

煤炭开采Ⅲ

肖汉平

010-66276937

xiaohanping@cjis.cn

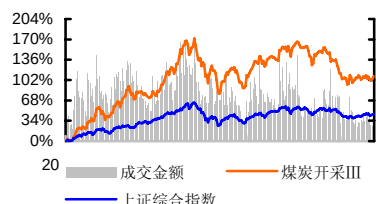
评级调整：首次

行业基本资料

上市公司家数	23
总市值(亿元)	13109
占A股比例(%)	2.12%
平均市盈率(倍)	21.24

行业表现

(%)	1M	3M	6M
煤炭开采Ⅲ	3.21	-18.71	-2.75
上证综合指数	4.08	-5.26	4.17



相关报告

《煤炭开采Ⅲ-炼焦煤行业：风险释放充分，估值安全，行业吸引力强》2010-3-3

《煤炭开采Ⅲ-业绩增长和整体上市是2010年主要投资机会》2010-1-4

《煤炭行业-冬季需求超预期，维持行业短期“看好”评级》2009-12-28

煤炭行业

看好

动力煤：量增价升驱动业绩增长，投资价值明显

煤炭是我国重要能源资源，动力煤是国内主要煤炭品种，占全国煤炭消耗80%左右，广泛运用于电力、建筑材料、取暖等行业，其中，电力行业占全国煤炭消耗的50%左右。在全球经济环境逐渐改善背景下，中国经济可望进入新一轮上升周期，国内煤炭需求将保持增长态势将对国内动力煤需求和价格形成有力的支撑，可以预期后期行业基本面将持续改善，在行业估值水平明显下降的背景下，我们“看好”动力煤行业投资机会。

投资要点：

- **2010年国内煤炭供给可望实现基本平衡和结构偏紧局面。**受国民经济增长和高耗能工业发展的拉动将继续增加，2010年煤炭需求将保持增长态势，而供给仍将受行业整合、运力约束和进出口因素影响，预计全年煤炭供求将维持总量实现基本平衡和结构性供给偏紧局面。
- **2月国内动力煤需求出现回落，3月上旬煤耗明显上升。**从2010年前2个月运行看，国内煤炭供求由1月份偏紧到2月份出现相对宽松的状态变化，进入3、4月份，由于气温回升，取暖用煤需求下降，煤炭需求将进入淡季，但从2010年直供电厂煤炭消耗情况看，1月份日均煤耗254.12万吨、2月份日均煤耗203.79万吨/日；3月前3天，直供电厂煤炭消耗恢复到230.19万吨/日，较2月份上升230万吨，增长15%，3月4日-3月7日日均煤耗达到239.67万吨，数据显示，3月上旬国内煤炭消耗明显回升。
- **经过短暂的调整之后，国内动力煤价格将止跌企稳。**受需求回落影响，2月份市场动力煤价格出现回落，主产地山西价格自2月22日开始下降，秦皇岛动力煤价格在2月11日开始下跌。目前山西煤价下跌25-30元/吨，跌幅4.5%，秦皇岛煤价下跌100元/吨，跌幅12.8%。随着经济持续景气上升，预期动力煤需求在2010年可望保持上升势头，需求回升将对2010年国内动力煤市场价格形成有力支持。
- **投资建议与股票选择：**从行业基本面角度看，可以预期后期行业基本面将持续改善，与此同时，由于前期股价大幅度下跌，行业估值水平明显下降，并在一定程度上出现行业估值水平与行业基本面持续改善前景出现背离。基于基本面和估值综合考虑，维持对动力煤行业“看好”的评级。在股票选择方面，建议重点关注动力煤行业龙头公司，“中国神华（601088）”，存在产量增长确定，并有资产注入预期的“大同煤业（601001）”，地处中原，接近消费地，内生增长能力强的“神火股份（000933）”，同时，建议关注接近消费地的恒源煤电（600971）、兖州煤业（600188）。

主要公司盈利预测及投资评级

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
601001	大同煤业	2.40	1.78	2.53	3.03	14.70	19.87	13.95	11.66	强烈推荐
000933	神火股份	1.53	0.90	2.12	2.89	18.17	30.94	13.16	9.65	强烈推荐
601088	中国神华	1.34	1.68	2.09	2.49	21.61	17.16	13.83	11.61	强烈推荐
601666	平煤股份	1.90	1.26	2.03	2.18	13.68	20.74	12.82	11.94	强烈推荐
601699	潞安环能	2.48	2.12	2.58	2.81	16.19	18.88	15.55	14.30	推荐
601898	中煤能源	0.51	0.57	0.65	0.81	22.64	20.54	17.98	14.44	推荐
600188	兖州煤业	1.32	0.86	1.16	1.38	14.98	23.58	17.38	14.62	推荐
600971	恒源煤电	1.62	1.32	1.51	1.86	17.91	21.50	19.19	15.61	推荐
601918	国投新集	0.59	0.45	0.69	0.77	25.70	33.11	21.59	19.44	推荐

资料来源：中投证券研究所

前言

受金融危机影响，2008 年四季度国内电煤需求快速下降，库存大幅度上升，电煤价格快速回落。但在政府一系列经济增长刺激政策的影响，2009 年国内经济出现逐季回升的态势，伴随经济的回升，国内用电量也出现逐月上升，电煤消耗逐月上升，煤价稳中趋升。据统计，2009 年全口径发电量 36639 亿千瓦时，同比增长 6.2%。全社会用电量 36430 亿千瓦时，同比增长 5.96%，增速比上年提高 0.47 个百分点。6000 千瓦及以上电厂发电消耗原煤 13.99 亿吨，同比增长 6.08%，增速略低于火电发电量增速。另据中国煤炭运销协会测算：2009 年全国电力行业煤炭消耗 15.64 亿吨，增长 6.7%，占全国煤炭消耗量 48.6%。此外，建材行业和其他行业消耗动力煤达到 10 亿吨。

表 1：2009 年各行业煤炭消费量测算汇总表

	计量单位	12 月	同比增长%	2009 年	累计增长%	份额%
全国	万吨	32799	29.8	321316	8.2	100.00%
电力行业	万吨	17007	36.9	156423	6.7	48.68%
钢铁行业	万吨	4138	26.3	50189	14.3	15.62%
建材行业	万吨	3896	7.9	44459	10.5	13.84%
化工行业	万吨	1169	24.4	14096	5.1	4.39%
其他行业	万吨	6588	31.1	56149	6.3	17.47%

资料来源：中国煤炭运销协会信息部

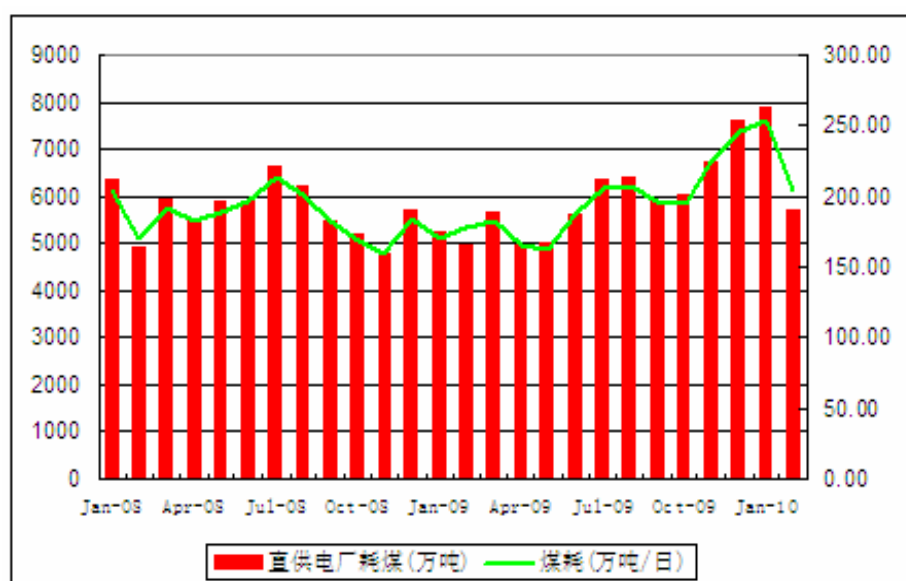
1. 受春节因素影响，2 月直供电厂煤耗下降

进入 2010 年 1 月，国内电力需求延续 2009 年四季度的增长态势。2010 年 2 月 12 日，国家能源局发布 1 月份全社会用电量数据显示：1 月份，全国全社会用电量 3531 亿千瓦时，同比增长 40.14%，环比增长 2.7%。其中，第一产业用电量 70 亿千瓦时，同比增长 23.5%；第二产业用电量 2624 亿千瓦时，增长 45.99%；第三产业用电量 398 亿千瓦时，增长 25.61%；城乡居民生活用电量 440 亿千瓦时，增长 25.9%。2 月份发电量依旧保持稳定增长，其中，上月发电量增速超过 30%，中旬由于有春节因素，增速回落，预计 1-2 月累计发电量增速在 25%左右。

1-2 月全社会用电量显示：高耗能产业对电量的贡献水平也稳步回升。2010 年 1 月份，占比达 74.3%的第二产业的用电量增速高达 46%。这意味着，重工业的复苏成为拉动电力需求的主要推动力。而这一推动力还将成为今后电量的持续推动力。此外，经过几个月的持续回升，今年年初重工业用电量占整个用电量的比重也基本回升到 2007 年同期的较高水平。

2010 年 1 月国内直供电厂消耗煤炭量达到 7878 万吨，同比增长 49.9%，日均消耗 254.12 万吨。受春节因素影响，2 月份国内直供电厂消耗煤炭量 5706.15 万吨，日均煤耗 203.79 万吨，较 1 月回落 50 万吨，尽管 2 月国内直供电厂煤炭消耗出现回落，但仍然处于相对高位。

图 1: 2009-2010 年 2 月直供电厂日均煤耗 单位: 万吨/日



资料来源: 中投证券研究所 CCTD

国内直供电厂煤炭消耗在经历连续 2009 年 11-12 月和 2010 年 1 月 3 个月快速回升, 并创出近 2 年煤炭消耗新高之后, 进入 2 月份, 由于春节长假因素影响, 2 月国内直供电厂煤炭消耗月煤耗由 7878 万吨, 下降到 2 月的 5706 万吨, 下降近 2000 万吨, 由 1 月的 254.11 万吨/日, 下降到 2 月的 203.79 万吨/日。

表 2 2010 年 1-2 月份直供电网日均煤耗水平 单位: 万吨

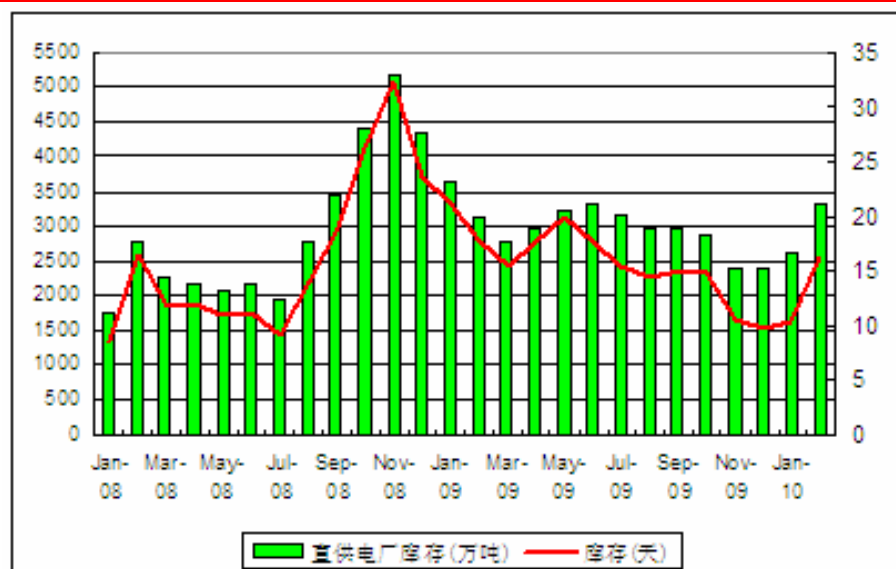
	12 月 31 日	1 月 31 日	2 月 10 日	2 月 28 日
直供总计	245.73	254.12	223.86	203.79
华北电网	62.22	64.20	57.60	53.02
东北电网	48.87	47.89	44.66	42.22
华东电网	68.78	65.88	51.30	45.10
华中电网	51.32	51.73	45.77	40.83
西北电网	23.49	24.41	24.50	22.60

资料来源: 中投证券研究所 CCTD

2. 煤耗下降, 2 月直供电厂库存回升

由于需求快速回升, 国内直供电厂煤炭库存连续第五个月回落, 到 11 月末, 直供电网的电煤库存降至 2380.3 万吨, 比 08 年同期减少了 2783.8 万吨; 按照当月电煤平均日耗 224.5 万吨水平计算, 电煤库存可用天数为 10.6 天, 已经降至偏低水平。由于库存偏低, 进入 12 月份之后, 华中、华东、华北等地区先后出现电煤告急状况, 煤炭生产、调出省份的电煤告急状况进一步恶化, 从此前的山东、安徽、河南等省份, 扩大至湖北、湖南、江西等煤炭生产、调出省份。

图 2：2008-2009 年 8 月直供电厂煤炭库存变化



资料来源：中投证券研究所 CCTD

注：本图数据按照当期煤耗水平计算库存天数。

需求的快速上升，使电煤库存天数偏低的情况一直持续到 2010 年 1 月，之后，随着气温回升，电煤抢运和春节长假因素的影响，国内电煤消耗在 2 月份出现逐渐回落，电煤库存在春节前上升到 12 天，春节后回升到 16 天的水平。目前国内直供电厂煤炭库存 3303 万吨，按照当月日均煤耗水平，可以维持 16 天的消耗。但这一高库存天数是由于春节因素导致的煤耗下降下产生的，因此，具有一定特殊性。

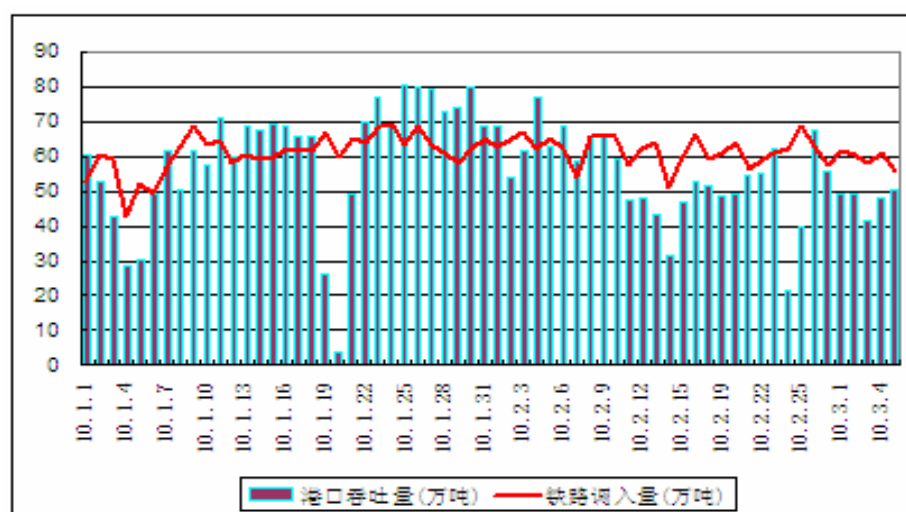
3、需求下降，2 月国内动力煤矿口和下水价回落

2009 年国内煤炭市场经历了由适度宽松、基本平衡向逐渐偏紧方向发展的变化过程。全年煤炭资源供应保持稳定增长，而同期煤炭需求则是在四季度明显放大，尤其是进入 12 月份，全国大范围出现的暴雪寒潮天气，带来了持续的超低温，对电煤的需求急剧增加，电煤日耗达到了历史最高水平。受此影响，煤炭资源紧张状况在全国多省区显现，国内各地区市场煤交易价格继续保持普遍上扬态势。

3.1、库存上升，1-2 月秦皇岛港口下水煤价冲高回落

目前，煤炭供求紧张局面已经基本得到缓解，沿海地区煤炭需求开始减弱。秦皇岛港 2 月的日均装船量为 54.71 万吨，与 1 月的日均装船量 60.12 万吨相比，下降了 5.41 万吨，降幅为 9.0%。2 月秦皇岛港铁路煤炭调入量为 1726.7 万吨，日均调入量为 61.67 万吨，与 1 月的日均 60.98 万吨相比略有上涨。而随着大雾的散去，晴好天气的到来，秦皇岛港的装船量已呈回升趋势，2 月 26 日至 2 月 28 日三天时间，日均装船 61.93 万吨，已超过 1 月平均水平。

图 3: 秦皇岛港口煤炭调度情况



资料来源：中投证券研究所 秦皇岛

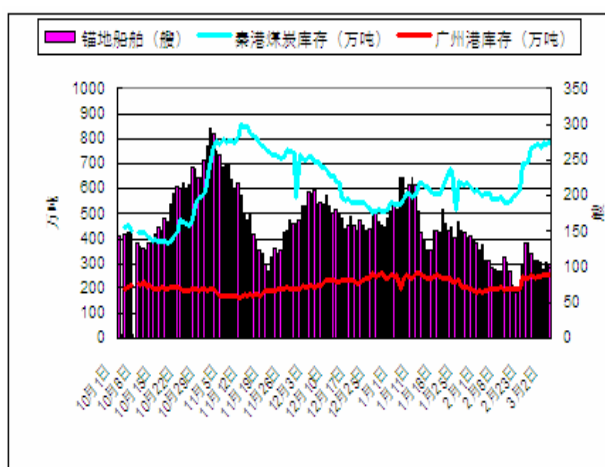
随着煤炭价格的快速回落及南方电厂存煤量的回升，秦皇岛港煤炭场存持续上升。而上周恶劣的天气又再次影响秦皇岛港生产，长达 28 个多小时的封航，一度使场存达到 786.3 万吨的高位。

与此同时，上周 5800 大卡发热量大同优混价格为 740-750 元/吨，环比下降 2.7%，4500 大卡动力煤价格保持为 530-540 元/吨，环比下降 3.7%，5000 大卡发热量动力煤价格为 600-610 元/吨，环比下降 3.3%，而发热量为 5500 大卡动力煤价格为 700-710 元/吨，较上周下降了 2.9% 左右。

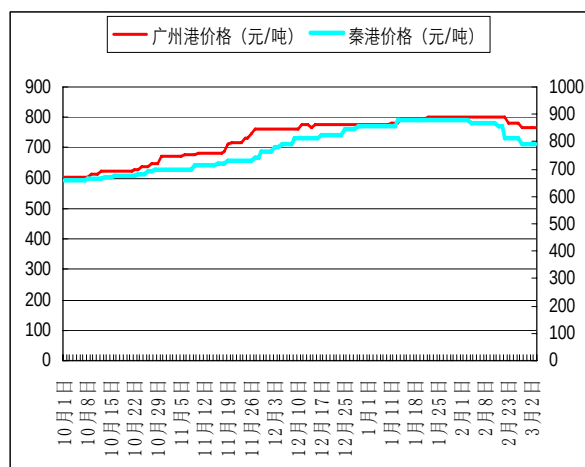
截止至到 3 月 8 日秦皇岛煤炭库存 817.6 万吨，其中，内贸煤库存 797.5 万吨，锚地船只 95 艘，曹妃甸库存 206 万吨，与年初的 547.6 万吨相比增加了 245.6 万吨。5500 大卡煤价 680 元/吨，较年初下跌了 170 元/吨，与 2009 年 12 月相当。

图 4: 秦皇岛和广州港口库存和价格变化

秦皇岛和广州港口库存和船只数量变化



秦皇岛和广州港口 5500 大卡煤价变化



资料来源：中投证券研究所 秦皇岛

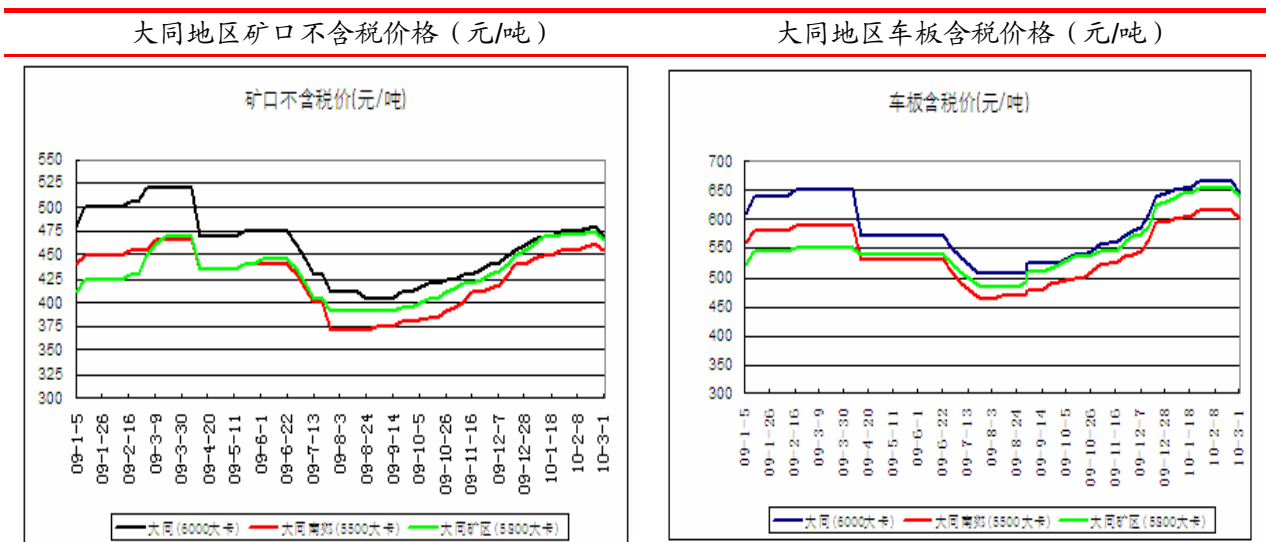
秦皇岛库存在2月下旬开始出现明显上升,与2月份进港煤量和沿海地区煤炭消耗下降、库存上升有明显关系。如,2月上旬,秦皇岛港日均发运煤炭64万吨,超过1月份日均发运量。经过抢装、抢运,沿海尤其华东地区煤炭库存呈现大幅度上升态势。以华东电网为例,1月10日,华东电网库存为407万吨,到了1月31日,库存为472万吨,到了2月3日,库存为537万吨,2月10日为651万吨,而到了2月21日,华东电网库存达到979万吨,呈直线上升态势,华东电厂库存由以前的紧缺转为饱和。

随着春节长假因素的消除、沿海地区经济活动恢复、煤炭需求的回升,秦皇岛煤炭库存可望回落,预期5500大卡动力煤价格可望在650-700元/吨区间水平下维持相对稳定运行。

3.2、下水煤价回落带动1-2月山西动力煤矿口价小幅回调

山西是国内主要煤炭供给地,在东部沿海地区动力煤供给中发挥重要作用。由于山西省对中小煤矿进行大规模的停产整合,山西省煤炭产量出现大幅度下降。正是由于山西煤炭产量的大幅度下降,从而有效缓解09年上半年国内电煤消耗大幅度下降可能造成的供给不足问题。之后随着国内煤炭需求增加,煤炭进口在三、四季度出现大幅度增加,从而前三季度维持国内煤炭供给相对平衡状态。但在四季度由于需求快速回升和冬季取暖因素,煤炭供给出现相对偏紧状态,国内动力煤价格出现明显上涨,主要煤炭价格水平恢复到09年年初水平。这种状况一直延续到2010年2月上旬。随着需求回落,2月份秦皇岛价格连续下降,山西大同地区动力煤价格开始松动,并出现小幅度回落。

图5 2009-2010年山西地区动力煤价格走势



资料来源:中投证券研究所 中国煤炭资源网

从去年11月开始,山西动力煤价格出现一轮持续上涨过程,上涨直到2月初,但随着2月下旬开始,各地港口煤炭价格均有较大幅度的下滑,山西部分地区不同煤种车板价格在2月8日上涨之后,3月初较2月初小幅下跌10-15元/吨。截止3月1日,山西省朔州市4800大卡发热量动力煤价格460元/吨,5500大卡发热量动力煤价格为580元/吨,5800大卡发热量动力煤价格为600元/吨;晋中市5000大卡发热量动力煤车板价格为520-530元/吨,5500大卡

发热量煤炭价格为 570 元/吨, 5800 大卡发热量动力煤价格为 590 元/吨。大同市 5500 大卡发热量动力煤价格为 600 元/吨, 下跌 15 元, 5800 大卡发热量动力煤价格为 640 元/吨, 6000 大卡发热量动力煤价格为 645 元/吨。

3 月 8 日动力煤各地区参考价如下: 郑州 5000 大卡动力煤车板含税价 700 元/吨; 重庆 5200 大卡工业动力煤出矿含税价 550 元/吨; 长治潞安 5500 大卡动力煤车板含税价为 530 元/吨; 抚顺 6300-6900 大卡洗中块出厂含税价为 950 元/吨; 哈密 6000 大卡以上动力煤坑口不含税价 160 元/吨。

综上所述, 受国内经济强劲复苏和冬季用煤需求影响, 国内动力煤价格自去年四季度以来, 出现持续上涨局面, 主产地山西动力煤最高上涨 25%, 吨煤价格上涨 100 元左右, 秦皇岛下水煤价格上涨 185 元/吨, 涨幅达到 31%。进入 2 月, 山西和秦皇岛煤价均出现不同程度下降, 动力煤产地山西价格自 2 月 22 日开始下降, 秦皇岛动力煤价格在 2 月 11 日开始下跌。目前山西煤价下跌 25-30 元/吨, 跌幅 4.5%, 秦皇岛煤价下跌 100 元/吨, 跌幅 12.8%。主产地煤价下跌幅度明显小于秦皇岛港口煤价下跌幅度。

4、国内动力煤需求将继续回升, 后期煤价可望止跌企稳

2 月以来国内煤价下跌主要是由于前期异常天气因素导致需求增长引发煤价超预期上涨和异常天气因素消除和需求回落引致。对于后期煤价走势, 我们初步判断: 经过前期煤价回落, 煤价水平已趋于合理, 尽管存在即将来临的淡季因素, 但由于经济回升, 国内动力煤需求在 3、4 月份只会小幅下降。在强劲需求和相对高企的国际煤价支撑下, 后期国内动力煤价格可望快速止跌企稳。

4.1 中国及全球经济可望在 2010 年继续保持回升势头

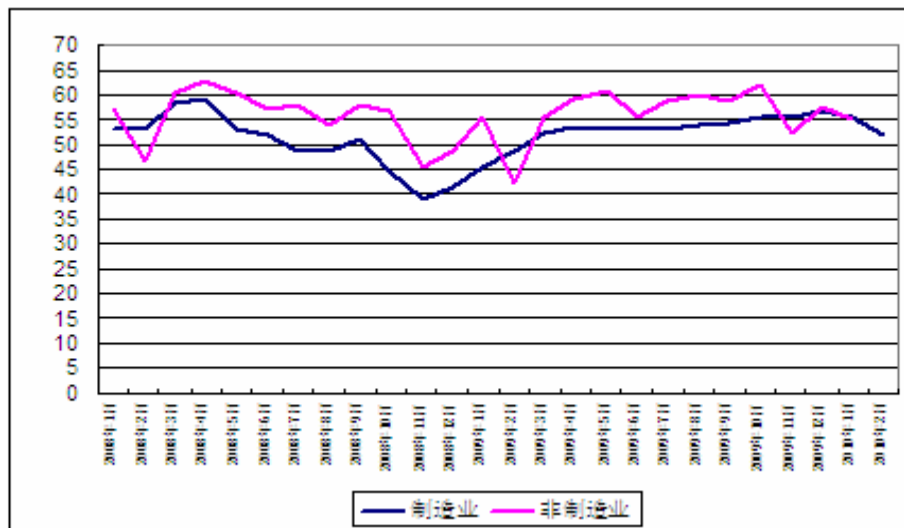
初步测算, 全年国内生产总值 335353 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 8.7%, 增速比上年回落 0.9 个百分点。分季度看, 一季度增长 6.2%, 二季度增长 7.9%, 三季度增长 9.1%, 四季度增长 10.7%。2010 年 2 月中国 2 月份采购经理人指数为 52.0, 明显低于 1 月份的 55.8。这是该指数连续第十二个月位于 50 临界水平上方。

IMF 年初上调了其对全球经济的预期, 最新预计今年全球经济将增长 3.9%, 高于去年 10 月份时预测的 3.1%; 并预计 2011 年全球经济会继续加速增长, 预计增幅为 4.3%, 略高于去年 10 月份时预计的 4.2%。并指出: 全球经济复苏开局较此前预计的更为强劲, 预计日本今明两年的经济增速分别为 1.7%和 2.2%, 亚洲发展中国家有望在今明两年均取得 8.4%的经济增长, 预计中国在今明两年的经济增速将高达 10%和 9.7%。

世界银行在年初发布的预测报告中, 对 2010 年的经济前景表达了更为乐观的看法, 该行将今年全球经济增幅预期从 2%调高至 2.7%。东亚和太平洋地区发展中国家今明两年经济增幅将分别达到 8.1%和 8.2%。

PMI 是衡量全国制造业活动的一个重要指标。尽管受春节因素影响，该指数明显低于上个月，但 2 月份中国制造业仍连续第十二个月实现扩张。数据显示，2 月新订单指数为 53.7%，比上月回落 6.2 个百分点。分行业来看，20 个行业中，有 14 个行业保持在 50% 以上，其中有 7 个行业达到 60% 以上。2 月新订单指数回落，同春节之前需求提前释放有关。预计今后几个月社会需求不会出现较大滑落，稳定较快增长将是基本趋势。

图 6：制造业和非制造业 PMI 指数（%）



资料来源：中投证券研究所

在 2010 年政府工作报告中，温家宝总理明确提出：要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，根据新形势新情况不断提高政策的针对性和灵活性，把握好政策实施的力度、节奏和重点。政府的政策目标是通过保持足够的政策力度，巩固经济回升向好的势头，加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展，稳定物价总水平。这一宏观经济政策基调为我国经济保持较快发展提供良好的国内政策环境。在全球经济环境逐渐改善背景下，中国经济可望进入新一轮上升周期。国民经济的确定性增长同样将促进各重点煤炭消费行业的增长势头，也将为国内煤炭供求活跃创造机会和条件。

4.2 投资惯性作用下，10 年固定资产投资仍将快速增长

2009 年全社会固定资产投资 224846 亿元，比上年增加 52020 亿元，增长 30.1%，投资总量、增加量、增幅均创新高。正是由于巨大规模投资影响，2009 年国内粗钢表观消费达到 56504 万吨，增长 24.8%，创历史新高。新开工建设项目和房地产开发是拉动煤炭需求的主力引擎，2009 年房地产新开工面积创历史新高，其它各类投资建设项目的新开工规模也比之前两年又上新台阶，受这两大动力驱动，钢铁、建材、化工及其它重工业行业逐步走出低谷，煤炭需求随之达到较高水平。

尽管对 2010 年的投资，中央经济工作会议已提出：“要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目”，但从国家统计局公布的数据看，2009 年新开工项目 344769 个，比去年同期增加 87694 个；施工项目 461544

个，比去年同期增加 102331 个。新开工项目计划总投资 151941.73 亿元，同比增长 67.2%；施工项目计划总投资 420140.71 亿元，同比增长 32.3%。

考虑到我国项目建设的周期平均在 3 年左右，开工当年的投入一般占总投资的 10-25%；第二年投资的高峰期，占总投资的 40-60%；第三年的投资占总投资的 20-40%；2009 年新开工项目数量和计划投资额的大幅度增加，将在 2010 年的投资中表现出来。同时，随着经济复苏，企业赢利状况的改善和国家鼓励民营企业投资政策落实，下半年民间投资规模有望得到恢复增长。

与此同时，市场普遍担心的对高房价的抑制会影响到房地产投资也将因为政府通过增加增加供给，大规模实施保障性安居工程，增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应，加快普通商品房项目审批和建设进度等一系列政策而得到保障。如，中央财政拟安排保障性住房专项补助资金 632 亿元，比上年增加 81 亿元。建设保障性住房 300 万套，各类棚户区改造住房 280 万套。

从投资来看，目前拟建和在建项目较多，随着项目建设推进，投资仍需适度追加。推动经济发展方式转变与结构调整过程中仍需要加大对战略发展地区、产业重点项目的投资。预计由于投资惯性和民间投资的增长，2010 年国内投资仍将保持高速增长。基本建设投资高速增长，无疑将形成对钢材、水泥等高耗能产品的需求，从而增加国内煤炭的有效需求。

4.3 2010 年煤炭供给可望实现总量平衡，结构偏紧格局

国家统计局公布 2009 年产量 30.5 亿吨，比 2008 年的 27.9 亿吨增长 9.3%。煤炭净进口 10343.8 万吨，2008 年为净出口 502.9 万吨，比 2008 年增加 10846.7 万吨。2009 年煤炭总资源量为 31.5 亿吨。据统计，截至去年 12 月末，全社会库存 1.72 亿吨，比年初减少 2900 万吨，下降 14.1%。另据中国煤炭运销协会数据：2009 年煤炭煤炭需求量 32.1 万吨，比 2008 年增长 8.2%；其中：电力行业 15.6 万吨，比 2008 年增长 6.7%，占总需求的 48.6%；钢铁行业 5.0 万吨，比 2008 年增长 14.3%，占总需求的 15.6%；建材行业 4.5 万吨，比 2008 年增长 10.5%，占总需求的 14.0%；化工行业 1.4 万吨，比 2008 年增长 5.1%，占总需求的 4.4%；其它行业 5.6 万吨，比 2008 年增长 6.3%，占总需求的 17.4%。从实际运行情况看，2009 年全国煤炭市场供需经过了由总体宽松、到基本平衡、再到供求偏紧的发展过程。

受国民经济增长和高耗能工业发展的拉动将继续增加，但由于受经济增长方式转变、经济和能源结构的调整、大力开展节能等因素的影响，2010 年煤炭需求的增幅将有所减少。从下游行业需求情况来看，2010 年，全国电力消费增长势头将高于去年，2010 年国内煤炭需求量相比 2009 年将增长 11% 左右，煤炭需求量大约在 34 亿吨左右，较 2009 年增加 2 亿吨左右。初步估计，山西、内蒙古、安徽、陕西、贵州五省区 2010 年初步煤炭生产计划安排，产量增量超过 2.0 亿吨，净进口维持在 1 亿吨左右，全国供给总净增量估计 2.0 亿吨，预计全年煤炭供求总量实现基本平衡，但国内可能出现季节性、地区性和品种结构性供给偏紧局面。

从 2010 年前 2 个月运行看，国内煤炭供求由 1 月份偏紧到 2 月份出现相对宽松的状态变化，进入 3、4 月份，由于气温回升，取暖用煤需求下降，煤炭需求将进入淡季，但从 2010 年直供电厂煤炭消耗情况看，1 月份日均煤耗

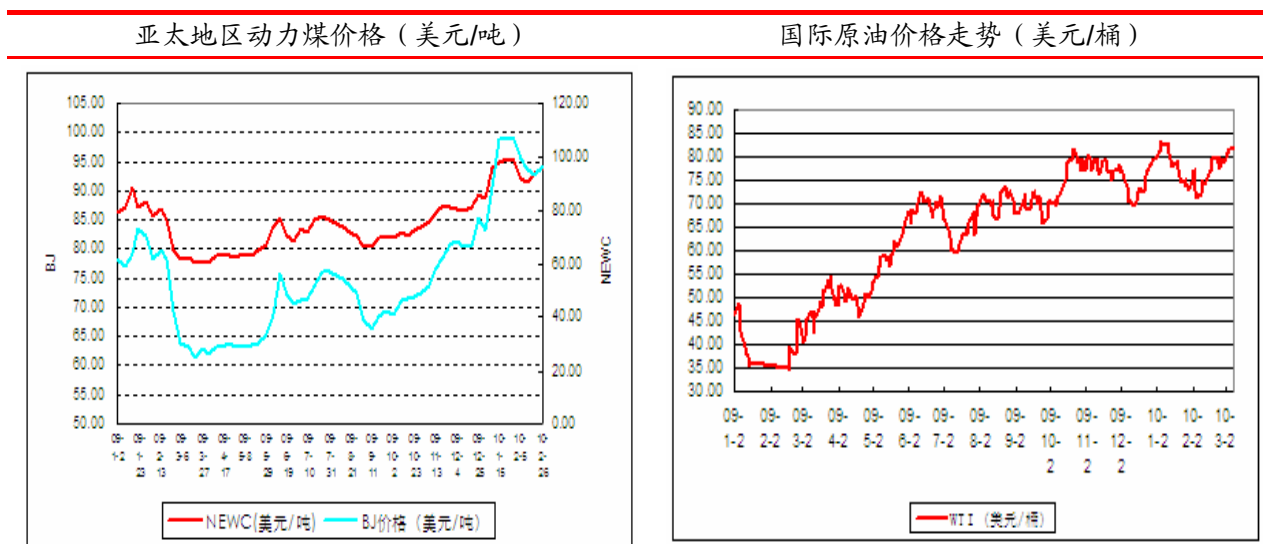
254.12 万吨、2 月份日均煤耗 203.79 万吨/日；3 月前 3 天，直供电厂煤炭消耗恢复到 230.19 万吨/日，较 2 月份上升 230 万吨，增长 15%，3 月 4 日-3-7 日日均煤耗达到 239.67 万吨，数据显示，3 月上旬国内煤炭消耗明显回升。

4.5 需求回升，2010 年国际动力煤合同价有望上涨 40%，国际煤价将对国内市场煤价形成有效支持

进入 2010 年，受部分国家经济回升和全球性严寒天气的持续影响，国际煤炭需求 1 月份延续去年四季度以来的快速增长势头，国际煤价持续上涨，并在 2010 年初创 2009 年以来国际煤价新高，澳大利亚 BJ 动力煤在 1 月 15 日达到 99 美元/吨，澳大利亚 NEWC 煤价指数达到 99.26 美元/吨。受原油期货价格的大幅波动以及冬季煤炭需求趋于缓和等因素的影响，2 月份以来国际煤炭市场煤炭价格没能延续 1 月份的升势，同样呈现出大幅波动的走势，2 月初就展开了一波深幅的调整，但随着原油期货价格的走强，国际煤炭价格也出现了一定力度的反弹。但总体上，需求的逐步降低导致 2 月份国际煤炭价格整体疲软，开始步入下行通道。

据环球煤炭交易平台数据显示，3 月 5 日澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格在上周末 96.43 美元/吨的基础上下跌 1.6 美元/吨至 94.83 美元/吨，幅度为 1.66%；南非理查德港动力煤价格指数在上周 83.94 美元/吨的水平上继续小幅上涨 0.25 美元/吨至 84.19 美元/吨，幅度为 0.3%；欧洲 ARA 市场动力煤价格在上周末 75.94 美元/吨的基础上下跌 1.34 美元/吨至 74.6 美元/吨，幅度为 1.76%。

图 7：2009 年国际原油和亚太地区动力煤价格走势



资料来源：中投证券研究所

进入 3 月中下旬，北半球气温回升，取暖用煤需求将下降，但随着亚太地区经济复苏，经济活动趋向活跃，预期产业用煤需求将逐渐出现回升的态势，从而可能部分抵消，甚至全部抵消取暖用煤需求的下降，从而可能出现在亚太地区煤炭需求出现淡季不淡的场景，煤价可能在目前价格水平止跌企稳，后期将需求拉动下稳步回升。

从最近有关亚太地区动力煤价格谈判透露的信息看，正在进行的日澳动力煤年度长协价格谈判最终定价很可能在 95 美元/吨-100 美元/吨之间，且更接

近 100 美元/吨。照此计算，2010-2011 年度国际动力煤长协价格将同比上涨接近 40%。而这个价格水平与目前亚太地区动力煤现货价格水平相当。

此外，3 月 8 日国内主要地区进口煤价仍保持高位。如，印尼 5000 大卡动力煤广州港平仓含税价 690 元/吨；俄罗斯粒度 0-50mm 的 5700 大卡以上动力煤中国各港 CIF 价 100 美金/吨；蒙古国 5500 大卡动力煤二连浩特提货价 395 元/吨；越南 5000 大卡无烟粉煤防城港车板含税价 590 元/吨，7000 大卡以上 20-40mm 无烟块煤防城港车板含税价 970 元/吨；俄罗斯无烟喷吹煤港口车板含税价 1130 元/吨。

进入 2010 年 2 月下旬以来，中国国内煤炭价格的持续大幅回落对进口煤进入中国煤炭市场产生影响，2 月份澳大利亚纽卡斯尔港口运往中国的煤炭出口量大幅下跌 67%，2 月份中国煤炭进口量为 787 万吨，环比下跌 50%以上。其中纽卡斯尔的煤炭进口量占 5.1%，相比 1 月份的 15.6%，12 月的 15.9%和 11 月份的 16.15% 出现大幅回落，预计 3 月份继续保持回落态势。

综上所述，亚太地区及全球经济的复苏并进入上升通道，无疑将增加全球能源需求，煤炭作为全球重要能源产品，需求增加将推动国际煤价进入景气上升通道。而亚太地区作为全球主要煤炭消费区域，需求将较全球平均水平增加更快，因此，可以预期今年亚太地区煤价将在需求拉动下，经过短暂的调整之后，价格将可能继续上涨。

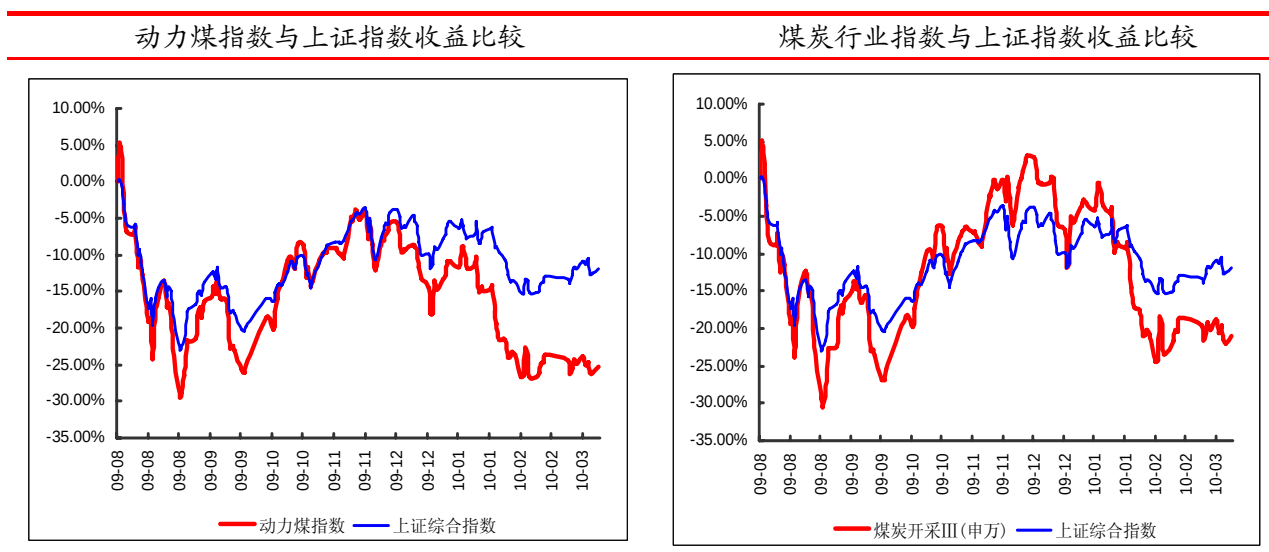
5、下游需求回升，煤价可望止跌企稳，重点

关注高扩张能力公司

动力煤是国内主要煤炭品种，占全国煤炭消耗 80%左右，广泛运用于电力、建筑材料、取暖等行业，其中，电力行业占全国煤炭消耗的 50%左右。2009 年四季度以来，国内动力煤需求快速回升，2010 年 1 月国内动力煤消耗创 09 年以来新高，直供电厂煤耗达到 7878 万吨，较 2009 年最高的 12 月份 7642 万吨，增加 236 万吨。从已经公开信息看，2010 年国内动力煤重点合同价格上涨 30-50 元不等，预期随着经济持续景气上升，动力煤需求在 2010 年可望保持上升势头，需求回升将对 2010 年国内动力煤市场价格形成有力支持。目前国内主要产地山西大同 5500 大卡动力煤矿口含税价格 515 元/吨，较去年 10 月初上升 65 元/吨，秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价 680 元/吨，较 2010 年合同价格高 100 元/吨。从目前澳大利亚出口到中国的煤炭价格来看，已经高于同等热值的国产煤 50 元以上。

进入 2009 年，国内煤炭行业股票在基本面和业绩超过预期驱动下，煤炭行业上市公司股票价格出现持续回升，估值水平也由前期严重低估状态，逐渐恢复到相对合理的估值水平。8 月以来，在流动性担忧和估值困惑等因素影响下，国内股票市场进入调整期，煤炭行业上市公司股票价格普遍出现较大幅度回落，行业估值水平明显下降。从最近 2 个月走势看，国内煤炭和动力煤指数明显落后于大盘。造成目前状况的根本原因是由于投资者对宏观经济政策的担忧引发的对周期性行业前景的忧虑，但我们认为：市场对宏观经济政策担忧将随着政策预期的明朗而逐渐消除，后期煤炭股有望在煤价企稳和快速业绩增长预期下，走出一轮快速上涨行情。

图 8：2009 年 8 月以来动力煤和煤炭行业指数与上证指数收益比较



资料来源：中投证券研究所

从行业基本面角度看，可以预期后期行业基本面将持续改善，与此同时，由于前期股价大幅度下跌，行业估值水平明显下降，并在一定程度下出现行业估值水平与行业基本面持续改善前景出现背离。基于基本面和估值综合考虑，维持对动力煤行业“看好”的评级。在股票选择方面，建议重点关注动力煤行业龙头公司，“中国神华（601088）”，存在产量增长确定，并有资产注入预期的“大同煤业（601001）”，地处中原，接近消费地，内生增长能力强的“神火股份（000933）”，同时，建议关注接近消费地的恒源煤电（600971）、兖州煤业（600188）。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

肖汉平: 中投证券研究所煤炭行业资深分析师, 理学学士、经济学硕士、经济学博士, 14 年证券行业从业经验。此前先后在嘉实基金管理有限公司、中国银河证券股份有限公司从事石油化工、煤炭行业等行业研究。2008 年初加入中投投资证券研究所从事煤炭行业研究。

主要研究覆盖公司: 中国神华、中煤能源、西山煤电、开滦股份、金牛能源、大同煤业、潞安环能、国投新集、恒源煤电、平煤天安。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434