

增持(维持)

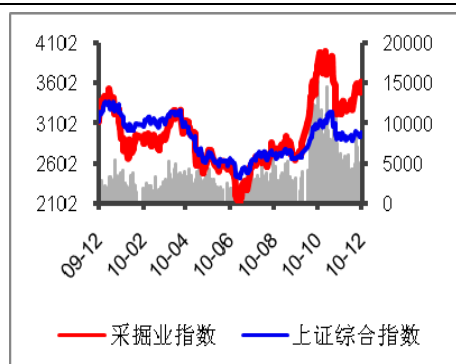
流动性，运力，经济复苏贯彻 2011 年

市场数据

报告摘要:

煤炭行业指数	3613.36
三个月涨跌幅	35%
上证综合指数	2877.90
沪深 300 指数	3249.51

相对股价表现



相关研究

分析师：钱小丽

8621-68761616-8098
qianxl@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26
楼,200122
<http://www.tebon.com.cn>

一，“十二五”期间，煤炭行业集中度进一步提高：煤炭企业产业集中化的提高，上游煤炭企业可以需定产，定价话语权提高，支撑煤炭价格。“十二五”期间，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，十二五规划还将煤矿企业的数量目标控制为 4000 家。到 2015 年，30 万吨以下的小煤矿产量将减少为 5 亿吨，占全国煤炭总产量的 13%。煤炭总产量将达到 36-38 亿吨，大型煤矿占 25 亿吨，将从“十一五”期间 56%提高到 66%，大型煤矿成为产煤主导。

二，2011 年供需基本平衡，运输能力趋紧，导致季节性区域供给偏紧：“十二五”期间煤炭供给进一步西移，运输扮演供给中重要角色。我们从供给、下游耗煤需求等维度来分析得出明年煤炭供需基本达到平衡。供给侧明年煤炭增量主要来自蒙陕，山西改扩建矿释放产能很少，其他主要产煤省份释放产量也不多。需求侧主要从四大耗煤行业来分析，火电、焦炭、钢铁、建材、化工仍保持一定的增速，但增速有所放缓，主要考虑国家进行产业结构调整，导致重化工产量增速下降引致耗煤增速下降。同时考虑到明年运输增量仍旧不多，运输能力不能满足新增产能，导致季节性供给略紧张。我们预计明年进口煤仍旧维持高的水平，国际煤炭价格维持高位也支撑国内煤炭价格。

三，投资策略：国家政策将从宽松货币回归正常。明年上半年 CPI 仍旧处于高位，需要紧缩流动性来抑制通货膨胀，随着下半年 CPI 回落，政策将有所放松，明年下半年煤炭需求量将有较大幅度增长。我们得出的结论是：根据往年通货膨胀时期得出煤炭价格上涨滞后于 CPI 上涨和大宗商品价格上涨，但考虑到紧缩政策来抑制通货膨胀，明年前半段总体处于震荡格局。随着流动性预期好转，下游耗煤需求增速上升，供给可能略显偏紧。同时对于 2011 年，外围环境仍是一个不确定的因素，欧洲主权债务危机以及美国经济复苏前景的不确定性将使得美元波动频繁，对大宗商品及煤炭价格走势造成影响。我们看好以下几类公司。一，资产注入预期比较强烈，如开滦股份，2010 年集团产量将突破 5000 万吨，集团许多成熟资产都已具备良好盈利能力，符合注入标准。二，稀缺资源类炼焦煤公司，钢厂高炉大型化，对优质炼焦煤需求越来越大。利好于如焦煤龙头企业西山煤电、区域焦煤龙头冀中能源。三，基本面比较好的公司，内涵式增长+外延式扩张。如潞安环能，忻州、临汾整合矿井释放产能，企业所得税优惠政策等。如兰花科创，整合矿井将在 2011 年释放产能，化肥业务减亏复产。

四，风险因素：发改委限制煤炭价格的上涨；货币紧缩超预期；美元指数强劲反弹，大宗商品超预期下跌。

目录

1.煤炭行业历史回顾.....	1
2.“十二五”期间煤炭的几大看点	2
3. 2011 年煤炭供需面分析.....	5
3.1 各个产煤大省的历年煤炭供给情况	5
3.2 煤炭固定资产仍旧投资保持高位	6
3.3 2011 年“三西”仍是煤炭供应大省，“蒙陕”是供应主力	7
3.4 运力仍旧制约煤炭的供给	8
3.5 2011 年进口仍旧维持高的水平	10
3.6 下游需求耗煤	11
4. 煤炭价格稳中上涨.....	12
4.1 明年重点合同电煤价格涨价被限制，不影响现货煤价	12
4.2 看好炼焦煤价格	14
5. 2011 年投资策略.....	15

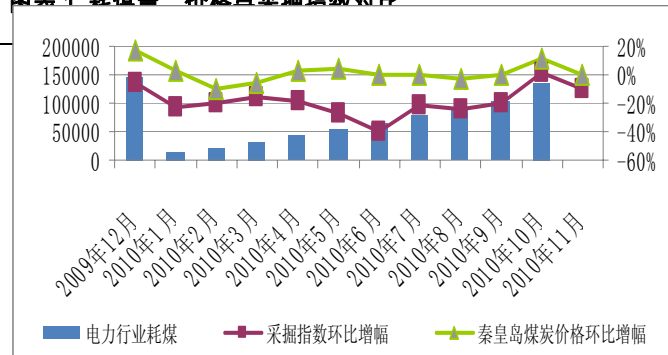
图表 1 耗煤量、价格与采掘指数对比	2
图表 2 广义货币供应 M2、CPI 与采掘指数对比	2
图表 3 中原煤、美元走势对比	2
图表 4 CRB 综合现货与金属现货走势	2
图表 5 全国、三西产量（单位：万吨）	6
图表 6 三西产量、增量占比趋势	6
图表 7 煤炭进口增速很快	10
图表 8 秦皇岛煤炭价格小幅下跌(单位:元/吨)	13
图表 9 澳大利亚 BJ 价格小幅上涨(单位:美元/吨)	13
图表 10 国际三大港口动力煤现货价(单位:美元/吨)	13
图表 11 日澳焦煤协议价(单位:美元/吨)	15
表一：煤炭行业固定资产投资（单位：亿元）	7
表二. 山西煤炭集团产量情况	7
表三. 现有煤炭铁路运输能力的预测	9
表四. 下游四大行业耗煤总量	11
表五：重点公司盈利预测及投资评级	16

1.煤炭行业历史回顾

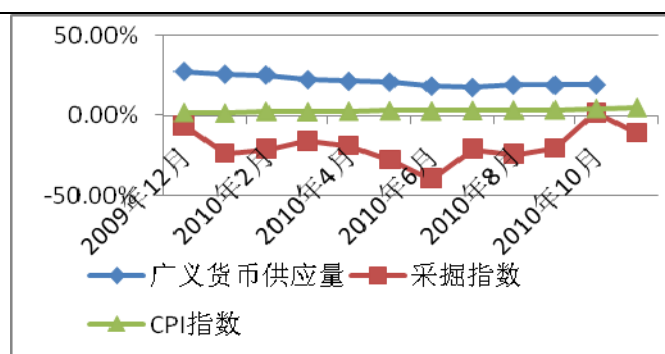
✚ 2010 年 1-10 月煤炭产量为 276892.23 万吨，同比增长 14.7%；全国国有重点煤矿原煤产量为 140296.13 万吨，同比增长 11.72%；全国国有地方煤矿原煤产量为 42696.14 万吨，同比增长 16.16%；全国乡镇煤矿原煤产量为 91717.84 万吨，同比增长 24.63%。我们在年度报告中预测 2010 年煤炭整体供需平衡，但由于受经济结构调整和节能减排的影响，下游耗煤需求增速放缓，当时我们观察先行指标库存情况，不管是中转地库存、下游库存，煤矿库存都处于高位，基本面一般。我们预测 2010 年煤炭产量为 32 亿吨左右，下游耗煤需求为 33 亿吨，全年整体供需平衡，区域、季节因素导致煤炭供给略紧。

✚ 煤炭具有双重属性：商品属性和资源属性。在流动性泛滥时期，煤炭的资源属性表现突出；为了防止经济通缩，美、日实行定量宽松的货币政策，导致全球流动性泛滥，大量的热钱涌入新兴市场国家，美元大幅贬值，原油价格大幅上涨，大宗商品价格暴涨，同时煤炭股存在估值洼地，导致煤炭股大涨。截止 2010-11 月，中国广义货币供应量 M2 同比增长 19.5%，CPI 同比增长 5.1%，预计新增新贷超额发放。

图表 1 耗煤量 价格与采掘指数对比

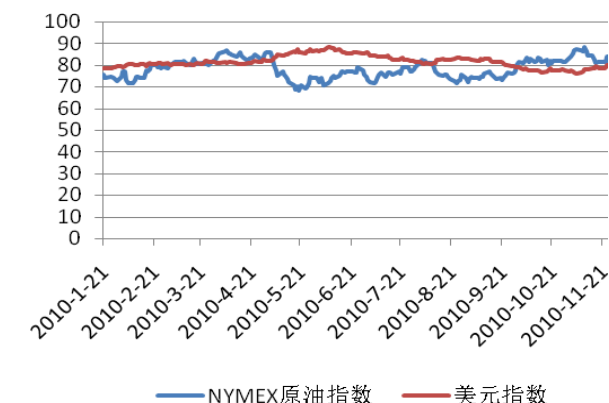


图表 2 广义货币供应 M2、CPI 与采掘指数对比

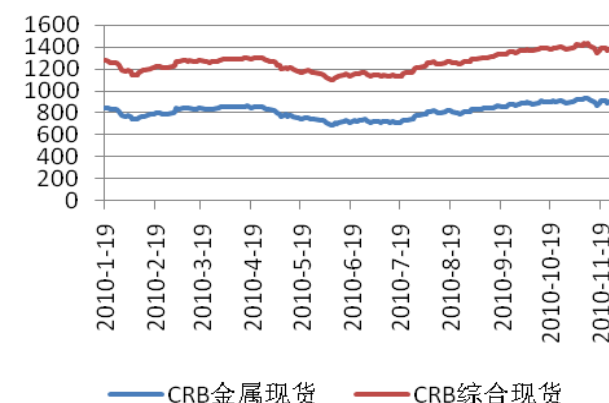


资料来源: WIND、中国煤炭资源网、德邦研究所

图表 3 中原煤、美元走势对比



图表 4 CRB 综合现货与金属现货走势



资料来源: WIND、德邦研究所

2.“十二五”期间煤炭的几大看点

中国能源主体“煤老大”在“十二五”期间实现“低碳”能源转型显得尤为迫切，国际承诺“到 2020 年，我国非化石能源消费占一次能源的比重将达到 15%，中国国内单位生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%。”“十二五”期间万元 GDP 能耗年复合减少 3.2%左右，水电和

核电占一次能源比重将提高 1.5%，风电、太阳能、生物质能新能源占一次能源比重将提高 1.8%，原煤占一次能源比重将由 70%左右降低到 65%，煤炭的高效低碳化利用呼唤大型煤炭、煤电、煤化工基地的建设。煤企并购重组、大型煤炭基地建设、煤炭科技创新将成为“十二五”期间我国煤炭工业节约化，低碳化的三大推手。煤炭的利用发展方向，发展现代煤化工，现代煤化工主要是把煤变成油，把煤变成烯烃、天然气。中国烯烃大概一年是 7000 万吨，煤制烯烃与原油相比，在成本上有很大的竞争优势。

✚ 召开的全国煤炭工作会议中提出：到 2015 年形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业：全国煤炭采煤机械化程度达到 75%以上，千万吨级煤矿达到 60 处，大型煤炭产量占全国的 65%以上。“十一五”规划中“到 2010 年形成 6 至 8 个亿吨级和 8 至 10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团，大型煤企煤炭产量占全国的 50%以上。据国家能源局预计，2010 年全国煤炭年产量超过亿吨的企业集团将超过 6 家，年产量 5000 万吨到亿吨的企业集团将超过 9 家。“十二五”期间产业集中度将越来越高，可以进一步提高煤炭利用效率。其中，“十二五”期间神东、陕北、黄陇、宁东基地，将着力推进资源整合、合理布局，建成一批世界一流的千万吨级矿井群，加快运煤通道建设，保障全国煤炭稳定供应。晋北、晋中、晋东基地，要重点做好整合煤矿升级改造，发展煤层气产业，对优质炼焦煤和无烟煤资源实行保护性开发。蒙东基地、内蒙古东部褐煤矿区重点实施煤电一体化，煤炭主要供应东北地区。

✚ “十二五”期间全国煤炭生产开发布局将变为：控制东部、稳定中部、开

发西部。特别的，在建设方面，东部将接续建设，中部适度建设，西部重点建设。东部的煤炭产量将控制在 5 亿吨以内，中部煤炭产量占 35% 左右，西部煤炭产量增量占 65%。届时，“西煤东运，北煤南运”的规模将进一步扩大。而“十一五”期间，产业布局则以区域生产为主。根据煤炭资源、区位、市场等情况划分为煤炭调入区、煤炭调出区、煤炭自给区。其中调入区为京津冀、东北、华东、中南四个规划区，调出区为晋陕蒙甘，自给区为西南、新甘青两个规划区。

企业兼并重组仍是“十二五”期间的重点，煤矿企业的数量目标控制为 4000 家，截止 2010 年 01 月-09 月，关闭煤矿数量为 1611 个，关闭煤矿产能 13459 万吨，煤矿数量从 2005 年的 20622 处下降到 2010 年的 1 万处，产量从 05 年的 10 亿吨下降为 10 年的 7 亿吨。2006-2009 年，关闭小煤矿 7466 处，淘汰落后产能约 3 亿吨/年，“十一五”期间小煤矿减少 10000 个，减少产能 4 亿吨。“十二五”期间，山西、内蒙古、宁夏、甘肃和新疆六省以整合改造为重点，将 30 万吨/年以下的小煤矿退出生产领域；云南和贵州采取以大压小、整合改造和关闭淘汰相结合的方式减少小煤矿数量。到 2015 年，30 万吨以下的小煤矿产量将减少为 5 亿吨，占全国煤炭总产量的 13%。“十二五”期间，关闭小煤矿产能为 2 亿吨左右。

综上所述：在经济结构调整的大背景下，将从固定资产投资拉动经济转变为以内需带动经济，“十二五”期间固定资产投资增速将有所放缓，但仍会保持在高的水平。同时，“十二五”期间将发展“低碳”经济，进一步增加清洁能源的利用，减少煤炭消费占一次能源的比例，煤炭需求增速将

有所放缓,预计“十二五”期末煤炭消费量将达到 40 亿吨左右,“十二五”期间设置了煤炭产量天花板,预计到 2015 年末,煤炭产量达到 38 亿吨,但是根据以往规划煤炭产量的情况来看,“十二五”期间煤炭产量可能再次超过产量规划,截止 2009 年年底,全国煤矿生产能力已经达到 32 亿吨,在建规模约 10 亿吨。按照煤炭的建设周期,将在“十二五”期间投产,考虑到煤矿部分资源枯竭因素,到 2015 年,全国煤炭供应能力可能将达到 40 亿吨。总体来讲,煤炭“十二五”期间供需基本平衡,但考虑到规划前期可能因为区域不平衡,运输能力跟不上煤炭新增量,同时资源整合矿释放产能要到 2012 年下半年,运输条件到 2013 年之后将有所改善,整体来讲 2013 年之前煤炭供给略偏紧,将以进口煤来满足国内煤炭供给的缺口。“十二五”期间,煤炭产业集中度将越来越高,煤炭行业将以需定产,煤炭企业定价话语权将越来越大,支撑上游煤炭价格。同时未来将看好产业结构升级的煤炭企业。

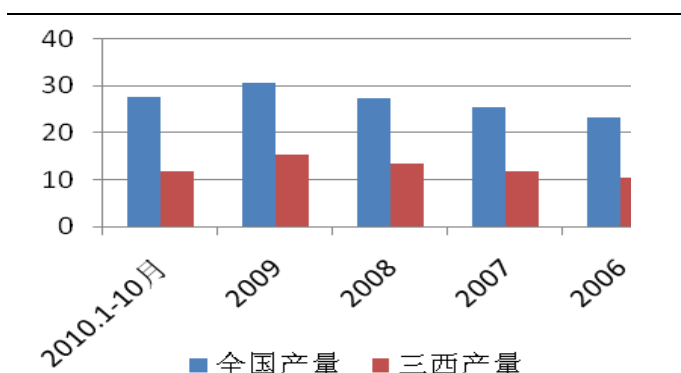
3. 2011 年煤炭供需面分析

3.1 各个产煤大省的历年煤炭供给情况

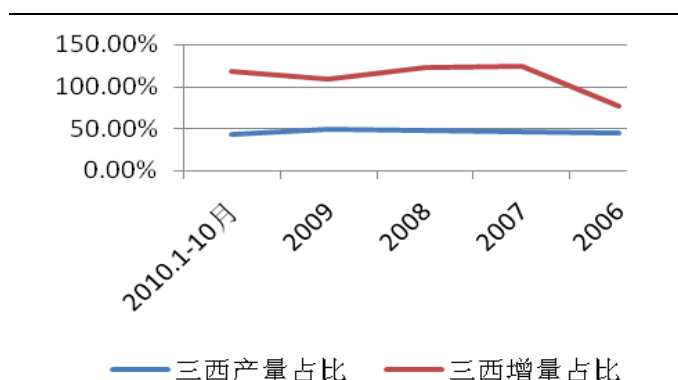
截止 2010 年 10 月,全国原煤产量累计为 27.47 亿吨。其中:山西原煤产量为 4.85 亿吨,同比增长 17.67%;内蒙古原煤产量为 4.50 亿吨,同比增长 32.20%;陕西原煤产量为 2.37 亿吨,同比增长 42.64%;中国神华原煤

产量为 3 亿吨左右，同比增长 7.84%；河南原煤产量为 1.45 亿吨，同比负增长；各个产煤大省占全国煤炭份额为 60%左右，截止 10 月份三西增量为 2.99 亿吨，占原煤增量大约为 75.68%。我们预计 2010 年全国原煤产量约为 32.5 亿吨左右。

图表 5 全国、三西产量 (单位：万吨)



图表 6 三西产量、增量占比趋势



资料来源:中国煤炭资源网

3.2 煤炭固定资产仍旧投资保持高位

在经济结构转型的大背景下，固定资产投资仍旧保持高速增长，同时煤炭行业在高利润的趋势下以及在“十二五”期间仍旧有大量的改扩建在建以及拟建矿，煤炭行业固定资产投资增速维持在 15%左右。我们预测 2011 年固定资产投资增速为 18%左右，2011 年固定资产投资为 4311 亿元，同时假设 2011 年的吨煤投资为 555 元/吨，预测 2011 年新增产能为 4 亿吨左右。

表一：煤炭行业固定资产投资（单位：亿元）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
煤炭行业固定资产投资（亿元）	436	690	1162.9	1459	1805	2399	3021	3653
投资增速	52%	58%	68%	25%	24%	33%	26%	21%
固定资产交付使用率	62%	43%	45%	48%	55%	50%	58%	55%
新增煤炭产能（万吨）	7443	15441	18377	22648	26984	23059	32006	36201
吨煤投资（元 / 吨）	363	193	282	309	368	519	555	555

资料来源：国家统计局，德邦证券研究所

3.32011 年“三西”仍是煤炭供应大省，“蒙陕”是供应主力

“三西”仍是未来几年的主要增产区域。其中：2009 年山西七大煤炭集团占山西产量为 51%左右，随着煤炭产业化的集中，七大煤炭集团产量会进一步增加，预计 2010 年产量占比提高到 52%左右。未来山西主要是靠整合矿扩建释放产量，我们预计 2011 年山西释放产量会比较少，2012 年后会逐步释放产量。“十二五”期间，山西五大集团都会超越亿吨规模。

表二. 山西煤炭集团产量情况

	2007A	2008A	2009A	2010 年 1-11 月
大同集团	6550	6891	7450	8961
焦煤集团	7237	8029	8078	8451
阳泉集团	3303	3729	4346	4455
潞安集团	3578	3738	4181	4022
晋城集团	3221	3744	4261	3939
煤销集团			1560	2461
中煤能源（平朔和煤气化）				9947
山煤集团		327	456	600
兰花集团			679	

地放矿产能			20784	19142
			59354	66596

资料来源：中国煤炭资源网，德邦证券研究所

预计 2010 年陕西的产量将达到 3 亿吨左右。其中：2009 年陕西煤化工和中国神华在陕西的产量占比为 46%，随着往后榆林地区新增规模的扩大，两大主要产煤企业占比会进一步提高。宁夏主要以神华宁煤集团为主体，主矿区集中在宁东地区，2009 年宁煤集团在宁夏原煤产量超过 5000 万吨，占比 90%左右。甘肃主要煤炭生产集团是华亭煤业集团和靖远集团，2009 年产量为 2647 万吨，占比为 67%左右。

预计 2010 年内蒙古的产量将达到 6 亿吨左右。内蒙古未来新增煤炭产能主要集中在鄂尔多斯、锡盟、呼盟。内蒙古部分拟建、在建煤矿产能大约 5 亿吨，未来释放产能巨大。截止 2010 年 10 月，内蒙古国有重点煤矿原煤产量为 6694.62 万吨，同比增长 7.24%；内蒙乡镇煤矿原煤产量为 38294.1 万吨，同比增长 56.5%。

3.4 运力仍旧制约煤炭的供给

“三西”地区和贵州是主要的煤炭调出地区，华东地区是我国主要的煤炭调入地区，由于区域的不平衡，导致“北煤南运，西煤东运”，运输在其中扮演着及其重要的角色，铁路煤炭运量占全国总运输量的 70%，占铁路总货运量的比重 40%以上。现有三大通道“北通道、中通道、南通道”；北通道中的大秦线主要是运晋煤，主要从秦皇岛下水；神朔黄线主要是运神府东胜煤，主要是从黄骅港下水；新建第三运煤通道将以内蒙西部、陕

西北部 and 宁东为集煤腹地。大通道起点设在鄂尔多斯的准格尔，一期工程已经开工，一期张家口到唐山的张唐铁路，预计 2013 年建成；二期准格尔到张家口，计划 2011 年动工。终点入海港口在唐山曹妃甸，全长 1000 余公里，远期年设计运能 2 亿吨。

✚ 蒙西现有主要煤运通道主要是经大包，大准铁路集运后通过大秦线在秦皇岛下海，经包神、神朔铁路在黄骅港下海。2011 年蒙西地区新增煤炭运量在 5000 万吨左右，蒙东有 50% 的产量主要是调入大东北，还有一部分就地消化，蒙东 12 年运力将有所缓解，但仍存在瓶颈。蒙西未来 2-3 年将形成由京包、准朔、大秦铁路构成的东西出海煤运通道，由包西、宁西、西康、湘渝铁路构成的南下煤运通道，由张集、集包三四线、张唐、呼准东铁路构成并延至曹妃甸港的出海煤运通道。

✚ 山西中南部煤运大通道到 2014 年才可投产。山西的煤运通道主要有大秦线、京原线、石太线、太焦线、邯长线。我们预计 2011 年新增运量很少。

表三. 现有煤炭铁路运输能力的预测

在运的三条主要通道		2007	2008	2009	2010E	2011E
北通路	大秦线	28585	34020	33000	40000	40000
	丰沙大线	2362	4000	4000	5000	6000
	京原线	1213	1250	1400	1500	1700
	集通线	870	900	1000	1000	1200
	朔黄线	13275	15000	14900	16000	18000
中通路	石太线	6849	7000	7000	10000	10000
	邯长线	890	1500	3000	4000	4000
南通路	太焦线	4961	5000	8000	9000	9000
	侯月线	7441	8000	10000	17000	18000
	陇海线	1098	1500	1500	2400	2400
	西康线	450	800	1200	1200	2000

	宁西线	709	1000	1500	2000	2000
--	-----	-----	------	------	------	------

资料来源:德邦证券研究所

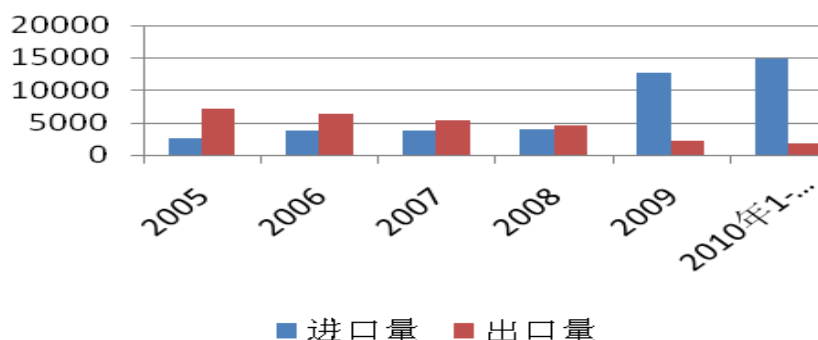
3.5 2011 年进口仍旧维持高的水平

由于煤炭供需区域结构的不平衡,运输能力的紧张,东部煤炭需求量比较大,我国由煤炭净出口国家转变为煤炭净进口国家,1-10 月份煤炭进口量为 1.478 亿吨,其中:11 月份煤炭进口量为 1388 万吨。1-10 月份煤炭出口量为 1886 万吨,其中:11 月份煤炭出口量为 128 万吨。

东部沿海地区的煤炭主要是从“三西”调入,考虑到 2011 年山西整合矿释放产量很少,内蒙陕西的运输增量也很少,东部自产煤的产量趋于稳定,未来产量有可能逐渐减少,明年东部沿海地区的煤炭进口仍旧会维持在一个高的水平。我们预计 2010 年煤炭进口量将超过亿吨水平。

未来随着“三西”煤炭整合矿和在建矿的产量释放,运输能力提升,以及产业结构的转移以及节能减排效应的存在,进口煤的增速将渐渐减弱,但未来几年进口煤仍是调节区域不平衡的主要来源。

图表 7 煤炭进口增速很快



资料来源:中国煤炭资源网、德邦研究所

3.6 下游需求耗煤

✚ 我们根据明年宏观预测 CPI 为 3.4%、M2 为 17%、GDP 为 9.5%、固定资产投资为 23%的前提下，假设明年火电发电量增速为 11%、生铁产量增速为 5%、水泥产量增速为 8%。

✚ 我们预计 2011 年下游火电耗煤、生铁耗煤、水泥耗煤、合成氨耗煤分别为 17.93 亿吨、4.27 亿吨、3.70 亿吨，0.92 亿吨，下游总的耗煤量为 34.82 亿吨。考虑到节能减排的因素，耗煤量大约在 34 亿吨。

表四. 下游四大行业耗煤总量

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
煤炭总消费量（工业原煤，万吨）	251651	275537	311457	328111	348274
火电发电量（亿千瓦时）	27013	27901	29828	33801	37519
增速	16.5%	3.3%	6.90%	13.3%	11%
供电标煤单耗（克/千瓦时）	356	349	342	334	330
火电耗煤（万吨）	139888	143010	149546	166180	179377
火电耗煤量占比	56%	52%	48%	51%	51.5%
生铁产量（万吨）	46945	47067	54375	59812	62802
增速	16.2%	0.30%	15.50%	10%	5%
生铁单耗（吨/吨）	0.71	0.71	0.69	0.68	0.68
生铁耗煤（万吨）	33211	33341	37374	40865	42705
生铁耗煤占比	13%	12%	12%	12%	12.2%
水泥产量（万吨）	135412	138838	162898	187333	202319
增速	9.6%	2.5%	18%	13%	8%
水泥单耗（千克/吨）	195	189	185	185	183
建材行业耗煤（万吨）	26405	36098	40725	34657	37024
建材行业耗煤占比	10%	10%	11%	11%	10.6%
合成氨产量（万吨）	5159	4995	5136	5136	5093
合成氨单耗（吨/吨）	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
化肥耗煤（万吨）	9286	8991	9243	9245	9168
化肥耗煤占比	3%	2%	3%	2%	3%

四大行业耗煤总量(万吨)	206131	209118	223743	248597	268274
四大行业耗煤占比	82%	76%	72%	76%	77%
其它行业耗煤(万吨)	45521	66419	87714	79514	80000
总耗煤量的合计(万吨)	251651	275537	311457	328111	348274
总耗煤量增速	7%	9.5%	13%	5.30%	6.1%

资料来源:中国煤炭资源网 德邦证券研究所

综上所述:我们预计 2011 年的煤炭产量大约为 34 亿吨,下游耗煤量大约为 34 亿吨,明年煤炭整体供需平衡,但由于运输能力的欠缺,进口煤仍旧维持高的水平。但考虑到煤炭金融属性的增强,明年欧洲主权债务危机的不明朗,美国经济是否好转都决定流动性是否会进一步的扩大,为了抑制流动性国内紧缩预期是否会进一步增强,煤炭股将高位震荡。同时由于季节性因素导致下游耗煤量增加,运输能力跟不上也会导致煤炭价格的上涨。

3. 煤炭价格稳中上涨

4.1 明年重点合同电煤价格涨价被限制,不影响现货煤价

✚ 发改委要求 2011 年重点合同电煤价格要维持 2010 年水平不变,不得以任何形式加价。由于前期通货膨胀压力较大,从而抑制上游煤炭价格。我们认为重点合同电煤只是销量其中的很少的一部分,对煤炭企业的影响会比较小,同时煤炭企业会增加企业的现货煤炭销售量,减少重点合同煤的销量,限价对 2011 年现货煤炭价格影响比较小。

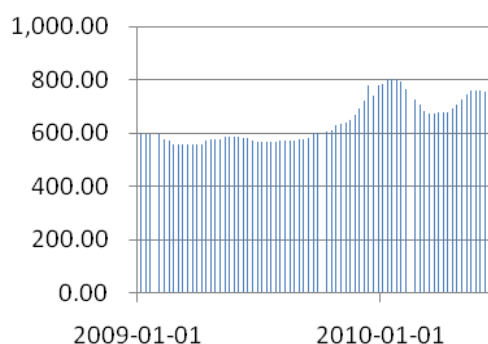
✚ 目前秦皇岛山西优混(5500 大卡)的价格为 785 元/吨,国际澳煤 BJ 的价格为 116.45 美元/吨,运抵广州港到岸价格高于国内现货价格

为 233 元 / 吨，国内现货煤价折价幅度为 27%。

国际煤炭现货价格上涨，其中：欧洲 ARA 港动力煤价格为 119.44 美元 / 吨、查理德 RB 动力煤价格为 112.37 美元 / 吨、纽卡斯尔 NEWC 动力煤价格为 117.06 美元 / 吨，考虑到流动性因素，以及澳元升值，国际煤炭价格看涨，支撑国内煤炭价格。

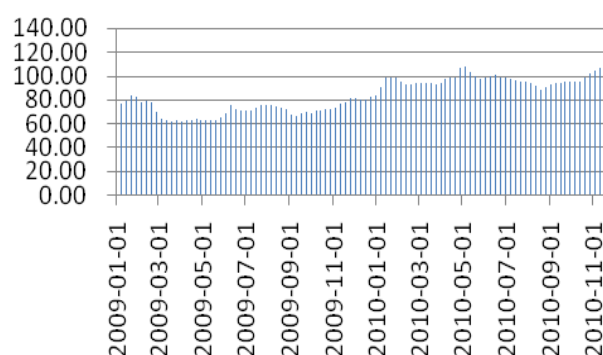
我们预计 2011 年现货煤炭价格上涨 10% 左右。

图表 8 秦皇岛煤炭价格小幅下跌(单位:元/吨)



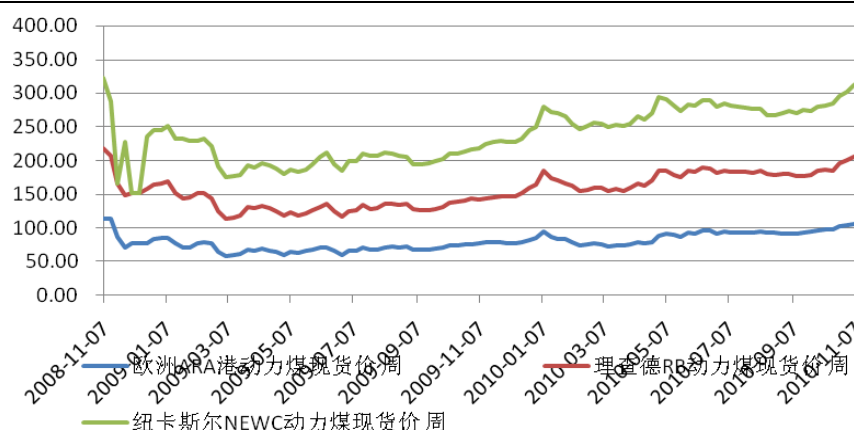
■ 平仓价:山西优混

图表 9 澳大利亚 BJ 价格小幅上涨(单位:美元/吨)



■ 澳大利亚BJ煤炭现货价

图表 10 国际三大港口动力煤现货价(单位:美元/吨)



资料来源:WIND、德邦研究所

4.2 看好炼焦煤价格

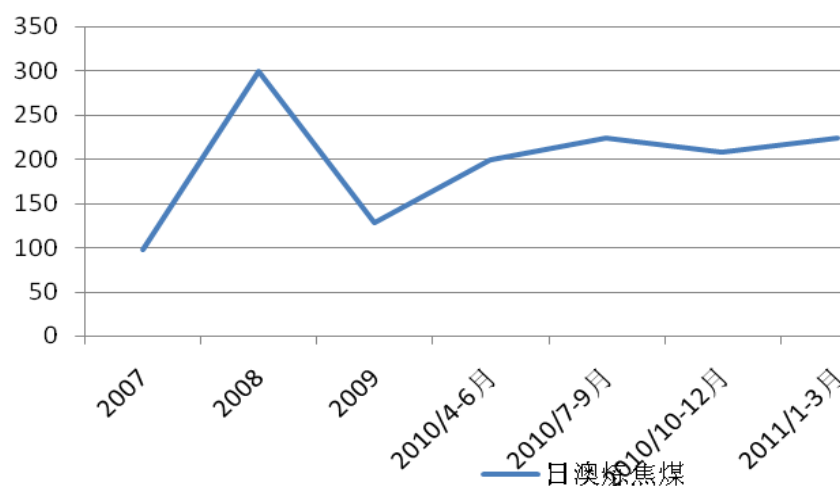
✚ 统计显示，去年国内炼焦原煤的产量为 13.2 亿吨，而高品质强粘煤（主焦煤及肥煤）的产量仅为 4.1 亿吨，粗钢产量为 5.68 亿吨，炼焦精煤消耗量为 4.55 亿吨，炼焦原煤消耗量为 8.19 亿吨。2010 年 1-10 月，全国粗钢产量为 52510 万吨，同比增长 10.7%。炼焦煤的产量为 41421 万吨，同比增长 16.54%；炼焦煤消费量为 43694 万吨，同比增长 12.08%。预计 2010，2013 年炼焦原煤产量为 113320 万吨和 132110 万吨，精煤产量为 45665 万吨和 51648 万吨；2010，2013 年炼焦煤原煤需求量为 83500 万吨和 90300 万吨，炼焦精煤需求量为 46400 万吨和 54500 万吨。优质炼焦煤供不应求。

✚ 西山煤电的主焦煤价格为 1170 元/吨，肥精煤价格为 1265 元/吨。

✚ 日澳签订 2011 年一季度焦煤协议价上调 8% 的要求，国际焦煤价格重新回到 2010 年三季度价格高点 225 美元/吨，2010 年 10-12 月日澳炼焦煤的价格为 209 美元/吨，主要是全球钢铁产量开始回升，焦煤需求旺盛。

✚ 我们预计国内优质炼焦煤价格上涨 7% 左右的水平。

图表 1 1 日澳焦煤协议价(单位:美元/吨)



资料来源:德邦研究所

5. 2011 年投资策略

对于 2011 年,从宏观大背景来分析,前期仍是以控通胀为主基调。从历次通胀来看,在 GDP 下行, CPI 上行阶段时,此时的煤炭价格大涨,煤炭股远远跑赢大盘,获得很好的收益,根据宏观行业分析,前半段 CPI 将在 4%左右的一个水平,随后慢慢回落,三,四季度将回归合理的范围,前期 CPI 处于高位时,紧预期的政策风险将抑制煤炭股的疯涨,此时是一个投机与政策博弈的一个过程,煤炭股将呈现高位震荡的走势。此轮通胀是外围环境实行定量宽松的货币政策和国内存量货币过多造成的,也许是“经济虚假过热”,随着后期产出缺口的下降,通胀将下行,政策将有所放松,此时将开启新一轮的增长周期。我们认为前半段煤炭股将高位震

荡，中期将有所回调，主要是政策调控带来的效应，中后期随着新一轮的增长周期的开始，下游需求耗煤增速将有所上升，此时煤炭股将迎来一波好的行情。

✚ 对于 2011 年，外围环境仍是一个不确定的因素，欧洲主权债务危机仍旧没有根本性的好转，同时美国房屋市场的疲软以及就业市场的黯淡，发达经济体经济复苏的不确定性引致发达经济体货币政策的不确定性。

✚ 我们看好的公司：资产注入仍旧是明年的主要看点。主要公司有：开滦股份、国阳新能。在节能减排影响下，大型炉的广泛使用，优质炼焦煤将越来越稀缺。主要公司有：西山煤电、冀中能源。基本面比较好，内涵式增长+外延式扩张。主要公司有：潞安环能、兰花科创。

表五：重点公司盈利预测及投资评级

公司名称	投资评级	股票代码	09 年 EPS	10 年 EPS	11 年 EPS	09 年 PE	10 年 PE	11 年 PE
冀中能源	买入	000937	1.39	2.19	2.57	22.5	15.9	12.1
煤气化	增持	000968	0.74	0.77	0.78	29.5	30.40	27.9
西山煤电	买入	000983	0.71	1.21	1.67	33.85	20.86	14.4
兰花科创	买入	600123	2.22	2.26	3.20	34.0	20.24	13.3
国阳新能	增持	600348	1.93	1.08	1.19	35.6	26.45	21.9
盘江股份	增持	600395	1.09	1.25	1.65	22.53	21.8	14.9
山煤国际	增持	600546	0.82	1.26	1.37	35.9	26.45	21.5
开滦股份	买入	600997	0.67	0.70	0.77	15.16	28.44	25.90
中国神华	买入	601088	1.65	1.85	2.09	14.63	13.15	11.6
潞安环能	买入	601699	1.83	2.63	3.50	26	21.10	13.8
国投新集	增持	601918	0.45	0.71	0.96	30.09	19.53	14.2

资料来源:德邦证券研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

