

# 煤炭板块有望发起夏季攻势

□本报记者 张利静

立夏节气临近，随着气温回升，煤炭板块也“热”了起来。分析人士指出，煤价和股价基本上是“孪生兄弟”，股价走势反映煤价走势，未来板块仍有望联动走高。

## 煤炭资产活跃度提升

从“三一”定律到拐点共振，从商品看股票，被一些投资者当做屡试不爽的投资秘门。本轮A股牛市以来，从猪周期、糖周期到近期趋于活跃的煤炭板块，均体现了这一投资法的优越性。

4月以来，煤炭板块股票、商品资产交投活跃度提升，市场整体出现上行格局。

商品方面，文华财经统计数据显示，4月以来，煤炭板块期货指数涨幅为3.57%。股票方面，万得统计数据显示，4月以来，A股煤炭指数累计涨幅为9.5%，同期上证综指涨幅为3.49%。龙头股红阳能源4月以来涨幅超94%，该股同时受到氢能源概念提振。

中信证券分析认为，本轮煤炭板块行情的启动，从近期M1和M2同比增速变化中可见一斑。“历史数据显示，M1与M2同比增速之差领先于周期煤价变动，社融规模持续扩张或带动M1增速加快，或在中期带动煤价上涨。”

该机构还认为，目前供需预期双向修正利好煤价预期改善，加之板块估值水平接近历史底部，均为板块热度持续提供支持。

“3月份金融数据出台，预示着中国先行指标企稳回升，中国经济周期进入被动去库存到复苏前期阶段，自2017年初以来的库存下行周期进入尾声。前期滞涨的周期和蓝筹股的估值修复将是下一阶段主流板块，煤炭股估值修复将从1-2月的流动性推升被动修复进入对经济见底预期推升下的主动修复阶段。从业绩端来看，本轮周期中由于需求下行缓且长，叠加低库存、供给侧改革以及环保原因，商品价格在周期尾部表现出不同以往周期的韧性，企业盈利未来几年有望维持目前高位。”中

## 说好的抗跌呢 转债主动“杀估值”

□本报记者 张勤峰

涨的时候没有正股涨得多，这可以理解，但跌的时候比正股跌得还多，这让号称攻守兼备的转债情何以堪？在最近这波调整过程中，转债表现不及正股，主动“杀估值”。有研究机构表示，转债估值尚未明显透支，近期调整后风险有所释放，仍可保持参与度。但随着股市波动加大，转债仓位应转向防守，以抓个券结构性机会为主。

## 行情降温

开年以来，A股走出一轮上涨行情，可转债虽涨幅不及股票，但跟涨特征明显。然而，4月8日以来，在股市回调整理过程中，可转债出现更明显的下跌，似乎有违转债抗跌的一般规律。

据Wind数据统计，1月2日至4月7日，上证综指上涨30.18%，中证转债指数则上涨22.04%，涨幅稍逊前者一筹；4月8日至23日，上证综指下跌1.48%，中证转债跌幅则达4.17%，跌幅远大于前者。

近期转债个券跌多涨少。4月23日，沪深市场上正常交易的可转债共147只，其中上涨的仅10只，下跌的有135只。而即便是上周，在中证转债指数止跌反弹的情况下，个券仍是跌多涨少。

值得注意的是，上周以来，转债上市首日涨幅较前期有所下滑。据统计，4月15日至上市的7只可转债，首日涨幅最高为14.9%，最低为5.73%，平均为9.1%；4月1日至14日上市的10只转债，首日涨幅最高则达到30.57%，最低也有9.14%，平均涨幅为20.3%。

从指数到个券，从老券表现到新券首日涨幅，诸多迹象表明近一两周转债行情出现了退潮。而转债比正股跌得更多，直接导致转债溢价率下降，也就是“杀估值”。

## 转债投资者转向谨慎

转债缘何会“杀估值”，这一现象又有何启发？有投资者担心，转债主动“杀估值”可能反映市场对正股走势的谨慎预期。4月8日以来，A股市场转而呈现震荡走势，不少市场机构认为牛市第一阶段已结束，而第二阶段行情的开启需基本面支持。目前来看，企业盈利拐点尚需等待，而年初以来股市涨幅不小，各方看法出现了一些分化。

有研究人士指出，这可能与转债市场估值结构有关。中金公司研报指出，尽管目前转债平均估值不高，但其中分化显著，不高的平均估值实际上是靠着部分估值较低的品种在维系，另有部分转债已呈现高估状态，存在调整压力。

还有观点认为，近期债市表现欠佳，流动性也出现收紧，不排除有基金类账户在应对赎回时抛售转债。从以往来看，转债流动性较好，在债券投资者需要流动性的時候，的确可能首当其冲。

光大证券固收研究团队表示，经济显现企稳迹象，对于货币政策转向的担忧也开始压制市场风险偏好，转债投资者已转向谨慎。

华泰证券固收研究建议，在保持转债参与度的同时，仓位上转向防御，以抓个券结构性机会为主。他们认为，股市活跃度仍在、中长期仍有机会，转债估值基本合理，仍可以保持参与度，但“指指数行情”不确定性在增大，转债仓位应转向防守，建议关注结构性机会、增持优质新券，关注估值偏低、可能存在错误定价的品种。



泰证券研究称。

从现货市场来看，因水电发力叠加部分电厂进入检修期，上周电厂日耗煤量整体略微回落。此外，港口吞吐量也由于铁路线路检修及港口封航出现下降。下游需求维持较强表现，煤票略显紧张，山西、陕西等产地煤价以上涨为主。

## 板块内股期联动秘密

从历史经验来看，煤炭板块投资主要涉及两方面联动变化，一个是商品价格和相关股票价格的波动，另一个是煤焦钢产业链利润分配变化下的上下游联动。

商品、股票联动规律方面，中信期货相关统计数据显示，目前A股煤炭上市公司中，焦炭类企业有8家，从主营产品来看，除焦炭业务外，多数上市公司还通过“煤焦化”一体的产业链对初级产品进行加工。因此，除焦炭以外，主营产品还包括煤化工副产品。

此外，炼焦煤类企业有7家，企业的主营产品中除了炼焦煤外，一般还包括动力煤等其他煤种。若一定要按照相关性进行排序，相对来看，以冀中能源、潞安环能、西山煤电为主的龙头炼焦煤企业股价与煤价

联动性较板块内其他企业更高。

动力煤方面，中信期货研究指出，通过分析，动力煤企业的行业地位与动力煤期货价格联动能力和溢价能力明显相关。一方面，尽管动力煤行业集中度较低，但从反映动力煤企业行业地位的煤炭产量指标来看，产销量越高的动力煤企业相关度也相对靠前；另一方面，大型动力煤企业行业地位体现于其所持有采矿权。近两年随着煤价上行，显示出大型动力煤企业溢价能力回归的特点。综合高联动性和高溢价两个条件分析，应当关注位于行业前列的龙头企业。

“通常意义上，煤价和股价基本上是孪生兄弟，股价走势反映煤价走势，方向一致。但也有不一致的时候，尤其是在煤价拐点或股价拐点，股价不跟煤价，这种不跟更体现了股价的领先性或煤价的滞后性体现。煤价和股价最终方向是一致的，短期不跟，但最后一定要跟。前期的不一致，要么通过股价调整达到一致，要么通过煤价调整达到一致。”招商证券相关研究指出。

从煤焦钢产业链联动角度分析，东证期货研究指出，随着钢材供给持续增加，短期

联动性较板块内其他企业更高。

动力煤方面，中信期货研究指出，通过分析，动力煤企业的行业地位与动力煤期货价格联动能力和溢价能力明显相关。一方面，尽管动力煤行业集中度较低，但从反映动力煤企业行业地位的煤炭产量指标来看，产销量越高的动力煤企业相关度也相对靠前；另一方面，大型动力煤企业行业地位体现于其所持有采矿权。近两年随着煤价上行，显示出大型动力煤企业溢价能力回归的特点。综合高联动性和高溢价两个条件分析，应当关注位于行业前列的龙头企业。

“通常意义上，煤价和股价基本上是孪生兄弟，股价走势反映煤价走势，方向一致。但也有不一致的时候，尤其是在煤价拐点或股价拐点，股价不跟煤价，这种不跟更体现了股价的领先性或煤价的滞后性体现。煤价和股价最终方向是一致的，短期不跟，但最后一定要跟。前期的不一致，要么通过股价调整达到一致，要么通过煤价调整达到一致。”招商证券相关研究指出。

从煤焦钢产业链联动角度分析，东证期货研究指出，随着钢材供给持续增加，短期

黑色系品种价格进一步上行驱动力减弱。钢材去库存速度放缓加之南北价差低于往年同期将造成价格回调风险加大。原燃料期货同样存在回落压力，导致基差扩大。

“不过，1-3月经济数据显示需求回落风险下降，抑制价格回落幅度。同时，5月环保限产的执行力度将成为行情重要变量，由于唐山5月-7月列入限产能的规模较大，若严格执行，钢材供给收缩或将超过需求的季节性回落，进而带动钢价再度上涨。虽不利于原燃料补库需求，但钢材利润回升预期也将再度驱动原料价格。尤其是对已处于盈亏平衡附近的焦炭而言，钢价上行将带动焦化利润扩张。”东证期货研究称。

## 仍可看高一线

从基本面来看，申万宏源证券研究指出，供给端方面，因国内焦煤主产省份河南、河北、山东和安徽四省焦精煤资源濒临枯竭，产量连年下滑5%-10%，山西整合矿井技改释放产能有限，因此国内供给持续减少，叠加澳洲进口煤限制政策，导致国内焦煤供给大幅下降。需求端方面，因钢价下跌，导致钢厂减少废钢和电炉使用，增加焦煤使用促进吨钢成本下降，从而导致焦煤需求持续增长。

该机构指出，进口端因澳煤限制和印尼低卡煤采购减少仍将持续，将会直接导致沿海地区5-6月动力煤价格大幅上涨，保守看到670元/吨。炼焦煤市场进入传统旺季，供给紧张局面加剧促使焦煤价格持续上涨。

“进入二季度炼焦煤消费传统旺季，预计焦煤价格将进一步上涨。数据显示经济向好趋势明显，煤炭作为前期滞涨的板块预计将迎估值修复行情。”申万宏源证券研究表示。

中泰证券研究指出，总体来看，目前市场逻辑由前期的“经济退，政策进”演变为“经济稳，政策平”阶段，经济企稳预期一旦形成，低估值的周期龙头将是目前市场预期差最大的板块，建议近期超配煤炭及周期板块。

## 资金面“变脸” 货币市场波动加大

□本报记者 张勤峰

“比前一天更紧，DR001快摸到4%。”市场人士表示，4月23日，市场资金面延续前一日收紧的态势，紧张程度加重，隔夜利率大涨。近期货币市场反复波动，不乏超预期表现，分析人士认为，今后一段时间流动性波动性可能上升，货币市场利率中枢可能小幅上移。

## 超预期的收紧

上周，4月税期高峰出现，还有MLF到期和政府债缴款“凑热闹”，央行仅略施流动性投放，资金面竟面不改色。本周，税期高峰已过，财政投放在即，政府债缴款减少，资金面却骤然收紧。资金面

发生倒挂。此外，21天至2个月品种也纷纷上涨超过10个基点。当日Shibor同样全线走高，隔夜Shibor大涨27bp至2.83%，1周Shibor涨5bp至2.7%，3个月Shibor涨1.1bp至2.83%，自4月10日起，3个月Shibor已连涨10日。

“这一次收紧来得非常突然。”某农商行交易员告诉记者，22日早间资金面还风平浪静，有大行按加权利率融出隔夜资金，但临近午盘，隔夜融出突然减少，资金面骤然转紧，到下午大行、股份行都开始加点融入，紧张局面到尾盘也没有明显缓和。23日，紧张局势还在加重。

## 资金面波动性上升

最近一周资金面表现，令不少市场参与者感到疑惑。上周资金面本该收紧，但实际并不紧张；本周资金面本该趋缓，反倒明显收紧。

这背后有何玄机？市场上众说纷纭。在正常因素难以解释的情况下，有部分观点认为可能与央行流动性调控有关，

但这一点似乎很难得到证实或证伪。

“有一点可能比较明确，那就是货币条件在微调，流动性最充裕的时候已经过去。”一位买方研究人员认为，随着经济逐步企稳，宏观政策相应出现微调，货币政策放松可能性下降，后续货币市场波动性可能上升。

过去一段时间以来，央行流动性投放减少，货币市场波动性已有所加大，资金面在2月底和3月中旬都曾出现短时收紧，利率中枢在2月份触底之后也开始反弹。

分析人士指出，二季度本就属于流动性易出现波动时段，再加上货币政策调控出现微妙变化，后续流动性不确定性增多，货币市场利率中枢可能小幅上移，市场参与者应关注流动性风险，债券市场加杠杆策略价值下降。

“周内还有2600亿元央行逆回购到期，在财政支出到来前，可关注央行是否会重启流动性投放。如果不会，可能表明央行对流动性波动的容忍度上升。”前述研究员表示。

## 猪概念股持续走红 股期“两手抓”

□本报记者 王朱莹

CME瘦肉猪期货4月22日下跌，并一度触及跌停。但这并没有影响国内A股市场上生猪概念股炒作热情。周二，猪产业链概念股持续走强。禾丰牧业、正虹科技、得利斯等涨停，天康生物、华统股份、唐人神、双汇发展、温氏股份等个股也有较好表现。分析人士认为，此轮猪周期上涨幅度有望突破历史高点。股票方面，建议继续关注猪概念股，期货方面则可关注豆粕做空机会。

## 猪价预期继续上行

4月23日，农业农村部发展规划司司长魏百刚指出，一季度相关疫情发生势头趋缓，23个省解除疫情封锁，生猪生产和调运秩序加快恢复。一季度生猪出栏1.8亿头，同比减少5.1%；猪肉产量1463万吨，同比减少5.2%。

其表示，受疫情影响，现在规模猪场补栏比较慎重，一些小户加速推出，生猪和能繁母猪存栏数持续减少，连续三个月同比下降超过10%，按照六个月生猪生产周期推算，预计下半年猪肉供应可能趋紧，价格可能出现明显上涨。特别是，猪肉是CPI当中占比最大的食品消费品种，猪价上涨对CPI走高会起到一定的推动作用，所以要保证生猪产能。近期，农业农村部也要求各地加强生猪生产和市场监管预警，强化一系列的政策措施，以保障生猪生产平稳运行。

还有观点认为，近期债市表现欠佳，流动性也出现收紧，不排除有基金类账户在应对赎回时抛售转债。从以往来看，转债流动性较好，在债券投资者需要流动性的時候，的确可能首当其冲。

据农业农村部监测，4月23日全国农产品批发市场猪肉平均价格为20.31元/公斤，去年同期为16.12元/公斤，涨幅为26%。

## 猪周期下如何布局

“市场积极处理冻肉库存，猪价连续两周承压，自上周五开始猪价已呈现企稳回升迹象，预计随着冻肉库存出清，以及随着五一消费旺季到来，猪价即将进入趋势性上涨阶段。”华创证券分析师王莺表示。

川财证券杨欧雯指出，生猪存栏量持续大幅下降，复产难度较大，此轮猪周期上涨幅度有望突破历史高点，且时间区间长，公司业绩有望迎来大幅改善。持续关注个股盈利能力及业绩完成情况。目前鸡苗价格受去年引种较少，供给偏紧，且鸡肉对猪肉具备一定的替代性，禽链终端的较强消费支撑鸡苗价格，建议继续关注禽链养殖个股一季报超预期情况。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板块的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求，随着国际贸易环境回暖，豆粕供应有望恢复。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板块的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求，随着国际贸易环境回暖，豆粕供应有望恢复。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板块的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求，随着国际贸易环境回暖，豆粕供应有望恢复。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板块的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求，随着国际贸易环境回暖，豆粕供应有望恢复。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板块的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求，随着国际贸易环境回暖，豆粕供应有望恢复。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板块的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求，随着国际贸易环境回暖，豆粕供应有望恢复。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板块的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求，随着国际贸易环境回暖，豆粕供应有望恢复。

业内人士表示，投资者可从以下方面布局：首先是生猪概念股。中信证券建议，继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时，基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加，建议关注相关板