

09 囿于去库困囿，01 尚存一线生机

东海期货 | 策略报告 2019-07-09

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

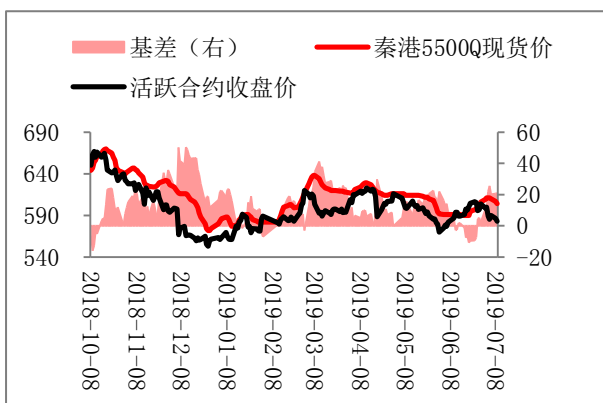
- 站在当前旺季缓慢开启时间点上，终端高库弱需的利空仍未有缓解迹象，我们预计电厂的去库周期即将开启，且很可能覆盖整个旺季，而在主动去库周期内煤价也将面临较大压力，期现价差或将以现货下跌的形势来收窄。09 合约上方的空间较为有限。
- 另一方面，上月底能源局发布的《关于解决“煤改气”、“煤改电”等清洁供暖推进过程中有关问题的通知》中对于冬季民用燃煤取暖的态度发生了转变，今年冬季民用煤的需求或将强于往年。
- 民用煤冬储的补库一般在迎峰度夏结束后的 9 月，而 10 月又恰逢 70 周年大庆，煤矿的生产有可能受到一定的抑制。若电厂如去年一般在 8 月旺季去库结束后开启冬储模式，叠加民用煤的补库，届时煤炭的供需或将再度趋紧。
- 今年前 5 个月我国共进口煤炭 12739 万吨，已超过去年总进口煤总量的 50%。若今年进口煤维持平控政策，那么 3、4 季度各海关就可能面临进口煤额度不足的问题。
- 另外，今年在贸易商发运积极性严重受挫的情况下，铁路运量不增反减。为完成国务院办公厅印发的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》中“2020 年与 2017 年相比，全国铁路货运量增加 11 亿吨，增长 30%。”的目标，发改委也有收紧进口煤从而给铁路运煤需求提供增量的动机。
- 综上所述，09 合约短期内在终端主动去库的压力下难有可观的上涨空间。但中期来看，受民用煤及冬储补库的需求支撑，70 周年大庆或有的对煤矿生产的扰动，以及进口煤收紧的可能性，3 季度的 01 合约仍有上涨的空间。策略上建议关注 01 在跟随 09 下跌后的单边做多机会，可考虑 570-580 逢低建多，套利方面可关注 9-1 反套。
- **风险因素：**榆林地区煤管票改为全年发放，煤价波动存在缩小的可能性；海关旺季收紧进口煤，刺激 09 合约盘面情绪

一、策略概述

我们的日报从6月21日起开始反复提及“6月沿海及内陆电厂库存接近极值，且终端电厂的耗煤依旧偏弱，终端的需求的边际拉动十分有限。若港口煤价回升叠使得发运到挂缓解而激发贸易商发运热情，一港再度累库，而日耗依旧同比偏弱，则7月煤价大概率将有所回调。”这一观点

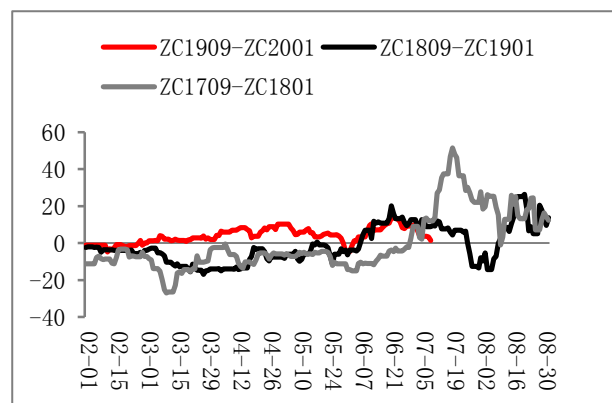
而事实上这一逻辑也在7月上旬得到了市场验证。北方四港调入量从6月中旬的低点126万吨回升了30%，达到7月9日的156万吨；而表征终端需求的锚地船舶数及沿海运费始终在低位徘徊。港口供需略宽松的边际变化导致北方四港库存从6月底的1496万吨累积至7月9日的1568万吨，同时09盘面及CCI5500现货价也分别下跌了23.4元/吨和7元/吨，期现价差扩大至21元/吨。

图 1. 动力煤期现及基差走势



数据来源：wind, 东海期货

图 2. ZC 9-1 价差历史走势



数据来源：wind, 东海期货

站在当前旺季缓慢开启时间点上，终端高库弱需的利空仍未有缓解迹象，我们预计电厂的去库周期即将开启，且很可能覆盖整个旺季，而在主动去库周期内煤价也将面临较大压力，期现价差或将以现货下跌的形势来收窄。09 合约上方的空间较为有限。

另一方面，上月底能源局发布的《关于解决“煤改气”、“煤改电”等清洁供暖推进过程中有关问题的通知》中对于冬季民用燃煤取暖的态度发生了转变，今年冬季民用煤的需求或将强于往年。

民用煤冬储的补库一般在迎峰度夏结束后的9月，而10月又恰逢70周年大庆，煤矿的生产有可能受到一定的抑制。若电厂如去年一般在8月旺季去库结束后开启冬储模式，叠加民用煤的补库，届时煤炭的供需或将再度趋紧。

今年前5个月我国共进口煤炭12739万吨，已超过去年总进口煤总量的50%。若今年进口煤维持平控的政策，那么3、4季度各海关就可能面临进口煤额度不足的问题。

另外，今年在贸易商发运积极性严重受挫的情况下，铁路运量不增反减。为完成国务院办公厅印发的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》中“2020年与2017年相比，全国铁路货运量增加11亿吨，增长30%。”的目标，发改委也有收紧进口煤从而给铁路运煤需求提供增量的动机。

综上所述，09 合约短期内在终端主动去库的压力下难有可观的上涨空间。但中期来看，受民用煤及冬储补库的需求支撑，70周年大庆或有的对煤矿生产的扰动，以及进口煤收紧的可能性，3季度的01 合约仍有上涨的空间。

策略上建议关注01在跟随09下跌后的单边做多机会，可考虑570-580逢低建多，套利方面可关注9-1反套。

二、策略主要逻辑

(1) 高库弱需压力持续，09 陷于去库周期

高库存导致的旺季不旺成了近两年动力煤价运行的常态，而终端的高库存何时消化则是分析目前

煤价下跌持续性绕不开的问题。由于从去年开始，电厂高库存成为常态，所以我们以 2018 年初为起点，尝试探究一下在旺季不旺的新常态下电厂的补库节奏。

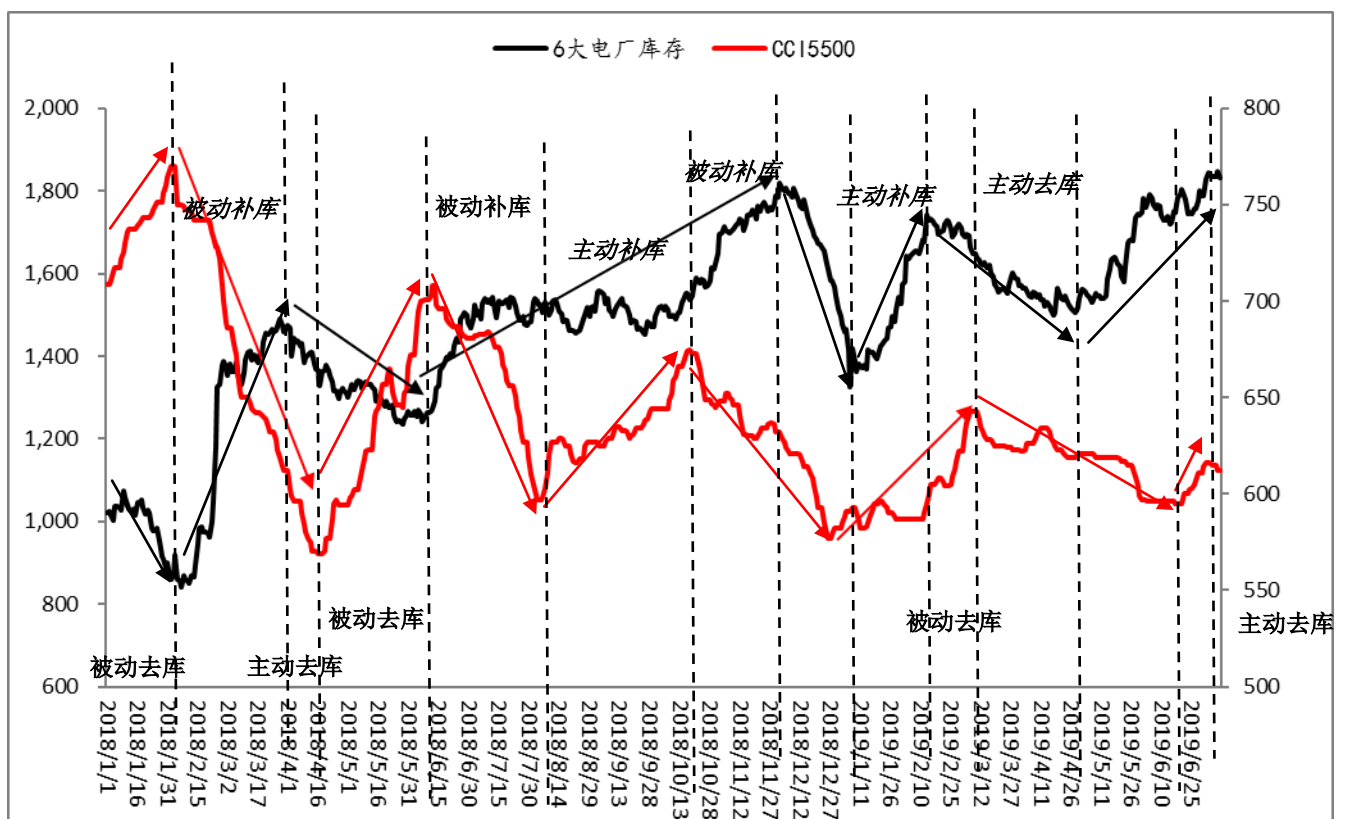
图 3. 沿海电厂库存周期

时间段	库存周期	价格变化	时间长度
18 年年初-1 月底	被动去库	+100 元/吨	1 个月
2 月初-3 月底	被动补库	-158 元/吨	2 个月
3 月底-4 月中	主动去库	-43 元/吨	0.5 个月
4 月中-6 月中	被动去库	+139 元/吨	2 个月
6 月中-8 月初	被动补库	-111 元/吨	1.5 个月
8 月初-10 月中	主动补库	78 元/吨	2.5 个月
10 月中-12 月初	被动补库	-46 元/吨	1.5 个月
12 月初-1 月中	主动去库	-47 元/吨	1.5 个月
1 月中-2 月中	主动补库	+13 元/吨	1 个月
2 月中-3 月上	被动去库	+48 元/吨	0.5 个月
3 月上-4 月中	主动去库	-16 元/吨	1 个月
4 月中到 6 月中	被动补库	-32 元/吨	2 个月
6 月中-7 月初	主动补库	+21 元/吨	0.5 个月
7 月初至今	主动去库	下跌中	

数据来源: wind, 东海期货

我们以沿海电厂库存为观测样本，结合 2018 年年初至今的库存增减及 CCI5500 的价格走势，将电厂的库存周期分为 4 种类型，其中库存增加、价格上涨成为主动补库；库存增加、价格下降称为被动补库；库存减少、价格上涨称为被动去库；库存减少，价格下降称为主动去库。

图 4. 沿海电厂库存周期

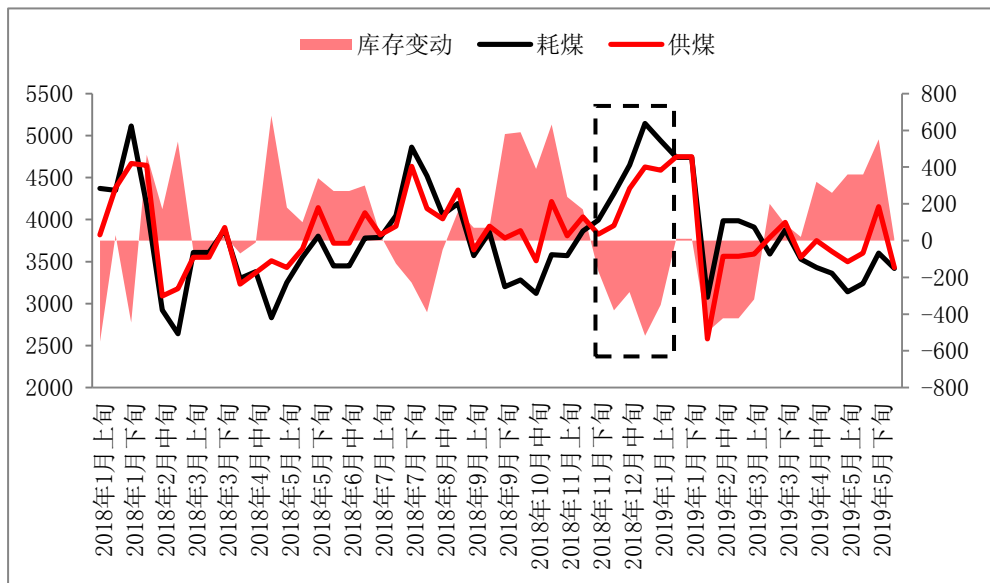


数据来源: wind, 东海期货

通过以上图表可以看出,目前电厂的情况同去年12月初开始的采暖季主动去库情况较为类似。当时电厂在经历了4个月的补库后,在12月初库存达到1806万吨的高位,之后电厂依托旺季高日耗开始逐渐去库,直到1月中旬发生的神木矿难扭转了供需宽松的格局,电厂的主动去库也就此结束。那一轮沿海电厂的去库幅度达483万吨(27%),历时1.5个月,煤价在主动去库周期内下跌了47元/吨。

而今年沿海电厂在4月中开启了新一轮的补库周期,历时2.5个月后库存达到1846万吨的历史新高,我们预计电厂的去库周期即将开启,且有可能覆盖整个旺季,而在主动去库周期内煤价也将面临较大压力,09期现价差或将以下跌的形势来收窄。

图 5. 重点电厂库存及供耗煤情况

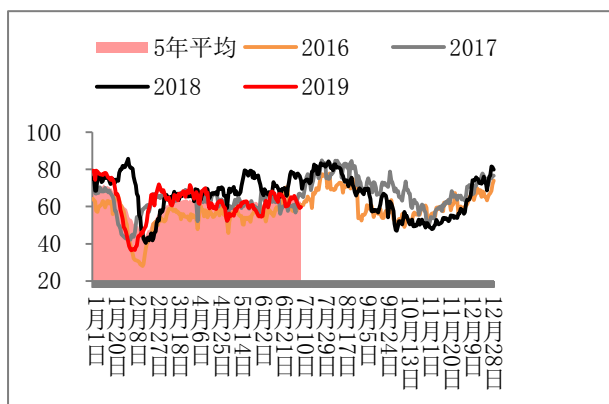


数据来源: wind, 东海期货

同样的,重点电厂口径下,去年11月下旬到1月上旬也处在电厂的主动去库周期中。电厂今年库存自3月中上旬开始累积,目前重点电厂库存已达9000万吨左右的高位,继续累库的空间已十分有限,未来的旺季也将以去库为主。

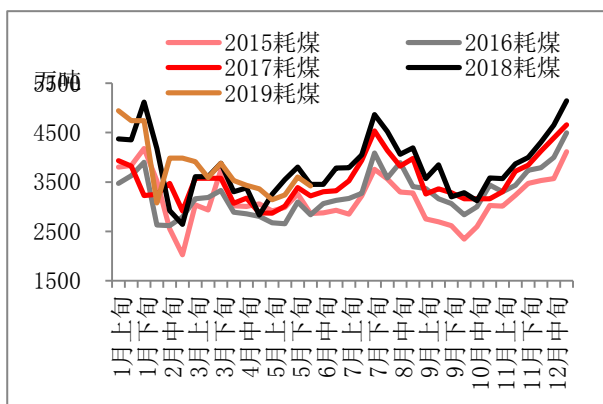
另一方面,目前的日耗水平同比明显偏低,以目前电厂的库存水平已足以平稳度夏,电厂以迎峰度夏为目的的补库概率已经微乎其微。

图 6. 沿海电厂日耗跨年对比



数据来源: wind, 东海期货

图 7. 重点电厂日耗跨年对比



数据来源: wind, 东海期货

(2) “煤改气”政策边际转向，民用煤冬储行情可期

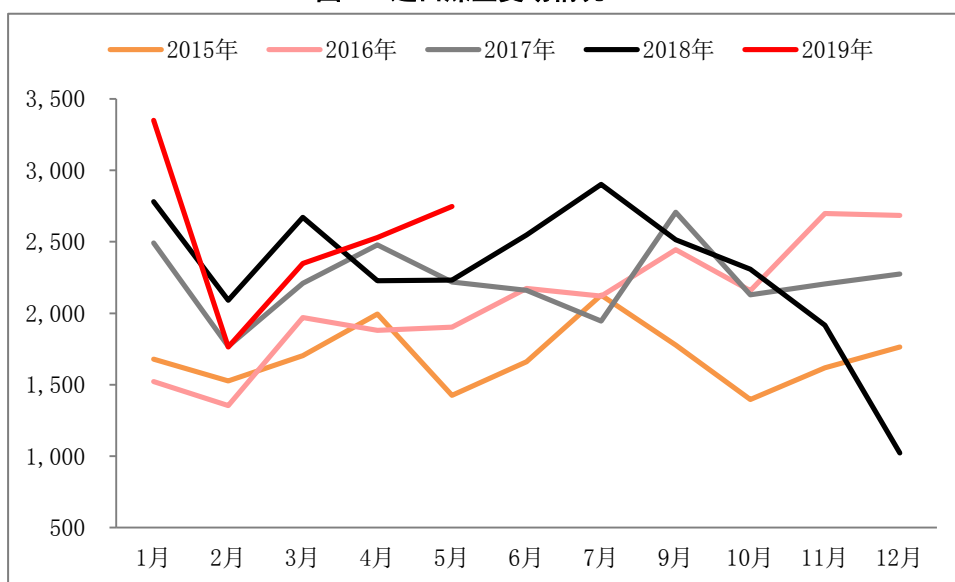
6月底，能源局发布《关于解决“煤改气”、“煤改电”等清洁供暖推进过程中有关问题的通知》，《通知》中指出在城镇地区，重点发展清洁燃煤集中供暖，提升城镇及周边地区清洁燃煤集中供暖面积。在农村地区，重点发展生物质能供暖，同时解决大量农林废弃物直接燃烧引起的环境问题。

从政策的口径可以看出，迫于煤改气、煤改电过程中引发的气荒、安全事故、补贴难到位、居民用不起等各种问题压力，政策对于冬季民用燃煤取暖的态度发生了转变，今年民用煤的需求或将强于往年。民用煤冬储的补库一般在迎峰度夏结束后的9月，而10月又恰逢70周年大庆，煤矿的生产有可能受到一定的抑制。若电厂如去年一般在8月旺季去库结束后开启冬储模式，叠加民用煤的补库，届时煤炭的供需或将再度趋紧。

(3) 进口煤配额消耗过半，淡季进口煤政策存在收紧可能

根据海关总署的数据，今年前5个月我国共进口煤炭12739万吨，已超过去年总进口煤量的50%。根据煤炭江湖的数据，统计样本的27个海关中18个海关的进口量超过去年同期，占比达到66.7%。按照2018年各海关的进口数量计算，2019年5月份即超过50%的有10个，占比37%。从往年进口煤量月度分布的情况来看，6、7、8这3个月是全年进口煤量的高点，若今年进口煤维持平控的政策，那么3、4季度各海关就可能面临进口煤额度不足的问题。

图 8. 进口煤量变动情况



数据来源: wind, 东海期货

另一方面，去年国务院办公厅印发的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》中提到，2020年与2017年相比，全国铁路货运量增加11亿吨，增长30%。而今年由于陕西的原煤供给目前依旧未能足量释放，而沿海地区的火电用煤在清洁能源发电及外购电增量的挤压下缺乏需求增量，这两个因素导致产地与港口的倒挂始终未能消除，贸易商发运积极性严重受挫，铁路发运量不增反减。

而进口煤的限制能给铁路运煤需求提供增量，从这一角度看，下半年也存在限制进口煤的动机。

三、结论及操作

站在当前旺季缓慢开启时间点上，终端高库弱需的利空仍未有缓解迹象，我们预计电厂的去库周期即将开启，且很可能覆盖整个旺季，而在主动去库周期内煤价也将面临较大压力，期现价差或将以现货下跌的形势来收窄。09合约上方的空间较为有限。

另一方面，上月底能源局发布的《关于解决“煤改气”、“煤改电”等清洁供暖推进过程中有关问题的通知》中对于冬季民用燃煤取暖的态度发生了转变，今年冬季民用煤的需求或将强于往年。

民用煤冬储的补库一般在迎峰度夏结束后的9月，而10月又恰逢70周年大庆，煤矿的生产有可能受到一定的抑制。若电厂如去年一般在8月旺季去库结束后开启冬储模式，叠加民用煤的补库，届时煤炭的供需或将再度趋紧。

今年前5个月我国共进口煤炭12739万吨，已超过去年总进口煤总量的50%。若今年进口煤维持平控政策，那么3、4季度各海关就可能面临进口煤额度不足的问题。

另外，今年在贸易商发运积极性严重受挫的情况下，铁路运量不增反减。为完成国务院办公厅印发的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》中“2020年与2017年相比，全国铁路货运量增加11亿吨，增长30%。”的目标，发改委也有收紧进口煤从而给铁路运煤需求提供增量的动机。

综上所述，09合约短期内在终端主动去库的压力下难有可观的上涨空间。但中期来看，受民用煤及冬储补库的需求支撑，70周年大庆或有的对煤矿生产的扰动，以及进口煤收紧的可能性，3季度的01合约仍有上涨的空间。策略上建议关注01在跟随09下跌后的单边做多机会，可考虑570-580逢低建多，套利方面可关注9-1反套。

风险因素：榆林地区煤管票改为全年发放，煤价波动存在缩小的可能性；海关旺季收紧进口煤，刺激09合约盘面情绪

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