



2 季度关注焦煤带来的投资机会

2010.3.17

投资要点:

- 煤炭的下游产业主要有电力、钢铁、化工和建材，累计占煤炭总需求的90%以上；这几个行业均于08年年底、09年年初触底，目前正处于复苏通道中；我们预计四个行业10年的累计耗煤量较09年增长10%左右，带来大约3亿吨的煤炭增量需求；
- 国家的兼并重组政策以及各省份对小煤矿的整顿在短期内会对煤炭产能形成一定的压制，我们预计10年山西、河南等地的煤炭产量将基本保持稳定，内蒙、新疆等地虽有较大潜力，但受制于运力限制，增长幅度很难超过今年。综合来看，10年我国煤炭产量继续保持平稳增长，增量在2.8—3.0亿吨之间；
- 09年我国进口煤炭12,583万吨，同比增长111.5%，净进口10,343万吨；我们预计2010年我国煤炭净进口量将大幅减少，粗略估计在50%左右，为4500—5000万吨；
- 展望2010年，我们预计下游行业复苏所带来的煤炭增量需求为3亿吨左右，供给增量在2.8—3.0亿吨之间，净进口量减少4500—5000万吨，潜在供求之间存在4500—7000万吨的缺口，从而使10年的煤炭价格继续维持升势，涨幅大致在10—15%之间；
- 煤炭行业的业绩对价格非常敏感，价格弹性系数在2以上，其中焦煤类上市公司的弹性又大于动力煤类。一方面，我们看好10年煤炭价格的走势，并认为2季度焦煤处于上升通道中，而动力煤价格则总体趋势向下；另一方面，焦煤类上市公司的业绩弹性又大于动力煤类，因此2010年2季度我们更看好焦煤类上市公司的表现。
- 煤炭价格的走高将带动行业赢利能力的提升，但由于09年煤炭板块的涨幅远高于同期上证，可能透支了10年的行情，我们继续维持煤炭行业“中性”评级，建议投资者关注两条主线，第一条是焦煤类上市公司，如开滦股份、西山煤电、冀中能源、潞安环能、上海能源等，原因在于2季度动力煤供应紧张的局面已经缓解，而焦煤的旺季即将来临；第二条主线是具有整合预期的上市公司，如开滦股份、国阳新能、大同煤业、恒源煤电等。

行业评级

中性

(维持)

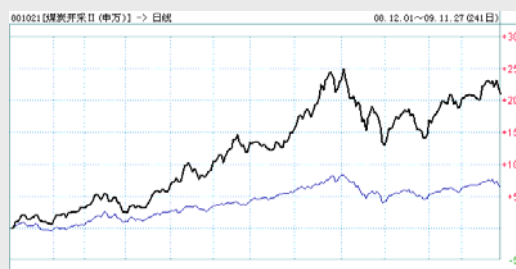
09 年市盈率:

26.2

10 年市盈率:

22.0

行业表现



评价周期

1 个月

6 个月

12 个月

绝对表现 (%)

2.76

36.72

145.38

相对表现 (%)

-0.25

15.08

77.35

资料来源:Wind 资讯

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
开滦股份	推荐	1.46	0.67	1.15
西山煤电	推荐	1.44	0.92	2.20
冀中能源	推荐	2.49	1.39	2.60
潞安环能	推荐	2.48	1.83	2.50
国阳新能	推荐	1.51	1.93	2.40
大同煤业	推荐	2.40	1.27	1.80

资料来源:公司数据

黄庆扬 张志鹏 (S08202091200024)

电话

021-32229888*3508

邮箱

huangqingyang@ajzq.com

相关报告

目录

宏观环境	3
需求	
电力：预计 10 年增速为 10-11%，带来的火电用煤增量在 0.9-1.2 亿吨	4
钢铁：预计 10 年粗钢产量超过 6 亿吨，同比增长 7% 左右	4
化肥：产量维持在高位，增速逐步放大	4
水泥：预计 10 年水泥产量前高后低，较 09 年增长 12%	5
供给：预计 10 年我国煤炭产量增量在 2.8—3.0 亿吨之间	6
进出口：预计 10 年煤炭净进口量将大幅减少 50%	6
价格	
国际煤价：原油价格能够为国际煤价提供支撑	7
动力煤：10 年的煤炭价格将继续维持升势，涨幅大致在 10—15% 之间	7
焦煤：价格上涨窗口已基本打开	8
库存：近期库存因季节性因素大幅攀升	9
海运市场：国内煤炭运价拒绝随 BDI 上涨	9
投资评级与建议：2 季度关注焦煤带来的投资机会	10
风险提示	10

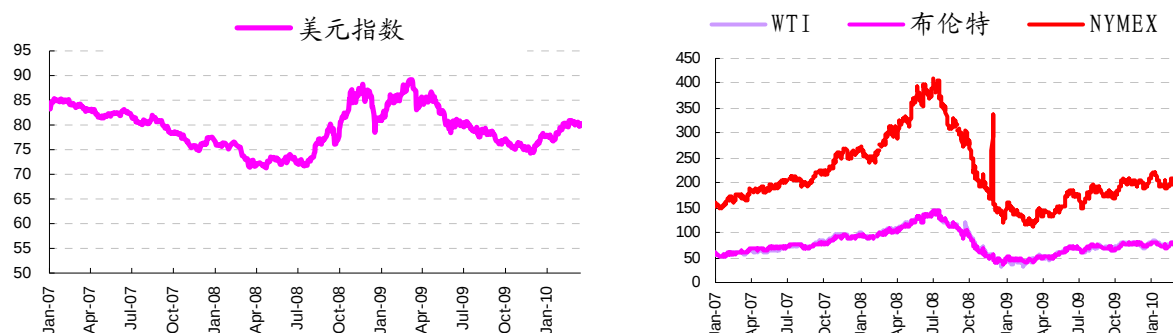
图目录

图 1 美元指数走势及国际原油价格走势	3
图 2 我国单月货币供应量及月 CPI、PPI 走势	3
图 3 全国发电量、粗钢产量及其增长率	4
图 4 全国化肥、合成氨产量及其增长率	4
图 6 全国煤炭进出口的年化、月度数据	6
图 7 国际动力煤及原油价格走势	7
图 9 国内焦煤价格走势	8
图 10 秦皇岛煤炭库存情况	9

宏观环境：流动性紧缩阴影挥之不去

图 1 美元指数走势及国际原油价格走势

单位：美元/吨



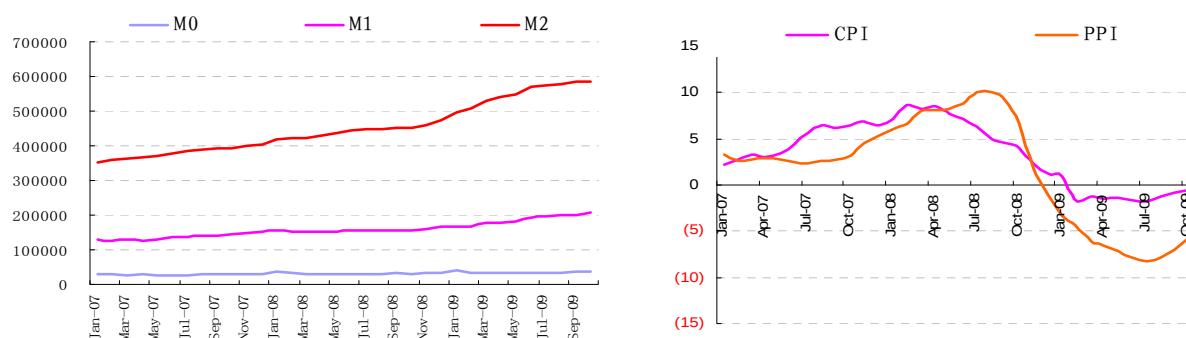
资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

美元指数在经历了 1 个月的快速反弹后，自 2 月中旬起进入盘整阶段。目前，希腊债务危机逐渐显现明朗信号，而英镑却再次出现急速下跌的行情。近日，穆迪在报告中指出，包括美国、英国、德国以及法国在内获得“AAA”主权评级的国家依然安全，但美国和英国用于支付债务利息的成本不断升高，这两个国家的“AAA”评级被下调的可能性大增。

欧佩克近期称，2010 年全球石油需求增速将快于预期。IEA 也预计 2010 年全球原油需求将增加 160 万桶/天，同比上升 1.8%，至 8660 万桶/天。受此影响，WTI 原油期货结算价一举突破 82 美元。EIA 预计 WTI 原油价格在今年春季的均价为 80 美元/桶，到今年年底的均价预计为 82 美元/桶；到 2011 年年底平均价格将升至 85 美元/桶。

图 2 我国单月货币供应量及月 CPI、PPI 走势

单位：亿元



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

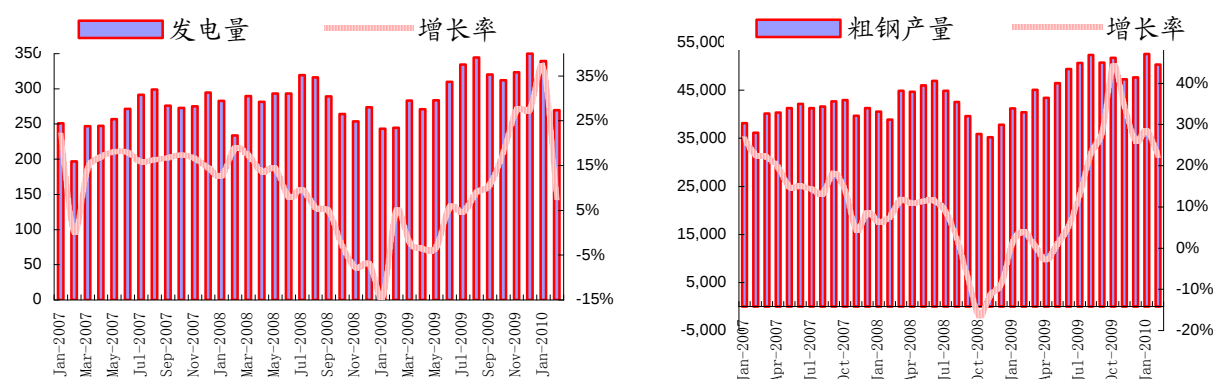
在结束了 9 连阴和 12 连阴后，CPI 和 PPI 分别于 2009 年 11 月和 12 月转正。今年 2 月份，我国 CPI 同比增长 2.7%，环比增长 1.2%；PPI 同比增长 5.4%，环比增长 1.1%。目前，CPI 已接近 3% 的关口，也进一步引起了投资者对流动性紧缩的担忧。

需求

电力：预计 10 年增速为 10-11%，带来的火电用煤增量在 0.9-1.2 亿吨

图 3 全国发电量、粗钢产量及其增长率

单位：十亿千瓦时、千吨



资料来源：CEIC，爱建证券研发总部整理

受金融危机影响，我国发电量增速从 08 年第 2 季度始步入下行通道，并于 2009 年初达到最低，其后一路反弹。10 年 1-2 月份，我国总发电量为 6090 亿千瓦时，较上年同期增长 22.1%。

随着经济的持续回暖，我国发电量增速继续反弹应无悬念。综合判断，2010 年全社会用电量将呈现“前高后低”的总趋势，发电量增速将预计为 10-11%，火电用煤的增量将在 0.9-1.2 亿吨之间。

钢铁：预计 10 年粗钢产量超过 6 亿吨，同比增长 7% 左右

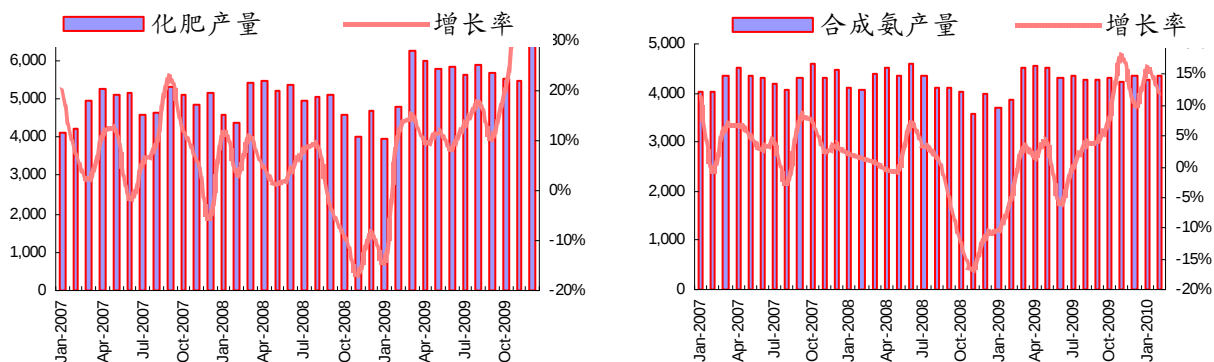
虽有金融危机影响，我国粗钢产量却在 09 年 5、6、9 月份连续创出新高，其后由于季节性因素有所回调。进入 2010 年，1 月份粗钢产量又创新高，月产量达到 5253.8 万吨。

09 年全年，全国累计完成粗钢产量 56640.0 万吨，同比增长 13.76%，为全国 GDP “保八”任务的完成立下了汗马功劳。预计 10 年粗钢产量超过 6 亿吨，比上年增长 7% 左右。

化肥：产量维持在高位，增速逐步放大

图 4 全国化肥、合成氨产量及其增长率

单位：千吨



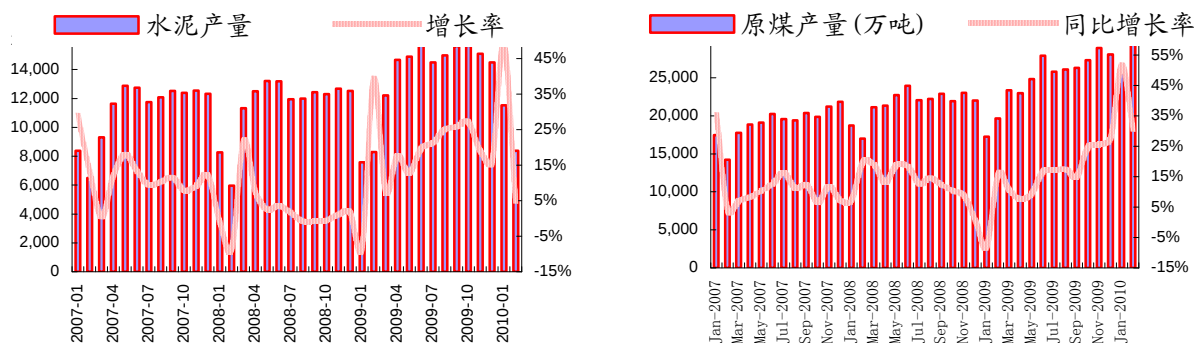
资料来源：CEIC，爱建证券研发总部整理

合成氨行业在经历了 08 年 9 月份到 09 年 2 月份的同比下降后，09 年 3-5 月份增速开始转正，随后产量一直维持在高位，增速却在 08 年低基数的基础上逐步放大。2010 年 1-2 月份，我国合成氨产量为 427.4 和 433 万吨，分别同比增长 15.9% 和 11.9%。随着春耕备肥季节的来临，我们认为产量还将有一个扩大的过程，持续时间到 10 年 2 季度初。

水泥：预计 10 年水泥产量前高后低，较 09 年增长 12%

图 5 全国水泥及原煤产量及其增长率

单位：万吨



资料来源：WIND 资讯，爱建证券研发总部整理

受益于国家 4 万亿经济刺激计划，我国水泥产量一直保持良好的增长势头。09 年除了 1 月份水泥产量同比出现下滑以外，其他月份一直维持正增长，全年共实现水泥产量 16.4 亿吨，同比增长 18.4%。2010 年 1 月，我国水泥产量由 1450 万吨降至 1152 万吨，但由于 09 年同期基数较小，因此仍保持了较高增速，同比大增 49.0%。进入 2 月份后，我国水泥产量的绝对值和相对增速均大幅回落，产量进一步跌至 837.7 万吨，同比增速也下滑至 4.8%。

在大规模的经济刺激方案初见成效后，作为基础设施建设原材料的水泥增速也逐渐回落。我们预计 2010 年国内投资因素对水泥需求的大幅拉动作用将趋于平稳，虽然有建材下乡等概念，但我们仍预计近年的增幅将由于 09 年的大基数效应有所回落。预计 10 年水泥产量将呈前高后低的态势，10 年产量较 09 年增长 12%。

煤炭的下游产业主要有电力、钢铁、化工和建材，累计占煤炭总需求的 90% 以上。这几个行业均于 08 年年底、09 年年初触底，目前正处于复苏通道中。我们预计四个行业 10 年的累计耗煤量较 09 年增长 10% 左右，带来大约 3 亿吨的煤炭增量需求。

供给：预计 10 年我国煤炭产量增量在 2.8—3.0 亿吨之间

自去年 10 月至今，我国煤炭产量已连续 5 个月保持 20% 以上的增长。09 年全年我国原煤产量 29.65 亿吨，较 08 年增长 12.7%，增长势头平稳。2010 年，煤炭产量增长出现了加速趋势，1 月份同比增长 51.5%，主要是因为去年同期的基数较低。2 月份，煤炭产量出现了一定幅度的回落，为 2.13 亿吨，同比增长 30.5%。

2008 年 10 月 11 日，发改委、国家能源局、国家安全监管总局和国家煤矿安监局联合下发了《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，规划“十一五”后三年全国再减少小煤矿 4000 余处，其中彻底关闭 2500 余处、扩能改造 1500 余处，到 2010 年生产能力在 30 万吨/年以下的小煤矿数量控制在 1 万处以内，产量控制在 7 亿吨。2010 年是“十一五”计划的最后一年，发改委的三年期限即将达到，预计整顿小煤矿的步伐将进一步加速，而且其范围不仅仅限于山西省，河南、山东、内蒙、河北等省份正也或有意跟进。

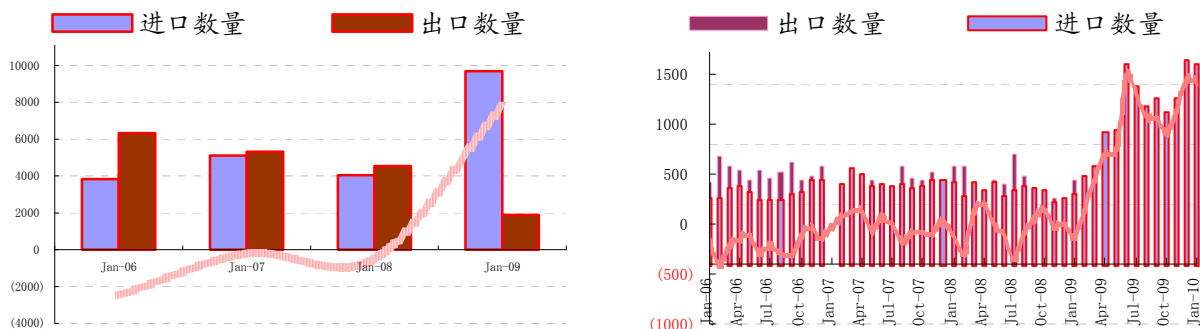
国家的兼并重组政策以及各省份对小煤矿的整顿在短期内会对煤炭产能形成一定的压制，我们预计 10 年山西、河南等地的煤炭产量将基本保持稳定，内蒙、新疆等地虽有较大潜力，但受制于运力限制，增长幅度很难超过今年。综合来看，10 年我国煤炭产量继续保持平稳增长，增量在 2.8—3.0 亿吨之间。

进出口：预计 10 年煤炭净进口量将大幅减少 50%

2009 年由于国内外煤炭价格倒挂，我国煤炭进口量大幅超过出口量，一反以往出口大于进口的局面。统计数据显示，09 年我国进口煤炭 12,583 万吨，同比增长 111.5%；煤炭净进口 10,343 万吨，与 08 年的 503 万吨净出口相比，我国首次成为煤炭进口大国。2010 年 1 月份，我国煤炭进口继续维持高位，当月进口 1607 万吨，净进口 1425 万吨。

图 5 全国煤炭进出口的年化、月度数据

单位：万吨



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

随着我国经济的进一步复苏和国家鼓励煤炭进口、限制煤炭出口的政策导向，我们预计今后我国的煤炭净流入将成为一种常态，但由于国际煤价上涨和外围经济复苏等方面的原因，10 年我国煤炭净进口量将大幅减少：

- ✓ 随着外围经济回暖和国际煤价上涨，09 年上半年我国煤炭内外价格大幅倒挂的现象不会发生；
- ✓ 主要煤炭出口国澳大利亚的率先加息说明其经济复苏势头良好，高利率促使澳元升值并推高煤炭价格；
- ✓ 主要煤炭进口地区美国、日本、欧洲、印度经济的回暖将增加其煤炭需求，从而在国际煤炭市场上直接与我国形成竞争。

09 年我国进口煤炭 12,583 万吨，同比增长 111.5%，净进口 10,343 万吨。由于以上几方面原因，我们预计 2010 年我国煤炭净进口量将大幅减少，粗略估计在 50% 左右，为 4500—5000 万吨。

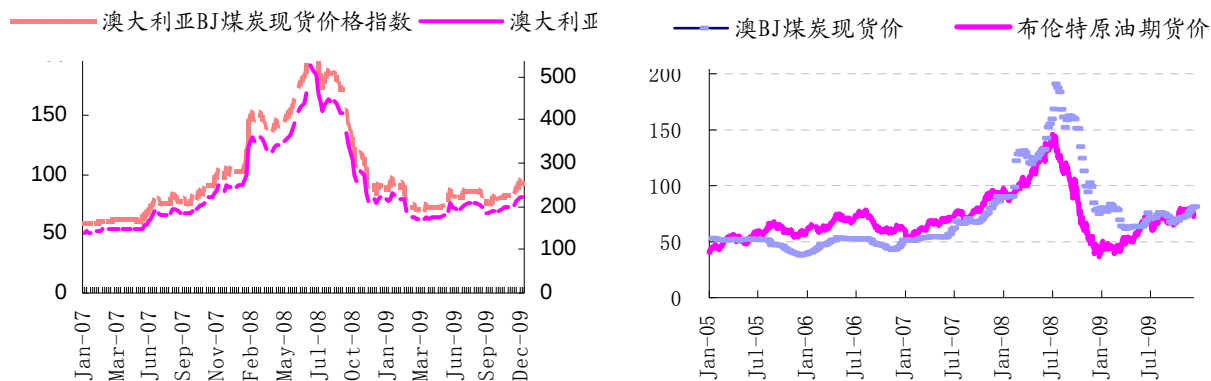
价格

国际煤价：原油价格能够为国际煤价提供支撑

作为原油的部分替代品，国际煤价跟随原油在 08 年经历了一回疯狂，于 7 月 3 日达到了疯狂的极限——澳大利亚 BJ 煤炭现货价格报于 190.95 美元/吨。近期，国际煤价在 2 月初冲上 99 美元/吨后出现了回落，2 月 18 日澳大利亚 BJ 煤炭现货价格收报于 92.75 美元/吨。

图 6 国际动力煤及原油价格走势

单位：美元/吨



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

从历史数据看，国际原油与煤炭价格呈现极强的正相关关系。08 年以来，澳大利亚 BJ 动力煤每吨的现货价一直高于布伦特原油每桶的期货价，我们认为原油价格在短期内能够为国际煤价提供支撑。

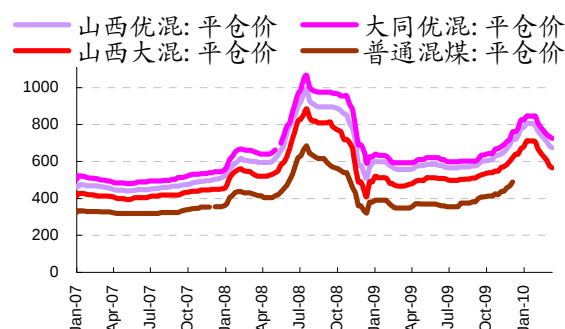
动力煤：10 年的煤炭价格将继续维持升势，涨幅大致在 10—15% 之间

动力煤价格经过了 3 个月的持续上涨后，2 月初开始回调。至 3 月初，秦皇岛港山西优混、大同

优混和山西大混均较最高点下跌 120—145 元/吨，跌幅在 14—20% 之间，这是秦皇岛动力煤价格连续第六周下跌。

图 7 国内动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

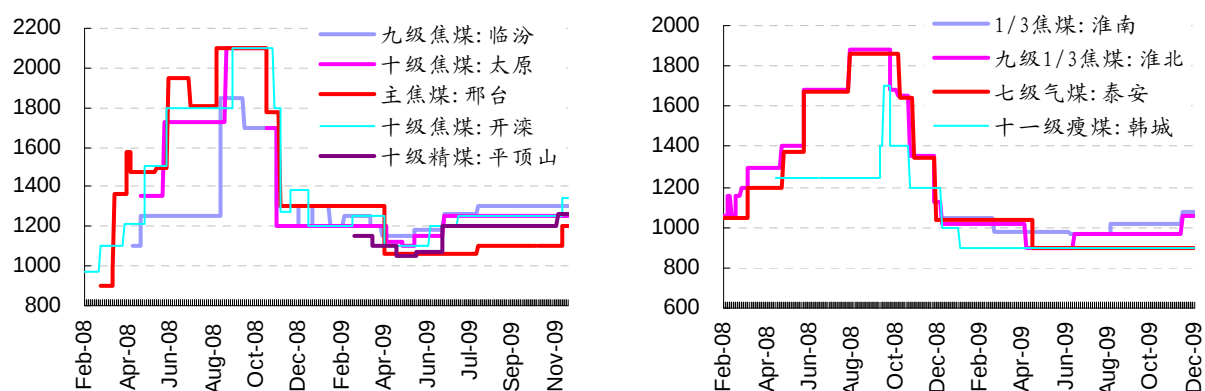
动力煤价快速下跌，最主要的原因是季节性因素所致。展望 2010 年，我们预计下游行业复苏所带来的煤炭增量需求为 3 亿吨左右，供给增量在 2.8—3.0 亿吨之间，净进口量减少 4500—5000 万吨，潜在供求之间存在 4500—7000 万吨的缺口，从而使 10 年的煤炭价格继续维持升势，涨幅大致在 10—15% 之间。

焦煤：价格上涨窗口已基本打开

危机以来，我国焦煤的价格走势要远滞后于动力煤，涨幅与动力煤不可同日而语。我们统计了 9 月初以来主要焦煤产地的焦煤涨幅，发现涨幅最大的为淮北 1/3 焦煤，每吨也仅上涨 190 元，涨幅为 20%；其次为太原十级焦煤和邢台主焦煤，每吨上涨 100 元；另外，开滦十级焦煤每吨上涨 90 元，平顶山十级精煤和淮南 1/3 焦煤每吨上涨 60 元，其他产地如临汾九级焦煤、泰安七级气煤及韩城十一级瘦煤价格均无变化。

图 7 国内焦煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

3 月份钢铁行业进入传统旺季，在这之前要提前补充库存，钢厂对焦炭的需求也会逐渐提升，我

们注意到 1 月以来焦煤价格上涨的地区明显增多。我们估计国内焦煤价格的上涨窗口已基本打开，一方面是因为钢市季节性回升，另一方面 1、2 月份又是煤炭产量的传统低谷，焦煤的供需基本面已出现好转。

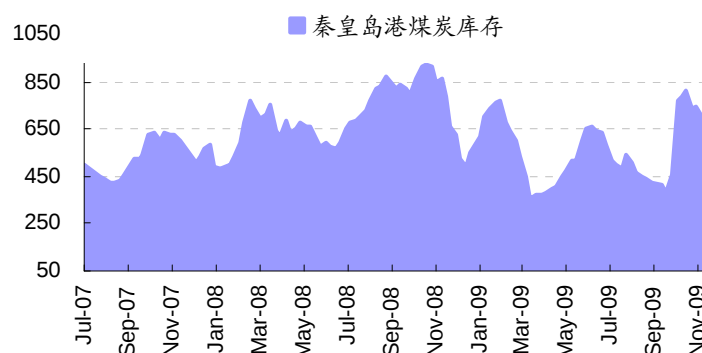
煤炭行业的业绩对价格非常敏感，价格弹性系数在 2 以上，其中焦煤类上市公司的弹性又大于动力煤类。一方面，我们看好 10 年煤炭价格的走势，并认为 2 季度焦煤处于上升通道中，而动力煤价格则总体趋势向下；另一方面，焦煤类上市公司的业绩弹性又大于动力煤类，因此 2010 年 2 季度我们更看好焦煤类上市公司的表现。

库存：近期库存因季节性因素大幅攀升

截至 3 月 13 日，秦皇岛港的煤炭库存达到 806 万吨，处在四个月的高位，主要原因是工业用煤需求低迷所致。数据显示，秦皇岛港的基准现货煤炭价格持续下跌，与亚洲基准价格之间的价差有所收窄，这可能会抑制国内煤炭用户的进口需求。

图 8 秦皇岛煤炭库存情况

单位：万吨



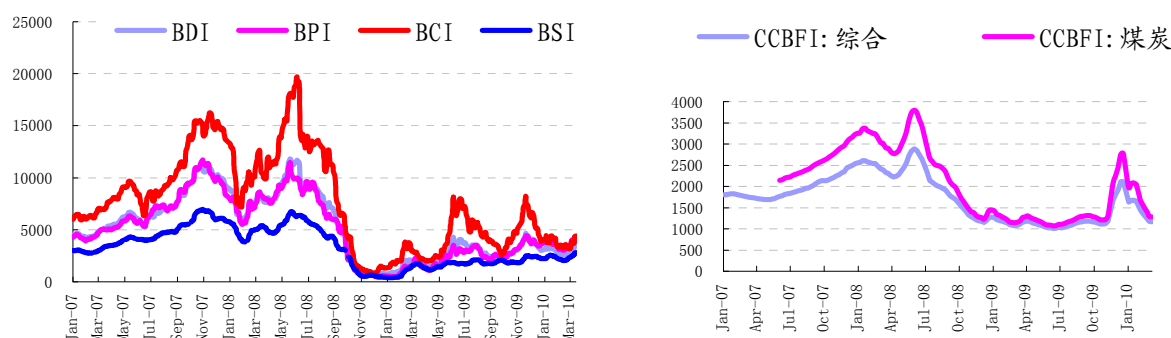
资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

海运市场：国内煤炭运价拒绝随BDI上涨

2 月中旬起来，BDI 指数快速攀升，由 2600 点上涨至 3574 点，涨幅达到 37.5%，主要原因估计为铁矿石谈判造势。据上海航运交易所总裁张页预测，2010 年国际干散货市场需求恢复增长，形势将好于 2009 年，BDI 指数平均值高于 2009 年，平均指数大致在 3000 点上下波动，好于我们之前的预计。

图 10 国际国内运输价格走势

单位：元/吨



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

与 BDI 相反，国内沿海散货运价指数(CCBFI)近期出现了大幅下跌。以 CCBFI 煤炭为例，2009 年 12 月 23 日达到近期高点 2773 点，在短短 3 个月不到的时间里已跌至 1286 点，跌幅超过 50%，说明随着动力煤淡季的到来，全国电煤供应紧张的局面已出现缓和。

投资评级与建议：2 季度关注焦煤带来的投资机会

2010 年，国家的兼并重组政策及各省份对小煤矿的整顿在短期内会对煤炭产能形成一定的压制，而煤炭下游行业的持续复苏将带来 10%左右的增量需求，再加上 10 年我国煤炭净进口数量的大幅减少，我们预计 10 年煤炭的潜在供求之间存在 4500—7000 万吨的缺口，因此对 10 年煤炭价格继续走势持乐观看法。

继节后国际油价重上 80 美元后，国际油价也于近期跃上 82 美元，但煤炭板块并没像预期那样出现一波像样的涨幅，这加重了我们对 10 年煤炭板块的担忧。我们认为原因可能是 09 年煤炭板块的涨幅远远超过了同期上证，透支了 10 年板块的涨幅。同时，流动性收缩和大宗商品价格下滑像高悬在头顶的“达摩克利斯”之剑，制约了 10 年煤炭类个股的上升空间。

综合两方面因素，我们继续维持煤炭行业“中性”评级，2 季度建议投资者关注两条主线，第一条是焦煤类上市公司，如开滦股份、西山煤电、冀中能源、潞安环能、上海能源等，原因在于 2 季度动力煤供应紧张的局面已经缓解，而焦煤的旺季即将来临；第二条主线是具有整合预期的上市公司，如开滦股份、国阳新能、大同煤业、恒源煤电等。

风险提示

经济二次探底，国际大宗商品价格走低等。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。