

煤炭行业

供应总体过剩，焦煤有望反转

——2009 年度煤炭行业投资策略

研究结论

- 9 月份以来的煤价快速下跌止于 12 月中旬，原因在于需求的触底回升以及供应紧缩的共同推动。行业最坏的时候已经过去，未来煤价反弹空间及持续性将主要取决于政府经济刺激政策对需求的拉动。
- 在煤价下跌的不利局面下，煤炭行业 2009 年定货会强势表现的支撑因素决定了行业不会重蹈 98 年全面亏损的覆辙。预计 2009 年动力煤合同价与 2008 年基本持平，而市场化程度高的焦煤和无烟煤则将以市场价为基准。
- 供求分析显示，2009 年煤炭存在过剩压力，煤价尤其是动力煤价格有较大下行压力，预计动力煤均价较 08 年下降 28%。需求回升及供应紧缩的超预期是行业是否会否出现反转的重要变量，但煤价和电价市场化程度的高度不一致将制约动力煤上行空间。
- 焦煤行业 2009 年反转机会最大，焦煤股将充分受益。一是产量占比 2/3 以上的小煤矿产量将会继续下降；二是国有煤矿的限产及新增产能有限；三是铁矿石长协价的下跌提高钢铁行业成本承受能力。
- 煤炭行业持续多年的高增长将止步于 2009 年，与下游行业的利益分配将趋向更加均衡。预计煤炭上市公司 2009 年业绩平均下滑 29% 左右，但盈利能力依然保持较高水平，原因在于煤炭行业选择最优资产上市的模式。
- 煤炭股 12 倍的 2009 年平均动态市盈率已充分反映业绩下滑 29% 的预期，但未能体现经济下行周期中的高盈利能力。应该给予煤炭股高于市场平均的估值水平，煤炭股估值具有一定提升空间，但考虑到占比较高的动力煤 2009 年价格下行压力大，动力煤股难有较好表现，我们总体上维持行业“中性”投资评级，建议重点关注反转机会较大的炼焦煤龙头公司，维持平煤天安、西山煤电“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王帅

煤炭行业首席分析师

8621-63325888 × 6068

wangshuai@orientsec.com.cn

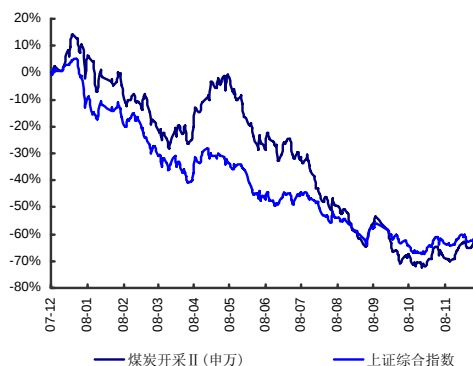
行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 煤炭

报告日期 2009 年 1 月 14 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	14	-17	-61
相对表现 (%)	13	-6	0

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EP(E)	09EPS(E)	股价	评级
平煤天安	1.03	2.28	1.45	15.78	买入
西山煤电	0.87	1.34	0.9	13.82	买入
大同煤业	0.6	1.91	1.32	13.6	买入
中国神华	0.99	1.53	1.45	19.17	买入
潞安环能	0.85	1.96	1.14	15.57	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所

相关研究报告

目前或是最差的时候	2008/12/02
超越周期性视角	2008/06/23
电煤临时干预不改长期上涨趋势	2008/06/20
煤炭价格强势表现符合预期	2008/03/11
行业景气依旧，投资价值显现	2008/03/06

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

需求回落致煤价快速下滑

进入 2008 年第四季以来，在需求快速回落的带动下，煤价快速回落。其中，11 月单月下游产量无论是环比还是同比增速均创出近几年新低，火力发电量、钢铁、水泥产量分别为 1995 亿千瓦时、3519 万吨、1.27 亿吨，同比分别增长-16.6%、-11.3%、1%，比 6 月或 7 月份的高点分别大幅下降 20.7%、25%、3.8%。

需求快速回落导致煤价结束了持续几年的上升通道，自 10 月份以来加速下跌，但在下跌时间和幅度上，不同煤种略有不同。

焦煤最早开始下跌，且累计跌幅最大。截止到 12 月 22 日，山西古交 2 号炼焦煤为 1105 元/吨，较 8 月初的历史高点下跌 1345 元/吨，跌幅高达 55%。

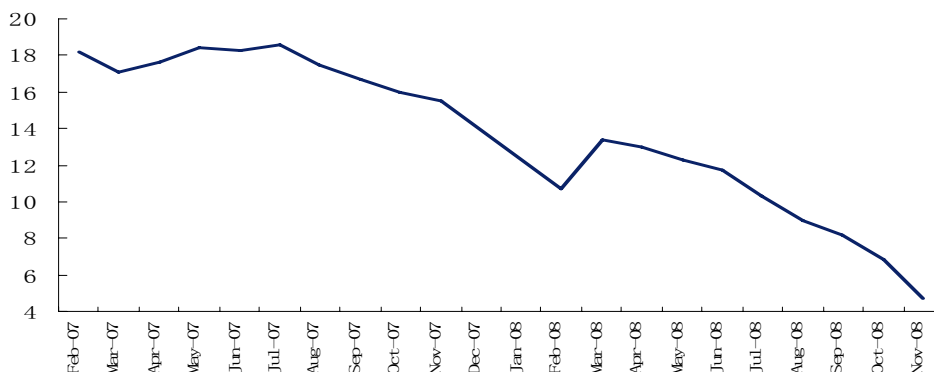
焦煤价格跌幅大，且时间早的原因在于：焦煤价格市场化程度高，并在前三季度已经积累了较大涨幅；钢材价格自 6 月下旬就已开始回落，且钢铁产量连续逐月下滑，导致焦煤需求回落幅度较大；三是，焦煤产量主要来自小煤矿，小煤矿主导焦煤价格，从而导致焦煤价格波动比其它煤种高。

高炉喷吹煤价格走势与焦煤相似，12 月 22 日，阳泉地区喷吹煤为 870 元/吨，较 8 月的历史高点下跌 780 元/吨，跌幅为 47%。

动力煤相对而言跌幅较小，且下跌时间较为滞后。从煤炭主要产地价格看，截止到 12 月 22 日，山西大同地区 6000 大卡动力煤为 570 元/吨，自 9 月份开始下跌以来，已累计下跌 210 元/吨，跌幅为 27%；中转地方面，全国煤价风向标秦皇岛大同优混港口离岸价 12 月 22 日为 610 元/吨，较 7 月份的高点 1050 元/吨累计下跌 440 元/吨，跌幅为 42%。值得指出的是，动力煤价格在 11 月份才开始加速下跌，时间显著落后焦煤，主要原因在于政府早 6 月份对动力煤出矿价实行了最高限价，使得价格上涨在前期被抑制，从而导致价格下跌时间较晚且跌幅较小。

无烟煤价格由于前期涨幅较小，因此，在此轮下跌过程中跌幅也较小。截止到 12 月 22 日，山西阳泉地区洗中块煤价为 1030 元/吨，较 8 月份的高点下跌 430 元/吨，跌幅为 29%。

图 1：全国火力发电量同比增速 %



资料来源：东方证券研究所

图 2：全国粗钢产量及同比增速 万吨；%

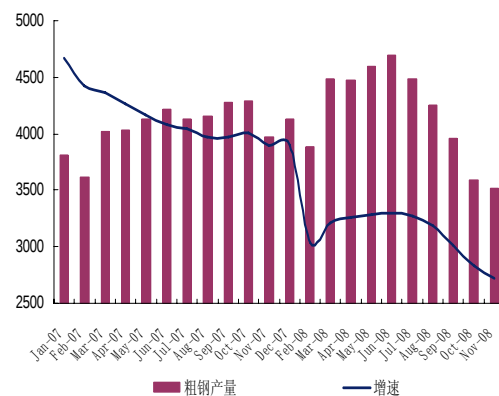
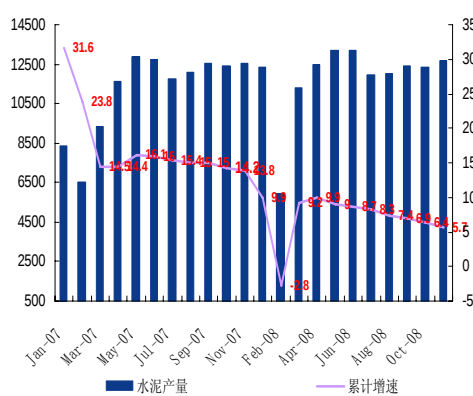


图 3：全国水泥产量及同比增速 万吨；%



资料来源：东方证券研究所

图 4：焦煤价格走势 元/吨

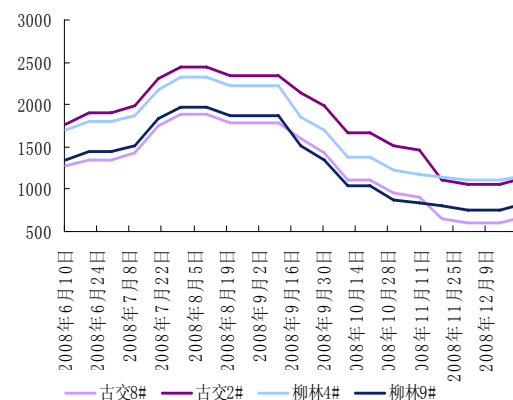


图 5：喷吹煤价格走势 元/吨



资料来源：东方证券研究所

图 6：无烟煤价格走势 元/吨

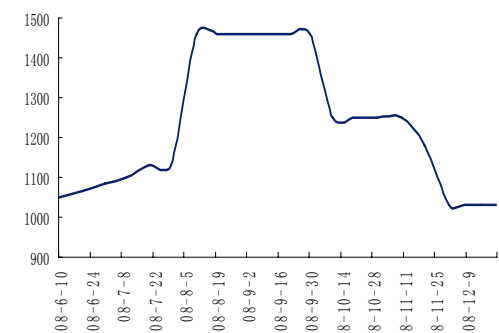
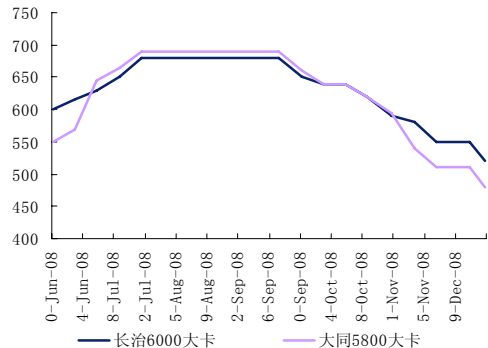


图 7：动力煤价格走势 元/吨



资料来源：东方证券

供应放缓滞后于需求

受需求回落，价格下跌影响，在地方政府大力限产政策作用下，煤炭供应呈现同步放缓态势，主要表现在国有煤矿减产、限产以及小煤矿的大规模停产上。但从时间上看，供应的放缓要滞后于需求，是煤价短期内跌幅较大的重要推动因素。

从表 1 可以看出，火力发电量自 7 月份以后就呈现连续大幅下滑态势，并在 11 月份下降至 1995 亿千瓦时的极低水平。而煤炭产量自 7 月份以来总体变化不大，11 月份产量环比还有明显增长，上下游产量的严重错配导致煤价尤其是动力煤价格在 11 月份大幅下跌。

从钢铁产量变动来看，产量环比降幅最大的月份发生在 10 月，当月产量较月产量大幅下降 371 万吨，降幅高达 9.4%，这是焦煤价格在 10 月份开始大幅下跌的重要原因。

表 1：煤炭与下游行业产量对比

月度产量	煤炭 万吨	火电 亿千瓦时	粗钢 万吨	焦炭 万吨	水泥 万吨
Feb-08	17000.79	2029.83	3888.36	2571.33	5958.28
Mar-08	21128.71	2535.47	4486.84	2904.29	11322.94
Apr-08	21333.69	2366.63	4467.56	2961.75	12488.42
May-08	22700.18	2415.04	4601.25	2993.56	13198.24
Jun-08	23935.71	2306.44	4694.44	3119.77	13181.24
Jul-08	22028.77	2514.86	4488.64	3007.41	11943.23
Aug-08	22214.15	2433.44	4256.77	2966.81	11985.87
Sep-08	22869.9	2241.36	3961.42	2566.48	12422.85
Oct-08	21927.64	2113.92	3590.12	2194.07	12309.27
Nov-08	22697.18	1994.82	3518.89	2025.42	12679.63

资料来源：东方证券研究所

供应方面，全国 1-11 月煤炭产量为 24.55 亿吨，同比增加 2.57 亿吨，增长 11.7%，增速高于下游行业水平。其中，国有重点煤矿、地方国有煤矿、乡镇煤矿产量分别为 12.86 亿吨、3.34 亿吨、8.35 亿吨，同比分别增加 1.58 亿吨、4611 万吨、5273 万吨，分别增长 14%、16%、6.7%。

11 月全国煤炭产量环比变化不大，但同比显著放缓。当月全国煤炭产量为 2.27 亿吨，同比下降 604 万吨，降幅高达 2.6%，是 2001 年以来同比增速首次出现下降。产量下降主要受乡镇煤矿产量大幅下滑影响，当月乡镇煤矿产量为 8109 万吨，同比下降 1178 万吨，降幅高达 12.7%，乡镇煤矿产量下降的原因主要在于地方政府限产保价政策。

从煤炭供应结构看，1-11 月份，国有重点煤矿、地方国有煤矿、乡镇煤矿产量占比分别为 52.4%、13.6%、34%，分别较 2007 年全年提高了 1 个百分点、0.5 个百分点和下降 1.6 个百分点，显示煤炭供应重心继续向国有煤矿转移。

从产量增量结构看，供应向国有煤矿转移趋势更加明显。1-11 月份，国有重点煤矿、地方国有煤矿、乡镇煤矿产量增量占比分别为 61.5%、18%、20.5%。其中，全国 11 月煤炭产量同比下降 604 万吨，降幅为 2.6%，而国有煤矿产量同比增长 885 万吨，增长 7.9%，地方煤矿、乡镇煤矿产量则分别同比下降 312 万吨、1178 万吨，降幅分别高达 10%、12.7%。

我们认为，11 月份煤炭供应结构的这种显著变化表明，在行业景气下行周期，受地方政府政策保护影响，国有重点煤矿仍然将会充当煤炭产量尤其是增量的主要来源，而地方煤矿和乡镇煤矿则受到地方政府政策的打压较为明显。

我们一直认为，此轮煤炭行业景气周期之所以长时间得以维持的原因，除了经济增长的大周期之外，产量占比近 40%，但具有严重安全隐患的乡镇煤矿因安全问题而持续被关停也是一个重要因素。因此，在行业景气下行阶段，大量乡镇煤矿的关停一方面能够部分对冲总体需求的回落，同时，也为国有煤矿产量的稳定甚至增长提供了空间。这使煤炭行业有别于一般周期性行业所具有的完全市场化的进入和退出机制，并由此决定了不能单纯以市场需求的变动来看待煤炭行业的景气周期，必须要考虑到政府在供应方面的反周期政策的作用。

图 8：全国煤炭产量月度变化情况 万吨 %

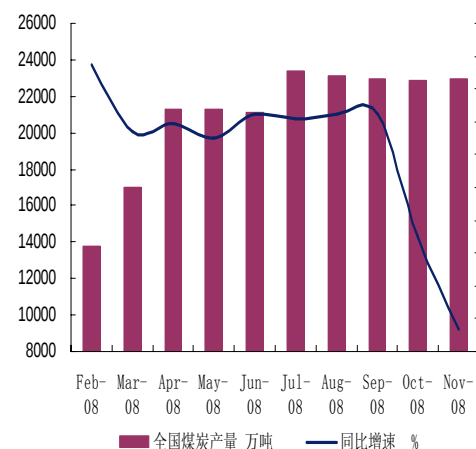
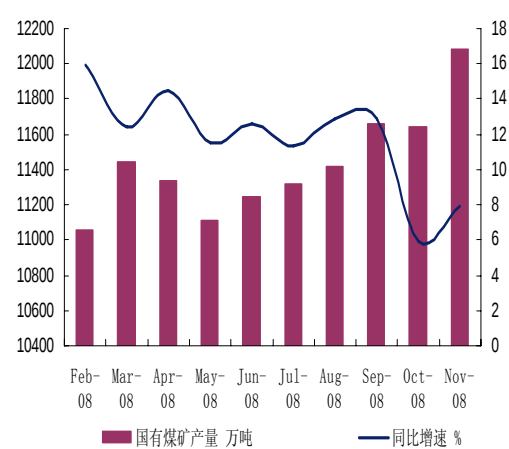


图 9：国有煤矿产量月度变化情况 万吨 %



资料来源：东方证券研究所

图 10：地方煤矿月度产量 万吨 %

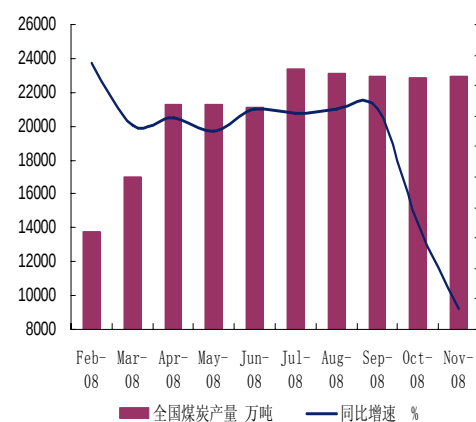
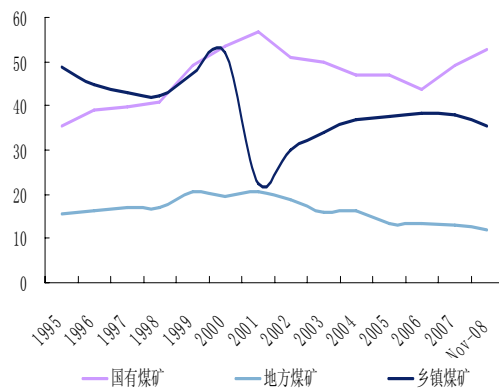
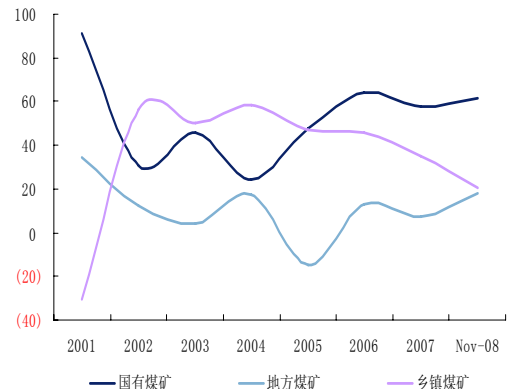


图 11：乡镇煤矿月度产量 万吨 %



资料来源：东方证券研究所

图 12：不同类型煤矿产量占比 %

图 13：不同类型煤矿产量增量占比 %


资料来源：东方证券研究所

需求回升与煤炭限产推动煤价反弹

经过了连续几个月的大幅回落，11月中下旬以来电力、钢铁下游行业产量普遍呈现触底回升的态势。其中，火力发电量、粗钢、焦炭产量环比均显著上升，并呈现出量增价涨的局面。与此同时，产煤大省对煤炭产量的限产效应开始逐步显现，二者共同推动煤价在12月结束了连续3个月的下跌态势并明显反弹。

焦煤方面，山西古交2号焦精煤自8月高点2445元/吨下跌至12月1日的1050元/吨，累计跌幅高达57%。12月份以来，在需求恢复的带动下呈现小幅反弹走势，2009年1月5日为1180元/吨，较12月1日上涨130元/吨，涨幅为12.4%。

动力煤方面，秦皇岛煤价进入11月份以来呈现暴跌的走势，大同优混离岸价由月初的940元/吨下跌至12月15日的580元/吨，累计跌幅高达38.3%。自12月下旬以来，在需求回升的带动下，开始呈现小幅反弹的态势，12月29日，为610元/吨，较近期低点反弹30元/吨。

在煤价反弹的同时，限产效益导致煤炭库存同步下降。其中，秦皇岛煤炭库存由11月份的最高923万吨降至1月4日的575万吨，降幅为38%。

表 2 山西当地煤炭价格走势 元/吨

焦煤价格	08-6-30	08-7-30	08-8-30	08-9-30	08-10-30	08-11-30	08-12-22	08-12-29	09-1-5
古交 8#	1345	1890	1790	1430	955	600	650	680	710
古交 2#	1900	2445	2345	1985	1510	1050	1100	1150	1180
柳林 4#	1795	2320	2220	1700	1230	1100	1150	1200	1230
柳林 9#	1440	1970	1870	1350	880	750	800	850	880
动力煤	08-6-30	08-7-30	08-8-30	08-9-30	08-10-30	08-11-30	08-12-22	08-12-29	09-1-5

长治 6000 大卡	630	680	680	650	620	550	520	540	560
大同 5800 大卡	645	690	690	660	620	510	480	500	520
太原 5000 大卡	520	570	570	500	460	370	340	360	350
无烟煤	08-6-30	08-7-30	08-8-30	08-9-30	08-10-30	08-11-30	08-12-22	08-12-29	09-1-5
阳泉洗中块	1085	1130	1460	1460	1250	1030	1030	1030	1060
晋城洗中块	1210	1290	1615	1615	1405	1150	1150	1150	1180

资料来源：东方证券研究所

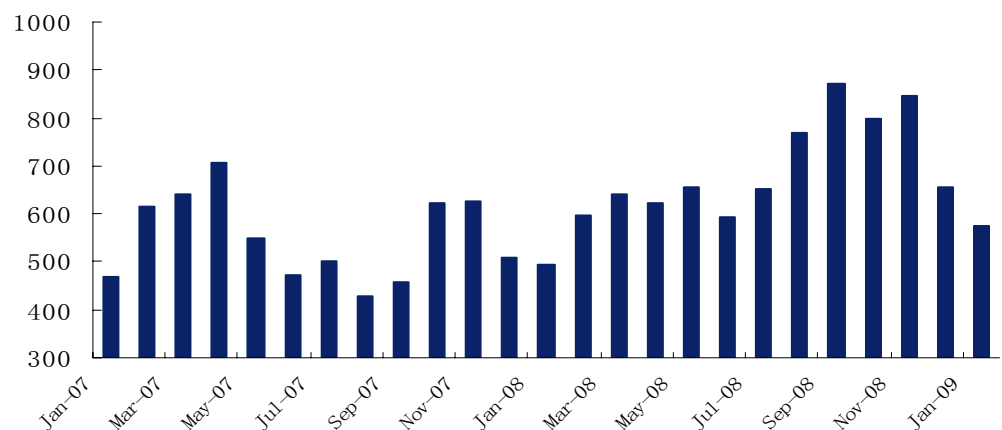
从下游需求恢复看，电力行业方面，根据中国电力企业联合会的统计快报数据，2008 年全国全口径发电量为 3.43 万亿千瓦时，同比增长 5.18%，其中，火力发电量同比增长分别 2.17%。12 月份由于重工业用电量环比大幅度上升 14%，使得全社会 12 月份单月用电量环比 11 月份上升 6.8 个百分点。

从钢铁行业看，在河北等地小钢厂大规模复产的同时，钢材价格自 11 月中旬开始反弹至今，主流钢铁企业连续上调钢材出厂价格。Myspic 钢材价格指数由 11 月 14 日的 127.7 反弹至 12 月 26 日的 134.4，反弹幅度为 5.3%，其中，长材价格指数和板材价格指数分别反弹 6.3%、8%。而随着钢价的反弹以及前期库存消化期的结束，钢铁行业产能利用率大幅提高，由此带动焦炭量增价涨，并最终带动焦煤价格企稳反弹。

供应方面，随着河南对全省 30 万吨以下煤矿的全部停产，以及山西、内蒙等产煤地区加大对煤炭产量的控制力度，煤炭供应尤其是小煤矿产量呈现快速下滑态势。地方煤矿、乡镇煤矿 11 月产量分别同比下降 312 万吨、1178 万吨，降幅分别高达 10%、12.7%。

由于山西等煤炭大省地方政府 12 月份以来对产量的限制更加严格，其中，除了加强小煤矿停产力度之外，山西还要求几大煤炭集团 2009 年 1 月份限产幅度超过 30%，因此，可以预计未来一段时期的煤炭产量环比将会继续呈现下降的态势。

图 14:



资料来源：东方证券研究所

需求回升 VS 限产效应，最坏的时候已经过去

对于煤炭价格未来一段时期的趋势，在需求方面，我们坚持在 12 月初提出的下游需求已经在 11 月份见底的观点。主要依据在于，即使考虑到经济下滑，集中消化库存因素导致电力、钢铁等行业产量不具有可持续性。随着库存集中消化期的结束，产量将会向上恢复至均衡水平，12 月份以来电力、钢铁等行业的量增价涨印证了我们的这一观点。

除了实体经济层面的支持外，关于需求见底判断的依据是发电量与宏观经济之间的关系。从图 15 可以看出，我国电力消耗弹性系数一直保持在 1.2-1.5 左右。考虑到节能降耗因素，按照较低 1 的弹性系数，并按照 2008 年 11 月发电量为平均数推算 2009 年全年发电量数据，则 2009 年发电量将同比负增长 11%，由此得出宏观经济 2009 年将负增长，这远较市场的预测以及政府的接受下限低。因此，从上述角度看，11 月份的发电量数据肯定是不可持续的，未来发电量数据将会呈现环比上升的态势。

对于发电量恢复的程度，如果按照 2008 年全年发电量数据 34334 亿千瓦时，假设 2009 年宏观经济增速在 7%，电力消耗弹性系数为 1，那么 2009 年全年发电量数据为 36738 亿千瓦时，月均发电量为 3061 亿千瓦时，将较 2008 年 11 月份 2540 亿千瓦时增长 20.5%。

我们同样用 11 月份的钢铁等产量数据作为平均产量 2009 年产量，同样会得出比市场最为悲观的预计还要差的情况，因此，11 月份的钢铁产量也将不具备可持续性。

综合看，下游集中消化库存导致的需求真空期的结束，意味的行业最坏时候已经过去，煤炭价格尤其是市场化程度高的焦煤底部也随之在去年 11 月份确立。而在需求恢复的同时，将会遭遇政府限产效应的继续显现，这将导致煤炭价格总体水平在未来一段时期还将继续走高，但不同煤种会有所分化。

焦煤价格由于前期跌幅较大，市场化程度高，存在较大反弹空间。以古交 2 号焦煤为例，2009 年 1 月 5 日 1180 元/吨，未来有望反弹至 1300 元/吨以上，仍然具有 10% 的上涨空间，这将推高 2009 年焦煤公司的平均合同价格水平，使焦煤公司 2009 年业绩更加确定。

图 15：发电量增速与弹性系数 %

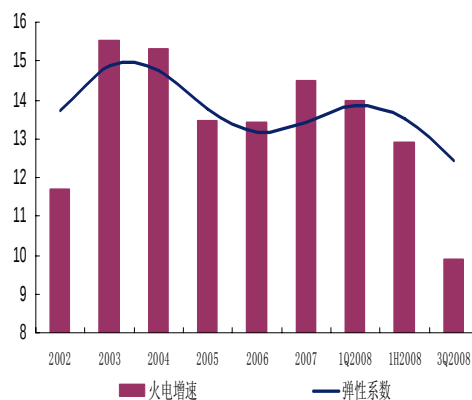


图 16：万元 GDP 电耗水平 千瓦时/万元



资料来源：东方证券研究所

动力煤合同价与去年持平，焦煤、无烟煤以市场为基准

由于煤电双方对价格分歧较大，2009 年定货会无果而终。但我们认为，在现货价格下跌、库存上升等不利情况下，煤炭行业整体表现出的定价能力大幅提高远超市场预期，原因主要有几个方面。

一是，随着近年来煤炭资源整合的加速推进以及煤炭大集团建设，煤炭行业集中度较以前有了很大提高；二是，随着小煤矿产量占比持续下降，且因安全问题产量具有不稳定性，小煤矿对国有煤矿冲击在不断降低，定价话语权越来越向国有煤矿集中；三是，随着区域性产量在全国煤炭产量比重的上升以及区域内产业集中度的提高，山西、内蒙等产煤大省对煤炭行业利益的维护得到明显的加强。地方政府参与煤炭行业限产保价的力度大大加强，政策干预对产量的限制效果要明显强于市场的倒逼。

从第三点原因看，目前的煤电之争已经由两个行业之间的利益冲突转变为地方政府与电力行业之间的利益争夺。由于全国煤炭供应越来越向中西部地区转移，且未来供应增量仍将会以这些地区为主，这导致地方政府的产业控制力大幅提升，从而间接增强了煤炭行业的话语权。地方政府参与下的煤炭市场结构已经明显不同于 1998 年过度分散，且地方政府未参与进来的行业格局，并进而决定了行业不会重蹈 1998-1999 年行业整体亏损的覆辙。

尽管存在上述因素支持，但就 2009 年动力煤合同价格而言，我们认为仍然难以实现煤炭方面要求的大幅上涨，这主要取决于当前严峻的宏观经济形势，我们预计与 2008 年持平。

一是，经济的超预期下滑，使得政府已经把保经济增长放在首要位置，而以结构调整和节能降耗的为最终目的的资源要素价格改革将被推迟，这已经在地方政府下调高耗能行业用电价格上得到充分体现。因此，未来电力价格很难再次上调，这导致煤价上涨所依赖的煤电联动机制暂时失效，从而增强电力企业谈判筹码；

二是，电力企业 2008 年大幅亏损，而煤炭行业则实现了历史上最好盈利。从行业利益分配均衡的角度，政策面也不支持煤价上涨。同时，即使全部执行 2008 年合同价格，比如中国神华依然保持很高盈利能力。

三是，由于中国神华等重点合同煤价在 2008 年涨幅较小，且执行率很高，而电价 2008 年下半年也进行了一次上调。随着导致电力企业亏损的主因——现货煤价的大幅回落，电力行业盈利能力也有望回升。从这个角度看，2009 年合同价格下调的可能性也不大。

我们认为，政府最终将介入煤电之争。从博弈三方角度看，即使电力企业可以接受合同价格小幅上涨，但会等到发改委介入之后，这样至少可以获得政策方面对电力企业的一些支持，过早接受必然使得电力企业处于非常不利的局面；

对煤炭方面来讲，由于行业面临已经出台的增值税税率增加和即将出台的资源税征收力度加大等政策性成本增加，同时 2009 年供求形势严峻。在此背景下，煤炭方面即使可以接受价格不涨，但也肯定不会先做出让步，这样可以倒逼政府，得到政府关于煤炭行业的政策性成本增加暂缓或不执行的承诺。综合来看，尽管一直作为第三方的政府很想彻底退出煤电之争，但上下游市场化程度的高度不一致使其仍然难以完全脱身。2009 年合同价格上涨与否最终仍然将会取决发改委的态度，而从平衡行业利益的角度，预计 2009 年合同价格与 2008 年持平，而市场化程度高的焦煤和无烟煤则由于合同执行率较低，未来仍主要以以现货价为基准进行调整。

表 3：中国神华煤炭销售结构以及价格情况 万吨；元/吨

	2006		1H2007		2007		1Q2008		1H2008	
煤炭价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
国内销量/加权平均价格	147.20	296.10	85.60	307.30	185.10	301.80	52.10	334.90	104.50	339.40
长约合同量/加权价格	119.30	296.00	70.10	314.50	147.50	311.20	40.80	354.20	87.80	328.20
坑口	2.00	131.90							8.00	98.20
直达铁路	36.90	220.40	24.70	237.70	55.10	228.90	14.80	254.70	29.50	251.30
下水港口 FoB	80.40	334.80	45.40	356.60	92.40	360.20	26.00	410.80	50.30	410.20
现货量/加权价格	27.90	296.80	15.50	274.60	37.60	265.20	11.30	265.20	16.70	398.40
坑口	5.50	110.00	4.50	95.80	13.00	101.50	5.30	102.80	2.50	168.50
直达铁路	9.00	285.70	4.50	284.50	10.70	289.20	2.70	329.50	6.60	347.30
下水港口 FoB	13.40	380.80	6.50	392.10	13.90	399.30	3.30	471.40	7.60	518.70
出口量/价格	23.90	381.60	12.20	374.60	24.00	398.10	4.60	461.00	10.60	492.60
销量合计/加权均价	171.10	308.10	97.80	315.60	209.10	312.90	56.70	345.10	115.10	353.50

资料来源：东方证券研究所

2009 年动力煤过剩压力大，现货均价将下跌 28%左右

尽管在需求恢复以及煤炭限产的作用下，煤炭价格短期内具有继续上行动力，但综合分析 2009 年供求格局，煤炭尤其是动力煤过剩压力依然较大，动力煤价格具有下行压力。

表 4：煤炭需求预测 万吨

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	增速	2010E	增 速
电力行业	64561	73284	85093	99391	109112	125479	138027	146308	155087	6.00%	165943	7.00%
钢铁行业	17932	20214	23187	28172	36000	41400	46368	49614	49614	0.00%	52094	5.00%
建材行业	25794	27000	29048	32165	33241	38227	42050	44573	51259	15.00%	53822	15.00%
化工行业	9084	9830	10406	11266	12130	13100	13886	14581	15310	5.00%	16381	7.00%
合计	117371	130328	147734	170994	190483	218206	240331	255076	271269	6.35%	293366	8.15%

资料来源：东方证券研究所

对于上表中对 2009 年煤炭需求的预测，我们主要参考了东方证券研究所相关行业研究员的测算，总体上对煤炭下游的假设较为中性，综合计算，2009 年煤炭需求将在 6.35%左右。但值得指出的是，由于 2009 年的经济增长仍然将主要依赖于固定资产投资，出口方面具有较大不确定性，这将导致沿海地区对煤炭需求将会继续减弱，煤炭需求将会继续向中西部地区转移，铁路运力的制约作用将显著减小，而这一趋势已经表现在 2008 年尤其是下半年的发电量数据的区域变动上。1-11

月，全国火力发电量完成 2.56 万亿千瓦时，同比增长 4.7%。其中，11 月单月火力发电量为 1995 亿千瓦时，同比下降 16.6%。分地区来看，传统经济大省广东、江苏、浙江、山东等火力发电量增速均低于全国平均水平，同时，增速低于全国平均水平的地区也是传统的煤炭调入区域。需求的这一变化特征显示，在煤炭总需求下降的同时，煤炭调入区域需求下滑程度最深。从火力发电量增速排名前几位看，产煤大省陕西、内蒙、安徽、新疆等地区均高于全国平均水平，充分表明，煤炭需求在继续向中西部地区转移，由于未来煤炭供应增量基本都来自中西部，因此，未来铁路运输对煤炭供应的制约作用将大为缓解。

表 5：全国各地区单月火力发电量 亿千瓦时

	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	1-11 月
全国	14.2	16.5	10.1	9.2	6.8	6.1	1.8	2.7	-5.3	-16.6	4.7
湖北	17.2	30.6	-13.8	-11	10.2	13.3	2.3	-36.8	-32	-48.9	-7.9
云南	18.8	-3.9	-12.5	-1.9	-14.4	-6.3	0.3	-7.4	-7	-42.3	-5
湖南	20.9	15.3	7.3	11.1	13.3	4.9	-14.6	-0.1	-7	-46.7	-2.9
江西	16	30.9	9.8	21.2	5.4	-4.4	2.4	8.9	-15.7	-22.5	-1.8
贵州	-56.7	10.7	28.5	18.3	5.9	1.5	4.3	4.4	7.1	-31.4	-1.5
广东	11.1	14.8	12	-2.4	-8.2	-11.8	-9.2	1.2	-8.5	-20.9	-1.3
重庆	17.5	15.6	18.2	22.5	24.3	30.4	-15.2	-5	-0.4	-37.1	-0.9
河北	20.5	5.7	1	5.9	8.7	2.8	0.4	-14.1	-16.4	-14.3	0.2
四川	13.8	23.8	3.1	0.9	17.3	5.8	6.4	-17	-27.8	-27.9	0.4
天津	26	12.1	17	3	-2.6	-12.8	-19.4	-7.9	3.1	-0.9	1.2
江苏	7.3	7.3	0.7	7.3	3.2	7.6	-2.8	-0.5	-5.2	-11.2	1.9
浙江	22.8	20	8.9	19.8	0.9	6.1	-1.7	0.9	-1.6	-11	3.3
山东	22.3	14.8	9.4	9.3	4.9	-2.8	-5.4	-1.1	-4	-13.5	3.8
山西	7.8	18.2	6	16.4	5	11.6	4.5	-1.9	-4.5	-13	4.1
吉林	9.5	16.8	8.3	10.4	8	2.8	-2.7	4.1	-10.6	1	4.2
上海	22	-4.5	-4.7	-7.7	-4.5	19.7	7.7	12.7	6.7	-11.7	4.2
福建	1.6	45.7	18.5	8.4	5.6	-21.1	-15.6	40.9	-6	-15.3	4.2
辽宁	5	22.7	12.4	15.7	3.5	1	15.4	-7.4	-14.2	-20.9	4.3
海南	4.1	8.5	6.9	2	-0.7	5.3	0.2	5.9	-1.9	6.3	4.4
黑龙江	12.1	5.7	4.1	16	15.4	-0.4	0.2	4.2	1.5	1.8	5.1
青海	27.3	32.2	21.5	14.5	-6.5	12.6	-22.3	-12.8	-13.9	-11	5.1
宁夏	29.1	19.3	21.8	17.2	26	24.3	16	-0.7	-20.8	-31.6	6.6
北京	1.1	-14.3	7.9	-5.3	11.7	1.5	12.5	28.9	-24.3	31.1	6.8
广西	70.7	26.2	32	-7.3	3	-8.2	-5.5	75.1	-35.4	-59.5	9.3
甘肃	20.4	33.6	24.7	-6.3	21.6	16.7	11.3	32.3	-6.2	-27	9.9
河南	27	22.8	19.8	9.1	19.2	13.7	8.4	-2.7	-4.3	-17.7	10.3
内蒙古	5.6	8.4	18.6	16.1	15.6	21.6	11.9	16.3	-0.9	-21	11.5
新疆	13.1	11.7	13.5	9.7	14.9	20.9	20	19.8	7.6	2.8	15.8
陕西	26.1	28.2	16.3	15.5	10.2	60.6	38.2	20.5	9.4	8	22.3
安徽	47.3	62.5	32.5	32.1	28.5	27	16.2	28.3	28.3	11.7	30.7

在煤炭供应方面，2003 年以来煤炭供应增速均保持在 8% 以上，2008 年 1-11 月份煤炭产量也保持了 11.7% 的增长。考虑到 2005 年以来大规模煤炭固定资产经过 3-4 年建设周期，将于 2009 年至 2010 年左右投产，煤炭供应增速将会高于前几年。其中，由于近几年的煤炭固定资产投资在主体上集中于国有煤矿，因此，国有煤矿供应增速将继续高于全国平均水平。在煤种上，2009 年投产的煤矿大多生产动力煤，因此，动力煤供应增速也将高于煤炭总体供应增速。

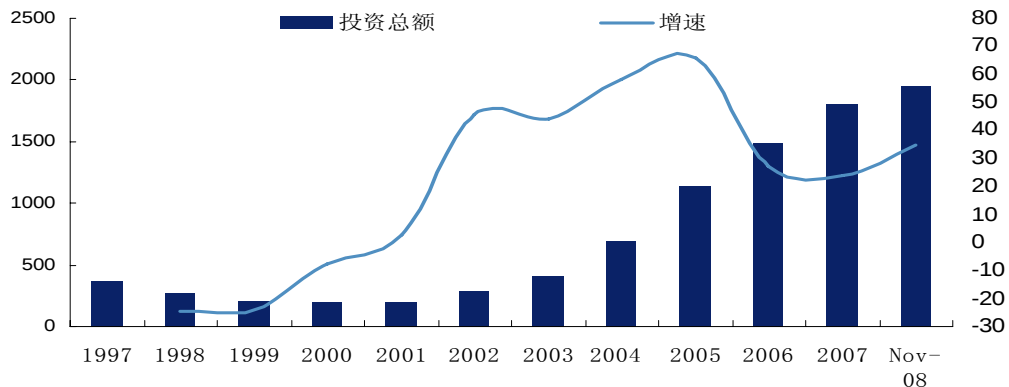
总体上看，如果不考虑限产，2009 年煤炭供应增速将在 12% 以上，其中，动力煤增速将在 14% 左右。考虑到小煤矿的关停以及国有大矿的限产，煤炭供应增速也将在 8% 左右，而动力煤供应增速在 10% 左右。

图 17： 全国煤炭产量以及增速 亿吨 %



资料来源：东方证券研究所

图 18： 煤炭行业固定资产投资总额及增速 亿元 %



资料来源：东方证券研究所

供求比较显示，2009 年煤炭过剩压力较大，其中，动力煤供应增速远高于需求增速，过剩最为明显，动力煤价格将具有较大下行压力。对于动力煤价格下跌幅度，我们以秦皇岛发热量为 6000 大

卡的山西大同优混离岸价为例，2008 年平均价格在 767 元/吨，我们预计 2009 年秦皇岛该煤种均价在 550 元/吨左右，将较 2008 年下降 28%，基本上与中国神华 2008 年的重点合同价格基本持平。可以看出，尽管动力煤虽然具有较大下行压力，但也很难跌破上市公司重点合同价，合同比重高的动力煤公司 2009 年业绩相对稳定。

值得指出的是，虽然煤炭供求总体过剩，但行业依然具备出现反转的可能，一方面来自于政府经济刺激计划对需求的拉动超出预期，另一方面来自于限产效应的超预期。

对动力煤而言，即使行业出现反转，考虑到电力价格依然受到政府管制，而在电价不上调的背景下，政府依然将会采取对动力煤实行限价的方式，动力煤炭公司将无法充分享受行业景气的上升。

综上所述，基于市场面的供求过剩压力以及政策层面不支持价格大幅上涨，我们认为动力煤公司 2009 年业绩很难超出市场预期，这将不利于动力煤公司的股价表现。

焦煤行业 2009 年反转机会较大

虽然煤炭总体过剩压力较大，但我们相对看好 2009 年焦煤行业，理由有三个。

首先，焦煤价格目前已经较高点下跌 50%以上，价格风险释放较为充分，焦煤价格最低水平仍然高于 2008 年年初价格，焦煤公司依然具有较强盈利能力。以古交 2 号焦煤价格为例，1 月 5 日为 1180 元/吨，较 8 月历史高点 2445 元/吨下跌幅度超过 50%，但仍然较 2008 年年初价格上涨 35%。以焦煤龙头公司西山煤电为例，公司目前焦煤合同销售价格在 1225 元/吨左右，基本与市场价格持平，但比公司 2008 年年初价格上涨 415 元/吨，涨幅高达 51%。在行业最坏的时刻已经过去，焦煤价格底部已经确立，未来有望上行的情况下，焦煤公司 2009 年盈利能力依然相对乐观。

其次，焦煤供应结构中，小煤矿产量占比在 2/3 以上。为了保 2009 年过剩可能性最大的电煤价格，我们认为地方政府对小煤矿的关停将会继续，而焦煤的供应结构决定这对焦煤行业产能收缩将最为显著。

第三，国有重点煤矿比如龙煤股份、西山煤电、平煤股份、开滦股份、金牛能源、上海能源等焦煤产量 2009 年增长依然较为有限。以上两方面因素决定了焦煤 2009 年产量增速将会远低于动力煤，如果限产力度过大，焦煤供应将会出现负增长。考虑到中性假设下，2009 年钢铁产量有望持平，如此，焦煤供求态势将好于整个煤炭行业，反转机会较大，价格存在因需求上涨超预期或产能限制超预期而大幅上涨的可能。同时，由于焦煤价格的完全市场化，焦煤公司将有望充分受益价格上涨。

最后，对钢铁行业而言，尽管目前 2009 年铁矿石长协价格下跌幅度未定，但大幅下跌已成定局，这将大大缓解钢铁企业现金流压力，同时也提高了对焦煤的承受能力。

综合看，焦煤行业 2009 年供求形势相对乐观，且最有可能出现反转的机会。因此，我们相对看好焦煤行业，建议重点关注焦煤龙头公司平煤股份(601666)和西山煤电(000983)。

表 6 西山煤电焦煤合同价格 元/吨（含税价格）

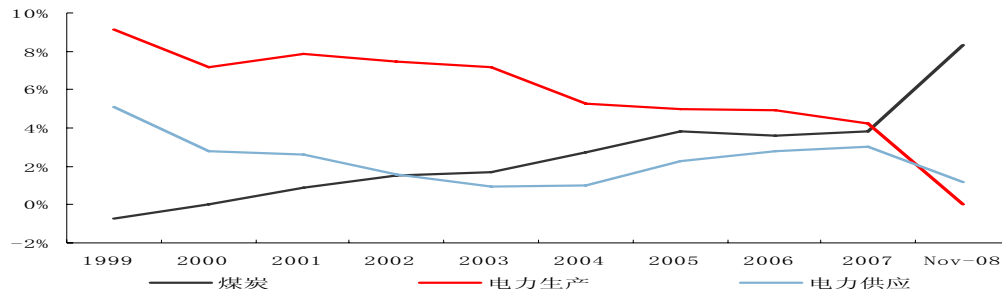
煤种	2007 均价	Dec-07	Jan-08	Apr-08	Jun-08	Aug-08	NOV-2008	2008 均价	2009E
主焦煤	629	717	717	920	1261	1527	1225	1249	1200
肥精煤	634	761	761	978	1319	1584	1290	1310	1250
瘦精煤	507	593	593	681	947	1177	830	945	900

资料来源：东方证券研究所

煤炭上市公司 2009 年业绩下降 29%

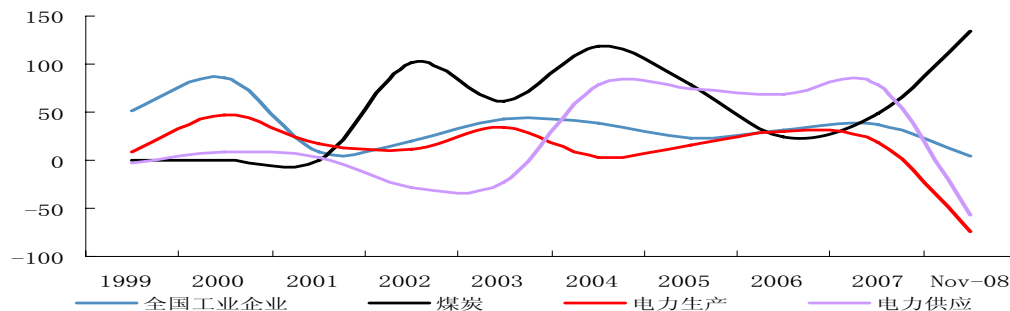
自 2000 年行业进入上升周期以来，煤炭行业景气逐年持续提升，并在 2008 年煤价的大幅上涨推动下达到景气最高峰。2008 年 1-11 月份，全行业实现利润 2000 亿元，同比增长 133.7%，增速在全部工业企业中排名第一。煤炭行业利润占全国工业企业利润也在 2008 年达到了 8.3% 的历史最高值，较 2007 年提高了 4.5 个百分点，较 2001 年则大幅提高了 7.4 个百分点。在煤价下跌的作用下，煤炭行业持续多年的高增长将止步于 2009 年，行业利润与下游行业利润的分配将趋向更加均衡，预计全行业 2009 年利润增速下滑幅度在 30% 左右。

图 19： 煤炭及电力行业利润占全国工业企业利润的比重变化情况 %



资料来源：东方证券研究所

图 20： 煤炭行业与下游行业利润增速比较 %



资料来源：东方证券研究所

从煤炭上市公司看, 15 家煤炭公司 2008 年前三季度业绩大幅增长, 主营业务收入平均同比增长 61%、营业利润平均同比增长 132%、净利润同比增长 147%, 业绩大增的主要动力来自煤炭价格的上涨。预计 2008 年全年煤炭上市公司净利润增速在 118% 左右, 其中焦煤公司普遍高于 150%。

表 7: 煤炭公司 1-9 月份经营情况 (同比增长率) %

证券代码	证券简称	营业总收入	营业利润	净利润
000937	金牛能源	84.74	279.89	309.79
601001	大同煤业	93.82	311.81	296.08
600188	兖州煤业	71.39	198.57	264.13
000983	西山煤电	69.24	190.31	229.18
600997	开滦股份	100.12	193.93	203.28
601699	潞安环能	75.62	123.13	151.02
600348	国阳新能	53.5	110.06	127.59
601918	国投新集	34.49	128.69	126.7
600123	兰花科创	45.41	88.51	117.87
601666	平煤股份	64.54	129.13	104.89
600508	上海能源	45.87	92.95	100.75
000933	神火股份	54.68	26.98	62.26
601088	中国神华	29.01	33.94	47.03
601898	中煤能源	54.23	41.63	35.2
002128	露天煤业	38.08	28.45	25.73

资料来源: 东方证券研究所

考虑到成本增加以及动力煤现货价的下跌, 并按照 2009 年焦煤均价略低于 2008 年均价计算, 2009 年煤炭公司平均利润下降 29% 左右, 其中, 焦煤公司业绩下滑幅度在 30% 以上。

表 8: 煤炭公司每股收益及预测 元/股

证券代码		2007	2008E	2009 E	2010E	2008/2007	2009/2008	2010/2009
601666	平煤股份	1.03	2.28	1.45	1.62	121.4%	-36.4%	32.4%
000983	西山煤电	0.87	1.34	0.9	1.01	54.0%	-32.8%	12.2%
601001	大同煤业	0.6	1.91	1.22	1.52	218.3%	-30.9%	28.8%
601088	中国神华	0.99	1.53	1.45	1.58	54.5%	-5.2%	9.0%
601918	国投新集	0.27	0.54	0.63	0.85	100.0%	16.7%	34.9%
601898	中煤能源	0.44	0.65	0.63	0.7	47.7%	-3.1%	11.1%
601699	国阳新能	0.52	1.31	0.86	1.02	151.9%	-34.4%	30.2%
600348	潞安环能	0.85	1.96	1.14	1.25	130.6%	-41.8%	9.6%
600123	兰花科创	1	2.02	1.45	1.58	102.0%	-28.2%	28.3%
600508	上海能源	0.71	1.25	0.83	0.87	76.1%	-33.6%	-2.4%
600188	兖州煤业	0.55	1.63	1.08	1.17	196.4%	-33.7%	-10.2%
000937	金牛能源	0.73	2.6	1.35	1.62	256.2%	-48.1%	-18.5%
600997	开滦股份	1.1	2.11	1.08	0.98	91.8%	-48.8%	-9.3%
000933	神火股份	1.64	2.41	1.35	1.56	47.0%	-44.0%	3.7%

平均

117.7%

-28.9%

11.4%

资料来源：东方证券研究所

值得指出的是，尽管煤炭公司业绩在 2009 年将会大幅下滑，但煤炭公司尤其是焦煤公司却仍然能够保持高盈利能力。这主要是因为，煤炭公司的上市模式为集团内最优质资产上市，而把负担基本留在了集团。

以同煤集团为例，上市公司 2 万多员工，但集团员工数是上市公司的 30 倍。这种上市模式一方面保证了上市公司的业绩，但另一方面导致集团负担过大，从而使得集团的盈亏平衡点要远高于上市公司。这也是煤炭公司通过资产注入实现整体上市进展较为缓慢的原因，未来煤炭公司整体上市的进展将主要取决于集团社会负担的解除情况。

表 9：煤炭公司历年毛利率变化情况 %

证券代码	证券简称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1Q2008	1H2008	3Q2008
002128	露天煤业			37.81	45.07	40.54	33.66	50.69	40.61	35.23
601001	大同煤业		60.48	55.88	56.02	51.41	46.04	51.61	56.35	55.49
601088	中国神华			48.53	55.72	53.09	50.41	50.89	51.65	51.53
601666	平煤股份		23.49	30.98	30.16	27.22	23.92	21.50	30.63	32.05
601699	潞安环能		34.44	33.59	35.61	31.07	29.49	28.41	30.85	33.44
601898	中煤能源					40.57	43.00	43.05	42.97	40.83
601918	国投新集			32.97	32.41	34.09	31.49	33.41	37.79	38.56
600971	恒源煤电	42.79	42.41	44.01	37.47	38.98	33.49	33.66	35.10	33.29
600508	上海能源	30.53	27.74	30.62	27.70	27.07	25.90	24.59	31.98	30.71
600348	国阳新能	39.75	30.72	23.27	22.56	19.01	17.02	13.82	17.04	20.23
600188	兖州煤业	55.39	53.67	58.34	53.51	44.74	47.39	57.20	54.54	56.99
000968	煤气化	21.61	26.75	28.77	22.76	22.42	27.53	34.13	39.32	40.58
000983	西山煤电	37.62	34.50	37.69	38.83	38.44	40.57	40.13	43.68	49.57
600123	兰花科创	43.33	49.39	51.61	55.39	42.98	42.71	41.79	47.19	46.67
000937	金牛能源	37.94	35.08	40.72	43.72	37.65	36.62	39.37	38.38	49.36
600997	开滦股份	40.60	40.47	42.87	34.80	35.86	25.75	31.28	31.41	29.58
000933	神火股份	35.90	39.87	50.37	52.43	33.61	26.95	24.44	26.17	24.45

资料来源：东方证券研究所

关注反转机会较大的炼焦煤龙头公司

我们认为，煤炭股平均 12 倍的 2009 年平均动态市盈率已充分反映业绩下滑 29% 的预期，但未能体现经济下行周期中的高盈利能力。应该给予煤炭股尤其是焦煤股高于市场平均 14 倍的估值水平，煤炭股估值具有一定提升空间。但考虑到占比较高的动力煤 2009 年价格下行压力大，导致动力煤股难有较好表现，我们总体上依然维持行业“中性”投资评级，重点关注反转机会大的炼焦煤龙头公司，维持平煤天安、西山煤电“买入”评级。

表 10：煤炭公司业绩预测及估值

	评级	股价（09/01/12）	2007	2008E	2009 E	2010E	2007P/E	2008P/E	2009P/E
平煤股份	买入	15.78	1.03	2.28	1.45	1.92	15.3	6.9	10.9
西山煤电	买入	13.82	0.87	1.34	0.9	1.01	15.9	10.3	15.4
大同煤业	买入	13.6	0.6	1.91	1.32	1.7	22.7	7.1	10.3
中国神华	买入	19.17	0.99	1.53	1.45	1.58	19.4	12.5	13.2
国投新集	买入	7.55	0.27	0.54	0.63	0.85	28.0	14.0	12.0
中煤能源	增持	7.25	0.44	0.65	0.63	0.7	16.5	11.2	11.5
国阳新能	增持	11.63	0.52	1.31	0.86	1.12	22.4	8.9	13.5
潞安环能	增持	15.57	0.85	1.96	1.14	1.25	18.3	7.9	13.7
兰花科创	中性	14.11	1	2.02	1.45	1.86	14.1	7.0	9.7
上海能源	中性	9.87	0.71	1.25	0.83	0.81	13.9	7.9	11.9
兖州煤业	中性	9.18	0.55	1.63	1.08	0.97	16.7	5.6	8.5
金牛能源	中性	17.5	0.73	2.6	1.35	1.4	24.0	6.7	13.0
开滦股份	中性	13.47	1.1	2.11	1.08	0.98	12.2	6.4	12.5
神火股份	中性	15.9	1.64	2.41	1.35	1.5	9.7	6.6	11.8
平均							17.8	8.5	12.0

分析师承诺

王帅：煤炭行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，不因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作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。

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任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn