



动力煤：贸易模式修复后仍将转弱

摘要

报告作者

作者：沈祺苇

电话：0510-82758631

传真：0510-82757630

E-mail: shenqiwei@glqh.com

从业资格号：F3049174

报告日期：2020年6月9日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

供给方面，进入2季度以来，煤矿利润走低，部分甚至亏损，矿产产量收缩，叠加进入夏季是安检频发阶段，导致市场出现一定程度的供需错配。但后期新建及改扩建优质项目陆续投产，煤炭供需也将延续此前的宽松态势。

港口库存下降明显，而长协煤前期降价后兑现率下降，也推动市场煤行情转好，导致港口经历了贸易商清退到新贸易商进入的过程，前期贸易模式被打破并再度修复。而电厂库存也是下降到了1400万吨左右的低位。后期长协兑现率走高之后预计库存将逐渐回升。但进口煤方面，前期平控政策有所失效，在政策额度仍保持平控的前提下，一刀切停止进口煤的时间点可能要早于往年，对下半年电厂压价策略不利。

发电方面，火电替代能源表现一般，但夏季水电预计将有较强的替代作用。下游需求进入5月后明显开始复苏，“迎峰度夏”旺季叠加今年特殊的赶工需求导致今夏耗电势必处于高位。而其他如建材、水泥等耗煤行业，同样将推高夏季动力煤的需求。

总体而言，目前煤市处于正在“迎峰”，即将“度夏”的需求旺季阶段。叠加市场供给仍然偏紧的基本面，当前煤价仍不宜看空。前期我们认为，动力煤期货合约再度上升形成双顶，业已实现，后期不排除上涨行情继续延申。但从中长期来看，一旦供需错配情况修复，港口调度及电厂采购重新回到长协煤为主、进口煤为辅、市场煤作为补充的模式上来，则动力煤供需仍显宽松，若后期基本面走弱，即可逢高介入空单。契机或在于产地煤价上涨，港口产地价格再度倒挂。

一、行情走势回顾

回顾年后以来的动力煤走势，2月初，随着疫情发酵，导致市场对于产地供应极度悲观，带动期货主力合约一度冲高至570元的高位。但随后，供需两端受疫情影响同步发酵导致预期的短缺现象并未发生，动力煤价格震荡回调，而为了呼应国家保供政策，动力煤产地复工进度快速恢复，港口库存由低位升至历史高位。而年度长协价的签订工作陷入僵持，大厂主动降价带动市场踩踏抛售，动力煤价格开启下跌模式，先后跌破长协价支撑及500元/吨的绿色区间底部，最低跌至470元/吨左右的水平。4月下旬以来，随着年度长协价落地，长协保供恢复到之前水平，动力煤价格再度回升。而此时产地逐渐进入安检频发的阶段，随着下游需求转好，叠加“迎峰度夏”需求的预期，动力煤供需一定程度上出现错配，价格持续上涨，一度又回升至550元/吨的水平。近期供需错配情况好转，替代品水电供应走强叠加日耗降低，动力煤进入回调阶段，而6月长协价落地则助推动力煤再度走高。

图1 动力煤指数走势



数据来源：wind 国联期货研发部

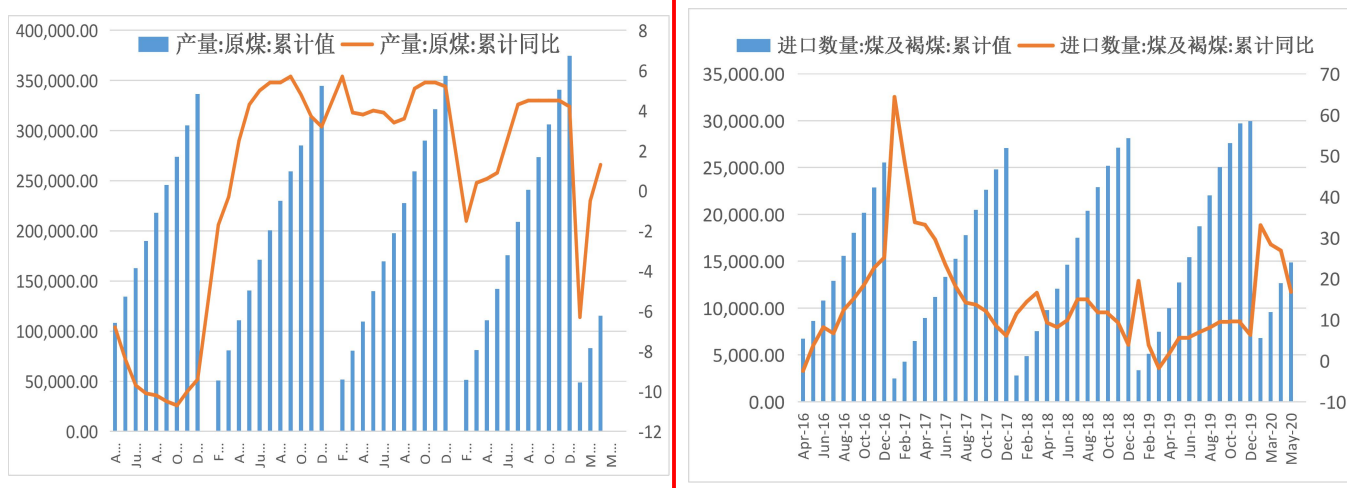
二、基本面因素分析

（一）煤炭供应短期错配，总体宽松

国家统计局数据发布的最新数据显示，2020年4月，全国原煤产量32212万吨，同比增长6%，增速收窄3.6%。环比增速则较3月份的33726万吨，下降了4.49%（1514万吨）。4月份的日均产量为1074万吨，环比减少14万吨。1-4月份全国累计原煤产量115244万吨。尽管年初受到疫情的影响

响较大，但随着保供要求的执行，各地煤矿复产较为快速，生产经营情况好转，煤炭产量同比仍保持1.3%的增长。而在3、4月份，煤价跌破绿色区间之后，煤矿利润走低，甚至部分煤矿出现亏损，导致煤矿产量有所收缩，近期出现一定程度上的供需错配。但总体而言，自2019年淘汰1.04亿吨落后产能过后，“十三五”制定的去产能规划已经提前完成。我国煤炭行业已由前期“总量性去产能”全面转入“结构性去产能，系统性优产能”的新阶段，因此，新建和改扩建优质项目的步伐也将加快，全年的煤炭供需也将延续此前的宽松态势。

图2 原煤产量及进口数量



数据来源: wind 资讯 国联期货研发部

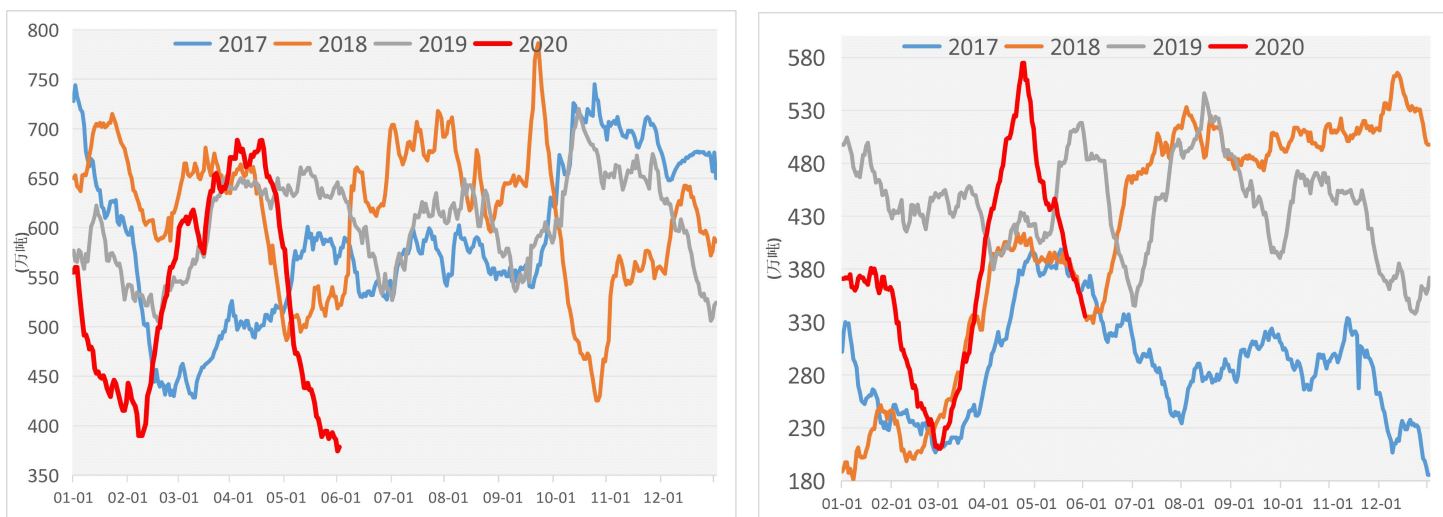
(二) 进口煤平控执行效果有限

今年以来的进口煤数据依然保持大幅增长的态势。海关总署数据:4月我国进口动力煤(包含烟煤及次烟煤)1453万吨,同比增加684万吨,增长88.95%,环比增加246万吨,增长20.38%。1-4月我国累计进口动力煤5500万吨,同比增加2248万吨,增长69.13%。4月进口褐煤则为947万吨,1-4月累计进口4204万吨,同比增长4.3%。可以看到,今年以来的动力煤进口量可以说是远超去年,首先是因为自去年10月份以来,煤炭进口是遭到了一刀切——停止进口,从而造成大量的进口煤炭堆积,到了1月份之后开始蜂拥进关。其次进口煤平控政策正处于“失控”或者说不加以控制的阶段,从政策角度来看,疫情对于下游制造业生产产生影响较大,降低用电成本对于企业的增益而言至关重要,因此,除了加快煤炭复产外,保持进口煤的进口量也是保证供应的重要手段。而笔者认为,进口煤平控政策延续的概率较大,但平时限制通关、禁止异地报关等限制政策又难以发挥效果,因此今年的煤炭进口依然很有可能在额度耗尽之后以一刀切的方式完全禁止进口,这一时间点甚至将更早于去年,有望在9月到来,这也将对四季度的煤炭市场形成支撑。

(三) 港口低库存延续

北方港口方面，今年以来经历过两波大幅降库的过程，年初，随着长协抢占市场，港口贸易商陆续退出，港口库存向下游江内港及南方港口转移，一度将港口库存量压至历史低位。而随着疫情爆发，年后保供政策要求下，产地供应恢复，推动港口库存同样恢复到了正常水平。但在下游需求持续低迷的情况下，大型煤企开启降价促销模式，带动港口库存快速去化。截至6月7日，秦皇岛港口煤炭库存报402万吨，依然维持在低位，而去年同期库存则在600万吨左右；曹妃甸库存则同样要比去年同期少150万吨左右。环渤海港口总库存在1864.1万吨。除了前期抛售因素外，近期华北各矿区均已进入安检频发的阶段，以及前期大秦线检修影响，都是导致港口库存难以回升的重要原因，在北港库存与下游港口此消彼长的情况下，北方港口的煤炭枢纽作用仍在减弱中。另外，前期贸易商退出后，在港口依然以长协调度为主的前提下，后期港口库存仍有可能上升，价格形成倒挂，从而再度逼退新进贸易商；而在此之后，港口库存或将维持在中低水平，以对抗下游电厂高库存策略。

图3 秦皇岛&曹妃甸港口煤炭库存



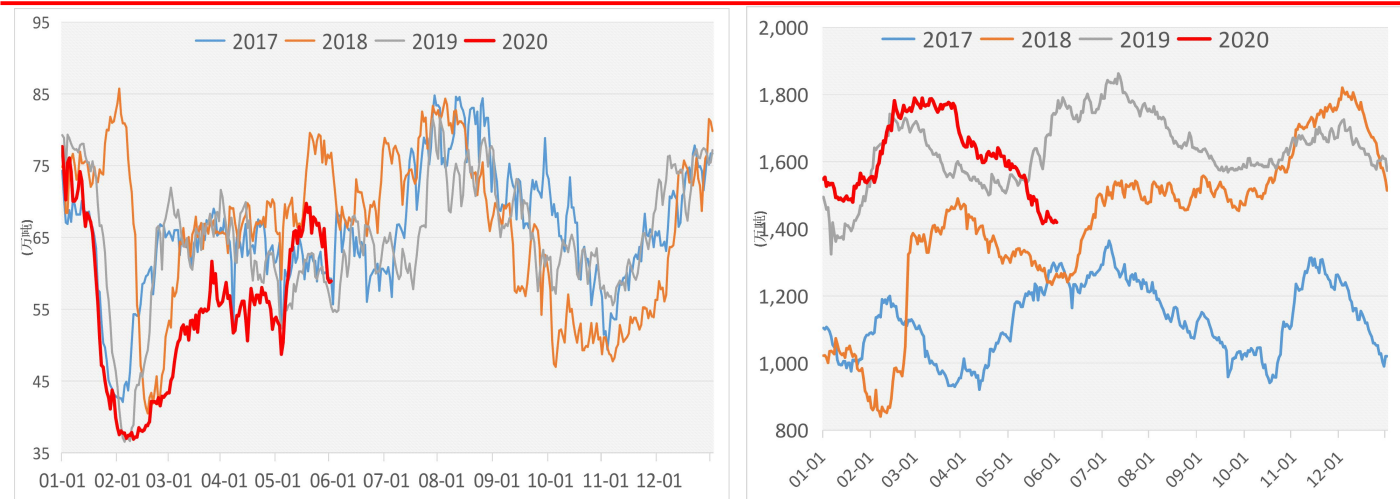
数据来源：wind 资讯 国联期货研发部

电厂方面，总体而言，库存依然在高位运行，整体供应无虞，但同去年相比，库存的整体区间是有下移的趋势的。尤其是5月以来，需求逐渐恢复到正常水平，甚至较去年偏高，当前库存徘徊在1400万吨的水平，月初随着长协煤陆续到货，近期库存小幅反弹，当前库存报1474.71万吨，供需矛盾较小。但参考去年数据，去年同期煤炭库存在1766.41万吨，高出今年近300万吨。可以说，尽管目前电厂依然延续着过往高库存的压价策略，但今年的高库存成色远不如去年。若按此前预期，进口煤进入四季度前后通关开始设卡，则电厂库存势必更加难以维持。这一特征或难以将动力煤价格区间向上抬升，但无疑进一步加剧了动力煤的波动。

电厂日耗方面，5月前受疫情影响，下游复工缓慢，日耗长期维持在50万吨作用的低位，5月以

来，下游企业基本生产均恢复正常，带动电厂日耗迅速回升，前期一度升高至 65 万吨/天，近期则是受到梅雨天气的影响，叠加丰水期来临，水电的边际替代作用，日耗有所回落，最新数据报 60.3 万吨。预计随着后期各地陆续入夏，电厂日耗将再度升至旺季水平。

图 4 电厂煤炭日耗及库存



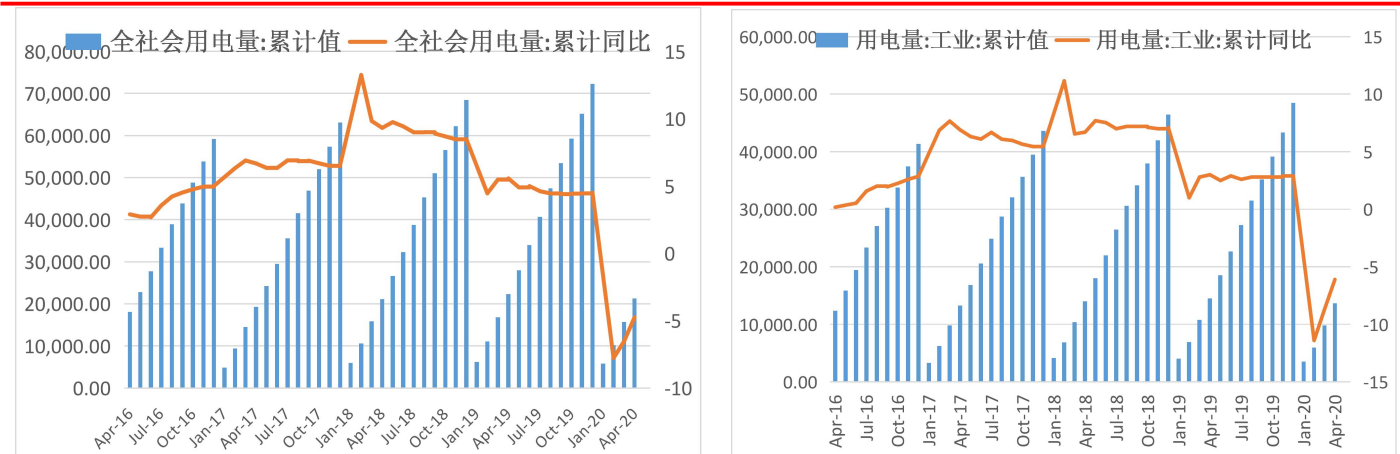
数据来源: wind 资讯 国联期货研发部

(四) 全年需求由弱转强

根据统计局数据，1-4 月全社会用电量累计达 21270 亿千瓦时，同比减少 4.74%，主要受到了疫情期间下游需求不振的影响。分月来看，2、3、4 月增速分别为-10.09%、-4.17%和 0.69%，可见四月需求基本恢复到正常水平，预计 5 月将呈现明显的正增长态势。

分产业来看，第一产业并未受到太大的影响，用电持续保持同比上升；第二产业在一季度衰退明显，降幅超过总用电量，用电占比仅为 0.65，但四月耗电已由负转正，预计全年仍将保持正增长；第三产业则表现最为悲观，1-4 月累计同比跌 8.1%，3 月单月衰退一度达到 19.76%，若无重大刺激措施，则今年第三产业用电增长乏力，对于全社会总用电量将起到拖累作用。

图 5 社会用电量&工业用电量



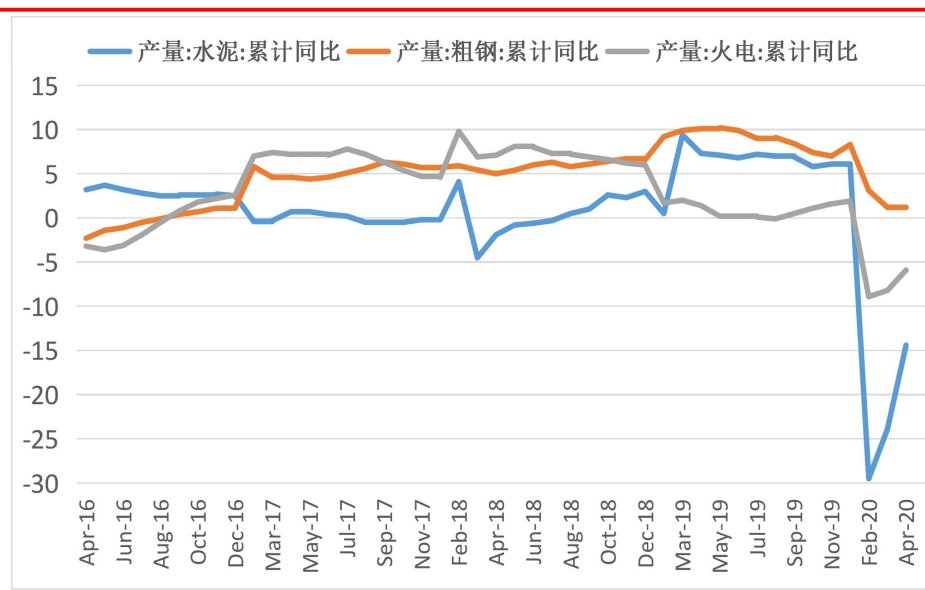
数据来源: wind 资讯 国联期货研发部

从电力来源看,今年以来火电1-4月发电15757.6亿千瓦时,同比下降了5.9%,4月单月则恢复正增长。替代能源方面,水电前四月受气候影响,枯水季效应明显,发电量累计同比减少了9.4%,5月预计增量同样有限,不过,进入6月以后,各地陆续入梅,夏季丰水期来临,预计后期水电产量增加,将对火电有一定的挤出作用。其他能源方面,核电及风电产能均相对有限,但今年以来均保持正增长态势,并未受到疫情的影响,预计后期都将进入快速增长阶段。总体而言,各类能源发电同比增速后期将继续上升,相对而言,火电增速预计将弱于其他能源,故后期火电将受到一定的挤出效应影响。

除电力需求外,钢材、水泥等煤耗需求,同样处于快速恢复的阶段。钢铁行业来看,今年以来,我国粗钢产量达到31946万吨,同比增长1.3%。尽管疫情期间行业生产较为克制,但进入2季度以来,钢厂生产热情恢复,二季度产量预计将保持稳定的同比增长。而电炉短流程生产占比也日益提升,后期建材方面对于煤炭的需求韧性较强,或延续稳步上涨的势头。

水泥方面,4月单月数据已经呈现同比正增长,但累计同比数据仅录得14.4%。从当前下游的反馈来看,基建开工正旺,需求持续性较强,将对水泥价格及需求起到托底的作用。而从房地产数据可以看出,尽管房地产开发投资及房屋新开工面积均呈现明显的负增长,但由于前期新开工面积多,导致当前处于施工状态的地产数量持续处于高位,这也从今年以来房屋施工面积保持在稳定的正增长得到了印证。而处于高位的施工面积,则极大的拉动了对于水泥的需求。笔者认为,后期的水泥产销增长率将保持在较高水平。

图6 高耗能产业增速累计同比



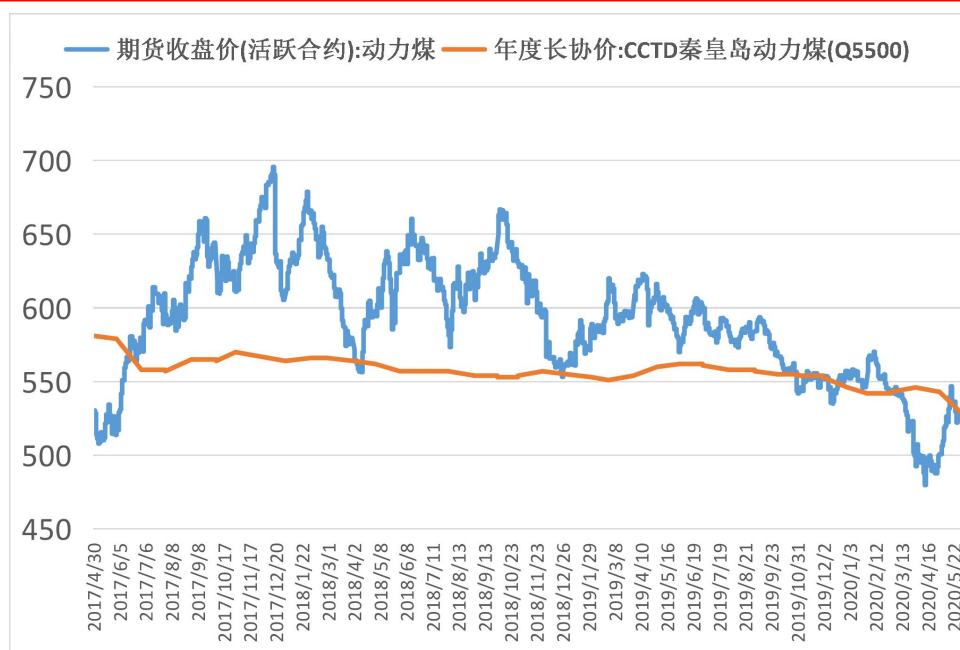
数据来源: wind 咨询 国联期货研发部

（五）长协兑现率压制市场煤价

今年年度长协的签订工作一度持续到了4月末才最终完成。前期煤电双方分歧较大，电企携高库存之势压价，推动市场煤价格跌破长协价支撑；而大型煤企在长协签订陷入僵局时，主动降价促销，带动市场踩踏抛售，月度长协价格则是一度降至470元附近。但长协价包括外购价格走低，在低价资源有限的情况下，反而造成收货困难的现象。导致其长协兑现率同样受到影响，这也使得港口市场煤需求反而回升，库存持续下降，故反而刺激长协煤价格大幅回升，6月神华外购月度长协价格上涨了66元至537元/吨，基本恢复到了年初水平。

在长协煤价恢复后，外购资源增多，预计长协履约率也将同步上升。港口调度又将再度回到长协煤为主，市场煤补充的模式上来。在这种情况下，新进贸易商的市场煤销售空间将再度被挤压，对市场煤价格再度形成利空，尤其中长期进入淡季后，北方港口库存再度回升，市场煤需求寥寥，贸易商有可能再次被挤出。

图7 动力煤活跃合约收盘价&动力煤年度长协价



数据来源: wind 咨询 国联期货研发部

综合前两年的行情来看，动力煤大型煤期的年度长协价格对于其期现价格起到了强有力的托底作用。但这一作用在今年上半年一度失效，尽管目前市场煤价格再度回升至长协价以上，但后期长协价的托底作用也将被大幅弱化。

四、结论与建议

供给方面，进入2季度以来，煤矿利润走低，部分甚至亏损，矿上产量收缩，叠加进入夏季是安

检频发阶段，导致市场出现一定程度的供需错配。但后期新建及改扩建优质项目陆续投产，煤炭供需也将延续此前的宽松态势。

港口库存下降明显，而长协煤前期降价后兑现率下降，也推动市场煤行情转好，导致港口经历了贸易商清退到新贸易商进入的过程，前期贸易模式被打破并重构。而电厂库存也是下降到了1400万吨左右的低位。后期长协兑现率走高之后预计库存将逐渐回升。但进口煤方面，前期平控政策有所失效，在政策额度仍保持平控的前提下，一刀切停止进口煤的时间点可能要早于往年，对下半年电厂压价策略不利。

发电方面，火电替代能源表现一般，但夏季水电预计将有较强的替代作用。下游需求进入5月后明显开始复苏，“迎峰度夏”旺季叠加今年特殊的赶工需求导致今夏耗电势必处于高位。而其他如建材、水泥等耗煤行业，同样将推高夏季动力煤的需求。

总体而言，目前煤市处于正在“迎峰”，即将“度夏”的需求旺季阶段。叠加市场供给仍然偏紧的基本面，当前煤价仍不宜看空。前期我们认为，动力煤期货合约再度上升形成双底，业已实现，后期不排除上涨行情继续延申。但从中长期来看，一旦供需错配情况修复，港口调度及电厂采购重新回到长协煤为主、进口煤为辅、市场煤作为补充的模式上来，则动力煤供需仍显宽松，若后期基本面走弱，即可逢高介入空单。契机或在于产地煤价上涨，港口产地价格再度倒挂。

联系方式

国联期货研发部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: shenqiwei@glqh.com

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎