



## 动力煤年报：振幅收窄 重回绿色区间

### 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：2019 年 12 月 31 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。

政策方面，随着供给侧改革红利的结束，我国煤炭产业已转入结构性去产能，系统性优化产能的阶段。目前政策的核心依然是保障动力煤供应，以及对价格的平抑。主要手段包括必要的安全检查及其他产地政策，延续的进口煤平控政策以及推动长协煤合同的签订及履行。

供给方面，“十三五”淘汰 8 亿吨落后产能的目标已经提前实现。但由于今明两年新的环保产能陆续投放，整体供给仍将保持一定增长，叠加进口煤价格倒挂现象延续，进口总量预计与 2019 年持平，总体动力煤供给偏宽松。

2019 年 2 月起，6 大电厂库存始终保持在 1500 万吨以上的高位运行，这也对抑制煤价上行起到了决定性作用，预计明年上游产地将有所累库，但北方港口库存或加快向下游港口及终端电厂转移。

需求方面，火电替代能源表现开始疲软，火电需求增速预计将小幅上升，制造业表现预计有所回暖，但经济下行压力犹存，需求增长有限。地产四季度开工反季节上涨，建材及水泥生产对动力煤需求均有拉动作用，但明年尤其下半年或将减弱。

总体而言，预计 2020 年动力煤依然会延续今年的震荡行情，但整体区间继续收窄，价格重心再度落回绿色区间。而由于电厂高库存现状难以打破，动力煤市场淡旺季的界限较为模糊，季节性规律修复无望。全年波动在 520-580 之间。短期来看，随着 1 月进口煤市场重新开放，中下旬各类货源陆续到厂，电厂库存再度升高，则煤价下行压力再度显现。预计最早随着夏天旺季到来，气温上升，配合进口煤阶段性受限的影响，则整体库存水平有望边际改善，从而带动价格反弹。

## 一、行情走势回顾

回顾 2019 年煤炭市场的整体运行，供给侧改革进入固化调整阶段，基本已经宣告了供给侧红利的结束。年初，随着冬季旺季来临，电厂日耗升至周期性高位，需求边际改善，电煤价格触底反弹，迎来一波拉升，持续至春节；节后由于榆林煤炭矿难的影响，安检增多，产地煤价居高不下，从而接力节前旺季涨势，持续拉涨，4 月初主力合约一度回到 630 的高位，但从实际上而言，全国动力煤整体供需并未由太多改变，其价格明显已经偏离市场供大于求的现状，随着下游电厂长协煤为主，进口煤为辅的补库策略逐渐稳定，市场煤需求收到巨大冲击。夏季旺季来临后，政策保供应的要求又限制了动力煤的整体涨幅，随之气温高位回落，动力煤再度开启下跌模式，回到了此前的绿色区间内。同时发改委重新调整了煤电政策，取消了煤电联动机制，将标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场对此表现悲观，动煤价格进入四季度后跌至年度长协价附近，以底部震荡为主。叠加进口煤年末限制进口后，市场煤实际消费并无大幅改善，市场对于后市较为悲观。

图 1 动力煤指数走势



数据来源：wind 国联期货研发部

## 二、政策因素分析

同前两年相比，2019 年，煤市宏观政策相对偏少，目前市场以签订中长期长协合同为主，辅以进口煤对整体价格进行调控，2019 年全年煤价波动稳定，期价主力合同维持在 530-630 的区间内波动，与预期相吻合。同时季节性淡旺季的效应，受调控影响，表现并不显著。总体而言 2019 年的宏

观政策主要以突发事件的应对方案，以及对中长期煤炭产业的发展定调为主。

受今年1月神木煤矿冒顶事故的影响，事故当地年前即进入强制停产阶段，叠加3月份江苏响水爆炸事件影响，安全生产议题被不断放大。春节后，产地煤矿安检频繁，复产缓慢，成为推动一季度煤炭上涨的主要因素。

10月，发展改革委发布深化燃煤发电上网电价形成机制改革方案，发文要求将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%。对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制。国家发展改革委根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整。政策从2020年1月起开始执行，对应2001及以后合约。此举以为这此前煤电联动的机制脱钩，同时，受终端电费的下调压力，电厂向上游议价的动力显著增强。受此影响，煤炭期现价格持续下跌，直至触及年度长协价底部。

同时，近年以来，进口煤政策始终以年度总量平控为主，同往年年内多次调整进口煤政策不同，今年调整直至11月才开始执行，煤炭进口前10月基本保持稳定态势，且总量已经与往年持平，进入11月后，各地陆续开始停止进口煤的报关操作，但受国产煤矿供应充足，以及港口贸易商主动去库影响，对煤价的提振作用及其有限，预计进口煤1月重新放开。

### 三、基本面因素分析

#### （一）煤炭供应增速有望放缓

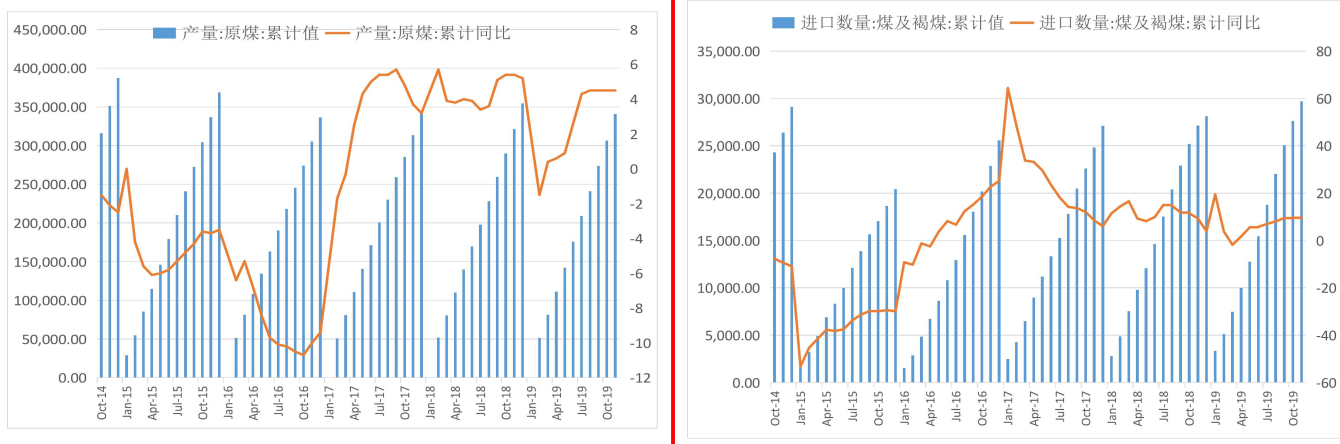
2019年最新数据显示，11月份全国原煤产量33406万吨，同比增长4.5%，增速有所扩大，环比增长919万吨，增幅2.83%，预计年前以完成任务为主，年末部分产地已完成任务进入停产阶段，12月增速或小幅回落。1-11月全国原煤产量340721万吨，同比增长4.5%，增速与前值持平，同比增量高达1.9亿吨，而同期消费仅增长0.8%。可见即使上半年受到较严的安全检查，但随着优质产能的陆续投放，煤炭的总体供给依然呈现稳定持续的增长态势。

从全国煤炭产能情况来看，截止去年年底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿产能35.5亿吨，在建煤矿产能10.3亿吨，预计煤炭总产能在48亿吨左右，从区域上看，内蒙、山西及新疆供应程上涨趋势，而其他地方产量有所下降，陕西地区受年初安全检查影响，上半年产能受限，全年产量偏低。据统计，新核准的项目产能83%分布在晋陕内蒙地区，其中73%为动力煤产能。而自2016年煤炭供给侧改革以来，煤炭去产能工作持续进行，2016-2018年累计退出产能7亿吨，2019年全年预计关闭退出落后煤矿450处以上，产能合计1.04亿吨，已经提前完成了“十三五”规划制定的淘汰化



解落后煤炭产能 8 亿吨的任务。我国煤炭产业已转入结构性去产能，系统性优化产能的阶段。

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) 进口煤平控政策延续

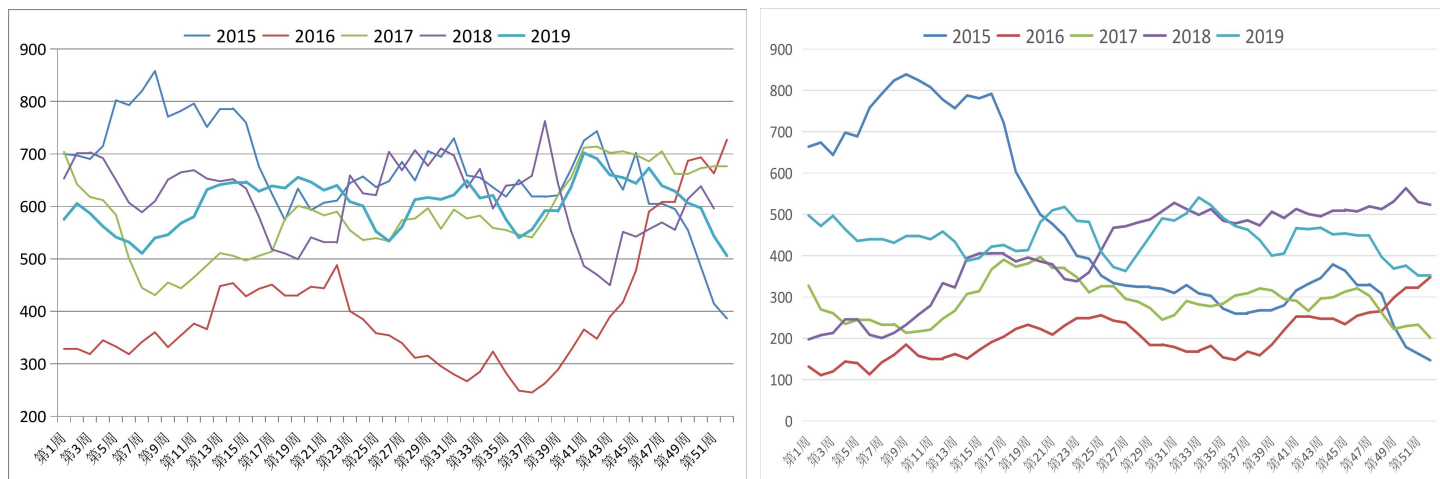
进口方面，市场对于煤炭进口受限具有充足的预期，从煤炭进口的统计来看，今年 1-10 月累计进口煤炭已达 2.8 亿吨，基本与去年全年持平，11 月份起，各地陆续开始停止进口煤的报关操作，进口量收缩明显，但 1-11 月煤与褐煤进口累计同比依然达到了 9.81% 的水平，而进入 12 月以来，各地采购方凭借各种方式，操作煤炭进口，实际上年度进口总量仍在小幅增加，预计全年进口将达到 3.1 亿吨。从进口国别情况来看，澳洲进口煤受限较多，1-10 月动煤进口量同比减少 5.8%，印尼进口煤则保持了较高的增长势头。目前来看，国产动力煤的价格区间在国际上依然处于较高水平，进口煤倒挂所带来的成本优势依然显著，电厂尤其是华南地区对于进口煤青睐程度较高。目前总体上电厂依然以长协价为主，进口煤为辅的策略进行补库，市场煤仅作补充之用。政策方面，2019 年政策落实且行之有效，预计明年动力煤的进口依然会以平控为主，从而对市场动力煤价格进行平抑。但考虑到电厂降本增益的驱动，不排除年末政策调整，小幅放开进口的可能。值得一提的是，目前来看，下游电厂目前均已将目光投向 1 月份重新开放的进口煤市场，进口煤供应将得到集中释放，不过由于通关排队积压，预计各电厂大量到货需等到 1 月下旬，即存在一定供需错配的可能。

## (三) 煤炭库存逐渐向下游转移

截至 12 月 27 日，秦皇岛港口煤炭库存为 519 万吨，周环比下降 28 万吨。同去年同期相比，减少了 64 万吨，近三年来呈现逐年递减的状态。全年来看，库存大部分时间在 510-680 万吨的区间内波动，主要是因为北方港口的枢纽作用有所减弱，煤炭库存有向下游江内港转移的趋势。而另一方面，由于全年港口市场煤需求均表现冷淡，贸易商心态较弱，而 9 月以来，动力煤期现价格持续下探，进

口煤的限制也并未挽回其颓势，贸易商对于年末长协价的下探预期较强，叠加后市1月进口煤重新开放的潜在冲击，对于后市较为悲观，10月份以来主动去库存的意愿较强。明年预期各港口库存以稳为主，但主要还是以长协煤的调度为主，市场煤的实际成交预计全年都维持较为平淡的水平。

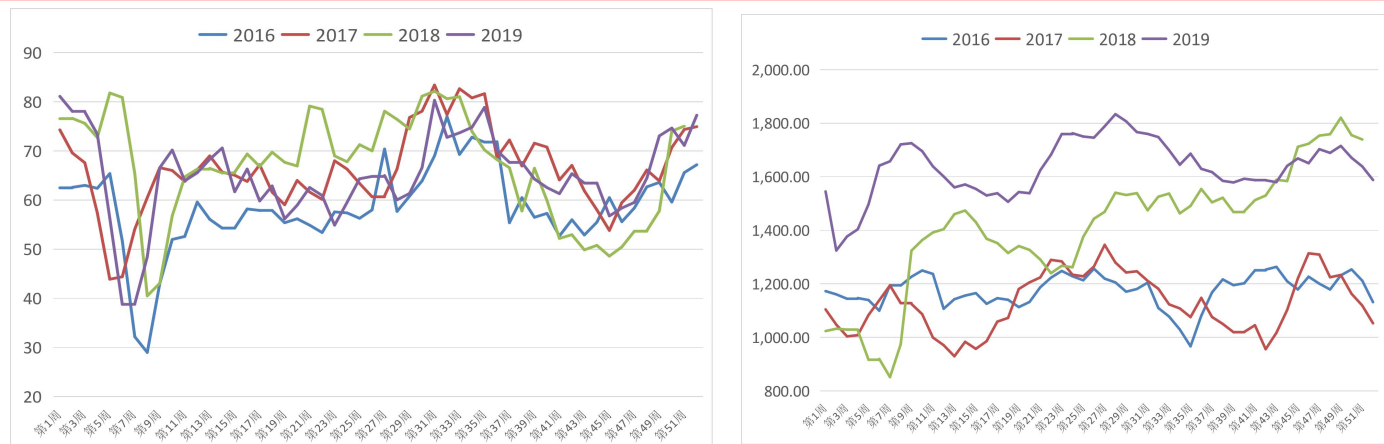
图3 秦皇岛&曹妃甸港口煤炭库存



数据来源：wind 资讯 国联期货研发部

下游电厂库存方面，电煤库存全年保持在高位运行，重点电厂煤炭库存量不断累库，10月份更是达到了9661万吨，创下供给侧以来的新高。相比之下，沿海六大电厂电煤库存结构则要较优，但依然全年都处于较高位置，1月份属于耗煤旺季，库存稍低，但随着进口煤通关并到货，电厂库存快速上升，此后电厂补库以长协为主，进口为辅，市场煤作为最后补充的策略执行，整体库存始终保持在1500万吨以上，这也符合去年以来，电厂始终贯彻的高库存压价策略。2020年预计电厂库存的下降幅度有限。当前旺季，库存虽有下滑，但随着1月中下旬，进口煤陆续到厂，库存将得到补充重回高位。对于港口市场煤而言，电厂高库存则意味着港口煤价将继续被压制在年度长协价附近，若新的年度长协价有一定下调，则煤价价格中枢仍将下移。

图4 电厂煤炭日耗及库存



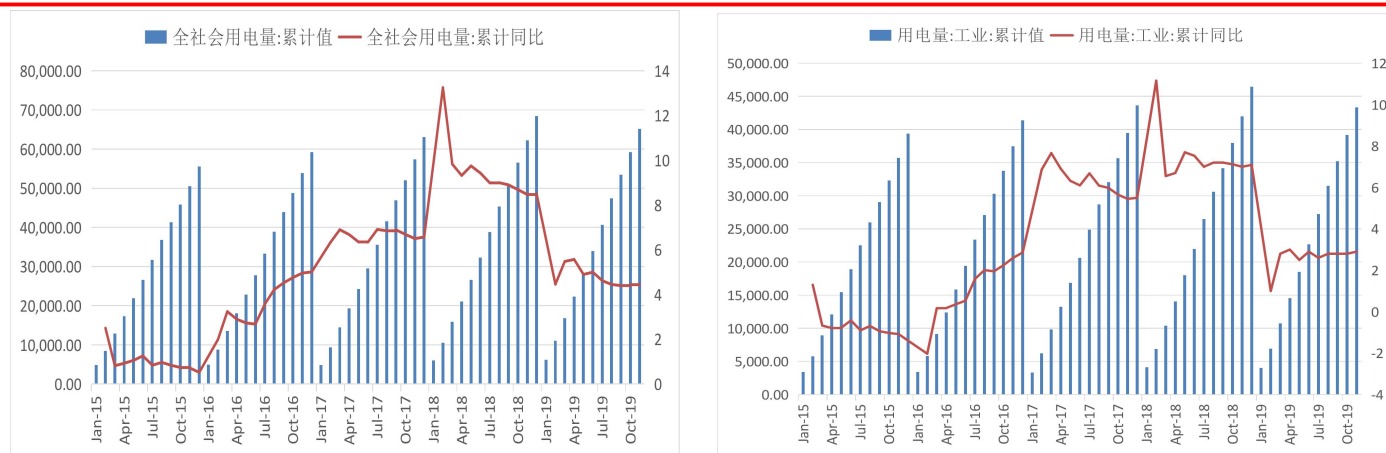
数据来源：wind 资讯 国联期货研发部

电厂日耗方面，12月27日报77.24万吨，近期稳定保持在75万吨以上，主要冬季属于用电旺季，而水电则由于水资源冬季大多处于枯水季，因此电厂用煤需求较高。但由于今年属于暖冬天气，整体气温偏高，当前日耗基本属于极值。可用天数方面，2月以来始终保持在20天以上，符合高库存策略的延续，而随着原煤供给进一步增多，以及其他清洁电力能源的继续投放，电煤的供给与需求或走向相反的方向。

#### （四）下游消费增速放缓

根据统计局数据，1-11月全社会用电量累计达65144.49亿千瓦时，同比增长4.7%，增速同去年同期相比降低了3.8%。从产业分项来看第一产业用电量为707.71亿千瓦时，同比增长5.2%，相比去年有所上涨，但据前年水平想去甚远；第二产业用电量达44126.59亿千瓦时，同比仅上升3.4%，印证今年制造业表现相对乏力的现状，用电占比则小幅下降至79.25%，同比减少0.91%；第三产业用电量为10842亿千瓦时，同比增长9.6%，用电占比则持续上升，从18.57%上涨至19.47%，其边际贡献不断上升。

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

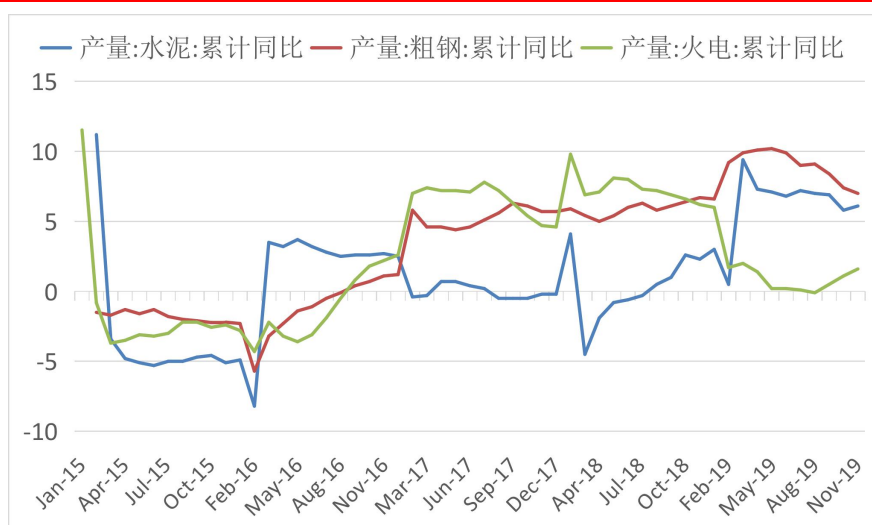
工业用电方面，1-11月份，全国工业用电量达到43325亿千瓦时，累计同比仅增2.9%，增速相比去年大幅减弱，占全社会用电量比重达66.5%，占比降1%，近年处于连续下降的阶段；对全社会用电量增长的贡献率则继续下降。从可持续表现来看，今年以来，工业企业利润结束了自供给侧改革以来的良好势头，表现乏力。2019年1月份至11月份工业企业利润数据显示，全国规模以上工业企业实现利润总额56100.7亿元，同比下降2.1%，后劲不足的势头基本得到验证。不过，仅从四季度以来的表现看，工业企业利润有逐步复苏的迹象，尤其是受到中美贸易关系修复的利好提振，整体走势向好，11单月来看，规模以上工业企业实现利润总额5939.1亿元，同比增长5.4%，扭转了10月同比降9.9%的颓势。分行业来看，采矿业受铁矿石及原油价格影响，黑色金属矿采选、石油天然气开

采用电量均维持较高的增长水平，但后期随着铁矿石等供需结构的恢复，采矿业用电量的高增长预计难以维持。制造业表现依然疲软，但进入四季度后，有逐步回升迹象。后期工业能否彻底结束颓势，有待后续降息减税政策的调节。

除电力需求本年度表现不温不火外，钢材、水泥等煤耗需求，表现相对强劲。今年1-11月全国粗钢产量达90418万吨，累计同比增长7%。2019年以来实际产能扩张的势头较为强劲，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，2019年全年均保持较高的增速，1-11月累计同比达到了6.6%。同建材工地开工类似，今年水泥并未受到太多秋冬季限产带来的限制，全年都保持在较高的生产水平，除东北地区外，其他各地四季度水泥价格均出现反季节上涨，表明实际需求的超预期表现。这主要得益于房地产的施工建设全年都处于偏旺季的水平，尽管房地产新开工面积全年表现略有起伏，但即使是在新开工投资最弱的三季度，处于开发中的施工面积依然处于绝对的高位，从而极大拉动了对于水泥的需求。我们预计，房地产施工需求在明年上半年仍将保持在一定高位，水泥产量即煤耗需求或有小幅增长。

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) 替代能源表现由强转弱

从替代能源方面来看，其他能源对火电的挤出效应经历了一个先高后低的过程。尤其是对于水电而言，其受季节性影响较大，上半年丰水期，水电产量始终保持在较高增速，对火电形成了较为明显的抑制作用，但下半年进入枯水期后，水电增速逐渐放缓，在工业发展有所复苏，用电需求回暖的情况下，反而推动了火电发电量增速的回升。从未来的气候条件来看，随着厄尔尼诺显现的消退，预计降水相对2019年较少，水电增长乏力，明年对于火电的替代作用很有可能进一步减弱。同时核电方

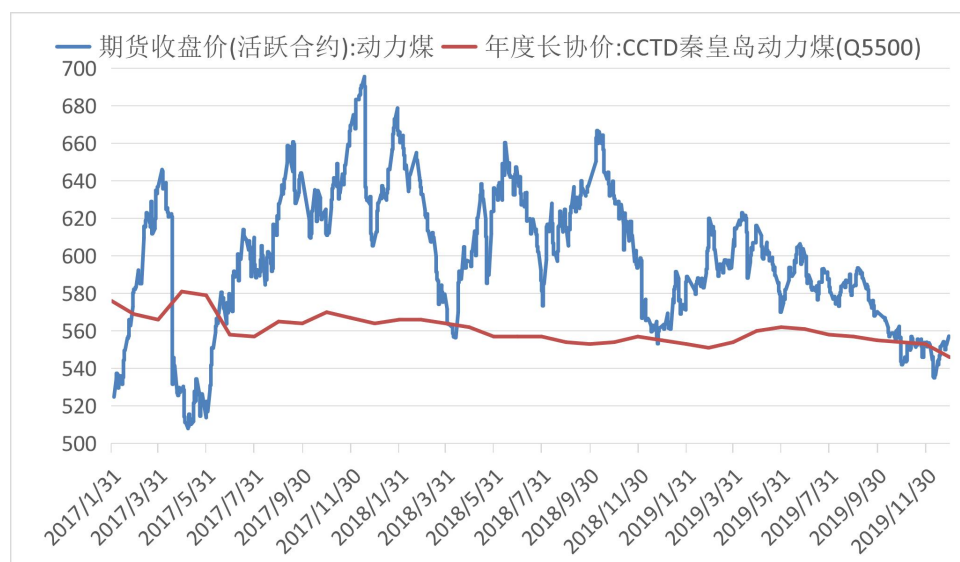


面，今年以及预计明年投放使用的机组装机容量均较为有限，预计明年其他替代能源对于火电的替代作用将进一步减弱，火电需求仍将保持稳定增长。

## （六）长协价托底作用延续

12月初国家印发了《关于推进2020年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，文件要求大型煤炭企业签订合同在2020年价格仍参照“基准价+浮动价”定价机制协商确定年度中长期合同价格。其中规定下水煤合同基准价若协商不一致，则按2019年度水平执行，而非去年规定按不高于2018年度水平执行，这一要求在一定程度上对当前不断下滑的电煤价格起到了托底的作用。目前煤电博弈进入关键时期，预计年度长协价格大概率维持原有水平不变。

**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

对于履约而言，今年文件强调中长期合同季度履约率不低于80%，全年不低于90%，对于煤炭企业履约率的要求进一步提高，一定程度上进一步巩固了长协煤在市场中的主导地位。同时，文件在签订合同数量上也做出新的要求，除签约数量应达到自有资源量或采购量的75%以上，且需较2019年水平合理增加，考虑到进口煤性价比仍在，市场竞争力较高，则长协合同的提高将进一步压缩市场煤的需求规模。

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。前两次下跌触及长协均价均止跌反弹。2019年四季度动力煤期货主力合约再度下跌，受供给过剩预期，较为悲观，但依然止于长协基准价附近，预计明年长协价机制依旧会为动煤价格起到托底的作用。



### （七）煤电联动机制的取消

除长协合同机制外，国家发改委 10 月公布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，第一年暂不执行上涨，新规从 2020 年 1 月 1 日起开始执行。这也宣告了过去煤电联动的机制走向终结。从现状来看，电厂一方面受到其他能源发电的竞争与替代，另一方面，我国电力消费增量有限，缺少新的增长点，在国家稳电价的要求下，电厂压力不小。因此在新政驱动之下，电厂将更积极地倒逼上游煤炭企业下调煤价，一定程度上，此举也将动力煤进一步推向市场化。

## 四、结论与建议

综合来看，我国“十三五”期间淘汰 8 亿吨落后产能的目标已经提前实现，我国煤炭产业已转入结构性去产能，系统性优化产能的阶段。考虑到近年新增产能较多，叠加进口煤保持平控甚至小概率微增，市场整体供给预计将小幅提升，动力煤供给偏宽松。

动力煤的价格除受市场供需影响外，很大程度上还受到其他相关政策的指引。2019 年煤矿安全事故频发，因此产地安全检查仍将贯穿全年，但一般情况下，不会强于 2019 年春季水平。进口煤倒挂现象依然存在，其性价比颇受青睐，但预计进口煤仍以总量平控为主，小概率小幅放开。整体供应有增长但增幅有限

另外，长协煤的签订与履约也是动力煤波动区间下沿的支撑缩在。从发改委的指导文件来看，若煤电双方协商不一致，则按去年长协基准价执行，目前煤电双方分歧较大，最终签约很有可能延续去年的价格。电厂库存依旧延续了此前高位运行的特点，其在保障供应的前提下，也成为其压价的筹码。由于 2020 年 1 月其，煤电联动机制取消，在电厂电价压力下，有望进一步倒逼上游煤炭企业下调价格。

需求方面，火电替代能源均表现疲软，火电需求增加有望重新提速。但从建材、水泥等需求来看，大概率将从高位回落。

因此，我们预测动力煤在 2020 年整体供需都将经历一个上升的过程，但供给宽松的格局预计难以改变，而价格行情则将延续今年的震荡行情，但预计整体区间继续收窄，价格重心再度落回绿色区间。靠拢到电厂高库存下，动力煤淡季旺季的周期性界限较为模糊，季节性规律修复无望。动力煤全年波动约在 520-580 之间。机会方面，1 月进口煤市场重新开放，各类货源大规模运送到厂预计要到 1 月下旬实现，此时电厂库存或快速升高，则煤价下行压力再度显现。动力煤的上涨行情，或将在夏天旺季实现，随着气温上升，配合进口煤阶段性政策，带动价格反弹，此后可关注旺季阶段的正套机会。

## 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**