

推荐(维持)

煤炭供求偏紧，宏观调控影响估值

2011年6月7日

煤炭行业2011年中期投资策略

上证指数

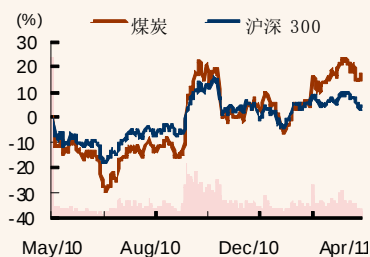
2728

行业规模

		占比%
股票家数(只)	37	1.9
总市值(亿元)	13676	5.6
流通市值(亿元)	11136	5.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.2	1.7	17.6
相对表现	1.8	7.3	13.2



相关报告

- 1、《煤炭行业 2011 年二季度投资策略——调控影响下的估值并未充分反应煤价上涨预期》2011/4/6
- 2、《煤炭行业近期投资策略-电荒利好动力煤公司，推荐神华和兖煤》2011/5/23

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

行业供给偏紧而需求旺盛，良好的基本面决定了股价的上行趋势，然而短期受到宏观调控影响而波动。我们判断，下半年宏观调控进一步加大力度的概率较小，未来一旦调控预期放松，煤炭股估值将有较大提升空间。维持行业推荐投资评级，重点关注动力煤子行业及相关上市公司。

- **供给存变数：发改委限产 PK 地方雄心。**“三西”产量增长规划远超全国增量。发改委规划“十二五”煤炭产能增量 5.6 亿吨，而“三西”规划新增产能 7.1 亿吨，煤炭重心西移导致西煤东运铁路瓶颈凸现。十二五期间，发改委和地方政府皆采取措施限制产能，国家停批新的探矿权，地方整合小煤矿。前 4 月煤炭固定资产投资增速明显放缓；下半年内蒙古等省份新一轮资源整合进入实质性实施阶段，产能释放可能受到较大影响。
- **旺盛需求可持续。**前 4 月，火电、钢铁、建材等主要下游行业保持高增长，后续随着保障房的陆续开工，以及高耗能行业增速的持续反弹，将拉动煤炭需求继续旺盛。我们预测，2011 年我国原煤产量大约 34.4 亿吨，增速 6.2%，净进口预计 1 亿吨，总供给量大约 35.4 亿吨。需求总量约为 35.9 亿吨。煤炭供求缺口 5700 万吨。由于下半年多主要产煤省份煤炭资源整合影响有效产能释放，我们判断，下半年煤炭的供求将紧于上半年。
- **关注动力煤子行业：**动力煤旺季逐渐到来，停产检修机组逐渐复产将继续推高动力煤价格，我们预计秦皇岛山西优混价格将达到 900 元/吨以上（目前已经上涨 65 元/吨至 840 元/吨）。建议重点关注动力煤子行业及上市公司。
- **投资策略：**一季度主要省份煤炭产量增速普遍较高，考虑到全年的产量目标和后续的资源整合，下半年煤炭的供求将紧于上半年。总体来看行业基本面良好，煤价看涨。然而宏观调控影响估值。我们重点跟踪的煤炭股平均估值 11 年 P/E 为 17 倍。在预期煤价上涨情况下，煤炭股估值至少应为 20 倍 P/E 以上。我们判断，下半年宏观调控进一步加大力度的概率较小，未来一旦调控预期放松，煤炭股估值将有较大提升空间。重点推荐：动力煤类上市公司：中国神华、兖州煤业；资产注入类公司：大有能源、潞安环能、冀中能源、盘江股份、山煤国际；二季度业绩环比增长公司：潞安环能、中国神华等动力煤公司。

□ **风险因素：宏观调控影响估值。**

重点公司主要财务指标

	股价	10E	11E	12E	11E	12E	PB	评级
中国神华	28.58	1.87	2.10	2.51	15.3	13.6	2.8	强烈推荐-A
兖州煤业	34.09	1.83	2.07	2.29	18.6	16.5	4.2	强烈推荐-A
潞安环能	58.10	2.99	3.71	4.11	15.7	14.1	5.0	强烈推荐-A
冀中能源	23.78	2.07	2.75	3.29	8.6	7.2	2.2	强烈推荐-B
山煤国际	30.19	0.58	0.91	1.93	33.2	15.6	6.5	强烈推荐-A
大有能源	33.11	1.73	2.14	2.30	16.0	14.9	3.2	强烈推荐-A
盘江股份	30.58	1.22	1.50	1.85	20.4	16.5	4.9	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、投资策略.....	4
1、行业基本面良好	4
2、宏观调控影响估值.....	4
3、关注动力煤子行业.....	4
4、维持行业推荐的投资评级.....	4
二、供给存变数：发改委限产 PK 地方雄心.....	6
1、发改委 38 亿吨天花板将导致供求偏紧.....	6
2、“三西”规划超全国增量，铁路瓶颈凸显	6
3、发改委限产措施值得重点关注.....	7
4、地方政府整合煤矿使主要产煤省增量受限.....	8
三、旺盛需求可持续.....	11
1、下游行业增速较高，需求旺盛.....	11
2、保障房陆续开工，新增煤炭需求 5563 万吨.....	12
3、高耗能行业增速反弹	13
四、预计进口持续回升，绝对量仍低于去年	14
1、国际煤价飙升，进口量大幅下滑	14
2、内外因素共同拉动煤炭进口回升	15
3、预计下半年进口持续回升，绝对量仍小于去年	17
五、全年煤炭供求偏紧，进口成调节器.....	19
六、旺季煤价上涨预期明确，关注动力煤子行业	20
1、7/8 月份旺季新增煤炭需求 1300 万吨/月	20
2、考虑补库存因素，旺季动力煤供不应求	21
七、维持行业推荐的投资评级	23

图表目录

表 1: 煤炭股盈利预测及投资评级	5
表 2: 煤炭工业规划比较.....	6
表 3: 三西煤炭规划.....	7
表 4: 三西三大通道运煤量预计.....	7
表 5: 2005~2015 年内蒙古煤矿数量、规模及产量变化	8
表 6: 2005~2015 年陕西煤矿数量、规模及产量变化.....	9
表 7: 月度累计煤炭需求.....	12
表 8: 日本煤炭进口在全球及亚太贸易中占比较大	15
表 9: 国内国际动力煤现货价格倒挂.....	16
表 10: 2011 年前 4 月分国别煤炭进口量.....	17
表 11: 煤炭供求测算	19
表 12: 7/8 月较 4 月份增量	20
表 13: 7/8 月份较 4 月份新增煤炭需求	20
表 14: 不考虑补库存的动力煤供求平衡表测算	22
图 1: 煤炭行业年度投资增速大幅下降	8
图 2: 煤炭行业月度投资增速大幅下降	8
图 3: 火电月度产量及月度累计增速.....	11
图 4: 钢材月度产量及月度累计增速.....	11
图 5: 焦炭月度产量及累计增速	12
图 6: 水泥月度产量及累计增速	12
图 7: 高耗能行业近半年增速的 V 型走势	13
图 8: 10 年四季度以来澳煤 BJ 现货价格走势	14
图 9: 10 年四季度以来海角港炼焦煤离岸价走势.....	14
图 10: 一季度各煤种进口量急剧减少	15
图 11: 一季度各煤种进口价格走高.....	15
图 12: 美元指数走势.....	16
图 13: 重点电厂库存不足（万吨）	22
图 14: 重点电厂库存天数未反应旺季发电量上升（天）	22
图 15: 秦皇岛山西优混价格逐渐上涨.....	22
图 17: 煤炭行业历史 PEBand	23
图 18: 煤炭行业历史 PBBand	23

一、投资策略

1、行业基本面良好

供给方面，一边是发改委限产，另一边是地方政府特别是三西地区十二五煤炭产量继续保持较高增长。不过发改委和地方政府都在采取措施限制产能扩张。从前4月情况看，煤炭固定资产投资增速明显放缓，下半年内蒙等省份资源整合进入实质性阶段，产能释放可能受较大影响。我们判断，下半年煤炭供给较上半年可能更为紧张。

需求方面，下半年保障房开工增加以及高耗能行业增速反弹是拉动需求旺盛的动力。

总体而言，煤炭行业基本面良好，预计供求仍然偏紧，煤炭价格整体看涨。短期看，动力煤由于持续旱情以及夏季高峰到来，供求将更加紧张。

2、宏观调控影响估值

煤炭估值提升还需要看宏观调控走势。在预期煤价上涨情况下，煤炭股估值至少应为20倍P/E以上。但是由于宏观调控一直收紧中，煤炭股的估值在15-20倍P/E之间波动。我们重点跟踪的煤炭股平均估值11年P/E为17倍。目前市场对宏观经济有所悲观，下半年宏观调控进一步加大力度的概率较小，未来一旦调控预期放松，煤炭股估值将有较大提升空间。

3、关注动力煤子行业

动力煤旺季逐渐到来，停产检修机组逐渐复产将继续推高动力煤价格，我们预计秦皇岛山西优混价格将达到900元/吨以上（目前已经上涨了65元/吨至840元/吨）。建议重点关注动力煤子行业及上市公司。

4、维持行业推荐的投资评级

我们维持对行业推荐的投资评级，建议重点关注：

- 动力煤类上市公司：中国神华、兖州煤业。
- 资产注入类公司：大有能源、潞安环能、冀中能源、盘江股份、山煤国际。
- 二季度业绩环比增长公司：潞安环能、中国神华等动力煤公司

表 1: 煤炭股盈利预测及投资评级

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			PEG	每股净 资产 (元)	PB (×)
		10E	11E	12E	10E	11E	12E			
炼焦煤类										
西山煤电	23.65	0.84	1.30	1.71	28.2	18.2	13.8	0.9	4.5	5.3
盘江股份	30.58	1.22	1.50	1.85	25.1	20.4	16.5	1.3	6.2	4.9
冀中能源	23.78	2.07	2.75	3.29	11.5	8.6	7.2	0.7	11.1	2.2
平煤股份	18.14	1.02	1.26	1.28	17.8	14.4	14.2	2.3	5.6	3.2
永泰能源	24.24	0.41	1.17	1.91	58.8	20.7	12.7	0.9	8.7	2.8
平均	24.08	1.11	1.60	2.01	28.26	16.5	12.9	1.2	7.2	3.7
喷吹煤类										
国阳新能	24.52	1.00	1.26	1.31	24.5	19.5	18.7	2.3	4.0	6.2
潞安环能	58.35	2.99	3.71	4.11	19.5	15.7	14.2	1.3	11.6	5.0
平均	41.44	2.00	2.49	2.71	22.0	17.6	16.5	1.8	7.8	5.6
动力煤类										
中国神华	28.34	1.87	2.10	2.51	15.2	13.5	11.3	1.4	10.3	2.7
国投新集	13.14	0.68	0.73	0.94	19.3	18.0	14.0	1.2	3.8	3.4
恒源煤电	39.03	2.17	2.56	2.61	18.0	15.2	15.0	2.8	13.3	2.9
中煤能源	9.95	0.52	0.64	0.71	19.1	15.5	14.0	1.2	5.5	1.8
兖州煤业	34.24	1.83	2.07	2.29	18.7	16.5	15.0	2.0	8.0	4.3
大同煤业	17.54	0.65	0.81	0.85	27.0	21.7	20.6	1.7	5.8	3.0
山煤国际	30.09	0.58	0.91	1.93	51.9	33.1	15.6	0.7	4.7	6.5
昊华能源	56.45	1.92	2.87	3.20	29.4	19.7	17.6	1.5	12.7	4.4
大有能源	33.63	1.73	2.14	2.30	19.8	16.0	14.9	2.0	10.3	3.3
平均	29.16	1.33	1.65	1.93	24.3	18.8	15.3	1.6	8.3	3.6
一体化公司										
神火股份	15.30	1.10	1.50	1.51	13.9	10.2	10.1	1.0	4.5	3.4
兰花科创	37.73	2.26	2.86	3.72	16.7	13.2	10.1	0.6	12.1	3.1
开滦股份	16.93	0.70	0.76	0.88	24.2	22.3	19.2	1.8	4.9	3.5
煤气化	24.28	0.46	0.50	1.32	52.8	48.6	18.4	0.9	5.8	4.2
平均	23.32	1.35	1.71	2.04	18.3	15.2	13.2	1.1	7.2	3.3
A 股平均	28.00	1.30	1.67	2.01	21.5	19.0	13.9	1.1	7.5	3.4

资料来源：招商证券研发中心整理

二、供给存变数：发改委限产 PK 地方雄心

1、发改委 38 亿吨天花板将导致供求偏紧

在考虑经济转型和降低碳排放的大背景下，《煤炭工业十二五规划征求意见稿》提出，到“十二五”末，煤炭总产量上限为 38 亿吨（2010 年为 32.4 亿吨），需求不能满足部分依靠进口补充，预计进口煤炭 2 亿吨（2010 年煤炭进口 1.65 亿吨）。

- “十一五”期间，按最新调整后的数据计算，煤炭增量 8.9 亿吨，年均增量 1.78 亿吨，年度复合增速 6.6%。
- “十二五”期间，按照 38 亿吨的上限计算，煤炭增量 5.6 亿吨，年均增量 1.12 亿吨，年度复合增速 3.2%。

十二五期间煤炭产量复合增速较十一五低了一半，虽然预期需求增速下降，但我们预计，如此低的煤炭产量增速将难以满足需求的增长。

表 2：煤炭工业规划比较

单位：亿吨	九五	十五	十一五	十二五
时间段	1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015
规划前一年产量	13	10	21.9	32.4
煤炭产量规划	14.5		26	38
规划年均产量增长	0.30		0.82	1.12
规划期末实际产量	10	21.9	32.4	40
规划期末年均实际产量增长	-0.6	2.4	1.78	1.52
最新调整后实际产量	14	24	32.4	40
超规划产量	-0.7		6.4	2

资料来源：国家统计局，注 1、十二五的数据为我们预测数。注 2，统计局最新调整后的 05 年产量为 23.5 亿吨，这里 05 年数据仍沿用当时做规划时报出的产量数据 21.9 亿吨。

2、“三西”规划超全国增量，铁路瓶颈凸显

“三西”规划“十二五”新增产能 7.1 亿吨。根据山西、陕西、内蒙三省的产量规划，十二五期间，三省增量分别为 2.6 亿吨、2.1 亿吨和 2.4 亿吨，合计 7.1 亿吨。这一增长远高于发改委的 5.6 亿吨。十二五期间，供给状况如何最终还要取决于中央和地方的博弈。

十二五期间，我国煤炭增量主要来自“三西”地区，其他地区增量极其有限。三西地区煤炭产量占全国的 68%，增量占全国的 127%。煤炭产量重心进一步西移，而西煤东运的铁路瓶颈因素将进一步凸显。

十二五期间老线挖潜改造提升运力空间十分有限（主要由朔黄铁路运力从 2010 年的 1.6 亿吨提升到 2.5 亿吨，山西长治到河北邯郸的邯长线运力将提升 0.5 亿吨，其他线路基本上没有增量），而新建铁路投产尚需时日。

我们预计 11-13 年铁路运力增量分别为 9900 万吨、4200 万吨和 8000 万吨，皆远低于 10 年的 14654 万吨的增量。西煤东运通道的瓶颈将进一步制约煤炭的有效供给。

表 3: 三西煤炭规划

单位: 万吨	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2015E	15 年较 10 年增量
山西	56513	58118	64000	65577	61535	74096	80000	100000	25904
内蒙	23667	27549	35218	50473	60280	78665	88000	100000	21335
陕西	15809	17098	18810	21249	29820	36083	40000	60000	23917
“三西”煤炭产量	95989	102765	118028	137299	151635	188843	208000	260000	71157
全国煤炭产量	211261	232527	252342	274857	304989	324000	344000	380000	56000
“三西”煤炭产量占比	45%	44%	47%	50%	50%	58%	60%	68%	
“三西”增量		6776	15263	19271	14336	37208	19157	71157	
全国增量		21266	19815	22516	30131	19011	20000	56000	
“三西”增量占比		32%	77%	86%	48%	196%	96%	127%	

资料来源: 招商证券统计整理

表 4: 三西三大通道运煤量预计

单位: 万吨	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
北通道	54055	56817	66700	73200	75200	77200	79200	80200
大秦线	32055	33017	40500	45000	45000	45000	45000	45000
丰沙大线	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000
京原线	2000	2000	2700	2700	2700	2700	2700	2700
集通县	2000	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
朔黄线	12000	14300	16000	18000	20000	22000	24000	25000
太中银								
中通道	17000	17000	19000	21400	22400	23400	24400	26400
石太线	9000	9000	11000	13400	13400	13400	13400	13400
邯长线	8000	8000	8000	8000	9000	10000	11000	13000
南通道	19000	23029	25800	26800	28000	28000	28000	28000
侯月线	12000	16029	17800	18800	20000	20000	20000	20000
太焦线	7000	7000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
新建铁路						5000	13000	18000
吕梁—日照							5000	8000
内蒙—曹妃甸						5000	8000	10000
合计	90055.34	96846	111500	121400	125600	133600	144600	152600
年度增量	13811	6791	14654	9900	4200	8000	11000	8000
	18%	8%	15%	9%	3%	6%	8%	6%

资料来源: 招商证券统计整理

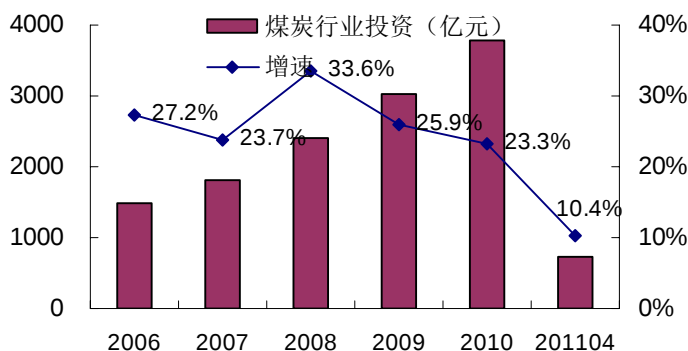
3、发改委限产措施值得重点关注

发改委对各地大肆扩张保持了足够的警醒, 继续暂停探矿权审批, 对新建煤矿审批更严。

- 11 年 2 月, 国土资源部下发通知, 在 2013 年 12 月 31 日前继续在全国范围内暂停受理新的煤炭探矿权申请。
- 此外, 对各地新建煤矿审批更为严格, 尤其是内蒙事件后对环评要求更甚。部分省市基本上不批准新建煤矿。

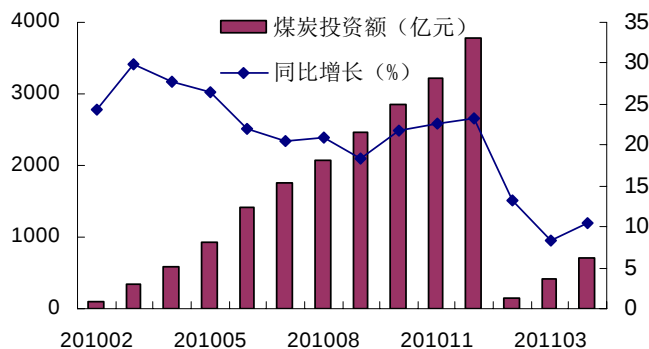
前 4 月, 煤炭行业固定资产投资 718 亿元, 同比增长 10.4%, 远低于去年同期 23.3% 的增速。

图 1: 煤炭行业年度投资增速大幅下降



资料来源：国家统计局

图 2: 煤炭行业月度投资增速大幅下降



资料来源：国家统计局

4、地方政府整合煤矿使主要产煤省增量受限

地方政府在大肆扩张煤炭产能的同时，也大量的关停小煤矿。

“十二五”开局，主要的产煤大省内蒙古、陕西、山东等省份陆续制定未来 1-2 年以及“十二五”期间的煤炭资源整合、煤炭企业兼并重组以及产量计划 and 目标。

一方面，产煤大省进行煤炭资源整合过程中，关停、改造小矿，煤炭产量释放必然受到影响；另一方面，根据各省资源整合的要求，一定产能标准以上的煤矿产能占总产能比例都在 70% 以上甚至更高，因此即使资源整合结束后，大中煤矿对市场供给的控制力也会大大提高，对于贯彻煤炭产量的上限有更强的执行力。

内蒙古：资源整合或使产量增幅明显放缓

“十二五”煤炭产量控制在 10 亿吨以内

- 全区原煤产量控制在 10 亿吨，其中 120 万吨及以上井工矿、300 万吨及以上露天矿产能占总产能 70%；2013 年底，全区煤炭生产企业最低生产规模 120 万吨（有条件的地区，可提高到 300 万吨），生产规模在 120 万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。
- 2013 年底，全区地方煤炭生产企业数量控制在 80-100 户；通过兼并重组，在地方煤炭生产企业中形成 1-2 户亿吨级、5-6 户 5000 万吨级、15-16 户千万吨级的煤炭企业。
- 整合的时间安排是：2011 年上半年为准备阶段，2011 年下半年至 2013 年为实施阶段，2014 年上半年对煤炭资源整合情况进行检查。

表 5: 2005-2015 年内蒙古煤矿数量、规模及产量变化

	2005 年	2010 年	2015 年
煤矿数量 (个)	1378	551	80~100
单井规模 (万吨)	14	140	120
原煤产量 (亿吨)	2.6	7.87	10

资料来源：招商证券统计整理

下半年煤炭产量可能负增长

2010 年，内蒙古原煤产量为 7.87 亿吨，按照规划到 15 年产量 10 亿吨计算，年均增量 4300 万吨，那么 2011 年的产量应该在 8.3 亿吨左右，同比增长 5.4%。

2011 年前 4 月，内蒙古原煤产量为 2.87 亿吨，同比增长 32.2%。而下半年，资源整合开始实施，可能较多的影响产量。按照全年 8.3 亿吨计算，剩余 8 个月煤炭产量约为 5.43 亿吨，远低于 2010 年 5~12 月份的 6.3 亿吨。

山西全年煤炭产量小幅增长

截至 5 月 25 日，山西省整合矿井全部关闭，并全面进入现代化矿井建设阶段。矿井数量由 2008 年的 2600 座压减到 1053 座，办矿主体由 2200 多家减少到 130 家，形成 4 个年生产能力亿吨级和 3 个 5000 万吨级以上的煤矿企业。同时加快资源整合保留矿井的建设改造进度。在保证安全生产的前提下，2011 将有 100 座建设改造矿井投产，新增产能约 1 亿吨。

2010 年，山西省原煤产量为 7.4 亿吨，计划 2011 年生产原煤 7.8-8 亿吨，增长 4000 万吨。

2011 年前 4 月，山西原煤产量 2.6 亿吨，同比增幅为 18.33%。按照 7.8 亿吨的计划，今年后 8 个月，山西煤炭产量约为 5.2 亿吨，较 2010 年 5~12 月份的 5.7 亿吨减少 5000 万吨左右。

陕西

小矿关停力度加大

- 2010 年 9 月 27 日，陕西省召开煤矿整顿关闭和资源整合专题会议，决定计划利用三年时间对陕西省煤炭资源进行整合，到 2011 年 6 月底，全省保留煤炭企业 120 家，2012 年保留矿井 450 处。
- 2011 年 2 月 27 日，陕西省煤炭生产安全工作会议提出，6 月底以前，将通过资源整合和兼并重组，使煤矿开采主体企业减少到 120 家以内，煤矿数量减少到 400 处左右。

表 6：2005~2015 年陕西煤矿数量、规模及产量变化

	2005 年	2010 年	2012 年	2015 年
矿井数量（个）		661	450	
小煤矿数量（个）	850	296		
单井规模（万吨）			100	
原煤产量（亿吨）	1.53	3.55		6

资料来源：招商研究统计整理

“十二五”煤炭产量目标为 6 亿吨

按照陕西省煤炭工业发展规划，“十二五”末，陕西原煤产量将达 6 亿吨。2010 年，陕西原煤产量为 3.6 亿吨，那么“十二五”期间年均增量近 5000 万吨，年度增速 11%。

山东、河南“十二五”产量稳定

- 山东省：“十二五”期间，继续进行小矿关停和资源整合。2010 年矿井数量为 113 个，计划是到 2012 年减少到 60 个；产量方面实行稳产战略，将煤炭产量控制在 1.5 亿吨。
- 河南省：自 2010 年 3 月开始煤炭资源整合和企业的兼并重组已经接近尾声，到 2011 年 3 月 29 日，河南省参加兼并重组的 466 处小煤矿中，444 处完成了资产评估，占兼并重组的 95%；390 处办理了工商营业执照，占兼并重组的 84%；353 处办理了采矿许可证，占兼并重组的 76%。2010 年，河南省原煤产量为 1.8 亿吨，十二五期间基本稳定。

三、旺盛需求可持续

1、下游行业增速较高，需求旺盛

11年前4月，全国火力发电量累计12099亿千瓦时，同比增长10.4%。4月份火电发电量3070亿千瓦时，同比增长10.9%。

11年前4月，冶金行业生铁产量2.14亿吨，同比增长7.3%；粗钢产量2.3亿吨，同比增长8.3%；钢材产量2.8亿吨，同比增长12.6%。4月单月产量，生铁5497万吨，同比增长7.7%；粗钢5903万吨，同比增长7.1%；钢材产量7315万吨，同比增长8.3%。

11年前4月，焦炭产量1.4亿吨，同比增长12%。4月单月产量为3502万吨，同比增长11.8%。

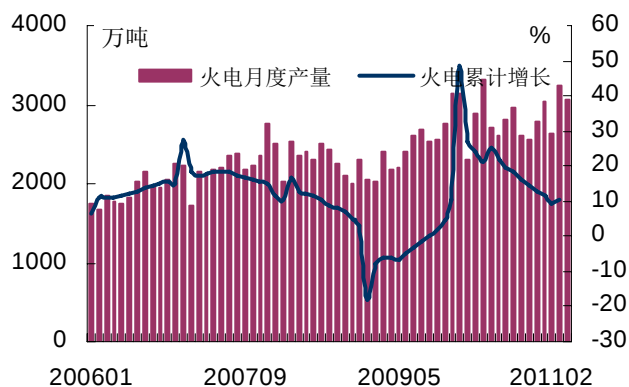
11年前4月，建材行业水泥产量5.5亿吨，同比增长19.6%。4月水泥月度产量为1.86亿吨，同比增长22.4%。

11年前4月，化工行业合成氨产量为1670万吨，同比增长-0.9%。4月合成氨月度产量为428万吨，同比增长0.5%。

我们测算：

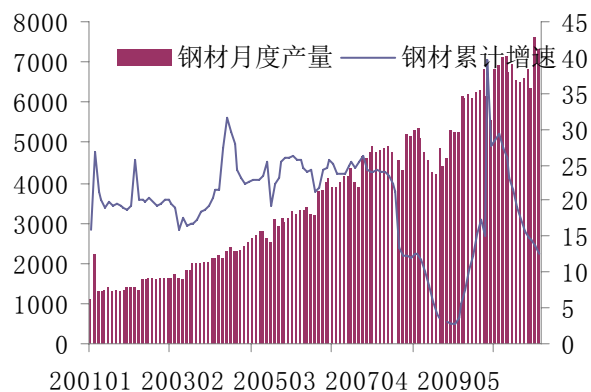
- 前4月煤炭下游四大行业总耗煤量9.5亿吨，同比增长7.8%，
- 全社会煤炭消费量11.7亿吨，同比增长8.2%。

图3：火电月度产量及月度累计增速



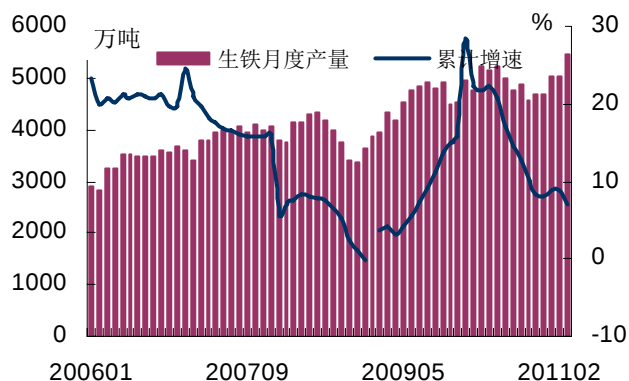
资料来源：国家统计局

图4：钢材月度产量及月度累计增速



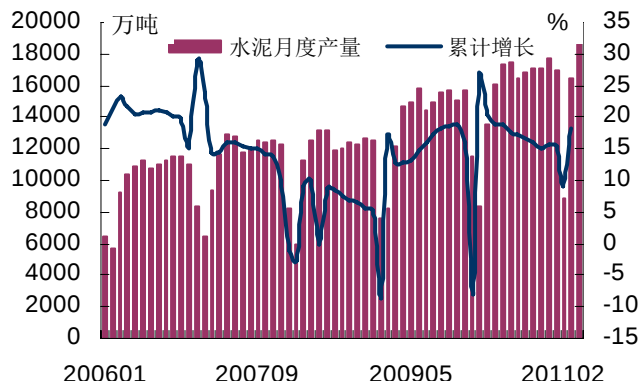
资料来源：国家统计局

图 5: 焦炭月度产量及累计增速



资料来源：国家统计局

图 6: 水泥月度产量及累计增速



资料来源：国家统计局

表 7: 月度累计煤炭需求

	201001	201002	201003	201004	201101	201102	201103	201104
火电量（亿千瓦时）	2932	5231	8179	10988	3113	5737	9006.5	12100
火电月度增速	48.7%	26.8%	24.3%	25.4%	6.2%	10.6%	10.4%	10.4%
生铁产量（万吨）	4973	9723	15011	20223	5216	10267	15866	21427
生铁月度增速	28.5%	22.3%	21.7%	22.2%	4.9%	8.9%	7%	7.3%
水泥产量（万吨）	11521	19898	33585	49953	11615	20429	36984.8	55459
水泥月度增速	52.0%	26.5%	20.3%	18.9%	0.8%	9.1%	18.1%	19.6%
合成氨产量（万吨）	427	861	1343	1761	386	788	1232.8	1670
合成氨月度增速	15.6%	13.9%	11.1%	4.8%	-9.6%	-8%	-1.70%	-0.9%
火电耗煤（万吨）	14366	25631	40075	53843	15255	28112.28	44131.9	59288
生铁耗煤（万吨）	4874	9528	14711	19818	5112	10062.2	15548.7	20999
水泥耗煤（万吨）	2650	4577	7725	11489	2671	4698.72	8506.5	12756
合成氨耗煤（万吨）	769	1549	2418	3169	522	1418	2219	2254
四大行业耗煤合计（万吨）	22659	41285	64928	88319	23560	44292	70406	95296
四大行业耗煤增速	39.6%	26.3%	23.2%	23.2%	4.0%	6.4%	7.6%	7.8%
四大行业耗煤占比	82%	81%	81%	82%	82%	81%	82%	83%
其他行业耗煤（万吨）	5000	10000	15000	20000	5500	11000	16500	22000
总耗煤量合计（万吨）	27659	51285	79928	108319	29060	54936	86351	117296
煤炭需求增速	30.3%	20.2%	18.1%	18.2%	5.1%	7.1%	8.0%	8.2%
火电耗煤占比	52%	50%	50%	50%	53%	52%	52%	51%
生铁耗煤占比	18%	19%	18%	18%	18%	19%	18%	18%
水泥耗煤占比	10%	9%	10%	11%	9%	9%	10%	11%
合成氨耗煤占比	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%

资料来源：国家统计局，招商研发整理

2、保障房陆续开工，新增煤炭需求 5563 万吨

“十二五”期间我国计划完成 3600 万套保障房，其中 2011 年开工建设 1000 万套。上半年，各地保障房建设基本处于筹备阶段，部分地区开工比例 30% 左右，而下半年剩余部分应该陆续开建，因此，保障房建设对钢材、水泥等需求的拉动效果将在下半年显现出来。

对保障房消耗水泥、钢材等的量进行测算：

假定，

- 单位水泥消耗量为 180kg/平方米；单位钢材消耗量为 65kg/平方米。
- 单位保障房面积为 60 平方米。

那么，

- 按照 1000 万套计算，11 年保障房开工建设面积为 60000 万平方米。
- 水泥消耗量为 $180\text{kg}/\text{平方米} \times 60000 \text{ 万平方米} = 10800 \text{ 万吨}$ 。
- 钢材消耗量为 $65\text{kg}/\text{平方米} \times 60000 \text{ 万平方米} = 3900 \text{ 万吨}$ 。

水泥、钢材对煤炭的消耗量：

假定，

- 单位水泥耗煤量为 185 千克/吨。
- 单位生铁耗煤量为 0.98 吨/吨，铁钢比 93%。

那么，11 年开工 1000 万套保障房增加煤炭需求量为 5563 万吨。

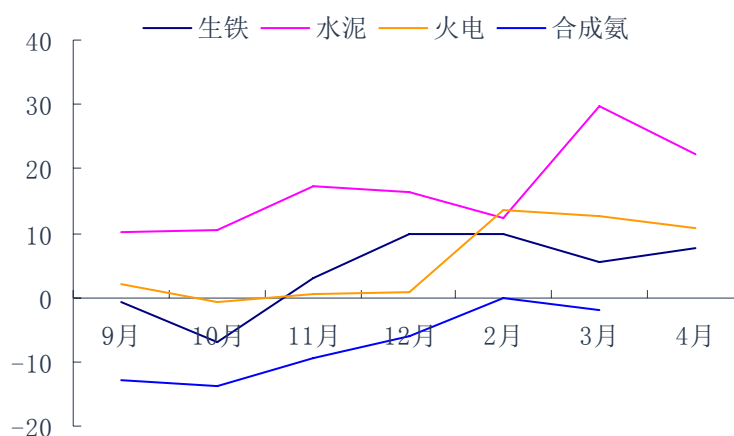
- 消耗水泥新增煤炭需求 $185 \text{ 千克/吨} \times 10800 \text{ 万吨} = 1998 \text{ 万吨}$ 。
- 消耗钢材新增煤炭需求 $0.98 \text{ 吨/吨} \times 93\% \times 3900 \text{ 万吨} = 3565 \text{ 万吨}$ 。

3、高耗能行业增速反弹

高耗能行业增速反弹也是煤炭旺盛需求的重要支撑。从 10 年 4 季度到 11 年前 4 月，钢铁、有色、石油石化、化工、建材等高耗能行业增速大都经历了“V”型走势。

在 10 年底完成了“十一五”的节能降耗任务之后，高耗能行业增速强劲反弹，是煤炭需求的重要支撑，并且我们预计这种趋势将持续下去。

图 7：高耗能行业近半年增速的 V 型走势



资料来源：国家统计局，招商研发整理

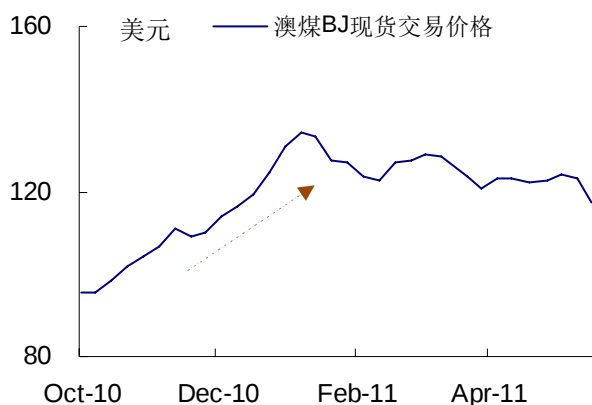
四、预计进口持续回升，绝对量仍低于去年

1、国际煤价飙升，进口量大幅下滑

受到澳洲昆士兰洪水影响，自 2010 年 11 月份到今年一季度国际煤价飙升，特别是供给影响较大的炼焦煤涨幅更大：

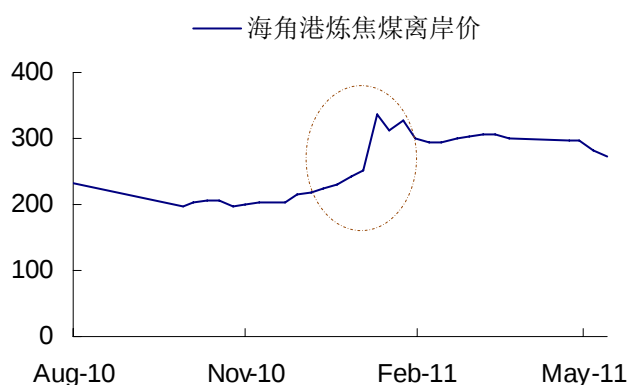
- 澳煤 BJ 现货交易价格由 11 月初的 101.6 美元/吨上涨到 11 年 3 月底的 128 美元/吨，上涨近 27 美/吨，涨幅 26%。
- 海角港炼焦煤离岸价由 11 月初的 198 美元/吨上涨到 3 月底的 306 美元/吨，上涨 108 美元/吨，涨幅 55%。

图 8：10 年四季度以来澳煤 BJ 现货价格走势



资料来源：中国煤炭资源网

图 9：10 年四季度以来海角港炼焦煤离岸价走势

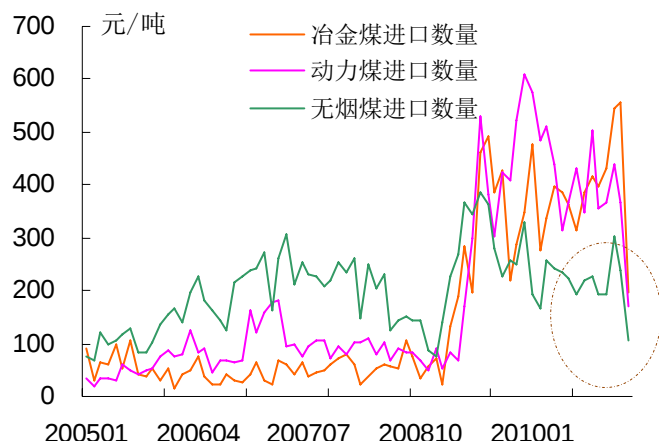


资料来源：中国煤炭资源网

中国煤炭进口平均累计进口价格由 10 年四季度的 100 美元/吨左右上涨到 11 年 2 月份的 117 美元/吨，月度进口量则由 10 年四季度平均的 1450 万吨下降到 11 年 2 月份的 676 万吨。

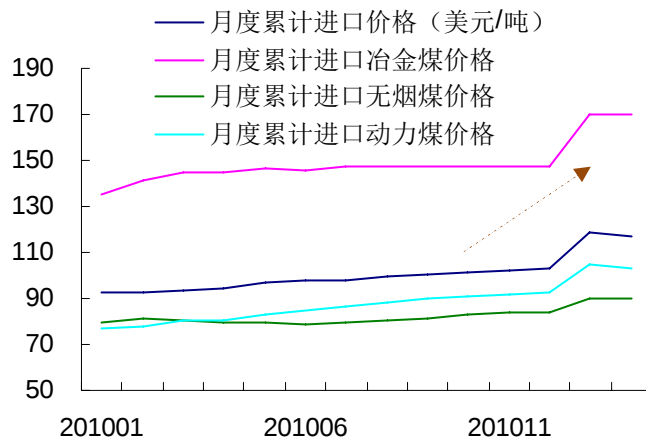
- 动力煤：进口价格由 91 美元/吨上涨到 104 美元/吨，上涨 13 美元/吨 (+14.3%)；进口量由月度最多的 438 万吨下降到 171 万吨，降幅 61%。
- 冶金煤：进口价格由 147 美元/吨上涨到 170 美元/吨，上涨 22 美元/吨 (+15%)；进口量由月度最多的 558 万吨下降到 199 万吨，降幅 90%。
- 无烟煤：进口价格由 83 美元/吨上涨到 90 美元/吨，上涨 7.4 美元/吨 (+9%)；进口量由月度最多的 302 万吨下降到 104 万吨，降幅 65%。

图 10: 一季度各煤种进口量急剧减少



资料来源: 中国煤炭资源网

图 11: 一季度各煤种进口价格走高



资料来源: 中国煤炭资源网

2、内外因素共同拉动煤炭进口回升

日本地震，亚太需求骤然减少

日本每年的煤炭进口量大约 1.8 亿吨，占全球煤炭贸易量的 20%。其中，动力煤进口将近 1.3 亿吨，占全球动力煤贸易量的 18%，炼焦煤进口大约 0.6 亿吨，占全球炼焦煤贸易量的 25% 左右。

日本动力煤进口国主要是澳大利亚和印度尼西亚，分别占 65% 和 23%，炼焦煤进口国主要是澳大利亚和加拿大，分别占 76% 和 15%。日本主要煤炭来源国还是澳大利亚，两个煤种占比合计达到 69%。

表 8: 日本煤炭进口在全球及亚太贸易中占比较大

单位: 万吨	2005	2006	2007	2008
煤炭消费量	17698	17910	18225	18750
煤炭进口量	17770	17931	18021	18560
全球煤炭贸易量	81580	88240	92370	93780
进口量占全球贸易量比	22%	20%	20%	20%
亚太地区出口量	46709	51100	52100	
进口量占亚太地区出口量比	38%	35%	35%	

资料来源: 招商证券整理

3 月 11 日日本发生大地震及海啸，东部地区核电、火电、钢厂停产，港口瘫痪，动力煤、冶金煤进口均急剧减少，而且由于破坏严重，其港口恢复至少需要 3 个月左右的时间。作为亚太地区乃至全球煤炭贸易重要的需求方，日本需求的减少将对国际煤炭供需及价格产生重要影响。

自 3 月下旬起，一方面澳大利亚洪水逐渐退去，供给开始恢复，另一方面占比较大的日本需求的萎缩，国际煤炭供求关系相对宽松，促使煤价开始松动调整。

美元强势，促使国际煤价持续调整

4 月下旬开始，由于美元强势，国际上以美元标价的大宗商品价格调整明显，国际煤价

走势进一步下滑

图 12: 美元指数走势



资料来源: WIND

国内电荒煤荒，内外煤价倒挂

3月中下旬起，国际煤价开始震荡走低。澳煤 BJ 现货价格由一季度最高的 134 美元/吨下降到目前的 120 美元/吨，下降 14 美元/吨 (-11%)。

而我国在传统的用电用煤淡季出现了电荒、煤荒，煤价持续上涨。秦皇岛大同优混从 3 月份的 830 元/吨，上涨到目前的 880 元/吨，淡季两个月上涨 50 元/吨，涨幅 6%。

对比目前国内外煤价，国内离岸价高于国际煤价，广州港到岸价低于国际煤价：

- 5月25日，秦皇岛 5800 大卡大同优混 880 元/吨，澳煤 BJ 现货价格 119.4 美元/吨，折合 776 元/吨，国际煤价折价 104 元/吨；
- 加上运费和增值税，秦皇岛到广州港价格为 954 元/吨，澳煤到广州港价格为 1063 元/吨，国内煤价折价 109 元/吨，折价率 12%。

表 9: 国内国际动力煤现货价格倒挂

	秦皇岛煤价	澳大利亚 BJ 价格
发热量	5800K	5800k
FOB 价格 (美元/吨)		119.4
汇率 (美元/人民币)		6.5
FOB 价格 (元/吨)	880	776
FOB 国内国际煤价价差	104	
FOB 国内煤价溢价幅度	12%	
海运费 (美元/吨)		20.4
海运费 (元/吨)	63	132.6
增值税率	17%	17%
运抵广州港价格 (元/吨)	954	1063
国内国际价差 (元/吨)	-109	109
国内煤价折价幅度	-12%	

资料来源: 中国煤炭资源网, 招商研发整理

进口国别结构变化，低价位煤炭弥补缺口

11 年前 4 月，我国的煤炭进口量经过了高位、大幅萎缩、恢复几个阶段，而在此过程中，进口的分国别结构变化较大：

- 2011 年 1 月份，虽然国际煤价已经大幅上涨，但我国煤炭进口延续了 10 年的较高水平，进口合计 1656 万吨，均价 119 美元/吨。从国别上看，印尼煤占比最大为 35%，其次是澳大利亚煤，占比 23%。
- 一方面国际煤价飙升，另一方面春节前后，部分工业企业放假，需求减少，2 月份进口量大幅萎缩至 676 万吨。
- 3、4 月份，随着需求的恢复，进口总量开始回升，但结构变化明显，澳大利亚的高价煤炭进口继续减少，其在我国进口总量中占比从 1 月份的 23% 下降到 3、4 月份的 8%~9%，而印尼、越南、蒙古、朝鲜等国价格相对较低的煤炭进口量增加较多，进口量占比合计由 1 月份的 55% 上升到 4 月份的 76%。

表 10：2011 年前 4 月分国别煤炭进口量

1 月					2 月			
	月度进口量(万吨)	月度进口金额(万美元)	价格(美元/吨)	占比	月度进口量(万吨)	月度进口金额(万美元)	价格(美元/吨)	占比
合计	1656	196298	119		676	77033	114	
印尼	581	51199	88	35%	248	20603	83	37%
越南	162	12659	78	10%	61	5046	83	9%
蒙古	123	9078	74	7%	45	3040	68	7%
朝鲜	49	4546	92	3%	34	3203	94	5%
澳大利亚	378	61174	162	23%	152	25810	169	23%
3 月					4 月			
	月度进口量(万吨)	月度进口金额(万美元)	价格(美元/吨)	占比	月度进口量(万吨)	月度进口金额(万美元)	价格(美元/吨)	占比
合计	905	94662	105		1110	114896	104	
印尼	283	25022	89	31%	309	28714	93	28%
越南	118	9267	79	13%	245	20240	83	22%
蒙古	154	10483	68	17%	180	12391	69	16%
朝鲜	81	7936	98	9%	115	11189	97	10%
澳大利亚	71	12738	178	8%	99	17319	175	9%

资料来源：中国煤炭资源网

3、预计下半年进口持续回升，绝对量仍小于去年

我们判断，在国内外因素影响下，特别是国内需求强劲的推动下，下半年我国煤炭进口将继续回升，月度平均进口可能恢复到 10 年下半年 1200~1300 万吨的水平，那么下半年进口量合计将达 7200 万吨~7800 万吨，全年进口量约 1.2 亿吨左右。分析原因主要包括以下几个方面：

- **日本需求恢复尚需过程，短期难以推动国际煤价骤然提高：**日本大地震过后已经接近 3 个月，目前灾后重建基本处于制定计划及相关法律阶段，而真正的重建开始可能还需要一段时间，也就是实际的需求释放尚需要一定的过程，而且是一个逐步增加的过程。因此，下半年日本对煤炭的进口是一个起步和逐步增加的过程，不会带

来亚太地区煤炭需求的骤然增加和价格的大幅上涨。

- **国际煤价可能在美元波动的影响下高位震荡。**虽然短期美元走势较强，但是美联储将资产负债表维持在3万亿美元的水平，基准利率仍然接近零，长期看美元可能继续疲软，从而使美元标价的大宗商品高位震荡。
- **国内煤价可能继续走高，内外价差可能进一步扩大：**根据前面分析，下半年国内煤炭供给紧张的状况难有改善，甚至加剧；而考虑到经济增长、对高耗能企业限制在实质上的放松、以及季节性用煤高峰等因素的影响，煤炭需求保持旺盛甚至较上半年更加旺盛是大概率事件，加上今年我国旱情严重，水电出力不足，更加大了对煤炭的需求。因此，预计国内煤价继续强势，国内外价差可能进一步扩大。
- **对低价位煤炭进口量继续维持高位。**在亚太其他国家需求没有明显增加，日本处于初步恢复阶段的情况下，越南、印尼、蒙古等过的低价位煤炭对中国的出口预计继续维持较高水平，弥补对澳洲减少进口造成的缺口。

五、全年煤炭供求偏紧，进口成调节器

根据前面分析，我们预测，2011 年我国原煤产量大约 34.4 亿吨，增速 6.2%，净进口预计 1 亿吨，总供给量大约 35.4 亿吨。需求总量约为 35.9 亿吨。煤炭供求紧张，供求缺口 5700 万吨。

由于下半年多主要产煤省份煤炭资源整合影响有效产能释放，因此，我们判断，与上半年相比，下半年煤炭的供求将紧于上半年，处于偏紧状态。

表 11: 煤炭供求测算

	2008	2009	2010	2011E	2012E
煤炭产量 (万吨)	280200	297300	324000	344000	364000
产量增速	4.1%	6.1%	9.0%	6.2%	5.8%
出口量 (万吨)	4543	2240	1903.04	2000	2000
进口量 (万吨)	4040	12583	16483.31	12000	16000
净进口 (万吨)	-503	10343	14580.27	10000	14000
总供给量 (万吨)	279697	307643	338580	354000	378000
总供给量增速	4.5%	10.0%	10.1%	4.6%	6.8%
火电量 (亿千瓦时)	27901	29828	32958	36254	38638
火电增速	3.3%	6.9%	10.5%	10.0%	6.6%
生铁产量 (万吨)	47067	54375	59022	63153	66311
生铁增速	0.3%	15.5%	8.5%	7.0%	5.0%
水泥产量 (万吨)	138838	162898	186390	214349	227209
水泥增速	2.5%	17.3%	14.4%	15.0%	6.0%
合成氨产量 (万吨)	4995	5136	4984	5134	5288
合成氨增速	-3.2%	2.8%	-2.9%	3.0%	3.0%
热电耗煤合计 (万吨)	143010	149546	162459	176789	187009
生铁耗煤 (万吨)	33341	37374	40325	43148	45305
水泥耗煤 (万吨)	26293	30167	34444	39131	40970
合成氨耗煤 (万吨)	6474	6656	6729	6930	7138
四大行业耗煤合计 (万吨)	209118	223743	243957	265998	280422
四大行业耗煤增速	1.4%	7.0%	9.0%	9.0%	5.4%
其他行业耗煤 (万吨)	66419	87714	89243	93705	98390
总耗煤量合计 (万吨)	275537	311457	333200	359703	378812
总耗煤量增速	3.1%	13.0%	7.0%	8.0%	5.3%
供给-需求 (万吨)	4160	-3814	5380	-5703	-812

资料来源：国家统计局，招商研发整理

六、旺季煤价上涨预期明确，关注动力煤子行业

在分煤种的子行业中，建议重点关注动力煤子行业。

1、7/8 月份旺季新增煤炭需求 1300 万吨/月

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。

我们预计，在未来的几个月，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。

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 12：7/8 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 13：7/8 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

2、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（接近发改委规划的 38 亿吨产量数据）。

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%。我们这里按照安监总局数据测算。

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。

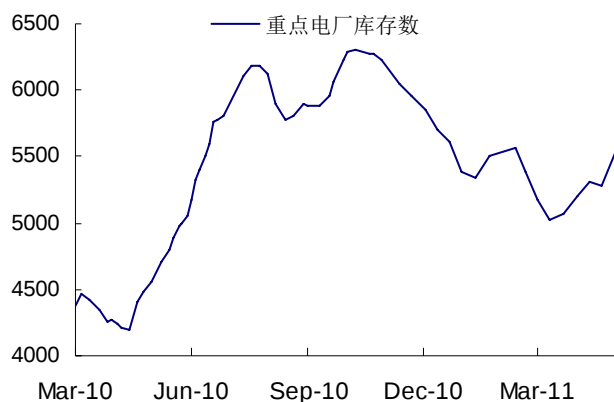
- 由于前面假设 7/8 月份煤炭产量 3.2 亿吨/月，煤炭产能利用率达到 100% 以上。我们预计 7/8 月份煤炭价格将处于上升通道中。
- 预计秦皇岛山西优混煤价将达到 900 元/吨以上（较目前 840 元/吨提高约 8%）。

表 14: 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
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

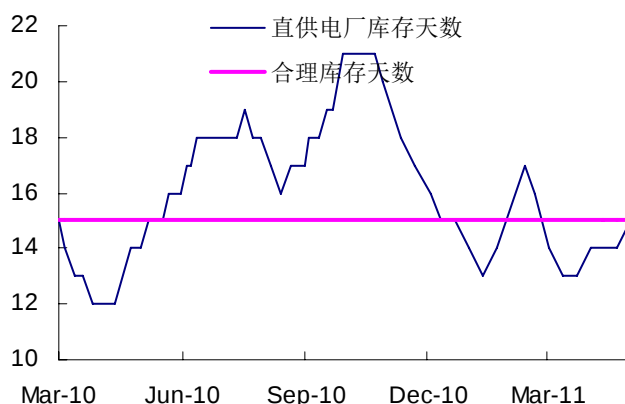
资料来源: 煤炭资源网。注: 3、4 月份采用运销协会煤炭产量。

图 13: 重点电厂库存不足 (万吨)



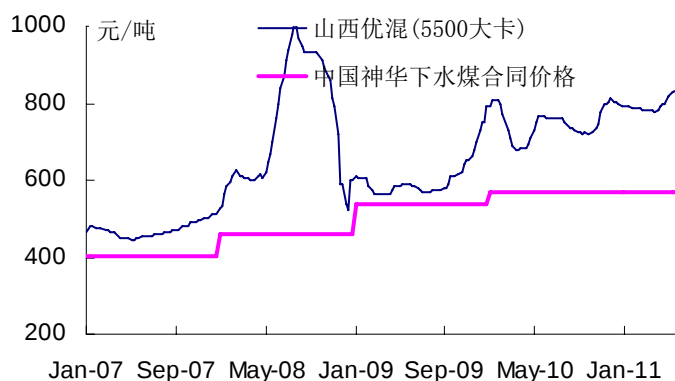
资料来源: 煤炭资源网

图 14: 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 15: 秦皇岛山西优混价格逐渐上涨



资料来源: 煤炭资源网

七、维持行业推荐的投资评级

煤炭供给相对紧张，发改委设置煤炭产量天花板后，前4月煤炭行业固定资产投资增速大幅放缓。上半年内蒙、山西等主要产煤省煤炭产量都保持了较高增速，考虑到全年的目标产量以及下半年内蒙古等省份的资源整合，供给紧张可能进一步加剧。

进口方面，内外价差的存在和扩大将使进口水平逐步恢复，然而预计年度净进口量仍低于去年水平。

需求方面，下半年保障房开工将增加，以及对高耗能行业限制的继续放松，使得煤炭需求旺盛可持续。

全年整体来看，煤炭行业基本面良好，供求紧张，供求缺口较大，煤价看涨。短期看，由于持续旱情，以及夏季高峰到来，动力煤供求更为紧张。

煤炭估值提升还需要看宏观调控走势。在预期煤价上涨情况下，煤炭股估值至少应为20倍P/E以上。但是由于宏观调控一直收紧中，煤炭股的估值在15-20倍P/E之间波动。我们重点跟踪的煤炭股平均估值11年P/E为17倍。目前市场对宏观经济有所悲观，下半年宏观调控进一步加大力度的概率较小，未来一旦调控预期放松，煤炭股估值将有较大提升空间。

重点推荐：

- 动力煤类上市公司：中国神华、兖州煤业。
- 资产注入类公司：大有能源、潞安环能、冀中能源、盘江股份、山煤国际。
- 二季度业绩可能超预期公司：潞安环能、中国神华等动力煤公司

图 16：煤炭行业历史PEBand

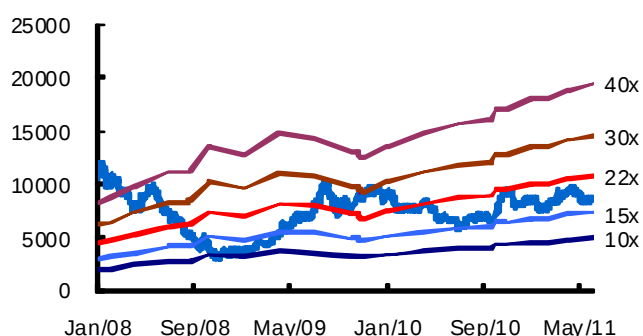
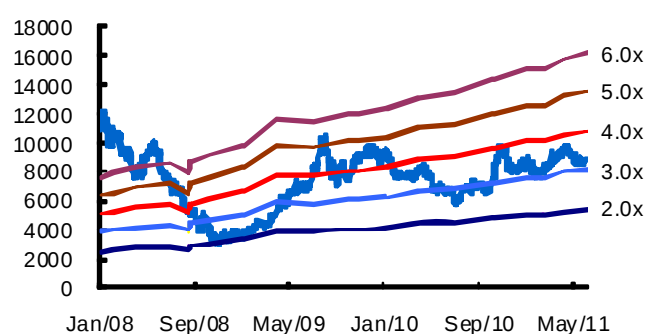


图 17：煤炭行业历史PBBand



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。