

## 煤炭行业

2009 年 10 月 09 日

中性

维持

### 相关研究：

政策护航，期待整合更大进展——09 下半

年投资策略 0906

山西整合力度加大，或冲淡复产冲击预期

090424

消费淡季，抑或还是投资时机？——二季

度投资策略 0903

需求有好转迹象，把握不同煤种投资机会

090324

淡季不淡，把握波动机会——三月投资策

略 090228

三九四九冰上走，需求萎缩中的一丝曙光

——一季煤炭行业投资策略

090106

限产报价 VS 需求萎缩，谁主沉浮？

090105

### 执笔人

张红兵

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

### 联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 一年中煤炭需求绽放的季节

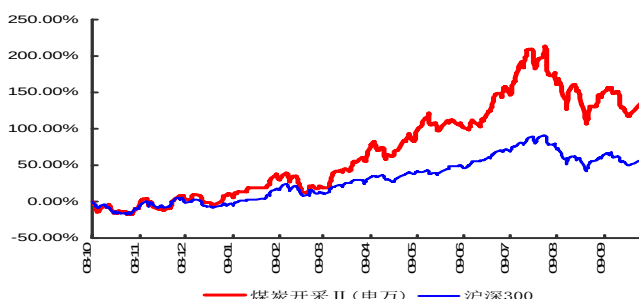
### ——09 年四季度投资策略

行业研究/行业策略

### 投资要点：

- **煤炭需求进入高潮期。**我们分析了钢铁、电力以及水泥行业一年中不同季度的需求情况，发现四季度环比三季度都会有不同程度的增长，尤其是电力行业，往年四季度电力行业环比增长都在 10% 左右，综合考虑今年的生产情况，我们认为四季度煤炭需求还会继续增长，同时库存以及煤炭运量显示煤炭需求的基础也正逐渐牢靠。
- **行政与市场制约供给。**我们还是认为山西复产短期对市场影响还是有限，一是因为能复产的矿基本已经复产，二是现在只是签订的意向协议，谈判还有很长的路要走，三是技改需要时间，四是需求逐渐恢复，五是进口煤的下降抵消一部分新增供给，六是内蒙增速将小幅度回落，七是铁路运力的问题。同时我们认为四季度环比新增的量基本能被消耗。
- **四季度煤价还是稳字当头。**煤炭供需基本还是维持平衡状态，我们认为大同优混继续以 20 元左右幅度波动，小幅上涨概率较大，炼焦煤和无烟煤则以平稳为主。我们宏观组认为美元在四季度将继续走软，且不排除继续创出新低的可能，如果美元继续贬值，则黄金、石油等大宗商品价格还可能继续反弹，从而有可能带动国际煤价的上涨，抬升国内煤炭股的估值水平。
- **投资策略：**煤炭股三季度表现基本和大盘相当，进入四季度用煤高峰，我们认为整体表现应该会比三季度略好，但也不会有太大的超额收益，我们还暂维持原有评级。同时宏观经济进一步好转，美元如果进一步贬值则将会抬升煤炭股的估值水平，这将成为煤炭股上涨的催化剂，建议投资者密切关注。在煤价相对平稳的基础上，我们看好产量增速较快，成长性比较好的公司，同时积极关注资产注入的上市公司，在煤种选择上，我们认为动力煤《炼焦煤》无烟煤，公司选择上，我们建议积极关注，中国神华、西山煤电、国投新集等公司。

### 一年煤炭股和大盘走势比较



## 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 一. 煤炭需求进入高潮 .....         | 5  |
| 1.1 钢铁需求相对稳定 .....        | 6  |
| 1.2 电力是第四季度主要耗煤增加来源 ..... | 7  |
| 1.3 受益投资，水泥一直超预期增长 .....  | 9  |
| 1.4 库存及运量夯实煤炭需求基础 .....   | 10 |
| 二. 行政与市场管制煤炭供给 .....      | 11 |
| 2.1 山西复产短期影响不大 .....      | 11 |
| 2.2 运力还是产能释放的紧箍咒 .....    | 12 |
| 2.3 四季度环比新增产量基本消耗 .....   | 13 |
| 三. 煤价还是以平稳为主 .....        | 14 |
| 3. 1 供需环境下煤价以稳为主 .....    | 14 |
| 3. 2 外围环境或抬升估值水平 .....    | 15 |
| 四. 估值及投资建议 .....          | 16 |
| 4.1 业绩芝麻开花节节高 .....       | 16 |
| 4.2 三季度涨幅居于中游 .....       | 17 |
| 4.3 估值水平相对合理 .....        | 18 |
| 4.4 投资策略 .....            | 20 |
| 五. 风险因素: .....            | 21 |



## 图目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 一年煤市走势图 .....            | 5  |
| 图 2: 房地产市场逐步回暖 .....          | 5  |
| 图 3: PMI指数走势 .....            | 6  |
| 图 4: 汽车销量同比增长 .....           | 6  |
| 图 5: 生铁产量及增速 .....            | 6  |
| 图 6: 焦炭产量及增速 .....            | 6  |
| 图 7: 全国主要城市钢铁库存 .....         | 7  |
| 图 8: 钢材价格变化走势 .....           | 7  |
| 图 9: 发电量及火电占比 .....           | 8  |
| 图 10: 火电发电量及同比增速 .....        | 8  |
| 图 11: 直供电厂耗煤 .....            | 8  |
| 图 12: 发电量及工业增加值比较 .....       | 8  |
| 图 13: 水泥产量及同比增速 .....         | 9  |
| 图 14: 水泥产量增速及固定资产投资增速比较 ..... | 9  |
| 图 15: 秦港调入调出量 .....           | 10 |
| 图 16: 各环节库存变化 .....           | 10 |
| 图 17: 铁路发运量及同比增速 .....        | 10 |
| 图 18: 港口发运量及同比增速 .....        | 10 |
| 图 19: 秦皇岛至各港口运费指数 .....       | 11 |
| 图 20: 秦皇岛港发运量 .....           | 11 |
| 图 21: 山西省煤炭铁路运量及重点企业占比 .....  | 13 |
| 图 22: 山西六大集团产量及占比 .....       | 13 |
| 图 23: 煤炭进口及同比增长 .....         | 13 |
| 图 24: 山西日均产量变化 .....          | 13 |
| 图 25: 秦皇岛煤炭价格 .....           | 15 |
| 图 26: 焦煤价格走势 .....            | 15 |
| 图 27: 阳泉无烟煤价格走势 .....         | 15 |
| 图 28: 澳大利亚BJ价格走势 .....        | 15 |
| 图 29: 煤炭企业累计亏损比例 .....        | 16 |
| 图 30: 煤炭行业销售利润率及成本费用利润率 ..... | 16 |
| 图 31: 收入及成本增长率 .....          | 16 |
| 图 32: 秦皇岛港各季度均价 .....         | 16 |
| 图 33: 市净率相对A股估值比较 .....       | 19 |
| 图 34: 市盈率相对A股估值比较 .....       | 19 |
| 图 35: 神华AH溢价比较 .....          | 19 |
| 图 36: 中煤能源AH溢价比较 .....        | 19 |
| 图 37: 兖州煤业AH溢价比较 .....        | 19 |
| 图 38: 各行业市盈率比较 .....          | 19 |

## 表目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 1: 生铁各季度产量及环比增速.....     | 7  |
| 表 2: 电力发电高峰比较.....         | 8  |
| 表 3: 水泥各季度产量及环比增速.....     | 9  |
| 表 4: 下半年策略报告中测算小煤矿增量表..... | 12 |
| 表 5: 近几月山西实际煤炭产量（万吨）.....  | 12 |
| 表 6: 煤炭各季度产量及环比增速.....     | 14 |
| 表 7: 年初以来各行业各月份涨幅比较.....   | 17 |
| 表 8: 年初以来各行业各季度涨幅比较.....   | 17 |
| 表 9: 重点上市公司盈利预测.....       | 20 |

我们在下半年的策略报告中模拟了山西小煤矿复产的程度并比较了供需的变化，认为下半年供需应该基本仍是平衡状态（当时假设生铁 09 年增速 5%，火电增速 2%，水泥增速 13%）。而煤炭价格我们当时认为随着淡季的过去，煤价度过了一个最艰难的时刻，下半年的煤价稳定的概率较大，煤炭价格既不具备大幅上涨的条件，也不具备大幅下跌的基础，但上涨的概率较大。

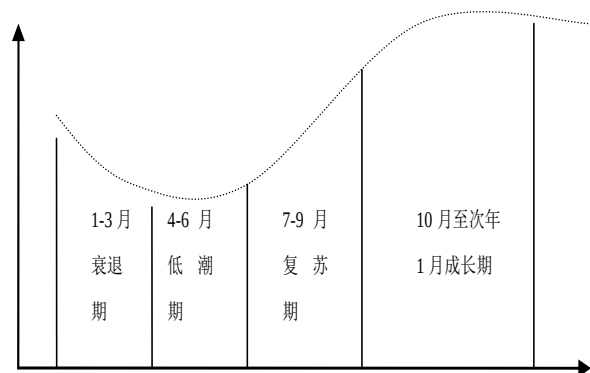
回顾三季度，煤炭供需确是基本平稳，动力煤和炼焦煤，价格有不同程度的上涨，而无烟煤有小幅的下跌，整个煤炭股的表现，三季度居于所有行业中游水平，基本都在我们预期之内。

展望四季度，我们认为煤炭需求和供给环比都会有所增长，但基本应该还是供需平衡，需求和供给如果都在我们预期之内的话，煤炭价格应该还是比较平稳，不会有较大幅度波动，如果煤价比较平稳，那么煤炭股的催化剂来自产能增长，以及重组题材，而这也正是我们的投资主题。

## 一. 煤炭需求进入高潮

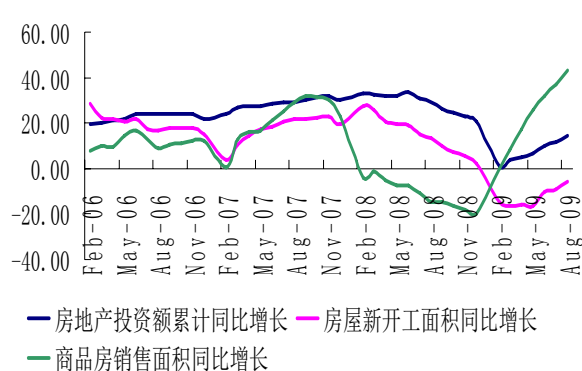
一年之计在于春，而煤炭需求正好相反，每年的四季度是煤炭需求的高潮期，不管是电力、钢铁还是水泥都四季度都呈现出不同程度的增长。而需求的基础不管是国内经济还是国际经济都呈现出企稳现象，PMI 指数连续七个月处于 50% 以上，经济已经回归常态，而海外订单连续第四个月上升，外需向好值得期待。

图 1：一年煤市走势图



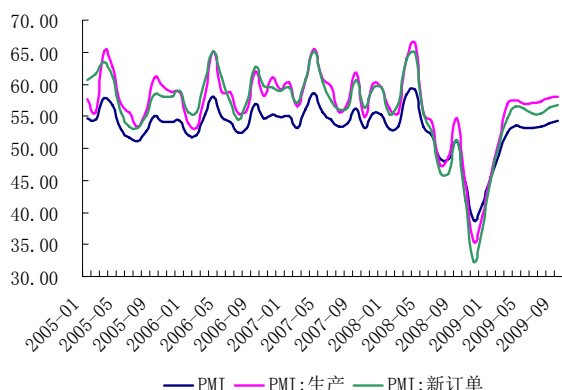
数据来源：山西证券研究所

图 2：房地产市场逐步回暖



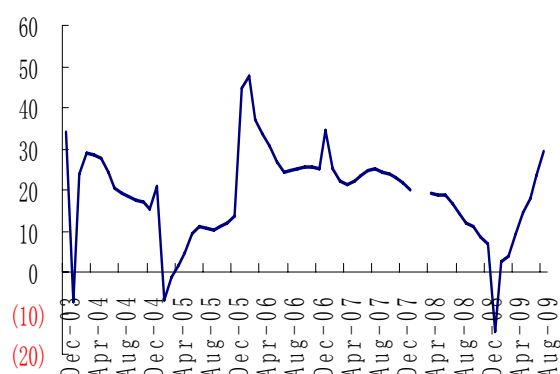
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3: PMI指数走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 4: 汽车销量同比增长

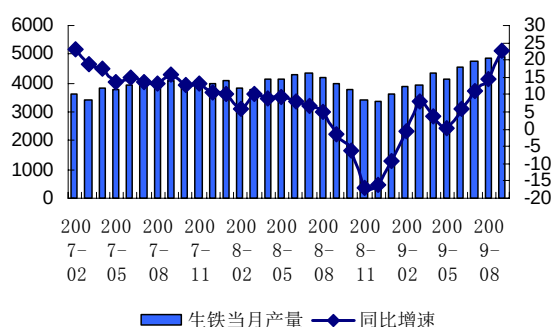


数据来源: wind, 山西证券研究所

### 1.1 钢铁需求相对稳定

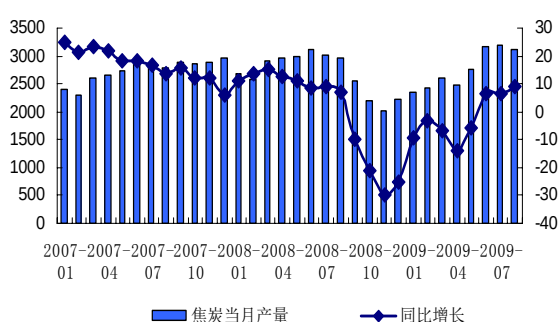
国内生铁产量一路创出新高，1—8月累计增速达到9.23%，8月份的产量创出历史新高，达4931万吨，同比增长达到23%，且不论钢铁下游需求的恢复程度，仅从量上来看，生铁产量的增幅是远远超出预期的，如果考虑到下游需求的恢复以及钢铁行业落后产能的淘汰，我们认为第四季度生铁的产量不可能一直维持这么高，在库存高企以及出口受阻的情况下，正常的回落是必然的，同时国际钢铁产量环比也一直在好转，但由于去年四季度基数比较低，同比增速看起来依然可观。

图 5: 生铁产量及增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 6: 焦炭产量及增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

7、8月份生铁月均产量4891万吨，二季度月均产量4486万吨，一季度月均产量4049万吨，各季度环比增长都在10%左右，假使第四季度生

铁产量出现一定程度的回落，月均产量基本与二季度持平，那么四季度同比增速也将达到 25%，从绝对值来看也是比较大的数字。

图 7：全国主要城市钢铁库存

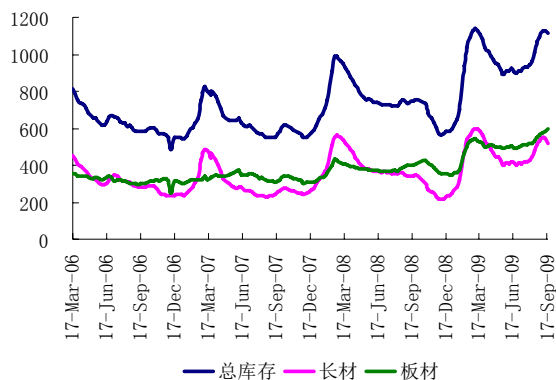
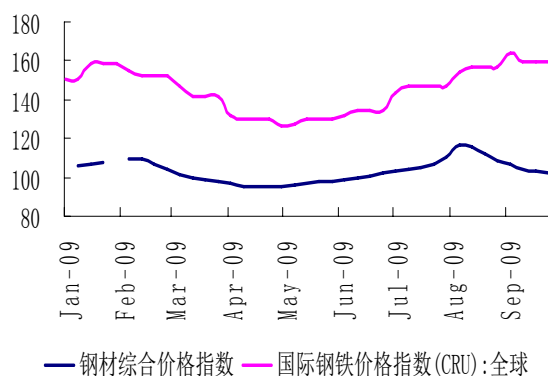


图 8：钢材价格变化走势



数据来源：wind, 山西证券研究所

数据来源：wind, 山西证券研究所

另外一个角度，剔除由于金融危机的爆发导致钢铁产量下半年骤降的 08 年，其余年份的数据显示各季度钢铁行业的产量一般是环比逐渐递增的，第四季度的产量在一年中是最高的，一般情况下三季度是淡季，三季度由于比二季度多一天，剔除这一天的影响，三季度产量应该跟二季度产量基本持平，而四季度产量环比三季度维持在 5% 的平均水平，但今年 7、8 月均产量环比二季度增长了 10% 左右，所以四季度产量略微下降也是情理之中，但依然可以维持在一个较高水平。

表 1：生铁各季度产量及环比增速

|     | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一季度 | 3090.34 | 3326.12 | 3925.29 | 4475.12 | 5656.15 | 7219.97 | 8978.23 | 10813.2 | 11716.2 | 12147.4 |
| 二季度 | 3274.69 | 3604.51 | 4203.4  | 4950.75 | 5770.71 | 8209.51 | 10282.9 | 11742.7 | 12769.7 | 13458.6 |
| 环比  | 5.97%   | 8.37%   | 7.09%   | 10.63%  | 2.03%   | 13.71%  | 14.53%  | 8.60%   | 8.99%   | 10.79%  |
| 三季度 | 3270.5  | 3699.05 | 4281.6  | 5182.69 | 6415.12 | 8376.02 | 10446.4 | 11998.7 | 11957.  |         |
| 环比  | -0.13%  | 2.62%   | 1.86%   | 4.68%   | 11.17%  | 2.03%   | 1.59%   | 2.18%   | -6.36%  |         |
| 四季度 | 3417.96 | 3772.38 | 4463.42 | 5467.75 | 7155.9  | 8925.55 | 10832.5 | 12137.3 | 10387.6 |         |
| 环比  | 4.51%   | 1.98%   | 4.25%   | 5.50%   | 11.55%  | 6.56%   | 3.70%   | 1.16%   | -13.13% |         |

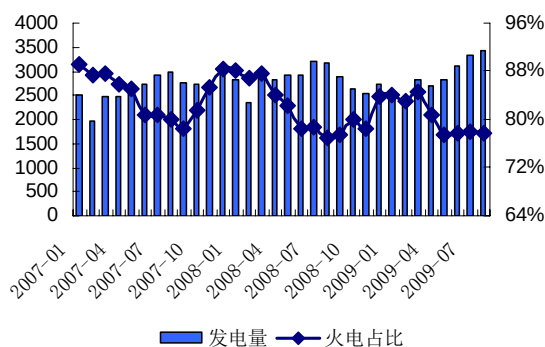
数据来源：wind, 山西证券研究所

## 1.2 电力是第四季度主要耗煤增加来源

与钢铁行业不同的是，电力行业的发电量波动更大，每年的夏季和冬季呈现出明显的高峰季节，也就是每年的 7、8 月份以及 12 月及次年的 1

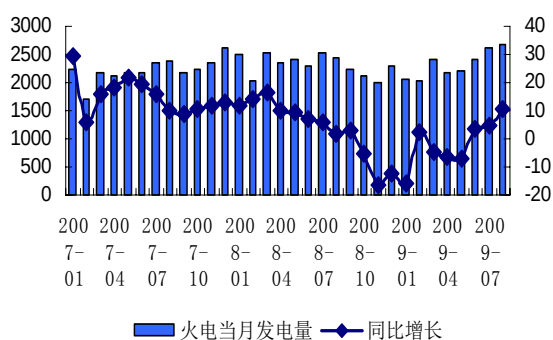
月份是发电量比较大的行业，每年的 7、8 两个月的发电量基本与 12、1 月份的发电量基本持平，如果再考虑到供热所耗煤，考虑到春节停产影响煤炭的供应，耗煤企业加大煤炭的存储，冬季所需煤是要比夏季要高的。2007—2008 年的 12 及 1 月份直供电厂耗煤比 7、8 月份增长了 12%。

图 9：发电量及火电占比



数据来源：wind, 山西证券研究所

图 10：火电发电量及同比增速



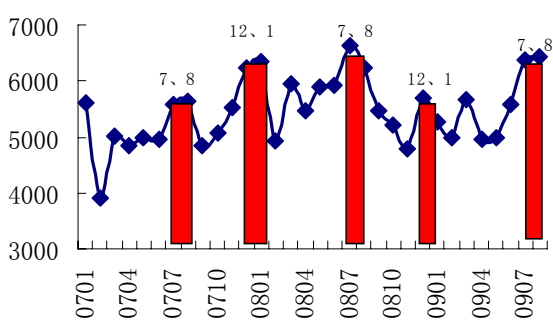
数据来源：wind, 山西证券研究所

表 2：电力发电高峰比较

|           | 2000 | 2001  | 2002 | 2003  | 2004 | 2005 | 2006  | 2007  | 2008  | 2009 |
|-----------|------|-------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|
| 7、8       | 2368 | 2580  | 2914 | 3400  | 3820 | 4341 | 5088  | 5905  | 6356  | 6788 |
| 12、1      | 2230 | 2630  | 2890 | 3190  | 3846 | 4310 | 5086  | 5779  | 5173  |      |
| 全年平均      | 1094 | 1184  | 1342 | 1526  | 1762 | 1998 | 2291  | 2650  | 2827  |      |
| 7、8 平均增长  | 8.2% | 8.9%  | 8.6% | 11.4% | 8.4% | 8.6% | 11.0% | 11.4% | 12.4% |      |
| 12、1 平均增长 | 1.9% | 11.0% | 7.7% | 4.6%  | 9.2% | 7.9% | 11.0% | 9.0%  | -8.5% |      |

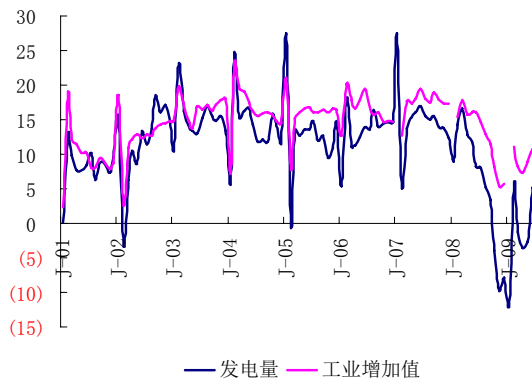
数据来源：wind, 山西证券研究所

图 11：直供电厂耗煤



数据来源：CCTD, 山西证券研究所

图 12：发电量及工业增加值比较



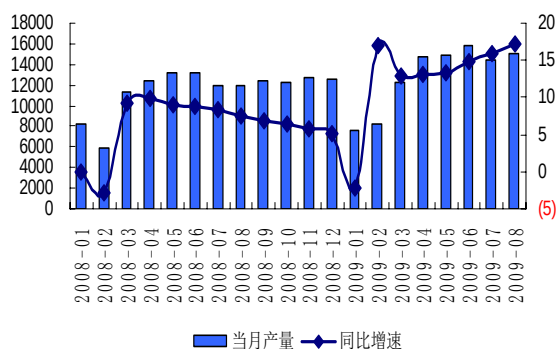
数据来源：wind, 山西证券研究所



我们在之前的报告中就预计今年火力发电增速全年在 2% 左右，这个数字应该是可以实现的，有可能还会比这个还高，四季度的发电量与三季度应该基本相差不大，北方 11 月以后就相继进入供暖时期，考虑到供暖用煤，以及冬季储煤，我们认为四季度电力行业所耗煤将比三季度要高，幅度要在 10% 左右。

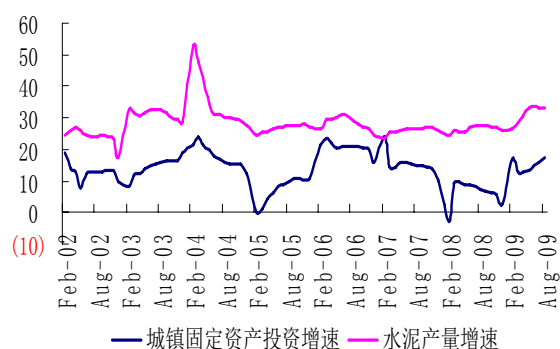
### 1.3 受益投资，水泥一直超预期增长

图 13：水泥产量及同比增速



数据来源：WIND, 山西证券研究所

图 14：水泥产量增速及固定资产投资增速比较



数据来源：wind, 山西证券研究所

目前固定资产投资依然维持较高增速，而固定资产投资和水泥需求相关性较强，铁公机等重大基础设施建设也正如火如荼，房地产新开工面积也逐步转暖，这都拉动了对水泥的需求，1—8 月份水泥产量累计值突破 10 亿吨，累计同比增速达到 17%（我们之前假设全年增速 13%），从 4 月份以来，水泥产量当月值都维持在 1.4 亿吨以上，而近期水泥价格相继上调，这也说明水泥供销两旺。

再从历年数据来看，二四季度是水泥产量相对比较旺盛的季节，四季度环比三季度平均有 4% 左右的增幅，虽然目前各月维持比较高的产量，但我们认为四季度的产量环比增长应该是大概率事件，虽然幅度会比较小，因此四季度水泥行业对煤炭的需求，我们也认为是环比增长的。

表 3：水泥各季度产量及环比增速

|     | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一季度 | 11357 | 12056 | 13735 | 14964 | 18707 | 17084 | 21502 | 24180 | 25549 | 28077 |
| 二季度 | 16242 | 16653 | 19249 | 22056 | 24779 | 27576 | 32534 | 37246 | 38868 | 45326 |

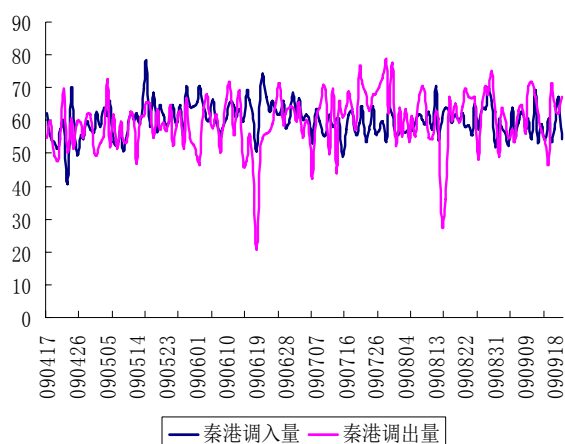
|     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 环比  | 43.01% | 38.13% | 40.15% | 47.39% | 32.46% | 61.41% | 51.31% | 54.04% | 52.13% | 61.44% |
| 三季度 | 15269  | 16295  | 18912  | 21801  | 24085  | 27538  | 32929  | 36350  | 36352  |        |
| 环比  | -5.99% | -2.15% | -1.75% | -1.16% | -2.80% | -0.14% | 1.21%  | -2.41% | -6.47% |        |
| 四季度 | 15472  | 17559  | 19555  | 22757  | 26294  | 29780  | 33989  | 37255  | 37516  |        |
| 环比  | 1.33%  | 7.76%  | 3.40%  | 4.38%  | 9.17%  | 8.14%  | 3.22%  | 2.49%  | 3.20%  |        |

数据来源：WIND, 山西证券研究所

#### 1.4 库存及运量夯实煤炭需求基础

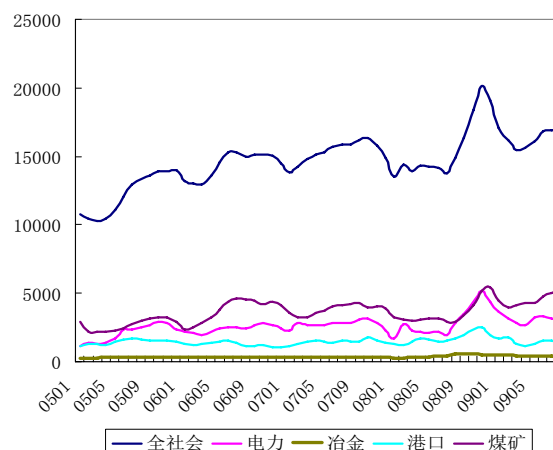
近期秦皇岛港调入量明显小于调出量，导致港口库存下降，虽然三季度煤炭产量增速达到 15%（统计局数据），但各环节库存基本还处于下降趋势，虽然有些环节库存比去年同期要高，这主要还是去年煤炭上涨，各环节都在囤货所导致的，我们认为环比数据更有意义，8 月份电力库存环比下降 6%，港口库存环比下降 9%，全社会库存也略微下降。

图 15：秦港调入调出量



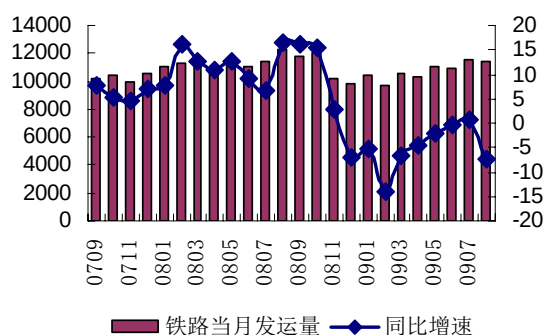
数据来源：WIND, 山西证券研究所

图 16：各环节库存变化



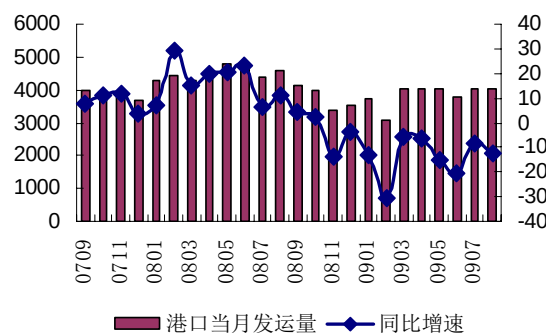
数据来源：wind, 山西证券研究所

图 17：铁路发运量及同比增速



数据来源：WIND, 山西证券研究所

图 18：港口发运量及同比增速

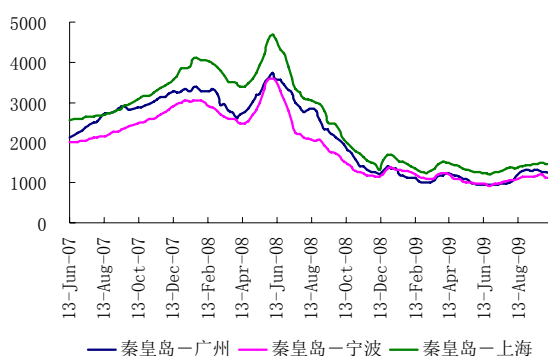


数据来源：wind, 山西证券研究所

铁路及港口发运量环比也都不同程度的好转，秦皇岛港近几个月环比都在增长，8月份环比增长3%，发运量的增长也导致运费小幅度回升，秦皇岛—广州运费三季度末比二季度末上涨了28%。

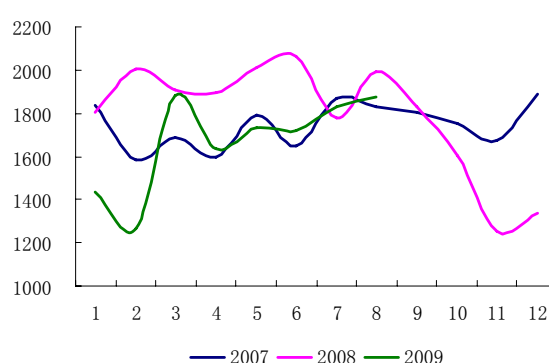
库存及运量显示煤炭需求的基础正逐步牢靠，基于前面的分析，我们认为四季度煤炭总体需求会比三季度要好。

图 19：秦皇岛至各港口运费指数



数据来源：WIND, 山西证券研究所

图 20：秦皇岛港发运量



数据来源：wind, 山西证券研究所

## 二．行政与市场管制煤炭供给

我们在前期的月度报告以及策略报告中一直强调我们的观点，今年的煤炭供需应该能维持一个相对的弱平衡，现在来看这种时间能延续到明年一季度，更长的时间判断我们还需要进一步观察。

### 2.1 山西复产短期影响不大

当所有人都把目光聚焦到山西小煤矿整合后复产的问题上时，复产释放产能就被放大了，然而我们在前期报告中就强调，山西复产短期对市场影响不是很大，我们在半年策略报告中对小煤矿产能进行了测算，我们测算的小煤矿产能与实际产量相差并不是很大（详细报告见 2009 年下半年策略报告）。我们现在仍然坚持这样的观点，一是因为能复产的矿基本已经复产，二是现在只是签订的意向协议，谈判还有很长的路要走，三是技改需要时间，四是需求逐渐恢复，五是进口煤的下降抵消一部分新增供给，六是内蒙增速将小幅度回落，七是铁路运力的问题。

表 4：下半年策略报告中测算小煤矿增量表

|      | 0806 | 0902 | 0903 | 0904 | 相比 08 年六<br>月产能释放 | 释放产<br>能 | 合计   |
|------|------|------|------|------|-------------------|----------|------|
| 六大集团 | 2890 | 2821 | 2828 | 2918 |                   | 2900     |      |
| 其他   | 3518 | 899  | 1124 | 1291 | 37%               |          |      |
| 乐观   |      |      |      |      | 50%               | 1759     | 4659 |
| 谨慎   |      |      |      |      | 60%               | 2111     | 5011 |
| 悲观   |      |      |      |      | 70%               | 2463     | 5363 |

数据来源：山西证券研究所

表 5：近几月山西实际煤炭产量（万吨）

|      | 0905    | 0906    | 0907    | 0908    |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 六大集团 | 3122.39 | 3303.07 | 3138.49 | 3181.91 |
| 其他   | 1774.95 | 2489.13 | 2768.08 | 2620.99 |
| 总产量  | 4897.34 | 5792.2  | 5906.57 | 5802.9  |

数据来源：山西证券研究所

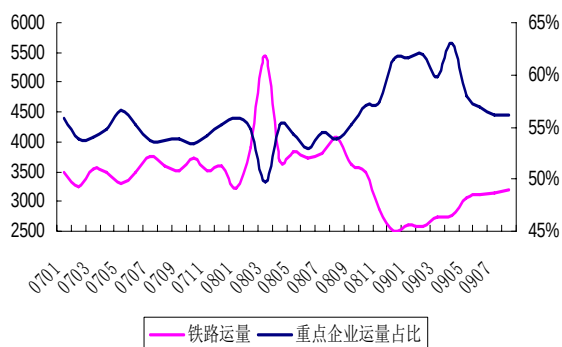
## 2.2 运力还是产能释放的紧箍咒

下半年策略报告里我们是从各行业的消耗增量，以及新增供给来判断供需，此篇报告我们换个角度来看待这个问题，从运力判断供需状况。每年、每月、每个企业煤炭铁路运量都是有一定数量的，短期运量急剧增长是不现实的，整合后的山西煤炭产量大都集中在 8 大集团（包括运销集团、进出口集团以及中煤集团），增加一个企业必然会减少另一个企业的运量，而整合后这些企业都有一定的话语权。

我们重点测算下运输问题，08 年上半年煤价暴涨，运输紧张的局面还历历在目，08 年 6 月也是迄今山西省产量最多的一个月份，但我们看山西铁路外运量 6 月份也就是 3735 万吨，7 月份也就是 3799 万吨，8 月份 4064 万吨，今年 8 月份铁路运量 3182 万吨，比去年同期减少约 800 万吨，而铁路运力的变化需要时间，一部分运力还需分配给内蒙、陕西等地，山西铁路运量提升了必然要挤压一部分其他省份的运量，假使其他省份运量维持不变，山西提升到去年同期的水平，每月将增加运量 800 万吨左右，假使这 800 万吨全部外运，那么市场能否消耗这些增量呢？

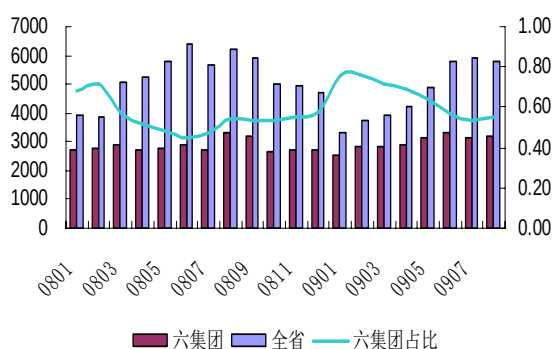
我们认为消耗这些增量来源于三个方面：一是我们上文分析的主要耗煤行业四季度耗煤环比应该有所增长；二是春节前各耗煤企业需储备燃料；三是四季度进口将持续下降（8月进口仍达到1177万吨）。这三个途径应该基本能消耗这些新增的量。

图 21：山西省煤炭铁路运量及重点企业占比



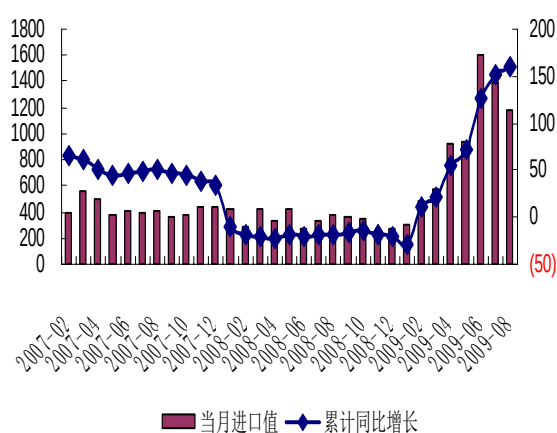
数据来源：wind，山西证券研究所

图 22：山西六大集团产量及占比



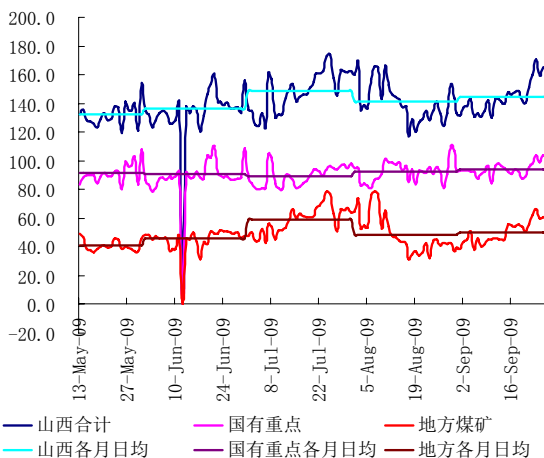
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 23：煤炭进口及同比增长



数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：山西日均产量变化



数据来源：CCTD，山西证券研究所

## 2.3 四季度环比新增产量基本消耗

遵循前面的分析思路，我们也分析了煤炭产量各年份各季度产量的变化情况，发现各季度变化情况更大，由于煤矿数量众多，产量统计往往不是很精确，而每年年底都会集中调整，另外一方面四季度也是消耗旺季，

同时也要为明年的一季度提供部分产量，这些原因导致四季度产量往往偏高，2000—2008 年四季度环比三季度平均增长 10% 左右。

我们认为今年第四季度环比增长最多也就在平均水平左右，主要原因是二三季度增长速度较快，导致基数较高。大家比较关心的山西产量，我们认为接下来的几个月平均产量在 6000 万吨左右概率是比较大的。

表 6：煤炭各季度产量及环比增速

|     | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一季度 | 18408  | 21392  | 24860  | 28633  | 33509  | 38020  | 43242  | 49458  | 56865  | 60234  |
| 二季度 | 21995  | 24099  | 27804  | 33088  | 39542  | 45235  | 52707  | 58202  | 67970  | 75730  |
| 环比  | 19.49% | 12.65% | 11.84% | 15.56% | 18.00% | 18.98% | 21.89% | 17.68% | 19.53% | 25.73% |
| 三季度 | 21085  | 23342  | 27157  | 32273  | 39811  | 46336  | 52407  | 59313  | 67113  |        |
| 环比  | -4.14% | -3.14% | -2.33% | -2.46% | 0.68%  | 2.43%  | -0.57% | 1.91%  | -1.26% |        |
| 四季度 | 23450  | 27214  | 30986  | 37305  | 43658  | 51400  | 58011  | 62919  | 66619  |        |
| 环比  | 11.22% | 16.59% | 14.10% | 15.59% | 9.66%  | 10.93% | 10.69% | 6.08%  | -0.74% |        |

数据来源：wind，山西证券研究所

基于以上对供需的分析以及各行业四季度环比增长情况，加上我们对山西小煤矿复产的判断，我们认为四季度到明年的一季度供需应该基本还是相对平衡的，不可能出现供严重大于求的情况，相反如果由于安全等因素，产能不能释放，还有可能出现局部地区、局部时间出现供小于求的情况，当然这种概率是比较小的。

### 三. 煤价还是以平稳为主

#### 3.1 供需环境下煤价以稳为主

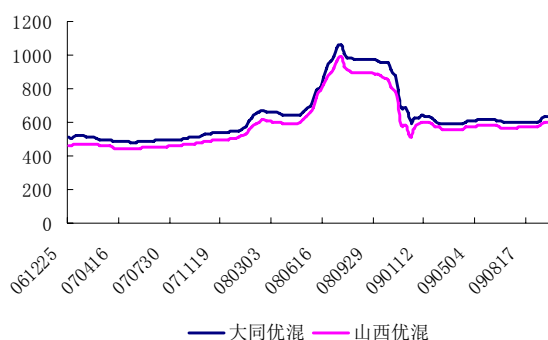
我们在下半年的策略报告里认为，随着淡季的过去，煤价度过了一个最艰难的时刻，下半年的煤价以稳定的概率较大，目前的煤炭价格既不具备大幅上涨的条件，也不具备大幅下跌的基础，但上涨的概率较大，大同优混平仓价将在 620 元/吨左右波动。炼焦煤及无烟煤平稳及向上的概率较大，但也都不具备大幅上涨的条件，波动幅度在 50 元/吨左右。

实际情况是大同优混三季度均价环比略有增长，截至到 9 月末几乎是到了年初以来的高点；焦煤价格上涨幅度超过我们预期，达到了 200 元，

虽然近期受钢材价格回调的影响有所回落；无烟煤价格略有下跌，从高点跌了 40 元，符合我们波动幅度 50 元左右的判断。

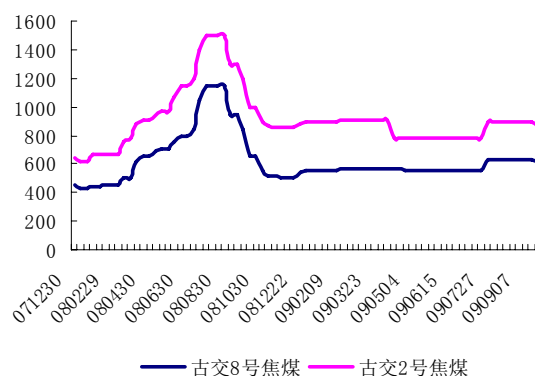
对于四季度我们认为价格应该还是基本平稳。坚持下半年策略的判断，大同优混继续以 20 元左右幅度波动，小幅上涨概率较大，炼焦煤和无烟煤则以平稳为主。

图 25：秦皇岛煤炭价格



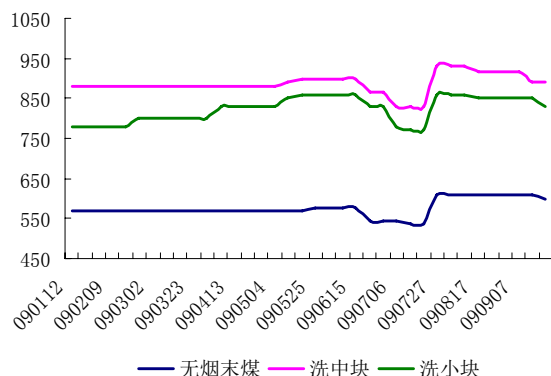
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 26：焦煤价格走势



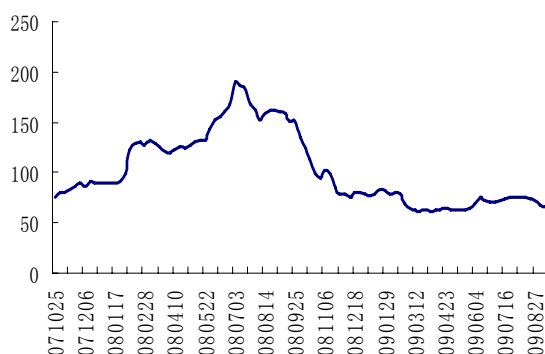
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 27：阳泉无烟煤价格走势



数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 28：澳大利亚BJ价格走势



数据来源：WIND，山西证券研究所

### 3. 2 外围环境或抬升估值水平

我们宏观组认为美元在四季度将继续走软，且不排除继续创出新低的可能，如果美元继续贬值，则黄金、石油等大宗商品价格还可能继续反弹，从而有可能带动国际煤价的上涨，抬升国内煤炭股的估值水平。



## 四. 估值及投资建议

### 4.1 业绩芝麻开花节节高

图 29：煤炭企业累计亏损比例

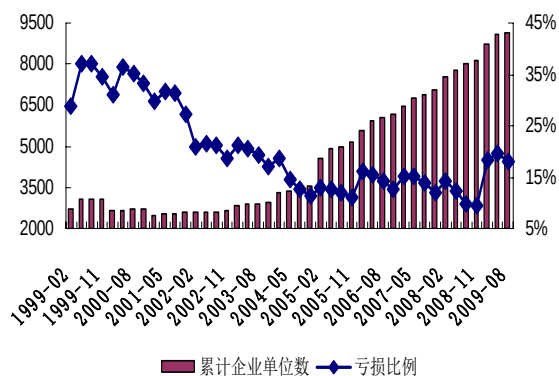
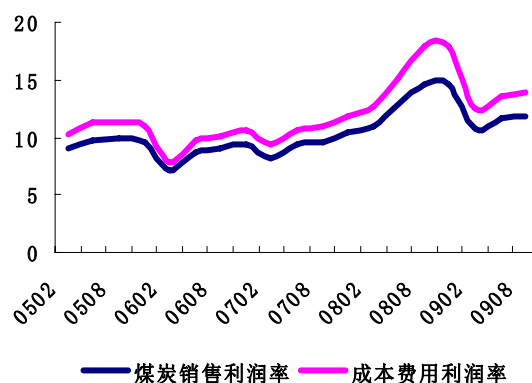


图 30：煤炭行业销售利润率及成本费用利润率



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

在下半年策略报告中我们认为煤炭行业最艰难的时候已经过去，但整个行业业绩大幅增长还须时日，煤炭行业的销售利润率以及成本费用利润率已基本回到历史平均水平，全年各季度业绩应该是环比向上，但整体变化幅度不大。从统计局公布的前8月统计数据来看，煤炭销售利润率以及成本费用利润率确实是在好转，且6—8月利润比3—5月利润环比增长增长了16%，基本符合我们预期

图 31：收入及成本增长率

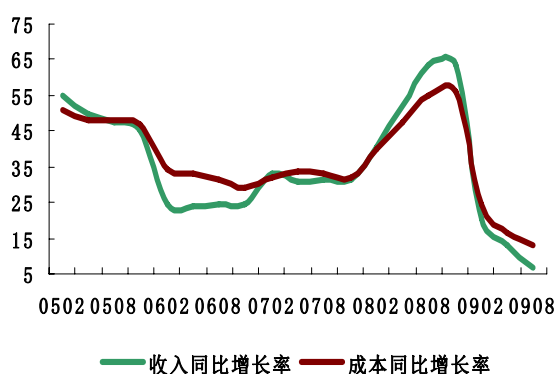
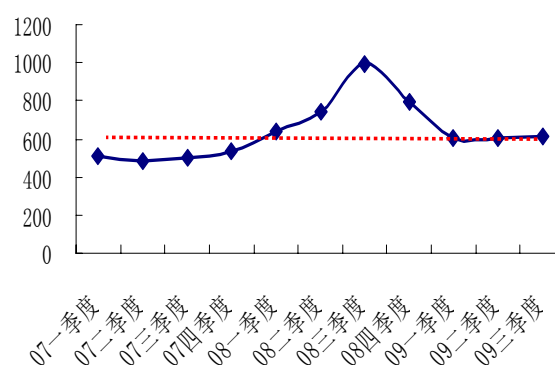


图 32：秦皇岛港各季度均价



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所



由于去年同期基数较高，收入增长率一直是在下降，但环比收入还是增长了 18%，三季度港口价格环比有略微增长，虽然同比下降幅度较大，煤炭上市公司业绩三季度应该会好于二季度，但增长幅度不会很大。

## 4.2 三季度涨幅居于中游

年初以来煤炭行业涨幅居于前列，1—7 月份表现要远远超越大盘，但 8、9 月份调整幅度也居于前列，三季度表现居于中游水平。

表 7：年初以来各行业各月份涨幅比较

| 申万行业   | 1 月   | 2 月    | 3 月   | 4 月    | 5 月    | 6 月   | 7 月   | 8 月     | 9 月    | 累计     |
|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|
| 食品饮料   | 0.86  | 10.36  | 7.29  | 7.13   | 2.30   | 18.10 | 10.46 | (6.11)  | (0.26) | 65.91  |
| 公用事业   | 6.27  | 5.44   | 13.02 | 0.74   | 3.87   | 3.93  | 17.13 | (15.10) | (6.29) | 30.56  |
| 医药生物   | 8.09  | 4.81   | 11.80 | 7.70   | (0.79) | 9.06  | 6.62  | (1.14)  | 2.28   | 60.95  |
| 农林牧渔   | 9.64  | 9.18   | 11.48 | (2.95) | 2.38   | 5.68  | 10.64 | (6.49)  | (5.05) | 41.06  |
| 黑色金属   | 13.76 | 0.16   | 12.85 | (1.09) | 7.54   | 16.94 | 31.33 | (29.45) | (9.73) | 46.07  |
| 建筑建材   | 10.19 | 5.54   | 14.04 | 7.59   | 1.88   | 7.53  | 13.39 | (16.93) | (3.60) | 43.58  |
| 信息服务   | 6.69  | 4.68   | 16.90 | 13.46  | 1.39   | 4.00  | 15.41 | (19.78) | (2.25) | 44.66  |
| 商业贸易   | 1.98  | 8.59   | 15.98 | 12.89  | 4.77   | 8.13  | 5.81  | (9.41)  | 0.06   | 57.89  |
| 交通运输   | 11.44 | 4.49   | 21.13 | 3.15   | 1.99   | 7.02  | 13.36 | (16.11) | (8.02) | 45.37  |
| 金融服务   | 15.80 | 3.51   | 17.62 | 2.71   | 6.54   | 24.28 | 15.29 | (26.90) | 2.17   | 72.50  |
| 沪深 300 | 10.87 | 5.30   | 17.16 | 5.57   | 5.92   | 14.74 | 17.44 | (22.13) | (1.38) | 63.89  |
| 信息设备   | 12.14 | 2.78   | 22.01 | 13.11  | 2.62   | 3.15  | 14.39 | (10.61) | 1.49   | 77.37  |
| 化工     | 12.53 | 4.07   | 17.68 | 5.74   | 5.71   | 2.38  | 21.63 | (12.72) | (7.09) | 61.30  |
| 轻工制造   | 11.46 | 4.67   | 22.85 | 5.90   | 3.79   | 3.50  | 14.58 | (11.10) | (3.47) | 66.61  |
| 家用电器   | 2.27  | 15.91  | 15.68 | 16.44  | 4.28   | 3.77  | 9.20  | (10.10) | 3.30   | 79.91  |
| 机械设备   | 16.06 | 5.90   | 19.86 | 7.24   | 10.67  | 0.01  | 10.89 | (12.65) | 0.14   | 71.69  |
| 纺织服装   | 13.28 | 5.18   | 23.57 | 7.36   | 6.08   | 7.74  | 9.53  | (15.49) | (2.36) | 65.06  |
| 电子器件   | 13.75 | 8.17   | 24.95 | 7.10   | 7.67   | 0.93  | 14.78 | (13.38) | (3.12) | 76.00  |
| 餐饮旅游   | 11.62 | 7.67   | 23.90 | 5.52   | 13.88  | 8.95  | 10.30 | (10.48) | (10.3) | 74.62  |
| 房地产    | 13.29 | 8.84   | 27.31 | 9.69   | 12.65  | 21.27 | 8.71  | (23.84) | (1.38) | 93.43  |
| 综合     | 14.10 | 10.07  | 26.66 | 8.70   | 8.51   | 5.37  | 11.06 | (16.66) | (5.66) | 76.17  |
| 交运设备   | 18.21 | 11.60  | 20.41 | 11.30  | 10.15  | 1.76  | 20.45 | (12.51) | (3.28) | 110.63 |
| 采掘     | 18.57 | (2.75) | 22.75 | 16.25  | 16.35  | 12.78 | 28.58 | (25.45) | (5.41) | 107.79 |
| 有色金属   | 18.46 | 20.13  | 31.09 | (2.04) | 10.92  | 14.01 | 33.77 | (21.57) | (4.84) | 131.06 |
| 煤炭开采   | 22.80 | (4.80) | 26.67 | 20.60  | 15.95  | 13.78 | 31.86 | (26.59) | (5.21) | 129.66 |

数据来源：wind，山西证券研究所（注：除煤炭行业为申万二级行业外，其余是申万一级行业）

表 8：年初以来各行业各季度涨幅比较

| 申万一级行业 | 1 季度  | 2 季度  | 3 季度    | 全年    |
|--------|-------|-------|---------|-------|
| 房地产    | 56.99 | 45.17 | (13.19) | 93.43 |

|         |       |       |         |        |
|---------|-------|-------|---------|--------|
| 黑色金属    | 28.58 | 23.64 | (11.16) | 46.07  |
| 金融服务    | 40.99 | 37.16 | (9.70)  | 72.50  |
| 综合      | 59.07 | 22.82 | (9.40)  | 76.17  |
| 交通运输    | 41.05 | 12.18 | (9.13)  | 45.37  |
| 餐饮旅游    | 48.90 | 27.99 | (7.85)  | 74.62  |
| 纺织服装    | 47.23 | 21.03 | (5.92)  | 65.06  |
| 公用事业    | 26.64 | 8.21  | (5.64)  | 30.56  |
| 沪深 300  | 36.78 | 27.45 | (5.51)  | 63.89  |
| 建筑建材    | 32.62 | 14.89 | (5.42)  | 43.58  |
| 信息服务    | 30.55 | 18.51 | (4.62)  | 44.66  |
| 采掘      | 41.55 | 52.55 | (2.92)  | 107.79 |
| 商业贸易    | 28.45 | 24.91 | (1.40)  | 57.89  |
| 煤炭开采 II | 48.08 | 59.07 | (1.35)  | 129.66 |
| 农林牧渔    | 33.44 | 5.13  | (0.03)  | 41.06  |
| 电子元器件   | 53.74 | 14.77 | 0.81    | 76.00  |
| 机械设备    | 47.32 | 15.38 | 1.42    | 71.69  |
| 有色金属    | 86.56 | 23.20 | 2.70    | 131.06 |
| 轻工制造    | 43.33 | 12.93 | 2.72    | 66.61  |
| 化工      | 37.82 | 13.10 | 3.38    | 61.30  |
| 家用电器    | 37.12 | 22.90 | 6.17    | 79.91  |
| 交运设备    | 58.83 | 21.94 | 7.32    | 110.63 |
| 食品饮料    | 19.43 | 29.51 | 7.93    | 65.91  |
| 信息设备    | 40.63 | 17.60 | 8.34    | 77.37  |
| 医药生物    | 26.66 | 15.78 | 10.36   | 60.95  |

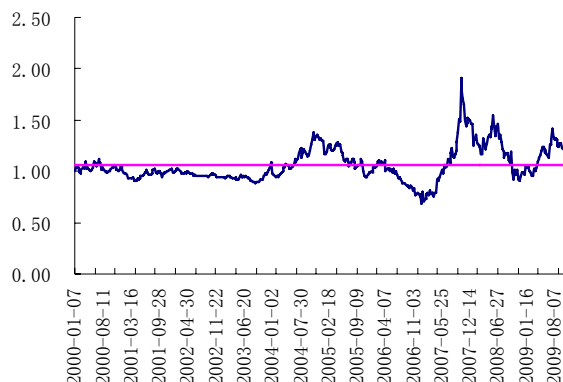
数据来源：wind，山西证券研究所（注：除煤炭行业为申万二级行业外，其余是申万一级行业）

#### 4.3 估值水平相对合理

相对大盘，煤炭行业市盈率以及市净率都超过历史平均水平，但神华以及中煤的 AH 溢价都在历史平均水平之下，尤其是中国神华；兖州煤业的 AH 溢价基本在历史平均水平。

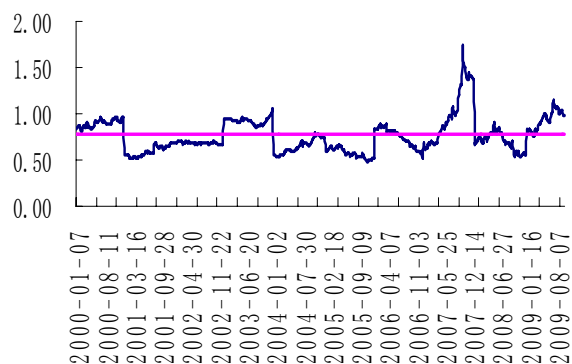
煤炭估值水平现在在 20 倍左右，基本处于合理水平，如果跟其他行业进行比较，却还有一定的估值优势。

图 33：市净率相对A股估值比较



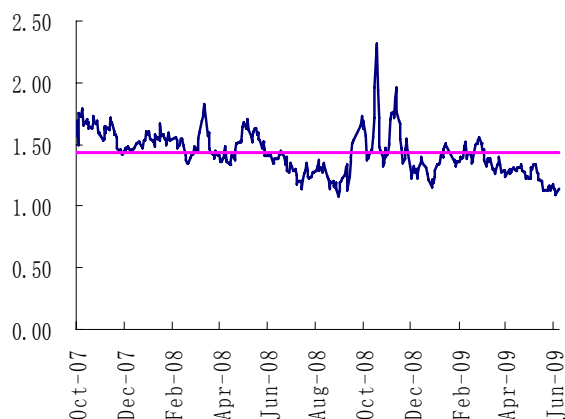
数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：市盈率相对A股估值比较



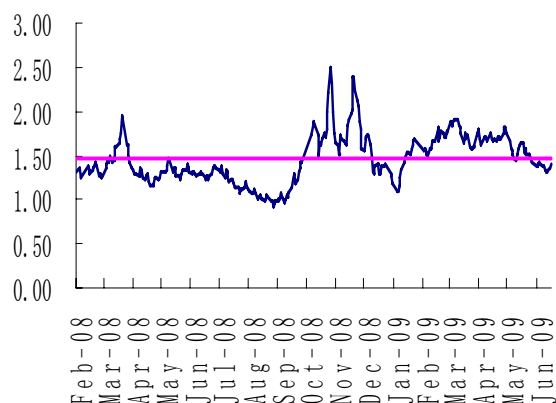
数据来源：wind，山西证券研究所

图 35：神华AH溢价比较



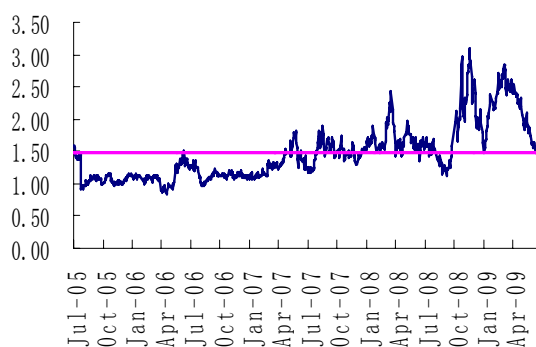
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：中煤能源AH溢价比较



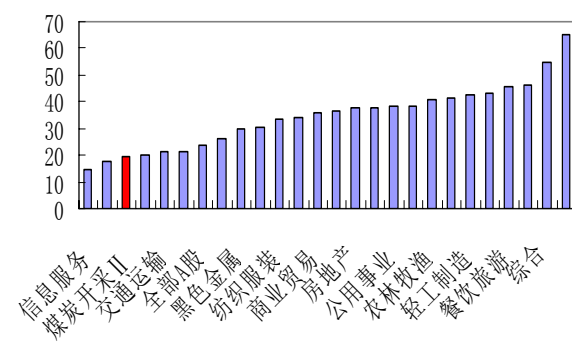
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：兖州煤业AH溢价比较



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：各行业市盈率比较



数据来源：wind，山西证券研究所

#### 4.4 投资策略

煤炭股三季度表现基本和大盘相当，进入四季度用煤高峰，我们认为整体表现应该会比三季度略好，但也不会有太大的超额收益，我们还暂维持原有评级。

同时宏观经济进一步好转，美元如果进一步贬值则将会抬升煤炭股的估值水平，这将成为煤炭股上涨的催化剂，建议投资者密切关注。

在煤价相对平稳的基础上，我们看好产量增速较快，成长性比较好的公司，同时积极关注资产注入的上市公司，在煤种选择上，动力煤《炼焦煤》无烟煤，公司选择上，我们建议积极关注，中国神华、西山煤电、国投新集等公司。

#### 重点上市公司

##### 中国神华（601088）：成长、做强

- 神华集团确立了 5 年实现经济总量翻番的目标，2013 年集团产量达到 5.3 亿吨，作为集团唯一的上市公司，中国神华的可持续性得到加强，未来市场占有率将进一步提高。
- 煤电路港一体经营模式，抗风险能力较强。
- 公司现金流较为充裕，可择机收购集团资产以及整合地方煤炭资源。
- 回购协议将对神华股价有一定支撑。

##### 西山煤电（000983）：2010 象花儿一样的季节

- 兴县矿区明年投产，将新增产能 1000 万吨，产量增幅在 50% 左右。
- 积极参与山西地方煤矿的整合，2010、2011 有望贡献产能。
- 公司集成长性、资源整合、资产注入、稀缺资源等概念于一身，投资价值凸显。

表 9：重点上市公司盈利预测

|      | 2009/9/30 | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 08P/E | 09P/E | 10P/E | 评级 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| 中国神华 | 30.36     | 1.34  | 1.7   | 1.9   | 22.7  | 17.9  | 16.0  | 买入 |
| 中煤能源 | 11.40     | 0.51  | 0.55  | 0.62  | 22.4  | 20.7  | 18.4  | 中性 |
| 西山煤电 | 31.31     | 1.32  | 1.12  | 1.7   | 23.7  | 28.0  | 18.4  | 买入 |

|      |       |      |      |      |        |        |       |    |
|------|-------|------|------|------|--------|--------|-------|----|
| 兖州煤业 | 16.36 | 1.20 | 0.76 | 1.06 | 13.6   | 21.5   | 15.4  | 中性 |
| 大同煤业 | 33.85 | 2.40 | 1.73 | 1.98 | 14.1   | 19.6   | 17.1  | 增持 |
| 潞安环能 | 37.56 | 2.48 | 2.11 | 2.26 | 15.1   | 17.8   | 16.6  | 增持 |
| 国阳新能 | 35.62 | 1.51 | 1.79 | 2    | 23.6   | 19.9   | 17.8  | 增持 |
| 兰花科创 | 34.48 | 2.45 | 2.1  | 2.3  | 14.1   | 16.4   | 15.0  | 增持 |
| 金牛能源 | 29.98 | 2.49 | 1.64 | 1.89 | 12.04  | 18.28  | 15.86 | 中性 |
| 神火股份 | 24.15 | 2.30 | 1.01 | 1.84 | 10.50  | 23.91  | 13.13 | 增持 |
| 盘江股份 | 23.19 | 1.08 | 1.24 | 1.34 | 21.47  | 18.70  | 17.31 | 增持 |
| 安泰集团 | 6.74  | 0.01 | 0.02 | 0.19 | 674.00 | 337.00 | 35.47 | 中性 |
| 国投新集 | 14.02 | 0.65 | 0.56 | 0.75 | 21.57  | 25.04  | 18.69 | 买入 |
| 开滦股份 | 21.15 | 0.67 | 0.75 | 0.90 | 31.57  | 28.20  | 23.50 | 增持 |

数据来源：wind，山西证券研究所

## 五. 风险因素：

- 主产省份小煤矿复产超预期，从而导致煤炭价格下跌的预期。
- 资源税的征收，从而影响上市公司业绩下调，导致整体估值水平上升。
- 下游需求恢复低于预期。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上  
增持： 相对强于市场表现 5%~15%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。