

# 煤炭行业 2010 年中期投资策略

## “中国龙”已过行业顶点，等待“印度象”接力

陈亮 煤炭行业研究员      林红垒 研究助理      胡东健 研究助理  
电话: 021-68824449      电话: 010-68058790  
eMail: cl12@gf.com.cn      eMail: lhl10@gf.com.cn

**新视角:** 由于印度需求崛起，如果日韩等现有主要煤炭进口国的进口量不萎缩，则未来5年国际煤价尤其是炼焦煤价格的趋势性上涨是确定的。未来国际煤价大幅上涨、提升全球煤炭股估值，并进而提升中国煤炭股估值，将是煤炭股下一轮大行情。

### 报告要点:

按照传统的投资逻辑，中国煤炭行业景气顶点已过，估值重心将下移。从中短期看，政府对房地产行业的调控、把节能减排纳入政绩考核，将影响国内煤炭需求2-3%；从中长期看，经济增长模式转变、大力发展新能源，将令国内煤炭需求增速逐步放缓。未来中国煤炭行业的利润增长，将更多地依赖煤价上涨。由于煤炭行业目前毛利率较高，企业利润对煤价上涨的敏感度也在降低。一旦资源税改革推出，将进一步影响行业的利润增速。

股价对短期煤价波动已不再敏感，需要探索中长期的煤价趋势。近两年煤炭股走势领先于煤价6个月。要预判股价，必须预测更长期的煤价趋势。中国宏观政策和经济走势仍充满变数，预测国内煤价缺乏确定性。不过，印度需求在未来5年拉动国际煤价是确定性事件。

印度是全球第五大能源消费国、第三大煤炭生产国，但也是个“贫煤国”。印度国内85%的煤矿是露天矿，发热量仅3900大卡，缺乏优质资源。目前，印度50%的炼焦煤需求、10%的动力煤依靠进口。

印度加速投资国内基建，是拉动未来5年国际煤价持续上涨的源动力。印度计划在未来5年实现基础设施投资额翻番，能源消费增速将在过去5年平均6.5%的基础上进一步提升。由于印度政府垄断煤炭生产，煤矿审批周期为8-12年，3年后印度国内煤炭供需缺口在2亿吨以上。未来3年的炼焦煤需求增量将完全依赖进口。

暂维持煤炭行业“持有”评级。在作出未来5年国际煤价将出现趋势性上涨的判断下，我们之所以暂不给出“买入”评级，是在等待推动股价上涨的正面催化剂：政府“调结构”对中国经济的负面影响低于预期、保障房投资对经济的拉动作用超预期；欧元区债务危机见底；石油等大宗商品价格因通胀重回上升通道。从较长时期看，最受益于国际炼焦煤价上涨的个股为：兖州煤业、昊华能源、冀中能源、开滦股份。

**风险提示:** 中国宏观政策的不确定性；欧元区债务危机。

**行业评级**
**持有**

前次评级

持有

### 行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.59%	-1.70%	12.59%
沪深 300	-10.89%	-3.70%	11.35%

## 目录索引

一、经济结构转型，中国煤炭业的景气高点已过 .....	4
二、按传统投资逻辑，煤炭股估值重心有下行压力 .....	5
三、中长期仍有多种积极因素提升估值 .....	5
四、“印度象”接力“中国龙”拉动国际煤价 .....	6
1、印度已是全球第五大能源消费国和第三大产煤国 .....	6
2、2004 年印度煤炭进口提速 .....	7
3、产煤大国依赖进口煤的原因 .....	8
(1) 投资启动，能源需求加速 .....	8
(2) 一家国企垄断煤炭供给 .....	9
(3) 政府效率低下，新矿审批流程冗长 .....	10
(4) 动力煤高灰低热，煤质较差 .....	10
(5) 炼焦煤资源严重匮乏 .....	11
4、未来印度煤炭进口保持高增长的理由 .....	13
5、印度钢铁工业的增长潜力 .....	15
(1) 印度目前的人均钢铁消费量只有中国的 1/9 .....	15
(2) 提高铁矿石出口关税，侧面印证印度国内钢铁供不应求 ...	16
(3) 印度钢铁部：计划 2012 年实现钢铁业产能翻番 .....	17
(4) 3 年钢铁产能翻番具备可能性 .....	17
(5) 2013 年，印度将新增炼焦煤进口需求 2600 万吨 .....	19
五、印度对油价的拉动 .....	19
六、暂维持行业“持有”评级，等待催化剂 .....	21
七、风险提示	

## 图表索引

图 1 : 中国原煤产量(1995-2008)	4
图 2 : 原中央财政煤炭企业重点煤矿商品煤均价	4
图 3 : 中国重工业产值占工业总产值的比重	4
图 4 : 2008 年主要国家一次能源消费量	7
图 5 : 2008 年主要国家煤炭产量和消费量	7
图 6 : 印度能源结构	7
图 7 : 印度能源储量占世界总储量比例	7
图 8 : 印度煤炭产量和消费量	7
图 9 : 印度GDP与投资率增速走势	8
图 10 : 印度GDP与能源消费增速走势	8
图 11 : 印度煤炭产量构成	9
图 12 : 印度新矿审批流程	10
图 13 : 印度露天矿与井工矿产量	10
图 14 : 印度动力煤进口量	11
图 15 : 印度各煤种储量分布数据	12
图 16 : 炼焦煤资源储量分布	12
图 17 : 印度各煤种产量	12
图 18 : 印度炼焦煤产量和进口量	12
图 19 : 印度从澳大利亚进口的炼焦煤数量	12
图 20 : 中国人均工业产值	13
图 21 : 中国城市人口比例	14
图 22 : 中国人均GDP	14
图 23 : 目前亚洲各国的城市人口比例	14
图 24 : 目前亚洲各国的道路铺设率	14
图 25 : 各国人均钢材消费量	15
图 26 : 印度粗钢产量增长情况	15
图 27 : 印度钢铁产量与消费量	16
图 28 : 印度钢铁进出口情况	16
图 29 : 印度国营钢铁企业和私营钢铁企业产量	18
图 30 : 2008 年主要国家一次能源消费量	20
图 31 : 印度能源消费结构	20
图 32 : 印度能源储量占世界总储量比例	20
图 33 : 主要国家石油净进口量	20
图 34 : 印度石油产量和消费量	20

## 一、经济结构转型，中国煤炭业的景气高点已过

2003年起，中国煤炭行业迎来了一轮黄金发展期：原煤产量从2003年的17亿吨，增长到2009年的30亿吨，年均增速超过10%；原中央财政煤炭企业重点煤矿商品煤均价从170元/吨上涨到410元/吨，年均涨幅为15%；秦皇岛山西优混价格从270元/吨上涨到750元/吨，年均涨幅近20%。

图 1：中国原煤产量(1995-2008)

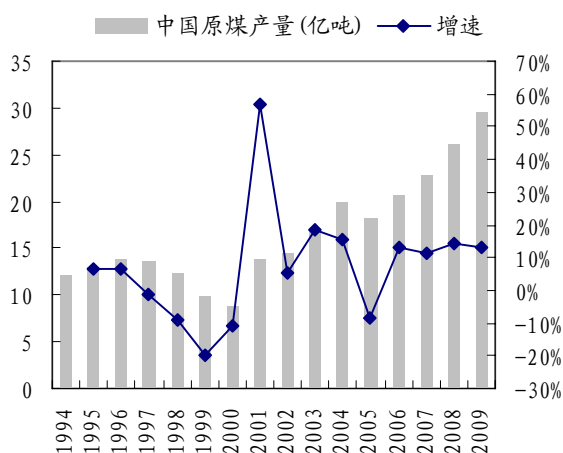
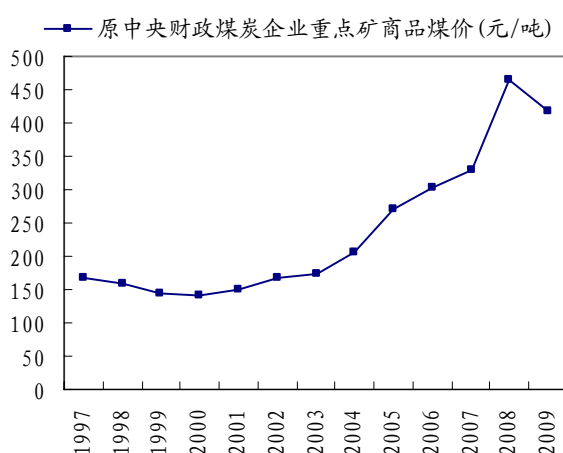


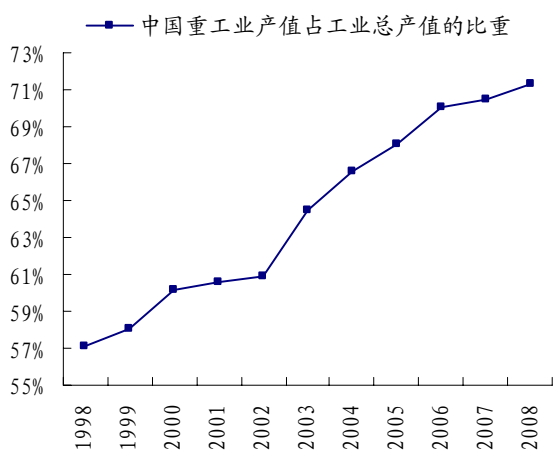
图 2：原中央财政煤炭企业重点煤矿商品煤均价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

这一轮煤炭行业的高速发展，核心推动力是中国的重工业化进程。中国重工业产值占工业总产值的比重，从2002年的60%上升到2008年的71%，而之前几年一直在60%以下。

图 3：中国重工业产值占工业总产值的比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

中国的粗放式的重工业化进程，给环境、资源带来了巨大压力。中国

政府已逐渐意识到中国经济过度依赖房地产、重工业、基建投资的负面性，并于2007年底开始逐步进行宏观调控，只是由于2008年的次贷危机，打断了经济结构调整的步伐。2009年年底召开的中央经济工作会议，对加快经济发展方式转变作了全面部署，重新回到原先的轨道上。

从中短期看，中国对房地产行业的调控、把节能减排纳入政绩考核，将影响今年国内煤炭需求2-3%，并且集中在下半年体现。这将对下半年煤价形成压力。

从中长期看，中国经济增长模式转变、继续推进节能减排、新能源得到大力发展，将令国内煤炭需求增速逐步放缓。我们预计，未来5年，中国煤炭需求增速将从目前的8%下降至5-6%。

## 二、按传统投资逻辑，煤炭股估值重心有下行压力

按照传统的投资逻辑进行评估，市场倾向于回避煤炭行业的不确定性，煤炭股的估值重心有下行压力：

1、从行业在周期中的位置看，中国煤炭行业的景气顶点已过，未来5年中国煤炭需求放缓是确定性事件；

2、由于需求增速放缓，未来中国煤炭行业的利润增长，将更多地依赖煤价上涨。但市场认为，未来两三年国内煤炭供需形势存在极大的不确定性：尤其是目前无法确定新疆煤矿产能释放后，对国内供给将造成多大的冲击。（尽管我们认为新疆煤炭不会冲击国内煤价，但市场的一致预期并非如此）

3、即使未来煤价继续上涨，但如果涨幅不大，对行业的利润增速不会有太大影响。这主要是煤炭行业目前毛利率较高，企业利润对煤价上涨的敏感度在降低。

4、资源税改革在全国推开是确定性事件，不确定的仅仅是推出的时机。一旦选择在煤炭需求疲弱的时机推出，煤炭企业无法通过涨价来转嫁，则行业的平均利润将下调15%左右（如果政府在推出前清理对煤炭行业的不合理税费，则对行业利润影响有限）。

## 三、中长期仍有多种积极因素提升估值

当煤炭股完成估值重心下移，风险释放后，恰恰为投资者提供较好的介入机会。

一旦市场对未来国内煤炭供需形势的预期发生变化，则行业估值水平仍有可能大幅提升：

首先，从供给侧看，以下积极因素被当前市场所忽略：

- 1、近几年政府对煤炭投资的严格管制，令新矿投产进度大大慢于预期；
- 2、东部地区煤炭资源正在逐渐枯竭；
- 3、新疆煤炭主要运往四川重庆，但疆煤实现外运后，川渝地区的小煤矿就具备了关闭条件。
- 4、疆煤外运将长期受到铁路运力的制约（2003-2008年，内蒙煤炭遭遇出省瓶颈就是一个明显的例子）。
- 5、新疆仅5%的地质储量是炼焦煤，新疆钢厂需要从外省采购炼焦煤。

其次，从“大消费”的范畴看，未来中国居民用电消费的增长潜力同样巨大：

美国人均用电量是中国的5-6倍，其用电结构是30%是工业用电，70%是居民及第三产业用电。中国则相反，70%是工业用电，25%是第三产业及居民用电。

## 四、“印度象”接力“中国龙”拉动国际煤价

中国宏观政策和经济走势仍充满变数，预测国内煤价缺乏确定性。

不过，通过分析印度国内的供需形势，我们认为，如果日韩等现有主要煤炭进口国的进口量不萎缩，则未来5年国际煤价尤其是炼焦煤价格的趋势性上涨是确定的。

那么，未来国际煤价上涨提升全球煤炭股估值，并进而提升中国煤炭股估值，将是煤炭股下一轮的投资机会。

### 1、印度已是全球第五大能源消费国和第三大产煤国

自20世纪90年代以来，印度经济改革不断拓展和深化，经济总体快速发展，随之而来的是能源消耗的迅速增加。2008年，印度的一次能源消费量为433百万吨标准油当量，成为仅次于美国、中国、俄罗斯和日本的世界第5大能源消费国，在国际能源市场上的地位举足轻重。

目前，印度是仅次于中国和美国的世界第3大煤炭生产国（按原煤产量计，非按发热量计）和消费国。根据IEA的统计，2008年印度的煤炭总产量为5.12亿吨，占世界总产量的7%；印度煤炭总消费量为5.62亿吨，占世界总消费量的8%。

图 4：2008 年主要国家一次能源消费量

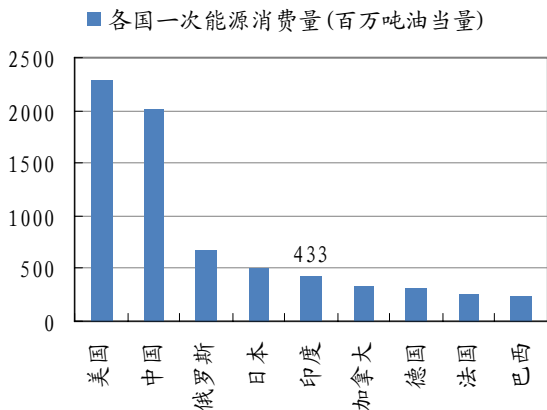
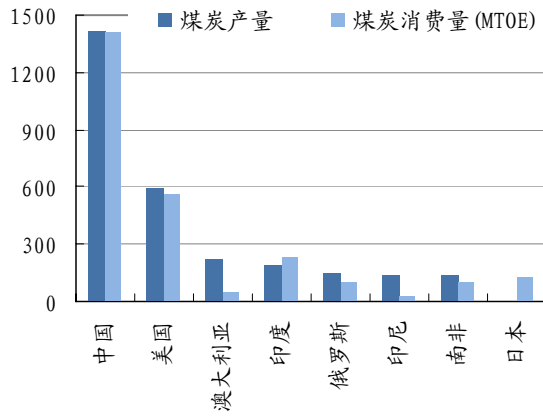


图 5：2008 年主要国家煤炭产量和消费量



数据来源：BP，广发证券发展研究中心

煤炭是印度最主要的能源，占其一次能源消费总量的53%。

根据IEA的统计，2008年印度煤炭总储量占世界煤炭总储量的7.09%，而印度的石油和天然气资源比较匮乏，分别只占世界总储量的0.46%和0.59%。印度的资源禀赋决定了煤炭还将长期作为印度的主要能源。

图 6：印度能源结构

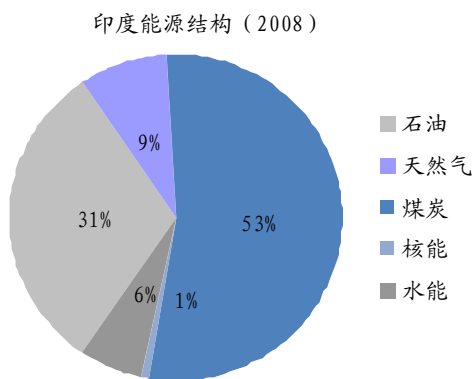
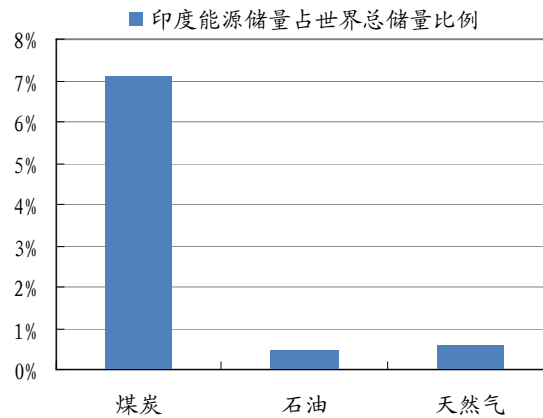


图 7：印度能源储量占世界总储量比例



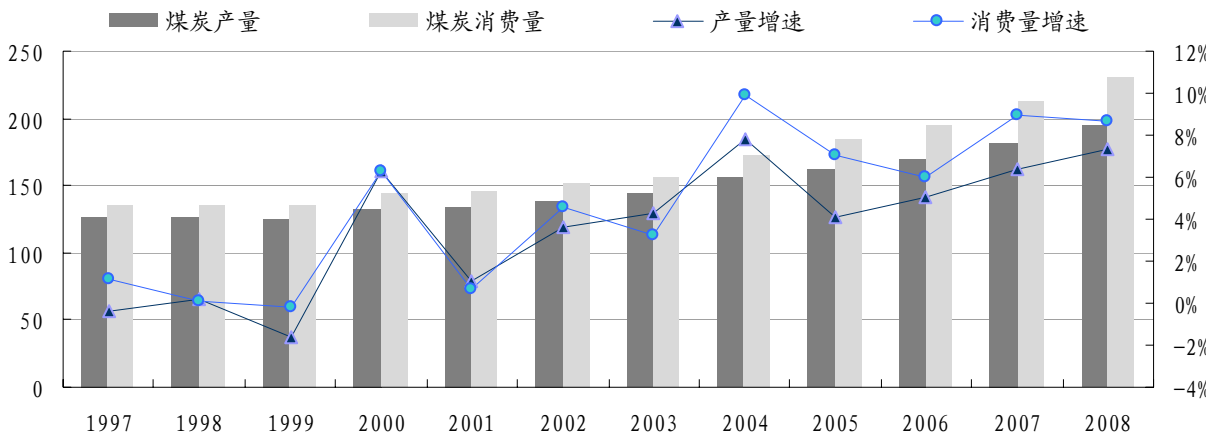
数据来源：IEA，广发证券发展研究中心

从人均能源消费量看，印度的人均能源消费量只有中国的1/4。由于印度的城市化和工业化从2004年才刚刚起步，未来能源消费总量的提升空间巨大。

## 2、2004 年起印度煤炭进口提速

尽管是产煤大国，但从2004年起，印度煤炭净进口量出现持续增长。2004-2008年，印度煤炭消费量增速平均高于产量增速2个百分点。

图 8：印度煤炭产量和消费量



数据来源：广发证券发展研究中心

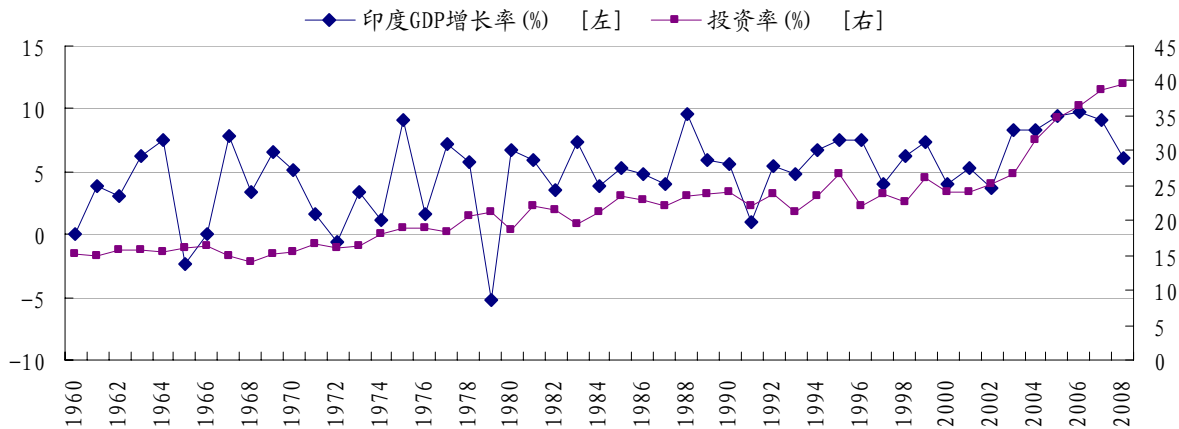
### 3、产煤大国依赖进口煤的原因

#### (1) 投资启动，能源需求加速

印度的投资率（投资占GDP的比重），从2003年的27%上升到2008年的40%。

印度的能源消费量增速，从1999-2003年的年均3.1%上升到2004-2008年的年均6.5%。

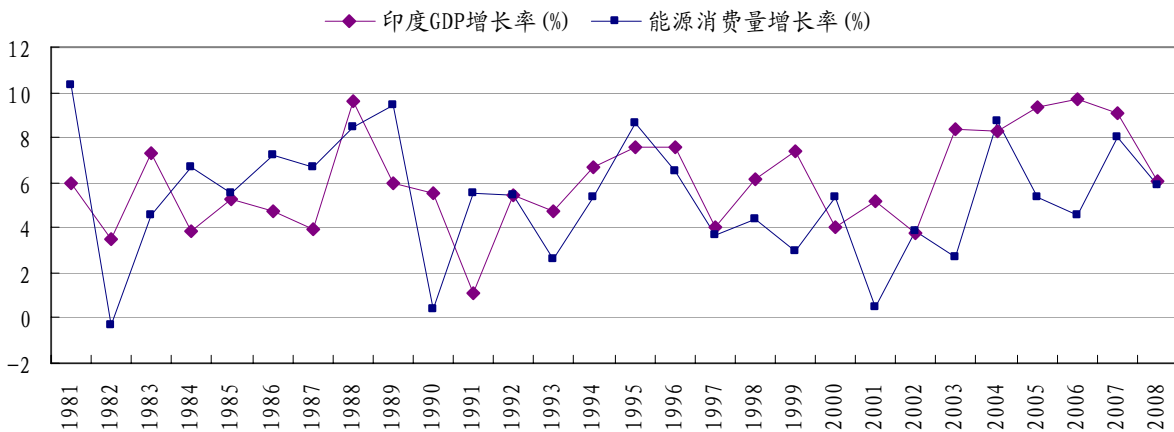
图 9：印度GDP与投资率增速走势



数据来源：IEA，广发证券发展研究中心

图 10：印度GDP与能源消费增速走势





数据来源：IEA，广发证券发展研究中心

## (2) 一家国企垄断煤炭供给

工业化进程的提速带动了能源消费的增长，但是，由于印度政府控制了全国绝大部分煤炭资源，私人投资进入煤炭行业受到限制，煤炭行业投资长期不足，制约了国内供给的增长。

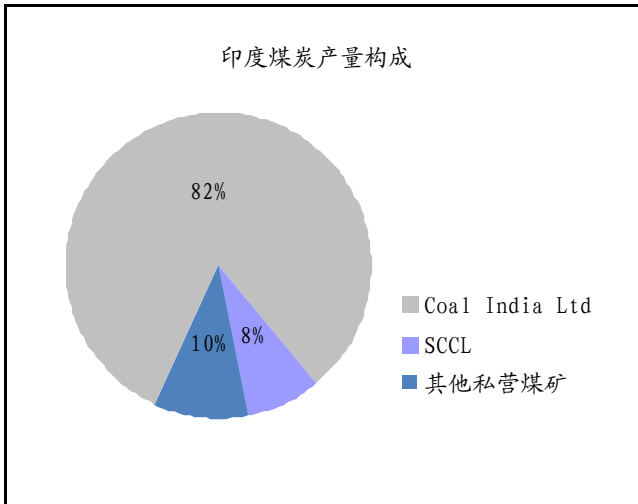
印度设有煤炭部，并在1973年推行了煤炭企业国有化，只有国营企业和指定单位有权进行煤炭开采。目前，印度90%的煤炭产量由国有煤矿提供，非国有煤矿产量仅占10%。

印度国有煤炭公司(CIL)是印度最大的煤炭公司，经营着390座煤矿，煤炭产量占全国总产量的82%；另一家重要煤炭企业是印度政府和安德拉邦地方政府联合经营的辛加里尼煤炭公司(SCCL)，约占印度煤炭总产量的8%。

印度政府控制了全国绝大部分煤炭资源，私人投资进入煤炭行业受到限制，这是导致煤炭行业投资长期不足的重要原因。

为了扭转国内煤炭供不应求的状况，印度政府从2006年开始对煤炭行业进行改革，希望引入竞争机制，提高煤炭生产效率。但是改革进展缓慢。

图 11：印度煤炭产量构成

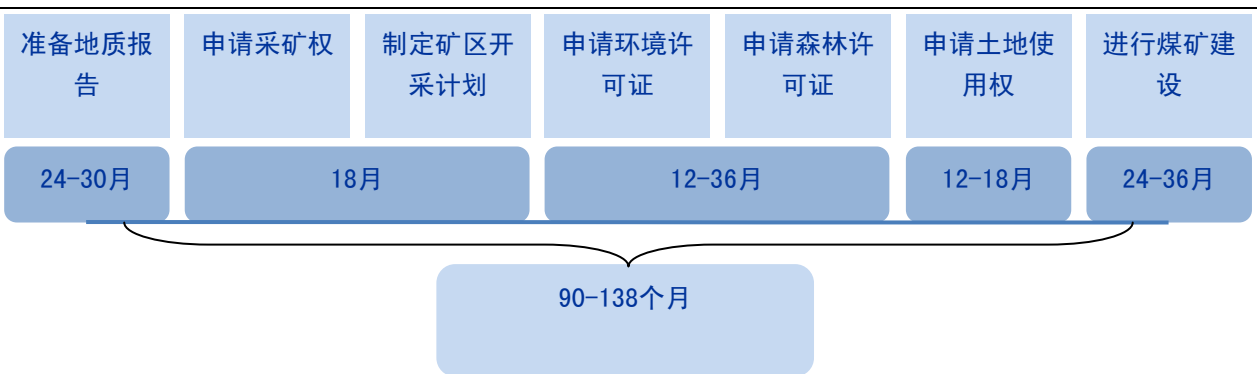


数据来源：广发证券发展研究中心

### (3) 政府效率低下，新矿审批流程冗长

在印度, 由于政府效率低下, 再加上对于环境影响的评估非常严格(一般需要3年), 新煤矿项目从启动到建成, 在印度一般需要8-12年, 最快的也需要6年以上。这也导致了印度煤矿供给难以跟上需求。

图 12：印度新矿审批流程



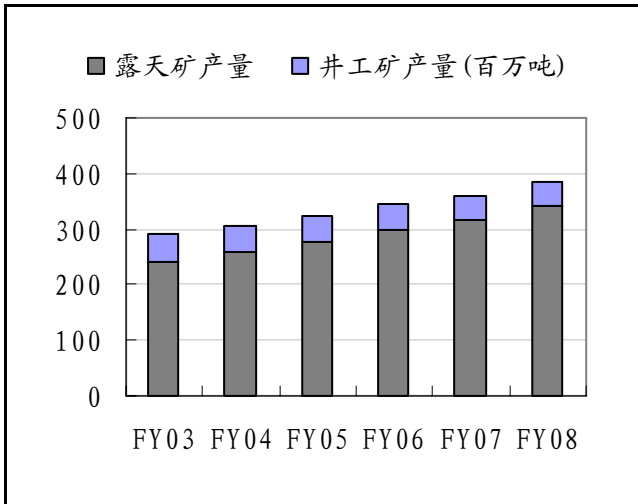
数据来源：广发证券发展研究中心

### (4) 动力煤高灰低热，煤质较差

印度国内85%的煤炭产量来自露天矿, 因此, 印度煤炭品质较差, 有低发热量、低碳含量、高灰分。贾里亚煤产地(印度最大煤炭生产基地, 煤产量约占全国总产量的40%)煤炭的发热量仅为2450大卡, 远低于中国和美国煤炭的发热量水平。

根据印度煤炭部数据, 印度国内煤炭的平均发热量仅为3900大卡。因此, 尽管印度国内动力煤储量丰富, 但是缺乏优质动力煤, 对优质进口动力煤也有一定的刚性需求。

图 13：印度露天矿与井工矿产量



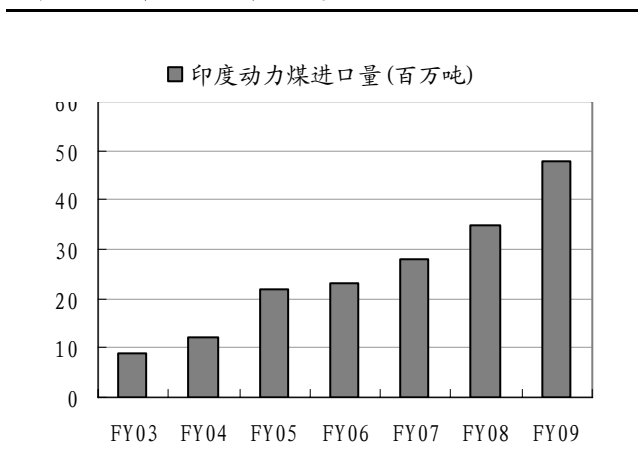
数据来源：广发证券发展研究中心

表 1: 印度煤炭品种与国际水平比较

	Kahalgaon (印度地名)	Simhadri (印 度地名)	Sipat (印度地 名)	US (Ohio)	China
Carbon 碳	25.07	29	30.72	64.2	62.8
Hydrogen 氢	2.95	1.88	2.3	5	5.6
Nitrogen 氮	0.5	0.52	0.6	1.3	1.4
Oxygen 氧	6.71	6.96	5.35	11.8	21.7
Moisture 水分	18.5	15	15	2.8	11
Sulphur 硫	0.17	0.25	0.4	1.8	0.9
Ash 灰分	46	46	45	16	7.7
kcal/kg 发热量	2450	2800	3000	6378	6087

数据来源：Visuvasam et al(2005) 广发证券发展研究中心

图 14：印度动力煤进口量



数据来源：广发证券发展研究中心

### (5) 炼焦煤资源严重匮乏

尽管印度是煤炭资源大国，但却严重缺乏炼焦煤资源。印度炼焦煤储

量只占其煤炭总储量的13%，炼焦煤产量占煤炭总产量的7%。

自2000年以来，印度国内的炼焦煤产量就几乎没有增长。自2005年起，印度炼焦煤进口量快速增长。目前，印度炼焦煤需求的50%是通过进口来满足，主要进口国是澳大利亚。

图 15：印度各煤种储量分布数据

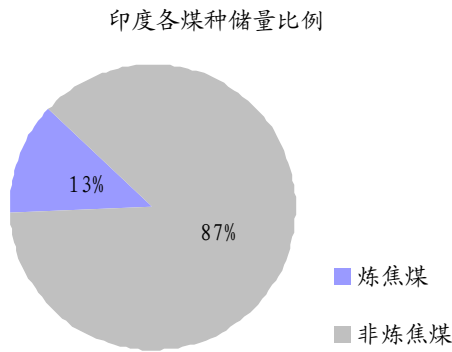
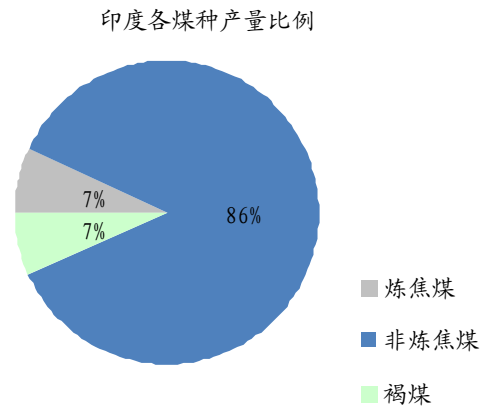
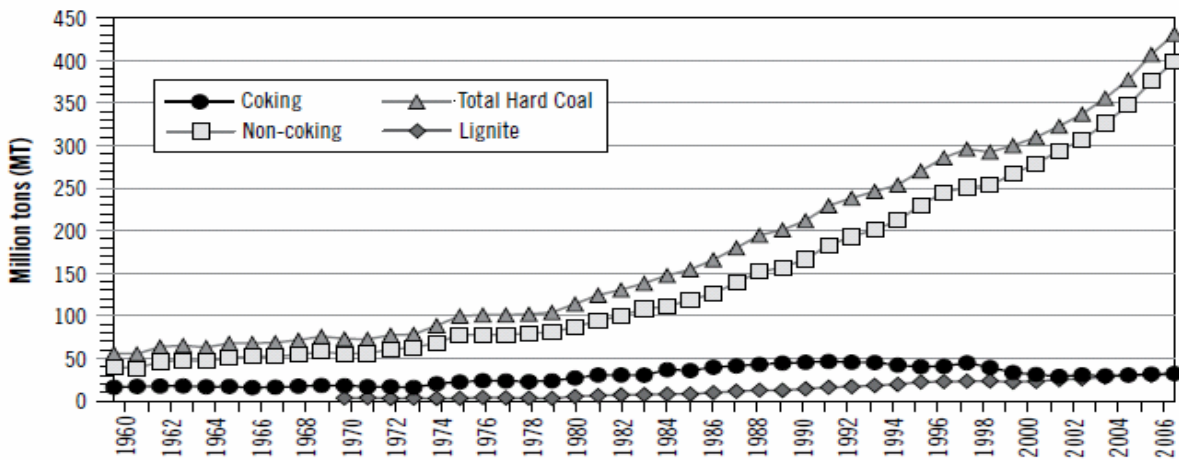


图 16：炼焦煤资源储量分布



数据来源：广发证券发展研究中心

图 17：印度各煤种产量

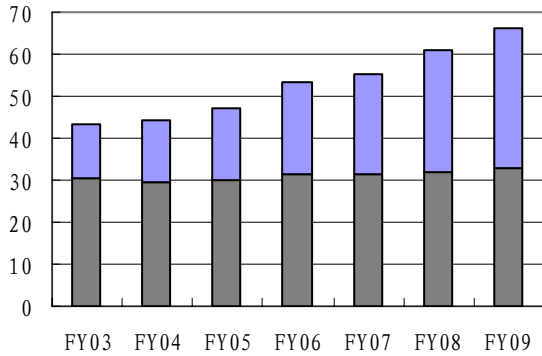


数据来源：广发证券发展研究中心

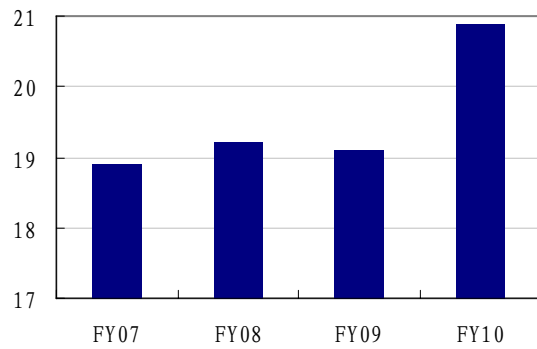
图 18：印度炼焦煤产量和进口量

图 19：印度从澳大利亚进口的炼焦煤数量

■ 印度炼焦煤产量 ■ 印度炼焦煤进口量 (百万吨)



■ 印度从澳大利亚进口的炼焦煤数量(百万吨)



数据来源：广发证券发展研究中心

印度的进口煤中，炼焦煤主要来自澳大利亚，而非炼焦煤主要是从印度尼西亚和南非进口。

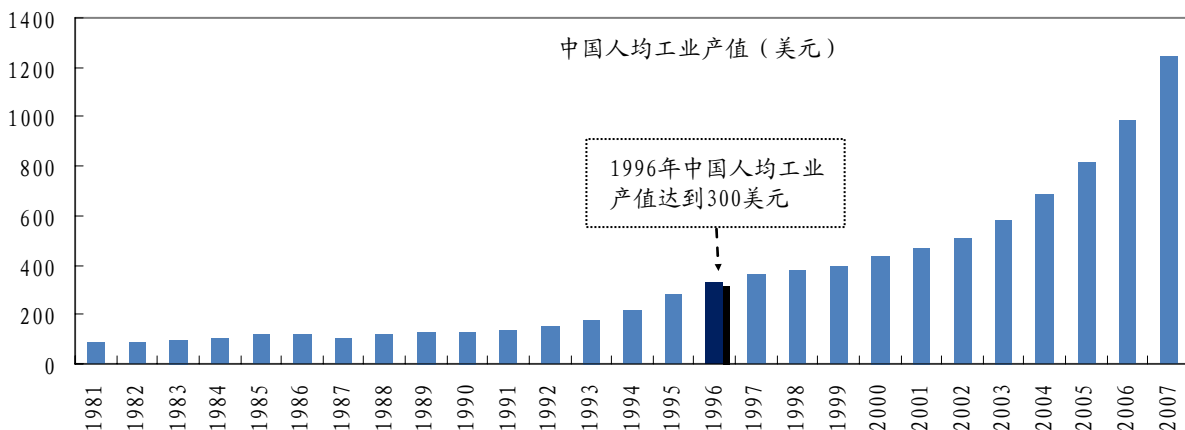
#### 4、未来印度煤炭进口保持高增长的理由

随着印度经济的发展、工业化和城市化的进程，印度煤炭进口高增长从2004年开始起步，至今已有6年。

我们判断，印度对煤炭需求的高增长才刚刚启动，未来还有至少10年的用煤需求高增长期。理由是：印度国内人均工业产值和城市人口比例仅相当于中国90年代中期水平。而从90年代中期，到基本完成重工业化的2007年，中国用了10年以上的时间。

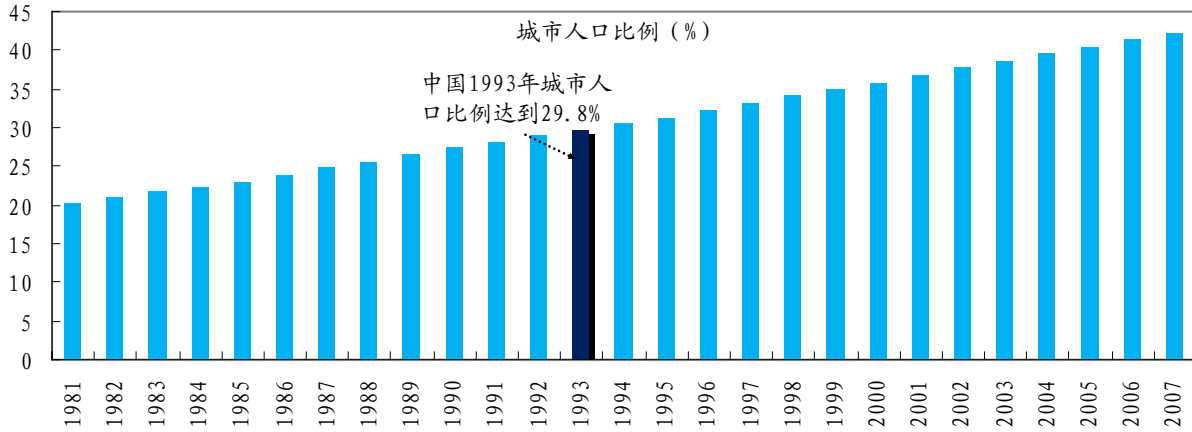
2009年，印度的人均GDP达到1031美元，人均工业产值达到300美元，城市人口比例达到30%。而中国在1993年城市人口比例达到30%；1996年人均工业产值达到300美元。

图 20：中国人均工业产值



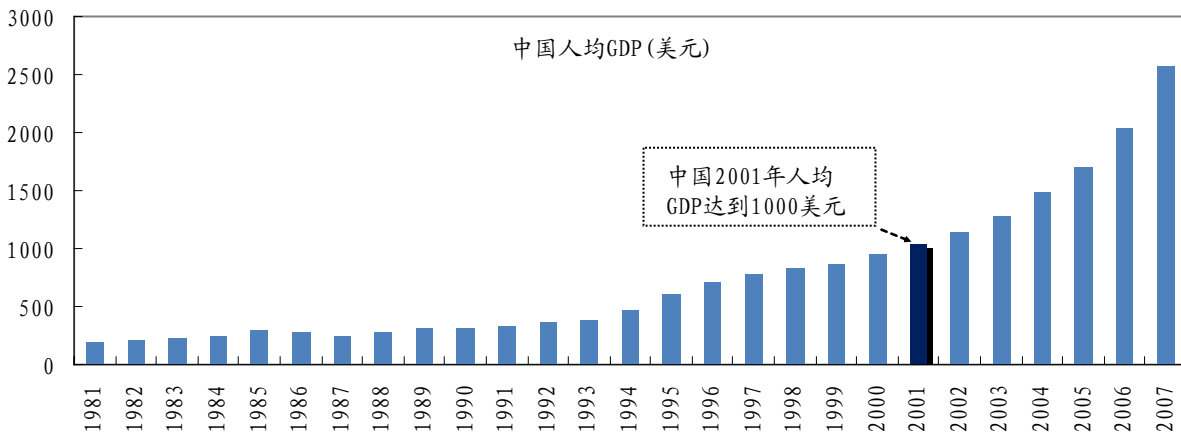
数据来源：广发证券发展研究中心

图 21：中国城市人口比例



数据来源：广发证券发展研究中心

图 22：中国人均GDP

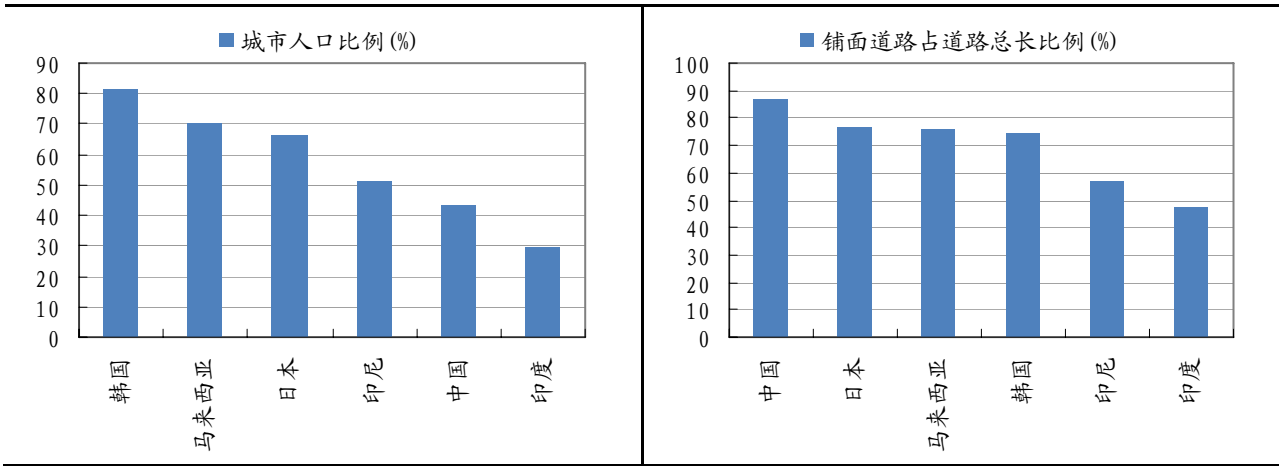


数据来源：广发证券发展研究中心

印度的基础设施建设非常落后，道路铺设率（铺面道路占道路总长比例）仅为47%，是亚洲主要国家中最低的。落后的基础设施是长期经济发展的最大绊脚石，为了促进本国经济增长，近年来印度政府也加大了对基础设施建设的投入，第11个五年规划(2007-2012)计划投入5150亿美元的预算用于基础建设，并宣布在即将开始的第12个五年计划中基础设施投资额实现翻番，提高到1万亿美元。未来大规模的城市化进程和基础设施建设对钢铁和能源的供给提出了更高的要求。

图 23：目前亚洲各国的城市人口比例

图 24：目前亚洲各国的道路铺设率



数据来源: World Bank, 广发证券发展研究中心

而印度由于国内炼焦煤资源严重匮乏,近10年国内炼焦煤产量几乎没有增长,随着未来国内钢铁工业的快速发展,因此,未来5-10年对炼焦煤的进口需求还将继续呈现爆发式增长。

而即使考虑到印度政府加速开发国内动力煤矿井,但考虑到其冗长的审批手续(尤其是环评),印度从2006年加快建设的矿井,预计也要到2013年之后才会陆续投产。在此之前,对动力煤的进口需求,也会在现有基础上有明显增长。

## 5、印度钢铁工业的增长潜力

### (1) 印度目前的人均钢铁消费量只有中国的1/9

印度钢铁行业近年来发展迅速,2009年印度粗钢产量达到5660万吨,已是世界第5大钢铁生产国。但是印度的人均钢铁消费量只有47千克,仅为中国的1/9。与发达国家相比,印度人均钢铁消费量只有美国2009年的1/4。(2009年美国钢产量比2008年下降了37%)

图 25 : 各国人均钢材消费量

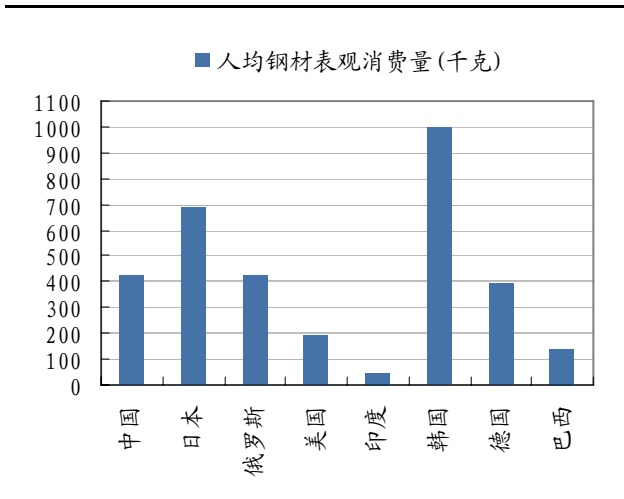
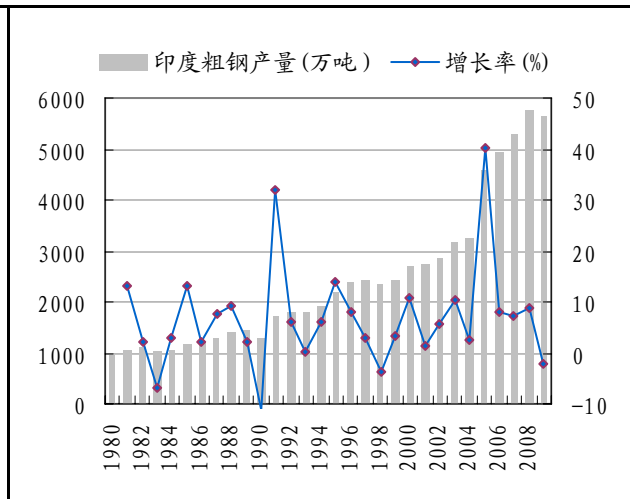


图 26 : 印度粗钢产量增长情况



数据来源：世界钢铁协会，广发证券发展研究中心

由于需求迅速增长，2007年印度从钢铁净出口国变为钢铁净进口国。

图 27：印度钢铁产量与消费量

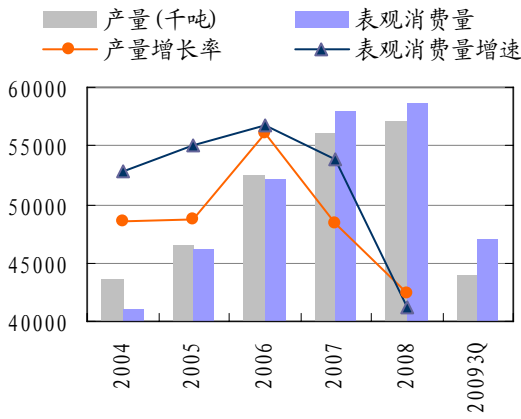
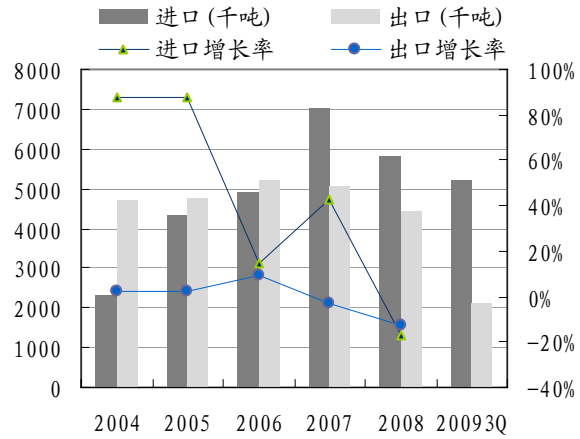


图 28：印度钢铁进出口情况



数据来源：世界钢铁协会，广发证券发展研究中心

## (2) 提高铁矿石出口关税，侧面印证印度国内钢铁供不应求

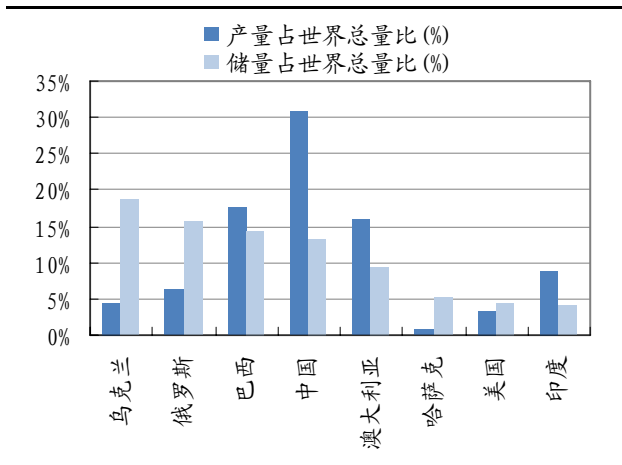
印度拥有丰富的铁矿资源，对印度钢铁工业的发展给予了强有力的支持。印度铁矿资源占世界总量的6%，是世界第4大铁矿石生产国。目前印度铁矿石以出口为主，铁矿石出口占总产量的60%以上，是仅次于澳大利亚和巴西的世界第三大铁矿石出口国。

值得注意的是，从2007年开始印度政府数次提高铁矿石出口关税。2007年对于品位低于62%的粉矿每吨加征出口关税50卢比(约1.22美元)；对于品位高于62%的粉矿和所有块矿加征每吨300卢比(约7美元)的出口关税。2008年开始改革关税为从价税，截至2009年末，铁粉出口税率为5%，铁块出口税率为10%。2010年3月1日起，印度对铁矿石出口征收300卢比(约7美元)/吨的临时关税，关税部分达到出口价格的10%~15%。2010年4月，印度工商业联合会提议将今年的铁矿石出口关税上调至20%，今年铁矿石出口关税预计在15%~20%。

我们认为，印度数次对铁矿石出口加税的政策传递着一个强烈的信号：印度已开始为其钢铁业的全面起飞“预留资源自给的源头”，印度未来的铁矿石资源甚至可能会出现缺口。同时，对铁矿石出口加税政策也是印度政府战略性的抉择，不鼓励铁矿石继续大量出口，而为印度钢铁工业发展预留充足的铁矿石，将是支撑印度钢铁业快速发展并且具备重大比较优势的基础条件，也是吸引外来投资的重要筹码。

图38：世界各国铁矿石产量和储量





数据来源：世界钢铁协会，广发证券发展研究中心

### (3) 印度钢铁部：计划2012年实现钢铁业产能翻番

印度钢铁部长Virbhadra Singh在今年表示，即便不把浦项制铁和安赛乐米塔尔在印度的大型钢铁项目计算在内，印度的粗钢产能也将在未来的2年内实现翻番，到2011-12年度，从目前的6000万吨增加至1.2亿吨。

目前，印度钢铁部与各邦政府交换备忘录的钢铁项目数量超过200项，合计产能达到2.76亿吨。其中，大部分项目集中在Orissa、Jharkhand、Chhattisgarh等铁矿石储量丰富的地区。

当然，在印度，办事效率低下是无法回避的事实。我们认为，印度钢铁部希望2年实现国内钢铁产能翻番，更多是一种口号和姿态。不能以此预测印度未来的粗钢需求。

表 2: 钢铁部与各邦政府交换备忘录的钢铁项目

地区	签订数量	计划产能(百万吨)
Orissa	49	75.66
Jharkhand	65	104.23
Chhattisgarh	74	56.61
West Bengal	12	21
Other States	22	18.2
Total	222	275.70

数据来源：广发证券发展研究中心

### (4) 3年钢铁产能翻番具备可能性

不过，通过分析印度目前规划和在建的钢铁项目，我们认为，印度钢铁产能在2013年实现产能翻番具有较大的可能性。与其他许多行业的产

能扩张还停留在计划阶段不同，印度钢铁业许多项目已开始实施。

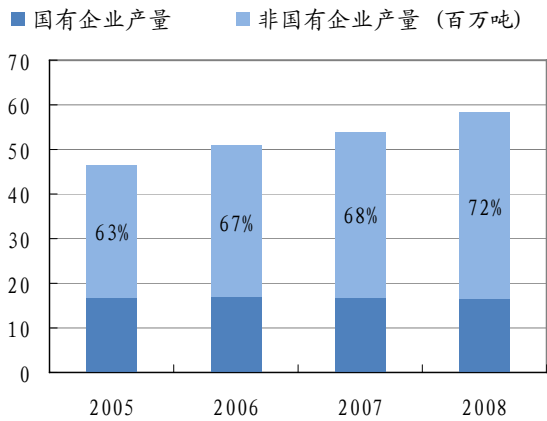
表 3: 印度主要钢铁公司未来的产能扩张计划 (万吨)

公司	09 年产能	13 年产能	产能扩张计划
<b>国有企业</b>			
SAIL	1300	2350	计划到 2014 年实现年产能 2600 万吨的目标，扩张分两步进行：第一步在 2012 年年底扩产至 2346 万吨；第二步扩产至 2618 万吨。目前正在实施一项耗资 7000 亿卢比的项目，完成后将使产能提高至大约 2300 万吨。
RINL	300	630	计划将产能扩大至 630 万吨左右，估计需投资约 1200 亿卢比，扩张分两阶段进行：第一阶段预计在 2010 年 10 月完成，第二阶段预计在 2011 年 9 月完成。
<b>私营企业</b>			
TATA	680	1200	位于 Orissa 的年产 600 万吨项目已开工建造，同时计划在 2011 年 6-8 月间对 Jamshedpur 厂进行产能扩建，Chhattisgarh 厂也有扩产计划。
JSW	690	1000	Vijaynagar 工厂扩产 300 万吨项目于 09 年 2 月启动，预计 2010 年完成，总产能将到达 960 万吨，还可能继续提高到 1600 万吨。
ESL	460	620	计划投资 25 亿美元，将产能提高至 1000 万吨，Hazira 项目的第一阶段工程(160 万吨)预计 2010 年 10 月完成。
JINDAL	240	600	计划在 2011 年前将产能扩大到 600 万吨，同时计划在 Orissa 和 Jharkhand 各建一个年产 600 万吨的项目。
MIEL	100	300	计划在 2010-11 年将产能扩张至 300 万吨，同时在 Angul、Orissa、Bokaro 和 Jharkhand 的项目将使产能在 2012 年达到 500 万吨。
BHUSHAN	100	200	扩产至 750 万吨的项目正在进行。
<b>外资企业</b>			
Arcelor Mittal	-	1200	计划投资 200 亿美元资金在 Orissa 和 Jharkhand 新建两座钢厂，年产能均为 1200 万吨，同时计划在 Karnataka 新建一座产能为 600 万吨的钢厂，若 Jharkhand 和 Orissa 两项目不能取得进展，将改在 Karnataka 建一座年产能 1200 万吨钢厂，投资金额为 64 亿美元。
Posco	-	1200	2005 年公司就与 Orissa 政府就投资建造年产 1200 万吨的钢厂项目签署了协议，120 亿美元项目有望在今年开工，此外公司还计划投资 70 亿美元在 Karnataka 建造另一座钢厂。
合计	3900	9300	

数据来源：广发证券发展研究中心

而且，不同于煤炭行业，印度钢铁的国有垄断程度较低，2008 年印度非国有企业的钢铁产量占印度钢铁总产量的比例达 72%。印度当前旺盛的钢铁需求，将促使大量的非国有企业加快推进其项目的进度。

图 29：印度国营钢铁企业和私营钢铁企业产量



数据来源：广发证券发展研究中心

2009年，印度粗钢产量5700万吨，我们估算其产能为6500万吨。

综合前述分析，我们认为，2012年印度钢铁产能有望达到1亿吨，较2009年新增3500万吨，2013年印度钢铁产能有望达到1.2亿吨。

按照印度钢铁企业80%的产能利用率假设，2012年印度的粗钢产量有望达到8000万吨，2013年印度的粗钢产量有望达到9500万吨。

#### (5) 2013年，印度将新增炼焦煤进口需求2600万吨

目前印度的吨钢焦煤消耗量为0.7-0.8吨，大大高于中国的0.56吨的消耗量。

以此推算，2012年印度将较2009年新增粗钢产量2300万吨，新增炼焦煤进口需求1600万吨。2013年印度将较2009年新增粗钢产量3800万吨，新增炼焦煤进口需求2600万吨。

印度新增的2600万吨炼焦煤进口量，相当于2008年全球炼焦煤贸易量的10%，也约等于其炼焦煤进口量在2008年的基础上再翻一番。

## 五、印度对油价的拉动

市场上一种投资逻辑是，跟随油价对煤炭股进行趋势投资。

我们认为，印度对油价的拉动作用更为明显。

2008年印度已经是全球第五大能源消费国。在其能源结构中，石油消费占到31%。

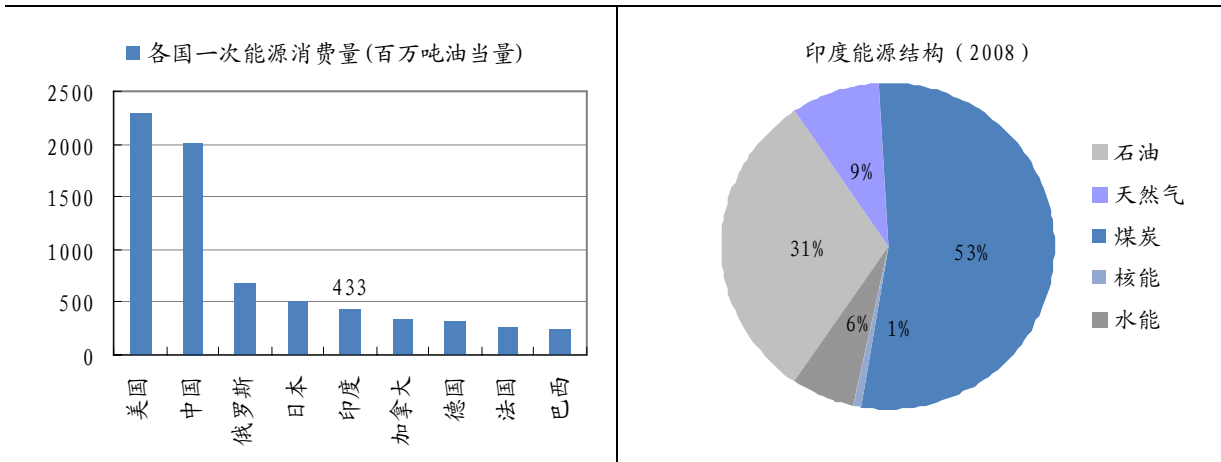
但印度的油气储量极为匮乏，印度煤炭总储量为占世界煤炭总储量的7.09%；而印度的石油和天然气资源比较匮乏，分别只占世界总储量的0.46%和0.59%。自2000年以来，印度国内的石油产量就没有增长。

2008年印度消费石油1.35亿吨，其中，净进口石油1.15亿吨，进口依赖率达到75%。目前印度已是全球第4大石油净进口国。

因此，我们认为，未来印度需求不仅仅是拉动煤价，而是将对整个能源价格产生巨大拉动。

图 30：2008 年主要国家一次能源消费量

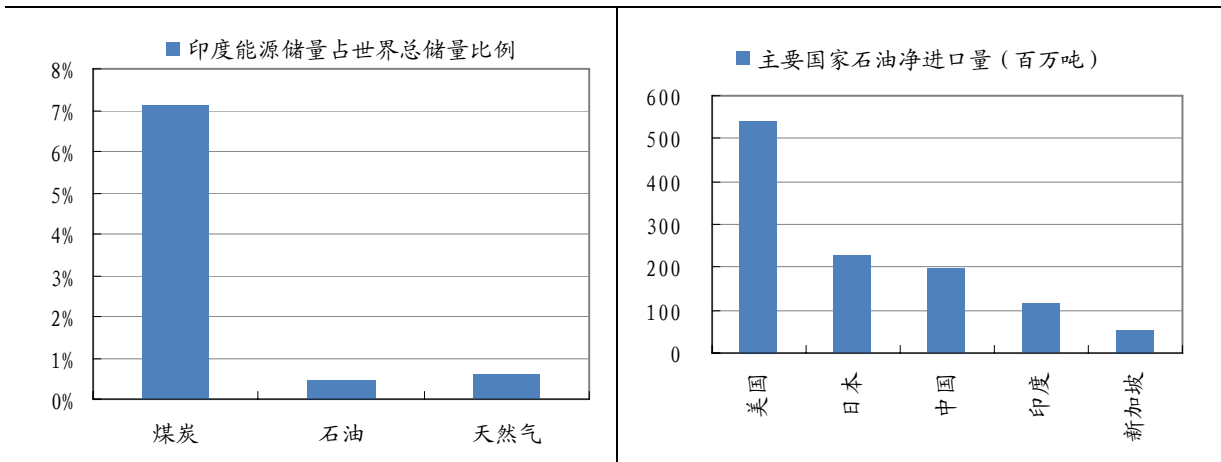
图 31：印度能源消费结构



数据来源：BP，广发证券发展研究中心

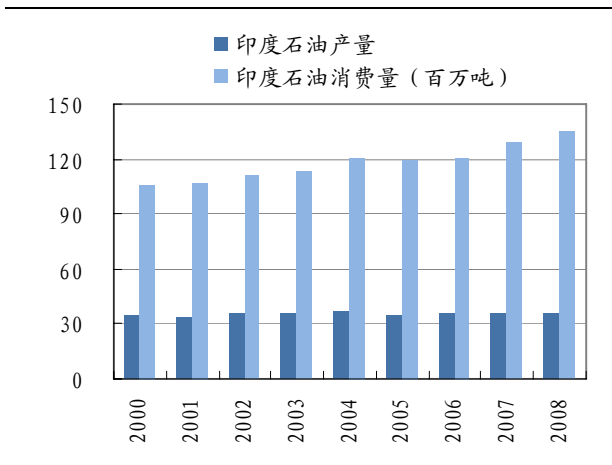
图 32：印度能源储量占世界总储量比例

图 33：主要国家石油净进口量



数据来源：IEA，广发证券发展研究中心

图 34：印度石油产量和消费量



数据来源: IEA, 广发证券发展研究中心

## 六、维持行业“持有”评级，等待催化剂

暂维持煤炭行业“持有”评级。

在作出未来5年国际煤价会出现趋势性上涨的判断下，我们之所以暂不给出“买入”评级，是在等待推动股价上涨的正面催化剂：政府“调结构”对中国经济的负面影响低于预期、保障房投资对经济的拉动作用超预期；欧元区债务危机见底；石油等大宗商品价格因通胀重回上升通道；中国国内电价上调。

目前来看，近期油价和金价同向上涨，表明目前国际资金重新开始审视通胀对资源品价格的影响。

煤炭行业基本面虽仍需等待，但目前股价已经基本反应了较坏的预期，2010年16倍PE的估值，也处于合理区域，向下空间并不大。

我们认为，价值投资者可以左侧试探性买入，从三条主线选股：

从较长时期看，最受益于国际炼焦煤价上涨的个股为：兖州煤业、昊华能源、冀中能源、开滦股份。

资产注入预期较强的公司为：大同煤业、国阳新能、开滦股份。

规模扩张较快的公司为：西山煤电、盘江股份、山煤国际。

表 4: 盈利预测与估值

简称	代码	评级	股价		EPS		PE		
			2010-6-18	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
远兴能源	000683	持有	7.27	0.60	0.28	0.51	12	28	15
神火股份	000933	持有	19.17	0.57	1.38	1.71	34	14	11
冀中能源	000937	持有	26.92	1.39	2.21	2.43	19	12	11

西山煤电	000983	持有	21.6	0.71	1.28	1.58	30	17	14
兰花科创	600123	持有	29	2.22	2.57	2.86	13	11	10
兖州煤业	600188	买入	18.22	0.79	1.31	1.52	23	14	12
国阳新能	600348	买入	15.58	0.77	0.97	1.12	20	16	14
盘江股份	600395	持有	20.68	0.89	1.31	1.57	23	16	13
上海能源	600508	买入	19.06	1.31	1.61	1.78	15	12	11
山煤国际	600546	持有	20.53	0.82	1.17	1.54	25	18	13
开滦股份	600997	持有	15.32	0.67	0.77	0.93	23	20	16
大同煤业	601001	持有	32.22	1.78	1.92	2.26	18	17	14
中国神华	601088	持有	23.09	1.52	1.81	2.03	15	13	11
昊华能源	601101	买入	35.61	1.04	1.94	2.19	34	18	16
平煤股份	601666	持有	15.83	0.94	1.24	1.30	17	13	12
潞安环能	601699	持有	33.44	1.83	2.51	2.82	18	13	12
中煤能源	601898	持有	9.12	0.50	0.61	0.81	18	15	11

数据来源：广发证券发展研究中心

## 七、风险提示

中国宏观政策的不确定性；欧元区债务危机。

中国宏观政策一旦调整，对整个A股市场的系统性影响巨大。

欧元区债务风险如果超预期，则整个国际大宗商品价格有下行风险。

**研究员介绍:****陈亮，执业证书编号：S0260210030010**

2003年毕业于中国人民大学商学院。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。对煤炭行业及全球能源领域有深刻理解。

2008年3月加入平安证券研究所，当年参评《新财富》，获煤炭行业最佳分析师第8名。

2009年，加入光大证券研究所，在各类煤炭行业分析师评选中，获《新财富》第5名；《证券市场周刊》第7名；“今日投资”第4名。

2010年3月，加入广发证券发展研究中心。

**林红垒**，采矿工程学学士，经济学硕士。2008年进入广发证券从事煤炭行业及上市公司研究。

2009年准确地判断了煤炭行业周期变化，跟踪了主要的煤炭上市公司，成功推荐了盘江股份、远兴能源等公司。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

煤炭采选业(010201)行情走势



相关研究报告

5月6日煤炭股大跌点评: 国务院铁腕推进“节能减排”是主因	陈亮	2010-05-07
08年煤价暴涨历史将重演	陈亮	2010-04-06
煤炭行业 2010 年二季度投资策略: 极端天气频发, 煤价必超预期	陈亮	2010-03-23

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。