

流动性推升估值逐步减弱，市场将重回基本面

——煤炭行业 4 月运行报告

采掘-煤炭行业

评级：推荐（维持）

跟踪报告

2009 年 5 月 5 日 星期二

重点摘要

能源公用小组

谷三剑

021-50586660-8627/8621

gsj@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

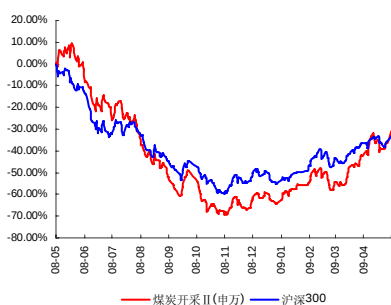
dhresearch@longone.com.cn

行业指数

绝对涨幅(%) 相对涨幅(%)

1 个月	19.52	13.78
3 个月	50.23	25.44
6 个月	121.66	54.49

行业相对沪深 300 走势图



□ 3 月全国原煤产量同比增长 10.3%，一季度累计增长 6.3%。国家统计局数据显示，3 月全国原煤产量 2.33 亿吨，同比增加 2179 万吨，增长 10.3%。一季度全国原煤累计产量 6.02 亿吨，同比增长 6.3%，一季度洗煤总产量为 1.55 亿吨，增长 0.7%，其中 3 月份产量为 5808.8 万吨，同比下降 0.6%。

□ 内蒙古一季度产量首超山西跃居全国第一。山西受矿难安全整顿和国有矿限产影响了部分产能的发挥，3 月山西原煤产量 3951 万吨，比上月增加 231 万吨，增长 6.2%，但受到小煤矿复产滞后的影响，产量比去年同期下降 21.9%。一季度山西累计生产原煤 1.10 亿吨，同比下降 13.4%。一季度内蒙煤炭产量达到 1.3 亿吨，同比增长了 28.37%，原煤产量一季度首超山西居全国首位。

□ 秦皇岛库存下降至 380 万吨，但煤价并未出现大幅上涨。3 月以来秦皇岛煤炭库存出现快速下降，由 3 月初的 700 万吨快速下降到 400 万吨以下水平，其中，4 月 14 日更是下降到 340 万吨的低值，是 06 年以来的最低水平，目前秦皇岛库存仅是正常水平的一半左右。但是，秦皇岛煤价并没有伴随库存的大幅下跌而出现明显上涨，大同优混连续 3 周稳定在 620 元/吨，比 3 月初仅上涨 3.1% 约 20 元。我们认为下游终端需求尚没有完全恢复，目前的供需平衡是在供给受到制约的情况下达成的阶段平衡。

□ 坑口与中转地价格出现背离。4 月，伴随港口煤价微升 3%，煤炭坑口价格出现下跌。大同弱粘煤（6000 大卡）从月初 520 元/吨跌至 470 元/吨，跌幅 9.6%。古交 2 号焦煤从月初 910 元/吨跌至 780 元/吨，跌幅 14.3%，无烟煤价格相对平稳，没有大的变化。

坑口价与中转地价格变化的背离，一方面反映了矿难后山西国有大矿生产已恢复正常和小煤矿复产预期在加强，以及来自于内蒙煤炭产量上升的冲击。另一方面也是淡季到来使得需求有所下降并传导到煤炭价格。

□ 国际合同煤重新定价，风险得到释放。3-4 月，具有标杆意义的日澳、韩澳长约合同价格确立，2009/2010 年度硬焦煤、喷吹煤和动力煤合同价分别为 128 美元/吨、90 美元/吨和 70 美元/吨。由于国际煤价受到较少制约，在去除大宗商品炒作泡沫后，能够更加灵活和真实地反映市场供需关系。因此，国际煤价的调整比国内煤价更加快速和到位。从澳大利亚 BJ 煤炭现货价格走势来看，目前已经连续 8 周在 62-63 美元/吨附近波动。总体来看，国际煤炭通过重订年度合同价格已释放大部分风险，基本调整到位。

□ 行业新政策出台：推进煤矿企业兼并重组和安全生产整顿。4 月 20 日、28 日山西和发改委先后公布了《山西省人民政府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》和《关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知》，进一步推进煤矿企业兼并重组和强化煤矿安全生产。

□ 流动性推动因素将会减弱，市场将回到基本面为主导的阶段。重点推荐具有

实绩支撑、安全边际较高的细分子行业龙头，和合同煤价上升受益大、确定性强的优质动力煤企业。

在流动性充裕和扩张型财政货币政策带动下，周期性行业反弹强劲，煤炭行业处于涨幅前列，目前行业 09-10 年预测市盈率（整体法）已高于沪深 300。从基本面和我们的市场策略来看，我们认为煤炭行业由估值水平提升带动的股价上涨已到了一定阶段，未来流动性推动因素将会减弱，市场将回到基本面为主的阶段。

我们重点推荐具有实绩支撑、估值相对较低、安全边际高的细分子行业龙头，如中国神华、西山煤电和国阳新能。建议重点关注合同煤价上升受益大、确定性强的优质动力煤企业，如中国神华、大同煤业、中煤能源，以及整体上市后产能增长潜力大、具有区位优势의 盘江股份。

资产注入和重组始终是今年投资的一个重点，关注金牛能源、国投新集、恒源煤电等资产注入的进程和方案。重点关注由山西煤炭进出口集团和山西煤炭运销集团借壳目标的中油化建、太工天成。

目 录

1、行业运行与动态	4
3月原煤产量同比增长10.3%，内蒙古一季度产量首超山西跃居全国第一	4
秦皇岛库存下降至380万吨，但煤价并未出现明显上涨，仅小幅上涨20元	5
坑口价格与中转地出现背离：坑口价下跌10-14%	5
国际合同煤重新定价，风险得到释放，基本调整到位	6
行业新政策出台：进一步推进煤矿企业兼并重组	6
2、月度宏观经济和先行指标	7
月度发电量跌幅收窄，PMI指标5个月环比回升	7
3、煤炭板块市场表现与投资建议	7

图表目录

图1：3月全国煤炭产量增长10.3%	4
图2：一季度内蒙煤炭产量同比增长28.37%，山西下跌13.4%，首超山西跃居第一	4
图3：秦皇岛库存快速下跌至380万吨，仅为正常水平一半左右	5
图4：库存大幅下跌并未带动价格明显上涨，秦皇岛价格仅上涨20元	5
图5：4月坑口价下跌10-14%，中转地价格小幅上涨3%	6
图6：PMI指数持续5个月回升	7

1、行业运行与动态

3月原煤产量同比增长10.3%，内蒙古一季度产量首超山西跃居全国第一

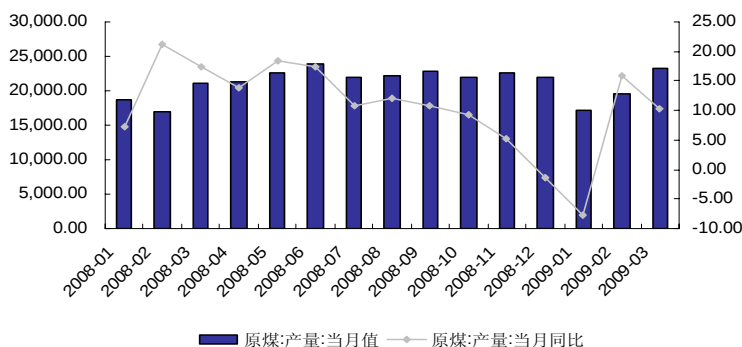
根据国家统计局数据显示，3月份全国原煤产量2.33亿吨，同比增加2179万吨，增长10.3%。截止到一季度，全国原煤产量合计6.02亿吨，同比增加3568万吨，增长6.3%；一季度洗煤总产量为1.55亿吨，比去年同期增长0.7%；其中3月份产量为5808.8万吨，同比下降了0.6%。

3月份山西原煤产量3951万吨，比上月增加231万吨，增长6.2%，但受到小煤矿限产的影响，产量比去年同期下降21.9%。一季度，山西累计生产原煤1.10亿吨，同比下降13.4%，其中：山西省重点煤矿生产7278万吨，同比下降12.9%；乡镇煤矿实际产量655万吨，同比减少近71%。一季度累计生产动力洗精煤2690万吨，同比下降7.7%；生产炼焦洗精煤1258万吨，同比下降8.3%。

销售方面，山西国有重点煤矿产品销售率为89.6%（98.81），国有地方煤矿产销率为112.4（120.2）%，乡镇煤矿销售率为127.8%（129.67）。国有重点和地方煤矿销售率均比上月下降8个百分点左右，乡镇矿增加近2个百分点。

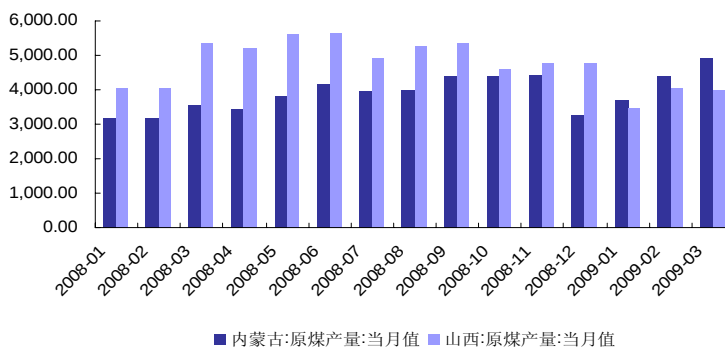
此外，值得注意的是，山西受矿难影响和国有矿限产措施而影响了部分产能的发挥，内蒙原煤产量在一季度超过山西居全国首位。一季度内蒙煤炭产量达到1.3亿吨，同比增长了28.37%。

图1：3月全国煤炭产量增长10.3%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2：一季度内蒙煤炭产量同比增长28.37%，山西下跌13.4%，首超山西跃居第一



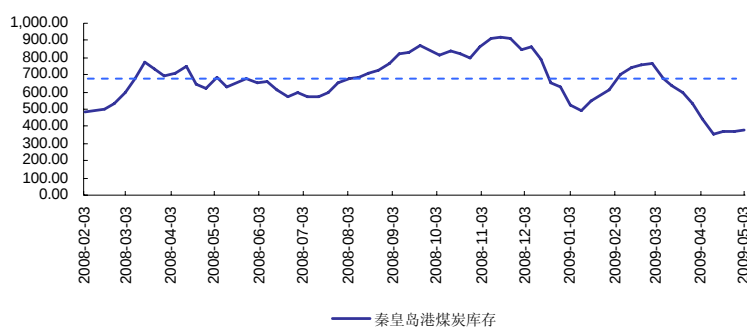
资料来源：煤炭市场网，东海证券研究所

秦皇岛库存下降至 380 万吨，但煤价并未出现明显上涨，仅小幅上涨 20 元

自 3 月以来近一个月时间里，秦皇岛煤炭库存出现快速下降。3 月初，秦皇岛库存尚处于 700 万吨以上，但到了 4 月，已经快速下降到 400 万吨以下水平，其中，4 月 14 日更是下降到 340 万吨的低值，是 06 年以来的最低水平。目前秦皇岛库存仅是正常水平的一半左右。

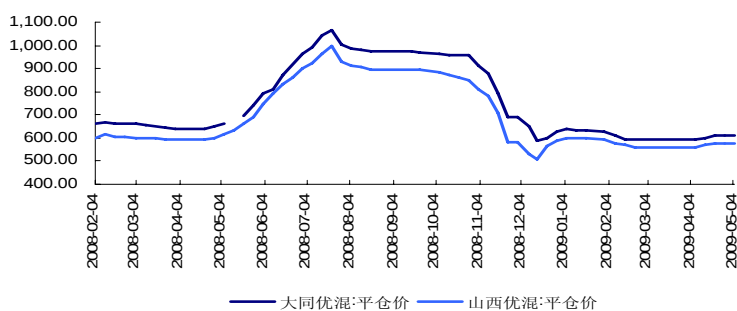
从日常逻辑判断来看，库存大幅低于正常水平且持续时间已超过一个月，煤价应有较大幅度上涨才对。但是，与以往不同的是，秦皇岛煤价并没有伴随库存的大幅下跌而出现明显上涨，煤价呈现基本稳定仅小幅上涨的态势。以大同优混为例，平仓价连续 3 周稳定在 620 元/吨，比 3 月初上涨 20 元左右，涨幅仅 3.1%。这表明，下游终端需求尚没有得到完全恢复，目前的供需平衡是在供给受到制约的情况下达成的阶段平衡。

图 3：秦皇岛库存快速下跌至 380 万吨，仅为正常水平一半左右



数据来源：煤炭资源网，东海证券研究所

图 4：库存大幅下跌并未带动价格明显上涨，秦皇岛价格仅上涨 20 元



数据来源：煤炭资源网，东海证券研究所

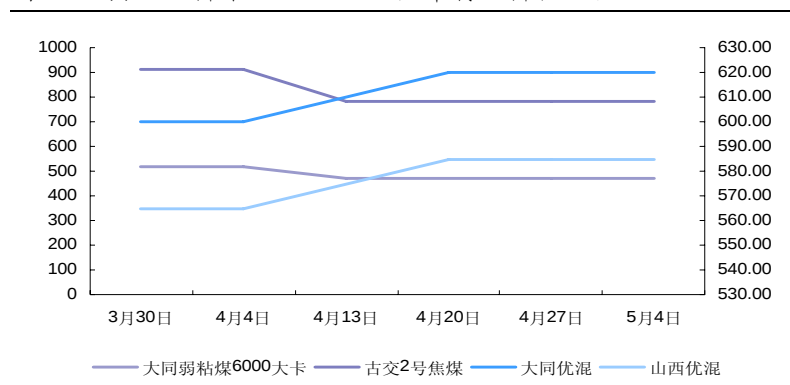
坑口价格与中转地出现背离：坑口价下跌 10-14%

4 月，煤炭坑口价格出现下跌，大同弱粘煤（6000 大卡）从月初 520 元/吨跌至 470 元/吨，跌幅 9.6%。古交 2 号焦煤从月初 910 元/吨跌至 780 元/吨，跌幅 14.3%，无烟煤价格相对平稳，没有大的变化。

中转地方面，秦皇岛大同优混（6000 大卡）动力煤平仓价 4 月份上涨 20 元至 620 元/吨；上涨幅度为 3.1%，山西优混（5500 大卡）上涨 20 元至 585 元/吨，上涨幅度 3.5%。

坑口价与中转地价格变化的背离，一方面反映了矿难后山西国有大矿生产已恢复正常和小煤矿复产预期在加强，以及来自于内蒙煤炭产量上升的冲击。另一方面也是淡季到来使得需求有所下降并传导到煤炭价格。

图 5: 4 月坑口价下跌 10-14%，中转地价格小幅上涨 3%



数据来源: 煤炭市场网, 东海证券研究所

国际合同煤重新定价，风险得到释放，基本调整到位

3-4 月，具有标杆意义的日澳、韩澳长约合同价格确立，2009/2010 年度硬焦煤、喷吹和动力煤合同价分别为 128 美元/吨、90 美元/吨和 70 美元/吨。下跌幅度较大，但好于之前的普遍预期。

由于国际煤价受到较少制约，在去除大宗商品炒作泡沫后，能够更加灵活和真实地反映市场供需关系。因此，国际煤价的调整比国内煤价更加快速和到位。

从澳大利亚 BJ 煤炭现货价格走势来看，目前已经连续 8 周在 62-63 美元/吨附近波动。总体来看，国际煤炭通过重订年度合同价格已释放大部分风险，基本调整到位。

行业新政策出台：进一步推进煤矿企业兼并重组

4 月 20 日，山西公布《山西省人民政府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》。

✧ 强化煤矿安全生产工作：成立以省长和副省长挂帅的最高规格的“煤矿企业兼并重组整合工作领导小组”，明确重组主体，强调责任到人。

✧ 兼并重组整合目标：到 2010 年底，全省矿井数量控制目标由原来的 1500 座调整为 1000 座，兼并重组整合后煤矿企业规模原则上不低于 300 万吨/年，矿井生产规模原则上不低于 90 万吨/年，且全部实现以综采为主的机械化开采。

4 月 28 日，国家发改委发布了《关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知》。

✧ 专项整治对象是全国 30 万吨/年及以下的煤矿，包括基建、技改、资源整合及正常生产的各类煤矿。

✧ 由产煤省统一领导、各产煤市(地)组织实施，分三个阶段进行，用一年半左右时间完成。

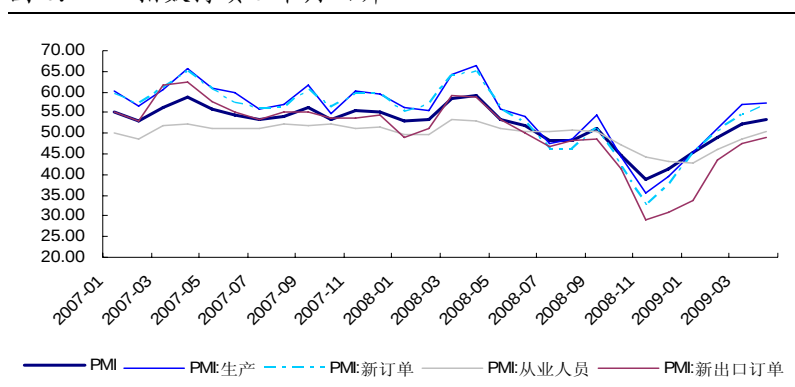
2、月度宏观经济和先行指标

月度发电量跌幅收窄，PMI 指标 5 个月环比回升

✧ 发电量：3 月份规模以上电厂发电 2833.6 亿千瓦时，同比下降 1.3%，一季度累计发电量 7797.0 亿千瓦时，同比下降 2.0%。3 月跌幅已收窄，低于前两月的 3.73% 的跌幅。

✧ PMI：4 月 PMI 指数为 53.5，比上月上升 1.1 个百分点，连续 5 个月环比回升。从生产、新订单、就业指数来看，分别为 57.4、56.6 和 50.3，别上月增加 0.5、2.0 和 1.7，均在 50 以上。只有新出口订单指数在 50 以下为 49.1，但也仍保持着升势，比上月增加 1.6。

图 6：PMI 指数持续 5 个月回升



数据来源：国家统计局，东海证券研究所

3、煤炭板块市场表现与投资建议

截止到 4 月 30 日，以流通市值加权平均计，4 月份煤炭板块上涨 20.6%，超越沪深 300 涨幅 15.1 个百分点。自年初以来上涨 76.2%，超越沪深 300 涨幅 32.7 个百分点，比 08 年 11 月低点上涨 104.8%，比同期沪深 300 多出 59.3 个百分点。

在流动性充裕和扩张型财政货币政策带动下，周期性行业反弹强劲，煤炭行业处于涨幅前列，煤炭行业处于涨幅前列，目前行业 09-10 年预测市盈率（整体法）已高于沪深 300。

从基本面和我们的市场策略来看，我们认为煤炭行业由估值水平提升带动的股价上涨已到了一定阶段，未来流动性推动因素将会减弱，市场将回到基本面为主的阶段。

我们重点推荐具有实绩支撑、估值相对较低、安全边际高的细分子行业龙头，如中国神华、西山煤电和国阳新能。建议重点关注合同煤价上升受益大、确定性强的优质动力煤企业，如中国神华、大同煤业、中煤能源，以及整体上市后产能增长潜力大、具有区位优势盘江股份。

此外，资产注入和重组始终是今年投资的一个重要点，关注金牛能源、国投新集、恒源煤电等资产注入的进程和方案。重点关注由山西煤炭进出口集团和山西煤炭运销集团借壳目标的中油化建、太工天成。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

重点跟踪公司: 西山煤电、中国神华、中煤能源、金牛能源、兖州煤业、开滦股份、平煤股份、盘江股份、潞安环能等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122