

## 煤价短期偏强运行，关注政策调控风险

### ——动力煤专题报告

2020年12月4日

#### 摘要

分析师

李公然

从业资格号：F3074720

投资咨询号：Z0015508

电话：021-5058 5802

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

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路800号  
宝安大厦7、8、10楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：[www.sywgqh.com.cn](http://www.sywgqh.com.cn)



申银万国期货  
宏观金融研究



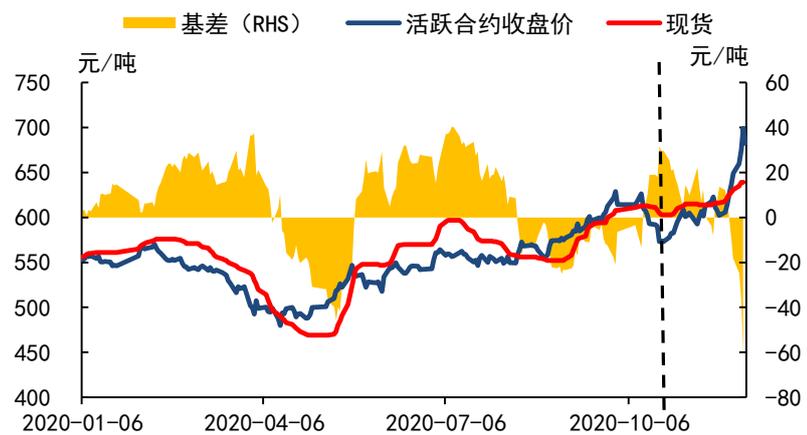
申银万国期货研究

- 在目前北港煤价接近 650 元/吨的背景下，内产虽然存在产能释放的潜力，但能否足额释放仍取决于不同部门政策间的取舍。若现货煤价突破 700 元/吨，不排除发改委保供的力度会再度加大，从而推高北港的调入供给。
- 进口澳煤以高卡低硫的煤种居多，而印尼煤热值较低，挥发分也较高，在使用时也需要搭配高卡煤。盘面对标的也是 5500 卡的高热值煤种，限制澳煤造成的高卡低硫煤的结构性紧缺在政策导向没有明显改变以前将始终对港口现货存在支撑。
- 在 12 月传统用煤旺季，沿海电厂的耗煤需求还将进一步增加，在绝对库存低位，日耗仍有回升空间的情况下，12 月沿海电厂的补库力度不会减弱，对港口煤的拉运或将有边际提高。
- 从港口环节的供需情况来看，12 月供需两旺的格局将得以延续，在保供政策力度不加强强的情况下，港口难以有效累库，低库存将继续支撑现货价格偏强运行。
- 综合看来，在目前动力煤供需偏紧，库存低位的环境下，现货短期内仍将偏强运行，上方最大的风险来自于政策端的调控。进口煤虽然 11 月中下旬有新增额度，但对港口形成供给补充至少要到 12 月中下旬。且在对澳煤的态度没有明显转变的前提下，高卡低硫煤结构性紧缺对煤价的支撑将始终存在。01 合约 700 以上的行情将面临较大政策风险，建议谨慎参与。05 合约在盘面贴水，库存低位，现货价格驱动向上的背景下仍以逢低做多思路对待，或 70 附近逢高做缩 1-5 价差。

## 一、中游库存历史低位，价格上涨一触即发

自 11 月 20 日开始，动力煤 01 合约开启了 8 连阳的强势上涨行情，12 月 2 日盘中一度触及涨停，9 个交易日盘面涨幅达到 96.8 元/吨（16%），在同时期内的涨幅领涨黑色系。

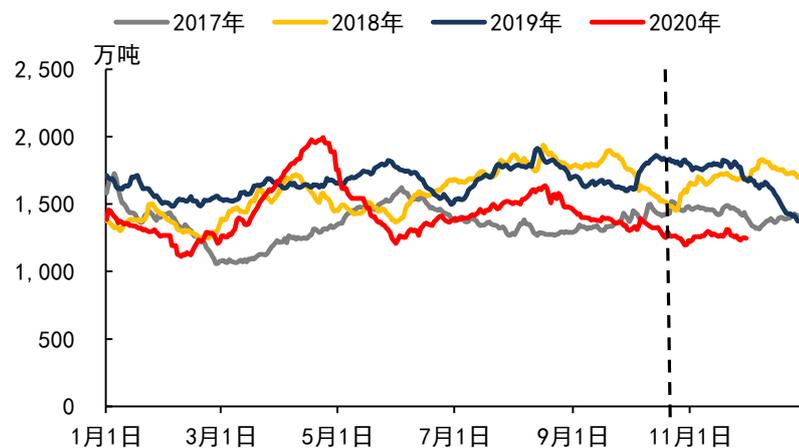
图 1：动力煤期现价格及基差走势（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

我们回到本轮动力煤上涨的起点（10 月下旬），从当时的期现结构的库存情况静态来看。01 合约盘面 573 元/吨，CCI5500 现货价格 605 元/吨，01 合约贴水 31.8 元/吨。同时，10 月 20 日北方四港库存 1290 万吨，处于 2017 年来的历史低位。

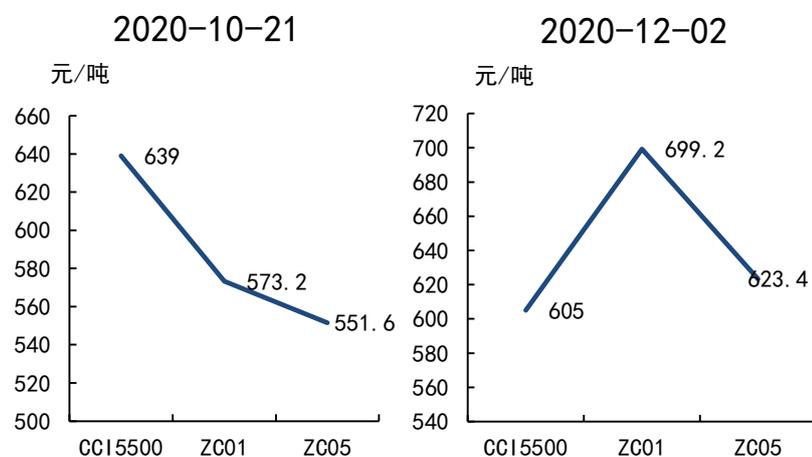
图 2：北方四港存煤（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

01 合约盘面深贴水，中间环节库存历史新低，给予了 01 合约上涨修复贴水的基础环境。与此同时，ZC2011 合约交割备货对现货价格的拉动，以及 11 月以来终端电厂日耗不断攀升带动的拉运需求也推动了坑口和港口的动力煤现货价格。同时，基于 12 月消费旺季和高卡低硫煤资源难以有效补充的预期，01 合约由贴水现货 31.8 元/吨变为升水现货 60.2 元/吨。

图 3：动力煤期限结构（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

## 二、年关将至，坑口安检扰动产量释放

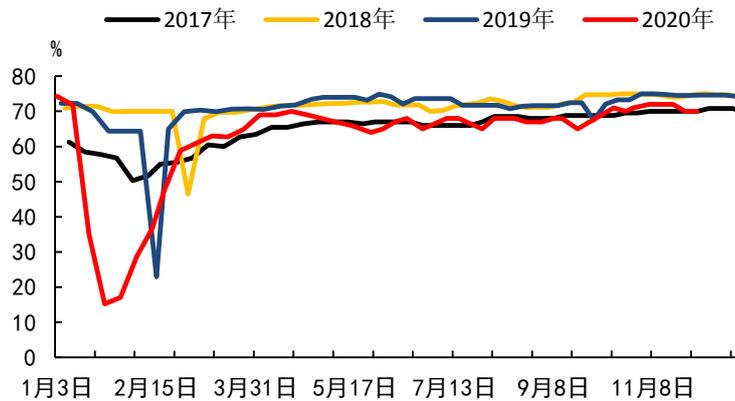
在 9 月末煤价突破 600 元/吨的关口后，内蒙地区采取了一系列措施来响应保供政策，对民营矿的煤管票直接核增 10%进行发放。从鄂尔多斯公路销量和样本开工率的变动上均能看出，自 10 月初开始，原煤公路销量从 150 万吨最高回升到了 11 月中旬的 160 万吨。样本煤矿开工率也从 65%提高到了 72%的水平。但虽然环比供给有所放量，但整体 10 月和 11 月的开工率和销量均低于去年同期水平，也低于坑口用煤的需求增速。产地环节的库存受此影响也始终在低位徘徊，并有小幅的去库。

图 4：鄂尔多斯公路销量 7DMA（万吨）

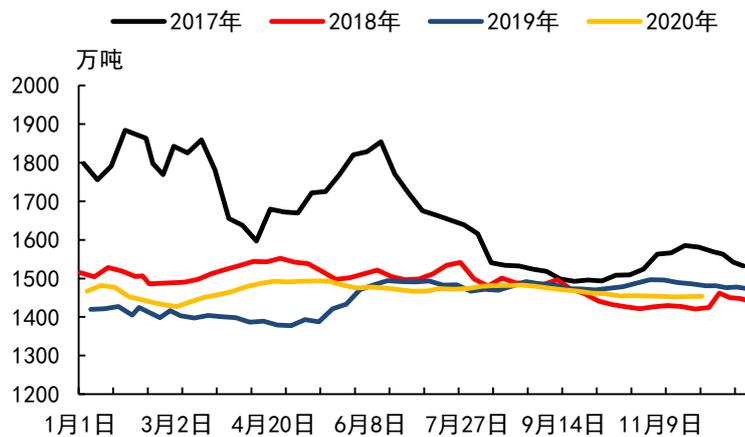


资料来源：Wind，申万期货研究所

图 5：鄂尔多斯样本煤矿开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

**图 6：生产企业煤炭库存**


资料来源：Wind，申万期货研究所

所以从整体的保供效果看，内蒙地区的保供虽然推动了区域产量环比加快释放，但效果还是受到了内蒙倒查 20 年以及年底煤矿安检活动的制约。另外，11 月底山西和陕西地区矿难频发，井工矿的安全检查逐步被提上议程，山西更是迎来了“史上最严安检”，也对区域内的原煤产量释放造成了明显的扰动。内蒙倒查 20 年的政策将延续到明年上半年，露天矿征地的问题也将对中长期内原煤的供给造成影响。

从具体的节奏看，在目前北港煤价接近 650 元/吨的背景下，内产虽然存在产能释放的潜力，但能否足额释放仍取决于不同部门政策间的取舍。若现货煤价突破 700 元/吨，不排除发改委保供的力度会再度加大，从而推高北港的调入供给。

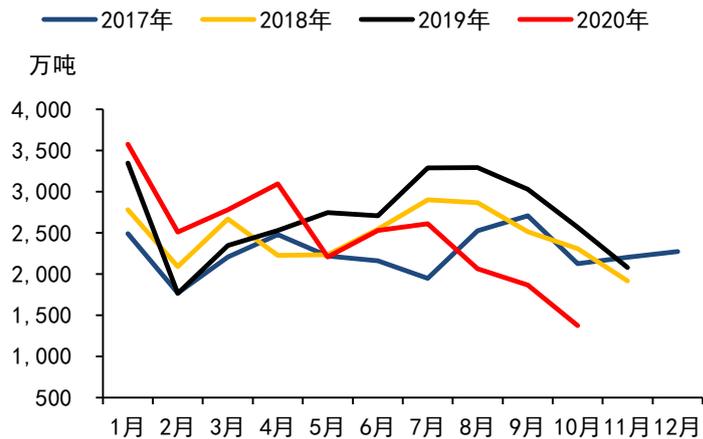
### 三、进口政策一波三折，高卡低硫结构性紧缺

由于今年上半年对进口煤额度的透支，下半年开始沿海地区的进口煤通关政策明显收紧，7-10 月份的原煤进口量逐级下行。到 10 月底为止，我国进口原煤 2.46 亿吨，占 2017 年全年进口量的 90%。按 2017 年进口量平控测算，11-12 月还剩 2497 万吨的进口额度，较 10 月将进一步下降。

考虑到沿海市场对进口煤的依赖性和高企的煤价，10 月中旬开始，进口煤政策也做出了一系列的调整。从东北地区的窗口性额度调整，到 11 月中下旬沿海地区的新增的 2000 万吨额度，再到 11 月底沿海部分地区加快进口煤通关。进口煤政策虽然有所放松，但一方面新增的额度从招标采购再到港口到货需要一定的时间，预计最快到 12 月中下旬才能看到进口煤对沿海市场的供给补充；另一方面，对澳煤的限制依然没有明显的放松。

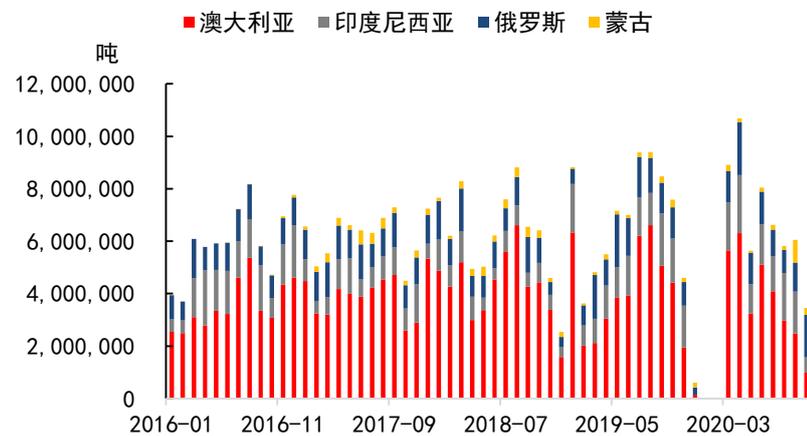
我国动力煤进口主要来自澳洲和印尼，两者分别占进口总量的 50%和 30%左右，由于中澳之间关系的恶化，对澳煤进口的限制从 10 月中旬以来就没有明显的放松态度。

图 7：我国月度原煤进口量（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：我国月度原煤进口量（吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

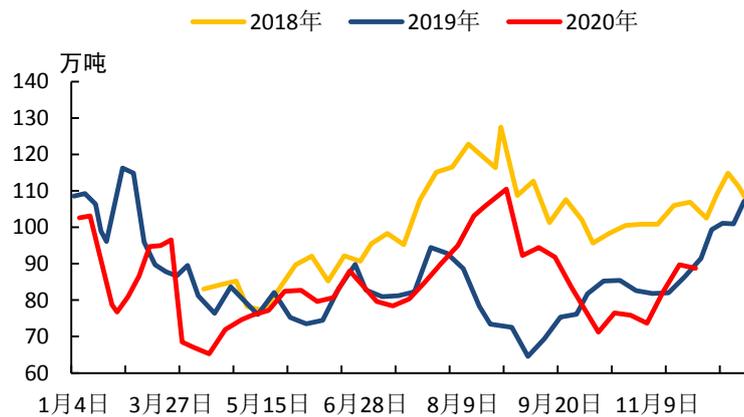
进口澳煤以高卡低硫的煤种居多，而印尼煤热值较低，挥发分也较高，在使用时也需要搭配高卡煤。盘面对标的也是 5500 卡的高热值煤种，限制澳煤造成的高卡低硫煤的结构性紧缺在政策导向没有明显改变以前将始终对港口现货存在支撑。

### 三、终端电厂高日耗低库存，补库需求不减

从沿海地区的库存和日耗水平来看，从10月中旬开始沿海地区日耗开始季节性回升，由71万吨回升到了接近90万吨的水平，到11月中下旬日耗同比增速也由负转正，比去年同期高出8%左右。但与此同时，库存却没有像往年一样也出现季节性的累积，11月底沿海6省样本电厂的煤炭库存比往年低了10%，可用天数低了4天左右。

在12月传统用煤旺季，沿海电厂的耗煤需求还将进一步增加，去年12月日均耗煤较11月增加了7%，在绝对库存低位，日耗仍有回升空间的情况下，12月沿海电厂的补库力度不会减弱，对港口煤的拉运或将有边际提高。

图9：沿海六省电厂日均耗煤（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图10：沿海六省煤炭库存（万吨）

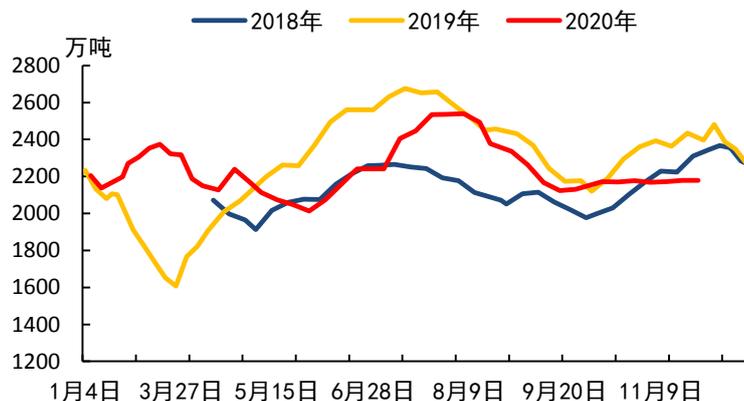
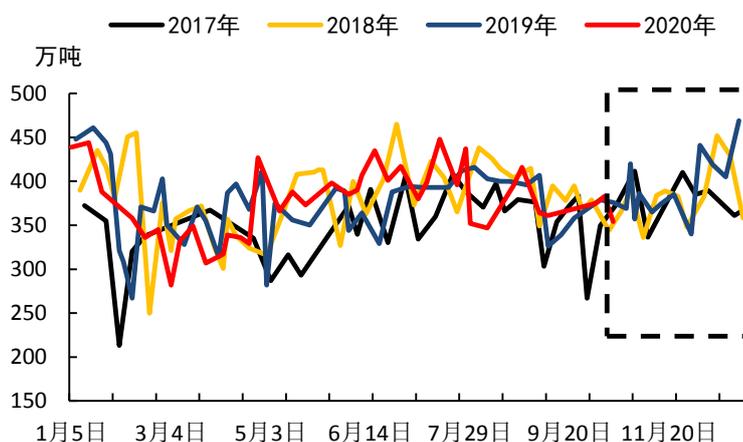


图 11：重点电厂供煤量（万吨）

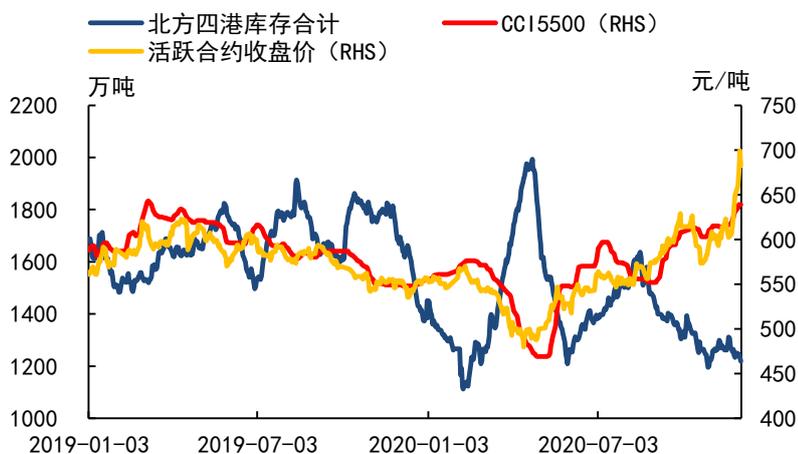


资料来源：Wind，申万期货研究所

#### 四、港口供需两旺，暂时难以有效累库

我们在第一部分中提到盘面深贴水和港口低库存是动力煤本轮强势上涨的基础环境。站在当下，港口低库存的局面依然没有明显改观。截止到 12 月 3 日，北方四港库存 1218 万吨，比去年同期低了 456 万吨（27%）。江内港口库存 317 万吨，去年同期 609 万吨，库存水平只有去年同期的一半左右。

图 12：北方四港库存 VS 期现价格（万吨、元/吨）



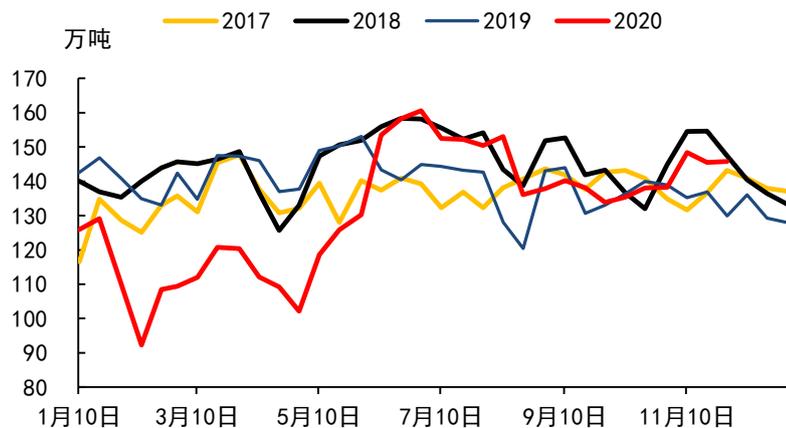
资料来源：Wind，申万期货研究所

从北港调入水平看，目前日均调入量在 146 万吨左右，比去年同期高出 16 万吨（12%），也接近 17 年至今的同期最高水平。大秦线检修结束以来也基本维持了 130 万吨/天满发的状态。我们预计在大秦线接近满发，且坑口发运倒挂的环境下，若没有政策干预，港口调入量很难再有大的提高。

在调出方面，在沿海电厂季节性冬储补库的采购拉动下，北港吞吐量持续上行，从 10 月底的 145 万吨增加到了 168 万吨，比去年同期日均高出 6 万吨左右，也是 17 年来的最高水平。在 12 月用煤旺季，日耗仍有上行空间，且电厂库存偏低的情况下，电厂补库对港口拉运仍会有较强的支撑。

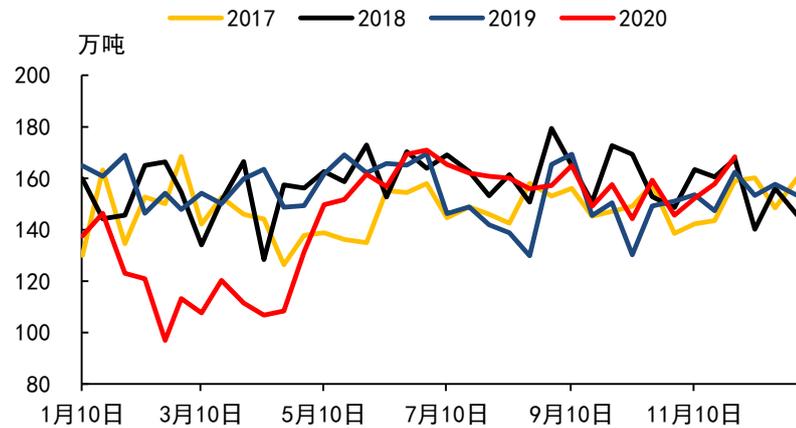
从港口环节的供需情况来看，12 月供需两旺的格局将得以延续，在保供政策力度不加强强的情况下，港口难以有效累库，低库存将继续支撑现货价格偏强运行。

图 13：北方四港调入量（万吨）



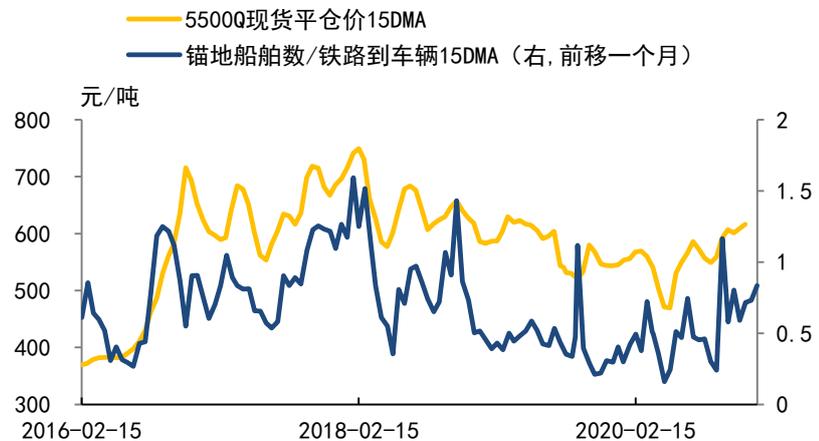
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 14：北方四港吞吐量（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 15：北港供需 VS 现货煤价（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

## 五、小结

综合看来，在目前动力煤供需偏紧，库存低位的环境下，现货短期内仍将偏强运行，上方最大的风险来自于政策端的调控。进口煤虽然 11 月中下旬有新增额度，但对港口形成供给补充至少要到 12 月中下旬。且在对澳煤的态度没有明显转变的前提下，高卡低硫煤结构性紧缺对煤价的支撑将始终存在。

01 合约 700 以上的行情将面临较大政策风险，建议谨慎参与。05 合约在盘面贴水，库存低位，现货价格驱动向上的背景下仍以逢低做多思路对待，或 70 附近逢高做缩 1-5 价差。

### 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。