

参与反弹 关注成长性多于防御性

——煤炭行业第四季度投资策略

报告摘要：

三季度煤炭板块股价表现优异：申万采掘板块第三季度整体涨幅为-0.13%，超越沪深300指数7.25个百分点，涨幅居24个申万一级行业之首。煤炭开采二级指数三季度涨幅为0.9%，超越沪深300指数8.28个百分点，涨幅在108个申万二级行业指数中居第6位。

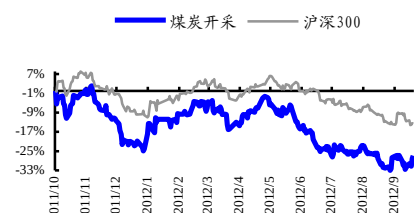
依据“着眼抗风险能力强、安全边际高”的投资逻辑，我们重点推荐的兰花科创、露天煤业、平庄能源、中国神华等公司在三季度均取得正收益，相对收益分别达到16.57%、10.54%、8.91%和9.74%。其他重点推荐品种如盘江股份、山煤国际、国投新集、永泰能源等也均录得明显收益。

四季度影响煤炭行业运行的重点事件有：1、安全生产整顿，客观上压缩煤炭供给；2、部分地区节前加大焦煤采购力度以保持原料供给连续性；3、QE3的推出；4、大秦线秋季检修；5、迎峰度冬即将到来；6、合同煤改革首年的订货会谈判。综合考量影响四季度煤炭股的种种因素，我们发现大秦线检修、安全生产整顿将对煤炭供给有所抑制；迎峰度冬将对煤炭需求进行拉动；合同煤定价有利于稳定煤炭市场信心。行业变动的大方向明显向好。

上市公司3季报业绩继续下滑可能性很大，尤其是焦煤企业。与市场判断不同的是，我们认为3季报公布期间是焦煤类公司取得绝对收益的良好时机。我们今年对焦煤价格持谨慎态度，也未曾重点推介焦煤股，仅在三季度末看好盘江股份、云煤能源等西南焦煤企业的交易性机会。但是今年第四季度我们较为看好焦煤类上市公司，焦煤股中首选标的是盘江股份和永泰能源。推介逻辑：1、焦煤企业年内已经历利润和股价大幅下跌的双重打击，反弹前蓄势最多；2、河北省部分地区焦煤价格上涨、山东焦化企业采购力度加大是焦煤价格见底讯号；3、煤焦钢价格体系变动方式异于往年，焦煤价格在产业链体系内被低估。我们判断四季度焦煤价格反弹可能性较大，将扭转市场对于焦煤企业盈利不佳的预期。

三季度重点看好公司以防御类为主，但四季度建议把目光集中到成长性公司上。除焦煤公司外，需关注2013年“确定性成长”或“潜在增长”（资产注入）的上市公司。确定性增长类公司看好永泰能源、山煤国际、兰花科创，此类公司明年业绩增长确定，股价反弹弹性较大。潜在增长公司包括：盘江股份、神火股份、平庄能源和露天煤业，此类公司兼具业绩弹性和长期增长预期，可进行长期布局。
风险提示：宏观经济持续下行；电力、钢铁行业运行持续低迷，钢材价格反弹未能持续。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	4.61%	-2.26%	-27.92%
相对收益	2.16%	3.20%	-15.76%

重点公司

投资评级

相关报告

《大规模安全生产检查活动开展 期待长效机制》

2012-09-08

《煤炭类上市公司中报综述》

2012-09-05

《煤炭行业8月月报》

2012-09-03

《煤炭行业7月月报》

2012-07-30

证券分析师：王师

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

目 录

1. 走势回顾：三季度录得绝对正收益 相对收益更为明显	5
1.1. 三季度煤炭板块股价表现优异 一级行业中涨幅第一	5
1.2. 9月煤炭股相对收益突出	7
2. 四季度投资建议 由关注防御转为关注成长	8
2.1. 正在影响煤炭股股价的事件	8
2.1.1. 安全生产整顿 客观上压缩煤炭供给	8
2.1.2. 部分地区节前集中采购焦煤	8
2.1.3. QE3 的实际影响未必大于能源品供需关系内在力量	8
2.2. 四季度即将影响煤炭股股价的重点事件	9
2.2.1. 大秦线秋季检修	9
2.2.2. 季节性需求高峰——迎峰度冬	9
2.2.3. 合同煤改革第一年： 市场力量增强	9
2.3. 投资建议： 参与反弹 关注成长性多于防御性	9
3. 下游行业需求与库存情况分析	11
3.1. 水电气势如虹 火电仍在调整	11
3.2. 生铁产量增速创 20 月新低 下游螺纹钢价格上涨	12
3.3. 水泥产量有所回暖	13
3.4. 合成氨产量增速反弹明显 有利于无烟煤价格恢复	13
3.5. 煤炭库存： 四季度前期大秦线检修将拉低库存	14
4. 煤炭港口价格： 底部基本确认	14
5. 动力煤坑口价格： 坑口价格表现分化	15
6. 焦煤价格： 9月焦煤价格跌幅加大 10月可能迎来反弹	18
7. 无烟煤价格 9月稳定 四季度受益于下游行业回暖	21
8. 国际煤炭价格本月弱势下调	22
8.1. 国际煤价小幅下滑	22
8.2. 航运指数波动较大	22
8.3. 美元指数和原油并未出现对冲表现	22
9. 风险提示：	23

图表目录

表 1: 20120701-0928 申万一级行业涨幅排序 采掘板块居首	5
表 2: 东北证券煤炭行业投资组合显著跑赢指数 (20120701-20120928)	6
图 1: 煤炭板块 9 月涨幅突出	7
表 3: 9 月煤炭板块涨幅居前个股中焦煤公司居多	7
表 4: 9 月煤炭板块涨幅居后个股中无烟煤公司居多	8
表 5: 煤炭股平均 PE 为 12.56X 焦煤公司估值弹性较大	10
图 2: 全国发电总量月度数据	11
图 3: 全社会用电量数据	12
图 4: 全国生铁产量与增速	13
图 5: 全国水泥产量与增速	13
图 6: 全国合成氨产量与增速	14
图 7: 秦皇岛港煤炭库存情况 万吨	14
图 8: 重点电厂存煤量	14
图 9: 秦皇岛港港口煤炭价格	15
图 10: 京唐港港口煤炭价格	15
图 11: 山西太原古交地区车板价 元/吨	16
图 12: 山西晋中左权地区车板价 元/吨	16
图 13: 山西大同地区车板价 元/吨	16
图 14: 山西长治地区车板价 元/吨	16
图 15: 安徽淮南地区车板价 元/吨	16
图 16: 山西长治潞城地区车板价 元/吨	16
图 17: 黑龙江鹤岗地区车板价 元/吨	17
图 18: 安徽淮北地区车板价 元/吨	17
图 19: 陕西黄陵地区车板价 元/吨	17
图 20: 山西朔州地区车板价 元/吨	17
图 21: 陕西神木地区车板价 元/吨	17
图 22: 内蒙古东胜地区车板价 元/吨	17
图 23: 新疆阜康地区坑口价 元/吨	18
图 24: 陕西榆林地区坑口价 元/吨	18
图 25: 内蒙赤峰地区坑口价 元/吨	18
图 26: 全国焦煤平均价格 元/吨	19
图 27: 山东兖州气精煤价格 元/吨	19
图 28: 黑龙江七台河地区焦精煤价格 元/吨	19
图 29: 内蒙古乌海肥精煤价格 元/吨	19
图 30: 山西临汾地区肥精煤价格 元/吨	19
图 31: 山西长治地区瘦精煤价格 元/吨	20
图 32: 山西介休地区瘦精煤价格 元/吨	20
图 33: 山西太原焦精煤价格 元/吨	20
图 34: 河北开滦焦精煤价格 元/吨	20
图 35: 河北邢台焦精煤价格 元/吨	20

图 36: 贵州六盘水焦精煤价格 元/吨.....	20
图 37: 黑龙江鸡西地区焦精煤价格 元/吨.....	21
图 38: 吕梁孝义地区焦精煤价格 元/吨.....	21
图 39: 太原古交地区 2#焦煤价格 元/吨.....	21
图 40: 吕梁柳林地区 4#焦煤价格 元/吨.....	21
图 41: 河南平顶山主焦煤价格 元/吨.....	21
图 42: 部分省市冶金焦价格 元/吨.....	21
图 43: 山西晋城无烟煤坑口价 元/吨.....	22
图 37: 山西阳泉无烟煤中块 元/吨.....	22
图 38: 山西阳泉喷吹煤价格 元/吨.....	22
图 39: 澳大利亚纽卡斯尔价格与秦皇岛港价差	23
美元/吨.....	23
图 40: 欧洲 ARA 港动力煤现货价 美元/吨.....	23
图 41: 波罗的海航运指数.....	23
图 42: 国际原油价格 美元/吨.....	23
图 43: 美元指数.....	23

1. 走势回顾：三季度录得绝对正收益 相对收益更为明显

1.1. 三季度煤炭板块股价表现优异 一级行业中涨幅第一

整个三季度煤炭行业板块的股价表现非常优异，申万采掘板块第三季度整体涨幅为-0.13%，超越沪深 300 指数 7.25 个百分点，涨幅居 24 个申万一级行业之首。煤炭开采二级指数三季度涨幅为 0.9%，超越沪深 300 指数 8.28 个百分点，涨幅在 108 个申万二级行业指数中居第 6 位。

表 1: 20120701-0928 申万一级行业涨幅排序 采掘板块居首

申万一级行业 名称	区间涨跌幅 %
SW 采掘	-0.13
SW 餐饮旅游	-1.98
SW 信息服务	-2.35
SW 有色金属	-3.03
SW 建筑建材	-3.93
SW 医药生物	-4.2
SW 信息设备	-4.87
SW 电子	-4.99
SW 化工	-5.24
SW 农林牧渔	-5.53
SW 综合	-5.61
SW 交通运输	-7.15
沪深 300	-7.38
SW 轻工制造	-7.71
SW 金融服务	-7.87
SW 机械设备	-8.88
SW 商业贸易	-8.92
SW 交运设备	-9.02
SW 食品饮料	-9.32
SW 公用事业	-9.38
SW 房地产	-9.45
SW 黑色金属	-10.69
SW 家用电器	-11.07
SW 纺织服装	-11.57

数据来源：东北证券，Wind

三季度我们重点推荐的上市公司组合取得明显受益，依据我们的“着眼抗风险能力强、安全边际高”的投资逻辑重点推荐的兰花科创、露天煤业、平庄能源、中国神华等均取得正收益，绝对涨幅分别为 9.19%、3.16%、1.53%和 2.36%；相对收益分别达到 16.57%、10.54%、8.91%和 9.74%。其他重点推荐品种如盘江股份、山煤国际、国投新集、永泰能源等也均录得明显收益，仅有中煤能源和神火股份小幅跑输

沪深 300.

表 2: 东北证券煤炭行业投资组合显著跑赢指数 (20120701-20120928)

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 %	相对沪深 300
600123.SH	兰花科创	9.19	16.57
600397.SH	安源煤业	8.64	16.02
600395.SH	盘江股份	5.45	12.83
002128.SZ	露天煤业	3.16	10.54
600188.SH	兖州煤业	3.03	10.41
600408.SH	安泰集团	2.75	10.13
601088.SH	中国神华	2.36	9.74
600740.SH	山西焦化	1.97	9.35
000780.SZ	平庄能源	1.53	8.91
000552.SZ	靖远煤电	0.89	8.27
600971.SH	恒源煤电	-0.36	7.02
600403.SH	大有能源	-1.36	6.02
600546.SH	山煤国际	-1.86	5.52
600348.SH	阳泉煤业	-2.33	5.05
600157.SH	永泰能源	-3.74	3.64
601918.SH	国投新集	-4.01	3.37
600997.SH	开滦股份	-4.87	2.51
600508.SH	上海能源	-6.07	1.31
000723.SZ	美锦能源	-6.08	1.30
600121.SH	郑州煤电	-6.38	1.00
601101.SH	昊华能源	-7.84	-0.46
	沪深 300	-7.38	0
601898.SH	中煤能源	-8.40	-1.02
000933.SZ	神火股份	-8.44	-1.06
601699.SH	潞安环能	-9.60	-2.22
000968.SZ	煤气化	-10.16	-2.78
601001.SH	大同煤业	-10.74	-3.36
000683.SZ	远兴能源	-11.68	-4.30
000983.SZ	西山煤电	-14.10	-6.72
601666.SH	平煤股份	-15.91	-8.53
000937.SZ	冀中能源	-16.24	-8.86

数据来源: 东北证券, Wind

底色不同者为重点推介品种

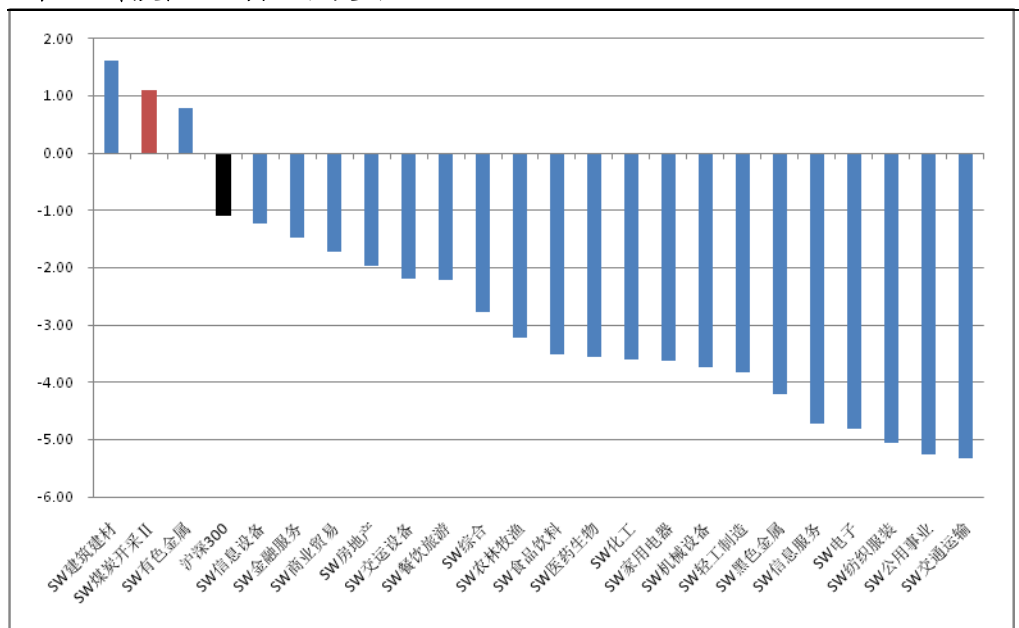
三季度煤炭股股价节奏整体呈现“高一低一高”的特点: 7 月, 国内煤炭市场受进口冲击预期逐渐减弱, 煤炭板块取得非常明显的相对收益; 8 月, 随着半年报的逐渐公布, 煤炭类上市公司业绩下滑的经营情况给市场信心带来一定打击, 煤炭板块股价向下调整。9 月周期类品种受 QE3 以及新的投资预期影响, 股价表现优于其他

板块。

1.2. 9月煤炭股相对收益突出

统计9月1日-9月26日各板块涨跌幅，煤炭板块绝对收益为1.11%，同期沪深300平均涨幅为-1.08%。煤炭板块绝对收益为1.11%，在23个申万一级行业指数中排名第三；相对收益达到2.19%。9月份建材、煤炭和有色板块涨幅居前。值得注意的是，年初至今涨幅非常突出的采掘设备类子版块本月绝对收益为-6%，股价调整非常明显。

图 1: 煤炭板块9月涨幅突出



数据来源：东北证券，Wind

焦煤类公司一改8月股价下跌颓势，涨幅居前。受多个地区为保障安全而进行小煤矿整改的影响，下游焦化企业出现恐慌性采购。今年煤焦钢产业链价格体系有所变化，价格变动方式与往年不同，近期焦煤下游钢材价格上涨明显，焦煤价格可能已被低估，四季度上涨可能性较大。

无烟煤价格本月较为疲软，山西部分地区无烟煤价格小幅下滑，下游化肥行业的恢复性增长尚未转移至上游。相对应的无烟煤类上市公司股价也有一定调整。

表 3: 9月煤炭板块涨幅居前个股中焦煤公司居多

代码	公司名称	涨跌幅 %
600395.SH	盘江股份	21.05
600397.SH	安源煤业	14.67
600157.SH	永泰能源	8.37
600740.SH	山西焦化	8.31
601699.SH	潞安环能	6.11
600123.SH	兰花科创	5.36

600546.SH	山煤国际	4.78
000780.SZ	平庄能源	4.73
000723.SZ	美锦能源	4.64
600188.SH	兖州煤业	3.49

数据来源：东北证券，Wind

表 4：9 月煤炭板块涨幅居后个股中无烟煤公司居多

代码	公司名称	涨跌幅 %
601101.SH	昊华能源	0.49
000968.SZ	煤气化	0.31
601898.SH	中煤能源	0.15
600792.SH	云煤能源	0.09
600348.SH	阳泉煤业	-0.29
601666.SH	平煤股份	-0.37
000933.SZ	神火股份	-2.46
000937.SZ	冀中能源	-3.05
600403.SH	大有能源	-3.71
601918.SH	国投新集	-5.51

数据来源：东北证券，Wind

2. 四季度投资建议 由关注防御转为关注成长

三季度我们重点看好的公司以防御类为主，如兰花科创、露天煤业、中国神华等低估值公司取得了较好的正收益。但在梳理目前影响煤炭股股价的重点事件之后，我们认为四季度应把目光集中到成长性公司上来。

2.1. 正在影响煤炭股股价的事件

2.1.1. 安全生产整顿 客观上压缩煤炭供给

9 月对煤炭行业影响最大的事项是各地响应安监总局的通知精神，纷纷展开安全生产整顿。7 月内蒙部分小矿的主动停产就给煤炭价格企稳铸造了坚实根基，此后受大型矿难密集发生的警醒，多个煤炭主产省份开始对辖区内小煤矿进行安全检查或关停。这都将对煤炭供给产生影响。今年煤炭供需格局整体偏松，抑制供给有利于对价格形成支撑。

2.1.2. 部分地区节前集中采购焦煤

我们从贸易商处获悉，节前山东等地焦化企业曾大规模突击采购焦煤。我们判断这一方面是受钢材价格反弹影响，焦化企业对行业景气回升有所期待；另一方面是受全国范围内大规模安全生产整顿对焦煤供给产生了十分明显的抑制，焦化企业对原料供给连续性有所担忧。下游企业对煤炭积极采购已是多月未曾出现，我们下文会对煤焦钢产业链价格体系变化进行分析，总体结论是看好焦煤价格四季度触底反弹。

2.1.3. QE3 的实际影响未必大于能源品供需关系内在力量

大宗商品由于多以美元进行计价，美元指数变动（或变动预期）对商品/能源价格影响非常大。但是，美联储本轮量化宽松推出之后，基本金属等价格波动虽如预期般上涨，但原油、国际煤价并未明显上涨，反而有所下降。在历史上，能源（煤炭&原油）价格和美元指数成正向相关而非对冲关系的现象其实时有发生，QE3推出后的能源价格变动态势也属正常。因为现阶段能源市场中决定能源价格的核心因素仍是供需关系，需求不足仍是现阶段能源市场的主导事项。我们认为如果量化宽松能够持续，能源价格将在需求企稳后才会显现金融属性或避险功能。

2.2. 四季度即将影响煤炭股股价的重点事件

我们在年度策略报告《行业景气低点在三季度 市场底在一季度显现》中即提出今年三季度将是煤炭类上市公司的业绩增速低点。如果煤炭行业利润走向真如我们预期，那么四季度的煤炭价格必须有所反弹，而四季度煤炭价格走势将决定 A 股中煤炭股的运行方向。在四季度影响煤炭价格的若干重大事项中，正面因素居多，煤价很可能在四季度迎来反弹。

2.2.1. 大秦线秋季检修

大秦线秋季检修将由 10 月上中旬开始。秋季检修将减少煤炭进港量和下水量，相当于煤炭供给的缩减。从近 10 年的数据上看，秋季大秦线检修对煤炭价格的正面作用毫无疑问，但支持力度要小于春季检修。

2.2.2. 季节性需求高峰——迎峰度冬

迎峰度冬这一传统用煤高峰对煤炭价格的拉动在正常情况下应在 10 月上旬即反映，因为用煤企业的冬季储煤将于 10 月起逐步组织开展。迎峰度冬不仅仅是每年年内煤炭行业的重大事件，甚至一定程度上可预示第二年煤炭行业景气程度。2005、2008 和 2011 年迎峰度冬期间煤炭价格未出现上涨，结果第二年迎峰度夏期间煤炭价格也较为疲软；相反，其他年份迎峰度冬期间煤价上涨，都带动了第二年迎峰度夏的煤炭价格上浮。今年二季度煤炭价格向下调整非常充分，港口价格已明显稳定。如果迎峰度冬能够起到拉动需求的作用，四季度煤价上涨是大概率事件。

2.2.3. 合同煤改革第一年：市场力量增强

今年发改委将对合同煤定价方式方法进行改革，原有的“一年一签”可能改为“一签多年，每年调整”。此外发改委有可能不参与基准价格的确定，将把煤炭价格决定权交归市场。四季度末，煤炭合同将首次迎来供需双方商定价格而非管理部门的行政指导。目前市场煤和合同煤价差非常小，改革后的“长协煤”价格预计波动不会大。长协煤价虽然变动幅度可能不大，但签订总量对市场影响更为明显。

如果改革后的长协煤签订量较大，那么次年煤炭价格整体波动区间将减小，长协煤将起到稳定市场价格的作用。如果供需双方对次年煤价的判断存在分歧，长协煤签订总量可能较小，这将导致次年煤价存在大幅波动的可能性。

目前仍在执行的 2011 年合同煤价和市场煤价已相差无几，但是从部分地区近期坑口价格变化方向来看，今年订货会举办前煤炭价格小幅上涨的可能性很大，我们对“长协煤”首年价格的判断是高于去年合同煤价格 5-10%。

2.3. 投资建议：参与反弹 关注成长性多于防御性

综合考量影响四季度煤炭股价的种种因素，我们发现大秦线检修、安全生产整顿将对煤炭供给有所抑制；迎峰度冬将对煤炭需求进行拉动；合同煤定价有利于稳定煤炭市场信心。行业变动的大方向明显向好。

从上市公司业绩来看，3 季报业绩继续下滑可能性很大，尤其是焦煤企业。与市场判断不同的是，我们认为 3 季报公布期间是焦煤类公司取得绝对收益的良好时机。我们今年全年都对焦煤价格持谨慎态度，也未曾重点推介焦煤股，仅在三季度末看好盘江股份、云煤能源等西南焦煤企业的交易性机会。但是今年第四季度我们较为看好焦煤类上市公司，焦煤股中首选标的是盘江股份和永泰能源。推介逻辑是焦煤企业年内已经历利润和股价大幅下跌的双重打击，在反弹前蓄势最多，四季度焦煤价格反弹可能性较大，将扭转市场对于焦煤企业盈利不佳的预期。

三季度我们重点看好的公司以防御类为主，但四季度我们建议把目光集中到成长性公司上来，除了焦煤公司外，需关注 2013 年“确定性成长”或“潜在增长”（资产注入）的上市公司，确定性增长类公司看好永泰能源、山煤国际、兰花科创，此类公司明年业绩增长确定，股价反弹弹性较大。潜在增长公司包括：盘江股份、神火股份、平庄能源和露天煤业，此类公司兼具业绩弹性和长期增长预期，可进行长期布局。

表 5: 煤炭股平均 PE 为 12.56X 焦煤公司估值弹性较大

	证券代码	证券简称	2012PE 中报*2	2012PE 预测值	2013PE 预测值
炼焦煤	000937. SZ	冀中能源	10. 28	10. 34	9. 21
	600508. SH	上海能源	10. 51	12. 30	12. 92
	601666. SH	平煤股份	12. 10	12. 78	11. 35
	000983. SZ	西山煤电	12. 75	14. 51	12. 70
	600997. SH	开滦股份	14. 14	16. 50	14. 92
	600395. SH	盘江股份	15. 03	16. 42	14. 70
	600157. SH	永泰能源	21. 48	14. 38	9. 83
	000968. SZ	煤气化	-70. 50	151. 04	11. 25
动力煤	600188. SH	兖州煤业	9. 51	12. 75	12. 99
	600403. SH	大有能源	10. 83	10. 83	9. 05
	600971. SH	恒源煤电	13. 01	14. 01	14. 08
	600397. SH	安源煤业	14. 34	12. 96	11. 98
	600546. SH	山煤国际	17. 98	14. 22	9. 62
	000552. SZ	靖远煤电	34. 63	10. 36	10. 10
	600121. SH	郑州煤电	92. 91	16. 59	14. 85
合同煤	601088. SH	中国神华	9. 09	9. 93	9. 16
	601898. SH	中煤能源	9. 86	11. 15	9. 94
	601918. SH	国投新集	11. 56	11. 34	9. 34
	601001. SH	大同煤业	22. 70	14. 91	12. 37
褐煤					
	002128. SZ	露天煤业	11. 78	11. 65	10. 26

	000780.SZ	平庄能源	13.20	13.05	12.34
无烟煤 喷吹煤	600123.SH	兰花科创	10.28	10.68	9.22
	601101.SH	昊华能源	11.46	12.08	11.55
	601699.SH	潞安环能	11.81	12.65	11.28
	600348.SH	阳泉煤业	13.37	13.41	12.07
	000933.SZ	神火股份	15.12	6.34	9.92

数据来源: wind 东北证券

3. 下游行业需求与库存情况分析

3.1. 水电气势如虹 火电仍在调整

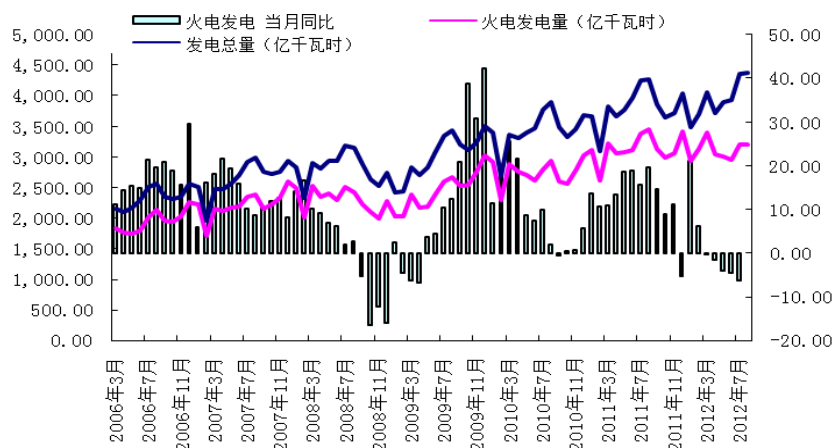
2012 年 8 月全国发电总量为 4372.8 亿千瓦时, 同比增长 2.7%, 总量和增幅都比 7 月环比轻微改善。

火电发电总量 3207 亿千瓦时, 同比增长-6.3%, 总量与增速均环比小幅下降。相比火电略显萎靡的态势, 水电来水情况可谓气势如虹, 8 月水电发电量 944 亿千瓦时, 同比增长 44%。这一增幅是 2007 年 9 月以来的新高。

全国 8 月用电总量 4496.7 亿千瓦时, 同比增长 3.6%, 比上一月又有所下滑。电力数据反映出的宏观经济仍然难以令人乐观, 第一产业、第二产业和第三产业的用电增速仍处在减缓的过程中。

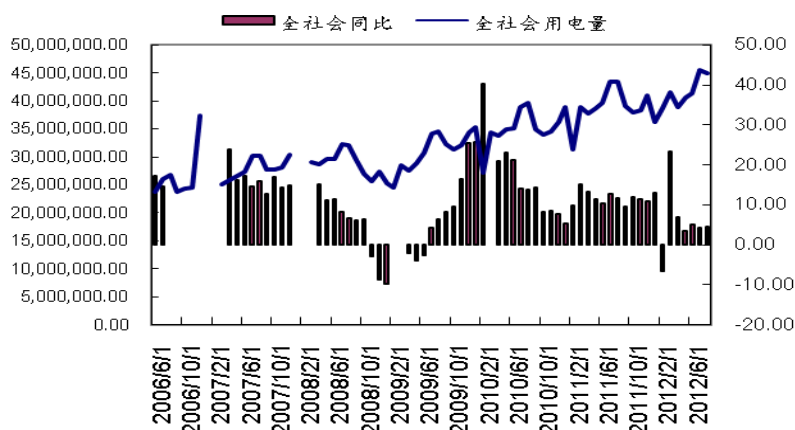
四季度国内水电将逐步进入枯水期, 火电负荷将有所增长。迎峰度冬的大规模用电压力也会逐步地体现。我们认为四季度火电发电量将逐步、小幅提升。

图 2: 全国发电总量月度数据



数据来源: wind 东北证券

图 3: 全社会用电量数据



数据来源: wind 东北证券

3.2. 生铁产量增速创 20 月新低 下游螺纹钢价格上涨

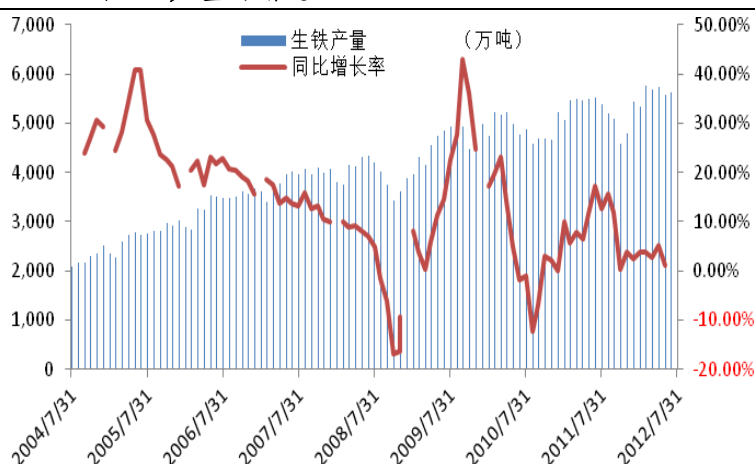
全国生铁 8 月产量 5374 万吨，同比增长-0.5%。这是自 2010 年末至今 21 个月中首次出现生铁月度产量同比增幅为负。

从价格上看，生铁价格 9 月底有幅度非常微小的回升，但部分地区螺纹钢价格反弹很明显。在煤-焦-钢产业链价格体系中，传统表现形式是：上涨为成本推动型，即焦煤价格最先上涨，随后传导至钢铁行业；价格下跌时是受需求影响，即钢价先跌、煤价后跌。正常来说，产业链产品价格整体上涨时，上涨顺序应为“上游-中游-下游”；价格整体下跌时，下跌顺序应为“下游-中游-上游”。

这种价格波动形势在今年出现了新变化：今年二季度 4-5 月，国内焦煤价格迅速下跌，然而下游生铁和螺纹钢价格下跌时间为 5-6 月，下游价格调整滞后于焦煤价格的调整。相当于上游先降价，下游后降价，与原有的需求影响模式背离。

近期螺纹钢价格的明显反弹，也不是建立在成本推动之上，因为焦煤价格仍在继续下跌。如果钢材价格的上涨能够持续，那说明当前焦煤价格已被低估。另一种可能就是目前经济形势并不可支撑煤焦钢产业链价格的整体上涨，产业链整体价格中枢不能得到提升，那么螺纹钢价格的反弹将难以持续。我们目前倾向于判断国内焦煤价格基本见底，焦煤价格在产业链体系内部被低估。最近部分地区出现抢购焦煤的现象，10 月焦煤价格上涨出现概率较大。

图 4: 全国生铁产量与增速

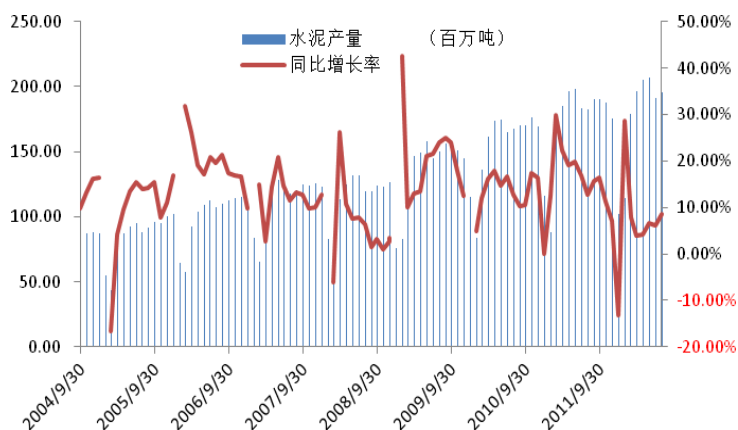


数据来源: wind 东北证券

3.3. 水泥产量有所回暖

水泥 8 月产量 195.5 百万吨，同比增长 8.7%。水泥产量比上月情况略好，增速也有所上浮。笔者认为在未来潜在的城镇化建设政策主导时期内，投资仍将是拉动经济的最大引擎，水泥建材总体需求有实质保障。近期水泥股的上涨也隐含对未来投资力度加大的预期。

图 5: 全国水泥产量与增速



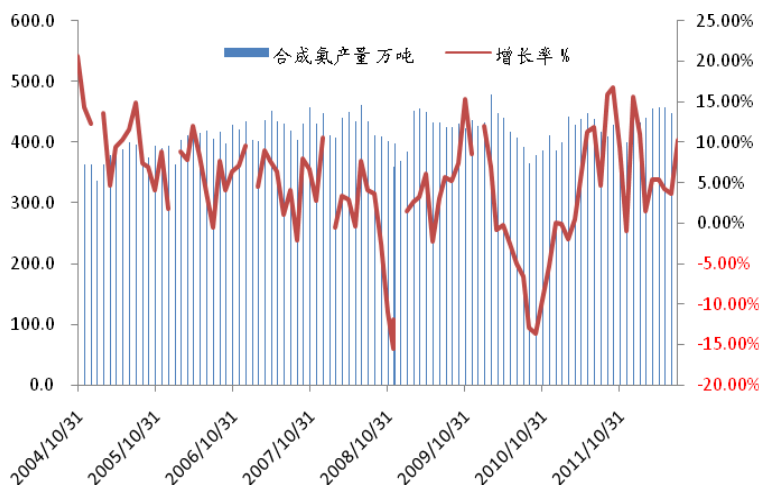
数据来源: wind 东北证券

3.4. 合成氨产量增速反弹明显 有利于无烟煤价格恢复

合成氨 8 月产量 458 万吨，同比增长 10.3%，增幅相比较其他行业最为明显。一般情况下，一季度才是合成氨行业旺季，三季度并不是传统旺季，合成氨产量迅速增长是下游需求反弹的拉动。

近期无烟煤需求并未因合成氨产量增长而受到拉动，滞后效应较强。如合成氨产量增长可持续，四季度的无烟煤价格恢复性上涨非常值得期待。

图 6: 全国合成氨产量与增速



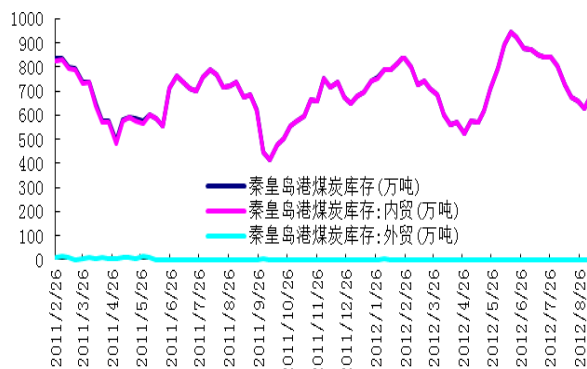
数据来源: wind 东北证券

3.5. 煤炭库存: 四季度前期大秦线检修将拉低库存

9月初秦港库存曾一度增加,在上月底的628万吨的基础上增长至691万吨,但是临近月末库存开始回落。截至9月21日秦港库存跌落至646.7万吨。重点电厂库存比上月略有增长至8600万吨,可用天数25天。

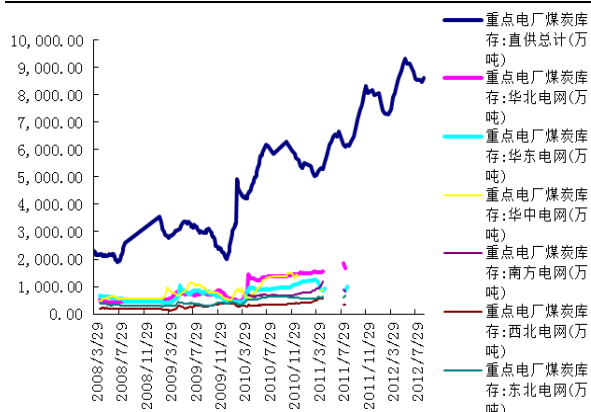
四季度前期,大秦线将迎来检修,预计时间为10月上中旬,届时将对秦皇岛港煤炭库存产生一定影响,进港煤炭日均总量和港口库存将有所下降。历史上秋季大秦线检修对煤炭价格的影响程度要小于春季,但今年大秦线10月检修(往年多为9月)很可能与“迎峰度冬”储煤高峰重合。如煤炭需求增加和大秦线检修造成的供需双向共振,很有可能造成价格的短期迅速上涨。

图 7: 秦皇岛港煤炭库存情况 万吨



数据来源: sxcoal 东北证券

图 8: 重点电厂存煤量



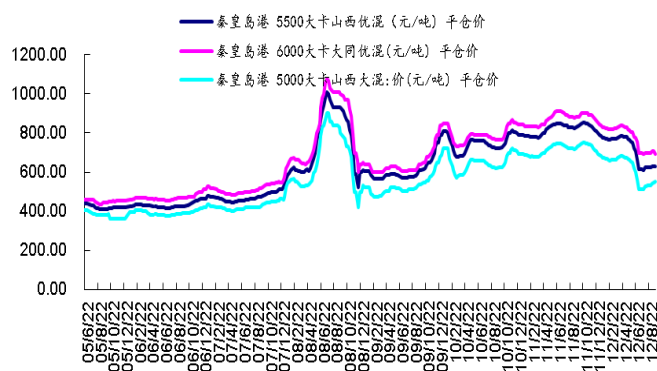
数据来源: sxcoal 东北证券

4. 煤炭港口价格: 底部基本确认

港口煤炭价格 8 月初开始企稳，9 月份各个煤种都开始上涨。虽然上涨的幅度比较小，但年内的价格底部应该已得到确认。9 月 21 日秦港 5000 大卡、5500 大卡和 6000 大卡平仓价分别为 550 元、630 元和 695 元。吨煤价格月环比分别增长 20 元，5 元和-5 元。港口价格本轮企稳至反弹过程中，低价煤的表现明显优于高价煤，下文我们会谈到坑口价格的表现形式也是如此。

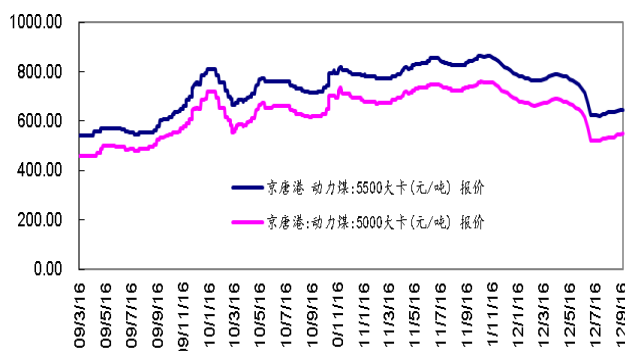
京唐港 5500 大卡和 5000 大卡动力煤本月微升，平仓价分别为 645 元/吨和 550 元/吨，吨煤价格月环比分别上涨 10 元和 15 元，低价煤价格上涨幅度较高。

图 9：秦皇岛港口煤炭价格



数据来源：sxcoal 东北证券

图 10：京唐港港口煤炭价格

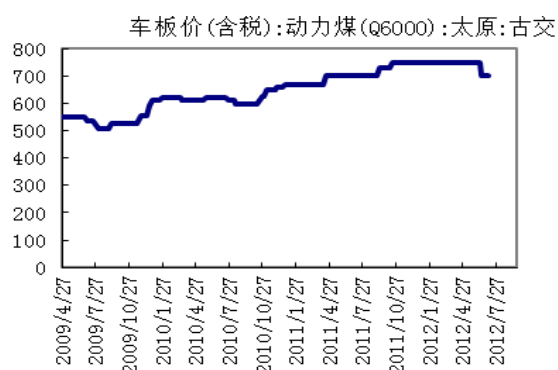


数据来源：sxcoal 东北证券

5. 动力煤坑口价格：坑口价格表现分化

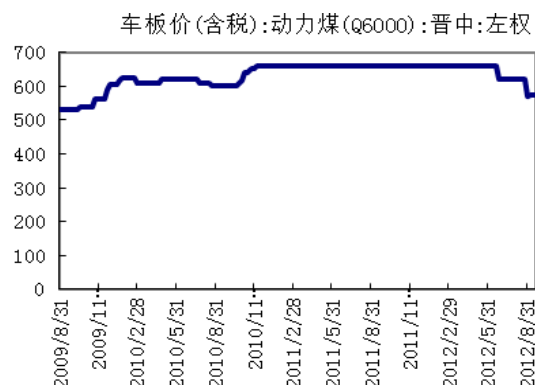
港口动力煤价止跌企稳，产地坑口动力煤价格表现分化。陕西黄陵坑口价小幅下滑、安徽淮南和淮北地区坑口价格月初大幅下滑。售价较低的内蒙东胜和新疆阜康煤价本月迅速上涨。低价煤表现优于高价煤的特性在坑口价格上也得到了印证。

图 11: 山西太原古交地区车板价 元/吨



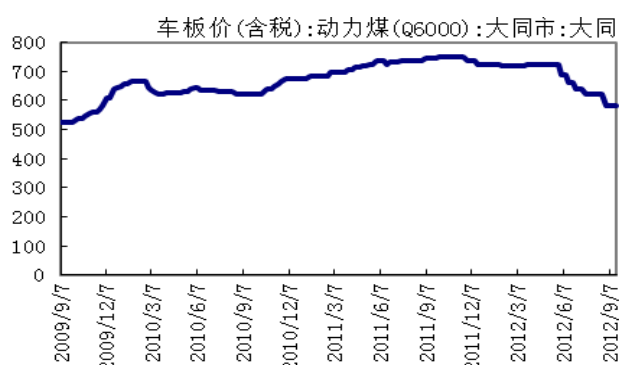
数据来源: sxcoal 东北证券

图 12: 山西晋中左权地区车板价 元/吨



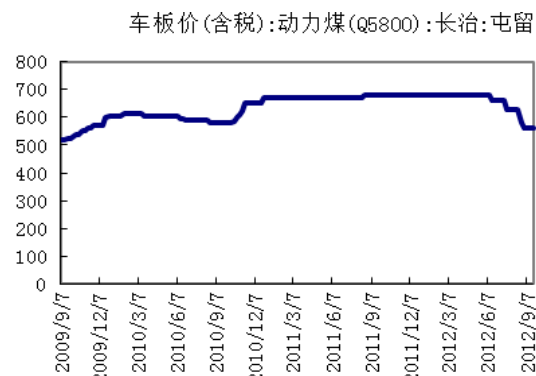
数据来源: sxcoal 东北证券

图 13: 山西大同地区车板价 元/吨



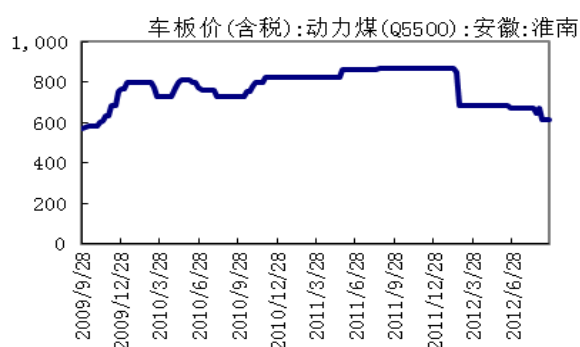
数据来源: sxcoal 东北证券

图 14: 山西长治地区车板价 元/吨



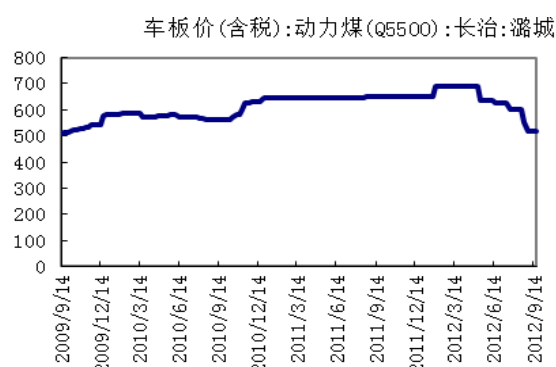
数据来源: sxcoal 东北证券

图 15: 安徽淮南地区车板价 元/吨



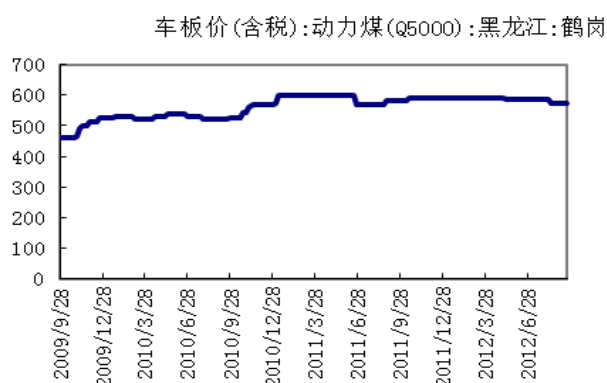
数据来源: sxcoal 东北证券

图 16: 山西长治潞城地区车板价 元/吨



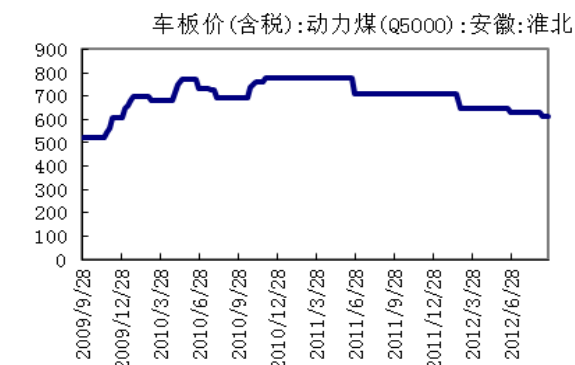
数据来源: sxcoal 东北证券

图 17: 黑龙江鹤岗地区车板价 元/吨



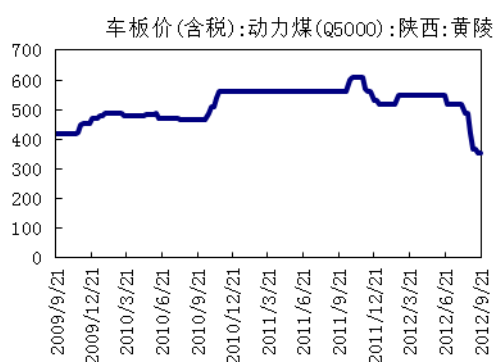
数据来源: sxcoal 东北证券

图 18: 安徽淮北地区车板价 元/吨



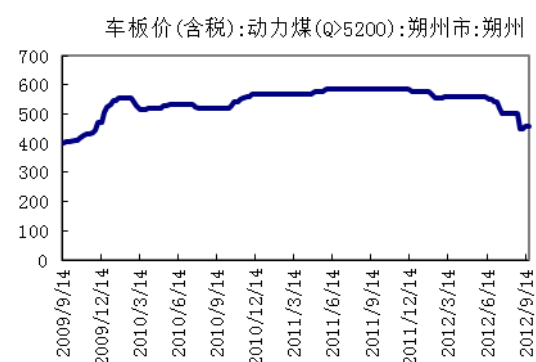
数据来源: sxcoal 东北证券

图 19: 陕西黄陵地区车板价 元/吨



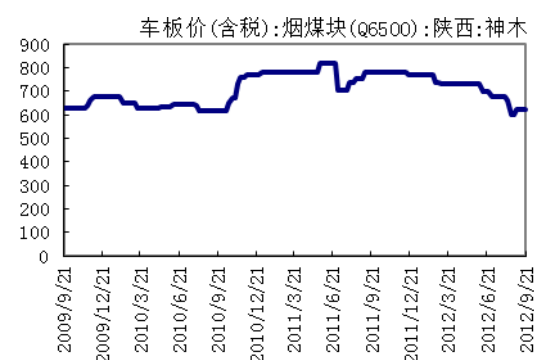
数据来源: sxcoal 东北证券

图 20: 山西朔州地区车板价 元/吨



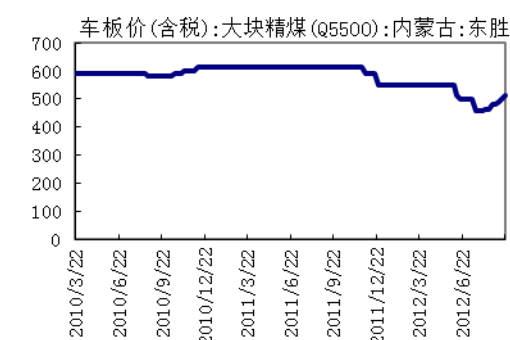
数据来源: sxcoal 东北证券

图 21: 陕西神木地区车板价 元/吨



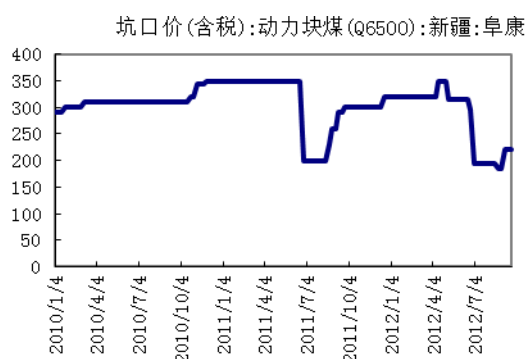
数据来源: sxcoal 东北证券

图 22: 内蒙古东胜地区车板价 元/吨



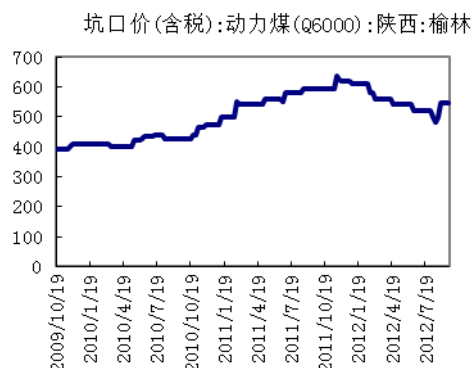
数据来源: sxcoal 东北证券

图 23: 新疆阜康地区坑口价 元/吨



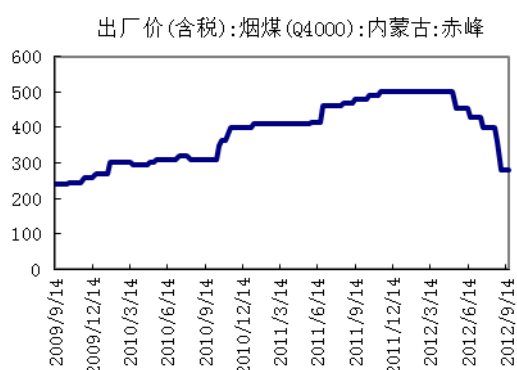
数据来源: sxcoal 东北证券

图 24: 陕西榆林地区坑口价 元/吨



数据来源: sxcoal 东北证券

图 25: 内蒙赤峰地区坑口价 元/吨



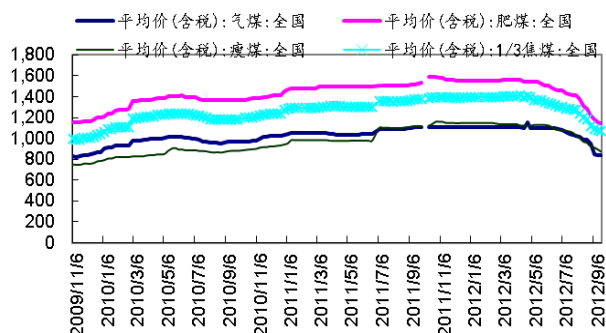
数据来源: sxcoal 东北证券

6. 焦煤价格: 9月焦煤价格跌幅加大 10月可能迎来反弹

经济增速连续下滑,国内疲弱需求依然抑制焦煤价格,9月末全国气煤平均价 835 元/吨,肥煤 1143 元/吨,瘦煤 875 元/吨,1/3 焦煤平均价 1069 元/吨延续下跌趋势,但跌幅明显收窄。

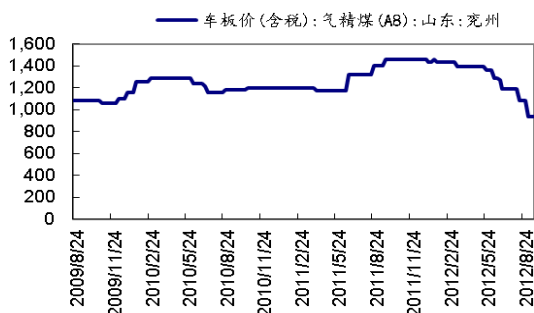
各焦煤产地价格在9月中旬的快速下跌后,月底价格开始企稳,各地价格在9月最后一周均未出现下跌,河北开滦地区价格甚至小幅上升。河北省钢铁、焦化企业集中,对焦煤价格最为敏感,该省焦煤价格小幅上调有可能是焦煤价格已经见底的信号。焦炭价格走势与焦煤类似,月底有部分地区二级冶金焦价格开始反弹。

图 26: 全国焦煤平均价格 元/吨



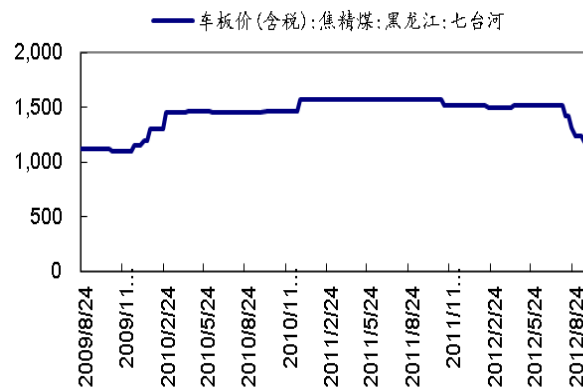
数据来源: sxcoal 东北证券

图 27: 山东兖州气精煤价格 元/吨



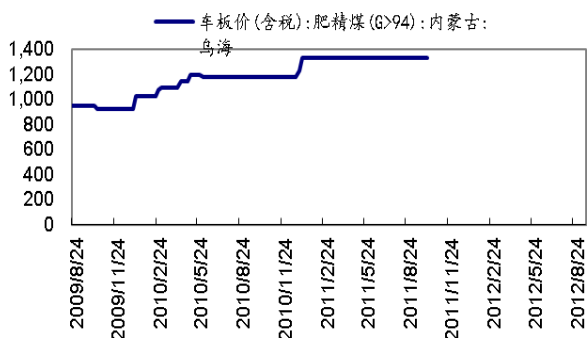
数据来源: sxcoal 东北证券

图 28: 黑龙江七台河地区焦精煤价格 元/吨



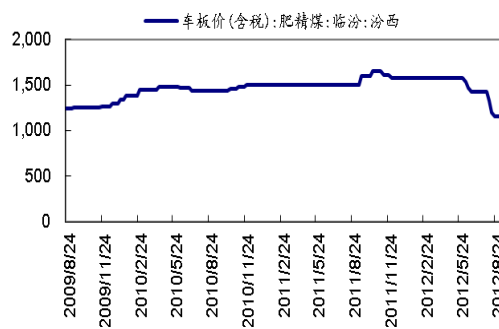
数据来源: sxcoal 东北证券

图 29: 内蒙古乌海肥精煤价格 元/吨



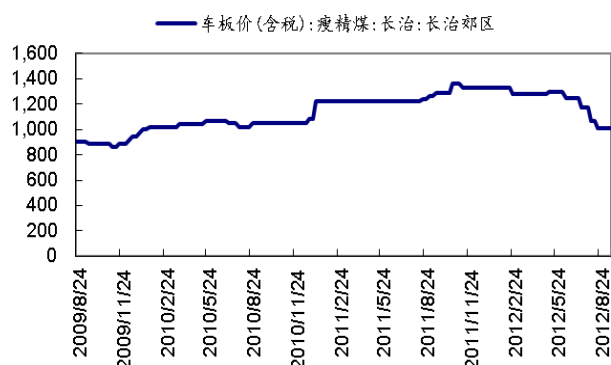
数据来源: sxcoal 东北证券

图 30: 山西临汾地区肥精煤价格 元/吨



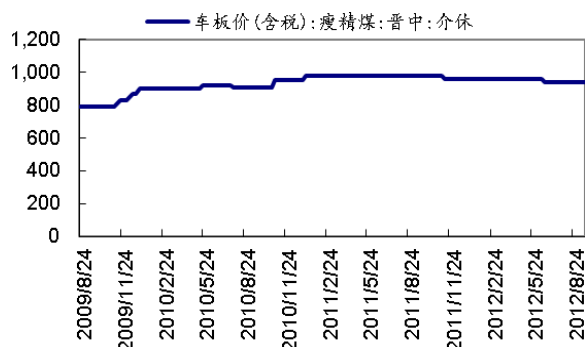
数据来源: sxcoal 东北证券

图 31: 山西长治地区瘦精煤价格 元/吨



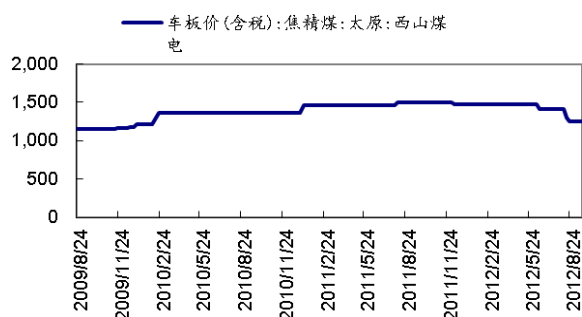
数据来源: sxcoal 东北证券

图 32: 山西介休地区瘦精煤价格 元/吨



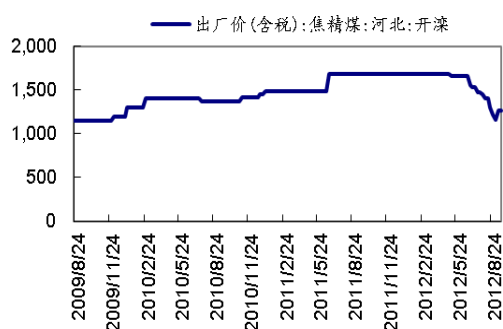
数据来源: sxcoal 东北证券

图 33: 山西太原焦精煤价格 元/吨



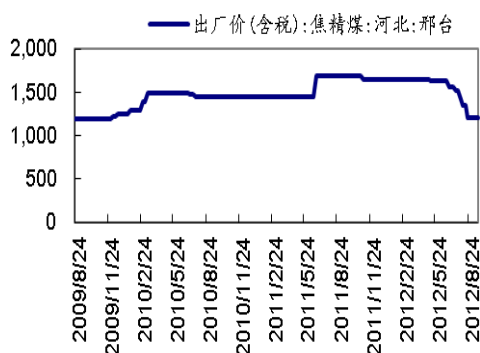
数据来源: sxcoal 东北证券

图 34: 河北开滦焦精煤价格 元/吨



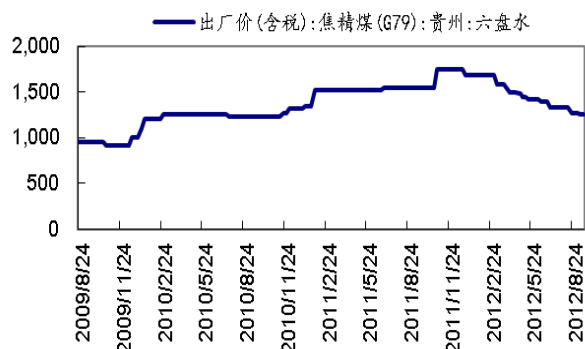
数据来源: sxcoal 东北证券

图 35: 河北邢台焦精煤价格 元/吨



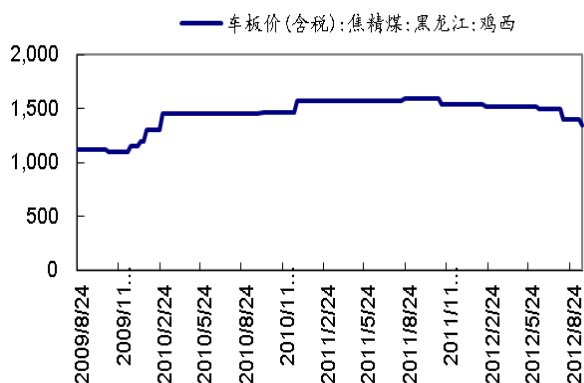
数据来源: sxcoal 东北证券

图 36: 贵州六盘水焦精煤价格 元/吨



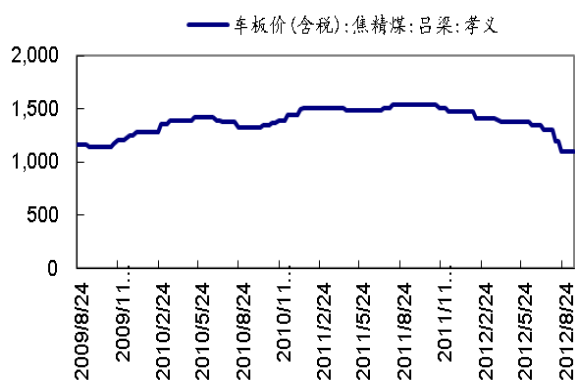
数据来源: sxcoal 东北证券

图 37: 黑龙江鸡西地区焦精煤价格 元/吨



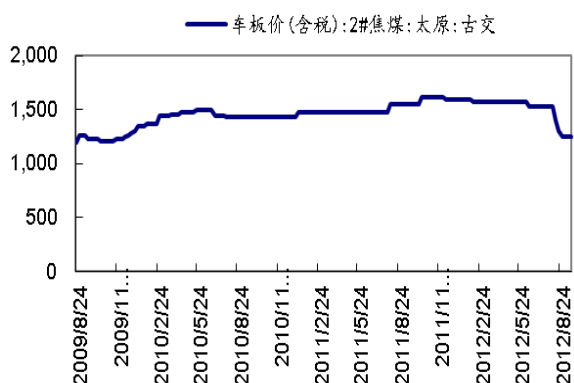
数据来源: sxcoal 东北证券

图 38: 吕梁孝义地区焦精煤价格 元/吨



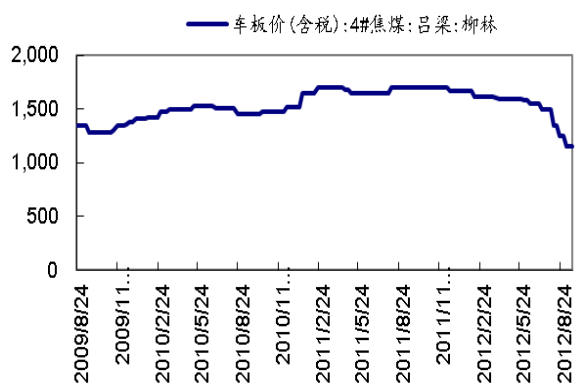
数据来源: sxcoal 东北证券

图 39: 太原古交地区 2#焦煤价格 元/吨



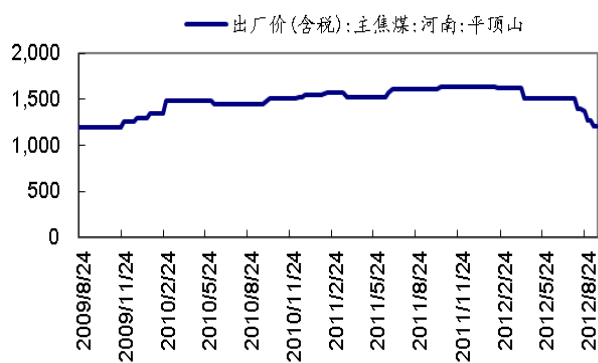
数据来源: sxcoal 东北证券

图 40: 吕梁柳林地区 4#焦煤价格 元/吨



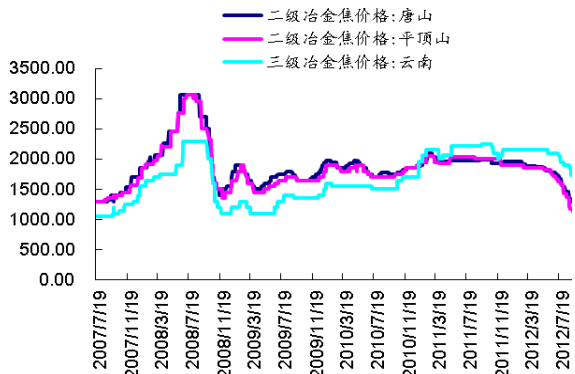
数据来源: sxcoal 东北证券

图 41: 河南平顶山主焦煤价格 元/吨



数据来源: sxcoal 东北证券

图 42: 部分省市冶金焦价格 元/吨



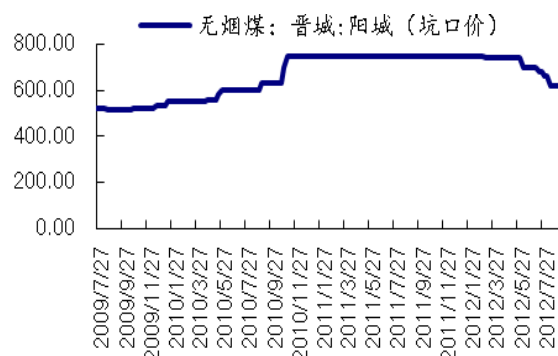
数据来源: sxcoal 东北证券

7. 无烟煤价格 9 月稳定 四季度受益于下游行业回暖

我们监测的山西无烟煤和喷吹煤价格在 9 月均未出现波动, 始终维持在上月末的价格水平上。相对其它煤种, 今年全年无烟煤价格下跌幅度最小, 说明其需求保障最为坚实。8 月出现的下游合成氨产量增速迅速恢复, 说明化肥行业需求上涨明显,

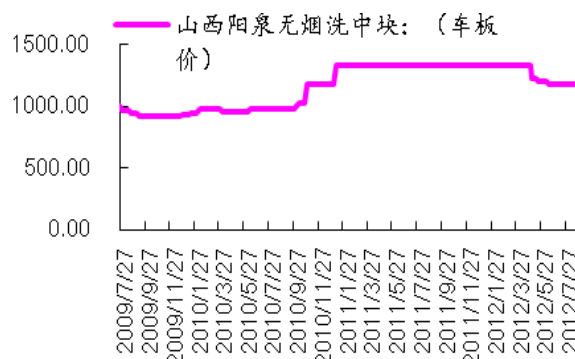
无烟煤价格稳定在目前水平没有问题。下游行业回暖如能持续发力，无烟煤价格上涨可能性也很大。

图 43: 山西晋城无烟煤坑口价 元/吨



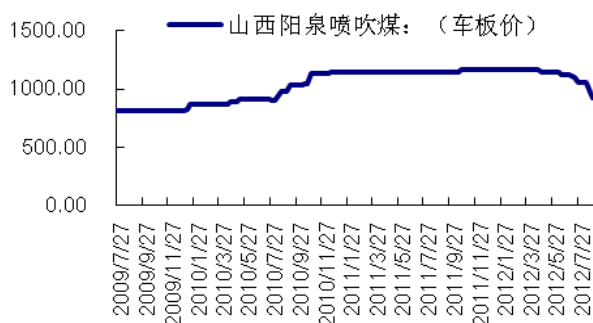
数据来源: sxcoal 东北证券

图 37: 山西阳泉无烟煤中块 元/吨



数据来源: sxcoal 东北证券

图 38: 山西阳泉喷吹煤价格 元/吨



数据来源: sxcoal 东北证券

8. 国际煤炭价格本月弱势下调

8.1. 国际煤价小幅下滑

国际煤炭价格 9 月表现不及 8 月，各主要港口价格有所下滑。截至 9 月末，澳大利亚纽卡斯尔港和欧洲 ARA 港价格分别为 89.73 美元和 88.03 美元，比 8 月末分别下降 1.77 美元和 5.66 美元。由于 6 月国内煤炭价格出现过大幅下跌，国内煤价对海外煤价的溢价被迅速磨平，因此尽管近期外煤价格小幅下滑，但相对于国内价格的优势不明显，上半年出现过的进口煤大幅增加再度出现可能性非常小，这一点我们从 8 月煤炭进口数据上亦可见一斑。

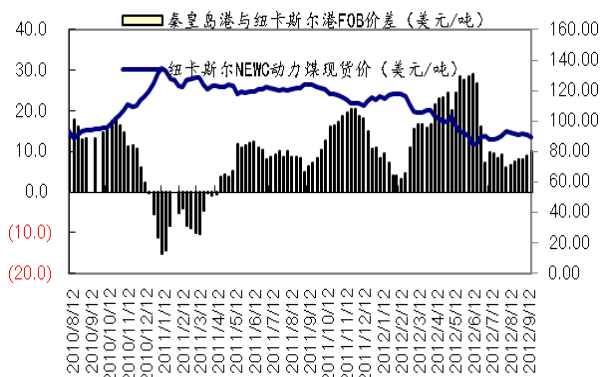
8.2. 航运指数波动较大

国际航运指标 9 月出现大幅波动，月初 BDI 指数由 698 下跌至中旬的 663；月末又大幅反弹至 773 点。

8.3. 美元指数和原油并未出现对冲表现

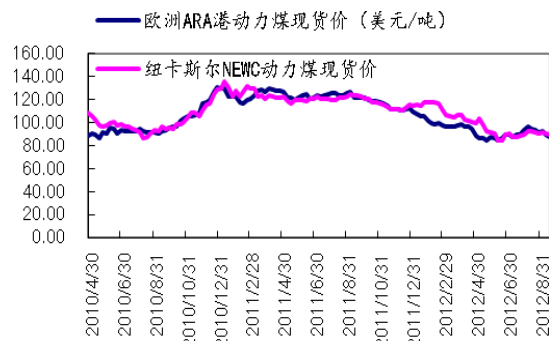
9 月美元指数下跌，由上月末的 81.25 下跌至本月末的 79.33。QE3 的推出对美元指数以及大宗商品价格都构成显著影响，但原油价格却受需求不振的影响而未能如市场此前预期上涨，反而有所回落。9 月 WTI 国际原油期货价格月末收于 92.19 美元/桶，较 8 月 31 日的 96.47 美元/桶下跌 4.28 美元。

图 39: 澳大利亚纽卡斯尔价格与秦皇岛港价差
美元/吨



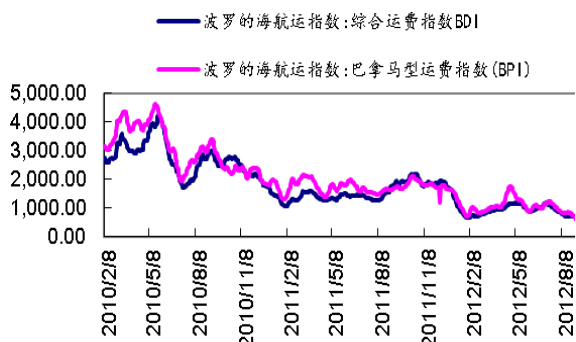
数据来源: sxcoal 东北证券

图 40: 欧洲 ARA 港动力煤现货价 美元/吨



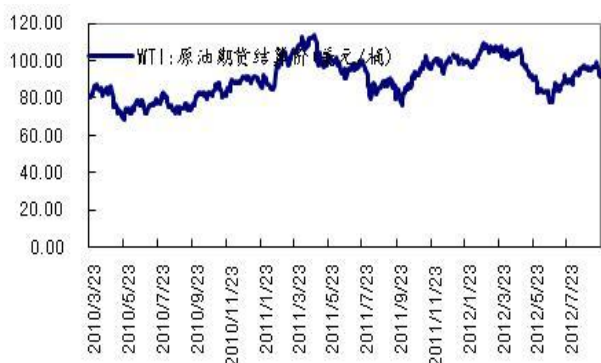
数据来源: sxcoal 东北证券

图 41: 波罗的海航运指数



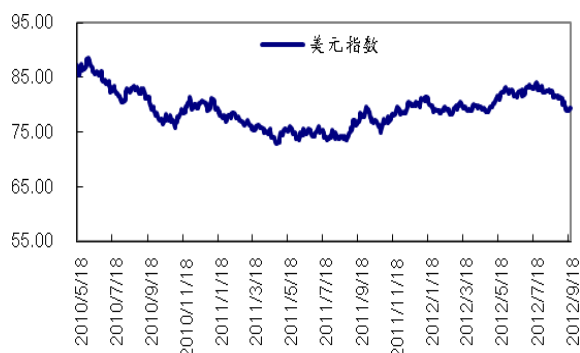
数据来源: sxcoal 东北证券

图 42: 国际原油价格 美元/吨



数据来源: sxcoal 东北证券

图 43: 美元指数



数据来源: sxcoal 东北证券

9. 风险提示:

宏观经济持续下行; 电力、钢铁行业运行持续低迷, 钢材价格反弹未能持续。

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

