

煤炭行业：趋势依然在

2010 年度煤炭行业投资策略

煤炭

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2009-12-16

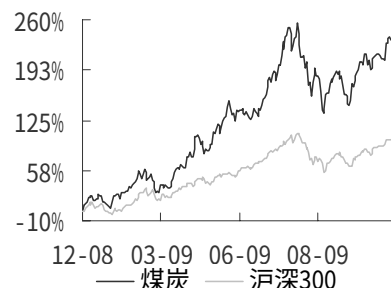
报告关键点：

- 中国收敛产能，抬升煤价底部
- 2010年上涨趋势依然在
- 维持行业领先大市投资评级

报告摘要：

- 中国收敛产能，抬升煤价底部：回顾2008-2009年的大宗商品价格走势，中国国内的煤炭价格和全球大宗商品价格相比，呈现出不同的特点，国内煤炭价格的下跌幅度小于其他商品的幅度；同时，国内的煤炭价格和其他商品价格相比，并没有出现的明显的上涨。下跌幅度较小的原因在于中国产能、尤其是山西省的收敛，而国外煤炭价格在经济复苏的情况下出现上涨，主要的原因在于进口煤炭出现了大幅的上升。
- 2010年上涨趋势依然在：从供需的角度来看，2010年国内的有效供给主要集中在山西省、内蒙、陕西省、进口；我们判断：山西省产能收敛基本结束，未来产能缓慢释放、内蒙古、陕西2010年的产量将会受制于运输能力的限制、净进口量将会保持09年的数量，我们预计2010年的新增有效供给在2.5亿吨左右；需求方面，在国内经济总量扩张的状态下，我们预计煤炭下游四大行业：火电、钢铁、水泥、化工等行业的新增需求在2.95亿吨，2010年煤炭的供需存在一定的缺口，煤炭价格上涨的趋势依然在。
- 维持行业领先大市投资评级：09年煤炭股价超越大盘，主要的动力来自于估值水平的恢复，预计2010年盈利将会变得更加重要，我们认为价格弹性最好的炼焦煤更具有吸引力，炼焦煤类上市公司业绩增长值得期待。

12 个月行业表现



研究员

李大刚

高级行业分析师

021-68765917

lidg@essence.com.cn

前期研究成果

煤炭：山西、河北等地区煤炭、钢铁、电力调研纪要

2009-11-17

煤炭：煤炭价格平稳以及国外钢铁仍在扩张

2009-11-03

煤炭：海外需求回暖

2009-08-03

1. 中国收敛产能，抬升煤价底部

回顾 2008-2009 年的大宗商品价格走势，中国国内的煤炭价格和全球大宗商品价格相比，呈现出不同的特点，国内煤炭价格的下跌幅度小于其他商品的幅度；同时，国内的煤炭价格和其他商品价格相比，并没有出现的明显的上涨。

图 1 国内煤炭价格相对于其他大宗商品表现平稳



数据来源：安信证券研究中心

图 2 国外煤炭价格波动性较大

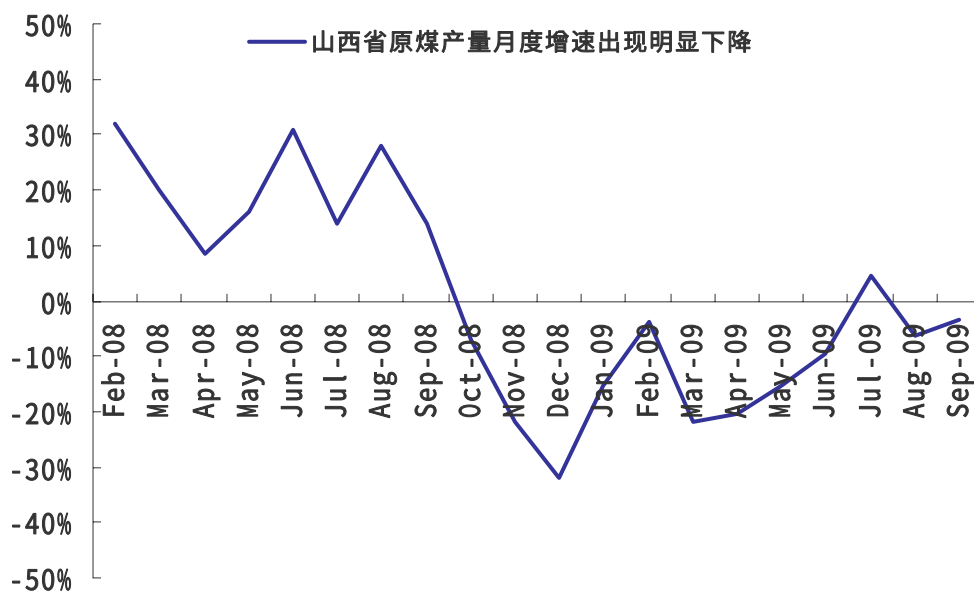


数据来源：安信证券研究中心

以澳大利亚煤炭价格作为标的，09 年澳大利亚的煤炭价格出现了明显的下降，最低点达到 60 美元/吨左右，而随着经济的复苏和中国的产能收敛，澳大利亚的煤炭价格出现了明显的上涨，目前的价格已经上涨到 80 美元/吨左右。

从供需的角度来看，国内的煤炭价格没有出现明显波动的原因主要有两方面：1、中国国内的产能收缩，尤其是山西省行政性关闭小煤矿，使得供给在极短的时间内和需求相匹配，煤炭价格底部产生；2、国内需求的快速回升，由于中国目前的经济结构，造成了煤炭需求的弹性系数较大，尤其是政府投资拉动的钢铁需求，使得国内的供需关系明显改善。

图 3 国内煤炭产能出现快速收敛

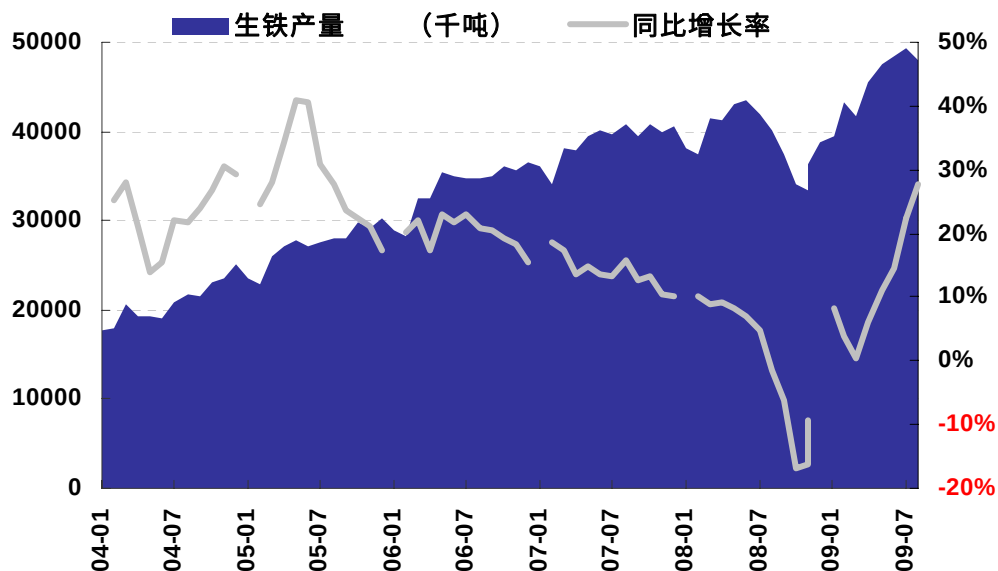


数据来源：安信证券研究中心

国内煤炭产能的收敛，尤其是山西省小煤矿的关闭，将会在两方面产生供给的影响，1、小煤矿直接的核定产能将会消失；2、超产部分将会消失，由于中国国内的小煤矿存在明显的超产现象，所以，小煤矿的关闭将会使显性和隐性产能消失。

需求方面：受国内宏观经济政策的刺激，以及国内重工业化的经济结构，国内的煤炭下游需求出现了明显的回升，尤其是钢铁行业的产量出现了明显的回升。

图 4 国内煤炭需求快速回升

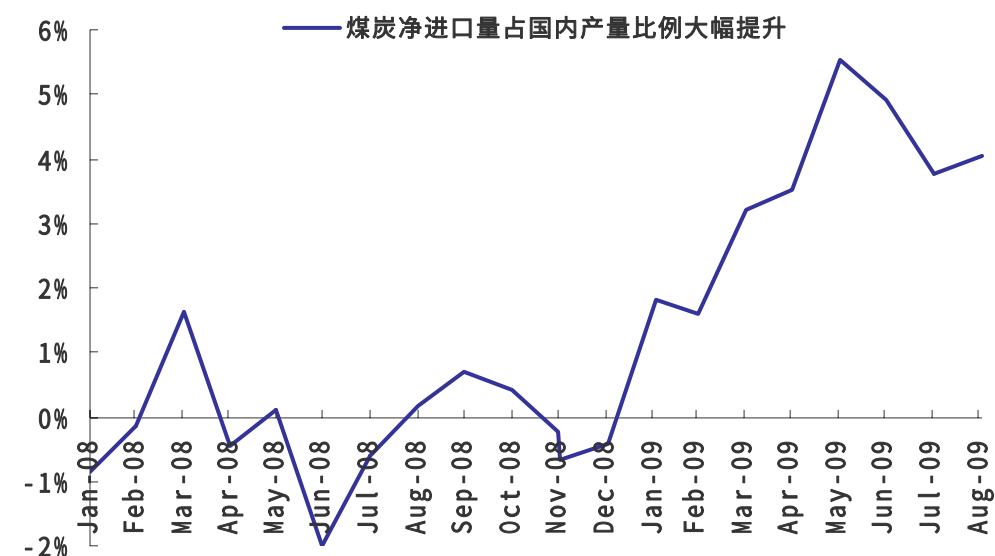


数据来源：安信证券研究中心

在需求出现快速回升的情况下，国内的煤炭价格并没有出现明显的波动，主要的原因在于进口出现了快速的增加，出现了中国拯救世界的局面。

1-10 月份，中国共进口煤炭 9700 万吨，和去年同期相比，增长了 170%，预计今年全年的净进口能够达到 1 亿吨左右，国外供给的迅速增加造成了国内价格的平稳。

图 5 进口煤炭数量出现快速回升

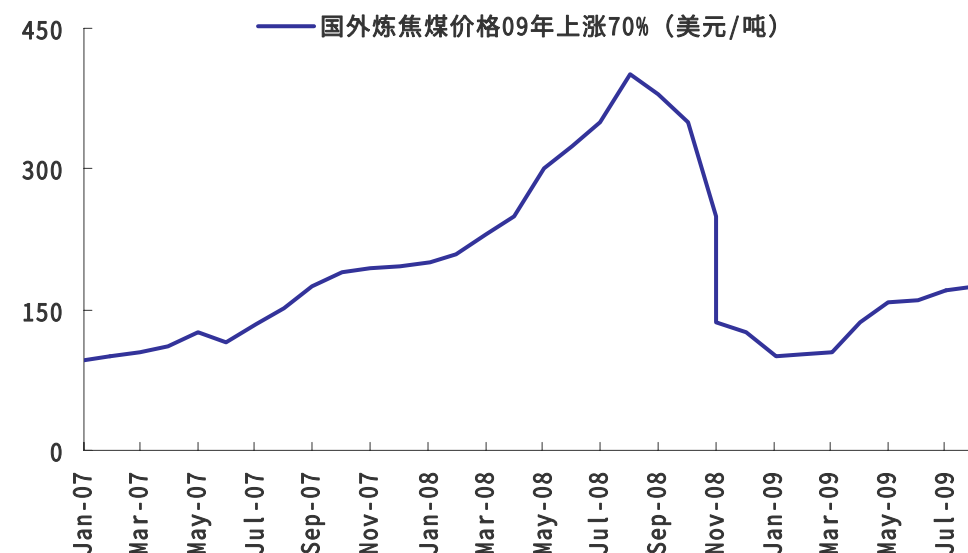


数据来源：安信证券研究中心

由于进口煤炭的主要供应对象为沿海地区的下游行业，作为国内煤炭定价的标杆地区，考虑到沿海地区的煤炭需求，进口数量在可贸易范围内的影响可能在边际上有 10-15% 的影响，所以国内的煤炭价格在 09 年基本保持平衡，没有明显的上涨。

但是，从国外的价格来看，尤其是中国进口比例较高的炼焦煤，国外的炼焦煤在 09 年呈现出牛市的特征，09 年国外的炼焦煤价格出现了 70% 的上涨。

图 6 国外炼焦煤价格出现明显回升



数据来源：安信证券研究中心

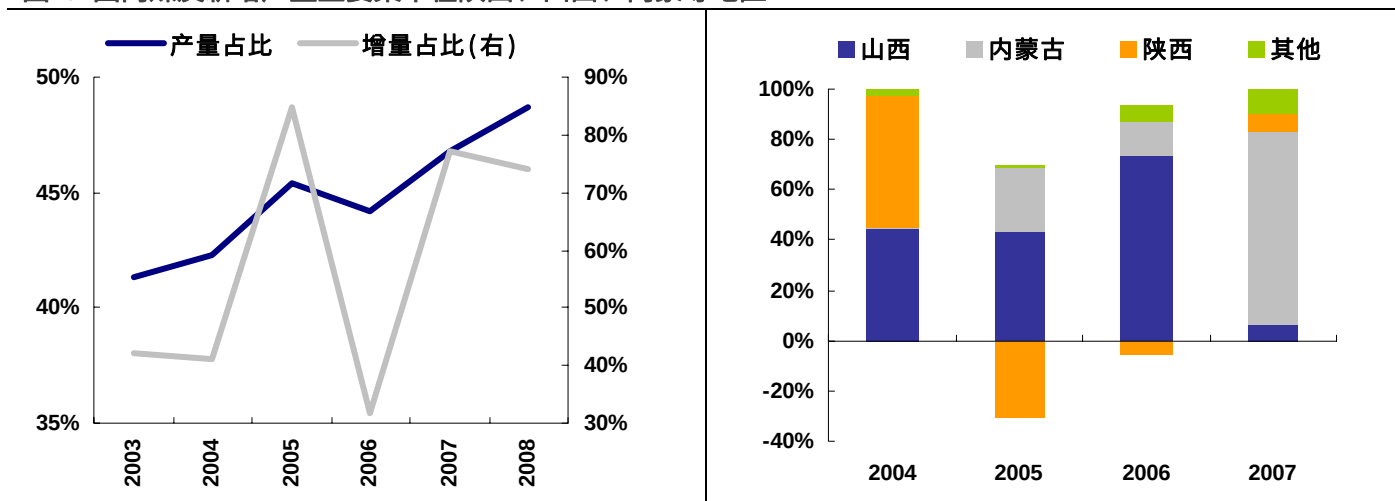
站在 2009 年年底，展望 2010 年的煤炭价格，需要考虑的主要因素在于供给端和需求端的变化特征，判断未来的趋势。

2. 10 年煤炭行业展望：上升趋势依然在

主要在供给和需求的框架下分析 2010 年煤炭行业的趋势

供给方面，国内供给：从近几年的情况来看，国内煤炭的新增供给量主要集中在山西、内蒙、陕西等地区，新增的供给量占供给总量的 80%左右，而且这三个地区的煤炭供给主要是运往沿海地区，是国内煤炭价格最重要的影响价格。

图 7 国内煤炭新增产量主要集中在陕西、山西、内蒙等地区

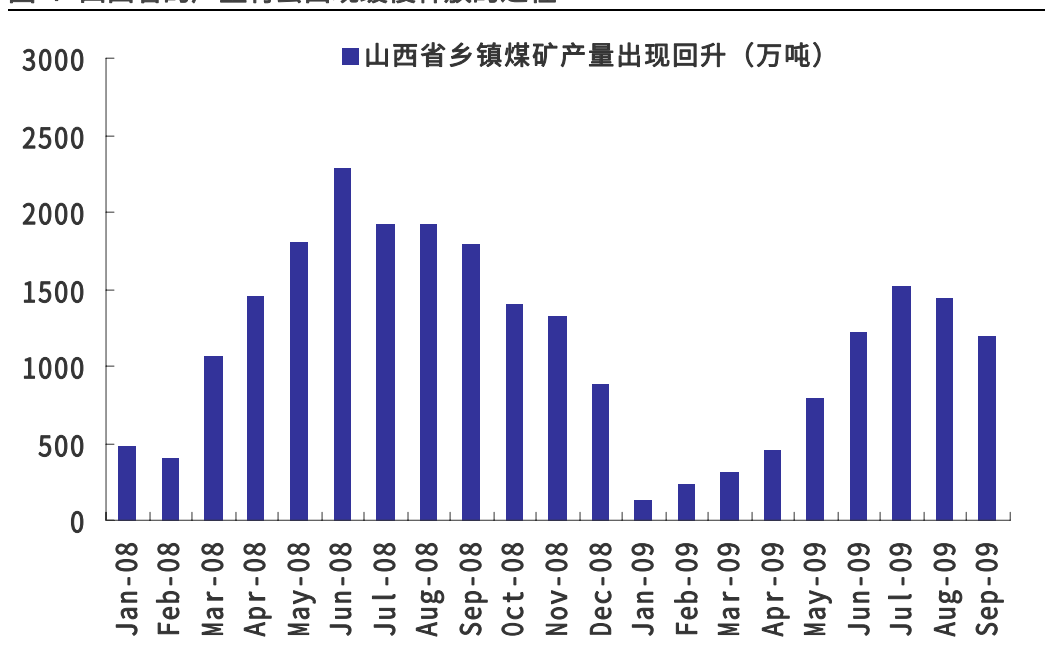


数据来源：安信证券研究中心

山西省供给收敛过程结束，未来产量缓慢释放：山西省供给收敛的过程基本结束，未来小煤矿的产量将会缓慢释放，09 年上半年山西省进行煤炭行业资源整合，乡镇煤矿的产量出现了明显的下降，使得整个煤炭的产能进行收缩；下半年小煤矿的产量出现了缓慢的回升，预计未来将会进行缓慢释放的过程。

需要强调的是：山西省小煤矿的产能在整合前和整合后并不是对称的，主要的原因在于隐性产能的消失，以及核定产能的不完全释放。

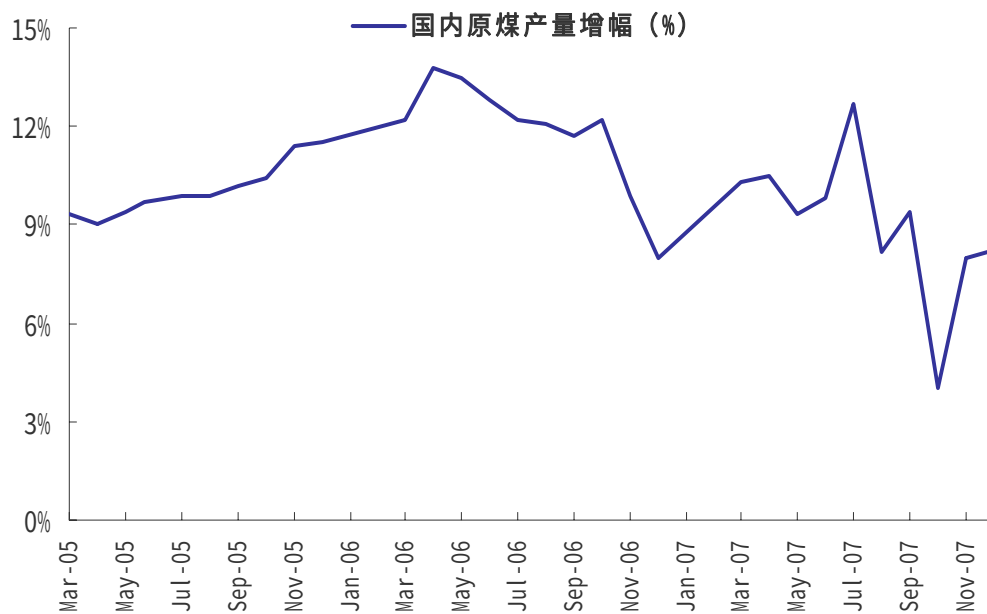
图 7 山西省的产量将会出现缓慢释放的过程



数据来源：安信证券研究中心

明年一季度以前小煤矿的释放受到安全性的限制：我们判断 2010 年一季度山西省小煤矿处于收敛状态的可能性较大，主要的原因如下：山西省本次煤炭资源整合的主要理由是安全性，小煤矿被整合给大煤矿，本身的安全生产措施在短期内不太可能出现明显的改善，如果安全责任过度给大煤矿后，恢复生产，出现安全问题，则本次资源整合最重要的理由就不存在，在“国进民退”的舆论压力下，我们判断，两会以前山西省小煤矿的复产依然存在较强安全性的约束。

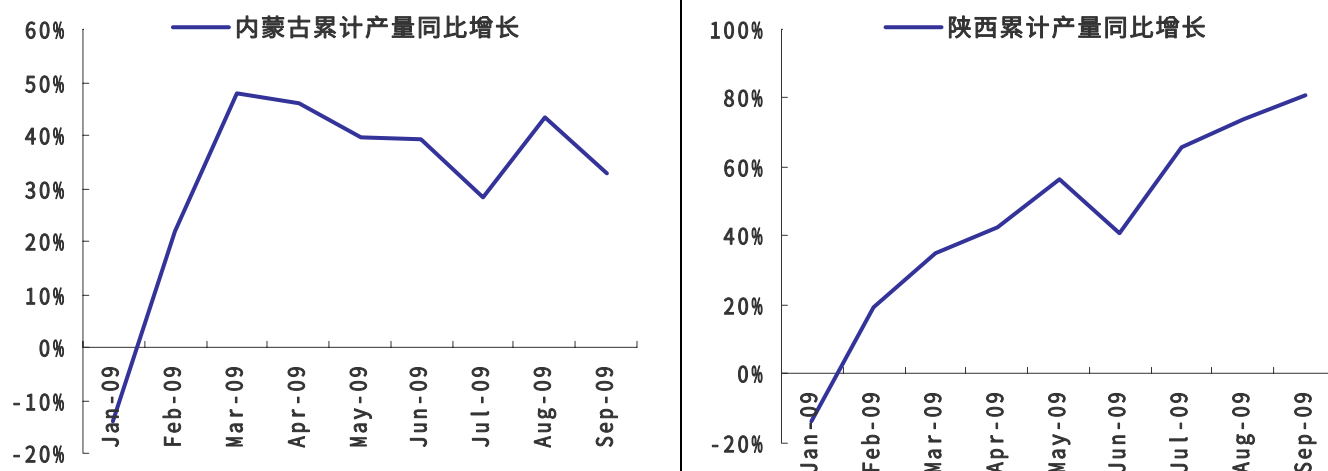
图 8 以前政治性事件冲击的供给紧缩



数据来源：安信证券研究中心

2010 年预计陕西、内蒙古产量增速有所放缓：2009 年，内蒙古、山西的煤炭产量出现了大幅的上升，其中，陕西煤炭产量同比增速达到了 80% 以上，乡镇煤矿的产量同比增速达到了 140% 左右；内蒙古的煤炭产量同比增速达到了 30% 以上，如果观察陕西省、内蒙古地区的煤炭固定资产投资增速的话，是无法解释目前产量出现大幅上涨的情况，唯一的解释就是，小煤矿出现超产的情况发生在了陕西、内蒙古的身上。

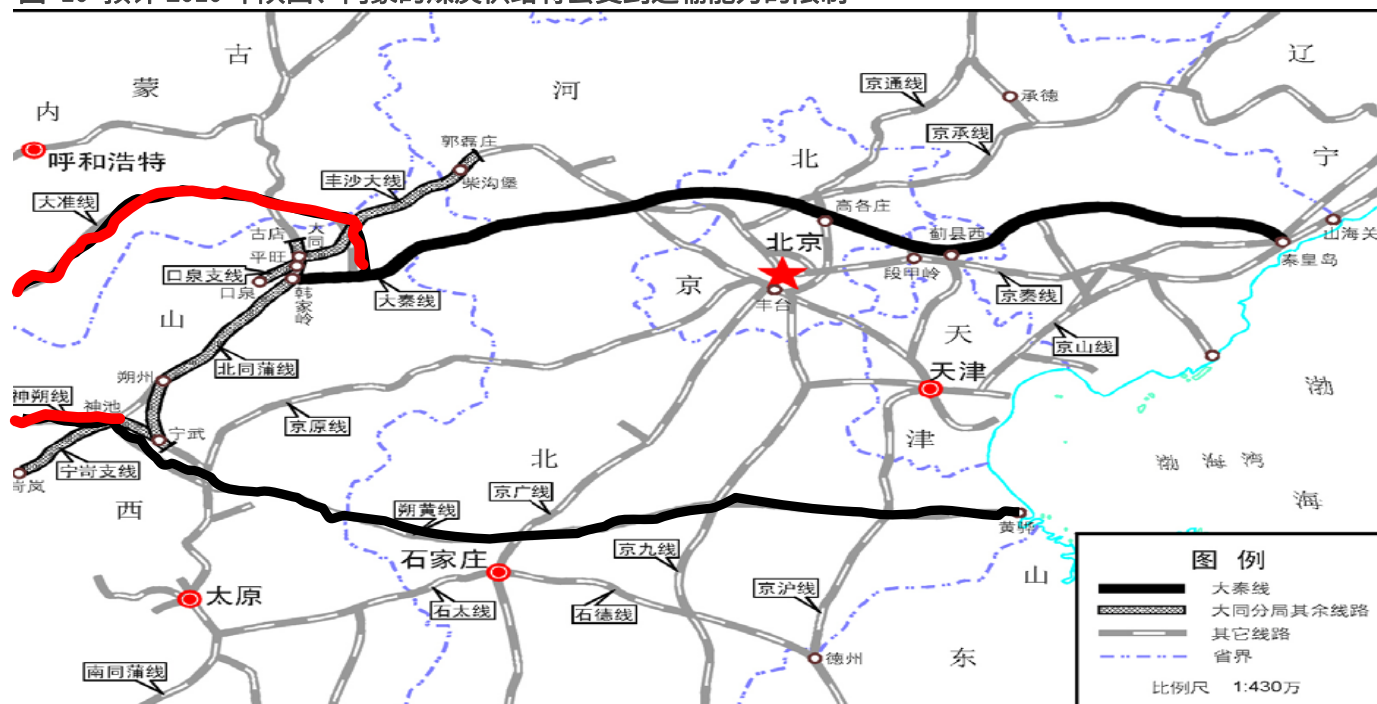
图 9 陕西、内蒙古 09 年产量出现大幅增长



数据来源：安信证券研究中心

陕西省、内蒙古产量出现大幅上涨的另外一个主要原因在于：山西省的产能收敛使得部分运输能力得到了释放，陕西、内蒙的煤炭有效供给出现了上升。

图 10 预计 2010 年陕西、内蒙的煤炭供给将会受到运输能力的限制

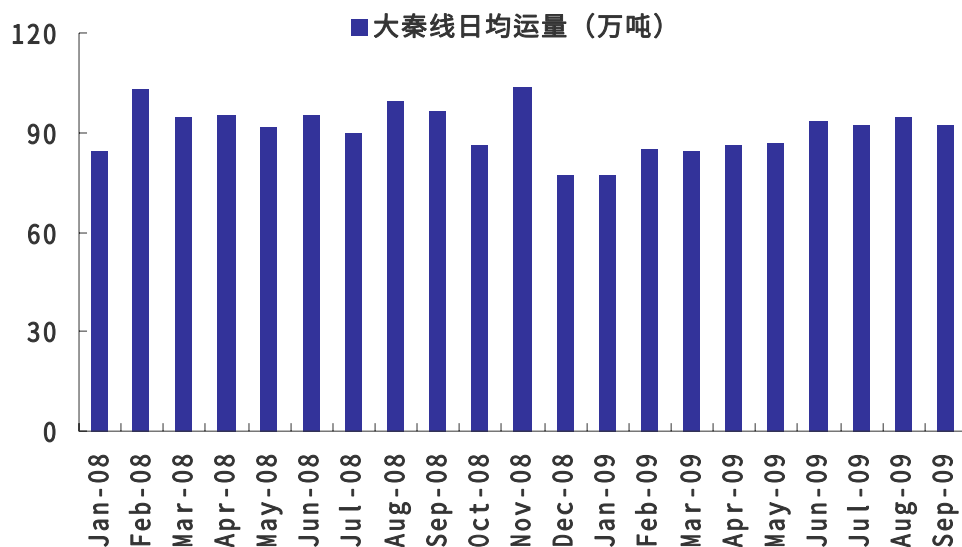


数据来源：安信证券研究中心

从 2010 年的角度来看，陕西省、内蒙古的产量将会受到运输能力的限制，同时，由于 2009 年的基数较高，10 年的产量增速将会有所下降。

2009 年大秦线的运输量预计在 3.25 亿吨，大秦线的运力限制在 4 亿吨左右，如果山西省 2010 年产量增加，则陕西、内蒙古的煤炭运输将会受较大的限制。从内蒙古的角度来说，大准线、神朔线的运能在 2010 年并没有明显的增加，所以明年内蒙古的煤炭产量将会受到限制。

图 11 预计 2010 年大秦线的运力增加 8000 万吨左右

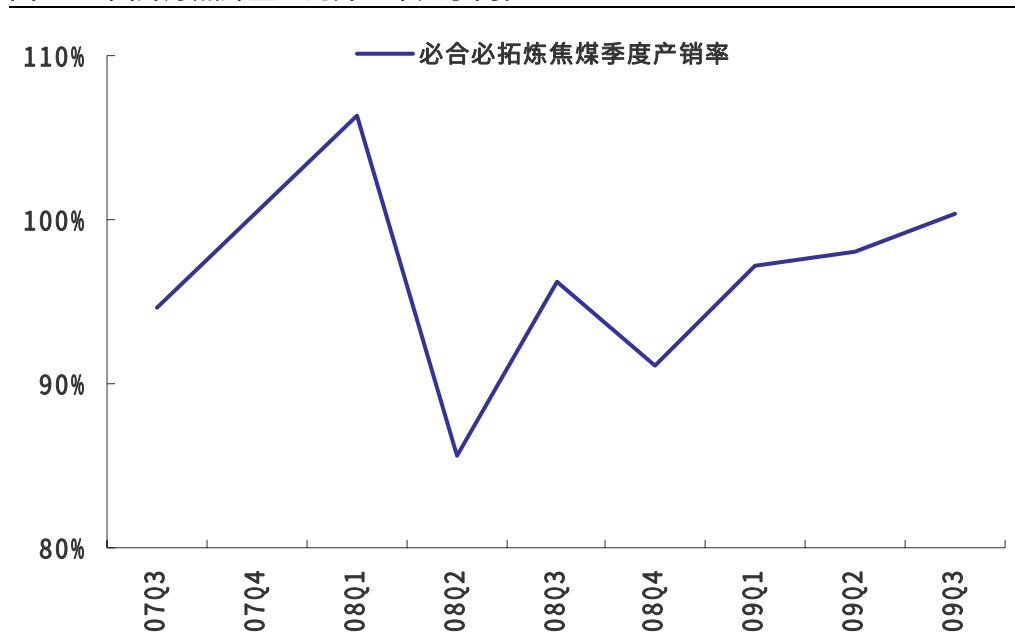


数据来源：安信证券研究中心

国外企业的开工率处于高位：从边际上来看，国外煤炭企业的开工率已经处于较高的位置，我们选取必合必拓的炼焦煤季度产销率作为标的，从公司的年报上来看，近几年并没有出现较大的固定资产投资，所以产销率代表了开工率。

必合必拓的炼焦煤产销率已经达到了 100%，而炼焦煤产销率在 2008 年一季度超过了 100%，价格出现大幅度的上涨，如果需求处于扩张的过程，则将会提升炼焦煤的价格。

图 12 国外炼焦煤企业的开工率处于高位



数据来源：安信证券研究中心

由于中国煤炭行业的产量统计存在明显的漏出，所以，我们根据能源平衡表进行了相关的调整，对 2010 年的煤炭供给进行了预测，主要调整的项目是山西省的煤炭产量，即小煤矿的统计漏出。

相关说明：山西省煤炭产量调整依据为：铁路出省+公路出省+焦炭产量+火电发电量等，推算出山西省的实际产量。

表 1 预计 2010 年国内产量增速在 8.53%，供给增量为 2.5 亿吨

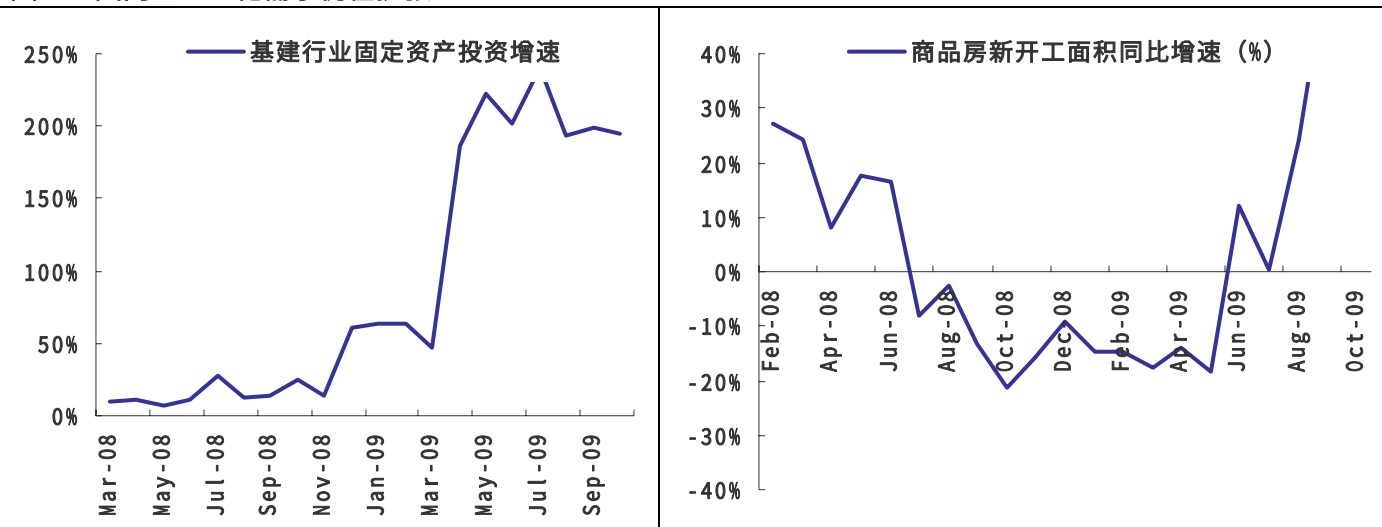
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
原煤产量(来自煤炭资源网)	21.51	23.32	25.23	27.16	29.60	32.13
增长率%	8.01%	8.09%	8.22%	7.60%	9.00%	8.53%
调整产量	22.61	24.67	26.93	28.25	29.60	32.13
调整后增长率%	9.22%	9.09%	9.19%	4.90%	4.77%	8.53%
山西(外运+自身消耗)	6.64	7.16	7.98	7.65	6.20	7.20
内蒙古	2.37	2.75	3.52	4.65	6.05	6.77
陕西	1.58	1.71	1.88	2.00	3.00	3.30
其他	12.02	13.04	13.55	13.95	14.36	14.86
净出口	0.46	0.25	0.02	0.05	(0.95)	(0.95)
年初年末库存差额	(0.15)	0.10	(0.10)	0.10	(0.10)	(0.10)
可供量	22.01	24.52	26.81	28.31	30.45	32.98
增长率%	10.02%	11.37%	9.37%	5.58%	7.57%	8.29%

数据来源：安信证券研究中心

经过调整后，预计 2009 年煤炭产量为 29.6 亿吨，同比增长 4.77%；2010 年全国煤炭产量为 32.13 亿吨，同比增长 8.53%，新增煤炭供给为 2.5 亿吨左右。

需求方面：国内处于加速扩张过程中：国内煤炭需求的主要动力来自于基建和房地产投资方面的需求，预计 2010 年国内的基建投资和房地产投资仍处于加速扩张中。

图 13 国内重工业化需求仍在扩张

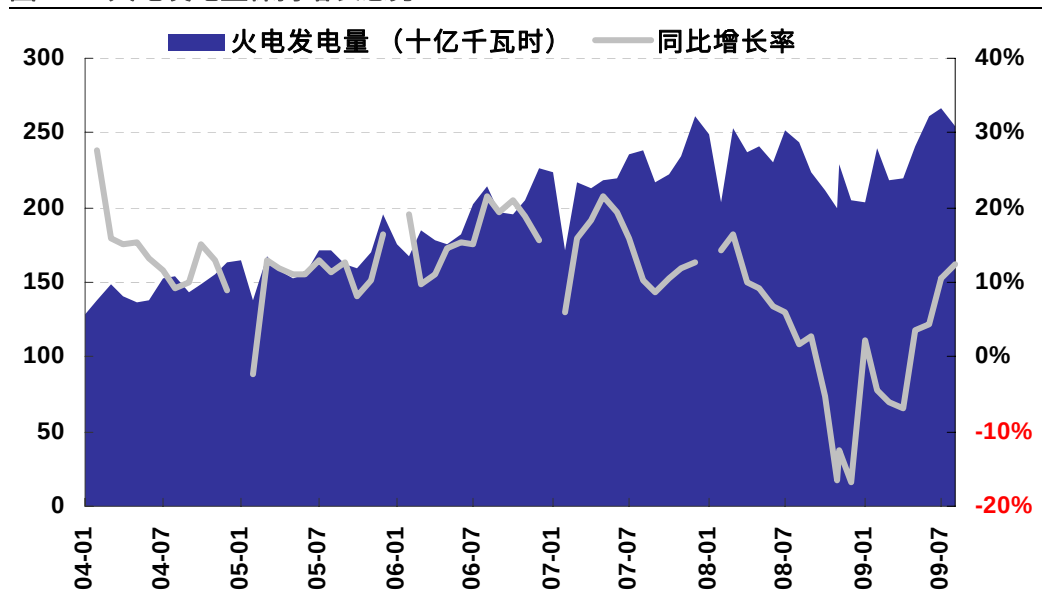


数据来源：安信证券研究中心

基建项目和房地产项目将会提高煤炭下游行业：电力、钢铁、水泥的需求，进而拉动对于煤炭行业的需求，在国家保持宽松的货币政策以及积极财政政策的前提下，基建和房地产将会保持扩张的态势。

从煤炭下游最大的火电行业来看，火电发电量持续增长的态势，我们预计 2010 年火电发电量的增速为 12%左右。

图 14 火电发电量保持增长态势



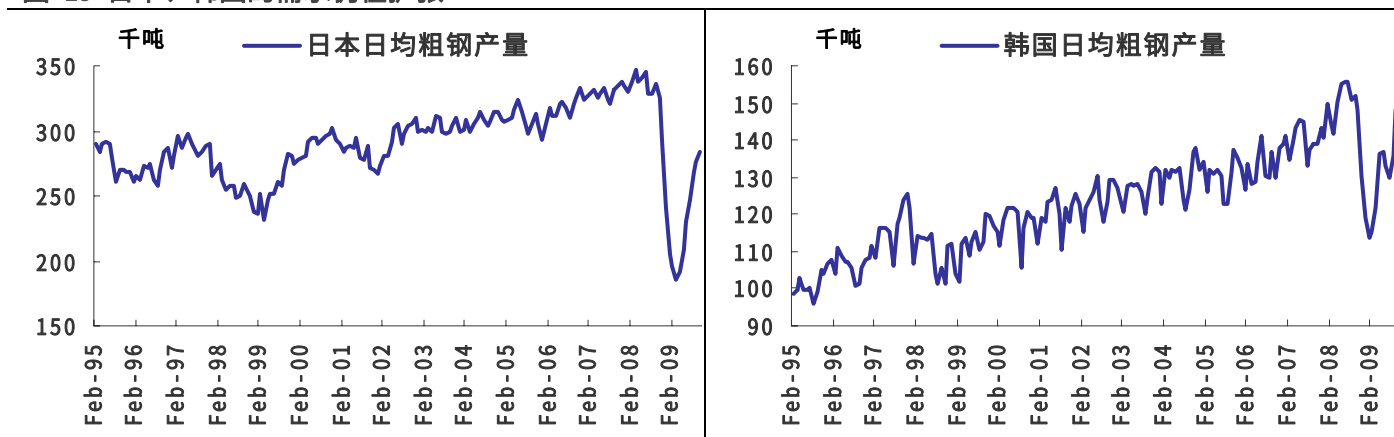
数据来源：安信证券研究中心

在中国目前的经济结构中，随着整体经济总量的不断扩张，国内钢铁、水泥、化工行业的产量将会保持增长。

国外需求—逐渐向好：随着全球各个国家刺激经济的政策推出，全球经济呈现出不断向好的趋势。

亚太地区：随着中国经济的强劲复苏，亚太地区周边的国家受益于中国经济的好转，出口有所恢复，带动了本国经济的增长，预计这一趋势随着中国经济的不断向好，继续维持下去。

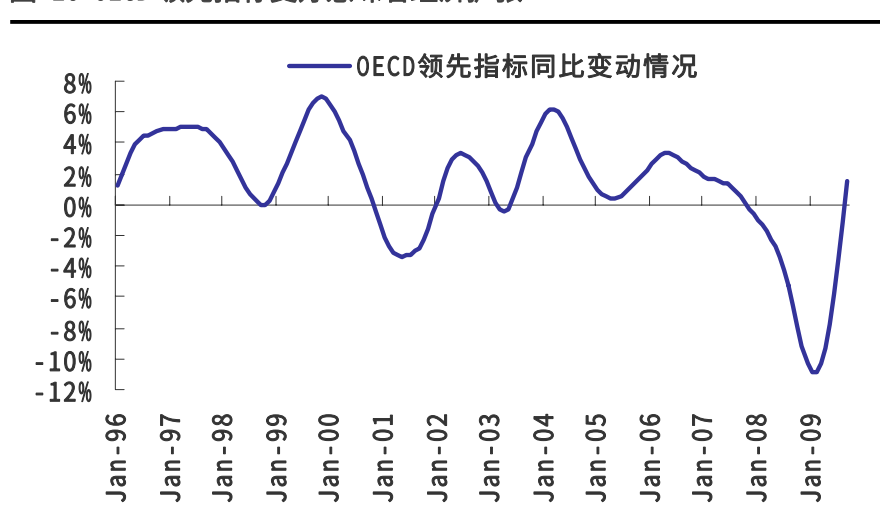
图 15 日本、韩国的需求仍在扩张



数据来源：安信证券研究中心

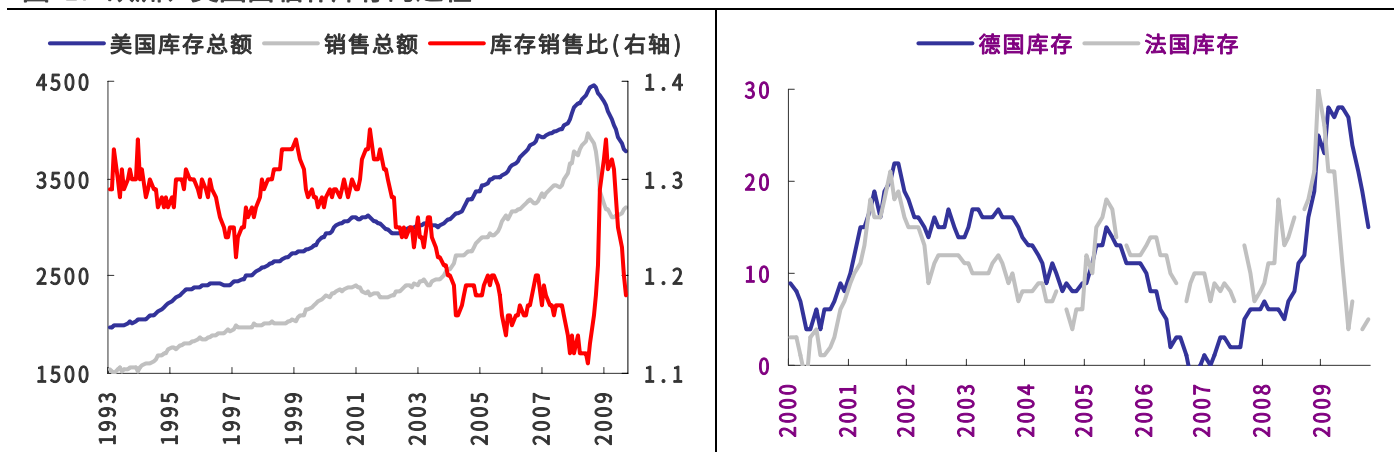
欧美地区：从欧美地区工业生产的先行指标来看，2009 年第二季度以来，OECD 领先指标同比变动情况持续好转，并在 2009 年 9 月份同比增速转正，OECD 领先指标的好转或许意味在未来 3-6 个月内国际经济将继续保持增长势头。同时，欧洲、美国面临着 1-2 季度内补充库存的需求，这将成为未来确定的新增需求。

图 16 OECD 领先指标变好意味着经济扩张



数据来源：安信证券研究中心

图 17 欧洲、美国面临补库存的过程



数据来源：安信证券研究中心

我们判断 2010 年中国煤炭下游需求的增速均保持在 10%左右，推算出 2010 年国内煤炭新增需求在 2.95 亿吨，供给缺口在 5000 万吨左右。

表 2 预计 2010 年国内煤炭消费增量为 2.95 亿吨

	火电	钢铁	建材	化工	合计
08 年消费量	15.00	4.60	4.04	1.45	
行业产量增速					
09 年	5.5%	1.2%	3.2%		
10 年	3.2%	5.0%	8.0%		
煤炭消费增速					
09 年	3.5%	12.0%	18.0%	2.0%	
10 年	10.5%	10.0%	15.0%	6.0%	
煤炭消费增量					
09 年	0.52	0.55	0.73	0.03	1.83
10 年	1.63	0.52	0.71	0.09	2.95

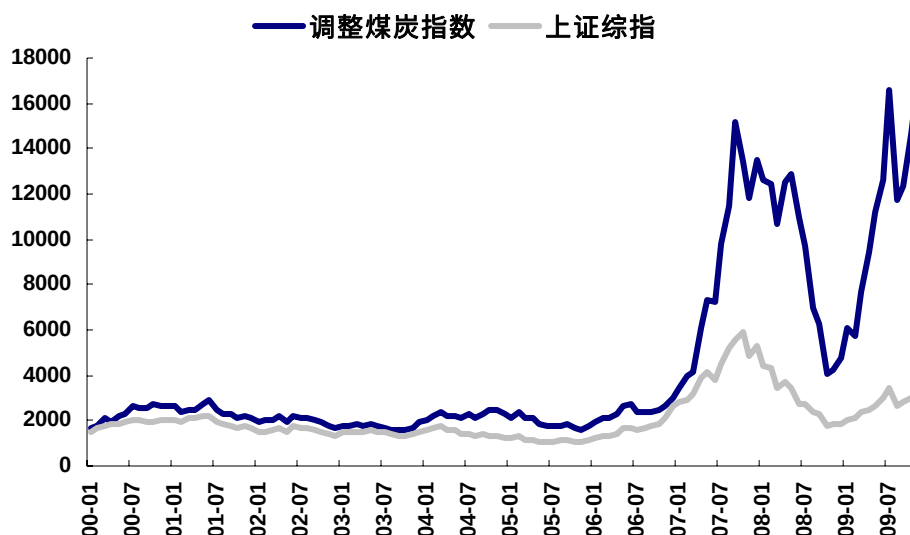
数据来源：安信证券研究中心

在国内需求加速、国外需求恢复的过程中，我们判断 2010 年煤炭的供需存在一定的缺口，煤炭价格看涨。

3. 2010 策略：维持领先大市—A 投资评级

09 年的上涨动力来自于估值抬升：2009 年煤炭上市公司的股价创出了历史新高，在盈利方面并没有出现明显的增长，主要的原因在于估值水平的大幅抬升，煤炭价格下跌的预期被上涨预期替代，造成了股价的上涨，简而言之，流动性充裕是 09 年上涨的主要动力。

图 18 煤炭指数已经创出历史新高



数据来源：安信证券研究中心

调整煤炭指数：剔除掉中国神华、中煤能源

2010 年煤炭价格上涨将成为主要驱动力：预计 2010 年煤炭价格将会维持上升趋势，提高上市公司盈利能力，煤炭上涨将会成为股价上涨的主要动力。我们判断，2010 年动力煤价格预计上涨 10%；炼焦煤价格预计上涨 10-20%

就具体的公司而言，炼焦煤价格更具有弹性，推荐：西山煤电、金牛能源、平煤股份、开滦股份、潞安环能、国阳新能、盘江股份。动力煤方面：推荐首选兖州煤业、大同煤业、中国神华、中煤能源。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-29

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
煤炭III														
601666	平煤股份	增持-A	增持-A	1.90	1.22	1.78	17	27	19	28.7%	15.0%	18.0%	33.30	40.00
000983	西山煤电	增持-A	增持-A	1.44	1.18	1.80	29	35	23	37.5%	24.0%	31.0%	41.31	45.00
601898	中煤能源	增持-A	增持-A	0.51	0.51	0.59	28	29	25	10.7%	10.0%	10.0%	14.58	20.00
600188	兖州煤业	增持-A	增持-A	1.32	0.81	0.98	17	28	23	24.6%	14.0%	15.0%	22.49	25.00
600997	开滦股份	增持-A	增持-A	0.67	0.71	1.17	39	37	22	19.2%	16.0%	18.0%	26.09	30.00
601088	中国神华	增持-A	增持-A	1.34	1.60	1.90	28	23	20	17.9%	17.0%	17.0%	37.17	40.00
000933	神火股份	买入-A	买入-A	1.53	0.92	1.74	22	37	19	39.3%	19.0%	30.0%	33.66	39.50
601699	潞安环能	增持-A	增持-A	2.48	2.19	2.56	22	25	21	36.3%	27.0%	27.0%	54.28	55.00
000159	国际实业	买入-A	买入-A	0.61	1.21	1.86	30	15	10	22.0%	32.0%	35.0%	18.16	24.00
601918	国投新集		无-A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20.09	-

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034