

2009-01-13

煤炭与消费用燃料

维持

中性

煤炭行业仅存在交易性机会

◆煤炭企业限产无法改变煤炭行业的供需过剩格局

企业产能的退出可以分为主动限产和被动淘汰。我们认为只有被动淘汰的产能才具有持续性，对行业供需格局的改变才有积极意义。而企业的主动限产并不是产能的真正退出，因此无法改变行业的供需格局。

通过数据显示，煤炭的需求快速下滑，产能过剩带来了价格下跌，但是盈利能力仍然不至于淘汰落后生产能力。因此短期的限产将无法改变供给过剩的格局。

◆库存下降不一定是行业已经度过最差时段

近期秦皇岛库存有所下降，我们认为到货量的下降是导致库存下降的根本原因。而煤炭企业通过限产减少供给的方式减少煤炭供应量，因此这样的库存调整不具有指示行业转折的意义。

煤炭行业的转折一定需要煤炭行业整个供需格局的根本性变化，库存变化仅仅是相关变化的一个结果，不具有指示意义。

◆煤炭行业仅存交易性机会

我们认为交易性机会是煤炭行业投资的核心因素。我们认为煤炭行业总体供给过剩在短期内很难改变，煤炭价格也将在低位徘徊，不排除进一步下跌的可能。因此煤炭行业的投资可能来自于相关信息冲击下的交易性机会，包括国际油价的反弹、国内库存的变动、国内煤炭整顿、资产重组等等因素。

我们推荐投资者关注具有催化因素的金牛能源、盘江股份、国阳新能和大同煤业。

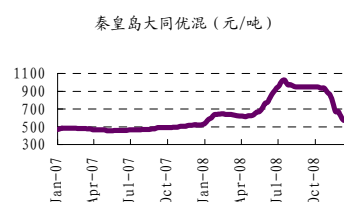
分析师：

郭国栋

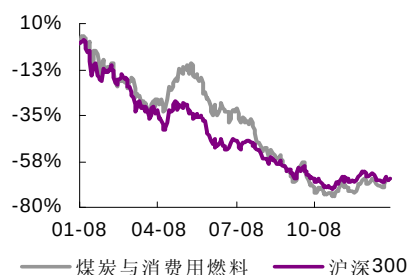
021-22169168

guogd@ebscn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

守望机会，波段操作——2009年煤炭行业投资策略报告

2009-01-05

合同煤价上涨传言未获证实

2008-12-23

基本面不支持煤炭股持续反弹

2008-12-15

证券	公司	EPS(元)			P/E(x)		投资评级
代码	名称	07A	08E	09E	08E	09E	本次
000937	金牛能源	0.73	2.98	2.23	5.59	7.47	买入
600348	国阳新能	1.03	1.36	1.32	8.07	8.32	买入
601001	大同煤业	0.6	1.89	1.37	7.05	9.72	增持
000983	西山煤电	0.87	1.56	1.03	7.81	11.83	中性

光大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。

煤炭企业限产无法改变供给过剩的基本格局

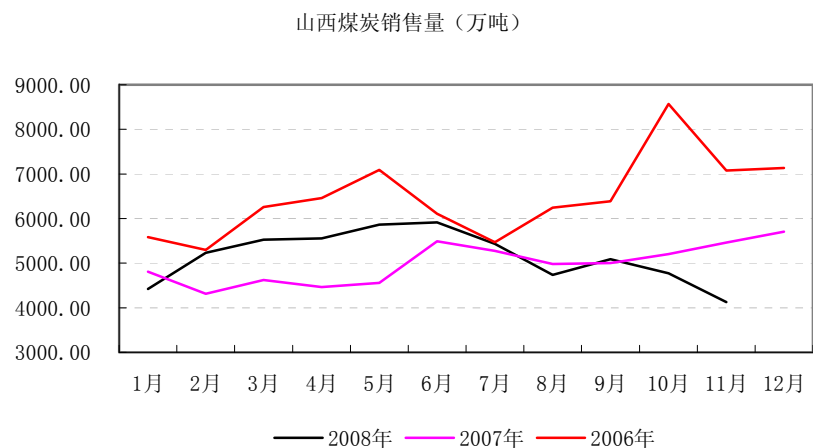
企业产能的退出可以分为主动限产和被动淘汰。我们认为只有被动淘汰的产能才具有持续性，对行业供需格局的改变才有积极意义。而企业的主动限产并不是产能的真正退出，因此无法改变行业的供需格局。

企业的限产可能在价格稍微恢复后就复产，因此煤炭价格将长期受到限制。河南省政府在煤炭价格下跌之后就对 30 万吨以下的煤炭企业进行整顿，但是近期由于煤炭供应紧张，河南省政府再次加快了停产整顿煤矿的复产。企业自身由于短期的盈利压力而降低生产负荷也会在未来盈利改善的恢复生产能力。企业限产与产能淘汰的最大差异在于企业限产的生产能力可以在很短的时间内恢复，而产能淘汰后的生产能力必须通过重新建设或者改扩建获得，因此产能增加需要相当长的时间才能够完成。因此我们认为目前煤炭企业的大幅限产无法改变煤炭的整个供需格局，很难成为煤炭价格将上升的主要因素。

下面我们将通过数据显示，煤炭的需求快速下滑，产能过剩带来了价格下跌，但是盈利能力仍然不至于淘汰落后生产能力。因此短期的限产将无法改变供给过剩的格局。

随着国内煤炭需求的快速下降，主要产煤省份的煤炭销售量以及火车装车量都出现了快速的下降。

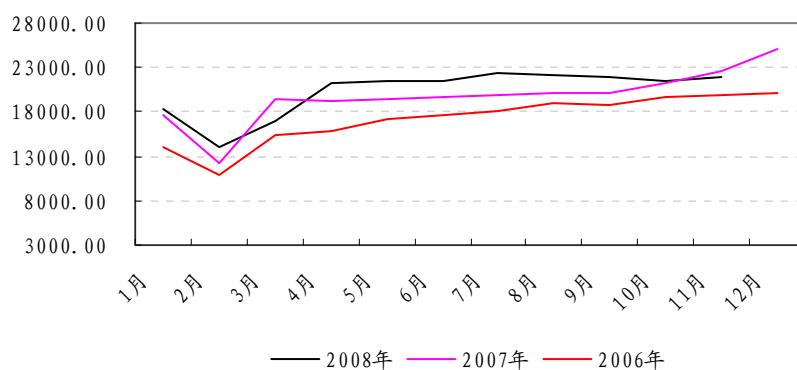
数据显示，山西煤炭销售量在 10 月份以后出现了大幅的下降，从 2008 年 6 月份的 6000 万吨下降到了仅仅 4000 万吨左右，下降幅度高达 30% 以上。



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

从全国数据来看，尽管 2008 年的 10-11 月的煤炭销售量的绝对下降有限，但是同比下降明显。

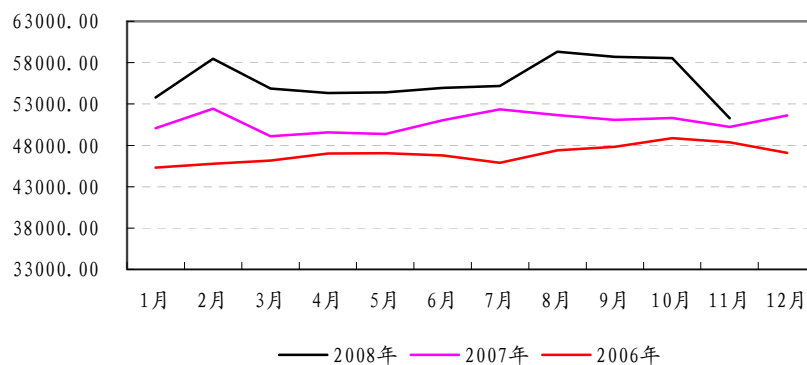
全国煤炭销售量（万吨）



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

与煤炭销售数据一样，全国的煤炭铁路日均装车数据也出现了大幅的下滑，从2008年10月份的5.8万车下降到5万车左右。煤炭需求的过度疲软是导致整个煤炭销售和运输量下降的主要原因。

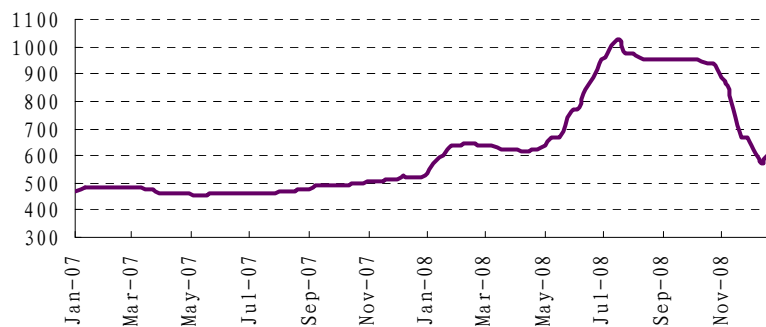
全国煤炭铁路日均装车情况（车）



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

煤炭需求的疲软直接带来的煤炭行业在短时间内出现了严重的产能过剩，煤炭价格快速下跌。

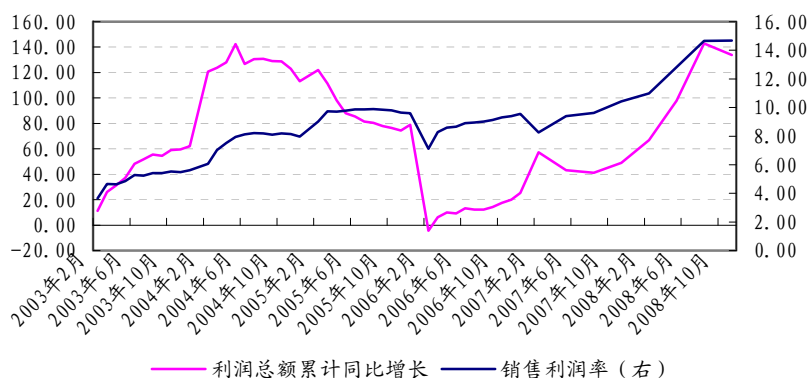
秦皇岛大同优混（元/吨）



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

尽管目前煤炭行业产能过剩的格局已经确立，煤炭价格已经出现了快速的下滑，但是煤炭行业的利润水平仍然保持在较高的水平。考虑到数据滞后反映的原因后，煤炭企业的盈利能力也不至于带来产能的淘汰压力。

煤炭行业经营数据



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

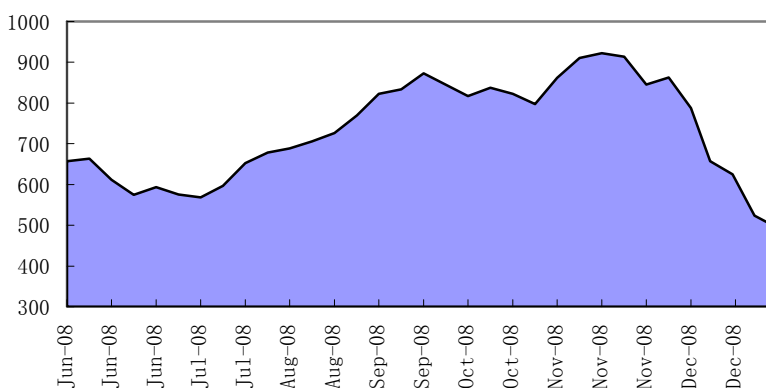
长期的较弱盈利才可能带来煤炭生产能力的长期淘汰，才能带来价格的反转性变化。目前只是煤炭行业盈利能力下降开始的初期，因此煤炭的生产能力仍然在短期内维持。而政府主导或者企业自身的限产行为将延迟落后生产能力的淘汰，不利于整个行业的发展，也无法对煤炭行业供需格局改变起到任何作用。

库存下降不一定是行业度过最差时候

近期秦皇岛库存有所下降，我们认为到货量的下降是导致库存下降的根本原因。而煤炭企业通过限产减少供给的方式减少煤炭供应量，因此这样的库存调整不具有指示行业转折的意义。

数据显示，近期秦皇岛库存从最高峰的 922 万吨下降到了目前的不足 500 万吨的水平，甚至低于 08 年的最低水平。

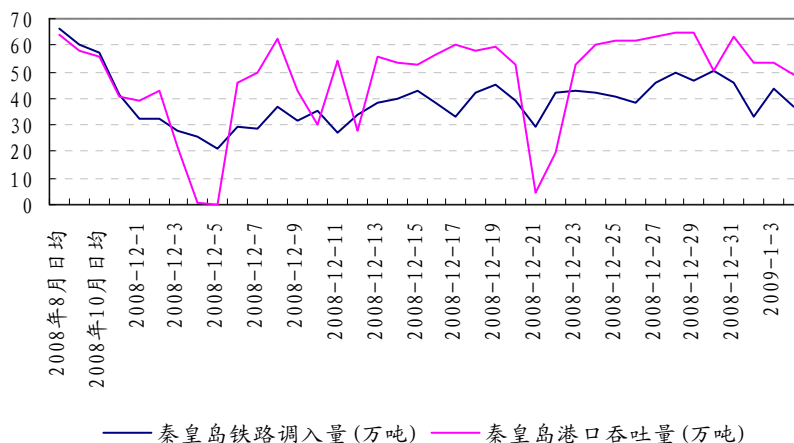
秦皇岛库存（万吨）



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

秦皇岛库存的变动需要考虑秦皇岛煤炭调入和调出情况分析库存的减少是来自于需求的增加还是来自于供给的减少。由于剧烈变动来自于2008年12月份，因此我们列出了12月份的数据。数据显示，秦皇岛的煤炭港口吞吐量基本维持在50-60万吨/日的水平，但是煤炭的铁路调入量在经过11月份和12月份的大幅下跌后，维持在40万吨左右的水平。因此秦皇岛港口的煤炭调入量减少带来的秦皇岛库存的降低。

秦皇岛煤炭调入调出量

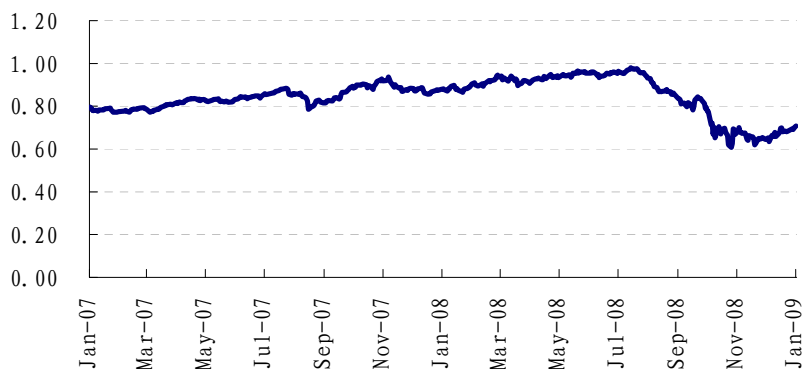


数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

煤炭调入量的大幅减少与港口库存大量积压无法卸货有着密切的关系，也与煤炭企业减少煤炭产量有着较大关系。我们认为由于煤炭企业的限产并没有改变煤炭行业供给过剩的格局，因此尽管目前的秦皇岛港口库存下降较多，也不意味着煤炭行业转折的变化已经到来了，煤炭行业最差的时候已经过了。

较低的澳元对美元汇率可能会对新一年度的国际煤炭价格形成负面的影响。新年度的国际煤炭价格协议将在2009年3-4月份进行谈判，按照目前的澳元汇率情况，新年度的澳煤价格可能会低于目前的现货价格，这对国内的煤炭价格会有着进一步的压力。

澳元对美元汇率



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

交易性机会是煤炭行业投资的核心

我们认为交易性机会是煤炭行业投资的核心因素。我们认为煤炭行业总体供给过剩在短期内很难改变，煤炭价格也将在低位徘徊，不排除进一步下跌的可能。因此煤炭行业的投资可能来自于相关信息冲击下的交易性机会，包括国际油价的反弹、国内库存的变动、国内煤炭整顿、资产重组等等因素。

煤炭行业的投资在选时上比选股更加重要，关注相关催化因素的变化成为投资煤炭行业的主要切入点。我们推荐投资者关注具有催化因素的金牛能源、盘江股份、国阳新能和大同煤业。

国际原油价格（美元/桶）



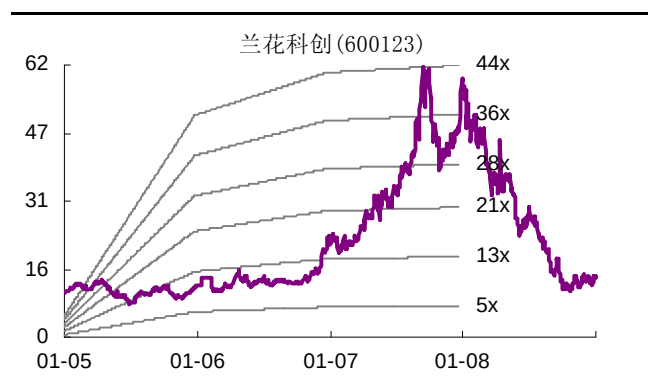
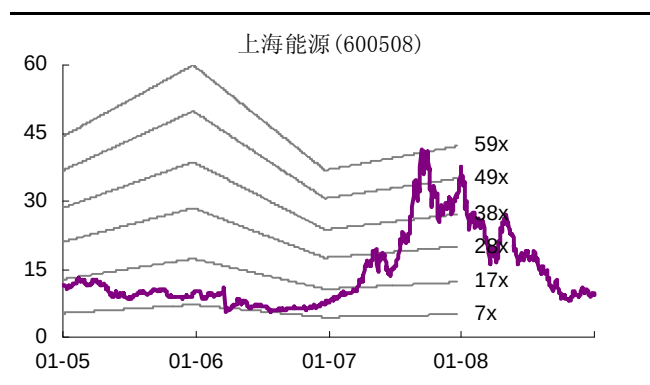
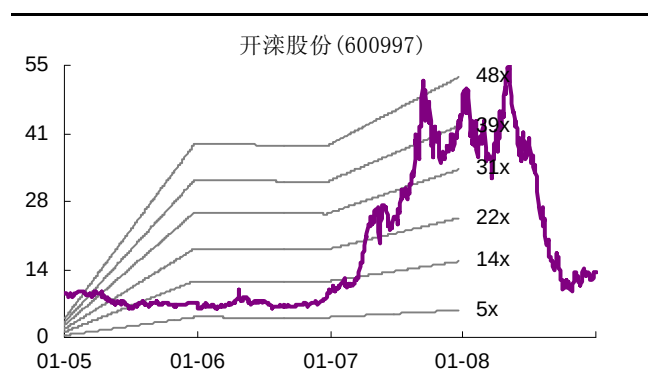
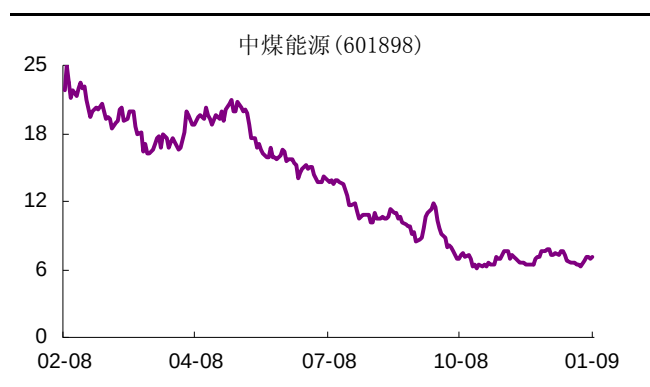
数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

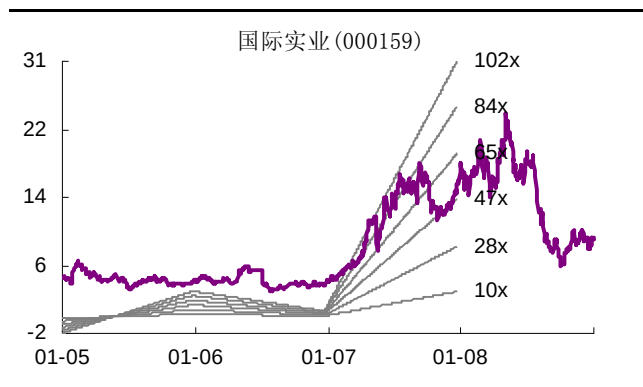
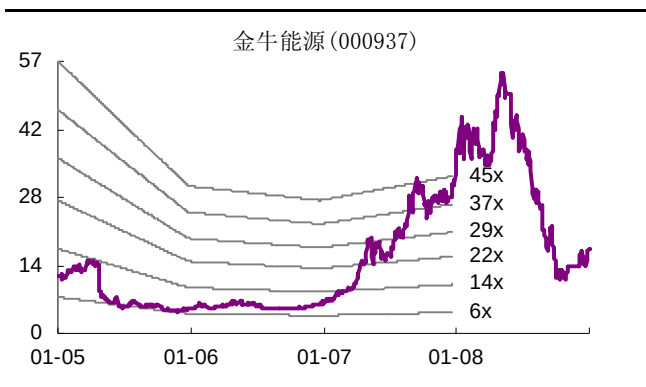
行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格 2009/01/12	总股本 (百万股)	EPS (元)			P/E (x)			投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
000937	金牛能源	16.65	787.95	0.73	2.98	2.23	22.97	5.59	7.47	增持	买入
600348	国阳新能	10.98	962	1.03	1.36	1.32	21.31	8.07	8.32	增持	买入
601001	大同煤业	13.31	836.85	0.6	1.89	1.37	22.31	7.05	9.72	增持	增持
000983	西山煤电	12.19	2424	0.87	1.56	1.03	28.1	7.81	11.83	中性	中性
000933	神火股份	14.94	500	1.64	2.7	2.03	9.12	5.53	7.36	中性	中性
000968	煤气化	10.56	513.75	0.68	1.91	1.32	20.29	5.53	8	中性	中性
600188	兖州煤业	9.79	4918.4	0.55	1.87	1.45	17.88	5.24	6.77	中性	中性
600997	开滦股份	12.79	617.32	1.1	2.12	1.65	12.77	6.04	7.75	中性	中性
601898	中煤能源	7.48	13258.66	0.44	0.6	0.55	19.18	12.47	13.6	中性	中性
600123	兰花科创	13.47	571.2	1.41	2.03	1.45	13.34	6.65	9.29	中性	中性
601088	中国神华	19.26	19889.62	1.07	1.49	1.36	19.38	12.94	14.16	中性	中性
平均				0.92	1.86	1.43	18.79	7.54	9.48		

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图





资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

煤炭与消费用燃料

分析师：郭国栋



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2008-02-13	买入
2008-08-09	买入
2008-12-03	中性
2008-12-08	中性
2008-12-15	中性
2008-12-23	中性
2009-01-05	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebscn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。