

# 双重因素致焦煤需求被低估，继续看好

——过去需求被库存掩盖，未来增长未被市场认可



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 投资要点

### ● 和市场不同的观点：焦煤需求或被低估

1、过去焦煤真实需求可能被钢铁去库存掩盖，如不考虑库存因素，2012年投资对应的焦煤需求有望回升2个百分点。可能因为钢铁去库存导致市场普遍认为2012年20%的投资增速对应3%的焦煤需求增速，从而使市场对焦煤需求弹性的判断较为悲观。

2、未来真实需求不被市场认可。2013年以来，中长期贷款增速连续8个月回升，房地产新开工和销售都在回升，铁路基建投资也在不断回升，市场普遍认为此需求不具备持续性。我们的观点是政府换届完成后，新的经济政策已经启动，近期的数据回暖就是明证，或许未来投资不是经济工作重点，预计目前的增速不会放慢，仍有望持续。

● 预计2014年焦煤产能有望增长7.5%，如果进口不增加，供给增速可能下滑至7%，可能需要启动2013年的高成本产能，进而推高焦煤价格。

● 因此，我们对未来焦煤供需格局比市场乐观，我们预计2013-2014年焦煤需求增速有望实现年均8%的增长，基本和供给增速平衡，焦煤价格有望走出2013年的底部。

## 投资策略与建议：

由于焦煤价格波动较大，我们选取了13年2季度主要焦煤上市公司的盈利年化，估算目前焦煤行业2季度年化PE整体22倍，由于煤价可能上涨，销量有望回升，3季度焦煤公司盈利可能和2季度持平，按照我们前期的《焦煤价格有望上涨15%，建议持续关注》的价格预测，4季度或者明年1季度有望实现100%的盈利上涨，继续看好焦煤行业，建议重点关注：潞安环能（601699，买入），永泰能源（600157，未评级）、冀中能源（000937，未评级）

## 风险提示

- 1、经济增速大幅回落，导致焦煤需求低于预期
- 2、山西小煤矿大量超产

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

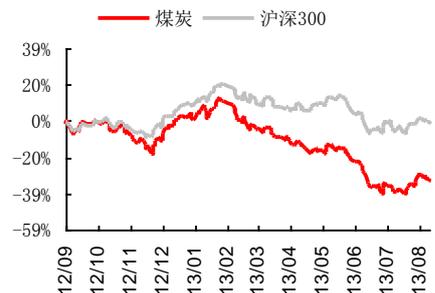
行业

煤炭

报告发布日期

2013年09月12日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

吴杰

021-63325888\*6068

wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120027

## 相关报告

期货回调，焦煤现货价格仍有望上涨	2013-09-02
焦煤零星反弹，继续看涨焦煤	2013-08-27
焦煤价格有望上涨15%，建议持续关注	2013-08-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 1、过去焦煤需求被低估，未来焦煤需求未被认可

焦煤需求是钢铁产量决定的，我们对未来钢铁产量（焦煤需求）比较乐观，主要原因：

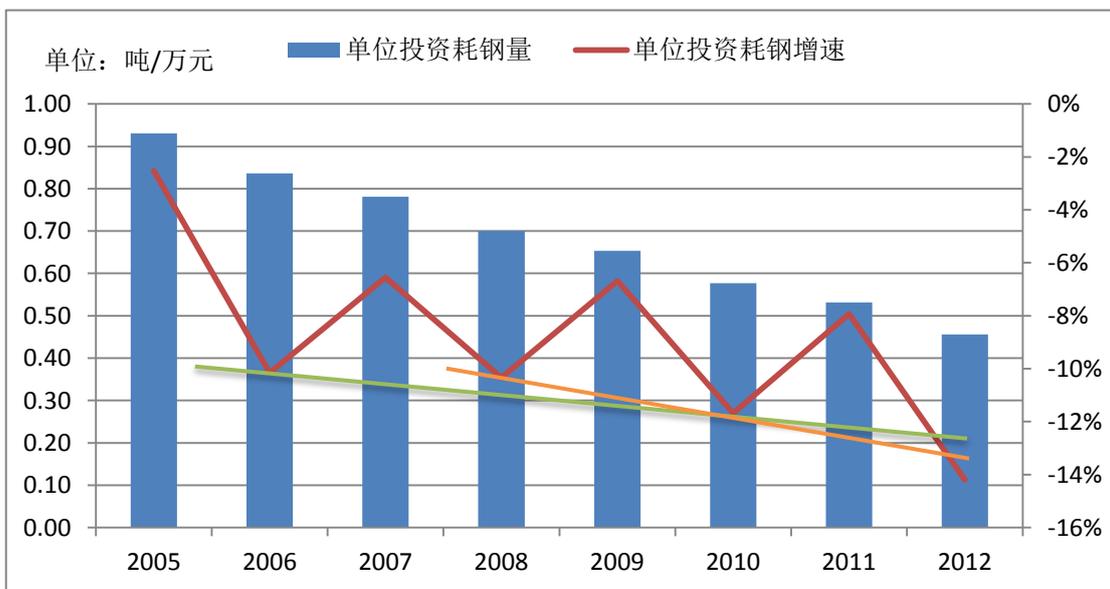
1、过去两年贸易商亏损出局现象严重，可能钢铁去库存明显，掩盖了真实需求，真实钢铁需求增速是明显超越产量增速的。现在钢铁库存位于低位，预计再去库存空间有限，需求有望完全依靠钢铁生产来提供，一旦钢铁生产和需求平衡，焦煤需求有望提升 2 个百分点。

2、随着新领导班子的稳定，新的城镇化进程准备工作已经开始，地产基建开工回升，中长期贷款增速连续 7 个月回升都是明证，中国经济有望走出底部，预计未来投资和焦煤需求有进一步提升的空间。

### 1.1、过去需求被低估——钢铁去库存压低 12 年焦煤需求 2%

12 年库存调整，焦煤需求被压低 2 个百分点。由于技术进步和消费替代，钢铁的固定资产消费弹性（单位投资耗钢）逐渐下降。我们认为单位投资的钢铁消费呈现的波动性折线下降可能是因为去库存和补库存所导致。从图上看，钢铁库存基本呈现 1 年增 1 年减的规律，单位投资耗钢增速的波谷就是库存低点。由于 12 年大量贸易商出局，库存替代了生产，12 年的波谷特别明显，如果按照往年的单位投资耗钢下降速度对 12 年进行调整，可估算出 12 年超额去库存 1300 万吨（12 年本是去库存的年份，在正常去库存的假设发生后还多去了 1300 万吨），占 12 年 7.2 亿吨产量的 2%，也就是说 12 年焦煤需求被压低了 2 个百分点。

图 1：12 年贸易商大量出局，单位投资耗钢过低



资料来源：煤炭资源网 WIND 东方证券研究所

统计的投资耗钢增速下降 14%，而按照过去几年的下降趋势估算 12 年耗钢下降应该在 12%-13%，按照 12 年的弹性下降 12.5% 估计，测算钢铁 12 年去库存的影响量较往年超 1300 万吨。

**表 2：12 年超额去库存影响钢铁库存 1300 万吨，占钢铁产量的 2%**

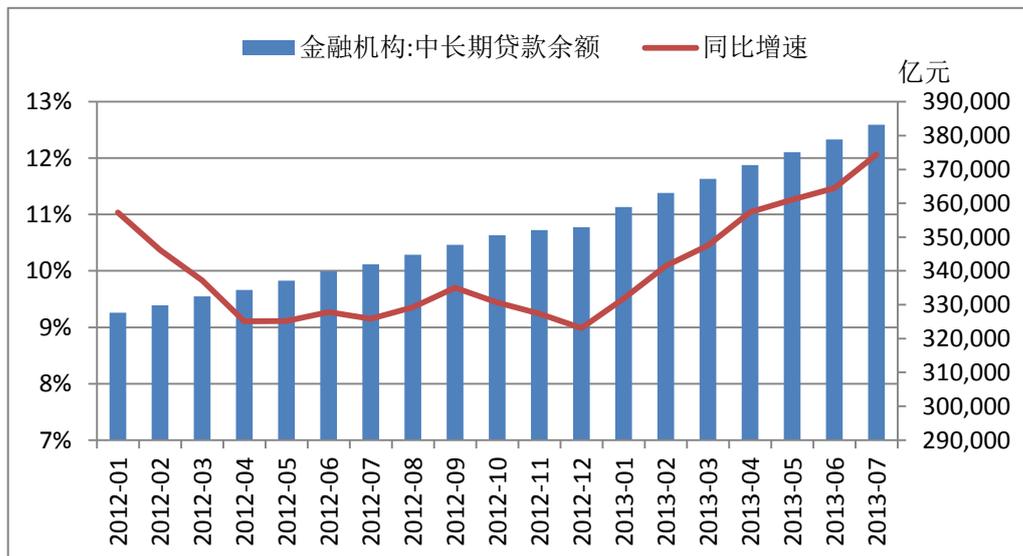
	固定资 产投资 亿元	固定资产价 格指数	价格累计变 化 1990 为基点	剔除价格因素 的投资完成额 亿元	粗钢表观 消费量 万吨	粗钢表观消 费量增速	单位投资 耗钢量 吨/万元	单位投资 耗钢增速
2005A	75095	101.6	200	37530	34923	22	0.93	-3%
2006A	93369	101.5	203	45973	38434	10.1	0.84	-10%
2007A	117465	103.9	211	55666	43486	13.1	0.78	-7%
2008A	148738	108.9	230	64726	45334	4.2	0.70	-10%
2009A	193920	97.6	224	86463	56508	24.6	0.65	-7%
2010A	241431	103.6	232	103906	59975	6.1	0.58	-12%
2011A	302396	106.6	248	122086	64878	8.2	0.53	-8%
2012A	364835	101.1	250	145692	66429	2.4	0.46	-14%
2012 真实 钢铁需求	364835	101	250	145692	67745		0.46	-13%
2012 超额 去库存量					1316			

资料来源：WIND 东方证券研究所

## 1.2、未来需求未被认可——市场普遍担忧基本面数据回升不能持续

市场对需求回暖的持续性始终抱怀疑态度。尽管预示投资方向的中长期信贷增速，地产投资，铁路基建投资都在回升。

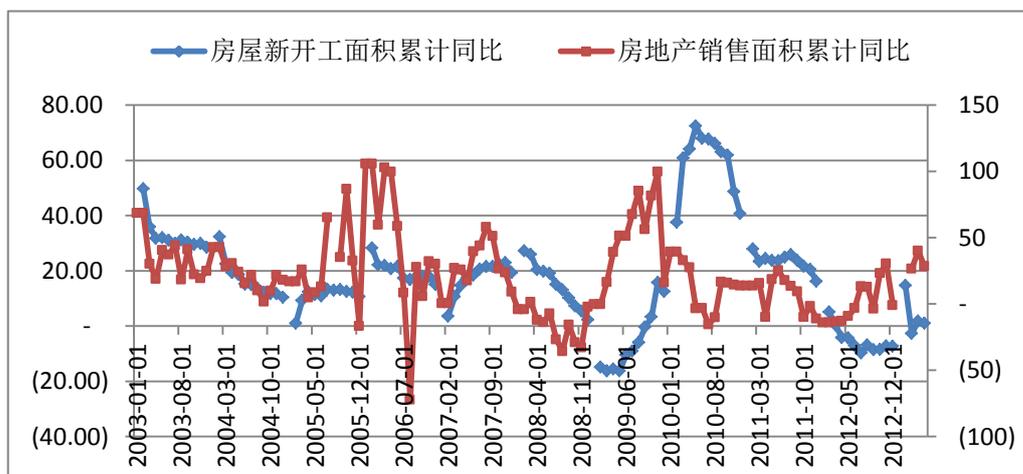
### 1.2.1、中长期信贷连续 8 个月回升

**图 2：中长期信贷增速已经连续 8 个月回升**


资料来源：WIND 东方证券研究所

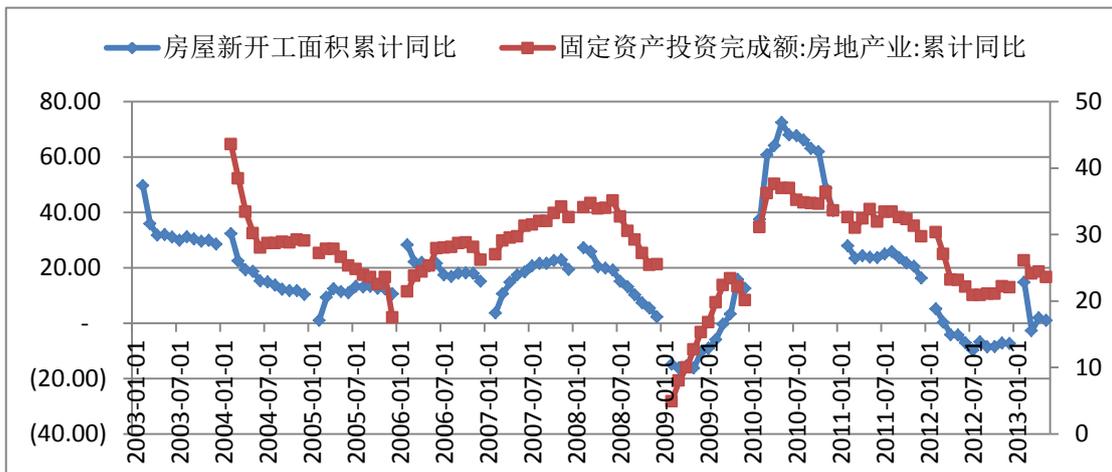
### 1.2.2、新开工回升，预计地产投资仍有上升空间

房地产新开工面积基本同步地产投资，目前新开工增速仍在上升，而销售面积仍在上升，预计未来地产投资仍将上涨，钢铁需求仍将上升。

**图 3：房地产销售和新开工面积虽有调整，仍在回升趋势中**


资料来源：WIND 东方证券研究所

**图 4：房地产新开工面积和投资基本同步**



资料来源：煤炭资源网 WIND 东方证券研究所

### 1.2.3、铁路建设审批通过，建设投资继续增长

**图 5：铁路基建投资快速回升**



资料来源：WIND 东方证券研究所

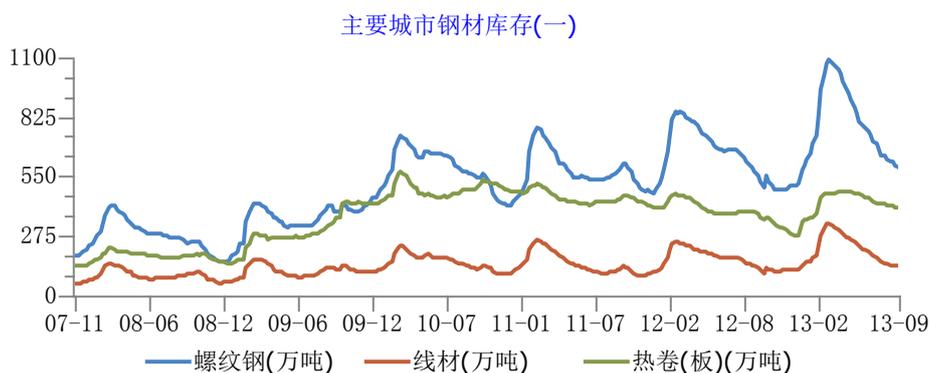
## 2、假设 13、14 年投资增速 20%，对应焦煤需求年均有望增 8%

由于库存扰动，常用的表观消费量实际无法替代每年钢铁实际消费量，为回避库存扰动计算真实钢

铁消费需求，我们选择两个位于库存低点的年份，假设这两年间产量=消费量（社会库存总量 05 年以来基本在 3000-8000 万吨之间波动，两个低点间差额应该不大，如果时间足够长，算年均增长时基本可忽略此差额），以此估算钢铁消费量和增速。

2005 年钢市开始好转，钢价持续走高，囤钢赚钱容易，钢贸易商大量增加，社会钢材库存上涨，直到 08 年钢价暴跌，社会库存下降到低点，之后 4 万亿投资再刺激，钢贸易商再入市，2012 年 8 月钢贸易商再次大幅亏损，大量出局。

图 6：城市钢材库存



资料来源：WIND 东方证券研究所

选取 2006，2008 和 2012 年的作为库存低点年，假设两个库存低点之间钢铁产量和消费量基本持平，用产量替代消费量估算单位投资耗钢量。计算 06-08 年投资额 16.6 万亿，粗钢消费量 12.7 亿吨，09-12 年投资额 45.8 万亿，粗钢消费量 24.8 亿吨，对应的消费弹性系数分别为 0.76 和 0.54 吨/万元，年均下降 9.4%。

在固定资产投资增速 20% 的基础下（东方宏观团队对 13，14 年投资增速预测为 20%），假设贸易商不补库存，保守按照弹性年下降 10% 估算，对应 13-14 年粗钢产量（焦煤需求）年均增长 8%。

表 2：假设 13，14 年粗钢投资弹性年均下降 10%，对应需求增速有望维持 8%

	固定资产投资完成额 (亿元)	固定资产价格指数 上年=100	价格累计变化	剔除价格因素的投资完成额 (亿元)	粗钢表观消费量 (万吨)	粗钢表观消费量增速 (%)	单位投资耗钢量 (万吨)	单位投资耗钢增速
1991	4058	109.5	100	4058	7025		1.73	
1992	6080	115.3	115	5273	8000	13.9	1.52	
1993	10303	126.6	146	7058	8868	10.9	1.26	
1994	13534	110.4	161	8398	9153	3.2	1.09	

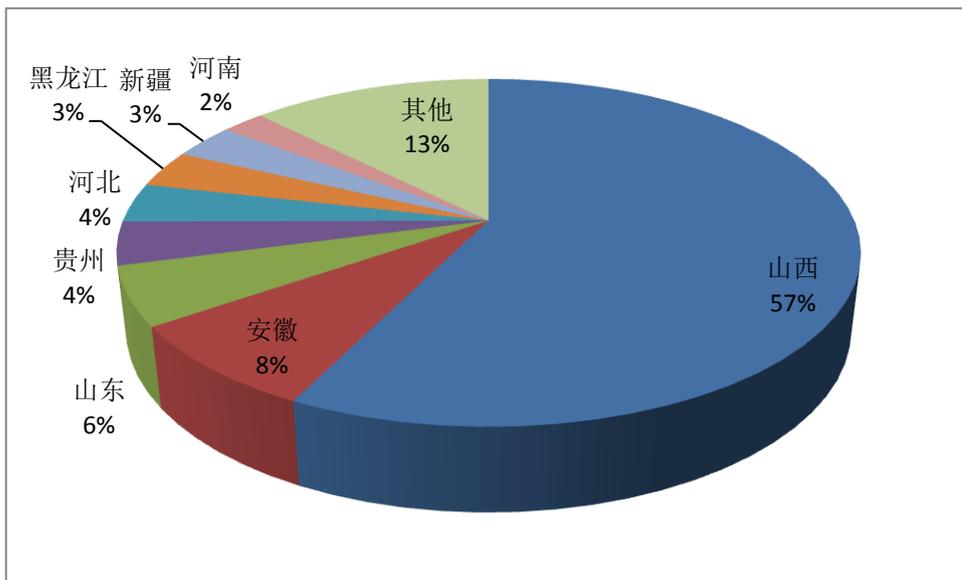
1995	15644	105.9	171	9167	9742	6.4	1.06	
1996	17567	104	177	9898	11001	12.9	1.11	
1997	19194	101.7	181	10634	11332	3	1.07	
1998	22491	99.8	180	12485	12268	8.3	0.98	
1999	23732	99.6	179	13227	13603	10.9	1.03	
2000	26222	101.1	181	14456	13791	1.4	0.95	
2001	30001	100.4	182	16473	16753	21.5	1.02	
2002	35489	100.2	182	19448	20486	22.3	1.05	
2003	45812	102.2	186	24564	25633	25.1	1.04	
2004	59028	105.6	197	29972	28612	11.6	0.95	
2005	75095	101.6	200	37530	34923	22	0.93	-3%
2006	93369	101.5	203	45973	38434	10.1	0.84	-10%
2007	117465	103.9	211	55666	43486	13.1	0.78	-7%
2008	148738	108.9	230	64726	45334	4.2	0.70	-10%
2009	193920	97.6	224	86463	56508	24.6	0.65	-7%
2010	241431	103.6	232	103906	59975	6.1	0.58	-12%
2011	302396	106.6	248	122086	64878	8.2	0.53	-8%
2012	364835	101.1	250	145692	66429	2.4	0.46	-14%
2006—2008				166366	127254		0.76	
2009—2012				458147	247790		0.54	-9.4%
2013H	221722	100	250	88542	36587	9.3	0.41	-9%
2013E	437802	100	250	174830	71680	7.91	0.41	-10%
2014E	525362	101	253	207719	77500	8.12	0.37	-10%

资料来源：煤炭资源网 WIND 东方证券研究所

### 3、预计焦煤 14 年产能增速或减缓，焦煤价格有望走出底部

全国焦煤储量 2600 亿吨，主要分布在山西，安徽，山东，河南，贵州等省，其中焦煤储量最多的是山西，占到全国焦煤储量的 57%。

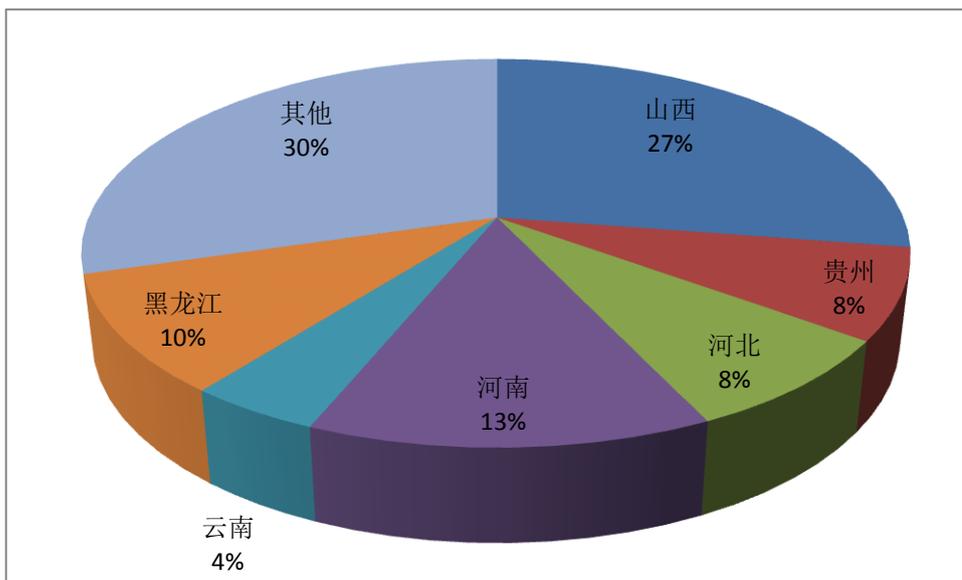
图 7：我国焦煤储量分布



资料来源：煤炭资源网 WIND 东方证券研究所

焦煤包含了主焦煤，肥焦煤，瘦焦煤，1/3焦煤，气煤几种。用于炼钢的主要品种是主焦煤和肥焦煤，气煤可用配焦煤，但多数是用作动力发热用煤，其核心价值远低于主焦煤和肥焦煤，因此，我们在计算产量的时候仅考虑主焦，肥焦，瘦焦和 1/3 焦。

图 8：焦煤产量主要分布在山西，河南，贵州等地



资料来源：煤炭资源网 WIND 东方证券研究所

由于山西主焦煤和肥焦煤储量最多，山西的焦煤产量比重严重低于储量，预计未来将贡献全国主要的焦煤增量，按照山西省煤炭整合计划，山西整合完成后，总产能将达到 13 亿吨。如果全部达产后预计可超产 10%，实际产量有望达到 14 亿吨，12 年山西煤炭产量 9 亿吨，13-15 年煤炭产能

有望年均增长 1.5 亿吨，其中焦煤动力煤基本各占一半，焦煤有望增加 0.7 亿吨，按照 50% 的洗出率折算炼焦精煤产能有望年均增长 0.35 亿吨。

其他焦煤产区如贵州，河南，云南预计会略有增长，但四川黑龙江可能略有下降，预计整体产量较去年增长 3%。

这样粗略估算 2014 年焦煤产能有望增长 7.5%，合计 0.4-0.42 亿吨，如果净进口不能增加，则可能导致焦煤总供给增速 7%，低于需求增速 8%，需要 13 年新增的部分高成本矿井释放产能，因此，预计 14 年焦煤平均价格有望高于 13 年。

**表 3：焦煤供需平衡表**

	2010	2011	2012	2013E	2014E
焦煤产量	56,584	61,387	62,669	67,854	72,958
YOY	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>2%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.5%</b>
焦煤净进口	4627	4600	5000	4900	4900
出口量	100	100	100	100	100
进口量	4727	4700	5100	5000	5000
焦煤总供给	61,211	65,987	67,669	72,754	77,858
YOY	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>
粗钢产量	62696	68327	71654	77386	83577
增速	<b>10.4%</b>	<b>9.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>

资料来源：煤炭资源网 WIND 东方证券研究所

## 4、整体看好焦煤行业

按照二季度焦煤行业的平均年化估值近 22 倍，预计 3 季度焦煤公司整体估值可能和 2 季度持平，按照我们之前报告预计的未来 6 个月内的焦煤价格有望上涨 15%，估计 2013 年 4 季度或者 2014 年 1 季度盈利增长有望达到 100%，PE 估值将明显下降，继续建议投资焦煤行业。建议关注永泰能源(600157, 未评级)、冀中能源(000937, 未评级)、山煤国际(600546, 未评级)、西山煤电(000983, 增持)、潞安环能(601699, 买入)等主流焦煤公司。

**表 4：焦煤供需平衡表**

证券代码	证券简称	总市值	上半年归属母 公司净利润	二季度归属母 公司净利润	二季度年 化 PE	中报年 化 PE
600123.SH	兰花科创	16,565	700	276	15	12
601666.SH	平煤股份	14,025	432	236	15	16
600403.SH	大有能源	23,119	898	357	16	13
601101.SH	昊华能源	10,968	373	152	18	15
000937.SZ	冀中能源	23,221	791	283	20	15

000983.SZ	西山煤电	27,857	894	352	20	16
000552.SZ	靖远煤电	7,980	205	94	21	19
600395.SH	盘江股份	16,484	326	198	21	25
000933.SZ	神火股份	11,650	221	131	22	26
601699.SH	潞安环能	32,445	943	368	22	17
600397.SH	安源煤业	5,019	94	54	23	27
600157.SH	永泰能源	12,762	321	100	32	20
600508.SH	上海能源	8,940	218	66	34	21
600997.SH	开滦股份	8,371	175	56	37	24
600348.SH	阳泉煤业	23,641	640	137	43	18
600546.SH	山煤国际	12,688	302	42	76	21
	综合	255735	7533	2902	22	17

资料来源：WIND 东方证券研究所

## 风险提示

### 1、经济增速大幅回落，导致焦煤需求低于预期

由于经济增长受政策影响较大，如果未来地产铁路基建等政策发生重大变化，我们可能需要调整对焦煤需求的预期。

### 2、山西小煤矿大量超产

山西的小煤矿生产和产量无法准确统计和估计，如果需求好，小煤矿可能有超产可能。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)