

煤炭开采Ⅲ

刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn



煤炭开采Ⅲ

悲观预期改善提升估值水平

—煤炭行业 2009 年 2 月报

产量负增长、库存下降和煤价回暖显示悲观预期改善，估值将提高，重点关注炼焦煤子行业和盈利增长公司。

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	09PE	09PB	评级
潞安环能	9.6	4.0	推荐
国阳新能	12.2	5.0	推荐
平煤股份	9.6	2.7	推荐
开滦股份	12.3	2.5	推荐
西山煤电	15.6	4.8	推荐
中国神华	12.0	3.1	推荐
兖州煤业	8.2	2.2	推荐
恒源煤电	8.7	2.4	推荐
天地科技	16.4	6.6	强推
荣信股份	26	7.5	强推

投资要点

- **产量：月度产量首次负增长。**12 月原煤产量下降 1.9%，国有重点煤矿仍然增产，乡镇煤矿和国有地方煤矿产量同比大幅下滑，表明地方政府和煤炭企业具有控制煤炭产量的能力；
- **国际国内煤炭价均出现回暖。**澳大利亚 BJ 动力煤煤价反弹 8.6%，秦皇岛发热量为 5500 大卡山西大混反弹 18%；炼焦煤价格上升，平煤股份主焦精煤和肥精煤提价 150 元/吨（含税价）；
- **库存同比增加但环比下降。**12 月末，全社会煤炭库存 19064 万吨，同比增加 4161 万吨，环比下降 1108 万吨。从结构来看，煤矿库存为 5404 万吨，电力行业库存 4332 万吨，冶金库存 487 万吨，港口 1975 万吨。电力企业和冶金企业呈下降趋势，显示需求侧耗煤增加；
- **煤炭进出口基本持平。**12 月，煤炭出口 446 万吨，同比下降 127 万吨；进口煤炭 267 万吨，同比下降 166 万吨。2008 年煤炭净出口量 503 万吨，说明中国煤炭基本是自产自销；
- **需求收缩相对更快。**12 月，火电、生铁、有色、水泥和焦炭等行业继续表现为负增长，但下滑幅度收窄。原煤产量首次出现负增长，同比下滑 1.3%，基于政府控制能力和企业自我约束能力增强，以销定产策略的实施令煤炭不可能大面积过剩；
- **投资评级：增持。**我们判断煤炭业投资机遇在于：1、盈利回落或低于预期；2、煤炭企业的资产整合；3、估值水平主动提升；4、估值水平被动性提升。
- **公司推荐：**潞安、平煤、国阳、神华、荣信、天地。

相关报告

《平煤-焦煤价格提价 盈利增加和估值提升推动股价》
2009-2-5

《大同煤业-收购矿业公司 70% 股权有助于提高储备和产能》2008-12-30

《大同煤业-关注产能释放和资产注入机会》2008-12-25

目 录

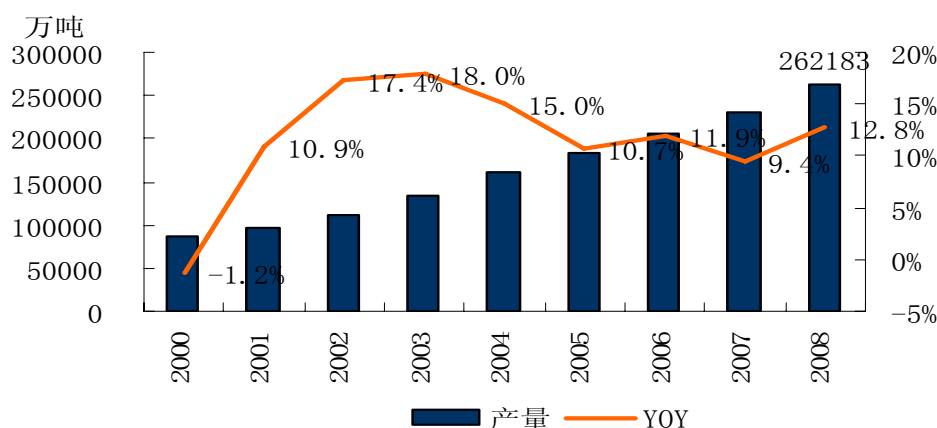
一、产量：减产	- 3 -
二、煤价：回暖迹象明显	- 4 -
三、库存：快速增加	- 6 -
四、进出口：基本持平	- 8 -
五、需求回落更快	- 9 -
六、行业动态&公司信息	- 10 -
七、投资策略	- 11 -
八、重点公司	- 11 -

图 1 原煤产量	- 3 -
图 2 三类煤炭企业 12 月产量变化	- 3 -
图 3 澳大利亚 BJ 煤价和指数	- 4 -
图 4 原中央财政电煤价格和重点煤矿商品煤价	- 4 -
图 5 山西省重点煤企出厂价	- 5 -
图 6 秦皇岛港煤价	- 5 -
图 7 分煤种价格	- 6 -
图 8 全社会煤炭库存	- 6 -
图 9 重要港口煤炭库存	- 7 -
图 10 秦皇岛港煤炭库存	- 7 -
图 11 山西省煤炭库存	- 8 -
图 12 中国煤炭月度和累计进出口	- 8 -
图 13 中国煤炭净出口	- 9 -
图 14 分煤种出口数量	- 9 -
图 15 主要用煤行业累计增速	- 10 -
图 16 主要用煤行业月度增速	- 10 -
表 1 山西省重点煤炭企业综合煤价	- 5 -
表 2 重点公司盈利预测	- 11 -

一、产量：减产

全行业：减产！

图 1 原煤产量

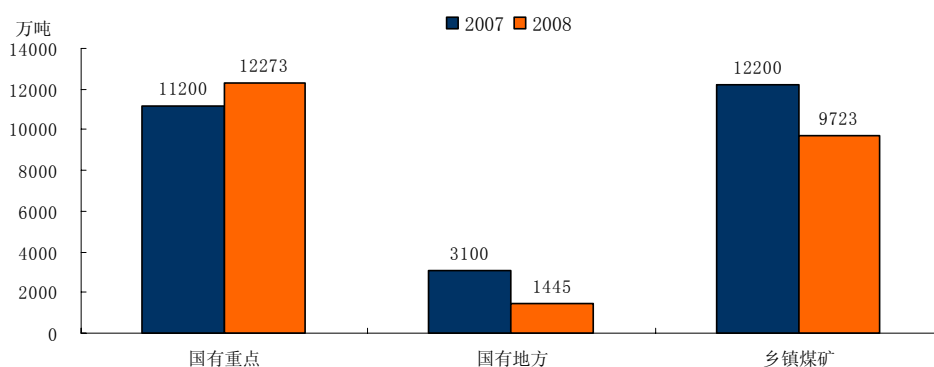


数据来源：兴业证券研发中心

1-12月，中国原煤产量262183万吨，同比增长12.8%，仍然保持较快增速。但从月度数据来看，12月原煤产量21994万吨，同比下降1.9%，环比下降3.1%。尽管减产幅度不大，但我们认为这个数据比较理想，至少反映出煤炭行业在需求减缓面前可以通过产量控制来降低库存以避免形成坏帐，同时也可保持对下游具有足够的议价能力，与此相比，过往市场对于煤炭供需关系过于悲观。

地方和乡镇煤矿是减产的主要对象

图 2 三类煤炭企业 12 月产量变化



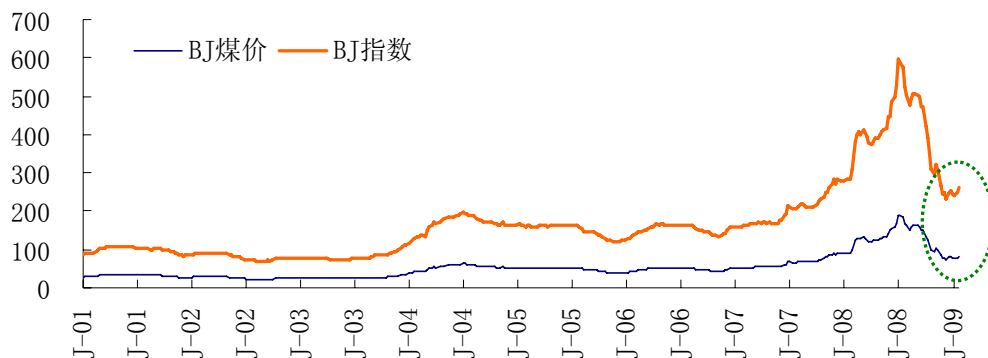
数据来源：兴业证券研发中心

尽管12月原煤产量整体表现为减产，但三种类型煤矿产量却出现分化。减产煤矿主要是国有地方和乡镇煤矿等中小型矿井，两者同比分别减产1655万吨和2477万吨，相比之下，国有重点煤矿不减反增，增产1073万吨。我们认为，减产原因一是地方政府对小煤矿产能的控制；二是中小煤矿的市场化意识明显大强，都从一定程度上提高行业估值水平。

二、煤价：回暖迹象明显

国际：澳大利亚触底反弹

图 3 澳大利亚 BJ 煤价和指数

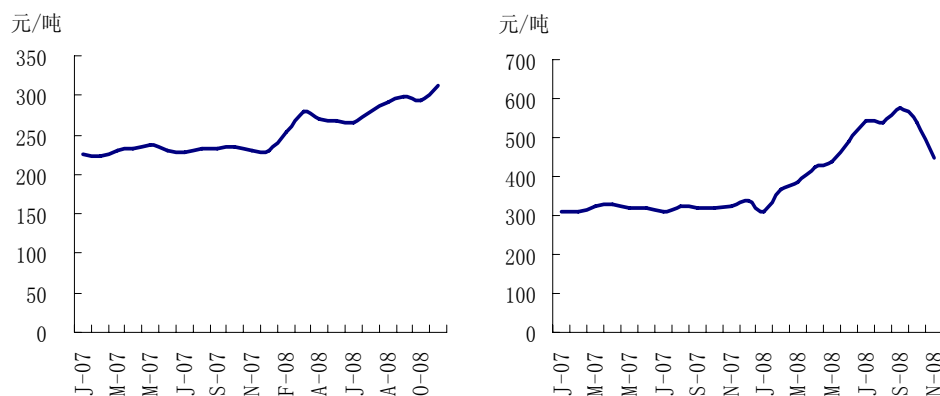


数据来源：兴业证券研发中心

澳大利亚 BJ 煤炭价格于 2009 年 1 月 8 日见底 77.05 美元/吨后，小幅反弹至 1 月 22 日的 83.45 美元/吨，上涨 6.4 美元/吨，涨幅 8.3%。同时，BJ 指数由 240.80 点上涨 20 点至 260.80 点。国际煤价的上涨为国内煤价上涨提供一定支撑。

国内：触底反弹

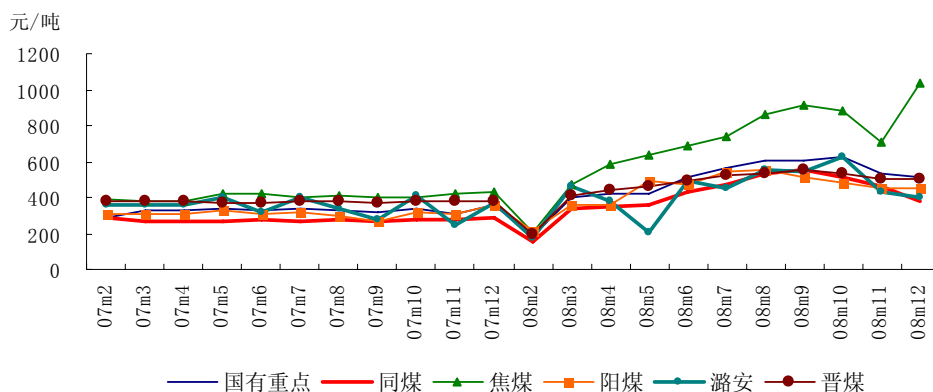
图 4 原中央财政电煤价格和重点煤矿商品煤价



数据来源：兴业证券研发中心

由于统计数据滞后，我们仅获得了原中央财政煤炭企业的 11 月数据，其中，电煤 11 月均价为 314 元/吨，同比上涨 84 元/吨，环比上涨 21 元/吨；重点煤矿商品煤 11 月均价为 449 元/吨，同比上涨 126 元/吨，环比下降 90 元/吨。由此可以看出，煤炭降价主要是重点电煤部分。

图 5 山西省重点煤企出厂价



数据来源：兴业证券研发中心

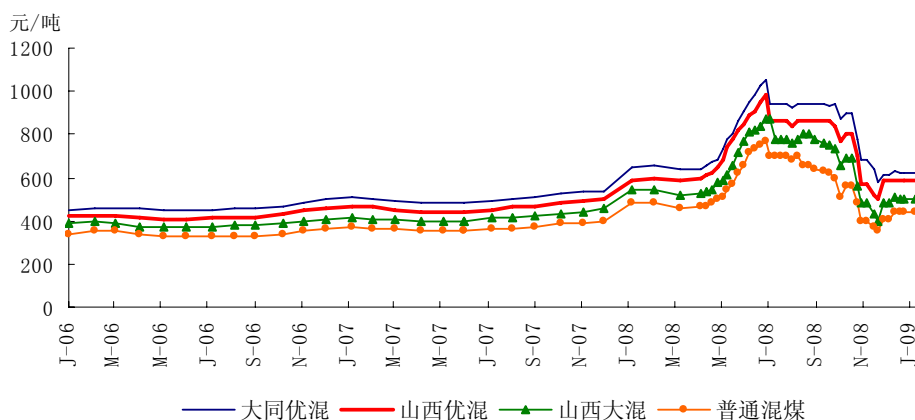
表 1 山西省重点煤炭企业综合煤价 (元/吨)

类别	07 年 11 月	07 年 12 月	08 年 11 月	08 年 12 月	同比 涨跌	环比 涨跌
国有重点煤矿	311	357	532	518	160	-15
大同煤矿集团	280	287	465	378	90	-87
山西焦煤集团	418	436	713	1040	604	327
阳泉煤业集团	310	361	456	456	95	0
潞安矿业集团	245	372	427	404	32	-23
晋城无烟煤集团	383	376	502	502	127	0

数据来源：兴业证券研发中心

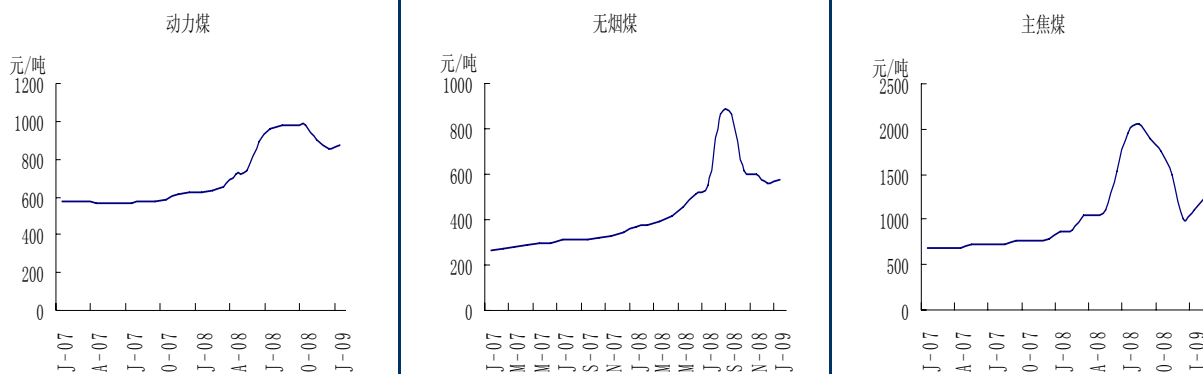
山西省国有重点煤炭 12 月综合煤价为 518 元/吨，同比上涨 160 元/吨，环比下降 15 元/吨。细分来看，晋城无烟煤和阳泉煤业的煤价未出现明显下跌。山西焦煤集团煤价出现异常上涨，目前我们尚无法获得具有足够说服力的数据，估计是 11 月炼焦精煤发货量大幅下降而在 12 月大幅释放所致。

图 6 秦皇岛港煤价



数据来源：兴业证券研发中心

秦皇岛港口煤价起稳回升。以具有代表性的发热量为 6000 大卡以上的大同优混煤计算，12 月 15 日煤价为 580 元/吨，2 月 2 日回升致 630 元/吨，上涨 8.6%。同期，发热量分别为 5500 大卡山西优混和 5000 大卡山西大混同比上涨 18% 和 27.5%。

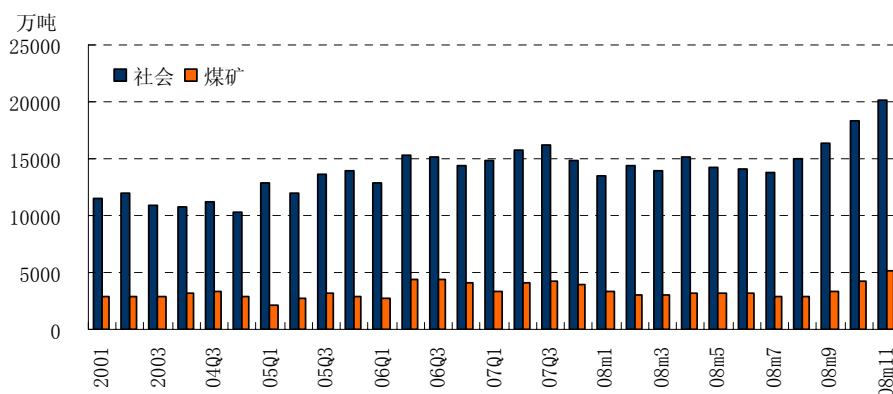
图 7 分煤种价格


数据来源：兴业证券研发中心

分煤种来看，主焦煤价格弹性更好，动力煤相对稳定，无烟煤介于两者之间。波动原因在于主焦煤的下游较为单一，主要是冶金行业，在此期间产量大幅削减所致；动力煤则因下游分散并且由于冬季取暖用煤上升而价格较为坚挺；无烟煤价格介于主焦煤和动力煤之间。

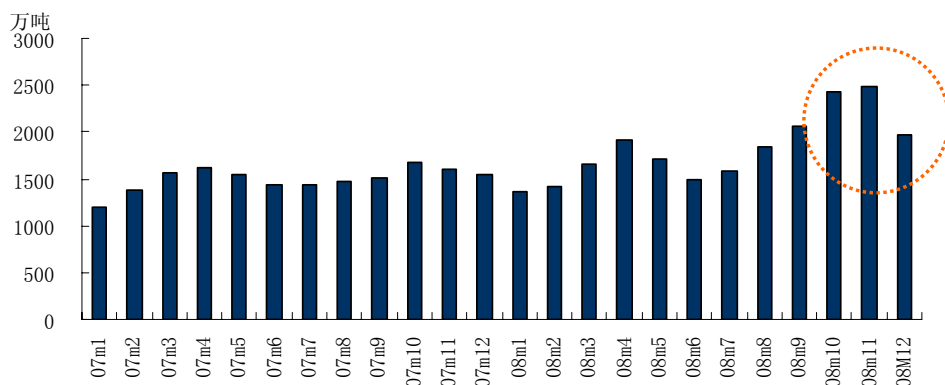
三、库存：快速增加

根据目前所获得的静态数据，12 月末各类煤炭库存均呈现同比增加而环比下降情况，我们认为煤炭企业供给能力和下游需求在消费旺季正在向有利方向转变。并且，根据我们掌握的动态数据，大型煤企如兖州煤业库存下降较快，显示供需并未严重脱节。

图 8 全社会煤炭库存


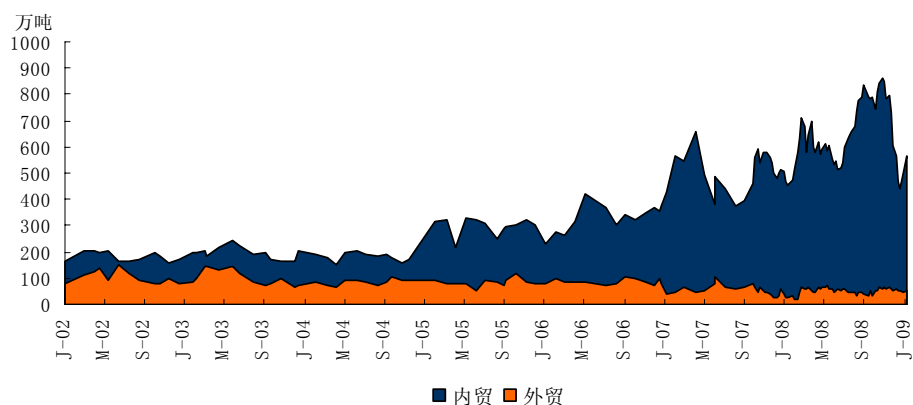
数据来源：兴业证券研发中心

12月底，全社会煤炭库存19064万吨，同比增加4161万吨，环比下降1108万吨。从结构来看，煤矿库存为5404万吨，电力行业库存4332万吨，冶金库存487万吨，港口1975万吨。其中，煤炭企业和港口库存上升较快，电力企业和冶金企业呈下降趋势，显示需求侧耗煤增加。

图9 重要港口煤炭库存


数据来源：兴业证券研发中心

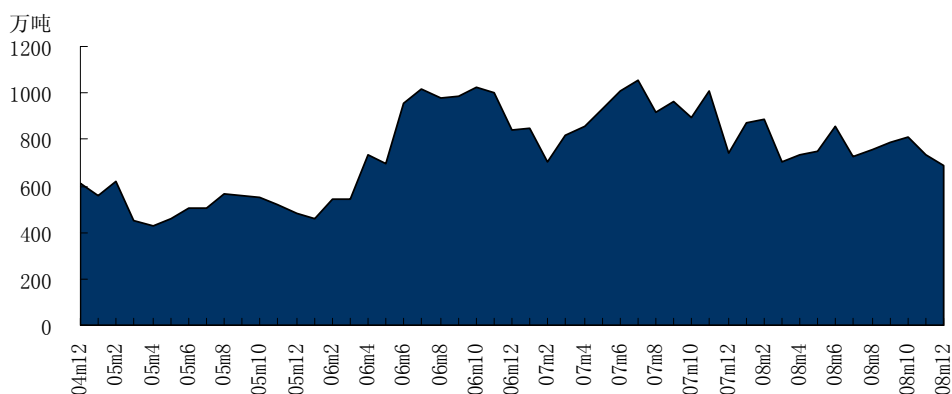
12月末，重要港口库存为1975万吨，同比增加382万吨，环比下降565万吨。从结构来看，除了运量小、可比性不强的锦州港、营口港和武汉港略有上升外，其他港口库存均呈下降趋势。

图10 秦皇岛港煤炭库存


数据来源：兴业证券研发中心

1月30日，秦皇岛港口煤炭库存616万吨，同比增加122万吨，环比下降9万吨，基本处于可控范围内。结构来看，外贸煤库存49万吨，变动不大；内贸煤567万吨，是库存变动的主要因素。

图 11 山西省煤炭库存



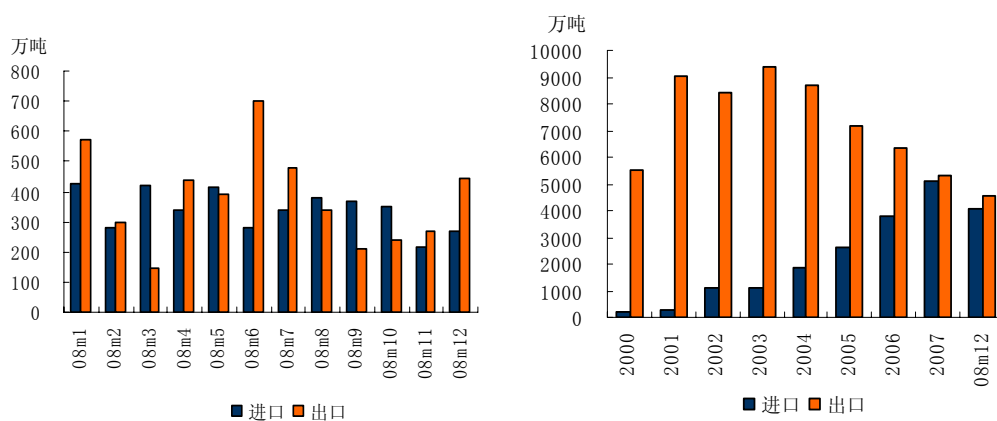
数据来源：兴业证券研发中心

2008 年 12 月末，山西省煤炭库存 678 万吨，同比下降 61 万吨，环比下降 12 万吨。煤炭库存相当于 2006 年 4 月份以前的水平，意味着煤炭省际调出量减少，有利于煤价保持相对平稳。

四、进出口：基本持平

进出口数据显示，中国仍然维持净出口地位，1-12 月出口 4543 万吨，进口 4040 万吨，净出口量为 503 万吨，绝对量不大，说明中国煤炭基本是以自产自销为主。

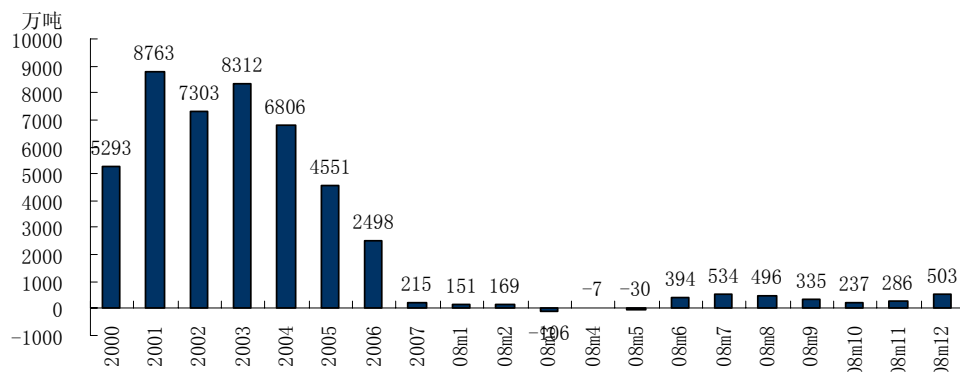
图 12 中国煤炭月度及累计进出口



数据来源：兴业证券研发中心

12 月，煤炭出口 446 万吨，同比下降 127 万吨。其中，中煤出口 115 万吨，神华集团出口 257 万吨，山西进出口集团 19 万吨，五矿集团出口 34 万吨，其他企业出口 21 万吨。同期，中国进口煤炭 267 万吨，同比下降 166 万吨。

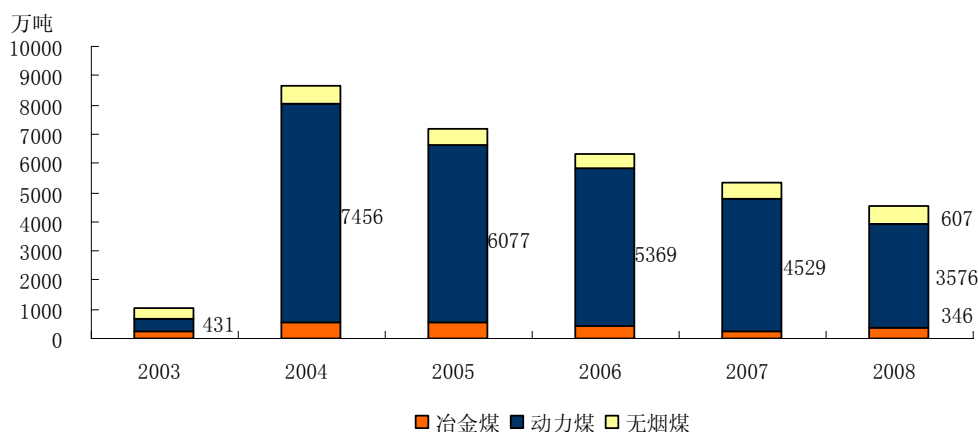
图 13 中国煤炭净出口



数据来源：兴业证券研发中心

2008 年，中国煤炭净出口 503 万吨，超过 2007 年的 215 万吨，但仍然偏低，说明国内需求依然旺盛。就单月数据来看，12 月净出口 179 万吨，仅低于 6 月份净出口的 421 万吨。

图 14 分煤种出口数量



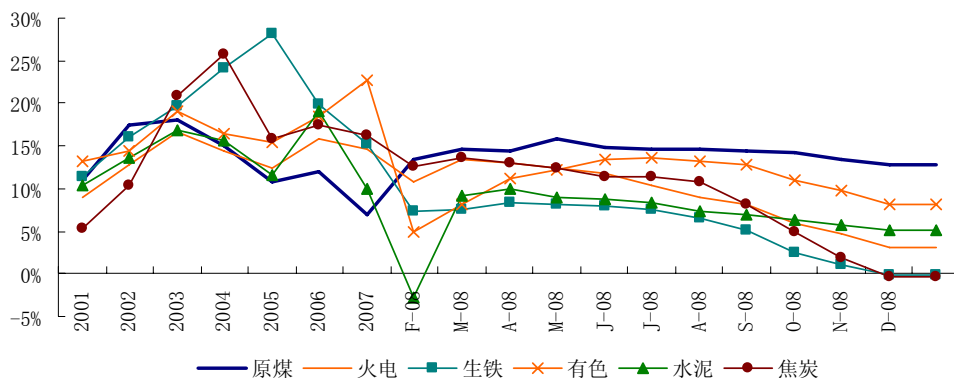
数据来源：兴业证券研发中心

12 月，中国出口冶金煤、动力煤和无烟煤分别为 38 万吨、350 万吨和 58 万吨，动力煤依然是重点出口煤种。

五、需求回落较快

下游行业 12 月单月增速及 2008 年全年增速继续呈现下滑趋势，并且也持续低于供应侧-原煤产量的增速，提示我们煤炭供求平衡仍未完全到位，除非我们看到绝对煤炭库存下降，或者更严格说是在煤炭不减产情况下的库存下降。我们预计，需求的刚性和煤炭供给的收缩在一定程度会影响煤价走强。

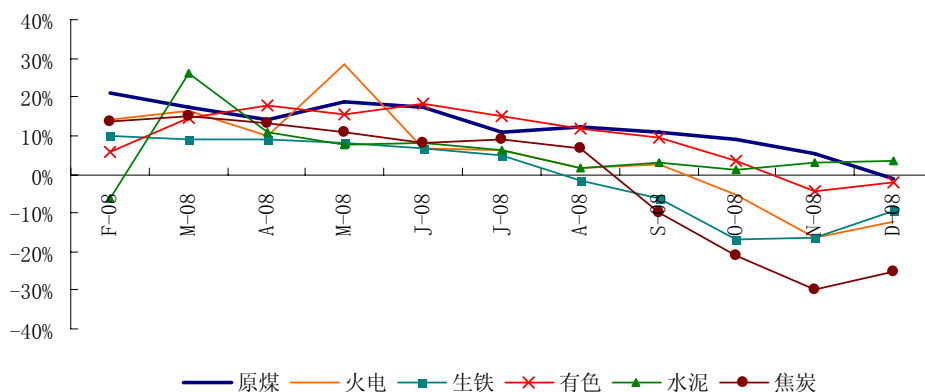
图 15 主要用煤行业累计增速



数据来源：兴业证券研发中心

12月数据显示，煤炭行业的下游-火电、生铁、有色、水泥和焦炭等行业继续表现为负增长，但下滑幅度收窄。值得注意的是，原煤产量首次出现负增长，同比下滑1.3%。我们认为，基于政府控制能力和企业自我约束能力增强，以销定产策略的实施令煤炭不可能大面积过剩。

图 16 主要用煤行业月度增速



数据来源：兴业证券研发中心

六、行业动态&公司信息

1、煤矿产能核定权迁移到国家煤矿安全监察局

点评：我们认为，煤矿产能核定权由国家发改委转移至煤监局，意味着煤炭行业治理整顿将由更具专业水准、技术水平的权威部门来管理。由于煤监局更清楚煤矿的生产能力和安全情况，凭借其安全监管职能以及新增加的产能核定权，某种意义上拥有一票否决能力，从而有利于从总体上控制煤炭生产能力，避免煤炭行业陷入无序竞争状态。

2、平煤股份主焦精煤和肥精煤含税价自 2 月 1 日起提高 150 元/吨

点评：我们认为，平煤股份炼焦煤提价超出此前市场预期，表明炼焦煤供应相对短缺、需求趋旺、运力偏紧，预计炼焦煤子行业仍能维持弱均衡，而非此前市场认为的宽松。就平煤而言，提价将从利润和估值两重角度推升股价。引伸出去，我们认为，与动力煤相比，炼焦煤子行业供应格局更为有利，小煤矿的关停将提升主要焦煤龙头企业的话语权，钢铁振兴计划也从一定程度上封杀了炼焦煤调整的空间，建议关注炼焦煤子行业中的潞安环能、国阳新能和开滦股份等。

七、投资策略

我们认为，当前煤炭行业仍然具有**较大投资机会**，主要表现为：

- 1、盈利回落或低于预期。**多数公司 2009 年业绩回落，但《财会函 56 号文》的出台将使安全费用和维简费的会计处理有所调整，煤炭公司业绩将适当上调；
- 2、煤炭企业的资产整合。**大型煤矿整合地方小煤矿在某种程度上为其扩张提供了条件，同时也为其减少了有利的价格竞争者，行业秩序趋于良性；
- 3、估值水平主动提升。**炼焦煤提价表明冶金煤需求供需仍然维持脆弱均衡，不管是供给还是需求，只要出现细微波动，就会推动煤价上涨，而非原先的悲观预期；
- 4、估值水平被动性提升。**沪深 A 股其他板块走强，将增强煤炭上市公司吸引力。

就投资品种而言，我们认为仍然在低估值基础上选择品种。建议关注炼焦煤子行业。此外，我们注意到，由于取暖期接近尾声，动力煤需求或将下降，预计动力煤价格将有季节性调整，中国神华、中煤能源和兖州煤业等或将受负面影响。

八、重点公司

表 2 重点公司盈利预测

股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	09PB	投资评级
荣信股份	0.98	1.37	1.78	26.0	7.5	强推
天地科技	0.79	0.98	1.20	16.4	6.6	强推
西山煤电	1.36	1.00	0.87	15.6	4.8	推荐
开滦股份	2.00	1.35	1.18	12.3	2.5	推荐
平煤股份	2.37	1.93	1.68	9.6	2.7	推荐
金牛能源	2.42	1.97	1.75	10.6	3.1	推荐
潞安环能	1.98	1.97	1.66	9.6	4.0	推荐
国阳新能	1.18	1.18	1.25	12.2	5.0	推荐
兰花科创	2.22	1.98	1.53	8.8	2.7	推荐
神火股份	2.95	1.86	1.58	10.1	3.2	推荐
兖州煤业	1.58	1.35	0.90	8.2	2.2	推荐
恒源煤电	1.65	1.98	2.44	8.7	2.4	推荐
大同煤业	1.75	1.51	1.23	10.5	2.7	推荐
露天煤业	0.85	1.08	1.19	12.2	4.8	推荐
国投新集	0.64	0.72	0.85	10.5	2.8	无评级
中国神华	1.46	1.82	2.25	12.0	3.1	推荐
中煤能源	0.65	0.87	1.10	9.8	1.9	推荐
平均	0.79	1.44	1.46	11.5	2.89	推荐

数据来源：兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。