

煤炭行业

2009 年 4 月 24 日

中性

维持

相关研究:

消费淡季，抑或还是投资时机？ 0903

需求有好转迹象，把握不同煤种投机机会

090324

淡季不淡，把握波动机会——三月投资策略
略 090228三九四九冰上走，需求萎缩中的一丝曙光
——一季度煤炭行业投资策略

090106

限产报价 VS 需求萎缩，谁主沉浮？

090105

需求下滑，未来前景堪忧 081124

树欲静，而风不止——09 年投资策略 0812

年关将近，整合却越演越烈 081212

执笔人

张红兵

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyfzfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

山西整合力度加大，或冲淡复产冲击预期

行业研究/行业月报

投资要点:

- **煤炭需求有好转仍很疲软。**3 月份发电量 2834 亿千瓦时，同比下降 1.3%，火电发电 2399 亿千瓦时，同比下降 4.46%，环比来看 3 月份日均发电量环比增长 4.6%，日均火力发电量环比增长 6.4%。3 月生铁产量 4322 万吨，同比增长 4%，环比增长 9%，钢铁产量环比连续 4 个月上升，但日均产量环比却略有下降，从 2 月份的日均 141 万吨下降到 3 月份日均 139 万吨。
- **山西减产波及库存及铁路发运量。**3 月份全社会煤炭库存 1.76 亿吨，环比继续下降，3 月环比下降 3.3%，3 月直供电厂库存 2790 万吨，环比下降 11.1%。3 月份山西铁路发运量 3813.29 万吨，同比下降 28%，1—3 月累计下降 27.5%，而 3 月份全国铁路发运量 10582 万吨，同比下降 6.5%，环比上升 9.5%，3 月份，港口发运 4053 万吨，同比下降 5.4%，环比上升 31%，日均发运量从 2 月份的 111 万吨上升到 3 月份 131 万吨。港口发运量增加显示下游需求还是有所恢复。
- **山西整合力度加大，减弱小矿复产冲击预期。**3 月份山西省原煤产量 3951.28 万吨，同比下降 22%，环比增长 6%，而全国 3 月份原煤产量 20151 万吨，同比增长 8.8%，山西整合力度加大，短期内小矿复产对供给影响有限。3 月份进口 572 万吨，同比增长 36%，环比增长 17%，创下了进口最高值，我们坚持认为进口对国内供给影响不大的判断。
- **五月煤价低位振荡调整。**上期我们认为四月港口煤炭价格将基本稳定，而坑口价有 10% 的回调空间；炼焦煤的价格短期将走软；无烟煤价格短期将比较稳定，事实跟我们判断基本一致。进入五月我们认为各煤种上涨动能仍不足，焦煤仍有下调压力，动力煤煤价将低位振荡盘整构筑底部，调整与否还看山西省整合的力度，无烟煤价格短期仍将比较稳定。
- **维持煤炭行业“中性”的投资评级。**基于需求的不确定，我们依然维持“中性”投资评级，5 月策略：我们认为如果钢铁去库存比较顺利，焦煤、焦炭类的个股可逐步配置。无烟煤类的个股我们依然看好，动力煤的股票我们依然看好中国神华。

一、煤炭需求有好转仍很疲软

1.1 火力发电环比继续好转

1 季度累计发电 7797 亿千瓦时，同比下降 2%，比 1—2 月收窄 1.7 个百分点，1 季度火力发电 6544 亿千瓦时，同比下降 6%，比 1—2 月收窄 1.8 个百分点。

3 月份发电量 2834 亿千瓦时，同比下降—1.3%，火电发电 2399 亿千瓦时，同比下降 4.46%，但环比来看 3 月份日均发电量环比增长 4.6%，日均火力发电量同比增长 6.4%。

发电量的增长伴随的是直供电厂库存的下降，直供电厂库存从 2 月份的 22 天下降到 3 月份的 16 天，4 月份直供电厂库存继续维持在 16 天的合理水平。

图 1：火电发电及增速

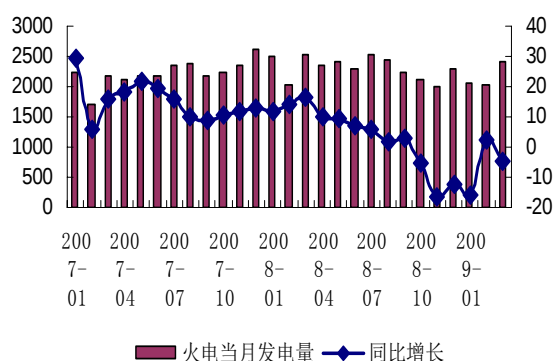
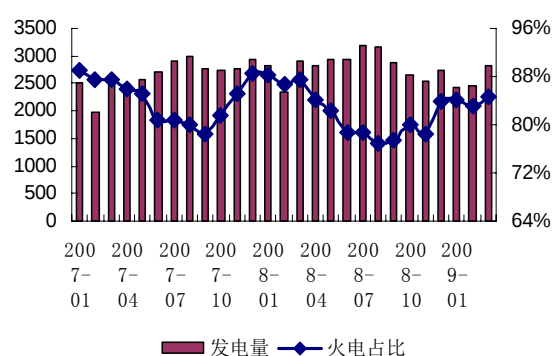


图 2：发电量及火电占比



数据来源：中电联，山西证券研究所

1.2 钢材库存虽有下滑，仍维持高位

钢材价格虽然一路下跌，但钢铁产量受影响却不是很大，3 月生铁产量 4322 万吨，同比增长 4%，环比增长 9%，钢铁产量环比连续 4 个月上升，但日均产量环比却略有下降，从 2 月份的日均 141 万吨下降到 3 月份日均 139 万吨。

生铁产量依然增长，也带动了焦炭产量的增长。生铁的主要原材料焦炭，尽管山西省要求 2 月份限产 40—50%，3 月份限产 60—70%，4 月份并维持 3 月限产比例，但从实际产量来看，执行效果不是很好。

3 月份焦炭产量 2597 万吨，同比下降 7%，比上月下降 4 个百分点，但环比上升 7%，焦炭产量也是连续四个月环比上升。观察主要产焦省份，山西省 3 月产焦炭 492 万吨，环比下降 4%，虽执行减产，但减产幅度小于山西焦化协会要求的比例。贴近消费市场的河北省 3 月焦炭产量 349 万吨，环比上升 15%，说明一些小钢厂开工率还维持在一个比较高的水平。

钢铁产量维持在比较高的位置，而下游需求依然比较疲软，导致钢铁库存一直居高不下，3 月份全社会库存达到了历史高点 1126 万吨，近期虽有所

回落，但依然和 08 年的高点相当，后期钢铁去库存化还将持续，去库存化的时间直接决定了对焦炭和焦煤的需求，近期临汾地区焦精煤价格下降了 150 元/吨，回落 12%，古交 2 号焦煤回落 130 元/吨，回落 14%，焦煤价格能否挺住还要看钢铁的去库存是否顺利。

图 3：生铁当月产量及同比增速

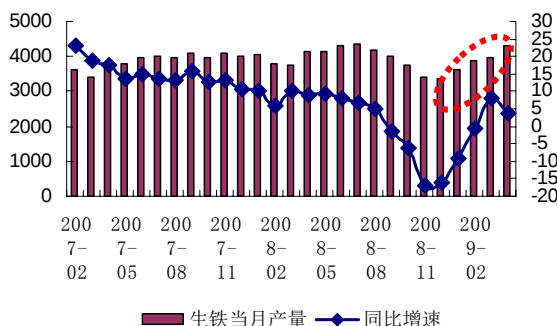
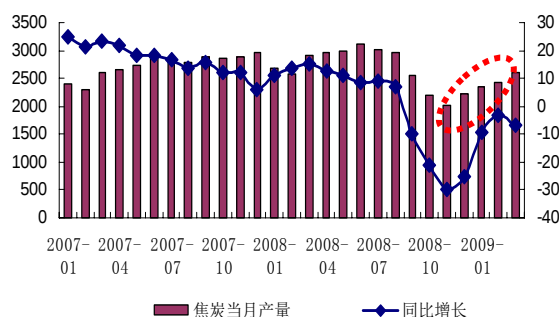


图 4：焦炭当月产量及同比增速



数据来源：WIND，山西证券研究所

图 5：山西焦炭产量及同比增速

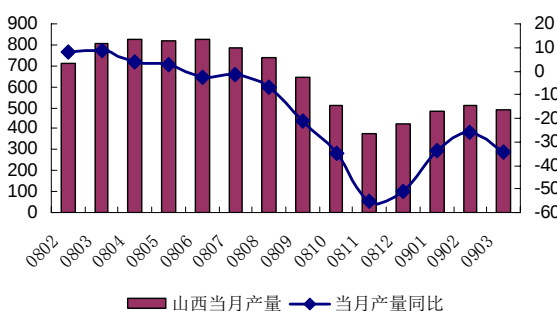
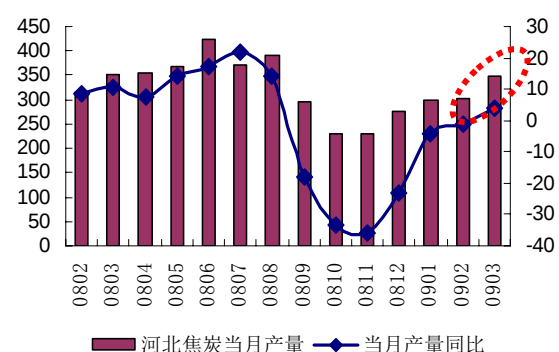


图 6：河北焦炭当月产量及同比增速



数据来源：WIND，山西证券研究所

图 7：钢材全社会库存

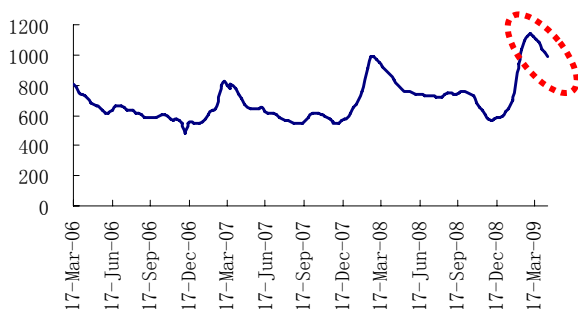
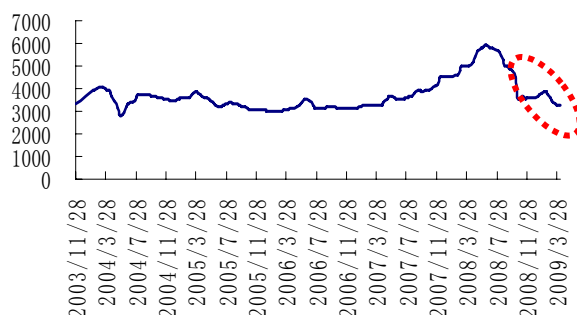


图 8：普线（6.5 mm）的价格走势图



数据来源：我的钢铁网，wind，山西证券研究所

图 9：12*25mm 螺纹钢周价格走势图

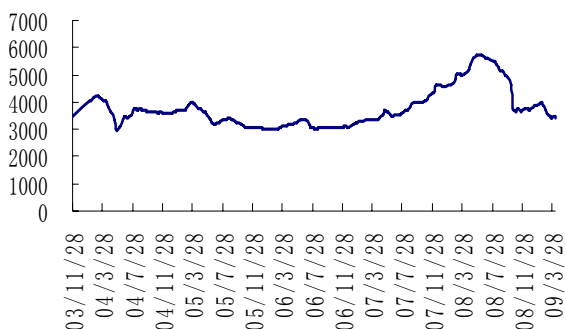
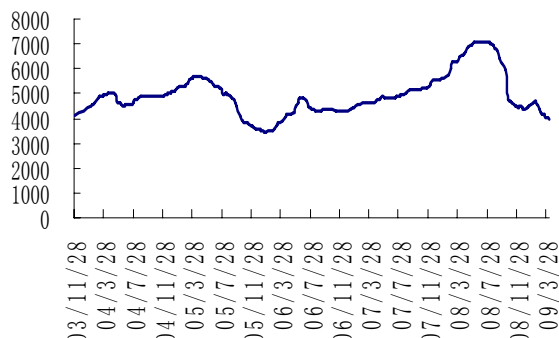


图 10：20mm 中厚板周价格走势图



数据来源：我的钢铁网，wind，山西证券研究所

二、山西减产波及库存及铁路发运量

2.1 3 月库存全面回落

近日，进港煤炭大于出港，导致截至到 4 月 21 号，秦皇岛库存 381.2 万吨，在达到最低点 354 万吨后，港口库存开始小幅回升，但还是维持在低位。山西减产以及南方电厂补电煤库存造成前期港口库存一直呈下降趋势，5 月份山西产量在整合力度下不会有太大波动，秦皇岛港库存的变化还是要看南方用煤需求的变化

图 11：秦皇岛港口库存

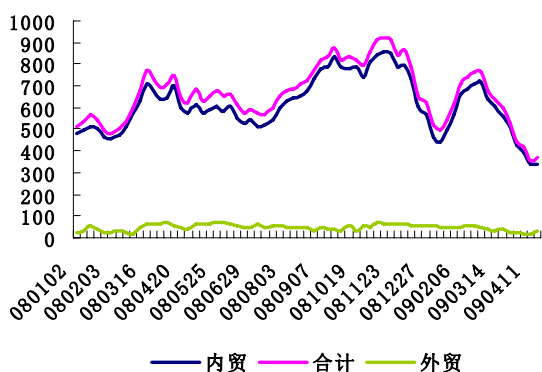
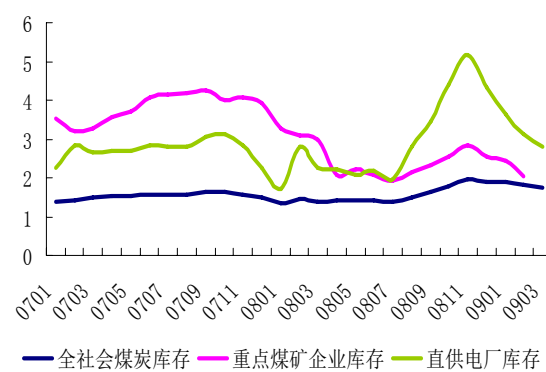


图 12：中间各环节库存变化



数据来源：CCTD，山西证券研究所

数据来源：CCTD，山西证券研究所

3 月份全社会煤炭库存 1.76 亿吨，环比继续下降，3 月环比下降 3.3%，3 月直供电厂库存 2790 万吨，环比下降 11.1%。

截至到 4 月 19 日，直供电厂库存 2874 万吨，可用天数为 16 天，电厂库存保持在一个比较合理的天数。

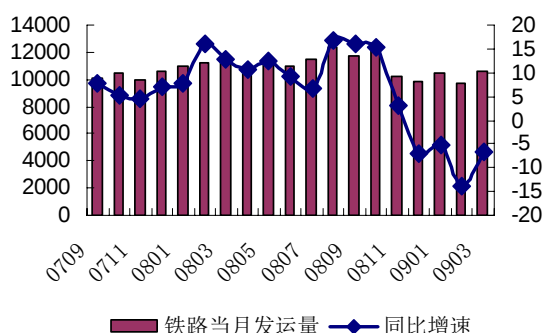
2.2 铁路发运量依旧疲软，港口发运量回升

3 月份铁路发运量 10582 万吨，同比下降 6.5%，环比上升 9.5%。考虑到 2 月份天数比较少，日均发运量 3 月份反而略有下降（从 2 月份的日均 345

下降到3月份的341万吨), 1-3累计30703万吨, 同比下降8.6%。铁路发运量的减少一定程度上是山西省发运量减少的缘故, 3月份山西铁路发运量3813.29万吨, 同比下降28%, 1-3月累计下降27.5%, 而山西发运量的减少也直接导致了秦皇岛库存的下降。

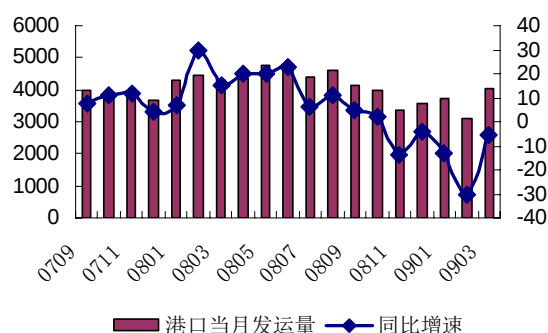
3月份, 港口发运4053万吨, 同比下降5.4%, 环比上升31%, 日均发运量从2月份的111万吨上升到3月份131万吨。港口发运量增加显示下游需求还是有所恢复。

图 13: 铁路发运量及同比增速



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

图 14: 港口发运量及同比增速



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

三. 山西整合力度加大, 小矿复产冲击变弱

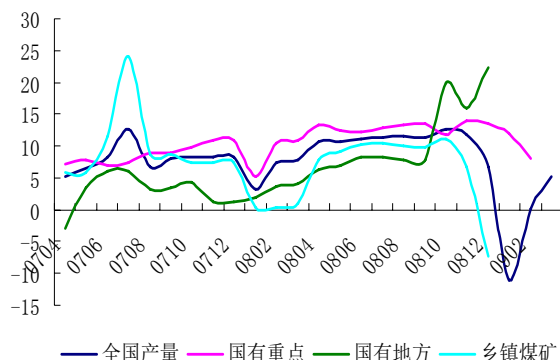
3.1 全国产量平稳增长, 主产省份风景各异

煤炭工业协会统计数据: 3月份原煤产量20151万吨, 同比增长8.8%, 环比增长18%, 其中国有重点煤矿产量12135万吨, 环比增长5.2%, 地方矿产量8016万吨, 环比增长46.5%。3月国有重点煤矿产量是08年来的最高值, 但总体变化幅度不大, 地方矿成原煤产量增长的主要动力。一季度累计产量同比增长5.2%。

具体到各个省份, 则风景各异。3月份山西省原煤产量3951.28万吨, 同比下降22%, 环比增长6%, 包含中煤平朔在内的六大集团生产原煤2827.57万吨基本与2月持平, 也与往年月份产量相当。除六大集团外3月产量环比增长224万吨, 同比则下降了49%, 地方矿复产缓慢, 说明山西省此次整合小煤矿的决心是非常大的。一季度山西省累计生产1.1亿吨, 同比下降13.4%。

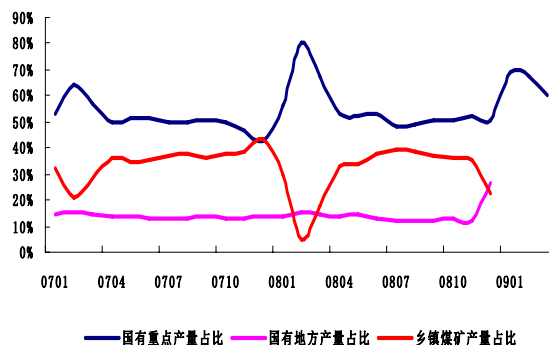
而3月份内蒙煤炭产量4925万吨, 同比增长32%, 1-3月份, 全区煤炭产量11900万吨(调度数), 同比增产2082万吨, 增长21.2%。其中: 国有重点煤矿原煤产量7973万吨, 增产1298万吨, 增长19.4%; 国有地方煤矿原煤产量952万吨, 增产220万吨, 增长30%。乡镇煤矿原煤产量2975万吨, 增产564万吨, 增长23.4%。

图 15: 煤炭产量累计增速



数据来源: CCTD,山西证券研究所

图 16: 各类型煤矿产量占比

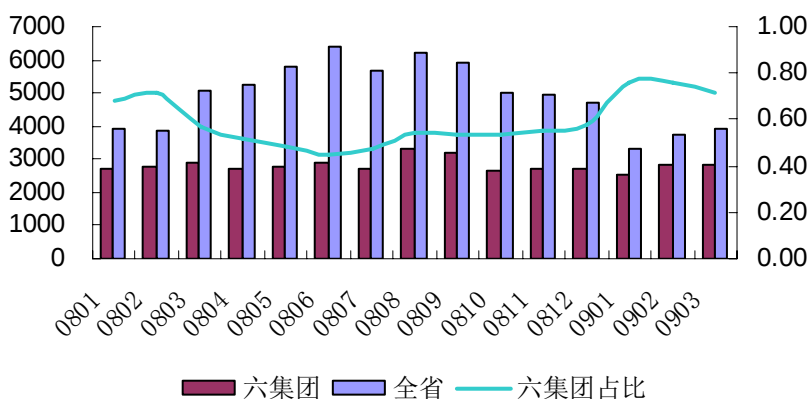


数据来源: CCTD,山西证券研究所

比较山西重点煤矿以及全国重点煤矿产量，重点煤矿产量已经基本恢复正常。同时山西加大了小煤矿的整合力度，小煤矿大规模复产我们依然没能看到，前三月增产部分主要来自内蒙古等产区，如果山西整合力度不放松，供给依然比较乐观。

当然在山西加大整合力度的同时，短期内其市场份额不可避免的会受到一定程度的积压，但大集团受影响程度不大，同时从长期来看会增强山西省对煤炭市场的控制力。

图 17: 山西各类型原煤产量



数据来源: 山西省煤炭工业局, 山西证券研究所

3.2 山西新颁煤炭产业调整和振兴规划

近日山西省政府通过了《山西省煤炭产业调整和振兴规划》，山西将加快煤炭工业改革步伐，着力提升煤炭产业水平。按照规划，到 2011 年，全省只保留 1000 座煤矿，在现有的 2598 座煤矿的基础上压减 60%多；兼并重组整合后的煤炭企业规模原则上不低于年产 300 万吨，单井生产规模原则上不低

于 90 万吨；煤矿全部实现机械化开采，普遍推广综采技术；安全生产全面达标，入井矿工一个班不超过 50 人；煤矿领导要有专业技术背景，从业人员全员培训后持证上岗。这是新中国成立以来山西煤炭工业力度最大的一次行业改革。

继《山西煤炭产业调整和振兴规划》原则性通过后，山西煤炭领域再次有大动作。4 月 20 日，山西省政府宣告“山西煤矿企业兼并重组整合工作领导小组”成立。同时，省政府下发 2009 年 10 号文件——《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》。

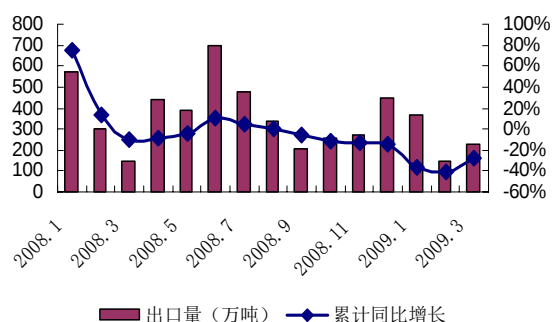
可见这次山西省整合的力度和决心是非常大的，如果维持这种势头，煤炭行业可以安然度过消费淡季。

3.3 煤炭进口再创新高

继 2 月进口量创下 22 个月的新高，3 月进口量进一步扩大，3 月份进口 572 万吨，同比增长 36%，环比增长 17%，创下了进口最高值，一季度累计进口 1359 万吨，同比增长 21.1%；3 月出口也有小幅的反弹，3 月出口 227 万吨，同比增长 57%，环比增长 58%，一季度累计出口 738 万吨，同比下降 28%，降幅收窄。一季度累计净进口 621 万吨，而 08 年是净出口 503 万吨。

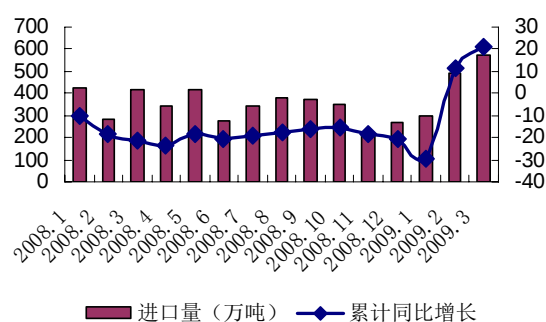
一季度进口持续增加的原因一方面国际煤价低于国内煤价，另一方面是五大集团一直未签电煤合同。我们认为这种大规模进口是不可持续的，即使持续，按照 3 月份的最高值计算，一年进口量也仅在 6800 万吨左右，占国内煤炭产量比例很小。我们一直认为进口心里影响大于实质影响。

图 18：煤炭出口及同比增速



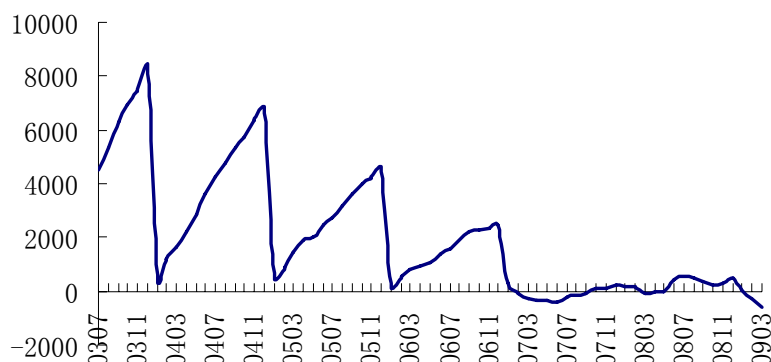
数据来源：海关总署，山西证券研究所

图 19：煤炭进口及同比增速



数据来源：海关总署，山西证券研究所

图 20：净出口量变化



数据来源：wind，山西证券研究所

四．五月煤价低位振荡调整

我们在 3 月报里判断：进入四月，港口煤炭价格将基本稳定，回调空间不大，而坑口动力煤价格有回调空间，坑口价有 10% 的回调空间；而炼焦煤的价格还要看钢铁脸色，短期将走软；无烟煤价格短期将比较稳定。

到目前为止，我们的判断基本正确，大同南郊动力煤回落了 6.5%；秦皇岛大同优混港口价格小幅上涨了 1.4%，基本稳定；古交 2 号焦煤回落了 14%，喷吹煤 4 月均价比 3 月均价回落了 12%；而无烟煤煤价基本稳定，其中阳泉无烟洗小块上涨了 3.8%。

进入五月各煤种上涨动能仍不足，焦煤仍有下调压力，动力煤煤价将低位振荡盘整构筑底部，调整与否还看山西省整合的力度，无烟煤价格短期仍将比较稳定。

图 21：大同优混和山西优混走势图

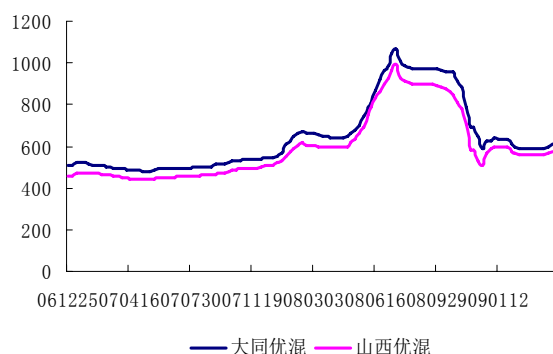
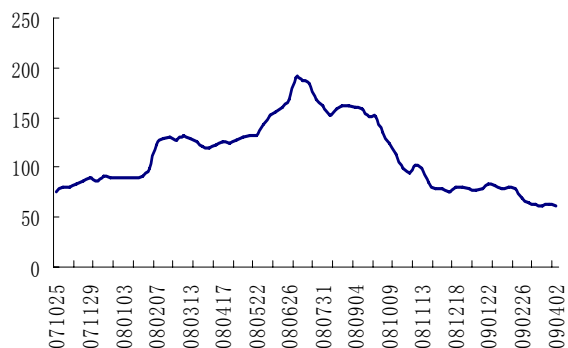


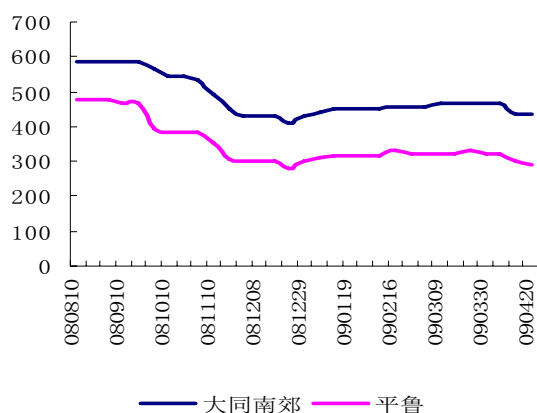
图 22：澳大利亚煤价走势图



数据来源：CCTD,山西证券研究所

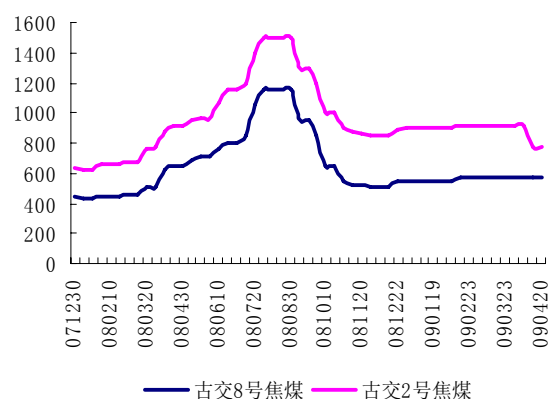
数据来源：WIND,山西证券研究所

图 23: 大同南效及平鲁地区不含税坑口价



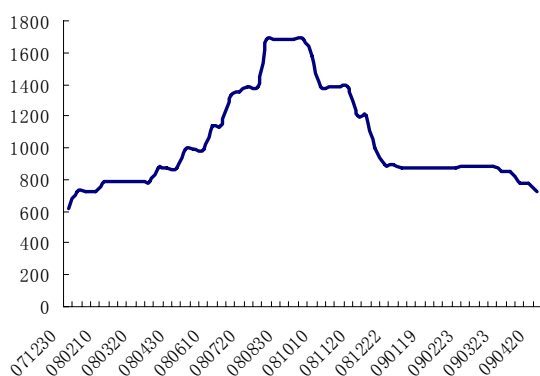
数据来源: CCTD,山西证券研究所

图 24: 古交焦煤价格走势



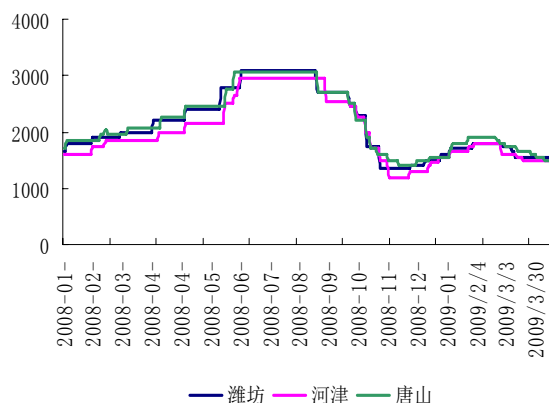
数据来源: WIND,山西证券研究所

图 25: 阳泉喷吹煤价格走势



数据来源: CCTD,山西证券研究所

图 26: 焦炭价格走势



数据来源: WIND,山西证券研究所

五. 投资策略

我们在今年 2 月之后的策略就一直强调煤炭行业一季度的业绩同比还是增长,一季报还是比较亮丽,从现在公布的年报来看,基本和我们的判断一致。(详情关注我们之前的策略报告)

基于下游需求的不确定性,目前我们依然维持煤炭行业“中性”的投资评级。但从估值角度、业绩以及流动性来看煤炭行业依然还是不错的投资品种。

4 月报里我们认为:在个股选择上我们倾向于优先配置价格相对稳定的无烟煤品种的股票,再次是动力煤股票,如果钢铁市场库存再次回落,炼焦煤类股票反弹幅度也会比较大。

5 月策略：我们认为如果钢铁去库存比较顺利，焦煤、焦炭类的个股可逐步配置。无烟煤类的个股我们依然看好，如兰花科创，动力煤的股票我们依然看好中国神华。

表 2：重点公司盈利预测表

	2009/4/24	08EPS	09EPS	10EPS	08P/E	09P/E	10P/E	投资评级
中国神华	23.98	1.34	1.44	1.71	17.9	16.7	14.0	增持
中煤能源	10.17	0.51	0.55	0.62	19.9	18.5	16.4	中性
西山煤电	20.98	1.32	0.95	1.05	15.9	22.1	20.0	增持
兖州煤业	14.43	1.20	1.1	1.25	12.0	13.1	11.5	中性
大同煤业	27.39	2.01	1.4	1.5	13.6	19.6	18.3	中性
潞安环能	29.50	2.48	2.11	2.26	11.9	14.0	13.1	增持
国阳新能	19.84	1.51	1.35	1.4	13.1	14.7	14.2	中性
兰花科创	26.69	2.45	2.02	2.13	10.9	13.2	12.5	增持

数据来源：山西证券研究所

表 3：各行业涨幅

申万一级行业	1 月涨幅	2 月涨幅	3 月涨幅	4 月涨幅
食品饮料	1.63	10.36	7.29	10.13
公用事业	6.87	5.44	13.02	0.86
医药生物	8.28	4.81	11.80	2.30
信息服务	7.11	4.68	16.90	7.24
商业贸易	3.52	8.59	15.98	9.64
建筑建材	10.33	5.54	14.04	3.20
黑色金属	15.99	0.16	12.85	0.90
信息设备	11.65	2.78	22.01	8.16
沪深 300	11.83	5.30	17.16	2.60
农林牧渔	12.74	9.18	11.48	0.81
家用电器	2.10	15.91	15.68	15.91
化工	14.85	4.07	17.68	5.00
交通运输	13.12	4.49	21.13	2.08
金融服务	16.23	3.51	17.62	(1.16)
餐饮旅游	13.02	7.67	23.90	7.18
纺织服装	16.37	5.18	23.57	4.03
机械设备	16.79	5.90	19.86	3.03
轻工制造	13.08	4.67	22.85	5.82
采掘	20.34	(2.75)	22.75	11.36
电子元器件	15.66	8.17	24.95	4.26
综合	16.98	10.07	26.66	3.54
房地产	14.40	8.84	27.31	1.53
煤炭开采 II	25.17	(4.80)	26.67	14.23
交运设备	19.66	11.60	20.41	8.19

有色金属 20.65 20.13 31.09 0.03

数据来源：山西证券研究所，wind，数据截至 4 月 24 日

表 4：公司涨幅比较

股票名称	收盘价	五日涨幅	一月涨幅	09 年涨幅	3 月涨幅	2 月涨幅	1 月涨幅	4 月涨幅
中国神华	23.98	(2.64)	14.57	36.72	9.87	(4.41)	12.37	15.85
中煤能源	10.17	(5.92)	15.31	57.19	17.46	(3.78)	18.70	17.17
山西焦化	6.13	(7.96)	(4.37)	40.27	15.96	1.11	23.34	(3.01)
安泰集团	5.36	(8.06)	(2.19)	46.05	10.71	8.68	19.35	1.71
盘江股份	17.00	(9.81)	3.72	44.80	33.33	(10.67)	18.14	2.91
郑州煤电	6.47	(3.00)	8.74	61.75	22.91	7.96	16.25	4.86
安源股份	6.44	(6.53)	(2.72)	51.17	42.19	(1.25)	12.68	(4.45)
国投新集	12.25	(12.50)	13.64	62.25	29.24	10.07	0.00	14.06
煤气化	14.43	(11.04)	1.41	54.37	23.28	(5.66)	28.96	2.91
西山煤电	20.98	(8.06)	19.89	79.93	30.87	(10.37)	21.53	26.23
黑化股份	5.99	(9.24)	1.18	66.39	18.60	18.76	16.94	1.01
四川圣达	9.11	(9.44)	(0.44)	54.93	21.97	2.77	22.79	0.66
上海能源	15.46	(8.03)	16.07	76.89	22.58	1.69	22.08	16.24
金牛能源	23.95	(9.66)	8.96	71.07	12.92	(5.76)	41.36	13.72
兖州煤业	14.43	(10.71)	11.09	75.12	27.07	(3.04)	23.91	14.71
靖远煤电	8.50	(5.24)	2.53	73.12	22.60	8.62	22.81	5.85
平煤股份	23.72	(5.95)	16.16	90.06	27.16	(12.50)	42.31	20.04
大同煤业	27.39	4.86	48.05	141.53	29.29	(13.11)	37.92	55.89
国际实业	13.86	(19.47)	(3.21)	69.02	28.62	10.40	24.27	(4.22)
美锦能源	13.81	(15.07)	(5.09)	53.44	45.14	(9.90)	35.78	(13.58)
开滦股份	23.73	(11.36)	15.03	105.45	38.68	4.05	21.99	16.72
露天煤业	20.90	0.38	32.61	129.92	28.54	5.88	23.43	36.87
神火股份	24.07	(19.39)	2.82	83.74	45.16	(0.86)	32.82	(3.87)
ST 平能	9.48	(4.34)	9.98	106.54	23.30	19.59	36.82	2.38
国阳新能	19.84	(10.47)	11.71	103.91	49.96	(4.02)	32.89	6.61
兰花科创	26.69	(9.00)	26.73	124.10	45.03	(9.10)	42.99	18.89
恒源煤电	18.38	(9.06)	0.89	101.32	43.83	(4.65)	39.59	5.16
潞安环能	29.50	(6.41)	29.73	136.19	63.54	(20.64)	50.52	20.90

数据来源：山西证券研究所，wind，数据截至 4 月 24 日

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5%~15%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。