

# 来水明显偏少 支撑火电出力

## ——煤炭行业 11 月份月报

分析师: 任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 11 月 6 日

### 联系人

任宪功

010-68784237

renxiangong@hotmail.com

### 行业评级

煤炭行业

看好

### 月度股票池

永泰能源

推荐

山煤国际

推荐

兖州煤业

推荐

昊华能源

推荐

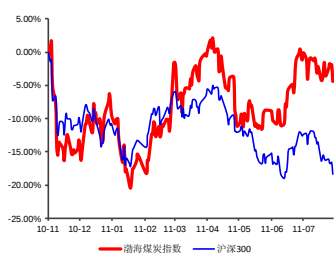
潞安环能

推荐

阳泉煤业

推荐

### 最近一年行业相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点:

- **价格回顾: 动力煤价格:** 1~10 月, 国内生产地动力煤均价同比涨幅在 10%以上, 中转地动力煤均价涨幅稍低于生产地; 澳大利亚 BJ 动力煤 FOB 均价同比涨幅接近 30%; **炼焦煤价格:** 1~10 月, 太原地区炼焦煤价格涨幅相对较小, 临汾和唐山地区炼焦煤价格涨幅在 10%左右; **无烟煤价格:** 1~10 月, 无烟煤均价同比大幅上涨, 大部分地区同比涨幅超过 30%, 甚至 40%以上; **喷吹煤价格:** 1~10 月, 喷吹煤均价同比大幅上涨, 涨幅在 25%左右; **焦炭价格:** 1~10 月, 焦炭均价同比小幅上涨;
- **价格预期: 动力煤价格:** 冬季是动力煤消费旺季, 尤其是今年来水明显偏少, 水电出力不足, 我们预计动力煤价格将会继续高位运行; 短期来看, 由于前期电力企业积极为冬季储备煤炭, 重点电厂库存较为充裕, 我们判断动力煤价格上涨势头近几周可能会有所趋缓或微幅回落; **炼焦煤价格:** 由于煤种的稀缺性, 炼焦煤价格存在长期上涨动力; 短期来看, 由于下游钢材价格近期大幅回落, 预计短期对炼焦煤价格构成压力;
- **产量: 1-9 月原煤产量快速增长。**煤炭运销协会数据: 2011 年 1-9 月全国原煤产量 27.88 亿吨, 同比增长 13.9%。其中, 9 月份当月产量 3.18 亿吨, 同比增长 10.4%;
- **进出口: 9 月进口煤炭再创单月历史新高。**2011 年 1-9 月, 我国净进口煤炭 11131 万吨, 上年同期净进口煤炭为 10678 万吨, 同比增长 4.24%。其中 9 月份进口 1912 万吨, 同比增长 24.78%, 环比增长 15.25%, **9 月份单月进口数量再创近 10 年来的单月进口数量历史新高;** 由于近期国际煤炭价格有所回落, 我们预计今年净进口将会超过 10 年水平, 预计全年煤炭净进口量在 1.5 亿吨左右;
- **煤矿及重点电厂库存较为充裕, 港口库存处于中等水平。**截至 10 月 30 日, 山西省煤矿库存为 1695.85 万吨; 截至 10 月 31 日, 秦皇岛煤炭库存量为 536.73 万吨;; 截至 10 月 28 日, 广州港煤炭库存量为 240.99 万吨; 截至 10 月 20 日, 重点电厂库存总计为 7117 万吨, 存煤可用天数为 20 天;
- **下游行业仍保持较高增速。(1) 电力:** 电力供应方面, 由于今年来水明显偏少, 火力发电增速较快, 1-9 月全国火电发电量为 28532.49 亿千瓦时, 同比增长 14.38 %; 电力需求方面, 受上年同期节能减排力度加大影响, 9 月主要用电行业用电量同比增速创年内新高; 主要受季节性因素影响, 用电量环比下降明显; 设备利用小时方面, 1-9 月火电利用小时数较大幅度增加, 水电利用小时数大幅下降; **(2) 钢铁:** 1-9 月, 全国生铁产量同比增长 10.43%, 近 3 个月来生铁产量同比增速明显提高; **(3) 建材:** 1-9 月, 全国水泥产量同比增长 18.11%, 今年以来水泥产量保持了较高的增速; **(4) 化肥:** 1-9 月, 全国合成氨产量同比增长 5.5%。其中, 9 月份同比增长 15.80%, 9 月份同比增速创出年内新高;
- **三季报回顾及全年业绩预测:** 前三季度煤炭板块度净利润增速为 18.11%, 由于成本增速较快, 导致销售毛利率逐季下滑; 由于四季度是用煤旺季, 即使考虑 10 年 11、12 月的价格处于年内高位这一因素, 我们判断四季度煤炭价格整体涨幅至少与前 9 个月涨幅基本一致 (或略有高出), 同时考虑煤炭行业成本增速较快, 以及四季度煤炭企业结转费用等负面因素, **我们预计全年净利润增速在接近 20%左右的水平;**
- **行业估值:** 截至 10 月 4 日, SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM, 整体法) 为 15.42 倍, 自 2000 年以来的平均值为 29.91 倍; 市净率 (MRQ, 整体法) 为 2.87 倍, 自 2000 年以来的平均值为 3.79 倍; 总体来看, 煤炭板块估值已处于较低水平;
- **行业评级:** 虽然目前国际上美国国内消费仍不乐观、欧洲经济增速预期不断被下调, 欧债危机的解决前景充满不确定性, 国内四季度经济增速预期将略有回落, 但是以上因素在资本市场上已反映较为充分, 煤炭板块估值已较为便宜, 长期投资价值显现; 此外, 国内通胀预计在四季度有所回落, 紧缩性政策初现缓解迹象, 流动性存在趋向宽松预期, 我们维持行业“看好”评级;
- **重点推荐:** 永泰能源、山煤国际、兖州煤业、昊华能源、潞安环能、阳泉煤业。

## 目 录

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. 煤炭（含焦炭）价格回顾及趋势判断 .....                                                 | 5  |
| 2. 煤炭产量：1-9 月原煤产量快速增长 .....                                               | 8  |
| 3. 进出口：9 月进口煤炭再创单月历史新高 .....                                              | 9  |
| 4. 煤矿及重点电厂库存较为充裕，港口库存处于中等水平 .....                                         | 10 |
| 5. 下游行业 .....                                                             | 12 |
| 5.1 电力行业：受上年同期节能减排力度加大影响，9 月主要用电行业用电量同比增速创年内新高；主要受季节性因素影响，用电量环比下降明显 ..... | 12 |
| 5.2 钢铁行业：近 3 个月来全国生铁产量同比增速明显提高 .....                                      | 17 |
| 5.3 建材行业：前 9 月全国水泥产量保持较高增速 .....                                          | 18 |
| 5.4 化肥行业：9 月份合成氨产量同比快速增长 .....                                            | 19 |
| 6. 三季度回顾及全年业绩预测 .....                                                     | 20 |
| 7. 二级市场表现 .....                                                           | 22 |
| 8. 行业估值和评级 .....                                                          | 23 |
| 8.1 煤炭板块估值较低 .....                                                        | 23 |
| 8.2 维持行业“看好”评级 .....                                                      | 23 |

# 图 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 山西大同地区动力煤坑口价格走势 (不含税价)        | 6  |
| 图 2: 秦皇岛动力煤价格走势 (平仓均价)             | 6  |
| 图 3: 环渤海动力煤价格指数                    | 6  |
| 图 4: 澳大利亚 BJ 煤炭价格走势                | 6  |
| 图 5: 山西太原炼焦煤价格走势                   | 7  |
| 图 6: 山西临汾炼焦煤价格走势 (车板价)             | 7  |
| 图 7: 阳泉地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)          | 7  |
| 图 8: 晋城地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)          | 7  |
| 图 9: 阳泉地区喷吹煤价格走势 (车板价)             | 7  |
| 图 10: 天津港焦炭价格走势                    | 7  |
| 图 11: 90-11 年前 9 月原煤累计产量同比         | 8  |
| 图 12: 11 年前 9 月原煤产量结构              | 8  |
| 图 13: 05-11 年前 9 月各月原煤产量           | 8  |
| 图 14: 05-11 年前 9 月各月原煤产量同比         | 8  |
| 图 15: 02 年至 11 年我国煤炭进、出口总量及增长率     | 9  |
| 图 16: 02 年至 11 年我国煤炭净出口额           | 9  |
| 图 17: 我国煤炭进口量分月对比 (万吨)             | 9  |
| 图 18: 我国煤炭出口量分月对比 (万吨)             | 9  |
| 图 19: 2011 年 1-9 月进出口累计同比增速        | 10 |
| 图 20: 国内、外能源相同热值价格比较               | 10 |
| 图 21: 09 年初至 11 年 10 月 30 日山西省煤矿库存 | 10 |
| 图 22: 秦皇岛煤炭库存量 (截至 10 月 31 日)      | 11 |
| 图 23: 广州港煤炭库存量 (截至 10 月 28 日)      | 11 |
| 图 24: 重点电厂库存 (截至 10 月 20 日)        | 11 |
| 图 25: 重点电厂存煤可用天数 (截至 10 月 20 日)    | 11 |
| 图 26: 全国累计发电量及同比增长率                | 12 |
| 图 27: 火电累计发电量及同比增长率                | 12 |
| 图 28: 全国各月发电量                      | 13 |
| 图 29: 全国各月发电量同比增长                  | 13 |
| 图 30: 火电各月发电量                      | 13 |
| 图 31: 火电各月发电量同比增长                  | 13 |
| 图 32: 水电各月发电量                      | 13 |
| 图 33: 水电各月发电量同比增长                  | 13 |
| 图 34: 水电、火电各月发电量占比                 | 14 |
| 图 35: 水电与火电各月发电量比值                 | 14 |
| 图 36: 第二产业用电量 (当月, 亿千瓦时)           | 14 |
| 图 37: 第二产业用电量同比 (当月)               | 14 |
| 图 38: 重工业用电量 (当月, 亿千瓦时)            | 15 |
| 图 39: 重工业用电量同比 (当月)                | 15 |
| 图 40: 四大高耗能制造业用电量 (当月, 亿千瓦时)       | 15 |
| 图 41: 四大高耗能制造业用电量同比 (当月)           | 15 |
| 图 42: 第二产业用电量环比 (当月)               | 15 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 43: 重工业用电量环比 (当月) .....                | 16 |
| 图 44: 四大高耗能制造业用电量环比 (当月) .....           | 16 |
| 图 45: 第二产业用电同比增速贡献率 (当月) .....           | 16 |
| 图 46: 四大高耗能制造业用电同比增速贡献率 (当月) .....       | 16 |
| 图 47: 90 年至 11 年前 9 月累计生铁产量及同比增长率 .....  | 17 |
| 图 48: 05 年至 11 年前 9 月生铁各月产量对比 .....      | 17 |
| 图 49: 06 年至 11 年前 9 月生铁产量同比增长率 .....     | 17 |
| 图 50: 90 年至 11 年前 9 月水泥产量及同比增长率 .....    | 18 |
| 图 51: 05 年至 11 年前 9 月水泥产量情况 .....        | 18 |
| 图 52: 06 年至 11 年前 9 月水泥产量同比增长 .....      | 18 |
| 图 53: 01 年至 11 年前 9 月合成氨累计产量及同比增长率 ..... | 19 |
| 图 54: 05 年至 11 年前 9 月合成氨产量 .....         | 19 |
| 图 55: 合成氨各月产量同比增长率 .....                 | 19 |
| 图 56: 10 年初以中转地山西优混 (5500) 价格 .....      | 21 |
| 图 57: 11 年初以来各板块指数涨跌幅 .....              | 22 |
| 图 58: 00 年至目前煤炭板块市盈率 .....               | 23 |
| 图 59: 00 年至目前煤炭板块市净率 .....               | 23 |

## 1. 煤炭（含焦炭）价格回顾及趋势判断

### 价格回顾：

**动力煤价格：**1~10月，国内生产地动力煤均价同比涨幅在10%以上，中转地动力煤均价涨幅稍低于生产地；澳大利亚BJ动力煤FOB均价同比涨幅接近30%；**炼焦煤价格：**1~10月，太原地区炼焦煤价格涨幅相对较小，临汾和唐山地区炼焦煤价格涨幅在10%左右；**无烟煤价格：**1~10月，无烟煤均价同比大幅上涨，大部分地区同比涨幅超过30%，甚至40%以上；**喷吹煤价格：**1~10月，喷吹煤均价同比大幅上涨，涨幅在25%左右；**焦炭价格：**1~10月，焦炭均价同比小幅上涨。

表 1: 11 年以来各煤种（含焦炭）价格同比变化

| 种类  | 地区   | 煤种及价格类型（元/吨）            | 11 年初至 10 月<br>底均价 | 10 年初至 10 月<br>底均价 | 同比     |
|-----|------|-------------------------|--------------------|--------------------|--------|
| 动力煤 | 生产地  | 大同弱粘煤（6000）坑口不含税价       | 548.37             | 469.98             | 16.68% |
|     |      | 大同南郊弱粘煤（5500）坑口不含税价     | 521.86             | 455.76             | 14.50% |
|     |      | 大同动力煤（6000）车板含税价        | 720.35             | 634.76             | 13.48% |
|     |      | 大同南郊动力煤（5500）车板含税价      | 670.35             | 592.14             | 13.21% |
|     | 中转地  | 大同优混（5800）平仓均价          | 865.00             | 777.26             | 11.29% |
|     |      | 山西优混（5500）平仓均价          | 816.22             | 736.31             | 10.85% |
|     |      | 普通混煤（4000）平仓均价          | 520.67             | 457.62             | 13.78% |
|     | 澳洲   | 澳大利亚 BJ 动力煤 FOB 价（美元/吨） | 123.09             | 96.56              | 27.47% |
| 炼焦煤 | 太原   | 太原古交 2 号焦煤坑口不含税价        | 775.00             | 767.38             | 0.99%  |
|     |      | 太原古交 8 号焦煤坑口不含税价        | 634.19             | 620.60             | 2.19%  |
|     |      | 太原古交 2#焦煤车板价            | 1504.88            | 1437.62            | 4.68%  |
|     |      | 太原古交 8#焦煤车板价            | 1327.44            | 1265.71            | 4.88%  |
|     | 临汾   | 山西临汾主焦精煤车板价             | 1606.28            | 1392.14            | 15.38% |
|     |      | 山西临汾肥精煤车板价              | 1530.00            | 1455.48            | 5.12%  |
|     |      | 山西临汾 1/3 焦精煤车板价         | 1412.33            | 1292.86            | 9.24%  |
|     | 西山煤电 | 西山煤电焦精煤车板含税价            | 1473.26            | 1343.57            | 9.65%  |
|     | 唐山   | 河北唐山肥精煤车板价              | 1578.84            | 1449.76            | 8.90%  |
|     |      | 河北唐山焦精煤出厂价              | 1565.12            | 1430.71            | 9.39%  |
|     |      | 河北唐山 1/3 焦精煤出厂价         | 1439.53            | 1272.14            | 13.16% |
| 无烟煤 | 阳泉   | 山西阳泉地区无烟末煤（6200）坑口不含税价  | 670.58             | 532.74             | 25.87% |
|     |      | 山西阳泉地区洗中块煤（7000）坑口不含税价  | 1047.21            | 808.69             | 29.49% |
|     |      | 山西阳泉地区洗小块煤（7000）坑口不含税价  | 992.09             | 755.60             | 31.30% |
|     | 晋城   | 山西晋城地区无烟末煤（6000）坑口不含税价  | 722.44             | 543.72             | 32.87% |
|     |      | 山西晋城地区无烟小块（6500）坑口不含税价  | 1052.21            | 719.07             | 46.33% |
|     |      | 山西晋城地区无烟中块（6800）坑口不含税价  | 1122.56            | 776.05             | 44.65% |
| 喷吹  | 阳泉   | 山西阳泉喷吹煤（7200-7500）车板价   | 1140.93            | 907.14             | 25.77% |

|    |     |                       |         |         |        |
|----|-----|-----------------------|---------|---------|--------|
| 煤  | 寿阳  | 山西寿阳喷吹煤（7100-7300）车板价 | 1150.93 | 920.95  | 24.97% |
|    | 太原  | 太原地区二级冶金焦出厂价          | 1784.65 | 1696.90 | 5.17%  |
| 焦炭 | 上海  | 上海地区二级冶金焦出厂           | 2038.60 | 1914.52 | 6.48%  |
|    | 天津港 | 天津港一级冶金焦平仓价           | 2193.02 | 2021.43 | 8.49%  |

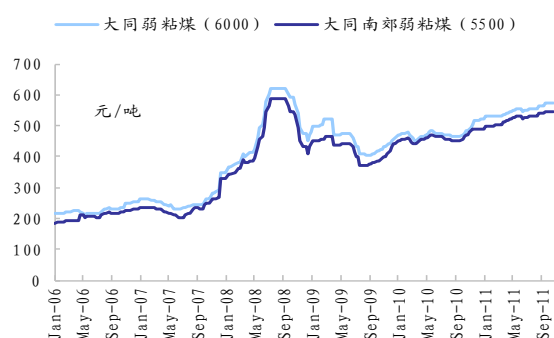
资料来源：煤炭资源网，wind，渤海证券研究所

## 价格预期:

**动力煤价格:** 冬季是动力煤消费旺季，尤其是今年来水明显偏少，水力发电不足，我们预计动力煤价格将会继续高位运行；短期来看，由于前期电力企业积极为冬季储备煤炭，重点电厂库存较为充裕，我们判断动力煤价格上涨势头近几周可能会有所趋缓或微幅回落；**炼焦煤价格:** 由于煤种的稀缺性，炼焦煤价格存在长期上涨动力；短期来看，由于下游钢材价格近期大幅回落，预计短期对炼焦煤价格构成压力。

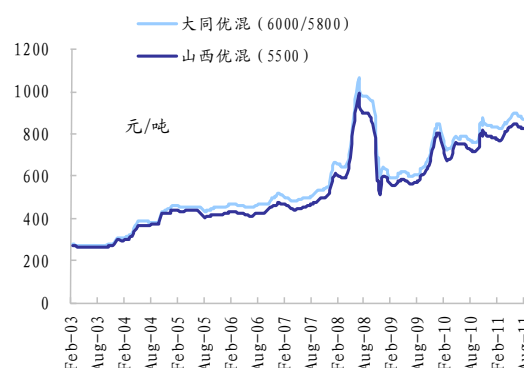
截至 10 月底，各地各煤种及焦炭价格走势见图 1 至图 10。

图 1: 山西大同地区动力煤坑口价格走势（不含税价）



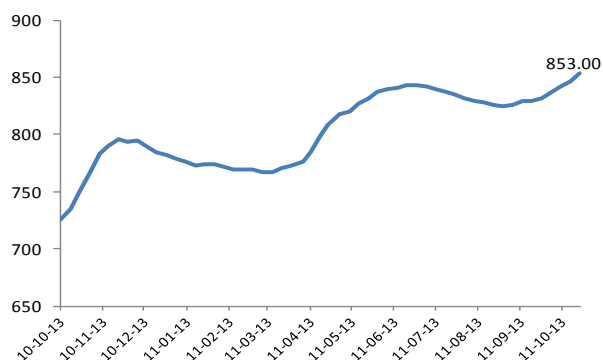
资料来源：煤炭资源网，渤海证券研究所

图 2: 秦皇岛动力煤价格走势（平仓均价）



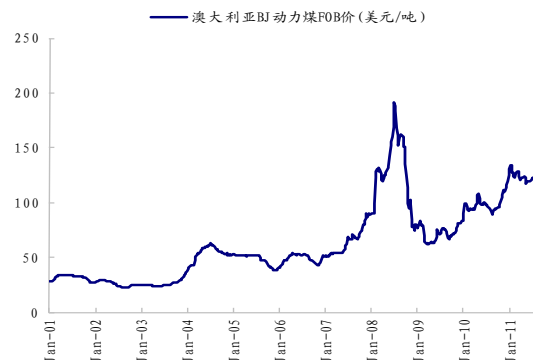
资料来源：煤炭资源网，渤海证券研究所

图 3: 环渤海动力煤价格指数



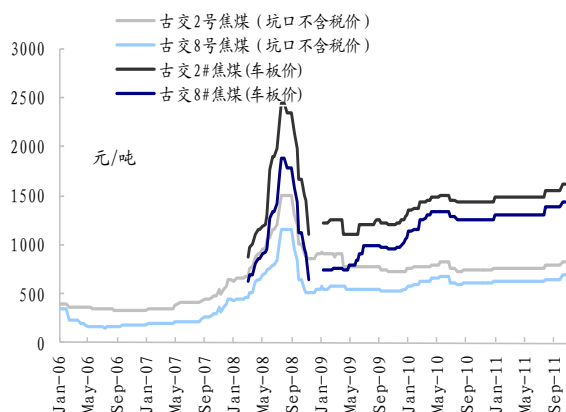
资料来源：煤炭资源网，渤海证券研究所

图 4: 澳大利亚 BJ 煤炭价格走势



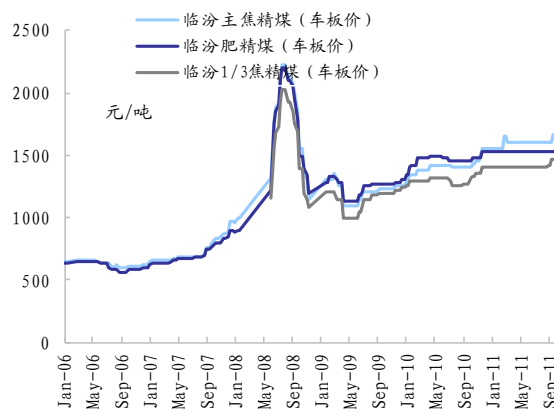
资料来源：煤炭资源网，渤海证券研究所

图 5: 山西太原炼焦煤价格走势



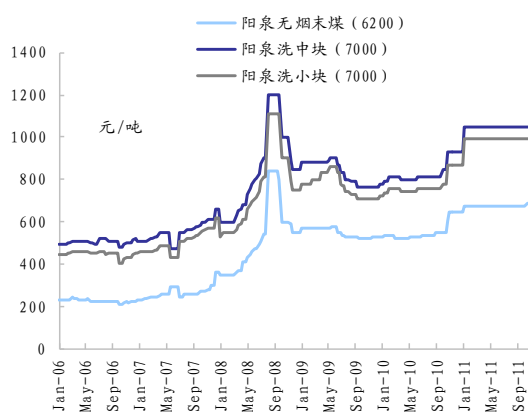
资料来源: 煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 6: 山西临汾炼焦煤价格走势 (车板价)



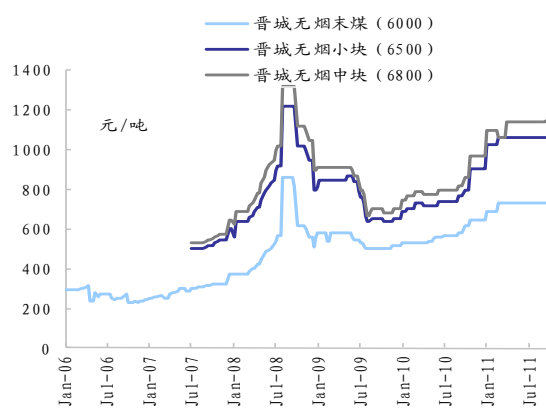
资料来源: 煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 7: 阳泉地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)



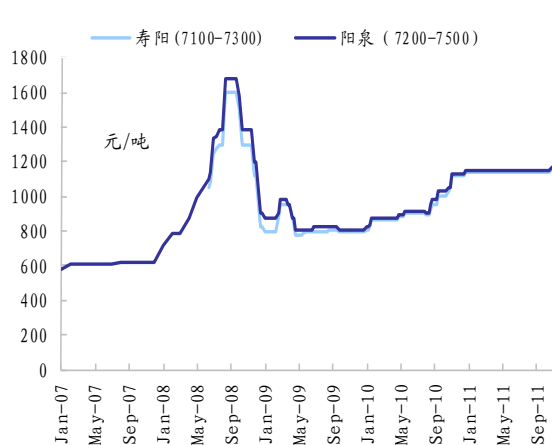
资料来源: 煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 8: 晋城地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)



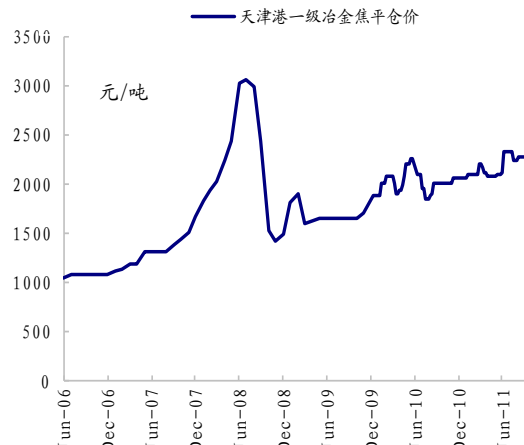
资料来源: 煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 9: 阳泉地区喷吹煤价格走势 (车板价)



资料来源: 煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 10: 天津港焦炭价格走势



资料来源: 煤炭资源网, 渤海证券研究所

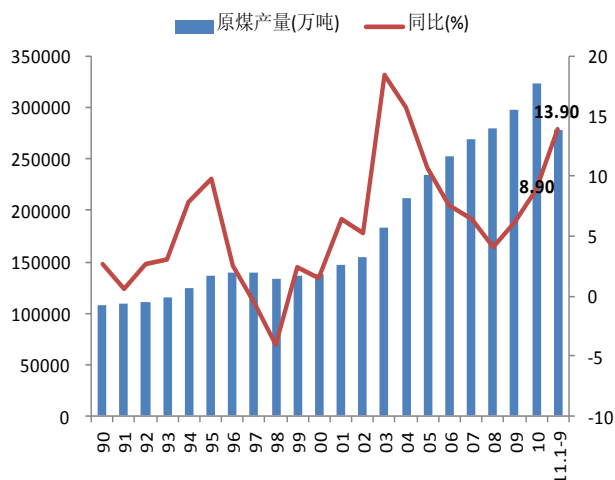
## 2. 煤炭产量：1-9 月原煤产量快速增长

煤炭运销协会数据:2011 年 1-9 月全国原煤产量 278783 万吨,同比增长 13.9%。

其中,9 月份当月产量 31800 万吨,同比增长 10.4%;

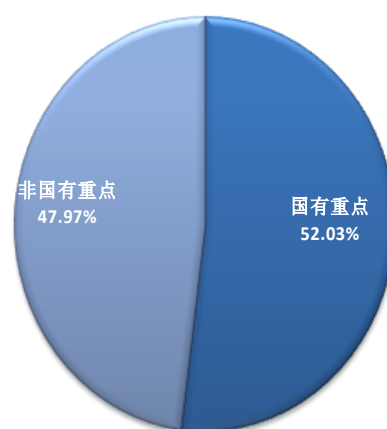
2011 年 1-9 月国有重点企业原煤产量为 145046 万吨,占比 52.03%,非国有重点企业原煤产量为 133737 万吨,占比为 47.97%。

图 11: 90-11 年前 9 月原煤累计产量同比



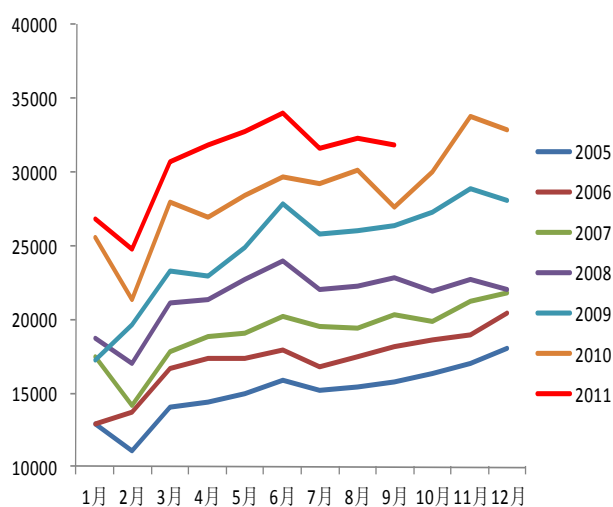
资料来源：除 11 年 1-9 月为煤炭运销协会数据外，其余均为国家统计局数据；渤海证券研究所

图 12: 11 年前 9 月原煤产量结构



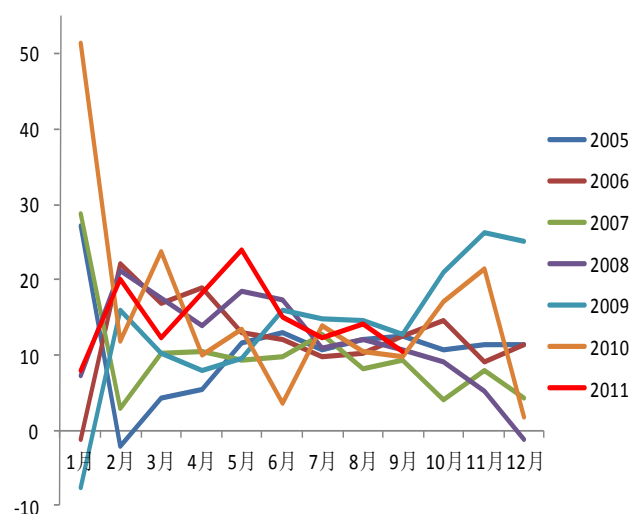
资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

图 13: 05-11 年前 9 月各月原煤产量



资料来源：煤炭运销协会，渤海证券研究所

图 14: 05-11 年前 9 月各月原煤产量同比



资料来源：煤炭运销协会，渤海证券研究所

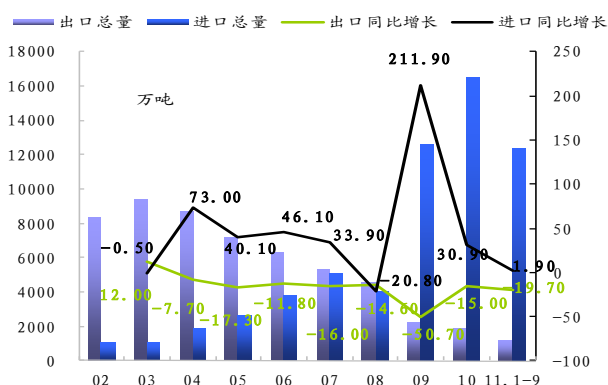
### 3. 进出口：9 月进口煤炭再创单月历史新高

2011 年 1-9 月，我国净进口煤炭 11131 万吨，上年同期净进口煤炭为 10678 万吨，同比增长 4.24%。2011 年 1-9 月，我国进口煤炭 12343 万吨，同比增长 1.9%；其中 9 月份进口 1912 万吨，同比增长 24.78%，环比增长 15.25%，9 月份单月进口数量再创近 10 年来的单月进口数量历史新高（见图 17）；2011 年 1-9 月，我国出口煤炭 1212 万吨，同比下降 19.7%；其中 9 月份出口 121 万吨，同比下降 34.86%，环比下降 3.2%；

总体来看，3-9 月，进口累计同比增速降幅逐渐减小，并于 9 月份转为正值，与此对应，出口累计同比增速降幅自 3 月起逐步增大。这种现象的主要原因是国内外煤价的相对变化所致，详见图 19。

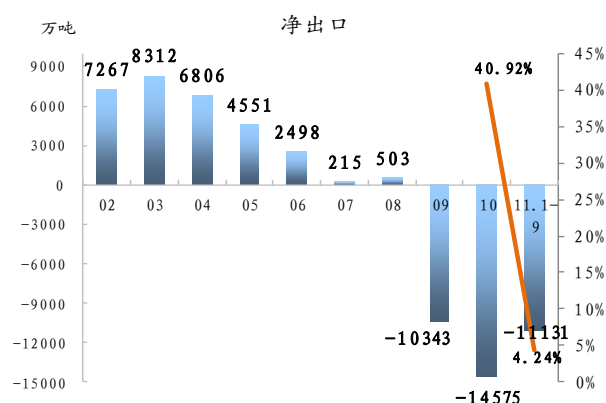
由于近期国际煤炭价格有所回落，我们预计今年净进口将会超过 10 年水平，预计全年净进口煤炭在 1.5 亿吨左右。

图 15：02 年至 11 年我国煤炭进、出口总量及增长率



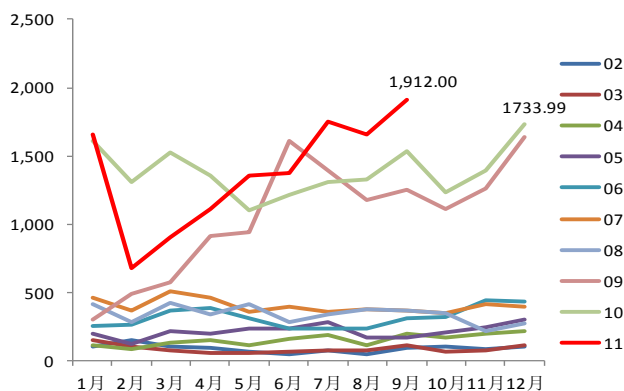
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

图 16：02 年至 11 年我国煤炭净出口额



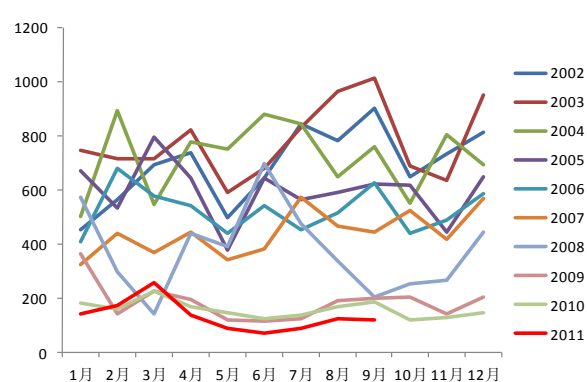
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

图 17：我国煤炭进口量分月对比（万吨）



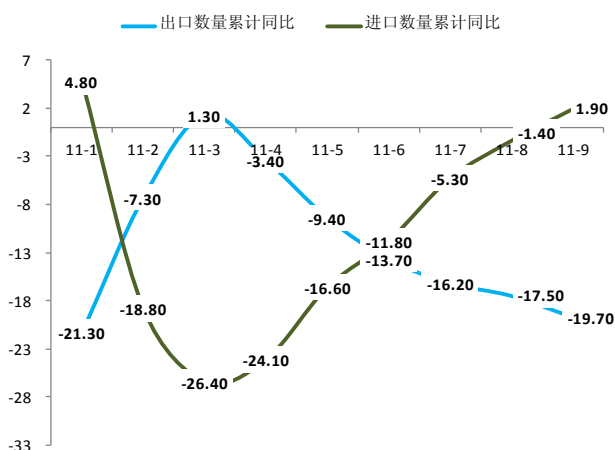
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

图 18：我国煤炭出口量分月对比（万吨）



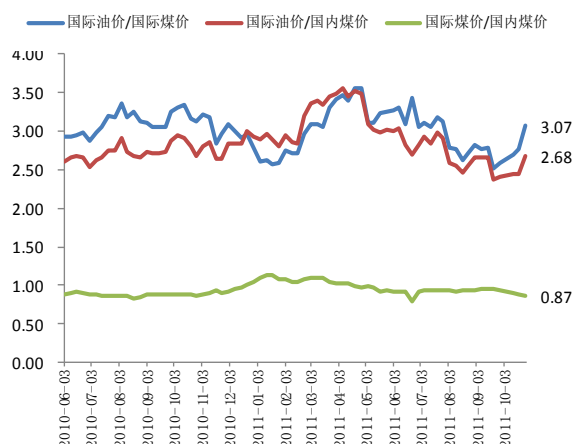
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

图 19: 2011 年 1-9 月进出口累计同比增速



资料来源: 海关总署, 渤海证券研究所

图 20: 国内、外能源相同热值价格比较



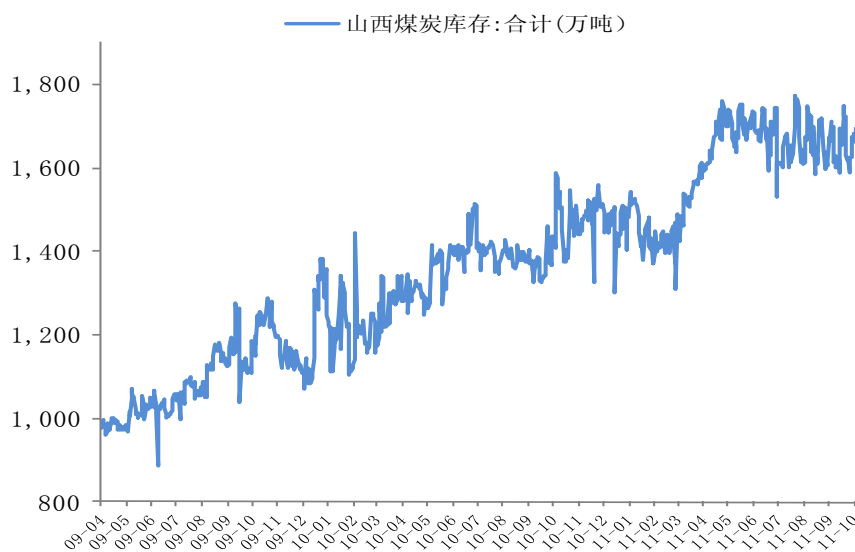
资料来源: 海关总署, 渤海证券研究所

## 4. 煤矿及重点电厂库存较为充裕, 港口库存处于中等水平

### 煤矿库存:

山西省煤矿库存较为充裕。截至 10 月 30 日, 山西省煤矿库存为 1695.85 万吨, 处于较高水平。

图 21: 09 年初至 11 年 10 月 30 日山西省煤矿库存

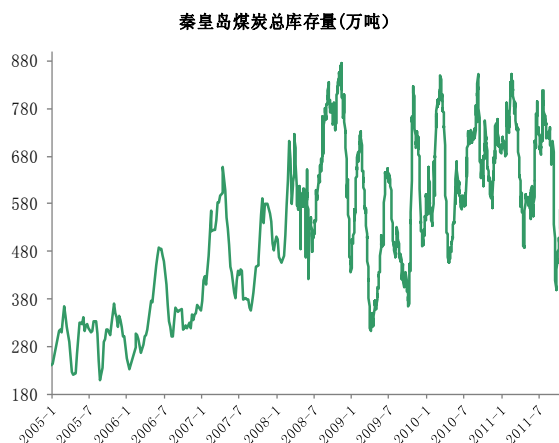


资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 港口库存:

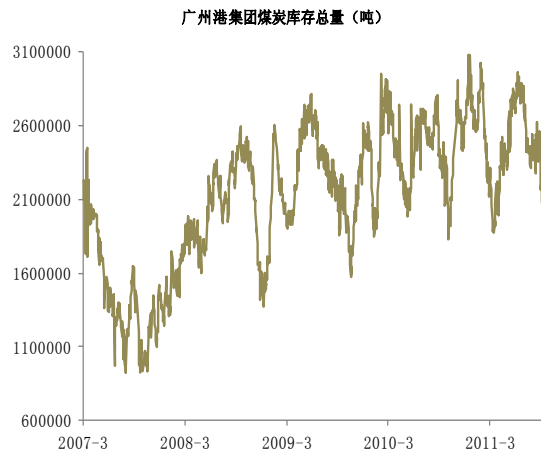
港口库存处于中等水平。截至 10 月 31 日, 秦皇岛煤炭库存量为 536.73 万吨,; 截至 10 月 28 日, 广州港煤炭库存量为 240.99 万吨。总体来看, 港口库存处于中等水平。

图 22: 秦皇岛煤炭库存量 (截至 10 月 31 日)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 23: 广州港煤炭库存量 (截至 10 月 28 日)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 电厂库存:

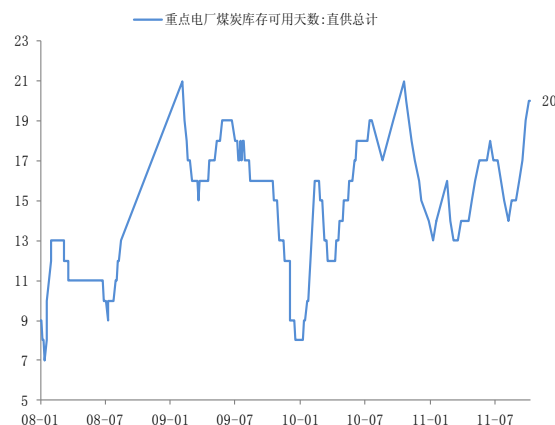
重点电厂库存较为充裕。截至 10 月 20 日, 重点电厂库存总计为 7117 万吨, 存煤可用天数为 20 天, 通过前段时间冬储, 目前库存较为充裕。

图 24: 重点电厂库存 (截至 10 月 20 日)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 25: 重点电厂存煤可用天数 (截至 10 月 20 日)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 5. 下游行业

### 5.1 电力行业：受上年同期节能减排力度加大影响，9 月主要用电行业用电量同比增速创年内新高；主要受季节性因素影响，用电量环比下降明显

供给方面：由于今年来水明显偏少，火力发电增速较快

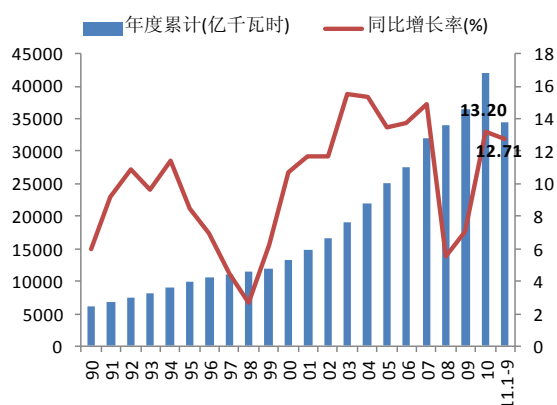
1-9 月火电发电量同比实现较快增长。2011 年 1-9 月，全国发电量为 34540.25 亿千瓦时，同比增长 12.71%；其中：全国火电发电量为 28532.49 亿千瓦时，同比增长 14.38 %；全国水电发电量为 4673.82 亿千瓦时，同比下降 0.58%；1-9 月火电发电占比 82.2%，水电发电占比 13.5%；

其中，9 月份火电同比增长 19.50%，增速再创年内新高（见图 31）；9 月份水电同比下降大幅 20.9%，创年内新低，且连续 3 月单月同比负增长，主要由于今年来水偏少，自 7 月份起水力发电量同比开始明显下降（见图 33）；

今年各月“水力发电量/火力发电量”比值的最高点，处于 20 年来最低水平。详见图 35；

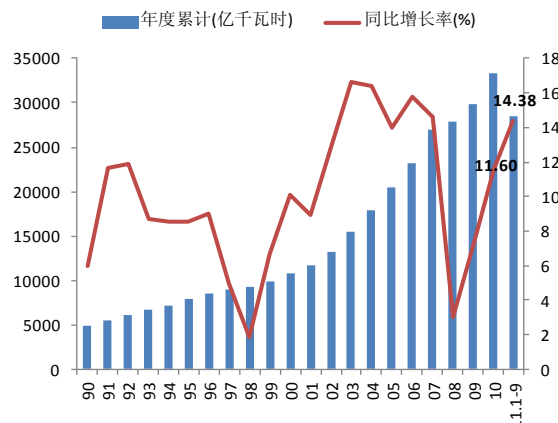
火电利用小时数较大幅度增加，水电利用小时数大幅下降。1-9 月，全国发电设备平均利用小时数为 3603 小时，同比增加 78 个小时；其中，火电 3986 小时，同比增加 193 小时；水电 2388 小时，同比减少 301 小时。

图 26：全国累计发电量及同比增长率



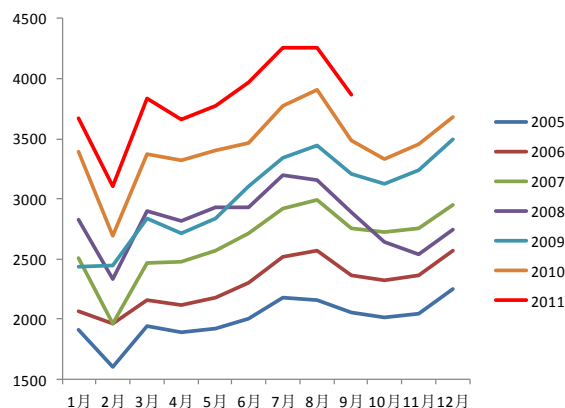
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 27：火电累计发电量及同比增长率



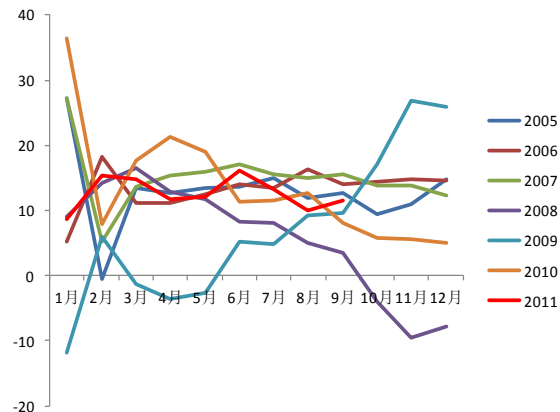
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 28: 全国各月发电量



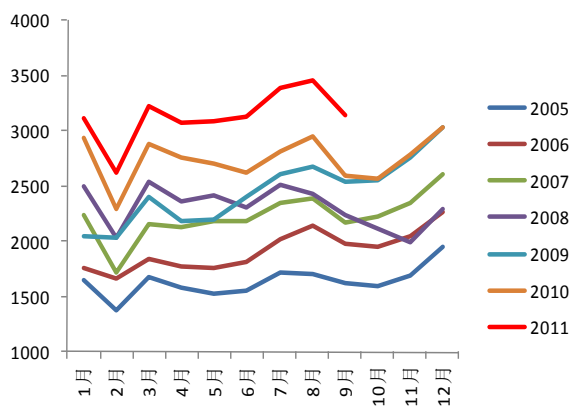
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 29: 全国各月发电量同比增长



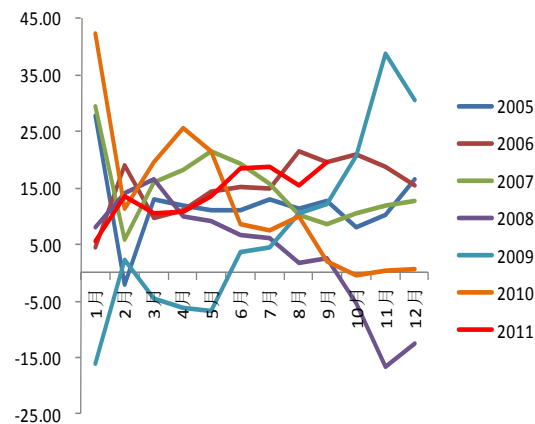
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 30: 火电各月发电量



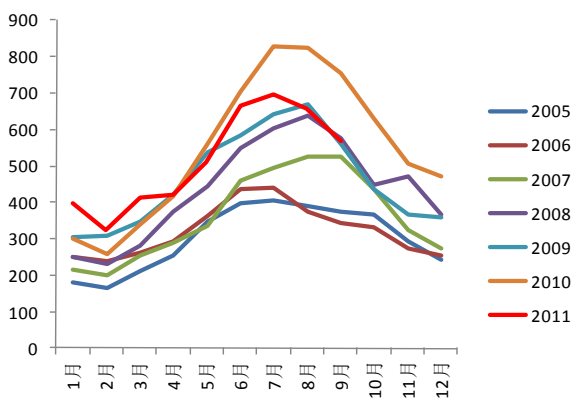
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 31: 火电各月发电量同比增长



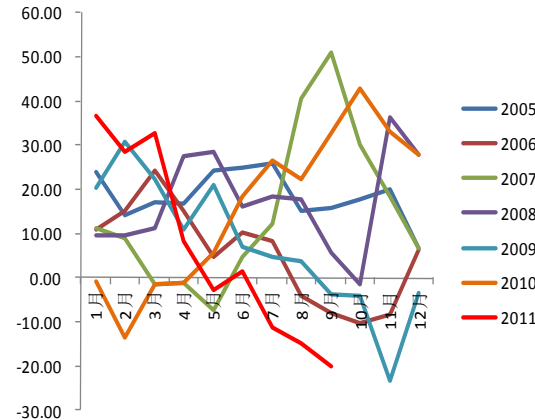
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 32: 水电各月发电量



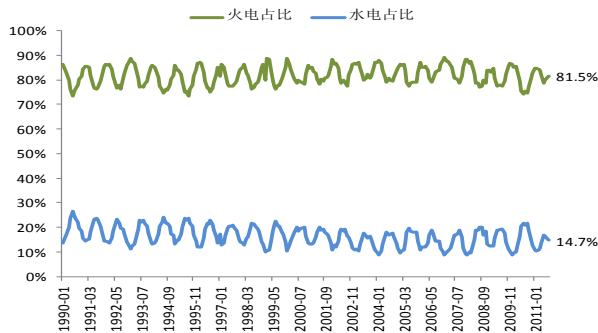
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 33: 水电各月发电量同比增长



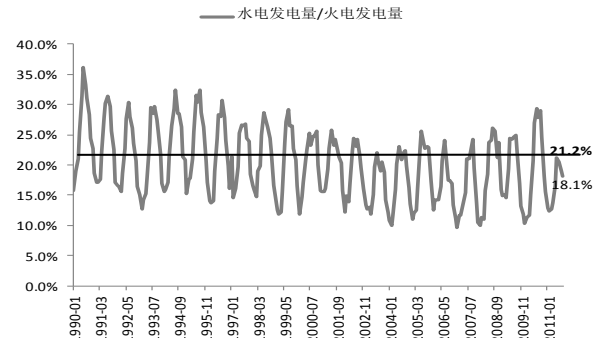
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 34: 水电、火电发各月电量占比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 35: 水电与火电各月发电量比值



资料来源: wind, 渤海证券研究所

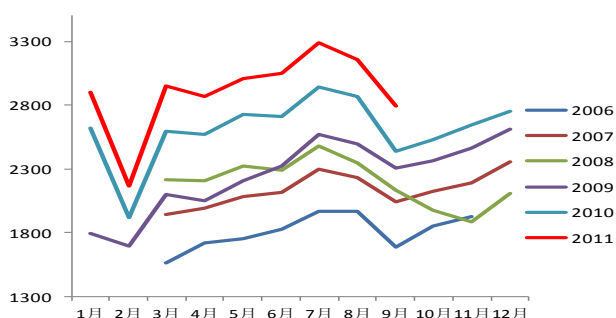
**需求方面:** 受上年同期节能减排力度加大影响, 9 月主要用电行业用电量同比增速创年内新高; 主要受季节性因素影响, 用电量环比下降明显

**第二产业用电量:** 1-9 月第二产业累计用电量 26235 亿千瓦时, 累计同比增长 12.13%, 处于年内较高水平; 其中, 9 月第二产业用电量 2796.51 亿千瓦时, 同比增长 14.67%, 增速创年内新高, 主要由于上年同期节能减排力度加大, 基数较低; 9 月环比大幅下降 11.45%, 季节性因素起重要作用; 9 月第二产业用电量同比增速贡献率为 84.73%, 明显快于前 8 个月 (见图 45);

**重工业用电量:** 1-9 月重工业累计用电量 21487 亿千瓦时, 累计同比增长 12.51%, 增速创年内新高; 其中, 9 月重工业用电量 2227.83 亿千瓦时, 同比增长 15.19%, 当月增速也创年内新高; 9 月环比大幅下降 13.23%;

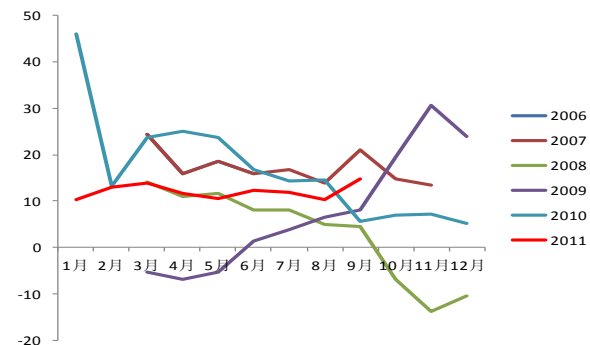
**四大高耗能制造业用电量:** 9 月四大高耗能制造业用电量 1299.05 亿千瓦时, 同比增长 18.04%, 增速创年内新高; 9 月环比下降 2.93%; 9 月四大高耗能制造业用电量同比增速贡献率为 47%, 也明显快于前 8 个月 (见图 46)。

图 36: 第二产业用电量 (当月, 亿千瓦时)



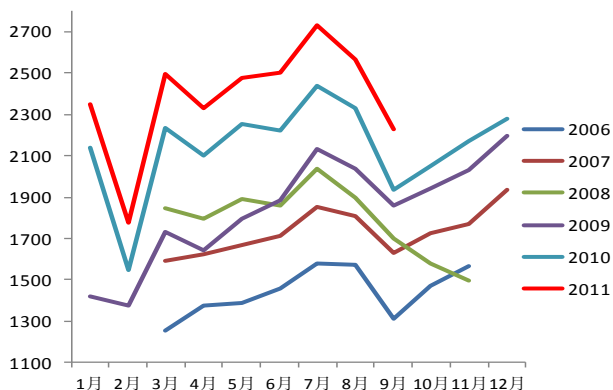
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 37: 第二产业用电量同比 (当月)



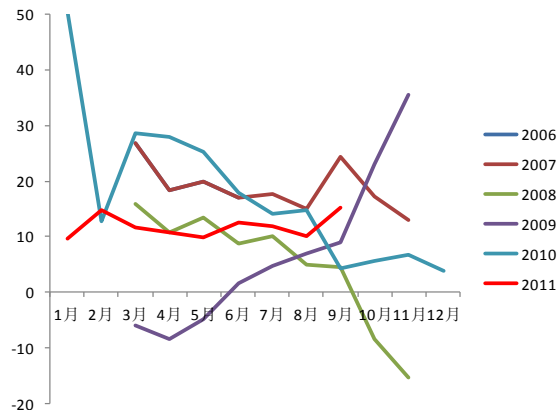
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 38: 重工业用电量 (当月, 亿千瓦时)



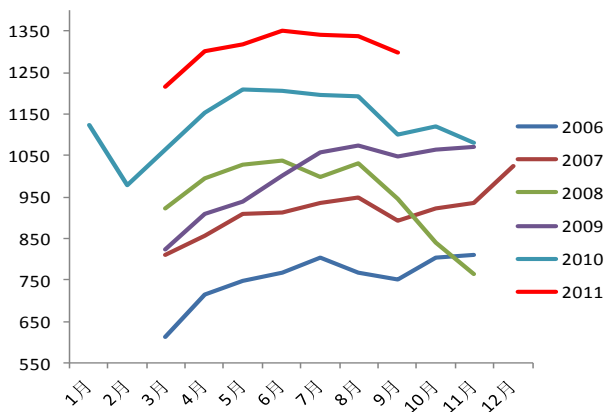
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 39: 重工业用电量同比 (当月)



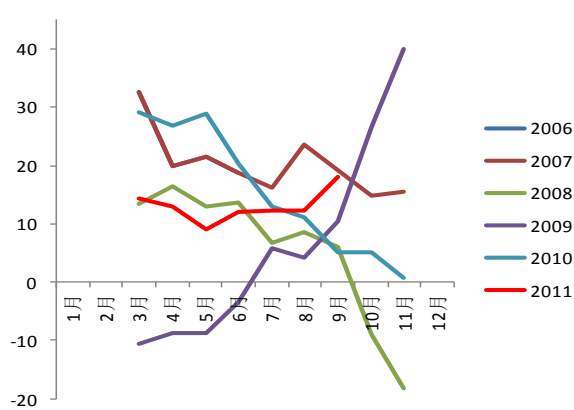
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 40: 四大高耗能制造业用电量 (当月, 亿千瓦时)



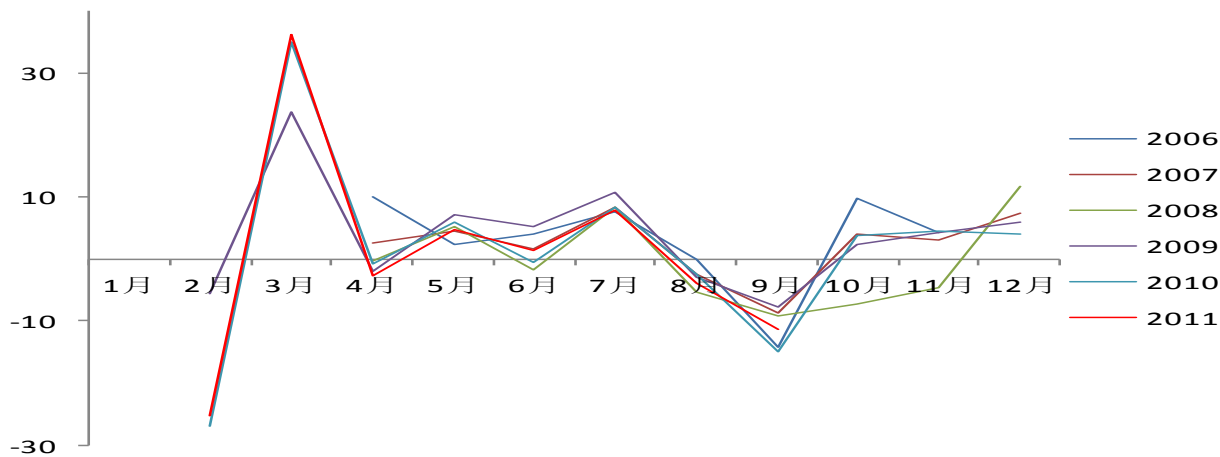
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 41: 四大高耗能制造业电量同比 (当月)



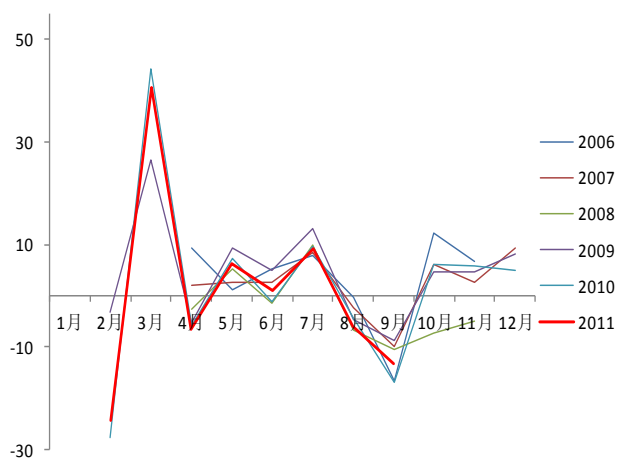
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 42: 第二产业用电量环比 (当月)



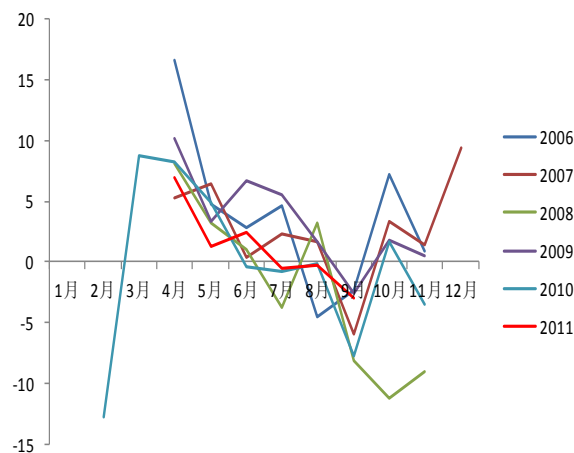
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 43: 重工业用电量环比(当月)



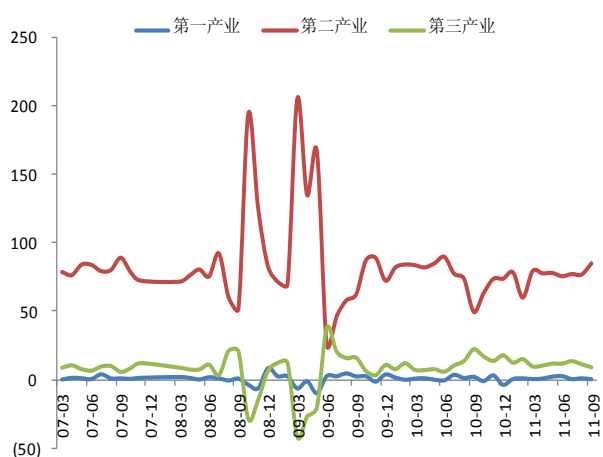
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 44: 四大高耗能制造业用电量环比(当月)



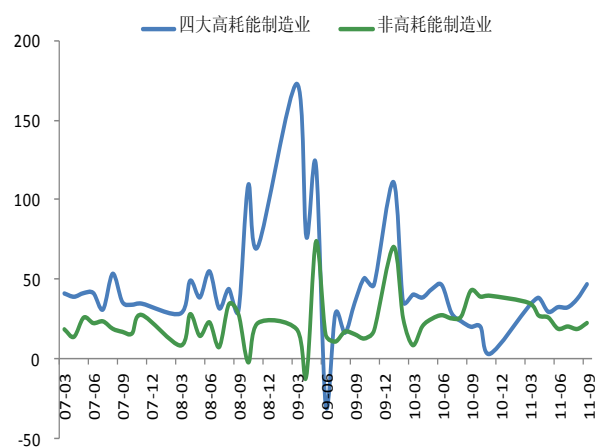
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 45: 第二产业用电同比增速贡献率(当月)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 46: 四大高耗能制造业用电同比增速贡献率(当月)

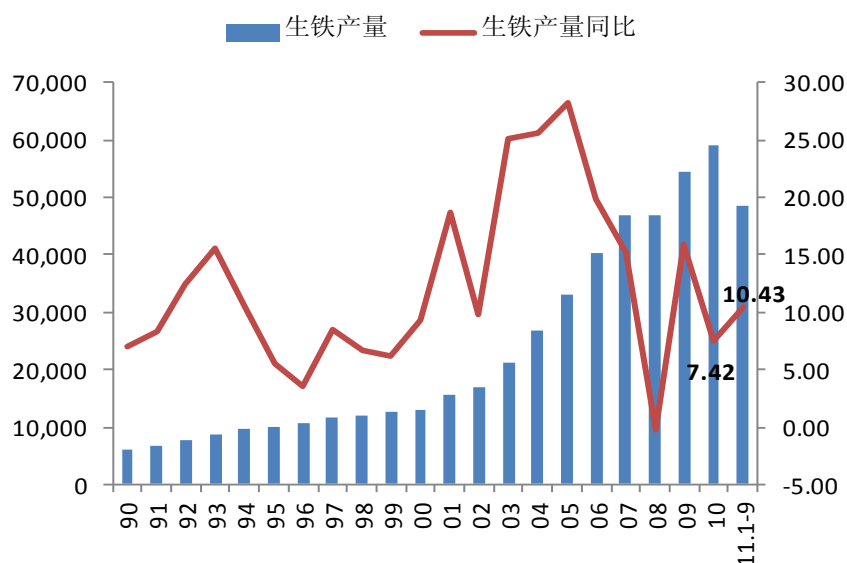


资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 5.2 钢铁行业: 近 3 个月来全国生铁产量同比增速明显提高

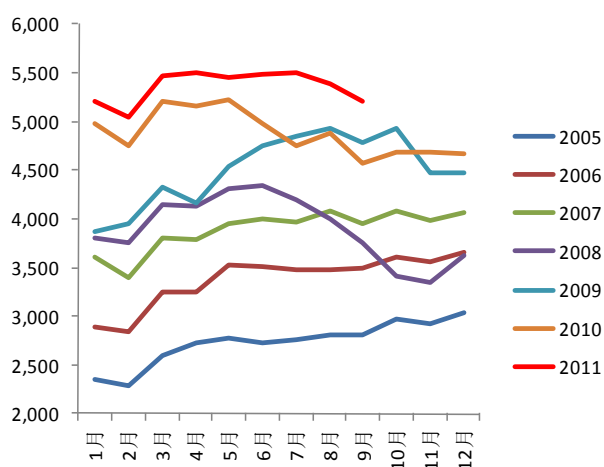
2011 年 1-9, 全国生铁产量为 48551.66 万吨, 同比增长 10.43%; 其中, 9 月份生铁产量为 5208.56 万吨, 当月同比 15.70%, 近 3 个月来同比增速明显提高 (见图 49)。

图 47: 90 年至 11 年前 9 月累计生铁产量及同比增长率



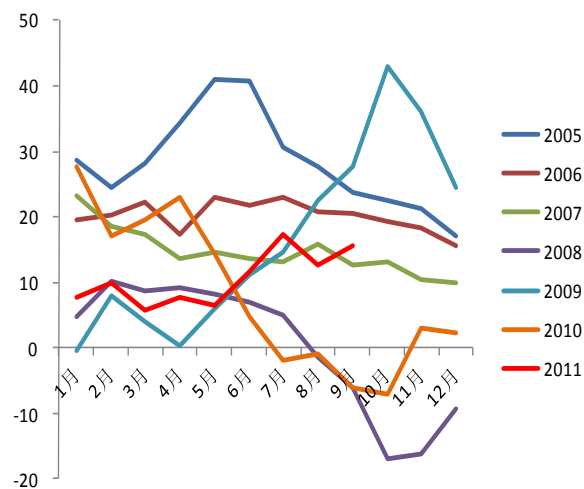
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 48: 05 年至 11 年前 9 月生铁各月产量对比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 49: 06 年至 11 年前 9 月生铁产量同比增长率

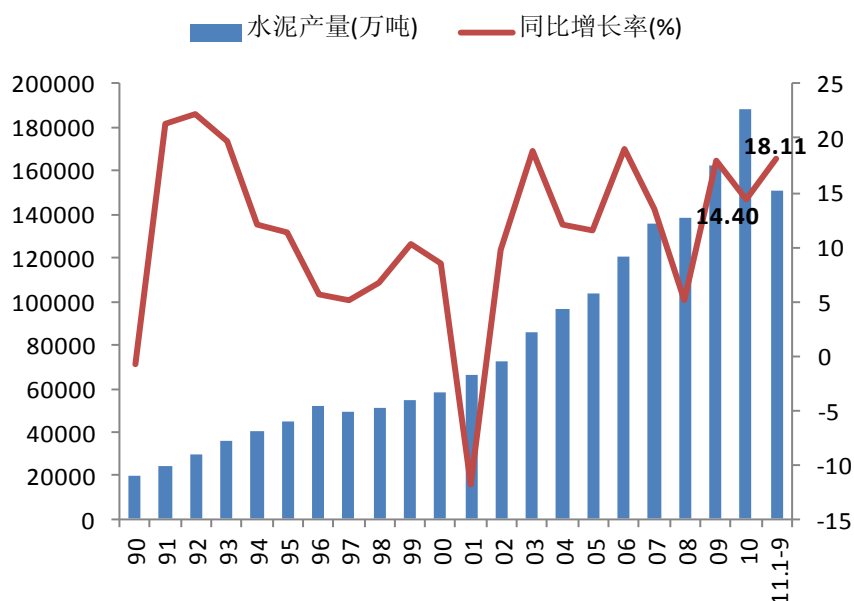


资料来源: wind, 渤海证券研究所

### 5.3 建材行业：前9月全国水泥产量保持较高增速

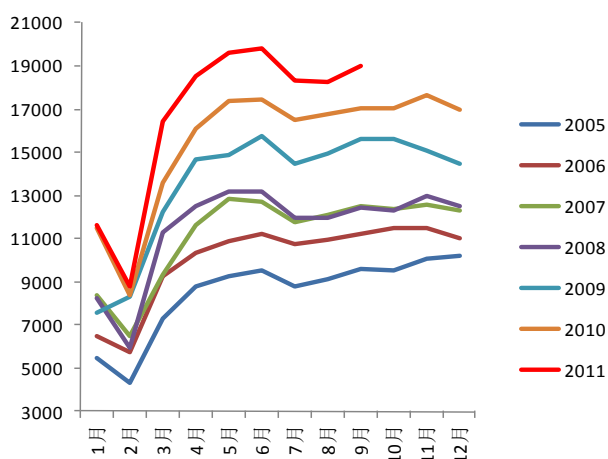
2011年1-9月，全国水泥产量为151252.96万吨，同比增长18.11%，今年以来水泥产量保持了较高的增速。其中，9月份水泥产量为19031.40万吨，当月同比增长15.69%。

图 50：90 年至 11 年前 9 月水泥产量及同比增长率



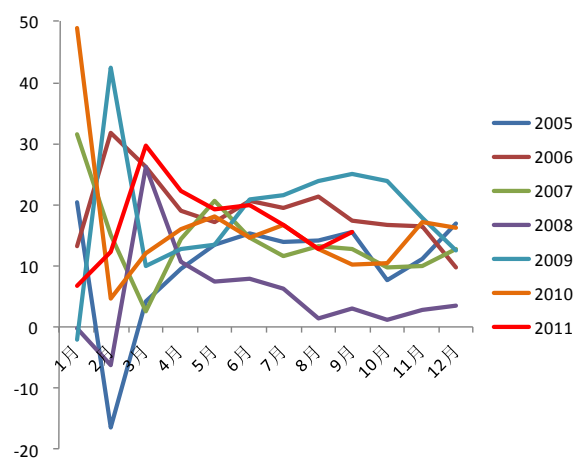
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 51：05 年至 11 年前 9 月水泥产量情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 52：06 年至 11 年前 9 月水泥产量同比增长

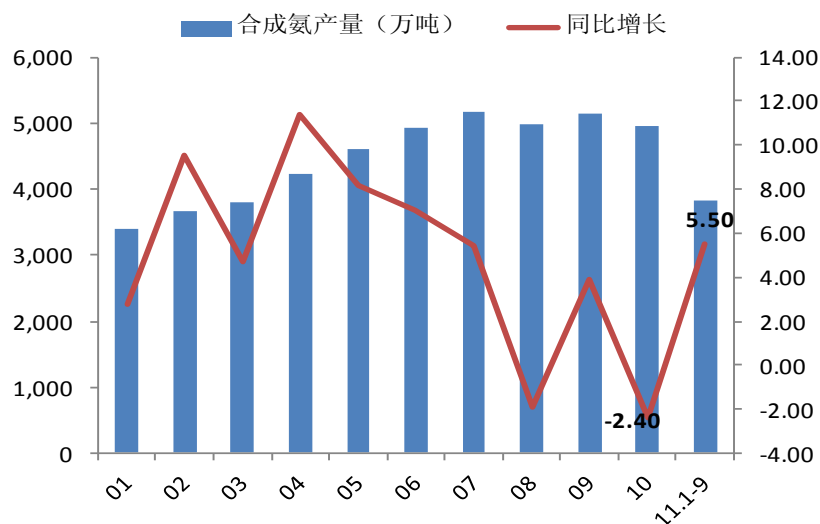


资料来源：wind，渤海证券研究所

## 5.4 化肥行业：9 月份合成氨产量同比快速增长

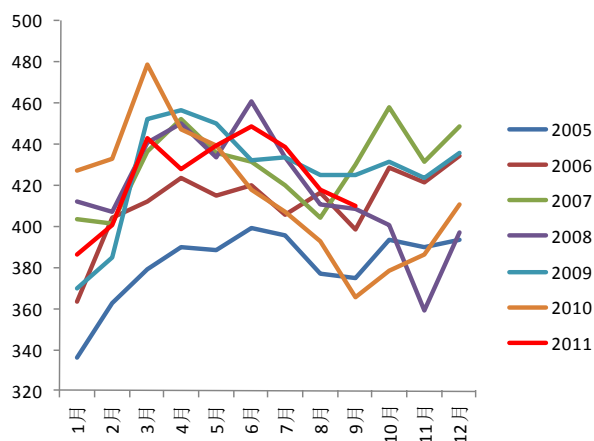
2011 年 1-9 月，全国合成氨产量为 3824.2 万吨，同比增长 5.5%。其中，9 月份合成氨产量为 410 万吨，当月同比增长 15.80%，9 月同比增速创出年内新高（见图 55）。

图 53：01 年至 11 年前 9 月合成氨累计产量及同比增长率



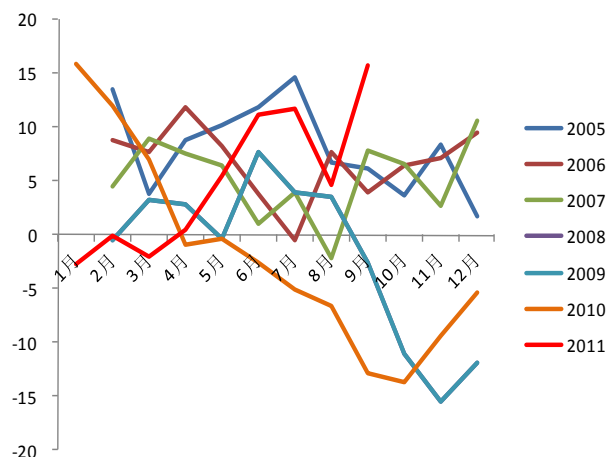
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 54：05 年至 11 年前 9 月合成氨产量



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 55：合成氨各月产量同比增长率



资料来源：wind，渤海证券研究所

## 6. 三季度回顾及全年业绩预测

前三季度净利润增速为 18.11%，由于成本增速较快，导致销售毛利率逐季下滑。

(1) 年内累计数据：从表 2 中可以看出，虽然 11 年 1-9 月营业收入累计同比增速略高于 1-6 月的水平，但是净利润（指归母公司股东净利润，下同）累计增速却出现小幅下滑，主要是由于煤炭板块成本增速超过收入增速，导致 1-9 月毛利率略低于 1-6 月的水平；1-9 月的 ROE 略高于上年水平；(2) 单季度数据：从表 3 中可以看出，今年三季度营业收入同比增速明显高于二季度，略低于一季度，但是三季度营业收入的环比增速却出现 10.30 个百分点的大幅下滑（上年三季度环比也同样出现明显下滑），同时三季度净利润的环比也出现 4.54% 的下降，表明今年煤炭板块三季度盈利水平稍低于二季度，同时可以看出，自 2010 年一季度以来的这五个季度，今年的三季度煤炭板块毛利率首次降至 30% 以下，同样说明成本增速较快是导致煤炭板块三季度盈利水平下降的重要原因；三季度煤炭板块的 ROE 略低于二季度，与一季度基本相当。

表 2：煤炭板块（SW 煤炭开采 III）成长能力及盈利能力（年内累计）

| 单位：%      | 营业收入合计(同比增长率) | 归母公司股东净利润合计(同比增长率) | 销售毛利率(整体法) | ROE-平均(整体法) |
|-----------|---------------|--------------------|------------|-------------|
| 2010.1-3  | 52.22         | 21.75              | 36.27      | 5.09        |
| 2010.1-6  | 53.87         | 30.68              | 35.58      | 10.47       |
| 2010.1-9  | 48.99         | 32.6               | 34.76      | 15.58       |
| 2010.1-12 | 34.12         | 29.28              | 34.16      | 19.69       |
| 2011.1-3  | 40.37         | 17.53              | 32.08      | 5.08        |
| 2011.1-6  | 37.25         | 19.3               | 31.93      | 10.67       |
| 2011.1-9  | 39.01         | 18.11              | 31.19      | 15.72       |

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 3：煤炭板块（SW 煤炭开采 III）成长能力及盈利能力（单季度）

| 单位：%                 | 2010 年 |       |       |        | 2011 年 |       |       |
|----------------------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
|                      | 一季度    | 二季度   | 三季度   | 四季度    | 一季度    | 二季度   | 三季度   |
| 营业收入合计(同比增长率)        | 52.22  | 55.3  | 43.75 | 4.93   | 40.37  | 34.6  | 38.69 |
| 营业收入合计(环比增长率)        | -13.12 | 17.79 | 0.84  | 1.67   | 16.18  | 12.96 | 2.66  |
| 归属母公司股东的净利润合计(同比增长率) | 21.75  | 40.32 | 37.29 | 18.95  | 17.53  | 20.96 | 11.74 |
| 归属母公司股东的净利润合计(环比增长率) | 30.06  | 6.8   | 3.33  | -17.12 | 28.51  | 9.92  | -4.54 |
| 销售毛利率(整体法)           | 36.27  | 34.98 | 33.22 | 32.49  | 32.08  | 31.8  | 29.58 |
| 净资产收益率 ROE-摊薄(整体法)   | 4.92   | 5.21  | 5.08  | 4.06   | 4.94   | 5.45  | 4.9   |

资料来源：wind，渤海证券研究所

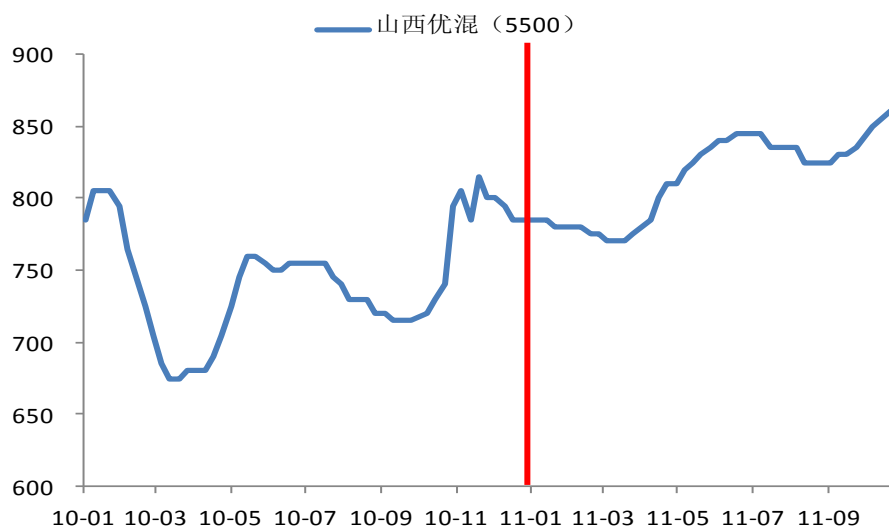
预计全年业绩增速接近 20% 左右。(1) 从价格方面来看, 从表 4 中可以看出, 四季度的第一个月 10 月份中转地山西优混 (5500) 价格同比上涨 14.7%, 大幅高于前 9 月的平均涨幅 10.4%; 由于四季度是煤炭消费旺季, 加之今年来水明显偏少, 我们预计未来 2 个月煤炭价格仍将保持高位运行。因此我们判断, 即使考虑到 10 年 11、12 月的价格处于年内高位这一因素 (见图 56), 我们判断四季度煤炭价格整体涨幅至少与前 9 个月涨幅基本一致, 或略有高出 (假设秦皇岛山西优混今年后 2 个月平均价格与 10 月底价格一致, 计算出来的四季度平均价格同比涨幅为 10.2%, 与前三季度平均价格的同比涨幅 10.4% 基本一致); (2) 煤炭行业成本增速较快, 以及四季度煤炭企业结转费用等, 是影响业绩的负面因素。综合以上两个方面, 并考虑前三季度业绩增速, 我们预计全年净利润增速在接近 20% 左右的水平。

表 4: 10 月价格同比增幅与前 9 月涨幅对比

| 单位: 元/吨        | 2010 年 1-9 月均价 | 2011 年 1-9 月均价 | 前 9 月同比上涨 |
|----------------|----------------|----------------|-----------|
|                | 735.26         | 811.89         | 10.4%     |
| 中转地山西优混 (5500) | 2010 年 10 月均价  | 2011 年 10 月均价  | 10 月同比上涨  |
|                | 746.25         | 856.25         | 14.7%     |

资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 56: 10 年初以中转地山西优混 (5500) 价格

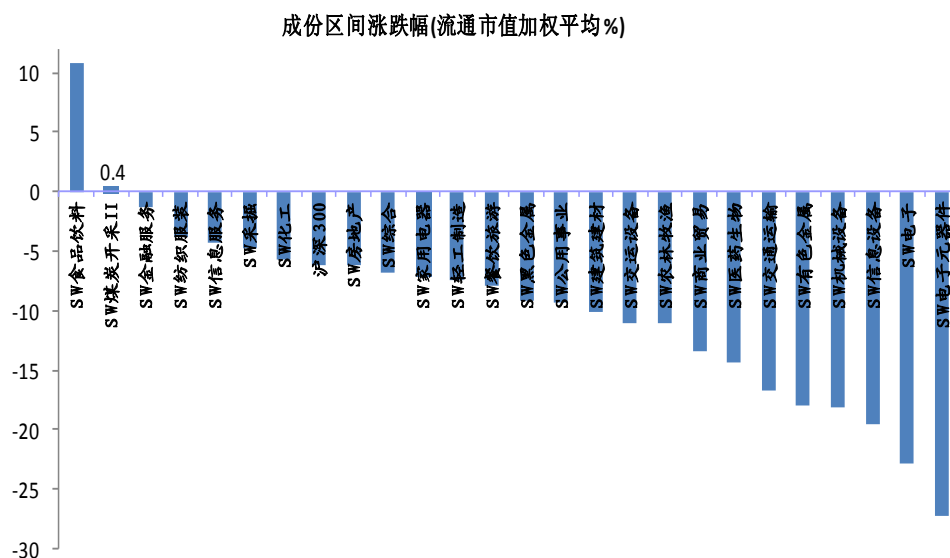


资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 7. 二级市场表现

截至 11 月 4 日，按流通市值加权平均计算，2011 年初以来，SW 煤炭开采 II 行业涨幅为 0.4%，跑赢沪深 300 指数涨幅 6.58 个百分点；与申万 23 个一级行业相比，涨幅排在第二位，仅次于食品饮料行业。

图 57：11 年初以来各板块指数涨跌幅



资料来源：wind，渤海证券研究所

## 8. 行业估值和评级

### 8.1 煤炭板块估值较低

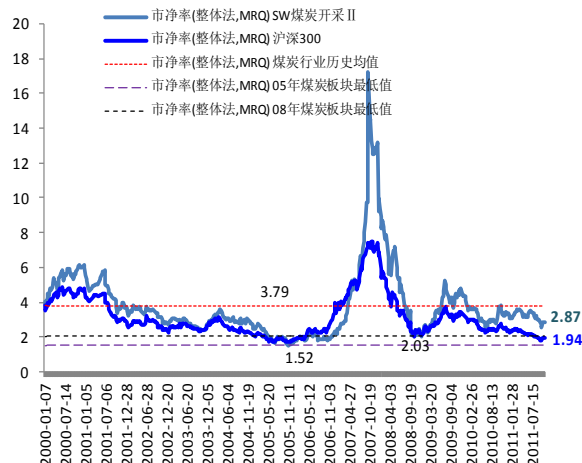
截至 10 月 4 日, SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM, 整体法) 为 15.42 倍, 自 2000 年以来的平均值为 29.91 倍; 市净率 (MRQ, 整体法) 为 2.87 倍, 自 2000 年以来的平均值为 3.79 倍; 总体来看, 煤炭板块估值已处于较低水平。

图 58: 00 年至目前煤炭板块市盈率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 59: 00 年至目前煤炭板块市净率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

### 8.2 维持行业“看好”评级

虽然目前国际上美国国内消费仍不乐观、欧洲经济增速预期不断被下调, 欧债危机的解决前景充满不确定性, 国内四季度经济增速预期将略有回落, 但是以上因素在资本市场上已反映较为充分, 煤炭板块估值已较为便宜, 长期投资价值显现; 此外, 国内通胀预计在四季度有所回落, 紧缩性政策初现缓解迹象, 流动性存在趋向宽松预期, 我们维持行业“看好”评级。

#### 推荐股票:

技改煤矿投产进度明显快于其他公司、明年原煤产量增长一倍以上并且洗精煤比例不断提高的**永泰能源**; 铺龙湾和霍尔辛赫煤矿的逐步达产, 以及技改煤矿 13 年逐步投产, 使得公司原煤产量未来几年均保持较高增速的**山煤国际**; 估值优势明显、积极收购海外资源从而不断提高产能的**兖州煤业**; 资产注入预期强烈、无烟喷吹煤龙头企业**阳泉煤业**; 资产注入预期强烈、具有较高技术水平的烟煤喷吹煤龙头企业**潞安环能**; 煤质优良、未来受益于包西线、成长性明确的**昊华能源**。

**投资评级说明**

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 强烈推荐 | 未来 6 个月内绝对收益率 > 50%                 |
|        | 推荐   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 30%                 |
|        | 持有   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 10%                 |
|        | 回避   | 未来 6 个月内绝对收益率 < 10%                 |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**重要声明 1:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明 2:** 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: [zhuyan.jun@bhq.com](mailto:zhuyan.jun@bhq.com)

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: [wuhuihui09@gmail.com](mailto:wuhuihui09@gmail.com)

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: [helen.newday@gmail.com](mailto:helen.newday@gmail.com)

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)