



证券研究报告·行业简评

趋势延续的基础仍在

一点体会

证券研究的最终目的就是找到一个稳定波动的领先的时间序列数据，可以借此观察和预测经济周期波动的过程，不幸的是我们所观察到的所有现有的也是历史的数据都是已经发生过的事实，绝大部分都是股票市场的滞后指标，最多是同步指标。从流动性研究、库存周期到产出缺口，再到对政策的判断，实际上我们都在试图对未来经济形势作出一个定性的判断。周期趋势判断中，最重要的就是对经济周期拐点的判断，拐点形成后才是趋势的延续。判断拐点，就需要找到稳定波动的领先指标，从而能够预判宏观数据的变动。

煤炭行业是处于产业链最上游的产业，在周期波动中往往是最后受影响的，其感受到经济波动的影响也较下游行业更晚些。煤炭行业同时也是整个工业经济的基础能源行业，整个工业经济直接或间接都会与煤炭行业产生关联，因此煤炭行业研究需要从更宏观的视角去研究，宏观需求的变化是驱动煤炭行业景气度的根本因素。因为虽然不同行业由于产业链位置不同而感受到周期波动时点不同，但所有股票的波动却基本上处于同步波动，因此我们对煤炭行业的研究就需要往下游延伸。

流动性观察

我们跟踪的 SHIBOR3 个月短期利率从 2 月 9 日见顶下行以来，直至 3 月 11 日见底，并自去年 11 月份以来首次回落至 6 个月和 1 年期利率之下，印证了我们自 2 月中旬以来关于流动性最紧张时刻已过去的判断。目前的流动性水平仍处于低位小幅回升态势中，3 个月 SHIBOR 从 11 日的 4.1845 小幅升至目前的 4.2461，值得一提的是 6 个月和 1 年期的 SHIBOR 利率水平自去年 11 月份以来首次开始出现稳定持平走势。虽然央行上周五再次提升了存款准备金率，我们的观点仍是政策紧缩最严厉时期已经过去，目前的利率水平距离 2008 年的高点仅一步之遥。

钢铁库存如期下滑，下游需求开始恢复

3 月 11-18 日，长材、板材、螺纹等 7 中钢产品库存总数为 3618.3 万吨，较上周下滑至 105 万吨，钢铁库存下滑的时点与 2010 年一致，且其环比下降的速度略快于 2010 年（去年 3 月 12 日库存周环比下降 1.39%，今年 3 月 11 日为 1.49%；去年 3 月 19 日库存周环比下滑 2.27%，今年 3 月 18 日周环比下滑 2.83%）。从同比增速来讲，3 月 18 日库存同比增速为 1.04%，延续 2 月份的库存在底部徘徊走势。

外围经济处于回升进程中，利好中国出口

我们引用高盛的全球经济研究报告，全球发达经济体存在大量闲置产能，金融危机后全球闲置产能正在逐渐恢复，但仍存在较大产出缺口，我们判断外围经济正处于回升中。从美国 PMI 新订单来看，2 月份新订单指数继续创新高，显示中国未来出口的向好。

请参阅最后一页的重要声明

煤炭开采

维持评级

增持

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

发布日期：2011 年 3 月 23 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|---------------------------------------|
| 11.03.14 | 煤炭行业：日本大地震利好中国煤炭行业 |
| 11.03.14 | 煤炭价格数据周报：国内部分焦炭价格下降，运价继续上升；国际动力煤价小幅上涨 |
| 11.02.28 | 煤炭价格数据周报：国内部分焦煤、无烟煤和焦炭价格上涨，沿海运价上升回调 |

趋势仍在延续，拐点出现的条件尚不具备

我们判断，市场拐点的出现可以从两个维度中的一个来观察：1) 通胀恶化，整体价格水平的短期快速攀升；2) 工业产品库存短期快速上升。第一个条件我们可以主要观察以原油价格，如果油价快速攀升并维持高位，对全球通胀水平构成压力，并进而招来严厉的紧缩政策，同时油价高企也会挤压中游企业的利润，影响经济增长。造成油价攀升要分别分析需求和供给两个方面；我们认为前期的油价快速攀升有供给和需求综合作用，更多体现的是供给因素（因中东、北非局势对原油供给预期的影响），暂时未伤及经济增长；第二个主要是判断下游需求，工业产品库存短期快速上升意味着下游需求恶化，基本面可能不及市场的预期。**我们认为，当前这两个条件并未实质性形成，在5月份之前经济基本面依然较为健康。**继续推荐三类公司：1) 低估值：中国神华、上海能源、兰花科创、兖州煤业；2) 资产注入预期或焦煤喷吹类：西山煤电、冀中能源、潞安环能、盘江股份、大有能源、国阳新能；3) 高成长类：永泰能源、山煤国际。

图 1：SHIBOR 利率稳中小升

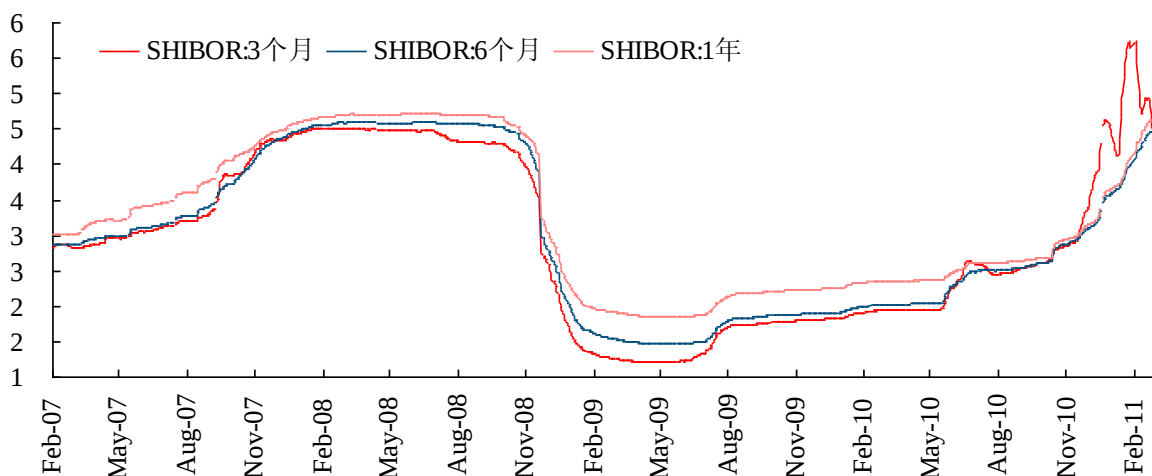
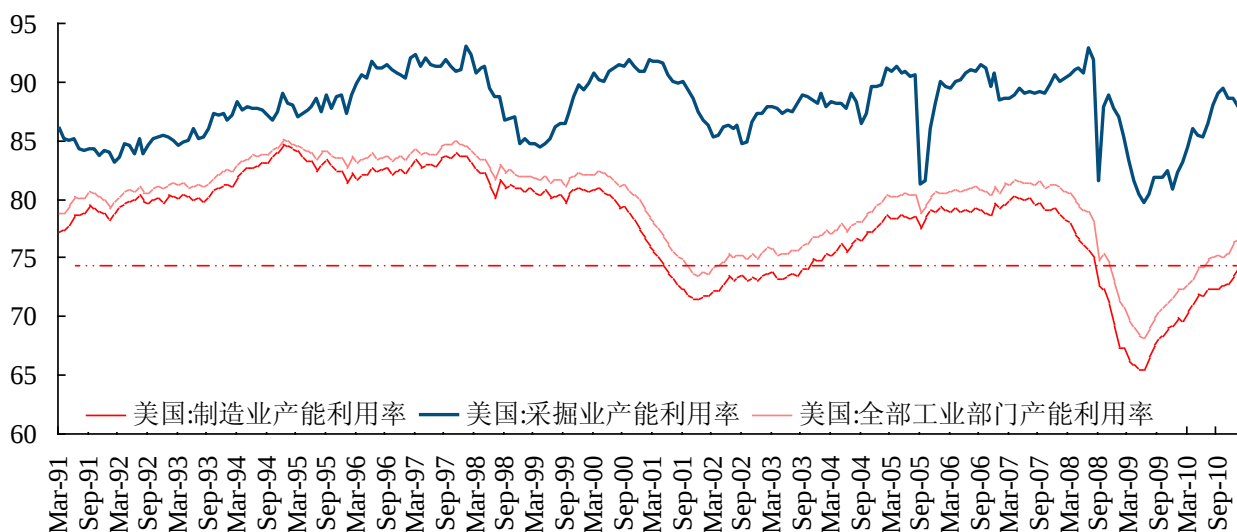
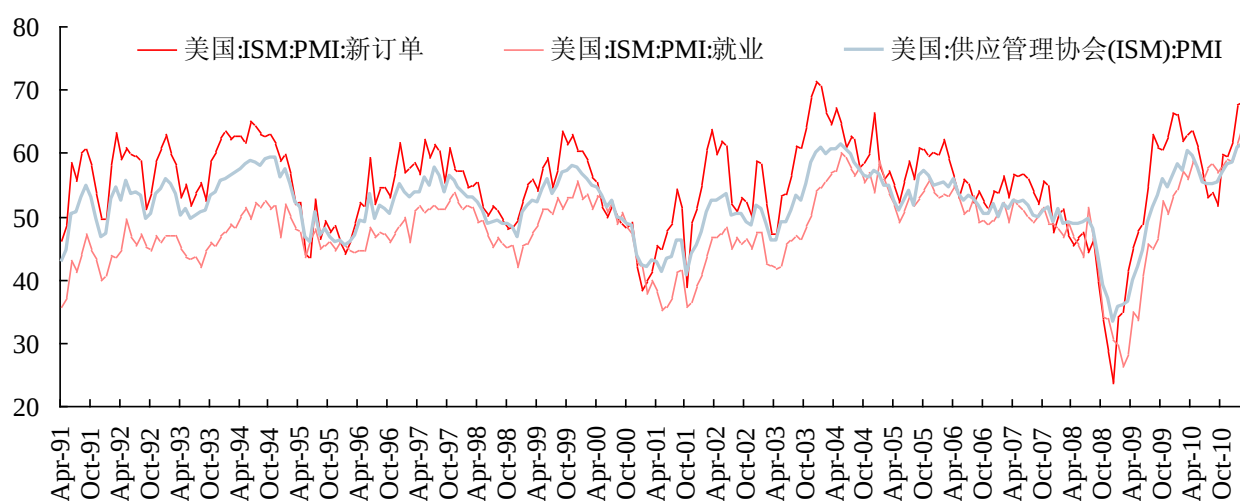


图 2：美国产能利用率处于历史地位



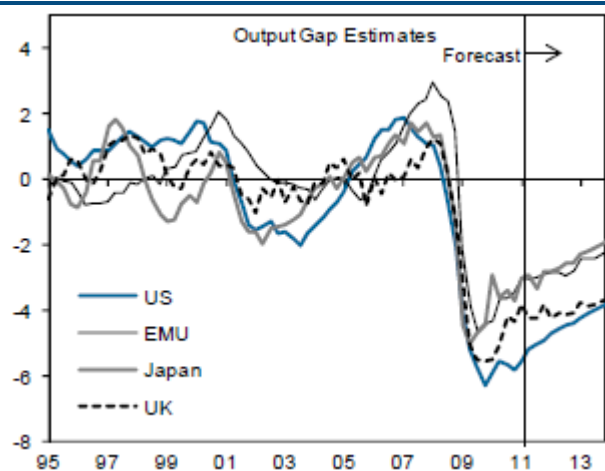
资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 3：美国 PMI 新订单指数继续走高显示中国未来出口仍将向好



资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

图 4：发达经济体存在大量闲置产能



资料来源：GS:《Significant Spare Capacity in Advanced Economies》

图 5：全球负产出缺口接近全球 GDP 的 4%

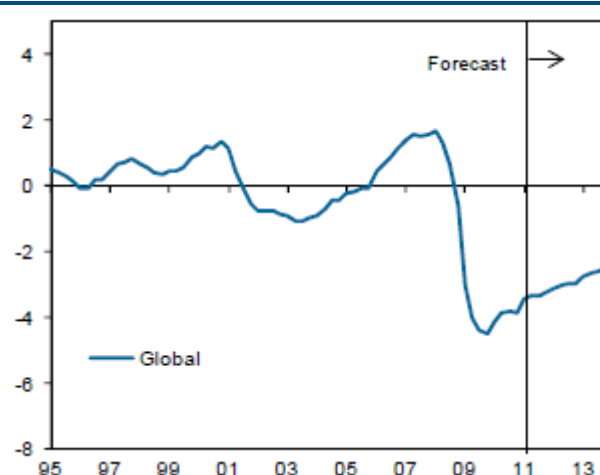
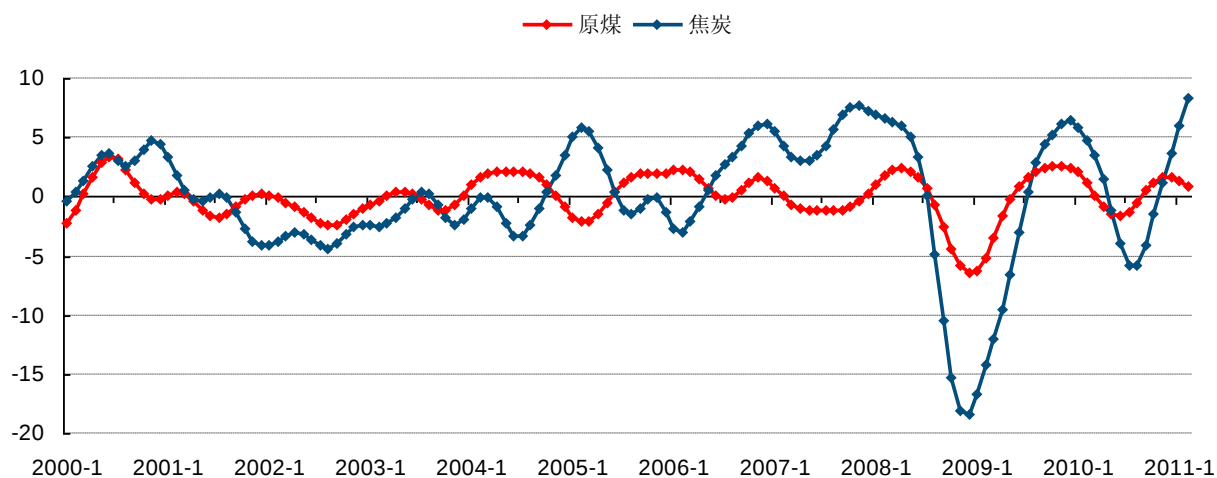
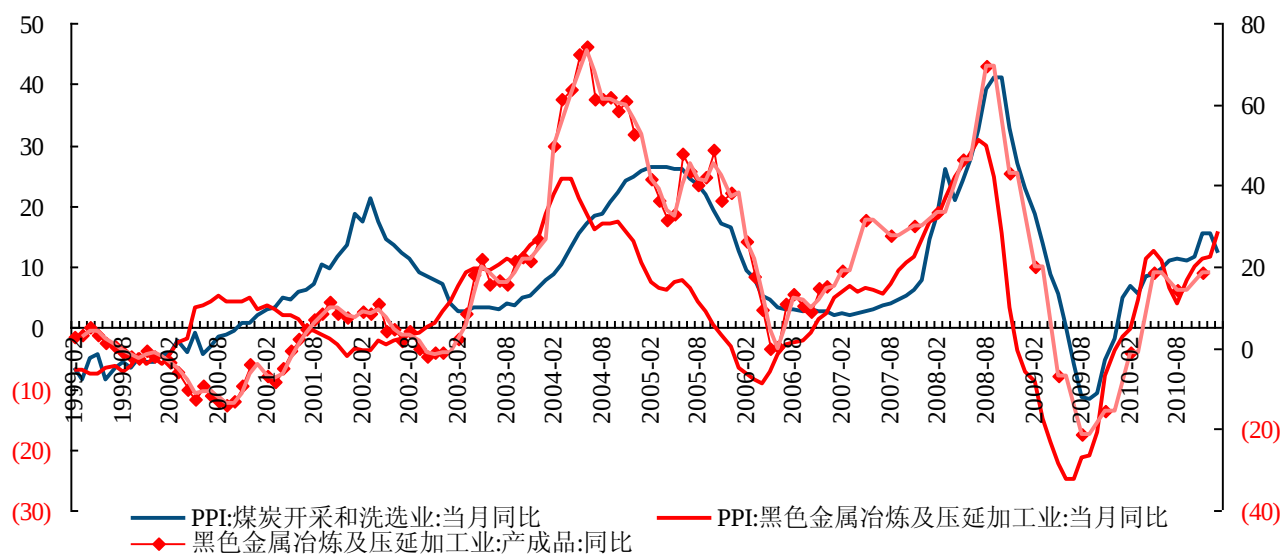


图 6：焦炭（焦煤替代指标）产量缺口持续正向扩张，原煤产出缺口有所收敛



资料来源：中信建投吴启权《产出缺口观察：短期回调不改周期复辟进程》，中信建投证券研究发展部

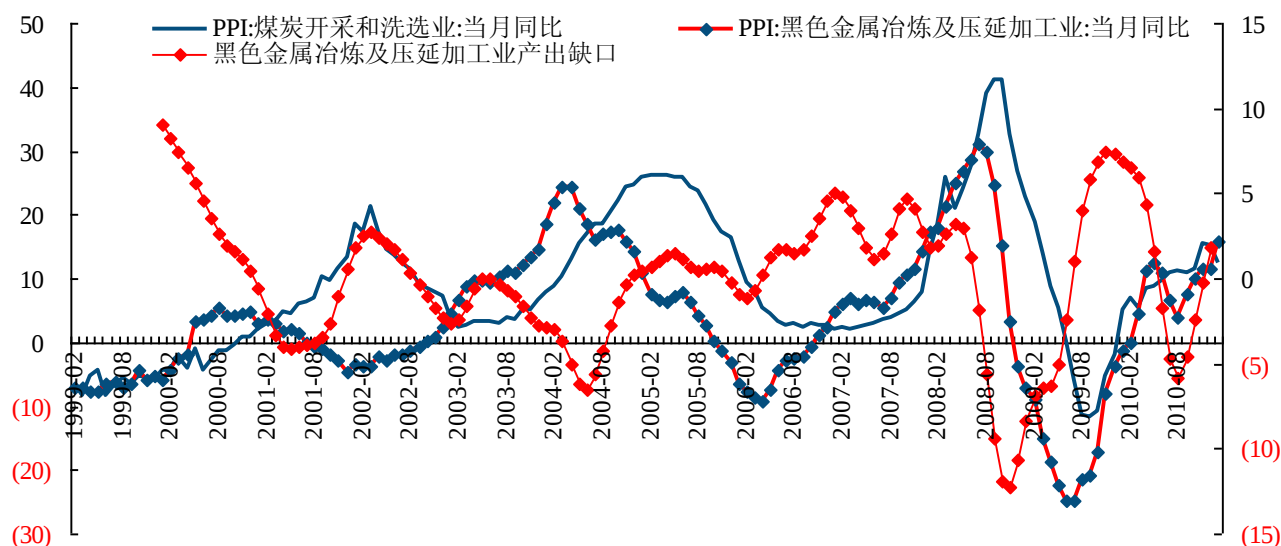
图 7：PPI 领先于钢铁库存周期



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

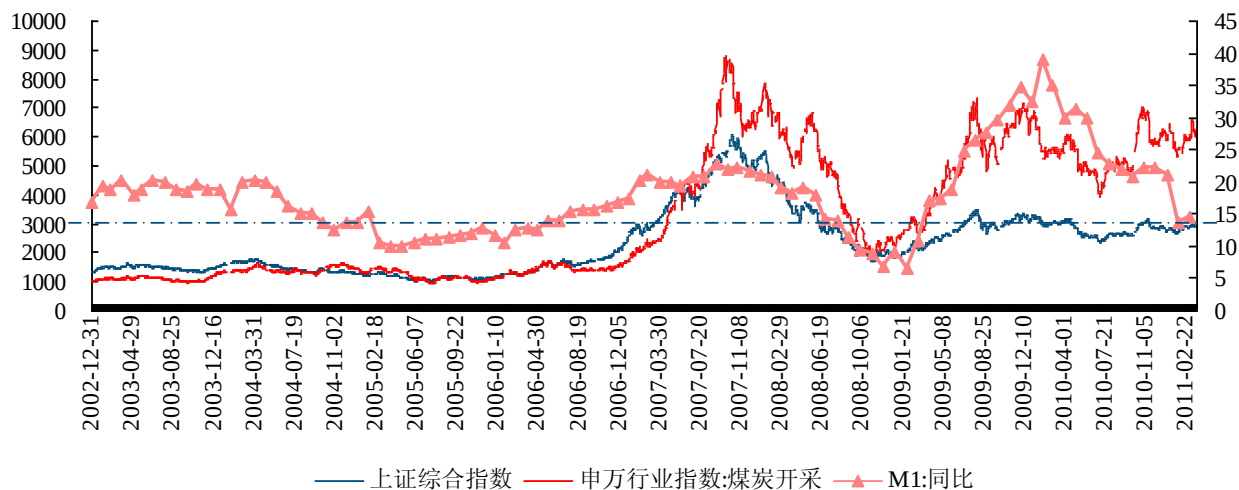


图 8：钢铁行业产出缺口自 2006 年以来对钢铁价格保持 3-7 个月不等的领先性



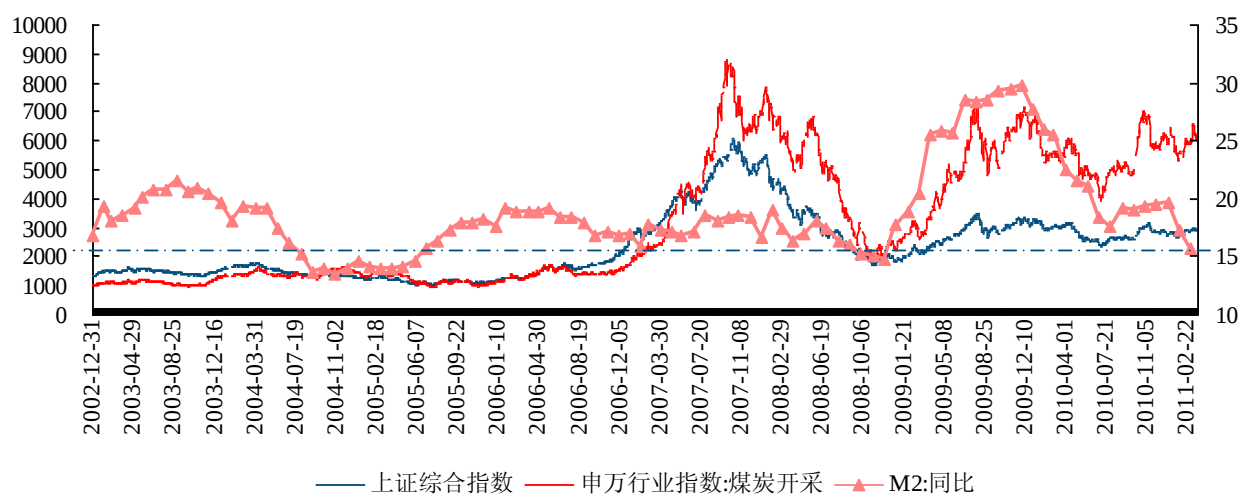
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 9：M1 增速与市场走势



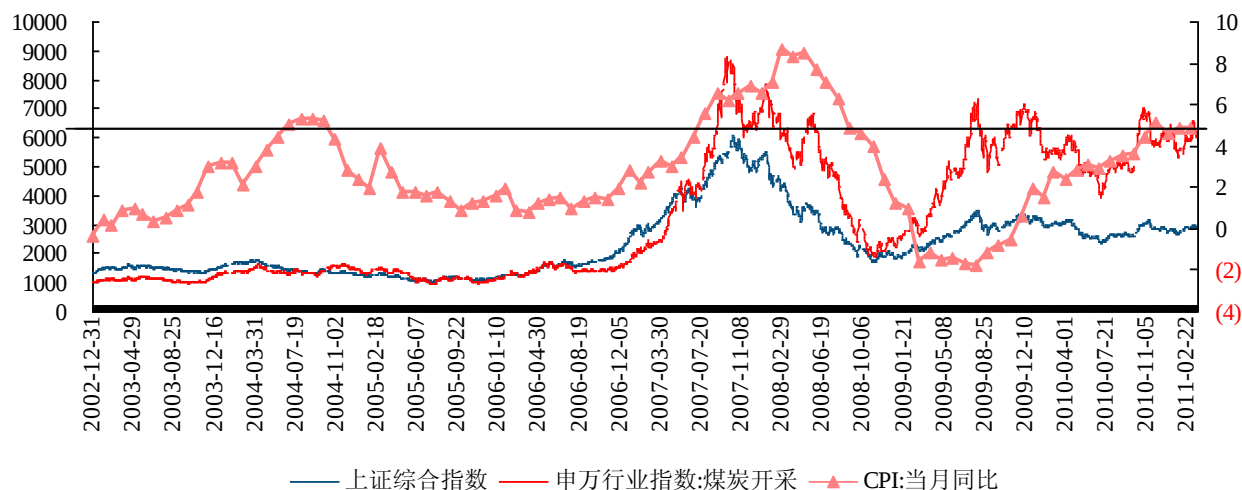
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 10: M2 走势与市场表现



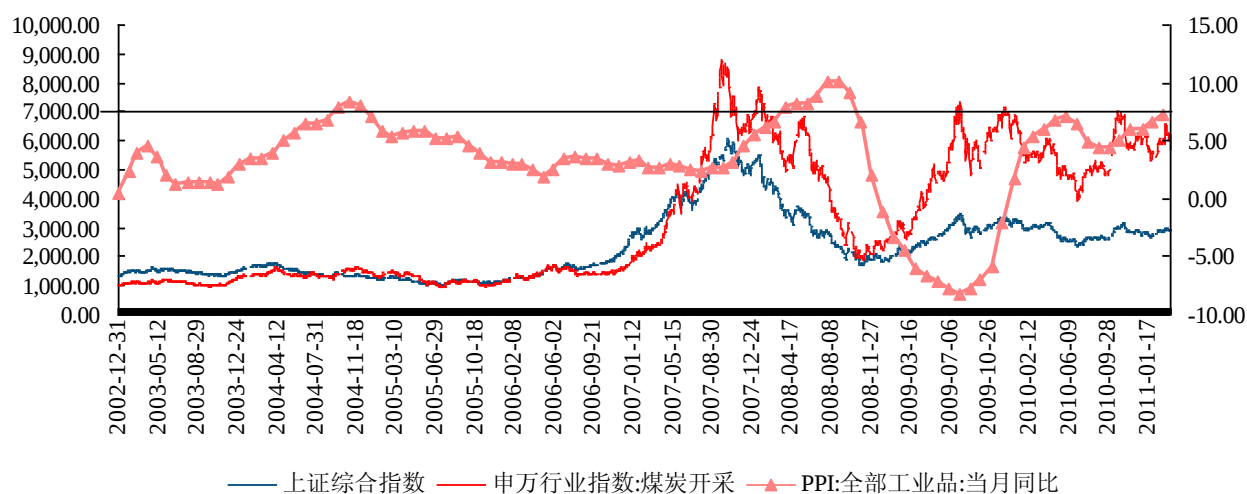
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 11: CPI 走势与市场表现



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 12: PPI 走势与市场表现



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入: 未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上;

增持: 未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%;

中性: 未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间;

减持: 未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%;

卖出: 未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2010 年新财富煤炭行业第 8 名。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。