煤炭：需求难现V型反转 供给仍存三大压力

●根据煤炭周期与宏观周期的关系，在宏观经济的底部阶段对应煤炭行业景气下滑后半段，而非同步见底。

●当前煤炭需求出现复苏迹象，但仍有反复，从先行指标的走势看，出现V型反转的可能性不大。

●供给情况复杂，未来国内煤炭供给市场面临小矿与大矿、产煤大省之间以及低价进口煤与高价国产煤之间的三重博弈，除了小煤矿复产面可能低于预期对供给影响偏正面外，其余因素仍偏负面。在需求不会出现V型反转的假设下，预计煤价2季度完成第二阶段下跌，之后震荡筑底。结合成本方面的变量，在资源税推出之前，煤炭行业的盈利底部不能确认。

⊙国泰君安 杨立宏 金润

经济复苏是否意味煤炭行业复苏？

从历史年度GDP和煤炭行业毛利率的边际变动来看，GDP增速的边际变动达到顶点，煤炭行业毛利的边际变动才达到低点，二者到达顶点与低点的年份几乎是反向的。

从季度数据来看，在1999到2008年底的40个季度里，煤炭行业的盈利的高点通常在经济已经进入衰退期达到，而经济复苏阶段煤炭行业盈利仍有下降，在经济繁荣期煤炭行业毛利与经济同向提升，滞后期为3-4个季度左右。

造成上述现象的原因也很容易理解：由于煤炭的建设周期长造成供给对需求的调整期限较长，加之煤炭行业在产业链的位置上处于最上游，本身对需求的感知滞后。

国际煤价未来趋势如何？

BJ煤价连续7周在60美元/吨左右波动，我们判断国际煤价基本调整到位，原因有三：

第一，澳煤价格已经回到60美元/吨，相当于2007年中期水平，这一水平是2004年以来（剔除2008年数据后）的长期价格的上限；

第二，中国进口对国际煤价有支撑，目前按照同等发热量折算后澳煤与国内煤价差距在30美元左右，而运价维持在近20年来的低位，对于东南沿海地区进口煤炭非常合算；

第三，09财年日澳合同煤价格确定，硬焦、喷吹和动力煤分别定在128美元/吨、90美元/吨和70美元/吨，一定程度上为国际煤价确定底限。

相对国际煤价，国内煤价仍偏高，与日澳09财年确定合同价格相比，国内焦煤、喷吹煤和动力煤分别贵10%、20%和20%。考虑到中国购买会导致国际价格企稳甚至回升，国内煤价的下跌幅度可能低于上述差价幅度。

2季度供求格局下煤价趋势如何？

3月份以来动力煤市场出现复苏，主要表现为发电量降幅减缓与秦皇岛库存的下降，这一方面与电力行业库存回补有关，另一方面小煤矿仍未复产，大秦线提前进行每日3小时的停电检修，造成进港量减少。

我们不怀疑需求的触底，但复苏之路可能漫长。而煤炭的供给面仍存三大压力：小煤矿的复产；大矿的减产力度缓解及新产能投放；进口煤炭的冲击，这涉及大矿与小矿之间的博弈、主要产煤大省之间的博弈以及进口煤与国产煤之间的博弈，短期内仍无法乐观。

小矿减量VS大矿增量

无论是出于主动还是被动，本轮危机以来小煤矿为稳定国内煤炭市场做出了重大贡献，2008年11月以来小矿连续5个月减产，按照减产前小煤矿占煤炭总产量的比重为36%左右，当前小煤矿的减产幅度为40%，意味着全国至少有14%产能处于停产状态，加上大矿的减产，全国的产能利用率在78%左右。从山西的情况来小矿的停产面更大，如果按照2009年2月山西省地方个体煤矿产量年化数据来看，仅相当于2008年产能利用率的27.55%，这停产的72%地方煤矿影响全年产量1.4亿吨。两会后山西对省内小煤矿的准入门槛再次提高，小煤矿的复产进度和数量可能低于预期。

小煤矿对产量影响的不确定在于其减量，而大矿则是增量的主要贡献者，且确定性较强。2006年初全国在建产能7.05亿吨，其中新建的4.97亿吨基本来自大矿，按照3-4年的建设期估算，目前进入产能释放期。

政府停小保大的政策性导向非常明确，小煤矿前景黯淡已无悬念，但悬念在于落后产能淘汰量与大矿新增产能释放量的对比上。尽管目前来看山西省对小矿的复产严格程度高于预期，但我们担心仍难抵消大矿的产能释放与进口煤的冲

击，小矿的复产面对未来几个月的煤价影响重大。

山西减产VS内蒙古增产

2009年以来山西除了小煤矿减产幅度较大外，大矿减产也为维持煤炭市场脆弱平衡做出重大贡献，1-2月份山西煤炭产量同比减少11.12%，其中同煤集团减产幅度最大，为19.04%。但在山西减产的同时，1-2月份内蒙古煤炭产量同比增长22.06%，2月份单月产量2823万吨，超过山西成为第一大产煤省。此外，产量同比增幅超过10%的还包括安徽、陕西、新疆、贵州等资源后备区。

2008年的煤炭增量中，内蒙古产量增量占全国新增产量的58.69%，此外，安徽、河南、陕西也是增产的主要省份。未来这一趋势仍将持续，十一五规划的20个在建的千万吨级大矿中，12个来自内蒙古。除非产煤大省之间能够结成联盟，否则，在山西煤炭大省的地位已经动摇的情况下，限山西的产保全国乃至全球的价的局面恐难长期维持。事实上，山西的限产保价已经造成了其市场份额受到侵蚀，根据山西统计局近期发布的调研报告，限产后山西晋南地区煤价一度高于省外200元/吨，导致省外煤炭大量涌入，外省煤炭市场份额占到晋南地区用煤量的80%。

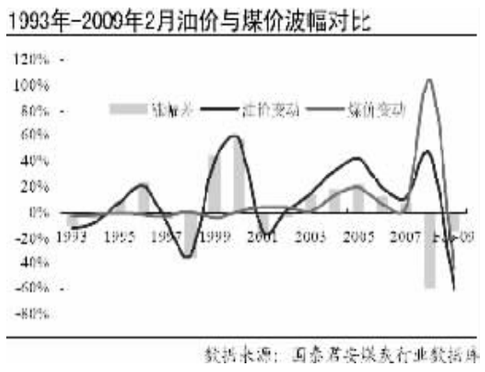
低价进口煤VS高价国产煤

目前我国煤炭进口驱动并不是供给不足而是纯粹对价格敏感，煤炭进口趋势取决于两个因素：一是国内外的价差，二是运价。3月以来澳煤FOB与国内煤炭价差再次扩大至31美元，澳西到日本的煤炭运费维持6.5美元/吨的历史低位，同等发热量煤炭，东南沿海地区进口煤炭比从秦皇岛直接运输便宜145元左右。进口煤的价格吸引力依然很大，套利空间不消失，进口增长趋势难止，国内煤价的压力就存在。

此外，近日地方政府提高煤炭税费的声音不绝于耳，新疆从2009年3月1日起，将煤炭(不含焦煤)资源税适用税额提高为每吨3元（原为0.3-0.5元），江西萍乡开始4月1日起开始征收吨煤5元的可持续发展基金，内蒙古也在两会上提议征收可持续发展基金。成本的增加在卖方市场中可以完全传导，但在供大于求的市场中只能压缩盈利空间。资源税的推出时间对煤炭行业的见底时间影响也非常大。

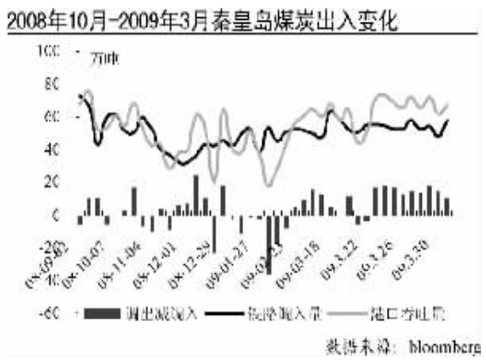
综合来看，需求难以出现V型反转。我们判断煤价在2季度完成第二阶段下跌，之后震荡筑底。根据宏观经济与煤炭周期的历史相关性推断，煤价的上涨要待2010年。此外，结合成本方面的变量，在资源税推出之前，煤炭盈利的底部不能确认。

1993年-2009年2月油价与煤价波幅对比



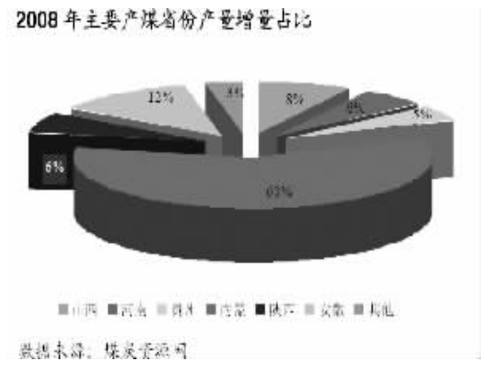
数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

2008年10月-2009年3月秦皇岛煤炭出入变化



数据来源：bloomberg

2008年主要产煤省份产量增量占比



数据来源：煤炭资源网

2002-2009中国煤炭分国别进口量

数据来源：煤炭资源网，09.1-3为根据09年2月数据年化测算

郭晨凯 制图

一季报业绩有望普遍超预期

⊙国信证券 李然

一季度煤炭行业整体供给控制能力超出预期

动力煤：价格一季度小幅上涨。受整体经济不景气导致发电量同比下降，以及电力企业坚决不同意签涨价合同煤的影响，市场在年初时普遍认为动力煤的合同价格应和去年持平甚至应有所回落，但随着电煤合同价格谈判的推进，我们不难看出双方博弈的重点已经由年初的是否涨价转移到了涨价的幅度上，煤炭企业在这次谈判中基本掌握了主动权。这一方面由于一季度随着宏观经济的转暖，发电量环比回升，电力企业的库存消耗较快，且五大电力集团采取各种方式向市场进行采购，据前期调研了解，电厂煤炭采购价基本与目前市场交易价持平或略低；另一方面则是由于一季度山西以及周边重要产煤省的中小煤矿至今尚未大幅复产，市场供应减少，加之大秦线、朔黄线由于铁路检修等原因导致调出量减少，秦皇岛库存大幅下降，近期市场并未如预期的出现“相对过剩”，这对动力煤价格形成了比较强的支持。

炼焦煤：价格低位徘徊。受到焦炭、冶金行业不景气的影响，炼焦煤价格在一季度出现了100元左右的下跌，但截至3月底全国焦煤企业的龙头西山煤电并未下调其挂牌交易价，一方面由于以西山煤电为代表的焦煤生产企业与各大钢厂有着比较稳定的合同供应，市场销售基本稳定；另一方面由于山西至少1/3的小煤矿到目前为止复产率极低，复产进度也慢于市场预期。未来价格走向将取决于下游钢铁行业需求回暖进程和程度。

未来煤炭价格将稳中有降

一季度煤炭谈判价格上涨幅度超出预期的原因是小煤矿复产进程缓慢，政府对煤炭产能控制力超出预期，加上国内经济回暖带动煤炭市场需求。

虽然一季度煤炭价格坚挺表现超预期，但我们必须注意这种表现是在煤炭行业整体供给控制能力超出预期的前提下，随着二季度供给的陆续释放，在目前整体经济仍未明显回暖迹象的影响下，新产能的释放或将会对煤炭价格带来一定程度的冲击。

部分大型煤炭企业一季报业绩将超预期

2008年山西至少1/3的小煤矿被关停或限产，导致2009年地方政府财政有压力，为了缓解目前的财政压力，要求省内各大煤炭企业释放业绩；同时部分大型煤炭企业存在融资需求，随着各大煤炭企业整合资源进程的加快，部分企业有向社会募集资金的需要，为了增强市场对其的认可度，这部分企业有释放业绩的动力，据此逻辑，我们判断2009年1季度部分大型煤炭企业的盈利状况可能普遍超出市场原来的预期。

二季度国内煤炭供求将维持弱均衡状态

⊙中投证券 肖汉平

2008年中国煤炭市场经历上半年的供给紧张到四季度供给过剩的转变，进入2009年，在主要产煤省进行限产和以销定产的影响下，煤炭市场维持基本供求平衡状态。

安全生产要求将延缓中小煤矿复产进程

由于目前在中国煤炭供给中，中小煤矿处于重要地位，而中小煤矿由于开采方式落后，安全生产事故频繁发生。山西作为中国煤炭的供给地区，频繁的矿难已经引起当地政府高度重视。

为了改善煤炭安全生产状况，2009年山西省政府采取多项措施，如，加快中小煤矿的兼并和重组、关闭非法小煤矿和要求到2010年年底全省矿井规模达到90万吨/年，并全部实现以综采为主的机械化等。这些措施的实施将对2009年煤炭供给产生重要影响。

煤炭资源进口将增加短期国内煤炭供给

根据中国海关总署数据，中国今年1至3月份出口煤738万吨，同比减少27.6%；进口煤1358.8万吨，同比增加22.3%；一季度净进口621万吨。从一季度情况看，国际市场煤炭进口较去年同期煤炭进口出现快速增加，导致国内煤炭进口大幅度增长主要是由于两个方面的原因：

一是由于国内煤电价格分歧。在2009年煤炭订货会上，国内五大电力企业与煤炭行业存在严重分歧，导致2009年电煤供应合同至今未能签订，部分电力企业试图增加国际市场煤炭供应，从而导致煤炭进口增加；

二是国际市场煤炭价格优势。受全球金融危机和经济衰退影响，亚太地区主要煤炭进口国，煤炭需求大幅度下降，结果是国际煤炭市场供求出现短期的严重失衡，国际煤炭价格大幅度下降，煤价处于低位运行。

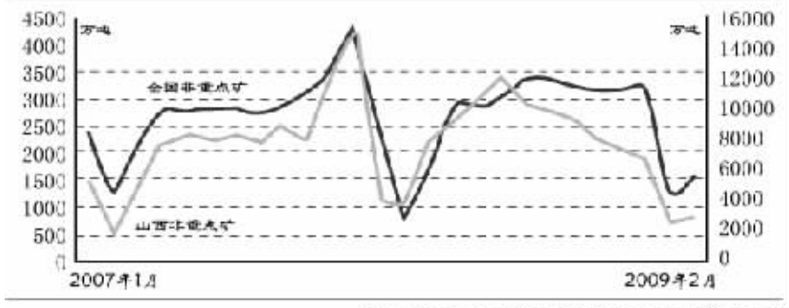
国际煤价回升将有助于二季度国内煤炭进出口均衡

受全球金融危机和经济衰退影响，2008年下半年以来国际能源价格快速下降，煤炭价格也不例外，进入2009年国内能源价格继续保持低位运行，但在3月中旬和4月上旬国际能源价格均出现触底回升的态势，预期随着全球新一轮经济增长刺激计划的实施，全球经济可望遏止衰退势头，并逐步走出低谷，经济见底回升将有助于增加全球能源需求增加，同时刺激能源产品价格上涨。

总体上看，国际煤炭市场经过半年多的持续性调整，价格“泡沫”也已消失殆尽。在生产成本及刚性需求等基本力量支撑下，国际煤炭价格基本上不存在下行空间，后期将稳中趋升。国际能源产品尤其是煤炭产品价格的回升将对二季度国内煤炭供求产生重要影响，这种影响主要表现为增加国内煤炭企业出口的积极性，抑制国内耗煤从国际上进口。

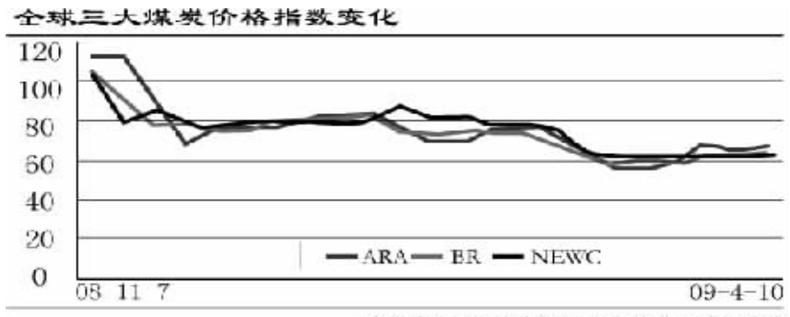
综上所述，可以预期：在主要产煤省煤炭产量由于安全生产和限产政策的影响，国内煤炭产量增速得到有效控制，一季度国内煤炭供求关系实现低供求水平下的基本平衡的状态，预期二季度随着中国经济进一步回暖，国内煤炭需求将进一步回升。与此同时，国内煤炭供给将因中小煤矿产量和国外煤炭进口增加而增加，但由于主要产煤省的供给管理政策和国际市场煤炭价格的回升，预期二季度国内煤炭供给不会出现大幅度增加，煤炭供给仍然有望保持相对均衡。

2008-2009年全国及山西中小煤矿月产量变化



资料来源：中国煤炭资源网 中投证券研究所

全球三大煤炭价格指数变化



资料来源：中国煤炭资源网 中投证券研究所

中国神华(601088)
3月份运营数据环比大幅好转

3月份商品煤产量1920万吨，同比增加390万吨，增长20%，增速较2月份的1.4%大幅回升18.6个百分点；产量环比2月份增加420万吨，增长28%。在以销定产的经营策略下，商品煤产量环比2月份显著改善，显示煤炭市场需求明显好转，而产量增长则主要来自布尔台和哈尔乌素煤矿产能的释放。一季度商品煤总产量为5180万吨，同比增加720万吨，增长16.1%。

3月份商品煤销量为2270万吨，同比增加370万吨，增幅为16%，增速较1月份大幅回升36个百分点；销量环比2月份增加770万吨，增幅高达51%。与此同时，3月销量高出产量350万吨，而2月份二者持平，显示在需求好转支持下，公司外购煤开始逐步恢复。一季度商品煤销量总计为5700万吨，同比增加30万吨，增长0.5%。一季度销量增速低于产量的主要原因在于外购煤数量的减少，一季度共外购煤520万吨，同比下降590万吨，降幅为57%。

3月份出口煤炭160万吨，较2月份的120万吨大幅增长，一季度共出口煤炭400万吨，同比下降60万吨，降幅为13%。中国煤炭出口合同谈判目前已经展开，预计合同价格在70美元/吨，这一价格将低于目前国内的现货价格，因此，预计公司出口将大幅下降。

综合看，公司3月份运营数据较2月份大幅好转，一方面显示了在经济复苏带动下需求的逐步恢复，另一方面，煤炭产销数据好转还得益于，全国小煤矿复产时间推迟，导致小煤矿产能未能释放，为公司销量增长留下较大空间。预计2009-2010年预测每股收益1.48元、1.54元。

(东方证券)

大同煤业(601001)
公司新增产能值得关注

2009年在经济危机的背景下，公司动力煤价格不但没有如预期的出现下跌，反而持续坚挺。以5500大卡动力煤为标准，2009年一季度动力煤销售价格，下水煤(秦皇岛平仓价含税)为550元/吨，直达煤(坑口含税价格)为500元/吨，市场销售含税价为590元/吨，而且一季度公司销售良好。全年合同签订情况也十分乐观，目前公司已签订合同煤数量为115280万吨，占公司全年销售量的99%；而且公司销售策略灵活，可以根据市场需要，及时调整下水煤与直达煤的销售比例，实现利润最大化。

公司新增产能值得关注。2008年公司在内蒙古完成了对鄂尔多斯矿业有限公司的收购，预计生成能力为500万吨/年，2009年公司塔山矿将新增500万吨产能，燕子山煤矿的并入计划可能也会在2009年下半年完成，2010年华富矿和召富矿预计也将投产，生产能力分别为150万吨/年，同时设计生产能力为1000万吨/年的同忻矿也将投产。这一系列的并购增强了公司的资源储备水平，及生产和可持续发展能力。

预计大同煤业2008-2010年归属于母公司所有者的净利润分别为176574.35万元、167307.94万元和168071.44万元，同比增长218%、-5%、0.46%。2008-2010年EPS分别为2.11元、2.00元和2.02元。

(国信证券)

神火股份(000933)
今年业绩仍靠煤炭产量增长支撑

神火股份2008年实现营业收入120.06亿元，比上年同期增长38.33%，归属于母公司的净利润为11.49亿元，同比增长36.98%，实现每股收益2.3元。

业绩低于预期的主要原因是2008年下半年电解铝业务盈利能力急剧下降。占总收入比重高到62%的铝业，下半年价格下跌之后，毛利率从上半年的16.5%下降到下半年的-9.6%，全年仅为3.3%。全年铝业亏损1.42亿，同时公司计提了产成品铝锭和原材料氧化铝1.52亿的存货跌价准备金，两项共拖累公司净利润近3亿。

占总收入三分之一的煤炭几乎贡献了公司2008年全部利润。公司的煤炭主要产品包括喷吹用的无烟精煤、化工用的无烟块煤和用作动力煤的洗混煤，由于2008年煤价、特别是喷吹煤价格大幅上涨，全年均价大幅上涨了75%，毛利率同比提高7.8个百分点至55.8%。

公司未来内生性成长的主要看点有两个：一是煤炭产能扩张和资源扩张，二是原铝深加工的产业链延伸，其中煤炭成长性相对较好。新建投产的煤矿有两个——薛湖煤矿和泉店煤矿，这两矿设计产能均为120万吨，分别于2008年12月底和2009年3月底联合试运转，可保证公司2009-2011年煤炭产量年均15%的增长。筹建煤矿有两个——河南郑州天宏旗下的李岗矿和山西左权高家庄煤矿，其中，前者设计产能为120万吨，后者还在准备阶段，目前都获得了相关探矿权。此外，公司参股39%的新郑煤电，设计产能300万吨，已于2009年3月份开始试生产。

(长城证券)