

估值待修复，但煤价风险犹在

——煤炭行业 7 月月报

报告要点

■ 6 月煤价以稳为主，供需基本平衡

6 月煤价以稳为主，其中动力煤和炼焦煤价格略有下滑，无烟煤小幅上涨。6 月地产调控和节能减排政策影响逐渐显现，煤炭需求也受到波及，部分地区炼焦煤价格本月已出现 5% 左右的下跌，即将进入旺季的动力煤价格也自 6 月初开始稳中有降。

库存仍在缓慢上升，下游行业增速放缓。6 月港口库存仍维持在平均水平，但直供电厂煤存缓慢上涨，可用天数目前已至 18 天；水电出力增加使得下游火电发电量增速明显放缓，钢铁市场则受调控影响，观望情绪依然浓重，产能释放增速放缓。

■ 7 月煤价可能出现分化，下游需求仍面临考验

预计 7 月煤价将出现分化，动力煤基本平稳，炼焦煤和无烟煤有回调压力。7 月动力煤需求逐渐进入旺季（7-8 月火电发电量较 5-6 月高 10%）将支撑动力煤价走势，但地产调控和节能减排对需求的影响尚难估计，发改委限价令再次制约煤价的上涨。历次调控煤价的表现表明，炼焦煤价受到调控的波动较动力煤更为明显，并且目前部分钢焦企业已陷入亏损，减产压力较大，炼焦煤可能面临更大的回调压力。

■ 估值待修复，但煤价风险犹在

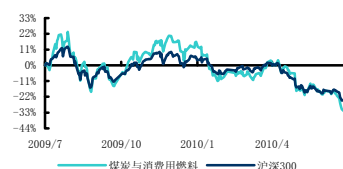
5 月煤炭板块继续跑输大盘，特别是在 6 月 25 日发改委宣布限制合同煤价后，市场对煤价预期更加悲观，煤炭板块加速下跌。目前板块的 2010 年动态 PE 仅 12 倍。即使在悲观预期下，假设下半年煤价环比下降 10%，测算 2010 年 EPS 下调 10.7% 左右。对应的 PE 仍仅为 13.3 倍。

我们认为，7 月需求仍将受到政策调控的影响，加上外围经济仍存在担忧，市场存在较大的不确定性。但经过前期股价的调整，目前行业估值水平基本处于底部，即使考虑盈利预期的下调仍位于低点，较其他行业也有估值优势。可关注相对有安全边际，以及业绩增长较为明确的公司。推荐兖州煤业，兰花科创，神火股份和西山煤电。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000983	西山煤电	推荐
600188	兖州煤业	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

兰花科创	09A	10E	11E
PE	11.32	0.00	0.00
PB	2.44	0.00	0.00
EV/EBITDA	7.09	0.00	0.00
山煤国际	09A	10E	11E
PE	21.20	0.00	0.00
PB	3.65	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.57	0.00	0.00

相关研究

《2010 年煤炭行业中期策略：惯性需求 PK 政策风险》2010-6-28

《煤价逐渐趋稳，政策风险待释放——煤炭行业 6 月月报》2010-6-8

分析师：

刘元瑞

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080266

联系人：

安 鹏

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

正文目录

6 月煤价以稳为主，7 月各煤种可能出现分化.....	4
动力煤：旺季逐步到来，价格或稳中有升	4
炼焦煤：各地价格以稳为主，钢焦市场疲态难改	5
无烟煤：需求低迷依旧，价格上涨无力	6
国际市场坚挺，涨幅受制于全球经济的不确定性	7
库存缓慢回升，下游需求面临考验	9
电厂港口库存充足，旺季因素继续提升需求	9
各行业增速放缓，未来仍面临考验	10
煤炭进口量小幅下滑，出口依然萎靡	11
产量增速放缓，地方和乡镇煤矿产量释放迅速	13
全国原煤产量增速放缓，陕西增量可观	13
调控政策正在影响煤炭运销	13
投资策略：估值待修复，但煤价风险犹在	14
6 月煤炭板块大幅跑输大盘，合同煤限价是主因	14
煤价风险来源于：悲观的需求和下游脆弱的盈利	14
即使考虑盈利下调，目前估值仍位于低位	15
关注成长确定，前期超跌的公司	16

图表目录

图 1: 6 月秦皇岛动力煤价格平均下跌 5 元/吨	4
图 2: 6 月山西动力煤坑口价格下跌 5-15 元/吨	4
图 3: 6 月秦皇岛大同优混与大同弱粘煤价差小幅波动	4
图 4: 6 月安徽河南等地动力煤价较 5 月出现下跌	4
图 5: 6 月山西炼焦煤价格以稳为主	5
图 6: 6 月全国炼焦煤价格小幅回落	5
图 7: 6 月钢铁价格下跌 5.2%	5
图 8: 6 月焦炭价格持续走低	5
图 9: 6 月山西无烟煤块煤价格小幅上升	6
图 10: 6 月全国无烟煤价格基本稳定	6
图 11: 6 月尿素价格略有下跌	6
图 12: 6 月长三角地区甲醇价格先涨后跌	6
图 13: 6 月国际煤炭价格大幅下跌	8
图 14: 6 月广州港国内外价差扩大	8
图 15: 6 月 ICE 布伦特原油价格先升后降	8
图 16: 6 月 BJ 煤价-Brent 油价比继续扩大	8
图 17: 5 月日本和韩国煤炭进口量同比增速维持高位	8
图 18: 6 月秦皇岛港库存先升后降	9
图 19: 6 月秦皇岛港调入量维持高位	9
图 20: 5 月电厂库存同比增加 72.9%	10
图 21: 5 月煤矿库存同比增加 6.7%	10
图 22: 5 月火电发电量同比增长 23.1%	11
图 23: 5 月粗钢产量同比增速回落	11
图 24: 5 月水泥产量同比增速上升	11
图 25: 5 月合成氨产量同比持平	11
图 26: 5 月煤炭进口量回落，出口仍然萎靡	12
图 27: 5 月动力煤进出口环比分别下降 28% 和 48%	12
图 28: 5 月冶金煤进口环比下降 2.66%，出口均价大幅提升	12
图 29: 5 月无烟煤进口环比下降 4%，出口均价仍远高于进口价格	13
图 30: 6 月煤炭开采板块跑输大盘 7.3 个百分点	14
图 31: 历年地产调控均带来相关行业产量下滑	14
图 32: 15 年来动力煤价格走势	15
图 33: 15 年来炼焦煤价格走势	15
图 34: 煤炭行业的盈利能力远高于其他行业	15
图 35: 煤炭开采板块 2010 动态市盈率远低于其他板块	16
图 36: 煤炭开采板块 12 倍动态 PE 位于历史低位	16
表 1: 纽卡斯尔港运抵广州港折算价格高于国内 14.7 元/吨	7
行业重点上市公司估值指标与评级	17

6 月煤价以稳为主，7 月各煤种可能出现分化

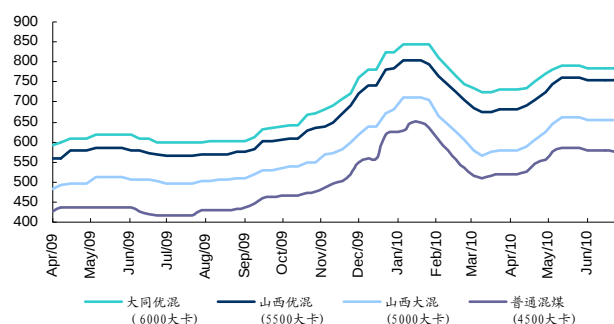
动力煤：旺季逐步到来，价格或稳中有升

6 月电煤需求触底回升，下半月开始受气温升高影响，电厂用煤需求快速上升，7 月 5 日直供电厂日均耗煤量较 6 月 16 日上涨 19%。但由于地产调控的影响逐步显现，加上南方降雨增多水电出力上升，港口库存相对充足等因素，煤价稳中有降。

- 秦皇岛煤价：7 月 5 日秦皇岛港动力煤大同优混，山西优混，山西大混和普通混煤价格分别为 785 元/吨、755 元/吨、655 元/吨和 575 元/吨，较 5 月底平均下跌 5 元/吨；
- 山西动力煤坑口价：每吨多有 5-15 元左右的下跌，其中大同弱粘煤、太原贫瘦煤和朔州块煤较 5 月底分别下跌 10 元/吨、15 元/吨和 5 元/吨。
- 全国各地：除山西外，价格下跌最为明显的是安徽省和河南省，分别较上月下跌 5% 和 4% 左右，值得注意的是，二者也是前一月涨幅最大的煤种。

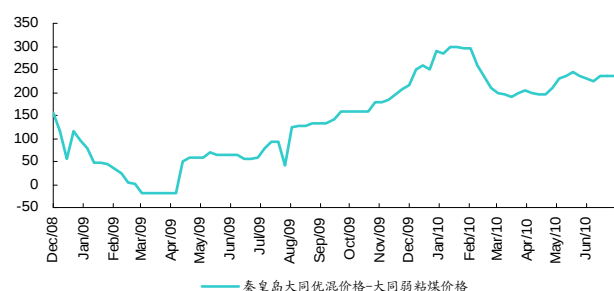
预计 7 月动力煤价将维持基本稳定，局部地区略有上涨。主要影响因素是：（1）气温升高使得空调用电继续上升，带动电煤需求；（2）南方地区降雨量增多，水电出力上升，抑制电煤需求增长；（3）电厂目前高位库存以及发改委限价令的出台后，将制约动力煤价格的上涨；（4）最难预计的因素来源于地产调控和节能减排，预计仍将对耗煤量形成制约。

图 1：6 月秦皇岛动力煤价格平均下跌 5 元/吨



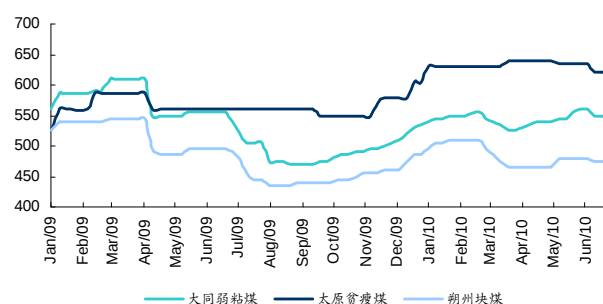
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 3：6 月秦皇岛大同优混与大同弱粘煤价差小幅波动



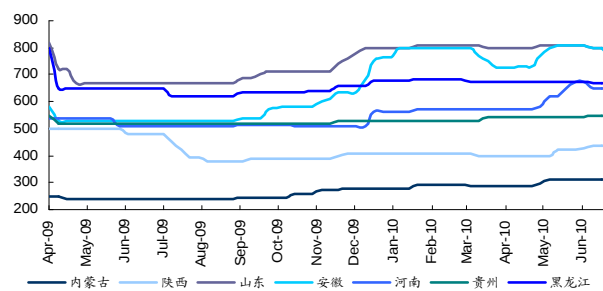
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 2：6 月山西动力煤坑口价格下跌 5-15 元/吨



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 4：6 月安徽河南等地动力煤价较 5 月出现下跌



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

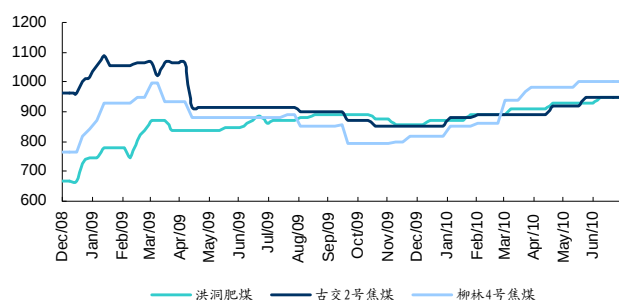
炼焦煤：各地价格以稳为主，钢焦市场疲态难改

6月房地产调控政策影响延续，部分钢产品取消出口退税，导致钢厂出厂价下跌，市场成交量持续萎缩，使得钢材市场价格总体出现进一步回落。尽管钢铁行业的盈利位于低位，但钢厂减产意愿并不强，炼焦煤需求仍维持高位，加上资源稀缺整合产能尚未释放等因素，炼焦煤价格仍保持稳定。

- 山西炼焦煤价格：6月山西炼焦煤坑口价基本稳定，仅洪洞肥煤较上月末上涨20元/吨，全国其他主要炼焦煤生产地区价格有一定回落，河南，贵州和黑龙江等地的炼焦煤价格分别下降10-30元/吨不等。
- 钢焦市场：6月钢焦市场持续疲态，价格小幅下降，6月份以来 Myspic 钢价综合指数较月初下降5.2%，临汾，唐山两地焦炭价格下跌超过100元/吨，其他地区也有不同程度的下跌。

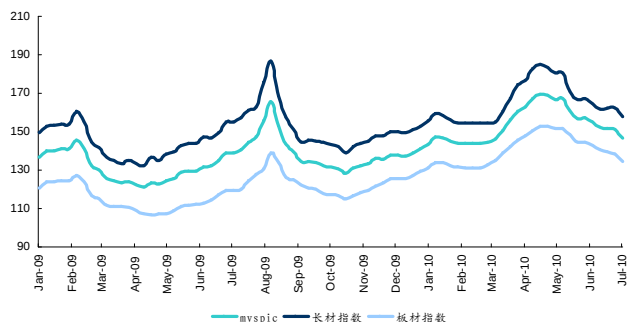
7月炼焦煤价格仍面临回调风险。一方面，钢铁市场疲态难改，库存依然维持高位，受制于钢铁市场，焦炭库存亦难以消化，预计焦炭，炼焦煤价格将继续下降，但7月大钢厂盈利空间尚能弥补现金流，大幅减产的可能性不大，因此受需求支撑焦煤价格回调的空间有限。

图 5：6月山西炼焦煤价格以稳为主



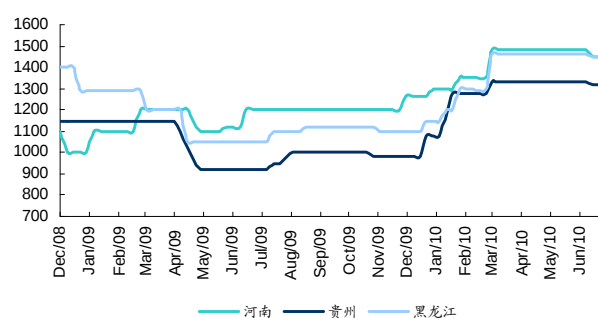
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 7：6月钢铁价格下跌5.2%



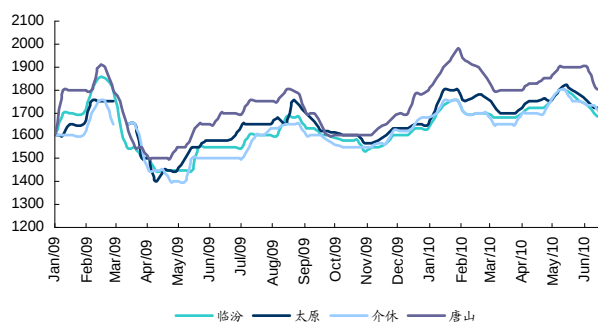
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 6：6月全国炼焦煤价格小幅回落



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 8：6月焦炭价格持续走低



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

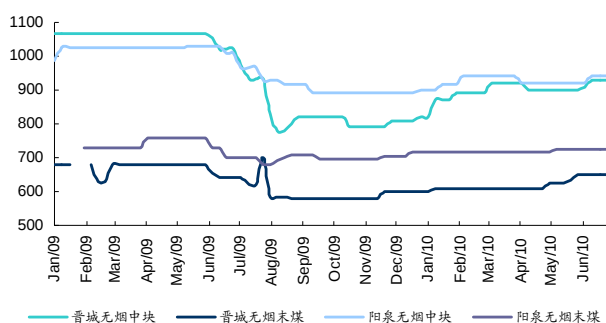
无烟煤：需求低迷依旧，价格上涨无力

6月无烟块煤市场价格略有上升。由于5月31日发改委出台文件，天然气每吨上调230元/立方米，气头尿素成本将增加160元/吨左右，天然气价格的上涨提升了块煤提价的积极性。不过化肥市场疲弱的现状并没有改观，一方面尿素、合成氨等需求进入相对淡季，价格上涨乏力，另一方面尽管6月有备肥需求，但高企的库存使得经销商采购量十分有限。

- 无烟煤价格：6月末煤价基本平稳，块煤稳中有升。其中，山西两大无烟煤生产区阳泉、晋城无烟末煤价格均保持稳定，无烟块煤价格略有上涨，晋城和阳泉块煤价格分别上涨30元/吨和20元/吨；贵州、河南和北京的块煤价格出现小幅上涨，无烟末煤市场价格基本保持稳定。
- 6月尿素价格略有下跌，甲醇价格小幅波动。7月2日，国内尿素平均出厂价为1605元/吨，较月初下跌45元/吨；7月7日长三角甲醇价格为2070元/吨，较6月初上涨50元/吨。

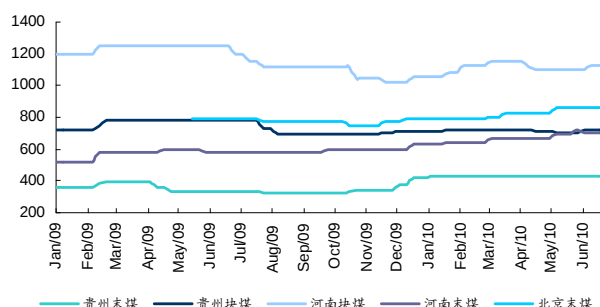
7月化肥市场处于需求淡季，合成氨尿素产量难以进一步释放，预计无烟煤需求将保持平稳，块煤价格以稳为主，部分地区有回调压力。

图 9：6月山西无烟煤块煤价格小幅上升



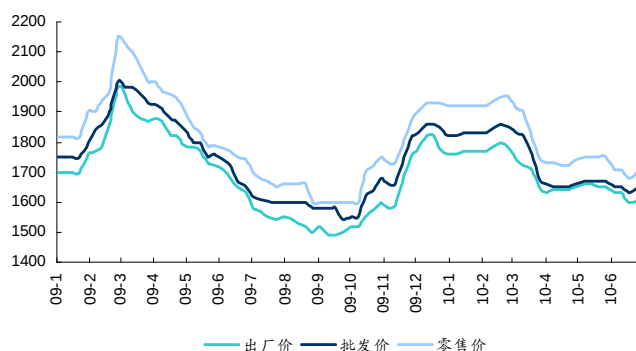
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 10：6月全国无烟煤价格基本稳定



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 11：6月尿素价格略有下跌



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

图 12：6月长三角地区甲醇价格先涨后跌



资料来源：Chemsino，长江证券研究部

国际市场坚挺，涨幅受制于全球经济的不确定性

6月，国际动力煤和焦煤价格高位运行。一方面亚太地区逐渐进入煤炭消费旺季，日本、韩国、印度等国的需求上升支撑煤价；另一方面，国内地产调控对煤炭需求影响显现，进口量环比下滑，国际钢市亦表现平淡，多数地区钢价继续下跌，抑制炼焦煤表现。

- 6月国际煤炭价格先涨后跌。7月2日，国际三大煤价指数纽卡斯尔港，理查兹港价格分别为93.52元/吨，91.6元/吨和98.29元/吨。较6月初分别上涨1.24%，1.03%和0.13%。7月1日澳大利亚BJ动力煤现货价为98.2美元/吨，较6月3日微降0.3%。
- 6月国内价格较国外价格优势缩小。6月28日，广州港大同优混（4800大卡）库提价较印尼煤（4800）大卡价格高90元/吨（仅比较热值），较4月末低10元。而按照澳大利亚纽卡斯尔港动力煤运抵广州港价格折算，国外6000大卡动力煤价格高于国内14.7元/吨，较上月大幅收缩。
- ICE布伦特原油价格由5月底的74.65美元/吨，最高升至78美元/吨，6月30日收于74.73美元/吨，与上月持平。

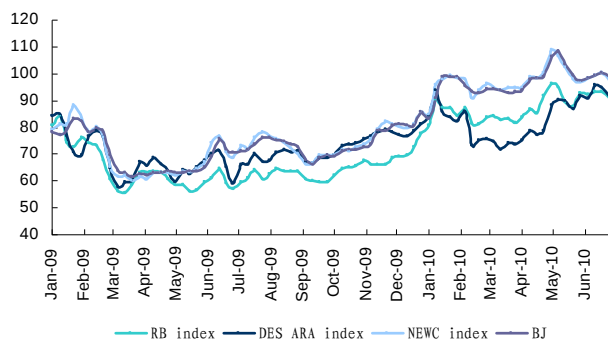
进入7月国际动力煤价有望震荡上升。一方面，亚太地区将迎来动力煤消费旺季，日、韩、印度、印尼、越南等国需求量将继续提升，成为国际煤价的主要支持力量，另一方面，5、6月份港口动力煤价和海运费的大幅下跌以及人民币汇改使得进口煤量得到支撑。但国内煤炭供给上升和节能减排政策的影响，将抑制国际煤价的上涨。炼焦煤方面，受欧洲债务危机蔓延和房地产调控政策制约，粗钢产量环比出现下滑，价格或难有突破。

表 1：纽卡斯尔港运抵广州港折算价格高于国内 14.7 元/吨

	澳大利亚 BJ 动力煤（6300 大卡）	秦皇岛港煤价
FOB 价格（美元/吨）	98.2	-
增值税（元/吨）	113.1	-
运费：纽卡斯尔港 - 广州港（美元/吨）	18.4	-
汇率（人民币/美元）	6.77	-
秦皇岛港 6000 大卡动力煤（元/吨）	-	785
运费：秦皇岛港-广州港（元/吨）	-	60
运抵广州港价格（元/吨）	902.7	845
折算为 6000 大卡价格（元/吨）	859.7	-
价差（元/吨）	14.7	-

资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 13: 6 月国际煤炭价格大幅下跌



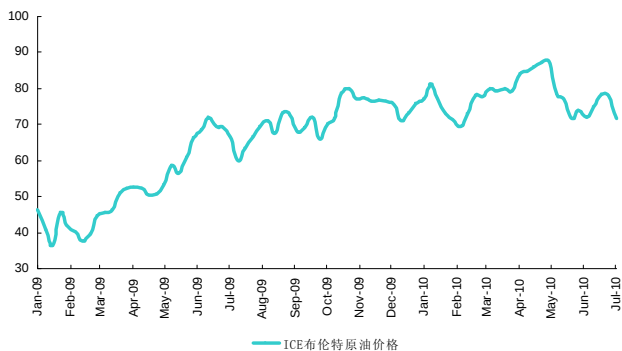
资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 14: 6 月广州港国内外价差扩大



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 15: 6 月 ICE 布伦特原油价格先升后降



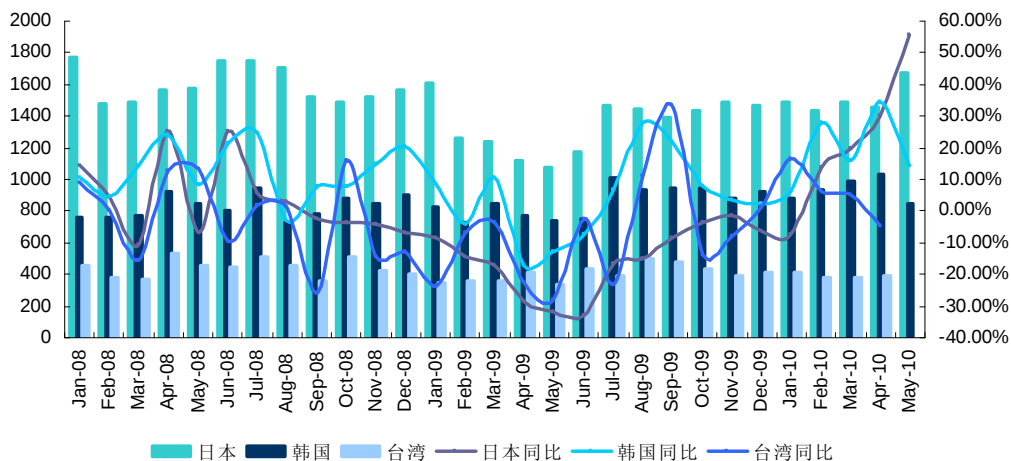
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 16: 6 月 BJ 煤价-Brent 油价比继续扩大



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 17: 5 月日本和韩国煤炭进口量同比增速维持高位



资料来源: Datasteam, 长江证券研究部

库存缓慢回升，下游需求面临考验

电厂港口库存充足，旺季因素继续提升需求

6月上旬，持续降雨与电厂前期提前补库存限制了煤炭需求的增长，加上铁路调入量继续增加，导致秦皇岛港库存持续上升；中下旬开始，部分地区出现高温天气，煤炭需求回升，港口调出速度加快，秦港库存略有下降。

- 6月秦皇岛港调入量小幅回落，库存先升后降。6月份秦皇岛港日均铁路调入量 64.68 万吨，较 5 月份下跌 6.05%；港口日均发运量为 66.87 万吨，较 5 月上升 4.5%。截至 7 月 6 日，秦皇岛港库存为 597.4 万吨，较 6 月初下降 0.93%。
- 6 月电厂煤炭库存持续回升。截止 7 月 1 日，直供电厂库存为 5780.24 万吨，较上月初上升了 15.84%；库存可用天数也由 5 月末的 16 天上升至 18 天。5 月电厂库存同比上涨 53.39%，同期全社会煤炭库存和煤矿库存同比分别上涨 19.90% 和 19.30%。

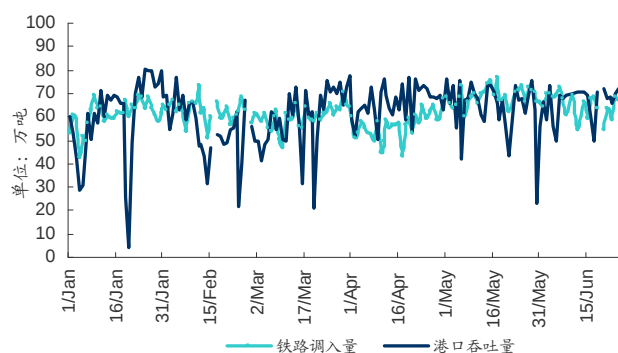
7 月份，随着高温天气的出现，沿海煤炭市场逐渐趋紧，局部地区供应紧张难以避免。但由于前期全国电厂为了应对夏季用电高峰，积极开展储煤工作，截至 7 月 4 日，全国直供电厂煤炭库存量可用天数为 18 天，主要的煤炭港口存煤量也有了较大幅度的上升，预计 7 月沿海煤炭需求维持高位，港口电厂库存基本平稳。

图 18：6 月秦皇岛港库存先升后降

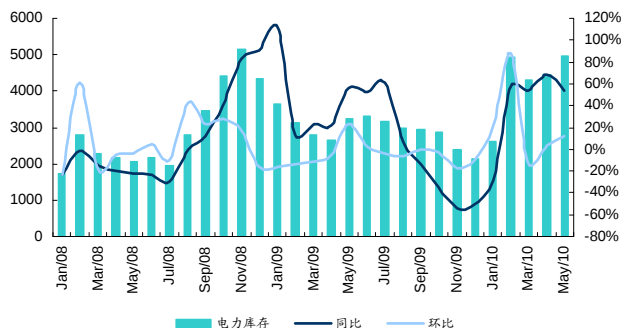


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

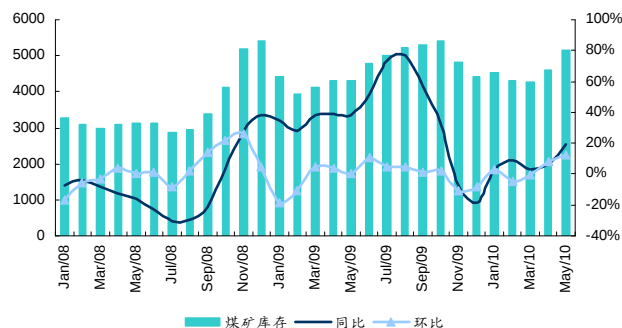
图 19：6 月秦皇岛港调入量维持高位



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 20：5 月电厂库存同比增加 53.4%


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 21：5 月煤矿库存同比增加 19.3%


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

各行业增速放缓，未来仍面临考验

电力行业：5 月份全国发电量继续保持高位，电煤市场进入消费旺季，加上两湖、甘肃、云南等地来水情况转好，水电出力增加，火电发电量环比有小幅下降，但同比仍保持快速上涨；气温逐渐升高，电力需求旺盛，发电量将在 6 月份出现了一定程度的回升；钢铁行业：5 月钢铁产量继续创新高，但需求仍然低迷，国内钢价持续回落，观望气氛浓重，而政府对落后产能加大淘汰力度，取消出口退税，也影响了近期钢铁产能的释放。

- 5 月全国火电发电量同比增长 21.6%，重工业用电量拉动明显，电力行业耗煤量同比上升 23.08%，1-5 月累计上升 25.78%；6 月直供电厂日耗煤量平均为 305.07 万吨，较 5 月上升 0.51%。
- 5 月日均粗钢产量为 181.11 万吨，全月粗钢产量达到 5614 万吨，同比上涨 20.84%，增速有所回落；5 月钢铁行业耗煤量同比增长 15.05%，涨幅较 4 月下降 9 个百分点。
- 5 月全国水泥产量为 17357.60 万吨，同比上涨 16.58%，增速较上月提高 7 个百分点；水泥行业耗煤量为 3992.2 万吨，同比亦上涨 16.58%。
- 5 月合成氨产量 439.50 万吨，产量同比下降 2.3%，环比下降 1.7%，甲醇产量为 139.2 万吨，环比上升 3.6%，同比上涨 46.8%。

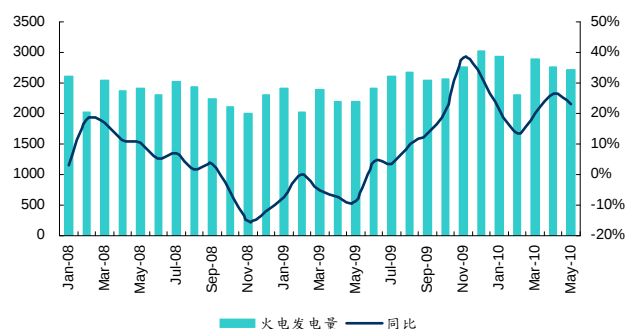
7 月煤炭将受惯性需求和调控政策的双重影响，未来增长面临考验。

（1）电力：传统旺季拉动电煤需求，但节能减排地产调控的影响尚难估计。一方面，7 月份的电力耗煤量将受到旺季因素的影响，从过去 15 年的经验来看，7、8 月份的火电发电量较 5、6 月份环比增长约 10%，另一方面，中央淘汰落后产能和节能减排的力度不断增大，高耗能品的用电需求将有所回落，6 月 1 日开展了全国高耗能行业优惠电价检查，进一步抑制电力需求；加上 2009 年 7 月火电发电量达到年内高点，低基数效应消失，预计火电发电量增速将继续放缓。

（2）钢铁：地产调控风险仍待释放。1-5 月份新开工面积同比增速 72.40%，较上月上升 8.2%，仍然维持高速增长，但房地产调控影响逐步释放，钢铁市场持续走软，钢焦价格出

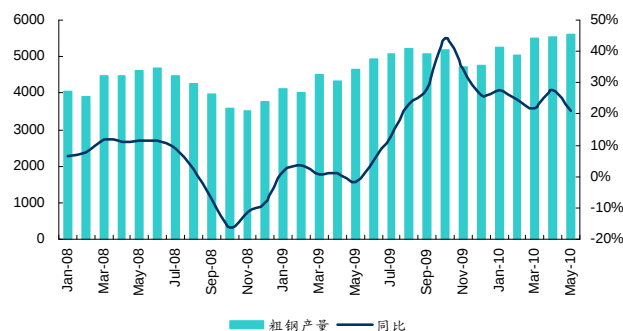
现下滑，部分企业重新陷入亏损。预计到7月份，钢厂和焦化厂面临较大的减产压力，部分钢厂目前已开始实行检修计划。受此拖累，预计炼焦煤需求也将出现下滑。

图 22：5 月火电发电量同比增长 21.6%



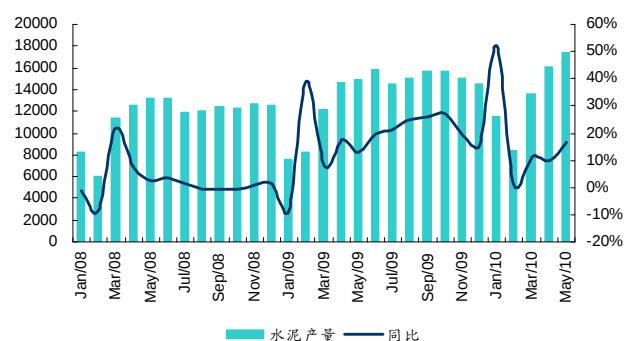
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 23：5 月粗钢产量同比增速回落



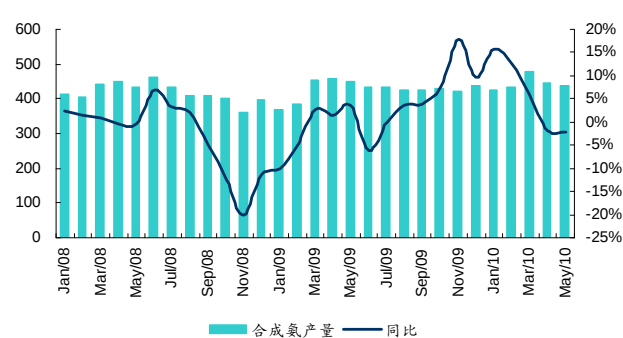
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 24：5 月水泥产量同比增速上升



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 25：5 月合成氨产量同比持平



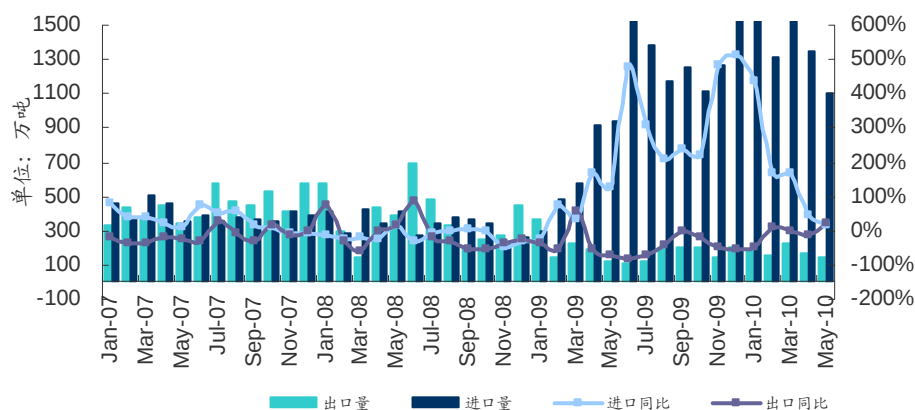
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

煤炭进口量小幅下滑，出口依然萎靡

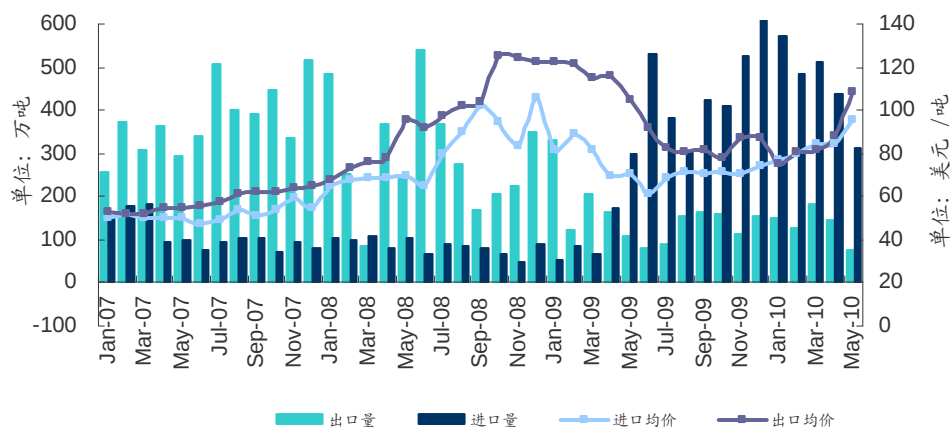
5 月进口煤量环比进一步回落，净进口量较上月下降 150 万吨。其中，动力煤进口量较上月下降 124 万吨，主要原因是：（1）主要产煤国港口煤价相对国内价格优势不明显，（2）国内供需平衡，主要产煤省产量增长可观。

- 5 月份全国煤炭进口量 1100 万吨，同比增长 16.63%，环比下降 18.64%；出口量 146 万吨，同比上升 22.6%，环比下降 14.5%。
- 5 月动力煤、冶金煤和无烟煤进口量分别达到 314 万吨，386 万吨和 234 万吨。

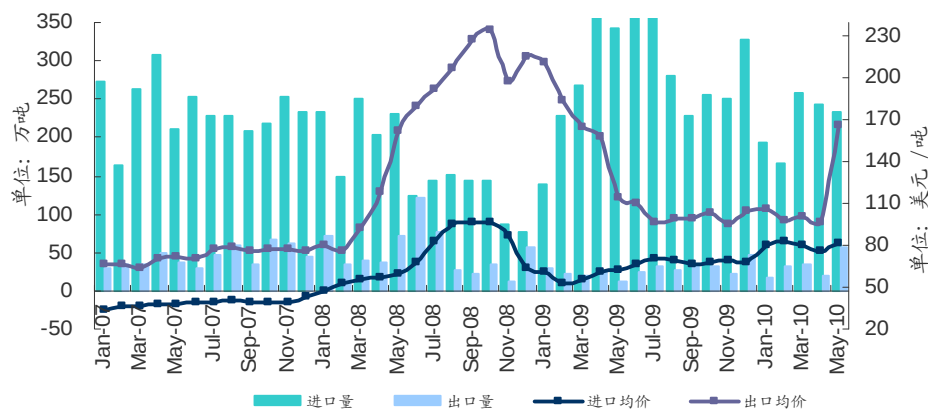
7 月份，预计煤炭进口量仍将维持 1000 万吨以上的高位，主要原因是：5、6 月份国际煤价略有回调，加上海运费大幅下降，部分地区进口煤的优势重新体现。

图 26: 5 月煤炭进口量回落, 出口仍然萎靡


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

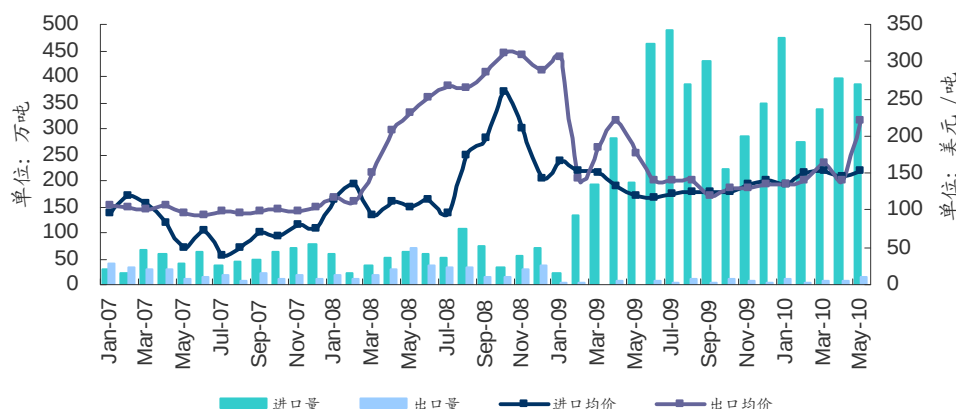
图 27: 5 月动力煤进出口环比分别下降 28%和 48%


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 28: 5 月冶金煤进口环比下降 2.66%，出口均价大幅提升


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 29：5 月无烟煤进口环比下降 4%，出口均价仍远高于进口价格



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

产量增速放缓，地方和乡镇煤矿产量释放迅速

全国原煤产量增速放缓，陕西增量可观

5 月份各地煤矿安全检查正在实施中，各产煤地区的原煤产量同比增速下滑。

- 根据安监局数据，1-5 月全国累计原煤产量 12.8 亿吨，同比增长 25.05%，其中国有重点矿，国有地方矿和乡镇煤矿产量同比分别增长 16%，46%和 30%。
- 5 月陕西贡献最大增量，山西内蒙产量增速略有下滑。前 5 月，山西，内蒙和陕西的产量分别为 21611 万吨，18139 万吨和 11612 万吨，同比增速为 28.53%，41.26%和 102.89%。其中，山西，内蒙增速较上月分别下降 9.2 和 17.1 个百分点，而陕西原煤产量同比增速继续扩大，较上月上涨 16.2 个百分点。

随着夏季用电高峰来临，煤炭需求旺季随之到来。各主要动力煤生产省份将加大生产力度，产量将快速上升。为了保证电煤供应，整合矿井的产能也将逐渐释放。但由于去年的高基数，预计 7 月份煤炭产量增速将有所下滑。

调控政策正在影响煤炭运销

4 月份以来，受宏观调控影响，钢铁、建材等市场萎靡，煤价略有下降，中间商观望态势浓厚，港口铁路发运量受到影响，装车和接车方主要为同煤、神华、中煤等大型煤企，以及沿海地区电厂或电力集团。

- 5 月份全国重点港口发运量 4896 万吨，同比增长 21.96%，日均完成量环比增长 3.34%。
- 5 月份全国铁路煤炭运量 13144 万吨，同比上涨 19.17%。
- 5 月全国煤炭销量同比增长 20.1%，增速较 1 季度略有下滑。5 月全国煤炭销量为 26919 万吨，同比增长 13.3%，1-5 月累计增速为 28.6%。其中国有重点矿 5 月销量增速为 12%，1-5 月累计销量增速为 15.62%。

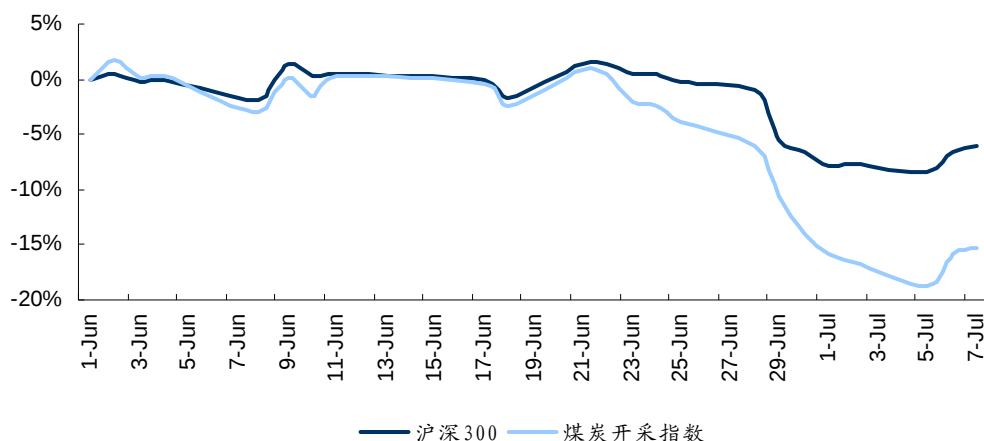
随着夏季高峰的到来，预计 7 月份沿海煤炭市场需求平稳增加，用户拉煤积极性也将增加，铁路调入量和港口发运量保持高位，总体变化不大。

投资策略：估值待修复，但煤价风险犹在

6 月煤炭板块大幅跑输大盘，合同煤限价是主因

受宏观调控影响，6 月煤炭股跌幅较大。6 月底较月初下跌 13.94%，同期沪深 300 的跌幅为 6.6%，上证综合指数的跌幅为 6.62%，煤炭板块明显跑输大盘。特别是在 6 月 25 日发改委宣布限制合同煤价后，市场对煤价预期更加悲观，煤炭板块加速下跌，6 月 25 日至 7 月 5 日，板块下跌幅度达到 15.5%。

图 30：6 月煤炭开采板块跑输大盘 7.3 个百分点

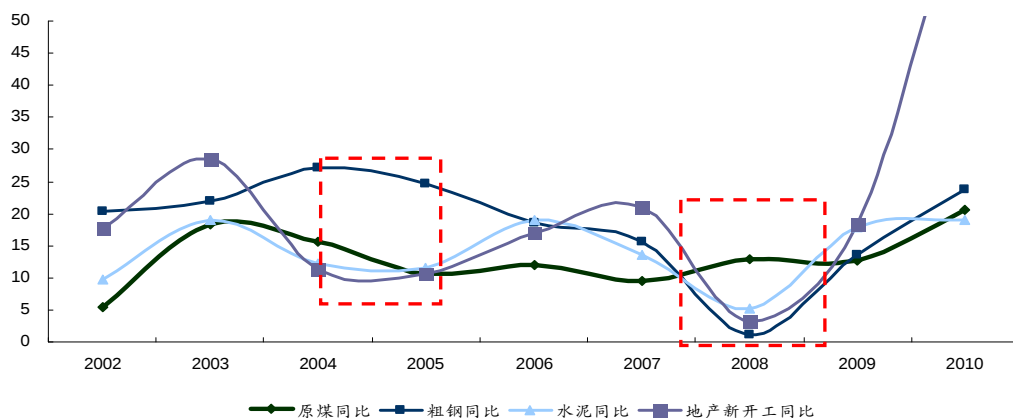


资料来源：Wind，长江证券研究部

煤价风险来源于：悲观的需求和下游脆弱的盈利

4 月底以来，国家对地产调控和节能减排的政策密集出台，相关的钢铁和水泥等行业量价均出现大幅下滑。煤炭需求也受到波及，部分地区炼焦煤价格本周已出现 5% 左右的下跌，即将进入旺季的动力煤价格也自 5 月份开始稳中有降。6 月下旬发改委出台的限价令，更是加剧了煤价的悲观预期。

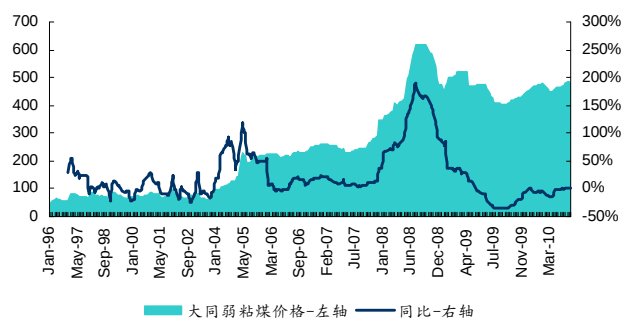
图 31：历年地产调控均带来相关行业产量下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

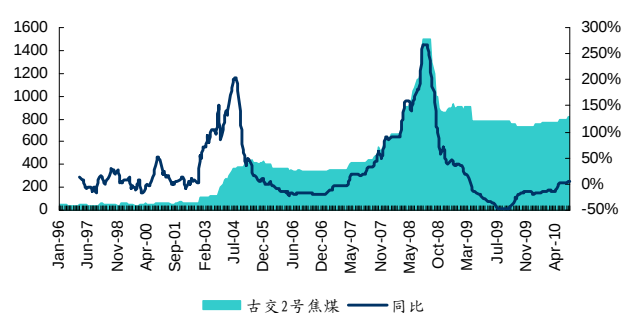
观察历年调控之后煤价的表现可以发现，炼焦煤受调控的影响更为明显。主要原因是：（1）动力煤价与火电发电量相关，炼焦煤价则与钢铁市场特别是钢价的走势更为相关，而后者波动较大；（2）动力煤供给集中度相对较高，而炼焦煤产能更多的集中在地方煤矿中。结合前面对煤价的分析，我们认为本轮对需求的悲观预期中，炼焦煤的价格风险更大。

图 32：15 年来动力煤价格走势



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

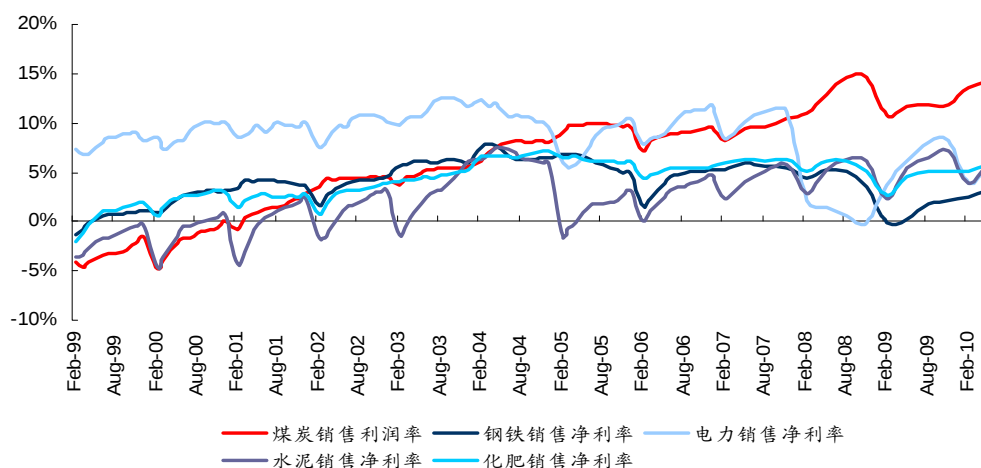
图 33：15 年来炼焦煤价格走势



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

另一个制约煤价上涨的因素是下游脆弱的盈利，1-5 月煤炭采选业销售净利率为 14.3%，较同期电力，钢铁，水泥和化肥的净利率均高 10 个百分点左右。

图 34：煤炭行业的盈利能力远高于其他行业

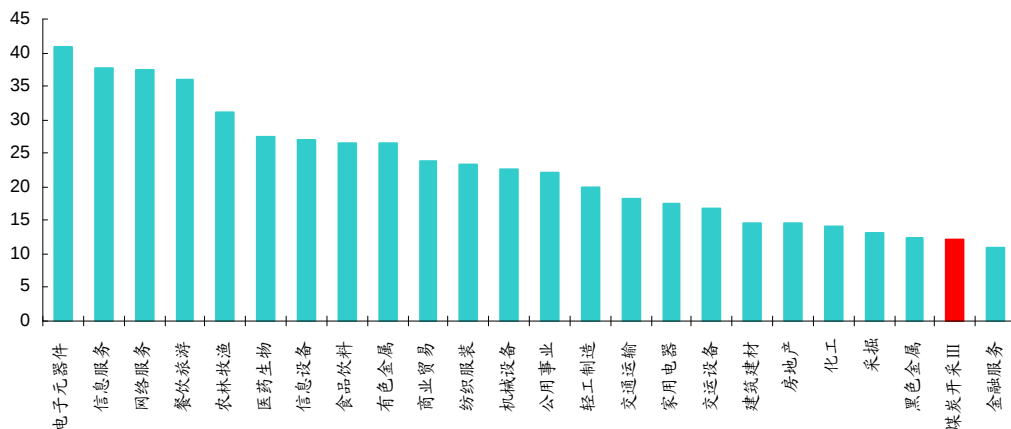


资料来源：Wind，长江证券研究部

即使考虑盈利下调，目前估值仍位于低位

目前，煤炭开采板块基于 2010 年一致预期的 EPS 的估值倍数为 12.05 倍。无论是煤炭股历史 PE 还是与其他行业相比，估值都位于较低的水平。

图 35: 煤炭开采板块 2010 动态市盈率远低于其他板块



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 36: 煤炭开采板块 12 倍动态 PE 位于历史低位



资料来源: Wind, 长江证券研究部

悲观预期下, 假设全年煤价预期下调 5%, 即下半年煤价环比下降 10%, 也就是全年收入下调 5%, 则基于 2009 年的盈利情况, 测算 2010 年 EPS 下调 10.7% 左右。即便如此, 目前对应的 PE 仍仅为 13.3 倍, 位于煤炭历史动态 PE 的低位, 与其他行业相比仍具有明显的估值优势。

关注成长确定, 前期超跌的公司

我们认为, 7 月需求仍将受到政策调控的影响, 加上外围经济仍存在担忧, 市场存在较大的不确定性。但经过前期股价的调整, 目前行业估值水平基本处于底部, 即使考虑盈利预期的下调仍位于低点, 可关注相对有安全边际, 以及业绩增长较为明确的公司。推荐兖州煤业, 兰花科创, 神火股份和西山煤电。

行业重点上市公司估值指标与评级

证券代码	公司简称	最新股价	EPS（元）			P/E（X）			P/B（X）			评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
601088	中国神华	21.31	1.52	1.86	2.09	15.16	11.46	10.18	2.15	1.82	1.54	推荐
601898	中煤能源	8.52	0.50	0.64	0.82	18.28	13.31	10.39	1.45	1.37	1.28	推荐
000983	西山煤电	17.92	0.92	1.39	1.89	22.83	12.85	9.47	3.84	3.68	2.71	推荐
600188	兖州煤业	16.11	0.79	1.62	1.84	22.88	9.96	8.75	2.78	2.53	2.07	推荐
000983	神火股份	15.81	0.80	1.29	1.57	23.73	12.29	10.10	2.59	2.73	2.11	推荐
600546	山煤国际	17.38	0.82	1.15	1.65	21.20	15.10	10.51	5.16	4.00	3.02	推荐
600123	兰花科创	25.17	2.22	2.64	3.21	13.63	9.52	7.85	2.44	1.91	1.51	推荐

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。