

地震重振传统能源，煤炭石油首当其冲

——2011年第二季度煤炭行业策略报告

撰写日期：2011年3月25日 发布日期：2011年3月29日

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点：

●炼焦煤和喷吹煤：资源稀缺，定价强势

一方面煤炭是不可再生资源，优质焦煤更是极度稀缺资源，考虑到能源安全、环境保护、可持续发展等因素，我国对煤炭产品实行了一系列鼓励进口，限制出口的政策，从而造成出口受限的现象；另一方面，由于近几年焦煤供需仍然存在较大缺口，我国焦煤进口量大幅增加，中印两国大量进口进一步推升了国际焦煤价格，过高的价格抑制了国内生产企业对进口焦煤的需求，从而造成进口受阻的现象。我们预计随着下游旺季的到来，国际焦煤价格将继续上涨，并且定价比较强势，炼焦煤**战略性**建仓机会已经来临。

炼焦煤行业评级：强烈推荐 **喷吹煤行业评级：增持**

●动力煤：电厂亏损经营，煤价上涨受限

去年电厂库存迎来一波下跌，我们认为由于运输瓶颈以及季节性需求高峰所造成的临时性短缺不会持续太久。目前电厂库存始终保持高位，种种迹象表明动力煤正进入消费淡季。

日本地震导致日本对核电进行全面检修、停产，这期间造成的电力空缺无疑要通过“煤电”来填补，这将增加对动力煤的需求。由于动力煤本身并不稀缺，因此天灾导致的短期需求增加刺激煤价的上涨是不具有持续性的。此外，动力煤价格高企、CPI走高促使发改委对基础生活资料价格的严格关注已经让火电厂不堪重负，直接对动力煤的需求产生影响，因此我们对于动力煤价格短期看多，中长期维持中性评级，并认为动力煤在二季度仍有**交易性**机会。

动力煤行业评级：中性

●无烟煤：下游需求依旧疲软，季节性因素支撑煤价

煤炭资源整合导致新增产能有限、受季节性影响市场需求波动较大，无烟煤将会呈现出阶段性相对偏紧的局面，因此在很大程度上无烟煤价格的上涨空间受制于其下游行业的冷暖。

去年我国甲醇行业总产能在3500万吨左右，产能已经严重过剩。同时进口甲醇利用低价优势强势冲击国内市场，我们预计甲醇行业在今年依然不会有太大的起色。

3、4月份将迎来我国传统的春耕时期，届时化肥的需求量将大幅上升，从而拉动无烟煤的需求增长。6、7月份有些农作物将迎来新的用肥期，将再次刺激无烟煤价上涨。综合来看，无烟煤价格受季节性影响较大，二季度有**季节性**投资机会。

无烟煤行业评级：推荐

投资策略：

1. 绝对估值有所提高，相对估值仍处底部
2. 澳洲水灾利好煤价，日本地震短空长多
3. 三点合力，二季度焦煤股将更加出彩

炼焦煤有**战略性**机会，无烟煤和喷吹煤有**季节性**机会，动力煤有**交易性**机会。**超配炼焦煤，标配喷吹煤和无烟煤，低配动力煤。**

重点关注：冀中能源、盘江股份、兖州煤业。

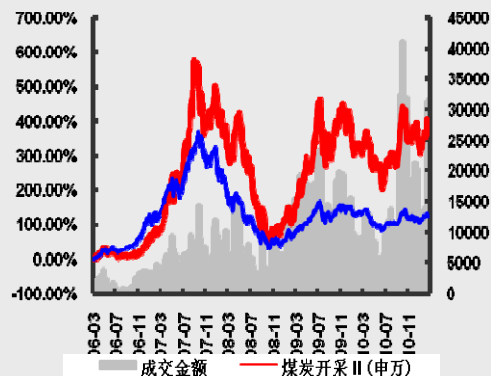
行业评级

强于大市（维持）

2010 行业市盈率（预测值）：

24.85

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.38	29.04	6.38
相对表现 (%)	3.95	16.84	17.97

资料来源:wind, 爱建证券研发总部

重点公司盈利预测及投资评级

证券简称	EPS			评级
	2010	2011E	2012E	
冀中能源	2.1	2.55	2.9	强烈推荐
盘江股份	1.26	1.6	2	强烈推荐
兖州煤业	1.83	2	2.1	强烈推荐
潞安环能	2.64	3.06	3.7	推荐
开滦股份	0.7	0.86	0.93	推荐
恒源煤电	2.17	2.58	2.9	推荐
神火股份	1.1	1.55	2	推荐

资料来源:wind, 爱建证券研发总部

汪思伟 执业证书编号: S0820510120002

电话 021-3222 9888*3506

邮箱 wangsiwei@ajzq.com

目录

一、行业现状	4
1. 鼓励进口，限制出口，谋求国际定价权	4
2. 优质焦煤储量大幅减少，过度开采不可竭泽而渔	5
3. 中印联手助推国际焦煤价格，下游陆续开工拉动焦煤需求	5
二、子行业分析与评级	6
1. 炼焦煤和喷吹煤：资源稀缺，定价强势	6
1) 上游炼焦煤	6
(1) 国内外焦煤价差依然存在	6
(2) 出口受限，进口遇阻，价格仍将上涨	7
2) 上游喷吹煤	7
3) 中游焦炭：进退两难，两头受压	8
4) 下游钢铁：弱势提价，对价格敏感度较高	9
2. 动力煤：电厂亏损经营，煤价上涨受限	11
1) 上游动力煤	11
2) 下游火电厂	12
3. 无烟煤：下游需求依旧疲软，季节性因素支撑煤价	13
1) 上游无烟煤	13
2) 下游工业领域	14
3) 下游农业领域	15
三、投资策略	17
1. 绝对估值有所提高，相对估值仍处底部	17
2. 澳洲水灾利好煤价，日本地震短空长多	17
3. 三点合力，二季度焦煤股将更加出彩	18
四、重点公司盈利预测及评级	18
1. 冀中能源：“资产注入”+“内生增长”+“价格弹性”	18
2. 盘江股份：区域龙头，五年规划确保高速增长	18
3. 兖州煤业：“四地上市”+“现货销售”+“外延扩张”	18
五、风险提示	20

表格

表1：重点公司评级表·····	20
-----------------	----

图表

图1：中国从澳大利亚煤炭进口数量·····	4	图2：原煤出口价格和数量·····	4
图3：原煤进口价格和数量·····	4	图4：各种能源消费占比·····	5
图5：中印煤炭消费量和消费增长率·····	5	图6：澳大利亚焦煤到港库提价·····	6
图7：各地区焦精煤价格出厂价·····	6	图8：河北肥精煤价格出厂价·····	6
图9：河北1/3焦精煤价格出厂价·····	7	图10：山西喷吹煤价格出厂价·····	8
图11：钢厂喷吹煤采购价格·····	8	图12：各地区二级冶金焦价格·····	8
图13：焦炭出口价格和数量·····	9	图14：国际钢铁价格指数·····	10
图15：国内钢材价格指数·····	10	图16：钢材进出口·····	10
图17：钢材库存·····	10	图18：钢厂焦精煤采购价格·····	11
图19：钢厂肥精煤采购价格·····	11	图20：钢厂1/3精煤采购价格·····	11
图21：国际动力煤价格·····	12	图22：国内中转地动力煤价格·····	12
图23：国内动力煤出厂价·····	12	图24：重点电厂煤炭库存·····	13
图25：火电发电量·····	13	图26：国际原油价格·····	14
图27：无烟煤价格指数·····	14	图28：山西无烟煤出厂价·····	14
图29：甲醇出厂价·····	15	图30：二甲醚出厂价·····	15
图31：尿素批发价格·····	16	图32：尿素产量和出口量·····	16
图33：氮肥产量·····	16	图34：PE估值区间图·····	17

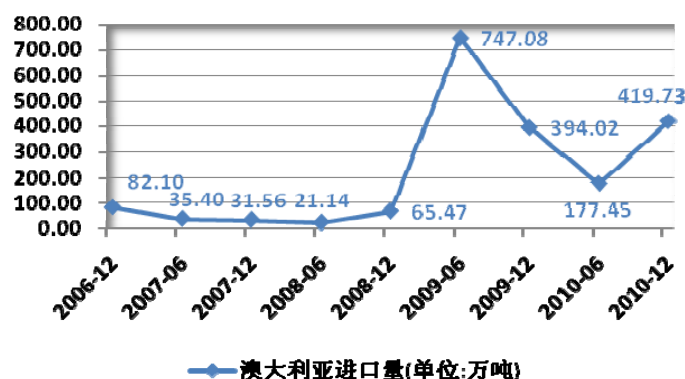
一、行业现状

1. 鼓励进口，限制出口，谋求国际定价权。

我国是世界第一大煤炭生产、消费国，每年煤炭消费量是全球煤炭贸易量的 3.8 倍左右；我国煤炭的进出口量占全球贸易量的 17%，巨大的能源储量是其他国家无法企及的。由于前几年对于煤炭资源过度开采，造成部分优质煤炭资源大量流失，为了及时扭转局面，2008 年开始国家以山西为试点，进行煤炭资源整合，取得了一定的成效，并且陆续出台了一系列鼓励煤炭进口，限制出口的政策，旨在掌握我国在国际煤炭市场上的话语权。

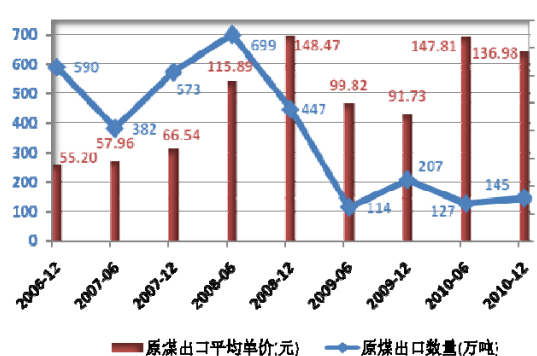
从 2009 年 6 月开始，我国开始大量进口煤炭，由于澳大利亚煤炭品质较好，已经逐步成为我国的主要进口国。虽然“十二五”期间清洁能源，新能源消费占比有所提高，但短期内仍无法形成规模化和产业化，因此在“十二五”前期，我国的能源市场还是以煤炭石油等传统能源为主，尽管“十二五”规划中规定到 2015 年煤炭消费占比降为 63%，但由于庞大的基数以及 GDP 高速增长的惯性作用，近两年煤炭需求量仍将维持比较高的水平，我们预计 2011-2013 年全国煤炭需求量分别为 34 亿吨、36 亿吨和 37 亿吨。

图 1：中国从澳大利亚煤炭进口数量



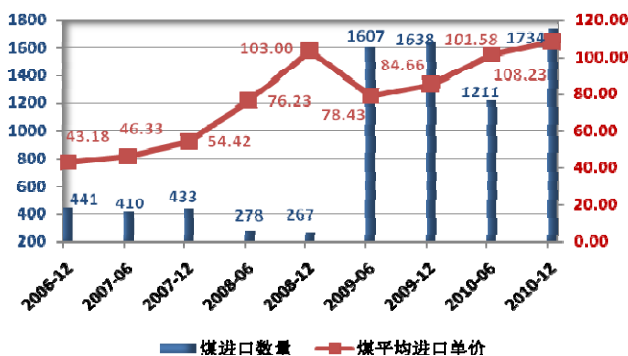
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图2：原煤出口价格和数量



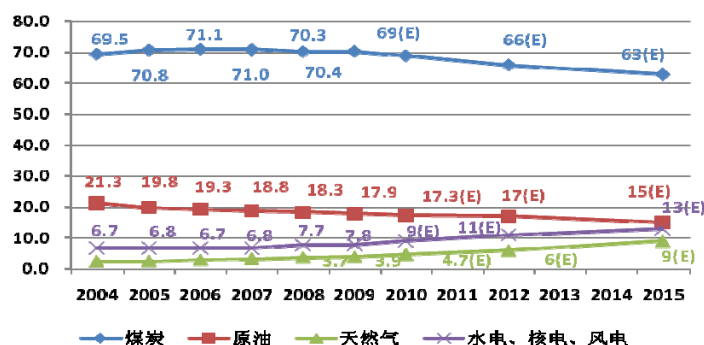
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图3：原煤进口价格和数量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图4：各种能源消费占比（单位：%）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2. 优质焦煤储量大幅减少，过度开采不可竭泽而渔

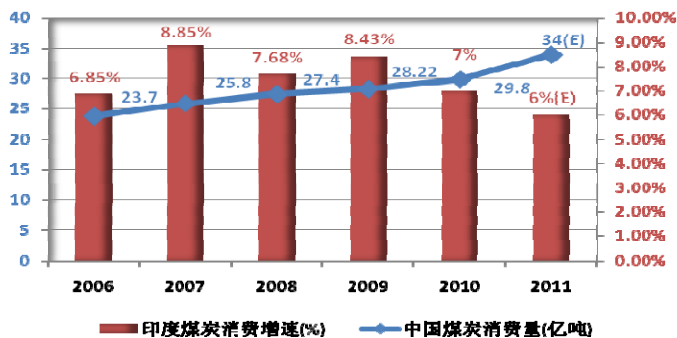
从总的煤炭资源储量来看，目前我国是“富煤缺油少气”，但单从优质炼焦煤储量来看，其实并不乐观。国内煤炭储量的 1/3 为炼焦煤，而在炼焦煤中，焦精煤和肥焦煤又是少之又少，分别占炼焦煤中的 20%和 15%左右，在配煤过程中，前两者又是不可或缺的，炼焦煤品质的好坏直接影响到焦炭的质量，间接影响到钢材的品质，因此优质炼焦煤已经逐步成为国际钢铁集团眼中的猎物。

过度开采将会导致原本稀缺的资源更加贫瘠，铁矿石、稀土的教训应该引以为戒，切忌过度开采，不可竭泽而渔。

3. 中印联手助推国际焦煤价格，下游陆续开工拉动焦煤需求

去年年底以来，国际焦煤价格大幅上升，中国和印度在本次焦煤价格上涨中扮演了重要角色，中印两国的焦煤交易量占全球总交易量的 58%，因此中印两国对焦煤的需求程度直接影响了焦煤价格的走势。从目前来看，我国焦煤下游行业景气度仍然很高。今年以来，一些主流钢铁企业相继调高了钢材价格，尽管市场普遍认为钢铁行业产能过剩，但是他们敢于弱势提价，一方面说明他们有转嫁成本的需要，另一方面说明钢铁下游景气度尚可，三、四月后各种基建项目的陆续开工将会支撑各种钢材的需求，从而进一步提升焦煤行业的景气度。

图5：中印煤炭消费量和消费增长率



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

二、子行业分析与评级

1. 炼焦煤和喷吹煤：资源稀缺，定价强势

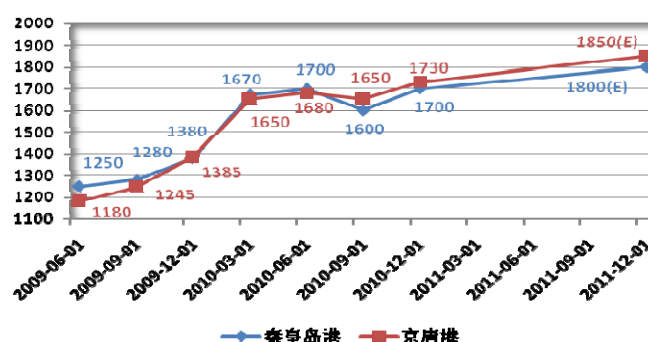


1) 上游炼焦煤：

(1) 国内外焦煤价差依然存在

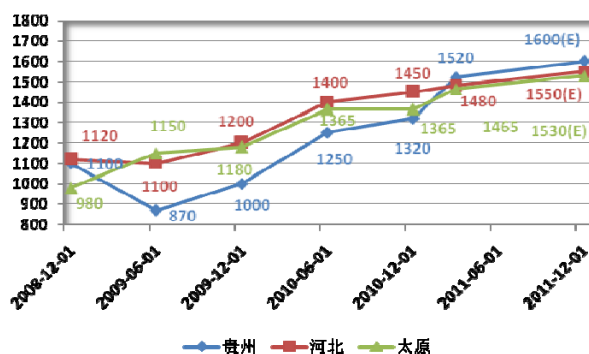
今年年初澳大利亚的洪水使得其主要产煤区昆士兰州几乎所有的煤矿都关闭，由于澳大利亚的焦煤出口量超过全球市场60%的份额，因此洪水带动全球焦煤价格今年以来出现持续上涨，国内多家焦煤企业也纷纷上调焦煤价格。

图6：澳大利亚焦煤到港库提价（单位：元/吨）



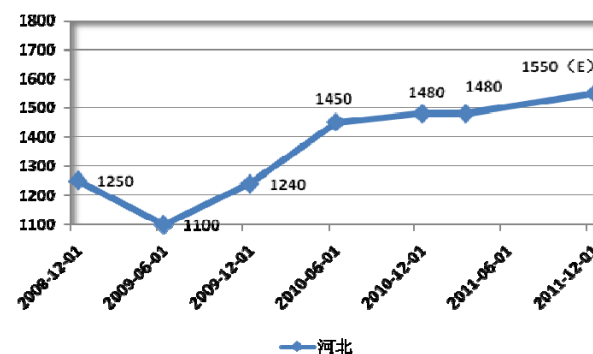
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图7：各地区焦精煤价格出厂价（单位：元/吨）



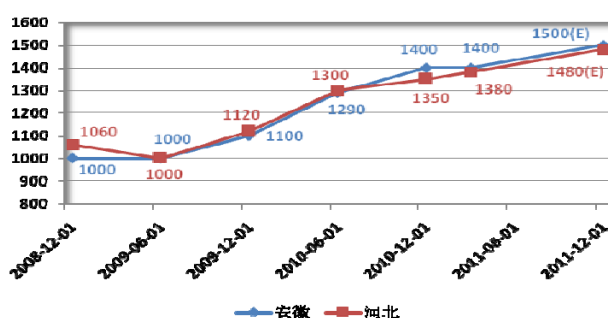
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图8：河北肥精煤价格出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图9：河北1/3焦精煤价格出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

（2）出口受限，进口遇阻，价格仍将上涨

一方面煤炭是不可再生资源，优质焦煤更是稀缺资源，考虑到能源安全、环境保护、可持续发展等因素，我国对煤炭产品实行了一系列鼓励进口，限制出口的政策，无论是从国家到地方都鼓励煤炭优先自用，从而造成出口受限的现象；另一方面，由于近几年焦煤供需仍然存在较大缺口，我国焦煤进口量大幅增加，2009 年我国焦煤进口量是 3000 多万吨，而去年已经达到了 4727 万吨，市场预计今年印度焦煤进口量预计将达到 4000 万吨，中印两国大量进口进一步推升了国际焦煤价格，过高的价格也抑制了国内生产企业对进口焦煤的需求，从而造成进口遇阻的现象。我们预计随着下游旺季的到来，国际焦煤价格将继续上涨，并且定价比较强势，炼焦煤战略性建仓机会已经来临。

炼焦煤行业评级：★★★★★

重点关注：冀中能源、盘江股份

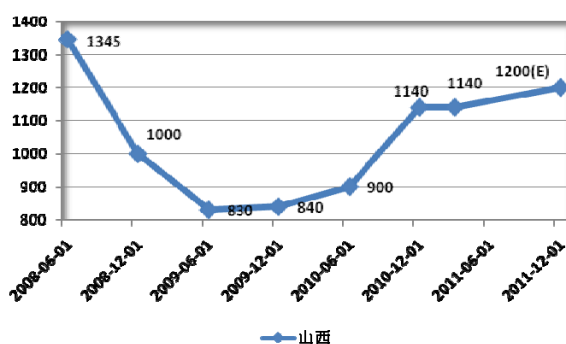
2) 上游喷吹煤

在冶炼过程中，喷吹煤在提供热量和还原剂的环节上可以部分替代焦炭，和焦炭进行一定程度的配比，可以有效降低冶炼成本，提高产品品质，减少焦化工业所带来的环境污染，有着显著的经济和环境效益，是受国家相关政策所鼓励的。

由于喷吹煤对焦炭有部分替代效应，因此喷吹煤的价格在很大程度上都受制于焦炭价格的变化，随着国家节能减排政策的逐步落实，淘汰落后产能措施的进一步加强，将会提高喷吹煤的整体需求，此外高品质炼焦煤的进一步紧缺，将推动喷吹煤需求处于长期上升趋势；因此焦炭价格对其制约作用在逐步减弱，我们预计今年喷吹煤价格的整体涨幅仍要高于焦炭价格的整体涨幅。

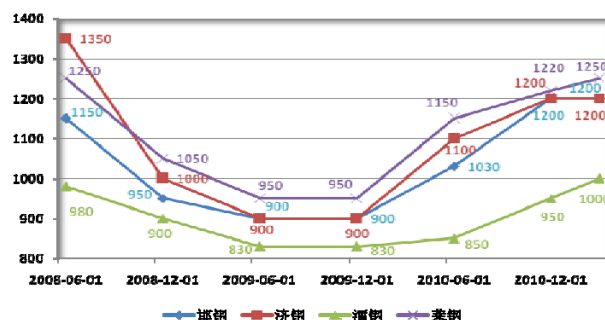
随着二季度钢铁行业的全面开工，下游需求逐步回暖。在供给有限，需求不断上升的前提下，我们预计喷吹煤在二季度提价可能性比较大，山西喷吹煤价格在2011年年底有望上升至1200元/吨。

图10：山西喷吹煤价格出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图11：钢厂喷吹煤采购价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

喷吹煤行业评级：★★★★

重点关注：潞安环能

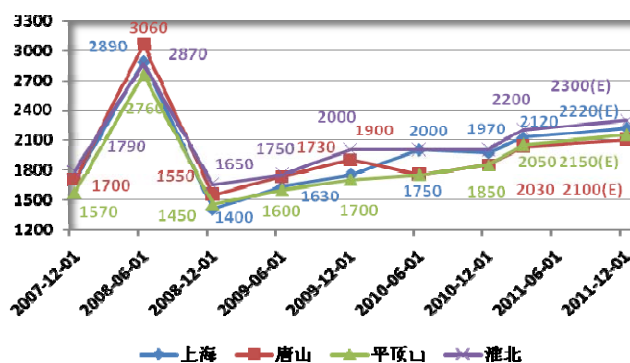
3) 中游焦炭：进退两难，两头受压

一方面受澳大利亚水灾的影响，国际焦煤产量受到严重影响，资源供给的紧缺进一步推升了焦煤的价格，原材料价格的大幅提高加大了焦炭企业的生产成本；另一方面，尽管今年以来一些主流钢厂提高了钢材的出厂价格，但目前钢铁行业整体仍处于复苏阶段，盈利能力仍处于较低水平，因此对焦炭的采购价格敏感度极高，从而抑制了焦炭价格的进一步上扬。

从历史上来看，2008年焦煤价格也有一波上涨，由于当时下游需求还算旺盛，使得焦炭提价幅度高于焦煤提价幅度，不仅有效转移了经营成本，而且还提高了利润率。然而今非昔比，目前下游仍然相对低迷，焦炭企业再想通过提价来转移经营成本已渐成水中望月。

由于焦炭行业准入门槛较低，产品大量趋同，出现产能过剩的局面，受到上游煤炭价格不断上升以及下游钢铁企业为了节约成本而不断打压焦炭成品价格的影响，焦炭行业的利润空间不断缩小，行业整体处于进退两难的境地，我们预计随着焦炭期货的推出，焦炭行业整体将会略有改观，但两头受压的状态仍难以改变。

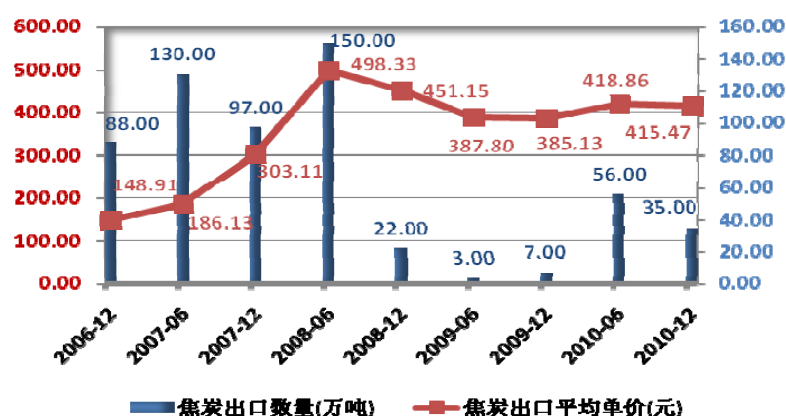
图12：各地区二级冶金焦价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2010年12月，我国焦炭及半焦炭出口量为35万吨，全年累计出口量为335万吨，虽然同期上涨了近5倍，但只及2008年出口量的1/4，尽管焦炭出口形势有所回暖，但已经很难再回到金融危机前的水平。目前全球金融形势仍旧不乐观，国内焦炭市场面临产能过剩，全球需求量也远不及从前，出口减少将会加剧内销的压力。我们预计今年二季度焦炭价格将会保持平稳，如果下游出现好转，焦炭价格可能会出现上涨，但上涨空间不大。

图13：焦炭出口价格和数量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

焦炭行业评级：★★★

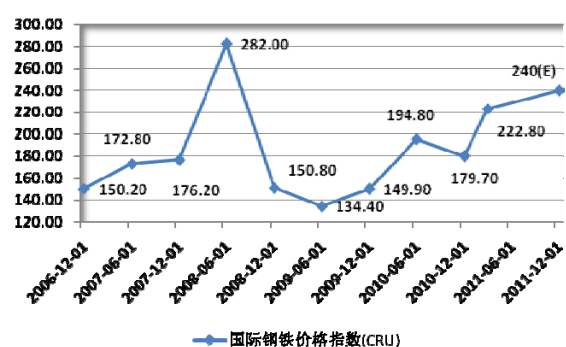
重点关注：开滦股份

4) 下游钢铁：弱势提价，对价格敏感度较高

目前中国是全球最大的钢铁生产国，2010年生产粗钢达到6.3亿吨，消费量为5.96亿吨。由于炼一吨铁，需要1.4吨左右的焦炭，而一吨焦炭需要1.4—1.6吨的焦煤，这也意味着去年中国消耗的焦煤量超过10亿吨。我们预计今年钢铁产量为6.6亿吨左右，同期增长4.8%左右，国内粗钢消费量6.32亿吨左右，同期增长3600万吨左右。

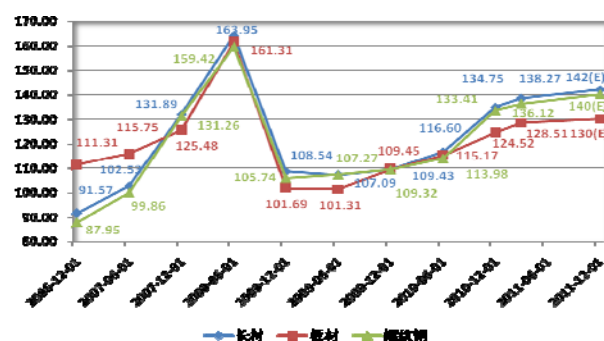
在日本地震影响下，由于日本钢铁企业主要集中在中部关东地区及南部地区，很多主流钢铁厂都已停产，这对整个日本钢铁业在短期内造成重大冲击。日本钢材出口将大幅减少，国际市场资源供应将趋于紧张，国际高端钢材价格会出现上升，我们预计此次地震短期内对我国及全球其它地区钢材供给造成一定的影响，将导致钢材价格上涨。

图14：国际钢铁价格指数



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图15：国内钢材价格指数

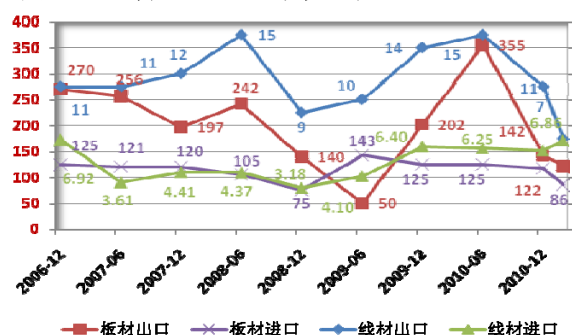


资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2010年我国从日本进口钢材747万吨，由于日本主要是以生产高端钢材为主，地震将直接影响日本高端钢材的出口，目前中国进口的高端板材约有300万吨缺口，日本5大钢厂将面临3月~6个月的重建期，按每月减少600万吨测算，影响钢铁量1800~3600万吨，这对我国同类生产企业形成利好。因此日本地震短期内将利好中国钢铁行业。

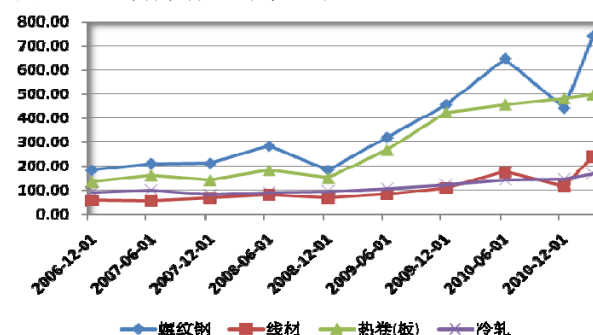
近几年，钢铁行业库存均在3月中旬出现阶段性顶峰后开始下降，并持续至6月初，受钢铁行业基本阶段性向好、日本部分钢铁企业停产的影响，社会库存有所回落，但仍处于高位，铁矿石、焦煤暂时性的下跌不能持续，因此我们认为随着钢铁下游陆续开工，钢材价格虽有上升动力但提价则相对谨慎。

图16：钢材进出口（单位：万吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图17：钢材库存（单位：万吨）

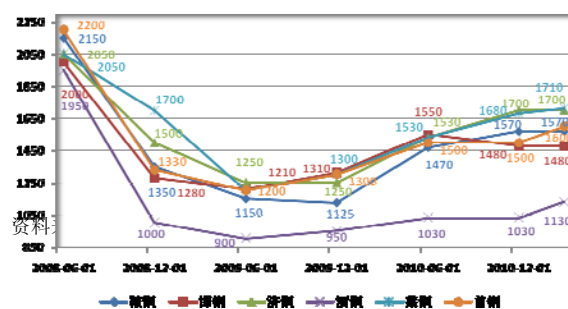


资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

为了规避部分风险，一些大型钢铁公司绕开中游环节直接向上游采购焦煤，通过自行焦化，积极控制成本，但效果一般。从焦化过程中最常使用的三种配煤来看，目前钢厂采购价格已经逐步走出底部但远未2008年的峰值，由于目前钢铁行业整体盈利能力比较低，因此焦煤采购价格大幅上升的可能性不大。钢铁行业的未来就是和钢铁下游以及焦炭行业博弈的结果，通过对下游的提价和对焦炭的压

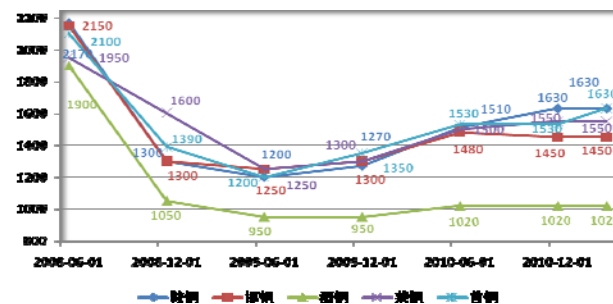
价来提高自身的盈利空间,但是与焦煤的强势提价相比,钢铁行业的弱势提价对价格敏感度相对较高,一旦其盈利空间受到挤压,将会直接影响焦煤需求量,焦煤的强势地位将受到挑战。因此我们预计今年二季度钢厂焦煤采购价格将会有所上升,其幅度则取决于钢铁行业的接受能力。

图18: 钢厂焦精煤采购价格(单位: 元/吨)



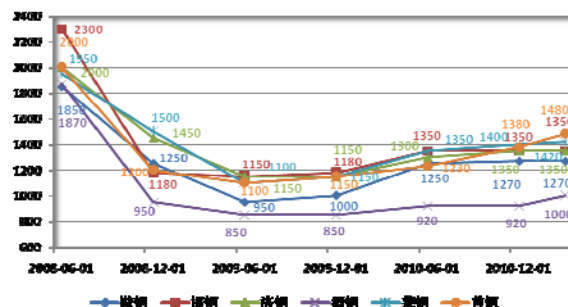
资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

图19: 钢厂肥精煤采购价格(单位: 元/吨)



资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

图20: 钢厂1/3精煤采购价格(单位: 元/吨)



资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

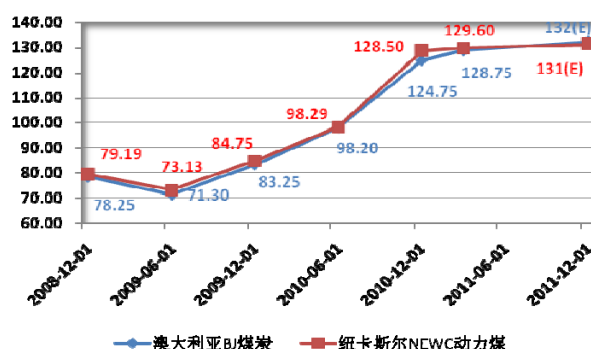
2. 动力煤: 电厂亏损经营, 煤价上涨受限

投资主线: 动力煤 ➡ 火电厂

1) 上游动力煤:

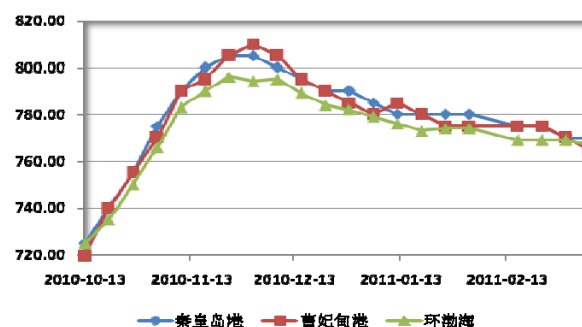
2010年国内动力煤价格总体表现为震荡上行趋势, 其中出厂地大同动力煤坑口价比2009年上涨5-10%, 而中转地秦皇岛动力煤车板价比2009年上涨15%-20%左右, 与此同时国际动力煤价格全年涨幅为40%, 大幅超越国内动力煤价格。

图21：国际动力煤价格（单位：美元/吨）



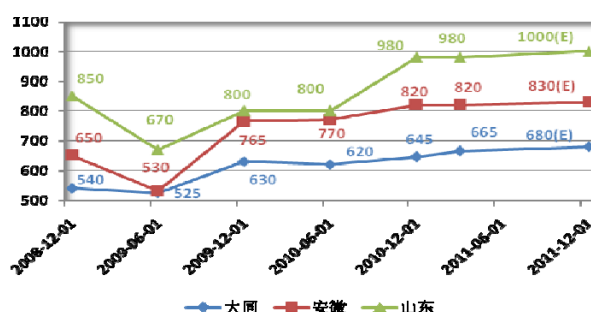
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图22：国内中转地动力煤价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图23：国内动力煤出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2) 下游火电厂：

2011 年是“十二五”的开局之年，去年的节能减排因素基本消除，预计全社会用电量将会继续保持较高增长速度。我们预计2011年国内GDP在8.5%左右，按照电力弹性系数1~1.1计算，预测2011 年全社会用电量增速将在8.5%~9.3%之间，仍然维持较高水平。

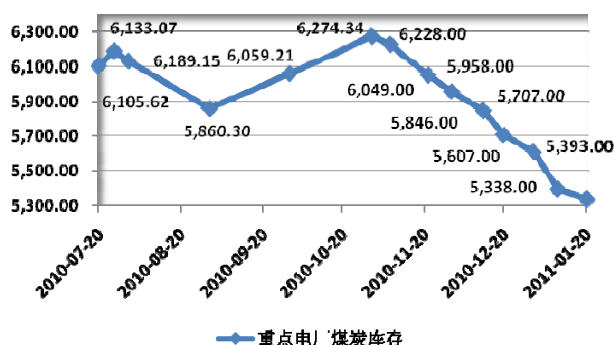
去年电厂库存迎来一波下跌，我们认为由于运输瓶颈以及季节性需求高峰所造成的临时性短缺不会持续太久。从2月份以来，电厂库存始终保持高位，中转地秦皇岛港库存在创出新高后在800 万吨附近波动，煤炭运价在连续大幅下跌后虽有小幅反弹，但种种迹象表明动力煤正进入消费淡季。

日本地震导致的核泄漏将促使日本对核电进行全面检修、停产，并且由于核辐射影响远比地震本身要严重的多，因此我们无法预估核电重建的可能性和时间表，这期间造成的电力空缺无疑要通过传统方式“煤电”来填补，短期内煤电的主导地位仍难以替代，这将增加对动力煤的需求。我们预计2011-2012 年度国际动力煤长协价将会基本保持稳定，基本维持在120美元/吨左右。

由于相比焦煤，动力煤本身并不稀缺，因此由于天灾因素导致短期需求迅速增加从而刺激煤价上涨是不具有持续性的，一旦恢复常态，动力煤价格又当重回弱势。此外，动力煤价格高企、CPI走高

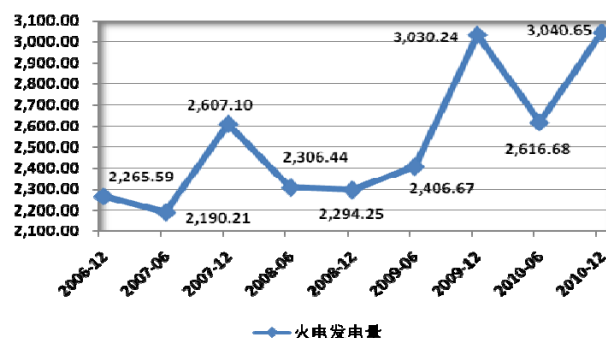
促使发改委对民生类基础生活资料价格的严格关注等因素已经让火电厂不堪重负，直接对动力煤的需求产生影响，因此我们对于动力煤价格短期看多，中长期维持中性评级，并认为动力煤在二季度仍有交易性机会。

图24：重点电厂煤炭库存（单位：万吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图25：火电发电量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

动力煤行业评级：★★★

重点关注：恒源煤电

3.无烟煤：下游需求依旧疲软，季节性因素支撑煤价

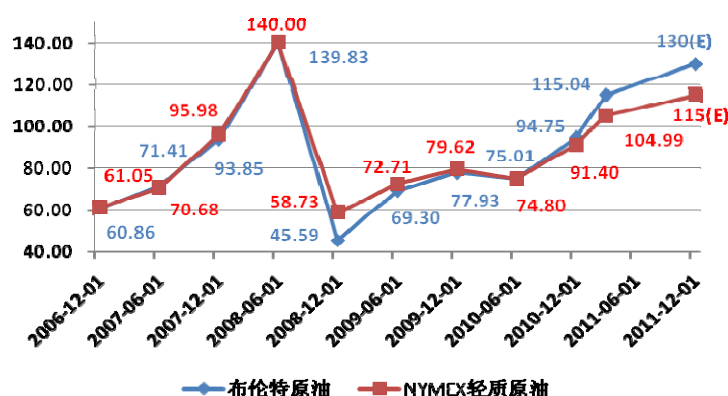
投资主线：无烟煤 → 煤化工

- 工业领域
- 农业领域

1) 上游无烟煤

今年以来国际局势动荡导致NYMEX原油价格已经破百，由于无烟煤可以通过一些煤化工项目来转化为一些化工产品，因此拥有石油的部分替代功能，煤炭的价格波动与原油价格之间存在很强的联动性，原油价格的飙升会带动国际煤炭价格的上涨，而国际煤炭价格的上涨则会助升国内煤炭价格，同时美元的持续弱势也支撑了国际煤炭价格，而这一切对无烟煤的受益最为直接。我们预计国际局势的变幻莫测，使得石油价格仍将处于高位，NYMEX原油价格在年底有望挑战115美元/桶。

图 26：国际原油价格（单位：美元/桶）

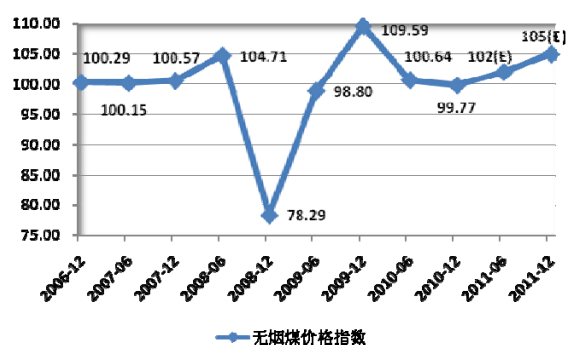


资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

近年来，我国无烟煤的生产总量呈现逐年增加的态势，近七、八年增长的幅度基本稳定在8%左右，略低于煤炭产量的整体增幅，年新增产量为2000万吨左右。从新增产能来看，近两年无烟煤新增矿井不多，资源整合对无烟煤产量影响不大，因此无烟煤供给增速趋于稳定。

一方面由于煤炭资源整合导致新增产能有限、受季节性影响波动较大，在需求旺季时，无烟煤将会呈现出阶段性相对偏紧的局面，另一方面煤化工行业强劲发展，对无烟煤的需求都产生刺激作用，因此在很大程度上无烟煤价格的上涨空间受制于其下游行业的冷暖，我们预计全年无烟煤价格会小幅上涨。

图27：无烟煤价格指数



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图28：山西无烟煤出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2) 下游工业领域

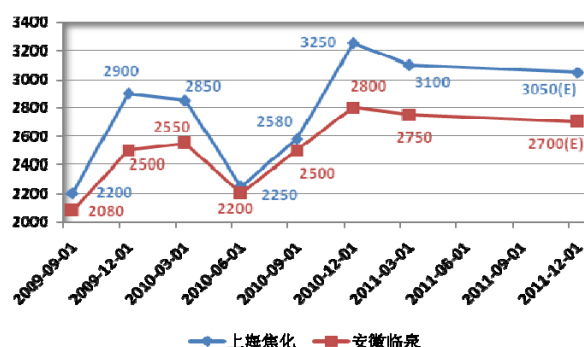
2010 年我国甲醇行业总产能在 3500 万吨左右，产量大致在 1500 万吨，产能已经严重过剩。去年原计划投产的甲醇在建项目共有 25 个，新增年产能合计 861 万吨，我们预计今年国内甲醇产能将

超过 4000 万吨，产能的增加量已远远大于消费需求的增加量了，此外我国还有 25 个拟建或处于规划阶段的甲醇项目，年产能合计 2440 万吨，新建、在建装置的不断投产，将进一步加剧国内甲醇产能过剩的局面。

进口甲醇利用低价优势强势冲击国内市场。由于中东（尤其是沙特）地区的甲醇产品是以天然气或油田伴生气为原料生产的，因此成本比较低廉，而国内将近 80% 的甲醇生产企业是通过煤制甲醇，在目前焦煤价格高企的情况下，生产成本相对较高。

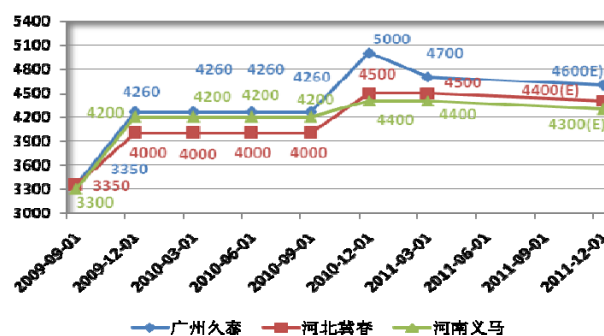
甲醇下游需求仍然低迷，我们预计甲醇行业在今年依然不会有太大的起色。作为甲醇行业重要下游二甲醚行业，《城镇燃气二甲醚国家标准》将于 2011 年 7 月 1 日正式实施，这一标准实施后二甲醚作为城镇燃气只能纯烧，而且要求专瓶专用，这就预示着二甲醚混掺液化气之路将被彻底封死，产能过剩将进一步加剧。此外，甲醇下游产品中，甲醛、醋酸、DMF、草甘膦等多个品种产能严重过剩，其中甲醛产能过剩达 30%，醋酸过剩达 48%，DMF 过剩达 50%，从而波及整个甲醇行业。我们预计今年甲醇和二甲醚价格将会略微下降。

图 29：甲醇出厂价（元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图 30：二甲醚出厂价（元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

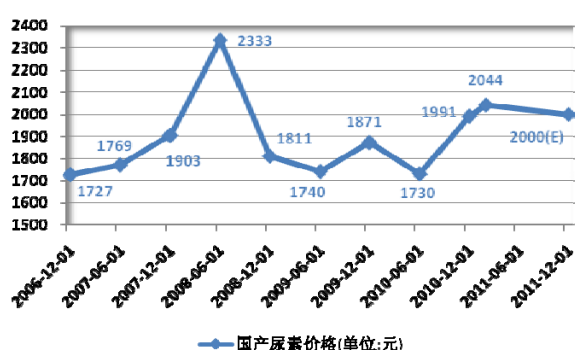
3) 下游农业领域

尿素和农业密切相关，具有强季节性特点。去年第四季度以来尿素价格延续高位运行，出厂价维持在 1900 元左右，今年以来尿素价格一直处于高位震荡，但这只是短暂性和季节性因素造成的，例如冬季天然气供应不足、电力紧张，低库存等因素，因此不具备持续性。根据季节性特点，进入第二季度，天然气、煤、电等供应逐渐充足，尿素价格将会有所下滑，直到 6 月份底开始进入新的用肥期，尿素价格有望再度上行空间，尿素适量出口将减缓了国内尿素供大于求的压力，价格会略微上扬。我们预计 2011 年第四季度，尿素价格继续高位震荡，但总体价格水平仍将略低于 2010 年同期。

近几年产能过剩成为氮肥行业的主基调，行业集中度不高、良莠不齐的格局较为严重，8万吨/年以下合成氨装置约占总数量的40%、占总产能的16%左右。产品同质化是导致氮肥价格起伏、利润空间不断摊薄的根由之一。市场低迷、需求不振、价格难提，使得氮肥企业在成本线附近挣扎。

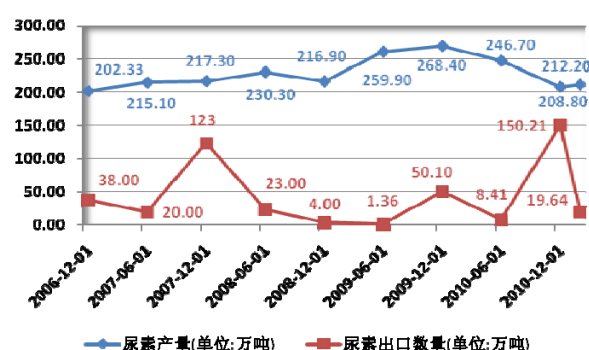
3、4月份将迎来我国传统的春耕时期，届时化肥的需求量将大幅上升，从而拉动无烟煤的需求增长。6、7月份有些农作物将迎来新的用肥期，将再次刺激无烟煤价上涨。此外，近期国际油价的走高也将刺激煤化工产品的需求，进一步提高无烟煤的需求。综合来看，无烟煤价格受季节性影响较大，二季度有季节性投资机会。

图 31：尿素批发价格（元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图 32：尿素产量和出口量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图 33：氮肥产量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

无烟煤行业评级：★★★★

重点关注：神火股份

三、投资策略

尽管各煤种所在的下游行业冷暖不同，差异较大，我们给予的投资评级也不尽相同，但是从历史数据来看，代表不同煤种的公司股票在二级市场上的走势有较强的趋同性，换言之，相互之间走势存在一定的正相关性，而其波动幅度存在较大差异。

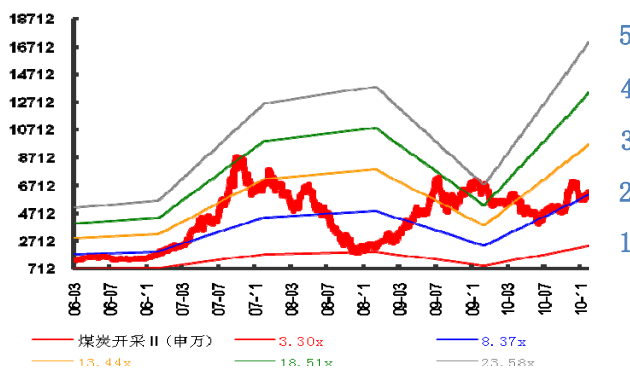
1. 绝对估值有所提高，相对估值仍处底部

PE 估值区间图结合市场整体估值水平共划分了 5 个区间，我们认为区间 2 以下是价值相对低估区，区间 2 至区间 4 是合理估值区，而区间 4 以上则是价值相对高估区。

从历史数据来看，2007 年 10 月煤炭板块的整体估值水平触及区间 4（绿线），同时也达到了历史最高绝对值；而在 2008 年 10 月煤炭板块的整体估值水平触及区间 1，达到历史绝对最低值。尽管从绝对估值角度来看，目前估值水平和 2009 年 11 月的水平比较接近，处于相对高位区，但随着 A 股整体估值水平的上移，目前煤炭板块的整体相对估值相当于 2009 年 4 月的水平（两者都触及蓝色线），处于价值合理区间的下沿，相对估值水平不高。

无论是 2007 年 3 月还是 2009 年 4 月，煤炭估值曲线由下而上穿越合理估值区间下沿（蓝色曲线），随后就展开一波大幅上涨，最终止步于合理估值区间上沿，我们预计煤炭板块在今年第二季度有望穿越合理估值区间中值（黄线）。

图 34：PE 估值区间图



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2. 澳洲水灾利好煤价，日本地震短空长多

今年年初以来，国际煤炭价格受澳大利亚水灾刺激大幅走高。澳洲水灾对炼焦煤的影响远大于对动力煤的影响，水灾对于煤炭的开采和运输的影响仍在持续中，目前将要被确定的和已经被确定的延期履约合同的煤炭合计产能超过 1 亿多吨，这使得整个澳大利亚的矿产业在短期内无法得到有效恢复，我们预计水灾对煤炭市场的影响将会持续到第二季度。

3 月 11 日，日本东部发生里氏 9 级地震，由于控制不当，地震已经演变成核泄露造成的核辐射

阶段，并且至今事态仍未有明显转机。短期内地震对日本经济造成重大创伤，煤炭需求大幅减少，日本是亚洲仅次于中国、印度的煤炭进口国，目前正值二季度价格谈判敏感期，地震会使日本多了一个谈判桌上的筹码，短期对国际焦煤价格产生负面影响。但从中长期来看，由于此次核泄露使得核电站的未来遭遇空前的挑战，在太阳能、风能等新能源还未能担当重任之时，“电力缺口”只能通过传统能源煤炭石油挑起大梁，煤炭和石油的能源消费占比将会再次上升；与此同时日本的重建将会加大对煤炭的需求，此次日本地震短期利空煤价，中长期利好煤价。

3. 三点合力，二季度焦煤股将更加出彩

国际局势的动荡直接将原油价格推升至三位数，并且这种局势极有可能继续延续；澳大利亚水灾使得澳洲可供出口的煤炭资源量大幅减少，其负面影响将在二季度得到集中体现；钢铁企业普遍迎来补库存阶段，而日本地震后的开工重建更是加剧了钢铁下游机械、特种汽车等行业的需求，由此推算，今年第二季度，在油价高企、上游供给减少、下游需求旺盛三点合力下，焦煤价格将会上升到一个新的高度，二季度焦煤股将更加出彩。

投资建议： 炼焦煤有**战略性**机会，无烟煤和喷吹煤有**季节性**机会，动力煤有**交易性**机会。
超配炼焦煤，标配喷吹煤和无烟煤，低配动力煤。

重点关注：冀中能源、盘江股份、兖州煤业。

四、重点公司盈利预测及评级

1. 冀中能源：“资产注入”+“内生增长”+“价格弹性”

公司是我国重要的焦煤生产基地之一，从南到北赋存着焦煤、肥煤等我国保护性稀缺煤种，由焦煤价格上涨所带来的价格弹性最高。

目前公司规划产能为3000万吨，内生增长20%，这主要得益于：1) 东庞矿扩建后产量提升200万吨；2) 段王集团整合后产能达到500万吨；3) 张矿宣东二号矿复产，可增加产能150万吨。年初公司与信达资产管理公司进行股权置换后，集团资产注入预期明显加强，峰峰集团优质资产整体上市将更加顺利，我们预计集团拟注入矿井合计产能 1500 万吨，为现有产量的一半；资产注入后产能可以提升50%，考虑增发摊薄效应，我们预计增厚2011 年业绩30%。

集团目前产量是公司的两倍，增发收购资产后，后续还将通过现金等方式逐步将集团剩余矿井纳入公司，持续的收购将保证公司未来成长性。我们预计公司2010、2011年EPS分别为2.1元、2.55元，给予2011年EPS22倍的动态市盈率，维持**强烈推荐**评级，12个月目标位为：56元。

2. 盘江股份：区域龙头，五年规划确保高速增长

在十二五煤炭工业发展规划中，贵州省着力打造1个5000万吨的大型煤矿集团。从当前的竞争状况以及未来发展态势来看，公司是当之无愧的唯一首选。目前本部六矿井当前核定产能为1000万吨左右，通过后续2-3年的改扩建，合计产能可以扩充到1500万吨左右。公司内生增长迅速，2013年产能有望从1100万吨增至3000万吨，公司也不断的通过外延进行扩张，预计到2015年，公司产能有望达到5000万吨。

公司今年最大的看点有两个：1) 响水矿的资产注入进展，该矿核定产能为400万吨，由于该矿被现金收购的可能性较大，我们预计会增厚公司2011年EPS的12%；2) 今年年初，公司上调了2011年各类焦煤品种合同价格，由于目前焦煤价格依然高企，随着下游钢铁行业需求旺季到来，焦煤价格可能再次上调。我们极度看好公司未来的内生长性，预计公司2010、2011年EPS分别为1.26元、1.6元，给予2011年EPS28倍的动态市盈率，维持**强烈推荐**评级，12个月目标位为：44.8元。

3. 兖州煤业：“四地上市”+“现货销售”+“外延扩张”

公司是我国华东地区最大的煤炭生产企业，是唯一一家境内外三地上市的煤炭公司，目前正积极筹备澳洲上市，最终实现境内外四地上市。

公司本部6矿产量维持在3400万吨，产量较为稳定。公司主要以现货煤销售为主，现货煤销售比例占总销量的70%左右，在煤炭价格看涨的背景下，现货销售更能体现市场变化所带来的效益。

外部扩张潜力无限，作为内蒙整合主体，以此为平台继续扩张的潜力很大。目前两地产能规划为3000万吨。山西能化和菏泽能化将逐步达产，预计2011年产能可增200多万吨；鄂尔多斯能化规划产能1000万吨；昊盛公司（51%股权）负责开发石拉乌素煤田，规划产能1000万吨；两项目有望2013-2014年投产。

公司收购Felix时承诺最迟2012年兖煤澳洲在澳证交所上市，近期公司增资兖煤澳洲9亿澳元，旨在降低资产负债率的同时积极推进Felix澳洲上市，加快了境内外四地上市的步伐，有望通过上市平台融资进一步获取更多海外资源。公司2010年EPS为1.83元，我们预计2011年EPS为2元，给予2011年EPS21倍的动态市盈率，维持**强烈推荐**评级，12个月目标位为：42元。

表 1：重点公司评级表

证券代码	证券简称	每股收益（元）			股价（元）	市盈率			最新评级
		2010	2011E	2012E		2010	2011E	2012E	
000937	冀中能源	2.1E	2.55	2.9	45.94	21.88	18	15.84	强烈推荐
600395	盘江股份	1.26E	1.6	2	37.78	29.98	23.61	18.89	强烈推荐
600188	兖州煤业	1.83	2	2.1	33	18.03	16.5	15.71	强烈推荐
601699	潞安环能	2.64E	3.06	3.7	62.43	23.64	20.4	16.87	推荐
600997	开滦股份	0.7E	0.86	0.93	19.92	28.45	23.16	21.42	推荐
600971	恒源煤电	2.17	2.58	2.9	44.25	20.39	17.15	15.26	推荐
000933	神火股份	1.1	1.55	2	26.48	24.07	17.08	13.24	推荐

资料来源：爱建证券研究发展总部

五、风险提示

受国家宏观经济调控政策影响，煤炭价格出现大幅下跌，行业基本面出现拐点。

分析师简介：

汪思伟，证券分析师，法国南锡二大欧洲金融工程硕士，法国里昂三大工商管理 and 上海交通大学安泰管理学院金融学双学士，4年证券从业经验，历任银河证券营业部分析师，航天证券煤炭能源行业研究员，2010年进入爱建证券担任煤炭能源行业研究员。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。