

煤炭转暖基础不牢 交易性机会闪现

中性（维持）

2009 年 1 月投资月报

煤炭行业研究

2009 年 1 月 6 日

投资要点:

- **近期煤市运行继续向好。**煤价持续小幅反弹、秦皇岛港煤炭库存骤减，煤炭市场出现转暖迹象。煤企限产、气温下降、铁路运输瓶颈限制等因素共同促成了近期煤炭市场的阶段性企稳反弹。
- **煤炭市场转暖基础脆弱。**11 月底全社会煤炭库存高企，下游产品增速保持低迷。12 月份工业生产仍不乐观，冬季取暖需求或将促进电厂库存下降，但仍将保持较高水平。总体来看近期煤炭市场反弹非工业需求拉动引起，煤炭市场转好的基础并不牢固。
- **煤炭股交易性投资机会闪现。**短期内积极因素对煤炭市场的影响预计还可持续，1 月份煤炭市场总体走稳的可能性较大，短期内我们对煤炭股看高一线。
- **2、3 月份煤炭行业将迎来考验。**春节过后工业经济有待恢复；气温转暖，煤炭需求淡季来临。在此预期下，电煤价格或将重回下跌通道，炼焦煤价格还有待下游钢铁行业需求的恢复。

存在风险:

- 2009 年电煤价格有待政府出面调节确定；资源税预计春节后出台。

综合评价及评级调整:

- 维持煤炭行业“中性”评级。对 1 月份煤炭行业走势持谨慎乐观，投资者关注受钢铁行业政策间接利好的炼焦煤企业交易性投资机会，但年前最好逢高减仓。

代 码	简 称	每股收益 (EPS)				动态市盈率 (PE)			投资 评级
		07A	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
601001	大同煤业	0.60	1.84	1.90	1.87	7.02	6.80	6.91	谨慎 推荐
601898	中煤能源	0.44	0.64	0.69	0.80	11.32	10.53	9.05	谨慎 推荐
601088	中国神华	1.07	1.50	1.65	1.76	12.84	11.66	10.90	谨慎 推荐

分析师

李晶

Tel. : 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

《2009 年煤炭行业投资策略：煤炭行业继续寻底 现金为王突出防御》，2008 年 12 月 26 日

《煤炭行业 11 月份投资月报-冬季取暖用煤需求提振有限 煤价下行压力依然较大》，2008 年 11 月 6 日

《煤炭行业 10 月份投资月报-供需宽松 煤价下调 下旬或有积极变化》，2008 年 10 月 9 日

目 录

一、近期煤市运行持续向好	3
(一) 煤价持续小幅反弹	3
(二) 09 年 1 月初秦皇岛港煤炭库存骤减	5
二、煤炭市场仍然面临较大压力	6
(一) 11 月底全社会煤炭库存快速增加，供需双方库存比例加大	6
(二) 11 月份煤炭运销量持续萎缩	7
(三) 11 月份下游产品增速仍无明显起色	8
(四) 12 月份煤炭需求仍难乐观	8
三、煤炭市场转暖基础不牢，但短期可看高一线，2、3 月份煤价可能重回下跌通道	9
(一) 近期煤价企稳和港口库存下降不代表煤市根本好转	9
(二) 1 月份谨慎乐观，2 月底、3 月份煤市或面临考验	9
四、维持煤炭行业“中性”投资评级	9

插图目录

图 1：秦皇岛港煤炭平仓价走势	3
图 2：2008 年 12 月份以来秦皇岛煤炭价格走势	3
图 3：2008 年以来山西煤炭坑口价格走势	4
图 4：2008 年 11 月份以来秦皇岛煤炭价格走势	4
图 5：2008 年 8 月份以来主要电力用户煤炭到厂价格	5
图 6：2008 年 5 月份以来河北邢台地区炼焦煤价格	5
图 7：2008 年以来秦皇岛煤炭库存变化情况	5
图 8：2005-2008 年各月底电力企业煤炭库存	6
图 9：2005-2008 年各月底冶金企业煤炭库存	6
图 10：2007-2008 年煤矿库存	6
图 11：2006-2008 年港口煤炭库存	6
图 12：2005-2008 年全社会煤炭库存	7
图 13：2008 年煤炭库存结构变化	7
图 14：2008 年各月铁路煤炭运输	7
图 15：2008 年各月重点港口煤炭运输	7
图 16：2008 年单月煤炭销量情况	7
图 17：2008 年单月煤炭销量情况	8
图 18：2008 年各月煤炭及下游行业产品累计增速	8

表格目录

表 1：秦皇岛动力煤平仓价（单位：元/吨）	3
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（采用 2009 年 1 月 7 日收盘价）	10

2008 年煤炭行业冲高回落，2009 年煤炭行业将进入周期性调整阶段，煤价预期下跌，煤炭销量增速放缓、煤炭产能过剩压力将显现。2008 年底煤炭市场经过 7 月份以来的持续快速下降周期后暂时企稳，煤炭运行数据出现好转迹象。短期来看，2009 年 1 月份煤炭市场总体将保持稳定，煤价大幅下跌阶段暂时结束，在气温下降和炼焦煤需求信心恢复的刺激下，动力煤和炼焦煤价格有望小幅上涨或持平。2008 年 12 月底召开的 2009 年煤炭产运需衔接会终究未达成一致，当前煤炭市场还面临较大不确定性。2009 年 2 月份煤炭市场将迎来考验。

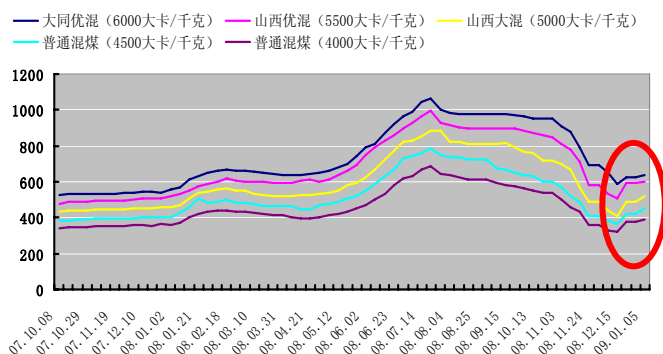
我们看好煤炭行业短期内的的发展，中长期的发展还有待继续观察国家刺激投资、行业振兴计划的实施效果。我们维持煤炭行业周期性调整的大趋势判断，短期内出于谨慎考虑仍维持煤炭行业“中性”评级。

一、近期煤市运行持续向好

（一）煤价持续小幅反弹

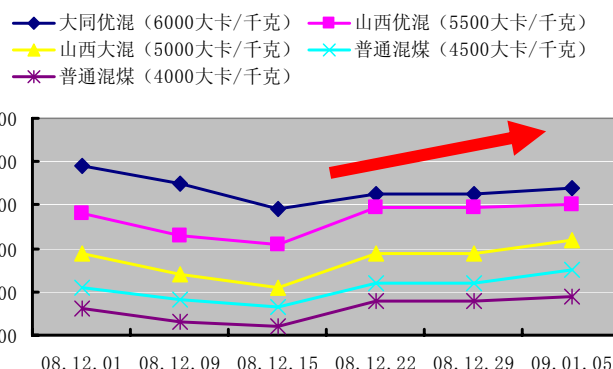
秦皇岛煤炭中转价格 12 月 15 日阶段性探底后小幅反弹。12 月 15 日秦皇岛动力煤平仓价单周下跌 10-60 元/吨不等，单周跌幅 3%-9.2%，达到 2008 年 7 月下旬以来煤炭价格下行通道的最低点，其中大同优混（6000 大卡）价格跌破 600 元/吨达到 590 元/吨，山西优混（5500 大卡）、山西大混（5000 大卡）价格分别为 510 元/吨、410 元/吨，与年初价格相比增幅分别为 6.3%、-1.9%、-9.9%。12 月 22 日秦皇岛煤价奇迹反弹，反弹幅度在 35-85 元/吨之间，结束了 7 月下旬以来单边下跌走势。12 月 29 日秦皇岛煤价与上周持平，2009 年 1 月 5 日秦皇岛煤价再次上涨，涨幅在 5-30 元/吨之间，单周涨幅 1%-7%。从近三周秦皇岛市场煤价的走势来看，我们认为煤炭市场初步显现转暖迹象。但是这种反弹能持续多久，下文将详细分析。

图 1 秦皇岛港煤炭平仓价走势



数据来源：sxcoal

图 2 2008 年 12 月份以来秦皇岛煤炭价格走势



数据来源：sxcoal

表 1 秦皇岛动力煤平仓价（单位：元/吨）

	大同优混 (6000 大 卡/千克)	山西优混 (5500 大 卡/千克)	山西大混 (5000 大 卡/千克)	普通混煤 (4500 大 卡/千克)	普通混煤 (4000 大 卡/千克)
参照价格					
2008 年初价格 (08.01.02)	555	520	455	405	360

2008年最高价格(08.07.21)	1065	995	885	785	685
近期价格					
08.12.01	690	580	490	410	360
08.12.09	650	530	440	382.5	330
08.12.15	590	510	410	365	320
08.12.22	625	595	490	420	380
08.12.29	625	595	490	420	380
09.01.05	640	600	520	450	390
比2008年初					
08.12.15	6.31%	-1.92%	-9.89%	-9.88%	-11.11%
09.01.05	15.32%	15.38%	14.29%	11.11%	8.33%
比2008年历史高点					
08.12.15	-44.60%	-48.74%	-53.67%	-53.50%	-53.28%
09.01.05	-39.91%	-39.70%	-41.24%	-42.68%	-43.07%

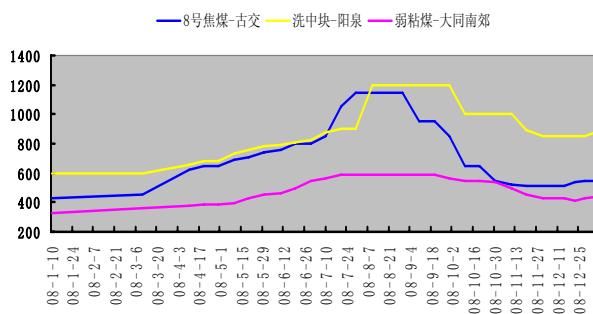
数据来源: sxcoal 民族证券研发中心

山西坑口煤价和车板价稳中有升。

从坑口价格看,山西中部地区炼焦煤价格率先企稳。2008年12月15日探底,12月22日、12月29日连续两周反弹30元/吨、20元/吨,1月5日价格与上周持平。山西东部地区无烟煤价格和北部地区动力煤价格在12月22日探底,后续持续小幅反弹10-30元/吨,其中动力煤价格短期内反弹幅度相对较大。

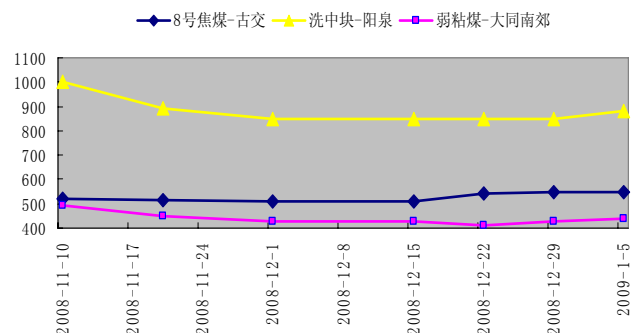
从车板价格看,山西炼焦煤自12月22日以来连续三周上涨,累计涨幅超过100元,上涨12%左右;动力煤车板价连续两周上涨,累计涨幅40元/吨,上涨约10%;无烟煤车板价12月份以来一直维持稳定状态;无烟喷吹煤价格与上周持平,维持本论下跌以来的最低水平,后市随着钢材市场的企稳有望小幅反弹。

图3 2008年以来山西煤炭坑口价格走势



数据来源: sxcoal

图4 2008年11月份以来秦皇岛煤炭价格走势

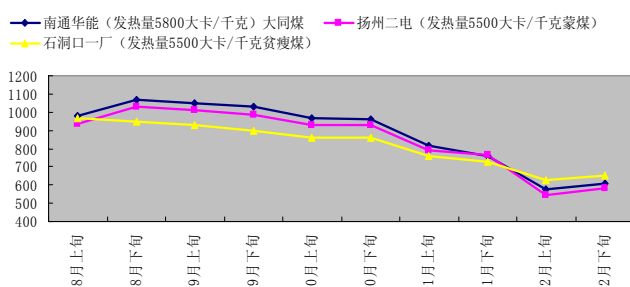


数据来源: sxcoal

主要电力用户煤炭到厂价格小幅反弹。12月上旬电煤到厂价格阶段性探底,12月下旬,煤炭到达电厂价格出现反弹。其中,南通华能、扬州二电、石洞口一厂的煤炭到厂价格分别为610元、580元、650元,环比12月上旬上涨25-35元,单周涨幅在4%-6.4%。

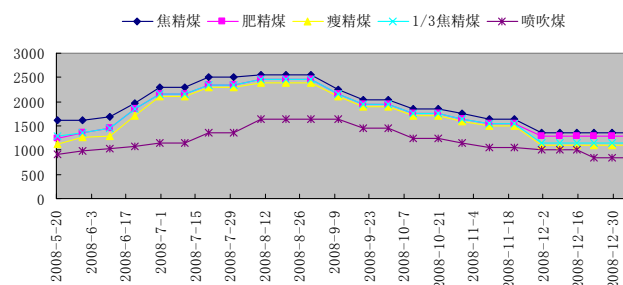
冶金用煤价格保持稳定。2008 年 12 月份以来，全国大部分地区冶金用煤价格保持稳定，较 8 月份高点下降 40%~60%。其中，焦精煤价格 980~1380 元/吨，肥精煤 1050~1600 元/吨，瘦精煤 900~1500 元/吨，气精煤 750~1140 元/吨，1/3 焦精煤 880~1300 元/吨，喷吹煤 820~110 元/吨，贵州、云南、甘肃等偏远内陆地区煤炭价格偏低，山东、福建等经济发达地区煤价偏高。

图 5 2008 年 8 月份以来主要电力用户煤炭到厂价格



数据来源: sxcoal

图 6 2008 年 5 月份以来河北邢台地区炼焦煤价格

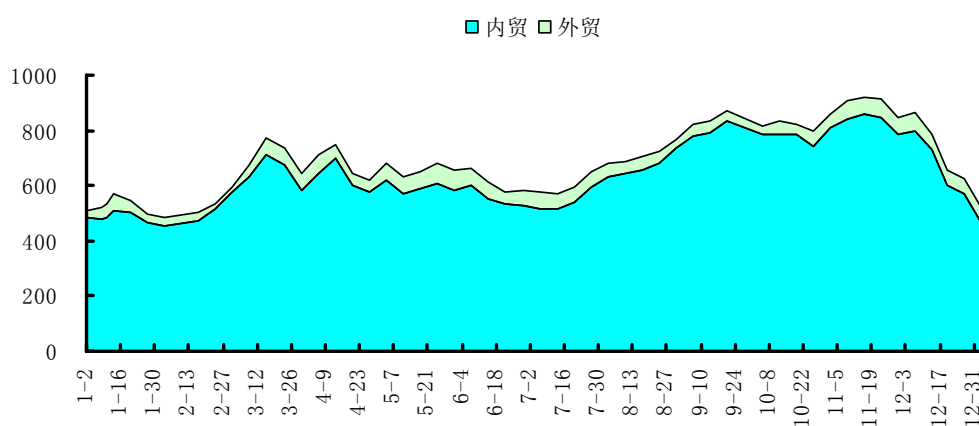


数据来源: sxcoal

(二) 09 年 1 月初秦皇岛港煤炭库存骤减

2008 年 12 月份以来，秦皇岛煤炭库存连续四周下降，2009 年 1 月 3 日最新库存为 523.6 万吨，达到 2008 年 3 月份以来的最低库存水平。环比上周库存减少 100 万吨，单周降幅 16.3%，较 11 月 16 日历史最高库存 922.6 万吨下降 43%。目前秦皇岛的煤炭库存已经落入合理区域。

图 7 2008 年以来秦皇岛煤炭库存变化情况



数据来源: sxcoal

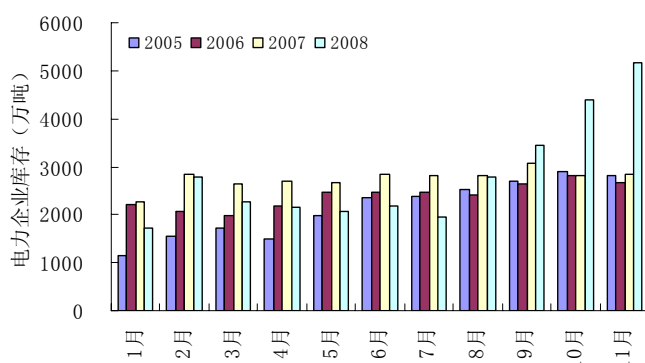
二、煤炭市场仍然面临较大压力

从对煤炭市场反映最敏感的秦皇岛港情况来看，当前煤炭市场运行已经出现转机，煤价逐步企稳，秦皇岛港煤炭库存大幅下降，显示煤炭需求似乎有所恢复。但是从 11 月份下游行业产品产量、11 月底煤炭库存与运销情况来看，煤炭库存消化的压力较大。

（一）11 月底全社会煤炭库存快速增加，供需双方库存比例加大

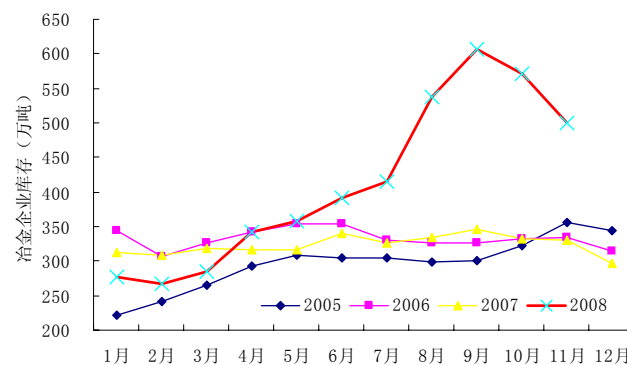
11 月底全社会煤炭库存达到 20173.4 万吨，同比增长 27.5%，环比增长 9.83%。其中，电力企业库存增 5164.1 万吨，同比增幅由上月的 40.78%扩大至 82.59%；冶金企业库存 500.41 万吨，同比增长 51.84%，环比下降 12.42%，连续两月保持环比下降趋势。港口库存自 7 月份延续逐月增加的趋势，11 月库存达到 2515.9 万吨，同比增长 63.5%；煤矿库存 11 月底大幅反弹至 5179.6 万吨，同比增长 27.5%，环比增长 25.78%。从库存结构来看，煤矿、电力企业库存占比分别为 25.68%和 25.6%，较上月水平显著增加，港口和冶金企业库存小幅下调，中间环节库存降幅显著。

图 8 2005-2008 年各月底电力企业煤炭库存



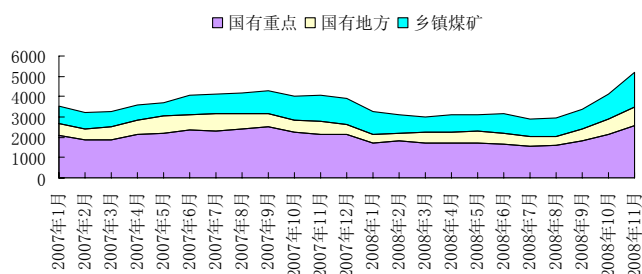
数据来源：sxcoal

图 9 2005-2008 年各月底冶金企业煤炭库存



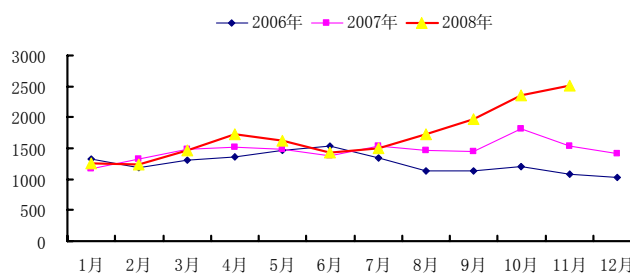
数据来源：sxcoal

图 10 2007-2008 年煤矿库存



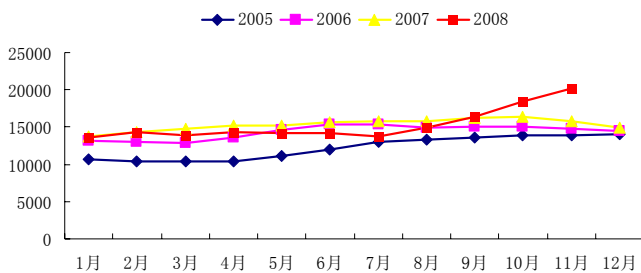
数据来源：sxcoal

图 11 2006-2008 年港口煤炭库存



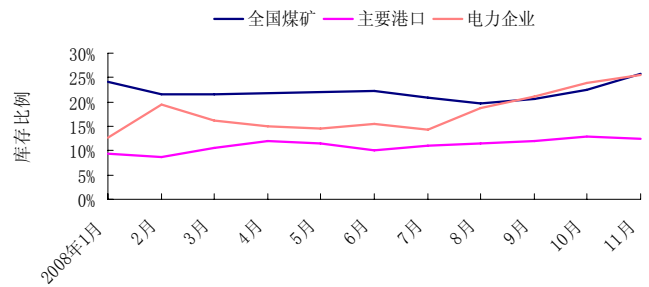
数据来源：sxcoal

图 12 2005-2008 年全社会煤炭库存



数据来源: sxcoal

图 13 2008 年煤炭库存结构变化

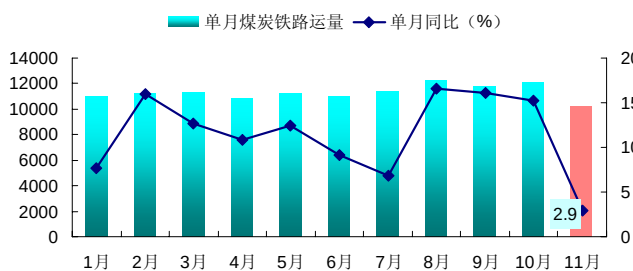


数据来源: sxcoal

(二) 11 月份煤炭运销量持续萎缩

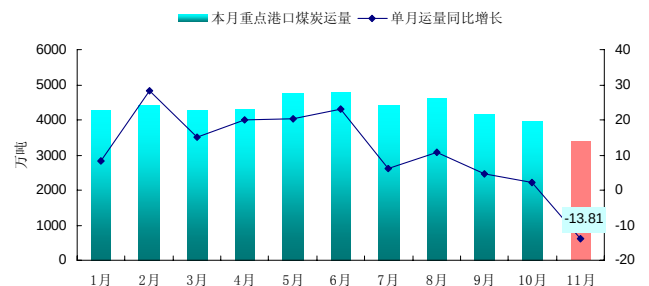
2008 年 11 月份, 铁路煤炭运量和重点港口煤炭中转量急剧下降。其中, 11 月份铁路煤炭运量为 10253.1 万吨, 同比仅增长 2.9%, 比 10 月份增速回落 12.4 个百分点; 环比下降 15%; 11 月重点港口煤炭运量为 3377.1 万吨, 同比下降 13.81%, 环比下降 14.9%。无论铁路还是海运, 11 月份的煤炭运输量均降至 2008 年最低水平。

图 14 2008 年各月铁路煤炭运输



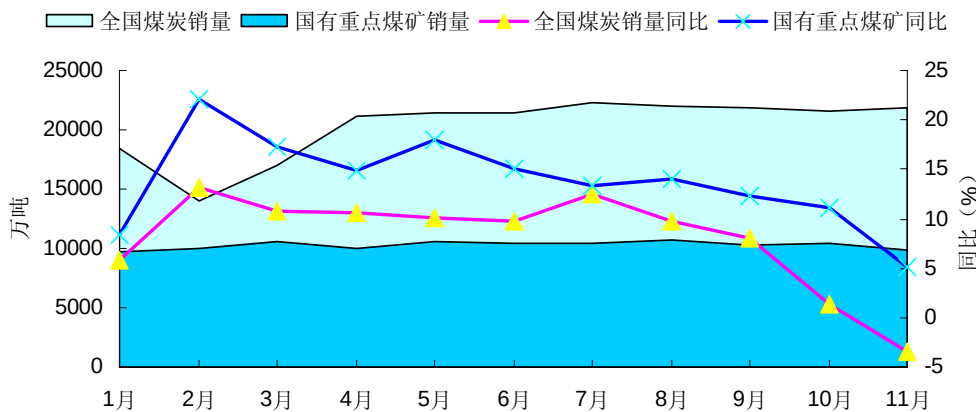
数据来源: sxcoal

图 15 2008 年各月重点港口煤炭运输



数据来源: sxcoal

图 16 2008 年单月煤炭销量情况



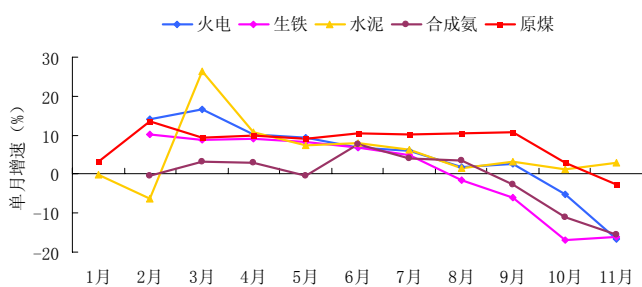
数据来源: sxcoal

（三）11 月份下游产品增速仍无明显起色

11 月份火电、生铁、水泥、合成氨的单月产量增速分别为-16.6%、-16.2%、2.8%、-15.5%，煤炭当月产量增速为-2.6%。值得注意的是，11 月份火电发电量增速环比回落 11.3 个百分点，显现下游用电行业需求的急剧萎缩；合成氨增速环比回落 4.4 个百分点，水泥和生铁产量增速环比分别上升 1.7 个百分点和 0.6 个百分点。相比下游行业需求持续萎缩的情况，煤炭产量也同比下降 2.6%，显示出煤炭企业主动限产、减产的一致行动。

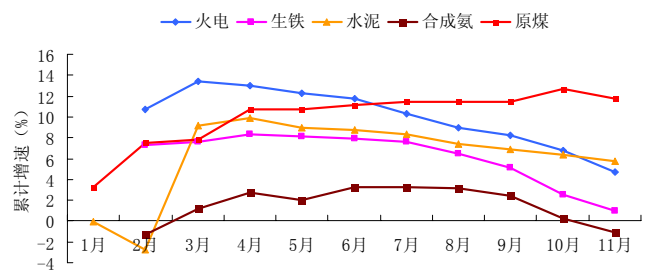
从累计增速对比来看，煤炭与下游产品的差距进一步扩大。合成氨产量累计下降 1.1%，生铁产量累计仅增长 1%。

图 17 2008 年各月煤炭及下游行业产品单月增速



数据来源: sxcoal

图 18 2008 年各月煤炭及下游行业产品累计增速



数据来源: sxcoal

（四）12 月份煤炭需求仍难乐观

根据中电联的统计快报，2008 年全社会用电量 34268 亿千瓦时，同比增长 5.23%，增速较上年回落 9.57 个百分点，其中 12 月份的用电量经测算同比下降 8.93%，较上月下降趋势进一步扩大。房地产、冶金、化工等行业的减产是用电量下滑的主因。由此我们可以预计 12 月份火电发电量数据难以改善，电煤需求仍不乐观。同样

12 月份生铁、水泥、合成氨的产量预计仍保持较低水平。

三、煤炭市场转暖基础不牢，但短期可看高一线，2、3 月份煤价可能重回下跌通道

（一）近期煤价企稳和港口库存下降不代表煤市根本好转

我们认为当前煤炭市场运行数据的好转，主要得益于以下几方面：

煤企主动限产减产降低供给过剩压力。自 2008 年 11 月份，大部分煤炭企业为应对需求下降、煤炭产品降价难销的情况，及时调整生产计划，降低产销量和外运量，从 11 月份煤炭产量同比下降 2.6%就能够看出，这在一定程度上缓解了煤炭供给过剩的压力。

气温下降助电煤消耗。12 月底 1 月初全国大部分地区企稳大幅下降，南方很多地区迎来雨雪冰冻天气，各地取暖用煤需求加大，有利于电力企业煤炭库存的降低。在前期报告中考虑到工业用煤需求的下降，这部分煤炭在 2008 年冬季的前几个月填补了冬储煤的需求，因此我们预计 2008 年冬季煤炭消费高峰效应滞后体现，目前看来比往年推迟了近两个月时间。低温天气加上运输瓶颈，对煤炭市场的运行有积极影响，这在 2008 年 2 月份有显著体现。当前，这种影响在宏观经济减速预期下大打折扣，但是在局部地区仍能造成阶段性供需紧张。

春运在即，煤炭运输瓶颈制约将体现。年前年后均存在大规模的春运需求，由此可短暂支撑煤炭市场的阶段性维稳。

小煤矿整顿关闭、节日期间煤矿安全兼管力度加大，有利于煤炭市场维持供需紧张态势。08 年 11 月份当月乡镇煤矿产量仅占煤炭总产量的 12.13%，比 10 月份下降 23.87 个百分点，说明小煤矿的整顿关闭和停产情况，后期还将进一步整合关闭。2008 年 10 月 7 日国家发改委等四部委联合下发《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，要求通过淘汰落后、技能改造、大矿托管（包括兼并、收购、租赁）等方式整顿关闭小煤矿，2010 年保留小煤矿数量 9952 个，比现有小煤矿 14069 个缩减 29%，2009、2010 年年均关闭 2058 个。

当前煤炭需求极度不旺，**煤企限产、铁路运输瓶颈限制、气温下降**等等因素共同促成了近期煤炭市场的阶段性反弹，并非需求拉动型，因此煤炭市场变化的基础并不牢固，暂时的煤价企稳和港口库存下降不能代表煤市的根本性好转。

（二）1 月份谨慎乐观，2 月底、3 月份煤市或面临考验

以上几个积极因素对煤炭市场的影响预计短期内还将持续，1 月份煤炭市场总体走稳的可能性较大，短期内我们对煤炭股可看高一线。

春节过后工业经济有待恢复，短期内煤炭需求受到抑制。3 月份随着气温的转暖，冬季取暖用煤高峰期结束，煤炭行业将进入季节性需求淡季。在此预期下，电煤价格或将重回下跌通道，炼焦煤价格还有待下游钢铁行业需求的恢复。

四、维持煤炭行业“中性”投资评级

近期煤炭行业仍面临风险：

1、2009 年煤炭供销衔接会结果有待政府调节确定。我们认为，若政府给予发电企业补贴的话，重点电煤合同价格涨幅仍可看好，否则煤价或将持平，考虑到合同电煤与市场煤的巨大差距，2009 年合同电煤价格同比下降的可能性较小。我们将等待政府明确表态后再深入分析其影响。

2、资源税预期出台。这是不可改变的大趋势。预计新政策将从量计征与从价计征结合起来，在一定程度上

尽量缩小新增政策性成本压力。但是此政策的出台，无疑将缩小煤炭企业盈利空间，对煤炭行业来说构成重大利空。我们预计春节后出台政策的可能性较大。

维持煤炭行业“中性”评级。

经过 2008 年 8 月份以来的大幅下跌，短期内煤炭行业阶段性回调的压力减小，当前煤炭股有借助行业暂时转暖的利好反弹的要求，我们对 1 月份煤炭行业走势持谨慎乐观态度，但是考虑到 2、3 月份煤炭市场可能迎来的变数，我们仍然维持煤炭行业“中性”评级。

个股操作上，1 月份建议投资者关注受钢铁行业政策间接利好的炼焦煤企业交易性投资机会，如平煤股份、西山煤电、金牛能源、神火股份、开滦股份，但月底前最好逢高减仓。中长期我们相对看好中煤能源、中国神华、大同煤业。

表 2 重点公司盈利预测及投资评级（采用 2009 年 1 月 7 日收盘价）

代 码	简 称	总股本（万 股）	每股收益（EPS）				动态市盈率（PE）			投资评级
			07A	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
601001	大同煤业	83,685	0.60	1.84	1.90	1.87	7.02	6.80	6.91	谨慎推荐
601898	中煤能源	1,325,866	0.44	0.64	0.69	0.80	11.32	10.53	9.05	谨慎推荐
601088	中国神华	1,988,962	1.07	1.50	1.65	1.76	12.84	11.66	10.90	谨慎推荐

数据来源：wind 民族证券研发中心

分析师简介

李晶：毕业于中国人民大学技术经济专业，硕士学位。2008 年加入民族证券从事煤炭行业上市公司研究。具有煤炭企业工作经验，对煤炭行业运行有较深刻理解。曾在国际金融杂志、中国证券报等媒体发表文章。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	谨慎推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	严重回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn