

心忧炭贱盼天寒

—— 2009 年度煤炭行业投资策略报告

行业评级

中性

重点公司（12 月 23 日）

中国神华 18.73 元 推荐

	07	08E	09E
EPS	1.06	1.51	1.65
P/E	17.7	12.4	11.4

西山煤电 12.41 元 观望

	07	08E	09E
EPS	0.87	1.31	0.87
P/E	14.3	9.5	14.3

兖州煤业 9.87 元 观望

	07	08E	09E
EPS	0.55	1.68	0.97
P/E	17.8	5.8	10.2

相关研究

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777-479

http://www.htsc.com.cn

行业：煤炭

研究员：王广举

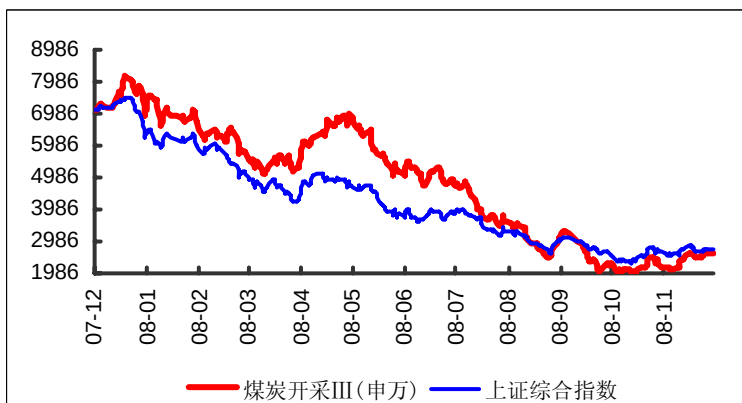
电话：025-84457777-479

E-mail: wgjfuture@sohu.com

2008 年 12 月 23 日

投资要点：

- 行业周期性衰退不可避免。城镇化和重工业化加速造就了行业长达 8 年的繁荣，虽然中国城镇化和工业化远未结束，但随着全球经济衰退，中国经济短期亦不能独善其身。
- 09 年产能过剩机率很大。由于煤炭处于产业链的顶端，被动投资和收缩成为常态，加上行业缺乏有力的组织团体，行业自身产能调整显得步履蹒跚，在需求无明显改观情况下，产能过剩是大概率事件。
- 从亚洲金融危机前后国内煤炭价格走势看，本轮煤炭价格调整可能需要 2 年左右。
- 2009 年合同煤价涨幅预期在弱化，但我们认为低于中国神华去年合同价的可能性不大。
- 2009 年行业性投资机会不大，存在交易性机会。我们认为冶金煤炭类公司受益 4 万亿投资可能先于动力煤反弹，交易性机会较大。
- 2009 年煤炭股估值在 A 股中偏低，但同国际同行业相比仍偏高，行业调整仍未结束，静待行业春天到来。



目 录

一、08 年回顾-行业总体繁荣、煤炭股冰火两重天.....	4
1. 1、煤炭行业史无前例的繁荣.....	4
1. 1. 1、产量快速增长.....	4
1. 1. 2、行业利润快速增加.....	4
1. 2、煤炭股随着价格拐点出现坐上过山车.....	5
1. 2. 1、需求放缓、价格下跌是煤炭股走弱主因.....	5
1. 2. 2、国际油价、煤价下跌引领煤炭股走弱.....	5
二、行业极度繁荣之后踏上荆棘路.....	6
2. 1、行业政策收紧.....	6
2. 1. 1 煤炭增值税改革对行业影响中性.....	6
2. 1. 2、资源税改革出台将增加吨煤成本 5%-10%.....	6
2. 1. 3、关税提高抑制出口.....	7
2. 1. 4、隐性成本不断增加.....	7
2. 2、需求萎靡、产能过剩.....	7
2. 2. 1、耗煤行业产量加速下滑预示严冬来临.....	7
2. 2. 2、2009 年煤炭产能将供大于求.....	8
2. 3、生产、流通、消费环节库存处于高位.....	11
三、煤炭价格回暖路漫漫.....	12
3. 1、从实体产业自身调整看，煤价仍未见底.....	12
3. 2、从历史价格波动看，本轮调整可能需 2 年左右.....	13
3. 3、煤炭价格见底回升的参照物.....	14
四、投资策略：缺乏行业性机会，以主题投资为主.....	15
4. 1、以合同煤销售为主的公司业绩波动小.....	15
4. 2、冶金煤类公司存在交易性机会.....	15
4. 3、分享行业整合大戏.....	16
五、行业估值及重点公司跟踪.....	16
5. 1、行业估值仍未到历史底部.....	16
5. 2、重点公司跟踪.....	18
1、中国神华（601088）.....	18
2、西山煤电（000983）.....	19
3、兖州煤业（600188）.....	19

图 表

图表 1：前十个月煤炭产量累计对比图 单位：亿吨 %.....	4
图表 2：08 年原中央财政煤炭企业利润总额月度同比增速 %.....	5
图表 3：WTI 油价走势 美元/桶.....	6

图表 4: 澳大利亚现货价格走势 美元/吨.....	6
图表 5: 07 至 08 年原煤产量增速和耗煤指数增速对比 %.....	8
图表 6: 煤炭、钢铁、电力投资增速对比.....	9
图表 7: 火电生产弹性系数走势.....	10
图表 8: 煤矿库存 万吨.....	11
图表 9: 港口库存 万吨.....	11
图表 10: 电力库存 万吨.....	12
图表 11: 冶金库存 万吨.....	12
图表 12: 大同地区不含税价 元/吨.....	13
图表 13: 西山煤电肥精煤价格 元/吨.....	13
图表 14: 美国煤炭历史价格 美元/短吨.....	14
图表 15: 秦皇岛大同优混历史价格 元/吨.....	14
图表 16: 火电发电量增速变化.....	14
图表 17: 行业PE Bend.....	17
图表 18: 行业PB Bend.....	17

表 格

表格 1: 从耗煤产业推断煤炭供需状况.....	9
表格 2: 从GDP增速推断煤炭供需状况.....	10
表格 3: 中国神华煤炭销售价格(半年报)	15
表格 4: 国内估值比较.....	17
表格 5: 国际估值比较.....	18

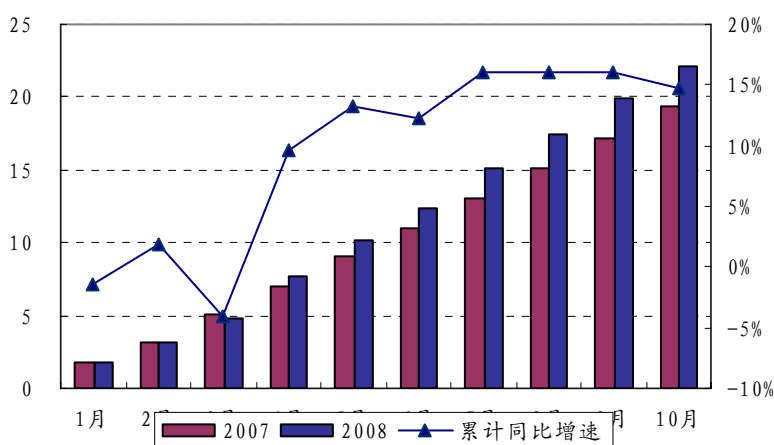
一、08 年回顾-行业总体繁荣、煤炭股冰火两重天

1.1、煤炭行业史无前例的繁荣

1.1.1、产量快速增长

2008 年前十个月全国累计原煤产量达 22.1 亿吨，同比增长 14.5%。其中国有重点煤矿产量 11.4 亿吨，同比增速 12.8%；国有地方煤矿产量 3 亿吨，同比增速为 17.2%；国有乡镇煤矿产量为 7.8 亿吨，同比增速为 18.2%，乡镇煤矿产能增速增加较快。

图表 1：前十个月煤炭产量累计对比图 单位：亿吨 %

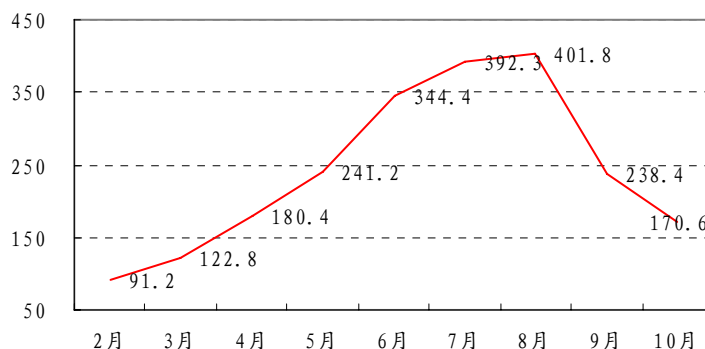


数据来源：CCTD

1.1.2、行业利润快速增加

- 煤炭价格超预期上涨，煤炭企业利润猛增
- 虽然价格在 8 月份出拐点，但 2008 年利润高增长基本锁定

图表 2：08 年原中央财政煤炭企业利润总额月度同比增速 %



数据来源：sxcoal

1.2、煤炭股随着价格拐点出现过山车

煤炭板块前 7 个月走势强于大盘，但进入 8 月份后板块整体表现不佳，尤其基金重仓股如西山煤电、平煤天安等股票跌幅较大，补跌之后板块自年初到现在跌幅达到 66%左右，基本与大盘跌幅持平，对于煤炭股的深幅调整，我们认为有如下原因：

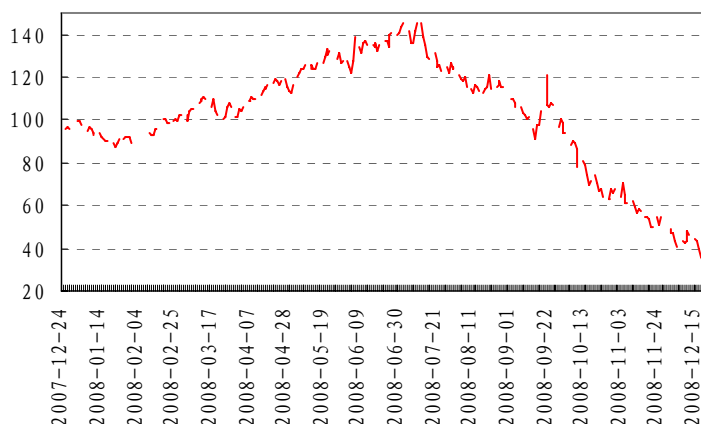
1.2.1、需求放缓、价格下跌是煤炭股走弱主因

近期钢铁价格下跌、电力发电量增速减缓、高耗能企业限产数量越来越多，令投资者对未来能源需求减少产生担忧，在对煤炭供求关系可能反转的预期下，煤炭股明显受到抛压。

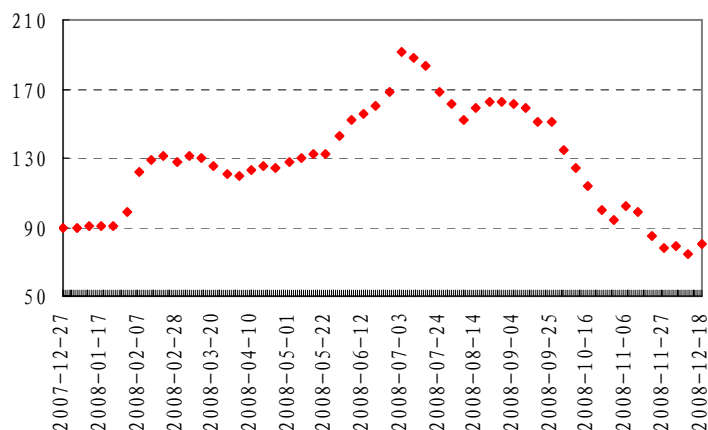
1.2.2、国际油价、煤价下跌引领煤炭股走弱

由于国际油价从高位的 147 美元回落到当前的 40 美元左右，下降了 70%，澳大利亚 BJ 现货交易价格从最高的 197 美元下降到目前 75 美元左右，下降了约 62%。国外能源产品价格下跌对国内煤炭股形成负面影响。

图表 3: WTI 油价走势 美元/桶



图表 4: 澳大利亚现货价格走势 美元/吨



数据来源: wind

二、行业极度繁荣之后踏上荆棘路

2.1、行业政策收紧

2.1.1 煤炭增值税改革对行业影响中性

增值税转型改革的主要内容是: 允许企业抵扣新购入设备所含的增值税, 同时, 取消进口设备免征增值税和外商投资企业采购国产设备增值税退税政策, 将小规模纳税人的增值税征收率统一调低至 3%, 将矿产品增值税税率恢复到 17%

- 购买设备增值税抵扣将增加企业利润
- 增值税率提高, 税基增加后城建税和附加增加, 减少企业利润

根据我们的测算, 增值税改革增加行业利润 0.4% 左右, 对行业影响不大。

2.1.2、资源税改革出台将增加吨煤成本 5%-10%

宏观经济下滑明显, 国家财政收入减少, 同时为刺激经济国家又要加大投资力度, 为减轻国家财政压力, 增加税源, 我们预计资源税改革明年出台是大概率事件。

目前资源税是按量征收即按每吨收取固定的费用, 改为从价计征后, 将增加吨煤成本, 目前传言是按 10% 计征, 我们认为这个征收比例过高, 煤炭行业景气度已经高位回落, 过高的征收比例将给企业带来沉重的负担, 我们认为征收 5% 左右征收的可能性较大。我们按照 5% 计征

测算，煤炭企业吨煤成本将增加 5%-10%。

2.1.3、关税提高抑制出口

2008 年 8 月 20 日起,我国的焦炭的出口暂定税率由 25%提高到 40%;炼焦煤出口暂定税率由 5%提高至 10%;并且对其他烟煤等征收出口暂定关税,暂定税率为 10%。

我们认为对资源品适当加收关税是正确的,但当前焦炭出口税率征收 40%已经不合适,经济环境已经发生变化,目前焦炭企业限产 70%,亏损严重、经营困难,我们认为明年焦炭出口关税下调是可能的,对于焦煤和动力煤的出口关税也存在下调的可能性,毕竟保增长是国家明年的首要目标。

2.1.4、隐性成本不断增加

煤炭企业生产成本完全化是行业健康发展的必由之路。中国煤炭企业的环境成本一直未完全落到实处,随着国家对环保的重视,环境成本将越来越高。目前山西省试行“三金”征收,其他省份还未实行,但这部份成本迟早要计入成本,煤炭企业的必要成本还将增加。

2.2、需求萎靡、产能过剩

2.2.1、耗煤行业产量加速下滑预示严冬来临

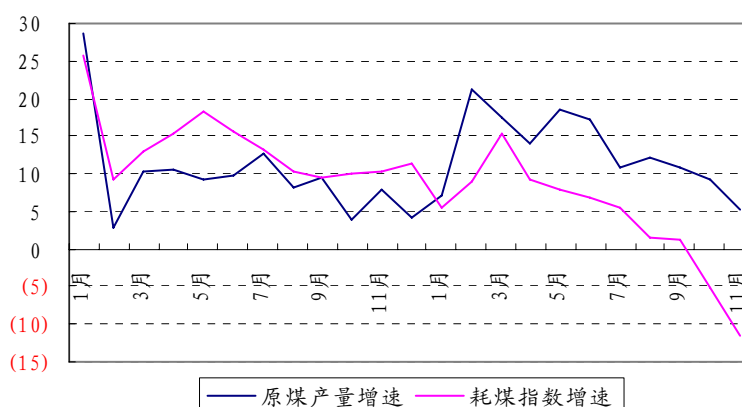
2008 年 11 月四大耗煤行业产能同比继续下降,其中火电 11 月发电量同比增长-16.6%;生铁 11 月产量同比增长-16.2%;水泥 11 月产量同比增长 2.8%;合成氨 11 月产量同比增长-11.1%;原煤 11 月产量同比增速 5.2%。

火电耗煤占总耗量的 55%左右,11 月数据显示火电发电量加速下滑,对煤炭行业将造成较大影响,预示行业严冬正式来临,目前火电企业库存普遍较高,因此需求短期回暖的可能性不大。

从钢铁行业近两个月的数据来看,产能控制基本走稳,11 月数据没有出现更坏的情况,随着铁矿石和焦炭等原材料价格大幅下降,小钢厂有复产迹象,因此我们预计对焦煤的需求出现更差的情况在弱化。

合成氨产量在 11 月份大幅下降,超出我们的预期,因此我们对于其原料之一的无烟煤价格后期走势不乐观。

图表 5: 07 至 08 年原煤产量增速和耗煤指数增速对比 %



数据来源: wind 华泰证券研究所

2.2.2、2009 年煤炭产能将供大于求

我们的结论: 2009 年产能存在过剩的可能性很大, 因此价格仍可能处于长时间向下或底部震荡过程。我们基于以下两种思维得出此结论:

第一种思维: 从当前实体产业所处环境考虑, 2009 年的耗煤行业增速假设:

火电发电量增速: 6%

生铁产量增速: 5%

水泥产量增速: 7%

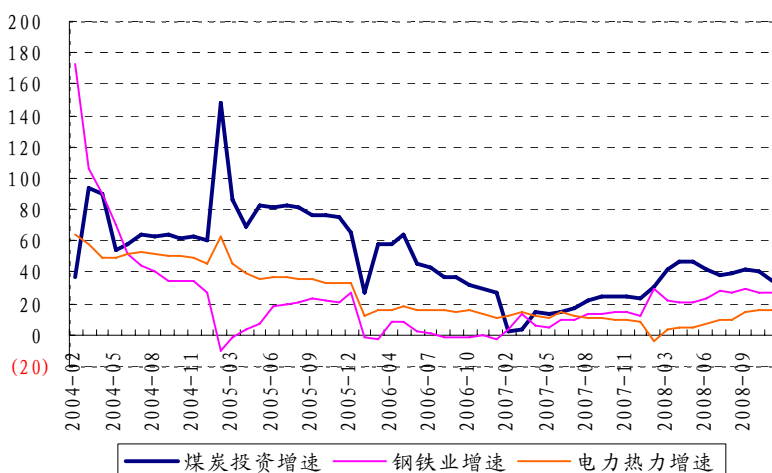
合成氨产量增速: 5%

火电、生铁、水泥、合成氨增速为研究所相关研究员预测。

煤炭产量增速: 7%

2008 年煤炭固定资产投资同比反弹, 增速达 40%, 增速很高, 将在未来两年形成有效产能, 2007、2008 年煤炭行业投资分别为 1800 亿和 1900 亿左右, 估计在未来两年分别形成 2-3 亿吨产能, 产量复合增速至少可以保持 7% 的增速。

图表 6: 煤炭、钢铁、电力投资增速对比



数据来源：国家统计局

根据上述假设经过模型测算 2009 年煤炭产能过剩约 0.91 亿吨，
2010 年产能过剩约 1.01 亿吨。

表格 1: 从耗煤产业推断煤炭供需状况

	2007			2008			2009			2010		
	产能	产能	增速	耗煤	产能	增速	耗煤	产能	增速	耗煤	产能	增速
火电	27013	28768	6.5%	14.1	30494	6%	14.9	32934	8%	16.1		
生铁	46945	47884	2.0%	5.2	50278	5.0%	5.4	52792	5.0%	5.7		
建材	135412	144214	6.5%	3.0	154309	7%	3.2	166653	8.0%	3.5		
合成氨	5159	5417	5%	0.81	5688	5%	0.85	5972	5%	0.90		
四行业合计(亿吨)		23.1				24.5			26.2			
耗煤总计(亿吨)		25.41				26.90			28.85			
生产总计(亿吨)	27.3	7%			29.2	7%		31.3	7%			
正常库存(亿吨)		1.40				1.40			1.40			
过剩(亿吨)		0.49				0.91			1.01			

单位：火电：亿千瓦时；生铁：万吨；建材：万吨；合成氨：万吨

数据来源：华泰证券研究所

第二种思维：从国家力保 GDP 目标考虑的关键假设：

GDP 增速目标：8%

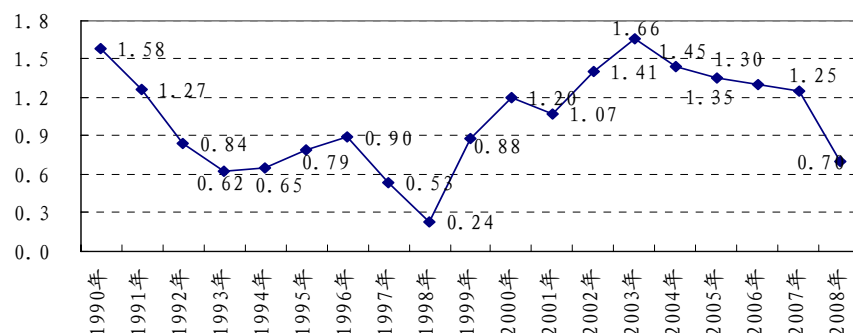
2009 年火电生产弹性系数：1

火电生产弹性系数等于 GDP 增速除火电发电量增速。从火电生产弹性系数的历史数据可以看出，在 98 年亚洲金融危机后，火电生产弹性系数迅速跌至谷底，在 1999 年国家出台经济刺激方案后又迅速反弹，

并反弹至 1 以上。基于此我们有理由对未来相对乐观，2008 年的火电生产弹性系数为 0.7 左右，明年反弹至 1 的可能性很大。

通过以上假设测算，2009 年煤炭过剩 3500 万吨。

图表 7：火电生产弹性系数走势



数据来源：华泰证券研究所

表格 2：从 GDP 增速推断煤炭供需状况

	2007		2008		2009		2010		
	产能	增速	产能	增速	产能	增速	产能	增速	
火电	27012	6.5%	28768	14.1%	31069	8%	33804	8.8%	耗煤
耗煤总计(亿吨)					27.68		30.12		
生产总计(亿吨)	27	7%			29.4	9%	32.4	10%	
正常库存			1.40		1.40		1.40		
过剩(亿吨)					0.35		0.86		

数据来源：华泰证券研究所

通过两种方法测算煤炭产能都是过剩的，我们通过情景分析：2009 年产能过剩基本没有悬念，只有当 GDP 回升至 9%，国家的产业模式未有大的变化下，2010 年煤炭供给与需求才基本平衡。

	2009		2010	
	产能	增速	产能	增速
火电(亿千瓦时)	31070	8%	34177	9%
生铁(万吨)	50757	6%	54817	7%
建材(万吨)	154309	7%	166653	8%
合成氨(万吨)	5688	5%	5972	5%
过剩(亿吨)	0.54		0.33	
小煤矿累计压产(亿吨)	0.2		0.5	
供需状态	过剩		基本平衡	

数据来源：华泰证券研究所

同时我们考虑到国家近期出台“到十一五末再关停和兼并 4000 个小煤矿”政策。产能压缩一部分，供需或许平衡，但小煤矿关停口号已经很多年，对此政策执行情况我们持审慎态度。另外小煤矿关停并不完全等于这部份产量消失，很多小煤矿被大矿收购后，改造升级，产能还会扩大。

2.3、生产、流通、消费环节库存处于高位

煤矿库存上升较快。自从 2008 年 7 月份煤矿库存开始回升，我们认为未来几个月内煤矿都会维持高库存。只有等到企业减产力度加大，需求有所恢复后，库存才会降低。

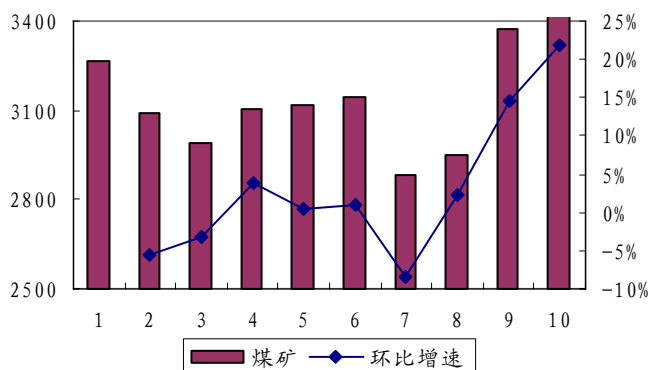
港口库存仍处高位。秦皇岛港是我国北方沿海煤炭下水的主要港口，目前秦皇岛港口库存从 900 万吨回落到 780 万吨左右，但仍处于高位。

目前港口库存下降并不是因为需求放大所至。由于港口控制进港煤数量，因此港口库存向煤矿和发运站转移。

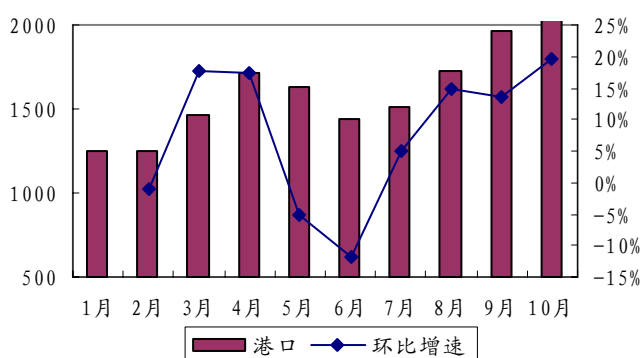
电厂库存高企。发电量下滑严重，电厂缺乏购煤积极性，目前冬季用电、用煤高峰库存仍在增加，对于明年 3、4 月份需求下降后，高库存对煤价构成压力。

冶金煤库存有所下降。由于钢铁行业低迷，对焦炭的需求锐减，同时炼焦精煤基本与焦炭的出厂价相同，焦炭行业亏损严重，因此控制焦精煤的采购，基本以消化库存为主，导致 10 月份冶金煤库存下降，我们预计随着库存的消耗，后期采购会有所活跃，对焦精煤价格形成支撑。

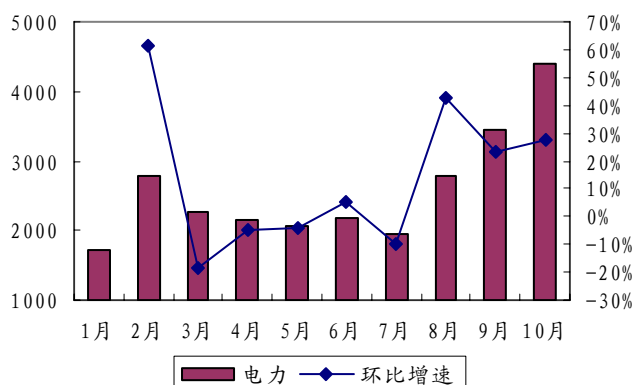
图表 8：煤矿库存 万吨



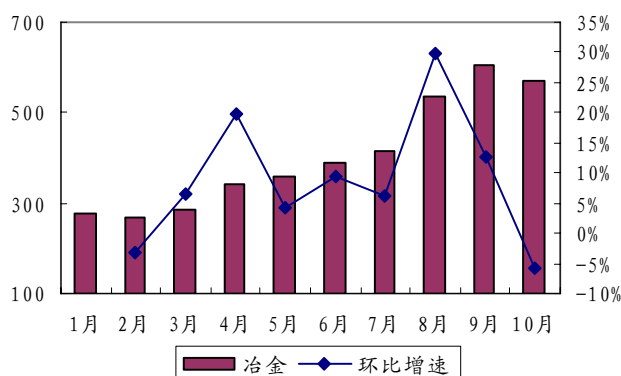
图表 9：港口库存 万吨



图表 10: 电力库存 万吨



图表 11: 冶金库存 万吨



数据来源: 中国煤炭资源网

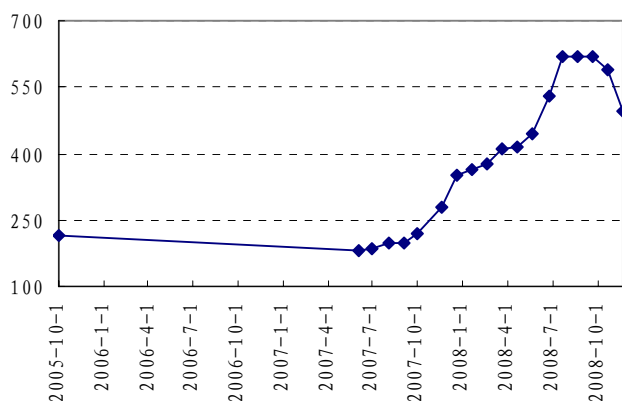
三、煤炭价格回暖路漫漫

3.1、从实体产业自身调整看, 煤价仍未见底

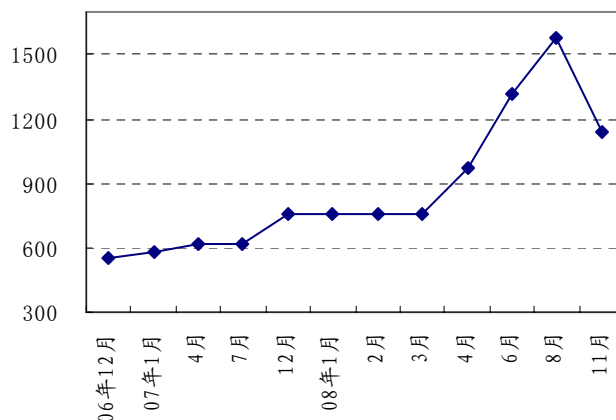
目前有色金属、钢铁、焦炭等高耗能产业已经开始产能调整, 焦炭、钢铁限产幅度甚至高达 50-70%, 而煤炭行业仍在正常生产, 但销售不畅, 导致库存升高, 不得以压价销售, 进而造成产的越多煤价跌的越快, 陷入恶性循环。

造成这种局面的原因: 以当前的市场价格, 煤炭企业利润仍很丰厚。视生产条件不同, 目前大多煤炭企业的完全成本大约在 300-400 元之间, 目前大同地区动力煤出矿不含税价 450 元/吨左右, 而太原地区炼焦精煤 1000 元/吨右, 晋城地区无烟块煤在 800 元/吨左右, 可能真实成交价格略低, 但不难看出, 目前煤炭企业的利润空间仍然很大, 但我们认为在没有充足需求支撑下的高价格是 unsustainable 的, 短时间内价格下降趋势难以逆转。

图表 12: 大同地区不含税价 元/吨



图表 13: 西山煤电肥精煤价格 元/吨



数据来源: 华泰证券研究所

3.2、从历史价格波动看, 本轮调整可能需 2 年左右

煤炭行业基本面探底的时间点, 很可能晚于宏观经济探底的时间点。在 1997 年亚洲金融危机中, 中国经济经历 3 年的调整期, 直到 1999 年触底, 2000 年才略有起色。煤炭行业则在 1998 年出现颓势, 2000 年触底, 2001 年才略有反弹。

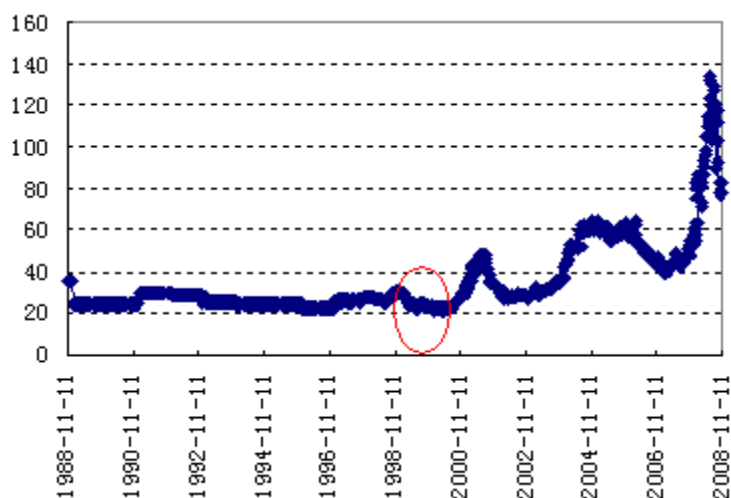
虽然 90 年代国有煤矿价格由政府实行指导价, 并不能完全反应市场供给与需求的真实情况, 但当时小煤矿产量占到 2/3 左右, 这部分价格不受政府控制, 价格走势仍具有指导意义。

我们同时认为本轮调整的时间可能会小于亚洲金融危机后行业调整时间。在 90 年代后期, 当时小煤矿泛滥, 产量占到当时市场的 2/3, 政府缺乏对煤炭市场控制力, 而今国有煤矿的市场占有率已经达到 55% 左右, 同时国家在大力推进关停小煤矿, 政府的控制力和市场秩序都要好于以前, 因此市场调整的周期会缩短。

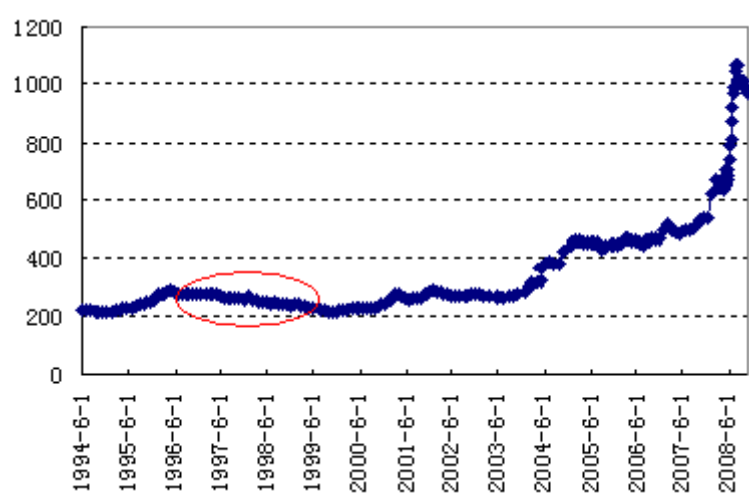
亚洲金融危机是区域性的, 美、德、法等欧美经济体所受到的冲击并不直接, 因此美国煤炭价格调整也相对滞后, 从 98 年底才开始调整, 调整时间为 2 年左右。

次贷危机引发的本轮经济危机影响范围和幅度都超过亚洲金融危机的危害程度, 从这点看本轮经济的调整时间不会小于上次, 因此宏观经济调整时间为 2 年的可能性较大, 以此推断煤炭价格在 2010 年末触底的可能性较大。

图表 14: 美国煤炭历史价格 美元/短吨



图表 15: 秦皇岛大同优混历史价格 元/吨



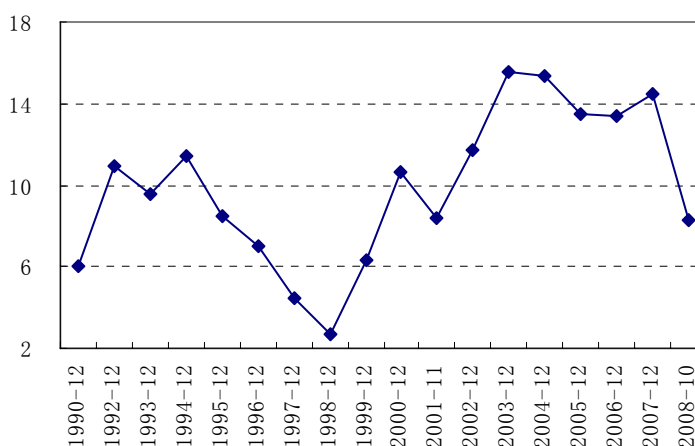
数据来源: Bloomberg

3.3、煤炭价格见底回升的参照物

➤ 盯紧发电量增速变化

1998 年火电发电量增速触底后迅速回升，而煤价是在 1999 年末见底，2000 年略有回升，时间相差 1 年多，煤价的变化相对火电发电量的变化是滞后的，如果历史可以重演，我们认为发电量回升 1 年半左右时间，煤价见底的可能性较大。

图表 16: 火电发电量增速变化



数据来源: 国家统计局

➤ 关注高耗能产品价格变化

煤炭价格相对有色、钢铁等产品价格有滞后效应。我国煤炭进出口

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

比例很低，不存在出口拉动效应，因此煤炭价格回暖有赖于高耗能产业率先走出底部。只有当重工业如冶炼、钢铁等产业回暖，对能源需求大幅回升后，才会拉动上游原材料的消费，进而拉动价格回升。以此为前提，我们认为当有色金属、钢材等大宗重化工产品价格回暖，产量回升一段时间后，将是煤炭价格的起步时机。

四、投资策略：缺乏行业性机会，以主题投资为主

4.1、以合同煤销售为主的公司业绩波动小

由于大多数动力煤企业 2008 年的供货合同是在 2007 年底签订的，合同价格较目前市场价格略低，在 2008 年底签订 2009 年供货合同时，新合同价有望将这一价差弥补上，因此 2009 年以中国神华、中煤能源为首的多数动力煤企业合同价依然存在上涨可能性，业绩增长也相对确定。但对于 2008 年中途对年初合同价做过调整的公司而言，合同价上涨前景暗淡。

表格 3：中国神华煤炭销售价格(半年报)

	2007 年 H1		2008 年 H1	
	销量(百万吨)	售价(元/吨)	销量(百万吨)	售价(元/吨)
国内加权平均价格	85.6	307.3	104.5	339.4
长约加权平均价格	70.1	314.5	87.8	328.2
坑口	-	-	8.0	98.2
直达(沿铁路线)	24.7	237.2	29.5	251.3
下水(港口 FOB)	45.4	356.6	50.3	410.2
现货加权平均价格	15.5	274.6	16.7	398.4
坑口	4.5	95.8	2.5	168.5
直达(沿铁路线)	4.5	284.5	6.6	347.3
下水(港口 FOB)	6.5	392.1	7.6	518.7
出口价格	12.2	374.6	10.6	492.6
加权平均价格	97.8	315.6	115.1	353.5

数据来源：公司公告

4.2、冶金煤类公司存在交易性机会

我们在 2008 年四季度策略报告看空冶金煤类上市公司，但对于 2009 年我们认为存在一定的交易性机会。

➢ 钢铁行业受益 4 万亿投资拉动，明年可能缓慢复苏将带动焦炭行业回暖，进而冶金煤类上市公司受益。

➢ 焦炭行业限产已经到了极限，大部分焦化厂限产 50-70%，目前

焦炭库存随着部分小钢厂复产而降低，后期对焦炭的采购意愿会增强。

- 炼焦煤产量调整相对充分。一些焦煤企业已经调整产品结构，把部分炼焦原煤改为电煤处理，因此炼焦煤的过剩情况不如电煤严重，因此可能先于电煤价格回暖。
- 炼焦煤类公司：西山煤电、金牛能源、盘江股份等。

4.3、分享行业整合大戏

行业整体性机会很小，最大的机会来自企业整合、资产注入。今年以来，特别是在下半年煤炭公司股价大幅下跌以来，煤炭上市公司多向集团公司发行融资，而且融资多数采取了向集团公司发行股票的方式，从侧面证明了集团公司开始认可上市公司的投资价值，所以才愿意认购上市公司的股权。

就国家政策导向而言，鼓励大型央企整体上市，且国资委控制央企家数，至 2010 年央企减少到 80-100 家，明年或掀起央企整合潮。

- 关注中国神华母公司资产注入及 IPO 剩余 333 亿资金投向
- 关注平煤集团和神马实业重组给上市公司带来的投资机会
- 关注金牛能源向大股东河北冀中能源定向增发带来的投资机会
- 关注盘江股份向大股东盘江集团定向增发带来的投资机会
- 关注恒源煤电向大股东江皖北煤电集团定向增发带来的投资机会
- 关注国投集团对国投新集和国投电力整合带来的投资机会

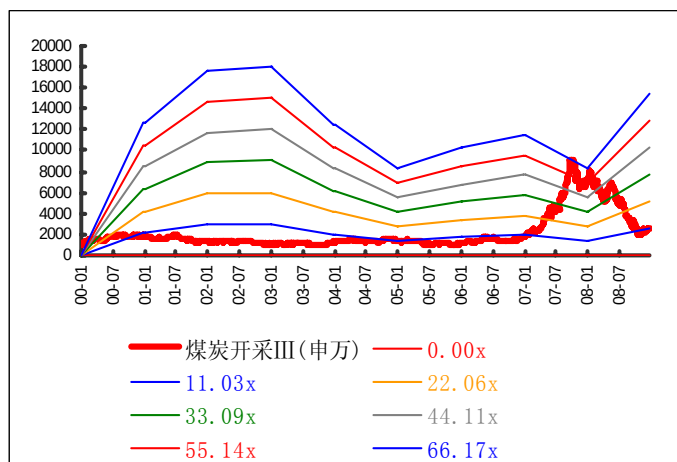
五、行业估值及重点公司跟踪

5.1、行业估值仍未到历史底部

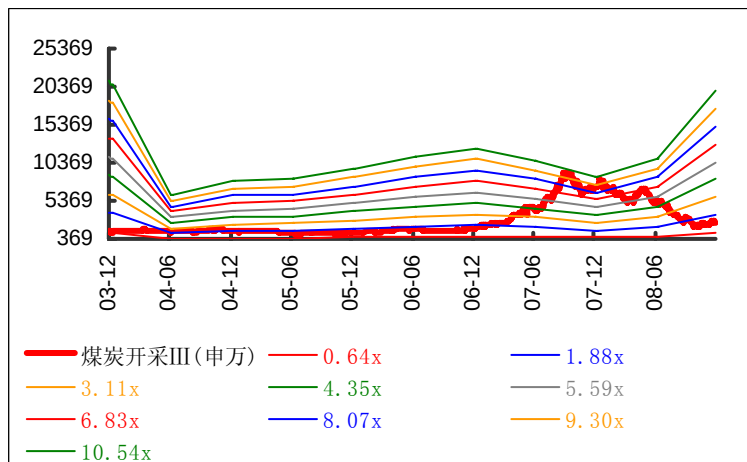
行业 PE 估值最低区间在 2005 年 6 月至 10 月间出现，PE 大约在 6 至 8 倍之间，就 2008 年业绩而言，目前的市盈率并不算高，但明年全行业业绩下滑确定的情况下，PE 估值同国际同行业相比仍偏高。

就 PB 而言，自 2003 年以来 PB 最低大约 1.5 倍左右，目前行业 PB 约 2.4 倍，距离底部还有较大差距。同美国和澳大利亚相比仍然偏高。

图表 17: 行业 PE Bend



图表 18: 行业 PB Bend



数据来源: wind

表格 4: 国内估值比较

	股价 (元)	EPS (元)			PE (×)			每股净资产 产(元)	市净率 (×)
		07	08E	09E	07	08E	09E		
炼焦煤类									
金牛能源	14.9	0.73	2.8	1.41	20.4	5.3	10.6	5.4	2.8
西山煤电	12.41	0.43	1.31	0.87	28.9	9.5	14.3	2.8	4.4
平煤股份	13.77	1.02	2.34	1.35	13.5	5.9	10.2	6	2.3
盘江股份	11.47	0.16	1.24	1.3	71.7	9.3	8.8	2.5	4.6
平均					33.6	7.5	11.0	4.2	3.5
喷吹煤类									
国阳新能	10.96	0.52	1.14	0.77	21.1	9.6	14.2	3.7	3.0
潞安环能	13.97	0.85	2.07	1.35	16.4	6.7	10.3	3.9	3.6
平均					18.8	8.2	12.3	3.8	3.3
动力煤类									
中国神华	18.73	0.99	1.51	1.65	19.8	13	12	6.7	2.8
恒源煤电	12.83	1.07	1.24	1.51	13.2	11.4	9.3	6.8	1.9
中煤能源	6.94	0.39	0.6	0.71	19.8	12.9	10.9	4.5	1.5
兖州煤业	9.78	0.55	1.68	1.17	18.3	6.2	9	4.6	2.1
大同煤业	12.36	0.55	1.83	1.01	24.8	7.5	13.6	5.3	2.3
平均					19.2	10.2	11.0	5.6	2.1
转型类									
神火股份	14.15	1.64	2.45	1.79	9.5	5.9	10.6	5	2.8
兰花科创	12.79	1.01	20.6	2.03	13.9	6.6	11	5.7	2.2
开滦股份	12.02	1.1	2.11	1.35	12.1	6.3	9.8	6	2.0
平均		1.25	8.39	1.72	11.8	6.3	10.5	5.6	2.4

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

注：黄色底纹为华泰证券研究所关注公司，其它为市场平均预测

表格 5：国际估值比较

美国	PE		PB	
	2008	2009	2008	2009
代码				
PCX	N. A.	2.72	0.55	0.42
FCL	N. A.	4.28	1.97	1.41
NCOC	25.4	21.67	N. A.	N. A.
CNX	12.31	4.74	2.97	2.04
AHGP	10.17	4.98	9.79	10.35
ARLP	10.13	4.94	N. A.	N. A.
NRP	9.15	7.21	1.42	1.34
PVG	7.72	6.99	1.63	1.63
PVR	6.53	5.57	1.11	1.14
BTU	6.53	4.67	1.75	1.29
ACI	6.15	3.31	1.19	0.93
ANR	5.44	2.15	1.47	0.95
MEE	3.67	2.58	0.99	0.76
平均	9.4	5.8	2.3	2.0
澳大利亚	PE		PB	
	2008	2009	2008	2009
NHC	29.07	9.81	3.33	0.96
WHC	15.9	2.38	0.92	0.59
CEY	12.92	4.94	1.65	1.34
FLX	11.03	3.65	2.51	1.75
GCL	9.72	1.82	2.56	1.31
RIV	8.8	39.29	0.96	0.86
MCC	8.62	3.76	1.1	0.76
CAN	7.93	7.21	5.05	3.67
SDM	3.57	2.86	1.17	0.86
平均	12.0	8.4	2.1	1.3

数据来源：BloomBerg

5.2、重点公司跟踪

1、中国神华（601088）

公司是煤炭行业的龙头企业，具有煤－电－路－港一体化的成本优势，内生性及外延式成长兼具。公司煤炭储量丰富，后备资源无忧，未来三年每年至少有 1500 万吨新增产能投产，近期的看点是公司集团公司的资产收购预期，IPO 剩余 330 亿元现金可能收购神宁公司和“西五”公司。

公司前三季度每股收益为 1.103 元，符合预期。不考虑资产注入影响，我们预计公司 2008 年、2009 年 EPS 分别为：1.51、1.65，对应 12 月 23 日收盘价的市盈率为：12.4、11.4 倍，估值略高于行业均值。考虑到公司的行业地位、成长性及资产注入预期，公司应该享有一定溢价，因此我们给予“推荐”评级。

2、西山煤电（000983）

公司是国内炼焦煤生产的龙头企业，2008、2009 年产量变化不会太大，随着兴县矿区 2010 年投产，产量将翻番。今年业绩贡献主要来源于价格的超预期增长，平均涨幅达 100%，公司在炼焦煤市场具有定价权，

预计公司 08、09 年 EPS 分别为：1.31、0.87 元，对应 12 月 23 日收盘价 12.41 的市盈率为：9.5、14.3 倍。由于炼焦煤的需求变化，炼焦煤的价格面临下调风险，而公司的产量 2009 年增量不大，因此 2009 年业绩不容乐观，但作为拥有稀缺资源的龙头公司，公司长期投资价值值得关注，且目前股价已经深幅调整，风险大大释放，过于悲观也不适合，因此我们短期给观望评级，长期推荐。

3、兖州煤业（600188）

公司有近 50%的产品为炼焦配煤，在今年炼焦煤价格大幅上涨后，公司直接受益。另外公司有近 70%的产品为现货交易，是煤炭上市公司中现货交易比例最高的，充分享受到行业景气的同时，也冲淡了 2009 合同煤的贡献度，但随着山西、陕西和赵楼煤矿的投产，量能的增加依然可以确保业绩增长。

预计公司 08、09 年 EPS 分别为：1.56、0.97 元，对应的市盈率为：5.8、10.2 倍，我们维持“观望”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。