



煤炭

2010.09.08

“节能减排” 减出煤炭 “人造底部”

--煤炭行业 9 月报

	杨立宏		尹西龙
	010-59312711		021-38674749
	yanglihong@gtjas.com		yinxilong008743@gtjas.com
	S0880209090630		

本报告导读：

1-7 月煤炭产量净增 2.9 亿吨，库存仍处于较高水平；“减排” 加快行业景气赶底速度。

摘要：

- **1-7 月煤炭产量净增 2.9 亿吨。**7 月份当月煤炭产量 2.95 亿吨，环比上月增长 4.2%，较上年同期增长 12.2%。1-7 月份累计煤炭产量 18.72 亿吨，同比增长 18.1%，净增量为 2.87 亿吨。
- **火电发电量出现回升，生铁产量继续下降。**7 月份电力行业耗煤 1.38 亿吨，同比增长 7.8%，环比增长 7.4%；8 月直供电厂耗煤环比 7 月继续回升，但库存充足，8 月 29 日重点电厂煤炭库存天数为 17 天，高于历史同期 2-3 天；7 月钢铁耗煤 4662.6 万吨，同比下滑 1.9%，环比 6 月下降 4.4%。
- **库存刷新历史新高记录，钢铁存煤年内首次大幅下降。**7 月底煤炭库存 2.15 亿吨，较年初增加 5701 万吨，较上月增加 1044 万吨，较去年同期增加 4642 万吨。从环节库存变化来看，消费商库存增幅已放缓，库存和价格压力正在沿供应链向中转和生产环节传导；钢铁行业焦煤库存环比下降 8.33%，是年初以来首次较大幅度下降，但总量仍处历史高位。
- **动力煤进口量继续反弹，焦煤进口连续第 3 个月下滑。**由于国际动力煤价格吸引力重现，7 月份动力煤进口量继 6 月份反弹后环比继续增长 18.7%，当月进口 433.9 万吨，预计 8、9 月份动力煤进口仍会延续增长；7 月焦煤进口 315 万吨，环比下降 13.65%。
- **动力煤价格面临三重压力，焦煤价格去旧忧添新愁。**动力煤面临淡季、节能减排需求减少和水电出力比提高三重压力。焦煤方面，下游价格已无忧，但产量减量添新愁，特别是一些大型钢铁企业也加入“被减产”行列，使煤炭上市公司的合同价也存在一定压力。不过总体上大钢厂减产幅度小于小钢厂，且一旦减排压力缓解前者复产幅度和时间优先于小钢厂，总体上我们认为焦煤合同价的压力小于现货。
- **维持中性评级。**在“节能减排”的强力关停下，煤炭行业 09 年 4 季度触底、10 年 1 季度回升的趋势已经清晰。在此预期下，煤炭板块相对大盘可能出现两种走势：一是股价跟随景气向下调整，目前煤炭股相对市场折价 19%左右，向下空间不大，如出现调整即是买入时机；二是市场对 4 季度需求“假摔”有充分的认识，股价与景气背离而非随之向下调整，则煤炭股相对估值向上提升动力仍需等待真实经济见底回升的信号，买入时机将后延至四季度末。
- **本月重大事件。**煤炭上市公司公布中期业绩，褐煤公司售价涨幅居各煤种之首；各省强力减排；国务院常务会议部署煤矿企业兼并重组。

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

煤炭开采与洗选

中性

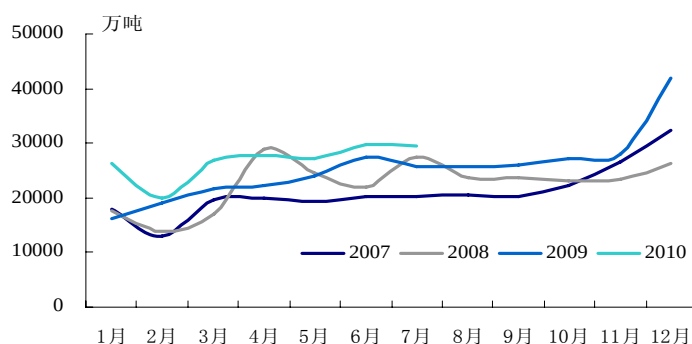
相关报告

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，焦煤 4 月提价焦煤价格压力缓解》	2010.03.29

1. 1-7 月份煤炭产量 18.72 亿吨，增幅 18.1%，累计增速逐月下滑

7 月份当月煤炭产量 2.95 亿吨，环比上月增长 4.2%，较上年同期增长 12.2%。1-7 月份累计煤炭产量 18.72 亿吨，同比增长 18.1%，净增量为 2.87 亿吨。从累计数据同比增幅来看，呈现逐月下滑趋势，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导致前 5 个月增速偏高。

图 1: 全国煤炭月度产量

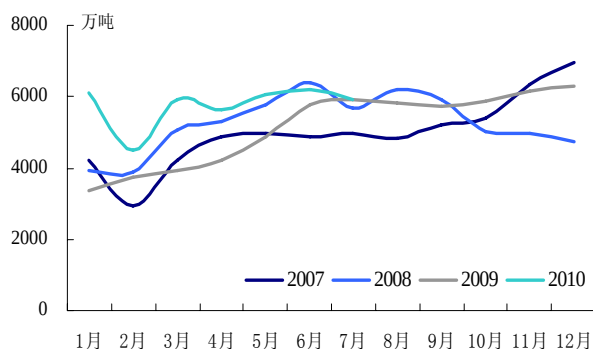


数据来源: 煤炭资源网

1.1. 山西煤炭产量环比出现下滑

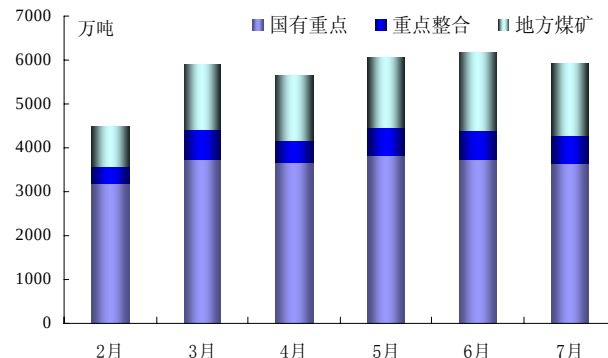
7 月份山西煤炭产量环比出现下滑，月度煤炭产量 5931.98 万吨，环比下降 4.2%，主要体现在国有重点整合煤矿和地方煤矿本月的产量下降。7 月份国有重点煤矿产量 3651.04 万吨，环比下降 3.1%，地方煤矿产量 1640.23 万吨，环比下降 8%；国有煤矿的整合矿井产量 640.71 万吨，与上月基本持平。由于去年前 5 个月的低基数，1-7 月份山西累计生产煤炭 4.04 亿吨，同比增长 26.8%。

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

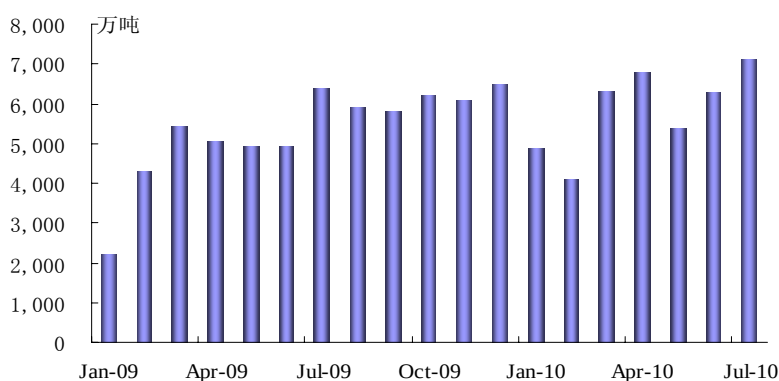
1.2. 内蒙古 7 月原煤产量创新高

7 月份当月内蒙古煤炭产量 7130 万吨，环比增长 13.6%，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，本月山西、陕西产量同时出现环比下降之时，内蒙古再次填补市场空缺，产量创本年度最高水平。由于内蒙古铁路运输瓶颈 14 年前难以充分缓解，公路运输成为出区的次优选择，也是造成京藏高速蒙冀段严重拥堵的原因。

1-7 月份累计内蒙古煤炭产量为 4.09 亿吨，同比增长 23.2%，总量略高于山西，维持第一产煤大省地位。

图 4：内蒙古煤炭月度产量



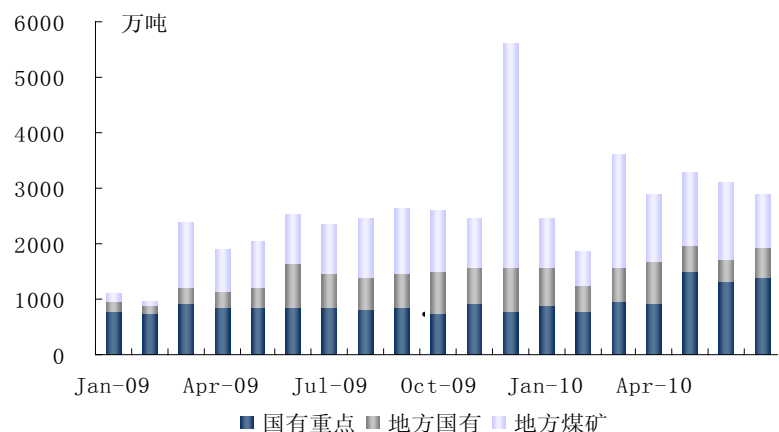
数据来源：煤炭资源网

1.3. 陕西产量高开低走，恢复缓慢

7 月份当月陕西煤炭产量 2878.5 万吨，环比上月减少 7.1%，较 3 月份高点 3615.2 万吨回落 20.4%。陕西自 4 月份矿难安全检查后，乡镇企业的产量恢复缓慢。从 7 月份的产量结构来看，国有重点产量 1387.9 万吨，环比增长 5.9%，地方国有煤矿 526.2 万吨，环比上月增长 28.1%，乡镇煤矿当月产量 964.3 万吨，环比大幅下降 30%，较 3 月高点 2048.7 万吨回落 52.9%。

1-7 月份陕西累计产煤 2.01 亿吨，同比增长 51.6%，我们原预计陕西全年煤炭产量 3 亿吨，增量 4000 万吨，1-7 月份陕西已经增产 6841 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



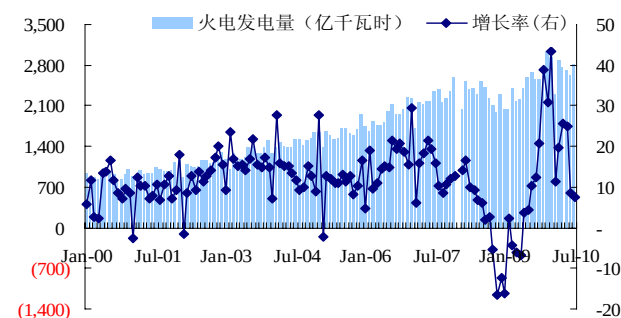
数据来源：煤炭资源网

2. 火电发电量出现回升，生铁产量继续下降

2.1. 火电耗煤环比回升，库存仍处于较高水平

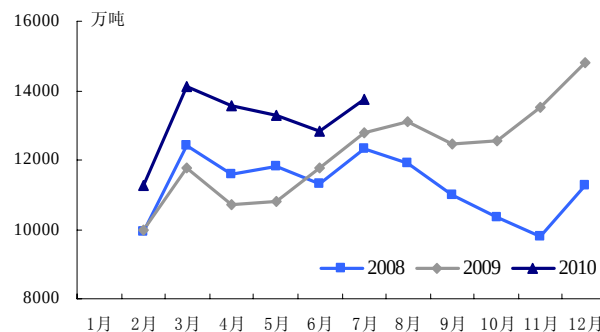
7 月火电发电量 2809.1 亿千瓦时，同比增长 7.8%，环比增长 7.4%；7 月份电力行业耗煤 1.38 亿吨，同比增长 7.8%，环比增长 7.4%，在火电发电量与煤耗连续第三个月环比下降后，7 月首次环比回升，主要受 7 月份国内高温的影响。从 8 月直供电厂耗煤情况来看，直供电厂日均耗煤环比明显上升，但库存充足，8 月 29 日重点电厂煤炭库存天数为 17 天，高于历史同期 2-3 天。

图 6: 火电月度发电量及增长率



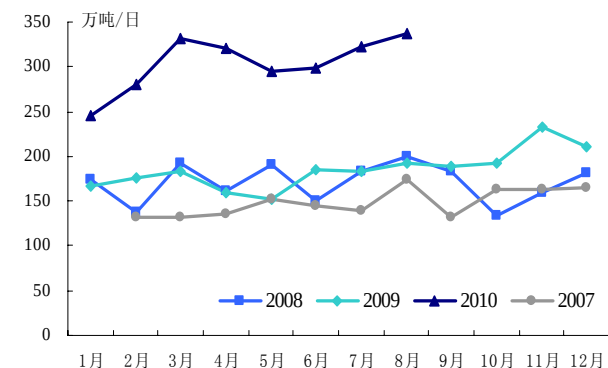
数据来源：煤炭资源网

图 7: 电力行业耗煤



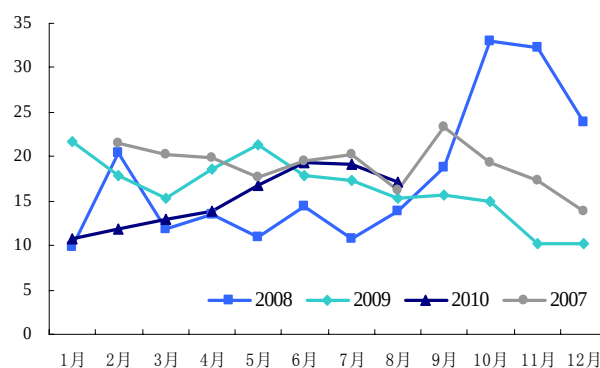
数据来源：煤炭资源网

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



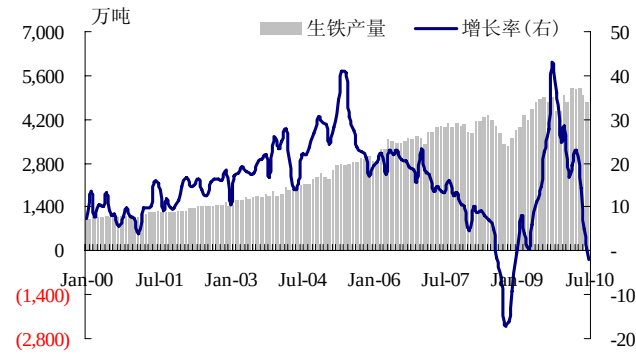
数据来源：煤炭资源网

2.2. 7 月份生铁产量环比继续下降

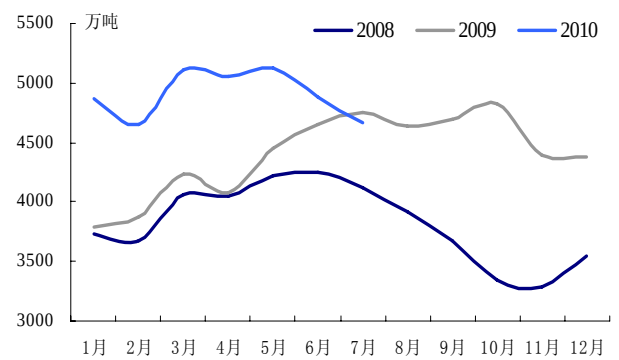
7 月当月生铁产量 4757.8 万吨，同比下滑 1.9%，同比增速连续三个月出现下滑，环比 6 月下降 4.4%；1-7 月份生铁累计产量 3.51 亿吨，同比增长 15.1%。7 月钢铁耗煤 4662.6 万吨，同比下滑 1.9%，环比 6 月下降 4.4%。1-7 月份累计耗煤 3.43 亿吨，同比增长 15.1%。

图 10: 生铁月度产量及增长率

图 11: 钢铁行业月度耗煤变化



数据来源：煤炭资源网

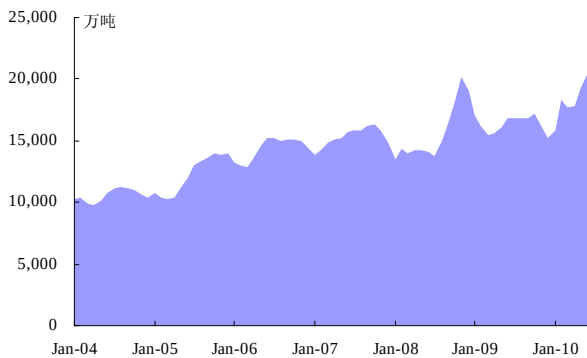


数据来源：煤炭资源网

3. 煤炭社会刷新历史新高，钢铁行业存煤下降

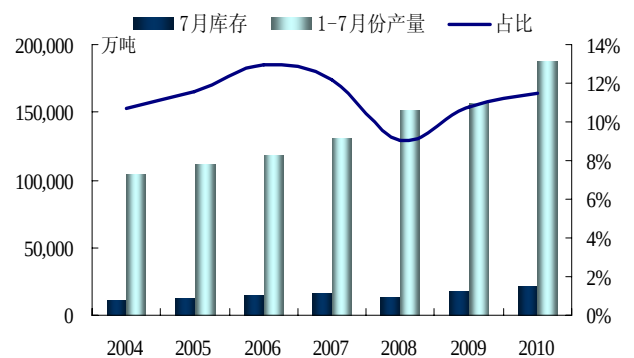
7月底煤炭库存 2.15 亿吨，环比增长 5.6%，较年初增加 5700 万吨，增幅为 36%，较上月增加 1044 万吨，较去年同期增加 4642 万吨。7月底的库存总量继续刷新历史新高数据。

图 12: 全国社会库存



数据来源：煤炭资源网

图 13: 库存占产量的比重

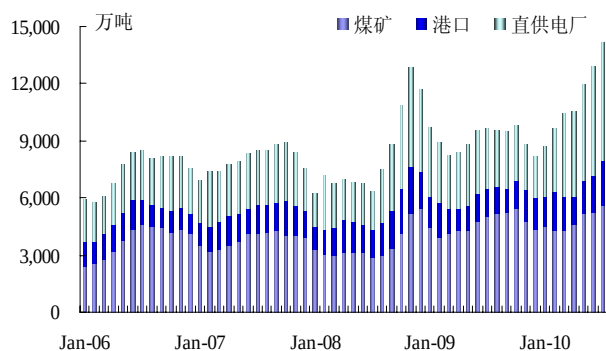


数据来源：煤炭资源网

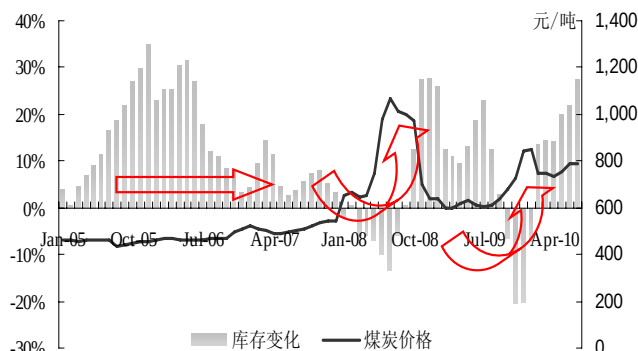
从库存结构来看，7月消费、中转、生产三个环节库存环比上月分别增加 2.88%、10.49%、5.74%。从绝对量上看三个环节库存也均创历史新高，从增速来看，消费端库存增速环比回落 6 个百分点，中转和生产环节库存增速则分别提高 8 个点和 4 个点，表明库存压力正在沿着供应链向上游转移，港口和坑口的价格压力仍未解除。生产企业库存中，国有重点企业库存已经环比出现回落，乡镇煤企库存是增量的主要来源。

图 14: 煤炭生产、销售、终端环节库存

图 15: 库存与价格



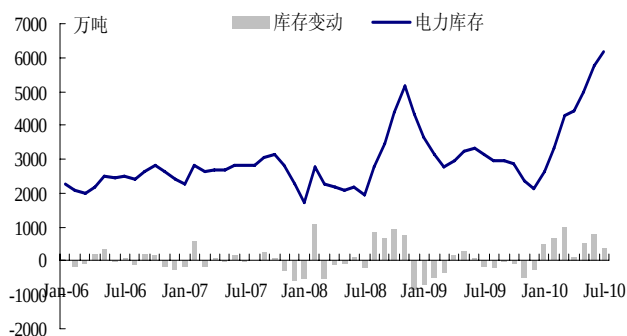
数据来源：煤炭资源网



数据来源：煤炭资源网

7 月底电力企业煤炭库存 6189 万吨，环比上月增长 409 万吨，从去年 12 月至今，电力企业煤炭库存一直呈上升趋势，库存水平已经超过 08 年 11 月创下的历史高点；7 月底钢铁企业煤炭库存 561 万吨，较上月减少 51 万吨，环比下降 8.33%，去库存力度较大，是年初以来首次大幅下滑（4 月份出现过 1.48% 的微幅下降），支持焦煤价格企稳，但总体库存水平仍处于历史较高位，焦煤价格上涨仍需等待库存的进一步消化。

图 16: 电力企业库存及库存变化



数据来源：煤炭资源网

图 17: 钢铁企业库存及库存变化



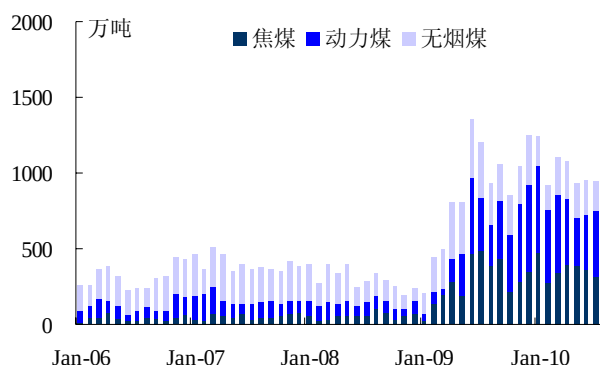
数据来源：煤炭资源网

4. 国际煤价回落，动力煤进口量继续反弹

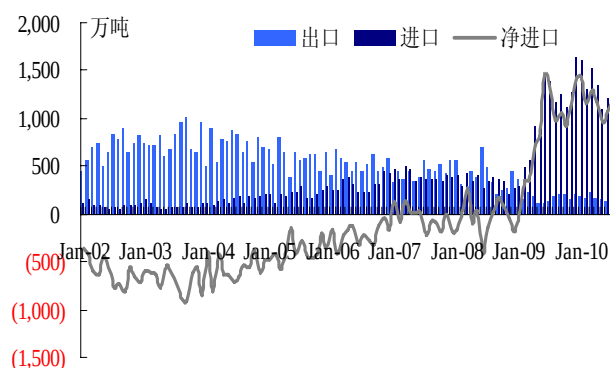
7 月份进口煤炭 1308.5 万吨，环比增长 8.1%，同比下降 5.8%。1-7 月份累计进口煤炭 9411.4 万吨，同比增长 51.5%；7 月份出口煤炭 138.8 万吨，环比上升 9.3%，同比增长 11.7%，1-7 月份累计出口煤炭 1152.8 万吨，同比下降 10.8%。7 月当月煤炭净进口 1169.8 万吨，同比下降 7.5%，1-7 月累计净进口煤炭 8258.6 万吨，同比增长 67.8%。

图 18: 月度进口分煤种结构

图 19: 月度进口、出口与净进口



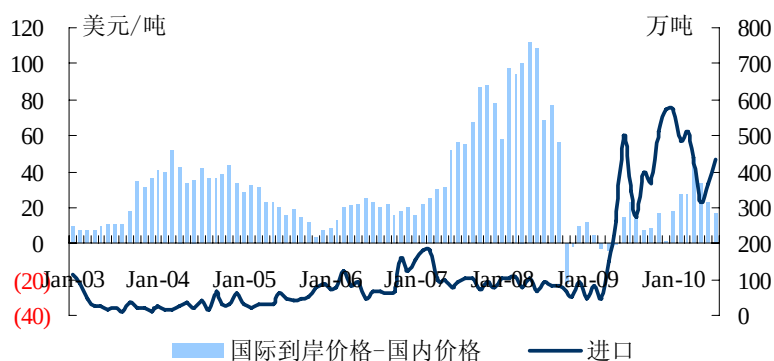
数据来源：煤炭资源网



数据来源：煤炭资源网

如我们上月报所期，7 月份动力煤进口量继 6 月份反弹后继续环比增长，当月进口 433.9 万吨，环比上月增加 18.7%，主要原因仍是国内外价差的回落，澳煤到岸（秦皇岛）价格较国内价格高 16.27 美元左右，较 10 年 4 月的 46.3 美元的短期峰值回落 64.9%，这对于南方省份进口煤价格优势重现。按照价差变化判断，8、9 月份动力煤进口回升的态势有望持续。

图 20：动力煤国内外价差变化与动力煤进口的关系

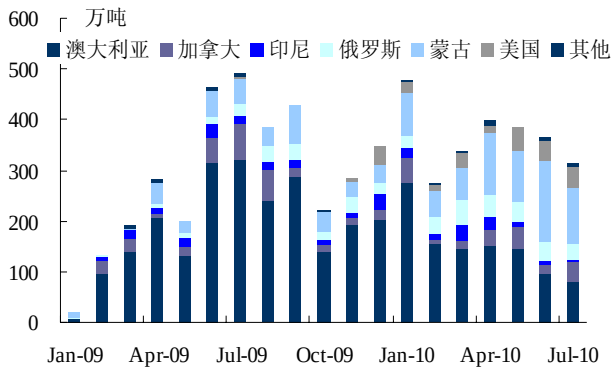


数据来源：煤炭资源网

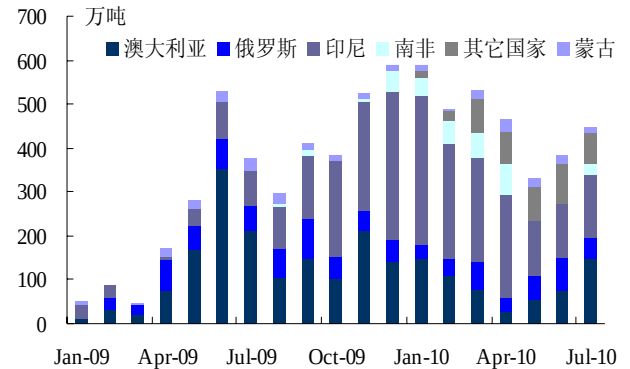
焦煤则由于价格缺乏吸引力和需求不旺，7 月份进口量连续第 3 个月环比回落，7 月当月进口焦煤 315 万吨，环比下降 13.65%；本月来自加拿大的焦煤进口反弹 146.20%至 40.88 万吨，而蒙古和澳大利亚分别环比下降 30.83%和 17.93%。

图 21：焦煤月度进口量及来源国

图 22：动力煤月度进口量及来源国



数据来源：煤炭资源网



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

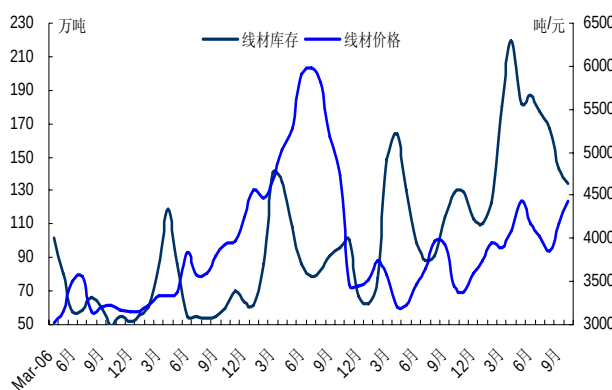
5.1. 动力煤价格压力有增无减

我们认为未来 2-3 个月的动力煤仍然是向淡的，动力煤的压力在于：一是短期的淡季效应，9-10 月份需求进入两大旺季间隔中的短暂淡季；二旺季未必旺的担忧：首先今年夏季水患严重，意味 4 季度水电的来水情况可能好于往年，导致火电出力比例降低；其次高耗能关停对电力需求有较大的、直接的损害。

5.2. 焦煤价格：需求减少与下游涨价中徘徊

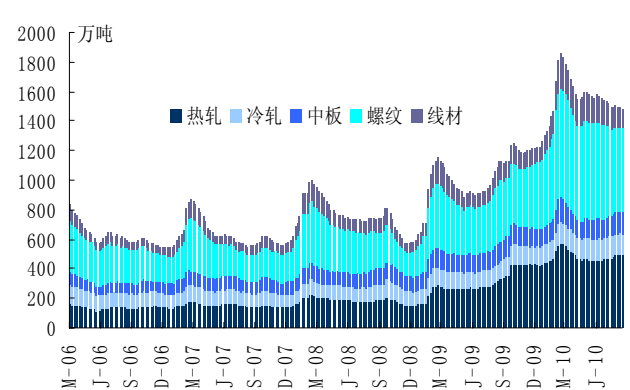
年内钢价向下空间已经封死。9 月份钢铁下游进入传统的施工旺季，加上关停产能的影响，钢价已无下跌之忧。从库存来看，9 月 3 日钢铁库存 1482.93 万吨，从月度库存来看，自 3 月份高点以来已经连续 5 个月回落。

图 23: 线材库存与价格



数据来源：mysteel

图 24: 钢材的库存结构



数据来源：mysteel

尽管下游价格已无忧，但产量减量添新愁，特别是一些大型钢铁企业也加入“被减产”行列，使煤炭上市公司的合同价也存在一定价格压力。不过唐山的做法不代表全国，总体上大钢厂的减产力度小于小钢厂，且一旦压力缓解大钢厂复产的概率和时间优先于小钢厂，总体上我们认为焦煤合同价的压力小于现货的价格压力。

6. 行业及公司重大事件

6.1. 中期业绩符合预期，褐煤公司售价涨幅居各煤种之首

我们之前对煤炭公司年内的业绩预期是同比增长 40% 左右，2 季度环比略增。中期业绩增幅低于我们预期，环比增幅符合预期。

我们汇总了 20 家重点煤炭上市公司财务报表，上半年共实现收入 2294 亿元，同比增长 39.08%，实现归属股东净利 393 亿元，同比增长 26.78%，加权平均 EPS 为 0.66 元。业绩增幅低于我们预期的原因一是神华净利润增速为 26.78%，但占行业的比重为 47.36%，拖低了整体增幅；二是基数原因，去年上半年基数较大，特别 2 季度是年内业绩高点。

2 季度实现收入 1240 亿元，环比增长 17.71%，净利润 202 亿元，环比增长 5.33%，加权平均 EPS 0.34 元。

表 1: 煤炭上市公司 2008 年及 2009 年 1 季度财务数据汇总比较

	2008	2009	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010
营业收入	3459	3622	772	877	866	1106	1054	1240
增长率(%)	52.76%	4.70%	-20.92%	13.64%	-1.27%	27.69%	-4.74%	17.71%
减: 营业成本	2094	2270	476	518	536	741	651	786
毛利率(%)	39.46%	37.32%	38.38%	40.94%	38.17%	33.04%	38.20%	36.62%
营业税金及附加	65	75	18	18	18	21	20	22
税金率(%)	1.87%	2.06%	2.32%	2.07%	2.03%	1.91%	1.94%	1.79%
减: 营业费用	123	130	29	32	33	36	37	40
营业费用率(%)	3.55%	3.58%	3.72%	3.62%	3.82%	3.26%	3.47%	3.23%
管理费用	268	283	58	60	63	103	70	72
管理费用率(%)	7.75%	7.82%	7.48%	6.79%	7.32%	9.28%	6.64%	5.79%
财务费用	54	31	1	10	9	11	8	31
财务费用率(%)	1.55%	0.84%	0.07%	1.16%	1.07%	0.95%	0.73%	2.49%
期间费用率(%)	12.85%	12.25%	11.27%	11.58%	12.21%	13.49%	10.83%	11.50%
营业利润	831	842	193	243	212	194	270	289
营业利润率(%)	24.03%	23.25%	25.03%	27.73%	24.43%	17.54%	25.66%	23.31%
营业外收入	9	12	1	2	1	7	1	5
营业外支出	20	12	1	3	2	6	1	3
利润总额	820	842	193	243	211	196	270	291
增长率(%)	36.84%	2.74%	110.82%	25.53%	-13.30%	-7.07%	37.92%	7.85%
利润率(%)	23.70%	23.26%	25.06%	27.68%	24.30%	17.69%	25.61%	23.46%
减: 所得税	182	191	41	58	43	49	59	67
实际税负比率(%)	22.23%	22.71%	21.24%	23.85%	20.52%	25.12%	21.90%	23.17%
少数股东损益	48	57	14	13	14	16	19	22
净利润	590	594	139	172	151	133	192	202
增长率(%)	44.40%	0.67%	106.47%	23.91%	-11.97%	-12.34%	44.59%	5.33%
净利润率(%)	17.06%	16.40%	17.95%	19.57%	17.45%	11.98%	18.19%	16.27%
每股收益(元)	0.99	0.99	0.23	0.29	0.25	0.22	0.32	0.34

数据来源: 天相系统, 国泰君安证券, 分季度增长率为环比数据

从各公司净利润率水平看, 2 季度上海能源、中国神华、兰花科创、平庄能源、盘江股份居前 5 位, 净利润率最低的 5 家依次为郑州煤电、开

滦股份、神火股份、兖州煤业、冀中能源。

表 2: 2Q2008-2Q2010 煤炭上市公司净利润率比较

	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2Q2008	1Q2010
上海能源	18.23%	15.82%	7.18%	9.23%	17.71%	11.56%	13.58%	12.06%	27.74%
中国神华	28.96%	27.60%	13.57%	27.48%	28.45%	28.14%	16.76%	26.60%	26.83%
兰花科创	29.97%	25.34%	22.14%	17.58%	30.11%	22.31%	20.50%	22.86%	25.04%
平庄能源	14.79%	22.68%	22.42%	20.19%	24.34%	11.24%	14.66%	21.27%	23.61%
盘江股份	13.92%	25.71%	0.58%	16.24%	19.08%	25.20%	26.23%	26.52%	23.42%
露天煤业	9.80%	12.47%	10.94%	29.34%	18.40%	11.30%	22.75%	34.73%	20.07%
国投新集	18.69%	20.92%	22.46%	19.70%	17.06%	8.69%	20.79%	16.80%	19.99%
恒源煤电	13.00%	9.77%	12.71%	9.16%	14.78%	7.04%	12.95%	10.89%	17.02%
潞安环能	7.23%	17.30%	8.89%	12.06%	14.82%	12.42%	7.18%	18.30%	16.69%
西山煤电	19.87%	32.93%	8.06%	24.74%	20.19%	19.49%	9.07%	25.23%	14.98%
中煤能源	13.75%	14.15%	10.72%	13.84%	15.51%	13.04%	12.33%	12.73%	12.37%
大同煤业	18.57%	24.22%	12.83%	18.75%	13.78%	14.37%	16.34%	12.77%	11.74%
平煤股份	7.47%	20.43%	6.79%	8.16%	12.77%	5.52%	5.29%	9.76%	11.49%
国阳新能	4.27%	8.64%	1.02%	4.25%	14.26%	9.69%	8.67%	7.67%	10.81%
煤气化	17.31%	23.23%	-11.80%	9.76%	5.67%	13.39%	17.21%	11.33%	8.56%
冀中能源	16.94%	40.10%	5.68%	9.44%	-106.80%	6.95%	6.61%	8.20%	7.47%
兖州煤业	29.70%	37.82%	-6.30%	16.30%	22.58%	19.82%	13.83%	29.87%	6.21%
神火股份	13.75%	11.57%	0.07%	1.69%	7.92%	6.26%	5.40%	10.42%	5.99%
开滦股份	14.77%	12.90%	-11.02%	11.58%	8.53%	7.05%	5.23%	6.36%	5.48%
郑州煤电	5.32%	5.21%	-3.00%	3.80%	0.57%	1.93%	1.65%	1.94%	1.31%

数据来源: Wind

从各公司吨煤净利水平看, 兰花科创、神火股份、上海能源、中国神华、西山煤电居前 5 位, 吨煤净利最低的 5 家企业依次为郑州煤电、露天煤业、大同煤业、平煤股份、平庄能源。

表 3: 2007-2010 年上半年煤炭上市公司煤炭产量及吨煤净利

	2007	2008	2009	1H2010	2007	2008	2009	1H2010
兰花科创	518	549	559	279	136	228	227	256
神火股份	423	481	572	362	199	234	105	204
上海能源	780	780	861	504	80	133	110	183
中国神华	15800	18750	21030	10920	130	138	144	171
西山煤电	1612	1619	1856	1088	80	183	120	157
兖州煤业	3564	3608	3630	2289	90	175	107	115
开滦股份	751	750	771	409	83	108	107	103
国阳新能	1287	1774	2096	1274	62	52	89	98
潞安环能	2041	2577	2997	1554	71	82	70	96
恒源煤电	340	416	1100	585	75	145	47	88
国投新集	1010	1181	1281	783	49	92	65	82
冀中能源	1135	1167	2590	1579	61	227	62	80
中煤能源	8327	9149	10080	6226	69	61	66	72
盘江股份	168	237	1579	917	70	228	63	70
平庄能源	809	921	1005	538	25	56	47	68
平煤股份	2674	2835	3740	2064	56	94	38	61

大同煤业	1747	2026	2579	1576	42	72	58	40
露天煤业	2717	3682	4234	2261	18	17	23	37
郑州煤电	509	462	481	241	51	26	24	26

数据来源：国泰君安证券

另外，值得注意的一个现象是：2010 年中期煤炭上市公司销售均价相对 09 年上涨幅度最大煤种为——褐煤，露天煤业、平庄能源 2010 年销售均价分别较 09 年提升 20.54%和 19.76%，高于冶金煤和优质动力煤的普遍涨幅，验证了我们《蒙东先得天下，褐煤有 10%相对涨价空间 20100818》中看好褐煤价格的相对提升空间的观点。目前我们仍维持褐煤 11 年相对涨价幅度 10%的预期。

表 4：煤炭上市公司煤炭销售均价

	2006	2007	1H2008	2008	1H2009	2009	1H2010	1H2010/2009
恒源煤电	360	400	450	500	566	518	647	25.03%
露天煤业	91	94	97	103	111	112	135	20.54%
平庄能源		180	199	237	210	219	262	19.76%
兖州煤业	377	433	662	664	515	529	632	19.48%
郑州煤电	275	332	352	381	355	355	422	18.75%
西山煤电	399	408	611	740	631	609	716	17.63%
国投新集	319	359	418	458	407	426	493	15.79%
潞安环能	383	382	518	567	537	541	623	15.07%
平煤股份	338	370	508	563	441	422	484	14.64%
盘江股份	527	526	689	837	679	605	675	11.65%
中煤能源	245	363	411	447	423	424	473	11.56%
兰花科创	388	412	498	614	624	620	681	9.87%
国阳新能	335	322	392	438	442	440	475	8.03%
中国神华	308	313	353	379	389	391	422	7.95%
大同煤业	334	334	434	497	426	433	439	1.39%
神火股份	420	443	595	774	651	777	708	-8.89%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

6.2. 节能减排力度空前，“一刀切”方式超预期

在国务院三令五申要求完成十一五节能减排任务的政策背景下，近期各地政府都进行了节能减排冲刺，方式简单粗暴，以限电和直接关停为主。

表 5：部分省份关停政策

省	停产/限产情况
江苏	正在对钢铁行业实施较为严格的限电措施。江苏省规定一个月 28 天只可以生产 18 天，持续到 10 月底；对高耗能企业电价上涨，同时取消峰谷电价政策。包括沙钢、永钢、中天等在内的钢企都正在执行限电政策，产量受到不同程度的影响
浙江	宁波钢铁一座 2500 立方米炼铁高炉已关停
山西	晋钢已经在 8 月 25 日全面停产，为期 100 天；9 月 3 日起临汾、长治、晋城等地部分钢厂实行了产量减半的限产措施
河北	河北省发改委近期发文要求，对 99 家超限额标准用能企业执行惩罚性电价，另外，武安地区钢厂已经开始集体限电 20%。唐山要求当地钢铁、焦炭企业后 4 个月减产近半。

数据来源：国泰君安证券

关停高耗能产能的范围和力度超过我们预期，这对煤炭行业是把“双刃

剑”：一方面减少了下游总需求，另一方面，下游产品价格坚挺，特别是钢价受到旺季和产能减少的双重支撑，减小焦煤下跌压力。但一些地区，如唐山等采取一刀切方式，不论企业规模大小、环保指标达标与否全部接近 50% 减产安排，如此“彻底”的减排已经超过我们之前对“节能减排”的理解。在大钢厂也遭限产的情况下，很多被停企业已经暂停煤炭采购，大型煤炭公司的销量也可能被伤及。

上述产能的大部分并非永久核销，而仅仅是为了完成 10 年减排任务而暂时关停，意味着 11 年初会出现复工反弹，加上保障性住房和十二五项目的开工，需求会出现一次探底回升的态势。

6.3. 国务院部署 煤矿企业兼并重组

国务院总理温家宝 25 日主持召开国务院常务会议，研究部署推进煤矿企业兼并重组等工作。会议强调，要积极探索煤矿企业兼并重组的有效方式，支持符合条件的国有和民营煤矿企业成为兼并重组主体，鼓励各种所有制煤矿企业和电力、冶金、化工等行业企业参与兼并重组。

煤炭行业的重组和集中度的提高涉及大矿重组小矿、大矿之间的联合重组以及纵向产业链之间的重组融合三个层面，而推进重组的手段有两种：一是政策主导，二是市场手段。从政策推动来看，目前山西、河南等省已陆续依靠政策强制重组小煤矿，陕西、蒙西、贵州等仍有一定数量的乡镇煤矿，从山西的经验来看，尽管政策的力量已经发挥到极致，但进展并不顺利，主要障碍为补偿金额重组双方难达成一致，还需要市场条件的配合；煤炭大集团之间的重组，省内企业联合重组相对容易，河北、河南、山东已经或正在合并省属煤炭企业，但跨省区的大集团之间重组涉及到不同地方利益暂时难以推进，政策可以有所作为，但本次会议在这方面并无实质性的支持政策；从产业链重组角度看，电力企业向煤炭的延伸度不断提高，未来几年自给率有望到 30% 或以上，但煤炭企业向下游延伸程度不高，在未来几年煤炭供给集中释放的时候风险凸显；市场化的重组方面，在目前行业的盈利水平下，重组方因成本太高而难于进行，积极性不高。

从根本上来讲，真正有效的重组需要一个行业景气低谷作为契机，我们认为 15 年前后会形成一次重组高潮。总体来看，本次会议内容仍偏空泛，关注后续是否会有切实可行的细则出台。

7. 市场表现

近 1 年和近 3 个月煤炭股分别跑赢指数 0.7 个百分点和 0.91 个百分点。8 月份煤炭股表现较差，在所有行业表现中位居倒数第五，仅强于公用事业、交通运输、房地产和金融。

表 6：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	-5.96%	0.70%	4.02%	0.91%	1.08%	0.36%
上证指数	-6.67%	-	4.93%	-	1.44%	-

数据来源：Wind，截至到 2010 年 9 月 3 日

从近3个月和近1个月的涨幅排名看，热点散乱，群魔乱舞，绩差公司的股价表现较好，可参与度不高。

表 7：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	安源股份	99.9%	安源股份	39.9%	安源股份	46.4%
2	美锦能源	43.3%	靖远煤电	36.6%	四川圣达	13.5%
3	郑州煤电	24.5%	平庄能源	33.7%	平庄能源	11.7%
4	上海能源	15.1%	国际实业	26.1%	ST 贤成	11.3%
5	平庄能源	15.0%	上海能源	21.3%	靖远煤电	10.7%
6	四川圣达	7.6%	四川圣达	19.3%	国际实业	10.7%
7	国阳新能	5.1%	露天煤业	18.4%	美锦能源	9.2%
8	国际实业	4.5%	郑州煤电	18.0%	煤气化	8.2%
9	靖远煤电	0.9%	美锦能源	17.7%	恒源煤电	7.7%
10	大同煤业	-0.3%	ST 贤成	16.3%	露天煤业	6.9%
11	恒源煤电	-1.0%	恒源煤电	12.8%	郑州煤电	6.8%
12	露天煤业	-4.4%	煤气化	7.0%	山煤国际	6.3%
13	山煤国际	-4.4%	潞安环能	6.8%	上海能源	4.5%
14	潞安环能	-5.6%	国投新集	6.5%	平煤股份	2.2%
15	煤气化	-7.0%	中煤能源	3.1%	国阳新能	1.3%
16	西山煤电	-11.3%	冀中能源	2.1%	冀中能源	0.0%
17	冀中能源	-13.3%	神火股份	1.9%	中国神华	-0.1%
18	神火股份	-16.4%	大同煤业	1.2%	国投新集	-0.5%
19	平煤股份	-16.7%	中国神华	0.4%	中煤能源	-1.2%
20	ST 贤成	-16.8%	山煤国际	0.0%	大同煤业	-1.6%
21	兰花科创	-17.4%	盘江股份	-2.5%	神火股份	-1.8%
22	国投新集	-17.8%	安泰集团	-2.7%	开滦股份	-1.8%
23	盘江股份	-18.1%	开滦股份	-4.1%	潞安环能	-2.0%
24	中煤能源	-18.9%	西山煤电	-4.9%	兰花科创	-2.3%
25	安泰集团	-23.4%	兰花科创	-5.0%	盘江股份	-2.9%
26	中国神华	-24.7%	国阳新能	-5.5%	安泰集团	-4.4%
27	开滦股份	-31.8%	平煤股份	-14.7%	西山煤电	-4.7%

数据来源：wind，截至到 2010 年 9 月 3 日

8. 投资策略：关注 4 季度底部的买入机会

长周期来看，根据我们对供给增量及释放时点的跟踪，维持对行业 2012 年起逐渐进入过剩阶段以及底部调整将维持 3 年左右的判断不变。

2012 年之前供给增速平稳略放缓，煤炭景气成为需求变量的单变量方程。前一阶段我们一直致力于 12 年之后供给增长的路线图研究，主要原因是 10 年下半年至 11 年的需求变化趋势不清晰。而在“节能减排”的强力关停下，煤炭行业 09 年 4 季度触底、10 年 1 季度回升的趋势已经清晰。

在 4 季度煤价和景气回落的基本面预期下，煤炭板块相对大盘可能出现两种走势：一是股价跟随景气向下调整，目前煤炭股相对市场折价 19%

左右，向下空间并不大，在这种情况下，我们认为调整即是买入时机；二是市场对4季度需求“假摔”有充分的认识，股价与景气背离而不向下调整，则煤炭股相对估值向上提升动力仍需等待真实经济见底回升的信号，买入时机后延至四季度末。维持中性评级并保持高度关注。

表 8：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	14.53	12.89	11.99
中煤能源	中性	0.5	0.85	0.97	19.80	11.65	10.21
大同煤业	谨慎增持	0.89	0.93	1.015	18.54	17.74	16.26
国投新集	中性	0.45	0.84	1.13	27.60	14.79	10.99
露天煤业	增持	0.63	1.22	1.79	35.75	18.46	12.58
动力煤企业					23.24	15.11	12.40
西山煤电	增持	0.71	1.25	1.72	29.72	16.88	12.27
盘江股份	增持	1.09	1.25	1.38	19.17	16.72	15.14
平煤股份	增持	0.71	1.37	1.43	25.69	13.31	12.76
开滦股份	增持	0.67	0.93	1.06	23.93	17.24	15.12
炼焦煤企业					24.63	16.04	13.82
潞安环能	增持	1.83	2.58	2.82	20.31	14.40	13.18
国阳新能	增持	0.77	1.03	1.1	21.27	15.90	14.89
兰花科创	中性	2.05	2.44	2.71	15.12	12.70	11.44
兖州煤业	中性	0.78	1.1	1.18	23.85	16.91	15.76
喷吹煤、无烟煤及其他企业					20.14	14.98	13.82

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

	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。	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
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。	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

