

新逻辑 强博弈

摘要

回顾2018年上半年的动力煤价格走势，可以说是此起彼伏，价格走势转换更加频繁、剧烈。动力煤基本面受到众多因素叠加影响，供给和需求双方随着时间的推进，各自进行着双向博弈。形成价格波动的主要矛盾从中期的政策调控与季节轮换导致的供需错配，转向以政策限价保供和供需矛盾加剧导致的短期价格对抗，同时由于监管职能的不同，政策间博弈诱发价格分歧产生。整体来看，年初至今，动力煤价格共经历了3轮上涨和2轮下降，并且较大级别的价格反转多与政策调控有关，中长期的价格单边走势一去不返。

从供给方面看，提高产能置换、释放新增产量与安全检查、环保限产相互制约；供暖季恶劣天气促使保供抑价效果明显；二季度进口煤再度收紧叠加新增供给缓慢，加剧供需矛盾；2018年去产能任务有望提前完成，但新增产量增速有放缓趋势，总体维持小幅增长。

从需求方面看，呈现出增长的时间相对提前且空间相对较高的特点，其中天气因素成为了制约煤炭需求水平的主要影响因素之一；随着气温的快速升高，第三产业及居民用电高增幅成需求重要推动力，整体对旺季煤炭需求拉动作用明显。供需双方均伴随政策调控风险，我们看好迎峰度夏旺季日耗表现，预计今年夏天六大电厂日耗最高有望创出新高。供需缺口扩大将支撑动力煤价格高位运行。

中期风险主要集中在发改委政策调控及环保限产政策间制衡矛盾以及先进产能、产量释放情况。操作上建议企业维持按需采购策略，库存保持常备或稍高库存水平以应对煤价上行，减轻补库压力。下半年，我们认为煤价会震荡走强，建议ZC809在回调多单介入，同时维持09-01合约价差走强预期判断，可逢低进行跨期正套操作。具体买入节奏需要根据市场矛盾再行确定。对于09合约亦可相应的买入看涨期权，同样，可以选择相应执行价格的卖出看跌期权策略，收取权利金，并在跌破时转为期货多头头寸，实现买入操作。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

张元桐

010-83168383

zhangyuantong@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012863

目录

第 1 章	动力煤价格走势回顾	4
第 2 章	动力煤供应格局.....	4
2.1.	新增产能仍集中“三西”，全国产量释放乏力	4
2.2.	进口煤限制调整缓解短期市场煤供需矛盾	5
第 3 章	动力煤需求格局.....	7
3.1.	煤炭消费结构分析	7
3.2.	1-5 月份火电及水电发力带动发电总量同比快速增加.....	7
3.3.	来水情况.....	10
第 4 章	运输及库存	10
4.1.	西煤东运 铁路运力偏紧.....	10
4.2.	海运分析及港口库存	11
4.3.	电厂库存.....	13
第 5 章	煤炭价格走势分析	15
5.1.	煤炭市场价格运行的主要矛盾已变化.....	15
5.2.	动力煤期现基差、价差分析	15
第 6 章	风险与策略建议.....	16
	南华期货分支机构	17
	免责声明.....	19

图表目录

图 1.1: 秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价	4
图 2.1: 1-5 月份原煤产量累计 14.0 亿吨, 同比增长 4.0%	5
图 2.2: 1-5 月份进口煤炭累计 1.2 亿吨, 同比增长 8.2%	6
图 3.1: 六大发电集团日均耗煤量	7
图 3.2: 粤电日均耗煤量	8
图 3.3: 浙电日均耗煤量	8
图 3.4: 第三产业及居民用电对旺季煤炭需求拉动作用明显	9
图 3.5: 火电和水电发力带动发电总量同比增加	9
图 3.6: 水力发电累计同比	10
图 4.1: 大秦线煤炭运量累计值递增至瓶颈	11
图 4.2: 煤炭沿海运价	12
图 4.3: 全国主要港口煤炭库存	12
图 4.4: 秦皇岛港库存季节图表	13
图 4.5: 六大发电集团煤炭库存	14
图 4.6: 六大发电集团煤炭库存可用天数	14
图 5.1: 动力煤期现价格及基差	15
图 5.2: 动力煤 1809-1901 价差	16

第1章 动力煤价格走势回顾

回顾 2018 年上半年的动力煤价格走势，可以说是此起彼伏，价格走势转换更加频繁、剧烈。动力煤基本面受到众多因素叠加影响，供给和需求双方随着时间的推进，各自进行着双向博弈。形成价格波动的主要矛盾从中期的政策调控与季节轮换导致的供需错配，转向以政策限价保供和供需矛盾加剧导致的短期价格对抗，同时由于监管职能的不同，政策间博弈诱发价格分歧产生。整体来看，年初至今，动力煤价格共经历了 3 轮上涨和 2 轮下降，并且较大级别的价格反转多与政策调控有关，中长期的价格单边走势一去不返。

从供给方面看，提高产能置换、释放新增产量与安全检查、环保限产相互制约；供暖季恶劣天气促使保供抑价效果明显；二季度进口煤再度收紧叠加新增供给缓慢，加剧供需矛盾；从需求方面看，天气因素对煤炭需求影响增加；第三产业及居民用电高增幅成需求重要推动力。供需双方均伴随政策调控风险，进入夏季动力煤需求高峰，供需缺口扩大将支撑动力煤价格高位运行。

图 1.1：秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价



数据来源：Wind 南华期货研究所

第2章 动力煤供应格局

2.1. 新增产能仍集中“三西”，全国产量释放乏力

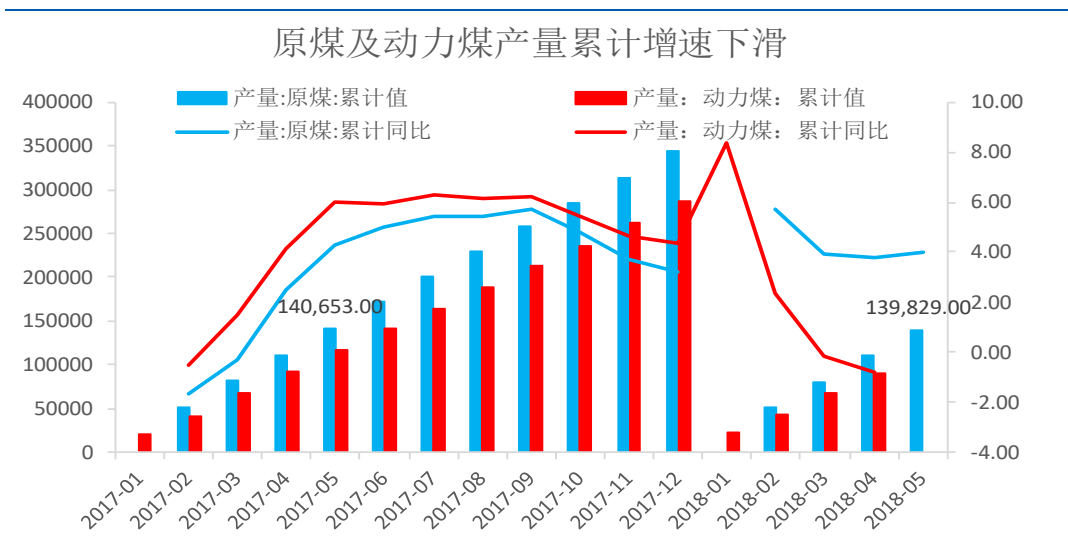
国家发改委资料显示，截至 2017 年底中国煤矿总产能 51-52 亿吨/年。根据国家能源局 2018 年第 3 号公告，目前各类合法产能合计约为 43.6 亿吨，其中：证照齐全的煤矿 3907 处，合计产能 33.36 亿吨；已核准（审批）、开工建设煤矿 1156 处，产能 10.19 亿吨（已建成、进入联合试运转的产能 3.57 亿吨，其他在建煤矿产能 6.62 亿吨）。此外，违法违规产能有仍近 8 亿吨等待置换或关停。

产能及在建产能主要集中在“三西”地区。2017 年底“三西”地区即山西 (9.05 亿吨)、陕西 (3.82 亿吨)、内蒙古 (8.22 亿吨)，合计产能 21.1 亿吨，占全国比重 63%。山西、陕西、内蒙古在建产能分别为 2.99 亿吨、1.84 亿吨和 2.72 亿吨，合计 7.55 亿吨，占全国比重超过 71%，另外，宁夏、云南、黑龙江、贵州等省份建设产能规模也在全国前列，未来也可能会有产能释放。

原煤产量增速较低，2018 年可能不及预期。供给侧改革自 2016 年初拉开序幕，并且当年就卓有成效。2016 年原煤产量 34.1 亿吨，同比下行近 9%；2017 年国民经济稳中向好，煤炭需求回升，原煤产量恢复性增长。全年原煤产量 35.2 亿吨，同比增长 3.3%；2018 年 1-5 月，全国原煤产量累计完成 13.98 亿吨，同比增长 4%。值得商榷的是，国家统计局信息显示，2017 年 1-5 月份全国原煤产量累计完成 14.06 亿吨，使得我们对数据来源的准确性需要验证的同时，对 2018 年的产量预期可能要有所调整。

2018 年一季度受全国大范围恶劣天气影响，为保障煤炭需求，稳定煤价，大部分国有煤炭企业在春节期间加紧煤炭产出，并在节后快速复产，缓解了煤炭需求紧张，平抑了煤炭价格的异常波动。随后在三月重要会议期间，煤炭生产以安全检查为主，产量并未受到过多影响。进入二季度，原煤产量始终未出现大幅提升，与去年同期月度产量相差无几。虽然伴随夏季用煤旺季到来，原煤产量增速或将有所恢复。但大幅增加或难以实现。2016 年计划 2.5 亿吨，实际年底上报 2.9 亿吨，2017 年计划 1.5 亿吨，实际年底上报 1.9 亿吨。过去两年去产能任务的高效完成，去掉的都是产能出清无效产能，并未实现有效产能的合理增加，考虑安全、环保形势趋严，整体释放的产量可能较为有限，因此我们预计 2018 产量释放可能不及预期，(2018 年报预测新增产量 9000 万吨) 即 2018 年预计产量 36 亿吨左右。

图 2.1：1-5 月份原煤产量累计 14.0 亿吨，同比增长 4.0%



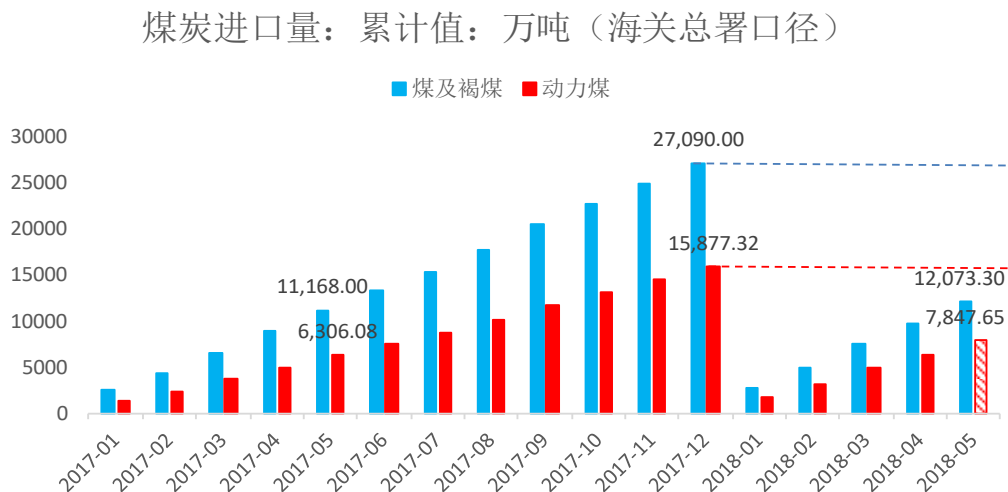
数据来源：Wind 南华期货研究所

2.2. 进口煤限制调整缓解短期市场煤供需矛盾

作为煤炭供给的重要补充，2016 年以前由于产能过剩，进口煤总量逐年下滑，随着供给侧改革

开始实施，进口煤总量完成了底部反转，2017 年全年煤炭进口量已回升至 2.7 亿吨。海关总署最新公布的数据显示，2018 年 1-5 月份中国进口煤炭累计 1.2 亿吨，同比增长 8.2%。由于近期海关总署暂停数据公布根据历史数据测算后，我们预计中国 1-5 月份进口动力煤累计 7847 万吨，累计同比增加 24%。之所以有此估计参照依据是动力煤进口数量占煤炭总进口量相对稳定，并且符合年初至今国家对于煤炭进口的政策调控。

图 2.2：1-5 月份进口煤炭累计 1.2 亿吨，同比增长 8.2%



数据来源：Wind 海关总署 南华期货研究所

近日有传言称，国家或将再度放开进口煤通关限制，缩短进口煤通过时间，同时扩大进口煤中电煤占比。今年一季度由于恶劣天气影响，煤炭价格供需矛盾加剧，煤价居高不下。通过放开进口煤限制，一定程度上缓解了煤炭供给压力。尤其是在电厂库存濒临警戒水平后，保障了民生用电需求。但是，4 月中旬宣布收紧进口煤则成为了年内煤价第二轮上涨的导火索。而对于近期进口煤再度放开的传言，一方面是由于煤价高位运行，市场政策调控预期升温；另一方面，从下游终端电厂方面了解到，6 月初在电厂日耗增加及近期环渤海港口调出不畅的情况下，六大电厂的库存不降反升，说明进口煤尤其是电煤限制已放宽。目前看，依照全年进口量不超去年总量已不现实，由于第一季度已大幅使用进口额度，短期再度放开限制，将使得第四季度供暖季捉襟见肘。未来或将有选择的增加电煤进口额度，并增加从美国进口的数量。但近期的中美贸易开战，导致中国将加收美国进口煤炭的 25% 的进口关税，使得此说法不攻自破。中国不仅不会增加美国进口煤数量，反而会因大幅上调关税而选择从其他国家进口。预计 2018 年国内进口煤量与上年度基本持平或略有增长，大致在 2.7-3.0 亿吨水平。

供给小结：一季度煤炭供给力度并未延续至当下。供给释放不充分源自在建矿井时间周期较长，“违法违规”产能置换指标以及安全、环保要求趋严背景下使得产量释放有限，煤炭供给格局整体偏紧。随着进入夏季用煤旺季，煤炭产量增速将有所回升，但保供压力依旧巨大。新增产量可能低于 9000 万吨，即 2018 年产量预计 36 亿吨左右，再考虑进口煤量 2.7-3.0 亿吨，总供给量约为 38.7-39 亿吨。

第3章 动力煤需求格局

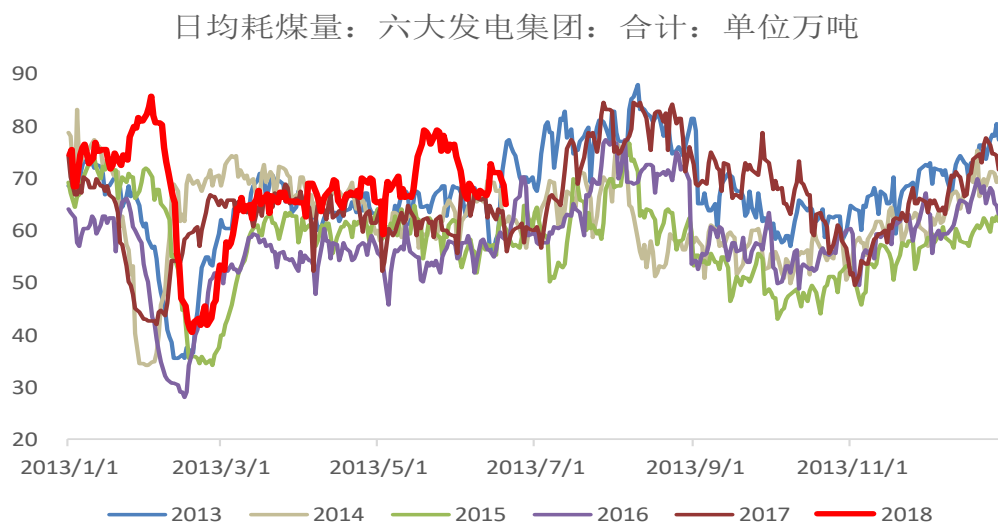
3.1. 煤炭消费结构分析

能源消费动力煤消费结构来看，电力行业始终占据着主导地位。从绝对值的角度来看，电力消费量的提升主要受益于社会用电总需求。而建材行业与化工行业动力煤消费量表现出明显的此消彼长，前者主要因为环保政策下的产能受限，而后者虽然亦受到环保政策的消极影响，但是由于煤化工产品弹性的提升呈现出明显扩张态势。

3.2. 1-5 月份火电及水电发力带动发电总量同比快速增加

造成上半年供需矛盾不断加剧，除了煤炭供给释放不充分外，煤炭需求增长的时间相对提前且空间相对较高，其中天气因素成为了制约煤炭需求水平的主要影响因素之一。在一季度的报告中，我们较为详尽的阐述了由于 2017-2018 供暖季的恶劣天气，导致居民供暖需求的增加，引发供需失衡，才有后来的煤炭“保供”。进入二季度，并未如我们所预料的那样，煤炭需求进入传统淡季。相反，随着气温的快速升高，第三产业及城镇居民用电量增速也快速上升。淡季不淡成为我们对二季度煤炭需求常用表述。

图 3.1：六大发电集团日均耗煤量

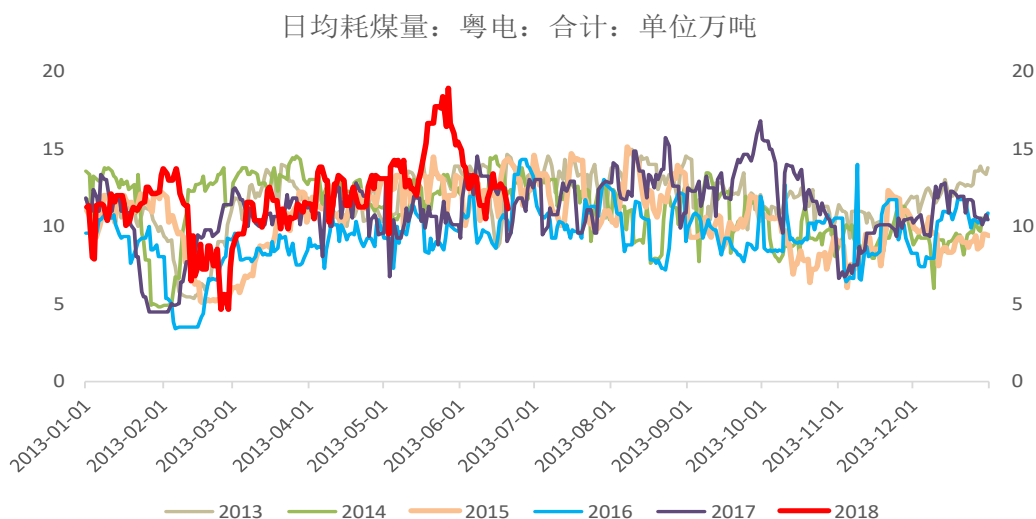


数据来源：Wind 南华期货研究所

从数据上看，我们发现由于一季度的恶劣天气导致，沿海六大电厂日耗中枢整体上移。春节过后，煤炭日耗水平回归也维持在五年高位，尤其是进入五月后，日耗水平大幅跃升至 80 万吨/天附近，与 2017 年“迎峰度夏”相比也不遑多让。通过对气温数据进行对比后发现，五月中旬开始，华东、华南地区气温快速回升。将沿海六大发电集团分布细化后，我们发现电网主要覆盖广东、广西、云南、贵州、海南以及浙江地区，并且同期水电补充作用较弱，这两家电厂日耗上调幅度较大。虽然其他电

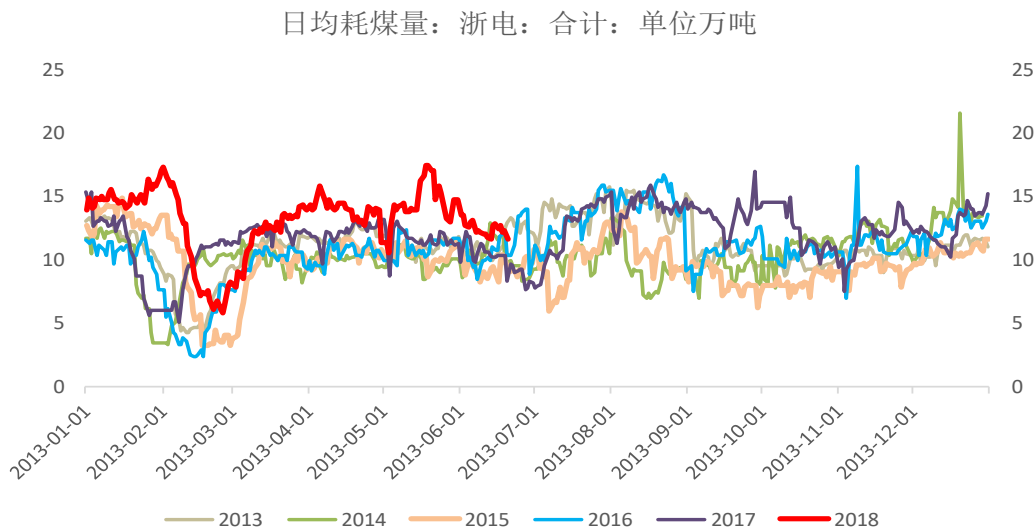
厂日均耗煤量也出现不同程度的提升，但从对整体的拉动作用来讲，粤电及浙电的贡献度最大。

图 3.2：粤电日均耗煤量



数据来源：Wind 南华期货研究所

图 3.3：浙电日均耗煤量

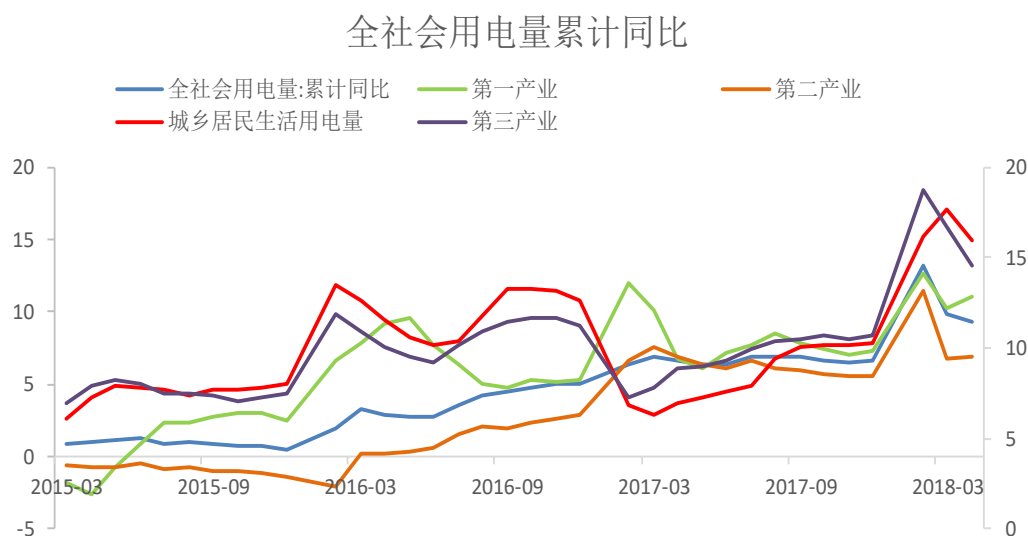


数据来源：Wind 南华期货研究所

随后，6 月初华南地区持续遭受台风等强对流天气影响，气温下降及降水增加，降低了整体电力需求，同时增加了水电对火电的替代效应，叠加重要会议环保限产等政策调控，水泥、建材等下游终端错峰生产，一系列综合效应减轻了下游电厂的供电压力。沿海六大电厂日耗从 6 月初开始回落。部分电厂甚至出现防止弃水，临时关闭火电发电机组现象。可以说，进入夏季用电高峰，天气因素成为了制约煤炭需求水平的主要影响因素之一。截稿前气温又再度回升的势头，电厂日耗跃升至 73 万吨/

天, 使得上述判断得以验证。

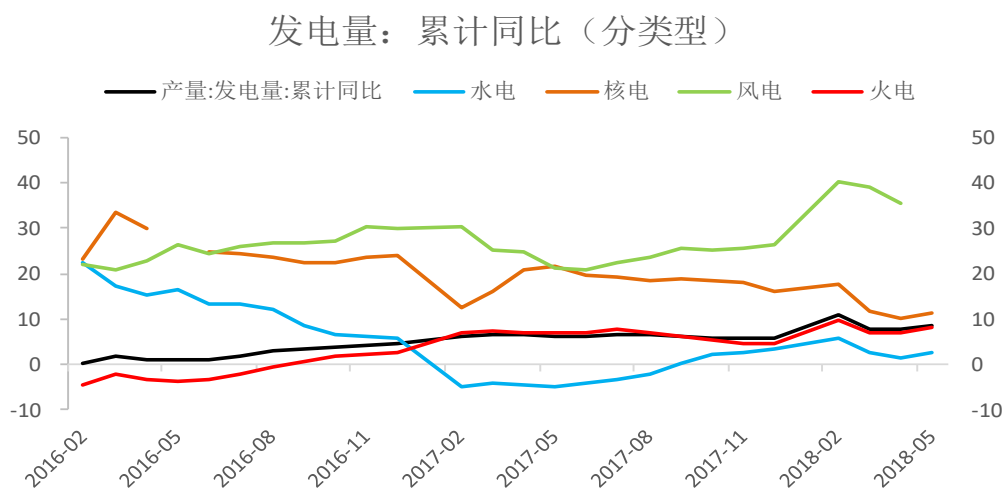
图 3.4: 第三产业及居民用电对旺季煤炭需求拉动作用明显



数据来源: Wind 南华期货研究所

与用电量相匹配, 全社会发电量也呈现快速增加态势。最新数据显示, 2018 年 1-5 月, 中国发电量累计 26361 亿千瓦时, 累计同比增长 8.5%, 较前 4 月份增加 0.8 个百分点; 其中火力发电量 19914 亿千瓦时, 同比增长 8.1%, 拉动作用为 76%; 水力发电量 3553 亿千瓦时, 累计同比增长 2.7%, 较前 4 个月大幅增加 1.4 个百分点。火电及水电合计发电量对总发电量的拉动作用近 90%。影响发电最主要的因素是气温回升及降水增加。

图 3.5: 火电和水电发力带动发电总量同比增加

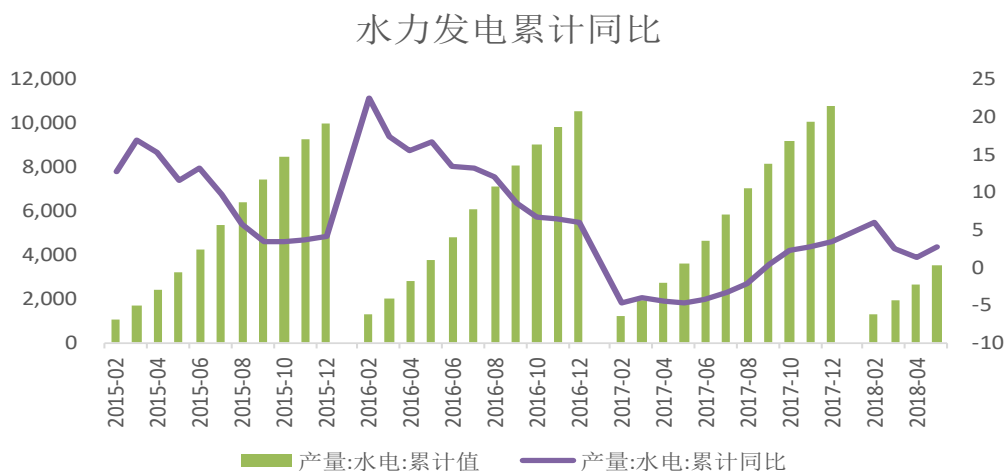


数据来源: Wind 南华期货研究所

3.3. 来水情况

水电的增长对发电量整体的判断具有较大的影响。由于水电供应具有较强的气候属性和季节属性，而这正是水电不确定性的主要原因。年初至今，全国大范围降雪降水相对集中在供暖季及台风来临的5月中旬。降雪增多致1-2月份水电发电量快速增加，2018年1-5月份，水电累计发电量3553亿千瓦时，累计同比增加2.3%，相比去年同期增幅较为明显，说明水电对发电量增长支撑作用提升。

图 3.6：水力发电累计同比



数据来源：Wind 南华期货研究所

需求小结：整体来看，上半年煤炭需求呈现出增长的时间相对提前且空间相对较高的特点，其中天气因素成为了制约煤炭需求水平的主要影响因素之一。随着气温的快速升高，第三产业及城镇居民用电量增速也快速上升，整体对旺季煤炭需求拉动作用明显，淡季不淡成为我们对二季度煤炭需求常用表述。我们看好迎峰度夏旺季日耗表现，预计今年夏天六大电厂日耗最高有望创出新高。

第4章 运输及库存

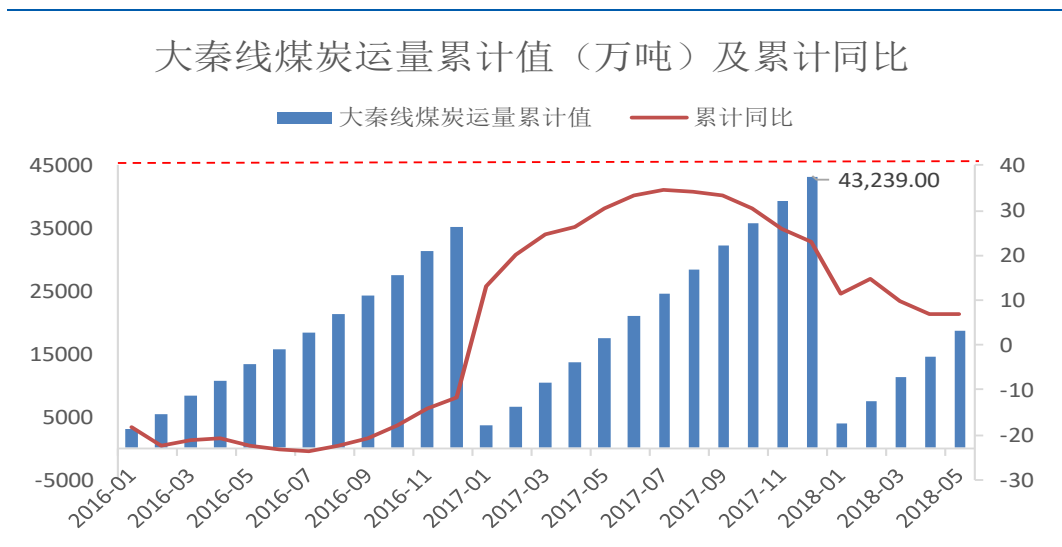
4.1. 西煤东运 铁路运力偏紧

随着近两年煤炭市场需求大幅增加和南方部分地区小煤矿关闭退出力度超出预期，煤炭生产、运输格局发生明显变化。煤炭释放先进产能和产量向山西、陕西、内蒙的“三西”地区集中，带来了铁路运输需求也随之向“三西”地区的太原、西安、呼和浩特铁路局集中。加之国家加强京津冀及周边地区大气污染治理，强化对公路汽车运输煤炭排污治理，到达京津冀及周边地区的汽运煤炭大量转移到铁路运输，使西煤东运、北煤南调的长距离、跨区域的运输需求大幅增加。

2018年一季度全国煤炭铁路运力占比超60%。2012年至今，我国全部铁路货运量中，煤炭货运量占比始终保持相对稳定的状态，其占全部铁路货运量的比重维持在57%-60%之间。2017年我国累计实现煤炭铁路货运量21.6亿吨，占全部铁路货运量30.8亿吨的59%。2018年第一季度，煤炭铁

路货运量达到 6 亿吨，占全部铁路货运量 9.8 亿吨的 61%，首次突破 60% 关口。这一变动说明国家正在主导煤炭运输向铁路运输方向倾斜，并且通过增加长协供应量，采取长协与铁路运输捆绑模式，一方面可以提高铁路运力资源利用率，保障煤炭供给效率；另一方面可以减少公路运输造成的扬尘、排污等环境问题。

图 4.1：大秦线煤炭运量累计值递增至瓶颈



数据来源：Wind 南华期货研究所

局部偏紧，整体宽松的局面仍未得到有效缓解。我国的主要铁路运煤通道，基本上都集中在“三西”煤外运通道、出关运煤通道和向华东地区调运煤炭的铁路运输通道。其中，由于新增产能的释放主要来自于“三西”地区，这要求铁路运输需求进一步向“三西”地区集中，作为我国煤炭运输的第一大通道，2017 年大秦线累计完成煤炭运量 4.33 亿吨，占全国煤炭铁路运输总量的 20%，离其 4.5 亿吨的满载运输能力已经十分接近。2018 年 1-4 月大秦线累计煤炭运量达 1.46 亿吨，同比增长 6.8%，增长了 952 万吨，受制于运输能力，大秦线全年增长空间最多在 2000 万吨左右。

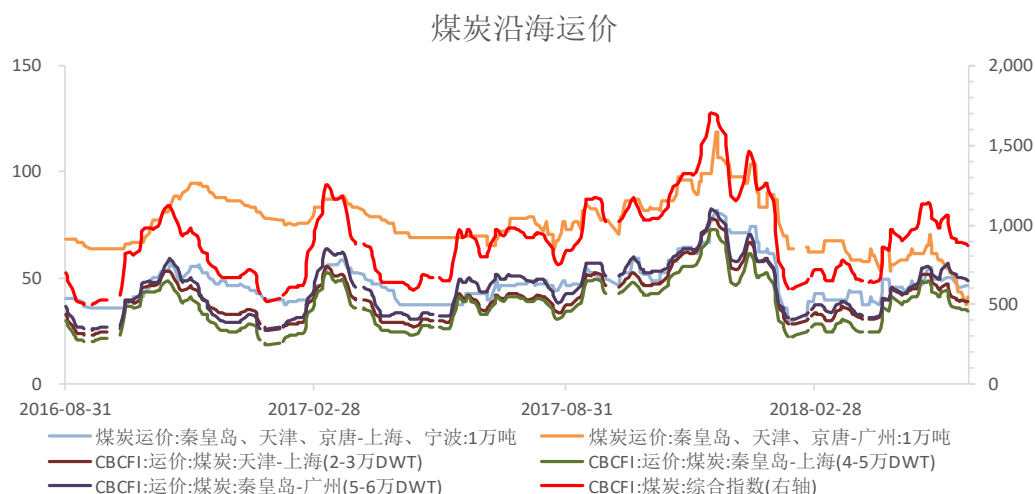
目前，“三西”地区铁路外运的主要陆路通道运输能力已基本饱和，急需通过即将开通的蒙华铁路分担运输压力。作为目前国内建设的最长运煤专线——蒙西到华中煤运铁路，线路全长 1837 公里，规划设计输送能力为 2 亿吨/年，预计 2019 年底通车，短期内无法缓解煤炭铁路运力不足的问题，但从中期来看，蒙华铁路的贯通将极大程度解决“三西”地区煤炭运力不足的现状。

4.2. 海运分析及港口库存

海运价格一直是影响港口煤炭价格变动的重要方面。回顾 2018 年初至今的运价走势，我们发现煤炭海运价格先降后涨，且振幅较大。影响海运价格的因素也较为复杂，往往是一段时期内多种因素的共同作用。首先，下游电厂及贸易商对运价的接受程度容易受到煤炭价格边际变动的影响。以一季度运价大幅下调为例，由于恶劣天气导致下游电厂煤炭需求高企，同时又对煤炭铁路运输及港口装卸效率形成制约，环渤海港口煤炭供应持续偏紧，煤价居高不下导致整体采购意愿不强；电厂以长协为主的被动补库，导致市场货盘不足，运输需求持续低迷，运价随之大幅下跌；后续运价的反弹主要是

“保供”政策使得煤价阶段下移，同时随着气温回升推升电厂日耗创出 5 年新高，补库意愿在需求及煤价的双重刺激下转向积极，运价走升也就顺理成章。其次，年初至今多次发生长江口及北方港口在大雾大风天气影响下封航，船舶压港情况严重，加之采沙分流部分运力，导致可用运力供不应求，货多船少下市场开启抢船模式，带动运价大幅上扬。再次，5 月燃料油价格大幅上涨，运输成本提升，也是支撑运价上涨的重要因素。

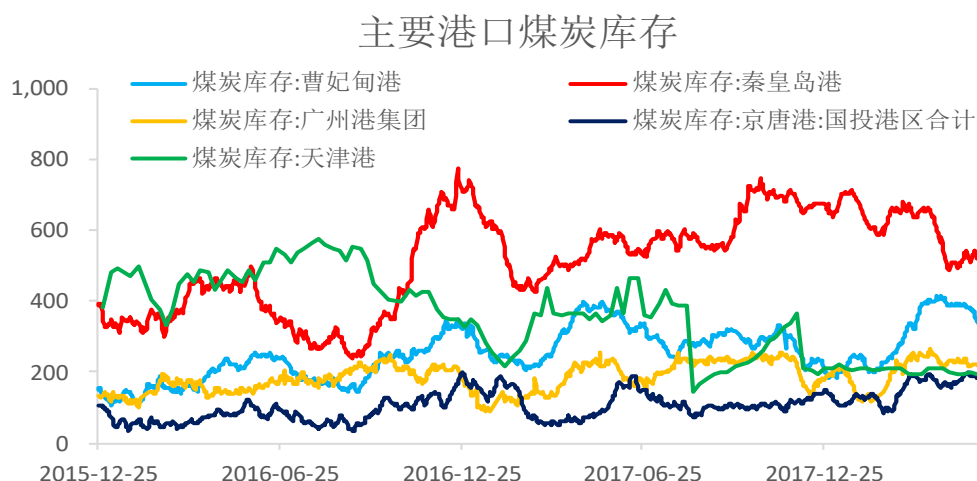
图 4.2：煤炭沿海运价



数据来源：Wind 南华期货研究所

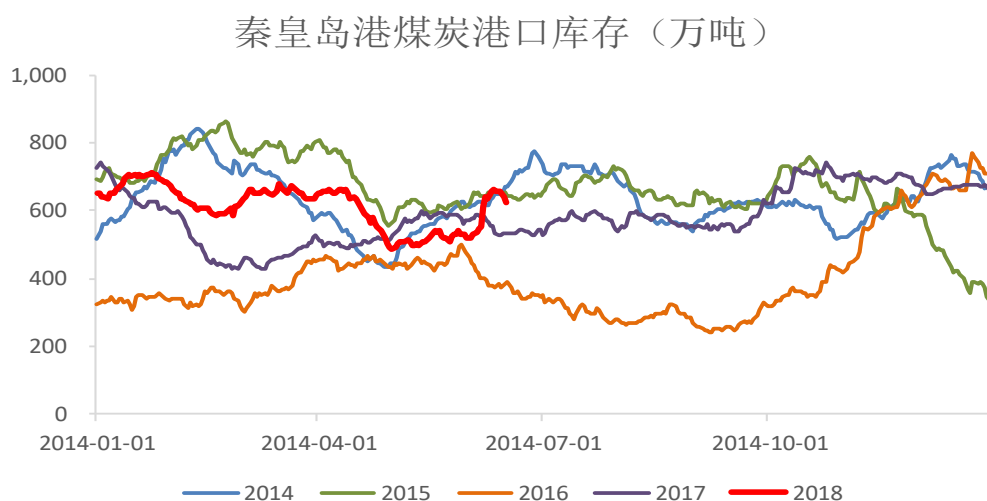
中转港口库存作为煤炭供给的重要缓冲，起到调节煤炭市场价格的重要作用。根据煤炭资源网统计，截至 4 月，全社会动力煤库存 1.24 亿吨，处于历史地位，库存对于供需的调节能力变弱。上游产地方面由于环保监察力度加大，煤炭露天堆存遭到限制，部分煤矿库存水平仅能维持 3-5 天，整体库存呈现由上至下转移的趋势。上半年环渤海四个主要港口煤炭库存除秦皇岛港外，均保持稳定回升的势头。秦皇岛港作为大秦线的终点，出现阶段的库存下移主要还是受大秦线 4 月检修，影响煤炭调入所致。截止 6 月 19 日，包括秦皇岛港、曹妃甸港、黄骅港及京唐港累计煤炭库存 1758 万吨。

图 4.3：全国主要港口煤炭库存



数据来源: Wind 南华期货研究所

图 4.4: 秦皇岛港库存季节图表

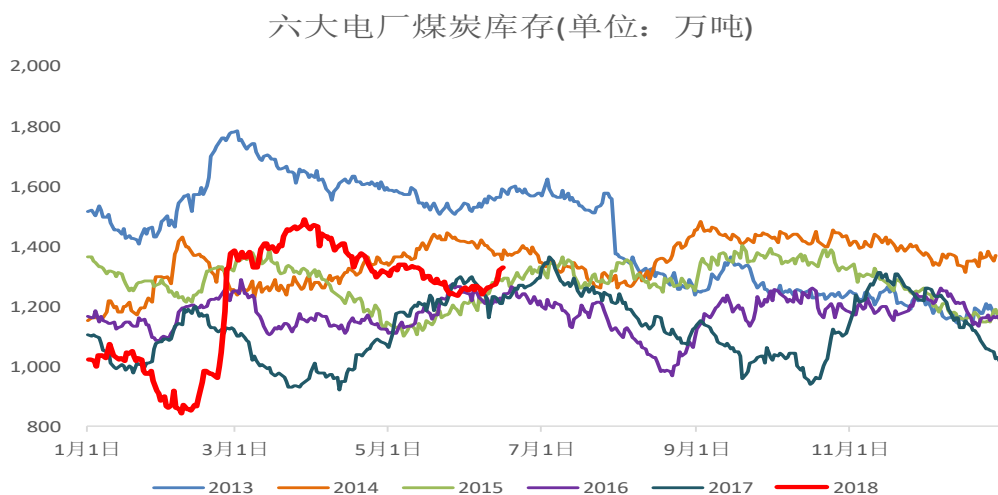


数据来源: Wind 南华期货研究所

4.3. 电厂库存

电厂库存一直是保障电厂连续生产，衡量电厂煤炭需求的重要指标之一。一季度电厂库存经历了一次比较大的考验。自进入供暖期后，六大电厂当季煤炭库存处于历史同期中性水平。原因是 2017 年煤价运行中枢上移，市场煤价格整体偏高，尤其是 9 月-11 月初，受政策影响，环保限产和安全检查力度加大，煤炭供给短期持续抑制，供给萎缩带动煤价持续高企，电厂补库积极性不强，贸易商观望意愿浓厚，导致电厂煤炭库存快速下滑。尤其是 2018 年年初的异常天气导致全国多地电厂库存触及警戒线，可用天数不足 10 天，即使港口全力组织长协煤装卸，仍不能满足市场需求。市场煤的价格的大幅上升加剧了煤电矛盾。

图 4.5：六大发电集团煤炭库存

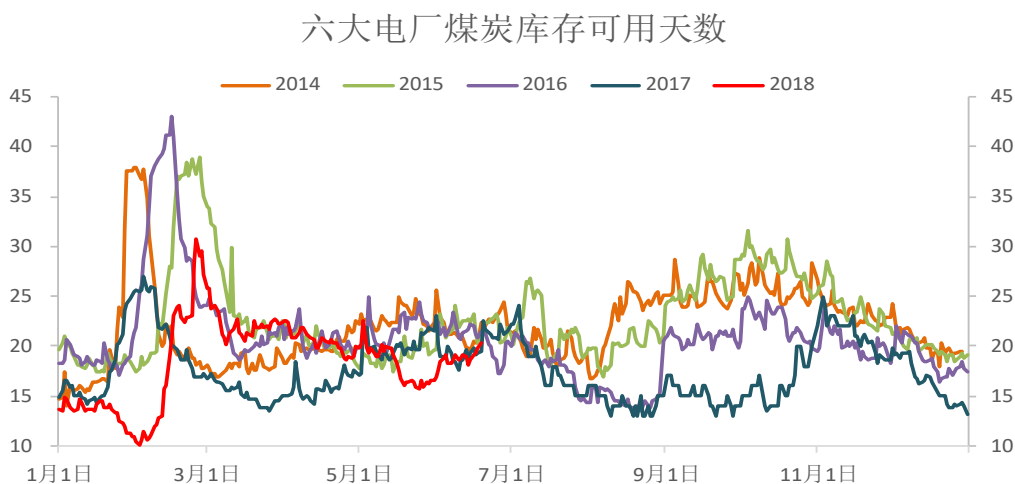


数据来源：Wind 南华期货研究所

随后，在发改委对煤炭采购作出限价指示后，市场煤过度投机的趋势得以遏制。紧接着在保障煤炭供应背景下，煤炭生产和煤炭进口大幅增加，尤其是在春节期间，需求的季节性下滑使得下游六大电厂库存压力降低，煤矿减少放假时间扩大产出，此消彼长之间，使得电厂库存快速累增。

煤炭库存季节性图标显示，二季度煤炭库存由于需求的淡季不淡，持续承压下移。一方面，二季度气温回升较快，电厂日耗屡创新高。供给释放不充分及进口煤政策的收紧，在推升煤价走高的同时，也为电厂补库增添了压力。另一方面，政策的限价和保供接踵而至使得电厂更多的选择依靠采购长协维持库存水平。在环保、安监的影响下，产地煤矿陷入停产，主产地供给端大幅收缩，即使目前日耗有所回落，在此情况下，预计短期电厂也很难快速补库，这才推动进口煤限制政策的二度放开。

图 4.6：六大发电集团煤炭库存可用天数



数据来源：Wind 南华期货研究所

库存小结：当下煤炭需求已开启“迎峰度夏”模式，气温的持续升高，无疑将为电厂补库带来不小的压力，选择在当下二度放开进口煤限制，尤其是有选择的放开电厂对电煤的采购是不得已之举，但为平抑市场煤投机，引导市场煤价格回归绿色空间争取了时间。就目前情况看，电厂“长协煤+进口煤”的组合尚能维持短期的供需紧平衡，真正对价格造成短期直接影响，还要看短期政策调控的执行情况。

第5章 煤炭价格走势分析

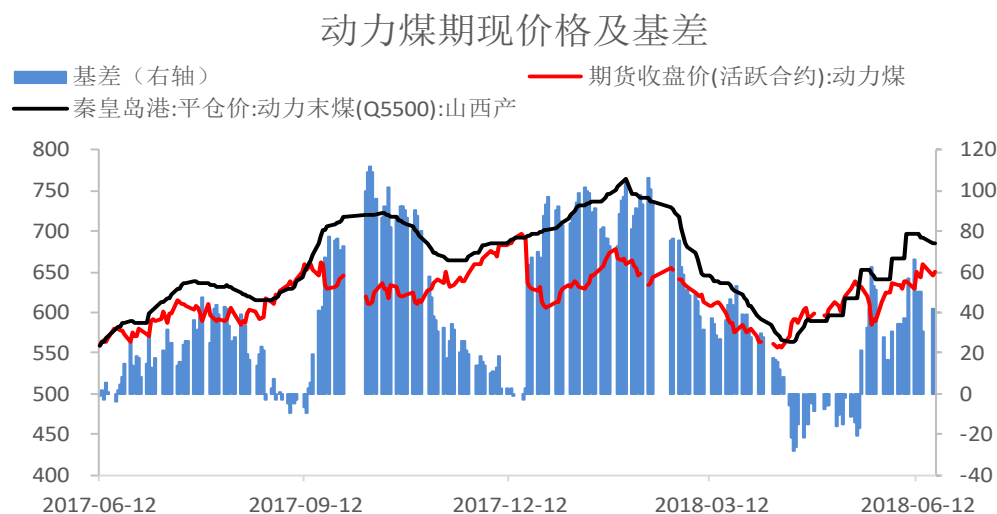
5.1. 煤炭市场价格运行的主要矛盾已变化

目前煤炭的基本面格局处于一个微妙的紧平衡格局。供给和需求双方随着时间的推进，各自进行着双向博弈。形成价格波动的主要矛盾从中期的政策调控与季节轮换导致的供需错配，转向以政策限价保供和供需矛盾加剧导致的短期价格对抗，同时由于监管职能的不同，政策间博弈诱发价格分歧产生。因此，中长期单边运行的价格趋势不复存在，取而代之的是政策对供给侧调控所形成的短期价格波动。

5.2. 动力煤期现基差、价差分析

除 ZC901 合约外，期货近月合约近期均创出年内新高。与此同时，虽然短期出现了小幅回调，但是秦皇岛港动力煤 Q5500 现货价自收紧进口煤限制后一直保持上涨态势。基差上半年整体呈现先跌后涨的走势。主要原因是一季度现货市场价格受供需宽松影响，降幅大于期货，随着夏季煤炭需求预期升温，伴随供给乏力等因素，动力煤主力合约大概率维持高位运行，但仍将贴水于现货，基差仍有较大概率复制 17 年走势，维持走强趋势。值得注意的是，今年期货对现货的价格发现作用更加明显，政策调控对期货价格的影响更加直观快速，反观现货价格波动则趋于平稳、滞后，因此增加了期限基差的波动性。相比去年，保持以往相对稳定（现货持续高于期货）的情形将不复存在。

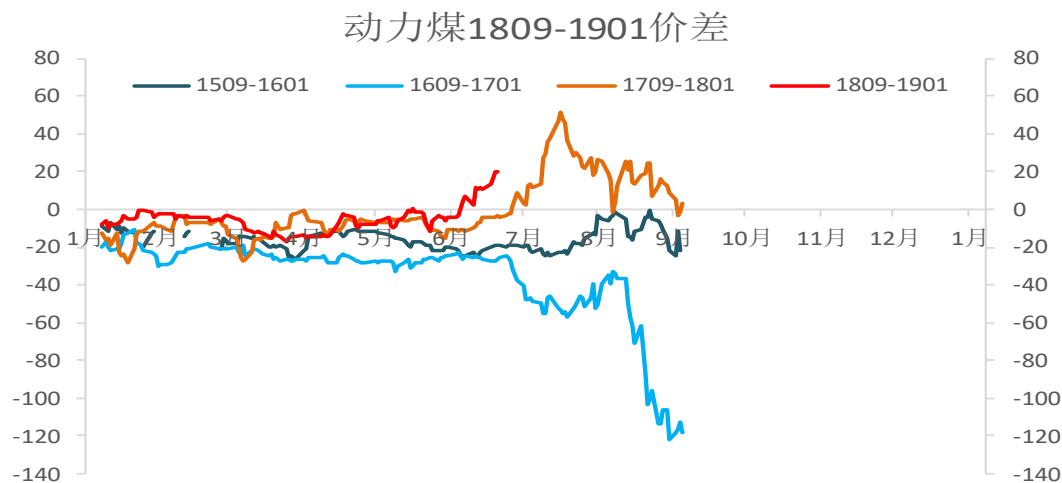
图 5.1：动力煤期现价格及基差



数据来源: Wind 南华期货研究所

由于动力煤 09 合约及 01 合约均属于后期合约, 所以年初价格变动不易观测, 且对实际价格缺乏参考。随着进入夏季用煤高峰, 09-01 合约价差则快速走强, 一方面是参与者更多的看好需求支撑 09 合约价格强势, 另一反面, 由于期货市场制度愈发完善, 很难再出现类似于 ZC609 合约的引发价格大幅快速波动的市场风险。

图 5.2: 动力煤 1809-1901 价差



数据来源: Wind 南华期货研究所

第6章 风险与策略建议

总结上半年, 煤炭的基本面格局处于一个微妙的紧平衡格局。供给和需求双方随着时间的推进, 各自进行着双向博弈。形成价格波动的主要矛盾从中期的政策调控与季节轮换导致的供需错配, 转向以政策限价保供和供需矛盾加剧导致的短期价格对抗, 同时由于监管职能的不同, 政策间博弈诱发价格分歧产生。目前煤炭价格由于制衡处于高位盘整态势。2018 年去产能任务有望提前完成, 但新增产量增速有放缓趋势, 总体维持小幅增长。需求呈现出增长的时间相对提前且空间相对较高的特点, 其中天气因素成为了制约煤炭需求水平的主要影响因素之一。随着气温的快速升高, 第三产业及城镇居民用电量增速也快速上升, 整体对旺季煤炭需求拉动作用明显。我们看好迎峰度夏旺季日耗表现, 预计今年夏天六大电厂日耗最高有望创出新高。供需缺口扩大还将持续支撑煤炭价格高位运行。

中期主要风险集中在发改委政策调控及环保限产政策间制衡矛盾以及先进产能、产量释放情况。操作上建议企业维持按需采购策略, 库存保持常备或稍高库存水平以应对煤价上行, 减轻补库压力。下半年, 我们认为煤价会震荡走强, 建议 ZC809 在回调多单介入, 同时维持 09-01 合约价差走强预期判断, 可逢低进行跨期正套操作。具体买入节奏需要根据市场矛盾再行确定。对于 09 合约亦可相应的买入看涨期权, 同样, 可以选择相应执行价格的卖出看跌期权策略, 收取权利金, 并在跌破时转为期货多头头寸, 实现买入操作。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线: 400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话: 021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话: 021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话: 0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话: 0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号 (南通总部大厦) 六层 603、604 室
电话: 0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房
电话: 020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话: 0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话: 0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话: 0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话: 0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话: 0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话: 0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话: 0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话: 0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话: 010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话: 025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net