



煤炭开采与洗选

2010.08.04

新一轮“去库存”的开始

煤炭行业 8 月报

 杨立宏
 010-59312711
 yanglihong@gtjas.com
 S0880209090630

本报告导读：

上半年产量净增 2.6 亿吨，6 月需求环比回落，库存创历史新高

去库存阶段，煤价上涨动力不足，估值难以继续提升

摘要：

- **上半年煤炭产量净增 2.6 亿吨。**6 月份当月煤炭产量 2.91 亿吨，环比上月增长 6.94%，较上年同期增长 6.21%。1-6 月份累计煤炭产量 15.71 亿吨，同比增长 20.1%，净增量为 2.63 亿吨。累计同比增幅较大，主要是 09 年 1-5 月份山西小矿停产造成基数较低所致。
- **需求环比下滑。**6 月份电力行业耗煤 1.28 亿吨，同比增长 8.72%，环比下降 3.44%，7 月直供电厂耗煤明显回升，但库存充足，7 月 26 日重点电厂煤炭库存天数为 19 天，高于历史同期 2-3 天；6 月钢铁耗煤 4877.1 万吨，同比增长 4.71%，环比 5 月下降 4.78%。
- **库存创新高。**6 月底煤炭库存 2.04 亿吨，较年初增 4557 万吨，较上月增 1111 万吨，较去年同期增 3493 万吨，已经超过 08 年 11 月创下的库存高点 2.02 亿吨。从库存结构来看，生产、中转、消费环节库存，6 月环比上月分别增加 2.09%、6.95%、16.60%，除中转环节外，生产和消费环节均创下历史新高。
- **动力煤进口量反弹，蒙古焦煤进口占比大增。**动力煤的进口量与国内外价差呈现反向相关关系，目前国际内外动力煤价差距 10 年 3 月的 33.67 美元/吨的短期峰值已降 46.75%，6 月份动力煤进口量反弹，当月进口 365.37 万吨，环比上月增 16.44%；6 月来自蒙古的焦煤 160.59 万吨，环比增长 60.27%，占进口焦煤总量的 44.06%，超过澳大利亚跃居第一，较上月提高 18 个百分点，较年初提高 26 个百分点。
- **未来 2-3 月动力煤小幅探底，焦煤筑底。**动力煤价格受高库存、南方气温偏低、水电出力增加以及高耗能行业减产的多重压力压制，有调整需求但幅度不大。焦煤价格短期底部已经探明，但钢铁的高库存和进口焦煤价格吸引力恢复不支持焦煤的上涨，焦煤价格上涨的动力仍需蓄积，重点关注钢铁成交量能否真实、持续提升。
- **维持中性评级。**在 12 年山西技改产量激增冲击市场前，煤炭的供给呈现减速增长状态，行业景气与价格走势取决于需求和政策变动，目前政府政策定调于“平稳”，我们判断煤价大幅回落的可能不大，但也无上涨动力。目前煤炭股相对市场折价 16% 左右，由于煤价上升动力缺失，行业自身估值提升动力不足，对应行业高景气的稳定阶段，目前的相对估值水平处于合理范围内，近期将跟随市场波动，维持行业中性评级。相对看好价格底部探明的冶金煤公司。
- **本月重大事件。**17 家煤炭公司已披露或预告半年报，基本符合预期；2 季度基金继续大幅减持煤炭股；山西调研结论：整合煤矿技改开工符合预期。

评级：

中性

上次评级：

细分行业评级

煤炭开采与洗选

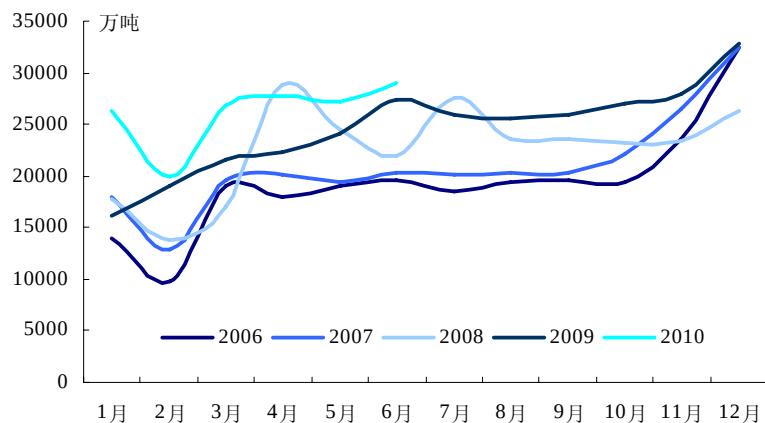
相关报告

- 煤炭：《疆煤如猛虎，2013 将出笼》
2010.07.06
- 煤炭：《钢铁价格倒挂 焦煤价格下滑》
2010.07.05
- 煤炭：《发改委限价令与南方大雨扑灭动力煤涨价热情》
2010.07.02
- 煤炭：《黄金时代的尾声》
2010.06.22
- 煤炭：《动力煤“反常”上涨结束纳入正轨》
2010.06.21
- 煤炭：《动力煤价格先行进入回升通道》
2010.04.26
- 煤炭：《地产感冒，煤炭吃药》
2010.04.20
- 煤炭：《煤价蓄势待涨》
2010.04.14
- 煤炭：《矿难频发促使煤价上涨提前》
2010.04.07
- 煤炭：《动力煤中转价月内首先回升，焦炭 4 月提价焦煤价格压力纾解》
2010.03.29

1. 上半年煤炭产量 15.71 亿吨，增幅 20.1%，增幅较高系低基数所致

6 月份当月煤炭产量 2.91 亿吨，环比上月增长 6.94%，较上年同期增长 6.21%。1-6 月份累计煤炭产量 15.71 亿吨，同比增长 20.1%，净增量为 2.63 亿吨。从累计数据来看，同比增幅较大，我们认为主要原因是 09 年 1-5 月份山西小煤矿大范围停产造成基数较低所致，下半年增幅应逐月回落。

图 1: 全国煤炭月度产量



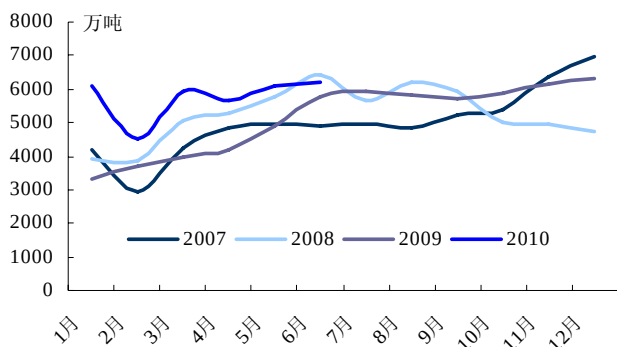
数据来源：煤炭资源网

不过，按照 6 月份同比增速 6% 计算（去年 6 月的基数基本恢复正常），全年产量将超过 33 亿吨，增长 3.4 亿吨，超过我们原预期的 2.9 亿吨（《把握煤价上涨主线，关注资源重组辅线-煤炭行业 2010 年策略报告》-20091130），主要是陕西的产能释放速度超过了我们的预期。

1.1. 山西煤炭产量从王家岭矿难中平稳恢复

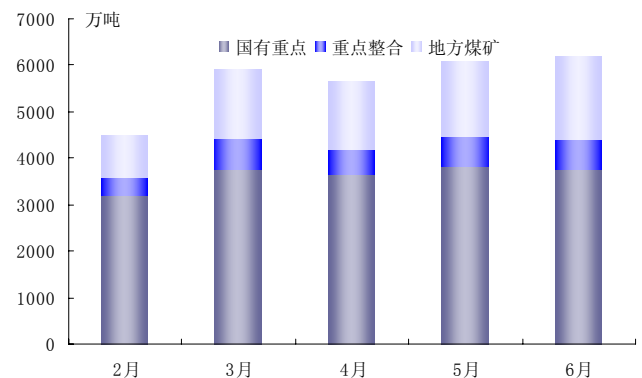
6 月份山西煤炭产量从王家岭矿难的影响中缓慢恢复，月度煤炭产量 6191.81 万吨，环比增长 2.02%，国有重点整合煤矿和地方煤矿产能连续两月出现恢复性增长，6 月份地方煤矿产量 1783.09 万吨，刷新年内新高记录，国有煤矿的整合矿井 6 月份煤炭产量 641.25 万吨，仍未恢复至 3 月份高点。由于去年前 5 个月的低基数，1-6 月份山西累计生产煤炭 3.38 亿吨，同比增长 30.50%。

图 2: 山西煤炭月度产量



数据来源: 煤炭资源网

图 3: 山西煤炭月度产量结构



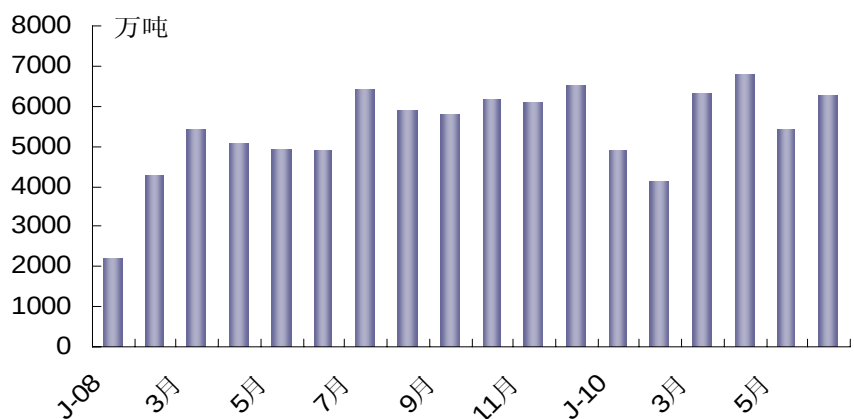
数据来源: 煤炭资源网

1.2. 内蒙古 6 月产量环比增长 16.26%

6 月份当月内蒙古煤炭产量 6278 万吨, 环比增长 16.26%, 较 4 月份高点 6800 万吨回落 7.68%。4 月份内蒙古在山西、陕西两省受矿难整顿影响减产之际大幅增产, 而近两个月山西的逐步复产对内蒙古产量形成了一定程度的挤出效应。由此可以看出, 短期内运力对于内蒙古产能的释放仍有较大的制约。

1-6 月份累计内蒙古煤炭产量为 3.38 亿吨, 总量与山西持平, 增幅为 26.12%。

图 4: 内蒙古煤炭月度产量



数据来源: 煤炭资源网

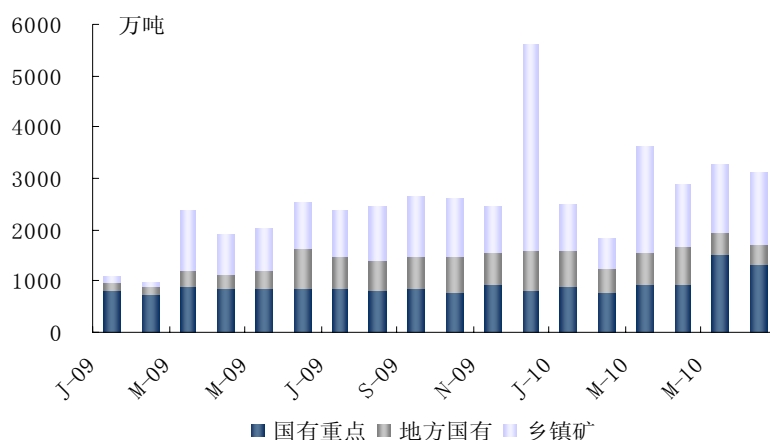
1.3. 陕西产量高开低走, 恢复缓慢

6 月份当月陕西煤炭产量 3097.48 万吨, 环比上月减少 5.75%, 较 3 月份高点 3615.2 万吨回落 14.32%。陕西自 4 月份矿难安全检查后产量恢复缓慢。从 6 月份的产量结构来看, 国有重点产量 1311.2 万吨, 环比上月降低 13.28%, 地方国有煤矿 410.7 万吨, 环比上月下降 6.64%, 乡镇煤矿当月产量 1375.6 万吨, 环比下降 3.07%, 较 3 月高点 2048.7 万吨回落 32.85%。

1-6 月份陕西累计产煤 1.72 亿吨, 同比增长 57.80%, 我们原预计陕西全

年煤炭产量3亿吨，增量4000万吨，1-6月份陕西已经增产6326万吨，预计全年将达到或超过3.5亿吨。

图 5: 陕西煤炭月度产量及结构



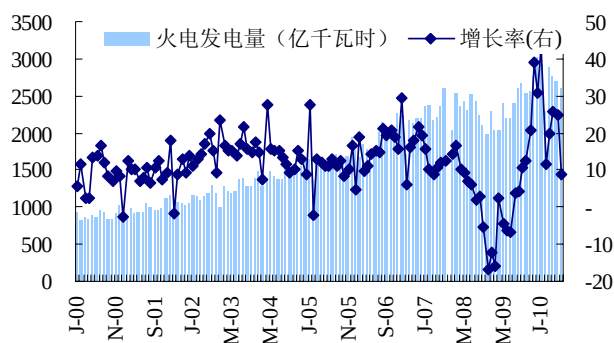
数据来源：煤炭资源网

2. 需求环比下降

2.1. 火电耗煤高增长伴随高库存

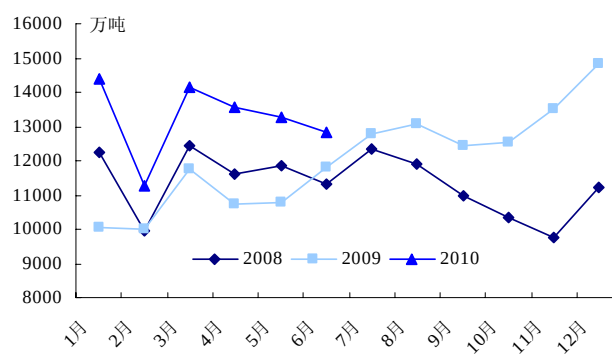
6月火电发电量2616.60亿千瓦时，同比增长8.60%，环比下滑3.42%；6月份电力行业耗煤1.28亿吨，同比增长8.72%，环比下降3.44%，火电发电量与煤耗连续第三个月环比下降，有一定的季节性因素。从7月直供电厂耗煤情况来看电力耗煤环比明显回升，但库存充足，7月26日重点电厂煤炭库存天数为19天，高于历史同期2-3天，较08年7月的历史低点高9天。

图 6: 火电月度发电量及增长率



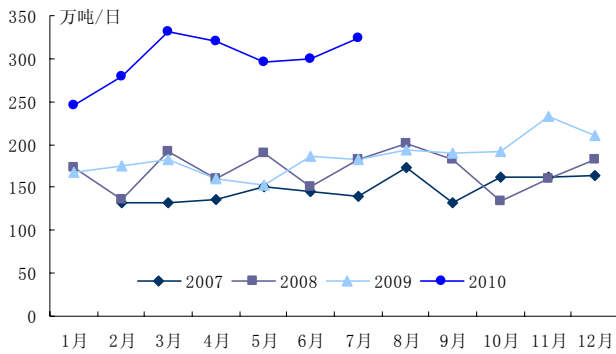
数据来源：煤炭资源网

图 7: 电力行业耗煤



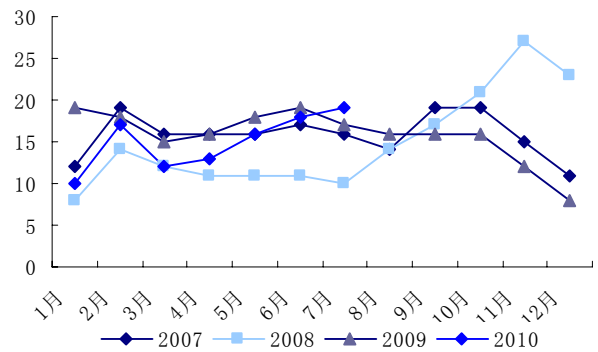
数据来源：煤炭资源网

图 8: 直供电厂月度日均耗煤



数据来源: 煤炭资源网

图 9: 直供电厂库存天数

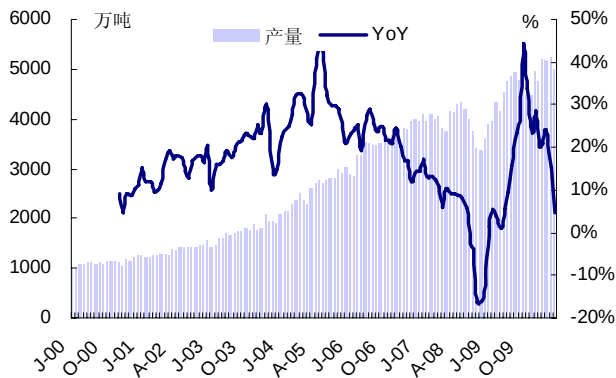


数据来源: 煤炭资源网

2.2.6 月份生铁产量同比增速回落，环比下降

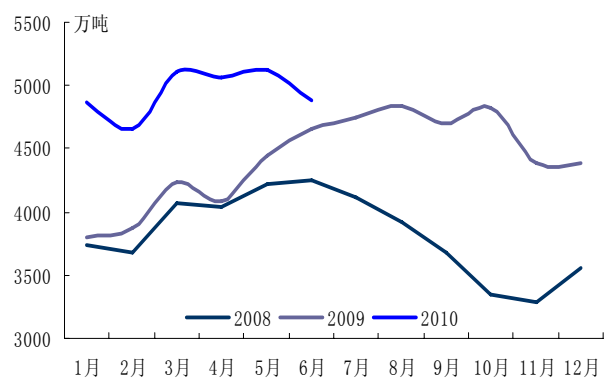
6月当月生铁产量 4977 万吨，同比增长 4.71%，增速较上月回落 10 个百分点，环比 5 月下降 4.77%；1-6 月份生铁累计产量 3.03 亿吨，同比增长 18.36%。6 月钢铁耗煤 4877.1 万吨，同比增长 4.71%，环比 5 月下降 4.78%。上半年累计耗煤 2.98 亿吨，同比增长 16.41%。

图 10: 生铁月度产量及增长率



数据来源: 煤炭资源网

图 1: 钢铁行业月度耗煤变化

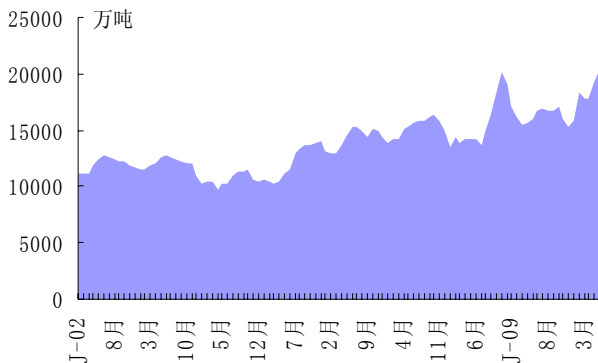


数据来源: 煤炭资源网

3. 库存创新高

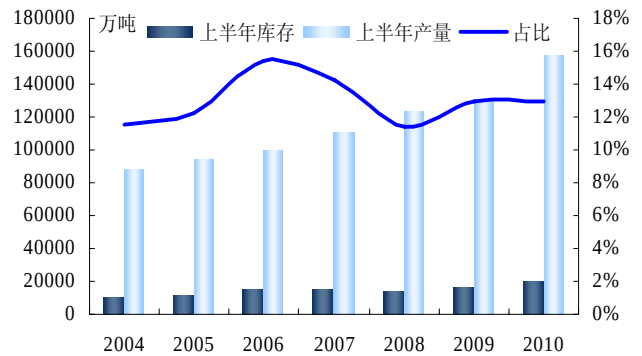
6月底煤炭库存 2.04 亿吨，从绝对量上看，社会库存已经超过 08 年 11 月创下的库存高点 2.02 亿吨。当然，完全从绝对数来看库存是不尽合理的，应该从库存占产量的比重和库存的变化趋势两个方面来考察。从库存占产量的比重来看，上半年库存占产量比重为 12.98%，较上年同期提高 0.06 个百分点，仍处合理范围内；从库存变化来看，6 月库存较年初增加 4557 万吨，较上月增加 1111 万吨，较去年同期增加 3493 万吨，表明短期销售情况有所恶化。

图 12: 全国社会库存



数据来源: 煤炭资源网

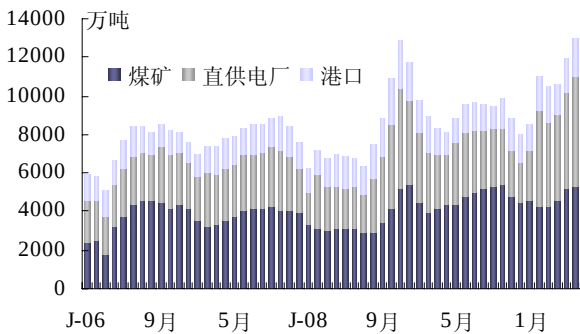
图 2: 库存占产量的比重



数据来源: 煤炭资源网

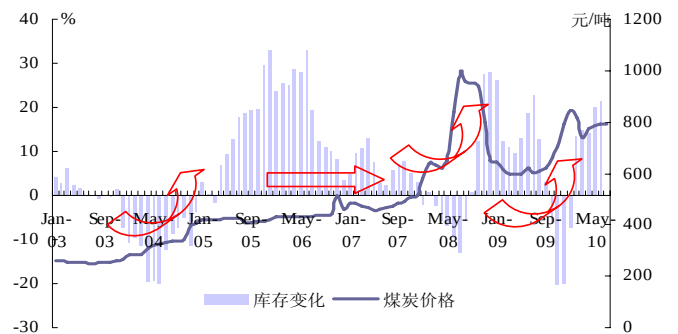
从库存结构来看，6 月生产、中转、消费三个环节库存环比上月分别增加 2.09%、6.95%、16.60%，除中转环节外，生产和消费环节均创下历史新高。按照库存的传导规律，通常终端率先变化，并逐步依次向中转和生产环节传导。

图 34: 煤炭生产、销售、终端环节库存



数据来源: 煤炭资源网

图 4: 库存与价格



数据来源: 煤炭资源网

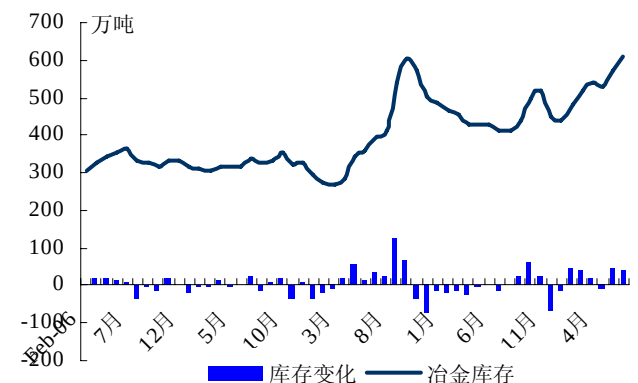
6 月底电力企业煤炭库存 6780 万吨，环比上月增长 823 万吨，已经从 4 月份起连续 3 个月增长；6 月底钢铁企业煤炭库存 612 万吨，年初以来除 4 月份环比出现一次下降外，其余月份环比皆增。电力、钢铁企业煤炭库存均已超过各自于 08 年 11 月和 08 年 9 月创下的历史高点。

图 5: 电力企业库存及库存变化



数据来源: 煤炭资源网

图 6: 钢铁企业库存及库存变化



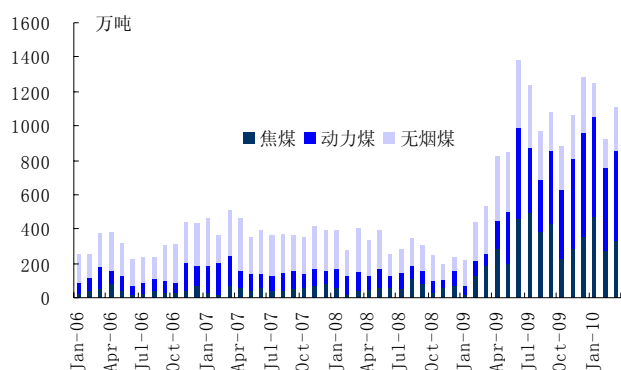
数据来源: 煤炭资源网

4. 国际煤价回落，动力煤进口量反弹

6 月份进口煤炭 1210.65 万吨，环比增长 10.08%，同比下降 24.66%。1-6 月份累计进口煤炭 8102.87 万吨，同比增长 67.94%；6 月份出口煤炭 127 万吨，环比下降 13.10%，同比增长 11.40%，1-6 月份累计出口煤炭 1014.03 万吨，同比下降 13.01%。6 月当月煤炭净进口 1083.65 万吨，同比下降 27.42%，1-6 月累计净进口煤炭 7088.83 万吨，同比增长 93.74%。与上年进口逐月走高相比，10 年的总体趋势是先高后低。预计全年进口 1.5 亿吨左右。

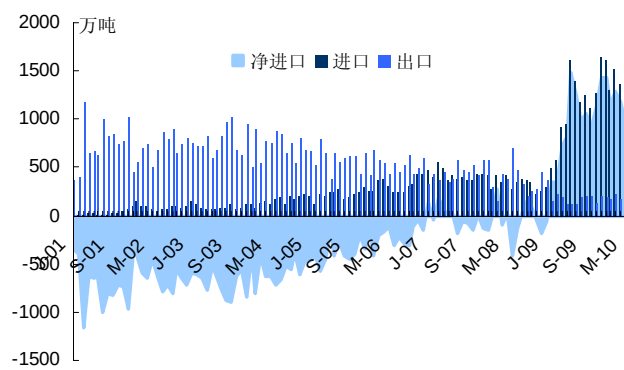
国内外价差缩小，动力煤进口反弹。从历史数据来看，动力煤的进口量与国内外煤价的价差呈现反向相关关系，自 09 年底创下单月历史新高后，今年以来除 3 月份出现过一次反弹以外，其他月份连续下滑。近期国内外价差明显回落，澳煤到岸（秦皇岛）价格较国内价格高 17.93 美元左右，较 10 年 3 月的 33.67 美元的短期峰值下降 46.75%，这对于南方省份进口煤价格优势重现，因此，6 月份动力煤进口量再次出现反弹，当月进口 365.37 万吨，环比上月增加 16.44%，预计增长趋势会延续。

图 7：月度进口分煤种结构



数据来源：煤炭资源网

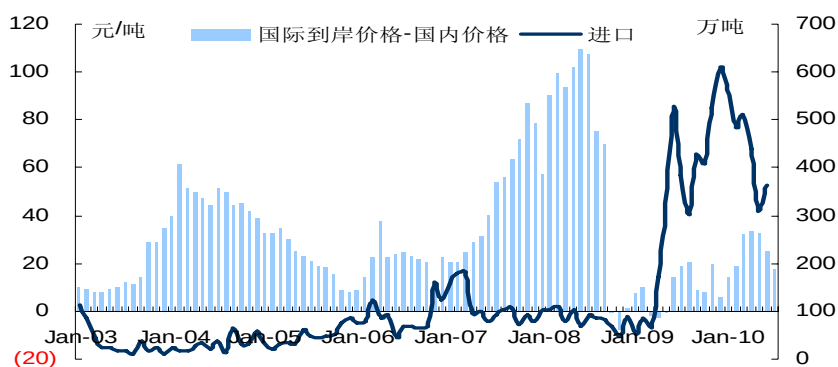
图 8：月度进口、出口与净进口



数据来源：煤炭资源网

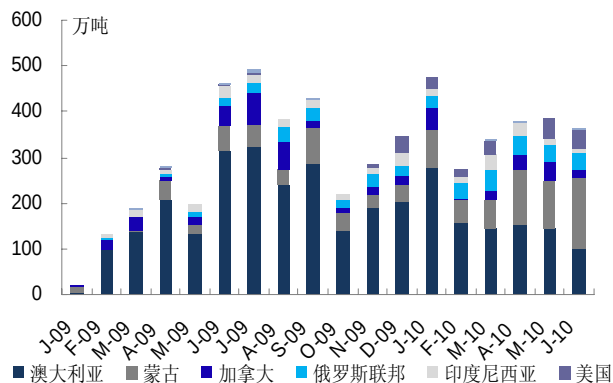
来自蒙古的焦煤进口大增。6 月份来自蒙古的焦煤 160.59 万吨，环比增长 60.27%，占进口焦煤总量的比重为 44.06%，超过澳大利亚跃居第一，较上月提高 18 个百分点，较年初提高 26 个百分点。近期很多投资者在印度对未来国际焦煤的需求和价格上寄予了比较乐观的期望，我们认为印度是未来国际焦煤需求最大的增量变量是确定无疑的，但如果忽略了供给变量，则可能高估需求的影响和均衡价格，蒙古和俄罗斯未来焦煤的开发与出口需要进一步关注，特别是蒙古，其煤炭资源大规模开发已经提上议事日程，加之与中国的地利之便，影响较大，我们随后将专题研究。

图 19: 动力煤国内外价差变化与动力煤进口的关系



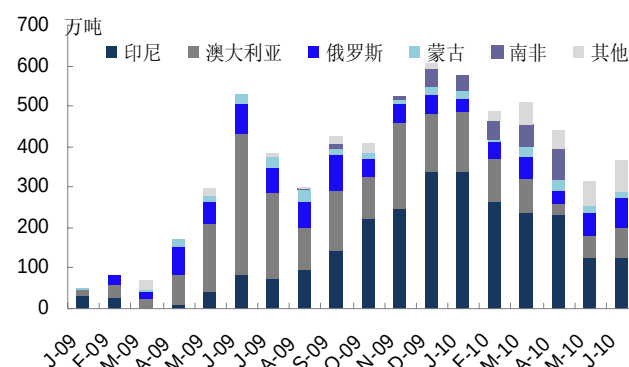
数据来源：煤炭资源网

图 20: 焦煤月度进口量及来源国



数据来源：煤炭资源网

图 9: 动力煤月度进口量及来源国



数据来源：煤炭资源网

5. 我们对未来 2-3 个月国内煤炭价格的判断

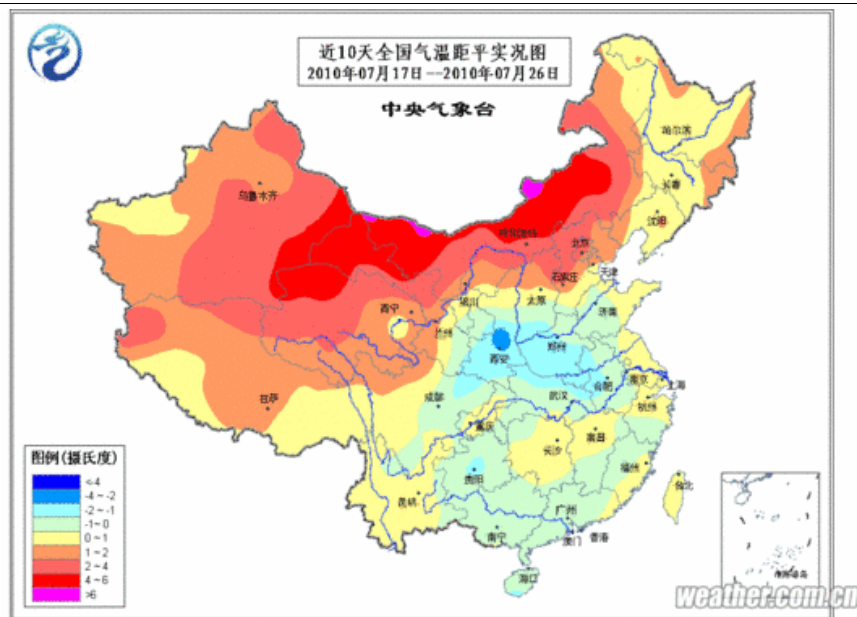
5.1. 动力煤价格上涨难，下跌空间亦不大

动力煤价格上涨的存在四方面压力：

一是高库存，库存的高企不仅限于消费环节、中转、煤企库存同样达到一个高点。截至 7 月 26 日，直供电厂库存 19 天，随着旺季储煤接近尾声，动力煤旺季上涨的预期恐难实现。

二洪灾影响下，耗煤区气温偏低和水电出力增加。南方地区普遍水灾，距平温度较往年低 2-4 度，而距平温度高的省区集中在煤耗较低的西北省份，因此整体的煤耗水平低于往年；同时，水电来水情况较好，也挤出了部分火电需求。

图 102: 全国近 10 天平均温度距平



数据来源：中央气象台

三是钢铁减产对电力需求的影响正在显现。根据中国电力企业联合会发布的 2010 年上半年《全国电力供需与经济运行形势分析报告》，上半年，钢铁、化工、建材、有色四大行业用电量增长对全社会用电量增长的贡献率达 42.1%。其中，钢铁冶炼行业用电量同比增长 29.29%，对全社会用电量增长的贡献率为 15.0%，贡献率创新高。钢铁去库存导致产能利用率的下降使后几个月的电力需求有回落的可能。

四是进口煤重新恢复吸引力，前文有述，不再赘述。

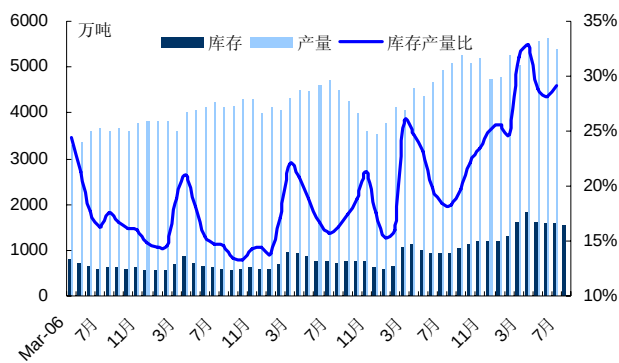
当然，目前还看不到房地产等先导行业投资相对上半年大幅下降的迹象，整体煤炭需求亦不会出现大幅回落，价格调整空间不大。

5.2. 焦煤价格短期底部探明，短期难涨

钢价在经历 11 周左右的下跌，近期已连续 2 周回升，这表明焦煤价格短期底部价格已经探明。但同时，钢铁高位的库存和进口焦煤价格吸引力恢复抑制焦煤的上涨。

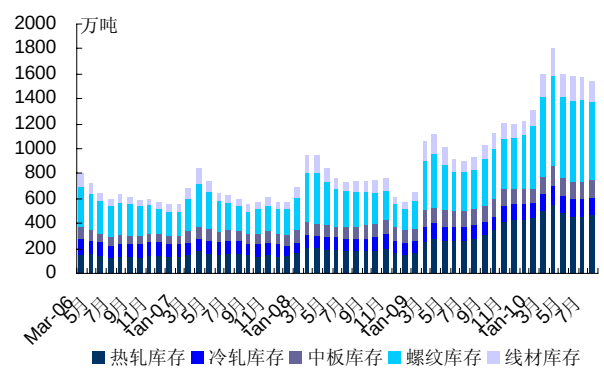
6 月份钢厂库存占产量的比重为 29%，较 3 月份 33% 的高点回落 4 个点，但仍高于历史平均 18%-20% 的水平，需要时间来消化，加上价格的传导时滞（2-3 个月），焦煤价格上涨的动力仍需观察和蓄积，未来重点关注钢铁成交量能否有真实、持续的提升。

图 23: 钢材产量、库存及库存占比变化



数据来源: mysteel

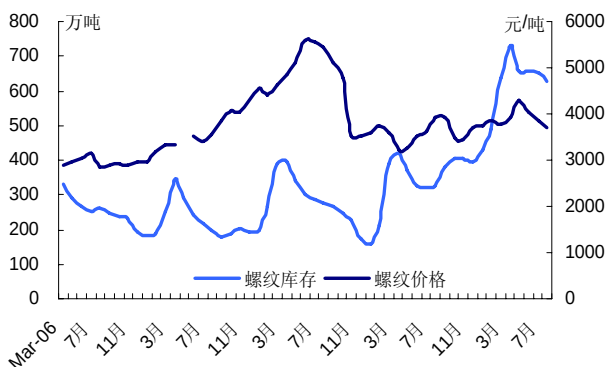
图 11: 钢材的库存结构



数据来源: mysteel

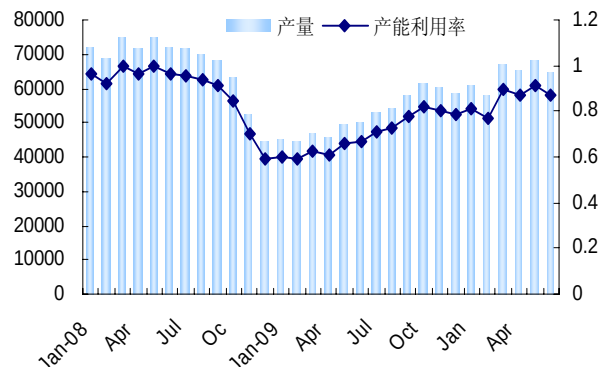
此外，上半年国际价格远高于国内价格，国内焦煤得以抢回部分 09 年被进口焦煤所占的市场份额。6 月份，除中国外的其他地区的粗钢产量在 5 月份创下危机以来产量新高后出现 5.02% 的回落，7 月份全球钢市整体疲软，国际焦煤价格大幅下调至 180 美元附近，加上运费低廉，近期进口焦煤的价格吸引力较上半年有所恢复，成交放大。这一点也不支持国内焦煤价格的上涨。

图 12: 螺纹钢的库存与价格



数据来源: mysteel

图 26: 全球粗钢产量（除中国）及产能利用率



数据来源: WSA

6. 行业及公司重大事件

6.1. 煤炭上市公司公布中期业绩或业绩预告，基本符合预期

截至 8 月 5 日已有 5 家煤炭公司公布中期业绩，另有 12 家公司发布业绩预告，剩余 6 家未知，因此，煤炭公司的整体业绩情况已经基本明了。我们年初的预期为全年净利同比增长 40% 以上，2 季度环比略增，从上市公司半年报披露和预报情况，大部分公司业绩基本符合我们的预期。在我们重点覆盖的公司中，兰花科创、昊华能源 2 季度超过我们的预期，但兰花科创受大宁矿 6 月中停产的影响，预计 3 季度净利环比增幅将下降近 40%；昊华能源 2 季度出口合同价执行新财年以及鄂尔多斯高家梁煤矿正式投产导致业绩超预期，预计 3、4 季度环比维稳。

表 1: 煤炭上市公司 10 年中期业绩披露情况

代码	简称	1H 净利同比增长	2Q 净利环比增长	1HEPS	静态 PE	备注
600508	上海能源	100.00%	84.00%	1.14	9.98	预告, 非重点覆盖
000933	神火股份	250.43%	-15.28%	1.01	10.05	预告, 非重点覆盖
600123	兰花科创	5.16%	52.81%	1.25	12.27	公布, 高于预期, 但不持续
601666	平煤股份	44.52%	37.19%	0.7	12.71	预告, 符合预期
000937	冀中能源	109.21%	0.90%	1.05	13.29	预告, 略低于预期
601699	潞安环能	27.31%	15.91%	1.3	14.73	预告, 符合预期
600348	国阳新能	41.87%	43.29%	0.52	15.53	预告, 符合预期
000780	平庄能源	25.63%	5.50%	0.36	16.29	已公布, 非重点覆盖
002128	露天煤业	68.49%	-41.01%	0.63	16.78	已公布, 2 季度季节性回落
601101	昊华能源	29.70%	55.11%	0.98	16.83	预告, 高于预期
601918	国投新集	32.20%	21.28	0.35	17.21	预告, 符合预期
600188	兖州煤业	35%	77.56%	0.53	17.23	预告, 符合预期
600395	盘江股份	50%	0%	0.55	19.43	预告, 略低于预期
000983	西山煤电	30.89%	-2.64%	0.54	20.55	已公布, 兴县投产延后
600546	山煤国际	32.01%	142.88%	0.52	20.63	预告, 非重点覆盖
000968	煤气化	44.58%	0.59%	0.34	23.41	已公布, 非重点覆盖
000552	靖远煤电	98.17%	18.73%	0.22	33.86	预告, 非重点覆盖

数据来源: 公司公告

6.2.2 季度基金继续减持煤炭股

从基金半年报来看, 继 1 季度大幅减持煤炭股后, 2 季度基金继续大幅减持煤炭股。除了收购资产、新转型为煤炭股的鲁润股份外, 其余煤炭股均遭到了减持。减持幅度最大为中国神华、西山煤电、兰花科创、国阳新能、潞安环能; 减持基金家数最多的为西山煤电、中国神华、冀中能源、国阳新能、昊华能源, 其中西山煤电由 09 年 4 季度持有基金 76 只, 降为 10 年 1 季度的 48 只和 2 季度的 9 只, 基金持西山煤电流通股比例在上述三个季度分别为 24.91%、17.64%和 8.97%。

2 季度基金持煤炭股比例过低, 导致煤炭在反弹阶段成为“补库存”对象, 这也是近期煤炭股表现较好的重要原因之一。

表 2: 10 年 1、2 季度度煤炭上市公司基金持股情况

股票名称	10 年 Q2			10 年 Q1			Q2 较 Q1 变化	
	占流通 A 股比例%	持股数	持有基金数	占流通 A 股比例%	持股数	持有基金数	持股数	基金数
山煤国际	15.98	2888	5	22.61	4086	7	-1198	-2
鲁润股份	9.95	1332	3	7.41	992	2	339	1
西山煤电	8.97	13213	9	17.64	19974	48	-6762	-39
兰花科创	5.12	2922	2	12.72	7266	13	-4344	-11
中国神华	3.5	6305	9	12.79	23028	41	-16723	-32
神火股份	3.48	3655	2	5.83	4372	10	-717	-8
冀中能源	2.12	1671	5	6.3	4968	20	-3297	-15
潞安环能	0.71	812	1	3.9	4486	10	-3674	-9
盘江股份	0.64	171	1	12.21	3250	10	-3079	-9
国阳新能	0.41	982	3	5.1	4902	16	-3921	-13
兖州煤业	0.28	100	1	0.46	166	3	-66	-2

开滦股份	0.19	134	1	1.11	794	6	-659	-5
大同煤业	0.13	110	1	0.85	711	2	-601	-1
昊华能源	0.1	9	1	2.14	189	14	-180	-13
平煤股份	0.02	43	1	0.04	58	1	-15	0
煤气化	0	0	0	0.11	57	3	-57	-3
恒源煤电	0	0	0	0.23	30	1	-30	-1

数据来源：天相系统

6.3. 山西煤炭公司调研结论：煤价年内维稳，整合符合预期

7月21、22、23日我们分别对潞安环能、国阳新能和西山煤电进行了调研，主要关注的行业性问题包括目前的冶金煤合同价格有无调整的压力以及山西整合小煤矿的最新进展，前者关乎下半年煤炭公司的业绩，后者关乎行业过剩的时点。

对于下调价格的问题，三家公司除个别公司销售略感压力外，整体上觉得短期调价压力不大，近期均无下调合同价格计划，且账款回收良好，但对3季度的价格都持谨慎态度，认为小幅调整是可能的。我们认为目前钢价已经触底反弹，冶金煤的价格压力有望缓解，下半年价格维稳的可能性更大。

对于小煤矿整合进展问题，公司之间略有分化，潞安环能环能所整合的大部分煤矿均已开工技改，2011年底全部完成，2012年能够释放50-60%的产能，而阳煤集团、西煤集团所整合的煤矿大都处于停产状态，技改短期仍难开工。我们认为不同公司的整合进度与所整合的小煤矿资质有关。在本次整合中，省级政府决定了资源定价权，县级地方政府则决定了资源分配权，整合主体所获资源的好坏取决于该主体与地方政府关系的密切程度，因此，县营煤矿与民营企业获得最好资源，在各县均有经营网点的进出口集团和运销集团次之，五大煤炭集团并不占优，拿到最次的资源。因此，五大集团整合的积极性最低，进度最慢，其中，潞安环能在临汾所整合的资源较好，进展也较快。国阳集团、西煤集团等整合进度并不能代表整个山西的整合进程，我们维持2012年山西技改产能释放的判断。

7. 市场表现

近1年和近3个月煤炭股分别跑输指数9.42个百分点和4.90个百分点。7月初反弹以来煤炭板块表现较好，绝对收益率20.66%，相对收益率10.42%，在各行业表现中位居第三，仅次于化学原料药和建材。

表3：煤炭板块市场表现

	1年		3月		1月	
	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率
煤炭指数	-33.75	-9.42	-12.25	-4.90	20.66	10.42
上证指数	-24.33	-	-7.35	-	10.24	-

数据来源：Wind，截至到2010年7月27日

从近3个月涨幅排名看，偏防御性公司表现较好；近一个月表现较好的为弹性较大的冶金煤公司。

表 4：煤炭公司市场表现

序号	1 年		3 月		1 月	
	简称	阶段涨幅	简称	阶段涨幅	简称	阶段涨幅
1	鲁润股份	86.44	平庄能源	2.21	靖远煤电	40.43
2	昊华能源	11.33	靖远煤电	-0.73	平庄能源	37.69
3	安源股份	0.08	潞安环能	-2.63	上海能源	36.22
4	神火股份	-12.13	露天煤业	-3.14	平煤股份	33.59
5	新大洲 A	-13.3	鲁润股份	-6.52	恒源煤电	28.99
6	郑州煤电	-15.37	中国神华	-7.01	冀中能源	28.15
7	国阳新能	-16.33	中煤能源	-7.27	潞安环能	27.32
8	ST 百花	-18.39	上海能源	-7.29	开滦股份	27.16
9	上海能源	-19.71	安源股份	-7.32	神火股份	26.63
10	兖州煤业	-21.01	平煤股份	-8.7	大同煤业	26.38
11	露天煤业	-22.75	国投新集	-9.42	国阳新能	25.81
12	平庄能源	-24.51	郑州煤电	-9.84	露天煤业	24.55
13	靖远煤电	-25.17	大同煤业	-9.88	煤 气 化	24.51
14	山煤国际	-26.02	神火股份	-9.93	西山煤电	23.39
15	潞安环能	-28.93	国阳新能	-12.51	山煤国际	23.37
16	恒源煤电	-29.68	山煤国际	-12.52	盘江股份	22.77
17	兰花科创	-30.15	煤 气 化	-12.74	郑州煤电	22.65
18	大同煤业	-32.43	兰花科创	-13.34	兰花科创	21.53
19	西山煤电	-32.77	盘江股份	-14.05	中煤能源	21.52
20	中煤能源	-39.42	恒源煤电	-14.32	ST 贤成	20.22

数据来源：wind，截至到 2010 年 8 月 4 日

8. 投资策略

长周期来看，我们维持对行业 2012 年起逐渐过剩的判断。

短期，在金融危机以及政府 4 万亿投资的影响下，经济在 08 年下半年-11 年中这 2 年的时间内经历了衰退、复苏、繁荣、过热，目前针对过热的调控效应已经完全传导至位居产业最上游的煤炭，标志着浓缩版的小周期一个轮回已经完成。囿于行业视野和能力，加之经济处于转型的新阶段，我们对大经济周期的所处位置尚难下定论。但可以明确的是，在 12 年山西供给激增冲击市场前，煤炭的供给呈现减速增长状态，行业景气与价格走势取决于需求和政策变动。目前在宏观调控猛药已下，效果初显，政府政策定调于“平稳”，因此我们判断煤价大幅回落的空间不大。受传导时滞的影响，未来 2-3 月钢铁等高耗能行业处于“去库存”阶段，产能利用率降低，动力煤仍有回落可能，但幅度有限；焦煤底部已探明但上涨无望，煤炭价格重新达到短期高位平衡状态。

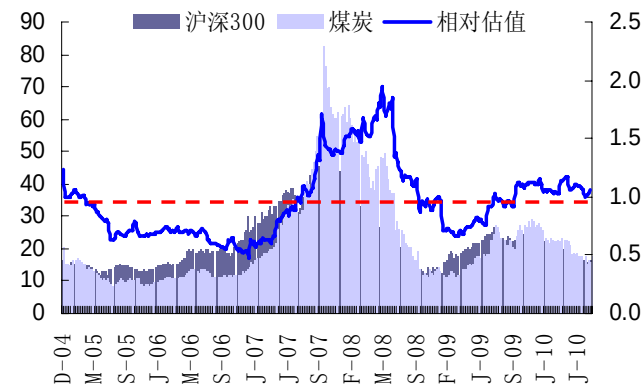
估值方面，目前煤炭股相对市场折价 16%左右，由于煤价上升动力不足，来自行业自身的估值提升动力不大，对应行业高景气的稳定阶段，煤炭板块的相对估值水平处于合理范围内，煤炭股将主要跟随市场估值水平的变化，我们维持行业中性评级。

图 13: 煤炭板块相对市场估值水平



数据来源: 天相系统

图 28: 煤炭板块相对沪深 300 的估值水平



数据来源: 天相系统

基于下半年及明年煤价平稳的判断和冶金煤价格见底的判断，我们仍相对看好冶金煤公司。

表 5: 重点公司盈利预测与评级

公司 名称	最新 评级	2009	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
中国神华	谨慎增持	1.65	1.86	2	14.33	12.72	11.83
中煤能源	中性	0.5	0.85	0.97	19.78	11.64	10.20
大同煤业	谨慎增持	0.89	0.93	1.015	18.87	18.05	16.54
国投新集	中性	0.45	0.84	1.13	26.78	14.35	10.66
动力煤企业					19.94	14.19	12.31
西山煤电	增持	0.71	1.25	1.72	30.76	17.47	12.70
盘江股份	增持	1.09	1.47	1.53	19.02	14.10	13.55
平煤股份	增持	0.71	1.37	1.35	24.54	12.72	12.90
开滦股份	增持	0.67	0.93	1.06	23.69	17.06	14.97
炼焦煤企业					24.50	15.34	13.53
潞安环能	增持	1.83	2.58	2.82	20.50	14.54	13.30
国阳新能	增持	0.77	1.03	1.1	20.77	15.52	14.54
兰花科创	中性	2.05	2.2	2.59	14.76	13.75	11.68
兖州煤业	中性	0.78	1.1	1.18	23.26	16.49	15.37
喷吹煤、无烟煤及其他企业					19.82	15.08	13.72

数据来源: 国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		