

煤炭行业

2010 年 07 月 05 日

中性

相关研究：

政策至需求，华丽的转身——2010 煤炭行业投资策略 091212

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 年下半年投资策略 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

分析师

张红兵

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

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

经济转型与变革期的煤炭行业

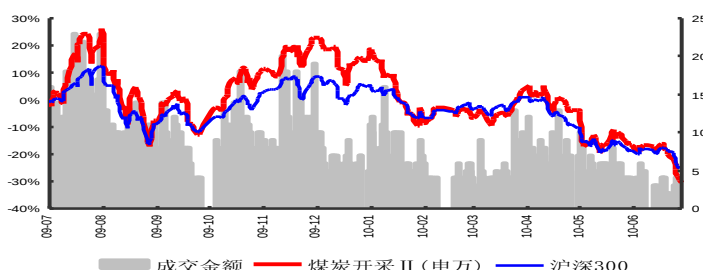
——2010 年下半年煤炭行业投资策略

行业研究/行业策略

投资要点：

- **煤炭盈利增速将回归常态。**从 2000 年以来的十年间，我国工业产量增长迅速，拉动了煤炭的巨大需求，而同期关闭小煤矿政策贯穿始终，导致煤炭行业盈利增速非常可观，展望后十年，在“调结构、促转型”的政策指导下，未来十年我们认为煤炭消费每年增速将在 4% 左右，大大低于前十年的增速，我们也认为净资产收益率有小幅下降，但仍将维持在 10%-15% 左右，未来十年煤炭行业每年利润增速维持在 15% 左右。
- **下半年供需相对宽松。**我们预计 6—12 月钢铁产量与去年基本持平，而电力比去年同期增长在 3% 左右，6—12 月净进口也将在 5000—6000 万吨左右，而供给稳步增长，主产省份如山西下半年月均产量应该在 6200 万吨左右，环比去年下半年应该在 4% 左右，总体来看我们认为下半年供需相对宽松。
- **下半年煤价有下行预期。**下半年需求增速放缓，而供给仍在释放，加上政府部门对煤价的干预，我们认为煤炭价格上行动力不足，能否下行主要取决于主要耗能行业产量的变化，我们认为下行的概率较大，但幅度有限。焦煤与主要焦炭的差价创下了最近新低，如果钢铁产量正如我们之前预期的减产，外围经济体缓慢复苏，那么焦煤价格下行压力更大，相比较，在天然气价格上涨的背景下，无烟煤价格我们认为更安全。
- **投资策略：**目前煤炭股一定程度上已经反映了需求下降引起的风险，但在需求尚不明朗的情况下，煤炭股还有下行空间，还不具备趋势性投资机会。但煤炭股相对 A 股估值水平已经回到历史均值水平，目前平均估值水平 13 倍左右，下行空间已不是很大，建议关注超跌反弹的机会，以及交易性机会。建议关注一是明显受益于产量增长以及靠近消费区域的公司，如神火股份、西山煤电、兰花科创；二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、山煤国际、开滦股份。

一年煤炭股和大盘走势比较



目 录

一. 变革与成长	5
1.1 工业快速发展的十年	5
1.2 小煤矿逐渐退出历史舞台	6
1.3 后十年产业结构调整, 需求增速下降	8
1.4 企业盈利增速将回归常态	9
二. 下游需求下半年增速放缓	10
2.1 下半年钢铁产量与去年下半年基本持平	10
2.2 多重因素影响电力需求	14
三. 供给稳中有升	17
3.1 全国煤产量增速略低于下游需求增速	17
3.2 安全因素伴随产量释放	18
3.3 新疆纳入煤炭基地, 西强东弱进一步强化	19
3.4 今年净进口维持去年水平	20
3.5 铁路港口中转下半年继续活跃	21
四. 下半年煤价有下行压力	21
4.1 防通胀, 政府出面	21
4.2 煤价短期有下行预期	22
五. 下半年投资策略分析	23
5.1 煤炭股历年走势	23
5.2 上半年煤炭股走势	24
5.3 估值水平回归历史平均水平	25
5.4 投资建议	27
5.6 主要上市公司盈利预测表	28
六. 风险因素:	29

图目录

图 1: 各能源投资在工业投资中的比重	6
图 2: 各能源在能源投资中的比重	6
图 3: 煤炭行业固定资产投资增速	6
图 4: 原煤产量及同比增速	8
图 5: 各类型煤矿产量占比	8
图 6: 煤炭和电力利润总额	9
图 7: ROE 变化	9
图 8: 煤炭销售利润及成本费用利润率	10
图 9: 煤炭收入及成本增速	10
图 10: 毛利率变化趋势	10
图 11: 季月均收入及利润环比增长	10
图 12: 主要国家钢铁产量占比	11
图 13: 全球粗钢产量及增速	11
图 14: 钢材库存	13
图 15: 生铁产量及增速	13
图 16: 钢材价格	13
图 17: 房地产投资及新开工面积增速	13
图 18: 世界钢铁产能利用率	13
图 19: 美国钢铁产能利用率	13
图 20: 火电发电量及同比增长	14
图 21: 发电量及火电占比	14
图 22: 十种有色金属产量及同比增长	15
图 23: 2009 年发电结构	15
图 25: 直供电厂库存及可用天数	16
图 26: 重点电厂日耗煤	16
图 27: 原煤产量及同比增长	17
图 28: 国有重点及非国有重点煤炭产量	17
图 29: 山西省原煤产量	18
图 30: 内蒙及河南产量	18
图 31: 主产省份产量占比	19
图 32: 国有重点煤矿产量占比	19
图 33: 煤炭进口量及累计同比	20
图 34: 主要国家钢铁产量	20
图 35: 铁路发运量及增速	21
图 36: 港口发运量及增速	21
图 37: 澳大利亚煤炭价格走势	21
图 38: 秦港煤价走势	21
图 39: 主要城市焦煤及焦炭价格	22
图 40: 主要城市焦煤与焦炭差价	22
图 41: 喷吹煤价格走势	23
图 42: 无烟煤价格走势	23

图 43: 2000—2004 煤炭股走势	23
图 44: 2005—2010 煤炭股走势	23
图 45: 主要上市公司涨幅比较	25
图 46: 中国神华 A-H 比及均值	25
图 47: 兖州煤业 A-H 比及均值	25
图 48: 中煤能源 A-H 比及均值	26
图 49: 香港恒生 A-H 溢价指数	26
图 50: 市盈率相对 A 股估值比较	26
图 51: 市净率相对 A 股估值比较	26
图 52: 各板块市盈率比较	27
图 53: 煤炭股投资逻辑	27

表目录

表 1: 中国 CO2 排放模拟测算	8
表 2: 主要国家产量变化	11
表 3: 全球前十钢铁企业变化	11
表 4: 各年生铁产量环比变化	12
表 4: 历年煤价上涨时间	15
表 5: 耗煤高峰发电量比较	16
表 6: 近期主要节能减排政策	17
表 7: 近几年各煤种进口量	20
表 8: 澳大利亚近期高品质冶金煤出口	20
表 9: 年初以来各行业各月涨幅比较	24
表 10: 主要上市公司盈利预测表	28

在 2010 年投资策略里我们有这样的描述：如果用两个字来概括 09 年的煤炭市场，我们认为是政策，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。

回顾上半年，煤炭主要需求行业的增速确实是在高位运行，象钢铁产量的增速也超出了我们此前的预期，煤价也比往年表现要好，旺季过后煤价下跌结束的时间比往年要早，但煤炭板块在年初存款准备金率的上调以及房地产政策的影响下煤炭板块除了在 3 月份、4 月份表现超越大盘外，其余时间煤炭板块表现疲软，这主要是投资者对需求预期的改变，展望下半年，需求仍不甚明朗，增速下滑是一致预期，只是对下滑幅度有所分歧，在“调结构，促转型”的政策背景下，煤炭行业下半年有超额收益的概率较小，关注超跌反弹以及政策放松带来的交易性投资机会。

新疆板块在今年的表现可圈可点，这当然要归功于政府在未来一段时间内对新疆的大力开发，开发新疆固然是好事，但让我们担心的是以资源开发来拉动经济发展的模式是不是最佳模式，当然这对在新疆开发资源的企业来说绝对是好事，但对全国的煤炭企业以及化工企业来说未必是一件好事，虽然短期内疆煤外运还存在很大难度，关注在新疆获得大量资源，产量释放比较明显的企业。

一. 变革与成长

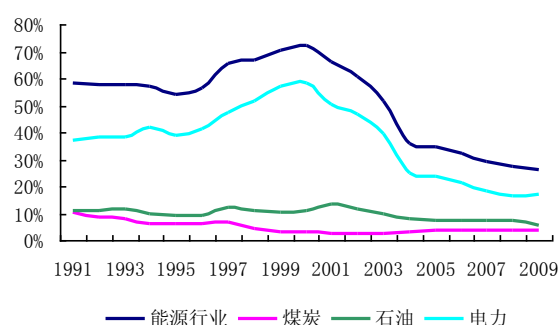
1.1 工业快速发展的十年

以钢铁为代表的主要工业产品从 1999 年年末的 1.24 亿吨增长到 5.67 亿吨，增长了 357%，发电量从 1999 年年末的 11984 亿千瓦时增长到 2009 年年末的 36506 亿千瓦时，增长了 205%，煤炭产量从 1999 年的 10.4 亿吨增长到了 29.6 亿吨，增长了 185%，中国工业化进程的加快增加了对煤炭的需求，煤炭行业也从 5 年低谷走上了复兴的 10 年旅程。

2000 年能源行业投资占工业投资的比例达到 71.9% 的高点之后（注：工业等于制造业+电力+采掘业），能源行业投资比例就逐年下降，到 2009 年能源行业投资只占工业投资的 26.3%，高速成长的工业也拉动了大量的能源需求，煤炭行业从一个产能严重过剩的行业逐渐过度到供给紧张，再到供给平衡的过程，高煤价带来了企业盈利高速成长的十年。

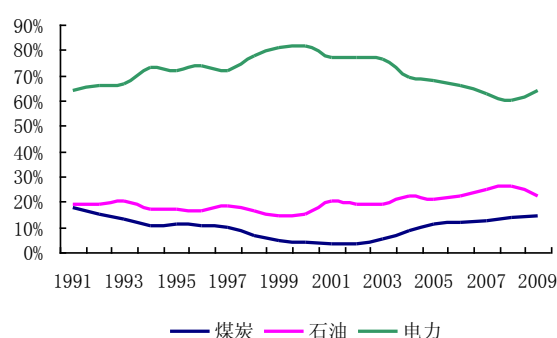
虽然能源行业在工业投资比重下降明显，但煤炭在能源中的比例还是逐渐上升的，显示了煤炭在我国能源中的基础地位。

图 1：各能源投资在工业投资中的比重



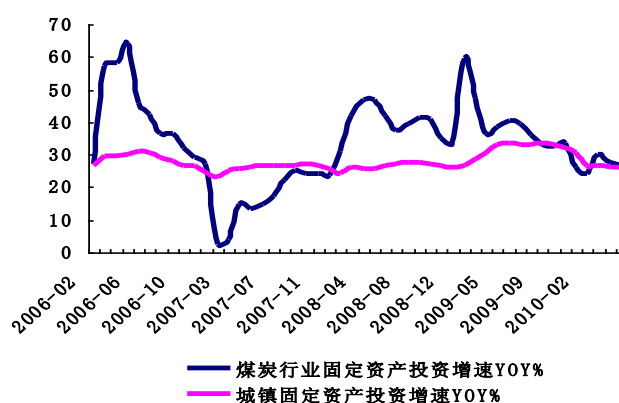
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：各能源在能源投资中的比重



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：煤炭行业固定资产投资增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 小煤矿逐渐退出历史舞台

小煤矿在煤炭供给中曾经扮演过举重轻重的地位，最高时供应接近 50% 的煤炭产量，但随着资源整合的推进，小煤矿终究要退出历史舞台。

煤炭产量的变化可以分为四个阶段：

第一阶段：80年代后为适应经济的快速发展，国家大力鼓励小煤矿的发展，小煤矿的产量迅速攀升，96年达到煤炭产量的第一个高峰13.74亿吨，小煤矿占总产量的比例达到50%；

第二阶段：96年后，受自身因素以及外围经济的影响，煤炭出现供大于求，煤炭企业陷入困境，煤矿产量从96年的13.74亿吨回落到2000年的9.99亿吨，这主要是因为一方面从96年开始国家开始关井压产，从1997年到2000年底全国共关闭小煤矿4.73万处，压产3.48亿吨；另一方面小煤矿有的自动停产，这几年国有煤矿产量占比也逐年提高，小煤矿产量占比逐年下降，最低只占总产量的25%左右，小煤矿产量同比下降40%左右；

第三阶段：从2000年下半年开始，煤炭市场出现好转，2003年甚至出现供不应求的局面，煤炭产量增速02年26.03%，03年增速24.02%，为满足需求小煤矿增速这两年分别达到58.53%，51.58%，小煤矿产量占比也逐渐回升；

第四阶段：05年后由于小煤矿诸多问题又暴露出来，从2005年开始，相关政府部门推动煤矿整治关闭三年“攻坚战”，争取解决小煤矿问题，2008年10月7日国家发改委等部门下发的《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》及《赵铁锤就“十一五”后三年关闭小煤矿计划答记者问》，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(包括大集团整合改造)1500余处，力争实现到2010年小煤矿保留1万处以内的目标。08年底开始山西开始了声势浩大的资源整合，煤矿个数从2600余个压缩到1000个，其他主产省份也加大了小煤矿的整合力度，我们认为煤炭产量将逐渐向国有企业集中，行业集中度将越来越高，未来几年企业兼并整合仍将是投资主题。

图 4: 原煤产量及同比增速

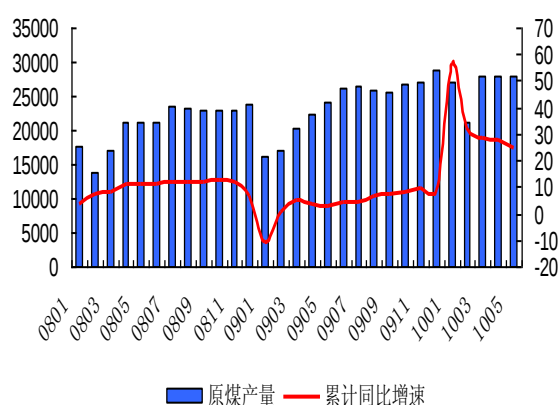
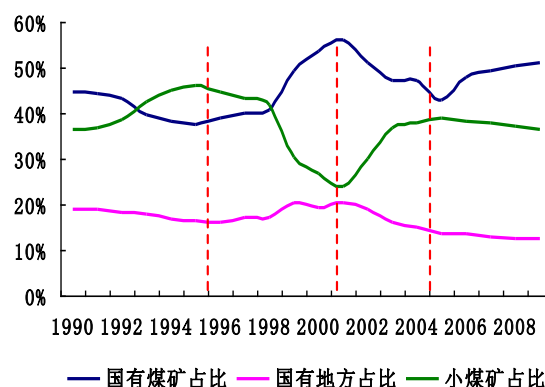


图 5: 各类型煤矿产量占比



数据来源: wind, 山西证券研究所

数据来源: wind, 山西证券研究所

1.3 后十年产业结构调整，需求增速下降

前十年我国工业快速发展，尤其以高耗能行业为甚，站在新的起点上，“调结构、促转型”将是未来一段时间主要政策基调，节能减排，淘汰落后产能已经纳入各级政府部门节能目标责任制，并实行严格问责。

虽然我们面临巨大的产能淘汰压力，也面临着减排压力，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。但我们认为减排不代表不增长，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 10 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%

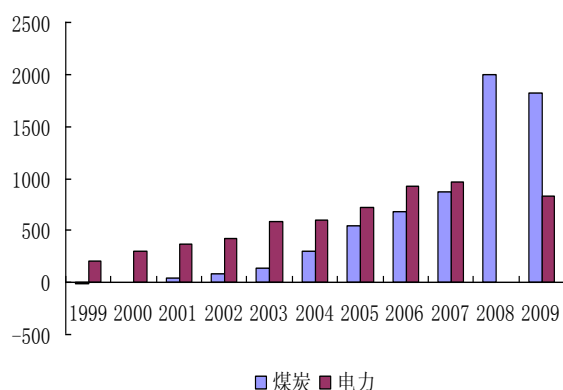
单位 GDP 排放量(吨/万元)	2.8	1.4	假设下降 50%
------------------	-----	-----	----------

数据来源：山西证券研究所

1.4 企业盈利增速将回归常态

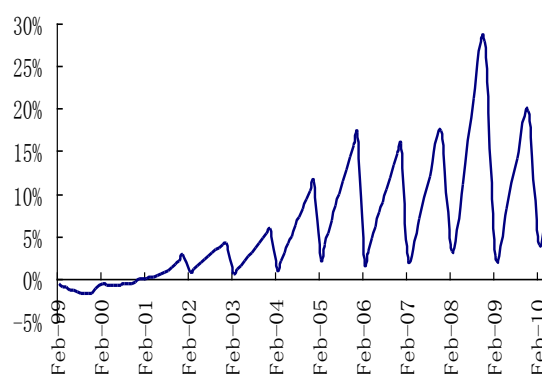
2000 年之前煤炭行业盈利微乎其微,当时政府主导思想就是通过煤炭行业反哺工业,且当时煤炭价格还是国家严格管制,低廉的成本使我国工业规模也迅速壮大,2000 年之后随着煤价的逐步放开,煤炭行业的盈利水平也在不断攀升,并于 2008 年达到一个高点,同比增速超过了 100%,而电力行业除了 08 年亏损外,每年盈利水平也在稳步增长,而从 1999—2009 年煤炭行业和电力行业的累计利润总额却基本持平,这也从另外一个侧面说明煤炭行业是暴利的说法并不正确,只能说明煤炭行业的利润回归正常,且煤炭企业的利润很多是弥补以前的欠账,只有正常的盈利水平才是行业健康发展的保证。

图 6: 煤炭和电力利润总额



数据来源：wind，山西证券研究所

图 7: ROE 变化

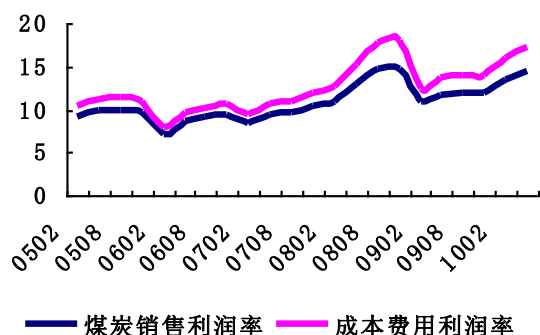


数据来源：wind，山西证券研究所

从 08 年达到一个高点之后煤炭行业销售利润率及成本费用利用率似乎又到了与 08 年高点持平的时候,且收入增速也在掉头向下,2010 年的上半年也许又是煤炭行业利润增速的又一个高点,然后收入及利润增速。

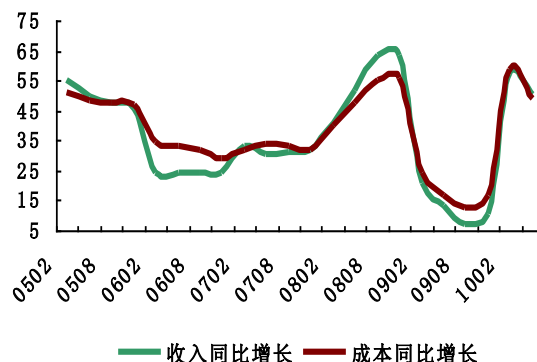
前面我们也分析了未来十年煤炭需求仍将以 4%以上的速度增长,我们也认为净资产收益率有小幅下降,但仍将维持在 10%-15%左右,未来十年煤炭行业每年利润增速也将维持在 10-15%左右。

图 8: 煤炭销售利润及成本费用利润率



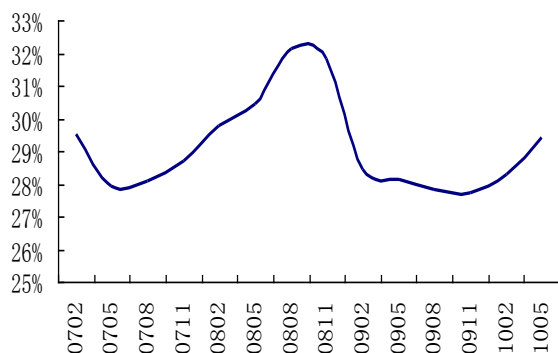
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 9: 煤炭收入及成本增速



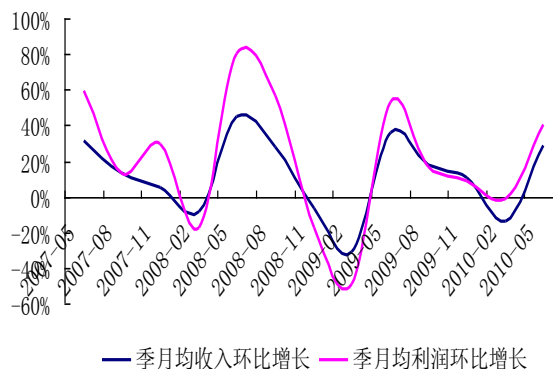
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 10: 毛利率变化趋势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 11: 季月均收入及利润环比增长



数据来源: wind, 山西证券研究所

二. 下游需求下半年增速放缓

2.1 下半年钢铁产量与去年下半年基本持平

2.1.1 急需从钢铁大国向钢铁强国转变

受金融危机的影响,全球大部分国家钢铁产量都不同程度的下滑,但中国钢铁产量在 4 万亿投资的刺激下确是逆势上升,创下了新高,2009 年中国钢铁产量占全球产量占比达到了 46.56%,而 2008 年占比只为 37.64%,全球排名前十的钢铁企业中,中国企业的名次都不同程度的上升。

目前中国人均年产粗钢产量为 425 千克/人，城市化率还不到 50%，从已经完成城市化的发达国家的经验来看，中国的钢铁产量还没有达到峰值，但从短期来看，中国钢铁产能过剩还相当严重。

表 2：主要国家产量变化

Rank	Country	2009	2008	%2009/2008
1	China	567.8	500.3	13.5
2	Japan	87.5	118.7	-26.3
3	Russia	59.9	68.5	-12.5
4	US	58.1	91.4	-36.4
5	India	56.6	55.1	2.7
6	South Korea	48.6	53.6	-9.4
7	Germany	32.7	45.8	-28.7
8	Ukraine	29.8	37.3	-20.2
9	Brazil	26.5	33.7	-21.4
10	Turkey	25.3	26.8	-5.6

数据来源：世界钢铁协会，山西证券研究所

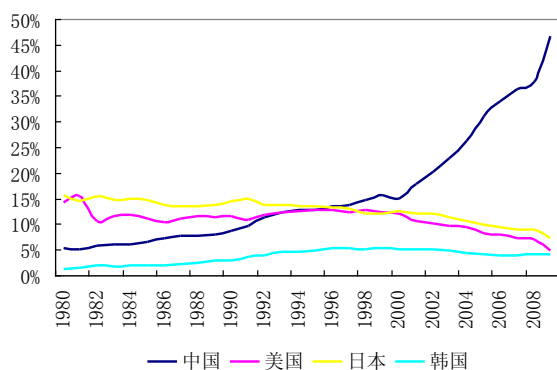
表 3：全球前十钢铁企业变化

	2009 年		2008 年		变化%
	名次	产量	名次	产量	
安赛乐米塔尔	1	73.2	1	103.3	-29.1
河北钢铁集团	2	40.2	4	33.3	20.7
宝钢集团	3	38.9	3	35.4	9.9
浦项钢铁公司	4	31.1	5	33.1	-6
武汉钢铁集团	5	30.3	7	27.7	9.4
鞍本钢铁集团	6	29.3	9	23.4	25.2
沙钢集团	7	26.4	10	23.3	13.3
新日铁	8	24.3	2	35.6	-31.7
JFE	9	23.5	6	33	-28.8
塔塔钢铁公司	10	21.9	8	24.4	-13.5

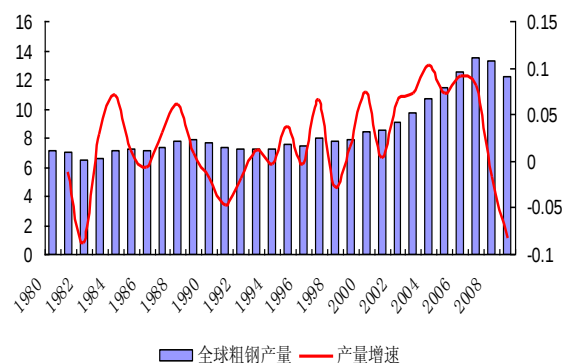
数据来源：世界钢铁协会，山西证券研究所

图 12：主要国家钢铁产量占比

图 13：全球粗钢产量及增速



数据来源: wind, 山西证券研究所



数据来源: 世界钢铁协会, 山西证券研究所

虽然中国的钢铁产量排名全球第一, 尽管未来还有很大的增长潜力, 但实际情况是中国钢铁企业的地位还没有实质性提高, 在和国际铁矿石供给商谈判中还处于劣势地位, 因此中国的产业集中度还有待继续提高, 中国必须从钢铁大国向钢铁强国转变。

2.1.2 短期钢铁产能利用率有下降趋势

往年年份, 一季度产量环比去年四季度产量都会有小幅下滑或基本持平, 但今年一季度环比增长了 8%, 加上今年冬季比较寒冷导致钢铁库存攀升至 1858 万吨, 而当时各个钢企对需求还是比较乐观, 从年初到 5 月份各个钢企都是开足马力生产, 以西山煤电为代表的焦煤生产企业一季度也是连续提价, 1—5 月份粗钢产量 26890 万吨, 同比增长 24%。如果一季度产量与去年四季度基本持平或略微增长那么二季度产量环比一季度产量增速在 10% 左右, 这比往年情况要好, 这也说明当时乐观预期是正确的。

但年初房价的暴涨引起了政府部门的担忧, 遏制房价, 调整产业结构成为当前政策导向, 商品房销售面积出现明显的下滑, 预计房地产新开工面积增速也将下滑, 但政府加大了保障性住房的建设, 总体来看我们认为下滑幅度不是很大。

表 4: 各年生铁产量环比变化

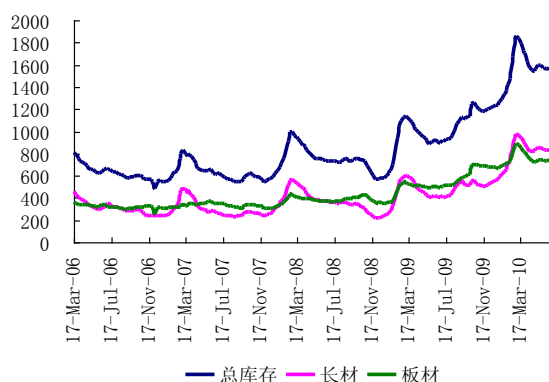
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
一季度	3326	3925	4475	5656	7220	8978	10813	11716	12147	14939
二季度	3605	4203	4951	5771	8210	10283	11743	12770	13459	15583
环比	8.37%	7.09%	10.63%	2.03%	13.71%	14.53%	8.60%	8.99%	10.79%	4.31%

三季度	3699	4282	5183	6415	8376	10446	11999	11957	14574
环比	2.62%	1.86%	4.68%	11.17%	2.03%	1.59%	2.18%	-6.36%	8.28%
四季度	3772	4463	5468	7156	8926	10832	12137	10388	13881
环比	1.98%	4.25%	5.50%	11.55%	6.56%	3.70%	1.16%	-13.13%	-4.75%

数据来源: WIND, 山西证券研究所, 六月份的产量以四、五月份平均产量测算

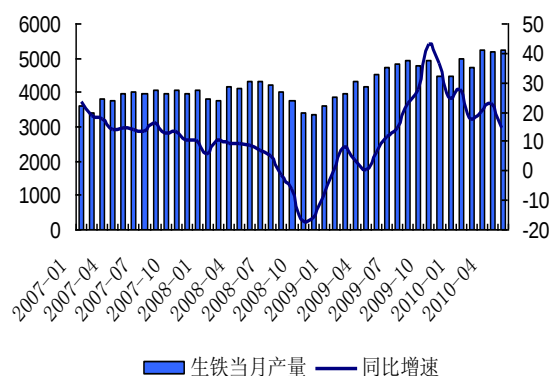
反应到钢铁, 需求受到一定程度的抑制, 钢铁行业面临原材料成本的上升以及售价的下降, 钢铁企业日子并不好过, 限产也许是较为明智的选择, 5 月份后我们了解到的信息是一些企业选择了限产, 减产, 全球钢铁产能利用率似乎也到了一个拐点, 短期之内钢铁继续处于去库存阶段。

图 14: 钢材库存



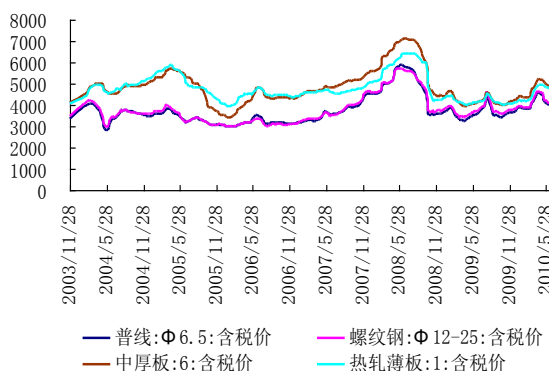
数据来源: 我的钢铁网, 山西证券研究所

图 15: 生铁产量及增速



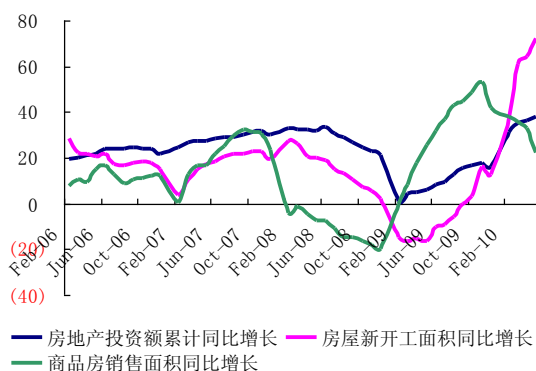
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 16: 钢材价格



数据来源: wind, 山西证券研究所

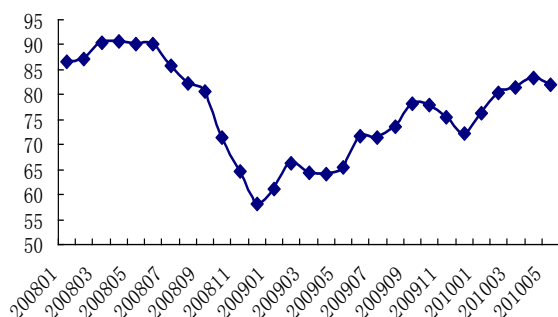
图 17: 房地产投资及新开工面积增速



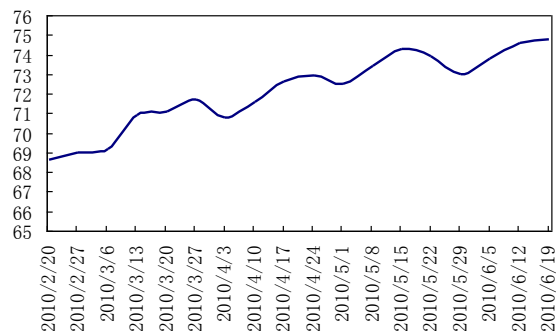
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 18: 世界钢铁产能利用率

图 19: 美国钢铁产能利用率



数据来源：世界钢铁协会，山西证券研究所



数据来源：美国钢铁协会，山西证券研究所

比较悲观的假设，如果6—12月份的产量与去年6—12月份产量基本持平的话，生铁产量相当于6—12月均产量4770万吨，产能利用率相当于5月份产量的91%，折算下来全年生铁产量58776万吨，同比增长8%，粗钢产量61955万吨，同比增长9%，这个结果跟我们2010年测算的钢铁增速一致。

2.2 多重因素影响电力需求

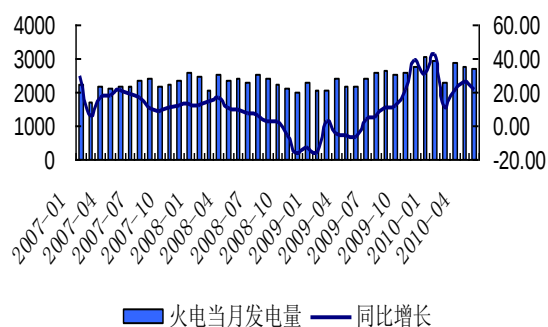
2.2.1 电力增速前高后低

1—5月火电发电13746亿千瓦时，同比增长25%，随着来水情况的好转，火电占发电量的比例也从年初逐月下降，5月份火电占总发电量的80%左右，5月份钢铁等高耗能行业产量创出新高，同样总发电量也是创出新高，在发电量创出新高的同时，火电近几个月却是环比下降，这也说明水电这几个月在好转，丰水期这种状况还将延续。

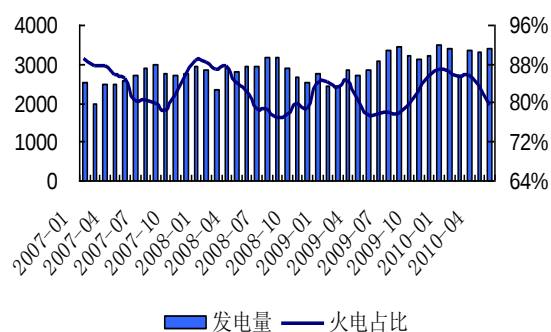
下半年随着高耗能行业落后产能的淘汰，产业结构的调整，发电增速也将回落，预计火电发电量全年在10%左右，6—12月比去年同期增长在3%左右，月均火力发电2700亿千瓦时。

图 20: 火电发电量及同比增长

图 21: 发电量及火电占比



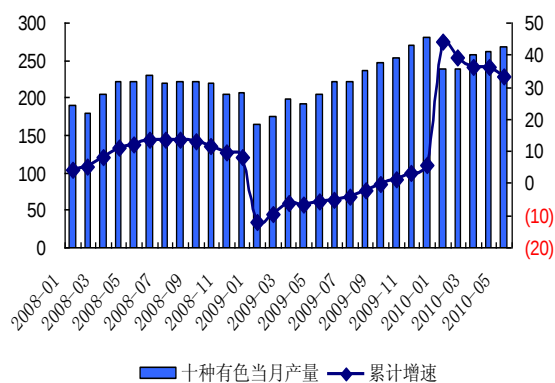
数据来源：wind，山西证券研究所



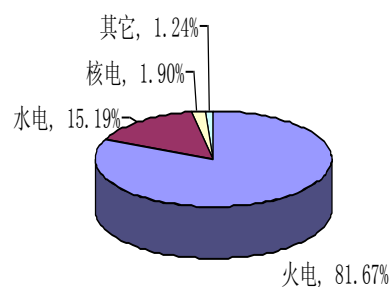
数据来源：wind，山西证券研究所

图 22: 十种有色金属产量及同比增长

图 23: 2009 年发电结构



数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

2.2.2 天气因素影响发电量及用电量

回忆去年年底至目前的两次煤价上涨，一次是在去年 10 月份后，这是全国普遍提前降雪，第二次是 3 月末，这是因为南方干旱造成水力发电贡献较少，从而使煤价提前结束下跌，进入上升通道，这两次都有天气及工业活动叠加的因素。

表 4: 历年煤价上涨时间

年份	煤价开始上涨时间点
2007	5 月 28

2008	4 月 28
2009	4 月 13
2010	3 月 29

数据来源: wind, 山西证券研究所

因此天气因素已成为影响煤炭需求的重要变量,同时也影响着煤炭供给及运输。回顾往年,正常年份每年冬季与夏季的发电量基本持平或小幅下降,但 2009 年末 2010 年年初发电量比 2009 年夏季增长 3%左右,除了经济活动特别比较活跃外,另一方面是冬季比较寒冷,导致发电量上升,从而也导致了煤价的上涨。

表 5: 耗煤高峰发电量比较

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
7、8	2368	2580	2914	3400	3820	4341	5088	5905	6356	6788
12、1	2230	2630	2890	3190	3846	4310	5086	5779	5173	6891
全年平均	1094	1184	1342	1526	1762	1998	2291	2650	2827	3018
7-8 月比平均增长	8.2%	8.9%	8.6%	11.4%	8.4%	8.6%	11.0%	11.4%	12.4%	12.5%
12、1 比平均增长	1.9%	11.0%	7.7%	4.6%	9.2%	7.9%	11.0%	9.0%	-8.5%	14.2%

数据来源: wind, 山西证券研究所

但任何对自然的预测都是徒劳的,地震、海啸、雪灾等等灾难性天气对行业研究带来了很大的不确定性,如果夏季雨水过多这将大大降低煤炭需求量,也影响火力发电量,如果冬季过冷又将大大增加煤炭需求,现在看来,今年夏季气温似乎比往年要低,电厂日耗没有显著攀升,电厂库存也比较充足,建议投资者关注天气变化引起的煤炭需求变化。

图 25: 直供电厂库存及可用天数

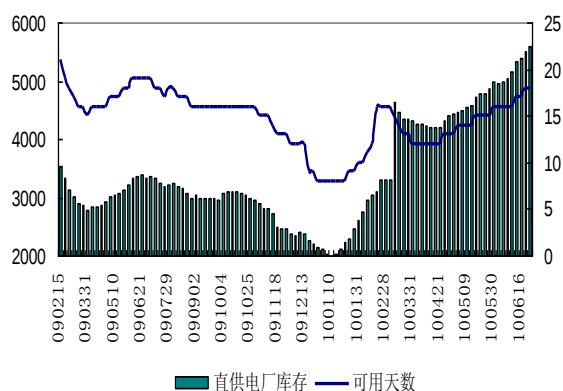
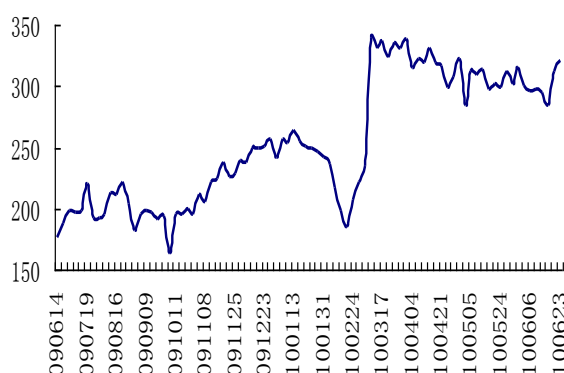


图 26: 重点电厂日耗煤



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

2.2.3 下半年节能减排压力较大

上半年一系列节能减排措施及政策出台，并强化了节能目标责任制，实行严格问责。十一五前四年我国单位 GDP 能耗下降 14.38%，较减排目标 20% 仍有较大差距，由于一季度单位 GDP 能耗不降反升 3%，因此接下来的半年里我们认为减排压力比较大，这势必会影响电力的消耗。

表 6：近期主要节能减排政策

时间	文件名称
201006	关于取消部分商品出口退税的通知
201006	关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见
201005	国务院节能减排工作电话会议
201005	国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知
201005	关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知
201005	关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知
201004	国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知
201004	关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见

资料来源：政府部门网站，山西证券研究所

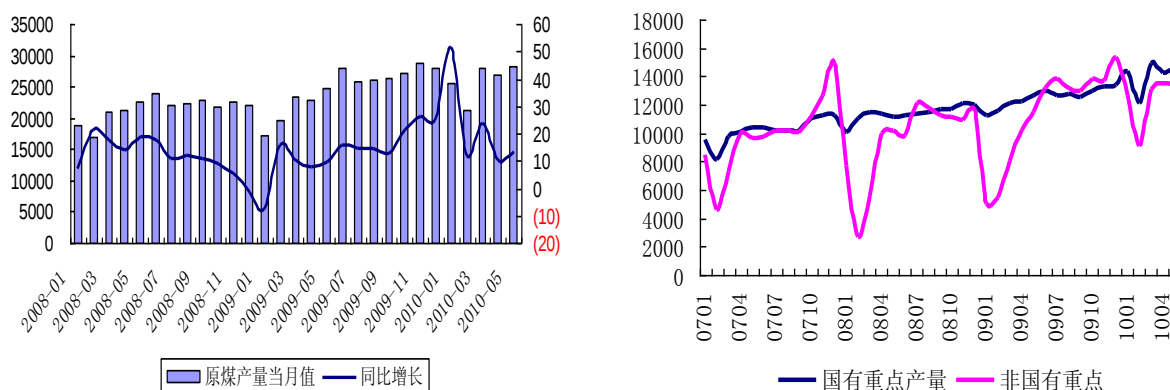
三. 供给稳中有升

3.1 全国煤产量增速略低于下游需求增速

前 5 月原煤产量 13 亿吨，同比增长 21%，5 月产量和去年年底产量已经基本持平，而同期主要下游行业产量增速是粗钢 24%，电力是 25%。

图 27：原煤产量及同比增长

图 28：国有重点及非国有重点煤炭产量



数据来源：统计局，山西证券研究所

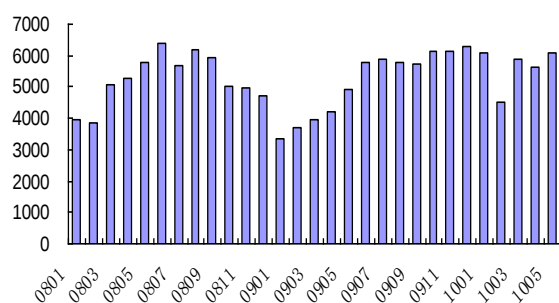
数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 安全因素伴随产量释放

上半年神华、中煤、山西、河南等相继有安全事故的发生，这其中民营企业，有国有企业，有在产矿，有技改矿，也有在建矿，因此安全问题越来越重要，产量释放是一个循序渐进的过程。

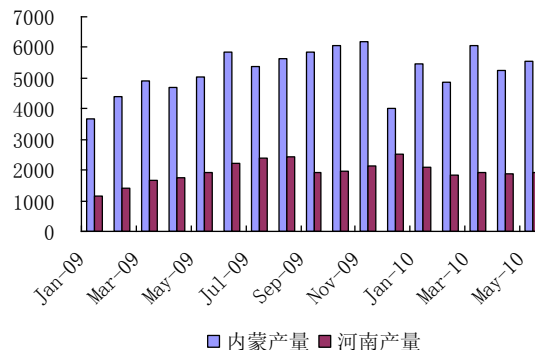
我们在 2010 年年度报告中曾预计山西省今年月均产量在 6000—6200 万吨，折合成全年产量在 7.2—7.4 亿吨，今年的增量在 1.1—1.3 亿吨，从目前来看前 5 月山西月均产量才有 5650 万吨，而去年下半年山西月均产量 6000 万吨，因此上半年山西省产量释放应该是低于预期的，我们认为下半年山西产量将会提速，但全年产量应该会比我们之前预期要少，下半年月均产量应该在 6200 万吨左右，环比去年下半年应该在 4% 左右，其他主要产煤省份下半年释放产量都要比上半年大。

图 29：山西省原煤产量



数据来源：wind，山西证券研究所

图 30：内蒙及河南产量



数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 新疆纳入煤炭基地，西强东弱进一步强化

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。

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。

随着国家将新疆纳入煤炭基地建设，国内重点建设的大型煤炭基地上升为14个，即为神东、晋北、晋东、蒙东、云贵、河南、鲁西、晋中、两淮、黄陇、冀中、宁东、陕北、新疆。未来主要增长潜力在新疆等西部区域，东部资源将越来越匮乏。

图 31：主产省份产量占比

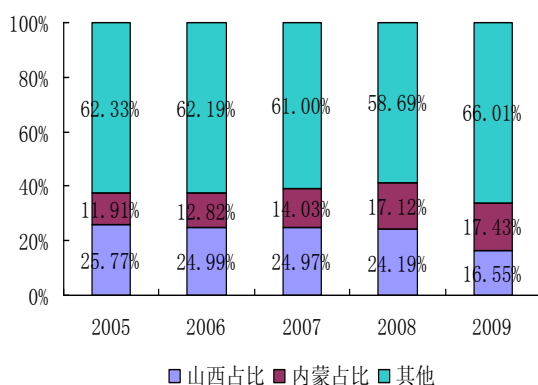
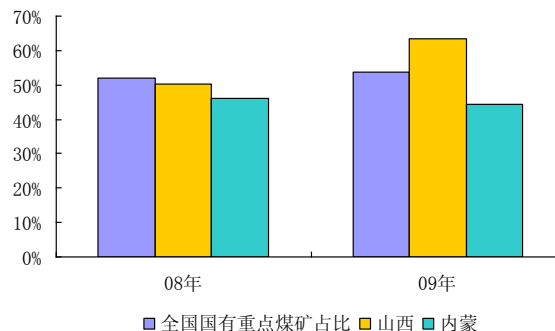


图 32：国有重点煤矿产量占比



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

数据来源: wind, 山西证券研究所

3.4 今年净进口维持去年水平

09 年净进口 10343 万吨,我们在年度策略中预计今年我国净进口将出现回落,预计净进口在 5000—6000 万吨之间,但目前情况来看,净进口将远超我们之前的预期,前 5 月累计进口 6898 万吨,同比增长 114%,累计出口 887 万吨,同比下降 15.8%,累计净进口 6011 万吨,预计今年净进口将与去年持平。

图 33: 煤炭进口量及累计同比

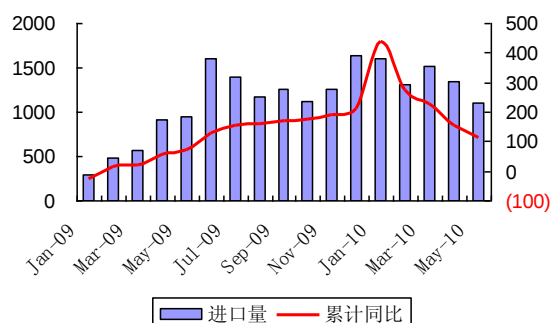
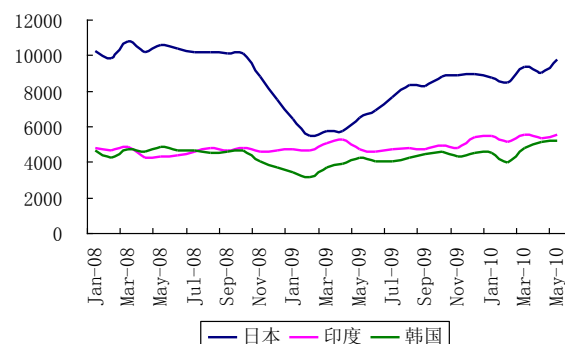


图 34: 主要国家钢铁产量



数据来源: wind, 山西证券研究所

数据来源: 世界钢铁协会, 山西证券研究所

今年前 5 月我国冶金煤和动力煤已经完成去年半年的进口量,而同期外围主要国家如日本,韩国等国进口量也在增长,日本、韩国等国钢铁产量也创出近期新高,主要国家产量基本已经回复到危机前的水平,进口再大幅增加的的概率较小,国际煤价应维持基本稳定的状况。

表 7: 近几年各煤种进口量

	冶金煤	动力煤	无烟煤
2007	622	1336	2842
2008	686	982	1939
2009	3442	3803	3433
2010.5	1872	2357	1094

数据来源: CCTD, 山西证券研究所

表 8: 澳大利亚近期高品质冶金煤出口

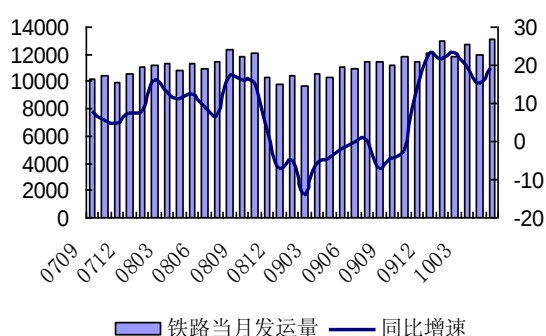
	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12	2010.3
China	0.07	3.66	5.65	5.74	3.93	3.05
European Union 27	4.47	1.35	1.93	2.82	3.15	2.83

India	4.05	3.35	5.69	5.52	6.27	5.01
Japan	6.85	4.59	4.57	6.30	6.77	5.69
Korea, Rep. of	1.79	1.44	1.02	1.79	1.35	1.88
Other	1.46	0.50	0.74	0.95	1.00	1.14
Total	20.12	15.55	20.84	24.34	24.13	21.06

数据来源：ABARE, 山西证券研究所

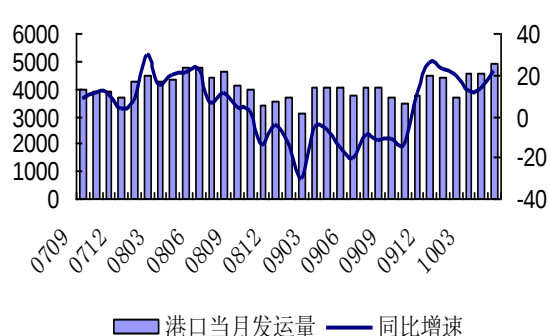
3.5 铁路港口中转下半年继续活跃

图 35: 铁路发运量及增速



数据来源：wind, 山西证券研究所

图 36: 港口发运量及增速



数据来源：wind, 山西证券研究所

前五个月经济活动异常活跃，这也导致煤炭港口及铁路发运量创出新高，前五个月月均发运量比09年下半年环比增长8%，港口月均发运量比09年下半年增长14%，下半年我们认为铁路及港口发运量将基本平稳。

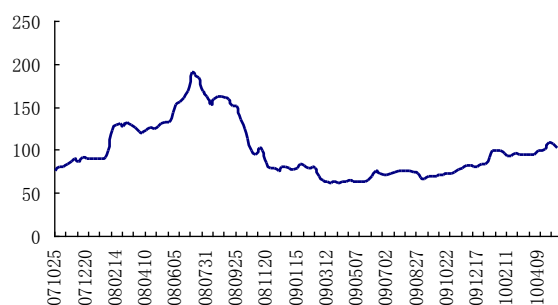
四. 下半年煤价有下行压力

4.1 防通胀，政府出面

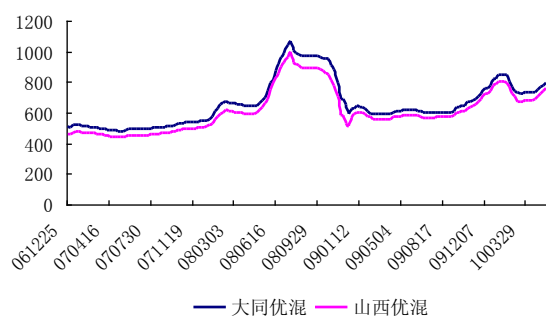
预计CPI将在三季度出现高点，近日，国家发展改革委有关司局与主要煤炭企业进行座谈，要求主要煤炭企业维持煤炭价格稳定。而有关煤炭企业也是积极响应国家发展改革委要求。神华集团表示，将发挥国有大型骨干企业的表率作用，坚决服从调度指挥，带头保持煤价基本稳定，近期不再调整市场煤价，并保持年度合同价格不变。中煤、同煤、伊泰、郑煤、阳煤集团等煤炭企业也表示，愿意服从国家需要，发挥带头作用，做好稳定煤价的工作。部分已调整合同煤价的煤炭企业表示，将尽快退回已上调煤价。

图 37: 澳大利亚煤炭价格走势

图 38: 秦港煤价走势



数据来源: wind, 山西证券研究所



数据来源: wind, 山西证券研究所

这样的情形让我们再次想起了 08 年 6 月, 发改委首先在 6 月 19 号发布了关于对全国发电用煤实施临时价格干预措施的公告, 7 月 23 国家发展改革委再次发布关于进一步完善电煤价格临时干预措施的通知, 规定了港口最高价格, 其中秦皇岛最高平仓价不得超过 860 元/吨。在第一次政策发布之后煤炭价格并没有立即回落, 在第二次政策发布之后煤炭价格才开始回落, 当然第二次政策之后国际环境的变化才是煤炭价格下降的真正原因。

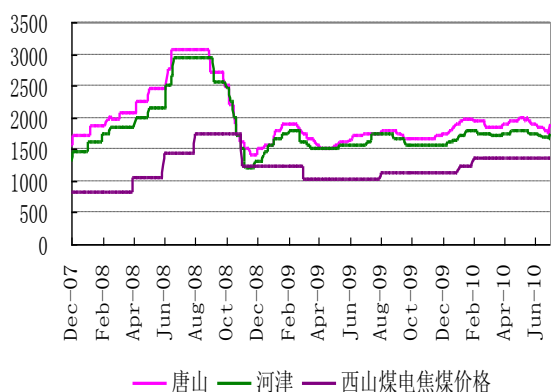
这次发改委出面协调价格, 说明政府对通胀还是比较担心, 也说明电价在短期之内上调可能性比较小, 市场供求关系决定了煤价, 政府出面只会影响波动的幅度, 总体来看, 政府的出面协调也验证了投资者对煤价不会上涨的判断。

4.2 煤价短期有下行预期

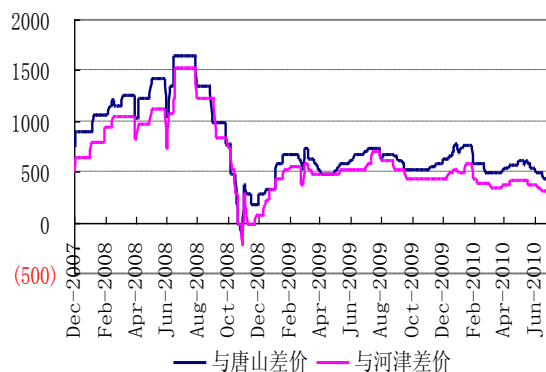
今年的情况与 08 年有相似之处, 我们认为下半年随着需求的放缓, 煤炭价格上行动力不足, 能否下行主要取决于主要耗能行业产量的变化, 我们认为下行的概率较大, 但幅度有限。

图 39: 主要城市焦煤及焦炭价格

图 40: 主要城市焦煤与焦炭差价



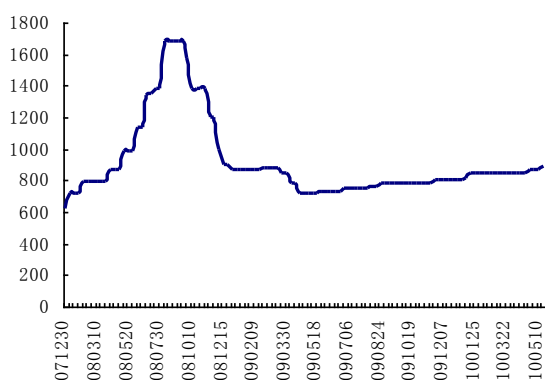
数据来源: wind, 山西证券研究所



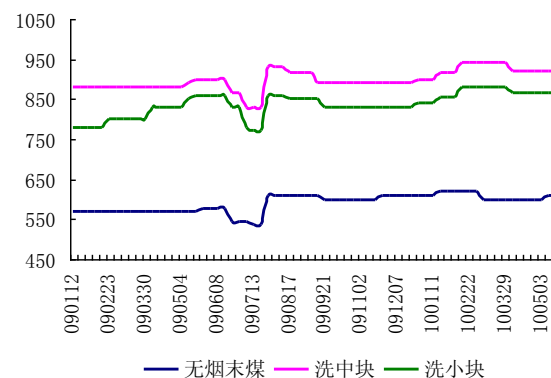
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 41: 喷吹煤价格走势

图 42: 无烟煤价格走势



数据来源: wind, 山西证券研究所



数据来源: wind, 山西证券研究所

焦煤与主要焦炭的差价创下了最近新低, 如果钢铁产量正如我们之前预期的减产, 外围经济体缓慢复苏, 那么焦煤价格下行压力更大。

相比较, 在天然气价格上涨的背景下, 无烟煤价格我们认为更安全, 动力煤以及焦煤价格有下调预期, 但幅度都不会很大。

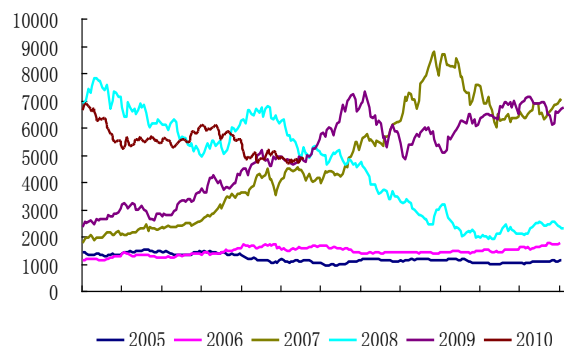
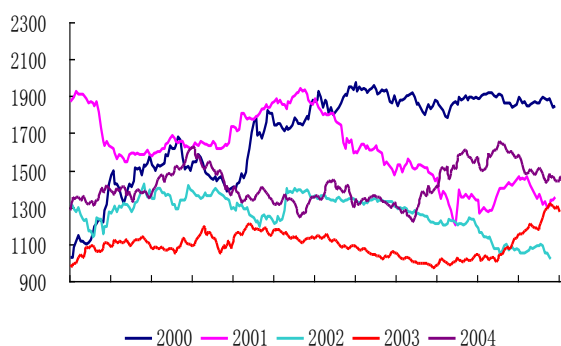
五. 下半年投资策略分析

5.1 煤炭股历年走势

统计历年煤炭股走势, 我们发现煤炭股一般上半年走势比较好, 下半年要么是横盘整理要么是下跌。

图 43: 2000—2004 煤炭股走势

图 44: 2005—2010 煤炭股走势



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

5.2 上半年煤炭股走势

上半年煤炭行业走势比较疲软，除了3月份及4月份跑赢大盘外，煤炭行业整体都处倒数，上半年煤炭行业累计跌幅38.02%，居倒数第二位。上市公司除国际实业外，跌幅都比较大。

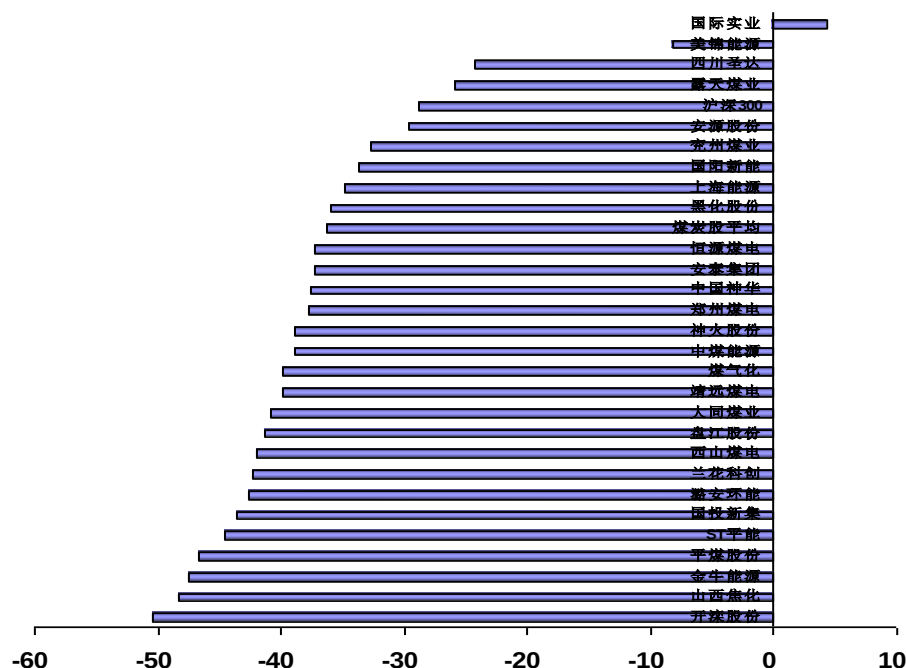
表9：年初以来各行业各月涨幅比较

申万一级行业	1月涨幅	2月涨幅	3月涨幅	4月涨幅	5月涨幅	6月涨幅	累计
黑色金属	-15.68	3.58	-1.63	-12.19	-9.33	-11.76	-38.81
煤炭开采Ⅱ	-18.23	0.82	3.98	-4.68	-11.02	-18.27	-38.02
采掘	-16.87	0.73	3.63	-4.51	-10.86	-17.26	-36.45
化工	-12.79	1.50	3.20	-12.14	-12.31	-13.17	-36.05
房地产	-11.75	4.81	4.70	-18.99	-10.91	-9.08	-33.96
沪深300	-9.97	2.42	1.95	-8.89	-9.37	-10.08	-27.98
有色金属	-13.27	2.73	2.38	-2.96	-7.46	-16.93	-27.69
交运设备	-12.11	7.66	-0.78	-8.80	-10.08	-10.50	-27.53
建筑建材	-5.94	4.28	2.40	-11.79	-9.55	-9.27	-24.82
家用电器	-8.19	7.39	2.44	-14.66	-7.72	-7.88	-24.47
金融服务	-10.56	0.98	4.50	-8.78	-6.34	-6.11	-23.55
交通运输	-0.85	4.92	0.50	-8.08	-12.95	-10.54	-21.45
公用事业	-4.85	5.07	0.95	-5.34	-10.73	-9.34	-20.38
轻工制造	-1.85	5.74	2.67	-6.33	-13.30	-12.65	-19.97
机械设备	-5.00	4.18	3.91	-5.37	-8.83	-13.11	-18.80
信息服务	3.25	1.43	0.42	-6.42	-13.24	-7.37	-16.46
信息设备	2.38	4.69	1.39	-4.54	-11.31	-13.55	-15.49
综合	-0.04	11.72	3.47	-8.40	-14.97	-12.64	-15.29
商业贸易	-2.98	5.28	0.22	-5.91	-9.33	-7.83	-15.18
农林牧渔	0.57	5.48	-1.24	-3.58	-8.44	-13.41	-15.04
纺织服装	-1.18	6.70	4.51	-9.90	-10.69	-9.83	-14.57

食品饮料	-1.80	0.35	-1.53	-6.55	-5.45	-4.36	-14.51
餐饮旅游	4.07	8.12	1.65	-7.95	-13.53	-7.61	-12.33
电子元器件	0.58	4.12	9.39	-1.17	-9.48	-13.37	-5.18
医药生物	0.78	5.90	-1.46	5.92	-2.59	-15.36	-5.12

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)，数据截至 6 月 30 日

图 45：主要上市公司涨幅比较



数据来源：wind，山西证券研究所

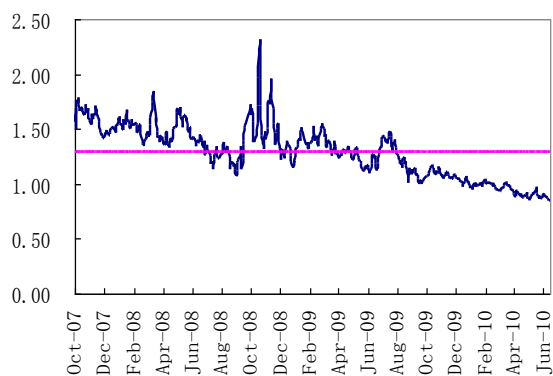
5.3 估值水平回归历史平均水平

以往 A 股大幅溢价 H 股的现象在今年发生了很大的变化，神华、中煤、兖煤 A-H 比都已经大幅低于历史均值水平，且神华和中煤都已经出现折价现象。

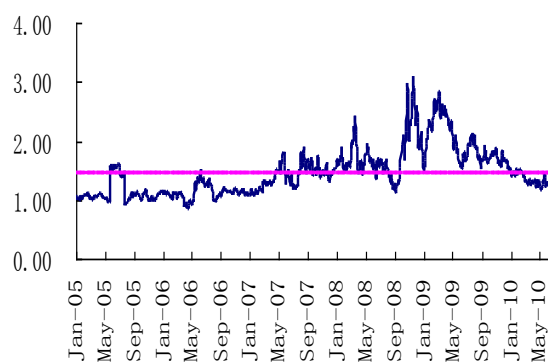
煤炭板块相对 A 股市盈率以及市净率已经回复到历史平均水平，且煤炭板块在各板块之中是相对便宜的。

图 46：中国神华 A-H 比及均值

图 47：兖州煤业 A-H 比及均值



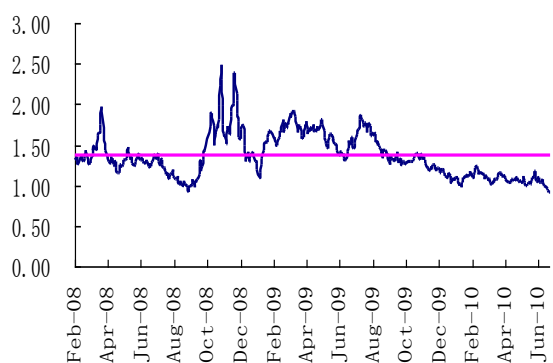
数据来源：wind，山西证券研究所



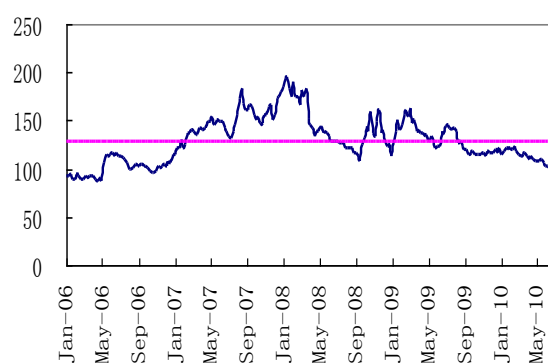
数据来源：wind，山西证券研究所

图 48：中煤能源 A-H 比及均值

图 49：香港恒生 A-H 溢价指数



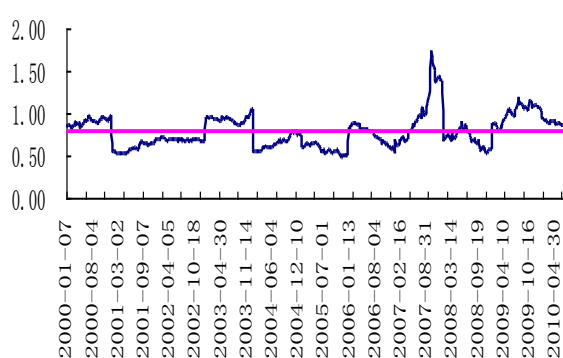
数据来源：wind，山西证券研究所



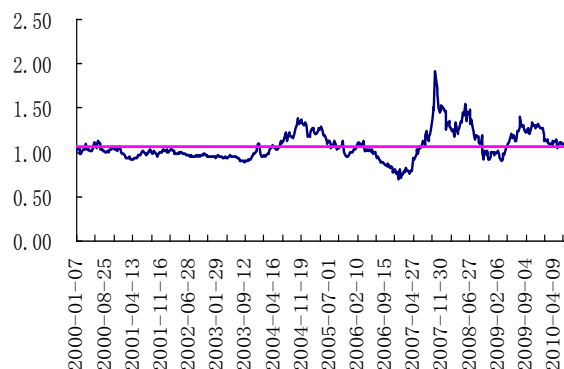
数据来源：wind，山西证券研究所

图 50：市盈率相对 A 股估值比较

图 51：市净率相对 A 股估值比较

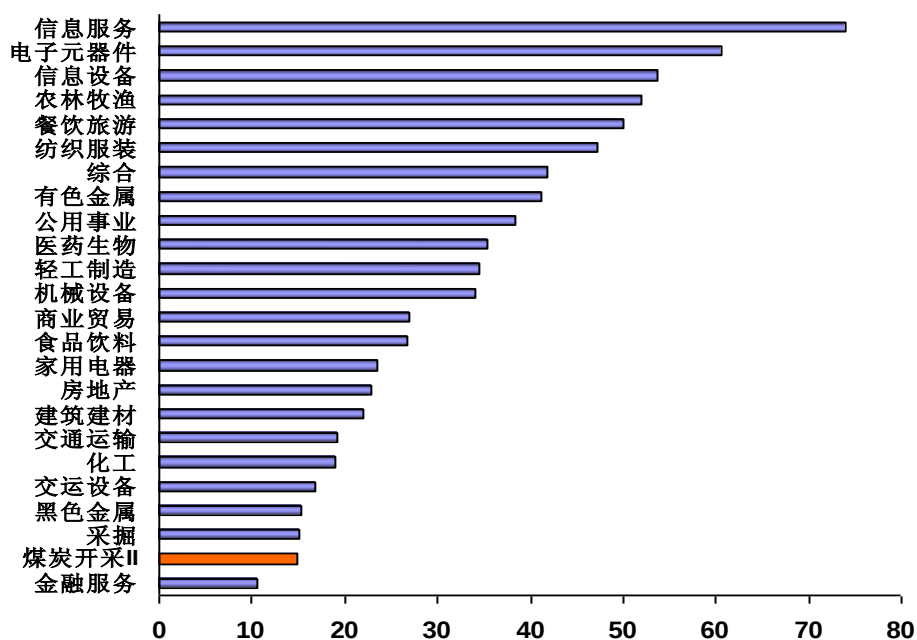


数据来源: wind, 山西证券研究所



数据来源: wind, 山西证券研究所

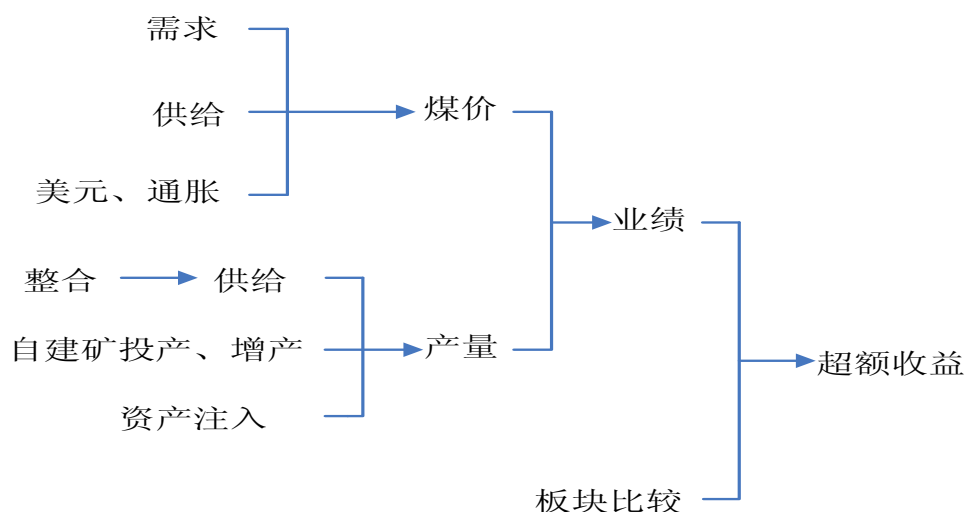
图 52: 各板块市盈率比较



数据来源: wind, 山西证券研究所

5.4 投资建议

图 53: 煤炭股投资逻辑



资料来源：山西证券研究所

目前煤炭股一定程度上已经反映了需求下降引起的风险，但在需求尚不明朗的情况下，煤炭股还有下行空间，还不具备趋势性投资机会。但煤炭股相对 A 股估值水平已经回到历史均值水平，目前平均估值水平 13 倍左右，下行空间已不是很大，建议关注超跌反弹的机会，以及交易性机会，如果经济没有政府部门预期的那么好，货币政策由紧转向宽松，那么四季度煤炭行业将是投资标的。

具体到公司，我们认为

- 一是明显受益于产量增长以及靠近消费区域的公司，如神火股份、西山煤电、兰花科创；
- 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。

5.6 主要上市公司盈利预测表

表 10：主要上市公司盈利预测表

	2010/7/4	09EPS	10EPS	11EPS	09P/E	10P/E	11P/E	投资评级
中国神华	21.69	1.52	1.8	2.1	14.3	12.1	10.3	增持
中煤能源	8.28	0.5	0.65	0.83	16.6	12.7	10.0	中性
西山煤电	17.70	0.71	1.42	1.86	24.9	12.5	9.5	增持
兖州煤业	15.53	0.79	1.38	1.58	19.7	11.3	9.8	增持
大同煤业	26.99	1.78	1.9	2.11	15.2	14.2	12.8	中性

潞安环能	29.47	1.83	2.4	2.87	16.1	12.3	10.3	增持
国阳新能	12.71	0.77	1.02	1.15	16.5	12.5	11.1	增持
兰花科创	24.89	2.22	2.84	3.21	11.2	8.8	7.8	增持
冀中能源	21.53	1.39	2.07	2.36	15.5	10.4	9.1	增持
神火股份	16.00	0.57	1.33	1.62	28.1	12.0	9.9	增持
盘江股份	17.30	0.89	1.40	1.62	19.4	12.4	10.7	增持
国投新集	10.04	0.45	0.62	0.82	22.3	16.2	12.2	中性
开滦股份	12.48	0.67	0.82	1.03	18.6	15.2	12.1	中性
山煤国际	17.20	0.82	1.21	1.63	21.0	14.2	10.6	中性
昊华能源	28.46	1.04	1.79	2.01	27.4	15.9	14.2	中性
上海能源	16.37	1.31	1.74	1.88	12.5	9.4	8.7	增持
平均					18.5	12.6	10.6	

数据来源：山西证券研究所

六. 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。
- 政策调控导致煤炭需求大幅下降的风险。
- 新一轮经济刺激措施的出台。
- 外围经济严重恶化的风险。
- 极端天气的出现。

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。