

2010 年下半年投资策略

无以复加的“高位均衡”，悬在半空的煤价

赵锴

SAC 证书编号: S0160209120015

zhaokai@ctsec.com

0571-87620706

煤炭行业研究员

2010 年 06 月 30 日

煤炭行业

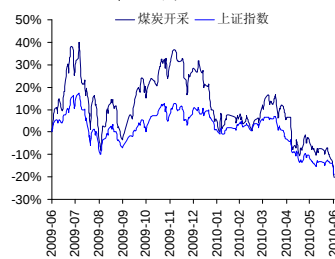
中性

维持

在“高位均衡”不可持续的基本前提下，价格和产量的高企表明煤炭行业基本面仍然不容乐观。鉴于此，我们继续维持对煤炭行业的“中性”评级。

- 2009 年 6 月，中国工业经济进入“高位均衡”，我国煤炭需求大幅上升；然而，我国原煤产量以及煤炭进口量的高增长却可以平衡需求，煤价低位运行。当气候因素导致运输不畅，煤价快速上升到高位以后，“高位均衡”对煤价的相对高位运行形成了支撑。
- 中国政府于 2008 年 11 月出台了 4 万亿经济刺激计划，生铁、水泥等工业产品产量屡创历史新高，并且从 2009 年 6 月开始，一直在高位维持。然而，内部投资的拉动效应衰减殆尽，而外部出口也不能指望，显然，2009 年 6 月以来我国工业经济的“高位均衡”具有“无以复加”的特征。同时，我国大部分工业产品面临“需求下滑”和“成本高企”的两端挤压，“高位均衡”显然是不可持续的。
- 由于工业经济的“高位均衡”不可持续，因而煤炭需求预计将高位回落，供给可能随之下降，因此，煤价下跌是 2010 年下半年煤炭行业的一个特征，同时，煤价下跌、需求回落也会对国内原煤产量以及煤炭进口量造成一定的影响。
- 2010 年 8 月，进入中报集中披露期后，煤炭行业相关上市公司预计会迎来一波业绩行情。虽然工业经济“高位均衡”的不可持续使得该行业基本面不容乐观，然而，煤炭行业良好的中期业绩预计还是会带来一波颇为可观的业绩行情，建议投资者适当关注其中净利润增幅较大的优秀企业。
- 2010 年以来，煤炭行业市盈率始终低于历史均值 22.75 倍，而 6 月 30 日，更是低到 16 倍。我们认为，煤炭行业的基本面支持其 22.75 倍的合理市盈率。同时，价格合理下跌、产量逐步见底应当是工业经济见底回升的标志，也是煤炭行业趋势性机会出现的标志。
- 在“高位均衡”不可持续的基本前提下，价格和产量的高企表明煤炭行业基本面仍然不容乐观。鉴于此，我们继续维持对煤炭行业的“中性”评级。

行业一年走势



相关报告

从“投资拉动”到“结构调整”，工业经济变局对煤炭需求结构和总量的影响——煤炭行业 2010 年投资策略（2009 年 12 月 23 日）

西南大旱导致“淡季变旺”，价格获得有效支撑——煤炭行业 2010 年二季度投资策略（2010 年 3 月 31 日）

重点公司投资评级:

证券代码	证券简称	6 月 30 日收盘价	EPS			PE		评级	
			2009A	2010E	2011E	2010PE	2011PE	评级	评级调整
600348.SH	国阳新能	13.02	0.77	0.98	1.13	13	12	买入	维持
000983.SZ	西山煤电	18.16	0.71	1.32	1.62	14	11	买入	维持
600188.SH	兖州煤业	16.42	0.79	1.45	1.71	11	10	买入	上调
000780.SZ	平庄能源	8.40	0.46	0.67	0.74	13	11	增持	上调
600546.SH	山煤国际	17.75	0.82	1.29	1.57	14	11	增持	上调
600971.SH	恒源煤电	22.78	1.32	1.57	1.69	15	13	增持	维持
601666.SH	平煤股份	13.07	0.78	0.98	1.10	13	12	增持	上调
600508.SH	上海能源	16.87	1.31	1.49	1.63	11	10	增持	上调
600123.SH	兰花科创	25.57	2.22	2.49	2.61	10	10	增持	下调
601699.SH	潞安环能	31.28	1.83	2.41	2.79	13	11	增持	下调

目录

一、2010 年上半年行业走势回顾：国际、国内煤炭价格高位维持，基本面向好下的弱势行情	5
1. 2010 年上半年：煤炭行业表现趋弱	6
2. 煤炭板块表现趋弱的原因之一：美元指数逐步走强	6
3. 煤炭板块表现趋弱的原因之二：价格继续上涨的预期并不存在	8
二、2009 年下半年：“高位均衡”不是四季度煤价上涨的导因	8
1. 2009 年夏季高峰：煤炭价格旺季不旺	8
2. 2009 年 6 月至 10 月：中国工业经济进入“高位均衡”	9
3. 2009 年四季度：四大高耗能行业产量高位维持不是煤炭价格上涨的导因	11
4. 2009 年四季度动力煤价格上涨的原因：大雾和暴雪引起的运输不畅	14
三、2010 年上半年：“高位均衡”对高煤价形成支撑	16
1. 2010 年 1-5 月：主要产品产量有增无减，“高位均衡”持续	16
2. 火电发电量季节性下降，然而总发电量仍维持在 3300 亿千瓦时以上	17
3. 煤炭的供需结构并未发生变化，供需高位平衡支撑高煤价	17
4. 2010 年上半年的煤价：3 月大幅下滑，5 月重拾升势，6 月高位维持	17
四、2010 年下半年：“高位均衡”的无以复加和不可持续	18
1. 2002-2007 年向“高位均衡”过度的路径选择和内外部条件	18
2. 2002-2007 年向“高位均衡”过度的周期分解：产量增速周期和产量周期	19
3. 2008 年下半年至 2009 年 3 月：金融、经济危机破坏产量周期，产能过剩暴露出来	20
4. 2009 年 3 月至今：4 万亿投资拉动工业经济重新回到“高位均衡”	21
5. 2010 年下半年：我国工业经济“高位均衡”的无以复加	21
6. 2010 年下半年：需求下滑、成本高企，“高位均衡”不可持续	21
五、“高位均衡”下的煤炭行业：需求无以复加，价格悬在半空，下行风险逐步累积	23
1. “高位均衡”下煤炭的供求结构	23
2. “高位均衡”下需求回落必然导致焦煤价格下跌	23
3. 旺季结束后用电量下滑超出季节性范畴，动力煤价格预计承压下行	26
4. 煤价承压的短期证据：2010 年以来煤炭库存走高	27
5. 非季节因素冲击煤价的可能性仍然存在	29
六、煤价下行的结果：产量滞涨，进口下降	30
1. 2010 年下半年，原煤产量滞涨持平可能性大	30
2. 动力煤进口下降明显，冶金煤进口下降趋势初现	32
七、两头受压，焦炭产业经营状况不容乐观	33
八、煤炭行业 2010 年下半年投资策略：合理把握交易性机会，耐心等待趋势性机会出现	34
1. 利空并未出尽，资源税之剑高悬	34
2. 关注河南煤炭资源整合带来的投资机会	35
3. 交易性机会之一：中报业绩普涨	36
3. 交易性机会之二：估值优势明显，估值修复行情可能随大盘的阶段性反弹展开	37
4. 趋势性机会显现的基本条件：煤价合理下跌，工业产品产量见底	38
5. 趋势性机会出现之前，维持煤炭行业“中性”评级	40

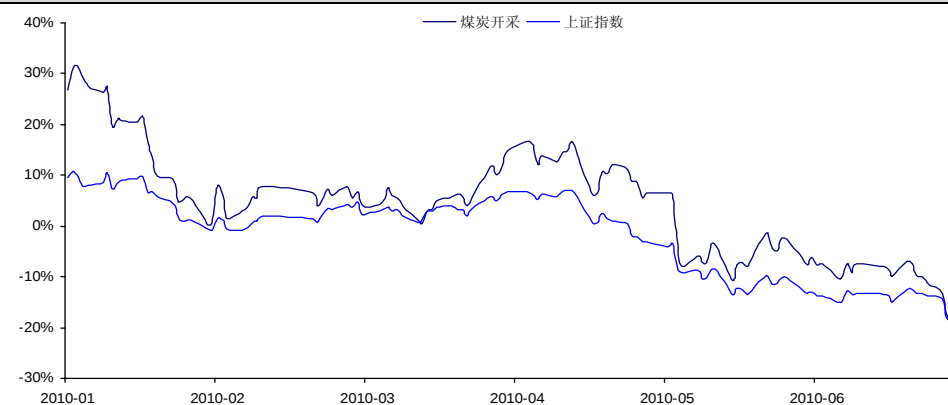
图表目录

图 1: 2010 年上半年煤炭行业相对上证指数的表现	5
图 2: 2009 年以来秦皇岛动力煤价格走势	5
图 3: 2009 年以来焦煤价格走势	5
图 4: 2003 年以来澳大利亚BJ现货价格走势	6
图 5: 2007 年以来美元指数和国际原油价格走势	7
图 6: 2009 年 3 月以来煤炭开采指数和国际原油价格走势对比	7
图 7: 2009 年 3 月以来煤炭开采指数和美元指数走势	7
图 8: 2004 年以来秦皇岛动力煤价格走势	9
图 9: 2006-2010 年各月生铁产量对比	9
图 10: 2006-2010 年各月水泥产量对比	10
图 11: 2006-2010 年各月火电发电量对比	10
图 12: 2006-2010 年各月合成氨产量对比	10
图 13: 2006-2010 年各月原煤产量对比	11
图 14: 2004 年以来我国煤炭进出口量变化趋势	12
图 15: 2009 年以来国际三大港口煤炭价格指数走势	12
图 16: 2006-2010 年主要化工产品产量	13
图 17: 2006-2010 年各月十种有色金属产量对比	13
图 18: 2000 年以来发电量总体增长趋势（亿千瓦时）	14
图 19: 2000 年以来火电、水电发电量总体增长趋势（亿千瓦时）	14
图 20: 2007 年以来直供电厂存煤可用天数	15
图 21: 2009 年 8 月以来秦皇岛煤炭铁路调入量和港口吞吐量	15
图 22: 2009 年 1 月以来秦皇岛港港存变化	15
图 23: 2009 年 1 月以来秦皇岛港动力煤价格走势	16
图 24: 2010 年 3 月以来直供电厂存煤总量变化趋势	17
图 25: 2000 年以来我国生铁产量及产量增速	19
图 26: 2000 年以来我国水泥产量及产量增速	20
图 27: 2001 年以来我国合成氨产量及产量增速	20
图 28: 2000 年以来我国焦炭产量及产量增速	20
图 29: 2009 年以来铁矿石价格走势	22
图 30: 2006 年以来我国主要城市钢材产品库存	24
图 31: 2006-2010 年各月钢材产量对比	24
图 32: 2002 年以来钢铁行业销售利润率	25
图 33: 2004 年以来国内钢材综合价格指数	25
图 34: 2006 年以来我国钢厂煤炭库存	25
图 35: 2005 年以来我国煤炭社会库存总计	27
图 36: 2005 年以来我国国工交煤炭库存	28
图 37: 2005 年以来我国煤矿煤炭库存	28
图 38: 2005 年以来我国电力煤炭库存	28
图 39: 2006 年以来我国重点港口煤炭运输量	29
图 40: 2006 年以来秦皇岛港、黄骅港、天津港煤炭运输量	29
图 41: 2006 年以来全国煤炭铁路日均装车情况	30
图 42: 2006 年以来全国煤炭铁路运输情况	30
图 43: 2000 年以来我国原煤产量及产量增速	31
图 44: 2007 年以来我国冶金煤进出口状况	32
图 45: 2006 年以来波罗的海干散货指数	32
图 46: 2009 年以来我国动力煤进出口状况	33
图 47: 2009 年以来我国无烟煤进出口状况	33
图 48: 1999 年以来我国焦炭产业毛利率变化趋势	34

图 49: 2009 年以来我国各地区焦炭价格走势	34
图 50: 2005 年以来煤炭行业市盈率变化趋势	37
图 51: 2007 年以来煤炭行业指数和上证指数走势	38
图 52: 2007 年以来生铁产量变化趋势	38
图 53: 2007 年以来火电发电量变化趋势	38
图 54: 2007 年以来秦皇岛动力煤价格走势	39
图 55: 2007 年以来国际煤炭价格走势	39
表 1: 2009 年二季度经济回暖以来用电量 (亿千瓦时)	13
表 2: 四大高耗能行业及全社会用电量预测 (亿千瓦时)	26
表 3: 主产省原煤产量 (万吨)	31
表 4: 煤炭行业上市公司 2010 年中期业绩增长情况	36
表 5: 煤炭行业上市公司 2010 年摊薄每股收益	37
表 6: 煤炭行业上市公司估值	40

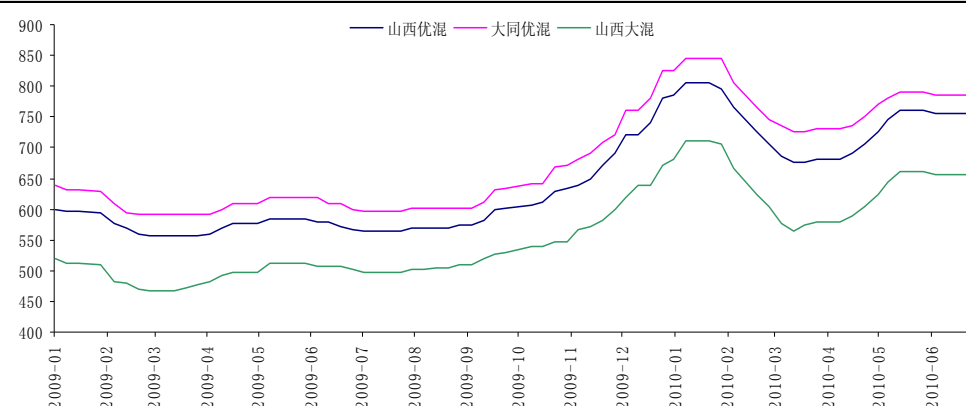
一、2010 年上半年行业走势回顾：国际、国内煤炭价格高位维持，基本面向好下的弱势行情

图 1：2010 年上半年煤炭行业相对上证指数的表现



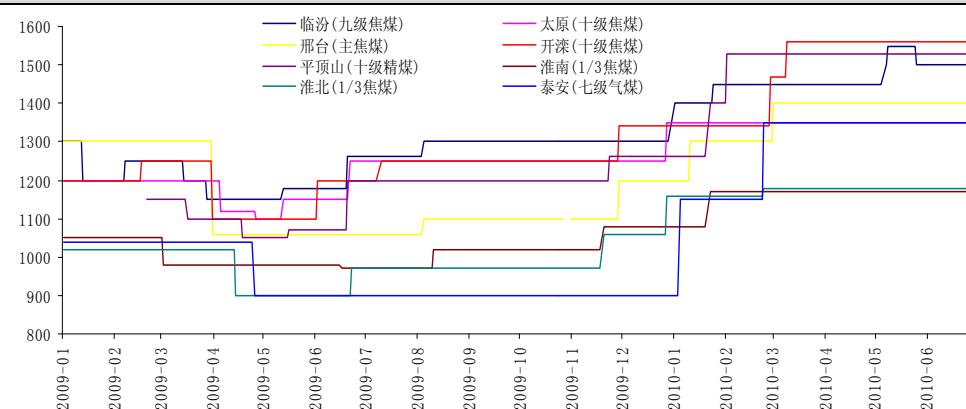
数据来源：wind

图 2：2009 年以来秦皇岛动力煤价格走势



数据来源：wind

图 3：2009 年以来焦煤价格走势



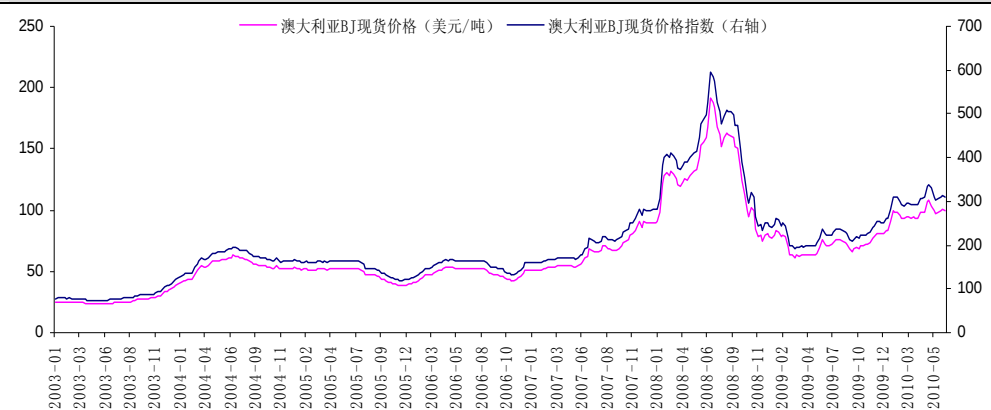
数据来源：wind

1. 2010 年上半年：煤炭行业表现趋弱

- 2010 年以来，煤炭行业总体上跑输上证指数，只是在西南地区旱灾、水电出力同比下降的 3 月底和 4 月初超越上证指数；同时，部分煤炭行业上市公司 2009 年业绩同比增长也使得该行业具有阶段性的业绩行情表现。
- 然而，2010 年上半年，国际煤炭价格均显著高于 2009 年同期；同时，图 2 和图 3 显示，2010 年上半年，无论动力煤价格还是焦煤价格，也远高于 2009 年同期；并且这段时间，下游产品产量还在屡创新高。也就是说，在基本面向好的情况下，煤炭行业表现并不尽如人意。

那么，煤炭行业在基本面向好的情况下，表现趋弱的原因是什么呢？

图 4：2003 年以来澳大利亚 BJ 现货价格走势



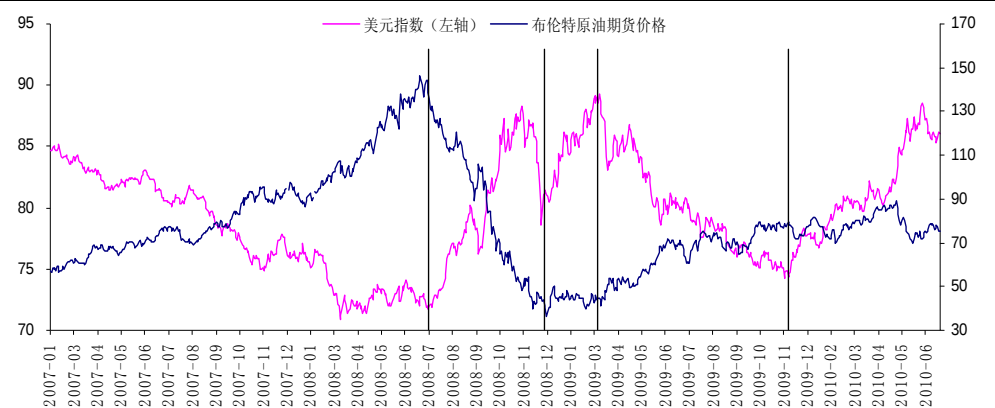
数据来源：wind

2. 煤炭板块表现趋弱的原因之一：美元指数逐步走强

- 2009 年 3 月以来，煤炭行业的表现和美元指数、国际原油价格的相关性较高。2010 年上半年，国际原油价格基本维持在 70-90 美元/桶的区间之内，如我们在 2010 年年度策略预期的那样。显然，国际原油价格的相对高位也并未使得煤炭板块的表现有所改观。
- 美元指数和国际原油价格两者相关系数约为-0.80 左右，属高度负相关，当然，大宗商品的价格基本都是这样。煤炭作为大宗商品之一，其金融属性并不强，因此，国际煤炭价格与美元指数的相关性不像原油那么高。
- 当美元指数在 2009 年 3 月开始走弱的时候，大宗商品价格也逐步上涨，煤炭也不例外。同时，中国股市大宗商品相关板块 2009 年 3 月至 7 月底的表现也非常抢眼；
- 2009 年 12 月，当美元指数开始逐步反弹之后，大宗商品价格开始滞涨，却没有大幅下滑，如我们判断的那样，国际原油价格仍然维持在 70-90 美元/桶的区间之内，国际煤炭价格也 90-100 美元/吨之间运行。
- 然而，煤炭板块却没有这么幸运，图 1 显示，2010 年以来，煤炭板块基本处于下滑区间。只是在 2 月至 4 月，美元指数在 80 区位附近震荡，且西南

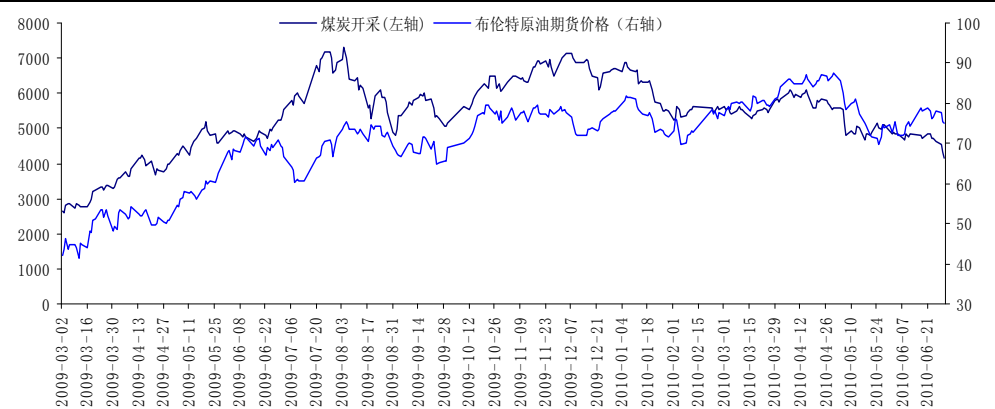
大旱的情况下，该板块表现差强人意。然而，当5月初，美元指数快速上升之后，该板块又进入下降通道。

图 5：2007 年以来美元指数和国际原油价格走势



数据来源：wind

图 6：2009 年 3 月以来煤炭开采指数和国际原油价格走势对比



数据来源：wind

图 7：2009 年 3 月以来煤炭开采指数和美元指数走势



数据来源：wind

3. 煤炭板块表现趋弱的原因之二：价格继续上涨的预期并不存在

- 我们曾经指出，对国内煤炭价格影响最显著的因素是价格预期，强烈的价格上涨预期将导致价格大幅上涨。2010 年，煤炭价格上涨预期的强度将是决定国内煤炭价格是否上升的重要因素。而国内煤炭价格的上涨预期主要来自于以下几个方面：国际原油价格、下游产品产量、通货膨胀、供需局部失衡。
- 一般认为，煤炭板块作为周期性行业，其表现和强烈的煤炭价格上涨预期相关性极高，而 2008 年上半年的历史经验表明，强烈的上涨预期往往和美元指数持续走低——也就是国际原油、煤炭价格的持续走高预期紧密相关。
- 显然，2010 年上半年，与美元指数负相关，且维持相对高位的国际原油、煤炭价格并未使得该板块有所表现，或者说，国际原油、煤炭价格的相对高位并未让市场形成其继续上升的预期。
- 同时，火电发电量、生铁、水泥产量的屡创新高对市场的影响也相对乏力。而供需局部失衡只是导致动力煤价格和港存的波动幅度显著加大，其影响不具有可持续性，因此，市场并未形成 2010 年全年煤炭价格的持续上升预期。
- 国际原油、煤炭价格在二季度明显上升乏力，而国内 4 万亿投资对宏观经济以及工业经济的拉动效应开始尾衰，政府对房地产的调控使得股市表现整体不如人意，煤炭板块显然也不能跑赢大盘。因此，2010 年上半年，煤炭板块的走弱，应当主要归因于投资拉动效应的尾衰，以及房地产调控可能产生的连锁反应，而业内对下半年宏观经济的悲观情绪也使得 A 股在 4 月中旬开始了新一轮的下跌，煤炭板块作为典型的周期性行业自然不能幸免。

二、2009 年下半年：“高位均衡”不是四季度煤价上涨的导因

为了能够准确判断下半年国内外煤炭价格走势，我们首先梳理 2009 年经济回暖以来，国内动力煤价格的变化趋势。

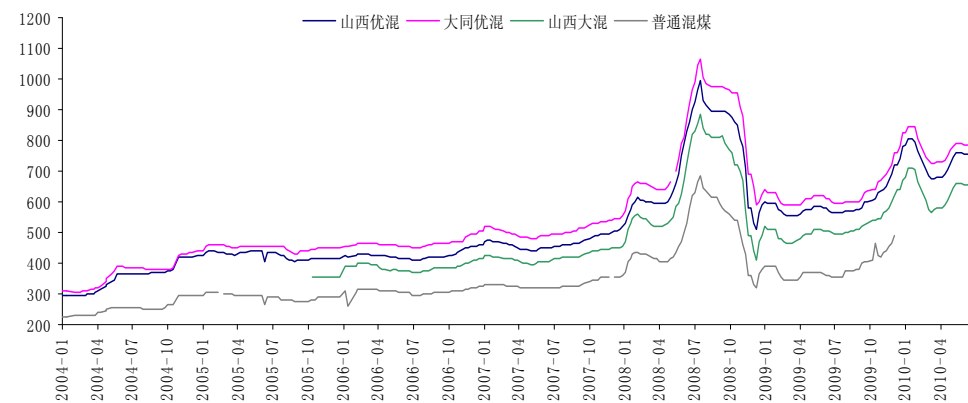
1. 2009 年夏季高峰：煤炭价格旺季不旺

- 依据常识，夏季和冬季高峰期间，国内动力煤价格均会季节性上涨，2008 年以前这一规律较为明显。
- 然而，由于 2009 年伴随着宏观经济从“逐步回暖”到“高位维持”的整个过程，因此，季节性因素的影响趋于弱化，工业经济、尤其是四大高耗能的产量水平才是决定煤炭需求以至煤炭价格的关键因素。
- 2009 年 3 月，随着宏观经济的逐步见底回升，秦皇岛动力煤价格开始有所上涨，3 月至 5 月，各煤种价格涨幅基本都在 30 元左右。
- 然而，2009 年夏季高峰期间（6 月至 8 月），国内动力煤价格表现较为冷淡。我们知道，这一时期国内钢铁、建材、有色、化工四大高耗能行业产品产量已经恢复到历史高点水平，并且在历史高位维持了 5 个月时间（6 月至 10

月), 如果说这样的历史高产量也并未使得动力煤价格显著上涨, 则国内下游产品产量的超高位维持显然也不是动力煤价格 10 月份上升的基本导因。

- 我们分析认为, 6 月至 8 月, 动力煤价格旺季不涨反跌的原因在于: 2009 年 4 月份开始, 我国煤炭进口量爆发性增长, 进口煤在一定程度上替代了国内动力煤, 使得下游工业产品产量的高位维持并未对国内煤价造成显著影响, 这是供求基本平衡的主体因素; 同时, 6 月至 7 月中旬, 秦皇岛港港存快速上升, 导致该港动力煤价格表现平淡。

图 8: 2004 年以来秦皇岛动力煤价格走势

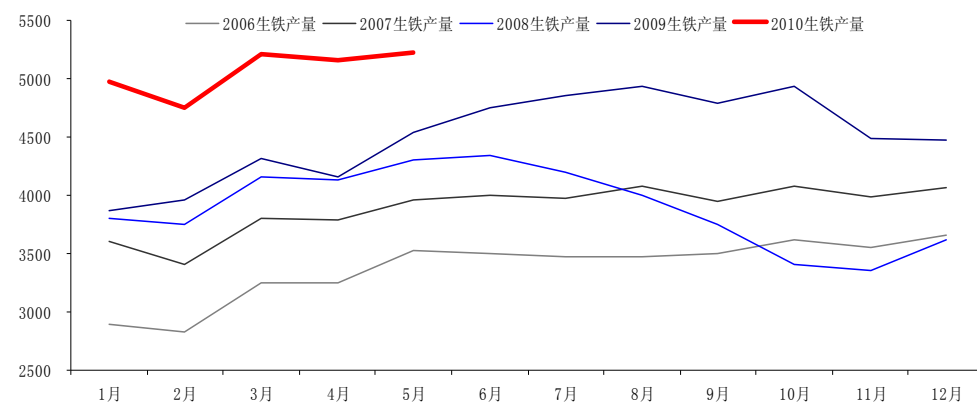


数据来源: wind

2. 2009 年 6 月至 10 月: 中国工业经济进入“高位均衡”

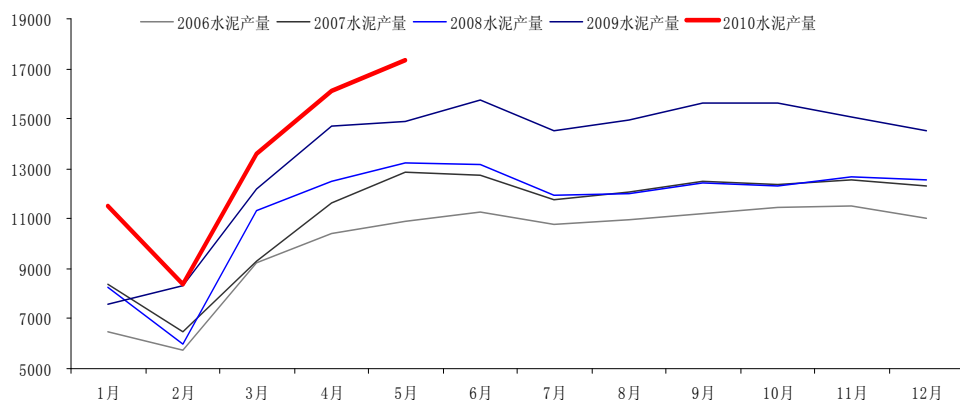
显然, 从 2010 年 6 月开始, 由于四大高耗能行业产品产量超高位维持, 国内动力煤供需处于“高位均衡”状态。而“高位均衡”的最显著特征就是: 供需的非常规影响可能使得动力煤价格发生天翻地覆的变化。其原因在于, 在短期内, 国内动力煤供给不可能大幅度增加, 而进口量的爆发式增长也使得国外对国内的供给发挥到了极致。

图 9: 2006-2010 年各月生铁产量对比



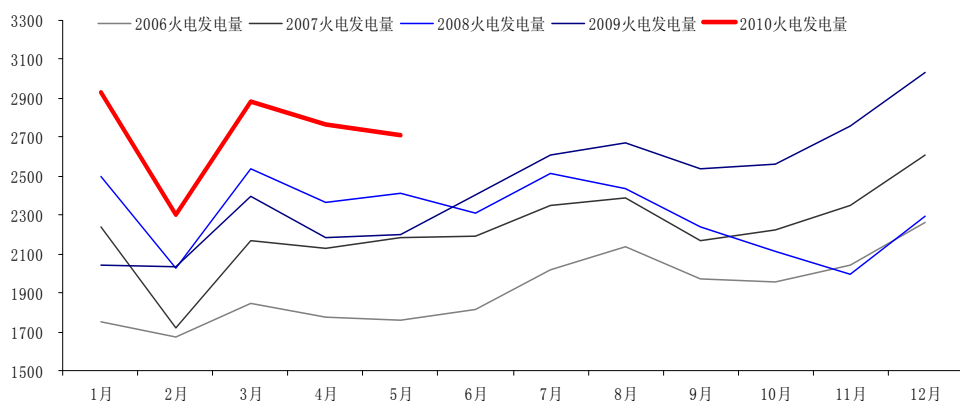
数据来源: wind

图 10: 2006-2010 年各月水泥产量对比



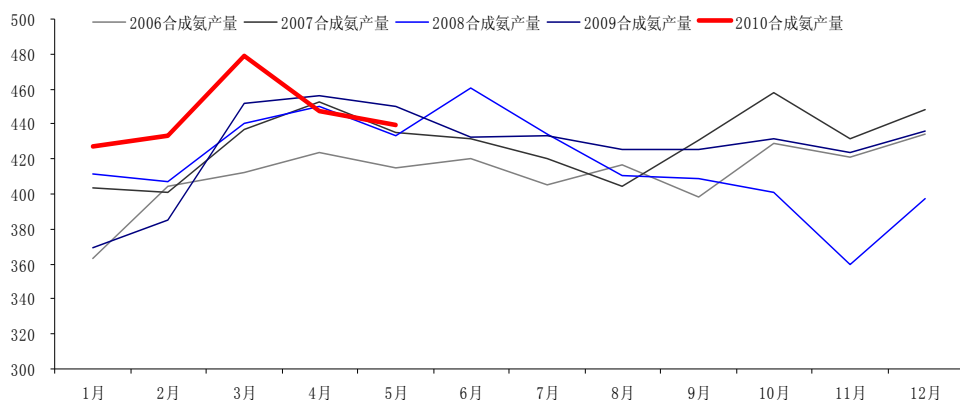
数据来源: wind

图 11: 2006-2010 年各月火电发电量对比



数据来源: wind

图 12: 2006-2010 年各月合成氨产量对比



数据来源: wind

- 2009 年 5 月，我国生铁产量达到 4542.65 万吨，创历史新高；之后，生铁产量逐步攀高，到 10 月已经超过 4900 万吨。
- 2009 年 4 月，国内水泥产量达到 14677.55 万吨，也创历史新高。10 月，更是冲高到 15635.10 万吨。

- 2009年7月，我国火电发电量达到2606.32亿千瓦时，基本平了历史最好水平；8月，创下历史新高。
- 相对之下，在最主要的4个下游行业中，合成氨的产量只是恢复到历史正常水平，其原因在于，该产品作为农用化肥的中间产品，其产量受到4万亿投资的拉动很小。

以上4个煤炭主要消费大户的数据显示，在2009年10月为止，其产量基本都创下历史新高（合成氨除外），因此，基本可以断定，2009年6月至10月之间，4万亿投资对工业经济的拉动作用，已经充分发挥出来；后续各月以至于2010年上半年，虽然其产量还是创下新高，然而环比增量并不明显。

我也观察了其他重工业、化工工业、轻工业的产量数据，基本都是在这一期间达到峰值，而后增量很小。

因而，这一时期，其实已经是危机以来、刺激政策所造就的中国工业经济的“高位均衡”。

需要强调的是，直到2009年10月，煤炭下游行业均不断创出历史新高，然而，这一期间，国内动力煤价格却一直在相对低位运行，焦煤价格虽有所上升，却也只达到2009年初的水平，并未出现大幅上涨的迹象。

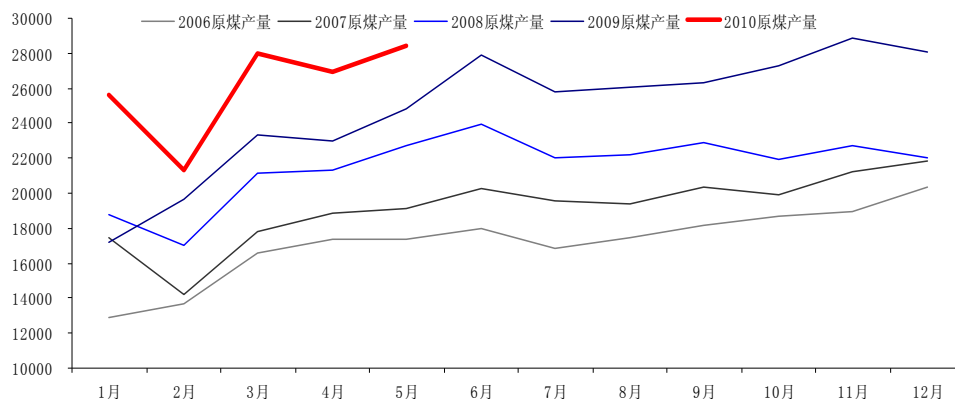
3. 2009年四季度：四大高耗能行业产量高位维持不是煤炭价格上涨的导因

既然2009年6月至10月，中国工业经济已经进入政策刺激下的“高位均衡”，那么国内煤炭价格不随需求上涨的原因何在呢？

- 数据显示，2009年5月，我国原煤产量也创下历史新高，达到24841.08万吨；并且，原煤产量的继续上升趋势较为明显。
- 同时，从2009年2月开始，我国煤炭月度进口量回升到488万吨，达到了煤炭消费旺季的正常进口量水平，并在6月创出1607万吨的历史天量。
- 另外，2009年3月至10月，国际煤炭价格表现出底部震荡格局，则中国煤炭进口量的爆发式增长也没有促使国际煤炭价格快速上涨。

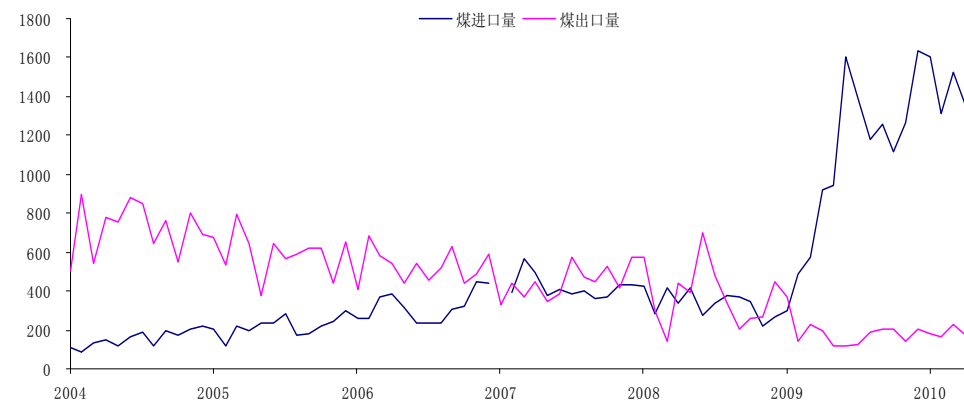
显然，国内原煤产量的快速增加，以及煤炭进口量的超预期增长，使得“高位均衡”时期的煤炭供需基本维持平衡，因此，并未导致国内煤炭价格的上涨。

图 13：2006-2010 年各月原煤产量对比



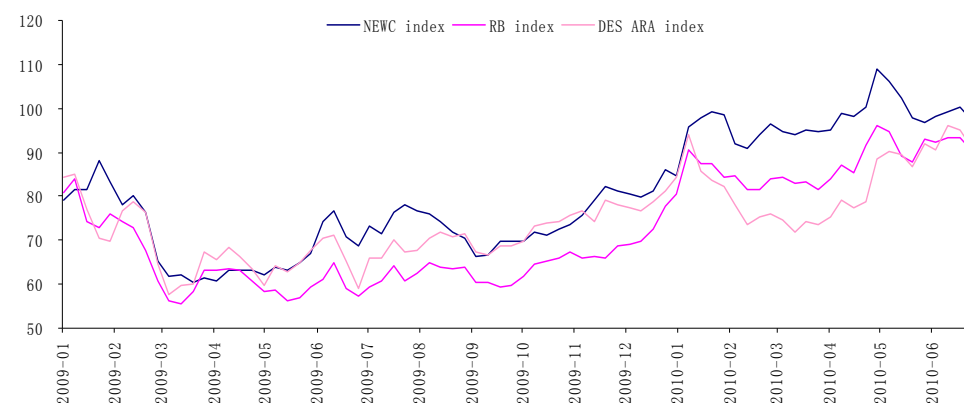
数据来源：wind

图 14: 2004 年以来我国煤炭进出口量变化趋势



数据来源: wind

图 15: 2009 年以来国际三大港口煤炭价格指数走势

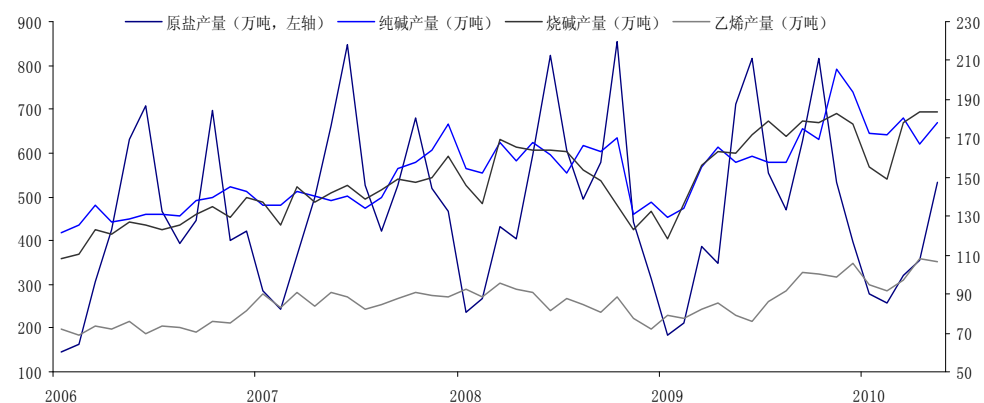


数据来源: globalcoal

那么, 我们有理由相信, 刺激政策所导致的中国工业经济“高位均衡”并未使得国内、国际煤炭供需产生失衡。2009 年四季度, 虽然国际主要经济体经济进一步回暖, 然而, 也没有迹象表明, 全球经济回暖使得国际煤炭供需产生失衡。那么, 2009 年四季度国内“高位均衡”的维持, 当然不是国内动力煤、焦煤价格上涨的导因。

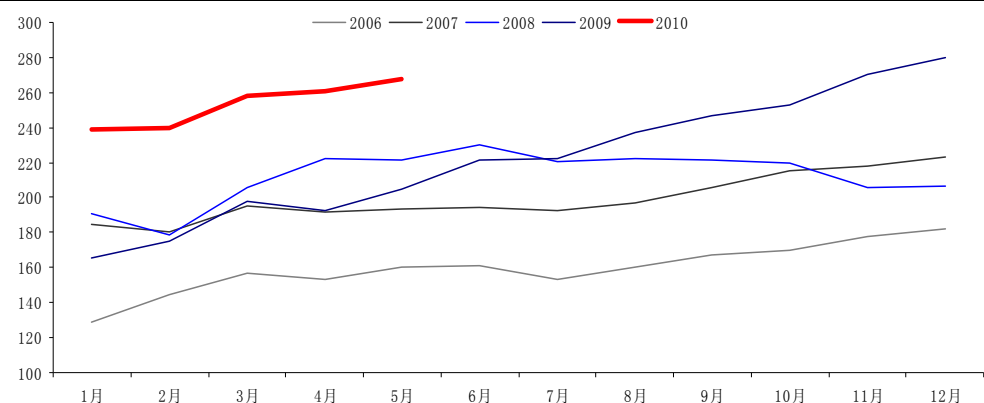
- 图 9、图 10 和图 12 显示, 生铁、水泥、合成氨产量并未在 2009 年四季度显著上升; 然而, 图 11 显示, 火电发电量却仍在继续攀高。钢铁行业、建材行业由于产品产量并未继续增加, 因此, 不是发电量继续上升的影响因素。另外, 图 16 显示, 化工行业主要产品产量 2009 年四季度环比增长也不明显。
- 然而, 我们注意到, 十种有色金属产量在 2009 年 9 月才创出历史新高, 四季度继续快速上升, 作为用电大户之一, 有色金属产品产量的上升必然导致用电量有所上升。
- 四大高耗能行业 2009 年三季度用电量为 3155.52 亿千瓦时, 其中有色金属冶炼与压延用电量为 692.82 亿千瓦时; 同时, 三季度十种有色金属产量为 706.64 万吨, 四季度为 803.35 万吨, 我们估算的用电量增量约为 94.82 亿千瓦时, 对用电量的总体影响很小, 因此, 不会导致发电量的大幅增加。

图 16: 2006-2010 年主要化工产品产量



数据来源: wind

图 17: 2006-2010 年各月十种有色金属产量对比



数据来源: wind

表 1: 2009 年二季度经济回暖以来用电量 (亿千瓦时)

	全社会用电量	第一产业用电量	第二产业用电量	第三产业用电量	城乡居民生活用电量	工业用电量	轻工业用电量	重工业用电量
2009-04	2,748.91	76.61	2,054.71	289.94	327.65	2,024.34	379.96	1,644.38
2009-05	2,885.33	87.66	2,204.12	269.51	324.05	2,174.66	377.95	1,796.72
2009-06	3,081.74	95.94	2,320.85	323.80	341.14	2,288.51	401.58	1,886.93
2009-07	3,420.02	107.05	2,545.02	364.89	403.05	2,512.69	411.59	2,101.10
2009-08	3,462.23	105.96	2,500.34	396.86	459.07	2,465.13	429.35	2,035.79
2009-09	3,224.08	83.73	2,307.77	379.62	452.96	2,272.69	420.68	1,852.01
2009-10	3,134.23	73.43	2,356.64	326.98	377.19	2,324.27	390.85	1,933.42
2009-11	3,284.00	73.00	2,517.00	321.00	372.00	2,482.00	407.00	2,075.00
2009-12	3,439.00	77.00	2,614.00	346.00	404.00	2,629.00	434.00	2,195.00
2010-01	3,531.00	70.00	2,624.00	398.00	440.00	2,582.00	445.00	2,137.00
2010-02	2,721.00	55.00	1,921.00	344.00	401.00	1,888.00	341.00	1,547.00
2010-03	3,435.00	66.00	2,594.00	339.00	437.00	2,564.00	332.00	2,232.00
2010-04	3,394.00	82.00	2,583.00	337.00	392.00	2,544.00	431.00	2,113.00
2010-05	3,480.00	86.00	2,711.00	317.00	367.00	2,672.00	432.00	2,240.00
2009.Q3	10,106.33	296.75	7,353.14	1,141.37	1,315.07	7,250.51	1,261.62	5,988.89
2009.Q4	9,857.23	223.43	7,487.64	993.98	1,153.19	7,435.27	1,231.85	6,203.42
2010.Q1	9,687.00	191.00	7,139.00	1,081.00	1,278.00	7,034.00	1,118.00	5,916.00

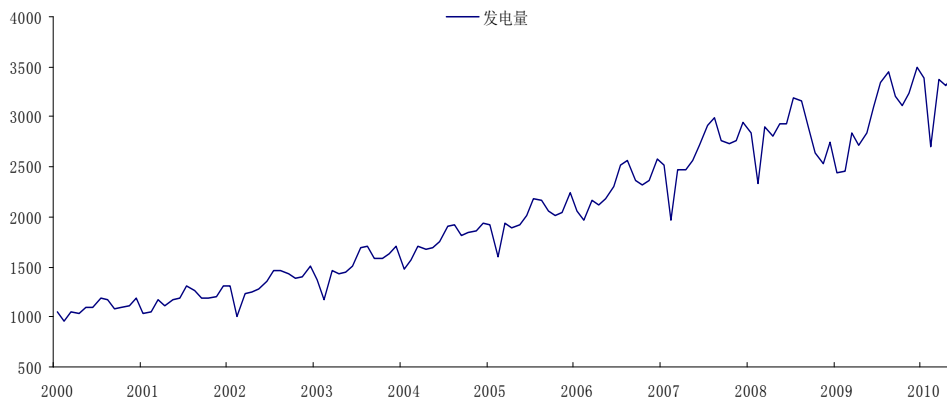
数据来源: wind

- 2009 年三季度和四季度的用电量数据显示, 虽然重工业用电量小幅增长, 然而四季度全社会用电量是低于三季度的, 用电量的总体下滑并不支持煤价

上涨。另外，图 18 表明，由于 2009 年四季度用电量低于三季度，发电量也是低于三季度的。只是由于四季度是枯水季节，因此水电发电量下降，火电出力有所上升而已。

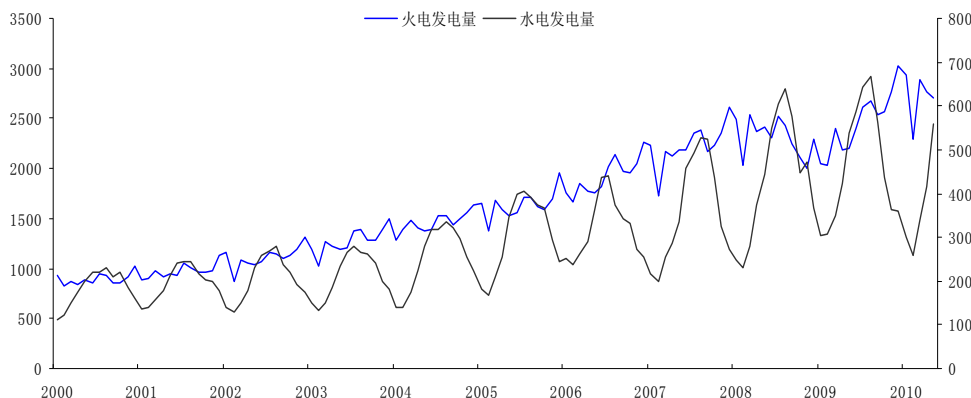
显然，四季度火电发电量的上升，主要是季节性因素导致的，而季节性因素是不可能支持动力煤价格从 10 月底到 12 月底 23% 的涨幅的。

图 18: 2000 年以来发电量总体增长趋势 (亿千瓦时)



数据来源: wind

图 19: 2000 年以来火电、水电发电量总体增长趋势 (亿千瓦时)

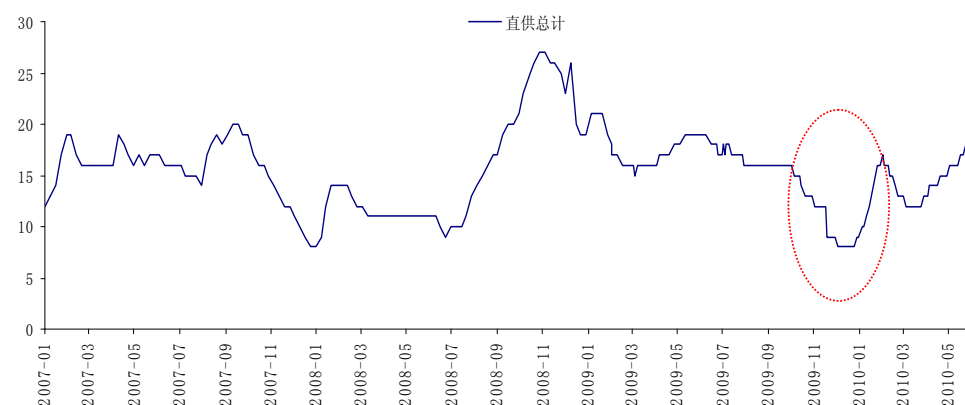


数据来源: wind

4. 2009 年四季度动力煤价格上涨的原因: 大雾和暴雪引起的运输不畅

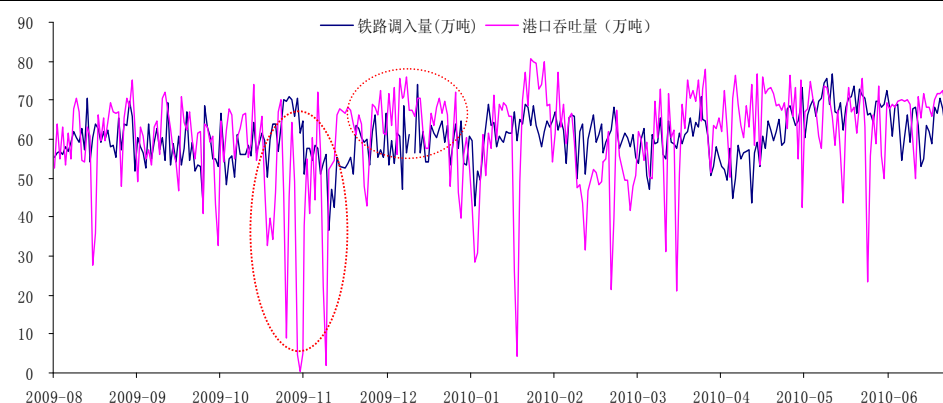
- 2010 年 9 月中旬开始，作为国内动力煤价格标杆的秦皇岛动力煤价格开始逐步上升，其原因在于，国内火电发电企业对工业经济恢复的心里准备明显不足，电煤库存补充力度相对较弱，只是达到了 15 天的均值水平。其实，对于 9 月和 10 月而已，15 天存煤是正常的，只是进煤和出煤必须保持基本相当。
- 2009 年 10 月底，由于大雾天气的持续，北方主要港口煤炭运输几乎限于停顿状态（如图 21 所示），从而使得东南火电发电企业处于“只出不进”的状态（图 20 显示，10 月至 12 月，直供电厂存煤快速下降），同时，秦皇岛港存也快速增加，并于 11 月中旬达到 800 万吨以上。

图 20：2007 年以来直供电厂存煤可用天数



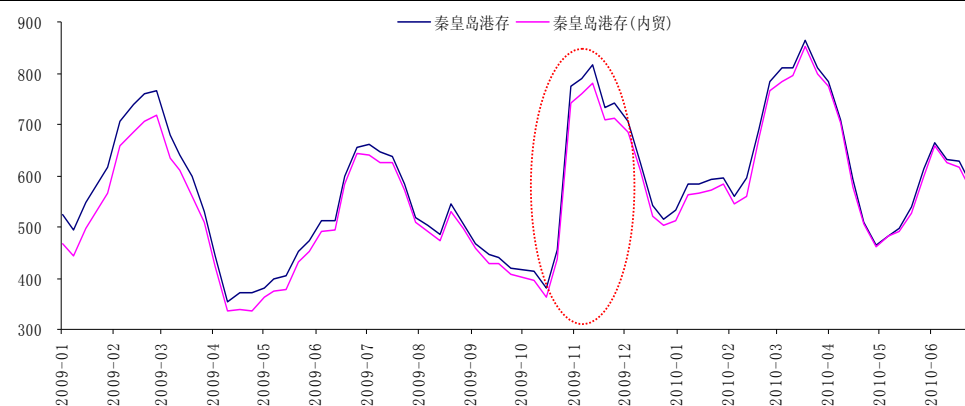
数据来源：中国煤炭资源网

图 21：2009 年 8 月以来秦皇岛煤炭铁路调入量和港口吞吐量



数据来源：wind

图 22：2009 年 1 月以来秦皇岛港港存变化

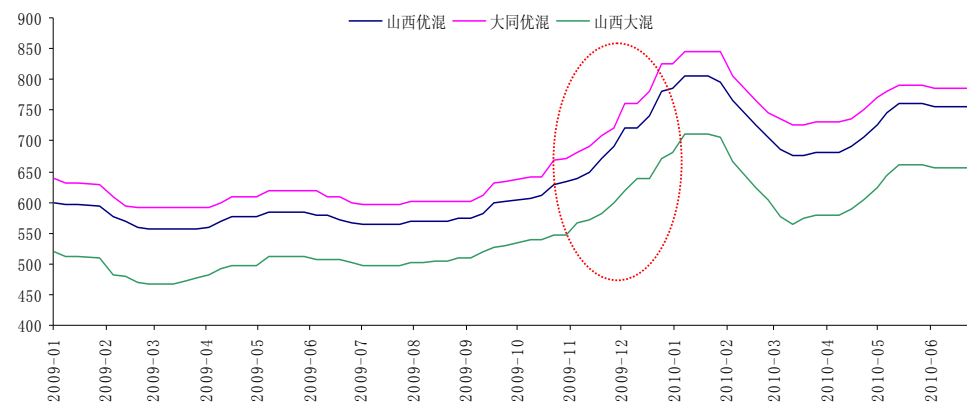


数据来源：wind

- 当 11 月中旬，大雾天气过后，电厂开始集中补充库存，我们知道，一定时期之内，从秦皇岛等北方七港到上海港、宁波港、福州港、广州港的近海运力是有限的，电厂的集中补充行为不但导致秦皇岛港动力煤价格快速上升，沿海运价也直线拉高。
- 集中抢购的结果是：每个电厂拿到的量有限，因此，我们看到，尽管秦皇岛

港存从12月初已经显著下降,但是直供电厂的库存却直到2010年2月底才回到了15天以上的正常水平。另外,2009年冬季北方的暴雪天气也给煤炭运输造成了很大麻烦。

图 23: 2009 年 1 月以来秦皇岛港动力煤价格走势



数据来源: wind

- 同时,在电厂集中补充库存的同时,秦皇岛港的铁路调入量并未显著增加,基本都保持在60万吨的水平附近,也就是说,政府并没有组织有效的电煤铁路抢运。

综上所述,我们认为,秦皇岛动力煤价格在2009年四季度的超预期上涨并不是工业经济“高位均衡”所造成的,其原因是大雾和暴雪引起的运输不畅。同时,2009年12月以前,美元指数一直处于下滑态势,因此,国际煤炭价格也在不断冲高,大约在12月底的时候随着美元指数的反弹阶段性的停止上涨。该因素当然也可以作为国内动力煤价格上涨的一个原因,然而,我们并不认为这是主要原因。

三、2010 年上半年: “高位均衡” 对高煤价形成支撑

1. 2010 年 1-5 月: 主要产品产量有增无减, “高位均衡” 持续

- 2010年以来,除去春节因素导致2月工业产品产量较低,以及部分行业年度周期导致1-2月产量偏低之外,主要工业产品产量在3月份基本都恢复到2009年下半年的高位,有的甚至又创出历史新高。
- 生铁产量在1月就以4973.49万吨创历史新高,而3-5月份产量均超过5000万吨;水泥产量4月达到16114.74万吨,5月更超过1.7亿吨;合成氨产量3月创下478.60万吨的历史新高,4、5月份基本和往年同期持平;十种有色金属产量1-5月虽未创下历史新高,然而也在250万吨以上的高位持续;同时,主要化工产品也都维持在高位。

2. 火电发电量季节性下降，然而总发电量仍维持在 3300 亿千瓦时以上

- 如果除去 2 月春节因素不谈，2010 年 1-5 月，我国火电发电量从 1 月的 2932.35 亿千瓦时下降到了 5 月的 2709.51 亿千瓦时。
- 然而，图 11 显示，这只不过是火电发电量的季节性下滑而已。
- 由于水电在 3 月以后达到并超过 2009 年水平，因此，总发电量仍然维持在 3300 亿千瓦时以上。

3. 煤炭的供需结构并未发生变化，供需高位平衡支撑高煤价

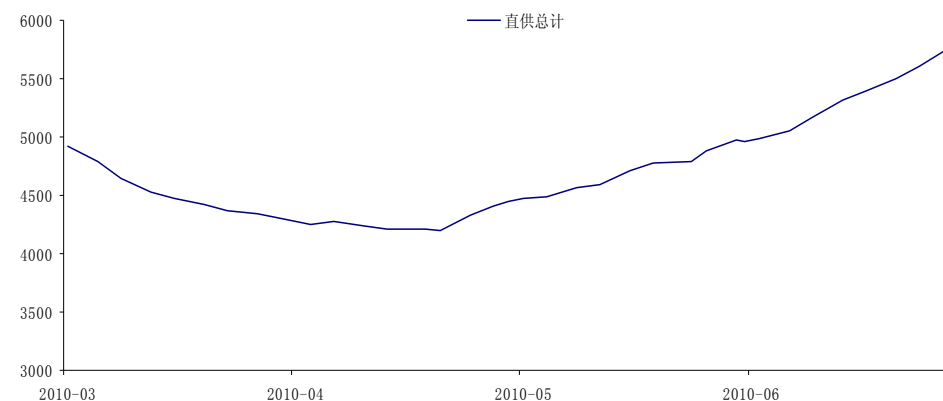
图 13 显示，2010 年 3-5 月，我国原煤产量基本都维持在 2.7 亿吨之上，并于 5 月创下历史新高。同时，总体而言，2010 年 1-5 月我国煤炭进口量总水平并不低于 2009 年下半年。

虽然工业产品产量高位维持所造就的“高位均衡”对煤炭的需求量巨大，然而，供需仍然平衡，供需结构没有发生明显变化。因此，煤炭的总体供需本身不会支持煤炭价格继续上涨；同时，供需的高位平衡也对 2009 年四季度以来的高煤价形成了一定的支撑作用。

4. 2010 年上半年的煤价：3 月大幅下滑，5 月重拾升势，6 月高位维持

- 图 23 显示，2010 年 2 月初至 3 月底，秦皇岛山西优混、大同优混、山西大混分别下降了 120 元、120 元和 130 元，降幅约在 15%-18% 之间。
- 我们知道，2010 年 3 月西南大旱，水电出力不足，然而工业经济却仍然“高位均衡”，则不足的部分由火电补上，因而，3 月份火电发电量达到 2882.86 亿千瓦时，4-5 月也超过 2700 亿千瓦时，从而导致 3 月份直供电厂库存由 2 月底的 17 天降至 3 月底的 12 天，库存总量由 5135.34 万吨降至 4308.93 万吨。

图 24：2010 年 3 月以来直供电厂存煤总量变化趋势



数据来源：中国煤炭资源网

- 在库存较为充足的同时，2010年3-5月我国原煤产量基本维持在接近2.8亿吨的水平，且3月、4月煤炭进口量达到1522万吨和1352万吨。显然，火力发电量增长对煤炭需求的拉动，能够被我国原煤产量和进口量的上升所补足，因而，动力煤价格上升没有动力。
- 相反，2月份开始，上一轮库存集中补充结束，电厂库存恢复到15天以上，加上春节影响，秦皇岛港存快速上升。由于秦皇岛港港存在3月整月都保持在800万吨以上的高位，库存的消化使得该港动力煤价格在需求旺盛的情况下出现了15%-18%的下滑。另外，由于美元指数的反弹，国际煤炭价格3月份小幅下降也使得国内煤炭价格的上涨缺乏动力。
- 前面说过，供需的高位平衡对2009年四季度以来的高煤价形成了一定的支撑。需要强调的是，高位均衡也是紧平衡，在需求没有下滑的情况下，仅仅由于秦皇岛港存的高企所导致的煤价下跌显然是不具有可持续性的。
- 图21显示，3月中旬至4月中旬，大秦线检修导致秦皇岛铁路调入量低于均值；同时，火电出力的增加也使得直供库存快速下降，则补充库存又成为必然，从而导致秦皇岛港存被快速消化，直至5月初的465万吨，港存的相对不足显然难以应付即将到来的夏季用电高峰，库存补充又使得秦皇岛动力煤价格于5月初快速上升，并在相对高位一直持续6月底。这说明，秦皇岛港存的大幅波动虽然可以影响煤价，但是煤价还是主要取决于高位均衡所产生的高需求和高供给的紧平衡。
- 另外，我们在二季度策略中指出，由于国际油价未来的上升和下滑趋势均没有出现，而震荡格局使其对国际煤炭价格的影响开始弱化，而澳大利亚也则利用长协谈判来稳固其国际煤炭定价权，因此，2010年二季度，国际、国内煤炭价格高位持稳是必然。

四、2010年下半年：“高位均衡”的无以复加和不可持续

通过对2009年经济回暖以来煤炭价格走势的分析和回顾，我们发现，2009年6-10月当中国工业经济进入“高位均衡”之后，需求虽然大幅上升，然而，我国原煤产量以及煤炭进口量的高增长却完全可以平衡需求，因而，煤价在低位运行。当气候因素导致运输不畅，从而使得煤价快速上升到高位以后，“高位均衡”却对煤价的相对高位运行形成了支撑，而期间的波动没有能力破坏均衡态势本身。那么，2010年上半年维持相对高位的原油、煤炭价格为什么并未让市场形成煤价继续上升的预期？这主要是由“高位均衡”无以复加的特征决定的。

1. 2002-2007年向“高位均衡”过度的路径选择和内外部条件

2002年以来，中国向“高位均衡”的过度主要是通过大规模城市化带动工业化发展不断加速来完成的，其典型路径选择是通过加大投资来拉动重工业快速扩容，这一过程也叫做重工业化，其特征是工程机械、建材、钢材、水泥和化工等行业快速增长。

同时，2002-2007 年中国经济增长面临众多内外部有利条件：

- 2002-2007 年的大部分时间里，低利率资本环境导致资金成本偏低；
- 该阶段，原材料成本价格偏低；
- 同时，中国大量的廉价劳动力使得劳动力成本也偏低；
- 外部经济环境良好，钢材和许多化工产品的部分过剩产量通过出口被有效消化。

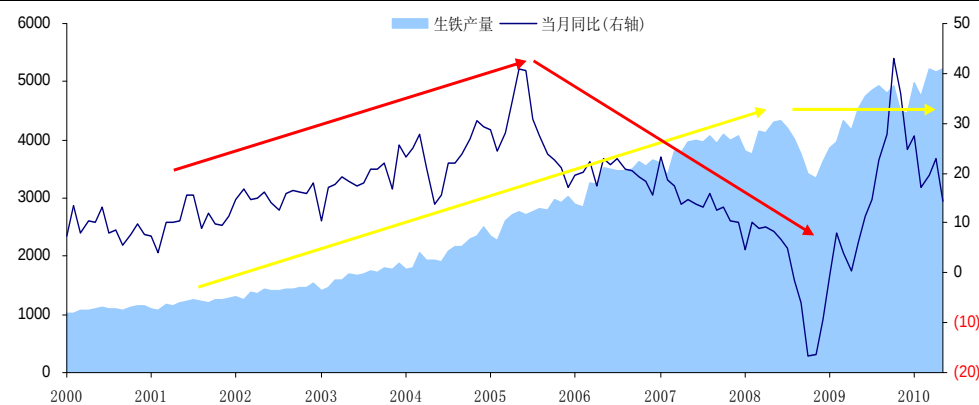
综合而言，中国 2002-2007 年一直处于“低成本、低价格、需求旺盛、产量快速增长”的阶段，使得重、化工业等资本密集型产业快速发展。

2. 2002-2007 年向“高位均衡”过度的周期分解：产量增速周期和产量周期

为了把“高位均衡”阶段和向“高位均衡”过度的阶段进行区分，我们特别提出产量增速周期、产量周期两个基本概念。

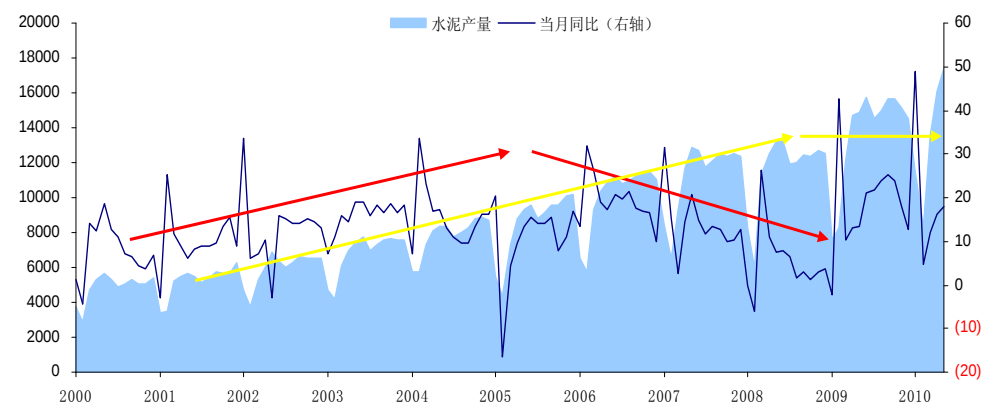
- 图 25 至图 28 显示（图中红色箭头表示产量增速周期，黄色箭头表示产量周期），2002 年是这一波经济周期上升阶段的起点。从 2002 年开始，生铁产量增速、水泥产量增速、合成氨产量增速、焦炭产量增速均逐步攀升，直到 2005 年年初左右，达到顶峰，这是产量增速周期的上行周期；2005 年至 2008 年上半年，产量增速处于下行周期。
- 2005 年至 2008 年上半年，虽然产量增速已处于下行周期，然而各产品产量却仍在增长，只是在 2008 年上半年产量增速下降至接近零的时候，产量基本见顶。
- 其实，在 2007 年下半年，工业产品产量已经明显趋平，表现出见顶迹象。因此，虽说金融、经济危机导致 2008 年下半年工业产品产量增速大部分下降到零以下，然而，即使没有该危机，也几乎可以肯定，产量增速会下降至接近零的水平，因为产量逐步见顶、产量增速向零靠近，是一个阶段经济达到“高位均衡”的基本特征。
- 向“高位均衡”过度的阶段，产量增速经历了上行周期和下行周期，而产量则始终处于上行中；当产量增速趋近于零时，产量见顶，这时，工业经济进入“高位均衡”。

图 25：2000 年以来我国生铁产量及产量增速



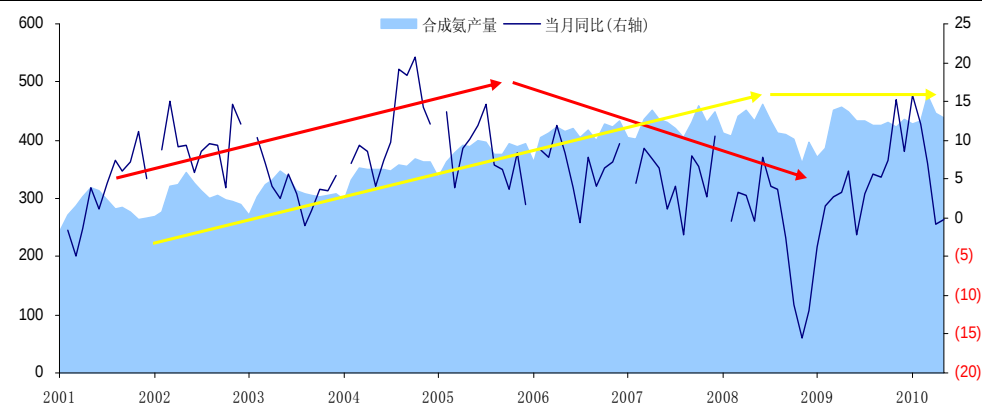
数据来源：wind

图 26：2000 年以来我国水泥产量及产量增速



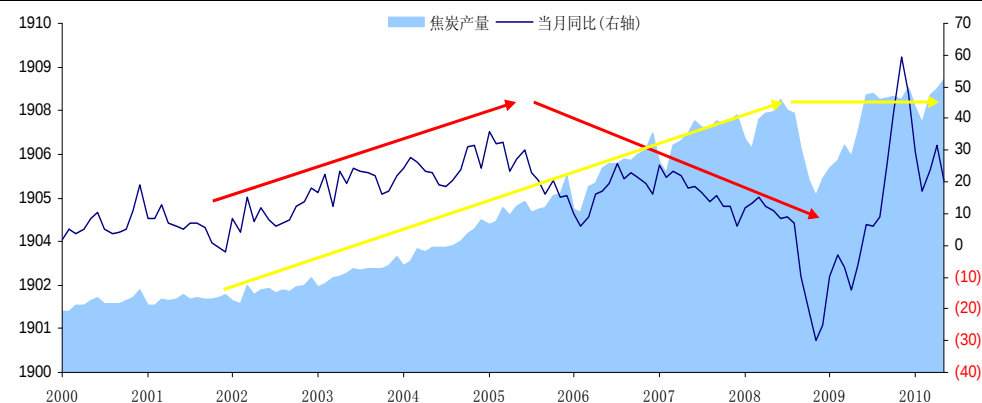
数据来源：wind

图 27：2001 年以来我国合成氨产量及产量增速



数据来源：wind

图 28：2000 年以来我国焦炭产量及产量增速



数据来源：wind

3. 2008 年下半年至 2009 年 3 月：金融、经济危机破坏产量周期，产能过剩暴露出来

- 按照我们的分析，2008 年开始，工业经济进入“高位均衡”，工业产品产量应当处于高位持续的状态。

- 然而，由于金融、经济危机的影响，我国工业产品国内需求和出口需求明显萎缩，从而导致工业产品产量大幅下降。
- 向“高位均衡”过度的阶段，由于内外部环境的极度宽松造成重化工业化初期阶段发展过度，重化工业“固定资产投资巨大”、“技术含量低”的特征使得各地政府大力发展相关产业，造成了严重的产能过剩。而 2008 年全球金融、经济危机不仅使得国内大部分行业的外部需求严重萎缩，也使得国内市场大幅下滑，产能过剩问题终于暴露出来。

4. 2009 年 3 月至今：4 万亿投资拉动工业经济重新回到“高位均衡”

- 中国政府于 2008 年 11 月出台了 4 万亿经济刺激计划，其中基础设施建设投资约占 25%，钢材、水泥等需求快速增加，产能过剩问题暂时缓解。
- 图 25 和图 26 显示，由于经济刺激计划力度史无前例，生铁、水泥产量屡创历史新高，并且从 2009 年 6 月开始，一直在高位维持。
- 同时，和经济刺激计划并不直接相关的合成氨产量并未超过 2008 年上半年的水平，这才是“高位均衡”应有的产量周期特征。

5. 2010 年下半年：我国工业经济“高位均衡”的无以复加

如果没有 2008 年的金融、经济危机，“高位均衡”可能会持续一段时间，直到工业经济进入下一轮的增长周期。

- 就中国的情况而言，重化工业化的初步完成表明，依靠投资拉动和出口拉动的工业经济增长告一段落，在经济转型没有完成、新的经济增长点没有出现之前，严重的产能过剩可能导致工业产品产量部分回落。
- 既然投资拉动和出口拉动的经济增长模式已经告一段落，依据历史经验，中国进入内需拉动（或者消费拉动）应当是大概率事件。不幸的是，由于社会保障体制的严重不健全，消费增长仍然乏力（家电下乡等刺激消费政策不具有可持续性），目前而言，我们还看不到中国经济下一轮增长的起点。
- 那么，我们靠什么来维持“高位均衡”呢？继续进行大规模的基础设施建设显然是不现实的。另外，如果国外主要经济体经济持续回暖，并达到危机前的生产和消费水平，出口增长可能有所上升。然而，欧洲、美国的经济状况却不容乐观。

内部投资拉动的效应衰减殆尽，而外部的出口也不能指望，显然，2009 年 6 月以来我国工业经济的“高位均衡”具有“无以复加”的特征。

6. 2010 年下半年：需求下滑、成本高企，“高位均衡”不可持续

前面我们曾列举了向“高位均衡”过度阶段中国经济增长面临的众多内外部有利条件：

- 低利率资本环境导致资金成本偏低；
- 原材料成本价格偏低；
- 中国大量的廉价劳动力使得劳动力成本也偏低；
- 外部经济环境良好，钢材和化工产品的过剩产量可以通过出口被有效消化。

显然，原材料成本偏低、劳动力成本偏低、过剩产能部门被外部需求消化等条件都是在未来一段时间之内是不可能满足的，也就是说，“低成本、低价格、需求旺盛、产量快速增长”的阶段已经一去不返了。

下面，我们以钢铁行业为例来进行分析。

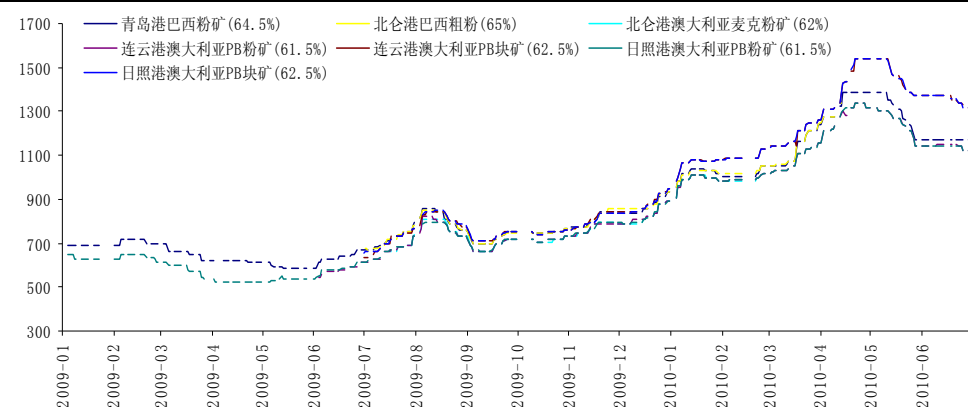
我们将 2002 年以来钢铁行业的发展划分为以下几个阶段：

- 2002-2007：低成本、低价格、需求旺盛、产量快速增长。
- 2008 年上半年：高成本、高价格、产量峰值出现。
- 2008 年 3 季度：危机出现，产量、价格大幅下降。
- 2008 年年末-2010 年中期：基建投资规模巨大和下游需求刺激政策逐步发挥作用，钢铁产品产量逐步恢复；生铁产量新的产量峰值出现。
- 2010 年下半年开始：价格逐步下滑进而底部震荡，产能过剩治理严格执行，钢铁产品产量逐步下滑。
- 2011 年以后：产能过剩治理完成后，中国进入新一轮增长，钢铁行业进入“高成本、平稳价格、需求稳定、产量缓慢增长”的新均衡。

一般而言，“高位均衡”持续的首要条件是：需求必须能够维持。钢铁产品的下游主要是基建、房地产、汽车、家电、造船等。基建方面，4 万亿投资的拉动效应正在尾衰；而政府对房地产的调控也必然使得新屋开工面积有所回落；汽车、家电经过消费刺激之后，2009 年销量巨幅增长，势必透支未来的消费需求，而这一效应继续维持的概率并不大。因此，即使在最为乐观的情况下，钢材产品下游也不可能维持 2009 年 6 月至 2010 年上半年的旺盛局面，那么，需求的高位维持显然概率很小。

同时，图 3 和图 29 显示，2010 年以来，铁矿石价格和焦煤价格的高位运行又使得钢铁产品的成本居高不下。钢铁行业在需求下滑和成本高企的两头高压之下，维持“高位均衡”的概率很小。

图 29：2009 年以来铁矿石价格走势



数据来源：wind

我国大部分工业产品 2010 年均面临“需求下滑”和“成本高企”的两端挤压，产量下滑只不过是迟早的事，下半年“高位均衡”的不可持续是大概率事件。

五、“高位均衡”下的煤炭行业：需求无以复加，价格悬在半空，下行风险逐步累积

2002-2008 年上半年，我国工业经济的上一轮增长周期已然结束，也就是说，向“高位均衡”的过度阶段被“高位均衡”本身所取代。如果没有 4 万亿刺激计划，则中国工业经济的“高位均衡”已在 2008 年中期结束，所幸的是，刺激计划将工业经济重新拉回“高位均衡”，同时，从 2009 年 6 月算起，“高位均衡”已经持续了一年之久。

通常而言，“高位均衡”持续的时间都不会很长，而其本身则相当于一轮完整经济周期的顶峰。在进入新一轮新的增长之前，工业经济往往会回落；工业经济大部分时间其实都处在向“高位均衡”过度的阶段之中，而“高位均衡”本身的时间不会很长。

同时，我国工业经济的重工业化初级阶段基本完成，投资拉动、出口拉动的效应已经发挥至极限，不幸的是，消费拉动尚未实质启动。显然，中国工业经济下一轮发展的促动因素并未出现，尚未摆脱危机影响的世界经济也不能提供一个良好的外部环境。因此，中国工业经济从“高位均衡”回落是大概率事件。

1. “高位均衡”下煤炭的供求结构

需求方面：

我国煤炭消费量最大的四大行业是火力发电、钢铁、建材、化工。四大行业消费量总计接近煤炭需求总量的 90%。图 9 至图 12 显示，除了合成氨产量因为受刺激政策影响小而产量未创出新高外，其他三个行业产量均创出新高，并高位维持。

供给方面：

图 13、图 14 显示，2009 年 5 月，我国原煤产量创出历史新高，同时快速增长趋势并未改变；同时，我国煤炭进口量 2009 年 4 月便飙升到接近 1000 万吨的水平，并在后续各月均维持在 1000 万吨以上，其中有 4 个月甚至超过了 1500 万吨。

供需平衡：

显然，如果没有进口量的飙升，我国煤炭供需失衡基本是可以预计的。正是由于煤炭进口对供需平衡起到了关键作用，2009 年 6-10 月“高位均衡”下的超高需求并未引起国内煤价的上涨，然而，当气候因素导致煤价上涨到高位后，“高位均衡”下的超高需求却对高煤价形成了支撑。

2. “高位均衡”下需求回落必然导致焦煤价格下跌

前文指出，“高位均衡”的特征是无以复加、不可持续。在此，我们仅以生铁产量、火电发电量为主，分析焦煤、动力煤价格下跌的原因。

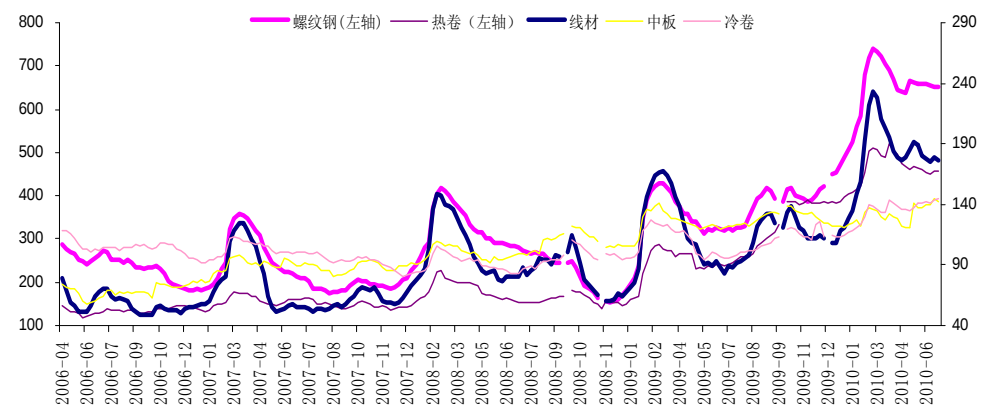
钢铁行业：风险不断累积

➤ 图 30 显示，2008 年下半年危机爆发以后，大约从 11 月开始，钢材产品库

存开始上升，到 2009 年 3 月累积到顶峰。此后，由于刺激政策效应全面发挥，库存于 2009 年 6 月降低到低谷，由于钢材产品产量是 6 月以后才创出历史新高的，因此，产量跟不上销量，库存必然下滑。6 月以后，钢材产量始终高于 6000 万吨，库存开始上升到较高水平。

- 由于建设工程基本都在二季度开工，而此前的一季度钢材产品库存往往累积到年度高点。此后在 4 月份开始又下降至低谷，而后维持到年终。
- 依据往年库存周期来看，2010 年 4 月份之后，钢材消费旺季导致的季节性库存下降已基本结束，然而，钢材库存并没有回落到以前年度的低点水平，和基建相关的螺纹钢、线材回落幅度较大，而热卷、冷卷、中板回落不明显。我们判断，钢材库存季节性下滑已基本结束，目前的库存水平可能持续到年底。

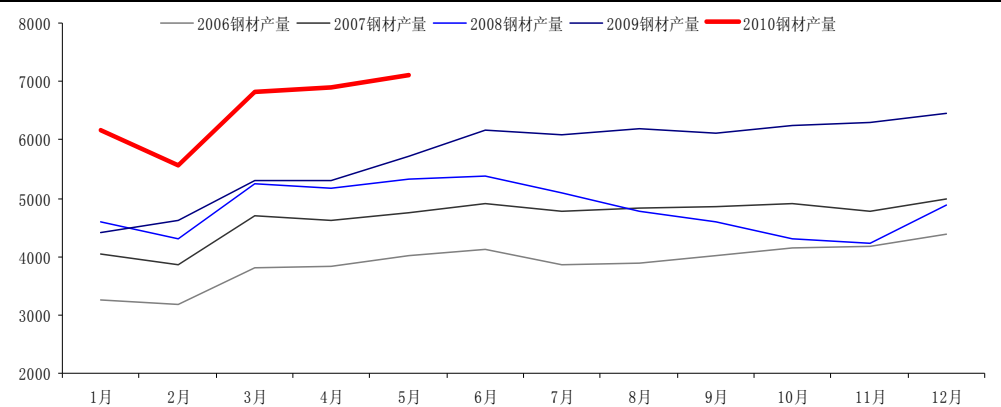
图 30：2006 年以来我国主要城市钢材产品库存



数据来源：wind

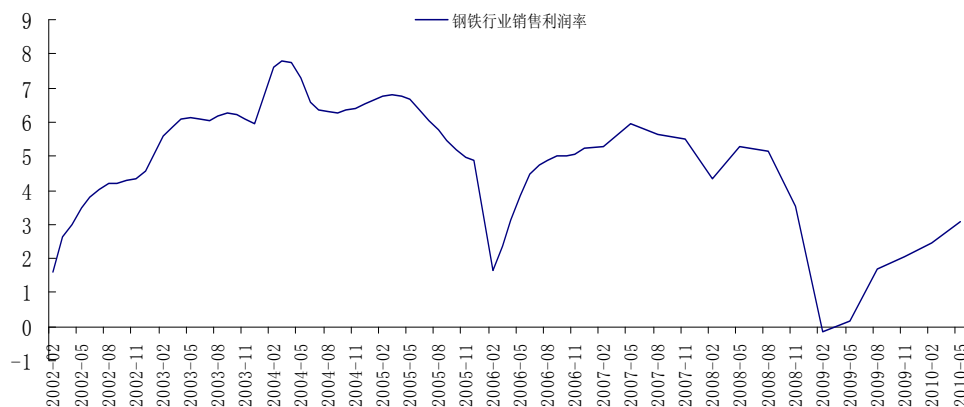
- 同时，虽然钢材产品产量屡创新高，然而直到 2010 年 5 月，由于铁矿石和焦煤价格的不断走高，钢铁行业销售利润率只有 3.1%，低于危机前的 5% 的平均水平。
- 钢铁行业在“高位均衡”阶段的基本特征表现为“高成本、高价格、高库存、高产量、低利润率”。

图 31：2006-2010 年各月钢材产量对比



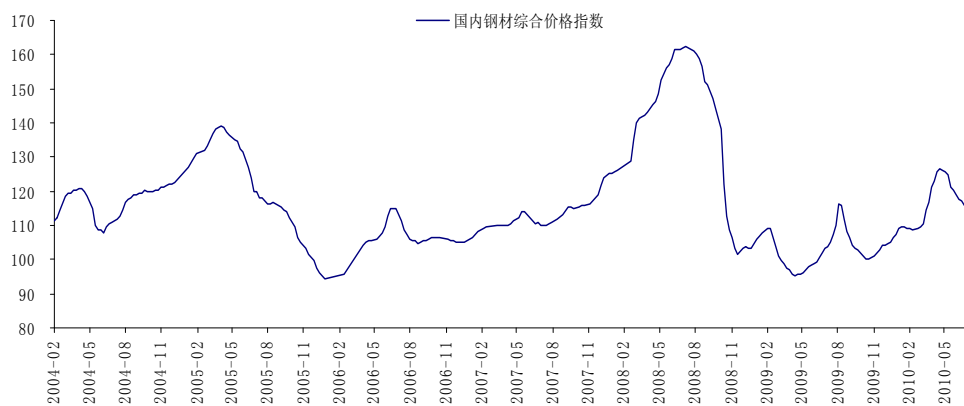
数据来源：wind

图 32: 2002 年以来钢铁行业销售利润率



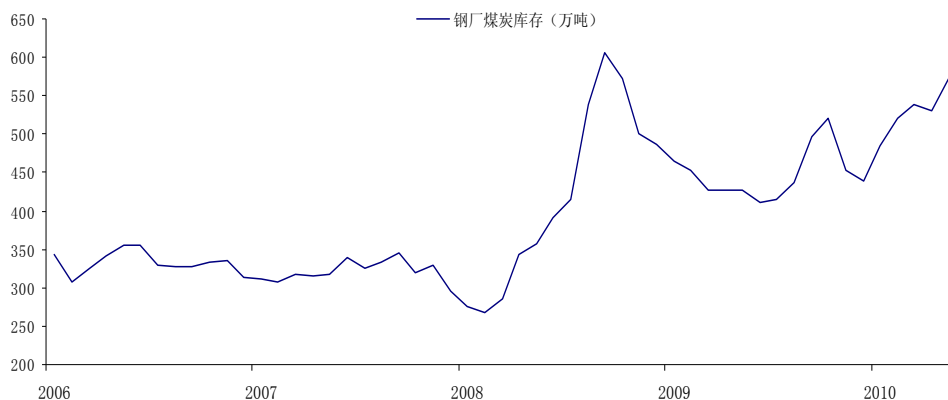
数据来源: wind

图 33: 2004 年以来国内钢材综合价格指数



数据来源: wind

图 34: 2006 年以来我国钢厂煤炭库存



数据来源: 中国煤炭资源网

- 目前而言，铁矿石价格和焦煤价格还处在相对高位，然而，由于市场交易偏冷，2010 年 5 月以来，钢价已开始新一轮下滑，在偏低的利润率之下，如果需求出现萎缩，则减产就是钢铁企业唯一的选择。
- 如果钢铁企业减产，则对焦煤的需求势必下降。同时，数据显示，钢厂的焦煤库存在 2010 年 5 月达到 573.70 万吨，接近 2008 年 9 月的历史最高水平

606 万吨，虽说生铁产量超高位维持对焦煤的需求量也会增加，然而，库存偏高也会使得钢厂的焦煤采购积极性偏低，当需求萎缩时，钢厂压低焦煤采购价是大概率事件。因此，我们判断，2010 年下半年，焦煤价格出现下滑的概率较大；同时，由于焦煤资源稀缺、产量相对较好控制，因而价格的下降幅度不会很大。

3. 旺季结束后用电量下滑超出季节性范畴，动力煤价格预计承压下行

火电发电量决定了国内动力煤的需求，而用电量则主要取决于重、化工业。其中，黑色金属冶炼与压延加工业、化学原料与化学制品制造业、有色金属冶炼与压延加工业、非金属矿物制品业合称四大高耗能行业，其用电量约占全社会用电量的三分之一。

- 图 31 显示，黑色金属冶炼与压延加工业（也就是钢铁行业），钢材产品产量 2009 年 6 月以来基本维持在 6000 万吨以上，2010 年 5 月更是达到 7121.95 万吨。然而，根据我们的分析，钢铁行业在后续月份预计将出现减产，则其用电量也将高位回落。
- 图 16 中，我们选择了几种重要的化工产品，其产量趋势表明，大部分化工产品也在 2009 年下半年达到新的产量高峰，然而，2010 年较 2009 年下半年增长不明显，根据我们的预测，后续产量回落幅度小于钢铁行业。
- 图 17 显示，2010 年 1-5 月，十种有色金属产量虽保持上升趋势，然而并未突破 2009 年下半年的高点。
- 非金属矿物制品业的主要产品包括水泥、玻璃、砖瓦、石材、耐火材料、陶瓷制品等，我们选择水泥和玻璃为分析对象。数据显示，水泥、玻璃产量基本和钢材产品产量具有同样的特征。

表 2：四大高耗能行业及全社会用电量预测（亿千瓦时）

	黑色金属冶炼及压延加工		化学原料及化学制品制造		有色金属冶炼及压延加工		非金属矿物制品业		四大高耗能用电量合计		全社会用电量 (2010 年 6 月开始为预测值)
	实际用电量	预测用电量	实际用电量	预测用电量	实际用电量	预测用电量	实际用电量	预测用电量	实际用电量	预测用电量	
2009-03	291.95	318.51	212.93	222.88	174.33	190.28	144.52	151.26	823.73	882.94	2837.72
2009-04	296.93	317.49	249.10	232.43	186.42	185.08	175.50	181.87	907.94	916.86	2748.91
2009-05	332.69	343.75	217.40	231.56	200.07	196.31	188.11	184.49	938.26	956.10	2885.33
2009-06	349.54	369.73	243.02	245.23	216.02	212.40	192.30	195.29	1,000.88	1022.64	3081.74
2009-07	367.10	365.43	253.28	255.23	225.94	213.73	188.80	179.51	1,035.13	1013.90	3420.02
2009-08	390.91	371.90	256.82	243.55	234.78	227.67	193.40	185.56	1,075.91	1028.68	3462.23
2009-09	368.42	366.98	252.12	254.89	232.10	236.97	191.85	193.69	1,044.49	1052.52	3224.08
2009-10	369.53	374.69	255.93	253.75	247.95	242.96	191.95	193.74	1,065.36	1065.14	3134.23
2009-11		377.71		260.39		259.19		187.06		1084.35	3284.00
2009-12		387.83		252.96		269.06		179.65		1089.51	3439.00
2010-01		370.57		221.04		229.05		142.75		963.41	3531.00
2010-02		333.56		212.50		229.92		103.81		879.79	2721.00
2010-03		409.47		253.29		248.03		168.51		1079.30	3435.00
2010-04		414.65		261.99		250.48		199.68		1126.80	3394.00
2010-05		427.32		261.41		256.76		215.08		1160.57	3480.00
2010-06		417.15		258.90		251.76		194.42		1122.22	3506.95
2010-07		400.46		261.49		241.69		186.65		1090.28	3407.12
2010-08		376.43		251.13		227.18		175.45		1030.20	3219.36
2010-09		338.79		241.09		204.47		180.09		964.43	3013.85
2010-10		325.24		238.67		196.29		184.53		944.73	2952.29

数据来源：财通证券研究所

根据工业经济“高位均衡”不可持续的分析结论，我们选择四大高耗能行业作为预测全社会用电量的主要载体，并假设 2010 年 7 月开始各主要产品产量逐步下滑，建立了 4 个时间序列模型，用以预测用电量。

- 黑色金属冶炼与压延加工业：以用电量作为被解释变量，以钢材产品产量作为解释变量建立时间序列模型，并依据模型预测用电量。
- 化学原料与化学制品制造业：以用电量作为被解释变量，以原盐、纯碱、烧碱、乙烯产量作为解释变量建立时间序列模型，并依据模型预测用电量。
- 有色金属冶炼与压延加工业：以用电量作为被解释变量，以十种有色金属产量作为解释变量建立时间序列模型，并依据模型预测用电量。
- 非金属矿物制品业：以用电量作为被解释变量，以水泥和玻璃产量作为解释变量建立时间序列模型，并依据模型预测用电量。

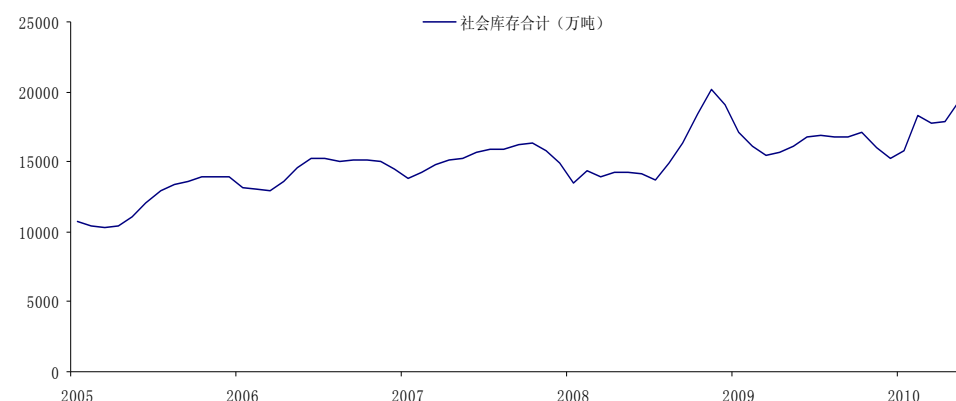
四大高耗能用电量为以上四个行业用电量加总得到，由于四大高耗能行业用电量在占全社会用电量的比例较为稳定，因此，2010 年 6 月至 10 月的全社会用电量是用四大高耗能用电量除以四大高耗能占比得到。

根据我们的预测，2010 年 6 月，全社会用电量仍将小幅上升；此后，虽然夏季用电高峰来临，然而工业经济的逐步下滑将导致全社会用电量缓慢下降；随着夏季用电高峰的结束，用电量下滑幅度有所加大。

如果用电量逐步下滑，则火电发电量也不能幸免，则动力煤需求的比较难维持在目前的高位。同时，2010 年下半年，火电发电量的下降预计会超出正常的季节性下降的幅度，因此，悬在半空的动力煤价格实则隐含了不小的风险。

4. 煤价承压的短期证据：2010 年以来煤炭库存走高

图 35：2005 年以来我国煤炭社会库存总计



数据来源：中国煤炭资源网

图 35 显示，2010 年以来，我国全社会煤炭库存走高趋势明显，截止 2010 年 5 月底，社会煤炭库存已达 19280.20 万吨。这样高水平的煤炭库存，只在 2008 年 10-12 月，国内煤炭需求极其偏冷的情况下出现过。

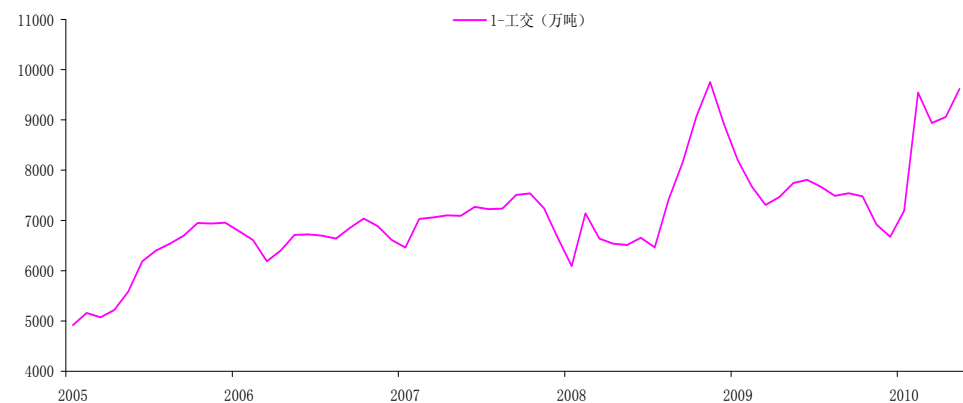
那么，消费旺季的到来是不是社会库存走高的原因呢？我们认为不是，原因是：

- 在季节性周期未遭到破坏的 2006 年和 2007 年，夏季高峰之前社会煤炭库存

虽逐步走高，然而幅度很小，并未显著偏离 15000 万吨的平均水平。

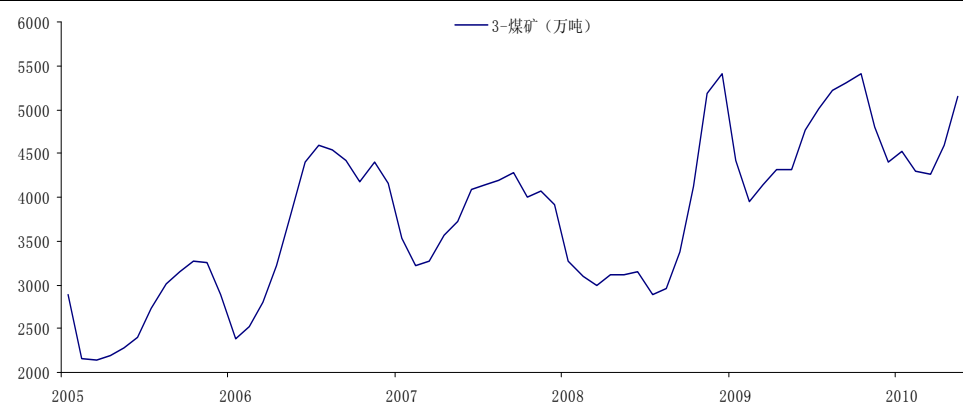
- 2009 年 10 月，冬季高峰来临导致的需求上升和工业经济持续增长导致的需求上升叠加在一起，而该月的社会煤炭库存也仅仅 17157.90 万吨。因此，消费旺季的到来并不是社会煤炭库存走高的原因。

图 36：2005 年以来我国工交煤炭库存



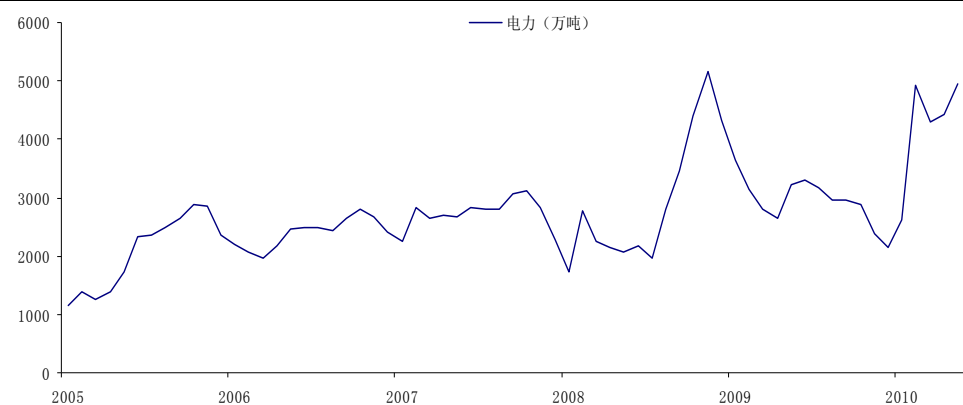
数据来源：中国煤炭资源网

图 37：2005 年以来我国煤矿煤炭库存



数据来源：中国煤炭资源网

图 38：2005 年以来我国电力煤炭库存

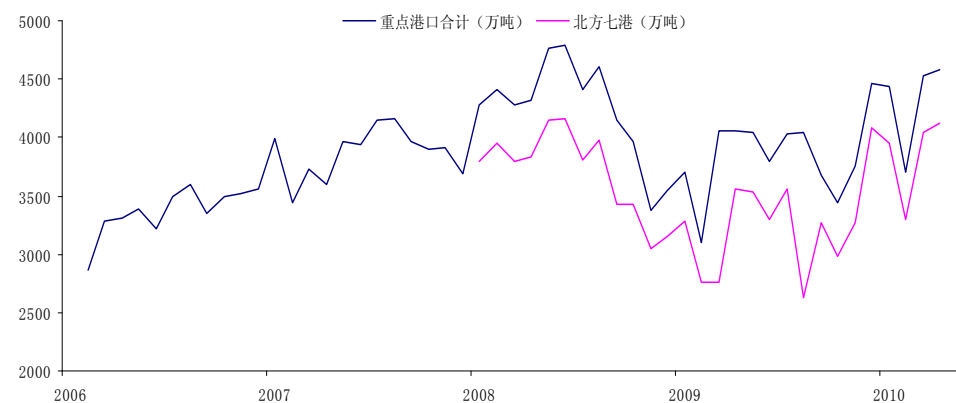


数据来源：中国煤炭资源网

从社会库存的结构来看，工交库存和煤矿库存偏高，而商业库存基本合理。工交库存中，电力库存和冶金库存在 2010 年 5 月均明显偏高，如图 34 和图 38 所示。电力库存和冶金库存偏高说明，即使是面临夏季高峰，电力和冶金行业补充库存的积极性也不高；而煤矿库存偏高则在一定程度上表明需求并不旺盛。

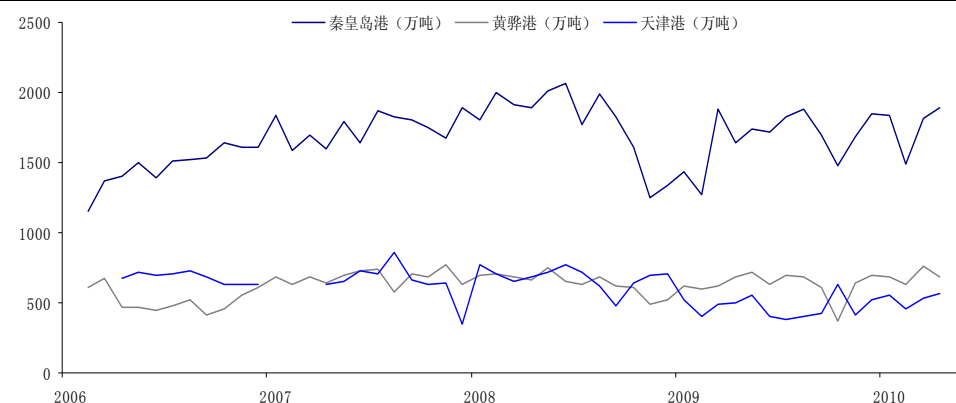
5. 非季节因素冲击煤价的可能性仍然存在

图 39：2006 年以来我国重点港口煤炭运输量



数据来源：中国煤炭资源网

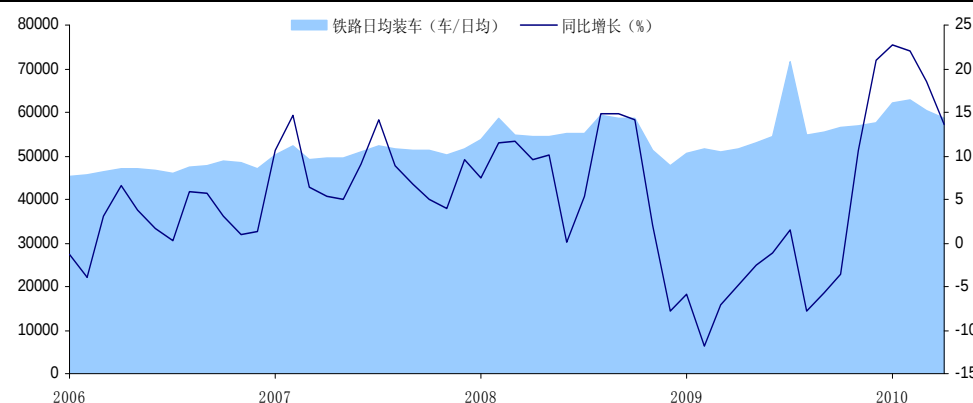
图 40：2006 年以来秦皇岛港、黄骅港、天津港煤炭运输量



数据来源：中国煤炭资源网

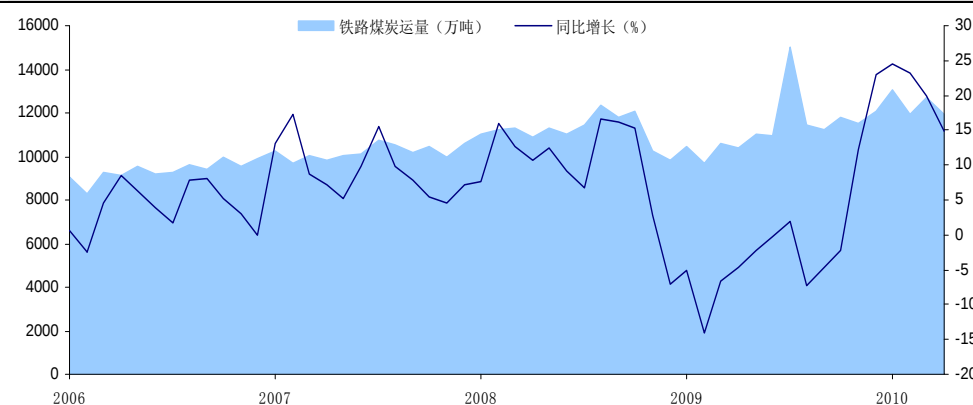
- 图 40 显示，2006 年以来，我国最主要的北方煤炭中转港秦皇岛港、黄骅港、天津港等 2009 年煤炭运量出现了明显的下滑，2010 年以来吞吐量增加也不明显。全国铁路运量的增长情况也不容乐观。
- 近些年的情况表明，我国煤炭产量的增长潜力巨大，增长速度较快。然而，“西煤东运”的铁路运力和“北煤南运”的近海运输运力增长相对较为缓慢，仍然是煤炭有效供给增长的瓶颈。
- 2009 年四季度，大雾和暴雪天气就给煤炭运输造成了严重影响，同时，秦皇岛港煤炭调入量和吞吐量的平衡、以及该港港存的变化都会对短期煤价形成影响，因此，2010 年下半年，非季节性因素冲击煤价的可能性仍然存在。如果出现不可预期的冲击，也不排除煤价高位运行的可能。

图 41：2006 年以来全国煤炭铁路日均装车情况



数据来源：中国煤炭资源网

图 42：2006 年以来全国煤炭铁路运输情况



数据来源：中国煤炭资源网

六、煤价下行的结果：产量滞涨，进口下降

由于工业经济的“高位均衡”不可持续，因而煤炭需求高位回落，则供给可能随之下降，因此，煤价下跌是 2010 年下半年煤炭行业的一个特征，同时，煤价下跌、需求回落也会对国内原煤产量以及煤炭进口量造成一定的影响。

1. 2010 年下半年，原煤产量滞涨持平可能性大

上文指出，从 2002 年开始，生铁产量增速、水泥产量增速、合成氨产量增速、焦炭产量增速均逐步攀升，直到 2005 年年初左右，达到顶峰，这是产量增速周期的上行周期；2005 年至 2008 年上半年，产量增速处于下行周期。其实，我们的研究显示，大部分的工业产品产量均表现出以上的产量增速周期和产量周期。

然而，煤炭产量的产量增速周期和一般的传统工业产品不同。图 43 显示：

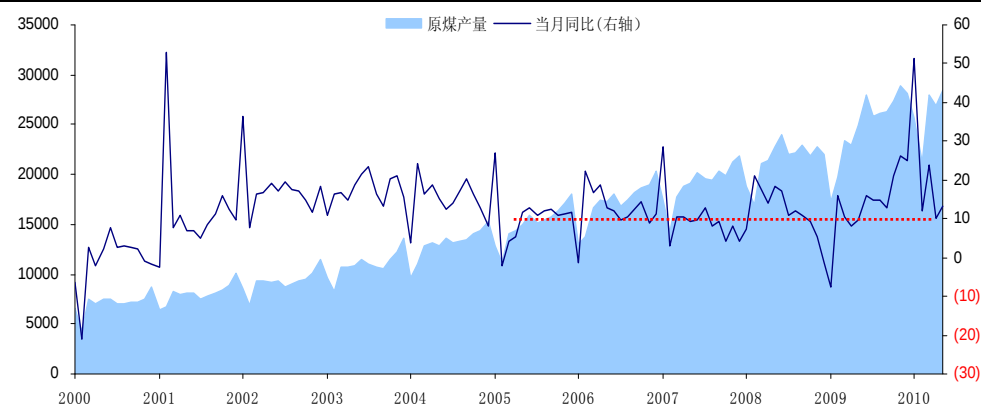
- 2002 年以前，原煤产量增速逐步攀升；
- 2002 年至 2005 年，原煤产量增速维持在 15% 左右，均值为 15.2%；
- 2006 年至 2009 年 9 月，我国原煤产量增速的均值约为 10%；

- 2009 年 10 月至 2010 年 3 月，由于基数低，产量增速明显偏高，显然，这几个月数据不具有参考意义；
- 2010 年 4 月和 5 月，原煤产量增速基本回到了 10% 的均值附近。

显然，2005 年之后，原煤产量增速并未进入明显的下行周期。从未来数年，产能释放的角度来看，原煤产量 10% 的平均增速是可以维持的。虽然 2010 年下半年煤炭需求可能会高位回落，然而原煤产量增速未来总体的增长速度不会发生显著变化。

然而，图 13 显示，2008 年下半年，金融、经济危机使得工业产品产量快速下降的时候，原煤产量没有明显下滑，基本维持在危机前的水平，表现出持平态势。应该说，2010 年下半年，工业产品产量的回落应当不会像 2008 年下半年那么剧烈，因而，原煤产量滞涨、持平的可能性较大。

图 43: 2000 年以来我国原煤产量及产量增速



数据来源: wind

表 3: 主产省原煤产量 (万吨)

	山西	内蒙古	陕西	河南	贵州	山东	安徽
2009-01	3,496.18	3,687.34	1,253.68	1,171.08	590.85	1,008.26	1,064.56
2009-02	4,022.15	4,380.85	1,444.34	1,420.77	675.30	1,149.10	1,044.11
2009-03	4,017.77	4,924.87	2,288.75	1,650.44	1,072.10	1,303.47	1,093.68
2009-04	4,205.19	4,691.84	1,927.86	1,761.93	1,141.35	1,248.61	1,044.19
2009-05	4,883.30	5,019.50	2,591.70	1,923.80	1,184.80	1,243.60	1,036.50
2009-06	5,764.50	5,827.70	2,978.70	2,239.80	1,207.30	1,224.10	1,072.10
2009-07	5,025.30	5,391.80	2,604.10	2,380.40	1,107.90	1,239.20	1,011.20
2009-08	5,227.84	5,644.79	2,341.84	2,429.98	1,174.87	1,283.38	989.47
2009-09	5,092.70	5,844.20	2,613.90	1,929.80	1,226.10	1,242.90	1,194.50
2009-10	5,090.29	6,077.27	2,699.99	1,961.98	1,372.10	1,264.52	1,241.69
2009-11	5,693.20	6,192.20	2,836.90	2,142.00	1,468.50	1,310.10	1,030.80
2009-12	6,296.90	4,006.49	2,994.27	2,536.00	1,574.59	1,291.41	1,031.99
2010-01	5,263.46	5,481.92	2,705.08	2,108.64	1,280.76	1,250.58	1,116.32
2010-02	4,500.36	4,853.05	1,942.95	1,815.80	642.63	1,124.58	1,014.67
2010-03	6,112.00	6,064.00	2,712.00	1,927.90	1,235.20	1,325.40	1,110.40
2010-04	5,501.30	5,265.50	3,079.00	1,898.70	1,405.20	1,308.20	1,025.60
2010-05	6,065.10	5,563.10	3,236.70	1,929.20	1,427.60	1,415.30	1,051.00

数据来源: wind

总体而言，原煤产量在 2010 年下半年可能滞涨持平。然而，主产省的原煤产量

却可能增减不一。表 3 显示：

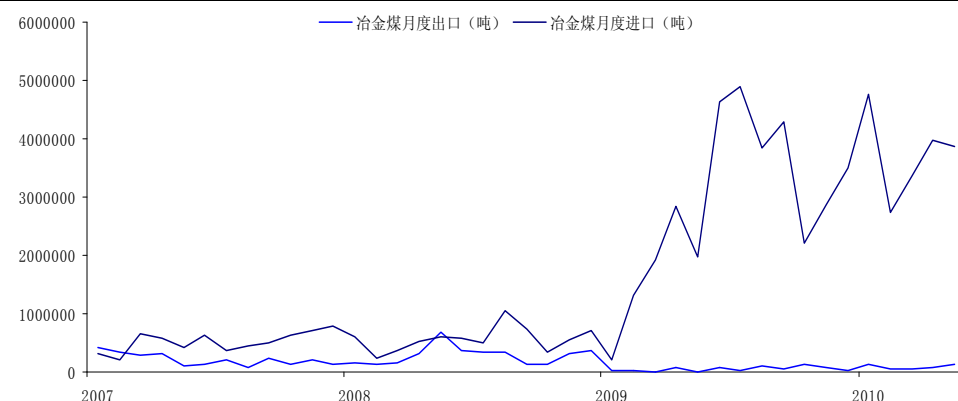
- 山西省自 2009 年 6 月恢复正常之后，原煤产量较为稳定；
- 陕西省原煤产量一路快速上升，2010 年 4 月超过突破 3000 万吨大关，5 月达到 3236.70 万吨；
- 贵州省、山东省 2010 年 3-5 月的原煤产量也不低于 2009 年下半年的水平；
- 内蒙古、河南由于煤矿资源整合的开始，2010 年 3 月以来表现出明显的下滑趋势。

煤炭主产省的此消彼长预计不会对原煤总产量产生显著影响。

2. 动力煤进口下降明显，冶金煤进口下降趋势初现

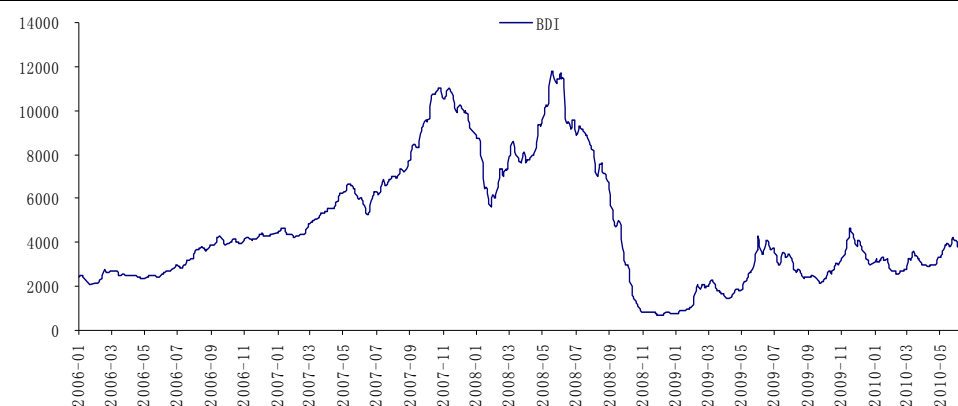
- 数据显示，2009 年以来，冶金煤（包含焦煤和喷吹煤）进口量爆发式增长，其原因在于：国际煤价处于底部运行态势；同时，波罗的海干散货指数也处于谷底。图 44 显示，我国冶金煤的进口量虽也略显回落，然而相对还是比较稳定的。
- 动力煤进口量的峰值出现在 2009 年的 6 月，这也和国际煤价紧密相关；之后逐步下滑。

图 44：2007 年以来我国冶金煤进出口状况



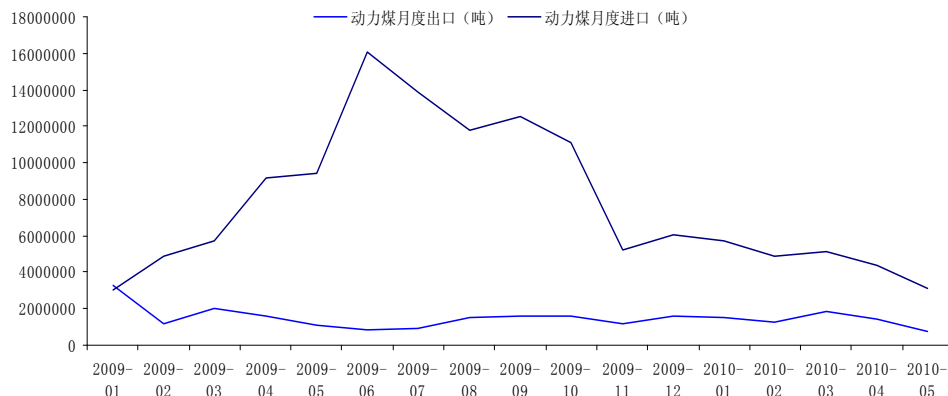
数据来源：中国煤炭资源网

图 45：2006 年以来波罗的海干散货指数



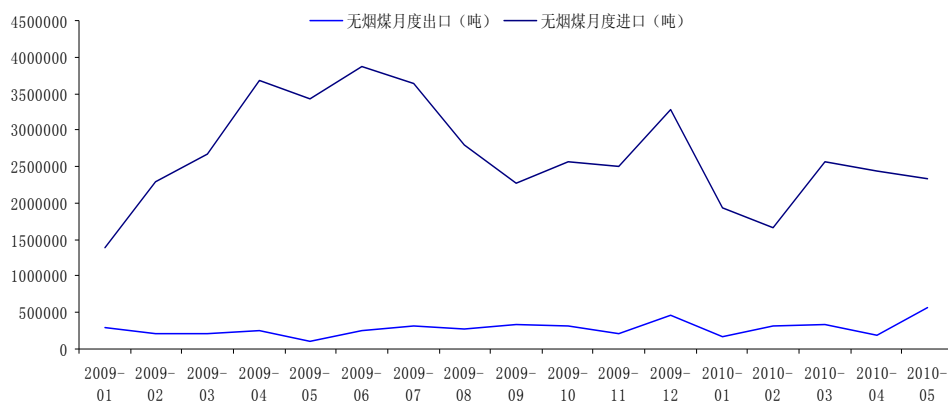
数据来源：wind

图 46：2009 年以来我国动力煤进出口状况



数据来源：中国煤炭资源网

图 47：2009 年以来我国无烟煤进出口状况



数据来源：中国煤炭资源网

由于目前国际煤价仍在高位徘徊，且我国工业经济的“高位均衡”不可持续，则后续各月我国煤炭进口量逐步回落的概率较大。

七、两头受压，焦炭产业经营状况不容乐观

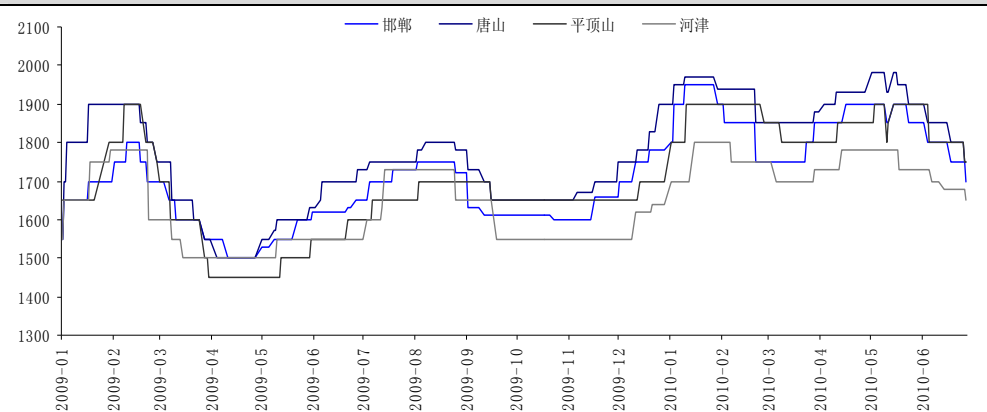
- 图 28 显示，焦炭产业的产量增速周期和产量周期与生铁、水泥等传统工业产品是类似的，则 2008 年中期开始，在中国工业经济“高位均衡”可以持续的情况之下，焦炭月产量的均值应当在 3100 万吨左右。
- 然而，焦炭产业也面临需求逐步萎缩、成本高企的重压。图 3 显示，2010 年以来，焦煤价格逐步走高；受其影响，焦炭产业毛利率开始快速下降，2010 年二季度，毛利率只有 10.16%。
- 不幸的是，2010 年 5 月开始，随着钢价的下降，我国各地焦炭价格开始逐步下滑。随着焦炭价格的下滑，焦炭产业毛利率势必进一步下降，则限产保价就是其唯一选择。如果产业链进一步传导，则焦煤价格也会相应的下调。

图 48: 1999 年以来我国焦炭产业毛利率变化趋势



数据来源: wind

图 49: 2009 年以来我国各地区焦炭价格走势



数据来源: wind

八、煤炭行业 2010 年下半年投资策略: 合理把握交易性机会, 耐心等待趋势性机会出现

1. 利空并未出尽, 资源税之剑高悬

- 6 月 1 日, 财政部、国家税务总局印发《新疆原油天然气资源税改革若干问题的规定》, 决定对新疆的原油、天然气资源税由此前的从量计征改为实行从价计征, 税率规定为 5%。然而, 此次下发的《规定》并未包含煤炭等其他资源品的税改内容。
- 业内普遍预计, 煤炭行业资源税可能会在年内试点性开征, 而计征方式将由从量改为从价, 税率约在 3%至 5%之间。然而, 如果资源税计征改为从价, 则煤炭价格调节基金有望被取消, 原因是其作用是相同的。因此, 即使资源税从价计征, 取消煤炭价格调节基金也会抵消部分税负, 对煤炭企业的冲击不会太大。而从价计征对各上市公司净利润的影响也约在 5%至 10%之间, 高价煤种影响相对较大。
- 我们认为, 资源税从价计征对煤炭类上市公司的影响主要表现为一次性的利空, 对长期趋势不构成实质性打击。

2. 关注河南煤炭资源整合带来的投资机会

- 根据 2010 年 3 月份出台的《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》，到 2010 年年底，河南省要力争建成 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。同时，2009 年初，国家发改委曾明确要求河南省在 2010 年产生一家年产过亿吨的煤企。
- 2008 年，河南省以永煤集团、鹤煤集团、焦煤集团、中原大化、河南省煤气集团重组成立了河南煤化集团，平煤集团与神马集团重组成为平煤神马集团。
- 目前，河南省存在河南煤化集团、平煤神马集团、神火集团、郑煤集团、义煤集团五大煤业集团。2009 年，河南煤化集团煤炭产量 5698 万吨，平煤神马集团煤炭产量为 4500 万吨，义煤集团煤炭产量为 2186 万，郑煤集团为 1669 万吨，神火集团为 570 万吨。
- 而河南省此次确定 6 家大型煤炭企业作为整合主体，包括河南煤化集团、平煤神马集团、义煤集团、郑煤集团、神火集团和河南省煤层气开发利用有限责任公司。
- 此前，河南省曾想将郑煤集团和义煤集团合并，然而义煤集团于 2010 年 2 月借壳上市，又使得双方合并前景扑朔迷离。
- 显然，集团层面资源量的增加，对于上市公司未来的发展影响异常显著，因而，河南省煤炭资源整合必将对相关上市公司产生深远影响，我们建议投资者适当关注郑州煤电和神火股份。
- 根据 2010 年 5 月 4 日河南省煤改办下发的《第一批兼并重组小煤矿名单的通知》，平煤神马集团需要兼并 132 家小煤矿，郑煤集团兼并小煤矿 124 家，义煤集团 84 家，河南煤化集团 58 家，河南省煤层气公司 38 家，神火集团 30 家，被兼并的小煤矿总共为 466 家。

从 2009 年上半年山西省煤炭资源整合引发的小煤矿产量严重下滑来看，整合地大型煤炭企业产量将有所上升。同时，整合之后，小煤矿还要进行机械化综采改造，则整合地煤炭产量可能在 2010 年下半年显著低于往年同期。产量下降势必引起当地煤炭供应偏紧，价格预计也将得到一定支撑，只是河南省煤炭输出量远小于山西，因而对国内煤炭供给全局的影响不会太大。

就河南省六大主体整合小煤矿的情况来看，对煤炭产量的影响不及山西。然而，表 3 数据显示，2010 年 3 月以来河南省原煤产量表现出明显的下滑趋势，预计平煤股份、郑州煤电由于小煤矿整合而导致的产量提升较为明显，建议投资者适当关注。

3. 交易性机会之一：中报业绩普涨

表 4：煤炭行业上市公司 2010 年中期业绩增长情况

证券简称	归属于上市公司股东的净利润（万元）								
	2009. Q1	2010. Q1	增长率	2009. H1	2010. H1	增长率	2009A	2010E	增长率
国阳新能	34165.08	51061.29	49.45%	87563.99	122655.00	40.07%	185633.31	236652.00	27.48%
西山煤电	92407.53	86339.14	-6.57%	130187.23	179618.40	37.97%	222966.91	414504.00	85.90%
兰花科创	28636.27	28236.19	-1.40%	67883.30	58262.40	-14.17%	127053.40	142228.80	11.94%
潞安环能	69502.23	69212.57	-0.42%	117382.63	150721.00	28.40%	210898.31	277280.62	31.48%
大同煤业	54629.42	31472.69	-42.39%	72658.24	76990.20	5.96%	149074.01	168206.85	12.83%
露天煤业	33725.93	52347.40	55.21%	49393.15	70314.37	42.36%	97767.77	120507.33	23.26%
恒源煤电	7340.00	18695.64	154.71%	13279.99	35100.04	164.31%	52031.43	61918.06	19.00%
国投新集	33020.19	29002.45	-12.17%	48545.24	53661.22	10.54%	83314.46	101771.29	22.15%
开滦股份	22913.85	21016.64	-8.28%	40414.42	50620.24	25.25%	82302.92	98771.20	20.01%
中国神华	792100.00	872600.00	10.16%	1597600.00	1790065.84	12.05%	3027600.00	3500573.20	15.62%
中煤能源	185972.40	198442.30	6.71%	353121.40	477311.88	35.17%	662216.90	901589.11	36.15%
盘江股份	17911.89	30992.55	73.03%	40163.76	63995.34	59.34%	98742.02	120267.10	21.80%
国际实业	1722.80	1015.71	-41.04%	6554.24	3608.54	-44.94%	15068.08	15877.60	5.37%
靖远煤电	1045.89	1783.06	70.48%	2709.01	3913.14	44.45%	5329.31	9249.24	73.55%
平庄能源	17123.25	17698.60	3.36%	25793.38	35500.72	37.64%	46861.06	67958.52	45.02%
郑州煤电	3693.17	3549.79	-3.88%	4387.62	7549.68	72.07%	11456.17	13211.94	15.33%
上海能源	19271.97	29154.55	51.28%	42746.47	57094.72	33.57%	94977.74	107684.98	13.38%
平煤股份	41150.90	53500.48	30.01%	78478.90	103528.00	31.92%	140940.23	177436.66	25.89%
冀中能源	35948.82	63118.47	75.58%	58313.63	91358.93	56.67%	160648.95	163106.17	1.53%
兖州煤业	83141.96	210046.26	152.64%	190394.75	393472.00	106.66%	388032.93	713168.00	83.79%
神火股份	2999.47	40926.32	1264.45%	21573.78	66150.00	206.62%	59946.50	108000.00	80.16%
煤气化	9289.32	8720.43	-6.12%	12098.30	20549.88	69.86%	37951.36	37503.53	-1.18%
山煤国际	276.06	11374.62	4020.34%	655.22	41250.00	6195.62%	61487.45	96750.00	57.35%
昊华能源	16361.64	17457.91	6.70%	34337.10	39044.00	13.71%	47185.44	77634.00	64.53%
行业综合	1604350.06	1947765.05	21.41%	3096235.75	3992335.56	28.94%	6069486.67	7731850.20	27.39%

数据来源：财通证券研究所

- 2010 年一季度，由于国内煤炭价格处于相对高位，同时，工业经济的“高位均衡”使得产量显著增长，煤炭行业上市公司归属于上市公司股东的净利润达到 194.78 亿元，同比上升 21.41%。
- 由于 2009 年基数偏低，山煤国际、神火股份、恒源煤电 3 家上市公司均实现超预期增长。
- 同时，受益于产量的大幅上升和煤价的相对高位，国阳新能、露天煤业、盘江股份、靖远煤电、上海能源、平煤股份、集中能源均实现净利润的大幅增长。
- 2010 年上半年，“量价齐升”的基本局面仍将维持，根据我们的测算，煤炭行业上市公司归属于上市公司股东的净利润合计将达到 399.23 亿元，同比增长 28.94%。
- 其中，国阳新能、西山煤电、露天煤业、恒源煤电、盘江股份、靖远煤电、郑州煤电、冀中能源、兖州煤业等将实现业绩的大幅增长。

2010 年 8 月，进入中报集中披露期后，相信煤炭行业相关上市公司会迎来一波业绩行情。虽然工业经济“高位均衡”的不可持续使得该行业基本面不容乐观，然而，煤炭行业良好的中期业绩预计还是会带来一波颇为可观的交易性机会，建议投资者适当关注其中净利润增幅较大的优秀企业。

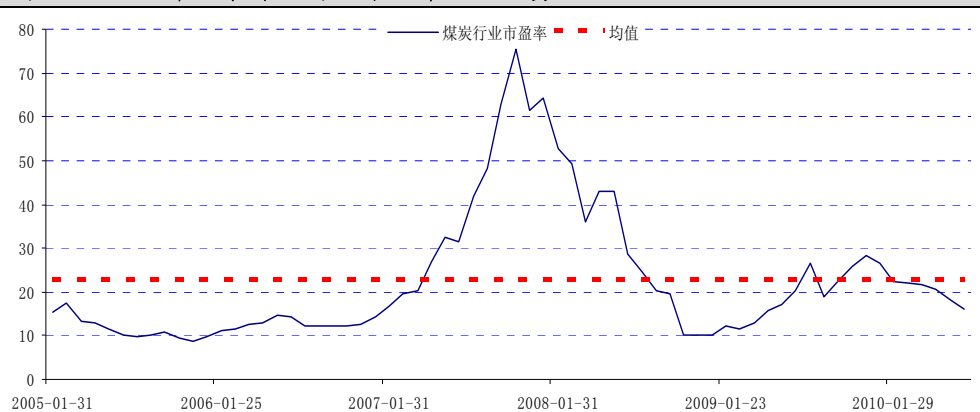
表 5: 煤炭行业上市公司 2010 年摊薄每股收益

证券代码	证券简称	摊薄 EPS (6 月 30 日最新股本)					总股本 (万股)	
		2009A	2010. Q1	2010. H1	2010E	2011E	2010-01-01	2010-06-30
600348.SH	国阳新能	0.77	0.21	0.51	0.98	1.13	96200.00	240500.00
000983.SZ	西山煤电	0.71	0.27	0.57	1.32	1.62	242400.00	315120.00
600123.SH	兰花科创	2.22	0.49	1.02	2.49	2.61	57120.00	57120.00
601699.SH	潞安环能	1.83	0.60	1.31	2.41	2.79	115054.20	115054.20
601001.SH	大同煤业	1.78	0.38	0.92	2.01	2.33	83685.00	83685.00
002128.SZ	露天煤业	0.74	0.39	0.53	0.91	1.04	110557.18	132668.62
600971.SH	恒源煤电	1.32	0.47	0.89	1.57	1.69	39438.25	39438.25
601918.SH	国投新集	0.45	0.16	0.29	0.55	0.87	185038.70	185038.70
600997.SH	开滦股份	0.67	0.17	0.41	0.80	1.16	123464.00	123464.00
601088.SH	中国神华	1.52	0.44	0.90	1.76	1.89	1988962.05	1988962.05
601898.SH	中煤能源	0.50	0.15	0.36	0.68	0.82	1325866.34	1325866.34
600395.SH	盘江股份	0.89	0.28	0.58	1.09	1.38	110336.79	110336.79
000159.SZ	国际实业	0.63	0.04	0.15	0.66	0.73	24056.96	24056.96
000552.SZ	靖远煤电	0.30	0.10	0.22	0.52	0.56	17787.00	17787.00
000780.SZ	平庄能源	0.46	0.17	0.35	0.67	0.74	101430.63	101430.63
600121.SH	郑州煤电	0.18	0.06	0.12	0.21	0.28	62914.00	62914.00
600508.SH	上海能源	1.31	0.40	0.79	1.49	1.63	72271.80	72271.80
601666.SH	平煤股份	0.78	0.29	0.57	0.98	1.10	139713.90	181628.08
000937.SZ	冀中能源	1.39	0.55	0.79	1.41	1.71	78795.25	115644.21
600188.SH	兖州煤业	0.79	0.43	0.80	1.45	1.71	491840.00	491840.00
000933.SZ	神火股份	0.57	0.39	0.63	1.03	1.12	75000.00	105000.00
000968.SZ	煤气化	0.74	0.17	0.40	0.73	1.09	51374.70	51374.70
600546.SH	山煤国际	0.82	0.15	0.55	1.29	1.57	75000.00	75000.00
601101.SH	昊华能源	1.04	0.38	0.86	1.71	1.96		45400.00
	行业综合	1.00	0.32	0.66	1.28	1.45	5668306.76	6061601.33

数据来源: 财通证券研究所

3. 交易性机会之二: 估值优势明显, 估值修复行情可能随大盘的阶段性反弹展开

图 50: 2005 年以来煤炭行业市盈率变化趋势



数据来源: wind

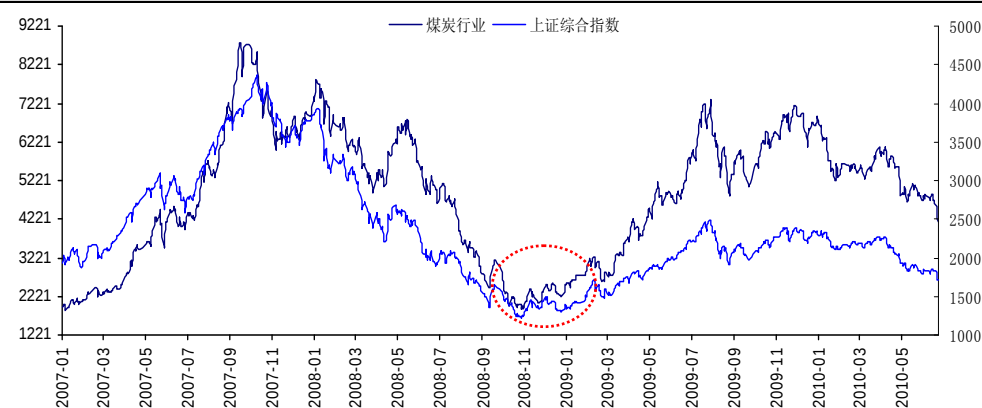
图 50 显示, 2010 年以来, 煤炭行业市盈率始终低于历史均值 22.75 倍, 而 6 月 30 日, 更是低到 16 倍。

我们的模型显示, 煤炭行业未来 3 年符合增长率为 22.76%, 恰好在其历史市盈率的均值附近, 也就是说, 未来 3 年, 煤炭行业的基本面支持其 22.75 倍的合理市盈率。

尽管工业经济的“高位均衡”不可持续致使煤炭行业 2010 年下半年的基本面不容乐观，然而行业本身的成长性必然决定其估值逐步回归合理。

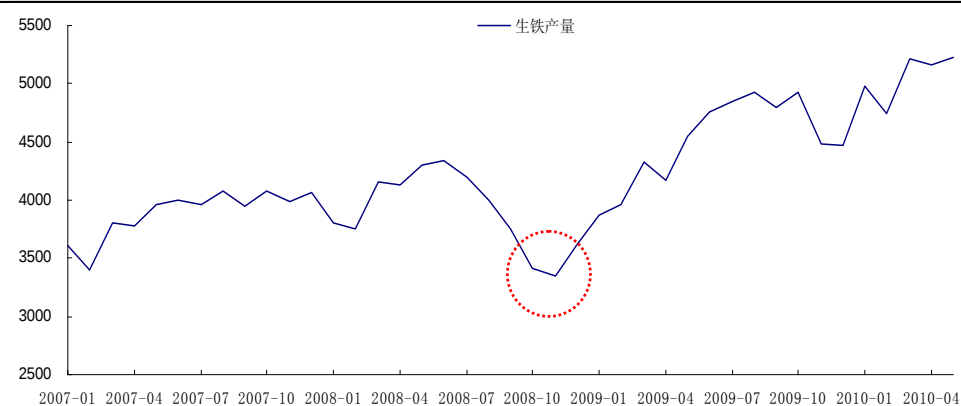
4. 趋势性机会显现的基本条件：煤价合理下跌，工业产品产量见底

图 51：2007 年以来煤炭行业指数和上证指数走势



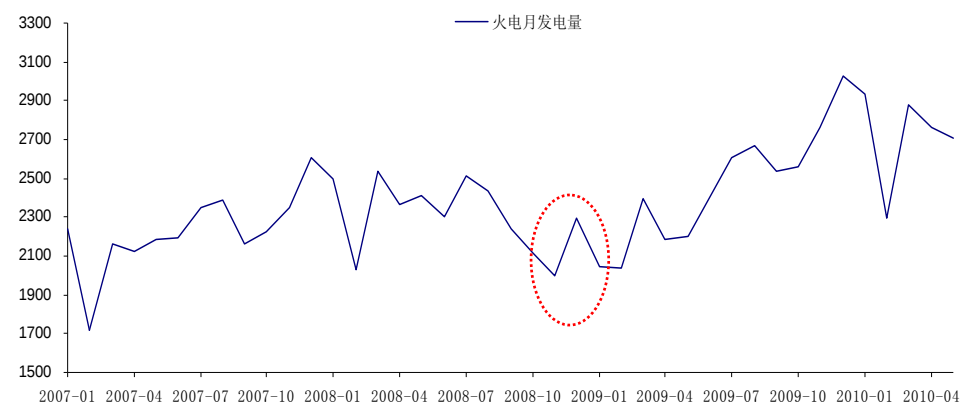
数据来源：wind

图 52：2007 年以来生铁产量变化趋势



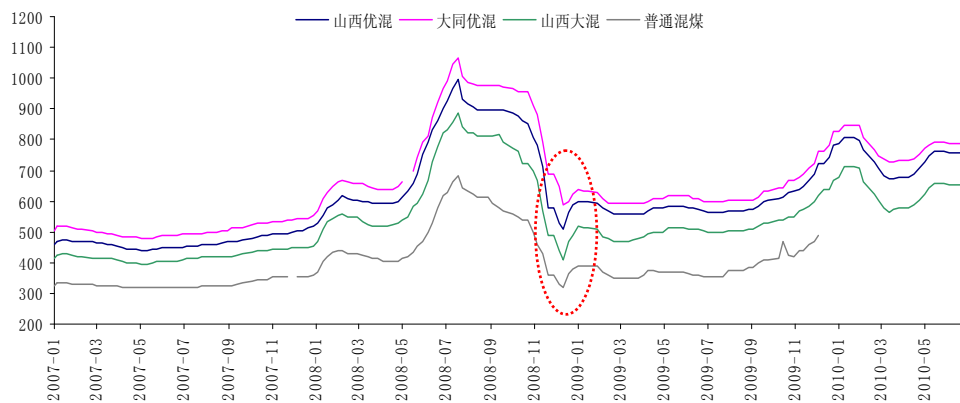
数据来源：wind

图 53：2007 年以来火电发电量变化趋势



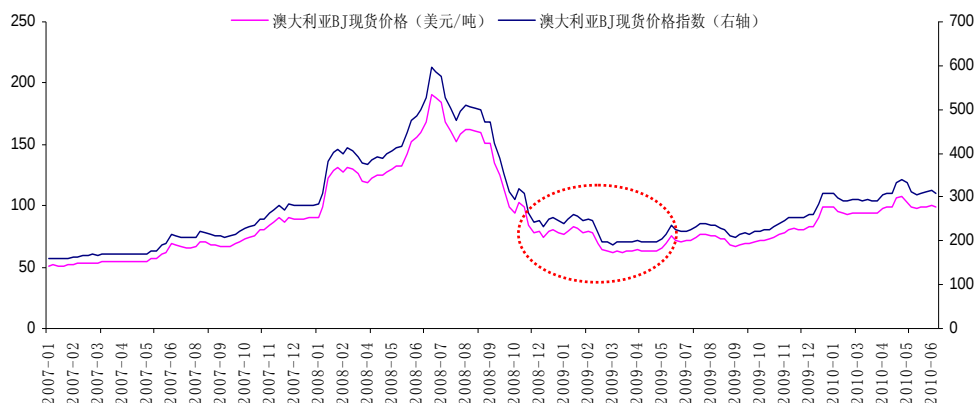
数据来源：wind

图 54：2007 年以来秦皇岛动力煤价格走势



数据来源：wind

图 55：2007 年以来国际煤炭价格走势



数据来源：wind

- 金融、经济危机以来，上证指数以及煤炭行业指数均在 2008 年 11 月见底，这和我国政府经济刺激计划的推出是直接相关的。然而，2008 年 11 月和 12 月，我国工业产品产量也处于底部区间。就煤炭行业而言，我们重点关注生铁产量和火电发电量。
- 同时，国内动力煤价的标杆——秦皇岛动力煤价格也在 2008 年 11 月和 12 月开始见底。国际煤价稍晚于国内见底，时间是在 2009 年 2 月至 4 月。
- 依照我们对工业经济的分析，2005 年至 2008 年上半年，工业产品的产量增速处于下行周期，而产量逐步滞涨，工业经济在 2008 年上半年进入“高位均衡”。由于“高位均衡”不可持续，在下一轮经济增长周期到来之前，或者说中国工业经济的转型完成之前，工业产品产量会出现一轮下滑。显然，金融、经济危机的到来只是使得工业产品产量下滑的时间有所提前、幅度明显加剧。就煤炭行业而言，产量下滑又和价格下跌紧密相连。
- 显然，价格的合理下跌、产量的逐步见底表明，市场已经基本消化了工业经济“高位均衡”所累积的“高成本、高价格、高产量、高库存、低利润率”所导致的行业风险。
- 由于政府经济刺激计划的逐步实施，我国工业经济又被拉回“高位均衡”，然而，“高成本、高价格、高产量、高库存、低利润率”的基本特征并没有

发生变化，一旦市场需求萎缩，则价格下跌会导致企业经营状况恶化，利润率进一步降低；同时，低利润率有使得产量下降。因此，产量下降和价格下跌是“高位均衡”得以修正的两个前提条件，也是工业经济触底的表现。

- 从程度上而言，我们并不认为这一轮的价格下跌、产量下降的程度会达到2008年11月至12月的低点，其原因是金融、经济危机的影响已逐步缓解，而这一轮下跌的幅度，主要取决于我国重化工业化初级阶段发展过度所导致的产能过剩在多大程度上得到治理。
- 因此，价格合理下跌、产量逐步见底应当是工业经济见底回升的标志，也是煤炭行业趋势性机会出现的标志。

5. 趋势性机会出现之前，维持煤炭行业“中性”评级

2010年以来，虽然煤炭行业较估值的历史均值存在明显的折价，然而，在“高位均衡”不可持续的基本前提下，价格和产量的高企表明该行业基本面仍不容乐观。鉴于此，我们继续维持对煤炭行业的“中性”评级。

表 6：煤炭行业上市公司估值

证券代码	证券简称	6月30日收盘价	EPS			PE		评级	
			2009A	2010E	2011E	2010PE	2011PE	评级	评级调整
600348.SH	国阳新能	13.02	0.77	0.98	1.13	13	12	买入	维持
000983.SZ	西山煤电	18.16	0.71	1.32	1.62	14	11	买入	维持
600188.SH	兖州煤业	16.42	0.79	1.45	1.71	11	10	买入	上调
000780.SZ	平庄能源	8.40	0.46	0.67	0.74	13	11	增持	上调
600546.SH	山煤国际	17.75	0.82	1.29	1.57	14	11	增持	上调
600971.SH	恒源煤电	22.78	1.32	1.57	1.69	15	13	增持	维持
601666.SH	平煤股份	13.07	0.78	0.98	1.10	13	12	增持	上调
600508.SH	上海能源	16.87	1.31	1.49	1.63	11	10	增持	上调
600123.SH	兰花科创	25.57	2.22	2.49	2.61	10	10	增持	下调
601699.SH	潞安环能	31.28	1.83	2.41	2.79	13	11	增持	下调
601001.SH	大同煤业	27.98	1.78	2.01	2.33	14	12	中性	下调
600508.SH	上海能源	16.87	1.31	1.49	1.63	11	10	中性	维持
601088.SH	中国神华	21.43	1.52	1.76	1.89	12	11	中性	下调
601898.SH	中煤能源	8.39	0.50	0.68	0.82	12	10	中性	维持
002128.SZ	露天煤业	17.03	0.74	0.91	1.04	19	16	中性	下调
601918.SH	国投新集	10.17	0.45	0.55	0.87	18	12	中性	下调
600395.SH	盘江股份	18.00	0.89	1.09	1.38	17	13	中性	维持
000937.SZ	冀中能源	22.25	1.39	1.41	1.71	16	13	中性	维持
000933.SZ	神火股份	16.71	0.57	1.03	1.12	16	15	中性	维持
000968.SZ	煤气化	13.60	0.74	0.73	1.09	19	12	中性	维持
601101.SH	昊华能源	30.18	1.04	1.71	1.96	18	15	中性	首次
000552.SZ	靖远煤电	10.92	0.30	0.52	0.56	21	20	中性	维持
000159.SZ	国际实业	20.26	0.63	0.66	0.73	31	28	中性	维持
600121.SH	郑州煤电	8.31	0.18	0.21	0.28	40	30	中性	维持
	均值					16	14		

数据来源：财通证券研究所

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求研究员将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表研究员根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，财通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向财通证券内部特定客户传送，未经财通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。