

三重共振决定煤炭板块投资机会

/// 周期性与季节性共振

煤价旺季不旺的原因源自需求不振，而非供给骤增。

经济软着陆正在逐渐成为现实，周期性因素导致的需求不旺的局面有望改变。

极寒天气同时影响需求与供给，季节性因素至冬季四季度煤价上升概率较大。

/// 内外联动与煤油联动共振

内需决定外需，煤炭进口仍将维持高位，给予国际煤价强力支撑，国际煤价反过来支撑国内煤价走强。

煤炭作为当前世界上仅次于石油的重要能源，在量化宽松重启，石油价格向上突破的情况下，能源替代效应将充分发挥作用，使煤价拥有向上的动力。

/// 受上述因素影响，中国基准煤炭价格秦皇岛煤价结束 4 个月下跌，首次回升，预计将是四季度煤价上涨之始。

/// 资源属性与安全边际共振

9 月以来全球市场主要受美联储量化宽松政策预期的影响，10 月初日本意外降息更加深了投资者对主要经济体可能较长时间维持低利率的判断，这支撑了全球风险资产的上扬。

面临再次量化宽松、充分释放的流动性以及预期高企的通胀率，投资者将把手中可能贬值的货币投入到能增值保值的资源品中去。煤炭股所拥有的资源品属性，在流动性泛滥的时代，使其成为投资避险的重要标的。

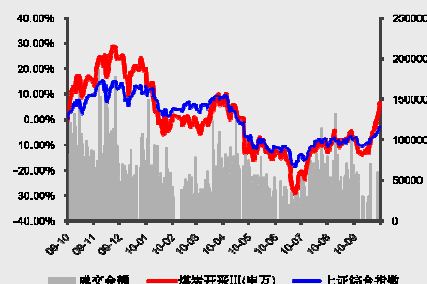
历史上，我国股票市场的煤炭板块表现，从 1997 年开始，就紧密的与通胀率挂钩。当 CPI 高企，煤炭板块表现抢眼，而当 CPI 回落，煤炭板块表现也随之回调。这一现象，正是煤炭资源品属性的反映。因此，可以预计，在量化宽松、通胀将临的预期下，煤炭板块将受到资金更多的关注，从而走出房地产调控的阴影。

煤炭估值低和长期大幅下跌，使煤炭板块具有相对安全边际。这种安全边际，在市场回暖时，或将使煤炭板块受到投资者更多的关注。

/// 综上所述，三个共振决定了煤炭板块将具有的投资机会。煤炭板块，以价格上涨带动的盈利增长为基础，在量化宽松的背景下，以资源属性和安全边际为亮点，我们看好其在四季度的市场表现。

煤炭开采行业 投资评级：推 荐

一年以来煤炭开采相对大盘表现



基础数据（截至2010-10-12）

成份股个数	33
总股本(亿股)	649.61
流通 A 股(亿股)	386.43
总市值(亿元)	13882.72
市盈率(TTM, 整体法, 不调整)	20.16
市净率(整体法, 当年中报, 不调整)	3.45

分析师：王泽军

执业证书号：S1490209080023

目录

一、周期性与季节性共振	4
1、煤价旺季不旺的原因源自需求不振，而非供给骤增	4
2、从当前宏观经济变化来看，经济软着陆正在逐渐成为现实，周期性因素导致的需求不旺的局面有望改变	5
3、季节性因素至冬季四季度煤价上升概率较大	7
二、内外联动与煤油联动共振	7
1、内需决定外需，煤炭进口仍将维持高位，给予国际煤价强力支撑，国际煤价反过来支撑国内煤价走强	7
2、煤炭作为当前世界上仅次于石油的重要能源，在量化宽松重启，石油价格向上突破的情况下，能源替代效应将充分发挥作用，煤价有向上的动力	9
小结、当前煤价拐头向上，或为煤价四季度上涨之始	9
三、资源属性与安全边际共振	10
1、流动性充足、量化宽松预期、通胀预期情况下，煤炭资源品的保值作用凸显，富余资金将流向煤炭等资源品板块	10
2、煤炭估值低，具有相对安全边际	11
结论、	13
综上所述，三个共振决定了煤炭板块将具有的投资机会。煤炭板块，以价格上涨带动的盈利增长为基础，在量化宽松的背景下，以资源属性和安全边际为亮点，我们看好其在四季度的市场表现。	13

图表目录

图表 1: 原煤产量图表.....	4
图表 2: 洗煤发电量与火电发电量月度同比增幅比较.....	5
图表 3: 工业增加值当月同比.....	5
图表 4: 近年来 PMI 数据.....	6
图表 5: 今年 PMI 分项数据.....	6
图表 6: 电厂库存及库存可用天数.....	7
图表 7: 中国煤炭进出口数量.....	8
图表 8: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价.....	8
图表 9: 秦皇岛山西大混煤炭平仓价.....	9
图表 10: 秦皇岛山西大混煤炭平仓价.....	10
图表 11: CPI 与煤炭板块涨跌几乎同步.....	11
图表 12: 煤炭板块估值在市场中的位置.....	11
图表 13: 煤炭板块历史估值水平.....	12
图表 14: 各板块自 2010 年初以来的涨跌幅.....	12

一、周期性与季节性共振

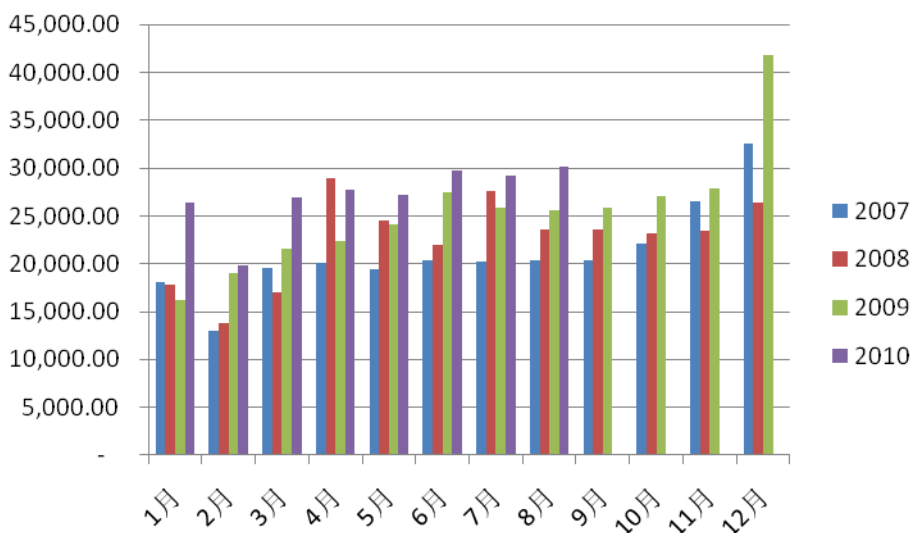
1、煤价旺季不旺的原因源自需求不振，而非供给骤增

供给未明显放大，煤炭价格旺季不旺主要原因是需求受到抑制。

随着山西煤炭资源整合逐渐收尾，市场普遍预期煤炭产量将出现较大幅度增长，去年 12 月份的产量骤增似乎也印证了这一观点。但今年以来的原煤月度产量，除 1 月份增幅较大外，其他月份增长幅度没有超出往年水平。4 月份原煤产量甚至低于 2008 年同期。说明煤炭产量供给的增加未如预期巨幅增长。

排除了煤炭供给大幅增加的因素，煤价旺季不旺的原因只能从需求侧去寻找。

图表 1：原煤产量图表

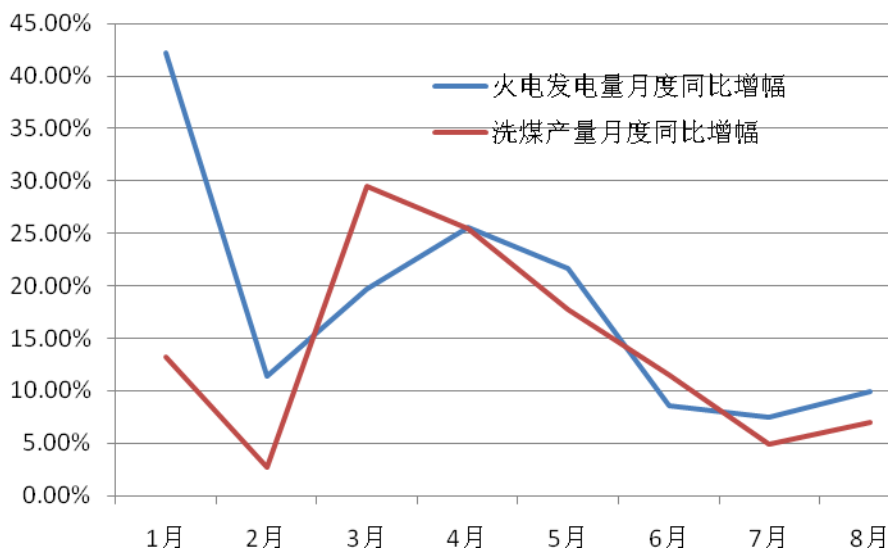


数据来源：wind、华融证券

煤炭产量增速未超过火电发电量，需求不振导致煤价旺季不旺

在今年前 8 个月中，洗煤产量月度同比增幅超过火电发电量月度同比增幅的月份仅有 2 个月。大多数月份洗煤产量增速都低于火电发电量增速。因此煤炭市场没有出现供大于求的状况，煤价连续 4 个月的下跌正是这种市况的反映。

图表 2：洗煤发电量与火电发电量月度同比增幅比较

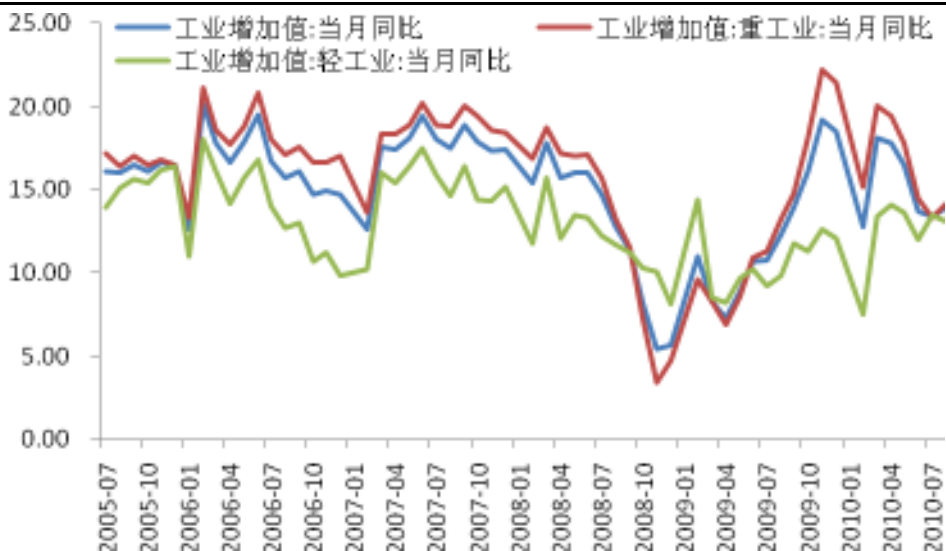


数据来源：wind、华融证券

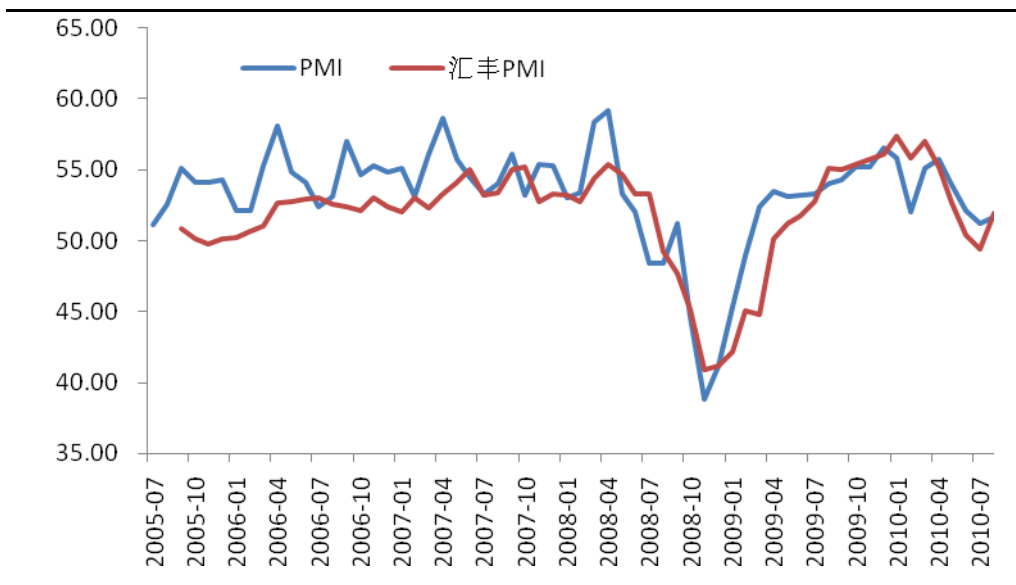
2、从当前宏观经济变化来看，经济软着陆正在逐渐成为现实，周期性因素导致的需求不旺的局面有望改变

从6-7月份开始，中国工业经济已过谷底，见底回升。而9月份以来，工业增加值和 PMI 指数的改善，更进一步反映了经济继续下行的风险在降低，经济增速再次下滑的可能在减小，预计四季度经济增长将环比见底回升。

图表 3：工业增加值当月同比



数据来源：wind、华融证券

图表 4：近年来 PMI 数据


数据来源：wind、华融证券

去库存小周期趋于结束，补库存将带动经济实现软着陆

从 9 月份的 PMI 指标来看，产成品库存指数持续 3 个月回落。7、8、9 月产成品库存指数分别为 49.9%、46.9%和 45%。总体库存变动反映了较强劲的需求增长，产成品库存指数下降，则预示着去库存小周期接近尾声，而未来去库存化和投资增长下降的风险逐渐减小。

去库存结束的同时，企业补库存的动能增加，PMI 新订单指数大幅回升，从 7 月份 50.9 回升到 9 月份的 56.3，说明经济活动正趋于活跃。未来企业补库存将有可能带动经济实现软着陆。

图表 5：今年 PMI 分项数据

	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10
PMI	55.80	52.00	55.10	55.70	53.90	52.10	51.20	51.70	53.80
PMI: 生产	60.50	54.30	58.40	59.10	58.20	5.80	52.70	53.10	56.40
PMI: 新订单	59.90	53.70	58.10	59.30	54.80	52.10	50.90	53.10	56.30
PMI: 新出口订单	53.20	50.30	54.50	54.50	53.80	51.70	51.20	52.20	52.80
PMI: 积压订单	49.90	47.10	52.00	53.40	49.70	47.40	46.80	48.20	50.90
PMI: 产成品库存	47.30	47.30	48.30	46.20	49.80	51.30	49.90	46.90	45.00
PMI: 采购量	60.50	51.90	58.10	60.10	56.00	53.50	52.20	51.90	56.20
PMI: 进口	53.40	49.10	53.70	53.10	50.90	50.40	49.30	48.40	52.90
PMI: 购进价格	68.50	61.10	65.10	72.60	58.90	51.30	50.40	60.50	65.30
PMI: 原材料库存	52.20	48.10	50.60	51.50	51.00	49.40	47.80	47.30	49.10
PMI: 从业人员	50.60	49.90	52.90	53.20	52.10	50.60	52.20	51.70	52.40
PMI: 供货商配送时间	51.00	49.70	50.50	51.10	50.90	50.00	49.90	50.70	50.40

数据来源：wind、华融证券

3、季节性因素至冬季四季度煤价上升概率较大

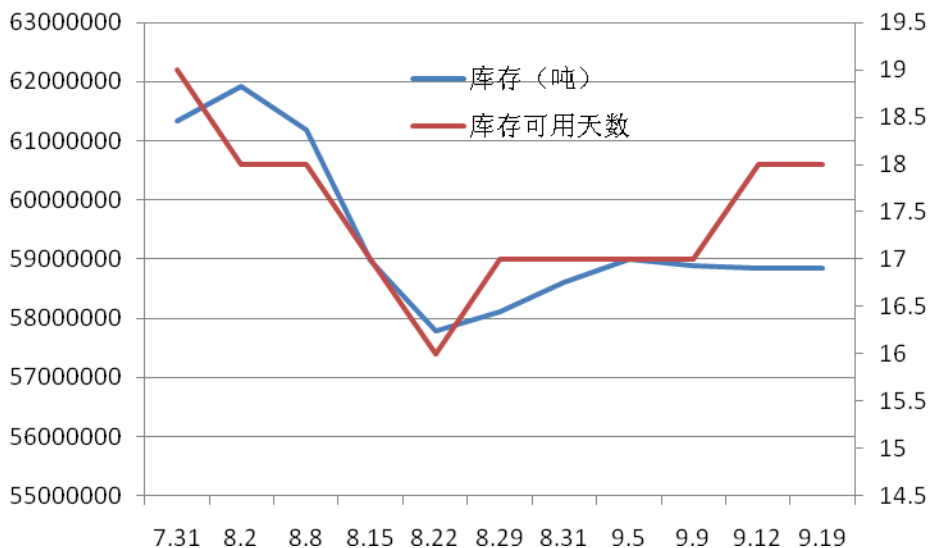
冬季供暖是煤炭需求旺季，可能造成一定的供需紧张。10 月中旬至 11 月中旬，北方地区（东北和华北）陆续进入冬季供暖季节，煤炭供求将进入今年的第二个季节性高峰。

极寒天气同时影响需求与供给。由于千年极寒有可能造访中国，一方面，今冬的供暖形势相比往年要紧张，而对煤炭的需求也有可能较往年增幅较大，另一方面，煤炭实际供给有可能因极端天气影响交通而受到影响。

电厂方面的季节性补库存。经过夏季用煤旺季，电厂的煤炭库存消耗较大，电厂煤炭库存也大幅下降。冬季用煤旺季的临近，电厂已经开始提前增加库存储备。

综上所述，需求的季节性增长将给煤炭供给带来较大压力，或将改变当前煤炭供需基本平衡的状态。

图表 6：电厂库存及库存可用天数



数据来源：wind、华融证券

二、内外联动与煤油联动共振

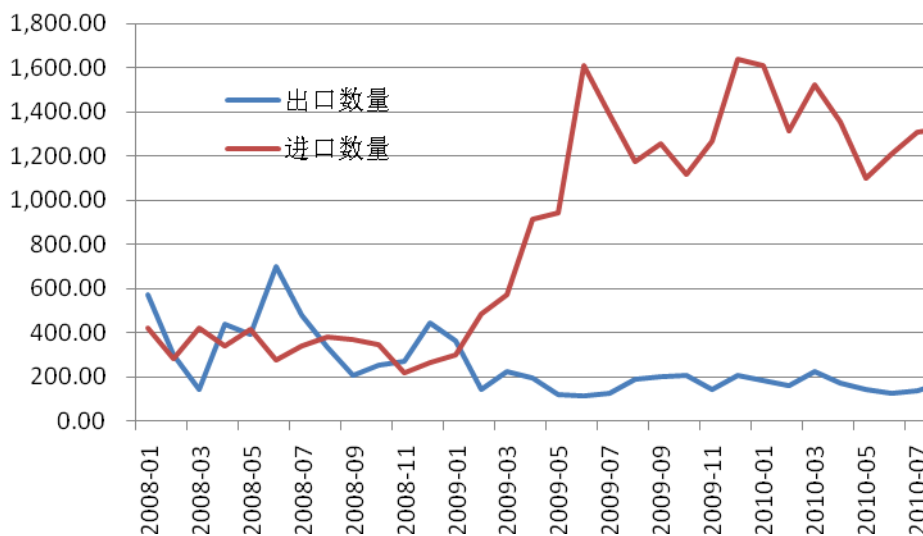
1、内需决定外需，煤炭进口仍将维持高位，给予国际煤价强力支撑，国际煤价反过来支撑国内煤价走强

国家能源局预测我国 2015 年煤炭消费将达到 38 亿吨，而美国最大煤炭出口商皮博迪预测未来 5 年内中国煤炭使用量将会增加三成以上，至 45 亿吨。

我国能源消费近年来对世界的依赖程度在不断加深。随着我国煤炭需求大幅增长，从去年我国成为煤炭净进口国开始，就产生了对国际市场的强力拉动。从 2009 年我国煤炭进口量飙升至 1.2 亿吨，净进口 1 亿吨以上，成为名副其实的煤炭进口国，今年前 8 个月进口已达 1.07 亿吨，净进口也逼近 1 亿吨。国家安监总局预计今年中国将成为全球最大的煤炭进口国，净进口 1.7 亿吨。

由于我国大量进口，对国际煤炭供需形势形成影响，从而影响国际煤炭价格。而国际煤炭价格反过来，又通过进口影响国内的煤炭供需形势，从而将国际煤炭价格向国内传导。

图表 7：中国煤炭进出口数量



数据来源：wind、华融证券

图表 8：澳大利亚 BJ 煤炭现货价



数据来源：wind、华融证券

2、煤炭作为当前世界上仅次于石油的重要能源，在量化宽松重启，石油价格向上突破的情况下，能源替代效应将充分发挥作用，煤价有向上的动力

由于新兴市场国家的大宗商品需求处于极高水平，以及美元对欧元汇率跌至 6 个月来的低点，而发达国家包括美日欧将再次出台量化宽松政策，这一政策预期导致大宗商品基本面进一步收紧，而以石油为代表的大宗商品价格向上突破。

由于各类能源之间有可替代性，随着能源日益稀缺和能源价格走高，各能源之间的替代性越来越强。正是基于这一原因，石油价格的走高将对煤炭价格产生不可低估的影响。在能源替代效应下，煤价有向上突破的动力。

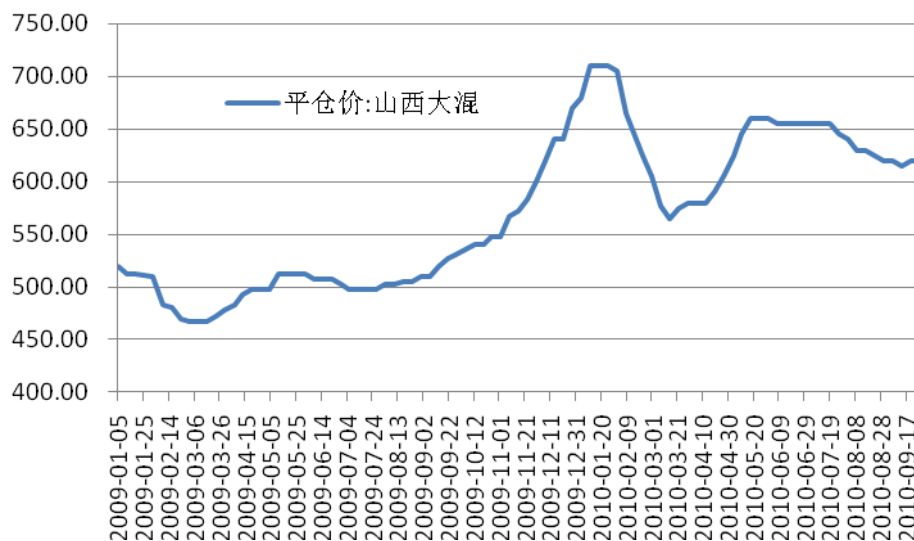
图表 9：秦皇岛山西大混煤炭平仓价



数据来源：wind、华融证券

小结、当前煤价拐头向上，或为煤价四季度上涨之始

受上述因素影响，中国基准煤炭价格秦皇岛煤价结束 4 个月下跌，首次回升，预计将是四季度煤价上涨之始。

图表 10：秦皇岛山西大混煤炭平仓价


数据来源：wind、华融证券

三、资源属性与安全边际共振

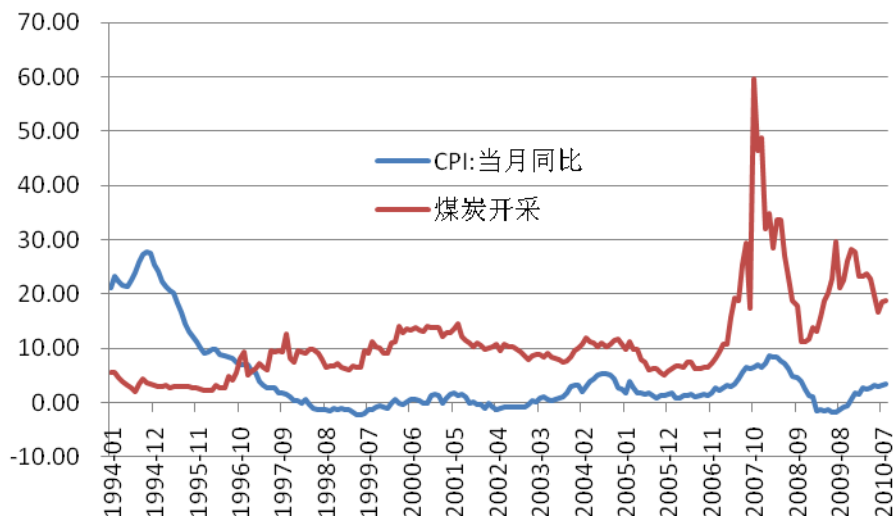
1、流动性充足、量化宽松预期、通胀预期情况下，煤炭资源品的保值作用凸显，富余资金将流向煤炭等资源品板块

面临再次量化宽松、充分释放的流动性以及预期高企的通胀率，资源品受到投资者关注是在情理之中的。投资者将把手中可能贬值的货币投入到能增值保值的资源品中去，作为相应的投资渠道，就是投入到大宗商品期货或者股市中的资源类股票。当市场资金向资源类股票聚集的时候，资源类股票就具有了上涨的动力。煤炭所拥有的资源品属性，将在流动性泛滥的时代，使其成为投资的重要标的。

历史上，我国股票市场的煤炭板块股票表现，从 1997 年开始，就紧密的与通胀率挂钩。当 CPI 高企，煤炭板块表现抢眼，而当 CPI 回落，煤炭板块表现也随之回调。这一现象，正是煤炭资源品属性的反映。

因此，可以预计，在量化宽松、通胀将临的预期下，煤炭板块将受到资金更多的关注，从而走出房地产调控的阴影。

图表 11: CPI 与煤炭板块涨跌几乎同步

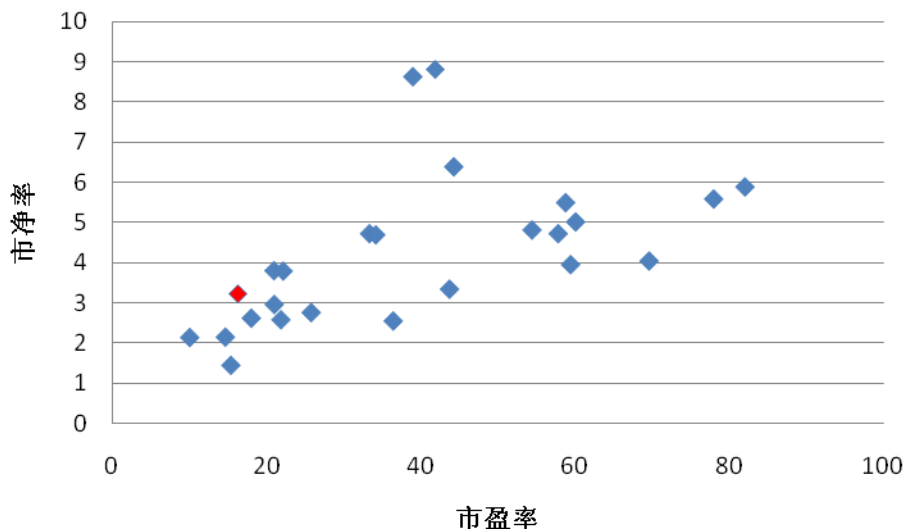


数据来源: wind、华融证券

2、煤炭估值低，具有相对安全边际

可以看到，煤炭板块在市场中的估值，无论是市净率(3.23)还是市盈率(16.28)，都处于相对较低水平。

图表 12: 煤炭板块估值在市场中的位置



数据来源: wind、华融证券

从煤炭板块估值历史来看，煤炭板块整体的市盈率水平也处于 2004 年以来的历史底部区域。

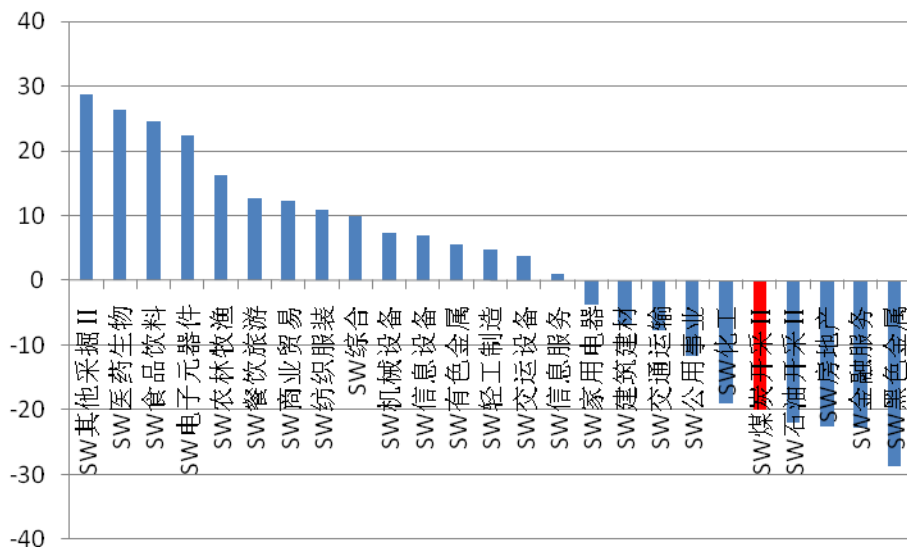
图表 13：煤炭板块历史估值水平



数据来源：wind、华融证券

同时，在今年以来的市场表现中，煤炭板块下跌 20%，是跌幅最深的几个板块之一。

图表 14：各板块自 2010 年初以来的涨跌幅



数据来源：wind、华融证券

低估值与大幅度长时间的下跌，使煤炭板块拥有了相对于其他板块的安全边际。这种安全边际，在市场回暖时，或将使煤炭板块受到投资者更多的关注。

结论、

综上所述，三个共振决定了煤炭板块将具有的投资机会。煤炭板块，以价格上涨带动的盈利增长为基础，在量化宽松的背景下，以资源属性和安全边际为亮点，我们看好其在四季度的市场表现。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn