

中国煤炭进出口均衡被打破，2009 年后续月度进口量有望高位持稳

报告日期：2009 年 5 月 27 日

行业评级：中性（维持）

投资要点

2009 年以来，中国煤炭进出口阶段性均衡被打破，1-4 月煤炭进口量逐月快速飙升

自 2003 年以来，我国煤炭进口量逐步增长，而出口量却稳步下滑，净进口量表现出明显的上升趋势。然而，2006 年至 2008 年年末，进口量、净进口量均进入一个相对较为平稳的时期，基本达到一个阶段性均衡。

然而，2009 年以来，国际煤炭价格的低位震荡，以及显著的价差使得电力企业加大国际采购拉低发电成本成为可能。于是，国内煤炭进口量开始逐月飙升。2009 年 4 月份，我国单月进口煤炭 916 万吨，同比增长 169.41%，环比增长 60.14%，净进口达到 720 万吨。

2009 年前 4 个月，国际煤炭价格处于绝对低位，电力企业海外采购尚在准备期，形式以现货煤为主

煤炭进口量的增加表明，电力企业的海外购煤取得了明显进展；尽管 5 月 23 日举行的海外购煤专场采购会上并未签单，然而，并不说明电力企业的海外购煤积极性不高。

2009 年前 4 个月，电力企业的海外采购是以现货煤为主。而电力企业采取海外现货煤策略的原因在于：国际煤炭现货价格尚处于绝对低位，没有必要急于签订年度合同。

国内外动力煤价差消除预计要到 2009 年 4 季度

以目前的国际经济形式而言，无论东亚的日本、韩国，还是欧洲大陆，粗钢产量大幅下滑趋势并未改善，火电发电量仍旧低迷。总体而言，国际煤炭价格走出底部震荡格局尚需时日，因而国内外价差仍能维持一段时间。

国际动力煤现货价与合同价差仍有 8 美元/吨左右。即使国际动力煤价格逐步上升，其首期阶段仍以消除现货煤、合同煤价差为主；而即使是 72 美元的合同价，也低于国内可比级别动力煤 50 元人民币左右，则动力煤国内外价差的消除仍需要较长的时间，我们预计，最早要到 2009 年 4 季度价差才可能逐步消除。

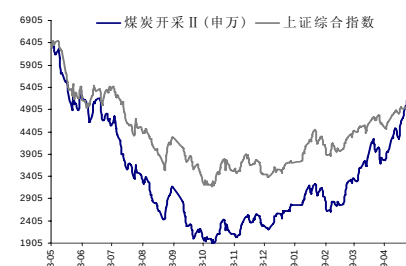
五大集团海外采购逐步趋于稳定，未来海外采购有望逐步转为合同煤形式

根据相关资料，我们预计，五大集团 2009 年进口动力煤总量有望达到 2500 万吨左右。而 2009 年，我国煤炭年进口量有望达到 6500 万吨左右，较 2008 年同比增长 60.89%。同时，由于 2009 年后续月份五大集团海外采购逐步趋于稳定，则采购可能逐步转向合同煤形式。

2009 年我国煤炭进口量的增加和高位持稳，将使得国内、国际煤炭市场逐步融通，未来国际煤炭价格对国内的影响程度将更大，而影响时滞也将逐步缩短。在 2010 年以及后续各年中，国际煤炭价格的逐步走高应是大概率事件，则相对高位的进口量是否能够持续仍待观察。目前而言，进口量的快速增加势必对国内煤炭价格的季节性上扬造成一定压力，因此，2009 年国内煤炭价格的季节性走势可能较往年要平缓一些，则夏季高峰期间动力煤价格的上涨幅度可能较此前预期的要低。

2008 年 PE	18
2009 年 PE	19
PB	3.9

煤炭行业与上证指数走势对比



重点推荐个股估值

简称	2008		2009		2010		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
露天煤业	0.65	39	0.76	33	0.85	30	中性（维持）
平庄能源	0.67	19	0.63	20	0.71	18	推荐（维持）
国投新集	0.64	22	0.61	23	0.77	19	推荐（维持）
盘江股份	1.03	23	1.39	17	1.52	16	推荐（维持）
恒源煤电	1.34	17	1.2	19	1.33	17	推荐（维持）

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

相关研究报告

1、原煤总产量增长趋势不变，工业用电量面临放量瓶颈，限产导致价格超预期上涨概率很小——20090520

2、未来用电量回暖集中在重化工业，动力煤价格短期仍不稳定——20090513

■ 行业重大事件

5月23日，电力企业召开海外购煤专场采购会，华能、华电、大唐、国电、中电投、华润等9家国内电力集团代表，以及澳大利亚、俄罗斯、印尼、越南、美国等国煤炭供应企业代表到会。然而，在采购会现场，五大发电集团并未与来自越南、印尼及澳大利亚等海外煤企签订合同。

■ 点评与分析

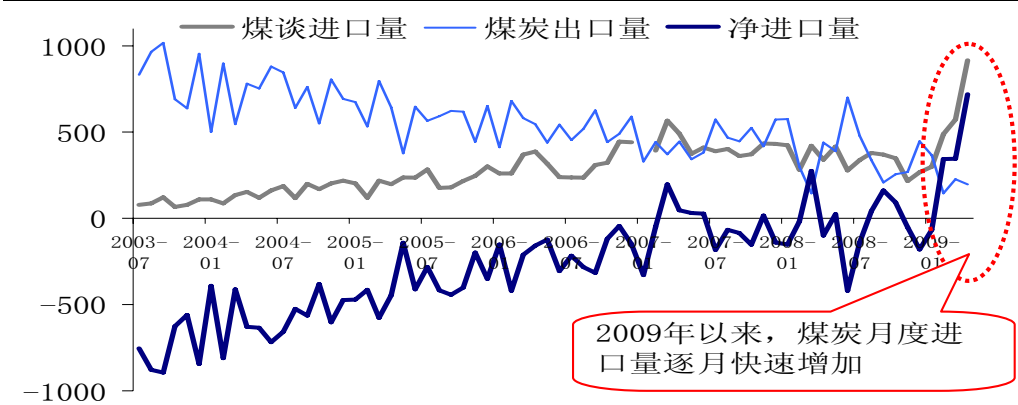
2008年年底至今，国内动力煤年度合同价格仍未确定，其主要原因在于煤炭企业和电力企业对于2009年煤炭价格的走势存在不同的预期，同时，2008年电力企业普遍陷入严重亏损。然而，煤炭企业通过限产，使得国内动力煤供给产生了一定的变化，以此对国内煤炭价格形成有力支撑。而电力企业除了在此前的时间内采取现货煤策略外，也在积极地同国际煤炭供应商取得联系，并且五大电力集团已于2009年2月开始逐步加大国外动力煤采购力度。而国际煤炭采购会也一直在筹备中，只是时间一拖再拖。

然而，业内普遍认为，五大集团连同华润加大国外动力煤采购的举措对国内动力煤供给、以及国内动力煤价格并不会形成显著影响，原因很简单，采购数量占国内动力煤消费的比例很低，而且加大采购可能引致国际动力煤价格逐步走高，从而拉平国内外价差。我们此前也指出，五大集团和华润的目的主要是为了增加谈判筹码。然而，2月份以来国内煤炭进口量的快速增长却引起了我们的注意。

2009年以来，中国煤炭进出口阶段性均衡被打破，1-4月煤炭进口量逐月快速飙升

受危机影响，欧洲以及东亚地区的煤炭需求量大幅下降，从而导致澳大利亚、印尼、越南、南非等国煤炭价格大幅下降，时至今日，国际动力煤价格仍未走出低谷，价格随着经济的起起伏伏维持基本的底部震荡格局。

中国月度煤炭进口变化趋势



资料来源: wind

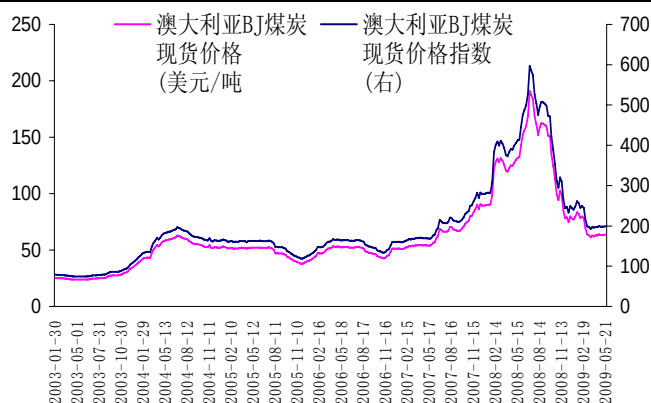
如图所示，自2003年以来，我国煤炭进口量逐步增长，而出口量却稳步下滑，从而使得净进口量表现出明显的上升趋势。然而，需要注意的是，2006年至2008年年末，进口量、净进口量均进入一个相对较为平稳的时期，其原因在于：2006年左右，国内煤炭产量得以显著提升，煤炭供给已较为充裕，缺口缩小，基本达到了一个阶段性均衡。

2008年下半年以来，国际金融、经济危机使得国际煤炭需求大幅下滑，国内神华、中煤集团及其上市公司中国神华和中煤能源的出口量虽大幅下降，然而由于我国煤炭出口量很小，因此，进出口均衡并未受到严重影响。

然而，2009年以来，我国煤炭进出口形势发生了“巨变”，而变化发生的背景是：国内电力企业和煤炭企业年度合同价格长期不能达成有效协议，双方都在寻求有效措施来增加筹码，从而为2009年的生产争取最好前途。煤炭企业的措施是限产保价（其中包括政策性资源整合导致的产量下降），而电力企业则采取现货煤措施，并逐步加大国外煤炭采购。

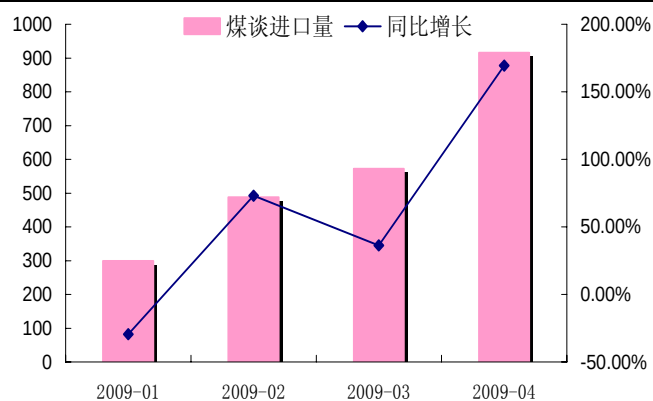
国际煤炭价格的低位震荡，以及显著的价差使得电力企业以加大国际采购来拉低发电成本成为可能。于是，国内煤炭进口量开始逐月飙升。2009年4月份，我国单月进口煤炭916万吨，同比增长169.41%，环比增长60.14%，净进口达到720万吨。

澳大利亚BJ现货价格



资料来源: wind

2009年以来煤炭进口量及同比增长



资料来源: wind

当然,我国煤炭进口主要集中在浙江至两广的东南部沿海地区,其中主要是广州口岸。2009年1-4月,广州口岸共进口煤炭648.5万吨,同比增长27.70%;尤其是4月份,单月进口量达到226万吨,同比增长89.60%。

2009年1-4月广州口岸煤炭进口(单位:万吨)

	煤炭进口量	同比增长	1-4月各国占比
2009年4月	226	89.60%	
2009年1-4月	648.5	27.70%	100.00%
其中:			
越南	418.2	65.40%	64.50%
澳大利亚	100	220%	15.50%
印度尼西亚	79.9	-57.50%	12.30%
俄罗斯	42		6.50%

资料来源: 爱建证券研发总部整理

2009年前4个月,国际煤炭价格处于绝对低位,电力企业海外采购尚在准备期,形式以现货煤为主

依据往年经验,4月份一般是国内煤炭消费的传统淡季,供暖需求下降,而夏季高峰尚未来临。需要强调的是,国内煤炭消费量的淡季特征并未遭到破坏,秦皇岛动力煤价格4月份基本维持淡季特征,处在年度低点。

煤炭进口量的增加则在一定程度上表明,电力企业的海外购煤取得了明显进展;尽管5月23日举行的海外购煤专场采购会上并未签单,然而,并不说明电力企业的海外购煤积极性不高,而电力企业的海外采购也绝不是“干打雷、不下雨”,而是实实在在的在稳步推行。

有一点是可以肯定地,2009年前4个月,电力企业的海外采购是以现货煤为主。而电力企业采取海外现货煤策略的原因在于:国际煤炭现货价格尚处于绝对低位,没有必要急于签订年度合同;同时,加大海外采购力度的前提条件是国内价格高于国际,而价差相对较为稳定;未来国际经济转暖,而煤炭需求回升之后,国际价格高于国内的可能性较大,则签订长期合同并不一定有利。

然而,需要特别注意的是:当前情况下,国际煤炭价格快速回升的基本条件仍不具备,在2009年4季度以前,国内外价差有望维持相对稳定,则海外采购可能继续扩大。

国内外动力煤价差消除预计要到2009年4季度

以目前的国际经济形式而言,无论东亚的日本、韩国,还是欧洲大陆,经济并未出现显著回暖,粗钢产量大幅下滑趋势并未改善,火电发电量仍旧低迷。总体而言,国际煤炭价格走出底部震荡格局尚需时日,因而国内外价差仍能维持一段时间。

目前,国际动力煤现货价格基本维持在63美元/吨左右。

然而,澳大利亚力拓、斯特拉塔(Xstrata)两公司就2009财年热煤与日本Chubu电力公司达成的热煤协议价格则在70-72美元/吨,较2008年价格的125美元/吨下降44%。

而日本最大的钢铁企业新日铁和必和必拓、三菱联盟(BMA)就2009财年炼焦煤达成的协议价格则在128-129美元/吨,该价格较2008财年300美元/吨的价格大幅下降57%。

行业研究※煤炭行业

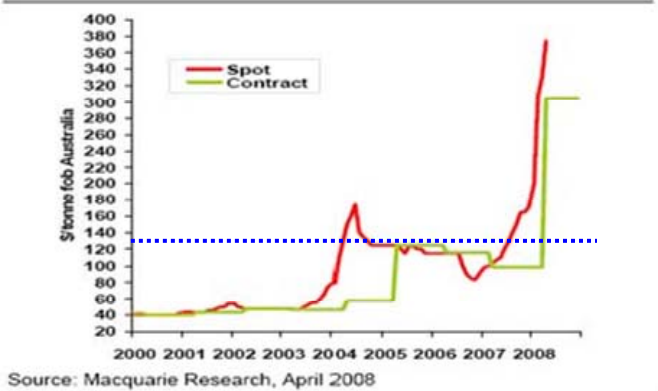
因此，国际动力煤现货价与合同价差价仍有 8 美元/吨左右。即使国际动力煤价格逐步上升，其首期阶段仍以消除现货煤、合同煤价差为主；而即使是 72 美元的合同价，也低于国内可比级别动力煤 50 元人民币左右，则动力煤国内外价差的消除仍需要较长的时间，我们预计，最早要到 2009 年 4 季度，价差才可能逐步消除。

国际热煤现货价及合约价(离岸价格)



注：图中蓝线表示2009年合同价

国际硬炼焦煤现货价及合约价(离岸价格)



五大集团海外采购逐步趋于稳定，未来海外采购有望逐步转为合同煤形式

五大集团2009年动力煤进口简况

	沿海电厂个数	沿海电厂年耗煤(万吨)	2009年1-4月进口煤(万吨)	2009年预计进口(万吨)
华能集团	13	4500	171	1000
大唐集团	4	1900	57.5	380
国电集团	11	4000		800-1000
华电集团	6	1600	每月进口20-80万吨之间	320
中电投集团	中电联进口煤炭主要有三个作用，首先是调质，其次是补量，最后才是抑价。			

资料来源：21世纪经济报道、爱建证券研发总部

据了解，2009 年以来，澳大利亚、印尼、俄罗斯、越南等煤炭企业同我国电力企业签订了一定数量的进口煤合同。据中电联统计，目前电力企业所签进口煤炭量已远远超过 1000 万吨。另有资料认为，包括华润电力在内的六大电企 1-4 月已与外国煤企达成进口 1600 万吨的协议，部分煤炭已经到港。

五大集团中，华能和国电的沿海电厂较多，沿海电厂年耗煤均在 4000 万吨以上，海外采购量占据五大集团总体的 1/3，而两集团的海外采购也将逐步趋稳，后续月度进口量基本维持在 100 万吨左右。根据相关资料，我们预计，五大集团 2009 年进口动力煤总量有望达到 2500 万吨左右。而 2009 年，我国煤炭年进口量有望达到 6500 万吨左右，较 2008 年同比增长 60.89%。

同时，由于 2009 年后续月份五大集团海外采购逐步趋于稳定，则采购可能逐步转向合同煤形式。因此，尽管本次会议并未签订合同，然而签约也只是时间问题。预计 2009 年 5 月份以后，我国煤炭月度进口量均值将维持在 530 万吨左右，煤炭进口保持高位平稳状态。

2009年1-4月中国煤炭进口(单位：万吨)

	煤炭进口量	同比增长	环比增长	煤炭出口量	净进口量
2009-01	299	-29.48%	11.99%	366	-67
2009-02	488	73.05%	63.21%	144	344
2009-03	572	36.19%	17.21%	227	345
2009-04	916	169.41%	60.14%	196	720
1-4月合计	2275	55.18%		933	1342
2009年全年预计	6500	60.89%			

资料来源：爱建证券研发总部整理

上半年，动力煤海外采购唱主角，下半年，焦煤采购有望逐步扩大

5月13日，高盛发布报告称，澳大利亚对中国的炼钢用焦煤出口将激增，并取代蒙古成为中国进口焦煤的最大供应国。并指出，过去五年以来，中国的焦煤年均进口量约在600万吨左右，但2009年进口量有望超过1300万吨。报告预计，今年澳洲对中国硬焦煤出口总量将上升到创纪录的730万吨。

我们的资料显示，2009年，山东、河北等焦煤主要消费省份也在为扩大焦煤进口积极准备。而以上两省初步确定的焦煤采购量合计达到5000万吨以上。

山东、河北焦化协会为进口焦煤所做的准备工作

山东焦协	年前已经开始与国外供应商进行谈判，目前初步确定的采购量为2000万吨。 此前，山东焦化协会从瑞士采购的主焦煤已运抵山东，税后到岸价约1200元/吨，比当地市场价便宜近200元。
河北焦协	确定联合本省焦炭企业采购进口焦煤，目前正与澳大利亚、俄罗斯、蒙古等国进行协商。 预计主焦煤采购量在3000万吨以上，同时还将采购部分1/3焦煤。 据悉其进口到岸价格1100元/吨左右。 俄罗斯焦煤到港（唐山港）价格已经跌至每吨100美元以下，而从蒙古等地通汽车拉煤，价格要更便宜一些。
中国焦协	专门成立“进口焦煤协调小组”。 协调小组将发挥两个作用：联合国内企业统一海外谈判策略，避免外国煤企借机涨价；同时向国内焦煤企业发出信号，不降价就多进口。

资料来源：爱建证券研发总部整理

然而，虽说两地焦化企业进口炼焦煤到岸价格低于同期国内市场采购价格，山东、河北两省合计5000万吨焦煤进口量的实现也着实存在很大困难。原因很简单，目前国内炼焦煤价格已较3月份下滑了100元/吨左右，同时国内外炼焦煤的价差很容易被国内价格的下跌消化。因此，5000万吨的炼焦煤进口不免让人觉得“雷声大，雨点小”，其目的和六大电力集团相同，主要是为了以购进国外低价现货煤的方式减少对国内炼焦煤的有效需求，从而拉动国内价格下跌。

然而，我们认为，由于主要钢铁生产国粗钢产量的大幅下滑趋势在短期内彻底改变的可能性不大，则国际焦煤需求在2009年可能处于低迷状态，因此，澳大利亚等国的焦煤生产企业势必积极开拓中国市场。则我国焦煤进口量的明显上升似乎不可避免。同时，也需要强调一点，焦煤的进口优势其实并不明显，动力煤的进口优势在于沿海电厂，而焦煤仅仅就是价格差，如果国内焦煤价格继续下滑50-100元，则价差基本消除，进口积极性势必遭受打击，因此，虽然2009年焦煤进口量会逐步增加，然而预计总量不会太大。

■ 投资建议

显然，煤炭进口量的快速增加，对于国内煤炭价格具有一定的抑制作用；然而，2009年我国煤炭进口量的增加和高位持稳，最重要的作用在于使得国内煤炭市场和国际煤炭市场逐步融通，那么未来国际煤炭价格对国内的影响程度将更大，而影响时滞也将逐步缩短。但是，2009年是一个相对较为特殊的年份，各种条件错综复杂才造成了我国煤炭进口量的增加，在2010年以及后续各年中，国际煤炭价格的逐步走高应当是大概率事件，则相对高位的进口量是否能够持续仍待观察。目前而言，进口量的快速增加势必对国内煤炭价格的季节性上扬造成一定压力，因此，2009年国内煤炭价格的季节性走势可能较往年要平缓一些，则夏季高峰期间动力煤价格的上涨幅度可能较此前预期的要低，从而对近期的煤炭板块行情构成弱利空。再加上资源税传闻的影响，我们仍坚持前期观点，建议投资者对于煤炭类个股逢高减持。

投资评级说明

	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-5%~5%之间
	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。