

# 动力煤期货行情分析与展望

中电投先融（天津）风险管理有限公司

肖桃

## 目 录

摘 要.....	2
一、宏观因素分析：.....	3
1.1 经济增长速度回落.....	3
1.2 流动性收紧.....	3
二、供给因素分析.....	4
2.1 原煤产量同比上升.....	4
2.2 煤炭进口量同比大增且处于进口攀升通道.....	5
三、需求因素分析.....	6
3.1. 用电量与发电量因素分析.....	6
3.2 工业用煤稳步增长.....	7
四、库存因素分析.....	8
4.1 电厂库存.....	8
4.2 港口库存.....	9
五、政策因素分析.....	10
5.1 276 个工作日政策取消.....	10
5.2 电厂集中补库.....	11
六、期货因素分析.....	12
6.1 安全边际分析.....	12
6.2 持仓因素分析.....	13

## 摘 要

驱动因素分析	供给	276 不再实行，产量应恢复到去年 11 月份水平，但现在基本满负荷生产，产量增量有限	中性偏空
	需求	需求比往年明显偏强，但增速回落，宏观经济悲观预期、水电发力和火电去产能等因素，使得后面偏悲观	短期偏空，中长期有待验证
	库存	电厂和港口库存较低，但季节性恢复，增速尚可	偏多
	政策	取消 276 工作日、电厂补库要求、环保安监等因素博弈	偏多
	期货	安全边际高，多头集中度高，500 存在支撑	偏多

整体来看，动力煤短期价格仍将维持弱势，期货 1709 主力合约价格波动区间为 480~520 元/吨，中期来看，由于电厂补库需求和期货超跌反弹等因素，价格将出现一轮反弹，预计期货价格将上涨至 550-570 元/吨，可逢低买入动力煤期货套期保值，在补库行情后平掉部分头寸，保留少量头寸用于实际交割。

## 一、宏观因素分析：

### 1.1 经济增长速度回落

补库周期尾声，需求收缩，大宗下跌，PPI 高位回落。从环比看，4 月 PPI 为-0.4%，较上月降 0.7 个百分点，4 月 CRB 指数下跌，国内广谱商品月均价格涨跌互现，钢铁、有色下跌，原油、煤炭微涨。

从同比看，4 月份 PPI 上涨 6.4%，涨幅较上月回落 1.2 个百分点，主要受补库存接近尾声、需求收缩、大宗商品价格下跌影响。受去年低基数效应影响，40 个工业行业中有 34 个行业价格同比上涨，比上月增加 1 个。其中，石油和天然气开采业价格上涨 43.0%，煤炭开采和洗选业价格上涨 40.4%，石油加工业价格上涨 27.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 22.3%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 15.8%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 9.2%。

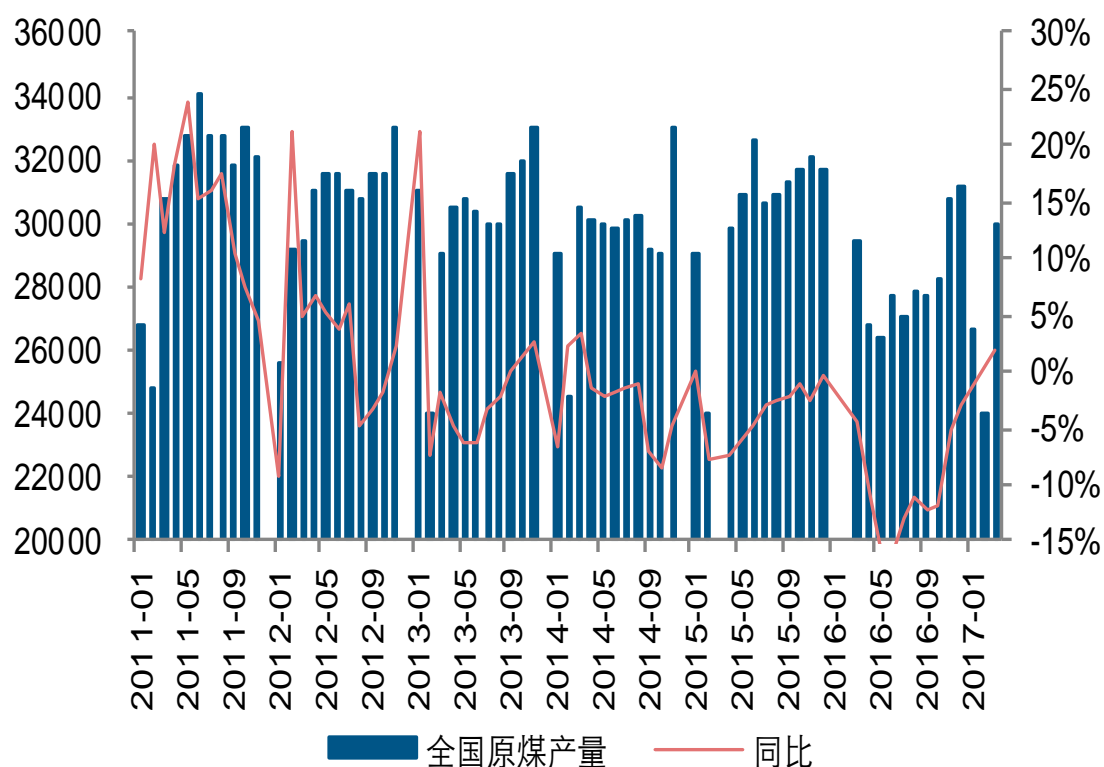
### 1.2 流动性紧缩

未来货币政策偏紧，将在施压去杠杆、呵护流动性和稳增长之间寻求平衡。央行缩表，基础货币投放减少，商业银行和非银机构缩表，信用创造收缩。

## 二、供给因素分析

### 2.1 原煤产量同比上升

截至2017年3月，全国原煤产量29976万吨，同比微涨597万吨或1.9%，今年1-3月份，原煤产量累积为80992万吨，同比微降0.3%。尽管全国原煤产量仍同比下跌，但跌幅较去年6月以来最大同比跌幅的16.6%有明显缩窄。原煤产量的同比回升表明了今年管理层对于去产能大环境下维稳煤炭价格的决心，因此276个工作日的取消以及煤矿的安全限产和环保检查均在循序渐进的节奏中，是以保证煤炭供需结构平稳过渡和煤炭价格波动趋小的前提下进行的。



## 2.2 煤炭进口量同比大增但面临进口限制

4 月份，中国煤炭进口量为 2478 万吨，较 3 月份增长 12.2%，1-4 月份煤炭进口 8949 万吨，同比上涨约 33.2%，进口数据的攀升一方面反映出发电用煤的需求强劲，另一方面也说明目前进口煤炭是作为去产能背景下的重要补充。值得关注的是，进口煤来源国中，由于联合国对朝鲜核问题的制裁，我国已经暂停了对朝鲜煤炭的进口。4 月北方三港日均吞吐量合计 128.58 万吨，环比下滑 7.32%。5 月 9 日国家发改委和海关总署联合召开限制进口煤座谈会，预计后 8 月进口煤量 2000 万吨左右，或将为内贸煤让出一定空间。

综上，目前产地基本复产完全，往后看供给边际增量有限，绝对水平接近 16 年 11 月（放开“276”生产后），但考虑到今年对超产等不合规生产查处较严，预计供给很难超过 16 年 11 月水平，目前基本已达到瓶颈。环保和安监力度，将与煤价走势挂钩，国家对煤炭产能调节手段的增多，可以有效控制煤炭价格保持在合理区间。但短期煤价尚在发改委煤炭价格备忘录的绿色区间之上，仍然偏高，故近期不会出台支撑煤价的政策。往后看，5 月铁路检修结束后在沿海需求偏弱的情况下，港口库存将进一步累积，煤价仍有下跌空间，不过当前港坑煤价倒挂使得坑口在低库存的情况下向港口转移货源相对不积极，且在天津港停止汽运煤之后部分贸易商或将受到一定影响，整体来看，淡季供给稍强，煤价仍将下跌但空间有限。随淡旺季切换时下游电厂陆续补库，届时需求改善而供给相对平稳，补库需求以及迎峰度夏需求较旺，市场煤价或将再次上涨。

### 三、需求因素分析

#### 3.1. 用电量与发电量因素分析

##### 3.1.1 用电情况分析

据国家能源局发布，4月份全社会用电量4847亿千瓦时，同比增长6.0%。分产业看，第一产业用电量85亿千瓦时，同比下降1.1%；第二产业用电量3484亿千瓦时，增长5.0%；第三产业用电量641亿千瓦时，增长12.7%；城乡居民生活用电量637亿千瓦时，增长6.5%。1-4月，全社会用电量累计19309亿千瓦时，同比增长6.7%。分产业看，第一产业用电量289亿千瓦时，同比增长6.7%；第二产业用电量13481亿千瓦时，增长6.9%；第三产业用电量2733亿千瓦时，增长8.9%；城乡居民生活用电量2806亿千瓦时，增长3.6%。这些现象表明我国实体经济上半年回暖迹象明显。

##### 3.1.2 发电情况分析

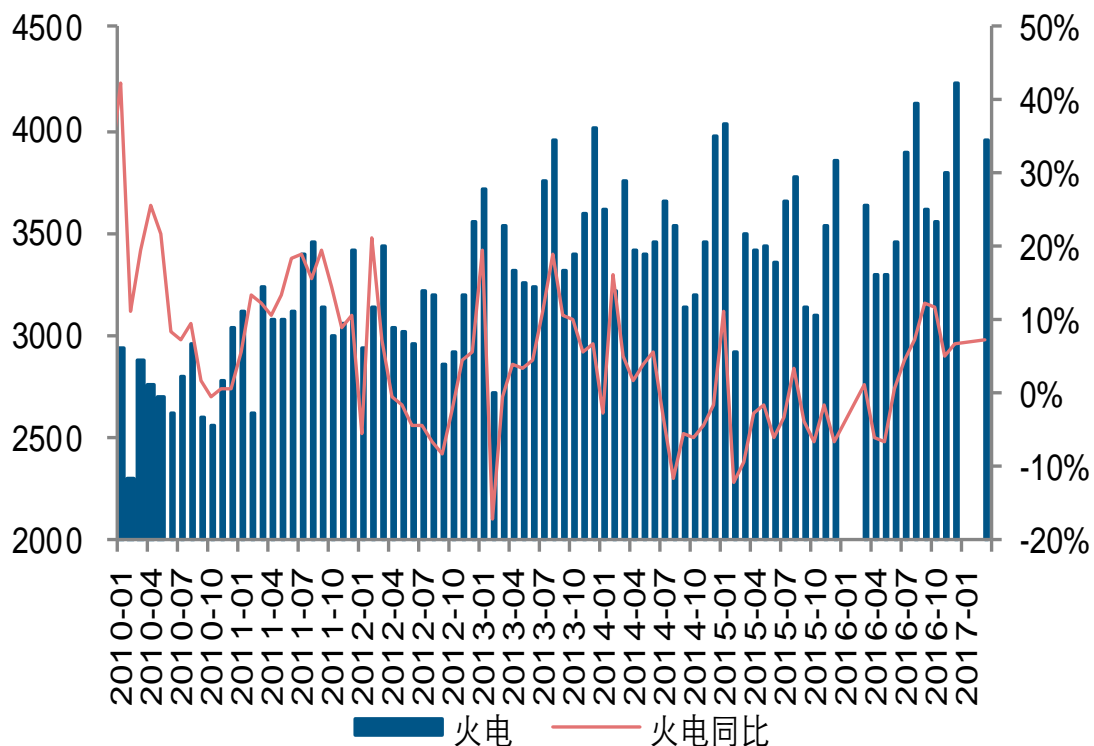
三月，全国火力发电量3961亿千瓦时，同比增加319亿千瓦时，7.4%。全国水力绝对发电量725亿千瓦时，同比减少22.42亿千瓦时，-4.1%。

3月的发电数据反映了供暖季火电占据发电市场的主导，但随着南方雨季来临和供暖季的结束，预计水电将会较大程度替代火电，但4-5月份用电量一般会有季节性的下滑，总体发电量也会略微滑坡，因此预计5月至9月火力发电会出现较大幅度的下跌。

且受国家去产能政策的影响，火电发电的新增装机设备增长速度

放缓，截止 2017 年 3 月底，全国规模在 6000 千瓦时以上的发电厂发电设备容量为 16.1 亿千瓦时，同比增长 7.7，其中火电发电设备容量为 10.6 亿千瓦时，增长率为 5.0%，相比于前两个月 5.3%的增速，有所放缓。

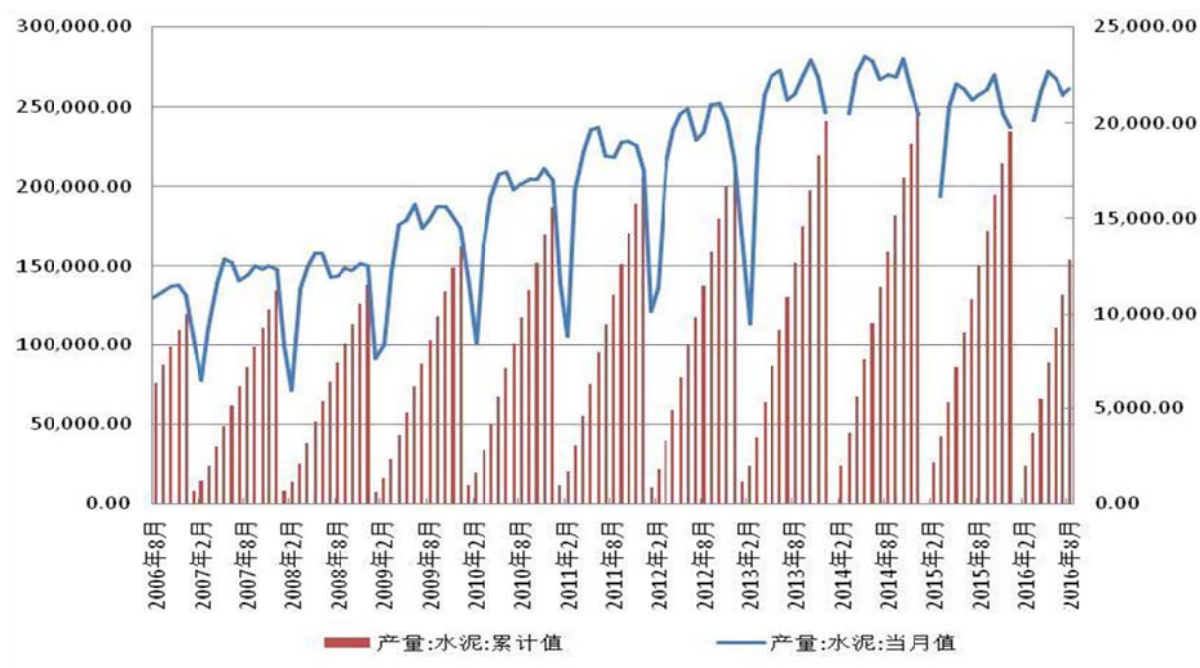
此外，政策方面，国家发改委大力推动煤企与电企签订长协合同，确保煤炭产能的去化以及发电企业原材料的保证。但由于今年以来煤炭价格的高企引起市场的广泛关注，管理层希望煤炭价格从高位回落并进入合理的波动区间，由此可以预见 5 月以后，需求回落，煤炭供需重新回到紧平衡甚至供过于求的情况，区间振荡行情将是主流。



### 3.2 工业用煤稳步增长

以水泥行业为代表的建筑行业耗煤量占到动力煤需求的 20%，所

以水泥行业的产量也是我们研究动力煤需求量的重要参考指标。作为同样产能较为过剩的产业，水泥行业的发展由于国家基础设施建设、房地产市场的发展密切相关。简言之，与我国的宏观经济发展密切相关。4月以来，水泥产量环比小幅增长，但是幅度不大，未来这一势头是否还会持续还需要进一步观察。



#### 四、库存因素分析

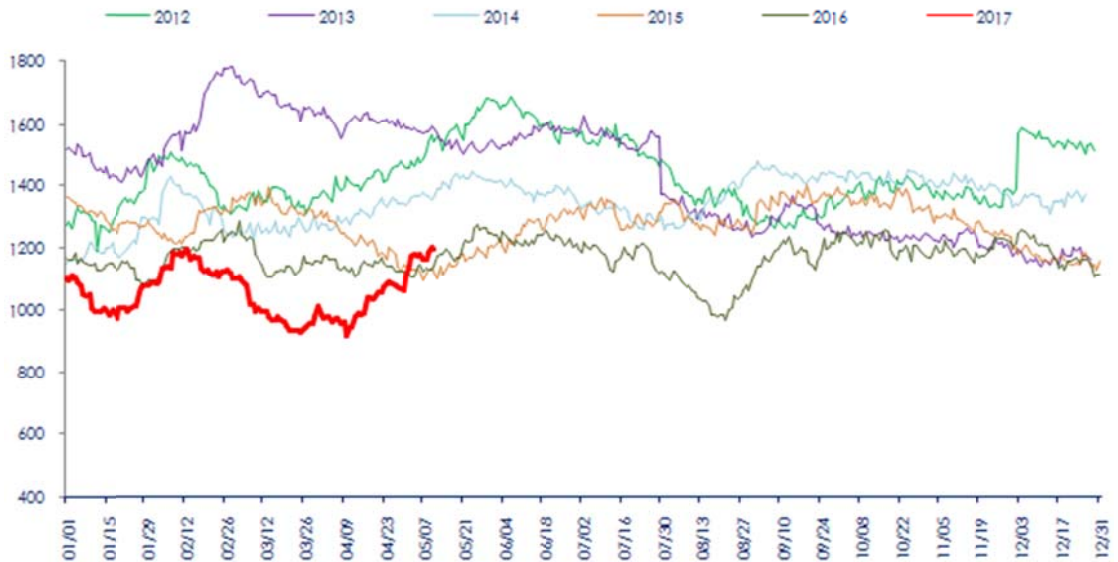
##### 4.1 电厂库存

从目前电厂数据来看，截止4月末，六大电厂（浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能）平均库存总量为1073.14万吨，较上月末增加91万吨，增幅为9.29%。六大电厂电煤库存平均可用天数为16.56天，较上月末略回升1.6天，但仍处于历史的较低水平。而6大发电集团平均日耗总量为64.8万吨，较上月末小幅回调了0.83万吨。主



要原因在用电淡季的到来，部分火电被水电产能取代。预计在夏季用电高峰到来前的两个月真空期内，5月份日均耗煤量将持续的小幅下调。

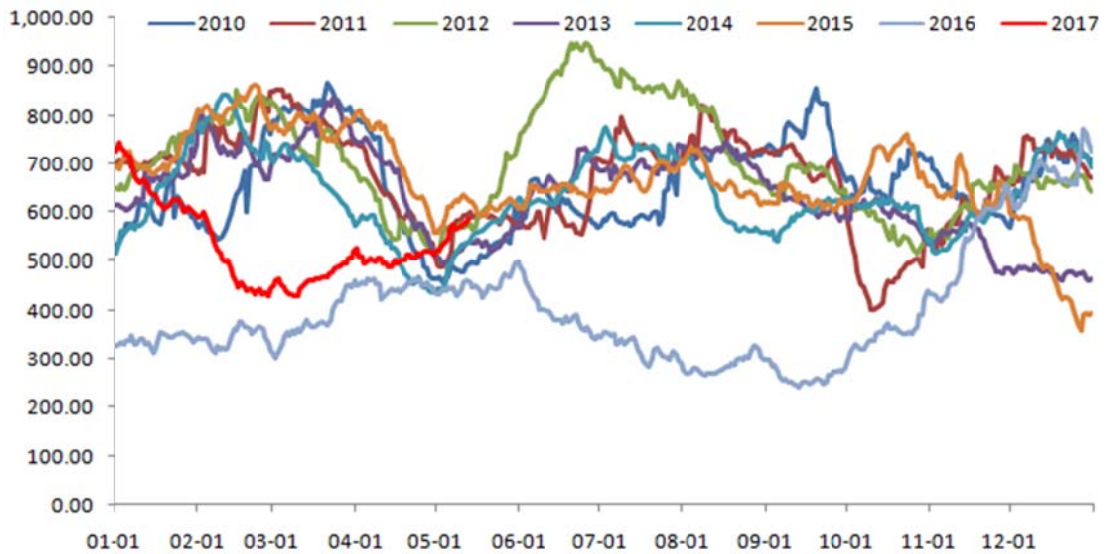
沿海六大电厂库存季节性图



#### 4.2 港口库存

进入五月份，随着大秦线开足马力，加快运输，煤炭发运量大幅增加。5月份，大秦线日均发运量达到125万吨，其中，秦皇岛港日均到港煤车达到7700车，环比增加1000车，大量煤炭灌向秦皇岛港。截止11日，秦港存煤升至577万吨，较月初增加了52万吨。而与朔黄线相对应的黄骅港存煤也增至200万吨。目前北方五港库存1800万吨以上，上涨速度较快。

秦皇岛库存季节性图表



由于主要发煤港口存煤上升过快，而后续进港煤车均为万吨大列，两港口的垛位和堆存能力有限，在进车继续保持高位的情况下，预计后续进港煤车会出现接卸困难的局面。从下游需求上分析，沿海电厂煤炭需求暂时不会出现强势反弹，而港口调进量继续保持高位。煤炭市场压力开始加大，而港口疏港工作已经开始提到日程上。

## 五、政策因素分析

### 5.1 276个工作日政策取消

山西省表明今年不再实施 276 个工作日制度。此外山西省还将稳定推动优质产能的释放，拟新增加 7000 万吨先进产能。此外，目前陕西、内蒙古两大产煤省（区）大部分煤矿早已执行 330 个工作日制度。

煤炭“276”工作日取消，先进产能不断释放，煤炭有效产能开

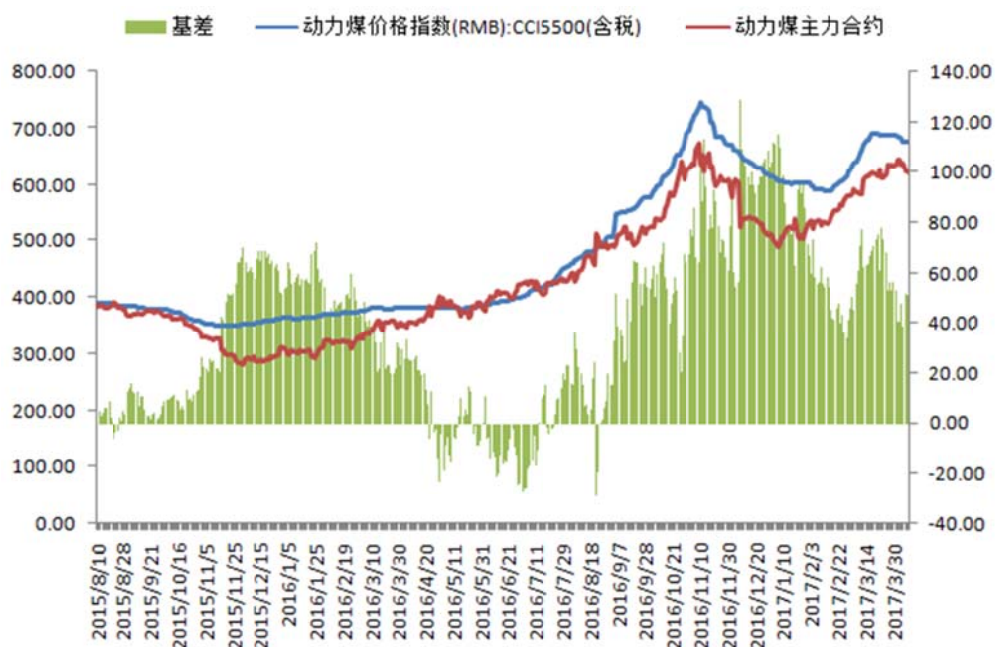
始逐步增加，现煤炭市场出现观望情绪，发运和拉运煤炭积极性均有所下降，近期煤炭市场价格将维持偏弱下行的运行态势。

## 5.2 电厂集中补库

根据《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》（发改电〔2017〕230号）的文件精神，为做好今年迎峰度夏期间电煤供应工作，华能等发电集团已经制订了提升电煤库存目标计划，争取实现6月底提高至15天（75%负荷）以上可用耗量。根据此目标，五大发电集团及华润电煤库存应在3月底的基础上增加2160万吨。上述6家发电企业装机容量占全国近50%左右，如实现全国发电企业电煤库存均提升至15天用量，则需提高库存4300万吨左右。截至4月底，国网统调电厂电煤库存9200万吨，6月底应达到1.3亿吨左右。

## 六、期货因素分析

### 6.1 安全边际分析



从上图可知动力煤期货长时间处于贴水状态，基差区间为(-29,128)，中枢为38，平均贴水幅度8%，且一般在非临近交割月的时间段内贴水幅度较大，

目前动力煤期货1709合约价格为510元/吨，现货cci5500指数为589元/吨，贴水79元/吨，贴水幅度13.4%，远大于平均贴水幅度，这说明动力煤1709合约存在被低估的情况，随着电厂迎峰度夏的补库行动，1709合约的价值将得到修复，故买入动力煤期货1709合约存在良好的安全边际。

## 6.2 持仓因素分析

多头持仓量龙虎榜					空头持仓量龙虎榜				
会员号	会员名	多头持仓	增减	会员号	会员名	空头持仓	增减		
1	55	中信期货	15264	304	188	永安期货	23204	4010	
2	188	永安期货	11980	440	138	金鹏期货	13669	322	
3	111	光大期货	11795	777	51	银河期货	7394	471	
4	263	兴证期货	10877	140	100	中银国际	6784	-730	
5	51	银河期货	10699	-63	76	长江期货	5630	-516	
6	95	大地期货	10600	387	55	中信期货	5626	-913	
7	15	国信期货	9547	44	10	招商期货	5339	-1886	
8	7	华泰期货	9465	-20	142	东航期货	5204	-261	
9	38	申银万国	7280	-475	268	兴证期货	5050	535	
10	215	建信期货	6951	77	207	中国国际	5019	563	
11	9	国投安信期货	6317	-62	69	华信万达期货	4800	47	
12	101	国贸期货	5283	-12	155	中投天琪	4289	1173	
13	11	宝城期货	4888	10	83	海通期货	4272	-711	
14	113	浙商期货	4535	195	7	华泰期货	4091	379	
15	65	华信万达期货	4350	-353	39	方正中期	3978	57	
16	185	国泰君安	4035	721	173	广发期货	3929	-127	
17	175	中大期货	4018	-477	193	西部期货	3575	-5	
18	179	上海中期	3801	6	68	中粮期货	3448	-83	
19	31	中金期货	3238	41	186	国泰君安	3323	-120	
20	173	广发期货	3221	53	209	华安期货	2833	-45	
		合计	148144	1733			合计	127457	2160

从持仓排名前二十位的席位上看，多头主力持仓为 148144 手，占比 54%，空头主力持仓 127457 手，占比 46%，说明多头集中度较高，结合期货价格走势分析，可知，目前价格对多方吸引力较大，存在一定的安全边际

## 六、价格预测

整体来看，现货价格还在延续跌势，短期期货价格仍将维持弱势，预计波动区间为 480~520 元/吨，中期来看，由于电厂补库需求和期货超跌反弹等因素，价格极有可能出现一轮反弹，大胆预测期货价格将上涨至 550~570，可逢低买入动力煤期货套期保值，在补库行情后平掉部分头寸，保留少量头寸用于实际交割。