

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业季度策略(首次)

把握估值水平提升驱动的投资机会

——煤炭行业 2009 年二季度投资策略

2009 年 3 月 23 日	陈 亮 煤炭行业高级研究员	86-755-22624811	chenliang@pasc.com.cn
	高 利	86-755-22623263	gaoli@pasc.com.cn

煤炭行业的下游已出现复苏迹象，我们判断，2009 年重点合同电煤的价格，将不会低于 2008 年年初签订的价格。尽管未来焦煤价格可能还会下跌，但不会跌至 2008 年 11 月的低点。

如果市场对中国经济预期逐渐转好，煤价的短期趋势将不再是决定股价走势的决定性因素。

在市场越来越提前反应预期的环境下，完美的投资机会，已很难出现。

二季度煤炭行业的投资机会可能出现在行业估值水平的提升上。支持行业估值水平提升的理由是：充裕的流动性、大盘整体估值水平的提升、市场对资源股抗通胀属性的偏好。

由于前期不少机构都低配煤炭股，从博弈的角度，以及行业的高 Beta 属性，增持煤炭股可能是近期机构的偏好。

相对于其他周期性行业，目前煤炭股较低的 PE 水平，已经部分隐含了市场对煤炭行业的看淡预期。因此，尽管近期煤炭股已出现了一波强劲的反弹，但在目前的大盘点位，相对于其他行业，煤炭股并没有高估。

我们上调煤炭行业评级为“推荐”(平安证券评级分为“强烈推荐”、“推荐”、“中性”和“回避”)，建议投资者提升煤炭行业至“标配”。

保守型投资者可关注基本面比较确定的中国神华(业绩预测已考虑煤炭可持续发展基金)；稳健型投资者可关注西山煤电、恒源煤电、潞安环能；具有较高风险承受力的投资者，可关注业绩弹性较大的神火股份和兖州煤业。但我们建议投资者保持耐心，等待合适的时机，不宜追高。

风险因素：煤炭上市公司一季报低于市场预期；资源税、可持续发展基金推出；国际金融体系继续恶化；中国经济二次探底。

股票名称	股票代码	股票价格(元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		3 月 22 日	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
中国神华	601088	20.74	1.34	1.26	1.41	15.5	16.5	14.7	推荐
西山煤电	000983	16.77	1.44	0.87	1.10	11.6	19.3	15.2	推荐
潞安环能	601699	21.85	2.48	1.29	1.42	8.8	16.9	15.4	推荐
兖州煤业	600188	12.37	1.22	0.73	0.82	10.1	16.9	15.1	推荐

正文目录

一、	宏观经济指标：3月上旬发电量已出现转暖迹象	4
二、	下游需求：除钢铁外，煤炭行业的下游已出现复苏	4
1.	中央直供电厂电煤库存下降至正常水平，耗煤量逐渐恢复	4
2.	秦皇岛煤炭出港量增加，库存下降	4
3.	1-2 月水泥产量增长 17%	5
4.	焦煤日耗用量减半，但之前的低库存策略将使钢厂快速完成调整	6
5.	中国 PMI 已连续 3 个月上升并接近 50	6
三、	供给冲击：小煤矿复产影响有限，1998-2000 年的全面产能过剩不会重现 ...	6
四、	“煤价没跌透”并非中国特有现象	7
五、	重提“脱钩论”	8
六、	全球粗钢产能利用率已在底部区域	9
七、	2009 年国际煤价已逐渐明朗，基本符合预期	9
八、	利率周期的底部已基本明确	9
九、	全球通胀预期重新点燃，全面提升估值水平	9
十、	煤炭股走势与油价和大盘的相关性在 70%以上	10
十一、	在 A 股周期类行业中比较，煤炭行业估值相对较低	11

图表目录

图表 1	国家电网调度中心日均发电量	4
图表 2	秦皇岛港煤炭日均发运量（万吨）	5
图表 3	秦皇岛煤炭日库存（万吨）	5
图表 4	秦皇岛月末库存（万吨）	5
图表 5	美国不同地区煤价	8
图表 6	全球粗钢产量同比增速（%）	9
图表 7	月度的煤炭股股价与油价、国内煤价的关系	10
图表 8	煤炭股股价与上证指数、油价的走势	11
图表 9	按申万 3 级行业分类的部分行业预测市盈率	12

一、 宏观经济指标：3月上旬发电量已出现转暖迹象

我们认为，发电量是中国宏观经济指标中，可信度较高的之一。国家电网公司调度中心的数据显示，3月上旬全国发电量增速 1.4%。如果说 2 月份全国发电量同比小幅回升有春节因素和 2008 年雪灾的影响，那么 3 月上旬，这些干扰因素基本消除，发电量和用电量的增速接近真实值。

图表 1 国家电网调度中心日均发电量

旬日均发电量(亿 kWh)	1 月上旬	1 月中旬	1 月下旬	2 月上旬	2 月中旬	2 月下旬	3 月上旬
2007	82.03	84.02	82.49	77.45	60.62	62.17	75.96
2008	93.5	96.65	89.1	69.59	78.68	88.62	92.38
2009	90.49	86.86	66.34	77.79	90.44	94.77	93.7
2009/2008	-3.20%	-10.10%	-25.50%	11.80%	14.90%	6.90%	1.40%

数据来源：平安证券研究所

二、 下游需求：除钢铁外，煤炭行业的下游已出现复苏

1. 中央直供电厂电煤库存下降至正常水平，耗煤量逐渐恢复

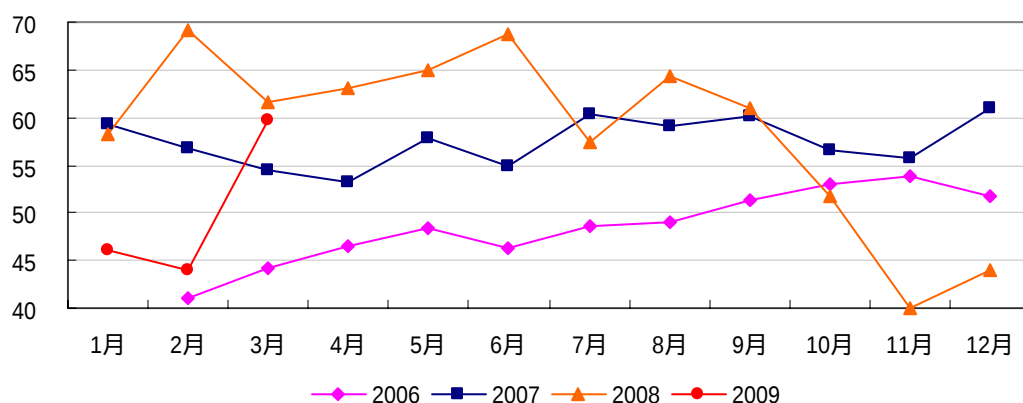
3 月 18 日，中央直供电厂电煤库存 2885 万吨，可用天数 16 天，已基本回到正常库存水平（15 天）。

截至 3 月 18 日，中央直供电厂日均耗煤量为 185 万吨，同比下降 4.3%，但比 2 月份增长了 4.4%。考虑到今年降雨情况好于常年同期，我们认为 3 月份火电耗煤量的同比下降，主要是受到水电发电量大幅增加的影响。（3 月上旬，国调水电发电量同比增长 48.4%）

2. 秦皇岛煤炭出港量增加，库存下降

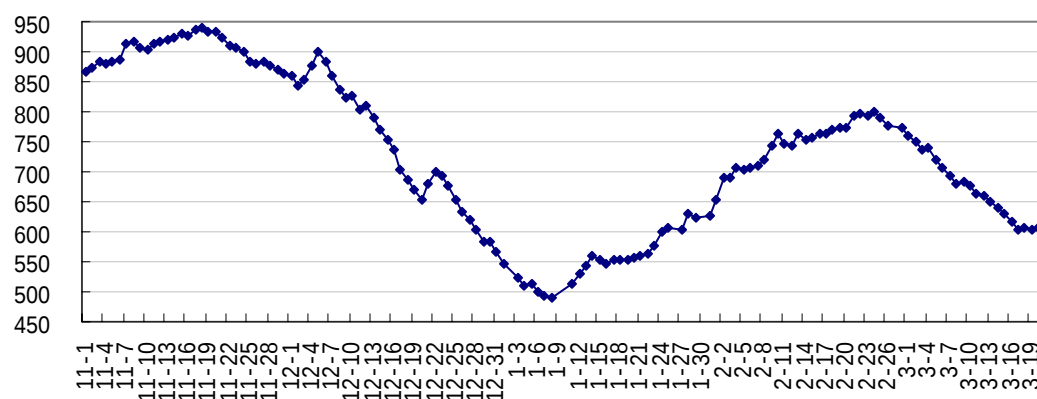
下游对电煤需求的恢复，也可以从秦皇岛的煤炭离港量看出。截至 3 月 17 日，秦皇岛港煤炭日均发运量已基本恢复到 2008 年水平。3 月 20 日，秦皇岛煤炭库存在 600 万吨附近，已经回到正常位置。

图表 2 秦皇岛港煤炭日均发运量（万吨）



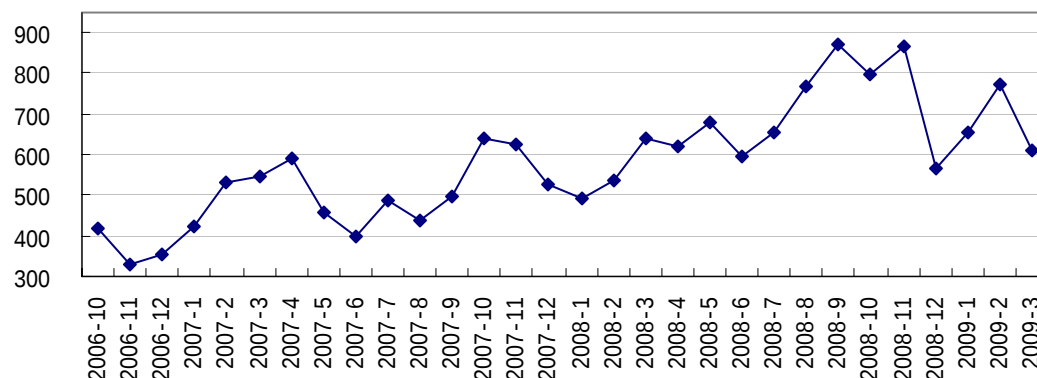
数据来源：煤炭资源网，平安证券研究所

图表 3 秦皇岛煤炭日库存（万吨）



数据来源：秦皇岛港务局，平安证券研究所

图表 4 秦皇岛月末库存（万吨）



数据来源：秦皇岛港务局，平安证券研究所

3. 1-2月水泥产量增长17%

国家统计局数据显示，1-2月全国水泥累计产量为 1.59 亿吨，同比增长 17%。

据国内某研究机构跟踪的海螺水泥和冀东水泥的日均发货量，近期都较2月底有明显回升，大部分产区已回到产销平衡的水平。

4. 焦煤日耗用量减半，但之前的低库存策略将使钢厂快速完成调整

全国十余家大型钢厂，上周的耗煤总量已比2月末下降了近50%。由于钢厂之前一直看跌焦煤价格，采取低原料库存的策略，目前钢厂的焦煤库存数量并没有增加太多，仅比最低点回升了25%，目前的库存回到2009年初的水平。

我们判断，由于通胀预期强烈，钢铁价格很难在成本线下长期徘徊，钢价有反弹的动力，钢厂本轮“去库存”的调整时间，将远远短于2008年11月那一轮。

5. 中国PMI已连续3个月上升并接近50

三、供给冲击：小煤矿复产影响有限，1998-2000年的全面产能过剩不会重现

随着“两会”结束，市场担心山西小煤矿复产对煤炭市场会产生明显冲击。我们从中央、山西省、山西煤炭工业局、地方“保护伞”、小矿主五方面进行分析，认为小煤矿复产对市场冲击有限：

中央政府关闭整合小煤矿的政策没有变。“国进民退”、把资源重新收归国有是中央政府的近期的一贯方针。

王君同志作为前任国家安监总局局长，在去年的山西尾矿库溃坝事故后，被任命到山西省担任省长，上任初期国有煤矿就发生重大事故。我们判断，王君同志不会放松对小煤矿的安全整顿治理工作。

山西省煤炭工业局对控制煤炭供给紧平衡有清醒的认识。早在2008年上半年、煤炭市场最好的时刻，山西省煤炭工业局在全局大会上就明确提出，不能让1998-2000年煤炭供给全面过剩的形势重新出现。因此，在2008年11月，国内煤炭需求下滑时，山西省煤炭工业局迅速下发通知，要求全省煤矿限产，并在12月稳住了煤炭价格。

假设山西地方上仍存在少数小煤矿的“保护伞”，但从个人利益最大化的角度，“保护伞”首先需要保住自己的“乌纱”，然后才是利用权力“寻租”。因此，无论是长期让小煤矿正常生产、还是勒令小煤矿长期停产，都不是最优选择。“停产-复产-再停产-再复产……”，反反复复才是最优路径。

小煤矿主对于“开开停停”也已经厌烦。从我们之前了解到的一些情况，部分已经在前两年赚的盆满钵满的小矿主，在秦皇岛煤价低于500元时，没有复产动力，他们的想法是“煤价低了，不卖。停产后每个月50-60万元的维护矿井费用，我不在乎。等到市场好转，我把整个矿卖掉”。因此，复产动力强的，多数是07年以后高位介入煤矿、急于收回成本的人。

四、“煤价没跌透”并非中国特有现象

市场心理认为，只要“煤价没有跌透”就不是建仓的好时机。但放眼全球，“煤价没跌透”并非中国特有现象。

在全球产煤大国中，只有美国可以和中国煤价类比的。因为美国和中国一样，煤炭都是基本自给自足，且主要用于发电，而贸易量占国内煤炭产量的比例很低（2007年，美国煤炭产量约10亿吨，90%用于发电，净出口量约3000万吨）。

美国目前的经济比中国差，但2009年3月美国的煤炭现货价仍高于07年底水平，这恰恰和中国的情况一样：别的行业盈利水平很差，唯独煤炭行业盈利尚可。

我们目前还没有找到很有说服力的理由来解释这一现象，但美国煤价的坚挺，背后必然有其逻辑。

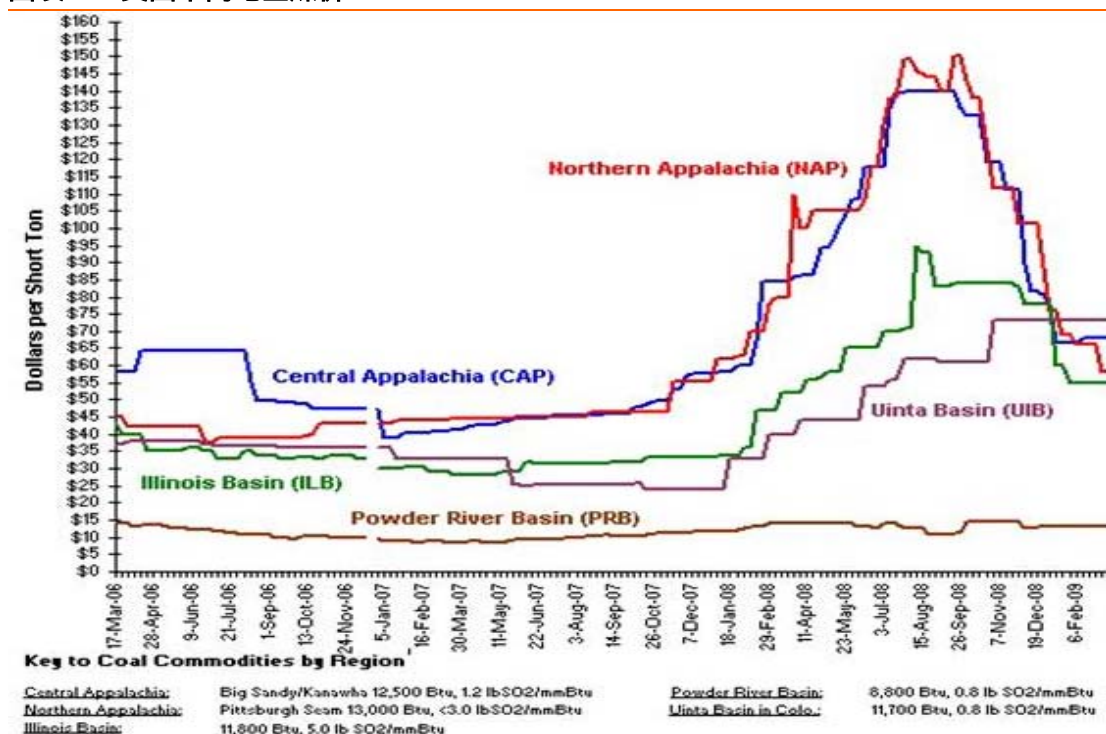
此外，目前市场存在一种观点：同属于资源类商品的石油、有色，其价格都曾跌破成本，但煤炭价格没有跌破成本，这是不合逻辑的。

我们认为，前期石油和有色的价格跌破成本，有其特殊原因，而煤炭并不具备。

石油和有色金属价格，基本上是期货价格指导现货价格，主要是由资金面以及对冲基金的心理决定。价格波动具有很强的非理性因素，因此，某一时段跌破成本线也是正常的。

而煤炭的金融属性很差（期货的定价影响力较小），决定了煤炭价格仍是由供需决定，而作为上游行业，价格变动肯定是滞后的。目前，国际动力煤现货价格已经跌落至60美元/吨附近，接近澳大利亚和美国的生产成本（全球第二和第三大煤炭出口国），未来继续下跌的空间已不大。

图表 5 美国不同地区煤价



数据来源：美国能源署

五、重提“脱钩论”

平安证券首席经济学家巴曙松在3月17日报告《重提脱钩论：信贷周期启动下的中国经济及其影响》中提出：“2007年底，中国经济与西方经济脱钩的说法一度盛行，2008年下半年中国经济的迅速回落使得这种分析几乎销声匿迹。但是，从各种经济数据分析，2009年可能是中国经济重提脱钩论的合适时机”，“2008年4季度是本轮调整的底部”。

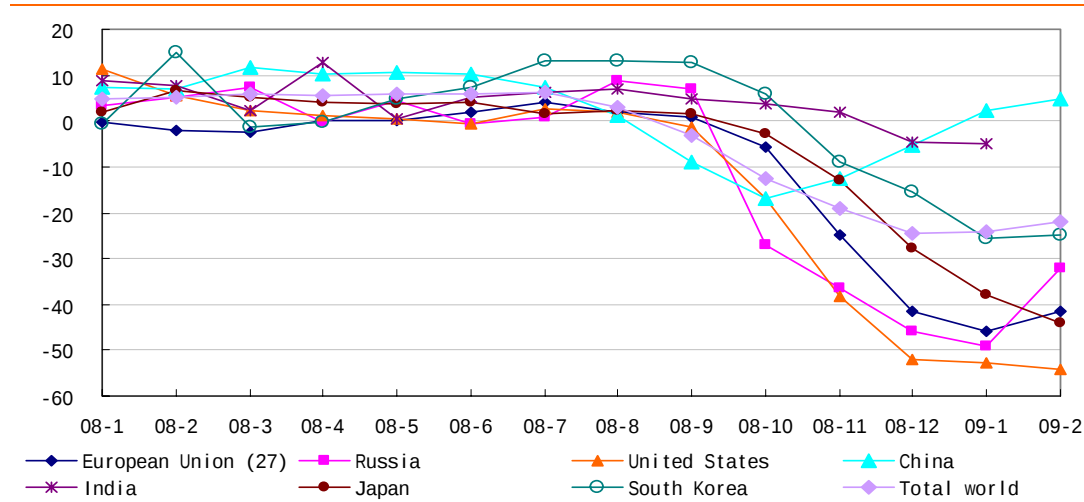
巴曙松博士认为，支撑本轮中国经济增长与西方经济脱钩的逻辑支持是：“地方政府围绕城市化所进行的投资规模正在填补因为出口调整形成的增长缺口，其力度大概只有92-93年的投资热潮时期可以媲美”。

巴曙松博士认为：“从之前四个月（2008年11月-2009年2月）的数据来看，地方政府、中央政府围绕城市化进行的一系列投资，已经基本可以覆盖出口下滑和房地产调整的增长缺口。中央的“铁公基”（铁路、公路、基础设施）和地方的“房地美”（廉租房或经济适用房、土地开发、城市美化）规模比我们想象的大。二月份固定资产投资增速明显恢复，预计的固定资产投资规模比2008年同期增长可能达到80%以上，这个增长幅度应当已经超过92-93年的水平，预计接下来有几个季度的投资高峰期即将到来。印证这点的就是PMI指数，从2008年11月份39见底以来，逐月回升，分类来看，新订单指数以及“铁公基”、“房地美”等政府重点投入带动的一些行业已经过50了，这意味着经济复苏首先在政府刺激带动的行业显现。”

六、 全球粗钢产能利用率已在底部区域

2 月份全球粗钢产量数据显示，全球粗钢产量整体上连续两个月止住下滑，趋势基本确立。除中国外，欧盟（27）与俄罗斯已出现拐点，韩国已止住下滑趋势，美国下滑趋势逐渐减缓。在主要钢铁生产大国中，仅日本还在探底。

图表 6 全球粗钢产量同比增速（%）



数据来源：平安证券研究所

七、 2009年国际煤价已逐渐明朗，基本符合预期

目前市场流传的消息是，主焦煤价格在 115-125 美元/吨；喷吹煤 90 美元/吨；动力煤 70 美元/吨。上述价格基本符合市场预期。

八、 利率周期的底部已基本明确

在利率周期底部、美元走弱的情况下，大宗商品价格的反弹力度较大。而在 2008 年 12 月美联储基准利率降低至 0-0.25% 的时候，利率周期底部已基本明确。

九、 全球通胀预期重新点燃，全面提升估值水平

美联储上周三表示，将从本周起开始购买 3000 亿美元国债，这已经引发市场对通胀乃至恶性通胀的担忧。

近期，股票、房地产、黄金、大宗商品等的名义价格，上涨概率大于下跌概率。而作为资源类股票，煤炭股的估值提升幅度，理应超过 A 股整体的提升幅度。

十、煤炭股走势与油价和大盘的相关性在70%以上

按照平安证券的统计，煤炭股股价走势与上证综指及油价的关联度在 70%以上，如果投资者看涨油价和上证综指，则煤炭股理应看好。

从2007年8月至今，煤炭股的走势与油价的关系，以及煤炭股走势与国内煤价的关系如下：

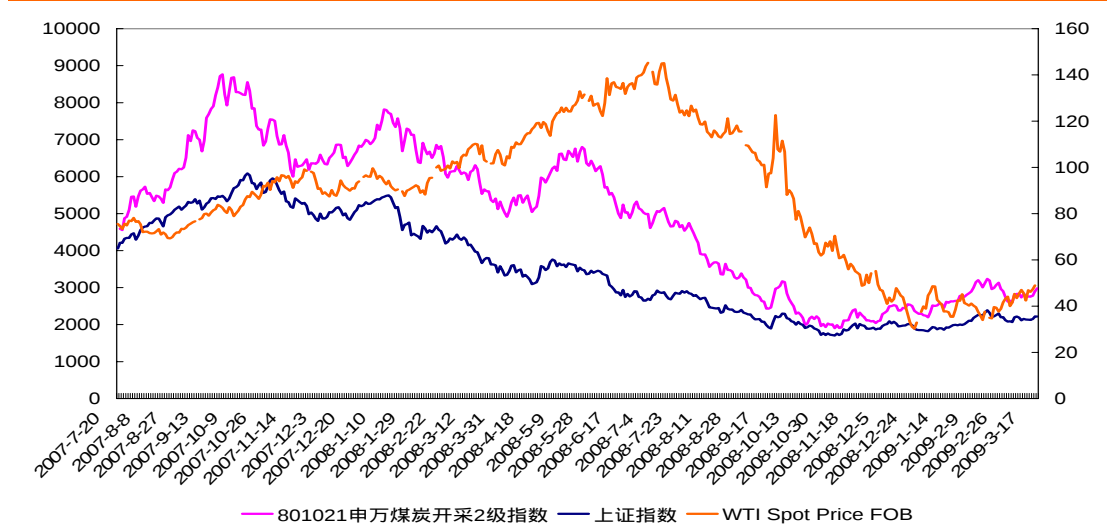
- (1) 煤炭股每天的股价涨跌方向，与前一晚油价的涨跌方向，一致性为51.4%
- (2) 煤炭股月度的股价涨跌方向，与当月油价的涨跌方向，一致性为70%
- (3) 煤炭股月度的股价涨跌方向，与之后1-2个月秦皇岛煤价的涨跌方向，一致性为65%左右
- (4) 煤炭股月度的股价涨跌方向，与当月大盘涨跌方向，一致性为75%
- (5) 2007年8月至今，在煤炭股股价与油价走势背离的6个月份中，其中有4个月份的煤炭股走势，与大盘一致

图表 7 月度的煤炭股股价与油价、国内煤价的关系

	月度煤炭股 变化幅度	两个月后的 秦皇岛煤价 变化幅度	月度油价 变化幅度	月度上证指 数变化幅度	煤炭股股价与油价、煤价 走势背离的因素
Aug-07	19.2%	3.3%	-5.4%	16.7%	油价下跌，但大盘上涨
Sep-07	33.2%	2.2%	10.4%	6.4%	
Oct-07	-13.0%	2.1%	15.3%	7.2%	异常
Nov-07	-14.5%	17.0%	-5.9%	-18.2%	煤价上涨，但大盘下跌
Dec-07	8.1%	3.1%	8.4%	8.0%	
Jan-08	-8.2%	-1.7%	-4.5%	-16.7%	
Feb-08	-3.8%	0.9%	11.0%	-0.8%	油价上涨，但大盘下跌
Mar-08	-16.1%	14.7%	-0.2%	-20.1%	煤价上涨，但大盘下跌
Apr-08	18.1%	31.6%	12.0%	6.3%	
May-08	0.9%	9.1%	12.0%	-7.0%	煤价油价上涨，尽管大盘 跌，仍抗跌
Jun-08	-16.9%	-5.8%	9.9%	-20.3%	油价上涨，但大盘下跌
Jul-08	-11.0%	-2.2%	-12.0%	4.7%	
Aug-08	-24.3%	-5.7%	-6.9%	-13.6%	
Sep-08	-6.9%	-31.3%	-7.6%	-4.3%	
Oct-08	-29.6%	-0.9%	-22.7%	-20.5%	
Nov-08	2.1%	1.3%	-18.9%	8.2%	油价下跌，但大盘上涨
Dec-08	7.6%	-3.1%	-19.2%	-2.7%	走势异常，估计是市场理 解煤价触底
Jan-09	25.2%	-1.8%	1.2%	9.3%	证实煤价触底
Feb-09	-4.8%	市场预期煤 价不会大跌	-2.1%	4.6%	
2009年3月以来	13.7%		10.9%	6.8%	

数据来源：Wind，美国能源署，煤炭市场网，平安证券综合研究所整理

图表 8 煤炭股股价与上证指数、油价的走势



数据来源：Wind，美国能源署，平安证券综合研究所整理

十一、在A股周期类行业中比较，煤炭行业估值相对较低

按照我们的盈利预测，几家煤炭重点公司的 09 年预测 PE（按 3 月 20 日股价计算），基本在 17-18 倍附近。按照 WIND 统计的预测市盈率（算数平均），在周期性行业中，煤炭的 09 年 PE 为 18.6 倍，和房地产持平，低于有色。

目前市场给予煤炭股低 PE 的理由是，市场普遍预期，煤价未来仍有下跌空间。但是，根据我们目前掌握的数据，除钢铁外，煤炭下游确实已经出现复苏迹象，煤价大幅下跌的理由并不充分。

图表 9 按申万 3 级行业分类的部分行业预测市盈率

板块名称	预测市盈率(算术平均), 2009, 剔除负值	预测市盈率(整体法), 2009, 剔除负值	预测市盈率-未来 12 月(算术平均)	市净率(整体法), [财务数据匹配规则] 最新年报	市净率(算术平均), [财务数据匹配规则] 最新年报
SW 银行	11.0	9.9	10.8	2.3	2.7
SW 重型机械	14.0	14.0	12.8	3.3	2.8
SW 普钢	17.0	11.8	13.8	1.5	1.7
SW 建筑机械	17.5	14.5	17.5	5.1	4.8
SW 房地产开发	18.6	16.2	17.6	3.3	3.3
SW 煤炭开采	18.6	12.1	12.0	3.5	4.1
SW 百货零售	19.2	17.7	18.1	3.3	4.1
SW 石油开采	19.7	14.4	19.2	3.1	4.8
SW 商用载货车	20.0	18.1	18.8	2.5	50.4
SW 水泥制造	20.7	16.8	19.4	3.8	-41.2
SW 机场	20.9	22.1	20.1	2.3	2.7
SW 化学制剂	23.2	21.8	22.6	5.0	4.8
SW 商用载客车	24.5	15.6	27.5	2.4	2.8
SW 热电	24.5	25.0	22.2	2.4	2.6
SW 白酒	24.8	20.1	24.1	7.5	5.1
SW 铜	25.2	26.1	25.9	3.6	0.2
SW 航运	25.9	16.7	-25.9	2.1	1.6
SW 航空运输	26.5	34.3	-5.7	2.4	3.1
SW 保险	27.6	29.6	25.9	2.9	2.6
SW 乘用车	27.8	21.7	26.4	2.0	3.0
SW 化学原料药	28.0	11.4	27.3	4.6	7.5
SW 中药	28.1	23.4	26.7	4.0	3.5
SW 其他化学制品	30.1	25.8	27.4	4.5	4.3
SW 医疗器械	30.2	26.4	28.7	5.1	8.9
SW 铁路设备	31.2	26.9	28.6	8.9	5.8
SW 水电	31.8	19.4	27.0	3.2	3.5
SW 输变电设备	33.1	23.8	30.6	6.7	5.8
SW 黄金	33.9	39.5	31.9	19.3	17.4
SW 港口	34.2	18.7	32.5	3.1	3.2
SW 证券	36.7	25.1	11.0	3.7	32.0
SW 火电	38.5	28.6	36.5	2.1	2.1
SW 铝	59.0	38.9	52.6	2.6	3.3
SW 焦炭加工	60.0	31.9	42.3	2.6	3.9
SW 铁路运输	68.2	14.9	79.7	2.4	2.5
SW 其他电力设备	97.9	97.9	92.1	13.9	15.4
SW 铅锌	101.4	39.3	49.2	3.4	1.9

数据来源: Wind 资讯

研究员简介：

2003年毕业于中国人民大学商学院，先后在国泰君安(销售)、中国证券报(煤电行业)、南非沙索(商务分析)任职；2008年3月进入平安证券综合研究所，半年后参加《新财富》煤炭行业分析师评选，获第8名(8/23)；在对煤炭行业整体状况的较清晰把握、丰富的人脉资源以及对行业数据的及时跟踪等方面具有优势。

近期相关报告

- 2009年03月20日 行业快评《寻找煤炭股股价与油价、国内煤价的相关性》
- 2009年03月19日 行业快评《西山煤电矿井复产点评：需关注山西复产，但不必过度悲观》
- 2009年03月06日 行业报告《山西煤炭发运量已下降20%，持续时间长短是关键因素》
- 2009年02月22日 行业快评《山西屯兰矿难将影响焦煤供给》
- 2009年02月05日 行业报告《国际炼焦煤市场分析——2008年12月或是最坏时刻》
- 2008年12月24日 行业快评《跳出“谈判”看供需——关于煤炭订货会的思考》
- 2008年12月17日 行业快评《秦皇岛和广州煤炭库存开始下降，用煤高峰煤价有望企稳》
- 2008年12月12日 行业快评《资源税改革不应在近期出台，但仍是煤炭业的达摩克利斯之剑》
- 2008年12月08日 行业快评《广州港库存明显下降，短期煤价下跌压力减轻有助订货会谈判》
- 2008年12月05日 年度策略《GDP变化趋势是煤价先行指标，在纵横比较中寻找交易性机会》
- 2008年10月22日 行业报告《从“97亚洲金融危机”对煤炭盈利水平的影响看当前投资前景》

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257