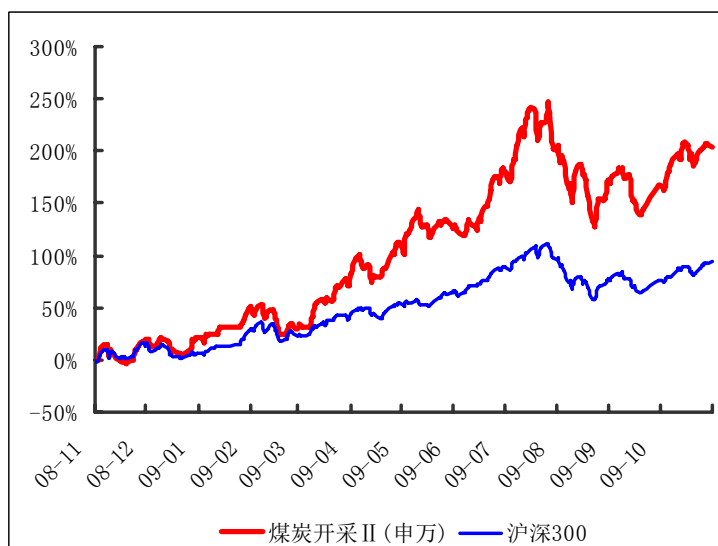


秦港高库存难改动力煤价格上升趋势

市场数据：	2009 年 11 月 10 日
煤炭开采指数	6418.11
上证综合指数	3178.61
深圳成份指数	13151.49
沪深 300 指数	3503.78
沪深成交金额	2602.34 亿

报告时间：2009年11月10日
 报告类型：行业事件分析
 研究员：蔡文彬
 电 话：(0351)4131559
 E mail：wbcail@163.com
 地 址：山西·太原·青年路8号
 邮 编：030001
 网 址：<http://www.dtsbc.com.cn>



■ 事件

10 月中旬秦皇岛港煤炭库存持续低于警戒线，10 月 15 日煤炭库存降至 385.19 万吨；但从 10 月下旬开始，秦皇岛港煤炭库存持续攀升，11 月 9 日秦皇岛港的煤炭库存攀升至 813.3 万吨的近年最高水平，并且已经达到了强制疏港的标准。

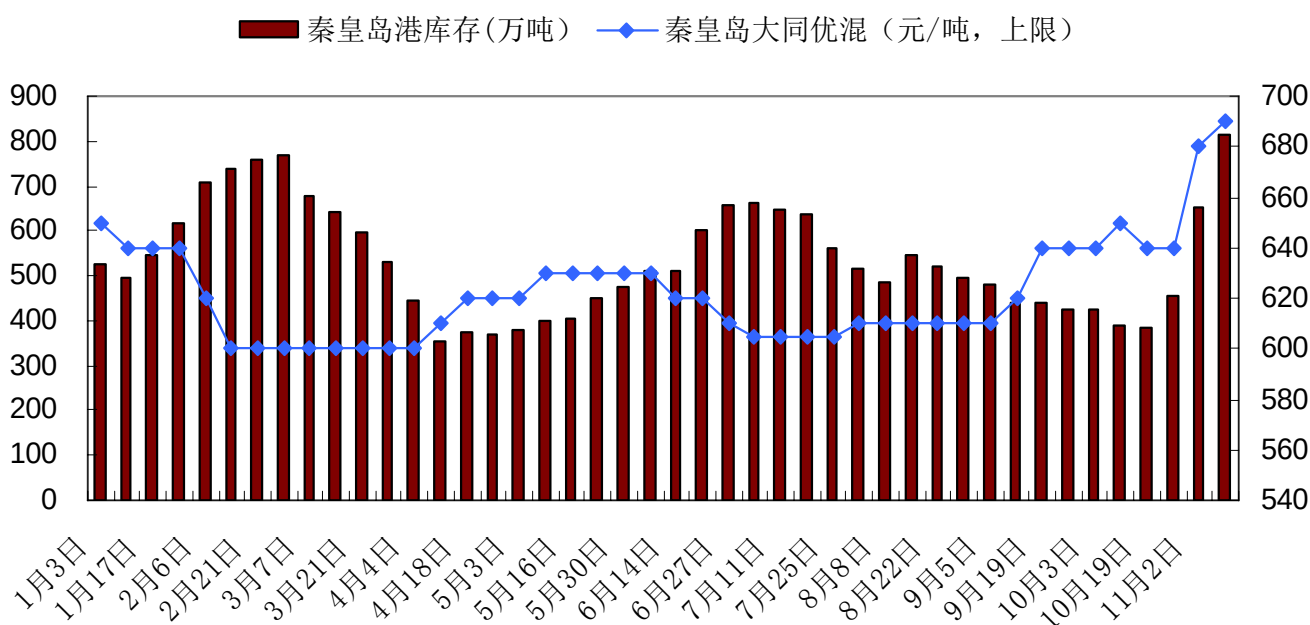
■ 主要观点

➤ 秦港恶劣天气倒逼库存上升

进入四季度，由于发电量回升和“冬储”需求刺激煤炭需求上升，同时山西省煤矿整合和经销商热情不高，导致煤炭调入量偏紧。因此，秦皇岛港煤炭库存在 10 月 15 日降至 385.19 万吨，低于 400 万吨的警戒线水平，煤炭库存告急。值得注意的是，在大秦线检修时期，铁道部通过调配运力减少了检修对煤炭运输的影响，期间秦皇岛港煤炭调入量与去年基本持平。我们认为，这反映出前期库存的下降主要是因为煤炭市场需求的回暖，而受大秦线检修的影响较为有限。

从 10 月 18 日开始，受大风大雾等恶劣天气影响，秦皇岛港水域封航时间累计超过 150 个小时，在港船舶也在 11 月 2 日达历史最高的 288 艘，“船等煤”的情况十分突出。10 月下旬，秦皇岛港日平均完成煤炭运量不到 20 万吨，远低于 60 万吨的正常发运量。与此同时，由于铁运不受恶劣天气影响，秦皇岛港煤炭调入正常，而且在 10 月 23 日大秦线检修完毕后，为补充秦皇岛港库存，铁道部调整了大秦线的进车计划，将秦皇岛港调入量由 60 万吨提升至 70 万吨。因此，在“调入量增，调出量减”的情况下，秦皇岛港煤炭急剧上升至 800 万吨以上。

图1：秦皇岛港煤炭库存和价格变化



资料来源：大同证券研究部

我们注意到，今年二月份秦皇岛港库存也曾逼近 800 万吨的警戒线，但与上一次相比，目前的煤炭市场已经发生了较大的变化。首先，今年二月份正值宏观经济的下降周期，煤炭市场需求也处于低谷；其次山西省煤矿整合尚未完全展开，导致市场供给较为充裕。因此，在煤炭市场“供大于求”的情况下，今年二月份秦皇岛港动力煤价格出现大幅下降，其中秦皇岛大同优混价格跌至 600 元/吨的近年低位。而与二月份不同，此次库存的上升是伴随着冬季来临，市场需求的回升，而且山西省煤矿整合尚未结束，产能尚未充分释放。因此，在供给相对偏紧的情况下，近期秦皇岛港动力煤价格持续上扬，10 月 9 日秦皇岛大同优混价格升至 690 元/吨的今年最高水平。

近期动力煤市场价格的持续上扬印证了前期我们对于煤炭市场走势的判断（详见《秦皇岛港库存新低，支撑动力煤价格稳步上扬》10.14）。我们认为，此次库存大幅上升并不是由于煤炭市场供求关系发生逆转，而是由于天气原因限制了煤炭出港。我们预计，随着天气的好转，港口发运量将迅速恢复，秦皇岛港煤炭库存量将在近期见顶回落。

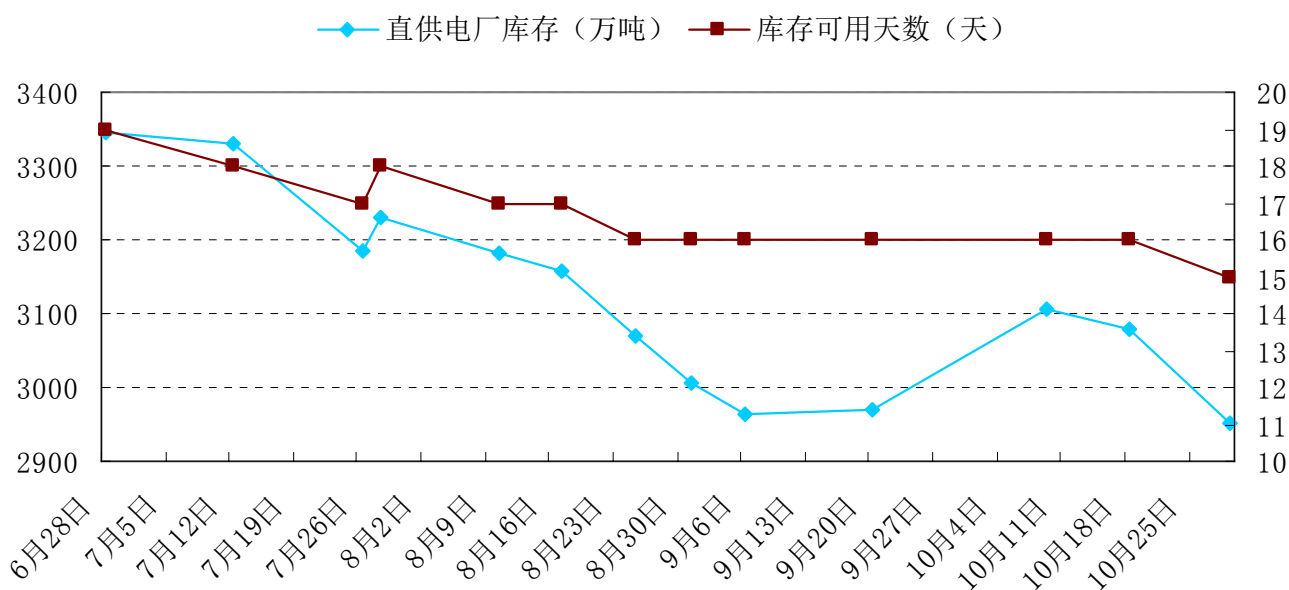
➤ **北方进入取暖季节，南方补库存**

人 类 追 求 大 同 世 界 你 我 拥 有 大 同 证 券

随着气温的持续下降，目前北方地区已经进入了传统取暖季节，东北和华北地区的取暖用煤需求大幅上升。而山西煤炭资源整合仍在持续，复产矿井数量较为有限，以山西忻州为例，当地煤矿开采仅恢复了 1/3 产能。因此资源整合造成了局部供给紧张，山西忻州、大同等地区动力煤甚至出现供不应求的罕见情况。与上月相比，山西、河南等地区的动力煤价格保持了稳中有升的趋势。

10 月份以来，随着气温下降，南方电厂冬储煤需求也显著增加；同时，南方枯水季节的来临，也加大了火电用煤需求。因此，为应对即将到来的用煤高峰，南方电厂正在通过各种途径积极补充煤炭库存。以水电生产大省云南为例，由于水电厂来水不佳以及用电负荷的增长，火力出电大幅增加，导致云南省火电电煤库存逐步下降，日亏空电煤库存达 1 万多吨。据了解，为应对枯水季节，目前云南省工信委已将实施电煤存煤补贴政策的相关建议上报当地政府，同时提出要优先确保省内煤炭的运输。

图2：直供电厂库存和可用天数



资料来源：大同证券研究部

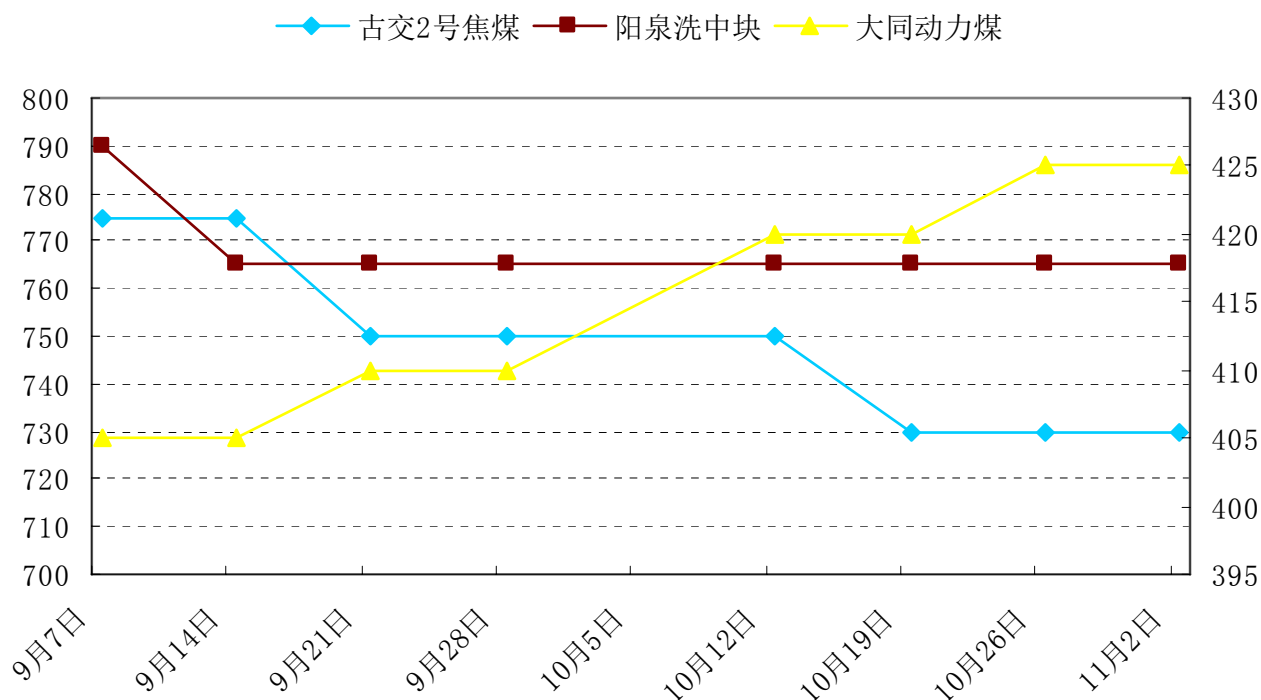
目前，虽然全国平均直供电厂库存仍保持在正常水平，但部分区域已经出现偏紧的情况。截至 10 月底，东北电网和华东电网的煤炭库存可用天数分别为 12 天和 11 天，接近预警值。从发电量情况分析看，受季节性影响，9 月份单月发电量环比出现了一定的自然回落，但由于受金融危机影响，去年同期基数大幅下降，9 月同比增速创出年内新高。国家统计局公布的数据显示，9 月全国火力发电量 2540.05 亿千瓦时，环比下降 4.93%，同比上涨 12.30%。由于四季度是电力消费旺季，加上去年 10 月份发电量基数较低，我们预计 10 月份发电量同比增长在 15% 以上，而且随着经济复苏的进一步明确，以及全国冬季用电高峰的到来，发电量将继续保持快速增长。

➤ 煤炭市场出现结构性分化，动力煤一枝独秀

前期我们曾明确提出看好四季度动力煤价格市场走势，但对于下游需求疲软的无烟煤和焦煤市场比较看淡（详见《秦皇岛港库存新低，支撑动力煤价格稳步上扬》10.14）。目前煤炭市场的走势也印证了这种观点：近一个月，华北地区动力煤（大同坑口价）平均价格上涨了 20 元/吨以上，而炼焦煤（古交二号焦煤）市场价格平均下降 45 元/吨；此外无烟煤价格（阳泉洗中块）的平均跌幅也在 25 元/吨左右。

对于煤炭市场后期走势，我们认为，1、动力煤价格仍然有上涨潜力。因为随着南方步入寒冬，且水电供给下降，市场对电煤需求将进一步增加；同时尽管山西省政府过渡期生产要求，加大了煤矿复产力度，但煤炭生产的特性决定了短期内煤炭供给将不会有大幅度增加。因此，动力煤市场将保持整体均衡，局部偏紧的现状。2、下游需求或刺激无烟煤价格短期企稳。前期无烟煤价格走势疲弱主要是因为化肥行业产能过剩，“煤头”化肥企业减产或停产。但随着东北地区进入传统的“淡储”季节，化肥消费将逐步进入旺季；同时近期甲醇、二甲醚等化工品价格出现反弹，也意味着无烟煤的工业需求将有所恢复。因此，我们预计无烟煤价格将逐步企稳。3、焦煤价格继续受下游产能过剩的压制。我们认为，虽然钢铁生产继续保持在历史高点，但产能过剩已经导致了钢价的持续低迷，加上焦炭行业的产能也大幅过剩，因此焦煤价格将继续受压。但鉴于优质焦煤的稀缺性，我们认为焦煤价格继续下降的空间较小。

图3：近期分煤种煤价走势



资料来源：大同证券研究部

➤ **动力煤价格持续走高，利好 2010 年煤电谈判**

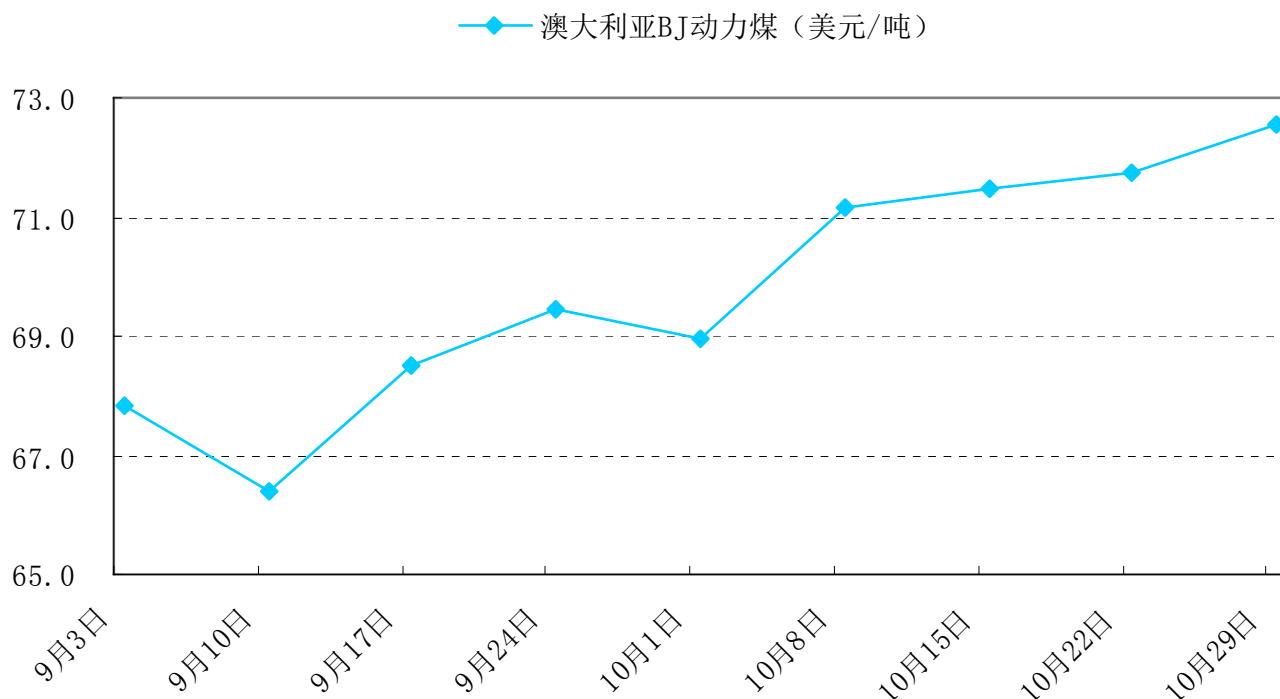
目前我国煤炭市场处于“市场化”过程的最后阶段，煤价仍存在“双轨制”，即市场化定价的“市场煤价”和协议定价的电煤“合同价”。根据往年情况，每年 12 月份将召开煤炭订货会，煤炭企业和电力企业通过协商确定电煤价格。但去年由于煤炭企业与电力企业的矛盾突出，而国家发改委未干预，导致订货会不欢而散。因此，今年“煤炭订货会”如何发展成为市场关注的焦点。

我们认为，与去年底相比，目前煤炭市场已经发生了巨大的变化。首先，去年底煤炭产能过剩，煤价处于下降通道，而当前煤炭市场处于均衡状态，尤其是动力煤需求旺盛。因此动力煤价格持续上扬将对 2010 年煤电谈判的煤炭方形成利好。其次，主管机构国家发改委今年肯定不干预煤价，可能使电企寄希望于发改委调解的愿望再次落空。第三、与去年国内外煤炭高价差的情况不同，目前国际煤价持续走高，将进一步缩窄电企的谈判空间。因此，当前秦皇岛港动力煤价格的持续上扬将使煤企在 2010 年煤电谈判中占据有利位置，而且目前的行业整体形势也有利于煤企的谈判。

➤ **“需求回暖+美元贬值”驱动国际煤价上扬**

美国第三季度 GDP 数据环比增幅超过市场预期，而欧元区第三季度摆脱衰退也毫无悬念，可见世界经济已经出现了明显的好转迹象。而全球利好经济数据同时也支撑国际煤炭需求继续好转。由于北半球进入冬季电煤需求高峰季节，全球煤炭需求有望进一步增加。在供给方面，澳大利亚东部地区包括主要产煤区昆士兰州和新南威尔士近期遭遇暴雨冰雹袭击，煤炭出口可能受到一定影响。因此，在国际煤炭市场供需趋紧，以及美元继续走弱的情况下，以美元计价的国际煤价有望继续上涨。根据 Globalcoal 数据显示，截至 11 月 06 日，澳大利亚纽卡斯尔港现货动力煤价格收于 75.8 美元/吨，较 10 月 16 日上涨 4.83 美元/吨。

图4：澳大利亚BJ动力煤价格走势



资料来源：大同证券研究部

➤ 投资建议

随着天气好转，港口发运量将迅速增加，秦皇岛煤炭库存量将在近期见顶回落。在山西省短期内煤炭供给量难有大规模增加的预期下，冬季用煤高峰已经到来、国际煤炭价格持续上涨等因素将继续刺激煤炭价格，尤其是动力煤价格继续稳步上行。与此前观点一致，相比于下游需求疲软的焦煤、无烟煤子行业，我们预计四季度动力煤表现将更为出色，在投资机会上，“动力煤 > 无烟煤 > 炼焦煤”。因此，我们建议重点继续关注优质动力煤企业大同煤业、中国神华，以及市场煤比重较大的兖州煤业。

大同证券行业投资评级的类别、级别定义

类 别	级 别	定 义
行业短期评级	推荐	预计3个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计3个月内，行业指数表现优于市场指数5% - 10%以上
	中性	预计3个月内，行业指数表现介于市场指数 - 5%至 + 5%之间
	回避	预计3个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上
	+ 表示市场表现好于基准， - 号表示市场表现落后基准	
行业长期评级	A	预计未来三年内，行业指数表现强于市场基准指数
	B	预计未来三年内，行业指数表现跟随市场基准指数
	C	预计未来三年内，行业指数表现弱于市场基准指数

注：市场基准指数为沪深300指数

免责声明：此报告所载资料的来源及观点的出处皆被大同证券认为可靠，但大同证券不能担保其准确性或完整性，而大同证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。大同证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表大同证券经纪有限责任公司。

©版权所有 大同证券研究部

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。如引用、刊发，需注明出处为大同证券证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

人 类 追 求 大 同 世 界 你 我 拥 有 大 同 证 券