



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

旺季补库开启，政策风险有待释放

分析师：李公然(F3074720, Z0015508)

2020.9.25

旺季补库开启，政策风险有待释放

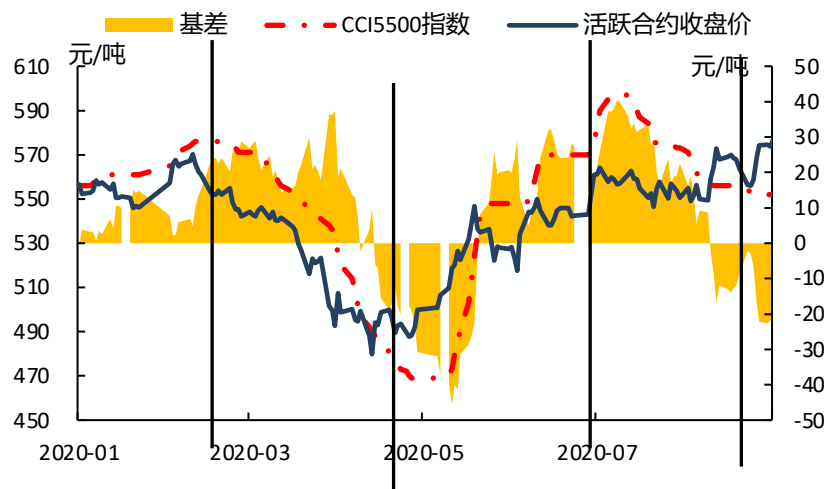
—2020年四季度动力煤投资策略展望

- **主要驱动因素：**冬季旺季需求、内蒙煤管票政策、进口煤政策。
- **市场状况：**在三季度末价突破600元/吨关口后，我们认为上方最大的压力来自于发改委对煤价的政策性调控，或有路径有两条：一是适量放开2.7亿吨的进口限量总额，二是放松内蒙倒查20年的执行力度。从目前的情况来看，东北地区的进口煤窗口调控以及部分华南港口的额度放松都在2.1亿吨的总量框架内，内蒙倒查20年的政治任务也很难在短期内边际转向。所以目前的保供力度不足以撼动在冬储即将开启时港口现货煤的结构性短缺。从基本面上看，北港库存依旧在偏低水平，并有小幅下降，在近期发运倒挂，大秦线季节性检修的背景下，北港难有累库，这也给了现货煤价底部支撑。在电厂去库接近尾声，冬储仍有需求增量，且今年冷冬基本确定的判断下，我们认为现货煤价仍然处于上升通道，CCI5500指数上方关注630压力。
- **核心波动区间：**ZC【570-630】。

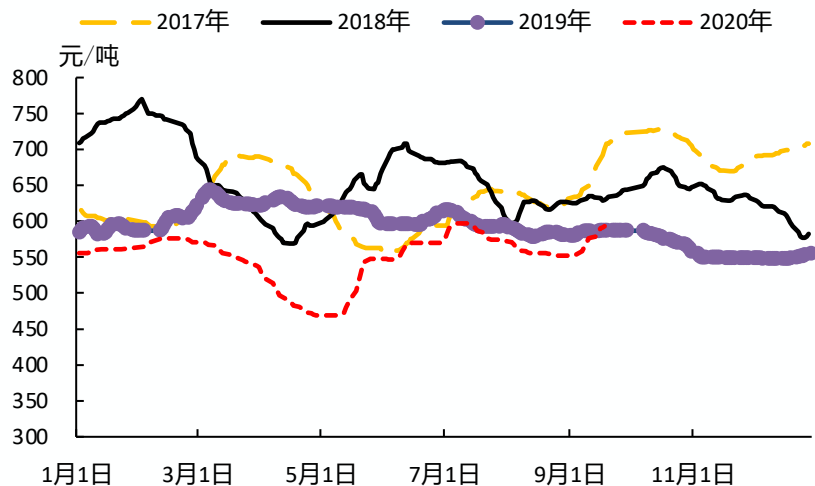
行情回顾-期现、基差走势

- 动力煤供给集中度大于需求的特点在疫情的扰动下得到明显体现，阶段性的供需错配将今年的动力煤行情走势分为5个阶段：
- 1月初-2月下旬：从去年11月底开始，北港的库存就已经开始缓慢去化，而春节后疫情的爆发，使得煤炭供给端受到的冲击更为明显，叠加运输环节的受阻，导致煤炭的供给阶段性收紧，煤价应声上涨（556-576）。
- 2月下旬-5月初：在能源局、发改委等多方合力保供政策下，煤矿的复工进度明显快于下游用煤企业，叠加国内进口煤放量的冲击，煤价快速下行（576-469）。
- 5月中上旬-7月中旬：下游复工全面展开，电厂日耗迅速拉升。火电的发力叠加今年来水偏晚的影响，用煤需求的拉升挽救了跌至红色区间的煤价。（469-597）。
- 7月中旬到9月初：交割行情告一段落后，电厂的旺季去库叠加水电发力，动力煤见顶回落，旺季不旺行情再现。（597-552）。
- 9月初至今：电厂去库接近尾声，进口煤收紧叠加交割扰动，结构性缺货推升煤价（552-608）。

期现、基差走势



疫情扰动下煤价波动放大



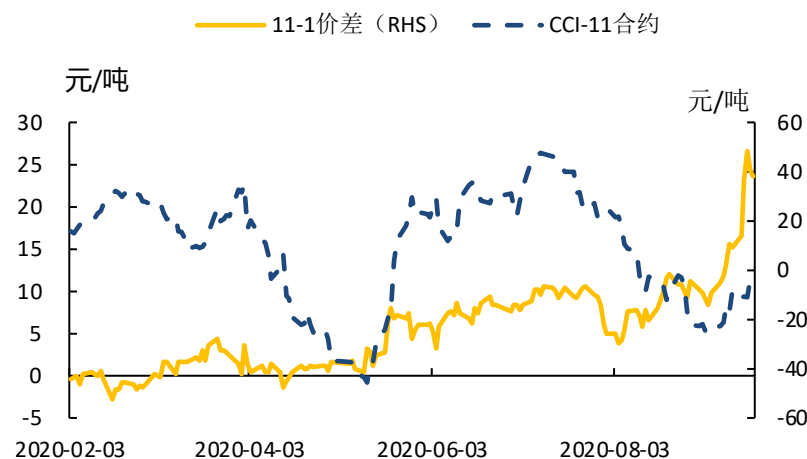
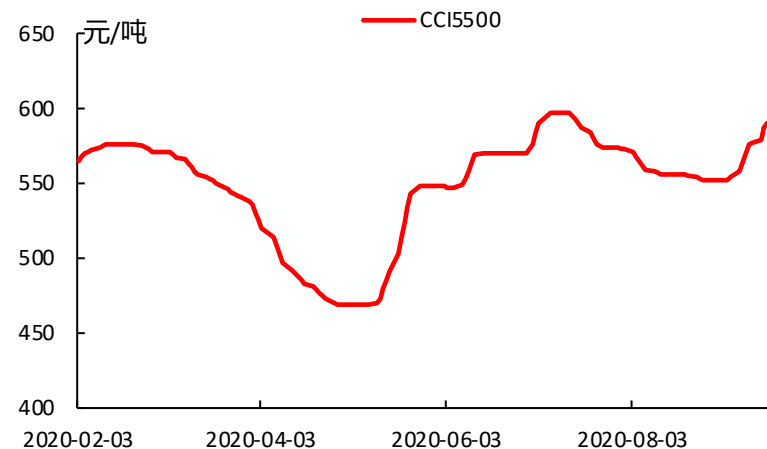
数据来源: Wind, sxcoal, 申万期货

行情回顾-跨期价差走势

2019年动力煤11-1价差运行情况

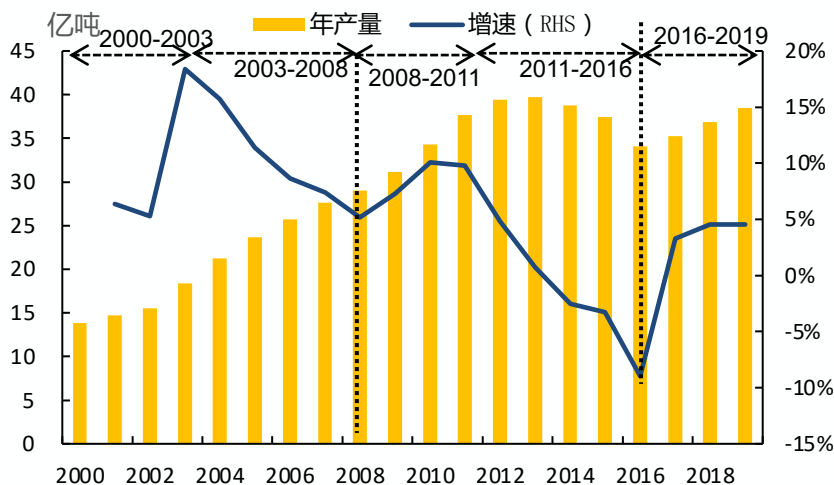
日期	11-01	涨跌	现货	涨跌	11合约	涨跌	01合约	涨跌	现货-11	11-01
2020-04-14	-1.40		490		483.8		485.2		6.2	-1.40
2020-07-24	10.60	12.00	574	84	550	66.2	539.4	54.2	24	10.60
2020-08-04	3.80	34.2	568	40	546.2	67.8	542.4	33.6	21.8	3.80
2020-09-30	38		608		614		576		-6	38

11-1月间价差、基差走势

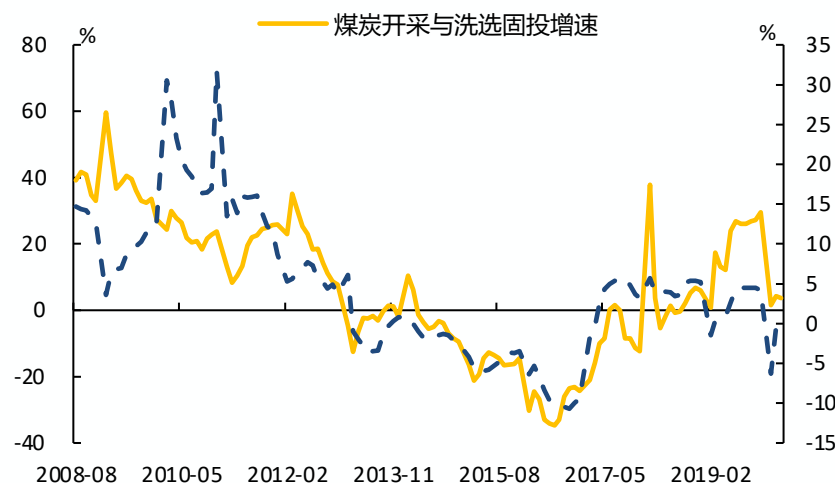


内产：表内温和扩张，表外收紧扰动供给

新一轮产能扩张周期接近尾声



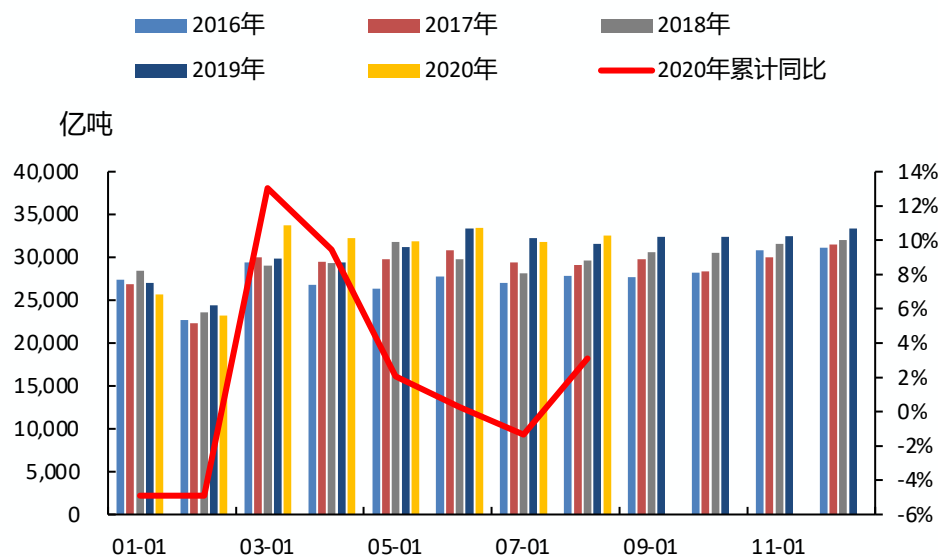
内产温和扩张，表外产能扰动供给



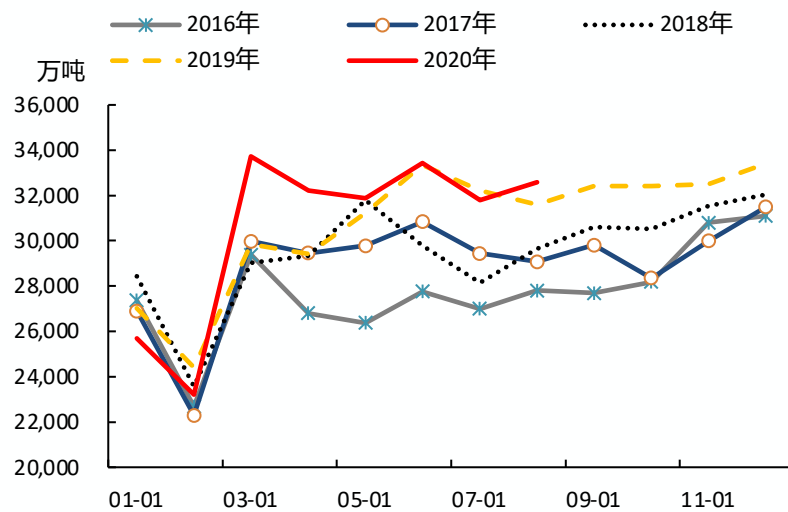
- 第一轮：2000-2003扩张周期，2003-2008为产量收缩周期。
- 第二轮：2008-2011扩张周期，2011-2016为收缩周期。
- 第三轮：2016年至今，新一轮产能扩张周期，今年以来产能煤炭业固投增速低位徘徊，扩张周期已接近尾声。

内产：表内温和扩张，表外收紧扰动供给

原煤月度产量及同比增速



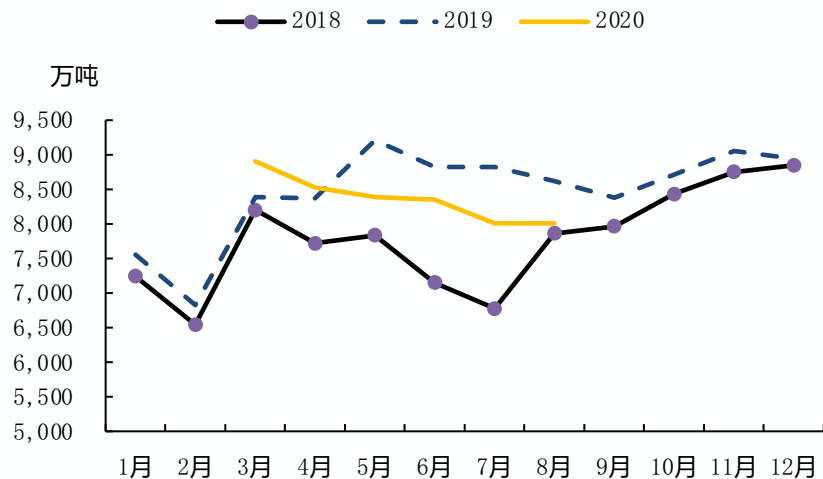
原煤月度产量释放节奏



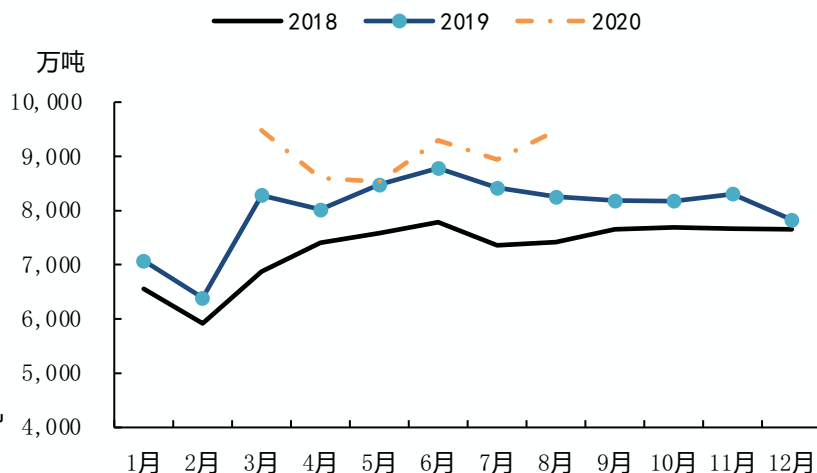
- 今年1-8月我国原煤产量累计释放24.5亿吨，同比小幅减少0.1%。
- 从释放的节奏看，今年原煤产量单月最高增速出现在3、4月份，分别为6.9%和6%。显示了保供状态下煤矿的生产能力。
- 随后在部分中小煤矿自发减产，叠加内蒙地区倒查20年、限制煤管票等政策扰动，5-8月原煤产量明显趋弱，内蒙地区的倒查20年以及陕西地区的明盘管制是影响四季度煤价的关键因素之一。

内产：表内温和扩张，表外收紧扰动供给

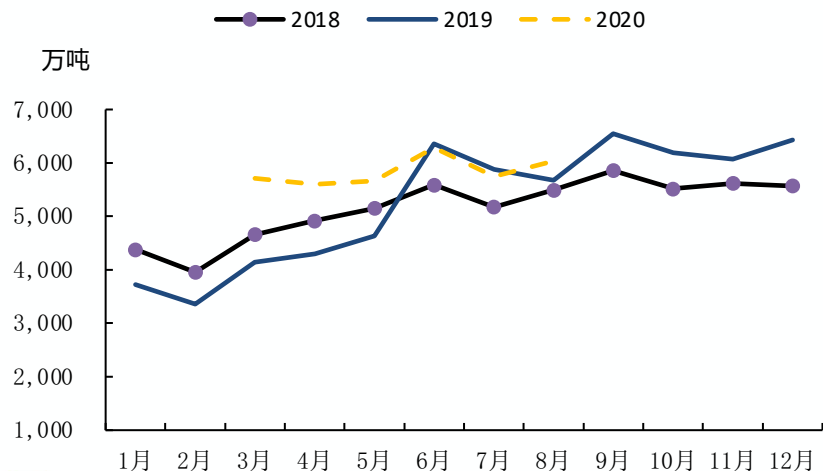
内蒙月度原煤产量



山西月度原煤产量



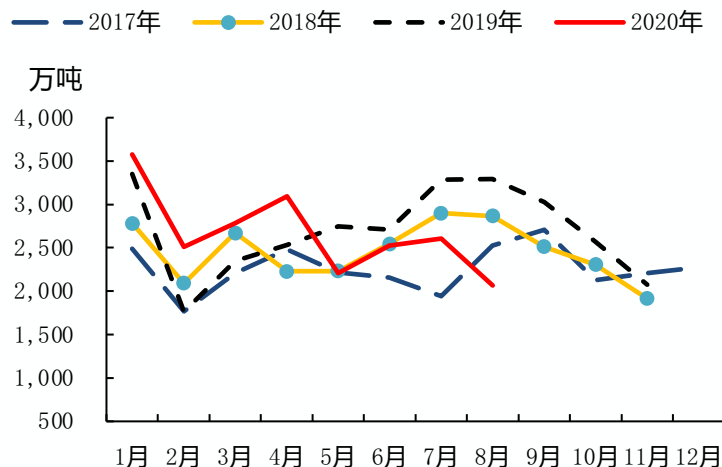
陕西月度原煤产量



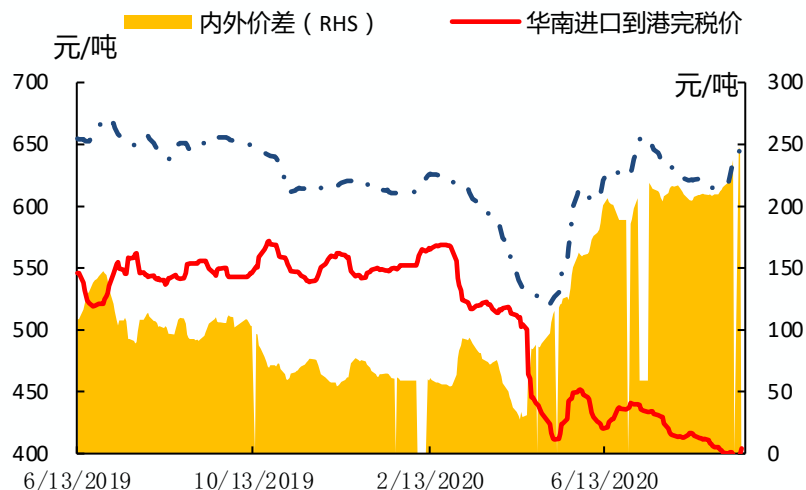
- 前8月内蒙原煤产量6.3亿吨，同比去年下降10.4%。
- 前8月陕西原煤产量4.3亿吨，同比去年增加11.8%。
- 前8月山西原煤产量6.8亿吨，同比去年增加4.1%。
- 今年的原煤供给增量基本由山西和陕西贡献。9-12月重点关注陕西明盘和内蒙倒查20年对供给的影响。

进口：总量平控为主，区域性窗口调整为辅

月度进口煤量跨年对比



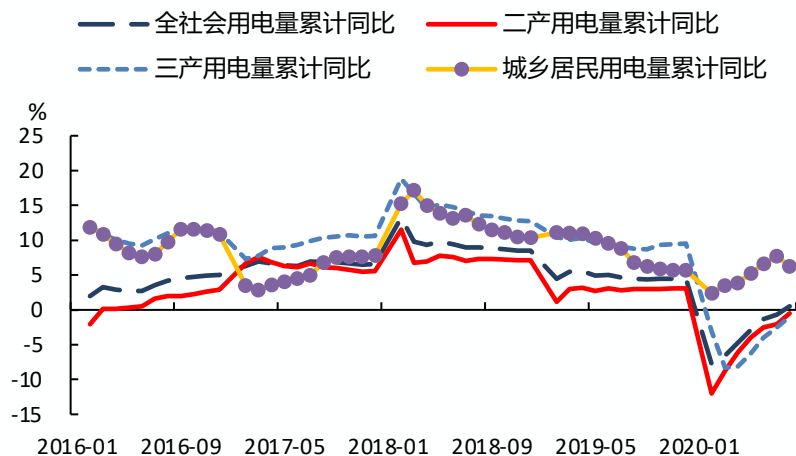
动力煤华南港口内外价差



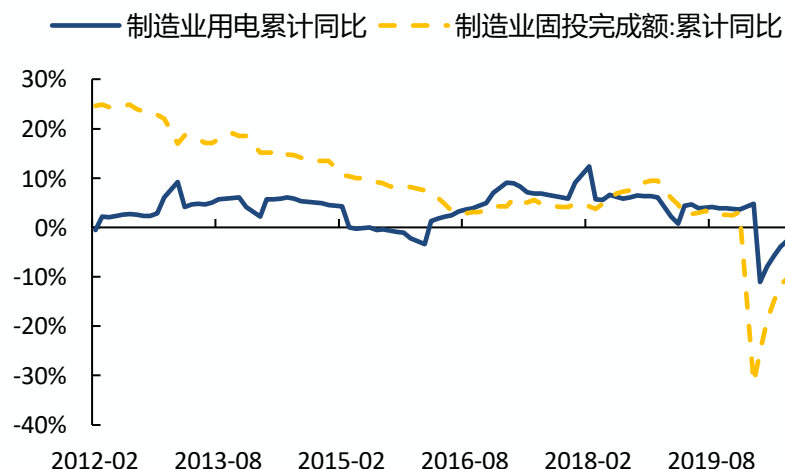
- 前8月我国进口原煤2.07亿吨，从进口的节奏看，进口量增速最高的时期为1季度，受国内煤矿供给受限、海外疫情蔓延下海运煤量多价跌的影响，当时的进口为国内的沿海用煤提供了重要补充。
- 按照2.7亿吨的总量平控测算，9-12月剩余的月均进口额度为1.4亿吨，较前8个月月均进口量环比下降1.26亿吨。4季度进口煤的额度的收紧将从总量上和动力煤的结构上对沿海市场煤价形成一定支撑。
- 目前华南港口对电厂的额度和东北地区1000万吨的额度都在2.7亿吨的口径之内，但市场对进口4季度边际放松的预期一直存在。

需求：经济稳步恢复，二产用电仍有回升空间

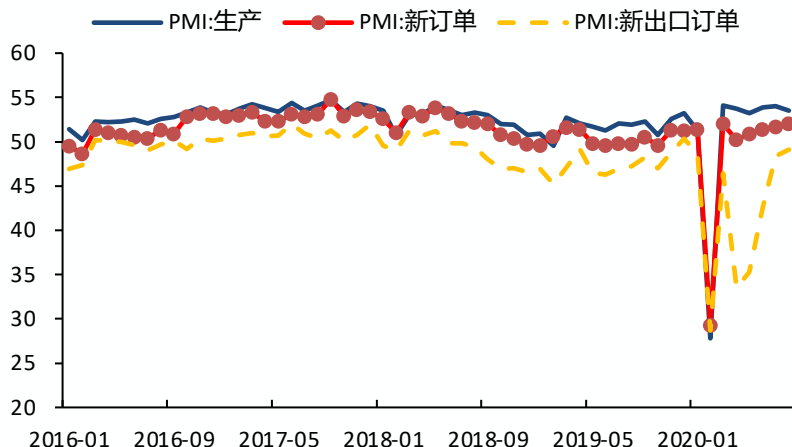
用电量累计同比



制造业用电量VS制造业固投增速



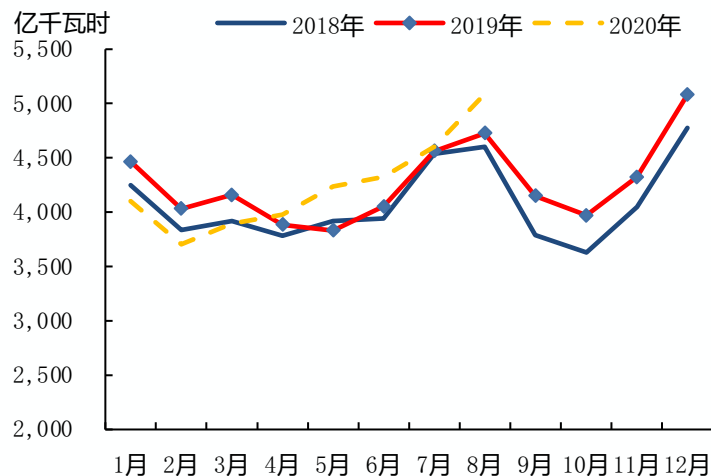
二产用电量细分



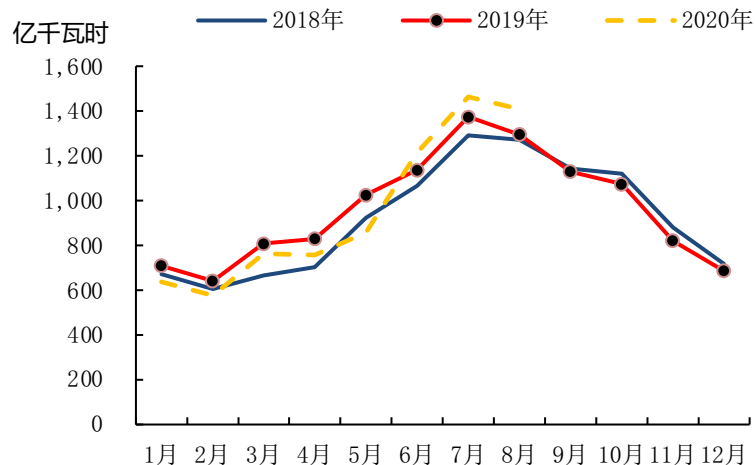
- 8月全社会用电量累积增速由负转正，同比增速较7月份边际回升1.2个百分点。
- 8月二产用电量累积增速降幅收窄，同比增速较7月份边际回升1.6个百分点。
- 从PMI的先行指标来看，随着全球经济的逐步恢复。PMI新订单4月份开始持续回升，预计4季度制造业的固投增速仍有一定上升空间，带动二产用电量的进一步回升。

需求：经济稳步恢复，二产用电仍有回升空间

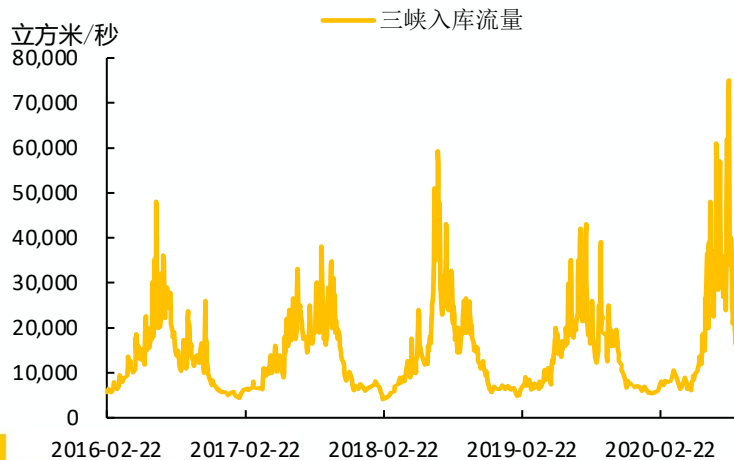
火电当月发电量



水电当月发电量



三峡出库流量

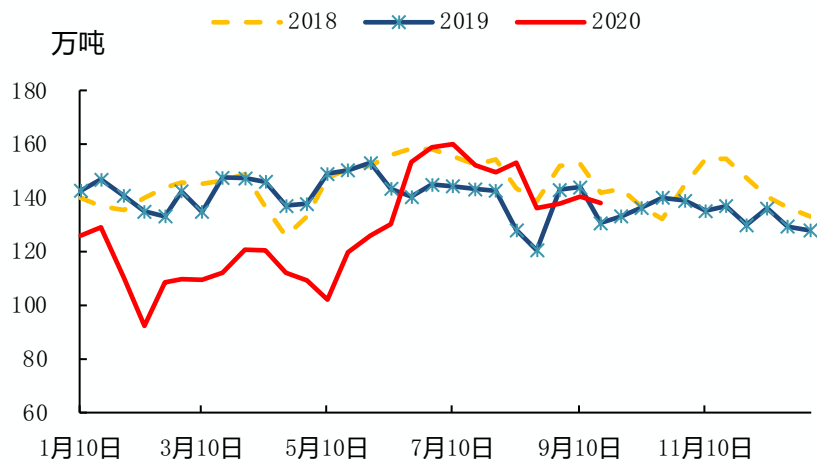


- 受疫情影响，今年1季度火电发点较往年明显偏低。但4月1日起随着下游开工的全面展开，火电当月增速由负转正，且上升斜率较往年明显抬高，8月当月火电同比增速6.2%，明显快于去年同期。
- 今年虽然来水颇丰，但来水时间偏晚，直到6月开始水电增速才由负转正，7月当月水电同比去年偏高8.9%。
- 三峡出库量高频数据显示，虽然出库量出现了季节性的回落，但绝对量仍好于去年同期，短期内水电仍有一定的替代效应。

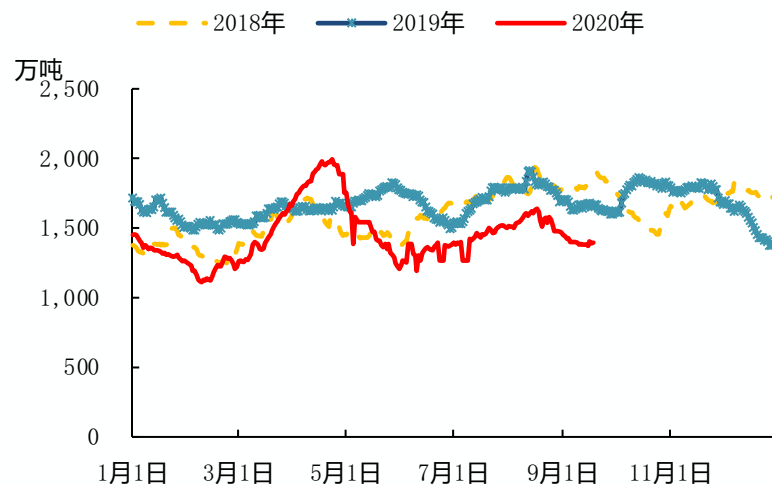
数据来源：Wind, sxcoal, 申万期货

港口：调入短期受限，港口库存缓步去化

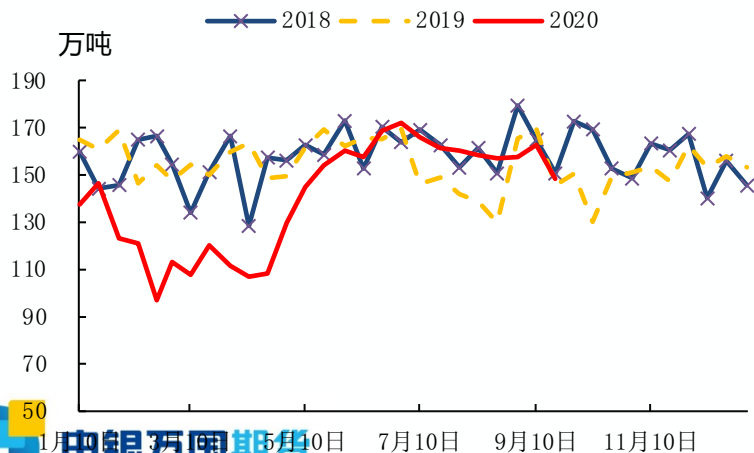
北方四港调入量



北方四港库存



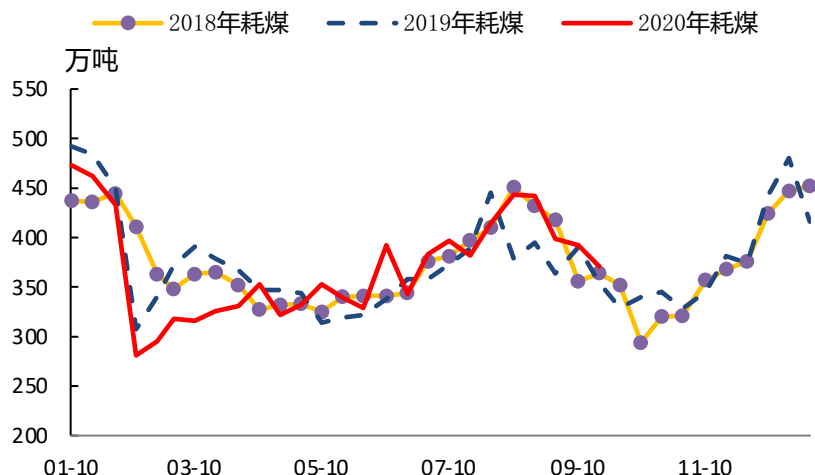
北方四港调出量



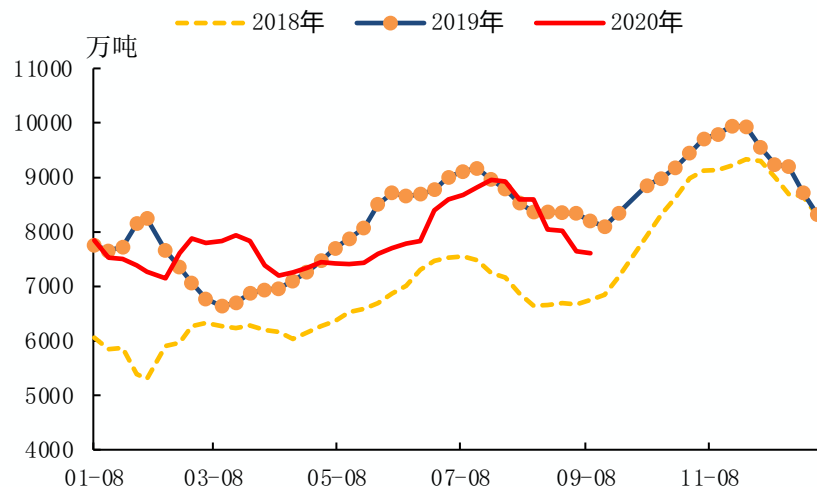
- 从港口调入来看，目前内蒙地区发运倒挂40-50元/吨，晋陕地区发运倒挂80元/吨左右。在目前坑口化工地销利润较好，且贸易商倒挂较为严重的情况下，港口发运量大在大秦线检修期间难有明显涨幅。
- 从调出看，虽然整体水平同去年基本持平，但低硫煤种的紧缺以及市场煤库存的偏低支撑了贸易商捂货惜售的信心。
- 北方四港库存目前不到1400万吨，较去年同期偏低265万吨。

终端：去库接近尾声，累库幅度决定四季度煤价高度

重点电厂耗煤



重点电厂库存



- 从终端电厂耗煤来看，今年夏季用煤高峰时间点偏晚，但持续时间较长，最新一期重点电厂耗煤371万吨，同比去年偏高17万吨，目前日耗的下滑也符合季节性的规律。
- 重点电库存目前7607万吨，同比去年偏低500万吨左右。从库存去化的时间和幅度上看，重点电去库时间点偏晚，但是去库幅度在日耗较高的影响下快于去年。较7月中下旬去库1315万吨。对比去年2个月时间去库1069万吨的时间和幅度看，我们认为重点电的去库已经接近尾声。

预测：四季煤价大概率震荡偏强

市场状况：在煤价突破600元/吨关口后，我们认为上方最大的压力来自于发改委对煤价的政策性调控，或有路径有两条：一是适量放开2.7亿吨的进口限量总额，二是放松内蒙倒查20年的执行力度。从目前的情况来看，东北地区的进口煤窗口调控以及部分华南港口的额度放松都在2.1亿吨的总量框架内，内蒙倒查20年的政治任务也很难在短期内边际转向。所以目前的保供力度不足以撼动在冬储即将开启时港口现货煤的结构性短缺。从基本面上看，北港库存依旧在偏低水平，并有小幅下降，在近期发运倒挂，大秦线季节性检修的背景下，北港难有累库，这也给了现货煤价底部支撑。在电厂去库接近尾声，冬储仍有需求增量，且今年冷冬基本确定的判断下，我们认为现货煤价仍然处于上升通道，CCI5500指数上方关注630压力：ZC【260-310】。

冬季需求支撑煤价

二产用电仍有上行空间

表外产能释放受限

多

空

内蒙煤管票管制放松

进口煤额度放宽

2020年四季度动力煤期货操作建议

推介一

动力煤单边区间操作

动力煤主力合约预计波动区间在570-630元/吨之间，建议区间操作。

推介二

动力煤跨期套利操作

动力煤1-5价差10元/吨以上逢低多配。

推介三

上方政策压制 卖保为主

结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值，锁定目前现货利润。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，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。