

【申银万国期货】 低库存支撑煤价偏强运行，01 合约多单续持

——11 月份动力煤期货投资策略报告

摘要：

2020 年 11 月 2 日

李公然

从业资格号：F03074720

投资咨询号：Z0015508

电话：021-50585921

邮箱：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 5921

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

- 在煤价突破 600 元/吨关口后，产地保供政策开始陆续出台，但从目前保供情况看，保供释放产量略显不足，导致北港库存依旧处于下行通道。而江内港的贸易商受保供利空的影响积极抛货，从而导致库存新低，二港库存的消化也给了后期北港库存向下游转移的空间。
- 短期来看，在中间环节库存偏低，且下游采购需求较为旺盛的情况下，短期内煤价将依旧偏强运行。而 01 合约盘面在低库存+贴水的保护下也有继续上行的空间。中期而言，今年冷冬的预期能否兑现和后期保供力度能否再上一个台阶是决定 01 合约上方高点的关键因素。但两者目前看都有很大的不确定性，需关注大秦线检修完成后发运量情况以及 11 月中旬北方开始供暖以后的日耗回升幅度。操作上建议 01 合约多单续持。

核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
港口库存低位	平稳	★★
09 合约交割挤占货源	平稳	★★
拉尼娜导致冷冬日耗强势	趋强	★★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
内蒙地区保供释放产量	趋强	★★★
进口煤年底宽松预期	趋强	★★★
综评：目前现货供需两弱，但利润缩窄明显，环保限产预期偏弱。		

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

目录

一、11 月份操作策略	3
1、波段操作	3
2、跨期对冲操作	3
二、行情分析	4
1、行情图解	4
三、交易逻辑	10
1、波段交易逻辑	10
2、跨期交易逻辑	10
四、风险提示	11

一、11 月份操作策略

1、波段操作

短期来看，在中间环节库存偏低，且下游采购需求较为旺盛的情况下，短期内煤价将依旧偏强运行。而 01 合约盘面在低库存+贴水的保护下也有继续上行的空间。中期而言，今年冷冬的预期能否兑现和后期保供力度能否再上一个台阶是决定 01 合约上方高点的关键因素。但两者目前看都有很大的不确定性，需关注大秦线检修完成后发运量情况以及 11 月中旬北方开始供暖以后的日耗回升幅度。操作上建议 01 合约多单续持。

2、跨期对冲操作

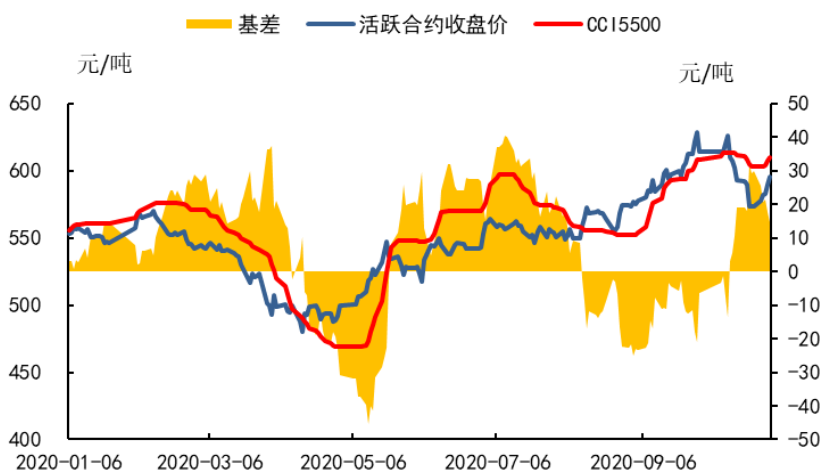
虽然目前 01 合约受现货带动仍有上行空间，但从跨期操作的安全边际角度看，01 合约基差 16 元/吨，1-5 合约价差 30 元/吨。基差明显小于价差，1-5 价差做扩的驱动仍在，但安全边际不足，建议观望为主，风险偏好高的投资者建议轻仓做多 1-5 价差。

二、行情分析

1、行情图解

10 月份北港煤价整体震荡运行,到 9 月中旬为止,港口现货价格延续了 9 月以来的涨势,CCI5500 指数最高涨至 613 元/吨。到 10 月中旬后,随着内蒙增产保供政策的不断出台,市场情绪受到一定打压,北港贸易商出货情绪升温,煤价小幅走弱。但虽然产地产销有所抬升,但供给方放量的速度偏慢,在港口低库存的情况下,煤价企稳回升。

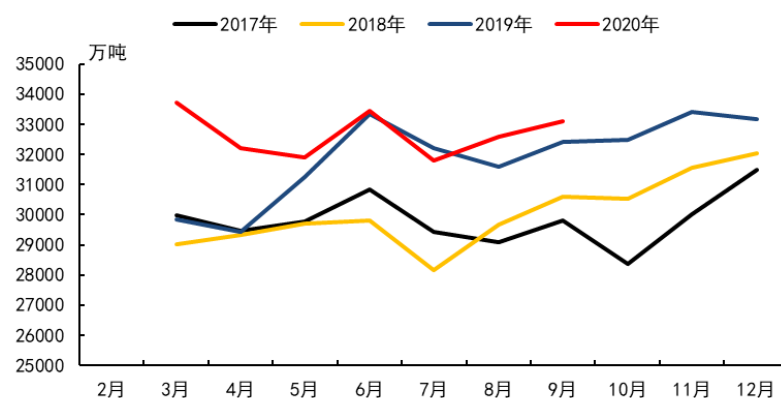
图 1：动力煤期货与现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

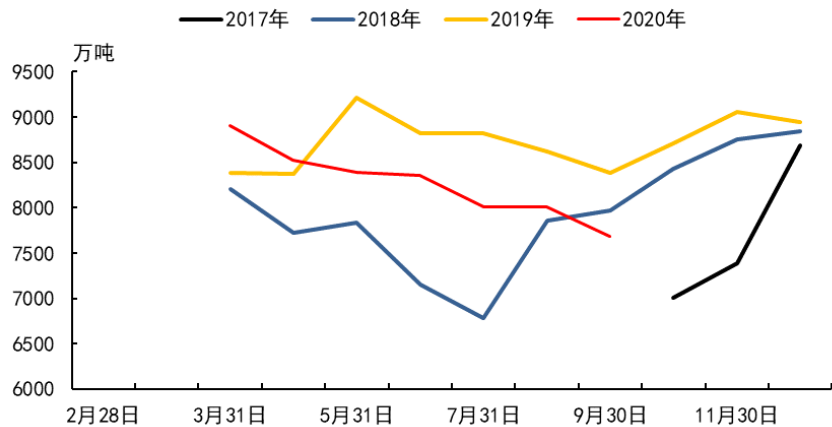
图 2：原煤产量走势图（万吨）

根据国家统计局数据,2020 年 9 月原煤产量 3.3 亿吨,同比增加 2.1%,环比增加 1.6%。



资料来源：Wind，申万期货研究所

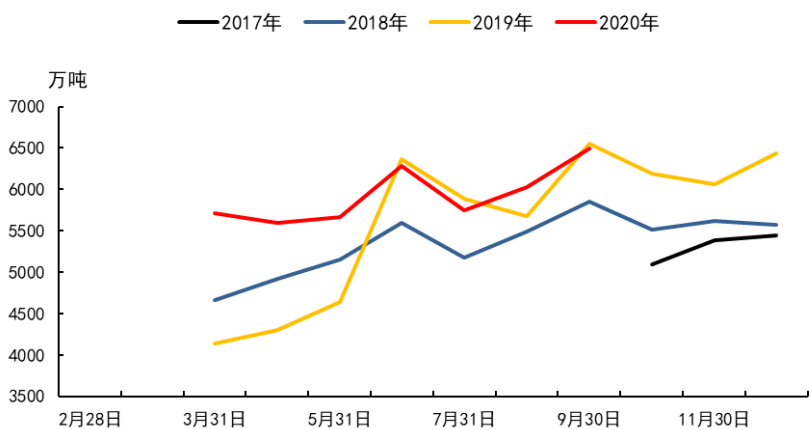
图 3：内蒙原煤产量走势图（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

内蒙由于受到煤管票发放的限制和倒查 20 年的政策扰动，今年 5-9 月产量始终难以释放。9 月内蒙原煤产量 7.7 亿吨，同比去年下降 700 万吨，环比 8 月下降 331 万吨。

图 4：陕西原煤产量（万吨）

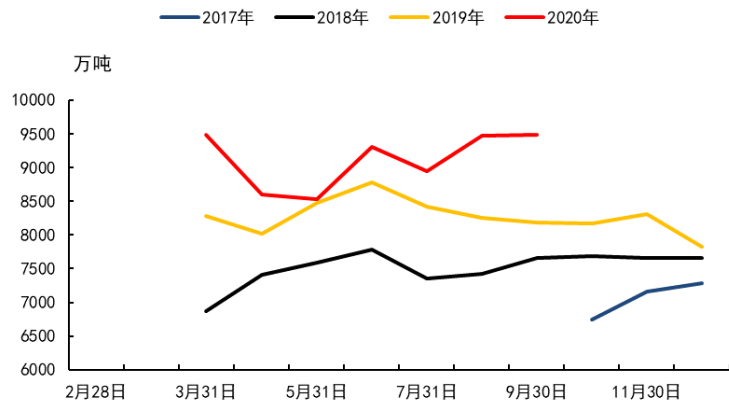


资料来源：Wind，申万期货研究所

陕西 9 月原煤产量 6.5 亿吨，同比去年减少 59 万吨，环比上月增加 459 万吨。陕西地区由于前期明盘；露天矿受到管制，11 月份在保供政策下复产后预计将有一定增量。

山西今年原煤产量所受的政策扰动较小，产量上弥补了一部分内蒙地区的供给短缺。9月山西原煤产量9.5亿吨，同比去年增加1308万吨，环比上个月增加13万吨。

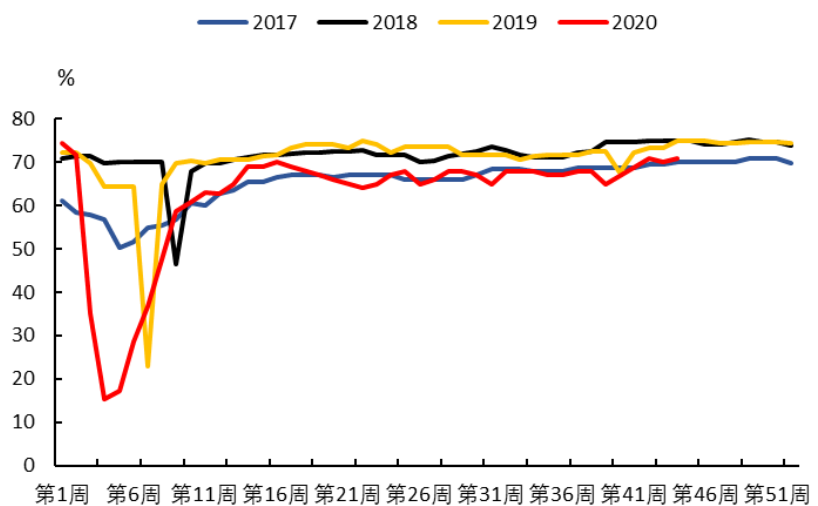
图 5：山西原煤产量走势图（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

随着内蒙地区保供政策的不断推进，地区内原煤产销的港口发运均在逐步走高，从鄂尔多斯地区样本煤矿的开工率来看，10月以来开工率从65%回升到了71%。虽然同往年仍有差距，但考虑到内蒙单矿产能提升的情况，我们预计11月内蒙地区产量会有明显提高。

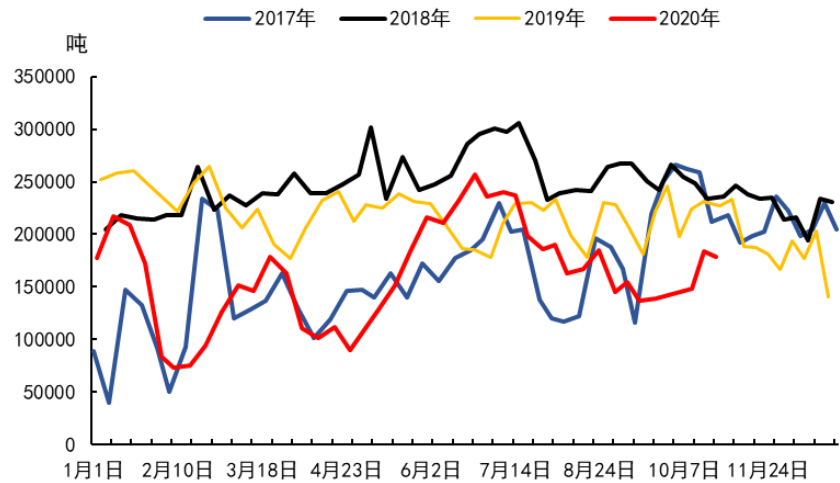
图 6：鄂尔多斯样本煤矿开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从呼铁局日均到港量上来看，从9月中旬开始，到港量水平不断抬升，截止到10月底，日均到港量已经从9月中旬的13.9万吨抬升至17.8万吨。

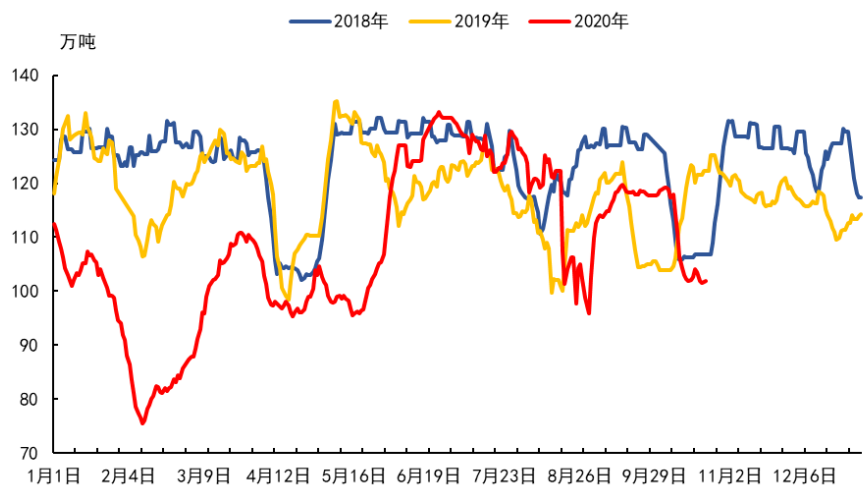
图 7：呼铁局日均到港量（吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

虽然内蒙地区保供释放出了边际增量，但无论从呼铁局的到港量还是从大秦线的日发运量上看，产地发运至港口的水平依然没有恢复到去年同期的水平，这或与目前产地到北港50元/吨左右的倒挂有关。截止到10月29日，大秦线日发运量103万吨，距离满发135万吨的峰值水平仍有一定距离。但11月大秦线检修结束后15万吨/日以上的发运增量也较为确定。

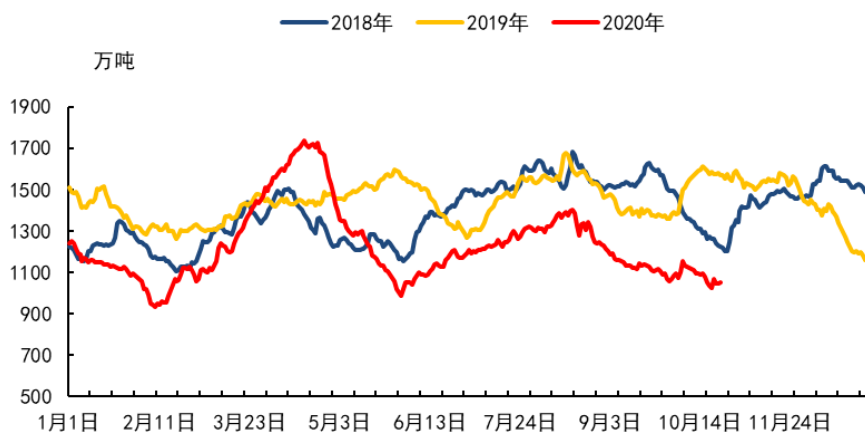
图 8：大秦线日度发运量（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从北港的库存上看，北方港口库存延续了自8月中下旬以来的下降态势，截止到10月30日，北方港口库存1809万吨，10月份下跌了158万吨，在历史同期也处于偏低水平，而且高卡低硫煤较为紧缺的情况目前仍没有明显的改善。港口库存的偏低是目前煤价的重要支撑。

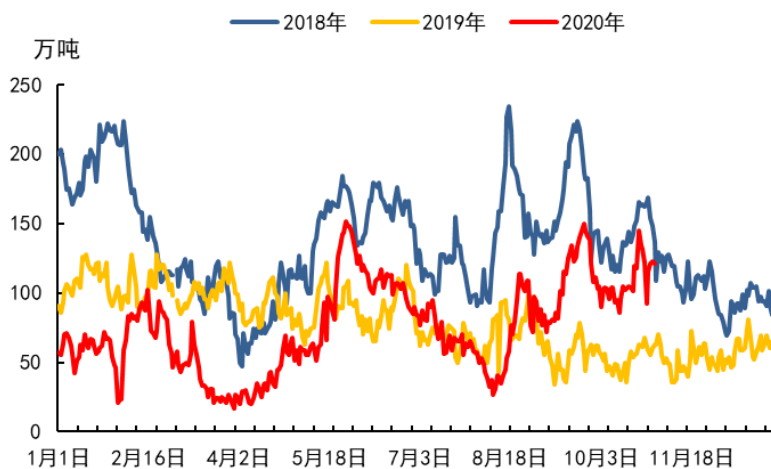
图 9：北方港煤炭库存（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

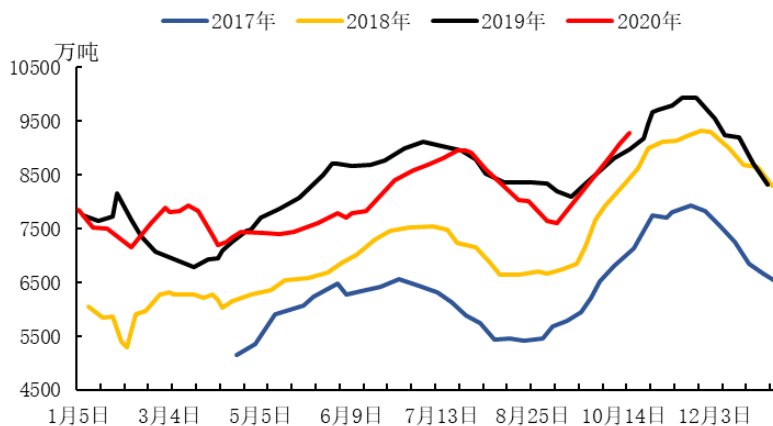
图 10：北方四港锚地船舶数（万吨）

北方库存的下降一方面与港口发运环比回升但同比偏弱有关，另一方面也与下游旺盛的采购需求有关。从北方四港的锚地船舶数上看，9月底北方四港锚地船舶数121条，是去年同期的一倍左右。



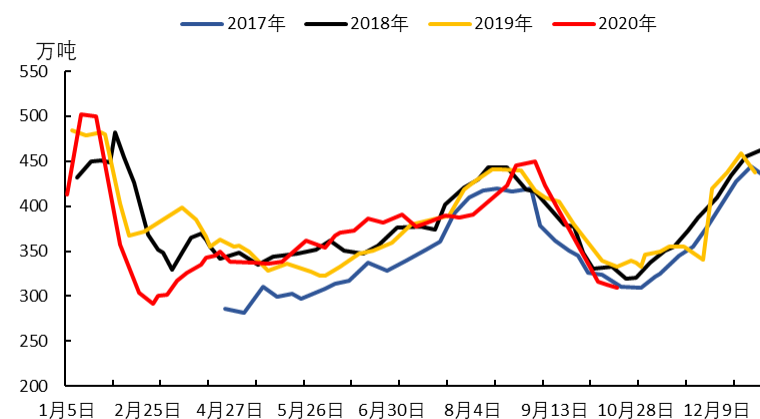
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 12：重点电厂库存（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 12：重点电厂日耗（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

北港的高水平采购和调出体现在了下游终端电厂的库存水平上。从目前重点电的存煤情况来看，10月中旬重点电库存9281万吨，较去年同期偏高300万吨，目前重点电仍处于淡季累库的通道内，较去年9946万吨的高点还有665万吨的累库空间。

从终端耗煤的强度看，目前淡季耗煤处于往年低位水平，重点电厂日均耗煤309万吨，较去年同期偏低23万吨。北方地区供暖预计从11月中旬开始，届时日耗或将见底回升。

三、交易逻辑

1、波段交易逻辑

短期来看，在中间环节库存偏低，且下游采购需求较为旺盛的情况下，短期内煤价将依旧偏强运行。而 01 合约盘面在低库存+贴水的保护下也有继续上行的空间。中期而言，今年冷冬的预期能否兑现和后期保供力度能否再上一个台阶是决定 01 合约上方高点的关键因素。但两者目前看都有很大的不确定性，需关注大秦线检修完成后发运量情况以及 11 月中旬北方开始供暖以后的日耗回升幅度。操作上建议 01 合约多单续持。

2、跨期交易逻辑

虽然目前 01 合约受现货带动仍有上行空间，但从跨期操作的安全边际角度看，01 合约基差 16 元/吨，1-5 合约价差 30 元/吨。基差明显小于价差，1-5 价差做扩的驱动仍在，但安全边际不足，建议观望为主，风险偏好高的投资者建议轻仓做多 1-5 价差。

四、风险提示

针对 8 月份的交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

（1）保供政策再度发力，坑口发运增速加快

若发改委进一步提升保供政策的力度，内蒙地区倒查 20 年政策让步于冬季保供，那么港口的煤价将面临进一步下跌的驱动，届时港口煤价的成本下移和发运增量将导致煤价重心下移。

（2）进口煤政策在冬季边际转向

若沿海地区煤价进一步上涨，进口煤的政策也存在在冬季调整的空间，或将采用先卸货后通关的方式压减名义进口量，但港口待卸资源也将冲击东南沿海地区的内贸煤供给。

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。