

[2009.02.10]

动力煤与焦煤价格可能再度分化

煤炭行业 2 月月报

杨立宏 金润
010-59132711 021-38676277
yanglihong@gtjas.com jinrun@gtjas.com

本报告导读：

- 动力煤面临小矿复产与需求季节性回落的双重考验
- 钢厂持续复产、低原料库存水平支持焦煤价格稳定
- 近期重点关注4万亿投资能否成为需求接力棒以及小煤矿复产进度

投资要点：

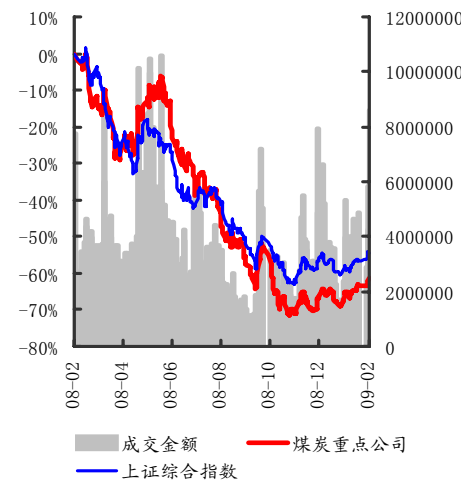
- 乡镇煤企 08 年 12 月继续减产，近期需关注其复产情况。08 年 12 月全国原煤产量 2.38 亿吨，同比减少 8.26%，环比增长 3.38%，其中小煤矿仍是减产的主要贡献者，连续 3 个月同比负增长，12 月同比下降 -53.07%。近期小矿复产进度成为影响供给的主要变量。
- 社会库存环比回落，秦皇岛港库存再次回升。截至 12 月底，全社会煤炭库存为 1.90 亿吨，较年初增加 27.9%，较上月下降 5.5%，中转库存恢复到 08 年 9 月水平，用户库存恢复到 10 月水平，按照 12 月的消化速度，2 月底有望恢复到正常的库存水平。2 月 6 日，秦皇岛库存量为 705.6 万吨，较 1 月 10 日低点回升 42.75%，较去年同期增长 46.42%。
- 坑口煤价维持稳定，秦皇岛价格与国际煤价出现下跌。09 年 1-2 月坑口地价格维持稳定，秦皇岛地价格在库存高企下，各煤种出现 20-30 元/吨的下跌。国际煤炭在连续 10 周维持在 80 美元/吨附近之后，近期出现继续下探趋势，下跌至 75 美元/吨附近。
- 需求环比降幅趋缓，四万亿投资效果能否成为接力棒成关键。12 月火电发电量与生铁产量分别同比下降 12.4% 和 9.4%，降幅较上月分别降低 4 个和 7 个百分点，需求已经逐渐从休克状态苏醒，但能否持续好转有赖 4 万亿投资效果的显现。
- 3 月份动力煤价格可能再临考验。需求方面，取暖季的旺季支撑因素在 3 月份后减弱；小矿可能逐步进入复产高潮；作为动力煤价格方向先行指标的秦皇岛煤炭库存较 1 月 10 日低点回升 42.75%。
- 焦煤价格短期仍有望维持稳定。1、2 月份钢厂复产仍在继续，由于下游行业库存较轻，产能利用率的提高支持煤价继续走稳，甚至小幅反弹。未来一个月钢价的变化将决定下一阶段钢厂的产能利用率和焦煤需求，乃至焦煤价格。
- 本月行业重大事件。本月共有 13 家煤炭公司公布业绩预增公告或业绩快报。如果不考虑安全费用的调整，4 季度亏损的公司 6 家，7 家公司业绩环比下滑幅度在 30%-80% 之间，环比增长的仅有 ST 平能 1 家；基金年报公布完毕，08 年 4 季度减持煤炭股，基金占煤炭流通股的比重由 3 季度的 16.67% 下降为 10.86%。
- 维持对行业的中性评级。在未来 1-2 个月内煤炭价格重新面临方向性选择和当前煤炭估值与 A 股平均水平已经较为接近的情况下，驱动煤炭股继续跑赢指数的双轮动力略显后劲不足，维持中性评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

煤炭采选业

中性



相关报告

五大集团海外购煤，后果很严重？
(09.02.05)

名预增，实预减
(09.01.21)

安全费用等会计调整：短多长空
(09.01.12)

煤电博弈的三种结果与一个事实
(08.12.25)

不确定的需求增长，确定的景气回落
(08.12.12)

心忧炭贱愿天寒
(08.12.05)

动力煤忧价，冶金煤忧量
(08.11.25)

煤炭：增值税改革雪上加霜
(08.11.11)

从周期角度看煤炭行业的投资机会
(08.11.03)

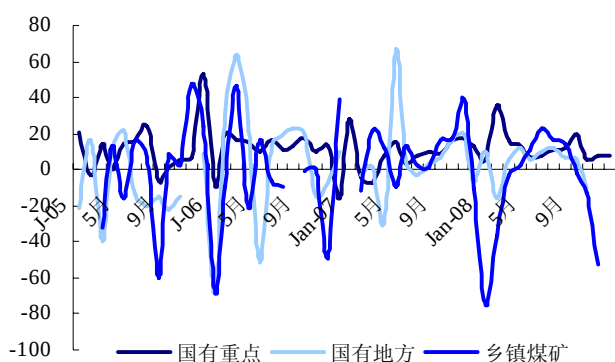
行业景气下滑刚刚开始
(08.10.29)

1. 09 年 1 月煤炭行业运行特点

1.1. 产量同比降环比升，小煤矿是主要减量

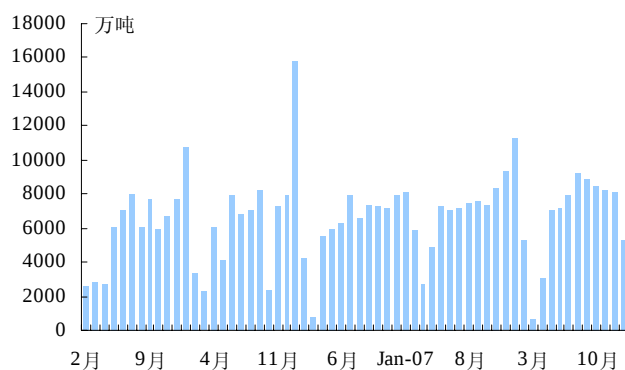
08 年 12 月原煤产量为 2.38 亿吨，同比减少 8.26%，环比 11 月增长 3.38%；08 年全年累计生产原煤 26.90 亿吨，同比增长 6.61%。国有重点煤矿 12 月产量为 1.20 万吨，同比增长 7.14%，环比略有下降。小煤矿产量连续 3 个月同比负增长，12 月乡镇煤矿生产原煤 5303 万吨，同比下降幅度为-53.07%。同比往年，12 月为小煤矿生产高峰期，由于消费清淡、传统的春节假期使小煤矿成为减产主体。今后一段时间，小煤矿的复产情况将成为影响行业短期均衡的重要变量。

图 1: 三类煤炭企业产量同比增幅对比



数据来源：国泰君安

图 2: 乡镇煤企单月产量变动趋势

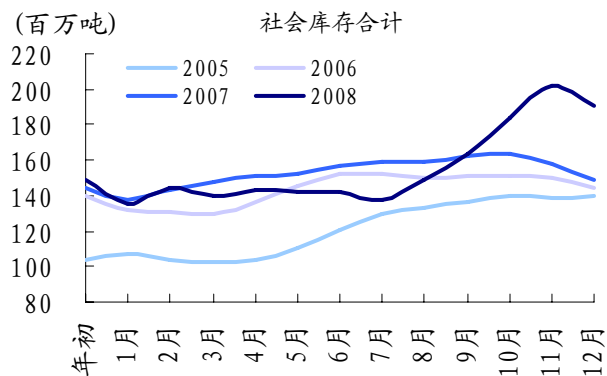


数据来源：国泰君安

1.2. 社会库存环比下降，秦皇岛库存近日反弹

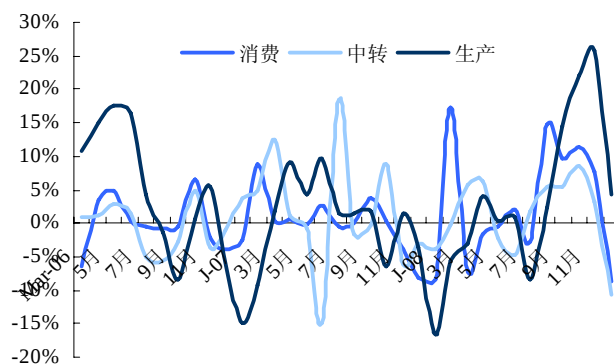
社会库存总量仍偏高。08 年 12 月底，全社会煤炭库存为 1.9 亿吨，同比上升 4160 万吨，幅度为 27.9%，环比下降 1108 万吨，幅度为 5.5%。社会库存于去年 11 月创历史新高后，目前逐步下降，向合理库存水平回归。

图 3: 2005-2008 年分月度社会库存情况



数据来源：国泰君安

图 4: 各环节库存月度环比变化率

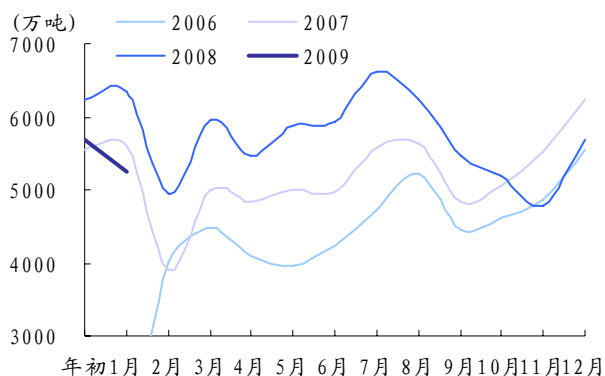


数据来源：国泰君安

从各环节库存来看，08 年 12 月底消费、中转地库存迅速消化，环比 11 月出现大

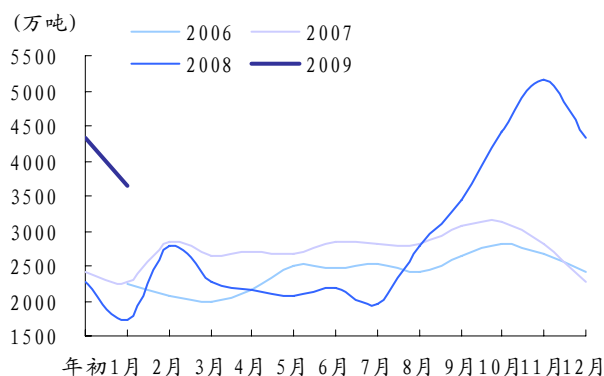
幅下降，分别环比上月下降 8.67%和 10.68%。从绝对量来说，中转地库存水平已经恢复到 08 年 9 月水平，消费商库存回到于 08 年 10 月水平，按照 12 月的库存消化速度计算，预计本月（09 年 2 月）底煤炭用户库存有望恢复到正常水平。冶金企业煤炭库存先于直供电厂库存进入回归之途，12 月冶金煤库存为 487 万吨，自去年 9 月新高后连续 4 个月下降。直供电厂月度耗煤同比下降 17.1%，1 月库存水平为 3640 万吨，延续前一个月下降趋势，环比下降 692 万吨，幅度为 16%，同比上升 1370 万吨，幅度为 60%，相比合理库存仍处于高位。

图 5: 2005-2009 年 1 月直供电厂月度耗煤



数据来源：国泰君安

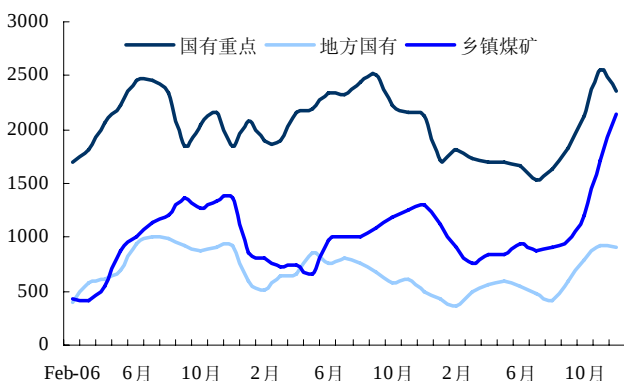
图 6: 2005-2009 年 1 月钢厂月度库存



数据来源：国泰君安

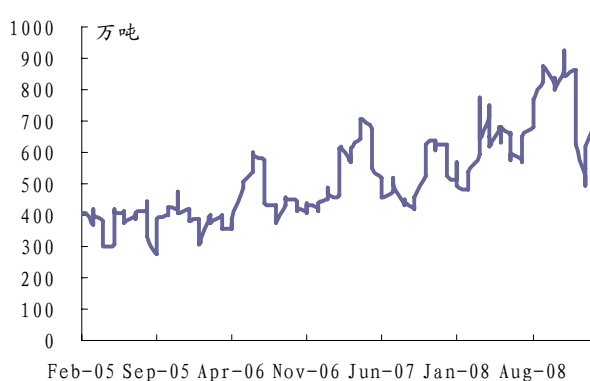
煤炭企业库存增幅在 12 月环比降低，其中国有矿消化较快，库存水平仍略高但尚属合理，煤炭企业的库存量 39.59%主要来自小煤矿，增量部分也主要来自小煤矿，这也从另一个角度解释了小煤矿减产的原因。

图 7: 2006-2008 年 12 月三类煤企库存



数据来源：国泰君安

图 8 秦皇岛煤炭库存



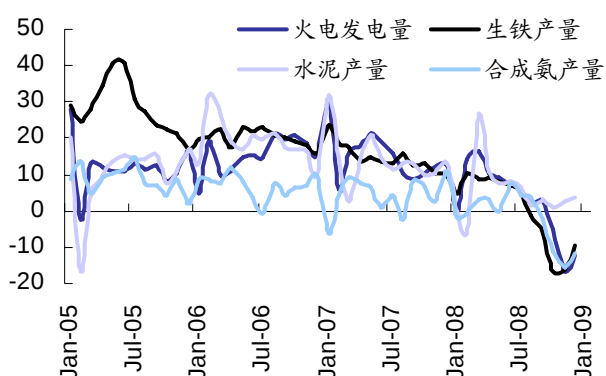
数据来源：国泰君安

秦皇岛港库存在疏港效应在 1 月中旬显现后，近期出现快速反弹。截止 2 月 6 日，秦皇岛库存为 705.6 万吨，较前期低点反弹幅度为 42.75%。

1.3. 下游产量同比持续下降，但降幅收窄

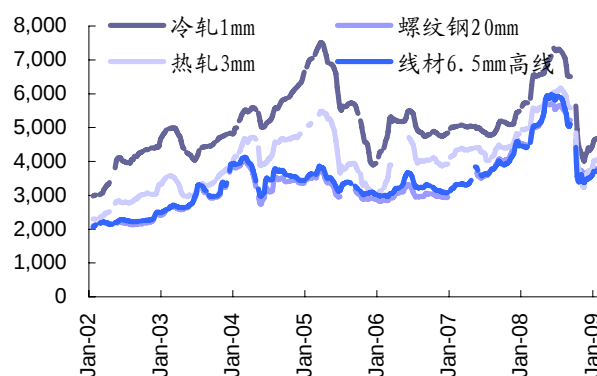
需求同比持续下降，12月火电发电量与生铁产量分别同比下降12.4%和9.4%，火电发电连续3个月负增长，生铁生产连续5个月负增长，但降幅均有所收窄。近期河北、山东等小钢厂开工率反弹，部分企业满负荷。从开工率反弹和钢材价格的上涨来看，钢材去库存的第一阶段基本完成，钢铁产能利用率与开工率进入反复博弈阶段。这个阶段，需求仍较为脆弱，产能利用率与开工率进入此消彼涨时期，直到需求的真正复苏。

图 9: 下游产业产量月度同比增长



数据来源：国家统计局，国泰君安

图 10: 主要钢材产品价格

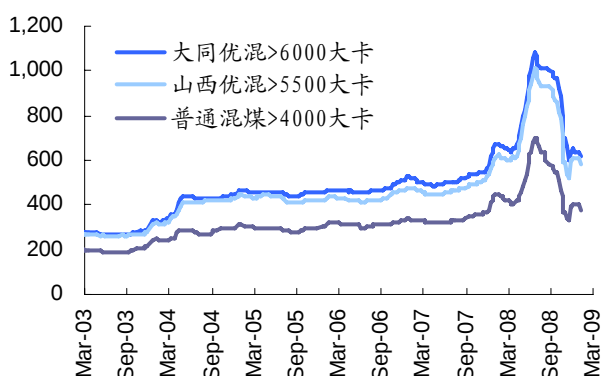


数据来源：联合钢铁网，国泰君安

1.4. 国内外煤价基本维持平稳

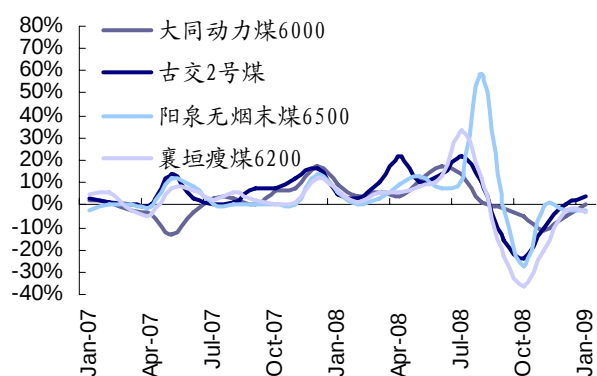
截止2月9日，秦皇岛库存快速反弹，价格略有下降。大同优混6000平仓含税价维持在620元/吨，比前一周下跌20元/吨。坑口价格维持前期价格，坑口动力煤、焦煤、无烟煤、喷吹煤价格均与上月中下旬及本月上旬价格持平。大同动力煤坑口不含税价格维持在500元/吨，古交2号煤和8号煤分别维持900元/吨和550元/吨，阳泉无烟煤末6500大卡坑口不含税价维持在570元/吨，襄垣瘦煤坑口不含税价维持在360元/吨。

图 11: 秦皇岛煤炭含税平仓价



数据来源：国泰君安

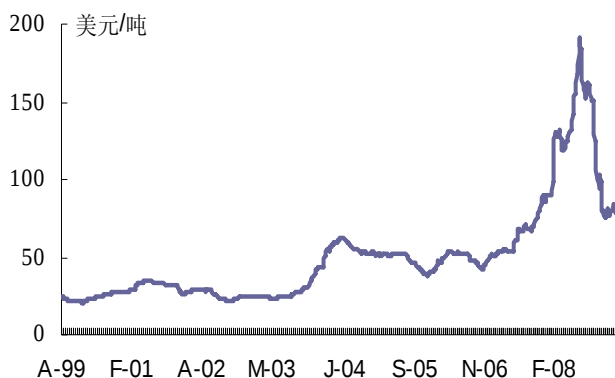
图 12: 山西坑口不含税煤价环比涨幅



数据来源：国泰君安

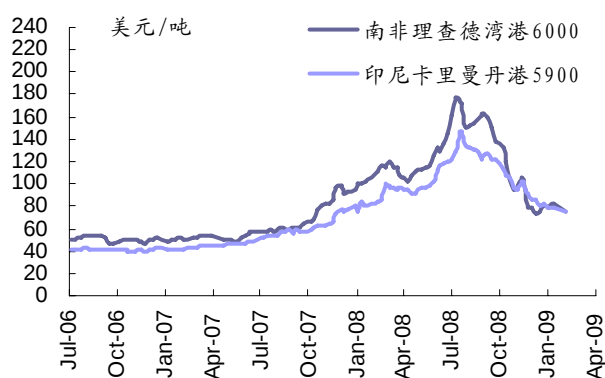
国际市场方面，国际港口煤价连续 10 周维持在 80 美元/吨附近，近期出现继续下探趋势。截至 2 月 5 日，澳大利亚 BJ 动力煤价格为 78.3 美元/吨，同比上周下跌 3.75 美元。其他主要煤炭出口国煤价也出现下跌趋势，截至到 2008 年 2 月 2 日，南非理查德湾（6000 大卡）、印尼卡里曼丹（5900 大卡）FOB 价格分别为 74.68 美元/吨和 75.11 美元/吨。

图 13: 澳大利亚 BJ 动力煤价格



数据来源：国泰君安

图 14: 印尼、南非煤炭价格走势



数据来源：国泰君安

2. 我们对近期煤价的判断

2.1. 动力煤价格可能再次面临考验

我们认为 3 月份动力煤将可能再次面临考验，压力来自三个方面：首先，冬季取暖季即将结束，需求季节性回落；其次，如前分析，小煤矿减产是近期供给面得以暂时，小矿产量降低有两个原因，一是小矿的主动减产，这部分证照齐全的小矿在目前的价格水平和需求恢复下，复产动机强烈，二是来自政府的安全整顿，随着安全的验收达标，也有可能恢复生产，最多因两会原因延迟；再次，作为短期煤价走势的反向先行指标——秦皇岛库较 2 月初低点反弹 46.78%。

2.2. 焦煤价格有望维持稳定，甚至小幅提升

目前钢铁企业已经出现正盈利，大钢厂产能利用率仍在提高中。出于对库存保持谨慎以及保证现金流的需要，目前焦炭厂和钢厂大都实施低原料库存策略，在产能利用率仍在提高的情况下，近期焦煤价格有望稳定，甚至略有上升。未来一段时间内的钢价走势至关重要，将决定下一阶段钢厂的产能利用率和焦煤的需求，也即焦煤的价格。

表 1: 近期钢厂复产情况

时间	钢厂产能恢复情况
1 月 3 日	通钢 4 号高炉点火
1 月 12 日	天铁炼钢厂板带生产线正式复产运行
1 月份	济钢、莱钢、青钢产能已由去年 10 月份的 70%恢复到 90%左右
1 月 28 日	马钢二铁总厂限产停炉检修的 3#1000 立方米高炉恢复开炉

1月29日 鞍山宝得公司去年10月份停产和限产的两条百万吨钢铁冶炼生产线全线复产
 2月2日 首钢(水钢)2号高炉开炉,水钢为期3个月的“限产减亏”结束,自此,水钢全面恢复生产

数据来源: mysteel

3. 本月行业公司重大事件点评

3.1. 煤炭上市公司公布业绩预告, 名预增, 实预减

1月底以来,煤炭上市公司集中发布或修正业绩预增公告,截至2月9日,共有13家煤炭公司公布业绩预增公告或业绩快报。从预告的情况来看,尽管全年仍是大幅预增,但如果从4季度单季,特别是考虑到安全费用调整的影响来看,4季度业绩下滑幅度较大。在这13家公司中,如果不考虑安全费用的调整,4季度亏损的公司6家,7家公司业绩环比下滑幅度在30%-80%之间,环比有增长的仅有ST平能。

表 2: 煤炭上市公司业绩预增公告计算 4 季度业绩

	Q1	Q2	Q3	不考虑安全费用		4 季度环比增加	安全费用调增	考虑安全费用调整		4 季度环比增加
				Q4 下限	Q4 上限			Q4 下限	Q4 上限	
兖州煤业	0.3	0.46	0.59	-0.24		-0.83	0.05	-0.19		-0.78
盘江股份	0.05	0.22	0.62	-0.1	0.02	-0.72	0.18	0.08	0.2	-0.54
潞安环能	0.29	0.46	0.79	0.16	-	-0.63	0.68			-0.79
平煤股份	0.32	0.5	0.92	0.3	-	-0.62	0.72			-0.92
国阳新能	0.19	0.3	0.42	0	0.38	-0.42	0.38	0.38	0.64	-0.04
开滦股份	0.43	0.63	0.59	-0.67	-0.17	-1.26	0.03	-0.64	-0.14	-1.23
兰花科创	0.36	0.68	0.63	0.29	0.52	-0.34	0.15	0.44	0.67	-0.19
金牛能源	0.38	0.64	1.32	-0.04	-	-1.36	0.34	0.3	0.3	-1.02
神火股份	0.54	0.83	0.87	-0.06	0.27	-0.93	0.1	0.04	0.37	-0.83
煤气化	0.22	0.53	0.68	-0.20	-0.2	-0.88	-0.1			-0.68
ST 平能	0.06	0.12	0.17	0.19	-	0.02	0.13	0.32		0.15
国投新集	0.08	0.13	0.18	0.12	-	-0.06	0.12	0.63		0.45
靖远煤电	0.07	0.07	0.05	0.02	0.08	-0.03	0.18	0.2	0.26	0.15

数据来源: 天相系统, 安全费用调整部分盘江股份、兰花科创、ST 平能为公司公告, 开滦股份为调研了解, 其他公司为国泰君安根据计提与使用情况核算。

3.2. 基金 08 年 4 季度减持煤炭股

根据 4 季度基金对煤炭股的持仓情况, 4 季度煤炭股大都被减持, 按持股比例来看, 减持幅度较大的分别为金牛能源、中煤能源、潞安环能、国阳新能和中国神华; 按基金家数减持较多的为中国神华、金牛能源、国阳新能、大同煤业和兰花科创。4 季度末基金持煤炭流通股比例较大的公司依次为中国神华、西山煤电、金牛能源、盘江股份和神火股份。基金占煤炭流通股的比重由 3 季度的 16.67% 下降为 10.86%。

表 3: 4 季度基金对煤炭股的持仓情况

名称	代码	08 年 3 季度			08 年 4 季度			4 季度变化	
		占流通股 比例(%)	持股数 (股)	持有该 股基金 数	占流通股 比例(%)	持股数(股)	持有该股 基金数	持股比例 变化	基金家 数变化
神火股份	000933	14.31	4458	7	11.77	3668	5	-2.54	-2
金牛能源	000937	40.97	15280	23	14.01	11040	14	-26.96	-9
煤气化	000968	4.52	1406	2	2.39	1228	2	-2.13	0
西山煤电	000983	24.23	27434	18	21.48	24321	14	-2.75	-4
兰花科创	600123	9.97	3645	6	0.74	270	1	-9.23	-5
国阳新能	600348	11.59	4644	9	0.52	499	2	-11.07	-7
盘江股份	600395	14.21	3820	5	12.78	3435	4	-1.43	-1
开滦股份	600997	8.38	2062	6	10.12	3058	2	1.74	-4
大同煤业	601001	8.01	2650	9	8.26	2732	3	0.25	-6
中国神华	601088	33.74	60726	76	25.31	45565	50	-8.43	-26
平煤股份	601666	10.47	4570	6	10.83	4727	4	0.36	-2
潞安环能	601699	17.77	6796	5	6.58	2518	5	-11.19	0
中煤能源	601898	15.65	23875	20	1.81	2763	4	-13.84	-16
露天煤业	2128	2.01	315	1	0	0	0	-2.01	-1
兖州煤业	600188	2.22	800	1	0	0	0	-2.22	-1
恒源煤电	600971	0.59	50	1	0	0	0	-0.59	-1

数据来源: 天相系统。

3.3. 五大集团拟海外采购

近日媒体报道,华能集团等五大电力集团组成的电煤订货联盟已将华润集团纳入,变成六大电企联盟,该联盟为了应对国内煤企涨价,拟-召开首届国际性电煤订货会,从国际市场寻求稳定的煤源。

09 年国际煤市供给偏宽松,按照当前价格进口动力煤对东南沿海用户比较合算。09 年煤炭主要出口国中,印尼由于国内电厂建设推迟导致内需较预期放缓,出口能力仍有望增加,澳大利亚煤炭项目投产、港口运能改善,南非港口扩建年中投产,国际煤市供给能力改善,而亚太的日、韩、台湾及欧洲等主要煤炭进口地区需求放缓,全球煤炭市场供需宽松。2008 年五大集团外加华润集团合计消耗动力煤 7.44 亿吨,占动力煤需求的比重近一半,五大集团海外购煤对煤炭出口国来说求之不得,而对于东南沿海企业(以广州为例)来说,在当前的国际价格和海运费基础上静态计算,不考虑其他成本,进口国际煤炭吨煤可节约 200 元以上。

表 4:主要煤炭出口国煤炭到广州港价格推算

	印尼(卡利曼丹港)	澳大利亚(纽卡斯尔港)
FOB 价格(美元)	75.11	78.3
发热量(大卡)	5900	6300
折算为 6000 大卡价格(美元)	76.38	74.57
FOB 价格(人民币元)	522	510
运距(海里)	1600	4000

海运费（元/吨）	40.00	40.00
保险费（元/吨）	10	20
增值税（元/吨，税率 17%）	97	97
运抵广州港价格（元/吨）	670	667
2 月 1 日 6000 大卡神木煤广州 场地价（元/吨）	920	920
国际煤炭到岸价-国内煤场地价	-250	-253

目前秦皇岛价格相对不高，进口煤对北方地区缺乏吸引力。如果以到秦皇岛的价格作为比较基础，国际煤炭失去价格吸引力，意味北方地区进口煤动力不大。同时与秦皇岛 FOB 价格相比，广州地区以及坑口价格依然相对高估，假设秦皇岛价格合理，考虑正常的费用后，坑口价格仍有 15%-20% 的下跌空间，广州港价格则有 25% 的下跌空间。

国际采购难独挑大梁，最终的结果是导致国内外价格迅速趋同。首先，07 年全球煤炭贸易量为 9.23 亿吨左右，占全球煤炭产量的 17.07%，其中动力煤 6.97 亿吨，占煤炭贸易量比重为 75%，而当前我国动力煤年需求量在 15 亿吨左右，是动力煤全球贸易量的 2 倍左右，进口作为调剂余缺和平衡价差的手段尚可，难以成为主要供给力量；其次，由于国际贸易总量不大，中国进口变化具有四两拨千斤的效果，小幅增量可能使国际煤价迅速上涨，08 年中国进口动力煤 3000 万吨左右，假设未来中国进口增量能够达到 7000 万吨，对于国际煤炭市场来说 10% 的变化足以引起国际煤价和海运费的大幅上升，同时进口增量占国内动力煤消耗量也达到 5% 左右，引发国内煤价的下跌，最终使国内外煤价走向平衡，国际煤炭失去价格竞争力，因此海外采购煤炭更重要的是谈判策略，实际操作空间和意义不大。

4. 2009 年 1 月煤炭板块市场表现

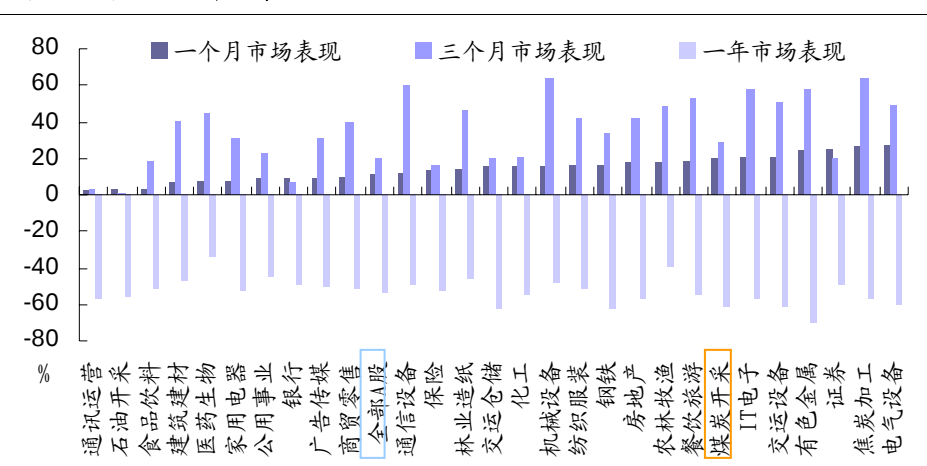
煤炭板块已经持续三个月跑赢大盘，近 3 个月的相对收益率为 40%，煤炭板块的相对估值优势已经得到很大程度的纠正，按照 2 月 9 日收盘价计算，煤炭板块总股本加权平均市盈率为 12.45 倍，市净率为 2.89 倍，与市场平均 PE 为 16.75 倍，PB 为 2.5 倍。

表 5：煤炭板块市场表现

	1 年		3 月		1 月	
	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率
煤炭指数	-54.85	0.25	63.36	40.43	34.07	18.85
上证指数	-55.10	-	22.93	-	15.22	-

数据来源：Wind，截至到 2009 年 02 月 05 日，按区间成交额加权

图 15: 行业板块市场表现



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

5. 重点公司盈利预测及投资策略

表 6: 重点公司业绩预测

简称	投资评级	2008EPS	PE	2009EPS	PE
中国神华	谨慎增持	1.52	14.80	1.55	14.52
西山煤电	谨慎增持	1.50	11.11	1.06	15.72
盘江股份	谨慎增持	1.02	14.88	0.93	16.32
开滦股份	谨慎增持	1.33	12.98	1.17	14.75
潞安环能	中性	2.41	7.84	1.68	11.24
平煤股份	中性	2.77	7.03	1.69	11.53
兖州煤业	中性	1.18	9.83	1.02	11.37
大同煤业	中性	2.35	7.17	1.57	10.74
中煤能源	中性	0.62	14.52	0.58	15.52

数据来源: 国泰君安证券研究所 (截止 2 月 9 日价格)

在未来 1-2 个月内煤炭价格重新面临方向性选择和当前煤炭估值与 A 股平均水平已经较为接近的情况下, 驱动煤炭股继续跑赢指数的双轮动力略显后劲不足。维持对行业的中性评级。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com