

下游回暖有待观察，通胀预期或成投资煤炭新理由

——煤炭行业 2009 年 4 月策略报告

投资摘要：

●3月（2月28日-3月27日）煤炭板块大幅跑赢大盘，申万煤炭开采指数上涨 28.54%，而同期沪深 300 指数上涨 16.78%，煤炭板块涨幅高出大盘 11.76 个百分点。细分板块来看，冶金煤板块本月上漲 35.04%高出动力煤 18.02%的涨幅。我们无法从基本面上解释煤炭板块特别是冶金煤品种为何大涨，如果一定要找到一个相对合理的解释，那可能就是本月美国印钞票导致的通货膨胀预期又起，使得原油等大宗商品价格上涨，从而刺激资金流向同为大宗能源类商品的煤炭板块。

●动力煤价稳：库存急降，但需求回暖还言之过早。本月坑口和中转地动力煤价格基本与上月持平。受下游电力企业补库存影响，秦皇岛库存持续下降，月底库存同比下降 30.85%。当前煤电谈判最终结果出来之前，市场也不敢轻举妄动，在下游补库存的市场拉动下，价格或有上涨空间，但仍然以稳为主。

●受累下游，冶金煤价格本月回调。除山西地区受矿难影响小煤矿复产推迟使得当地价格坚挺以外，其他地区价格均有所下调，特别是安徽等地价格下调尤为明显，最高降幅接近 15%。未来冶金煤价格走势主要看两个因素：其一，两会已经落幕，基建投资如何落实，项目进展如何、资金到位情况如何都决定了下游钢铁需求是否回暖、何时回暖；其二，小煤矿复产的速度和强度都决定了对煤炭供给的冲击程度。需求、供给如何协调决定冶金煤价格未来走势。

●通胀预期下炭的大宗商品身份或成另一个投资煤炭股的投资理由。当3月18日美国政府宣布变相印钞就已经扣动了全球通货膨胀的扳机，但是这种预期是否会持续下去，现在还很难下定论，可看到的是G20国对美国印钞票的声讨，美国是否会在此压力下印足够的钞票，又是否会引起全球其他国家效仿也有待进一步观察。

●在下游需求没有明显起色、通货膨胀预期还不确定性的情况下，我们暂时维持行业的“中性”评级。个股方面，由于通胀预期下煤炭股均受益，而个股走势更多地取决于资金的取向，因此我们依然不推荐具体品种，仅对重点品种进行跟踪。

煤炭开采重点上市公司跟踪与投资评级

简称	EPS（元）				PE（倍）			投资评级
	07	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
西山煤电	0.87	1.440	1.210	1.581	11.5	13.7	10.5	增持
盘江股份	0.73	1.02	1.74	2.22	15.9	9.3	7.3	增持

中性/维持

谭可

东兴证券研究所

010-66555325

tanke@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

新盛大厦 B 座 12 层

邮编：100032

煤炭采掘行业指数走势图



相关研究报告

煤炭行业 09 年 3 月策略：短暂的下游回暖结束，市场回调开始（09.02.26）

煤炭行业 2 月策略：近期走势已透支基本面（09.02.04）

目 录

1. 3 月煤炭板块大幅跑赢大盘	4
2. 动力煤价稳：库存急降，但需求回暖还言之过早	5
3 受累下游冶金煤跌，未来走势还看供需如何协调	6
4 通胀预期或成投资煤炭新理由	9
5. 行业评级与投资策略	9
6. 重点公司跟踪	9

图目录

图 1 煤炭板块市场走势（2009 年 2 月-2009 年 3 月）	4
图 2 大同、太原坑口价（07 年 1 月-09 年 3 月）	5
图 3 中转地秦皇岛港价格（03 年 3 月-09 年 2 月）	6
图 4 秦皇岛库存情况	6
图 5 钢铁价格走势	8
图 6 焦炭价格走势	8

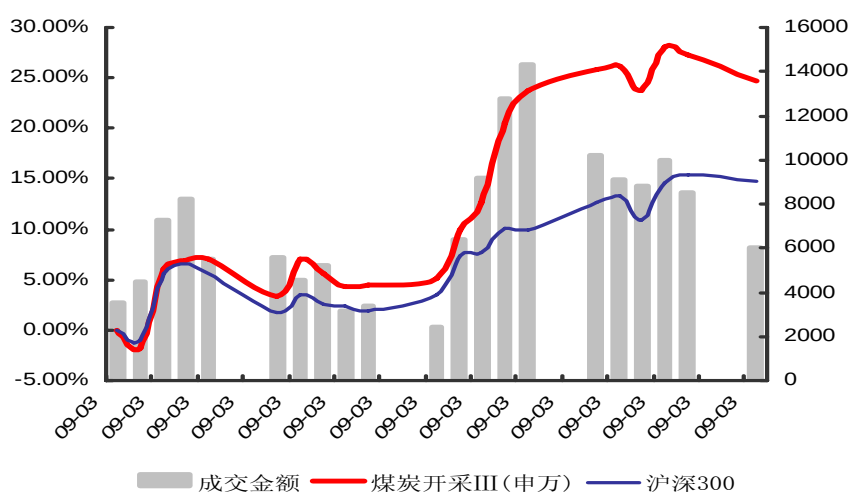
表目录

表 1 细分板块个股 3 月涨幅	4
表 2 各地冶金煤 09 年 2 月价格变化	6

1.3 月煤炭板块大幅跑赢大盘

3月（2月28日-3月27日）煤炭板块大幅跑赢大盘，申万煤炭开采指数上涨28.54%，而同期沪深300指数上涨16.78%，煤炭板块涨幅高出大盘11.76个百分点。细分板块来看，冶金煤板块本月上漲35.04%高出动力煤18.02%的涨幅。究其基本面，本月我们看到的是下游钢铁、焦炭价格连续下跌下，企业再度限产，各地焦煤价格也纷纷回调，总之我们无法从基本面上解释煤炭板块特别是冶金煤品种为何大涨，如果一定要找到一个相对合理的解释，那可能就是本月美国印钞票导致的通货膨胀预期又起，使得原油等大宗商品价格上涨，从而刺激资金流向同为大宗能源类商品的煤炭板块。

图1 煤炭板块市场走势（2009年2月-2009年3月）



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

将细分板块成分股列示如表1所示，我们发现动力煤板块大部分个股上涨幅度与冶金煤相当，之所以跑输冶金煤板块主要是由于受中国神华和中煤能源两大盘股拖累（以3月30日收盘价计算，两股共计占煤炭板块总流通市值25.75%），因此我们可以得出结论本月在国际原油价格上涨、大宗商品受追捧等因素刺激下，煤炭股大涨且不分煤种均走势较强。

表1 细分板块个股3月涨幅

动力煤板块			冶金煤板块		
代码	名称	区间涨跌幅 (2009-2-28-2009-3-27) [单位] %	代码	名称	区间涨跌幅 (2009-2-28-2009-3-27) [单位] %
600971.SH	恒源煤电	47.76	601699.SH	潞安环能	59.85
600397.SH	安源股份	35.23	600348.SH	国阳新能	54.47
601918.SH	国投新集	34.90	600997.SH	开滦股份	38.34
002128.SZ	露天煤业	31.14	000983.SZ	西山煤电	35.43

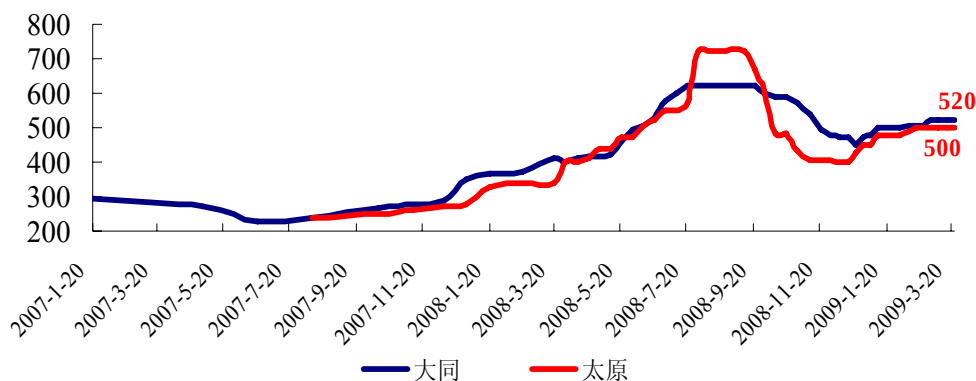
601001.SH	大同煤业	29.43	600395.SH	盘江股份	33.74
600188.SH	兖州煤业	28.38	601666.SH	平煤股份	28.51
600121.SH	郑州煤电	26.69	600508.SH	上海能源	25.90
600508.SH	上海能源	25.90	000159.SZ	国际实业	22.40
000552.SZ	靖远煤电	24.12	000937.SZ	金牛能源	14.42
000780.SZ	平庄能源	21.97			
601898.SH	中煤能源	18.81			
601088.SH	中国神华	9.82			

资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

2. 动力煤价稳：库存急降，但需求回暖还言之过早

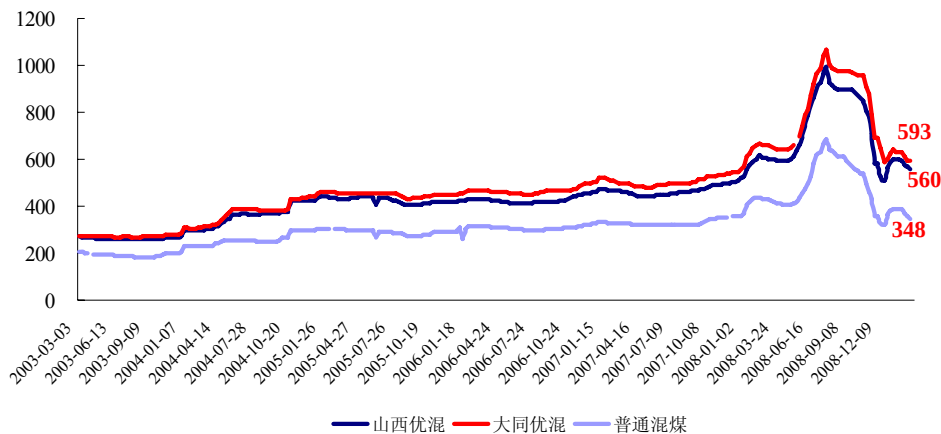
3月23日，山西大同和太原动力煤坑口价分别为520元/吨和500元/吨，其中仅大同价格上涨20元涨幅3%，太原价格当月未变。09年3月26日，秦皇岛港煤炭报价分别为山西优混557.5元/吨、大同优混592元/吨、普通混煤347元/吨，其中仅山西优混每吨微降2.5元，其他主要煤种价格当月均未变化。而与之相对应的港口库存则在本月中呈现持续下降的趋势，主要原因是由于下游电厂补库存造成，前两个月电厂一直声称库存充足，且处于煤电博弈敏感期，外购煤动力不足，一定程度上压制了煤炭正常需求，本月开始，下游电力企业库存渐有吃紧迹象，开始回补库存，中转地库存持续下降。但对于部分观点认为库存下降代表下游需求开始回暖，我们认为还有待进一步宏观数据公布再下结论。对于动力煤价格的判断，当前煤电谈判迟迟没有结果，对此猜测也有多个版本，我们认为最终谈判结果出来之前，市场也不敢轻举妄动，在下游补库存的市场拉动下，价格或有上涨空间，但仍然以稳为主。

图2 大同、太原坑口价（07年1月-09年3月）



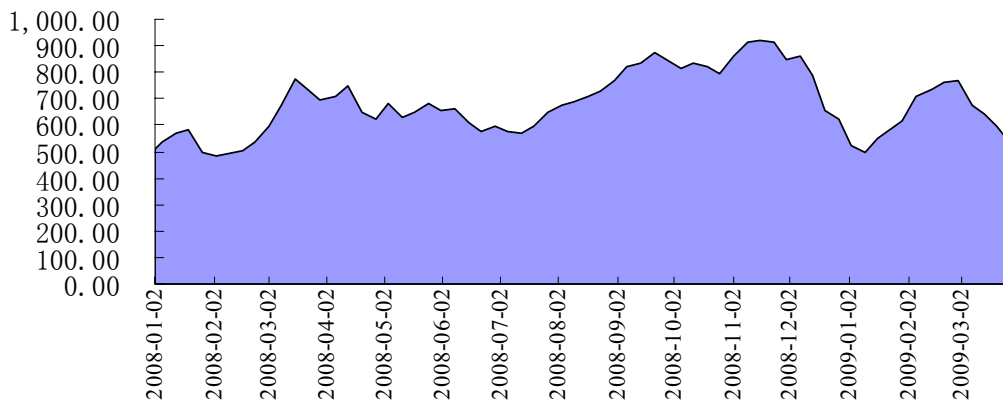
资料来源：煤炭资源网，东兴证券研究所

图3 中转地秦皇岛港价格（03年3月-09年2月）



资料来源：煤炭资源网，东兴证券研究所

图4 秦皇岛库存情况



资料来源：煤炭资源网，东兴证券研究所

3 受累下游冶金煤跌，未来走势还看供需如何协调

我们前面两个月月报连续指出下游需求还未回暖，调库存行情又已结束，冶金煤价格即将回调，本月冶金煤价格果然回调（表2），除山西地区受矿难影响小煤矿复产推迟使得当地价格坚挺以外，其他地区价格均有所下调，特别是安徽等地价格下调尤为明显，最高降幅接近15%。

表2 各地冶金煤09年2月价格变化

区	产品	价格 元/吨	3月3日	3月9日	3月15日	3月21日	3月27日	价格涨跌幅
华东	淮北	主焦煤	1200-1300	1150（不含税）	1075	1075	1075	→
		1/3 焦煤	1100-1200	930（不含税）	900	900	900	→
		肥煤	1105	1105（不含税）	1075	1075	1075	→

		无烟喷吹	850-900	850-900	850-900	850-900	830	↓
	萍乡	高硫主焦煤	1200	1200	1200	1200	1200	→
	临沂	一号精煤	900（不对外）	900（不对外）	900（不对外）	900（不对外）	900（不对外）	→
		二号精煤	870	870	870	870	870	→
	枣庄	1/3 焦煤	1050	1000	1000	1000	950	↓
		肥精煤	1200	1200	1200	1200	1040	↓
华北	河北	1/3 焦煤	1180-1230	1180-1230	1250	1250	1250	→
		八级主焦精煤	1270	1270	1250	1250	1240	↓
		肥煤	1290	1290	1250	1250	1250	→
	霍州	低硫主焦煤	1350	1350	1350	1350	1350	→
		瘦精煤	1250	1250	1250	1250	1250	→
		1/3 焦煤	850	850	850	850	850	→
	河津	低硫主焦煤	1300	1300	1300	1300	1300	→
		肥煤	1200	1200	1200	1200	1200	→
		1/3 焦煤	1000	1000	1000	1000	1000	→
	长治	主焦精煤	1300	1300	1300	1300	1300	→
		瘦精煤	1200	1200	1200	1200	1200	→
		1/3 焦精煤	830	830	830	830	830	→
中南	平顶山	主焦精煤	1200	1150	1150	1150	1150	→
		1/3 焦煤	1100	1100	1100	1100	1100	→
东北	沈阳	主焦煤	1290	1290	1250	1250	1250	→
	吉林	主焦煤	1300	1300	1300	1300	1300	→
	七台河	主焦煤	1200	1200	1290	1200	1200	→
		肥煤	1250	1250	1330	1250	1250	→
		1/3 焦煤	900-1050	900-1050	900-1050	900-1050	900-1050	→
西部	韩城	洗精焦煤	1000	1000	1000	1000	1000	→
		喷吹煤	860	860	860	860	860	→
	乌海	1/3 焦煤	870	1070	1070	1070	950	↓
		主焦精煤	1200	1200	1200	1200	1100	↓
	包头	主焦精煤	1100	1100	1100	1100	1100	→
	六盘水	主焦精煤	900	900	900	900	900	→
	贵阳	主焦精煤	1100	900	900	900-1150	900	→
	攀枝花	主焦精煤	1050	1050	1050	1050-1200	1050	→

数据来源：联合钢铁网，东兴证券研究所

注：以上均为含税出厂价

冶金煤价格走低的主要原因还是下游持续低迷,3月钢铁价格延续2月跌势(图),

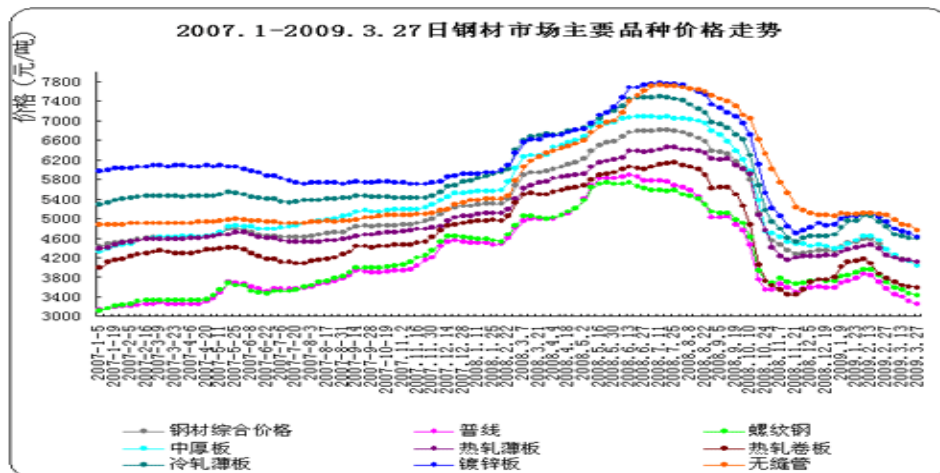
敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

第 7 页 共 12 页

武钢和宝钢在3月初发布4月价格政策时均下调多个品种价格,其中武钢主打产品取向硅钢下调1000元/吨,宝钢热轧、冷轧和镀锌类等高附加值产品的价格,下调幅度在200元左右。两大国内钢企先后下调4月产品价格,反映出对近期钢材市场预期并不乐观。不过,目前钢铁各品种价格已经跌近07年以来的低位,而此时上游冶金煤价格却依然比较坚挺处于历史较高位,使得钢铁企业转盈为亏,钢铁价格进一步下跌空间已经很小。

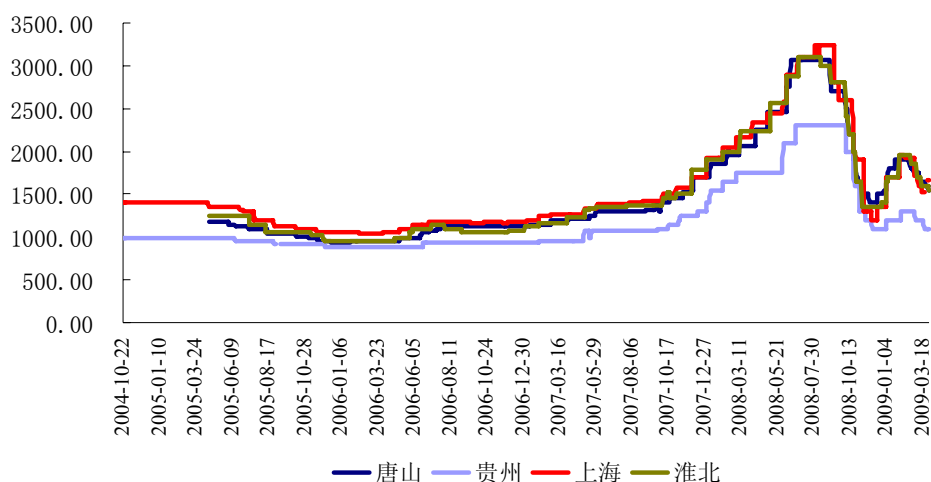
图5 钢铁价格走势



数据来源：联合钢铁网

作为冶金煤和钢铁衔接环节的焦炭价格也延续了2月跌势,3月继续下跌,以唐山地区为例09年伊始在下游调库存的刺激下焦炭价格有所回升,到2月中下旬价格最高已经涨至1900元/吨,而时至3月30日,该地焦炭价格又回落至1550元/吨,较最高点跌幅接近20%。且继2月份山西省将吨焦价上调80元仅一个月后,3月15日山西省焦炭行业协会又将3月份焦炭指导价每吨下调了150元,同时加大限产幅度,限产恢复到60%至70%。

图6 焦炭价格走势



数据来源：联合钢铁网, 东兴证券研究所

综上，下游焦炭和钢铁价格持续回调代表需求仍然低迷，受此影响冶金煤价格部分地区有所回落。下一步冶金煤价格走势如何主要看两个因素：其一，需求方面，两会已经落幕，基建投资如何落实，项目进展如何、资金到位情况如何都决定了下游钢铁需求是否回暖、何时回暖；其二，供给方面主要还是小煤矿复产，本月山西煤矿安全监察局对煤矿复产安全提出硬性要求“没有地方政府批准的复产验收手续，现场安全检查不达标的煤矿不能复产”，提出要求也就代表着复产已经提上议程或者正在进行当中，那么小煤矿复产的速度和强度都决定了对煤炭供给的冲击程度，需求和供给方面的相互配合和相辅相成决定了未来冶金煤价格走势，我们将密切给予关注。

4 通胀预期或成投资煤炭新理由

本月我们一直在思考一个问题，是否在关注下游需求冷暖、煤价走势之外，还可以找到另一个投资煤炭股的投资理由，即通胀预期下煤炭的大宗商品身份。本月我们给出点评特别解释了在基本面未见起色的情况下煤炭股依然大涨的原因——通胀预期下大宗商品会受到追捧（请参考3月23日点评报告《煤炭股近日大涨点评：通胀预期下煤炭股受追捧，继续关注》）。那么通货膨胀是否来了，是否会持续下去，当3月18日美国政府宣布变相印钞就已经扣动了全球通货膨胀的扳机，但是这种预期是否会持续下去，现在还很难下定论，可看到的是G20国对美国印钞票的声讨，美国是否会在此压力下印足够的钞票，又是否会引起全球其他国家效仿也有待进一步观察。

5. 行业评级与投资策略

在下游需求没有明显起色、通货膨胀预期还不确定的情况下，我们暂时维持行业的“中性”评级。个股方面，由于通胀预期下煤炭股均受益，而个股走势更多地取决于资金的取向，因此我们依然不推荐具体品种，仅对重点品种进行跟踪。

6. 重点公司跟踪

西山煤电（000983）

公司最大的优势在于其拥有的稀缺资源所决定的市场定价权：西山煤电是国内最大的炼焦煤生产基地，其主要煤种主焦煤、肥煤，在我国属于稀缺资源，且分布不均匀。目前已探明的60%焦煤都在山西地区，而公司的大股东焦煤集团07年焦精煤产量占到山西焦煤总产量的65%左右，焦煤炼焦煤行业资源稀缺程度高与行业集中度较高带来了较强的市场定价能力。

2007年7月6日，公司兴县项目得到批复，矿区建设总规模1500-2500万吨/年。其中：斜沟一期1000万吨/年，后期达到1500万吨/年；兴县一期500万吨/年，后期达到1000万吨/年。兴县矿区是山西少数几块没有被瓜分的优质资源，拥有大约20亿吨的资源储量，而公司是目前唯一进入兴县矿区的开发主体，根据国家“一个矿区原则上由一个主体开发”的原则，公司获取兴县后续煤炭资源可期。预计09年斜沟

煤矿投产 1500 万吨，再加上兴县煤矿 1000 万吨在 2011 年左右建设投产，公司的煤炭总产能将达 3780 万吨，大约是目前产量的 3 倍。

公司近日发布公告，从 08 年 11 月 1 日起将主要煤种价格每吨下调 500 元。我们在上文已经提到，公司大股东作为全国最大的焦煤生产集团，其定价往往滞后于市场，并被认为是市场合理的价值中枢。当前，下游钢铁价格已经呈现企稳态势，需求虽然还没有明显起色，但考虑到市场悲观情绪主导下经销商持续零库存、下游需求观望为主等因素，我们认为需求方可能没有想象的那么悲观，钢价走稳很有可能引导观望的潜在需求入场。再加上国家“四万亿投资”等积极财政政策的实施，将陆续推动钢铁行业需求，因此我们判断公司主导产品焦、肥煤价格进一步下跌的空间有限。

预计公司 09、10 年每股收益分别为 1.21 元和 1.581 元，按照 3 月 30 日的收盘价，市盈率分别为 13.7 和 10.5 倍，给予“增持”评级。

盘江股份（600395）

资产注入后，公司规模激增。当前公司整体上市已经进入最后阶段，最迟将于明年1月正式完成。整体上市后，公司将由偏加工型企业转型为资源型，重组后的资源储量将达到16.77亿吨，较当前储量增长369%，且多为优质炼焦煤。同时，公司产能大幅提升，核定产能将达到955万吨，较重组前增长3倍左右。预计09年公司原煤产量将达到1200万吨，较08年增长4倍左右；商品煤产量1000万吨左右，较08年增长72%左右，且入洗原煤基本由公司自产，结束了向集团外购煤入洗的历史。

公司为贵州省煤炭行业龙头企业，资产注入完成后公司将成为我国南方地区为数不多的千万吨级煤炭企业。从08年下半年的数据来看，西南产煤三省仅贵州有能力调出煤炭供应其他市场，而公司作为区域龙头处于一个较为有利的市场环境。运输方面，铁路有盘西线（在云南沾化与贵昆线接轨）、南昆线经过，可直达防城港、攀枝花、柳州、昆明等地；公路有滇黔线和盘水线，盘县至广西百色的盘百公路正在建设。四通八达的铁路运输和运力有效提升使得未来盘江未来的产能扩张可以有运力保障。盘江具有区位和运距优势，运输时间和数量也较其他公司更为保证。

公司采用大客户战略，与下游客户建立了紧密的商业联系。公司下游炼焦煤客户仅15个，以宝钢、柳钢、攀钢、昆钢、德钢、武钢、水钢、涟钢等大型钢厂为代表；动力煤客户更加集中，仅粤黔电厂、黔桂电厂、广西来宾B电厂、国投曲靖电厂、海螺水泥5家下游企业。08年上半年，公司对前五大客户销售收入占到总收入的79.52%。我们认为公司的这一战略是适应行业未来发展趋势的，对于煤炭、电力、钢铁等资本密集型行业，行业整合、集中度提升将是必然趋势。在这种趋势下，下游行业龙头企业在规模不断扩张的过程中，将提高从部分主要供货商的采购比例，公司作为西南煤炭市场的龙头企业将受益于这一趋势。

由于公司整体上市确定性较强，我们在盈利预测考虑了资产注入，预计公司08-10

年的EPS分别为1.023元、1.741元和2.220元，按照3月30日的收盘价，08-10年估值分别为15.9、9.3和7.3倍，给予“增持”评级。

研究员简介:

谭可，煤炭行业研究员，英国杜伦大学金融硕士，2007年加盟东兴证券研究所，从事行业研究三年。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。