

关于煤价的几个重要位置



走势评级：动力煤：下跌
报告日期：2023 年 05 月 24 日

许惠敏 资深分析师(黑色)
从业资格号：F3081016
投资咨询号：Z0016073
Tel: 8621-63325888-1595
Email: huimin.xu@orientfutures.com

2023 年以来，煤价趋势性转熊趋势愈发清晰，港口 5500K 报价跌破 1000 元/吨之后，市场一致预期已经转向 800 元/吨。本文继前期供需报告后，回归煤炭价格本身。进一步探讨 2023 年以来煤价走势特点，并从基本面角度探讨煤价下跌中的关键位置：

★ 2023 年以来煤价特点：海外定价、跟随淡旺季波动

2023 年以来，煤炭价格呈现两个主要特点：海外边际定价和季节性波动。海外煤炭需求深度和弹性更为差，欧洲市场供需的趋势性逆转、气价持续重挫，导致全球高卡煤价格快速向其边际成本线收敛。海外失衡负面冲击国内市场，叠加国内供需本身已经过剩，整体定价节奏倾向更脆弱的海外市场。除此之外，下游常备库存恢复后，煤价走势逐步呈现跟随需求淡旺季波动的特点。

★ 关于煤价的几个重要位置

我们认为，随着煤炭供需转向过剩，当前的煤炭市场定价逻辑主要来自以下三个维度：

高点：高日耗时期极端天气，或非电行业盈亏平衡点对应最高煤价；
中间点：5500K 港口 900 元/吨，对应电厂盈亏平衡点；**低点：**5500K 港口 750-800 元/吨，对应国内外煤价最高边际成本线。

随着煤价持续走低，市场更为关注潜在的成本边际支撑。国内方面，我们假设发改委的年度长协价格底部为各产区的主流成本，加上运费后推导至港口成本。国内边际成本最高位新疆煤，坑口完全成本+运费折算至港口成本约 750 元/吨。按照 2022 年疆煤外运量约 8000 万吨，对应全国煤炭供应约 1.8%。

海外市场中，全球 6000K 煤炭 FOB90%分位成本线大约 100 美金/吨，折算后对应国内港口成本约 810 元/吨。不过，由于过剩量动态，且长期生产成本随着时间推移可以压缩。长期煤价实际成本需要不断测试。

★ 风险提示：

国内安监政策、夏季天气情况、海外需求。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们已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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

2023 年以来，煤价趋势性转熊趋势愈发清晰，港口 5500K 报价跌破 1000 元/吨之后，市场预期已经转向 800+ 元/吨。本文继《20230427-煤价反弹需要什么条件？》、《20230517-库存压力严峻，煤价再度承压》两篇供需报告后，回到煤炭价格本身。进一步探讨 2023 年以来煤价走势特性，并从基本面角度寻找煤价下跌中的关键价位。

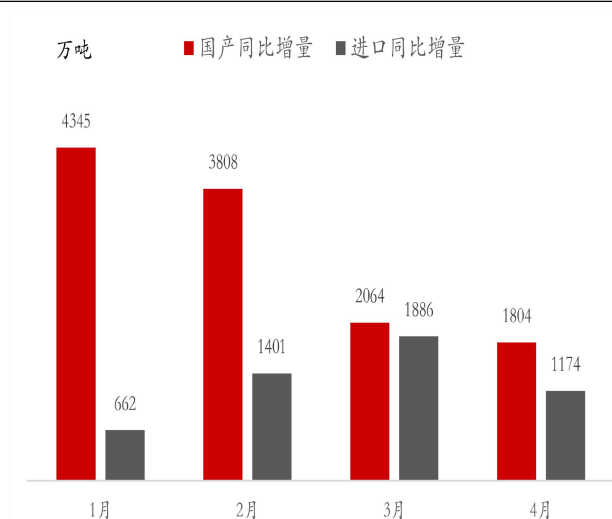
1、2023 年以来煤价特点：海外定价、跟随淡旺季波动

2023 年以来，煤炭价格呈现两个主要特点：海外边际定价和季节性波动。1-4 月份，国产原煤和进口煤供应均大幅增长。其中，国产煤 1-4 月份累计增 6.1%，即 1.2 亿吨；进口煤累计增 88.8%，即 5100 万吨。进口煤接近翻倍的增量，除去年同期印尼禁令低基数影响外，更多源自环欧洲市场的高卡煤重挫后内外进口窗口的打开。

海外煤炭需求深度和弹性更为差，欧洲市场供需的趋势性逆转、气价持续重挫，导致全球高卡煤价格快速向其边际成本线收敛。海外失衡负面冲击国内市场，叠加国内供需本身已经过剩，整体定价节奏倾向更脆弱的海外市场。

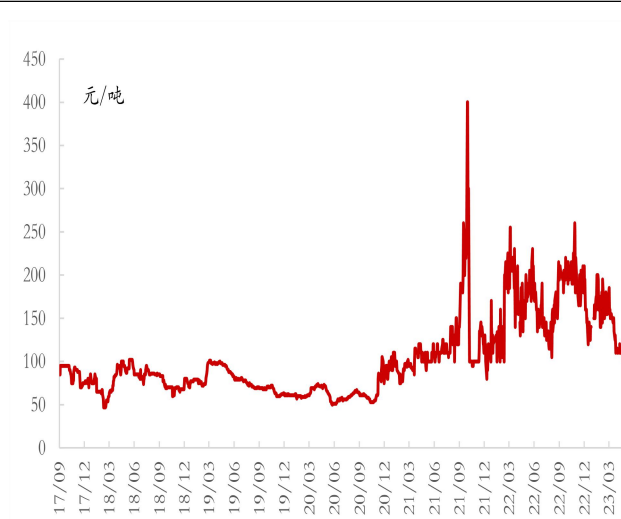
除此之外，随着 2022 年长协煤落地执行后，2023 年以来政策端对价格和供需的扰动减弱。下游常备库存恢复后，煤价走势逐步呈现跟随需求淡旺季波动的特点。

图表 1：外需更为疲弱，定价边际取决于海外



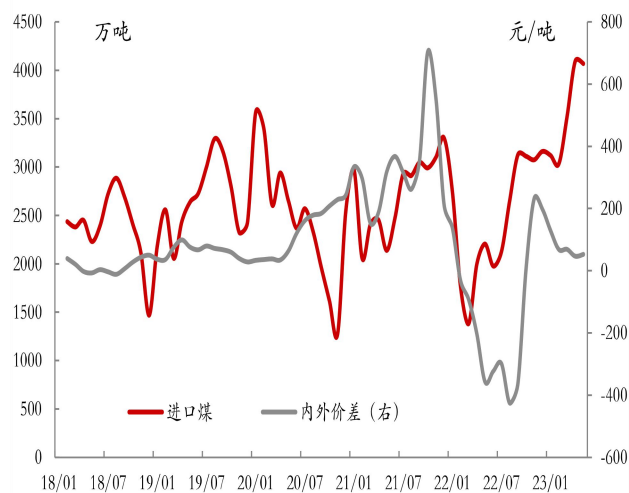
资料来源：Mysteel、Wind

图表 2：高卡煤领跌，高低卡价差回归



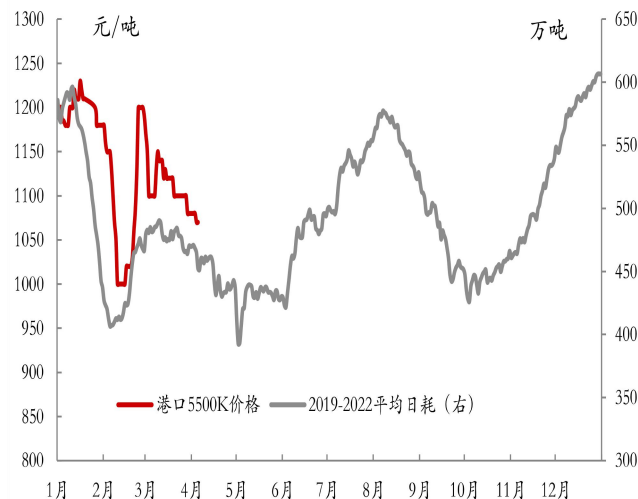
资料来源：Mysteel、Wind

图表 3: 5500K 内外价差与煤炭进口量



资料来源: Mysteel、Wind

图表 4: 煤炭价格呈现季节性淡旺季波动



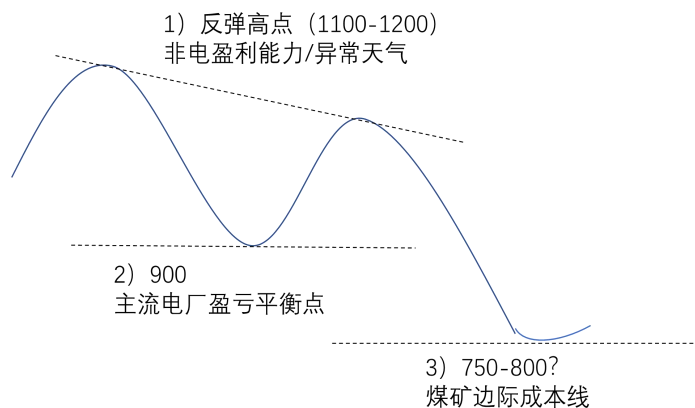
资料来源: Mysteel、Wind

2、关于煤价的几个重要位置

我们认为,随着煤炭供需转向过剩,当前的煤炭市场定价逻辑主要来自以下三个维度:

- 1) 高点: 高日耗时期极端天气,或非电行业盈亏平衡点对应最高煤价
- 2) 中间点: 5500K 港口 900 元/吨,对应电厂盈亏平衡点
- 3) 低点: 5500K 港口 750-800 元/吨,对应国内外煤价最高边际成本线。由于过剩量动态,且长期生产成本随着时间推移可以压缩。长期实际成本需要不断测试。

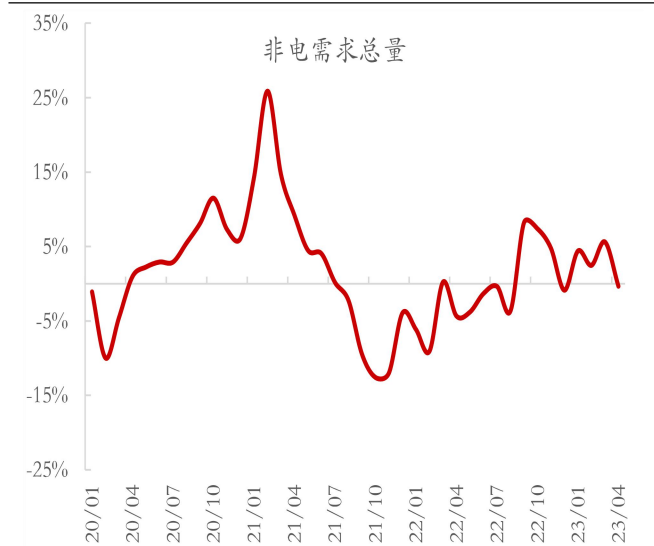
图表 5: 当前煤炭定价的三个维度



资料来源: Mysteel、Wind

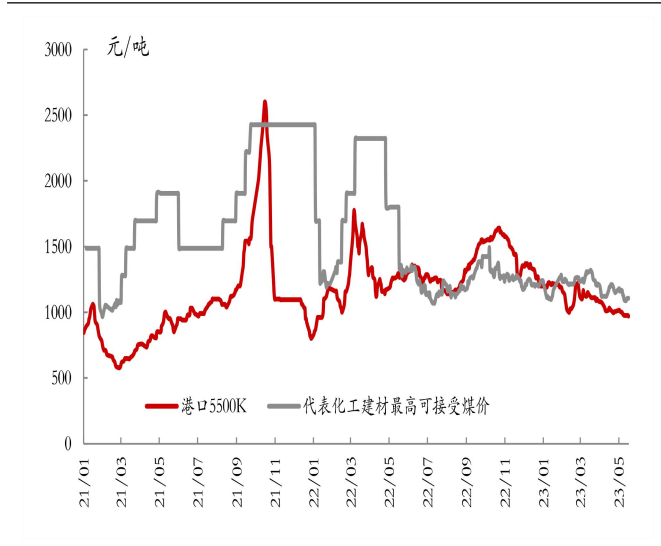
极端天气和日耗多通过即期数据线性外推，长期天气预估可靠性不高。而随着工业品订单和盈利恶化，每一轮非电盈亏平衡点对应最高煤价重心不断回落。按照5月末甲醇、水泥等行业最高可接受理论煤价约1100元/吨。

图表6：非电需求量增速



资料来源：Mysteel、Wind

图表7：部分化工和水泥行业最高可接受煤价



资料来源：Mysteel、Wind

随着煤价持续下挫，市场更为关心潜在的成本底部支撑。我们汇总了国内和海外动力煤边际成本曲线，其最高边际成本线分别在750元/吨和800元/吨。煤价下方750-800元/吨成本位置有一定理论支撑。

国内方面，我们假设发改委年度长协价格底部为各产区的主流成本，加上运费后推导至港口成本。可以看到，2021年以来，国内煤矿增产以“三西”和新疆煤为主。国内边际成本最高位新疆煤，坑口完全成本+运费后，折算至港口成本约750元/吨。按照2022年疆煤外运量约8000万吨，对应全国煤炭供应约1.8%。山西、陕西、蒙西和蒙东在港口的5500K成本大约分别为650元/吨、600元/吨、540元/吨和480元/吨。

海外市场中，澳洲6000K煤炭FOB90%分位成本线，大约100美金/吨，折算后对应国内港口成本约810元/吨。印尼4200K煤炭90%分位成本线，约70美金/吨，折算后对应国内港口成本约830元/吨。综合来看，海外进口煤最高边际成本线普遍集中在800元/吨附近。

不过，由于过剩量动态，且长期生产成本随着时间推移可以压缩。长期煤价实际成本需要不断测试。

图表 8：国内主要产区港口成本（5500K，元/吨）

	生产成本	运费	港口成本	占比
山西	370	280	650	29.1%
陕西	320	280	600	16.6%
蒙西	260	280	540	17.3%
蒙东	200	280	480	8.8%
新疆	200	550	750	1.8%

资料来源：Mysteel、Wind

3、风险提示

国内安监政策、夏季天气情况、海外需求。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2

号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com