

煤炭行业

供给和需求增速都有小幅下滑

——10月跟踪报告

2011年10月31日

行业研究/行业月报

看好

维持

相关研究:

成本压力显现, 利润增速平稳——2011年煤炭中报综述 1109

跨越周期, 顺势而为——2011年下半年投资策略 1106

内外环境继续支撑煤炭行业——2011年二季度投资策略 1103

需求向好, 注入题材精彩不断——2011年投资策略 1112

需求预期向好提升估值空间——2010四季度投资策略

经济转型与变革期的煤炭行业——2010年下半年投资策略

政策至需求, 华丽的转身——2010煤炭行业投资策略 091212

分析师

张红兵

执业证书编号: S0760511010023

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孙涛 0351-8686884

suntao@sxzq.com

孟军 010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市海淀区大柳树路富海大厦808

电话: 0351-8686986

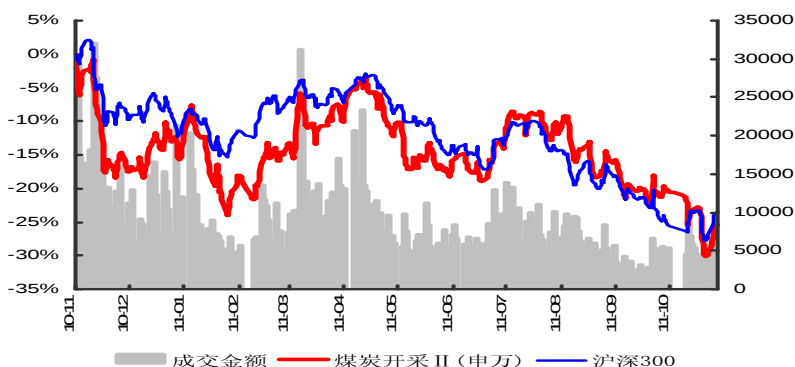
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点:

- **煤炭行业运行较平稳。**受安全因素的影响9月煤炭产量31800万吨, 同比增长10.4%, 增速略有下滑, 环比下降2.2%, 主产省份山西省9月原煤产量7317万吨, 同比增长16.08%, 增速下滑8个百分点, 环比下降3%; 受国际煤价小幅回调, 国内煤价居高不下的影响, 9月煤炭进口1912万吨, 创近年来新高, 同比增长25%, 环比增长15%。
- **下游需求有喜有忧。**忧的是随着需求的放缓, 钢材价格出现回调, 钢材库存连续8个星期小幅回升, 粗钢日均产量也出现下滑, 9月粗钢产量5670万吨, 同比增长16.48%, 环比下降3.5%, 粗钢产量从6月之后逐渐回落; 喜的是受水电发电减少的影响, 9月火电发电量占总发电量比例为81.5%, 且近几个月逐渐提高, 这一比例显著高于往年, 同时进入冬季, 水电发电还将减少, 火力发电占比仍将呈现上升趋势。
- **煤炭价格高位运行。**10月份NEWC index 119.48美元/吨, 比上月下跌3.78美元/吨; 大同优混10月平仓价比9月底上涨20元/吨, 山西优混上涨20元/吨; 环渤海综合平均价853元/吨, 比9月底上涨21元/吨; 进入冬季用煤高峰, 我们预计动力煤价格仍有小幅上涨, 但幅度有限; 无烟煤及炼焦煤价格则会相对比较平稳。
- **投资策略:**经过10月份的回调, 煤炭行业的风险得到一定程度的释放, 目前估值在16倍左右, 整个板块估值已经处于历史上的较低位, 整个板块安全边际较高, 密切关注宏观政策变化、资产注入、信达股权解决、煤价等催化剂的出现; 选股我们遵循优质煤种、低估值、资产注入预期三条主线, 我们建议关注: 兰花科创、大有能源、潞安环能、煤气化、冀中能源、昊华能源、神火股份、中国神华。

一年煤炭股和大盘走势比较



目 录

一. 煤炭行业运行状况.....	4
1.1 煤炭产量仍维持较高增速.....	4
1.2 山西 9 月份原煤产量下滑.....	4
1.3 1-9 月进口增速转正.....	5
1.4 铁路及港口运输维持高增长.....	6
1.5 电厂库存充足	6
1.6 海运费旺季不旺	7
1.7 固定资产投资增速继续回升.....	7
二. 下游行业运行状况.....	8
2.1 钢铁旬日均产量出现下滑.....	8
2.2 火力发电占比仍将提升.....	9
2.3 尿素价格平稳	9
2.4 水泥产量增速平稳	10
三. 煤炭价格.....	10
四. 本月重要事件.....	11
五. 投资策略.....	12
5.1 10 月煤炭跑输大盘	12
5.2 动力煤企业涨幅居前	13
5.3 煤炭估值并不贵	14
5.4 投资建议	14
六. 风险因素:	15

图目录

图 1: 煤炭产量及增速	4
图 2: 山西产量及同比增速.....	5
图 3: 山西日均商品煤产量.....	5
图 4: 煤炭进口情况	5
图 5: 煤炭出口情况	5
图 6: 煤炭铁路发运量	6
图 7: 煤炭港口发运量.....	6
图 8: 重点电厂煤炭库存及可用天数.....	6
图 9: 秦皇岛煤炭库存.....	6
图 10: 煤炭海运费	7
图 11: 煤炭行业固定资产投资及增速.....	7
图 12: 生铁产量及同比增速.....	8
图 13: 焦炭产量及同比增速.....	8
图 14: 钢铁库存小幅回升.....	8
图 15: 粗钢日均旬产量.....	8
图 16: 火电发电量及同比增长.....	9
图 17: 火电发电量占比.....	9
图 18: 合成氨当月产量及同比增速.....	9
图 19: 尿素批发价格	9
图 20: 水泥产量及增速.....	10
图 21: 华东区域水泥价格走势图.....	10
图 22: 澳大利亚港口煤炭价格.....	11
图 23: 秦皇岛港口价格.....	11
图 24: 临汾地区炼焦煤价格.....	11
图 25: 阳泉地区无烟煤价格.....	11
图 26: 个股涨幅比较	13
图 27: 市盈率相对 A 股估值比较.....	14
图 28: 市净率相对 A 股估值比较.....	14

表目录

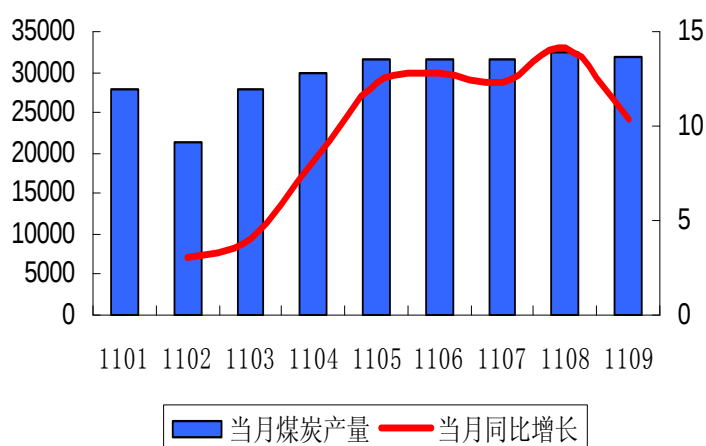
表 1: 各煤种进口量变化.....	5
表 2: 年初以来各行业涨幅比较.....	12

一. 煤炭行业运行状况

1.1 煤炭产量仍维持较高增速

1-9 月煤炭产量 278783 万吨，同比增长 13.9%，9 月煤炭产量 31800 万吨，同比增长 10.4%，增速略有下滑，环比下降 2.2%。

图 1: 煤炭产量及增速



数据来源：CCTD，山西证券研究所

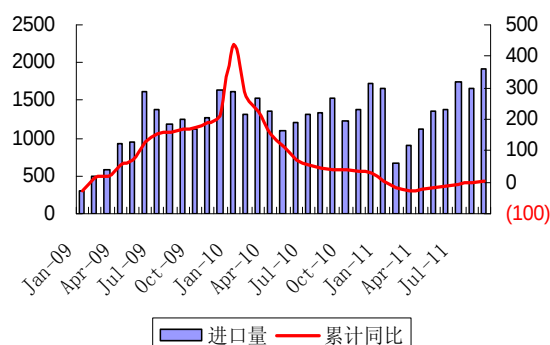
1.2 山西 9 月份原煤产量下滑

1-9 月份山西省原煤产量 63329.5 万吨，同比增长 21.25%，9 月原煤产量 7317 万吨，同比增长 16.08%，增速下滑 8 个百分点，环比下降 3%，主要是因为安全事故中煤能源旗下煤矿停产影响所致。

10 月山西日均商品煤产量 207 万吨，环比下降 6.7%，预计山西省 10 月份原煤产量仍有小幅下滑。

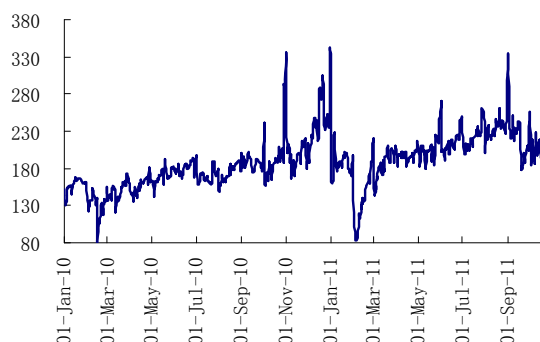
1-9 月份，内蒙古生产原煤 7.2 亿吨，同比增加 17437 万吨，同比增长 32%。其中，9 月份生产原煤 9498 万吨，较上年同月增加 2452 万吨，增长 34.8%。

图 2: 山西产量及同比增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 3: 山西日均商品煤产量



数据来源: wind, 山西证券研究所

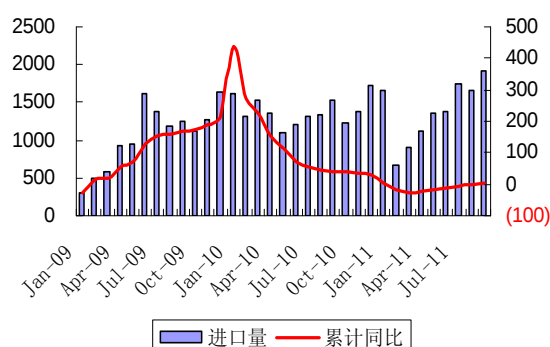
1.3 1-9 月进口增速转正

1-9 月累计进口煤炭 12343 万吨, 同比增长 1.9%, 进口增速终转为正, 9 月煤炭进口 1912 万吨, 创近年来新高, 同比增长 25%, 环比增长 15%。

出口依然呈现低迷状态, 9 月出口与 8 月基本持平, 1-9 月累计出口 1212 万吨, 同比下降 19.7%, 比上月扩大 2.2 个百分点。

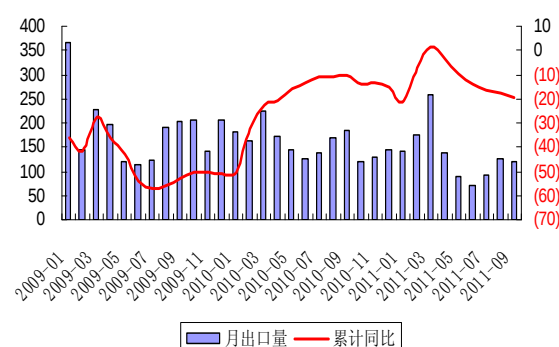
1-9 月累计净进口 11131 万吨, 同比增长 4%, 增速也转为正。

图 4: 煤炭进口情况



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 5: 煤炭出口情况



数据来源: wind, 山西证券研究所

表 1: 各煤种进口量变化

	冶金煤	动力煤	无烟煤
2007	622	1336	2842
2008	686	982	1939
2009	3442	3803	3433
2010	4727	5107	2646

2011.9 3038 3334 2698

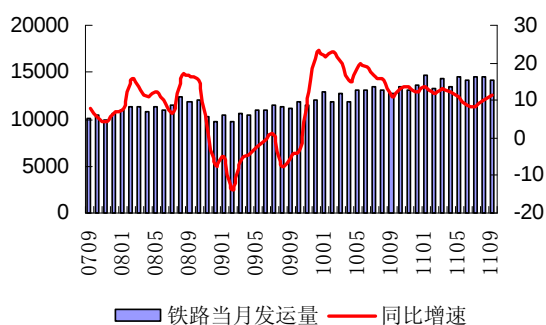
数据来源: CCTD, 山西证券研究所

1.4 铁路及港口运输维持高增长

1-9月铁路累计发运 127697 万吨, 同比增长 11.1%, 9月铁路发运 14151 万吨, 同比增长 11.6%, 环比下降 2.5%。

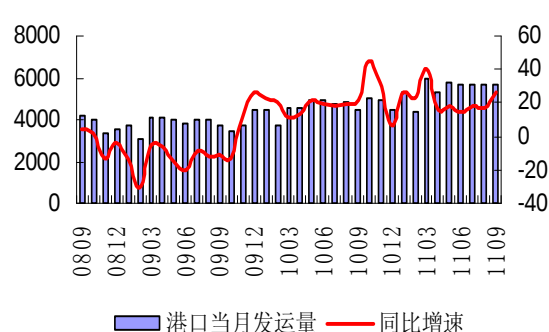
1-9月港口累计发运 49484 万吨, 同比增长 20.2%, 9月港口发运 5680 万吨, 同比增长 26.5%, 环比基本持平。

图 6: 煤炭铁路发运量



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 7: 煤炭港口发运量



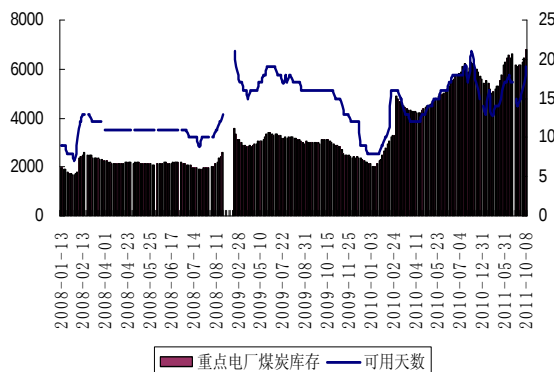
数据来源: wind, 山西证券研究所

1.5 电厂库存充足

9 月末重点电厂煤炭库存 6763 万吨, 环比增加 595 万吨, 可用天数 19 天, 环比增加 4 天。

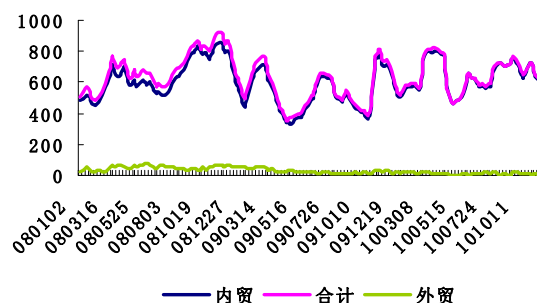
秦皇岛 9 月末煤炭库存 455 万吨, 目前维持在 500 万吨左右。

图 8: 重点电厂煤炭库存及可用天数



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 9: 秦皇岛煤炭库存

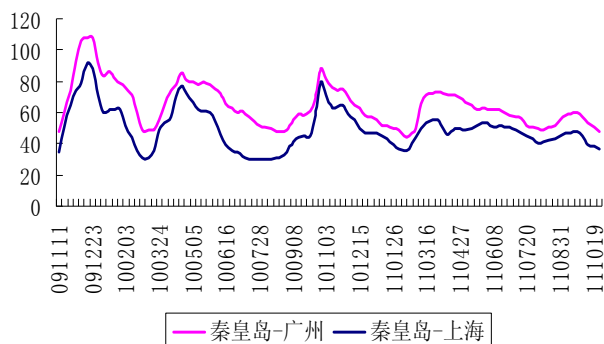


数据来源: wind, 山西证券研究所

1.6 海运费旺季不旺

虽然进入冬储煤时期，但煤炭海运费从9月底却是持续下滑，目前秦皇岛-广州运费48元/吨，比9月底下降9元/吨；秦荒岛-上海运费37元/吨，比9月底下降8元/吨。

图 10: 煤炭海运费

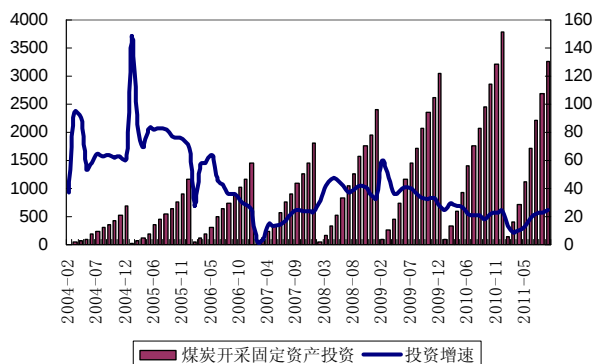


数据来源: wind, 山西证券研究所

1.7 固定资产投资增速继续回升

1-9 月煤炭行业固定资产投资 3269 亿元，同比增长 24.6%，增速比上月提高 2 个百分点，从年初至今煤炭行业投资增速呈现加快趋势。

图 11: 煤炭行业固定资产投资及增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

二. 下游行业运行状况

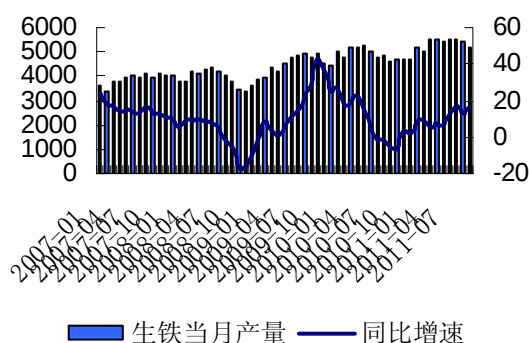
2.1 钢铁旬日均产量出现下滑

1-9 月生铁产量累计 48551 万吨, 同比增长 10.43%, 增速进一步提高, 粗钢产量累计 52573 万吨, 同比增长 10.7%, 焦炭产量 32231 万吨, 同比增长 13.76%, 焦炭增速较高, 焦炭产能过剩。

9 月生铁产量 5209 万吨, 同比增长 15.71%, 环比下降 1.8%, 生铁产量从 7 月之后逐渐回落; 9 月粗钢产量 5670 万吨, 同比增长 16.48%, 环比下降 3.5%, 粗钢产量从 6 月之后逐渐回落。

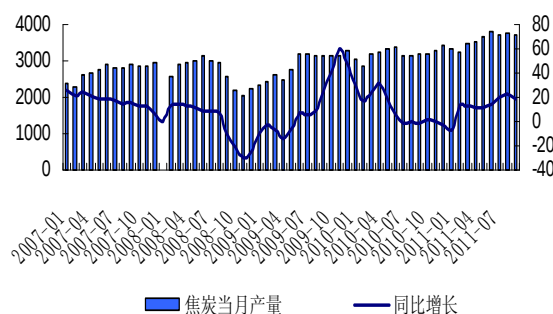
随着需求的放缓, 钢材价格出现回调, 钢材库存连续 8 个星期小幅回升, 粗钢日均产量也出现下滑。

图 12: 生铁产量及同比增速



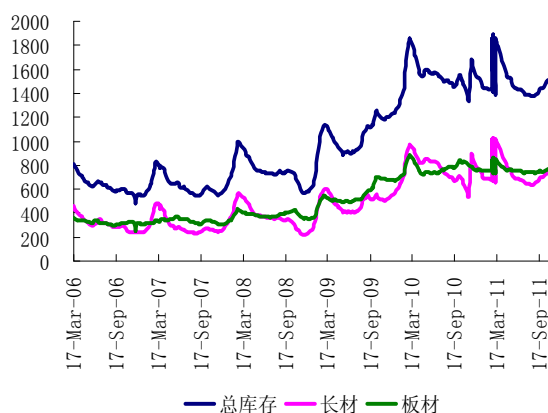
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 13: 焦炭产量及同比增速



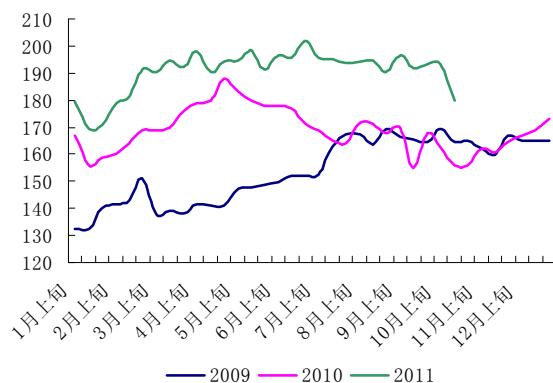
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 14: 钢铁库存小幅回升



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 15: 粗钢日均产量



数据来源: wind, 山西证券研究所

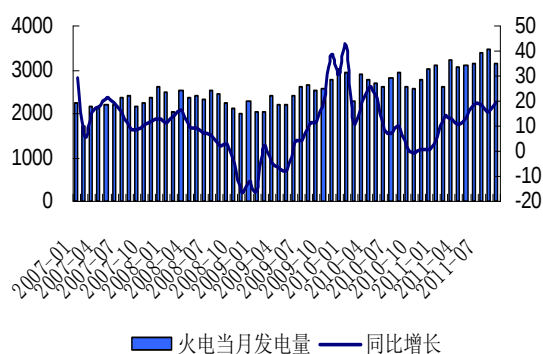
2.2 火力发电占比仍将提升

1-9 月火电发电累积 28532 亿千瓦时，同比增长 14.38%，增速逐月提高，发电量累计 34540 亿千瓦时，同比增长 12.71%，增速连续 3 月回落。

9 月火电 3146 亿千瓦时，同比增长 19.5%，但环比下降 9%；总发电量 3860 亿千瓦时，同比增长 11.52%，环比下降 9.38%，9 月环比下降速度快于往年，今年由于南方水电发电的减少，火电下降速度小于总发电量。

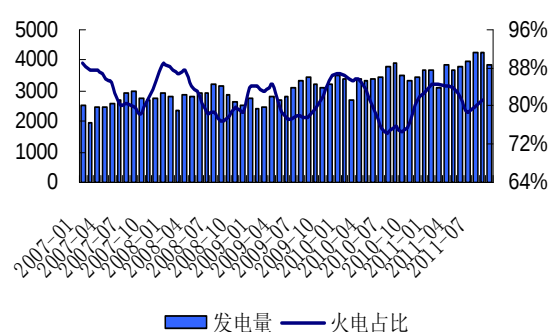
9 月火电发电量占总发电量比例为 81.5%，近几个月逐渐提高，这一比例显著高于往年，主要还是水电发电减少导致的，进入冬季，水电发电还将减少，火力发电占比仍将呈现上升趋势。

图 16: 火电发电量及同比增长



数据来源：wind，山西证券研究所

图 17: 火电发电量占比



数据来源：wind，山西证券研究所

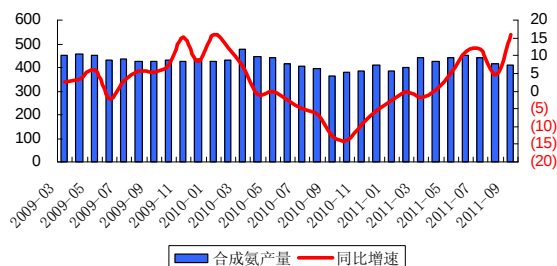
2.3 尿素价格平稳

1-9 月份合成氨产量 3824 万吨，同比增长 5.5%，增速逐月提高，比 8 月份提高 1.7 个百分点；9 月份合成氨产量 410 万吨，同比增长 15.8%，环比基本持平。

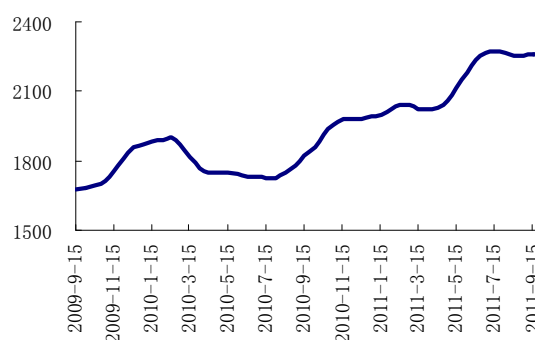
从 5 月份之后尿素价格持续走高，目前基本稳定，批发价格维持在 2250 元/吨左右，目前尿素企业盈利情况良好。

图 18: 合成氨当月产量及同比增速

图 19: 尿素批发价格



数据来源：wind，山西证券研究所

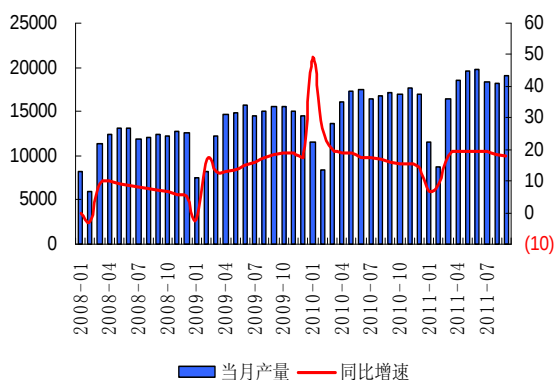


数据来源：wind，山西证券研究所

2.4 水泥产量增速平稳

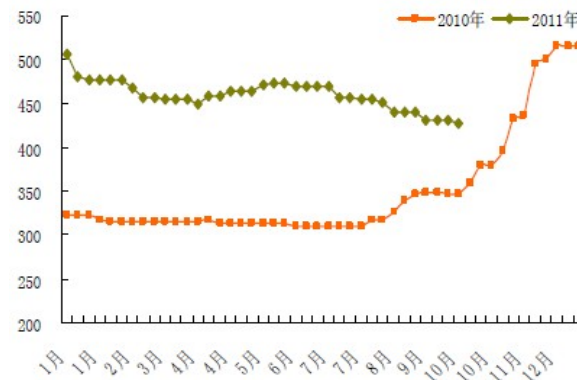
1-9 月水泥产量 151252 万吨，同比增长 18.11%，增速连续 3 个月下滑；9 月水泥产量 19031 万吨，同比增长 15.69%，环比增长 4%；受开工影响水泥出货下滑，导致水泥价格出现回调。

图 20: 水泥产量及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 21: 华东区域水泥价格走势



数据来源：数字水泥网，山西证券研究所

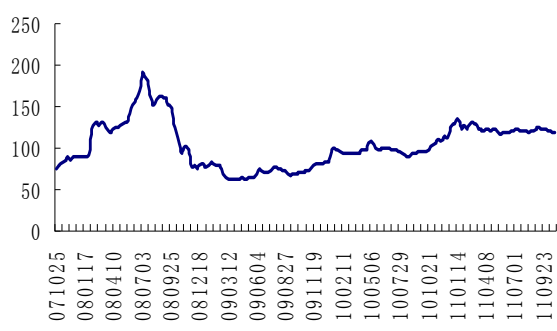
三. 煤炭价格高位运行

10 月份 NEWC index 119.48 美元/吨，比上月下跌 3.78 美元/吨；截至日前大同优混 10 月平仓价比 9 月底上涨 20 元/吨，山西优混上涨 20 元/吨；环渤海综合平均价 853 元/吨，比 9 月底上涨 21 元/吨。

临汾地区主焦精煤车板价 1700 元/吨，比 9 月底上涨 40 元/吨，肥精煤价格 1530 元/吨，价格平稳；无烟末煤 810 元/吨，比 9 月底上涨 30 元/吨，无烟洗中块 1230 元/吨，价格平稳；长治喷吹煤 1170 元/吨，比 9 月底上涨 10 元/吨。

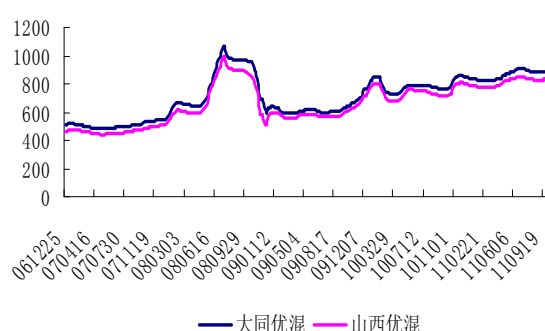
进入冬季用煤高峰，我们预计动力煤价格仍有小幅上涨，但幅度有限；无烟煤及炼焦煤价格则会相对比较平稳。

图 22: 澳大利亚港口煤炭价格



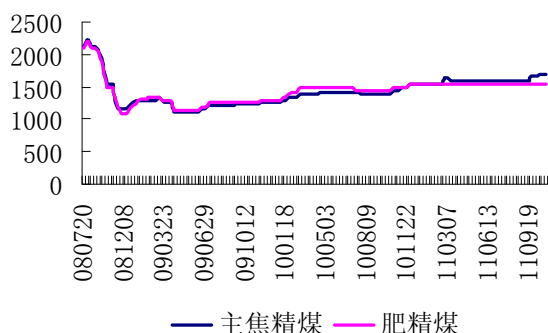
数据来源: globalcoal, 山西证券研究所

图 23: 秦皇岛港口价格



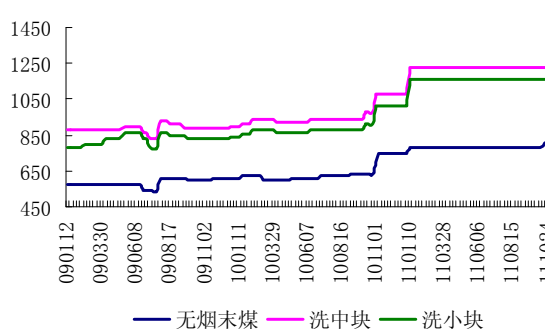
数据来源: cctd, 山西证券研究所

图 24: 临汾地区炼焦煤价格



数据来源: cctd, 山西证券研究所

图 25: 阳泉地区无烟煤价格



数据来源: cctd, 山西证券研究所

四. 本月重要事件

国务院修改《中华人民共和国资源税暂行条例》

资源税的应纳税额，按照从价定率或者从量定额的办法，分别以应税产品的销售额乘以纳税人具体适用的比例税率或者以应税产品的销售数量乘以纳税人具体适用的定额税率计算。焦煤资源税调整为 8-20 元/吨。

盘江股份公告调整煤炭价格调节基金

2011年10月1日起，凡在贵州省行政区域内从事煤炭生产企业均按照煤炭销售价格缴纳煤炭价格调节基金。煤炭价格调节基金的征集，按“从价计征”原则，对原煤按销售（含税，下同）价格的10%，在征收税费时一并收取煤炭价格调节基金。按销售价格征集煤炭价格调节基金低于每吨50元的，按50元征集。行省内外差别征集煤炭价格调节基金，对出省原煤、洗混煤实行二次征收，每吨加收200元。对省内终端用户能提供有效票据的，30日内应当对二次征收部分予以返还。

五. 投资策略

5.1 10月煤炭跑输大盘

1-9月份煤炭行业都跑赢大盘，但10月份煤炭行业跑输大盘，10月份煤炭行业下跌3.06%，大盘上涨4.57%。

表2：年初以来各行业涨幅比较

申万一级行业	1月涨幅	2月涨幅	3月涨幅	4月涨幅	5月涨幅	6月涨幅	7月涨幅	8月涨幅	9月涨幅	10月涨幅
食品饮料	(3.86)	5.68	(0.59)	(1.34)	0.13	4.29	8.98	2.53	(12.11)	6.34
公用事业	(0.54)	8.01	0.14	2.75	(8.27)	0.54	(0.38)	(4.72)	(10.49)	5.84
医药生物	(7.48)	6.62	(3.69)	(2.31)	(6.59)	3.34	6.74	(2.81)	(13.19)	3.28
农林牧渔	(5.03)	13.46	(7.39)	(3.87)	(3.93)	1.73	5.30	(0.92)	(14.51)	2.11
黑色金属	4.31	7.65	6.67	(0.85)	(9.52)	5.61	(0.38)	(9.42)	(10.42)	1.31
建筑建材	5.92	9.58	0.68	(5.37)	(8.55)	9.17	(3.05)	(6.86)	(12.97)	4.71
信息服务	(5.45)	6.32	(4.01)	(4.20)	(5.80)	1.89	3.11	(0.61)	(10.89)	8.13
商业贸易	(3.37)	8.05	(1.35)	(0.68)	(6.78)	2.81	3.27	(2.37)	(13.71)	2.93
交通运输	2.68	4.98	(2.12)	(1.63)	(7.42)	0.10	(1.44)	(5.30)	(9.75)	4.82
金融服务	(0.91)	4.05	2.90	1.58	(4.81)	(1.66)	(3.32)	(2.65)	(6.85)	9.00
沪深300	0.41	6.68	0.80	(1.95)	(5.99)	3.03	(0.94)	(4.22)	(9.16)	4.67
信息设备	(6.91)	15.41	(4.87)	(7.12)	(8.10)	4.22	1.62	(6.48)	(10.50)	1.25
化工	(3.84)	13.44	(0.67)	(2.88)	(7.40)	7.07	2.22	(3.71)	(12.27)	2.01
轻工制造	(3.14)	12.63	(0.52)	(0.81)	(9.07)	5.09	4.84	(2.82)	(13.60)	2.38
家用电器	(2.23)	19.24	3.56	(3.42)	(5.61)	7.88	(1.27)	(8.55)	(9.19)	1.24
机械设备	(0.10)	11.29	(2.57)	(7.69)	(8.50)	6.38	(0.24)	(5.16)	(12.06)	1.15
纺织服装	(3.17)	11.84	3.50	(4.74)	(6.74)	5.02	4.85	(1.37)	(12.95)	3.52
电子元器件	(8.24)	12.56	(4.18)	(8.67)	(8.00)	7.04	3.51	(5.60)	(13.40)	0.87
餐饮旅游	(3.40)	11.04	(1.06)	(3.75)	(10.83)	3.46	7.34	2.45	(13.21)	4.91
房地产	(0.47)	5.97	6.10	(4.43)	(7.37)	8.14	(1.39)	(2.18)	(14.75)	5.52
综合	(1.43)	14.39	2.54	(3.32)	(6.56)	6.76	1.25	(2.92)	(12.29)	3.84
交运设备	6.98	8.80	(2.77)	(7.93)	(8.68)	9.12	(1.67)	(7.83)	(9.99)	0.11
采掘	(5.64)	7.90	5.36	(1.65)	(6.38)	6.57	2.31	(4.76)	(5.13)	(2.05)

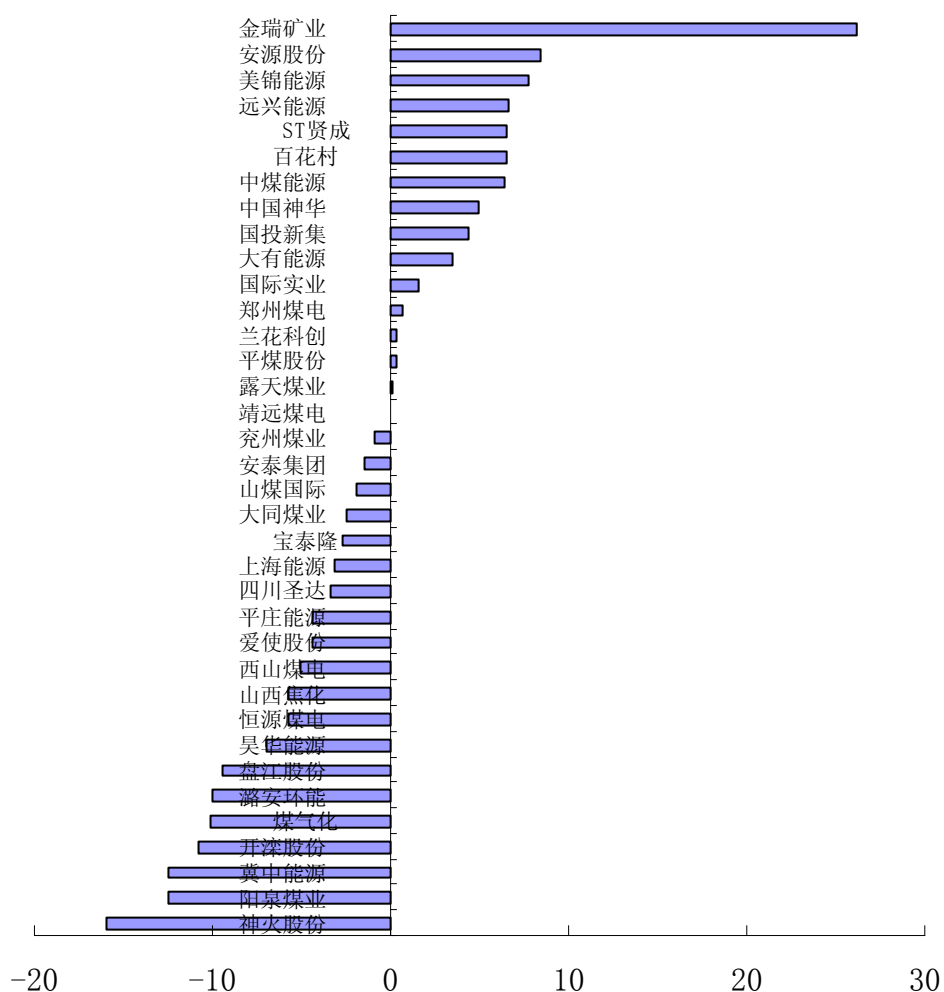
有色金属	(5.84)	14.84	3.32	(7.24)	(8.42)	5.70	4.95	(5.89)	(13.80)	0.89
煤炭开采Ⅱ	(4.55)	8.56	5.71	(1.20)	(6.34)	7.42	2.65	(4.45)	(5.24)	(3.06)
上证指数	1.13	5.53	1.72	(1.50)	(5.77)	2.06	(0.98)	(4.97)	(8.08)	4.57

数据来源：wind，山西证券研究所(注：除煤炭行业为申万二级行业外，其余是申万一级行业)，数据截至 10 月 28 日

5.2 动力煤企业涨幅居前

10 月份动力煤龙头企业涨幅居前，如中国神华、中煤能源及大有能源，一方面是由于进入冬季用煤高峰，煤炭价格上涨的预期，其次是这些企业业绩增速比较确定。

图 26：个股涨幅比较

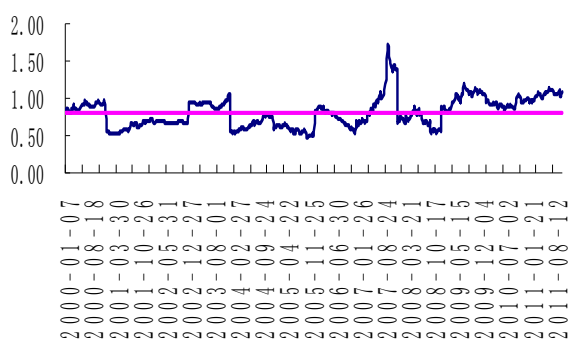


数据来源：wind，山西证券研究所

5.3 煤炭估值并不贵

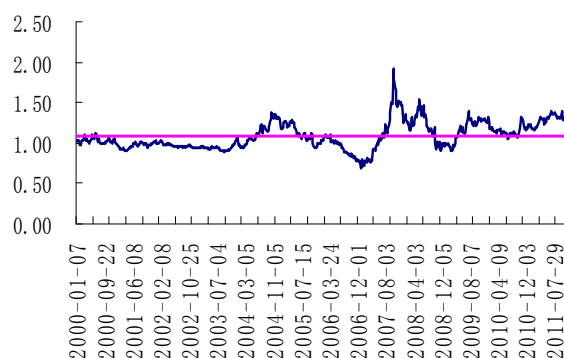
煤炭行业稳定增长的业绩，使其估值一直相对较低，在所有的行业里还是有估值优势，在煤炭销量一直稳定增长，煤价价格维持高位的背景下，煤炭业绩还是比较稳定，在 P/E 不变，E 提升的话，P 也会提升；另外大盘经过调整后，已经处于估值的相对底部，在宏观经济软着陆，政策有可能微调的背景下，大盘估值有望提升，而煤炭的需求依然可期，煤炭价格仍能维持在高位，且煤炭行业的估值较大盘都有一定程度的溢价，我们认为煤炭估值仍有提升空间。

图 27：市盈率相对 A 股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：市净率相对 A 股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

5.4 投资建议

国庆节后大盘微跌，但煤炭行业出现大幅下跌，也是国庆节后回调幅度最大的行业，节后出现下跌主要由于一是从年初至今煤炭行业一直跑赢大盘，没有出现像样的回调；二是由于资源税改革方案的出台以及贵州省从价计征煤炭价格调节基金，市场担忧向全国推广，三是对宏观经济的担忧，四是最近的三季报超出预期的很少，这几方面的原因从而导致煤炭板块的回调，我们认为回调后煤炭板块相对更安全，且近期煤炭板块停盘搞增发的股票越来越多，这也说明二级市场的股价已经具有相当吸引力。

我们认为当前既需要关注需求也需要关注供给，我们认为一、国内经济增速放缓有限，日均粗钢产量虽下滑，但产量依然较高，冬季火电发电占比仍将提高，汽车产销量已经在谷底，PMI 指数已经出现反弹，且宏观政策有微调的可能；二、受高铁及近期各地出现的安全事故的影响，且在各地换届的背景下，我们认为供给会受到一定程度的影响；三、中国以及日本进口的恢复，使国际煤价一直维持在高位；四、一方面是开采区域的

西移，一方面是开采难度的增加，且人力成本及安全投入也在增加，煤价将在高位运行；五、今年由于合同电煤价格的稳定使电煤上市公司业绩增速一般，煤电矛盾已经越来越尖锐化，电力体制改革已经越来越近，从而有利于电煤合同价越来越接近市场价；六、信达股权的解决正逐步推进中，资产注入的预期越来越强烈。因此我们认为在股价调整过程中我们可以配置产量增长稳定、资产注入预期强烈的公司以及稀缺煤种的公司。

综合起来我们 11 月投资组合是：兰花科创、大有能源、潞安环能、煤气化、冀中能源、昊华能源、神火股份、中国神华。

六. 风险因素：

- 主产省份小煤矿复产超预期，从而导致煤炭价格下跌的预期。
- 资源税的征收，从而影响上市公司业绩下调，导致整体估值水平上升。
- 政策调控导致煤炭需求大幅下降的风险。
- 外围经济严重恶化，石油价格大幅下跌，美元走强的风险。
- 极端天气的出现。

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 15%以上
增持: 相对强于市场表现 5%~15%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。