

行业估值合理，货币政策压力犹存，动力煤短期有上涨要求

煤炭行业2011年二季度投资策略

目 录

- 一、2011年二季度煤炭下游需求及价格分析
- 二、2011年二季度流动性预期分析
- 三、2011年二季度煤炭行业投资策略

2011年一季度钢铁行业下游实际需求恢复低于预期

- 2011年3月钢材总库存创2009年以来的新高；
- 2011年3月沙钢下调线材价格；
- 草根调研发现钢材贸易商普遍不看好后市，没有动力加大囤积钢材；

图1：国内钢材库存变化情况

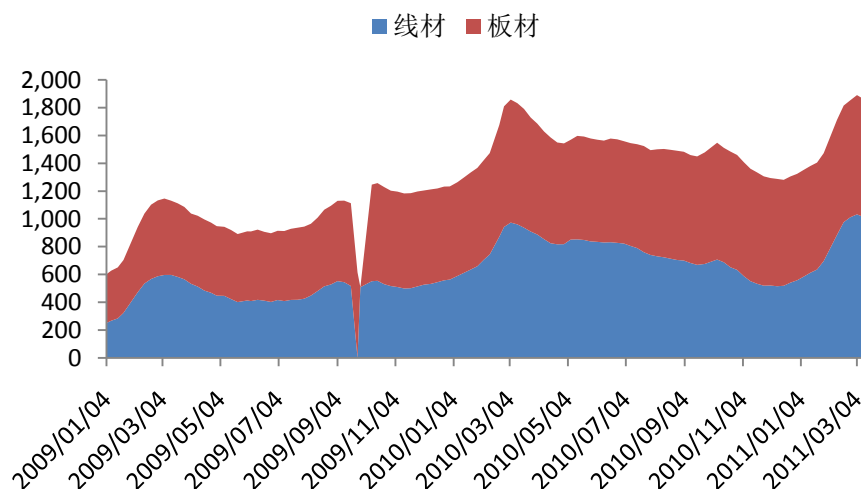
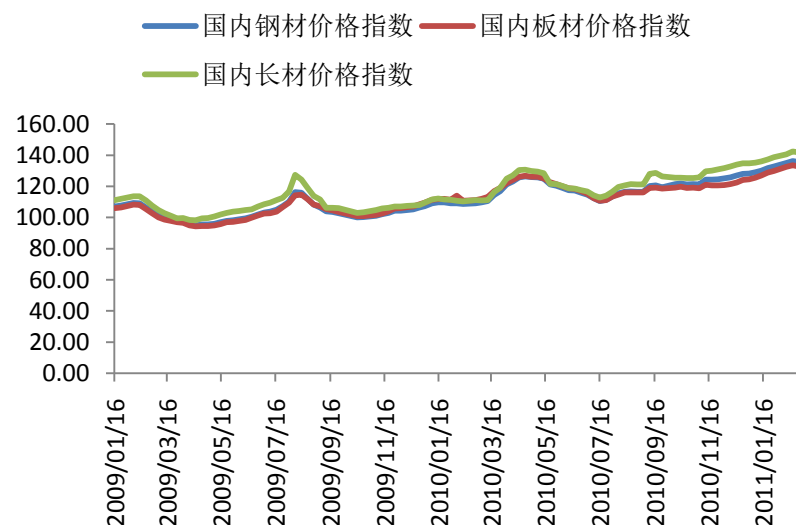


图2：国内钢铁价格指数（协会）变化情况



资料来源：Mysteel, Wind, 方正证券研究所

2011年一季度国内钢材月度产量处于历史高位，短期增产潜力不大

- 2011年1月，国内生铁产量创历史第二高位，粗钢产量创历史第一高位；
- 我们以每年的月度最大产量作为月度产能，可以发现国内钢铁产能利用率都处于高位；
- 国内冶金焦炭价格有所调整，下游需求缺乏新的增量；

图3：生铁和粗钢月度产量变化情况

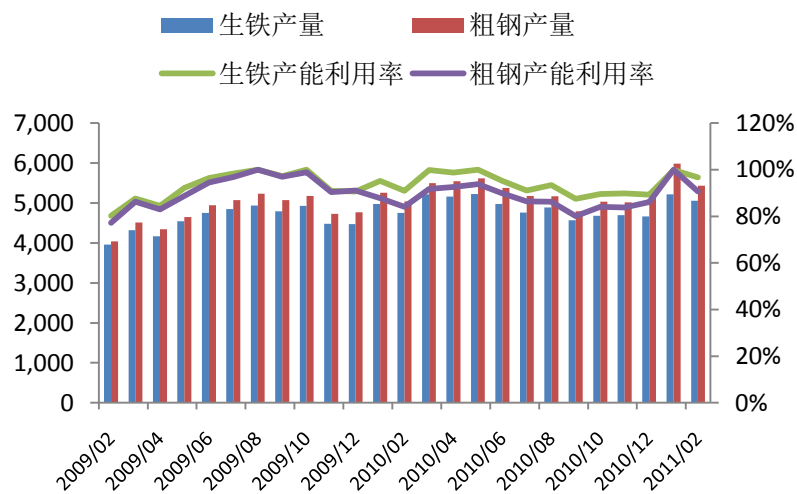
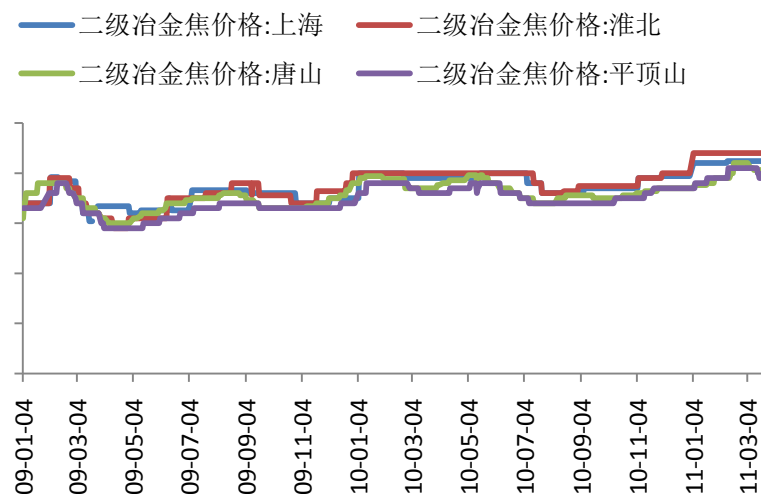


图4：国内冶金焦炭价格变化情况



2011年国际焦煤需求仍有较大潜力，可有力支撑焦煤价格

- 海外主要产钢地区本身产能利用率仍有较大提升空间；
- 印度、东盟、韩国及独联体等产钢地区未来几年产能持续增加；
- 印度需求不容小视，日本灾后重建钢铁需求强烈，产能重启需求回补；
- 澳洲水灾对焦煤产能影响仍将持续，蒙古焦煤短期无法产生有效替代；

图7：国际产能利用率不高（万吨）

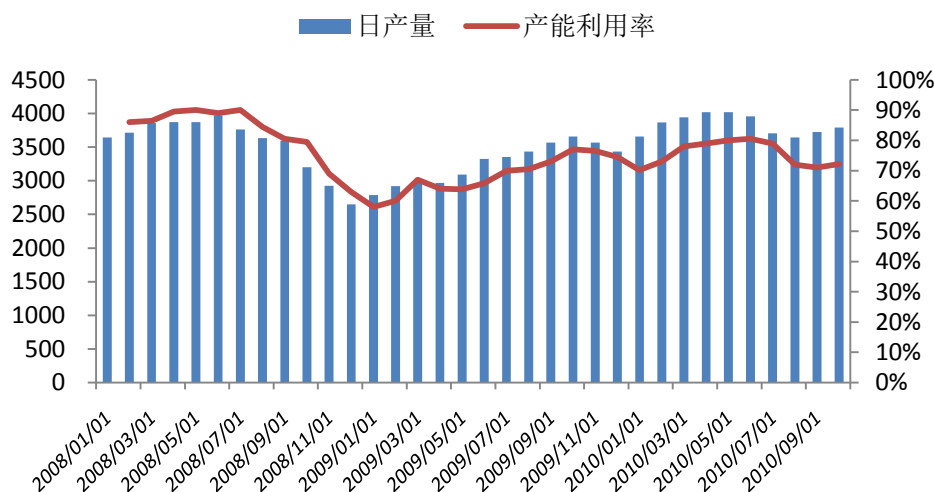
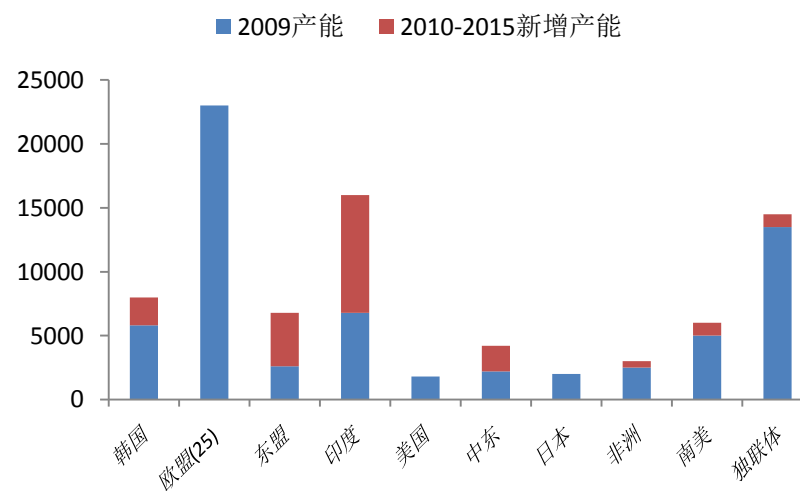


图8：亚洲及独联体持续新增产能（万吨）



国内焦煤价格处于历史高位，与进口焦煤价格倒挂，但价差持续收窄

- 与2009年7月相比，山西四大炼焦煤焦精煤、1/3焦精煤，瘦精煤和肥精煤，分别累计上涨了27%、21%、42%和22%，当前价格为历史高位。
- 山西临汾主焦煤价格与澳大利亚进口焦煤价差有所收窄，3月份平均价差约为65元。

图9：山西炼焦煤价格变化情况

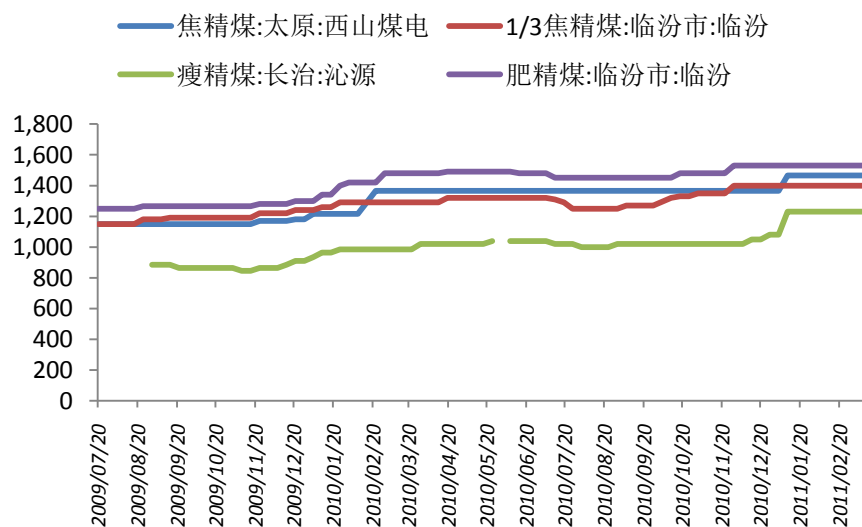
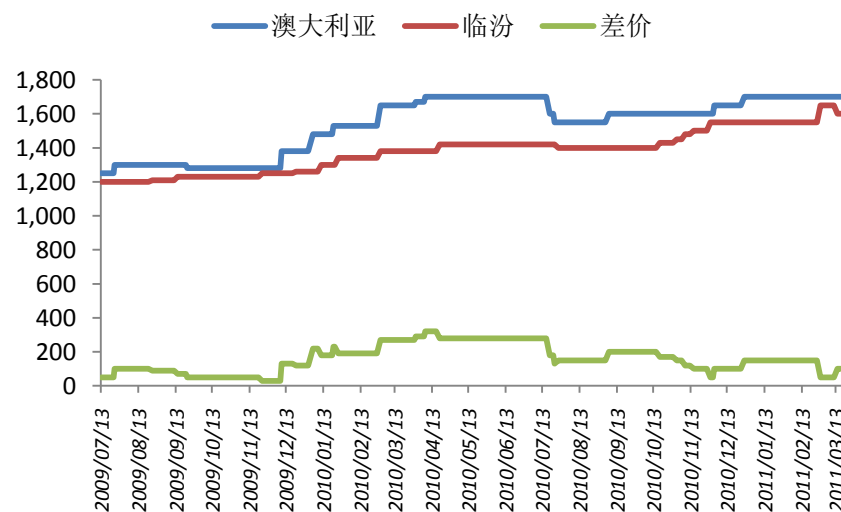


图10：国内外主焦煤价格变化情况



资料来源: Mysteel, Wind, 方正证券研究所

国内喷吹煤价格紧跟焦炭价格，2011年以来价差略有扩大

- 与2010年1月相比，山西喷吹煤四大产地阳泉、寿阳、屯留和潞城价格，普遍上涨了约315元/吨，国阳新能和潞安环能产地喷吹煤价累计上涨了40%和35%。
- 阳泉喷吹煤价格紧跟冶金焦价格，2011年以来价差略有扩大。
- 目前平均喷煤比大约为104kg/t,理论的远景值是150，经验的经济值是130，市场空间还很大；

图11：山西炼焦煤价格变化情况

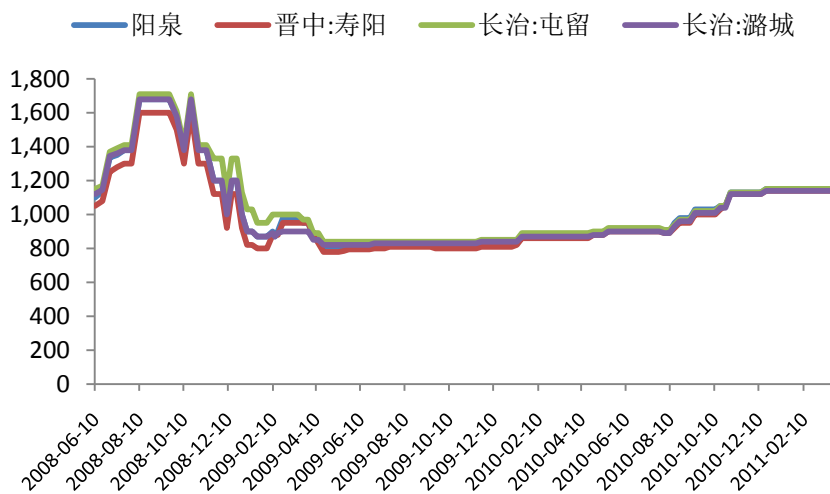
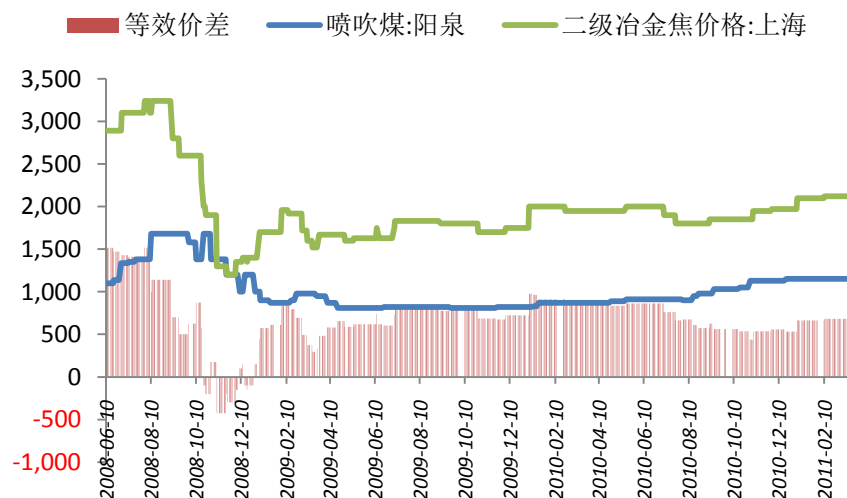


图12：国内外主焦煤价格变化情况



资料来源：Mysteel, Wind, 方正证券研究所

炼焦煤种短期受钢材价格疲软拖累，长期受益于煤种的稀缺

➤ 短期钢材价格疲软拖累炼焦煤：

- 国内钢铁产量和产能利用率都处于高位，短期来看，焦炭缺乏需求增量；
- 日本强震影响国内钢铁开工，短期日本需求的大幅降低将对亚太现货价格产生冲击；

➤ 中期看好炼焦煤种：

- ✓ 世界经济仍在回复中，海外主要产钢地区本身产能利用率仍有较大提升空间；
- ✓ 印度、东盟、韩国及独联体等产钢地区未来几年产能持续增加；
- ✓ 炼焦煤种本身属于稀缺品种，国内炼焦煤生产大省受整合影响，短期产能扩张有限；
- ✓ 二季度进入钢材消费旺季后，重点关注高铁、基建施工和保障房开工等带来的钢材实际终端需求是否如预期明显恢复；
- ✓ 国际需求特别是亚太需求的强势以及供给受限，将有力支撑国际焦煤价格，从而有力支撑国内焦煤价格，但重点看好强粘性的主焦煤和肥煤；

经济增长难以摆脱对工业的依赖，动力煤消费总量绝对值仍有较快增长

- 从国家战略来看，节能减排和发展新能源不可动摇，所以，十二五期间，能源消费弹性系数会稳步减小，煤炭在一次能源消费的比重可能从70%降到65%左右，实际可能高于预期；
- 但当前正处于经济恢复期，经济增长的基础尚不牢固，经济结构转型也不是可以一蹴而就的。所以，短期来看，经济对工业的依赖难以摆脱，单位工业增加值能耗也难以有效降低，煤炭消费总量绝对值仍会有较快的惯性增长。
- 日本核泄漏事件，可能对核电规划产生根本性的影响，预计后期规划新增约4600万千瓦项目可能受到影响，此缺口仍将由火电来弥补。

图15：火力发电量及占比变化

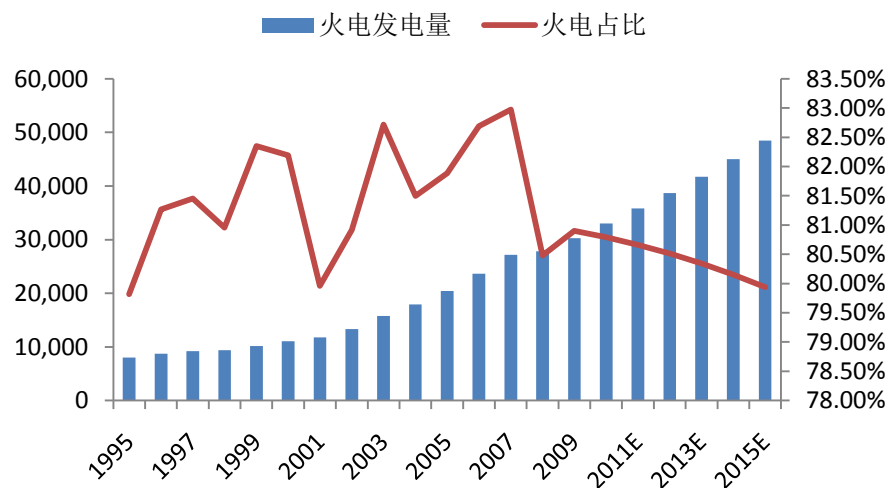
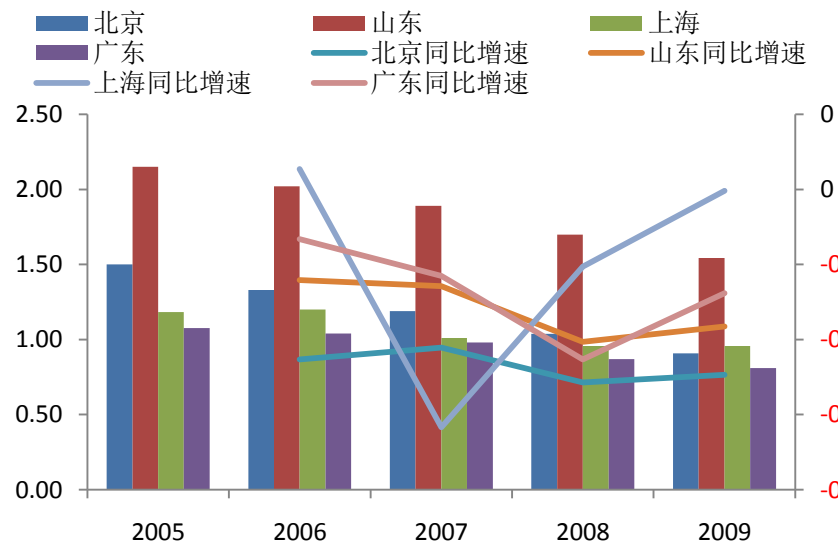


图16：单位工业增加值能耗变化



2010年底用电量低增速条件下，2011年二季度可能淡季不淡

- 2010年底受突击节能减排影响，月度用电量和发电量增速放缓；
- 2011年预计国内工业产能利用率仍将提升，带动用电需求继续向好；
- 二季度是传统火电淡季，但2011年可能好于传统预期；

图13：工业增加值同比变化

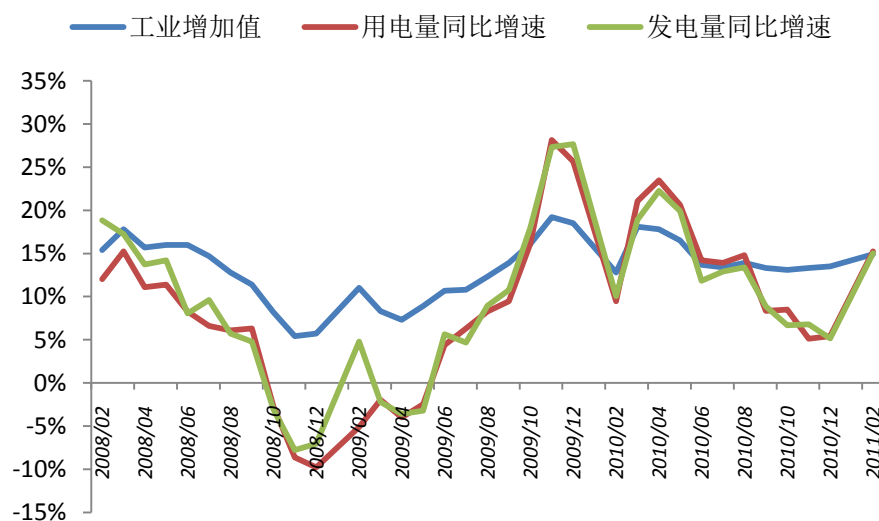
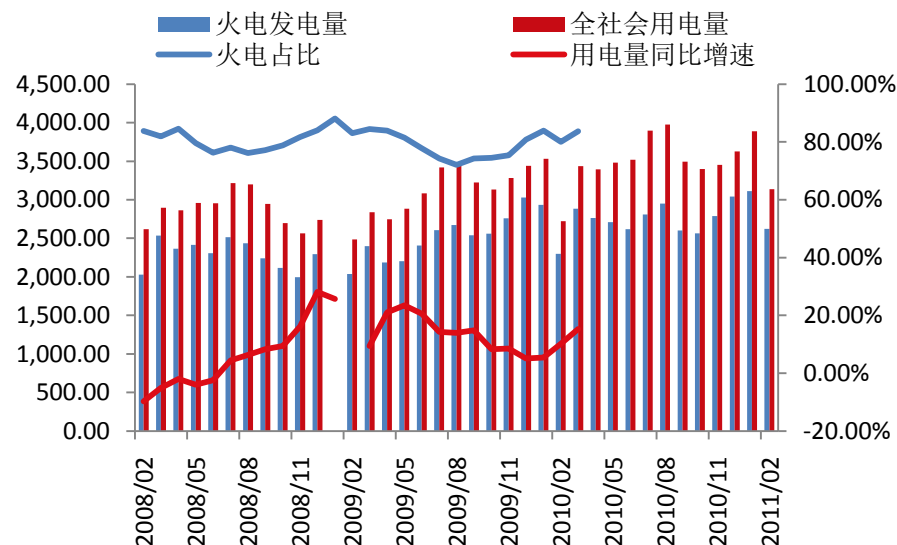


图14：国内全社会用电量和火力发电量变化



资料来源：Mysteel, Wind, 方正证券研究所

3月份动力煤价企稳，国内动力商品煤价短期有上调要求

- 与2010年12月近期高点相比，目前动力煤价格普遍下调约40元/吨；
- 当前澳大利亚BJ煤炭现货价与秦皇岛山西优混平仓价价差呈扩大趋势，3月份平均价差约为60元；
- 煤炭海运费指数连续四周上涨，短期国内动力煤价格有上调要求。

图17：中国沿海散货运价指数（CCBFI）变化

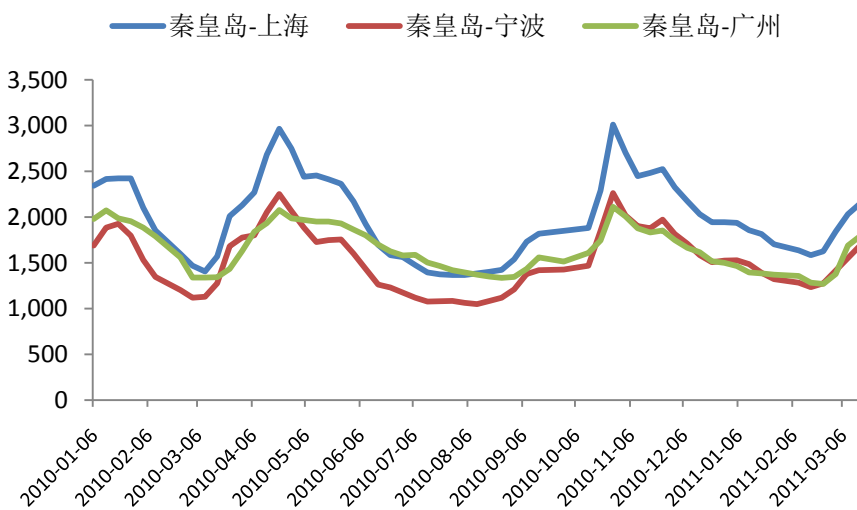
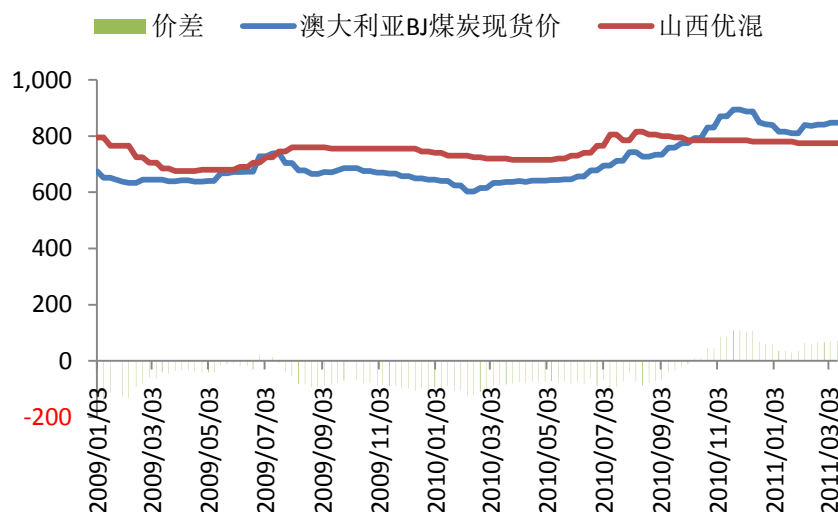


图18：国内外动力煤价差变化



资料来源：Mysteel, Wind, 方正证券研究所

动力煤短期有上涨要求，淡季可能不淡

➤ 短期动力煤价格有上涨要求：

- 日本核电事故影响能源供给，短期需求下降可能冲击现货市场，但出于能源保障的考虑，预计很快即可回补缺口，从而推升亚太动力煤市场价格；
- 国内外价差的扩大将影响动力煤进口，对国内煤价造成实质性的压力；
- 在下半年通胀预期能有所缓解的前提下，电价有上调的要求和条件；

➤ 中期受制于电力体制：

- ✓ 国内地方政府激进的区域规划决定了国家能源保障面临更大的压力；
- ✓ 经济回复和增长的工业依赖以及火电依赖并非短期可以摆脱，需求长期向好；
- ✓ 核电定位和规划的重新审视，能源保障重归燃煤发电之路，将实质性推升煤炭需求；
- ✓ 火电的依赖过高决定了动力煤市场化改革进展缓慢；
- ✓ 动力煤价格及估值水平中期受制于电力体制；

预计2011年合成氨产量稳定，甲醇产量会有一定增长

- 近期国内合成氨及精甲醇产量及价格都基本保持稳定；
- 预计2011年春耕期间合成氨的产量将有所恢复；
- 在各地煤炭就地转化政策的推动下，预计2011年煤制甲醇的产量将有一定幅度的增长；

图19：国内合成氨及精甲醇价格变化

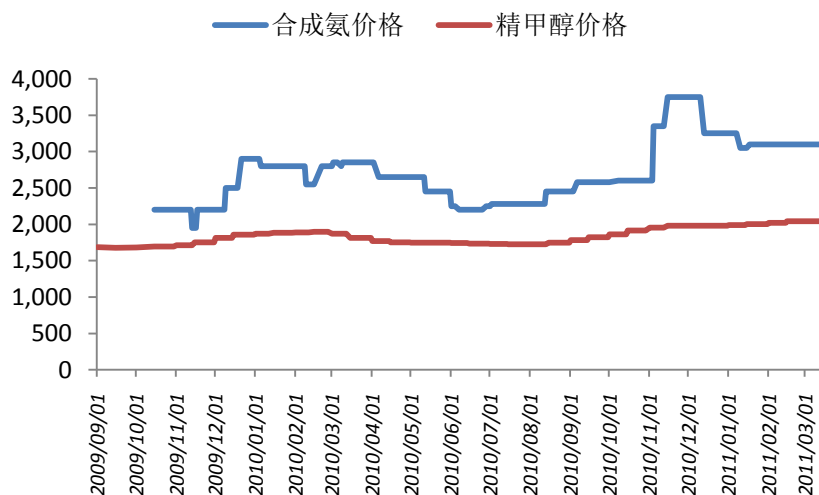
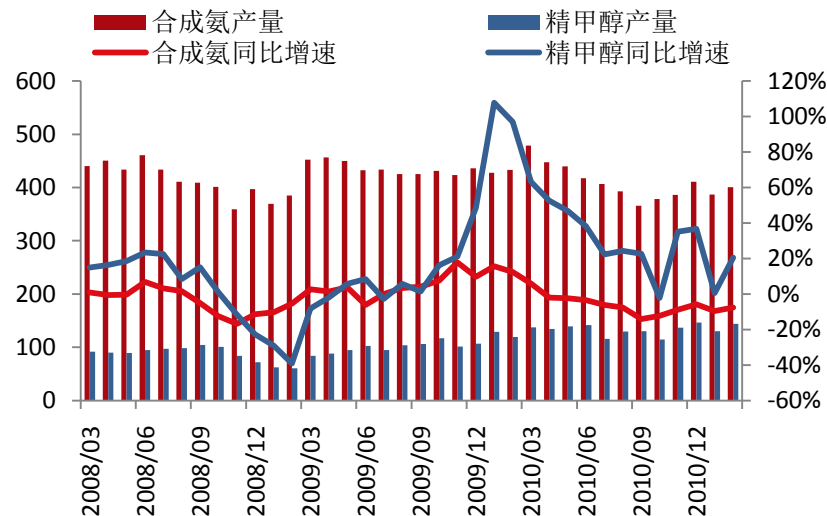


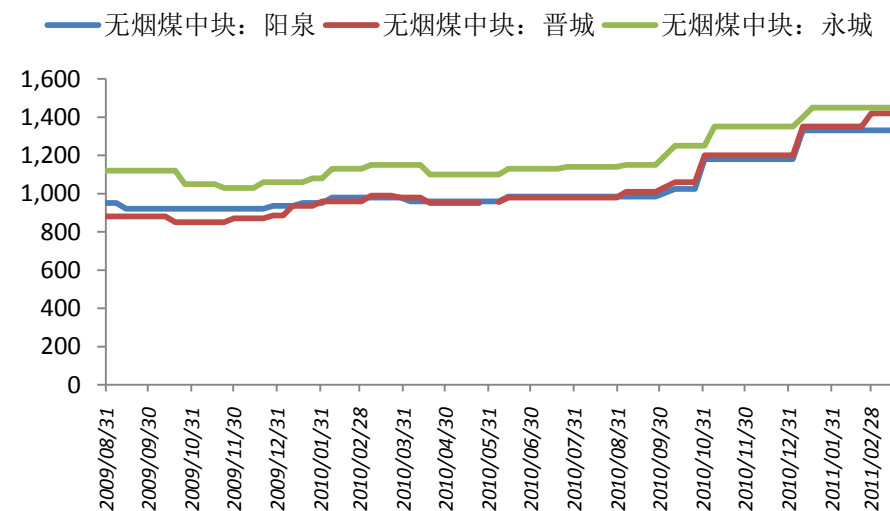
图20：国内合成氨及精甲醇产量变化



2011年无烟煤价格看好，但一季度涨幅较大，短期缺乏新增动力

- 2011年3月，无烟煤均价为1400元/吨，相对2010年底已普遍上涨约150元/吨；
- 2010年底以来，无烟煤短期涨幅较大，从需求角度看，已经反应了春耕的利好，短期缺乏新的增长点，我们认为二季度煤价缺乏大幅上涨的动力；
- 应着重关注和跟踪煤化工（无烟煤）相关重点项目的建设和投产情况；

图21：国内无烟煤价格变化



资料来源: Mysteel, Wind, 方正证券研究所

目 录

- 一、2011年二季度煤炭下游需求及价格分析
- 二、2011年二季度流动性预期分析
- 三、2011年二季度煤炭行业投资策略

CPI及固定资产投资增速仍处高位，2011年二季度通胀控制压力仍然很大

➤2月份，居民消费价格同比上涨4.9%，涨幅与1月份持平，工业生产者出厂价格同比上涨7.2%，涨幅比1月份扩大0.6个百分点。

➤1-2月份，规模以上工业增加值同比增长14.1%，比2010年12月份加快0.6个百分点；固定资产投资（不含农户）17444亿元，同比增长24.9%。

图22：月度CPI和PPI变化

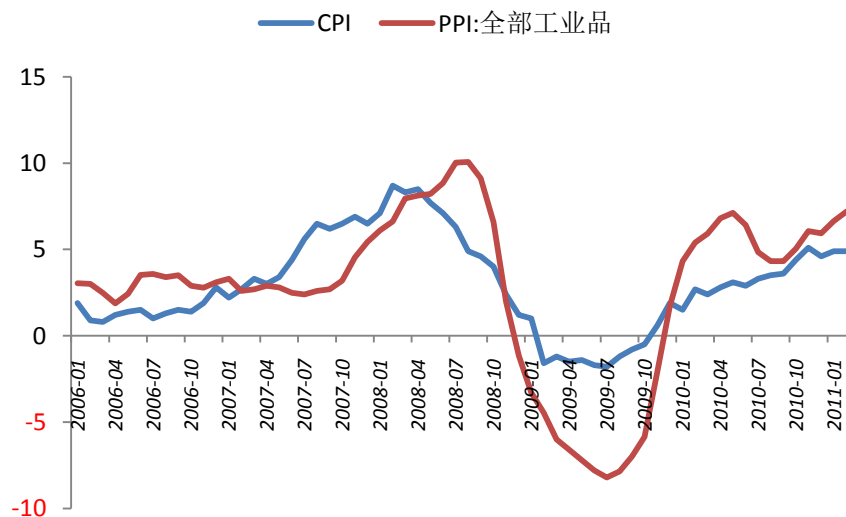
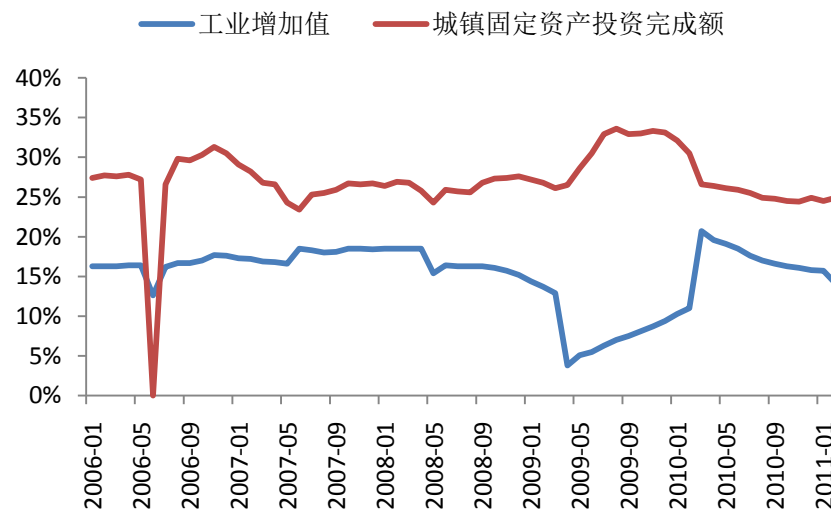


图23：城镇固定资产投资变化



资料来源：Mysteel, Wind, 方正证券研究所

2011年二季度流动性紧缩预期仍然强烈

- 2011年二季度国际大宗商品期货价格上涨预期仍强烈；
- 2011年二季度预期短期流动性对冲压力仍较大；
- 预计央行未来仍将频繁利用公开市场操作对冲流动性，存款准备金率仍有提升空间，二季度将有一次加息。

图24：CRB期货和现货价格指数对比

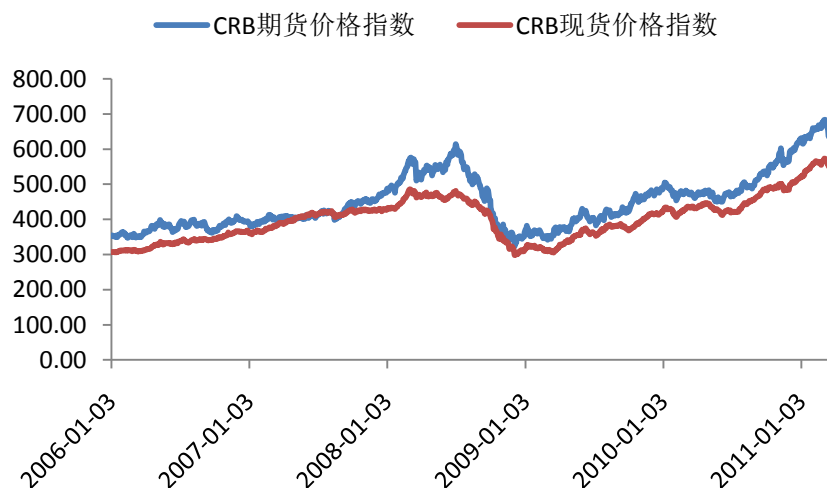
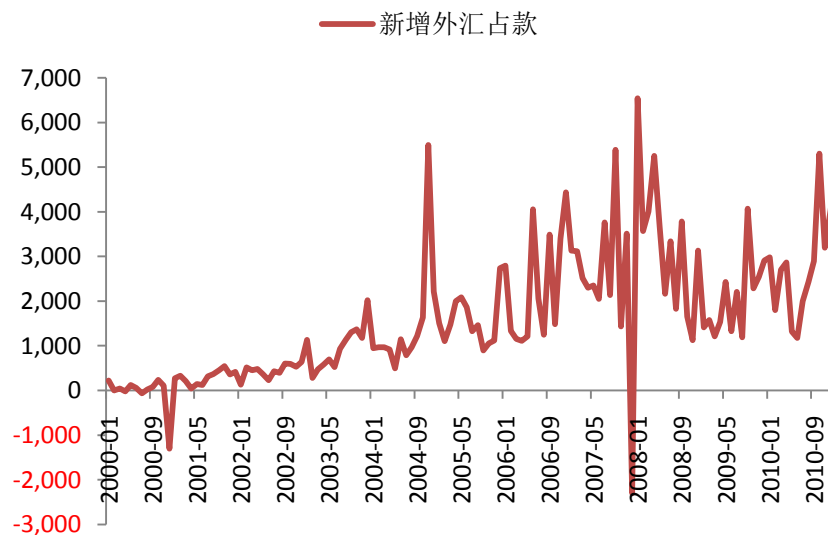


图25：新增外汇占款变化



资料来源：Mysteel, Wind, 方正证券研究所

目 录

- 一、2011年二季度煤炭下游需求及价格分析
- 二、2011年二季度流动性预期分析
- 三、2011年二季度煤炭行业投资策略

煤炭行业估值处于合理区间

- 煤炭行业2000年以来动态市盈率均值为31.5X，2008年以来均值为23.8X。
- 当前煤炭行业动态市盈率20.8X,剔除焦炭企业动态市盈率为20.29，尚低于历史平均水平；
- 考虑当前进入货币政策收缩的周期以及未来煤炭行业整体盈利水平有所下降，我们认为给予煤炭行业2011年20 – 22X市盈率是合理的。

图26：沪深300与煤炭行业动态PE变化比较

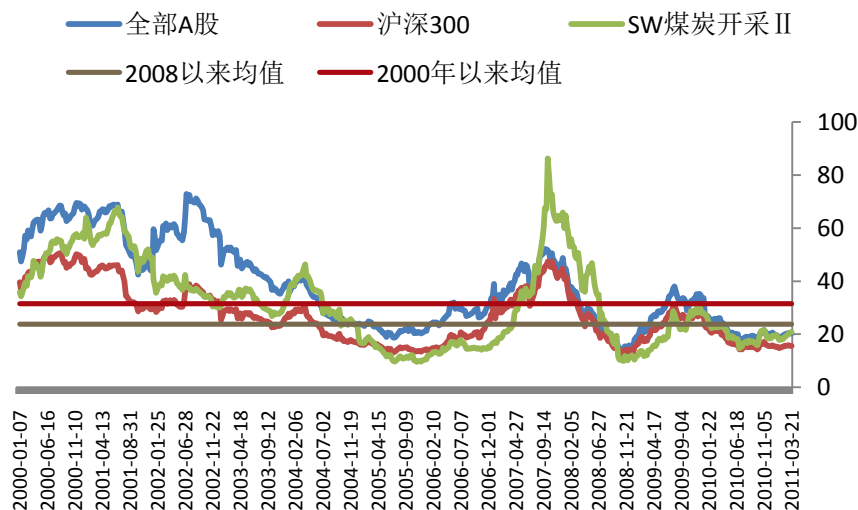


图27：行业市净率（三季报数据）比较



2011年二季度煤炭行业投资策略

➤2011年煤炭板块行情判断：

✓在中国“调结构、稳增长、控通胀”的政策主旋律与海外经济复苏、流动性充裕的大背景下，预计板块将在经济增长与紧缩调控的交互作用下出现宽幅震荡上行的态势。

➤二季度煤炭行业投资要素判断：

- ✓二季度焦煤价格企稳，动力煤短期有上涨要求，无烟煤价格企稳；
- ✓二季度货币政策力度见顶概率不大，央行将主要以公开市场操作对冲流动性，可能加息一次；

2011年二季度煤炭行业选股策略

➤2011年选股策略：

- ✓2011年煤炭行业发生大规模重组的概率不大，煤炭上市公司将以企业内生成长为主，集团资产注入为辅，上市公司确定性的产量和销量的增加将是选股前提；
- ✓建议适时介入有确定快速增长和资产注入预期以及存在其他催化剂的股票：

➤重点公司推荐：

焦煤：盘江股份（区位优势，贵州资源整合推进受益）、西山煤电（焦煤龙头）；

喷吹煤：潞安环能（喷吹煤空间巨大，资产注入预期）；

动力煤：露天煤业（区位优势、资产注入预期、蒙东铁路网建设受益）、山煤国际（资产注入预期）、兖州煤业（区位优势、动力煤产品优势、兖矿澳洲放量）；

无烟煤及其他：兰花科创（无烟煤龙头，煤化工景气受益）。

➤二季度主推：盘江股份、潞安环能、兖州煤业、山煤国际和露天煤业，建议关注中国神华、中煤能源。

重点上市公司可比估值

公司分类	证券代码	公司简称	最新股价	最新市值	EPS（元）			PE（X）			评级
			2011/4/1	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
焦煤	000983	西山煤电	26.53	836	1.15	1.65	2.11	23.11	16.07	12.60	买入
	600395	盘江股份	35.79	395	1.26	1.63	1.98	29.69	22.97	18.93	买入
	601666	平煤股份	20.31	369	1.34	1.52	1.64	15.11	13.33	12.37	增持
喷吹煤	000937	冀中能源	46.65	539	2.09	2.68	2.95	22.35	17.41	15.79	增持
	601699	潞安环能	65.3	751	2.99	3.43	4.01	21.86	19.05	16.30	买入
	600348	国阳新能	26.05	627	1.08	1.26	1.35	24.12	20.68	19.26	买入
动力煤	600546	兖州煤业	29.7	223	1.01	1.60	2.21	29.41	18.52	13.45	买入
	600546	山煤国际	29.7	223	1.01	1.60	2.21	29.41	18.52	13.45	买入
	600971	恒源煤电	41.71	183	2.37	2.57	2.86	17.60	16.26	14.61	买入
	002128	露天煤业	22.93	304	1.10	1.18	1.37	20.85	19.40	16.77	买入
	601088	中国神华	29.09	5786	1.87	2.17	2.42	15.56	13.43	12.01	增持
无烟煤	601898	中煤能源	10.79	1431	0.52	0.67	0.79	20.75	16.16	13.67	增持
	600123	兰花科创	38.8	222	2.30	2.71	3.52	16.86	14.29	11.03	买入
	601101	昊华能源	48.8	222	2.05	2.72	3.24	23.80	17.97	15.06	买入
行业平均								22.11	17.40	14.59	增持

资料来源: Wind, 方正证券研究所

金属与采掘行业组

资深分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220210100005

TEL: 010-68584850

联系人：孙灿

TEL: 010-68586830

方正证券股份有限公司

湖南省长沙市芙蓉中路二段华侨国际大厦22-24层 410007

22-24F, Chinese International Building, Furong Road, Changsha, Hunan, China 410007

Tel: +86 731 000000 Fax: +86 731 000000