

# 煤炭或将成为下一个“中国因素”

○凯基证券 王帅 杨翰

## 国内煤炭价格继续上涨

进入7月份,受夏季用煤高峰来临的推动,国内煤炭价格延续了5月下旬以来的上涨态势。以中转地秦皇岛港为例,截止到7月2日,发热量为6000大卡的大同优混港口平仓价为490元/吨,较上周上涨了5元/吨,较去年同期则上涨了40元/吨,涨幅高达8.9%。由于在接下来的一段时间将正式进入夏季用煤高峰,因此,煤炭价格上涨趋势有望得到延续。值得指出的是,如果煤炭价格的这种上涨趋势能够延续到9月份的话,那么按照四季度煤炭价格上涨的历史规律来看,煤炭价格有望在四季度创出历史新高,这将对煤炭公司提高2008年合同价格极为有利。

## 国际煤炭价格创历史新高

在国内煤炭价格上涨的同时,国际煤炭价格尤其是亚太地区近期呈现加速上涨态势,并在近期创出了历史新高。截至到6月28日,澳大利亚动力煤现货价格创出了68.75美元/吨的历史新高,并呈现出加速上涨的态势,较去年同期上涨16.1美元/吨,涨幅高达30.5%;较2004年7月的创下的历史次高涨幅也达到12.3%。近期国际煤炭价格大幅上涨主要是由于进入需求旺季及天气原因导致的澳大利亚和印度尼西亚供应减少所致,未来煤炭价格的这种大幅度上涨难以持续,但受需求增长的影响,在今年接下来的一段时间,煤炭价格上涨趋势将难以改变。

长期看,在以下因素作用下,国际煤炭价格的上涨将会是一个较为长期的过程:随着全球经济尤其是亚洲新兴经济体经济的稳定增长,全球煤炭需求尤其是亚太地区煤炭需求将保持稳步增长;全球石油价格的上涨,将使

煤炭的比价优势更为突出,能源消费重心将继续向煤炭转移;受国内需求旺盛影响,中国从传统的煤炭出口大国在2007年转变为煤炭净进口国,这种趋势在未来也将得到延续;受制于基础设施能力的不足,澳大利亚和南非煤炭供应增长有限,而印度尼西亚受制于国内需求增长的影响,未来煤炭出口将会呈现下降的趋势。

## 煤炭或将成为下一个“中国因素”

自2007年以来,随着国内需求的增长以及政府限制资源性产品的出口,中国煤炭呈现出净进口的态势。1至5月,中国共出口煤炭1930万吨,较去年同期减少733万吨,降幅为25.7%;进口2297万吨,较去年同期增加702万吨,增长44%。实现净进口367万吨,而去年同期则为净流出1,068万吨。

与以往国际和国内煤炭市场相对独立运行不同的是,中国未来将会对国际煤炭贸易格局产生越来越大的影响,或将成为下一个“中国因素”。从国内煤炭供求关系看,由于在未来几年内依然呈现总体平衡,略微偏紧的态势,同时,煤炭价格改革以及市场化进程加快,国内煤炭价格将呈现长期上涨的趋势,这将导致进口煤炭继续增加;人民币的稳步升值也将使中国出口减少进口增加;从中国煤炭公司此次成功大幅度提高2007年合同价格看,当前的国际煤炭市场处于非常脆弱的平衡状态,中国公司的提价行为在未来必然刺激其他煤炭供应国提高煤炭出口价格。

随着中国煤炭价格完全市场化的推进,以及政策导向的支持,煤炭价格尤其是动力煤价格的上涨将会是一个较为长期的过程,这将推动煤炭股估值的提升。而从目前市场整体估值水准来看,煤炭股估值依然具有吸引力。

## 国内煤炭库存持续走高

○光大证券 郭国栋

跟踪了几个比较有意思的数据:全国煤炭社会库存存在不断上升,坑口煤炭价格也不断上升,而秦皇岛港口的煤炭价格则在下降。这几个表面互相冲突的数据可能揭示了煤炭行业目前基本的情况,供给冲击导致坑口煤炭价格的上涨,由于铁路运输能力扩张,港口的中转价格有所下降;在高利润的刺激下,煤炭产能扩张导致煤炭库存出现正向的调整。如果这个逻辑成立,那么应该能够观察到煤炭企业的价格上涨低于成本上涨,这是成本冲击下的简单经济学框架,同时煤炭铁路运输与公路运输的比重出现了比较大的调整。同时全社会的库存上涨也将导致所有分类库存——煤炭企业库存、港口库存以及电厂库存的一致上涨。当然,在单纯的需求强烈冲击情况下,并且伴随强烈的长期价格上涨预期,上面的情况也可以得到解释。

首先,进入2007年以来,全国煤炭社会库存处于不断上升的态势,5月底社会库存水平处于近3年来的历史高位。同全社会库存上涨相一致的,港口库存以及煤炭企业库存也处于不断上升的格局。

从秦皇岛港口的煤炭价格来看,2007年2月份以后出现了下滑的态势。这同市场的理解有着一定的偏差。由于秦皇岛港口数据不包括海运价格,因此秦皇岛港口煤炭价格下降应该来自于坑口煤炭价格下降或者陆路运输价格的下降。从常规的理解来看,煤炭库存的上升将带来煤炭价格的上

涨是符合逻辑的,但是接着跟踪煤炭的坑口价格数据,就会发现坑口煤炭价格处于不断上升的格局。

2007年以来山西动力煤坑口价格处于不断上升的态势,这和秦皇岛港口的价格完全相反。市场普遍的看法是,煤炭生产成本上升推动了煤炭价格的上涨。但是,为什么坑口价格的上涨没有有效传递到秦皇岛港口的煤炭价格上涨?更为重要的是在整个煤炭库存不断上升的情况下,坑口煤炭价格的大幅上涨更需要认真关注。

亚太煤炭价格主要受中国市场因素影响。对于澳大利亚BJ现货煤炭价格来看,近期出现了不断上涨的格局。理论上,与该价格相对的是秦皇岛港口的煤炭价格,但是两者走出完全相反的走势,这也是目前数据离奇的地方,需要进一步的研究。对于该价格走势,孤立的解释是中国从煤炭的净出口国变为净进口国,导致亚太煤炭市场供应紧张,即大家理解的中国因素。

但是考虑到相关数据的冲突,这种解释可能需要进一步的斟酌。

进一步观察企业的盈利数据。1至5月,原中央财政煤炭企业补贴前盈利77.1亿元,同比增加24.0亿元,增长45.2%。商品煤累计平均售价315.46元/吨,同比增加9.55元,增长3.1%;供电用煤平均售价237.03元/吨,同比增加14.06元/吨,增长6.3%。原选煤单位成本205.89元/吨,同比增加12.32元/吨,增长6.4%。从单位价格与成本的变动来看,比较符合成本冲击的情形。

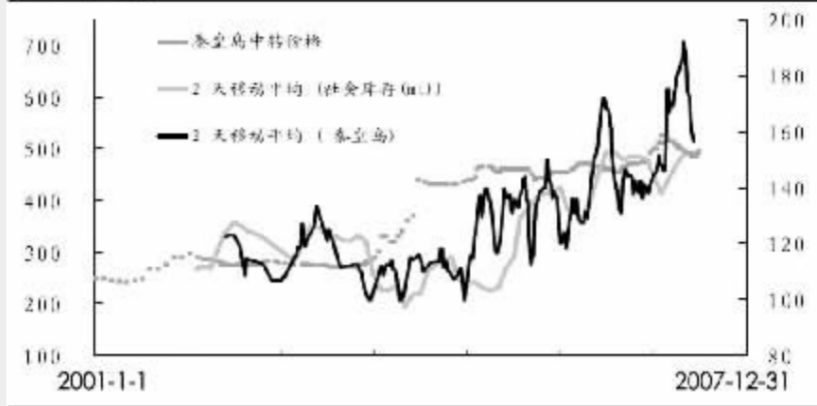
## 煤炭集团公司发展规划

企业名称	煤炭产量	战略思路
神华集团	2010年产煤2亿吨,发电1500万千瓦,成品油500万吨	煤、电、路、港、油一体化开发,产运销一条龙经营,进入世界500强企业行列
同煤集团	2010年产煤1亿以上,发电500万千瓦	煤、电、路、港、料、工、贸一体化,建立“四跨”大型煤炭企业
中煤集团	2007年产煤1亿吨以上	煤炭和贸易为主业,焦化、发电、煤机、矿建、煤电信和煤气层协调发展
山西焦煤集团	2010年产煤1亿,发电500万千瓦	煤、焦、气、化、电、铝、材产品链发展
龙煤集团	2010年产煤1亿吨	煤、电、焦、化、油产品链
宁煤集团	2010年产煤1亿吨	煤、电、油
兖矿集团	2010年产煤1亿吨,丙稀100万吨、甲醇400万吨、焦炭400万吨、油200万吨、电解铝40万吨	煤炭、煤化工、电解铝协同发展
淮南集团	2010年产煤7000万吨,发电480万千瓦,瓦斯利用3亿立方米,水泥140万吨	建大矿、办大电、做资本
平煤集团	2010年产煤5000万吨以上	以煤为主,多元化发展
开滦集团	2020年煤6000万吨以上	调整、转型、做精、做强、煤、电、化运一体化

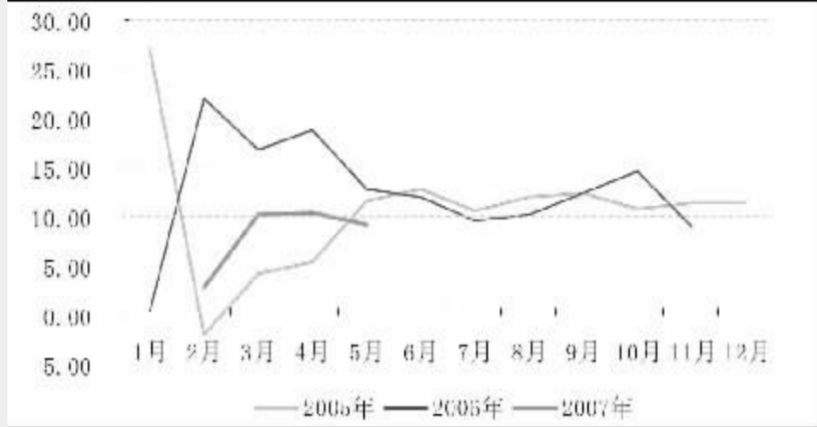
数据来源:国泰君安证券研究所

## 今年煤炭消费预期增长9% 略低于供给

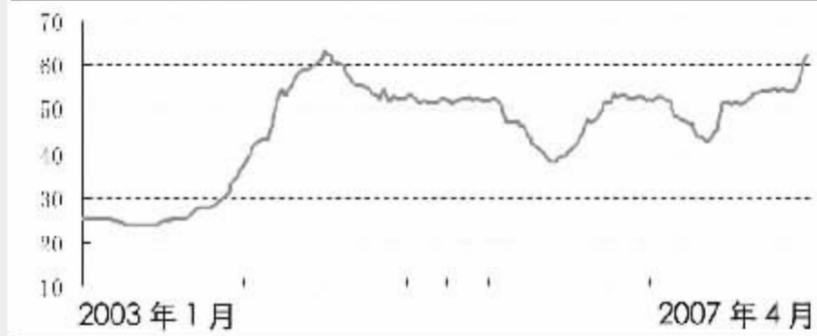
### 价格与库存



### 煤炭产量增长率



### 澳大利亚BJ煤炭现货价格(美元/吨)



郭晨凯 制图

## ■关注公司

### 中国神华(1088.HK)

## 发行A股为持续发展提供资金

○国泰君安(香港) 张文先

公司董事会通过决议,申请发行不超过18亿A股,同时以33.28亿元人民币收购神东煤炭及神东电力全部股权。神华发行A股将有利于建立新的融资平台,为公司业务的持续发展提供资金并进一步提升公司竞争力。新收购项目虽对公司盈利贡献有限,但符合公司发展策略,而且可显著减少关联交易。

### 建议发行不超过18亿A股

公司于2007年6月底通过董事会决议,待股东批准后向有关监管部门申请以公开发售A股形式配发及发行不超过18亿A股,并向上海证券交易所申请上市。A股发行须待临时股东大会批准及取得中国证监会及其他有关监管部门的批准后方可实施。公司表示A股发行募集资金净额将全部用于投资并更新集团的煤炭、电力和运输系统;收购国内

和海外的战略资产;补充运营资金以及用作一般性公司用途。

神华发行A股将有利于建立新的融资平台,为公司业务的持续发展提供资金并进一步提升综合竞争力,虽然短期存在股本摊薄效应,但由于最多只会摊薄10.0%,相信新项目的盈利增长可完全抵消。

### 收购符合经营策略

收购业务方面,公司与神华集团签订收购协议,公司将以33.28亿元人民币(人民币,下同)收购神东煤炭及神东电力全部股权,其中神东煤炭收购价为11.70亿元,神东电力收购价为21.58亿元。收购代价相当于经评估价格,将以公司自有现金支付。神东煤炭的主要业务为煤研石发电、供暖、供水,并且向公司神东矿区的运营提供配套服务,2006年纯利为1.18亿元。神东电力主要业务包括煤研石发电、煤炭、煤化工及配套服务,2006年按国际

### 西山煤电(000983)

## 外延扩张保证业绩增长

○渤海证券 能源小组

西山煤电主要从事炼焦煤生产,是国内最大的炼焦煤生产基地。除煤炭主业外,还涉足发电、焦化业务,并形成了“煤—电”和“煤—焦化”两条循环产业链,为企业寻找新的利润增长点。

面临良好的外部发展环境。煤炭行业整合有利于优势公司进一步做大做强。西山煤电凭借资源垄断优势具备较强的定价权,政策性成本转嫁能力强。公司资源储备充足,兴具项目开发潜力巨大。预计兴具项目2007年中期得到批复,可为公司新增30亿至50亿电、保证公司5至10年的可开采量。一期项目1500万吨产能的斜沟大井2009年投产,二期项目1000万吨产能的

兴具煤矿2011年以后投产。

铁路运力增强,配套铁路降低煤炭成本。兴具项目的配套工程晋瓦铁路预计2008年中贯通,设计运力1800万吨,将对公司兴具项目将产生巨大的支撑作用。

在建电厂发挥效能,电力业务稳步提升。规划中的古交电厂二期项目预计2009年中期建成;西山热电厂的3#机组2007年投入运行;兴具配套的120万千瓦机组2010年以后投产。电力业务将随着发电机组的增加保持稳步上升的态势。

预计2007、2008、2009年公司的每股收益为1.025、1.244和1.511元。鉴于公司的行业龙头地位和发展前景,建议长期持有。

○国泰君安 沈石

目前,不少观点认为主要耗煤行业保持了15%左右的强劲增长,2007年煤炭的需要也将维持在15%左右,煤炭供给只有8%左右,煤炭供不应求,煤价将大幅上涨。15%左右的煤炭需求增长,显然是被夸大了,预期2007年煤炭消费增长9%左右。

煤炭消费结构显示,电力、钢铁仍然是煤炭消费的主要行业,消费的比例结构基本不变。2003年宏观调控以来,除制气之外,电力、钢铁耗煤增长下降。2005年开始,在投资、出口的拉动之下,国民经济保持了较高的增长,主要耗煤行业需求增长反弹,至今年1至4月,主要耗煤行业增长15%以上,煤炭需求旺盛。

在煤炭行业需求强劲的同时,需要关注国内调整经济结构,改变经济增长方式,节能降耗对耗煤行业带来的影响,或者说,按历史的煤炭消费弹性系数预测煤炭消费增长,会夸大2007、2008年煤炭消费的增长。GDP能耗从2005年的1.22吨标煤,下降到2006年的1.21吨标煤。煤炭消费弹性系数从2005年的1.14,下降到2006年的一季度价格季节性反弹,煤炭上市公司具有交易性机会。四、五月份煤炭价格下滑之后,随着下半年南方用煤增加和年底北方冬季储煤,煤炭价格同样会季节性上涨。但是,价格上涨仍然是季节性的,而不是趋势性的上涨。预期2007年的平均价格以通胀的水平略高于2006年的平均价格,2008年煤炭价格上涨的驱动因素会弱于2007年。

## 煤炭供给仍会保持在9%以上

国内各类煤矿月度产量数据显示,2006年煤炭产量增长不大,很大程度上是由于国家高度关注煤炭生产安全,导致占总产量近45%的乡镇矿的产量锐减所致。在经过2006年上半年的安全生产整改之后,已连续近一年单月产量维持在7000万吨左右,今年1至4月,扣除春节的因素,月度产量也在6000至7000万吨之间。国有大矿的单月产量在稳步提高,目前已连续两个月上亿吨。在这样的产量水平之

下,预期2007年能够达到25.4亿吨、2008年27.5亿吨。

今年1至4月进出口数据表明,我国已成为煤炭净进口国,主要是从周边具有比较优势的越南、印尼进口增加,未来周边的蒙古、吉尔吉斯斯坦都将是具有比较优势的出口国。预期2007年将净进口3000万吨左右。

预期2007年供给增长9.5%,略高于而不是远低于消费量的增长。2008年煤炭运输将改善,国有大矿和中西部的煤炭供给将高于2007年,2008年的煤炭供给仍然会保持9.5%以上的增长。

## 今年平均价格将略高于去年

历史的煤炭库存与价格的数据表明,只有在煤炭的社会库存或主要港口的库存持续低位的情况下,煤炭价格就会大幅上涨。目前的煤炭库存数据显示,近二年煤炭库存的低点在逐步提高,与煤炭供求关系逐步缓解,社会库存增加的整体状况吻合。

煤炭的价格在总体的供求关系没有大幅度改变的情况下,一年中的价格会表现出季节性的波动。今年年初提出一季度价格季节性反弹,煤炭上市公司具有交易性机会。四、五月份煤炭价格下滑之后,随着下半年南方用煤增加和年底北方冬季储煤,煤炭价格同样会季节性上涨。但是,价格上涨仍然是季节性的,而不是趋势性的上涨。预期2007年的平均价格以通胀的水平略高于2006年的平均价格,2008年煤炭价格上涨的驱动因素会弱于2007年。

## 整体上市的故事会更精彩

政府希望借助有形之手的推动,大幅提高煤炭行业的集中度,组建大型的现代煤炭企业集团。于是,近年各大煤炭集团纷纷制定了做大做强宏伟目标。

对于资产注入或整体上市预期,建议有选择的取舍,从四、五年的时间来看,能够在煤炭企业中胜出,整体上市能够提高股份价值的将是神华能源、兖州煤业及母公司、潞安环能及母公司,和处于迅速成长中的民营企业伊泰股份、神火股份。

## 神华假设发行A股后的股权结构

项目	目前股本(百万股)	%	紧随A股发行完成后股本(百万股)	%
非上市内资股	14691.0	81.2	0	0
上市股份				
-A股	0	0	14691.0	73.9
-新发行A股	0	0	1800	9.0
-H股	3398.6	18.8	3398.6	17.1
股份合计	18089.6	100	19889.6	100

资料来源:公司

准则纯利为0.65亿元。就收购业务而言,虽然两家公司2006年利润总额只相当于神华的1.0%,对公司盈利贡献有限,但收购符合公司发展策略,而且可显著减少神华与母公司之间的关联交易。

## 调高2007、2008年盈利预测

神华发行A股具体时间目前仍存在不确定因素,预计最快可能在2007年底完成。所收购业务目前盈利规模较小,对公司财务状况影响有限,目前对神华2007、2008年的盈利预测分别为235.45亿元、271.02亿元,较此前预测分别调高1.0%、3.2%,同比增长34.8%、15.1%,预计2007、

2008年神华每股盈利分别为1.302元、1.498元,同比分别增长34.8%、15.1%。假设公司未来派息比率维持35%,预计2007、2008年每股派息分别为0.456元、0.524元。

以现价计算,神华2007、2008年预测市盈率分别为22.1倍和19.2倍,股息率分别为1.6%和1.8%,P/B比率分别为6.2倍和5.0倍。预期神华将是2007年合同煤涨价的最大受益者之一,公司的煤电运一体化运营模式及长期合约保障优势均有利于公司未来盈利保持较为稳定增长,发行A股将有利于公司长期发展,资产注入增加市场憧憬并有望提升盈利增长前景。公司股价定位应高于一般的煤炭生产商。

### 兖州煤业(1171.HK)

## 调低今明两年盈利预测

○中银国际 唐倩

由于成本的上升,包括政府收费和人力成本,国内煤价即使不进一步上涨也将持续处于高位。将2008年国内煤炭现货价格假设由原先的同比下降2%调整为同比上升5%。对于公司的国内合同煤价,将原先价格不变的假设调整为每吨上升10元。

考虑到煤炭出口退税的取消,人民币的升值和国内煤价的持续高位,公司如果不大幅提高价格的话,出口将变得没吸引力。因此,将对截至2008年3月的日本财年内的动力煤出口价格假设由67.9美元/吨提升至75美元/吨,并假设其后价格平稳。由于更高的原材料价格、人力和

政策成本,预计公司煤炭的单位生产成本将上升。特别值得指出的是,因为兖州煤业计划今年将6个压煤村庄进行拆迁,2007年和2008年土地塌陷费成本将保持较高水平,而不是之前预计的大幅下降。总体看来,将2007年和2008年的单位生产成本假设分别提升了7%和10%。目前,预计2007年单位生产成本同比上升9%,2008年同比上升4%。

综合各种因素来看,将2007年和2008年的A股盈利预测分别下调6%和4%,H股下调5%和4%。对于2009年,将A股的盈利预测提升了5%,H股提升了4%。还将2007年每股评估净资产预测由8.86港币提升到9.15港币。