

## 煤价逆势上涨，后期能否持续

东海期货 | 东海策略 2020-02-05

### 投资要点

研究所 黑色金属策略组

刘慧峰 高级研究员

从业资格证号: F3033924

投资分析证号: Z0013026

联系电话: 021-68757223

邮箱: [liuhf@qh168.com.cn](mailto:liuhf@qh168.com.cn)

联系人: 李公然

从业资格证号: T316470

联系电话: 021-68757827

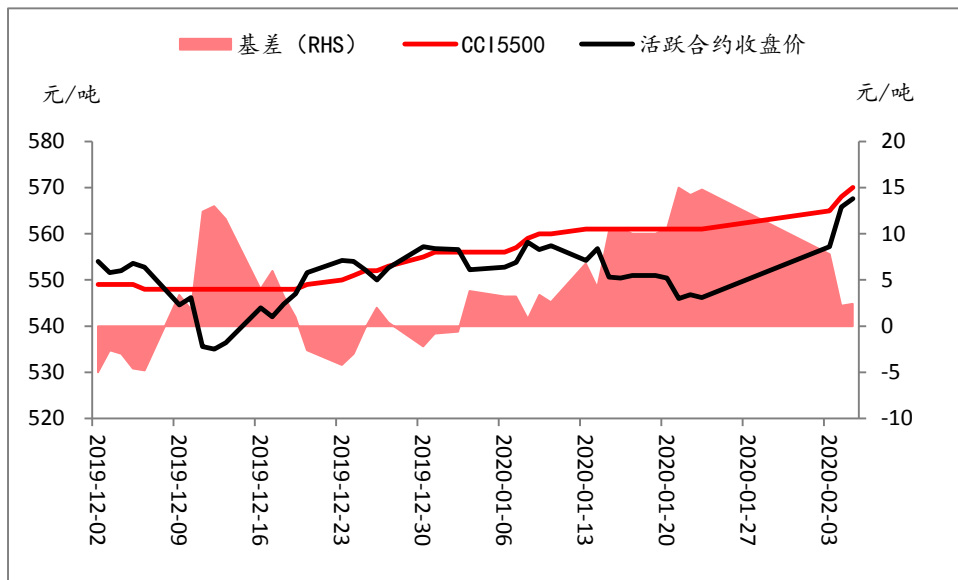
邮箱: [ligr@qh168.com.cn](mailto:ligr@qh168.com.cn)

- ❑ 与 03 年相比，煤炭市场由供需双强的增量博弈变成了供需两弱的存量博弈。03 年 SARS 对煤炭市场的影响仅是增量浪潮中的一朵小浪花，只造成了火电增速 3 个百分点的阶段性下降。而在目前原煤供需存量博弈的大背景下，疫情黑天鹅进一步加深了供需双弱的程度，供给和需求谁更弱成了影响短期内煤价走势的关键。
- ❑ 在榆林、同朔、鄂尔多斯四地总产能 15 亿吨中约有 5.6 亿吨民营矿，矿占比 40% 不到，民营矿的推迟复工对主产区的原煤供应将造成较大影响。
- ❑ 公路物流的瓶颈也造成了产地原煤的外运困难，复产的国有大矿也、基本以保长协为主，进一步压缩了市场煤的空间。从目前各产区公布的复工安排来看，预计 3 月开始才能看到原煤产量的有效增加。
- ❑ 春节前本就偏低的北港库存春节期间并未出现被动累库的情况，反而进一步去库。由于动力煤产地较为集中，而需求较为分散的“点对面”供需结构，在港口的低库存背景下，供给短缺造成煤价上行幅度也被随之放大。
- ❑ 往年的日耗的拐点基本出现在腊月中下旬和正月初八附近，今年 6 大电的日耗从腊月十七开始见顶下行，但并未在正月初八出现向上的拐点，而是继续保持着下行的态势。延迟复工对用电的阶段性影响十分明显。
- ❑ 从库存水平来看，目前沿海 6 大电 1587 万吨的库存水平并不算低，但比往年同期低了 139 万吨（8%），可用天数由于日耗绝对量的低位而表现出 42 天的较高水平。相对于内陆电厂而言，沿海地区由于进口煤的补充，补库积极性相对较低。
- ❑ **结论：**在目前动力煤市场供需两弱的大背景下，短期内由于产地缓慢的复工节奏，叠加物流的运输瓶颈，在北港低库存的影响下进一步放大了供给短缺的效应，造成节后煤价逆势上涨。从各主产地目前公布的复产信息来看，预计在 2 月下旬或 3 月初才能看到原煤供给得到有效释放，在此之前港口现货也将较为坚挺。但在正月十五矿方人员返工后，国有大矿的复产进度将明显加快，北港随着调入量的增大库存或将开始累积，供需两弱、整体偏紧的情况或将得到一定缓解，在今年动力煤供需整体偏松的格局下，届时煤价的进一步上行的动力也将趋弱。从盘面走势看，03 合约已经升水港口现货，按产地发运到港的成本计算，预计 5500 现货价格本次反弹在 580-585 元/吨附近会遭受较大压力。

## 一、节后动力煤期现走势

受春节期间疫情黑天鹅事件的不断发酵，黑色系供需由于开工的延迟均受到一定影响。但在黑色系整体下挫的过程中动力煤却走出了独立上涨的行情。节后动力煤期现价格分别较节前上涨了 21.4 元/吨和 9 元/吨，03 合约已出现升水结构。

图 1. 动力煤期现走势



数据来源：wind，东海期货

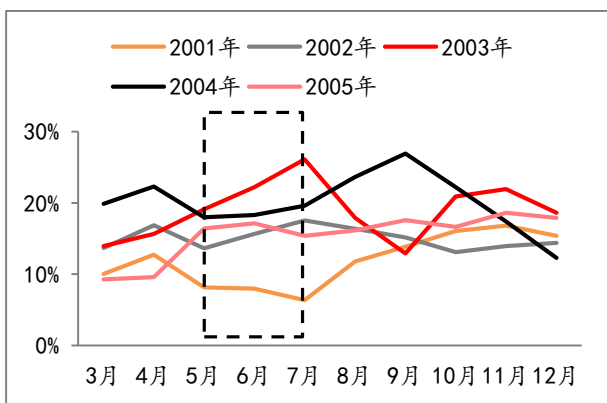
那么动力煤为何会独立于黑色系其余商品走出反弹行情，后期反弹能否持续，我们将通过下文为大家进行分析。

## 二、基本面逻辑梳理

### 1、增量博弈变为存量博弈，供需双弱进一步加深

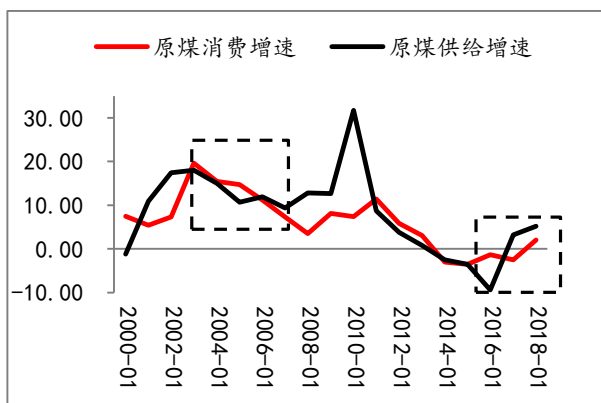
从 03 年 SARS 对原煤供给造成的影响来看，03 年非典爆发期间对原煤月度产量的影响并不显著。原煤月度产量同比增速不减反增，从 3 月的 14% 上升到了 6 月的 22%。

图 2. SARS 期间原煤月度产量同比增速



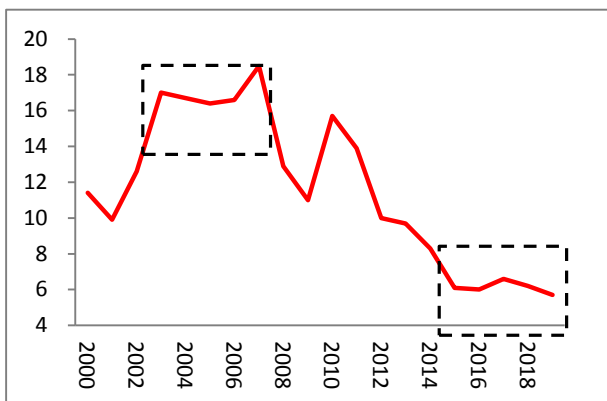
数据来源：wind，东海期货

图 3. 03-07 年原煤产销增速高位



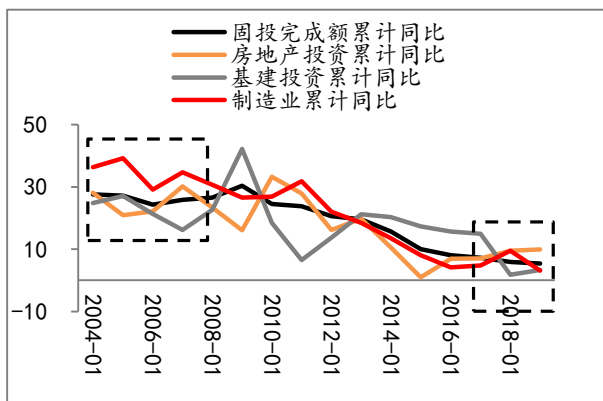
数据来源：wind，东海期货

图 4. 03-07 年工业增加值同比增速高位



数据来源: wind, 东海期货

图 5. 03-07 年下游固投增速高位



数据来源: wind, 东海期货

但 03 年的情况与目前有两点不同, 首先是煤炭行业所处的经济环境不同。原煤供需增速均在 03 年时达到顶峰, 00-07 年虽然供需增速均有边际回落, 但增速的绝对值仍处于较高的水平。目前来说, 但煤炭行业经过供给侧改革, 叠加总体经济增速的放缓, 原煤的供需增速均已回落到 5% 以下, 由之前增量的博弈变成了存量的博弈, 由此带来的价格波动也明显减小。

另一方面, 从需求端来看, 目前总体的下游需求和 03 年也不可同日而语, 03-07 年工业增加值同比增速呈现出 15% 以上的高增长状态, 而 19 年底的同比增速仅有 5.7%。与此同时, 03-07 年下游的固投增速也同样处于高增长区间: 固定资产投资完成额、房地产投资完成额、基建投资完成额以及制造业投资完成额增速均保持在 20% 以上; 而 19 年底该 4 项投资的累计增速分别只有 5.4%、9.9%、3.3% 和 3.1%。

综上所述可以看出, 与 03 年相比, 煤炭市场由供需双强的增量博弈变成了供需两弱的存量博弈。在两者不同的背景下, 03 年 SARS 对煤炭市场的影响仅是增量浪潮中的一朵小浪花, 只造成了火电增速 3 个百分点的阶段性下降。而在目前原煤供需存量博弈的大背景下, 疫情黑天鹅进一步加深了供需双弱的程度, 供给和需求谁更弱成了影响短期内煤价走势的关键。

## 2、顶层意愿与地方政策相左, 煤矿复工困难重重

由于本次疫情爆发于春节期间, 防范节后人员返工造成的病毒二次传播问题成了各原煤主产区复工政策的重点。从各主产地公布的复工要求来看, 主要政策限制办法包括: 延后节后复工时间, 对坑口公路运输设限以及停止坑口煤地销。

表格 1. 春节期间主要原煤产区复工政策

神木市	除部分大型矿井不停产外, 其余未组织生产的煤矿不得复工复产
吕梁	市煤矿企业复工复产时间不得早于 2 月 9 日
内蒙	部分物流园区关闭; 除部分年产煤矿外, 所有煤矿节后复工复产工作暂时停止, 同时停票停销
山西	近期准备复建复产的煤矿只允许进行维护性检修等工作, 原则上不超过 50 人为限, 外省工人原则上不允许返晋
榆林市榆阳区	所有未复工复产的煤矿及相关企业一律停止复工、复产, 不得召回区外休假工作人员
长治	各煤矿企业原则上 2 月 8 日前不得复产复建
晋煤集团	春节假期延长至 2 月 2 日, 3 日起正常上班
内蒙伊旗	旗内除 8 座年产煤矿外, 所有煤矿节后复工复产工作暂时停止, 同时停票停销

内蒙准旗	停止对长途拉煤车辆进行装车具体装车时间另行通知。
东胜	从2020年1月27日上午8:00起,在旗内部分公路设置疫情防控检查站点,实行临时交通疏导和管制。

数据来源:新闻整理,东海期货

但从国家层面的政策导向来看,国家能源局要求“建立各产煤省(区、市)、新疆生产建设兵团煤炭生产情况日报制度,自2月3日起,各省级煤炭行业管理部门于每日上午10时前,将本地区上一日煤炭产量及煤矿复工复产情况报告国家能源局煤炭司。对于复工复产进度迟缓、产量恢复慢的煤矿,各地和有关中央企业要强化责任落实,及时进行督促约谈。国家有关部门将对复工复产进度慢、保障煤炭稳定供应不力的地区进行重点指导和督促检查。”

另外,中央政治局常委会指出:尽快组织粮油及食品加工、能源等重点企业复工复产,建立重要物资供应绿色通道,优先安排电煤、粮食、蔬菜等重点物资运输。

可以看出,地方煤矿的复工政策与顶层意愿有一定的出入。就目前的情况来看,国有重点大矿春节期间停工时间较短,神华、同煤、陕煤也纷纷响应号召加入保供行列。停产时间较长的民营矿复工时间基本都延后到了正月15以后,且外来返矿的员工需要接受14天的隔离。

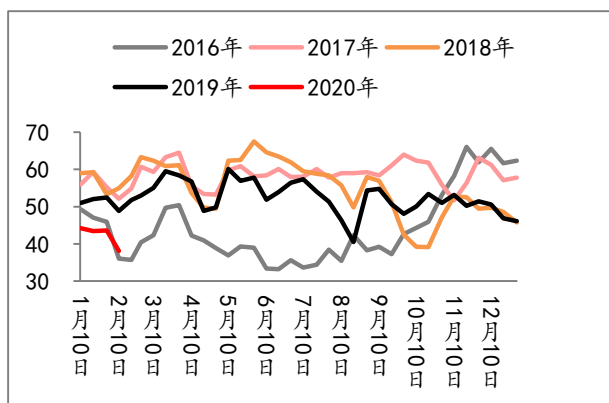
从目前主产地公布的复产进度来看,鄂尔多斯复产产能约14700万吨,占鄂尔多斯煤炭总产能的27%。但受制于返矿员工人数有限,实际难以满负荷生产难以满负荷生产。榆林地区在产煤矿共13家,涉及煤炭产能12820万吨,,占榆林煤炭总产能的比重为40%,以国有大矿为主。

在榆林、鄂尔多斯、大同、平朔四地总产能15亿吨中约有5.6亿吨民营矿,矿占比40%不到,民营矿的推迟复工对主产区的原煤供应将造成较大影响。另一方面,公路物流的瓶颈也造成了产地原煤的外运困难,复产的国有大矿也基本以保长协为主,进一步压缩了市场煤的空间。从目前各产区公布的复工安排来看,预计3月开始才能看到原煤产量的明显增加。

### 3、港口库存低位,放大供给短缺冲击

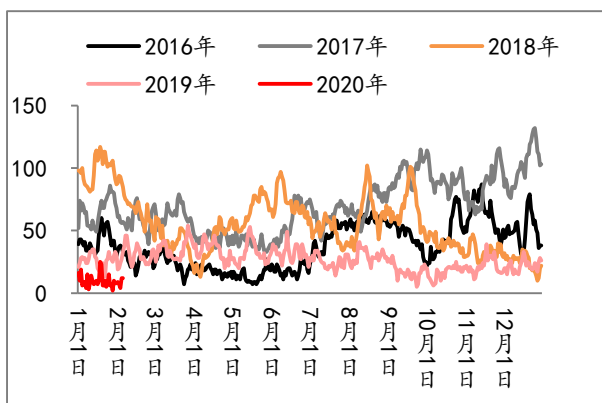
受年前港口贸易商由于发运倒挂自然出清以及节后产地原煤供给受限的原因,秦港调入量较节前进一步下行,目前秦港铁路调入量较去年同期偏低12万吨(25%)。受此影响,节前本就偏低的北港库存春节期间并未出现被动累库的情况,且库存进一步下降,达到了17年以来的同期低位。目前北方四港库存水平约1112万吨,较去年同期偏低385万吨(25%)。

图 6. 秦港铁路调入量



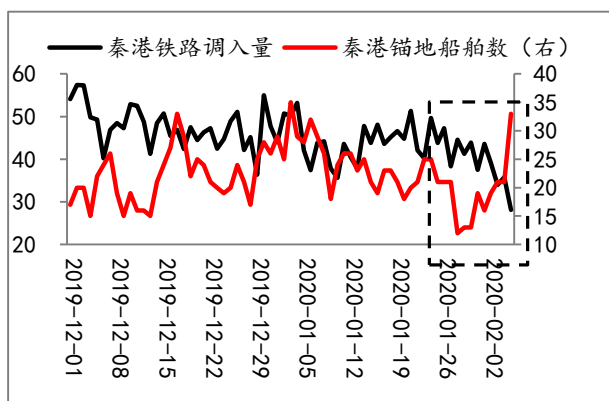
数据来源:wind, 东海期货

图 7. 秦港锚地船舶数



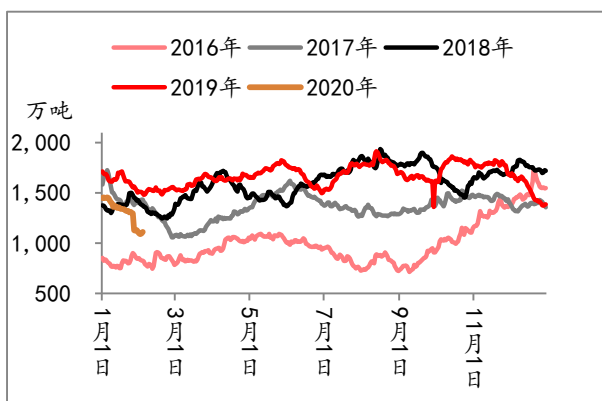
数据来源:wind, 东海期货

图 8. 秦港供需一减一增



数据来源: wind, 东海期货

图 9. 北方四港库存跨年对比



数据来源: wind, 东海期货

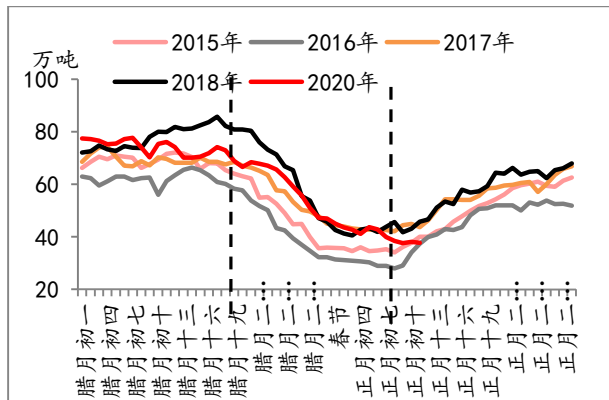
锚地船舶数虽然也处于往年来的低位，但由于终端耗煤的刚性，秦港锚地船舶数的走势与调入量出现了劈叉的情况。由此导致了港口煤炭供需阶段性供需错配、库存下行的情况。

另一方面，由于动力煤产地较为集中，而需求较为分散的“点对面”供需结构，在港口的低库存背景下，煤价的波动也随之被放大。

#### 4、下游复工延迟，关注日耗回升拐点

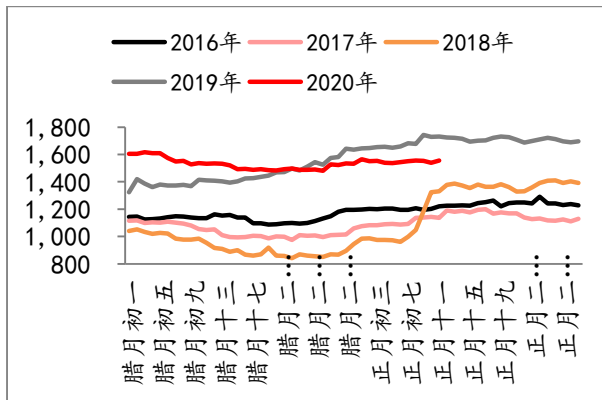
以农历为尺度观测春节前后沿海6大电的日耗和库存走势我们可以发现，往年的日耗的拐点基本出现在腊月中下旬和正月初八附近。同样的，今年6大电的日耗从腊月十七开始见顶下行，但并未在正月初八出现向上的拐点，而是继续保持着下行的态势。目前6大电日耗37.8万吨，较去年农历同期低了7.82万吨（16%）。

图 10. 沿海电厂日耗农历季节性



数据来源: wind, 东海期货

图 11. 6 大电厂库存农历季节性



数据来源: wind, 东海期货

从库存水平来看，目前1587万吨的库存水平并不算低，但比往年同期低了139万吨（8%），可用天数由于日耗绝对量的低位而表现出42天的较高水平。相对于内陆电厂而言，沿海地区由于进口煤的补充，补库积极性相对较低。

### 三、总结及展望

我们认为，在目前动力煤市场供需两弱的大背景下，短期内由于产地缓慢的复工节奏，叠加物流的运输瓶颈，在北港低库存的影响下进一步放大了供给短缺的效应，造成节后煤价逆势上涨。从各主产地目前公布的复产信息来看，预计在2月下旬或3月初才能看到原煤供给得到有效释放，在此之前港口现货也将较为坚挺。但在正月十五矿方人员返工后，国有大矿的复产进度将明显加快，北港随着调入量的增大库存或将开始累积，供需两弱、整体偏紧的情况或将得到一定缓解，在今年动力煤供需整体偏松的格局下，届时煤价的进一步上行的动力也将趋弱。从盘面走势看，



03 合约已经升水港口现货，按产地发运到港的成本计算，预计 5500 现货价格本次反弹在 580-585 元/吨附近会遭受较大压力。

#### 免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

#### 联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)