

## 政策底渐显，静待下游耗煤回升

东海期货 | 东海观察 2020-04-20

### 事件要点

- 4月18日，中国煤炭运销协会针对2月以来煤价连续下行的悲观形式，就动力煤和炼焦煤的生产经营活动对会员企业提出了一系列倡议。
- 动力煤方面：协会建议企业在煤炭销售过程中不以价换量，不使用无底线优惠手段挤占市场，不进行市场倾销，不要把原有的市场份额打破，要继续坚持低于成本不生产、没有订单不生产、不收到货款不发货。与此同时，运销协会致信山西省能源局、内蒙古能源局、陕西省发改委、鄂尔多斯市能源局、榆林市能源局等主要产煤省市自治区密切关注区域产量超需求释放科学有序组织煤炭产销
- 焦煤方面：运销协会建议各焦煤企业实施减产措施（自5月1日起，依据本企业一季度焦精煤日均产量，实施减产10%的生产措施，实施日期暂定至2020年5月31日止）。

### 事件点评

- 炼焦煤国有重点煤矿的产能约5.2亿吨左右，占全国总产能比重的53%。在目前大煤企利用成本优势抢占市场份额的背景下，运销协会10%的减量生产倡议需要头部企业的表率作用。若这53%的产能集体减产10%，无疑将直接扭转目前炼焦煤供需宽松的格局。但是，节后各炼焦煤种25元/吨到112元/吨的跌幅远不至于伤及头部煤企的现金成本，其在煤焦钢产业链中的利润水平也仍旧处于强势地位，所以从利润这个角度看，我们认为大矿缺乏自发限产的积极性。
- 另一方面，运销协会缺乏强制的行政效力，从其提议的为期1个月的减产时间看，更多的也是以稳价为主要目的，在目前新一轮煤矿扩产周期的大背景下，即便出现阶段性的减产，一旦价格企稳后，减产的效力也将逐渐削弱。
- 中煤协对低煤价的关注以及致信主产地能源局等一系列举动表明低价动力煤触发政策监管的概率正在逐步极大。而煤价在跌至480元/吨后也将逐渐触及自有煤矿的发运成本线，产地到港口的调入随着价格的下行存在进一步自发下降的可能。
- 进口煤干预和生产端限产的预期再起；电煤年度长协基准价高于预期；上游发运减量进一步扩大等潜在利多的显现，叠加终端去库进程的放缓，可能会有助于市场短期逐步企稳，但煤价能否止跌反弹以及反弹高度，仍要看需求恢复进展以及供需关系能否实质性改善。操作上可考虑ZC09合约480附近逐步建多，做旺季电厂补库行情。

研究所 黑色金属策略组

刘慧峰 高级研究员

从业资格证号：F3033924

投资分析证号：Z0013026

联系电话：021-68757223

邮箱：[liuhf@qh168.com.cn](mailto:liuhf@qh168.com.cn)

联系人：李公然

从业资格证号：T316470

联系电话：021-68757827

邮箱：[ligr@qh168.com.cn](mailto:ligr@qh168.com.cn)

## 一、 炼焦煤：产量普降 10% 概率不大，关注焦企潜在补库需求

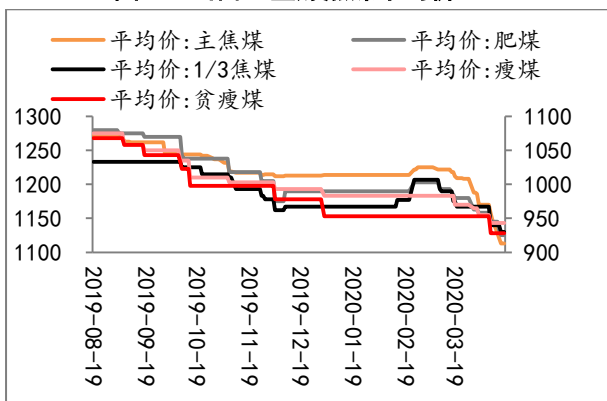
### 1、 煤价下跌侵蚀煤企利润，但仍未触及头部炼焦煤企现金成本

疫情大背景下，由于我国煤炭供给集中、需求分散的特点，煤价的经历了节后短暂的走高行情后，伴随着煤矿的集中复工，叠加用煤需求的恢复节奏较为缓慢，煤价自 2 月下旬起逐步回落，截止到 4 月 17 日，山西地区各炼焦煤种平均价格的跌幅在 2% 到 10% 不等，部分煤种已跌超过百元。而北港 5500 卡动力煤指数较节后高点下跌 90 元/吨（15.6%），目前 485 元/吨的价格已跌至近年来低点，并继续向蓝色区间下沿靠拢。在阶段性的供需错配下，煤企利润受到了较大的侵蚀。

目前炼焦煤国有重点煤矿的产能约 5.2 亿吨左右，占全国总产能比重的 53%。在目前大煤企利用成本优势抢占市场份额的背景下，运销协会 10% 的减量生产倡议需要头部企业的表率作用。若这 53% 的产能集体减产 10%，无疑将直接扭转目前炼焦煤供需宽松的格局。

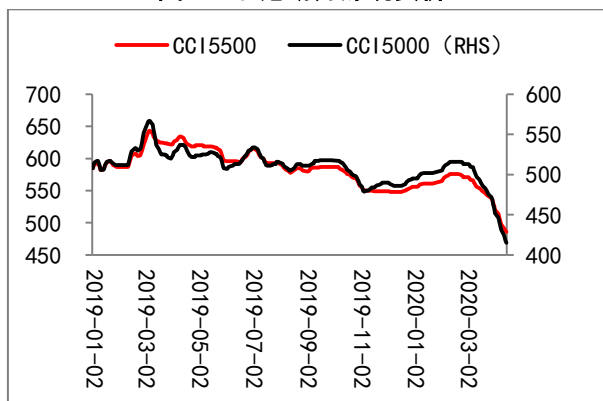
但目前的炼焦煤价格水平仍为触及到大矿的成本线，以主产炼焦煤的山西焦煤集团而言，其 2019 年前 3 季度的吨煤毛利大约为 340 元/吨，毛利率 45% 左右。节后煤价的跌幅远不至于伤及国有大矿的现金流。所以从利润这个角度看，我们认为国有大矿的利润在煤焦钢产业链中仍处于较高的位置，集体自发限产难度可能较大。

图 1. 山西地区炼焦煤平均价



数据来源：wind, 东海期货

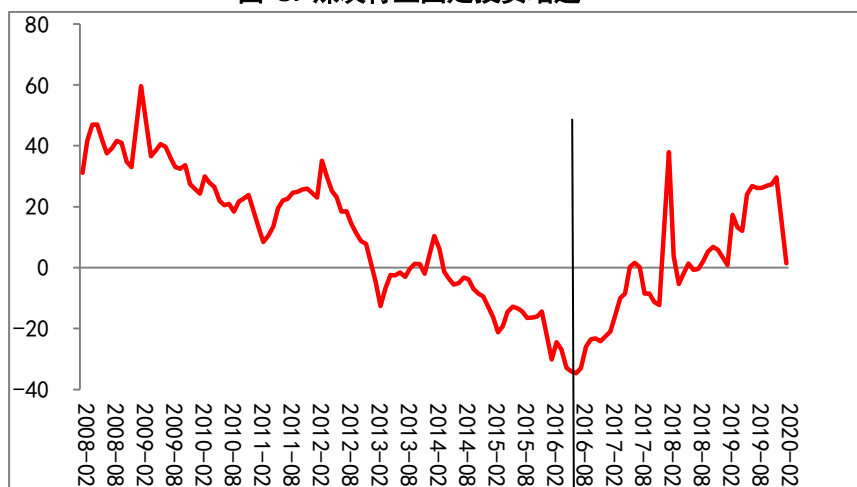
图 2. 北港动力煤现货价



数据来源：wind, 东海期货

另一方面，运销协会缺乏强制的行政效力，从其提议的为期 1 个月的减产时间看，更多的也是以稳价为主要目的，在目前新一轮煤矿扩产周期的大背景下，即便出现阶段性的减产，一旦价格企稳后，减产的效力也将逐渐削弱。

图 3. 煤炭行业固定资产投资增速

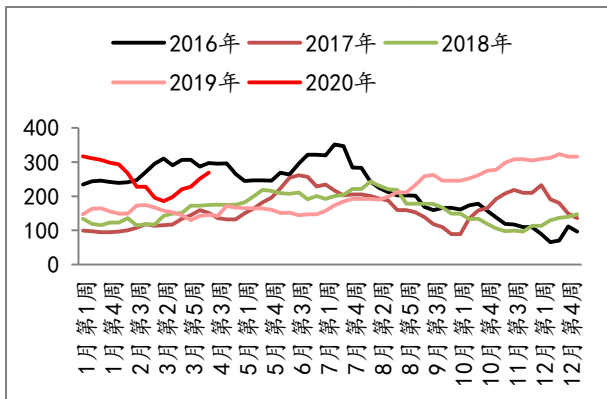


数据来源：wind, 东海期货

## 2、库存继续向上游堆积，关注焦企潜在补库需求

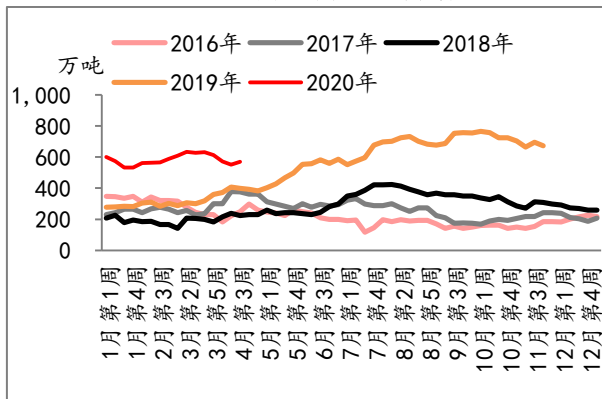
从目前炼焦煤各环节的库存变动趋势看，上游炼焦煤的库存自3月其不断累积，目前已接近近年来同期的高位水平。而下游钢厂和焦化厂则始终保持温和去库的状态，这也是炼焦煤价格偏弱的主要原因之一。

图 4. 炼焦煤企库存



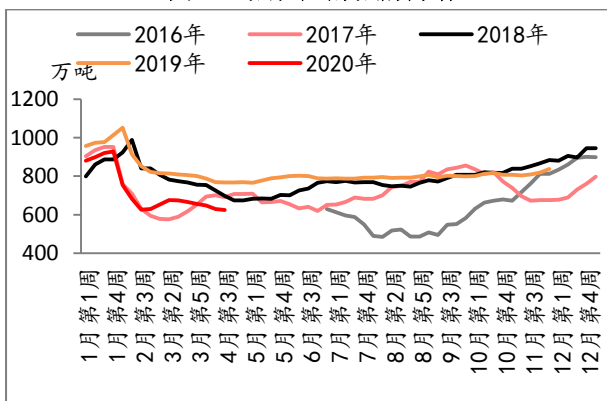
数据来源：wind, 东海期货

图 5. 炼焦煤港口库存



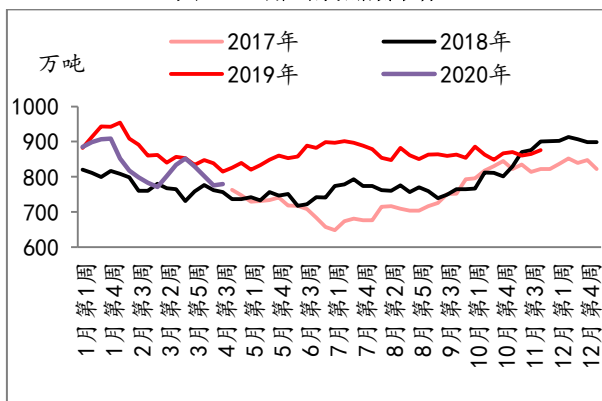
数据来源：wind, 东海期货

图 6. 焦化厂炼焦煤库存



数据来源：wind, 东海期货

图 7. 钢厂炼焦煤库存



数据来源：wind, 东海期货

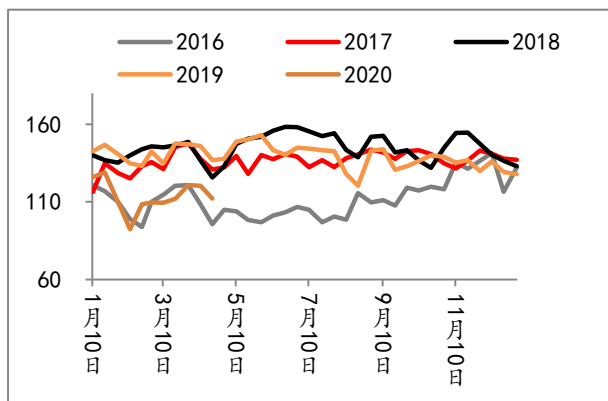
从库存的绝对量上看，目前样本焦企的炼焦煤库存处于近年来低位，较去年同期有 18% 的差距，若后期焦化厂第一轮提涨成功，在利润的刺激下开工率上行，焦化厂对炼焦煤的补库需求势必会有所回升，国内炼焦煤价格也将逐步阶段性止跌企稳。

## 二、动力煤：至暗时刻将尽，静待下游需求回升

### 1、价格连续下行，上游发运自发减量

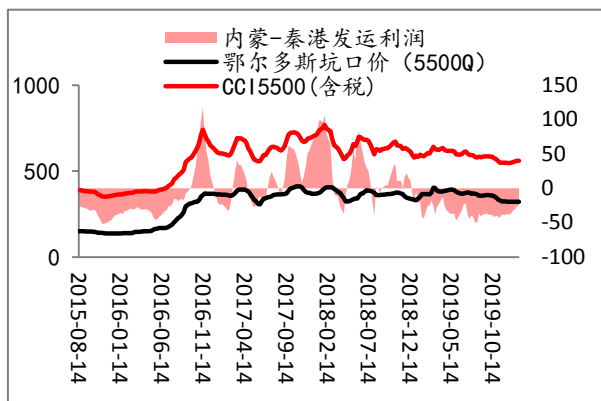
由于产地到北港发运利润的长期倒挂，叠加近期港口煤价跌破近年来低点的北港情绪，没有自有煤矿资源的中小型贸易商基本已出清完毕，产地到港口的发运份额基本被国有大矿瓜分。煤价的不断下跌叠加贸易商的自动出清，北港的调入量 4 月初以来开始逐渐减量。而煤价在跌至 480 元/吨后也将逐渐触及自有煤矿的发运成本线，产地到港口的调入随着价格的下行存在进一步下降的可能。

图 8. 北港调入量拐头下行



数据来源: wind, 东海期货

图 9. 产地-北港发运长期倒挂



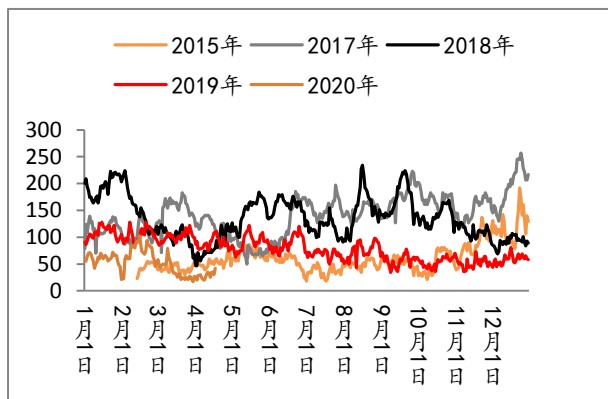
数据来源: wind, 东海期货

另一方面, 中煤协对低煤价的关注以及致信主产地能源局等一系列举动也表明低煤价触发政策监管的概率正在逐步极大。

## 2、日耗接近去年同期水平, 下游去库进程有所放缓

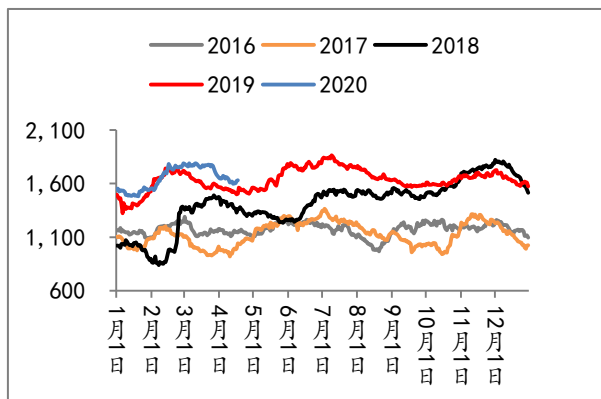
从终端耗煤水平看, 截止到 4 月 17 日, 五大电日均耗煤回升至 47.7 万吨, 近期日耗的同比降幅明显收窄, 目前日耗与去年同期 48 万吨的水平已经相差无几; 与此同时, 沿海电厂的主动去库进程正逐步放缓, 本周五大电库存从 1423 万吨回升至 1460 万吨。日耗和库存同增显示出终端电厂的采购需求有小幅的回升。内陆方面情况类似, 全国重点电厂电煤库存 7204 万吨, 与 4 月 8 日基本持平, 重点电厂整体暂时也不再主动去库, 同比还偏高 218 万吨; 4 月 13 日耗煤 346 万吨, 同比偏低 0.9%。在电厂日耗回升至接近去年同期水平, 库存也经历了较大幅度下降后, 再加上煤价已经回落至 480 附近, 后期电厂可能会从主动去库转变为主动适当补库, 进而对煤价带来阶段性正面影响, 减轻煤价下行压力。

图 10. 北港锚地船舶数底部企稳



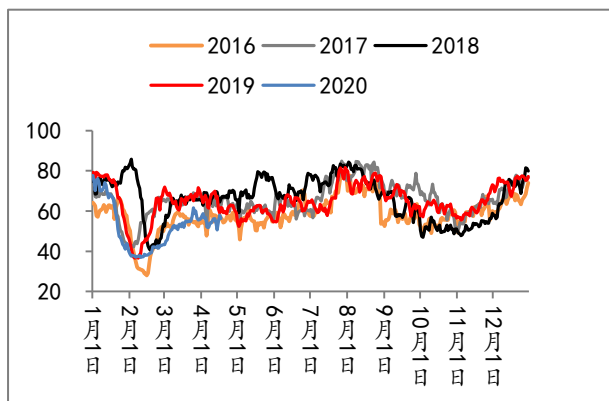
数据来源: wind, 东海期货

图 11. 电厂去库进程放缓



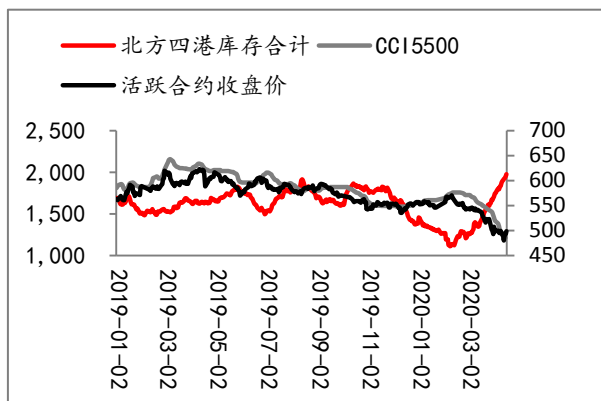
数据来源: wind, 东海期货

图 12. 沿海五大电日耗接近去年同期



数据来源: wind, 东海期货

图 13. 北港库存 VS 沿海煤价



数据来源: wind, 东海期货

总的来说, 进口煤干预和生产端限产的预期再起; 电煤年度长协基准价高于预期; 上游发运减量进一步扩大等潜在利多的显现, 叠加终端去库进程的放缓, 有助于市场短期逐步企稳。但是长期来看, 煤价能否止跌反弹以及反弹高度, 仍要看需求恢复进展以及供需关系能否实质性改善。操作上可考虑 ZC09 合约 480 附近逐步建多, 做旺季电厂补库行情。

### 免责声明:

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断, 提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用, 在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议, 我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

### 联系方式:

公司地址: 上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码: 200125

公司网址: [www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)