

中性 维持

2009 年 3 月 17 日

煤炭价格短期上冲动力不足

——秦皇岛调研纪实

煤炭行业分析师：韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

内容提要

- ✓ 由于煤电双方分歧过大，合同煤炭价格谈判至今无果。普遍的预期是，合同煤炭价格同比持平或者略有上涨的概率较大。五大发电集团进口煤炭，显示其对国内合同煤炭价格持平或者略涨的认可。
- ✓ 2009 年合同煤炭价格坚挺，部分因为煤炭生产成本过快增长，煤炭企业有转嫁成本的需要，部分由于 2008 年市场煤炭价格暴涨而合同煤炭价格稳定，煤炭企业有弥补“损失”的需求。
- ✓ 业内人士认为，2009 年煤炭价格变化的幅度要显著收窄，不会出现去年的暴涨暴跌。全年波动的幅度在 10% 上下。季节性、区域性的煤炭价格波动依然存在。短期内，煤炭价格有小幅向下的压力。
- ✓ 不同人士的一致推断：2009 年提高资源税的可能性很小。即便此后有所提高，幅度也会在销售收入的 3-5% 之间。
- ✓ 需求回暖迹象并不明显；山西省小煤矿复产已有预期，煤炭进口增加出口减少；国际煤炭价格相对的低价，这些都对短期煤炭价格走势产生一定的压力。由于煤炭价格同比下跌，煤炭上市公司 2009 年业绩普降，我们维持行业“中性”的投资评级。关注秦皇岛煤炭库存、秦皇岛煤炭价格、全国发电用电量、钢材价格等先行指标的变化。敬请关注我们对于山西等省市小煤矿复产的跟踪报告。

1、合同煤炭价格谈判的可能结果会是什么？

2009 年的合同煤炭价格谈判迄今仍没有结果，至于何时，无法确定。据了解，2008 年同煤集团合同煤平仓价是 465 元/吨（坑口不含税价格是 305 元/吨左右），神华是 458 元/吨。2009 年同煤要求的价格是 550 元/吨（坑口价为 365 元/吨），神华略低于这个价格。我们认为，同煤 2009 年期望的合同煤炭价格会遇到一定的压力，原因之一是，同样发热量（5500 大卡以上）的市场煤，其在秦皇岛的平仓价也不过是 560 元/吨左右。原因之二是，电力企业的期望的合同煤炭价格比 2008 年的价格还要下降 50 元/吨以上。最终的结果介于上下游要求的价格中间。我们认为，即便同煤期望的合同价格有所下跌，合同煤炭价格同比持平或者微涨 5% 应该是可期的。

分析：从不同市场人士获得的关于合同煤炭价格的口径有比较大的差别。其中之一是，同煤集团 2008 年的合同煤炭价格是 476 元/吨，要求 2009 年的价格 526 元/吨（476 元/吨+50 元/吨），五大发电集团要求的价格是 396 元/吨（476 元/吨-80 元/吨）。

大同煤业（601001）2008 年上半年的煤炭综合售价是 433.84 元/吨（这可以被认为坑口不含税价），远高于上述同煤集团的合同煤炭价格，由于无法获知公司准确的销售结构以及价格，我们推测，公司或者期间频繁变动合同煤炭售价，或者大幅度提高市场煤销售比例。中国神华（601088，SH）同期的合同煤炭综合售价是 328.2 元/吨，同比 2007 年 314.5 元/吨略有提高，大体推测其 2008 年合同煤炭价格同比的变动幅度较少。

煤炭电力企业对合同煤的价格期望值差别非常大，市场普遍认为，双方都必须让步，最后的合同煤炭价格同比持平或者微涨 5% 的概率较大。此前不久，市场传言五大集团购买国外煤炭，我们认为这是压价大战略下的一个战术。进口澳大利亚到岸价 560 元/吨（70 美元到岸价，考虑增值税以及外币兑换），这或许就是五大发电集团可接受的合同煤炭价格底线：秦皇岛平仓价 520 元/吨（澳大利亚到岸价减去 40 元/吨运费），这比 2008 年同煤的价格同比上涨 10% 左右。

2、什么支撑 2009 年的合同煤炭价格的持平或者微涨？

主要的原因有两个，一个是煤炭企业成本费用上涨所必定会有的转嫁行为。另一个是煤炭企业力求弥补此前的损失。

煤炭企业 2008 年有一系列的成本费用增加，主要包括山西省征收的可持续发展基金（按照原煤征收 14-20 元/吨）、环境恢复治理保证金（按照原煤征收 5 元/吨）、煤矿转产发展基金（按照原煤征收 10 元/吨）等，加上人员工资、安全投入等的增加。煤炭企业不能也不会独自承担由此产生的费用。2008 年的煤炭价格确实有了非常大幅度的上涨，但这主要是市场煤，合同煤炭价格其实变化并不大。据了解，合同煤比例比较高的神华集团、中煤集团、伊泰集团等，2008 年基本上没有大的变化。因此，五大煤炭集团（神华集团、中煤集团、同煤集团、伊泰集团以及山煤集团）2009 年要求提高煤价，一个是转嫁煤炭成本的上涨，另一个就是弥补 2008 年的部分损失。当然，五大集团合同煤执行的比例差别比较大。

分析：煤炭企业成本的快速上涨是从 2007 年开始的。山西省的例子是，2007 年 3 月 1 日起征收可持续发展基金，从 2007 年 10 月 1 日起征收环境恢复治理保证金以及转产发展基金。2008 年这些费用将全年征缴，另外还有随煤炭价格上涨而水涨船高的人工费用、材料成本等。大部分守信用的煤炭企业当年并没有提高合同煤炭价格，因此，寻求 2009 年合同煤炭价格的适当上涨也是有理由的。需要注意的是，2009 年，即便合同煤炭价格上涨，未必带动收入同比例增长，一方面，需求的下降会导致销量的减少（中国神华 2 月份的销量环比同比都有较大幅度下降），另一方面，市场煤炭价格同比有较大幅度下降会导致收入的减少。

3、五大煤炭集团和五大发电集团之间的合同煤炭价格没有谈就，目前秦皇岛交易的煤炭都是市场煤炭？

秦皇岛不间断有煤炭的调进调出，交易一直在进行，五大煤炭集团（神华、中煤、伊泰、大同以及山煤）以及五大发电集团（华能、大唐、国电、华电和中电投）也都在其中交易。有以下几个方面的情况：（1）非五大发电集团与煤炭企业的交易。2008 年，我国发电设备装机容量是 79253 万千瓦，火电 60132 万千瓦。其中五大发电集团的火电装机容量占全国的比例是 45%左右（2007 年 42%）。从装机容量简单推断，五大发电集团的煤炭使用数量大体也会保持这个比例。五大发电集团在整个秦皇岛的煤炭交易中并不占绝对部分。现在，除了市场煤炭照常的交易之外，合同煤也在交易，主要是煤炭企业与非五大发电集团之间的交易。（2）五大发电集团也有交易，或者是市场采购，或者是变相的合同采购。我们无法获知五大集团的煤炭采购中市场以及合同的比例，可以肯定的是，其煤炭的绝大部分是合同煤炭。其市场采购的部分以市场价格交易，这包括从非五大煤炭集团采购的部分，也有从五大煤炭集团采购的部分，采用先交易后算账的方式。

分析：电力企业以及煤炭企业会各自追求利益的最大化，都会根据市场煤炭价格的变化，调整合同以及市场煤炭买卖的策略。从最近几年看，由于煤炭价格的上涨，五大发电集团更倾向于严格执行合同煤炭价格以及数量。煤炭生产企业的意向相反。由此必定会引起矛盾。2008 年少部分煤炭企业合同执行比例较低，也成为 2009 年煤炭价格谈判中电力企业指向的焦点。基于长期发展的煤炭电力企业，倾向于忽视短期利益得失，相对严格执行合同数量以及价格。即便未来国内铁路运输瓶颈消失，即便电价也走向市场化，合同以及市场煤炭依然存在。

4、市场煤炭价格 2009 年的走势会如何？

预测 2009 年全年的煤炭价格有非常大的难度。主要的原因在于，煤炭供给和需求在 2009 年都存在很多的不确定性因素。对全年市场煤炭价格的走势（尤其是市场动力煤）大体的判断是：2009 年价格变化的幅度要显著收窄，不会出现去年的暴涨暴跌。季节性、区域性的煤炭价格波动依然存在。短期内煤炭价格有小幅向下的压力。全年波动的幅度在 10% 上下。

近期行业发生的几个值得关注的变化值得引起注意，并对短期煤炭价格产生影响：（1）全国发电量、用电量没有明显的增长。从发电量看，2008 年 10-12 月，全国发电量单月同比分别下降 4.0%、9.6%和 7.9%。2009 年 1-2 月同比下降 6.5%左右。2008 年 10-12 月份，全国用电量单月同比分别下降 3.7%、8.6%、9.0%，2009 年 1-2 月同比下降 5.2%。下降幅度有所收窄，但依然有点疲弱。了解的情况是，现在不少发电企业的产能利用率只有 60-70%左右。发电量的变化需要密切关注。（2）供给的增加。从固定资产投资推断的最近几年的国内煤炭增量其实应该不少。山西省小煤矿的复产预计在 4 月中旬前后，尽管复产速度不会很快，但由此可能引起煤炭供求关系的变化。另外，进口增加出口减少会增加国内煤炭的供给。最近两个月，秦皇岛外贸煤炭完成 39 万吨，同比减少 159 万吨，下降 80.3%。这两个月进口的数量达到 787 万吨，同比增长 11.5%。（3）国际煤炭价格对国内煤炭价格的影响。目前澳大利亚 BJ 现货价格近期在 65-70 美元/吨左右徘徊。据说 2009 年财年的动力煤价格在 70 美元/吨上下。这一价格一旦谈定，现在的国内煤炭价格还会有一定压力。（4）大秦铁路运量的规划。2008 年，大秦铁路完成煤炭运量 3.402 亿吨，低于此前设定的 3.5 亿吨的目标。我们从其他渠道获得的消息是，有关管理机构给大秦铁路 2009 年的煤炭运量计划小于 2008 年，——需求疲弱似乎已经成为一个共识。

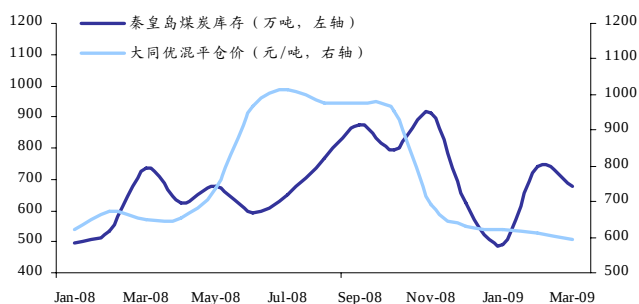
分析：需求回暖迹象并不明显；山西省小煤矿复产已有预期，煤炭进口增加出口减少；国际煤炭价格相对的低价，这些都对短期煤炭价格走势产生一定的压力。判断未来价格走势，需要密切关注的有两个主要变量的变化，其一是发电量的变化，其二是山西省小煤矿复产的时间以及进度。我们也将密切跟踪着这些变化。国际石油价格从最高点 147 美元/桶迄今的跌幅超过 68%，澳大利亚 BJ 煤炭价格从最高点 191 美元/吨迄今的跌幅超过 66%，秦皇岛大同优混平仓价从最高点 1065 元/吨迄今的跌幅不到 44%。国内煤炭价格走势“特立独行”于国际能源价格，有其特殊的逻辑在：（1）国内经济下滑的幅度显著低于其他国家。（2）国内煤炭生产和销售数量庞大，现货交易，受到投机因素、地缘因素等影响较小。（3）国内煤炭价格，无论市场煤还是合同煤，都受到政府的严格监控。（4）国内煤炭出口乃至进口多少受到政策限制，削弱了其对于国际煤炭价格本该有的巨大影响，也抑制了国内价格的非理性狂涨。

5、近期的库存减少何以没有引起煤炭价格的小幅反弹？

放在一个较长的时间来观察，秦皇岛煤炭库存与煤炭价格呈现反方向的变动。库存越多，价格就会下跌。参见表 1-2。不过，在一个相对比较短的时期内，不能简单从库存变化推断煤炭价格变化。秦皇岛现在煤炭库存合理的水平在 700 万吨上下。影响库存的变化直接因素很多，比如大秦铁路运量的偶尔变化；库存煤种的变化；沿海天气变化等等。再进一步考察，煤炭企业库存、下游企业库存以及其他中转港的库存等，都对秦皇岛库存有很大的影响。最近连续数四周，煤炭的库存下降了 100 多万吨，现在的库存存在 660 万吨左右，不过，这四周秦皇岛煤炭价格变化很小。近期秦皇岛煤炭库存的减少，是从稍高库存到相对合理库存的一个过渡，很可能是一个可以理解的库存“搬家”，因此不会引起价格的变化。

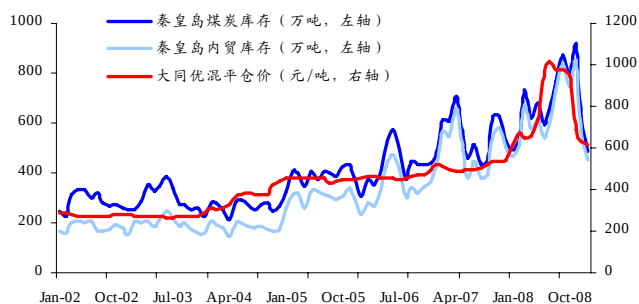
分析：作为国内最大的煤炭中转港，加上数据的即时性，秦皇岛的煤炭库确乎可以作为国内煤炭价格运行的风向标。近期库存的减少与煤炭吞吐量稍微的增加有关。参见图 3-4。不过，即便是近期吞吐量有所增加，相比 2008 年的月均吞吐量，依然处于一个较低的位置。在秦皇岛吞吐量还没有明显放大的情况下，我们依然谨慎看待近期煤炭价格的走势。

图 1 秦皇岛煤炭库存以及煤炭价格走势（2008-2009）



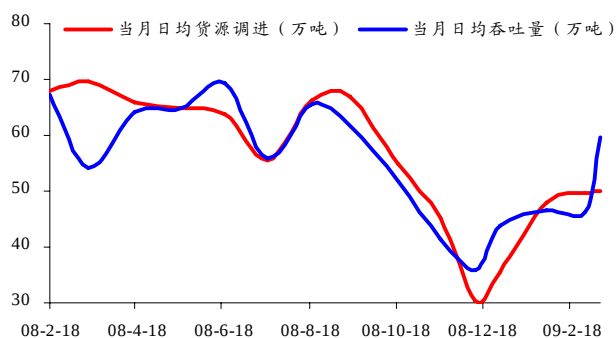
资料来源：煤炭资源网、海通证券研究所

图 2 秦皇岛煤炭库存以及煤炭价格走势（2002-2009）



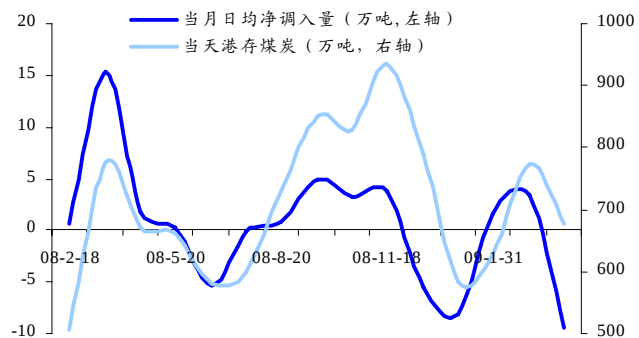
资料来源：煤炭资源网、海通证券研究所

图 3 2008 年以来秦皇岛港煤炭进、出数量比较



资料来源：秦皇岛煤炭网、海通证券研究所

图 4 2008 年以来秦皇岛港煤炭净调入量与库存比较



资料来源：秦皇岛煤炭网、海通证券研究所

6、资源税会在 2009 年推出？如果有，比例会有多少？

我们认为资源税在 2009 年推出的概率极小。即便 2009 年之后推出，资源税的比例也可能是按照销售收入的 3-5% 征收而不是市场传言的 10%。

提高资源税，一如提高增值税，其政策的逻辑可能如下：煤炭价格大涨，煤炭生产企业毛利率相对较高，提高煤炭企业税负，提高财政收入—→煤炭企业部分转嫁—→电价调整滞后，电力企业亏损，煤电谈判顶牛—→调整部分上网电价，控制售电价格，财政补贴电网公司。提高煤炭企业税费的结果很明显，把从煤炭企业获得的收入增加部分，补贴给电力企业或者电网公司，一个典型的收入转移。

2009 年煤电顶牛，部分原因可以归结为煤炭企业 2007 年以来的煤炭成本上涨以及电价调整的滞后。而 2009 年煤炭生产企业增值税从 13% 提高到 17%，更给煤炭企业提价提供了一个很好的口实。2009 年经济增幅放缓已是共识，电价提高的空间几无。合同煤炭价格可能还有小幅上涨的空间，市场煤炭价格同比下跌几成定势。综合起来，2009 年的煤炭综合售价同比都会下跌，煤炭企业利润同比下跌，发电企业利润同比上涨——通过改变税负再度调节煤炭电力企业利润的理由不是太充分。提高资源税的另外理由是资源的充分利用。提高资源税，会提高煤炭企业生产成本。在资源越来越稀缺的情况下，煤炭企业也会通过提价部分转嫁成本，就像以前的做法。我们认为，资源的充分利用最有效的手段是由市场之手调节煤炭价格，但由于政府暂时难以放开电价，为了稳定整体价格水平，需要的时候也多少会干预煤炭价格的走势。处于两难的政府暂时不会考虑提高资源税。或者清理好此前的税负之后再行考虑。

分析：2007 年从山西省开始进行资源价格改革，征收可持续发展基金、环境恢复治理保证金以及转产发展基金等，这一政策在全国其他煤炭生产大省的推广工作还在进行当中。在这期间，煤炭生产企业安全投入、职工薪酬等都有了程度不等的增加。2008 年煤炭生产企业安全生产费用以及维简费等会计政策变更，挤压了煤炭生产企业的成本水分，2009 年提高煤炭行业增值税，以上政策变化，成了煤炭价格上涨的政策性推动因素，也引起了上下游的一系列的矛盾。陕西省、山西省有关业内人士也认为，2009 年推出资源税的概率极小。主要原因是，最近几年的政策性成本支出很多，引起较多矛盾，需要梳理之后再行推出新政策。即便此后提高资源税，按照政府一贯的做事方式，也不会出现大幅度的上调。

近期行业跟踪报告：

煤炭行业跟踪报告：矿难影响乡镇煤矿复产进度 20090223；

煤炭行业跟踪报告：政策决定乡镇煤矿发展空间——小煤矿生存状况调查 20090216；

煤炭行业跟踪报告：从秦皇岛管窥煤炭行业未来发展 20090113。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。