



携手杉立  
共创宏图

杉立研发部

沈皓

0574-87729761



---

一、行情走势回顾.....	6
1、2014 上半年动力煤两度探底，弱势明显 .....	6
二、供给情况分析.....	6
1、低煤价抑制供应，下半年产量维持低增速.....	6
2、预计下半年国际煤价平稳运行，进口煤增速持稳.....	7
3、电厂维持低库存战略，下半年冬储行情或二次起舞.....	10
三、需求情况分析.....	12
1、下半年火电行业需求平稳 .....	12
1.1 第二产业用电仍占主导，用电量增速略好于去年同期 .....	12
1.2 水电出力并未明显增加，对火电替代性有限 .....	15
2、年度后期水泥行业需求减弱 .....	18
2.1 水泥产能得到控制，产量增速保持稳定 .....	18
2.2 基建投资增速将加快，但难完全对冲房地产下滑 .....	19
四、下半年行情展望及操作建议.....	22
1、动力煤供需平衡表 .....	22
2、相关变量及影响综述 .....	22
3、投资策略 .....	22
投资策略 1：单边低位做多一月合约.....	22
投资策略 2：逢高单边做空五月合约.....	23
投资策略 3：正套组合 .....	23



插图目录

图 1 动力煤走势图 .....	6
图 2 煤炭行业固定资产投资 .....	6
图 3 煤炭产量情况 .....	6
图 4 动力煤现价走势 .....	7
图 5 动力煤销售情况 .....	7
图 6 澳洲 BJ 动力煤价格 .....	7
图 7 内外动力煤价差 .....	7
图 8 我国动力煤进口情况 .....	8
图 9 前五个月分国别进口情况(万吨) .....	8
图 10 全球动力煤出口情况 .....	8
图 11 澳大利亚煤炭产量情况 .....	8
图 12 印尼煤炭产量 .....	9
图 13 澳元、印尼卢比汇率走势 .....	9
图 14 全球动力煤出口情况 .....	9
图 15 主要进口国制造业 PMI .....	9
图 16 港口动力煤库存 .....	10
图 17 港口电厂库存 .....	10
图 18 煤电产能周期 .....	10
图 19 回顾 13 年底行情库存变化 .....	10
图 20 坑口煤、港口煤价格变化情况 .....	11
图 21 沿海煤炭来源(亿吨) .....	11



图 22 港口煤企销售量比.....	11
图 23 山西煤炭库存.....	11
图 24 总发电量情况.....	12
图 25 各产业用电增速.....	12
图 26 电力需求分析逻辑图.....	13
图 27 水、火电新机投产情况.....	15
图 28 各省水电出力占比.....	15
图 29 各省新增水电占比.....	15
图 30 我国水电基地分布图.....	15
图 31 重庆降雨量 10 年均值.....	16
图 32 南宁降雨量 10 年均值.....	16
图 33 全国降水距平百分率图(3.26-4.24).....	17
图 34 全国降水距平百分率图(4.26-5.25).....	17
图 35 水泥行业固定资产投资.....	18
图 36 水泥产能情况.....	18
图 37 水泥产量情况.....	18
图 38 水泥价格情况.....	18
图 39 商品房销售面积情况.....	19
图 40 全国百城住宅价格指数走势.....	19
图 41 十大城市商品房库销比月度值.....	19
图 42 房屋库存-销售比情况(亿平方米).....	19
图 43 房地产开发资金来源情况.....	20



图 44 我国社会资金利率走势(年率,%) .....	20
图 45 货币供应量增速 .....	20
图 46 房地产业购置及新开工面积情况 .....	20
图 47 基建行业固定资产投资情况 .....	20
图 48 基建子行业固定资产投资增速 .....	20
图 49 基建部分传统行业固定资产投资增速 .....	21
图 50 基建部分新兴行业固定资产投资增速 .....	21

#### 表格目录

表 1 动力煤各行业消费占比 .....	12
表 2 自上而下用电量预测 .....	13
表 3 各行业用电量预测表 .....	14
表 4 我国 13 大水电基地容量和占比 .....	16
表 5 水电出力实时监测表 .....	17
表 6 中国动力煤供需平衡表(单位：万吨) .....	22



## 一、行情走势回顾

### 1、2014 上半年动力煤两度探底，弱势明显

图 1 动力煤走势图



2014 上半年动力煤行情大致可以分为三部分。

A 部分(2014 年年初-2014 年 3 月上旬)：13 年 12 月以来，动力煤在经历完冬储补库行情后，持续大幅下挫。其中 3 月 3 日，行业龙头神华集团大幅降价，更是加剧了市场的悲观情绪，期价也一度下挫至 490 元/吨的年内低点。

B 部分(2014 年 3 月中旬-2014 年 4 月下旬)：一方面，此前市场悲观情绪过度发酵，使得郑煤较现货大幅贴水，超跌迹象明显。另一方面，电厂经历数月去库后，库存已处于相对低位，再度引发了对港口煤的需求。受这两方面因素影响，郑煤走出了 1 个多月的反弹行情。

C 部分(2014 年 5 月上旬-至今)：电厂补库完成后，煤炭产量及入港量并未减少，造成坑口及港口库存持续上升，市场对于煤企降价销售预期亦大幅增强。此外，电力端旺季需求尚未启动，电力消费较为疲软，这使得港口煤的需求降至冰点，最终导致了郑煤的再度大幅下跌。

## 二、供给情况分析

### 1、低煤价抑制供应，下半年产量维持低增速

图 2 煤炭行业固定资产投资



图 3 煤炭产量情况





截止 14 年 5 月，煤炭行业固定资产投资累计同比增速为-3.7%(见图 2)。自 2013 年以来，因煤价逐渐步入熊市，对煤炭行业的投资亦呈持续减少态势。但因过去几年大量投资的矿区于近年集中投产，新增产能压力依然较大。根据我们测算的结果，2014 年煤炭总产能将达到 42 亿吨。

截止 14 年 5 月，原煤累计产量 14.94 亿吨，较同比下降 1.8%(见图 3)。虽煤炭产能过剩现象依然较为严重，但实际产量则持续呈现小幅收缩态势。结合年初以来的价格走势看，煤价自 14 年 1 月到达顶峰后，迅速下挫至 13 年低点位置，且本次下跌不同于 13 年 9 月的短期触底，截至 6 月底，煤价在低位盘整时间已超过 3 个月(见图 4)。

图 4 动力煤现价走势



图 5 动力煤销售情况



价格的大幅下挫，以及持续在低位运行，一方面使得成本较高的中小煤矿出现大量停产；另一方面，也使得市场悲观预期加重，贸易商、终端用户等都减少或减缓对动力煤的采购，最终导致市场整体销售情况进一步恶化。截止 14 年 5 月，全国煤炭销量同比下降 0.29%，连续第二年在负区间运行，而去年表现较为优异的大型煤企在本年度年也遭遇滑铁卢，神华销量同比减少 5.37%，中煤销量同比减少 0.84%(见图 5)，体现除中小煤企销售下降外，位于金字塔顶层的优势大企业也已受到较大冲击。

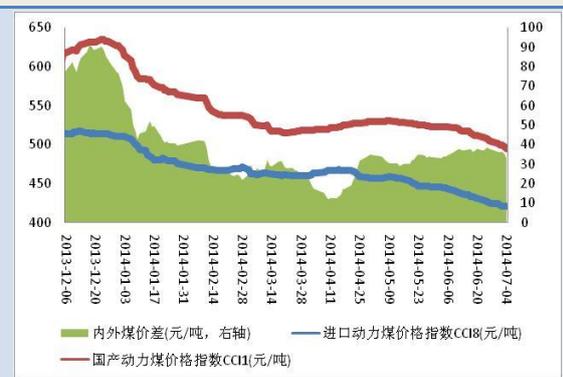
因此，受两方面因素影响，多数煤企均不同程度选择控制产量，从而产量呈现低增速，下半年煤价在无大幅上涨前提下，低增速有望延续。

## 2、预计下半年国际煤价平稳运行，进口煤增速持稳

图 6 澳洲 BJ 动力煤价格



图 7 内外动力煤价差





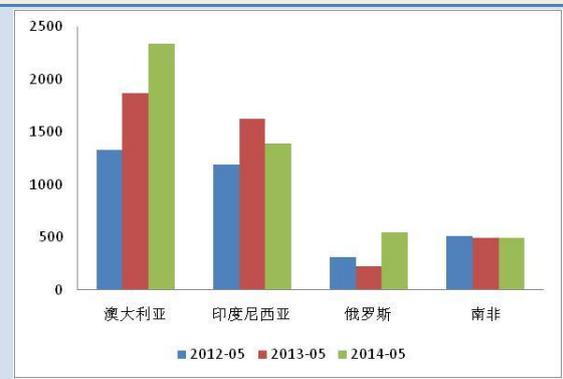
上半年，国际动力煤价格也呈现持续下跌之势。截至 6 月底，澳大利亚 BJ 动力煤现货价格为 70.9 美元/吨，较年初下滑了 17.89%(见图 6)。但因国内港口煤从高位下挫幅度更大，进口煤价格优势反而有所减弱。截至 6 月底，动力煤内外价差为 30 元/吨，较年初的 70 元/吨出现明显收窄(见图 7)。

截止 14 年 5 月，累计动力煤进口量为 5110 万吨，同比增速 15%(见图 8)。因 14 年前 2 个月进口煤仍存有一定价格优势，以及受 13 年年底港口煤价格大涨影响，电厂通过增加进口煤使用量来减轻国内煤企提价所带来的风险，这使得 2014 年以来，进口煤数量继续呈现较高增速。分国别看，14 年前 5 月，澳洲动力煤累计进口 2343 万吨，较去年同期增加 25%，为进口煤中最大的增量因素，而去年进口量最大的印尼煤则较同期下滑了 14.5%。此外，南非、俄罗斯进口量增长较为平稳(见图 9)。

图 8 我国动力煤进口情况



图 9 前五个月分国别进口情况(万吨)



下文将围绕全球的动力煤供需情况对下半年国际煤价的运行轨迹，及我国进口情况进行预测。

全球动力煤出口占据主导的两个国家分别为澳大利亚和印尼(见图 10)。其中，澳大利亚近年来新增产能不断释放，即便在国际煤价整体走弱的 12 年和 13 年里，产量增速仍维持在 7.5%和 5.5%(见图 11)。主要原因为当前澳洲多数矿成本依然低于国际煤价，且 13 年澳洲政府取消碳税和矿产资源租赁，进一步缓解了煤企的成本压力，使得澳洲煤在国际市场中优势越发突出。

图 10 全球动力煤出口情况

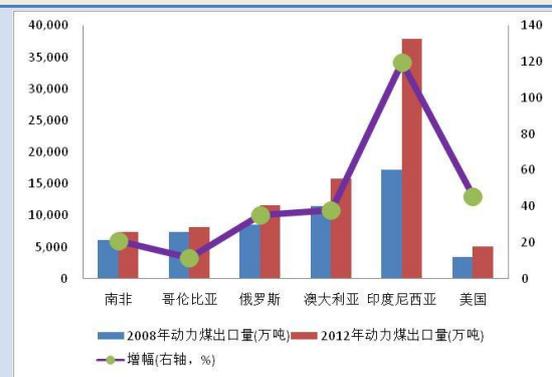


图 11 澳大利亚煤炭产量情况



而印尼政府面对持续下跌的煤价则采取了完全相反的策略，考虑到保护本国煤炭资源，



防止煤企以量代价加速开采，政府对煤炭产量和出口进行了限制。14 年印尼政府制定的产量指标为 4.2 亿吨，出口指标为 3.2 亿吨，该指标较 13 年水平基本持平，而 15 年产量指标仍为 4.2 亿吨(见图 12)。在政府限产限出口的背景下，国际市场中印尼煤的部分份额或将 继续被澳洲煤所取代。

另从货币角度看，因两国均是以出口资源为主要经济支柱，在全球大宗商品熊市背景下，两国实体经济难有出色表现，汇率亦将呈疲弱走势。虽上半年，澳元和印尼卢比均出现不同幅度反弹(见图 13)，但这更多基于欧洲和日本持续宽松的货币政策，吸引部分套利资金涌入，从而推高汇率增加。在缺乏经济基本面支持情况下，汇率继续反弹的可能性将极小，后市将大概率出现回落，这亦将压低国际煤价格重心。

因主要的两个出口大国澳大利亚和印尼产量呈现一增一平的局面，后市全球动力煤供给整体仍将维持较低的正增速。

图 12 印尼煤炭产量



图 13 澳元、印尼卢比汇率走势

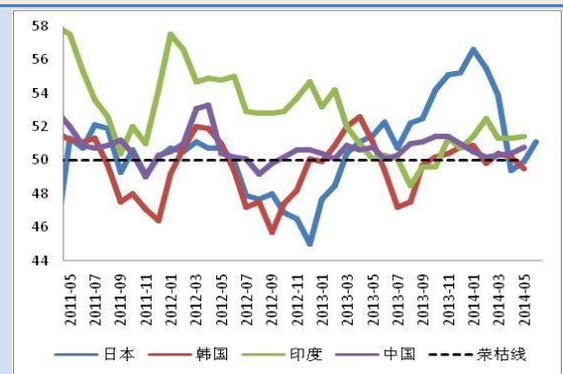


而国际动力煤需求端则主要依仗中、印、日、韩四国(见图 14)。截止 5 月，中国和印度的 PMI 值自年初以来持续小幅运行于荣枯线之上，日本则从高位出现大幅回落，韩国小幅走弱(见图 15)。

图 14 全球动力煤出口情况



图 15 主要进口国制造业 PMI



后市来看，中国下半年将主要面对的是调结构的任务，而印度则需要解决国内的高通胀问题，经济增长对两国来说，则放在相对次要的位置，反映到下半年两国经济走势，或将呈现持稳或温和波动的态势。日本则在去年推出大规模经济刺激政策后，经济持续出现好转，但年初又受消费税提高，及出口需求下降等影响，再度出现回落迹象，后市能否延续企业投



资和个人消费的持续增长将成为日本经济的关键因素，但目前来看实现难度不小，下半年偏弱运行可能性更大。因需求端主要国家经济都将维持平稳或偏弱运行，而供给端产量释放相对偏强，国际煤价整体仍将呈现震荡偏弱的形态。

在国际煤价整体依然偏弱的情况下，若国内港口煤未出现继续的大幅暴跌，进口煤微弱价差优势仍有望延续。因此，预计 2014 年下半年进口煤继续维持当前增速的可能性相对较大。

### 3、电厂维持低库存战略，下半年冬储行情或二次起舞

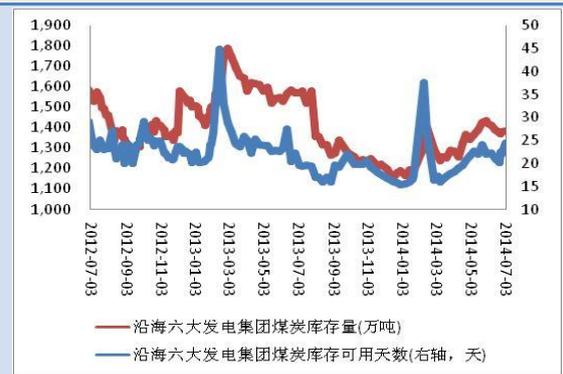
截至 6 月底，北方代表港口秦皇岛港煤炭库存为 709.4 万吨，自 5 月 3 日库存见底后，近两个月来港口库存呈迅速增加态势，且已超过去年同期 690 万吨的高位，短期看港口库存压力相对较大(见图 16)。

截至 6 月底，沿海六大发电集团煤炭库存(即电厂库存)为 1384 万吨，虽也处于年内相对高位，但与去年同期比较，库存中枢有较为明显的降低(见图 17)，显示在煤价持续下跌过程中，电厂加强自身库存管理，仅保持必要库存量来降低库存价值降低的风险。

图 16 港口动力煤库存



图 17 港口电厂库存



因当前煤矿产能继续处于释放阶段，煤电产能的不匹配还将继续深化，动力煤大熊市周期远未结束(见图 18)。在大熊市的背景下，中短期因素将成为主导行情的关键。13 年 9 月至 14 年 1 月动力煤一波小牛行情至今仍记忆犹新，那么，今年下半年行情是否有可能复制去年的那一幕，就成为分析下半年行情走势的关键点。

图 18 煤电产能周期

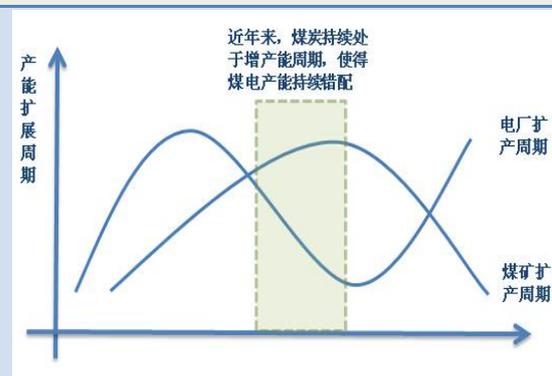
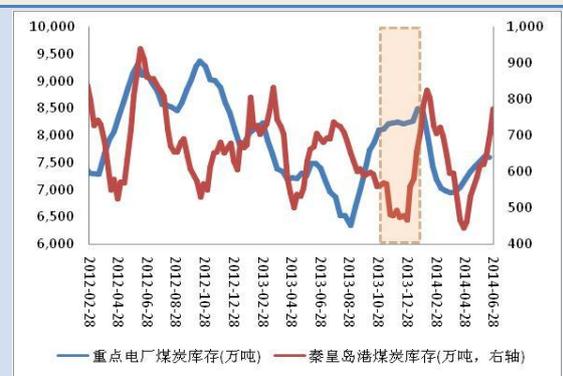


图 19 回顾 13 年底行情库存变化



先简要回顾下 13 年这波小牛行情：



从基本面来看，9 月电厂持续去库存至低位后，冬储补库需求逐步启动，而港口库存受大秦线检修以及大型煤企对港口煤的垄断能力等影响，持续呈减少态势。港口需求增加，供给减少，短期就形成了货源紧张的局面(见图 19)。另从价格变化来看，这波上涨行情中港口煤的波动明显大于坑口煤的波动(见图 20)，这很好的说明出供给偏紧的现象主要发生在港口，而非整个国内煤炭市场。

所以我们判断是否会重演 13 年底行情的重点将放在港口供需的研究上，而影响后市港口供需的三大要素为：1、电厂冬储补库需求；2、港口煤供给企业垄断能力；3、夏季去库存情况。

图 20 坑口煤、港口煤价格变化情况

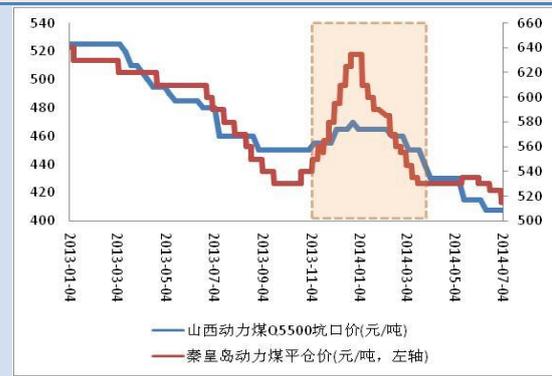


图 21 沿海煤炭来源(亿吨)



第一点，目前每年约 6 亿吨的港口煤主要被用于发往东南沿海六省一市（江苏、上海、浙江、广东、广西、海南、福建）。截止 2013 年数据，东南沿海下水煤占煤炭总消费的 60%，进口煤占 20%(见图 21)，根据上文对后市进口煤 20%增速的预测，大约会减少 4%的下水煤消费，而各省煤炭消费增速维持在 3-5%，基本对冲了因进口煤替代而减少的下水煤消费。此外，因为我国电力系统基本由大型国企组成，而国企背景的电厂第一目标是保障安全生产的持续性，且地方政府也对电厂的最低存煤量有一定硬性要求，所以电厂冬储补库一般可视为刚性需求。

图 22 港口煤企销售量比



图 23 山西煤炭库存



第二点，当前我国煤炭行业整体集中度虽仍较低，但港口煤炭市场则呈现完全不同的情况。10 年，四大煤企(神华、中煤、大同、伊泰)占下水煤总量的 58%；13 年，四大煤企占比已提升至 74%，仅神华一家就达到 46%之多(见图 22)。反映出在近年来持续下跌的煤价



已将大量中小企业挤出港口，大煤企逐步形成寡头式的竞争格局。后市因煤价维持弱势，港口集中度只会越发集中，这对短期价格波动无疑将起到更为重要的催化剂作用。

上文已经介绍了三大要素中的两者，这两者实现可能性较高，而夏季的去库存情况相对来说，存在一定变数，从本节开头提到的当前港口库存和电厂库存较去年同期基本相当，夏季如无较大意外(见下文需求分析章节)，去库存压力并不明显。但今年的煤矿库存则不太乐观，截至 6 月底，山西煤炭库存 4282 万吨，较年初 2500 左右的库存出现大幅上升(见图 23)，煤矿的库存压力或将对最终行情的反弹高度有所抑制。

综上所述，下半年重演 13 年底冬储行情的可能性依然较大，但介于煤矿库存压力大于往年，上涨幅度或将小于 13 年同期。

### 三、需求情况分析

#### 1、下半年火电行业需求平稳

##### 1.1 第二产业用电仍占主导，用电量增速略好于去年同期

表 1 动力煤各行业消费占比

	电力行业	建材行业	冶金行业	化工行业	其它行业
2009 年	62.10%	22.80%	3.60%	1.20%	10.20%
2010 年	64.00%	21.80%	3.50%	1.10%	9.60%
2011 年	65.90%	20.10%	3.40%	1.00%	10.80%
2012 年	61.70%	21.00%	3.40%	0.90%	12.90%
2013 年	64.08%	21.78%	3.51%	0.95%	9.69%
2014E	64.11%	22.34%	3.57%	0.89%	9.09%

14 年，电力行业占动力煤消费比重为 64%，建材行业占 22.34%，均较去年有小幅提高(见表 1)。下文将先通过自上而下，自下而上两种方法(该方法详解见《动力煤 2013 年报》)对此前预测的 14 年电力消费情况进行修正，而后就如何分析预测水电替代性进行详细的说明。

图 24 总发电量情况



图 25 各产业用电增速

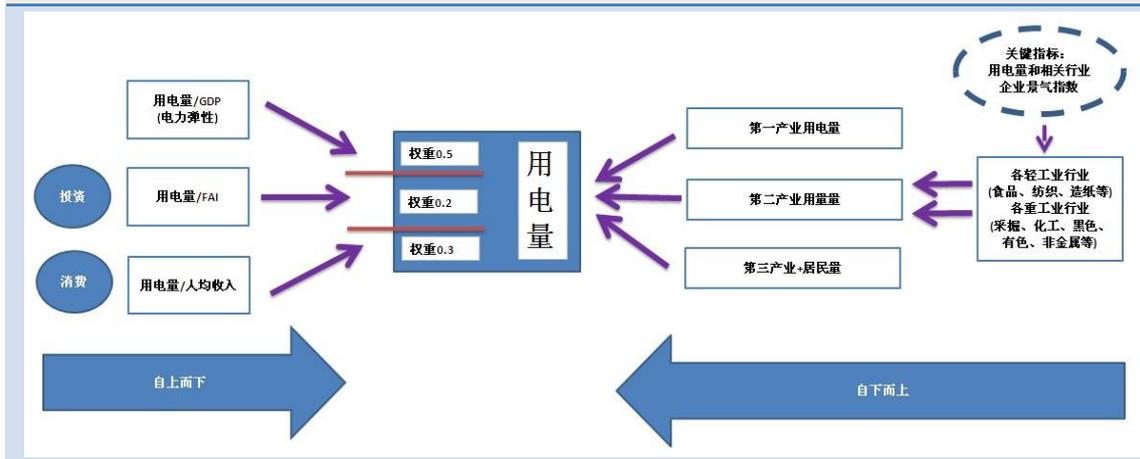




截止 5 月，全国累计发电量为 21489 亿千瓦时，同比增速 5.7%，虽较去年全年增速的 7%有所下降，但该数值却高于去年同期的 4%增速(见图 24)。分产业看，第一产业同比增速为-5.8% 第二产业同比增速 5.1% 第三产业同比增速 6.4% 居民用电同比增速 6.4%，其中占比最大的第二产业用电增速较去年同期有微幅增长(见图 25)。

下文将用最新的宏观及其他行业数据来修正 13 年动力煤年报所预测的电力需求情况(具体方法见图 26)。

图 26 电力需求分析逻辑图



自上而下对用电需求进行预测，我们分别对此前预测的 GDP、FAI、人均收入这三个指标进行修正，再推算出 14 年用电量整体的情况。

表 2 自上而下用电量预测

时间	GDP 弹性 (权重 0.5)		FAI 线性 (权重 0.2)		收入线性 (权重 0.3)		加权平均发电 量 (十亿千 瓦时)	同比增 速 (%)	
	GDP 增 速 (%)	电力弹 性	发电量 (十亿千 瓦时)	FAI 增 速 (百亿 元)	发电量 (十亿千 瓦时)	人均收 入 (元)			发电量 (十亿千 瓦时)
2008	9.6	0.59	3467	1728	3467	10967	3467	3467	5.6
2009	9.2	0.78	3715	2245	3715	11978	3715	3715	7.1
2010	10.4	1.27	4207	2781	4207	13609	4207	4207	13.3
2011	9.3	1.29	4713	3114	4713	15974	4713	4713	12.0
2012	7.7	0.62	4938	3746	4938	18127	4938	4938	4.8
2013	7.7	0.90	5284	4470	5284	19300	5284	5284	7.0
2014E (1)	7.5	0.85	5621	5320	5644	20600	5606	5621	6.4
2014E (6)	7.5	0.90	5641	5275	5625	21037	5700	5655	6.4



截止 14 年一季度，GDP 增速 7.4%，略低于此前预测的 7.5%，但今年李克强总理在多次讲话中均反复提到“GDP 维持在 7.5%左右，CPI 抑制在 3.5%上下”，而 5 月 CPI 仅为 2.5%，目前来看，仍有足够的政策空间支撑下半年经济回到 7.5%增速的平台之上，故我们维持 14 年 GDP 增速 7.5%的判断。另一个参数用电弹性情况则因上半年 GDP 增速弱于去年同期，而用电增速强于去年同期而做出部分修正，此前预测的 0.85 向上修正至 0.9，主要原因或为电力消费结构转变不及预期，高耗能的第二产业主导地位依然没有动摇。结合两者，预计 2014 年发电量增速为 6.75%，即电力消费 56410 亿千瓦时。

另两个宏观指标 FAI、人均收入根据我们的宏观预测报告结论，分别从 19%下调至 18%，从 7%上调至 9%。估算发电量为 56250 亿千瓦时和 57000 亿千瓦时。最后将三数据按照权重重理合，预测 2014 年发电量为 56550 亿千瓦时，同比增速 6.4%，较此前预测数据略有提高(见表 2)。

从自下而上对用电需求进行预测，我们基本保持此前预测的结果不变(见表 3)。

表 3 各行业用电量预测表

(% )	2012		2013E		2014E	
	增速	结构	增速	结构	增速	结构
<b>全社会</b>	5.5	100	7.3	100	7	100
<b>(一) 第一产业</b>	-0.7	2.2	0.1	2.2	0.1	2.2
<b>(二) 第二产业</b>	3.2	72.3	6.7	71.6	6.5	71.1
<b>2.1 轻工业</b>	4.5	8.3	5.8	8.4	5.9	8.5
<b>2.1.1 食品、饮料和烟草制造业</b>	7	1.8	6.2	1.8	1.8	1.8
<b>2.1.2 纺织业</b>	4.5	2.9	6.1	2.9	6.5	3
<b>2.1.3 造纸及纸制品业</b>	0	1.2	1.6	1.2	1.7	1.2
<b>2.1.3 其他轻工业</b>	5	2.4	7.2	2.5	2.4	2.5
<b>2.2 采掘业</b>	5.2	4.8	6.2	4.7	6	4.5
<b>2.2 制造业</b>	3.4	42.4	6.1	41.5	5.9	41.1
<b>2.3.1 化学原料及制品</b>	6.9	7.6	5.1	7.5	5.5	7.6
<b>2.3.2 非金属矿物</b>	0	5.8	5	5.6	5	5.6
<b>2.3.3 黑色矿物</b>	-5	9.9	6	9.4	5	9
<b>2.3.4 有色矿物</b>	6.8	7.4	5.1	7.4	4.8	7.3
<b>2.3.5 其他制造业</b>	7.7	11.7	7.9	11.6	7.9	11.6
<b>2.4 电力、煤气及水生产和供应业</b>	6	13.4	8.5	13.3	8.4	13.3
<b>2.5 其他第二产业</b>	7.7	3.4	6.7	3.4	6.6	3.4



(三) 第三产业	11.2	12.1	10.8	12.4	11	12.7
(四) 居民生活	10.9	13.4	9.2	13.8	9.7	14

综合两个方向预测的结果 我们将 14 年发电量修正为 56500 亿千瓦时 增速为 6.4%，较年初预测略有提升，整体表现较为平稳。

## 1.2 水电出力并未明显增加，对火电替代性有限

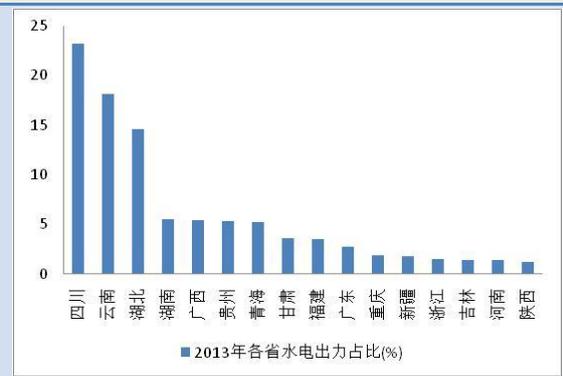
我国的电力行业中水电是仅次于火电的发电形式，特别是近两年来，水电行业呈爆发式增长。本节将对如何测算水电对火电的替代性，以及会影响多少动力煤消费进行分析。

决定水电出力多少主要为两方面因素：1、水电新增设备容量；2、水电基地降水情况。其中新增水电设备较为容易测算，截止 2014 年 5 月，新投水电累计同比增速为 22.07%(图 27)，该增速基本符合《电力工业‘十二五’规划》中重点发展水电所制定的目标，预计后期新投水电仍会保持在 20-30%左右的高增速。

图 27 水、火电新机投产情况



图 28 各省水电出力占比



那么，主要难点集中在如何测算水电基地的降水情况。因中电联每月统计数据发布存在较强的滞后性，并不能实时反映出当前水电发电量的增减情况。这里我们采用的方法是各水电基地按装机容量大小赋予不同权重，再将各月份按降水季节性强弱赋予不同权重，通过时间和空间两方面对水电基地降水情况进行综合性的实时监测。

图 29 各省新增水电占比



图 30 我国水电基地分布图



首先，从 13 年我国各省水电出力情况来看，四川、云南、湖北水电发电量明显高于其它省份，三者共占全国总量的 60%左右，而前九大水电省份占比则接近 85%(见图 28)。此



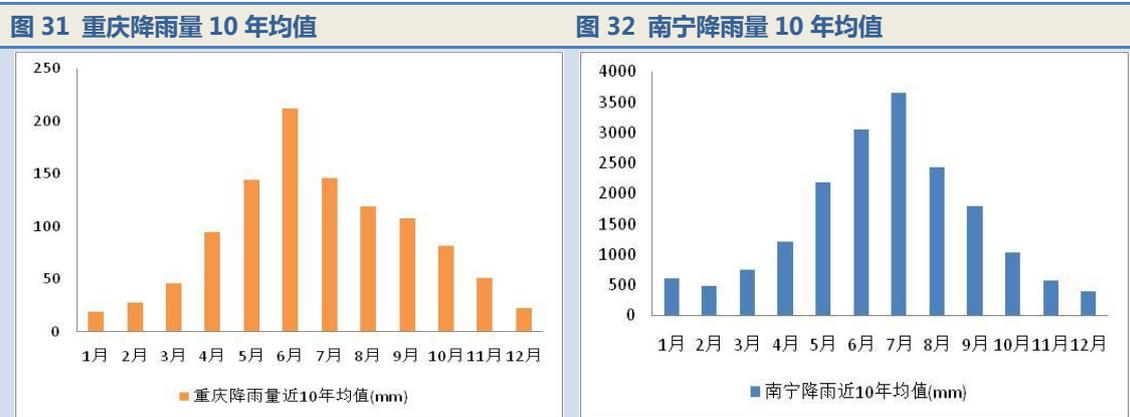
外，从 13 年新增设备水电设备来看，云南、四川、贵州三省的新增水电占比更是达到惊人的 88%以上(见图 29)。两数据均反映出我国水电资源高度集中于川鄂云贵一带，且未来发展仍具备较大的潜力。下文从量化的角度，按照我国重点规划的 13 个大型水电基地装机容量的大小，对各水电区域进行划分。

从具体规划看，占总规划前 6 的水电基地中 5 个位于川鄂云贵一带(见表 4)，与前文数据相吻合。考虑到地理、气候，及测算时的便利性，进一步将各水电基地分为六个区域(见图 30、表 4)，每个区域所占装机比重即为该区域水电出力权重。

表 4 我国 13 大水电基地容量和占比

	规划装机容量 (MW)	总规划中占比 (%)	划分区域占比 (%)
金沙江干流水电基地	62250	22.4	57.5
雅鲁江干流水电基地	25700	9.2	
澜沧江干流水电基地	25110	9.0	
大渡河干流水电基地	24920	8.9	
怒江干流	21990	7.9	
长江上游水电基地	28840	10.3	18.3
乌江水电基地	11220	4.0	
湘西水电	10810	3.8	9.8
黄河干流	20930	7.5	
黄河北干流水电基地	6430	2.3	5.1
南盘江江河水电基地	14300	5.1	
东北水电基地	13260	4.7	4.7
闽、浙、赣水电基地	12200	4.3	4.3

其次，再讨论降雨季节性分布，以重庆为例，6 月降雨量为年中最高峰，5 月、7 月相对略低(见图 31)，这样根据各月不同降雨量分布也可以量化出降雨的季节性权重。考虑到各个水电区域的降水季节性分布特征各不相同(见图 32)，上文所划分的 7 个区域的降雨季节性权重亦各不相同。



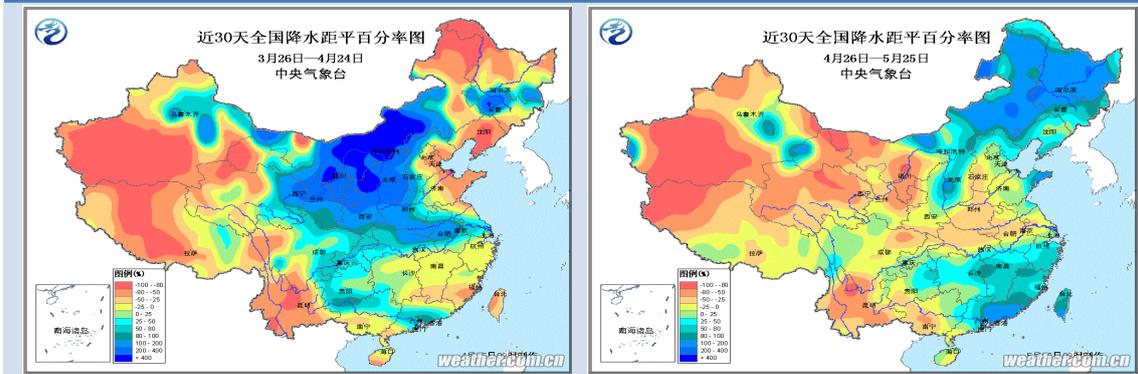
应用上文介绍的方法，即可通过每 10 日、20 日、30 日公布的全国降水图对水电出水



情况进行一个实时的测算。以 14 年 4 月和 5 月的降水距平百分率图看，虽然我国大部分地区降水情况均好于往年均值，但水电出水占比最多的云川地区降水量并未有明显增加(见图 33、图 34)，结合数张降雨图进一步量化后，可得到今年 4 月以来全国水电整体的出力情况(水电出水统计以 4 月为起点，4 月之前水量与去年相关度更高)

图 33 全国降水距平百分率图(3.26-4.24)

图 34 全国降水距平百分率图(4.26-5.25)



截止 6 月 25 日，云川地区的水电基地群距平均降水减少约 16%，其它全国各地区均不同程度高于往年均值。将全国各省数据整合后，目前水电整体出力大于高于往年约 3-5%，仍未呈现出明显的丰水年迹象(见表 5)。

表 5 水电出力实时监测表

	4 月	5 月	6 月前 25 天	总降水距平
金沙江干流水电基地	-25%	0%	-25%	-16%
雅砻江干流水电基地				
澜沧江干流水电基地				
大渡河干流水电基地				
怒江干流	50%	25%	25%	30%
长江上游水电基地				
乌江水电基地				
湘西水电	200%	0%	-25%	34%
黄河干流				
黄河北干流水电基地	50%	-25%	0%	-4%
南盘江江河水电基地				
东北水电基地	-25%	100%	50%	56%
闽、浙、赣水电基地	-25%	50%	-25%	-2%
实时综合结果	2.29%			

再结合当前水电容量仅占火电的 28%左右，在仅增加 2-3%的出水量情况下，对火电的替代性相对较为有限。



## 2、年度后期水泥行业需求减弱

### 2.1 水泥产能得到控制，产量增速保持稳定

图 35 水泥行业固定资产投资

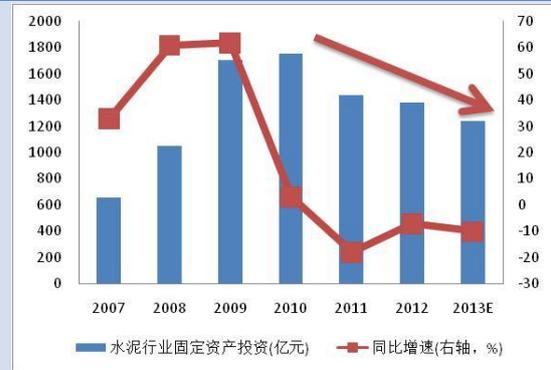


图 36 水泥产能情况



水泥是所有周期行业中较早进入去产能环节的行业，行业固定资产投资自 10 年后，就呈大幅减少态势，且已连续三年以 10% 的负增速减少(见图 35)。实际新增产量情况也基本与固投趋势相同，预计 14 年水泥新增产能将不足 1 亿吨，较 11 年的 3 亿吨下降了三倍之多。此外，受国家淘汰落后产能政策的大力实施，以民企为主的水泥行业落后产能退出速度也明显优于其它行业，12 年退出产能甚至多余新增产能，该特征尤为明显。总体来看，后市水泥产能整体将继续维持在低增长或零增长(见图 36)。

图 37 水泥产量情况



图 38 水泥价格情况



水泥产量同样随产能保持较低增速，截止 5 月，水泥累计产量为 9.1 亿吨，同比增速 4.06%，较前两年的低增速进一步下滑(见图 37)。而水泥价格也很好的验证了供给端收缩的情况，截至 6 月底，全国六大区域中，同比跌幅最大的华北地区价格下跌 8.5%，涨幅最大的西南地区上涨 10%，其余地区也以持稳增加为主(见图 38)。而同属建材链的玻璃和螺纹钢价格则明显下跌，玻璃较去年同期下跌了 14.5%，螺纹钢较去年同期下跌了 6%。体现出在需求整体偏弱情况下，供给端收缩带来的支撑效应。

虽然水泥价格持续平稳，但这是建立在水泥产能收缩背景之下，对于动力煤需求来说，则意味着后市新增消费几乎为零，即建材端需求呈极低增长。



## 2.2 基建投资增速将加快，但难完全对冲房地产下滑

14 年以来，我国房地产市场数据均出现明显下滑。截止 5 月，商品房累计销售面积 3.61 亿平方米，同比减少 7.8%(见图 39)。截止 6 月，全国百城住宅价格同比增加 6.48%，环比增速-0.5%，两年以来房价指数首次出现连续下滑(见图 40)。

图 39 商品房销售面积情况



图 40 全国百城住宅价格指数走势



最直观的量、价指标均出现下跌，充分反映出当前房地产市场的弱势。后市房地产市场会如何运行，我们认为可以从存量和增量两个角度来考虑。

首先从存量角度看，预估 14 年商品房库销比为 1.66 亦属历史高位区间(见图 41、42)。以此数据看，未来国内房地产市场存在较大的去库存压力。

再从增量角度看，我们主要通过观察房地产开发资金来源情况，客观上判断未来房企是否有能力继续开发新建项目。自 14 年初以来，占资金来源最大的按揭贷款、国内贷款及自筹资金等均持续下滑(见图 43)。

图 41 十大城市商品房库销比月度值

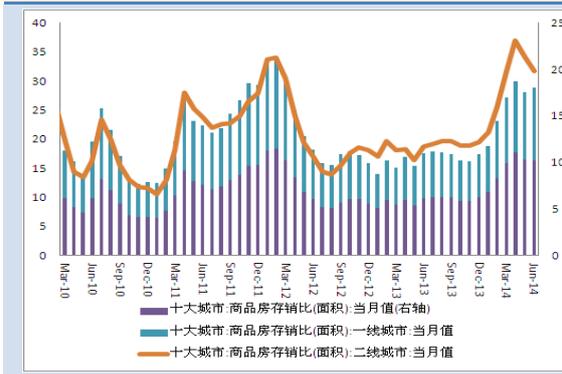


图 42 房屋库存-销售比情况(亿平方米)



上文提到目前房地产市场呈现量价齐跌的态势，这使得房企自筹资金和按揭贷款两方面的资金来源仍不容乐观，未来继续萎缩可能性较大。而银行贷款方面，因社会资金成本利率仍维持在相对高位(见图 44)，且目前央行持稳的货币政策导向依然未变，已 M2 增速为代货币供应量增速亦持续维稳(见图 45)。此外，年初以来不断有中小房企出现资金链断裂的事件，亦促使银行收紧了对房企的贷款额度。



图 43 房地产开发资金来源情况

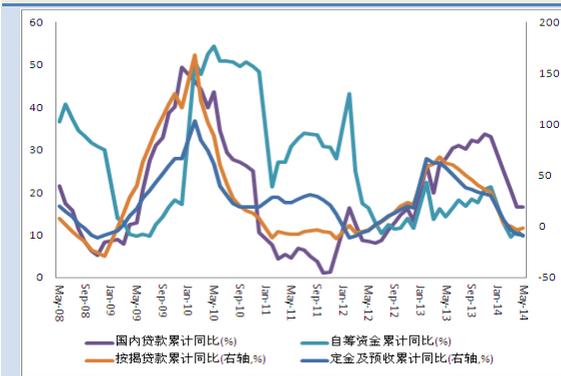


图 44 我国社会资金利率走势(年率,%)



整体来看，房地产市场将面临一段较长的去库存过程，且房企缺乏继续新建的能力和动力。从图 46 可看出，14 年以来，累计购置土地面积和商品房新开工率均呈现负增长，亦充分验证前文所述，后市继续维持负增长悬念不大。而房地产新开工数量的减少，将直接对水泥的需求产生较大影响。

图 45 货币供应量增速

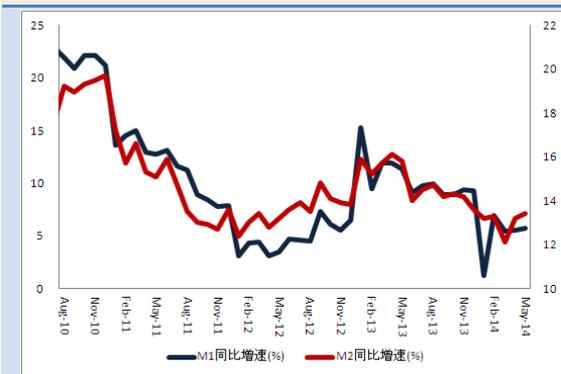


图 46 房地产业购置及新开工面积情况



从固定资产投资构成看，房地产、制造业及基建投资三者总占比约为 80%，前二者总占比约为 50%。而目前房地产行业 and 制造业景气度均不佳，投资增速亦持续收缩，致上半年固定资产投资增速整体持续下降。截止 5 月，国内固定资产投资累计总额为 15.5 万亿，同比增速为 17.2% (见图 47)，已连续多月放缓。

图 47 基建行业固定资产投资情况

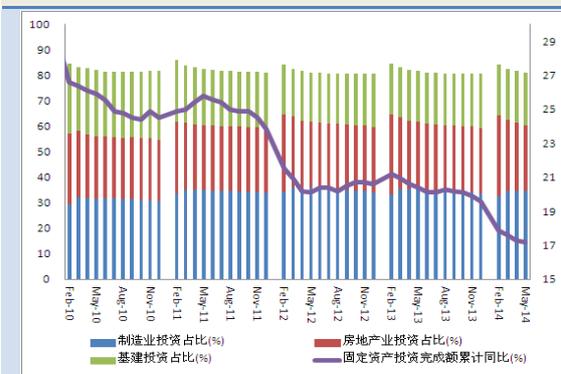


图 48 基建子行业固定资产投资增速



因下半年房地产业、制造业预期依然悲观，若要实现“保下限”目标，加速基建投资就成了必经之路。截止 5 月，基建投资累计总额为 3.2 万亿，同比增速为 23%，总体表现平



稳(见图 48)，下半年也有望继续持稳增加。

另从各省公布的基建项目来看，当前的基建投资方向较过去已出现转变。政府在稳增长的同时，更注重调结构和促民生的基建及新兴产业投资，如交通基础设施、水利工程、环保产业、新一代信息基础设施、清洁能源工程、现代煤化工和石化产业基地等。

上述导向在相关数据中已有印证：

(1) 其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计增速为 17%，交通运输、仓储和邮政业累计增速为 21.9%，水利、环境和公共设施管理业累计增速为 27.2%，均属高速增长(见图 49)。

(2) 从新兴行业看，截止 5 月，信息传输、软件和信息技术服务业固定资产投资累计总额同比增速为 40.4%，文化、体育和娱乐业同比增速为 25.2%，石油和天然气开采业同比增速为 19.3%(见图 50)。

图 49 基建部分传统行业固定资产投资增速

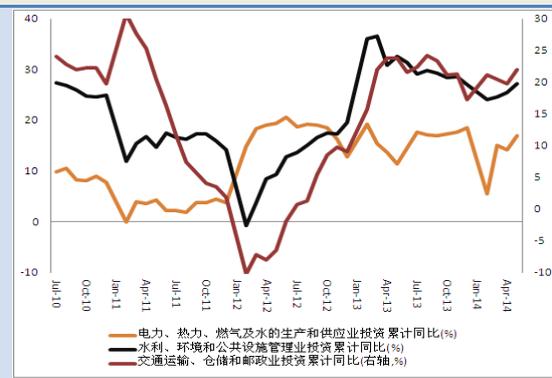


图 50 基建部分新兴行业固定资产投资增速



与过去基建投资集中于传统行业不同，现在新兴行业同样受到青睐，但新兴行业用水泥量明显不及传统行业，故即便基建投资加速，对于水泥的需求提升较为有限。



## 四、下半年行情展望及操作建议

### 1、动力煤供需平衡表

表 6 中国动力煤供需平衡表(单位：万吨)

项目	2012	2013	2014E(1)	2014E(6)
总供给	309931	301491	306000	305000
产量	291794	282289	285000	284000
进口量	18137	19202	21000	21000
总需求	298619	299153	302025	301700
出口量	797	636	600	600
供需缺口	-11315	-2339	-3975	-3400

### 2、相关变量及影响综述

相关变量对动力煤影响综述				
驱动因素	一级指标	二级指标	状态描述	多空影响
宏观面	/	/	国内市场偏空	偏空
中观层	供给	产量	产量增速放缓，港口煤垄断加强	中性偏多
		进口量	进口增速持稳	中性
		库存	各环节库存高企	中性偏空
	需求	火电	整体增速平稳，且有四季度存在电厂冬储补库需求	中性偏多
		水泥	房地产弱势影响，增速偏弱	偏空
微观层	价差/基差		正向市场，利于提振买盘	偏多

### 3、投资策略

#### 投资策略 1：单边低位做多一月合约

核心原因：

(1) 14 年煤价长时间处于低位，已使得产量增速减慢，后市如进一步下跌，产量亦有望维持稳定。

(2) 同样，国内的煤价的快速下跌，也会使得进口量持稳，甚至出现下降。

(3) 发电增速基本持稳，且电厂冬储库存需求较为刚性。

(4) 低煤价挤出部分高成本煤企及贸易商，使得大型煤企对港口煤垄断能力进一步加强。



潜在风险点：

- (1) 国内宏观经济出现较大波动。
- (2) 坑口煤炭库存超出预期。
- (3) 水电出水受天气影响大增。

具体操作：

TC1501 做多，第一目标位 550，第二目标位 580，以 490 止损。

## 投资策略 2：逢高单边做空五月合约

核心原因：

(1) 15 年，煤炭产能依然过剩，且需求端缺乏增加潜力，短期港口煤价格波动不影响整体的下跌趋势。

(2) 15 年，各省为缓解煤企经营压力，降低各项费用和税费，降低煤炭整体成本。

(3) 15 年，张唐铁路有望全面通车，增加铁路煤炭入场量，降低港口煤成本。

潜在风险点：

- (1) 短期港口煤价格波动较大，注意入场时点。

具体操作：

TC1505 在 560 附近介入，目标位 480，以 600 止损。

## 投资策略 3：正套组合

核心原因：

- (1) 同上，看多 TC1501 的冬储补库行情，看空 TC1505 的煤炭大熊市。

潜在风险点：

- (1) 交割障碍

具体操作：

买 TC1501 卖 TC1505，目标价差+30，以-15 止损。



杉立期货

Shanli Futures

携手杉立

共创宏图

客服电话 0574-87716270

传真：0574-87717386

## 分析师简介

沈皓：品种分析师，负责煤钢焦相关品种研究。

联系电话：0574-87729761

邮 箱：13926338@qq.com

## 分析师承诺

负责本研究报告内容的期货分析师 在此申明 本报告清晰、准确地反映了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。

## 免责条款

本报告的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做任何保证，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或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为杉立期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。