

采掘行业重大事项点评

供需双弱，旺季动煤缘何提涨？

推荐（维持）

事项：

- 从静态的角度观察，动力煤如我们6月前瞻报告中所预测的那样，坑口和港口共振下跌，整体出现过剩的特征。超预期的事情在于，本周五港口CCI 5500大卡的煤价指数跳涨5元/吨，表现极为强势，本文将从该现象出发，寻找问题的根源，并以此为契机，对动力煤的基本面进行一个系统的梳理。

评论：

- 港口提涨的前因后果。**从港口锚地船和沿海运价的走势观察，此次提涨与旺季需求无关；从港口库存走势和价格走势的背离观察，此次涨价与港口调入不足导致的趋势性降库无关。据我们跟港口相关单位和专业人士沟通的结果显示，港口此轮提涨主要是与ZC907合约的交割有关，直接体现为交割品的采购。在结果上，在“日耗提升”无法证伪、北港库存快速下降的局面下，期货和现货的共振将产生比较热烈的情绪，即短期期现共振上行，但这个趋势将受到来自多个方向的预期压制。
- 一致的“长空”和摇摆的短多，北港调入趋势性下滑更多的是主动原因。**北港调入的减少基本只能分为两种情形，一种是坑口货源不足导致铁路难以组织起来货源，这种一般伴随着坑口和港口煤价的同步上行；另外一种情形则是因为港口发货单位主动减少发货导致，这种情形一般是坑口和港口价格共振下跌，其中坑口跌速远大于港口，而当下正处于第二种情形中。对于后市，“长空”是共识，分歧在于短多，短多的核心依据便是前文述及的调入不足导致港口快速去库和将逐步提升的10摄氏度的气温。按照我们的梳理，北港当前小贸易商库存仍有400万吨，虽然处于中偏低的水平，但不存在“缺货”的压力，而且随着发运利润的逐步出现，港口调入有望止跌回升。而调出方面，虽然旺季日耗还有一定提升的空间，但由于二产用电低迷+南方凉夏的预期，6大电厂日耗预计会徘徊在75万吨/天的水平，日耗的提升将难以带来库存快速去化的压力和采购水平的提升。
- 预计7月中上旬将是现货转跌的窗口。**站在现货的角度上，大的成交氛围仍是“清淡”为主，但边际上已经由07交割品询货推动了“飞轮”，ZC907合约持仓降低至合理水平前，整体呈现出现期现共振的强势走法。但由于“交割品”询货属于短期的行为，且07合约交割品需求量并不大，所以持续性较差的特征料将十分明显，预计现货的上涨幅度将在30元/吨以内，即秦港5500大卡末煤的顶部在620元/吨以内，时间持续性为1-2周。在“交割行情”之后，气温驱动的日耗提升将以消耗终端电厂库存为主，北港交投大概率将重回清淡。更值得重视的事情是，晋陕蒙各条运线有望相继出现发运利润，坑口价格止跌和港口调入量回升有望同步出现，北港的累库预计近期就有启动的可能性，而价格预计将在7月中上旬开始加速下行。站在期货的角度，当前ZC909的价格已经接近前高，但“高库存、高供给、弱需求”的组合跟矿难后的“供给受限、低库存、弱需求”组合相比并无本质性改善，月差结构向下的趋势十分显著，这就意味着“中期悲观”的预期已经确立，前高便会封死当前活跃合约的走势，即期货对现货的引导作用仅余10元/吨的空间。无论是现货掉头还是期货见顶，都会对旺季煤价趋势形成较为显著的阻力。
- 风险提示：**进口政策超预期，发生类似矿难的事件风险。

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com
执业编号：S0360518010002

证券分析师：严鹏

电话：021-20572535
邮箱：yanpeng@hcyjs.com
执业编号：S0360518070001

联系人：罗兴

电话：010-63214656
邮箱：luoxing@hcyjs.com

联系人：张文龙

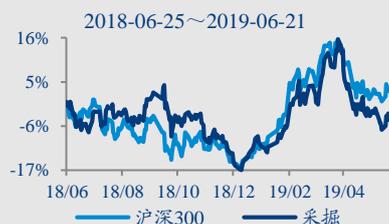
电话：010-66500983
邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	62	1.71
总市值(亿元)	25,979.08	4.3
流通市值(亿元)	21,035.8	4.74

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		0.04	13.11	4.79
相对表现		-4.52	-13.45	-1.92



相关研究报告

《榆林复产跟踪点评：动煤淡季跌价趋势真的确立了吗？》

2019-03-15

《6月煤视角月度展望：焦煤占优，EPS不是煤炭股的关键》

2019-06-03

《6月原油月报：逆经济的“风”，待OPEC+强化减产的救赎》

2019-06-12

目 录

供需双弱，旺季动煤缘何提涨？	4
（一）港口提涨的前因后果	4
（二）北港调入趋势性下滑更多的是主动原因	5
（三）预计7月中上旬将是现货转跌的窗口	7

图表目录

图表 1	北方四港锚地船数量	4
图表 2	煤炭沿海运价综合指数	4
图表 3	北方四港库存走势	4
图表 4	6 大电厂日耗走势	4
图表 5	动力煤期货和现货的相关性	5
图表 6	北方四主力港口日调入量走势	6
图表 7	晋蒙 5500 和陕 6200 大卡煤坑口价	6
图表 8	全社会用电结构增速	6
图表 9	2014-2019 年分产业增量用电中二产和三产+居民的贡献水平	7
图表 10	ZC907 截至 2019 年 6 月 21 日持仓 2.89 万手	7
图表 11	南京最高气温走势	7

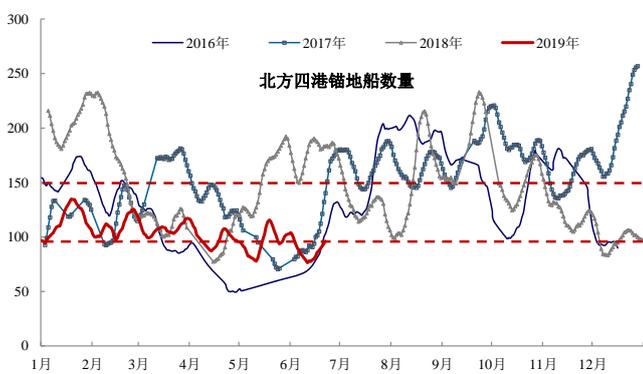
供需双弱，旺季动煤缘何提涨？

从静态的角度观察，动力煤如我们 6 月前瞻报告中所预测的那样，坑口和港口共振下跌，整体出现出过剩的特征。超预期事情在于，本周五港口 CCI 5500 大卡的煤价指数跳涨 5 元/吨，表现极为强势，本文将从该现象出发，寻找问题的根源，并以此为契机，对动力煤的基本面进行一个系统的梳理。

（一）港口提涨的前因后果

在 5000 卡的 CCI 指数连续几天上涨 1 元/吨以后，6 月 20 日 5500 大卡的 CCI 指数跳涨 5 元/吨，涨幅较为凌厉。从需求端进行梳理，可以发现期间港口的活跃度依旧维持低位，呈现出常态化的清淡成交水平。从领先指标看，沿海运价和锚地船数量整体均维持低位，这意味着此次涨价与批量采购需求无关，即与旺季无明显关联。

图表 1 北方四港锚地船数量



资料来源：wind、华创证券

图表 2 煤炭沿海运价综合指数



资料来源：wind、华创证券

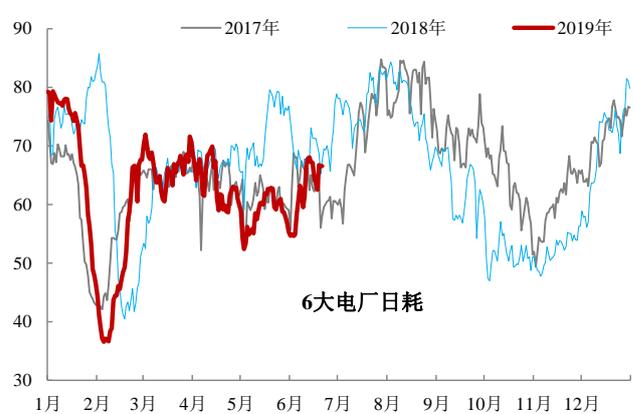
以库存走势作为供需的短期指标，北方主力四港近期库存快速下滑，似乎对港口贸易商的心态形成较为有力的支撑，使得能进行有效的挺价。但耐人寻味的是，四港库存进入 6 月以后持续下降，秦皇岛 5500 大卡末煤在 6 月 20 日还跌了 2 元/吨至 590 元/吨，这反映出贸易商呈对“旺季涨价”表现出的迟疑和担心，造成这一局面的主要原因是港口迟迟不见起色的交投氛围。

图表 3 北方四港库存走势



资料来源：wind、华创证券

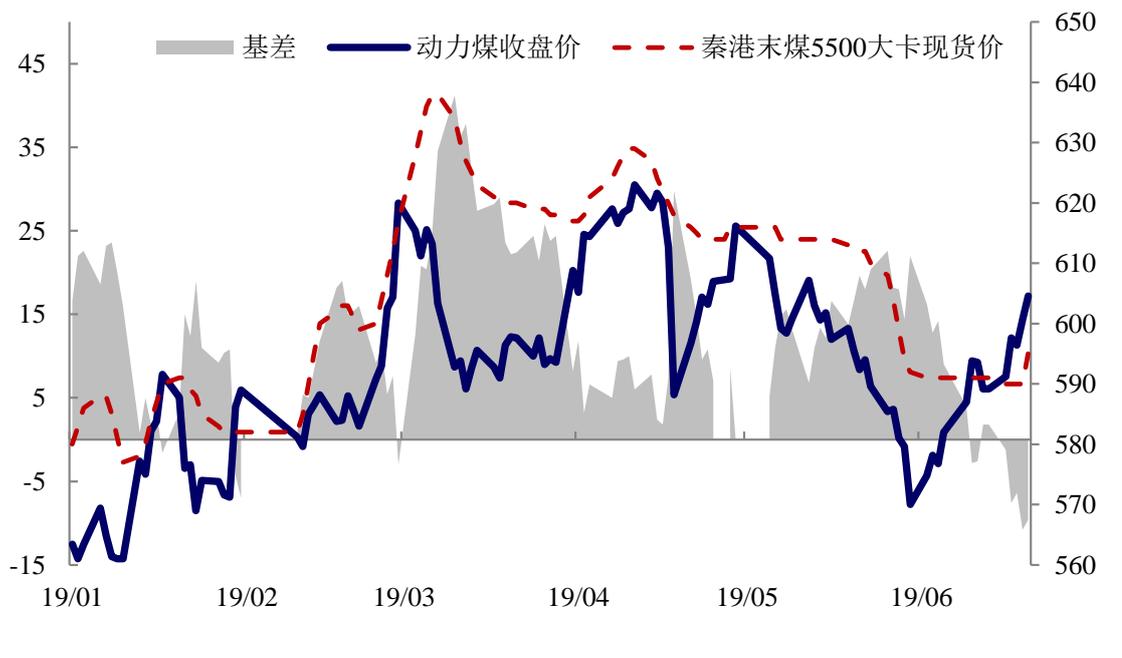
图表 4 6 大电厂日耗走势



资料来源：wind、华创证券

在实际的交易环节，据我们与港口相关单位和专业人士沟通的结果显示，6月19日开始，港口开始寻找低硫的山西煤，品质上与期货的交割品极为相似，随着6月20日盘面再次出现较为有力的提涨，当日港口询货变得更为积极，标的物还是低硫山西煤，但成交依然不畅。按照一般的经验，期货和现货联系日渐紧密，其中期货扮演预期引导的作用，领先现货出现方向，然后由现货来跟随期货的走势。因此，我们偏向于认为此次港口5500大卡CCI指数的大幅提涨，主要与ZC907合约交割品的采购有关。

图表 5 动力煤期货和现货的相关性



资料来源: wind、华创证券

从对后市的影响来看，在“日耗提升”无法证伪、北港库存快速下降的局面下，期货和现货的共振将产生比较热烈的情绪，即短期期现共振上行，但这个趋势将受到来自多个方向的预期压制，细节放在第三节与趋势一起阐述。

（二）一致的“长空”和摇摆的短多，北港调入趋势性下滑更多的是主动原因

目前对于后市煤价走势，长空基本是共识；但站在当下，短多尚有诸多分歧，整体呈现出一种较为吊诡的谨慎乐观的预期。对于悲观的逻辑，我们在月报里已经进行了充分的阐释，这背后主要是来自于对工业生产的悲观和高库存下旺季预期落空的预判。在这里，我们主要对多头眼中的“谨慎乐观”进行详尽的阐述。市场上现在“短多”预期的存在基本基于两点，其一是北港库存的快速下降给了贸易商以预期支撑；其二是夏天气温还有10摄氏度左右的提升空间。

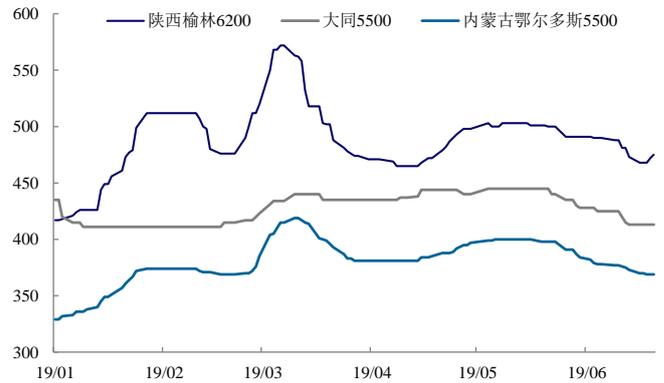
对于前者，需要阐明的主要是两点，第一，北港调入为何不断创新低；第二，贸易商手中的库存水平处于什么阶段。按照经验，北港调入减少主要分为主动和被动两种情况，2019年1月中旬矿难引发的调入减少属于被动的情况，这种情形出现的坑口和港口价格同步上行；而当下的情况刚好相反，在6月20日之前，港口坑口呈现出共振下跌的情形（港口因为绝对价格偏低，跌幅较小），这意味着调入的减产不在于产地缺煤，调入的减少更多来自于发运商的消极预期。2018年同期北港市场煤库存约为450万吨，而当下库存存在400万吨的水位上，处于中性偏低的水平，但还不至于形成“缺煤”的氛围。在边际上，在坑口快速下跌和港口止跌回暖的局面下，主运线预计将逐步出现发运利润，调入将出现边际好转，预计7月上旬北港将重回累库通道。

图表 6 北方四主力港口日调入量走势



资料来源: wind、华创证券

图表 7 晋蒙 5500 和陕 6200 大卡煤坑口价



资料来源: wind、华创证券

站在日耗的角度，其实主要是预判工业生产用电和居民+三产用电趋势，前者是工业生产的结果，后者是气温的结果。站在气温的角度，后续沿海几个省份均还有 10 摄氏度左右的提升空间，即三产+居民用电量季节性上一个台阶是确定性的事情，近 5 年 7 月三产+居民贡献增量用电均值为 216 亿千瓦时；二产贡献 365 亿千瓦时，并在随后的 8-9 月二产用电开始负增长。据统计局的数据，5 月二产用电增速仅录得 0.49% 的增速，与此同时，制造业生产还在进一步恶化的通道中，这意味着其增长不足将造成二产用电的旺季偏低；气温端，按照今年的气候预测，夏季为典型的厄尔尼诺，北方高温+南方低温，而六大电厂主要分布在南方，即下水煤通道将面临较为明显的需求不及预期，重点电厂日耗需求同比增速面临回落。

图表 8 全社会用电结构增速



资料来源: wind、华创证券

图表 9 2014-2019 年分产业增量用电中二产和三产+居民的贡献水平

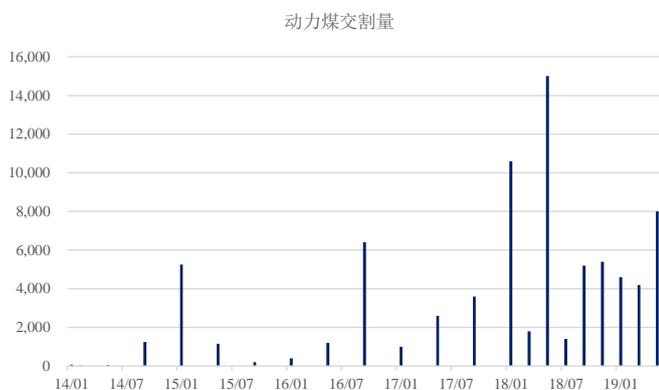
二产	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	5 年均值	2019 年
5 月	180	202	222	164	374	229	216
6 月	37	82	112	178	-2	82	
7 月	287	148	345	537	505	365	
8 月	-248	-127	-188	-471	-361	-279	
9 月	-309	-403	-534	-471	-541	-452	
10 月	167	171	291	229	216	215	
三产+居民	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	5 年均值	2019 年
5 月	-48	-55	-72	-73	-128	-75	-87
6 月	94	62	82	93	123	91	
7 月	148	137	225	264	309	216	
8 月	173	191	288	391	387	286	
9 月	-115	-114	-104	-165	-205	-141	
10 月	-204	-215	-342	-392	-478	-326	

资料来源: wind、华创证券

(三) 预计 7 月中上旬将是现货转跌的窗口

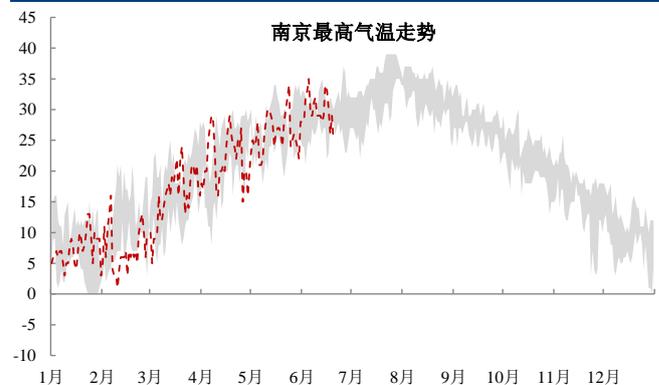
站在现货的角度上, 大的成交氛围仍是“清淡”为主, 但边际上已经由 07 交割品询货推动了“飞轮”, ZC907 合约持仓降低至合理水平前, 整体呈现出现期共振的强势走法。但由于“交割品”询货属于短期的行为, 且 07 合约交割品需求量并不大, 所以持续性较差的特征将十分明显, 预计现货的上涨幅度将在 30 元/吨以内, 即秦港 5500 大卡末煤的顶部在 620 元/吨以内, 时间持续性为 1-2 周。在“交割行情”之后, 气温驱动的日耗提升将以消耗终端电厂库存为主, 北港交投大概率将重回清淡。更值得重视的事情是, 晋陕蒙各条运线有望相继出现发运利润, 坑口价格止跌和港口调入量回升有望同步出现, 北港的累库预计近期就有启动的可能性, 而价格预计将在 7 月中上旬开始加速下行。

图表 10 ZC907 截至 2019 年 6 月 21 日持仓 2.89 万手



资料来源: wind、华创证券

图表 11 南京最高气温走势



资料来源: wind、华创证券

站在期货的角度，当前 ZC909 的价格已经接近前高，但“高库存、高供给、弱需求”的组合跟矿难后的“供给受限、低库存、弱需求”组合相比并无本质性改善，月差结构向下的趋势十分显著，这就意味着“中期悲观”的预期已经确立，前高便会封死当前活跃合约的走势，即期货对现货的引导作用仅余 10 元/吨的空间。无论是现货掉头还是期货见顶，都会对旺季煤价趋势形成较为显著的阻力。

整体而言，旺季煤价下行趋势已经较为显著。承接 6 月月报所述，6 月秦港末煤价格中枢为 590 元/吨，7 月预计将下一个台阶。

钢铁煤炭组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

高级研究员：罗兴

香港科技大学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500