

供求偏紧将推动煤价上涨

研究结论

- 煤炭市场淡季不淡，显示实体经济复苏程度好于预期。9月份以来煤炭市场淡季不淡，且山西当地动力煤价格呈现普涨态势。需求分析显示，考虑到季节性需求回落，实体经济煤炭需求强劲，这意味着经济复苏程度好于预期。
- 矿难引发全国范围内安全整顿将紧缩煤炭供应。平顶山矿难处理规格之高表明未来安全治理政策将趋向更加严厉。而由矿难引发的全国范围内大规模停产整顿将紧缩煤炭供应，在供求基本平衡格局下，煤炭价格具有很强上涨动力。长期看，随着资源整合的逐步深入，煤炭集中度将会继续提高，产煤大省对产能的控制力将继续加强。
- 国际煤价触底反弹使得中国大规模进口难以持续。随着外围经济的逐步回暖以及美元贬值趋势的确立，加之冬季用煤高峰的即将到来，国际煤炭价格将呈上升趋势，中国煤炭进口继续增长空间有限，将对国内煤价形成有利支撑。
- 估值风险释放，投资价值显现。煤炭股目前平均 21.4 倍的 2009 年动态市盈率使得行业整体估值风险充分释放。考虑到供求偏紧导致煤价存在上涨预期，我们认为煤炭股存在较好投资机会，我们将煤炭行业评级由“中性”上调至“看好”。其中，建议重点关注成长性良好的焦煤龙头西山煤电（000983）、平煤股份（601666）、动力煤公司国投新集（601918）及具有估值优势的兰花科创（600123）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王 帅

煤炭行业首席分析师

8621-63325888 × 6068

wangshuai@orientsec.com.cn

投资评级

看好 中性 看淡（上调）

国家/地区

中国/A 股

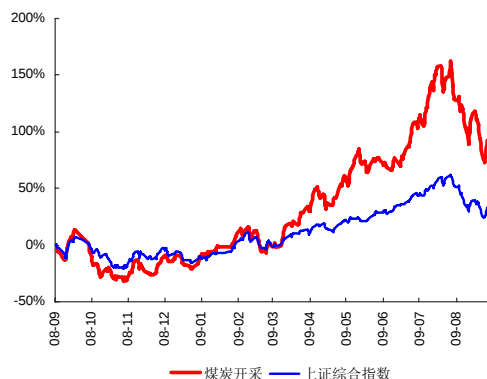
行业

煤炭

报告日期

2009 年 9 月 8 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-10	18	100
相对表现 (%)	-2	13	60

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EP(E)	10EPS(E)	股价	评级
西山煤电	1.34	1.18	1.74	30.74	买入
兰花科创	2.45	2.06	2.16	36.01	买入
平煤天安	1.91	1.45	2.07	28.09	买入
潞安环能	2.48	1.93	2.14	39.49	买入
国投新集	0.65	0.6	0.81	14.79	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所

相关研究报告

供应总体过剩，焦煤有望反转	2009/01/19
目前或是最差的时候	2008/12/03
超越周期性视角	2008/06/23
电煤临时干预不改长期上涨趋势	2008/06/20
煤炭价格强势表现符合预期	2008/03/11

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

煤炭市场淡季不淡，实体经济复苏或超预期

9 月份以来，全国动力煤市场供求总体平衡，局部地区价格略有上涨。山西各地区 9 月第一周动力煤价格呈现普涨态势，涨幅在 10-15 元/吨。其中，大同矿区 5800 大卡动力煤车板含税价 9 月 7 日为 501 元/吨，较 8 月底上涨 15 元/吨，涨幅为 3%，较年初下跌 6.4%，较去年同期下降 26%。与此同时，坑口价格总体保持平稳，其中，大同矿区 5700 大卡动力煤坑口价为 390 元/吨，与 8 月底持平。

9 月份第一周中转地价格保持平稳，秦皇岛港 6000 大卡大同优混港口离岸价为 595 元/吨，与前周持平，较年初下跌 5.9%，较去年同期下跌 36.7%。

电煤库存总体上升，9 月 7 日秦皇岛煤炭库存为 480.8 万吨，较 8 月底下降 2.7%；广州港煤炭库存为 229.6 万吨，较 8 月底增加 7.7 万吨，增长 3.3%；直供电厂 9 月 6 日电煤库存为 3005 万吨，较 8 月底增加 42 万吨，增长 1.4%。

总体看，9 月份以来的动力煤市场延续了今年以来的淡季不淡的特征，原因有两个方面。一是供应有所放缓，尽管山西近期加快了资源整合进度，但由于目前仍处攻坚阶段，整合矿井产能释放需要一段时间，而随着节日的临近，控制煤炭产量以确保安全仍是当地政府最佳选择。从山西 9 月以来的产量看，日产量在 135.6 万吨，较 8 月日均产量下降 5.7 万吨，降幅为 4%，较 7 月份日产量下降 12.9 万吨，降幅为 8.7%。此外，8 月份多个产煤大省产量环比 7 月份显著回落也表明，控制产量以避免安全事故的发生是多数产煤大省的主要做法，二平顶山矿难后，各地方政府或将继续加强产能控制力度。

需求方面，尽管进入淡季，但需求的淡季特征没有显现。从直供电厂日耗煤量来看，9 月 1 日-6 日，直供电厂日均耗煤量为 201.24 万吨，与 8 月份日均水平持平，考虑到季节性因素导致的需求下降，需求的坚挺或许意味着实体经济处于继续好转的态势，经济复苏程度或超出预期。对于未来一段时期煤价走势，考虑到安全治理整顿加强及产煤大省对产能很强的控制力，以及 10 月份全国进入动力煤消费旺季，全国动力煤市场有望总体偏紧，动力煤价格具有较强上涨动力，将为 2010 年电煤合同谈判营造非常有利的市场环境。

图 1：山西当地动力煤价格走势（车板含税价） 元/吨

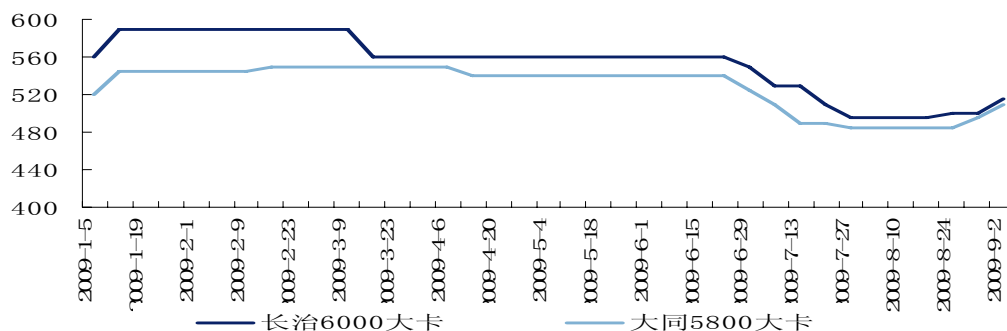
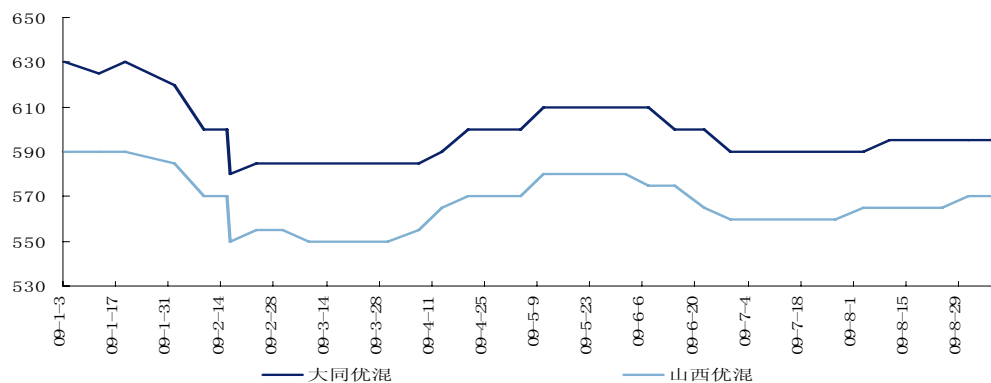
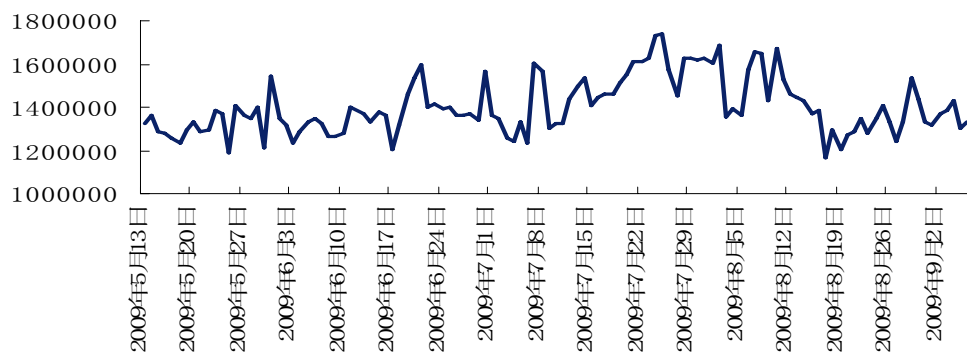


图 2：秦皇岛港煤价走势 元/吨



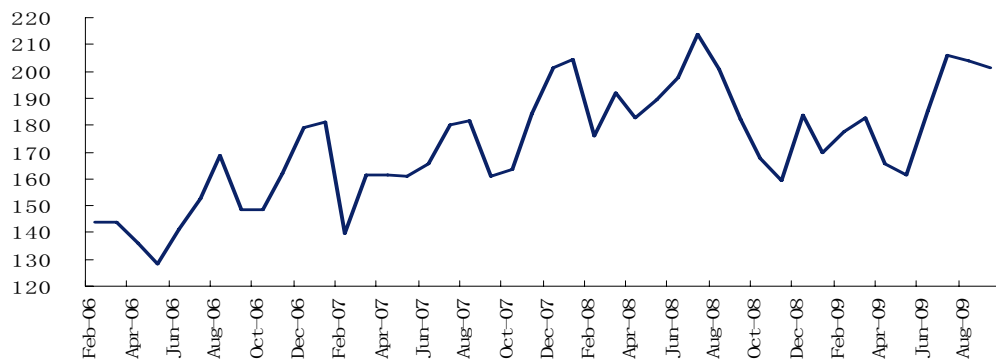
资料来源：东方证券研究所

图 3：山西商品煤日产量 吨



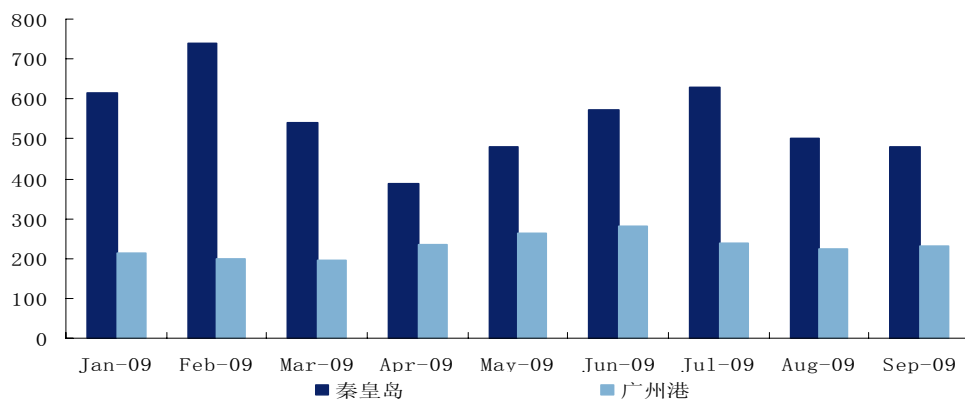
资料来源：东方证券研究所

图 4：直供电厂日耗煤情况 万吨



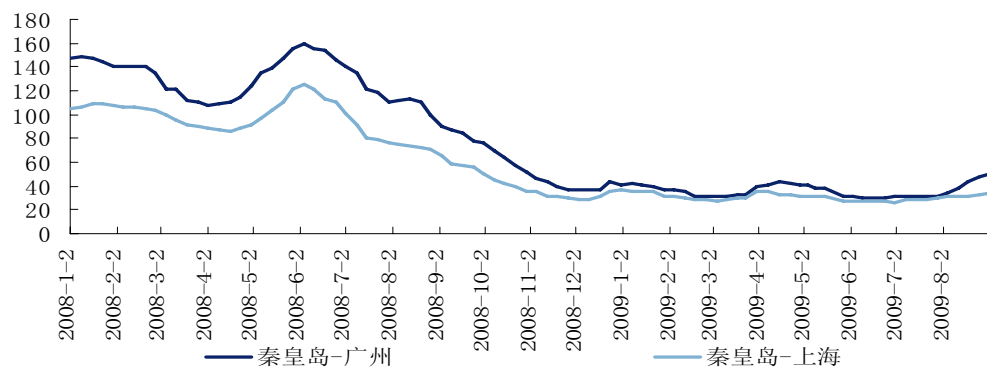
资料来源：东方证券研究所

图 5：秦皇岛港、广州港煤炭库存变化 万吨



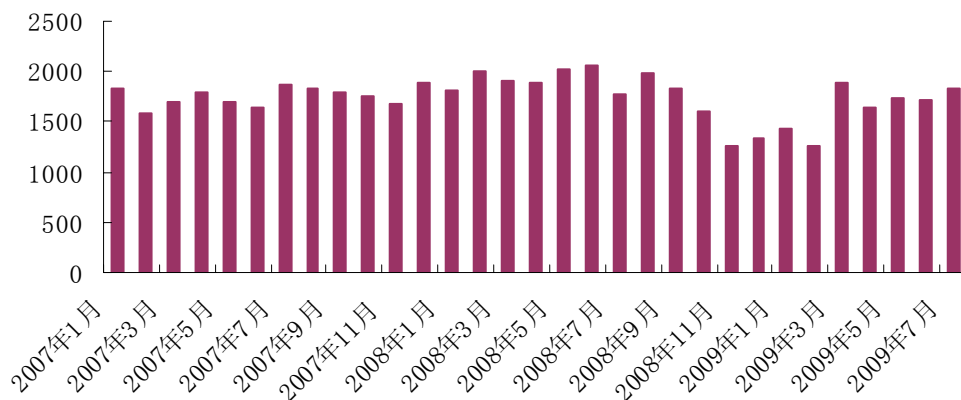
资料来源：东方证券研究所

图 6：国内煤炭海运费走势 元/吨



资料来源：东方证券研究所

图 7：秦皇岛煤炭发运量 万吨



资料来源：东方证券研究所

平顶山矿难引发停产整顿将紧缩煤炭供应

9月8日，河南平顶山新华四矿发生瓦斯爆炸事故，35人遇难，44人被困。该矿设计生产能力15万吨，属于未批复违规生产。从事故发生后政府处理方式看，国家安监总局发出事故抢救指导意见，胡锦涛主席和温家宝总理委派国务院副总理张德江赶赴现场指导救援和善后处理工作，事故处理规格远较以往同类事故高。可以看出，在节日前夕，政府对安全问题高度重视，也再次表明政府对煤矿安全事故的容忍度越来越低，这决定了未来政府对安全问题突出的小煤矿的政策将趋于更加严厉。

事故发生后，河南省要求全省30万吨及以下矿井，凡未经批准生产的一律停工整顿，发生矿难的平顶山市157个矿井则全部停产整顿。从河南产量看，全省乡镇煤矿2008年产量6642万吨，2009年1-7月份产量为2532万吨，其中，6、7月份产量分别为1117万吨和989万吨，而平顶山当地小煤矿总产量预计在2000万吨/年左右。如果平顶山当地煤矿全部停产的话，将会对当地及周边地区煤炭市场产生较大冲击。

值得指出的是，考虑到节日临近及平顶山矿难事故处理的高规格必将对全国其他产煤地区产生较强威慑效应，全国范围内的安全治理整顿或将大规模展开。与此同时，市场最为担忧的山西资源整合矿井产能的释放也将会继续推迟，从而减少煤炭供应压力。

从产量看，全国2008年乡镇煤矿产量9.9亿吨，今年1-7月份5亿吨，占全国产量比重分别为37%、32%，如果全国乡镇煤矿因此事件产能压缩10%以上，将减少全国煤炭供应3%以上，在当前供求基本平衡的背景下，煤炭价格具有很强上涨动力。

长期看，基于目前全国煤矿事故死亡人数依然较多，而小煤矿事故死亡率更是远高于行业平均水平。由于资源赋存条件、开采条件、人员配备等因素制约导致小煤矿安全事故具有很高的不可避免性，因此，在日趋严厉的安全治理政策下，未来小煤矿产能将会继续被压缩。在小煤矿产能被持续压缩的同时，随着全国范围内资源整合的深入，以省份为主体的煤炭集中度将继续提升，产能高度集中下的煤炭行业定价能力将进一步增强。

图 8: 全国煤矿死亡人数及死亡率 人；%

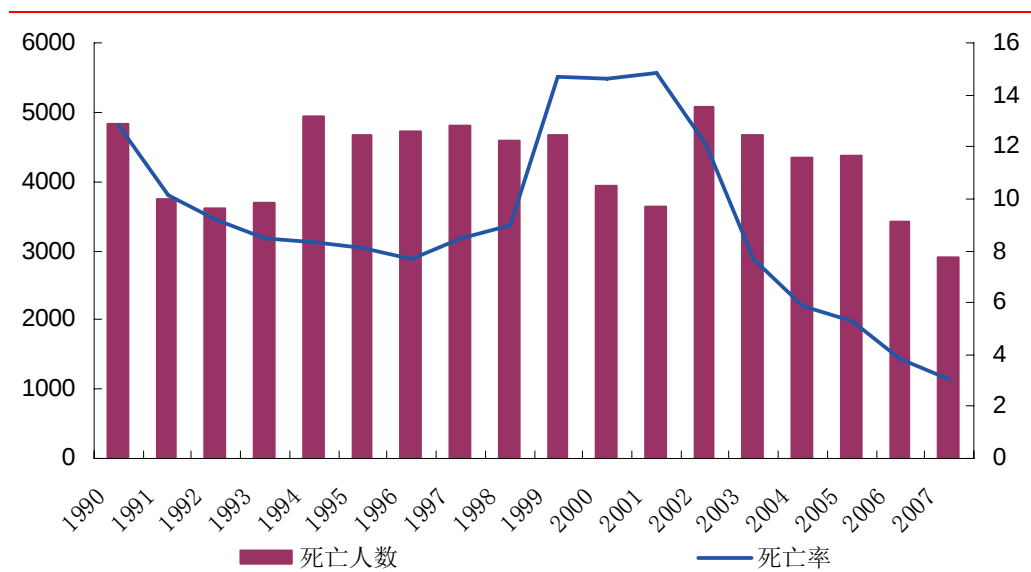


表 1：2009 年 1-7 月份全国乡镇煤矿产量情况 万吨

	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09
合 计	3181	4967	6061	7425	7833	10750	10383
河北省	4	3	114	6	106	2	212
山西省	153	221	313	423	899	1622	1308
内蒙区	1073	2242	1743	1769	2515	3806	2078
吉林省	13	50	99	90	61	142	119
黑龙江省	22	52	75	119	198	242	357
福建省	106	127	153	153	100	151	151
江西省	57	65	86	126	119	160	160
河南省	0	0	21	279	127	1117	989
湖北省	20	35	21	82	21	60	185
湖南省	220	221	390	390	390	358	358
四川省	272	263	353	375	478	487	445
重庆市	142	121	220	306	291	266	273
贵州省	382	443	878	895	857	1009	841
云南省	377	95	418	763	619	644	657
陕西省	21	761	623	793	827	52	1836
新疆区	178	162	360	360	250	315	267

表 2：历年全国乡镇煤矿产量情况 万吨

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
合 计	74227	79239	88309	95659	99399
河北省	1345	1155	2021	1378	1044
山西省	18237	19103	18425	20725	19111
内蒙区	8265	9494	11849	16637	23582
黑龙江省	2994	3187	3362	2945	2778
福建省	1039	1096	1321	1597	1669
江西省	909	964	1574	1493	1421
河南省	5962	4953	7994	7981	6642
湖南省	3609	3689	4220	4214	4101
四川省	6483	5941	6215	7420	5599
重庆市	1839	2073	2613	2927	2952
贵州省	7665	8314	9267	8222	9189
云南省	3886	5028	5739	5888	6889
陕西省	5136	6591	6237	6654	6786
新疆区	2021	2016	1791	2075	2289

表 3：全国各省区煤炭产量分布情况

	产量 万吨	增量 万吨	增速 %	产量占比 %	增量占比 %
山西省	65736	2565	4.06	24.2	13.3
内蒙区	46512	11726	33.71	17.1	60.9
河南省	20468	1612	8.55	7.5	8.4
陕西省	20002	2551	14.62	7.4	13.3
山东省	13454	-227	-1.66	5.0	-1.2
贵州省	11798	934	8.6	4.3	4.9
安徽省	11774	2404	25.66	4.3	12.5
黑龙江省	9676	-389	-3.87	3.6	-2.0
云南省	8657	619	7.7	3.2	3.2
河北省	8526	-137	-1.58	3.1	-0.7
四川省	7290	-411	-5.34	2.7	-2.1
辽宁省	5870	-93	-1.56	2.2	-0.5
新疆区	5815	1278	28.17	2.1	6.6
湖南省	5311	-110	-2.04	2.0	-0.6
宁夏区	4425	519	13.27	1.6	2.7
重庆市	4298	116	2.77	1.6	0.6
甘肃省	3740	-246	-6.17	1.4	-1.3
吉林省	3619	617	20.57	1.3	3.2
江苏省	3216	757	30.77	1.2	3.9
江西省	2510	-200	-7.37	0.9	-1.0
福建省	2167	81	3.9	0.8	0.4
青海省	1126	186	19.73	0.4	1.0
湖北省	953	-172	-15.29	0.4	-0.9
北京市	554	-99	-15.14	0.2	-0.5
广西区	473	-160	-25.28	0.2	-0.8
浙江省	13	1	10.18	0.0	0.0

资料来源：东方证券研究所

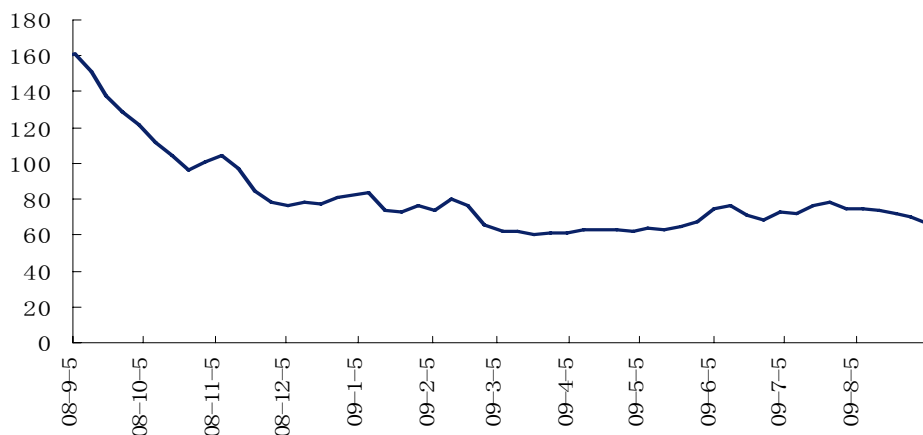
国际煤价有望触底反弹，高进口难以持续

受需求疲软及油价下行影响，9 月第一周国际煤价继续弱势运行。9 月 4 日，澳大利亚动力煤现货价 66.3 美元/吨，较 8 月底下跌 4.1 美元/吨，跌幅为 5.8%，较年初下跌 15.1 美元/吨，跌幅为 18.6%，较去年同期下跌 95 美元/吨，跌幅 59%。我们认为，随着外围经济的继续复苏以及 10 月份北半球动力煤消费旺季的到来，国际动力煤价格有望触底反弹。

从中国进出口看，中国 7 月份出口煤炭 124 万吨，继续处于较低水平，进口方面，虽然 7 月份进口有所回落，但当月仍高达 1388 万吨，同比增加 1049 万吨，增长 310%，环比 6 月份下降 219 万吨，降幅为 13.6%。考虑到国际动力煤价格有望触底反弹，未来中国继续大幅进口的局面将难以持续。

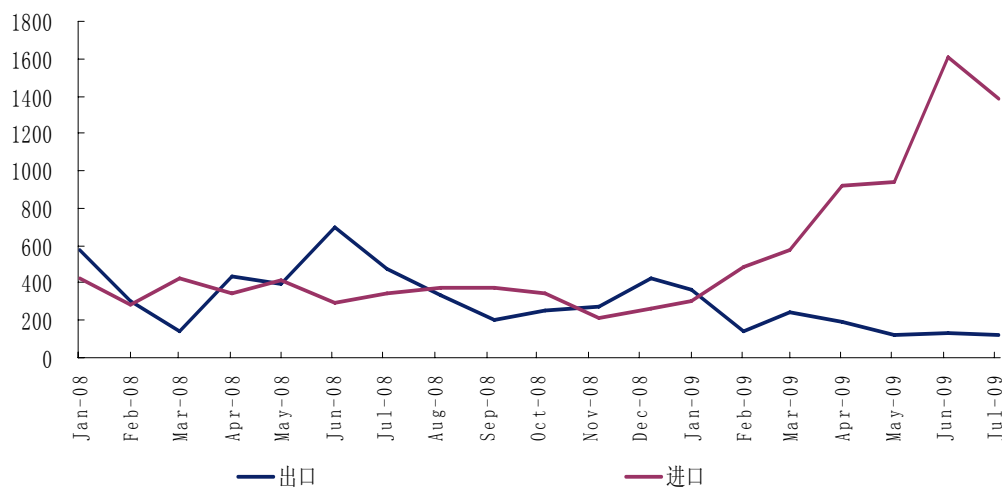
值得指出的是，分煤种看，冶金煤进口在 6、7 月份出现大幅上升态势，分别进口 463 万吨和 491 万吨，远高于 5 月份的 198 万吨。进口煤增加较快的主要原因在于国内焦煤价格高于国际焦煤，但随着进口的快速增加，目前国际焦煤价格已经与国内焦煤价格基本持平，预计未来焦煤进口将会下降，对国内煤价形成支撑。

图 9：澳大利亚动力煤现货价格 美元/吨

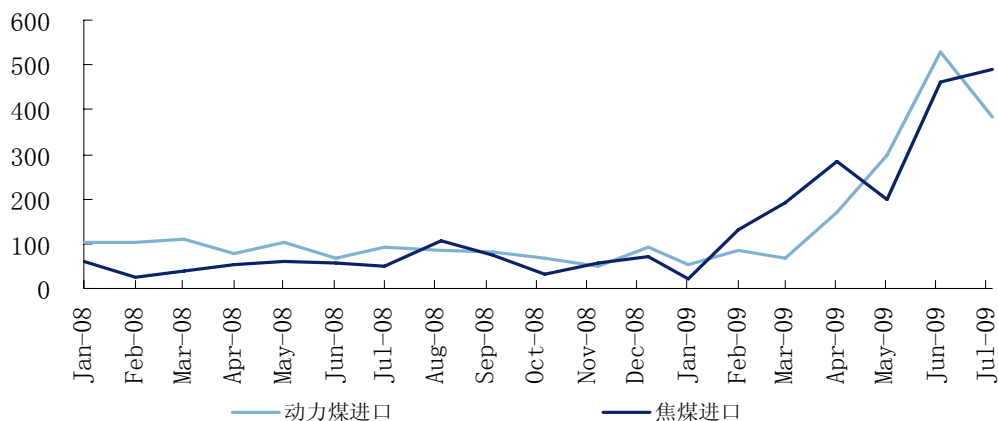


资料来源：东方证券研究所

图 10：中国煤炭进出口情况 万吨



资料来源：东方证券研究所

图 11：中国分煤种进口情况 万吨


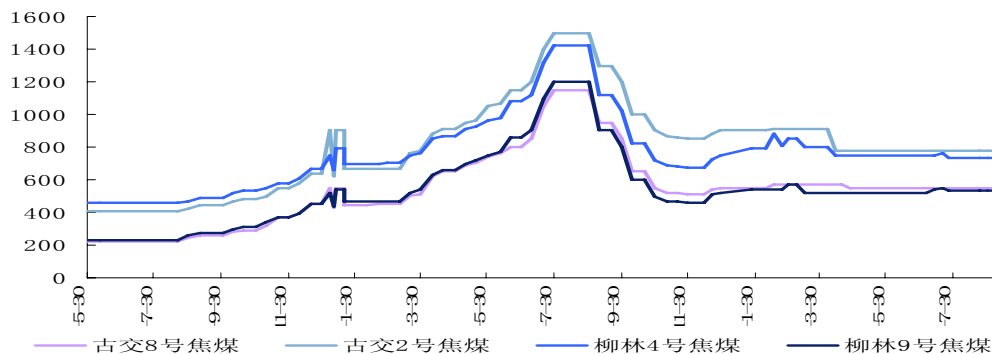
资料来源：东方证券研究所

供应紧缩或将支撑焦煤价格

9 月份以来焦煤供求总体平衡，价格高位运行。9 月第一周山西当地古交 2 号焦煤车板含税价为 1260 元/吨，与上周持平，较年初上涨 80 元/吨，涨幅为 6.8%，山西其他地区焦煤价格总体保持平稳运行态势。

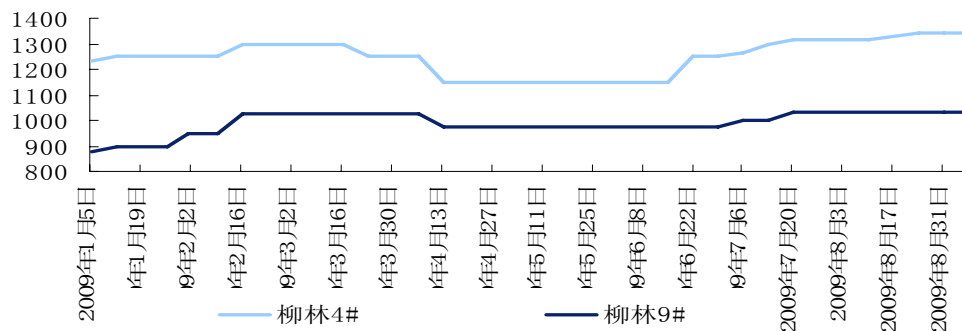
尽管焦煤价格总体较为强势，但存在一定下调压力，因为焦煤价格与钢价的历史比较显示，焦煤价格调整后钢价 2 个月左右，在钢价 8 月份以来持续大幅回落的情况下，焦炭价格近期已经开始回调，预计未来一段时期将会传导至焦煤。但同时值得指出的是，平顶山矿难导致的安全整顿将紧缩焦煤供应，同时焦煤进口也将下滑，加之目前钢价经历前期暴跌后也有望企稳反弹，我们预计焦煤价格下调空间将会有限。从价格水平看，目前焦煤价格仅较去年 11 月份供应压力最大时高 15% 左右，基于安全整顿及经济复苏，未来一段时期供应虽有压力，但供求情况要远好于去年 11 月份。

上市公司方面，尽管考虑到上市公司价格调整普遍滞后于市场，但如果焦煤市场价格得到支撑，上市公司有可能不会下调焦煤价格，相关焦煤公司下半年业绩将因此得到保证。

图 12：山西古交、柳林炼焦煤原煤坑口价格 元/吨


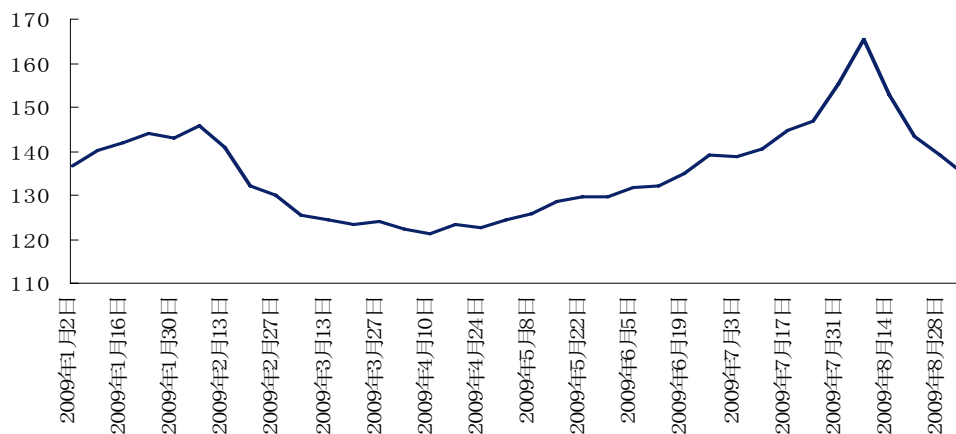
资料来源：东方证券研究所

图 13：山西焦精煤车板含税价格 元/吨



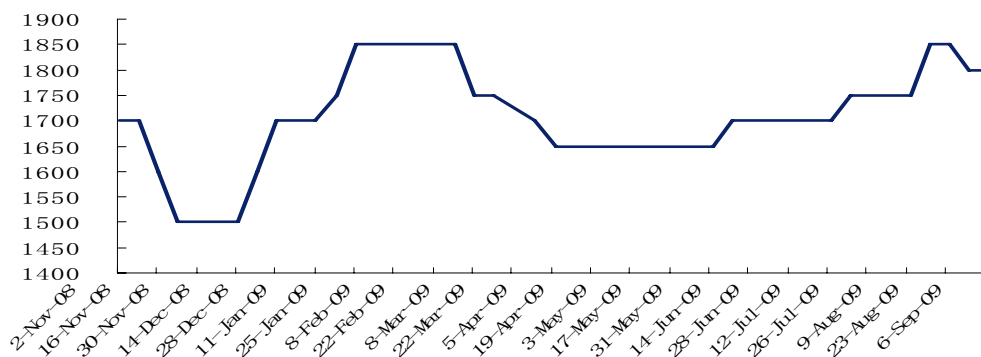
资料来源：东方证券研究所

图 14：钢材价格指数走势



资料来源：东方证券研究所

图 15：山西太原一级冶金焦价格走势 元/吨



资料来源：东方证券研究所

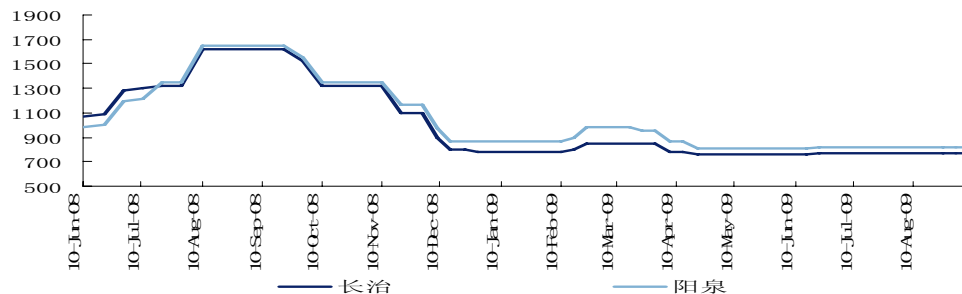
表 4：冶金行业煤炭消耗量 万吨

	本月			累计		
	本期	去年同期	同比增长%	本期	去年同期	同比增长%
Feb-08	3679	3342	10.1	7412	6908	7.3
Mar-08	4070	3741	8.8	11545	10729	7.6
Apr-08	4044	3707	9.1	15612	14416	8.3
May-08	4218	3898	8.2	19894	18403	8.1
Jun-08	4252	3978	6.9	24149	22381	7.9
Jul-08	4114	3921	4.9	28316	26316	7.6
Aug-08	3924	3984	-1.5	32254	30285	6.5
Sep-08	3680	3919	-6.1	35940	34196	5.1
Oct-08	3345	4020	-16.8	39149	38195	2.5
Nov-08	3285	3920	-16.2	42546	42125	1
Dec-08	3550	3919	-9.4	46126	46219	-0.2
Jan-09	3792	3808	-0.4	3792	3808	-0.4
Feb-09	3878	3587	8.1	7669	7396	3.7
Mar-09	4235	4076	3.9	11993	11499	4.3
Apr-09	4080	4064	0.4	16051	15553	3.2
May-09	4452	4200	6	20568	19739	4.2
Jun-09	4658	4188	11.2	25226	24026	5.6
Jul-09	4753	4148	14.6	30262	28222	7.2

资料来源：东方证券研究所

喷吹煤价格相对平稳

自 4 月份跟随钢价下调以来，喷吹煤价格走势较为平稳，且前期也未跟随钢价和焦炭价格进行上调，显示供求总体宽松。9 月 7 日，山西阳泉地区无烟喷吹煤车板价格为 820 元/吨，较年初下跌 59 元/吨，跌幅为 5.7%，长治、晋城等地区无烟煤走势与阳泉地区基本相同。由于喷吹煤价格总体保持在低位，因此未来下调压力相对较小，相关公司下半年业绩相对稳定。

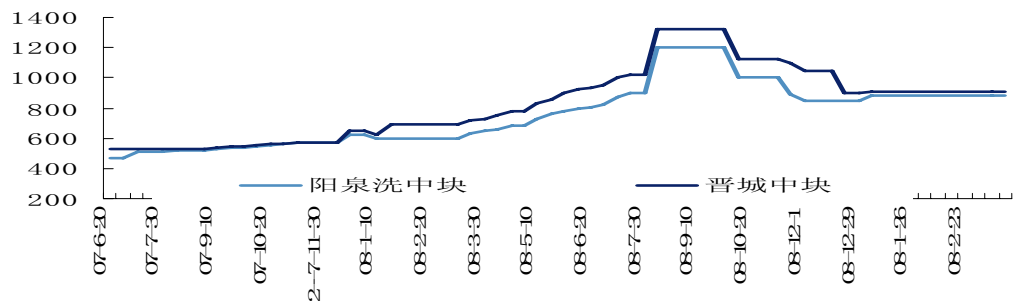
图 16：山西喷吹煤价格走势 元/吨


资料来源：东方证券研究所

无烟煤价格有望保持平稳

无烟煤价格自今年第二季以来一直弱于动力煤和焦煤，但 8 月份以来呈现企稳迹象。9 月 7 日，阳泉地区无烟洗中块价格为 950 元/吨，处于年内最低价位，较年初下跌 100 元/吨，跌幅为 9.5%，较去年同期下降 510 元/吨，跌幅为 51%。无烟煤走势总体较弱的主要原因在于下游尿素行业景气持续低迷，考虑到未来一段时尿素有望进入消费旺季，预计会对无烟煤价格形成一定支撑。

图 17：山西无烟煤价格走势（坑口价） 元/吨



资料来源：东方证券研究所

表 5：化肥行业煤炭消耗量 万吨

	本月				累计			
	本期	去年同期	同比增长	%	本期	去年同期	同比增长	%
Feb-08	733	736	-0.5		1474	1493	-1.3	
Mar-08	793	768	3.3		2252	2226	1.2	
Apr-08	811	789	2.7		3096	3009	2.9	
May-08	781	765	2		3878	3894	-0.4	
Jun-08	829	803	3.3		4725	4387	7.7	
Jul-08	781	751	4		5460	5286	3.3	
Aug-08	740	714	3.6		6188	5996	3.2	
Sep-08	736	719	2.4		6924	7109	-2.6	
Oct-08	722	812	-11.1		7620	7597	0.3	
Nov-08	647	765	-15.5		8272	8364	-1.1	
Dec-08	715	811	-11.9		8991	9165	-1.9	
Feb-09	693	683	1.5		1359	1375	-1.2	
Mar-09	814	793	2.6		2186	2190	-0.2	
Apr-09	821	796	3.2		3025	2998	0.9	
May-09	810	763	6.1		3831	3767	1.7	
Jun-09	778	796	-2.2		4588	4556	0.7	
Jul-09	780	757	3		5362	5309	1	

资料来源：东方证券研究所

行业投资策略：估值风险释放，投资价值显现

经历前期大幅调整之后，目前煤炭股平均 21.4 倍的 2009 年动态市盈率使得行业整体估值风险充分释放。考虑到供求偏紧导致煤价存在上涨预期，我们认为煤炭股存在较好投资机会，我们将行业评级由“中性”上调至“看好”。公司方面，建议重点关注成长性良好的焦煤龙头西山煤电（000983）、平煤股份（601666）、动力煤公司国投新集（601918）及具有估值优势的兰花科创（600123）等。

表 6：煤炭公司业绩预测及估值

	评级	股价（09/09/07）	2008A	2009 E	2010E	2008P/E	2009P/E	2010P/E
西山煤电	买入	30.74	1.34	1.18	1.74	22.9	26.1	17.7
兰花科创	买入	36.01	2.45	2.06	2.16	14.7	17.5	16.7
平煤股份	买入	28.09	1.91	1.45	2.07	14.7	19.4	13.6
潞安环能	买入	39.49	2.48	1.93	2.14	15.9	20.5	18.5
国投新集	买入	14.79	0.65	0.6	0.81	22.8	24.7	18.3
中国神华	买入	31.41	1.34	1.56	1.65	23.4	20.1	19.0
中煤能源	增持	12.09	0.51	0.55	0.63	23.7	22.0	19.2
国阳新能	增持	38.47	1.48	1.76	1.92	26.0	21.9	20.0
开滦股份	增持	22.97	0.73	0.82	1.17	31.5	28.0	19.6
金牛能源	增持	32.04	2.64	1.65	1.83	12.1	19.4	17.5
大同煤业	增持	34.14	2.4	1.66	1.91	14.2	20.6	17.9
上海能源	增持	20.34	1.52	1.03	1.18	13.4	19.7	17.2
兖州煤业	增持	16.52	1.48	0.8	0.92	11.2	20.7	18.0
神火股份	增持	24.3	1.44	1.25	1.58	16.9	19.4	15.4
平均						18.82	21.42	17.75

分析师承诺

王帅：煤炭行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn