

煤炭开采Ⅲ

肖汉平

010-66276937

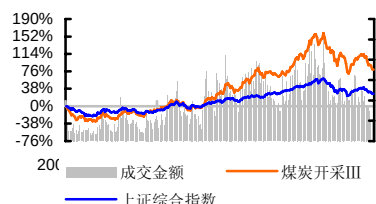
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	23
总市值(亿元)	12507
占 A 股比例(%)	2.18%
平均市盈率(倍)	20.2

行业表现

(%)	1M	3M	6M
煤炭开采Ⅲ	-6.70	-2.85	53.01
上证综合指数	-3.71	-7.42	16.01



相关报告

行业年度策略《“过度悲观预期”导致估值严重偏低》2008/12/16

季度策略报告《煤价上涨预期提升行业估值水平，重点关注四公司》2009/4/13

09 年中期策略《资产注入和煤价上涨预期驱动估值水平提升》2009/6/19

煤炭开采Ⅲ行业 09 年四季度投资策略

看好

需求将上升，煤价稳趋升，估值将回升

经过近二个月的股价调整，煤炭行业估值水平已经回落至相对偏低状态；四季度随着全球及中国经济企稳并回升和冬季取暖用煤，全球及中国煤炭需求可望稳步回升，国际和国内煤价在四季度可望维持稳中趋升的态势，中长期有望进一步上升；低估值和基本面向好预期驱动股价回升。

投资要点:

- **四季度供求可望维持相对均衡的格局。**虽然国内供给可能会有所回升，但进口将处于相对稳定甚至下降，而由于产业用煤需求增长和冬季取暖用煤需求，国内煤炭需求在四季度可能会出现超预期增加，因此，预期后期国内煤炭供求将维持相对均衡甚至出现供给偏紧的格局。
- **四季度国内煤价维持相对稳定。**预期四季度国内煤炭供求将在相对高水平维持均衡格局。在国内外因素共同影响下，国内煤价将维持稳中趋升的态势。具体到各煤种，由于供求关系因素和国际煤价因素，将可能出现不同价格走势。
- **行业估值具有相对优势。**目前行业加权平均 TTM 市盈率 20.2 倍，明显低于沪深 200 指数的 25 倍，全部上市公司的市盈率 31 倍，2010 年行业估值水平已经回落到 15 倍左右。从目前煤炭行业估值水平看，考虑到后期煤价上涨、资产注入及内生增长潜力等因素，国内煤炭行业估值处于相对低估状态。
- **投资策略和资产配置：**基于行业基本面持续向好和估值相对偏低综合考虑，维持对煤炭行业 6-12 月的“看好”的评级，预期四季度至明年一季度煤炭行业将跑赢大盘。建议“超配”煤炭行业。
- **股票选择：**在股票选择上建议重点关注三类公司：一是未来 6 到 12 个月内存在资源储量和产量内在增长的公司；二是未来 6 到 12 个月内存在资产注入预期的公司。三是拥有大规模非煤资产且未来 6 到 12 个月内将景气上升的公司。
- **重点公司：**看好有资源优势、未来有资源持续注入或者公司有持续获得能力、而且估值合理的行业龙头公司。建议重点关注西山煤电（000983）、中国神华（601088）、国投新集（601918）、大同煤业（601001）、开滦股份（600997）、国阳新能（600348）。

风险提示:

- 供给增加超预期和资源税改革导致超预期的成本上升。

主要公司盈利预测及投资评级

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
000983	西山煤电	1.44	1.31	2.45	2.94	21.19	23.22	12.43	10.38	强烈推荐
601088	中国神华	1.34	1.80	2.30	2.60	22.40	16.63	13.02	11.52	强烈推荐
601918	国投新集	0.65	0.64	0.80	1.04	20.85	21.02	16.96	13.07	强烈推荐
600997	开滦股份	0.67	0.82	1.03	1.23	30.91	25.28	20.08	16.86	强烈推荐
601001	大同煤业	2.40	1.78	2.53	3.03	13.89	18.77	13.18	11.01	强烈推荐
601666	平煤股份	1.90	1.34	1.75	1.97	13.50	19.17	14.73	13.07	推荐
601699	潞安环能	2.48	2.12	2.58	2.81	14.93	17.41	14.34	13.18	推荐
601898	中煤能源	0.51	0.66	0.80	1.03	21.92	16.95	14.12	10.92	推荐
600348	国阳新能	1.51	1.83	2.10	2.45	23.6	19.5	17.0	14.5	推荐

资料来源：中投证券研究所

目录

1、需求：经济回升和冬季用煤提升煤炭需求	3
1.1 产业用电回升和冬季用煤高峰，四季度煤耗将进一步提升	3
1.2 受固定资产投资驱动，四季度钢铁产量可望高位运行	4
1.3 受基建投资拉动，四季度水泥产量可望保持高增长	5
1.4 化工用煤需求增长相对缓慢	6
2、供给：山西中小煤矿和进口不会出现大规模增长	8
2.1 前8个月国内煤炭产量增速下降	8
2.2 山西：四季度中小煤矿产量难以大规模增长	9
2.3 进出口：四季度煤炭进出口形势将发生变化	11
3、供求：四季度煤炭市场供求可望维持相对均衡的格局	15
3.1 积极财政政策和宽松货币政策及区域经济政策将推动国内经济回升	15
3.2 产业用煤回升和冬季用煤需求，提升四季度煤炭需求水平	17
3.3 国内煤炭供给不太可能大规模增产	18
4、价格：四季度国内煤价维持相对稳定	19
4.1 炼焦煤：全球炼焦煤需求回升将驱动炼焦煤价格上涨	19
4.2 动力煤：冬季取暖用煤和产业用煤回升将驱动煤价稳中趋升	21
4.3 无烟煤：需求平淡，后期价格维持相对稳定	21
4.4 喷吹煤：后期维持相对稳定	23
5、估值：行业估值具有相对优势	24
6、投资策略和股票选择	25
6.1 投资策略和资产配置	25
6.2 重点公司推荐	26
西山煤电（000983）：新项目投资、资产收购提升公司估值水平	26
开滦股份（600997）：焦化业务景气上升和资产注入预期，提升公司估值空间	29
中国神华（601088）：资源储量和产量稳步增长，未来五年经济总量翻番	26
大同煤业（601001）：项目投资和资产注入支持产量高增长	28
国投新集（601918）：在建项目提升公司未来增长前景乐观	27

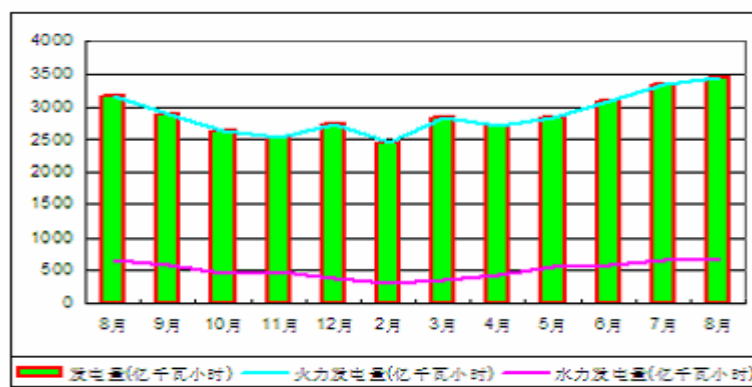
1、需求：经济回升和冬季用煤提升煤炭需求

煤炭是我国的基础能源资源在能源消费结构中，煤炭消耗相当 70%左右。在煤炭消耗中，电力、钢铁、水泥和化工行业构成国内主要耗煤行业；其中，电力行业煤炭消耗占全国煤炭消耗以半以上。

1.1 产业用电回升和冬季用煤高峰，四季度煤耗将进一步提升

随着全社会用电量上升，6 月份全国发电开始正增长，7 月国内火电首次出现正增长。7 月份，全国发电量 3345 亿千瓦时，同比增长 4.8%，增幅比上月回落 0.4 个百分点。其中，火电增长 4.5%，水电增长 4.7%。8 月发电量达 3443 亿千瓦小时，较 7 月走升 2.5%。8 月发电量同比增长 9.3%，并创 15 个月来最快增速。占总发电量 80%的火电发电量 8 月同比增长 10.5%。

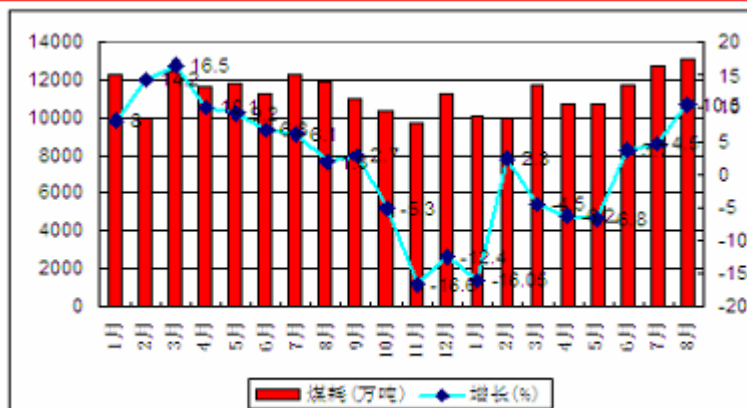
图 1：2008 年 8 月以来全国发电量及火电发电情况变化



资料来源：中投证券研究所

伴随发电的上升，电力行业煤炭消耗量也出现明显上升。1-8 月全国发电耗用原煤 81972 万吨，同比下降 4.1%，降幅比 1-7 月减少 0.8 个百分点；全国供热耗用原煤 9064 万吨，同比下降 3.53%。1-8 月，全国供电煤耗率为 341 克/千瓦时，同比下降 6%。

图 2：2008-2009 年 8 月全国火电行业煤耗及增长情况变化



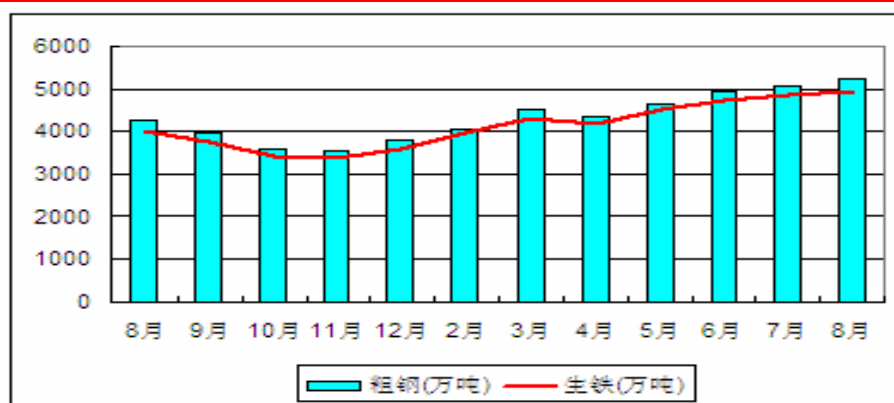
资料来源：中投证券研究所

火电是国内第一大耗煤行业。2008-2009 年国内火电行业煤耗呈现出倒 U 型走势，5 月之后，煤炭消耗呈现逐月上升趋势。8 月煤炭消耗已经超过去年高点煤耗水平。发电煤耗上升显示中国经济正在逐步走出衰退的谷底，进入复苏状态。随着经济复苏态势的持续，产业用电上升，加上冬季用煤需求以及水电进入枯水期，四季度国内火电发电将继续保持相对高水平，预期四季度国内电力行业在多种因素的影响下，煤炭消耗将明显上升。

1.2 受固定资产投资驱动，四季度钢铁产量可望高位运行

从 6 月份开始，我国钢铁产量全面突破去年高点，7、8 月份再创新高。6、7 月份钢铁生产数据显示我国钢铁生产已经进入到全面释放时期。8 月我国的粗钢、生铁和钢材产量再上新台阶。8 月粗钢产量 5233 万吨，同比增长 22%，环比增长 3.3%；粗钢日均产量 168.8 万吨，比上月提高 5.3 万吨，创年内新高。钢材产量 6198 万吨，同比增长 28.9%（去年同期下降 0.2%），环比增长 1.8%。9 月份中旬粗钢的日产水平由 8 月份下旬的 169 万吨，下降至 9 月份上旬的 167 万吨，下降的幅度为 1.2%。

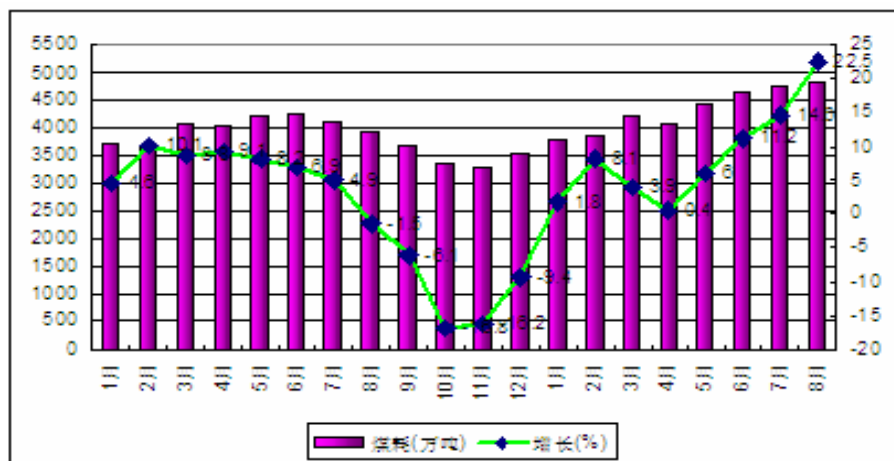
图 3：2008 年 8 月以来全国粗钢和生铁产量变化



资料来源：中投证券研究所

钢铁行业是国内第二大耗煤行业，而钢铁行业产量与固定资产投资规模密切相关。2009 年在钢铁产品产量增长的驱动下，行业煤炭消耗水平基本上处于正增长状态，并且呈现环比上升趋势。

图 4：2008-2009 年 8 月全国钢铁行业煤耗及增长情况变化



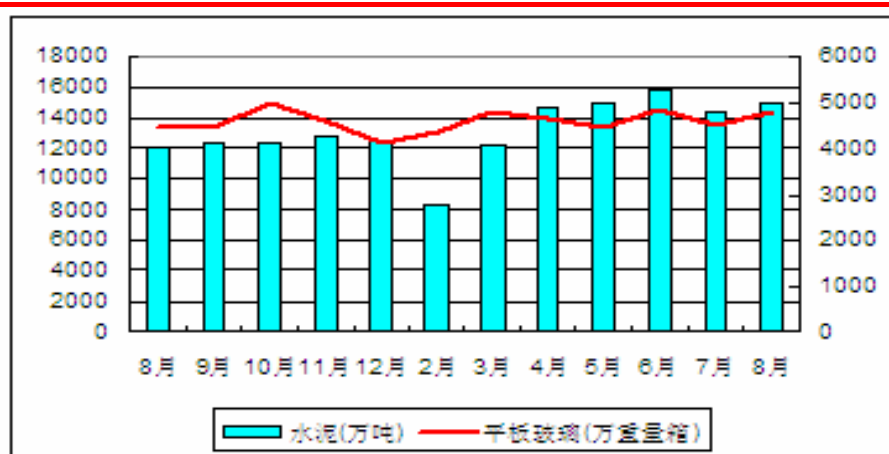
资料来源：中投证券研究所

从钢铁行业煤耗情况看，在经历 2008 年四季度钢铁行业煤耗水平快速回落之后，国内钢铁行业煤炭消耗自 2009 年 1 月以来出现逐月上升，并在 5 月份煤炭消耗水平超过去年同期高点，8 月煤炭消耗达到 4832.68 万吨。随着房地产行业投资增长，钢铁需求将继续保持高水平，预期四季度国内煤炭消耗水平将维持高位运行状态。

1.3 受基建投资拉动，四季度水泥产量可望保持高增长

2009 年 7 月份，全国水泥产量同比增长 21.6%，增速比上月加快 0.6 个百分点。8 月份全国水泥产量按月及按年分别增长 3.4%和 24%。8 月水泥产量 1.5 亿吨，与上月基本持平，同比增长 24%；平板玻璃产量 4812 万重量箱，比上月增长 7.6%，同比增长 8.6%。

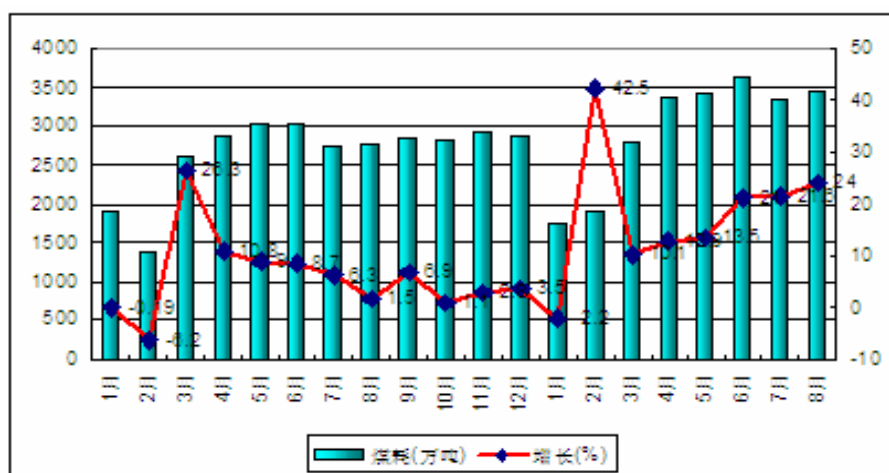
图 5：2008 年 8 月以来全国水泥和平板玻璃产量变化



资料来源：中投证券研究所

水泥行业是国内第三大耗煤行业。在基建投资拉动下，国内水泥产量自去年四季度以来，一直处于快速增长。水泥产量持续强劲增长势头，主要是受到房地产业复苏，以及中央政府 4 万亿元人民币刺激经济方案下基建项目的拉动。2009 年以来水泥行业煤炭消耗一直处于正增长状态。

图 6：2008-2009 年 8 月全国水泥行业煤耗及增长变化



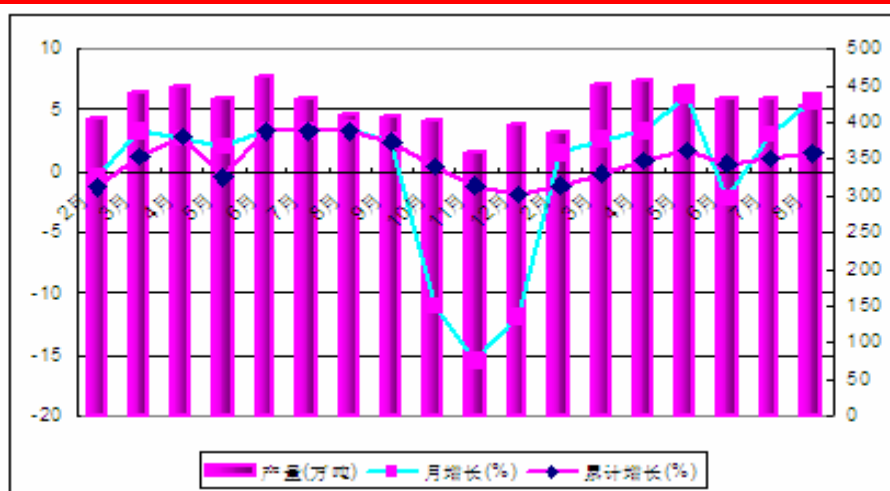
资料来源：中投证券研究所

从水泥行业煤耗情况看，2009 年国内水泥行业在基建投资拉动下，水泥产量保持快速增长态势，4 月之后国内水泥行业煤炭消耗超过去年同期高点，最高月煤耗超过 3500 万吨。预计后期国内水泥行业需求仍将维持增长态势，煤炭需求可望保持高位。

1.4 化工用煤需求增长相对缓慢

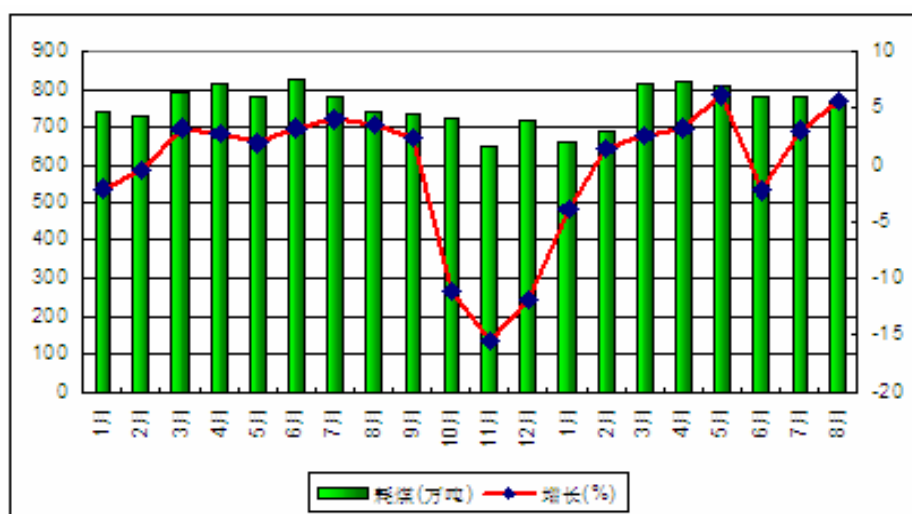
国内化工行业耗煤主要体现在合成氨、甲醇和 PVC 等产品生产。其中，合成氨主要消耗无烟块煤，PVC 则主要消耗焦炭产品。2009 年 1-8 月我国尿素产量累计 1958.2 万吨，同比增长 10.37%。8 月份，尿素产量同比增加 9.8%，环比降低 6%。1-8 月合成氨产量 3407.34 万吨，当月产量同比增长 5.70%，1-8 月累计产量同比增长 1.5%。

图 7：2008-2009 年 8 月全国合成氨行业产量及增长变化



资料来源：中投证券研究所

化工行业也是国内重要耗煤行业。在化工行业中，合成氨生产中以煤为原料规模较大，此外，以电石和焦炭为原料生产 PVC、PVA 等产品也是化工行业中重要耗煤产品，其消耗煤炭主要是炼焦煤产品。图 8：2008-2009 年 8 月全国合成氨行业产量及增长变化



资料来源：中投证券研究所

在最近几年，随着国内煤制甲醇和二甲醚等新型煤化工产品的发展，新型煤化工正在逐步成为主要的耗煤产品。从目前情况看，由于主要化工用煤产品需求相对稳定，预计四季度国内化工行业用煤相对稳定，不会存在大的起伏。

煤炭需求与宏观经济运行存在密切关系，2009 年前三季度，除了电力行业煤炭消耗水平低于去年同期之外，化工行业煤耗水平与去年同期基本持平，钢铁、水泥行业煤炭消耗水平明显高于去年同期。随着中国经济持续回升和冬季取暖用煤到来，电力行业煤炭消耗将明显上升，预期四季度国内煤耗水平将进一步上升。

2、供给：山西中小煤矿不会出现大规模增长

国内煤炭供给主要由三部分组成，即：国有重点煤矿、国有地方煤矿和乡镇煤矿组成。2008 年国有重点煤矿占 50.7%，国有地方占 12.7%，乡镇煤矿占 36.5%，2009 年前 8 个月国有重点煤矿占 54.78%，国有地方煤矿占 12.2%，乡镇煤矿占 32.9%。与 2008 年比，在国内煤炭生产构成中，国有重点煤矿产量份额明显上升，乡镇煤矿比例明显下降。在 2009 年前 9 个月 12632.5 万吨增量中，国有重点煤矿增加 9455.79 万吨，占增量 74.8%，乡镇煤矿增加 3730.31 万吨，占 29.5%。前 8 个月情况显示，国有重点煤矿正在成为国内煤炭产量增长的主要来源。

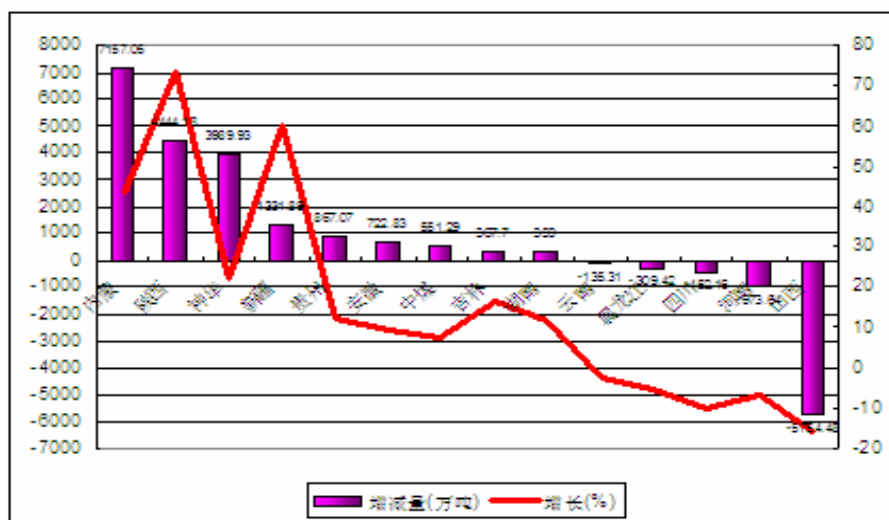
2.1 前 8 个月国内煤炭产量增速下降

2009 年前 8 个月全国原煤产量完成 18.22 亿吨，增加 12632.52 万吨，同比增长 7.45%。前 8 个月晋陕蒙三地合计产量 94304.08 万吨，占全国原煤产量 51.6%。其中，山西占 20.5%，内蒙占 21.4%，陕西占 9.7%。

山西省前 8 个月煤炭产量累计完成 37413.32 万吨，同比减少 5342.9 万吨，下降 12.5%。内蒙煤前 8 个月产量 3.91 亿吨，同比增长 9336 万吨，增长 31.4%，陕西省前 8 个月原煤生产量 17790.76 万吨，同比增长 11.5%。

2009 年前 8 个月煤炭产量增加超过 100 万吨的地区有 9 个，减产超过 100 万吨的地区有 5 个。从地区分布看，内蒙古、陕西和神华集团是国内煤炭增量的主要来源，合计增加 15591.16 万吨，前 8 个月分别增加 7157.05 万吨，4444.18 万吨，3989.93 万吨。产量减少前 3 位的有山西、河南和黑龙江，合计减少 7180.28 万吨，分别增加 5754.48 万吨，973.64 万吨，452.16 万吨。

图 9：2009 年前 8 个月煤炭产量增加和减少的地区



资料来源：中投证券研究所

受中小煤矿兼并重组影响，2009 年前 8 个月山西煤炭产量明显下降。同时，受国内外煤价影响，前 8 个月国内煤炭进口大量增加，出口明显下降。从 2009 年煤炭行业运行情况看，四季度煤炭产量变化将主要取决于山西中小煤矿产量和煤炭进出口变化。

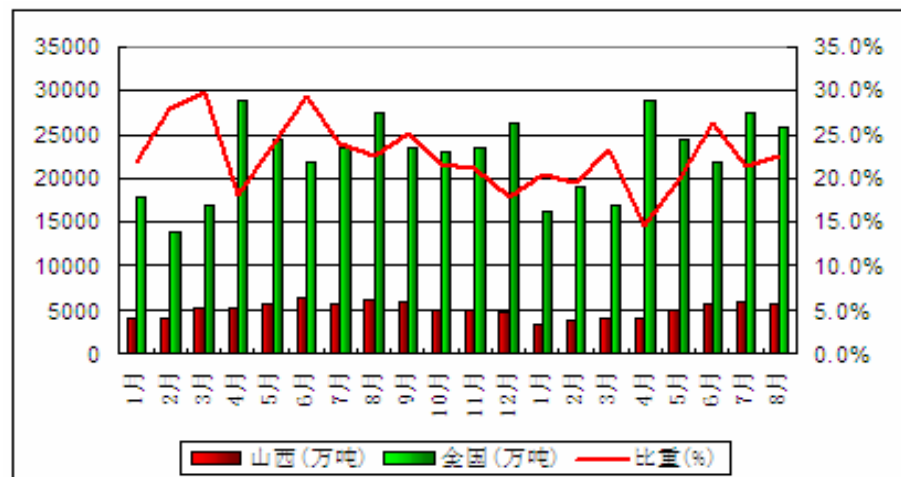
2.2 山西：四季度中小煤矿产量难以大规模增长

山西是全国重要炼焦煤和动力煤生产和供应基地，在国内煤炭市场供应中处于十分重要地位，山西煤矿产量变化对国内煤炭市场供求具有十分重要影响。按照统计数据，山西煤炭供给主要由两大类省属企业和中直企业部分组成，其中，省属企业包括：国有重点煤矿、地方煤矿两部分组成。在山西煤矿供给中，除了上述三部分之外，还有相当规模的煤炭供给没有纳入统计范围。随着山西省煤炭行业兼并和重组，这部分煤矿将逐渐消失，其部分产量将在兼并重组后得到反映。2008 年全省共有各类矿井 2598 座，其中生产矿井 1804 座，建设改造矿井 794 座。煤炭生产能力 9.4 亿吨，其中生产矿井 6.13 亿吨，建设改造矿井 3.27 亿吨。煤炭产量（统计口径）6.56 亿吨，煤炭出省 5.33 亿吨，煤炭出口 2068 万吨。

2.2.1 2009 年前 8 个月山西煤炭产量明显低于去年同期

进入 2009 年 8 月份，随着国家各项扩大内需、促进经济发展政策的落实，煤炭供需趋于稳定，煤炭产销同步，环比增长，同比下降。全省煤炭产量累计完成 37413.32 万吨，同比减少 5342.9 万吨，下降 12.5%；全省外销累计完成 27863.14 万吨，同比减少 10124.97 万吨，下降 26.65%。

图 10：2008 年以来山西及全国原煤月产量及市场份额



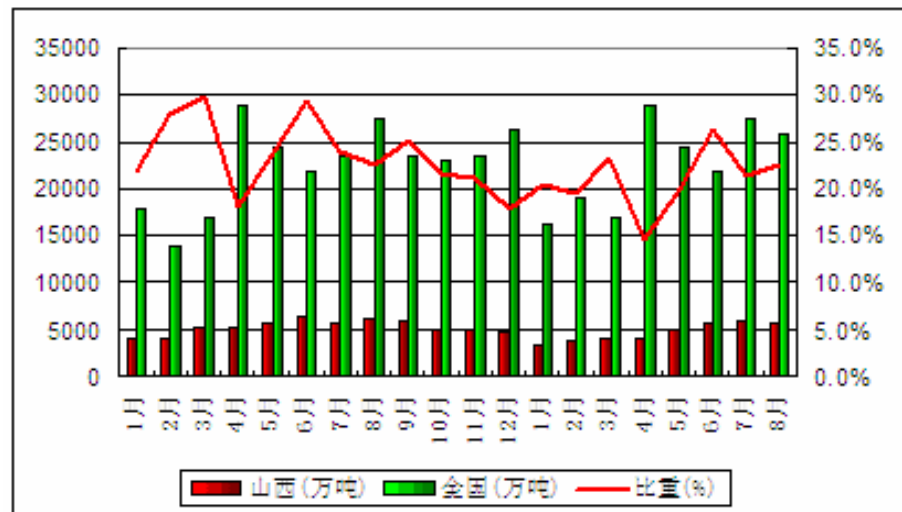
资料来源：中投证券研究所

上图可以看出：2009 年前 8 个月山西月煤炭产量除了 7 月份之外，每月产量均低于去年同期水平。造成月产量低于去年同期重要原因是地方煤矿产量大幅度下降。而地方煤矿产量下降有两个方面原因：一是前 4 个月由于安全生产处于停产状态；二是山西省利用煤炭需求下降的有利时机，在 2009 年 4 月开始对全省中小煤矿进行停产，实施煤炭行业兼并重组。

2.2.2 国有重点煤矿：前 8 个月产量维持相对稳定增长

国有重点煤矿是山西煤炭的主要供给者。国有重点煤矿主要由五大集团和省监管局系统煤矿组成。2008 年五大国有重点煤矿原煤产量 26455.06 万吨，占山西统计煤矿产量 40%。2009 年前 8 个月煤矿产量 24470.97 万吨，较去年同期增加 1262 万吨，占山西煤炭产量 65.4%。前 8 个月全省煤炭产量累计完成 37413.32 万吨，同比减少 5342.9 万吨，下降 12.5%。其中：重点矿完成 24470.97 万吨，同比增加 1262.57 万吨，增幅 5.44%。

图 11: 2008 年以来山西国有重点煤矿产量和份额



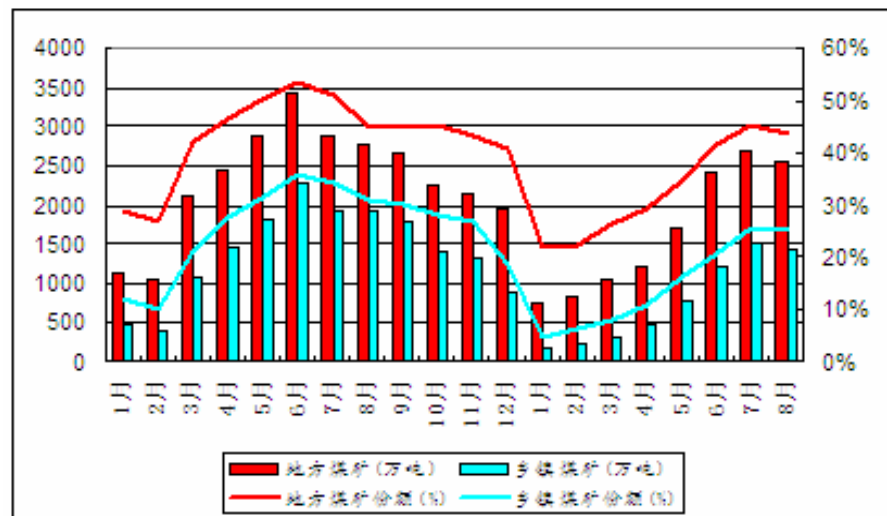
资料来源：中投证券研究所

受全球金融危机影响，2008 年四季度，山西重点煤矿产量较前期出现明显下降。从 2009 年山西重点煤矿产量变化看，由于下游行业需求不振影响，山西省煤炭企业采取以需定产措施，对全省煤炭进行全面限产，受限产影响，一季度，煤炭产量明显低于正常产量水平，其中，1 月份最为明显，之后产量逐渐增加并且超过去年同期的产量水平。

2.2.3 地方煤矿：前 8 个月产量大幅度下降

地方煤矿包括：国有地方煤矿和乡镇煤矿。总体上看，由于地方煤矿，尤其是乡镇煤矿普遍生产规模较小，煤炭开采方式较落后，在煤炭开采中，存在明显资源浪费和安全生产隐患，因此，这类煤矿产量相对不稳定。地方煤矿主要是由中小煤矿组成。长期以来，地方煤矿在山西煤矿供应中处于十分重要地位，尤其是乡镇煤矿，2008 年地方煤矿占山西煤炭产量 46.8%，乡镇煤矿占山西煤炭产量 26.7%。

图 12: 2008 年以来山西地方重点煤矿产量和份额



资料来源：中投证券研究所

2009 年前 8 个月地方煤矿产量 12942.35 万吨，较去年同期产量减少 6505.76 万吨，同比下降 33.45%。8 月非重点矿完成 2542.86 万吨，同比增加 318.04 万吨，增幅 14.3%。从山西地方煤矿和乡镇煤矿产量及份额看，地方煤矿及乡镇煤矿自 2008 年 6 月以来产量大幅度下降，2009 年一季度产量下降更加明显。但 4 月以后，国有地方煤矿和乡镇煤矿产量开始出现逐渐回升态势。

山西地方煤矿产量下降一方面受安全生产原因影响，这部分影响集中体现在一季度；另一方面受中小煤矿兼并重组影响。由于安全生产和兼并重组因素影响，2009 年地方煤矿在山西煤炭供给中，地位明显下降，前 8 个月地方煤占山西煤炭产量由去年同期的 45.4% 下降到 2009 年的 34.5%，其中，乡镇煤矿则由去年同期的 26.3% 下降到 16.1%。

煤炭产量在 4 月之后逐渐增加则主要是一些符合安全生产条件的煤矿恢复生产的影响。从目前情况看，山西省符合安全生产条件的煤矿已经基本上恢复生产，剩余煤矿应该达不到复产条件。

2.2.4 山西：四季度中小煤矿产量难以大规模增长

受安全生产和中小煤矿兼并重组影响，2009 年以来山西中小煤矿产量处于负增长状态。按照山西省政府规定，8 月底，所有参与煤炭资源整合的主体企业要全部完成兼并重组协议签订工作。

来自山西省煤炭工业厅的最新统计显示，截至 8 月 31 日，山西省 90% 以上的待整合煤矿已签署兼并重组协议。从 9 月 1 日开始，完成兼并重组的企业主体将正式入场开工，新建和改、扩建矿井的基本建设全面推开。

9 月 23 日，在山西省政府召开加快推进煤炭资源整合和企业兼并重组座谈会上省长王君要求，要在 9 月底前全部完成正式协议签订，10 月底基本完成主体企业到位和证照过户换发工作，11 月全部通过验收。主体企业到位后，对符合安全生产条件的矿井，抓紧复工复产；对需要技术改造的矿井，及时开工建设。对安全没保障、资源枯竭等矿井，坚决予以关闭。

对于后期中小煤矿产量变化，市场普遍预期：随着兼并重组方案已全部通过审定，进入实质操作阶段，乡镇煤矿复产的速度将进一步加快；四季度山西中小煤矿产量将出现明显增加。

从目前情况看，山西中小煤矿在国庆节后仍然难以出现大规模产量增加，因为目前仍然未恢复生产煤矿，应该不符合安全生产条件，而这些煤矿又处于兼并重组过程中，因此，在短期仍然难以达到恢复生产条件。

有关信息显示：前 8 个月山西省煤炭产量 3.74 亿吨，今年的后 4 个月全省煤炭月均产量要达到 5800 万吨左右，预计全年煤炭产量 6.1 亿吨左右。从前 8 个月山西月煤炭产量看，自 6 月开始接近 5800 万吨水平，7 月达到 5906 万吨，8 月煤炭产量 5802 万吨，因此，按照山西省政府 5800 万吨水平，后期煤炭产量不会出现明显的增加。

2.3 进出口：四季度煤炭进出口形势将发生变化

近十年来，我国一直是煤炭净出口国，并在 2003 年出口达到历史最高的 8298 万吨。此后，我国煤炭出口数量开始快速下降，而煤炭进口数量却开始

快速增加,使得我国煤炭净出口数量快速下降。其中 2007 年出口数量仅为 5317 万吨,而进口数量快速增加到 5102 万吨,净出口仅为 215 万吨。2008 年我国进口煤炭 4040 万吨,同期出口煤炭 4543 万吨,净出口为 503 万吨,煤炭进出口贸易持续呈现基本平衡态势。

2009 年上半年,受世界性金融危机的冲击和影响,国际能源消费水平下降,致使包括煤炭在内的主要能源产品价格大幅度下挫,为我国煤炭进口的增长创造了条件;与此同时,相对乐观的中国经济发展形势以及不乐观的煤矿安全生产形势,对国内煤炭价格形成了有效支撑,使得国内市场动力煤的到岸价格水平高于国际市场动力煤到岸价格,加之,重点电煤价格分歧问题的困扰,提高了国内企业进口煤炭的积极性。

由于上述原因,煤炭进出口呈现明显的两极分化走势,进口量快速增长,出口则大幅萎缩,2009 年上半年累计煤炭净进口 3660 万吨。

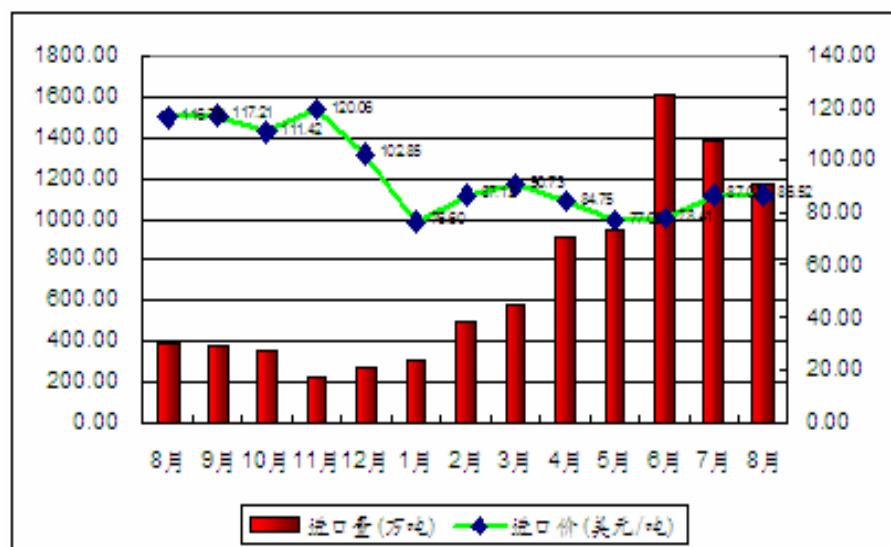
2.3.1 进口：四季度月进口超过前期水平可能性低

作为世界煤炭第一生产大国和第二出口大国,今年以来我国煤炭进出口持续呈现出净进口的局面。这是继 2007 年一季度我国首度成为煤炭净进口国以来,净进口数额最高也持续时间最长的一次。上半年中国共进口 1288.8 万吨,比去年同期增长 3.4 倍。烟煤进口量为 2494.1 万吨,比去年同期增长 2 倍,占同期煤进口总量的 51.7%。烟煤中的炼焦煤进口增势尤其迅猛。

7 月份我国煤炭进口总量为 1389 万吨,较 6 月减少 13.6%。前 7 个月全国进口煤炭 5687 万吨,同比增长 128.03%。8 月煤炭进口 1177 万吨,仍处在 1000 万吨高位以上,但相较 7 月,环比下滑 15%,这已是连续第三个月出现煤炭进口的环比下滑。

从 6 月到 8 月,中国的煤炭进口连续 3 月位于 1000 万吨以上,从 1-8 月累计进出口煤炭量来看,前 8 月中国进口的煤炭已经超过 7500 万吨,是出口量的 5 倍以上。

图 13: 近一年来国内煤炭进口与价格变化情况



资料来源：中投证券研究所

随着国际煤价回升,国内煤炭进口已经连续三个月出现下降,目前澳大利亚 BJ 动力煤价格在 70 美元/吨左右波动,后期随着亚太地区经济逐步回升和

冬季用煤到来，预期后期 BJ 动力煤价格将在 70 美元/吨上方运行，进口煤炭价格优势将下降，因此，可以判断四季度国内煤炭进口量虽然保持高位，但难以超过前期水平。

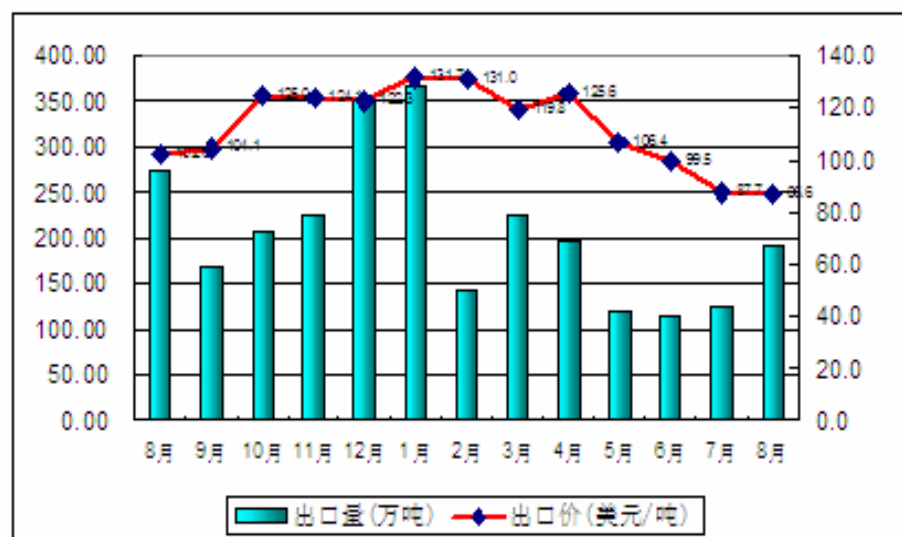
2.3.2 出口：需求回升，价格上升，四季度出口可望继续回升

进入 2009 年，我国煤炭出口急剧萎缩，进口量大幅度上升。据海关总署发布的最新数据，1-6 月份我国出口煤炭 1167.5 万吨，价值 14.3 亿美元，分别比去年同期下降 54.2%和 42.5%；进口煤炭 4826.9 万吨，价值 39.4 亿美元，分别增长 130%和 180%。

出口和进口一降一升共同促使上半年净进口攀升至 3659.4 万吨，其中 6 月份净进口达 1493 万吨，创下历史单月最高点，仅此一个月的进口量就占到去年进口总量的 40%。前 7 个月，全国累计出口煤炭 1292 万吨，同比下降 57.3%。

1-8 月份，中国的煤炭出口量下降 55.9%至 1483 万吨。8 月份出口煤炭 191 万吨，比上年同期的 337 万吨下降 43.2%，环比增长 54%。今年 6 月份煤炭出口量创下 114 万吨的低点后，连续三个月环比增长。

图 14：近一年来国内煤炭出口与价格变化情况



资料来源：中投证券研究所

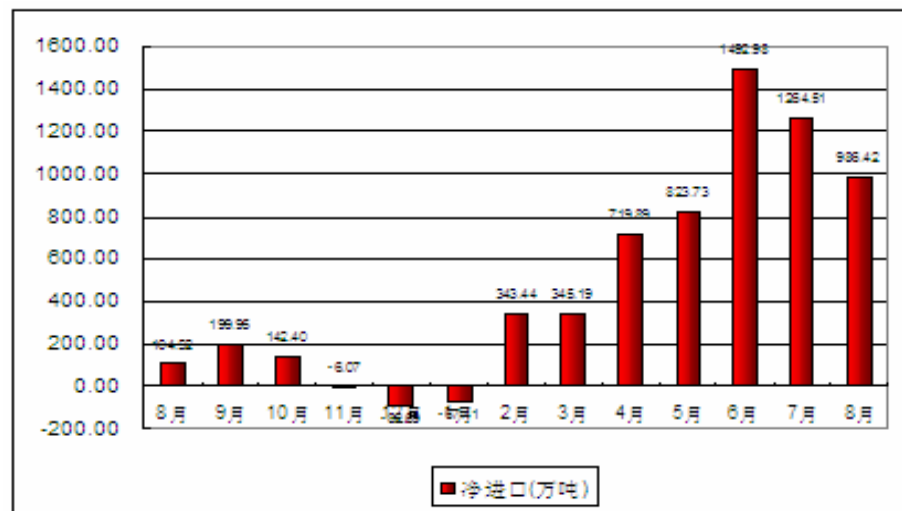
受国际煤炭市场需求不振，价格低位影响，2009 年国内煤炭出口持续下滑。虽然近三个月煤炭出口量有所回升，但前 8 个月煤炭出口量明显下降，随着亚太地区经济企稳并回升，后期亚太煤炭市场需求将回升，价格水平或上升，预计四季度国内煤炭出口量将继续缓慢上升。

2.3.3 国际煤价相对高位，后期煤炭净进口规模不会继续扩大

前 8 个月国内煤炭出口量 1483 万吨，同比下降 55.9%。在今年 6 月份煤炭出口量创下 114 万吨的低点后，随着国际煤价回升，国内煤炭出口连续三个月环比增长。

前 8 月中国进口的煤炭已经达到 7562 万吨，是出口量的 5 倍以上，在接下来的 4 个月内，如无意外发生，中国这个在 6 年前还是世界第二大煤炭出口国的国家，将铁定在今年首度成为煤炭净进口国。

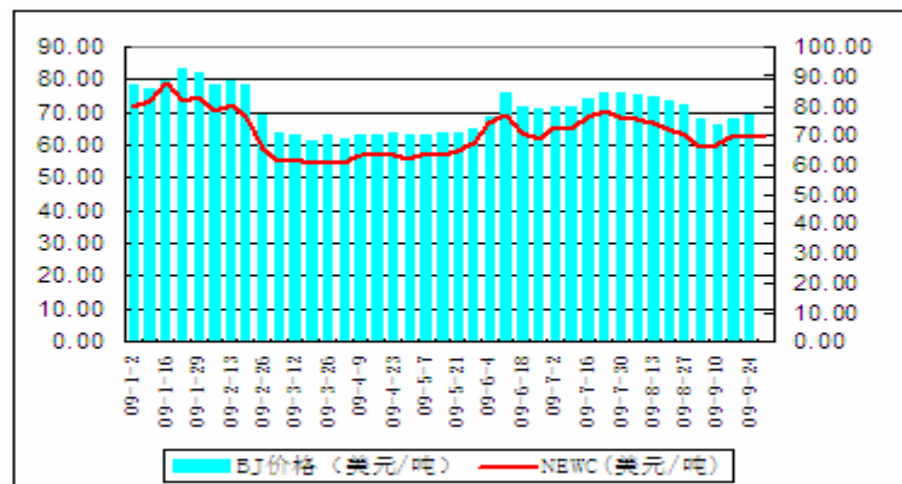
图 15: 近一年来国内煤炭净进口变化情况



资料来源: 中投证券研究所

随着国际煤价回升, 国内煤炭连续三个月出口环比上升, 与此同时, 连续二个月煤炭进口环比下降, 目前亚太地区澳大利亚 BJ 标准动力煤价格维持在 70 美元/吨左右波动, 进口国际煤炭到岸价格已经逼近中国的北煤南运价格, 国际煤价优势已经不明显。

图 16: 澳大利亚 BJ 动力煤价格和 NEWC 指数



资料来源: 中投证券研究所

预计四季度, 随着全球经济企稳, 煤炭需求回升, 煤价相对高位, 国内煤炭出口可望继续上升, 同时进口煤炭将存在进一步下降的可能, 预计四季度国内煤炭进口不会对国内煤炭供给形成明显的冲击。

3、供求：四季度煤炭市场供求可望维持相对均衡的格局

2009 年前 8 个月国内煤炭产量累计达到 18.75 亿吨，同比负增长 0.1%，前三季度虽然国内主要耗煤行业电力行业煤炭消耗量负增长，但钢铁和水泥行业煤炭消耗增长抵消电力行业煤炭消耗下降的影响，国内煤炭消费量达到 19.37 亿吨，同比增长 2.9%，净进口 0.598 亿吨，同比增加 6336 万吨。2008 年 12 月全社会煤炭库存 1.906 亿吨，到 2009 年 8 月底全社会煤炭库存 1.68 亿吨较年初减少 2260 万吨。

表1 2009 年8月份煤炭供需平衡表 单位：亿吨

	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	累计	同比(%)
煤炭产量	1.96	2.33	2.31	2.39	2.47	2.43	2.57	18.75	-0.1
净进口量	0.034	0.035	0.072	0.082	0.149	0.126	0.099	0.591	
煤炭消费	2.16	2.46	2.32	2.39	2.47	2.59	2.64	19.37	2.9
全社会库存	1.616	1.547	1.564	1.608	1.679	1.678	1.689	1.680	
电力行业	1.19	1.36	1.18	1.22	1.24	1.37	1.41	10.2	-0.2
钢铁行业	0.36	0.39	0.37	0.4	0.43	0.44	0.44	3.22	6.9
建材行业	0.21	0.3	0.35	0.35	0.37	0.38	0.39	2.73	11.6
化工行业	0.11	0.13	0.12	0.13	0.12	0.12	0.12	0.95	2.6
其他行业	0.29	0.28	0.29	0.30	0.30	0.28	0.28	2.27	2.3

资料来源：CCTD

在不考虑进口情况下，前 3 季度国内煤炭市场供给小于需求，出现这种情况是由于国内主要煤炭生产地山西，由于中小煤矿兼并重组，大部分中小煤矿由于安全生产条件不具备而处于停产状态，结果煤炭产量大幅度下降。与此同时，在国际市场煤价相对偏低情况下，国内煤炭进口大量增加，正是由于进口在前三季度大幅度增长，在国内主要产煤省大幅度减产情况下，国内煤炭市场维持供求基本均衡的格局。

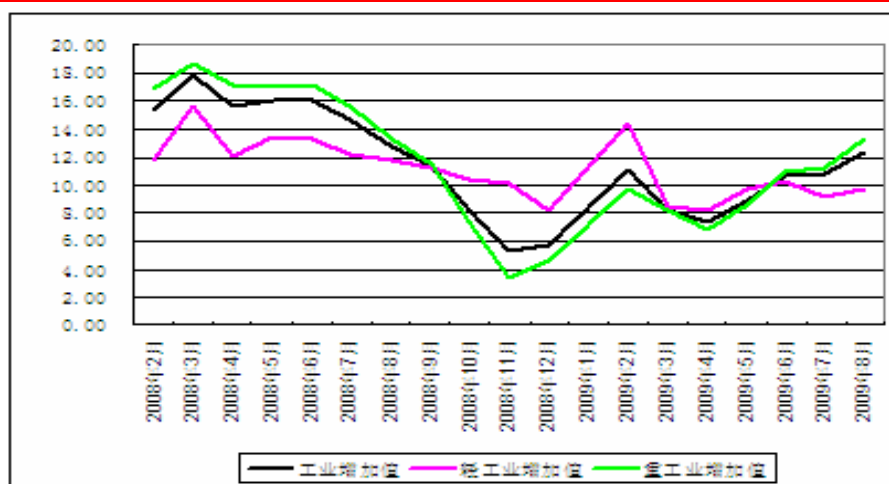
前三季度国内煤炭市场在主要产煤省大幅度减产和进口大幅度增长情况下，国内煤炭市场维持相对均衡的供求格局。四季度煤炭市场供求关系虽然可能由于国内供给将会有所回升，但进口将处于相对稳定甚至下降，而国内需求回升将由于产业用煤需求增长和冬季取暖用煤需求到来，国内煤炭需求在四季度可能会出现超预期增加，可以预期仍将维持相对均衡格局甚至出现供给偏紧的格局。理由是：

3.1 积极财政政策和宽松货币政策及区域经济政策将推动国内经济企稳回升

自去年第四季度以来，我国应对国际金融危机所采取的各项政策措施取得明显成效，投资增速持续加快，消费稳定较快增长，国内需求对经济的拉动作用不断增强。7 月份以来，国内经济继续企稳回升，固定资产投资高位运行，

其中房地产开发投资增速反弹，房屋新开工面积同比降幅明显收窄，工业增加值持续反弹，重工业出现复苏迹象，连续两月增加值同比增幅高于轻工业。

图 17: 2008-2009 年 8 月工业增加值变化

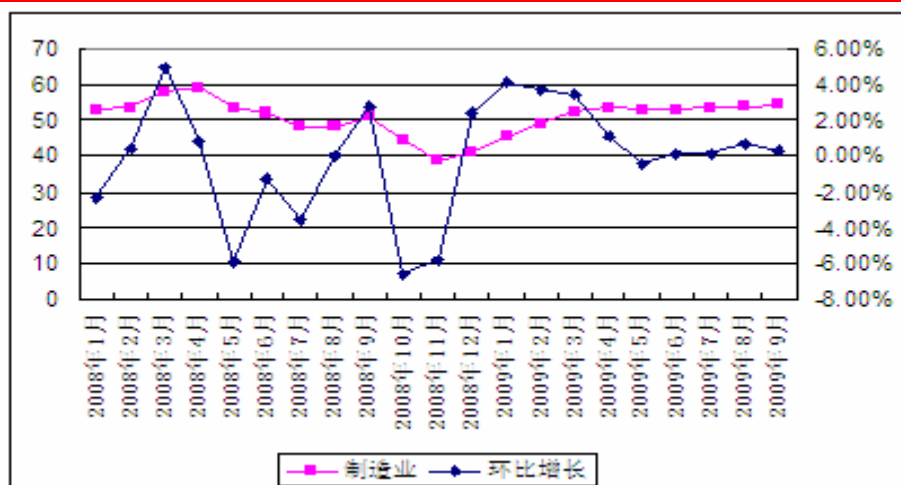


资料来源：中投证券研究所

人民银行货币 9 月 30 日表示：“要认真贯彻党中央、国务院关于宏观调控的决策部署，继续落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系流动性充裕，引导货币信贷合理适度增长。全面落实和充实完善一揽子计划和相关政策措施，进一步巩固经济企稳回升势头。”可以判断：在积极财政政策和宽松货币政策及区域发展政策等措施的推动下，预计未来一段时间，经济将继续巩固回升态势。

中国物流与采购联合会周四（9 月 30 日）公布，中国 9 月份采购经理人指数(PMI)从 8 月份的 54.0 升至 54.3。九月份中国 PMI 指数在较高水平继续提高，从分类指数看，工业企业的新出口订单、从业人员指数升幅较大，这些情况表明中国经济将继续回升，而且是伴随着就业和收入较快增长的回升，回升具有可持续性。从当前的 PMI 指数变化看，预计未来中国经济增长率将继续提高。

图 18: 2008-2009 年 9 月采购经理人指数(PMI)

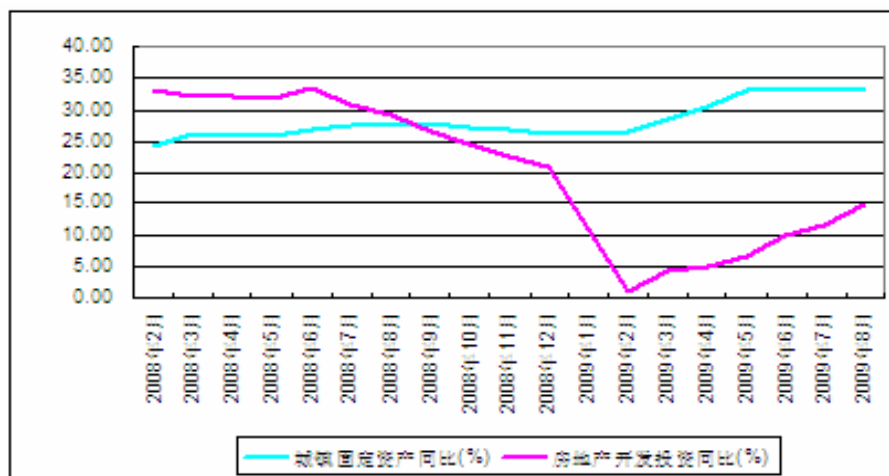


资料来源：中投证券研究所

3.2 产业用煤回升和冬季用煤需求，提升四季度煤炭需求

受前期新开工项目投资额大幅增加影响，固定资产投资将高位运行，而作为固定资产投资中对煤炭需求影响最大的房地产开发投资，将继续呈现反弹趋势，从而对水泥、钢铁等高载能产品形成较大需求，推动产业用煤需求保持上升态势。

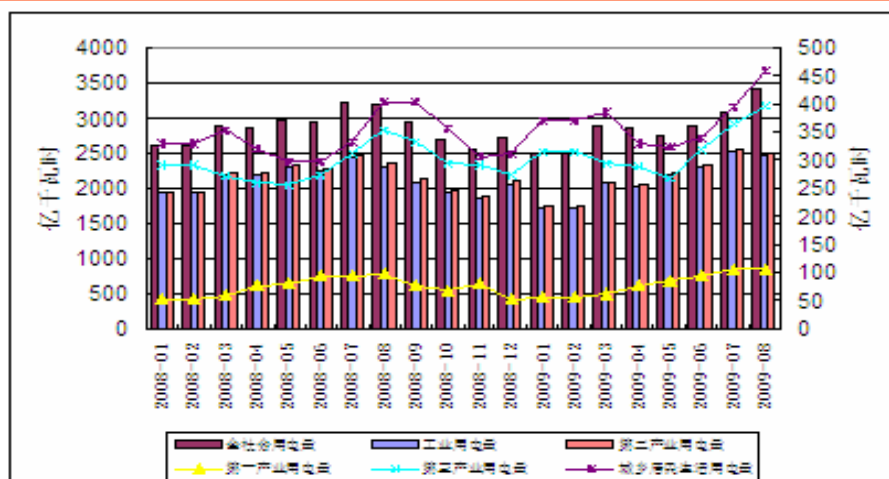
图 19: 2008-2009 年 8 月国内固定资产和房地产投资增长



资料来源：中投证券研究所

2009 年 1-8 月全国全社会累计用电量 23409.24 亿千瓦时，同比增长 0.36%，年内首次由负转正。其中，第一产业用电量 641.44 亿千瓦时，增长 6.29%；第二产业用电量 17242.3 亿千瓦时，下降 2.84%；第三产业用电量 2555.16 亿千瓦时，增长 10.70%；城乡居民生活用电量 2970.33 亿千瓦时，增长 11.39%。8 月份全国全社会用电量 3462.23 亿千瓦时，同比增长 8.22%，环比增长 1.23%，继续保持 4 月份以来环比正增长态势。

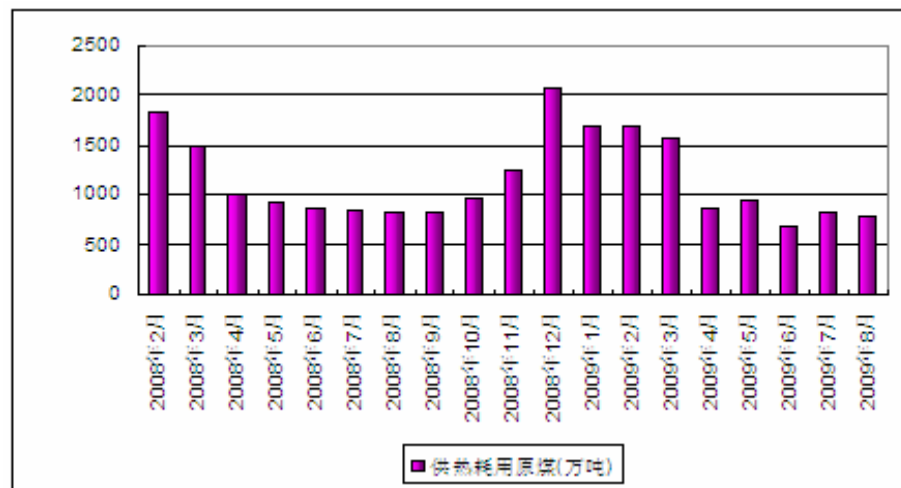
图 20: 2008-2009 年 8 月全社会用电量变化



资料来源：中投证券研究所

此外，10 月之后，全国大范围冬季用煤期，非产业（冬季取暖）用煤炭需求有望逐步上升，按照历史经验，冬季用煤需求将使国内电力行业用煤高于平时用煤水平 10-15%左右。

图 21: 2008-2009 年 8 月国内供热耗煤变化



资料来源：中投证券研究所

预期四季度，随着国内经济稳步回升，固定资产投资高位运行，产业用煤需求上升，加上冬季取暖用煤需求，国内煤炭需求在四季度可望明显回升。

3.3 国内煤炭供给不太可能大规模增产

从供应侧来看，国庆之前，安全生产检查力度加大，很可能导致煤炭产量环比下降。随着兼并重组工作推进，四季度山西会有部分中小煤矿将复产，煤炭产量会有所增长；但短期内由于安全生产和技术改造因素，山西中小煤矿仍难以出现“井喷”式增加。

与此同时，随着全球经济回暖，煤炭需求增加和美元贬值因素，四季度国际煤价将维持在 70 美元/吨上方运行可能性大，这样煤炭进口将无明显成本优势，因此，预计进口量不会高于前期水平，同时，煤炭出口可望继续保持回升态势。四季度国内煤炭供给虽然可能会有所增加，但总体上应该相对平稳，不会出现大幅度增加的局面。

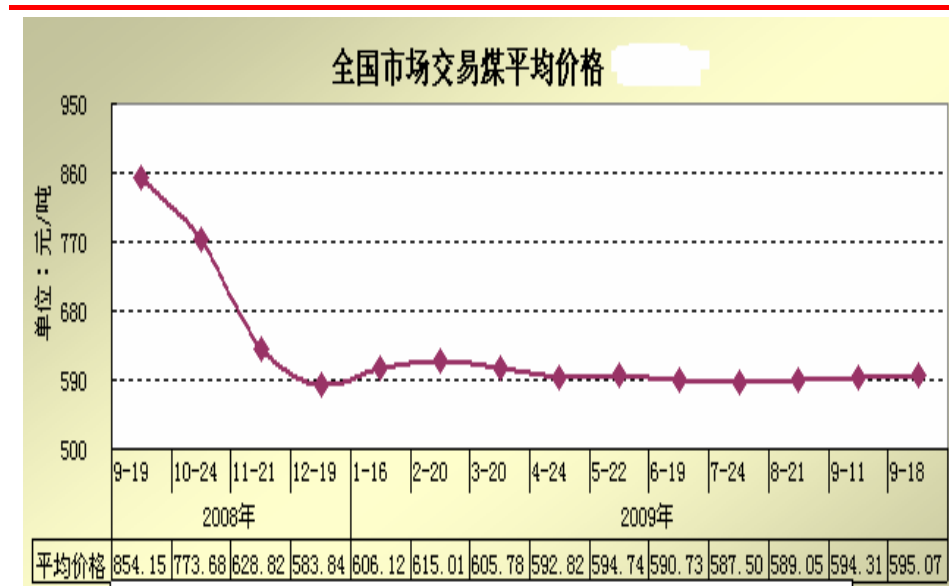
综上所述，综合起来考虑，随着宏观经济的回暖以及中小企业贷款的陆续到位，民间投资有望进一步跟进，这将促进固定资产投资和新开工项目投资额高位运行，与此同时，房地产投资将逐步回升，拉动煤炭需求回升。因此总体来看，煤炭需求有望逐步上升；其中，动力煤需求很可能出现较快增加；炼焦煤需求将相对平稳。从供应侧来看，受平煤瓦斯爆炸事故影响，河南省乃至全国安全检查力度都有加大，给煤炭供给带来一定不确定性。

虽然当前国际煤炭价格继续低位运行，但进口煤并无明显成本优势，因此预计进出口因素不会明显增加国内供给量；总体而言，煤炭供应量将出现平稳增加。未来一段时间，煤炭需求逐渐进入旺季，而供给量也将平稳增加，煤炭供需将从低位回升，并且继续呈现基本平衡格局。

4、价格：四季度国内煤价维持相对稳定

受全球经济衰退影响，2009 年前三季度经济增长速度明显下降，主要耗煤产品需求明显回落，受此影响，国内煤炭需求增速明显下降，但在国内主要煤炭产地山西和河南等地区产量下降和国内进口大幅度增加情况下，上半年国内煤炭市场仍然维持相对均衡格局，国内煤价维持相对稳定，小幅波动的格局。进入第三季度，随着国内经济企稳并出现回升情况下，部分煤种出现供给偏紧、出现价格上涨态势。

图 22：全国市场交易煤平均价格



资料来源：中投证券研究所

后期随着国内主要煤炭产地山西，部分中小煤矿可能恢复生产，四季度国内煤炭供给会有所增加，但考虑国内主要耗煤行业由于经济回升，煤炭需求增加以及冬季因素影响，国内煤炭需求将进一步回升；在不出现重大意外事件情况下，可以预期四季度国内煤炭供求将在相对高水平维持相对均衡格局，国内煤价有可能在国内外因素共同影响下，将维持相对稳中趋升的格局，但不排除存在短期小幅度波动的可能。具体到各煤种，由于供求关系因素和国际煤价因素，将可能出现不同价格走势。

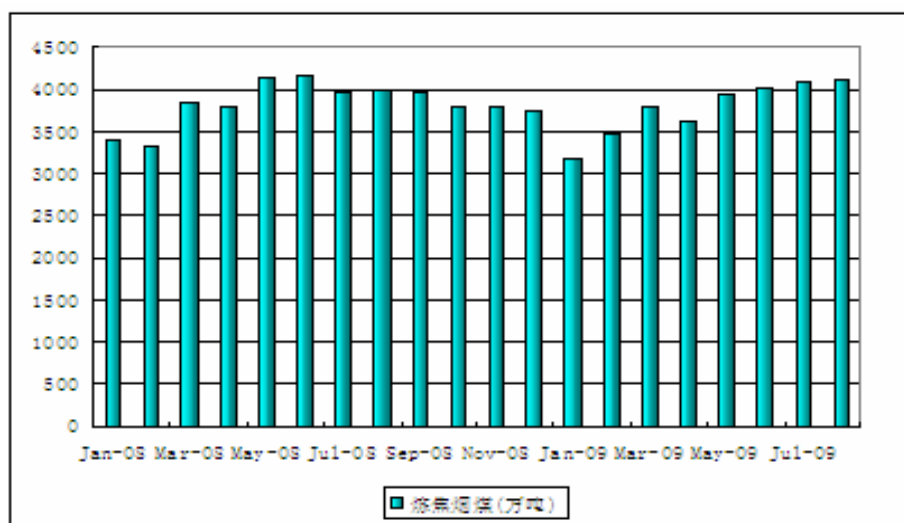
4.1 炼焦煤：全球炼焦煤需求回升将驱动炼焦煤价格上涨

2009 年以来，受加快煤炭资源整合、小煤矿关停整顿等因素影响，炼焦煤产量增长缓慢。炼焦煤产量增长速度远远落后于粗钢产量增长速度。2009 年以来，在积极财政政策和宽松货币政策影响下，国内固定资产投资高速增长，炼焦煤下游钢铁行业产量不断创新高，炼焦煤需求同比和环比均稳步上升。

在国内炼焦煤产量增速大幅放缓的情况下，国内炼焦煤供给相对不足，进口量的快速增长。如，2009 年上半年全国炼焦煤产量为 21288.8 万吨，同时，炼焦煤净进口量跃升至 1267.2 万吨，净进口量占表观消费量的比重升至

5.6%。炼焦煤进口的快速增长弥补了国内炼焦煤资源供给的不足，维持上半年国内炼焦煤市场供求相对均衡的格局。

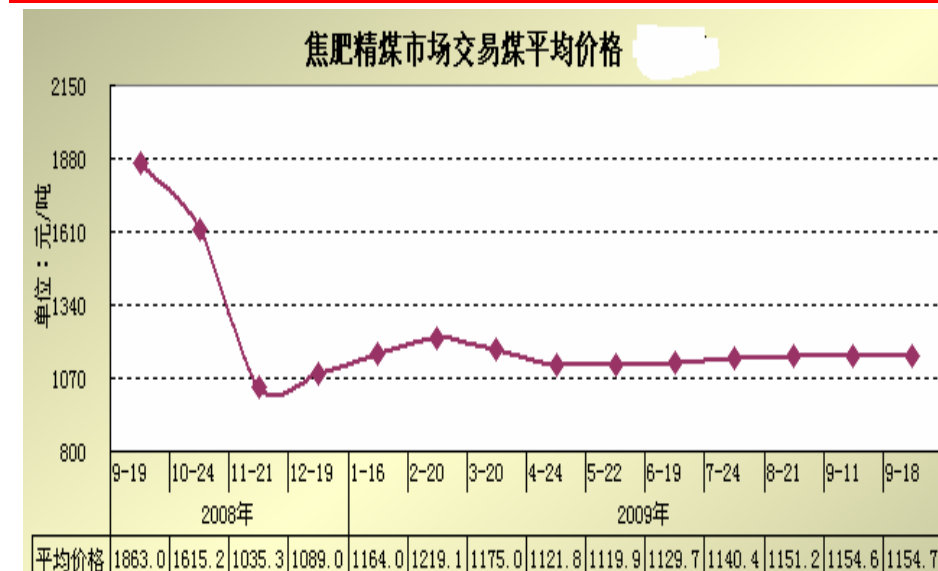
图 23: 2008-2009 年 8 月国内炼焦煤产量变化



资料来源: 中投证券研究所

经过几个月产量增长, 现有炼焦煤生产企业炼焦煤产量增长潜力不足, 炼焦煤市场由供应过紧到整体宽松又转而平衡趋紧的市场变化。三季度国内主要炼焦煤产品市场和协议价格均出现不同程度上涨。

图 24: 国内焦肥煤市场交易平均价格



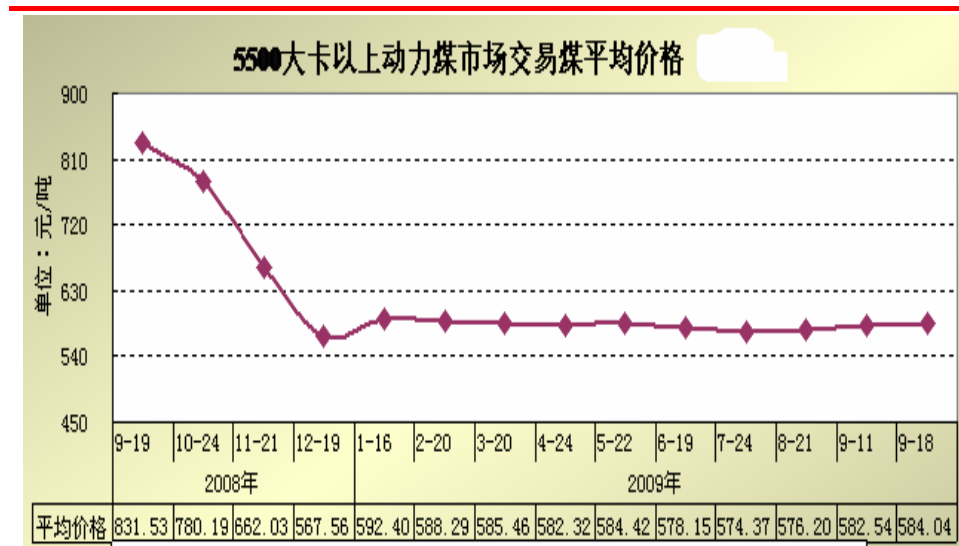
资料来源: CCTD

四季度, 随着中国宏观经济政策效果的逐步显现, 国民经济企稳向好; 与此同时, 全球经济企稳并回升, 世界粗钢产量开始回升, 环比明显增加, 对炼焦煤需求稳步增长, 国际市场炼焦煤价格将回升, 从而对国内炼焦煤价格上升形成有力支撑。

4.2 动力煤：冬季取暖用煤和产业用煤回升将驱动煤价稳中趋升

动力煤是国内消耗最大的一类煤炭品种。动力煤供应来源广泛，各大类煤炭品种中均有动力煤品种，其中，烟煤是国内动力煤的主要煤种来源。在中国动力煤中，优质、高热值动力煤资源相对稀缺。2009 年以来，虽然在基建投资拉动下，国内建材行业煤炭消耗量保持相对高速增长态势，作为动力煤消耗的主要行业电力行业，1-7 月煤炭消耗一直处于负增长状态。8 月份电力行业煤炭消耗出现 10% 的增长，国内电力行业煤炭消耗创年内新高。9 月受直供电厂耗煤增加影响，秦皇岛港煤炭出港量增加，库存有所下降，秦皇岛港动力煤最高平仓价出现明显上涨。总体来看，前三个季度国内动力煤矿口价和下水煤价格总体上维持相对稳定，小幅波动状态。

图 25：国内 5500 大卡以上动力煤市场交易平均价格



资料来源：CCTD

进入 9 月份，随着立秋节气的到来，全国各地的高温天气将逐渐减少，降温用电负荷将逐渐下降；产业经济呈现持续回暖态势，国内电力行业煤耗虽然有所下降，但仍处于相对高位水平。

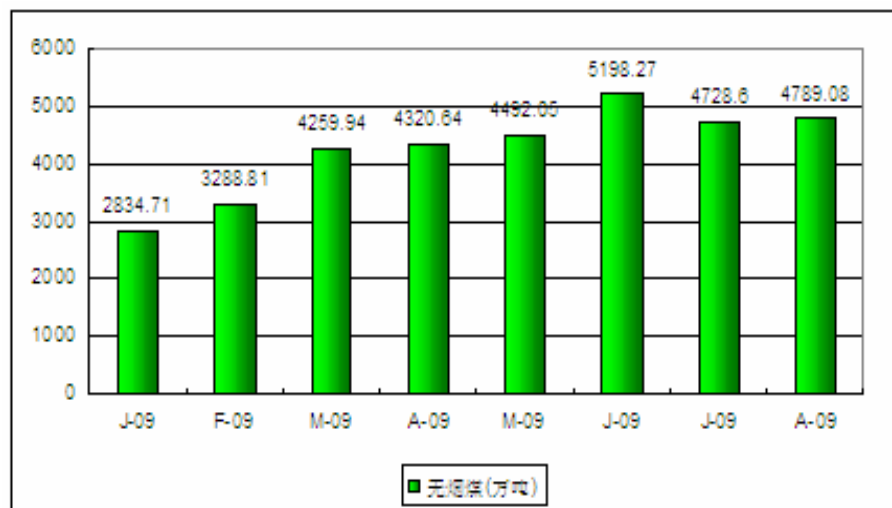
进入 10 月份，全国大部分地区将进入冬储煤阶段，而东北地区将进入取暖期，预期四季度在产业用电回升和冬季取暖用煤需求支持下，国内动力煤需求将出现回升，价格可望维持稳中趋升态势。

4.3 无烟煤：需求平淡，后期价格维持相对稳定

无烟煤主要应用于化肥（氮肥、合成氨）、陶瓷、机械制造、小型铸造、锻造、电力行业。无烟煤经过洗选可以生产洗块煤、末煤。无烟块煤是无烟煤的一种，主要用于生产合成氨产品。末煤可以提供专门电厂，用于发电。此外，无烟煤可以用于居民家庭用煤。山西省是全国最大的无烟煤生产基地，年产量超过 1.3 亿吨，约占全国总产量的 29%。山西省内无烟煤有 45% 左右集中在晋城及阳泉两大煤业集团；另有 15% 隶属于国有地方煤炭企业；剩余 40% 为县营及乡镇小煤矿产量。6、7 月份以来，全国主要无烟煤产区纷纷恢复快速增

长势头。据国家统计局数据显示, 1-7 月份, 全国累计完成无烟煤产量 28798.6 万吨, 同比增长 7.72%, 其中 6、7 月份分别完成 5198.3 万吨和 4728.6 万吨, 分别同比增长 15.71%和 11.07%。

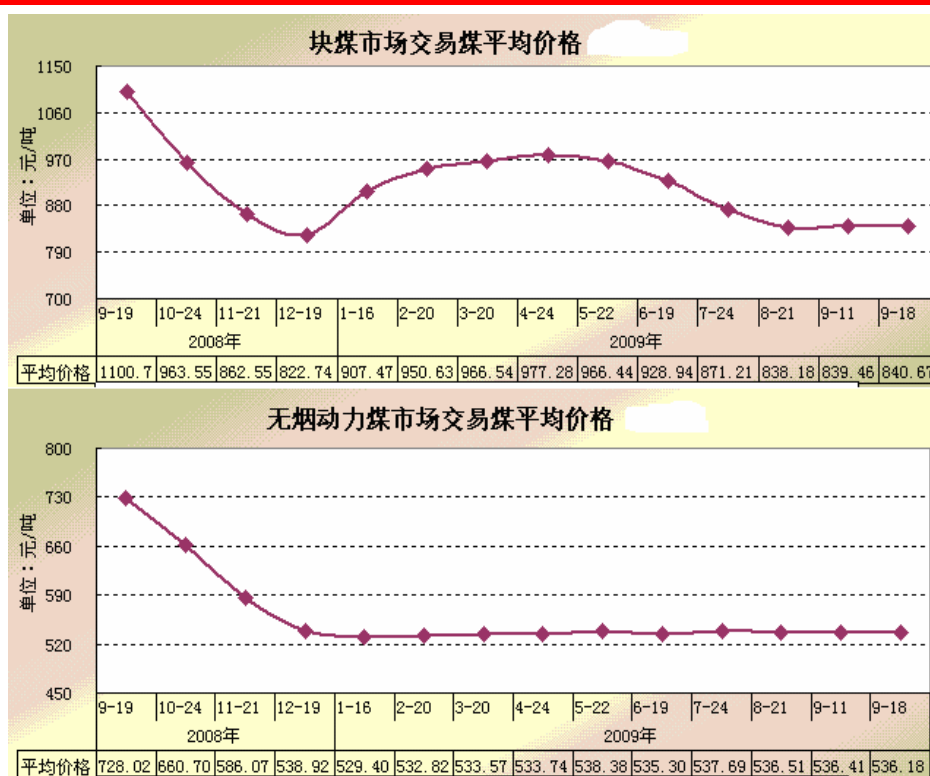
图 26: 2009 年前 8 个月无烟煤产量变化



资料来源: 中投证券研究所

与此同时, 下游甲醇、尿素等产品市场需求疲软等因素影响, 2009 年前 5 个月国内无烟煤各个产品价格相对平稳, 但自 6 月份开始, 由于无烟煤产量快速回升, 山西省无烟块煤价格开始回落。

图 27: 国内无烟块煤和无烟动力煤市场交易价格



资料来源: CCTD

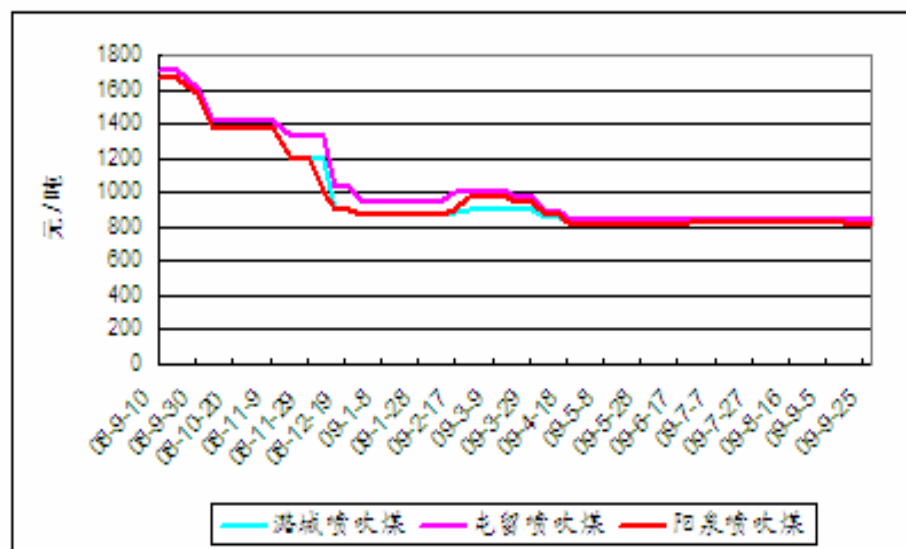
7 月份以来，主产区无烟块煤价格普遍回落，到 8 月份，国内无烟块煤价格止跌企稳，但无烟动力煤价格前三季度保持相对稳定。经过前期的调整，国内无烟块煤价格已经处于稳定，预期四季度价格将维持相对稳定状态，而无烟动力煤随着冬季来临和产业用电回升，可望保持稳中趋升态势。

4.4 喷吹煤：后期维持相对稳定

目前国内喷吹煤主要由无烟煤和贫瘦煤经过洗选加工而成，在煤炭产品中，喷吹煤属于小煤种。国内生产高炉喷吹煤的企业，无烟煤主要以北方的阳泉煤业集团、神华宁煤集团、晋城矿业集团及南方的神火永城、焦作煤业集团等为主导；贫瘦喷吹煤以潞安环能、山西焦煤集团等为主导；烟煤以同煤集团、神华本部等为主。从喷吹煤的供应结构来看，贫瘦喷吹煤的产量占 1/3 弱，但由于无烟煤储量及其供应能力逐渐萎缩，贫瘦喷吹煤需求及供应将逐步上升并呈现逐年放大的趋势。

喷吹煤主要用于高炉生铁冶炼。高炉喷吹煤在生铁冶炼环节的主要作用是部分替代冶金焦，降低焦炭消耗量。另外可提高高炉风温，加大冶炼强度，提高生铁产量水平。国内喷吹煤市场从 3 月开始出现回落，4 月之后维持相对稳定运行，三季度喷吹煤基本维持相对稳定状态。

图 27：国内喷吹煤价格变化



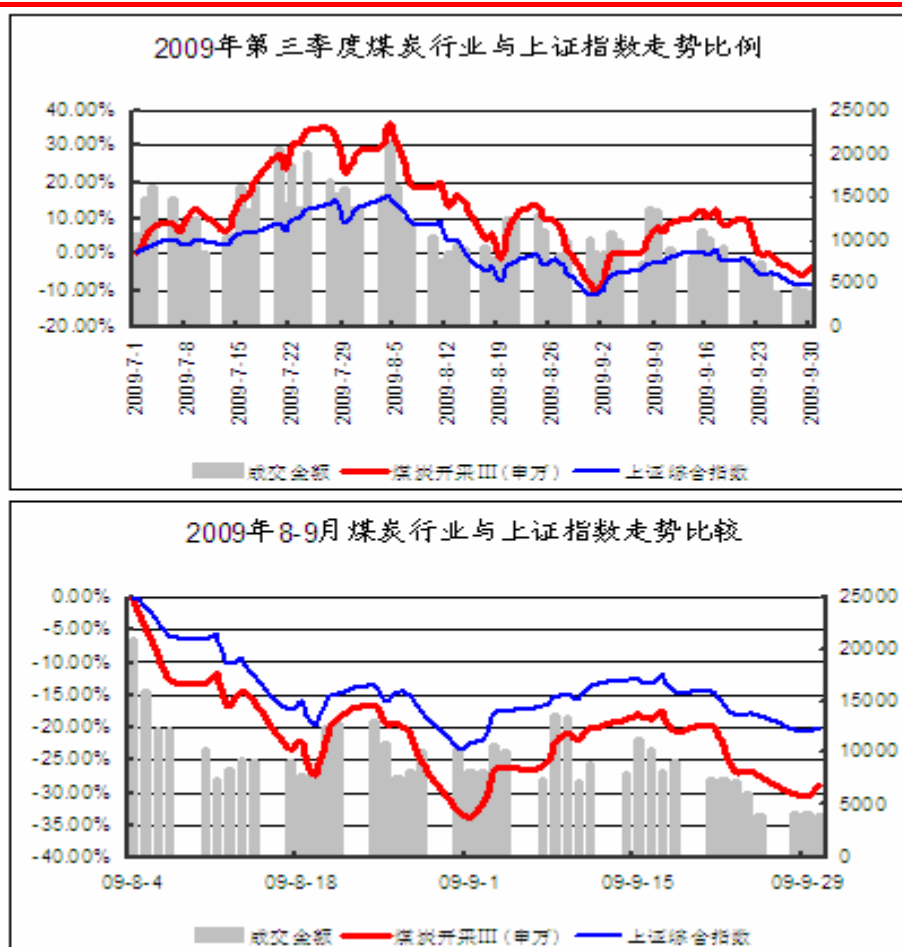
资料来源：中国煤炭资源网

由于喷吹煤作为焦炭替代品存在，在国内焦炭价格处于相对低位的情况下，目前山西喷吹煤价格维持在 800-840 元/吨之间，山西二级冶金焦价格 1580-1620 元/吨水平，喷吹煤价格优势不明显，预期四季度喷吹煤价格将以稳为主，维持小幅波动状态。

5. 估值：行业估值具有相对优势

进入 2009 年，国内煤炭行业股票在基本面和业绩超预期驱动下，煤炭行业上市公司股票价格出现持续回升，估值水平也由前期严重低估状态，逐渐恢复到相对合理的估值水平。进入 8 月之后，在流动性担忧和估值等因素影响下，国内股票市场进入调整期，煤炭行业上市公司股票价格普遍出现较大幅度回落，行业估值水平明显下降。

图 29：2009 年第三季度煤炭行业与上证指数走势比较



资料来源：WIND

目前我国以煤炭开采业务为主上市公司有 23 家，其中，动力煤公司 11 家，炼焦煤公司 10 家，无烟煤公司 3 家。煤炭行业总市值 11738.38 亿元，流通市值 3694.48 亿元，占全部 A 股流通市值 3.8%。

表 2 截止 9 月 30 日煤炭行业及相关市场估值比较 单位：倍

板块名称	PE(TTM)	09 年中 PB	08 年 PE	09 年 PE(e)	10 年 PE(e)
沪深 300	25.9	3.0	22.1	19.2	16.1
SW 水泥	34.3	2.8	31.7	19.4	15.2
SW 煤炭	20.2	3.9	20.0	19.8	16.8

SW 火电	-179.4	2.5	69.0	24.8	20.2
SW 地产	37.9	3.8	38.6	24.8	18.3
SW 钢铁	-28.6	1.7	23.1	27.5	15.4
SW 乘用车	340.6	3.4	97.5	27.7	21.1

数据来源：Wind 资讯

2009 年上半年行业平均每股收益（EPS）0.54 元，高于全部公司每股收益（EPS）0.19 元，目前行业加权平均 TTM 市盈率 20.2 倍，明显低于沪深 200 指数的 25 倍，全部上市公司的市盈率 31 倍，行业加权平均市净率 3.9 倍，高于全部上市公司 3.0 倍。2010 年行业估值水平已经回落到 15 倍左右。

从目前煤炭行业估值水平看，考虑到后期价格上升、资产注入前景及内生增长潜力等因素，国内煤炭行业估值处于相对低估状态。

6. 投资策略和股票选择

随着全球及中国经济企稳并回升，全球及中国煤炭需求可望稳步回升，国际和国内煤价短期可望维持相对稳定，中长期可望进一步上升，因此，可以预期后期行业基本面将持续改善。

与此同时，由于股价大幅度下跌而明显下降，近期行业估值水平已经明显下降，并在一定程度下出现行业估值水平与行业基本面持续改善前景出现背离。

6.1 投资策略和资产配置

基于基本面持续向好和估值相对偏低综合考虑，维持对煤炭行业 6-12 月的“看好”的评级，预期四季度至明年一季度煤炭行业将跑赢大市。建议“超配”煤炭行业。在股票选择上，建议重点关注三类公司：一是未来 6 到 12 个月内存在资源储量和产量内在增长潜力的公司，如，**西山煤电**、**中国神华**、**国投新集**等；二是未来 6 到 12 个月内存在明前资产注入和收购潜力的公司，如，**国阳新能**、**大同煤业**、**开滦股份**等；三是拥有大规模非煤资产，且在未来 6 到 12 个月内将景气上升的公司，如，**神火股份**、**开滦股份**等。

——在动力煤行业股票选择方面，建议重点关注强的内生增长潜力的公司，如，中国神华（601088）和“国投新集（601918），存在资产注入预期的大同煤业（601001）。

——在炼焦煤行业股票选择中，建议重点关注拥有优质焦、肥煤资源，且具有强的内生增长和潜在外生增长潜力的西山煤电（000983）、受益于焦化行业景气回升的煤焦化一体化的开滦股份（600997）。

——在无烟煤行业股票中，建议具有强的内生增长潜力且非煤产业将景气回升的神火股份（000933），具有资产收购潜力的国阳新能（600348）及具有估值优势的兰花科创（600123）。

6.2 重点公司点评

西山煤电(000983): 煤价上涨、新项目投资、资产收购进一步提升公司估值水平

- ◇ 公司及控股股东是国内最大的炼焦煤公司。控股股东拥有规模巨大的煤炭资产,是公司未来低成本扩张的重要资源和资产来源。控股股东山西焦煤集团的炼焦煤生产能力国内第一。2008年焦煤集团原煤产量达8029万吨,同比增长11%,居全国第三,炼焦精煤产量3770万吨,处于全球炼焦煤产量规模第二位。庞大集团资产规模是公司未来低成本扩张的重要保障。
- ◇ 在建和收购项目是公司未来三年储量和产量高速增长的有效保障。公司煤炭业务由生产矿井和在建矿井两部分组成。目前公司在建矿井包括:兴县矿区的新斜沟矿井,目前在建规模1500万吨/年,预计兴县矿区总规模达到5000万吨/年的总规模,投资的内蒙古巴颜高勒井田煤矿项目。
- ◇ 参与山西中小煤矿整合,进一步扩大公司炼焦煤生产能力。公司通过参与山西省中小煤矿重组,获得1090万吨/年的炼焦煤生产能力。
- ◇ 通过投资收购进一步扩大公司焦化业务生产能力,打造煤焦化产业链。公司通过参股山西焦化,收购集团焦化资产组建西山煤气化公司和投资唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司,到2010年焦炭生产能力进一步扩大550万吨规模。
- ◇ 炼焦煤价格进入新一轮上涨。随着国家经济振兴政策效应的显现,下游行业有所回暖,炼焦煤需求明显上升,公司结合生产经营实际情况,统筹考虑各方因素,拟从2009年8月份上调部分产品价格。其中,公司焦精煤车板含税价由1025元/吨上调至1125元/吨;肥精煤车板含税价由1090元/吨上调至1210元/吨;瘦精煤车板含税价由830元/吨上调至930元/吨。根据公司2009年8-12月产销计划,预计本次产品价格上调将增加公司2009年销售收入约2.9亿元。
- ◇ 给予公司“强烈推荐”的投资评级。2009年上半年公司实现每股收益0.54元,预计2009年公司每股收益1.31元,2010年每股收益2.45元,2011年每股收益2.94元,给予公司“强烈推荐”的投资评级,未来6-12月股价40-45元。

中国神华(601088): 煤炭储量和产量稳定增长,未来五年经济总量翻番

- ◇ 公司是目前全球和中国最大的煤电路港一体化综合能源供应商。2008年拥有可采煤炭储量11457百万吨,公司商品煤产量18570万吨,煤炭销售23270万吨,控制并经营14家燃煤电厂,总装机容量18001兆瓦,权益装机容量10777兆瓦,发电978.0亿千瓦时。拥有神朔铁路、朔黄-黄万铁路,大准铁路、包神铁路、总运营里程1367公里,黄骅港、天津煤码头。
- ◇ 控股公司神华集团拥有公司73.86%股权。集团2008年生产原煤28125万吨,销售商品煤31120万吨。同时公司拥有国内规模最大的煤制油资产。集团公司目前拥有8000万吨煤炭资产和未来可达500万吨煤制油项目将在未来注入上市公司。2000万吨的蒙西乌海的焦煤资产,宁夏西部的6000

万吨动力煤资产，目前神华集团还有 7000 万吨在建产能待投产。集团煤制油项目第一条生产线 2008 年 12 月 31 日已经顺利出油。

- ◇ 2009 年上半年煤炭分部生产商品煤 105.8 百万吨，销售煤炭 123.1 百万吨，同比增加 15.8 百万吨和 8.0 百万吨，同比增长 17.6% 和 7.0%。2009 年上半年自产煤量占销售量的比例进一步提高到 84.7%，同比增加 7.3 个百分点。2008 年公司建设中的布尔台煤矿、哈尔乌素露天矿、胜利一号露天矿、黄玉川煤矿四个矿产量 3050 万吨，未来 3 年内产能将逐步释放，上述四矿的设计年产能可达到 7000 万吨。
- ◇ 2009 年上半年公司营业收入为 570.83 亿元，同比增长 15.8%；营业利润为 229.38 亿元，同比增长 16.3%；净利润为 181.26 亿元，同比增长 13.1%；归属于公司股东的净利润为 159.76 亿元，同比增长 12.9%。
- ◇ 公司是世界上最大的煤炭上市公司 2009 年 6 月 30 日，按中国矿业标准计算，中国神华拥有可采煤炭储量 11,373 百万吨；按国际通行的 JORC 标准计算，拥有可售煤炭储量 7,038 百万吨，为目前世界上最大的煤炭上市公司。
- ◇ 公司确立资源扩张战略，未来 5 年煤炭产量持续增长。公司未来 5 年的资源扩张主要来自上述新街和榆神项目，其中新街项目已经取得探矿权，预计可新增储量 100 多亿吨；榆神项目已经取得探矿权，目前正在勘探阶段，预计可新增储量 100 多亿吨。这两个项目未来有望分别贡献 1 亿吨的产能，最早有望 2012 年投产，为公司未来 5 年实现“再造一个神华”奠定了基础。到 2013 年实现煤炭产量 5.3 亿吨。
- ◇ 给予公司“强烈推荐”的投资评级。公司基本每股收益为 0.803 元，同比增长 12.9%。预测公司 09-11 年的 EPS 为 1.75、2.35、2.75 元，给予公司“强烈推荐”的投资评级，未来 6-12 月的目标价格为 47--50.00 元。

国投新集（601918）：新项目投产，未来增长前景乐观

- ◇ 上半年销售收入同比增长 18.78%。上半年原煤产量 713.75 万吨，较上年同期增加 143.78 万吨，增幅 25.23%；商品煤产量、销量分别增长 22.61%、21.97%；但由于商品煤销售价格下降 10.92 元/吨，降幅 2.61%，销售收入增长 18.78%。
- ◇ 煤炭制造成本小幅度下降。上半年公司商品煤制造成本下降 2.77%，下降幅度较价格下降幅度高 0.16 个百分点。单位煤炭制造成本中，虽然工资和福利费用下降幅度较大，但安全生产费用和塌陷费同比增长 34.8%、22.1%。
- ◇ 期间三项费用大幅度下降。上半年期间费用总额 30233.69 万元，较上年同期相比增加 2400.78 万元，增幅 8.63%，但单位煤炭产品三项费用下降 11.41%，其中，管理费用、销售费用和财务费用分别下降 13.6%、14.7%、12.6%。
- ◇ 上半年公司煤炭产销量增加驱动公司收入和利润增长关键。虽然由于价格下降，公司毛利率水平下降，但期间费用下降，公司利润率水平基本与 2008 年同期持平。由于煤炭产量增长，上半年公司煤炭业务销售收入、利润总额和净利润均出现较大幅度增长。
- ◇ 在建煤矿产量增加将驱动未来 2 年业绩稳定增长。目前公司煤炭生产能力 1555 万吨；在建矿井板集煤矿及选煤厂和口孜东煤矿，两煤矿合计煤炭生产能力 800 万吨。预计板集煤矿在 09 年四季度投产，口孜东煤矿在 2010

年投产，两煤矿投产后，公司煤炭生产能力将达到 2355 万吨，较 2008 年煤炭产量翻番。

- ◇ 给予公司“强烈推荐”的投资评级。上半年实现每股收益 0.26 元，预测公司 09-11 年 EPS 为 0.64、0.80、1.04 元。综合考虑公司估值水平和成长潜力，给予公司“强烈推荐”的投资评级，未来 6-12 月的目标价格为 16-20 元。

大同煤业（601001）：项目投资和资产注入支持产量高增长

- ◇ 公司及控股股东是目前国内第三大煤炭生产商。2008 年公司煤炭产量 2026 万吨，其中母公司产煤 1000.5 万吨，塔山煤矿 1025 万吨，销售煤炭 1730 万吨，目前公司拥有煤炭生产能力 2500 万吨，年底将达到 3000 万吨。
- ◇ 公司控股股东公司控股股东同煤集团是国内第三大动力煤供应商。在国内动力煤市场处于重要地位。2005-2008 年煤炭销量连续 4 年突破亿吨，2008 年同煤集团煤炭销量 1.22 亿吨，同比增加 535 万吨，其中同煤集团 2008 年自产煤产量 6890.52 万吨，在国内动力煤企业中处于第三位。
- ◇ “十一五”规划期间，同煤集团规划投资 500 多亿，通过合资筹建和开工建设包括 6 个年产煤炭千万吨级安全高效矿井、4 个年产煤炭 500 万吨矿井在内的 20 个重点工程项目。规划建设的大型煤炭基地包括：塔山（2000 万吨）、同忻矿（1000 万吨）、朔南麻家梁（1200 万吨）、朔南梵王寺（1000 万吨）、东周窑（1000 万吨）、马道头（1000 万吨矿井）6 个千万吨级的煤炭工业园区和铁峰、阳坊口北辛窑、焦煤二号、王坪小峪矿四个 500 万吨以上的特大型矿井工业园区，合计在建或规划在建的产能为 7200 万吨，到 2012 年煤炭产销量翻一番，由 2007 年的 1.1 亿吨达到 2 亿吨。
- ◇ 上半年公司每股收益同比增长 27.9%。2008 年上半年公司调整后实现每股收益 0.68 元，2009 年上半年公司实现每股收益 0.87 元，同比增长 27.94%，虽然公司业绩同比实现增长，但业绩水平低于市场预期，低于市场预期主要原因是由于会计政策调整，导致公司经营成本增加。
- ◇ 公司煤炭销量同比增长 14.6%。上半年公司煤炭销量 1054.1 万吨，与上年同期 919.63 万吨比较增加 134.37 万吨，同比增长 14.6%；其中：洗煤 461.25 万吨，选煤 592.85 万吨，分别比上年同期增长 13.58%和 15.44%。报告期塔山煤矿煤炭销量完成 557.67 万吨，与上年同期 407.32 万吨比较增加 150.35 万吨。
- ◇ 上半年综合煤价下降。2009 年上半年公司煤炭销售平均价格 426.13 元/吨，与上年同期 432.31 元/吨比较减少 6.18 元/吨。其中，洗煤上半年销售价格 423.3 元/吨，选煤销售价格 428.33 元/吨，同比增长 10.61%。
- ◇ 本部煤价上涨是上半年业绩增长的关键驱动。上半年公司利润增长主要来自公司本部利润增长，而本部利润增长则重要来自煤价上涨，而控股子公司虽然煤炭产销量增长，但由于价格下降和成本增加，上半年利润同比下降。如，上半年公司本部利润 16741 万元，利润同比增长 48.2%，控股子公司实现利润 41850 万元，同比减少 3112 万元。
- ◇ 未来煤炭增量来自塔山技术改造和内蒙煤炭项目投产。2009 年公司煤炭产量增长主要来自塔山煤矿，2010 年公司煤炭产量主要来自塔山煤矿新

增能力 500 万吨及内蒙古华富和召富两煤矿技术改造增加产量,预计 2010 年公司可增加煤炭产量在 1000 万吨左右。此外,塔山 5 万吨高岭土深加工项目预计 2010 年将投产。

- ◇ 给予公司“强烈推荐”的投资评级。根据公司中报信息分析,09 年中期每股收益 0.87 元;预测公司 09-11 年 EPS 为 1.72、2.53、3.03 元,给予公司“强烈推荐”的投资评级,未来 6-12 月的目标价格为 45-50.8 元。

开滦股份(600997): 焦化业务景气上升和资产注入预期, 提升公司估值空间

- ◇ **公司控股股东开滦集团是河北省两大煤炭集团之一。**公司拥有煤田总面积 890 平方公里,已探明储量 71 亿吨。肥煤、焦煤是主要煤种,其余为 1/3 焦煤和气煤,是冶炼、化工、动力的首选用煤。开滦集团(含股份公司)2007 年实际生产原煤 3072.5 万吨。目前集团在河北、内蒙古、新疆和山西等地进行煤炭资源开采和勘探,规划“十一五”末煤炭产能达到 5000 万吨。
- ◇ **煤炭业务进军加拿大,获得低价煤炭资源。**为了扩大公司煤炭业务,公司目前正在加拿大进行煤炭资源勘探工作,并成立开滦德华公司,对盖森煤田进行勘探,盖森煤田全部资产包括 228km² 共 22 个区块的矿业权及其他相关资产,勘探完成后将在 BD 区投资建设年产精煤 200 万吨矿井,然后再开发盖森煤田其它区域和加拿大其他省份的煤炭资源,以形成千万吨级的生产能力和规模。依据美国 Norwest 公司出具的《BD 区地质报告》,该区煤炭储量为 2.84 亿吨,其中:已验证储量为 1.41 亿吨(为测定储量与推算储量之和),另外还有 1.43 亿吨的推断储量。该项目目前已经完成前期建矿勘探工作。
- ◇ **煤焦化一体化、煤钢焦战略联盟和区位优势构成公司核心竞争力。**公司所在地是我国主要炼焦煤和焦炭生产基地,同时,又是国内钢铁产业集中地。独特的地理位置和煤钢焦战略联盟为公司煤化工业务发展创造有利的资源和市场环境。
- ◇ **通过整合成为国内最大规模的焦炭生产企业之一。**随着公司二期焦化项目投产,加上公司整合唐山佳华煤化工有限公司,公司焦炭生产能力达到 750 万吨,成为国内最大的焦炭上市公司,通过这次整合,公司不仅大大提升公司对唐山地区焦炭市场影响力,而且,为公司下游化工业务提供稳定的原料供应,从而增加公司焦化业务抗风险能力。
- ◇ **目前公司已经形成完整煤焦化产业链。**随着国内钢铁行业逐步走出谷底,钢材价格回升和国际原油价格上升,预期下半年公司焦化业务将由目前盈亏平衡状态进入盈利状态。
- ◇ **给予公司“强烈推荐”的投资评级。**09 年上半年公司实现每股收益 0.33 元,预测公司 09-11 年的 EPS 为 0.82、1.03、1.40 元,给予公司“强烈推荐”的投资评级,未来 6-12 月股价 25-30 元。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

肖汉平: 中投证券研究所煤炭行业分析师, 理学学士、经济学硕士、经济学博士, 12 年证券行业从业经验。此前先后在嘉实基金管理有限公司、中国银河证券股份有限公司从事石油化工、煤炭行业等行业研究。2008 年初加入中投投资证券研究所从事煤炭行业研究。

主要研究覆盖公司: 中国神华、中煤能源、西山煤电、开滦股份、金牛能源、大同煤业、潞安环能、国投新集、恒源煤电、平煤天安。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434