

推荐 (首次)

保障房加速结束煤炭股调整，旺季煤价继续看涨

2011年6月26日

煤炭行业近期投资策略

上证指数

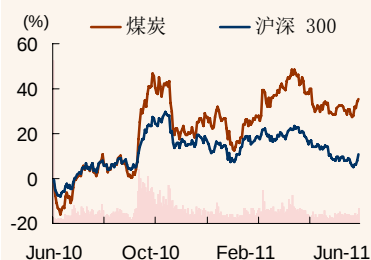
2746

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	37	1.9
总市值 (亿元)	13956	5.6
流通市值 (亿元)	11361	5.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.3	8.3	34.0
相对表现	4.3	12.6	24.2



相关报告

- 1、《煤炭行业 2011 年中期投资策略——调煤炭供求偏紧，宏观调控影响估值》2011/4/6
- 2、《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

煤炭走势受宏观调控影响较大，目前处于调整的第三波末期和第四波萌芽期，保障房加速和领导层表态 CPI 可控提前结束了煤炭股的调整，7/8 月份旺季煤价继续看涨，维持对行业的推荐的评级。

- **6 月中旬月报提出抓住左侧投资机会：**我们在 6 月 16 日的《煤炭行业 2011 年 6 月月报——等待最后筑底，抓住左侧投资机会》详细分析了煤炭股受宏观调控影响的走势。煤炭属于后周期行业，在宏观调控下，煤炭股一般有四波走势：第一波：调控前期。担心宏观调控，煤炭股下跌。第二波：调控中期。煤炭是后周期，基本面暂不受调控影响，煤炭股上涨。第三波：调控末期。担心宏观经济下滑，进而担心煤炭行业基本面，煤炭股下跌。第四波：调控放松。宏观调控放松，经济开始复苏，煤炭股逐渐上涨。当时我们认为目前处于第三波末期和第四波萌芽期，煤炭面临最后筑底机会，建议投资者抓住左侧投资机会。近期保障房的加速推进以及领导层表态 CPI 可控，提前结束了煤炭股的调整，基本印证了我们月报的分析结论。
- **保障房加速，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。截至 5 月底，全国 1000 万套保障房建设任务的实际开工率仅为 34%，近期在多项融资举措全力推动下，下半年保障房建设有望全面提速。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。我们测算，11 年 1000 万套保障房增加煤炭需求量为 5563 万吨。
- **建议重点关注动力煤子行业。**7-8 月份是每年的电力需求旺季，考虑补库存因素，旺季动力煤将呈现是供不应求的格局。我们预计预计秦皇岛山西优混煤价将达到 900 元/吨以上（较目前 850 元/吨提高约 6%）。
- **维持行业推荐投资评级，重点推荐三类公司。**动力煤类上市公司：中国神华和兖州煤业。资产注入类公司：潞安环能、冀中能源、大有能源、盘江股份、山煤国际。二季度业绩可能超预期公司：潞安环能、兰花科创、神火股份、中国神华、兖州煤业等动力煤公司。
- **风险因素：**经济下滑超预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
中国神华	28.15	1.87	2.31	2.88	15.1	12.8	2.7	强烈推荐-A
兖州煤业	32.60	1.83	2.10	2.21	17.8	15.5	4.1	强烈推荐-A
潞安环能	57.35	2.99	3.78	3.92	19.2	15.2	4.9	强烈推荐-A
冀中能源	23.5	1.04	1.42	1.71	22.7	16.5	4.2	强烈推荐-A
盘江股份	33.26	1.22	1.50	1.85	27.3	22.2	5.3	强烈推荐-A
大有能源	30.93	1.73	2.14	2.30	17.8	14.4	3.7	强烈推荐-A
山煤国际	29.64	0.76	0.97	1.96	39.0	30.6	6.4	强烈推荐-A
兰花科创	39.17	2.30	2.85	3.69	17.0	13.7	3.2	强烈推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、调控下的煤炭股四波走势，建议抓住左侧机会	3
二、保障房陆续开工，新增煤炭需求 5563 万吨	5
三、旺季煤价上涨预期明确，关注动力煤子行业	6
1、7/8 月份旺季新增煤炭需求约 1300 万吨/月	6
2、考虑补库存因素，旺季动力煤供不应求	7
四、投资策略	9

图表目录

表 1: 7/8 月较 4 月份增量	6
表 2: 7/8 月份较 4 月份新增煤炭需求	6
表 3: 不考虑补库存的动力煤供求平衡表测算	8
表 4: 煤炭上市公司估值比较	10
图 1: 03 年 4 季度到 06 年 6 月煤炭股指数走势	3
图 2: 10 年 10 月至今煤炭指数走势	4
图 3: 重点电厂库存不足（万吨）	8
图 4: 重点电厂库存天数未反应旺季发电量上升（天）	8
图 5: 秦皇岛山西优混价格逐渐上涨	8
图 6: 煤炭行业历史 PEBand	10
图 7: 煤炭行业历史 PBBand	10

一、调控下的煤炭股四波走势，建议抓住左侧机会

我们在6月16日的《煤炭行业2011年6月月报——等待最后筑底，抓住左侧投资机会》详细的分析了煤炭股受宏观调控影响的走势。

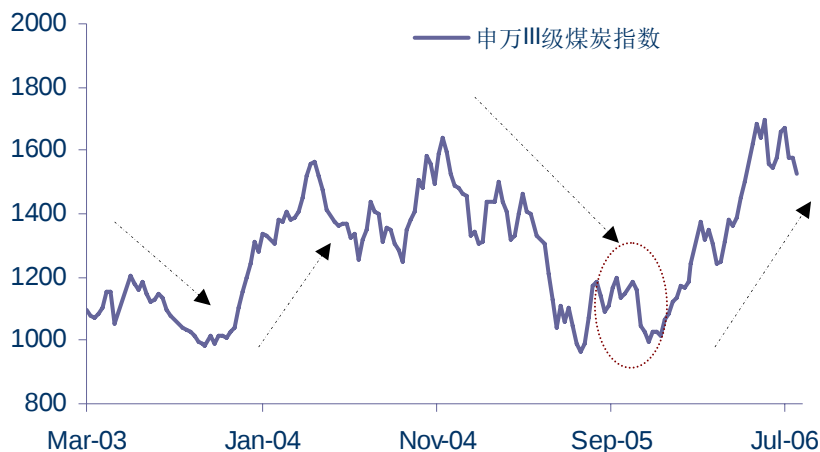
煤炭属于后周期行业，在宏观调控下，煤炭股一般有四波走势：

- **第一波：调控前期。**担心宏观调控，煤炭股下跌（10年4季度到11年2月份：预期政策紧缩，煤炭股下跌23%）。
- **第二波：调控中期。**煤炭是后周期，基本面暂不受调控影响，煤炭股上涨（11年2月份到4月份：紧缩政策下，煤炭淡季不淡，煤炭股上涨20%）。
- **第三波：调控末期。**市场开始担心宏观经济，进而担心煤炭行业基本面，煤炭股下跌（11年4月份至今：调控接近尾声，等待最后筑底）。
- **第四波：调控放松。**宏观调控放松，经济开始复苏，煤炭股反弹上涨（上一轮04/05年宏观调控后的05年7月—06年6月）

目前处于第三波末期和第四波萌芽期，我们认为煤炭面临最后筑底机会，建议投资者抓住左侧投资机会。

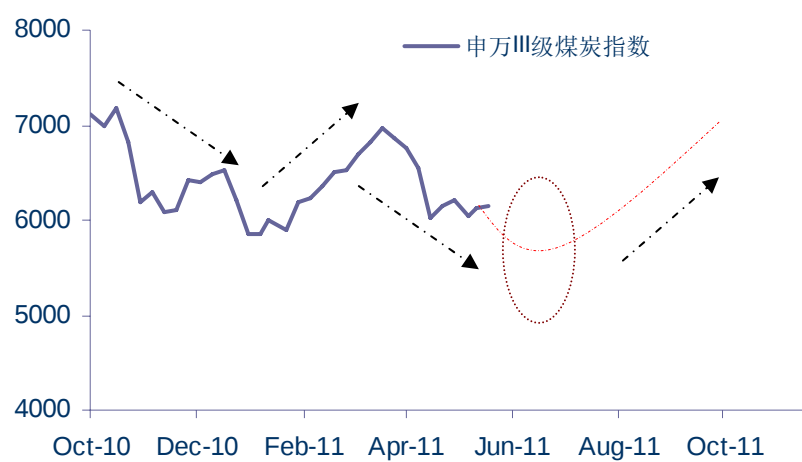
近期保障房的加速推进以及领导层表态CPI可控，提前结束了煤炭股的调整，基本印证了我们月报的分析结论。

图 1：03年4季度到06年6月煤炭股指数走势



资料来源：招商证券研发中心整理

图 2: 10 年 10 月至今煤炭指数走势



资料来源: 招商证券研发中心整理

二、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，根据住建部最新信息，截至 5 月底，全国 1000 万套保障房建设任务的实际开工率仅为 34%，其中，超过 70% 城市的开工率不足 30%。按照住建部规定，1000 万套保障性住房必须在 11 月底前全部开工，

为了解决保障房项目建设所需要的巨额资金问题，近期管理层相继出台政策，支持保障房项目建设融资创新，要求地方政府将今年地方政府债券资金优先用于保障性安居工程，全国社保基金理事会、保险资金、地方融资平台等都相继对保障房建设抛出了橄榄枝。

我们认为在多项融资举措全力推动下，下半年保障房建设有望全面提速。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。

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 $0.98 \text{ 吨/吨} \times 93\% \times 3900 \text{ 万吨} = 3565 \text{ 万吨}$ 。

三、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约 1300 万吨/月

4 月份淡季，各地出现电荒。

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。
- 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	3400	300		
201108					4164	500	3400	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

2、考虑补库存因素，旺季动力煤供不应求

5 月份，煤炭运销协会公布的煤炭产量为 3.15 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 37.8 亿吨（接近发改委十二五规划的 38 亿吨产量数据）。

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 亿千瓦时至 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 26500 万吨，动力煤需求量为 26273 万吨，供给减去需求为 227 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 月末电力行业煤炭库存数为 6171 万吨，库存天数 16 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 600 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 1200 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 600 万吨左右的库存，则动力煤供给少于需求 400 万吨左，动力煤将呈现是供不应求的格局。

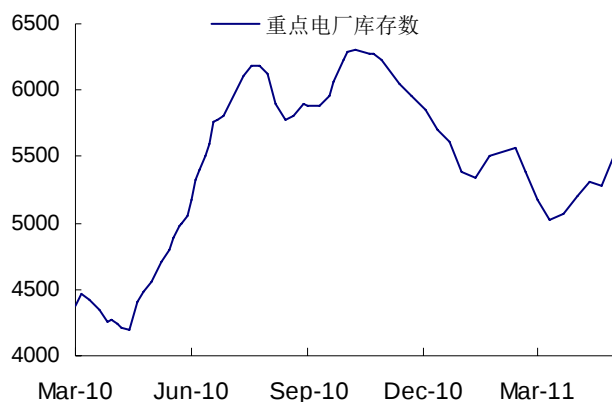
- 由于前面假设 7/8 月份煤炭产量 3.2 亿吨/月，煤炭产能利用率达到 100%以上。我们预计 7/8 月份煤炭价格将处于上升通道中。
- 预计秦皇岛山西优混煤价将达到 900 元/吨以上（较目前 850 元/吨提高约 6%）。

表 3: 不考虑补库存的动力煤供求平衡表测算

	201101	201102	201103	201104	201105	201107E	201108E
动力煤供给量							
统计局原煤产量(万吨)	26826	24749	28000	30000	31500	32000	32000
动力煤产量(万吨)	21464	19924	21280	24000	25200	25600	25600
月度增速	7.1%	23.1%	0.1%	13.6%	16.9%	14.2%	13.9%
动力煤月度进口量(万吨)	1098	478	611	791	1144	1000	1000
动力煤月度出口量(万吨)	114	122	172	76	67	100	100
动力煤月度有效供应量(万吨)	22448	20279	21720	24715	26276	26500	26500
动力煤供应量月度增速	7%	17%	-2%	13%	19%	14%	14%
动力煤产量占原煤比例	80%	81%	76%	80%	80%	80%	80%
下游产品产量							
火电量(亿千瓦时)	3113	2624	3232	3070	3087	3400	3400
生铁(万吨)	5216	5051	5475	5497	5457	5300	5300
合成氨(万吨)	386	401	443	428	439	400	400
水泥(万吨)	11615	8814	16456	18556	19628	19000	19000
电力耗煤(万吨)	15255	12858	15837	15043	15125	16658	16658
冶金耗煤(万吨)	798	773	838	841	835	811	811
化工耗煤(万吨)	219	226	239	231	237	216	216
建材耗煤(万吨)	3413	2590	4848	5467	5783	5598	5598
其他行业耗煤(万吨)	2150	2131	2230	2144	3000	3000	3000
总需求量(万吨)	21835	18578	23992	23726	24980	26283	26283
供给-需求(万吨)	613	1701	-2272	989	1297	217	217
秦皇岛山西优混煤价(元/吨)	785	780	775	800	840	900	900

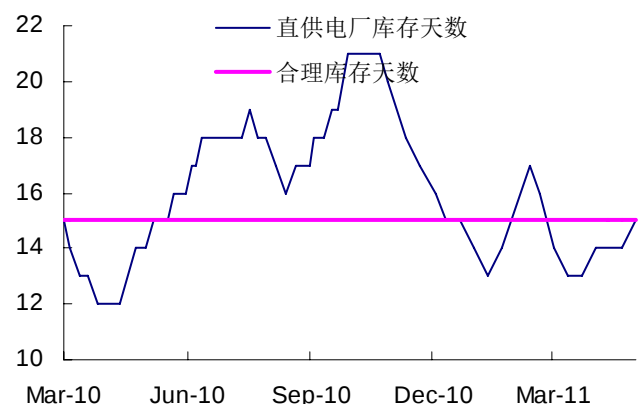
资料来源: 煤炭资源网。注: 3、4 月份采用运销协会煤炭产量。

图 3: 重点电厂库存不足(万吨)



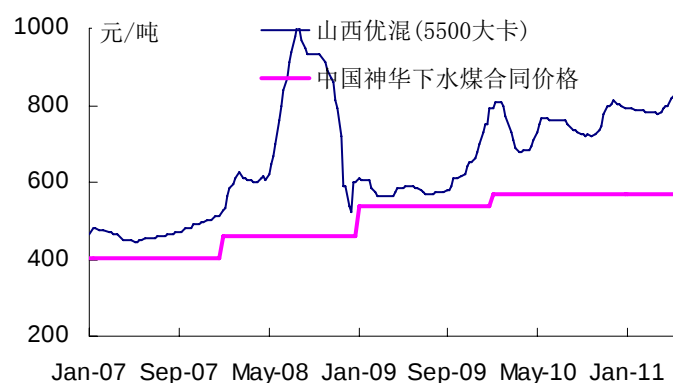
资料来源: 煤炭资源网

图 4: 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 5: 秦皇岛山西优混价格逐渐上涨



资料来源: 煤炭资源网

四、投资策略

6月中旬月报提出目前处于第三波末期和第四波萌芽期，煤炭面临最后筑底机会，建议投资者抓住左侧投资机会。近期保障房的加速推进以及领导层表态CPI可控，提前结束了煤炭股的调整。

在多项融资举措全力推动下，保障房建设有望全面提速。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。我们测算，11年开工1000万套保障房增加煤炭需求量为5563万吨。

在分煤种的子行业中，建议重点关注动力煤子行业。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200-300亿千瓦小时左右。考虑补库存因素，旺季动力煤供给少于需求400万吨左，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。我们预计预计秦皇岛山西优混煤价将达到900元/吨以上（较目前850元/吨提高约6%）。

维持行业推荐投资评级，

重点推荐三类公司：

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

表4: 煤炭上市公司估值比较

	股价（元）	EPS（元）			P/E（×）			11-14 年 复合增速	PEG	每股净资产 （元）	P/B（×）
		10A	11E	12E	10A	11E	12E				
炼焦煤类											
西山煤电	23.99	0.84	1.31	1.71	28.6	18.3	14.0	13%	2.3	4.5	5.4
盘江股份	33.26	1.22	1.50	1.85	27.3	22.2	18.0	22%	1.2	6.2	5.3
冀中能源	25.47	1.04	1.42	1.71	24.6	17.9	14.9	7%	3.7	5.5	4.6
平煤股份	13.92	0.78	0.86	0.89	17.7	16.1	15.7	1%	16.3	4.3	3.2
永泰能源	16.60	0.22	0.77	1.26	73.8	21.5	13.2	18%	4.2	8.7	1.9
平均	22.65	0.82	1.17	1.48	34.4	19.2	15.1	12%	5.5	5.8	4.1
喷吹煤类											
国阳新能	24.09	1.00	1.30	1.35	24.1	18.6	17.8	3%	7.9	4.0	6.1
潞安环能	62.93	2.99	3.78	3.92	21.1	16.7	16.1	9%	2.3	11.6	5.4
平均	43.51	1.99	2.54	2.63	22.6	17.6	17.0	6%	5	7.8	5.8
动力煤类											
中国神华	29.63	1.87	2.31	2.88	15.8	12.8	10.3	8%	2.0	10.3	2.9
国投新集	12.16	0.68	0.78	1.02	17.9	15.5	12.0	15%	1.2	4.0	3.0
恒源煤电	39.41	2.17	2.56	2.61	18.2	15.4	15.1	1%	18.3	13.3	3.0
中煤能源	9.88	0.52	0.64	0.71	19.0	15.4	13.8	9%	2.1	5.8	1.7
兖州煤业	34.17	1.83	2.10	2.21	18.7	16.2	15.5	10%	1.9	8.0	4.3
大同煤业	16.81	0.77	0.81	0.87	21.8	20.9	19.2	19%	1.1	5.8	2.9
山煤国际	29.64	0.76	0.97	1.96	39.0	30.6	15.2	43%	0.9	4.7	6.4
昊华能源	58.81	1.92	2.90	3.24	30.6	20.3	18.2	6%	4.8	12.7	4.6
大有能源	30.93	1.73	2.14	2.30	17.8	14.4	13.5	2%	7.6	10.3	3.0
平均	29.0	1.4	1.7	2.0	22.1	18.0	14.8	14%	4.4	8.3	3.5
一体化公司											
神火股份	14.80	0.69	1.00	1.40	21.5	14.8	10.6	18%	1.2	2.8	5.3
兰花科创	39.17	2.30	2.85	3.69	17.0	13.7	10.6	17%	1.0	12.1	3.2
开滦股份	15.80	0.70	0.76	0.88	22.5	20.9	17.9	11%	2.0	4.9	3.2
煤气化	24.83	0.46	0.46	0.82	54.0	54.1	30.2	55%	1.0	5.8	4.3
平均	23.65	1.04	1.27	1.70	28.7	25.9	13.9	15%	1.4	6.6	3.9
总平均	27.82	1.22	1.56	1.85	22.7	17.8	15.0	14%	4.2	7.3	4.0
中值	25.2	0.9	1.3	1.7	21.7	17.3	15.1	11%	2.0	5.8	3.7

资料来源: 招商整理。

图 6: 煤炭行业历史PEBand

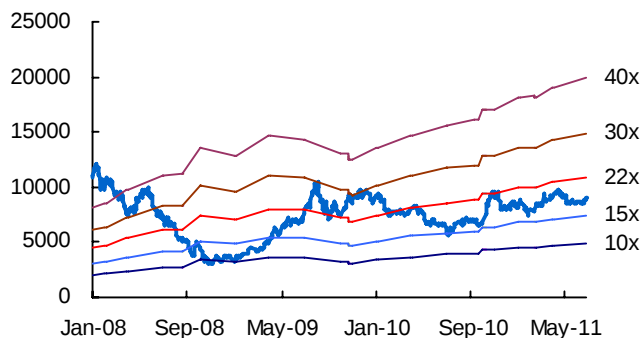
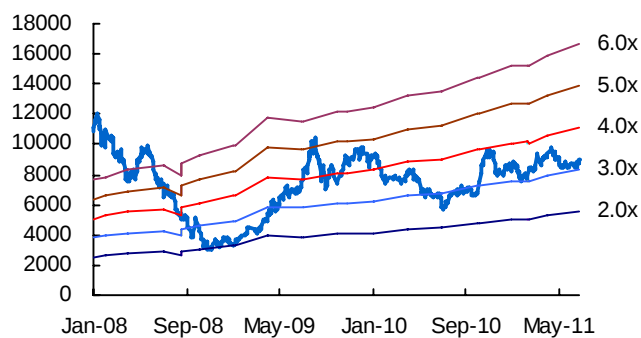


图 7: 煤炭行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯;
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。