

景气下行中暗藏小周期，煤电矛盾孕育大型基地建设

报告日期：2009 年 3 月 25 日

爱建证券研究发展总部

煤炭行业研究员：赵锴

TEL：021-32229888-3501

Email: zhaokai@ajzq.com

■ 内容摘要

煤炭行业大视野：景气下行，原煤产量总体缓慢下滑

2002 年以来，中国经济进入了重化工业化发展阶段，大宗商品消耗、尤其是能源消耗快速增长。2001 年到 2007 年中期，黑色金属、有色金属、化工原料及化学制品行业基本处于高景气时期，从而使得电力、煤炭行业景气上行。

然而，黑色金属、有色金属、化工原料及化学制品等行业在 2007 年中期均进入景气下行，电力行业由于煤价暴涨而全行业陷入亏损，从而导致煤炭行业也逐步陷入景气下行。

我们对主要工业产品产量的分析显示，我国大部分工业产品产能在 2004 年以后基本都出现了过剩迹象。因此，我国的重化工业化继续推进的首要条件就是过剩产能得到有效消化，而其方式可能是市场极度萎缩下的产能淘汰，则未来整个工业经济对于能源的需求也将持续低迷，煤炭产量下降就是大概率事件。

动力煤小周期：季节影响仍存，利空并未出尽

2008 年 7 月份以来，国际动力煤价格开始高位回落，目前已基本跌至 60 美元/吨一线，而国内外差价则进一步拉大，从而使得国内动力煤价格具备了相当的向下调整空间。

动力煤价格的过山车行情已基本结束，其中的非理性成份释放殆尽。由于用电量需求正在逐步回暖，则秦皇岛动力煤价格下一步的走势主要取决于季节性周期因素，我们认为，该港动力煤价格 5 月份的触底回升是大概率事件。

然而，目前而言，秦皇岛煤价的季节性向下趋势还没有结束，再加上国际动力煤价格并未企稳反弹，从 3 月下旬至 4 月底，该港动力煤价格仍存在一定的下跌空间。另外，五大集团电煤合同价小幅下降的可能也构成对于煤炭类上市公司的利空。

焦煤、焦炭低均衡：需求放量困难，价格进入漫长的小幅爬升

2008 年下半年以来，受金融危机的影响，世界粗钢产量快速下滑；而我国粗钢产量 9 月以来也较往年出现负增长，同时，钢材出口量急剧下降。

由于国内粗钢产能过剩异常严重，出口下滑、国内需求不足必将导致对于焦煤、焦炭的需求在 2009 年将基本处于低迷状态。

未来几年，我国将进入钢材产能不断压缩的供给能力调整周期，则钢价上行压力巨大，因此，我们认为，焦煤、焦炭产业在 2009 年将进入低度均衡，并预计其产量、价格将经历一个漫长的小幅爬升过程。

下行周期投资主基调：大型煤电基地建设隆重起步

我们对动力煤小周期的分析显示，动力煤价格可能在 5 月份的时候进入季节性上行区间，届时动力煤合同价也将尘埃落定，则对于以动力煤生产为主的上市公司而言，其战略性投资机会可能出现。

对于 2009 年而言，煤电矛盾的解决已提上议事日程，下一步对于矛盾的解决可能孕育了一定的投资机会。

鉴于大型煤电基地建设的提速，我们认为露天煤业、国投新集具有一定的投资价值。同时，随着资产注入的推进，盘江股份、恒源煤电等公司的产能都将得以显著提升，2009 年业绩增厚较为明显。然而，总体而言，我们仍然坚持对煤炭行业的“中性”评级。

目 录

煤炭行业大视野：景气下行，原煤产量总体缓慢下滑.....	4
重化工业景气决定煤炭行业周期.....	4
重化工业进入快速下行，煤炭行业景气下行幅度加大.....	4
重化工业下行源自产能严重过剩，煤炭需求恐难高位持续，产量下降趋势基本确立.....	5
动力煤小周期：季节影响仍存，利空并未出尽.....	6
国际动力煤价格支撑乏力，国内外价差进一步拉大.....	6
动力煤价格极端波动因素消失殆尽，后市价格取决于季节性周期和国内外价差.....	7
动力煤价格5月走出季节性低点，秦皇岛煤价目前仍有下跌空间.....	7
◆ 南方地区用电量有所回暖，动力煤需求有望重返正轨.....	8
◆ 4月份起，全社会用电量将走入季节性上升区间，动力煤价5月开始反弹.....	8
焦煤、焦炭低均衡：需求放量困难，价格进入漫长的小幅爬升.....	9
2001年以来，中国粗钢产速远高于世界，2003年后出口快速增长.....	9
2008年下半年，世界、中国粗钢产量快速下降，焦煤、焦炭需求将明显下滑.....	10
中国粗钢产能过剩严重，2009年焦煤消费量下降5000万吨，焦煤价格可能继续下滑.....	10
钢铁行业产能压缩异常困难，焦炭产业进入低度均衡.....	11
下行周期投资主基调：大型煤电基地建设隆重起步.....	12
煤电矛盾的解决方案之一：电价形成机制改革.....	12
煤电矛盾的解决方案之二：加快推进大型煤电基地建设.....	12

图 表 目 录

图 1 煤炭行业及其他重化工业的景气指数.....	4
图 2 工业品出厂价格指数.....	4
图 3 煤炭行业及其他重化工业的出厂价格指数.....	4
图 4 化工产品价出厂价格指数.....	4
图 5 火电月发电量及同比增长.....	5
图 6 生铁月产量及同比增长.....	5
图 7 水泥月产量及同比增长.....	5
图 8 合成氨月产量及同比增长.....	5
图 9 原煤产量及同比增长.....	6
图 10 洗煤产量及同比增长.....	6
图 11 国际主要港口动力煤报价.....	7
图 12 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格及指数.....	7
图 13 秦皇岛动力煤价格走势.....	7
图 14 秦皇岛煤炭库存.....	7
图 15 全社会用电量近年月度走势.....	8
图 16 工业用电量近年月度走势.....	8
图 17 世界粗钢产量及产量增速.....	9
图 18 世界、中国粗钢产量.....	9
图 19 世界、中国粗钢产量增速.....	9
图 20 中国粗钢产量占世界粗钢产量的比重.....	9
图 21 美国粗钢产量及产量增速.....	10
图 22 欧洲粗钢产量及产量增速.....	10
图 23 日本粗钢产量及产量增速.....	10
图 24 我国钢材进出口趋势.....	10
图 25 全国各地二级冶金焦价格.....	11
图 26 国际炼焦煤价格走势.....	11
表 1 南方五省统调用电量变化情况.....	8
表 2 我国 2008 年粗钢产能过剩情况.....	10

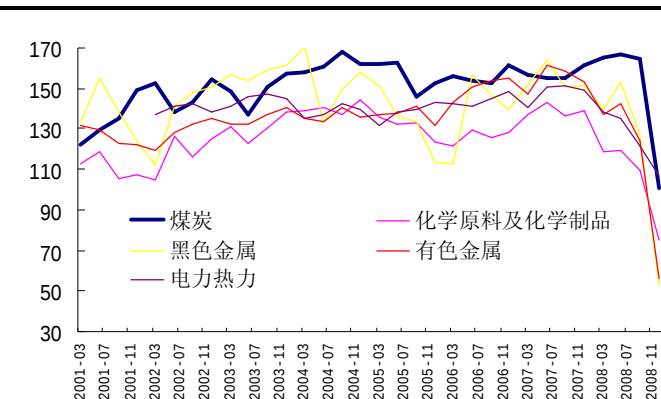
煤炭行业大视野：景气下行，原煤产量总体缓慢下滑

重化工业景气决定煤炭行业周期

2002 年以来，中国经济进入了工业化进程的关键阶段——重工业化发展阶段，而重工业化阶段的基本特征就是大宗商品消耗、尤其是能源消耗快速增长。由于黑色金属、有色金属、化学原料与化学制品等行业是重化工业的典型代表，因此，以上行业的景气程度对煤炭行业构成决定性影响。

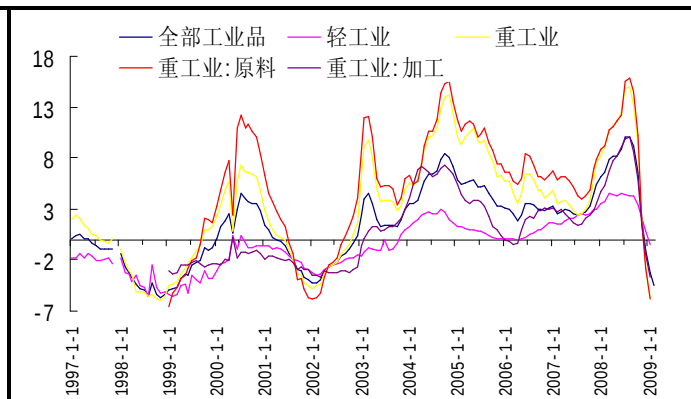
另外，黑色金属、化学原料与化学制品行业对能源的需求不仅仅表现在将煤炭作为基本原料，以上行业连同有色金属行业对电力的需求也是其能源消耗的重要方面，而我国的电力生产结构中火电处于绝对优势地位，而火电行业也占据了煤炭消耗的半壁江山。

图 1 煤炭行业及其他重化工业的景气指数



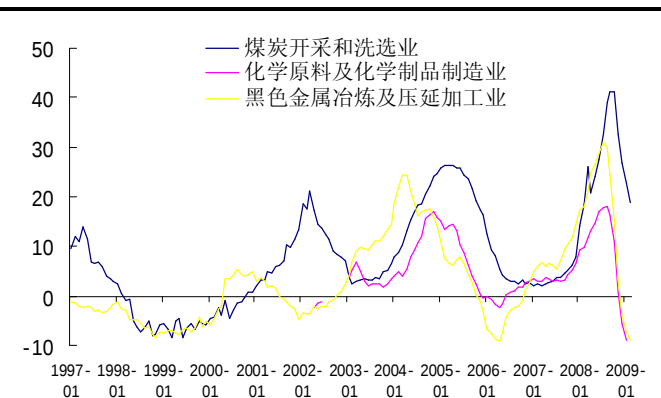
资料来源：wind

图 2 工业品出厂价格指数



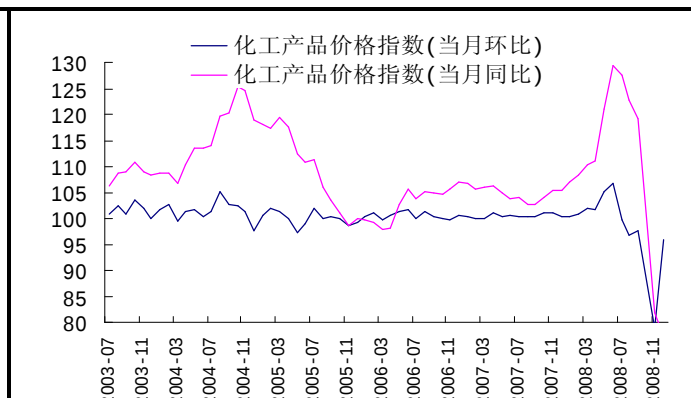
资料来源：wind

图 3 煤炭行业及其他重化工业的出厂价格指数



资料来源：wind

图 4 化工产品出厂价格指数



资料来源：wind

经济学理论告诉我们，当经济进入上行景气周期之后，工业产品出厂价格也会随着上升。图 2 显示，2002 年以来，月度全部工业品出厂价格指数基本维持同比正增长，而重工业和重工业中的原料出厂价格指数的增速远高于轻工业以及全部工业品出厂价格指数，从而表明重工业、尤其是原料工业在重工业化中扮演了何等重要的角色。

图 1 显示，2001 年到 2007 年中期，黑色金属、有色金属、化工原料及化学制品行业基本处于高景气时期，从而使得电力、煤炭行业景气上行。同时，黑色金属、化工原料及化学制品行业出厂价格指数的变化趋势也基本和煤炭行业相似。

重化工业进入快速下行，煤炭行业景气下行幅度加大

然而，黑色金属、有色金属、化工原料及化学制品等行业在 2007 年中期均进入景气下行，电力行业由于煤

价暴涨而全行业陷入亏损。需要注意的是，煤炭行业的下行却滞后了约 1 年左右的时间，在 2008 年 3 季度才进入明显的快速下行。当然，煤炭行业作为黑色金属、化工行业以及火电行业上游，其下行周期的滞后是正常的。图 1 显示，黑色金属、有色金属、化工行业以及火电行业在 2003 年年末至 2004 年年初进入阶段性下行后，煤炭行业景气也滞后了近 1 年，于 2004 年年末下行。

重化工业、火电行业的上一轮下行具有两个典型特征：

一是时间较长，从 2003 年年末至 2004 年年初持续到 2005 年年末至 2006 年年初，下行周期长度约 2 年。

二是下行幅度较小，景气指数均值从 140 下行到 120，其中电力行业下行并不明显。

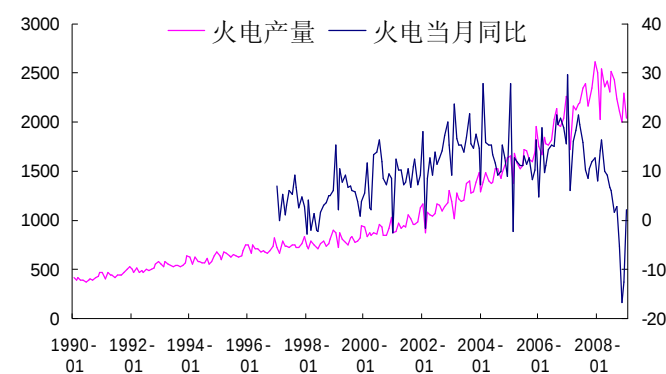
而自 2007 年中期开始的本轮黑色金属、有色金属、化工行业以及火电行业下行周期的长度已经持续了接近 2 年时间；不同的是，其幅度极大，景气指数均值从 150 下降到 80。

而煤炭行业上一轮的景气周期持续了约 1 年时间，景气指数从接近 170 下降到 150 下方；而本轮的下行周期到目前为止持续了 6 个月，景气指数从接近 170 下降到 100 左右。

重化工业下行源自产能严重过剩，煤炭需求恐难高位持续，产量下降趋势基本确立

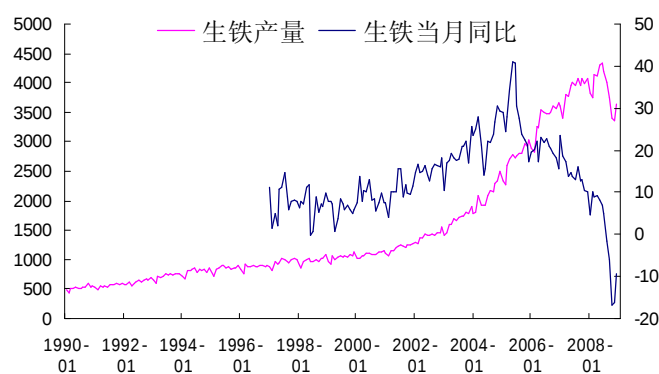
2002 年进入重化工业化导致我国工业产品产量增速逐年上升；2004 年年底，国内大部分工业产品产量增速走到了高点，并开始下行；然而工业产品产量却仍然保持了上升态势，只是速度有所降低。

图 5 火电月发电量及同比增长



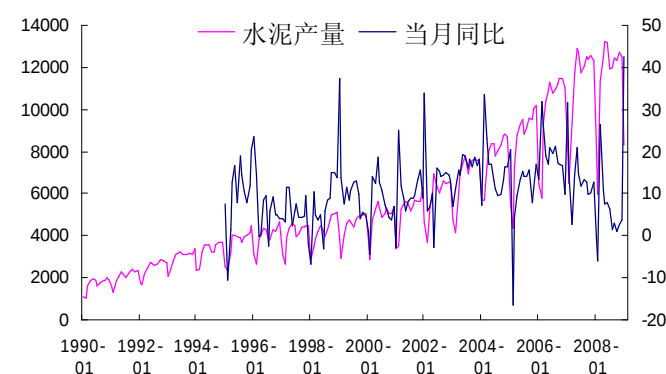
资料来源：wind

图 6 生铁月产量及同比增长



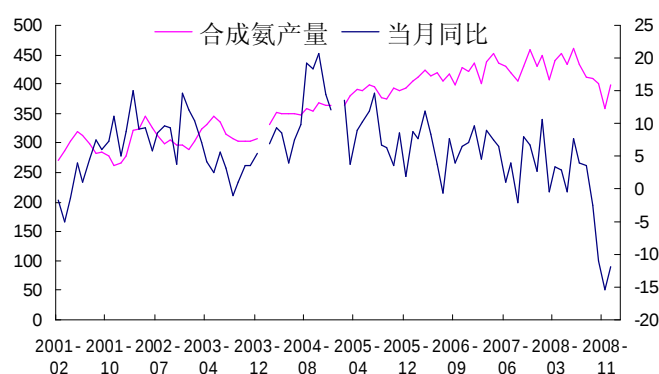
资料来源：wind

图 7 水泥月产量及同比增长



资料来源：wind

图 8 合成氨月产量及同比增长



资料来源：wind

我国国民经济经过近 20 年的快速增长，初步的工业化已基本接近完成；同时，2002 年以来，重化工业产能的积累也使得重化工业化初级阶段的发展告一段落，而重化工业化初级阶段完成的标志就是化工原料、化工基础产品产能积累到一定的程度，可以满足工业经济进一步发展的需要，并且不会出现明显的工业产品短板。

我们对主要工业产品产量的分析显示，我国大部分工业产品产能在 2004 年以后基本都出现了过剩迹象，而所积累产能的投产也使得能源价格非理性上涨。

因而，我国目前所面临的经济显著放缓，除了受到美国、欧洲等出口市场经济衰退的影响之外，国内工业经济产能的过渡积累、集中释放才是最重要的因素。同时，产能的过渡积累也说明了一个问题：国内市场对于“投资行为偏差”的纠正能力很弱，因而对投资行为的纠正必须由经济的衰退或者大规模调整来实现。

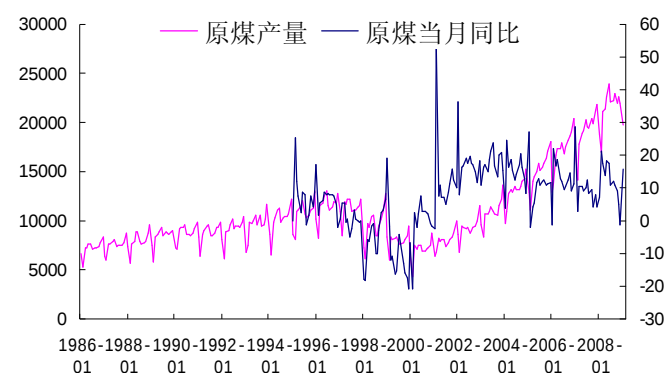
可以确定的是，我国的重化工业化势必继续进行，然而继续推行的首要条件则是过剩产能得到有效的消化，产业结构得以合理化。那么，如何对过剩产能进行消化呢？我们认为，其方式可能是市场极度萎缩下的产能淘汰，需要强调的是，部分产品产能积累和过剩的程度已不是通过整合能够消化得了的，而必须将效率低下、成本高企的产能彻底淘汰掉，请注意这一轮淘汰应当由市场来完成，而不是政府。

正是由于我国工业经济在未来 2 年之内可能进入一轮残酷的“淘汰赛”，因此，整个工业经济对于能源的需求也将持续低迷。

图 5 显示，由于我国出口遭受重创，且黑色金属、有色金属、化工原料及化学制品行业等重化工业对电力的需求有所下降，火电发电量已明显进入产量下行阶段，发电量增速急剧下降。而对于钢铁行业而言，由于产能过剩较为严重，生铁产量也明显见顶下行。合成氨的产量变化趋势显然也具有同样的特征。

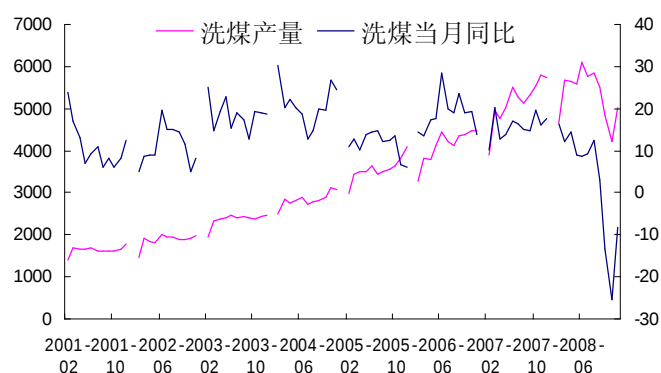
既然，火电、钢铁、化工、水泥四个煤炭需求最大的行业均已进入产量下行周期，则其对于煤炭的需求势必有所下降，则煤炭产量下降就是大概率事件。

图 9 原煤产量及同比增长



资料来源：wind

图 10 洗煤产量及同比增长



资料来源：wind

2009 年 2 月份，原煤产量较 2008 年上升了 16%。当然，2008 年的春节在 2 月份，而春节前后煤炭生产企业基本都会进行停产检修，因而 2008 年 2 月原煤的基数很低。因此，我们认为，2 月份的数据不能作为原煤产量上升的合理依据。

数据显示，2008 年 10 月至 12 月，我国原煤产量增速分别为 9.2%、5.2%和 -1.3%；而 2007 年以前，这三个月的产量增速一般均在 10%以上。由此可见，我国原煤产量正在进入产量下行周期之中。而原煤产量下行趋势的确立表明，煤炭行业的下行周期已经进入了最后一个阶段，只是产量下行周期持续的时间尚无法确定。

历史数据显示，1995-2000 年原煤产量也处在下行周期，然而，目前中国经济的体量已不是先前的任何时期能够比较的，因而，即使出现了原煤产量的下行，其幅度也不应该很大，而下行周期的持续时间也不会太长，我们初步预计，其长度当在 1 年至 1 年半左右。

动力煤小周期：季节影响仍存，利空并未出尽

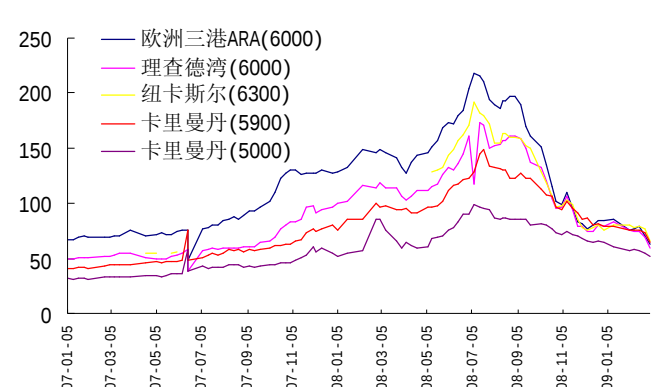
国际动力煤价格支撑乏力，国内外价差进一步拉大

2008 年 7 月份以来，国际动力煤价格开始高位回落，目前已基本跌至 60 美元/吨一线，从而表明无论欧洲、亚洲（除中国外）的宏观经济均面临严峻考验，则国际市场动力煤需求在新财年可能维持低迷，而这一低迷状况的结束取决于宏观经济的回暖。不幸的是，即使是业内相对乐观的估计，美国、欧洲、日本等地经济最早也只能在 2009 年底、2010 年初回暖。

以目前澳煤平仓价 63.75 美元/吨计算，加上运费，澳大利亚 5800 大卡动力煤价格折合人民币 480 元/吨左右，而可比的秦皇岛 5500 大卡山西优混平仓价 560 元/吨，再加上运到浙江沿海的运费 20 元，则山西优混的价

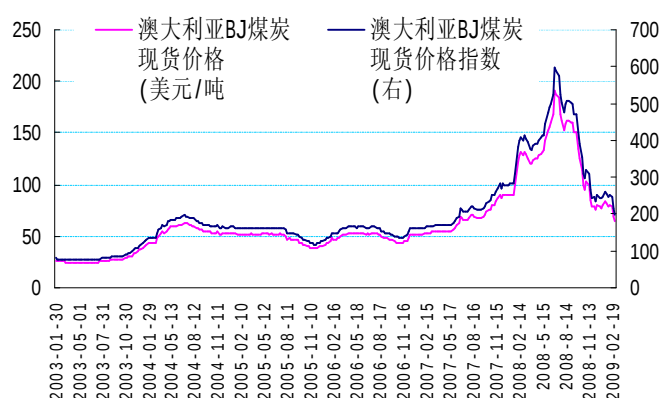
格将达到 580 元/吨，高于澳煤 100 元/吨，差价较此前进一步拉大。而价差拉大则使得国内动力煤价格具备了相当的向下调整空间。

图 11 国际主要港口动力煤报价



资料来源：wind

图 12 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格及指数

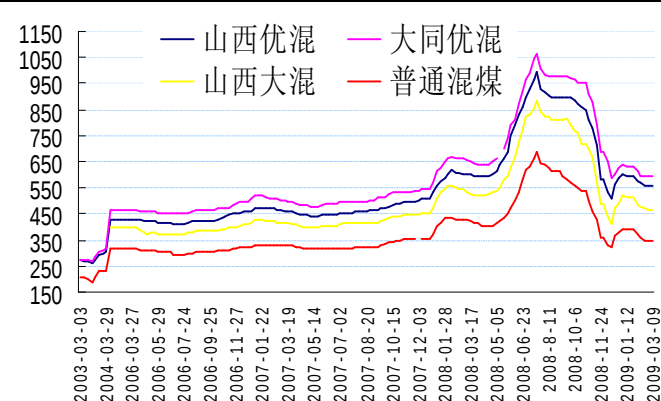


资料来源：wind

动力煤价格极端波动因素消失殆尽，后市价格取决于季节性周期和国内外价差

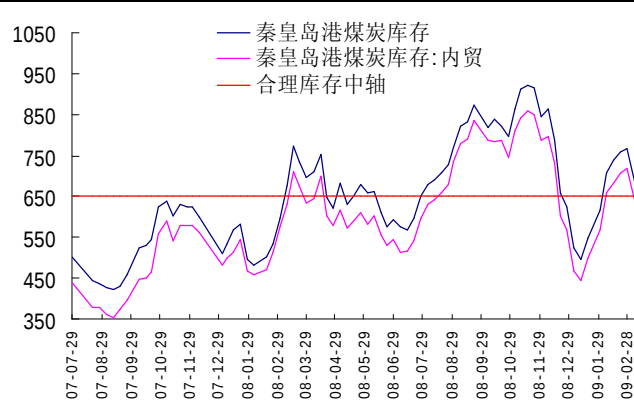
图 13 显示，目前而言，动力煤价格的过山车行情已基本结束，其中的非理性成份也释放殆尽，下一步的走势则首先取决于其季节性周期因素。

图 13 秦皇岛动力煤价格走势



资料来源：wind

图 14 秦皇岛煤炭库存



资料来源：wind

另外，在秦皇岛价格的季节性周期之外，其库存稳定与否也对价格产生重要影响。2008 年 5 月份开始，秦皇岛动力煤库存波动幅度不断加大，也在较长的时间里远远偏离其 650 万吨的近年来正常标准。然而，幸运的是，近期以来，该库存的震荡幅度在逐渐缩小，从而表明对库存以及秦皇岛动力煤价格的极端影响因素基本不复存在，我们预计，后市该港库存将基本围绕 650 万吨小幅波动。

动力煤价格 5 月走出季节性低点，秦皇岛煤价目前仍有下跌空间

依据往年动力煤季节性周期，秦皇岛动力煤价格一般在农历春节后 2 周开始季节性下行，这一趋势也将持续到 4 月底；5 月份开始，该价格缓慢上涨，而价格上升速度在 7 月初夏季用电高峰来临时开始明显加快。

同时，2009 年的动力煤季节性因素是否维持正常，还要看国内用电量是否能逐步回暖。如果用电量需求仍然趋于下降，则动力煤价格季节性周期可能被打破。

然而，以目前的宏观经济状况而言，我们认为，国内用电量需求正在逐步回暖，尤其是南方地区。

◆ 南方地区用电量有所回暖，动力煤需求有望重返正轨

表 1 南方五省统调用电量变化情况

	南方五省	广东	广西	云南	贵州	海南
1-2 月统调最高负荷（万千瓦）	7247	4520	927	823	953	163
同比增长（%）	3.2	4.8	-6.3	6.8	13	6.7
1-2 月统调用电量（亿千瓦时）	686	392	88	84.6	101	15.2
同比增长（%）	-2.6	-8.9	-12	-1.6	42	4.9
考虑 2008 年冰雪灾害、错峰减供电量（约 80 亿千瓦时），1-2 月，南方五省统调用电量降幅为 12%。						
2 月统调用电量（亿千瓦时）	352	207	42.8	43.2	49.2	7.63
2 月份日均统调用电量同比增长（%）	-7.4	-6	-14	-12	-9.8	16
1 月份日均统调用电量同比增长（%）	-11.4	-13	-12	-10	-14.8	-1
2 月份同比降低幅度变化（百分点）	-4	-7	2	2	-5	

注：1、2 月份日均统调用电量同比增长情况考虑了春节假期、去年冰灾及气温对用电量的影响。

资料来源：爱建证券研发总部整理

以上数据显示，1-2 月份，南方五省统调最高负荷显著上升，统调用电量仍同比下降 2.6%；剔除 2008 年冰雪灾害、错峰减供电量（约 80 亿千瓦时），1-2 月南方五省统调用电量降幅为 12%。然而，考虑了春节假期、去年冰灾及气温对用电量的影响之后，南方五省 2 月份日均统调用电量降幅明显缩小，从而表明该地区电力需求正在缓慢爬升。

同时，工业和信息化部部长李毅中近期也表示，今年 1、2 月我国用电量合计下降 3.7%，而去年 11 月下降 7.5%，12 月下降 8.7%，下降的幅度明显减缓。

既然用电量需求正在逐步回暖，则秦皇岛动力煤价格的决定因素将和往年同期基本相同。

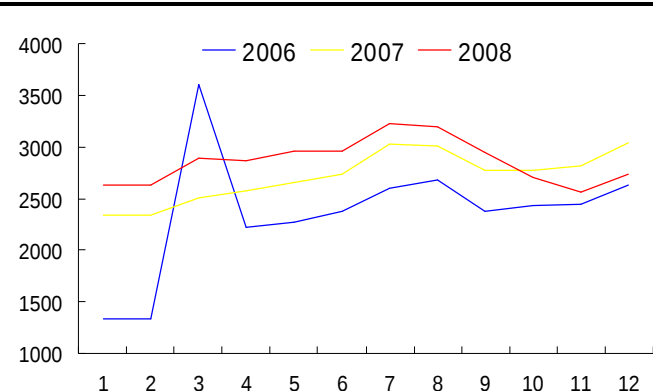
◆ 4 月份起，全社会用电量将走入季节性上升区间，动力煤价 5 月开始反弹

图 15 显示，2006、2007、2008 年的 4 月至 8 月，全社会用电量处于明显的季节性上行区间，而用电量的逐步增加则主要源于工业用电量的上行。

然而，2008 年工业用电量在 10 月份却并未走入传统的上行区间，其原因在于本次金融危机对国内实体经济的影响在 10 月份开始显现，而重化工业用电量、南方出口导向型企业用电量的减少是其中最为明显的部分。

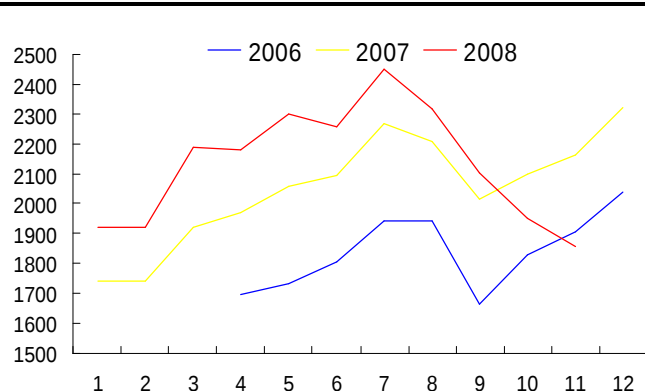
由于受金融危机的影响，工业用电总量在 2008 年 10 月份以来维持低位。而我们初步计算的结果也显示：2009 年 3 月至 8 月，各月用电量均稍低于 2007 年的水平；9 月份之后，则高于 2007 年各月，全年工业用电量的增速在 3-5% 之间。

图 15 全社会用电量近年月度走势



资料来源：wind

图 16 工业用电量近年月度走势



资料来源：wind

由于国内用电量回暖的迹象已经比较明确，因此，在 2009 年 3 月份以后，用电量继续萎缩的可能性不大，我们判断其应当处于季节性的爬升态势。因而，秦皇岛动力煤价格的季节性上行区间也不会被破坏，则该港动力

煤价格 5 月份的触底回升是大概率事件。

然而，对于目前而言，秦皇岛煤价的季节性向下趋势还没有结束，再加上国际动力煤价格并未企稳反弹，则从 3 月下旬至 4 月底，该港动力煤价格仍存在一定的下跌空间。

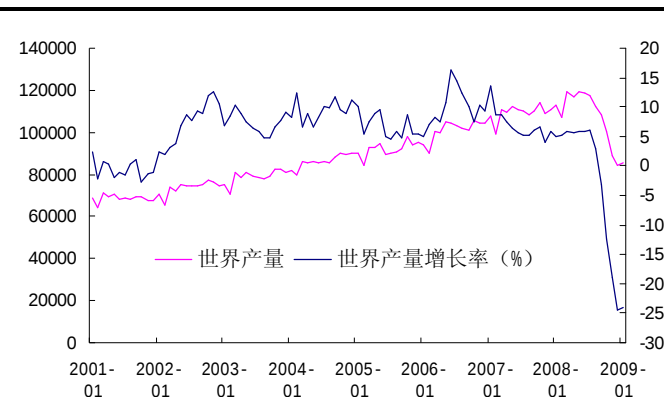
另外，国内五大电力集团和华润集团的动力煤合同尚未签订，且其正在筹备国际煤炭订货会，以图加大动力煤的国际采购。同时，国际动力煤价格远低于国内，如果六大集团的最终采购量超出市场预期，则其在动力煤合同谈判中的优势将得以强化，那么动力煤合同价就存在小幅下降的可能。

因此，无论秦皇岛动力煤价格的季节性继续下行，还是合同煤小幅下降的可能，均构成对于煤炭类上市公司股价的利空，在以上利空并未出尽之前，不建议投资者大规模进入。

焦煤、焦炭低均衡：需求放量困难，价格进入漫长的小幅爬升

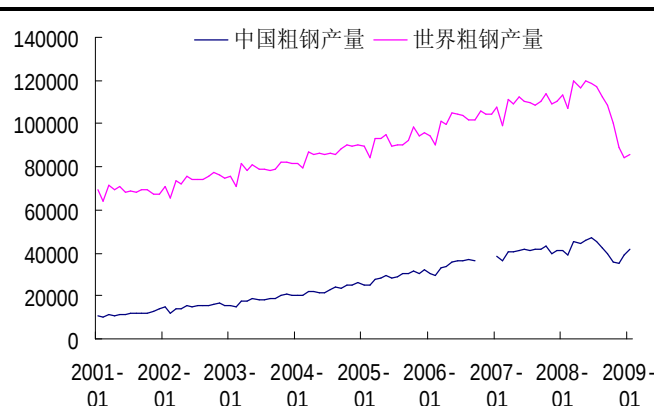
2001 年以来，中国粗钢产速远高于世界，2003 年后出口快速增长

图 17 世界粗钢产量及产量增速



资料来源：wind

图 18 世界、中国粗钢产量



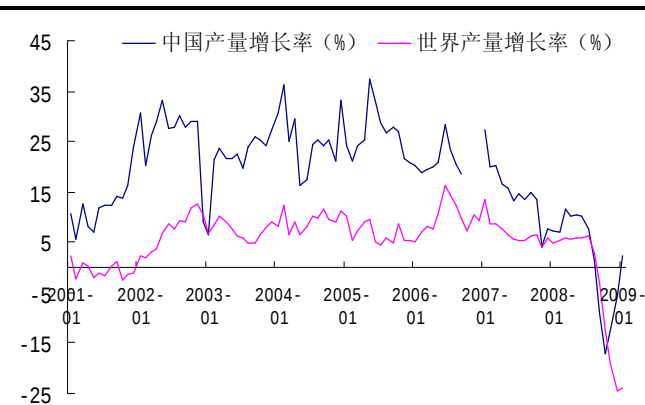
资料来源：wind

图 17 显示，自 2001 年以来，世界粗钢产量增长趋势较为明显。从 2003 年开始，其增速趋于稳定，基本维持在 5-10% 之间。

然而，在 2002 至 2006 年，中国粗钢产量增速均值却高达 25% 左右，并且在世界产量中的占比不断提高。

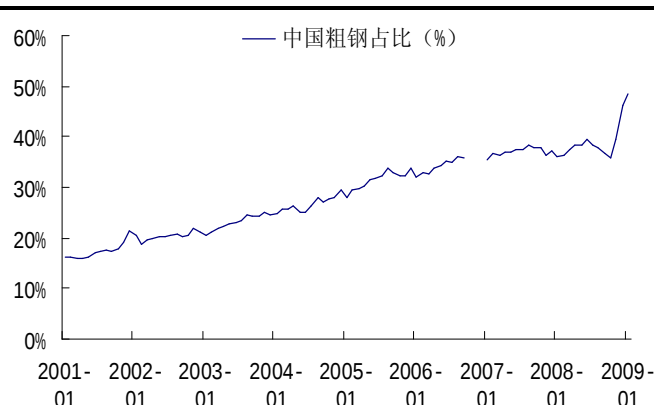
同时，美国、欧洲、日本三个主要经济体 2001 至 2007 年粗钢产量增速的均值却基本以零为中轴在正负波动。而 2005 年以来，中国钢材出口量的快速上升则说明，世界钢铁需求中一部分是由中国来满足的。正是由于中国粗钢产量的快速增长拉动了铁矿石、焦煤等资源的需求，从而造就了一波焦煤、焦炭价格的长期上行行情。

图 19 世界、中国粗钢产量增速



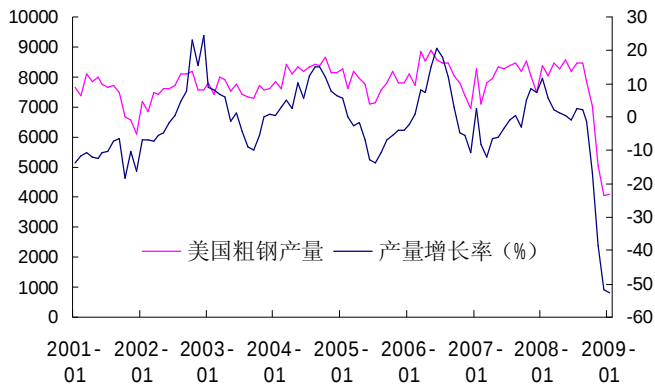
资料来源：wind

图 20 中国粗钢产量占世界粗钢产量的比重



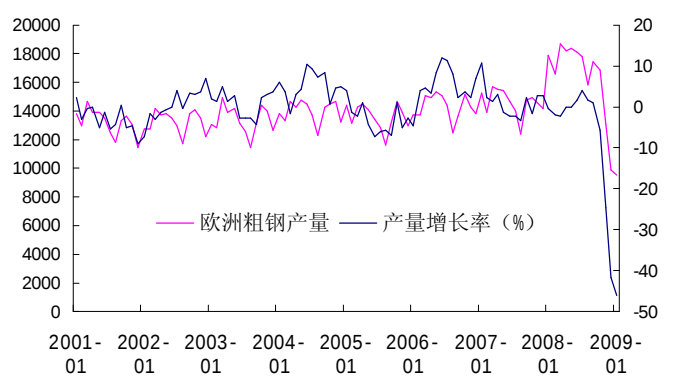
资料来源：wind

图 21 美国粗钢产量及产量增速



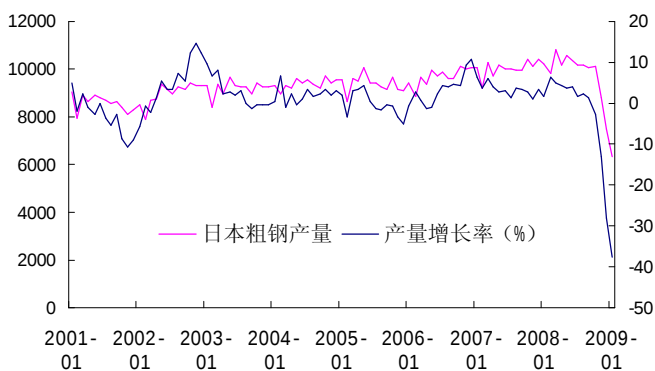
资料来源：wind

图 22 欧洲粗钢产量及产量增速



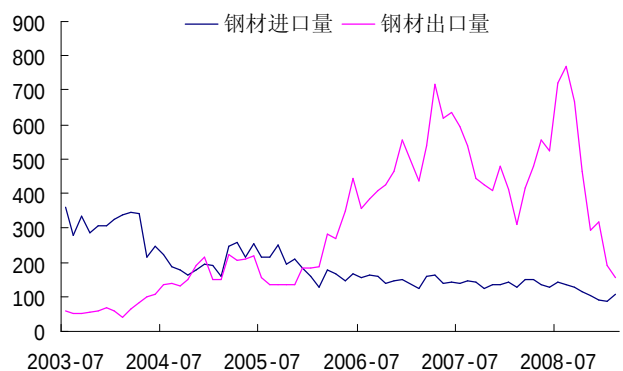
资料来源：wind

图 23 日本粗钢产量及产量增速



资料来源：wind

图 24 我国钢材进出口趋势



资料来源：wind

2008年下半年，世界、中国粗钢产量快速下降，焦煤、焦炭需求将明显下滑

然而，2008年下半年以来，受金融危机的影响，世界粗钢产量快速下滑，而我国粗钢产量9月以来也较往年出现负增长；同时，钢材出口量急剧下降。

2009年1月，国际粗钢产量同比仍大幅下降，整个欧洲、北美洲粗钢产量跌幅接近50%，而国内钢材产品出口几乎陷入绝境，同时国际低价钢材也将对国内市场造成严重冲击。

从世界经济和中国经济目前所处的阶段而言，粗钢产量很难在短期内恢复到2007年的水平，因而，短期内对于焦煤和焦炭的需求将明显下滑，而对于国际市场而言，焦炭所受到的影响要远大于焦煤，原因在于我国是焦炭出口第一大国。因此，失去焦炭出口大部分市场的中国焦炭企业，其产销量很难在短期内恢复正常。

中国粗钢产能过剩严重，2009年焦煤消费量下降5000万吨，焦煤价格可能继续下滑

表 2 我国 2008 年粗钢产能过剩情况

2008 年我国粗钢产能	6.6 亿吨
2008 年我国粗钢产量	5 亿吨
产能过剩	1.6 亿吨
2008 年直接出口折合粗钢产量	6330 万吨
2008 年以机电产品等间接出口折合粗钢产量	6000 万吨
整体出口占粗钢产量的比重	24.66%

资料来源：爱建证券研发总部整理

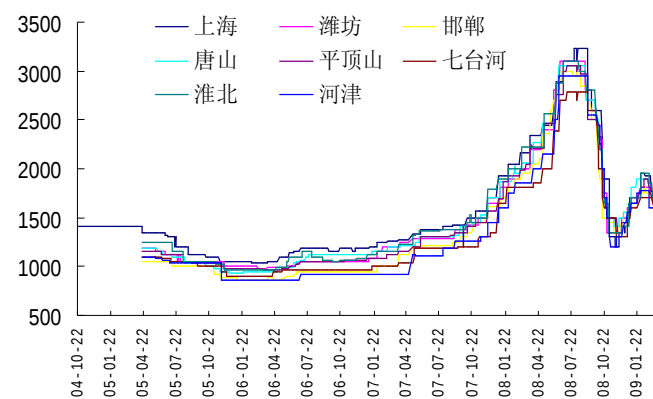
由于国内粗钢产能过剩异常严重，出口下滑必将导致对于焦煤、焦炭的需求在 2009 年将基本处于低迷状态。数据显示，2008 年，我国焦炭产量达 32359 万吨，同比下降 0.4%，消耗炼焦煤 4.5 亿吨左右；而根据中国炼焦协会的预计，2009 年我国炼焦煤消费量将比 2008 年下降 5000 万吨左右，同比下降 11%，那么，虽然国内焦煤价格在 2008 年 11 月以来已经经历了一轮大幅下跌，却在 2009 年剩下的时间里仍然不能获得有效支撑，从而面临总体下滑。

近期，据中国钢铁新闻网最新报道，亚洲第三大钢铁生产商韩国浦项制铁（POSCO）与数家澳大利亚矿商就 2009 年煤粉（喷吹煤）合同价格达成初步协议，价格为 90 美元/吨，该价格较 2008 年 240-245 美元/吨的价格下降了 63%。90 美元/吨的平仓价，加上运费，折合人民币约 670 元/吨左右。而国内高品质喷吹煤价格则基本维持在 800 元/吨以上，价差的拉大无疑将使国内喷吹煤面临巨大下调压力。

另外，有报道称，有 200 万吨的澳大利亚硬焦煤以 140 美元/吨（含运费）的价格在现货市场出售给了中国企业，该价格折合人民币约 960 元/吨，低于国内同品质焦煤 50-100 元。

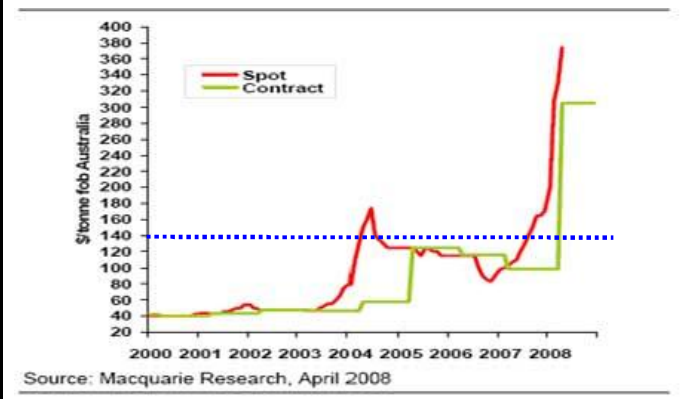
依据以往国际炼焦煤合同价与现货价的关系来看，在现货价处于明显的上升区间的情况下，年度合同价往往低于现货价；如果现货价总体处于下行趋势，则现货价的年度均值与合同价基本相当，然而，现货价则具有明显的“前期高，后期低”特征。那么，国内焦煤价格在 2009 年剩下的时间里如果走出明显的下行趋势，则 2009 年下半年价格很可能低于 960 元/吨。

图 25 全国各地二级冶金焦价格



资料来源：wind

图 26 国际炼焦煤价格走势



资料来源：嘉益博华

钢铁行业产能压缩异常困难，焦炭产业进入低度均衡

有消息称，钢铁大省河北将在“十二五”末将钢铁产能由最高时的 1.2 亿吨压缩到 8000 万吨左右。而河北省“十一五”期间已经三次公布淘汰落后产能企业名单，力争到 2010 年底前淘汰落后炼铁能力 515 万吨、炼钢能力 813 万吨。

我们知道，自 2003 年以来，大型钢铁企业的固定资产投资基本都是围绕着钢材产品中较为高端的板材进行的，而低端线材产量逐步缩小，并主要由中小钢厂提供。这样以来，如果 2008 年以来国际、国内宏观经济并未经历危机，并保持高速增长，则这些新建高端产能的过剩并不明显。然而，在危机之下，过剩的不仅仅是低端的线材产能，高端板材可能更为严重，则低端产能的淘汰和高端产能的压缩将异常困难。也就是说，产能过剩在未来几年将持续存在。

另外，自 2008 年下半年以来，国内钢铁产品库存调整持续了不到半年的时间，随着钢材产品价格的大幅下降告一段落，库存调整也基本结束。然而，国内基建投资的启动、春节后钢材需求上升的预期使得钢价在 2008 年 11 月至 2009 年 2 月走出了一波较为强势的反弹行情，从而拉动了焦炭价格快速上升。近期，由于国际低价钢材悄然进入中国市场，以及国内钢材需求放量困难，导致钢价下跌，焦炭价格也随着下行。

显然，本轮钢材价格上升，反映最为敏捷的就是中小钢厂，然而，由于价格上升、市场回暖导致的产能恢复过于迅速和猛烈，才导致了目前库存的又一次大幅走高。不幸的是，由于产能压缩面临巨大困难，随后几年，钢价的每一次回升、市场的每一次回暖都将可能面临迅速而猛烈的产能释放，则钢材市场的混乱可能还会出现。

同时，河北在“十二五”期间的钢铁产能压缩计划也显示，未来几年，我国将进入钢材产能不断压缩的供给能力调整周期，则钢价上行压力巨大，因此，我们认为，焦炭产业在 2009 年将进入低度均衡，并预计其产量、价格将经历一个漫长的小幅爬升过程。

请务必阅读正文之后的重要声明

下行周期投资主基调：大型煤电基地建设隆重起步

我们对动力煤小周期的分析显示，动力煤价格可能在5月份的时候进入季节性上行区间，届时国际动力煤价格逐步企稳的可能性较大，且动力煤合同价也将尘埃落定，则对于以动力煤生产为主的上市公司而言，其战略性投资机会可能出现。

同时，2008年是煤炭行业业绩无比亮丽的一年，也是火电行业愁云密布的一年；火电企业的全行业严重亏损使得“市场煤、计划电”的电力价格决定机制备受指责，同时也使得煤电矛盾进一步激化，从而演变出一场“煤电”顶牛的闹剧，时至今日，五大集团的电煤合同仍未签定。由此可见，对于2009年2季度而言，煤电矛盾的解决已提上议事日程，则下一步对于矛盾的解决方案可能孕育了一定的投资机会。

煤电矛盾的解决方案之一：电价形成机制改革

我们知道，2004年以来，国内煤炭价格大体上已经按照市场化原则操作，因此，煤电合同的最后落定不太可能是以政府主导的方式解决，比如发改委的协调。既然煤炭价格决定机制不会倒退，则唯一的解决方式就是电价改革，逐步使其决定机制市场化。

同时，温总理在十一届全国人大二次会议上作政府工作报告时也指出：2009年将推进资源性产品价格改革；继续深化电价改革，逐步完善上网电价、输配电价和销售电价形成机制，适时理顺煤电价格关系。

诸多迹象显示，电价改革的第一步可能从“直购电”开始。近期，工信部、发改委、电监会和能源局也已联合下发了《关于开展电解铝企业直购电试点工作的通知》，遴选了15家优质电解铝企业参与直购电试点工作。显然，2009年大用户直购电试点工作有望大规模推开。

煤电矛盾的解决方案之二：加快推进大型煤电基地建设

由于火电行业占据我国煤炭消费的半壁江山，二者的紧密相关使得“煤电一体化”成为彻底解决煤电矛盾的根本措施，而煤电一体化发展的核心则是建设大型煤电基地。

2009年2月，全国能源工作会议召开，这是我国17年来首次举行的全国性能源工作会议。国家能源局负责人表示，2009年我国将提速13个亿吨级大型煤电基地建设，年内国家将启动锡林郭勒盟煤电一体化和山西煤电基地项目建设。

其实，2008年12月，我国13个亿吨级大型煤炭基地中第一个煤电基地——两淮亿吨级煤电基地正式投产。

两淮大型煤电基地包括淮南、淮北两个矿区，基地保有煤炭资源储量252亿吨。而作为另一个大型煤炭基地的中国神华神东煤炭分公司也在晋陕蒙的过渡地带建设亿吨级绿色煤电基地。另外，宁东煤电化基地也已经开工建设。

根据目前的情况而言，2009年煤电基地建设有可能取得突破性进展的还包括：河南、贵州、呼伦贝尔等地区。同时，大型煤电基地建设过程必然伴随着煤炭和电力资源的整合，

在已经建成的两淮煤电基地，由于煤炭、电力资产分别属于多个主体，因此，基地建成之后，下一步面临的将是煤炭、电力资产的整合问题。那么，淮北地区的恒源煤电，以及淮南的国投新集必将受益于煤炭资源的整合。而事实上恒源煤电的煤炭资产注入已经启动，国投新集也在筹划之中。另外，作为贵州省煤电基地建设的重要主体之一，贵州盘江股份的煤炭资产注入也已启动。

同时，河南也在全力布局大型煤炭基地。河南省目前已经整合了5家煤炭企业和2家化工企业：重组平煤集团、神马集团创建中国平煤神马能源化工集团，整合河南煤化集团（永煤集团、河南省煤气集团）、中原煤化集团（鹤煤集团、中原大化）、焦煤集团创建河南煤业化工集团。新组建的平煤神马集团目前正处在集团层面的资源整合工作，而平煤股份作为集团旗下上市公司，资产注入预期较为强烈。

需要强调的是，在煤电一体化推进的过程中，电力集团往往具有更高的积极性，而旗下具有煤炭类上市公司的电力集团通过资本运作推进资源整合和煤电一体化则具有更大的把握。因此，煤电一体化的最理想主体往往是控股大型煤炭公司的电力集团。

那么，作为大型煤电基地相关主体、又属于电力集团旗下煤炭类上市公司的国投新集则应当成为我们的关注对象。另外，同属电力集团旗下上市公司的露天煤业也是煤电一体化发展的优秀平台；而中电投总经理陆启洲近期也表示，中电投集团将通过“两步走”逐步实现整体上市：第一步是将区域内的集团企业整合进入本区域的上

市公司平台中；第二步，再实施跨区域的资产重组。显然，其整合思路可能和国投相似，首先实现区域性电力资产、煤炭资产的整合，而后再跨区域、跨行业整合，从而真正现煤电一体化发展的优势。

鉴于大型煤电基地建设的提速，我们认为以下公司具有一定的投资价值：露天煤业、国投新集。同时，随着资产注入的推进，盘江股份、恒源煤电等公司的产能都将得以显著提升，2009 年业绩增厚较为明显。然而，总体而言，我们仍然坚持对煤炭行业的“中性”评级。

相关个股估值

名称	代码	2008		2009		2010		PB	评级
		EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
露天煤业	002128.SZ	0.85	15	0.97	14	1.11	12	4.75	推荐
国投新集	601918.SH	0.64	14	0.61	14	0.77	11	3.22	推荐
盘江股份	600395.SH	1.03	13	1.39	10	1.52	9	4.23	推荐
恒源煤电	600971.SH	1.62	10	1.46	11	1.61	10	1.95	推荐

资料来源：爱建证券研发总部

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 15%以上
推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 5%~15 %
中性：预期未来 6 个月内，个股相对大盘变动在 $\pm 5\%$ 以内
回避：预期未来 6 个月内，个股相对大盘跌幅 5%以上

行业评级

强于大市：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅 5%以上；
中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅介于 -5%~5%之间；
弱于大市：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。