

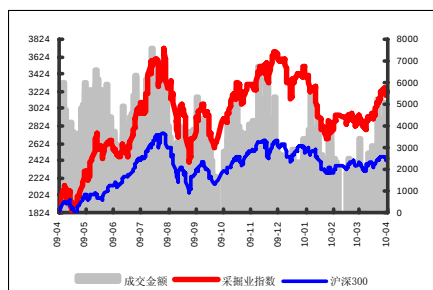
推荐(维持)

利好因素形成煤炭行业短期机会

市场数据

煤炭行业指数	3221.14
三个月涨跌幅	10%
上证综合指数	3145.35
沪深 300 指数	3379.17

相对股价表现



相关研究

分析师：吴炳华

证书编号：S0120209030051

钱小丽

8621-68761616-8025

qianxl@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26

楼,200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要:

- 二季度存在短期操作的影响因素：西南干旱将增加火电的需求量。安全事故频发影响煤炭的短期供给。进口煤价格优势消失，将增加对国内煤炭的需求。资源税征收标准会比较符合预期。
- 正常年份二季度水电发电量增加，火电发电量下降。西南干旱导致水电发电占比减少，火电发电占比增加，短期内将增加电厂耗煤量。预计火电需求量将增加 4% 左右，新增火电需求这部分将大大增加火电厂的耗煤量。对动力煤价格形成短期支撑。
- 安全事故频发影响煤炭的短期供给。随着事故的频发，安全监管部门将加强对复产中小煤矿的监管，短期将影响整合煤矿复产的进度。1-2 月山西整合煤矿产量增长很快，但由于王家岭事故的发生，后期整合煤矿产量释放很小。根据最近调研了解，前期山西整合的小煤窑基本都处于停产和技改阶段。影响煤炭短期供给。
- 随着国际经济的复苏，国际用煤量同比增长很快，已经恢复到 2008 同期水平，从而导致国际煤炭价格上涨很快，国际煤炭价格优势消失。预计后期将减少煤炭的进口量，增加对国内煤炭的需求。支撑国内煤炭的价格。
- 资源税征收会比较符合预期：随着煤炭板块盈利能力的稳定，资源税近期可能会出台。但近期国内通货膨胀的抬头，资源税的征收比例可能会在 3% 左右。

■ 推荐股票：西山煤电，潞安环能，中国神火，大同煤业

目录

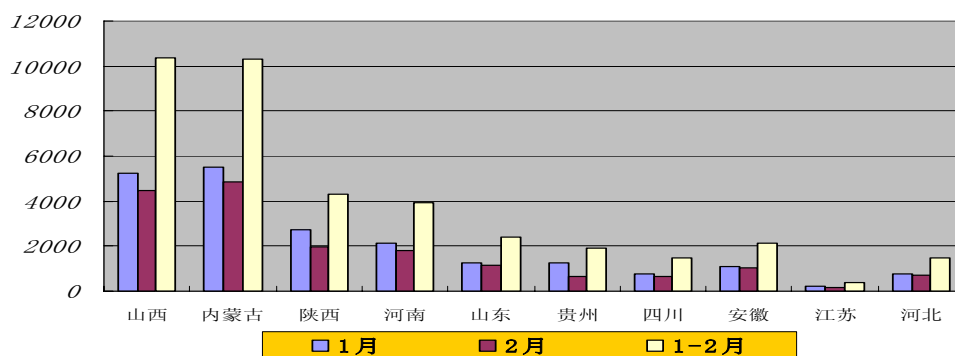
1. 历史数据回顾	2
1.1 1-2 月主要产煤地区增量都比较大	2
1.2 淡季来临, 耗煤量环比下降	3
1.3 动力煤价格企稳回升	4
1.4 钢铁价格上涨预期锁定	4
1.5 一季度煤炭进口量继续维持高位	5
2. 二季度的价格展望: 淡季动力煤价格不淡, 旺季炼焦煤价格继续上涨	6
2.1 火电需求和电煤供给将支撑近期动力煤价格	6
2.2 煤矿安全事故频发影响煤炭短期供给量, 长期煤炭供应不受影响	6
2.3 国家出台文件淘汰落后产能仅影响煤炭的短期供给	7
2.4 西南干旱增加对火电的需求量	8
2.5 进口煤的价格优势不再, 支撑国内煤炭价格	8
2.6 山西炼焦煤供给量下降, 支撑炼焦煤的价格	9
2.7 房地产的开工面积和投资额同比大增	10
2.8 原材料价格上涨, 成本上升, 会推动钢铁价格上涨	10
2.9 国际钢铁价格上涨也很快, 国际钢铁产量增速快	11
3. 二季度煤炭股投资策略: 供需面临有利形势, 短期估值有望提升	12

1.历史数据回顾

1.1 1-2 月主要产煤地区增量都比较大

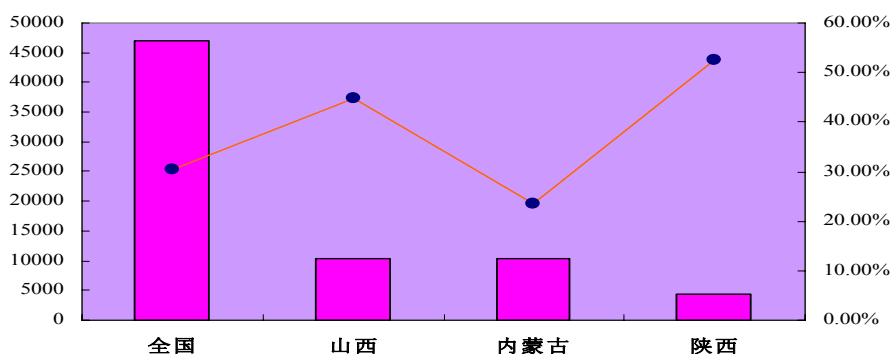
根据煤炭工业协会公布的最新数据，截止 2 月份，全国煤炭产量累计完成 46907.95 万吨,同比增长 30.5%。2 月全国煤炭产量为 21297.87 万吨，环比下降 17%，主要是春节放假开工不足和煤炭淡季需求不足所致。其中，山西前 2 月煤炭产量累计完成 10363.71 万吨,同比增长 44.9%；内蒙古前 2 月煤炭产量累计完成 10335 万吨，同比增长 23.56%；陕西煤炭产量累计完成 4315.17 万吨，同比增长 52.4%。产煤地区产量同比增速很快，主要是去年的低基数效应和乡镇煤矿产量同比增长比较快。

图表 1 各个主要产煤省份的产量同比增长:(单位:万吨)



资料来源:WIND 咨询

图表 2 “三西”产煤量同比增速很快



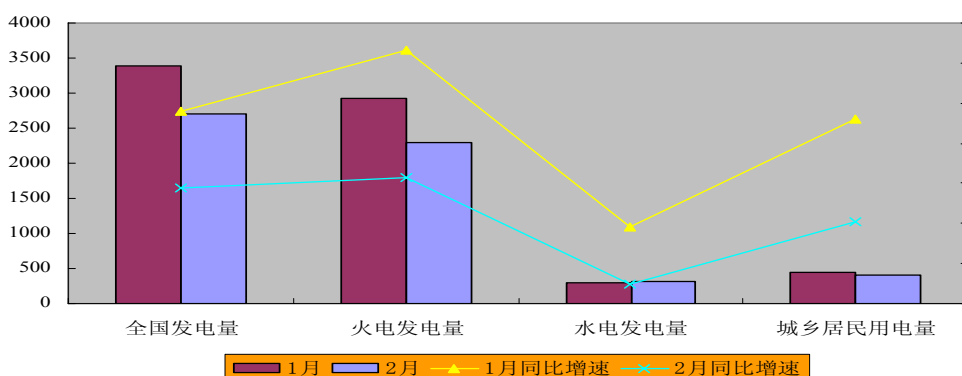
资料来源:WIND 咨询

1.2 淡季来临,耗煤量环比下降

从下游来看,1-2月全国发电量为5843.58亿万千瓦时,同比增长18.5%。其中,1月发电量为3394.20亿万千瓦时,同比增长28%;2月发电量为2299亿万千瓦时,同比增速为9%。1-2月火电发电量同比增长27.35%,其中1月火电发电量同比增速为43.30%,2月火电发电量同比增速为11.40%。

从用电结构看,1月工业用电同比增长46.15%,主要是宏观经济复苏带动工业用电增加;1月城乡居民用电同比增长25.90%,2月城乡居民用电同比增速0.34%。直供电厂耗煤量由1月的7878万吨下降到2月的5706万吨,单日耗煤量由1月的254万吨下降到2月的204万吨。1-2月火电发电量同比增速比较快,主要原因是天气寒冷、下游耗煤量比较多。随着天气转暖,2月发电量弱于1月发电量。

全国火电发电量同比上升

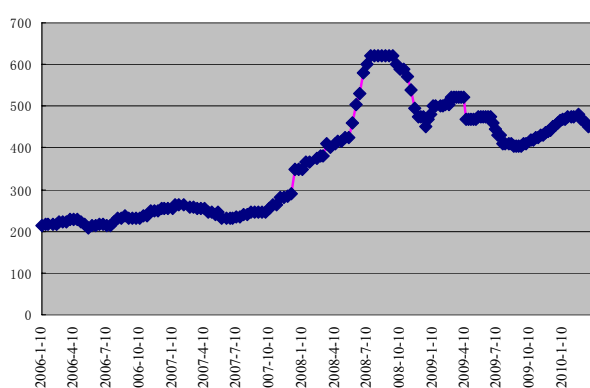


资料来源:WIND 咨询

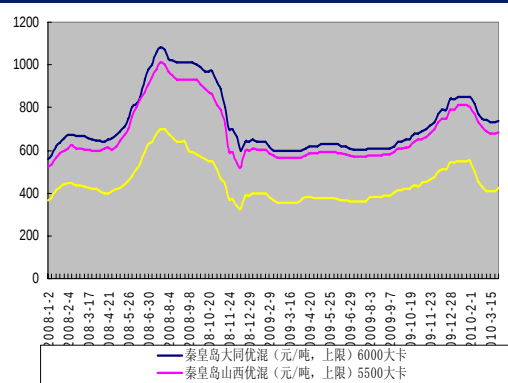
1.3 动力煤价格企稳回升

截止 3 月 29 号,大同弱粘煤坑口价格(不含税)为 452 元/吨;中转地秦皇岛大同优混 6000 大卡价格为 735 元/吨,山西优混 5500 大卡价格为 685 元/吨,普通混煤 4000 大卡价格为 425 元/吨,澳大利亚 BJ 动力煤价格为 94.1 元/吨。近日,坑口动力煤价格企稳回升,秦皇岛煤炭价格已经小幅上涨 5-10 元左右。随着用煤淡季的来临,秦皇岛煤炭库存直线上升,导致前期煤炭价格下降很快。近期,秦皇岛煤炭价格企稳并小幅回升,主要是由于西南五省大旱水电发电量占比减少,火电发电量所占比例增加,带动下游火电耗煤量增加。

公司大同 6000 大卡坑口价格起稳 (单位: 元/吨)



秦皇岛煤炭价格近期回升 (单位: 元/吨)



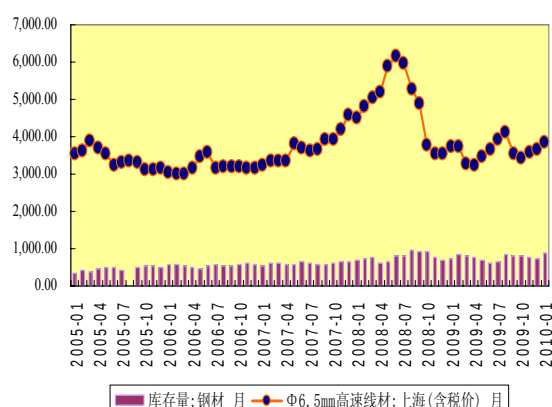
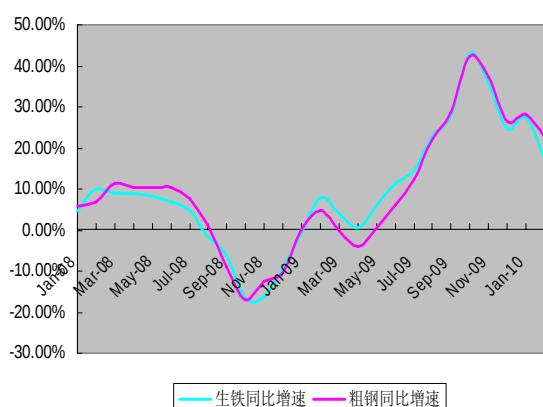
资料来源: 中国煤炭资源网

1.4 钢铁价格上涨预期锁定

1-2 月钢铁产量为 10289.20 万吨, 同比增长 25.02%; 1-2 月生铁产量为 9723.40 万吨, 同比增长 22.88%。由于前期钢铁基数比较低, 最近钢价高位震荡向上。前期钢价上涨主要是成本推动, 近期钢价上涨主要是出口量增加, 预计高库存、高成本将推动钢价继续高位震荡向上。偏乐观的钢铁价格上涨预期锁定炼焦煤价格的下行空间。

生铁和粗钢产量同比增速快

钢铁库存维持高位, 钢铁价格震荡向上 (单位: 万吨, 元/吨)



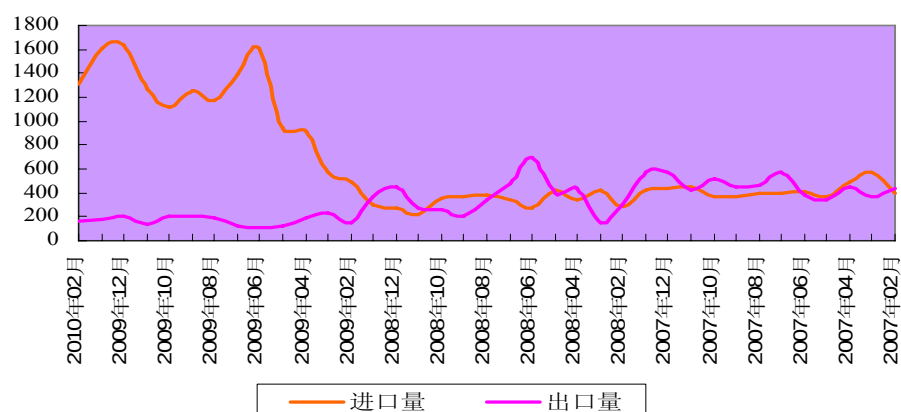
资料来源：WIND 咨询

1.5 一季度煤炭进口量继续维持高位

2010 年前两个月，国内煤炭继续维持去年的净进口态势，进口维持高位。进口方面，随着国际经济复苏，国际煤炭价格开始上涨，国内外煤炭价格倒挂的现象也逐渐消失。2 月进口环比下降 18.4%，1-2 月煤炭进口量为 2918 万吨，同比增长 73%。其中：1 月份煤炭进口量为 1607 万吨，同比增长 81%，环比仅下降 2%。1 月份国内用煤需求旺盛，国际价格具有优势，进口继续维持高位。2 月份随着国际煤炭价格优势的消失，进口环比下降。其中：1-2 月动力煤进口 1058 万吨，炼焦煤进口 750 万吨，无烟煤进口 359 万吨。

出口方面，1-2 月煤炭出口量为 344 万吨，同比减少 33%。其中：1 月份煤炭出口量为 182 万吨，同比减少 50%；2 月份煤炭出口量为 162 万吨，同比增加 10%。其中：1-2 月动力煤出口 278 万吨，炼焦煤出口 17 万吨，无烟煤出口 47 万吨，出口有企稳回升的趋势。

煤炭进口量仍维持在高位,出口稳定



资料来源：中国煤炭资源网

2. 二季度的价格展望:淡季动力煤价格不淡，旺季炼焦煤价格继续上涨

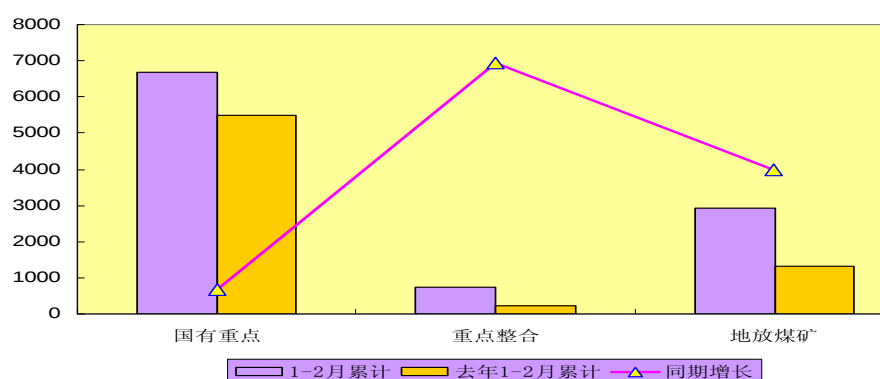
2.1 火电需求和电煤供给将支撑近期动力煤价格

动力煤的价格将缓慢向上，主要理由是：1) 近期煤矿事件频发将阻碍重点整合煤矿产量的释放；2) 近期国家出台的淘汰落后产能的文件；3) 西南干旱将导致水电发电量占比下降，增加对火电发电量的需求；4) 进口煤价格优势消失。

2.2 煤矿安全事故频发影响煤炭短期供给量，长期煤炭供应不受影响

近期全国发生三起煤炭安全事故：高家岭煤窑透水事件、河南煤窑 3 月 31 日井下发生瓦斯爆炸事故、3 月初神华集团乌海骆驼山煤矿透水事故，这 3 起严重的煤矿事故将迫使相关部门加大对煤矿安全事故的检查力度，预计后期政府将再次加强对煤矿建设和复产的监管力度。3 月 31 日，山西省委省政府召开了全省煤矿安全生产工作会议，会议要求严格煤矿复工复产验收、严格关闭矿井监管、严格停产整顿矿井监管、严格矿井防水管理、严格矿井“一通三防”管理、严格矿井管理、严格劳动用工管理等 8 个方面全面抓好煤矿安全生产工作，并要求组织开展为期 3 个月的在建项目专项排查治理行动。我们跟踪了山西煤炭产量情况，其中 1-2 月国有重点煤炭产量为 6685 万吨，同比增速为 21.45%。其中：1-2 月重点整合煤炭产量为 740.06 万吨，同比增加 216.4 万吨。1-2 月地方煤矿产量为 2938.7 万吨，同比增速为 124.56%。根据目前调研的情况，发生安全事故以后，山西省整合煤矿基本都停产，预期后期这部分产量释放会很少。但总的来讲，重点整合煤矿产能所占比重比较少，对整个煤炭行业的供应不会有太大的影响。

重点整合煤矿和地放煤炭产量增速比较快（单位：万吨）



资料来源：中国煤炭资源网

2.3 国家出台文件淘汰落后产能仅影响煤炭的短期供给

2010年4月7日公布的《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》(以下简称“7号文”)中,煤炭行业被要求在2010年底前关闭小煤矿8000处,淘汰产能2亿吨。山西进行煤炭资源整合后,各个产煤大省如河南、内蒙古、山东、新疆、河北、郑州相续效仿。3月河南煤炭资源整合已正式启动,河南省政府出台了《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》,提出将对全省年生产规模在15—30万吨的煤矿(含15和30万吨,不包括年生产规模100万吨以上煤炭企业所属矿井)进行兼并重组,到2010年年底全省要力争建成3个年产5000万吨的特大型煤炭企业;省骨干煤炭企业控制的煤炭资源量占全省占用煤炭资源量的85%以上,产量占全省总产量的75%以上;单个矿井生产规模不低于15万吨/年。河南省政府要求在明年3月底之前,必须全部完成兼并重组工作。

2010年山东省省属七大煤炭企业集团的整合已经提上日程,它们分别是兖矿集团、枣庄矿业、淄博矿业、新汶矿业、龙口矿业、肥城矿业、临沂矿业,合计产能过亿吨。在这7家煤炭企业中,只有兖矿集团拥有上市公司这一融资平台。根据山东省国资委提交的论证方案,大煤炭集团组建后,通过产权关系的整合,逐步建立统一的销售、采购及资金运作平台,提升企业核心竞争力。内蒙古煤矿整合大幕也从去年开始拉开。到2010年底,单井30万吨以下的煤矿将全部退出市场,全区井工矿平均单井规模达到100万吨以上。2010年内蒙古计划将煤炭产量控制在7亿吨左右。鄂尔多斯煤炭探明储量1496亿吨,占全国煤炭储量的1/6。

河北煤矿的兼并重组工作2009年就已经开始运作,预计整合工作2010年能全部完成。

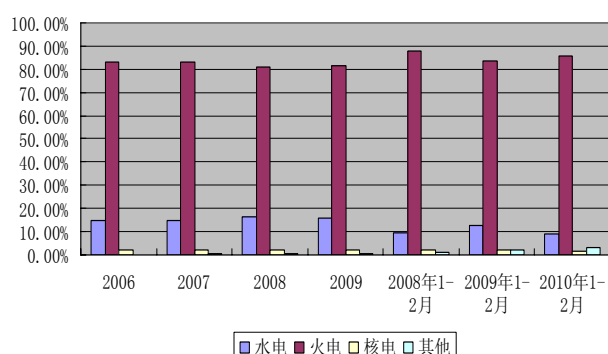
郑州市4月1号下发煤炭企业兼并重组实施方案,要以优势煤炭企业和年生产规模100万吨以上煤炭企业为主体,兼并重组中小煤矿,力争2010年底形成年产规模200万吨-300万吨煤炭企业5个以上,年生产300万吨-500万吨煤炭企业3个以上,年生产规模500万吨以上煤炭企业2个。通过兼并重组,骨干煤炭企业产量占全市总产量的90%以上,单个矿井生产规模不低于15万吨/年。郑煤集团、河南省煤层气开发利用有限公司、河

南煤化集团、国投煤炭有限公司河南分公司等作为兼并重组主体。

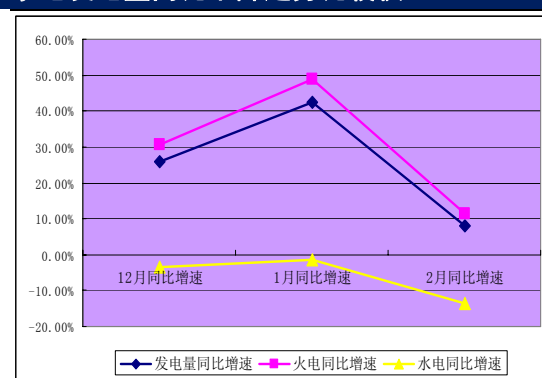
2.4 西南干旱增加对火电的需求量

云南、贵州、广西、重庆、四川大部分地区干旱等级都在 50-100 年一遇，严重旱情导致水电发电量大大低于历史同期。另一方面，抗旱将增加当地的用电量，从而影响周边用电需求。历史上二季度为用煤淡季，预计 2010 年二季度用煤将因此淡季不淡。

火电发电量所占比重比较大



水电发电量同比下降趋势比较快



资料来源：WIND 资料 德邦证券研究所

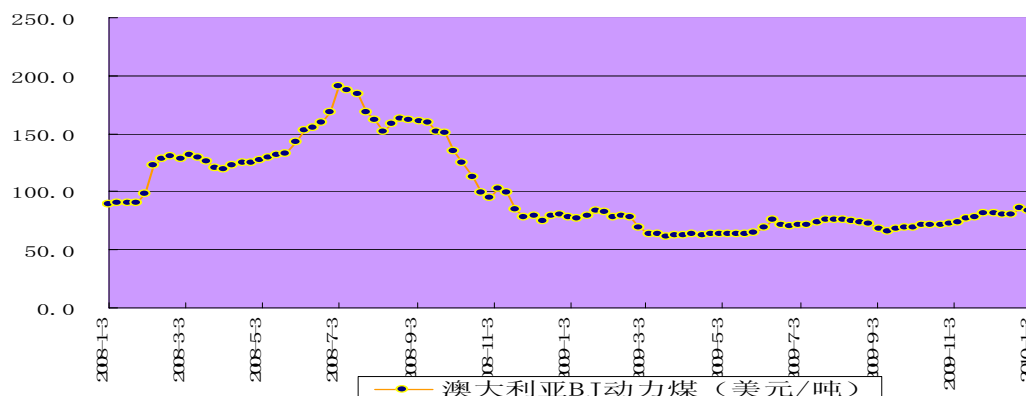
西南 5 省水电发电量大概为 2400 亿千瓦时，占全国水电发电量的 42% 左右。正常年份下，水电发电量占全社会发电量的 12% 左右。2010 年前两月水电发电量所占比例为 9.2%，将增加火电需求 3%；抗旱也将增加当地的用电需求，将新增火电需求为 4% 左右。前期预估 2010 年火电需求增速为 6% 左右，新增火电需求这部分将大大增加火电厂的耗煤量。同时，2 月份水电发电量同比增速下降 13.6%，水电发电的下降趋势后期将延续，因此预计后期火电耗煤量也将延续。

2.5 进口煤的价格优势不再，支撑国内煤炭价格

国际 BJ 煤价 2010 年 1 月份基本在 95-99 美元/吨之间徘徊，先短涨后长跌；2 月在 92-95 美元/吨之间震荡，先长跌后短涨；3 月份在 93-94.5 美元/吨之间反复，先短跌后长涨；截至 3 月 26 日价格为 94.5 美元/吨。随着世界经济的复苏，工业用煤量增加，煤炭价格上涨比较快。同期，中转地秦皇岛大同优混 6000 大卡的价格为 730 元/吨。据测算，国际动力煤加上海运费以及其他税费已高于秦皇岛煤炭 5800 大卡运达广州港的价格大约 90 元左右，而近期国际煤炭价格仍有上涨的趋势。同时世界最大的动力煤出口商斯特拉塔矿业集团为代表的澳大利亚方面和一家日本电力企业签署动力煤年度合同，而价格设定在 98 美元/吨，而去年的合同价格为 70-72 美元/吨。因此，后期进口煤炭产量预计将

下降，从而增加对国内煤炭的需求，对国内煤炭价格形成支撑。

澳大利亚 BJ 动力煤的价格（单位:美元/吨）

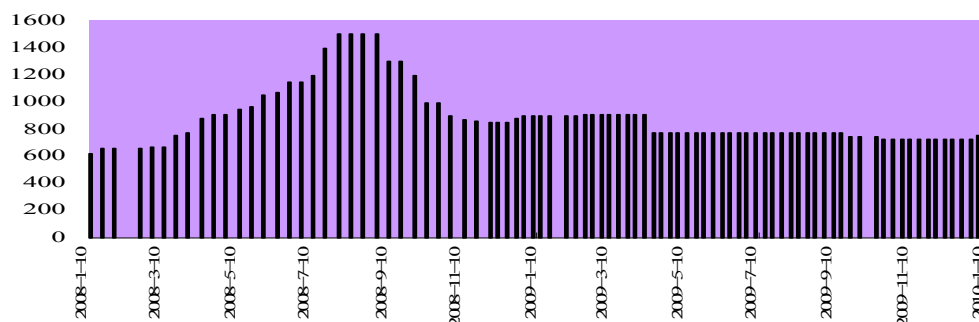


资料来源：中国煤炭资源

2.6 山西炼焦煤供给量下降，支撑炼焦煤的价格

在王家岭事故发生以后，乡宁地区已经开始执行现行在建复产矿井安全整顿工作。乡宁、河津地区目前复产中小煤矿已经陆续关停整，市场焦煤供给比较紧缺。近期钢铁网监测临汾地区 1/3 焦煤报 1470 元，主焦和肥煤均达到 1500 元的出厂含税价，较前期上涨约 50 元左右。很多煤矿一直在处于换证停产阶段，市场焦煤流通资源不足，价格位于高位。而且煤矿透水事故将在后期几个月对当地焦煤流转产生影响，支撑炼焦煤的价格。

炼焦煤价格同比上涨

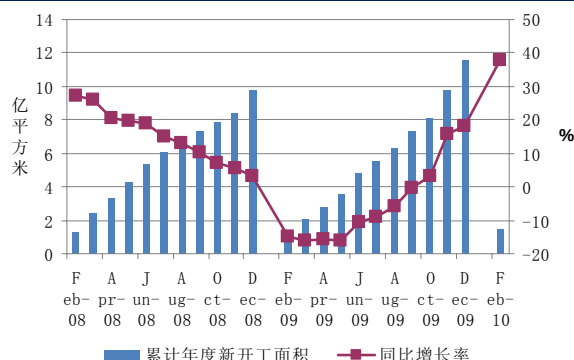


资料来源：中国煤炭资源网

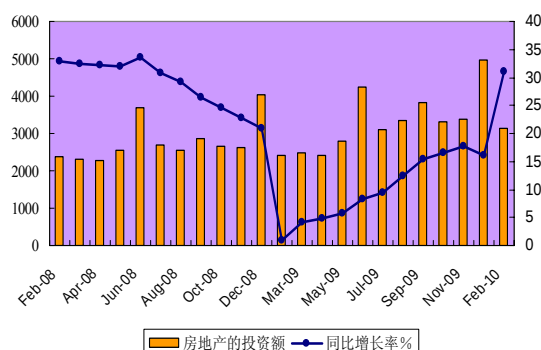
2.7 房地产的开工面积和投资额同比大增

上半年房地产开发投资的延续性将继续拉动钢铁、水泥，从而支撑炼焦煤的价格。2 月份房地产新开工面积同比增长 37.96%，房地产实际投资完成额同比增长 31.1%，这将大大拉动钢铁需求。

房地产新开工面积同比上涨



房地产实际完成投资额同比增长

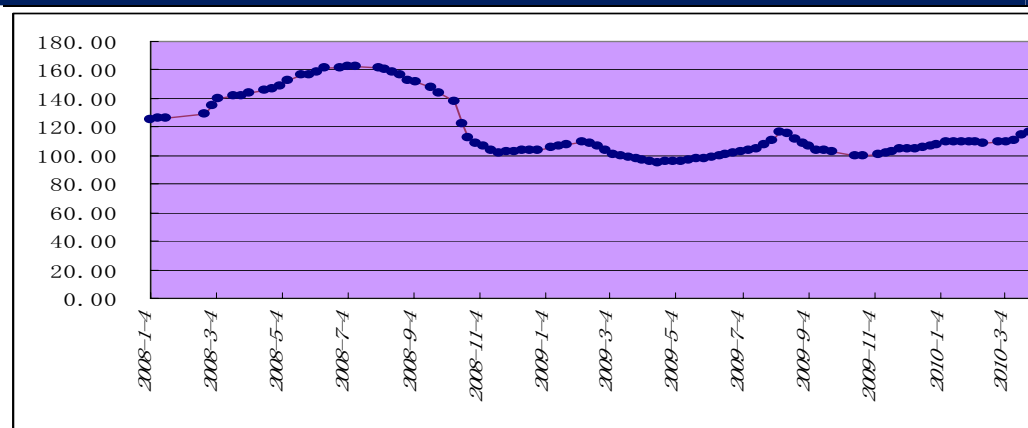


资料来源：德邦证券研究所

2.8 原材料价格上涨，成本上升，会推动钢铁价格上涨

2010 年国际铁矿石谈判日韩基本确定提价 100%左右，导致钢材成本提高的预期愈演愈烈。焦炭出厂价较前期也在逐渐提升，预期后期上游原料价格存在跟涨的可能。此外，炼焦煤占整个钢铁成本比例很小，钢价对对炼焦煤价格上涨并不敏感。目前，钢铁行业盈利能力仍然很强。近来钢厂不能满足钢贸商的协议订货量，有的只能满足协议量的一半，而有的甚至只同意给钢贸商长期协议量的 30%，说明钢厂产销两旺，订货合同饱满。

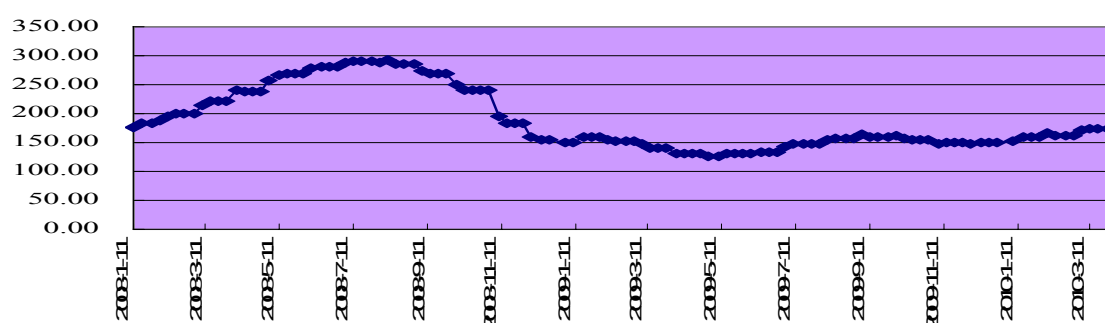
国内钢材价格指数趋势向上



2.9 国际钢铁价格上涨也很快，国际钢铁产量增速快

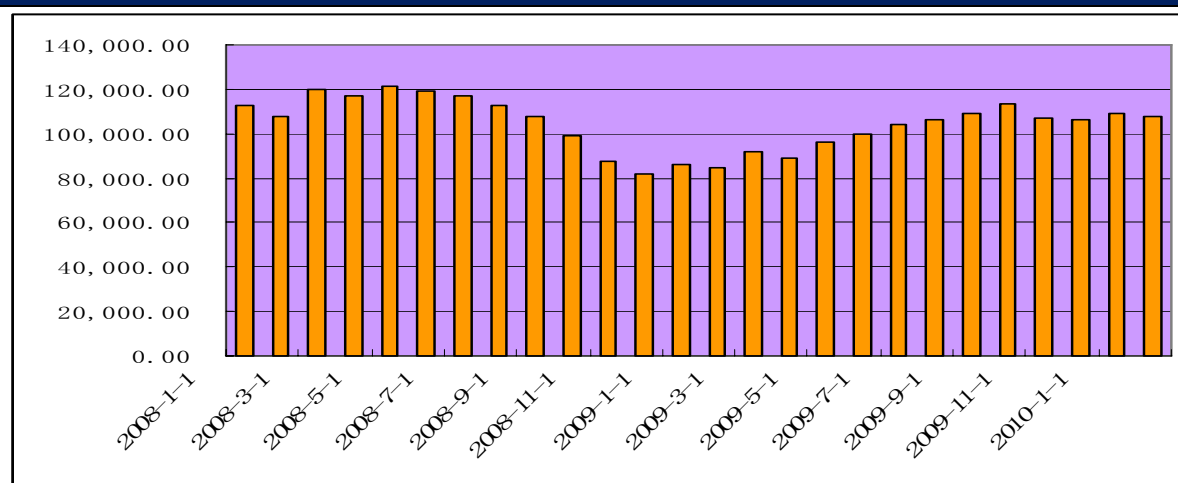
焦煤方面，美林现在预测焦煤年度价格将升至 240 美元/吨，比上年增长 86%，较该行此前预测高 30%。同时，日本大型钢铁企业与澳大利亚必和必拓集团达成焦煤提价协议，即 4 至 6 月份煤价涨至每吨 200 美元/吨，比 2009 年度加价 55%。这些都支撑国内炼焦煤价格的上涨。从下游钢厂来看，全球粗钢 1-2 月的产量为 21677.9 万吨，同比增长 21%，国际经济恢复导致对钢铁的需求增加。预期后期这种趋势将维持，从而拉动国内炼焦煤的需求。

国际钢铁价格指数趋势向上



资料来源：WIND 咨询

全球粗钢产量维持下半年的高位（单位：千吨）

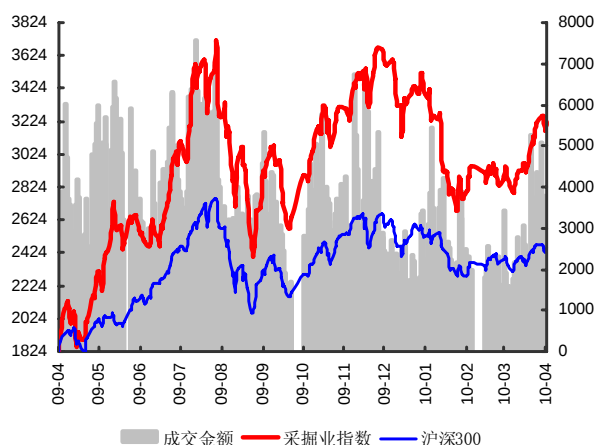


资料来源：WIND 咨询

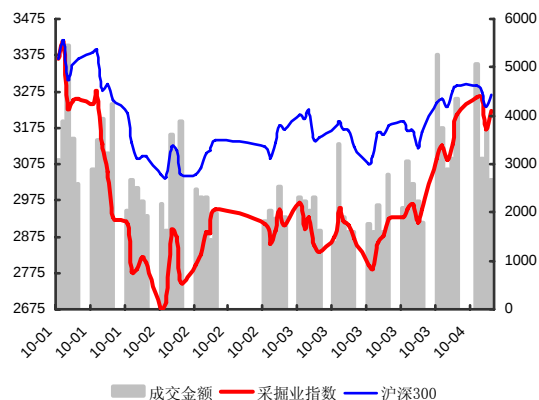
3. 二季度煤炭股投资策略:供需面临有利形势，短期估值有望提升

西南干旱导致水电发电量占比减少,火电发电占比增加,短期内将增加电厂耗煤量。同时,最近煤矿事故的频繁发生,相关安全监管部门会加强对复产中小煤矿的监管力度,后期产量释放会变慢,影响煤炭的短期供给。煤炭供给和需求的这种有利局面有望提升市场对煤炭股的估值水平预期。目前煤炭股的动态 PE 为 17 倍,我们认为未来 PE 可以达到 20 倍。重点推荐:西山煤电、潞安环能、神火股份和大同煤业。

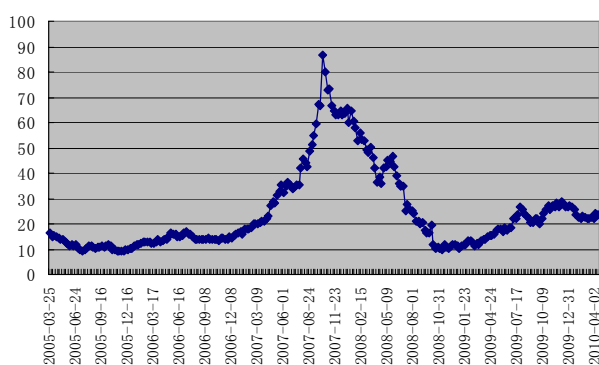
沪深 300 与煤炭开采一年内累计涨幅比较



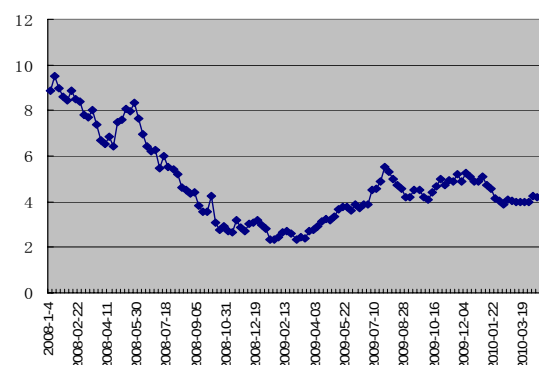
沪深 300 与煤炭开采一年内季涨幅比较



煤炭历史 PE



煤炭历史 PB



资料来源：WIND 咨询 德邦证券研究所

表 1：重点公司盈利预测

简称	代码	收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	静态 PB
中国神华	600108	29.24	1.34	1.52	1.80	21	18	16	3.3
中煤能源	601898	11.89	0.51	0.52	0.69	22	22	17	2.4
西山煤电	000983	36.80	1.44	1.02	1.86	23	26	17	8.3
潞安环能	601699	43.72	2.48	2.07	2.71	16	17	14	5.5
国阳新能	600348	40.95	1.51	1.92	2.61	25	20	15	6.3
平煤股份	601666	27.59	1.47	1.01	1.49	17	25	18	4.25
兖州煤业	600188	21.93	1.32	0.94	1.48	15	22	14	3.6
大同煤业	601001	40.81	2.40	1.79	2.19	14	19	16	4.2
开滦股份	600997	23.14	0.67	0.72	0.95	33	32	24	6.2
盘江股份	600395	27.08	1.07	0.97	1.53	24	26	17	9
国投新集	601918	15.26	0.59	0.45	0.70	25	33	22.5	4.4
恒源煤电	600971	29.98	0.78	1.32	1.63	36	21	18	3.6
冀中能源	000937	37.32	2.72	1.39	2.38	12	24	14	5.55
煤气化	000968	20.42	1.33	0.74	1.35	15	27	15	3.6
神火股份	000933	34.28	1.53	0.76	1.88	19	39	15	6.5

山煤国际	600546	29.41	0.60	0.82	1.51	46	34	18	2.9
平均						23	25	17	4.98

资料来源：德邦证券研究所；收盘价为 10 年 4 月 16 日价格

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德

邦证券股份有限公司事先书面授权，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“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。