

推荐(维持)

电荒利好动力煤公司，推荐神华和兖煤

2011年5月23日

煤炭行业近期投资策略

上证指数 2858

行业规模

		占比%
股票家数(只)	37	1.9
总市值(亿元)	13755	5.3
流通市值(亿元)	11244	5.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.1	9.3	29.4
相对表现	-0.9	11.1	14.9



相关报告

1、《煤炭行业近期投资策略—关注动力煤公司和二季度业绩环比增长公司》2011/5/4

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

4月份淡季各地出现电荒，而且淡季电荒将可能越演越烈。未来几个月火电出力将大幅度增加，旺季煤炭供不应求，动力煤现货价格看涨，推荐动力煤行业，主要推荐两个动力煤公司：中国神华和兖州煤业。

- **7/8月份旺季新增煤炭需求1300万吨/月。**7-8月份是每年的电力需求旺季，较4月份增加发电量500-600亿千瓦时，其中，火电量较4月份增加200-300亿千瓦时左右。我们假设：2011年7/8月份较4月份新增火电300亿千瓦时，如果考虑到目前的南方的旱情严重，实际火电新增需求量将可能超过300亿千瓦时。按照目前的火电厂用电率6.06%和供电煤耗326克/千瓦时测算，7-8月份较4月新增煤炭需求1300万吨/月左右。
- **考虑补库存因素，旺季动力煤供不应求：**我们测算7/8月份动力煤有效供给量为25670万吨，动力煤需求量为25336万吨，供给稍大于需求。但考虑到补库存因素，则煤炭供不应求。5月10日电力行业煤炭库存数据为5533万吨，库存天数15天，旺季动力煤库存需要维持到20天以上（山东要求电力企业库存达到30天以上），且日耗煤增多。去年7月份重点电厂库存达到6200万吨，库存天数18/19天。与目前库存相比需增加700万吨左右。如果考虑11年增加10%左右的发电量，则库存还需增加600万吨左右，即总库存数需要增加1300万吨左右。假设6/7月份逐渐补充库存，每月需要补充650万吨左右的库存，则动力煤供给少于需求320万吨左，动力煤将呈现是供不应求的格局。由于前面假设7/8月份煤炭产量3.2亿吨/月，煤炭产能利用率达到100%以上。我们预计7/8月份煤炭价格将处于上升通道中。预计秦皇岛山西优混煤价将达到900元/吨以上（较目前830元/吨提高8%）
- **动力煤现货价格看涨，对动力煤公司形成利好，我们重点推荐两个动力煤公司：中国神华和兖州煤业。**中国神华：估值便宜，占比50%的现货跟随环渤海价格上涨（二季度以来上涨了47元/吨），一季度所得税率谨慎的按照25%提取（西部大开发为15%）。大幅折价的长协价格（目前较现货折价260元/吨）未来有较大提升空间。兖州煤业：现货比例大，现货煤价上涨最为受益，兖煤澳洲11年在澳洲上市，上市公司未来扩张到1.5亿吨（目前产量的3倍）。
- **风险因素：宏观调控收紧预期，动力煤现货限价**

重点公司主要财务指标

	股价	10E	11E	12E	11E	12E	PB	评级
中国神华	28.51	1.87	2.10	2.51	15.2	13.6	2.8	强烈推荐-A
兖州煤业	32.63	1.83	2.07	2.29	17.8	15.8	4.1	强烈推荐-A
潞安环能	59.86	2.99	3.71	4.11	16.1	14.6	5.2	强烈推荐-A
神火股份	24.18	1.10	1.50	1.51	22.0	16.1	5.4	强烈推荐-B
昊华能源	58.06	1.92	2.87	3.20	20.2	18.1	4.6	强烈推荐-A
兰花科创	38.22	2.26	2.86	3.72	13.4	10.3	3.1	强烈推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、电荒带动煤价上涨，利好动力煤公司	3
二、7/8 月份旺季新增煤炭需求 1300 万吨/月	4
三、考虑补库存因素，旺季动力煤供不应求	5
四、限价问题	7

图表目录

图 1: 重点电厂库存不足（万吨）	6
图 2: 重点电厂库存天数未反应旺季发电量上升（天）	6
图 3: 秦皇岛山西优混价格逐渐上涨	6
图 4: 长协与现货价差高达 260 元/吨	7
图 5: 发改委对动力煤现货限价	7
图 6: 煤炭行业历史 PEBand	8
图 7: 煤炭行业历史 PBBand	8
表 1: 7/8 月较 4 月份增量	4
表 2: 7/8 月份较 4 月份新增煤炭需求	4
表 3: 不考虑补库存的动力煤供求平衡表测算	5

一、电荒带动煤价上涨，利好动力煤公司

4 月份淡季，各地出现电荒，淡季电荒将可能越演越烈。

电荒主要因素有：

- 装机容量跟不上经济的增长；
- 南方旱情严重，水电出力不足；
- 火电亏损，大量机组停产检修。

国家也采取了措施缓解电荒，主要是提高上网电价，提高发电企业积极性。

预计未来的几个月，停产检修的机组恢复发电，且火电小时数有较大幅度的提高，进而火电发电量环比有较高的增长。

我们后面的分析主要是谨慎的假设旺季火电发电量提升，而不考虑火电发电量提高以满足经济增长的需要这方面的因素。即使在此种假设下，煤炭仍然将呈现供不应求的局面，煤炭价格仍然看涨。

动力煤现货价格看涨，对动力煤公司形成利好，我们重点推荐两个动力煤公司：

中国神华和兖州煤业。

- 中国神华：估值便宜，占比 50%的现货跟随环渤海价格上涨（二季度以来上涨了 47 元/吨），一季度所得税率谨慎的按照 25%提取（西部大开发为 15%）。中长期来看，大幅折价的长协价格（目前较现货折价 260 元/吨）有较大提升空间。
- 兖州煤业：现货比例大，现货煤价上涨最为受益，兖煤澳洲 11 年在澳洲上市，上市公司未来扩张到 1.5 亿吨（是目前产量的 3 倍）。

二、7/8 月份旺季新增煤炭需求 1300 万吨/月

7-8 月份是每年的电力需求旺季，较 4 月份增加发电量 500-600 亿千瓦时，其中，火电量较 4 月份增加 200-300 亿千瓦时左右。

我们假设：

- 2011 年 7/8 月份较 4 月份新增火电 300 亿千瓦时，如果考虑到目前的南方的旱情严重，实际火电新增需求量将可能超过 300 亿千瓦时。
- 按照目前的火电厂用电率 6.06%和供电煤耗 326 克/千瓦时测算，7-8 月份较 4 月新增煤炭需求 1300 万吨/月左右。

表 1：7/8 月较 4 月份增量

单位：万千瓦/亿千瓦时	水电装机	火电装机	水电小时	火电小时	发电量	7/8 月较 4 月增量	火电量	7/8 月较 4 月增量	水电量	7/8 月较 4 月增量
200804	12635	55886	277	429	2814		2367		373	
200807	13177	56953	434	437	3195	381	2515	148	604	231
200808	13576	57318	444	416	3161	346	2433	67	638	265
200904	14745	60419	253	368	2713		2188		421	
200907	15260	60902	395	430	3345	632	2606	419	642	221
200908	15436	61513	391	442	3443	730	2672	484	668	247
201004	16643	65789	230	429	3316		2764		416	
201007	17483	66995	376	432	3776	460	2809	45	827	411
201008	17638	67098	431	453	3903	587	2951	187	823	407
201104	18484	71721	223	442	3664		3070		421	
201107					4164	500	3370	300		
201108					4164	500	3370	300		

资料来源：中电联

表 2：7/8 月份较 4 月份新增煤炭需求

7/8 月较 4 月新增火电量（亿千瓦时）	300
供电煤耗（克/千瓦时）	326
火电厂用电率	6.06%
发电煤耗（克/千瓦时）	429
7/8 月较 4 月新增煤炭需求（万吨）	1287

资料来源：中电联

三、考虑补库存因素，旺季动力煤供不应求

4 月份，煤炭运销协会公布的煤炭产量为 3 亿吨（统计局自 3 月份起再次不公布煤炭产量数据了），折算为年度产量 36 亿吨（这也是发改委欲在十二五设置的煤炭天花板产量）。

不过，不同口径下煤炭产量数据相差较大，国家统计局公布的 10 年煤炭产量为 32.4 亿吨，同比增长 8.9%，安监总局公布的 10 年煤炭产量数据 34.1 亿吨，同比增长 15.3%（运销协会数据与安监总局数据相差不大）。我们这里按照安监总局数据测算（即暂时不考虑 36 亿吨天花板的问题）。

我们假设：

- 7/8 月份煤炭产量达到 3.2 亿吨/月（较 4 月份增加 2000 万吨），折算为年度产量为 38.4 亿吨。
- 淡季原因，生铁产量较 4 月份小幅下降 197 万吨至 5300 万吨/月；
- 淡季原因，合成氨产量较 4 月份小幅下降 28 万吨至 400 万吨/月；
- 火电发电量较 4 月份增加 300 亿卡瓦时至 3370 亿千瓦时/月；
- 水泥产量较 4 月份小幅增加 444 万吨至 19000 万吨/月。

经测算：

7/8 月份动力煤有效供给量为 25670 万吨，动力煤需求量为 25336 万吨，供给减去需求为 334 万吨。供给稍大于需求。

但是，假设考虑需要补充库存的话，则煤炭供不应求。

5 月 10 日电力行业煤炭库存数据为 5533 万吨，库存天数 15 天，旺季动力煤库存需要维持到 20 天以上（山东要求电力企业库存达到 30 天以上），且日耗煤增多。

10 年 7 月份重点电厂库存数达到 6200 万吨，库存天数 18/19 天。与目前库存数相比需要增加 700 万吨左右的库存。如果考虑 11 年增加 10%左右的发电量，则库存还需增加 600 万吨左右，即总库存数需要增加 1300 万吨左右。

假设 6/7 月份逐渐补充库存的话，则每月需要补充 650 万吨左右的库存，则动力煤供给少于需求 320 万吨左，动力煤将呈现是供不应求的格局。

- 由于前面假设 7/8 月份煤炭产量 3.2 亿吨/月，煤炭产能利用率达到 100%以上。我们预计 7/8 月份煤炭价格将处于上升通道中。
- 预计秦皇岛山西优混煤价将达到 900 元/吨以上（较目前 830 元/吨提高 8%）。

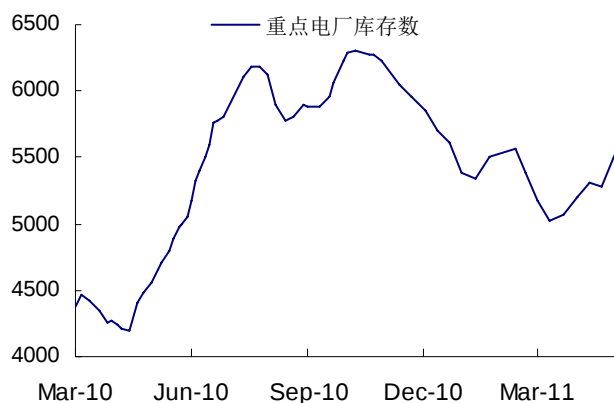
表 3：不考虑补库存的动力煤供求平衡表测算

	201101	201102	201103	201104	201107E	201108E
动力煤供给量						
统计局原煤产量（万吨）	26826	24749	28000	30000	32000	32000
动力煤产量（万吨）	21464	19924	21280	24000	25600	25600
月度增速	7.1%	23.1%	0.1%	13.6%	14.2%	13.9%
动力煤月度进口量（万吨）	1098	478	174	200	200	200
动力煤月度出口量（万吨）	114	122	129	130	130	130
动力煤月度有效供应量（万吨）	22448	20280	21325	24070	25670	25670
动力煤供应量月度增速	7%	17%	-4%	10%	10%	10%

动力煤产量占原煤比例	80%	81%	76%	80%	80%	80%
下游产品产量						
火电量 (亿千瓦时)	3113	2624	3232	3070	3370	3370
生铁 (万吨)	5216	5051	5475	5497	5300	5300
合成氨 (万吨)	386	401	443	428	400	400
水泥 (万吨)	11615	8814	16456	18556	19000	19000
动力煤消耗量						
电力耗煤 (万吨)	15255	12858	15837	15043	16511	16511
冶金耗煤 (万吨)	798	773	838	841	811	811
化工耗煤 (万吨)	219	226	239	231	216	216
建材耗煤 (万吨)	3413	2590	4848	5467	5598	5598
其他行业耗煤 (万吨)	2150	2131	2230	2200	2200	2200
总需求量 (万吨)	21835	18578	23992	23782	25336	25336
供给-需求 (万吨)	613	1702	-2667	288	334	334
秦皇岛山西优混煤价 (元/吨)	785	780	775	800	900	900

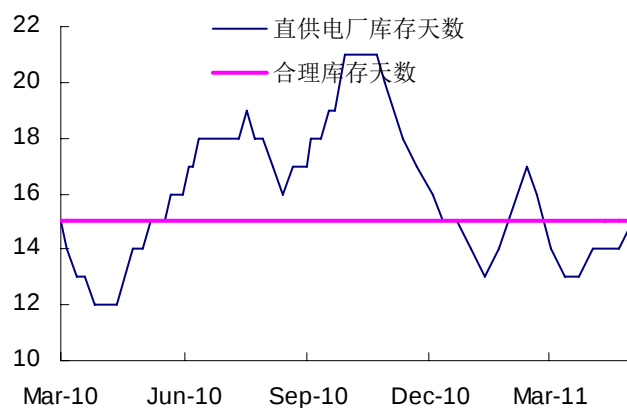
资料来源：煤炭资源网。注：3、4月份采用运销协会煤炭产量。

图 1：重点电厂库存不足 (万吨)



资料来源：煤炭资源网

图 2：重点电厂库存天数未反应旺季发电量上升 (天)



资料来源：煤炭资源网

图 3：秦皇岛山西优混价格逐渐上涨



资料来源：煤炭资源网

四、限价问题

煤炭限价主要是针对动力煤限价，而对动力煤又分为两块，长协价格和现货价格。

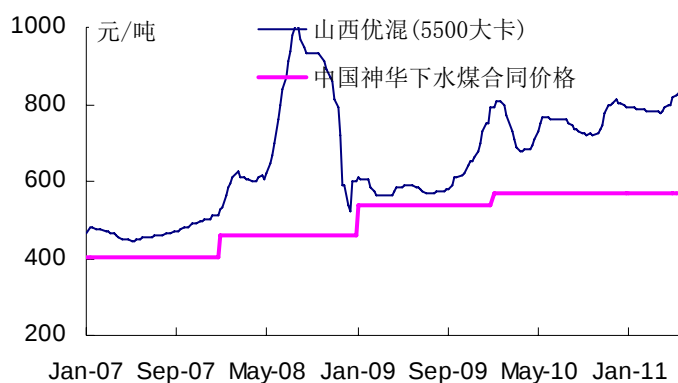
长协价格：这块容易限制，年初已经要求各大煤炭企业长协价格维持 10 年不动。虽然目前两者价差高达 260 元/吨。

现货限价：市场担心现货限价。08 年现货限制过一次。市场煤价应声跌落，而且刚好限制在煤价的最高位置。（08 年 7 月 24 日，发改委下发文件，要求自发文之日起至今年 12 月 31 日，规定秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤的平仓价格，不得超过每吨 860 元、840 元和 850 元(发热量 5500 大卡/千克动力煤)）。

市场开始担心发改委再次对煤炭限价，我们认为，这种担心不无道理，但是可能不是目前。08 年限价的水平是秦皇岛山西优混 860 元/吨，目前该价格为 830 元/吨，离当时的限价仍然有 30 元/吨的差距。

三年后，考虑到通胀因素，我们认为即使限价，也可能到 900 元/吨以上，即我们前面预测的 7/8 月份可能达到的价格。

图 4：长协与现货价差高达 260 元/吨



资料来源：煤炭资源网

图 5：发改委对动力煤现货限价



资料来源：煤炭资源网

图 6: 煤炭行业历史PEBand

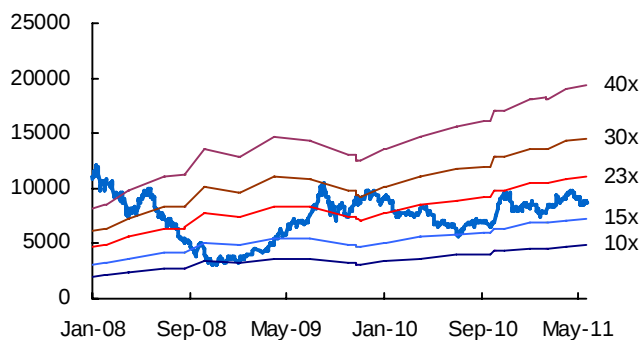
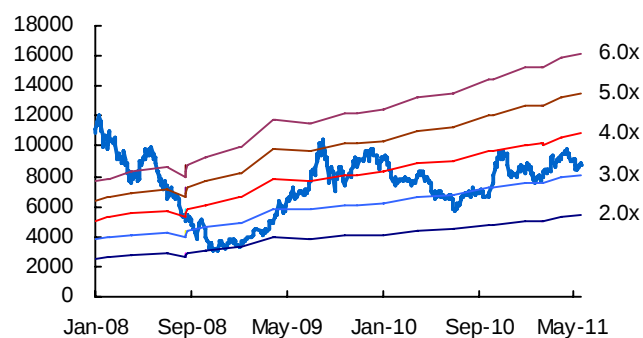


图 7: 煤炭行业历史PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 至 2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届最佳分析师金牛奖。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。