

卢平 86-10-88087949  
luping@cmschina.com.cn  
王培培 86-10-88086945  
wangpp@cmschina.com.cn

2009年4月7日

# 供求维持低位均衡，相对看好4月份行情

## 煤炭行业2009年二季度投资策略

能源

煤炭

中性(维持)

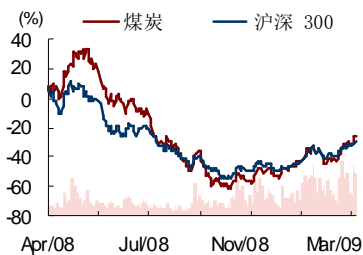
上证指数 2420

### 行业规模

		占比%
股票家数(只)	27	1.7
总市值(亿元)	7852	4.6
流通市值(亿元)	2249	3.3

### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	35.1	15.5	-25.7
相对表现	15.1	0.9	3.9



### 相关报告

- 1、《煤价下跌周期中寻找超跌反弹机会—煤炭行业近期投资策略》2008/10/28
- 2、《蓄芳待来年—09年煤炭行业投资策略报告》2008/12/18
- 3、《从计提到实报实销，业绩平均增厚17%—煤炭行业关于安全费、维简费会计处理变更的影响分析》2009/1/9
- 4、《煤炭行业资产注入专题报告-产业资本PK金融资本》2008/12/22
- 5、《秦皇岛库存下降点评-秦皇岛库存不断下降，煤炭股行情可以持续》2009/4/3
- 6、《成长的黄金10年+国投系煤电一体化整合预期——国投新集调研简报》2009/3/13

由于下游需求增速下降，煤炭通过供给管理从而维持煤炭供求的低位均衡。我们认为，淡季动力煤价格回调幅度有限，而炼焦煤受到钢铁影响，短期价格下调的压力较大。我们相对看好一季报支撑的4月份行情，维持行业中性投资评级。

- q **需求不振，进出口冲击和供给管理维持低位均衡。** 下游需求不振，预计09年煤炭需求增速为2.6%。进口较多而出口下降对煤炭形成负面影响，但是净出口的量较少而对国内煤炭行业影响有限，煤炭行业通过停产整顿小煤矿和各省的供给管理从而减少煤炭的供给增量，预计09年煤炭将维持低位均衡。
- q **淡季煤价预期走弱，但回调幅度极为有限，炼焦煤价格预计近期下调：**3月份以后，煤炭进入淡季。从历史上看，淡季煤价平均回调24元/吨(回调5.2%)。09年面临国际国内严峻的经济形势，煤价回调时间更是提前到1月初，回调了7.4%(已接近近几年最高水平)。目前秦皇岛煤价下的各个环节的利润较薄，我们认为淡季动力煤价格回调幅度极为有限。受到下游钢铁产量和价格下降影响，短期炼焦煤价格压力较大，市场煤价已经开始回调，我们判断上市公司炼焦煤价格可能降价100元/吨左右。
- q **09年一季报较好。**由于09年一季度的煤价高于08年的一季度，09年一季度的业绩同比、环比基本上保持了增长，上市公司09年一季度的业绩平均同比增长21%，环比增长2%。业绩同比增长最快的盘江(+489%)、国投(+138%)、潞安(+84%)、国阳(+57%)、兰花(+41%)。
- q **通胀预期下的煤炭走势：**按照我国的经验数据以及对目前对下半年CPI上涨的预期，新一轮的煤价上涨周期预计将在2010年下半年到来。我国煤炭股与CPI短期拟合度不好，但大趋势一致，煤炭股领先CPI时间大约7个月。
- q **维持行业中性投资评级。**我们相对看好煤炭股4月份的行情(较好的一季报)。5月份以后存在两个变数：一是小煤矿复产增加的量(是否从目前月度3000万吨跃升至7000万吨以上)和下游需求恢复增加的量的比较；二是资源税改革可能在6-7月份出台。维持行业中性投资评级。
- q **公司选择：内生性产能增长较快的公司：**西山煤电、国投新集。**预期近期资产注入及整体上市公司：**国阳新能、潞安环能、中国神华。

### 重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
国投新集	11.66	0.27	0.64	0.81	18.2	14.4	3.8	审慎推荐-A
西山煤电	18.75	0.43	1.52	0.92	12.3	20.4	4.9	审慎推荐-A
国阳新能	20.06	0.52	1.46	1.18	13.7	17.0	7.0	审慎推荐-A
潞安环能	28.22	1.26	2.48	2.15	11.4	13.1	4.1	审慎推荐-A
盘江股份	18.03	0.16	1.11	1.51	16.2	11.9	5.5	审慎推荐-A
中国神华	21.91	0.99	1.34	1.41	16.4	15.5	2.9	审慎推荐-A
中煤能源	9.19	0.39	0.51	0.59	18.0	15.6	1.9	审慎推荐-B
恒源煤电	23.35	1.07	1.24	1.44	18.8	16.2	2.7	审慎推荐-B
平煤股份	21.62	1.02	2.07	1.51	10.4	14.3	3.1	审慎推荐-B
金牛能源	23.09	0.73	2.49	1.39	9.3	16.6	3.2	审慎推荐-B

资料来源：招商证券

## 正文目录

一、煤炭行业二季度投资策略.....	4
1、煤炭行业投资思路再探讨.....	4
2、煤炭行业投资策略.....	4
3、投资股票选择.....	5
二、需求不振、进出口冲击、供给管理维持低位均衡.....	7
1、下游需求不振.....	7
2、进出口对国内煤市影响有限.....	8
3、小煤矿停产整顿、各地限产将维持煤炭供给低增长.....	11
三、淡季煤价回调幅度极为有限.....	14
1、淡季影响动力煤价格，但回调幅度极为有限.....	14
2、炼焦煤短期压力较大，预计回调大约 100 元/吨.....	14
3、新财年出口价格将大幅下调.....	15
四、09 年一季报业绩同比环比皆增长.....	17
五、通胀预期下的煤炭股走势.....	18
1、美国和 A 股煤炭股与通胀的拟合大趋势一致.....	18
2、通胀预期——煤价上涨预期——煤炭股上涨的链条.....	19

**图表目录**

图 1: 2003-2006 年煤炭股走势.....	5
图 2: 2007-2009 年煤炭股走势.....	5
图 3: 火电月度产量及累计增速.....	7
图 4: 生铁月度产量及累计增速.....	7
图 5: 水泥月度产量及累计增速.....	8
图 6: 合成氨月度产量及累计增速.....	8
图 7: 煤炭消费量及增速.....	8
图 8: 煤炭月度出口及累计增速.....	9
图 9: 煤炭月度进口及累计增速.....	9
图 10: 焦炭出口大幅度下降.....	9
图 11: 秦皇岛山西优混港口平仓价和澳煤 BJ 离岸价比较.....	11
图 12: 08 年三类煤矿产量占比.....	13
图 13: 波动较大的乡镇煤矿产量.....	13
图 14: 秦皇岛山西优混价格走势及预计的波动区间.....	14
图 15: 西山煤电炼焦煤价格与合理的价格区间比较.....	15
图 16: 临汾焦煤出厂含税价走势.....	15
图 17: 临汾主焦煤与钢铁价格走势比较.....	15
图 18: 临汾焦煤出厂含税价和焦炭价格走势比较.....	15
图 19: 澳煤 BJ 现货价格与长协价格比较.....	16
图 20: 美国煤炭指数与 CPI 拟合.....	18
图 21: 06 年底煤炭大涨前煤炭股指数与 CPI 拟合.....	18
图 22: 2000 年以来煤炭股指数与 CPI 拟合.....	18
图 23: 美国 CPI 绝对值与煤价拟合.....	19
图 24: 美国 CPI 与煤价涨幅拟合.....	19
图 25: 美国煤炭价格与煤炭指数拟合.....	20
图 26: CPI 绝对值与原中央财政煤企煤价拟合.....	20
图 27: CPI 与原中央财政煤企价格涨幅拟合.....	20
图 28: CPI 绝对值与秦皇岛山西优混煤价拟合.....	20
图 29: 秦皇岛山西优混与煤炭股指数拟合.....	20
表 1: 煤炭上市公司估值比较.....	6
表 2: 四大行业煤耗量及占比.....	7
表 3: 煤炭、焦炭出口配额及实际出口量.....	10
表 4: 煤炭进出口数据及预测.....	10
表 5: “三西”煤炭产量及增量占比.....	12
表 6: 三类煤矿产量及增速.....	13
表 7: 秦皇岛山西优混年内淡季回调时间及幅度.....	14
表 8: 日澳出口价格和中国动力煤出口价格.....	16
表 9: 煤炭上市公司季度业绩增长情况比较.....	17

## 一、煤炭行业二季度投资策略

### 1、煤炭行业投资思路再探讨

08 年底，在我们 09 年度投资策略里面对煤炭行业投资思路进行了探讨，主要观点是：在煤价上涨周期中奉行长期持有的投资策略，在煤价下跌周期中应该予以回避，但可寻求超跌反弹机会（从重置成本的角度寻求超跌机会，目前煤炭股基本上回到我们测算的重置成本以上了！）。本篇策略报告拟再对煤炭投资策略进行细化分析。

投资股票，主要的收益在于股票价格的上升（为了讨论方便，不涉及分红收益的问题）。那么股票上升主要在于三个方面：P/E 上升、EPS 上升和背后的故事。

#### 煤价预期改变提高 P/E 估值水平的行业性机会

煤炭行业的估值水平波动较大，07-09 年经历了从 10 倍 P/E 以下到 50 倍 P/E 以上的变化（当然也取决于整个证券市场的投资氛围），我们认为，煤炭行业合理的估值水平主要取决于对未来煤价的预期。我们得出的经验数据大约是：

- Ø 预期煤价稳定可以给 15-20 倍左右的 P/E。
- Ø 预期煤价下跌只能给 10 倍以下的 P/E。
- Ø 预期煤价上涨可以给 20 倍以上的 P/E。

近期煤炭股票的上涨主要就是对未来煤价预期的改变（市场预期煤价将保持稳定，下跌空间有限），煤炭股的估值从平均 10 倍以下的 P/E 推高到目前的 15 倍 P/E 左右。

#### 产能扩张推动 EPS 逐年上升从而提高目前的估值水平

对目前的煤炭行业而言：由于下游需求不旺，煤价再难现以前的大幅度上涨，因此煤价上涨推动 EPS 上升的投资收益基本上不予考虑。可以考虑的是产能扩张带来的 EPS 逐年上升，从而提高目前的 P/E 估值水平。

我们选择的内生性产能扩张较快的公司：西山煤电和国投新集。

#### 资产注入和整体上市预期获取超额收益

投资煤炭上市公司背后的资产注入和整体上市的故事，可以获得超额收益。08 年，盘江股份、金牛能源和恒源煤电的整体上市已经做了最好的注释。

近期可能资产注入和整体上市的公司：国阳新能、潞安环能和中国神华。

### 2、煤炭行业投资策略

#### 维持煤炭行业中性投资评级，相对看好上半季度行情。

从 2003 年以来，煤炭股年度内投资的最好时机是从 11 月左右开始，到第二年的 4-5 月结束。背后的逻辑主要是煤炭的旺季（12 月至次年的 2 月份是煤炭的旺季，因此煤炭股的最佳买入时机在 11 月份，此后一直持有）。正常的逻辑应该到 2 月底结束行情，但是每年基本上都能持续到 4 月底（3 月份以后煤炭进入淡季），主要是每年两会小煤矿停产整顿和煤炭的一季报业绩较好，因而支撑了 3-4 月份的煤炭股行情。

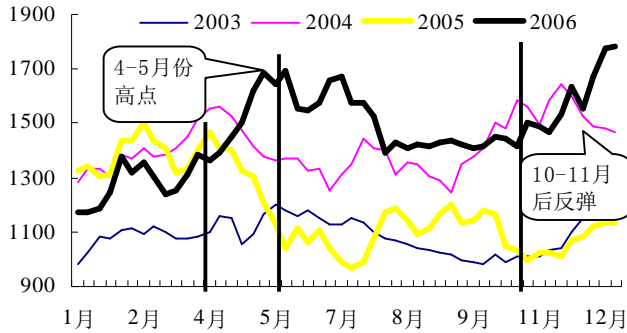
我们判断，09 年的煤炭股的行情仍然可以持续到 4 月底（煤炭股较好的 09 年一季报）。

我们相对看好煤炭股 4 月份的行情。

5 月份以后则存在两个变数：小煤矿复产增加的量（是否从目前月度 3000 万吨跃升至 7000 万吨以上）和下游需求增加的量的比较；资源税改革可能在 6-7 月份出台。

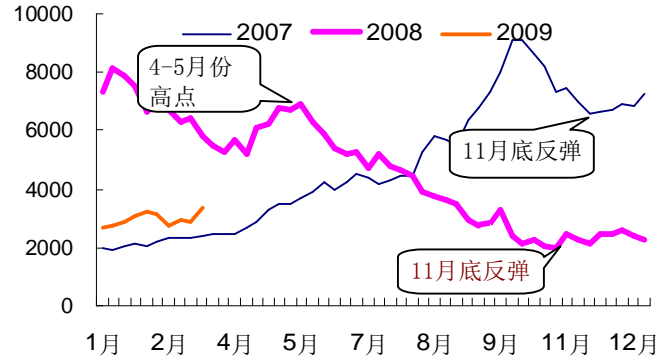
维持行业中性投资评级。

图 1：2003-2006 年煤炭股走势



资料来源：招商证券研发中心

图 2：2007-2009 年煤炭股走势



资料来源：招商证券研发中心

### 3、投资股票选择

选择内生性产能增长较快的公司和预期近期资产注入及整体上市公司

- Ø 内生性产能增长较快的公司：西山煤电、国投新集。
- Ø 预期近期资产注入及整体上市公司：国阳新能、潞安环能、中国神华。

表1: 煤炭上市公司估值比较

	股价 (元)	EPS (元)				PE (×)				每股净 资产 (元)	市净率 (×)
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E		
<b>炼焦煤类</b>											
金牛能源	23.09	0.73	2.49	1.39	1.52	31.6	9.3	16.6	15.2	7.1	3.2
西山煤电	18.75	0.43	1.52	0.92	1.28	43.6	12.3	20.4	14.6	3.8	4.9
平煤股份	21.62	1.02	2.07	1.51	2.00	21.2	10.4	14.3	10.8	6.9	3.1
盘江股份	18.03	0.16	1.11	1.51	1.63	112.7	16.2	11.9	11.1	3.3	5.5
平均	20.37	0.59	1.80	1.33	1.61	52.3	12.1	15.8	12.7	5.3	4.2
<b>喷吹煤类</b>											
国阳新能	20.06	0.52	1.46	1.18	1.22	39.0	13.7	17.0	16.4	2.9	7.0
潞安环能	28.22	1.26	2.48	2.15	2.30	22.4	11.4	13.1	12.3	6.8	4.1
平均	24.14	0.89	1.97	1.67	1.76	30.7	12.6	15.1	13.7	4.9	5.5
<b>动力煤类</b>											
中国神华	21.91	0.99	1.34	1.41	1.45	22.0	16.4	15.5	15.1	7.5	2.9
国投新集	11.66	0.27	0.64	0.81	1.04	43.2	18.2	14.4	11.2	3.1	3.8
恒源煤电	23.35	1.07	1.24	1.44	1.85	21.8	18.8	16.2	12.6	8.6	2.7
中煤能源	9.19	0.39	0.51	0.59	0.65	23.6	18.0	15.6	14.1	4.8	1.9
兖州煤业	13.71	0.55	1.16	1.12	1.25	24.9	11.8	12.3	11.0	5.1	2.7
大同煤业	20.42	0.55	1.83	1.01	1.04	37.0	11.2	20.2	19.6	5.9	3.4
平均	16.71	0.64	1.12	1.06	1.21	28.8	15.7	15.7	13.8	5.8	2.9
<b>转型类</b>											
神火股份	26.19	1.64	2.46	1.48	2.05	16.0	10.6	17.7	12.8	5.9	4.4
兰花科创	24.92	1.01	2.45	2.01	2.06	24.7	10.2	12.4	12.1	7.7	3.2
开滦股份	21.58	1.10	1.34	1.17	1.38	19.6	16.1	18.4	15.6	7.0	3.1
平均	24.23	1.25	2.08	1.55	1.83	20.1	12.3	16.2	13.2	6.9	3.6
总体平均	20.18	0.78	1.61	1.31	1.51	33.6	13.6	15.7	13.3	5.8	3.7

资料来源: 招商证券研发中心

## 二、需求不振、进出口冲击、供给管理维持低位均衡

### 1、下游需求不振

煤炭行业的需求方主要是火电、钢铁、水泥和化肥四大行业，其占比达到煤炭消费量的80%以上（08年火电、钢铁、水泥、化肥行业分别耗煤136556万吨、46126万吨、31965万吨和8994万吨，占比分别为50%、17%、12%和3%）。

**表2：四大行业煤耗量及占比**

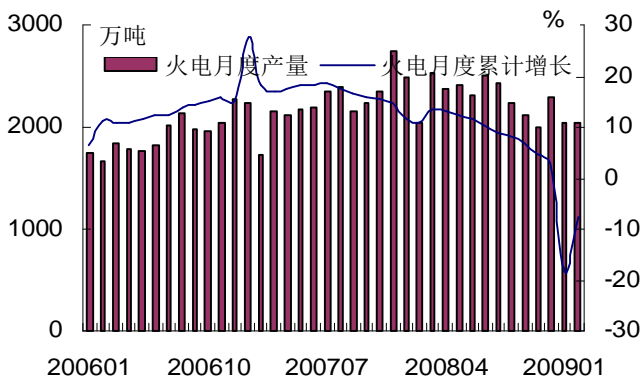
	2006A	2007A	2008A
国内煤炭消费量（万吨）	239217	258641	274000
火电行业耗煤（万吨）	115340	132525	136501
钢铁行业耗煤（万吨）	40006	46219	46126
水泥行业耗煤（万吨）	27580	30354	31933
化肥行业耗煤（万吨）	8696	9165	8991
<b>四大行业耗煤合计（万吨）</b>	<b>191621</b>	<b>218264</b>	<b>223551</b>
火电煤耗占比	48%	51%	50%
生铁煤耗占比	17%	18%	17%
水泥煤耗占比	12%	12%	12%
化肥煤耗占比	4%	4%	3%
四大行业合计占比	80%	84%	82%

数据来源：煤炭资源网

受全球金融危机的影响，出口需求预期将大幅度下降，为了刺激国内经济，国家出台了4万亿的投资计划，目前能够看到明显效果的只有水泥行业（09年1-2月水泥产量增速为17%），09年1-2月，下游四大行业产量增速分别为：

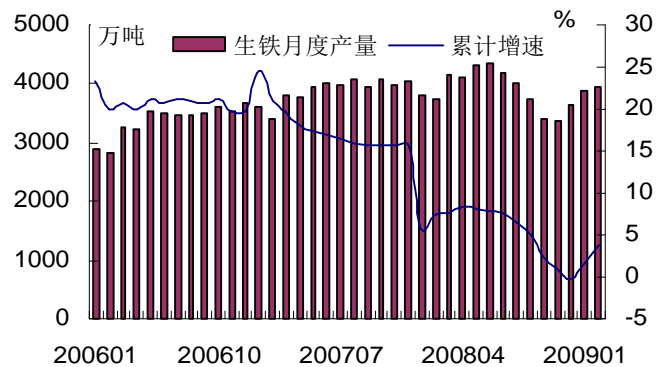
- Ø 火电发电量为4082.6亿千瓦时，同比增长-7.8%（08年为3%），
- Ø 生铁产量为7825.65万吨，同比增长3.7%（08年为-0.2%），
- Ø 水泥产量为15870.1万吨，同比增长17%（08年为5.2%），
- Ø 合成氨产量为754.76万吨，同比增长-1.2%（08年为-1.9%），

**图3：火电月度产量及累计增速**



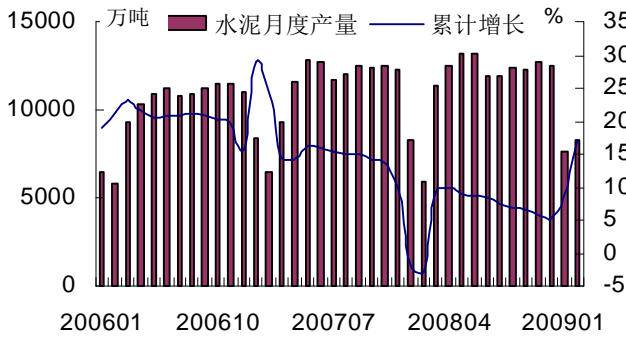
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

**图4：生铁月度产量及累计增速**



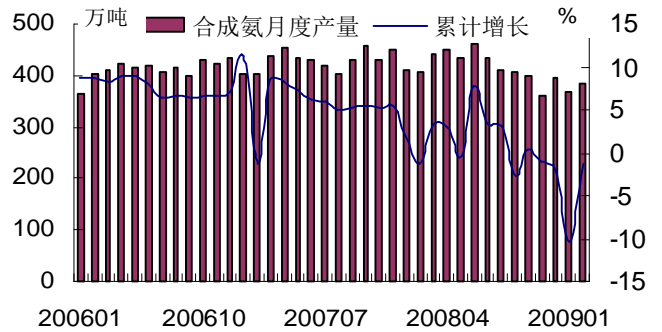
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 5: 水泥月度产量及累计增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图 6: 合成氨月度产量及累计增速



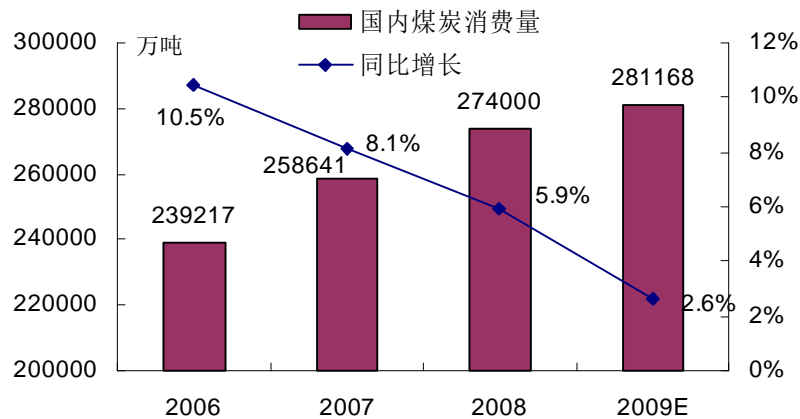
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

根据相关行业预测, 09 年四大行业产量及耗煤增速预计将维持低位。其中:

- Ø 火电产量增速预计为 4%,
- Ø 生铁产量增速预计为-5%,
- Ø 水泥产量增速预计 10%,
- Ø 合成氨产量增速预计大约 5%。

据此推算, 09 年四大行业煤炭消费量为 230168 万吨, 同比增长 3%。全国煤炭消费量为 281168 万吨, 同比增长 2.6% (较 08 年的 5.9%大幅度下降)。

图 7: 煤炭消费量及增速



数据来源: 国家统计局、煤炭资源网

## 2、进出口对国内煤市影响有限

受日韩经济下滑的影响, 煤炭出口量将受到较大影响, 此外, 澳大利亚、印尼和越南向日本、韩国、台湾出口的煤炭利用价格优势也转向了中国。

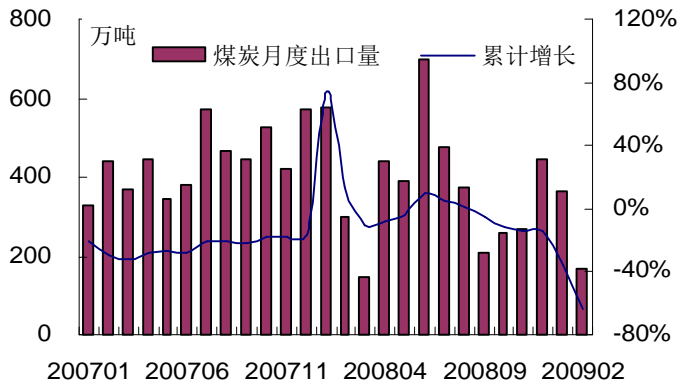
09 年 1-2 月份, 我国煤炭出口量为 322 万吨, 较 08 年 1-2 月份的 874.92 万吨下降 63.2%。煤炭进口量为 788.93 万吨, 同比增长 11.51%, 2 月份煤炭进口量为 488 万吨, 创下了 07 年 4 月份 (492.35 万吨) 以来的新高, 2 月同比增速为 73%。

09年煤炭第一批出口配额为2600万吨,较08年第一批出口配额3180万吨下降18.2%,预计全年出口配额很难超过08年的4770万吨(将视出口的具体情况而定,08年实际出口数量为4559万吨)。

由于国内的煤价高于国外的价格,企业很难有出口动力(09年前两月出口下降63.2%),而下游企业的进口动力较大(09年前两月进口增长11.5%)。

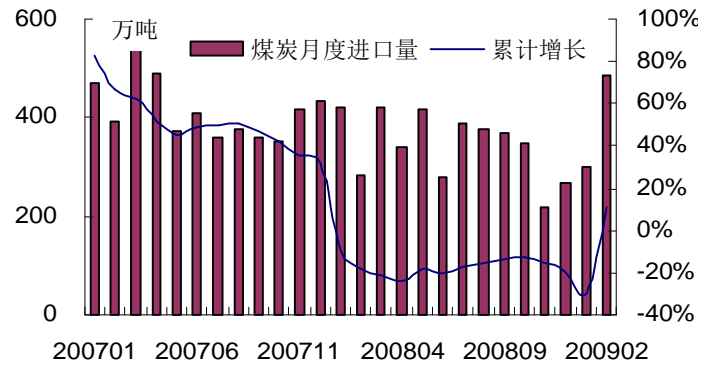
此外,焦炭(炼焦煤的加工产品)的出口大幅度下降。日、韩钢铁企业大量减产,对焦炭的需求减少,09年1-2月,我国焦炭出口量仅为10.62万吨,同比下降94%。09年第一批焦炭出口配额为578万吨,较08年第一批出口配额962万吨下降40%(08年全年出口配额为1201万吨,实际出口1213万吨)。

图8: 煤炭月度出口及累计增速



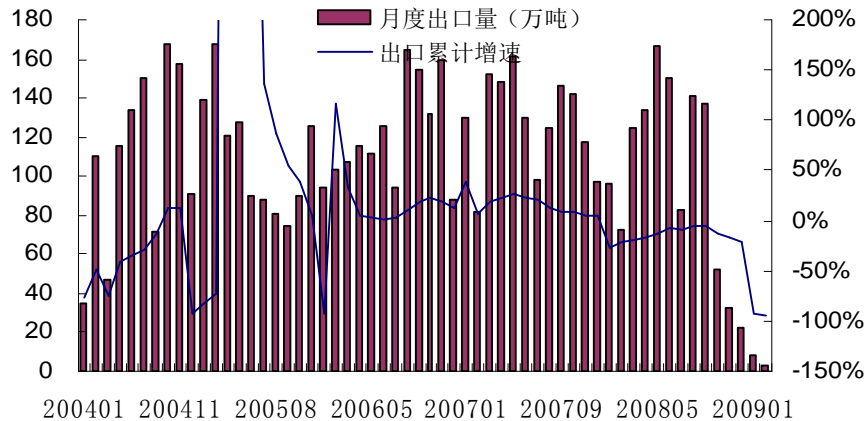
资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

图9: 煤炭月度进口及累计增速



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

图10: 焦炭出口大幅度下降



数据来源: 煤炭资源网

**表3: 煤炭、焦炭出口配额及实际出口量**

单位: 万吨	煤炭				焦炭				
	第一批	第二批	第三批	合计	实际出口	第一批	第二批	合计 (万吨)	实际出口
2000	5884			5884	5507				1520
2001	8590			8590	9013				1331
2002	10000			10000	8390				1357
2003	10000			10000	9403			1200	1472
2004	3000	2870	2130	8000	8666			1173	1508
2005	6400	1600		8000	7172			1400	1276
2006	6400	1600		8000	6327	773	627	1400	1450
2007	4200	2800		7000	5317	980	235	1215	1530
2008	3180	1590		4770	4559	962	239	1201	1213
2009	2600					578			

数据来源: 招商证券研发中心

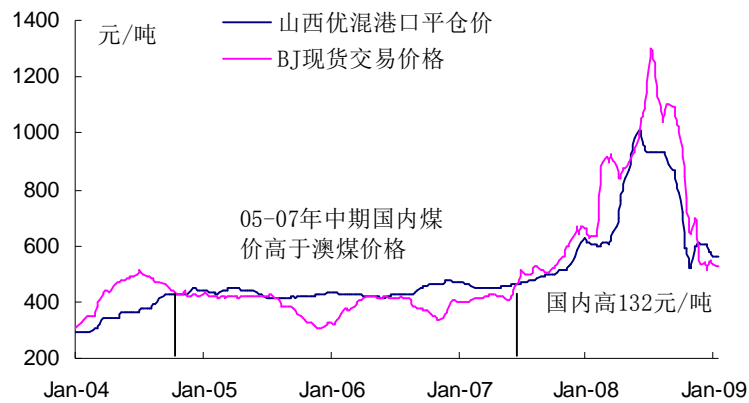
进出口变化对国内的影响主要体现在两个方面:

- Ø **数量冲击:** 我们可以合理预期, 09 年中国煤炭出口将大幅度减少, 而进口也将有一定程度的增加 (如果大量进口, 将对国际市场产生较大的冲击而抬高国际煤价)。预计 09 年进口和出口数量分别为 3000 万吨和 4500 万吨, 净出口量为 -1500 万吨 (较 08 年的净出口 503 万吨减少 2003 万吨)。我们认为, 由于进口处的数量相对国内的煤炭产量的比例较少 (08 年我国煤炭产量为 27.16 亿吨), 净出口的数量冲击有限。
- Ø **价格冲击:** 虽然目前国际煤价低于国内煤价, 但价格差距较小 (秦皇岛山西优混港口平仓价较澳煤 BJ 纽卡斯尔离岸价高 132 元/吨 (05-07 年我国煤价持续高于澳煤价格), 但是考虑到运输成本及税收因素, 在广州港的山西优混含税价格为 640 元/吨, 如果进口澳煤到广州港, 那么进口澳煤的价格为 624 元, 与国内煤炭价格差距为 16 元/吨), 其对国内煤价影响有限。我们认为更多的是从心理上影响国内煤炭价格。

**表4: 煤炭进出口数据及预测**

	2006	2007	2008	200801-02	200901-02	2009E
出口 (万吨)	6327	5317	4543	875	322	3000
进口 (万吨)	3811	5102	4040	706	787	4500
净出口 (万吨)	2517	215	503	169	-465	-1500
同比增长	-45%	-91%	134%	284%	-375%	-986%

数据来源: 招商证券研发中心

**图11: 秦皇岛山西优混港口平仓价和澳煤BJ离岸价比较**


数据来源: 招商证券研发中心

### 3、小煤矿停产整顿、各地限产将维持煤炭供给低增长

按照我们原先预测的 09 年煤炭产量 (不考虑小煤矿停产整顿), 预计 09 年煤炭产量 288000 万吨, 同比增长 6.04%。其增速将超过消费增速, 煤炭供过于求 7000 万吨左右。但是从地域增量和小煤矿安全整顿来看, 煤炭供给得到有效控制, 预计煤炭产量增速将低于预期。

#### 08 年“三西”煤炭增量贡献突出, 但 09 年增量极为有限

从地域来看, 08 年, “三西”煤炭产量为 132249 万吨, 占全国煤炭产量的 49%。但是增量贡献明显, 08 年“三西”煤炭产量增量为 14222 万吨, 占全国煤炭产量增量 19241 万吨的 74%。其中内蒙古 08 年煤炭增量 11293 万吨, 占全国增量的 59%。

09 年, 限于下游需求不振, 各省都根据实际情况提出了限产的要求 (主要是关闭小煤矿), 从目前了解到的情况来看, 09 年内蒙煤炭产量增量 1500 万吨, 山西煤炭产量基本上不增加, 陕西煤炭产量增量极为有限。

Ø **内蒙古产量小幅增长:** 2009 年内蒙古初步计划全年生产原煤 4.7 亿吨左右, 较 08 年的增长 1500 万吨。09 年新开工和新建成的煤炭产能将达到 9000 多万吨, 其中, 新增开工煤炭产能 6350 万吨, 新增建成煤炭产能 3090 万吨。内蒙古将继续整合关闭年产量 30 万吨以下的小煤矿, 力争 09 年整合关闭至少 30 处煤矿, 以完成全年新淘汰煤炭落后产能 478 万吨的目标。但从 09 年 1—2 月份内蒙古原煤产量达到 8068.19 万吨的情况看, 比去年同期增长 25.6%, 预计 2009 年全区煤炭产量将突破 5 亿吨)

Ø **山西煤炭产量维持稳定:** 受屯兰矿难的影响, 2 月 28 日, 山西省政府下发《关于在全省国有重点煤矿和地方骨干煤矿开展安全生产专项整治的通知》, 决定自 3 月 1 日起, 在全省国有重点煤矿和地方骨干煤矿 (市、县营煤矿) 开展为期一年的煤矿安全生产专项整治工作。山西正在加大安全隐患排查治理力度, 对凡无证及证照不全的企业, 坚决予以关闭取缔。对安全没有保证的矿井, 一律停产整顿。山西省计划再 09-10 年, 在全省煤炭产能不增加前提下, 山西煤矿数量将再压减 50% 以上, 煤矿数量要控制在 1500 座以内。

Ø **陕西煤炭产量增长极为有限:** 陕西省 08 年产量突破 2 亿吨, 全国第三大产煤省。

虽然没有明确 09 年的煤炭产量计划，但是省煤炭工业局要求各级煤炭管理部门和煤炭企业一定要在准确把握市场走势的基础上，加强煤炭产量调控，严防造成产量过剩。我们大致可以判断陕西省 09 年煤炭产量增量也极为有限。

**表5: “三西”煤炭产量及增量占比**

单位: 万吨	煤炭产量			煤炭增量		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
山西省	58118	64000	65736	1605	5882	1736
内蒙古	27549	35218	46512	3882	7669	11293
陕西省	17098	18810	20002	1289	1712	1192
“三西”煤炭合计	102765	118028	132249	6776	15263	14222
“三西”煤炭占比	44%	47%	49%	32%	77%	74%
全国	232527	252342	271583	21266	19815	19241

数据来源: 招商证券研发中心

### 小煤矿安全整顿成为供给的重要调节器

07 年底，我国 30 万吨以下的小煤矿数量 14069 个，产量大约 9.7 亿吨。《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》规划“十一五”后三年全国再减少小煤矿 4000 余处，其中彻底关闭 2500 余处、扩能改造(包括大集团整合改造)1500 余处，力争实现到 2010 年小煤矿保留 1 万处以内的目标(产能 7 亿吨)。

除了关停小煤矿外，出于安全考虑(与政治挂钩)，或者在大的矿难事故发生后，以及煤炭限产保价的情况下，各省对小煤矿都将实施严格的安全停产整顿。

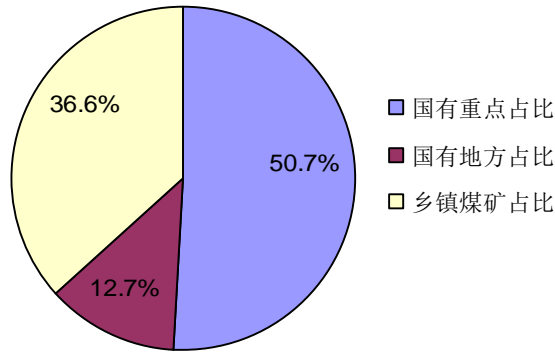
从 08 年 11 月 26 日开始，河南省要求 30 万吨以下的小煤矿停产整顿，其他省份都对小煤矿进行了停产整顿。小煤矿安全整顿，成为煤炭产量的重要调节器。我们认为，由于乡镇煤矿产量较大(08 年 9.9 亿吨，占全国产量的 36.6%)，其整顿的时间长短将对煤炭供给产生较大的影响。

08 年 1-3 月份，乡镇煤矿产量分别为 5261 万吨、663 万吨和 3072 万吨(远远低于 08 年月度平均 8283 万吨的产量)，同比增长 0.4%、0.5%和 2.1%，直接造成了 08 年一季度的“煤荒”。

09 年 1 月份乡镇煤矿煤炭产量 3181 万吨，同比下降 36%(09 年 2 月份国有地方和乡镇煤矿产量合计为 10458 万吨，同比下降 13.7%)。受屯兰矿难的影响，小煤矿推迟了一个月复产，我们预计，09 年乡镇煤矿很难有大的产量增加(08 年 4 月份乡镇煤矿产量跃升至 7068 万吨，基本恢复正常)。

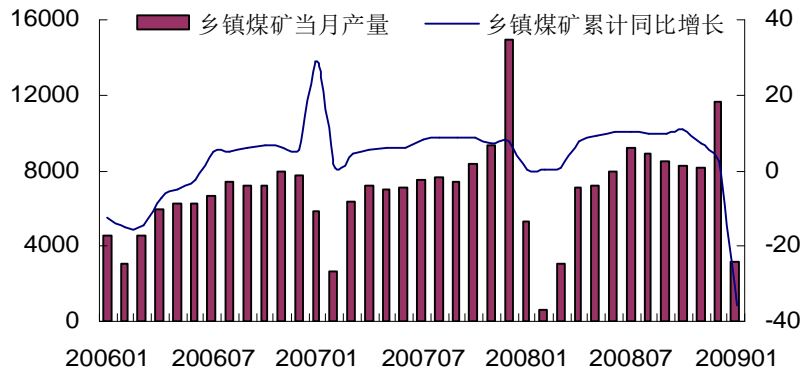
总体判断，小煤矿成为供给最重要的变量，在需求不振的情况下，乡镇煤矿部分停产整顿将维持煤炭供求的低位均衡。

图12: 08年三类煤矿产量占比



数据来源: 招商证券研发中心

图13: 波动较大的乡镇煤矿产量



数据来源: 招商证券研发中心

表6: 三类煤矿产量及增速

单位: 万吨	2003	2004	2005	2006	2007	2008
全国	172800	195593	215131	233100	252341	271583
同比增长		13%	10%	8%	8%	8%
国有重点	81405	91916	102688	111900	122261	137699
同比增长		13%	12%	9%	9%	13%
国有地方	27992	31500	29159	32040	33083	34485
同比增长		13%	-7%	10%	3%	4%
乡镇煤矿	63390	71900	83551	89200	97005	99399
同比增长		13%	16%	7%	9%	2%

数据来源: 招商证券研发中心

### 三、淡季煤价回调幅度极为有限

#### 1、淡季影响动力煤价格，但回调幅度极为有限

每年 3-6 月份是煤炭的传统淡季，一般煤价走势相对较弱。从历史上看，煤价回调平均 24 元/吨，回调幅度平均为 5.2%。

回调幅度最大、回调时间最长的是 2005 年，当年受到宏观调控的影响，秦皇岛山西优混价格从 2 月份开始回调，回调时间持续到 8 月底，回调了 7.9%。

面临的国际国内比较严峻的经济形势，煤价回调时间更是提前到 2009 年 1 月初，目前回调了 7.4%，回调幅度基本上已经接近了 2005 年的水平。

在 09 年煤炭行业年度策略报告里面，我们详细的分析了秦皇岛山西优混的合理价格区间，预计 09 年的波动区间为 510—620 元/吨（510 元/吨是盈亏平衡点，620 元/吨是各环节合理利润点）。2008 年 12 月 15 日山西优混在 500-520 元/吨的低点开始反弹（正好对应我们预测的盈亏平衡点）。

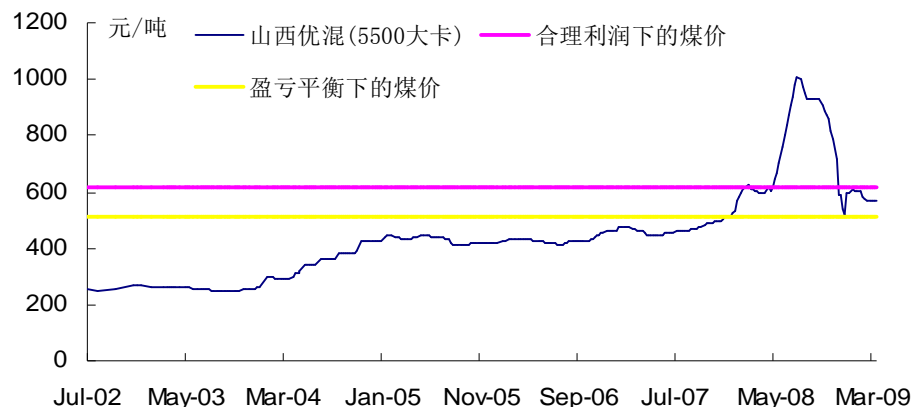
目前价格下各个环节的利润较薄，我们认为淡季煤价即使回调，幅度也极为有限。

表7: 秦皇岛山西优混年内淡季回调时间及幅度

单位: 元/吨	一季度高点时间	一季度最高价格	回调后的最低价格	回调幅度	回调后低点时间
2003	2003-5-21	260	248	-4.6%	2003-8-20
2004	2004-1-19	295	290	-1.7%	2004-3-24
2005	2005-2-2	445	410	-7.9%	2005-8-31
2006	2006-3-13	435	415	-4.6%	2006-7-3
2007	2007-2-12	473	445	-5.9%	2007-5-14
2008	2008-2-18	625	600	-4.0%	2008-4-7
2009	2009-1-5	610	565	-7.4%	

数据来源: 招商证券研发中心

图14: 秦皇岛山西优混价格走势及预计的波动区间



数据来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

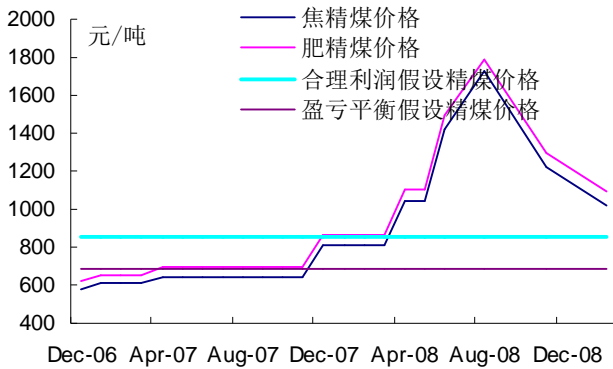
#### 2、炼焦煤短期压力较大，预计回调大约 100 元/吨

在 09 年煤炭行业年度策略报告里面，我们认为炼焦煤价格在 683-853 元/吨（683 元/吨是盈亏平衡点，853 元/吨是各环节合理利润点）是比较合理的价格，平均 768 元/吨。

考虑炼焦煤的稀缺溢价，估计生产地炼焦煤的合理价格在 900 元/吨左右。

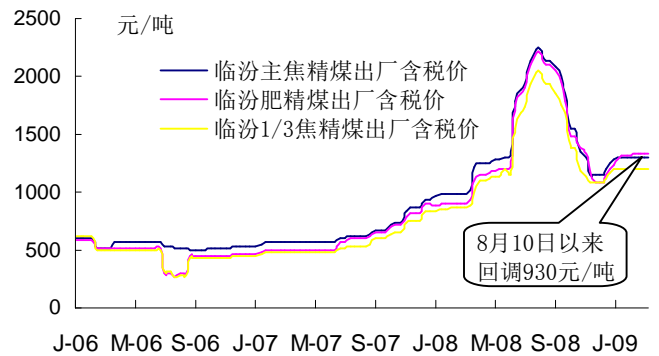
受到下游钢铁产量下降和钢材价格下跌的影响，短期炼焦煤价格压力较大，市场煤价已经开始回调，我们判断上市公司煤价可能降价 100 元/吨左右。

图 15: 西山煤电炼焦煤价格与合理的价格区间比较



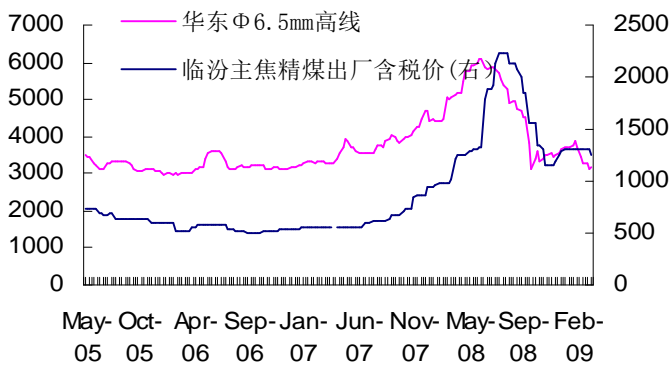
资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

图 16: 临汾焦煤出厂含税价走势



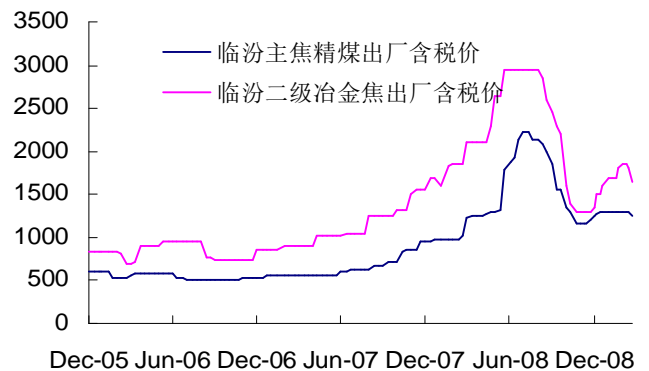
资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

图 17: 临汾主焦煤与钢铁价格走势比较



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

图 18: 临汾焦煤出厂含税价和焦炭价格走势比较



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

### 3、新财年出口价格将大幅下调

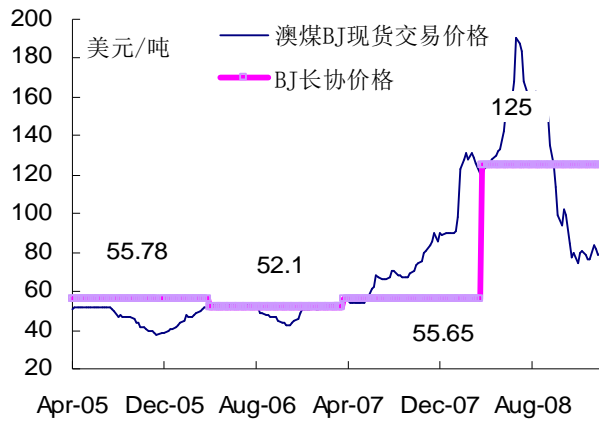
05 年和 06 年澳大利亚动力煤出口价格 55.78 美元/吨和 52.1 美元/吨，均高于当时的现货，但是 07 年和 08 年签订的长协价格分别为 55.65 美元/吨和 125 美元/吨，均低于后来的现货。一般来说，在供求大致均衡的情况下，国际上长协的价格一般比现货高。只有在供不应求，现货价格大幅度上涨的情况下，才会出现长协价格低于现货价格的情况。

国际上新的财年从 4 月 1 日开始，目前澳大利亚和日本、韩国已经逐步进入谈判期。

目前澳大利亚 BJ 的价格为 63.75 美元/吨，从目前媒体的报道来看，部分合同价格为 70 美元/吨。我们预计 09 财年的日澳动力煤出口价格（标杆价格）大约 70 美元/吨（08 年 125 美元/吨，下降 44%）。

目前媒体报道已经签订的部分炼焦煤价格在 128-129 美元/吨左右。我们预计 09 财年日澳炼焦煤价格大约 130 美元/吨（08 年 300 美元/吨，下降 57%）。

**图19: 澳煤BJ现货价格与长协价格比较**



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

**表8: 日澳出口价格和中国动力煤出口价格**

单位: 美元/吨	中国动力煤出口价格	日澳动力煤价格	日澳炼焦煤价格
2005	56.93	55.78	125
2006	52.97	52.1	115
2007	67.9	55.65	98
2008	131.4	125	300
2009E	70	70	130
09年增幅	-47%	-44%	-57%

资料来源: 招商证券研发中心

## 四、09 年一季报业绩同比环比皆增长

由于 09 年一季度的煤炭价格高于 08 年初的价格，上市公司的 09 年一季度的业绩大部分同比和环比都是增长的。

从我们预测的数据来看，上市公司 09 年一季度的业绩同比增长 23%，环比增长 3.5%。不过，煤炭上市公司的业绩增长分化比较明显。业绩同比增长最快的盘江（+489%）、国投（+138%）、潞安（+84%）、国阳（+57%）、兰花（+41%）。

08 年的全年的业绩涉及到会计政策调整，如果不剔除会计政策调整部分，08 年四季度的业绩有虚高的成分（全年业绩调整在四季度释放）。从已经公告的上市公司的数据来看，金牛能源四季度主营业务 EPS 亏损 0.07 元（报表数据为 0.15 元），潞安四季度主营业务 EPS 只有 0.34 元（报表数据为 0.94 元）。因此，如果剔除掉四季度会计证的调整部分，09 年一季报业绩环比大部分也是增长，而且增速比我们目前统计的数据要高。

**表9：煤炭上市公司季度业绩增长情况比较**

EPS(元)	08 年 1Q	08 年 2Q	08 年 3Q	08 年 4Q	09 年 1Q E	09 年 E	QOQE	YOYE
盘江股份	0.05	0.22	0.62	0.21	0.32	1.51	52%	489%
国投新集	0.09	0.14	0.19	0.23	0.20	0.81	-12%	138%
潞安环能	0.29	0.46	0.79	0.94	0.54	2.15	-43%	84%
国阳新能	0.19	0.30	0.42	0.55	0.30	1.18	-46%	57%
兰花科创	0.36	0.68	0.63	0.78	0.50	2.01	-36%	41%
中煤能源	0.11	0.16	0.17	0.17	0.15	0.59	-12%	39%
大同煤业	0.20	0.58	0.71	0.34	0.25	1.01	-26%	23%
西山煤电	0.20	0.31	0.59	0.34	0.20	0.92	-42%	0%
平煤股份	0.32	0.50	0.92	0.32	0.38	1.51	18%	17%
恒源煤电	0.32	0.40	0.28	0.70	0.36	1.44	-49%	11%
中国神华	0.33	0.38	0.39	0.24	0.35	1.41	47%	8%
兖州煤业	0.30	0.46	0.59	0.26	0.28	1.12	8%	-8%
金牛能源	0.38	0.64	1.32	0.15	0.32	1.29	116%	-16%
神火股份	0.54	0.84	0.87	0.21	0.37	1.48	76%	-31%
开滦股份	0.47	0.69	0.65	-0.51	0.29	1.17	157%	-38%

注 1：盘江股份考虑了整体上市，虽然一季度可能无法完成合并报表，但 09 年完成的可能性较大，数据来源：招商证券研发中心

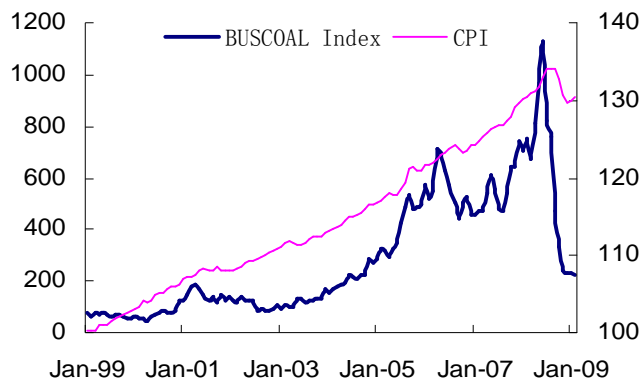
## 五、通胀预期下的煤炭股走势

### 1、美国和 A 股煤炭股与通胀的拟合大趋势一致

#### 美国煤炭股与 CPI 大趋势拟合度较好，领先时间 3 个月

由于历史数据缺失，只能找到 99 年以来的煤炭股指数的数据。从美国的煤炭走势和 CPI 的拟合来看 99 年—08 年 6 月，CPI 和煤炭指数一直处于上涨的过程中，而煤炭指数波动比较大。08 年 7 月 CPI 见顶，到 08 年 10 月份开始下降。煤炭股领先 CPI 3 个月率先下调。从大的趋势来看，煤炭指数与 CPI 拟合度较高，不过煤炭股的波动较大。

图 20: 美国煤炭指数与 CPI 拟合



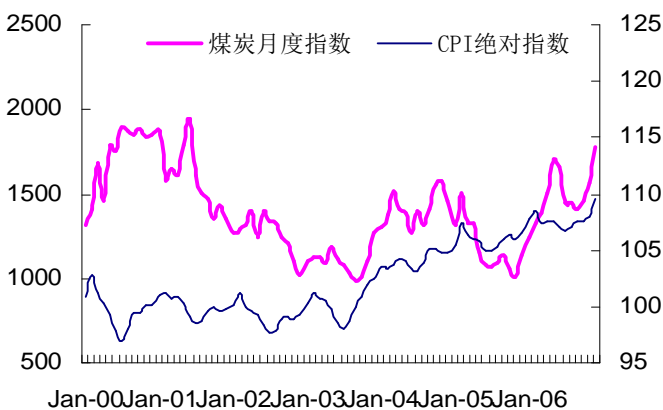
资料来源：招商证券研发中心

#### 我国煤炭股与 CPI 短期拟合度不好，但大趋势一致，领先时间 7 个月

从我国的煤炭股与 CPI 的拟合来看，06 年以前拟合度较差，但从 2000—2009 年 2 月拉长时间来看，大的趋势基本上一致。

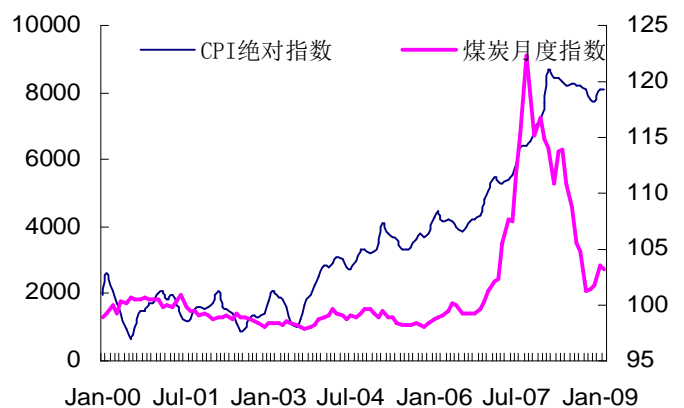
07 年 9 月是煤炭股的最高点，CPI 到 08 年 4 月是最高点。煤炭股回调领先 CPI 7 个月。

图 21: 06 年底煤炭大涨前煤炭股指数与 CPI 拟合



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 22: 2000 年以来煤炭股指数与 CPI 拟合



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

## 2、通胀预期——煤价上涨预期——煤炭股上涨的链条

通胀预期下，大家预期上游资源品的价格将上涨。而上游资源品的成本受通胀影响相对较小，从而预期将实现较好的业绩，从而推动资源品的股价上涨。那么在通胀预期下，煤价是否上涨成为重要煤炭股上涨的中间变量。

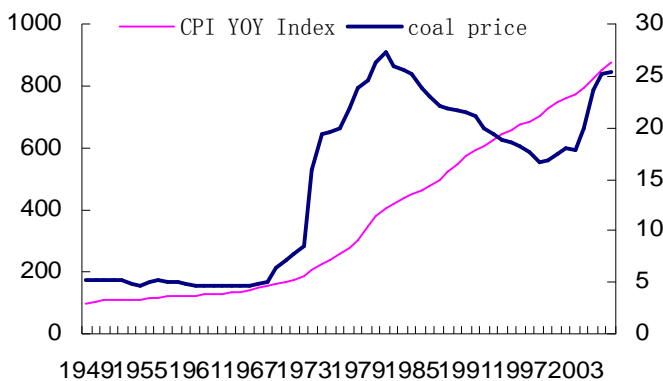
从美国的历史数据来看，温和的通胀伴随煤价的小幅上涨，较高的通胀伴随较高的煤价上涨。1970年代以前，煤价和通胀都比较温和，进入70年代后，美国煤炭价格波动比较大。在1970年代，美国经济出现滞胀，通胀率较高，煤价也随通胀大幅度上涨。1980年代美国通胀逐渐降至3-5%左右，随露天开采的煤炭量增加及相应的开采成本下降，1982-1999年煤价一直处于下降通道中。04年以来，温和的通胀和煤价的大幅上涨组合在一起。

从我国的数据来看，CPI和煤价的涨幅拟合相对较好，CPI领先煤价大约1年左右。

在08年年度投资策略里面，我们详细的分析了煤价上涨主要受宏观经济复苏——上涨的影响，从目前的情况来看，宏观经济确实是在向好的方向转变，但是真正的向好尚需时日，短期煤价以限产保价为主。从目前的煤价来看，炼焦煤受到钢铁价格下降的影响，短期有较大的下跌压力。而动力煤预期将以稳定为主。

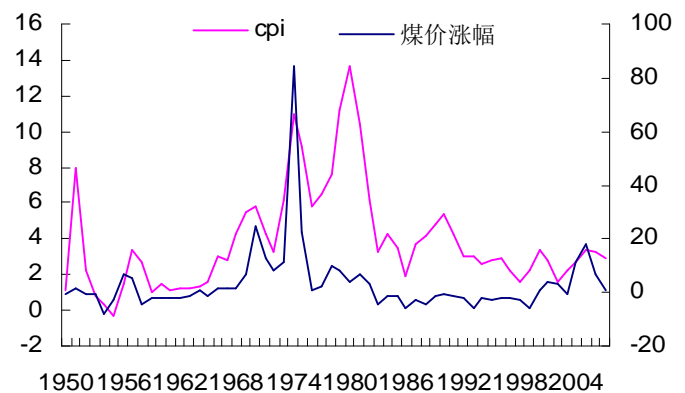
按照我国的经验数据以及对目前对下半年CPI上涨的预期，新一轮的煤价上涨周期，预计将是在2010年下半年左右到来。

图 23: 美国 CPI 绝对值与煤价拟合



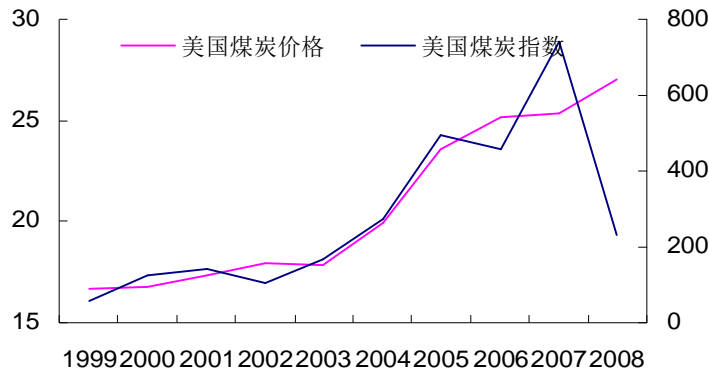
资料来源：招商证券研发中心

图 24: 美国 CPI 与煤价涨幅拟合



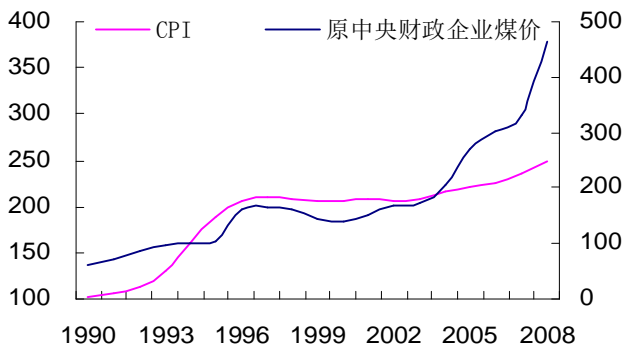
资料来源：招商证券研发中心

**图25: 美国煤炭价格与煤炭指数拟合**



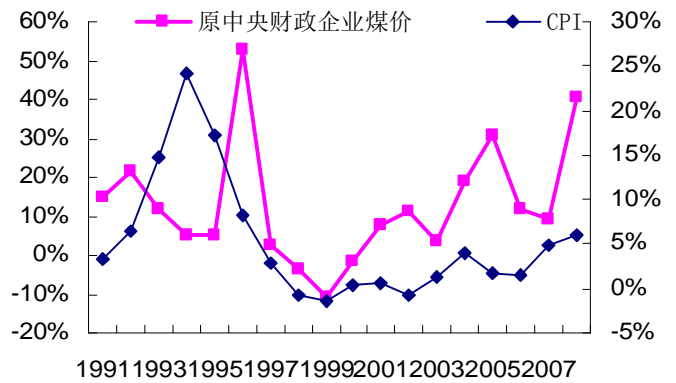
资料来源: 招商证券研发中心

**图 26: CPI 绝对值与原中央财政煤企煤价拟合**



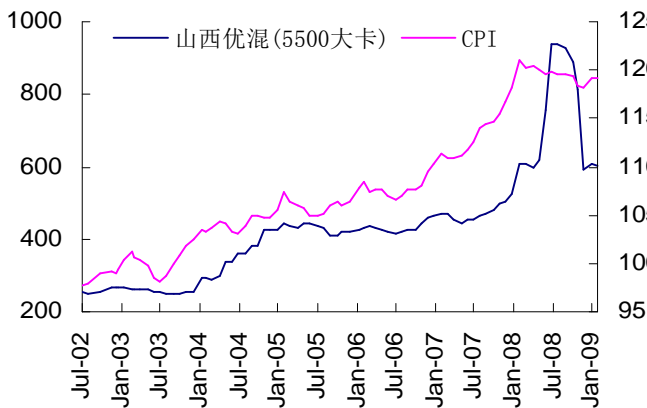
资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

**图 27: CPI 与原中央财政煤企价格涨幅拟合**



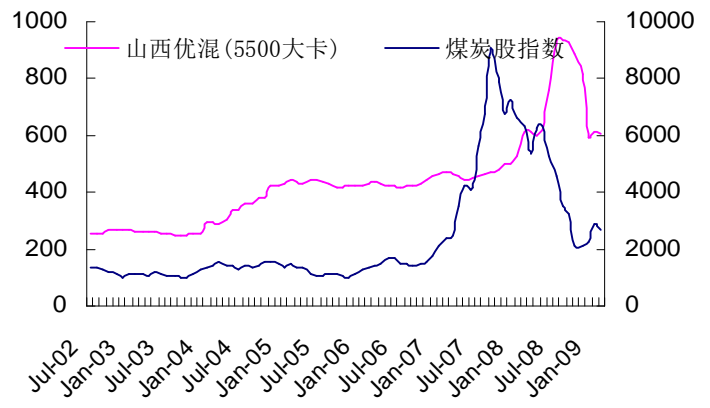
资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

**图 28: CPI 绝对值与秦皇岛山西优混煤价拟合**



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

**图 29: 秦皇岛山西优混与煤炭股指数拟合**



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券研发中心

## 分析师简介

**卢平**：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

**王培培**：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007年7月加盟招商证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。

## 投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中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作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。