

看好动力煤企业 期待新的催化剂

推荐（维持）

季度投资策略

煤炭行业研究

2009 年 9 月 29 日

投资要点:

- **四季度煤炭供需总体平稳。**我们预计四季度除火电行业外，钢铁、水泥、合成氨的单月产量保持平稳。国庆节后小煤矿复产将使煤炭供给温和增长，但是对市场冲击不大。综合分析，四季度煤炭供需总体平稳。
- **四季度电煤价格还有上涨空间。**受到工业需求提振和 10 月底启动的冬储煤行情双重作用，我们看好四季度电煤需求。短期内秦皇岛港煤炭库存处于相对低位，后期将随着冬储煤时期的到来，出现补库存的行情。我们认为四季度电煤价格还有上涨空间。
- **短期内焦煤价格下跌空间有限，再次上涨亦难。**受到钢材、焦炭等下游行业产品价格走低、钢材库存高企的影响，焦煤价格有向下调整的压力。但是考虑到优质焦煤资源有限，随着全球经济的复苏国际钢铁行业将走出谷底，对焦煤需求增加，中期内焦煤需求有支撑。因此虽然短期内焦煤价格下跌空间有限，再次上涨亦难，中期内仍将维持升势。
- **四季度我们坚持顺势而为的投资策略，相对看好受冬季用煤高峰期提振的动力煤子行业，以及有资产注入预期、受益中部崛起的煤炭企业。**
- **期待新的行业催化剂。**在煤炭市场运行预期平稳的情况下，煤炭股的走势需要借助外力来打破平衡。四季度处于的政策和市场敏感期，我们期待煤炭行业有新的催化剂出现。具体包括国际大宗商品价格上涨、2009 年合同煤价格的日渐明朗、煤电联动再次启动、资产注入预期、煤炭资源价格改革、国际钢厂复产速度加快等。

存在风险:

- 国际原油价格波动风险；宏观经济复苏进程低于预期；小煤矿复产超预期风险；资源税出台风险。

综合评价及评级调整:

- 维持煤炭行业“推荐”评级。建议关注国投新集、大同煤业、国阳新能、西山煤电；同时炼焦煤区域龙头盘江股份、平煤股份值得中期关注。

分析师

李晶

Tel.: 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

王晓艳

Tel.: 010-59355907

Email: wangxiaoy@chinans.com.cn

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

《2009 年下半年煤炭行业投资策略：通胀+复苏双重支撑 煤炭牛市还可持续》，2009 年 7 月 3 日

《2009 年煤炭行业投资策略：煤炭行业继续寻底 现金为王突出防御》，2008 年 12 月 4 日

目 录

一、四季度火电发电量环比增加	4
二、四季度钢材产量预计冲高回落	4
三、四季度水泥、合成氨产量增速维持现有水平	5
四、整合煤矿复产将低于预期，四季度煤炭供给温和增长	6
五、动力煤价格还有上涨空间	7
（一）当前港口煤炭库存处于低位，为动力煤价格提供支撑	7
（二）冬储煤和冬季取暖用煤高峰期来临，煤价获得上涨动力	7
六、炼焦煤价格维持盘整态势	7
七、四季度煤炭行业投资策略：看好动力煤企业，期待新的行业催化剂	8
（一）看好需求旺盛有煤炭价格上涨预期的动力煤企业，尤其是业绩可能超预期的企业	8
（二）关注具有资产注入预期、具有估值优势企业的中期投资机会	9
（三）关注受益中部崛起的相关煤炭股	9
（四）期待新的行业催化剂	9
（五）风险提示	9
八、重点股票推荐	9
（一）大同煤业（601001）：量价齐涨+资产注入预期	9
（二）国阳新能（600348）：合同煤价格上涨+资产注入预期	9
（三）西山煤电（000983）：可持续发展和成长性突出	10
（四）国投新集（601918）：受益区域经济发展 业绩有望超预期	10

插图目录

图 1 2005-2009 年各月火电发电量走势	4
图 2 2005-2009 年各月火电发电量环比增速（%）呈现明显的季节性波动特征	4
图 3 宏观经济景气先行指数向好	4
图 4 PMI 指数连续 5 个月在 50 以上	4
图 5 2009 年各月生铁、粗钢、钢材产量逐月增加	5
图 6 2009 年各月生铁、粗钢、钢材产量增速加快	5
图 7 2009 年各月北京地区钢材价格走势	5
图 8 2009 年 6、7 月份全社会钢材库存增加	5

图 9 2009 年 8 月份以来热轧板、冷轧板、中板卷库存增加.....	5
图 10 2009 年 8 月份以来螺纹钢、线材库存增加.....	5
图 11 2009 年水泥产量预计增长 15%.....	6
图 12 2009 年合成氨产量预计增长 2%.....	6
图 13 2009 年煤炭及下游四大行业产量增速走势预测.....	6
图 14 秦皇岛港煤炭库存及大同优混平仓价走势.....	7
图 15 2009 年秦皇岛港大同优混煤平仓价周涨幅.....	7
图 16 2009 年 4 月份以来钢材焦炭焦煤价格走势.....	8
图 17 煤炭行业历史市盈率走势（TTM，整体法）.....	8
图 18 煤炭行业市盈率相对大盘溢价率.....	8
图 19 国阳新能货币资金占比居行业第二位.....	10

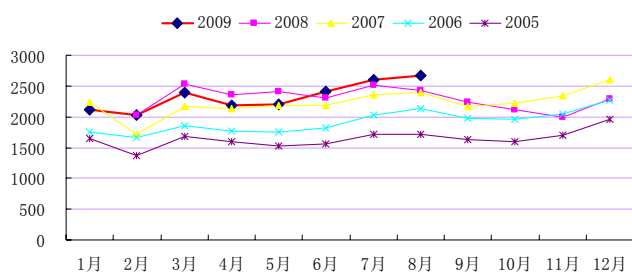
表格目录

表 1 重点上市公司盈利预测（根据 9 月 28 日收盘价计算）.....	11
---------------------------------------	----

一、四季度火电发电量环比增加

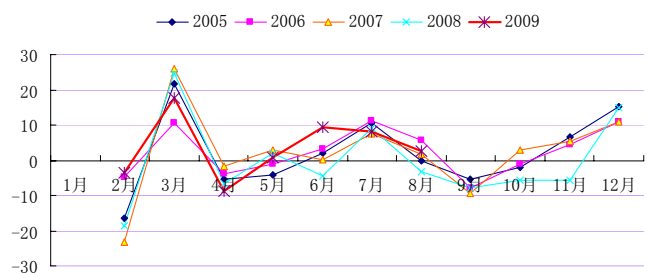
往年各月火电发电量的数据统计显示，每年的3月份、7-8月份、11-12月份发电量明显高于其它月份，除去3月份受春节后工业生产启动的影响外，其它两个时间段分别处于夏季和冬季用电高峰期，这说明火电发电量季节性波动特征显著。2009年四季度受到冬季用电高峰期和工业生产复苏的双重因素推动，单月火电发电量将继续增加，电煤需求看好。2009年8月份火电单月发电量为2671.66亿千瓦时，累计发电量18748.58亿千瓦时，同比分别增长10.47%、-1.54%。考虑到2008年四季度全球金融危机开始，发电量一路走低造成同比基数较小，预计2009年9月份火电累计发电量同比将实现正增长，预计全年火电发电量同比增幅将达到6%。

图1 2005-2009年各月火电发电量走势



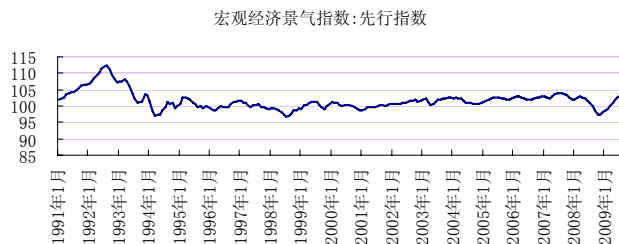
数据来源：wind

图2 2005-2009年各月火电发电量环比增速（%）呈现明显的季节性波动特征



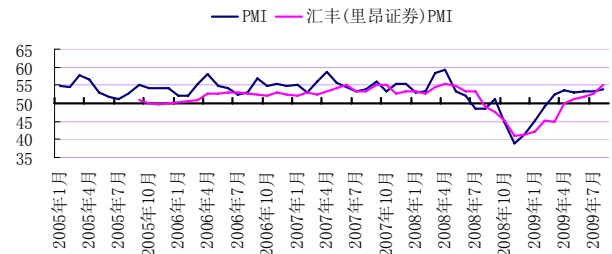
数据来源：wind 民族证券研发中心

图3 宏观经济景气先行指数向好



数据来源：wind

图4 PMI指数连续5个月在50以上

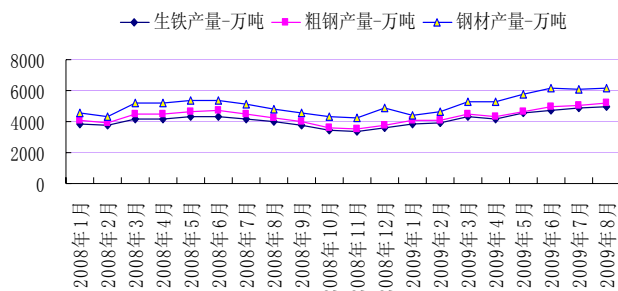


数据来源：wind

二、四季度钢材产量预计冲高回落

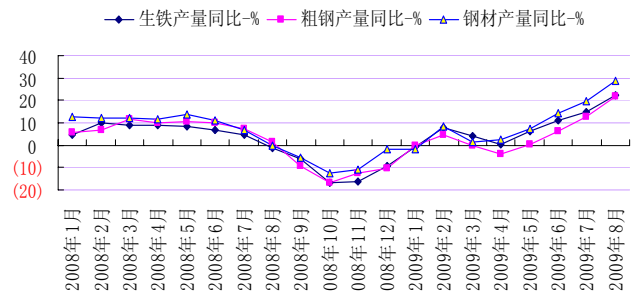
2009年5月份以来，在不断上涨的钢材价格带动下，各大钢厂生产动力强劲，全国生铁、粗钢和钢材单月产量不断创出历史新高，8月份生铁产量同比增速达到22.5%。8月份以来钢材价格高位回落，截止9月下旬钢材价格触及盈亏边缘，同时全社会钢材库存高企，后期钢厂限产保价动力增强，预计四季度钢材市场将经历去库存的过程，生铁及钢材产量将冲高回落。预计全年生铁产量在5.4亿吨左右，增速将在15%左右。

图 5 2009 年各月生铁、粗钢、钢材产量逐月增加



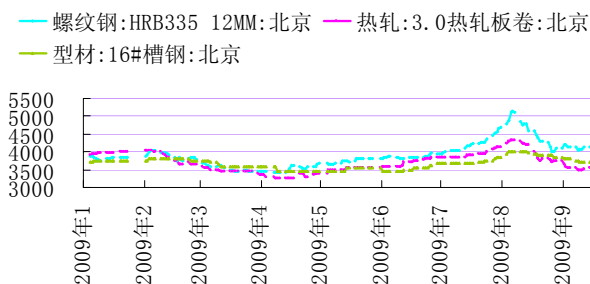
数据来源: wind

图 6 2009 年各月生铁、粗钢、钢材产量增速加快



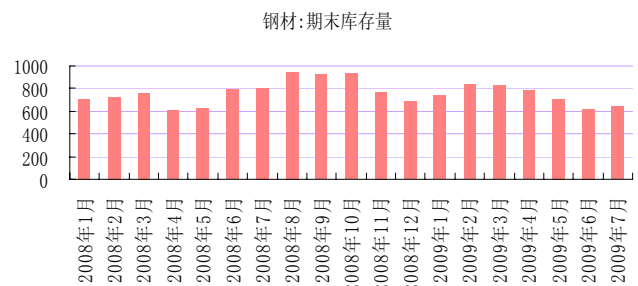
数据来源: wind

图 7 2009 年下半年北京地区钢材价格冲高回落



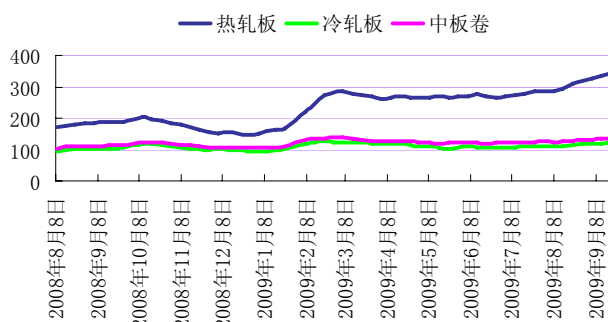
数据来源: wind

图 8 2009 年 6、7 月份全社会钢材库存增加



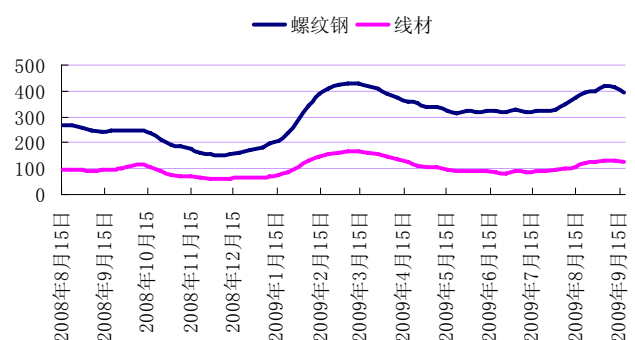
数据来源: wind

图 9 2009 年 8 月份以来热轧板、冷轧板、中板卷库存增加



数据来源: wind

图 10 2009 年 8 月份以来螺纹钢、线材库存



数据来源: wind

三、四季度水泥、合成氨产量增速预计维持现有水平

根据水泥和合成氨行业发展情况，我们预计四季度这两个行业的产品产量仍将维持平稳增长，其中水泥全年产量将达到 16 亿吨，同比增速约 15%，合成氨全年产量预计超过 5000 万吨，同比增长约 2%。总体来看，2009 年四季度煤炭下游行业平稳发展，煤炭需求持续增长。

图 11 2009 年水泥产量预计增长 15%

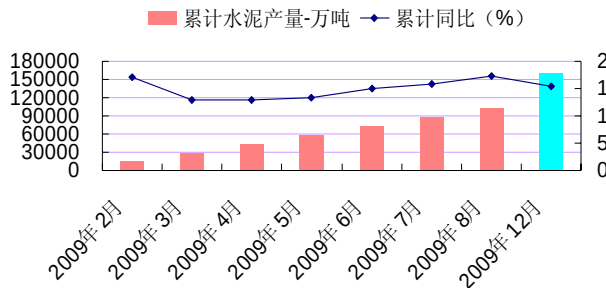
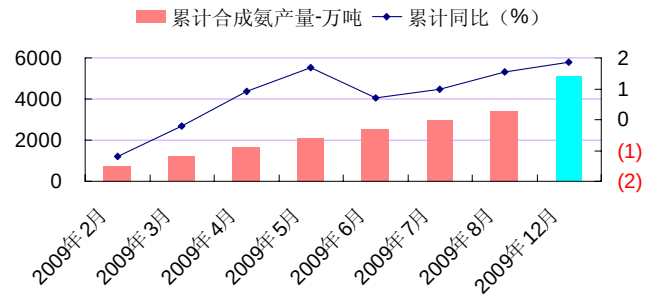


图 12 2009 年合成氨产量预计增长 2%

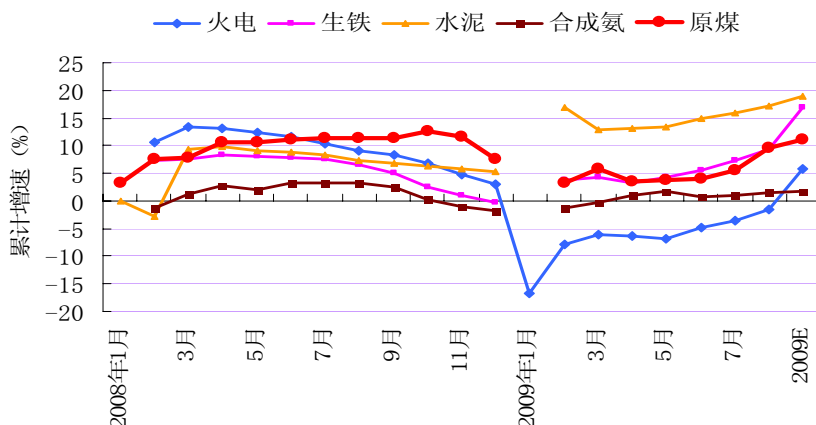


数据来源: wind

数据来源: wind

四、整合煤矿复产将低于预期，四季度煤炭供给温和增长

图 13 2009 年煤炭及下游四大行业产量增速走势预测



数据来源: wind 民族证券研发中心

四季度影响煤炭生产的主要因素是国庆节后小煤矿的复产冲击，我们认为对市场影响不大。被整合煤矿的复产至少要满足以下条件：1、整合手续完备，复产煤矿证照齐全；2、小煤矿开采条件较好，复合安全生产条件要求；3、煤炭需求旺盛，企业复产动力充足。目前看来，许多小煤矿的历史遗留问题还尚待解决；整合主客体之间的相关手续还有待完备；诸多小煤矿安全生产条件差，需要进一步投入资金进行技改和安全整顿；煤炭市场需求预计平稳增长，煤炭价格大幅上涨的可能性不大，因此复产的动力依然不足。

另外，整顿关闭不符合要求的小煤矿，是山西省政府下大力解决煤矿安全生产问题、提高国家对煤炭行业控制力的中长期战略举措，宁愿付出地方经济负增长的代价，因此没有走回头路的可能。9 月中旬中央政府下发文件《中央财政整顿关闭小煤矿专项资金管理办法》，对小煤矿整顿关闭工作给予专项资金支持，这将在一定

程度上缓解由于关闭小煤矿带来的地方财政压力。

大型煤炭企业作为资源整合的主体，和煤矿安全生产的直接责任人，将对整合的煤矿进行统一规划，加大前期投入，在保证安全的情况下边技改边生产，因此能够释放的有效产能十分有限。

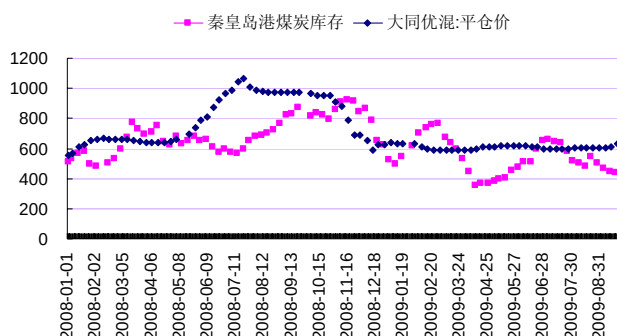
综合分析，我们认为四季度煤炭生产温和增长，国庆节后小煤矿复产的冲击有限，对煤炭价格的压力不大。我们预计 2009 年全年原煤产量将达到 29 亿吨，同比增速约 11%。

五、动力煤价格还有上涨空间

（一）当前港口煤炭库存处于低位，为动力煤价格提供支撑

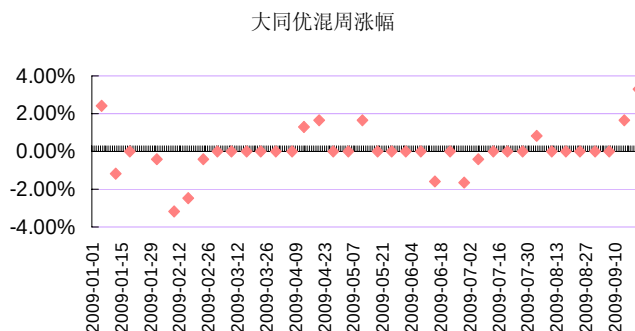
秦皇岛港作为煤炭行业运行的风向标，其数据具有重要的意义。从长期数据走势来看，港口库存走低对煤炭价格有重要的支撑作用。近期，秦皇岛港煤炭库存缓步下降，9 月 19 日秦港煤炭库存为 441 万吨，接近 4 月份的年内最低点，后期存在补库存的要求，这为煤价的继续上行提供有力支撑。

图 14 秦皇岛港煤炭库存及大同优混平仓价走势



数据来源：wind

图 15 2009 年秦皇岛港大同优混煤平仓价周涨幅



数据来源：wind

（二）冬储煤和冬季取暖用煤高峰期来临，煤价获得上涨动力

近期秦皇岛港动力煤平仓价显著上涨。9 月 21 日大同优混（发热量 6000 大卡/千克）平仓价达到 633 元，单周涨幅为 3.3%，达到年内最高水平。随着四季度冬储煤及冬季取暖用煤高峰期的来临，预计秦皇岛港煤炭交易活跃，库存与交易价格将在同步提升中趋于动态平衡。

六、炼焦煤价格维持盘整态势

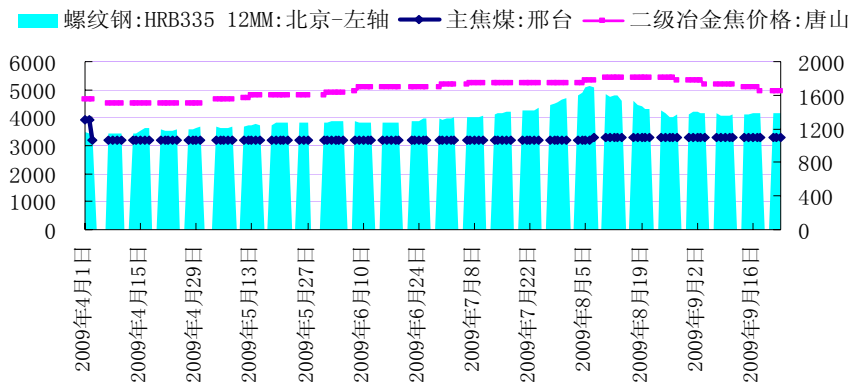
8 月初以来，钢材价格大幅跳水。其中，北京地区 12mm 螺纹钢、热卷板、16#槽钢的价格分别由 8 月初的 5150、4330、4000 元/吨回调至 9 月 23 日的 4180、3500、3600 元/吨，降幅分别为 19%、19%、10%。

受到钢材价格跳水影响，焦炭价格短期内连续回调。8 月 5 日山西省焦化行业协会发布关于 8 月份焦炭价格的指导意见，将二级冶金焦出厂价格由 1710 元/吨上调至 1880 元/吨，8 月 25 日发布补充意见回调 20 元至 1860 元/吨，9 月 3 日发布关于 9 月份焦炭价格的指导意见，又下调 80 元至 1780 元/吨，9 月 18 日发布补充通知，再次下调 80 元至 1700 元/吨。伴随焦炭价格下调的是限产幅度的提升，由 8 月份限产 30%提升至 60%-70%。

上游焦煤价格经过 8 月份的上调后，一直承受着较大的市场压力，9 月底山西焦煤主产地的焦煤价格也出现小幅回调。

经过近两个月的大幅下跌，当前部分钢材品种的价格已经接近成本线。我们认为，短期内钢材市场将进入去库存阶段，预计钢材价格仍将维持弱市盘整，继续下跌空间有限，同时再次恢复强势上涨的可能性较小。受此影响预计四季度焦煤价格总体维持稳定，再次提价难度较大。

图 16 2009 年 4 月份以来钢材焦炭焦煤价格走势



数据来源：wind 民族证券研发中心

七、四季度煤炭行业投资策略：看好动力煤企业，期待新的行业催化剂

我们认为四季度煤炭行业运行总体平稳，在宏观经济持续较快发展的大背景下，煤炭需求将继续稳定增长，煤炭价格波动幅度较小，企业业绩有保证。

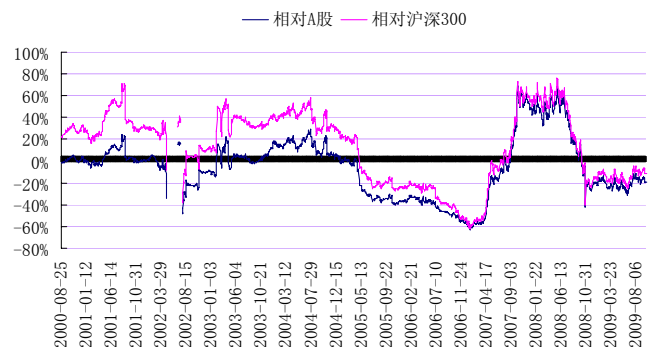
目前煤炭行业估值合理。当前煤炭行业市盈率为 20 倍，相对于行业历史平均估值水平 30 倍低 35%，处于历史相对低位，与同期全部 A 股和沪深 300 的市盈率 24 倍、22 倍相比，煤炭行业的估值折价率分别为 19%、11%。综合分析煤炭行业估值处于合理区域。随着煤炭板块的调整，估值优势将进一步显现。

图 17 煤炭行业历史市盈率走势（TTM，整体法）



数据来源：wind

图 18 煤炭行业市盈率相对大盘溢价率



数据来源：wind

综合行业发展趋势与估值水平，我们维持煤炭行业“推荐”评级。具体投资思路如下：

（一）看好需求旺盛有煤炭价格上涨预期的动力煤企业，尤其是业绩可能超预期的企业

建议重点关注那些以合同煤销售为主的国有大型动力煤企业，如大同煤业、国投新集、国阳新能、中国神华、中煤能源等。我们认为国投新集（601918）业绩超预期的可能性较大。由于 2009 年上半年公司合同煤价格还未全部确定，因此在 2009 年中期业绩中公司采取保守策略测算收入，导致 09 年中期业绩大大低于预期。2009 年合同煤价格上涨已成定局，给公司带来的收入增加将在年底的业绩中有所体现。

（二）关注具有资产注入预期、具有估值优势企业的中期投资机会

在大盘持续调整过程中，资产注入预期明确的煤炭企业，其中期投资机会将显现，如大同煤业、国阳新能、潞安环能、开滦股份等。另外，估值优势突出的企业，其安全边际较高，如国投新集、潞安环能、兰花科创。

（三）关注受益中部崛起的相关煤炭股

9 月 23 日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《促进中部地区崛起规划》。在山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南六省在内的中部地区，未来将巩固和提升重要能源原材料基地地位，建设现代化装备制造业及高技术产业基地，优化交通资源配置，形成沿长江、陇海、京广和京九“两横两纵”经济带等。中部地区崛起规划，将在能源基地建设、能源需求提振、交通运输网络优化等方面，拓宽相关煤炭企业的发展空间。建议关注安徽、河南、山西地区的优质煤炭企业。

（四）期待新的行业催化剂

在煤炭行业运行总体平稳的预期下，煤炭股的走势需要借助外力来打破平衡。临近年底的政策和市场敏感期，我们期待新的行业催化剂出现，具体包括：1、国际大宗商品价格大幅升温；2、合同煤市场化改革靴子落地、及煤电联动再次启动等措施出台；3、小煤矿兼并重组落到实处，企业未来生产规模大幅提升预期进一步明确；4、国际钢厂复产加速，国际焦煤需求复苏等。其中，合同煤价格的确定，将给市场带来新的生机。

（五）风险提示

四季度煤炭行业的投资风险来自国际油价回落、小煤矿超预期大规模复产、钢材价格持续低迷、煤炭资源税出台等因素。

八、重点股票推荐

（一）大同煤业（601001）：量价齐涨+资产注入预期

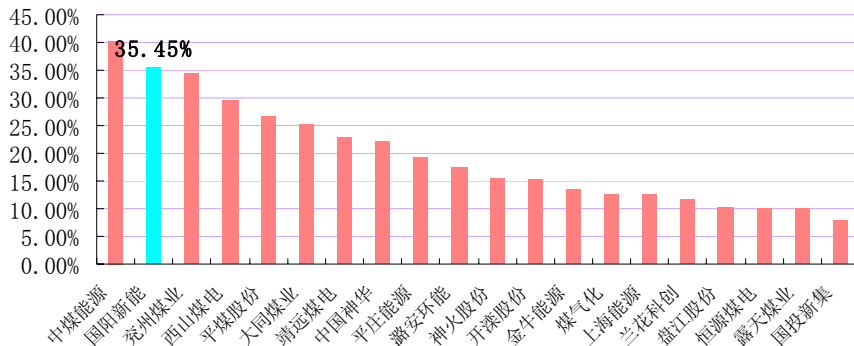
公司是动力煤龙头企业，煤炭产销量增长的主要来源是塔山矿、内蒙华富召富煤矿、整合山西地区小煤矿、收购大股东燕子山矿。2009 年公司控股子公司塔山煤矿达产，贡献产能 1500 万吨，2010 年内蒙古华富、召富煤矿有望达产，同时公司收购大股东资产预期渐强，加上整合地区煤矿产能的陆续释放，公司未来销售规模增长可期。另外，公司合同煤价格未来存在上涨预期，公司盈利进入上行通道。我们维持公司“推荐”评级。

（二）国阳新能（600348）：合同煤价格上涨+资产注入预期

公司是国内重要的无烟煤生产企业，公司突出的发展优势是：1、电煤主要以合同煤形式销售，价格和销量相对稳定，未来将受益于合同煤价格市场化改革带来的价格提升预期。2、资产注入预期明确，消除关联交易后公司盈利水平有望提升。3、公司资金充裕，为收购大股东煤矿、整合山西地区小煤矿和后续改扩建项目提供了充足的资金支持，公司未来稳定发展可期。近期公司成功发行公司债，融资 14 亿元，加上现有货币资金 31 亿

元共 45 亿元现金，占全部资产的比重为 35%，仅次于中煤能源居行业第二位。我们维持公司“推荐”评级。

图 19 国阳新能货币资金占比居行业第二位



数据来源：wind 民族证券研发中心

注：假设西山煤电 30 亿公司债成功发行

（三）西山煤电（000983）：可持续发展和成长性突出

公司是我国最大的炼焦煤生产企业，公司发展看点是：1、煤质优异，销售通畅，受到下游钢铁行业景气波动影响小；2、公司在建项目陆续投产，未来成长性突出。2010 年兴县矿区二期将投产增加 1000 万吨产能，同时兴县矿区配套选煤厂投产，公司商品煤销售规模将增长 56%。3、公司资源储备充足，中长期可持续发展空间大。公司通过参股内蒙古世林化工公司建设甲醇项目，获得近 10 亿吨配套煤炭资源储量；2010 年通过山西地区煤炭资源整合，在临汾地区拟整合产能 1095 万吨/年煤炭项目，另外在山西清徐、兴县南部地区也存在资源整合预期。4、下游客户渠道稳定。公司积极介入煤焦化领域，延伸产业链，开拓销售渠道。09 年初公司增资西山煤气化焦化技改扩建项目进展顺利，规划产能 120 万吨/年；09 年 8 月份与首钢京唐钢铁共同出资设立唐山首钢西山焦化有限责任公司，公司与首钢各占 50%股权，建设 420 万吨/年焦化项目，建成投产后除供给首钢等大型钢厂。5、资产注入预期。公司大股东目前产能较大，在国家政策引导下，公司煤炭业务整体上市预期较为明确，届时公司的规模和盈利能力都将进一步提升。至于上市的方式还存在较大不确定性。我们维持公司“推荐”评级。

（四）国投新集（601918）：受益区域经济发展 业绩有望超预期

公司是安徽省的动力煤企业，具有突出的地理位置优势、区域经济优势、明确的成长性。公司是长三角经济圈的能源后备基地，具有显著的交通运输优势。安徽省重工业发达，水泥、化工、有色等高耗能行业是区域经济发展的支柱，公司发展与区域经济发展息息相关。根据 9 月 23 日国务院常务会议通过的促进中部地区崛起规划，安徽省位列中部六省之一，是重要的能源和原材料基地，公司将明显受益于区域经济崛起带来的发展机遇。公司成长性突出。公司所属刘庄矿、板集矿、口孜东矿未来将陆续投产，煤炭产能持续释放，据测算公司未来 5 年的煤炭产能年均复合增长率为 27.8%，在煤炭板块上市公司中名列前茅。公司保守的财务策略导致 09 年中期业绩较低。09 年公司合同煤价格预计大幅上涨，这带来全年业绩的超预期增长。维持公司“推荐”评级。

表 1 重点上市公司盈利预测（根据 9 月 28 日收盘价计算）

代 码	简 称	每股收益 (EPS)				动态市盈率 (PE)			投资评级
		08A	09E	10E	11E	09E	10E	11E	
601088	中国神华	1.34	1.53	1.68	1.79	19.61	17.86	16.76	推荐
601898	中煤能源	0.52	0.57	0.7	0.75	19.96	16.26	15.17	谨慎推荐
601001	大同煤业	2.4	1.75	2.05	2.30	19.24	16.49	14.66	推荐
000983	西山煤电	1.44	1.13	1.74	1.85	26.32	17.09	16.08	推荐
600348	国阳新能	1.51	1.84	2.17	2.37	19.13	16.22	14.85	推荐
601918	国投新集	0.65	0.77	1.03	1.30	17.98	13.39	10.64	推荐
601699	潞安环能	2.48	2.28	2.54	2.61	15.94	14.31	13.93	推荐
600997	开滦股份	1.34	0.7	0.92	1.02	29.90	22.75	20.52	谨慎推荐
600395	盘江股份	1.08	0.98	1.35	1.7	23.15	16.81	13.35	谨慎推荐
000933	神火股份	2.3	0.95	1.33	1.69	24.74	17.67	13.91	谨慎推荐
601666	平煤股份	2.48	1.17	1.45	1.55	22.22	17.93	16.77	谨慎推荐
600123	兰花科创	2.45	2.2	2.28	2.44	15.33	14.79	13.82	推荐

数据来源：民族证券研发中心

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010-59355995	021-68539273	0755-83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn