



消费淡季，抑或是增仓时机？ ——二季度投资策略

山西证券研究所（北京分部）

张红兵



主要观点

- ✓煤炭主要需求行业产量出现好转，但拐点仍未现。
- ✓国有重点煤矿产量维持正常水平，限产力度逐渐减弱。
- ✓地方矿逐步复产，将对供给产生一定影响，但能否抵消安全整顿所带来的影响仍需观察。
- ✓进口煤炭心里层面影响大于实质影响。
- ✓动力煤坑口价有10%回调空间，港口价下调幅度不大；焦煤价格还看钢铁脸色。
- ✓09一季度煤价和08一季度相当，一季报有存超预期可能性。
- ✓美元贬值带动大宗商品价格回升，煤炭也有一定投机机会。
- ✓年报及一季报行情后，煤炭板块调整将带来介入时机，相比动力煤公司，无烟及焦煤类公司能带来超额收益。



主要内容

✓ 业绩回顾

✧ 需求形势好转，逆转仍需观察

✧ 供给存过剩压力

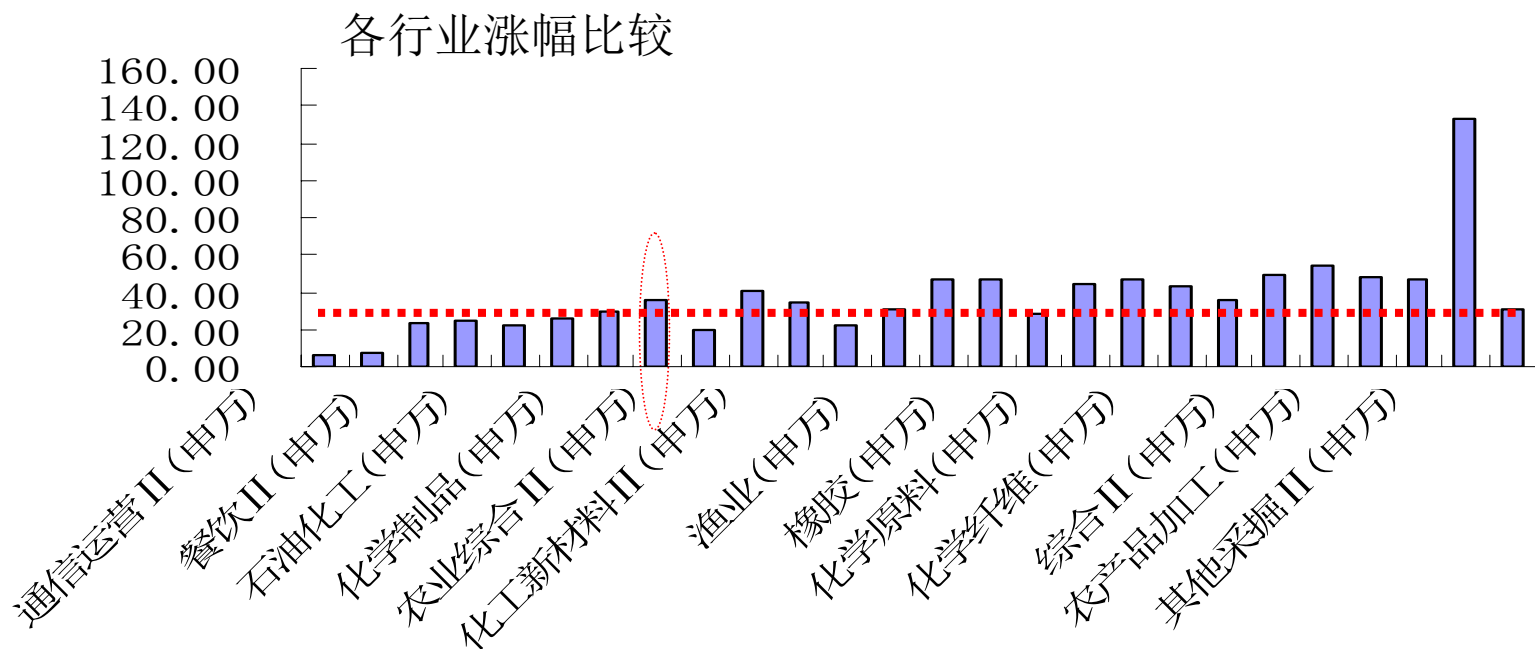
✧ 09年二季度煤炭行业投资策略



煤炭行业涨幅超越大盘

➤年初至今煤炭行业涨幅35.49%。

➤沪深300涨幅31%。



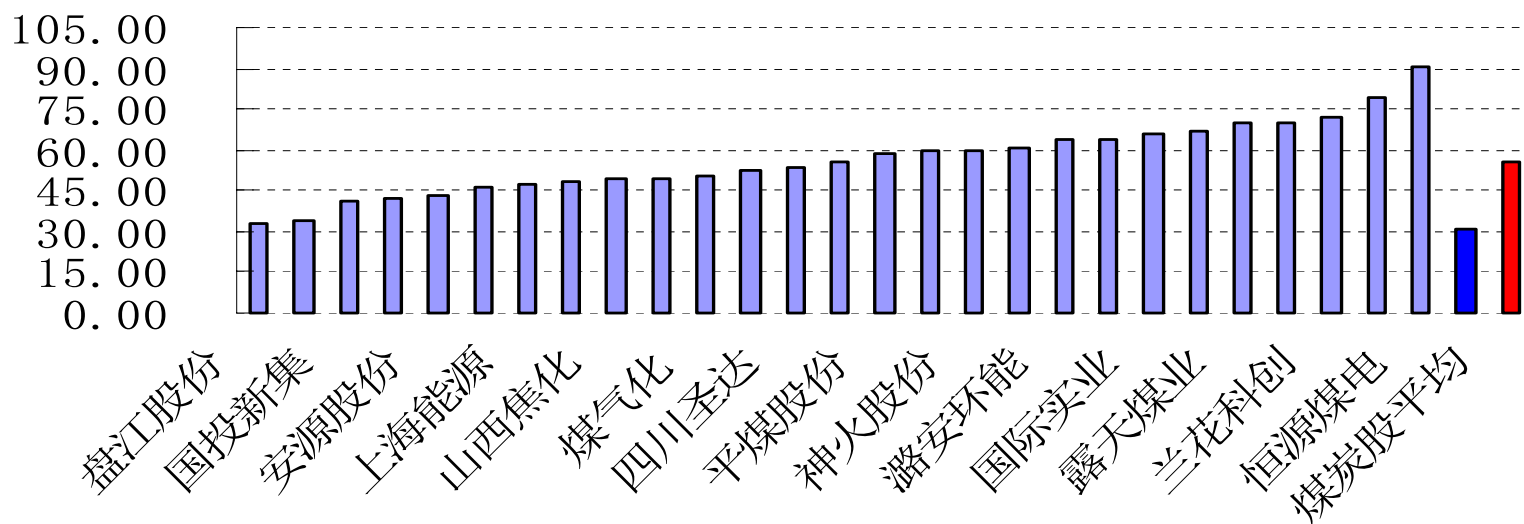
资料来源：山西证券研究所



动力煤公司涨幅偏低，焦煤焦炭反弹较大

- 焦煤、焦炭类公司反弹幅度较大，动力煤相对较小。
- 年前依据钢铁行业去库存已接近尾声，推荐投资者关注焦煤、焦炭类股票，获得不错收益。
- 3月份建议关注焦煤股票以及高分红公司，涨幅居行业之首，西煤涨幅32%，潞安37%，兰花32%。

煤炭类上市公司比较



资料来源：山西证券研究所



主要内容

❖ 业绩回顾

✓ 需求形势好转，逆转仍需观察

❖ 供给存过剩压力

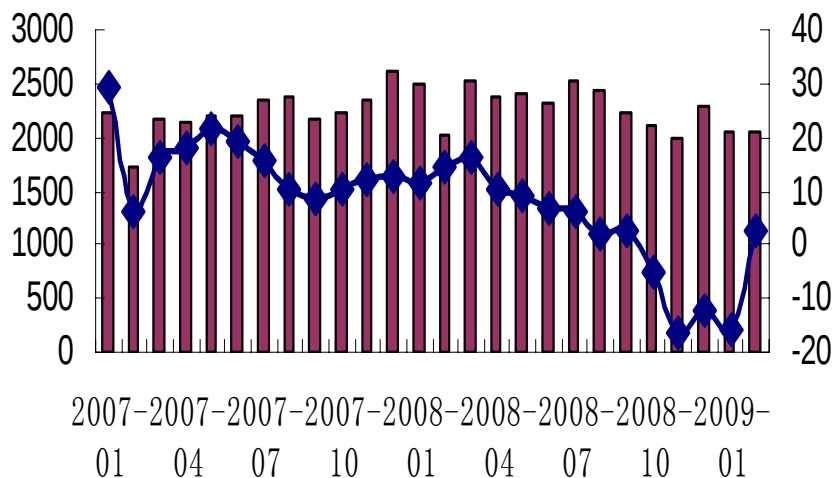
❖ 09年二季度煤炭行业投资策略



发电增速将逐渐平稳

- 1月份发电量2476亿千瓦时，同比下降11.8%，火电发电2046亿千瓦时，同比下降16.%，比12月份分别下滑3.9以及3.6个百分点。
- 2月份发电量**2449**亿千瓦时，同比增长**5.9%**，火电发电**2037**亿千瓦时，同比增长**2.35%**。
- 考虑到春节因素，1-2月累计发电4883亿千瓦时，同比下降3.73%，火电4083亿千瓦时，同比下降7.78%，比12月略有好转。

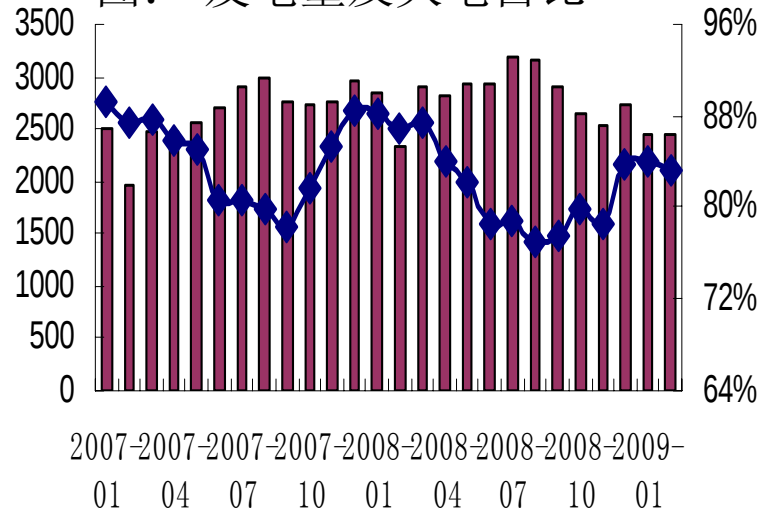
图：火电发电及增速



■ 火电当月发电量 ◆ 同比增长

资料来源：山西证券研究所,wind

图：发电量及火电占比

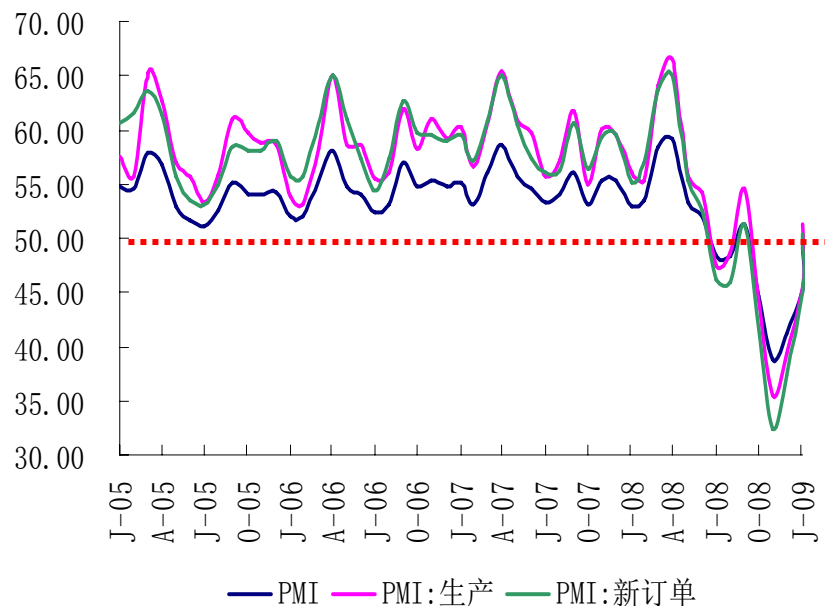


■ 发电量 ◆ 火电占比

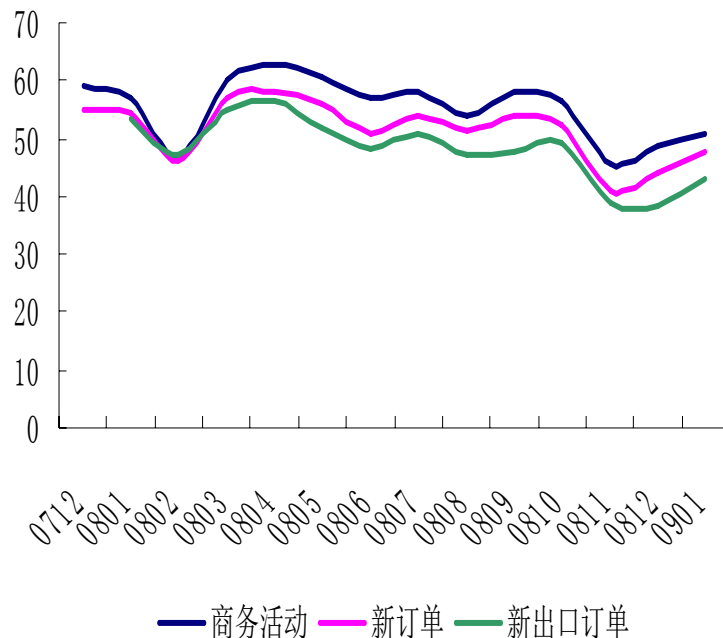
PMI指数有所反弹

- 制造企业采购经理指数也是在11月份探底后，逐月攀升，非制造业PMI指数也是逐步攀升，发电量再继续大幅下滑的可能性不大。
- PMI产成品库存指数2月份有所回升，企业有可能进入第二轮去库存阶段。

制造业PMI指数



非制造业PMI指数

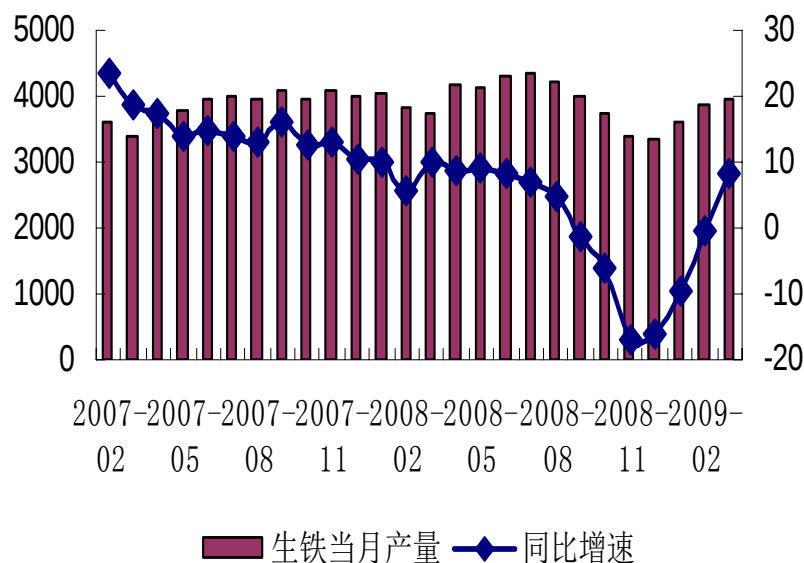


资料来源：山西证券研究所

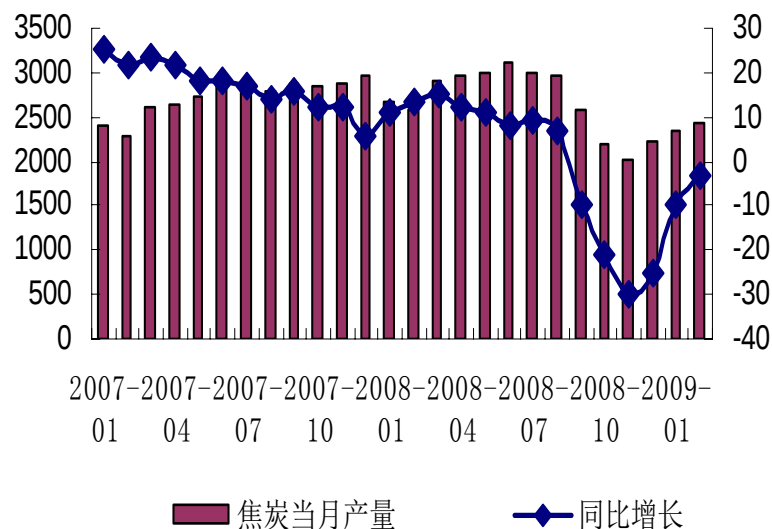
钢铁行业产量回升

- 钢铁行业在10月份经历最低谷之后，开始有所反弹，增速由10月份的-16.8%反弹到2月份的8.07%，环比也是逐月上升，2月份产量比10月份增长了16%。
- 四万亿投资对钢铁行业也有所拉动，需关注真实需求的恢复。

生铁当月产量及同比增速



焦炭当月产量及同比增速



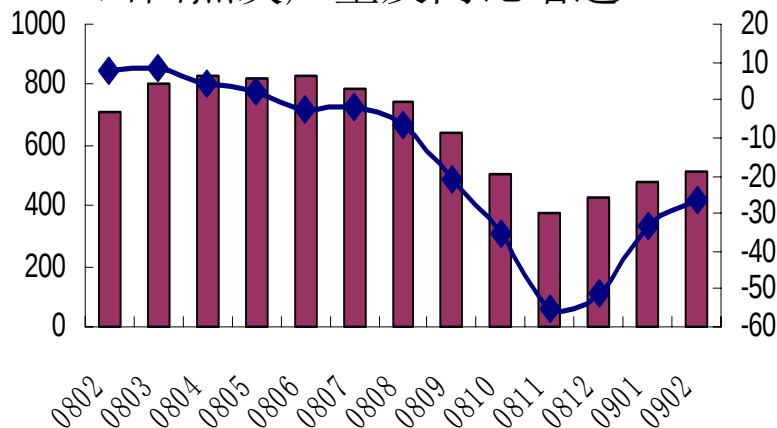
资料来源：山西证券研究所，wind



补库存，焦炭产量回升

- 河北焦炭更贴近市场，从12月以来逐月反弹，2月份产量304万吨，仅同比下降1.3%。
- 山西焦炭产量最大，产量从11月份的375万吨反弹到2月份的510万吨，2月份环比增长6%。
- 如果钢铁市场企稳，接近消费端的河北焦炭反弹力度最大。

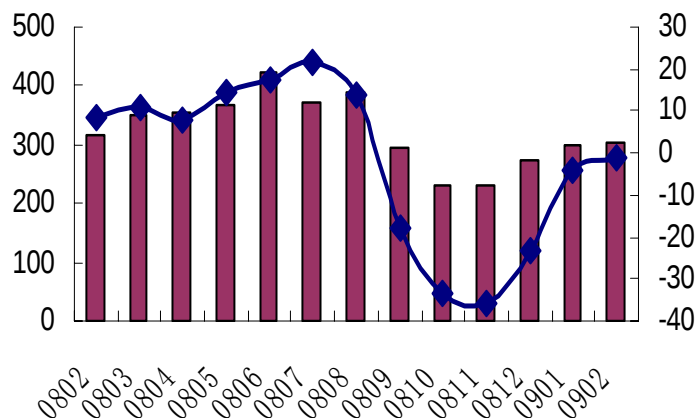
山西焦炭产量及同比增速



■ 山西当月产量 ◆ 当月产量同比

资料来源：山西证券研究所

河北焦炭产量及同比增速



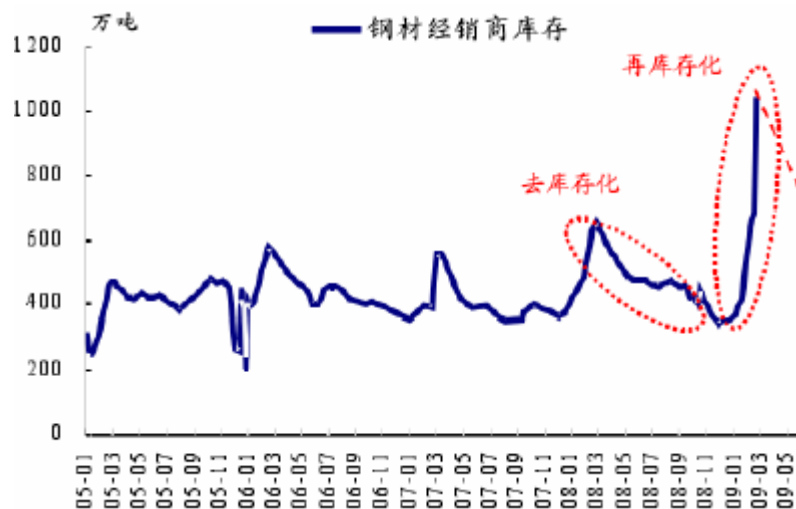
■ 河北焦炭当月产量 ◆ 当月产量同比



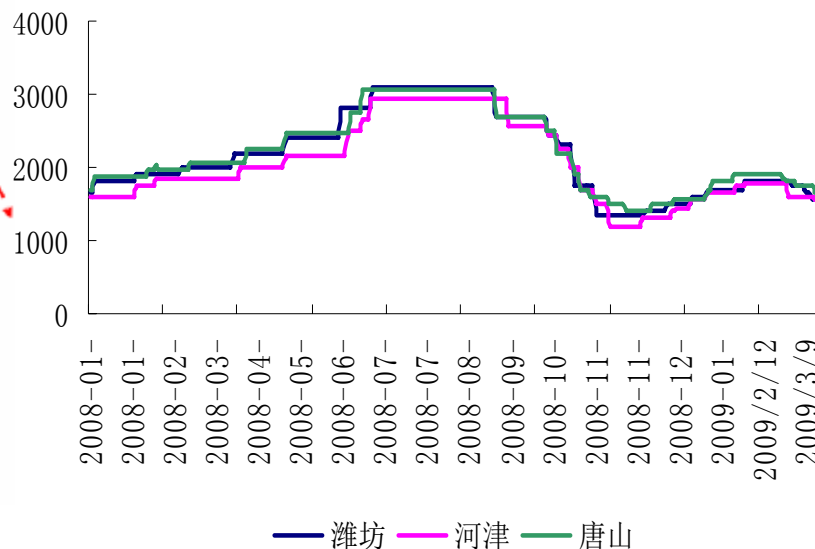
钢铁库存回升，二次去库存？

- 补库存的需要以及投资的拉动使钢材产量1、2月份有所恢复，但真实需求还未恢复将导致第二次去库存。
- 3月份，山西焦化联盟要求加大限产力度，限产恢复到60—70%，并且价格每吨下调150元。

钢铁面临第二次去库存



焦炭价格走势

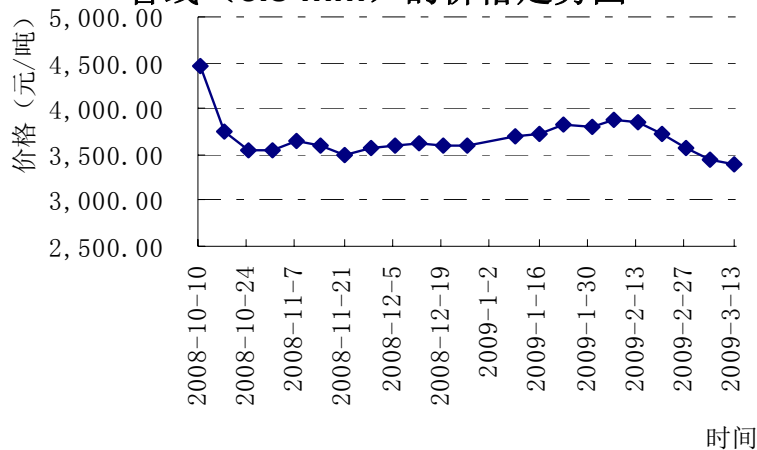


资料来源：山西证券研究所

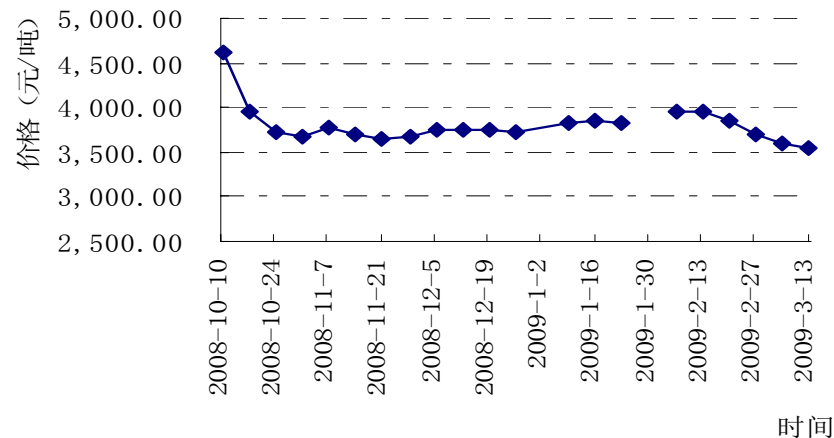


钢材价格还不稳定

普线（6.5 mm）的价格走势图

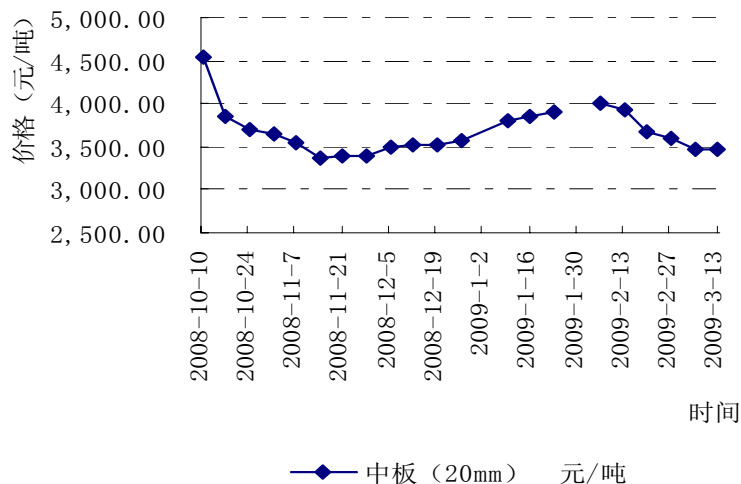


12*25mm螺纹钢周价格走势图



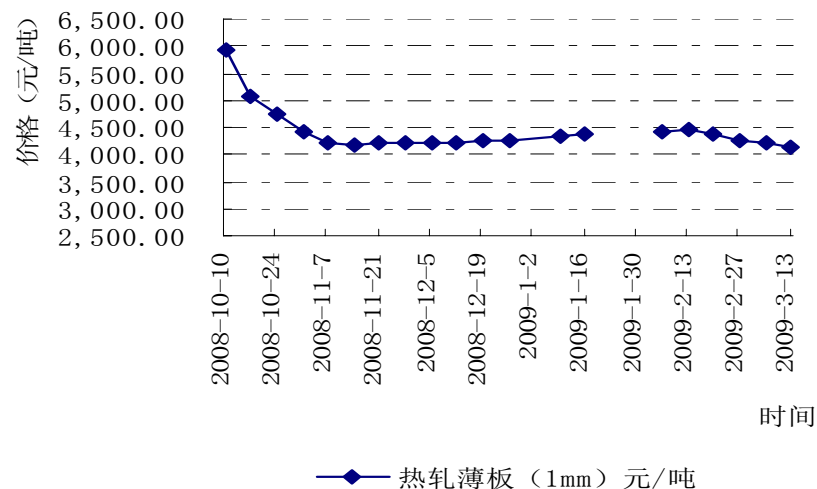
◆ 普线 (6.5mm) 元/吨

20mm中厚板周价格走势图



◆ 螺纹钢 (25mm) 元/吨

热轧薄板（1mm）周价格走势图





主要内容

❖ 业绩回顾

❖ 需求形势好转，逆转仍需观察

❖ 供给存过剩压力

❖ 09年二季度煤炭行业投资策略

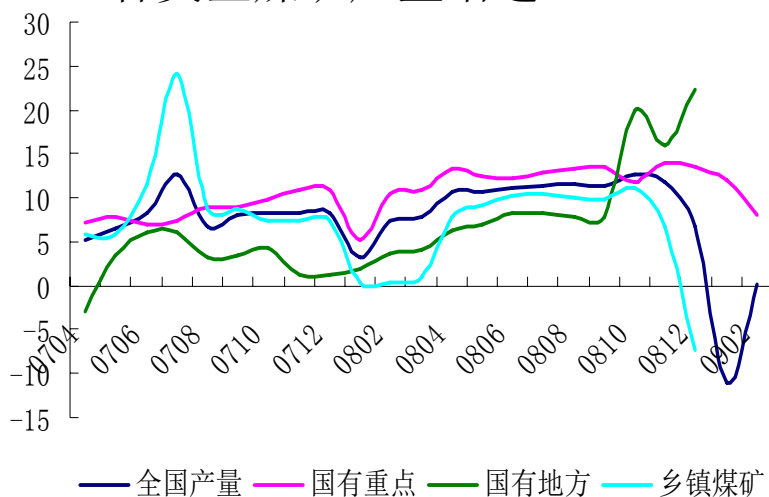
地方矿复产对供给影响将逐渐显现

➤2月份原煤产量17006万吨，同比增长4.9%，其中国有重点煤矿产量万吨，同比增长4.4%，地方矿计5471万吨，同比增长6.1%。

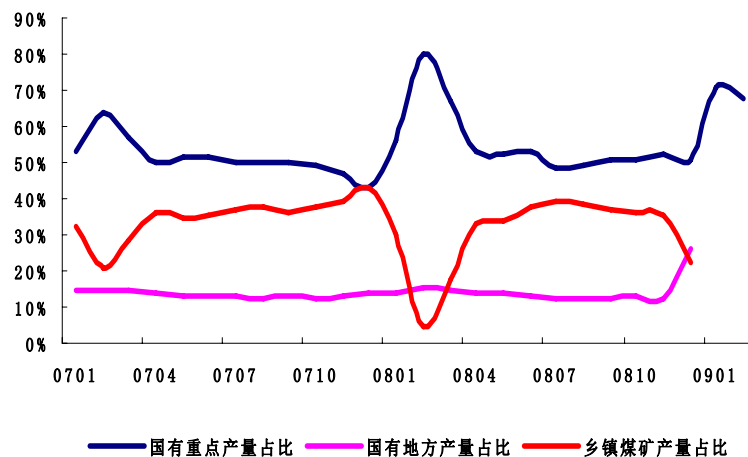
➤2月份原煤产量环比增长7.6%，国有重点产量环比增长2.7%，地方矿环比增长19.48%，国有重点煤矿产量占总产量的比例为68%，地方矿复产对供给的影响逐渐显现。

➤考虑到春节因素，我们计算累计产量，1—2月份原煤产量累计33224万吨，同比增长0.1%，其中国有重点同比增长8%，地方矿同比下降13.7%。

各类型煤矿产量增速



各类型煤矿产量占比



资料来源：山西证券研究所



国有重点产量基本恢复正常

➤1月份山西省各大集团产量增降不一，同煤集团1月份环比下33.5%，阳同比下降16.7%，其他几大集团都有不同的增产。

➤2月份除焦煤集团受安全因素影响产量略有下降外，其他几大集团产量都有不同程度的增长，其中同煤集团产量环比上涨62%，基本恢复正常水平。

表：山西省大型企业集团各月生产量

	0801	0802	0812	08年合计	09年1 月份计划	0901实际	0902
同煤	570.06	616.45	546.53	6890.52	350	365.2	591.79
焦煤	610.8	606.72	626.19	8029.1	410	628	596.15
阳煤	285.58	272.72	367.54	3729.49	245	306.25	326.52
潞安	324.06	290.36	259.34	3488.4	175	282.83	320.17
晋煤	283.59	299.41	316.71	3743.73	240	329.31	321.17
平朔	622.16	688.82	603.88	8000.93	395	635.02	665.4
6集团合计	2696.25	2774.64	2720.19	33882.17	1815	2546.61	2821.2
山西全省合计	3952.05	3873.34	4722.75	65576.92		3340.83	3720.38
占比	68.22%	71.63%	57.6%	51.67%		76.23%	75.83%

资料来源：山西证券研究所

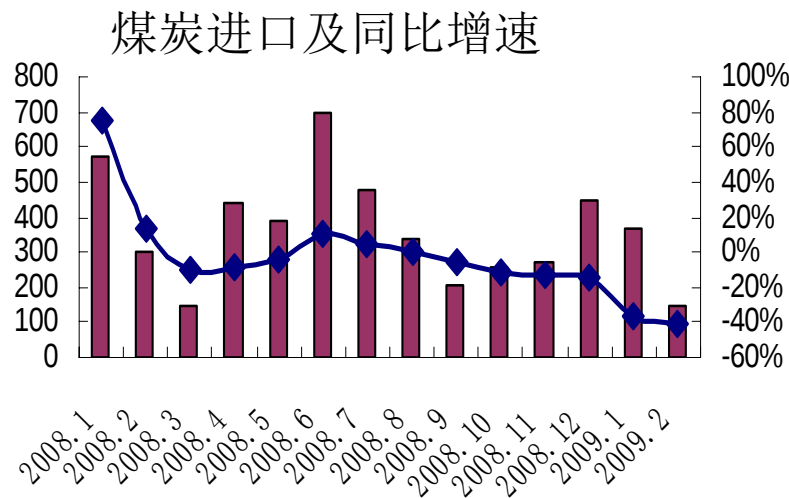
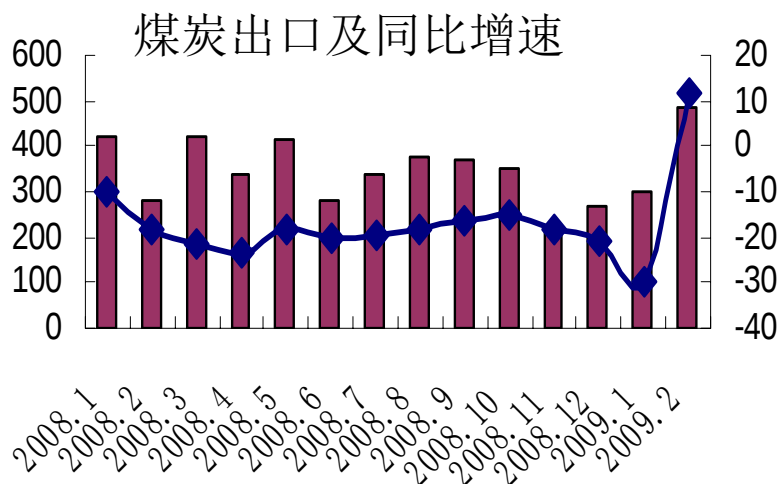


安全因素是否会减少供给？

- 近期频发的安全事故所带来的安全整治是否会对供给产生影响？
- 小煤矿复产进程以及复产个数是否会受到影响？
- 日前安监局发布《2009年煤矿安全工作要点》
- ✓ 落实国家四部门《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，年再关闭1000处左右小煤矿。
- ✓ 督促加快资源整合技改项目建设。采取多部门联合办公、限时办结等措施促进简化资源整合审批程序，减少审批环节、加快审批进度，推进项目尽快开工建设。
- ✓ 鼓励大型煤矿整合改造和管理小型煤矿。
- ✓ 探索完善煤矿整顿关闭相关政策。协调制定煤矿整顿关闭经济补偿政策，励和支持地方政府建立合法小煤矿正常退出机制，大幅度降低小煤矿数量。
- ✓ 严格煤矿安全准入。

进口对国内影响有限

- 2月份单月进口煤炭488万吨，同比激增73%，环比增长63%，也创下了22个月以来的新高
- 08年进口煤炭4040万吨，占国内煤炭产量的1.45%，心里影响甚于实质影响。
- 我们的逻辑推理：一是中国进口煤炭主要集中在广东、广西以及福建等地方，即使全部进口这三地用煤也就在2亿吨左右，占中国煤炭产量的7%左右，但这占到世界煤炭贸易的20%还多，这必将推高国际煤炭价格；二是国际需求疲软，中国的出口也减少，这也必然也会反应到国际煤炭价格上面。



■ 进口量 (万吨) ◆ 累计同比增长

■ 出口量 (万吨) ◆ 累计同比增长

资料来源：山西证券研究所，海关总署



主要内容

❖ 业绩回顾

❖ 需求形势好转，逆转仍需观察

❖ 供给存过剩压力

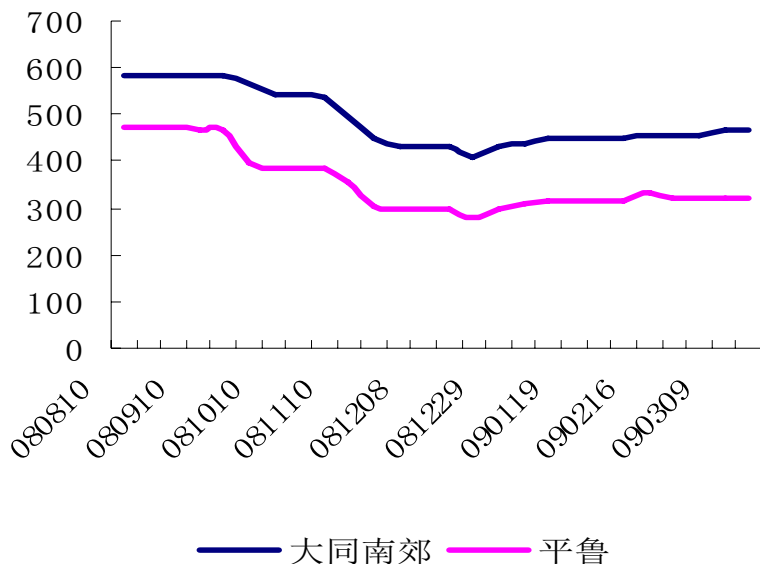
✓ 09年二季度煤炭行业投资策略



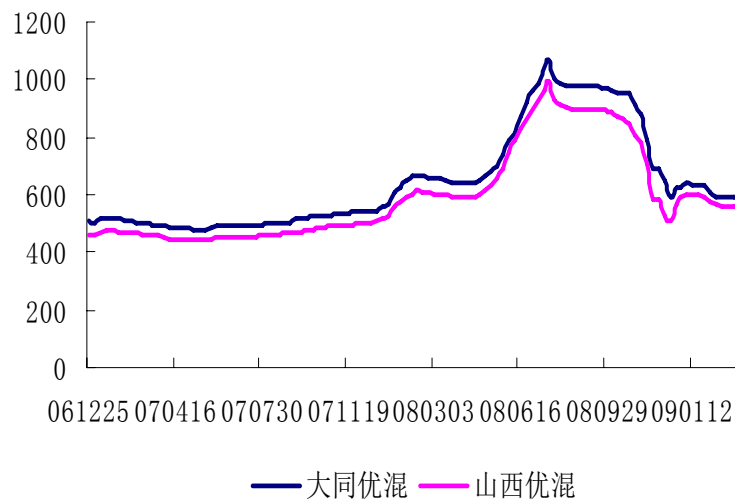
动力煤坑口价将会下调，现货价回调有限

- 随着冬季用煤高峰的结束，煤炭消费将进入相对一个淡季。投资的拉动还得看真实需求的恢复。
- 地方矿的逐步复产，供给存过剩隐忧。
- 坑口煤价有进一步下跌的预期，跌幅在10%左右，港口现货价下跌幅度不大。

大同坑口地价格



秦皇岛煤炭价格

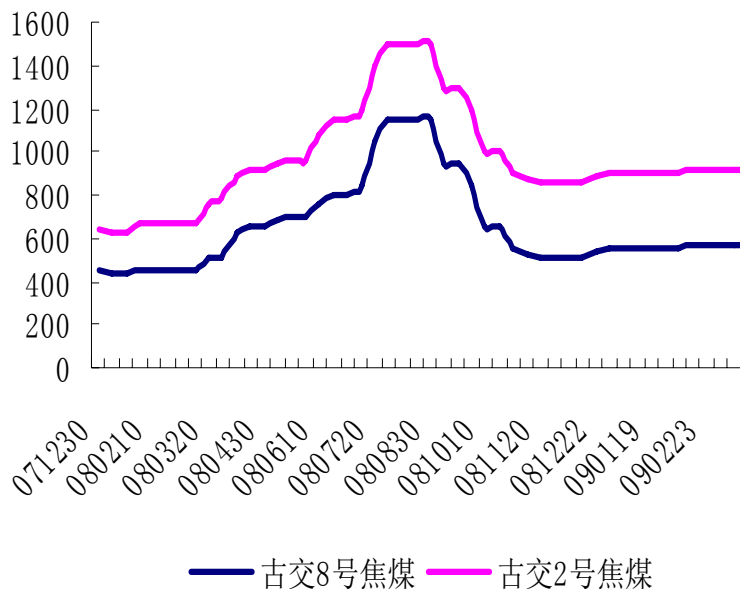


资料来源：山西证券研究所，CCTD

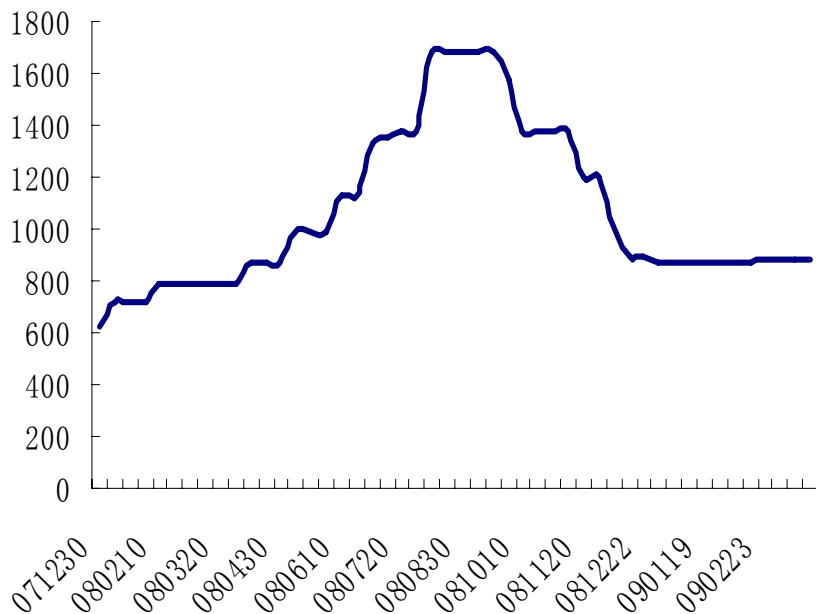
焦煤价格还看钢铁市场

- 钢铁行业在2—5月份是消费旺季，真实需求的恢复对焦煤价格有一定支撑，关注真实需求。
- 目前，焦炭毛利受到挤压，钢材价格不稳，焦煤价格也面临很大压力。
- 西山煤电给予优质客户200元折让，这也是目前市场相对疲软的表现。

古交焦煤价格走势



喷吹煤价格走势



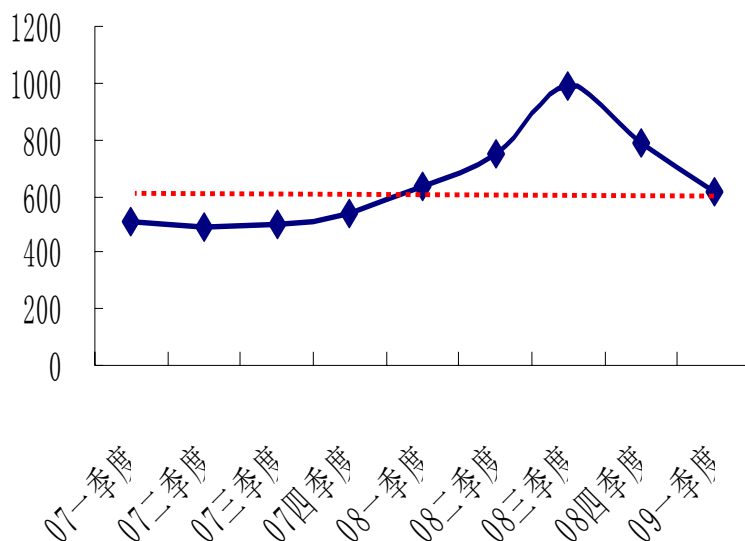
资料来源：山西证券研究所



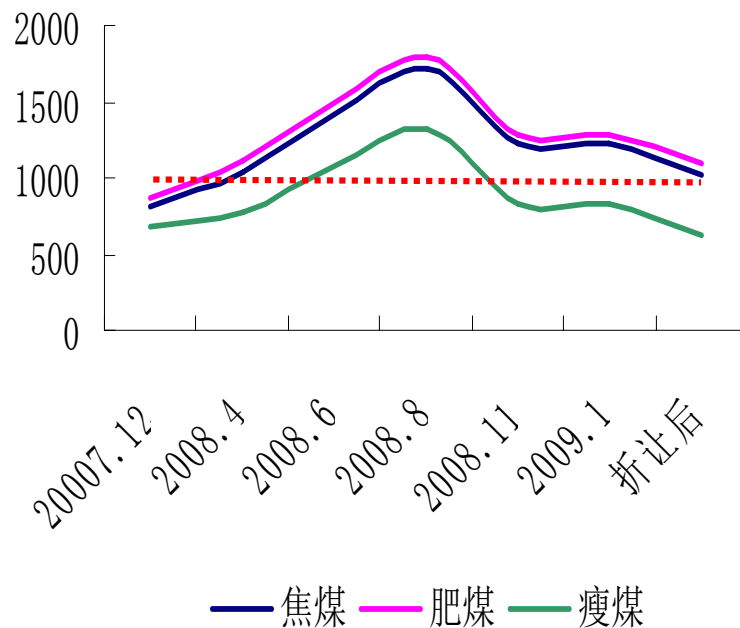
一季度业绩有超预期可能性

- 动力煤现货价一季度均价611元，基本和08年一季度相当，且远高于07年一季度的508元。
- 主焦煤折让后均价也比08年一季度高26.5%，肥精煤比08年一季度高26.7%。

现货价格分季度走势



焦煤价格走势



资料来源：山西证券研究所



二季度消费淡季，增仓？

- 二季度是消费淡季，也将是煤炭行业业绩比较差的一个季度，不论同还是环比将会有很大程度的下滑。
- 二季度也是中国经济能否企稳的一个关键季度，我们在09年投资策略面强调，煤炭股表现基本和宏观经济同步，宏观经济指标对煤炭行业投资有借鉴意义。
- 年报及一季报行情之后，煤炭行业将会有深度调整，届时将提供介入机。同时流动性过剩以及美元贬值，资源型产品价格的上涨也给煤炭行业带来一定投资机会。
- 煤炭行业暂还给予“中性”评级。投资选择上稳健可选动力煤股票，进可选无烟煤、焦煤类股票。
- 煤炭行业趋势性投资机会只能静待下游行业转暖，尤其是要关注南方份用电量的变化；同时要关注国家政策动向，关注山西以及内蒙等主产省的政策动向。



资源整合将是未来几年主题投资

- 山西省煤矿数量将由目前的 2 8 0 0 余座压减 5 0 % 以上，控制在 1 5 0 0 座以内；煤炭企业规模提升到 3 0 0 万吨 / 年，矿井单井规模则提高到 6 7 万吨 / 年。
- 落实国家四部门《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，今年再关闭**1000**处左右小煤矿。
- 煤炭行业作为山西省的主要支柱产业，其增加值占到全部工业增加值的 1/3 左右，我们判断山西除加大小煤矿关闭之外可能还会出台一些利好政策促进煤炭行业的发展，初步判断这些政策可能是跟小煤矿关闭相配套的一些支持政策（如产业基金的推出, 降低政策性成本），再有就是跟采矿权相关一些办法。
- 山西煤炭运销集团控股太工天成，后续资产注入留下巨大想象空间。
- 山西煤炭进出口集团与中油化建将进行资产置换。
- 资源整合以及资产注入值得投资者长期关注。



中国神华 (601088)

- 业务的多样性：集煤、电、港口、铁路于一体；
- 整合能力：现金充沛及政府政策支持；
- 成本优越性：高产高效吨煤成本低；
- 业绩比较确定的增长：合同价与市场价还有差距；
- 一季度业绩可能超预期增长。
- 资产注入的可能性。



主要上市公司盈利预测

表:盈利预测表

	2009/3/19	08EPS	09EPS	10EPS	08P/E	09P/E	10P/E	投资评级
中国神华	20.59	1.34	1.5	1.71	15.4	13.7	12.0	增持
中煤能源	8.66	0.61	0.55	0.58	14.2	15.7	14.9	中性
西山煤电	16.55	1.32	0.95	1.05	12.5	17.4	15.8	增持
兖州煤业	12.06	1.15	1	1.1	10.5	12.1	11.0	中性
大同煤业	17.65	2.01	1.4	1.5	8.8	12.6	11.8	中性
潞安环能	20.43	2.48	1.36	1.42	8.2	15.0	14.4	增持
国阳新能	16.50	1.46	1.18	1.28	11.3	14.0	12.9	中性
兰花科创	20.49	2.45	2.02	2.13	8.4	10.1	9.6	增持

数据来源：山西证券研究所



谢 谢!

山西证券研究所(北京分部)

张红兵

010-82190365