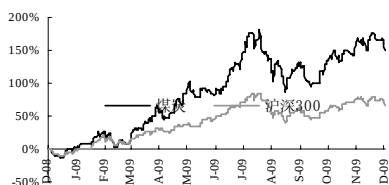


煤炭

Coal

2009 年 12 月 18 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
煤炭行业	-3.9%	12.4%	150.3%
沪深 300	-6.5%	6.0%	65.8%

代码	名称	6m%	YTD	评级
000983	西山煤电	43.3%	198.5%	增持
601666	平煤股份	12.7%	177.1%	增持
600348	国阳新能	82.5%	292.5%	增持
000933	神火股份	83.7%	233.4%	增持
000937	金牛能源	19.9%	145.1%	增持
002128	露天煤业	2.1%	219.0%	增持
601088	中国神华	20.4%	70.2%	增持
601898	中煤能源	15.4%	76.9%	增持
600997	开滦股份	45.3%	277.6%	增持
601699	潞安环能	43.8%	288.6%	增持
600123	兰花科创	14.7%	188.6%	增持

陆勤

+86 10 65018178
luqin@csc.com.cn

分析师申明

本人，陆勤，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

机会源于“产能扩张”+“煤价上涨”

—2010 年煤炭行业投资策略报告

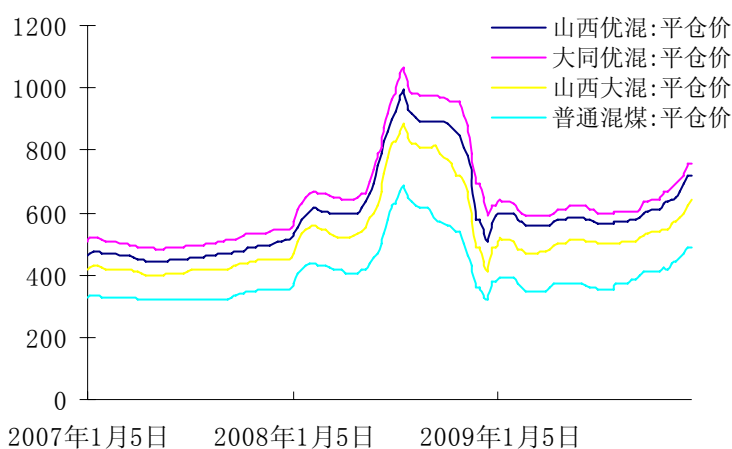
评级： 强于大市

- 09 年煤炭经济运行态势良好，煤炭产销量增加，价格相对稳定，市场供需基本平衡。前 10 个月，全国煤炭生产增长速度较快，原煤产量完成 24.18 亿吨，同比增加 2.47 亿吨，增长 11.4%；全国商品煤销量完成 22.12 亿吨，同比增加 9345 万吨，增长 4.4%。经过 2008 年的回调，2009 年煤炭的各个下游行业都出现了较快速度的增长。主要耗煤行业电力行业呈稳步回暖走势。1-10 月，全国发电量 29630 亿千瓦时，同比增长 3.2%。钢材、水泥，化肥等下游产品产量当月同比均保持 20% 以上的快速增长势头，累计同比增长水平也都在 10% 以上。
- 预计 2010 年煤炭供需量平缓增长且供需基本平衡。由于受资源整合影响，山西、河南等省的产能增长缓慢，而内蒙古、安徽、贵州、陕西及神华、中煤两大央企的产能增长较快。但随着山西资源整合的全国推广，产能增长将受到一定抑制。铁路运力以及气候条件也将对煤炭运输的影响，可能造成局部地区的供应紧张。而随着经济的逐步恢复，火电、钢铁、建材、化工等主要煤炭消费行业用煤量将平稳增加。预计 2010 年动力煤价格将小幅上涨，炼焦煤价格将受钢材价格起伏影响而出现钢-焦-煤联动式波动，总体趋势向上的概率很大。
- 投资建议：两大投资主线。鉴于对 2010 年煤炭价格整体上涨的预期，调高煤炭行业的评级为“强于大市”。我们认为，2010 年煤炭行业的投资主线主要有两个：一是“产能扩张”主线。其中具有“资产注入”预期的主要上市公司包括西山煤电、潞安环能、国阳新能、大同煤业，金牛能源和盘江股份。山西煤炭资源整合受益的上市公司主要是西山煤电、潞安环能、大同煤业、国阳新能、兰花科创。在山西的资源整合中，这些公司通过兼并重组，将新增煤储量和产能。其中，西山煤电和潞安环能将新增产能分别为 500 万吨和 400 万吨。二是冶金煤比例高的煤炭企业。预计 2010 年冶金煤的价格涨幅超过动力煤的概率很大。建议关注冶金煤比例高的煤炭企业，如西山煤电、金牛能源、平煤股份、国阳新能、兰花科创、盘江股份。
- 风险提示。全球经济复苏未达预期或者宏观经济政策发生较大变化。

煤炭价格呈先抑后扬态势

2009 年煤炭价格呈先抑后扬态势。由于受到金融危机的冲击，国内煤炭价格从 08 年 8 月以后不断下跌，跌幅达到 50%。今年年初，秦皇岛港山西优混煤价为 600 元/吨。7 月份回落到 565 元/吨。随后逐步回升。截至 12 月 14 日，5500 大卡的山西优混最高报价达到 720 元/吨，创出今年新高。

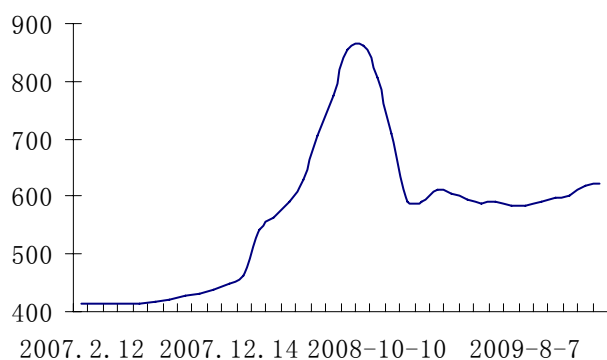
Figure 1 秦皇岛煤炭价格走势



资料来源：世纪证券研究所

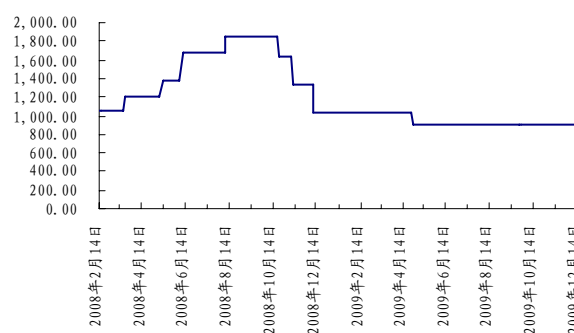
煤价稳步上涨的根本原因是经济形势好转引发下游行业包括电力行业和钢铁行业对煤炭的需求增加。而短期由于北方进入取暖季以及前期恶劣天气影响煤炭运输，也在一定程度上支撑了煤价。

Figure 2 全国煤炭平均价格



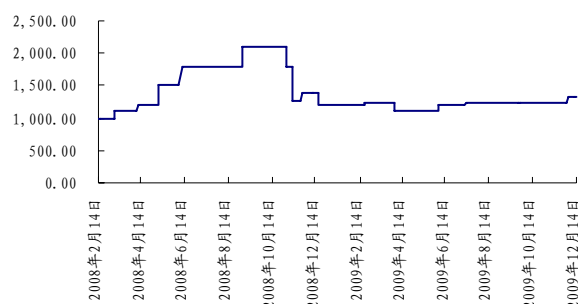
资料来源：煤炭市场网 世纪证券研究所

Figure 3 泰安七级气煤价格走势



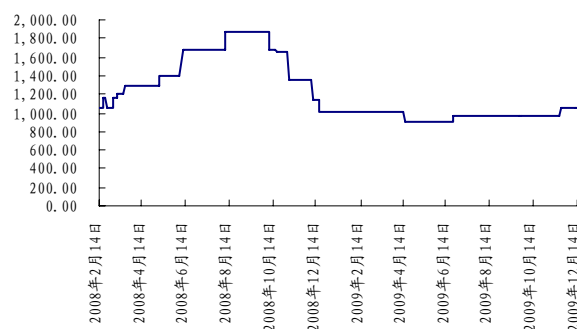
资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 4 开滦地区 10 级焦煤价走势



资料来源: WIND 世纪证券研究所

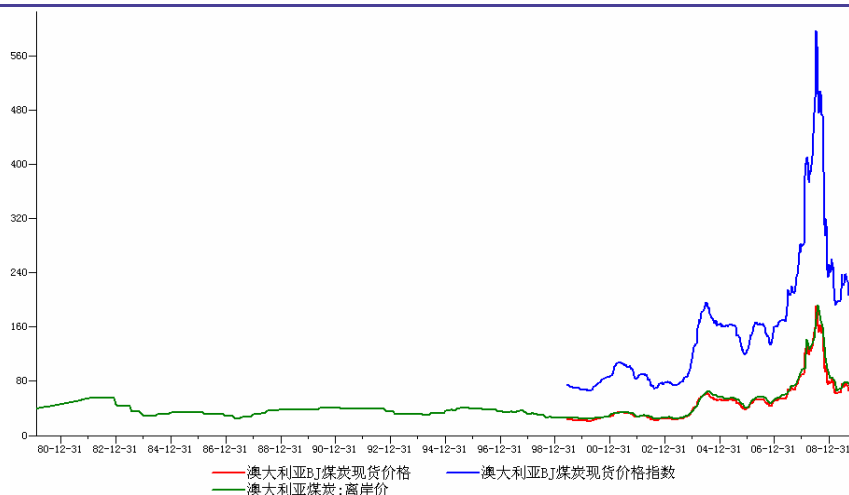
Figure 5 淮北地区 9 级 1/3 焦煤走势



资料来源: WIND 世纪证券研究所

2009 年国际市场的煤炭价格走势是稳中回升。前三季度走势平稳, 在 60-70 美元/吨之间震荡整理。10 月下旬以来, 国际动力煤呈现稳步回升态势。10 月 30 日, 澳大利亚动力煤现货价为 73.5 美元/吨, 11 月 30 日, 澳大利亚动力煤现货价为 84.43 美元/吨, 为今年 2 月份以来的最高水平。炼焦煤市场方面, 目前国际市场上的炼焦煤现货价格也回升到 170 美元/吨左右。

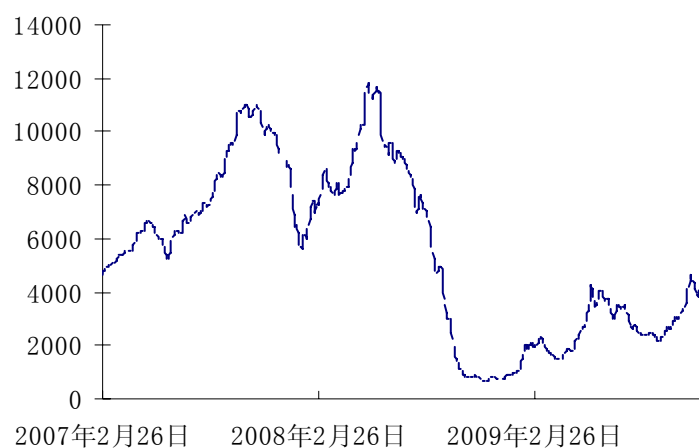
Figure 6 澳大利亚 BJ 动力煤价走势



资料来源: WIND 世纪证券研究所

BDI (国际海运价格) 自 1 月初的 773 点反复震荡走高。9 月中旬一路攀高至 11 月 19 日的 4661 点, 增幅达到 100%。截至 12 月 15 日, BDI 指数为 3518 点。

Figure 7 BDI 指数走势



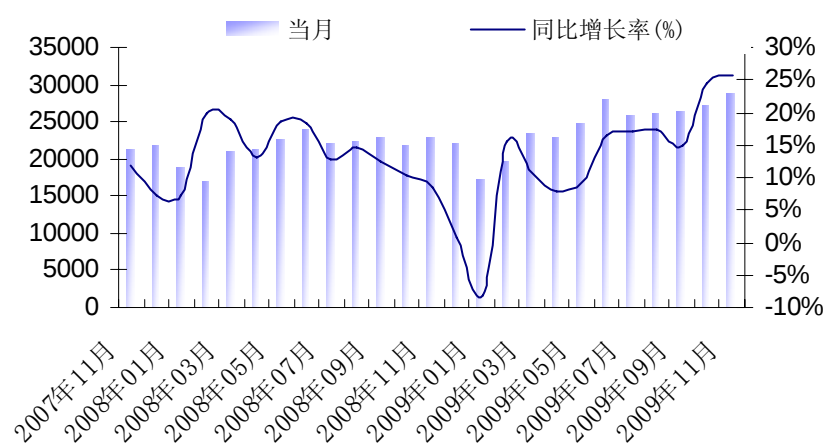
资料来源: WIND 世纪证券研究所

煤炭生产增长速度较快

前 10 个月, 全国煤炭生产增长速度较快, 原煤产量完成 24.18 亿吨, 同比增加 2.47 亿吨, 增长 11.4%; 全国商品煤销量完成 22.12 亿吨, 同比增加 9345 吨, 增长 4.4%。

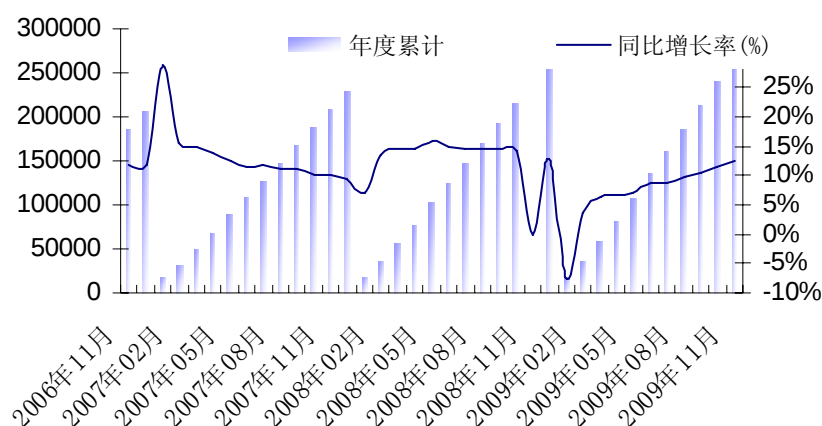
10 月份, 全国原煤产量 2.7 亿吨, 同比增加 4700 万吨, 增长 21.1%; 全国商品煤销量完成 2.47 亿吨, 同比增加 2518 万吨, 增长 11.4%。

Figure 8 全国原煤产量及增长率



资料来源: 国家统计局 世纪证券研究所

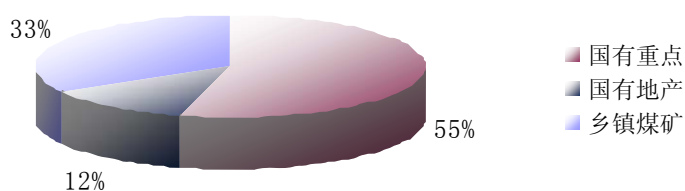
Figure 9 月累计原煤产量增长率



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

随着国家对中小煤矿的整顿，淘汰小煤矿产能。国有重点煤矿占比迅速提高。国有重点煤矿产量占比为 55%，高于 08 年的 50.7% 的占比。

Figure 10 全国煤炭生产结构



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

从原煤增量情况看，增量大都集中在蒙、陕、新和神华。其中，内蒙增产 6823.7 万吨，占总增量的 45.8%；陕西增产 5493 万吨，占 36.9%；新疆增产 1592.8 万吨，占 10.7%；神华增产 4279 万吨，占 28.8%。山西同比减产 5752 万吨。

内蒙古等地方煤炭产量快速增长的原因是山西省加大煤矿关闭整顿力度，仅有 1/4 的煤炭生产，为内蒙古等煤炭外销腾出了运输空间，并促进了产能释放。

山西煤炭整合力度大

山西省政府常务会议审议并原则通过《山西省煤炭产业调整和振兴规划》。《规划》提出了到 2011 年，全省矿井数量减少到 1000 处，矿井单井生产规模达到 90 万吨 / 年以上，形成三个亿吨级和四个 5000 万吨级的大型煤炭企业集团的目标。煤炭产业规划期为 2009-2011 年。

根据山西省规定，这次整合只能由山西焦煤、阳泉煤业、潞安矿业、晋城无烟煤矿业、同煤集团、山西煤炭运销集团、山西煤炭进出口集团七家国有企业做为主体，并且基本划定了整合区域。整合双方要在 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。

重组整合后，山西省矿井个数由 2598 处减少到 1053 处，压减比例 60%，年产 30 万吨以下的矿井全部淘汰，保留矿井全部实现机械化开采。其中，年产 90 万吨级以上的综采机械化矿井占到三分之二，平均单井规模提高到年产 100 万吨以上，山西省将形成 4 个年生产能力亿吨级的特大型煤炭集团，3 个年生产能力 5000 万吨级以上的大型煤炭企业集团、11 个年生产能力 1000 万吨级以上的大型煤炭企业集团、72 个 300 万吨级左右的地方集团公司，办矿企业由 2200 多个减少到近 130 个，形成以股份制企业为主要形式，国有、民营并存的办矿格局。

目前，山西省重组整合煤矿企业协议签订率已达到 97.9%，主体接管到位率 71%，证照过户换发、兼并主体进驻接管工作正在各地有序开展。

随着山西省对小煤矿整合、兼并，绝大多数中小煤矿停产，极大地降低了山西省的煤炭产量和煤炭外调量。09 年的煤炭产量增速受到一定程度的制约。

我们认为，虽然山西省煤炭资源整合的进展很快，但整合后煤炭产能并不会在较短时间内快速释放。很大一部分不具备复产复工条件的小矿将被永久性关闭，剩下的被重组煤矿也需要进行约两年左右的边复工边技改的产能提升过程，明年山西煤炭产量大幅增加的可能性很小。

11 月，国土资源部等中央十二部委联合下发《关于进一步推进矿产资源开发整合工作的通知》，要求各省区市在 2010 年进一步推进矿产资源整合。整合矿种主要是煤、铁、锰、铜、铝、铅、锌、钨、金、钼、锡、锑、稀土、磷、钾盐等 15 个重要矿种。《通知》要求，2010 年 3 月底前，各省区市要编制和审批完成资源整合实施方案，并报国土资源部备案。2010 年年底，按照经批准的进一步推进整合实施方案，全面

完成整合工作任务。

而内蒙古、河南等地已开始仿效“山西模式”进行矿产资源整合，新疆、甘肃、云南等地，也将参照“山西模式”进行整合。

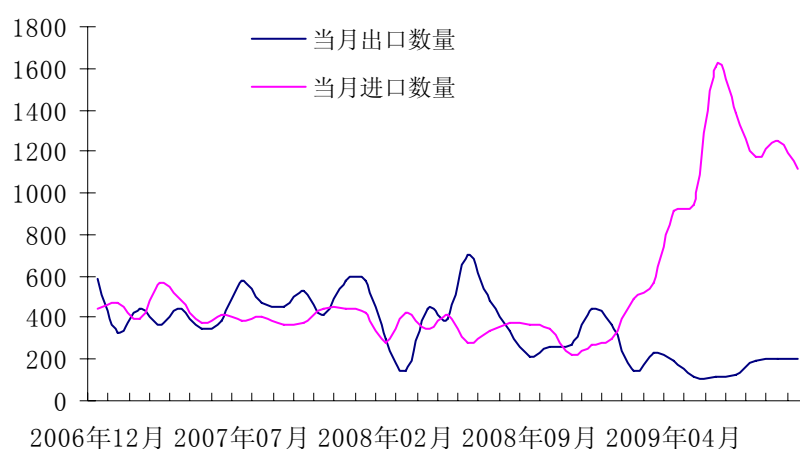
随着资源进一步整合，煤炭行业的集中度将继续提高。大型煤炭企业也能有效防止煤价的暴涨暴跌，维持市场稳定。而全国范围内的煤炭资源整合，将减少 2010 年煤炭供给增量。

首次出现净进口 预计 2010 年煤炭进口量下降

今年我国首次出现煤炭净进口。前 10 个月，全国煤炭出口 1890 万吨，同比减少 1938 万吨，下降 50.6%；进口 9768 万吨，同比增加 6176 万吨，增长 172%。10 月份，全国煤炭出口 202 万吨，同比减少 54 万吨，下降 21%；进口 1114 万吨，同比增加 766 万吨，增长 220%。前 10 个月，全国净进口煤炭 7878 万吨。净进口的出现主要是因为国际煤炭价格暴跌后，低于国内价格。但是，总体来说，相对于国内煤炭市场的总需求，进口煤炭的比例仍不足 5%。

7 月份开始我国煤炭进口出现逐月下降趋势。受煤炭进口谈判周期的影响，预计我国的煤炭进口量将呈现进一步萎缩局面。近期国际市场煤炭价格出现了较大幅度的回升，将有效抑制煤炭进口，有利于进一步促进国内煤炭供求复苏。预计随着 2010 年全球经济的复苏，明年进口量将进一步萎缩。

Figure 11 当月进出口量 万吨



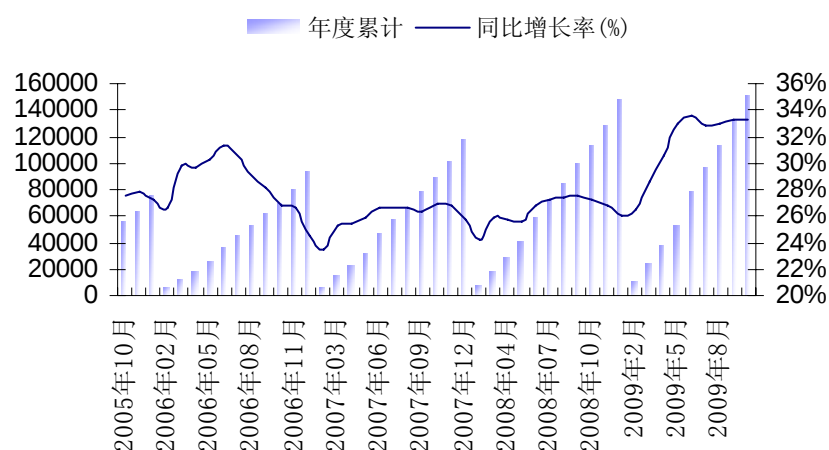
资料来源：WIND 世纪证券研究所

下游行业出现较快速度增长

2009 年 5 月以后，固定资产投资增长水平平均达到 33%。处于 5 年来的高位。主要是为了提振经济，今年国家采取了包括 4 万亿投资计划等经济刺激措施，促使铁路、公路和基础设施等领域的投资增长快速上升。

1-10 月份，城镇固定资产投资 150710 亿元，同比增长 33.1%，比上年同期加快 5.9 个百分点，比 1-9 月回落 0.2 个百分点。其中，国有及国有控股投资 65418 亿元，增长 39.0%；房地产开发投资 28440 亿元，增长 18.9%。

Figure 12 固定资产投资变化



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

由于基础建设的固定投资的惯性，我们预计 2010 年固定资产投资仍能保持较高增速。但是，随着经济形势的稳定好转，以及抑制部分行业产能过剩和重复建设，预计固定资产投资增长水平将回落到 30% 以下。

火电、钢铁、水泥、化工四个行业是我国煤炭消耗的主要行业，占原煤消耗的 90% 左右。经过 2008 年的回调，2009 年煤炭的各个下游行业都出现了较快速度的增长。

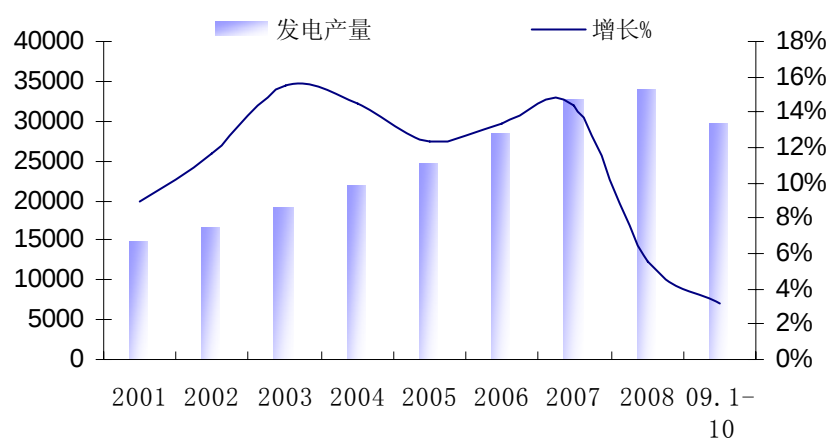
Figure 13 煤炭下游行业产量 (万吨、亿吨、亿千瓦时)

项目		2005	2006	2007	2008	09.1-10
粗钢	产量	34936	42266	48924	50049	47247
	增长%	24.6	19.7	15.7	1.1	10.5
焦炭	产量	23282	28054	32894	32359	28500
	增长%	24.4	17.4	16.3	-0.4	4.8
发电量	产量	24747	28344	32777	34047	29630
	增长%	12.3	13.4	14.4	5.5	3.2
水泥	产量	10.6	12.4	13.6	13.88	13.41
	增长%	10	15.5	9.9	5.2	18.7
化肥	产量	5220	5592	5787	5868	5505
	增长%	8.6	8	8.3	1.4	12.7
乙烯	产量	756	941	1048	1026	852
	增长%	20	24.5	11.4	-2.1	1

资料来源: 国家统计局 世纪证券研究所

电力行业呈稳步回暖走势。1-10 月, 全国发电量 29630 亿千瓦时, 同比增长 3.2%。其中, 火电增长 1.8%, 水电增长 8.1%。全社会用电量 29775.04 亿千瓦时, 同比增长 2.79%。其中, 第一产业用电量 802.31 亿千瓦时, 增长 7.19%; 第二产业用电量 21912.21 亿千瓦时, 增长 0.21%; 第三产业用电量 3259.35 亿千瓦时, 增长 11.06%; 城乡居民生活用电量 3801.17 亿千瓦时, 增长 11.19%。

Figure 14 发电年度累计产量及增长率



资料来源: 国家统计局 世纪证券研究所

1-10 月全国发电设备累计平均利用小时为 3735 小时, 比去年同期下降 240 小时。其中, 水电设备平均利用小时为 2961 小时, 下降 193

小时；火电设备平均利用小时为 3923 小时，下降 245 小时。1-10 月，全国电源新增生产能力（正式投产）5857.41 万千瓦，其中水电 1275.32 万千瓦，火电 4129.03 万千瓦。

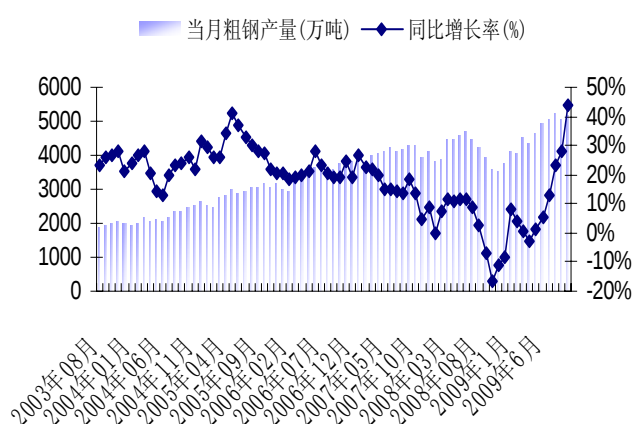
装机容量较快增长。1-10 月，新增装机容量 8000 万千瓦，其中火电 6000 万千瓦。实际新增生产能力（正式投产）5857.41 万千瓦。其中，火电 4129 万千瓦，水电 1275 万千瓦。2009 年 9 月底，全国全口径发电设备容量 8.3 亿千瓦。其中，火电 6.22 亿千瓦，同比增长 7.2%。

其他主要耗煤行业如钢材、水泥，化肥等下游产品产量当月同比均保持 20% 以上的快速增长势头，累计同比增长水平也都在 10% 以上。

2009 年国内月粗钢产量不断创出新高。2009 年 1-10 月我国累计生产粗钢、生铁和钢材分别为 4.7 亿吨、4.56 亿吨和 5.64 亿吨，同比增长 10.5%、14% 和 15.6%。其中，粗钢产量占全球产量的 51.8%。

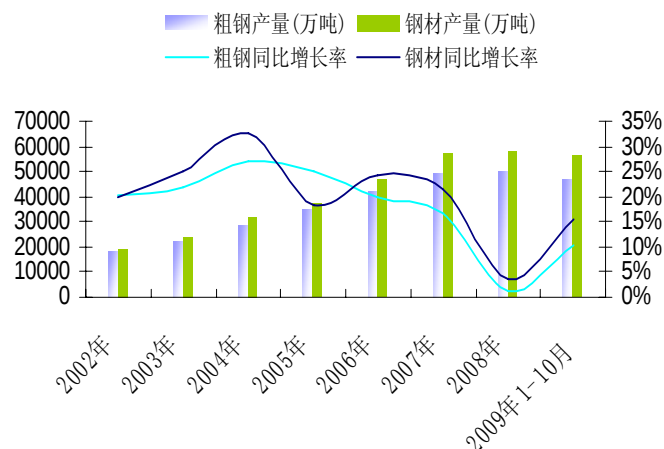
据现有的产量预计，2009 年我国粗钢产量约 5.72 亿吨，较 2008 年增加 7140 万吨，增幅达 14.2%。预计 2010 年我国粗钢产量将在 6.2 亿吨，较 2009 年增长 8.4%，同比增加 4800 万吨。

Figure 15 2003 - 2009 年各月粗钢产量及增长率



资料来源: mysteel 世纪证券研究所

Figure 16 年度累计产量及增长率

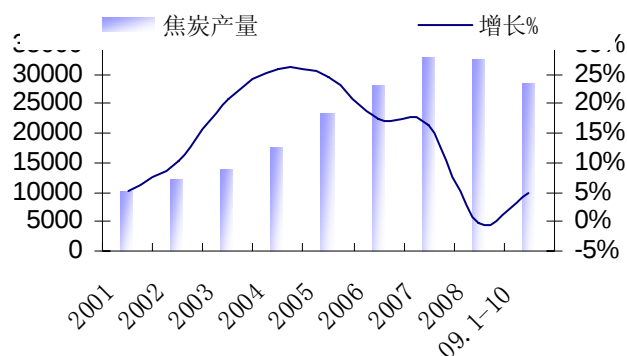


资料来源: mysteel 世纪证券研究所

建材行业的水泥产量处于历史较高水平。09 年 1-10 月，我国水泥累计产量 13.41 亿吨，同比增长 18.67%。其中 10 月份水泥产量 1.56 亿吨，同比增长 23.85%。2009 年 1-10 月新开工项目计划总投资额累计达 12.46 万亿元，同比增长 81.1%，远高于去年同期 3.2% 的增速。

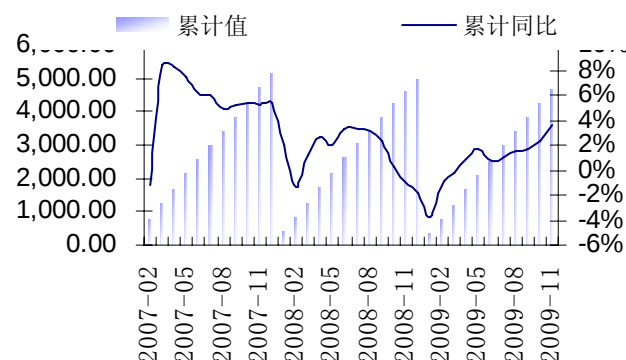
化工行业回暖明显。其中，合成氨产量保持平稳。1—10 月，全国合成氨产量完成 4263 万吨，同比增长 2.4%。

Figure 17 焦炭年度累计产量及增长率



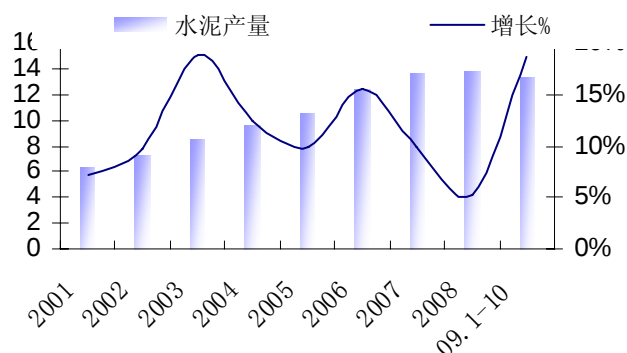
资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

Figure 18 合成氨累计产量及增长率



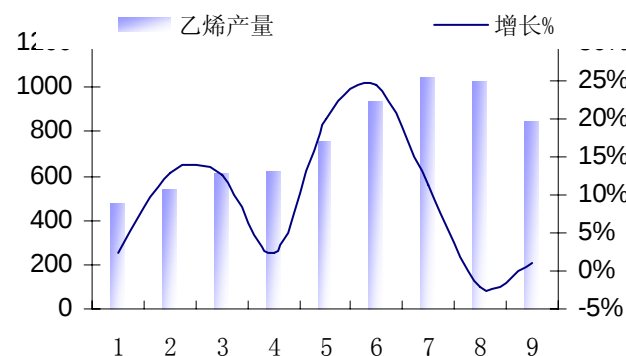
资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

Figure 19 水泥年度累计产量及增长率



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

Figure 20 乙烯年度累计产量及增长率



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

煤炭库存下降，市场需求回暖

截止 10 月末，全国社会煤炭库存 1.85 亿吨，比年初减少 1600 万吨，下降 7.9%，比 9 月末减少 156 万吨，下降 0.48%。其中，秦皇岛港煤炭库存 713.36 万吨，比 9 月末增加 295 万吨，增长 70%；煤炭企业库存 5133 万吨，比 9 月末减少 440 万吨；直供电厂库存煤炭 2871 万吨，比 9 月末减少 87 万吨，可耗用 15 天。

预计 2010 年我国经济将继续保持平稳较快增长，固定资产投资将继续维持较快增长态势，煤炭下游需求增长仍会保持稳步回升态势，国内市场煤炭消费量定会继续保持增长。

预计 2010 年煤炭供需基本平衡

今年以来,在国家一系列经济政策刺激作用下,煤炭行业经济运行的外部环境持续得到改善,煤炭产销量基本保持稳定。2009 年前三季度煤炭供需基本平衡,进入四季度后煤炭供应资源出现渐紧局面。10 月下旬以来,由于各地陆续进入冬季用煤高峰,加上冰雪气候,煤炭市场需求迅速增加。河南、~安徽、湖北、江苏等部分中部省区煤炭供应资源出现渐紧局面。

国际上,由于受到各国政策的刺激计划,全球各个经济体正在呈现适度复苏,全球贸易和金融状况得以改善。根据 IMF,预计全球经济在 2009 年下滑约 1%之后,2010 年将增长约 3%。发达经济体,继 2009 年经济回调 3.4%后,预计 2010 年年增长约为 1.3%。其中,预计美国经济在 2009 年收缩 2.7%之后,2010 年将扩张 1.5%。新兴经济体,将从 2009 年 GDP 增长预计的 1.7%达到 2010 年近 5%。国际经济形势的好转将有效抑制煤炭进口,有利于进一步促进国内煤炭供求复苏。

Figure 21 IMF 对今明两年部分国家经济预测(%)

	2007 年 (实 际)	2008 年 (实 际)	2009 年 (预 测)	2010 年 (预 测)
世界经济	5.2	3	-1.1	3.1
发达国家	2.7	0.6	-3.4	1.3
美国	2.1	0.4	-2.7	1.5
欧元区	2.7	0.7	-4.2	0.3
日本	2.3	-0.7	-5.4	1.7
新兴市场和发展 中国家	8.3	6	1.7	5.1
世界贸易	7.3	3	-11.9	2.5
进口: 发达经济 体	4.7	0.5	-13.7	1.2
新兴市场 和发展中国家	13.8	9.4	-9.5	4.6
出口: 发达经济 体	6.3	1.9	-13.6	2
新兴市场 和发展中国家	9.8	4.6	-7.2	3.6

资料来源: IMF 世纪证券研究所

预计 2010 年煤炭供需量平缓增长且供需基本平衡。由于受资源整合影响,山西、河南等省的产能增长缓慢,而内蒙古、安徽、贵州、陕西及神华、中煤两大央企的产能增长较快。但随着山西资源整合的全国推广,产能增长将受到一定抑制。铁路运力以及气候条件也将对煤炭运输的影响,可能造成局部地区的供应紧张。而随着工业经济的逐步恢复,火电、钢铁、建材、化工等主要煤炭消费行业用煤量将平稳增加。预计 2010 年动力煤价格将小幅上涨。炼焦煤价格将受钢材价格起伏影响而出现钢-焦-煤联动式波动,总体趋势向上的概率很大。

投资建议

鉴于对 2010 年煤炭价格整体上涨的预期,调高煤炭行业的评级为“强于大市”。我们认为,2010 年煤炭行业的投资主线主要有两个:一是“产能扩张”主线。其中具有“资产注入”预期的主要上市公司包括西山煤电、潞安环能、国阳新能、大同煤业、金牛能源和盘江股份。山西煤炭资源整合受益的上市公司主要是西山煤电、潞安环能、大同煤业、国阳新能、兰花科创。在山西的资源整合中,这些公司通过兼并重组,将新增煤储量和产能。其中,西山煤电和潞安环能将新增产能分别为 500 万吨和 400 万吨。

二是冶金煤比例高的煤炭企业。预计 2010 年冶金煤的价格涨幅超过动力煤的概率很大。建议关注冶金煤比例高的煤炭企业,如西山煤电、金牛能源、平煤股份、国阳新能、兰花科创、盘江股份。

Figure 22 煤炭行业重点公司股票池

名称	评级	市价(元)		EPS		PE		
		2009/12/18	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
西山煤电	增持	38.67	1.44	1.11	1.54	26.85	34.84	25.11
平煤股份	增持	31	2.48	1.42	1.58	12.50	21.83	19.62
国阳新能	增持	44.75	1.51	1.86	2.02	29.64	24.06	22.15
神火股份	增持	34.5	2.3	0.94	1.29	15.00	36.70	26.74
金牛能源	增持	41.41	2.49	1.67	1.85	16.63	24.80	22.38
露天煤业	增持	26.55	0.85	0.79	0.96	31.24	33.61	27.66
中国神华	增持	33.31	1.34	1.67	1.95	24.86	19.95	17.08
中煤能源	增持	13.51	0.52	0.49	0.64	25.98	27.57	21.11
开滦股份	增持	24.98	1.34	0.7	0.89	18.64	35.69	28.07
潞安环能	增持	52.41	2.48	2.0	2.16	21.13	26.21	24.26
兰花科创	增持	40	2.45	2.24	2.7	16.33	17.86	14.81

资料来源:世纪证券研究所

风险提示

全球经济复苏未达预期或者宏观经济政策发生较大变化。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.