

煤炭行业二季度投资策略

——焦炭期货推出意在长远 煤价全面上涨带来投资良机

煤炭/能源

投资要点:

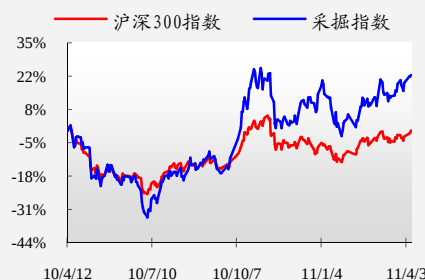
- 无论从我们的煤炭港口价格模型的模拟结果, 还是从各煤种的需求情况来看, 煤炭价格都有望在 4 月中下旬迎来全面上涨。山西优混港口价格将上浮至 805 元以上, 第二季度单季涨幅将超过 5%。价格上涨是我们看好第二季度煤炭行业的最主要逻辑。
- 目前市场有对上网电价进行结构性上调的预期, 我们认为第二季度该预期可能得到落实。结合煤炭价格变动来看, 2008 和 2010 两年国内煤炭价格上浮幅度最大, 而近 5 年国内上网电价调整幅度最大的一次出现在 2008 年, 管理层极有可能调高上网电价来消弭 2010 年煤价上涨给电力企业带来的成本压力。上网电价上调, 销售电价不变, 短期内不会给通胀造成压力。调整电价可打开煤炭-电力产业链的价格空间, 对煤炭未来提价留下伏笔。
- 我们在 2011 年年度投资策略《中国煤炭金融衍生品元年: 辉煌而不是彷徨》中首先提出了“煤炭金融衍生品”这一概念, 并对全球煤炭金融衍生品市场进行了细致的分析, 也对未来国内煤炭金融衍生品进行了展望。我们认为, 十二五期间国内煤炭金融衍生品市场将迎来蓬勃发展。今年第二季度, 焦炭期货有望先行推出。
- 焦炭期货推出后, 可以给煤炭期货如何进行现货存储和标准化合约制定提供借鉴, 国内煤炭期货出台的基本条件将在年内日趋成熟。国外煤炭期货市场近年的成功经验, 昭示煤炭期货一旦推出, 股票市场的有效性将大大增强, 煤炭价格的全球化也将更加明显。我们将在未来相当长一段时间内, 重点关注煤炭金融衍生品推动煤炭价格全球化, 进而促进煤炭类上市公司估值全球化的过程。
- 我们看好第二季度煤炭行业投资机会, 主要逻辑为: 1、从产业链价格空间打开(电价调整)和量化预测煤炭价格的结果来看, 第二季度将是年内煤炭价格第一次全面上涨的时点。煤炭价格上涨期间, 板块具备整体性投资机会; 2、焦炭期货推出后, 对焦炭、焦煤价格的正面刺激带来的交易性机会, 更主要的是为将来煤炭期货推出奠定基础, 煤炭企业估值水平有望重铸。
- 建议在 4、5 月对煤炭行业进行标配甚至超配, 第二季度投资组合为平庄能源、山煤国际、神火股份、兖州煤业。同时建议适当关注煤气化、开滦股份、安泰集团等具备业绩支撑的焦炭类上市公司的短期交易机会。

优于大势

维持评级

发布时间: 2011 年 4 月 15 日

走势图



子行业

评级

重要公司

评级

神火股份	推荐
兖州煤业	推荐
平庄能源	推荐
山煤国际	推荐
国投新集	推荐
冀中能源	推荐

分析师: 王师

执业证书编号: S0550511030001

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

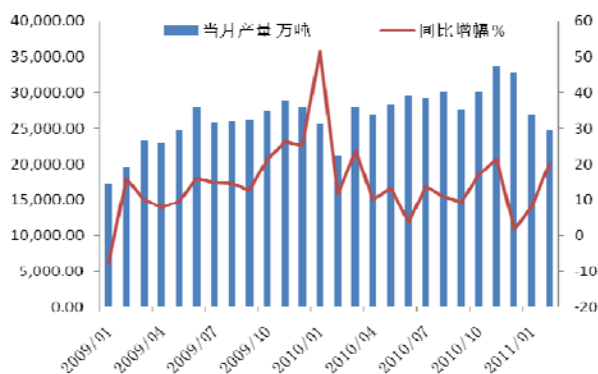
邮编: 200002

1、煤炭供给分析——年内可能出现供给缺口

今年第一季度，全国煤炭供给情况正常，去年原煤生产增速较快的地区今年增产并不明显。结合我们在山西、河南等地的调研情况，我们认为今年下半年，全国煤炭很可能出现短期供给缺口。

2011 年前两个月，我国原煤月度产量分别为 2.68 亿吨和 2.47 亿吨。受春节因素影响，2 月产量小幅下滑，但同比增速由 1 月的 8% 上涨至 20%。

图 1 原煤月度产量与增速



资料来源：wind 东北证券

前两月国内原煤累计生产总量为 5.16 亿吨，同比增长 13.51%。分区域来看，最明显的特征是去年产量增长过速地区的产量增速有所放缓。主产区中，山东、河南大幅低于全国平均水平；山西、陕西与全国平均值基本相当；内蒙供给增速仍然较快。

表 1：煤炭主产省份前两月产量与增速

	累计产量 万吨	同比增速 %
全国	51575.80	13.51
山西	11031	15.42
内蒙古	13157	27.48
山东	2226.5	1.64
河南	3379	-13
陕西	5364	16.79

资料来源：wind 东北证券

去年年底，市场担心山西、河南等在过去两年间进行资产整合的省份会在今年释放技改产能。根据我们在晋、豫调研的情况来看，整合矿前期技改准备虽然较顺畅，但多数产能被安排于 2012 年开始逐步释放，因此河南山西煤炭产量不会过速增长。

另一方面，去年至今产量增速一直较快的内蒙和陕西，在第二季度有可能受到国家能源总体规划的影响逐步开展资源整合。我们在过去的多篇报告中提出，国家发改委将对蒙陕甘宁“金三角”地区制定长期能源规划，4 月份该规划即可能上报国务院。

“金三角”地区煤炭产量占全国总产量约 37%，是我国重要的煤炭产出区。蒙陕甘

宁能源规划必将涉及资源整合与划分，一旦资源整合开始，将明显压缩当年煤炭供给总量。

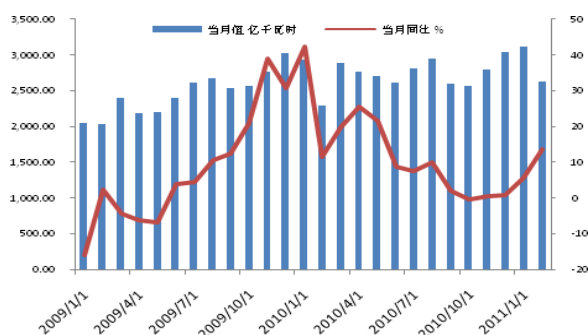
山西、河南技改产能释放减慢、蒙陕甘宁面临资源整合，两个因素叠加起来，可能造成年内煤炭供给出现缺口。

2、煤炭需求分析——旺季逐渐到来

2.1 火电

2011 年前两月，全国火力发电企业共计发送电量 5737 亿千瓦时，同比增加 9.14%。年初两月火电发电同比增速显著上升，我们预计 3、4 月份火电月度发电增速可能受丰水期逐渐到来而放缓，但是随着夏季用电高峰到来，火电发电增速有望在第二季度站上年内第一个高点。

图 2 火电月度产量与增速

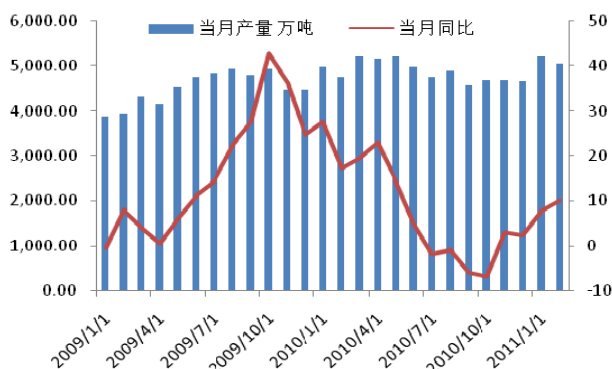


资料来源: wind 东北证券

2.2 生铁

今年前 2 月，全国生铁冶炼总量为 1.03 亿吨，累计同比增长 8.92%。国内保障房建设对钢铁需求拉动明显，可有效弥补商业住宅开工量可能产生的萎缩。焦煤需求随着钢铁开工量逐渐加大而受益。

图 3 生铁月度产量与增速



资料来源: wind 东北证券

2.3 水泥与化肥

从总量上来看,水泥和化肥行业对煤炭需求的拉动作用略微小于火电和钢铁。2011年前两月,全国水泥产量达到2.04亿吨,同比增长9.13%。全国合成氨产量787万吨,同比累计下降1.5%,月度产量相对稳定,但增速反弹明显。

随着原油价格不断高涨,煤头化工的成本优势开始逐渐显现。根据我们掌握的下游企业原料需求情况,预计第二季度化工用煤需求回暖将非常明显,我们看好第二季度无烟煤需求增长。

图4 水泥月度产量与增速

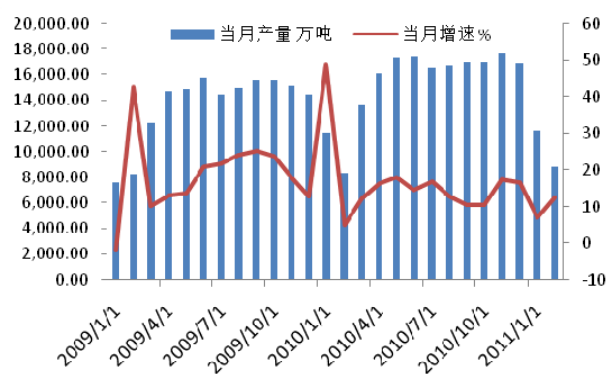
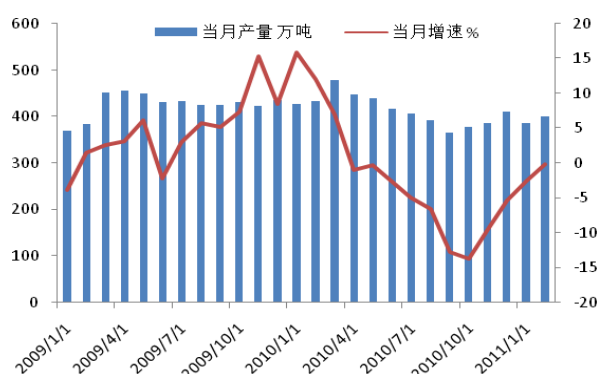


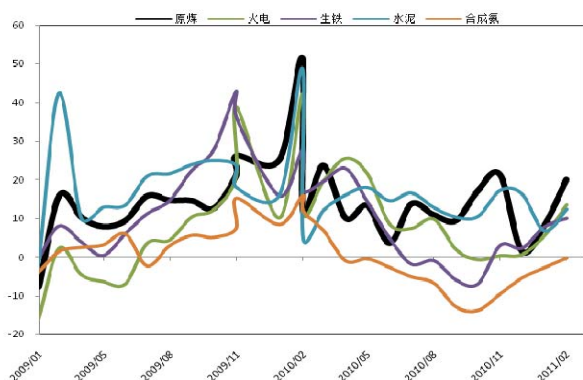
图5 合成氨月度产量与增速



资料来源: wind 东北证券

总体来看,煤炭各下游行业月度产量增速都处于明显反弹的过程当中,而随着夏季逐渐到来,火电、钢铁、水泥建材等行业对煤炭需求均将有明显回暖,我们看好煤炭需求增长过程中,煤炭价格的上涨。

图6 原煤与各下游行业月度产量增速比较

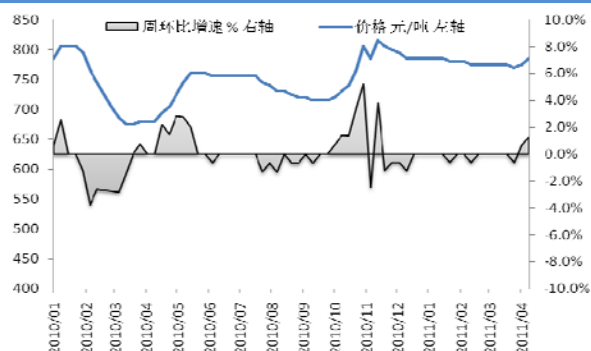


资料来源: wind 东北证券

3、煤炭价格——电力价格上调 带来产业链提价空间

无论是从我们的煤炭港口价格模型的模拟结果，还是从各煤种的需求情况来看，我们认为4月中下旬将迎来煤炭价格全面上涨。价格上涨是我们看好第二季度煤炭行业的最主要逻辑。

图7 山西优混每周价格与环比变动

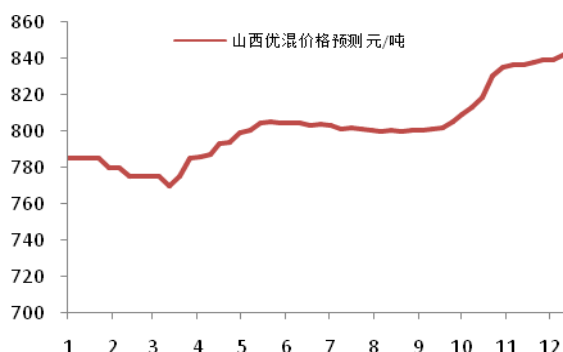


资料来源: wind 东北证券

国内动力煤港口价格已连续12周居于稳定,截至4月初,山西优混价格仍处于780元。然而,根据我们的港口价格预测模型,国内动力煤价格上涨时点已非常接近。

我们在煤炭行业2月月报中提出,3月煤炭价格仍是筑底过程,但770-775元已是年内底部。根据对历史数据的归纳,我们认为从四月中旬开始,动力煤价格将迎来年内第一次明显上涨,第二季度山西优混港口价格将上浮至805元以上,第二季度单季涨幅将超过5%。

图8 2011年山西优混价格预测



资料来源: 东北证券

目前市场有对上网电价进行结构性上调的预期,我们认为第二季度该预期可能得到落实。

近5年国内上网电价有过4次明显调整,其中调整幅度最大的一次出现在2008年。结合煤炭价格变动来看,2008和2010两年是国内煤炭价格上浮幅度最大的两年,因此管理层极有可能调高上网电价来消弭煤价上涨给电力企业带来的成本压力。

如果上网电价上调,销售电价不变,短期内不会给通胀造成压力。调整电价可打开煤炭-电力产业链的价格空间,对煤炭行业未来提价留下伏笔。

图9 近年平均上网电价 元/千千瓦时

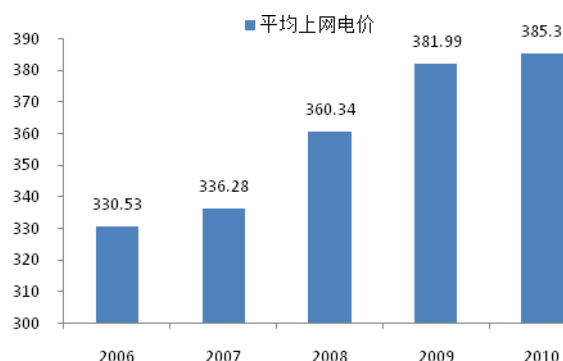
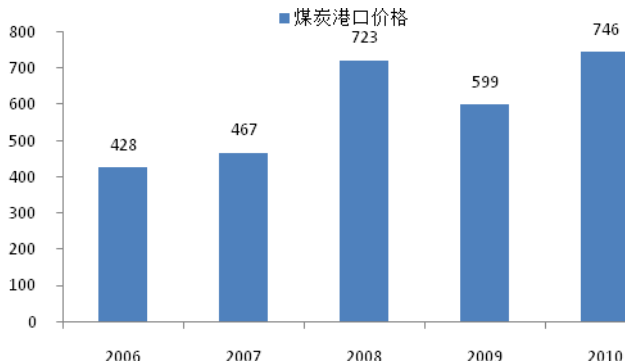


图10 近年国内煤炭平均价格(山西优混) 元/吨



资料来源: 中电联 sxcoal 东北证券

目前上网电价上调仍处于讨论阶段,我们认为其具备相当的可行性。即使不考虑电价调整,历史数据也昭示煤炭价格将于第二季度全面上涨。我们延续上月观点,强烈建议关注煤炭提价这一事件。

4、焦炭期货推出——煤炭金融衍生品迈出第一步!

我们在2011年年度投资策略《中国煤炭金融衍生品元年: 辉煌而不是彷徨》中首先提出了“煤炭金融衍生品”这一概念,并对全球煤炭金融衍生品市场进行了细致的分析,也对未来国内煤炭金融衍生品进行了展望。我们认为,十二五期间国内煤炭金融衍生品市场将迎来蓬勃发展。今年第二季度,焦炭期货有望先行推出。

焦炭期货的重要意义在于:

- 利于焦炭企业通过套保的方式规避焦炭价格波动风险;
- 焦炭价格形成一致性预期后,处于微利或亏损状态的焦炭类上市公司估值可以得到更好把握,从而提高估值水平;
- 期货产品上市初期加大焦炭现货产品波动范围,刺激上市公司业绩增长预期。

焦炭期货上市初期对资本市场的影响可以参照螺纹钢期货推出后的情况。螺纹钢期货推出伊始,钢铁股与期货价格指数的走势趋于一致,但波动性更大。

螺纹钢期货推出后的三个月,螺纹钢连续的价格最高涨幅为39.35%,但A股钢铁指数则上涨了69.45%。

图 11 螺纹钢期货推出后对钢铁板块刺激作用明显

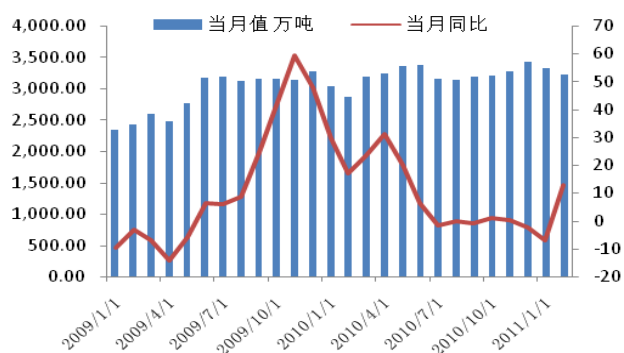


资料来源: wind 东北证券

通过对比其他大宗商品期货上市交易后,对现货市场和股票二级市场产生的影响,我们发现期货产品推出初期,现货价格仍主要受供需决定,但期货价格波动幅度明显大于现货价格,上市公司股价波动又强于期货价格。

目前国内焦炭行业仍处于复苏阶段,焦炭价格处于高位,受钢铁开工量逐渐提升的影响,我们判断焦炭期货推出初期,应正值需求上升期,期货价格和现货价格有可能短期迅速提升。建议关注焦炭现货、期货价格上涨带来的交易性机会。

图 12 焦炭月度产量与增速



资料来源: wind 东北证券

图 13 唐山二级冶金焦价格走势 元/吨

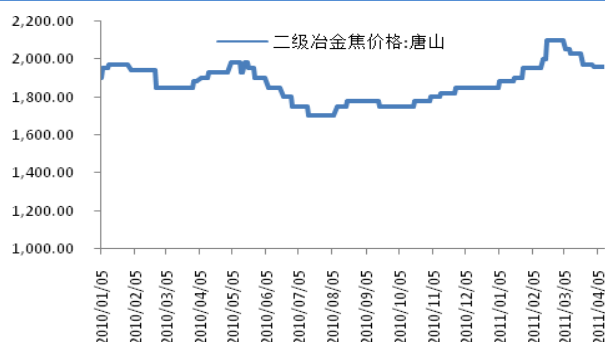
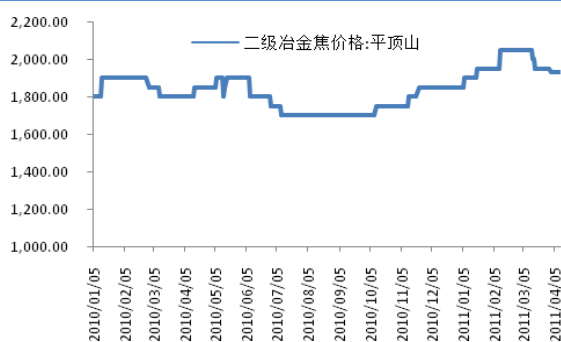


图 14 平顶山二级冶金焦价格走势 元/吨



资料来源: wind 东北证券

图 15 云南三级冶金焦价格走势 元/吨

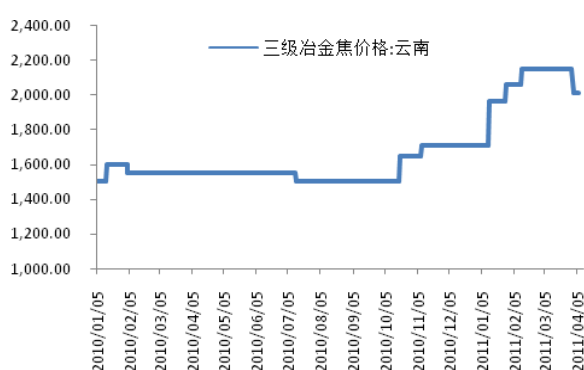
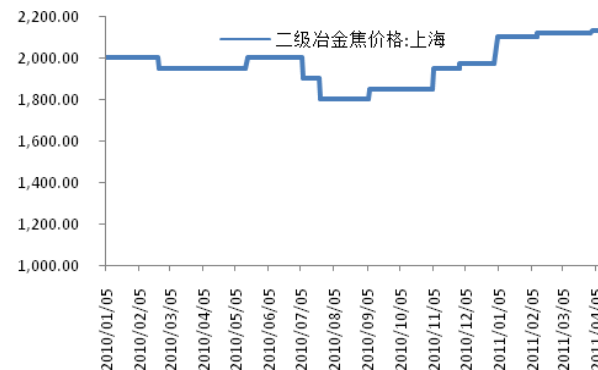


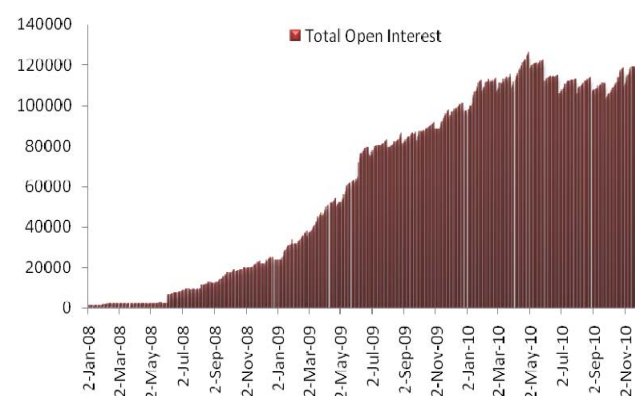
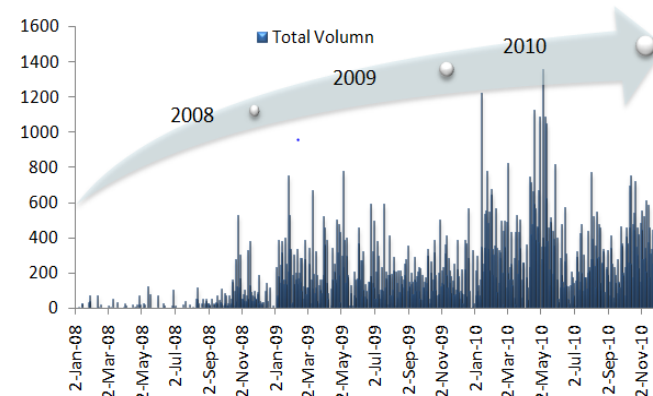
图 16 上海二级冶金焦价格走势 元/吨



资料来源: wind 东北证券

更长期来看,焦炭期货上市是我国逐步推出煤炭金融衍生品的第一步。焦炭期货推出后,可以给煤炭期货如何进行现货存储和标准化合约的制定提供良好的借鉴,国内煤炭期货出台的基本条件将在年内日趋成熟。

图 17 ICE 三大港煤炭期货总交易量比 2008 年增长 10 倍 图 18 ICE 三大港煤炭期货总持仓量是 08 年的 375%



资料来源: ICE 东北证券

国外煤炭期货市场近年的成功经验,昭示煤炭期货一旦推出,股票市场的有效性将

大大增强，煤炭价格的全球化也将更加明显。我们将在未来相当长一段时间内，重点关注煤炭金融衍生品推动煤炭价格全球化，进而促进煤炭类上市公司估值全球化的过程。

图 19 期货市场 现货市场 股票市场之间的定价传导链条



资料来源：东北证券

5、投资建议——板块整体性机会来临 坚定看多

我们看好第二季度煤炭行业投资机会，主要逻辑为：1、从产业链价格空间打开（电价调整）和量化预测煤炭价格的结果来看，第二季度将是年内煤炭价格第一次全面上涨的时点。煤炭价格全面上涨期间，板块具备整体性的投资机会；2、焦炭期货推出后，对焦炭、焦煤价格的正面刺激带来的交易性机会，更主要的是为将来煤炭期货推出奠定基础，煤炭企业估值水平有望重铸。

建议在 4、5 月对煤炭进行标配甚至超配，第二季度投资组合为平庄能源、山煤国际、神火股份、兖州煤业。同时建议适当关注煤气化、开滦股份、安泰集团等具备业绩支撑的焦炭类上市公司的短期交易机会。

表 2 煤炭类上市公司业绩与估值一览

证券简称	EPS2011	EPS2012	PE2011	PE2012	
平庄能源	0.73	0.86	21.89	18.58	推荐
神火股份	1.66	2.22	17.02	12.71	推荐
山煤国际	1.60	2.21	21.07	15.30	推荐
兖州煤业	1.97	2.21	18.26	16.32	推荐
冀中能源	2.70	3.11	17.88	15.52	推荐
西山煤电	1.54	1.92	18.10	14.52	推荐
兰花科创	2.72	3.52	15.20	11.73	推荐
国阳新能	1.26	1.35	21.31	19.85	推荐
盘江股份	1.59	1.99	23.05	18.42	推荐
大同煤业	0.80	1.00	25.76	20.61	推荐
露天煤业	1.18	1.37	20.12	17.39	推荐
潞安环能	3.43	4.01	19.77	16.91	推荐

大有能源	1.81	2.17	20.48	17.08	推荐
中国神华	2.17	2.42	14.10	12.61	推荐
昊华能源	2.72	3.28	20.88	17.31	推荐
中煤能源	0.67	0.79	16.85	14.26	推荐
国投新集	0.76	1.03	20.51	15.12	推荐
开滦股份	0.85	0.94	23.88	21.71	推荐
平煤股份	1.52	1.64	13.75	12.76	谨慎推荐
郑州煤电	0.26	0.31	51.70	42.50	谨慎推荐
上海能源	2.06	2.35	14.32	12.57	谨慎推荐
恒源煤电	2.57	2.86	16.78	15.07	谨慎推荐
			20.58	17.22	

资料来源: wind 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。