

煤炭行业

2009 年 12 月 25 日

谨慎看好

维持

相关研究：

大雪或低温或助推煤价上涨 091112
一年中煤炭需求绽放的季节——09 年四
季度投资策略 090930
政策护航，期待整合更大进展——09 下半
年投资策略 090620
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
——一季度煤炭行业投资策略
090106

分析师

张红兵

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市海淀区大柳树路富海大厦 808

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

政策至需求，华丽的转身

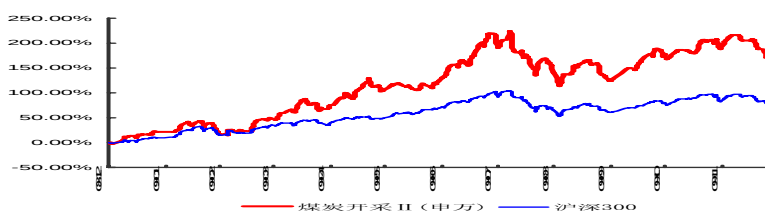
——2010 年煤炭行业投资策略

行业研究/行业策略

投资要点：

- 未来 10 年煤炭消费还将以 4% 以上的速度增长。我国的能源结构，决定了 CO₂ 的高排放，但即使按照 2020 年实现单位 GDP 二氧化碳排放量比 2005 年下降 50% 计算，CO₂ 排放量年均复合增长率也为 3.7%，而我国的能源消费增速基本和 CO₂ 排放量增速一致，再考虑到我国以煤为主的消费结构，考虑到清洁能源的使用，碳捕捉等技术的发展，我们认为 2020 年之前煤炭消费每年增速将不会低于 4%。
- 2010 进出口影响国内煤炭供应市场。我们预计 2010 年煤炭需求增速达到 7.5%，而供给增速 7% 左右，其主要增量来自山西，供给不足的部分将依赖进口，而随着外围经济的回暖，我们预计明年净进口在 5000—6000 万吨之间，因此我们认为明年煤炭总体供需平稳，但个别时间点由于进出口的影响以及需求的回升，将有可能出现局部时间点、局部地区煤炭紧张的局面。而进入二季度，炼焦煤或相对紧张。
- 2010 年煤价将普涨。结合供需，我们认为 1) 动力煤：山西优混 09 年均价每吨 590 元，高过合同价 540 元，预计 2010 合同价将将达到 590 元，涨幅略小于 10%；2) 炼焦煤：明年炼焦煤或相对紧缺，我们预计进入 2010 年二季度，炼焦煤将会再一次提价，提价幅度 10% 以上；3) 国际煤价：国际煤炭价格合同从 4 月 1 日起也将上调，预计将从 70 美元调整到 75 美元以上。
- 投资策略：结合明年供需的变化，我们谨慎看好煤炭行业，这种变化来自需求层面，同时政策面还在发挥作用，但是需求占据主导。因此我们的配置建议是：明年一季度以前我们认为动力煤公司优于焦煤类公司；一季度末及二季度炼焦煤类公司优于动力煤。具体到公司，我们认为一是明显受益于产量增长及价格上涨的上市公司，如神火股份、西山煤电、金牛能源；二是有整合预期以及资产注入的企业，尤其关注山西省内的上市公司，如国阳新能、大同煤业、开滦股份。我们构建的投资组合是：神火股份、金牛能源、国阳新能、西山煤电、中国神华

一年煤炭股和大盘走势比较



目 录

一. 低碳经济看未来煤炭行业发展	5
1.1 我国以煤为主的能源结构导致了高排放	5
1.2 低碳经济面临减排压力	6
1.3 我国能源强度走出了不一样的发展路径	7
1.4 减排承诺不代表不增长	8
1.5 能源消费结构还将以煤炭为主，多元发展	9
二. 2010 煤炭供需平衡中发展	10
2.1 电力、钢铁、水泥一个都不少	10
2.2 2010 供给增量主要来自山西	11
2.3 2010 进出口左右国内平衡	15
三. 2010 年煤价将普涨	19
3.1 成本增加倒推煤价上涨	19
3.2 年末煤价狂飙，旺季太旺？	20
3.3 2010 年煤价全面回暖	22
四. 明年走势仍值得期待	23
4.1 周期性角度再审视	23
4.2 2009 年上半年远超大盘，下半年回归中游	24
4.3 估值水平还处正常范围	25
4.4 煤种错落有致，关注资产注入	26
4.5 重点上市公司介绍	27
4.5 主要上市公司盈利预测表	28
五. 风险因素：	28



图目录

图 1: 燃煤发电二氧化碳排放 (g/kwh)	5
图 2: 燃油发电二氧化碳排放 (g/kwh)	5
图 3: 燃气发电二氧化碳排放 (g/kwh)	6
图 4: 一次能源消费结构	6
图 5: 全球 CO2 排放量及美国占比	6
图 6: 全球 CO2 排放中国及美国占比	6
图 7: 单位 GDP 排放 (Kg/Dollar) (2000 年价)	7
图 8: 人均排放量 (吨/人)	7
图 9: 主要发达国家人均能源消费	7
图 10: 主要国家能源强度 (吨油当量/万美元) (2000 年价格)	7
图 11: 中国能源强度 (t/万元)	8
图 12: 火电发电量及增速	10
图 13: 发电量及火电占比	10
图 14: 生铁产量及增速	10
图 15: 焦炭生铁产量比	10
图 16: 水泥产量及同比增速	11
图 17: 水泥产量和固定资产投资高度相关	11
图 18: 山西省产量及增长率	12
图 19: 内蒙产量及增长率	12
图 20: 主产省份产量占比	13
图 21: 国有重点煤矿产量占比	13
图 22: 进出口统计	15
图 23: 09 年各月进口量及同比增速	15
图 24: 澳大利亚冶金煤出口	17
图 25: 澳大利亚动力煤出口	17
图 26: 亚太地区主要国家钢铁产量回升	18
图 27: 澳大利亚产量及增速	18
图 28: 煤炭价格影响内因	20
图 29: 秦港煤价走势	21
图 30: 11 月直供电厂耗煤超过往年	21
图 31: 直供电厂库存天数持续下降	21
图 32: 直供电厂耗煤节节攀升	21
图 33: 山西铁路运量	22
图 34: 港口发运量	22
图 35: 山西优混及合同价	22
图 36: 煤炭行业销售利润率及 GDP 增速	23
图 37: 销售利润率及成本费用利润率	23
图 38: 行业轮动图	24
图 39: 2000—2002 煤炭股走势	24
图 40: 2003—2009 煤炭股走势	24
图 41: 市盈率相对 A 股估值比较	25
图 42: 市净率相对 A 股估值比较	25

图 43: 板块市盈率比较	26
图 44: 煤炭股投资逻辑	26

表目录

表 1: 中国 CO2 排放模拟测算	9
表 2: 不同煤制能源产品的能量效率	9
表 3: 不同煤制能源产品的单位热值 CO2 排放量 t/GJ	9
表 4: 新增产能统计	13
表 5: 主要产煤省份炼焦烟煤产量及占比 (万吨)	14
表 6: 主要产煤省份重点煤矿炼焦烟煤产量及占比 (万吨)	14
表 7: 无烟煤及国有重点占比	14
表 8: 十家炼焦煤企业精煤产量	15
表 9: 近几年各煤种进口统计	16
表 10: 亚太地区煤炭进口 (万短吨)	16
表 11: 亚太地区煤炭出口 (万短吨)	16
表 12: 今年日本煤炭进口量	18
表 13: 主要经济体经济增长预测	19
表 14: 煤炭价格预测	23
表 15: 年初以来各行业各季度涨幅比较	24
表 16: 主要上市公司盈利预测表	28

我们在四季度的策略报告中认为四季度煤炭需求将会有较大幅度的恢复，尤其是电力行业，电力行业需求环比增速应该在 10% 以上，并认为动力煤上涨概率较大，其他煤种相对稳定，现在来看基本符合我们预期，只是动力煤价格涨幅超出我们预期，山西优混从三季度末的 600 元上涨到目前的 780 元，累计涨幅达到 30%。

如果用两个字来概括 09 年的煤炭市场，我们认为政策，政策既包括山西省的关闭小煤矿，也包括国家层面的刺激经济计划，山西省的政策改变了煤炭供求关系的预期，反映到资本市场再加上适度宽松的货币政策，导致了煤炭股的狂飙，展望 2010 年，我们认为驱动因素将变为需求，但这不代表政策不起作用，2010 年山西整合经验将铺向全国，但这种政策的影响应该小于 2009 年，而需求的驱动性将强于 2009 年，综合来看，我们认为 2010 年需求将占主导因素，产业整合以及资产注入将逐渐深化。

一. 低碳经济看未来煤炭行业发展

09 年最流行的词莫过于低碳，那么低碳经济是不是就意味着煤炭行业的萎缩呢？带着这样的疑问我们来分析下我国的能源结构及排放量。

1.1 我国以煤为主的能源结构导致了高排放

我国“富煤、贫油、少气”的能源赋存情况，也就决定了我国的能源消费结构将是以煤炭为主，在我国能源消费结构中煤炭占到 70% 左右，而以煤炭发电每千瓦时产生 CO₂ 在 900 克左右，是燃油发电排放量的 1.5 倍，是燃气发电排放量的 2 倍，因此我国的能源消费结构就决定了我国的高排放量。

图 1: 燃煤发电二氧化碳排放 (g/kwh)

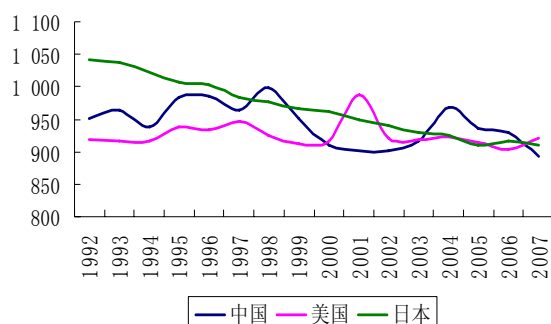
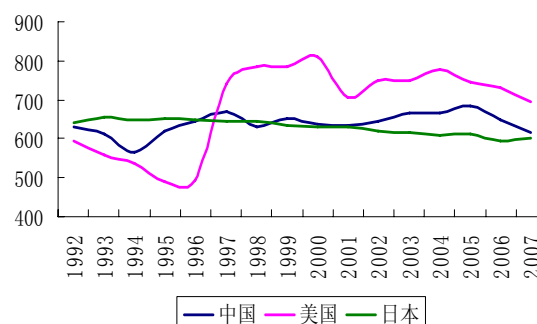


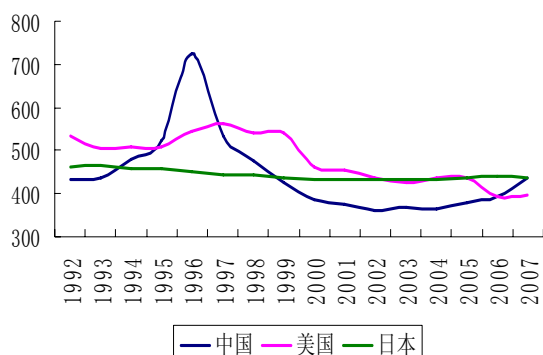
图 2: 燃油发电二氧化碳排放 (g/kwh)



数据来源: IEA, 山西证券研究所

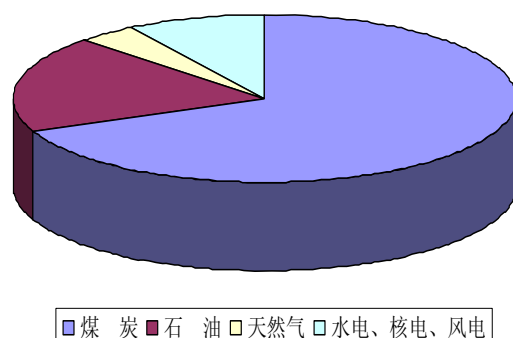
数据来源: IEA, 山西证券研究所

图 3: 燃气发电二氧化碳排放 (g/kwh)



数据来源: IEA, 山西证券研究所

图 4: 一次能源消费结构



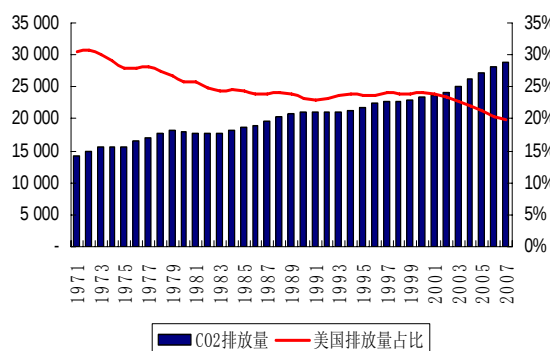
数据来源: 统计局, 山西证券研究所

虽然未来几年我国会加大可再生能源的投入, 到 2020 年我国非化石能源占一次能源比重达到 15%, 但这种结构是循序渐进的改变。

1.2 低碳经济面临减排压力

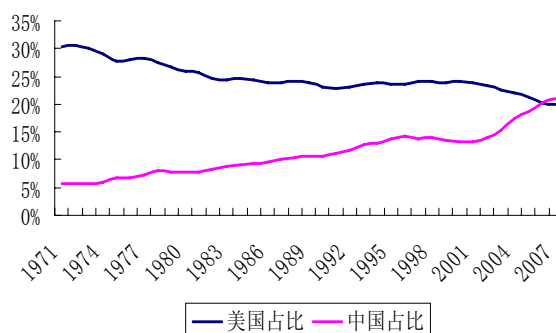
我国还是发展中国家, 人均GDP还排在世界百名之外, 但我国碳排放已超过美国, 成为最大的碳排放国家之一, 中国排放量占全球的排放量 20.96%, 美国占全球 19.92%, 中国两国合计占 40%左右。单位GDP CO₂排放量中国是 2.31kg/dollar, 单位排放量中国是美国的 4.6 倍, 是世界平均水平的 3.16 倍。

图 5: 全球CO₂排放量及美国占比



数据来源: IEA, 山西证券研究所

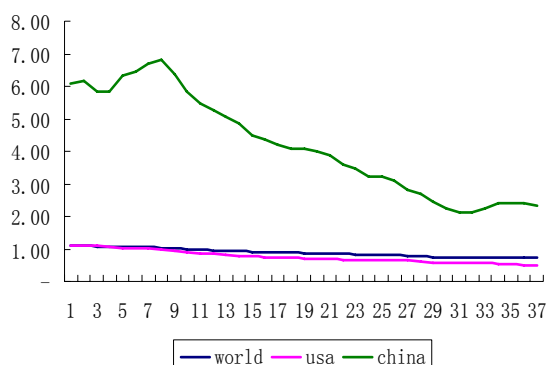
图 6: 全球CO₂排放中国及美国占比



数据来源: IEA, 山西证券研究所

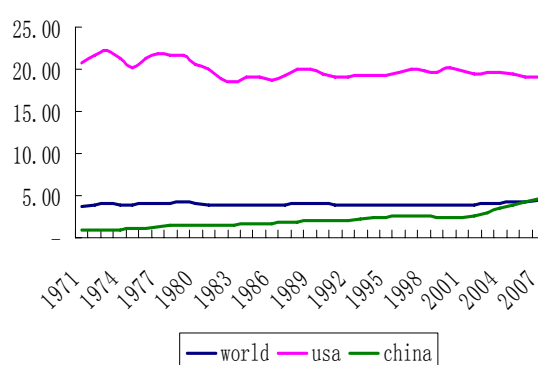
而从 2000 年—2007 年之间, 中国CO₂排放量从 2000 年的 31 亿吨上升到 2007 年的 61 亿吨, 增长幅度达到 97%, 而同期GDP增幅只有 86%, 因此我国面临着巨大的减排压力。

图 7: 单位GDP排放 (Kg/Dollar) (2000 年价)



数据来源: IEA, 山西证券研究所

图 8: 人均排放量 (吨/人)



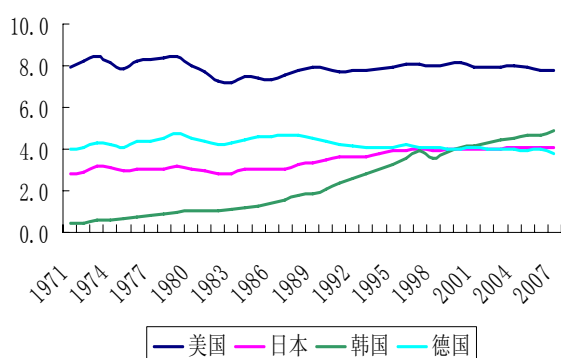
数据来源: IEA, 山西证券研究所

1.3 我国能源强度走出了不一样的发展路径

因为我国是人口大国, 因此折算的人均排放量以及人均能源消费都远远低于发达国家。我国人均排放量是 4.58 tonnes CO₂ / capita, 比世界平均水平的 1.05 倍, 是美国的 0.24; 主要发达国家人均能源消费都在 4 吨油当量/人以上, 而我国只有 1.4 吨, 相当于美国的 0.18, 日本的 0.35, 韩国的 0.29。

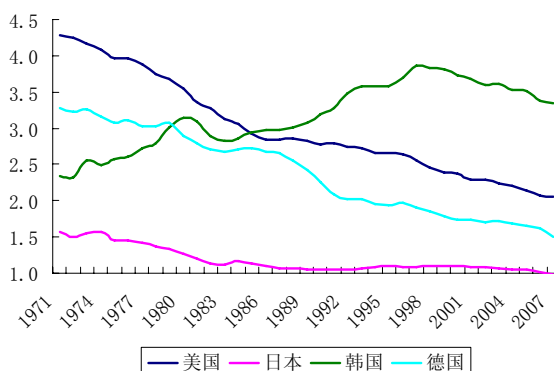
虽然人均排放量及人均消费量相比较还比较低, 但正如前文分析一样, 我国的绝对量已承受了较大的压力, 我国的经济起步比较晚, 就必然要接受用更少的资源获取更快的经济增速的命运。

图 9: 主要发达国家人均能源消费



数据来源: IEA, bp, 山西证券研究所

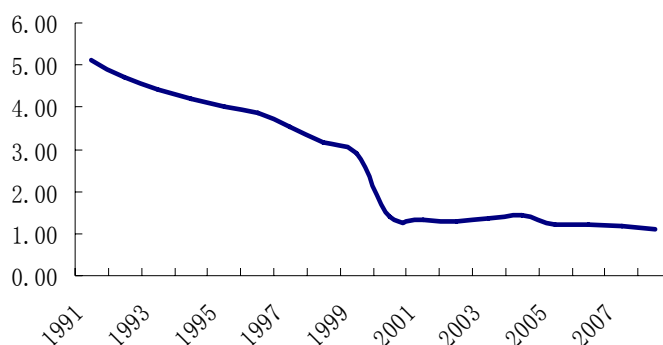
图 10: 主要国家能源强度 (吨油当量/万美元) (2000 年价格)



数据来源: IEA, 山西证券研究所

而实际情况也是，我国走出了发达国家不一样的发展路径。全球主要发达经济体在经济起飞的阶段能源强度（一次能源消费/GDP）都是不断上升的，在经济规模达到一定阶段之后能源强度才是不断下降，比如日本从 70 年代之后，韩国从 90 年代之后。但我国的能源强度从改革开放后就是不断下降的。当然，我国的能源强度还是处于相对较高水平，目前能源强度是美国的 3.45 倍，日本的 7.17 倍，韩国的 2.13 倍，印度的 1.34 倍，因此我国还有巨大的减排空间。

图 11: 中国能源强度(t/万元)



数据来源：IEA，山西证券研究所

1.4 减排承诺不代表不增长

虽然我国有着巨大的减排潜力，但这不代表我国的能源消费不增长，今年上半年，我国单位 GDP 能源消耗在前三年总共下降 10.1% 的基础上，又同比下降 3.35%， “十一五” 单位 GDP 能耗下降 20% 目标有望实现。11 月 25 日，温家宝提出到 2020 年，我国单位 GDP 二氧化碳排放量比 2005 年下降 40%-50%，并作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划。

我们需要注意的是，有别于发达国家，我国提出的减排是一个相对值，因此减排不代表不增长，只是增速放慢而已，因为未来 10 年我国经济增长还将维持一个较高增速在发展。我们也做一个模拟测算，我们以 2005 为基数，假设 GDP 未来 11 年以 8% 的速度增长，2020 实现单位 GDP 二氧化碳排放量比 2005 年下降 50% 的目标，则 CO₂ 排放量复合增长率为 3.7%，而我国的能源消费增速基本和 CO₂ 排放量增速一致（2000—2007 年间，CO₂ 增长了 97%，而我国能源消费增长了 93%），再考虑到我国以煤为主的

消费结构，考虑到清洁能源的使用，碳捕捉等技术的发展，我们认为 2020 年之前煤炭消费每年增速将不会低于 4%。

表 1：中国 CO2 排放模拟测算

	2005	2020E	备注
GDP（亿元）	183217.4	628854.2	假设每年 8% 增长
CO ₂ 排放量（百万吨）	5099.1	8804.0	复合增长率 3.7%
单位 GDP 排放量（吨/万元）	2.8	1.4	假设下降 50%

数据来源：山西证券研究所

1.5 能源消费结构还将以煤炭为主，多元发展

中国能源赋存情况，就必然还是以煤为主，多元发展，从高碳到低碳的转化中我们认为未来煤制天然气将成为主要方向，这将很好的成为城市燃气的补充。总体来看，未来十来年煤炭需求还是有所保障的。

表 2：不同煤制能源产品的能量效率

	单位热值/MJ	单位能耗/MJ	能源效率
甲醇/t	20.259	46.193	43.86
二甲醚/t	25.405	75.063	37.84
间接煤制油/t	42.642	122.213	34.89
天然气 ¹⁾ /km ³	34.878	75.852	45.98
天然气 ²⁾ /km ³	34.612	65.836	52.57

注：1) 采用水煤浆气化技术

2) 采用鲁奇炉气化技术

资料来源：山西证券研究所搜集整理

表 3：不同煤制能源产品的单位热值 CO2 排放量 t/GJ

	工艺CO ₂ 排放	公用工程CO ₂ 排放	总CO ₂ 排放
甲醇	0.099	0.06	0.159
二甲醚	0.099	0.061	0.16
间接煤制油	0.077	0.066	0.143
天然气 ¹⁾	0.115	0.019	0.134
天然气 ²⁾	0.077	0.049	0.126

注：1) 采用水煤浆气化技术

2) 采用鲁奇炉气化技术

资料来源：山西证券研究所搜集整理

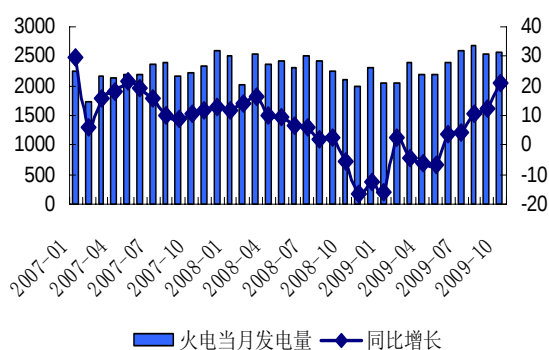
二. 2010 煤炭供需平衡中发展

2.1 电力、钢铁、水泥一个都不少

前文我们就提出了对于明年，我们认为煤炭行业主要靠需求的拉动，我们并展望了未来 10 年对煤炭的需求，具体到 2010 年，我们认为四大主要耗煤行业对需求的拉动讲明显强于 2009 年。

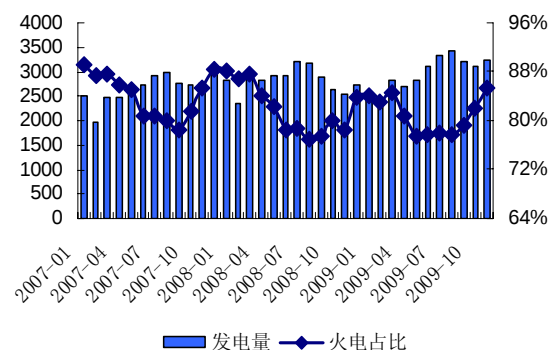
11 月火电发电 2759 亿千瓦时，同比增长了 39%，创下了今年的新高，比今年 8 月还增长了 3.29%，主要是今年冬季较冷，水电发电减少，火电占比提高。由于 08 年下半年基数较低，09 年火电发电增速到 9 月份才开始转正，全年增速在 5% 左右，而随着宏观经济的逐步复苏，明年月均发电量应该维持下半年略高的水平，谨慎预计明年火电发电增速将在 7% 以上，这将拉动煤炭需求增量在 1 个亿左右。

图 12: 火电发电量及增速



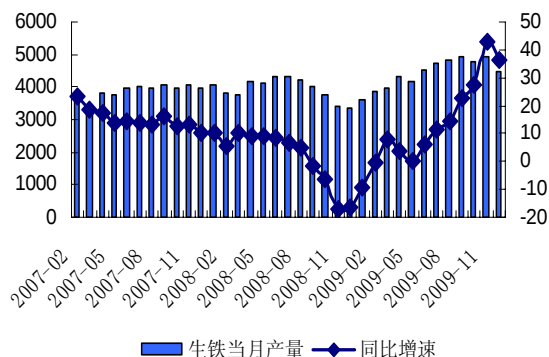
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 13: 发电量及火电占比



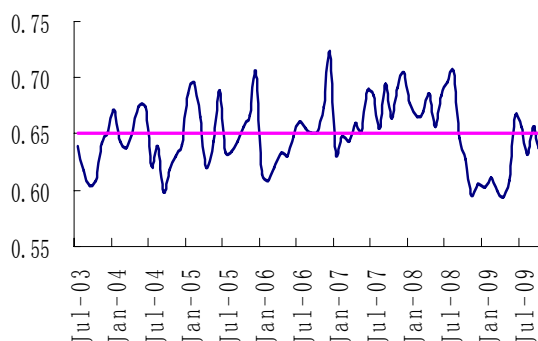
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 14: 生铁产量及增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 15: 焦炭生铁产量比

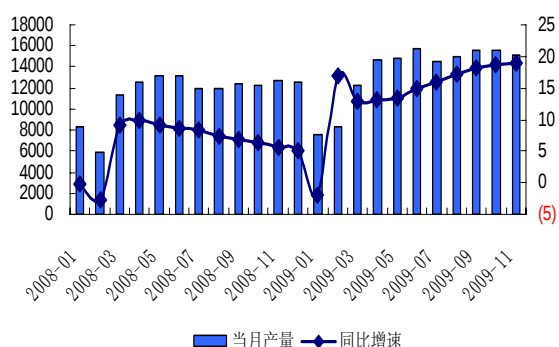


数据来源: wind, 山西证券研究所

今年生铁产量屡创新高，1—10 月生铁累计产量 49859 万吨，累计同比增长 15%；焦炭产量 31444 万吨，累计同比增长 8%，剔除焦炭的出口，焦炭和生铁产量比也开始回升到均值水平以上，当然今年焦炭出口异常低迷，前 11 月才出口 48 万吨，同比下降 96%，而正常年份焦炭出口都在 1000 万吨以上，如果外围经济回暖，焦炭产能还能进一步攀升，从而拉动焦煤需求，我们预计今年生铁增速 16%，由于今年有一部分新增产能投入生产，我们预计明年生铁增速也能达到 8% 左右，从而拉动煤炭需求增量在 3000 万吨左右。

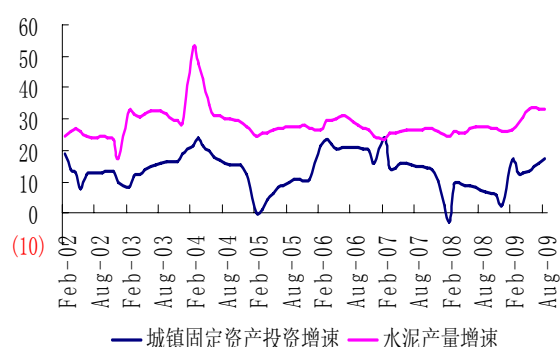
水泥销量和固定资产投资高度相关，而工程项目的建设期一般都在 2 年以上，因此明年对水泥的需求还将延续，虽然今年固定资产投资增速较高，为了保持经济的平稳运行，明年固定资产投资增速还将维持 20% 以上，我们预计今年水泥增速 18% 左右，明年在 10% 左右。

图 16:水泥产量及同比增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 17: 水泥产量和固定资产投资高度相关



数据来源：wind，山西证券研究所

今年火电增速相对较低，而由于投资的拉动，钢铁以及水泥维持着较高增速，三大行业中电力对煤炭的拉动较弱，而进入 2010 年将出现三架马车齐拉动的现象，综合考虑各行业的增速，我们认为明年煤炭需求端增速将在 7.5% 以上。

2.2 2010 供给增量主要来自山西

2.2.1 山西资源整合，短期释放无碍

今年山西省大规模推进资源整合，为整个行业的平稳运行作出了巨大的贡献，随着需求的回升，山西产量进入 6 月份以后逐渐恢复正常，月均产量维持在 5800 万吨左右，1—11 月山西累计产量 5.49 亿吨，比去年同

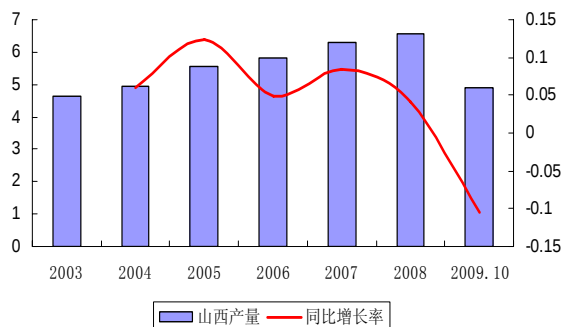
期下降 5%，其中 11 月份山西产量已达到 6132 万吨，产能恢复情况已非常乐观，我们预计今年山西产量 6.1 亿吨。

我们在之前的报告中一直强调山西复产短期影响不大，这个时间点可以延续到明年年底，主要是：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。现在我们还是持有这样的观点，现在山西省一些小煤矿进入技改阶段，但时有安全事故发生，这也预示着整合之路不是一帆风顺，产能释放还需时日。

2.2.2 主产省份集中度越来越高

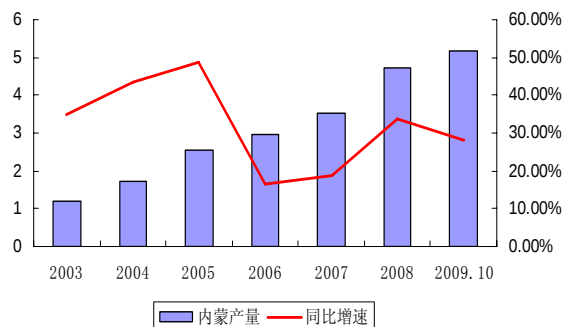
在煤炭开采区域从东部向西部逐渐转移的过程中，煤炭开采集中度也越来越高，西部地区陕西、内蒙以及未来的新疆煤炭开采正方兴未艾，内蒙近两年的产量增速都在 30% 以上，山西以及内蒙两省的产量已经从 2005 年的 37% 已经提高到 43%，如果山西省煤矿技改完成后，产能集中度还将越来越高，而东部区域随着资源的匮乏，其对市场的影响力也将越来越小。

图 18: 山西省产量及增长率



数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 19: 内蒙产量及增长率



数据来源：wind，山西证券研究所

随着山西省资源整合的经验推向全国，全国国有重点煤矿产量占比也将逐渐提高，大企业，大集团将成为整合的模版。未来煤炭行业的两个变化是：

一是：主要开采区域转向西部，煤炭市场将分割成“三西”的生产区域，以及“东部”的消费区域，而且这种划分越来越明显，因此连接这两个区域的铁路、公路以及水路交通将显得尤为重要。

二是：大型企业产量集中度越来越高。

这两种变化将使煤炭企业在销售谈判中的优势逐渐强化，而且连接生产以及消费的运输途径，受天气因素等影响明显，如果煤炭储存场地建设滞后，且不能发挥应有的作用的话，煤炭企业的优势将越来越明显。

图 20：主产省份产量占比

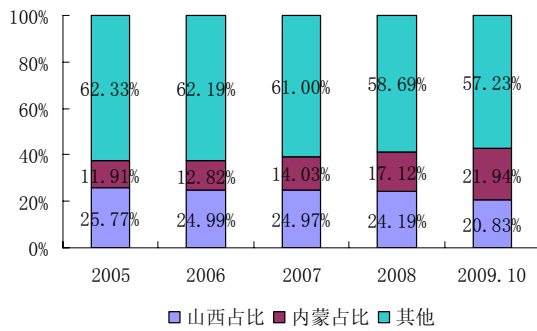
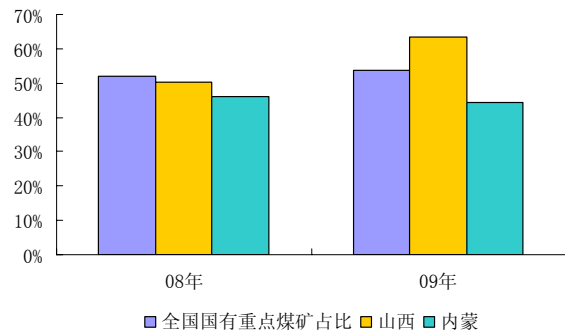


图 21：国有重点煤矿产量占比



数据来源：CCTD，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

2.2.3 明年主要增量来自山西，运输瓶颈制约内蒙

今年下半年山西省月均产量在 5800 万吨左右，我们实地调研以及政府沟通情况来看，我们预计山西省明年月均产量在 6000—6200 万吨，折合成全年产量在 7.2—7.4 亿吨，因此山西省明年的增量在 1.1—1.3 亿吨。由于陕西以及内蒙一部分产量需经大秦线来运输，而大秦线明年最多新增 6000 万吨的新增运力，满足山西外运外，留给其他省份的运力已然不多，我们预计陕西及内蒙增速将下降。综合全国情况来看，我们预计明年产量增速在 7% 左右。

表 4：新增产能统计

	投资（亿元）	新增产能	淘汰小煤矿	新增产量	统计局统计新增产能	增速
2005	1143				18376	
2006	1479				22648	
2007	1805				26983	
2008	2410	13716	4000	9716		3.85%
2009E	3200	17748	4000	13748		5.06%
2010E		21660	4000	17660		6%

数据来源：统计局，山西证券研究所

2.2.4 焦煤资源依然稀缺

而作为稀缺资源的焦煤资源明年供给可能会出现紧张情况，且内蒙及陕西缺乏焦煤及无烟煤，山西省占到炼焦烟煤的 24% 左右，而山西省重点

煤矿占山西省产量的 45%，另有一大半产量集中在小煤矿手里，而煤矿整合正处于现在进行时，短期释放产量有限，而我们统计的前十家企业焦精煤产量增速依然较低，我们预计明年焦煤资源将依然稀缺。

表 5：主要产煤省份炼焦烟煤产量及占比（万吨）

	炼焦烟煤	其中			炼焦烟煤占比	各省份占比		
		焦煤	肥煤	1/3 焦煤		焦煤占比	肥煤占比	1/3 焦煤
全国	97967	22156	9419	13578				
山西	23419	9500	3257	508	23.90%	42.88%	34.58%	3.74%
山东	12714	74	574	1633	12.98%	0.33%	6.09%	12.03%
安徽	8625	604	538	1025	8.80%	2.73%	5.71%	7.55%
河南	6789	1673	609	2472	6.93%	7.55%	6.47%	18.21%
贵州	4677	2234	1100	46	4.77%	10.08%	11.68%	0.34%
云南	3567	1451	98	262	3.64%	6.55%	1.04%	1.93%

数据来源：煤炭工业统计年鉴，山西证券研究所

表 6：主要产煤省份重点煤矿炼焦烟煤产量及占比（万吨）

	炼焦烟煤	焦煤	肥煤	1/3 焦煤	占比			
					炼焦烟煤	焦煤	肥煤	1/3 焦煤
全国	59776	9195	6553	10707				
山西	10580	3436	1627	434	45.2%	36.2%	50.0%	85.4%
山东	8976		278	1392	70.6%	0.0%	48.4%	85.2%
安徽	6668	561	500	1019	77.3%	92.9%	92.9%	99.4%
河南	4899	1011	609	2057	72.2%	60.4%	100.0%	83.2%
贵州	1973	559	914	46	42.2%	25.0%	83.1%	100.0%
云南	166	99	67		4.7%	6.8%	68.4%	0.0%

数据来源：煤炭工业统计年鉴，山西证券研究所

表 7：无烟煤及国有重点占比

	无烟煤	各省份占比	重点煤矿产量	重点煤矿占比
全国	43923.23		12175.26	27.7%
山西	13330.78	30.4%	6111.99	45.8%
福建	2060.43	4.7%		0.0%
湖南	2969.86	6.8%	322.46	10.9%
河南	8365.8	19.0%	2360.13	28.2%
贵州	4865.72	11.1%	225.72	4.6%
云南	2269.21	5.2%		0.0%
四川	2486.18	5.7%	186.44	7.5%

数据来源：煤炭工业统计年鉴，山西证券研究所

表 8：十家炼焦煤企业精煤产量

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
焦煤	1361	1418	1835	2165.7	2350	2793	3170	3597
黑龙江	768	963	1108	1277	1018	1031	1176	1347
兖州	1676	1887	1926	1957	1751	1925	1718	1228
冀中	504	598	695	822	864	945	1094	1150
开滦	438	501	607	694	734	730	755	790
平顶山	401	444	491	647	629	632	779	811
淮北	390	383	387	467	558	555	673	715
枣庄	320	435	530	552	627	610	713	713
新汶	368	378	450	440	456	505	494	444
淮南	64	176	122	136.7	137	168	170	214
合计	6290	7183	8151	9158	9125.6	9893.1	10742	11009
增长率		14.20%	13.48%	12.35%	-0.35%	8.41%	8.58%	2.49%

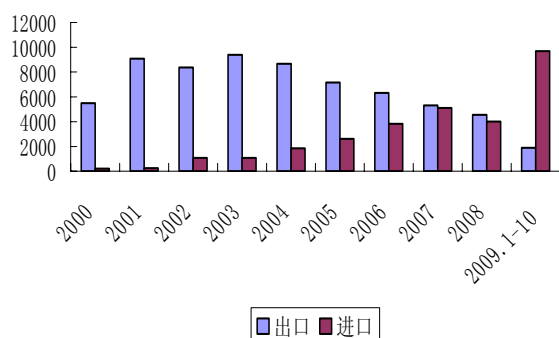
数据来源：煤炭工业统计年鉴，山西证券研究所

2.3 2010 年进出口左右国内平衡

2.3.1 今年进口井喷，各煤种齐头奋进

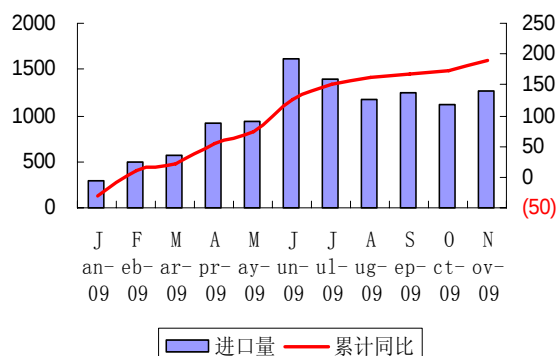
比较供需, 短缺的一部分将通过进口来满足, 今年上半年由于国际煤价低于国内煤价, 导致进口井喷, 尤其是炼焦煤。今年进口出现可喜变化的是一改往年一种煤种独大的现象, 今年炼焦煤、无烟煤、动力煤基本是齐头奋进。外围经济的疲软及我国主要产煤省份适时的调整为今年我国成为净进口国提供了非常好的背景环境, 预计今年净进口将达到 9500 万吨。

图 22: 进出口统计



数据来源：海关总署，山西证券研究所

图 23: 09 年各月进口量及同比增速



数据来源：海关总署，山西证券研究所

而与我国进行贸易的国家中，澳大利亚是主要国家。我国 66%的冶金煤，44%的动力煤，13%的无烟煤来自澳大利亚（无烟煤主要来自越南），可见澳大利亚是我国煤炭主要的贸易国家。

表 9：近几年各煤种进口统计

	冶金煤	动力煤	无烟煤
2007	622	1336	2842
2008	686	982	1939
2009.1—10	2806	2692	2854

数据来源：CCTD，山西证券研究所

2.3.2 亚太地区是主要的煤炭贸易地

亚太地区煤炭进口占全球的 55%，进口国家和地区中日本、韩国、印度及台湾合计占亚太地区的 71%；而亚太地区煤炭出口占全球总出口的 56%，在主要出口国家中澳大利亚和印尼合计占亚太地区出口的 83%，出口国家高度集中。

表 10：亚太地区煤炭进口（万短吨）

	2004	2005	2006	2007	2008
中国	2052	2886	4201	5624	5028
印度	3453	4542	5265	5957	7086
日本	20560	19874	19968	20898	20610
韩国	8493	8183	8412	9408	10706
马来西亚	1180	1360	1403	1733	1830
台湾	6718	6676	6906	7252	7081
泰国	832	944	1230	1596	1772
合计	43287	44466	47385	52468	54114
亚太地区	45900	47105	50350	55722	57991
全球	90943	91837	99175	105652	106319

数据来源：EIA，山西证券研究所

表 11：亚太地区煤炭出口（万短吨）

	2004	2005	2006	2007	2008
中国	11208	9308	8563	7541	6875
越南	1168	1983	2350	3514	2277
澳大利亚	24106	25500	25496	26851	27799
印尼	11691	14204	19222	22186	22815
合计	48173	50994	55630	60092	59767
亚太	49245	52382	57025	61649	61314

全球	88083	93604	100062	107341	108733
----	-------	-------	--------	--------	--------

数据来源：EIA, 山西证券研究所

2.3.3 澳大利亚是亚太主要出口基地

前文中我们提到澳大利亚和印尼合计占亚太地区煤炭出口的 83%，而澳大利亚就占到亚太地区出口的 45%，可见澳大利亚是主要的煤炭出口基地。

而在 2008—2009 年度中，澳大利亚冶金煤出口国家中，日本进口 42.23 百万吨，同比下降 16%，下降了接近 1000 万吨；印度进口 24.28 百万吨，基本持平；韩国进口下降 17%；中国进口增长了 616%。

2008—2009 年度中澳大利亚动力煤出口国家中中国进口 8.4 百万吨，同比增长 586%，日本进口 62.57 百万吨，同比下降 4.35%。可见除中国外，进口国国家中焦煤的进口量下降最为厉害，动力煤相对稳定。

日本 70% 的动力煤，60% 的焦煤来自澳大利亚。

图 24: 澳大利亚冶金煤出口

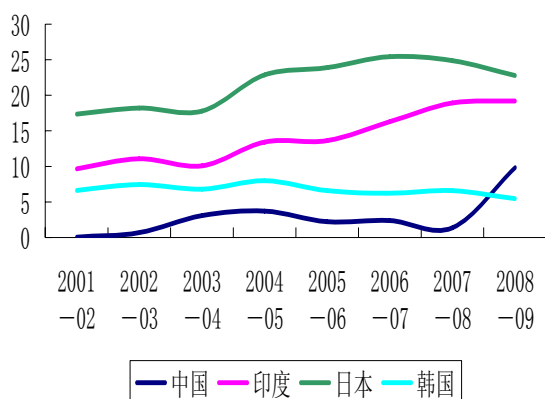
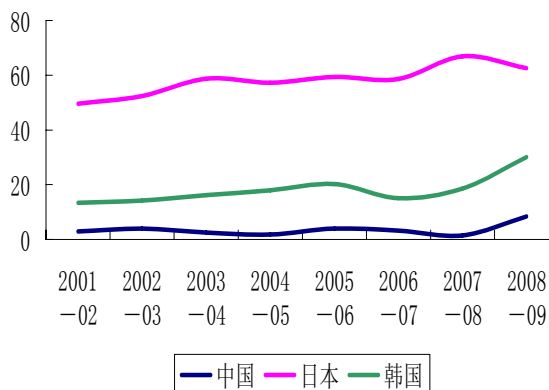


图 25: 澳大利亚动力煤出口



数据来源：ABARE, 山西证券研究所

数据来源：ABARE, 山西证券研究所

2.3.4 钢铁产量回升加剧焦煤资源争夺

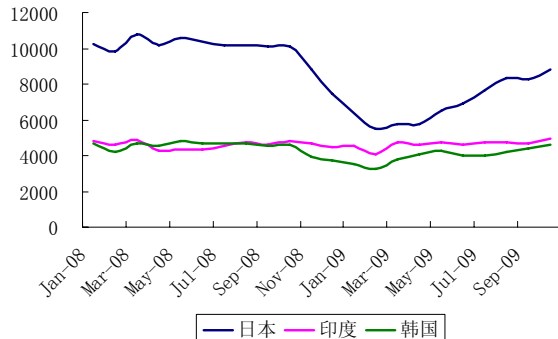
我们前文分析在 2008—2009 年度中，主要进口国炼焦煤下降最为明显，这主要是因为钢铁产量下降较为明显，在 08—09 年度中，韩国钢铁

产量下降 9%；日本下降 24%。而发展中国家印度增长了 2%，中国增长尤为明显。

而进入今年二季度主要国家钢铁产量已逐渐回升，日本目前月产量已回升到以前高峰值的 80%左右，而韩国已经回升接近 90%的水平，如果按照目前产量水平，日本明年钢铁产量将比今年增长两位数以上，粗钢产量增量在 1500 万吨以上，耗煤增量也将在 1500 以上。再考虑到韩国、印度等国家，亚太地区除中国外 2010 焦煤需求将回升到正常水平，而明年中国钢铁产量增速也在 8%以上，而焦煤新增供给并不是很明显（澳大利亚产量年均产量增速 3%左右），这将导致明年焦煤资源的争夺。

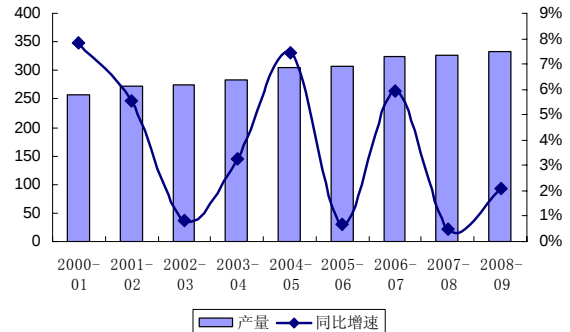
而进入下半年以来，日本进口煤炭也确实呈现出增长态势，月均进口量已经回升至 1400 万吨以上，其他外围经济体也逐渐回暖，我们预计明年我国净进口将出现回落，预计净进口在 5000—6000 万吨之间。

图 26:亚太地区主要国家钢铁产量回升



数据来源：wind，山西证券研究所

图 27: 澳大利亚产量及增速



数据来源：ABARE，山西证券研究所

表 12: 今年日本煤炭进口量

	当月数量	同比	当月金额	累计数量	累计金额
Jan-09	16184067	-8.97%	264660070	16184067	264660070
Feb-09	12661226	-14.66%	196084984	28845293	460745054
Mar-09	12443852	-17.29%	204110821	41289145	664855875
Apr-09	11234329	-28.96%	197871841	52523474	862727716
May-09	10759086	-32.26%	162070367	63282560	1.025E+09
Jun-09	11738218	-33.48%	140246181	75020778	1.165E+09
Jul-09	14695203	-16.73%	170334181	89715981	1.335E+09
Aug-09	14509260	-16.43%	157030565	104225241	1.492E+09

Sep-09	13978777	-9.27%	148162658	118204018	1.641E+09
Oct-09	14398000	-3.70%	140411000	132602018	1.781E+09

数据来源：日本财政部，山西证券研究所

表 13：主要经济体经济增长预测

区域	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
世界	3.4	-1.1	3.1
发达国家	1	-2	1.1
美国	1.1	-2.7	2.3
欧元区	1.3	-4.2	0.2
日本	-0.3	-5.4	0.6
亚洲新兴工业国家	1.5	3.9	3.1
新兴及发展中国家	6.3	3.3	5
中国	9	8.5	9
印度	7.3	5.4	6.5

数据来源：IMF，山西证券研究所

而分煤种来看，焦煤资源相对紧缺，而澳大利亚是主要的焦煤出口基地，我国 66% 进口的焦煤都是来自澳大利亚，2010 年随着日本、韩国、印度等国钢铁产能利用率的逐渐恢复，我们预计明年炼焦煤将相对紧缺，尤其是进入第二季度，一季度末及二季度初将是提价窗口点。

综合供需以及进出口，我们认为我国明年煤炭总体供需还是平稳的，但个别时间点由于进出口的影响以及需求的回升，将有可能出现局部时间点、局部地区煤炭紧张的局面。

三. 2010 年煤价将普涨

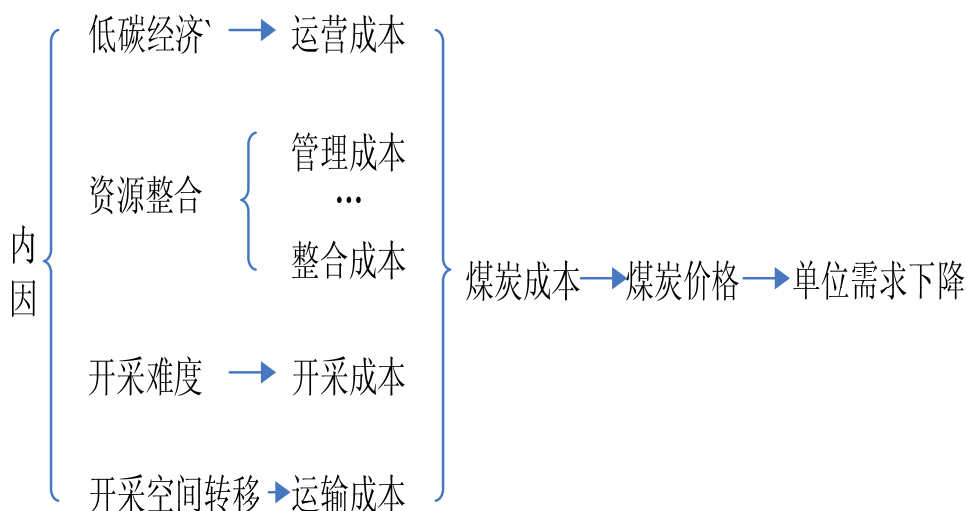
3.1 成本增加倒逼煤价上涨

影响煤炭价格的因素很多，最基本的是供需面，替代品石油价格也将影响煤炭价格，而从煤炭生产角度来看，煤炭成本也是逐年上升，进而会影响煤炭价格。

在低碳经济的背景下各煤炭企业也必将加大节能减排力度，加大洗选，这必然会增加企业运营成本；今年山西省大规模资源整合，整合后企业的管理幅度必然增加，相应的企业管理成本也会增加，再加上整合成本

以及改扩建成本，最后必然传导致煤炭成本；随着开采年限的延长，资源开采深度以及难度都必然加大，相应成本也会提高；随着开采区域由东部向西部转移，企业运输成本也将增加，这些内因叠加起来都必然增加煤炭成本，最终抬高煤炭价格。

图 28: 煤炭价格影响内因



资料来源：山西证券研究所

从另外一个角度来看，最有效的节能方式是提高能源产品的价格，而煤炭价格从 1993 年双轨制以来已逐步市场化，政府已逐步退出，我们认为煤炭价格的市场化与倡导低碳经济是一致的，因此从长期来看，考虑到成本增加，以及供需关系及外因，煤炭价格长期应该是上涨的。

3.2 年末煤价狂飙，旺季太旺？

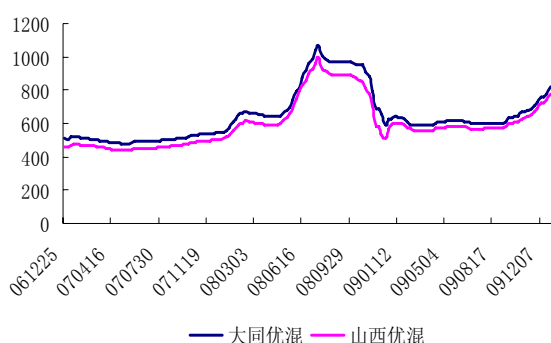
今年 9 月份以前，动力煤价格相对比较平稳，9 月份之后，煤价迅速狂飙，山西优混动力煤价格从 8 月底的 575 元上涨到目前的 780 元，已经上涨 205 元，比 540 的合同价高出了 240 元。炼焦煤也小幅上涨，无烟煤相对稳定。

四季度煤价上涨幅度超出我们预期，主要还是经济回暖以及天气因素。我们在四季度报告里面分析了一年中电煤需求高峰的几个月份，每年 7、8 以及 12 及次年的 1 月份是两个耗煤高峰期，往年 11 月份耗煤是少于 8 月份的，但今年由于天气原因 11 月份耗煤比 8 月增加了 5%，月耗煤比

往年增加了 500 万吨左右，天气及经济回暖拉长了冬季煤炭需求月份，这也导致煤炭价格进入冬季后节节攀升。

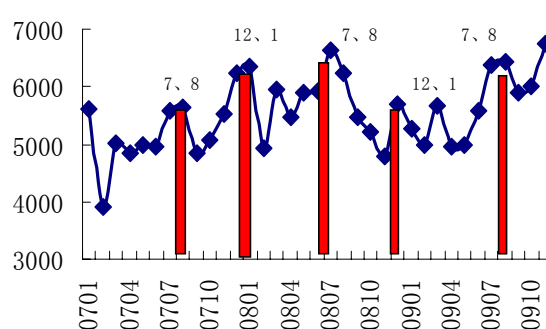
天气因素一方面引起的是需求的回升，同时水电发电减少，另外一方面是引起运输紧张（直供电厂可用天数下降，但山西铁路运量及港口发运量并没有显著增加，这说明天气确实影响了运输），两反面因素叠加起来引起煤价大幅上涨，但坑口价涨幅较小，且煤矿库存并没有显著下降，说明此轮港口煤价大幅上涨的基础并不是太牢靠。

图 29: 秦港煤价走势



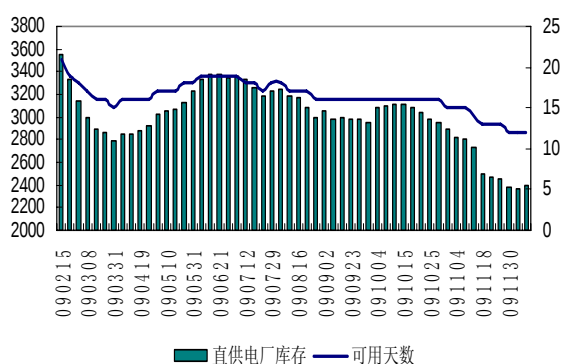
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 30: 11 月直供电厂耗煤超过往年



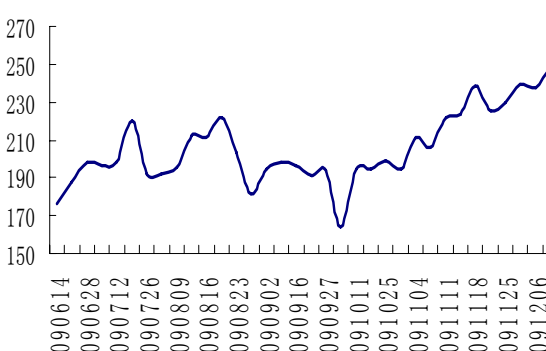
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 31: 直供电厂库存天数持续下降



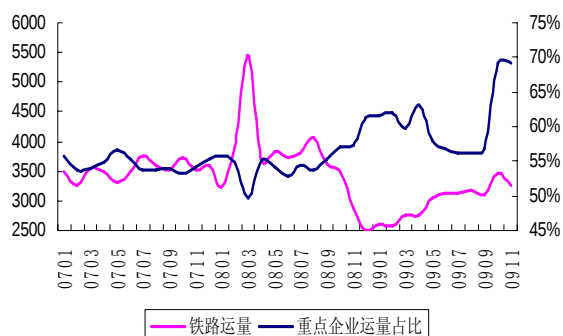
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 32: 直供电厂耗煤节节攀升



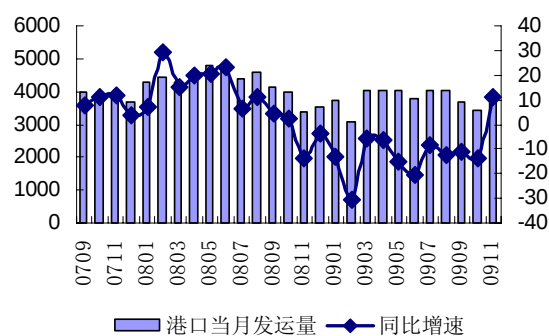
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 33:山西铁路运量



数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 34: 港口发运量

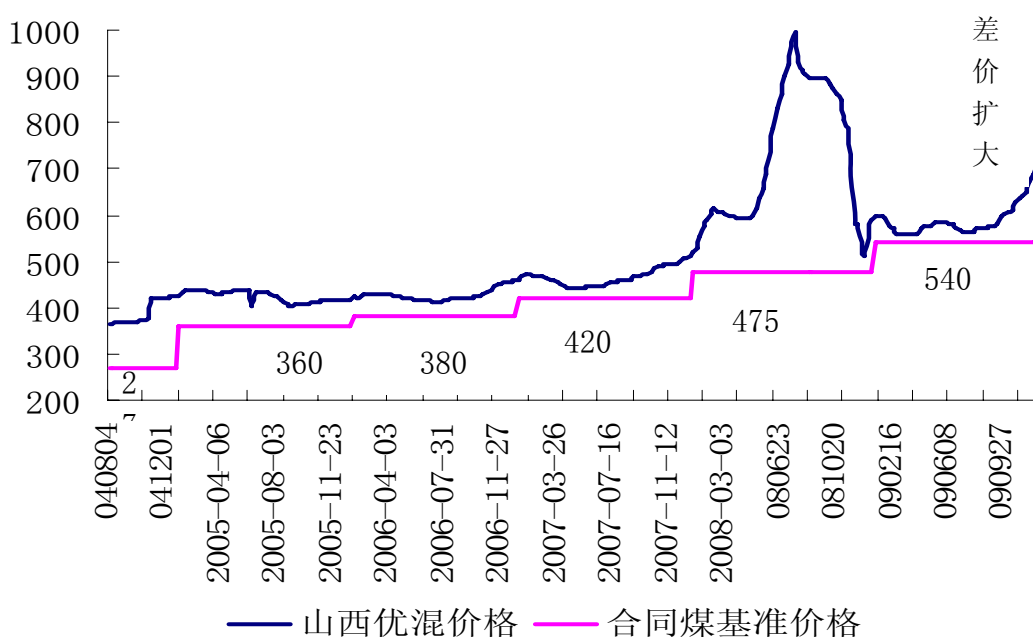


数据来源：CCTD，山西证券研究所

3.3 2010 年煤价全面回暖

年底煤炭价格的上涨为合同价的谈判提供了一个良好的契机，对于明年的煤价上涨已不存疑问，关注点主要是涨幅。另外我们需密切关注通货膨胀对煤炭价格影响。

图 35: 山西优混及合同价



数据来源：CCTD，山西证券研究所

我们认为：

动力煤：山西优混 09 年均价每吨 590 元，高过合同价 540 元，预计 2010 合同价将也将达到 590 元，涨幅略小于 10%。

炼焦煤：前面我们分析，明年炼焦煤或相对紧缺，我们预计进入 2010 年二季度，炼焦煤将会再一次提价，提价幅度 10% 以上。

国际煤价：国际煤炭价格合同从 4 月 1 日起也将上调，预计将从 70 美元调整到 75 美元以上。

表 14：煤炭价格预测

年份	WTI 均价	BJ 均价	大同优混均价
2004	41.37	53.52	369.94
2005	56.70	48.04	450.73
2006	66.18	48.85	465.01
2007	72.41	64.90	507.28
2008	99.89	128.16	786.45
2009E	61.39	71.45	623.10
2010E	75	80	650

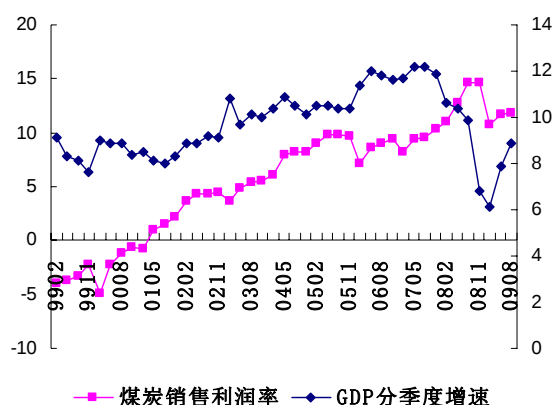
数据来源：CCTD，山西证券研究所

四. 明年走势仍值得期待

4.1 周期性角度再审视

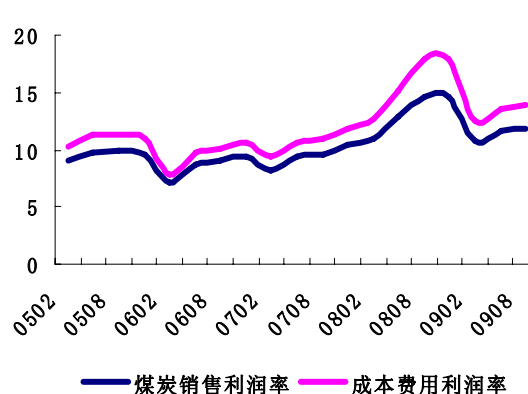
我们在 2009 年投资策略报告中认为：煤炭股走势与宏观经济基本同步，但煤炭股业绩相对而言有一定滞后期，今年是宏观经济筑底回升的时期，同样煤炭股也触底回升，相对而言煤炭股业绩回升速度较慢，2010 年煤炭行业业绩同比增长将在 20% 以上。而明年宏观经济仍处于上升通道，因此我们认为煤炭股仍有上行空间。

图 36：煤炭行业销售利润率及 GDP 增速



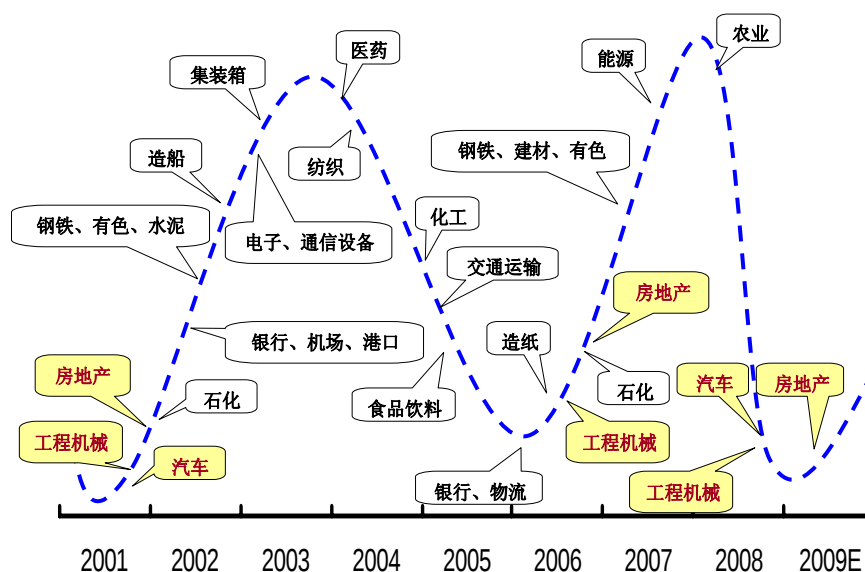
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：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

图 38: 行业轮动图

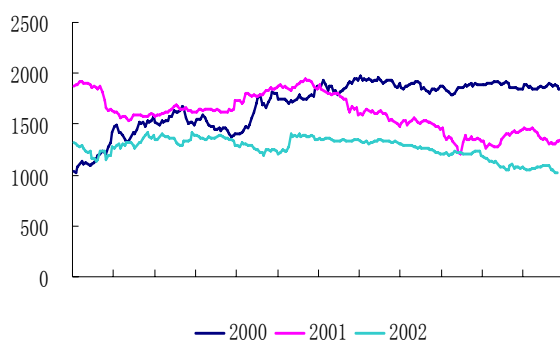


数据来源：山西证券研究所

4.2 2009 年上半年远超大盘，下半年回归中游

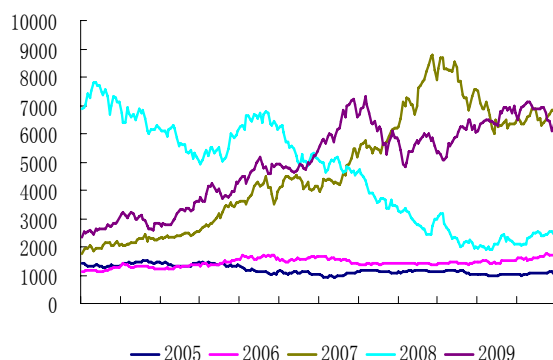
我们在之前的报告中就做过统计，煤炭股走势上半年和下半年历年来就不具有趋同性，其走势往往是上半年好于下半年，今年也不例外，上半年远超大盘，下半年则回归正常。

图 39: 2000—2002 煤炭股走势



数据来源：wind，山西证券研究所

图 40: 2003—2009 煤炭股走势



数据来源：wind，山西证券研究所

表 15: 年初以来各行业各季度涨幅比较

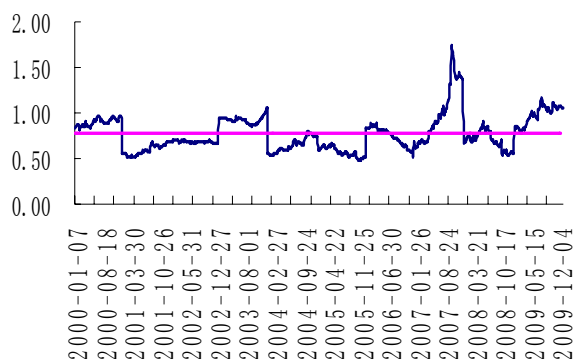
申万一级行业	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	全年
房地产	56.99	45.17	(13.19)	9.21	108.06
黑色金属	28.58	23.64	(11.16)	26.40	83.17
金融服务	40.99	37.16	(9.70)	10.81	89.08

综合	59.07	22.82	(9.40)	23.33	115.52
交通运输	41.05	12.18	(9.13)	17.40	70.10
餐饮旅游	48.90	27.99	(7.85)	27.18	121.26
纺织服装	47.23	21.03	(5.92)	26.48	106.69
公用事业	26.64	8.21	(5.64)	13.74	47.06
沪深 300	36.78	27.45	(5.51)	15.22	86.80
建筑建材	32.62	14.89	(5.42)	15.46	64.53
信息服务	30.55	18.51	(4.62)	20.09	74.36
采掘	41.55	52.55	(2.92)	25.73	156.68
商业贸易	28.45	24.91	(1.40)	26.42	98.81
煤炭开采 II	48.08	59.07	(1.35)	28.79	190.23
农林牧渔	33.44	5.13	(0.03)	27.76	78.80
电子元器件	53.74	14.77	0.81	35.20	136.46
机械设备	47.32	15.38	1.42	17.95	101.08
有色金属	86.56	23.20	2.70	18.64	166.29
轻工制造	43.33	12.93	2.72	27.33	110.44
化工	37.82	13.10	3.38	23.48	97.91
家用电器	37.12	22.90	6.17	38.47	145.92
交运设备	58.83	21.94	7.32	34.33	180.97
食品饮料	19.43	29.51	7.93	25.54	107.43
信息设备	40.63	17.60	8.34	29.79	127.19
医药生物	26.66	15.78	10.36	26.61	99.49

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)

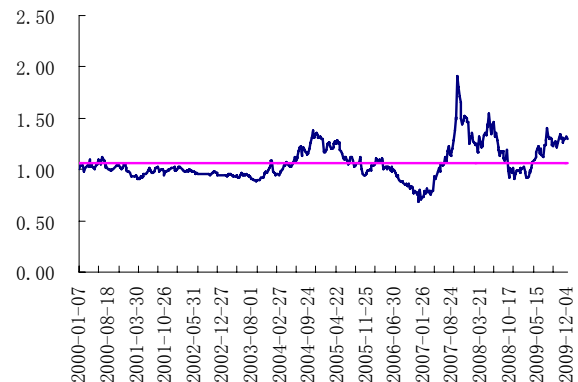
4.3 估值水平还处正常范围

图 41: 市盈率相对A股估值比较



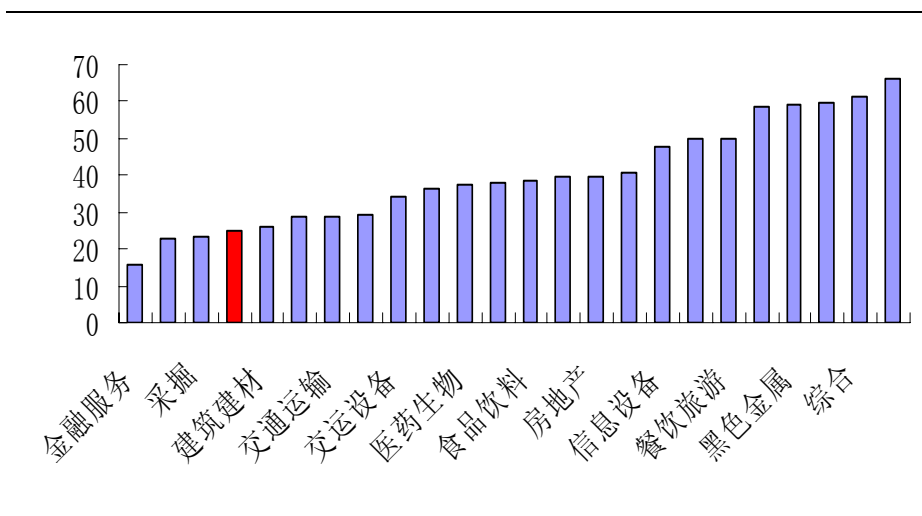
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 42: 市净率相对A股估值比较



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 43：板块市盈率比较

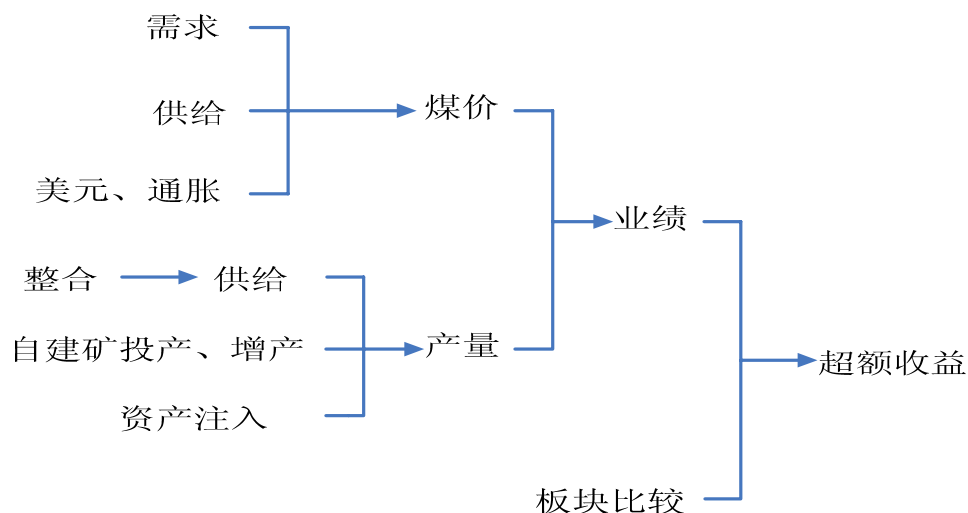


数据来源：wind，山西证券研究所

虽然煤炭股的估值水平稍微超过历史水平，但与其他板块相比煤炭股依然有一定的估值优势。

4.4 煤种错落有致，关注资产注入

图 44：煤炭股投资逻辑



资料来源：山西证券研究所

在四季度策略报告中我们构建了中国神华、西山煤电、国投新集以及神火股份的投资组合，在上市公司里面表现还不错，我们结合四季度的判

断以及明年供需的变化，我们还是看好煤炭行业，这种变化来自需求层面，同时政策面还在发挥作用，因此我们的配置建议是：

- 明年一季度以前我们认为还是动力煤公司优于焦煤类公司。
- 一季度末及二季度炼焦煤类公司优于动力煤。

具体到公司，我们认为

- 一是明显受益于产量增长及价格上涨的上市公司，如神火股份、西山煤电、金牛能源；
- 二是是有整合以及资产注入的企业，尤其关注山西省内的上市公司，如国阳新能、大同煤业、开滦股份，这条投资主线值得长期关注。

综合上述判断，我们构建投资组合是：神火股份、金牛能源、国阳新能、西山煤电、中国神华

4.5 重点上市公司介绍

4.5.1 神火股份（000933）：2010 高速成长的一年

- 煤炭业务：09 年煤矿产量在 590 万吨左右，其中薛湖以及泉店贡献 100 万吨左右，2010 年薛湖以及泉店煤矿都将达产，达到 240 万吨左右，以及收购的小煤矿边沟以及底山矿 2010 年也将投入生产，贡献产量 75 万吨左右，另外还有一个年产 30 万吨的小煤矿昌隆矿正在谈判中，我们预计公司 2010 年产量将达到 800 万吨，增长 35%左右。
- 电解铝：电解铝业务三季度不考虑提取的资产减值准备，已实现盈利 4000 多万元，2010 年我们认为随着宏观经济的逐渐好转，电解铝业务将能延续三季度的势头，并将逐步好转。公司目前电解铝产能 43 万吨，开工率达到 80%，另有 25 万吨产能由于用电缘故还未投入生产，预计明年将投入生产，届时电解铝产能将达到 68 万吨。
- 投资收益：公司持股 39%，设计能力 300 万吨的赵家寨煤矿已于 9 月正式投产，经过四季度的磨合阶段，2010 将贡献较大投资收益。

4.5.2 国阳新能（600348）：新景矿的注入提升 2010 年公司业绩

- 新景矿 2010 年将注入上市公司，其设计产能 580 万吨，今年 9—11 月净利润 9412 万元，收购前新景矿以原煤卖给股份公司进行洗选，而股份公司今年收购价格基本稳定，一季度 405 元/吨，二季度 395 元/吨，三、四季度都是 405 元/吨。

- 公司在 08 年收购开元矿，09 年收购新景矿，其注入进程在上市公司中处于前列，我们看好其后续资产注入进程。
- 我们预计新景矿 2010 年将增加每股收益 0.38 元左右，2010 合计每股收益将达到 2.57 元，同比增长超过 40%，动态 PE 不到 18 倍。

4.5 主要上市公司盈利预测表

表 16：主要上市公司盈利预测表

	2009/12/21	08EPS	09EPS	10EPS	08P/E	09P/E	10P/E	投资评级
中国神华	33.31	1.34	1.7	1.9	24.9	19.6	17.5	买入
中煤能源	13.51	0.51	0.55	0.65	26.5	24.6	20.8	中性
西山煤电	38.67	1.32	1.12	1.81	29.3	34.5	21.4	买入
兖州煤业	23.33	1.20	0.88	1.26	19.4	26.5	18.5	增持
大同煤业	45.10	2.40	1.73	2.01	18.8	26.1	22.4	增持
潞安环能	52.41	2.48	2.16	2.49	21.1	24.3	21.0	增持
国阳新能	44.75	1.51	1.81	2.57	29.6	24.7	17.4	买入
兰花科创	40.00	2.45	2.11	2.33	16.3	19.0	17.2	增持
金牛能源	41.41	2.49	1.35	2.32	16.63	30.67	17.85	买入
神火股份	34.50	2.30	0.93	1.86	15.00	37.10	18.55	买入
盘江股份	28.31	1.08	1.02	1.34	26.21	27.75	21.13	增持
国投新集	17.02	0.65	0.56	0.75	26.18	30.39	22.69	增持
开滦股份	24.98	0.67	0.75	0.90	37.28	33.31	27.76	中性
平均					23.6	27.6	20.3	

数据来源：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。