

关于长协定价机制的几点看法

——煤炭行业事件点评

2019年01月08日

中性/维持

煤炭

事件点评

郑阅钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
张津铭	研究助理	
	zhangjm@dxzq.net.cn	010-66554013

事件：

11月27日，国家发改委印发《关于做好2019年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》（以下简称《通知》），《通知》中进一步完善了煤电双方的合同价格机制。随后12月5日中煤协召开《2019年度全国煤炭交易会》，12月12日中国（太原）煤炭交易中心召开《2019年度煤炭交易大会》，元旦前我国最大的能源企业神华集团也与下游用户召开购销会确定中长期合同签订相关事宜，至此，关于2019年中长期合同签订工作已全部结束，长协定价机制也随之确定。

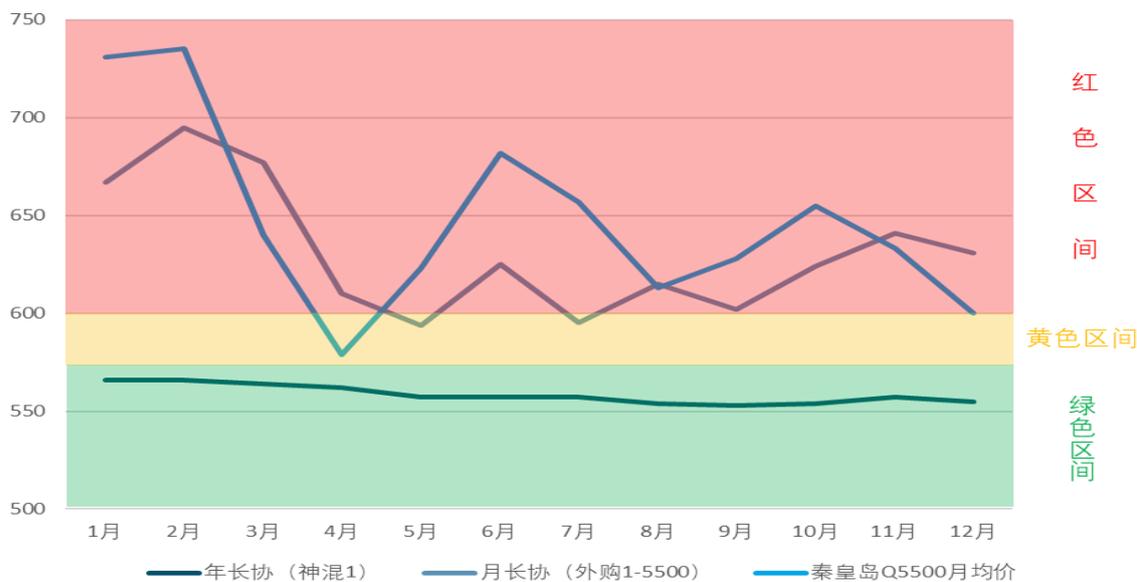
观点：

1. 年长协价格全年位于绿色区间运行

回首2018年，以神华集团为例：

- ◆ 全年年长协价格始终处于绿色区间（500-570元/吨）运行，远低于市场煤价格；
- ◆ 月长协与现货价格相关性更强，多数时间位于红色区间（>600元/吨）运行，但波动幅度小于市场煤。

图1:神华长协煤价2018年走势



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 年度长协定价机制分析

今年的下水煤与铁路直达煤合同继续采用“基准价+浮动价”定价机制，其中下水煤“基准价”维持 535 元/吨，“浮动价”新增 CECI 指数，由 BSPI、CCTD 和 CECI 指数综合确定，对年度长协定价公式进行分析，我们认为：

- ◆ 相比现货，年长协更接近绿色区间中枢（535 元/吨）水平；
- ◆ 以 535 元/吨为分界线，当现货平仓价高于 535 元/吨时，长协煤价低于现货价格；
- ◆ 长协煤价波动显著低于现货价格，仅为现货价格波动的一半；
- ◆ 引入 CECI 指数后，由于其更接近现货价格，所以其波动较 CCTD 和 BSPI 剧烈，纵观全年三大指数走势，当现货平仓价高于 570 元/吨时，加入 CECI 指数后的年长协价格较之前有所上涨，反之亦然。

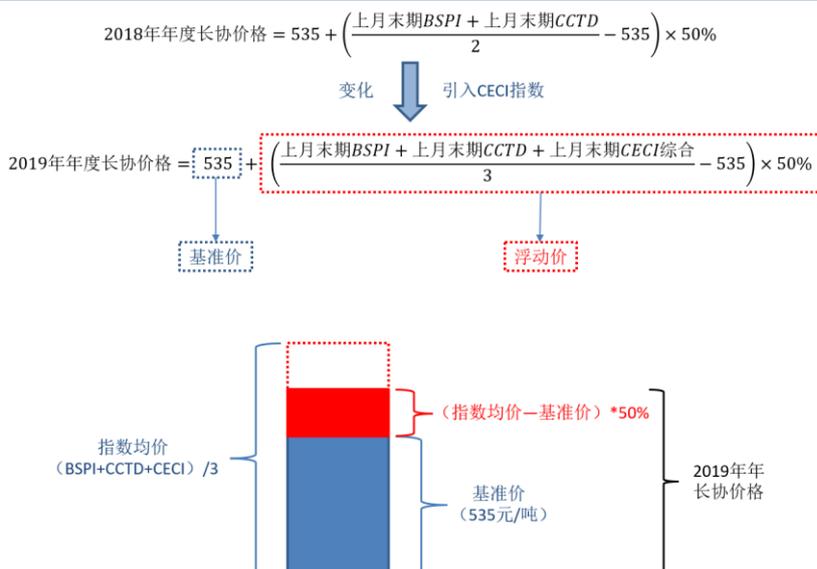
表 1: 年度长协定价机制

合同签订形势	制度	具体规定
下水煤	定价模式	基准价+浮动价
	基准价	535 元/吨
	浮动价	结合 BSPI、CCTD、CECI 综合确定
铁路直达	定价模式	基准价+浮动价
	基准价	50%*下水煤基准价扣除运杂费后的坑口均价+50%*2018 年月度成交均价
	浮动价	结合 BSPI、CCTD、CECI 综合确定
区域内	自主定价	由各地根据本地区煤矿实际生产经营情况、下游用户承受能力等综合确定。

资料来源：发改委、东兴证券研究所

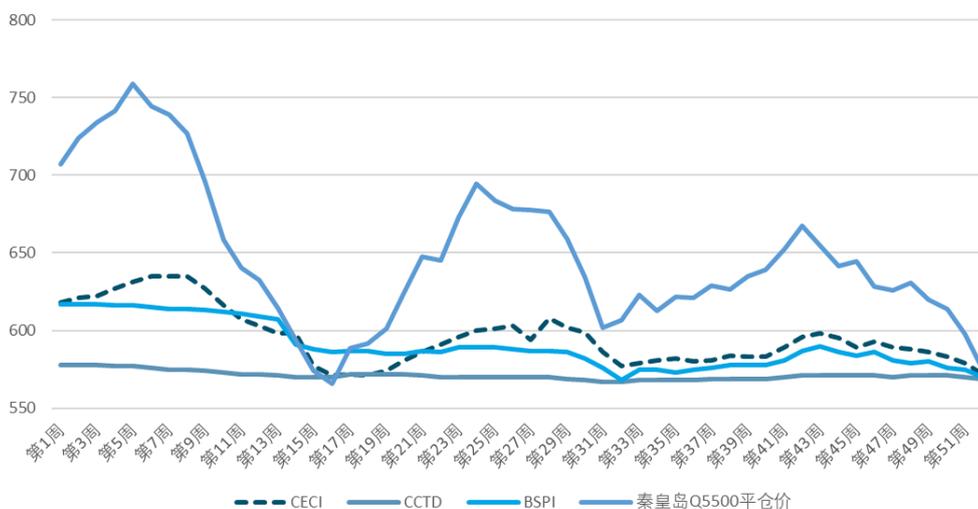
注：BSPI—环渤海煤炭价格指数；CCTD—秦皇岛港煤炭价格指数；CECI—电煤采购价格指数

图 2: 年度长协定价公式



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3:CECI、CCTD、BSPI 指数



资料来源：wind、中电联、东兴证券研究所

3. 月度长协定价机制分析

月度长协定价机制较往年最大区别亦在于引入 CECI 指数，由于月度长协价格与现货价格相关性更强，对年度长协定价公式进行分析，我们认为：

- ◆ 现货价格单边上涨时，月度长协价格低于现货价格，反之当现货价格单边下行时，月度长协价格高于现货价格；
- ◆ 现货价格震荡时，月度长协价格可平滑价格波动。

图 4:月度长协定价公式

$$2018\text{年月度长协价} = \frac{\text{上月末期CCTD} + \text{上月末期CCI} + \text{上月末期API8}}{3}$$

变化 ↓ 引入CECI指数

$$2019\text{年月度长协价} = \frac{\text{上月末期CCTD} + \text{上月末期CCI} + \text{上月末期API8} + \text{上月末期CECI成交}}{4}$$

资料来源：发改委、东兴证券研究所

注：API8—CFR 模式到中国华南地区 Q5500 国际煤轮底不含税价格

结论：

2019 年煤炭中长期合同签订工作已全部结束，长协定价机制较往年最大变化为引入 CECI 指数，当现货平仓价高于 570 元/吨时，新的定价机制下的长协价格较往年小幅上涨，我们建议关注长协占比较高的动力煤龙头中国神华与中煤能源。

风险提示：煤价大幅下跌，国改进度不及预期

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张津铭

中国矿业大学（北京）硕士，6 年煤炭行业从业经验，2018 年加入东兴证券研究所，从事煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。