

与周期共舞

国投安信期货 2021 年动力煤年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

- 1. 2020 年行情回顾 3
- 2. 动力煤产业格局的新变化 4
 - 2.1.中间港口低库存，交割品结构性稀缺 4
 - 2.2.大集团改变月度长协定价机制，外购煤增量挤压贸易型港口调入资源 6
- 3. 2021 年供给端展望 7
 - 3.1.新产能投放空档期，同比低基数主导内产增量 7
 - 3.2.进口煤维持平控预期，高热值煤种或仍结构性短缺 9
- 4. 2021 年需求端展望 10
 - 4.1.需求轮动持续，用电量增速总体乐观 10
 - 4.2.新能源挤压水消核长，总体冲击有限 11
- 5. 行情展望及策略建议 12

高明宇

首席分析师

从业资格证号：F0302201

投资咨询号：Z0012038

个人简介：

高明宇，中国科学院研究生院毕业，金融学硕士学位，现任国投安信期货研究院能源组负责人兼首席分析师。覆盖动力煤、原油等能源品种系列，投资咨询资格号 Z0012038。2015 年获中期协金融衍生品高级研修班第 1 名；2016-2018 年连续 3 年被评为“郑商所高级分析师”，2019 年获评首届“郑商所资深高级分析师”；2019 年带领团队获上期能源“优秀产业服务团队”；2017-2019 年连续 3 年获期货日报&证券时报最佳工业品分析师。

近期相关报告：

1) 20201020 能源四季度策略报告《颠簸中前行，留意美国大选尾部风险》

2) 20200713 能源下半年策略报告《夏至已至，谨慎乐观》

3) 20200414 能源二季度策略报告《底部区间陆续探明》

摘要

2020 年行情回顾：受新冠疫情对能源系商品需求冲击及疫情后经济恢复的影响，2020 年能源等工业品期货行情波澜壮阔。在 2020 年度能源策略展望《跌势驱缓，守望春来》中，我们认为与 18 年以来的下跌趋势不同，临近成本支撑后能源系商品的价格弹性也会放大；新冠疫情所造成的需求历史级坍塌无疑加速了这一见底过程，与国内需求关联度更高的动力煤录得 25% 的年度涨幅。

动力煤产业格局的新变化：1) 动力煤定价点---中间港口贸易环节的低库存和交割品的结构性稀缺导致煤价易涨难跌，向上弹性更大、向下无量下跌，动力煤期货也更易出现升水交割；2) 大集团新版月度长协定价机制给予外购煤更大的调价空间，坑口外购煤相对激进的定价策略有效引领了坑口市场上涨，大集团外购煤价格“风向标”的地位得以强化，外购煤增量的同时亦挤压了黄骅港外其他贸易型港口的调入量。

2021 年供给端展望：受 18-20 年上半年煤价持续下行及环保压力增加的影响，很多新建、改扩建煤矿出现缓建，国内煤矿仍处于新产能投放的空档期；进口煤或难打破平控限制，南非、哥伦比亚等煤源体量有限、运距偏长，高热值煤种相对缺失的问题或仍存在。2021 年供应增量主要来自对低基数的弥补，预估总体增速在 4.2% 左右。

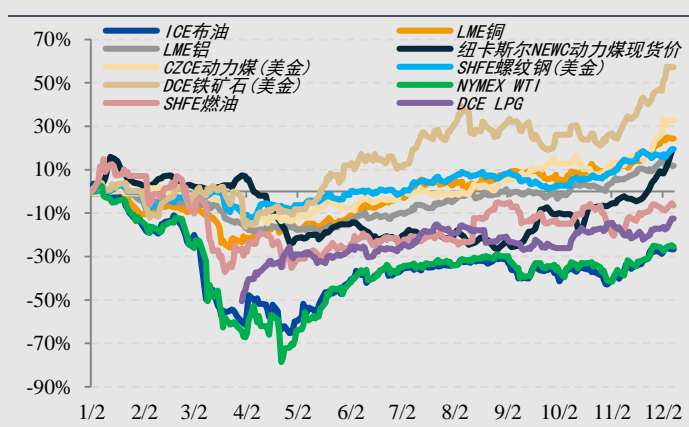
2021 年需求端展望：从需求端驱动的轮动来看，地产、基建投资预期中期见顶后强弱转换仍有过渡期，已接过接力棒的制造业、疫苗上市后直接利好的服务业需求依然值得期待。新能源“水消核长”的结构下总体冲击有限，我们对低基数效应下的动力煤消费仍相对乐观，预估 2021 年增速在 6.6% 左右。

行情展望及策略建议：二季度以来的动力煤价格上涨发生在疫情导致需求历史级坍塌、工业品价格中期底部出现后的大宗商品上行周期中，2020 年下半年至 2021 年产业链仍将处于被动去库、主动补库阶段，上行趋势仍未结束。预估 2021 年供需缺口在 7400 万吨左右，CCI5500 均价有望重回 620-630 元/吨以上，关注远月合约回落后的多单布局机会，主要风险点在于价格过快上涨后国内核定产能和进口澳煤的适度放开。

1. 2020 年行情回顾

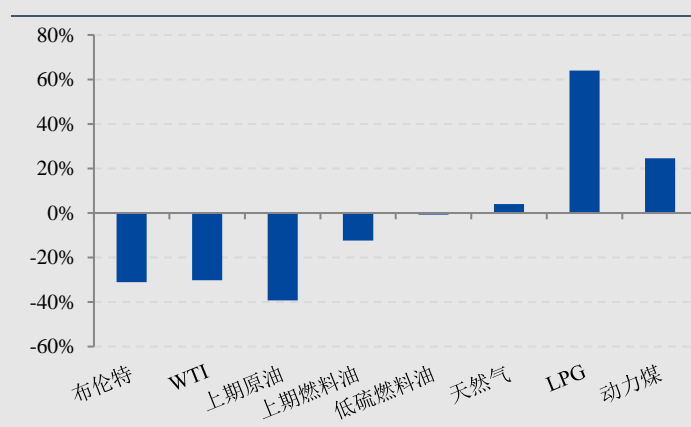
受新冠疫情对能源系商品需求冲击及疫情后经济恢复的影响，2020 年能源等工业品期货行情波澜壮阔。在 2020 年度能源策略展望《跌势驱缓，守望春来》中，我们认为与 18 年以来的下跌趋势不同，临近成本支撑后能源系商品的价格弹性也会放大，新冠疫情所造成的需求历史级坍塌无疑加速了这一见底过程，4 月 20 日 WTI2005 合约一度录得-37.63 美元/桶的破纪录负值结算价。4 月 14 日我们发布二季度策略展望《底部区间陆续探明》，与当时市场极度悲观的情绪不同，我们认为政策托底以时间换空间相较于低价倒逼上游行业产能出清或许是面对疫情冲击概率更高的底部走出方式，能源等工业品价格的中期底部已陆续出现，二季度市场出现 V 型反转走势；在 7 月 13 日的下半年策略展望《夏至已至，谨慎乐观》中，我们认为鉴于疫情仍在海外呈现此起彼伏的态势，全球央行宽松力度也出现边际减弱，疫情后经济动能恢复最快的时期已接近尾声，能源系商品价格上涨的空间和速度亦随之放缓，三季度市场进入震荡期；10 月 20 日我们发布四季度策略展望《颠簸中前行，留意美国大选尾部风险》，在美国大选政治风险及秋冬欧美疫情复燃对需求端的冲击陆续明朗后，能源系商品先抑后扬，价格中枢在颠簸中明显上移。

图 1：2020 年能源及主要工业品价格涨跌幅



资料来源：Wind，国投安信期货

图 2：2020 年能源期货累计涨跌幅



资料来源：Wind，国投安信期货

注：图 2 中涨跌幅均以人民币计价，低硫燃料油和 LPG 为上市以来涨跌幅

此报告版权属于国投安信期货有限公司

各项声明请参见报告尾页

总体来看，2020 年与消费型需求关联度更高的原油跌幅最大，布伦特、WTI 人民币计价跌幅分别达 31%、30%，仓单压力凸显的 INE 原油跌幅更是达 39%。下游船运需求受冲击相对较小的上期燃料油年度跌幅为 12%；于底部区间上市的国内首个气体能源品种 LPG 一路风摩，涨幅达 64%；与国内需求关联度更高的动力煤亦录得 25% 的年度涨幅。

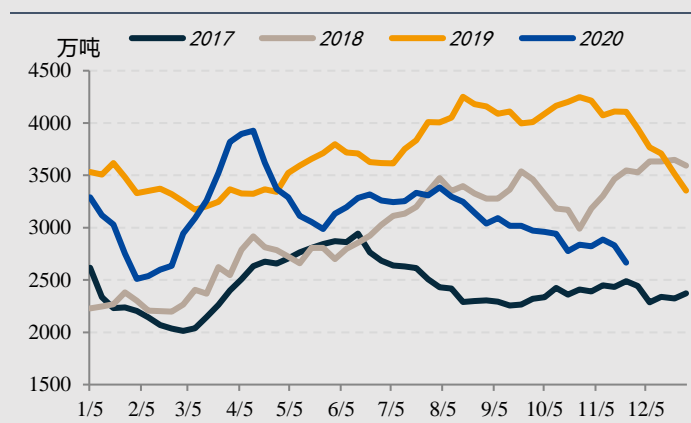
2. 动力煤产业格局的新变化

2020 年以来，动力煤产业格局呈现出两项新的变化，目前来看有望超越短期的供需周期对价格产生持续性影响。

2.1. 中间港口低库存，交割品结构性稀缺

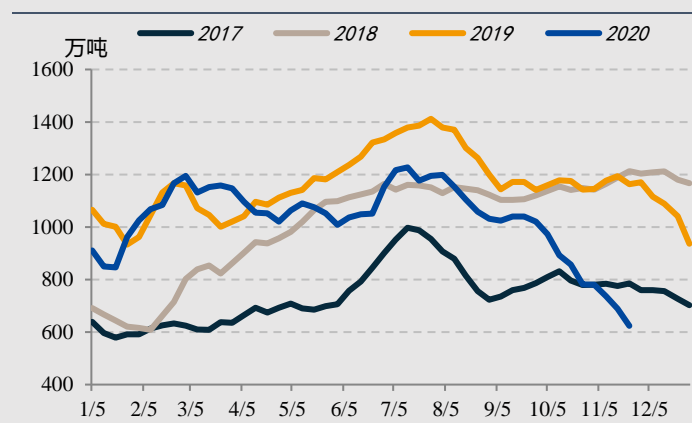
2020 年以来，中间港口环节贸易库存低的矛盾愈发凸显，主要原因有三：1）时间价差、空间价差均不利于贸易商展业，活跃贸易商数量持续下降，存量贸易商亦逐步摒弃了“囤煤待涨”的操作策略，港口周转率明显提升、库存趋势性下滑。一方面 2018 年煤价开启下行周期；另一方面供给侧改革以来铁路及特高压的持续投放使煤电能源调运系统的运力趋向宽松，沿海市场的动力煤供需亦出现结构性、阶段性宽松。2）1-11 月浩吉铁路累计发运货物 1805.7 万吨，预计全年完成发运量 2500 万吨左右。尽管初期运量释放有限，随着下游疏运系统的配套建设，直达煤的时间和成本优势将得以体现，环渤海及江内港口业务所受到的冲击将陆续显现。3）2020 年进口煤限制较往年时间更早、力度更大，1-11 月进口煤累计同比下降 10.8%。考虑到进口煤在沿海市场供应中约占 1/3 比重，年内进口煤减量直接导致港口库存消化。

图 3：北方港口库存



资料来源：cctd，国投安信期货

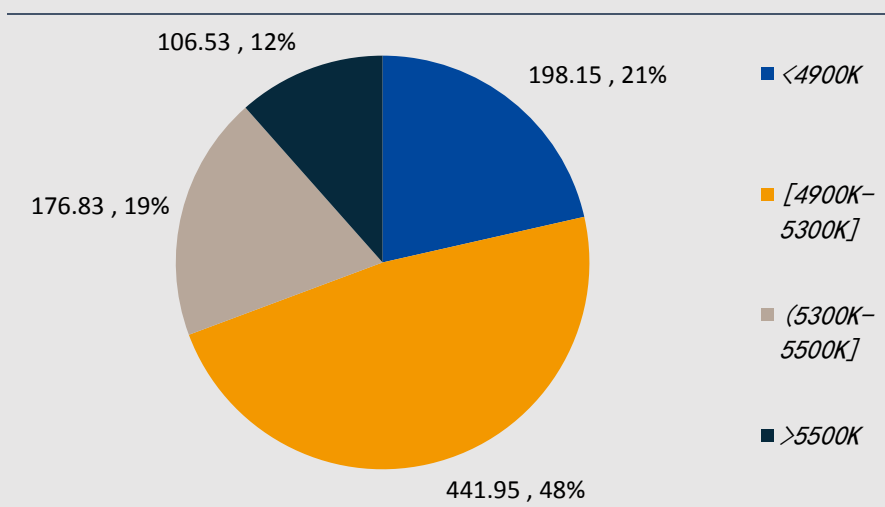
图 4：内河港口库存



资料来源：cctd，国投安信期货

特别值得注意的是，动力煤期货交割品基本对应热值不低于 5300 千卡/千克、硫含量不高于 0.6%的低硫高热煤种。年内内蒙倒查 20 年涉煤腐败造成的蒙煤供应减量及 5 月以来针对澳大利亚进口煤的限制加剧了这一可交割煤种的结构性的稀缺，截至 11 月 27 日北方三港 Q5300-5500 动力煤仅占 19.1%、Q5500 以上动力煤亦仅占 11.5%。动力煤定价点---中间港口贸易环节的低库存和交割品的结构性的稀缺导致煤价易涨难跌，向上弹性更大、向下无量下跌，动力煤期货也更易出现升水交割。

图 5：2020 年 11 月末北方三港库存结构

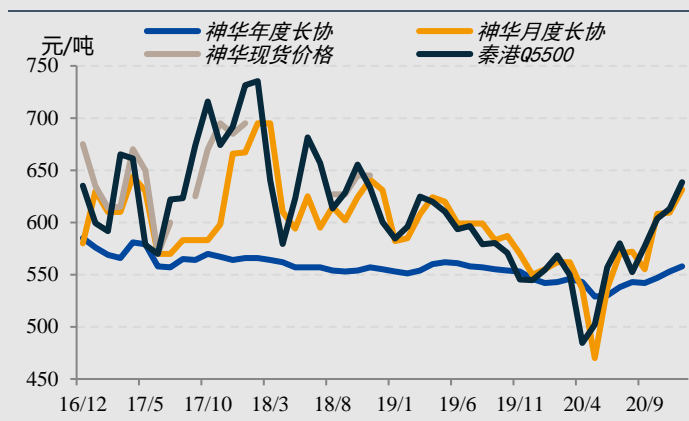


资料来源：cctd，国投安信期货

2.2.大集团改变月度长协定价机制，外购煤增量挤压贸易型港口调入资源

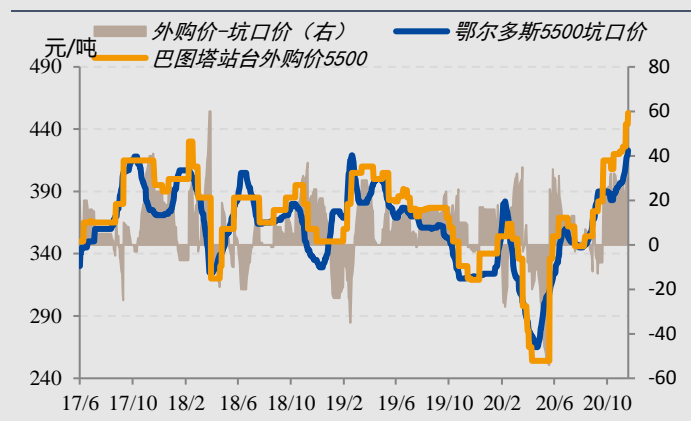
今年 10 月 1 日起神华开始执行新的月度长协定价机制，调整频率由月度改为周度，每周三零时至下周二 24 时为一个周期，以本周二 CCI、CCTD、CECI 指数均价为当期价格。从调整近 3 个月的表现来看，神华新版月度长协定价更贴近市场价格，滞后性得到明显改善。在二季度煤价见底后的上行周期中，这一更加及时的月度长协定价机制将给予坑口外购煤更大的调价空间。10 月以来神华巴图塔站台 Q5500 外购价累计上调 62 元/吨（16.2%），而鄂尔多斯坑口 Q5500 价格指数仅上涨 33 元/吨（8.5%），外购煤价格较坑口价的优势稳定在历史高位水平。坑口外购煤相对激进的定价策略有效引领了坑口市场上涨，大集团外购煤价格“风向标”的地位得以强化，外购煤增量的同时亦挤压了黄骅港外其他港口的调入量。

图 6：神华长协价格



资料来源：Wind，国投安信期货

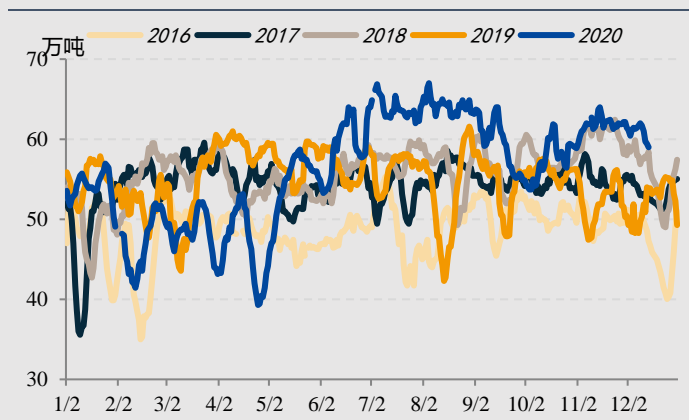
图 7：神华坑口外购价格



资料来源：内蒙煤炭交易中心，国投安信期货

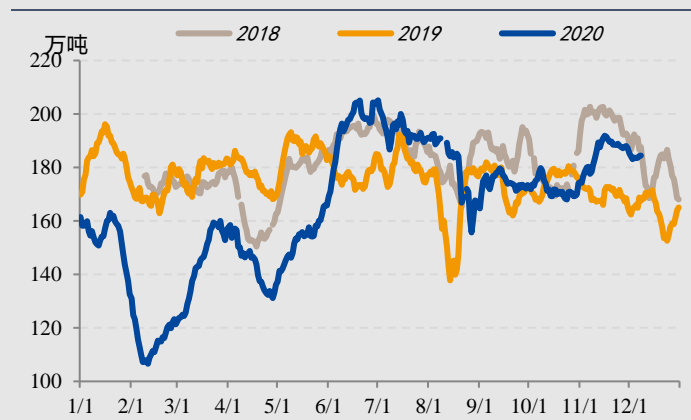
6 月以来黄骅港铁路调入量同比增 12.5%，远高于环渤海港口总体调入量 6.1%的同比增速，神华外购煤增量在一定程度上挤压了其他环渤海港口的调入资源，贸易型港口呈现结构性供应偏紧的特点。

图 8：黄骅港铁路调入量 7 日均值



资料来源：Wind，国投安信期货

图 9：环渤海港口铁路调入量 7 日均值



资料来源：Wind，国投安信期货

3. 2021 年供给端展望

3.1. 新产能投放空档期，同比低基数主导内产增量

经历了连续 5 年的负增长之后，2018 年、2019 年及 2020 年前 10 个月煤炭开采和洗选业固定资产投资分别同比增 5.9%、29.6%和 2.8%，新一轮产能投放周期并不缺失。但从投放

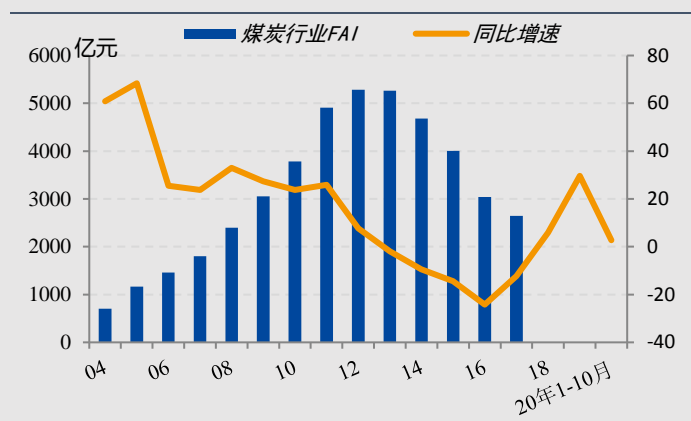
节奏来看，受 18-20 年上半年煤价持续下行及环保压力增加的影响，很多新建、改扩建煤矿出现缓建。根据我们自下而上的梳理，2021 年新投放产能及前期已投放的新煤矿增产合计可以贡献 2420 万吨左右的产量增量，很多千万吨级的大矿将陆续在 2022 年之后投产。综合考虑因疫情扰动及“内蒙倒查 20 年涉煤腐败”造成的 2020 年低基数问题及 2021 年新产能增量空间，我们预估 2021 年内产同比增速在 4.5% 左右。

表 1:2021 年煤矿新增产能 (万吨)

省份	煤矿	核定产能	投产时间	2021 年增产空间
陕西	小保当二号	1300	2020 年	300
	香水河矿业	120	预计 2021 年	60
	巴拉素	1000	预计 2021 年底	
	大海则	1500	预计 2022 年或之后	
	郭家滩	1000	预计 2023 年之后	
内蒙	吉林郭勒二号露天矿	1800	2020 年	400
	胜利露天矿	2800	2020 年核增	800
	塔然高勒	1000	投产时间不确定	
	鲁新煤矿	500	预计 2022 年	
	华润锡林郭勒煤业	800	预计 2022 年	
	霍林河二号	600	预计 2022 年	
	查干淖尔一号	500	预计 2022 年	
宁夏	宋新庄煤矿	120	2021 年	60
甘肃	核桃峪煤矿	800	2021 年	400
	新庄煤矿	800	2021 年	400
贵州	文家坝二矿	120	预计 2021 年底	
合计				2420

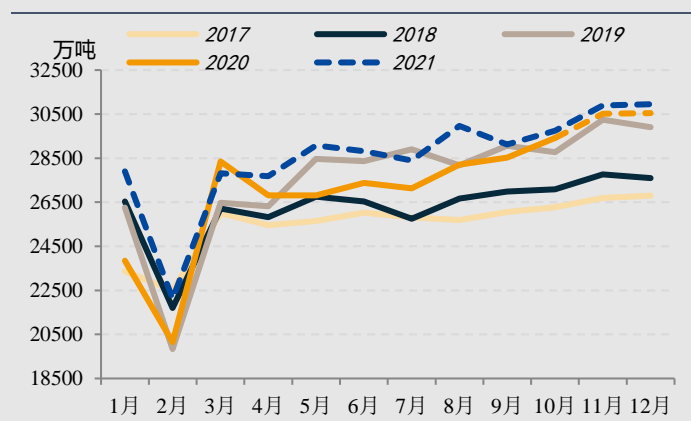
数据来源：内蒙煤炭交易中心，汾渭能源，国投安信期货调研整理

图 10：煤炭行业固定资产投资



资料来源：Wind，国投安信期货

图 11：广义动力煤产量预估

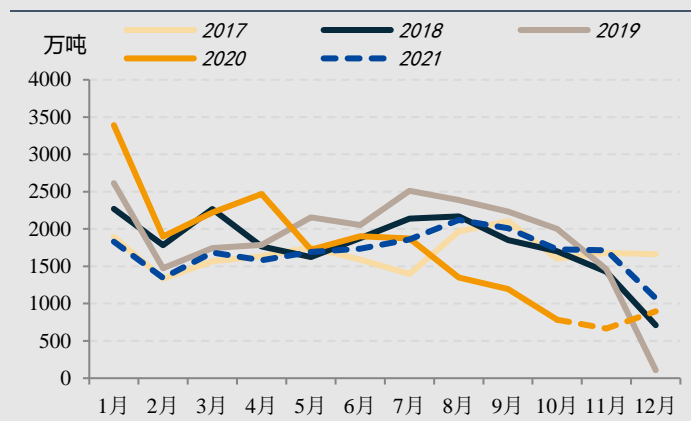


资料来源：Wind，国投安信期货

3.2.进口煤维持平控预期，高热值煤种或仍结构性短缺

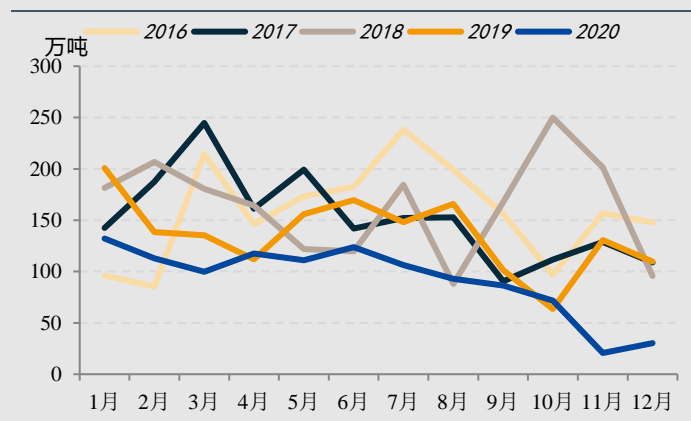
2020 年进口煤限制启动较早，且体现在对异地报关的严查。1-11 月进口煤同比降 10.8%，路透船期表显示 12 月进口动力煤到港量环比 11 月增加 34.6%，由此预估 2020 年广义动力煤进口量或在 2.04 亿吨左右，同比下降 2164.7 万吨（9.6%）。2017 年广义动力煤进口量为 2.02 亿吨，由此来看年初各口岸关于进口额度不超过 2017 年的指引总体得到了较好的执行。在我国“以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进”的新发展格局下，我们预计 2021 年进口煤总量仍难有实质性放松，或与今年大体持平。

图 12：广义动力煤进口量预估



资料来源：Wind，国投安信期货

图 13：澳大利亚动力煤到港船期



资料来源：路透，国投安信期货

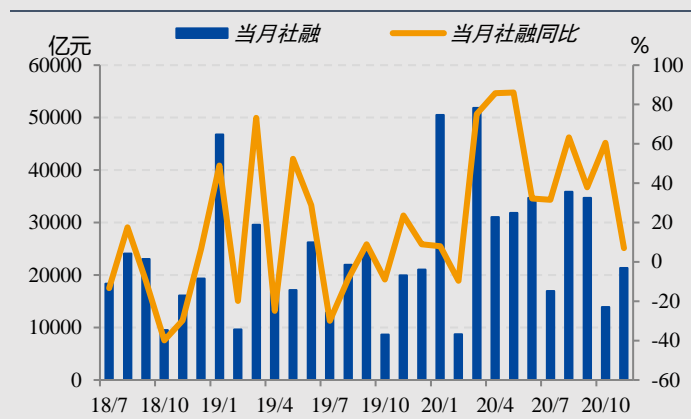
从进口煤结构来看，受年内中澳关系紧张影响，5月多家用煤央企接到澳煤进口禁令，十一假期前后这一指引范围再次扩大至贸易商。尽管十一假期后新增2批进口煤额度，但从我们了解的情况看澳煤进口并无放松。尽管已有部分终端用户考虑订购南非、哥伦比亚煤进行补充，但2019年南非、哥伦比亚煤炭产量在全球占比仅为3.6%、1.4%，综合运距长等因素实际替代效果或非常有限，高热值煤种相对缺失的问题或仍在2021年的进口煤结构中存在。

4. 2021 年需求端展望

4.1. 需求轮动持续，用电量增速总体乐观

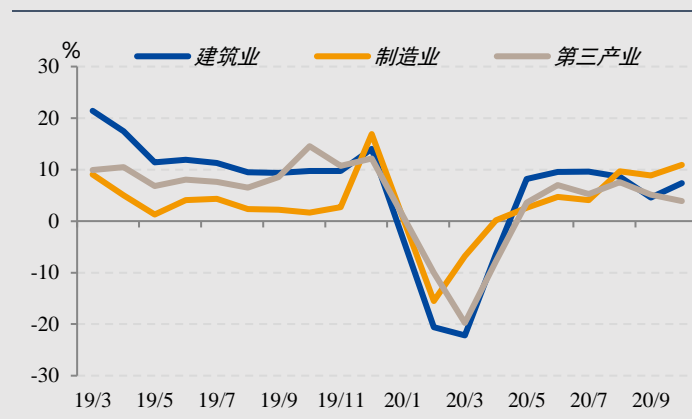
新冠疫情导致一季度用电量出现历史级坍塌，国内迅速采取的联防联控机制有效控制了疫情的蔓延，复工复产进程也自二季度明显加快。具体来看，疫情后用电量需求的恢复有三次轮动：疫情期间用电量需求受冲击最大的行业是建筑业，但在国内“宽财政、松货币”逆周期政策的调节下基建、地产投资率先发力，5月起建筑业用电量已恢复至同比高增长水平；随着疫情后国内经济活动恢复的逐步深化，叠加仍处疫情蔓延浪潮中的海外经济体对我国出口需求的拉动，8月起制造业用电量增速明显加快，接过建筑业的接力棒成为用电量增长的主力军；截至11月，第三产业用电量增速较16年下半年以来10%左右的常态水平仍有较大差距，也成为后续用电量需求恢复的主要关注点。总体而言，虽然逆周期调节政策的逐步退出、社融同比增速见顶另地产、基建等建筑业需求增速存在中期转弱预期，但考虑到疫苗上市后住宿餐饮、文体娱等第三产业需求的恢复空间及全球制造业补库周期对国内制造业需求的拉动，我们对2021年用电量需求总体仍持乐观态度，综合考虑低基数影响全社会用电量增速或自今年的2.2%恢复至9%左右。

图 14：社融同比增速



资料来源：Wind，国投安信期货

图 15：分行业用电量同比增速



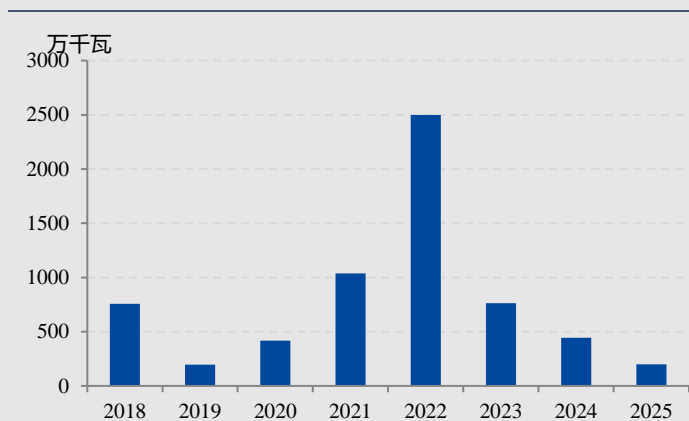
资料来源：Wind，国投安信期货

4.2. 新能源挤压水消核长，总体冲击有限

从清洁能源挤压来看，尽管 2020 年乌东德半数机组陆续投产，今年依然不是水电的投产大年；但受年内来水先抑后扬、夏秋异常偏丰的影响，1-11 月水电再次超预期同比增 4.9%。展望 2021 年，1020 万千瓦的乌东德水电站计划 7 月实现全部机组投产，1600 万千瓦的白鹤滩水电站计划于 7 月实现首批机组投产，56 万千瓦的金沙水电站也计划明年实现全面建成投产。另一方面，继连续 2 年的来水偏丰之后，今年 8 月开始的拉尼娜状态有望令我国明年降水回归正常水平。综合考虑水电机组投放节奏和来水相对转枯后对利用小时数的影响，我们预计 2021 年水电同比降 2.4% 左右。

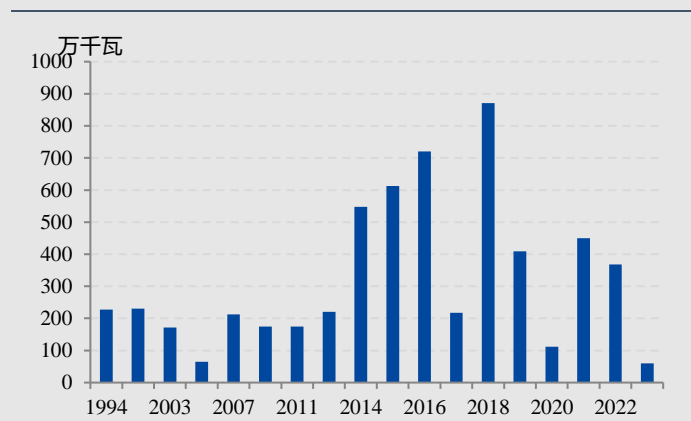
核电方面，年内投放的核电机组只有田湾 5 号，2021 年将迎来红沿河 5 号、福清 5 号、福清 6 号和田湾 6 号机组的陆续投放，预计核电增速将自今年 1-11 月的 5% 进一步提升至 6.6% 左右。

图 16：水电机组投放进程



资料来源：Wind，国投安信期货

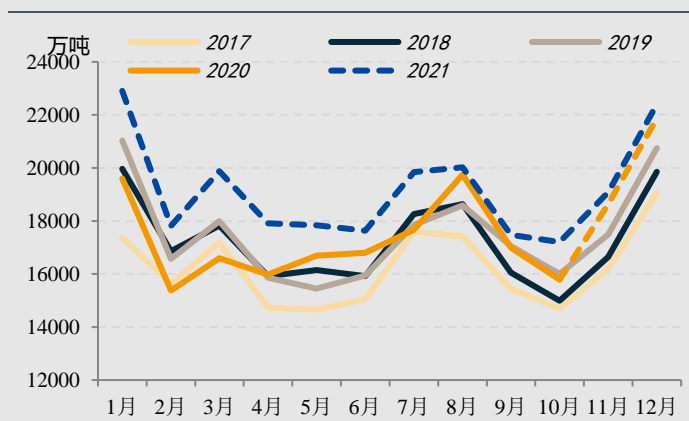
图 17：核电机组投放进程



资料来源：Wind，国投安信期货

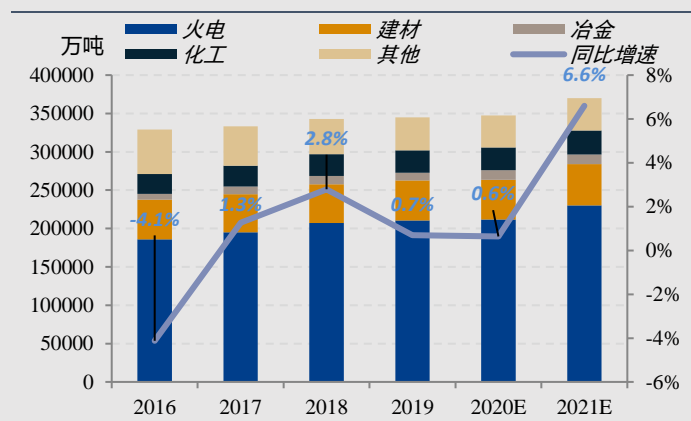
综合考虑疫情后用电量需求的恢复力度及清洁能源挤压的影响，我们预估 2021 年火电同比增 9.1%左右，结合火电耗煤效率的持续提升趋势，预估 2021 年火电耗煤增速将自今年的 0.6%提升至 8.6%左右。从动力煤下游其他行业来看，综合考虑地产、基建投资降速对建材和冶金耗煤的掣肘，2021 年度煤化工待投放产能及上半年各行业耗煤低基数的影响，我们总体预估 2021 年动力煤消费量同比增速将自今年的 0.6%提升至 6.6%左右。

图 18：火电耗煤预估



资料来源：Wind，国投安信期货

图 19：动力煤分行业消费量预估



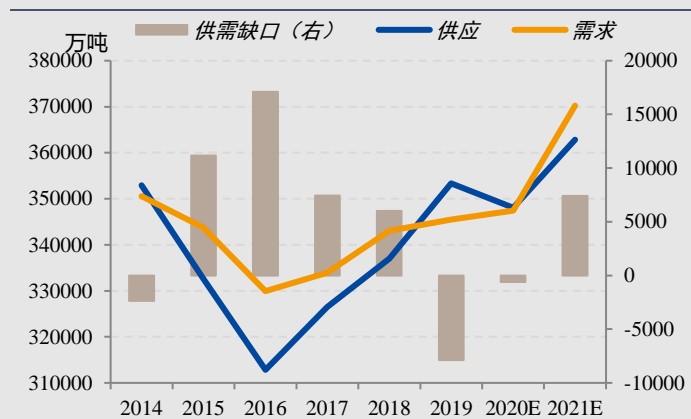
资料来源：Wind，国投安信期货

5. 行情展望及策略建议

2020 年受进口煤限制、内蒙倒查 20 年涉煤腐败等因素的影响供给端超预期下降 1.5%左

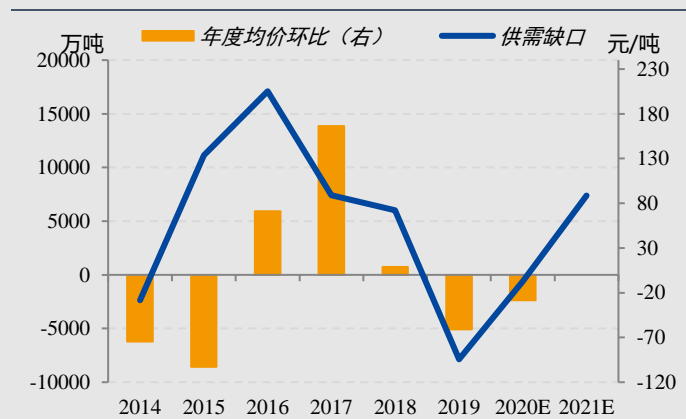
右，需求端受疫情扰动先抑后扬，总体微增 0.6%左右，年度供需盈余显著缩窄、市场大体均衡，年初以来 CCI5500 均价 563.8 元/吨，环比去年下降 28.3 元/吨。展望 2021 年，国内煤矿仍处于新产能投放的空档期，进口煤亦难打破平控限制，供应增量主要来自对今年低基数的弥补，预估总体增速在 4.2%左右；从需求端驱动的轮动来看，地产、基建投资预期中期见顶后强弱转换仍有过渡期，已接过接力棒的制造业、疫苗上市后直接利好的服务业需求依然值得期待，我们对低基数效应下的动力煤消费仍相对乐观，预估明年增速在 6.6%左右，年度供需缺口在 7400 万吨左右。综合考虑中间港口低库存、交割品结构性稀缺的矛盾，以及大集团改变月度长协定价机制后外购煤增量对贸易型港口调入资源的挤压，我们认为 2021 年去库格局中的动力煤市场仍将偏强运行，CCI5500 均价有望重回 620-630 元/吨以上，波动区间大体在 570-750 元/吨之间。

图 20：年度供需展望



资料来源：Wind，国投安信期货

图 21：年度供需缺口-均价环比

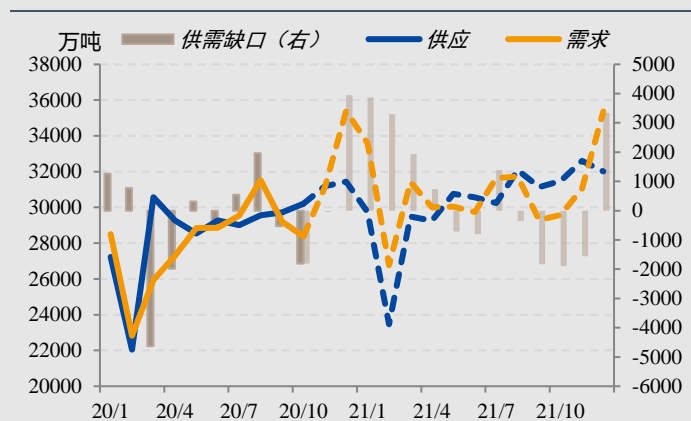


资料来源：Wind，国投安信期货

总体而言，二季度以来的动力煤价格上涨发生在疫情导致需求历史级坍塌、工业品价格中期底部出现后的大宗商品上行周期中，2020 年下半年至 2021 年产业链仍将处于被动去库、主动补库阶段，上行趋势仍未结束。从策略节奏来看，今年 12 月是市场矛盾最为凸显、供需缺口最大的时期，此后的一季度供需缺口有望持续缩窄但中下游仍难实现有效累库。12 月中

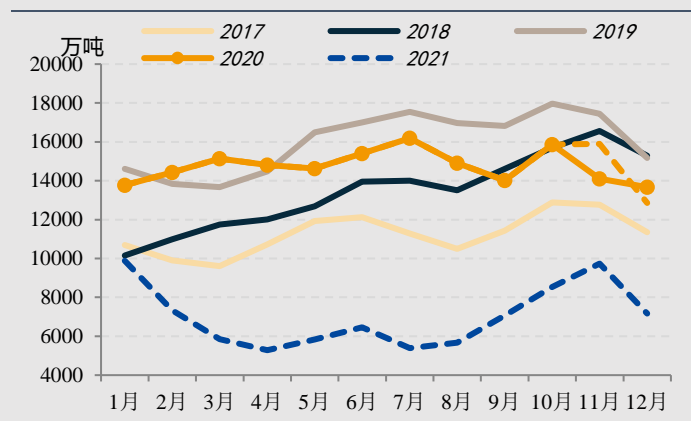
旬发改委、郑商所密集出台调控措施，政策调控加码后盘面存在回调风险，关注远月合约回落后的多单布局机会，主要风险点在于价格过快上涨后国内核定产能和进口澳煤的适度放开。

图 22：动力煤月度供需平衡表



资料来源：Wind，国投安信期货

图 23：动力煤港口&电厂库存预估



资料来源：Wind，国投安信期货

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 9 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

