

煤炭行业

肖汉平 资深分析师

010-66276937

Xiaohanping@cjis.cn

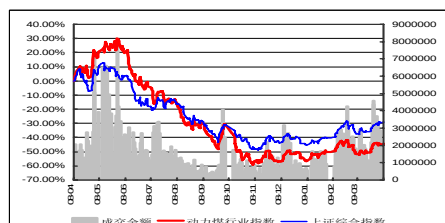
评级调整: 维持评级

行业基本资料

上市公司家数	10
总市值(亿元)	7067.27
占A股比例(%)	3.6
平均市盈率(倍)	16

行业表现

(%)	1M	3M	6M
动力煤行业	14.77	27.70	-18.78
上证指数	15.61	32.25	4.98



相关报告

行业年度投资策略《“过度悲观预期”导致估值严重偏低》2008/12/16

公司研究《中煤能源-“资源储备优势和业绩高增长”提升公司估值空间》2008/05/19

公司调研《资源价值折现显示公司股价折价14-33%》2009/3/23/

煤炭行业月报

看好

动力煤: 长期增长潜力+估值优势=投资机会

3月以来国内直供电厂煤耗稳步回升, 电厂和港口煤炭库存快速回落, 煤价走势平稳, 预期4月煤价将继续保持平稳。综合考虑估值水平和长期增长前景, 建议重点关注具有长期增长潜力和估值优势的优质动力煤公司, 如, 中国神华、大同煤业、国投新集、中煤能源、兖州煤业。

投资要点:

- **电厂和港口库存继续回落, 日均煤耗继续上升, 动力煤价格平稳运行稳定。**3月直供电厂日均煤耗达到188.8万吨, 月底库存回落2828.48万吨, 库存天数下降到16天。秦皇岛库存快速回落至500万吨以下, 3月主产地矿口价和秦皇岛煤价稳定。
- **电厂和港口煤炭库存处于相对低位, 4月煤价可望保持稳定。**尽管后期国内煤炭市场价格存在不同的影响因素, 但由于目前电厂和主要煤炭中转港口秦皇岛煤炭库存下降至合理库存水平之下, 加之, 短期中小煤矿产量规模和进口规模难以有效放大, 预期4月国内动力煤价格将保持平稳。
- **投资建议:**由于体制原因, 煤电矛盾导致09年电煤重点合同价格存在不确定, 但目前国内动力煤行业面临困难是暂时。考虑动力煤主流公司的长期增长前景和估值优势, 给动力煤子行业中长期“看好”的投资评级。建议重点关注具有估值优势和长期增长潜力公司。如, 中国神华(601088)、大同煤业(601001)、国投新集(601918)、中煤能源(601898)、兖州煤业(600188)。

风险提示

- **中小煤矿复产进程和进口煤炭将对后期煤价形成压力。**3月份之后, 全国主要煤炭产地中小煤矿陆续进入复产程序。虽然中小煤矿复产在4月不会形成大的产量供给, 但后期将增加国内煤炭有效供给, 此外, 国际煤价低位将导致更多国际煤炭进入沿海煤炭市场, 从而增加国内有效供给。

主要公司盈利预测及投资评级

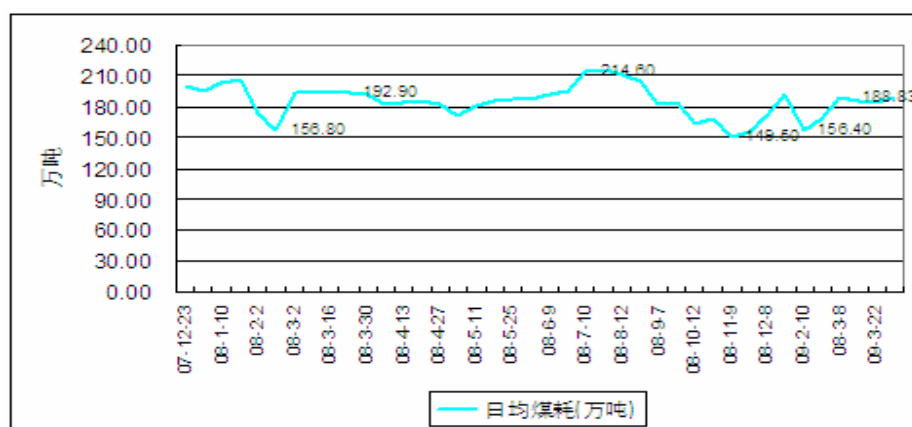
股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
601001	大同煤业	0.60	2.25	1.61	1.85	31.1	8.3	11.6	10.1	推荐
600188	兖州煤业	0.55	1.51	1.49	1.58	24.3	8.8	9.0	9.0	推荐
601088	中国神华	0.99	1.34	1.64	1.80	22.1	16.3	13.4	12.2	推荐
601898	中煤能源	0.39	0.52	0.79	0.90	23.5	17.6	11.6	10.2	推荐
601918	国投新集	0.27	0.65	0.80	1.15	41.5	17.3	14.0	9.7	推荐

资料来源: 中投证券研究所

1. 电厂煤耗上升，库存继续回落

2009 年 1-3 月中旬，全国规模以上电厂发电量 6,803.59 亿千瓦时，比去年同期下降 3.1%。日均发电量 92.28 亿千瓦时。较上年下降 1.34%。2009 年 2 月 10 日，直供电厂日均耗煤为 156.4 万吨，比上月末日均少耗 13.2 万吨，比去年同期增加 4.2 万吨，上升 2.8%。2009 年 2 月 19 日，日均耗煤为 169.1 万吨，比上旬日均多耗 12.7 万吨，比去年同期增加 9.2 万吨，上升 5.7%。2009 年 3 月 29 日直供电厂日均供煤为 188.8 万吨，国家电网五大电网直供电厂煤耗均出现上升。

图 1: 2008-2009 年 3 月直供电厂煤耗



资料来源：中投证券研究所 CCTD

从下表数据可以看出，国家电网中，3 月煤耗相对稳定，但中旬较上旬有小的下降，其中西北电网有小的上升。

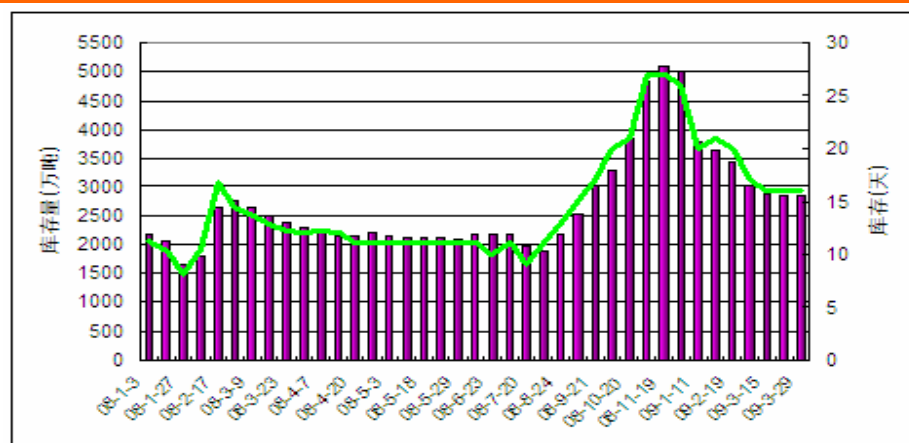
表 1 2009 年 3 月中旬份直供电网煤耗水平 单位: 万吨

	3 月 29 日	3 月 22 日	3 月 15 日	3 月上旬
直供总计	188.83	183.50	186.68	188.4
华北电网	49.83	48.64	49.91	50.3
东北电网	36.10	34.6	34.73	34.3
华东电网	53.08	51.55	52.65	54
华中电网	34.28	32.87	32.67	33.2
西北电网	15.52	16.71	15.83	16.6

资料来源：中投证券研究所 CCTD

据中能电力公司统计数据显示，2009 年 2 月 19 日，直供电厂煤炭库存 3430 万吨，比上月末减少 210 万吨，库存总量明显下降，比去年同期增加了 742 万吨。煤炭库存可用天数为 20 天，比上月末增加 1 天。据中能电力公司统计数据显示，截止到 2009 年 3 月 29 日，直供电厂煤炭库存 2828.48 万吨，库存总量逐渐下降。煤炭库存可用天数为 16 天。

图 2: 2008-2009 年 3 月上旬直供电厂煤炭库存变化



资料来源: 中投证券研究所 CCTD

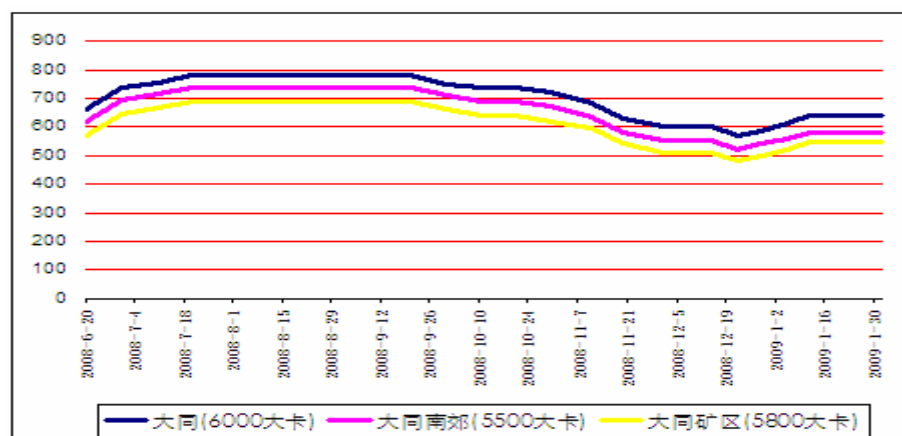
上述数据显示, 进入 2009 年, 虽然国内直供电厂库存仍然超过正常库存水平, 但库存规模一直处于下降通道, 3 月上旬库存规模进一步下降, 与此同时, 国内直供电厂煤耗连续多旬上升, 这一事实说明我国经济正在回暖。

2.3 月中下旬大同地区动力煤矿口价稳定

2009 年 3 月上旬, 这些主要产煤省国有重点煤炭企业的煤炭产量完成 1811 万吨, 比 2 月上旬少产 42 万吨; 铁路日均装车 16017 车; 总运量完成 1062 万吨, 比 2 月上旬少运 44 万吨, 总销量完成 1553 万吨, 比 2 月上旬多销 43 万吨, 其中供冶金用煤 133 万吨, 供电力用煤 488 万吨。

截止到 2009 年 3 月 10 日, 上述主要产煤省煤矿存煤为 1311 万吨, 比 2 月上旬库存增加 147 万吨。(主要产煤省包括: 河北省、山西省、黑龙江省、山东省、河南省、陕西省、甘肃省和宁夏区。)

图 3: 山西大同地区动力煤价格周变化 单位: 元/吨



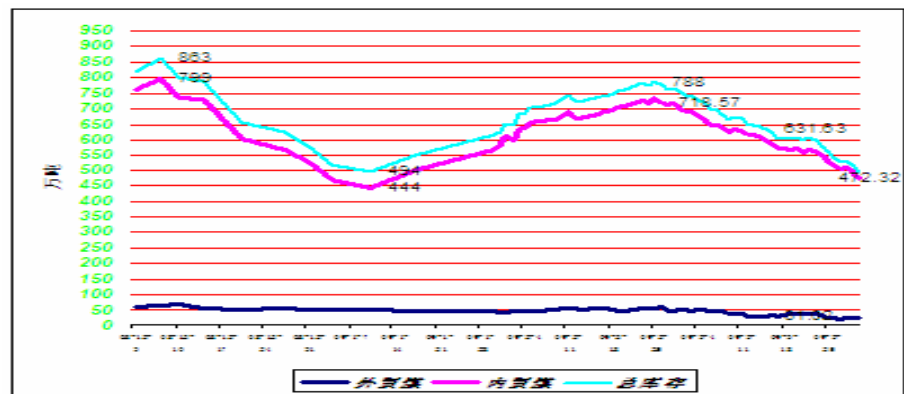
资料来源: 中投证券研究所 中国煤炭资源网

大同地区作为我国目前优质动力煤主产地，3月上旬价格小幅上涨。3月16日大同地区5500大卡优质动力煤矿口含税价为465元/吨，6000大卡动力煤为520元/吨，5700大卡动力煤价格470元/吨，较2月底前期上涨10元/吨。山西大同地区煤炭矿口价格回升表明该地煤炭供给存在不足。3月中旬之后，大同地区煤炭矿口价保持稳定。

3. 需求回升, 3月秦皇岛库存回落到合理库存下方

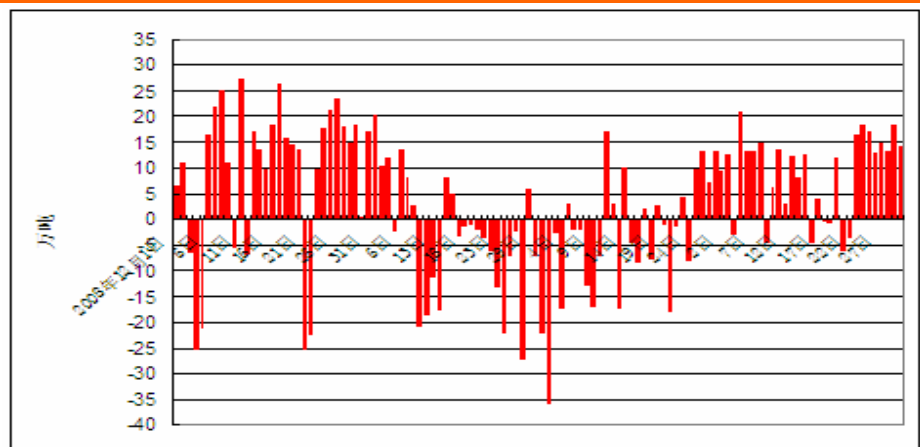
2009年1月9日，秦皇岛港务集团共存煤炭494.3万吨，但到2009年2月11日，秦皇岛港务集团共存煤炭744万吨，到2月23日，秦皇岛煤炭场存达到780.96万吨，其中，国内贸易724.68万吨。而2月1日秦皇岛煤炭场存达到621.37万吨，其中，国内贸易571.59万吨。

图 4: 秦皇岛煤炭库存日变化



资料来源：中投证券研究所 CCTD

图 5: 秦皇岛港口煤炭日净吞吐量变化



资料来源：中投证券研究所 中国煤炭资源网

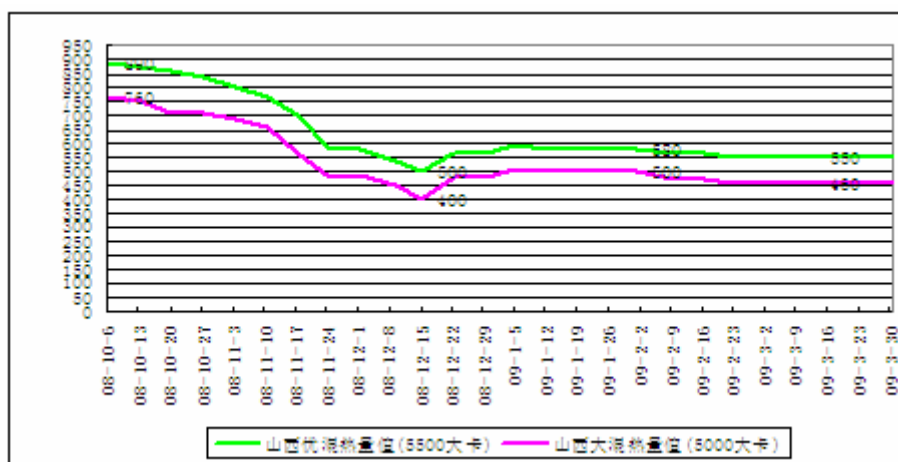
注：净吞吐量=进港量-出港量

到 3 月 30 日秦皇岛库存 496.57 万吨，其中内贸库存 472.32 万吨，目前煤炭库存已经处于合理库存下方运行。

4. 3 月上旬秦皇岛库存快速下降，煤价稳定

进入 3 月上旬，由于下游需求回升，煤炭出港量快速增加，秦皇岛煤炭库存在 2 月底到 3 月上旬出现快速回落到正常水平，煤价相对稳定，目前秦皇岛主流煤种 5500 大卡动力煤平仓价 540-550 元/吨。

图 6：秦皇岛动力煤主流煤种周车板含税价格变化 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所 CCTD

3 月份山西煤炭产煤地动力煤价格小幅回升平稳，以秦皇岛完代表的中转地价格煤价平稳。电煤市场运行相对稳定，港口煤价趋稳，港口、电厂存煤继续下降，3 月份煤炭运输明显上升，铁路电煤日均装车已接近铁路电煤运输的顶峰时期，表明电煤需求正逐步增加。

5. 国际煤价低位运行对国内煤价产生心理压

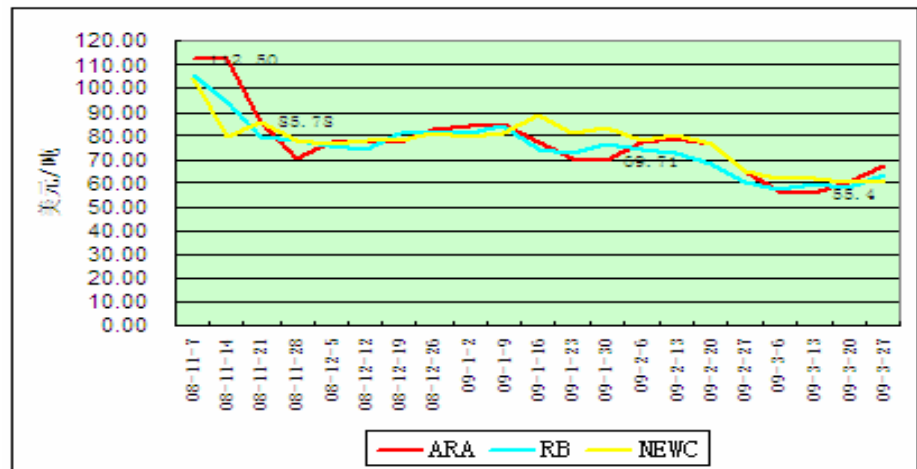
力

受全球金融危机和经济衰退影响，2008 年国际动力煤价格出现大幅度下跌，在经过前期大幅度下跌之后，自 2008 年 12 月至 2 月上旬，澳大利亚纽卡斯尔动力煤（6300 大卡）价格指数和澳大利亚 BJ 动力煤价格之前基本维持 70-80 美元/吨区域震荡运行。

由于澳大利亚主要煤炭出口地，日本、中国台湾和韩国经济陷入严重衰退，煤炭需求大幅度下降，如，台湾 08 年 12 月份煤炭进口量较上年同期下降 10.3%，至 510 万吨；发电厂的动力煤进口较上年同期减少 12.8%，至 406 万吨。日本电力企业联盟的统计数据显示，1 月份日本火力发电量同比下降了近

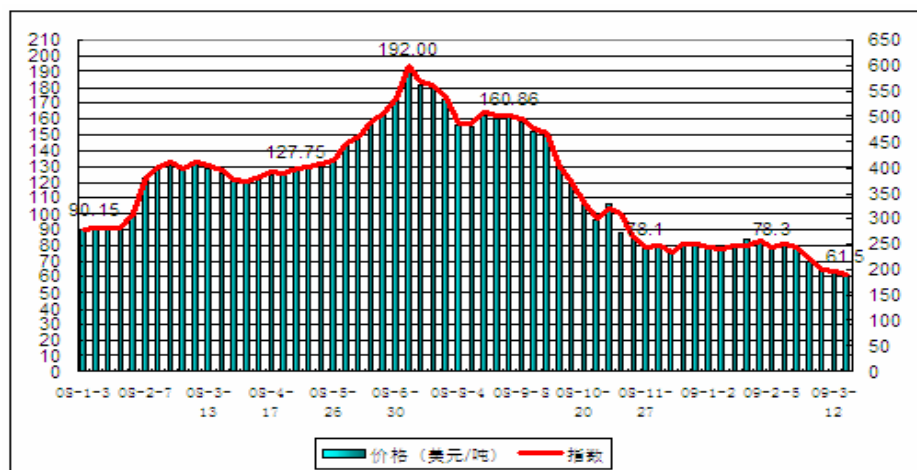
14%。受此影响，1月份电力行业煤炭消费量下降约6.4%。

图 7：截止 3 月 27 日澳大利亚纽卡斯尔动力（6300 大卡）煤价格指数走势



资料来源：中投证券研究所 www.globalcoal.com

图 8：截止 2 月 27 日澳大利亚 BJ 动力煤价格走势



资料来源：中投证券研究所 CCTD

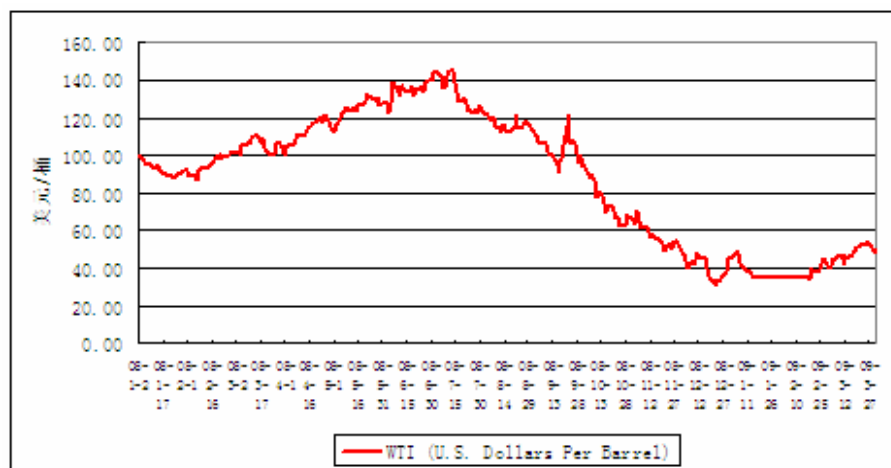
3月以来，由于澳大利亚煤炭主要出口地：日本、韩国和台湾经济前景不明朗，反映澳大利亚煤炭供求关系的澳大利亚纽 NEWC 指数和澳大利亚 BJ 动力煤价格继续回落至 60 美元/吨区域，该区域可能是年内澳大利亚煤炭价格的底部，预期后期澳大利亚动力煤将继续在 60-70 美元/吨的区间运行。

澳大利亚动力煤价格低位运行，对国内煤炭市场价格走势将产生心理影响，形成价格压力，但由于中国煤炭市场相对独立于澳大利亚煤炭市场，国内煤炭价格走势将主要受国内煤炭市场供求和国内经济增长前景影响。

6.4 月国际油价将在 50 美元/桶上下波动

3 月以来，国际市场原油价格在多种因素影响下，出现明显上涨，但目前全球经济仍然笼罩在衰退的阴霾之下，国际原油需求大幅下滑，短期内国际油价难以大幅上升。

图 9：截止 3 月 31 日美国 WTI 原油期货价格走势



资料来源：中投证券研究所 CCTD

对于后期国际油价走势，我们认为，在全球经济没有真正复苏之前，国际市场原油需求难以有效增加，因此，国际油价上涨将缺乏基本因素支持，预计二季度油价将以 50 美元/桶为中心上下波动。但我们倾向在二季度前半期，国际油价将在 40-50 美元/桶区间波动。

7. 库存处于低位，后期国内煤价可保持稳定

3 月份山西煤炭矿口价和秦皇岛煤价进行保持稳定，下游需求回升致港口和电厂库存继续下降。秦皇岛库存目前已经下降至 500 万吨以下的低库存水平。对于 4 月国内煤价走势，我们认为：由于目前煤炭库存处于相对低水平，中小煤矿处于逐渐复产前期和进口煤炭规模短期难以大幅度增加，预期 4 月份煤价继续保持平稳运行态势。未来国内煤价走势既存在有利因素，也存在不利因素；有利因素包括：

1、中国及全球“经济增长”刺激计划的陆续并实施将有效抑制全球及中国经济增长状况继续恶化，中国“产业振兴”计划的推出，重大投资项目的实施，中国经济在一季度已经明显止跌企稳，没有出现继续恶化，电力行业煤炭消耗也出现明显回升。

2、国内主要港口和直供电厂库存明显下降。3 月份以来，随着下游需求回升，国内主要煤炭中转港口库存已经回落至合理库存水平以下，同时，国内中供电厂库存已经下降到 16 天，接近合理库存天数，低库存将后期国内动力煤

市场价格形成有效支撑。

3、主要产煤省煤炭产量控制有力。山西作为国内主要煤炭供应省份，在面对煤炭需求不足情况下，积极采取措施控制煤炭产量，加大中小煤矿兼并和重组，取缔非法煤炭开采，严控销售，使煤炭产量增加得到有效控制。

4、中小煤矿复产安全生产审核将延缓中小煤矿复产进程。不断出现的煤炭安全生产事故和作为一现代化煤矿—屯兰煤矿出现重大瓦斯爆炸事故，引发山西省为期一年的安全生产专项整治，并对无证或证照不全的企业，坚决予以关闭和取缔。证照齐全但存在安全隐患、安全没有保证的企业，一律停产整顿，什么时间合格，什么时间恢复生产，谁签字谁负责。

5、由于国内煤炭企业存在明显政策成本增加预期，成本增加将阻止国内动力煤价格出现较大幅度下跌。两会期间，关于资源税议题引起关注，预计两会后，政府有关方面有可能加快资源税推出进程。资源税推出无疑将对国内煤炭价格形成支持。

6、山西主要动力煤产地大同加快取缔非法煤矿力度。2009年3月20日大同市人民政府安全生产委员会公告要求按照省政府安委会晋安字[2008]6号文件被列入政策性关闭煤矿共139座，依照有关法律法规、资源整合、淘汰落后等有关规定，对已实施关闭的75座煤矿，各有关县区人民政府要加强监管，严防死灰复燃。对尚未关闭的64座煤矿，各有关部门要吊销有关证照、停止供电、清缴火工品，由有关县区人民政府按照“关井六条”标准，在规定时间内实施关闭。

尽管在目前国内市场存在支持煤炭价格的因素，但同时也存在对煤炭价格的不利因素，这些因素包括：

1、国际煤价低位运行。受全球金融危机和经济衰退影响，亚太地区主要煤炭进口国经济处于衰退，煤炭需求大幅度下降，导致亚太煤炭市场供求严重失衡，澳大利亚煤价持续处于低位运行状态。

2、煤电博弈引发进口煤炭冲击。由于国内煤炭企业与电力企业就2009年电煤合同价的分歧，加之，国际煤炭市场价格处于低位，供给过剩，国内电力企业增加从国际煤炭市场的进口，从而增加国内煤炭有效供给，但由于技术原因，短期难以进口大量煤炭资源。

3、中小煤矿复产将增加国内煤炭供给。随着二季度国内各地的中小煤矿陆续复产，如果国内煤炭市场下游需求不能有效恢复，将对煤炭价格产生负面影响。

综上所述，尽管后期国内煤炭市场价格存在不同的影响因素，但由于目前电厂和主要煤炭中转港口秦皇岛煤炭库存下降至合理库存水平之下，加之，短期中小煤矿产量规模和进口规模难以有效放大，预期4月国内动力煤价格将保持平稳。

8. 估值与投资建议

尽管国内发电量出现回升，电煤消耗上升，但由于国内煤炭和电力企业在重点合同价格上的分歧，2009 年国内电煤重点合同价至今无法确定。由于电煤合同价不能确定，直接影响市场对动力煤公司的估值水平的提升。

在动力煤公司中，除了露天煤业外，大部分公司存在较大的折价，如，大同煤业、中国神华、中煤能源、兖州煤业等仍然存在较大的估值折价。这些公司的估值折价与目前动力煤市场存在的电煤合同量价不确定性有关，预期未来随着市场不确定性的消除，公司估值有望恢复到合理水平。

考虑目前动力煤公司估值存在明显折价，预期随着行业基本面不确定性消除，估值折价也将逐步消除，对于中长期投资者来说，后期动力煤股票价格的下跌将成为配置优质动力煤公司的良机。

我国主要动力煤上市公司是国内拥有优质动力煤资源，在资源储备、地理区位上具有明显优势，并且具有长期增长潜力的公司，而目前这些公司股价相对其资源储备价值，被明显低估，其中，中国神华、中煤能源、大同煤业是我国前三大煤炭集团控股子公司，在中国动力煤供应中处于重要地位。

综合考虑目前动力煤主流公司的长期增长潜力和估值优势，**给动力煤子行业中长期“看好”的投资评级**。我们认为：二季度将是增持动力煤主流公司股票的最佳时机，建议重点关注估值折价高，且具有内生和外生增长潜力公司。如，中国神华（601088）、大同煤业（601001）、国投新集（601918）、中煤能源（601898）、兖州煤业（600188）。

表 3：2008 年 4 月 1 日国内主要煤炭估值折价情况

证券代码	证券简称	总股本 万股	当前股价 元	目标股价 元	折价率 %
601001.SH	大同煤业	83685	18.63	26.97	-30.92%
600188.SH	兖州煤业	491840	13.36	16	-16.50%
601898.SH	中煤能源	1325866	9.17	12	-23.58%
601088.SH	中国神华	1988962	21.9	26	-15.77%
600971.SH	恒源煤电	18840	21.23	22	-3.50%
601918.SH	国投新集	185039	11.21	14	-19.93%
002128.SZ	露天煤业	85044	16.8	8.8	90.91%
600121.SH	郑州煤电	62914	6.4	8.8	-27.27%

注：1、有关估值说明请仔细阅读 2009 年 2 月月报；

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

肖汉平: 中投证券研究所煤炭行业资深分析师, 理学学士、经济学硕士、经济学博士, 10 年证券行业从业经验。此前先后在嘉实基金管理有限公司、中国银河证券股份有限公司从事石油化工、煤炭行业等行业研究。2008 年初加入中投证券研究所从事煤炭行业研究。

主要研究覆盖公司: 中国神华、中煤能源、西山煤电、开滦股份、金牛能源、大同煤业、潞安环能、国投新集、恒源煤电、平煤天安。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434