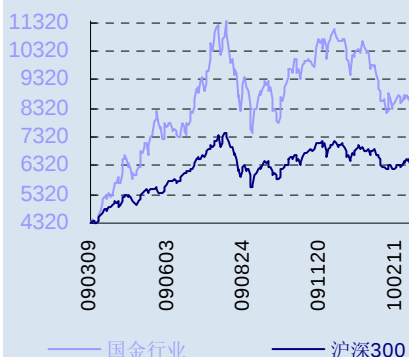


2010 年 03 月 08 日

市场数据

行业优化平均市盈率	43.12
市场优化平均市盈率	29.70
国金煤炭指数	8466.63
沪深 300 指数	3286.18
上证指数	3053.23
深证成指	12437.57
中小板指数	5928.45


相关报告

- 1 《短期不具备投资吸引力，关注重组、整合》，2010.2.28
- 2 《港口煤价再次大涨、新年澳煤上涨基调已定》，2009.12.29

分析师: 龚云华

 (8621)61038276
 gongyunhua@gjzq.com.cn

联系人: 郝征

 (8621)61038274
 haoz@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

煤炭行业研究简报

—3 月份策略：煤价弱平衡，布局存在超预期可能的品种

减持

持有

增持

上半年基本面预判：稳定为主

- 我们对 2010 年上半年煤价的整体判断：趋势稳定，现货价格波动幅度在 $\pm 5-8\%$ ：
 - ◆ 上半年整体煤价维持弱势平衡，涨跌幅度预计在 5-8%，坑口价格的抗跌性将显著强于中转地价格。
 - ◆ 动力煤价格有望实现先跌后涨，总体平稳：发电量的环比快速回升、2010 年合同煤价开始履约以及贸易商的盈亏平衡点，综合因素决定了的短期动力煤下跌空间不会很大，我们认为秦皇岛现货价格较节后水平下跌 6% 左右将有较强支撑。
 - ◆ 炼焦煤价格保持坚挺，结构性上涨可能性存在：钢价震荡趋势下的炼焦煤价格将存在局部紧张情况，
 - ◆ 国际煤价稳中趋涨，进口煤优势将逐渐丧失：亚太地区经济的逐渐复苏推动国际煤价不断上涨，于国内的价格优势逐渐丧失。进口量将环比下降，出口量同比将显著回升。

3 月份煤价何去何从？煤价风险看供给，超预期看国际价格

- 我们对 3 月份行业的基本判断是：传统淡季下煤价弱势平衡，短期动力煤价格下跌空间有限，国际长协煤价涨幅将成为潜在超预期刺激因素。同时希望投资者重点关注以下几方面：
 - ◆ 1 月份全国产量同比大幅增长局势已定：如果按照山西煤炭全国 24% 的占比来推测，2010 年 1 月份全国原煤产量可能处于 2.5 亿吨左右，同比增长 56%。如果按照 3128 亿千瓦时的火电发电量测算，1 月份标煤需求量约为 2.1 亿吨左右，同比增加 50% 以上。
 - ◆ 两会过后，生产情绪乐观，供给是否继续延续较快增长？国有企业的产能稳定性要远强于重组前的小矿。这也意味着大型企业主导下的煤炭放量具有“粘性”。即一旦放量，其持续性要久而灵活性更差。3 月份产量趋势和价格稳定性具有很大参考性。
 - ◆ 国际价格是“中国因素”的滞后反应，长协价格涨幅较大在短期将进一步抑制进口，打开未来旺季国内煤价的上涨空间：最新行业信息显示日澳谈判动力煤价格可能位于 95-100 美元区间上限。而据日本共同社报道新日铁公司和 JFE 钢铁公司已与必和必拓达成协议，4-6 月份煤炭价格至 200 美元/吨。我们分析认为，亚太地区长协价格是“中国因素”的滞后反应，而国际长协价格的大幅上涨在短期将进一步抑制进口，未来旺季有助于国内煤价继续上涨（200 美元炼焦煤 FOB 价格约折合 1710 元/吨港口价格）。

3 月投资策略：趋势性机会小，布局年报稳定性强、季报存在超预期可能的品种

- 国内煤价难超预期，整体行业趋势性机会不大，超跌可考虑增持。从 3 月份进入年报密集披露期。我们建议整体投资策略**首先偏重于年报稳定性其次存在季报超预期可能性**的品种。月份投资组合包括：西山煤电、山煤国际、国阳新能、潞安环能。

内容目录

3 月份煤价何去何从？煤价风险看供给，超预期看国际价格.....	1
3 月投资策略：趋势性机会小，布局年报稳定性强、季报存在超预期可能的品种.....	2
上半年基本面研判	3
关键假设：	3
2010 年上半年煤价的整体判断：趋势稳定，现货价格波动幅度在 $\pm 5-8\%$	3
3 月份煤价何去何从？看供给释放增速与日澳长协价格	8
短期建议关注供给侧的明显变化，成为煤价风险点的关键因素	8
3 月投资策略：趋势性机会小，布局年报稳定性强、季报存在超预期可能的品种.....	9

图表目录

图表 1：09 年底涨价周期与 10 年春节后跌价周期中，产地更具有价格粘性...	3
图表 2：2010 年一月份火电发电量 3128 亿千瓦时，增速 48.7%，远高于 2008 年同期 2831 亿千瓦时水平	4
图表 3：模拟贸易流程成本加成图，贸易商理论成本价格 700 元/吨附近	4
图表 4：西山煤电历年价格波动，2010 年 1-2 月累计提价近 300 元/吨	5
图表 5：内贸煤与外贸煤价格走势“殊途同归”	5
图表 6：中国粗钢产量依然世界第一但份额下降	6
图表 7：粗钢产量增速中国低于世界和亚洲平均值.....	6
图表 8：粗钢产量增速上看，行业处于过热的边缘.....	6
图表 9：秦皇岛内外贸电煤价格逐渐收敛	7
图表 10：1 月份全国进口煤炭总量依旧惯性上涨	7
图表 11：合成氨产量平稳增长	7
图表 12：化肥行业耗煤稳步上升	7
图表 13：尿素市场价格维持稳定	7
图表 14：山西煤炭产量增速元月后开始加速.....	8

上半年基本面研判

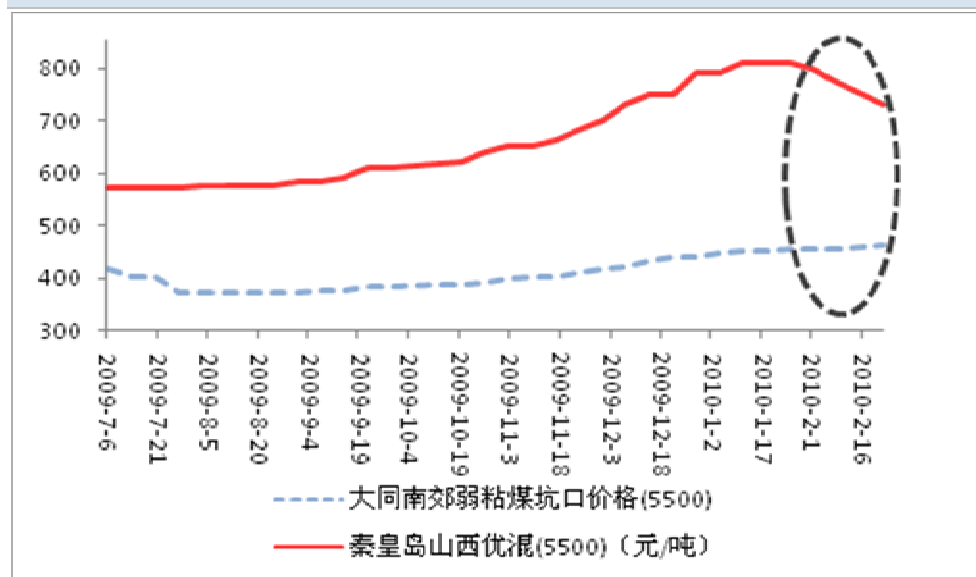
关键假设：

- 未考虑资源税影响。
- 宏观紧缩政策力度未发生突变，对煤炭需求面的影响将从年中开始逐渐发挥作用。

2010 年上半年煤价的整体判断：趋势稳定，现货价格波动幅度在 $\pm 5-8\%$

- 2010 年动力煤合同价格履约，制约现货价格上行空间：
 - ◆ 消费旺季过后，短期动力煤价格下行风险大，上半年预计将整体平稳。
 - ◆ 其中，产地价格抗跌性强于中转地港口煤价。主要由于资源产出省份议价能力较强，现货销售价格又与企业的合同价具有一定的联动性，因此当地坑口价格往往更不敏感，更稳定。

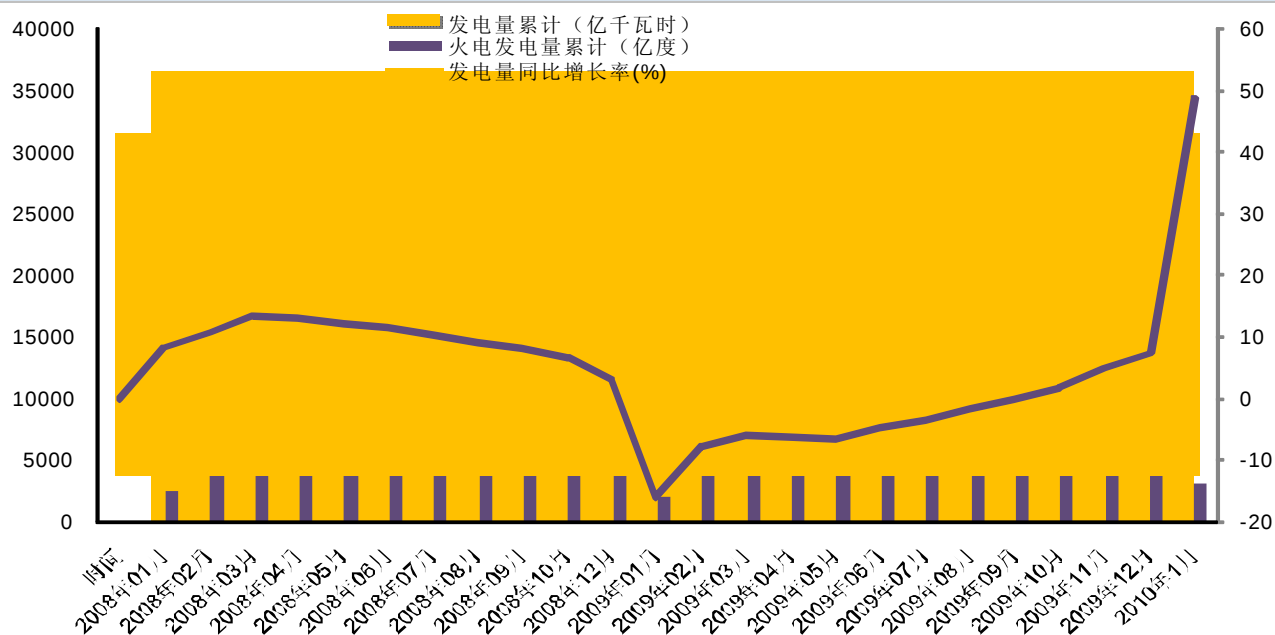
图表1：09 年底涨价周期与 10 年春节后跌价周期中，产地更具有价格粘性



来源：国金证券研究所

- ◆ 2009 年上半年的低基数效应使得 2010 年同期发电量增幅明显。中电联公布的数据显示：2010 年 1 月份全社会累计发电量 3514 亿千瓦时，其中火电发电量 3128 亿千瓦时，同比增长 48.7%。这一数字甚至高于 2008 年同期 2497 亿千瓦时水平。

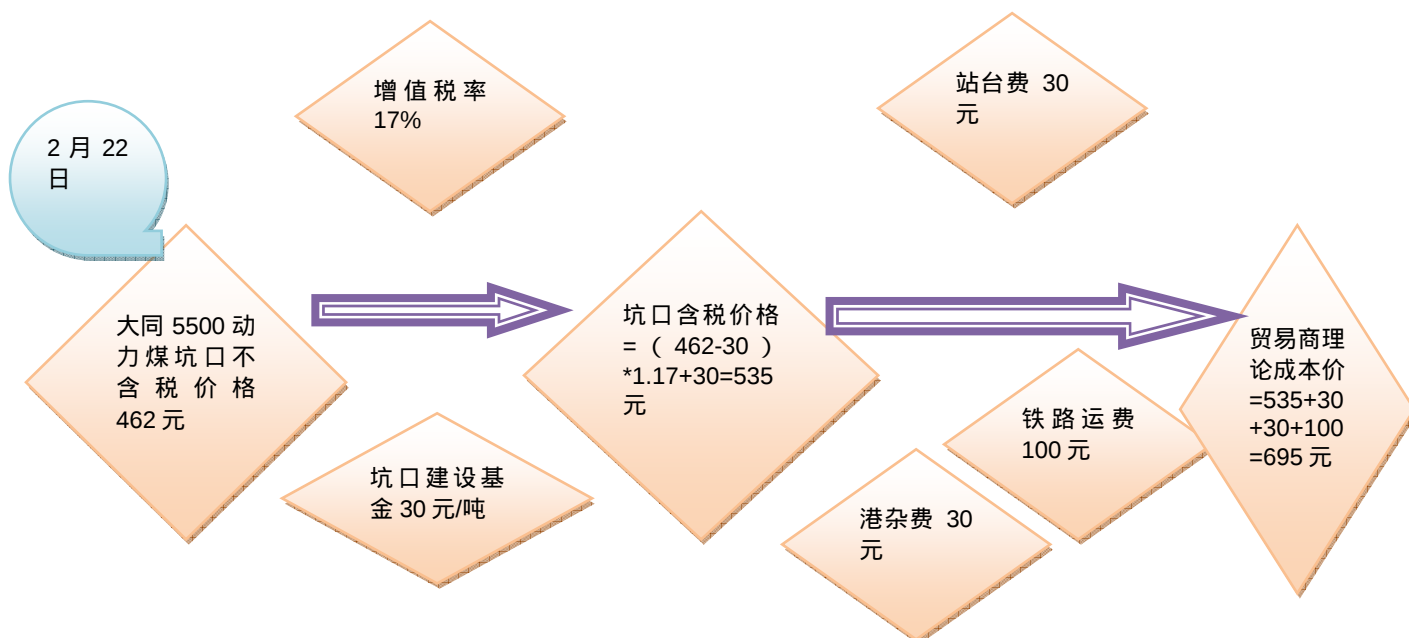
图表2：2010 年一月份火电发电量 3128 亿千瓦时，增速 48.7%，远高于 2008 年同期 2831 亿千瓦时水平



来源：国金证券研究所、万德

- ◆ 2010 年合同煤价开始履约，中转地现货煤价涨跌空间均有限：以秦皇岛港口 5500 大卡煤炭价格为例，合同价格基本维持在 570-580 元/吨，对未来现货价格的继续上涨压制空间。另一方面，2 月 22 日同发热量大同煤坑口不含税价格 462 元，秦港价格 730 元。根据我们测算，考虑增值税后贸易商的盈亏平衡点应在 685-695 元/吨左右，较当时价格有 6%左右跌幅，空间有限。

图表3：模拟贸易流程成本加成图，贸易商理论成本价格 700 元/吨附近



来源：国金证券研究所

- 炼焦煤价格：进入钢铁需求旺季，炼焦煤价格可能局部阶段性上涨，但空间有限。

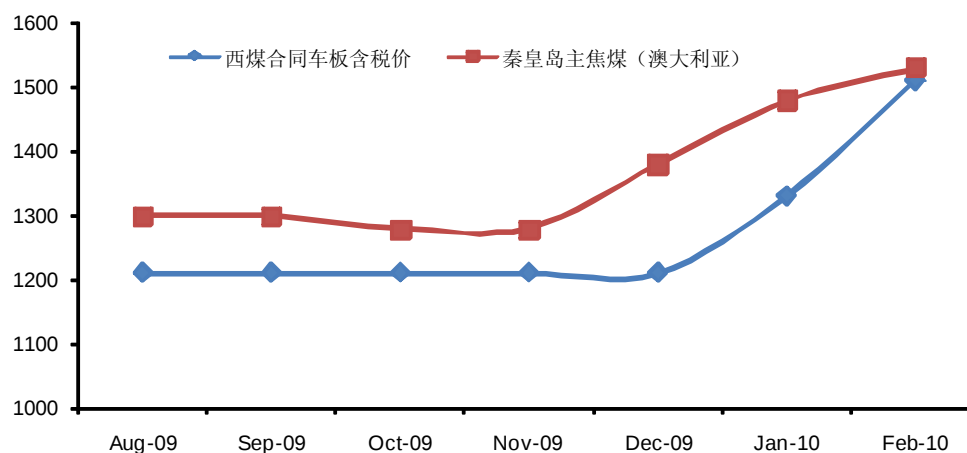
- ◆ 焦煤龙头公司西山煤电公告从 2 月 1 日起上调 2010 年合同价格，主力合同煤价已然处于我们年初预测的高位：
- ◆ 1) 2 月 1 日起，西山煤电焦精煤车板含税价上调至 1365 元/吨 (+150 元)、肥精煤车板含税价上调至 1510 元/吨 (+180 元)、瘦精煤车板含税价上调至 1060 元/吨 (+100 元)、电精煤车板含税价上调至 660 元/吨 (+60 元)、5300 大卡混煤车板含税价上调至 530 元/吨 (+50 元)。
- ◆ 2) 2010 年 1-2 月的西山煤电两次上调合同煤价，合计吨煤涨幅在 250-300 元/吨。而目前秦皇岛进口澳大利亚炼焦精煤价格基本处于 1500-1600 元/吨水平，考虑运费等其他因素，国内主力焦煤价格与进口煤炭价格基本持平。
- ◆ 3) 2010 年初策略报告中，我们认为主力合同煤价可以达到 300 元左右的吨煤涨幅（全年口径），目前西煤为代表的主力炼焦煤合同煤价上涨已达到我们年初的预测。

图表4：西山煤电历年价格波动，2010 年 1-2 月累计提价近 300 元/吨

均为含税价：	Dec-06	11-07	Dec-07	2008年1-3月	Apr-08	Jun-08	Aug-08	Nov-08	2009年1-7月	Aug-09	Jan-10	Feb-10
焦煤元/吨	576	673	810	810	1040	1425	1725	1225	1025	1125	1215	1365
肥煤元/吨	625	700	880	880	1105	1490	1790	1290	1090	1210	1330	1510
瘦煤元/吨	540	562	670	670	770	1070	1330	830	830	930	960	1060

来源：国金证券研究所

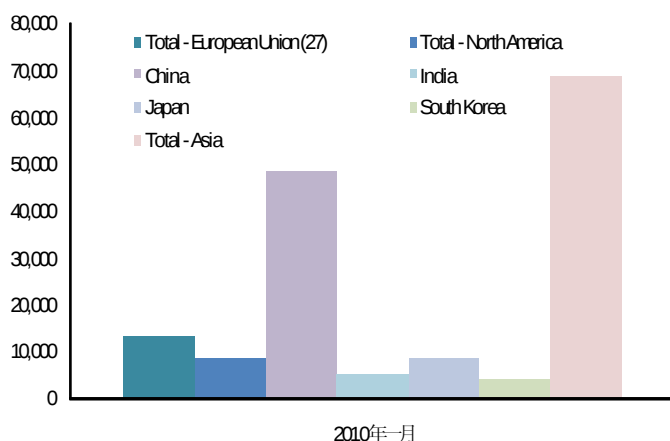
图表5：内贸煤与外贸煤价格走势“殊途同归”



来源：国金证券研究所

- ◆ 根据国际钢铁工业协会统计，2010 年 1 月中国粗钢产量 4.87 亿吨，同比增长 18.26%，增幅滞后于全球粗钢产量增速 25.86%。同时中国钢产量全球份额占比从 2009 年的 47.46% 下降至目前的 44.57%。
- ◆ 1) 纵向回顾，2010 年 1 月份粗钢产量接近于 2008 年 1 月份 4.06 亿吨的水平，增速介于 07 年底 08 年初。
- ◆ 2) 从下面图表中可以看出，中国粗钢绝对量上依旧保持世界霸主水平，但增速放缓，低于亚洲平均 21.8% 的增速，仅略高于印度水平。

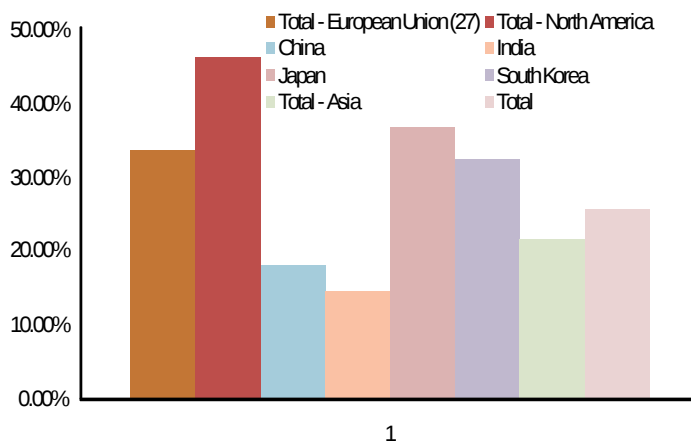
图表6：中国粗钢产量依然世界第一但份额下降



2010年一月

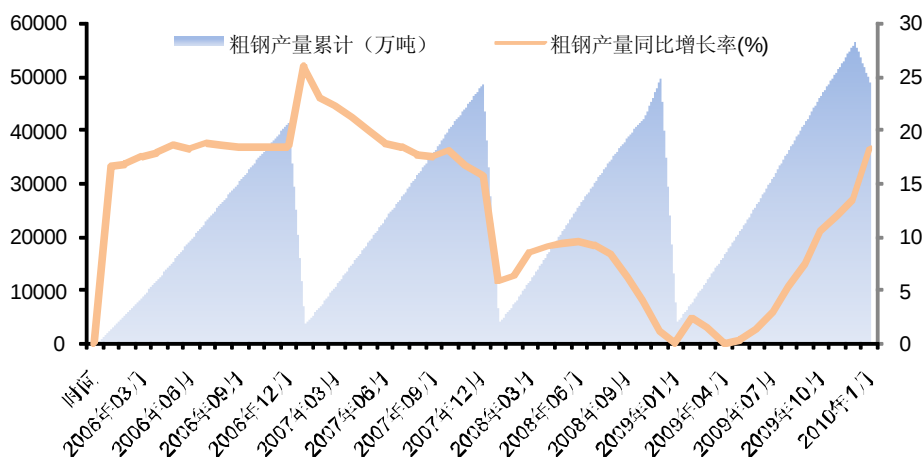
来源：国金证券研究所

图表7：粗钢产量增速中国低于世界和亚洲平均值



1

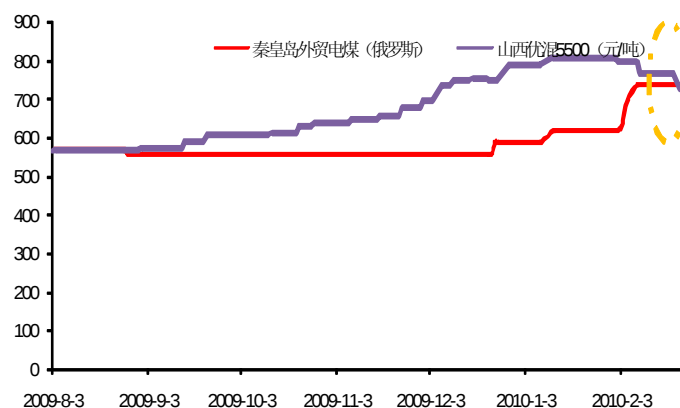
图表8：粗钢产量增速上看，行业处于过热的边缘



来源：国金证券研究所

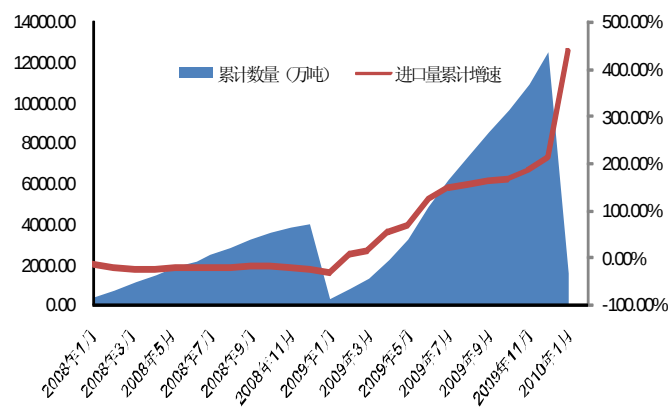
- 进口煤价优势逐渐丧失，“内外归一”趋势明显，未来国际因素应该占据更多的权重：2009年之后，国际煤价对中国国内煤价的参考意义加大。目前考虑运费后的内外价差已然不大，下一步国际长协价格大幅上涨将进一步抑制进口煤总量，并为国内煤价旺季上涨带来空间。
- ◆ 自2009年之后，国际煤炭贸易将更深层的影响国内供需形势，港口内贸煤价格将会受到更大波动。
- ◆ 2009年全年累计进口煤12.584亿吨，同比增长211.43%。其中，炼焦煤进口增速最快，累计进口3442.36万吨，同比增长302%。2010年1月份全国煤炭进口量依旧惯性上冲，1610万吨总量同比增加437.5%。
- ◆ 我们认为，短期进口继续井喷式上涨一方面由于同期的低基数，另一方面主要在于春节之前极端天气的出现使得沿海电厂进口的惯性冲动依然较大。进入2、3月份淡季后增速将会有所回落。
- ◆ 总而言之，结合之前我们对于内外贸焦煤以及下图电煤的分析，考虑运费后国内、外贸易煤价差已然不大，下一步煤价趋势分析中，国际因素必须占有更多的权重。换个角度理解，二者站在同一个水平线上，一方面证明了国际经济形势正在复苏，另一方面也暗示我们国际煤价将在一定程度上限制了国内煤价的涨跌空间。

图表9：秦皇岛内外贸电煤价格逐渐收敛



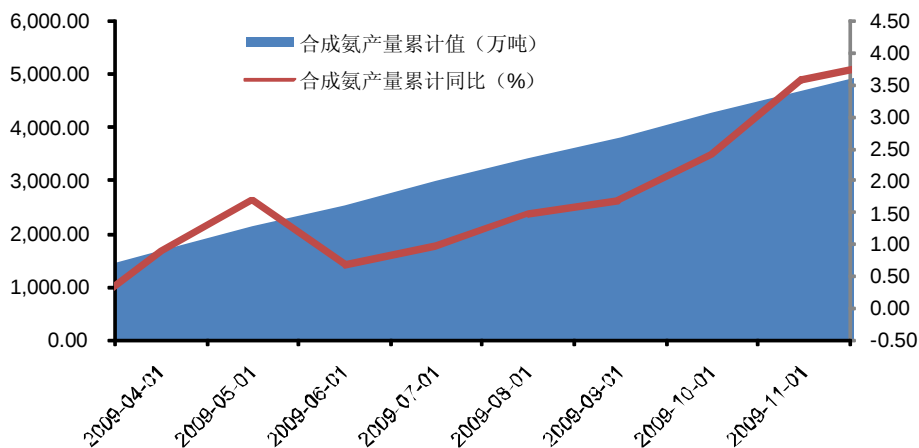
来源：国金证券研究所

图表10：1月份全国进口煤炭总量依旧惯性上涨



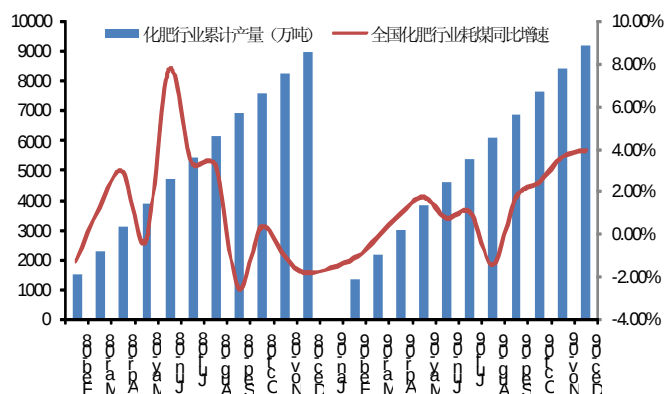
- 无烟煤价格维持稳定：总体受制于下游需求价格的弱势，无烟煤价格将维持盘整格局。但是预计进入农耕时期价格有可能出现小幅上涨，总体幅度有限。

图表11：合成氨产量平稳增长



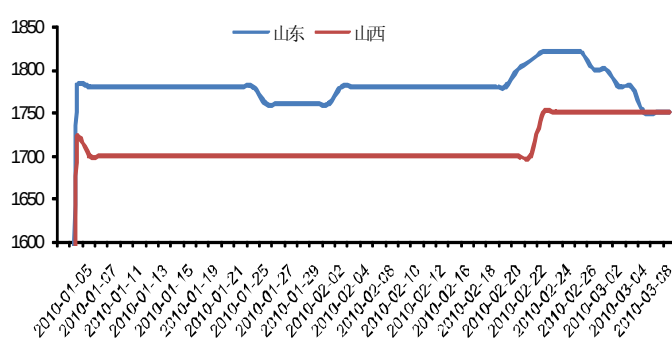
来源：国金证券研究所

图表12：化肥行业耗煤稳步上升



来源：国金证券研究所

图表13：尿素市场价格维持稳定



3 月份煤价何去何从？看供给释放增速与日澳长协价格

短期建议关注供给侧的明显变化，成为煤价风险点的关键因素

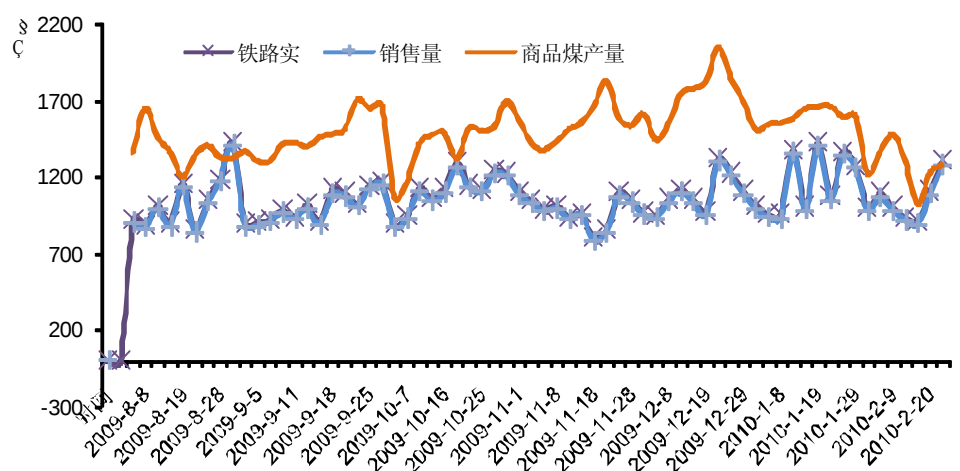
■ 目前值得关注的几点现象：

- ◆ 1 月份山西煤炭放量增产，累计实现 6103.75 万吨，同比增加 82.7%，甚至高于 2008 年 17763.2 万吨的水平。除去去年 3340.83 万吨的低基数原因外，冰冻雨雪天气造成春节期间开工率远高于往年也是重要原因。
- ◆ 山西省煤炭日销售量数据监测显示：进入元月下旬，山西煤炭日销量终于告别四季度 100 万吨及以下徘徊的日子，进入 110-120 万吨/日的行列。历时经验表明，日均达 110 万吨以上往往说明小游产销顺畅。同时产量提速开始，2 月下旬产量突破了 131 万吨/日，低于 2008 年同期 140 万吨/日水平，但远高于 2009 年 90 万吨/日水平。
- ◆ 根据行业信息，2010 新财年国际煤价首轮接洽已于 2 月下旬开始，澳方对日方报价动力煤 100 美元/吨、炼焦煤 200 美元/吨，同比涨幅 38%、53%。

■ 我们认为未来 1 个月应重点关注以下几方面：

- ◆ **1 月份全国产量同比大幅增长局势已定：**如果按照山西煤炭全国 24% 的占比来推测，2010 年 1 月份全国原煤产量可能处于 2.5 亿吨左右，同比增长 56%。如果按照 3128 亿千瓦时的火电发电量测算，1 月份标煤需求量约为 2.1 亿吨左右，同比增加 50% 以上。
 - ◆ **两会过后，生产情绪乐观，供给是否继续延续较快增长？**在需求平稳的前提下，供给的作用更大。作为春节过后的首个完整生产月，3 月份产量趋势和价格稳定性具有很大参考性。国有企业的产能稳定性要远强于重组前的小矿。这也意味着大型企业主导下的煤炭放量具有“粘性”。即一旦放量，其持续性要久而灵活性更差。
 - ◆ **国际煤价谈判结果超预期的影响：**最新信息显示日澳谈判动力煤价格落在 95-100 美元/吨区间（更接近 100 美元/吨），炼焦煤价格 200 美元/吨。若 3 月份国际长协价格涨幅超此前市场预期，则会对国内煤炭价格（尤其是炼焦煤）产生较大的正向刺激。
- **对 3 月份行业的基本判断是：煤价弱势平衡，动力煤价格下跌空间有限。国际长协煤价涨幅将成为潜在超预期刺激因素。**

图表14：山西煤炭产量增速元月后开始加速



来源：国金证券研究所

3 月投资策略：趋势性机会小，布局年报稳定性强、季报存在超预期可能的品种

- 综合之前分析国内煤价难有超预期刺激下，整体行业趋势性机会不大，超跌可考虑增持。
- 从 3 月份开始进入年报密集披露期。我们建议整体投资策略偏重于稳定性且一季报存在超预期可能的品种。
 - ◆ 3 月份投资组合：西山煤电、山煤国际、国阳新能、潞安环能。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。