

采掘行业深度研究报告

动煤价格预测专题：下半年价格中枢约 580 元/吨，节奏取决于进口煤政策

推荐（维持）

- **煤价收敛缘于下游掌握了采购节奏的主动权。**若将煤价放入此轮供改周期中观察，煤价的最高点 765 元/吨出现在 2018 年的 2 月初，核心驱动在于旺季之后剧烈的“倒春寒”，但在“产地春节免休保产量、铁总保运输、港口行政限价进港”和“淡季预期”的综合作用下开启剧烈下行的周期，整体呈现出涨跌幅收窄的收敛特征。造成煤价逐步收敛的原因主要是两个：1) 长协煤占比逐步提升，长协煤对需求的响应较为充分，进而使得市场煤相对边缘，价格愈发稳定；2) 终端电厂库存逐步抬升，对于采购节奏的掌握能力得以大幅提升。
- **2019 年转入过剩缘于需求低迷。**在 2019 年过去的时间里，煤价有两个重要的时间拐点：一个是陕西榆林 112 矿难，另一个则是 3 月中旬。在 112 矿难之后的 2 月，因为春节+矿难的影响，动力煤产量环比下降 5220 万吨，净进口环比下降 1150 万吨，显著高于 2017 年的 4340 万吨和 206 万吨（2018 春节保供不具可比性），4400 万吨供需缺口驱动秦港末煤完成了 32 元/吨的主升浪；进入 3 月以后，随着产量和进口的恢复性增长，供需缺口基本弥合，价格走出了季度级别的拐点。按照年初的预期，动力煤产量增速为 7500 万吨（同比 2.5%），而需求端同比增长 4400 万吨（同比 1.4%），其中电力用煤需求增长 5900 万吨（同比 3%），供需整体保持紧平衡。但在上半年 1-5 月份的数据中，产量累计同比增长 2.7%，需求累计同比增长 2.1%，其中电煤需求增长仅达到 1.9%，对需求形成拖累。更麻烦的事情是，进入 5 月以后，电煤需求开始负增长，整体需求增长也转负，而产量增速开始加速，动力煤开始出现过剩的特征，且这一特征在 6 月产量的加速释放中愈演愈烈。
- **供需严重失衡有待高产量增速确认。**在供需关系上，一共出现 2*3 六种组合，在供给的消极假设下，即总供给 18.2 亿吨，下半年消极、中性和积极需求假设下，动力煤依次过剩 1.4 亿吨、1.1 亿吨和 1 亿吨；在供给的中性假设下，即总供给 16.8 亿吨，下半年消极、中性和积极需求假设下，动力煤依次供需均衡、紧缺 0.3 亿吨和 0.4 亿吨。
- **煤价走势取决于进口煤管控节奏。**在供需面上，若需求预期为消极，动力煤过剩的格局已经十分明显，价格整体方向为向下寻底，而最坚实的底部便是年度长协价格上方的政策底。在托底的政策工具中，较为温和的是进口煤调控，较为激烈的是生产控制（如 2016 年 2 月的 276 政策），在当下秦港 5500 大卡末煤价格中枢还在 600 元/吨的状态下，激烈的政策难以出现，改变价格节奏的主要是进口煤控制。在政策窗口上，预计 9 月煤价快速下跌至年度长协附近时，出现第一次严格的进口限制；另外一次料将出现在最后两个月进口煤总量接近 2018 年全年总量时；而在旺季，进口控制将以海关总署协调额度和自律控制为主，难以在进口量上形成明显的压制。
- **下半年价格中枢预计为 580 元/吨。**在价格中枢上，1-6 月秦港 5500 大卡末煤价格中枢为 605 元/吨，下半年价格中枢预计为 580 元/吨，区间为 560-600 元/吨，有力度的反弹取决于进口煤收紧政策的时点。按照季节性，电厂库存全年高点出现在 Q4，Q2 和 Q3 库存中枢基本稳定。但在过剩特征首次出现的 2018 年，库存中枢从 Q1 开始逐季度上升，高点达到 8820 万吨。而在当下的 2019Q2，库存中枢已经高达 8000 万吨，同比高 1380 万吨，且预计仍将在过剩的局面中高位再攀升，下半年库存中枢有望突破亿吨大关。
- **风险提示：**贸易摩擦根本性好转。

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

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)	66	1.82
总市值(亿元)	25,411.52	4.28
流通市值(亿元)	20,097.27	4.6

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-3.36	4.02	7.89
相对表现		-2.82	-16.17	-1.13



相关研究报告

《6月原油月报：逆经济的“风”，待 OPEC+强化减产的救赎》

2019-06-12

《采掘行业重大事项点评：供需双弱，旺季动煤缘何挺涨？》

2019-06-24

《采掘 7 月视角：周期再定位，煤炭股静待中报业绩超预期》

2019-07-11

目录

一、复盘：煤价逐步收敛，2019 年核心在于需求破局.....	4
（一）煤价收敛缘于下游掌握了采购节奏的主动权.....	4
（二）2019 年转入过剩缘于需求低迷.....	5
二、预测：需求增长乏力，下半年价格中枢下沉，节奏看政策调控.....	6
（一）供需严重失衡有待高产量增速确认.....	6
（二）煤价走势取决于进口煤管控节奏.....	7
（三）库存高位攀升可期.....	7
三、风险提示.....	7

图表目录

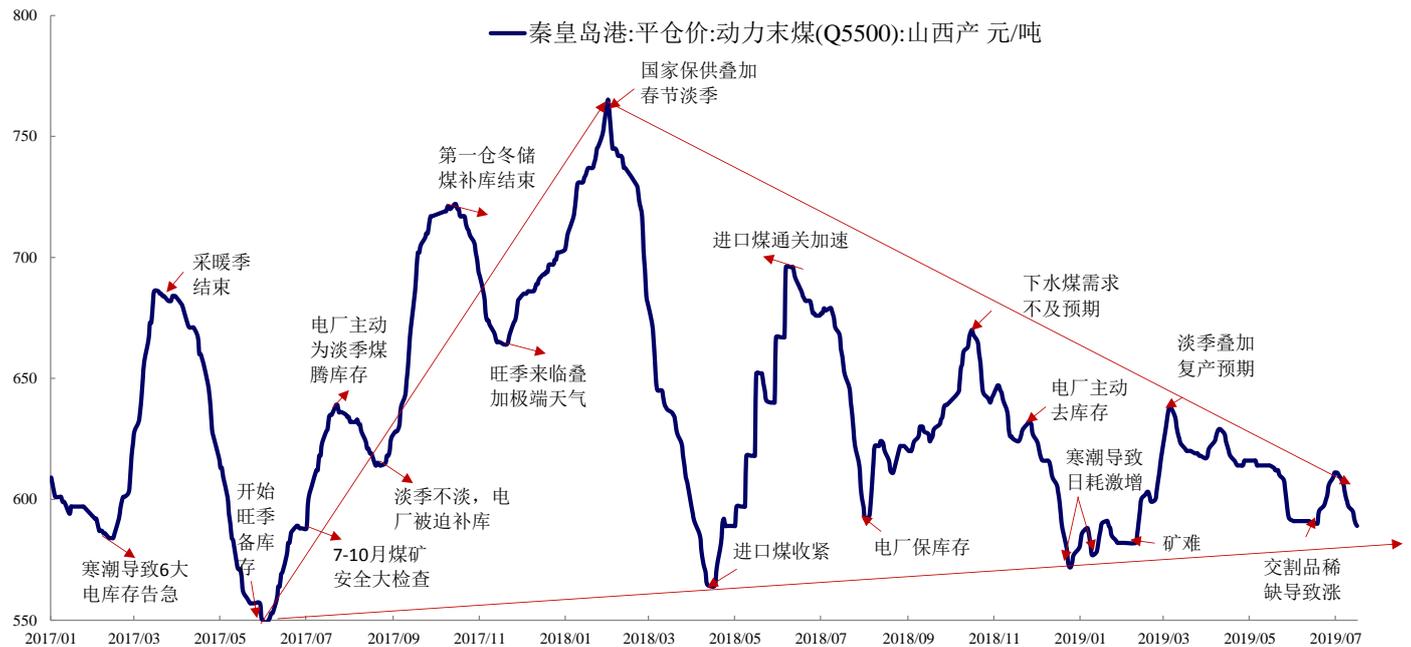
图表 1 动力煤价格走势回顾.....	4
图表 2 沿海电厂基本掌握了对北港的采购节奏.....	4
图表 3 北港锚地船数量处于小幅震荡区间.....	4
图表 4 2019 年年初测算的动力煤供需平衡表.....	5
图表 5 2019 年 1-5 月份动力煤供需平衡表.....	5
图表 6 动力煤分月供需平衡表测算（按照供给中性，需求消极测算）.....	6
图表 7 重点电厂库存季度均值走势.....	7

一、复盘：煤价逐步收敛，2019 年核心在于需求破局

(一) 煤价收敛缘于下游掌握了采购节奏的主动权

若将煤价放入此轮供改周期中观察，煤价的最高点 765 元/吨出现在 2018 年的 2 月初，核心驱动在于旺季之后剧烈的“倒春寒”，但在“产地春节免休保产量”、“铁总保运输”、“港口行政限价进港”和“淡季预期”的综合作用下开启剧烈下行的周期，整体呈现出涨跌幅收窄的收敛特征。

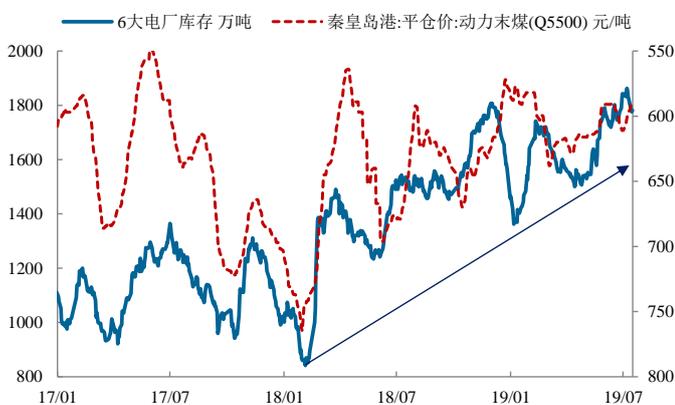
图表 1 动力煤价格走势回顾



资料来源：华创证券整理

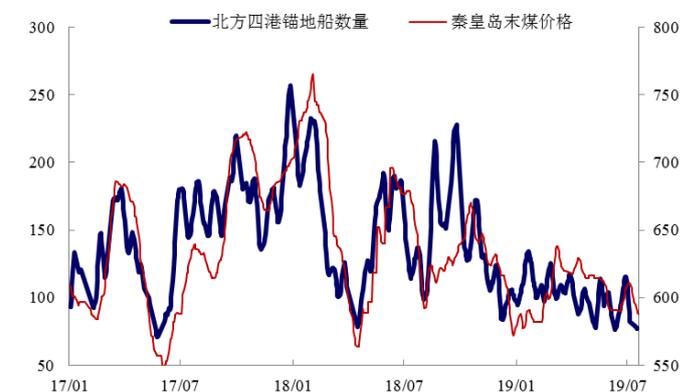
造成煤价逐步收敛的原因主要是两个：1) 长协煤占比逐步提升，长协煤对需求的响应较为充分，进而使得市场煤相对边缘，价格愈发稳定；2) 终端电厂库存逐步抬升，对于采购节奏的掌握能力得以大幅提升。

图表 2 沿海电厂基本掌握了对北港的采购节奏



资料来源：wind、华创证券

图表 3 北港锚地船数量处于小幅震荡区间



资料来源：wind、华创证券

(二) 2019 年转入过剩缘于需求低迷

按照年初的预期，动力煤产量增速为 7500 万吨（同比 2.5%），而需求端同比增长 4400 万吨（同比 1.4%），其中电力用煤需求增长 5900 万吨（同比 3%），供需整体保持紧平衡。但在上半年 1-5 月份的数据中，产量累计同比增长 2.7%，需求累计同比增长 2.1%，其中电煤需求增长仅达到 1.9%，对需求形成拖累。更麻烦的事情是，进入 5 月以后，电煤需求开始负增长，整体需求增长也转负，而产量增速开始加速，动力煤开始出现过剩的特征，且这一特征在 6 月产量的加速释放中愈演愈烈。

图表 4 2019 年年初测算的动力煤供需平衡表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
产量	27.54	28.74	29.60	30.35
净进口	1.89	1.96	2.12	1.92
总供给	29.43	30.69	31.72	32.27
电力	19.11	18.81	19.71	20.30
冶金	1.42	1.44	1.54	1.54
化工	2.07	1.76	1.75	1.95
建材	4.95	3.06	2.83	2.83
供热	2.20	2.32	2.65	2.65
其他	1.25	3.98	3.70	3.35
总需求	31.01	31.37	32.17	32.62
供需缺口	-1.58	-0.68	-0.45	-0.34

资料来源：国家统计局、华创证券

在 2019 年过去的的时间里，煤价有两个重要的时间拐点：一个是陕西榆林 112 矿难，另一个则是 3 月中旬。在 112 矿难之后的 2 月，因为春节+矿难的影响，动力煤产量环比下降 5220 万吨，净进口环比下降 1150 万吨，显著高于 2017 年的 4340 万吨和 206 万吨（2018 春节保供不具可比性），4400 万吨供需缺口驱动秦港末煤完成了 32 元/吨的主升浪；进入 3 月以后，随着产量和进口的恢复性增长，供需缺口基本弥合，价格走出了季度级别的拐点。

图表 5 2019 年 1-5 月份动力煤供需平衡表

2019 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
产量	24,506	19,283	25,037	24,463	25,900
净进口	2,571	1,420	1,695	1,758	2,130
总供给	27,077	20,703	26,732	26,221	28,030
电力	17,046	15,208	16,246	15,118	15,602
冶金	1,277	1,229	1,353	1,341	1,439
化工	1,500	1,338	1,608	1,607	1,646
建材	1,482	1,338	2,394	2,849	3,030
供热	4,318	3,829	2,944	1,871	990
其他	2,440	2,185	2,584	3,038	3,028
总需求	28,063	25,127	27,129	25,824	25,735
供需缺口	-986	-4,424	-397	397	2,295

资料来源：wind、华创证券

二、预测：需求增长乏力，下半年价格中枢下沉，节奏看政策调控

（一）供需严重失衡有待高产量增速确认

从原煤产量看，6月全国产原煤3.3亿吨，单月同比高增12%，产量呈现加速释放的特征。若往后单月产量均保持10%的增速，2019年预计将产原煤37.6亿吨，同比增长2.1亿吨（同比5.9%），其中7-12月产原煤20.0亿吨，同比增长1.8亿吨（同比10%）；若往后的7-12月单月产量均保持3.3亿吨，2019年预计将产原煤37.5亿吨，同比增长2.0亿吨（同比5.6%），其中7-12月产原煤20.0亿吨，同比增长1.8亿吨（同比10%）。

在焦煤产量平稳的假设下，原煤产量的增量部分基本是动力煤。1) 在6月产量数据基础上，动力煤下半年产量在20亿吨附近，下半年产量均为17.4亿吨（15.6亿吨+1.8亿吨）；2) 若将6月原煤产量数据取为异常值，中性预期下可取2019年动力煤产量增速取2019年1-5月累计增速3%作为假设值，预计7-12月动力煤产量16.0亿吨；进口按照平控预期测算，即总进口2.8亿吨，其中焦煤0.8亿吨，动力煤2亿吨，下半年动力煤还剩额度0.8亿吨，月均1300万吨；总供给消极假设下为18.2亿吨，中性假设下16.8亿吨。

需求端，冶金、建材和其他三个板块的需求增速取1-5月的累计增速作为下半年的单月增速假设，依次为9%、9%和-10%。至于化工板块，考虑到当前利润已经处于低谷，耗煤量的抬升更多的是新产能的投放而不是产能利用率的提升，因此假设后续需求增速与5月单月相同，取值14%。最重要也是最难以框定的是电煤需求增速：1) 中性假设当为1-5月电煤需求累计增速的2%；2) 消极假设是5月单月增速的-1%；3) 积极假设仍为年初的3%，三种不同假设下7-12月电煤需求量依次为10.5亿吨、10.2亿吨和10.7亿吨，加上其余四个板块的需求6.6亿吨，总需求依次为17.1亿吨、16.8亿吨和17.2亿吨。

在供需关系上，一共出现2*3六种组合，在供给的消极假设下，即总供给18.2亿吨，下半年消极、中性和积极需求假设下，动力煤依次过剩1.4亿吨、1.1亿吨和1亿吨；在供给的中性假设下，即总供给16.8亿吨，下半年消极、中性和积极需求假设下，动力煤依次供需均衡、紧缺0.3亿吨和0.4亿吨。

图表6 动力煤分月供需平衡表测算（按照供给中性，需求消极测算）

2019年	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
产量	27,383	23,803	25,735	27,284	26,211	27,429	29,304
净进口	1,830	1,830	1,830	1,330	1,330	1,430	846
总供给	29,213	25,633	27,565	28,614	27,541	28,859	30,150
电力	15,641	17,866	18,295	15,540	15,349	16,066	18,941
冶金	1,460	1,499	1,448	1,524	1,444	1,364	1,373
化工	1,629	1,647	1,653	1,706	1,692	1,657	1,660
建材	2,789	2,704	2,638	2,901	3,075	2,954	2,582
供热	1,077	1,073	1,193	1,267	2,226	3,618	3,650
其他	2,951	2,867	3,211	2,991	3,008	2,579	2,506
总需求	25,547	27,656	28,438	25,930	26,792	28,239	30,713
供需缺口	3,666	-2,023	-873	2,683	749	620	-562

资料来源：wind、华创证券测算

（二）煤价走势取决于进口煤管控节奏

在供需面上，若需求预期为消极，动力煤过剩的格局已经十分明显，价格整体方向为向下寻底，而最坚实的底部便是年度长协价格上方的政策底。在托底的政策工具中，较为温和的是进口煤调控，较为激烈的是生产控制（如2016年2月的276政策），在当下秦港5500大卡末煤价格中枢还在600元/吨的状态下，激烈的政策难以出现，改变价格节奏的主要是进口煤控制。

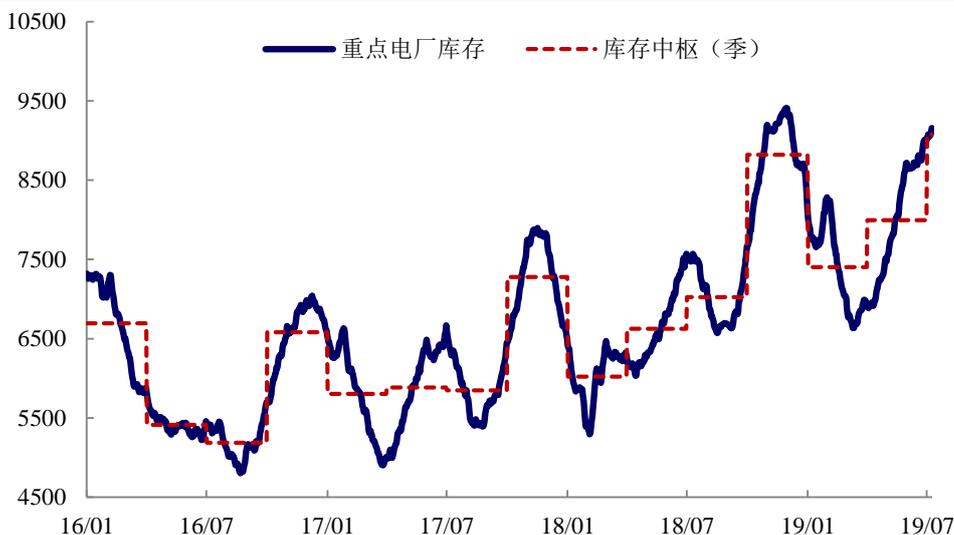
按照2019年2亿吨的动力煤进口额度测算，1-5月进口量为1亿吨，6月煤炭净进口量为2677万吨，按照80%为进口煤简单算，6月动力煤净进口仍在2100万吨以上，即下半年剩余额度约0.8亿吨，单月额度约1300万吨。在政策窗口上，预计9月煤价快速下跌至年度长协附近时，出现第一次严格的进口限制；另外一次料将出现在最后两个月进口煤总量接近2018年全年总量时；而在旺季，进口控制将以海关总署协调额度和自律控制为主，难以在进口量上形成明显的压制。

在价格中枢上，1-6月秦港5500大卡末煤价格中枢为605元/吨，下半年价格中枢预计为580元/吨，区间为560-600元/吨，有力度的反弹取决于进口煤收紧政策的时点。

（三）库存高位攀升可期

按照季节性，电厂库存全年高点出现在Q4，Q2和Q3库存中枢基本稳定。但在过剩特征首次出现的2018年，库存中枢从Q1开始逐季度上升，高点达到8820万吨。而在当下的2019Q2，库存中枢已经高达8000万吨，同比高1380万吨，且预计仍将在过剩的局面中高位再攀升，下半年库存中枢有望突破亿吨大关。

图表 7 重点电厂库存季度均值走势



资料来源: wind、华创证券

三、风险提示

贸易摩擦根本性好转。

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
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500