

煤炭供需趋向宽松，煤价或回归合理运行

兴证期货·研究发展部
能化研究团队

2017年12月28日

内容提要

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：

Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：

Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：

Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系方式：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

- 1、2017年煤炭行业调控政策已经由2016年的“去产能，限产量”逐渐向“保供应，稳煤价”调整。进入2017年，由于需求同比增速明显提升，但供给端释放低于预期，从而煤价整体虽有下跌但仍维持高位运行。
- 2、2017年，我国煤炭行业去产能稳步推进，加之受重要会议期间环安检升级影响，煤矿现有产能产量释放受限，动力煤期现货价格维持高位震荡调整，季节性波动特征较为明显；高煤价也促使煤炭行业近两年盈利显著改善。
- 3、展望2018年，我国GDP增长预期只有6.6-6.7%，经济下行压力依然较大；但全球经济复苏有望延续，美国税改政策落地、特朗普基建政策也有望落实，然而英国脱欧、朝鲜及中东地区地缘政治等因素均将对2018年全球经济形势带来较大的不确定性。
随着先进产能持续释放，加之重大会议影响减小，以及未来新增产能置换速度加快，预计后期煤炭供给将逐渐增加；但需求端难有明显的改善，煤炭市场供需基本面将逐渐趋于宽松，煤炭价格均价或合理下移。
2017年动力煤全年价格明显偏离绿色区间，后期加强煤炭中长协合作将是多方共同的诉求。在“保供应、稳煤价”政策的协调下，2018年动煤大概率仍将保持在相对高位区间波动，不过交易重心相比2017年将有所下移。预计2018年动力煤期货价格全年呈现先抑后扬的走势，价格高点或出现在一季度或四季度，可能达到630-650元/吨。后期随着先进产能持续释放，加之采暖季结束、煤炭需求进入淡季，动煤价格重心将有所下移，或回落至500-570元/吨的合理区间运行；随后新一轮供暖用煤补库需求将再度提振煤炭价格。
后续仍可关注迎峰度夏、冬储供暖等阶段性供需错配预期下带来的逢低做多机会。

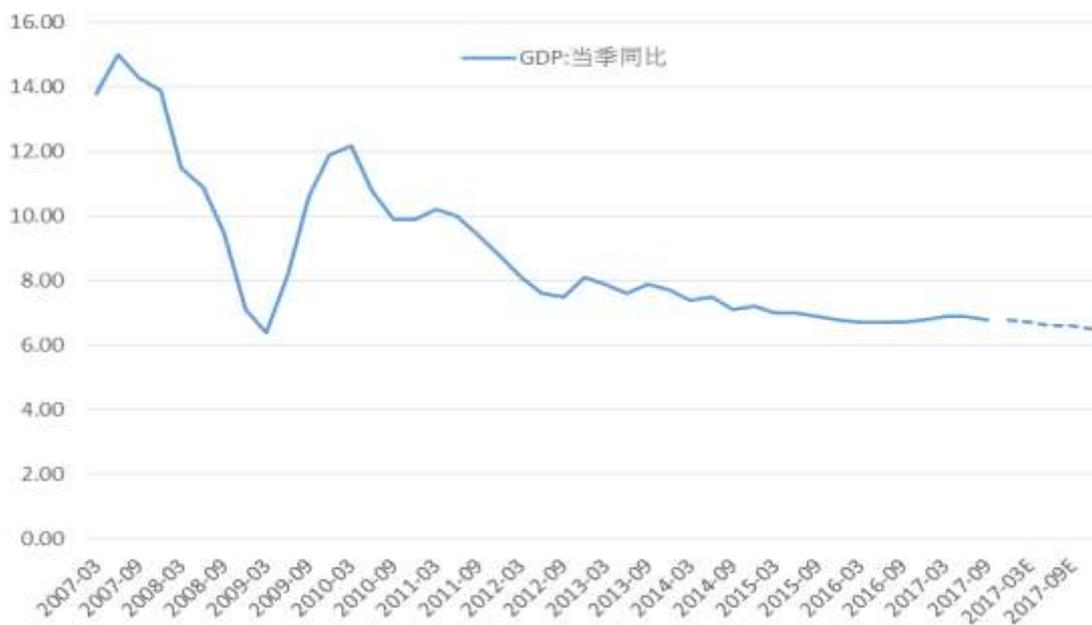
1 宏观方面

2017 年前三季度 GDP 增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，预计 2017 年全年 GDP 增速为 6.8%；而 2018 年 GDP 增速相比 2017 年将小幅下降，或仅为 6.6-6.7%。

2017 年经济增长平稳，GDP、工业增加值、投资数据等宏观数据均平稳运行。2018 年货币政策基调为稳健，去杠杆仍会继续推进，但流动性超预期紧张可能性不大，经济增长平稳，整体处于筑底回升阶段。Quanj1

2018 年全球经济复苏有望延续，美国税改政策落地、特朗普基建政策也有望落实，但特朗普其他新政、英国脱欧、朝鲜及中东地区地缘政治等因素均将对全球经济增长带来较大的不确定性。

图 1: GDP 增速 (%)



数据来源：兴证期货研发部、WIND

2017 年 PMI 指数基本处于荣枯线上方运行，制造业继续保持稳中有升的发展态势；PPI 指数同比增速维持高增长，CPI 指数维持“1 时代”，随着我国经济运行稳中向好态势继续深入发展，2017 年经济增速将好于去年，但 2018 年或面临一定下行压力。

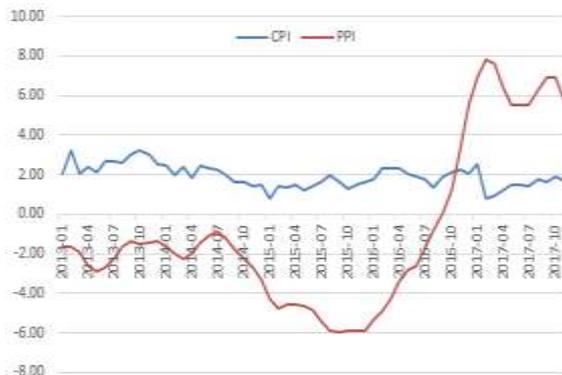
整体而言，尽管经济复苏存在着诸多内外不确定因素，但 2018 年我国经济仍有望维持今年的平稳态势，在平稳发展的同时更加注重质量和效益。

图 2: PMI (%)



数据来源：兴证期货研发部、WIND

图 3: PPI/CPI (%)

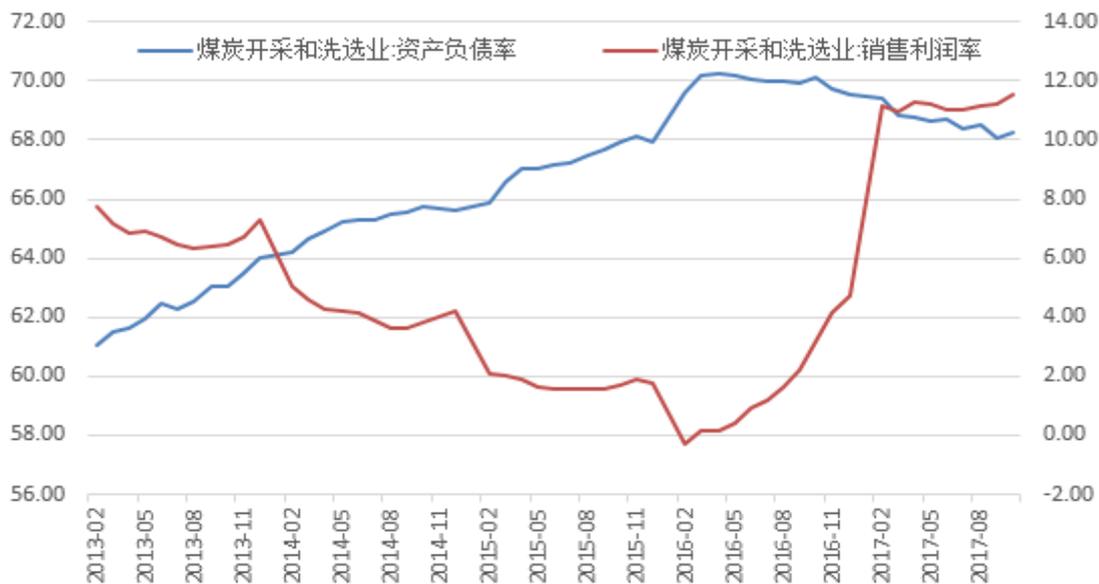


数据来源：兴证期货研发部、WIND

由于煤炭价格维持高位运行,近两年煤炭企业盈利显著改善,煤炭行业资产负债率也在 2016 年 4 月达到 70.23%的高点后逐渐回落至目前的 68.24%;但目前行业负债总额仍然高达 3.74 万亿,相比 2016 年负债总额 3.76 万亿,收缩仍然不够明显。

随着煤炭价格回升,盈利改善,企业资产负债率仍在不断修复当中,进一步地改善预计还需要政策的支持。

图 4: 煤炭行业资产负债率与利润率 (%)



数据来源：兴证期货研发部、WIND

2 行情回顾

经历了 2016 年煤炭行业“276 个工作日”限产,同时供给侧改革去产能工作持续推进,此前多年积累的行业高库存已经逐渐去化,行业供需基本面正逐渐趋向于平稳健康方向发展。在此背景下,进入 2017 年后煤炭价格整体保持高位震荡,季节性波动特征较为明显。

2.1 期货走势

2017年，在政策调控和消费需求淡旺季因素共同作用下，动力煤期货价格整体呈现出明显的宽幅震荡的态势。

2016年11月上旬开始，在330个工作日全面放开、煤炭有效产量增加的情况下，动力煤期货价格回落至1月初500元/吨附近后开始出现支撑。随后1-3月份，受两会安全检查影响、以及供暖季需求增加，动煤价格止跌回升，并逐渐上冲至4月初的649.6元/吨的高点。4-5月份，伴随着宏观悲观预期的加强，整个黑色系品种均进入大幅回调态势，加之煤炭消费淡季的拖累，动煤价格再度回调至5月底的510元/吨附近，期现基差不断创出新高。进入6月份，宏观悲观预期有所修复以及夏季用电高峰的来临，动煤价格又开始上探；随后8-9月在内蒙古70周年大庆等重要会议期间安检及环保等因素的影响下，动煤价格持续上涨，并逼近2016年11月的高点。9月下旬，伴随着淡季来临，以及中转港口库存高位，动力煤期货价格短暂调整至11月初的600元/吨附近。随后下游供暖用煤需求旺季再度开启，加之铁路运力较为紧张，从而动煤价格自11月重拾升势，并创下上市以来的新高，随后转入高位震荡。

图 5：动力煤期货运行情况

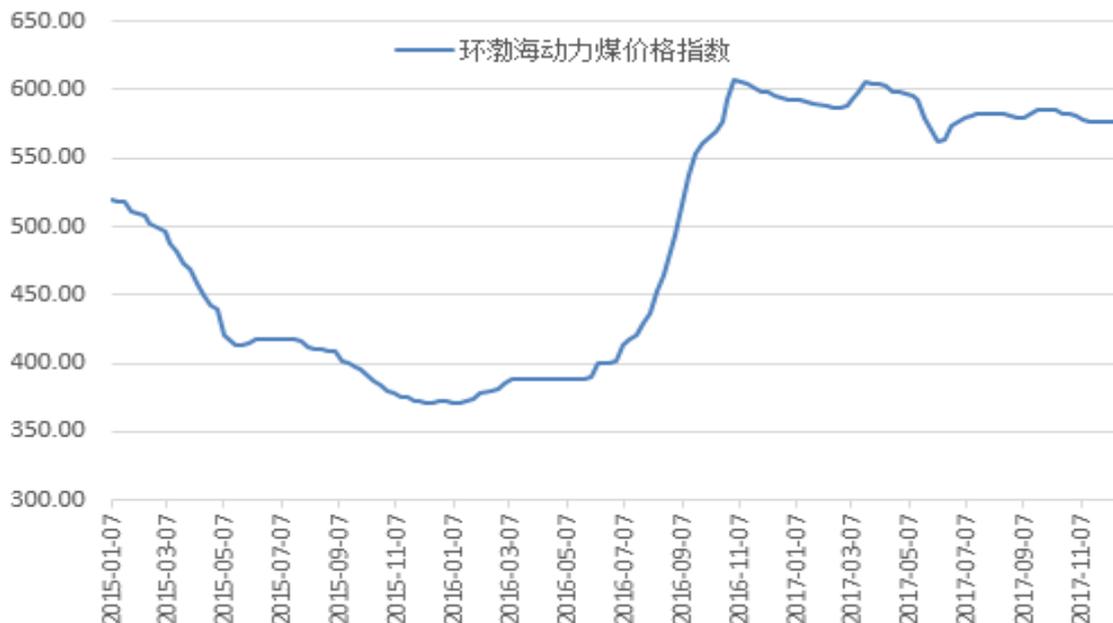


数据来源：兴证期货研发部、WIND

2.2 现货情况

2017年动力煤现货价格整体呈现季节性波动的特性。年初受供暖季需求带动，动力煤价格探底回升，至4月初随着供暖期结束拐头向下，到6月中旬“迎峰度夏”期间又开始上涨，10月中旬起进入消费淡季，价格逐步走弱；11月中旬旺季到来，价格随之反弹。全年BSPI指数整体维持在(560,610)区间高位运行。

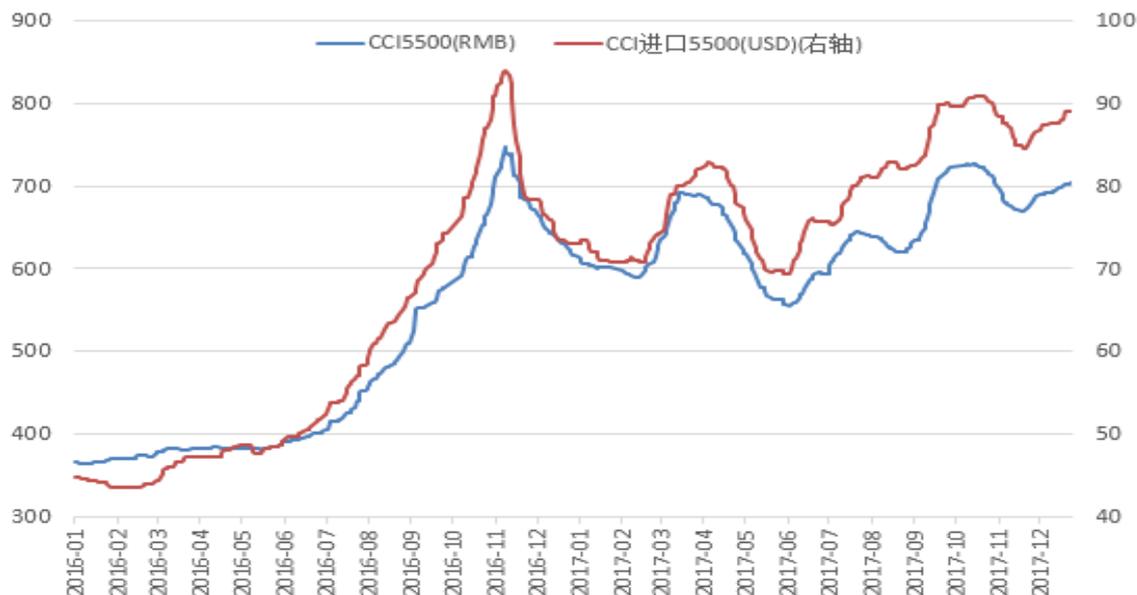
图 6：环渤海动力煤价格指数



数据来源：兴证期货研发部、WIND

秦皇岛 5500 大卡动力煤 FOB 价格指数 (CCI5500) 以及南方港 5500 大卡动力煤 CFR 价格指数 (CCI 进口 5500) 与动力煤期货市场走势类似，探底回升。截至 2017 年底，CCI5500 指数报收 705 元/吨，较 2016 年底上涨了 88 元/吨或 14.26%；全年均价为 643.65 元/吨，较 2016 年均价上涨了 166.50 元/吨或 34.89%。CCI 进口 5500 指数报收 89 美元/吨，较 2016 年底上涨了 16 美元/吨或 21.92%；全年均价 80.04 美元/吨，较 2016 年均价上涨了 20.58 美元/吨或 34.62%。

图 7：CCI 指数



数据来源：兴证期货研发部、WIND、煤炭资源网

今年以来，由于我国煤炭行业供给侧改革去产能稳步推进，煤炭价格维持高位运行，煤炭生产国对我国的出口量增加，促使国际煤价探底回升，维持高位运行。截至 2017 年底，澳大利亚纽卡斯尔港、南非理查德港、欧洲 ARA 三港动力煤价格分别为 103.97 美元/吨、95.08 美元/吨、100.58 美元/吨，比 2016 年底分别上涨 9.53 美元/吨或 10.09%、8.58 美元/吨或 9.92%、4.89 美元/吨或 5.11%。

图 8：国际三港动力煤现货价(美元/吨)



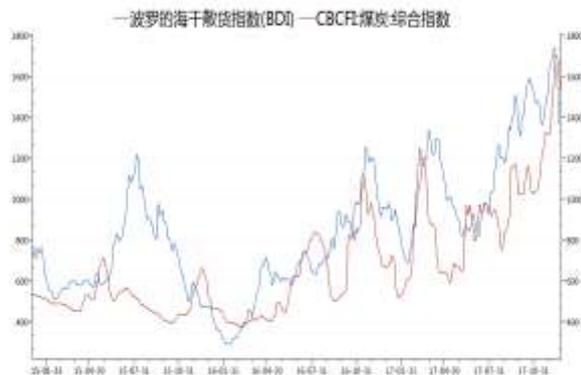
数据来源：兴证期货研发部、WIND

2.3 海运市场

由于全球经济超预期复苏、全球贸易转好，加之原油价格重心上移，从而 2017 年波罗的海干散货指数 (BDI) 大幅上涨，并创下近 4 年来的新高。截至 2017 年底，波罗的海干散货指数 (BDI) 报收 961 点，较 2016 年底大幅上涨了 405 点或 42.14%。

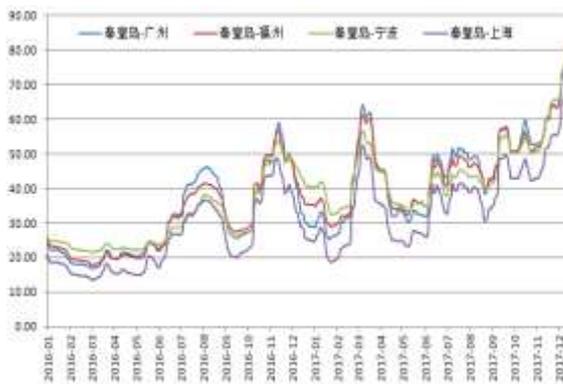
年初由于煤炭供应偏紧，下游北上拉煤需求旺盛，船舶运力供不应求，导致国内沿海地区的煤炭运价指数 (CBCFI) 震荡上涨，由年初的 664.97 点走高至 1250.06 点；随后“两会”结束后，煤炭产量逐渐增加，同时煤炭消费进入淡季，运力需求开始转淡，沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 向下调整至 592.36 点；然后“迎峰度夏”煤炭需求旺季来临，加之运沙需求挤压船舶运力，导致沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 止跌企稳；随后由于进口煤受限政策的影响，加之高温天气带动电煤需求的增加，拉动航运市场需求，从而沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 不断上涨；紧接着在内蒙古 70 周年大庆等重要会议期间安检及环保等因素的影响下，煤炭供给趋紧，加之港口锚地船舶不断增多，压港现象严重，船舶运力出现紧张，从而沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 加速上行，最高上涨至 1706.20 元/吨，创下近年来的新高；最后临近年底，即期船舶需求基本已经订完，加之下游货主接受程度下降，从而沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 高位回落。截至 2017 年底，CBCFI 指数报收 1508.39 点，较 2016 年大幅上涨 842.54 点或 126.54%。

图 9：海运指数



数据来源：兴证期货研发部、WIND

图 10：秦皇岛港海运费(元/吨)



数据来源：兴证期货研发部、WIND

3 供给面

3.1 逐渐进入煤炭产能置换时代

2017 年 11 月 1 日，国家能源局（2017 年第 9 号）公告了最新的煤炭产能明细。截至 2017 年 6 月底，全国已核准（审批）、开工建设煤矿 1228 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 89 处）、产能 10.53 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 231 处，产能 3.68 亿吨/年；取得安全生产许可证等证照的生产煤矿 4271 处，产能 34.10 亿吨/年。未按法律法规规定取得核准（审批）和其他开工报建审批手续的建设煤矿、未取得相关证照的生产煤矿，不纳入本次公告范围。

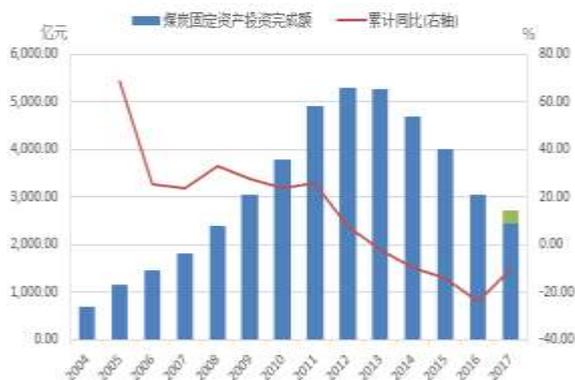
从当前的去产能进度来看，2016 年完成去产能任务目标为 2.5 亿吨，实际完成 2.9 亿吨；2017 年煤炭去产能目标为 1.5 亿吨，截止 10 月底年度任务已经超额完成；2016、2017 两年合计去产能 4.4 亿吨，完成整个十三五期间淘汰 8 亿吨落后产能目标的 55%。在 2016、2017 两年均超额完成年度去产能目标任务量的基础上，预计 2018 年政府仍将保持去产能力度不减，目标任务量或在 1.2-1.5 亿吨之间，十三五期间 8 亿吨去产能目标有望提前完成。

2017 年 4 月份，国家发改委印发《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》，强调建立煤炭产能置换长效机制、严格落实新建煤矿减量置换；随后国家发改委等四部门印发《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》，进一步推动了产能置换工作的加速。2017 年煤炭行业去产能政策已经由 2016 年的“去产量”逐渐调整为“去产能”，2018 年应该是在“保供应，稳煤价”的基础上完成先进产能的逐步替代。

煤炭行业固定资产投资自 2004 年开始持续攀升，至 2012 年达到高点 5286 亿元后逐渐回落。截至 2017 年 11 月，煤炭行业前 11 个月累计固定资产投资额 2435 亿元，累计同比下降 11.3%；固定资产投资额持续下行，但降速有所放缓。

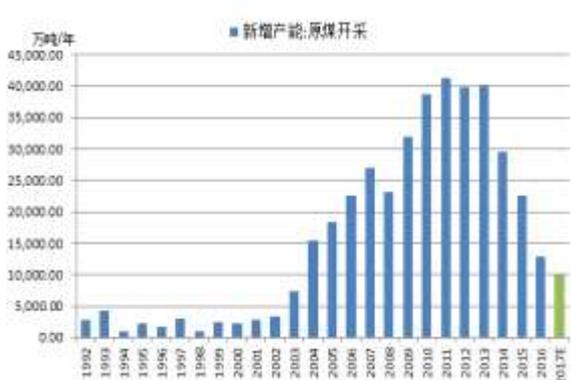
煤炭行业供给侧改革去产能带来了煤炭价格上涨、企业盈利修复，但煤企并没有盲目追加投资，投资绝对额依然在减少。考虑到行业 3-4 年的建设周期，预计未来煤炭新增产能将逐步减少，长期新增供给释放或有限。

图 11: 煤炭行业固定资产投资完成额



数据来源: 兴证期货研发部、WIND

图 12: 新增产能

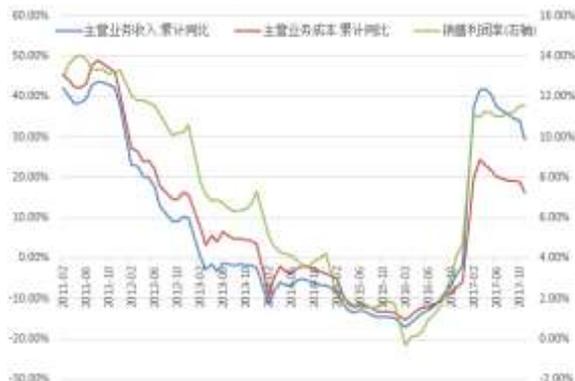


数据来源: 兴证期货研发部、WIND

2015年11月供给侧改革去产能被提出以来,煤炭行业发生巨大改变,煤炭价格与煤企利润出现大幅增长。进入2017年以来,在煤炭价格维持高位震荡的基础上,煤炭企业的收入、成本和盈利也随之走高,煤炭行业销售利润率始终维持在11%以上,基本恢复至2012年上半年的行业盈利水平。

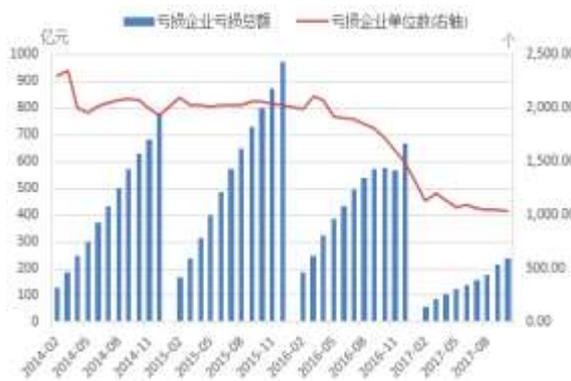
2017年1-11月,煤炭行业主营业务收入23554亿元,同比增长29.4%;行业利润总额2718亿元,同比大幅增长364.0%;亏损企业亏损总额238亿元,同比下降58.6%,亏损企业单位数下降至1041家,占比20.6%。

图 13: 煤炭行业经营情况



数据来源: 兴证期货研发部、WIND

图 14: 煤炭企业亏损情况



数据来源: 兴证期货研发部、WIND

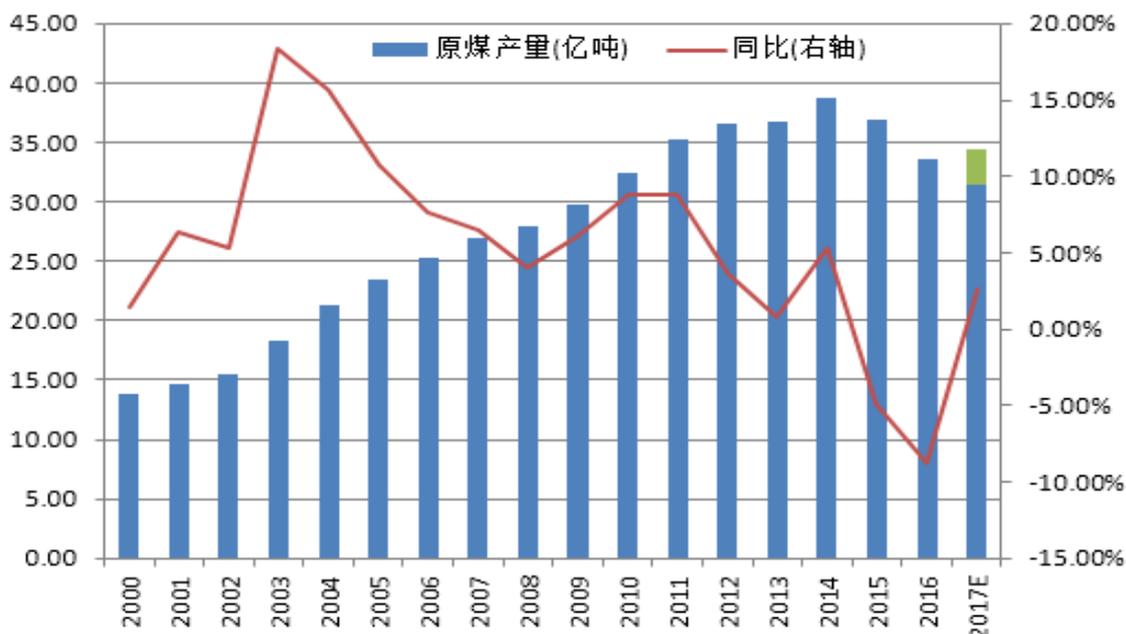
3.2 先进产能持续释放, 供给逐渐增加

自330个工作日全面恢复以来,原煤产量较2016年的276个工作日时期已经出现了较为明显的回升;但由于重大会议环保安检、去产能等因素的影响,2017年除6月份外其他月份原煤产量基本位于3亿吨以下,未达到充分释放的产量标准。

2017年1-11月份,全国原煤累计产量31.36亿吨,同比增长3.7%。在取消276个工作日以及2016年四季度政府加快先进产能背景下,2017年原煤产量同比仅增长了8300多万吨水平,整体供给释放低于市场预期。

2017 年新增产能当前产量释放有限，但 2018 年重大会议的影响减小，加之先进产能置换的速度加快，随着后期逐步达产，煤炭产量有望进一步上升。预计 2018 年原煤产量或增加 1-1.5 亿吨水平，增速约 3%。

图 15：煤炭产量情况



数据来源：兴证期货研发部、WIND

目前，我国煤炭供给的区域化集中趋势也愈加明显。作为我国煤炭主产区的“三西”地区，其合计产量占比逐年提高，由 2000 年的 20% 提高到 2012 年的 67%，随后基本稳定在 60% 以上的较高水平。截至 2017 年 11 月，“三西”地区原煤产量合计 20.85 亿吨，占全国原煤总产量比重的 66%；未来随着供给侧改革去产能持续推进、先进产能的置换，我国煤炭集中化生产的区域分布特征将更加明显。

3.3 进口煤受限，2018 年或小幅回落

经过 2016 年的去产能和减量化生产后，煤炭行业库存大幅去化，促使煤炭市场供需基本面趋于紧平衡，煤炭价格维持高位运行，导致进口煤量快速增长。随后由于国内供给的恢复一定程度上减少了对进口煤的需求，以及进口煤限制政策监管的影响，2017 年进口煤量累计同比开始见顶回落。2017 年 1-11 月，我国煤炭累计进口量 24817 万吨，同比增长 8.5%，预计全年进口在 2.7 亿吨左右。

2018 年，随着国内先进产能的释放、有效供给的增加，加之在限制进口煤政策趋严的背景下，进口煤量或有所缩减，预计 2018 年我国进口煤量或维持在 2-2.5 亿吨的水平。

图 16: 煤炭进口情况



数据来源：兴证期货研发部、WIND

图 17: 动力煤进口量



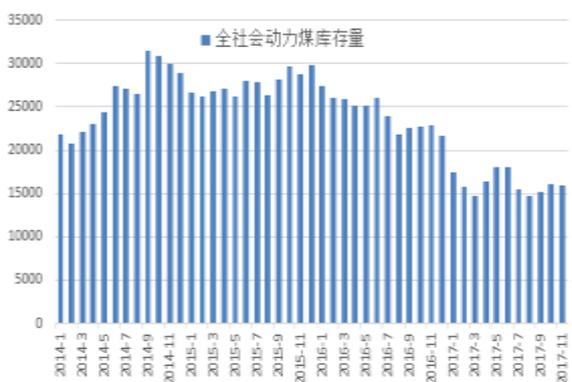
数据来源：兴证期货研发部、WIND

3.4 行业库存去化，结构持续优化

经历了 2016 年煤炭行业“276 个工作日”限产，同时供给侧改革去产能工作持续推进，此前多年积累的煤炭行业高库存已经逐渐去化。据煤炭资源网统计数据，自 2016 年 7 月起全社会动力煤库存量首度降至 2.5 亿吨水平以下并得以维持；进入 2017 年后更是进一步回落至 1.5-1.8 亿吨左右的区间范围。预计 2018 年在动力煤供给逐渐增加的情况下，全社会动力煤库存有望低位回升。

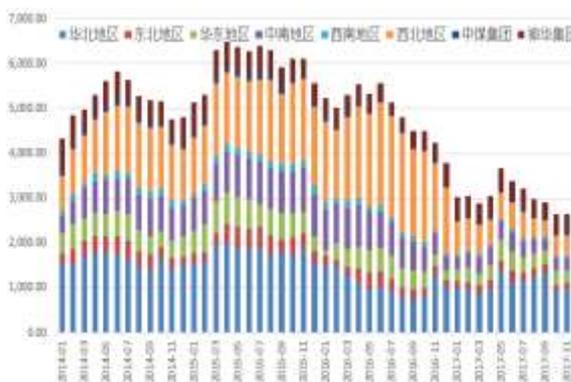
从库存结构上看，截至 2017 年 10 月，煤炭终端库存（重点电厂）约 7750 万吨、生产端库存（上游国有煤矿）约 2650 万吨、港口库存（主要港口）约 2100 万吨。预计随着煤炭最低最高库存制度的试行，煤炭库存水平将愈加合理健康，结构愈加优化。

图 18: 全社会动力煤库存(万吨)



数据来源：兴证期货研发部、煤炭资源网

图 19: 国有重点煤矿库存(万吨)



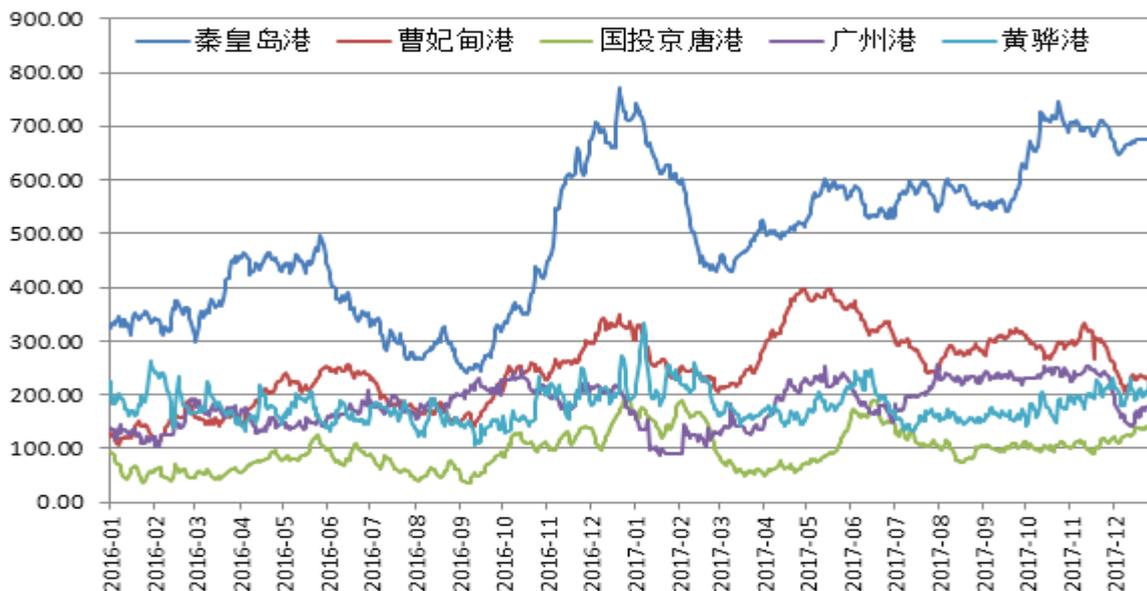
数据来源：兴证期货研发部、WIND

由于 330 个工作日的全面放开，煤炭供给逐渐恢复，港口煤炭库存有所增加，环渤海四大港口煤炭库存自年初的 1100-1200 万吨水平逐渐回升至目前的 1400-1600 万吨运行。

同时环渤海四大港口煤炭调入量、吞吐量以及港口库存情况均是对短期上游供给以及下游需求最直接反应，因此这些能反映现货市场短期供给程度的指标值得注意。另外，随着东部、

南部地区部分煤炭产能关闭退出、环渤海港口禁止汽运煤、进口煤被限制，后期铁路运力或将再度成为影响煤炭市场的关键因素，同样值得高度重视。

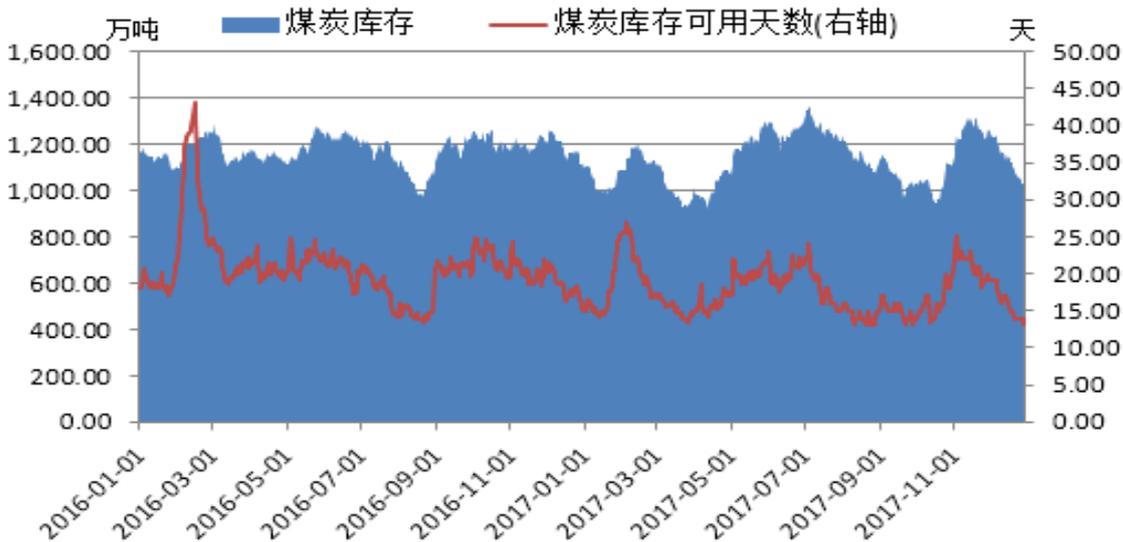
图 20：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、WIND、煤炭资源网

2017 年煤价维持高位运行，下游补库积极性相对不高，加之沿海船舶运力紧张，从而 2017 年沿海六大电厂库存较 2016 年继续下降；目前沿海六大电厂库存 1000 万吨，可用天数不足 15 天，表明当前终端电厂用煤较为紧张，短期有补库需求。预计后期随着港口周转速度的加快，电厂库存将逐渐回升。

图 21：沿海六大电厂库存



数据来源：兴证期货研发部、WIND

3.5 供给小结

展望 2018 年，随着新增产能的逐步投放及达产，预计 2018 年原煤产量将在 2017 年小幅增长的基础上继续增加约 1-1.5 亿吨的规模；同时由于政策加大对进口煤的调控，进口煤量或有所回落，但煤炭市场整体供应有望进一步提升，而先进产能投放速度仍将是决定煤炭市场供给边际变化的关键因素。

目前煤炭供给受政策调控明显，供给侧改革去产能政策、安监环保煤管票政策、进出口政策等均可直接影响供给，预计 2018 年煤炭供给较 2017 年将增加 1 亿吨左右。

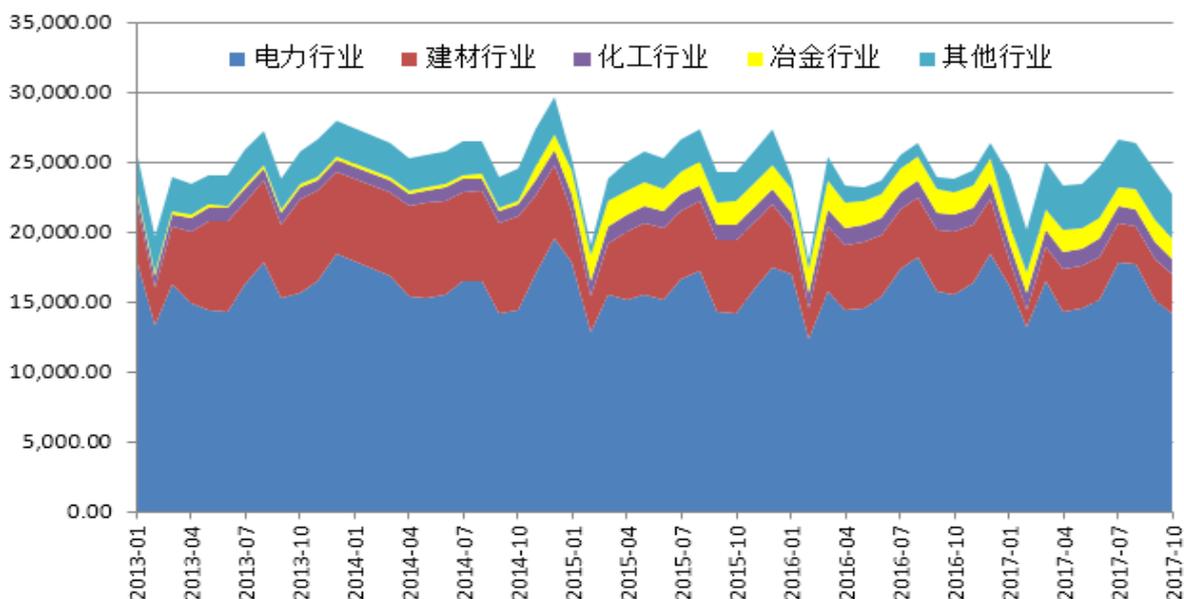
4 需求面

4.1 经济逐渐复苏，但煤炭需求增长仍然受限

2018 年上半年，由于房地库存持续下降，促使房地投资增速仍将维持在较高水平，叠加全球经济逐渐复苏，预计 2018 年煤炭需求或好于预期；但 2018 年房地产调控政策仍将持续，可能导致房地产销售继续回落，房地产投资将面临一定的下行压力，煤炭需求可能也将受到一定的影响。

2017 年 1-10 月，全国煤炭消费量约 32.6 亿吨，相比去年同期增长 3.7%，煤炭消费需求逐渐回升。下游电力和冶金行业耗煤量的逐渐企稳对 2017 年煤炭需求回暖起到了根本保障，加之化工、供暖行业耗煤量的回升也带动了煤炭需求的提升。

图 22：动力煤消费量(万吨)



数据来源：兴证期货研发部、WIND

4.1.1 电力行业

由于全社会用电量大幅增加，从而 2017 年全国发电量大幅增长，1-11 月份全国发电量累计 57118 亿千瓦时，累计同比增长 5.7%；自 2016 年以来，全国发电量同比增速持续增加，进入 2017 年累计同比增速维持在 6% 左右。火力发电 1-11 月份累计发电 41728 亿千瓦时，累计同比增加 4.7%，占总发电量的 73.9%。

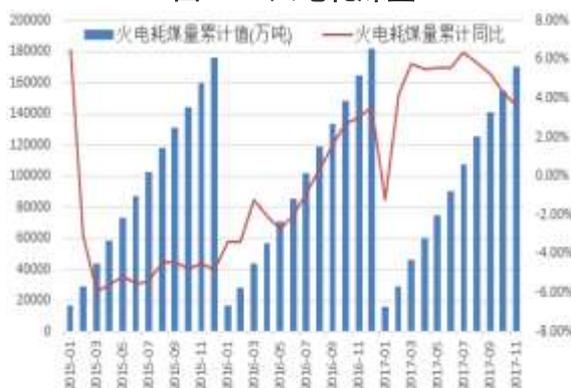
但从电力行业耗煤数据来看，2017 年 1-11 月份电力行业耗煤 17.02 亿吨，同比增长 3.59%；电力行业耗煤量增长速度不及火力发电量增长速度，侧面反映了火电单位煤耗的下降。虽然 2018 年火电单位煤耗仍将继续下降，但全社会用电量、火电产量的增加或带动火电耗煤量小幅增加。

图 23：全社会发电量与火电产量



数据来源：兴证期货研发部、WIND

图 24：火电耗煤量



数据来源：兴证期货研发部、煤炭资源网

4.1.2 建材、冶金、化工行业

截至 2017 年 11 月，动力煤下游各领域消费量分别为电力（16.43 亿吨，+3.59%）、建材（2.92 亿吨，-3.07%）、化工（1.64 亿吨，+10.93）、冶金（1.33 亿吨，+4.50%）、供热（2.03 亿吨，+5.56%）和其他行业耗煤量（3.65 亿吨，-8.18%）。下游电力和冶金行业耗煤量的逐渐企稳对 2017 年煤炭需求回暖起到了根本保障，加之化工、供暖行业耗煤量的回升也带动了煤炭需求的提升。

建材行业：水泥行业的景气度主要受下游房地产投资和基建投资的影响。2017 年 1-11 月，水泥累计产量 21.55 亿吨，累计同比下降 0.2%，增速较 2016 年下滑。根据《建材工业发展规划（2016-2020 年）》，主要建材产品水泥熟料的需求将年均下降 2%；加之 2018 年房地产投资增速或小幅下滑，预计水泥产量也将随之下滑，从而导致建材用煤同比下降 3-4% 左右。此外，环保政策的持续性也将是影响未来水泥产量的重要因素，对煤炭需求带来一定抑制作用。

冶金行业：2017 年由于国家实施采暖季钢铁行业环保限产政策，以及供给侧改革政策严格限制新增产能，对生铁产量造成较大影响。2017 年 1-11 月生铁累计产量 64614 万吨，累计同比增长 2.3%；1-11 月粗钢累计产量 76480 万吨，累计同比增长 5.7%。

2017 年生铁累计产量增速由年初的 5.6% 下降至 11 月的 2.3%，生铁产量增速呈逐渐下行态

势。尽管目前钢铁行业利润维持历史高位，但受供给侧改革政策等影响严格控制新增产能，限制了生铁产量的增长。预计 2018 年生铁、粗钢产量或保持大体平稳，冶金行业耗煤整体将持平或小幅增长。

化工行业：虽然合成氨累计产量自 2016 年下半年以来一直维持负增长，预计后期难以出现明显的好转；但近年来甲醇产量保持平稳快速增长，预计传统煤化工耗煤量或保持稳定。2017 年 1-8 月甲醇产量累计 3042 万吨，累计同比增长 8.3%。

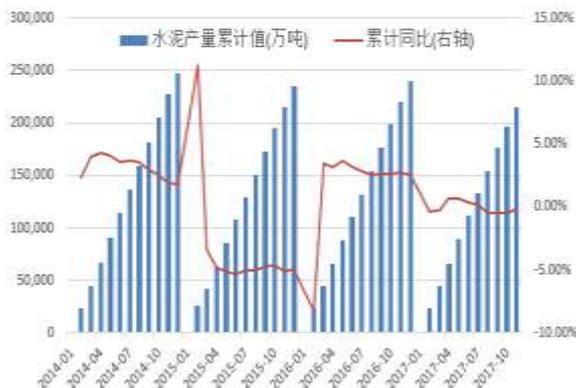
同时近年来煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇等新型煤化工行业快速发展，一定程度上带动了化工行业耗煤量的增长，预计 2018 年化工耗煤仍将增长 6% 左右。

图 25：建材、冶金、化工、供暖煤炭需求



数据来源：兴证期货研发部、煤炭资源网

图 26：建材行业



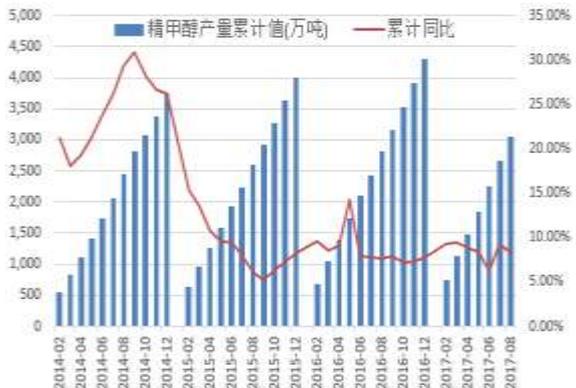
数据来源：兴证期货研发部、WIND

图 27：冶金行业



数据来源：兴证期货研发部、WIND

图 28：化工行业



数据来源：兴证期货研发部、WIND

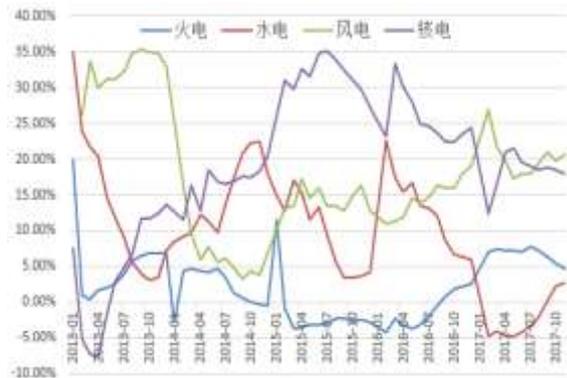
4.2 清洁能源替代不可忽视

虽然 2017 年上半年水电厂来水不佳，导致水力发电大幅萎缩，同时全社会用电量的回升带动了火力发电超预期表现；但从全年来看，水电、风电等清洁能源替代火电的趋势依然存在。2017 年 1-11 月，水电发电量累计 10105 亿千瓦时，同比增长 2.7%；风电发电量累计 2434 亿千瓦时，同比增长 20.7%；核电发电量累计 2259 亿千瓦时，同比增长 18.0%。

虽然整个发电能源供给结构中，火力发电占比仍然超过 73%，但受环保政策影响，未来清洁能源发电将是大势所趋，因此 2018 年水电、风电等清洁能源对火电的替代仍不可忽视，特别是在“迎峰度夏”水电发力的季节性旺季，关注三峡水库来水情况。

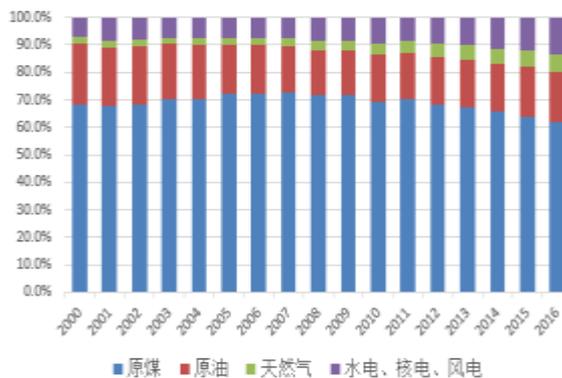
2016 年我国煤炭消费量占能源消费总量的比例下滑至 62.0%，水电、风电、核电、天然气等清洁能源消费量占能源消费总量的比例上升至 19.7%。随着能源消费结构的逐步优化，煤炭在我国能源消费的比重将进一步下降至 60% 以下。

图 29：各类发电累计增速(%)



数据来源：兴证期货研发部、WIND

图 30：能源消费占比

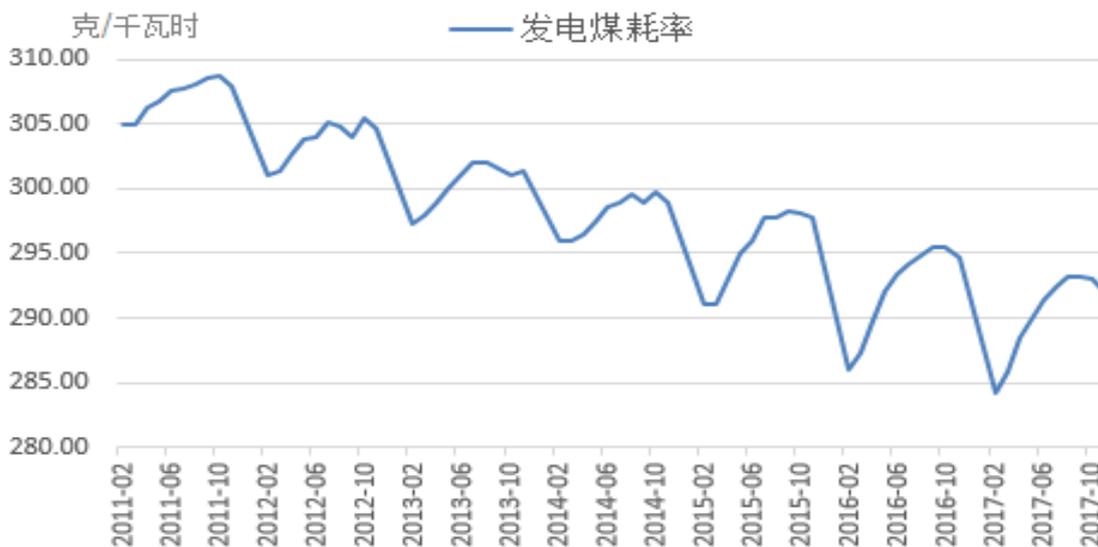


数据来源：兴证期货研发部、WIND

4.3 单位煤耗率继续下降

由于火电机组的大型化以及能源使用效率不断提高，我国发电标准煤耗率继续下降；单位煤耗的降低，一定程度上将抑制动力煤的需求。

图 31：发电煤耗率



数据来源：兴证期货研发部、WIND

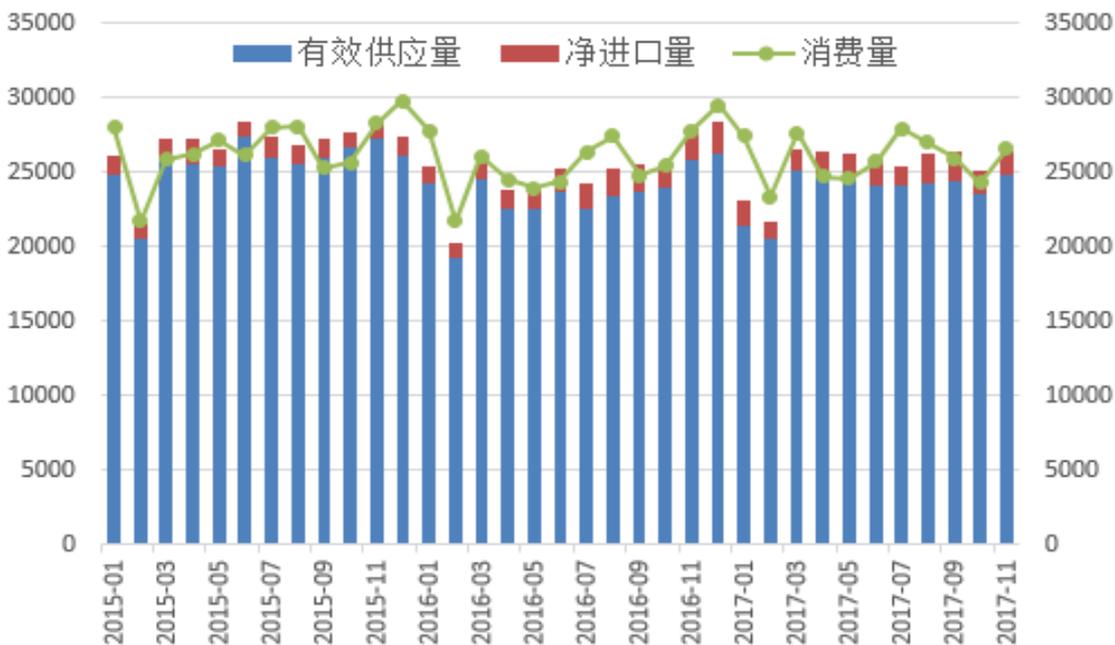
4.4 需求小结

由于发电结构的不断优化以及火力发电单位能耗的下降，火电耗煤增速有望回落；同时受环保政策影响，水泥、钢铁、合成氨等行业动力煤需求也将受到一定抑制，后期动力煤整体消费增量空间或有限。预计 2018 年动力煤需求或小幅增加 0.5%，消费将趋于平稳。

5 供需基本面对比

从动力煤供需情况来看，2017 年一季度煤炭消费需求处于旺季，但煤炭产量释放有限，国内动力煤市场维持较为明显的供给缺口；二季度随着供暖季的结束，下游需求开始环比回落，动力煤供需逐渐由短缺转为过剩，4、5 月份动力煤分别过剩 1638 万吨及 1742 万吨；然后伴随着“迎峰度夏”消费旺季的到来，动力煤市场再度表现出紧缺局面，7-8 月份供需缺口明显，一度达到-2500 万吨；随后 9-10 月份进入煤炭消费淡季，供需紧张程度有所缓解；11 月份随着下游冬储补库的进行，市场整体处于紧平衡状态。

图 32：动力煤月度供需对比（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、煤炭资源网

展望 2018 年，随着新增产能陆续投产、先进产能持续释放，动力煤紧缺局面有望得到改善。预计 2018 年，动力煤供给或增加 3%，但需求端较难出现相匹配的增长幅度，煤炭市场整体供需格局逐渐趋于宽松，煤炭价格重心将合理下移。

6 政策因素

6.1 供给侧改革去产能持续推进，产能置换速度加快

2016年2月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解。

2017年4月，国家发改委印发《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》；随后，国家发展和改革委员会、国家安全生产监督管理总局、国家煤矿安全监察局、国家能源局四部门联合下发《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》。

6.2 最低最高库存制度明年试行

2017年11月28日，国家发展改革委、国家能源局会同有关部门和单位，联合研究发布了《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》。

《指导意见》兼顾了原则性和灵活性，分别对煤炭生产、经营和消费各环节最低库存和最高库存做出了明确规定。对于煤炭生产企业，当动力煤价格处于绿色区域时，应保持不低于5天设计产量的最低储煤量；当动力煤价格出现大幅下跌超出绿色区域下限时，煤矿应保持不低于7天设计产量的最低储煤量；当动力煤价格出现大幅上涨超出绿色区域上限时，煤矿储煤量可不高于3天设计产量；对于煤炭经营企业，最低库存原则上不低于上一年度3天的日常经营量，当动力煤价格出现大幅上涨超出绿色区域上限时，最高库存原则上不超过上一年度月均经营量；对于电力、建材、冶金、化工等重点耗煤行业的相关企业，煤炭最低库存原则上不应低于近三年企业储煤平均水平，当价格连续快速上涨时，其存煤量不应高于最高库存，最高库存原则上不超过两倍的最低库存量。

6.3 美国税改法案落地

美国总统特朗普在白宫签署了1.5万亿美元税改法案。这是白宫和共和党长达一年的努力结果，将为美国企业和美国人民提供30年来最大规模减税。该法案中的诸多条款将从2018年1月开始生效。

6.4 GDP增速或为6.7%

社科院蓝皮书预计2017年中国经济增长6.8%左右，增速比2016年小幅回升，实现年初的增长目标。其中第一、二产业增速平稳，第三产业对经济增速贡献显著，增加值占比继续提高。

蓝皮书根据中国宏观经济季度模型预测，2018年我国GDP增长率为6.7%，比2017年略微减少0.1个百分点。

7 后市展望

展望 2018 年，我国 GDP 增长预期只有 6.6-6.7%，经济下行压力依然较大；但全球经济复苏有望延续，美国税改政策落地、特朗普基建政策也有望落实，然而英国脱欧、朝鲜及中东地区地缘政治等因素均将对 2018 年全球经济形势带来较大的不确定性。

随着先进产能持续释放，加之重大会议影响减小，以及未来新增产能置换速度加快，预计后期煤炭供给将逐渐增加；但需求端难有明显的改善，煤炭市场供需基本面将逐渐趋于宽松，煤炭价格均价或合理下移。

2017 年动力煤全年价格明显偏离绿色区间，后期加强煤炭中长协合作将是多方共同的诉求。在“保供应、稳煤价”政策的协调下，2018 年动煤大概率仍将保持在相对高位区间波动，不过交易重心相比 2017 年将有所下移。

预计 2018 年动力煤期货价格全年呈现先抑后扬的走势，价格高点或出现在一季度或四季度，可能达到 630-650 元/吨。后期随着先进产能持续释放，加之采暖季结束、煤炭需求进入淡季，动煤价格重心将有所下移，或回落至 500-570 元/吨的合理区间运行；随后新一轮供暖用煤补库需求将再度提振煤炭价格。

后续仍可关注迎峰度夏、冬储供暖等阶段性供需错配预期下带来的逢低做多机会，同时可以关注合约间的套利可能。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为做出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。