

产能管理促就新平衡，估值稳中有升可期待

——煤炭行业 2009 年下半年投资策略

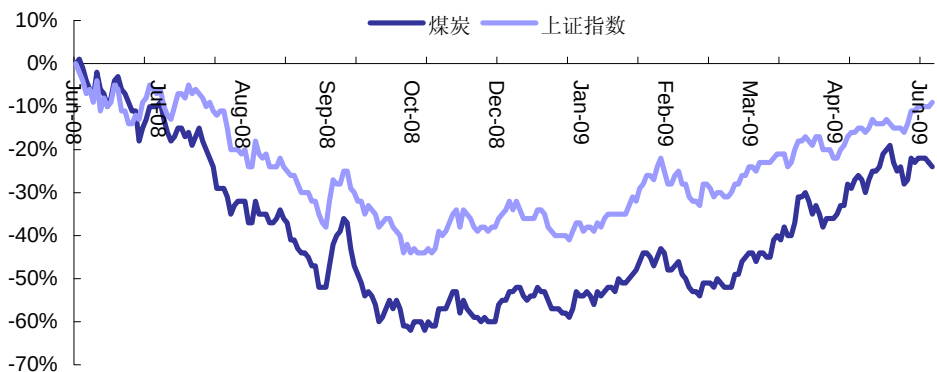
行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 煤炭板块估值水平反映了对未来煤炭价格走势的预期，对板块估值水平的讨论以及对利润增速的判断最终仍然归结为对煤价进行判断，本文从国内供求、国际因素以及通胀预期三个角度重点讨论煤价走势。
- 从国内供求角度看，我们认为尽管由于近两年固定资产投资迅速增长所带来的产能增加将形成一定的产能过剩，但煤炭行业的产能管理将制约有效供给，从而煤炭供求将呈现供给略显宽松的持续平衡。当然大矿整合小矿的产能也将在未来 2-3 年释放，但在政府的主动干预下，也将是持续和有序的释放。与之相对，在国家刺激政策带动下，以汽车、房地产为代表的终端需求有所回升。我们预计煤炭行业需求持续改善将随着基建、地产、汽车——机械——钢——煤炭以及基建、地产、汽车——重工业——电——煤炭两条产业链的传导得到体现。
- 从国际角度看，短期国际煤价的企稳有利于国内煤价未来走势。而长期看“印度需求”有望接力中国的能源需求，从而为解决全球消费不足和产能过剩提供另一条途径。另外，通胀预期已经形成，而煤炭的金融属性也日益加强，特别是我们研究发现国内煤炭板块的短期波动与国际原油价格走势有着极强的相关性，尤其在价格上行的过程中，同涨现象明显。
- 我们仍然维持行业增持评级，但考虑下半年对行业的刺激因素不多，煤炭板块估值也处于平均水平，因此建议标配。我们认为在煤炭价格稳中波动的预期下，企业的业绩将更多依靠产能的扩张与产量的增长。因此我们建议在投资决策中更着重产能扩张、资产注入。同时由于煤炭价格受季节、油价、通胀预期等因素影响而有可能出现短期的波动，我们建议关注具有业绩弹性的煤焦一体化公司。重点推荐潞安环能、中国神华、开滦股份以及西山煤电。
- 风险提示：供过于求依然明显，煤价下行风险犹在；资源税、会计政策变动等可能对板块估值产生负面影响。

最近 52 周股价表现



分析师
孙海波
+755-82492477
sunhb@lhqz.com

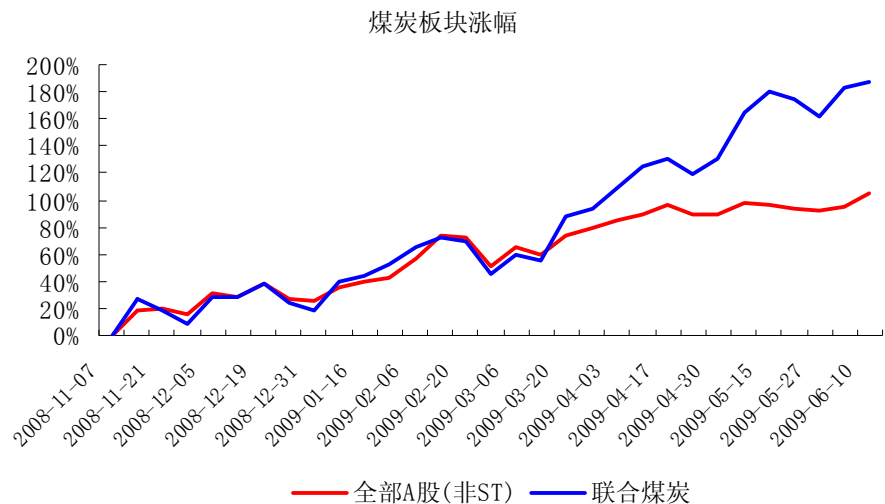
引言：从估值开始.....	3
煤炭板块：反弹的急先锋.....	3
当前估值是否合理.....	3
未来估值能否提升.....	5
国内篇：供给控制下的持续平衡	6
供给分析：产能控制与整治小煤矿制约有效供给	6
产能过剩趋势明显	6
产能管理效果显著	8
煤企财务宽松，以销定产是常态.....	8
需求低迷下，整治小煤矿力度加大	9
煤炭供给集中度提高，产能管理更易实施.....	12
库存稳定显示产能管理可以调节供给.....	13
需求分析：下游持续改善值得期待.....	15
下游需求逐步触底	15
终端需求有所回升	16
运量情况短期仍弱	16
国际篇：新兴需求或可推升远期煤价	17
国际与国内煤价联动明显	17
国际价格趋稳，有利国内价格走势.....	18
印度发展的能源需求或可推升远期煤价	19
印度发展空间广阔	19
能源需求将迅速增长.....	19
煤炭进口需求或可增加	20
通胀篇：货币幻觉催生交易性机会	21
通胀预期已经形成.....	21
煤炭的金融与交易属性增强	22
投资策略：着重产能扩张、资产注入与业绩弹性	24
推荐逻辑.....	24
重点公司	24
潞安环能.....	24
中国神华.....	24
开滦股份.....	25
风险提示：	25

引言：从估值开始

煤炭板块：反弹的急先锋

煤炭板块自去年 11 月以来的反弹中涨幅巨大，尤其是 3 月中旬市场形成通胀预期后，其绝对涨幅达到 180%，而同期市场仅上涨 127%，可以说煤炭板块是此轮上涨当之无愧的急先锋。我们认为此轮煤炭板块上涨的原因对应其三个阶段的涨升主要是超跌后的估值反弹、煤价稳定预期下的估值回归以及通胀预期下的估值提升。

图 1：板块指数与全部 A 股涨幅比较

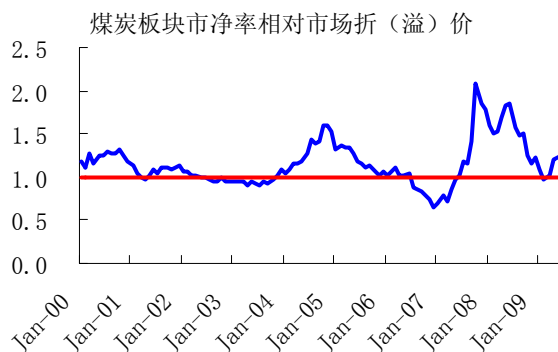


资料来源：WIND，联合证券研究所

股价上涨动力来自业绩的提高或估值的提升，那么未来的半年中，煤炭板块业绩预期是否会有进一步提升，或者整体估值水平是否能够获得持续提高呢？这将是本报告着重回答的问题。为此我们首先对煤炭板块当前的估值水平进行讨论，以判断估值水平是否有提升空间、以及提升的动力源是否存在。

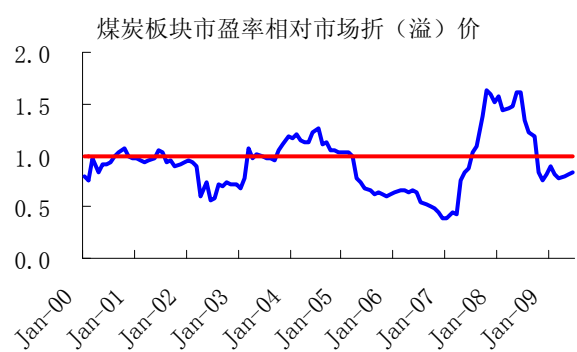
当前估值是否合理

图 2：煤炭板块市净率对市场折（溢）价



资料来源：WIND，联合证券研究所

图 3：煤炭板块市盈率对市场折（溢）价



资料来源：WIND，联合证券研究所

从相对估值角度看，煤炭板块 2000 年以来的平均 PE 水平约为 29 倍、平均

PB 约为 4.3 倍，当前煤炭板块（按照 2009 年不考虑安全费用会计政策调整的 EPS 预测）的 PE 低于历史平均值，而算术平均 PB 略高于历史平均值；从板块市盈率与市净率相对市场的溢价来看，煤炭板块估值尚未出现大幅溢价，相反其 PE 水平相对市场仍有一定折价。总体来看，煤炭板块相对估值水平仍处合理区间。

表 1：资源价值角度看估值水平

股票代码	601088	601898	600188	601001	601699	600348	983	601666	600997
公司名称	中国神华	中煤能源	兖州煤业	大同煤业	潞安环能	国阳新能	西山煤电	平煤股份	开滦股份
总股本	198.90	132.59	49.18	8.37	11.51	9.62	24.24	10.75	12.35
每股资源价值	1.74	1.10	2.50	7.03	5.93	8.14	6.52	6.92	2.04
每股产能价值	3.08	2.15	3.20	7.53	6.52	4.68	2.04	11.43	2.77
每股其他业务产能价值（不计算焦炭）	3.31	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33	0.00	0.00
将资源价值重置后每股净资产	8.19	5.77	8.89	14.15	13.16	11.80	11.52	20.87	4.69
最新股价	27.83	11.9	15.39	35.29	38.27	24.83	26.73	35.57	17.55
相对重置后净资产的市净率	3.40	2.06	1.73	2.49	2.91	2.10	2.32	1.70	3.74
资源价值考量									
每股可采储量（吨）	0.50	0.24	0.69	2.34	1.73	1.27	1.14	1.15	0.34
每吨资源对应市值（元）	55.84	48.70	22.32	15.05	22.15	19.58	23.39	30.83	51.59
每吨产能对应市值（元）	3163.02	1660.82	2162.69	1406.31	1761.25	1592.43	3926.88	1400.29	2851.04
公司净利润率	27.83	14.87	24.81	32.32	18.31	8.90	26.65	15.36	9.13
当前股价隐含净利润率	14.89	10.89	3.19	0.03	0.04	0.04	0.03	0.05	0.11

资料来源：WIND，联合证券研究所

从资源价值角度看，在煤价稳定的预期前提下，当前股价相对重置后净资产的市净率水平也处在合理水平，而当前股价隐含的净利润率更是大幅低于各公司实际净利润率水平，显示公司价值并未高估。

表 2：与顶峰市值的比较（单位：亿元）

证券简称	巅峰市值	巅峰 A 股市值	最新市值	最新 A 股市值	总市值比较	A 股市值比较
中国神华	18073.70	14985.41	5535.28	4589.46	69.37%	69.37%
中煤能源	3237.77	2234.92	1577.78	1089.09	51.27%	51.27%
兖州煤业	1224.19	736.74	756.94	455.54	38.17%	38.17%
大同煤业	371.65	371.65	295.32	295.32	20.54%	20.54%
潞安环能	558.91	558.91	440.31	440.31	21.22%	21.22%
国阳新能	312.75	312.75	238.86	238.86	23.62%	23.62%
兰花科创	229.74	229.74	190.84	190.84	16.93%	16.93%
神火股份	345.00	345.00	136.50	136.50	60.43%	60.43%
西山煤电	856.04	856.04	647.94	647.94	24.31%	24.31%
平煤股份	642.90	642.90	382.28	382.28	40.54%	40.54%
盘江股份	102.63	102.63	289.74	289.74	-182.33%	-182.33%
开滦股份	305.01	305.01	216.68	216.68	28.96%	28.96%
金牛能源	425.47	425.47	267.04	267.04	37.24%	37.24%
煤气化	148.06	148.06	89.29	89.29	39.69%	39.69%
国投新集	318.08	318.08	293.29	293.29	7.80%	7.80%
平庄能源	170.81	170.81	133.69	133.69	21.73%	21.73%
露天煤业	391.86	391.86	284.35	284.35	27.43%	27.43%
郑州煤电	109.09	109.09	53.48	53.48	50.98%	50.98%
上海能源	275.14	275.14	130.38	130.38	52.61%	52.61%

恒源煤电	112.10	112.10	57.54	57.54	48.67%	48.67%
靖远煤电	30.74	30.74	28.60	28.60	6.94%	6.94%

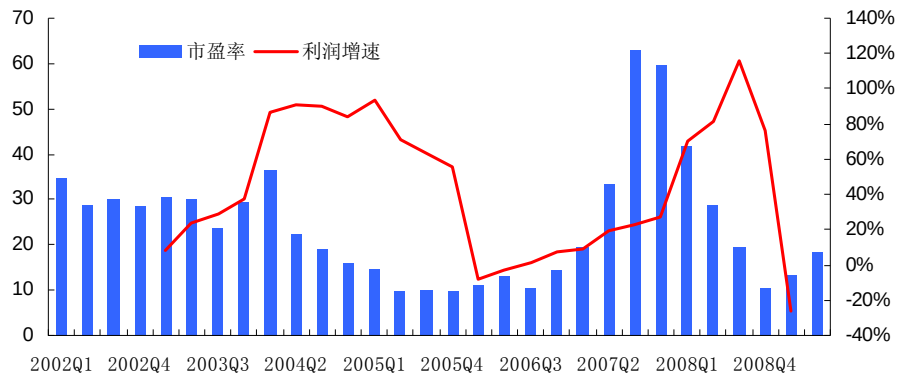
资料来源: WIND, 联合证券研究所

从绝对市值角度, 除进行资产注入的盘江股份外, 其他煤炭上市公司的总市值和 A 股市值较其 07-08 年的最高水平仍有较大空间, 显示对煤炭板块的整体预期并未出现不切实际的乐观情况。

未来估值能否提升

通过估值水平与行业利润增速比较, 煤炭板块估值水平的变动与利润增速高度相关。由于资源品属性较强, 煤炭板块估值水平不仅具有较大弹性, 而且估值的变动通常领先利润变动 6-12 个月。

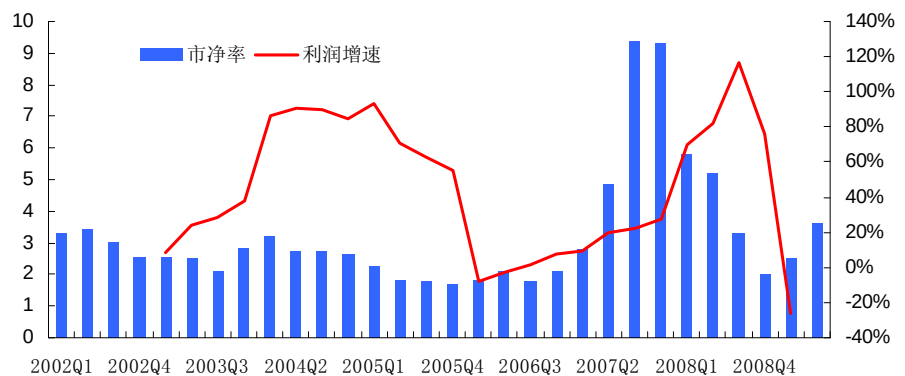
图 4: 板块市盈率的提升与利润增长密切相关



资料来源: WIND, 煤炭资源网, 联合证券研究所

金融危机引起的需求萎缩导致行业利润剧降在市场的反应也体现了上述特征。煤炭板块估值水平自 2008 年一季度已开始回落, 而行业利润水平则在 2008 年 4 季度末出现见底迹象。目前, 估值水平伴随利润的回升出现了回归, 而其能否获得进一步的提升则仍要视行业利润变动情况。

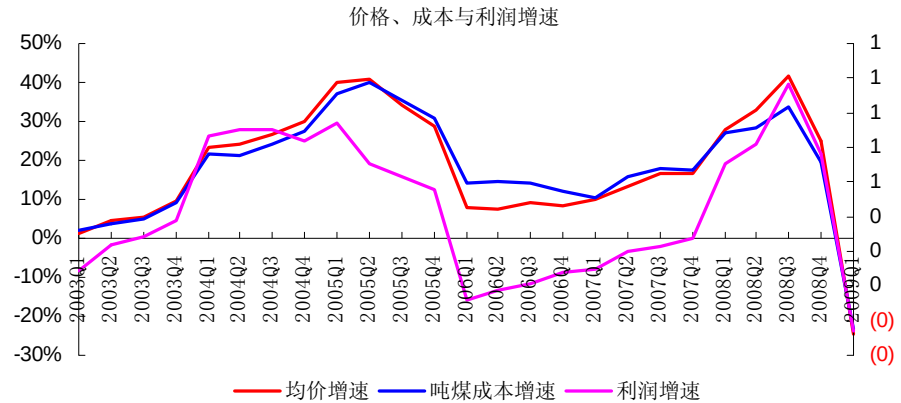
图 5: 板块市净率的提升与利润增长密切相关



资料来源: WIND, 煤炭资源网, 联合证券研究所

尽管成本变动会影响行业利润水平, 但从历史来看, 煤炭行业的利润变动更多的是与价格相关, 因此利润增长本质上还要看煤价的走势。

图 6：煤炭行业价格、成本与利润增速

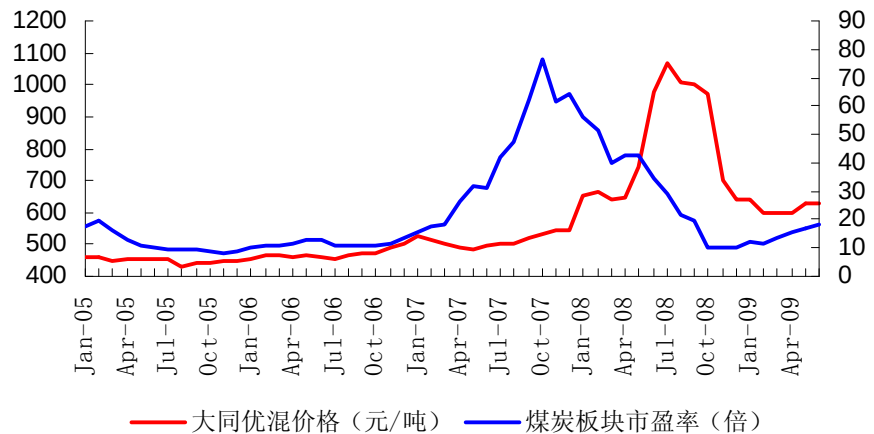


资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

如果将煤炭板块估值水平与煤炭市场价格走势拟合，我们可以清楚的发现，煤炭板块估值水平反映了对未来煤炭价格走势的预期，而这种预期还会随着现实煤炭价格的涨升力度而得到加强或削弱，从而引起估值水平更快速度的变动。因此对板块估值水平的讨论以及对利润增速的判断最终仍然归结为对煤价的预期进行判断，以下我们将从国内供求、国际因素以及通胀预期三个角度重点讨论煤炭价格走势。

图 7：煤炭估值水平与煤炭价格拟合

煤炭板块估值水平与煤炭价格拟合



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

国内篇：供给控制下的持续平衡

供给分析：产能控制与整治小煤矿制约有效供给

产能过剩趋势明显

在高煤价和高利润推动下，近几年煤炭行业投资大幅增长，2006-2008 年煤炭行业投资分别为 1479 亿元、1805 亿元和 2411 亿元，增速分别为 27.2%、23.7%和 33.6%。从 2000 年以来投资增速与产量增速的关系中我们发现，投资高峰后的 2-3 年将出现产能的集中释放。

图 8：煤炭行业投资及增速

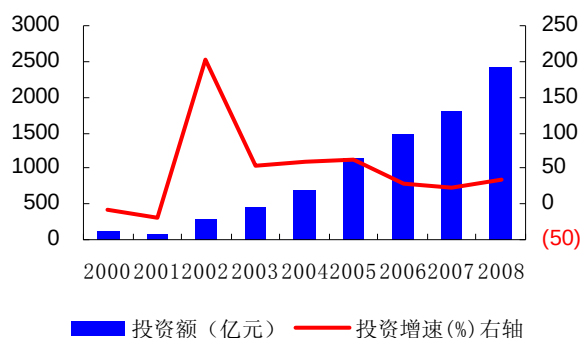
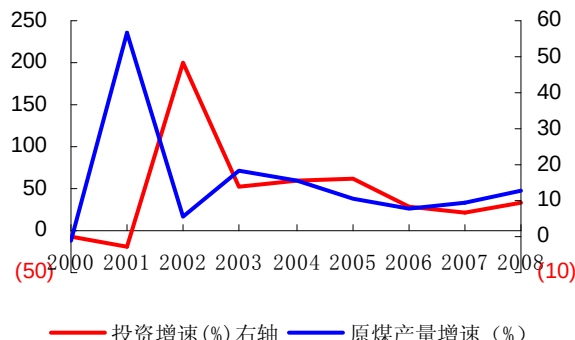


图 9：煤炭投资增速与产量增速



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

根据 2007、08 年的投资水平，我们推测 2009、10 年新增产能分别为 2.41 和 2.95 亿吨，考虑到关闭小煤矿的影响后，煤炭产能仍将达到 30.41 和 32.86 亿吨，分别增长 6.7%和 8%。

表 3：煤炭总供给量预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
煤炭固定资产投资	1479.4	1805.1	2410	1600	1400
煤炭行业新增产能	2.26	2.60	2.47	2.41	2.95
煤炭行业关闭产能	-1.15	-0.17	-0.7	-0.5	-0.5
煤炭行业产能	24.31	26.74	28.51	30.41	32.86
产能增长	4.8%	10.0%	6.6%	6.7%	8.0%
煤炭产量	23.25	25.23	27.16	28.89	31.22
产量增长	10.0%	8.5%	7.7%	6.4%	8.0%
	0.96	0.94	0.95	0.95	0.95

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

相对产能的确定增长而言，需求的增长可以说是确定的放缓。由于金融危机以及随之而来的产业结构调整，我们预计 09、10 年的煤炭需求仅增长 4.1%和 4.6%，从而形成 1-2 亿吨左右的需求缺口。在经济未能重归增长路径之前，煤炭行业的产能过剩恐怕将成为常态。

表 4：煤炭供求平衡表

	2006	2007	2008	2009E	2010E
煤炭产量	23.25	25.23	27.16	28.89	31.22
产量增长	10.0%	8.5%	7.7%	6.4%	8.0%
业内及洗煤损耗	-0.85	-0.90	-0.69	-0.70	-0.78
年初年末库存差额	-0.05	-0.33	-0.41	-0.2	-0.4
煤炭供给总量	22.35	24.00	26.06	27.99	30.03
供给量增长	6.9%	7.4%	8.6%	7.4%	7.3%
煤炭需求总量	22.35	24	26.06	27.14	28.38
需求量增长	6.9%	7.4%	8.6%	4.1%	4.6%
供求缺口（正值为供大于求）	0.00	0.00	0.00	0.86	1.65

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

产能管理效果显著

煤炭价格自去年 8 月见顶下跌以来，并没有如大多数人所预想的跌到 07 年的水平，跌幅也远较原油低，其根本原因是各主要产煤省、煤炭企业或主动或被动的采取了限产的措施，从而使煤炭有效供给迅速下降，实现了当前煤价下的新的供给均衡。

我们根据十大产煤省月度产出数据推测，全国煤炭产能利用率经历了一个迅速下降并逐步反弹的过程。产煤大省山西最为明显，据推算，山西 1 月份产能利用率仅为 62%，4 月份逐步回升到 74%。正是基于此原因，尽管内蒙煤炭产量大幅上升，但从全国来讲，产能利用率仍仅仅接近 9 成。

表 5：全国及主要产煤省产能利用率估测

	山西	内蒙	陕西	河南	山东	河北	安徽	贵州	四川	新疆	合计
峰值	5653	4925	2289	1959	1303	798	1094	1216	941	736	5334
峰值年份	Jun-08	Mar-09	Mar-09	Mar-09	Mar-09	Mar-09	Mar-09	Oct-08	Mar-09	Dec-08	
峰谷	3496	3158	1254	1171	1008	598	917	469	591	348	2708
峰谷年份	Jan-09	Feb-08	Jan-09	Jan-09	Jan-09	Dec-08	Feb-08	Feb-08	Jan-08	Feb-08	
产能利用率											
Jan-09	62%	75%	55%	60%	77%	88%	97%	49%	65%	67%	59%
Feb-09	71%	89%	63%	73%	88%	82%	95%	56%	71%	64%	70%
Mar-09	71%	100%	100%	84%	100%	100%	100%	88%	100%	80%	87%
Apr-09	74%	95%	84%	90%	96%	91%	95%	94%	87%	79%	91%

资料来源：CEIC，煤炭资源网，联合证券研究所

煤企财务宽松，以销定产是常态

煤炭企业能够进行产能管理的根本优势是其近几年在卖方市场下积累的较多利润以及良好的现金流。以上市公司为例，整体 ROE 水平基本在 20%以上，而且经营性现金流均呈现大幅增长。

表 6：煤炭上市公司财务状况

证券简称	ROE(TTM)	销售净利率(TTM)	销售毛利率(TTM)	经营活动现金流量净额同比增长(最新报告期)	经营活动净现金流/经营活动净收益
中国神华	17.85	28.61	50.15	47.74	1.63
中煤能源	11.12	16.01	41.87	102.76	0.38
兖州煤业	21.52	23.31	47.65	57.26	0.91
大同煤业	33.93	36.05	66.82	544.64	0.42
潞安环能	37.51	19.42	42.60	34.29	0.24
国阳新能	32.61	9.23	22.83	149.54	2.30
兰花科创	31.67	26.97	50.12	124.77	1.78
神火股份	30.66	7.25	19.75	60.09	(6.96)
西山煤电	38.51	28.79	53.38	50.19	0.54
平煤股份	28.16	16.34	33.44	54.49	1.34
盘江股份	13.52	17.98	29.11	142.14	1.58
开滦股份	17.47	8.25	23.33	60.28	0.64
金牛能源	34.49	21.33	48.95	49.62	1.34
煤气化	26.01	15.23	39.07	(25.07)	1.05
国投新集	23.06	24.22	46.50	82.27	0.30
平庄能源	30.03	28.06	48.43	136.79	1.92
露天煤业	30.36	20.94	36.83	268.04	0.67

资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

即使在遭遇煤价急转直下的情况下，大型煤炭企业依然获得了良好的经营业绩。今年1至4月，山西焦煤集团、同煤集团、潞安集团、阳煤集团、晋煤集团五个国有重点煤炭企业综合平均售价为每吨490元，比去年同期吨煤提高83元，增长20.53%，累计完成销售收入639亿元，同比增加64亿元，增长11.12%，实现利润47亿元，同比增加12亿元，增长33.62%。

图 11：山西省五大集团平均价格与制造成本

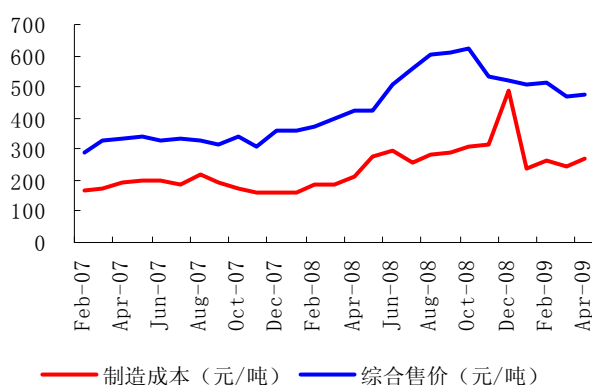
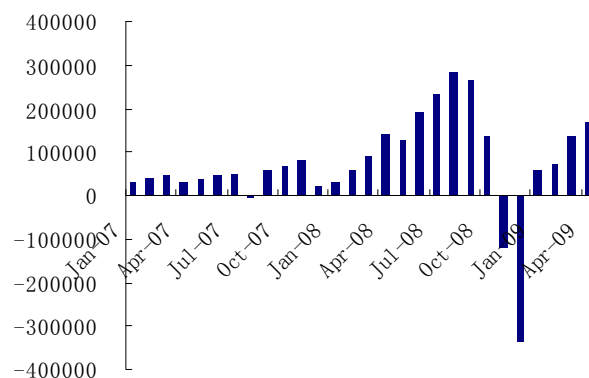


图 12：山西省五大集团月度利润总额（万元）



资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

需求低迷下，整治小煤矿力度加大

表 7：2008-2010 年 30 万吨以下小煤矿关闭计划

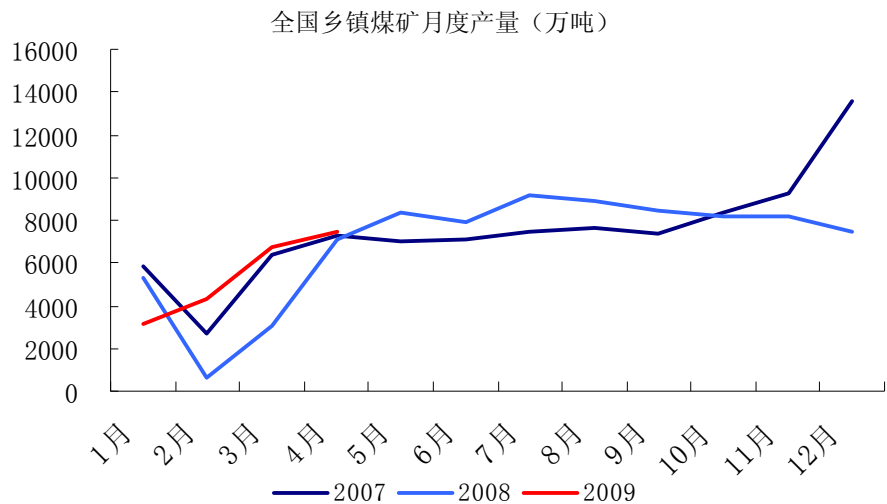
省/市/区	现有小矿	拟关闭	改建	剩余
山西	1702	500	102	1100
内蒙古	40	70	-	-
陕西	608	100	250	258
甘肃	313	84	29	200
新疆	344	62	32	250
河南	516	59	-	457
河北	463	190	-	273
山东	21	39	-	-
贵州	1449	149	288	1012
安徽	146	26	10	110
辽宁	547	50	100	397
吉林	299	111	188	
黑龙江	1116	390	80	646
江苏	0	0		0
浙江	1	1		0
安徽	146	26	10	110
福建	312	40		272
江西	606	80	66	460
湖北	484	59	25	400
湖南	966			966
广西	136	40	60	36
重庆	1009	53	150	806
四川	1437	156		1281
云南	1420	187	400	633
青海	34	11		23
宁夏	67	27		40
新疆	344	62	32	250
全国	14069	2501	1616	9952

数据来源：安监局，

回顾 2002 年以来煤价大幅上涨原因，除了经济快速发展引发对能源需求迅速增长外，行业整顿使得小矿产量下降而大矿产能未能同步增加则是供给方的主要原因。2005-2008 年，全国关闭非法煤矿和不具备安全生产条件小煤矿分别为 2157、3774、5244 和 1054，合计关闭 12229 个小煤矿，淘汰落后产能约 3 亿吨。如果回顾 1997-2001 年煤价调整结束的原因，我们同样可以发现是行业整顿促使煤价触底企稳并开始稳步上扬。从 1997 年底到 2000 年底，行业整顿使小煤矿数量由 82000 处锐减到 33000 处，下降了 41%。

我们认为，当前的需求低迷给予政府关停和整合小煤矿有利的时机，预计乡镇煤矿的绝对产量在未来数年会缓慢下降。我们从国家和地方去年下半年以来的有关文件中可以清晰看出这一思路。

图 13：全国乡镇煤矿月度产量（万吨）

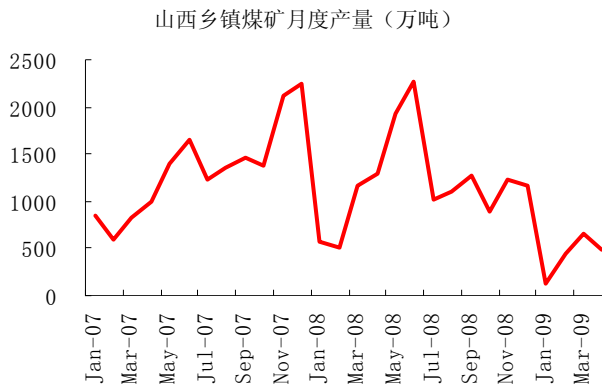


资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

2008 年 10 月 7 日，国家发改委、国家能源局、国家安全监管总局、国家煤矿安监局下发《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》：规划“十一五”后三年全国再减少小煤矿 4117 处（2007 年底小煤矿数量 14069 处，2010 年将小煤矿数控制在 1 万处以内），其中彻底关闭 2501 余处、扩能改造(包括大集团整合改造)1616 余处。据此推算 2008-2010 年三年关闭小煤矿影响煤炭产能约 1.5 亿吨以上。

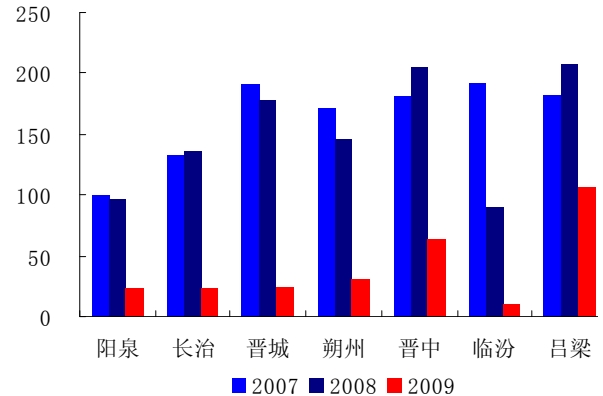
从地方行为来看，整合小煤矿将成为控制产能与提高安全水平的另一举措。2009 年 4 月 16 日，山西省政府发出《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》，规定到 2010 年底，全省矿井数量控制目标由原来的 1500 座调整为 1000 座，兼并重组整合后煤矿企业规模原则上不低于 300 万吨/年，矿井生产规模原则上不低于 90 万吨/年，且全部实现以综采为主的机械化开采。

图 14: 山西乡镇煤矿月度产量变动(万吨)



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

图 15: 山西重点产煤县乡镇矿近三年平均月产量



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

山西对小煤矿的限制对煤炭产量产生了巨大影响, 从各主要产煤县数据可以看出, 今年以来的平均月度产量较 2008 年出现了大幅下降。从总量看今年一季度, 山西地方煤矿产量同比下降 39.54%, 其中集体矿下降 64.78%。

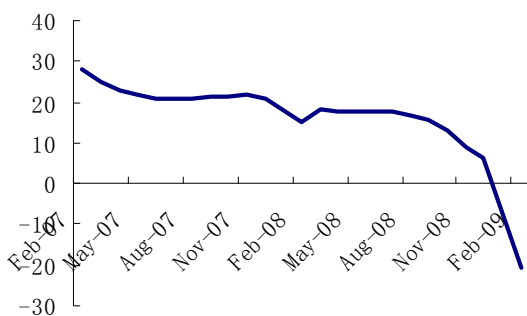
表 8: 2009 年 1-4 月份山西煤炭产量(万吨)

项目	4 月实际	本年本月止累计	去年同期累计	比去年同期增减(±%)
全省合计	4,209	15,167	18,362	-17.4
一、省内企业	3,533	12,495	15,369	-18.7
(一)、省属企业	2,309	8,739	8,631	1.26
1、五大集团	2,257	8,544	8,440	1.23
2、省监管局	52	195	191	2.16
(二)、地方矿	1,224	3,756	6,738	-44.26
1、全民	770	2,647	3,328	-20.45
2、集体	454	1,109	3,410	-67.49
二、中直企业	676	2,672	2,762	-3.27
平朔	661	2,584	2,639	-2.08
煤气化	15	88	123	-28.7

资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

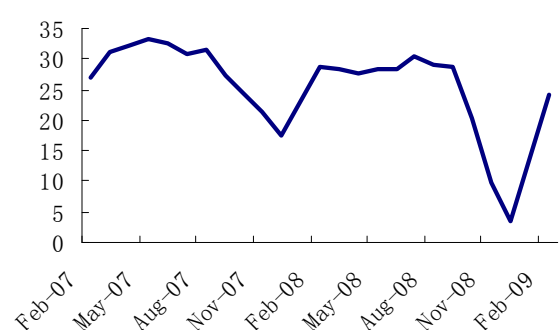
可能影响对小煤矿关闭和整合态度与进度的因素是地方政府的财政收入可能下滑。今年以来, 由于煤炭行业的低迷, 产煤大省山西的工业增加值出现了持续下滑。

图 16: 山西工业增加值累计增速(%)



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

图 17: 内蒙工业增加值累计增速(%)



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

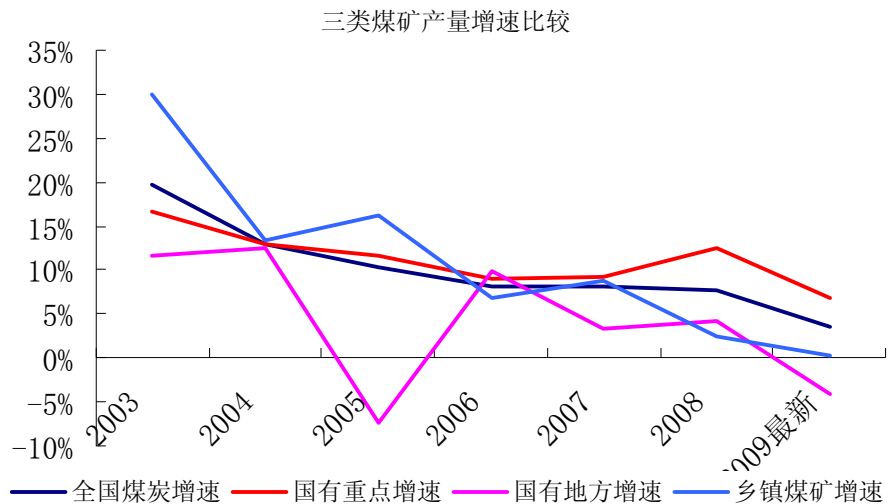
但我们发现, 一季度山西省煤炭可持续发展基金征收累计完成 52.42 亿元,

完成年度征收任务的 33%，占全省地方财政收入的 18%，占政府性基金收入的 69%。而且大型企业基金贡献比重比去年提升 15 个百分点（大、中、小型煤炭生产企业缴纳基金的比重为 64: 4: 32）。6 月 10 日，内蒙古自治区政府常务会议研究《内蒙古自治区煤炭价格调节基金征收使用管理办法(草案)》，也计划开征煤炭基金。因此我们认为煤炭产量的变动对当地政府财政影响较小，相反随着产能向大型企业、国有企业的集中，这部分财政收入还可能增加，所以对小煤矿的整合在未来几年是能够持续并大力进行的。

煤炭供给集中度提高，产能管理更易实施

通过不断的关闭和整合地方小煤矿，国有重点煤矿占全国煤炭产量的比例也从 2003 年的 47.1% 提高至 2008 年的 50.7%，提高了 3.6 个百分点。目前国有重点煤矿产量占全国煤炭产量的比例大约 50%。特别是 2008 年国有重点煤矿产量增量为 15438 万吨，占全国煤炭增量的 80%

图 18：三类煤矿产量增速比较



资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

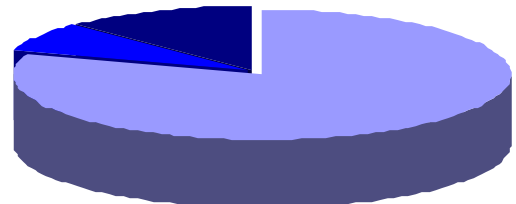
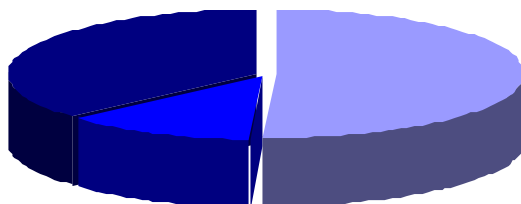
无论是从煤炭产量还是产出增量分布看，煤炭行业的集中度都正在大幅提高。

图 19：三类煤矿产量比例

图 20：三类煤矿产量增速比例

三类煤矿产量比例（2008）

三类煤矿产量增量比例（2008）



■ 国有重点煤矿占比 ■ 国有地方煤矿占比 ■ 乡镇煤矿占比

■ 国有重点增量占比 ■ 国有地方增量占比 ■ 乡镇煤矿增量占比

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

从产出的地域分布看，2009 年 1 季度，内蒙古煤炭产量 12980 万吨，同比增加 3163 万吨，增长 28.4%，原煤产量和增速均居全国之首。但其中神华集团约占 35%，内蒙古煤炭产量大部分出自央企或其它外省企业的分、子公，多数

为大型企业，因此内蒙产量大幅增长也恰恰反映煤炭行业的集中度在日趋提升。

图 21：主要产煤省产量比例

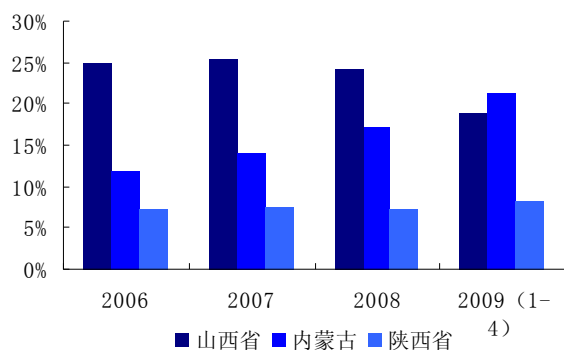
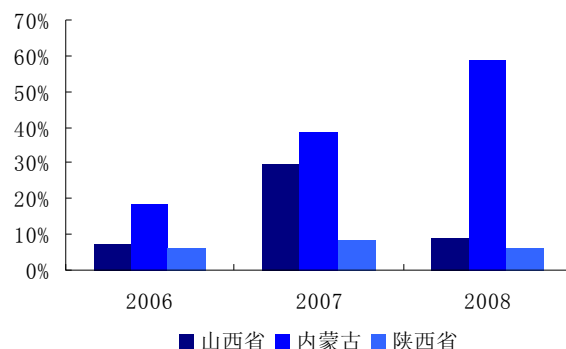


图 22：主要产煤省产量增量比例

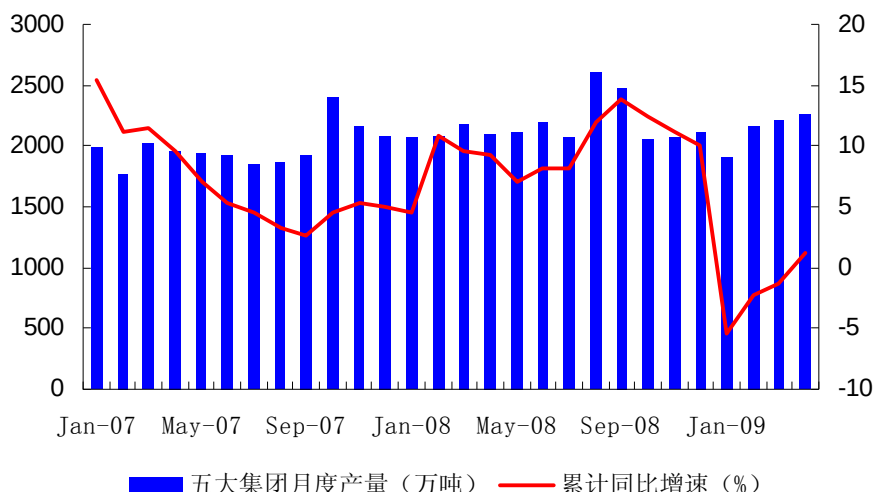


资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

而对于国有煤矿来讲，政府对产能的调控意图就更容易实现。比较山西五大煤炭集团的煤炭产量可以清楚发现，在山西省政府出台限产意见的同时，五大集团产量应声回落。所以我们认为产业集中度的提升更有利于产能管理的有效实施。

图 23：山西五大煤炭集团月度产量及累计同比增速

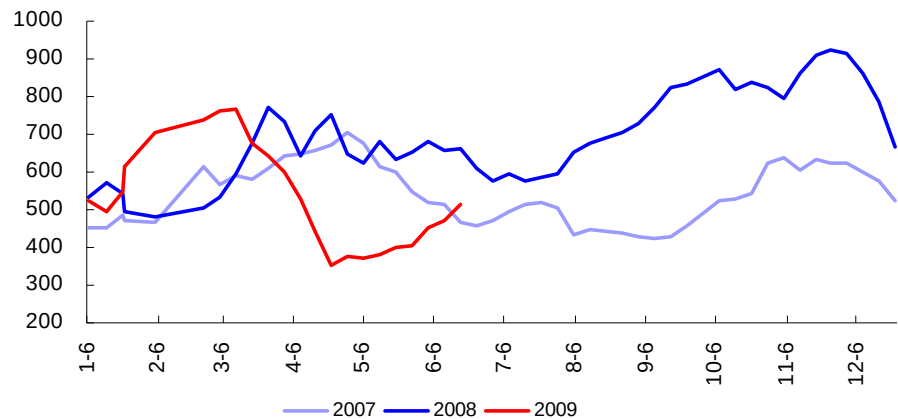


资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

库存稳定显示产能管理可以调节供给

5月下旬随着大秦线检修和大包线电气化改造结束，秦皇岛到港的煤炭量呈现“进多出少”的局面，秦皇岛港煤炭库存也呈上升态势，由5月1日的357万吨上涨到6月14日的512万吨。我们认为，电厂多在4、5月份进行机组检修，准备迎峰度夏，而此时港存增加并逐步恢复到正常水平属于正常现象，恰恰反映了供求双方以及交易商对夏季用煤量和煤价的乐观预期。我们预计动力煤价在接下来的几个月会平稳运行。

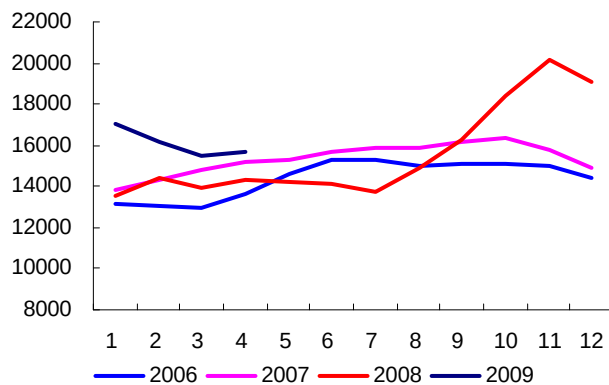
图 24: 秦皇岛港库存变化



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

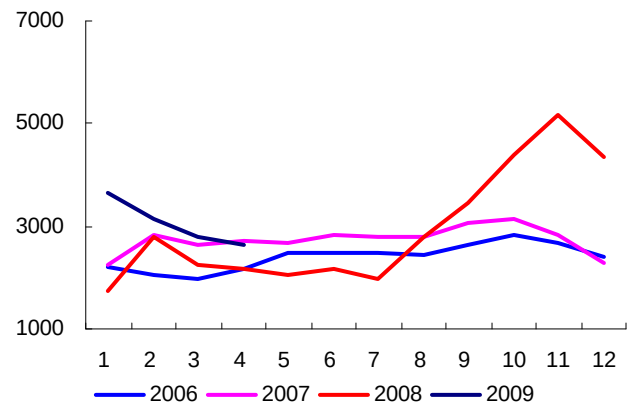
而从产业链的各项库存来看, 煤矿、港口、以及电厂的库存水平基本处于正常, 显示煤炭供给并未随着煤价的稳定出现无序的快速增长。

图 25: 社会存煤 (万吨)



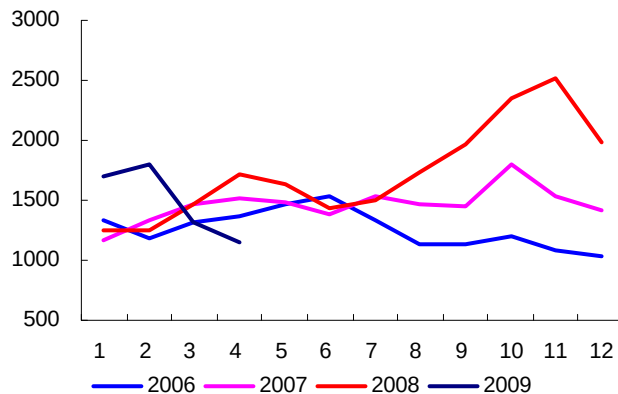
资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

图 26: 直供电厂存煤 (万吨)



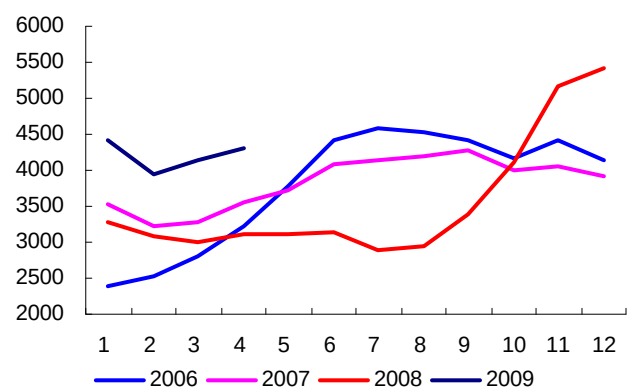
资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

图 27: 港口存煤 (万吨)



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

图 28: 煤矿存煤 (万吨)



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

总结: 从近半年煤炭价格与产量的表现看, 煤炭企业主动或被动的产能管理保证了有效供给的迅速调节, 而国家和个地方政府对小煤矿的关闭与整合又在当前环境下得到大力推进。因此我们认为尽管由于近两年固定资产投资迅速增长所

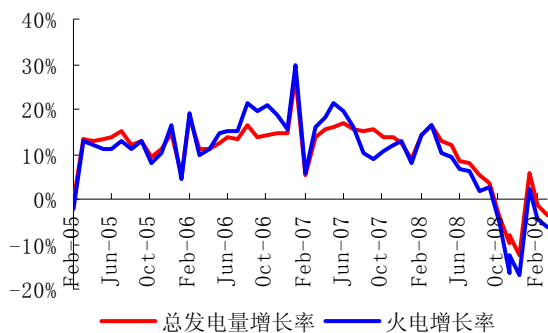
带来的产能增加将形成一定的产能过剩，但煤炭行业的产能管理将制约有效供给，从而煤炭供求将呈现供给略显宽松的持续平衡。当然大矿整合小矿的产能也将在未来 2-3 年释放，但在政府的主动干预下，也将是持续和有序的释放。

需求分析：下游持续改善值得期待

下游需求逐步触底

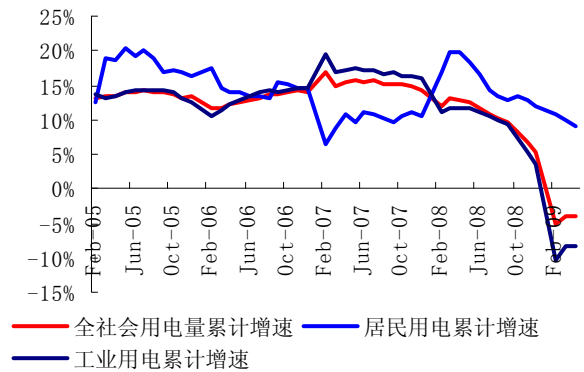
观察煤炭下游四大行业的运行情况，总体来看除水泥明显受益国家大规模投资外，其他各行业仍处于逐步触底过程中。

图 29：全国发电量增长数据



资料来源：中电联，联合证券研究所

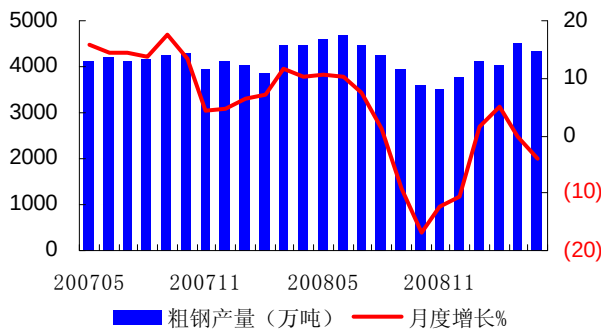
图 30：全国用电量增长数据



资料来源：中电联，联合证券研究所

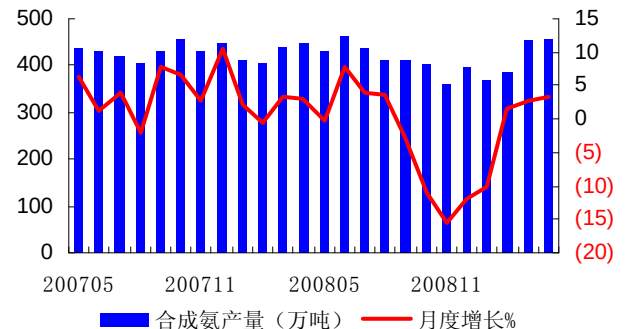
1-4 月，火力发电量累计 8728.851 亿千瓦时，同比下降 6.3%；生铁产量 16378.5957 万吨，同比增长 3.2%；水泥产量 42890.7086 万吨，同比增长 13.0%；合成氨产量 1680.5 万吨，同比增长 0.9%。

图 31：粗钢产量及同比增速



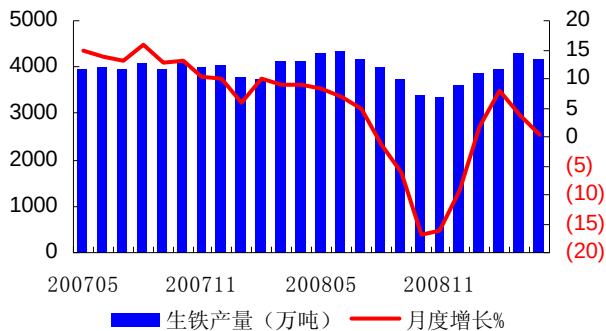
资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

图 32：合成氨产量及同比增速



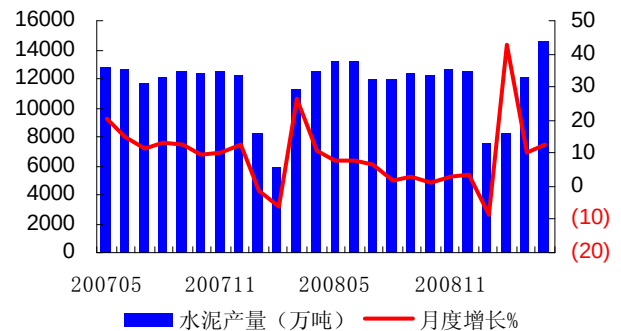
资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

图 33: 生铁产量及同比增速



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

图 34: 水泥产量及同比增速

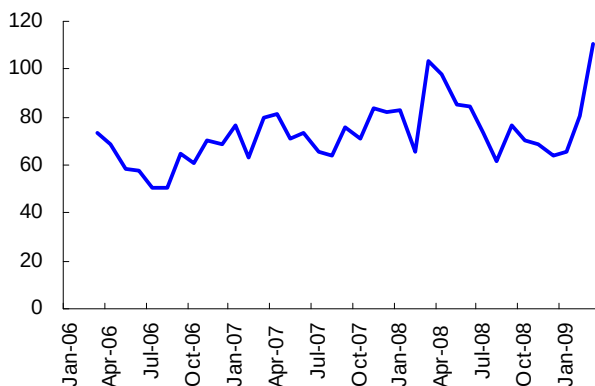


资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

终端需求有所回升

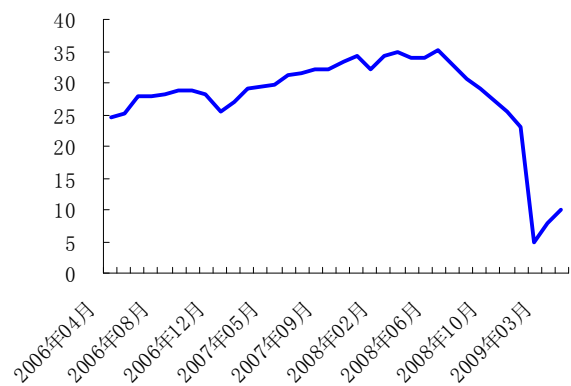
但在国家刺激政策带动下, 以汽车、房地产为代表的终端需求有所回升。因此我们预计煤炭行业需求持续改善将随着基建、地产、汽车——机械——钢——煤炭以及基建、地产、汽车——重工业——电——煤炭两条产业链的传导得到体现。

图 35: 汽车销量月度数据 (万辆)



资料来源: WIND, 联合证券研究所

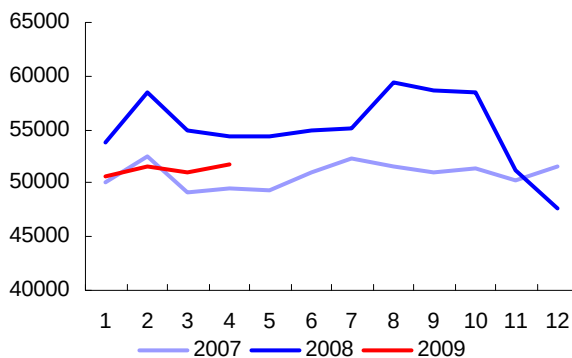
图 36: 房地产业固定资产投资累计增速 (%)



资料来源: WIND, 联合证券研究所

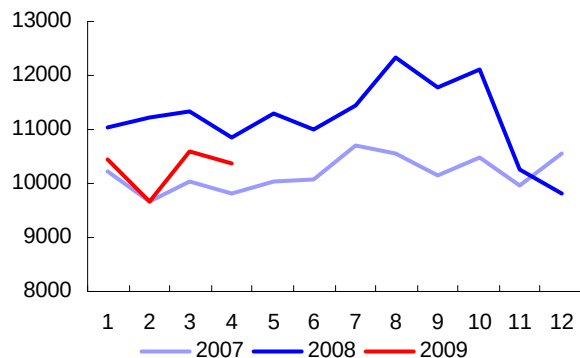
运量情况短期仍弱

图 37: 铁路日均装车



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

图 38: 铁路运量

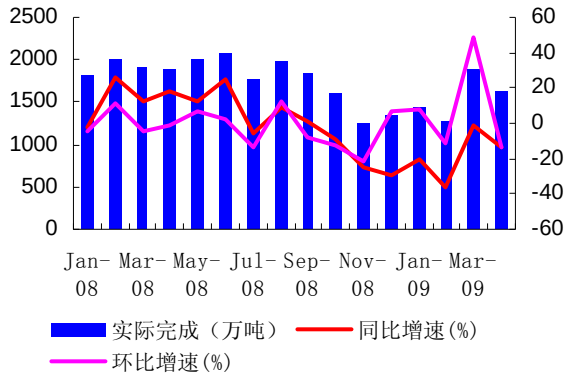


资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

从最能直接反应短期需求情况的煤炭运输数据来看, 整体的需求仍处于偏弱

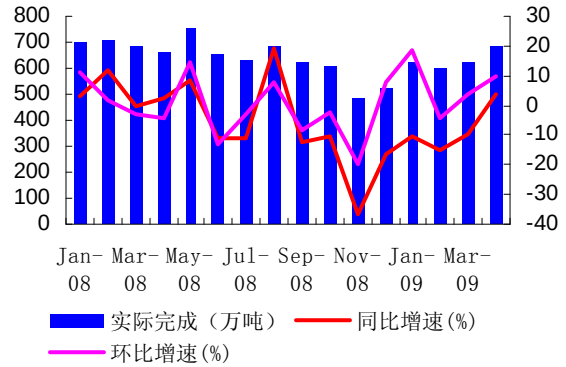
状态。1-4 月铁路累计日均装车为 51217 车（08 年平均 55118 万车）；煤炭铁路运量 41072.8 万吨，同比下降 7.6%。1-4 月煤炭港口累计运量 14807.4 万吨，同比下降 14.6%。

图 39：秦皇岛港煤炭发运完成情况



资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

图 40：黄骅港煤炭发运完成情况



资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

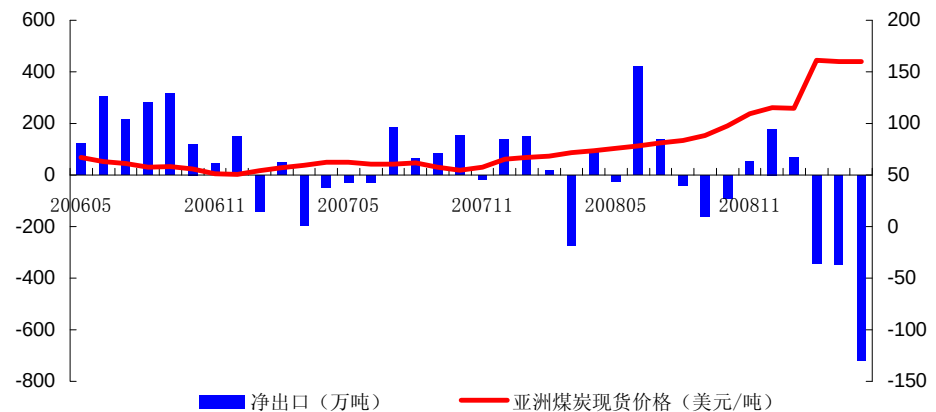
总结：尽管下游的需求还未出现明显的复苏迹象，但至少可以判断基本已经触底，行业的最坏时刻已经陆续过去。而随着国家各项刺激政策的实施，其拉动作用也将逐步向上游产业传导。因此需求侧的持续改善是可以期待的。

国际篇：新兴需求或可推升远期煤价

国际与国内煤价联动明显

从国际煤价的历史走势来看，自从中国从煤炭出口国转变为进出平衡，国际煤价便开始一路上行。

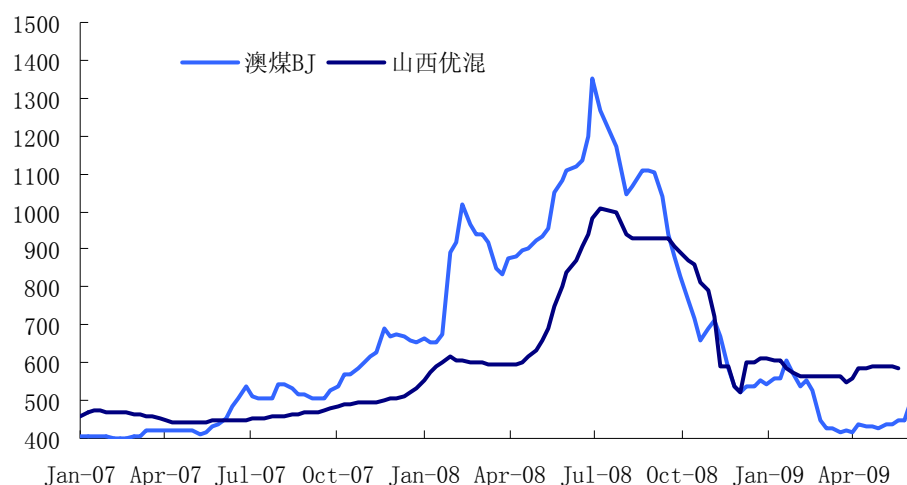
图 41：煤炭净出口与亚洲煤炭现货价格



资料来源：国家统计局，煤炭资源网，联合证券研究所

由于国内外煤炭价差较大，我国前 4 个月累计进口煤炭 1343 万吨。而 5 月下旬以来，在中国的持续进口以及国际原油价格大幅上涨的双重推动下，国际煤炭价格出现上涨。

图 42: 国际国内煤价走势拟合



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

国际价格趋稳, 有利国内价格走势

澳大利亚纽卡斯尔港现货动力煤交易价格 6 月 12 日达每吨 76.75 美元 (约合人民币 516 元), 加上运费以及增值税, 与 6 月初的广州港同热值煤炭价格差距收窄至 70 元。因此国际煤价上涨, 使得国内外差价缩小, 对国内煤价持续坚挺提供了有力的支撑。

表 9: 按照澳洲煤炭现货价格计算抵达广州港的价格

	煤价	运价	增值税	差价
秦皇岛	585	37	99.45	
澳煤	513.75	45	87.34	75.36

资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

另外 2009/2010 年新财年国际煤价将陆续签订, 虽然同比下跌幅度巨大, 但新长约价格的签订, 将稳定全球煤炭价格预期。

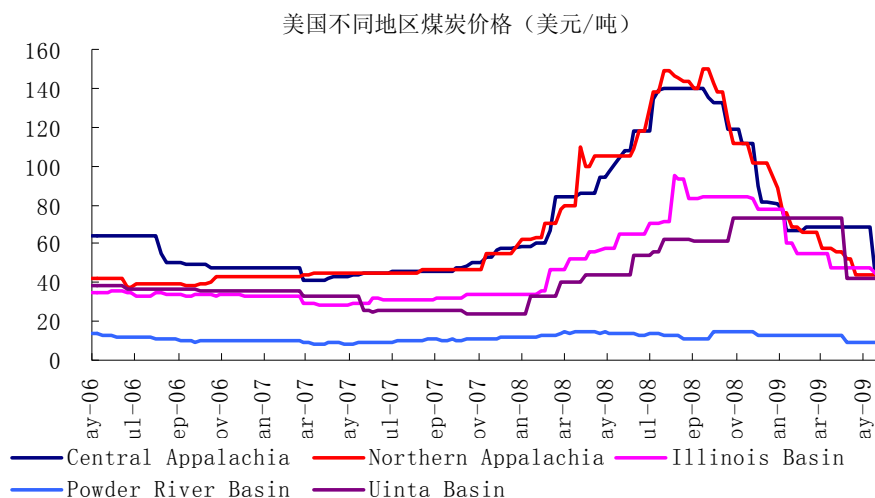
表 10: 2006-2009 日本年日澳合同煤价

	JFY2006	JFY2007	JFY2008	JFY2009
硬焦煤	115	97	300	128
硬焦煤 YoY (%)	-8	-15.65	209.28	-57.33
半软焦煤	61	63	240	-.
半软焦煤 YoY (%)	-3.17	3.28	39.68	-.
喷吹煤	67	67.65	240	90
喷吹煤 YoY (%)	-25.56	0.97	254.77	-62.5
动力煤	52.5	55.65	125	70
动力煤 YoY (%)	0.96	6	124.62	-44

资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

美国各地区煤价经历了前期的快速下跌, 也呈现趋稳态势。整体而言, 国际价格的稳定有利于国内价格未来走势向好。

图 43: 美国各地区煤炭价格走势



资料来源：美国能源署，联合证券研究所

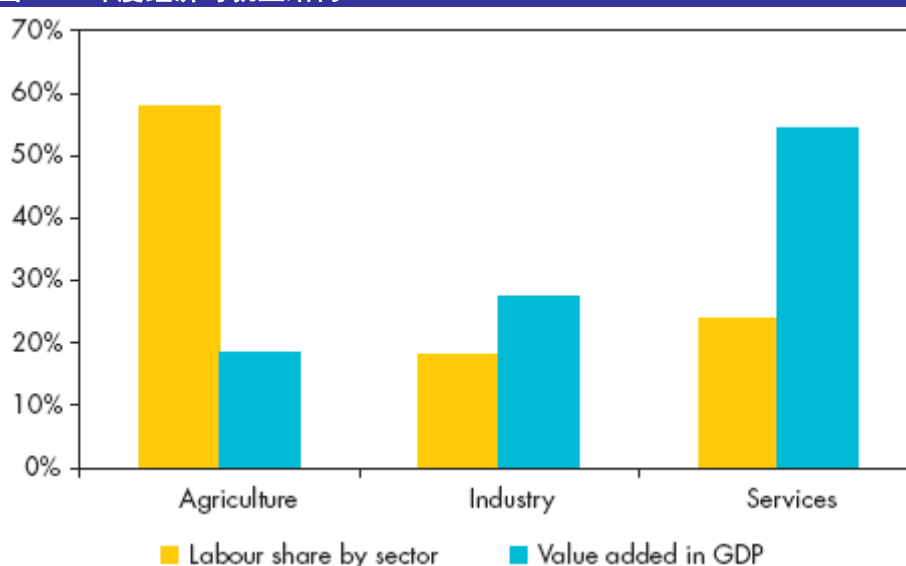
印度发展的能源需求或可推升远期煤价

印度国大党本次大选完胜，政府的内外政策有望保持平稳，相信更有利于加速印度的经济改革。而过去 5 年中因执政联盟中少数派阻扰，国大党主导推动的印度经济改革一直难以深化。预期未来印度政府将继续鼓励外国直接投资，放松外资进入某些行业的管制，进行税收改革，扩大基础设施的投资。

印度发展空间广阔

印度拥有 11 亿人口，约占世界总人口 17%，然而其 70% 的人口居住在农村，农业人口占其就业量的 60%。我们认为随着印度的城市化与工业化，对全球的消费与需求将产生较大的带动作用。

图 44: 印度经济与就业结构



资料来源：World Bank database and OECD (2007).

能源需求将迅速增长

2005 年印度的一次能源需求量为 537 百万吨油当量，大致和日本的需求量

相同，发电量 699 亿千瓦时，和德国相当。尽管在世界每六个人当中就有一个在印度，但是他们仅占据了世界 5% 的能源需求。1990-2000 印度的年均能源需求增长率为 3.7%，我们认为，印度未来经济的发展也将带动能源需求快速增长。

表 11：印度一次能源需求分布

	1980	1990	2000	2005
一次能源需求总量（百万吨油当量）	209	320	459	537
石油需求量（百万桶/日）	0.7	1.2	2.3	2.6
煤炭需求量（百万吨煤当量）	75	152	235	297
天然气需求量（亿立方米）	1.4	11.9	25.4	34.8
生物质和废物（百万吨油当量）	116	133	149	158
发电量（亿千瓦时）	119	289	562	699

资料来源：世界能源展望，联合证券研究所

煤炭进口需求或可增加

印度硬煤的储量占世界四分之一，仅次于俄罗斯、中国、和美国，估计储量达 2550 亿吨，其中 60% 的资源在地表 300 米以内。已探明储量为 980 亿吨，国有公司 India Coal 掌握着全国 73% 的已探明储量。煤炭可采储量为 350 亿吨，可开采年限为 80 年。

表 12：印度煤炭资源与储量（10 亿吨）

	储量	备注
硬煤储量	255.2	深度 1200 米，其中 60% 的资源在地表 300 米以内
已探明硬煤储量	97.9	焦煤占 17%，主要分布在加尔克汉德邦
可采储量	34.7	考虑到不可开采储量和开采技术，假设可采储比例为 35.4%
褐煤储量	34.8	主要分布在泰米尔纳德邦和 Puducherry

资料来源：Geological Survey of India (2007); Planning Commission (2006); Ministry of Coal (2005).

然而印度的煤炭不仅热值较低（热值仅为 4500 千卡/千克，而国际贸易的煤炭热值大都在 6000 千卡/千克以上）而且灰分较高，通常在 30%-50%，不适合炼铁。即使经过洗选，灰分仍然在 30% 左右，导致较低的发电效率和较高的运输成本。而且由于电厂大都远离煤矿而靠近港口，印度近年来煤炭进口量增长迅速。

2005 年印度进口 3600 万吨标准煤，占印度需求的 12%，动力煤和炼焦煤分别进口 1800 万吨标准煤，煤炭进口在过去 20 年快速增长，1990 年进口量约为 590 万吨标准煤，而时至 07 年 4 月，月度进口量就高达 330 万吨标准煤。我们认为未来印度仍然需要依靠大量进口煤炭来满足国内经济发展对能源的需求，而这将对国际煤价产生积极的拉动作用。

图 45：印度煤炭资源、钢铁、电厂分布示意



The boundaries and names shown and the designations used on maps included in this publication do not imply official endorsement or acceptance by the IEA.

资料来源：世界能源展望，联合证券研究所

总结：短期来看国际煤价的企稳有利于国内煤价未来走势。而长期看“印度需求”有望接力中国的能源需求，从而为解决全球消费不足和产能过剩提供另一条途径。

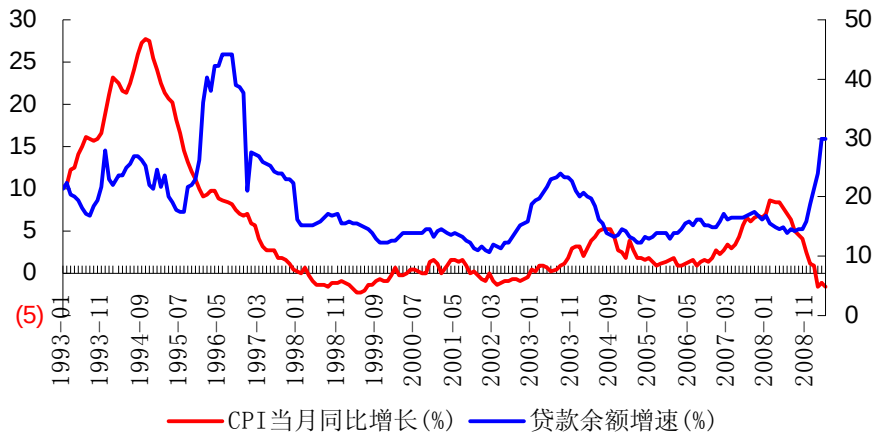
通胀篇：货币幻觉催生交易性机会

通胀预期已经形成

从国际来看，自 1990 年开始，美国经济在每次衰退结束后都曾出现过阶段性贬值趋势。随着美国经济继续赶底，这种阶段性贬值趋势已经形成将会对大宗商品价格构成支撑。

图 46: 中国 CPI 增长与贷款余额增速

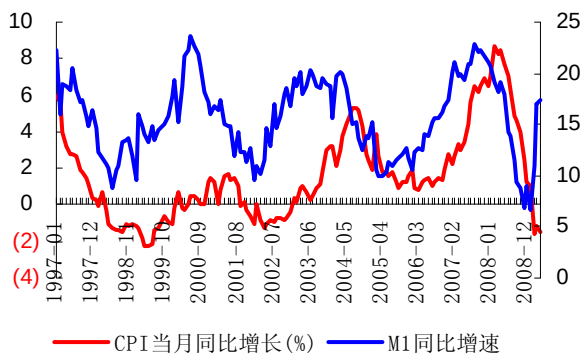
中国贷款增速明显上升



资料来源: WIND, 联合证券研究所

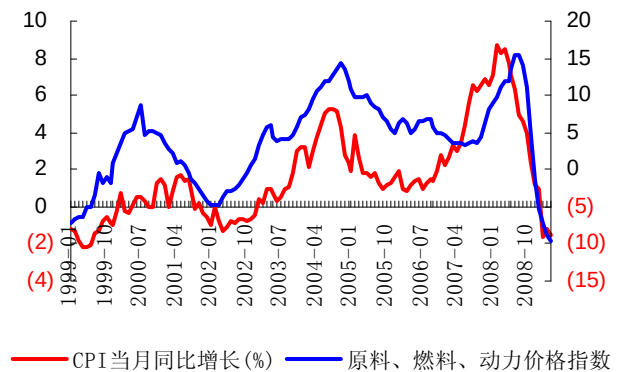
从国内来看, 政府为缓解金融危机的负面影响, 已经开始实施宽松的货币政策, 目前 M1 同比增速大幅上扬, 意味着通胀预期的加强。

图 47: 通货膨胀与 M1



资料来源: WIND, 联合证券研究所

图 48: 通货膨胀与 PPIRM 成本

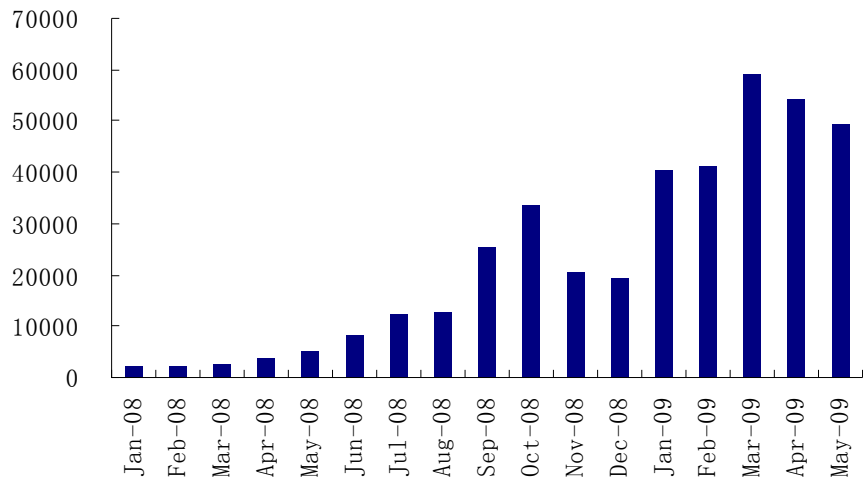


资料来源: WIND, 联合证券研究所

煤炭的金融与交易属性增强

尽管由于煤炭的品质不易标准化, 从而影响了煤炭作为期货品种的发展。但其在洲际交易所 (ICE) 的交易量近两年以来仍呈现快速攀升态势, 显示煤炭的金融属性有所增强。

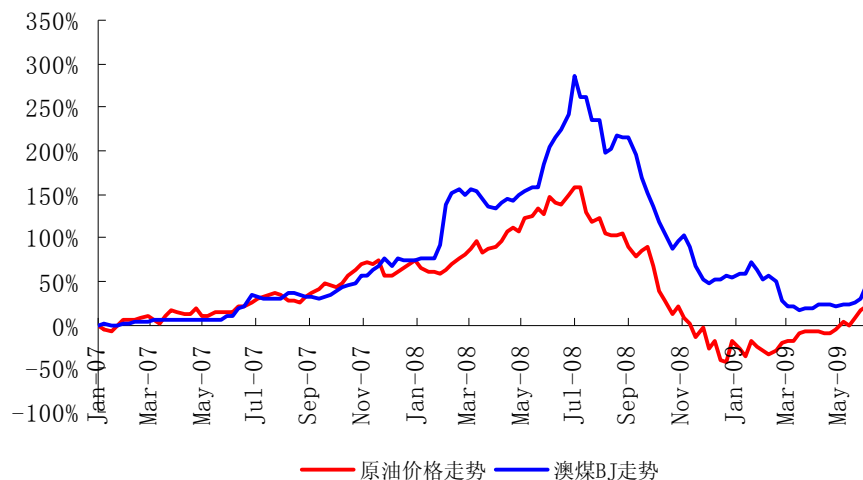
图 49：洲际交易所（ICE）煤炭期货交易量（份）



资料来源：ICE，联合证券研究所

另外金融属性较强的石油价格也会通过影响海运费用、化工领域的替代效应，影响煤炭价格。

图 50：原油价格与国际煤价走势



资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

由于国内缺少对油价波动进行投资的股票品种，煤炭板块近一段时间对油价波动的反应越来越同步。为此我们特别研究了国内 A 股煤炭板块波动与国际油价波动的关系，发现：

- (1) 油价与煤价的相关性越来越强，其 2007 年以来的相关系数达到 0.83。
- (2) 2006 年至今，采掘指数与前夜油价相关系数为 0.61；同向变动比例为 52.7%，而其中同涨比例达到 56.9%，高于同跌比例。

进一步分析油价趋势与同涨同跌关系发现，油价上涨趋势下，同涨比例占到同向变动比例 60%以上，2007 年这一比例高达 68%；而在油价下跌趋势中，同跌比例占到同向变动比例 57.5%；显示国内采掘指数更容易乐观反应油价的上涨动向。2009 年以来，油价低位反弹，同涨比例占到同向变动比例 60.4%，显示国

内煤炭板块对油价的反应更为显著。

表 13：油价与煤炭板块隔日走势关系

	观测值	同向变动	同向变动比例	同涨比例	同跌比例
	801	422	52.7%	56.9%	43.1%
2006	232	120	51.7%	60.0%	40.0%
2007	236	120	50.8%	68.3%	31.7%
2008	236	134	56.8%	42.5%	57.5%
2009	97	48	49.5%	60.4%	39.6%

资料来源：WIND，联合证券研究所

投资策略：着重产能扩张、资产注入与业绩弹性

推荐逻辑

我们认为在煤炭价格稳中波动的预期下，企业的业绩将更多依靠产能的扩张与产量的增长。因此我们建议在投资决策中更着重产能扩张、资产注入。同时由于煤炭价格受季节、油价、通胀预期等因素影响而有可能出现短期的波动，我们建议关注具有业绩弹性的煤焦一体化公司。

重点公司

潞安环能

- 高炉喷吹技术主要在重点大型钢铁企业得到应用，淘汰落后产能几乎对其用量没有影响。《中国钢铁工业科学技术发展指南(2006~2020 年)》中提出的高炉喷煤指标到 2010 年全国重点钢铁企业喷煤比要大于或等于 160 千克/吨(目前是 136 千克/吨, 2010~2020 年喷煤比要大于或等于 180 千克/吨。未来需求空间较大。
- 喷吹煤价格今年以来一直比较稳定，目前长治地区喷吹煤不含税价格维持在 700 元/吨，较去年相比跌幅不大。而且近来焦炭价格提升可能引起对喷吹煤价格上涨的预期。
- 公司每股含喷吹煤 6 千克(按 08 年产量计算)，高于国阳新能的 2 千克。对煤价的业绩弹性大。
- 根据公司对 09 年经营的计划，预测 09 年 EPS 为 2.27 元/股，当前估值低于行业平均估值水平。母公司潞安集团实力雄厚，而 12 日《山西省人民政府关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场 2009-2015 年发展规划》出台，为五大煤炭集团整体上市提出了时间表，未来母公司的资产注入值得期待。

中国神华

- 我们认为产能增长与合同价格提升将保证公司煤炭收入继续稳中有升。根据现有矿井项目建设进度，预计公司 2009-2010 年新增产能约 3000-4000 万吨。另外神华集团除上市公司外拥有煤炭可售储量 59.8 亿吨，08 年产量超过 9000 万吨。目前公司现金已经超过 700 亿，充裕的

现金储备将使得收购集团资产能够直接增厚每股收益。

- 电力业务进入装机容量大幅提升阶段。尽管由于经济下滑利用小时数可能下降，但装机容量的提升可抵消部分不利影响。就该业务来看，我们预计未来三年收入总量仍将保持增长，而且毛利率自 08 年后将呈现提升态势。
- 考虑公司煤炭业务大比例合同销售模式，以及电力业务 90%以上煤炭自给，公司业绩具有一定平稳特征。我们运用 DCF 绝对估值法计算公司价值约为 24.9-35.8 元/股；以市场平均 PE、PB 水平计算相对估值约为 27-33.2 元/股。我们认为公司具有稳步提升的盈利水平以及较强的资源获取能力，在当前市场状态下合理价值应为 33 元/股，对应 09 年 22 倍 PE，相对目前股价有 20%以上空间，给予增持评级
- 日前股东大会授予董事会增发公司 A 股、H 股股份以及回购公司 A 股、H 股股份一般授权的议案双双获得通过。公司账面现金超过 700 亿元，如果股价持续下跌，不排除董事会行使回购权利。而公司未来增发则很可能收购集团资产（详细分析参见 5 月 16 日报告），公司账面现金中有 300 亿计划用于战略性资产收购，如果通过增发收购集团资产，不仅收购内容较此前预期丰富，而且对业绩的摊薄也将由于公司自有资金比例较大而影响较小。

开滦股份

- 我们认为作为连接煤炭与钢铁的加工行业，独立焦炭企业长期平均利润将趋近于零，其抵抗风险和持续盈利的关键在于对焦炭产业各环节合理布置和焦化副产品的深加工能力。基于此，我们认为尽管焦炭业务对公司利润波动影响较大，但公司的长期价值将最终体现在对焦炭产业链条各产品的循环利用以及对化产品的精耕细作。而随着今年公司 200 万吨/年焦化二期、20 万吨/年焦炉煤气制甲醇二期、煤焦油深加工、粗苯精制等项目的陆续投产，公司吨焦毛利有望获得小幅提升。
- 公司肥精煤属稀缺资源，在当前市场环境下仍显紧俏，可以为公司提供业绩稳定安全边际。在当前价格水平下，我们预计公司 2009、2010 年将实现每股盈利为 1.36 和 1.41 元，目前估值居行业平均水平。考虑到化工产品受油价影响处于底部位置，价格回升可能性较大，未来仍可增加利润。另外我们看好公司“煤焦化”一体经营模式前景。我们认为，未来处于产业链上游的煤炭资源供应商能够凭借其资源禀赋获取超额利润，而通过煤焦化一体化经营可以在降低炼焦业务边际成本的同时更好的获取资源的高附加值，给予公司增持评级

风险提示：

- 煤炭整体仍处供过于求状态，价格有下行风险；
- 在当前市场环境下资源税的征收对煤炭企业盈利打击较大；
- 会计准则变更将影响会计利润，使得 PE 估值有压力。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。