

二季度完美收官，三季度再掀波澜

——2011年第三季度煤炭行业策略报告

撰写日期：2011年6月27日 发布日期：2011年6月28日



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点：

●炼焦煤和喷吹煤：政策保驾护航，提升战略高度

由于焦煤的稀缺性引发了过度开采，甚至出现了大肆浪费的情况。针对以上情况，国家能源局就焦煤等稀缺煤种的保护性开发制定相关管理办法，并且将择机出台。

我们认为该方案的推出可谓及时而又有效，通过一系列的具体规则来约束稀缺煤种的开发和利用，将焦煤等稀缺煤种提升至战略高度，能够有效保护稀缺煤炭资源的同时，也指导市场能够适度开发，合理消费，对于焦煤股有长期利好作用，因此给予战略性建仓的评级。

炼焦煤行业评级：强烈推荐 喷吹煤行业评级：推荐

●动力煤：电荒阴霾逐步散去，上涨动能始显不足

一季度末，我国部分地区开始出现了电煤荒，并且逐步扩散。回顾整个事件，相关部门在其中起到了积极的作用，从最初的对煤企的约谈限价开始，随后放开部分城市的电价，紧接着下调煤炭增值税以及要求产煤大省取缔煤炭出省限制等一系列措施，全方位，多角度的对煤电之间的关系进行协调和梳理，电煤荒的局面已经有所改善。

我们认为从目前来看，电荒阴霾已经逐步散去，重点电厂煤炭库存与可用天数都有所回升，三季度动力煤价格进一步上涨的动能有所不足，预计三季度动力煤价格将维持平稳。

动力煤行业评级：推荐

●无烟煤：下游依然低迷，仅剩季节性支撑

煤炭资源整合导致新增产能有限、受季节性影响市场需求波动较大，无烟煤将会呈现出阶段性相对偏紧的局面，因此在很大程度上无烟煤价格的上涨空间受制于其下游行业的冷暖。

目前国内甲醇行业产能已经严重过剩，进口甲醇利用低价优势强势冲击国内市场，甲醇行业总体处于比较低迷状态。

随着夏季用肥期的临近，将刺激化肥价格的上涨；国际油价高位运行也会刺激市场对煤化工产品的需求。综合来看，无烟煤价格受季节性影响较大，尽管下游仍处低迷，但价格仍受季节性因素支撑。

无烟煤行业评级：推荐

●焦炭：进退两难，两头受压

资源供给的紧缺将进一步推升焦煤的价格，加大了焦炭企业的经营成本；下游行业仍处于复苏阶段，钢铁企业对焦炭的采购价格敏感度极高，两点合力，抑制了焦炭价格上升的空间。我们预计今年三季度焦炭价格仍将会小幅下跌，但下跌空间不大，给予行业中性评级。

焦炭行业评级：中性

投资策略：

- 1) 绝对估值与相对估值双降
- 2) 二季度看电煤，三季度看焦煤

超配炼焦煤，标配喷吹煤、无烟煤和动力煤，低配焦炭股

行业评级

强于大市（维持）

2010 行业市盈率（预测值）：

18.18

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.71	-1.73	32.36
相对表现 (%)	2.37	-0.46	24.04

资料来源:wind, 爱建证券研发总部

重点公司盈利预测及投资评级

证券简称	EPS			评级
	2010	2011E	2012E	
冀中能源	2.07	1.3	1.55	强烈推荐
盘江股份	1.22	1.6	2	强烈推荐
兖州煤业	1.83	2	2.1	强烈推荐
昊华能源	1.92	2.8	3.2	推荐
开滦股份	0.7	0.86	0.93	推荐
恒源煤电	2.17	2.58	2.9	推荐
潞安环能	2.99	3.06	3.7	推荐

资料来源: wind, 爱建证券研发总部

汪思伟 执业证书编号: S0820510120002

电话 021-3222 9888*3506

邮箱 wangsiwei@ajzq.com

请务必阅读正文之后的重要声明

目录

一、行业现状	4
1. 鼓进限出，突显国内煤炭资源紧张	4
2. 多国“弃核”，重塑传统能源主导地位	4
3. 中日印成为国际煤价的风向标	5
二、子行业分析与评级	6
1. 炼焦煤和喷吹煤：政策保驾护航，提升战略高度	6
1) 上游炼焦煤	6
(1) 外强内弱，国内外焦煤价格走势分化	6
(2) 焦煤保护性开采政策推出，提升至国家战略高度	7
2) 上游喷吹煤	8
3) 中游焦炭	9
4) 下游钢铁	11
2. 动力煤：电荒阴霾逐步散去，上涨动能始显不足	12
1) 上游动力煤	12
2) 下游火电厂	13
3. 无烟煤：下游依然低迷，仅剩季节性支撑	14
1) 上游无烟煤	14
2) 下游工业领域	15
3) 下游农业领域	16
三、影响煤价的潜在政策和事件	17
1. 资源税改革势在必行	17
2. 产能释放不足为惧，运力释放不可小视	18
四、投资策略	22
1. 绝对估值与相对估值双降	22
2. 二季度看电煤，三季度看焦煤	22
五、重点公司盈利预测及评级	23
1. 冀中能源：“资产注入”+“内生增长”+“价格弹性”	23
2. 盘江股份：区域龙头，五年规划确保高速增长	23
3. 兖州煤业：“四地上市”+“现货销售”+“产能扩张”	24
五、风险提示	25

表格

表1: 焦炭期货结算价格·····	4
表2: 重点公司煤炭资源税按价征收影响分析·····	17
表3: 我国煤炭调配区域规划·····	18
表4: 2013-2015年新建成铁路·····	21
表5: 重点公司评级表·····	25

图表

图1: 中国从澳大利亚煤炭进口数量·····	4	图2: 各种能源消费占比·····	5
图3: 中印煤炭消费量和消费增长率·····	5	图4: 澳大利亚焦煤到港库提价·····	6
图5: 国内焦煤价格·····	6	图6: 各地区焦精煤价格出厂价·····	7
图7: 各地区肥精煤价格出厂价·····	7	图8: 山西喷吹煤价格出厂价·····	8
图9: 钢厂喷吹煤采购价格·····	8	图10: 焦炭出口价格和数量·····	9
图11: 各地区二级冶金焦价格·····	10	图12: 国内钢材价格指数·····	11
图13: 钢材库存·····	11	图14: 钢材进出口·····	12
图15: 国际钢铁价格指数·····	12	图16: 国际动力煤价格·····	12
图17: 国内动力煤出厂价·····	12	图18: 重点电厂煤炭库存·····	13
图19: 重点电厂煤炭库存可用天数·····	13	图20: 国际原油价·····	14
图21: 无烟煤价格指数·····	13	图22: 山西无烟煤出厂价·····	14
图23: 甲醇出厂价·····	15	图24: 二甲醚出厂价·····	15
图25: 尿素平均价格·····	16	图26: 尿素产量和出口量·····	16
图27: 氮肥产量·····	16	图28: 我国煤炭跨省份流通图·····	19
图29: 煤炭铁路运输布局现状·····	20	图30: PE估值区间图·····	22

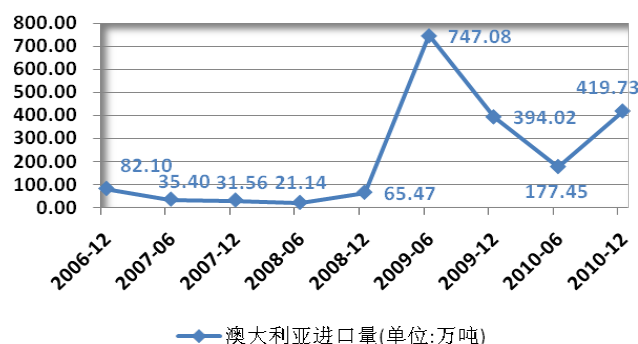
一、行业现状

1. 鼓进限出，突显国内煤炭资源紧张

我国是世界第一大煤炭生产、消费国，每年煤炭消费量是全球煤炭贸易量的 3.8 倍左右；我国煤炭的进出口量占全球贸易量的 17%，巨大的能源储量是其他国家无法企及的。由于前几年对于煤炭资源过度开采，造成部分优质煤炭资源大量流失，为了及时扭转局面，2008 年开始国家以山西为试点，进行煤炭资源整合，陆续出台了一系列鼓励煤炭进口，限制出口的政策，用于保护国内日益紧张的煤炭资源，取得了一定的成效，随着河南，陕西，内蒙等煤炭重点省份的陆续跟进，煤炭资源整合已经在全国范围内扩展。

从 2009 年 6 月开始，我国开始大量进口煤炭，由于澳大利亚煤炭品质较好，已经逐步成为我国的主要进口国。由于目前国内 GDP 增长还是主要依靠固定资产投资，因此庞大的基数以及 GDP 高速增长的惯性作用，近两年煤炭需求量仍将维持比较高的水平，又因为政策上鼓励进口，限制出口，中国从澳大利亚煤炭进口数量仍为维持高增长，我们预计 2011-2013 年全国煤炭需求量分别为 34 亿吨、36 亿吨和 37 亿吨。

图 1：中国从澳大利亚煤炭进口数量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

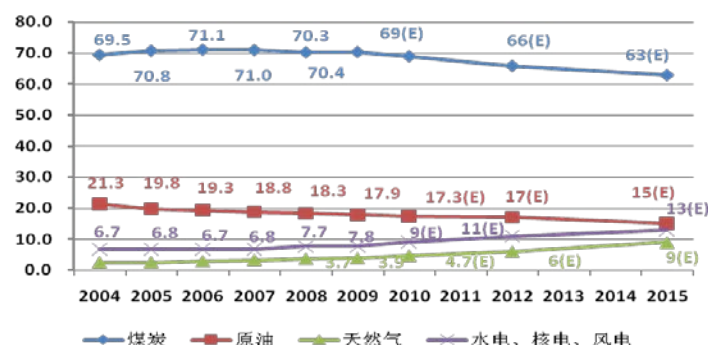
2. 多国“弃核”，重塑传统能源主导地位

“十二五”期间能源规划方案中，鼓励大力推进清洁能源的建设和使用，将消费比重由目前的 4.7% 上升至 2015 年的 9%，与此同时，减少煤炭、原油等传统能源的消费占比，将消费比重由目前的 87% 下降至 2015 年的 78%。新能源消费占比的大幅提高符合国家产业政策和相关的环保政策，有利于宏观经济可持续发展。

然而新能源的发展并不是一帆风顺的，一方面由于新能源无论在技术上还是适用条件上都比传统能源更为苛刻，因此目前仍无法形成全面规模化和产业化；另一方面，日本地震的核影响使得很多国

家暂时性或永久性“弃核”，我国在建核项目不受其影响，对于待批核建项目会有一些影响，这种影响主要集中在开建时间上，因此我们认为受此影响，国内的核电建设进展将会有所推后，因此在“十二五”期间，传统能源仍处主导地位。

图2：各种能源消费占比（单位：%）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

3. 中日印成为国际煤价的风向标

从2008年以来，国际焦煤价格大幅上升，中国和印度在其中扮演了重要角色。

能源消费结构中，中印两国对于煤炭消费的比重比较高，分别为69%和58%左右。中印两国的焦煤交易量占全球总交易量的58%，因此中印两国对焦煤的需求程度直接影响了焦煤价格的走势。我们预计在2011年年底，中国煤炭消费量将达到34亿吨。

日本地震后的重建工作将在第三季度开始展开，基础设施的大量投入将会大幅拉动对焦煤的需求，从而推升国际焦煤价格；而“弃核”所引发的电力缺口，也将由火电来填补，从而增加日本对动力煤的需求，我们预计日本新增动力煤进口量约为1亿吨左右，这部分增量已经部分体现在第二季度，因此我们认为第三季度国际动力煤上涨动能不及炼焦煤。

图3：中印煤炭消费量和消费增长率



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

二、子行业分析与评级

1. 炼焦煤和喷吹煤：政策保驾护航，提升战略高度



1) 上游炼焦煤

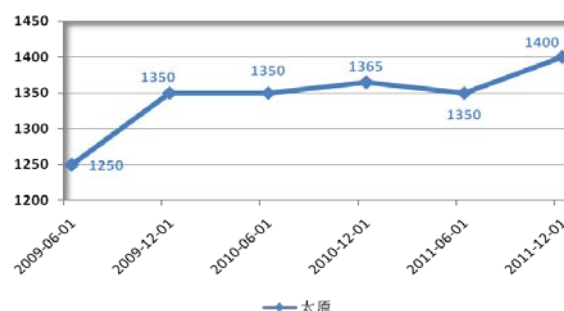
(1) 外强内弱，国内外焦煤价格走势分化

去年年底以来，国际焦煤价格出现稳步上涨，而国内焦煤价格却出现高位震荡，三季度随着焦煤下游钢铁等行业旺季的逐步到来，焦煤价格仍然有进一步上攻的动能，我们预计2011年年底澳大利亚焦煤到港库提价为1770元/吨，山西国内焦煤价格为1400元/吨。

图4：澳大利亚焦煤到港库提价（单位：元/吨） 图5：国内焦煤价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

我们认为造成外强内弱的原因有以下二方面：

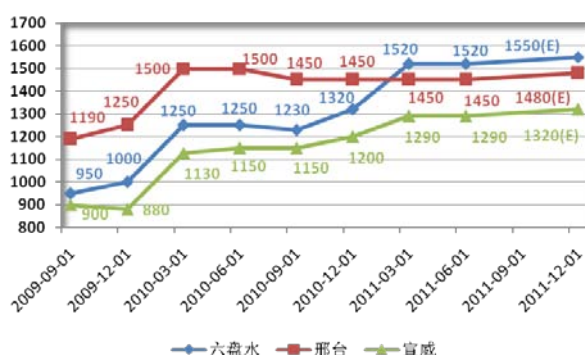
一方面是今年年初的澳大利亚水灾使得当地的煤炭开采、运输在二季度中期前基本处于停滞状态，由于澳大利亚焦煤占国际煤炭贸易量很大的比重，水灾对焦煤供给产生巨大的影响，国际煤价应声而起；随后3月份的日本强震，对日本东北部的钢铁行业产生重大负面影响，短期内对焦煤的需求大幅减少，因此今年上半年国际煤价遭受澳洲水灾利好和日本地震利空的双重影响。由于地理位置的原因，日本对中国煤炭进口的依赖程度略高于对澳洲的依赖，因此相比澳大利亚，我国焦煤价格受日本地震的负面影响程度要略高于澳大利亚，因此国内外焦煤价格走势出现明显分化。

另一方面，山西煤炭资源的整合目前到了收官阶段，很多技改矿的改建都进入了尾声，由于目前煤炭价格处于高位，刺激很多技改矿边技改，边生产，部分技改矿的产能都达到了60%，短期冲击市

场的供需关系，造成了焦煤价格的下跌。但是我们认为原先将在2012年集中释放的新增产能已经逐步提前释放，因此后期焦煤价格仍然比较乐观。

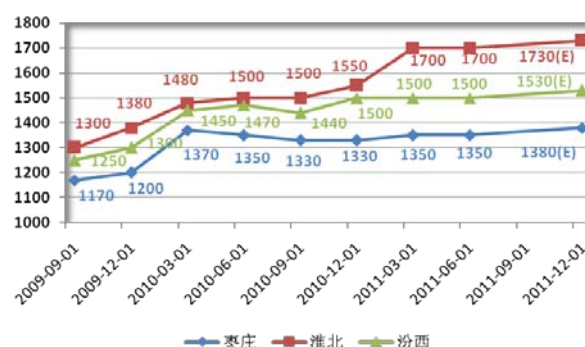
二季度，国内焦精煤、肥精煤价格基本维持平稳，并没有出现一季度大面积提高焦煤出厂价的情况；三季度，尽管近期的电荒将导致部分钢铁企业在夏季用电高峰时拉闸限电，对焦煤的需求量产生一定的负面影响，但是钢铁企业的停产将会在短期内导致钢材价格的上升，从而刺激钢铁企业在用电高峰后实行回补性生产，因此我们预计三季度焦精煤和肥精煤的价格仍有小幅上涨的可能。

图6：各地区焦精煤价格出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图7：各地区肥精煤价格出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

（2）焦煤保护性开采政策推出，提升至国家战略高度

从总的煤炭资源储量来看，目前我国是“富煤缺油少气”，但单从优质炼焦煤储量来看，其实并不乐观。国内煤炭储量的 1/3 为炼焦煤，而在炼焦煤中，焦精煤和肥焦煤又是少之又少，分别占炼焦煤中的 20%和 15%左右。焦煤的稀缺性引发了各方的过度开采，甚至出现了大肆浪费的情况。

针对以上情况，自对稀土行业实行更严格保护性开采政策之后，近期国家能源局就焦煤等稀缺煤种的保护性开发制定相关管理办法，并且将择机出台。我们之前在二季度的策略报告中就已经明确提到，尽管目前我国是富煤缺油少气的国家，但部分焦煤和高品质无烟煤的储量并不富裕，尤其过去我们对煤炭开采大都是沿用粗放的开采方式，导致在整个煤炭开采过程中采富弃贫，采主弃副，采高弃低的现象普遍存在，从而对那些稀缺煤种资源造成了巨大的浪费。假设在矿井条件相当的情况下，开采炼焦煤的利润率要明显要高于开采动力煤，因此在缺少动力煤的情况下，极有可能把低品质的炼焦煤充当动力煤来使用，由于这两者在使用方面具有不可逆性，因此造成了极大的资源浪费和过度消费，同时又因炼焦煤价格要普遍高于动力煤，也加剧了电厂的经营压力，从而进一步引发电荒。

我们认为针对目前煤炭消费以及开采过程中出现的一些问题，相关部门推出的方案可谓及时而又有效，出台一系列的具体规则来约束稀缺煤种的开发和利用，将焦煤等稀缺煤种提升至战略高度，能够有效的保护珍贵煤炭资源的同时，也指导市场能够适度开发，合理消费，对于焦煤股有长期利好作

用，虽然其珍稀程度不及稀土，但是随着钢铁行业竞争的愈发激烈，今后钢铁市场争夺的重点将由价格转为品质，“好煤炼好炭，好炭铸好钢”，高品质的炼焦煤将是今后各大钢企纷纷争夺的焦点，因此我们认为从中长期来看，炼焦煤价格将会稳步上扬，给予战略性建仓的评级。

炼焦煤行业评级：★★★★★

重点关注：冀中能源、盘江股份

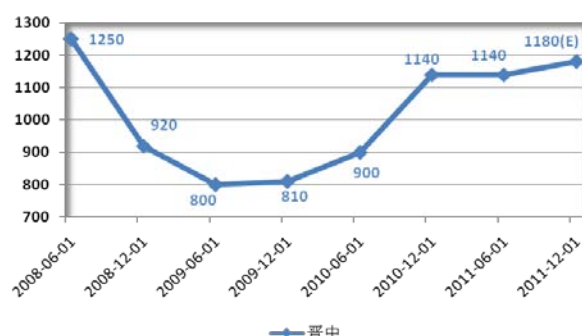
2) 上游喷吹煤

在冶炼过程中，喷吹煤在提供热量和还原剂的环节上可以部分替代焦炭，和焦炭进行一定程度的配比，可以有效降低冶炼成本，提高产品品质，减少焦化工业所带来的环境污染，有着显著的经济和环境效益，是受国家相关政策所鼓励的。

由于喷吹煤对焦炭有部分替代效应，因此喷吹煤的价格在很大程度上都受制于焦炭价格的变化，随着国家节能减排政策的逐步落实，淘汰落后产能措施的进一步加强，将会提高喷吹煤的整体需求，此外高品质炼焦煤的进一步紧缺，将推动喷吹煤需求处于长期上升趋势；因此焦炭价格对其制约作用在逐步减弱，我们预计下半年喷吹煤价格仍将保持上涨态势。

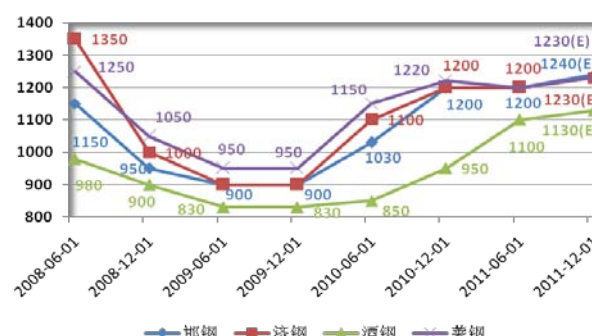
三季度钢铁行业进入传统销售旺季，由二季度的“去库存”阶段转为三季度“补库存”阶段，下游需求逐步回暖。在产能释放平稳，需求不断上升的前提下，我们预计喷吹煤在三季度仍然能够保持高位运行，山西喷吹煤价格在年底有望上升至1180元/吨，钢厂采购价格也相应上升30元/吨。

图8：山西喷吹煤价格出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图9：钢厂喷吹煤采购价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

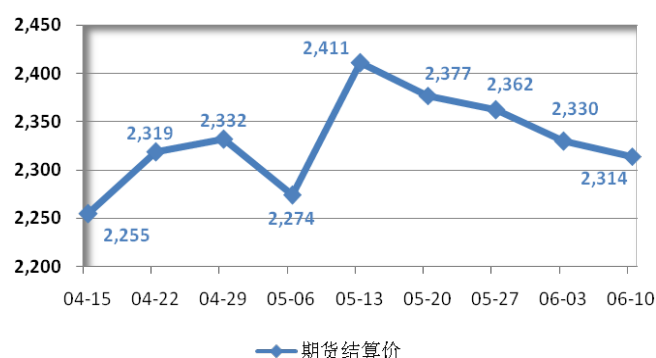
喷吹煤行业评级：★★★★★

重点关注：潞安环能

3) 中游焦炭

4月15日，全球首个焦炭期货合约在大连商品交易所上市，焦炭期货的上市以及焦炭行业将面临大规模的资产整合和兼并重组。我们认为焦炭期货上市对目前处于低谷的焦炭行业和钢铁行业具有长期利好作用，一方面，焦炭企业可以通过套期保值方式来规避焦炭价格下跌所带来的经营风险；另一方面，钢铁企业也可以通过焦炭期货锁定其采购成本。由于焦炭行业整合目前仅仅处于开始阶段，我们预计下半年焦炭期货价格将在2150——2450之间波动。

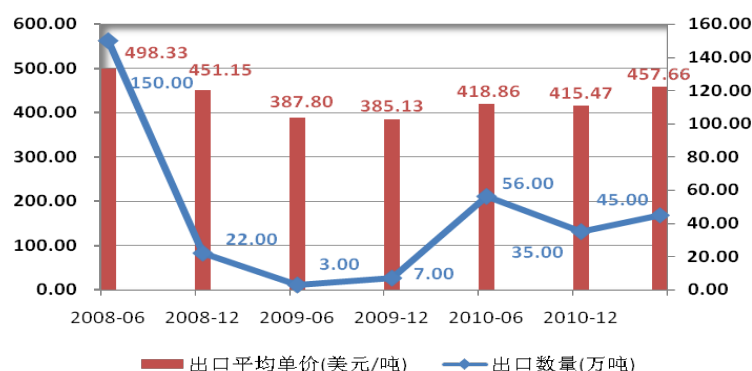
表1：焦炭期货结算价格（单位：元）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2010年12月，我国焦炭及半焦炭出口量为35万吨，全年累计出口量为335万吨，虽然同期上涨了近5倍，但只及2008年出口量的1/4，尽管焦炭出口形势有所回暖，但已经很难再回到金融危机前的水平。目前全球金融形势仍旧不乐观，国内焦炭市场面临产能过剩，全球需求量也远不及从前，出口减少将会加剧内销的压力。

图10：焦炭出口价格和数量



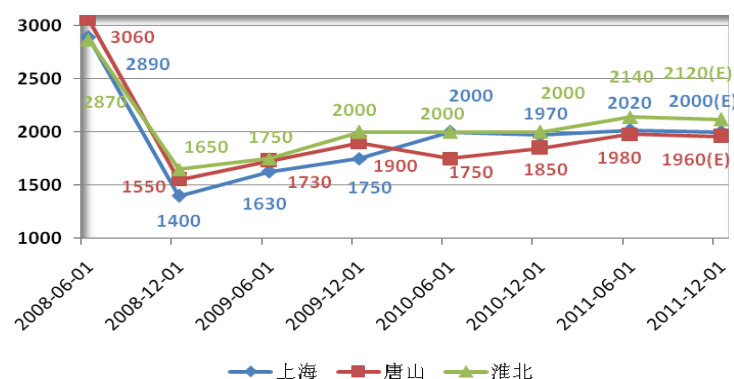
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

尽管焦炭整合已经摆上日程，对焦炭行业产生积极影响，但这种影响是相对于中长期而言，短期焦炭价格仍处弱势，原因如下：

- 1) 日本地震严重破坏了当地的钢铁行业，对焦煤需求产生重大影响，这种负面影响也会传导至整个焦炭行业。
- 2) 电荒的进一步蔓延，7月~9月宝钢等一些大型钢企也被迫拉闸限电，从而影响市场对焦炭需求。
- 3) 近期一些主流钢厂纷纷下调了钢材的出厂价格，显示出钢铁行业整体仍处于复苏阶段，盈利能力仍处于较低水平，因此对焦炭的采购价格敏感度极高。
- 4) 焦炭行业准入门槛较低，产品大量趋同，出现产能过剩的局面，受到上游煤炭价格不断上升以及下游钢铁企业为了节约成本而不断打压焦炭成品价格的影响，焦炭行业的利润空间不断缩小，行业整体处于进退两难的境地，两头受压的状态短期内仍难以改变。
- 5) 焦炭不及焦煤，本身不具有稀缺性，因此风险转移能力远逊于焦煤。

我们认为资源供给的紧缺将进一步推升焦煤的价格，加大了焦炭企业的经营成本；下游行业仍处于复苏阶段，钢铁企业对焦炭的采购价格敏感度极高，两点合力，抑制了焦炭价格上升的空间。我们预计今年三季度焦炭价格将会小幅下跌，但下跌空间不大。

图11：各地区二级冶金焦价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

近几年由于焦炭行业准入门槛比较低，一些低端产品重复建设情况比较严重，从而造成了目前国内焦炭产能相对过剩，焦炭企业长期受到上下游两头挤压，盈利空间已经微乎其微。为了帮助焦炭行业走出困境，一方面，发改委已经开始停止批准部分焦炭项目，旨在控制焦炭产能的无序扩张，另一方面，及时推出焦炭期货，重新获得定价权。由此可以看出，本次对焦炭行业的整合是全方位、多角度的，在此过程中将会借鉴先前煤炭行业整合的成功经验，有序的推进一些兼并重组，尽管行业最困难时期即将过去，但是由于整合需要时间，短期内对公司的影响较小，我们仍然给予三季度行业

中性的评级。

焦炭行业评级：★★★★

重点关注：开滦股份

4) 下游钢铁

（一）国内钢铁：保障房开工拉动国内需求

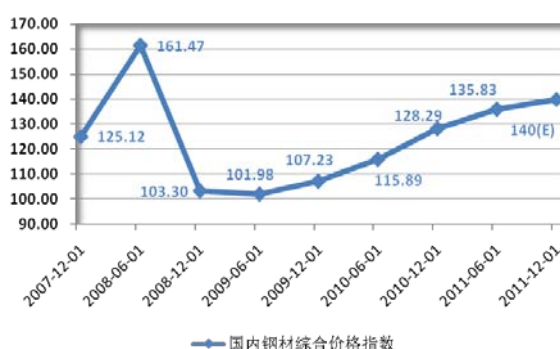
目前中国是全球最大的钢铁生产国，2010年生产粗钢达到6.3亿吨，消费量为5.96亿吨。在“十二五”规划中，钢铁计划产量为9亿3千万吨，焦煤缺口将达1亿八千万吨。

由于炼一吨铁，需要1.4吨左右的焦炭，而一吨焦炭需要1.4—1.6吨的焦煤，这也意味着去年中国消耗的焦煤量超过10亿吨。我们预计今年钢铁产量为6.6亿吨左右，同期增长4.8%左右，国内粗钢消费量6.32亿吨左右，同期增长3600万吨左右。

尽管部分钢铁企业下调7月份出厂价，但由于电荒，钢铁企业将在夏季用电高峰时拉闸限电，供求格局的变化将会直接影响价格走势，虽然我们认为下半年钢铁价格趋势性上涨的可能性不大，但随着保障房的逐步开工，将会对目前的钢铁价格运产生的影响。

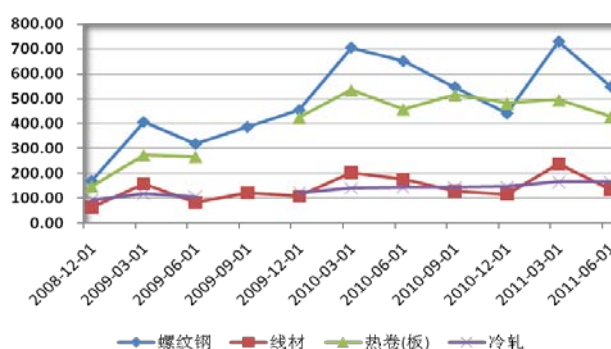
从传统意义上来讲，钢铁行业的需求旺季在第三季度，从二季度开始，钢铁行业就普遍进入去库存阶段；而从5、6月份开始，行业进入去库存到补库存阶段的过渡阶段，铁矿石价格的预期下降将会缓解钢铁企业的经营压力，保障房的开建又确保了部分钢材的需求，我们预计2011年年底，国内钢铁价格指数将会小幅上涨。

图12：国内钢材价格指数



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图13：钢材库存（单位：万吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

（二）国际钢铁：日本地震重建拉动国际需求

日本钢铁企业主要集中在中部关东地区及南部地区，受日本地震影响，很多主流钢铁厂都已经停止生产，这对整个日本钢铁业造成重大冲击。在第二季度，日本已经草拟了重建计划，该计划将在今年的第三季度开始逐步实施，钢材需求量将会大幅上升，由此将推高国际钢材价格。中日钢铁贸易十分频繁，部分钢材需求将会流入国内市场，利好国内钢铁市场，因此从三季度开始，日本地震对国际和国内钢材市场的影响将逐步显现，我们预计三季度国际钢铁价格指数将会小幅上涨。

图14：钢材进出口（单位：万吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图15：国际钢铁价格指数



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

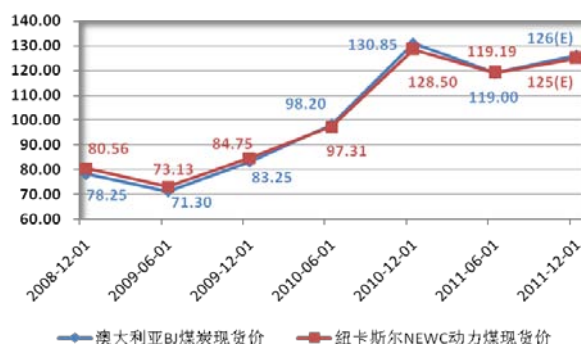
2.动力煤：电荒阴霾逐步散去，上涨动能始显不足

投资主线：动力煤 ➡ 火电厂

1) 上游动力煤

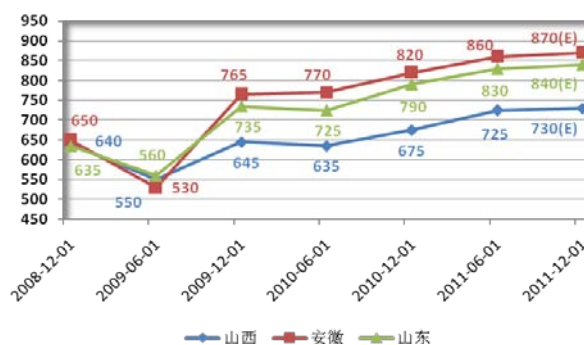
由于电荒等因素的影响，二季度国内动力煤价格涨幅远远高于国际动力煤价格，一度出现连涨13周的局面。

图16：国际动力煤价格（单位：美元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图17：国内动力煤出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

二季度签订部分国家之间的煤炭长期协议合同，日澳动力煤和中日动力煤长协价格分别为129.85美元/吨和145.75/吨美元，同比大幅增长，可以反映出市场对未来动力煤价格仍持有乐观态度。

2) 下游火电厂

2011年是“十二五”的开局之年，去年的节能减排因素基本消除，预计全社会用电量将会继续保持较高增长速度。我们预计2011年国内GDP在8.5%左右，按照电力弹性系数1~1.1计算，预测2011年全社会用电量增速将在8.5%~9.3%之间，仍然维持较高水平。

日本地震导致的核泄漏将促使日本对核电进行全面停产、检修，由于核辐射影响远比地震本身要严重的多，部分欧洲国家已经逐步暂停或停止核电的建设，这期间造成的电力空缺无疑要通过传统方式“煤电”来填补，“十二五”期间煤电的主导地位难以替代。

今年年初以来，电荒提前来袭，动力煤价格不断上涨，重点电厂煤炭库存与可用天数一路走低。

图18：重点电厂煤炭库存（单位：万吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图19：重点电厂煤炭库存可用天数



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

回顾整个事件，相关部门在其中起到了积极的作用，从最初的对煤企的约谈限价开始，随后放开部分城市的电价，紧接着下调煤炭增值税以及要求产煤大省取缔煤炭出省限制等一系列措施，全方位、多角度的对煤电之间的关系进行协调和梳理，电煤荒的局面已经有所改善。

我们认为从目前来看，电荒阴霾已经逐步散去，重点电厂煤炭库存与可用天数都有所回升，三季度动力煤价格进一步上涨的动能有所不足，预计三季度动力煤价格将维持平稳。

动力煤行业评级：★★★★

重点关注：兖州煤业

3.无烟煤：下游依然低迷，仅剩季节性支撑

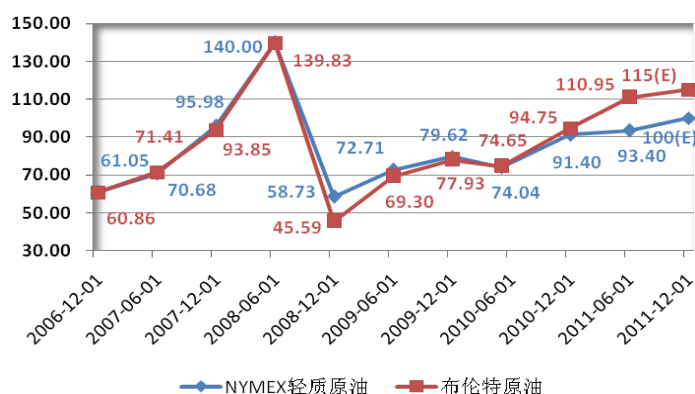
投资主线：无烟煤 → 煤化工

- 工业领域
- 农业领域

1) 上游无烟煤

今年以来国际原油价格大幅波动，中东局势的动荡一度将NYMEX原油价格推升至100美元以上，随后在拉登被击毙消息的刺激下，国际原油价格出现断崖式下跌，经过2个月的调整，目前仍处于平台整理区间。由于无烟煤可以通过煤化工项目转化成一些化工产品，这些产品拥有石油的部分替代功能，因此，在所有煤种中，无烟煤价格与原油价格之间的关联性最强。我们认为中东局势的仍然变幻莫测，二季度原油价格在经历大幅波动后将进行箱体运行。

图 20：国际原油价格（单位：美元/桶）

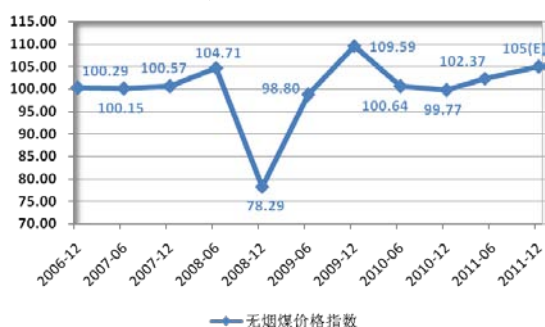


资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

近年来，我国无烟煤的生产总量呈现逐年增加的态势，近七、八年增长的幅度基本稳定在8%左右，略低于煤炭产量的整体增幅，年新增产量为2000万吨左右。从新增产能来看，近两年无烟煤新增矿井不多，资源整合对无烟煤产量影响不大，因此无烟煤供给增速趋于稳定。

一方面由于煤炭资源整合导致新增产能有限、受季节性影响波动较大，在需求旺季时，无烟煤将呈现出阶段性相对偏紧的局面，另一方面煤化工行业目前面临重新洗牌，淘汰落后产能，提高准入门槛，对无烟煤的需求都产生重大影响，我们认为，受季节性因素影响，下半年无烟煤价格会小幅上涨。

图21：无烟煤价格指数



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图22：山西无烟煤出厂价（单位：元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

2) 下游工业领域

2010 年我国甲醇行业总产能在 3500 万吨左右，产量大致在 1500 万吨，产能已经严重过剩。去年原计划投产的甲醇在建项目共有 25 个，新增年产能合计 861 万吨，我们预计今年国内甲醇产能将超过 4000 万吨，产能的增加量已远远大于消费需求的增加量了，此外我国还有 25 个拟建或处于规划阶段的甲醇项目，年产能合计 2440 万吨，新建、在建装置的不断投产，将进一步加剧国内甲醇产能过剩的局面。

进口甲醇利用低价优势强势冲击国内市场。由于中东（尤其是沙特）地区的甲醇产品是以天然气或油田伴生气为原料生产的，因此成本比较低廉，而国内将近 80% 的甲醇生产企业是通过煤制甲醇，在目前焦煤价格高企的情况下，生产成本相对较高。

甲醇下游需求仍然低迷，我们预计甲醇行业在今年依然不会有太大的起色。作为甲醇行业重要下游二甲醚行业，《城镇燃气二甲醚国家标准》将于 2011 年 7 月 1 日正式实施，这一标准实施后二甲醚作为城镇燃气只能纯烧，而且要求专瓶专用，这就预示着二甲醚混掺液化气之路将被彻底封死，产能过剩将进一步加剧。此外，甲醇下游产品中，甲醛、醋酸、DMF、草甘膦等多个品种产能严重过剩，其中甲醛产能过剩达 30%，醋酸过剩达 48%，DMF 过剩达 50%，从而波及整个甲醇行业。我们预计今年甲醇和二甲醚价格将会略微下降。

图 23：甲醇出厂价（元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图 24：二甲醚出厂价（元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

3) 下游农业领域

尿素和农业密切相关，具有强季节性特点。去年第四季度以来尿素价格延续高位运行，价格维持在 1900 元左右，年初以来尿素价格一直处于高位震荡，但这只是短暂性和季节性因素造成的，例如冬季天然气供应不足、电力紧张，低库存等因素，因此不具备持续性。根据季节性特点，6 月份开始进入新的用肥期，尿素价格有望再度上行，尿素适量出口将减缓了国内尿素供大于求的压力，价格会略微上扬。我们预计下半年，尿素价格继续高位震荡，但总体价格水平仍将略低于 2010 年同期。

近几年产能过剩成为氮肥行业的主基调，行业集中度不高、良莠不齐的格局较为严重，8 万吨/年以下合成氨装置约占总数量的 40%、占总产能的 16%左右。产品同质化是导致氮肥价格起伏、利润空间不断摊薄的根由之一。市场低迷、需求不振、价格难提，使得氮肥企业在成本线附近挣扎。

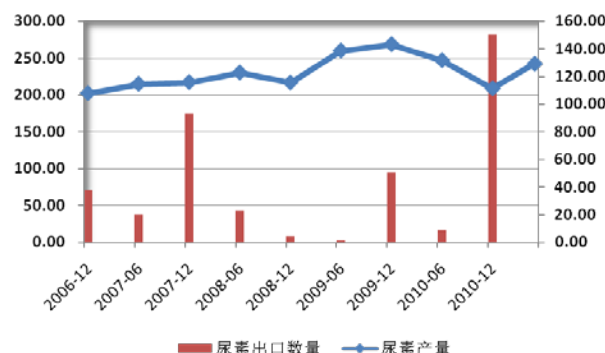
随着夏季用肥期的临近，将会再次刺激化肥价格的上涨。此外，国际油价高位运行也会刺激市场对煤化工产品的需求。综合来看，尽管下游仍处低迷，但价格仍受季节性因素支撑。

图 25：尿素平均价格（元/吨）



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图 26：尿素产量和出口量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图 27：氮肥产量



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

无烟煤行业评级：★★★★★

重点关注：昊华能源

三、影响煤价的潜在政策和事件

1. 资源税改革势在必行

2010 年年底公布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中提出，将继续推进费改税，全面改革资源税，这使得煤炭资源税推出进程再次成为全行业的焦点。

目前我国对于原油、天然气、煤炭、有色金属等能源采取从量征收，焦煤为 8 元/吨，其它煤种为 0.3~5 元/吨。市场预计资源税将在今后择机全面推行，由从量计征改为从价计征，税率可能将达到 3%到 5%。

以盘江股份为例，焦煤按 5%的税率计算，从价计征后的税负可能是原来从量计征税负的 4~6 倍。煤炭资源税改革实施，必将大大增加煤炭的成本。但是我们认为，首先煤炭作为产业链的上游，又是不可再生资源，相对比较强势，使得煤炭企业具有很强的议价和定价能力；其次，从经济学理论来看，煤炭作为不可再生资源，其供给-价格弹性接近于完全有弹性，当税率提高时，供需双方承担的新增税负是由其价格需求弹性和价格供给弹性所决定的，价格弹性越低的，承担的税负就越多。在下游需求尚可的情况下，煤炭企业能将部分成本转移给下游，出于谨慎性原则，我们假设转嫁率为 50%。

表 2：重点公司煤炭资源税按价征收影响分析

股票名称	销量 (万吨)	价格 (元)	从量计 征税收 (注*)	从价计 征税收 (5%)	总股本 (亿股)	EPS 减少 (无转嫁) (单位:元)	EPS 减少 (转嫁 50%) (单位:元)	利润变化率 (2010 年业 绩为基数)
盘江股份	750	700	6000	26250	11.03	0.18	0.09	-7.38%
西山煤电	2100	700	16800	73500	31.51	0.18	0.09	-10.71%
兖州煤业	4900	650	14700	159250	49.18	0.29	0.145	-7.9%
昊华能源	700	550	2100	19250	4.54	0.38	0.19	-9.9%
潞安环能	2800	650	8400	91000	11.51	0.72	0.36	-12.04%
大同煤业	2200	450	6600	49500	16.74	0.26	0.13	-16.88%
国阳新能	4500	490	13500	110250	24.05	0.4	0.2	-20%
中国神华	29000	410	87000	594500	198.9	0.26	0.13	-6.95%

注*：在从量征中，假设对焦煤征税：8 元/吨，其他的煤种按 3 元/吨征收。资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

在国家推进经济转型和资源保护的背景之下，通过资源税改革的方式提升资源税征收额一方面可以促进煤炭资源的合理开采，适度使用，并且抑制过度消费，符合国家产业政策；另一方面也可以增加中央和地方的财政收入。由于目前通胀压力仍未缓解，全面推行资源税改革有可能进一步推高煤价，显得有些不合时宜。一旦未来通胀压力有所缓解，我们认为资源税改革势在必行。

2. 产能释放不足为惧，运力释放不可小视

(1) 新增产能释放不足为惧

从 2008 年以来，山西省作为煤炭整合的第一梯队，在资源整合、淘汰落后产能方面，起到了积极的作用，为其他兄弟城市在煤炭整合方面提供了珍贵的经验与教训，起到了标榜作用。目前，河北，陕西，内蒙，河南的煤炭大省正如火如荼的进行资源整合。三年过去了，山西省的煤炭整合已经进入收官阶段，很多技改矿已经逐步通过验收，按目前进度，这些新的产能释放期在 2012 年左右开始集中释放，但是我们认为，产能释放不足为惧，目前很多技改矿已经边技改边生产，拿山西为例，技改后产能比原先提高 47%，达到 68000 万吨，截止 2011 年第一季度末，技改矿井开工比例为 68%左右，也就意味着部分未来产能已经提前释放。因此到了 2012 年，新增产能对市场的冲击没有原先预期的那么大，产能释放不足为惧。

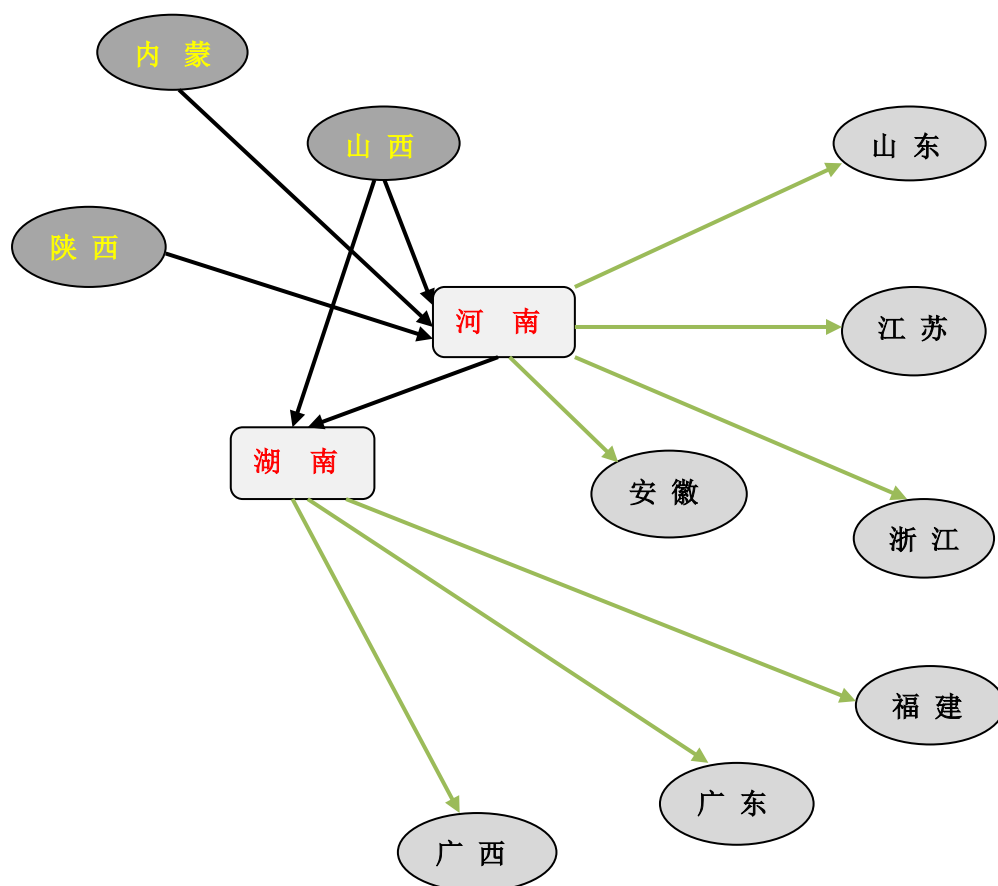
我国目前的煤炭运输 60%以上依靠铁路运输，其次是水路运输，公路运输由于成本等问题仅仅起到辅助作用，由于我国煤炭资源分布的不均衡性造成了“北煤南运”、“西煤东调”的现状，由于海运相对运力充足，因此铁路运力成为煤炭流通领域的重点环节，但是目前我国铁路运力增速远远低于煤炭行业产能的增速，尽管目前煤炭产能增加很多，但是受制于运输瓶颈，还是未能满足日益增长的需求，造成局部地区的煤荒。

表 3：我国煤炭调配区域规划

时间	调入区	调出区	自给区
“十二五”之前	东北、华东、中南、 京津冀	晋、陕、蒙、宁、滇	黔、新疆、青海 西藏、甘肃
“十二五”期间	东北、华东、中南、 京津冀、渝、四川、 青海、西藏	晋、陕、蒙、宁、滇 甘肃、黔、新疆	

资料来源：爱建证券研究发展总部

图 28：我国煤炭跨省份流通图



注：黄色粗体：全国性煤炭输出地区

红色粗体：煤炭中转重要枢纽

黑色粗体：煤炭需求地区

资料来源：爱建证券研究发展总部

（2）铁路运输瓶颈依然存在

我国煤炭资源主要分布在北方，而能源消费主要在南方。由于煤炭产量集中在“三西”地区，“三西”地区煤炭外运成为北煤南运的焦点，“三西”地区外运铁路分为北通道、中通道和南通道三个主要通道。

北通道的外运铁路包括丰沙大线、大秦、朔黄、京原和集通线，以“动力煤”外运为主，主要运输晋北、陕北和神东煤炭生产基地至京津冀、东北、华东地区及秦皇岛、京唐、天津和黄骅等港口的煤炭，是“三西”煤炭外运的主要通路，其中大秦线和朔黄线最主要的运输线路。

中通道外运铁路目前包括石太线、邯长线和太焦线，以“焦煤和无烟煤”外运为主，主要运输西山、阳泉、晋中和吕梁地区的炼焦煤和无烟煤，以及潞安、晋城和阳泉等矿区的煤炭。

南通道的煤炭外运主要经南同蒲线、陇海线和侯月线，此外还通过西康线、襄渝线外运少量的陕西煤，以“焦煤、肥煤和无烟煤”外运为主，主要运输陕北、晋中、神东、黄陇和宁东煤炭生产基地至中南、华东地区以及至日照、连云港的煤炭。

图 29：煤炭铁路运输布局现状



资料来源：煤电信息网，爱建证券研究发展总部

从铁路运输布局上看，尽管大秦线不断扩大运能，但同时牺牲了北通道其余的丰沙大线、京原线的运能，一增一减，增长绝对额其实并不多。而北通道每年都受到动力煤的季节性波动，在夏季和冬季会有很大的波动，因此造成季节性的运力紧张；而中南部瓶颈约束仍然严重。运力规模与市场供给关系变化并不匹配，造成运输能力与实际需求相差甚大。

我国煤炭储量最大的新疆和内蒙古都受到运输限制，未能提供有效的市场供给。铁路运输方面的瓶颈一直是我国煤炭产业发展的瓶颈，运力紧张的局面在今明两年内难以得到根本解决，这使得我国煤炭供需基本格局仍然体现出较为紧张的局面。

（3）运力释放不可小视

近几年随着铁路投资的不断加大，三西地区煤炭输出将大幅提高，届时产能将得以集中释放。目前多条铁路在建，预计总体运输能力将在 2013—2014 年集中释放，铁路运输瓶颈有望得到缓解。

表 4：2013-2015 年新建成铁路

年度	铁路线路	起点	终点	新增运能（万吨）
2013	刑黄线	邢台	黄骅港	20000
	张唐—集张线	张家口	曹妃甸	40000
	哈临线	哈密	临河	10000
2014	中南线	吕梁	日照港	20000
	兰新第二双线	兰州	乌鲁木齐	10000
	柳日线	柳州	日照港	10000
2015	迂曹三线	准格尔	曹妃甸	10000
累计运能				120000

资料来源：爱建证券研究发展总部

我们认为 2013 年之前由资源整合所带来的产能释放不足为惧，一方面由于目前很多技改矿已经边技改边生产，将其产能提前释放，未来压力有所减弱；另一方面，2013 年之前的煤炭运力仍然偏紧，运输瓶颈仍未完全消除。

2013、2014 年之后，随着目前许多在建铁路的逐步竣工，铁路运输瓶颈有望得到根本性解决，“三西”地区煤炭外运将大幅提升，通过铁路连通产煤地合各大煤炭中转地，将会冲击国内煤炭市场，此影响不可小视。

四、投资策略

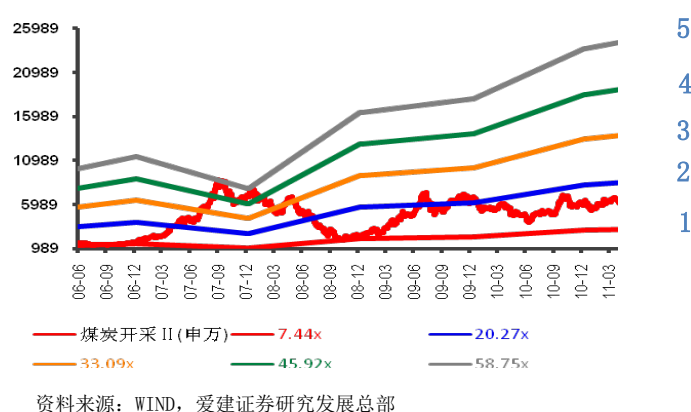
尽管各煤种所在的下游行业冷暖不同，差异较大，我们给予的投资评级也不尽相同，但是从历史数据来看，代表不同煤种的公司股票在二级市场上的走势有较强的趋同性，换言之，相互之间走势存在一定的正相关性，而其波动幅度存在较大差异。

1. 绝对估值与相对估值双降

PE 估值区间图结合市场整体估值水平共划分了 5 个区间，我们认为区间 2 以下是价值相对低估区，区间 2 至区间 4 是合理估值区，而区间 4 以上则是价值相对高估区。

从历史数据来看，2007 年 10 月煤炭板块的整体估值水平触及区间 5（灰线），同时也达到了历史最高绝对值；而在 2008 年 10 月煤炭板块的整体估值水平触及区间 1（红线），达到历史绝对最低值。目前从绝对估值和相对估值来看，都处于历史价值低估区域。我们预计三季度有望挑战（蓝线）区域。

图 30：PE 估值区间图



2. 二季度看电煤，三季度看焦煤

今年上半年，影响煤炭市场的重大事件和政策主要有：

一季度：澳洲水灾，日本地震。

二季度：国内电煤荒，焦煤保护性开采政策出台。

回顾二季度策略报告，我们认为澳洲水灾和日本地震将会短期利好动力煤，利空焦煤；从中长期来看，对动力煤影响不大，但利好焦煤。

展望三季度，我们认为二季度国内电煤荒已经将动力煤价格推升到一定高度，随着国家进一步出台更多的政策来解决电煤顶牛的局面，目前电煤荒局势有所缓解，三季度刺激动力煤价格上升的动能有所不足，但由于季节性的刚性需求，动力煤价格仍将维持高位。

国内焦煤价格在二季度表现稍显沉寂，主要是受到资源整合潜在产能的释放和日本地震对炼钢业的双重打击，而三季度，随着日本重建对焦煤需求的提升以及下游行业旺季的到来，焦煤价格将会稳步上涨。因此，我们认为**二季度看电煤，三季度看焦煤**。

投资建议：

超配炼焦煤，标配喷吹煤、无烟煤和动力煤，低配焦炭股

重点关注：冀中能源、盘江股份、兖州煤业。

四、重点公司盈利预测及评级

1. 冀中能源：“资产注入” + “内生增长” + “价格弹性”

公司是我国重要的焦煤生产基地之一，从南到北赋存着焦煤、肥煤等我国保护性稀缺煤种，由焦煤价格上涨所带来的价格弹性最高。

目前公司规划产能为3000万吨, 内生增长20%，这主要得益于：

- 1) 东庞矿扩建后产量提升200万吨；
- 2) 段王集团整合后产能达到500万吨；
- 3) 张矿宣东二号矿复产，可增加产能150万吨。

年初公司与信达资产管理公司进行股权置换后，集团资产注入预期明显加强，峰峰集团优质资产整体上市将更加顺利，我们预计集团拟注入矿井合计产能 1500 万吨，为现有产量的一半；资产注入后产能可以提升50%，考虑增发摊薄效应，我们预计增厚2011 年业绩30%。

集团目前产量是公司的两倍，增发收购资产后，后续还将通过现金等方式逐步将集团剩余矿井纳入公司，持续的收购将保证公司未来成长性。我们预计公司2011、2012年EPS分别为1.3元、1.55元，给予2012年EPS20倍的动态市盈率，维持**强烈推荐**评级，12个月目标位为：31元。

2. 盘江股份：西南龙头，五年规划确保高速增长

在十二五煤炭工业发展规划中，贵州省着力打造1个5000 万吨的大型煤矿集团。从当前的竞争状况以及未来发展态势来看，公司是当之无愧的唯一首选。目前本部六矿井当前核定产能为1000万吨左右，通过后续2-3 年的改扩建，合计产能可以扩充到1500 万吨左右。公司内生增长迅速，2013年产能有望从1100 万吨增至3000 万吨，公司也不断的通过外延进行扩张，预计到2015年，公司产能有望达到5000 万吨。

公司今年最大的看点有两个：

1) 响水矿的资产注入进展，该矿核定产能为400万吨，由于该矿被现金收购的可能性较大，我们预计会增厚公司2011年EPS的12%；

2) 今年年初，公司上调了2011年各类焦煤品种合同价格，由于目前焦煤价格依然高企，随着下游钢铁行业需求旺季到来，焦煤价格可能再次上调。我们极度看好公司未来的内生成长性，预计公司

2011、2012年EPS分别为1.6元、2元，给予2012年EPS20倍的动态市盈率，维持**强烈推荐**评级，12个月目标位为：40元。

3. 兖州煤业：“四地上市”+“现货销售”+“产能扩张”

公司是我国华东地区最大的煤炭生产企业，是唯一一家境内外三地上市的煤炭公司，目前正积极筹备澳洲上市，最终实现境内外四地上市。公司计划在十二五末，将目前的年产能 5000 万吨提高至 1.5 亿吨，实现翻二番。

公司本部6矿产量维持在3400万吨，产量较为稳定。公司主要以现货煤销售为主，现货煤销售比例占总销量的70%左右，在煤炭价格看涨的背景下，现货销售更能体现市场变化所带来的效益。

外部扩张潜力无限，作为内蒙整合主体，以此为平台继续扩张的潜力很大。目前两地产能规划为3000 万吨。山西能化和菏泽能化将逐步达产，预计2011 年产能可增200多万吨；鄂尔多斯能化规划产能1000 万吨；吴盛公司（51%股权）负责开发石拉乌素煤田，规划产能1000 万吨；两项目有望2013-2014 年投产。

公司收购Felix 时承诺最迟2012 年兖煤澳洲在澳证交所上市，目前公司已经积极推进Felix 澳洲上市，加快了境内外四地上市的步伐，有望通过上市平台融资进一步获取更多海外资源。预计公司2011、2012年EPS分别为2元、2.1元，给予2012年EPS20倍的动态市盈率，维持**强烈推荐**评级，12个月目标位为：42元。

表 5：重点公司评级表

证券代码	证券简称	每股收益（元）			股价（元） 2011-06-24	市盈率			最新评级
		2010	2011E	2012E		2010	2011E	2012E	
000937	冀中能源	2.07	1.3	1.55	25.47	25.26	19.59	16.43	强烈推荐
600395	盘江股份	1.22	1.6	2	33.26	27.26	20.79	16.63	强烈推荐
600188	兖州煤业	1.83	2	2.1	34.17	18.67	17.09	16.27	强烈推荐
601101	昊华能源	1.92	2.8	3.2	59.39	30.93	21.21	18.56	推荐
601699	潞安环能	2.99	3.06	3.7	62.93	21.04	20.56	17	推荐
600997	开滦股份	0.7	0.86	0.93	15.8	22.57	18.37	16.99	推荐
600971	恒源煤电	2.17	2.58	2.9	39.41	18.16	15.28	13.59	推荐

资料来源：爱建证券研究发展总部

五、风险提示

受国家宏观经济调控政策影响，煤炭价格出现大幅下跌，行业基本面出现拐点。

分析师简介：

汪思伟，证券分析师，法国南锡二大欧洲金融工程硕士，法国里昂三大工商管理学士、上海交通大学安泰管理学院金融学学士，4年证券从业经验，历任银河证券营业部分析师，航天证券煤炭能源行业研究员，2010年进入爱建证券担任煤炭能源行业研究员。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。