

煤价企稳反弹，是昙花一现还是别有洞天？

东海期货 | 策略报告 2019-6-10

投资要点

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：021-68757089

邮箱：liuhf@qh168.com.cn

联系人：李公然

从业资格证号：T316470

联系电话：021-68757089

邮箱：ligr@qh168.com.cn

- 前期由于内陆电厂库存高位，坑口采购节奏放缓，坑口价格出现了10-20元/吨左右的回调。但5月底到6月初矿难的频发叠加安检政策的边际收紧引发了市场对供给端产量释放的担忧，也是近期盘面反弹，现货企稳的原因之一。若6月安检政策落实到位，则当前的坑口成本支撑继续松动的空间有限。
- 港口方面，去年8月港口锚地船舶数较7月明显回升，主动补库力度的边际增强是推涨去年8月港口煤价上涨的主要原因。而今年终端用户补库周期逐步放平放缓，在6月下游的补库节奏继续保持稳定的情况下，港口采购缺乏边际增量的支撑，港口煤价的上涨也将面临较大压力。
- 根据目前的库存水平，沿海电厂在旺季的可用天数基本都在23天以上，不会出现去年夏季可用天数低于20天的紧张情况。所以我们认为沿海电厂今夏只要保持正常拉运，基本可以平稳的迎峰度夏。
- 从3月以来重点电的平稳的补库节奏和煤价的变化上看，5月中下旬供给环境相对于当时的采购力度而言已经相对宽松。按照5月中下旬的采购力度及往年重点电厂耗煤的季节性变化对今年重点电厂的库存变动做大致模拟后发现，今年重点电厂的累库周期或一直持续到6月底7月初。
- 去年8月初煤价超跌反弹的重要支撑在于，无论是沿海还是内陆电厂，去年夏季的日耗高点均出现在8月。如今6月的日耗距离夏季日耗高点仍有一段距离，且在库存绝对高位的情况下，终端电厂大概率不会加快补库节奏而导致煤价推涨。这也意味着短期内拉动煤价反弹的需求绝对量有限，对煤价反弹的高度也不宜过分乐观。
- 总的来说，目前主产地的供给扰动仍有不确定性，这也为坑口成本是否有继续下跌的空间打上了问号。但短期内在库存高企，需求偏弱的大背景下，市场煤的采购缺乏边际增量的支撑，这也意味着短期内拉动煤价反弹的需求绝对量有限。在这种情况下，坑口的成本只能支撑煤价企稳，而非趋势性反弹。若后期需求的回暖和供给的扰动形成共振，则煤价也将迎来季节性的上涨。

一、历史重现，09 盘面超跌反弹

从 5 月 31 日夜盘起，动力煤 09 合约盘面从 5 月 31 日收盘价 570 元/吨连续 5 日反弹至 6 月 10 日 588.8 的高点，反弹近 20 个点（3.3%）。CCI5500 现货指数自 6 月 3 日跌至 596 元/吨后，连续持稳运行。我们在 5 月 31 日的日报中也已提示“短期高库存、低日耗、控长协的利空因素已尽数显现，建议 09 合约逢低减持”。

事实上，动力煤在去年 8 月初也曾出现过利空出尽后的超跌反弹行情。去年 7 月在旺季高日耗预期落空，水电发力超预期，叠加终端电厂高库存的多重利空压力下，动力煤期现价格在整个 7 月均震荡下行，其中 7 月下旬步入加速下跌通道。而后，7 月下旬过于悲观的情绪化超跌在 8 月初得到了修正。1901 合约从去年 8 月 3 日的 578.8 元/吨反弹至了 8 月 7 日的 622.8 元/吨，反弹 44 元/吨（7.6%），之后的整个 8 月期现价格呈现宽幅震荡的态势。

那么本次反弹背后的逻辑同去年 8 月初有何异同，近 5 日以来反弹是否具有持续性，我们将从当前基本面的角度做适当探讨。

图 1.1901 合约 18 年 8 月初超跌反弹



数据来源：Wind，东海期货

图 2.1909 合约 6 月初小幅反弹



数据来源：Wind，东海期货

二、基本面分析

1. 矿难频发，供给端生产扰动从未停止

今年年初以来，主产地矿难引发的安检及煤矿停产是支撑煤价的最重要因素。根据煤监局 5 月底新闻通气会的内容，截止 5 月 23 日，全国煤矿共发生事故 54 起、死亡 93 人。尽管事故数量和遇难人数较去年均有所下降，但部分煤矿安全监管不到位，事故应急处理方式欠妥的情况依旧存在。山西省介休市义棠煤业谎报瞒报事故真相，山西省阳泉市平定县古州东升阳胜煤业三个月内连续两起矿难，情节十分严重。

表格 1.2019 年至今发生部分矿难

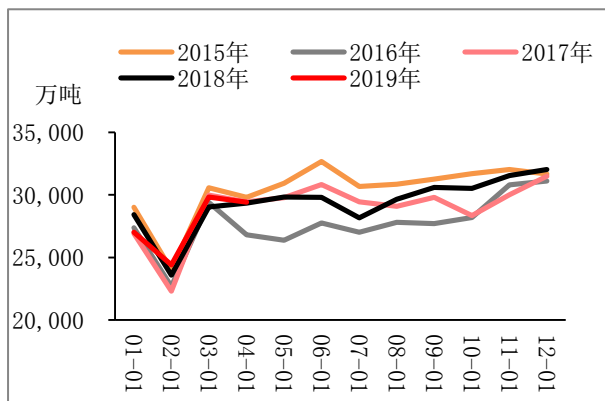
日期	省市及相关煤矿	矿难情况
01/12	陕西省榆林市神木市百吉矿业公司李家沟煤矿	重大爆炸事故，造成 21 人死亡。经初步了解，该矿为民营企业，低瓦斯矿井，生产能力 90 万吨/年，事故工作面采用非正规采煤法开采
03/11	贵州省六盘水市水城县老鹰山煤矿	该矿为国有煤矿，正常生产矿井。初步了解，1081 综采工作面在移动液压支架和刮板输送机过程中，作业人员清理溜子与煤壁之间的浮煤时发生冒顶事故。造成 3 人死亡。
03/13	云南省曲靖市富源县丰盈煤矿	采区南翼运输上山发生透水事故，当班下井 58 人，2 人被困

03/14	山西省介休市义棠煤业有限责任公司	发生爆炸事故，事故后该矿瞒报情况，谎称事故造成3人受伤；经有关部门核查，事故实际造成3人死亡、5人受伤。
03/15	山西省阳泉市平定县古州东升阳胜煤业	15203综采工作面发生瓦斯燃烧事故，造成3人被困。该矿为国有地方煤矿，设计生产能力90万吨/年，高瓦斯矿井。
04/10	四川省川煤集团广能公司李子垭煤矿	南二井发生瓦斯事故，造成3人被困
04/25	云南省红河州泸西县三金煤矿	井下人员作业诱发了煤与瓦斯突出，造成4人被困。该矿为乡镇煤矿，改扩建矿井，设计生产能力15万吨/年，被列为2020年关闭退出矿井，事故前证照已过期、处于停建状态
05/28	湖南省郴州市嘉禾县兴隆煤矿	煤与瓦斯突出事故，造成5人死亡，1人受伤。该矿为乡镇煤矿，煤与瓦斯突出矿井，原设计能力6万吨/年，目前正在进行15万吨/年改扩建工程。
06/03	山西省阳泉市平定县古州东升阳胜煤业	工作面回风顺槽发生瓦斯爆炸。经初步核查，事故造成2人死亡、9人受伤
06/5	重庆天弘矿业有限责任公司盐井一矿	掘进工作面发生煤与瓦斯突出事故，造成1人死亡。该矿为市属国有煤矿，设计生产能力90万吨/年。
06/09	吉林省龙家堡矿业	2.3级地震（矿震）共造成9人遇难，10人受伤

数据来源：煤监局，东海期货

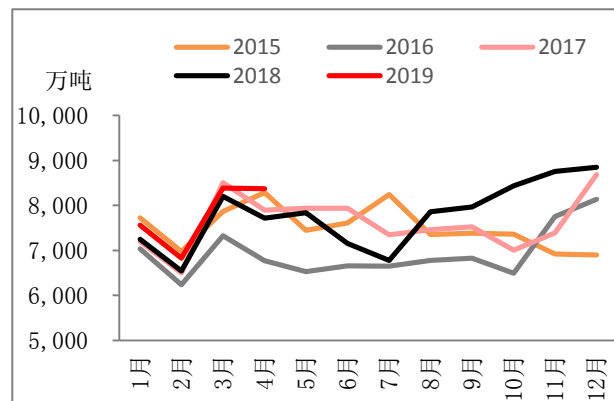
针对一系列的矿难事故，今年对煤矿安检的力度较往年也有较大程度的提高，主要集中在陕西地区。从我国原煤的产量上看，1-4月我国原煤累计产量11亿吨，仅比2018年高出1289万吨，尤其是陕西的原煤产量较2018年同比下降了2319万吨（-12.93%）。

图 3. 全国原煤月度产量



数据来源：Wind，东海期货

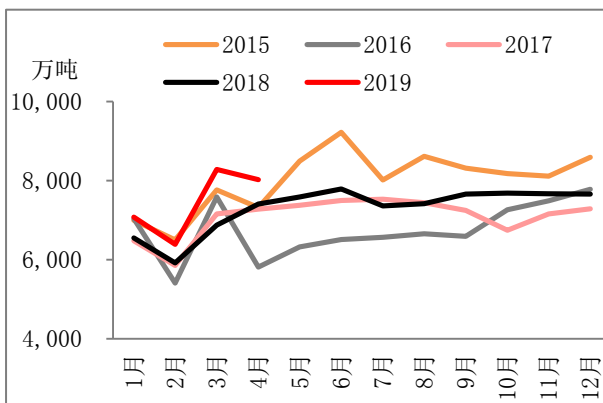
图 4. 内蒙原煤月度产量



数据来源：Wind，东海期货

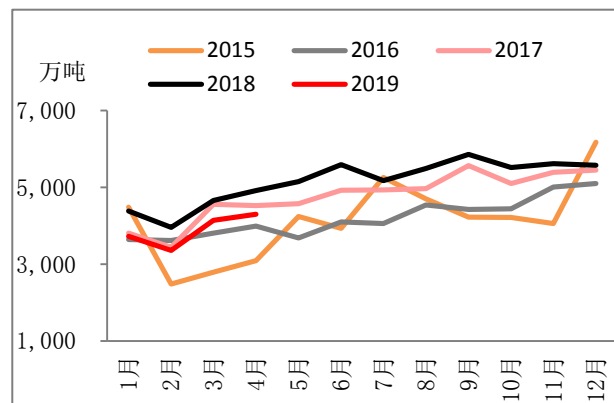
截止5月下旬，陕西省矿井数量431处，正常生产矿井204处，陕西煤矿复工率不足50%。陕北地区煤矿开工率不及预期，榆林对明盘的整治，以及煤管票按核定产能发放造成的对超产的限制共同造成了陕西原煤产量的持续低位。

图 5. 山西重点煤矿月度产量



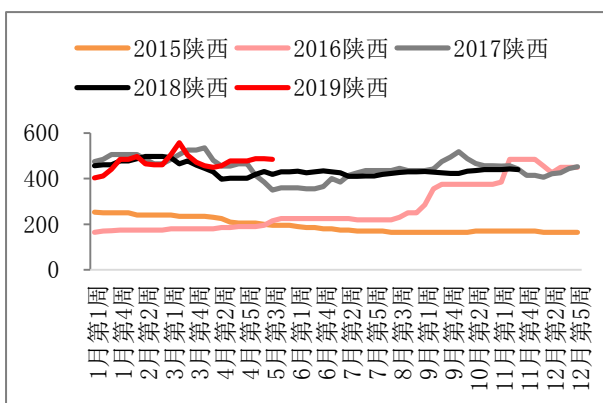
数据来源: Wind, 东海期货

图 6. 陕西重点煤矿月度产量



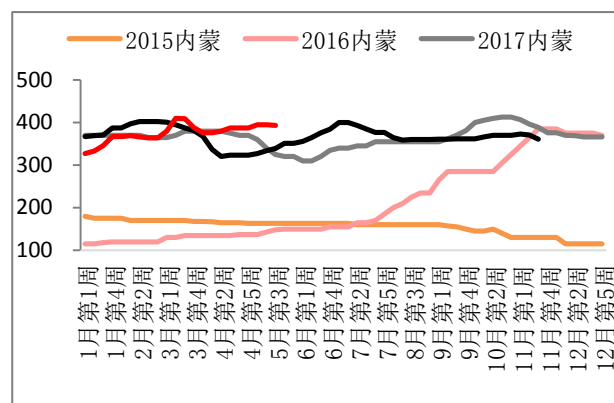
数据来源: Wind, 东海期货

图 7. 陕西坑口价格跨年对比



数据来源: Wind, 东海期货

图 8. 内蒙坑口价格跨年对比



数据来源: Wind, 东海期货

受陕煤产量释放掣肘的影响, 今年以来的坑口煤价持续高位盘踞, 截止到 5 月底, 5500Q 蒙煤坑口价和 5500Q 陕煤的坑口价比去年同期分别高出 29 元/吨和 20 元/吨。坑口的产量的缩减和价格的强势是支撑今年 1 季度煤价上涨的最主要因素。

陕西省曾在 2 月中旬发布过开展煤矿安全大整治的通知, 当时计划全面排查阶段的结束时间为 5 月底。今年 4 月底, 榆林市要求对煤矿大排查大整治延长 2 个月。从榆林安检的结束时间来看, 今年 7 月之后陕北安检的压力才有可能边际放缓。内蒙方面, 鄂尔多斯 5 月底至 6 月底对煤矿采挖运乱象进行重点整治, 且近期的打击超载运输也使得汽运价格有所上涨, 间接推高了坑口煤价的成本。

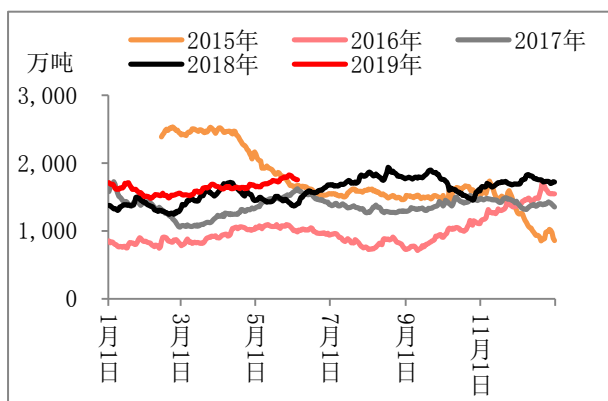
与此同时, 煤监局在 5 月底提出在 6 月保证高风险煤矿安全“体检”和煤矿安全生产专项执法检查取得实效, 近日自然资源部和环保部也要求统筹推进全国露天矿山综合整治工作, 在 2020 年顺利完成。

前期由于内陆电厂库存高位, 坑口采购节奏放缓, 坑口价格出现了 10-20 元/吨左右的回调。但 5 月底到 6 月初矿难的频发叠加安检政策的边际收紧引发了市场度供给端产量释放的担忧, 也是近期盘面反弹, 现货企稳的原因之一。若 6 月安检政策落实到位, 则当前的坑口成本支撑继续松动的空间有限。

2. 近期库存高位回落, 但港口需求缺乏增量支撑

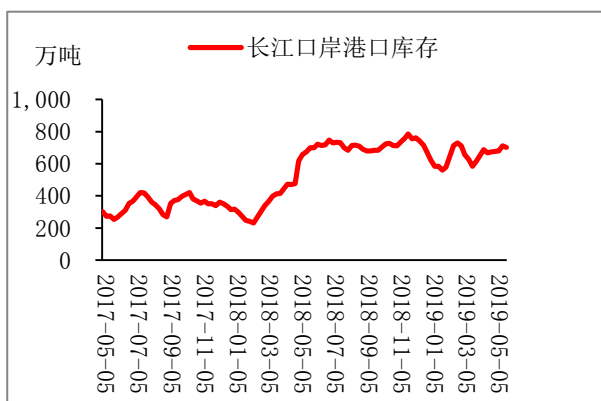
从港口的库存绝对量上来看, 一港、二港的库存均处于历史同期偏高的位置。北方四港煤炭库存从 4 月初的 1621 万吨累计至 5 月下旬的 1824 万吨, 累积幅度 203 万吨 (12.5%)。

图 9. 北方四港煤炭库存



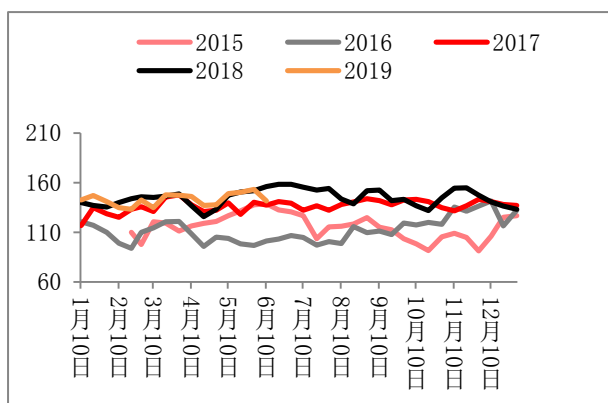
数据来源: Wind, 东海期货

图 10. 长江口煤炭库存



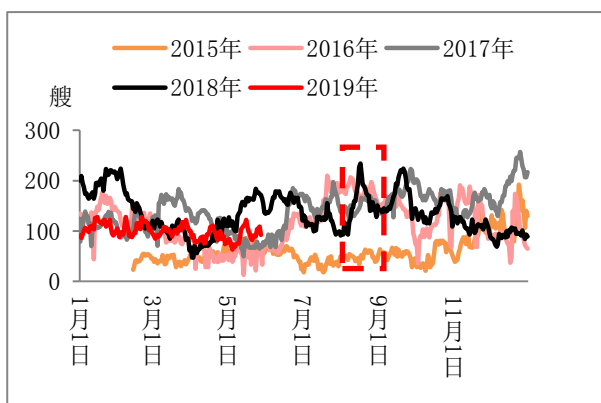
数据来源: Wind, 东海期货

图 11. 北方四港调入量 (10DMA)



数据来源: Wind, 东海期货

图 12. 北方四港锚地船舶数



数据来源: Wind, 东海期货

从 4 月开始的铁路降费政策使得部分有利可图的贸易商增加往曹妃甸的发运量，曹妃甸的煤炭库存也明显累积。曹妃甸方面为了缓解高库存的压力，防治蒙煤自燃现象，曹妃甸 5 月底专门召开了疏港会议，提出关注上游发运情况，科学提报菜单，全力推进煤炭疏港工作，提高煤炭周转率。

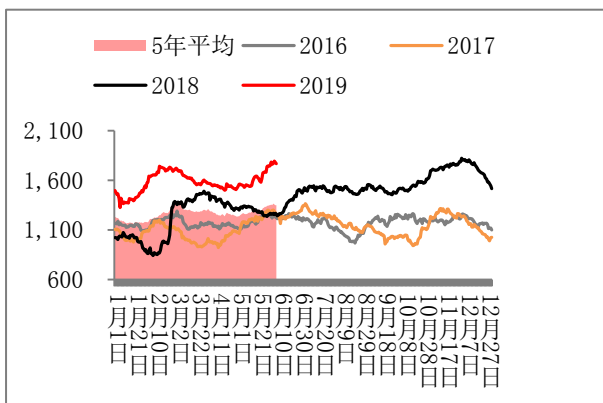
受疏港政策的影响，曹妃甸以及环渤海港口的库存较 5 月下旬高点环比回落 78.6 万吨（5%），但仍高于往年同期水平。从港口周转的角度看，近期的库存去化主要是受到港口调入量下降的影响，调出量基本维稳，也就是说贸易商并没有因为上月下旬价格的加速下跌而恐慌式抛货，下游采购节奏也没有明显加快。

今年在终端需求偏弱，库存偏高的情况下，锚地船舶数的变动明显比往年平缓许多，也说明在终端用户补库周期正逐步放平放缓。而去年 8 月港口锚地船舶数较 7 月明显回升，主动补库力度的边际增加是推涨去年 8 月港口煤价上涨的主要原因。所以我们认为，在 6 月下旬的补库节奏继续保持稳定的情况下，港口采购缺乏需求增量的支撑，港口煤价大幅上涨也将面临较大压力。

3. 终端用电需求不振，高库存缓冲日耗回升

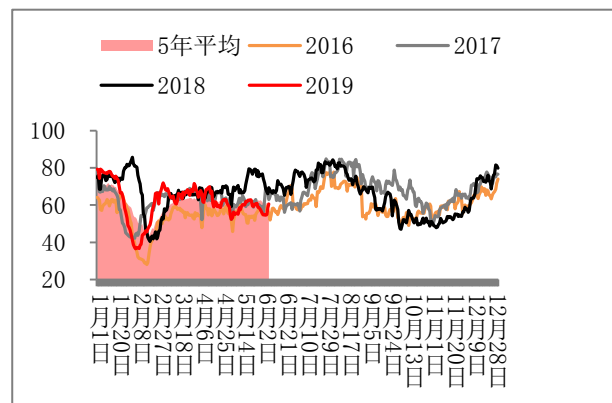
从目前微观的电厂库存和日耗上来看，目前沿海 6 大电厂的库存水平 1770 万吨，近一个月来累积增加 200 万吨，明显高于去年同期和 5 年均值。而电厂日耗 60 万吨，较去年同期明显偏低且一度低于过去 5 年均值水平。

图 13. 沿海电厂库存水平



数据来源: Wind, 东海期货

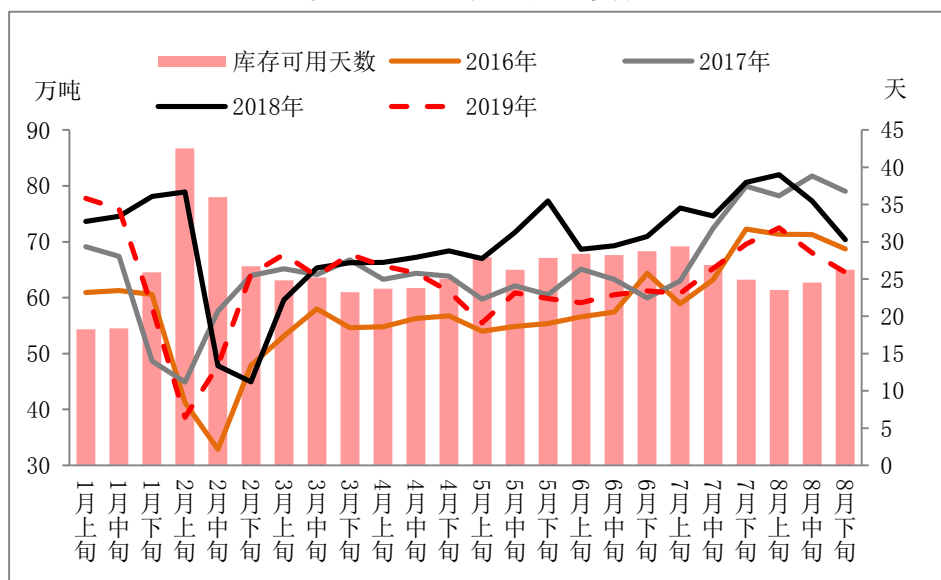
图 14. 沿海电厂日均耗煤



数据来源: Wind, 东海期货

我们依据往年旺季日耗和库存变化得季节性对今年旺季的电厂用煤情况做了大致的预估。如果今年不出现极端天气的扰动,日耗大概率在 6 月下旬左右启动,在 8 月上旬达到顶峰,日耗突破 70 万吨。而根据目前的库存水平,在旺季可用天数基本都在 23 天以上,不会出现去年夏季可用天数低于 20 天的紧张情况。所以我们认为沿海电厂今夏只要保持正常拉运,基本可以平稳的迎峰度夏。

图 15.6 大电厂旺季用煤预估



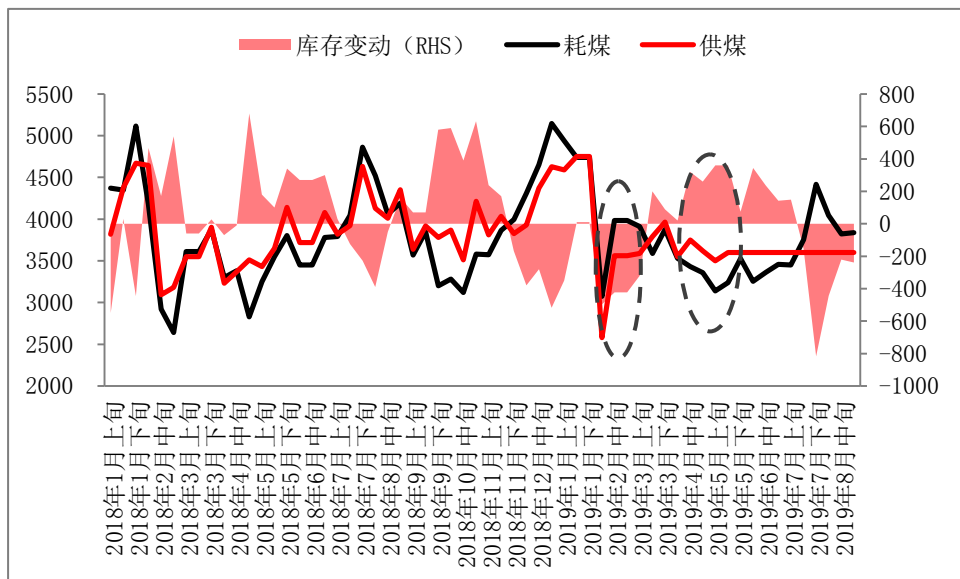
数据来源: Wind, 东海期货

从重点电厂的口径看,今年 2-3 月上中旬,重点电厂耗用煤供需双增,但由于当时煤矿复产不及预期,需求提升的速度快于供给,所以重点电厂 2-3 月中上旬被动去库,煤价也随之被推涨了近 10%。但后期重点电厂补库力度小幅放缓,节奏趋于平稳,伴随着耗煤量的下行,重点电厂库存从 3 月中旬到 5 月中下旬被动累积。煤价也高位回调。

从 3 月以来重点电平稳的补库节奏和煤价的变化上看,5 月中下旬供给环境相对于当时的采购力度而言已经相对宽松。我们按照 5 月中下旬的采购力度及往年重点电厂耗煤的季节性变化对今年重点电厂的库存变动做了大致模拟后发现,今年重点电厂的累库周期或一直持续到 6 月底 7 月初。

从沿海电厂和重点电厂的库存和日耗模拟结果来看,今年 6 月的电厂预计将继续维持平稳的刚性拉运以维持高库存运行,除非出现极端天气的情况,去库周期预计在 7 月开启。

图 16. 重点电厂库存日耗模拟



数据来源：Wind，东海期货

且对比去年 8 月初煤价超跌反弹后震荡运行期间的终端耗煤情况后不难发现，无论是内陆电厂还是沿海电厂，夏季的日耗高点均出现在 8 月，日耗绝对量的高位也给了煤价反弹一定的支撑。而如今 6 月的日耗距离夏季日耗高点仍有一段距离，而在库存绝对高位的情况下，终端电厂大概率不会加快补库节奏而导致煤价推涨。这也意味着短期内拉动煤价反弹的需求绝对量有限，煤价反弹的高度也不宜过分乐观。

三、结论及操作

前期由于内陆电厂库存高位，坑口采购节奏放缓，坑口价格出现了 10-20 元/吨左右的回调。但 5 月底到 6 月初矿难的频发叠加安检政策的边际收紧引发了市场对供给端产量释放的担忧，也是近期盘面反弹，现货企稳的原因之一。在目前需求弱勢的背景下，若 6 月安检政策落实不到位，则当前的坑口成本支撑仍有进一步松动的空间。

港口方面，去年 8 月港口锚地船舶数较 7 月明显回升，主动补库力度的边际增强是推涨去年 8 月港口煤价上涨的主要原因。而今年终端用户补库周期逐步放平放缓，在 6 月下游的补库节奏继续保持稳定的情况下，港口煤价的上涨也将面临较大压力。

根据目前的库存水平，沿海电厂在旺季的可用天数基本都在 23 天以上，不会出现去年夏季可用天数低于 20 天的紧张情况。所以我们认为沿海电厂今夏只要保持正常拉运，基本可以平稳的迎峰度夏。

从 3 月以来重点电的平稳的补库节奏和煤价的变化上看，5 月中下旬供给环境相对于当时的采购力度而言已经相对宽松。按照 5 月中下旬的采购力度及往年重点电厂耗煤的季节性变化对今年重点电厂的库存变动做大致模拟后发现，今年重点电厂的累库周期或一直持续到 6 月底 7 月初。

去年 8 月初煤价超跌反弹的重要支撑在于，无论是沿海还是内陆电厂，去年夏季的日耗高点均出现在 8 月。如今 6 月的日耗距离夏季日耗高点仍有一段距离，且在库存绝对高位的情况下，终端电厂大概率不会加快补库节奏而导致煤价推涨。这也意味着短期内拉动煤价反弹的需求绝对量有限，对煤价反弹的高度也不宜过分乐观。

总的来说，目前主产地的供给扰动仍有不确定性，这也为坑口成本是否有继续下跌的空间打上了问号。但短期内在库存高企，需求偏弱的大背景下，市场煤的采购缺乏边际增量的支撑，这也意味着短期内拉动煤价反弹的需求绝对量有限。在这种情况下，坑口的成本只能支撑煤价企稳，而非趋势性反弹。若后期需求的回暖和供给的扰动形成共振，则煤价也将迎来季节性的上涨。

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