

需求不足与产量替代并存，局部失衡被总量过剩修正，须当持谨慎

报告日期：2009 年 6 月 3 日

行业评级：中性（维持）

投资要点

◆ 5 月份秦皇岛日均调入量快速回升，调出量却基本持平，港存短期内仍将继续增长

5 月份以来，秦皇岛动力煤价格始终持平；然而，该港港存却在稳步增加，从月初的 380 万吨增加到 473.8 万吨。有证据表明，该港港存的增加主要是由于调入量的快速回升和调出量停滞不前。

◆ 港存增加、价格趋稳的影响因素之一——下游的需求不足

秦皇岛动力煤价格的趋稳主要是由于下游需求不足，5 月份秦皇岛日均调出量较 4 月基本持平，季节性动力煤需求回暖迹象并不明显，东南沿海电厂动力煤需求明显弱于往年。

同时，5 月底，直供电厂煤炭库存继续环比上升，而日均耗煤量则较 4 月份有所下降；种种迹象表明，发电量虽已触底，然而反弹却实在无力。因此，动力煤需求季节性回升的幅度可能远小于我们此前的预期。也就是说，动力煤需求季节性增长趋势不改，但是幅度会非常有限。

另外，广州港煤炭场存于 5 月 26 日达到 280 万吨，逼近 300 万吨的堆存上限。港存增加的事实表明，目前季节性需求并未显著改善。而广州港库存增加并高位企稳预计将向秦皇岛传递，从而使得秦皇岛港存稳步增加。

◆ 港存增加、价格趋稳的影响因素之二——上游的产量替代

2009 年 4 月，山西省晋北、晋中、晋东南等地煤炭销量且结构出现重大变化，小煤矿关停所造成的产量下降，一定程度上被大型企业集团的产量放大所替代。

1、小煤矿和大集团之间的产量替代

在小煤矿产量大幅下降的情况下，国有大型煤炭企业集团生产销售却异常旺盛。据悉，晋北的同煤集团、蒙西神华集团、河南大部分大型集团 4 月和 5 月产销量均出现较大幅度攀升。以上现象表明，小煤矿复产的滞后并没有给国内动力煤供应造成显著影响。

2、晋、陕、蒙煤炭主产区之间的产量替代

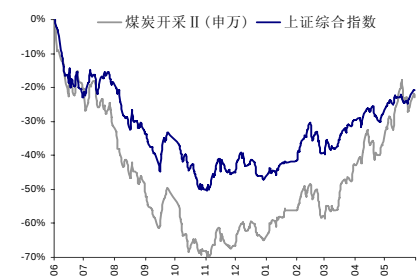
前些年，晋北大同工业用煤基本上均采用大同本地煤矿生产的煤炭，外地煤占比很小。然而，4 月份以来，大同中小地方煤矿长期停产，导致附近其他产煤区县及内蒙古、陕西等产煤大省的外地煤大量涌入，使得外地煤比例日渐增大，目前已占到大同市工业用煤的 70% 以上。

大同地区涌入大量外地煤的事实表明晋、陕、蒙煤炭主产区之间存在十分有效的产量替代，从而表明山西的局部失衡，可以被总体过剩所修正。

由于下游的需求不足和上游的产量替代同时存在，我们判断，6 月份的前两周，秦皇岛价格可能继续持平，或者稳中微跌。下半月或者 6 月下旬，季节性电厂库存补充将会出现，秦皇岛港动力煤价格有所上涨，然而幅度弱于往年。

2008 年 PE	19
2009 年 PE	20
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	41	0.76	35	0.85	31	中性（维持）
平庄能源	0.67	20	0.63	21	0.71	19	推荐（维持）
国投新集	0.64	25	0.61	26	0.77	21	推荐（维持）
盘江股份	1.03	25	1.39	19	1.52	17	推荐（维持）
恒源煤电	1.34	19	1.2	21	1.33	19	推荐（维持）

爱建证券研究发展总部

煤炭行业研究员：赵楷

Tel: 021-32229888-3501

Email: zhaokai@ajzq.com

相关研究报告

1、中国煤炭进出口均衡被打破，2009 年后月度进口量有望高位持稳——20090527

2、资源税传闻频出，广州港价格下降，煤炭板块调整或将继续——20090527

3、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

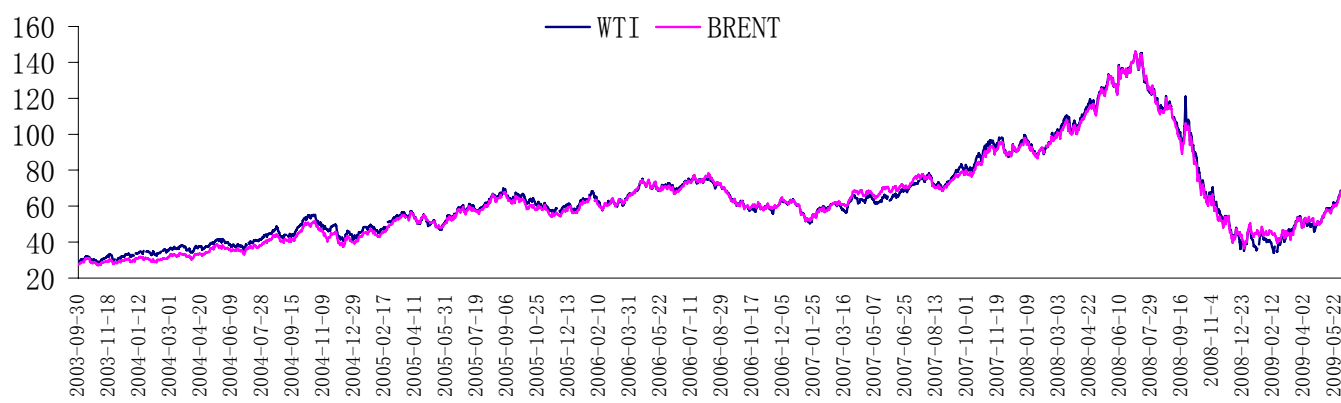
4、未来用电量回暖集中在重化工业，动力煤价格短期仍不稳定——20090513

■ 煤炭价格一周走势

国际煤炭价格

5月25日至6月1日，国际原油期货价格在站稳60美元/桶大关后一路强势冲高，其中纽约西德克萨斯轻质原油6月1日收于68.58美元/桶，而伦敦布伦特原油价格则收于67.97美元/桶。

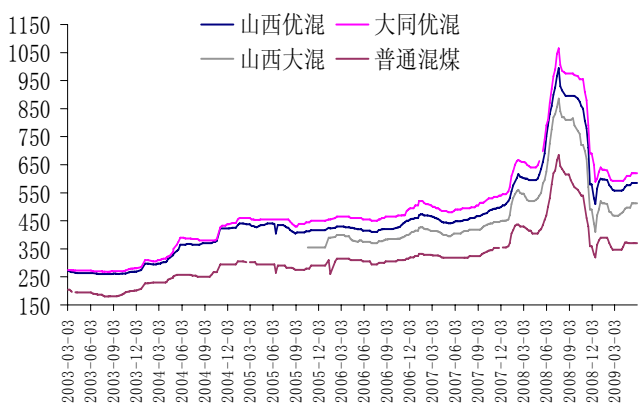
图1 国际原油期货价格



资料来源: wind

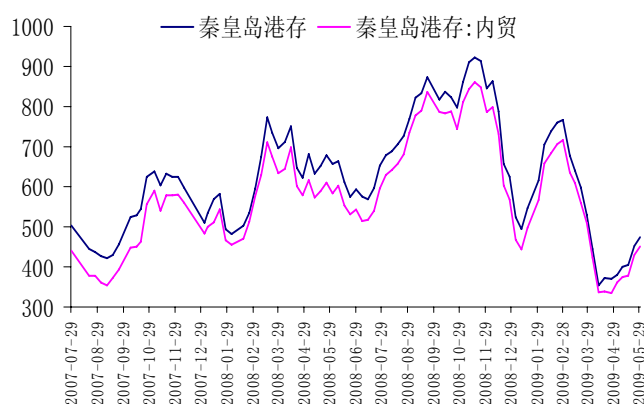
同时，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤报价上涨3.50%，5月29日收于67.09美元/吨；而欧洲ARA 6000大卡动力煤到岸价上涨3.81%，29日收于67.55美元/吨，南非理查德湾动力煤报价则收于59.43美元/吨，周涨幅4.65%。

图2 秦皇岛动力煤价格



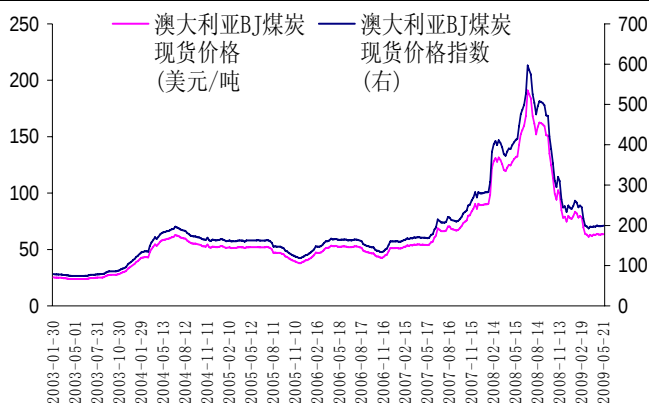
资料来源: wind

图3 秦皇岛港存



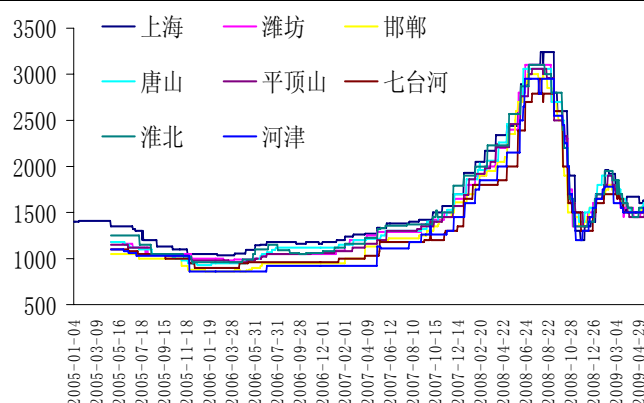
资料来源: wind

图4 澳大利亚BJ现货价格



资料来源: wind

图5 二级冶金焦价格



资料来源: wind

国内煤炭价格

5月25日至6月1日，国内大部分地区动力煤、炼焦用煤价格基本持平。

广州港煤炭指导价在5月下旬局部下跌后趋于持平。

上周，秦皇岛港动力煤交易价格继续持平。5月30日，该港内贸煤港存为451.20万吨，较5月23日上升22.6万吨；港存共计473.80万吨，上升21.7万吨。

■ 点评与分析

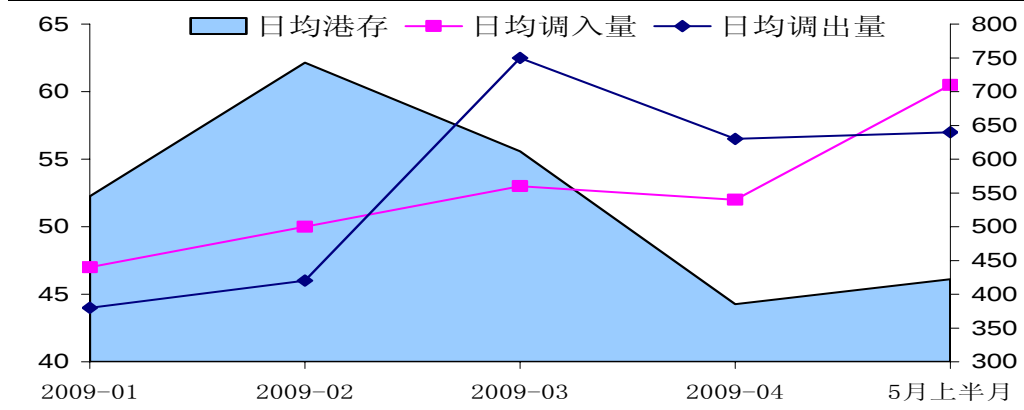
2009年以来秦皇岛调入量、调出量和港存走势回顾

图6显示，2009年3月，秦皇岛港日均调出量急剧攀升，其基本逻辑是：春节前电厂积累的大量存煤已消耗大半，而动力煤合同价却始终未能达成，因此电厂采取现货煤策略，从而导致秦皇岛日均调出量大幅增加。

同时，秦皇岛动力煤价格的低点也在3月份，动力煤价格的低位持续不仅使得电厂的现货煤策略得以有效实施，也促使山西等产煤大省加大了政策性限产力度，尤其是晋北地区。晋北地区是秦皇岛动力煤的主要来源地，在此期间，该港动力煤调入量的小幅增加根本无法满足电厂补充库存的需求，港存随之大幅下滑。

4月份，山西省小煤矿复产遭到严重抑制，秦皇岛日均调入量甚至出现了下滑，调入量的不足使得该港动力煤价格显著上涨，2009年以来动力煤价格的上涨主要是在调入量不足的4月份完成的。

图6 秦皇岛1-5月日均调入、调出量（万吨）



资料来源：爱建证券研发总部整理

5月份秦皇岛日均调入量快速回升，调出量却基本持平，港存短期内仍将继续增长

5月份以来，秦皇岛动力煤价格始终处于持平状态；然而，该港港存却在稳步增加，从月初的380万吨增加到473.8万吨。有证据表明，该港港存的增加主要源于调入量的快速回升。同时，该港5月份上半月煤炭日均调出量为57万吨，基本与4月持平。

以往年经验而言，5月份秦皇岛动力煤价格进入缓步上升阶段，而上升速度在6月底夏季用电高峰来临之前明显加快。然而，2009年的5月，价格稳步上升的现象并没有如期出现。

港存增加、价格趋稳的影响因素之一——下游的需求不足

价格的趋稳主要是由于下游需求不足，也就是东南沿海电厂动力煤需求明显弱于往年。而图6也显示，5月份秦皇岛日均调出量较4月份基本持平，也即是说，季节性动力煤需求回暖迹象并不明显。

据悉，5月24日，直供电厂煤炭库存达到3124万吨，环比上升200万吨；而日均耗煤量为161.83万吨，较4月份下降2.3%。直供电厂存煤的增加也表明，发电量虽已触底，然而反弹却实在无力。

以上分析表明，动力煤需求季节性回升的幅度可能远小于我们此前的预期。我们曾指出，经济回暖的需求和季节性需求可能叠加，然而，对于经济回暖的判断不能过于乐观。以目前的状况而言，6月份动力煤需求可能环比回升，但是同比增长的可能性不大。也就是说，动力煤需求季节性增长趋势不改，但是幅度会非常有限。

对于6月份秦皇岛动力煤价格走势的判断，我们认为要考虑广州港的港存情况和东南沿海的发电量回暖情况。

据报道，广州港煤炭场存于5月26日达到280万吨，逼近该港300万吨的堆存上限。同时，广州港5月的煤炭调入量预计超过400万吨，而预计调出量仅为300万吨煤，则剩余的100万吨煤都将转为港口库存。

当然，不排除广州港港存的增加存在一定的“赌涨”成分，然而港存增加的事实表明，目前季节性需求并未显著请务必阅读正文之后的重要声明

改善，因此，广州港港存在短期内可能高位维持。

显然，广州港库存增加并高位企稳，这一链条会向秦皇岛传递，从而使得秦皇岛港存稳步增加。不幸的是，这仅是秦皇岛港存增加、价格趋稳的一个因素，即下游需求不足因素。

港存增加、价格趋稳的影响因素之二——上游的产量替代

在 5 月 20 日的报告中，我们指出，山西省晋北、晋中、晋东南等地 4 月份煤炭销量有所下滑，且结构出现重大变化。同时，在政策性限产措施下，真正受影响的只是非重点的小煤矿。而小煤矿关停所造成的产量下降，一定程度上被大型企业集团的产量放大所替代。

1、小煤矿和大集团之间的产量替代

在小煤矿产量大幅下降的情况下，国有大型煤炭企业集团生产销售却异常旺盛。晋北的同煤集团 4 月份产量有望实现同比增长，且该集团放弃了往年同期的大规模检修；而神华集团蒙西主要矿区也出现产销两旺局面，5 月产量预计与旺季相当；同时，河南省大部分大型集团的生产与销售也出现较大幅度攀升。

根据经验，3 月下旬直到 5 月中旬是动力煤需求淡季，在淡季中出现产量同比增加，表明小煤矿复产的滞后并没有给国内动力煤供应造成显著影响。

2、晋、陕、蒙煤炭主产区之间的产量替代

依照惯例，大同煤质好、运输方便，因此大同市用煤大户基本上采用的都是大同地方煤矿生产的煤炭，外地煤仅占一小部分。

然而，进入 4 月份，大同市 125 座有证煤矿中只有 1 家煤矿复产，加上原来正常生产的 5 座煤矿，只有 6 座矿井正常生产，产能总计 560 万吨，仅为合法煤矿总产能的 12.5%。

据报道，由于全市地方煤矿长期停产，导致附近其他产煤区县及内蒙古、陕西等产煤大省的外地煤大量涌入大同，使得外地煤比例日渐增大，目前已占到大同市工业用煤的 70% 以上。

大同地区 3 月份以来涌入大量外地煤的事实表明晋、陕、蒙煤炭主产区之间存在十分有效产量替代，从而表明山西的局部失衡，可以被总体过剩所修正。

由于下游的需求不足和上游的产量替代同时存在，我们判断，6 月份的前两周，秦皇岛价格可能继续持平，或者稳中微跌。下半月或者 6 月下旬，季节性电厂库存补充将会出现，秦皇岛港存有所下降，价格上涨，然而幅度弱于往年。

钢材市场仍是局部回暖，全面回暖还须等待，下游焦煤、焦炭需求遭遇放量瓶颈

4 月中旬以来，国内钢材价格连续六周价格上涨。然而，近期部分市场钢材价格出现回调。而宝钢公布的 7 月份出厂价格中，部分品种出现下调，其中钢管价格下调 300 元/吨，钢坯下调 200 元/吨。

显然，前期国内钢材价格的连续小幅上涨主要是由于需求的季节性回暖，而近期价格的逐步趋稳表明，下游需求的回升历程是缓慢的、长期的。同时，钢材的需求结构是非平衡的。数据显示，2009 年 1-4 月，国内粗钢产量为 1.7 亿吨，日产量 142.22 万吨；然而，5 月上旬，粗钢日产有所扩大，为 147 万吨；而日产量扩大的原因是基础建设投资所带来的对于建筑钢材的需求逐步回暖，而其受益主体则是以线材生产为主的中小钢厂。因此，前期钢价的回升仍带有一定的不稳定性，难免由于产量的增大而出现反复，则钢材市场仍处于部分产品的局部回暖阶段，而钢材市场的全面回暖预计还须一段时间。

既然钢材市场仍处于局部回暖阶段，而受益主体也主要是中小钢厂，那么，焦煤、焦炭的需求回升短期内出现的可能性很小。因而，前期焦炭价格虽出现回调，然而，全面上涨的需求支撑明显不足，需求放量瓶颈仍然制约着焦煤、焦炭子板块 2009 年 2 季度的经营状况。

投资建议

5 月份以来，国际原油价格的上升速度有所加快，其原因主要是美元的持续走弱，以及各国原油有效库存的大幅增加。同时，美元走弱也导致全球通货膨胀预期显著强化，从而使得以美元标价的大宗商品价格快速上涨，而原油和有色金属品种是其中最为明显的受益主体。当然，近两周以来国际煤炭价格也显著受到美元走弱的影响，而 A 股市场的煤炭板块也对此作出了积极响应。然而，基本面的分析显示，我们对于国内煤炭需求的回暖还是不能给予过多的期望，而大盘的调整要求也将会对涨幅巨大的煤炭类个股形成阶段性重压，因此，我们仍然维持对于煤炭板块的“中性”评级，建议投资者保持谨慎。

煤炭价格周报

5月25日-6月1日国内国际煤炭价格

秦皇岛港动力煤价格（元/吨）			国际主要港口动力煤市场报价（美元/吨）		
	6月1日价格	较上周涨跌幅度		5月29日价格	较上周涨跌幅度
大同优混	620	——	澳大利亚纽卡斯尔港	67.09	3.50%
山西优混	585	——	南非理查德湾	59.43	4.65%
普通混煤	370	——	欧洲ARA（6000大卡）	67.55	3.81%
山西大混	512.5	——			

国内各地区二级冶金焦价格（元/吨）		
	6月1日价格	较上周涨跌幅度
上海	1630	——
潍坊	1580	——
邯郸	1600	——
唐山	1600	——
平顶山	1500	——
七台河	1500	——
淮北	1550	——
河津	1550	——

资料来源：wind、Globalcoal、华南煤炭交易中心、爱建证券研发总部

5月25日-6月1日国内各地区煤炭价格（1）

地区	市场	产地	煤种	价格类型	价格（元/吨）	6月涨跌	本周涨跌
山西	临汾	乡宁	焦精煤	坑口价	1120	——	——
	临汾	古县	焦精煤	坑口价	1100	——	——
	临汾	临汾	焦精煤	坑口价	1180	——	——
	临汾	临汾	1/3焦煤	车板含税价	1150	——	——
	临汾	蒲县	1/3焦煤	车板含税价	930	——	——
	运城	稷山	焦精煤	出厂含税价	1070	——	——
	运城	绛县	瘦精煤	出厂含税价	900	——	——
	运城	河津	瘦精煤	出厂含税价	950	——	——
	运城	稷山	焦煤	坑口价	750	——	——
	运城	稷山	1/3焦煤	出厂含税价	800	——	——
	运城	稷山	5500大卡动力煤	出厂含税价	430	——	——
	运城	河津	6000大卡瘦混煤	出厂含税价	480	——	——
	吕梁	孝义	焦精煤	出厂含税价	1000	——	——
	吕梁	孝义	焦精煤	出厂含税价	1020	——	——
	吕梁	孝义	肥精煤	出厂含税价	1030	——	——
	吕梁	柳林	焦精煤	出厂含税价	1120	——	——
	长治	长治	6000大卡动力煤	车板含税价	500	——	——
	长治	潞安	5500大卡动力煤	车板含税价	480	——	——
	长治	屯留	喷吹煤	车板含税价	850	——	——
	长治	三元	喷吹煤	车板含税价	850	——	——
	长治	长治	喷吹煤	车板含税价	800	——	——
	长治	襄垣	喷吹煤	车板含税价	750	——	——
	长治	武乡	配焦煤	车板含税价	550	——	——
	长治	沁源	焦精煤	车板含税价	1070	——	——
	长治	长治	瘦精煤	车板含税价	900	——	——
	长治	长治	瘦精煤	车板含税价	950	——	——
	长治	沁源	瘦精煤	车板含税价	860	——	——
	阳泉	阳泉	喷吹煤	车板含税价	830	——	——
	阳泉	阳泉	洗中块	车板含税价	950	——	——
	阳泉	阳泉	洗小块	车板含税价	850	——	——
	阳泉	平定	5000无烟末煤	坑口含税价	450	——	——
	阳泉	郊区	5500无烟末煤	坑口含税价	500	——	——
	阳泉	平定	6500无烟末煤	坑口含税价	580	——	——
	晋城	泽州	洗小块	出厂含税价	930	——	——
	晋城	阳城	洗中块	出厂含税价	980	——	——
	晋城	晋城	喷吹煤	出厂含税价	850	——	——
	太原	古交	焦煤	车板含税价	1160	——	——
	太原	古交	肥煤	车板含税价	1150	——	——
	太原	太原	焦精煤	出厂含税价	1030	——	——
	太原	古交	焦精煤	出厂含税价	1000	——	——
	太原	西山	焦精煤	出厂含税价	1060	——	——
	太原	太原	瘦精煤	出厂含税价	780	——	——
	太原	古交	5300大卡动力煤	坑口含税价	480	——	——
	太原	古交	5000大卡动力煤	坑口含税价	430	——	——
	太原	古交	5800大卡动力煤	坑口含税价	520	——	——
	大同	大同	5500大卡原煤	坑口含税价	480	——	——
	大同	大同	6000大卡原煤	坑口含税价	530	——	——
	大同	大同	5800大卡原煤	坑口含税价	510	——	——
	大同	大同	配焦煤	坑口含税价	450	——	——
	大同	大同	配焦精煤	坑口含税价	560	——	——

资料来源：爱建证券研发总部

5月25日-6月1日国内各地区煤炭价格（2）

地区	市场	产地	煤种	价格类型	价格（元/吨）	6月涨跌	本周涨跌
山东	济宁	济宁	气肥煤	车板含税价	900	——	——
	济宁	济宁	气煤（动力煤）	车板含税价	600	——	——
	泰安	新泰	气煤	车板含税价	900	——	——
	枣庄	枣庄	1/3焦煤	车板含税价	950-970	——	——
河北	邯郸	峰峰	主焦煤	车板含税价	1100	——	——
	邯郸	峰峰	肥精煤	车板含税价	1150	——	——
	邯郸	峰峰	贫瘦煤	车板价	450	——	——
	邯郸	峰峰	喷吹煤	车板价	880	——	——
	邯郸	邯郸	5000大卡动力煤	车板价	450	——	——
	邢台	邢台	1/3焦煤	车板含税价	1060	——	——
	唐山	开滦	肥煤	车板含税价	1100	——	——
	唐山	开滦	焦煤	车板含税价	1100	——	——
	唐山	开滦	1/3焦煤	车板含税价	1100	——	——
	唐山	开滦	4300大卡动力煤	车板含税价	360	——	——
安徽	淮北	淮北	焦煤	车板含税价	1075	——	——
	淮北	淮北	瘦精煤	车板含税价	900	——	——
	淮北	淮北	1/3焦煤	车板含税价	900	——	——
	淮北	淮北	肥煤	车板含税价	1075	——	——
	淮南	淮南	1/3焦煤	车板含税价	980	——	——
	淮南	淮南	5000大卡动力煤	车板含税价	550	——	——
	宿州	宿州	1/3焦煤	车板含税价	1000	——	——
	宿州	宿州	无烟喷吹煤	车板含税价	850	——	——
河南	平顶山	平顶山	1/3焦精煤	出厂含税价	1020	——	——
	平顶山	平顶山	主焦精煤	出厂含税价	860	——	——
	平顶山	平顶山	主焦精煤	出厂含税价	1000	——	——
	焦作	焦作	7000大卡无烟煤	车板价	1000	——	——
	焦作	焦作	5500大卡无烟煤	车板价	550	——	——
	焦作	焦作	7000大卡精煤	车板价	880	——	——
	焦作	焦作	5500大卡动力煤	出厂含税价	550	——	——
	鹤壁	鹤壁	5300大卡贫瘦煤	车板价	550	——	——
	鹤壁	鹤壁	5500大卡动力煤	车板价	550	——	——
	鹤壁	鹤壁	瘦精煤	车板价	1050	——	——
	鹤壁	鹤壁	喷吹煤	出厂价	900	——	——
	永城	永城	5500大卡无烟煤	汽运车板价	700	——	——
	永城	永城	喷吹煤	出厂含税价	880	——	——
	永城	永城	7000大卡中块	车板价	1250	——	——
	永城	永城	7000大卡小块	车板价	1200	——	——
	郑州	郑州	5200大卡贫瘦煤	坑口价	540	——	——
	郑州	新密	5500大卡无烟煤	坑口价	600	——	——
	郑州	巩义	5000大卡无烟煤	车板含税价	550	——	——
	郑州	巩义	5500大卡无烟煤	车板含税价	600	——	——

资料来源：爱建证券研发总部

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。