

[2010.11.23]

2011：产能过剩≠产量过剩

——煤炭行业 2011 年投资策略

行业评级

煤炭行业

买入

任宪功
86-10-6878 4237
SAC 执业证书编号 S1150210070003
renxg@bhqz.com

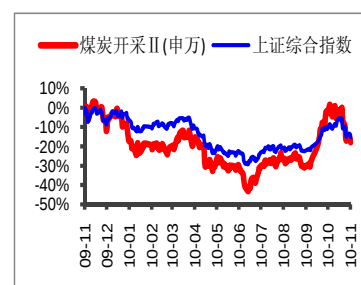
推荐公司

昊华能源 买入
西山煤电 买入
国阳新能 买入
露天煤业 买入
平庄能源 买入
金马集团 买入
芜湖港 买入

投资要点：

- 需求预测：预计 2010、2011 火电行业、钢铁行业、建材行业、化肥行业四大耗煤行业 2010、2011 年煤炭需求合计为 270,375 万吨、294,804 万吨；预计 2010、2011 年我国煤炭总需求分别约为 331,749 万吨、361,722 万吨，同比增长约 9.85%、9.03%；
- 供给能力预测：
 - 1-9 月原煤产量为 244,644.47 万吨，同比增长 17.55%，其中 9 月份产量为 27,601.53 万吨，同比增长 6.66%，环比增长-8.41%；从 9 月份原煤产量同比增速大幅下降、环比负增长可以看出，近期节能减排力度的加大对煤炭需求已有所影响；
 - 预计 2010、2011 年总供给能力分别约为 331,452 万吨和 374,458 万吨；
- 预计 2010 年我国煤炭供需基本平衡；
- 预计 2011 年总体供需较为宽松。需要说明的是，供给能力大于总需求，不等于供给总量一定大于总需求，主要是因为煤炭企业会根据市场情况来确定实际的产量，而不是将建成的产能全部满负荷生产，考虑到我国煤炭企业集中度不断提高，煤炭资源逐渐被大型企业控制，从煤炭企业自身的利益出发，煤炭企业有动力对供给水平和价格进行控制，从国家利益来看，煤炭产量过剩、煤价大幅下跌不利于节能减排、不利于我国能源安全、不符合国家利益，因此国家也将对煤炭总产量进行限制，因此我们预计 2011 年出现煤炭供给总量大于总需求的可能性很小；
- 动力煤价格预期：由于年底临近煤炭合同签订期间，近期的煤炭价格大涨有利于煤炭企业提高议价能力，我们预计 2011 年合同价格将进一步提高，较 2010 年上调幅度在 6%-8% 左右；预计动力煤市场平均价格 2011 年上涨 8%-12% 左右；
- 炼焦煤价格预期：钢铁行业的去库存周期将会随着行业限产和淘汰落后产能力度的加大而缩短，导致此后的补库存周期也会提前到来，进而提高对炼焦煤的需求量，近期炼焦煤价格存在上涨预期；此外，炼焦煤作为稀缺资源，其长期价格预计会保持上涨趋势；我们预计 2011 年焦煤价格上涨 10% 左右；
- 预计 2010、2011 年全年净进口量分别将达到 12000 万吨、13000 万吨左右；
- 截至 11 月 22 日，SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM, 整体法) 为 17.98 倍，历史低位在 10 倍左右；市净率 (MRQ, 整体法) 为 3.24 倍，历史低位在 2 倍左右。煤炭板块估值不高；
- 投资策略：长期看好煤炭行业，11 年供给能力过剩不足为虑，估值较低时是买入良机，维持行业“买入”评级，建议关注高成长以及具有较强资产注入预期的上市公司；
- 推荐股票：昊华能源、西山煤电、国阳新能、露天煤业、平庄能源以及隐形煤炭股金马集团、芜湖港。

煤炭行业 52 周市场表现



相关报告

估值优势明显，长期投资价值逐步显现——煤炭行业 2010 年下半年度投资策略报告

——20100604

四季度是煤炭股买入良机——煤炭行业 10 年四季度策略报告

——20100930

行业年报

证券代码	公司名称	EPS		PE		PB
		2010E	2011E	2010E	2011E	MRQ
601101.SH	昊华能源	2.27	2.84	18.03	14.41	3.64
000983.SZ	西山煤电	1.12	1.60	20.63	14.44	5.76
600348.SH	国阳新能	1.15	1.25	23.39	21.52	7.41
000780.SZ	平庄能源	0.71	0.82	21.38	18.51	4.33
002128.SZ	露天煤业	1.10	1.58	20.66	14.39	9.3

目 录

1. 需求分析	5
1.1 煤炭下游四大耗煤行业需求预测	5
1.2 2010 年煤炭总需求预测	14
2. 供给分析	15
2.1 10 年前 9 个月煤炭产量情况:	15
2.2 煤炭供给预测	16
3. 供需对比: 2011 年供给能力大于总需求 ≠ 供给总量大于总需求	18
4. 价格回顾及预期	19
4.1 价格回顾	19
4.2 价格预期	20
5. 进出口分析	23
5.1 1-9 月煤炭进出口总量	23
5.2 进出口国别结构:	24
5.3 进口煤种结构:	25
5.4 煤炭净进口总量预计	26
6. 煤炭行业历史业绩回顾及预期	26
6.1 煤炭行业上市公司业绩成长性的周期性及预期	26
6.2 煤炭行业上市公司盈利能力的阶段性及预期	28
7. 行业估值	30
7.1 10 年 1-11 月煤炭板块跑输大盘	30
7.2 煤炭板块估值不高	30
8. 投资策略及股票推荐	31
8.1 投资策略	31
8.2 推荐股票	32

图 目 录

图 1: 90 年至 10 年前 10 月全国累计发电量及同比增长率	6
图 2: 10 年 1-10 月全国各月发电量同比、环比	6
图 3: 00 年至 10 年前 10 月全国截至各月的累计发电量同比	6
图 4: 10 年 1-10 月全国截至各月累计发电量同比	6
图 5: 90 年至 10 年前 10 月火电累计发电量及同比增长率	6
图 6: 90 年至 10 年前 10 月水电累计发电量及同比增长率	6
图 7: 06 年至 10 年前 10 月各月火电发电量	7
图 8: 05 年至 10 年前 10 月各月火电发电量同比增长	7
图 9: 06 年至 10 年前 10 月各月水电发电量	7
图 10: 05 年至 10 年前 10 月各月水电发电量同比增长	7
图 11: 05 年至 10 年前 10 月各月水电、火电发电量占比	7
图 12: 05 年至 10 年前 10 月各月水电与火电发电量比值	7

图 13: 90 年至 10 年前 10 计生铁产量及同比增长率	9
图 14: 05 年至 10 年前 10 月生铁产量对比	10
图 15: 06 年至 10 年前 10 月各月生铁产量同比增长率	10
图 16: 上海地区钢铁价格走势 (截至 11 月 12 日)	10
图 17: 中国主要城市钢材库存量 (截至 11 月 12 日)	10
图 18: 90 年至 10 年前 10 月水泥产量及同比增长率	12
图 19: 05 至 10 年前 10 月水泥各月产量情况	12
图 20: 06 年至 10 年前 10 月各月水泥产量同比增长	12
图 21: 01 年至 10 年前 10 月合成氨累计产量及同比增长率	13
图 22: 05 年至 10 年前 10 月各月合成氨产量	14
图 23: 06 年至 10 年前 10 月合成氨各月产量同比增长率	14
图 24: 02-10 年前 9 月原煤累计产量同比	15
图 25: 05-10 年前 9 月各月原煤产量	16
图 26: 06-10 年前 9 月各月原煤产量同比	16
图 27: 01 -10 年 1-9 月煤炭行业、全社会固定资产投资及增长率	16
图 28: 06 年-10 年 1-9 月煤炭行业各月固定资产投资额对比	16
图 29: 山西大同地区动力煤坑口价格走势 (不含税价)	21
图 30: 山西大同地区动力煤车板价格走势 (含税价)	21
图 31: 秦皇岛动力煤价格走势 (平仓均价)	21
图 32: 澳大利亚BJ煤炭价格走势	21
图 33: 广州港内贸煤炭价格 (到岸价)	21
图 34: 广州港外贸煤炭价格 (到岸价)	21
图 35: 山西太原炼焦煤价格走势	22
图 36: 山西临汾炼焦煤价格走势 (车板价)	22
图 37: 西山煤电焦精煤价格 (车板价)	22
图 38: 河北唐山炼焦煤价格走势	22
图 39: 山西阳泉地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)	22
图 40: 山西晋城地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)	22
图 41: 阳泉地区喷吹煤价格走势 (车板价)	23
图 42: 太原、上海地区二级冶金焦炭价格走势 (出厂价)	23
图 43: 天津港焦炭价格走势	23
图 44: 02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭进、出口总量及增长率	24
图 45: 02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭净出口额	24
图 46: 02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭进口量分月对比	24
图 47: 02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭出口量分月对比	24
图 48: 04 年至 10 年 1-9 月各类煤种进口量及同比增长	26
图 49: 04 年至 10 年 1-9 月主要进口煤种结构	26
图 50: 99 年以来煤炭行业上市公司成长能力变化情况	27
图 51: 94 年以来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况	28
图 52: 00 年以来煤炭行业上市公司盈利能力的三个阶段	29
图 53: 1-11 月煤炭指数与上证指数走势对比	30
图 54: 00 年至 10 年煤炭板块市盈率	31
图 55: 00 年至 10 年煤炭板块市净率	31

表 目 录

表 1: 2000 年-2010.1-10 月火电占比	8
表 2: 2010、2011 年火电行业中燃煤机组耗煤预测表	9
表 3: 钢材价格同比	10
表 4: 钢材库存同比	11
表 5: 2010、2011 年钢铁行业耗煤预测表	11
表 6: 2010、2011 年水泥行业耗煤预测表	13
表 7: 2010、2011 年化肥行业耗煤预测表	14
表 8: 10 和 11 年煤炭开采新增产能预测表	17
表 9: 2008 年煤炭平衡表	17
表 10: 10、11 年固定资产投资形成的煤炭供应能力预测表	18
表 11: 10、11 年煤炭总供应能力预测表	18
表 12: 10、11 年煤炭供需预测对比	19
表 13: 1-11 月份各煤种（含焦炭）均价及同比情况(截至 11 月 15 日)	19
表 14: 1-9 月进、出口国别结构	25
表 15: 煤炭行业净利润的周期性	26
表 16: 99 年以来煤炭行业上市公司成长能力变化情况（数据表）	27
表 17: 94 年以来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况（数据表）	28
表 18: 00 年以来煤炭行业上市公司盈利能力的三个阶段	29

1. 需求分析

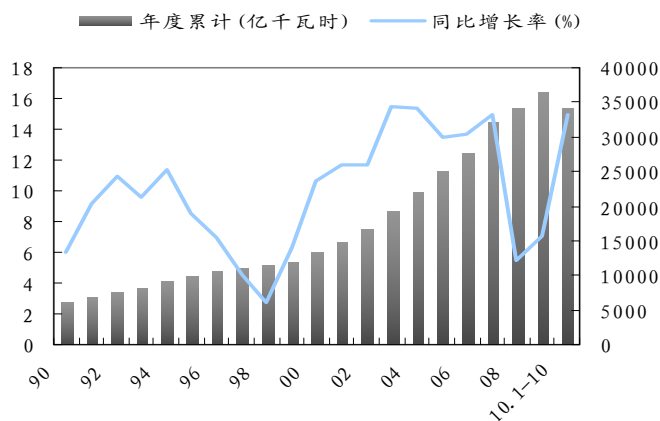
1.1 煤炭下游四大耗煤行业需求预测

1.1.1 火电行业煤炭需求预测

(1) 10 年 1-10 月电力行业运行情况:

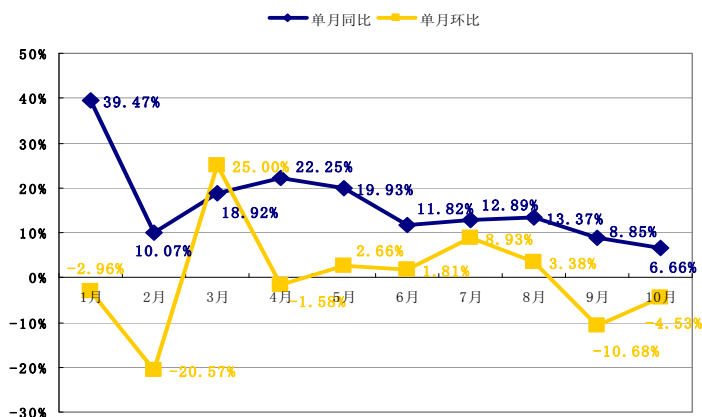
- 1-10 月, 全国发电量为 34215.84 亿千瓦时, 同比增长 14.94%, 其中 10 月份发电量为 3329.05 亿千瓦时, 同比增长 6.67%, 环比下降 4.53%, 连续第二个月环比负增长;
- 从图 2 中可以看出, 10 年 9 月和 10 月发电量同比明显下降, 环比连续两个月负增长; 节能减排、强制性的停产限电已经在 9 月份和 10 月份的影响开始显现, 这种情况预计会持续到年底, 而明年年初用电量报复性反弹可能性很大;
- 从图 4 中可以看出, 一方面受基数上升影响, 一方面受近几个月用电量的下降, 近几个月来各月累计发电量同比增长率逐步下降;
- 1-10 月, 全国火电发电量为 27376.93 亿千瓦时, 同比增长 14.39 %, 其中 10 月份火电发电量为 2562.63 亿千瓦时, 同比增长 0.05%, 环比下降 1.48%;
- 1-10 月, 全国水电发电量为 5629.27 亿千瓦时, 同比增长 16.2 %; 其中 10 月份水电发电量为 630.16 亿千瓦时, 同比大幅增长 44.58%, 环比下降 16.60%; 10 月累计同比和单月同比大幅增长主要是因为今年来水情况较好, 10 月单月环比较大幅度下降主要受季节因素影响;
- 从图 11 和图 12 中可以看出, 火电发电占比处于从历史低位攀升的阶段, 而水电发电占比则处于从历史高位逐步下降的阶段, 预计受季度因素影响, 火电发电量占比将进一步提高; 此外, 今年夏季水电与火电发电量的比值已经明显超过了此前历史高位, 说明今年水电来水情况明显好于历史情况, 降低了火电对电煤的需求总量, 也是导致今年夏季电煤“旺季不旺”的主要原因之一。

图 1: 90 年至 10 年前 10 月全国累计发电量及同比增长率



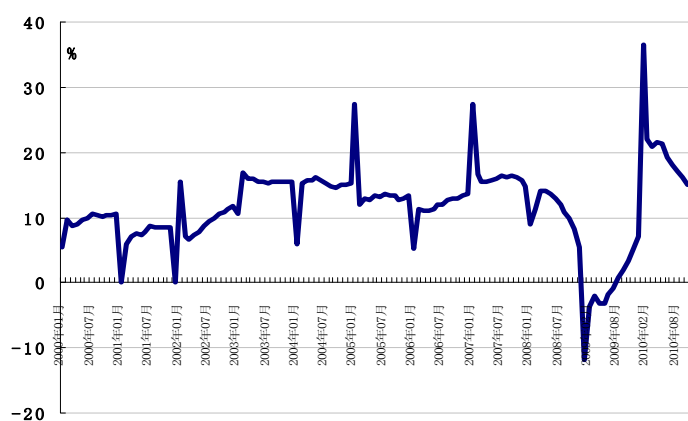
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 2: 10 年 1-10 月全国各月发电量同比、环比



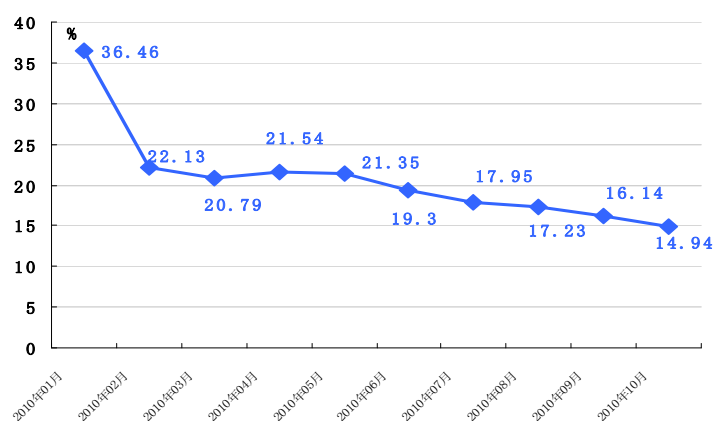
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 3: 00 年至 10 年前 10 月全国截至各月的累计发电量同比



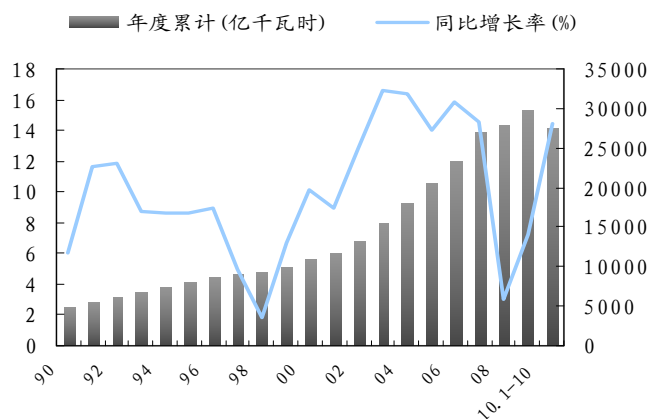
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 4: 10 年 1-10 月全国截至各月累计发电量同比



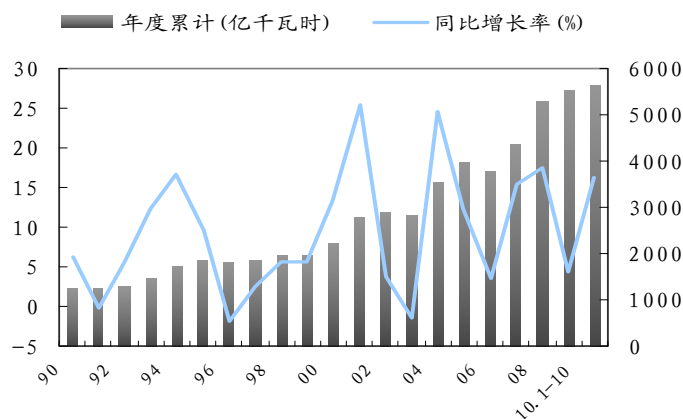
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 5: 90 年至 10 年前 10 月火电累计发电量及同比增长率



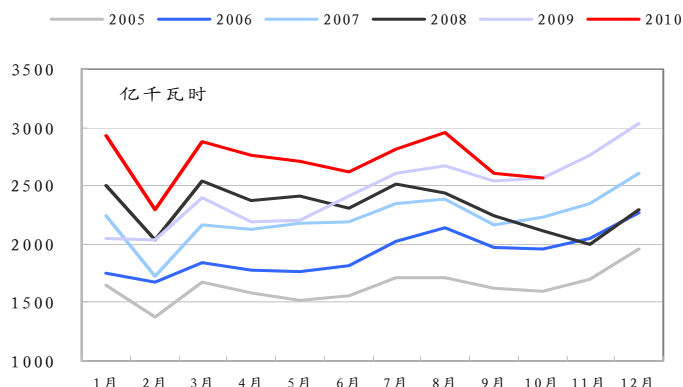
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 6: 90 年至 10 年前 10 月水电累计发电量及同比增长率



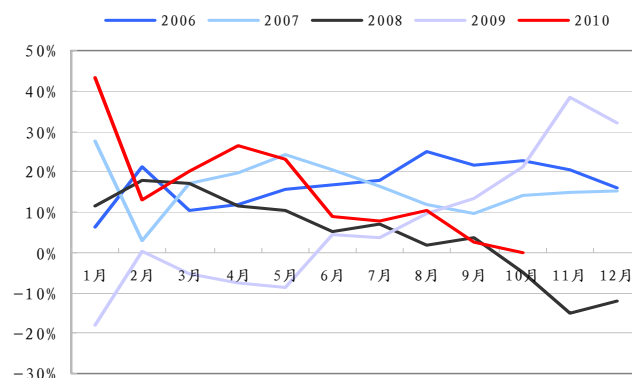
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 7: 06 年至 10 年前 10 月各月火电发电量



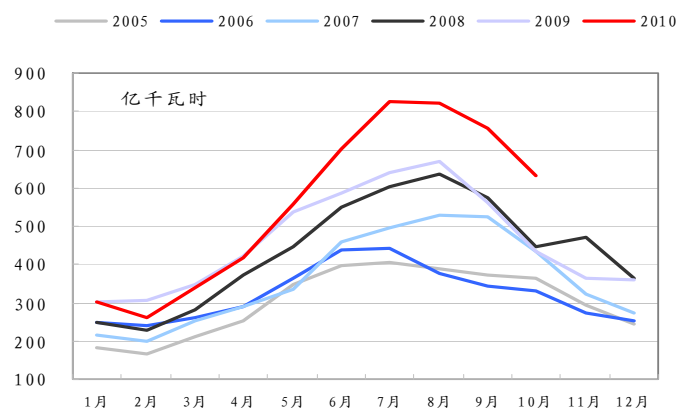
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 8: 05 年至 10 年前 10 月各月火电发电量同比增长



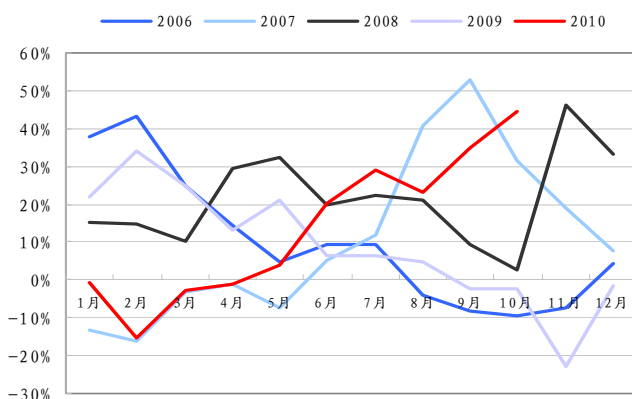
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 9: 06 年至 10 年前 10 月各月水电发电量



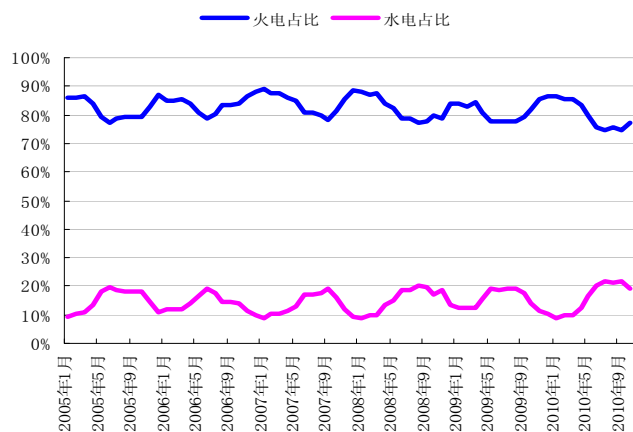
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 10: 05 年至 10 年前 10 月各月水电发电量同比增长



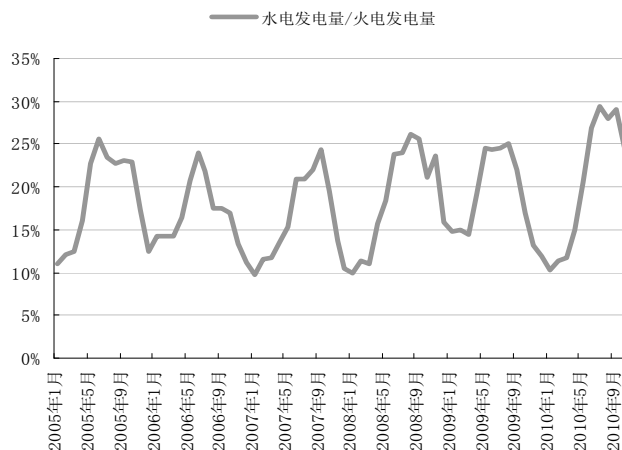
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 11: 05 年至 10 年前 10 月各月水电、火电发电量占比



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 12: 05 年至 10 年前 10 月各月水电与火电发电量比值



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

(2) 2010、2011 年火电行业煤炭需求测算的相关假设和预测:

● 2010、2011 年电力生产弹性系数假设:

- 2010 年前三季度累计 GDP 增速为 10.60%，发电量同比增长 16.14%，10 年前三季度电力我国电力生产弹性系数为 1.52；
- 在三季度策略报告中我们提出，从 9 月份至年底的 4 个月将是我国节能降耗对能源消费影响最大的四个月，从图 2 和图 4 中也可以看出，从 9 月份开始，发电量开始出现环比负增长，发电量年内累计同比增速在年内也呈逐步下滑趋势；因此，我们预计的 10 年电力生产弹性系数约为 1.25 左右；
- 考虑到 11 年经济增速可能略低于今年，以及节能降耗措施的影响，我们假设 11 年电力生产弹性系数约为 1.20 左右。

● 2010、2011 年全国发电量增速预测:

- 根据渤海证券研究所宏观组预测，2010、2011 年全年 GDP 增长率预计分别约为 10.1%和 9.6%左右，根据以上电力生产弹性系数假设，我们预计 10、11 年全国发电量增长分别约为 12.63%和 11.52%；

● 2010、2011 年火电机组发电量、燃煤机组发电量占比假设:

- 近年来火电发电量占总发电量的比重变化情况见表 1，近年来火电发电量占比基本保持在 80%以上；
- 10 年由于夏季来水较好，前 10 月火电占比为 80.01%，处于 10 年来的较低水平，考虑 10 年后两个月由于季节因素火力发电占比将会有所提高，我们假设 10 火电占比约为 80.5%；
- 我国未来将逐步降低化石能源在一次能源中所占的比例，大力发展新能源发电，预计未来我国火电占比将会逐步下降，我们假设 11 年火电占比约为 79.5%；

表 1: 2000 年-2010.1-10 月火电占比

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010.1-10
火电	81.97%	79.47%	80.34%	80.72%	81.50%	81.88%	84.15%	84.19%	81.82%	81.67%	80.01%
水电	16.68%	18.74%	17.41%	14.85%	16.05%	15.88%	13.73%	13.54%	15.50%	15.19%	16.45%
其他	1.34%	1.80%	2.25%	4.44%	2.46%	2.24%	2.12%	2.28%	2.68%	3.14%	3.54%

资料来源: 煤炭资源网、渤海证券研究所

- 火力发电单位耗煤假设: 2008、2009、2010 前三季度，火电行业总耗煤分别为 136,501.11 万吨、146,089.68 万吨、121636.13 万吨，单位耗煤均为 490 克/

千瓦时；考虑节能减排措施因素，我们假设 2010、2011 年火电行业单位耗煤分别为 488 克/千瓦时、486 克/千瓦时。

- 根据以上分析及假设，2010、2011 火电行业中燃煤机组全年耗煤分别约为 161,517 万吨、178,271 万吨，同比分别增长 15.64%、10.37%（计算过程如表 2 所示）。

表 2：2010、2011 年火电行业中燃煤机组耗煤预测表

	2010 年	2011 年
电力生产弹性系数假设	1.25	1.2
GDP 增速预计	10.10%	9.60%
当年全国发电增长率预计	12.63%	11.52%
上年全国发电量（亿千瓦时）	36,506	41,115
当年全国发电量预计（亿千瓦时）	41,115	45,852
火电发电全国发电量比例	80.50%	80.00%
当年全国火电发电量（亿千瓦时）	33,098	36,681
每千瓦时耗用原煤假设（克）	488	486
当年全国火电发电耗用原煤预计（万吨）	161,517	178,271
上年全国火电发电耗用原煤（万吨）	139,670	161,517
同比增长	15.64%	10.37%

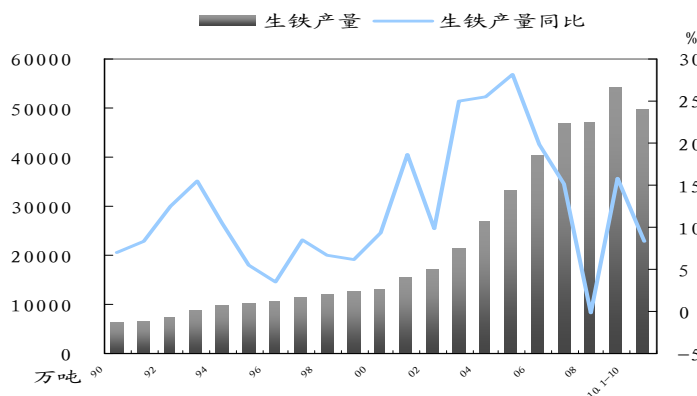
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

1.1.2 钢铁行业煤炭需求预测

(1) 10 年 1-10 月钢铁行业运行情况：

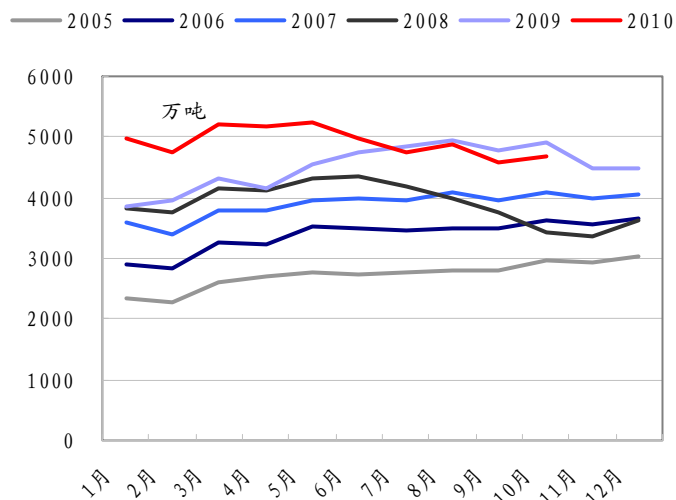
- 1-10 月，全国生铁产量为 49646 万吨，同比增长 8.27%；
- 1-10 月，各类钢材价格同比普遍出现上涨，见图 16 和表 3；
- 1-10 月，各类钢材库存同比仍有较大幅度增加，其中线材类库存增幅高于板材类库存。

图 13：90 年至 10 年前 10 计生铁产量及同比增长率



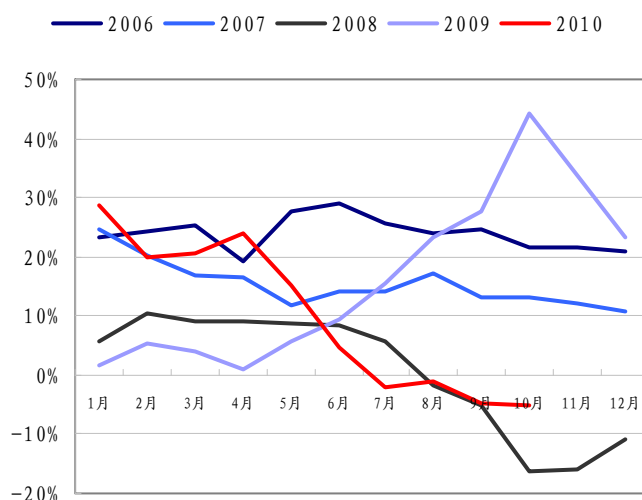
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 14: 05 年至 10 年前 10 月生铁产量对比



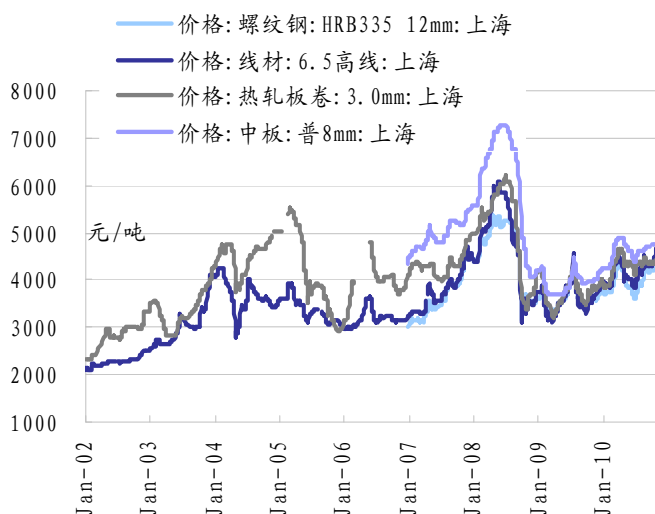
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 15: 06 年至 10 年前 10 月各月生铁产量同比增长率



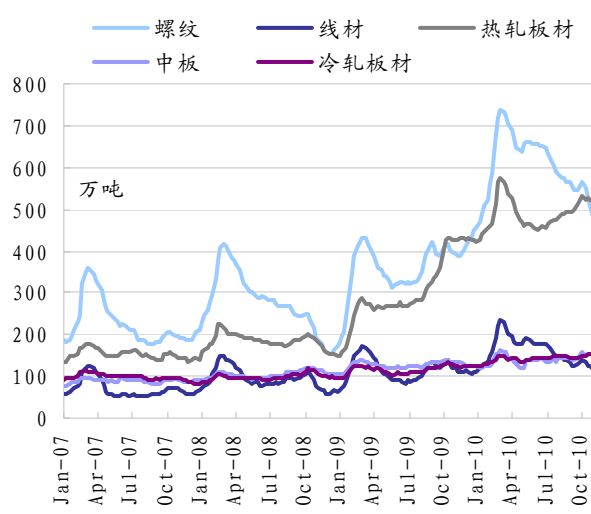
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 16: 上海地区钢铁价格走势（截至 11 月 12 日）



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 17: 中国主要城市钢材库存量（截至 11 月 12 日）



资料来源：wind，渤海证券研究所

表 3: 钢材价格同比

	10 年截至 11 月 12 日均价	09 年截至 11 月 12 日均价	同比
价格: 螺纹钢: HRB335 12mm: 上海	3970.65	3603.55	10.19%
价格: 线材: 6.5 高线: 上海	4131.21	3576.64	15.51%
价格: 热轧板卷: 3.0mm: 上海	4290.52	3733.27	14.93%
价格: 中板: 普 8mm: 上海	4588.29	3937.20	16.54%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 4: 钢材库存同比

	10 年截至 11 月 12 日平均库存	09 年截至 11 月 12 日平均库存	同比
螺纹	605.94	355.37	70.51%
线材	161.73	116.03	39.39%
热轧板材	490.25	290.24	68.91%
中板	140.15	126.46	10.83%
冷轧板材	142.21	114.77	23.91%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

(2) 2010、2011 年钢铁行业煤炭需求测算的相关假设和预测:

- 根据渤海证券研究所预计, 2010、2011 年生铁产量增长率分别约为 8.1%和 7%左右;
- 2008、2009、2010 年 1-10 月, 生铁生产耗煤总量分别为 46,126.06 万吨、53,287.30 万吨、48,653.18 万吨, 单位耗煤均为 0.98 吨/吨, 假设 10 年单位耗煤为 0.98 吨/吨; 考虑节能降耗因素, 假设 11 年单位耗煤约为 0.97 吨/吨;

根据以上假设, 预计 2010、2011 年生铁耗煤分别约为 57,604 万吨、61,007 万吨, 同比增长 8.10%和 5.91%。

表 5: 2010、2011 年钢铁行业耗煤预测表

	2010 年 E	2011 年 E
上年生铁产量 (万吨)	54,375	58,779
当年生铁产量增长率	8.10%	7%
当年生铁产量 (万吨)	58,779	62,894
单位耗煤 (吨/吨)	0.98	0.97
当年生铁耗煤 (万吨)	57,604	61,007
上年生铁耗煤 (万吨)	53,287	57,604
较上年增长率	8.10%	5.91%

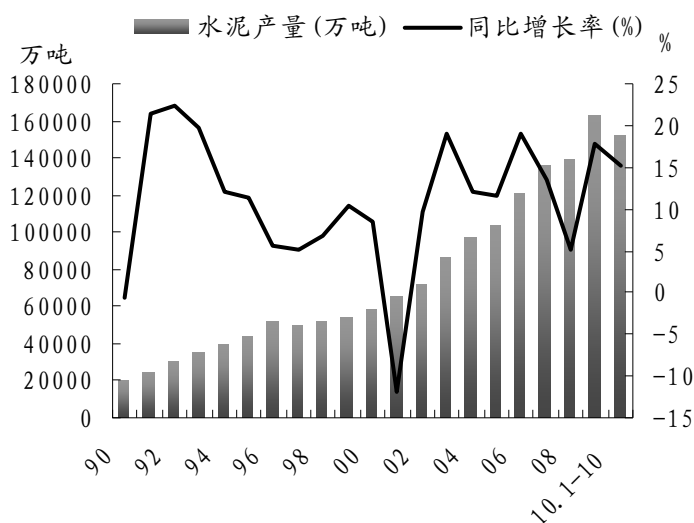
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

1.1.3 建材行业煤炭需求预测

(1) 10 年 1-10 月建材行业运行情况:

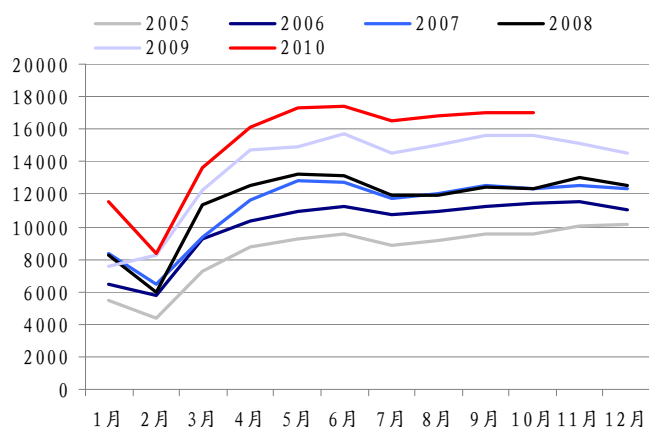
- 1-10 月, 全国水泥产量为 151940.96 万吨, 同比增长 15.23%; 1-10 月各月水泥产量及同比增长情况详见图 19 和图 20。

图 18: 90 年至 10 年前 10 月水泥产量及同比增长率



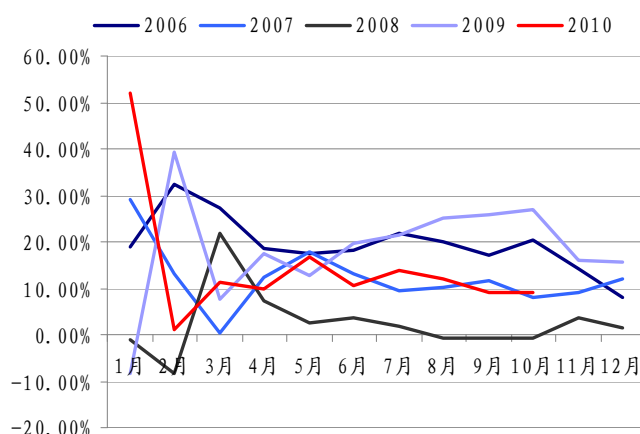
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 19: 05 至 10 年前 10 月水泥各月产量情况



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 20: 06 年至 10 年前 10 月各月水泥产量同比增长



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

（2）2010、2011 年建材行业煤炭需求测算的相关假设和预测：

- 根据渤海证券研究所预计，2010 年水泥产量增长率分别约为 12.5% 和 9.7% 左右；
- 2008、2009、2010 年 1-9 月，水泥生产耗煤总量分别为 46,126.06 万吨、53,287.30 万吨、31022.26 万吨，单位耗煤均为 0.23 吨/吨，假设 10、11 年单位耗煤均为 0.23 吨/吨；

根据以上假设，预计 2010、2011 年水泥耗煤分别约为 42,150 万吨、46,238 万吨，同比增长 12.50%、9.70%。

表 6: 2010、2011 年水泥行业耗煤预测表

	2010 年	2011 年
上年水泥产量 (万吨)	162,898	183,260
当年水泥产量增长率	12.50%	9.70%
当年水泥产量 (万吨)	183,260	201,036
单耗 (吨/吨)	0.23	0.23
当年水泥耗煤 (万吨)	42,150	46,238
上年水泥耗煤 (万吨)	37,467	42,150
同比增长	12.50%	9.70%

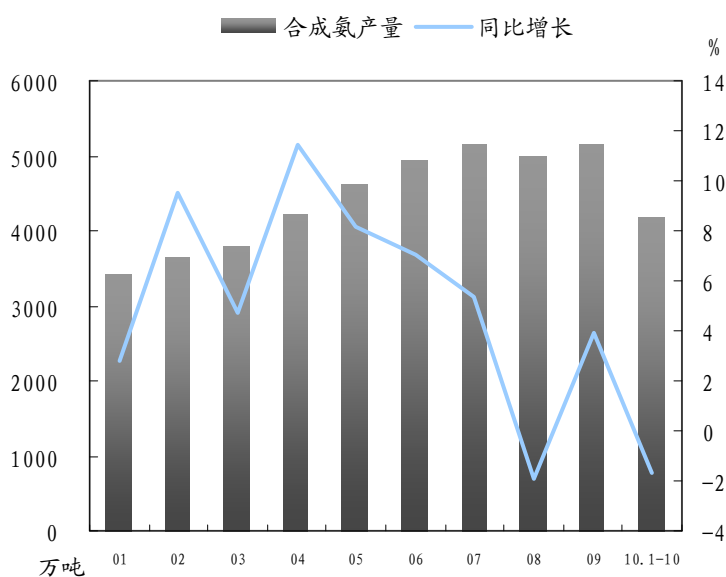
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

1.1.4 化肥行业煤炭需求预测

(1) 10 年 1-10 月化肥行业运行情况:

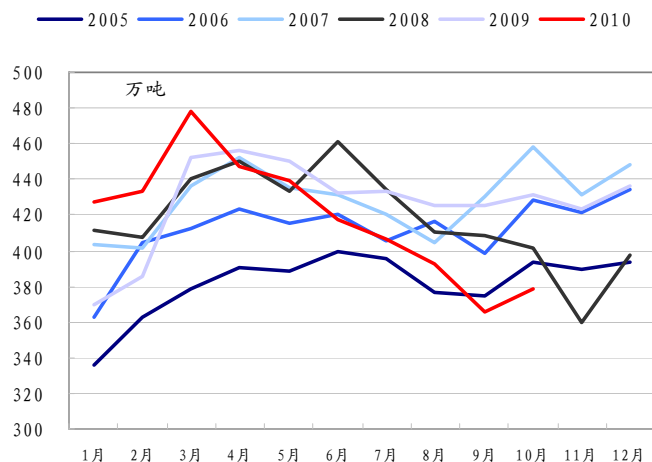
- 1-10 月, 全国合成氨产量为 4179.47 万吨, 同比下降 1.65%; 1-10 月各月合成氨的产量及同比增长情况详见图 22 至图 23。

图 21: 01 年至 10 年前 10 月合成氨累计产量及同比增长率



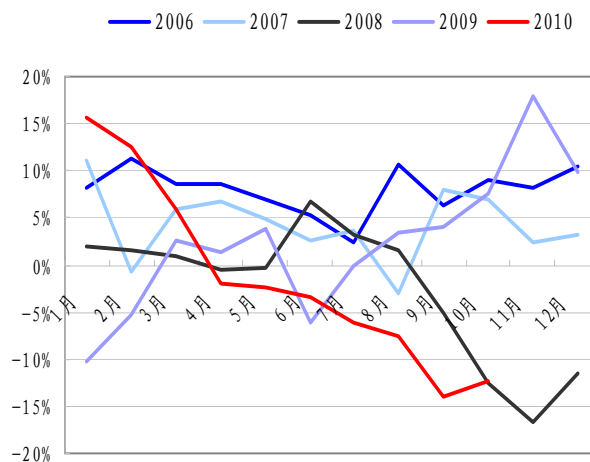
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 22: 05 年至 10 年前 10 月各月合成氨产量



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 23: 06 年至 10 年前 10 月合成氨各月产量同比增长率



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

(2) 2010、2011 年化肥行业煤炭需求测算的相关假设和预测:

- 根据渤海证券研究所预计, 2010 年合成氨产量增长率分别约为-1.5%和 2%左右;
- 2008、2009、2010 年 1-9 月, 合成氨生产耗煤总量分别为 46,126.06 万吨、53,287.30 万吨、3810.98 万吨, 单位耗煤均为 1.80 吨/吨, 假设 10、11 年单位耗煤均为 1.80 吨/吨;

根据以上假设, 预计 2010、2011 年合成氨耗煤分别约为 9,105 万吨、9,287 万吨, 同比增长-1.50%、2.00%。

表 7: 2010、2011 年化肥行业耗煤预测表

	2010 年	2011 年
上年合成氨产量 (万吨)	5,136	5,058
当年合成氨产量增长	-1.50%	2%
当年合成氨产量 (万吨)	5,058	5,160
单耗 (吨/吨)	1.8	1.8
当年合成氨耗煤 (万吨)	9,105	9,287
上年合成氨耗煤 (万吨)	9,244	9,105
同比增长	-1.50%	2.00%

资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

1.2 2010 年煤炭总需求预测

- 以上四大耗煤行业 2010、2011 年煤炭需求合计为 270375 万吨、294804 万吨

- 2008、2009 年四大耗煤行业占全社会煤炭消费总量的比例分别为 81.59%和 81.49%。我们预测 2010、2011 年煤炭总需求时假设这一比例均为 81.50%；
- 根据以上假设，预计 2010、2011 年我国煤炭总需求为 331749 万吨、361722 万吨，同比增长约 9.85%和 9.03%。

2. 供给分析

2.1 10 年前 9 个月煤炭产量情况：

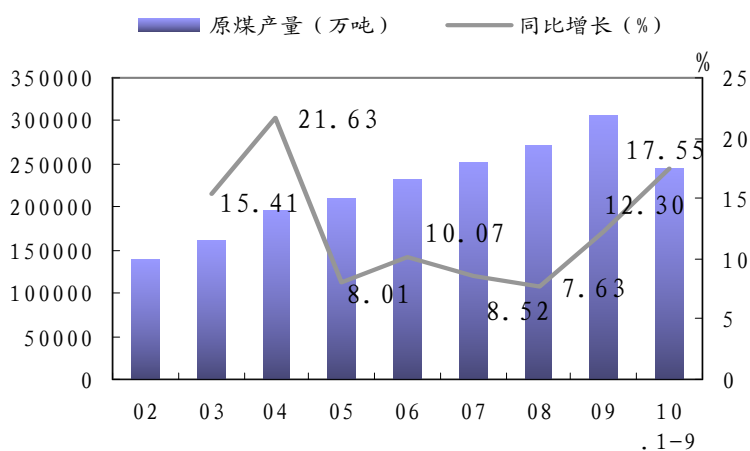
● 1-9 月原煤产量

国家统计局尚未公布 6-9 月份煤炭产量数据，我们根据煤炭安监总局的数据进行分析，可以看出：

- 1-9 月原煤产量为 244644.47 万吨，同比增长 17.55%，其中 9 月份产量为 27601.53 万吨，同比增长 6.66%，环比增长-8.41%；
- 3、4、5、6、7、8 月份同比增速分别为 24.51%、23.66%、12.84%、8.37%、12.88%、17.66%，可以看出同比增速在 9 月份下降幅度较大；
- 从 9 月份原煤产量同比增速大幅下降、环比负增长可以看出，近期节能减排力度的加大对煤炭需求已有所影响。

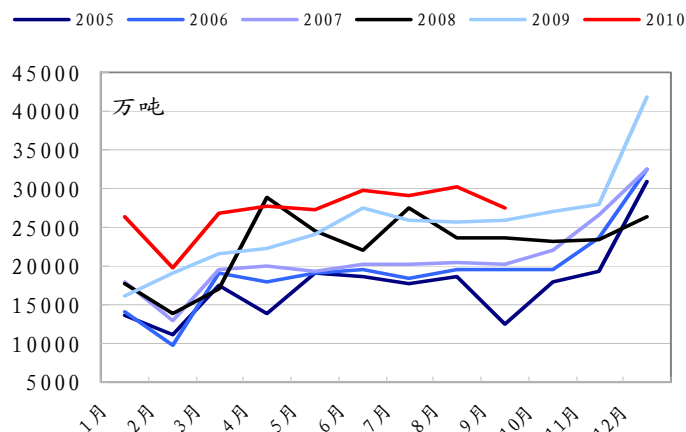
近年来各年累计原煤产量及同比增长、各月原煤产量及同比增长情况见图 24 至图 26。

图 24: 02-10 年前 9 月原煤累计产量同比



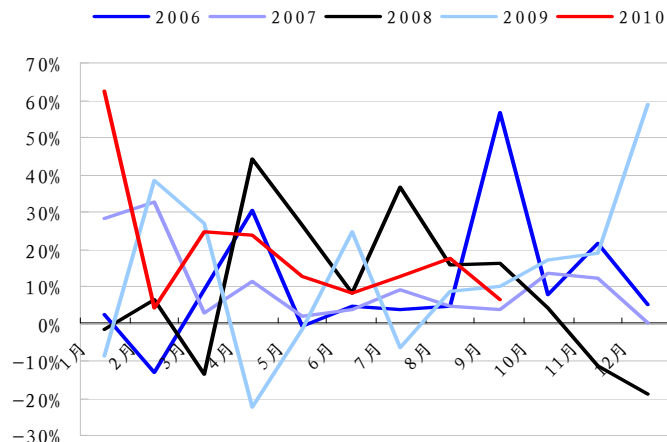
资料来源：煤炭安监总局，渤海证券研究所

图 25: 05-10 年前 9 月各月原煤产量



资料来源：煤炭安监总局，渤海证券研究所

图 26: 06-10 年前 9 月各月原煤产量同比



资料来源：煤炭安监总局，渤海证券研究所

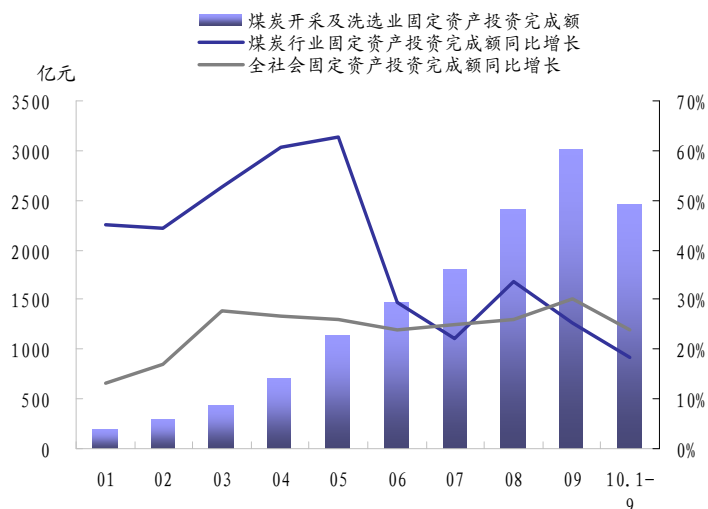
2.2 煤炭供给预测

下文煤炭供给能力的预测主要包括两方面：一是煤炭行业固定资产投资新形成的产能预测；二是关停小煤矿、资源整合以及进出口等影响因素。

2.2.1 煤炭行业固定资产投资新形成的产能预测

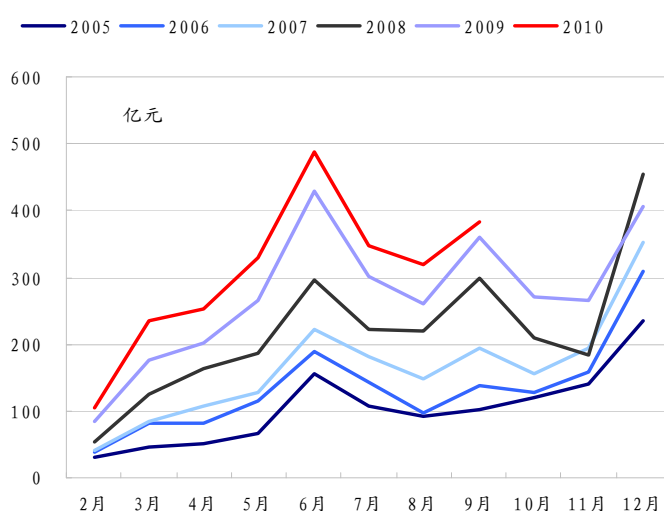
今年前 9 个月煤炭开采及洗选业固定资产投资增速保持较高水平。2010 年 1-9 月，煤炭开采及洗选业固定资产投资额为 2460.9 亿元，同比增长 18.40%，1-9 月全社会固定资产投资额同比增长 24%，煤炭开采及洗选业固定资产投资增速低于全社会的。煤炭开采及洗选业、全社会近几年累计投资额增长率变化情况见图 27，可以看出，10 年前 9 月煤炭行业固定资产增速虽不及之前几年，但仍保持了较高水平。

图 27: 01-10 年 1-9 月煤炭行业、全社会固定资产投资及增长率



资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

图 28: 06 年-10 年 1-9 月煤炭行业各月固定资产投资额对比



资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

新增煤炭产能预测相关假设及测算过程：

- 平均建设周期假设：假设平均假设煤矿建设周期为 2.5 年；
- 原煤开采单位产能投入测算及假设：根据国家统计局数据，2009 年原煤开采新增生产能力为 32005.7 万吨，根据我们建设周期的假设，这一生产能力的形成主要源于 2006 年 7 月至 2007 年 6 月期间固定资产投资总额形成的，这一期间煤炭开采及洗选业固定资产投资总额合计约为 1,553.33 亿元，据此我们测算出 2009 年原煤开采单位产能的投入约为 485.33 元/吨；我们假设原煤开采单位产能的投入在 10、11 年每年分别递增 10%、15% 左右；
- 09、10 原煤开采新增产能测算：根据 10 年、11 年对应投资期间煤炭开采及洗选业固定资产投资完成额，我们测算出 10、11 年我国原煤开采新增产能分别约 38,374.33 万吨和 44,697.10 万吨。

表 8：10 和 11 年煤炭开采新增产能预测表

	新增产能（万吨）	对应投资期间	该期间固定资产投资额（亿元）	吨煤投资额（元/吨）
2009	32,005.70	2006.7-2007.6	1553.33	485.33
2010E	38,374.33	2007.7-2008.6	2048.66	533.86
2011E	44,697.10	2008.7-2009.6	2744.14	613.94

资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

- 2010、2011 年供应能力的测算起点：我们根据 2008 年我国煤炭供应能力推算 10、11 年煤炭供应能力（注：从 2008 年算起是因为国家统计局煤炭平衡表数据目前仅更新至 2008 年）。从表 9 中可知，2008 年煤炭供应紧张，平衡差额达到 -6,034.85 万吨，因此，我们可以判断 2008 年的煤炭供应能力已被充分利用，表 9 中 08 年可供量可以体现当年的正常供应能力，即 2008 年煤炭供应能力约为 280,200 万吨；

表 9：2008 年煤炭平衡表

项 目	2008 年（单位：万吨）
可供量	275,061.07
生产量	280,200.00
进口量	4,034.06
出口量(-)	4,543.42
年初年末库存差额	-4,629.57
消费量	281,095.92
平衡差额	-6,034.85

数据来源：国家统计局 渤海证券研究所

- 我们假设每年新增产能在年内均匀形成，即每年新增产能约有 50% 在当年发挥作用；

请务必阅读正文之后的免责条款部分 17 of 37

- 根据以上，我们预计 2010、2011 年煤炭固定资产投资形成的煤炭供应能力分别约为 342,922 万吨、384,458.14 万吨。

表 10: 10、11 年固定资产投资形成的煤炭供应能力预测表

年度	新增产能	实际供应能力	实际供应能力计算方法
2008	23,059.13	280,200.00	
2009	32,005.70	307,732.42	08 年实际供应能力+08 年新增产能*50%+09 年新增产能*50%
2010E	38,374.33	342,922.43	09 年实际供应能力+09 年新增产能*50%+10 年新增产能*50%
2011E	44,697.10	384,458.14	10 年实际供应能力+09 年新增产能*50%+10 年新增产能*50%

数据来源：国家统计局 渤海证券研究所

2.2.2 其他影响煤炭供给能力的因素分析

- 其他影响煤炭供给能力的因素主要有关闭小煤矿、资源整合和进出口等。其相关假设详见表 11。
- 综合以上，我们预计 2010、2011 年总供给能力分别约为 331,452 万吨和 374,458 万吨；其中，若建成煤矿全负荷生产的话，2011 年我国原煤产量约为 361,458 万吨。

表 11: 10、11 年煤炭总供应能力预测表

单位：万吨	2010E	2011E
固定资产投资形成供应能力	342,922	384,458
减：关闭小煤矿影响	12167	12,000
减：资源整合影响	11303	11,000
国内产量	319,452	361,458
加：净进口	12000	13,000
总供应能力	331,452	374,458

数据来源：国家统计局，煤炭资源网，渤海证券研究所

注：1、10 年关闭小煤矿减少产能数据主要参考国家能源局：2010 年我国计划关闭小煤矿 1539 处，淘汰落后产能 12167 万吨；2、10 年资源整合影响产能数据计算过程详见中期策略报告测算数据；3、10 年净进口数据主要参考 1-9 月净进口数据以及我们对全年净进口的估算；4、11 年关闭小煤矿、资源整合以及净进口的影响主要参考 10 年数据并适当调整。

3. 供需对比：2011 年供给能力大于总需求 ≠ 供给总量大于总需求

根据前文分析及预测，2010 年我国煤炭总需求约为 331,749 万吨，总供给能力约为 331,452 万吨，供需基本平衡；

预计 2011 年我国煤炭总需求约为 361,722 万吨，总供给能力约为 374,458 万吨，供给能力大于总需求，2011 年总体供需较为宽松。需要说明的是，供给能力大于总需求，不等于供给总量一定大于总需求，主要是因为煤炭企业会根据市场行情

况来确定实际的产量，而不是将建成的产能全部满负荷生产，考虑到我国煤炭企业集中度不断提高，煤炭资源逐渐被大型企业控制，从煤炭企业自身的利益出发，煤炭企业有动力对供给水平和价格进行控制，从国家利益来看，煤炭产量过剩、煤价大幅下跌不利于节能减排、不利于我国能源安全、不符合国家利益，因此国家也将对煤炭总产量进行限制，因此我们预计 2011 年出现煤炭供给总量大于总需求的可能性很小。

表 12: 10、11 年煤炭供需预测对比

单位: 万吨	2010E	2011E
煤炭总需求	331,749	361,722
煤炭总供给能力	331,452	374,458
总需求-总供给能力	297	-12,736

数据来源: 国家统计局, 煤炭资源网, 渤海证券研究所

4. 价格回顾及预期

4.1 价格回顾

- (1) 动力煤: 10 年 1-11 月国内动力煤价格基本上较上年同期均有所上涨, 且自生产地、中转地至消费地涨幅逐步提高。其中, 中转地动力煤价格涨幅基本在 25% 上下; 国际动力煤价格涨幅高达 36.80%;
- (2) 炼焦煤: 10 年 1-11 月炼焦煤平均价格除部分地区有所下跌外, 总体上均有一定幅度上涨;
- (3) 无烟煤: 10 年 1-11 月各地无烟煤平均价格总体小幅下跌;
- (4) 喷吹煤: 10 年 1-11 月各地喷吹煤平均价格有一定涨幅;
- (5) 焦炭: 10 年 1-11 月各地焦炭平均价格有一定涨幅。

各地各煤种及焦炭 1-11 月均价同比变化情况详见表 13。

表 13: 1-11 月份各煤种 (含焦炭) 均价及同比情况 (截至 11 月 15 日)

种类	地区	煤种及价格类型（元/吨）	10 年 1-11 月均价	09 年 1-11 月均价	同比
动力煤	生产地	大同弱粘煤（6000）坑口不含税价	471.00	458.26	2.78%
		大同南郊弱粘煤（5500）坑口不含税价	456.98	419.19	9.02%
		大同动力煤（6000）车板含税价	635.57	569.76	11.55%
		大同南郊动力煤（5500）车板含税价	593.07	525.48	12.86%
	中转地	大同优混（6000）平仓均价	780.45	616.25	26.65%
		山西优混（5500）平仓均价	738.98	582.67	26.83%
		普通混煤（4000）平仓均价	459.55	376.88	21.94%
	消费地	内贸煤：山西大混（5000）到岸价格	764.61	576.05	32.73%
		外贸煤：印尼煤（5000）到岸价格	718.81	550.86	30.49%
		外贸煤：越南 11A（5300）到岸价格	722.50	535.85	34.83%
	澳洲	澳大利亚 BJ 动力煤 FOB 价(美元/吨)	96.96	70.88	36.80%

炼焦煤	太原	太原古交 2 号焦煤坑口不含税价	766.14	806.51	-5.01%
		太原古交 8 号焦煤坑口不含税价	619.89	550.81	12.54%
		太原古交 2#焦煤车板价	1437.27	1140.00	26.08%
		太原古交 8#焦煤车板价	1265.45	832.79	51.95%
	临汾	山西临汾主焦煤车板价	1394.77	1202.68	15.97%
		山西临汾肥焦煤车板价	1456.59	1233.54	18.08%
		山西临汾 1/3 焦焦煤车板价	1295.45	1126.34	15.01%
	西山煤电	西山煤电焦焦煤车板含税价	1344.55	1186.83	13.29%
	唐山	河北唐山肥焦煤车板价	1452.05	1203.41	20.66%
		河北唐山焦焦煤出厂价	1432.95	1201.82	19.23%
		河北唐山 1/3 焦焦煤出厂价	1275.68	1035.00	23.25%
无烟煤	阳泉	山西阳泉地区无烟末煤（6200）坑口不含税价	537.84	549.42	-2.11%
		山西阳泉地区洗中块煤（7000）坑口不含税价	814.20	840.35	-3.11%
		山西阳泉地区洗小块煤（7000）坑口不含税价	760.80	779.30	-2.37%
	晋城	山西晋城地区无烟末煤（6000）坑口不含税价	560.68	543.02	3.25%
		山西晋城地区无烟小块（6500）坑口不含税价	743.86	771.51	-3.58%
		山西晋城地区无烟中块（6800）坑口不含税价	802.50	820.81	-2.23%
喷吹煤	阳泉	山西寿阳喷吹煤（7100-7300）车板价	916.82	823.18	11.37%
	寿阳	山西阳泉喷吹煤（7200-7500）车板价	930.45	846.36	9.94%
焦炭	太原	太原地区二级冶金焦出厂价	1696.14	1615.85	4.97%
	上海	上海地区二级冶金焦出厂	1916.14	1730.49	10.73%
	天津港	天津港一级冶金焦平仓价	2022.73	1740.00	16.25%

资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

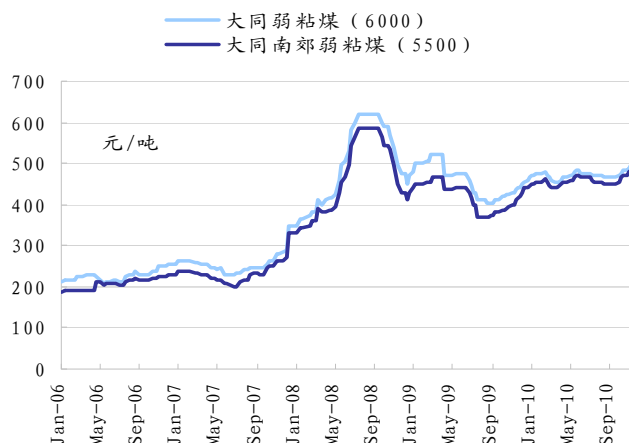
4.2 价格预期

动力煤价格方面，近期各地煤炭需求方加快储煤进度，煤炭需求提前进入旺季，煤炭价格、沿海煤炭海运费连续大幅上涨，我们预计煤炭价格上涨仍将随着天气转冷而会持续一段时间；由于年底临近煤炭合同签订期间，近期的煤炭价格大涨有利于煤炭企业提高议价能力，我们预计 2011 年合同价格将进一步提高，较 2010 年上调幅度在 6%-8% 左右；预计动力煤市场平均价格 2011 年上涨 8%-12% 左右；

炼焦煤价格方面，我们认为钢铁行业的去库存周期将会随着行业限产和淘汰落后产能力度的加大而缩短，导致此后的补库存周期也会提前到来，进而提高对炼焦煤的需求量，近期炼焦煤价格存在上涨预期；此外，炼焦煤作为稀缺资源，其长期价格预计会保持上涨趋势；我们预计 2011 年焦煤价格上涨 10% 左右；

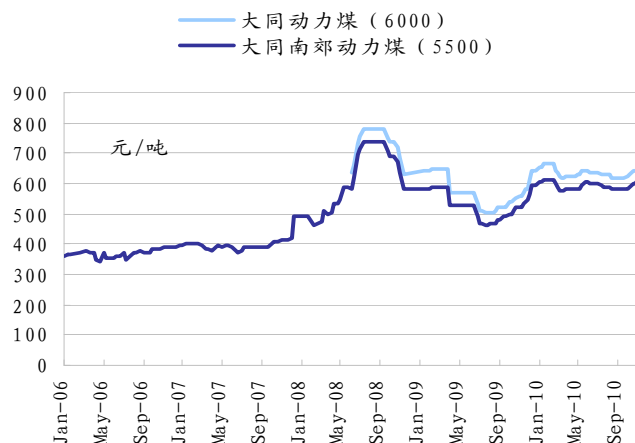
各地各煤种走势见图 29 至图 43。

图 29: 山西大同地区动力煤坑口价格走势 (不含税价)



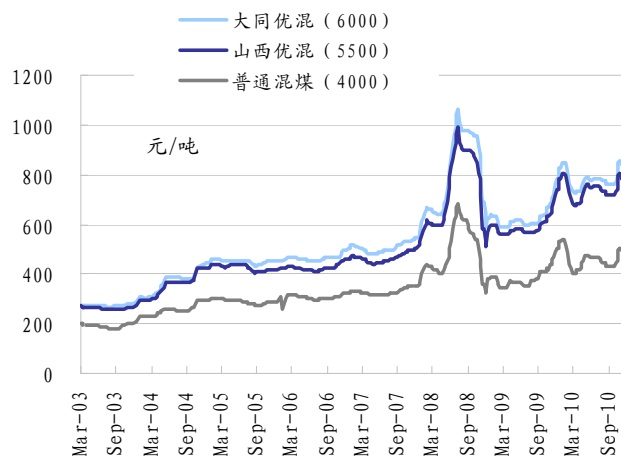
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 30: 山西大同地区动力煤车板价格走势 (含税价)



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 31: 秦皇岛动力煤价格走势 (平仓均价)



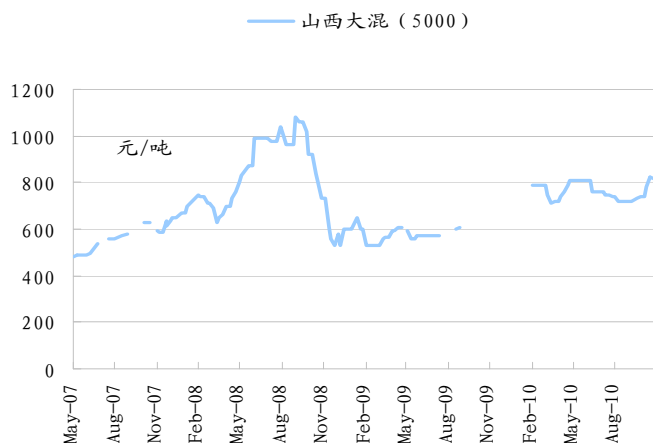
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 32: 澳大利亚 BJ 煤炭价格走势



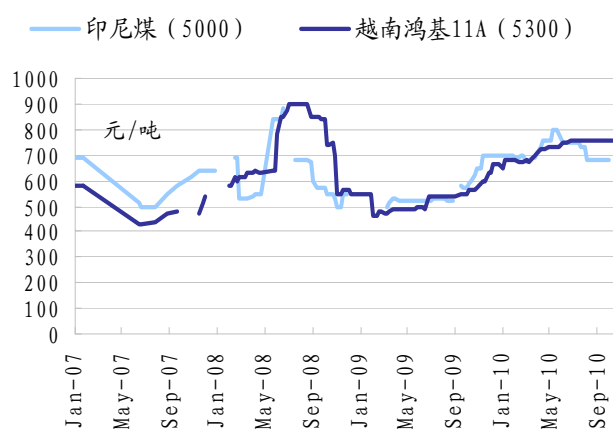
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 33: 广州港内贸煤炭价格 (到岸价)



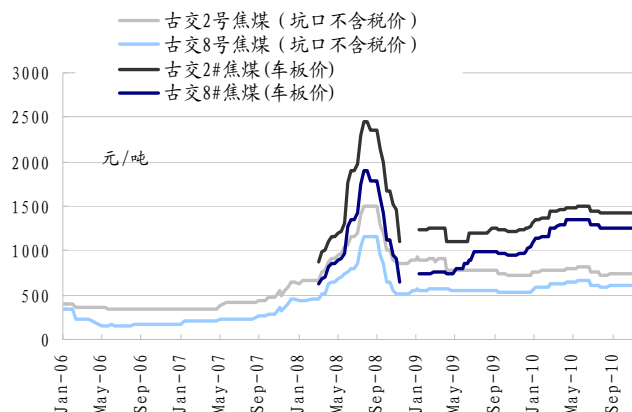
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 34: 广州港外贸煤炭价格 (到岸价)



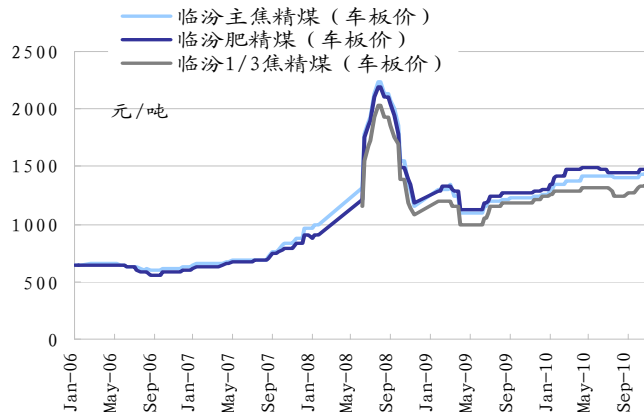
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 35: 山西太原炼焦煤价格走势



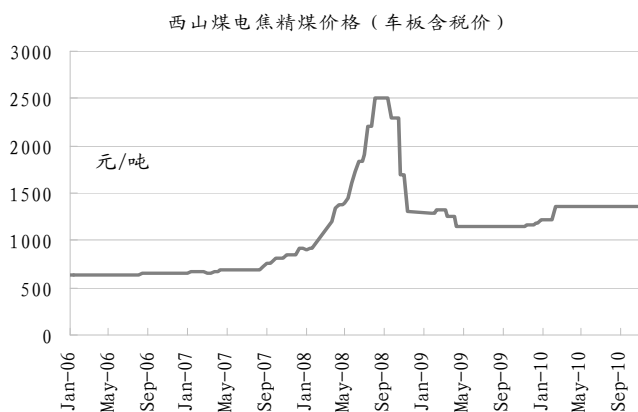
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 36: 山西临汾炼焦煤价格走势 (车板价)



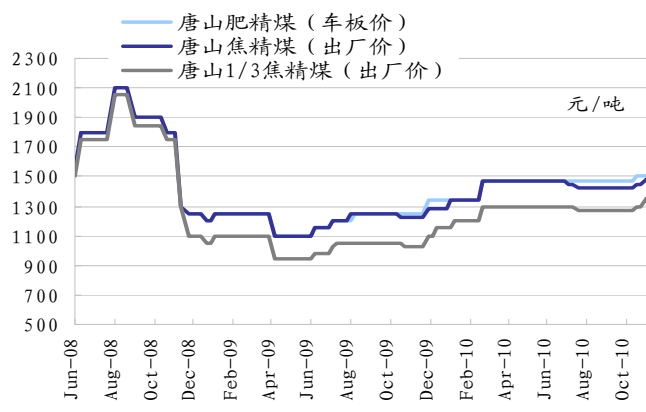
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 37: 西山煤电焦精煤价格 (车板价)



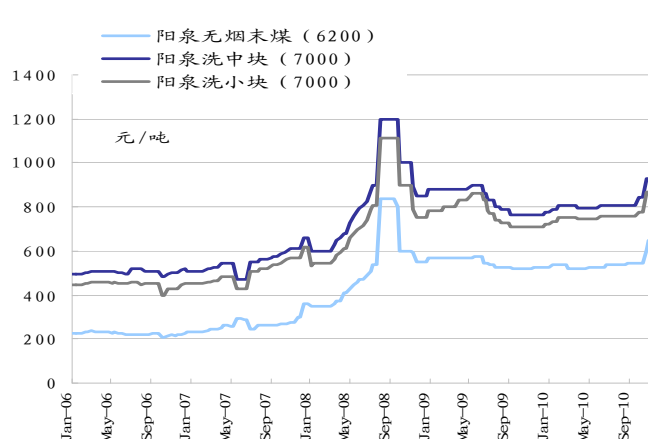
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 38: 河北唐山炼焦煤价格走势



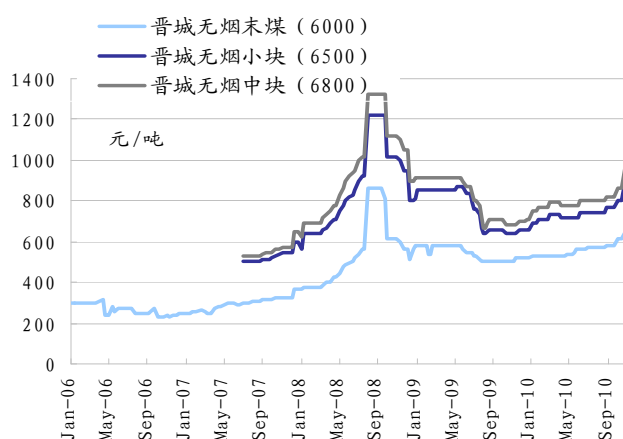
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 39: 山西阳泉地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)



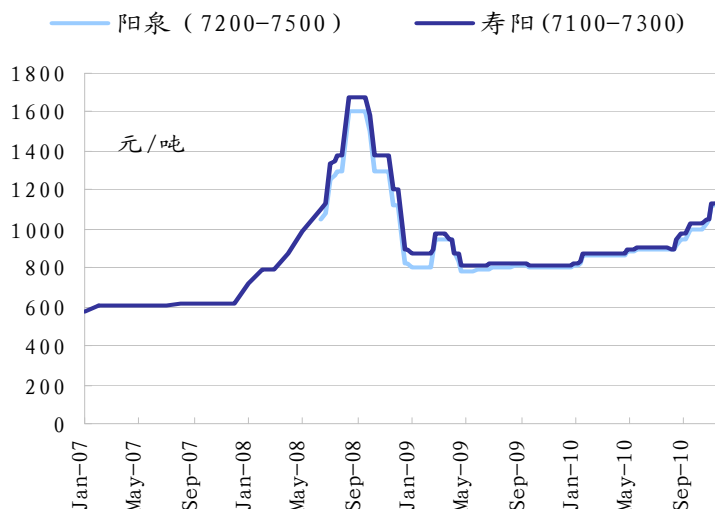
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 40: 山西晋城地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)



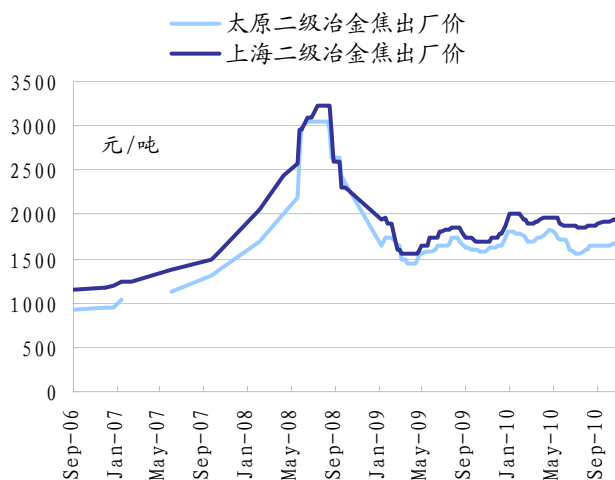
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 41: 阳泉地区喷吹煤价格走势（车板价）



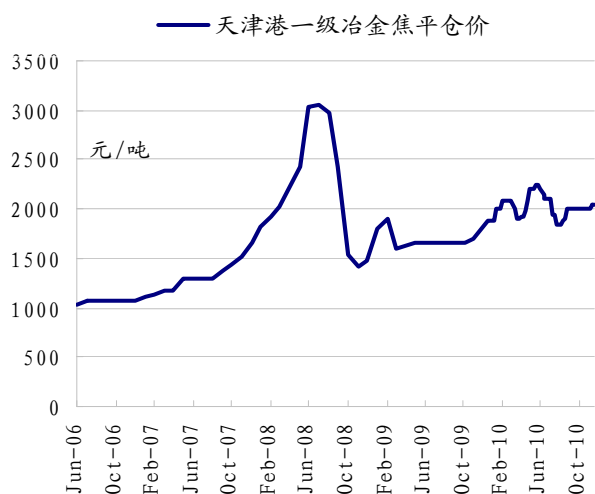
资料来源：中国煤炭市场网，渤海证券研究所

图 42: 太原、上海地区二级冶金焦炭价格走势（出厂价）



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 43: 天津港焦炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

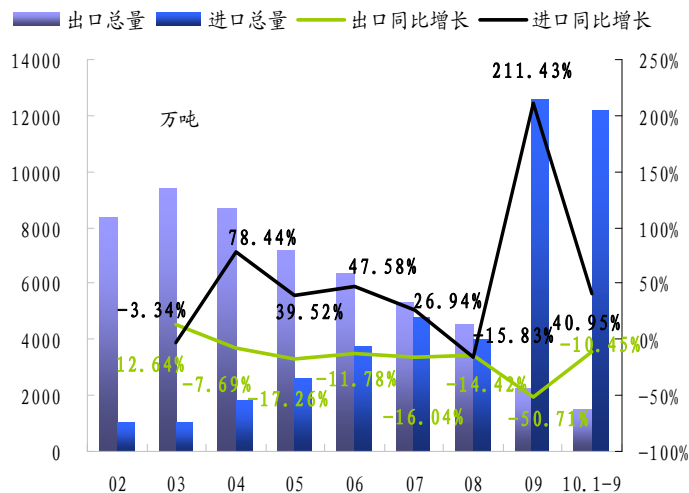
5. 进出口分析

5.1 1-9 月煤炭进出口总量

- 1-9 月，我国进口煤炭 12186.94 万吨，同比增长 40.95%；其中，9 月份进口 1532.40 万吨，同比增长 22.14%，环比增长 15.55%；
- 1-9 月，我国出口煤炭 1508.82 万吨，同比下降 10.45%；其中，9 月份出口 85.75 万吨，同比下降 8.11%，环比增长 9.08%；
- 1-9 月，我国净进口煤炭 10678 万吨，已超过 09 年全年的净进口量 10344 万

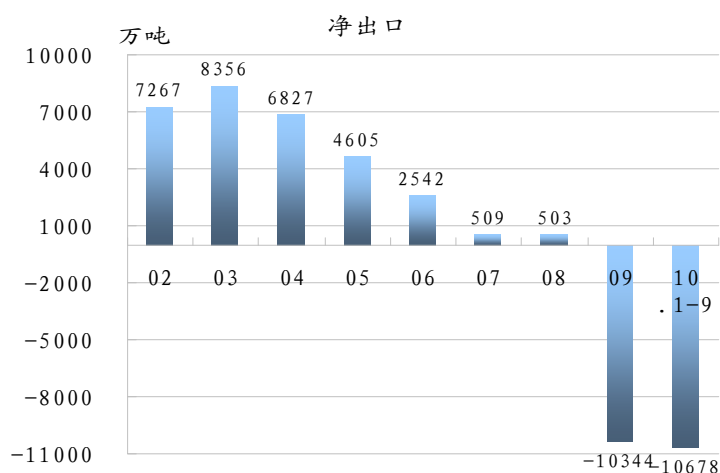
吨；上年同期净进口煤炭为 6961 万吨，同比增长 53.39%；其中，9 月份净进口 1347 万吨，同比增长 27.95%，环比增长 16.51%。

图 44：02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭进、出口总量及增长率



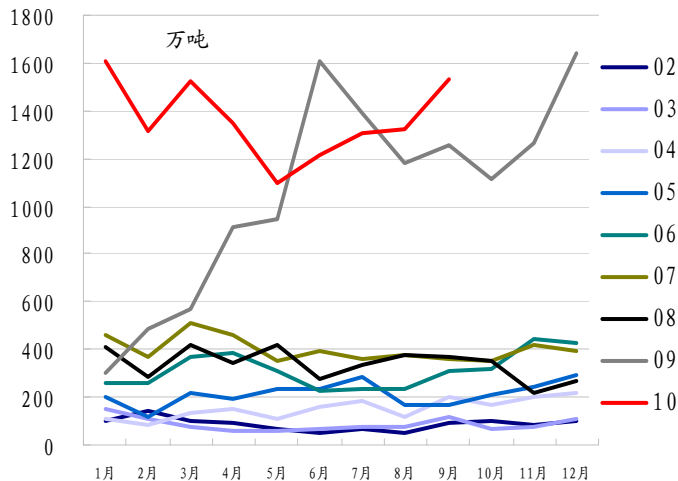
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 45：02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭净出口额



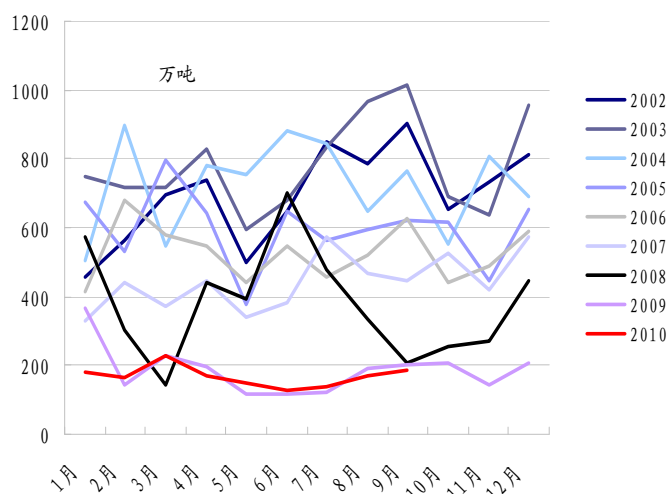
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 46：02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭进口量分月对比



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 47：02 年至 10 年 1-9 月我国煤炭出口量分月对比



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

5.2 进出口国别结构:

根据海关总署公布的前 9 月数据，可以看出，

- 1-9 月，我国进口煤炭主要来自印尼、澳大利亚、越南、蒙古和俄罗斯等国家，其中，印尼、澳大利亚、越南进口占比分别为 34.92%、20.92%、11.31%；

- 1-9 月，我国煤炭主要出口至韩国、日本、台湾省等，其中韩国、日本、台湾占比分别为 38.02%、34.80%、21.57%。

表 14: 1-9 月进、出口国别结构

进口国别结构				出口国别结构			
排名	国家	1-9 月累计	占比	排名	国家	1-7 月累计	占比
1	印度尼西亚	42,561,901	34.92%	1	韩国	5736477	38.02%
2	澳大利亚	25,498,269	20.92%	2	日本	5250862	34.80%
3	越南	13,781,916	11.31%	3	中国台湾省	3254753	21.57%
4	蒙古	11,388,183	9.34%	4	香港	394724	2.62%
5	俄罗斯联邦	8,514,617	6.99%	5	朝鲜	192528	1.28%
6	南非	4,956,026	4.07%	6	土耳其	189870	1.26%
7	加拿大	3,857,076	3.16%	7	比利时	21276	0.14%
8	美国	3,791,625	3.11%	8	越南	15758	0.10%
9	哥伦比亚	3,620,072	2.97%	9	印度尼西亚	9179	0.06%
10	朝鲜	2,925,570	2.40%	10	马来西亚	7129	0.05%
11	菲律宾	543,629	0.45%	11	挪威	6269	0.04%
12	新西兰	259,076	0.21%	12	美国	2027	0.01%
13	马来西亚	69,809	0.06%	13	苏丹	1954	0.01%
14	委内瑞拉	55,787	0.05%	14	菲律宾	1830	0.01%
15	老挝	30,800	0.03%	15	蒙古	710	0.005%
16	其他	15,072	0.01%	16	其他	2,822	0.019%
合计		121,869,428	100.00%			15,088,168	100.00%

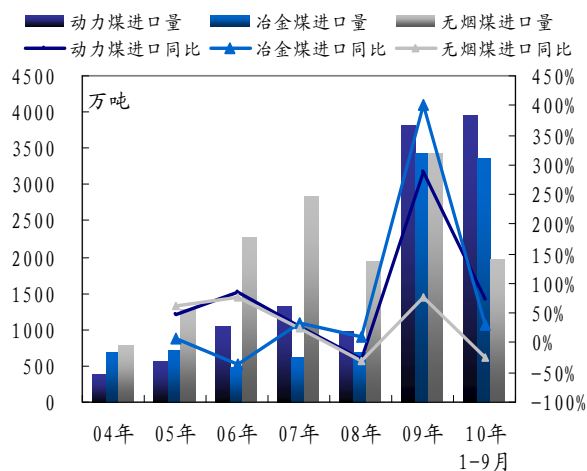
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

数值单位：吨

5.3 进口煤种结构:

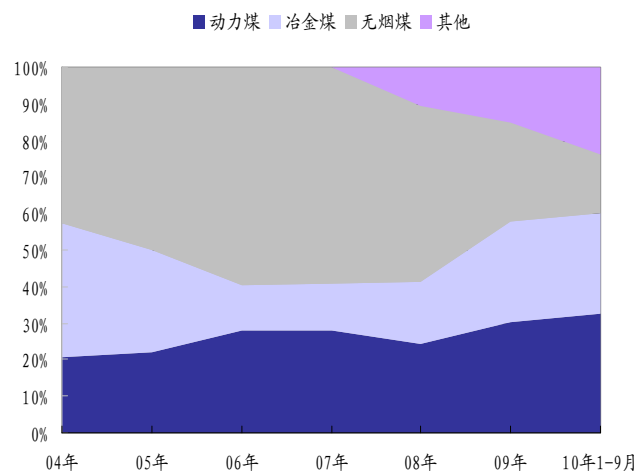
- 1-9 月，我国进口动力煤 3965.47 万吨，同比增长 74.11%，进口冶金煤 3353.03 万吨，同比增长 29.35%，进口无烟煤 1956.59 万吨，同比下降 24.67%；
- 1-9 月，我国动力煤、冶金煤、无烟煤进口量占我国煤炭总进口量的比重分别为 32.54%、27.51%和 6.05%；

图 48: 04 年至 10 年 1-9 月各类煤种进口量及同比增长



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 49: 04 年至 10 年 1-9 月主要进口煤种结构



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

5.4 煤炭净进口总量预计

- 预计 2010 年全年净进口量将达到 12000 万吨左右；
- 由于我国采取鼓励进口、限制出口的政策，预计 2011 年我国净进口量仍将保持较高水平，预计在 13000 万吨左右；

6. 煤炭行业历史业绩回顾及预期

6.1 煤炭行业上市公司业绩成长性的周期性及预期

回顾 99 年以来煤炭行业上市公司业绩的成长性（见图 50 和表 15），可以看出，煤炭行业的成长性具有明显的周期性。其中的规律可以总结如下：

- 一个周期是一般为 3 年，如 01—03 年、04—06 年、07—09 年；
- 每个周期的 3 年中，净利润同比或为“一涨两跌”，或为“两涨一跌”，其中：
 - ◇ 01—03 年周期：01 年涨，02 和 03 年跌；
 - ◇ 04—06 年周期：04 年涨，05 和 06 年跌；
 - ◇ 07—09 年周期：07 和 08 年涨，09 年跌；

表 15: 煤炭行业净利润的周期性

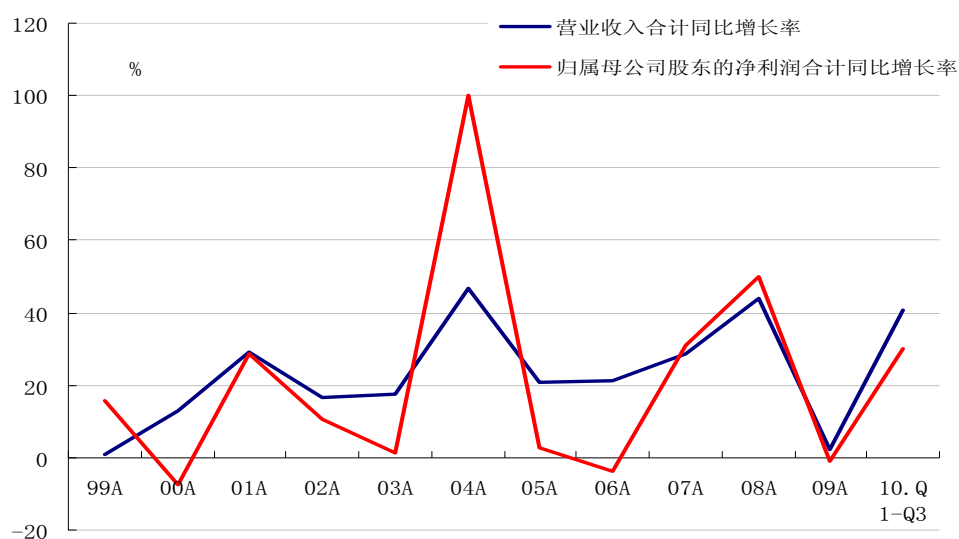
	第一年	第二年	第三年
01—03 年周期	同比增长	同比下跌	同比下跌
04—06 年周期	同比增长	同比下跌	同比下跌
07—09 年周期	同比增长	同比增长	同比下跌
10—12 年周期	同比增长		

资料来源：渤海证券研究所

根据以上规律简单推断，在接下来的 10—12 年的周期中，煤炭行业 10 年实现业绩同比增长比较确定，而 11 年同比增长或同比下跌均有可能，12 年同比下跌的可能性大些；

对于 11 年，我们认为由于 10 年宏观经济走出衰退仍较为缓慢、房地产调控和节能减排任务的艰巨，煤炭下游需求受到一定抑制，因此 10 年煤炭行业的增长主要缘于上年受经济危机影响导致的基数较低，11 年若经济明显走出低谷以及下游需求能够有所释放，则 11 年煤炭行业业绩保持同比增长的可能性还是比较大的。

图 50: 99 年以来煤炭行业上市公司成长能力变化情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 16: 99 年以来煤炭行业上市公司成长能力变化情况 (数据表)

年度	营业收入合计同比增长率	归属母公司股东的净利润合计同比增长率
99A	1.04	15.8
00A	13.1	-7.32
01A	28.92	28.77
02A	16.65	10.72
03A	17.41	1.1
04A	46.96	100.06
05A	20.63	2.74
06A	21.25	-3.86
07A	28.51	31.13
08A	44.09	50.21
09A	2.39	-0.92
10. Q1-Q3	40.76	30.08

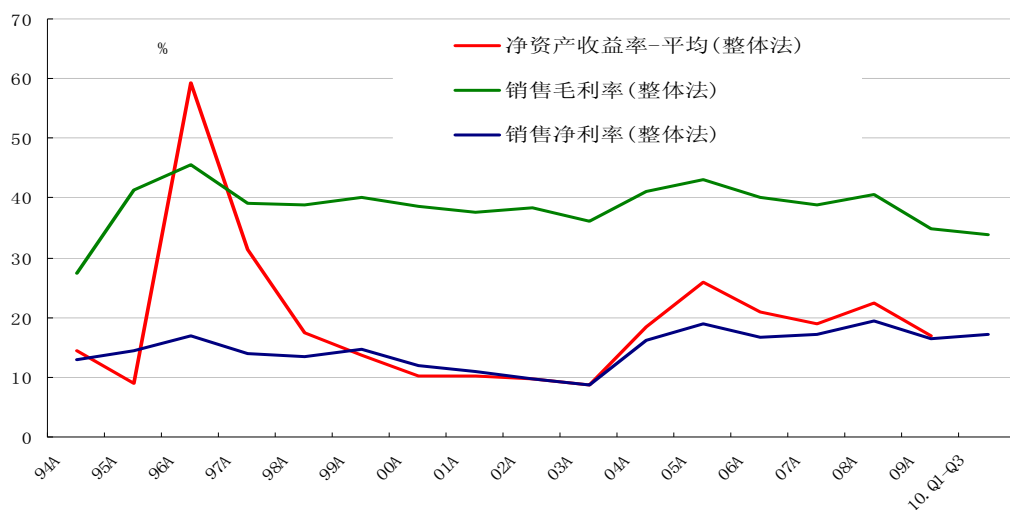
资料来源: wind, 渤海证券研究所

单位: %

6.2 煤炭行业上市公司盈利能力的阶段性及预期

近年来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况详见图 51 和表 17。

图 51: 94 年以来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 17: 94 年以来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况 (数据表)

年度	净资产收益率-平均(整体法)	销售毛利率(整体法)	销售净利率(整体法)
94A	14.45	27.28	13.01
95A	8.86	41.41	14.48
96A	59.37	45.53	17.06
97A	31.31	39.03	14
98A	17.56	38.91	13.41
99A	13.73	40.12	14.61
00A	10.24	38.54	12.04
01A	10.1	37.68	10.98
02A	9.67	38.32	9.71
03A	8.64	36.02	8.65
04A	18.33	41.16	16.11
05A	25.84	42.98	18.99
06A	20.91	40.09	16.72
07A	18.83	38.83	17.17
08A	22.32	40.62	19.32
09A	17.02	34.96	16.42
10. Q1-Q3	15.40	33.94	17.12

资料来源: wind, 渤海证券研究所

单位: %

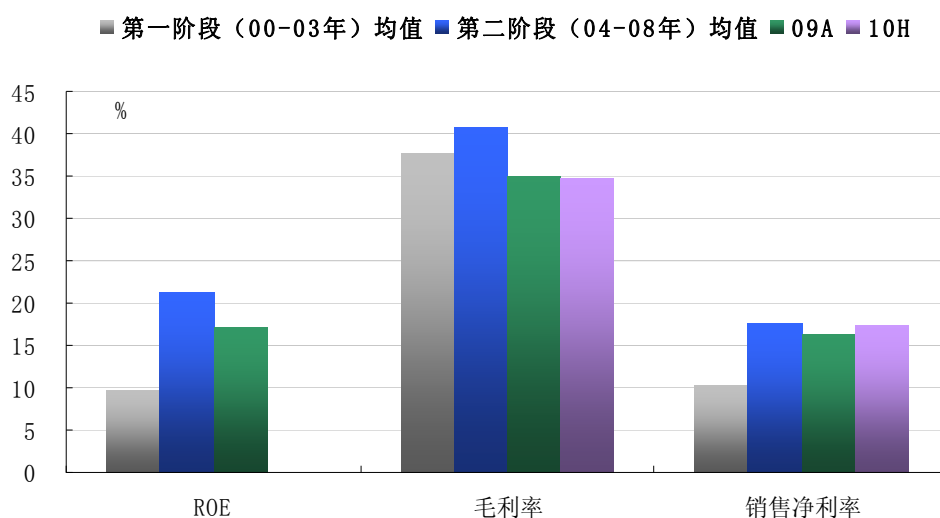
从图 51 和表 17 中可以看出,煤炭行业上市公司 00 年以来的盈利能力可以大致分为三个阶段(详见表 18 和图 52,三个阶段主要的盈利指标变化较为明显(其中尤以 ROE 的阶段性强,其次为毛利率),00-03 年这 4 年是煤炭行业盈利能力相对较低的阶段,04-08 年这 5 年是煤炭行业盈利能力较高的阶段,自 09 年开始,煤炭行业的盈利能力开始进入一个略低于 04-08 年水平的一个新的阶段。

表 18: 00 年以来煤炭行业上市公司盈利能力的三个阶段

	年度	ROE	毛利率	销售净利率
第一阶段	00 年—03 年(共 4 年)	8.64%至 10.24%	36.02%至 38.54%	8.65%至 12.04%
第二阶段	04 年—08 年(共 5 年)	18.33%至 25.84%	38.83%至 42.98%	16.11%至 19.32%
第三阶段	09A	17.02%	34.96%	16.42%
(始于 09 年)	10.Q1-Q3	15.40%	33.94%	17.12%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 52: 00 年以来煤炭行业上市公司盈利能力的三个阶段



资料来源: wind, 渤海证券研究所

对于始自 09 年的第三个阶段的盈利能力是否会回落到 00-03 年的第一阶段的水准,我们认为可能性不大。主要原因是,虽然存在新建煤炭产能大幅增加、2 年左右之后我国铁路对于煤炭运输的瓶颈将逐步缓解、内蒙和新疆的对煤炭市场逐步形成冲击等负面因素,但是我们认为从长期来看,煤炭价格若出现趋势性的较大幅度下跌并不符合国家利益、不利于节能减排、且不利于我国的能源安全。

- 我国是以煤炭为主要能源的国家,这一点将在将长期的时间内难以改变;考虑到我国经济增长的模式,较低的能源价格意味着出口产品中所含能源价格过低,变相为进口国家提供价格低廉的能源;
- 煤炭价格的下降,意味着下游用煤行业能源成本下降,不利于节能减排,易

造成资源浪费；

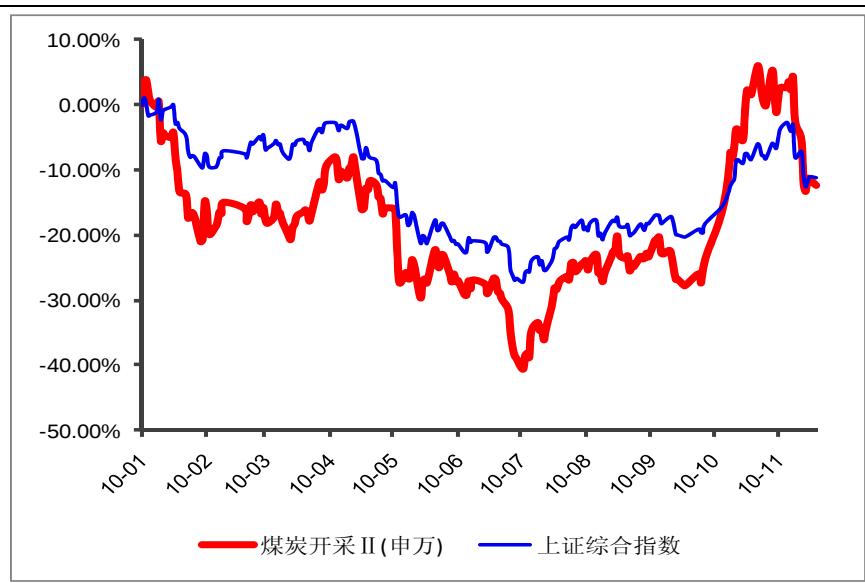
- 煤炭作为我国的主要能源，在其他新能源能够有效替代之前，煤炭资源的不可再生性决定了其对我国的能源安全具有重要作用，较高的煤价有利于促进回采率的提高、促进资源的节约利用和合理开发，有利于国家的能源安全；
- 从近期国家加强推进煤炭企业的兼并重组、鼓励煤炭进口限制出口、拟征收煤炭资源税等方面，我们也可以看出煤炭作为我国的主要能源其战略地位日益突出。因此，从长期来看，煤炭价格趋势性的较大幅度下跌并不符合国家的能源政策导向。

7. 行业估值

7.1 10 年 1-11 月煤炭板块跑输大盘

煤炭指数 10 年 1-11 月下跌 12.40%，同期上证综指下跌 11.08%，煤炭指数跌幅大于上证综指 1.32 个百分点。

图 53：1-11 月煤炭指数与上证指数走势对比



资料来源：wind，渤海证券研究所

7.2 煤炭板块估值不高

截至 11 月 22 日，SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM，整体法) 为 17.98 倍，历史低位在 10 倍左右；市净率 (MRQ，整体法) 为 3.24 倍，历史低位在 2 倍左右。煤炭板块估值不高。

图 54: 00 年至 10 年煤炭板块市盈率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 55: 00 年至 10 年煤炭板块市净率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

8. 投资策略及股票推荐

8.1 投资策略

- 长期看好煤炭行业, 11 年供给能力过剩不足为虑, 估值较低时是买入良机, 维持行业“买入”评级, 建议关注高成长以及具有较强资产注入预期的上市公司。
- 主要理由:
 - 长期看好煤炭: 主要是因为, 一方面, 我们认为煤炭行业不同于普通的周期性行业(如汽车), 因为具有资源属性, 也不同于其他的资源性行业(如有色金属), 因为煤炭除了具有资源属性外, 还具有不可再生性(有色金属可回收利用), 也不同于其他的能源行业(如汽油和天然气), 因为煤炭将在较长时期内是我国的主要能源; 另一方面, 虽然未来煤炭行业面临产能逐步过剩、内蒙和新疆煤炭资源的冲击、铁路的逐步完善等因素对煤炭价格构成负面影响, 但我们认为煤炭价格长期若出现趋势性下跌不符合国家政策、不利于我国节能减排、不利于国家能源安全。国家目前已采取了相应的应对措施, 其中包括加大煤炭行业兼并重组工作的推进力度, 这将会大幅提高行业集中度和煤炭企业对供给水平、价格水平的控制能力; “十二五”期间我国计划将更为注重科学利用煤炭产能、合理控制煤炭产量等;

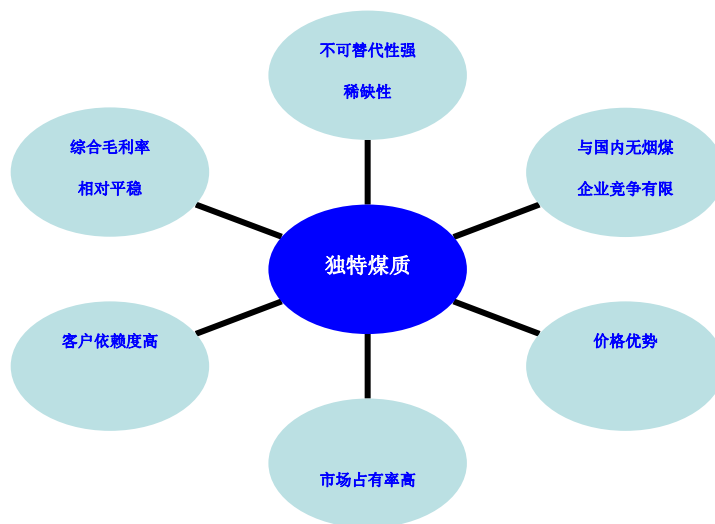
- **产能过剩不足虑：**虽然前文通过供需预测，我们大体可以判断 2011 年我国总体煤炭供给能力大于煤炭总需求，但是我们认为这并不等于煤炭供给总量大于总需求，主要是因为煤炭企业会根据市场情况来确定实际的产量，而不是将建成的产能全部满负荷生产，考虑到我国煤炭企业集中度不断提高，煤炭资源逐渐被大型能源企业控制，**从煤炭企业自身的利益出发**，煤炭企业有动力对供给水平和价格进行控制，**从国家利益角度出发**，国家也将对煤炭总产量进行限制，因此我们预计 2011 年出现煤炭供给总量大于总需求的可能性很小；
- **看好 11 年煤炭价格走势：**近期煤价的走高有利于 11 年合同价格的提高；近期对高耗能行业的限产停电等强制措施具有一定的临时性和短期性，明年煤炭消费预期会出现报复性反弹；明年是“十二五”的第一年，预计我国投资规模将会较大；
- **从历史上看，煤炭板块估值较低时均是买入良机。**

8.2 推荐股票

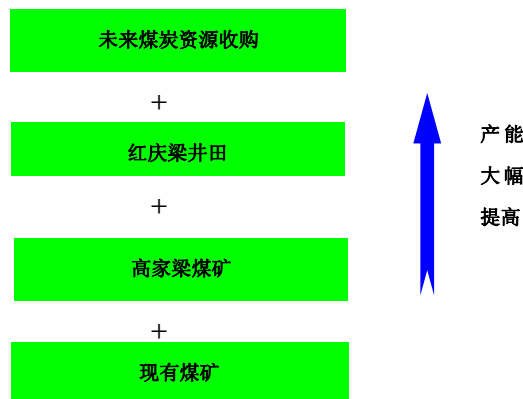
- **昊华能源：独特煤质形成公司独特竞争优势**

投资要点：

- 独特煤质决定了公司独特的竞争优势



- 高成长性



➤ 交通便利



- 预计 2010、2011 年公司每股收益为 2.27 元/股、2.84 元/股左右，对应 PE 分别为 18.03 倍、14.41 倍，估值水平不高，综合考虑公司无烟煤竞争优势和未来产能大幅提高预期，给予公司“买入”评级；
- 包西线内蒙段的通车为公司明年业绩高增长提供了重要保障；年底高送转预期是公司股价上涨的催化剂。

● 西山煤电：斜沟煤矿助公司业绩高增长

投资要点：

- 公司主要在建项目进展基本顺利，斜沟煤矿是公司未来主要业绩增长点。
- ◇ 公司斜沟煤矿一期 1500 万吨/年产能已经建成，截至 9 月末，生产原煤 790 万吨，其中三季度生产 340 万吨，预计今年产量在 1100-1200 万吨左右；斜

沟煤矿二期工程今年主要做前期工作,预计在今年底或明年初形成 1500 万吨产能,但斜沟煤矿产量还需视市场情况及运输条件而定;

- 资源整合正逐步推进,扩大公司总体产能;
- ✧ 公司目前正在整合的小煤矿约有 20 多个左右,现在可以确认的产能为 480 万吨/年;
- 预计公司 2010、2011 年 eps 分别为 1.12 元/股和 1.60 元/股,对应 pe 分别为 20.63 倍和 14.44 倍,估值不是很高,考虑到公司是国内焦煤龙头企业、未来产能存在快速提升的预期,给予公司“买入”评级。

● **国阳新能: 后续资产注入预期强烈**

投资要点:

- 资源整合逐步推进
- ✧ 公司目前正在整合平定县周边 12 个小煤矿以及翼城的两个小煤矿。目前公司已与被整合的小煤矿签订了协议,谈判已接近结束,价款基本支付完毕。公司目前正在整合的较大的煤矿产能合计约为 390 万吨左右。阳煤集团已完成整合小煤矿 29 个;
- 后续资产注入预期强烈
- ✧ 公司 09 年自产原煤产量为 2096 万吨,此外从集团及其子公司购入的原煤总量就达到了 1969 万吨,阳煤集团目前产能在 4500 万吨左右,预计今年底能达到 5200 万吨左右,此外,阳煤集团计划在“十二五”期间再建“两个阳煤”,产能将突破一亿吨,阳煤集团产能的快速扩张以及为了避免与上市公司同业竞争,具有强烈的资产注入预期。2008、2009 年阳煤集团分别将开元煤矿(300 万吨/年)和新景矿(580 万吨/年)注入上市公司,实现了公司产能及业绩的大幅提高。
- 初步预计公司 2010、2011 年 eps 分别为 1.15 元/股、1.25 元/股,对应 pe 分别为 23.39 倍和 21.52 倍,考虑公司巨大的资产注入空间,给予公司“买入”评级。

● **露天煤业: 受益于环渤海地区煤炭供需偏紧**

投资要点:

- 预计“十二五”环渤海地区煤炭供需偏紧，公司煤炭价格存在上涨预期；
- 环渤海地区蒙东资源丰富，而其他地区煤炭产能增长有限，蒙东地区煤炭将是对东北、京津冀煤炭缺口弥补的重要来源，公司未来市场空间较为广阔；
- 公司是距东北三省煤炭消费地最近的煤炭上市公司之一，区域优势明显；
- 受益于东别振兴规划的执行和即将出台的内蒙振兴规划；
- 预期明确的资产注入，将大幅提高公司产能；
- 预计2010、2011年公司每股收益为1.10、1.58元/股左右，对应PE分别为20.66倍、14.39倍，在煤炭行业中处于较高水平，但仍处于历史低位，综合考虑公司受益于环渤海地区煤炭供给偏紧、东北振兴规划的执行以及内蒙振兴规划的出台、未来集团进一步较大规模的资产注入预期等，给予公司“买入”评级。

● 平庄能源：积极应对不利局面，困境反转可期**投资要点:**

- 环渤海地区煤炭供给偏紧，褐煤价格存在上涨预期；
- 邻近东北能源消耗中心，区域优势明显；
- 铁路运力的提升将降低煤炭运输成本，使褐煤价格更具竞争力；
- ◇ 目前，国家重点工程项目锦赤运煤铁路专线工程全面动工兴建。该运煤专线北起赤峰，南至锦州港，主要承担内蒙古锡林郭勒盟白音华及周边煤田至锦州港下水煤炭的南运任务。该铁路全长282公里，可以为东北乃至南方众多省份提供能源支撑。这条铁路建成后，将为辽西地区、内蒙古东部打开一条通道。
- 集团承诺资产注入，产能将大幅提高；
- 积极调整销售结构以及国电集团的支持，预计将使公司摆脱外地煤炭冲击带来的负面影响；
- 预计2010、2011年公司每股收益为0.71元/股和0.82元/股，对应PE分别为21.38倍、18.51倍，综合考虑公司区域优势、资产注入预期，以及困境反转可能带来的估值修复等因素，给予公司“买入”评级。

● 建议关注隐形煤炭股：金马集团、芜湖港

分析师覆盖的股票范围**任宪功：煤炭行业分析师**

重点覆盖上市公司：昊华能源、露天煤业、平庄能源、中煤能源、冀中能源、中国神华、开滦股份、大同煤业、西山煤电、国阳新能

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2：本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

中国北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn