

动力煤研究报告第五期

中辉期货有限公司
德融达供应链管理有限公司

2017年9月20日

2017 年动力煤第五期报告 · 2017.09.20-10.20

动力煤：陡增的政策干预预期下高位价格难以持续

研究员：吴世凯

电话：021-60281622

邮箱：wuskai@zhqh.com.cn

资格证号：F3027896

我们的观点：

需求方面，8 月份用电量累计同比增速较上月回落 0.1%，工业用电受安全减产、去产能等因素影响增速超预期回落，累计同比增速较上月显著回落 0.59%，预计在“十九大”召开前夕，安全检查和去产能仍将对工业用电形成压制；同时采暖季限产也将对工业生产及用电产生一定影响，总体来看工业用电将保持下行趋势；而发电方面，8 月份显示水电发电增速仍不及去年同期，环比虽出现连续第三个月改善，但改善或已经见顶，后期仍显乏力；而下游电厂耗煤高于去年同期也证实水电发电不足和火电发电刚性需求，后期随着电力需求有一定回落，电煤供需关系有一定缓和；但传统的电煤冬储窗口临近，下游补库压力增加，叠加下游电厂库存和库存可用天数均明显低于去年同期，加强了市场对下游补库的预期；但在价格高位下，补库节奏和力度或存在一定的变数；同时高位价格对显著增加了政府干预的可能性，将对电煤价格构成一定压制。

供给方面，受“十九大”召开，后期安全生产检查因素仍将对产量造成影响，但我们认为对存量产能的压制已经见顶，后期存量产能产量将于 8 月产量水平相同；而新产能能否投放以及投放节奏将直接决定后期产量；从当前市场高位价格来看，政府干预预期陡增，新增产能投放加速的可能性在加大，因此总体来看当前产量已经见底，后期大概率趋于宽松。

综合考虑，产量在 8 月底大概率已经见底，后期将趋于宽松；而电厂日耗高位、库存低位，叠加电煤冬储窗口临近，下游补库压力增加；但在价格高位以及政府干预预期增加的背景下，市场补库以及政府干预下产能释放均将构筑电煤市场震荡走势，且我们不排除有走软的可能性。

操作建议：

现货：快速清货；期货：震荡偏弱操作。

风险提示：

新增产能投放或（和）不及预期。

目 录

1. 供给端边际收紧已经见顶	4
1.1 供给端边际收紧已经见顶	4
2. 工业用电回落引电煤供需关系缓和	4
2.1 工业用电超预期回落引总用电量下行	4
2.2 总用电量回落电煤刚性需求或走弱	5
3. 价格高位与冬储临近博弈加剧市场风险	6
4. 高位价格下社会库存略显弱势	6
5. 动力煤价格分析	7
6. 后市展望	8
7. 风险	8
7.1 发改委调控不及预期	8

1. 供给端边际收紧已经见顶

1.1 供给端边际收紧已经见顶

8 月份，受多地安全检查影响，煤矿产能释放受到一定影响，产量出现微幅下降；但在当前现货市场价格跳涨至 708 元/吨的背景下，政府干预预期陡增，新增产能投放加速的可能性在加大。数据显示，8 月份原煤产量为 2.9 亿吨，累计同比增长 8.14%，较上月回落 0.72%；累计环比 19.45%，较上月下降约 5.07%，环比降幅较同比扩大，表明产能受安全检查等因素影响较大；另从刚刚发布的经济数据显示，8 月工业增速出人意料跌至 6.0%，价格也相应出现大幅上涨，主要受到环保督察严厉限制的两高一剩行业影响。数据显示，8 月份采矿业工业增加值增速跌至-3.4%，降幅较上月扩大 2.1 个百分点，创历史最低水平；而 8 月份 PPI 同比上涨 6.3%，环比加快 0.8%，环保督查和安全生产检查工业原料生产压缩，导致相关产品价格大幅上涨，出现了生产向下、价格向上的背离局面。

而价格方面，CCI 指数连续四周跳涨 88 元/吨至 708 元/吨高位，显著增加了下游电厂负担以及由此引发的政府干预的预期。后期来看，定于 10 月 18 日举行的“十九大”召开之前，各地仍将对煤矿安全生产维持较高要求，压制煤矿生产，产量释放更多依靠新增产能投产；而当前市场价格高位，政府干预预期陡增，后期新增产能加速投产可能性在加大。

进口方面，8 月中国煤及褐煤进口量为 2527 万吨，环比增加 1027.89 万吨，同比减少 5.0%，增速环比上涨 3.3 个百分点。我们认为进口煤约占国内产量约 5%，对国内市场影响总体有限；同时，抑制进口煤政策任然是后期进口面临的重要政策障碍，改变的可能性基本不存在，进口煤对国内市场影响相当有限。

综合考虑，虽然“十九大”之前，制约产能释放的安全生产检查及环保因素仍将对产能投放形成压制，但此因素对产能释放压制已经见顶，9 月份存量产能产量或仍维持当前水平；但高位价格下，政府干预显著增加新产能投产概率，供给端产量边际收紧已经见顶。

图 1：原煤产量

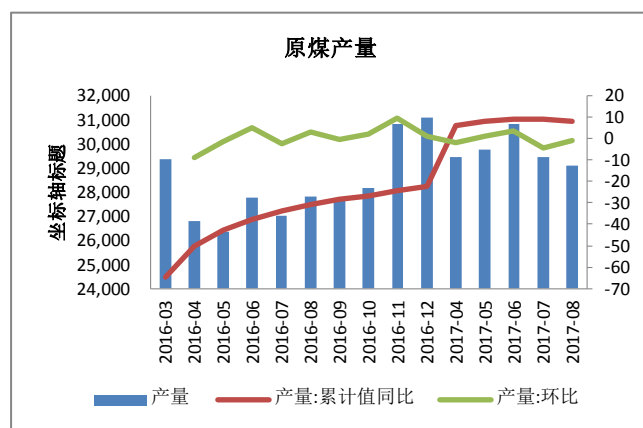
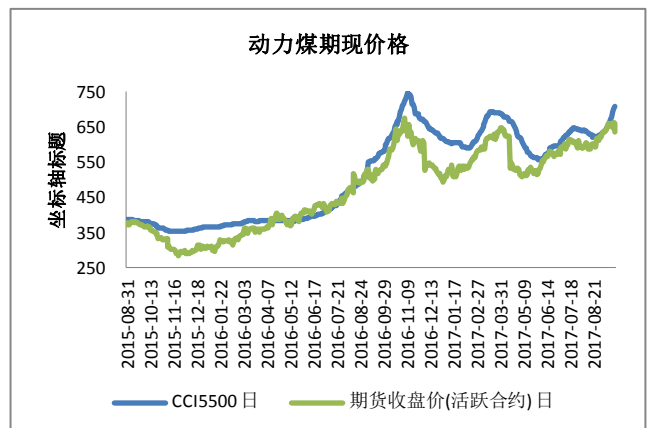


图 2：动力煤期现价格



数据来源：Wind，中辉期货动力煤研究

2. 工业用电回落引电煤供需关系缓和

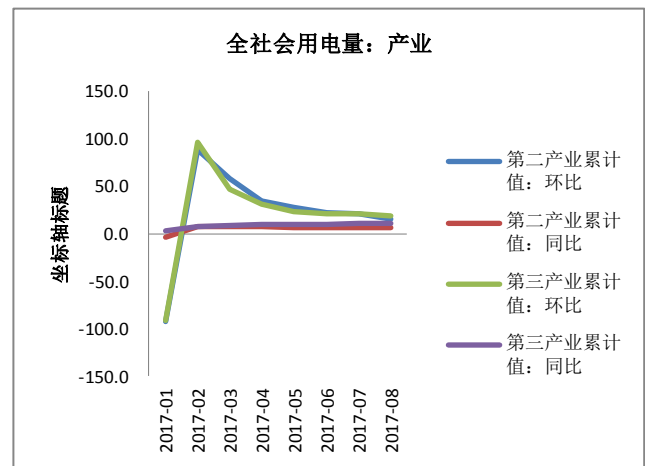
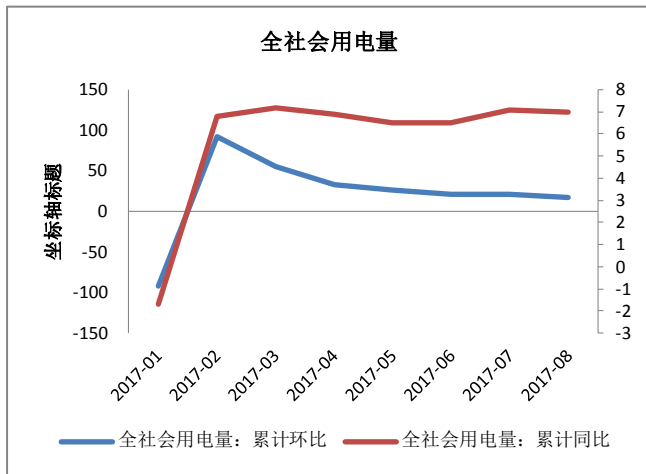
2.1 工业用电超预期回落引总用电量下行

夏季高温结束，用电需求季节性回落，工业用电增速回落超预期。国家能源局发布的全社会用电量数据显示，前 8 个月，全社会用电量累计同比增长 6.98%，增速较前 7 个月回落 0.1%；从用电结构来看，第

二产业用电增速回落为其主要原因。数据显示,前8个月第二产业累计同比增速6.17%,增速环比回落0.59%,超全社会用电0.49%;而受夏季高温影响显著的第三产业用电量累计同比增10.66%,增速环比加快0.39%,综合来看,社会用电量回落主要受工业用电增速显著放缓导致,这也表明安全生产、环保及去产能实质性的对工业用电带来了影响,前述提及,“十九大”前预计安全生产、环保及去产能仍对工业生产造成显著压力;而夏季高温结束,第三产业用电也将回落,总体来看,9月-10中上旬全社会总用电量同比增速将直接下降。

图 3: 全社会用电量

图 4: 全社会用电量: 不同产业



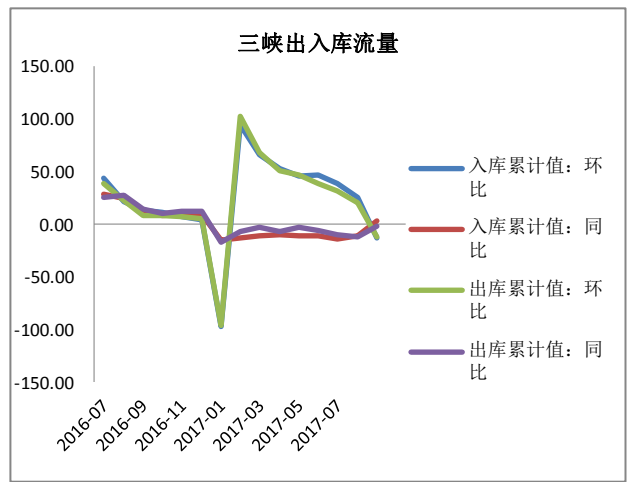
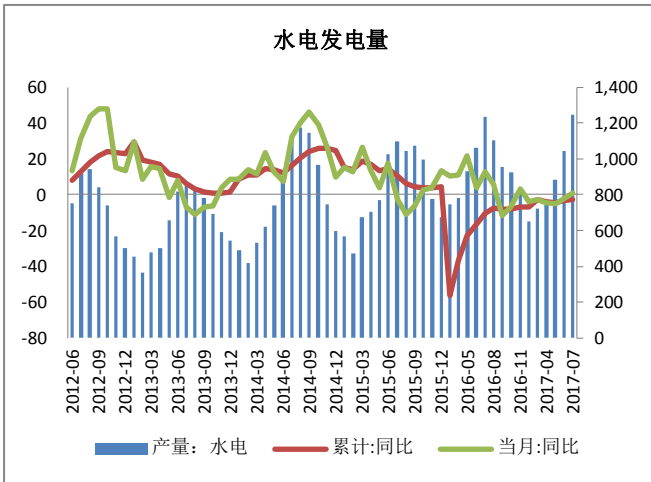
数据来源: Wind, 中辉期货动力煤研究

2.2 总用电量回落电煤刚性需求或走弱

8 月份发电量累计同比增长为 7.32%, 增速较上月回落 0.34%; 从发电结构来看, 水电发电增速仍不及去年同期, 环比虽出现连续第三个月改善, 但改善或已经见顶, 后期仍显乏力。数据来看, 前 8 个月水电发电累计同比增速下降至 0.9%, 降幅较上月显著收窄 1.51%, 创单月最好表现; 从环比来看, 8 月份累计环比增速为 25.15%, 增速止涨回落, 降幅较上月 7.68% 扩大至 11.51%, 表明后期水电渐趋乏力; 另一方面, 从三峡水库出入库流量来看, 前 8 个月三峡出入库流量累计同比分别回落至 11.19%、11.96%, 累计同比增速不及去年同期, 水电后期乏力基本确定; 火电方面, 前 8 个月累计同比增速为 7.71%, 增速较上月回落 0.84%, 表明水电部分替代了火电发电; 同时环比方面, 火电前 8 个月增速为 22.59%, 增速较上月回落 6.8%, 小于同比增速, 表明受火电部分受去年基数影响同比降幅较大; 但环比来看, 发电耗煤量仍相对有所增加。我们预计后期发电耗煤受总用电量回落影响, 火电发电或将出现回落, 电煤供需关系有一定缓和, 但需警惕水电回落状况。

图 5：水电发电量

图 6：三峡出入库流量



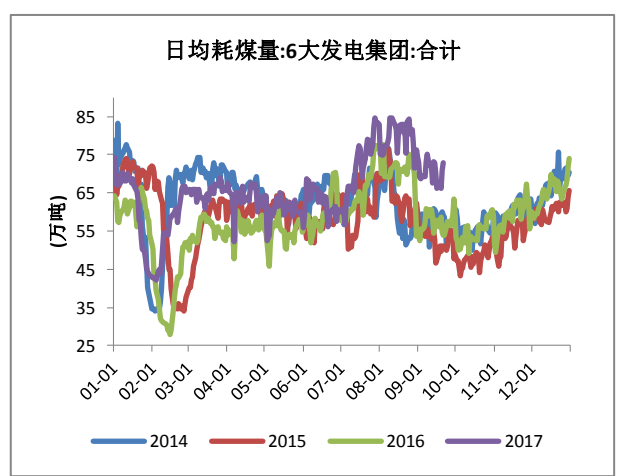
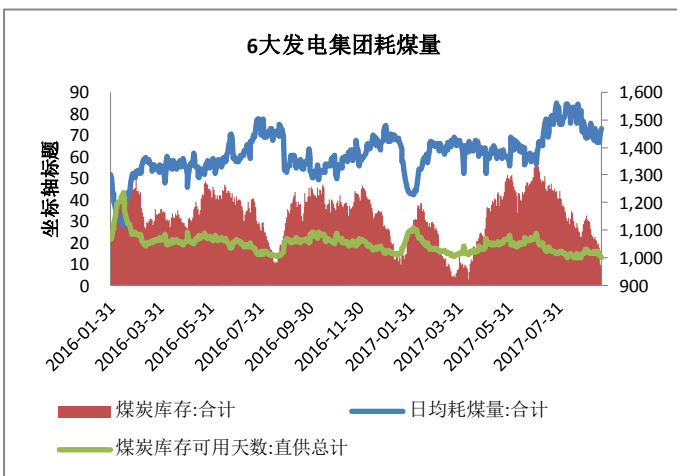
数据来源：Wind，中辉期货动力煤研究

3. 价格高位与冬储临近博弈加剧市场风险

下游电厂耗煤也证实火电发电要高于去年同期，后期随着用电回落，电煤市场或承压。数据显示，当前 6 大发电集团日耗仍较同期维持较高水平，而库存和库存可用天数均低于去年同期，直接印证了火电发电环比仍相对增加，支撑电煤需求。数据显示，8 月份 6 大电日耗较去年同期增长超 13.16%，增速较上月加快 2.53%，而 9 月中上旬日耗为 70.38 万吨，远高于去年同期 56.98 万吨的均值水平；而显示库存处于低位水平的状况表明，下游电厂补库动力不足；叠加电煤冬储临近，高位价格下电煤博弈将加剧市场震荡。

7：六大电厂煤炭数据

图 8：6 大电厂日均耗煤



数据来源：Wind，中辉期货动力煤研究

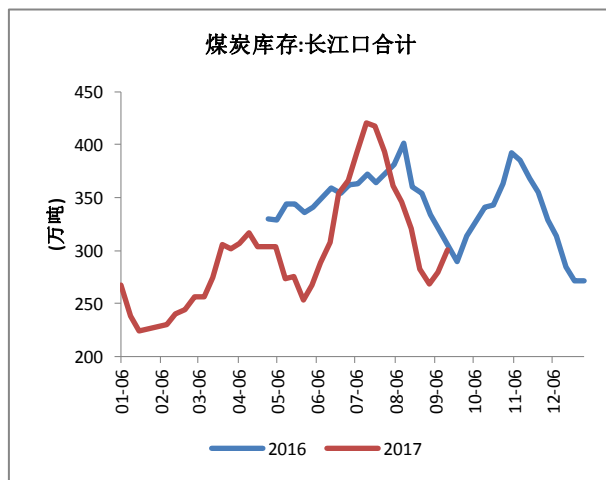
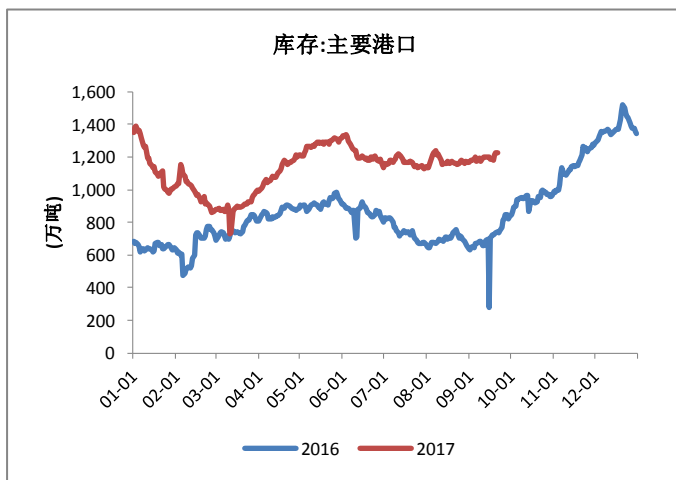
4. 高位价格下社会库存略显弱势

从社会库存来看，当前社会库存整体高于去年同期，但江内库存低位以及下游冬储补库临近对市场情

绪有一定提振；但在高位价格下市场能否按期补库充满很大的疑问；同时由此高位价格引发的政府干预调控的预期的显著增强，均将对市场形成打压。具体来看，当前主要港口库存为 1226 万吨，高于去年同期约 480 万吨；江内库存处于低位，略微持平于去年同期，约 301 万吨。综合考虑下游补库动力不足，政府干预将加大市场风险，行情或显高位震荡运行态势。

图 9：主要港口动力煤库存

图 10：长江港口动力煤库存

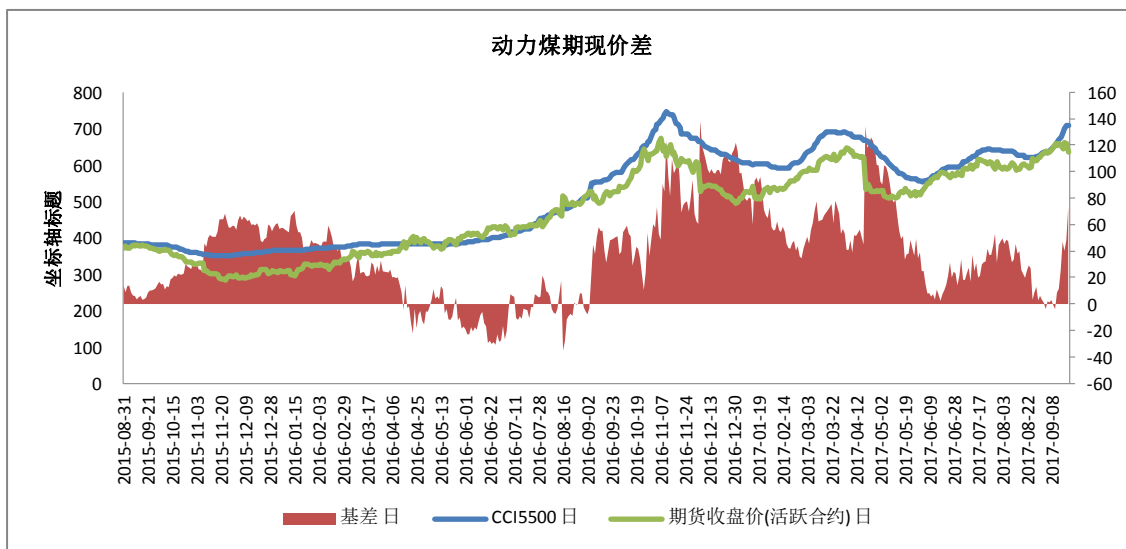


数据来源：Wind，中辉期货动力煤研究

5. 动力煤价格分析

前述分析表明，在产地产量受限、火电日耗高位以及水电发电乏力下均构成对电煤需求；同时临近下游电煤冬储窗口，市场情绪得到极大提振；但高位价格下，下游冬储补库能否顺利展开，存在很大的疑问；同时高位价格引发的政府干预的预期也加速升温，综合来看，后期电煤价格在上下游博弈中显现高位震荡概率较大；且不排除走软可能性。

图 11：动力煤期现价差



数据来源：Wind，中辉期货动力煤研究

6. 后市展望

需求方面，8 月份用电量累计同比增速较上月回落 0.1%，工业用电受安全减产、去产能等因素影响增速超预期回落，累计同比增速较上月显著回落 0.59%，预计在“十九大”召开前夕，安全检查和去产能仍将对工业用电形成压制；同时采暖季限产也将对工业生产及用电产生一定影响，总体来看工业用电将保持下行趋势；而发电方面，8 月份显示水电发电增速仍不及去年同期，环比虽出现连续第三个月改善，但改善或已经见顶，后期仍显乏力；而下游电厂耗煤高于去年同期也证实水电发电不足和火电发电刚性需求，后期随着电力需求有一定回落，电煤供需关系有一定缓和；但传统的电煤冬储窗口临近，下游补库压力增加，叠加下游电厂库存和库存可用天数均明显低于去年同期，加强了市场对下游补库的预期；但在价格高位下，补库节奏和力度或存在一定的变数；同时高位价格对显著增加了政府干预的可能性，将对电煤价格构成一定压制。

供给方面，受“十九大”召开，后期安全生产检查因素仍将对产量造成影响，但我们认为对存量产能的压制已经见顶，后期存量产能产量将于 8 月产量水平相同；而新产能能否投放以及投放节奏将直接决定后期产量；从当前市场高位价格来看，政府干预预期陡增，新增产能投放加速的可能性在加大，因此总体来看当前产量已经见底，后期大概率趋于宽松。

综合考虑，产量在 8 月底大概率已经见底，后期将趋于宽松；而电厂日耗高位、库存低位，叠加电煤冬储窗口临近，下游补库压力增加；但在价格高位以及政府干预预期增加的背景下，市场补库以及政府干预下产能释放均将构筑电煤市场震荡走势，且我们不排除有走软的可能性。

7. 风险

7.1 发改委调控不及预期

发改委调控是否符合预期是决定 10 月中旬价格的最主要因素；除此之外，天气因素也是需要关注的另一重要因素。

免责声明

本报告由中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司动力煤研发中心共同编制。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司的立场。中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货有限公司与德融达供应链管理有限公司。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

市场有风险，投资需谨慎！