

煤炭行业 2012 年下半年投资策略

——美国煤出口中国影响 是滔天巨浪还是一波涟漪？

报告摘要：

今年煤炭板块整体表现受系统性风险影响较大，体现出煤炭行业作为强周期性行业的特性。尽管整体行业估值水平较低，但市场在对宏观经济以及国际能源格局上的判断不断地左右着煤炭股的走向。

本文最主要着力解决的问题是“美国页岩气开采引发当地煤炭需求下降，进而转为出口亚太”的可能性和实际效果究竟如何。美国煤对于中国的冲击究竟是滔天巨浪还仅仅是一波涟漪？

通过细致的梳理和逻辑演绎，我们认为无论是煤炭产业层面还是资本市场都已经对美国煤出口中国的影响预期的过分悲观，由此造成的煤炭股估值水平下移已经偏离正常水平。市场预期偏离，意味着估值的矫正和修复。

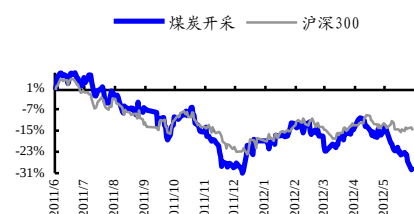
煤炭行业作为典型的周期性行业，必然遵循周期性行业的运行规律，即否极泰来，盛极而衰。我们赞同煤炭行业处于景气下行阶段，但是难以苟同“挥别黄金十年”的说法。煤炭行业即将迎来的是上一周期的底部和新周期的起点，而不是刚刚由景气高点开始下滑。

给予煤炭板块 2012 年下半年“优于大势”的投资评级。投资配置上，先着眼抗风险能力较强、安全边际高的合同煤企业：中国神华、中煤能源、国投新集、露天煤业这些合同煤占比较高的公司短期抗风险能力较强。其次，各煤种很有可能在见底的节奏上趋于一致，风险偏好高的投资者可关注业绩弹性较大的永泰能源、神火股份、冀中能源。褐煤是另外一种具备长期价值的品种。过去 10 年褐煤行业的单位工效提高最快，干馏或干燥提质技术的逐步成熟可使未来褐煤企业利润提升到一个新的台阶，建议关注平庄能源、露天煤业。

对于估值，永远是仁者见仁的判断，悲观者认为业绩下滑会拉高估值，导致估值优势消失；乐观者认为长周期来看，低估值的介入时机是非常短暂的。我们建议把握这个长期估值低点的机会，三季度应该是长期布局的绝佳时机。

风险提示：1、资产泡沫化：09 年之后大量基础建设投入累积下的产能有长期过剩的风险。如果中国经济长期处于去库存周期，对于周期类行业的打击是显著的。2、宏观经济下行：如果宏观经济年内无法见底，煤炭需求也受到较大负面影响。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-16.39%	-15.93%	-31.43%
相对收益	-11.50%	-12.01%	-12.02%

重点公司	投资评级
中国神华	推荐
中煤能源	推荐
国投新集	推荐
露天煤业	推荐
平庄能源	推荐
永泰能源	推荐
神火股份	推荐
冀中能源	推荐

相关报告

《煤炭行业周报 20120521——基本面数据恶化 投资需前瞻》

2012-05-22

《煤炭行业周报——强周期行业的投资逻辑：精确的错误 VS 模糊的正确》

2012-05-07

证券分析师：王师

执业证书编号：S0550511030001
(021)20361109 wangs@nesc.cn

目 录

1. 总体逻辑.....	5
2. 美国出口煤的冲击波.....	5
2.1. 如美国煤炭出口对我国市场产生冲击 需满足三个假设.....	5
2.2. 假设一 天然气的价格优势和对煤炭的替代效应是否成立.....	6
2.2.1. 美国能源结构.....	6
2.2.2. 煤炭与天然气竞争主战场为发电行业.....	7
2.2.3. 天然气产量和价格将上涨 比价效应降低.....	7
2.3. 假设二： 美国煤炭出口对亚洲地区尤其是中国的实际影响.....	9
2.3.1. 美国煤炭生产与消费变动规律.....	9
2.3.2. 美国煤炭出口总量占比不大 2012 年起萎缩而不是跃进.....	10
2.3.3. 美国煤炭出口第一目的地为欧洲 出口中国煤炭数量微小.....	11
2.4. 假设三 美国煤炭坑口价格地区差异大 坑口低价转换为出口低价?	13
2.4.1. 美国煤炭赋存方式和矿井分布.....	14
2.4.2. 美国煤炭坑口价格特征.....	15
2.4.3. 低价的更主要原因是低质.....	17
2.4.4. 出口过程中运输距离远 运价远高于煤价.....	19
2.4.4.1. 模拟一:宾夕法尼亚州煤炭出口.....	19
2.4.4.2. 模拟二: 怀俄明州煤炭出口.....	20
2.5. 结论 三大假设均不成立 美国煤炭出口仅是一圈涟漪.....	22
3. 经济下滑导致用煤行业需求不旺.....	22
3.1. 煤炭供给总量与增速正常 个别主产区产量下降.....	22
3.2. 需求端: 火电行业萎靡 电厂库存出现极端相反策略.....	23
3.2.1. 水电来水充裕 火电出力不足.....	23
3.2.2. 库存高企 高库存下的火电厂存煤策略.....	24
3.2.3. 其他下游行业: 钢铁、水泥、化肥增速不佳.....	26
3.3. 煤炭价格变动: 迎峰度夏已无意义 关注冬季需求高峰.....	27
4. 投资策略: 行业景气周期.....	28
4.1. 当前的周期特征 期待新周期而不是挥别周期顶点.....	28
4.2. 估值特征.....	29
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1: 美国能源消费结构.....	6
图 2: 美国煤炭下游行业中 发电占比非常高.....	7
图 3: 美国电力燃料消费结构.....	7
图 4: 天然气日产量与预测 十亿立方英尺/日.....	8
图 5: 煤炭季度产量与预测 百万短吨.....	8
图 6: 美国天然气与煤炭价格比值 (单位热量 BTU).....	8
图 7: 美国能源消费结构长期变化并不大.....	9
图 8: 美国煤炭产量与消费量 千短吨.....	10
图 9: 2001-2011 美国煤炭出口数量 短吨.....	10
表 1: 2011-2014 年美国煤炭出口总量及预测.....	10
图 10: 2011 年美国出口焦煤与动力煤数量 短吨.....	11
图 11: 美国单季度总出口量 百万短吨.....	11
表 2: 近 9 年美国煤炭出口总量与地区.....	12
表 3: 美国煤炭出口分地区增速.....	12
图 12: 2011 年美国煤炭出口分地区占比 亚洲仅为欧洲一半.....	12
图 13: 美国煤炭出口亚洲分国别比例.....	13
图 14: 美国出口中国煤炭总量微小 难以掀起波澜.....	13
图 15: 美国主要煤矿分布.....	14
表 4: 美国各产煤州产量总产量.....	14
图 16: 美国煤炭三大主要生产区域.....	15
表 5: 各地区煤炭平均价格 美元/短吨.....	15
表 6: 2009-2011 年美国煤炭分煤种坑口价格 煤化程度决定煤炭价格.....	16
表 7: 2011 年美国各煤种平均价格与我国代表地区价格比对.....	16
表 8: 2009-2011 年美国露天和井工矿坑口价格 露天矿成本低 售价低.....	16
图 17: 西部地区 科罗拉多/犹他州煤价 美元/短吨.....	17
图 18: 西部地区怀俄明/蒙大拿州煤价 美元/短吨.....	17
图 19: 阿巴拉契亚 西弗吉尼亚州煤价 美元/短吨.....	17
图 20: 西部地区 宾夕法尼亚州煤价 美元/短吨.....	17
图 21: 中部地区 伊利诺伊州煤价 美元/短吨.....	17
表 9: 美国主要矿区煤炭指标.....	18
表 10: 我国煤炭指标划分.....	18
表 11: 广州港进口煤煤质情况与价格一览 6 月价格.....	18
图 22: 宾夕法尼亚州煤炭出口路径及价格模拟.....	19
图 23: 加拿大国家铁路运输公司 美分/英里.....	20
图 24: 加拿大太平洋铁路运输公司 美分/英里.....	20
图 25: 西部地区煤炭出口几乎横亘整个美国.....	21
图 26: 南非煤和欧洲煤受美国冲击 美元/吨.....	21
图 27: 全国煤炭月度产量与销量 万吨.....	22
图 28: 全国煤炭月度产量与销量增速 %.....	22
表 12: 2012 年 1-4 月 主产区煤炭产量与增速.....	23
图 29: 全国火电发电总量与增速 月度.....	23
图 30: 全社会用电量总量与同比增速.....	23
图 31: 火电利用小时数与变化量.....	24

图 32: 水电利用小时数与变化量.....	24
图 33: 秦港库存突破历史高点 创造新的纪录	24
图 34: 重点电厂库存 直供总计 万吨.....	25
图 35: 直供电厂煤炭库存可用天数.....	25
表 13: 6月中旬湖北电厂存煤情况 吨.....	25
图 36: 生铁月度产量.....	26
图 37: 水泥月度产量与增速.....	26
图 38: 合成氨月度产量与增速.....	27
图 39: 秦皇岛港煤炭价格变动 元/吨	28
图 40: 煤炭行业景气周期变动的最佳诠释: 利润增长率变动	29
图 41: 当前 PE 接近上证 1664 水平	29
图 42: PB 接近历史低点.....	30
图 43: 2002-2012 年煤炭行业单位工效变动 褐煤弹性最大.....	30
表 14: 煤炭行业重点公司估值与业绩预测.....	31

1. 总体逻辑

今年前两季度，煤炭板块整体表现受系统性风险影响较大，这也体现出煤炭行业作为强周期性行业的特性。尽管整体行业估值水平较低，但市场在对宏观经济以及国际能源格局上的判断不断地左右着煤炭股的走向。

在通过事实和数据得到结论前，我们并没有主观性地对煤炭市场的未来发展先入为主，而是重点针对市场所关心的问题进行分析和数据上的分析和情境推演。本文最主要解决的问题就是“美国页岩气开采引发当地煤炭需求下降，进而转为出口亚太”的可能性和实际效果究竟如何。美国煤对于中国的冲击究竟是滔天巨浪还仅仅是一波涟漪？

通过细致的梳理和逻辑演绎，我们认为无论是煤炭产业层面还是资本市场都已经对美国煤出口中国的影响预期的过分悲观，由此造成的煤炭股估值水平下移已经偏离正常水平。市场预期偏离，意味着估值的修正和修复。

我们赞同当前煤炭行业处于景气周期下行阶段的观点，但是难以苟同“挥别黄金十年”的说法。目前的煤炭行业即将迎来的是上一周期的底部和新周期的起点，而不是刚刚由景气高点进入下滑区间。

总体来说，我们给予煤炭板块 2012 年下半年“优于大势”的投资评级。下半年的投资配置上，我们倾向于先着眼抗风险能力较强、安全边际高的低价煤企业，目前国内的低价煤就是合同煤，因此中国神华、中煤能源、国投新集、露天煤业这些合同煤占比较高的公司短期抗风险能力较强。其次，今年各煤种很有可能在见底的节奏上趋于一致，我们认为动力煤、无烟煤和炼焦煤三季度见到价格底部的可能性比较大，风险偏好高的投资者可关注业绩弹性较大的永泰能源、神火股份、冀中能源。褐煤是另外一种具备长期价值的品种。过去 10 年间，褐煤行业的单位工效提高迅速，干馏或干燥提质技术的逐步成熟可使未来褐煤企业利润提升到一个新的台阶，建议关注平庄能源、露天煤业。

对于估值，永远是仁者见仁的判断，悲观者认为业绩下滑会拉高估值，导致估值优势消失；乐观者认为长周期来看，低估值的介入时机是非常短暂的。我们建议把握这个长期估值低点的机会，三季度应该是长期布局的绝佳时机。

2. 美国出口煤的冲击波

2.1. 如美国煤炭出口对我国市场产生冲击 需满足三个假设

5 月以来，多个中国煤炭行业运行指标在历史基础上创造了新的记录：电厂存煤天数超过 2008 年年末水平达到历史新高；秦皇岛港港口库存超过 940 万吨面临疏港；同时，港口价格迅速下滑，下降频率和幅度均超过最近 4 年的同期水平。

关于煤炭库存高企、价格下跌的原因，有人归结为美国页岩气产量增加后，天然气

价格下跌，因此美国煤炭只好转道出口。美国煤炭低廉的坑口价格使其具备明显优势，造成中国沿海电厂大量进口美国煤，进而出现国内煤炭库存升高和价格跳水。

我们认为，如果美国煤炭出口对中国市场存在较大冲击，必须满足三个假设前提，即：

- 假设一、美国天然气产量增加，天然气价格下跌。天然气相对于煤炭的比价效应降低，具备价格上的竞争力，因此美国煤炭将以出口的方式来缓解国内的需求压力；
- 假设二、美国增加煤炭出口后，对亚洲的出口总量将增加。这部分煤炭将对亚太煤炭市场和中国煤炭市场造成较大冲击；
- 假设三、即使美国对中国的煤炭出口总量，还没有巨大到明显冲击中国煤炭市场的规模。但美国煤坑口价格较低，低价效应使其存在较高潜在出口增速，早晚会对中国市场产生影响。

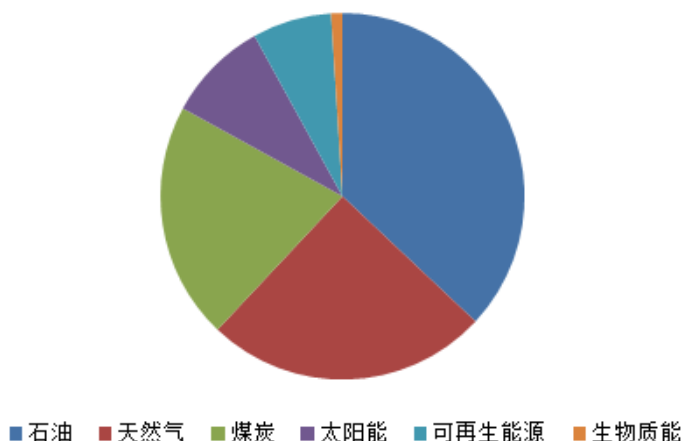
如果三个假设前提变为现实，则国内煤炭市场将受到巨大冲击；如假设不成立，则市场对于美国煤出口中国这一事件预期过于悲观。本文将着重对以上三个假设一一剖析，以确定美国煤炭出口对世界煤炭市场格局，尤其是中国煤炭市场将产生哪些影响。通过对大量的历史数据和实例进行解析，我们认为市场对于美国煤炭冲击中国市场的预期已经明显偏离而过分悲观。由此导致的煤炭股估值水平下移幅度，远远大于美国煤炭出口对于我国市场的实际影响。

2.2. 假设一 天然气的价格优势和对煤炭的替代效应是否成立

2.2.1. 美国能源结构

和中国“富煤贫油少气”的一次能源储备特征不同，美国是个化石能源富藏条件优越的国家，有着极为丰富的矿藏资源储备。近 20 年来，美国着力于推进风能、太阳能和生物质能在本国的应用与普及，但从其能源消费结构来看，石油、天然气和煤炭占据能源消费比重远大于其他能源。截至 2010 年，石油、天然气和煤炭消费占美国能源消费总量比例分别为 37%、25%和 21%，其他能源种类合计占比还不到 18%。

图 1：美国能源消费结构



数据来源：EIA 东北证券

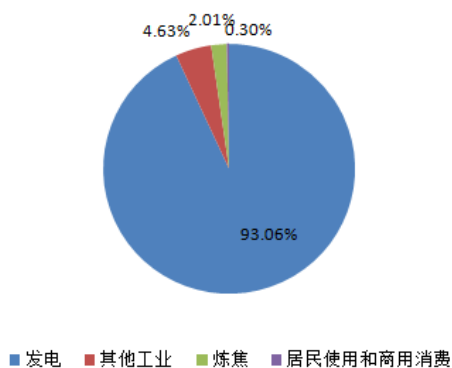
美国天然气由于页岩气压裂技术的逐步成熟，其产量有逐步扩张的预期，且由于其低价、对环境更加友好的特性，能源研究领域和资本市场都对其未来发展，尤其是对美国能源结构的改变持有正面预期。

天然气开采量的增长，将会对同为一次能源的煤炭行业产生冲击，这个冲击体现在哪些方面，冲击究竟有多大？

2.2.2. 煤炭与天然气竞争主战场为发电行业

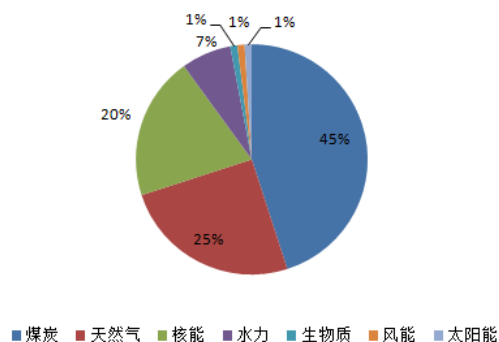
煤炭在美国的最主要使用方式是发电。全美煤炭总消费量中的 93% 用于发电，其他用途，如工业用煤、冶金用煤和商业消费用煤仅占 4.6%、2% 和 0.3%。在美国发电燃料结构中，煤炭和天然气存在明显的替代关系，燃煤电厂和天然气电厂发电总量分别占据美国所有发电设施的 45% 和 25%。因此，煤炭和天然气的直接竞争主要体现在发电领域。

图 2: 美国煤炭下游行业中 发电占比非常高



数据来源：EIA 东北证券

图 3: 美国电力燃料消费结构



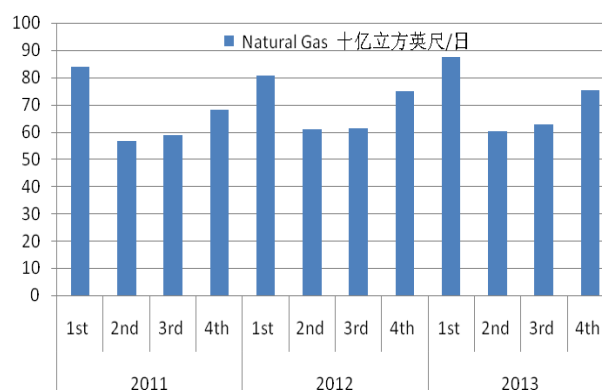
数据来源：EIA 东北证券

2.2.3. 天然气产量和价格将上涨 比价效应降低

天然气与煤炭在电力领域的竞争，核心在于价格。有观点认为天然气价格如果明显低于煤炭，且长期保持比价效应，将对煤炭在电力领域的应用产生冲击，但事实并非如此。

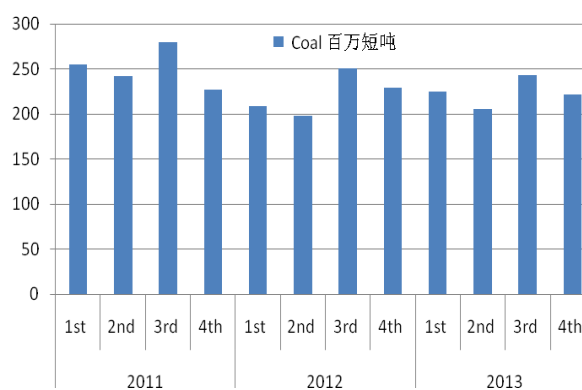
美国天然气开采和煤炭开采均有较明显的季节性规律，根据美国能源信息管理局 EIA 的统计和预测数据，天然气开采量在 2012 年第二季度达到未来 2 年的低点，天然气价格也将开始逐步回升。

图 4: 天然气日产量与预测 十亿立方英尺/日



数据来源: EIA 东北证券

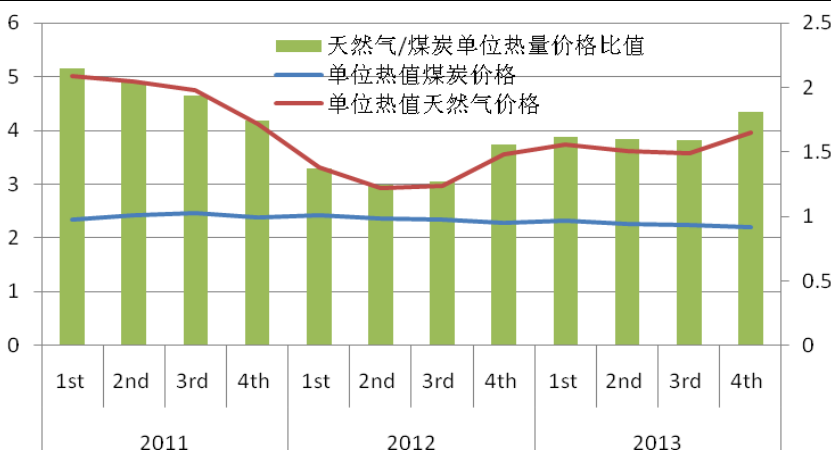
图 5: 煤炭季度产量与预测 百万短吨



数据来源: EIA 东北证券

2011 年初, 美国天然气价格较高, 天然气与煤炭的单位热量价格比值为 2.14, 由于煤炭价格波动远小于天然气价格波动, 因此二者的单位热量比值逐步降低至 1.6 左右, 今年二季度这一比值将降至 1.2。这一阶段天然气价格优势显现。然而, 随着未来天然气价格回升, 其价格优势将不再明显, EIA 预计天然气与煤炭价格比值将在 2012 年 3 季度起回升。

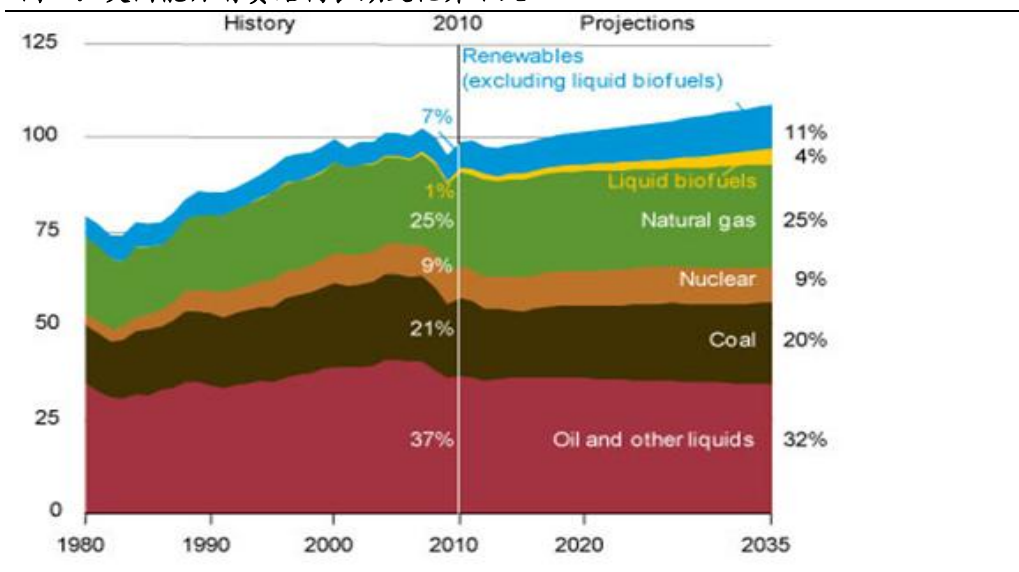
图 6: 美国天然气与煤炭价格比值 (单位热量 BTU)



数据来源: EIA 东北证券

由于天然气和煤炭同在发电领域竞争, 天然气价格提升后, 价格优势衰退, 相对于煤炭的经济性减弱, 对煤炭需求的挤压将大大缓解。长期来看, 尽管页岩气未来可能有较为明显的增量, 但美国对煤炭的需求仍是可维持的。根据 EIA 的长期展望, 到 2035 年, 天然气占能源消费比重仍为 25%, 而煤炭的比重仅下降 1 个百分点, 由 21% 下降到 20%。因此天然气对煤炭需求的长期挤压效应很小, 煤炭的长期需求可以得到保障。

图 7：美国能源消费结构长期变化并不大



数据来源：东北证券，Wind

综合 EIA 的判断和我们的数据分析，天然气产量和价格将在今年 2 季度后上升，天然气相对煤炭的比价将再度增长，从而失去其低价优势。而且，放到 20 年的长周期来看，天然气对煤炭需求的挤压并不明显。

美国煤炭冲击中国市场的第一个假设，“美国天然气产量增加，天然气价格下跌。煤炭相对于天然气的比价效应降低，美国煤炭将以出口的方式来缓解国内的需求压力”不成立。

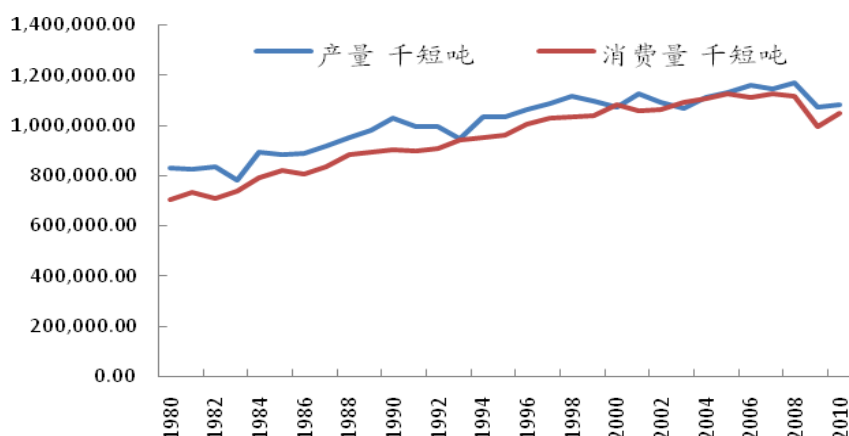
2.3. 假设二：美国煤炭出口对亚洲地区尤其是中国的实际影响

2.3.1. 美国煤炭生产与消费变动规律

作为能源产业和消费模式成熟的发达国家，美国在煤炭生产和消费上有特有模式。燃煤电厂运营历史长、长协合同普遍是美国煤炭消费的主要特征。受此影响，美国煤炭生产和消费总量在过去 30 年间发生的变化并不明显。1980 年-2010 年 30 年间，美国煤炭产量由 8.3 亿短吨增加至 10.85 亿短吨，30 年的产量总增幅仅为 30%。

总产量基本稳定，总消费量与产量基本相符，总体来说美国煤炭市场弹性较小。由于长协合同的广泛签订，使美国煤炭供需多年达到均衡水平，能影响市场供需平衡的因素主要是进出口。

图 8: 美国煤炭产量与消费量 千短吨

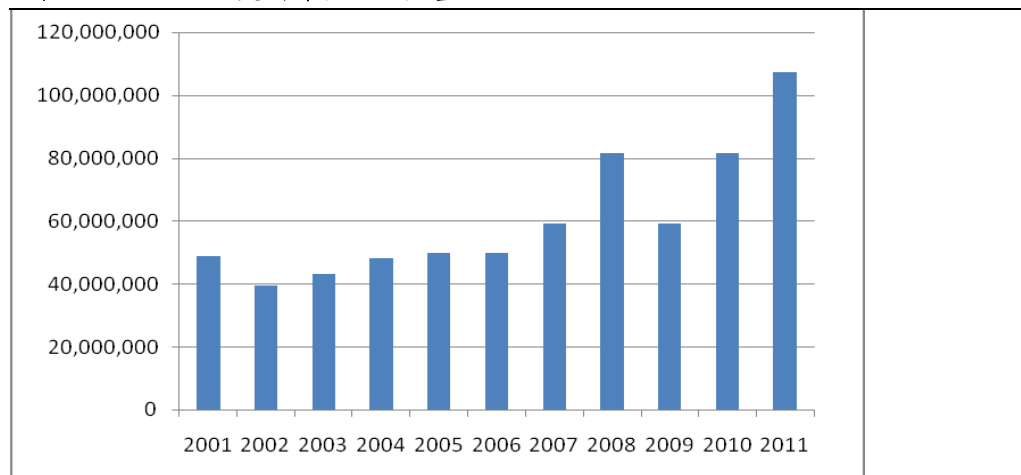


数据来源: wind 东北证券

2.3.2. 美国煤炭出口总量占比不大 2012 年起萎缩而不是跃进

2007 年以前,美国煤炭出口总量基本维持在每年 4000-5000 万短吨的区间。2007 和 2008 年开始迅速增长并达到 5915 万短吨和 8159 万短吨。2009 年,受经济危机影响,全球煤炭需求下滑导致美国出口下降,总量萎缩至 2009 年水平。2010 年后至今,美国煤炭出口又迎来了一个新的释放高峰,2011 年出口总量首次超过 1 亿短吨。

图 9: 2001-2011 美国煤炭出口数量 短吨



数据来源: 东北证券, Wind

2011 年,全美共出口煤炭 1.07 亿短吨,这个总量是难以超越的。美国能源信息署预测 2012 年和 2013 年的煤炭出口量将分别降低到 1.06 亿短吨和 0.97 亿短吨。煤炭出口结构特征: 冶金煤仍占有绝对多数,动力煤出口量的降低将更为显著。

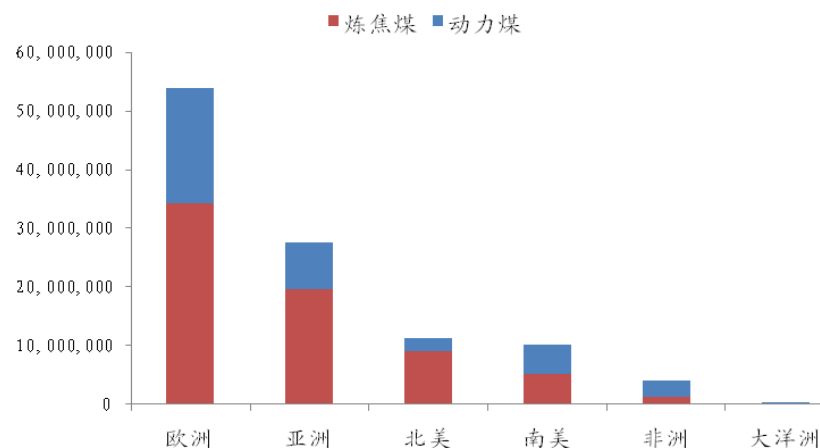
表 1: 2011-2014 年美国煤炭出口总量及预测

单位 百万短吨	2011	2012	2013
总量	107.3	106.2	97.4
冶金煤	69.5	68.7	66.2

动力煤	37.6	35.1	31.2
-----	------	------	------

数据来源：EIA 东北证券

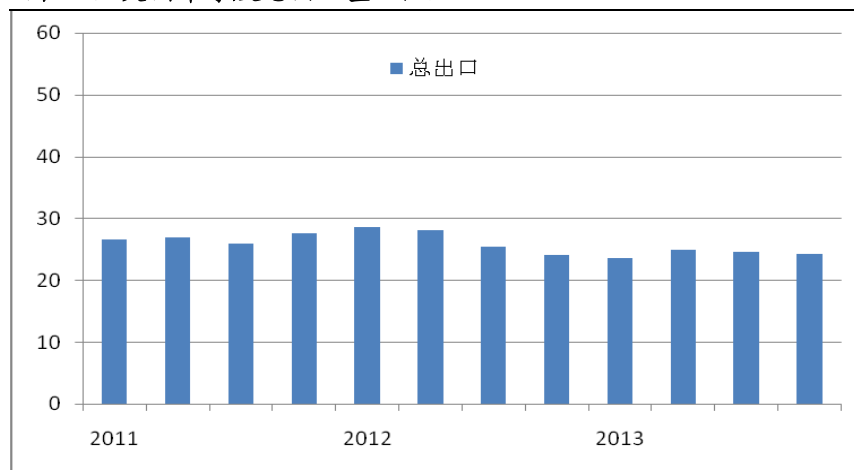
图 10：2011 年美国出口焦煤与动力煤数量 短吨



数据来源：东北证券，EIA

分季度来看，EIA2012 年第一季度出口总量 2860 万短吨已经达到单季度出口高峰，二季度开始出口量将逐渐减少至 2540 万短吨，此后维持 2500 万短吨以下。2013 年二季度出口量可能小幅反弹，但反弹级别较小，总量仍不会超过 2500 万短吨。

图 11：美国单季度总出口量 百万短吨



数据来源：东北证券，EIA

2.3.3. 美国煤炭出口第一目的地为欧洲 出口中国煤炭数量微小

美国出口到欧洲和亚洲地区的煤炭总量占其总出口量超过 7 成，其中欧洲仍为美国煤炭出口的第一目的地。2011 年美国出口欧洲煤炭总量达到 5.4 亿短吨，该数量超过出口其他所有地区的总和。

2008 年起，受到韩国、中国和印度对煤炭需求的快速拉动，美国煤炭向亚洲市场出口煤炭总量大幅提升，出口亚洲地区增速明显放大。与此同时，高基数的出口欧洲煤炭总量也在迅速增长，截至去年，出口亚洲的总量仍只有出口欧洲地区的一半，

难以撼动欧洲作为第一煤炭出口目的地的宝座。

表 2: 近 9 年美国煤炭出口总量与地区

地区	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
欧洲	15,148,328	15,210,652	18,824,993	20,804,724	27,118,552	40,306,158	30,073,489	38,208,076	53,941,906
亚洲	266,321	7,474,598	5,082,082	2,007,899	1,201,619	5,269,205	6,483,453	17,895,985	27,532,610
北美	21,936,907	18,783,016	20,608,312	20,527,708	19,100,942	24,353,709	12,076,792	13,420,579	10,190,159
南美	3,798,689	4,780,909	4,565,329	4,925,444	7,199,762	7,677,861	8,614,118	9,472,729	11,213,594
非洲	1,862,753	1,748,506	860,528	1,380,414	4,541,954	3,910,282	1,822,164	2,600,620	4,046,789
大洋洲	510	214	967	1,080	274	1,900	26,935	117,686	333,503
合计	43,013,508	47,997,895	49,942,211	49,647,269	59,163,103	81,519,115	59,096,951	81,715,675	107,258,561

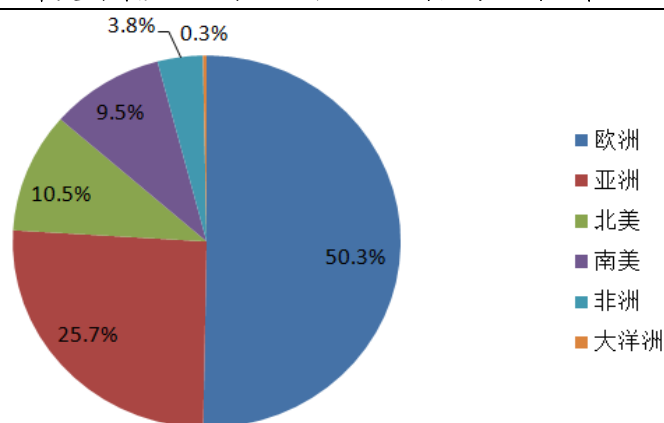
数据来源: EIA 东北证券

表 3: 美国煤炭出口分地区增速

地区	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
欧洲	-2.73%	0.41%	23.76%	10.52%	30.35%	48.63%	-25.39%	27.05%	41.18%
亚洲	-84.65%	2706.61%	-32.01%	-60.49%	-40.16%	338.51%	23.04%	176.03%	53.85%
北美	24.72%	-14.38%	9.72%	-0.39%	-6.95%	27.50%	-50.41%	11.13%	-24.07%
南美	1.08%	25.86%	-4.51%	7.89%	46.17%	6.64%	12.19%	9.97%	18.38%
非洲	97.68%	-6.13%	-50.78%	60.41%	229.03%	-13.91%	-53.40%	42.72%	55.61%
大洋洲	-83.75%	-58.04%	351.87%	11.69%	-74.63%	593.43%	1317.63%	336.93%	183.38%
合计	8.62%	11.59%	4.05%	-0.59%	19.17%	37.79%	-27.51%	38.27%	31.26%

数据来源: EIA 东北证券

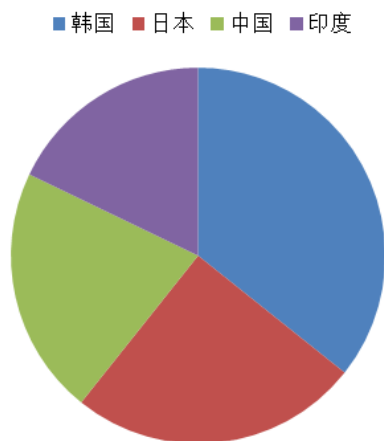
图 12: 2011 年美国煤炭出口分地区占比 亚洲仅为欧洲一半



数据来源: EIA 东北证券

韩国、日本、中国和印度是亚洲进口美国煤炭最多的 4 个国家, 但亚洲迅速崛起的对美煤炭进口需求, 绝大多数是韩日所拉动的, 中国具备巨大的本国煤炭生产能力, 从美国进口煤炭总量非常微小, 2011 年仅为 600 多万短吨 (相当于 550 万公吨), 这一数字仅占美国煤炭总产量的 0.56% 和出口总量的 5.7%。无论是对出口方美国, 还是对进口方中国来说, 550 公吨的总量对双方煤炭市场的影响都非常微小。

图 13: 美国煤炭出口亚洲分国别比例



数据来源: EIA 东北证券

从总体数量上看,2011 年美国出口煤炭总量 1.07 亿短吨仅占全美煤炭产量的 **9.8%**。出口的第一目的地仍被欧洲地区牢牢把持,出口亚洲地区的煤炭总量仅为出口欧洲的一半,占出口总量 **25.6%**。美国出口中国煤炭总量约 600 万短吨,仅占美国煤炭出口量的 5.7%和总产量的 0.56%。对于年煤炭需求总量达到 37 亿吨的我国来说,550 万吨的进口量实在是杯水车薪,对我国煤炭市场的扰动无疑为蚍蜉撼树。

图 14: 美国出口中国煤炭总量微小 难以掀起波澜



数据来源: 东北证券

经过对美国煤炭出口的历史和结构的分析,我们发现美国对中国煤炭的出口总量增长较为迅速,但绝对数量非常微小,不仅难以和出口欧洲的巨量相比,甚至明显少于亚洲其他经济体,如日本和韩国。因此,假设二“美国增加煤炭出口后,对亚洲的出口总量将增加。这部分煤炭将对亚太煤炭市场和中国煤炭市场造成较大冲击”难以成立

2.4. 假设三 美国煤炭坑口价格地区差异大 坑口低价转换为出口低价?

我们前文论证了美国煤炭出口对于亚洲尤其是中国煤炭市场的冲击比较小,定向中国的出口量非常有限,难以扰动我国市场。但是仍有人担心“美国坑口煤炭价格极低,低至 10 美元左右/吨,这部分煤炭出口到中国将大大拉低煤炭价格”。本部分就

着力于介绍美国煤炭价格的影响因素和变动趋势。

2.4.1. 美国煤炭赋存方式和矿井分布

与我国相类似，美国煤炭价格与开采方式、赋存条件、煤质指标等因素关联度较高。美国煤炭地质储量约为 4860 亿短吨，储量居世界第一。煤炭资源分布广泛，在产、在建煤矿共计 3749 对，分布在 38 个州。

图 15: 美国主要煤矿分布



数据来源：东北证券，bloomberg

从煤炭产量贡献来看，怀俄明州、西弗吉尼亚州、肯达基州、宾夕法尼亚州和德克萨斯州位居煤炭产量前五位，其中怀俄明州煤炭产量约占全国总产量 40%，2011 年该州煤炭产量达到 4.36 亿短吨。

表 4: 美国各产煤州产量总产量

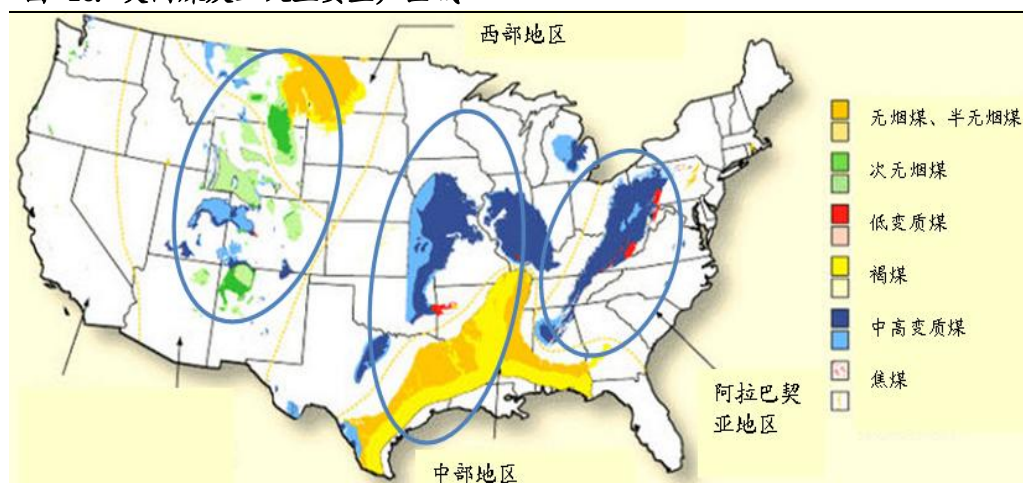
产煤地	2011 年产量 短吨	2010 年产量 短吨	增减总量 短吨
亚拉巴马	19,969	20,392	-2.07
阿拉斯加	2,075	2,151	-3.55
亚利桑那	7,861	7,752	1.41
阿肯色	132	32	312.53
科罗拉多	27,776	25,163	10.38
伊利诺斯	36,471	33,360	9.33
印第安纳	36,758	35,437	3.73
堪萨斯	34	133	-74.77
肯塔基	108,586	105,281	3.14
路易斯安那	3,729	3,945	-5.48
马里兰	2,281	2,484	-8.18
密西西比	2,753	4,004	-31.25
密苏里	459	458	0.18
蒙大拿	41,591	44,732	-7.02

新墨西哥	22,220	20,991	5.85
北达科他	27,477	28,949	-5.09
俄亥俄	27,455	27,061	1.46
俄克拉何马	1,131	1,010	12
宾夕法尼亚	60,193	59,172	1.73
田纳西	1,522	1,691	-10
得克萨斯	44,546	41,561	7.18
犹他	19,178	19,288	-0.57
弗吉尼亚	22,322	21,823	2.29
西弗吉尼亚	136,592	135,442	0.85
怀俄明	436,092	442,522	-1.45
全美煤炭总产量	1,089,200	1,084,834	0.4

数据来源: sxcoal 东北证券

美国煤炭分布广泛, 储煤面积占国土面积比例 13%, 大规模露天开采普遍, 露天矿比例可达 69%, 开采条件远优于我国。传统意义上, 美国的煤炭主产区可主要划分为 3 个, 即阿巴拉契亚地区、西部地区和中部地区。

图 16: 美国煤炭三大主要生产区域



数据来源: 东北证券, bloomberg, EIA

美国煤炭坑口价格具有明显地域特征: 东部高变质煤赋存量大, 但埋藏较深, 开采成本和销售价格高; 西部地区煤炭煤化程度略低, 但埋藏浅, 露天开采为主, 开采成本和销售价格较低; 中部地区的埋藏特点、成本和价格介于以上二者之间。

2.4.2. 美国煤炭坑口价格特征

表 5: 各地区煤炭平均价格 美元/短吨

地区/时间	2009	2010	2011	2012E
阿巴拉契亚	63.15	69.36	75.86	75.82
中部地区	35.68	37.74	40.43	40.26
西部地区	15.78	15.86	16.62	17.08

数据来源: 东北证券, EIA

2011 年，美国低热值的半烟煤价格仅为优质焦煤价格的 13.7%，各煤种价格分化非常明显。每短吨优质焦煤、烟煤、半烟煤和褐煤价格分别为 105.9 美元、56.55 美元、14.53 美元和 20.44 美元。

表 6: 2009-2011 年美国煤炭分煤种坑口价格 煤化程度决定煤炭价格

煤种/价格 美元/短吨	2009	2010	2011
优质焦煤	86.52	99.20	105.90
烟煤	52.24	53.76	56.55
褐煤	17.37	18.74	20.44

数据来源: EIA 东北证券

美国煤炭价格与我国相比偏低，仅相当于类似煤种国内平仓价的 50%-70%。主要原因在于开采条件不同，美国煤炭赋存条件适合大规模露天开采，开采成本较低，因此销售价格也较低。

表 7: 2011 美国各煤种平均价格与我国代表地区价格对比

煤种	美国坑口 美元/短吨	折合人民币 元/吨	当地平仓价 元/吨
优质焦煤	105.90	724	平顶山焦煤 1380
烟煤	56.55	387	朔州 5000 大卡动力煤 560
褐煤	20.44	140	霍林格勒褐煤 200

数据来源: EIA wind 东北证券

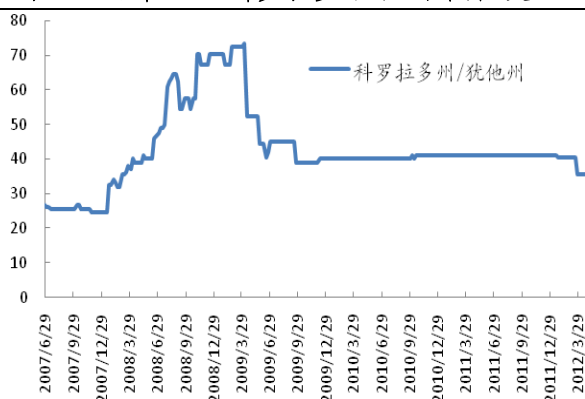
表 8: 2009-2011 年美国露天和井工矿坑口价格 露天矿成本低 售价低

煤种/价格 美元/短吨	2009	2010	2011
井工矿	54.82	60.54	66.02
露天矿	24.16	24.39	25.02
全美平均价格	33.62	35.61	38.64

数据来源: EIA 东北证券

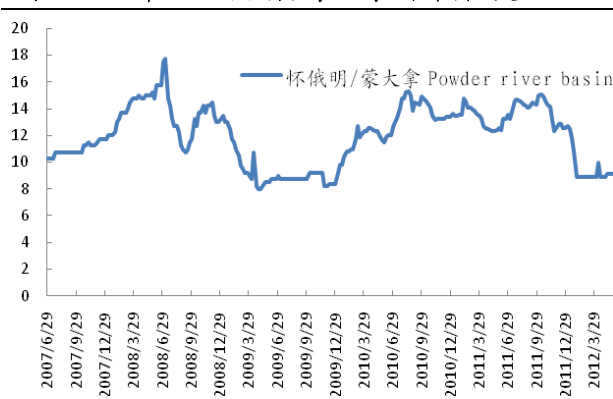
美国平均煤炭坑口价格低，除了受益于开采条件优异外，低成本地区开采量大也是拉低全美煤炭平均价的主要因素。煤炭产量最大，占全国产量 40% 以上的怀俄明州位于西部地区，无烟煤和半烟煤储量丰富，而低变质煤的销售价格极低。中部地区和阿巴拉契亚地区高变质煤的销售价格则远高于全国平均水平。

图 17: 西部地区 科罗拉多/犹他州煤价 美元/短吨



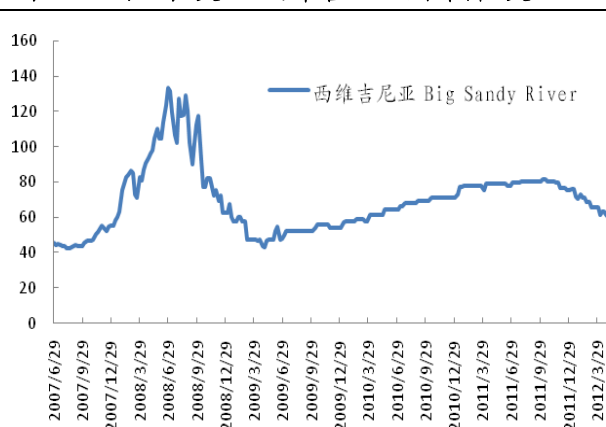
数据来源: 东北证券, bloomberg

图 18: 西部地区怀俄明/蒙大拿州煤价 美元/短吨



数据来源: 东北证券

图 19: 阿巴拉契亚 西弗吉尼亚州煤价 美元/短吨



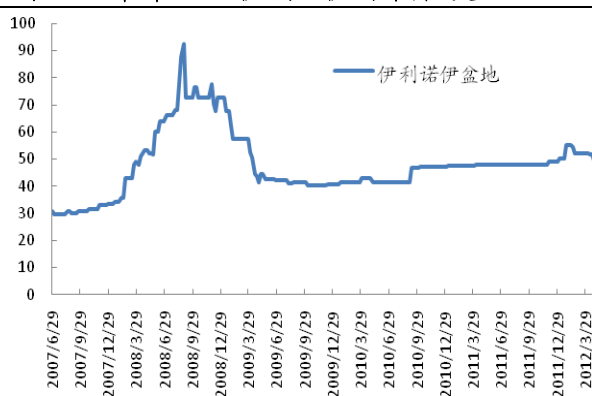
数据来源: 东北证券, bloomberg

图 20: 西部地区 宾夕法尼亚州煤价 美元/短吨



数据来源: 东北证券, bloomberg

图 21: 中部地区 伊利诺伊州煤价 美元/短吨



数据来源: 东北证券, bloomberg

2.4.3. 低价的更主要原因是低质

美国煤低廉的坑口价格, 相较我国而言的确有明显的折价优势。但是, 低价所掩盖不了的是美国煤在煤质指标上的缺憾。以我们选取的西部、阿拉巴契亚和东部地区

的五个代表矿区出矿煤炭的指标来看，发热量总体水平不佳。五大矿区 2500-3500 大卡/千克的发热量相对于我国主流煤可达到 4500-6000 大卡而言没有任何优势。

更主要的问题在于整体硫分较高，多数矿区煤炭硫分在 1%以上，甚至超过 2%，按我国的煤炭硫分指标划分已属于高硫煤。根据我们掌握的燃料市场规律，国内绝大多数电厂在采购原料时，硫分在 1%以上的煤不接收。

表 9: 美国主要矿区煤炭指标

		发热量		硫分	水分	灰分	美元/短吨
		英制 BTU/短吨	大卡/千克				
西部地区	科罗拉多/犹他	12000	3334	1	15	8.5	35.5
西部地区	怀俄明/蒙大拿	8800	2445	0.3	30	5.5	9.15
阿拉巴契亚	西维吉尼亚	12000	3334	1	10	13.5	56.1
阿拉巴契亚	宾夕法尼亚	12500	3473	2.5		8	64.4
中部地区	伊利诺伊盆地	11000	3056	2		9	46.5

数据来源：东北证券，EIA

表 10: 我国煤炭指标划分

级别	硫分 范围 %	级别	灰分 范围 %
特低硫煤 SLS	<0.5	特低灰煤	≤10.00
低硫分煤 LS	0.51-1	低灰煤	10.01~16.00
低中硫煤 LMS	1.01-1.5	中灰煤	16.01~29.00
中硫分煤 MS	1.51-2	高灰煤	>29.00
中高硫煤 MHS	2.01-3		
高硫分煤 HS	>3		

数据来源：东北证券

美国煤发热量较高的硫分也高，硫分较低的地区发热量又偏低。整体指标偏低的美国煤难以与印尼、澳洲、南非等地的出口煤竞争。我国实际进口煤的煤质指标明显有低硫化倾向，6月中旬广州港进口煤中，硫分全部小于 1%。美国煤低价的背后隐藏的是低质，高硫低热的美国煤很难在我国找到广泛需求，这给美国煤出口到中国设置了一道几乎难以逾越的屏障。

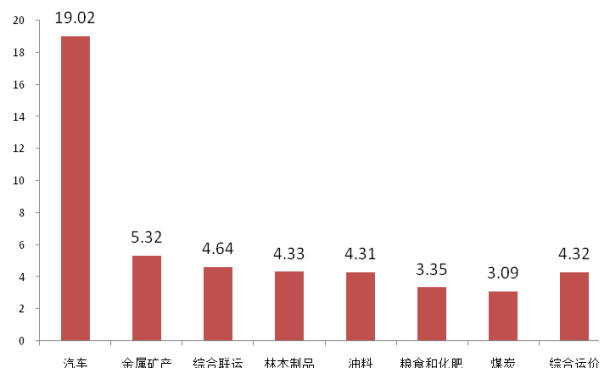
表 11: 广州港进口煤煤质情况与价格一览 6 月价格

煤种	发热量 大卡/千克	硫分	灰分	价格 元/吨
印尼煤	5500	0.6	10	780
印尼煤	4800	0.31	5	660
印尼煤	4200	0.9	8	540
印尼煤	3800	0.8	3-5	470
越南煤	4800	0.6	33	680
澳洲煤	5500	0.7	20	855
澳洲煤	5000	0.4	25	770
南非煤	6000	0.6	14	900

数据来源：东北证券 sxcoal

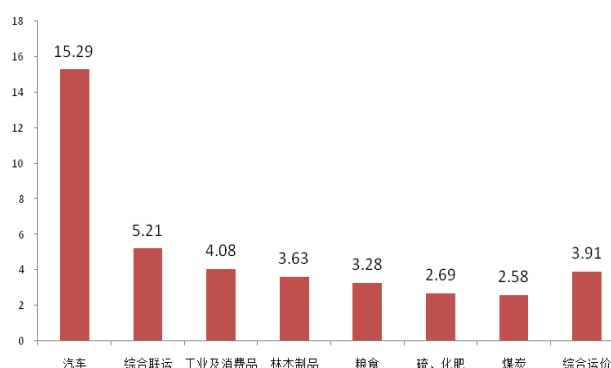
判优势。2011 年，美国铁路平均运输价格约为 2.9 美分/英里，按照宾州至加拿大东部 1100 英里的运距计算，铁路运价约为 31.9 美元。

图 23: 加拿大国家铁路运输公司 美分/英里



数据来源：东北证券，bloomberg

图 24: 加拿大太平洋铁路运输公司 美分/英里



数据来源：东北证券，bloomberg

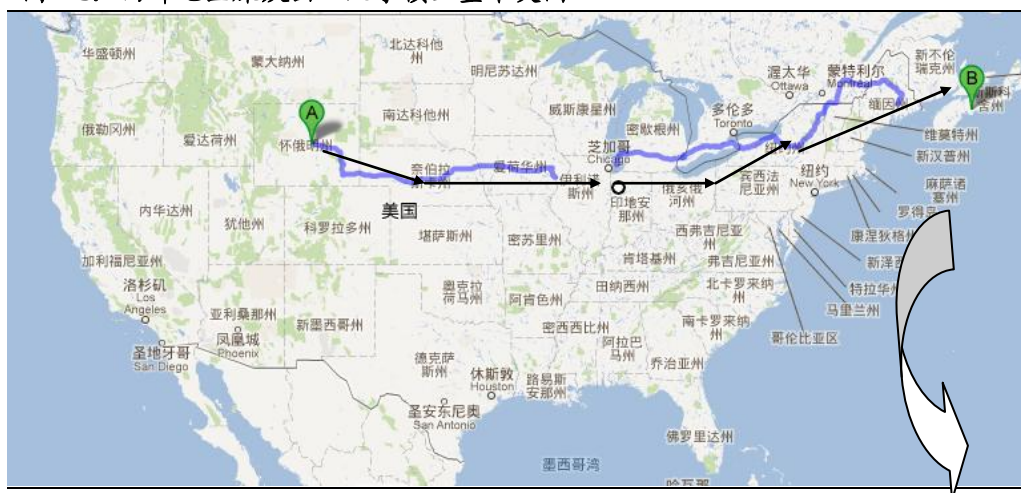
- 内河航运运输：若不完全通过铁路，部分通过内河航运来运输，则成本略微降低至 27 美元。
- 远洋运价与港口价格：北美东部至中国南方港口的运价约为 27-36 美元/短吨，港口杂费约为 4 美元/短吨。
- 合计：按照最经济的运输方式，铁路+内河+远洋的方式计算，宾州煤炭出口至我国南方港口的到岸价格为：坑口价格 70.56 美元+铁路/内河 27 美元+远洋运输 27 美元+港口费 4 美元=128 美元/短吨。折合至人民币和公制单位，该价格相当于 893 元/吨，且不含增值税。
- 简单模拟的结论是宾州地区出口煤炭至我国没有任何价格和煤质上的竞争力。

阿巴拉契亚地区煤炭出口优势在于距离港口相对较近，但坑口价格优势不明显，因此出口价格不具备竞争力。那么西部地区坑口价格非常低廉，出口经济性和竞争力又如何呢？

2.4.4.2 模拟二：怀俄明州煤炭出口

怀俄明州是美国第一产煤州，露天开采效率极高，坑口价格远低于全美平均价格。2011 年该地区坑口价格仅为 13.74 美元/短吨。美国西部地区铁路外运价格略低，约为 1.6 美分/英里。怀俄明州距离东部港口距离非常远，超过 2900 英里，因此铁路运费整体高昂。

图 25: 西部地区煤炭出口几乎横亘整个美国



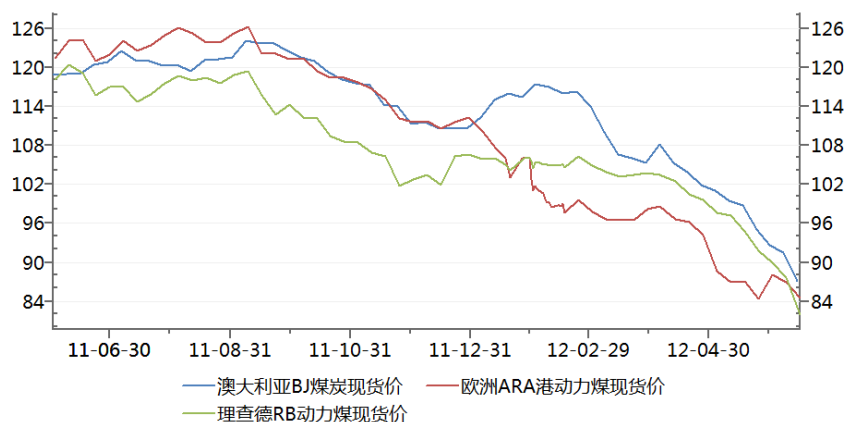
数据来源: 东北证券, google 地图

拆分怀俄明州到达中国南方港口到岸价为: 坑口价格 13.74 美元+铁路 47.36 美元+远洋运输 27 美元+港口费用 4 美元=92.1 美元。折合为人民币和公制单位为 639 元, 但怀俄明州煤炭发热量较低, 在 3000 大卡/千克左右, 同等发热量的印尼煤到岸价格不超过 500 元, 因此美国西部地区煤炭出口至我国的竞争力同样不强。

美国煤的低价优势在低煤质和高运价的掩盖下, 失去了其在亚洲市场竞争的主动权, 这个结论也与我们之前分析的美国煤出口亚洲数量远低于欧洲的形势相吻合。因此, 个别地区的低价坑口煤不会对我国煤炭市场产生冲击。

事实上, 美国煤炭出口主要冲击的是欧洲地区。在美国煤炭出口量增加的过程中, 原本覆盖欧洲市场的欧洲煤和南非煤价格有所下降。从欧亚非三大港近期的变动情况来看, 欧洲煤和南非煤的价格下滑幅度大于亚太地区。这也从侧面佐证了美国出口煤炭冲击的是欧洲地区。

图 26: 南非煤和欧洲煤受美国冲击 美元/吨



数据来源: 东北证券, Wind

2.5. 结论 三大假设均不成立 美国煤炭出口仅是一圈涟漪

经过对历史数据的分析和情景模拟，我们本部分开头提到的美国煤冲击中国市场的三个假设前提现已证明都不成立。

假设一：美国天然气挤压煤炭需求导致煤炭出口。

事实：天然气产量和价格3季度起逐渐向上，对煤炭的比价优势消失。美国能源结构长期来看改变较小，到2035年天然气占比不变，煤炭占比下降1个百分点；

假设二：美国煤炭出口亚洲和中国数量增加，冲击该地区市场。

事实：美国煤出口亚洲总量远不及出口欧洲总量，仅为后者一半。出口中国的煤炭总量仅为550万吨左右，仅占美国全部出口量5.7%。对于煤炭产销量为美国三倍的我国来说，这部分进口煤对市场的冲击微乎其微。此外，美国煤指标不佳，高硫煤市场太过狭窄。

假设三：美国坑口低价优势造成出口优势。

事实：坑口价格因地而异，中、东部煤质较好地区价格并不低。出口过程中的运输费用远高于煤炭坑口价格，到岸价和煤炭指标与国内煤和其他国家煤炭相比没有优势。

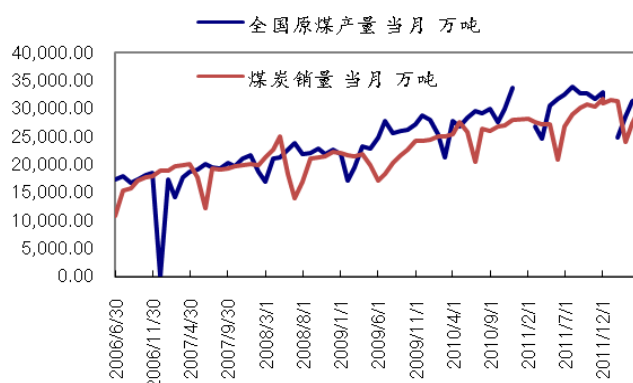
因此，美国煤炭出口对我国市场的扰动绝不是滔天巨浪，顶多是一圈涟漪。无论是煤炭产业层面还是资本市场都已经对其影响预期的过分悲观，由此造成的煤炭股估值水平下移已经偏离正常水平。

3. 经济下滑导致用煤行业需求不旺

3.1. 煤炭供给总量与增速正常 个别主产区产量下降

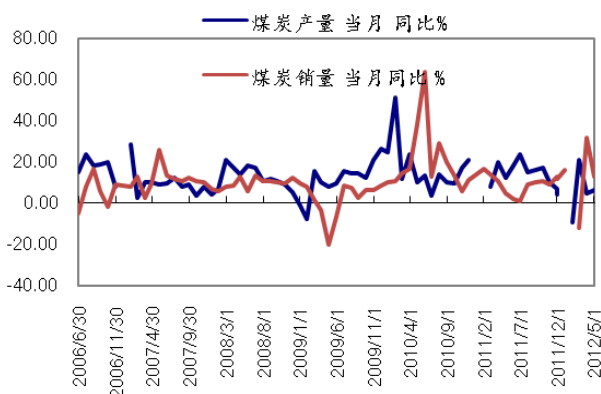
2012年前5月，我国总计生产原煤15.88亿吨，同比增长7%；煤炭销量11.25亿吨，同比增长8.17%。煤炭产销量月度变动步调一致，增速基本相当并保持在正常区间。前5个月的煤炭供给并未快速释放。

图 27: 全国煤炭月度产量与销量 万吨



数据来源: sxcoal 东北证券

图 28: 全国煤炭月度产量与销量增速 %



数据来源: sxcoal 东北证券

已公布的4月分地市产量数据当中，内蒙和山西两个产量最大的省份保持了16%以上的产量增速，高于全国平均水平；其他主产区如陕西、贵州、山东和河南地区产量增速均处于较低水平，河南甚至出现较大的负增长。

表 12: 2012 年 1-4 月 主产区煤炭产量与增速

地区	2012 年 1-4 月产量 万吨	同比增长 %
内蒙古自治区	33540.4	16.9%
山西省	29676.54	16.0%
陕西省	11524.52	-3.5%
贵州省	5161.98	2.9%
山东省	5049.7	1.4%
河南省	5018.52	-21.8%
安徽省	4742.8	6.4%
新疆自治区	3682.89	30.4%

数据来源: sxcoal 东北证券

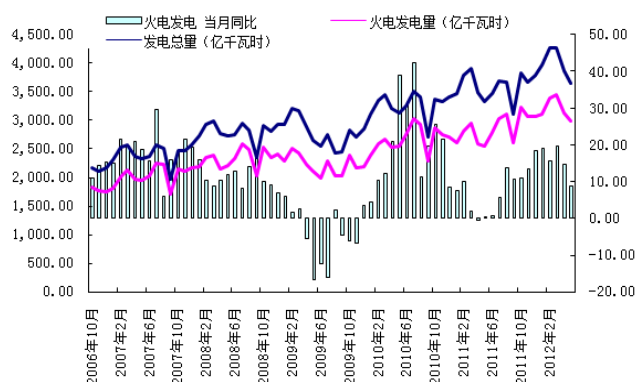
今年上半年，煤炭供给端呈现的是波澜不惊，产量和增速都没有太大的变化，但从产量数据上甚至难以看出煤炭行业此前的景气度下行。

3.2. 需求端：火电行业萎靡 电厂库存出现极端相反策略

3.2.1. 水电来水充裕 火电出力不足

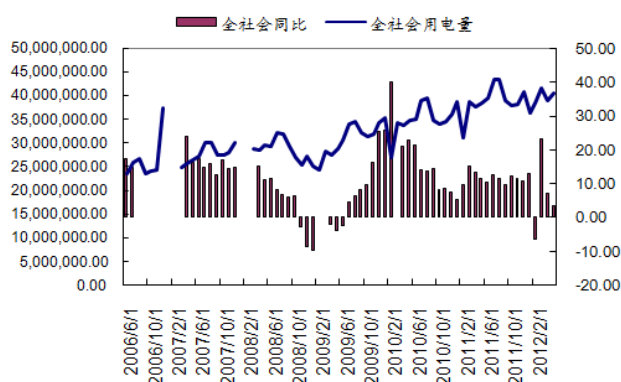
2012 年 1-5 月，全国火力发电企业共计发送电量 15776 亿千瓦时，同比增加 4.12%。火力发电月度增速由 2 月起逐月下滑。火力发电总量增速下滑，主要原因不是全社会用电量下滑，而是水电来水情况太好。

图 29: 全国火电发电总量与增速 月度



数据来源: wind 东北证券

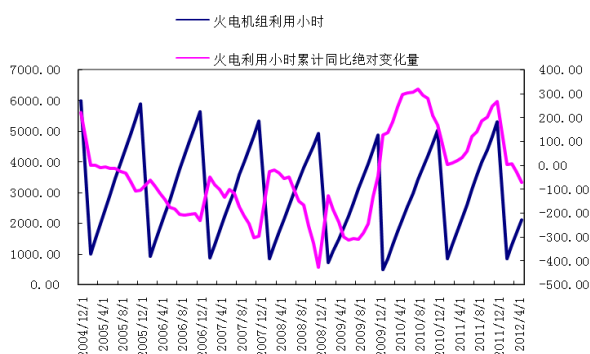
图 30: 全社会用电量总量与同比增速



数据来源: wind 东北证券

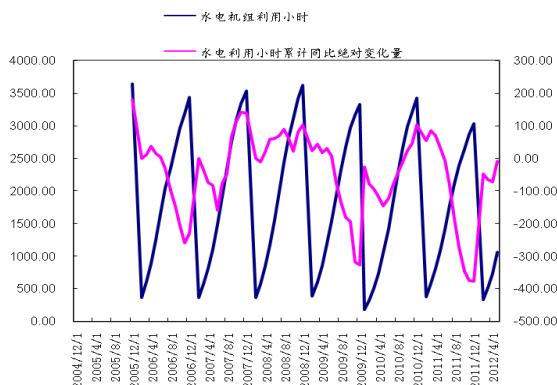
今年上半年水电来水情况非常好，利用小时总数增速快速提升。反观火电，利用小时总数虽然也在上涨，但增速下滑明显。火电发电量的提升。一方面要依托宏观经济见底后，另一方面要着眼冬季用煤高峰。今夏在没有极端天气出现的情况下，火力发电总量不会快速增长。

图 31: 火电利用小时数与变化量



数据来源: wind 东北证券

图 32: 水电利用小时数与变化量

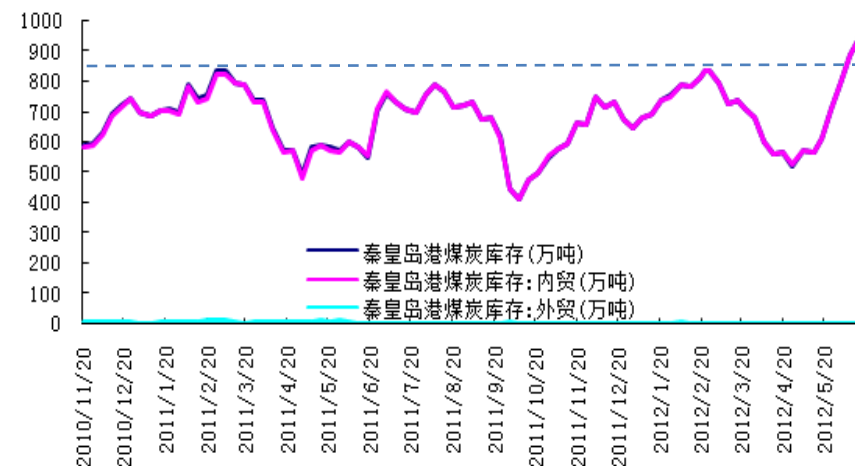


数据来源: wind 东北证券

3.2.2. 库存高企 高库存下的火电厂存煤策略

近期国内各港口库存激增，秦皇岛港煤炭库存突破 940 万吨，创造了新的历史。以往秦港在库存达到 800 万吨以上后都会迅速采取有效的疏港措施，限制港口的煤炭接收量。因此 900 万吨以上的库存量，维持时间不会超过两周。我们判断 7 月上旬秦港库存总量应可逐步降低至 750 万吨左右。

图 33: 秦港库存突破历史高点 创造新的纪录

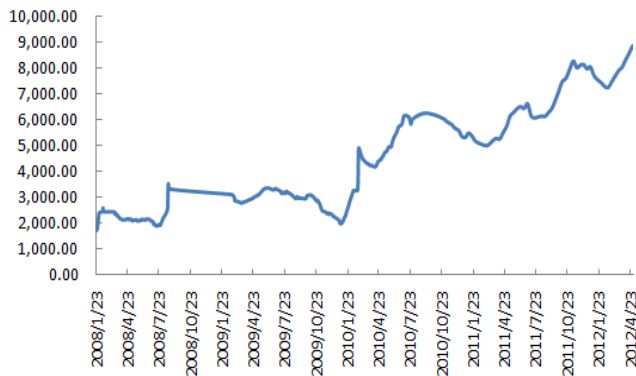


数据来源: 东北证券, Wind

当期煤炭库存超高并即将到达顶点是毋庸置疑的，高库存的产生有两种可能：1、对煤炭价格未来上行的期望较高，中间贸易商或下游需求方囤积库存获取未来受益或防御成本上升风险；2、需求不振，市场萎靡，煤炭消耗量明显减少。在煤价明显下行的当下，高库存主要是需求萎靡造成。

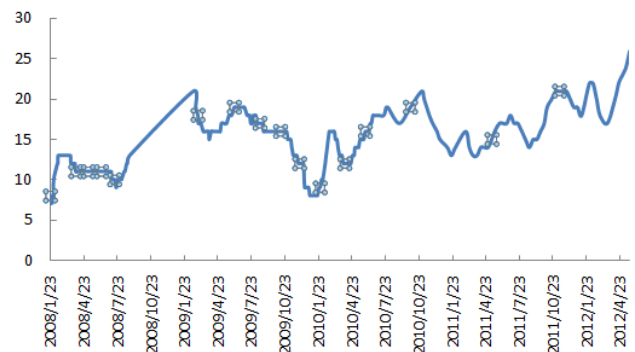
经济下滑、水电来水一片大好，使得国内火力发电重点电厂存煤天数和存煤总量分别达到 28 天和 9313 万吨，纷纷打破原有记录。

图 34: 重点电厂库存 直供总计 万吨



数据来源: wind 东北证券

图 35: 直供电厂煤炭库存可用天数



数据来源: wind 东北证券

针对煤炭价格的下跌和场存的增加，各电厂也采取了不同的存煤策略，一定程度反映出当前下游行业对未来煤炭行业走势的判断。以湖北省近期主要电厂的存煤情况为例，湖北是国内煤炭调入省，存煤数量弹性较大，省内电厂最近出现两种截然不同的极端存煤方式。

方式一：巨量屯煤。中电投大别山电厂存煤总量达到 44 万吨，以其 128 万千瓦的装机容量，可耗用 297 天。存煤量已经明显超出正常水平的情况下，日到煤量尽管小于日耗煤量，但仍在继续增长。

方式二：日进日用。武钢电厂属地方电厂，装机容量 40 万千瓦，但存煤总量仅为 4.8 万吨，仅可供 11 天耗用。日进煤量和耗煤量相当，意在保持当前的库存总量。

表 13: 6 月中旬湖北电厂存煤情况 吨

		当日到煤	本月 累计到煤	本月 日均到煤	当日耗用	本月 累计耗煤	本月 日均耗煤	库存	装机容量 (万千瓦)	耗用 天数
公司	合计	68435	1227380	72199	104014	1102507	64853	4796441	1643	74
华电	襄樊电厂	10047	326382	19199	17011	140059	8239	719341	246	87
	黄石电厂	0	51739	3043	2468	41906	2465	91662	53	37
	西塞山电厂	9780	108215	6366	8299	94895	5582	426221	134	76
国网	汉川电厂	10446	114742	6750	9657	120119	7066	491686	129	70
	荆门电厂	11072	147018	8648	6372	73293	4311	612671	164	142
	青山电厂	0	14531	855	6929	92985	5470	176693	125	32
	沙市电厂	5239	46393	2729	6000	55405	3259	234324	60	72
华能	阳逻电厂	7513	158297	9312	15042	169245	9956	678684	246	68
华润	蒲圻电厂	2502	63566	3739	2559	57927	3407	149845	60	44
中电投	大别山电厂	4042	37457	2203	4912	25327	1490	441983	128	297
湖北地方	鄂州电厂	0	34742	2044	12790	91885	5405	569243	180	105
	武钢电厂	4496	44227	2602	4446	45920	2701	29514	40	11
	华盛电厂	0	14040	826	1159	19355	1139	47919	18	42
	东阳光电厂	3298	66031	3884	6370	74186	4364	126655	60	29

数据来源: 东北证券, Wind

两种极端存煤方式反映的是当前煤电市场的运行特征：1、大别山电厂巨量存煤说明公司合同煤签订数量较多，且为定量合同，因此造成库存持续增长；2、武钢电

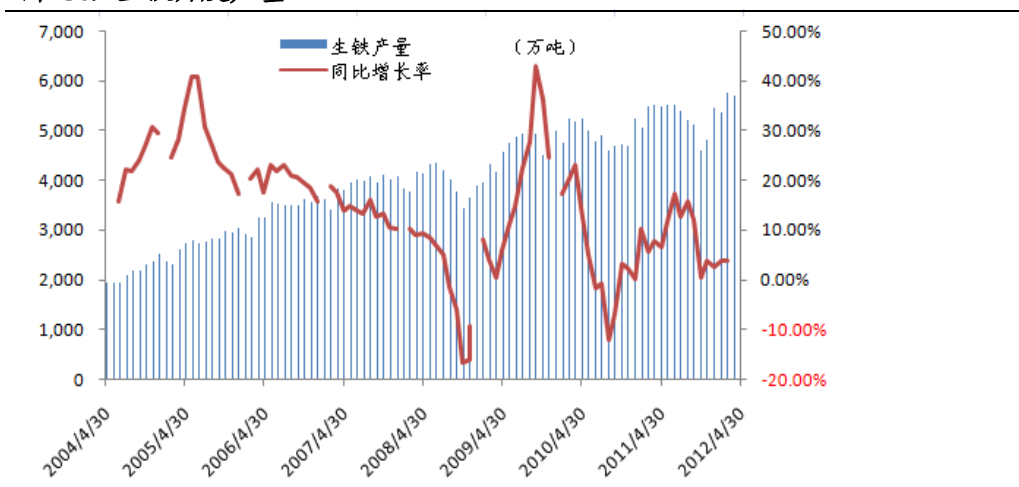
厂的低存煤量说明此厂合同煤量较少，且对未来煤炭价格持悲观态度，因此降低存煤总量。

大量的港口、电厂煤炭库存需要时间消化，夏季用煤高峰已经没有期待的意义。我们判断迎峰度冬才是年内需求回暖的良好时机，这与 10 年来煤炭行业的大周期变动也相吻合。

3.2.3. 其他下游行业：钢铁、水泥、化肥增速不佳

今年前 5 月，全国生铁冶炼总量为 2.778 亿吨，累计同比增长 2.6%，累计增速明显下滑。钢铁行业面临房地产行业调整影响，生铁产量上涨的压力较大，一定程度上影响焦炭和炼焦煤的需求。

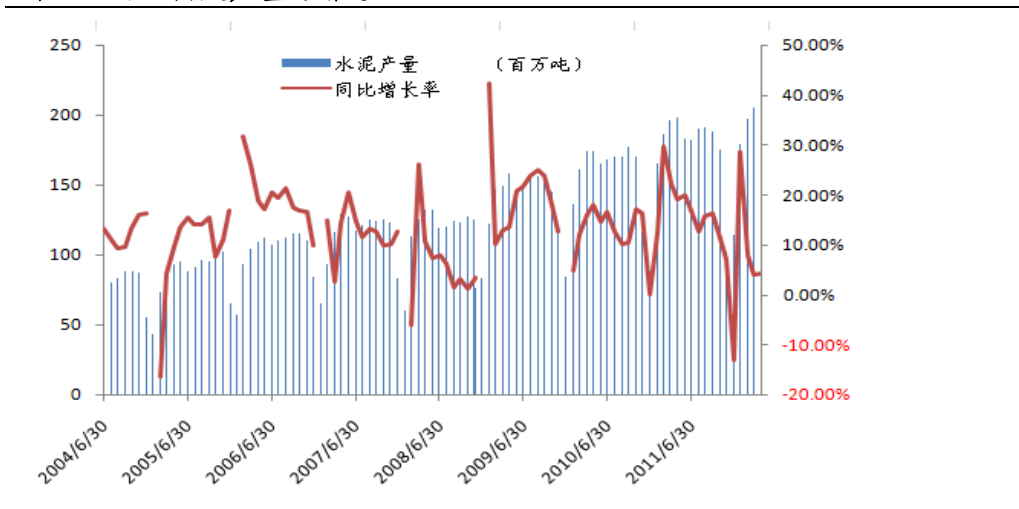
图 36: 生铁月度产量



数据来源：东北证券，Wind

水泥行业产量变动情况与钢铁行业类似，同样受到房地产行业政策调整和基础设施投资下降的拖累。2012 年 1-5 月，全国水泥产量达到 7.397 亿吨，同比增长 5.02%。

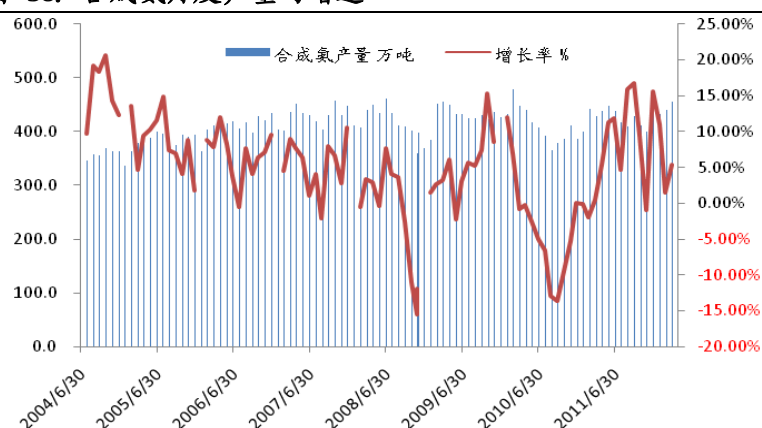
图 37: 水泥月度产量与增速



数据来源：东北证券，Wind

合成氨的情况略好于以上两个行业，去年年末到今年年初，受春耕需求的拉动，合成氨产量增速曾迅速增高，但春耕结束后又有所回调，一度导致各地无烟煤价格的下跌。今年前5月，全国累计生产合成氨2237万吨，同比增长6.9%。

图 38: 合成氨月度产量与增速



数据来源：东北证券，Wind

国内煤炭消费高峰为冬夏两季，夏季用煤高峰主要是受火电和钢铁行业共同拉动形成。今年“迎峰度夏”对煤炭需求拉动非常有限，下游行业的月度增速多数低于原煤产量增速，前一阶段的煤炭供给增速给行业供需环境带来的影响并不大。

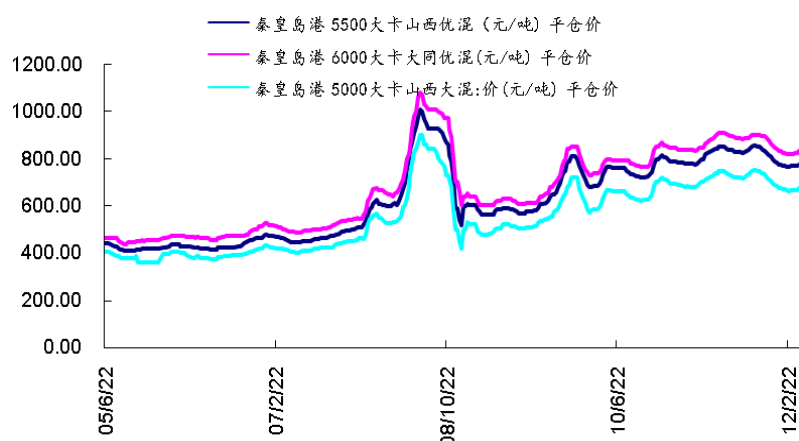
6月份的下行业产量变动情况将是整个夏季煤炭需求的晴雨表，我们对夏季用煤高峰期间煤炭行业供需环境的预测是：下游需求行业产量增速和原煤供给同比增速都小幅放缓。夏季煤炭价格大幅度上扬的可能性将主要依赖于极端天气变化等不确定因素。我们重点建议着眼冬季储煤高峰。

3.3. 煤炭价格变动：迎峰度夏已无意义 关注冬季需求高峰

市场曾经猜测煤炭价格下跌的多种原因：如美国煤出口的冲击、国内煤炭供给量释放过大、宏观经济下行导致需求不畅等因素。我们之前已经探究过美国煤炭出口的冲击因素，并得出美国煤冲击效应很小的结论。煤炭价格的低迷最主要还是受宏观经济下滑因素的影响。

港口煤炭价格近期的下跌不仅仅引起了煤炭行业相关人员的重视，甚至引起了对经济层面重蹈2008年覆辙的担忧。秦港山西优混价格已连续下滑7周，6月下旬已经下跌至720元/吨，距离去年年末高点下跌了17%，相当于2009年年末的价格。最近10年，秦港煤炭价格最大跌幅发生于2008年末至2009年初，跌幅达到55%。2009年起，煤炭价格从未出现15%以上的跌幅，直至今年。

图 39: 秦皇岛港煤炭价格变动 元/吨



我们认为今年的煤价下跌和 08 年下跌有很大的不同。因为 08 年煤炭价格变动的触动因素除了宏观经济运行不乐观外，还有二季度煤价涨幅 50% 的高基数，年末价格下跌主要是跌去其快速上涨的不理性部分。本轮煤炭价格下调之前并没有过快上涨，价格下调的动因仅有宏观经济下行这一因素，因此跌幅应远小于 08 年。我们预计 620 元左右就是本轮下调的极限区间，实际下跌幅度可能会更小，迎峰度冬之前的 10 月应迎来煤价的反弹，而在 8 月到达底部区域。

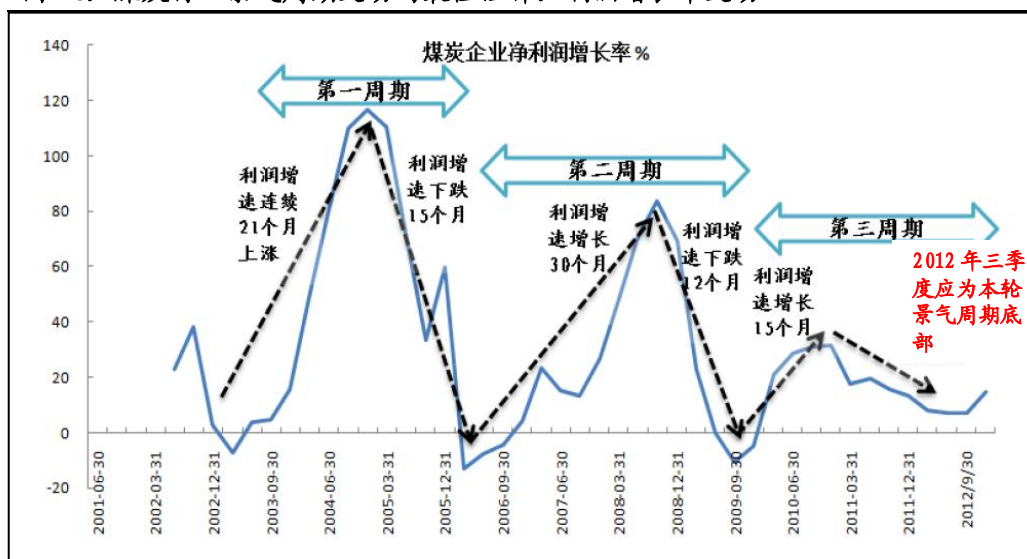
4. 投资策略：行业景气周期

4.1. 当前的周期特征 期待新周期而不是挥别周期顶点

煤炭行业作为典型的周期性行业，必然遵循周期性行业的运行规律，即否极泰来，盛极而衰。我们判断目前煤炭行业的周期特点是：长周期来看，目前不是向下拐点，而是濒临底部。

近期有人提出煤炭走出“黄金十年”，将迎来景气下降拐点的说法，我们持不同观点。从行业的大周期运行来看，我们认为代表行业景气周期最好的指标是利润增速的变动，而通过观察利润增速变动的历史规律，当前明显处于的是景气周期向下并临近低点的位置。即将到来的是新周期的起点，而非刚刚走下高点。

图 40: 煤炭行业景气周期变动的最佳诠释: 利润增长率变动



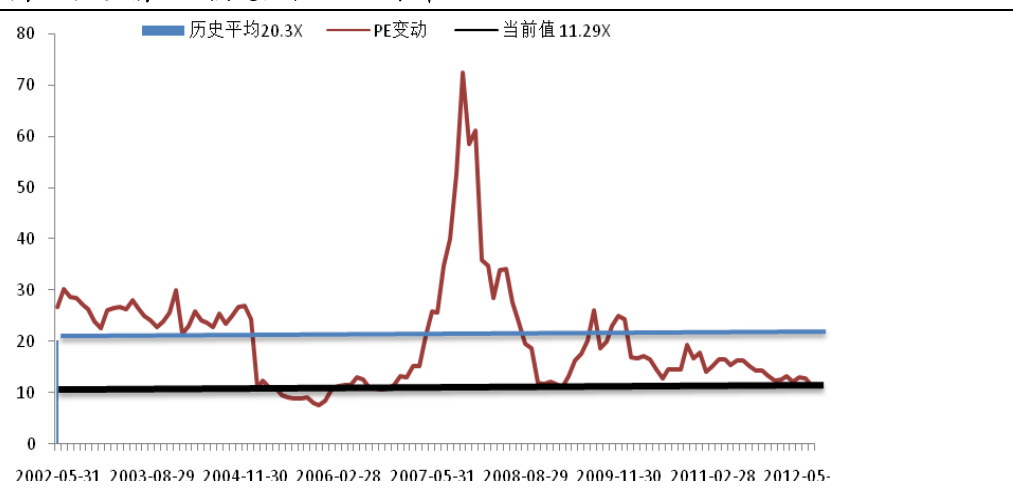
数据来源: 东北证券, Wind

4.2. 估值特征

从可比上市公司近 10 年的平均估值水平来看, 现在煤炭股的估值水平相当于历史平均 PE 的 60%和平均 PB 的 50%, 动态估值水平已经和上证指数 1664 时期相当, 距离 998 时期的估值也已经不远。

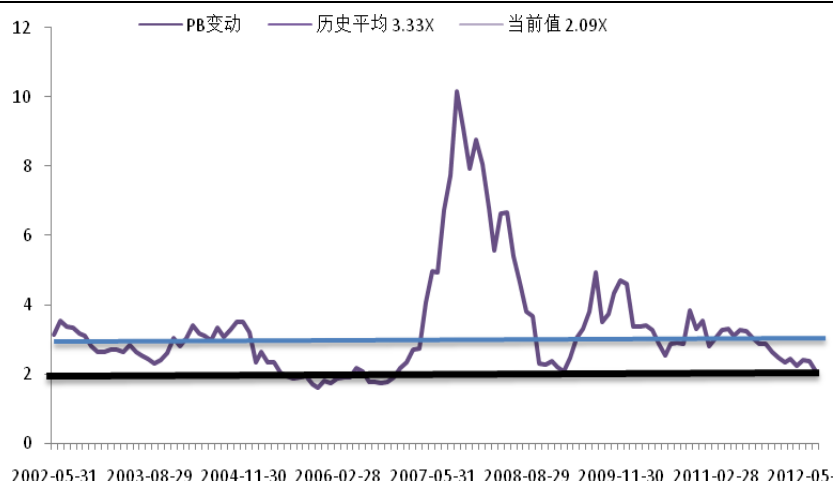
对于估值, 永远是仁者见仁的判断, 悲观者认为业绩下滑会拉高估值, 导致估值优势消失; 乐观者认为长周期来看, 低估值的介入时机是非常短暂的。我们建议把握这个长期估值低点的机会, 三季度应该是长期布局的绝佳时机。

图 41: 当前 PE 接近上证 1664 水平



数据来源: 东北证券, Wind

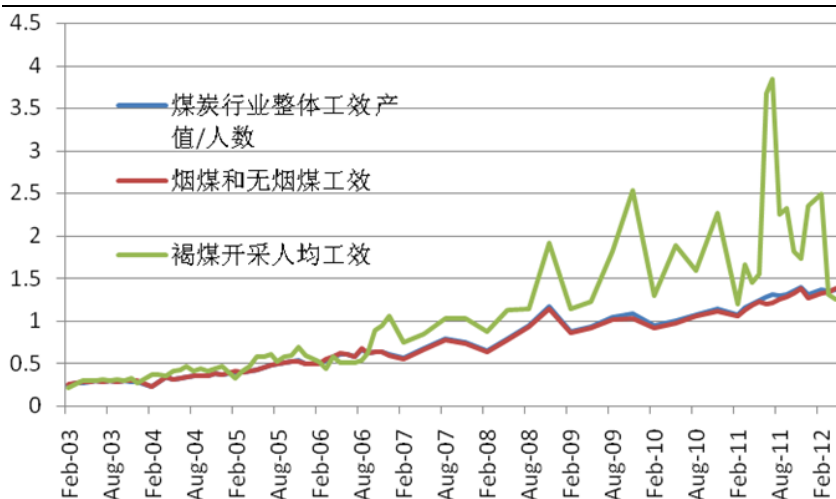
图 42: PB 接近历史低点



数据来源：东北证券，Wind

配置上，我们倾向于先着眼抗风险能力较强、安全边际高的低价煤企业，目前国内的低价煤就是合同煤，因此中国神华、中煤能源、国投新集、露天煤业这些合同煤占比较高的公司短期抗风险能力较强。其次，今年各煤种很有可能在见底的节奏上趋于一致，我们认为动力煤、无烟煤和炼焦煤三季度见到价格底部的可能性比较大，风险偏好高的投资者可关注业绩弹性较大的永泰能源、神火股份、冀中能源。此外，褐煤是另外一种具备长期价值的品种。过去 10 年间，褐煤行业的单位工效提高迅速，干馏或干燥提质技术的逐步成熟可使未来褐煤企业利润提升到一个新的台阶，建议关注平庄能源、露天煤业。

图 43: 2002-2012 年煤炭行业单位工效变动 褐煤弹性最大



数据来源：东北证券，Wind

表 14: 煤炭行业重点公司估值与业绩预测

证券简称	2012EPS	2012PE	2012PB	投资评级
中国神华	2.49	9.98	1.90	推荐
中煤能源	0.78	9.94	1.24	推荐
露天煤业	1.20	8.89	3.46	推荐
国投新集	1.03	10.33	2.64	推荐
永泰能源	0.70	27.73	2.01	推荐
平庄能源	0.90	13.84	2.31	推荐
兰花科创	1.94	10.28	2.49	推荐
兖州煤业	1.77	11.00	2.16	推荐
山煤国际	1.82	18.54	2.37	推荐
神火股份	0.88	13.46	2.66	推荐
大有能源	2.21	12.44	3.84	推荐
西山煤电	1.03	11.88	3.15	推荐
冀中能源	1.49	10.92	2.30	推荐
大同煤业	0.75	42.44	1.63	推荐
潞安环能	1.81	12.43	2.89	推荐
开滦股份	0.67	14.90	1.92	推荐
盘江股份	1.94	12.78	3.72	推荐
阳泉煤业	1.28	12.24	2.91	推荐
昊华能源	1.38	11.14	2.50	推荐
平煤股份	0.84	12.76	2.14	推荐
上海能源	2.03	10.50	1.74	谨慎推荐
安源股份	1.19	13.17	1.84	谨慎推荐
煤气化	0.39	50.11	2.46	谨慎推荐
美锦能源	0.24	-44.20	3.69	谨慎推荐
恒源煤电	1.07	12.38	2.10	谨慎推荐
中位数	1.19	12.38	2.37	

数据来源：东北证券，Wind

5. 风险提示

资产泡沫化：当前最大的风险在于国内是否已经资产泡沫化。09年之后大量基础设施建设投入累积下的产能有长期过剩的风险，如果中国经济长期处于去库存周期，对于周期类行业的打击是显著的。

宏观经济下行：如果宏观经济年内无法见底，煤炭需求也受到较大负面影响。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760