

证券研究报告·行业深度

下半年行业低位稳定，政策对冲将带来的阶段性机会

煤炭开采

煤市低迷至全国范围内供给收缩

2013年，煤炭行业不景气持续发酵，5月当月产量同比增速仅为-6.34%，全国煤炭产量收缩持续发酵。山西省年初以来增速也一直徘徊在0-3%低位。传统产煤大省中仅陕西省产量增加较多。内蒙古产量一直低于去年同期水平，5月产量更大幅下滑28.79%。

港口库存情况正常，但社会库存高企仍有待下降

秦皇岛港煤炭库存经历了4月检修时的快速回落后，已于5月开始逐步回升，目前维持在700万吨左右水平。电厂库存一直在20天以上徘徊，显示目前供应充足；煤炭社会库存销售比仍有待进一步下行。从港口、电厂和社会库存三方面判断，目前煤炭行业仍需要进一步去库存。

煤炭进口达到短期峰值，6月进口明显回落

2012年，全年累计进口煤炭2.9亿吨，同比增59%。2013年以来，煤炭进口增速仍然维持高位，但受国内煤价持续下行影响，近几个月来已经出现连续下行趋势。今年3-5月，煤炭进口增速分别为20%、18%和13%，5月我国煤炭进口量环比回落1%。6月份我国进口煤2231万吨（包括褐煤），同比下滑17.9%，环比下滑19%。今年上半年我国累计进口煤1.58亿吨，同比增加13.3%。

发电量低位徘徊，但火电下半年将好于上半年

今年以来火电发电量一直在低位徘徊，4月份增速才转正，5月份同比仅增长3.7%；水电受基数效应影响，5月份增速开始大幅回落，从4月份的19.8%下滑至1.4%。今年以来，整体发电量增速在5%左右窄幅波动，判断后续水电增速可能继续下滑，因此下半年火电需求好于上半年，但鉴于目前库存情况，预计煤炭行业还将需要几个月的库存消化期。

政策决定下半年需求不会大幅回升

5月份的M1同比增长11.3%，较4月份回落0.6%；目前来看，房地产和基建投资已有转弱趋势。在“用好增量，盘活存量”政策下，下半年流动性难以明显好转。此外，美国已逐步步入复苏，美联储可能逐步退出QE3，这有利于美元走强，抑制大宗价格。

下半年投资机会来自对冲政策带来的阶段性机会

下半年煤炭价格整体判断是三季度是弱平衡期，煤价基本稳定，四季度有望迎来小幅回升。煤炭股全年难以走出趋势行情，但阶段性反弹机会依然存在，这一机会来自政府在控制经济下行风险而出台的稳增长政策，或煤炭季节性旺季带来的上涨行情。我们仍然重点推荐永泰能源，大有能源（均有收购预期）。行业若反弹可配置山煤、潞安、兰花、冀中。

维持

增持

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

刘宏程

liuhongchengbj@csc.com.cn

010-85130347

执业证书编号：S1440512070003

研究助理：王祎佳

wangyijia@csc.com.cn

010-85130453

发布日期：2013年7月15日

市场表现



相关研究报告

- 13.06.18 煤炭行业每周回顾及观点-需求好转有限，煤价仍受制于库存
- 13.06.18 中信建投证券煤炭行业数据库20130618
- 13.06.07 6月煤炭月报-动力煤及下游：煤价处于底部，价格回升仍需库存进一步下降



目录

需求萎靡，2013 年以来供给持续收缩	1
煤市低迷至全国范围内供给收缩	1
短期供给收缩主要来自小煤矿停产	3
长期供给压力仍在	4
港口库存情况正常，社会库存高企仍有待下行	5
港口库存虽处高位，但相比历年同期并无异动	5
社会库存高企仍是制约煤价关键	6
煤炭进口达到短期峰值，6 月进口明显回落	9
国内外价差仍是进口增加最主要原因	11
发电量低位徘徊，但火电下半年将好于上半年	11
政策决定下半年需求不会大幅回升	12
美元升值与 QE3 退出压低大宗商品价格	14
下半年投资机会来自稳增长政策带来的阶段性机会	15

图表目录

图 1：2012 年以来煤炭产量增速持续低迷（单位：万吨、%）	1
图 2：2012 年以来煤炭产量增速持续低迷（单位：亿吨、%）	2
图 3：重点产煤省煤炭产量增速（单位：%）	3
图 4：国有重点煤矿累计产量占比（单位：万吨、%）	3
图 5：山西省各种类煤矿产量占比	4
图 6：山西省地方煤矿产量占比逐步下移	4
图 7：煤炭行业固定资产投资额及增速（单位：亿元、%）	4
图 8：重要港口库存（单位：万吨）	5
图 9：秦皇岛港库存历年水平（单位：万吨）	5
图 10：广州港库存历年水平（单位：万吨）	6
图 11：煤炭社会库存销售比	6
图 12：煤炭历史社会库存及销量（单位：万吨）	7
图 13：重点电厂煤炭库存及可用天数（单位：万吨，天）	7
图 14：重要港口煤炭库存占社会总库存比例（单位：万吨）	8
图 15：重点电厂煤炭库存占社会总库存比例（单位：万吨）	8
图 16：国有重点煤矿库存占社会总库存比例（单位：万吨）	8
图 17：中国煤炭进口数量及同比增速（单位：万吨）	9
图 18：中国煤炭进口分国别占比	9
图 19：中国动力煤进口分国别占比	9
图 20：中国炼焦煤进口分国别占比	10
图 21：中国无烟煤进口分国别占比	10
图 22：广州港各产地动力煤价格（单位：元/吨）	11
图 23：京唐港各产地 1/3 焦煤价格（单位：元/吨）	11
图 24：水电增速快速下降	12



图 25: 单月发电量同比增速	12
图 26: 基建投资增速有所下滑	13
图 27: 房地产投资有所下滑	13
图 28: 商品房销售面积与 M1 变动	13
图 29: 社会融资总量	13
图 30: SHIBOR 利率走势	14
图 31: 美元与大宗走势	14
表 1: 重点产煤省产量及增速 (单位: 万吨、%)	2
表 2: 各煤种主要进口国家及数量 (单位: 万吨)	10
表 3: 重点公司推荐表	16



需求萎靡，2013 年以来供给持续收缩

煤市低迷至全国范围内供给收缩

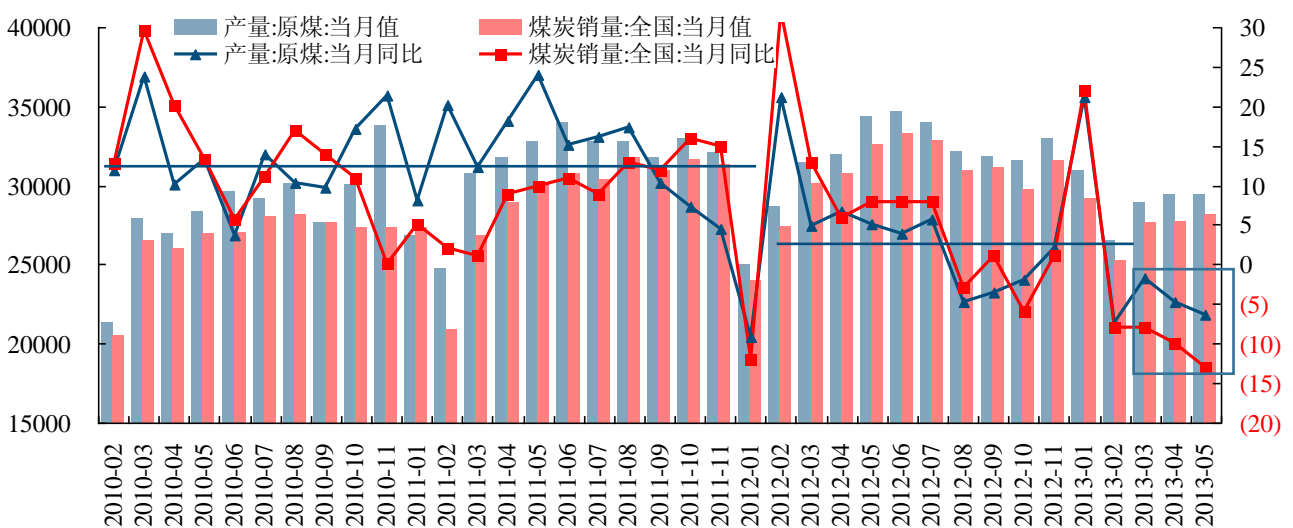
2002 年后煤炭产量开始高速增长，在 03、04、05 年增速均超过 10%。此后煤炭产量增速逐年下移，但仍一直维持在 5-10% 水平。2012 年是煤炭产量增速创新低的年份。当年原煤产量 36.5 亿吨，仅增长 3.7%。

我们统计了剔除每年 1、2 月份春节因素影响的月度平均增速。2012 年之前，全国月度原煤产量增速一直维持在 10% 以上。2010、2011 年月均产量增速约为 13.8%，该数据在 2012 年上半年下滑到约 5.3% 水平。但 2012 年 6 月前，煤炭市场仍较为景气，因此产量仍维持正增长。2012 年下半年起，煤价下行影响逐渐加剧，供给收缩愈发明显，产量出现负增长。但总体来看，2012 年增速虽较低，但仍保持正位数增长。进入 2013 年，煤炭行业不景气持续发酵，当年刨除春节影响后增速一直维持低位，5 月当月产量同比增速仅为 -6.34%，全国煤炭产量收缩持续发酵。

原煤产量分解至各重点产煤省的数据中，供给收缩现象愈发明显。以产量位居全国首位的内蒙古为例，剔除 1 月春节因素外，该省 2013 年仅 3 月产量增速为 +1%，其他时间均为负数，5 月产量更大幅下滑 28.79%。山西省年初以来增速也一直徘徊在 0-3% 低位。传统产煤大省中仅陕西省产量增加较多。除三西地区外，2013 前 5 个月河南煤炭产量也逐步攀升，这主要是由于 2012 年河南省煤炭资源整合过程中关闭小煤矿较多，影响当年产量，2012 年河南省产量 1.48 亿吨，同比下降 19.5%。因此 2013 年该省产量同比增加较多。

从历史上看，春节过后 3-6 月一般是煤炭产量、销量温和放大的时间，在这段时间中天气逐渐转暖，工业企业复工复产潮来临，因此煤炭需求不断增长。但 2013 年以来，煤炭产量持续走低，一直维持负数增速，销量增速下滑则更加明显。2-6 月全国煤炭销量增速分别为 -8%、-8%、-10% 和 -13%。

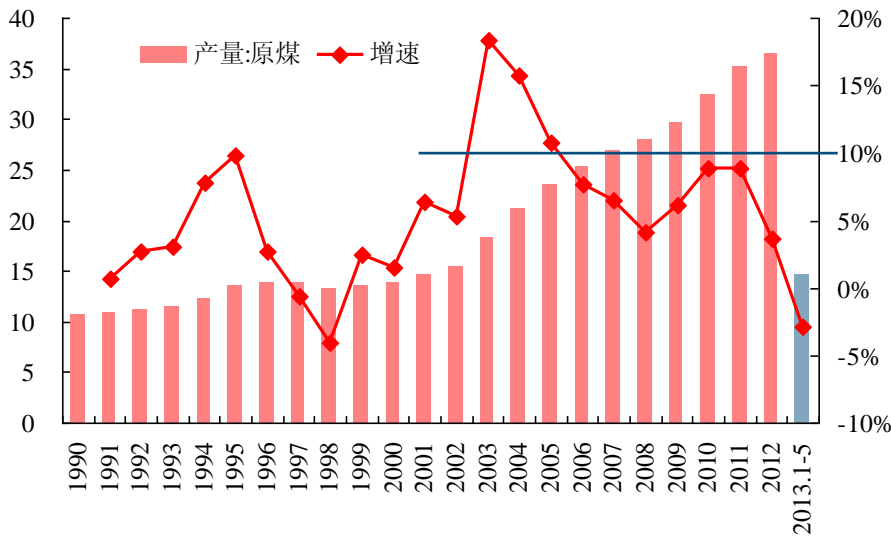
图 1：2012 年以来煤炭产量增速持续低迷（单位：万吨、%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



图 2：2012 年以来煤炭产量增速持续低迷（单位：亿吨、%）



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

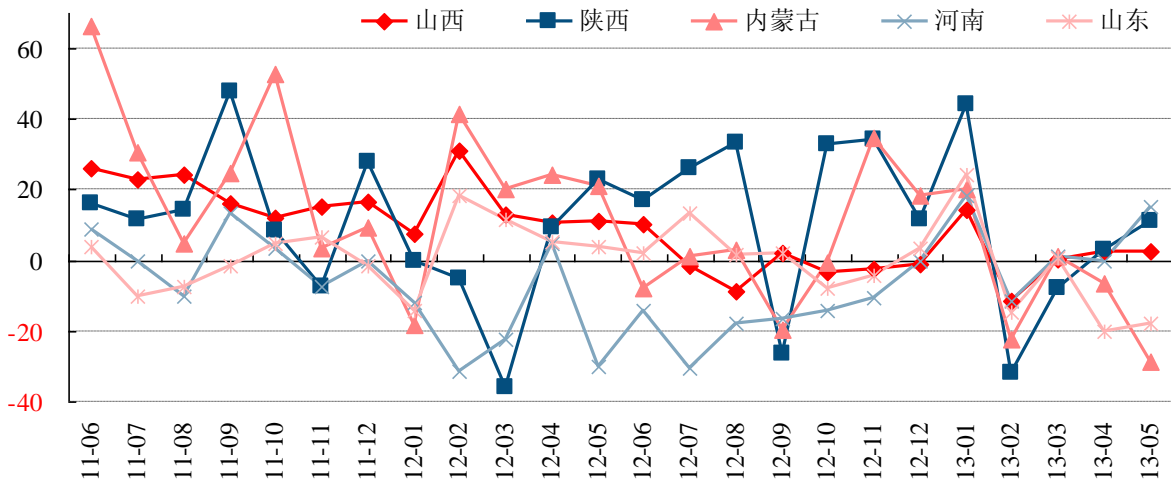
表 1：重点产煤省产量及增速（单位：万吨、%）

	山西	当月同比	陕西	当月同比	河南	当月同比	山东	当月同比	内蒙古	当月同比
2011-01	5817				1247		1252		6960	
2011-02	5393		3185		1839		1074		4580	
2011-03	7203		5261		1706		1224		8020	
2011-04	7143		3445		1606		1324		8300	
2011-05	7333		3500		1623		1345		8240	
2011-06	7815	26.22	3600	16.23	1381	8.70	1365	4.04	8150	66.30
2011-07	7300	23.06	3210	11.54	1685	0.00	1221	-10.15	9398	30.50
2011-08	7555	24.26	3190	14.36	1513	-10.18	1247	-7.36	7552	4.90
2011-09	7317	16.07	4476	48.03	1526	13.37	1326	-1.49	9100	24.70
2011-10	7564	11.93	3498	8.27	1576	3.40	1432	4.68	10400	52.90
2011-11	8076	15.32	3006	-7.55	1486	-7.40	1367	6.80	9200	3.40
2011-12	8327	16.63	4167	27.89	0	0.00	1292	-1.30	9180	9.30
2012-01	6242	7.31	2710	0.00	1104	-11.80	1076	-14.09	5680	-18.40
2012-02	7059	30.90	3019	-5.21	1254	-31.30	1270	18.25	6480	41.50
2012-03	8135	12.94	3373	-35.89	1328	-22.20	1365	11.52	9640	20.20
2012-04	7900	10.59	3764	9.27	1255	4.60	1395	5.36	10300	24.10
2012-05	8149	11.13	4301	22.89	1135	-30.10	1395	3.72	9980	21.10
2012-06	8607	10.13	4207	16.85	1187	-14.00	1393	2.05	7520	-7.70
2012-07	7198	-1.39	4048	26.08	1169	-30.70	1387	13.60	9520	1.30
2012-08	6909	-8.56	4247	33.13	1243	-17.90	1266	1.52	7780	3.02
2012-09	7466	2.04	3287	-26.56	1275	-16.47	1354	2.11	7300	-19.78
2012-10	7314	-3.32	4641	32.69	1352	-14.20	1319	-7.89	10335	-0.63
2012-11	7878	-2.45	4030	34.06	1330	-10.50	1312	-4.02	12393	34.71
2012-12	8253	-0.89	4659	11.82	1074	0.00	1339	3.65	10867	18.38
2013-01	7130	14.22	3913	44.37	1309	18.60	1339	24.48	7136	20.40
2013-02	6256	-11.37	2068	-31.83	1111	-11.40	1084	-14.68	5027	-22.42
2013-03	8149	0.17	3104	-7.98	1344	1.20	1372	0.53	9737	1.01
2013-04	8092	2.43	3880	3.08	1319	0.00	1116	-20.00	9611	-6.69
2013-05	8361	2.60	4776	11.06	1307	15.15	1148	-17.74	7107	-28.79

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



图 3：重点产煤省煤炭产量增速（单位：%）

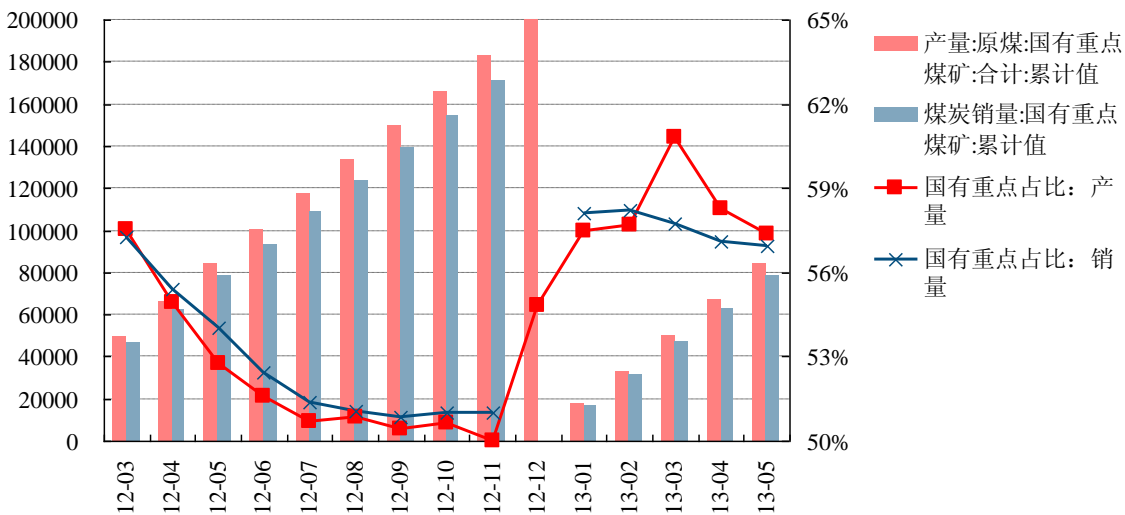


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

短期供给收缩主要来自小煤矿停产

一般来说，每年春节后小煤矿复产复工高潮来临，国有煤矿占比会逐步下降。2013 年以来，国有重点矿占比一直维持高位，春节后小煤矿产量恢复缓慢。3-5 月，国有重点矿产量占比分别为 61%、58%和 57%。年初以来，不断有小煤矿陷入停产境地，主要原因是小煤矿综合成本较高，目前煤炭价格已经接近成本线。

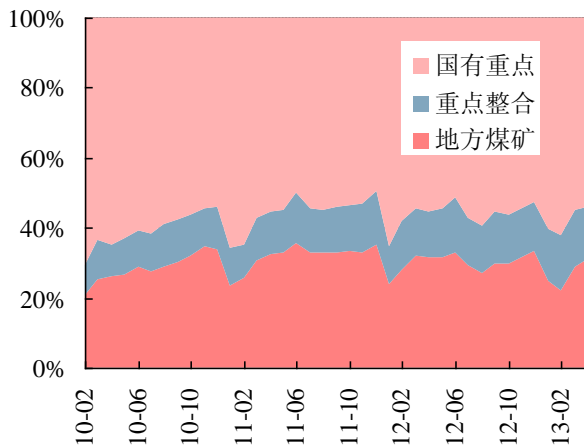
图 4：国有重点煤矿累计产量占比（单位：万吨、%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

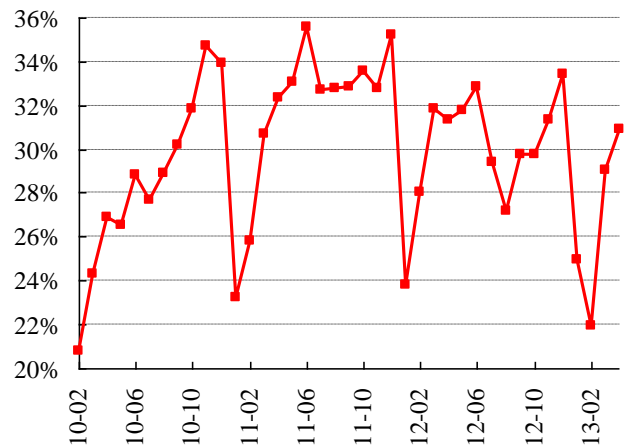


图 5：山西省各种类煤矿产量占比



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 6：山西省地方煤矿产量占比逐步下移

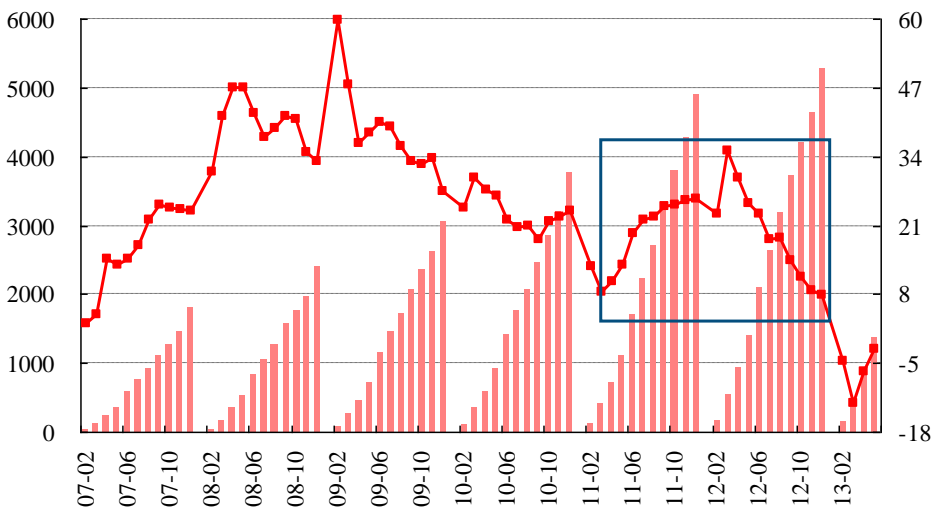


资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

长期供给压力仍在

目前受到煤价持续下跌，已经跌破很多煤炭企业成本线的影响，短期供给持续收缩。但长期来看，煤炭产能释放压力不容小觑。近几年来，煤炭行业固定资产投资增速一直维持高位，2008-2009 年持续高达 30-40% 的增速造成了 2010 年以来的产能集中释放。我们按照煤矿平均建设周期 2-3 年后推，2013 年之后产能增速仍将维持在高位。直到 2013 年的 2-3 年后，即 2015 或 2016 年，产能增速才会回落。

图 7：煤炭行业固定资产投资额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



港口库存情况正常，社会库存高企仍有待下行

港口库存虽处高位，但相比历年同期并无异动

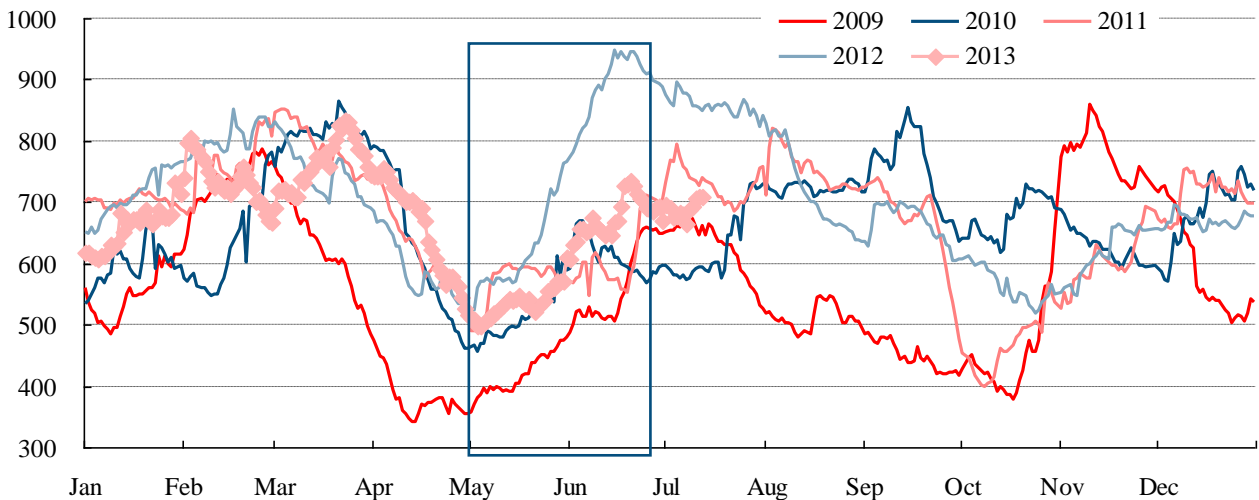
秦皇岛港煤炭库存经历了4月检修时的快速回落后，已于5月开始逐步回升，最高点超过700万吨，达到约730万吨水平。港口库存虽不断回升，但对比历年水平不难发现，历史上5月一般都会经历港口补库存过程。今年库存水平相比2012年情况已有大幅好转，基本与2009年以来历年5-6月港口库存增长速度和幅度相当。此外，秦港库存在6月中旬达到高点后，已于近期开始小幅回落，并未继续攀升。后续港口库存下降幅度还需关注下游需求的进一步好转。

图 8：重要港口库存（单位：万吨）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 9：秦皇岛港库存历年水平（单位：万吨）

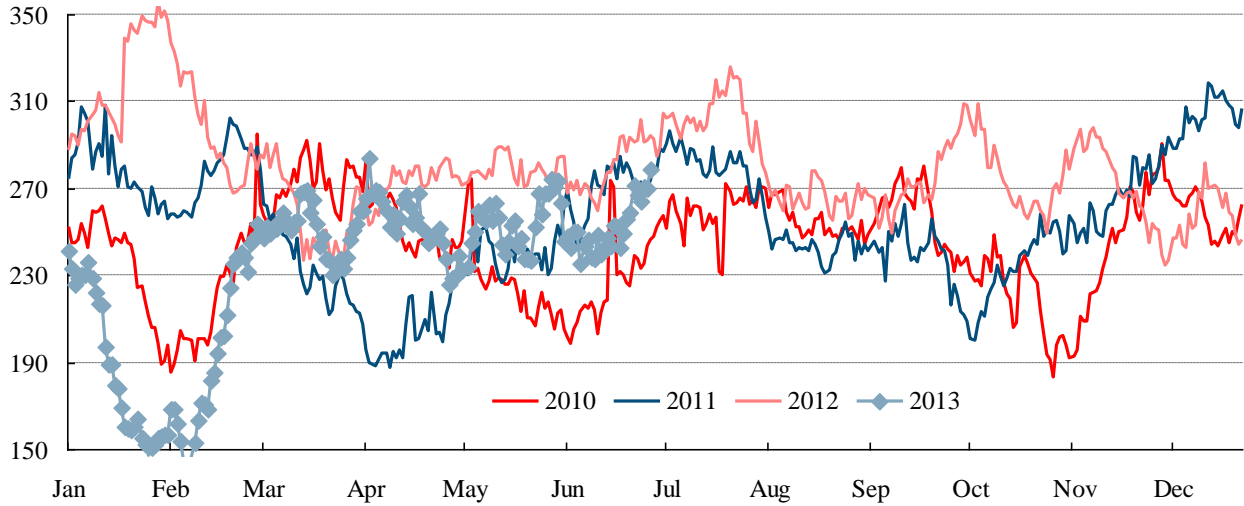


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



从广州港的情况看，虽然该港库存周期性波动并没有秦皇岛港口明显，但通过对比历年库存变化不难看出，目前广州港库存也处于较正常水平。

图 10：广州港库存历年水平（单位：万吨）

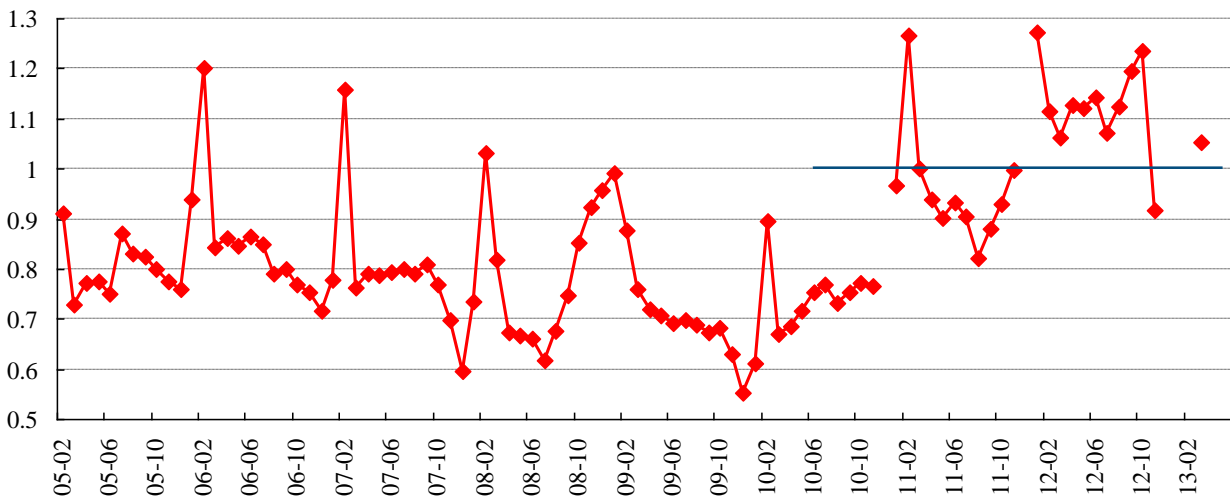


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

社会库存高企仍是制约煤价关键

港口库存虽较稳定，处于历史平均水平，但煤炭社会库存销售比却暴露煤炭其他环节库存的高企。2005 年至 2011 年中，该比值平均数约为 0.78，11 年以后数据开始上行。这主要是由于煤炭库存增长速度在 2011 年以后远超销量增速。2011 年该比值约为 0.96，虽已高企但仍小于 1。2012 年以后，煤炭社会库存销售比继续攀升，当年均值约 1.13。最新的 2013 年 3 月煤炭库存销售比仍高达 1.05，足见下游销售疲软，库存积压。

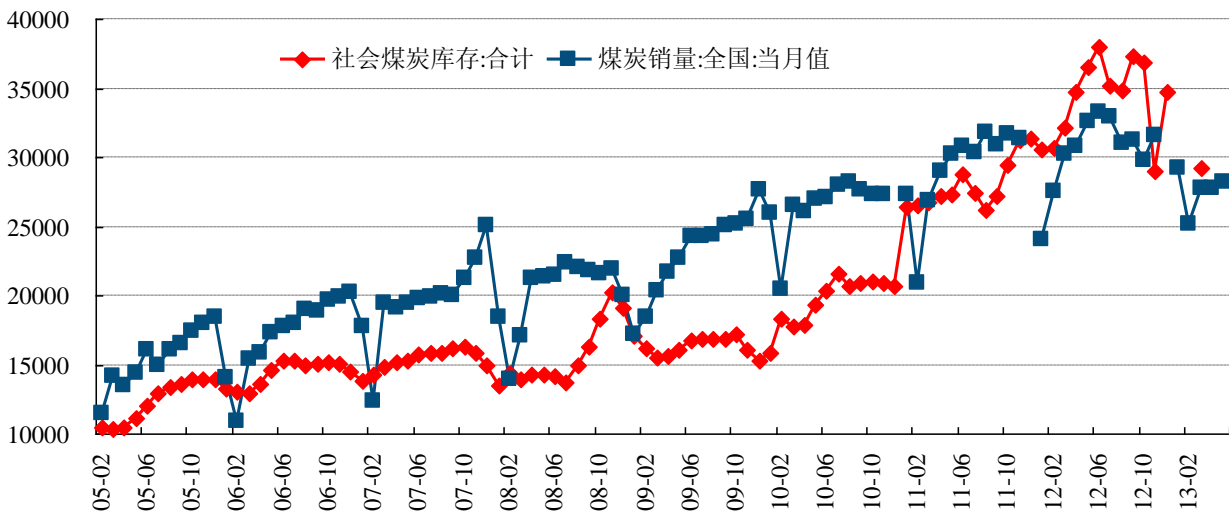
图 11：煤炭社会库存销售比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



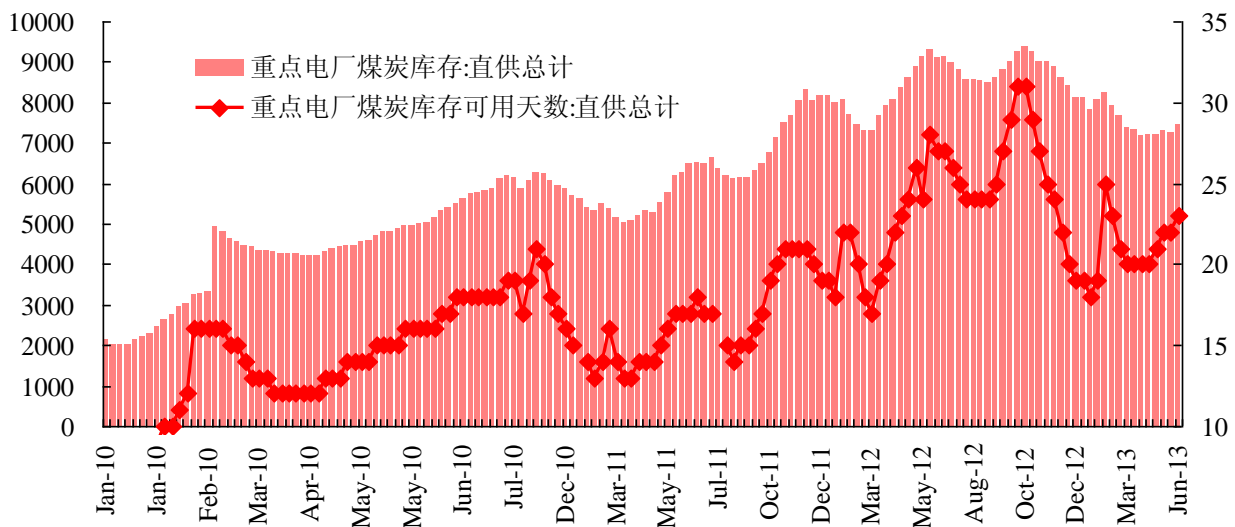
图 12: 煤炭历史社会库存及销量 (单位: 万吨)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

电厂方面,截至6月10日重点电厂库存总量7476万吨,可用天数23天。电厂库存曾在2012年10月达到9375万吨高点,其后不断回落,但目前来看电厂库存仍处于较高水平。3月库存可用天数最低达到20天,目前有所回升。从电厂库存情况可以判断,目前动力煤供大于求仍较明显。在如此高位的电厂库存面前,电厂继续采购并不积极。

图 13: 重点电厂煤炭库存及可用天数 (单位: 万吨, 天)

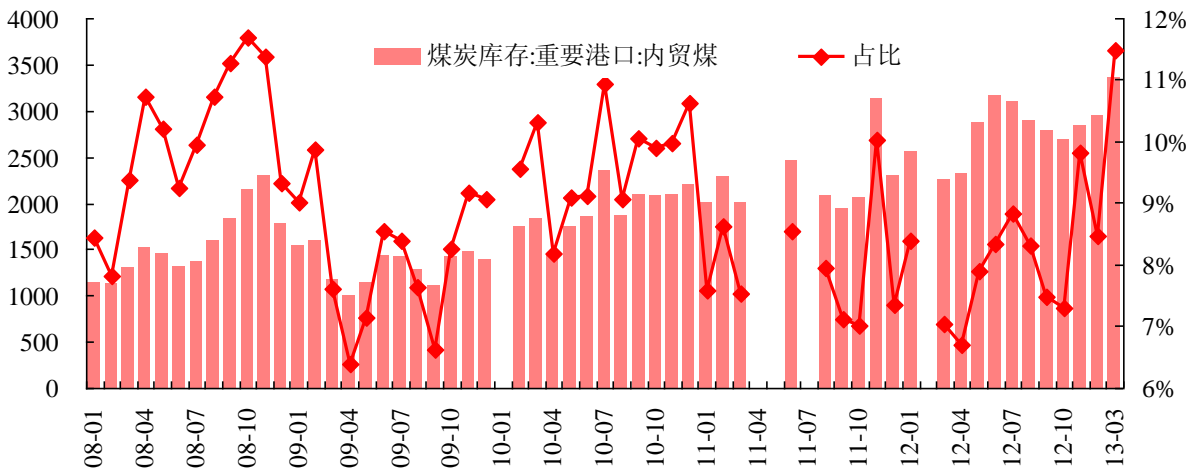


资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

我们统计了2008年以来重要港口、重要电厂及国有重点煤矿库存以及它们各自占社会煤炭总库存的比例,总体来看各环节库存绝对量近年来均呈现不断增加态势。但从占比来看,虽然重要港口库存占比一直稳定在8%上下,但2013年3月该数值高达11.5%,重要港口库存合计数目前情况略超平均水平。重点电厂库存占比11年以后一直处于稳步缓慢攀升状态。已经由11年初的20.8%升至目前的25.3%水平。国有重点煤矿库存占比攀升速度则最快。总体看,目前情况下各环节库存均偏高,因此接下来煤价企稳回升还需待库存进一步消耗。

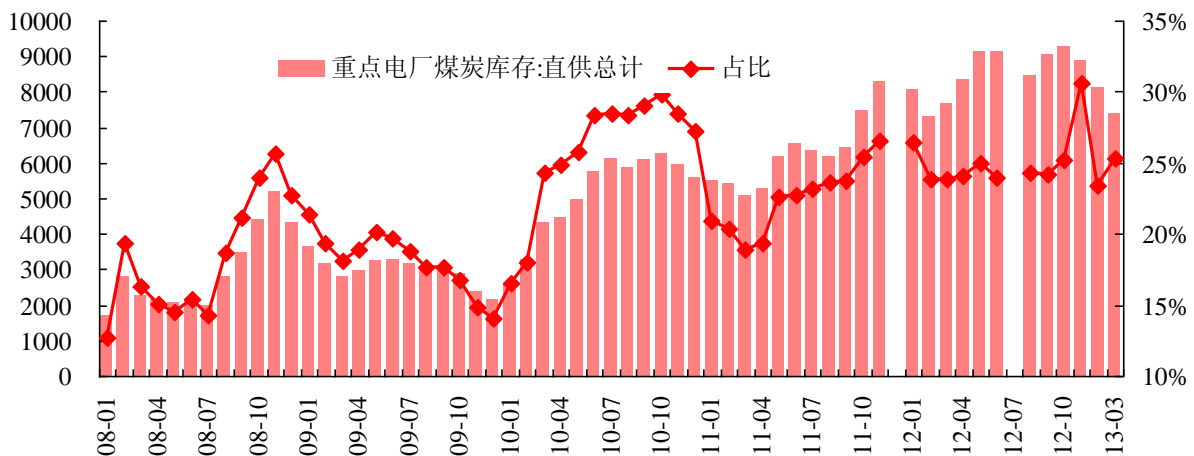


图 14: 重要港口煤炭库存占社会总库存比例 (单位: 万吨)



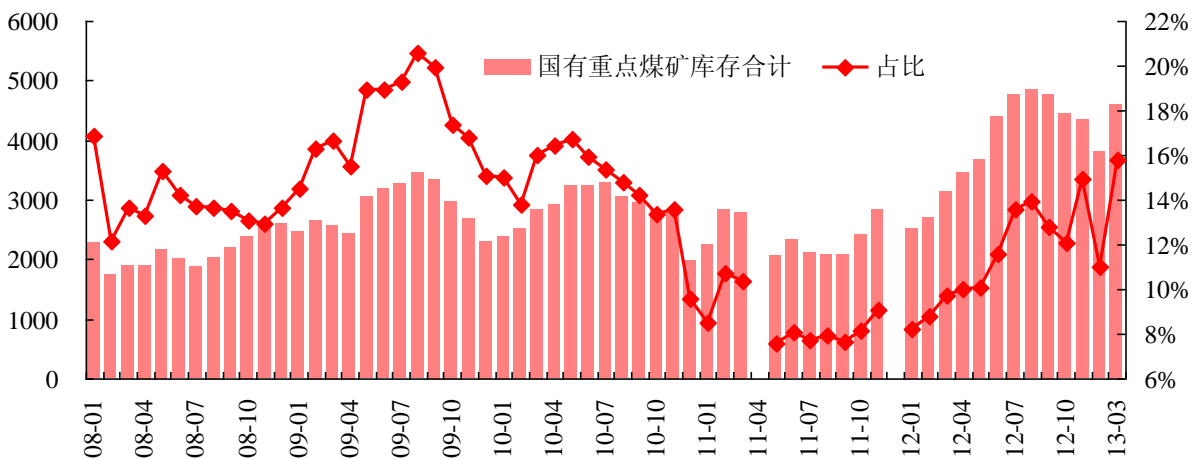
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 15: 重点电厂煤炭库存占社会总库存比例 (单位: 万吨)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 16: 国有重点煤矿库存占社会总库存比例 (单位: 万吨)



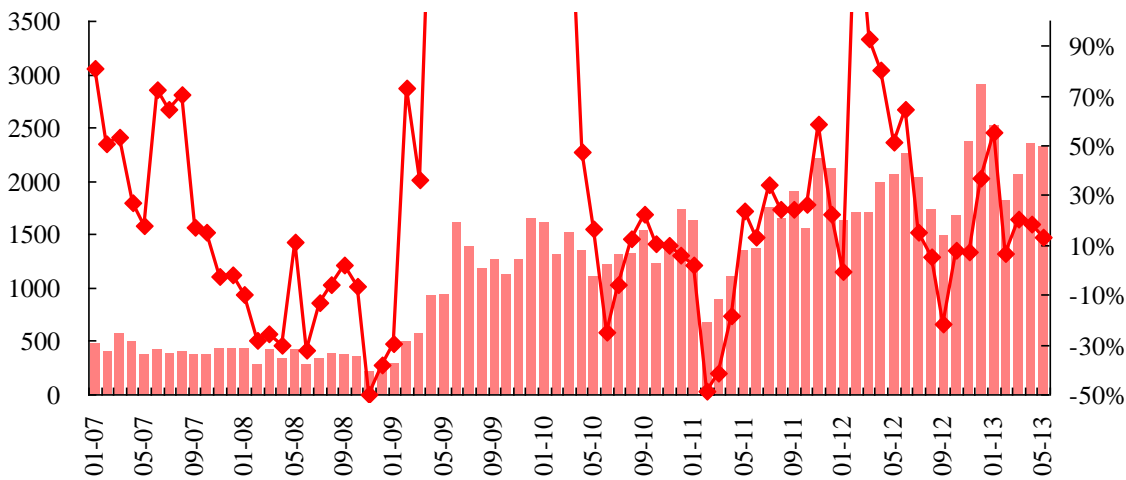
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



煤炭进口达到短期峰值，6月进口明显回落

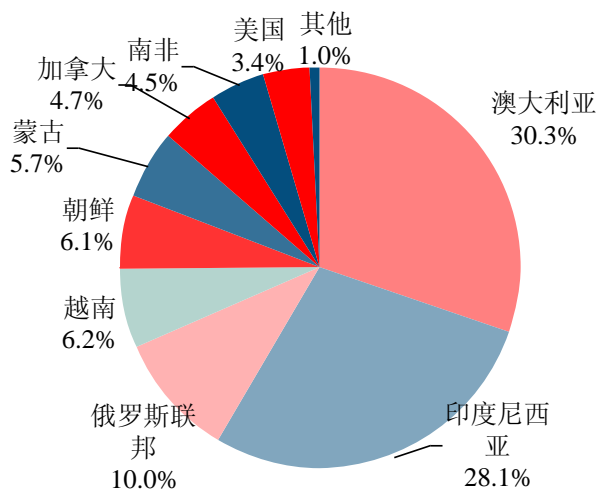
自2009年起煤炭进口大幅增加以来，2012年，受国内外价差影响我国煤炭进口增速再次迎来高峰，在当年3-6月都曾高达50%以上，且全年累计进口煤炭2.9亿吨，同比增59%。2013年以来，煤炭进口增速仍然维持高位，但近几个月来已经出现连续下行趋势。今年3-5月，煤炭进口增速分别为20%、18%和13%。环比来看，煤炭进口经历2-4月持续增长后，5月我国煤炭进口量环比回落1%。6月份海关总署最新数据显示，我国进口煤2231万吨（包括褐煤），同比下滑17.9%，环比下滑19%。今年上半年我国累计进口煤1.58亿吨，同比增加13.3%。

图 17：中国煤炭进口数量及同比增速（单位：万吨）



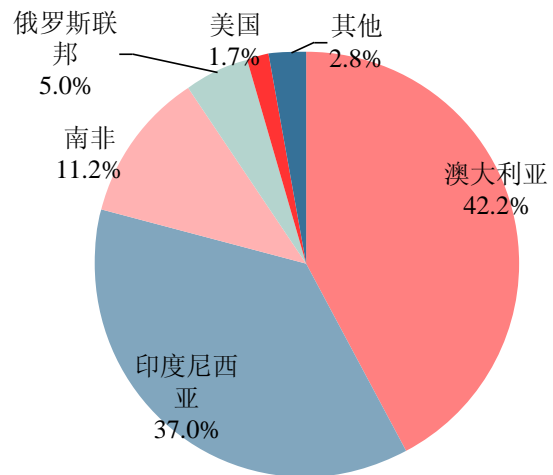
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 18：中国煤炭进口分国别占比



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 19：中国动力煤进口分国别占比



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

从进口来源看，澳大利亚和印尼仍是我国煤炭最主要进口国。2013年前5月，我国从澳大利亚、印尼进口煤炭占比分别为30.3%、28.1%，从这两国进口煤炭合计占比58.4%。近几个月来，我国从澳洲进口动力煤不断增加，而从印尼进口动力煤在5月则呈下行走势。澳大利亚一直占据我国炼焦煤进口来源之首的位置，值得注



意的是，2013年前5月我国从澳大利亚进口动力煤数量也超过印尼，这主要是由于印尼煤质较差，近来对进口煤质量的限制影响了我国从该地进口煤炭。

图 20：中国炼焦煤进口分国别占比

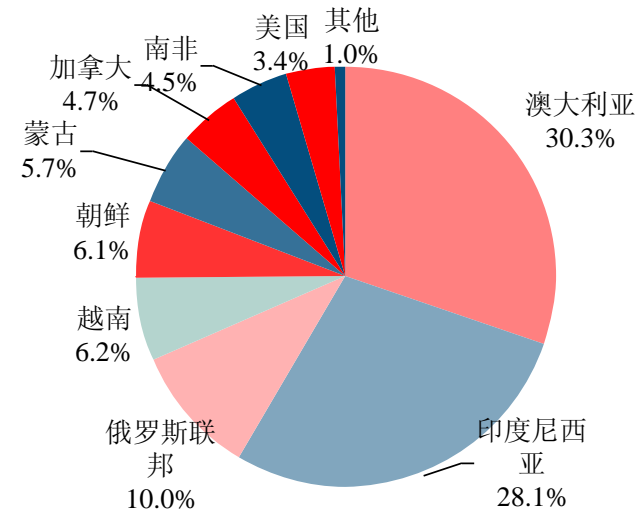
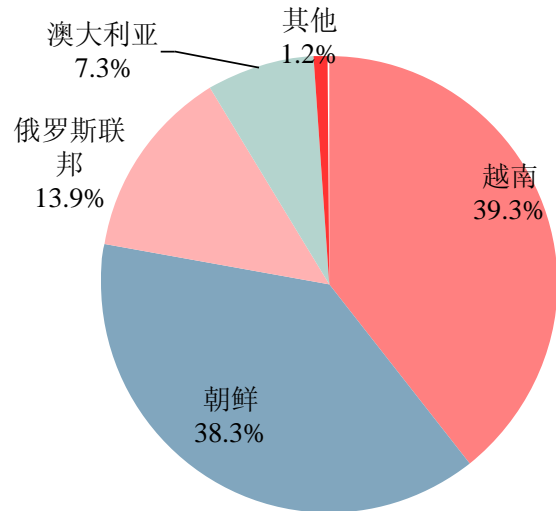


图 21：中国无烟煤进口分国别占比



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

表 2：各煤种主要进口国家及数量（单位：万吨）

煤炭	Jul-12	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13
澳大利亚	524.57	491.15	286.89	489.06	564.45	978.42	898.46	610.45	565.38	574.92	694.39
印度尼西亚	501.16	434.26	420.42	507.75	809.51	862.12	719.44	513.84	604.72	685.13	582.35
马来西亚	0.00	2.13	0.00	1.88	0.00	0.69	0.00	2.84	3.79	2.80	4.54
俄罗斯联邦	188.73	137.09	143.35	119.60	179.20	213.72	214.80	194.22	189.53	233.74	277.83
越南	87.48	100.86	149.64	116.01	189.00	207.66	140.43	112.43	171.43	140.92	125.76
蒙古	189.70	97.94	138.62	172.68	308.53	232.41	145.30	65.45	119.14	161.49	141.70
美国	140.80	121.71	16.30	72.90	84.67	26.65	38.79	60.05	59.91	104.69	110.59
动力煤	Jul-12	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13
澳大利亚	359.05	334.10	220.73	366.48	388.68	619.16	512.66	297.39	331.86	305.51	423.16
哥伦比亚	86.08	61.41	16.50	0.03	0.08	16.57	15.96	0.07	0.00	0.10	0.00
印度尼西亚	250.99	240.69	259.53	285.20	431.85	476.83	358.36	277.20	320.88	366.09	321.41
俄罗斯联邦	59.75	43.65	27.25	16.56	32.62	80.06	47.88	49.49	36.86	22.69	65.99
南非	93.13	165.15	182.14	66.24	69.92	77.71	126.69	14.73	149.62	119.64	84.14
蒙古	22.16	14.81	36.87	35.82	27.63	4.03	3.94	28.27	18.64	7.47	15.80
美国	116.91	72.45	16.29	42.50	15.52	22.65	19.68	3.64	0.00	25.89	27.95
炼焦煤	Jul-12	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13
澳大利亚	68.20	60.27	44.64	119.28	136.31	299.39	342.17	258.42	185.41	210.37	216.18
加拿大	61.21	36.74	44.77	36.22	43.07	149.73	99.68	120.78	39.43	124.59	97.92
蒙古	165.98	82.33	99.74	128.82	272.01	228.18	141.13	33.61	84.18	144.32	124.75
俄罗斯联邦	40.91	34.00	21.47	40.62	52.24	41.02	60.66	52.74	56.67	94.44	81.12
美国	7.47	40.50	0.00	30.41	69.16	4.00	19.11	40.87	59.91	78.80	82.64
无烟煤	Jul-12	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13



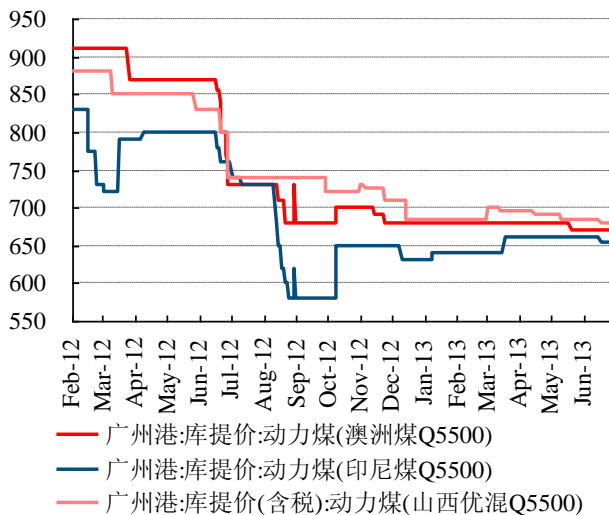
澳大利亚	25.85	6.16	4.48	3.30	29.46	15.57	16.08	35.96	23.56	36.07	15.15
朝鲜	101.08	71.24	68.00	67.43	85.95	84.40	92.94	96.51	136.80	171.88	172.09
俄罗斯联邦	28.22	15.21	26.46	15.62	26.86	17.06	35.65	52.83	45.85	46.02	62.37
越南	87.48	100.86	149.64	116.01	188.71	207.08	140.43	112.29	171.43	140.78	125.76

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

国内外价差仍是进口增加最主要原因

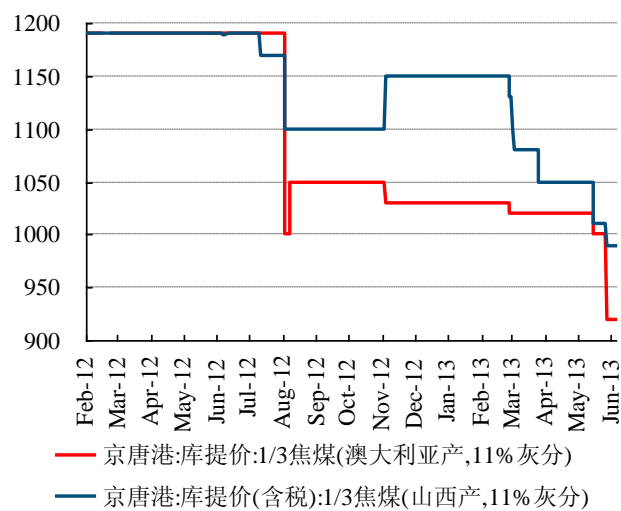
我们统计了广州港各产地动力煤库提价变化情况。2013 年以来, 虽然国内动力煤价格不断下行, 但相比澳大利亚、印尼产动力煤价格仍较高。最新数据澳洲产动力煤价格 670 元/吨, 印尼产动力煤价格 655 元/吨, 而山西产动力煤价格仍最高, 为 680 元/吨。国内外动力煤价差仍在, 但目前来看价差已经逐渐缩小。

图 22: 广州港各产地动力煤价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 23: 京唐港各产地 1/3 焦煤价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

从京唐港澳大利亚、山西产 1/3 焦煤价格走势情况看, 目前焦煤价差仍较高。最新数据澳洲 1/3 焦煤 920 元/吨, 山西产则 990 元/吨, 价差 70 元/吨。因此仅从价差考虑, 近期焦煤进口仍将维持高位。

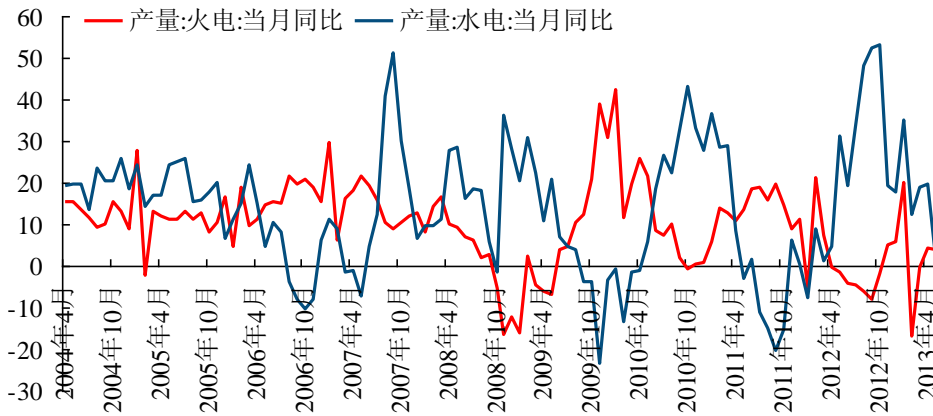
随着二季度以来国内动力煤、焦煤价格普遍下行, 目前国内外煤炭价差已经逐渐缩小。虽然如此, 但煤炭全球范围内需求疲弱, 有可能造成进口煤价格继续下行。

发电量低位徘徊, 但火电下半年将好于上半年

今年以来火电发电量一直在低位徘徊, 4 月份增速才转正, 5 月份同比仅增长 3.7%; 水电受基数效应影响, 5 月份增速开始大幅回落, 从 4 月份的 19.8% 下滑至 1.4%。今年以来, 整体发电量增速在 5% 左右窄幅波动, 后续判断水电增速可能继续下滑, 因此下半年火电需求好于上半年, 但鉴于目前库存情况, 预计煤炭行业还将需要几个月的库存消化期, 这一段期间是供需弱平衡期, 判断冬储煤旺季煤价有望迎来小幅回升。

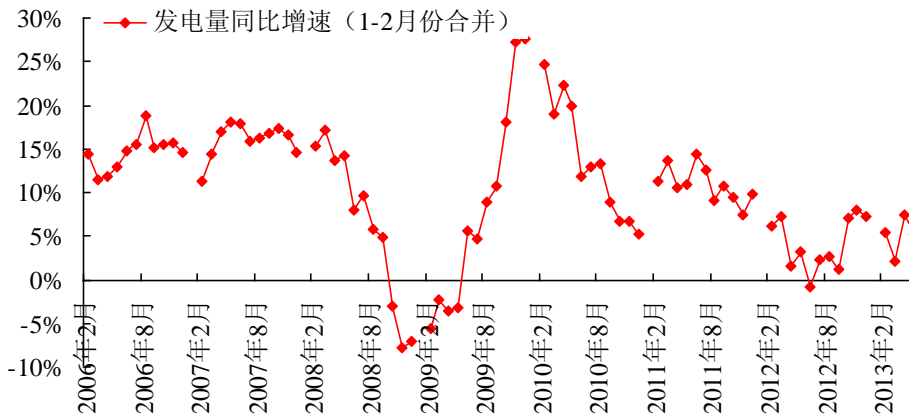


图 24：水电增速快速下降



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 25：单月发电量同比增速



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

政策决定下半年需求不会大幅回升

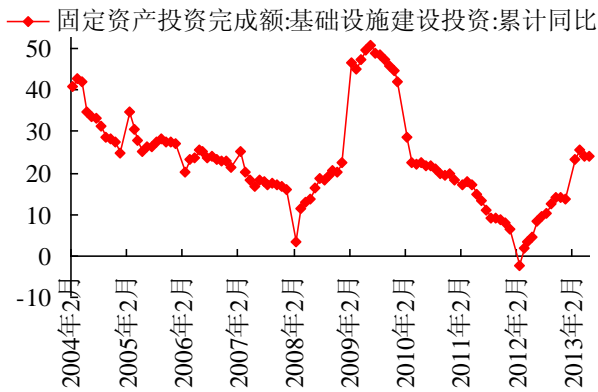
5 月份的 M1 同比增长 11.3%，较 4 月份回落 0.6%；社会融资总额为 1.2 万亿，较 4 月份减少 5600 亿，连续 3 个月减少，主要受监管层对银行表外资产监管加强。此外，货币增速回落还受到人民币升值预期减弱和严查贸易套利导致外汇占款下降。

6 月 19 日的国务院常务会议指出，要把稳健的货币政策坚持住、发挥好，保持合理货币种类，优化金融资源配置，用好增量，盘活存量。6 月底受到多种因素影响，银行间市场流动性出现进展，SHIBOR 大幅攀升，目前已降低至正常水平。此次资金紧张会促使商业银行加强流动性管理和资产负债管理，谨慎控制信贷等资产扩



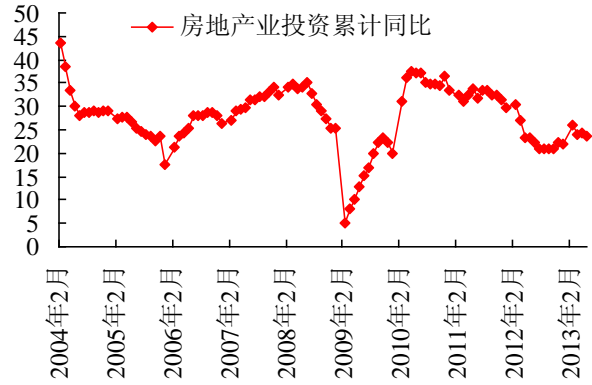
展偏快造成的流动性风险，控制期限错配风险。可以判断，下半年流动性环境并不宽松。

图 26: 基建投资增速有所下滑



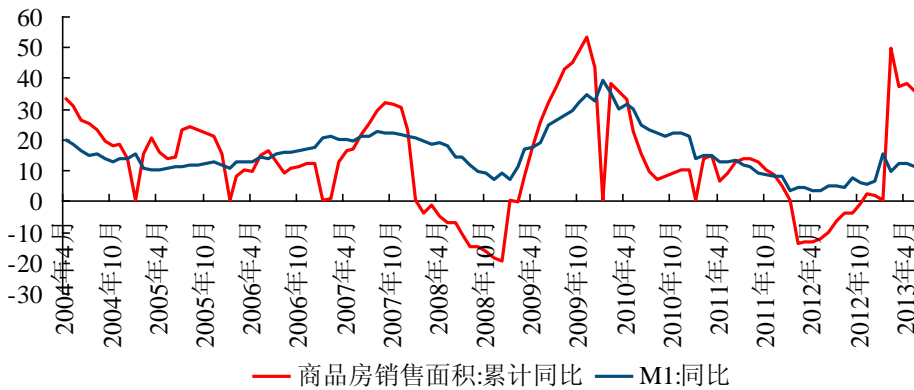
资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 27: 房地产投资有所下滑



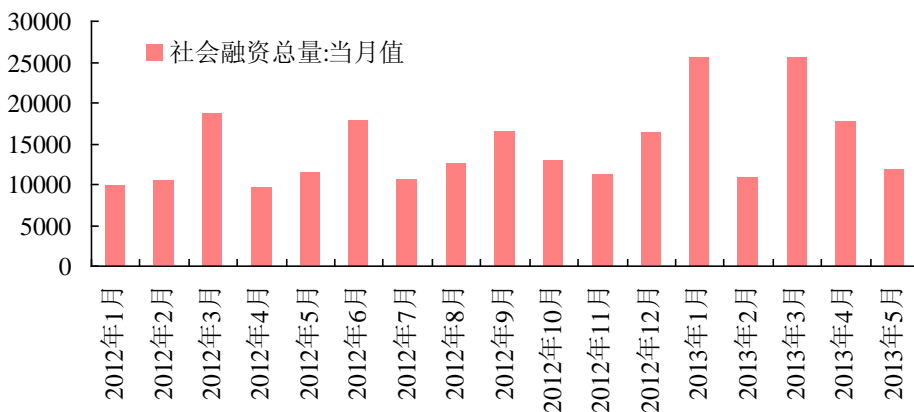
资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 28: 商品房销售面积与 M1 变动



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 29: 社会融资总量



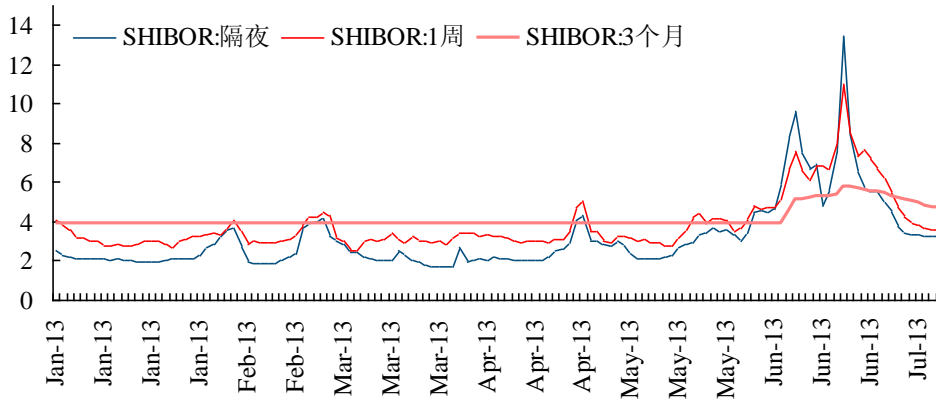
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

目前来看，房地产和基建投资已有转弱趋势，前 5 个月房地产投资增速 23.6%延续了 2 月份以来的下行势头；基建投资自去年一季度以来持续回升，但 3 月份以来的基建投资增速已现疲态，5 月投资增速为 24.13%。



货币政策的由松转紧预示下半年投资增速难以有大起色。房价坚挺也不利于流动性放松或降息，因此货币政策上空间不大。

图 30: SHIBOR 利率走势



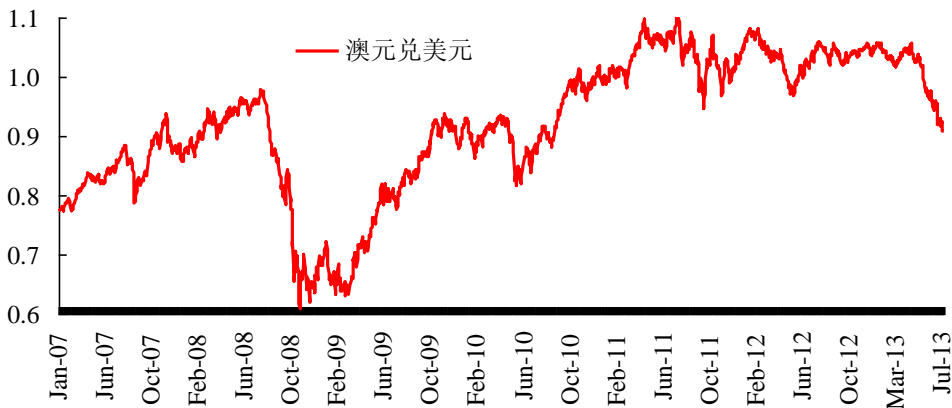
资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

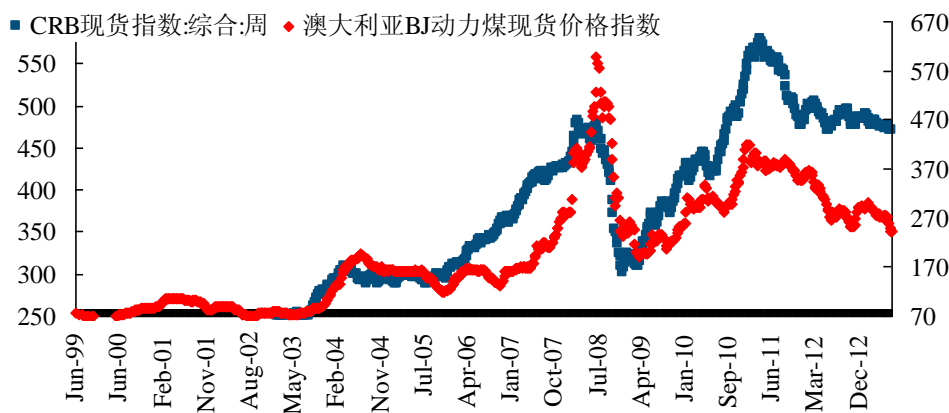
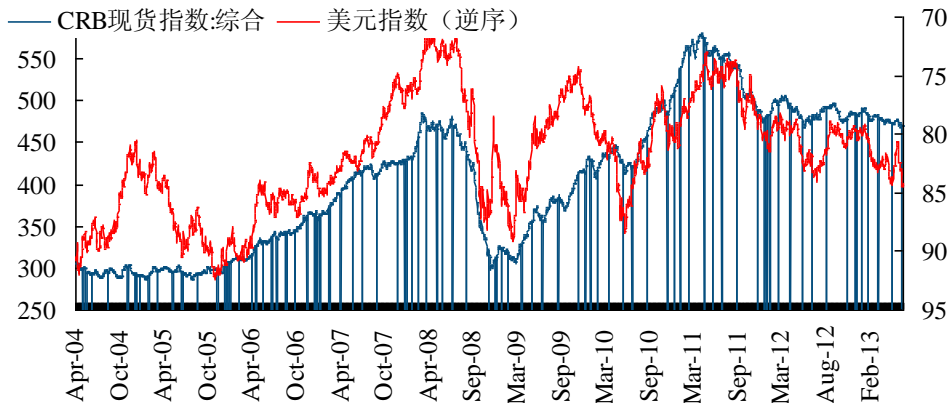
美元升值与 QE3 退出压低大宗商品价格

随着美国经济复苏逐步确认，美元开始走强。美联储也开始制定逐步退出 QE3 的政策，有研究认为美联储有望在今年 9 月启动 QE 退出，并最终于 2014 年中期终止资产购买。美元走强从 11 年年中开始启动，目前仍维持强势，大宗商品见顶回落，目前仍在趋势下行中。美元走强开始刺激全球资金快速撤离新兴市场，新兴市场国家与资源国家汇率快速贬值，这将使得资源性国家收入和大宗商品价格下滑。

通过美元与大宗商品价格走势我们可以发现，美元走势与大宗商品几乎是反向变动的。因此，若美联储退出 QE3，美国经济复苏，那么在这一期间，大宗商品难以走强。煤炭价格也难以出现明显回升。

图 31: 美元与大宗走势





资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

下半年投资机会来自稳增长政策带来的阶段性机会

7月9日, 国务院总理李克强提出, 经济稳增长与调结构要相辅相成, 要做到“稳中有为”。有政府人士透露, “稳中有为”的具体政策主要表现在投资消费政策、财政政策和货币政策, 特别是在投资消费政策方面, 预期会有一些的宽松, 包括促进消费(信息消费)、促进铁路投资、促进棚户区改造、促进城市基础设施建设、促进节能环保投资等方向将成为重点。李克强还指出, 宏观调控要立足当前、着眼长远, 使经济运行处于合理区间, 经济增长率、就业水平等不滑出“下限”, 物价涨幅等不超出“上限”。

政府宏观调控目标的微调会给被过度打压的周期股带来反弹契机。从煤炭行业来看, 8月份公布中报, 公司业绩普遍较差, 7月份是宝贵的时间窗口。加上, 目前机构配置极度偏向于新兴产业股票, 在中报验证期来临时, 部分资金会选择配置跌幅较大的周期股规避伪成长股风险, 因此从博弈和均衡配置角度, 7月份也有利于周期股反弹。

我们对下半年煤炭价格整体判断是三季度是弱平衡期, 煤价基本稳定, 还需要几个月时间的去库存。四季度煤炭迎来传统冬季旺季, 在库存较低位置下, 煤炭价格有望迎来小幅回升, 因此四季度整体是回升期。

我们整体认为, 煤炭股全年难以走出趋势行情, 但阶段性反弹机会依然存在, 这一机会来自政府在控制经济下行风险而出台的稳增长政策, 或煤炭季节性旺季带来的上涨行情。



从较长角度来看，我们依然偏好成长性较好的煤炭股，如永泰能源、大有能源、兰花科创、山煤国际、潞安环能。弹性品种配置冀中能源。

表 3: 重点公司推荐表

公司名称	股价	12A	13E	14E	12A	13E	14E	评级
平煤股份	5.2	0.47	0.36	0.42	11	15	13	中性
中国神华	16.3	2.40	2.36	2.48	7	7	7	买入
兰花科创	12.6	1.64	1.64	1.93	8	8	7	买入
上海能源	9.9	1.28	0.98	1.06	8	10	9	中性
神火股份	4.6	0.11	0.22	0.25	42	21	18	中性
西山煤电	7.8	0.57	0.50	0.64	14	16	12	中性
中煤能源	4.9	0.70	0.72	0.77	7	7	6	增持
国投新集	7.6	0.72	0.36	0.42	10	21	18	增持
山煤国际	11.6	0.82	1.25	1.82	14	9	6	买入
潞安环能	11.7	1.12	0.93	1.04	11	13	11	买入
冀中能源	8.7	0.97	0.89	0.92	9	10	9	增持
永泰能源	6.2	0.56	0.60	0.72	11	10	9	买入
昊华能源	8.0	0.83	0.76	0.76	10	11	10	中性
盘江股份	8.9	0.85	0.57	0.76	11	16	12	增持
恒源煤电	7.7	0.92	0.37	0.39	8	21	20	中性
阳泉煤业	8.8	0.99	0.80	0.94	9	11	9	增持
开滦股份	5.8	0.40	0.32	0.36	15	18	16	中性
兖州煤业	10.2	1.13	0.54	0.60	9	19	17	中性
平庄能源	5.3	0.55	0.20	0.36	10	26	15	中性
大有能源	9.0	0.72	0.93	0.97	13	10	9	买入
简单平均					12	14	12	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011 年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

刘宏程：清华大学技术经济学博士，煤炭行业分析师，擅长从发展经济学的视角观察行业演进，从企业技术路径选择和发展战略制定行为中挖掘企业价值。

研究助理：王祎佳，煤炭行业研究员，2010 年毕业于英国剑桥大学，计算生物学硕士。2011 年加入中信建投证券研究所。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68821618 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

王磊 021-68821613 wangleish@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

徐一丁 0755-22663051 xuyiding@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告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客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622