

# 煤价成本坍塌如何影响大宗商品各板块？

## 报告要点

近日煤炭市场情绪悲观，煤价下跌空间打开，跌幅扩大。动力煤成本坍塌将如何影响相关商品品种，本篇报告将从能源电力、化工、黑色、有色等相关品种角度进行分析。

## 摘要：

### 动力煤：库存高企，进口冲击，动力煤跌幅扩大

二季度以来，中下游动力煤库存持续累积致历史高位，进口煤价坍塌迹象明显，导致国内煤炭市场深度承压，煤价下跌空间打开，近期跌幅扩大。目前终端补库压力不大，而港口疏港压力加剧，叠加海外煤炭需求回落，进口持续冲击国内市场，预计近期国内动力煤价格将延续下行趋势。

### 能源与电力：国内煤价下行拖累海外煤气，电价成本下移，火电利润改善

本轮传统能源下行周期中，国内煤价下跌节奏滞后于海外能源价格。此次国内煤价下行将进一步拖累疲软的海外煤炭及天然气市场，而油价受到的直接影响较弱。国内外电价有望受益于燃料成本下行而继续回落，理论上国内煤价每下跌 100 元/吨将使度电成本下移约 0.0387 元，同时火电企业盈利有望显著改善。

### 甲醇：基本面压力有限，关注煤炭实际跌幅

甲醇本轮下跌主要交易煤炭承压预期，自身基本面压力不大。后期甲醇供需将面临较大不确定性，主要关注上下游装置恢复情况。另外就是煤炭的实际跌幅，若煤价加速下跌带动企业利润修复供应弹性释放，则甲醇下方空间将被打开。

### 尿素：后期供需过剩格局下仍偏承压

4 月份以来尿素崩盘下跌的核心在于成本端煤价坍塌以及基本面高库存高供应和弱需求。往后随着检修装置回归、新增产能释放及需求季节性转弱，尿素供需宽松格局下仍偏弱看待，需关注煤炭实际下跌幅度、供应弹性以及出口潜在支撑。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号



## 中信期货研究

研究员：  
俞尘混  
从业资格号 F03093484  
投资资格号 Z0017179

朱子悦  
从业资格号 F03090679  
投资咨询号 Z0016871

胡佳鹏  
从业资格号：F3039655  
投资咨询号：Z0013196

沈照明  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

李苏横  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
从业资格号：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

## PVC：供需承压&成本下移，PVC 仍或偏弱

短期检修尚未结束，PVC 偏去库；自身估值较低，加之边际成本下移不多，盘面价格偏坚挺。中长期角度，西北检修结束，6-7 月需求处于淡季，如果看不到上游进一步减产或需求转暖，盘面可能继续下行。山东 PVC 边际装置几乎全部停产，或试探西北（自备电石）氯碱成本 5450（静态）。成本变动空间取决于煤炭以及片碱跌幅，二者下跌节奏不同，成本重心或先低后高。下行风险关注夏季电力扰动、需求预期扰动以及印度补库节奏。

## 双焦、钢材：钢材淡季压力逐步显现，动力煤跌幅扩大压制焦煤

近期，在利润驱动之下，高炉减产有所放缓，叠加蒙煤进口量显著下滑，双焦自身供需过剩矛盾有所缓和，矛盾更多地集中在动力煤和钢材端。

动力煤和焦煤的价格联动主要依赖于中间煤种的转换。当前北港动力煤价格为 900 元/吨左右，高库存压制下，下游需求疲软。若旺季到来前，动力煤跌幅进一步扩大，不论从品种比价，还是从板块情绪的角度，都会对双焦价格形成明显压制。

钢材端，需求商品房销售同比有所回落，房企拿地意愿较弱，新开工降幅较大，地产用钢需求仍然偏弱，基建投资大幅回落，终端资金周转掣肘持续，现实需求季节性转淡，若无更加强有力的政策刺激落地，钢材价格或将持续承压。此外，若动力煤带动焦煤继续下跌，亦会对焦炭及钢材形成成本拖累。

## 玻璃：供增需减，弱现实弱预期共振

本轮下跌是基本面走弱，以及宏观预期走弱共振。供需基本面来看，供应不断回升，需求淡季走弱。宏观来看，地产数据环比走弱。从成本来看，燃料和纯碱均有下跌趋势，玻璃盘面利润仍旧偏高。后续供需基本面可能仍在恶化过程中，宏观氛围可能有所反复但大方向下行趋势不改，因此基本面没反转前应该都是偏空看待。

## 纯碱：基本面再度趋紧前，悲观预期不改

本轮下跌是基本面走弱后，一致看跌预期下的负反馈加速行情。从基本面来看，在没出现大量检修前，全行业可能还是处于供需平衡的状态，但由于下游压缩自身库存，导致企业库存累积，基本面便显出宽松趋势。库存仍是后续关键指标，若持续去库，则基本面阶段性见底，下游开始补库，偏紧的基本面或被阶段性交易。若去库不可持续，则现货仍未见底，且成本长期有下行的预期，下方仍有空间。

## 铝：供增需弱格局难改，价格仍有向下空间

电解铝锭库存绝对量偏低位，但铝棒周度降幅已经放缓，且铝棒加工费呈现回落趋势，后期或减少铝水采购，进而导致上游铸锭比例有所增加，叠加供给端恢复预期走强，最终将令电解铝去库速度放缓，铝价仍有下行压力。按照产能加权，国内电解铝自备

电厂发电占比过半，因此煤价的快速下跌对铝成本影响较大，并且对铝价的下跌起到了间接的助推作用。

#### 工业硅：高库存情况仍未改善，工业硅价格随成本下移

工业硅今年一季度供应压力较大，而需求端特别是有机硅以及出口的需求大幅度回落，使得工业硅库存在本该去库的枯水季一直都没有出现下降，高库存持续对工业硅价格形成压力，工业硅价格也不断向成本线靠拢。煤炭价格持续下行背景下，工业硅成本还存在继续下滑的空间，如果后续供需情况还未出现改善，价格也将随成本不断下移。

风险因素：极端天气；政策；宏观需求变动

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

## 目 录

摘要:	1
一、 库存高企，进口冲击，动力煤跌幅扩大	6
二、 动力煤影响相关品种的逻辑	7
三、 动力煤跌幅扩大，对商品影响几何	7
(一) 能源：海外煤气受到拖累，电价下移而火电利润改善	7
1. 传统能源：国内煤价下行拖累海外煤气	7
2. 国内外电价：电价成本下移，火电利润改善	9
(二) 化工：煤化工承压运行	10
1. 甲醇：基本面压力有限，关注煤炭实际跌幅	10
2. 尿素：后期供需过剩格局下仍偏承压	11
3. PVC：供需承压&成本下移，PVC 仍或偏弱	11
(三) 黑色：上方仍有压力	14
1. 双焦及钢材：钢材淡季压力逐步显现，动力煤跌幅扩大压制焦煤	14
2. 玻璃：供增需减，弱现实弱预期共振	15
3. 纯碱：基本面再度趋紧前，悲观预期不改	16
(四) 有色：铝价格仍有向下空间，工业硅价格随成本下移	18
1. 铝：供增需弱格局难改，价格仍有向下空间	18
2. 工业硅：高库存情况仍未改善，工业硅价格随成本下移	20

## 图表目录

图表 1: 环渤海港口总库存 .....	6
图表 2: 沿海八省电厂库存 .....	6
图表 3: 内陆十七省电厂库存 .....	6
图表 4: CCI 进口价格 .....	6
图表 5: 动力煤影响相关品种的逻辑 .....	7
图表 6: 核心化石能源热值价格 .....	8
图表 7: 印度电厂煤炭库存 .....	8
图表 8: GIE 欧洲天然气库容率 .....	8
图表 9: 德国 Clean Dark & Spark Spread (MA7) .....	9
图表 10: 全国各地代理购电价格平均值 .....	9
图表 11: EPEX 德国电力现货日前电价 .....	9
图表 12: 中国煤炭及火电上市公司净利润对比 .....	10
图表 13: 兰炭利润大幅修复 单位: 元/吨 .....	12
图表 14: 电石法 PVC 开工改善, 电石利润修复 单位: 元/吨 .....	12
图表 15: 山东氯碱综合利润亏损 单位: 元/吨 .....	13
图表 16: PVC 存量开工中性 单位: % .....	13
图表 17: 6 月中旬前检修量偏高, 后续供应压力增加 单位: 万吨 .....	13
图表 18: 去库幅度有限 单位: 万吨 .....	13
图表 19: 2023 年 PVC 月度供需平衡表 单位: 万吨 .....	13
图表 20: 焦煤/动力煤比价 .....	14
图表 21: 玻璃现货利润 .....	15
图表 22: 玻璃现货生产成本 .....	15
图表 23: 山西: 出矿价: 无烟煤 .....	16
图表 24: 重质纯碱价格 .....	16
图表 25: 玻璃总日熔 .....	17
图表 26: 纯碱表观消费 .....	17
图表 27: 铝水比例 单位: % .....	18
图表 28: 铝棒产量 单位: 万吨 .....	18
图表 29: 铝锭+铝棒社会库存 单位: 万吨 .....	19
图表 30: 铝锭社会库存 单位: 万吨 .....	19
图表 31: 铝棒社会库存 单位: 万吨 .....	19
图表 32: 铝棒加工费 单位: 元/吨 .....	19
图表 33: 电解铝自备电发电利润 单位: 元/吨 .....	20
图表 34: 电解铝网电发电利润 单位: 元/吨 .....	20
图表 35: 黄埔港+天津港+昆明库存 单位: 吨 .....	21
图表 36: 工厂库存 单位: 吨 .....	21

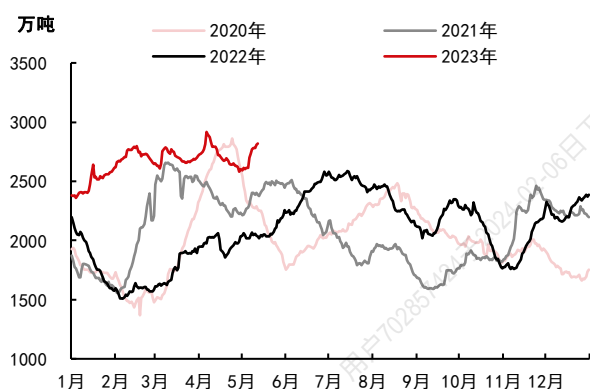
## 一、库存高企，进口冲击，动力煤跌幅扩大

近日，动力煤跌幅扩大，截至 5 月 26 日，曹妃甸港动力煤(Q5500) 平仓价 875 元/吨，较上周下跌 95 元/吨，跌幅明显扩大。跌幅扩大的主要原因有：

一方面，北方港口库存继续向上累积，处历史高位，随着气温升高，各港疏港压力加大。淡季电厂日耗无超预期表现，在长协保障充足以及进口煤大量补充下，电厂累库加快，基本无补库压力。中下游库存显著偏高，库存高企对煤价压制作用明显。另一方面，进口煤价坍塌迹象明显，截至 5 月 26 日，CCI 进口 5500 为 880 元/吨，较上周下跌 75 元/吨，跌幅明显。进口煤价快速下跌对国内煤炭市场造成较大冲击。煤炭市场情绪整体较为悲观，煤价下跌空间打开，跌幅有所扩大。

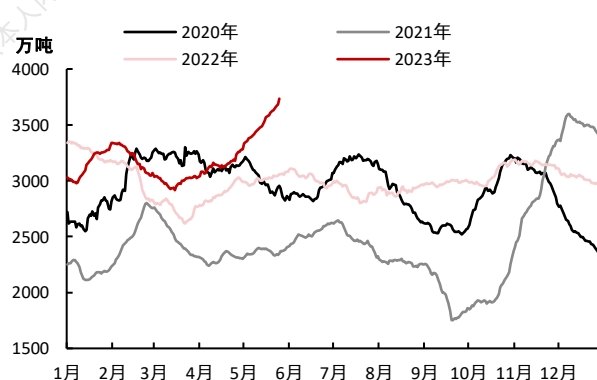
在中下游库存高企的情况下，终端补库压力不大，港口疏港压力加剧，叠加海外能源危机缓解，海外煤炭需求回落，进口持续冲击，预计近期煤价将延续下行。

图表1：环渤海港口总库存



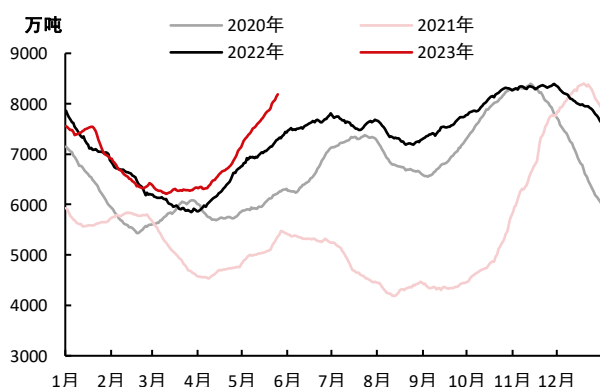
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：沿海八省电厂库存



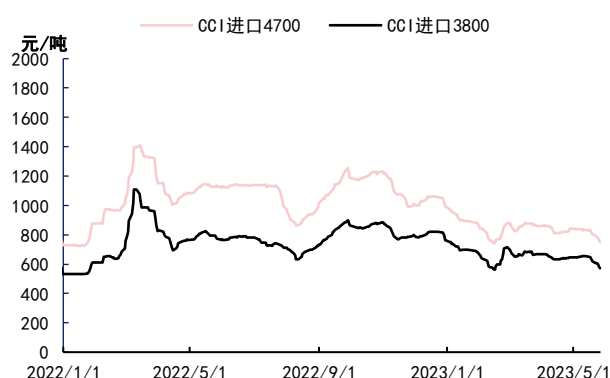
资料来源：cctd 中信期货研究所

图表3：内陆十七省电厂库存



资料来源：cctd 中信期货研究所

图表4：CCI 进口价格

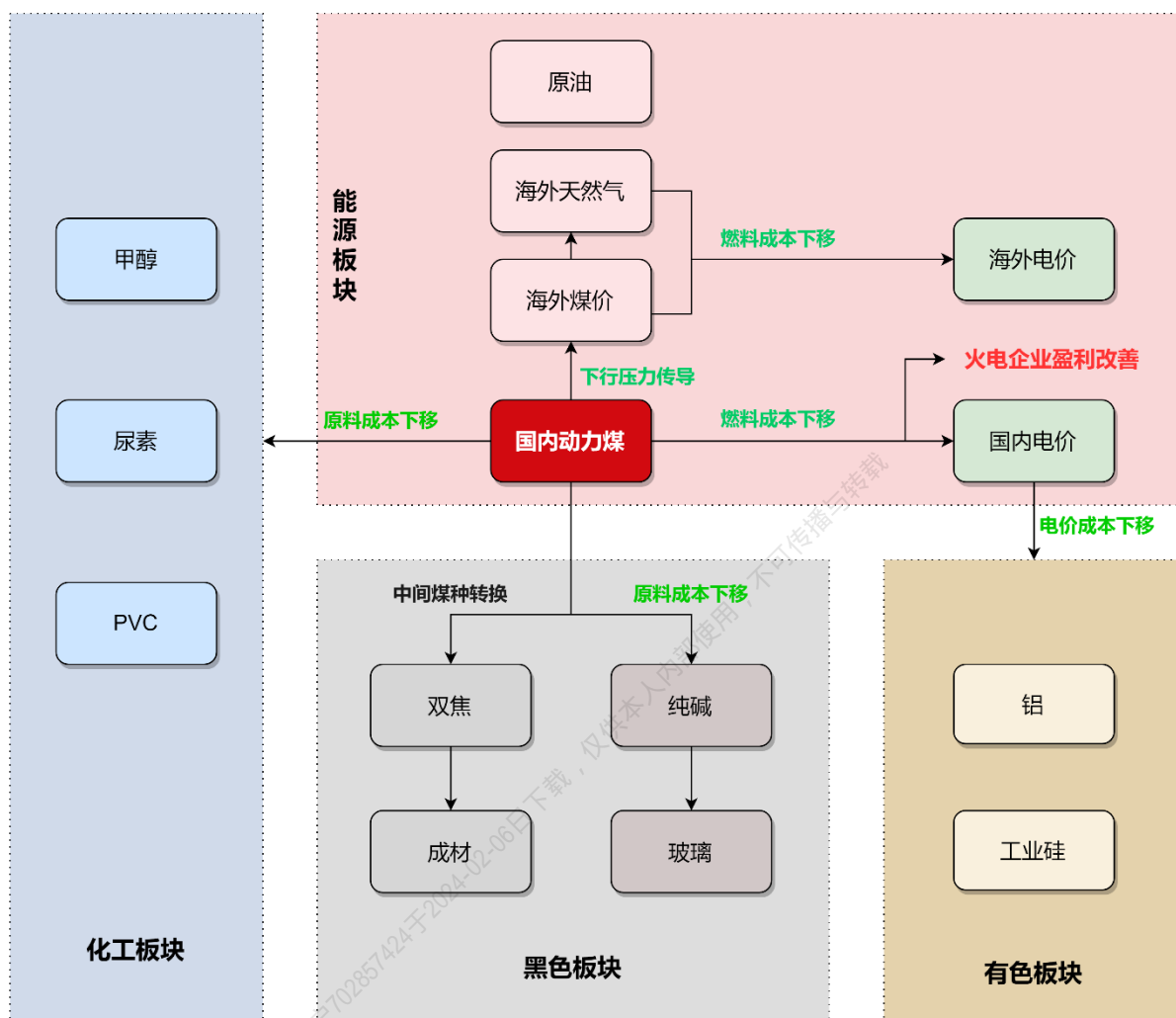


资料来源：煤炭资源网 中信期货研究所



## 二、动力煤影响相关品种的逻辑

图表5：动力煤影响相关品种的逻辑



资料来源： 中信期货研究所

## 三、动力煤跌幅扩大，对商品影响几何

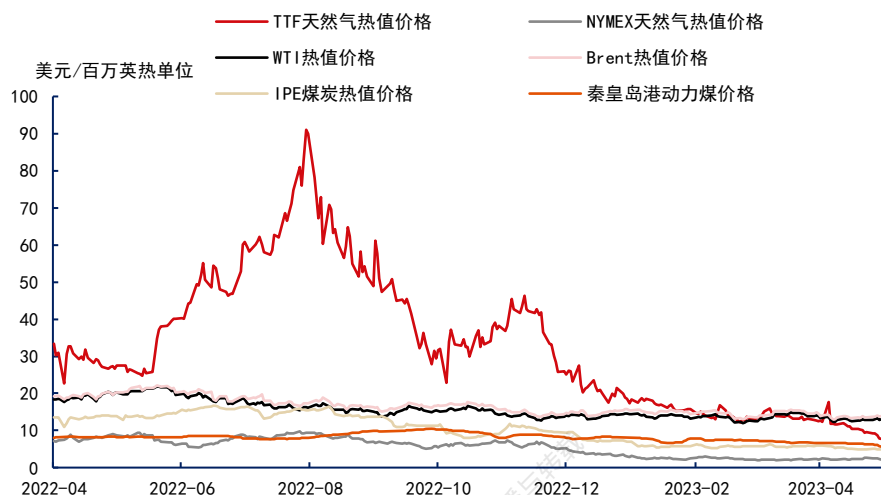
### （一）能源：海外煤气受到拖累，电价下移而火电利润改善

#### 1. 传统能源：国内煤价下行拖累海外煤气

本轮传统能源下行周期中，国内煤价下跌节奏滞后于海外能源价格。传统能源面临相似的需求大环境，因而油煤气价格表现出一定的趋同性。2022 年地缘冲突引发的能源紧张告一段落后，在持续疲软的终端需求和高通胀压力下，全球能源价格自高点持续回落，进入下行周期。其中，油价受宏观压力率先回落，欧洲天然气和海外煤价于 2022 年 8 月见顶，而在保供稳价等多重措施下，2022 年国内煤价涨幅低于海外，并且自去年四季度以来，持续震荡下行。本次国内煤价跌

破 900 元/吨关口，下跌节奏滞后于油气，这是由国内煤炭独特的市场结构和管理机制造成的。

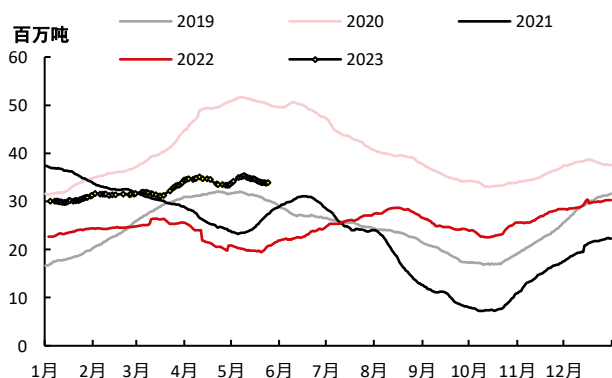
图表6：核心化石能源热值价格



资料来源：Bloomberg wind 中信期货研究所

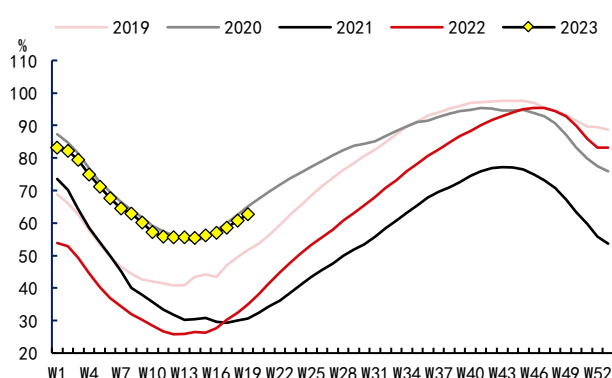
此次国内煤价下行会进一步拖累疲软的海外煤炭及天然气市场。本次国内煤价下行的导火索之一就是海外煤炭库存高企，导致海外高卡煤集中投放到中国市场。截止 5 月 24 日，印度燃煤电厂煤炭库存较过去五年的同期均值高出 18%，欧洲 ARA 港煤炭库存也处于近几年同期最高水平。无独有偶，在进口 LNG 的补充和弱需求的拖累下，欧洲天然气库存绝对值也处于明显高位。且受用电需求下滑、清洁能源挤压作用，近一远月为基准的德国火电-气电利润价差持续维持负数，意味着火电利润低于气电，过去两年欧洲煤电替代高昂气电的阶段已宣告一段落。本次国内煤价加速下跌，将直接压制海外煤炭市场再次下行，如果夏季需求迟迟不能启动，可能出现国内煤价与海外煤价共振式下行的局面，也会加重欧洲天然气淡季下行压力。油价受煤价下行的直接传导作用较弱。

图表7：印度电厂煤炭库存



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

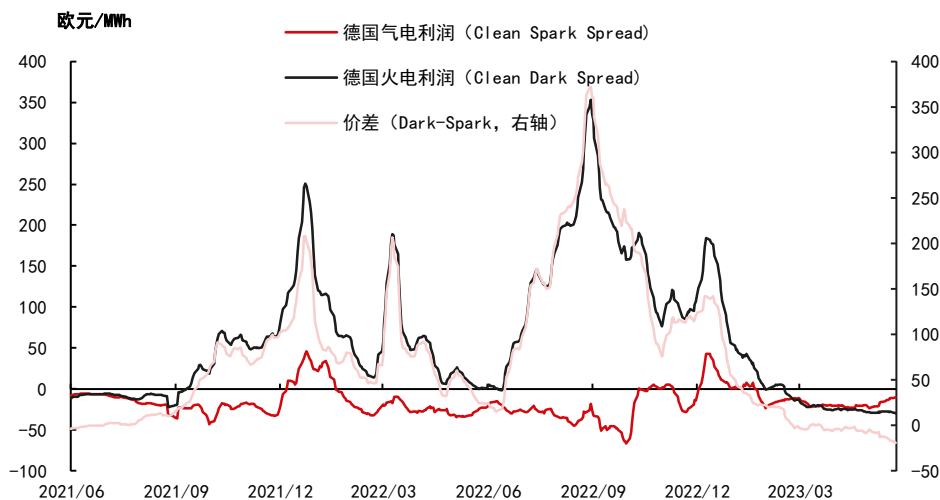
图表8：GIE 欧洲天然气库存率



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所



图表9: 德国 Clean Dark & Spark Spread (MA7)



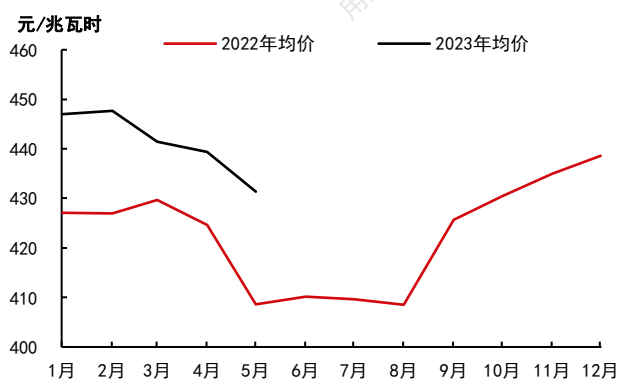
资料来源: Bloomberg wind 中信期货研究所

## 2. 国内外电价: 电价成本下移, 火电利润改善

**能源价格回落趋势维持, 国内外电价有望受益于燃料成本下行而继续回落。**

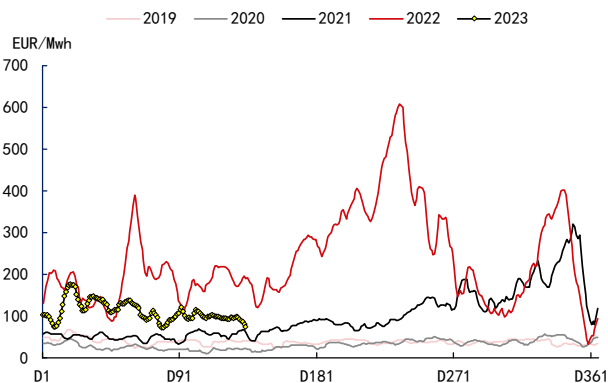
对于国内电价, 以 2022 年全行业供电煤耗水平计算, 煤价每下跌 100 元/吨将使度电成本下降 0.0387 元, 今年 3 月以来, 全国各地代理购电价格已经出现连续回落, 但降幅仍小于煤价, 5 月全国代理购电均价较 2 月下降 3.64%, 但同期煤价降幅高达 10%以上。在煤价中枢全年回落的预期下, 国内电价仍有一定回落空间。对于欧洲电价, 受益于煤炭及天然气成本下行, 预计欧洲电价也将继续向合理区间回归。

图表10: 全国各地代理购电价格平均值



资料来源: 国家电网 中信期货研究所

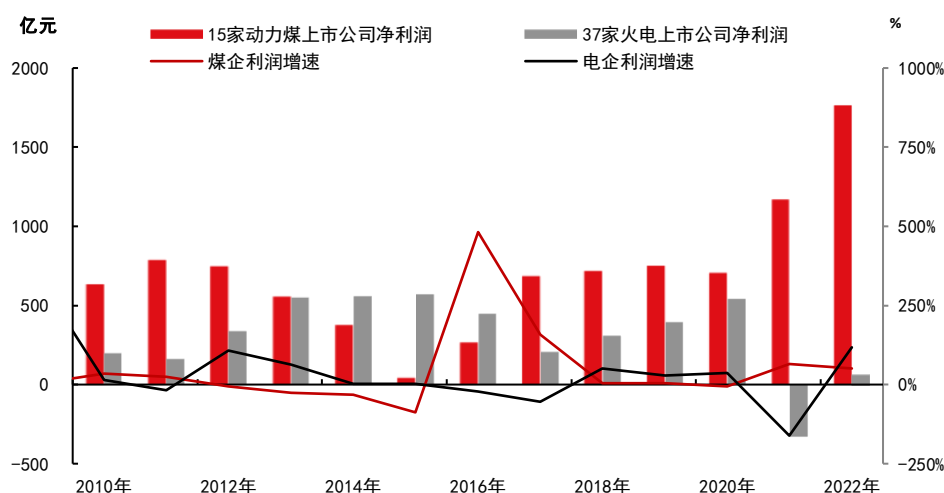
图表11: EPEX 德国电力现货日前电价



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

**煤价回落趋势之下, 今年国内火电企业盈利预期有望显著改善。**国内煤价降至限价之内后, 主要火电企业发电利润空间打开, 发电积极性与迎峰度夏备煤积极性较高, 且由于燃煤价格回落幅度大于电价下行幅度, 火电行业盈利有望在 2022 年全行业扭亏转盈的基础上继续获得大幅改善, 粤电等部分电企 23Q1 季报中净利润已经实现回正。

图表12：中国煤炭及火电上市公司净利润对比



资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

## （二）化工：煤化工承压运行

### 1. 甲醇：基本面压力有限，关注煤炭实际跌幅

甲醇本轮下跌主要交易煤炭承压预期，自身基本面压力不大。近年来由于动力煤期货的缺失，多数煤炭资金选择将锚放在煤化工品种上面，而甲醇作为化工需求中占比最高的品种，在煤炭下跌过程中首当其冲成为受资金青睐的空配品种。

一般而言，内地煤制甲醇生产企业的主流单耗在 2.1 吨左右，也就意味着生产一吨甲醇需要消耗 1.6 吨的原料煤（5500 卡）以及 0.5 吨的燃料煤（4000 卡）。按照目前坑口 750 的原料煤和 470 的燃料煤进行核算，西北地区煤制甲醇现金流利润在 1935 元/吨左右，而甲醇低端现货价已经跌至 1900 元/吨，目前处于小幅亏损状态。后期若煤炭价格继续下行，按照 100 元/吨的跌幅，则对应现金流成本将下移 210 元/吨。

从甲醇自身基本面情况来看，首先供应端国产甲醇开工率仍处于同期低位，一方面甲醇 5 月计划性检修装置依然偏多，另一方面由于经济效益不佳导致多数装置重启不断延后。目前甲醇现货下跌幅度明显大于煤炭使得生产利润进一步压缩，因此后期若煤炭实际跌幅不及预期，则甲醇供应恢复弹性有待观察。进口方面 5 月港口到港增量明显，但华东地区累库速率偏缓，主流烯烃工厂运行稳定刚需支撑较强，且周边区域提货量较多，因此现货维持高升水结构。6 月国内进口量预计仍将维持 120 万吨以上高位，但斯尔邦 MT0 装置听闻有重启预期，兴兴 MT06 月大概率不会停车或将缓解高进口以及累库压力，此外山东鲁西、阳煤恒通 MT0 装置计划近期恢复，甲醇需求端存在边际改善预期。

整体而言，甲醇供需基本面静态压力不大，后期将面临较大不确定性，主要关注上下游装置恢复情况。另外就是煤炭的实际跌幅，若煤价加速下跌带动企业

利润修复供应弹性释放，则甲醇下方空间将被打开。

## 2. 尿素：后期供需过剩格局下仍偏承压

4 月份以来尿素崩盘下跌的核心在于成本端煤价坍塌以及基本面高库存高供应和弱需求。

一般而言，对于高成本的固定床工艺来说，生产单吨尿素的耗煤量大约在 0.7 吨，按照目前山西晋城地区无烟中块出厂价 1450 元/吨进行核算，山西地区固定床尿素现金流成本在 1900 元/吨左右，目前处于盈亏线附近。后期若煤炭价格下跌，按照 100 元/吨的跌幅，对应现金流成本将下移 70 元/吨，影响量不及甲醇。

从尿素自身基本面情况来看，供应端随着前期检修装置陆续恢复日产量预计逐步回升，5 月底或将恢复至 17 万吨，且新增产能方面 5 月底新疆中能 60 万吨计划投产，6 月山东明水二期 40 万吨计划投产，6 月日产量有望达到 18 万吨，国内尿素整体供应表现充足，此外西北地区高库存压力下持续下调报价寻求外发，对于主流消费市场形成明显冲击。需求端出口方面目前西北地区出口窗口开启，但由于体量有限支撑力度不足；内需方面虽处于季节性旺季，但市场普遍看空后市悲观情绪下需求释放有限，6 月夏季玉米进入追肥旺季或存在阶段性支撑，但难以扭转整体供需过剩格局，工业方面往后高氮复合肥生产将陆续结束，工业板材类需求受地产疲弱影响表现不佳，后期也将逐步进入季节性淡季。

整体而言，往后随着检修装置回归、新增产能释放及需求季节性转弱，尿素供需宽松格局下仍偏弱看待，需关注煤炭实际下跌幅度、供应弹性以及出口潜在支撑。

## 3. PVC：供需承压&成本下移，PVC 仍或偏弱

近期 PVC 并未明显跟跌煤炭，价格表现相对坚挺，5.19-5.26 号收盘 5782 下行至 5755，跌幅仅 0.5%。PVC 跌幅不大，或许是因 1) 煤价下跌对 PVC 成本下移的传导并不顺畅；2) 边际装置成本 6150 元/吨，PVC 估值偏低；3) 基本面压力边际缓解，近期西北检修较多，上中游已连续两周去库。后续 PVC 价格如何演绎，我们主要从成本和供需两方面去探讨。

成本端，关注电石和烧碱的价格。理论上单吨煤炭价格变化到 PVC 成本的线性传导系数大约为 2，即煤价下跌 100 元/吨，PVC 成本下移约 200 元/吨。实际煤炭到 PVC 中间要经历兰炭、电石两个环节，电石法 PVC 开工提升带动电石需求改善，电石开工上行进而修复兰炭需求，因此兰炭和电石的利润或率先修复，然后煤价跌才能顺畅传导至 PVC。以陕西坑口煤 810 元/吨计算，兰炭已修复到盈亏平衡（历史高位），考虑兰炭本身过剩，利润继续修复驱动或不足。西北电石法 PVC 企业检修，电石外卖量预计增多，电石利润难再扩张，或处于 -200 元/吨左右。

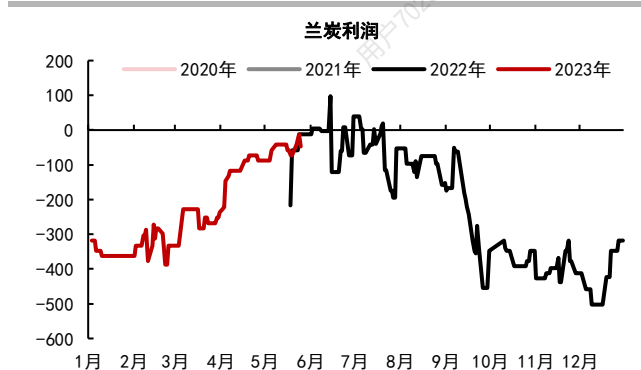
后续 PVC 检修结束、电石开工也可能提升，电石利润修复空间比较有限。北港 880 元/吨，若 6-7 月继续下跌 100/200 元/吨，对应 PVC 成本下移 200/400 元/吨。

接下来讨论烧碱对 PVC 成本的影响，以 32%碱为例。单吨 32%碱（折百）价格变化对 PVC 综合成本传导系数大约为 0.75，即 32%碱（折百）下跌 100 元/吨，PVC 综合成本上移 75 元/吨。烧碱 6 月装置检修预期较强，下游提前补货，片碱上涨 300 元/吨，32%碱（折百）上涨 62.5 元/吨，6 月继续上行空间或不大。7 月大部分检修结束，下游氧化铝仍在投产、运行产能或偏高，非铝下游均为淡季，烧碱供需压力增大，价格大概率偏弱。山东液碱处于盈亏平衡，企业亏损或积极调整负荷，液氯难涨价，液碱下行空间有限。

最后，对于 PVC 供需情况，我们认为 PVC 将逐步由去库转为累库，时间节点或在 6 月中旬，主要是上旬西北 PVC 检修仍偏多。地产复苏偏慢，PVC 需求无亮点，1) 下游主动去库存，淡季开工将延续弱势；2) 下游心态偏悲观，订单也未有改善，绝对低价刺激下游补库的动能趋弱。印度补库的节奏较不确定，雨季之后库存或恢复至正常水平，有可能进行补库。

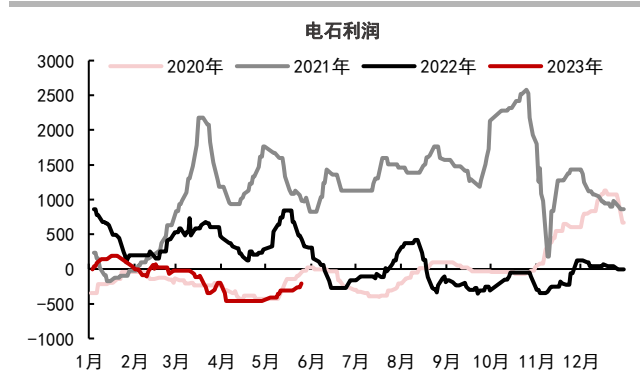
综合来看，短期检修尚未结束，PVC 偏去库；自身估值较低，加之边际成本下移不多，盘面价格偏坚挺。中长期角度，西北检修结束，6-7 月需求处于淡季，如果看不到上游进一步减产或需求转暖，盘面可能继续下行。山东 PVC 边际装置几乎全部停产，或试探西北（自备电石）氯碱成本 5260（静态）。成本变动空间取决于煤炭以及片碱跌幅，二者下跌节奏不同，成本重心或先低后高。下行风险关注夏季电力扰动、需求预期扰动以及印度补库节奏。

图表13：兰炭利润大幅修复 单位：元/吨



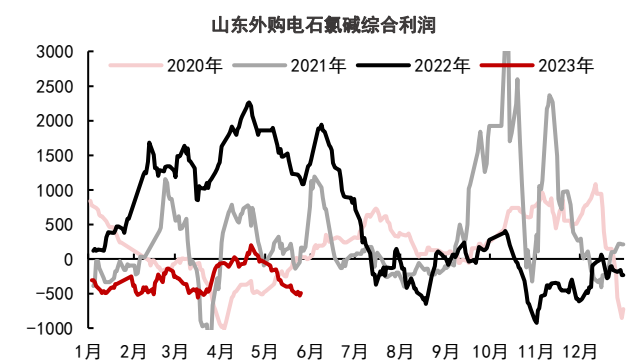
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表14：电石法 PVC 开工改善，电石利润修复 单位：元/吨



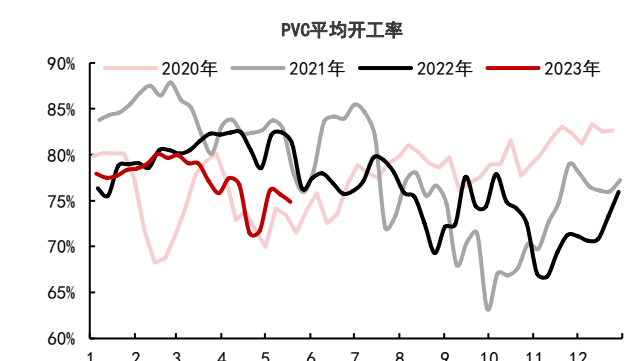
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表15：山东氯碱综合利润亏损 单位：元/吨



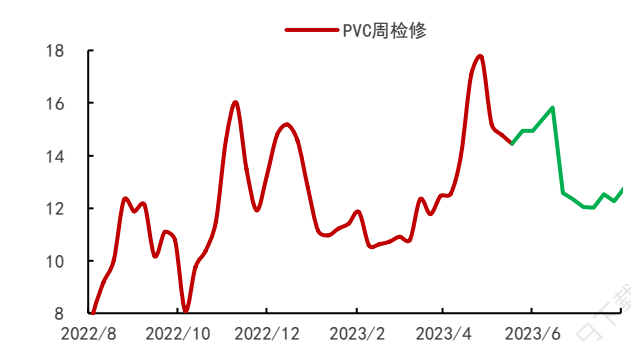
资料来源：Wind 卓创 隆众中信期货研究所

图表16：PVC 存量开工中性 单位：%



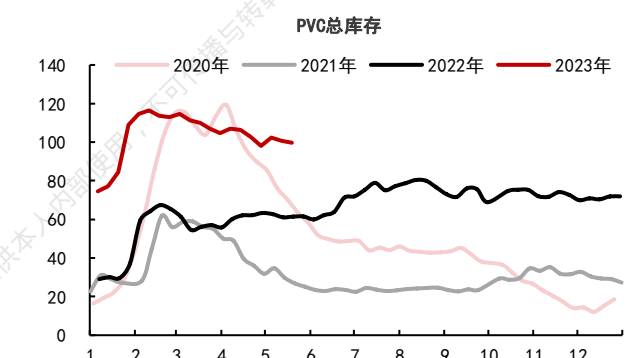
资料来源：Wind 卓创 隆众中信期货研究所

图表17：6月中旬前检修量偏高，后续供应压力增加 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众中信期货研究所

图表18：去库幅度有限 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表19：2023 年 PVC 月度供需平衡表 单位：万吨

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
国内产量	193	178	197	182	190	186	192	190	193	195	193	193
进口	5.2	4.7	5.4	3.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
出口	21.1	22.8	21.5	13.5	15.0	12.0	10.0	10.0	10.0	12.0	12.0	12.0
净进口	(16)	(18)	(16)	(10)	(12)	(9)	(7)	(7)	(7)	(9)	(9)	(9)
全部供应	177	160	181	173	178	177	185	183	186	186	184	184
表观需求	137	158	190	178	178	172	175	174	184	183	178	175
库存变化	40.0	1.7	-9.2	-5.5	-0.2	5.2	9.7	8.9	2.4	2.7	6.2	8.6

资料来源：中信期货研究所

### （三）黑色：上方仍有压力

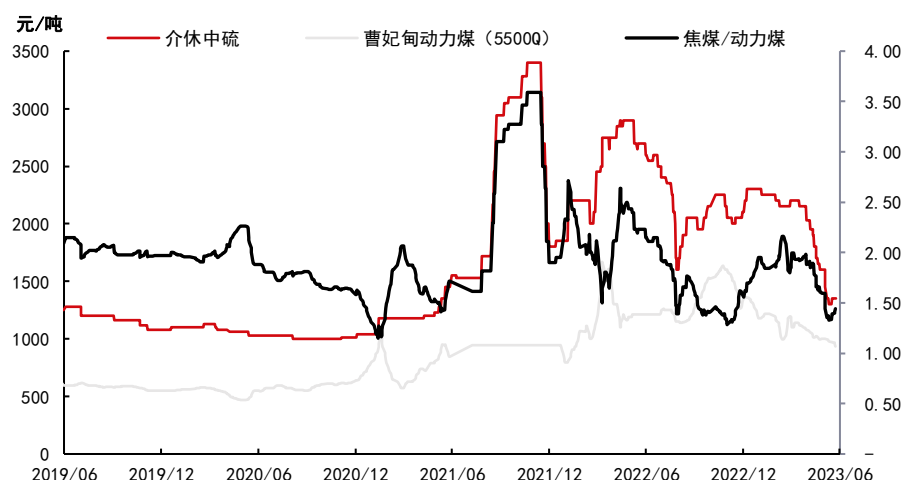
#### 1. 双焦及钢材：钢材淡季压力逐步显现，动力煤跌幅扩大压制焦煤

3月开始，两会确定5%的GDP增速目标，使得宏观预期有所松动。海外制造业阶段性补库结束，国内地产销售及居民中长期贷款走弱，钢材需求预期逐步转弱。产业端，资金周转问题则持续限制钢材需求释放。黑色板块“负反馈”预期落地，钢材价格走弱，高炉减产，焦煤需求逐步下行。反观供应端，国内煤矿生产平稳，中间煤种回流补充焦煤供应，进口量快速增长。焦煤供需过剩压力加剧，价格大幅回调，以介休中硫主焦煤为例，目前报价1350元/吨，较3月高点下跌约850元/吨。

经过两个月的下跌，市场悲观情绪得以释放，叠加部分高炉复产带动焦煤需求，5月，焦煤逐步震荡磨底。然而，近期伴随动力煤跌幅扩大，焦煤市场情绪再度走弱，盘面价格承压回调。

动力煤和焦煤的价格联动主要依赖于中间煤种的转换。过去两年，基于电煤保供的政策导向，部分炼焦配煤，如瘦煤、气煤等转作电煤使用。今年，伴随动力煤偏紧格局缓解，炼焦配煤回流的情况持续存在。回溯历史数据，2019年以来，介休中硫主焦煤/北港动力煤（5500Q）的比价均值为1.95。2022年下半年以来，受制于钢材终端需求走弱，焦煤价格中枢回落，二者比价中枢有所下移，均值降至1.70左右，当前比价为1.45。我们按较低比价1.40计算，假设北港热值5500大卡的动力煤价格降至合理区间，即770元/吨以内，则对应山西中硫主焦煤价格1078元/吨。

图表20：焦煤/动力煤比价



资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

近期，在利润驱动之下，高炉减产有所放缓，叠加蒙煤进口有所下滑，双焦自身供需过剩略有缓和，矛盾更多地集中在动力煤和钢材端。



当前北港动力煤价格为 900 元/吨左右，高库存压制下，下游需求疲软。若旺季到来前，动力煤跌幅进一步扩大，不论从品种比价，还是从板块情绪的角度，都会对双焦价格形成明显压制。

钢材端，需求商品房销售同比有所回落，房企拿地意愿较弱，新开工降幅较大，地产用钢需求仍然偏弱，基建投资大幅回落，终端资金周转掣肘持续，现实需求季节性转淡，若无更加强有力的政策刺激落地，钢材价格或将持续承压。此外，若动力煤带动焦煤继续下跌，亦会对焦炭及钢材形成成本拖累。

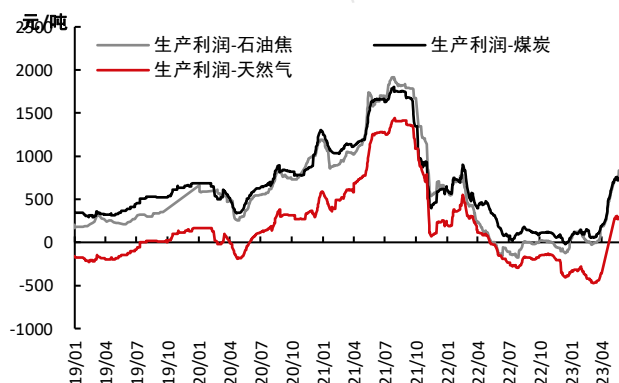
## 2. 玻璃：供增需减，弱现实弱预期共振

**玻璃需求现实走弱，预期同样不乐观。**当前玻璃需求进入到阶段性淡季，中观指标表现为深加工订单天数环比走弱，钢化炉开工率环比走弱。微观指标表现为现货产销下行，库存累积。宏观指标地产销售环比走弱，对于地产的悲观预期仍未转向，市场对于后市“保竣工”的资金以及进度问题仍有担忧。

淡季需求下行后，下游会放缓采购，从而导致现货的产销下行。现货产销下行，企业库存累积将一定程度导致现货价格下跌。当现货形成下跌趋势后，下游观望心态会渐浓，进一步放缓采购，从而形成一个负向的循环。负反馈的打破起点，一般在于下一轮补库需求的启动，而当前从深加工原片库存水平来看，仍有一定的消耗空间，因此在短期需求未启动前，负反馈或仍将延续。

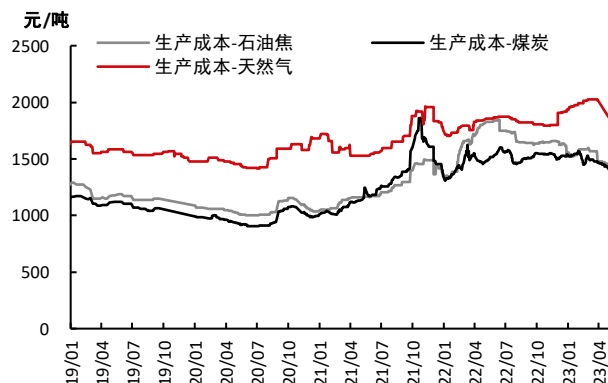
供应最核心的矛盾仍旧是利润，当前的玻璃现货基本上已经全行业有高额利润了，产线的复产是存在驱动的，短期可能难以大量复产，但后续不会缺少要复产的产线。

图表21：玻璃现货利润



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表22：玻璃现货生产成本



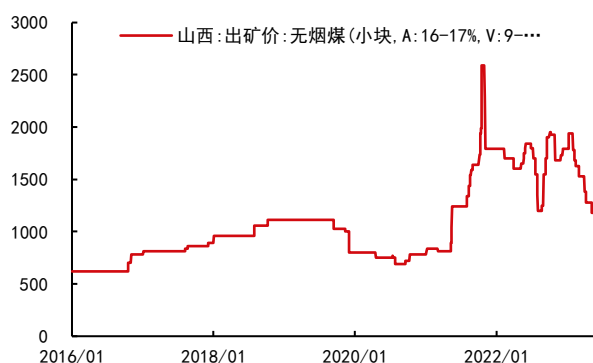
资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

且当前成本端纯碱和煤炭仍在不断下行，未来预期悲观，成本坍塌预期下玻璃的利润空间走阔，成本支撑下移。按照当前无烟煤价格和重质纯碱的价格，煤制气玻璃成本大概在 1350 元/吨左右，若按照盘面纯碱价格，煤制气玻璃成本大致在 1240 元/吨。若煤炭价格持续下行，煤炭价格每下行 100，则成本下降 33 元

左右。

但成本下行并不一定会对价格产生压力，只有当基本面较差，企业库存较高，价格被压在成本线附近的情况下，成本下移对价格有显著影响。当前的玻璃企业库存仍旧处于中性偏低的状态，供需基本面尽管在恶化，但旺季仍有一定的预期支撑，因此短期盘面下行驱动明显，但下跌幅度较低。

图表23：山西：出矿价：无烟煤



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表24：重质纯碱价格



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

总结来看，本轮下跌是基本面走弱，以及宏观预期走弱共振。供需基本面来看，供应不断回升，需求淡季走弱。宏观来看，地产数据环比走弱。从成本来看，燃料和纯碱均有下跌趋势，玻璃盘面利润仍旧偏高。后续供需基本面可能仍在恶化过程中，宏观氛围可能有所反复但大方向下行趋势不改，因此基本面没反转前应该都是偏空看待。

当前盘面成本大致在 1200 多，且成本仍有下跌的预期，因此从估值上来看是存在下跌空间的。但是当前现货尽管供需走弱，但厂家库存仍在中性偏低位置，挺价意愿较强，期现下跌较为缓慢。

后续重点关注现货产销、深加工数据、地产销售数据，分别对应微观的现货拿货意愿，下游真实需求，以及未来需求改善的预期，若这三项数据持续悲观，则短期偏弱趋势不改。

### 3. 纯碱：基本面再度趋紧前，悲观预期不改

浮法玻璃当前全行业逐步有利润后，预计后续将会逐步复产，日熔将会缓步提升。光伏玻璃日熔量小幅增加，目前日熔在 8.63 万吨/天。

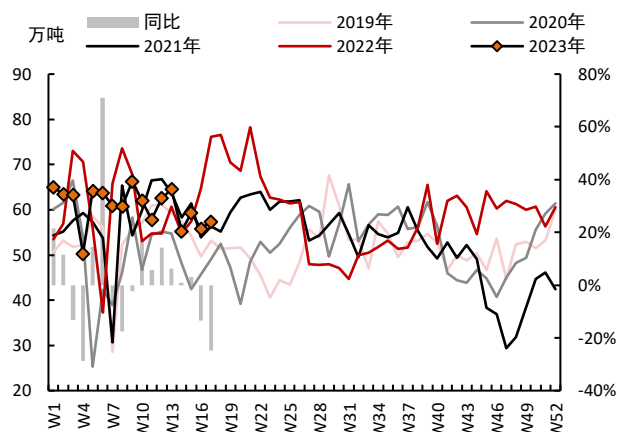
从刚需来看，全行业重碱库存近期应该有所下降，基本面来看其实需求不算特别差，只不过在一致看跌预期下，下游观望居多，以消耗自身库存为主。轻碱需求由于下游自身利润较差，且看跌预期下采购放缓。

图表25：玻璃总日熔



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表26：纯碱表观消费



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

供应端核心分歧在于博弈远兴的增量与碱厂检修减量。远兴锅炉点火，天然碱投产近在眼前，产能预期严重过剩。远兴天然碱项目预期今年投产 500 万吨产能，当前纯碱行业年产能在 3400 万吨左右，占比 14.7%。据悉当前项目进展为，阿碱项目汽电联产装置 1# 锅炉已经点火，1# 汽轮机组 6 月下旬发电；碱加工装置第一条生产线将于 6 月中旬机械竣工，6 月底投料试车。

碱厂夏季正常应该会有年度检修，且集中检修下，供应下降较多，可能造成一定的供需缺口，从而扭转当前平衡甚至宽松的基本面。但在未来悲观预期下，碱厂可能会乘着还有利润的时候延迟检修，在后续没利润后再进行检修。因此纯碱见底可能仍需要触碰到成本线附近。

按照当前 230 元/吨的原盐与 900 元/吨的动力煤计算，我们自测的氨碱法成本为 1600，联碱法双吨成本为 2080，氯化铵以 500 计算，则联碱维持盈亏平衡的纯碱价格为 1530。

近月我们认为在远兴尚未出产品，且成本支撑尚存的情况下，成本线以下的价格从估值上来说是不合理的，因为成本线以下碱厂有了检修的动力。近月更多应该关注现货的驱动，现货若持续累库，则成本线之下仍有空间，因为总有更低成本的厂家。但若现货能持续去库，则说明基本面阶段性筑底。远月合约需要考虑纯碱成本位置，若煤炭、与原盐价格持续下行，150 元/吨的原盐、700 元/吨的动力煤、2200 元/吨的液氨，对应氨碱联碱成本分别为 1300/1200 元/吨。若成本下行趋势不改，则远月仍有下行空间。

## （四）有色：铝价格仍有向下空间，工业硅价格随成本下移

### 1. 铝：供增需弱格局难改，价格仍有向下空间

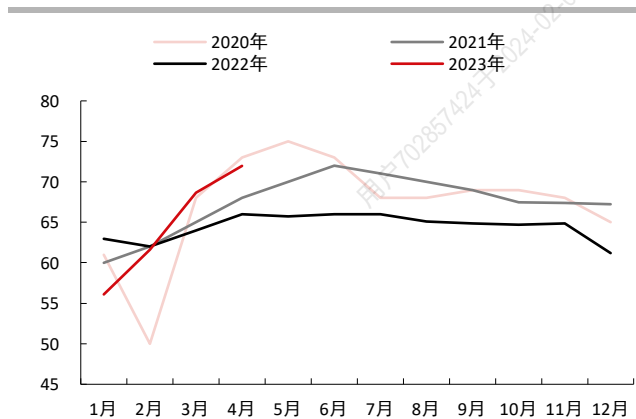
#### （1）铝基本面分析

供给端，云南全省大部地区降雨量均呈现不同程度恢复，且随着汛期临近，云南省电力供需缺口大幅收窄，贵州、广西稳步复产，预计 6 月份国内电解铝产量环比继续增加。需求方面，5 月本应是需求相对较好的月份，但华东，华南和巩义地区的备货情况普遍反馈不佳，市场需求整体表现偏弱。进入 6 月份天气逐渐炎热，销售进入淡季，形势更加不容乐观，铝棒 6 月份有可能出现累库现象。

2023 年 5 月 25 日，SMM 统计国内电解铝锭社会库存 79.8 万吨，铝棒库存 14.13 万吨，整体看，电解铝库存下滑速度依然较快。前期库存去化速度较快主要是因为铝水就地转化比例的增加，减少了铝锭产出，可观测铝锭量减少。铝水直接形成的棒材，扁锭和其他铝制品等中间环节库存量目前尚无法统计，但铝棒库存去化已经明显放缓，当前铝棒的库存处在同期高位。

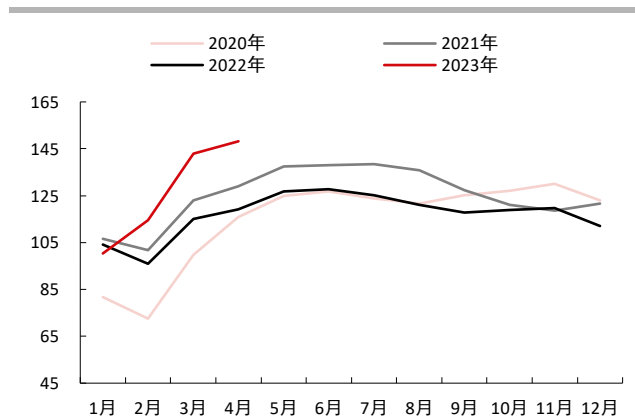
综合看，电解铝锭库存绝对量偏低位，但铝棒周度降幅已经放缓，且铝棒加工费呈现回落趋势，后期或减少铝水采购，进而导致上游铸锭比例有所增加，叠加供给端恢复预期走强，最终将令电解铝去库速度放缓，因此铝价仍有下行压力。

图表27：铝水比例 单位：%



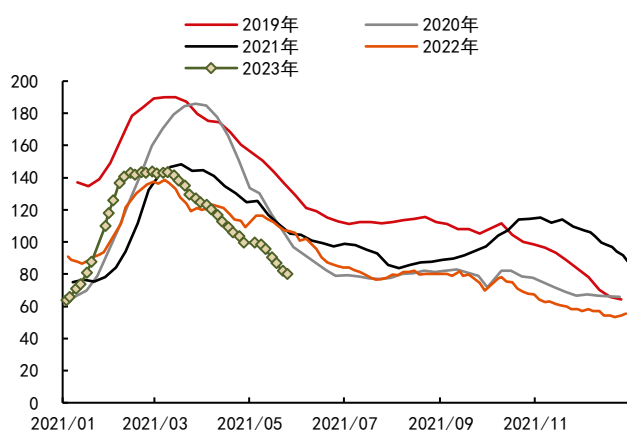
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表28：铝棒产量 单位：万吨



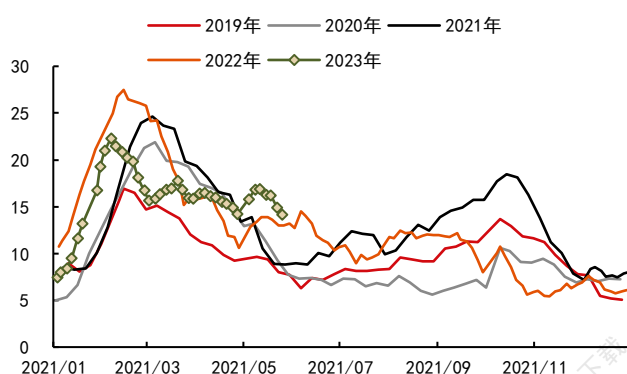
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表29：铝锭+铝棒社会库存 单位：万吨



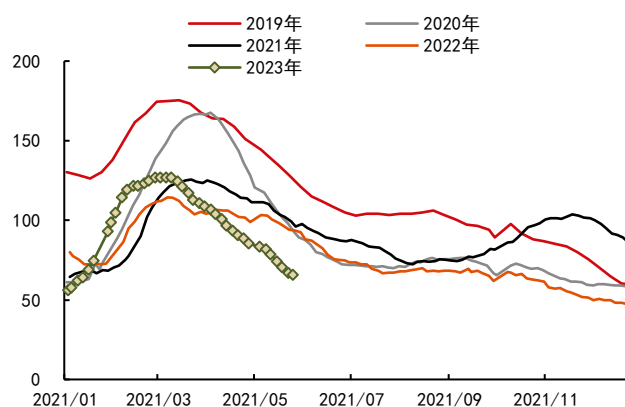
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表31：铝棒社会库存 单位：万吨



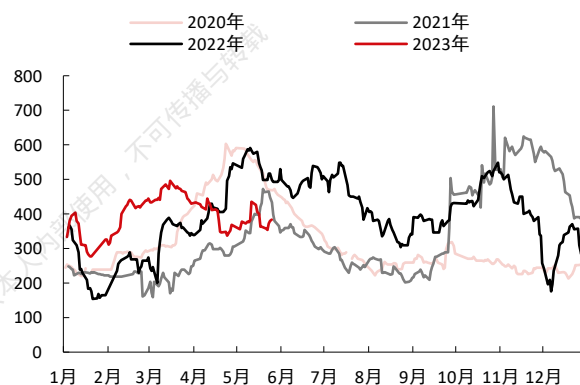
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表30：铝锭社会库存 单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表32：铝棒加工费 单位：元/吨



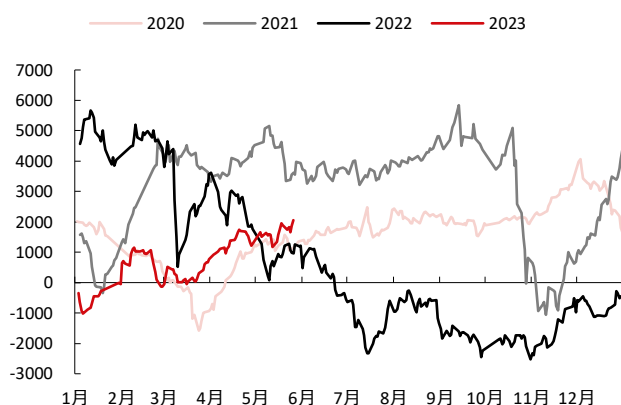
资料来源：SMM 中信期货研究所

## (2) 煤价下跌对铝价下跌起到间接助推作用

从成本端看，能源、氧化铝、阳极三大成本项均进入下跌通道，其中电力成本占比 34%，氧化铝占比 35%，阳极占比 14%。虽然电解铝价格呈下行趋势，但整体成本重心加速下移，电解铝利润仍处在历史高位，铝企投复产积极性增加，整体供应压力有所加大。按照产能加权，国内电解铝自备电厂发电占比过半，因此煤价的快速下跌对铝成本影响较大，并且对铝价的下跌起到了间接的助推作用。当前国内北方港口 5500 大卡动力煤价格跌破 900 元/吨，山东某大型自备电企业 6 月煤炭采购价格降至 0.165 元/大卡以内。电解铝自备电厂发电即期利润处在历史同期高位，截至 5 月 27 号，电解铝自备电厂发电的即期利润为 2055 元/吨。

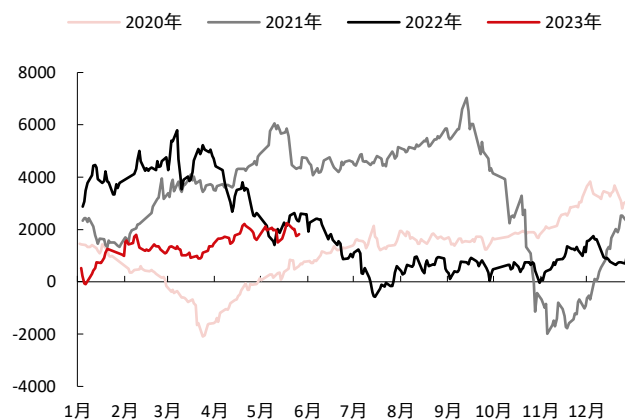


图表33：电解铝自备电发电利润 单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表34：电解铝网电发电利润 单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

## 2. 工业硅：高库存情况仍未改善，工业硅价格随成本下移

近期工业硅价格连续下跌，一方面在于供需处于过剩状态，另外一方面随着煤炭价格的下跌工业硅的成本也在逐渐下移。从工业硅的供给端来看，3-5 月份随着工业硅价格的连续下跌，云南地区出现了显著减产，开工率一路下滑。最新云南省开工率已经降至 25%左右，为近期三大产区开工率下滑最大的省份。当前云南产区的开工率已经下滑至往年正常区间，需要关注的矛盾是丰水期的复产问题。从近期的云南省降水量来看，丰水期或不会显著缺电，西南地区工业硅厂复产延迟的逻辑被证伪。四川省仍然维持低开工率，由于当前四川开工的工业硅厂多数自带小水单或者有集团内保供需求，所以对价格敏感性相对不高，后续开工率下滑也将有限。新疆地区近期也开始出现停产，作为国内的成本洼地，新疆产区的工业硅厂自 4 月下旬以来也出现检修停产的情况，显示当前工业硅价格已经低于新疆地区部分经营成本较高的工业硅厂。不过现在新疆地区工业硅厂开工率仍然偏高，后续如果价格继续下行也将会引发更多的减产。

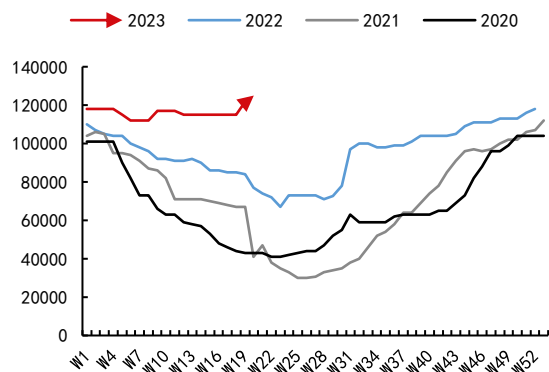
从工业硅的需求端来看，有机硅以及出口成为工业硅需求的最大拖累项。受制于下游电子产品以及出口需求低迷，有机硅价格自 3 月份以来不断下挫，当前价格已经跌至 14000 元/吨左右，这使得多数有机硅厂出现亏损，亏损幅度再次接近千元。虽然有机硅今年有很多新增产能投产，但是我们一直提出有机硅是需求决定供给的品种，如果终端需求不畅，供给端也会通过降低开工率的方式来下调产量。从过去 2 个月的有机硅企业开工率来看，开工率的确是在下滑。工业硅的出口今年以来也呈现出比较低迷的状态，1-3 月工业硅出口仅 14.7 万吨，同比下滑 18.1%，有机硅与出口成为工业硅需求的最大拖累项。多晶硅为工业硅下游中景气度最高的行业，开工率接近 100%，但是由于大部分新增产能都在 6 月份以后投产，所以过去几个月份的多晶硅产量需求也较为平稳，对工业硅需求的拉动也较为有限。工业硅供需总体呈现过剩状态。

近期煤炭价格连续下跌，而工业硅供需仍然呈现过剩状态，使得工业硅价格



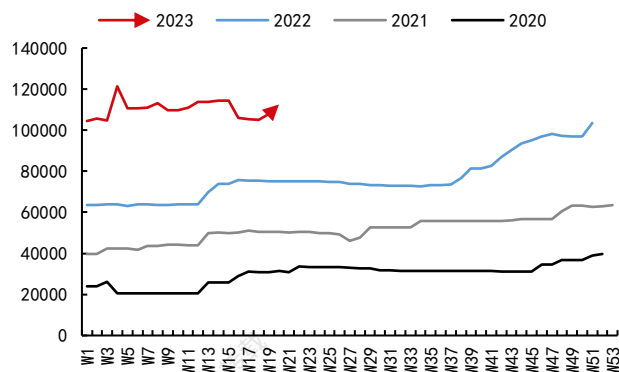
随成本不断下移。1 吨工业硅全煤工艺需要消耗 1.9 吨的硅煤，同时 1 吨工业硅也需要消耗 13500 度电力，对应煤炭价格每下跌 100 元/吨，则工业硅成本下行 500 元/吨。如果煤炭价格继续下行，则工业硅成本还存在继续下滑的空间，如果供需情况还未改善，价格也将随成本继续下移。

图表35：黄埔港+天津港+昆明库存 单位：吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表36：工厂库存 单位：吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>