

供需基本平衡 阶段性偏紧-----2011 年煤炭行业投资策略

能源/煤炭

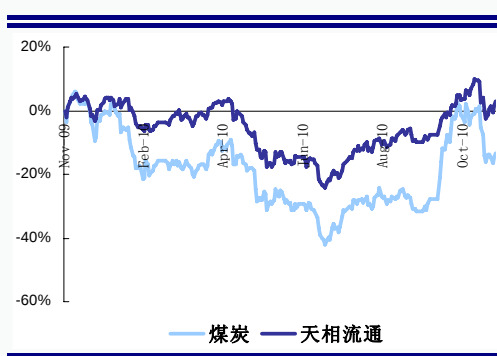
增持（维持）

报告日期：2010-12-3

行业指数与相关市场指数比较

项 目	收盘	月涨幅 (%)
天相煤炭行业指数	7482.00	-15.48%
天相流通指数	3755.88	-5.34%
上证指数	2843.61	-6.89%

行业指数近一年走势图



相关报告：

量价增长 业绩整体较好——煤炭行业 2010 年三季报综述

-----2010. 11. 5

估值修复基本到位 节能、加息抑制煤炭指数上行

-----2010. 10. 21

关注煤炭板块估值修复及近期焦煤的投资机会

-----2010. 10. 8

天相基础能源组

联系人：天相煤炭组

服务热线：010-66045555

邮箱：service@txsec.com

本报告关注点：

- 1、我们对2011年煤炭行业的判断为：供需有望保持平衡，阶段性运能不足；
- 2、关注利润增速较高，且估值偏低的露天煤业（002128）；在资源重组大背景下，集团可注入资产较多的大同煤业（601001）。

投资要点：

- 1、我们预计2011年煤炭行业上市公司业绩平均增幅为20%左右，煤炭行业的平均估值将在20倍左右波动，对2011年煤炭行业的判断为供需基本平衡，阶段性紧张，在基本面可预期的情况下，对煤炭行业投资需要关注政策面的变动和资金流动性；
- 2、对个股的投资我们建议投资市值偏小的个股，在个股的选择上我们推荐：1、利润增速较高，且估值偏低的露天煤业（002128）；2、在资源重组大背景下，集团可注入资产较多的大同煤业（601001）；
- 3、在“十一五”期间，我国煤炭行业固定资产投资增速加快，我国原煤产量也随着急速增加，从今年截至9月份的数据以及历史固定资产投资情况来看，2010年原煤产量有望达到32亿吨，在此基础上我们预计2011年我国原煤产量将达35亿吨。
- 4、经我们测算我国煤炭主要下游行业2011年耗煤量小于历史平均值，在预计明年经济平稳增长的前提下，我们的结论为：2011年煤炭在供给和需求方面基本保持平衡。
- 5、目前“三西”地区煤炭外运的铁路运力正在逐步扩能，运力瓶颈问题得到缓解，但是由于目前运力压力集中的问题，我们预计2011年煤炭的有效供给阶段性紧张的局面仍将持续。
- 6、风险提示：宏观经济增长放缓，对煤炭的需求减少；政策干预煤炭价格的上涨。

正文目录

前言	4
1. 全年回顾	4
1.1 2010 年煤炭行业经历寒冬	4
1.2 业绩高增长下的股价背离	5
2. 2011 年煤炭行业投资策略及重点公司点评	6
3. 2011 年供需有望保持平衡 阶段性运能不足	10
3.1 预计明年我国原煤产量有望达到 35 亿吨	10
3.1.1 煤炭行业固定资产投资为新增煤炭量的第一要素	10
3.1.2 淘汰落后产能、煤炭资源整合为煤炭供给的减量	11
3.2 明年煤炭供需基本平衡	13
3.2.1 明年火电耗煤仍是主力	13
3.2.2 保障房建设将成为煤炭需求的新增长点	14
3.2.3 水泥、化肥煤炭需求量持续看好	16
3.2.4 净进口煤量将维持今年水平	17
3.3 运力问题将逐步缓解 阶段性紧张局面将持续	18
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 2010 年以来天相二级子行业涨幅	4
图表 2: 2010 年以来部分周期行业涨幅	5
图表 3: 2010 年以来天相煤炭指数走势	6
图表 4: PMI 指数走势	7
图表 5: 煤炭行业历史 PE 走势	7
图表 6: 我国煤炭行业固定资产投资额走势	10
图表 7: 2011 年煤炭供给量	12
图表 8: 电力行业耗煤情况	14
图表 9: 火电发电量走势	14
图表 10: 钢铁行业毛利率、房地产投资增速和焦煤价格走势对比	15
图表 11: 房地产行业投资完成额和新开工面积走势对比	15
图表 12: 我国煤炭进出口走势	17

表格目录

表格 1: 部分煤炭行业上市公司盈利预测	7
表格 2: 部分煤炭上市公司业绩增速、毛利率及当前估值对比	8
表格 3: 部分上市公司产能与集团产能对比	9
表格 4: 我国煤炭产能增量预测	11
表格 5: 我国淘汰煤炭落后产能部分政策	11
表格 6: 我国煤炭资源整合部分规划政策	12
表格 7: 四大行业耗煤情况	13
表格 8: 钢铁行业耗煤情况	15
表格 9: 供地面积规划预测	16
表格 10: 水泥行业耗煤情况	17
表格 11: 合成氨耗煤情况	17
表格 12: 2011 年主要运煤通道运能预测	18

前言

2010 年至今煤炭行业跌幅居前，在业绩高增长的背景下股价出现了背离，其主要原因在于政策的变动和资金的流动性变化，我们对 2011 年煤炭行业的判断为业绩增幅在 20%左右，估值水平约为 20 倍。

对个股的投资我们建议投资市值偏小的个股，在个股的选择上我们推荐：1、利润增速较高，且估值偏低的**露天煤业（002128）**；2、在资源重组大背景下，集团可注入资产较多的大同煤业（601001）。

在“十一五”期间，我国煤炭行业固定资产投资增速加快，我国原煤产量也随着急速增加，从今年截至 9 月份的数据以及历史固定资产投资情况来看，2010 年原煤产量有望达到 32 亿吨，在此基础上我们预计 2011 年我国原煤产量将达 35 亿吨，我国国内原煤供给的变量来自新建和关闭的煤矿。

我国煤炭的主要下游行业为电力、钢铁、水泥、化肥，我们按照 2008 年以来四大行业耗煤占比的均值来计算，我们假设 2011 年四大行业耗煤占比为 82%(前四年的平均值)，但是通过计算，我们发现 2011 年四大行业耗煤占比小于往年的平均水平，基本接近 2009 年金融危机时的水平，在预计明年经济平稳增长的前提下，结合以上数据来看，我们的结论为：2011 年煤炭在供给和需求方面基本保持平衡。

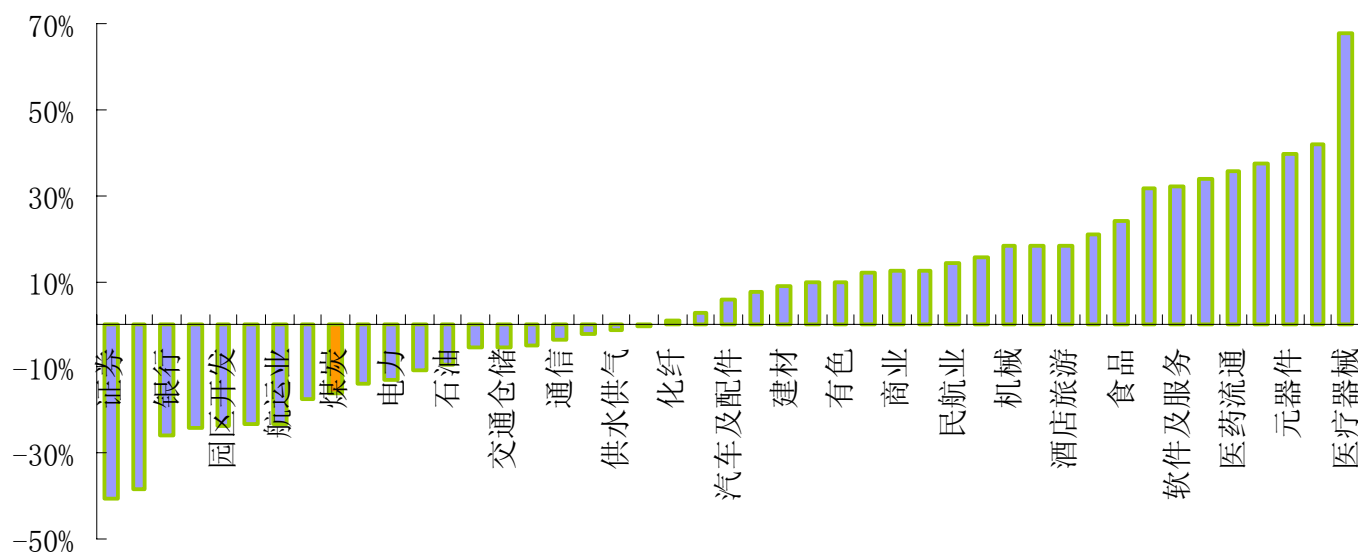
目前“三西”地区煤炭外运的铁路运力正在逐步扩能，运力瓶颈问题得到缓解，但是由于目前运力压力集中的问题，我们预计 2011 年煤炭的有效供给阶段性紧张的局面仍将持续。

1. 全年回顾

1.1 2010 年煤炭行业经历寒冬

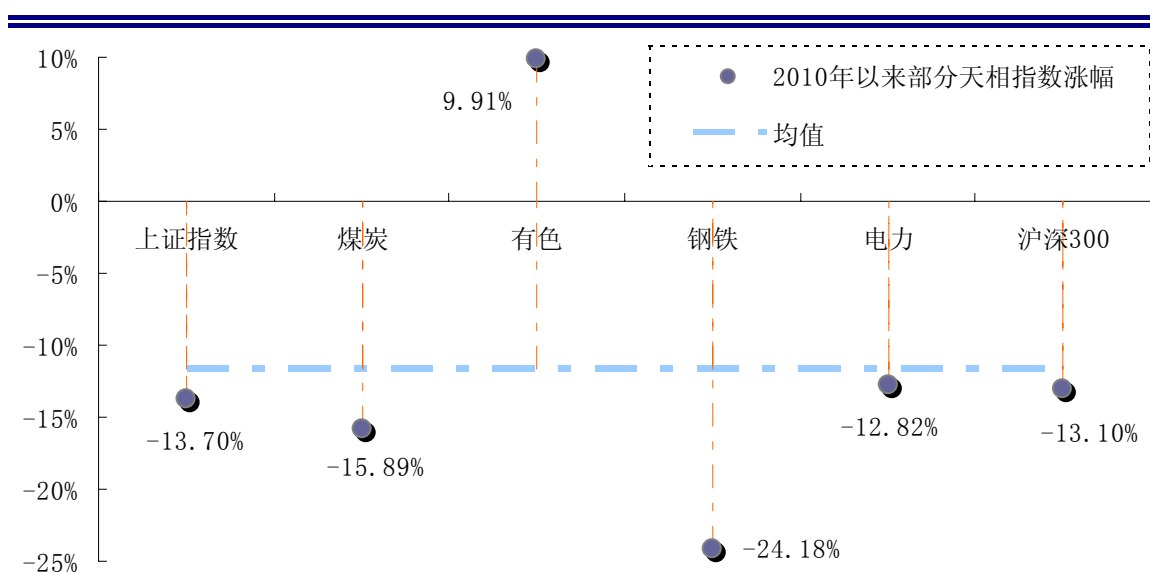
我们对 2010 年以来天相二级行业子行业的涨幅进行对比，其中煤炭行业的跌幅居前，截至 2010 年 11 月 23 日，煤炭行业的跌幅为 15.89%，我们与有资源属性的周期行业有色，以及煤炭的下游行业钢铁、电力进行对比，煤炭行业居跌幅第二位，天相煤炭指数自 2010 年年初以来进入下行通道，颓势难改，虽有阶段性机会，但是结构性的过剩，以及政策上的调控将煤炭行业带入寒冬。

图表 1：2010 年以来天相二级子行业涨幅



数据来源：天相投资顾问有限公司

图表 2：2010 年以来部分周期行业涨幅



数据来源：天相投资顾问有限公司

1.2 业绩高增长下的股价背离

2010 年在煤炭行业整体业绩稳定、大幅增强的同时，在资本市场中煤炭股的表现差强人意，公司业绩高增长下股价的背离是多方面因素造成的，在业绩可基本预期的情况下，政策的变动和资金的流动是指数走势的变量，我们认为截至目前，2010 年以来煤炭指数走势的变化可以分为四个阶段。

第一阶段：加息预期的缓解。从 2010 年年初以来，煤炭板块的走势即进入了下行的通道，此阶段煤炭指数走势的原因为当时加息的预期强烈，市场担忧加息造成的经济增长缓慢，截至 2 月初期，央行通过 2 次的调整存款准备金，加息的预期淡化后

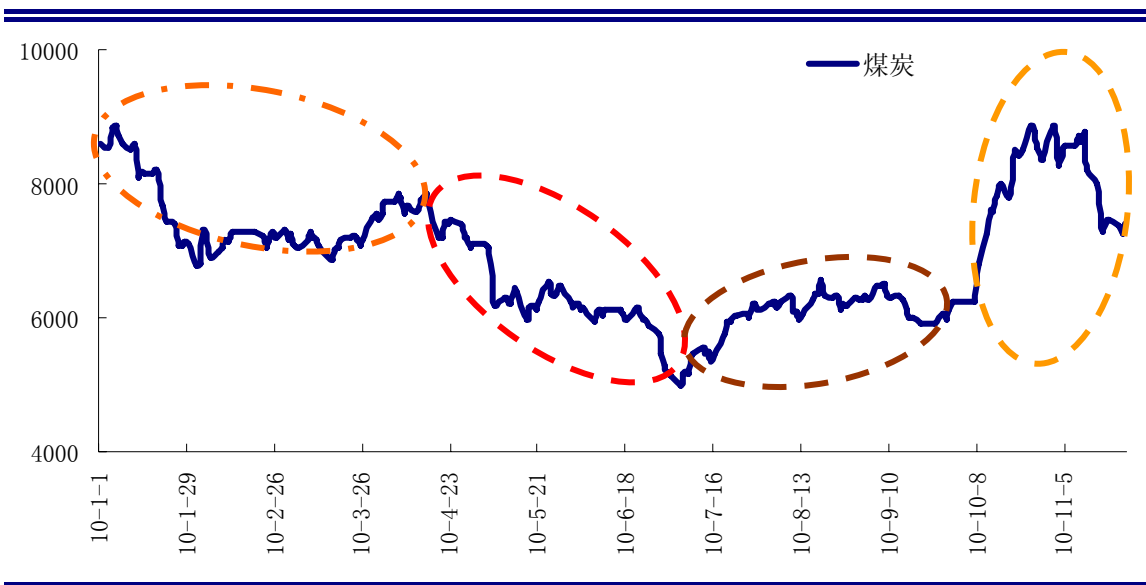
煤炭指数走势趋于平稳。

第二阶段：房地产调控影响煤炭需求预期。四月份至七月初期，煤炭板块走势加速下行，此阶段煤炭指数走势的原因为当时国家加大了对房地产行业的调控，带来了对其上游行业钢铁、水泥需求减少的预期，进而减少煤炭的需求，煤炭板块跌至全年最低点。

第三阶段：中报行情带来估值重新修复。七月份初期至十月份，煤炭板块逐步消化了房地产行业调控带来的利空消息，并由中报的超预期带来一波中报行情，煤炭行业估值进行了重新修复。

第四阶段：都是美元惹的祸。十月初至今，煤炭行业指数经历了一次过山车的走势，从十月初期煤炭指数的大幅、快速拉升，主要原因为美国公布实施第二次货币量化宽松政策导致美元贬值和人民币升值预期带来的热钱流入预期，以及我国政府开始的新一轮房地产调控政策导致的楼市资金流入股市的预期，由于大宗商品投机性或投资性的涨价，带来煤炭指数短时间的飙升，自 11 月初期以来，爱尔兰债务危机导致的欧元区货币避险趋势青睐美元，带来美元指数上涨，大宗商品价格应声而跌，爱尔兰债务危机缓解之后，煤炭指数进入震荡的走势，在真实的需求面前，煤炭行业的估值回归合理。

图表 3：2010 年以来天相煤炭指数走势

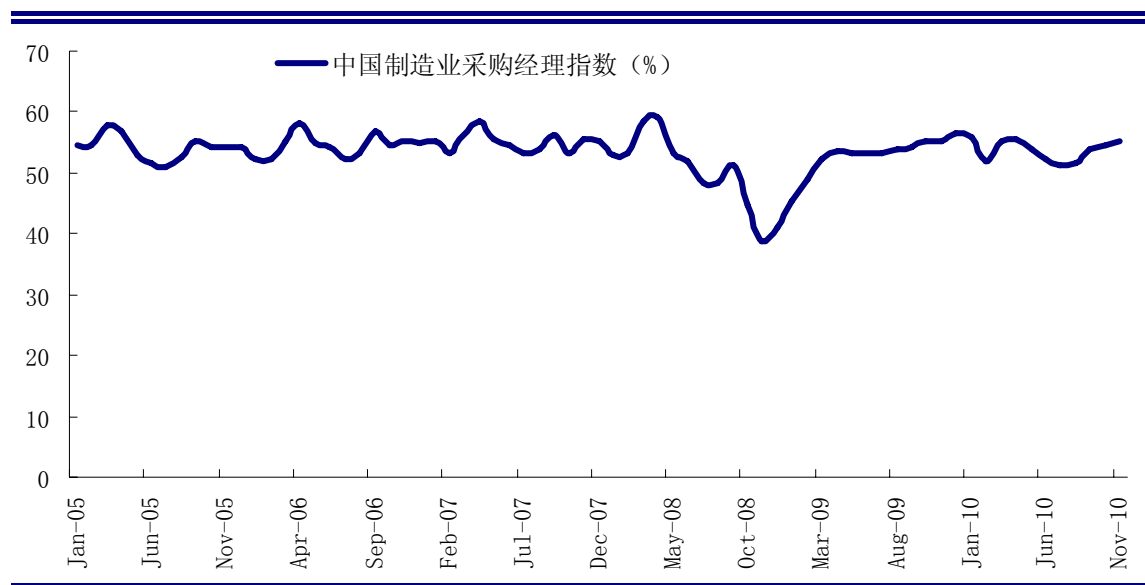


数据来源：天相投资顾问有限公司

2.2011 年煤炭行业投资策略及重点公司点评

通过观察先行指标 PMI 指数的走势，连续四个月走高，并且连续 21 个月位于 50 以上，显示出当前中国经济运行稳定，通胀预期也较为强烈，在经济稳定增长且通胀预期的背景下，煤炭行业的盈利能力较强，我们预计 2011 年煤炭行业上市公司业绩平均增幅为 20%左右，对 2011 年煤炭行业的判断为供需基本平衡，阶段性紧张，在基本面可预期的情况下，对煤炭行业投资需要关注政策面的变动和资金流动性。

图表 4: PMI 指数走势



数据来源: 天相投资顾问有限公司

煤炭行业前几年保持高增长之后, 我们通过对煤炭行业上市公司 2011 年的业绩预测, 煤炭行业上市公司业绩增长将逐步的放缓, 煤炭行业的平均估值将在 20 倍左右波动, 估值在 15 倍以下可加大对煤炭行业的关注。

图表 5: 煤炭行业历史 PE 走势



数据来源: 天相投资顾问有限公司

表格 1: 部分煤炭行业上市公司盈利预测

公司代码	公司简称	每股收益 (元)			市盈率 (2010-12-2)			投资评级
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
000933	神火股份	1.587	1.786	2.058	15	14	12	增持



000968	煤气化	0.857	1.035	1.563	27	22	15	增持
000983	西山煤电	1.482	1.717	1.953	17	14	13	增持
002128	露天煤业	1.348	2.006	2.388	17	11	10	增持
600123	兰花科创	2.602	2.901	3.698	17	15	12	增持
600157	永泰能源	0.565	1.491	2.403	42	16	10	增持
600188	兖州煤业	1.380	1.530	1.730	19	17	15	增持
600348	国阳新能	1.149	1.255	1.973	23	21	13	增持
600395	盘江股份	1.205	1.585	2.026	21	16	12	增持
600546	山煤国际	1.370	1.830	2.010	22	17	15	增持
600971	恒源煤电	2.643	2.721	2.759	18	17	17	增持
600997	开滦股份	0.777	0.840	0.917	25	23	21	增持
601001	大同煤业	0.845	0.973	1.028	25	22	21	增持
601088	中国神华	1.660	1.810	2.010	15	13	12	增持
601666	平煤股份	1.452	1.889	2.220	14	11	9	增持
601898	中煤能源	0.690	0.750	0.910	15	14	12	增持
601699	潞安环能	2.517	2.632	3.055	19	19	16	增持
601101	昊华能源	2.116	2.434	3.197	22	19	14	增持
601918	国投新集	0.705	0.886	1.135	19	15	12	增持

数据来源：天相投资顾问有限公司

对个股的投资我们建议投资市值偏小的个股，在个股的选择上我们推荐：1、利润增速较高，且估值偏低的**露天煤业（002128）**；2、在资源重组大背景下，集团可注入资产较多的大**同煤业（601001）**。

露天煤业（002128）：蒙东地区褐煤龙头

- 经我们测算，2011 年天相煤炭行业中露天煤业的业绩增长、盈利能力均排名居前，公司 2011 年业绩有保障，并且露天煤业目前估值正处于一个低点，估值也相对安全；
- 公司于 2010 年 9 月 30 日完成了对集团二号露天矿开采权的收购，集团剩余承诺中的煤炭资源尚有 1400 万吨/年左右的产能，预计集团全部履行承诺时，公司煤炭产能将突破亿吨级；
- 集通铁路二线扩能工程、锡多铁路二线扩能工程和新建的正蓝旗至张家口铁路均已正式开工建设，铁路网的完善将加快公司煤炭“侵占”市场的步伐；
- 国家发改委组织内蒙专题调研，此次内蒙振兴计划主攻内蒙矿产资源等，公司作为蒙东地区褐煤龙头企业未来的发展，在此次振兴规划中将得到政策面的支持；
- 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.35 元、2.01 元、2.39 元，对应上一交易日收盘价计算，公司 2010-2012 年的市盈率分别为 17 倍、11 倍、10 倍，我们维持公司“增持”的投资评级。

表格 2：部分煤炭上市公司业绩增速、毛利率及当前估值对比



2011E 业绩增速		2010 年前三个季度毛利率均值		当前估值	
永泰能源	163.61%	西山煤电	52.11%	平煤股份	13.79
露天煤业	48.81%	昊华能源	50.78%	露天煤业	16.84
山煤国际	33.58%	露天煤业	50.00%	神火股份	15.25
盘江股份	31.59%	盘江股份	48.24%	中国神华	14.57
平煤股份	30.12%	兖州煤业	47.51%	西山煤电	16.50
国投新集	25.72%	大同煤业	47.37%	兰花科创	17.23
煤气化	20.71%	中国神华	44.20%	中煤能源	15.39
西山煤电	15.89%	煤气化	40.21%	盘江股份	20.57
大同煤业	15.24%	中煤能源	39.47%	国投新集	19.46
昊华能源	15.02%	国投新集	36.41%	永泰能源	42.02
神火股份	12.54%	潞安环能	35.50%	山煤国际	22.18
兰花科创	11.50%	兰花科创	35.32%	恒源煤电	17.66
兖州煤业	10.87%	平煤股份	34.36%	潞安环能	19.49
国阳新能	9.20%	恒源煤电	28.24%	昊华能源	21.52
中国神华	9.04%	开滦股份	25.04%	兖州煤业	19.28
中煤能源	8.70%	神火股份	24.59%	煤气化	26.79
开滦股份	8.18%	国阳新能	21.38%	开滦股份	24.91
潞安环能	4.56%	永泰能源	18.58%	国阳新能	22.76
恒源煤电	2.95%	山煤国际	12.69%	大同煤业	25.39

数据来源：天相投资顾问有限公司

大同煤业（601001）：集团注资空间最大

- 经过我们测算，在资源重组背景下，集团注资对上市公司产能增长影响最大的为大同煤业，同煤集团预计未来权益产能扩张接近 2 亿吨，是公司目前产能的 6 倍左右，并且集团承诺在不迟于 2014 年之前将全部煤炭资源注入公司，公司未来业绩增长将得到保障；
- 公司处于我国主要运煤通道大秦线的始端，较容易获得较多的运能配置，在当前运能仍然不足的情况下，公司地理上的优势明显；
- 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.85 元、0.91 元、1.03 元，对应上一交易日收盘价计算，公司 2010-2012 年市盈率分别为 25 倍、24 倍、21 倍，我们维持公司“增持”评级。

表格 3：部分上市公司产能与集团产能对比

	上市公司权益产能（万吨）	集团权益产能（万吨）	集团/公司
大同煤业	2,890	19,300	6.68
开滦股份	1,060	5,000	4.72
西山煤电	3,365	15,480	4.60
国阳新能	2,800	12,630	4.51
国投新集	2,094	5,069	2.42
盘江股份	1,075	2,430	2.26

恒源煤电	1,280	2,530	1.98
山煤国际	703	1,262	1.80
潞安环能	4,200	7,000	1.67
露天煤业	3,600	5,000	1.39
平煤股份	3,110	4,000	1.29

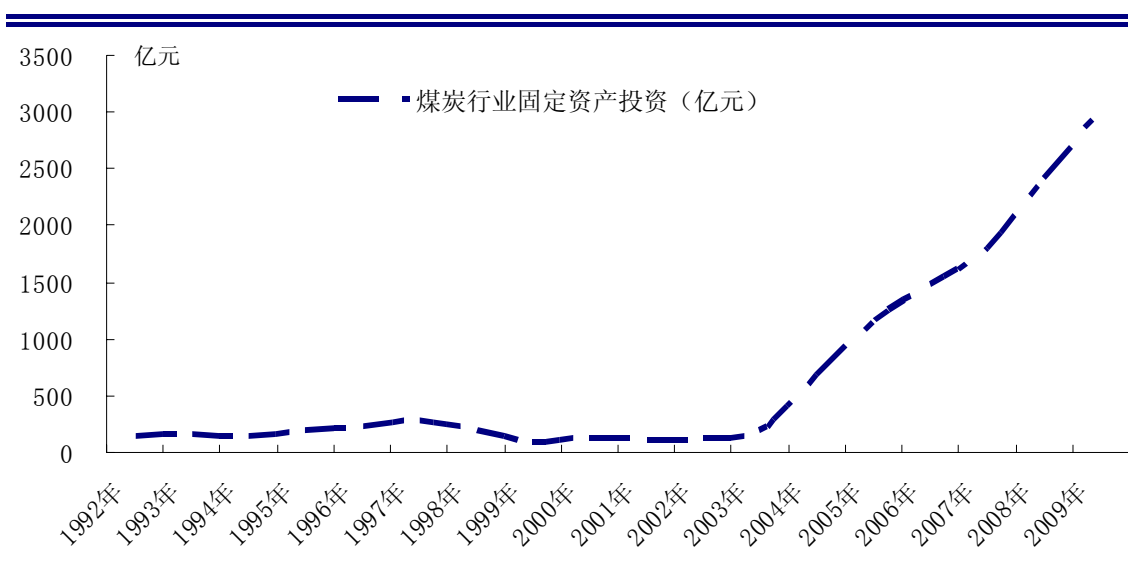
数据来源：天相投资顾问有限公司

3. 2011 年供需有望保持平衡 阶段性运能不足

3.1 预计明年我国原煤产量有望达到 35 亿吨

在“十一五”期间，我国煤炭行业固定资产投资增速加快，我国原煤产量也随着急速增加，从今年截至 9 月份的数据以及历史固定资产投资情况来看，2010 年原煤产量有望达到 32 亿吨，在此基础上我们预计 2011 年我国原煤产量将达 35 亿吨，我国国内原煤供给的变量来自新建和关闭的煤矿。

图表 6：我国煤炭行业固定资产投资额走势



资料来源：国家统计局；天相投资顾问有限公司

3.1.1 煤炭行业固定资产投资为新增煤炭量的第一要素

我们假设新建矿井的一般建设周期为 2 年，对应 2011 年新投产的矿井的固定资产投资为 2009 年，国家统计局显示，2009 年我国煤炭行业固定资产投资额为 3021 亿元，在不考虑煤炭资源整合、淘汰落后产能的因素下明年我国煤炭的产能接近 38 亿吨，以下是我们对我国煤炭产能增加量的推理。

从国家统计局数据来看，2008 年我国国有煤矿产能为 17 亿吨，较 2007 年的 14.36 亿吨增加 2.65 亿吨，我们假设新增的国有煤矿产能占全国煤矿产能的 80%（通过资源整合，国有煤矿产量将是主力），则 2008 年全国新增煤炭产能为 3.31 亿吨，以 2006

年的 1479.40 亿元煤炭行业固定资产投资计算（2 年建设周期），2008 年煤炭行业每单位产能投资额为 446.83 元/吨，我们假设 2009 年、2010 年、2011 年煤炭行业固定资产投资效益的增速分别为 8%、9%、10%，对应 2009 年、2010 年、2011 年全国煤炭新增产量分别为 3.74 亿吨、4.58 亿吨、5.17 亿吨。

表格 4：我国煤炭产能增量预测

国有煤矿产能（万吨）		
2007 年	143562	
2008 年	170049	
2008 年新增产能	26487	
2008 年全国煤炭产能增量（假设占全国的 80%）	33108.75	
对应的 2006 年煤炭行业固定资产投资额（亿元）	1,479.40	
煤炭行业每单位产能投资额（元/吨）		假设增速
2008 年	446.83	
2009E	482.58	8%
2010E	526.01	9%
2011E	578.61	10%
煤炭行业固定资产投额（亿元）		
2007 年	1,805.05	
2008 年	2,410.79	
2009 年	3,021.00	
全国煤炭产能增量（万吨）		供给量
2009E	37,404.40	
2010E	45,831.73	
2011E	51,740.98	380,572.72

数据来源：天相投资顾问有限公司

3.1.2 淘汰落后产能、煤炭资源整合为煤炭供给的减量

从近年来淘汰的煤炭落后产能数据来看，2010 年将淘汰 1.22 亿吨左右，关闭小煤矿 1259 个，按照目前尚存的小煤矿数量来看，我们预计明年淘汰的煤炭落后产能将维持今年的 1.2 亿吨。

表格 5：我国淘汰煤炭落后产能部分政策

《2009 年经济和社会发展计划执行与 2010 年草案报告》中显示，2009 年淘汰煤炭行业落后产能 5000 万吨； 《国务院关于进一步加强的淘汰落后产能工作的通知》显示，2010 年底前关闭不具备安全生产条件、不符合产业政策、浪费资源、污染环境的小煤矿 8000 处，淘汰产能 2 亿吨； - 国家能源局在煤矿整顿关闭淘汰落后产能工作现场会上表示，截至 2010 年 9 月中旬，全国已关闭小煤矿 1259 个，淘汰落后产能 11296 万吨，2010 年我国计划关闭小煤矿 1539 处，淘汰落后产能 12167 万吨，目前不具备安全生产条件和违反煤炭产业政策的小煤矿仍达到 1500 多个，应坚持予以关闭或者整顿提高。
--

数据来源：天相投资顾问有限公司

我国的各个产煤大省中，除了内蒙于 2006 年完成了煤炭资源整合，山西、河南的煤炭资源整合工作已经完成或者接近尾声之外，其他产煤大省目前也有煤炭资源整合的规划，且明年为“十二五”的第一年，从刚结束的全国煤炭工作会议的精神来看，“十二五”期间煤炭资源整合将成为煤炭行业的主线，煤炭资源整合是煤炭供给减量的另一决定因素。

我们假设受 2011 年煤炭资源整合减少的煤炭供给，和 2009 年以山西为主导的煤炭资源整合、2010 年以河南为主导的煤炭资源整合减少的煤炭供给量基本持平，我们预计 2011 年因煤炭资源整合减少的煤炭供给约为 1 亿吨。

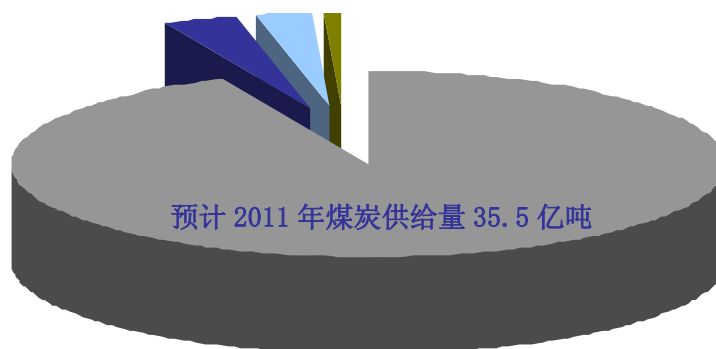
表格 6：我国煤炭资源整合部分规划政策

- 全国煤炭工作会议：“十二五”期间煤炭工业总体发展目标——到 2015 年，形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，全国煤矿采煤机械化程度达到 75%以上，千万吨级煤矿达到 60 处；
- 陕西省：煤矿整顿关闭和资源整合专题会议的数据显示，计划利用三年时间对陕西煤炭资源进行整合。至 2011 年 6 月底，全省保留煤炭企业 120 个，2012 年保留矿井 450 处。煤矿机械化程度达到 90%，陕北取缔年产 30 万吨以下的矿井，关中取缔年产 9 万吨以下的矿井。陕西现有各类煤矿 661 处，其中国有重点煤矿 47 处、国有地方煤矿 81 处、乡镇煤矿 533 处；
- 贵州：贵州省新一轮煤矿关闭整合工作将全面展开。经过 2~3 年努力，贵州煤矿企业个数将从目前的 1000 多个减少到约 200 个。贵州省能源局透露，按照国家相关部门的要求和贵州省安排，2010 年 12 月 31 日以前，贵州省年设计生产能力 6 万吨以下的小煤矿将全部进行关闭，2012 年以前，除个别煤层较薄地区以外，贵州年设计生产能力 9 万吨以下的小煤矿也将全部关闭，贵州现有小煤矿总数仍达 1000 余个，通过关闭整合，贵州单个煤矿企业管理的矿井年设计生产能力将不得低于 100 万吨。

资料来源：天相投资顾问有限公司

另假设因资源枯竭报废矿井假设有 3000 万吨的产能，我们初步估算 2011 年煤炭供给的减量约为 2.5 亿吨，结合预测煤炭增量的图标来看，2011 年我国原煤产量约为 35.5 亿吨。

图表 7：2011 年煤炭供给量



资料来源：天相投资顾问有限公司

3.2 明年煤炭供需基本平衡

我国煤炭的主要下游行业为电力、钢铁、水泥、化肥，我们按照 2008 年以来四大行业耗煤占比的均值来计算，我们假设 2011 年四大行业耗煤占比为 82%(前四年的平均值)，但是通过计算，我们发现 2011 年四大行业耗煤占比小于往年的平均水平，基本接近 2009 年金融危机时的水平，在预计明年经济平稳增长的前提下，结合以上数据来看，我们的结论为：2011 年煤炭在供给和需求方面基本保持平衡。

表格 7：四大行业耗煤情况

	2008 年	2009 年	2010.1-9 月	2010E	2011E
电力耗煤	135,943.11	144,258.11	120,370.02	164,150.00	164,485.00
钢铁耗煤	45,893.93	52,979.87	43,626.10	57,224.00	61,801.92
水泥耗煤	31,805.59	36,656.79	30,989.13	42,550.00	46,805.00
化肥耗煤	9,027.56	9,216.56	6,854.70	9,000.00	9,450.00
四大行业耗煤	222,670.19	243,111.33	201,839.95	272,924.00	282,541.92
原煤产量	271,582.84	304,988.62	244,664.47	320,000.00	355,000.00
四大行业耗煤占比	81.99%	79.71%	82.50%	85.29%	79.59%

资料来源：天相投资顾问有限公司

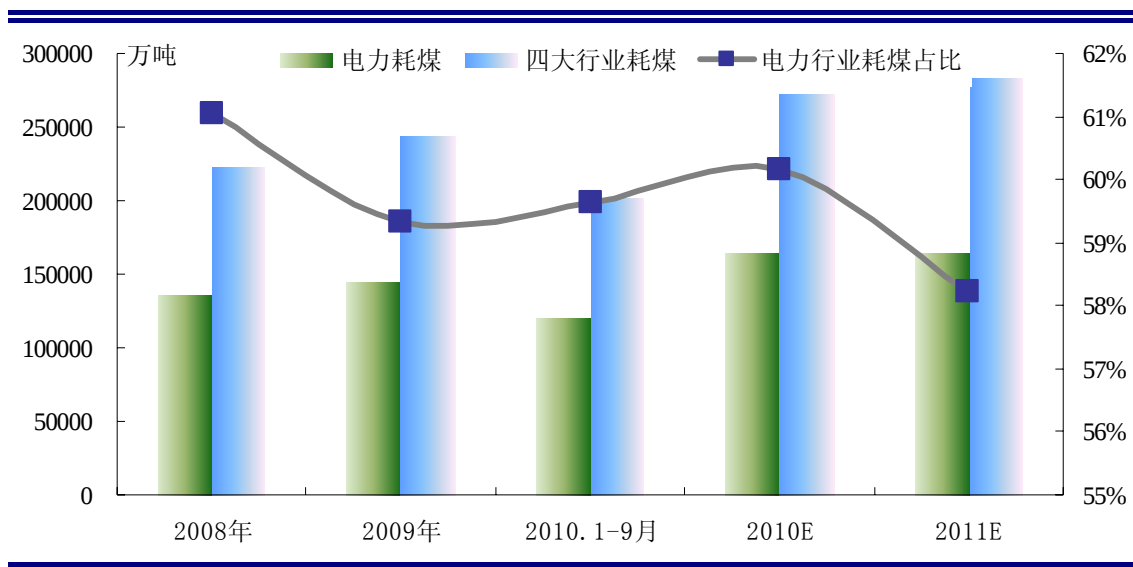
3.2.1 明年火电耗煤仍是主力

电力为煤炭的第一大用户，从历来的数据来看，火电发电用煤量约为原煤产量的 60%，我们预计 2010 年的发电量约为 3.35 万亿千瓦时，2011 年的增量为 8%至 3.62 万亿千瓦时，按照近两年火电发电耗煤量 490k/kwh（折合标煤为 350 标准煤/kwh）计算，2011 年的电力发电耗煤约为 16.45 亿吨，约占我们预测的 2011 年原煤供给量的 58.22%，仍为耗煤的主力军，但是较历史平均水平的耗煤量 60%低 1.78 个百分点。

从我们预计的 2010 年发电量来看，2010 年的发电量增速为 12.36%，而我们假设

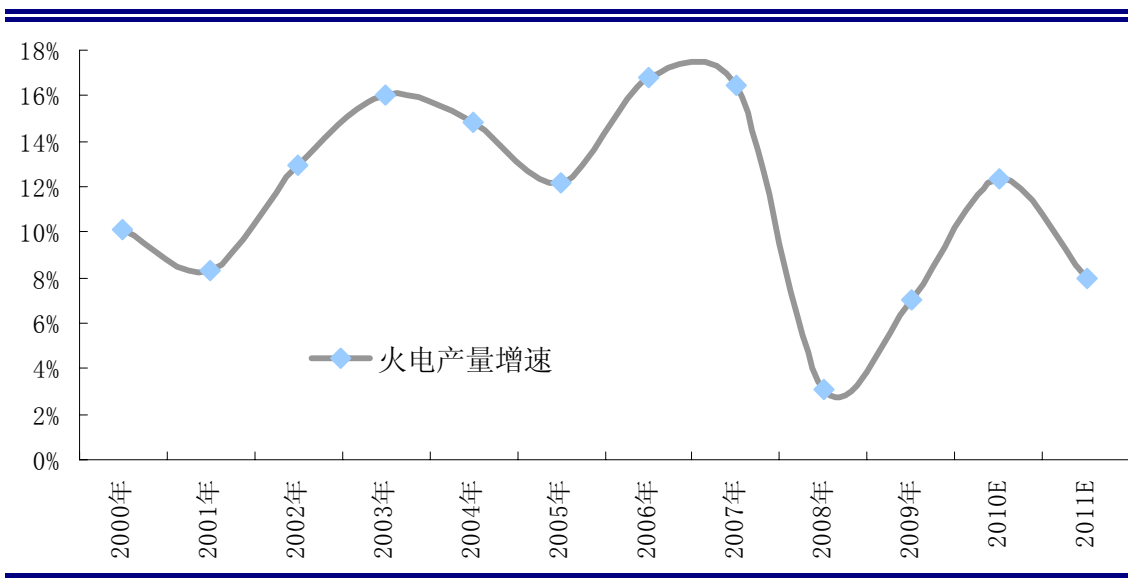
的 2011 年发电量增速为 8%，即低于 2010 年的发电量增速，同时也低于我们推测的 2011 年原煤供应量约为 9% 的增速，由此我们推测 2011 年供发电的煤炭量在排除意外因素的情况下将略为宽松。

图表 8：电力行业耗煤情况



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 9：火电发电量走势



资料来源：天相投资顾问有限公司

3.2.2 保障房建设将成为煤炭需求的新增长点

钢铁行业为耗煤第二大户，从历年的数据来看，钢铁行业耗煤占原煤产量的 20% 左右，据天相钢铁组分析师测算，2010 年粗钢产量约为 6.22 亿吨，2011 年增速为 8% 至 6.72 亿吨，我们根据历史粗钢产量和钢铁行业耗煤量测算，我们假设 2011 年的吨钢耗煤系数为 0.92，我们预计 2011 年钢铁行业耗煤量约为 6.18 亿吨。



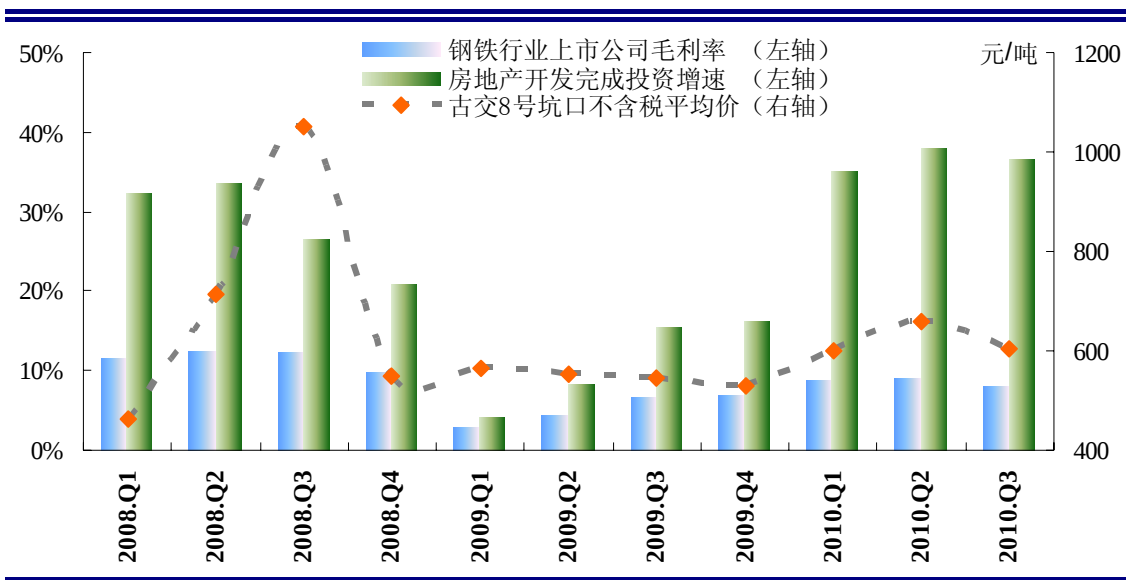
表格 8: 钢铁行业耗煤情况

	2008 年	2009 年	2010.1-9 月	2010E	2011E
钢铁耗煤 (万吨)	45,893.93	52,979.87	43,626.10	57,224.00	61,801.92
粗钢产量 (万吨)	50,214.74	56,639.98	47,449.60	62,200.00	67,176.00
吨钢耗煤	0.91	0.94	0.92	0.92	0.92

资料来源: 天相投资顾问有限公司

在焦煤-焦炭-钢铁的产业链上, 经过中国十多年的重工业发展道路, 焦炭行业和钢铁行业均处于产能过剩的状态, 在这种局面下, 资源本身的稀缺性由于下游情况的恶化导致难以提价, 从历史数据上看, 焦煤价格的变动一般跳过其产业链中的焦炭, 直接和钢铁行业业绩的变化更具相关性, 而钢铁的主要下游行业为房地产行业, 经过我们研究, 焦煤价格、钢铁行业毛利率和房地产固定资产投资增速的走势有较大的拟合, 对于焦煤行业发展的前景, 我们从房地产行业未来的发展中寻找端倪。

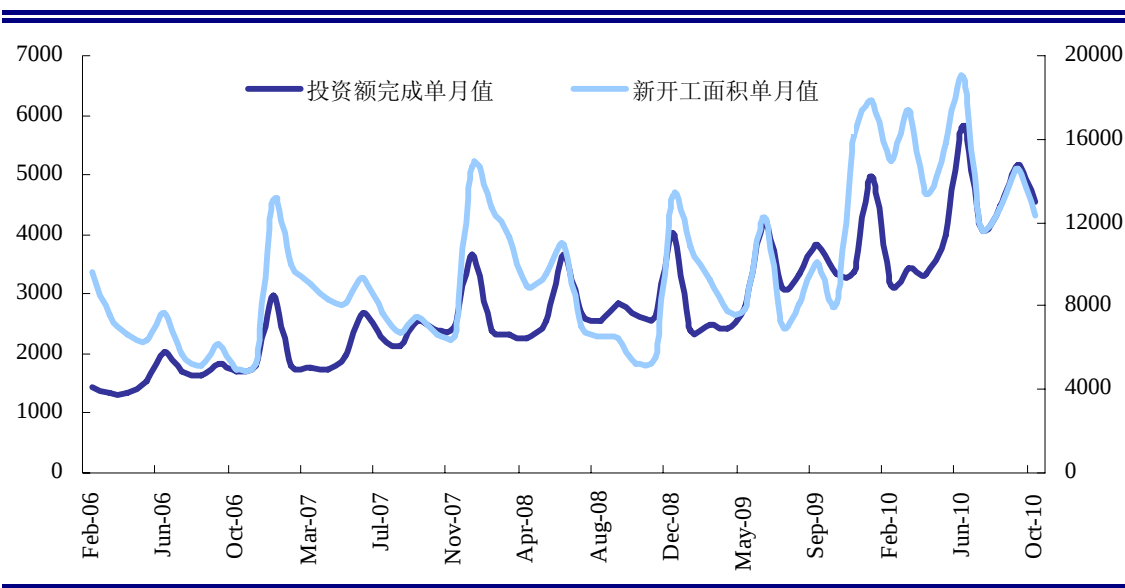
图表 10: 钢铁行业毛利率、房地产投资增速和焦煤价格走势对比



资料来源: 天相投资顾问有限公司

2010 年以来国家密集的房地产政策的出台, 房地产投资和新开工面积增速均有所回落, 从国家对房地产行业调控强硬的态度来看, 短期内的政策倾向难以改变, 与房地产行业调控的同时, 中央对于“十二五”期间房地产行业规划的建议, 已明确了“强化各级政府职责, 加大保障性安居工程建设力度, 加快棚户区改造, 发展公共租赁住房, 增加中低收入居民住房供给”的指导思想, 在这一政策的影响下, 保障性住房的建设将成为钢铁消耗的另一增长点, 或能部分补足因房地产行业调控而减少的钢铁消耗量, 进而刺激焦煤的需求量。

图表 11: 房地产行业投资完成额和新开工面积走势对比



资料来源：天相投资顾问有限公司

房地产行业“十二五”规划初稿显示，2010 年、2011 年和 2012 年全国分别要建设 580、680 和 620 万套保障房。

我们假设保障性住房的平均面积为 60 平方米，按此测算，2011 年保障性住房面积将达到 4.08 亿平方米，2010 年国土资源部的土地供应规划中保障房面积占比为 13% 达 2.45 亿平方米，2011 年的保障房供地面积将同比增长 60% 以上，假设 2011 年全国土地供应增长 10% 的话，在国家“一手抓房价，一手抓保障”的政策下，预计保障房的面积将占 20% 的比例，保障房的建设消耗的煤炭将部分补回因房地产调控影响的煤炭需求量，并且随着钢铁行业去库存化的结束，2011 年房地产行业对煤炭的需求量的拉动还是值得期待的。

表格 9：供地面积规划预测

用地计划		2010 年供地面积 (万平方米)	占比	2011E 供地面积 (万平方米)	占比
保障房	· 廉租房	7051	4%	12193	6%
	· 经济适用房	17402	9%	28451	14%
棚改房用地		36606	20%	40645	20%
中小套型商品房用地		80431	44%	81290	40%
大中高档房用地		43259	23%	40645	20%
住房建设用地总量		184749	100%	203224	100%
住房建设用地总量增速		-	-	10%	-

资料来源：国土资源部，天相投资顾问有限公司

3.2.3 水泥、化肥煤炭需求量持续看好

据天相建材组分析师测算，预计 2010 年水泥产量有望达到 18.5 亿吨，2011 年将保持 10% 的产量增速，我们按照往年吨水泥耗煤系数 0.23 计算的话，我们预计 2011 年水泥耗煤约为 4.68 亿吨。

表格 10: 水泥行业耗煤情况

	2008 年	2009 年	2010.1-9 月	2010E	2011E
水泥耗煤(万吨)	31,805.59	36,656.79	30,989.13	42,550.00	46,805.00
水泥产量(万吨)	138,285.16	163,725.13	134,735.70	185,000.00	203,500.00
吨水泥耗煤	0.23	0.22	0.23	0.23	0.23
四大行业耗煤	222,670.19	243,111.33	201,839.95	272,924.00	282,541.92
水泥行业耗煤占比	14.28%	15.08%	15.35%	15.59%	16.57%

资料来源: 天相投资顾问有限公司

据天相化工组分析师测算, 预计 2010 年合成氨(氮肥主原料, 约 80%的合成氨由煤炭生产)产量有望达到 5000 万吨, 2011 年将保持 5%的产量增速, 我们按照往年吨合成氨耗煤系数 1.8 计算的话, 我们预计 2011 年合成氨耗煤约为 9450 万吨。

表格 11: 合成氨耗煤情况

	2008 年	2009 年	2010.1-9 月	2010E	2011E
合成氨耗煤(万吨)	9,027.56	9,216.56	6,854.70	9,000.00	9,450.00
合成氨产量(万吨)	5,015.29	5,120.30	3,808.90	5,000.00	5,250.00
有煤产合成氨(80%)	4,012.23	4,096.24	3,047.12	4,000.00	4,200.00
吨合成氨耗煤	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
四大行业耗煤	222,670.19	243,111.33	201,839.95	272,924.00	282,541.92
合成氨耗煤占比	1.80%	1.68%	1.51%	1.47%	1.49%

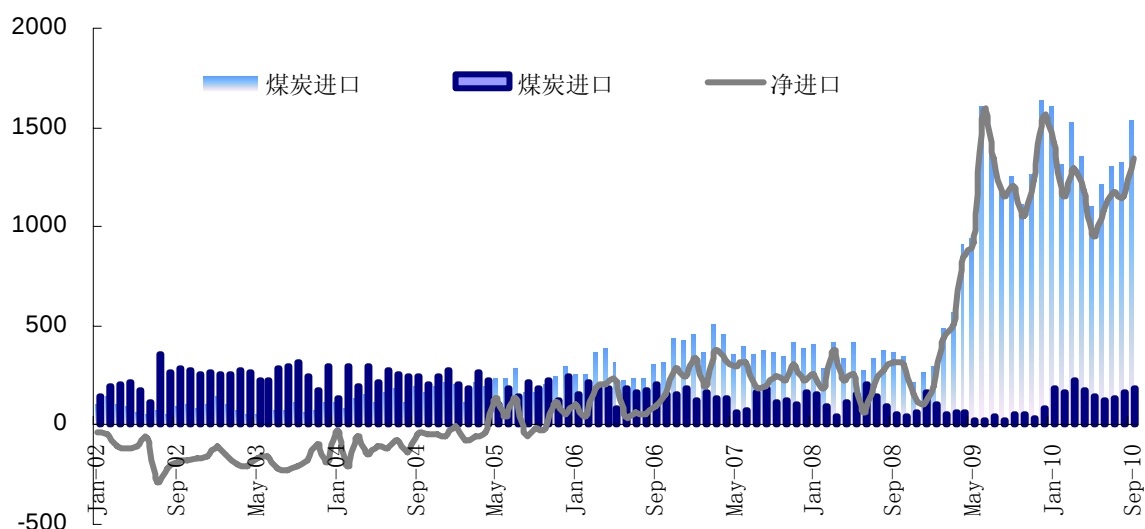
资料来源: 天相投资顾问有限公司

3.2.4 净进口煤量将维持今年水平

自从 2009 年以来, 我国一举转变为煤炭的净进口国。截至 2010 年 9 月份, 我国 2010 年净进口煤炭量为 1.08 亿吨, 已经超越了 2009 年全年 1.04 亿吨的净进口煤量, 今年净进口煤有望达到 1.2 亿吨。

国际煤炭补充了国内煤炭因运力造成的供应缺口, 以及因国内煤价过高导致的下游行业采用国际煤炭, 我们对 2011 年净进口煤炭的判断为: 在明年供需基本平衡的情况下, 不考虑特殊因素的, 我们预计明年的净进口量将维持在 1-1.2 亿吨左右, 如果煤炭行业设定产量上限的话, 我国煤炭进口量将持续上涨。

图表 12: 我国煤炭进出口走势



资料来源：天相投资顾问有限公司

3.3 运力问题将逐步缓解 阶段性紧张局面将持续

自我国发展重工业道路以来，运力问题一直伴随着我国煤炭行业的发展，是刺激煤价上涨的重要因素，目前我国煤炭从产地到港口的运输主要以铁路运输的方式为主，“三西”地区是我国主要的煤炭调出区，目前“三西”地区煤炭外运的铁路运力正在逐步扩能，运力瓶颈问题得到缓解，但是由于我国煤炭需求旺季时煤炭需求量较大，煤炭的运力压力较为集中，在煤炭运力尚不足的情况下，我们预计 2011 年煤炭的有效供给阶段性紧张的局面仍将持续。

表格 12：2011 年主要运煤通道运能预测

	干线	2011E(亿吨)	备注
北通道	大秦铁路	4	大部分通过天津港、秦皇岛港、黄骅港、唐山港转海运。
	丰沙大铁路	0.3	
	神朔黄铁路	2	
	集通铁路	0.1	
	京原铁路	0.2	
中通道	石太线	1.5	大部分经石德铁路转青岛港转海运。
	邯长铁路		
南通道	侯月铁路	1.5	经日照港、连云港转海运。
	太焦铁路		
	陇海铁路		
	西康铁路		
	宁西铁路		
合计		9.60	

资料来源：天相投资顾问有限公司



4. 风险提示

- 1、宏观经济增长放缓，导致对煤炭下游行业电力、钢铁等的需求减少，从而对煤炭的需求减少；
- 2、发改委明确规定 2011 年重点合同煤价不得超过 2010 年水平，政策干预煤炭价格的上涨。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040