

美元贬值与供给过剩的尖峰较量，需求不足和产量替代的非稳均衡

报告日期：2009 年 6 月 30 日

行业评级：中性（维持）

投资要点

◆ 需求分析：下游行业生产状况不佳，煤炭消费增长乏力

重化工业初级阶段的典型特征是各产品产量快速提升，而中期阶段则是结构的逐步优化，那么，在本轮金融、经济危机影响逐步淡化的后续各年中，我国煤炭消费总量增长可能逐步放缓。

◆ 供给分析：政策性限产效果有限，2009 煤炭产量总体增长趋势不变

近年来，我国原煤产量月度增速均值基本维持在 10% 左右。2009 年 4 月，原煤产量增速下滑到 7.93%，然而，随着夏季用电高峰的到来，原煤产量增速重上 10% 的机率很大，2009 年后续月份原煤产量增速保持 10% 高增长是大概率事件。山西省煤炭资源整合并未对我国原煤产量构成明显影响，产量替代使得总量过剩局面在 2009 年得以维持。总体而言，2009 年煤炭消费增长乏力，供过于求局面仍将维持，从而对煤炭价格形成压力。

◆ 动力煤价格分析：季节性趋势遭破坏，夏季高峰需求偏淡，冬煤旺季方可一改颓势

在动力煤需求季节性趋势被破坏的情况下，动力煤需求在夏季高峰期间得以有效改善的唯一希望就只能是电厂的集中补充库存。不幸的是，直供电厂库存还在逐步上升，可用天数达到 20 天左右，甚至高于往年夏季高峰集中补充库存后的水平。也就是说，集中补充库存已无必要。

目前，秦皇岛库存已达到高位，没有集中补充的拉动，短期内快速降低的可能性微乎其微，则秦皇岛动力煤价格在短期下滑之后，夏季高峰期间维持现状的概率极大。

我们认为，当夏季水电出力旺季基本结束；宏观经济继续回暖，四大高耗能行业进入正常赢利区间；冬季用煤或储煤高峰到来，动力煤需求的增长才会适度超越供给，则价格开始正常上升。

◆ 焦煤价格分析：下半年月度需求总量维持稳定，增量不足，价格持平的概率较高

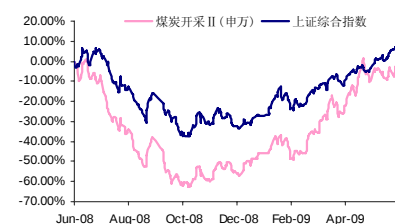
2009 年 5 月，国内生铁、钢材产量超预期增长，从而导致近两周国内焦煤主产区价格快速上涨。5 月份以后，钢材、生铁月度产量均将保持高位持稳状态，然而继续增加的概率较小，则对于焦煤、焦炭的需求也将大约维持在 5 月份的水平，月度需求总量预计持续稳定，然而增量很小，则后续月份，我们已不能期待焦煤、焦炭需求的有效放量。因而，我们不能指望近期焦煤价格的大幅上涨具有可持续性，从而在 2009 年可能表现为缓慢爬升的基本趋势。

◆ 2009 年下半年投资建议

我们建议投资者继续关注以下三类投资机会：大型煤电基地建设相关上市公司；原煤产量同比高速增长省区相关上市公司，以及产量替代受益个股；关注具有焦煤资源、且成本控制能力超强的焦炭类个股。综合以上投资思路，我们给予煤气化、开滦股份、国投新集、盘江股份四公司“推荐”评级。

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	
煤气化	1.33	13	0.97	18	1.23	14	推荐
开滦股份	0.73	26	1.02	18	1.19	16	推荐
盘江股份	1.03	26	1.39	19	1.52	18	推荐
国投新集	0.64	26	0.73	22	0.86	19	推荐

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、动力煤需求旺季偏淡，焦煤价格触底反弹——20090630
- 2、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——20090603

目 录

1. 营业状况分析: 2009 年, 煤炭价格显著下降, 煤炭行业主营业务收入增速大幅下滑.....	4
(1) 2009 年, 主营业务成本增速明显高于主营业务收入, 煤炭生产面临一定的成本提升威胁.....	4
(2) 2009 年, 炼焦行业主营业务收入负增长可能性大, 盈利空间较为有限.....	4
2. 需求分析: 下游行业生产状况不佳, 煤炭消费增长乏力.....	5
(1) 煤炭消费结构基本稳定, 消费总量增长明显放缓.....	5
(2) 下游行业产量增速恢复较慢, 需求不足状况仍未彻底改善.....	6
3. 供给分析: 政策性限产效果有限, 2009 年煤炭产量总体增长趋势不变.....	7
(1) 2009 年原煤产量仍将保持较高增速.....	7
(2) 山西煤炭资源整合导致产量下降.....	8
(3) 产量替代出现, 原煤产量总体增长趋势不变.....	9
(4) 供求分析基本结论.....	9
4. 动力煤价格分析: 季节性趋势遭破坏, 夏季高峰需求偏淡, 冬煤旺季方可一改颓势.....	9
(1) 需求仍旧低迷, 国际煤炭价格继续底部宽幅震荡.....	9
(2) 非正常因素交替作用, 秦皇岛动力煤价格季节性趋势遭到破坏.....	11
(3) 夏季高峰期间, 秦皇岛动力煤价格旺季偏淡, 持平可能性极大, 季节性上涨概率很小.....	12
(4) 3 季度火电发电量降幅收窄, 冬煤旺季价格方可一改颓势.....	13
5. 焦煤价格分析: 下半年月度需求总量维持稳定, 增量不足, 价格持平的概率较高.....	14
(1) 钢价持续上涨, 5 月份钢材产量超预期增长, 焦煤价格触底反弹.....	14
(2) 焦煤、焦炭需求放量缓慢, 价格逐步爬升.....	15
6. 2009 年下半年投资建议.....	16
(1) 继续关注大型煤电基地建设相关上市公司.....	16
(2) 关注原煤产量同比高速增长省区相关上市公司, 以及产量替代受益个股.....	16
(3) 关注具有焦煤资源、且成本控制能力超强的焦炭类个股.....	17
(4) 重点推荐个股简况和估值.....	17

图 表 目 录

图表 1 煤炭行业主营业务收入和同比增长.....	4
图表 2 煤炭行业收入和成本累计同比增长.....	4
图表 3 煤炭行业主营业务收入、主营业务成本变化.....	4
图表 4 炼焦行业主营业务收入和同比增长.....	5
图表 5 炼焦行业收入和成本累计同比增长.....	5
图表 6 炼焦行业主营业务收入、主营业务成本变化.....	5
图表 7 煤炭消费结构.....	5
图表 8 煤炭消费总体增长状况.....	5
图表 9 火电发电量及同比增长.....	6
图表 10 生铁产量及同比增长.....	6
图表 11 水泥产量及同比增长.....	6
图表 12 合成氨产量及同比增长.....	6
图表 13 原煤产量及同比增长.....	7
图表 14 洗煤产量及同比增长.....	7
图表 15 2009 年各月原煤产量及增速.....	8
图表 16 我国主要煤炭生产省原煤产量.....	8
图表 17 山西政策性因素导致中小煤矿 4 月复产困难.....	8
图表 19 2009 年山西原煤年度产量预测.....	9
图表 20 美元指数和原油价格.....	10
图表 21 国际原油价格与澳大利亚煤炭现货价格.....	10
图表 22 国际三大港口煤炭价格指数.....	11
图表 23 国际热煤现货价及合约价（离岸价格）.....	11
图表 24 国际硬炼焦煤现货价及合约价（离岸价格）.....	11
图表 25 秦皇岛动力煤价格.....	12
图表 26 秦皇岛港存.....	12
图表 27 发电量及同比增长.....	13
图表 28 2006-2009 火电发电量对比.....	13
图表 29 直供电厂库存（万吨）.....	13
图表 30 6 月份国内各地区煤炭价格（山西）.....	14
图表 31 6 月份国内各地区煤炭价格（其他各省）.....	15
图表 32 2006-2009 各月钢材产量.....	15
图表 33 2006-2009 各月生铁产量.....	15
图表 34 山西部分地区焦煤坑口价格.....	16
图表 35 部分地区二级冶金焦价格.....	16
图表 36 重点推荐个股估值.....	17
图表 37 煤气化各产品毛利率.....	18
图表 38 煤气化各季度毛利润.....	18

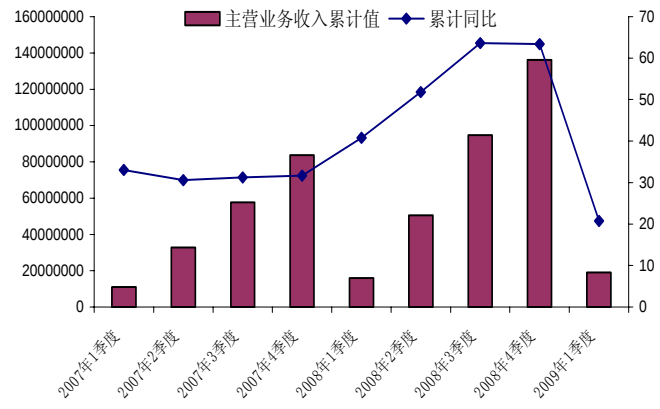
煤炭行业 2009 年下半年投资策略

1. 营业状况分析：2009 年，煤炭价格显著下降，煤炭行业主营业务收入增速大幅下滑

（1）2009 年，主营业务成本增速明显高于主营业务收入，煤炭生产面临一定的成本提升威胁

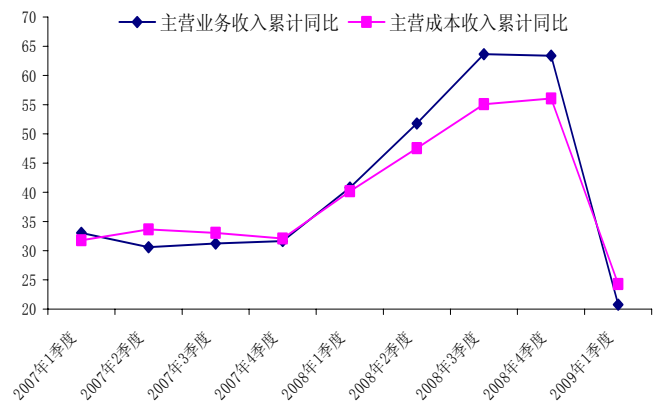
2009 年 1 季度，煤炭行业主营业务收入（包括非上市煤炭生产企业）同比增长 20.76%，远低于 2008 年 1 季度的 40.80% 和 2007 年 1 季度的 33.03%，也低于 2008 年和 2007 年全年的 31.66% 和 63.38%。

图表1 煤炭行业主营业务收入和同比增长



资料来源：wind

图表2 煤炭行业收入和成本累计同比增长



资料来源：wind

由于 2008 年国际国内煤炭价格大幅增长主要出现在 2 季度和 3 季度，因此，2008 年 2 季度和 3 季度煤炭行业累计主营业务收入较 2007 年大幅增加，同时，主营业务成本的增幅则明显慢于主营业务收入。

然而，2008 年主营业务收入增速的放大，其主要原因是煤炭价格的超预期上涨。2009 年，煤炭价格重新回到正常轨道之后，其对主营业务收入的助推作用也将急剧缩减。

2007 年的数据显示，1 季度主营业务成本的增速尚低于主营业务收入，然而，上半年以至于全年的情况却发生了逆转。2008 年，在煤炭价格大幅上涨的基础上，这个成本上升迹象被掩盖。

不幸的是，随着近年来煤炭行业政策性成本的上升，主营业务成本的提高还将继续。目前，资源税改革方案已提交，2009 年煤炭生产再次面临一定的成本提升威胁。

图表 3 显示，2009 年 1 季度，随着价格对主营业务收入影响的缩减，主营业务成本上升趋势重新浮出水面。

图表3 煤炭行业主营业务收入、主营业务成本变化

	主营业务收入累计同比	主营业务成本收入累计同比
2007年1季度	33.03	31.77
2007年2季度	30.61	33.66
2007年3季度	31.25	33.06
2007年4季度	31.66	32.07
2008年1季度	40.80	40.18
2008年2季度	51.80	47.56
2008年3季度	63.64	55.07
2008年4季度	63.38	56.08
2009年1季度	20.76	24.29

资料来源：wind

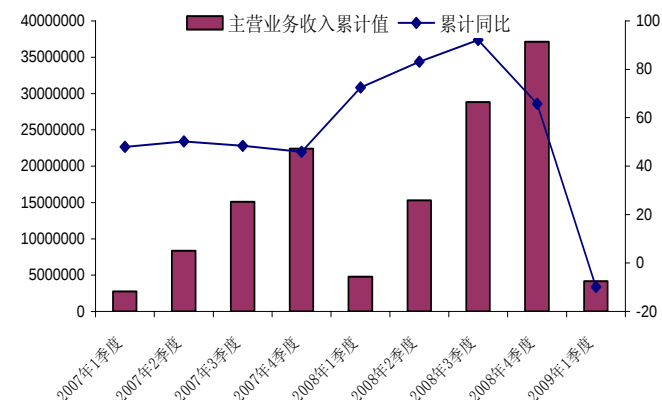
（2）2009 年，炼焦行业主营业务收入负增长可能性大，盈利空间较为有限

2007 年 1 季度至 2008 年 3 季度，就累计值而言，炼焦行业的主营业务收入（包括非上市焦炭生产企业）的增速一直高于主营业务成本。其原因在于，2007 年以来，焦炭生产进入一个高度景气阶段；该阶段国内焦煤价格处于相对低位，而焦炭出口价格则显著高于国内市场价格。

2008 年 4 季度，随着国际国内焦炭需求的下滑，国内炼焦行业开始大幅限产，因此，该行业主营业务收入大幅下降，同时，国内市场存在着“焦煤——焦炭”成本倒挂现象。

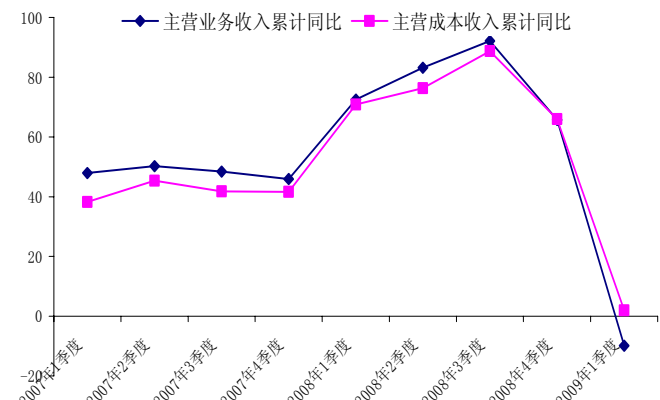
2009 年 1 季度，该行业主营业务收入出现同比负增长，然而，主营业务成本仍小幅正增长，因此，该期间内国内炼焦行业普遍存在的严重亏损现象并未得到有效改善。

图表4 炼焦行业主营业务收入和同比增长



资料来源: wind

图表5 炼焦行业收入和成本累计同比增长



资料来源: wind

图表6 炼焦行业主营业务收入、主营业务成本变化

	主营业务收入累计同比	主营成本收入累计同比
2007年1季度	47.94	38.18
2007年2季度	50.19	45.37
2007年3季度	48.39	41.81
2007年4季度	45.89	41.59
2008年1季度	72.50	70.85
2008年2季度	83.16	76.30
2008年3季度	92.13	88.76
2008年4季度	65.71	65.97
2009年1季度	-9.92	1.98

资料来源: wind

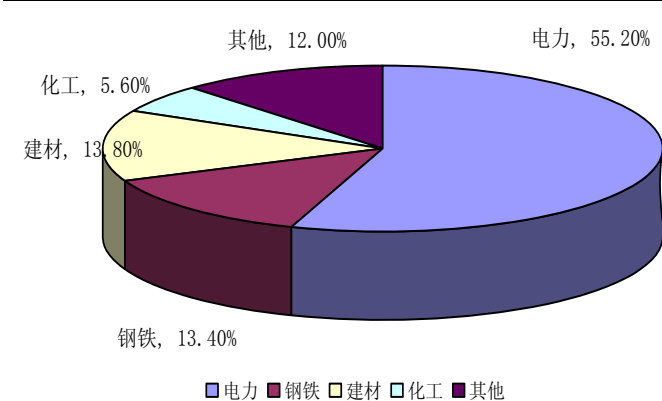
2009年2季度,随着国内焦煤价格的大幅下降,部分成本优势明显的焦炭生产企业进入“薄利”空间,焦炭生产状况有所改善。然而,到目前为止,炼焦行业的限产幅度仍在50%左右。

我们预计,2009年全年,焦炭价格较难突破2000元/吨大关,因此,焦炭生产盈利空间相对较为有限,限产幅度虽将逐步缩小,却可能保持在相对较高水平。因而,全年主营业务收入负增长的可能性很大。

2. 需求分析: 下游行业生产状况不佳, 煤炭消费增长乏力

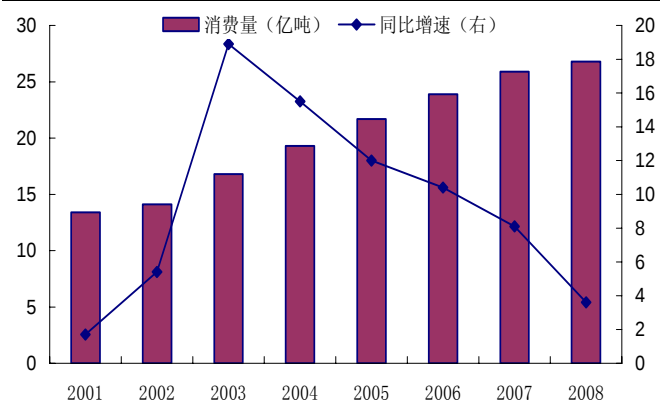
(1) 煤炭消费结构基本稳定, 消费总量增长明显放缓

图表7 煤炭消费结构



资料来源: wind

图表8 煤炭消费总体增长状况



资料来源: wind

近年来,中国煤炭消费结构基本稳定,其中占比较大的是电力、钢铁、建材、化工,分别为55.2%、13.4%、13.8%和5.6%。

2002 年至 2007 年，是我国重化工业发展的重要时期，钢铁、化工等行业对煤炭的消费量快速增长；同时，钢铁、有色、化工等行业能耗巨大，对电力的需求大幅增加，而总发电量的快速增长则导致了发电用煤的上升。因而，国内煤炭消费量增速基本维持 15% 以上的高速度。

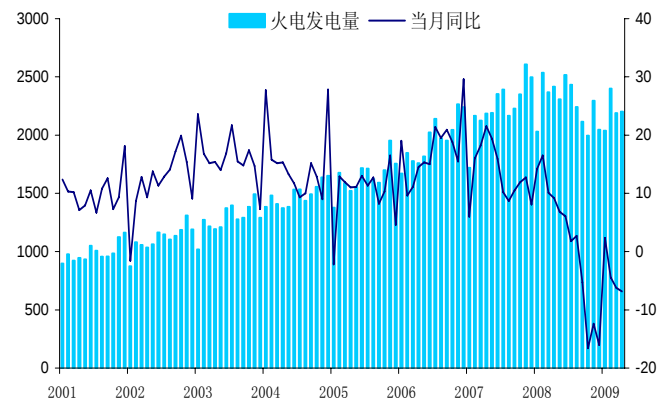
然而，2007-2008 年，随着重化工业发展的初级阶段基本结束，工业经济发展所面临的短板基本消失，钢铁产品、化工各产品产能均出现明显过剩，中国的重化工业进程遭遇瓶颈，对煤炭的需求也明显放缓。

重化工业初级阶段的典型特征是各产品产量的快速提升，而中期阶段的特征则是结构的逐步优化，那么，在本轮金融、经济危机影响逐步淡化的后续各年中，我国煤炭消费的总量增长可能逐步放缓。

（2）下游行业产量增速恢复较慢，需求不足状况仍未彻底改善

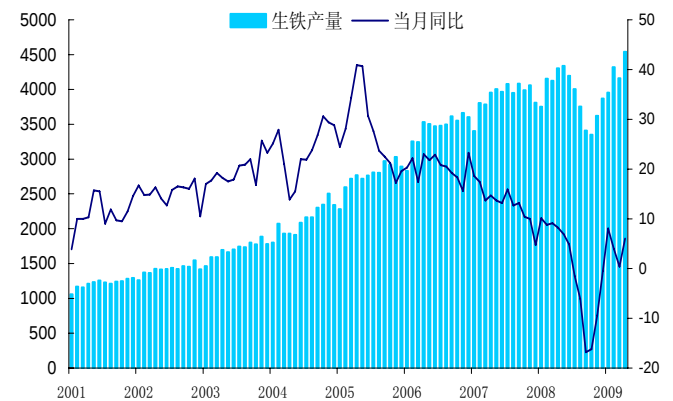
短期而言，中国经济仍处在危机之后的逐步回暖之中。对于 2009 年煤炭消费状况的分析，除了考虑总体趋势之外，尚需考量经济、金融危机的影响可能导致的短期需求不振。

图表9 火电发电量及同比增长



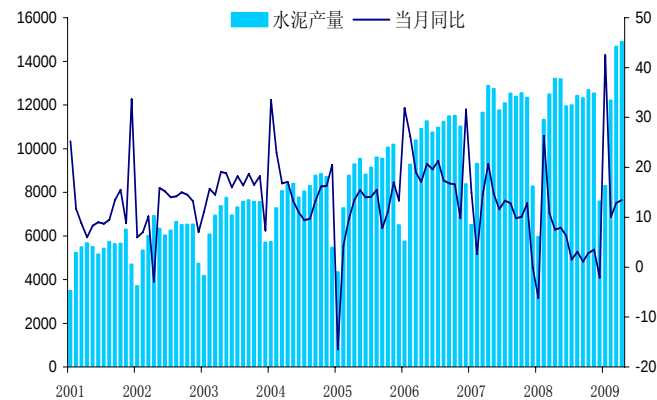
资料来源：wind

图表10 生铁产量及同比增长



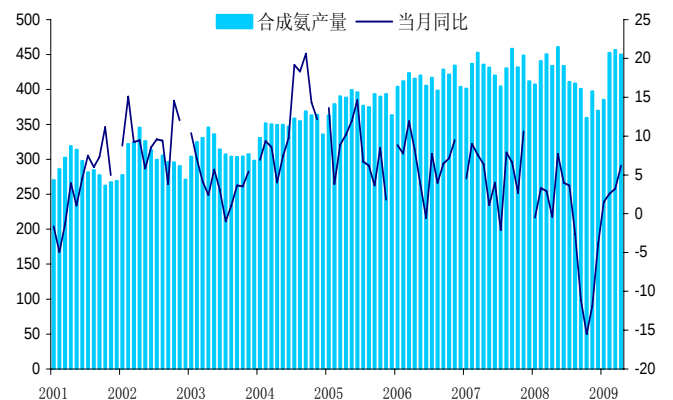
资料来源：wind

图表11 水泥产量及同比增长



资料来源：wind

图表12 合成氨产量及同比增长



资料来源：wind

在煤炭的下游行业中，电力、钢铁、建材、化工的煤炭消费占比分别为 55.2%、13.4%、13.8% 和 5.6%，而涉及产品主要为火力发电、生铁、水泥、合成氨等。

合成氨

我国合成氨产量增速于 2008 年 11 月触底，增速同比下滑 15.50%，而该年 10 月和 12 月也负增长 11% 以上。随着化肥消费旺季的到来，合成氨产量已于 2009 年 3 月季节性的恢复到 2008 年同期的增速水平；然而，合成氨月度产量水平也基本维持在 2.5%-3.5% 之间，远低于 2005-2007 年 7%-9% 的增速。

2009 年 1-5 月份，合成氨产量增速为 1.71%。我们预计，2009 年合成氨产量的年度增速约在 3% 左右，从而化工行业对煤炭消费的拉动作用很小。

水泥

2008 年 8 月，金融、经济危机爆发以来，我国水泥产量增速也随之大幅下滑，然而却始终保持正增长，剔除春节请务必阅读正文之后的重要声明

因素后,并未出现明显的同比下滑。另外,由于4万亿基础建设投资的拉动,水泥产量在2009年2月还出现了42.49%的高增速。

然而,4月份以来,由于产量释放过快,国内市场水泥产能过剩的隐忧终于开始爆发。产能过剩虽在一定程度上对该行业的景气造成了影响,然而水泥行业2009年保持稳定增长的趋势可能不会改变。2009年1-5月份,水泥产量增速为13.34%。

生铁

生铁产量增速的底部约在2008年10月和11月,随后有所恢复,然而直到2009年4月,产量增速也只有0.38%。考虑到2008年同期基础较高的因素,我们认为,生铁生产应当处于逐步恢复之中。不幸的是,钢铁行业产能过剩状况较为严重,且近期钢材产品产量的增加主要来自于小钢厂,因此,该行业2009年焦煤需求的恢复仍需要一段时间。2009年1-5月份,生铁产量增速为0.57%。

火力发电

由于火力发电耗煤占到煤炭消费量的55.2%,则煤炭需求的增长基本将取决于火电发电量的增速。

然而,2009年3月份以来,火力发电量增速下滑仍在逐步扩大,3月、4月、5月增速分别为-4.46%、-6.21%和-6.83%。当然,2008年上半年,由于国内经济处于本轮周期的顶峰,因此基数较高。考虑这一因素,我们认为,实际上火发电量还是处于明显的逐步回暖之中。

3. 供给分析: 政策性限产效果有限, 2009年煤炭产量总体增长趋势不变

(1) 2009年原煤产量仍将保持较高增速

在2009年年度策略中,我们曾指出,煤炭产量的下滑,是完整行业周期的最后一个阶段。

2008年10月以来,即使在进入冬季用煤旺季的情况下,我国原煤产量增速也保持了逐步下滑的基本趋势,应该说,这和我们对于行业周期的判断基本相符。

2008年12月,我国原煤产量增速近年来首次出现旺季负增长。

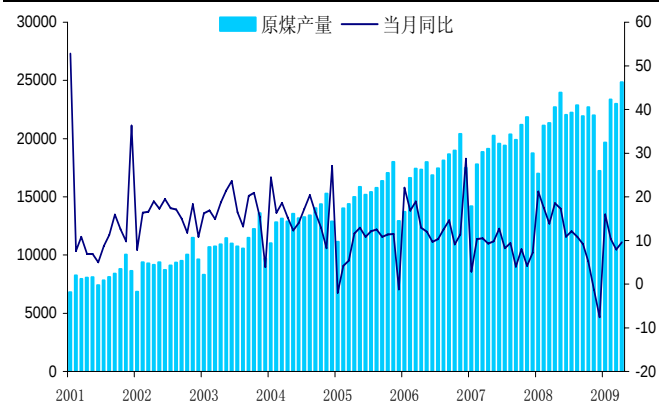
然而,2009年1-2月合计原煤产量却重新开始正增长。2009年3月,同比增速达到10.30%。

由图13可知,近年来,我国原煤产量月度增速均值基本维持在10%左右,则2009年3月的增速表明,原煤月度产量仍将以10%这一均值增长。

2009年4月,原煤产量增速下滑到7.93%,然而,这并不表明产量增速开始明显低于10%均值。其原因在于:处于冬季动力煤需求旺季和夏季用电高峰之间,4、5两月产量增速一般季节性低于此前1-3月和此后6-8月;依据经验数据,如果春节在1月,则4月为增速低点;如果春节在2月,则5月为增速低点。2009年春节出现在1月,因此,4月为季节性低点。那么,随着夏季用电高峰的到来,显然原煤产量增速重上10%的机率很大,也就是说,2009年后续月份,原煤产量增速保持10%高增长是大概率事件。

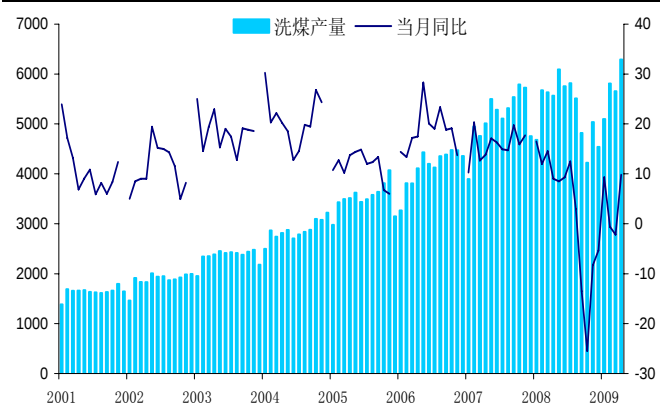
最新数据显示,2009年5月份,原煤产量单月增速为9.56%,基本回到10%均值水平线;同时,1-5月,原煤产量同比增长7.01%。

图表13 原煤产量及同比增长



资料来源: wind

图表14 洗煤产量及同比增长



资料来源: wind

图表15 2009年各月原煤产量及增速

	原煤产量（万吨）	同比增速（%）
2007年1-2月	31682.24	19.00%
2008年1-2月	35736.43	12.80%
2009年1-2月	36890.93	3.23%
2009年3月	23342.71	10.30%
2009年4月	22979.97	7.93%
2009年5月	24841.08	9.56%

资料来源: wind

（2）山西煤炭资源整合导致产量下降

山西省出台的《山西省煤炭产业调整和振兴规划》显示，山西将于 2010 年把煤矿数量由目前的 2600 座减少 1000 座，预计整合小煤矿产能约 2 亿吨。

此前，国家发改委、国家能源局、国家安监总局、国家煤监局等四部门下发文件，决定针对全国 30 万吨/年及以下的煤矿开展小煤矿瓦斯专项整治。全国性的小煤矿治理，可能使得小煤矿的复产推后半年左右。

图表 15 显示，由于小煤矿未能如期复产，山西省 1-5 月原煤产量下降 3619.55 万吨，4 月单月下降 1027.21 万吨。

由于山西省煤炭资源整合力度较大，单井规模在 90 万吨/年以下的均须实现整合，且实现机械化综采，则 2009 年各月，山西省原煤产量同比下降趋势可能延续。

2009 年 1-5 月，山西原煤产量合计下降 12.54%；我们预测，2009 年全年，该省原煤产量将较 2008 年下滑 7184.64 万吨，或 12.06%。

图表16 我国主要煤炭生产省原煤产量

	河北	山西	内蒙古	安徽	山东	河南	贵州	陕西	宁夏	新疆
2008-01	666.46	4057.55	3168.18	943.75	1275.89	1737.89	713.31	1635.62	308.77	386.27
2008-02	644.90	4023.80	3158.40	917.30	1117.60	1547.70	468.50	1278.40	272.20	347.80
2008-03	715.40	5327.30	3550.30	976.30	1265.10	1723.50	886.30	1397.50	324.80	400.90
2008-04	711.10	5232.40	3444.00	976.20	1247.60	1722.70	990.90	1737.80	344.10	432.40
2008-05	786.80	5603.10	3817.80	986.70	1259.80	1959.00	1078.80	1994.10	338.00	446.70
2008-06	784.98	5653.40	4153.86	971.87	1244.70	1949.60	1078.93	2178.50	341.16	477.71
2008-07	710.68	4896.04	3967.13	998.16	1217.90	1912.12	1051.83	2034.90	304.96	473.78
2008-08	675.80	5263.20	4020.10	997.70	1198.70	1925.00	1009.40	2019.10	299.80	501.90
2008-09	610.80	5347.50	4396.70	1045.00	1190.90	1814.60	1109.90	1782.20	371.00	631.50
2008-10	598.27	4623.91	4397.09	1045.28	1183.67	1396.48	1215.86	1847.01	440.22	610.63
2008-11	604.75	4785.74	4430.42	987.82	1180.98	1627.82	1116.71	1997.21	473.78	734.85
2008-12	770.51	4774.22	3241.09	1067.02	1210.42	1394.53	1116.27	2213.07	421.65	736.29
2009-01	703.58	3496.18	3687.34	1064.56	1008.26	1171.08	590.85	1253.68	375.85	494.25
2009-02	656.05	4022.15	4380.85	1044.11	1149.10	1420.77	675.30	1444.34	375.02	469.71
2009-03	798.09	4017.77	4924.87	1093.68	1303.47	1650.44	1072.10	2288.75	326.17	588.33
2009-04	727.45	4205.19	4691.84	1044.19	1248.61	1761.93	1141.35	1927.86	509.93	582.02
2009-05	736.50	4883.30	5019.50	1036.50	1243.60	1923.80	1184.80	2591.70	483.80	567.70
2009年1-5月	3524.66	24244.15	17138.68	4800.25	6165.99	8690.79	4137.81	8043.42	1587.87	2014.07
2009年1-5月	3621.67	20624.59	22704.40	5283.04	5953.04	7928.02	4664.40	9506.33	2070.77	2702.01
2009年4月增加	16.35	-1027.21	1247.84	67.99	1.01	39.23	150.45	190.06	165.83	149.62
2009年5月增加	-50.30	-719.80	1201.70	49.80	-16.20	-35.20	106.00	597.60	145.80	121.00
2009年1-5增加	97.01	-3619.56	5565.72	482.79	-212.95	-762.77	526.59	1462.91	482.90	687.94

资料来源: wind、爱建证券研发总部

图表17 山西政策性因素导致中小煤矿4月复产困难

2008年下半年，山西省政府就新一轮煤矿整合发文，要求30万吨以下矿井全部关闭，到2010年底省内煤

2009年3月25日，山西省煤炭工作会议再次出台新的整合方案，到2010年底，全省矿井个数控制在1000处左右，整合重组以后煤炭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。

2009年，山西省将推进2500多座地方煤矿的整合重组，将全省煤矿再压减1500座，到2010年年底矿井数量控制在1000座左右；单座矿井的生产规模必须达到90万吨，而且要实现机械化综采。

据悉，经过整合重组，大同市煤矿数量已经从2008年同期的270座压减到现在的125座。根据山西最新的整合方案，大同市在2009-2010年还将压减煤矿54座，最后只保留71座煤矿。

根据要求，作为兼并重组主体的地方煤矿必须具备300万吨/年的生产规模，而且至少有一个120万吨/年同时，国家即将出台晋陕蒙地区煤矿企业准入标准，共分为两类：甲级标准的煤炭企业生产规模不低于1000万吨/年，所属煤矿至少有一座规模不低于180万吨/年；乙级标准的煤矿生产规模不低于300万吨/年，所属煤矿至少有一个规模不低于120万吨/年。

资料来源: 爱建证券研发总部

图表19 2009年山西原煤年度产量预测

	1-5月	同比增长	全年	同比增长	1-5月占比
2007	21541.82	14.00%	56646.77	14.28%	38.03%
2008	24244.15	12.54%	59588.16	5.19%	40.69%
2009	20624.59	-14.93%	52403.52	-12.06%	39.36%

资料来源：爱建证券研发总部

（3）产量替代出现，原煤产量总体增长趋势不变

有证据显示，山西省晋北、晋中、晋东南等地4月份煤炭销量明显下滑，且结构出现重大变化。

据悉，晋北地区朔州煤矿4月销售煤炭2260万吨，同比下降24.16%，降幅较3月有所加大；其中地方煤矿销售煤炭450万吨，同比下降53.88%；地方煤矿中，重点煤矿销售129万吨，同比下降12.57%，非重点煤矿销售321万吨，同比下降61.23%。1-4月份，朔州市累计生产原煤量3027.65万吨，同比下降16.14%；其中，地方煤矿累计生产煤炭443.75万吨，同比下降54.33%。

可见，在政策性资源整合限制下，真正受影响的只是非重点的小煤矿。

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，其原因在于产量替代的发生。

我们将产量替代总结为以下两种情况：

◆ 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。

◆ 晋、陕、蒙煤炭主产区之间的产量替代

图表15显示，2009年1-5月，山西原煤产量下降3619.55万吨，4月单月下降1027.21万吨。然而，同期内蒙原煤产量却分别上升了5565.72万吨和1247.84万吨，同时，陕西原煤产量则分别上升了1462.91万吨和190.16万吨。

我们知道，山西、陕西、蒙西是我国“北煤南运”最主要的来源地，其中山西省的晋北地区占比最大。由于晋北、陕北、蒙西地区煤田相距很近，因此，晋、陕、蒙煤炭主产区之间产量替代运输成本较低，从而使得产量替代成为可能。

由于产量替代的发生，“三西”外运煤炭总量并未受到山西省资源整合的影响（4月份秦皇岛港存下降的主要原因是大秦线检修），同时，陕西、蒙西煤炭大量流入山西，其中大同市外煤流入情况最为显著。

依照惯例，大同煤煤质好、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，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。

（4）供求分析基本结论

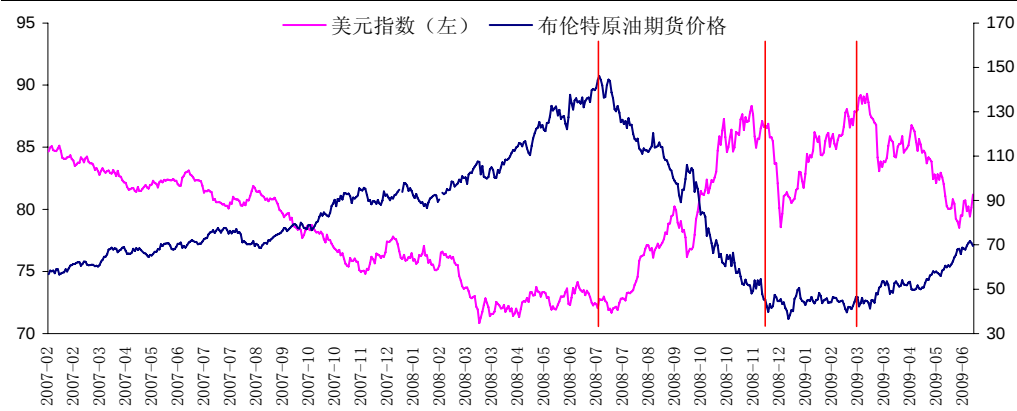
综合以上分析，我们认为：

- ◆ 2009年后续月份，原煤产量增速保持10%高增长是大概率事件。
- ◆ 山西省煤炭资源整合并未对我国原煤产量构成明显影响，产量替代使得总量过剩局面在2009年得以维持。
- ◆ 总体而言，2009年煤炭消费增长乏力，供过于求局面仍将维持，从而对煤炭价格形成压力。

4. 动力煤价格分析：季节性趋势遭破坏，夏季高峰需求偏淡，冬煤旺季方可一改颓势

（1）需求仍旧低迷，国际煤炭价格继续底部宽幅震荡

图表20 美元指数和原油价格



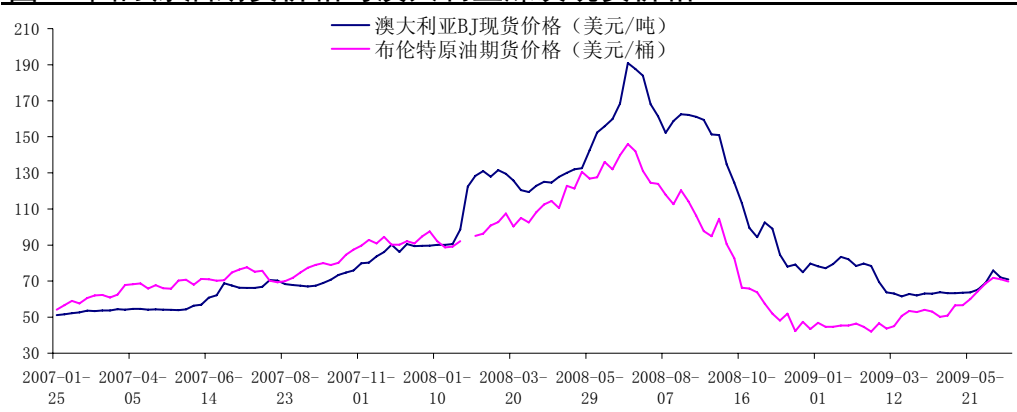
资料来源: wind、爱建证券研发总部

图表 18 显示, 2007 年以来, 美元指数和国际原油价格表现出明显的负相关趋势。2009 年 2 月以来, 随着美元的逐步贬值, 国际原油价格快速回升。

自 2008 年 12 月下旬以来, 国际原油期货价格稳步攀升, 并于 2009 年 3 月开始加速上涨。2009 年下半年, 美元贬值预期可能持续, 然而幅度较为有限, 因此, 预计国际原油价格仍然存在一定的上升空间。

然而, 当原油价格上冲至 70 元/吨以上时, 遭遇巨大压力, 并于近期开始围绕 70 美元/桶上下浮动。我们认为, 由于美元贬值趋势并未根本改变, 只是后续幅度将逐步缩小, 因此, 国际原油期货价格短期内将以盘整蓄势为主。

图21 国际原油期货价格与澳大利亚煤炭现货价格



资料来源: wind

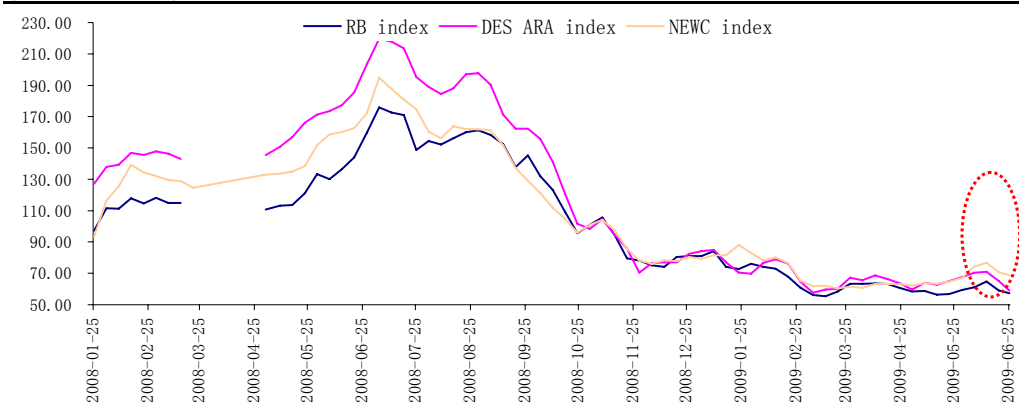
由图 21 可知, 2007 年以来, 具有国际煤炭现货价格标杆作用的澳大利亚 BJ 现货价格与国际原油价格走势高度一致。

随着国际原油价格的反弹, 2009 年 5 月下旬以来, 国际煤炭价格开始强力反弹, 6 月 12 日, 澳大利亚纽卡斯尔港动力煤报价已达到 76.75 美元/吨。

然而, 由于国际原油价格涨势的显著放缓, 国际煤炭价格近两周出现快速大幅下跌局面。这种情况表明, 由于国际经济回暖仍异常缓慢, 国际煤炭需求并不旺盛, 而前期国际煤炭价格的快速上涨, 主要是基于中国煤炭进口量超预期增加的拉动, 同时, 也源于美元贬值所带来的通货膨胀预期。

前期, 我们曾不止一次的指出, 国际煤炭价格以现货为主, 其金融属性远逊于原油价格。只有在需求异常旺盛的情况下, 国际煤炭现货价格才会随着国际原油期货价格快速走高 (如 2008 年的过山车行情)。然而, 在宏观经济触底回升阶段, 尽管原油价格由于美元贬值而超预期上涨, 但煤炭需求的疲软将有效抑制国际煤炭价格的上升。因此, 我们认为, 国际煤炭价格在目前阶段以至于 2009 年下半年很难走出“底部宽幅震荡”格局, 而国际煤炭价格 3 大港口指数近期的“先涨后跌”则证实了我们前期的判断。

图22 国际煤炭价格3大港口指数



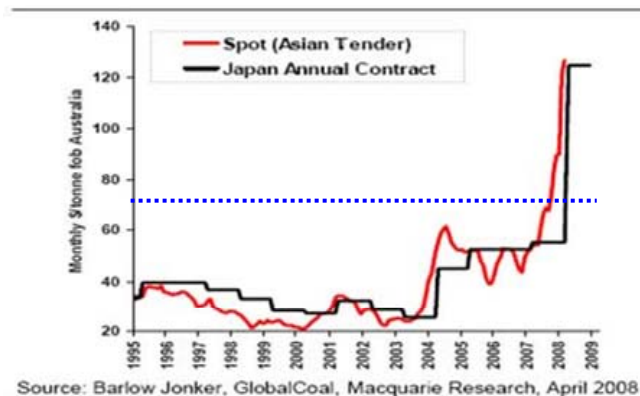
资料来源: wind

国际煤炭价格“底部宽幅震荡”格局的形成和维持源于以下两方面的拉动力量:

◆ 向上拉高的美元贬值预期。显然,美联储的“零利率”货币政策目前并未出现松动迹象,则美元的贬值预期也将继续存在,只是其程度有所弱化,对国际原油期货价格和国际资产价格的边际拉动效应在减弱。

◆ 向下拉低的国际煤炭需求。上文指出,在宏观经济触底回升阶段,煤炭需求的疲软将有效抑制国际煤炭价格的上升。由于本次金融、经济危机的影响不太可能在短期内消除,因此,国际宏观经济的体量在短期内很难恢复到2007年以前的水平,则其对于能源的需求将在较长时间内处于缓慢爬升状态。而国际煤炭市场中唯有中国国内市场值得期待,不幸的是,国内原煤产量增速在2009年维持在10%以上的概率极大,则中国煤炭市场也难以摆脱供过于求的基本状况,因此对国际煤炭价格并不形成支撑,在中国进口量连续大幅增长之后,价差也将拉平,则国际煤炭市场的有效流动条件被弱化。

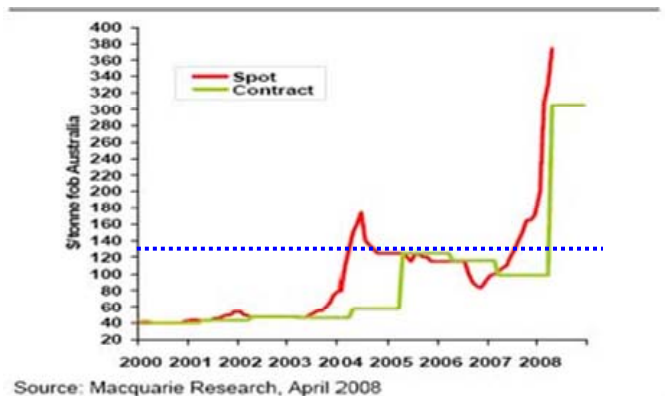
图表23 国际热煤现货价及合约价(离岸价格)



注: 图中蓝线表示2009年合同价

资料来源: 嘉益博华

图表24 国际硬炼焦煤现货价及合约价(离岸价)



由于2009财年,国际动力煤长约合同价为70-72美元/吨,因此,2009年国际动力煤现货价的中轴应基本维持在70-72美元/吨左右,则下半年国际煤炭价格超预期增长的概率不大,我们预计,其年度均价当在70-75美元/吨之间。

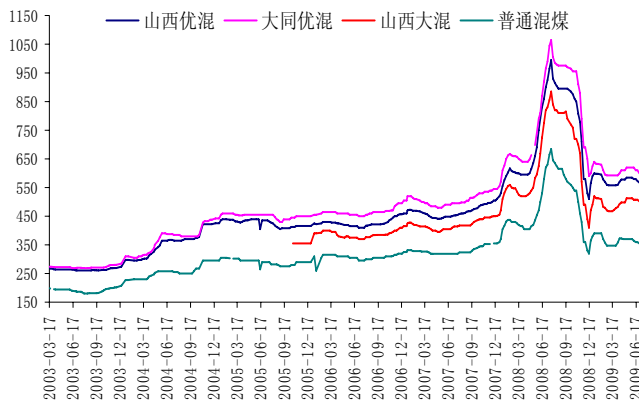
(2) 非正常因素交替作用,秦皇岛动力煤价格季节性趋势遭到破坏

依往年经验,6月份国内动力煤价格开始缓步上升,月均涨幅约为5-10元/吨。

2009年3月,秦皇岛动力煤价格达到年度低点;4-5月,由于山西省中小煤矿复产受阻,同时大秦线进入检修,从而导致秦皇岛煤炭调入量快速下降,引起动力煤价格稳步上涨。

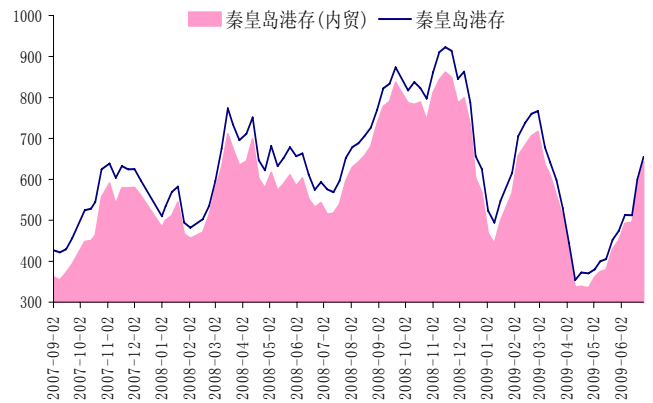
然而,5月15日,大秦线检修结束,秦皇岛港存快速增加,而此时发电量仍处于降幅逐步收窄的阶段,因此,动力煤需求增长明显乏力,从而导致近几周秦皇岛动力煤价格的稳中微跌。

图表25 秦皇岛动力煤价格



资料来源: wind

图表26 秦皇岛港存



资料来源: wind

一般而言, 6 月底, 国内火电发电企业将进入夏季高峰前的集中补充库存阶段, “北煤南运” 导致秦皇岛动力煤价格逐步上涨。

然而, 2008 年 5 月以来, 秦皇岛动力煤价格的季节性上升趋势被过山车行业破坏, 直到目前, 该港动力煤价格的走势受到了诸多因素的影响, 包括:

- ◆ 金融、经济危机所导致的需求急剧萎缩;
- ◆ 秦皇岛的两次强行输港;
- ◆ 火电发电量的下降和逐步回暖;
- ◆ 春节因素导致的电厂集中补充库存;
- ◆ 2009 年动力煤合同价的久拖不决;
- ◆ 大秦线为期 40 天的检修等等。

依据我们此前的分析, 秦皇岛动力煤价格 3 月底到 5 月初的这一轮上涨, 主要源自于电厂的集中补偿库存, 因此, 该港港存出现了幅度较大的下滑; 同时, 大秦线的检修也使得该港动力煤进港量远小于出港量, 从而导致阶段性的进出失衡。然而, 即使在以上两个因素的共同作用之下, 该港动力煤价格也并未大幅上涨, 原因在于该阶段火电发电量仍处于同比下降幅度逐步收窄的阶段, 动力煤需求明显不足。

2009 年 3 月以来, 业内基本形成共识, 认为发电量同比降幅在逐步缩小。数据显示, 3-5 月的同比降幅分别为 1.32%、3.50% 和 2.67%, 而 6 月份甚至有望同比正增长。

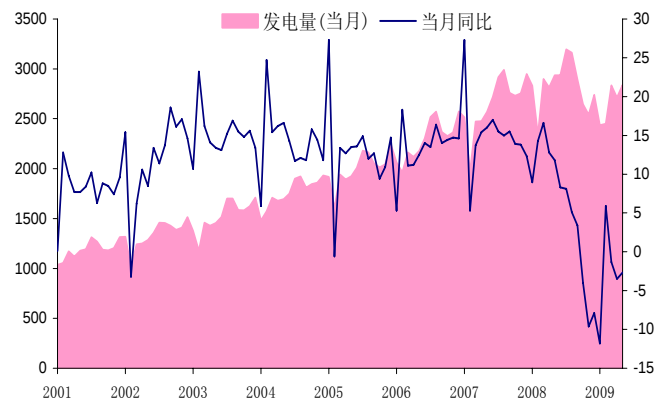
然而, 3-5 月的火电发电量降幅却仍在扩大, 同比降幅分别为 4.46%、6.21% 和 6.83%。而图 28 更是清楚的告诉我们, 2009 年 3 月份以来, 火电发电量远低于 2008 年同期。以这样的总体当量而言, 2009 年夏季用电高峰期间, 宏观经济的恢复并没有达到相当的程度, 则动力煤需求季节性趋势应该没有 2006-2008 年这么明显。那么, 即使 6 月份发电量实现同比正增长, 也并不代表动力煤需求正在有效回暖, 则动力煤需求季节性回升趋势仍旧没有走出 2008 年 5 月以来被破坏的泥潭。

(3) 夏季高峰期间, 秦皇岛动力煤价格旺季偏淡, 持平可能性极大, 季节性上涨概率很小

在动力煤需求季节性趋势被破坏的情况下, 动力煤需求在夏季高峰期间得以有效改善的唯一希望就只能是电厂的集中补充库存。依据往年经验, 夏季高峰前夕, 电厂将进入集中补充库存阶段, 而动力煤价格则一般在 5 月份触及年内低点, 并开始逐渐小幅回升。然而, 5 月份以来, 秦皇岛动力煤价格并未出现明显上涨。不幸的是, 直供电厂库存还在逐步上升, 可用天数达到 20 天左右, 甚至高于往年夏季高峰集中补充库存后的水平。也就是说, 集中补充库存已无必要。

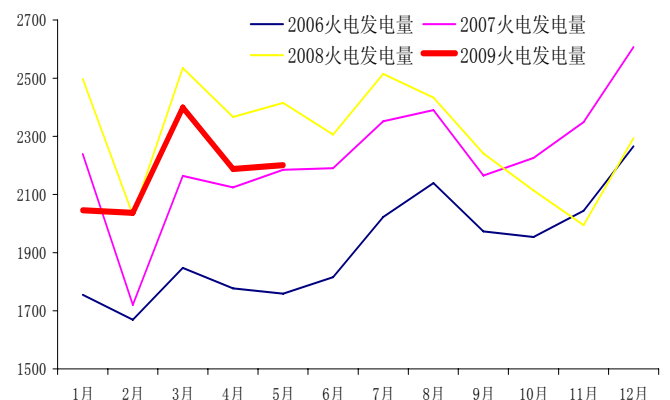
而目前的现实情况是, 秦皇岛库存已达到高位, 没有集中补充的拉动, 短期内快速降低的可能性微乎其微, 则秦皇岛动力煤价格在短期下滑之后, 夏季高峰期间维持现状的概率极大。

图表27 发电量及同比增速



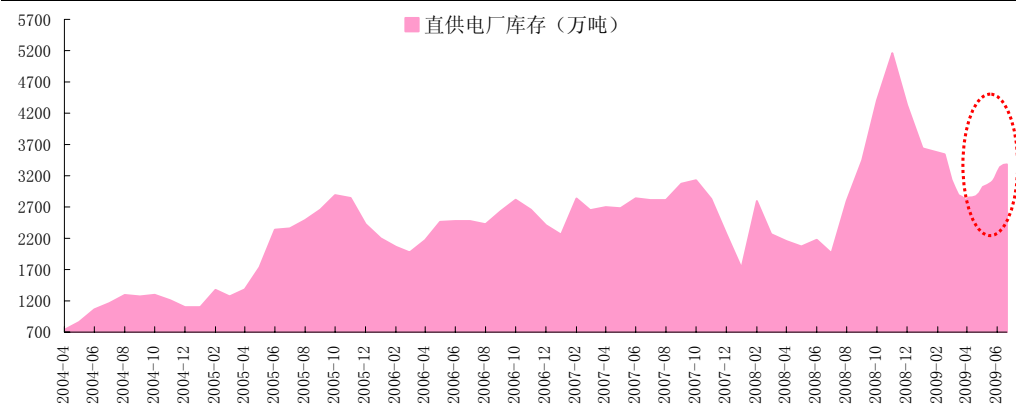
资料来源: wind

图表28 2006-2009火电发电量对比



资料来源: wind

图表29 直供电厂库存



资料来源: wind

(4) 3 季度火电发电量降幅收窄, 冬煤旺季价格方可一改颓势

2009 年 3-5 月, 火电发电量同比降幅分别为 4.46%、6.21%和 6.83%, 同比降幅增大的原因在于夏季水电出力显著增加。

依据正常年份经验, 7-8 月份是夏季用电高峰, 届时火电发电量也将明显增加。然而, 目前电厂库存居高不下的事实表明, 即便发电量有所增加, 秦皇岛动力煤也当处于“进出平衡”状态。我们知道, 秦皇岛港存近期以来的增加, 其首要原因是大秦线检修完毕, 从而使得秦皇岛港的煤炭进港量快速增加; 然而由于集中补充库存并未出现, 则出港量相对较低。同时, 20 天的电厂库存使得火电发电企业只需维持正常的进煤周期即可, 因此, 尽管 7-8 月秦皇岛动力煤出港量将逐步增加, 直到新的“进出平衡”, 然而其后果首先是该港库存的逐步下滑, 价格的上涨则相对滞后。只有在出港量显著大于进港量的情况下, 价格才可能逐步上升。然而, 上文也指出, 山西的政策性限产导致的产量下降已被蒙西、陕西的产量大幅增加所补足, 而蒙西、陕西并未做出限产规定; 同时, 尽管山西的资源整合影响了中小煤矿 2 季度本应开始的复产, 然而复产却被推后到了 2009 年 3 季度, 则 7-9 月山西中小煤矿的逐步复产也将使得山西原煤月度产量逐步恢复往年水平, 而山西省 5 月份原煤产量降幅的大幅缩小则证明了我们的结论。因此, “三西”煤炭产量在 7-9 月份继续增加的可能性很大, 也就说“北煤南运”的供给端将有所放大, 则秦皇岛港的煤炭进港量也将稳中趋增, 那么, 即使该港出港量有所增加, 也不太可能导致新的“进出失衡”, 而进出平衡的结果则只能是价格基本维持稳定。

那么, 什么时候动力煤需求的增长会适度超越供给呢?

- ◆ 首先, 夏季水电出力旺季基本结束;
- ◆ 其次, 宏观经济继续回暖, 四大高耗能行业进入正常赢利区间;
- ◆ 再次, 冬季用煤或储煤高峰到来。

显然, 以上三个条件同时达成约是在 10 月份之后。

煤炭行业 2009 年下半年投资策略

因此，我们判断，只有在冬煤旺季来临之时，动力煤需求才会一改颓势，而动力煤需求也将弱强于供给，则价格开始正常上升。

5. 焦煤价格分析：下半年月度需求总量维持稳定，增量不足，价格持平的概率较高

（1）钢价持续上涨，5 月份钢材产量超预期增长，焦煤价格触底反弹

自 3 月中旬以来，国内钢价持续上涨；2009 年 5 月，国内生铁、钢材产量超预期增长，并高于 2008 年同期水平。由于焦煤价格上涨滞后于生铁和钢材，在 6 月中旬之前，国内焦煤价格基本触底；而近两周，国内焦煤主产区价格快速上涨，尤其是山西、河北和安徽地区，价格上涨幅度普遍在 50-100 元/吨。

2006 年和 2007 年的产量趋势表明，5 月份以后，钢材、生铁月度产量均将保持高位持稳状态。然而，2009 年宏观经济总体当量已不能和 2006-2007 年同日而语，则钢材需求很难达到往年同期水平。虽说政府 4 万亿投资对钢材需求有所拉动，然而 5 月份钢材产量的超预期增长还是让人惴惴不安，显然钢铁行业的限产措施效果并不显著；同时，焦煤价格虽触底反弹，然而可持续性则仍需观察。

图表30 6月22日-6月29日国内各地区煤炭价格

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	1220	100	100
	临汾	古县	焦精煤	坑口价	1180	80	80
	临汾	临汾	焦精煤	坑口价	1250	70	70
	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	1030	100	100
	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	1100	100	50
	吕梁	孝义	焦精煤	出厂含税价	1080	60	60
	吕梁	孝义	肥精煤	出厂含税价	1110	80	80
	吕梁	柳林	焦精煤	出厂含税价	1260	140	140
	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	潞安	喷吹煤	车板含税价	830	—	—
	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	1120	50	—
	长治	长治	瘦精煤	车板含税价	990	90	90
	长治	长治	瘦精煤	车板含税价	1000	50	50
	长治	沁源	瘦精煤	车板含税价	940	80	—
	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	1260	100	100
	太原	古交	肥煤	车板含税价	1250	100	100
	太原	太原	焦精煤	出厂含税价	1120	90	90
	太原	古交	焦精煤	出厂含税价	1100	100	100
	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	850	70	70
	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	—	—
	晋中	介休	焦精煤	出厂含税价	1050	—	—
	晋中	介休	肥精煤	出厂含税价	1100	—	—

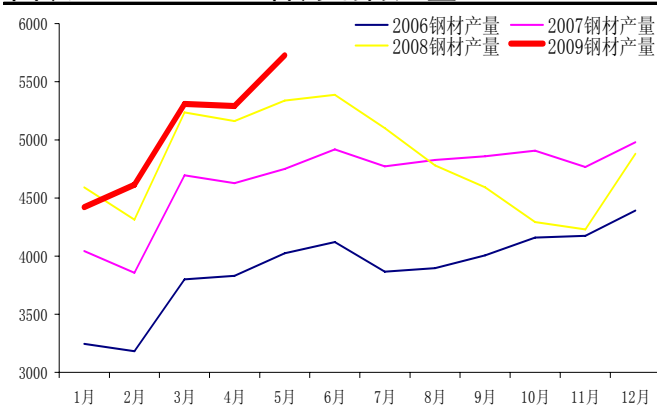
资料来源：爱建证券研发总部

图表31 6月22日-6月29日国内各地区煤炭价格

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	1000	30	30
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	1200	100	——
	唐山	开滦	焦煤	车板含税价	1200	100	——
	唐山	开滦	1/3焦煤	车板含税价	1200	100	——
	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	1080	——	——
	淮北	淮北	瘦精煤	车板含税价	970	70	70
	淮北	淮北	1/3焦煤	车板含税价	970	70	70
	淮北	淮北	肥煤	车板含税价	1080	——	——
	淮南	淮南	1/3焦煤	车板含税价	970	——	——
	淮南	淮南	5000大卡动力煤	车板含税价	570	——	——
	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	5000大卡无烟煤	车板价	600	——	——
	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	520	——	——
	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	500	——	——
	郑州	巩义	5500大卡无烟煤	车板含税价	600	——	——

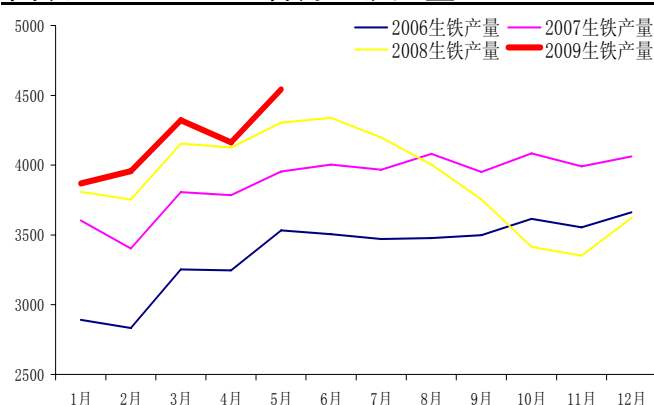
资料来源：爱建证券研发总部

图表32 2006-2009各月钢材产量



资料来源：wind

图表33 2006-2009各月生铁产量



资料来源：wind

(2) 焦煤、焦炭需求放量缓慢，价格逐步爬升

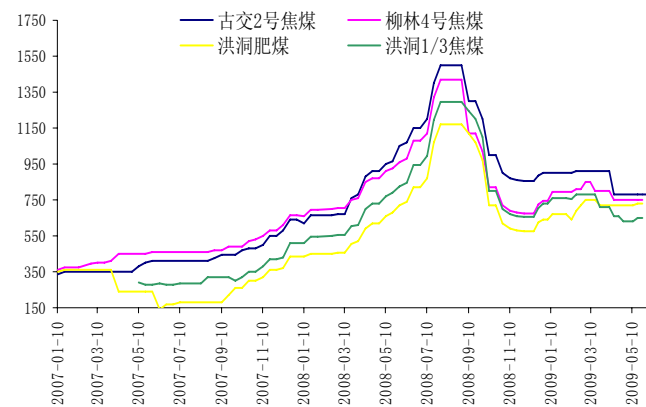
2009年3月以来，国内钢材价格开始逐步上涨；然而，产能的严重过剩将对钢材价格的上升构成较强的抑制。因此，2009年，钢材需求较前些年收缩明显，因而对于焦煤、焦炭的总体需求也将显著下降。

2009年2季度以来，房地产、汽车等下游行业景气回升，基建投资也快速增加，以上3个方面的需求占粗钢总需求的57%，因此，国内钢材产量和生铁产量也随着上升，5月份甚至超预期增长。由此判断，2009年下半年，国内钢材产量、生铁产量高位持稳的可能性很大。

需要注意的是，虽说国内钢材产量、生铁产量在 5 月超预期增长，然而，依据往年经验，后续各月产量趋势应当是高位持稳，因此，钢材产量继续增加的概率较小，则对于焦煤、焦炭的需求也将大约维持在 5 月份的水平，月度需求总量预计将持续稳定，然而增量很小，则后续月份，我们已不能期待焦煤、焦炭需求的有效放量，换句话说，焦煤、焦炭需求放量将异常缓慢。

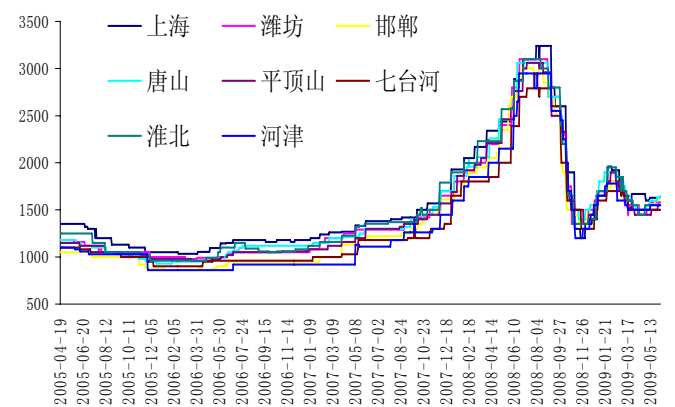
然而，目前而言，焦煤、焦炭供给基本没有瓶颈，尤其是焦炭，国内山西等主要产区焦化协会的限产幅度仍然维持在 50%左右的水平，则即使需求稳步增加，供过于求的基本状况也不太可能改变，则价格还是面临巨大的上行压力。因而，我们不能指望近期焦煤价格的大幅上涨具有可持续性，从而在 2009 年可能表现为缓慢爬升的基本趋势。

图34 山西部分地区焦煤坑口价格



资料来源：煤炭资源网

图35 部分地区二级冶金焦价格



资料来源：wind

6. 2009 年下半年投资建议

（1）继续关注大型煤电基地建设相关上市公司

在已经建成的两淮煤电基地，由于煤炭、电力资产分别属于多个主体，因此，基地建成之后，下一步面临的将是煤炭、电力资产的整合问题。那么，淮北地区的恒源煤电，以及淮南的国投新集必将受益于煤炭资源的整合。而事实上恒源煤电的煤炭资产注入已经启动，国投新集也在筹划之中。另外，作为贵州省煤电基地建设的重要主体之一，贵州盘江股份的煤炭资产注入也已启动。

同时，河南也在全力布局大型煤炭基地。河南省目前已经整合了 5 家煤炭企业和 2 家化工企业：重组平煤集团、神马集团创建中国平煤神马能源化工集团，整合河南煤化集团（永煤集团、河南省煤气集团）、中原煤化集团（鹤煤集团、中原大化）、焦煤集团创建河南煤业化工集团。新组建的平煤神马集团目前正处在集团层面的资源整合工作，而平煤股份作为集团旗下上市公司，资产注入预期较为强烈。

同时，内蒙锡林郭勒盟又是 2009 年加快发展的煤电大型基地之一，受益主体为中国神华、露天煤业和平庄能源。

需要强调的是，在煤电一体化推进的过程中，电力集团往往具有更高的积极性，而旗下具有煤炭类上市公司的电力集团通过资本运作推进资源整合和煤电一体化则具有更大的把握。因此，煤电一体化的最理想主体往往是控股大型煤炭公司的电力集团。

那么，作为大型煤电基地相关主体、又属于电力集团旗下煤炭类上市公司的国投新集则应当成为我们的关注对象。另外，同属电力集团旗下上市公司的露天煤业也是煤电一体化发展的优秀平台；而中电投总经理陆启洲近期也表示，中电投集团将通过“两步走”逐步实现整体上市：第一步是将区域内的集团企业整合进入本区域的上市公司平台中；第二步，再实施跨区域的资产重组。显然，其整合思路可能和国投相似，首先实现区域性电力资产、煤炭资产的整合，而后再跨区域、跨行业整合，从而真正现煤电一体化发展的优势。

鉴于大型煤电基地建设的提速，我们认为以下公司可以关注：露天煤业、平庄能源和国投新集。同时，随着资产注入的推进，盘江股份、恒源煤电等公司的产能都将得以显著提升，2009 年业绩增厚较为明显。

（2）关注原煤产量同比高速增长省区相关上市公司，以及产量替代受益个股

数据显示，山西煤炭资源的整合使得该省 1-5 月煤炭产量下降了 14.93%，我们预期，该省原煤产量全年下降幅度约在 12%左右。而山西原煤缩减的产量却被内蒙、陕西等省弥补。

我们的分析显示，山西省原煤总体产量虽有所下降，然而，产量替代必然使得大型煤炭企业集团受益，再加上山西也是 2009 年加快建设的大型煤电基地之一，我们建议关注晋北地区的大同煤业和蒙西地区的中国神华。

（3）关注具有焦煤资源、且成本控制能力超强的焦炭类个股

2008 年 2、3 季度，焦煤价格大幅上涨，因此，焦煤生产企业业绩大幅增厚。2009 年 1 季度，由于价格与 2008 年同期基本持平，则焦煤生产企业业绩并未受到影响。然而，2、3 季度，由于较去年价格大幅下降，业绩下滑在所难免。

由于需求放量缓慢，我们判断，2009 年四个季度，焦煤价格基本维持平稳，则生产企业业绩季度差异很小，只是由于 2008 年 2、3 季度的高价格将使得 2009 年同期业绩同比显著下滑。

焦炭的情况稍有不同。我们知道，2008 年 1 季度，由于焦煤价格相对较低，而焦炭价格高企（尤其是出口价格），因而，2008 年上半年焦炭生产企业业绩增幅巨大。3 季度以后，焦煤价格大幅上涨，使得焦炭企业成本快速上升，同时下游需求严重下降，从而导致焦炭生产企业严重亏损。2009 年 1-2 季度，焦炭需求明显不足，焦炭生产企业业绩同比下降，然而，2008 年 3、4 季度的亏损使得其比较基础偏低；同时，上文指出，钢材、生铁产量在 2009 年 5 月份以后将高位持稳，则对于焦炭的需求相对较为稳定，因此，焦炭生产企业业绩的改善空间异常巨大。

2008 年年报显示，煤气化、开滦股份焦炭业务在主营业务收入大幅增长的情况下，主营业务成本控制极为有效，从而使得全年业绩大幅增厚。其中煤气化的表现更为引人注目，虽然 2009 年 3、4 季度焦炭价格大幅下降，需求严重不足，然而对其 3、4 季度业绩的影响却并不大，则在 2009 年下半年，其业绩的改善空间较大，超预期增长的可能性很大。鉴于此，我们建议关注煤气化和开滦股份。

从基本面的状况而言，2009 年后续月份，原煤产量增速保持 10% 高增长是大概率事件；同时，山西省煤炭资源整合并未对我国原煤产量构成明显影响，产量替代使得总量过剩局面在 2009 年得以维持。然而，2009 年煤炭消费增长乏力，供过于求局面仍将维持，从而对煤炭价格形成压力。另外，煤炭消费季节性上升趋势虽遭到破坏，然价格上行压力巨大。鉴于此，2009 年下半年，我们继续维持对煤炭行业的“中性”评级，综合以上投资思路，我们给予煤气化、开滦股份、国投新集、盘江股份四公司“推荐”评级。

（4）重点推荐个股简况和估值

图表36 重点推荐个股估值

简称	2008		2009		2010		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
煤气化	1.33	13	0.97	18	1.23	14	推荐
开滦股份	0.73	26	1.02	18	1.19	16	推荐
盘江股份	1.03	26	1.39	19	1.52	18	推荐
国投新集	0.64	26	0.73	22	0.86	19	推荐

资料来源：爱建证券研发总部

煤气化：成本优势明显，2009 年各季度业绩将环比快速反弹

煤气化主要经营原煤、焦炭、煤气、洗精煤、煤化工产品的生产和销售，其中化肥产品仅限硫酸铵，其精煤质量达 10 级，焦炭为特级冶金焦。2008 年，煤气化实现营业收入 47.35 亿元，同比增长 38%；实现归属上市公司股东的净利润为 6.84 亿元，同比增长 118%。

2008 年 9 月份以前，受益于国内钢铁行业的高景气，国内焦炭价格较前些年大幅上涨。由于焦炭价格上涨的原因之一是受到焦煤价格上涨的强烈推动，因此，较好的控制焦炭的生产成本对业绩增厚将发挥决定性的作用。2008 年，在焦炭营业收入增长 52.4% 的情况下，煤气化焦炭业务的营业成本只增加了 8.56%，从而使得焦炭业务毛利率达到 50.64%，远高于 2007 年的 30.7%。显然，这和其 2008 年 2 月对华苑煤业 70% 股权的收购有关，通过对华苑煤业的收购使得 2008 年的焦煤供应得到了有效保证。

图表37 煤气化各产品毛利率

单位: %	营业收入增长率	营业成本增长率	2008年毛利率	2007年毛利率
焦炭	52.4	8.56	50.64	30.7
精煤	14.13	-34.07	64.82	39.1
煤气	-11.66	-5.46	-331.66	-303.37
原煤	43.99	172.97	21.94	48.14
中煤	-11.31	1.15	25.59	34.76
化工产品	0.18	44.91	12.29	39.37
其他	25.38	41.14	-2.07	9.33
合计	38.21	19.56	38.91	27.53

资料来源: 煤气化2008年年报

同时, 煤气化焦炭业务在营业收入中的占比从 2007 年的 54.76% 增加到 2008 年的 60.38%, 这也有助于其业绩的增厚。

总体而言, 2008 年煤气化营业收入增长率达到 38.21%, 而同期营业成本则只增长了 19.56%, 其总体毛利率高达 38.91%, 比 2007 年提高了 10 个百分点。

数据显示, 2008 年煤气化四季度毛利润占全年总额的 13.81%, 较去年同期的 29.78% 大幅下降; 而同期营业收入甚至低于 2007 年, 显然, 去库存化在很大程度上对公司业绩造成了明显的影响。

2009 年 1 季度, 煤气化营业收入同比下降 20.99%, 营业成本下降 21.86%, 总体毛利率仍达 35.29%, 略低于 2008 年全年的 38.91%, 远高于 2007 年全年的 27.53%。我们知道, 2008 年 4 季度和 2009 年 1 季度是国内焦炭产业最为难熬的时期, 而焦炭收入占比超过 60% 的煤气化仍实现了 35.29% 的毛利率。随着生铁、钢材产量的逐步恢复和高位持稳, 有理由相信, 2009 年 2-4 季度, 煤气化的业绩将快速反弹。

图表38 煤气化各季度毛利润

单位: 万元	营业收入	营业成本	毛利润	毛利润各季度占比
200701	71388	54901	16487	16.38%
200702	81059	54176	26883	26.71%
200703	90753	63451	27302	27.13%
200704	99408	69441	29967	29.78%
200801	95732	62645	33087	17.96%
200802	146186	84156	62030	33.67%
200803	149375	85705	63670	34.56%
200804	82235	56788	25447	13.81%
200901	75640	48949	26691	—

资料来源: 煤气化季报

我们预计, 2009 年、2010 年煤气化每股收益将下降到 0.97 元和 1.23 元, 2009 年市盈率 18 倍。

需要注意的是, 2008 年 8 月, 煤气化控股 49.5% 的龙泉煤矿项目获得国家发改委核准。龙泉煤矿储量 8 亿吨, 设计生产能力为 500 万吨, 再加上对地方煤炭资源的整合, 未来煤气化新增产能有望达到 900 万吨。然而, 我们预计, 以上产能的释放可能要在 2010 年。

另外, 煤气化拟向不特定对象发行不超过 10 亿元公司债, 期限为 5-10 年, 募集资金拟用于优化公司债务结构和补充公司流动资金。

同时, 2008 年以来, 煤气化一直致力于寻找后续煤炭资源。

2008 年 2 月, 煤气化与山西灵石华苑煤业股东签订《股权转让协议》, 出资 1.84 亿元购买华苑煤业 70% 的股权。灵石华苑煤业煤质为焦煤、肥煤, 矿区面积 5.9033 平方公里, 井田内探明储量 2970 万吨, 保有储量 2928 万吨, 可采储量 1610.4 万吨; 其矿井生产能力 30 万吨/年。

由于山西省多数焦煤矿井产能都在 90 万吨以下, 资源需要整合, 我们预计, 山西省煤炭资源整合的大背景将使得煤气化获得千载难逢的后续资源补充机会。

2009 年 6 月 30 日, 煤气化董事会审议通过了关于收购山西蒲县安泰煤焦及山西蒲县洼里煤业全部或部分股权(资产)的决议, 标志着 2008 年以来的后续资源补充得以快速推进。

山西蒲县安泰煤焦井田面积为 5.363 平方公里, 可采煤层 2#、3#、10# 煤层, 储量为 1871 万吨。该矿生产能力为 60 万吨/年, 生产许可证能力为 30 万吨/年。

山西蒲县洼里煤业是由临汾市煤炭工业局批准的基建矿井, 设计能力 30 万吨/年。井田面积 1.8448 平方公里, 批准开采 2#、3#、10# 煤层, 储量为 1594 万吨, 目前正在建设中。

煤炭行业 2009 年下半年投资策略

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20%以上
	推荐	预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~20%
	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。