

动煤夏季涨势临近中后段，期权组合策略择机布局

高明宇 投资咨询号：Z0012038

王盈敏 从业资格证号：F3066912

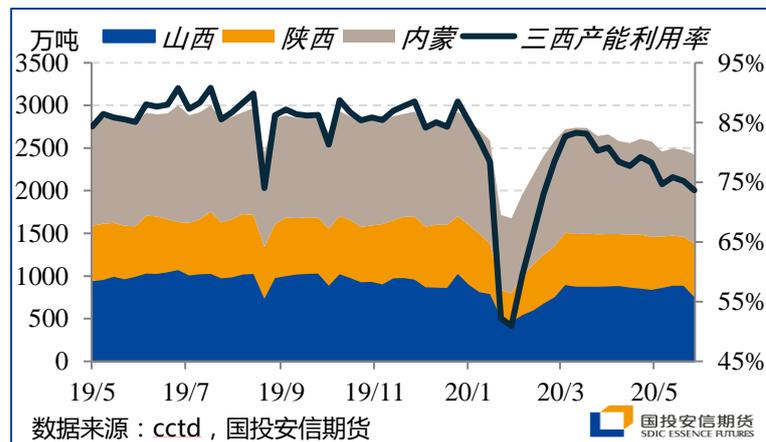
国投安信期货研究院

2020年6月14日

5月以来动力煤期现货快速拉涨，截至6月8日CCI5500累计上涨80元/吨至549元/吨，涨幅达17.1%；动力煤期货主力合约收盘价最高上涨67元/吨，涨幅达14%，目前仍在520-550元/吨区间内呈现宽幅震荡走势。在4月14日国投安信期货发布的《二季度能源策略展望：底部区间陆续探明》中我们详细分析过当时动力煤期现货价格已步入470-500元/吨的行业痛点区内，底部区间基本探明，并建议此前的偏空配置向多头策略转化；目前来看这一逻辑仍在延续，迎峰度夏前动力煤期现货市场有望维持震荡偏强格局，且上涨行情已步入中后段。

港口调入量明显恢复，到港成本支撑依然坚挺

图1：三西样本煤矿产量



受国内煤矿复产弹性大于需求的影响，2月末以来坑口市场持续下行，三西地区代表性末煤价格指标均跌破17年以来低点，港口Q5500市场价格也一度跌至470元/吨之下。Q5500港口平仓价格470元/吨、500元/吨分别对应50%、40%的到港产能亏损，这一行业痛点区内减产行为的出现只是时间问题。受两会期间安检从严、5月大秦线检修

等客观因素，及煤矿以销定产的主动性减产行为综合影响，5月煤矿的生产和发运维持低位水平，截至5月末三西样本煤矿产能利用率已自疫情后高点回落9.6个百分点至73.6%，一度造成环渤海市场供应偏紧的局面。

进入6月之后，随着两会及大秦线检修结束，矿区产销有所恢复，特别是产地到港口发运利润倒挂的情况明显修复后，6月第一周环渤海港口日均铁路调入量已恢复至194.9万吨，较4月末低位回升63.7万吨（48.6%）。目前港口环节调入量已达近5年高位，到港发运瓶颈显著缓解。

图2：环渤海港口铁路调入量



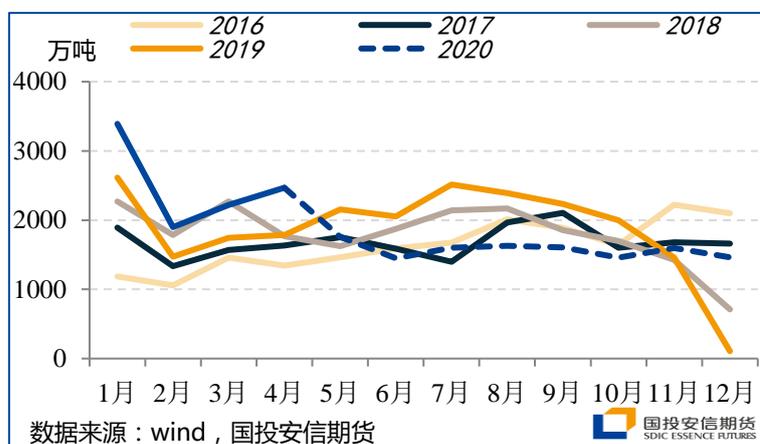
尽管6月煤矿供应出现边际改善，但我们了解到安检、环保因素对生产的影响依然存在。如内蒙古“倒查20年涉煤腐败”的背景下煤管票严格按照核定产能发放，榆林市榆阳区开展民营煤矿安全生产专项整治，6月安全生产月榆林市神木市安检、环保从严，山西安全生产专项整治三年行动计划要求年内60万吨/年以下产能煤矿全部退出，共涉及33家煤矿、合计产能1385万吨/年。与此同时，发运利润的修复刺激坑口到港发运需求相对旺盛，产区煤矿及集运站库存仍在低位运行，坑口市场价格总体处于稳中偏强态势，目前Q5500蒙煤558元/吨左右的到港成本支撑相对坚挺。

进口煤限制影响陆续体现

年初以来进口煤异地报关从严，且多个口岸提出进口额度不超过2017年的指引，若

严格按此执行 20 年广义动力煤进口量将较 19 年下降 2350 万吨左右，降幅达 10.4%。鉴于今年进口煤限制措施较往年更早实施，下游用煤企业更倾向于提前使用额度采购进口煤，综合去年年末到港煤炭滞后通关的影响，1-4 月广义动力煤进口量同比大幅增长 31%。进入 5 月进口额度限制的影响陆续显现，5 月煤及褐煤进口量环比下降 28.7%，较去年同期水平亦低 19.7%。从我们了解的情况看，5 月以来进口煤限制愈演愈烈，且这一限制在迎峰度夏期间放松的概率较低，沿海电厂等用煤企业或转向内贸煤采购，内外煤高额价差在通关瓶颈制约下依然缺乏回归路径。

图 3：广义动力煤进口量预估



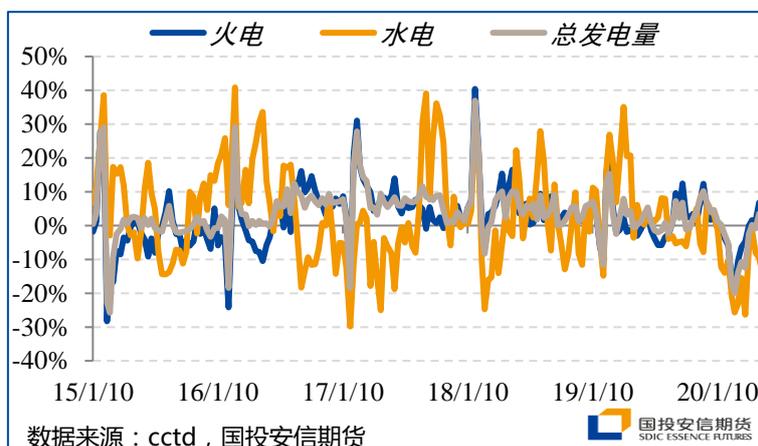
逆周期调节具有持续性，今夏耗煤表现中性乐观

从 5 月 PMI 表现来看，疫情后各行业的恢复力度排序为建筑业、制造业、服务业，其中建筑业 PMI 已超越疫情前水平，制造业 PMI 虽有小幅下滑，但衡量生产预期和原材料采购预期的先行指数进一步恢复至疫情前相当水平，服务业 PMI 较疫情前仍有一定差距。两会政府工作报告虽未明显超出市场预期，但我们认为其中提到的更加积极有为的财政政策、更加灵活适度的货币政策意味着逆周期调节具有持续性。

18-19 年的厄尔尼诺周期导致 19 年来水逆周期性偏丰，去年 6-8 月水电发电量为历史同期最高。19 年 11 月以来也出现了一次非典型性弱厄尔尼诺，根据气象专家最新预测或已于 5 月结束并转为中性气候状态，由此来看 20 年来水总体相对偏枯，特别是 6-8 月

迎峰度夏期间水电表现大概率难以超越去年的高基数状态。5月旬度发电量同比增3.7%，其中水电同比下降13.9%继续为火电发力腾挪出更多空间，火电同比增长6.96%，我们总体对今夏耗煤表现持中性乐观判断。

图4：旬度发电量同比增速



期货上涨行情接近中后段，期权组合策略择机布局

5月及6月以来动力煤中下游库存分别下降92万吨(0.7%)、190万吨(1.5%)，淡季累库尚未发生，目前动力煤港口及电厂库存已较去年同期低2013.2万吨，降幅为13.6%。从后市的供需预判来看，6月动力煤市场虽较5月边际宽松，但总体累库幅度或亦有限。随着迎峰度夏前被动累库存的时间愈发有限，动力煤现货价格在相对坚挺的到港成本支撑下维持偏强运行，预估8月末动力煤中下游库存消费比同比降幅在20%以上，9月合约上行目标位指向560-570元/吨。近日动力煤期货主力合约再度快速拉涨，考虑到动力煤期货的上涨行情已接近中后段，投资者可结合即将上市的动力煤期权布局如下组合策略：

1) 持有现货或期货多头同时卖出行权价570看涨期权的备兑策略

看涨期权的备兑策略适合本身就持有现货或期货多头的投资者，备兑看涨策略的优点在于，在小涨行情下卖出的看涨期权可增加额外的收入，而在下跌行情时可以部分弥补期货的损失。在动力煤期货价格下跌、维持不变、甚至小幅上涨的情况下，看涨期权的备兑

策略表现都比只持有期货多头好，只有在动力煤期货价格大幅上涨的情况下，持有期货多头的获利更大。此外备兑策略还有一大优势，郑商所对期权的备兑组合有保证金优惠，备兑策略中卖出期权的保证金将降低为期权的权利金，显著减少了资金占用。

2) 看涨期权的牛市价差策略

牛市看涨价差策略简单来说就是“买低卖高”或者买支撑卖阻力，投资者可考虑在9月期权合约中买行权价540的看涨期权，同时卖出行权价570的看涨期权。策略达到的效果主要有两点：第一当动力煤期货价格小幅上涨时，牛市价差比单纯买看涨期权盈利更多，因为卖出期权产生的收入起到收益增强的效果；第二牛市价差的权利金投入比买平值看涨期权更小，总体风险可控，更适合在上涨行情的末期使用。不过也要注意的，牛市价差的潜在盈利比直接持有期货多头或者看涨期权要小，同时价差策略的利润要接近期权到期日才能很好的释放。

免责声明

本文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。

文章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,但并不保证文章所述信息的准确性和完整性。

本文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。

对于本文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。

本文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,且不得对本文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。