

煤炭行业 1 月份月报

——煤价具备上涨预期 国内煤炭企业估值偏低

能源/煤炭

优于大势

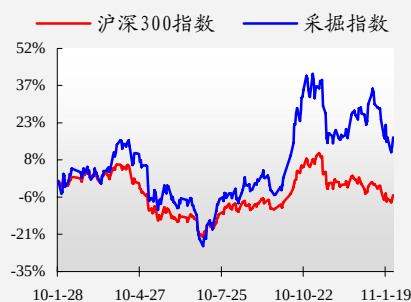
维持评级

发布时间：2011 年 1 月 30 日

投资要点:

- **煤炭供给分析:** 山西、内蒙、陕西产量增速均快于全国水平, 其中陕西省产量增速达到 72%, 无论从增速还是增量来看, 陕西省均是全国煤炭供给增长的最大推力。控制住占全国煤炭产量 37% 的“金三角”地区乡镇煤矿, 将对今年国内煤炭行业产生重大正面影响。
- 陕西、内蒙产量增速过快, 资源整合势在必行。以去年经验来看, 河南、山东去年上半年进行大规模资源整合, 对乡镇煤矿产量进行了及时遏制, 煤炭价格才得以于下半年迅速上涨。
- **煤炭价格分析:** 我们根据最新的 1 月份秦港动力煤价格, 对预测模型进行了调整, 调整后的预测值为 782-851 元/吨, 吨煤均价为 811 元, 同比增长 8.71%。年内价格底部和均值均比我们去年年底的预测值有所提升。从季节性变动来看, 当前即为煤炭价格在年内的底部区间, 2 月初还有可能小幅快速上涨。
- 支撑焦煤价格上涨的因素有: 1、煤炭企业通过提价方式覆盖新增安全维简费用; 2、澳大利亚洪灾造成的澳洲焦煤出口量减少; 3、冬季结束后, 基建工程拉动钢铁企业开工, 对焦煤需求形成拉动。我们认为今年年初的焦煤提价过程虽已结束, 但第二季度国内焦煤还可能 有 10% 左右的提价幅度。
- **投资建议:** 今年, 我们提出煤炭行业将进入煤炭衍生品元年, 而在全球煤炭衍生品蓬勃发展的背景下, 各市场间形成多种联动: 如煤炭期货价格和现货之间的互动、煤炭全球价格之间的支撑、还有各国股票市场间煤炭上市企业估值的联动。澳大利亚煤炭类上市公司平均市盈率 26 倍、美国煤炭类上市公司平均值 29.2 倍。A 股煤炭上市公司平均估值仅为 21 倍, 折价幅度为 20%-30%, 具备明显的投资价值。
- 煤价具备上涨预期和行业整体估值偏低, 说明当前煤炭板块兼备高成长与低估值两大优势, 给予行业“优于大势”评级, 建议投资者积极介入。2 月着重看好两类公司: 1、估值优势比较明显的冀中能源、兖州煤业、神火股份, 2、具备资源外延性扩张预期的山煤国际、潞安环能、西山煤电、平庄能源。

走势图



重要公司

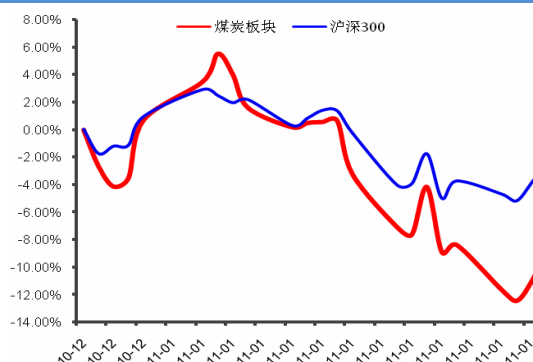
评级

神火股份	推荐
兖州煤业	推荐
西山煤电	推荐
兰花科创	推荐
国阳新能	推荐
大同煤业	推荐

分析师: 周思立 联系人: 王师
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-248
FAX: (8621)6337 3209
Email: wangs@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

1、总体逻辑

图 1 近期煤炭板块相对沪深 300 走势图



资料来源：wind 东北证券

2011 年 1 月，煤炭板块经历小幅调整，上市公司股价平均下降 11.7%，弱于沪深 300。当时市场认为，在 CPI 高企压力下，短期内煤炭价格上涨有一定阻力，因而对煤炭板块并不十分看好。

然而，我们根据 2002-2010 年煤炭价格为样本所建立的国内港口煤炭价格模型显示：2011 年内煤炭价格低点已过，最近两周有望小幅上涨进而进入整固阶段。从弹性较大的炼焦煤价格上看，第二季度焦煤价格有超市场预期调价可能。

通过横向估值比对，我们认为目前 A 股煤炭类上市公司较美国、澳洲上市公司折价明显，已具备较好的投资价值，建议投资者对优质公司进行积极布局。

2、煤炭供给分析——蒙陕甘宁煤炭供应控制不力 务须调控

2.1 分省市煤炭供给总量分析

根据煤炭工业协会最新公布的煤炭产量数据，截至去年 11 月，全国煤炭累计总产量 30.85 亿吨，同比增长 16.96%。

从产量超亿吨的省份来看，山西、内蒙、陕西产量增速均快于全国水平，其中陕西省产量增速达到 72%，增量达到 1.12 亿吨，无论从增速还是增量来看，陕西省均是全国煤炭供给增长的最大推力。

我们预计去年 12 月和今年 1 月全国煤炭供给增速分别为 22% 和 24%，尽管今年 1 月煤炭产量同比增速仍在增加，但月度产量应有所下降，2 月后仍将逐渐减少。

表 1 分省市煤炭供给总量

省 份	本期 万吨	去年同期 万吨	同期对比 万吨	同比增幅
合 计	308467.7	263728.77	44738.92	16.96
山西省	54805.48	46439.54	8365.94	18.01
内蒙区	51063.19	40516.73	10546.46	26.03
陕西省	26628.7	15471.31	11157.39	72.12
河南省	16147.14	17262.24	-1115.1	-6.46

贵州省	14311.26	12170.6	2140.66	17.59
山东省	13665.55	12790.29	875.26	6.84
安徽省	11915.7	11527.19	388.51	3.37
河北省	9345.78	7463.49	1882.29	25.22
云南省	8812.1	8034.44	777.66	9.68
黑龙江省	8624.05	8660.34	-36.29	-0.42
四川省	7168.65	6032.92	1135.73	18.83
新疆区	6161.87	5701.71	460.16	8.07
湖南省	5754.76	4667.76	1087	23.29
辽宁省	5082.51	5043.76	38.75	0.77
重庆市	4094.1	3847.44	246.66	6.41
吉林省	3888.38	3662.36	226.02	6.17
甘肃省	3800.1	3544.24	255.86	7.22
江西省	2214.7	2314.14	-99.44	-4.3
江苏省	2026.75	2248.81	-222.06	-9.87
福建省	1892.4	2018.66	-126.26	-6.25
青海省	1473.51	1163.79	309.72	26.61
湖北省	1199.4	910.51	288.89	31.73
宁夏区	696.3	460.9	235.4	51.07
广西区	538.79	500.64	38.15	7.62
北京市	477.2	549.64	-72.44	-13.18
浙江省	11.2		0.2	1.82
神华集团	32630.53	30060.04	2570.49	8.55
中煤集团	12642.85	9372.05	3270.8	34.9
伊敏公司	1394.77	1282.23	112.54	8.78

资料来源: sxcoal 东北证券

2.2 分所有制煤炭产量分析

从企业所有制形式上看, 乡镇煤矿煤炭供给总量增速达到 27.55%, 显著快于全国平均水平和国有重点企业。

乡镇煤矿供给增速过快给煤炭价格带来一定冲击, 直接导致国内港口煤炭价格的连续多周小幅下跌。

表 2 2010 年 1-11 月各所有制煤矿产量

1-11 月	累计总量 万吨	去年同期 万吨	同期增量 万吨	增速 %
全国	308467.7	263728.8	44738.92	16.96
国有重点	156141.7	140343.6	15798.11	11.26
国有地方	47478.09	41184.11	6293.98	15.28
乡镇	104847.9	82201.06	22646.83	27.55

资料来源: sxcoal 东北证券

分省来看，陕西和内蒙两省乡镇煤矿产量增速明显快于全国平均水平，其中陕西省1-11月乡镇煤炭产量同比增速超过150%。

表3 分省市乡镇煤矿产量 2010年1-11月

省 份	本期	去年同期	同期对比	同比增幅
合 计	104847.9	82201.06	22646.83	27.55
内蒙区	43320.97	33569.96	9751.01	29.05
陕西省	13741.21	5481.09	8260.12	150.7
贵州省	11256.1	9395.3	1860.8	19.81
云南省	7236.53	6495.62	740.91	11.41
四川省	5532.57	4436.56	1096.01	24.7
湖南省	4592.58	3563.92	1028.66	28.86
新疆区	4013.36	3740.53	272.83	7.29
黑龙江省	2909.37	2394.84	514.53	21.48
重庆市	2835.74	2624.94	210.8	8.03
河南省	1823.49	3207.97	-1384.48	-43.16
福建省	1453.76	1547.49	-93.73	-6.06
江西省	1143.07	1270.56	-127.49	-10.03
吉林省	1075.58	1039.89	35.69	3.43
湖北省	1000.71	753.53	247.18	32.8
辽宁省	836.65	743.82	92.83	12.48
青海省	606.71	372.95	233.76	62.68
河北省	476.67	454.71	21.96	4.83
安徽省	380.81	381.42	-0.61	-0.16
甘肃省	262.12	373.02	-110.9	-29.73
宁夏区	250.53	188.75	61.78	32.73
广西区	85.96	87.29	-1.33	-1.52
北京市	13.4	76.9	-63.5	-82.57
山西省				
山东省				

资料来源：sxcoal 东北证券

注：山西省、山东省在资源整合后，国家安监总局不再对其乡镇煤矿进行统计

2010年年初，蒙、陕、鲁、豫等省也出现过乡镇煤矿产量增速过快的问题，直接冲击了当年年初煤炭价格，并对煤炭供需产生明显负面影响。但是，由于河南、山东去年上半年进行大规模资源整合，对乡镇煤矿产量进行了及时遏制，煤炭价格才得以于下半年迅速上涨。

表 4 国内煤炭供给量过大期间主产区乡镇煤矿产量

省 份 2011 1-4 月	本期 万吨	增幅 %
合计	30953.68	42.54
内蒙区	12377.49	40.49
陕西省	4708.49	113.68
贵州省	3643.21	41.94
河南省	889.98	594.05

资料来源: sxcoal 东北证券

从我们掌握的情况来看, 2011 年山西省整合矿复产对全国煤炭供需格局冲击较小, 该部分产能的释放将在 2012-2013 年。今年控制煤炭供给的关键在于及时对陕西、内蒙等主要产煤区进行兼并整合。发改委现已对蒙陕甘宁地区进行调研, 并将调研结果上报国务院, 综合对蒙陕甘宁“金三角”地区能源产业进行长期规划。

如果该地区长期规划出台, 资源整合将为重要内容之一, 控制住占全国煤炭产量 37% 的金三角地区乡镇煤矿, 将对今年国内煤炭行业产生重大正面影响。而且从实际情况来看, 陕西、内蒙产量已经增速过快, 资源整合势在必行。

3、煤炭需求分析—下游行业企稳回升 需求无虞

图 2 2010 年 1-12 月火电行业月度发电量与增速

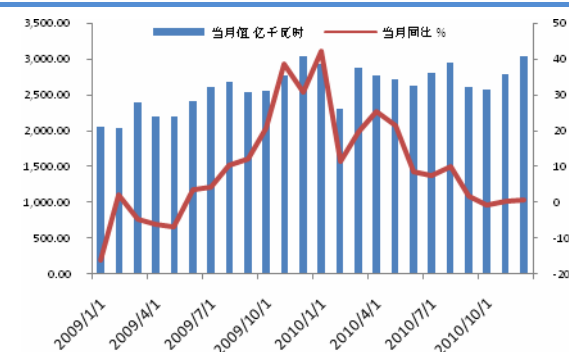


图 3 2010 年 1-12 月生铁月度产量与增速



资料来源: wind 东北证券

图 5 2010 年 1-12 月水泥月度产量与增速

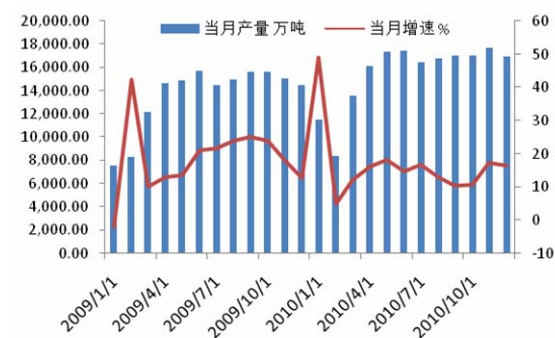
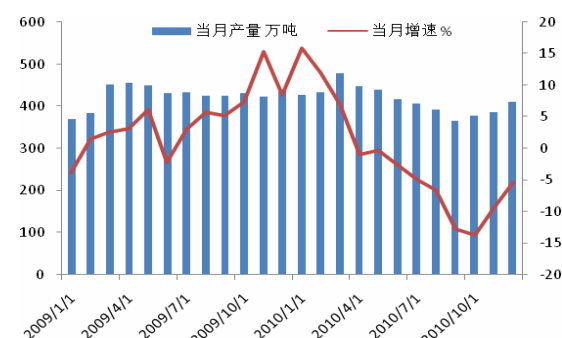


图 6 2010 年 1-12 月合成氨月度产量与增速



资料来源: wind 东北证券

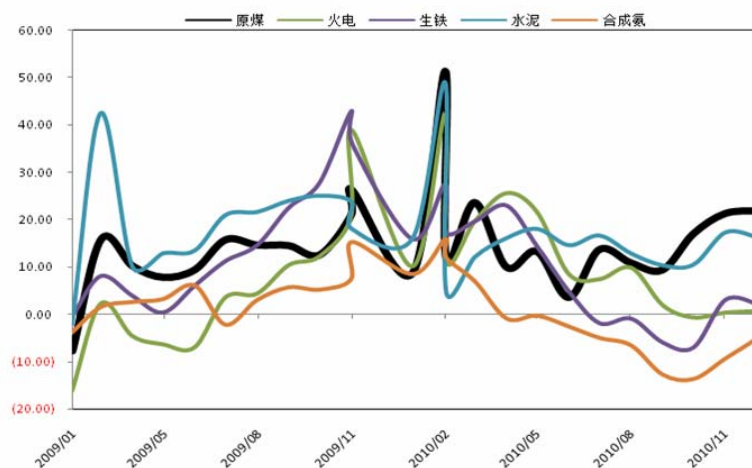
2010年12月，火电行业单月发电量3041万亿度，同比增长0.73%。由于冬季枯水期影响，水电出力不足，火电行业在去年年底月度发电量已逐步企稳。

生铁12月产量达到4665万吨，同比增长2.29%。尽管生铁产量月度同比增速已比10月份提高近10个百分点，但月度产量与前两月基本持平。

水泥12月产量1.7亿吨，同比增长16.37%。水泥单月产量与前几月基本持平，但同比增速却明显领先于其他用煤行业。

合成氨12月产量为410万吨，同比下降5.3%。合成氨单月产量同比虽然有所下滑，但下滑幅度已明显缩小，产量环比增长趋势明显。

图7 煤炭与各下游行业产量增速对比



资料来源：wind 东北证券

短期来看，下游煤炭需求行业中的火电、合成氨企稳明显。我们认为随着天气逐步转暖，国内西部、北方地区基建项目逐渐开工，对水泥、钢铁行业产品需求量将有所上涨，煤炭需求也可随之得到拉动。

4、煤炭库存变化—波澜不惊

秦皇岛港近期库存量变化不大，截至1月20日，秦皇岛港库存量为711万吨，与前几周库存量基本相当，处于稳定状态。700万吨左右的库存量从历史经验来看是供需相对平衡的表现，说明短期内动力煤需求未出现波动

全社会库存已经连续四月处于2亿吨左右，最新的11月数据为2.095亿吨，库存量比往年冬季存量略高，说明今冬各煤炭下游企业在原料煤的提前采购上准备比较充分。

图 8 秦皇岛港煤炭港口库存

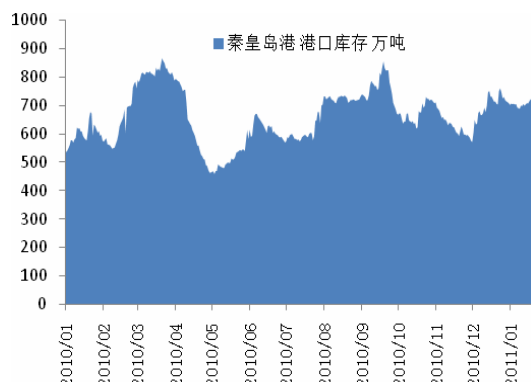
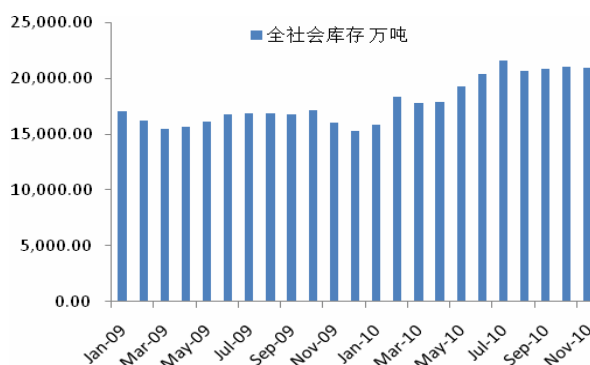


图 9 国内全社会煤炭库存



资料来源：wind 东北证券

5、煤炭价格变化—各煤种均有上涨预期 焦煤第二季度仍可能提价10%

5.1 动力煤价格—当前价格为年内低点 小幅上调均值预测

国内煤炭价格近期有所分化，动力煤价格平稳，焦煤价格上涨明显。秦皇岛港山西优混价格连续 7 周稳定在 780-785 元/吨。

图 10 秦皇岛港山西优混价格与环比增速

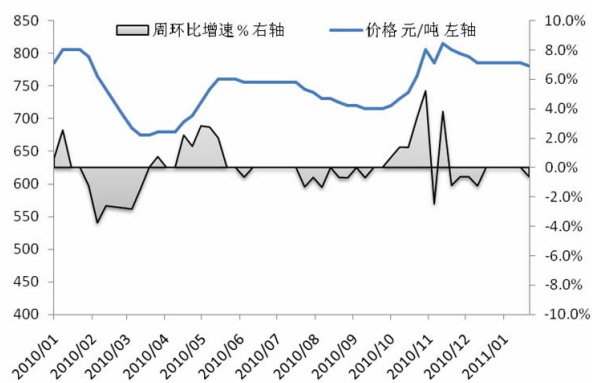


图 11 澳大利亚纽卡斯尔港煤炭价格与环比增速



资料来源：wind 东北证券

在去年的年度报告中，我们根据以 2002-2010 年煤炭价格为样本、以 2011 年初煤炭价格预测值为自变量的预测模型，预计今年煤炭港口价格的波动区间为 740-850 元/吨，年度均价重心 798 元，同比增长 7%。

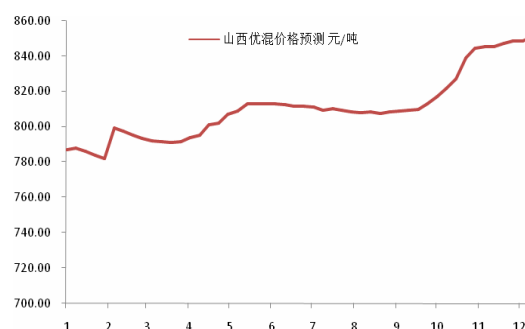
然而，我们根据最新的 1 月份秦港煤炭价格，对模型进行了调整，调整后的预测值为 782-851 元/吨，吨煤均价为 811 元，同比增长 8.71%。年内价格底部和均值均比我们去年年底的预测值有所提升。

从季节性变动来看，当前即为煤炭价格在年内的底部区间，2月初还有可能小幅快速上涨。

图 13 近年国内煤炭港口价格均值与增幅



图 14 2011 年国内煤炭港口价格预测



资料来源：wind 东北证券

5.2 炼焦煤价格—第二季度仍可能提价 提价幅度有望超预期

国内动力煤价格前期相对平稳，但焦煤价格近期上涨速度较快。我们认为支撑焦煤价格上涨的因素有多方面：

- ✓ 煤炭企业通过提价方式覆盖新增安全维简费用；
- ✓ 澳大利亚洪灾造成的澳洲焦煤出口量势必减少，在亚太市场上，这部分焦煤供给缺口有可能由美国或中国进行填补，但难以完全覆盖。第二季度亚太地区焦煤价格有可能出现超预期上涨的情况。

图 15 澳大利亚对中国出口煤炭月度总量



资料来源：wind 东北证券

- ✓ 冬季结束后，基建工程拉动钢铁企业开工，对焦煤需求形成拉动。

我们认为今年年初的首次焦煤提价过程虽已结束，但第二季度国内焦煤还可能有10%左右的提价幅度。

图 16 临汾地区九级焦煤价格走势

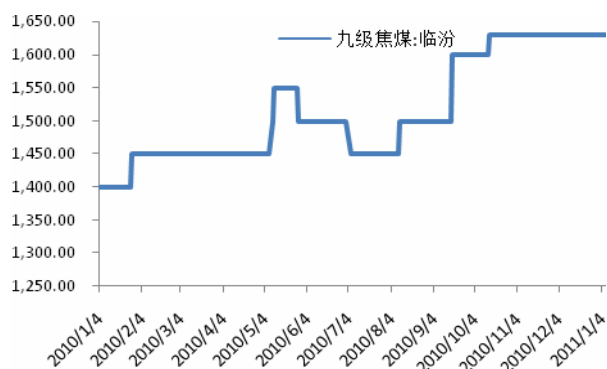
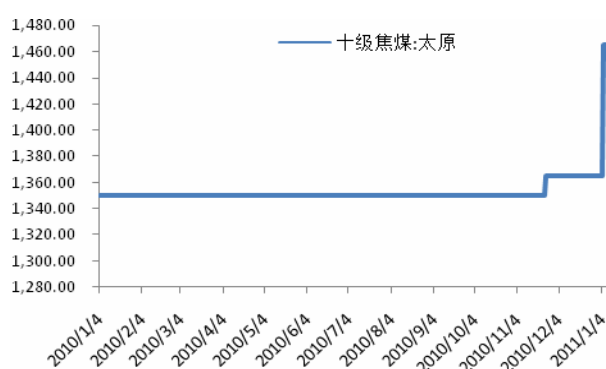


图 17 太原地区 10 级焦煤价格走势



资料来源: wind 东北证券

图 18 邢台地区主焦煤价格走势

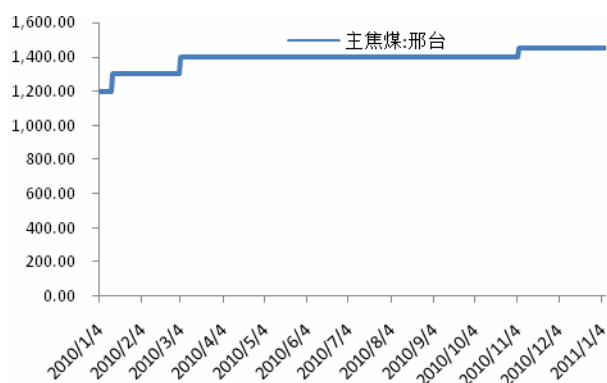
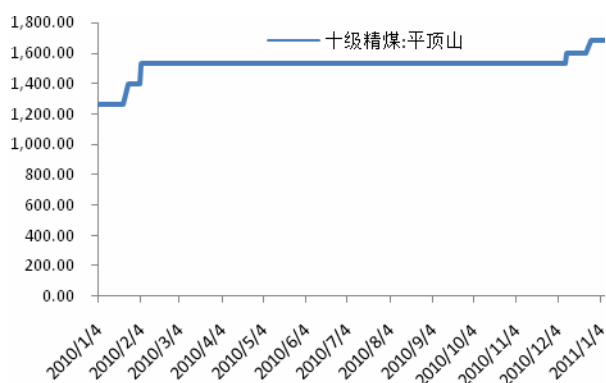
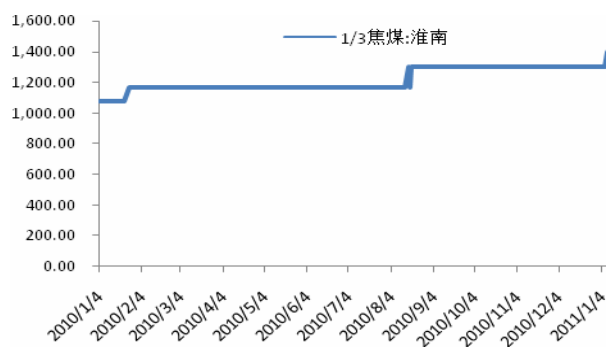


图 19 平顶山地区精煤价格走势



资料来源: wind 东北证券

图 20 淮南焦煤价格走势



资料来源: wind 东北证券

6、煤炭板块投资建议—煤价上涨有望 估值优势明显

结合行业最新进度数据和历史经验，我们认为冬季用煤高峰将在今年春节后结束。动力煤价格虽然有短期上涨（两周左右）可能，但在4月前基本以整固为主。焦煤价格在第一季度上调价格的可能性也不大。因此年内4月中旬起应为煤炭价格全面上涨的时间点之一，建议投资者在此之前积极布局。

今年，我们提出煤炭行业将进入煤炭衍生品元年，而在全球煤炭衍生品蓬勃发展的背景下，已形成多种联动，如煤炭期货价格和现货之间的互动、煤炭全球价格之间的支撑、还有各国股票市场间，煤炭上市企业估值的联动。

表 5 澳大利亚煤炭类上市公司估值水平

公司名称	PE (TTM)
Coal&Allied Industries Ltd(CAN.AU)	/
New Hope Corp Ltd (NHC.AU)	22
Macarthur Coal Ltd(MCC.AU)	26
Whitehaven Coal Ltd(WHC.AU)	29.6
Centennial Coal Company Ltd(CEY.AU)	/
平均值	25.9

资料来源：bloomberg 东北证券

表 6 美国煤炭类上市公司估值水平

公司名称	PE (TTM)
Westmoreland Coal Co(WLB.US)	\
Penn Virginia Resource Partner (PVR.US)	27
Peabody Energy Corp.(BTU.US)	23.3
Natural Resource Partner LP(NRP.US)	23
Massey Energy Co.(MEE.US)	159
Consol Energy Inc.(CNX.US)	19.8
Arch Coal Inc.(ACI.US)	46.2
Alpha Natural Resources Inc.(ANR.US)	53
Alliance Resource Partners LP(ARLP.US)	12.2
平均值	45.4

资料来源：bloomberg 东北证券

澳大利亚煤炭类上市公司平均市盈率 26 倍、美国煤炭类上市公司平均值 45 倍（剔除去年发生矿难导致估值过高的 Massey Energy 后，其他公司平均市盈率为 29.2 倍）。相比之下，A 股煤炭上市公司平均估值仅为 21 倍，折价幅度为 20%-30%，具备明显的投资价值。

煤价具备上涨预期和行业整体估值偏低，说明当前煤炭板块兼备高成长与低估值两大优势，给予行业“推荐”评级，建议投资者积极介入。2 月着重看好两类公司：1、估值优势比较明显的冀中能源、兖州煤业、神火股份，2、具备资源外延性扩张预期的山煤国际、潞安环能、西山煤电、平庄能源。

表 6 美国煤炭类上市公司估值水平

证券简称	PE 2010	PE 2011	PE 2012	EPS 2011	EPS2012	评级
平庄能源	19.72	16.22	14.18	0.81	0.92	推荐
神火股份	18.79	13.25	10.23	1.72	2.22	推荐
冀中能源	15.40	14.59	13.49	2.55	2.76	推荐
西山煤电	26.40	15.54	12.46	1.64	2.05	推荐
山煤国际	17.00	17.48	14.54	1.60	1.93	推荐
兰花科创	15.56	13.17	10.96	2.88	3.46	推荐
兖州煤业	16.06	14.45	12.96	1.77	1.97	推荐
国阳新能	22.10	20.47	18.62	1.25	1.37	推荐
盘江股份	22.16	18.29	14.68	1.56	1.94	推荐
大同煤业	23.92	19.68	18.30	0.95	1.02	推荐
露天煤业	19.95	15.68	12.75	1.42	1.74	推荐
潞安环能	21.95	17.39	14.77	3.06	3.60	推荐
开滦股份	25.91	21.35	17.47	0.87	1.06	推荐
中国神华	13.44	10.83	9.63	2.14	2.41	推荐
昊华能源	24.87	17.13	15.34	2.64	2.95	谨慎推荐
平煤股份	17.60	12.36	11.05	1.54	1.72	谨慎推荐
郑州煤电	48.46	33.90	26.61	0.32	0.41	谨慎推荐
中煤能源	17.18	12.38	10.01	0.81	1.01	谨慎推荐
国投新集	18.29	13.21	10.15	0.94	1.22	谨慎推荐
上海能源	13.03	12.46	11.21	2.01	2.23	谨慎推荐
恒源煤电	15.86	15.69	14.06	2.64	2.95	谨慎推荐
平均值	21.30	16.70	14.12			

资料来源: bloomberg 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。