

2009-01-07

煤炭与消费用燃料

维持

中性

守望机会，波段操作

◆主题投资和交易性机会和成为明年煤炭投资要件

2009 年的投资策略，我们更加注重主题投资机会和交易性机会。

煤炭价格继续下行，煤炭行业基本面没有任何企稳迹象。基本面的恶化将导致对于煤炭行业的估值更趋保守。限售股解禁数量仍然较大，给市场造成较大压力。因此，我们认为 2009 年煤炭行业无系统性投资机会。

反复探底，波动加剧是明年煤炭行业的基本特征，高 β 股票，行业估值比较、市场资金追逐、投资情绪以及资产重组等可能成为明年煤炭行业投资的主要因素。

◆煤炭价格将继续下行

我们认为明年煤炭需求将持续疲软，在建产能不断投放，煤炭供需格局继续恶化。尽管煤炭价格已经大幅下跌，但是明年上半年仍然面临继续下跌的风险。

国家出台积极的拉动内需政策可能重新刺激对煤炭的需求，但是由于相关政策产生的实际效果需要观察，产生效果也需要一定的时间，因此，我们认为需要密切关注相关效果可能对煤炭价格的影响，尤其是 2009 年下半年。

◆重大资产重组可能成为市场追逐的对象

随着市场股票价格的走低，集团公司利用低股价重组换取股权的积极性增加，也给二级市场投资者带来较好的业绩增厚。因此，我们认为明年上半年，市场将对具有重大资产重组可能的上市公司表现出较大的关注。

◆我们给予煤炭行业“中性”的投资评级

鉴于未来煤炭价格疲软，我们给予煤炭行业“中性”的投资评级。我们重点重申煤炭行业在 09 年为反复探底格局，仅具有交易性投资机会。关注具有资产注入概念和注入资产后有业绩承诺的上市公司。具体个股包括：大同煤业、国阳新能以及盘江股份、金牛能源等。

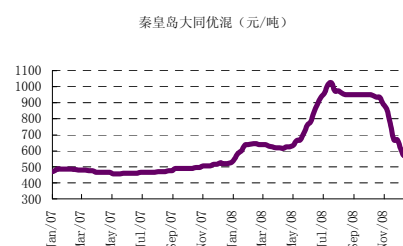
分析师：

郭国栋

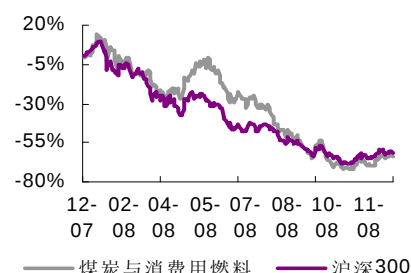
021-50818887-229

guogd@ebscn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

合同煤价上涨传言未获证实

基本面不支持煤炭股持续反弹

投资报告摘要

我们认为煤炭行业的投资机会将会在市场波动中产生交易性机会，基本面因素可能并不成为市场投资的主要因素，行业估值比较、市场资金追逐、投资情绪以及资产重组等可能成为明年煤炭行业投资的主要因素。

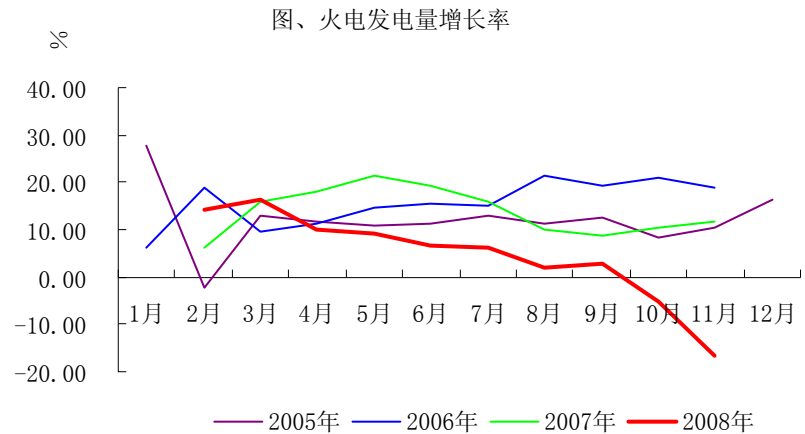
我们将在策略报告中阐述以下几个方面：煤炭价格可能继续下行，利润跌幅可能超过 30%。煤炭行业估值体系将重新调整，市场已经充分考虑到煤炭行业周期下滑带来的系统性调整，但是随着业绩的进一步下滑，市场将进一步对估值进行调整。大小非解禁的压力仍然会对 2009 年的煤炭板块造成较大压力。煤炭基本面的恶化将带来煤炭板块反复探底，波动加剧。煤炭行业投资机会将在市场资金的追逐过程中大幅波动，对于题材和安全边际的变化会给市场带来交易性投资机会。总体上看，我们建议低配煤炭行业，具体煤炭个股选择将是高 β 类股票以及具有题材机会的股票。我们认为明年煤炭的投资机会将是短暂的，多次的。所以我们将随时根据市场情况，对煤炭行业的交易性投资机会进行关注。

煤炭需求将持续疲软，未来走势依赖政策效果

我们认为煤炭行业需求将继续疲软，这给煤炭行业销售带来较大的压力。宏观经济下滑导致整个实体经济的能耗大幅下跌，发电量的大幅负增长以及钢铁产量的大幅负增长都表明了经济日益严重的下滑，煤炭需求在持续萎缩。

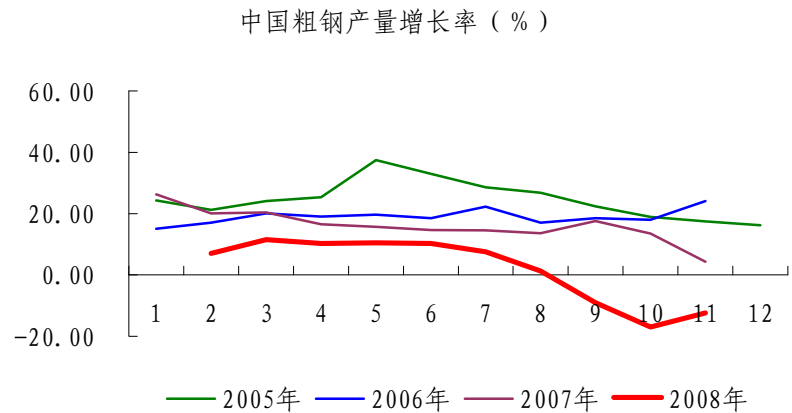
根据我们宏观经济研究员的判断，明年上半年无论外围经济还是国内经济将继续疲软，经济增速可能下滑到 7% 左右的水平，下半年有可能有所好转。按照这个判断，我们认为煤炭需求将在明年上半年持续低迷，煤炭价格可能在明年 4—5 月份的淡季进一步的下跌。更长期来看，国家已经大幅降低了利率，并出台了 4 万亿的刺激内需的投资计划，这些计划无疑将刺激未来的经济增长。但是，这些政策的实施真正产生影响需要一定的时间以及未来相关措施的继续出台，因此未来煤炭需求的恢复程度也将依赖于未来政策的进一步出台。

具体来看，火电发电量快速进入负增长，而且比例相当的高，这表明实体经济正在以非常快的速度进入衰退。数据显示，火电发电量 11 月份的增速为 -16.6%，从年初的增长 10% 以上到负 16.6% 的下降，反差非常明显。



数据来源：国家统计局

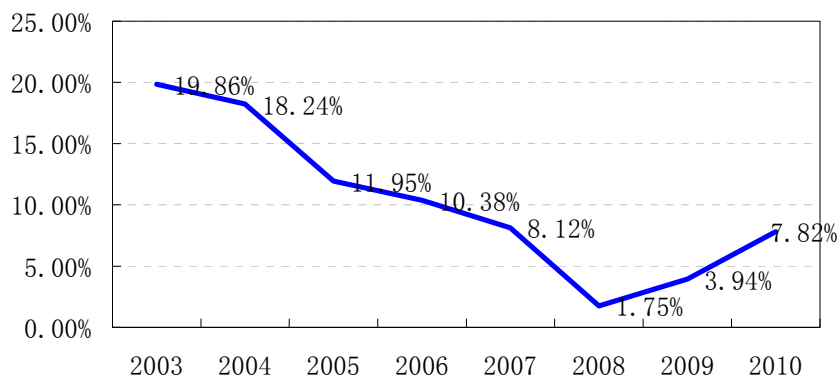
粗钢产量增速也出现了类似的快速下跌。2008 年初，粗钢产量仍然保持了 10% 左右的增长，到 2008 年 11 月则出现了一 13% 左右的负增长。国家固定资产投资以及房地产投资的下滑是导致钢铁需求下滑的主要原因。同时国际经济进入衰退也导致钢铁的出口受到严重抑制。从目前的宏观形势来看，国际经济衰退可能持续一段较长的时间，这暗示了国内直接钢材需求会持续低迷，对机械产品的间接钢材需求也将持续低迷。同时，尽管国家开始启动内需计划，但是由于实际效果需要时间，因此未来半年内，对钢材的需求仍然非常有限。未来一段时间内，焦煤的需求仍将保持相当低的水平。



数据来源：国家统计局

鉴于电力和钢铁的需求占整个煤炭需求 2/3 左右，因此我们认为在可以预见的半年内，市场需求将难以走出低迷的格局，因此我们可以比较肯定的判断，未来的半年内，煤炭行业基本面将无法获得根本性改善，煤炭企业盈利能力将出现大幅负增长。

煤炭总需求增速

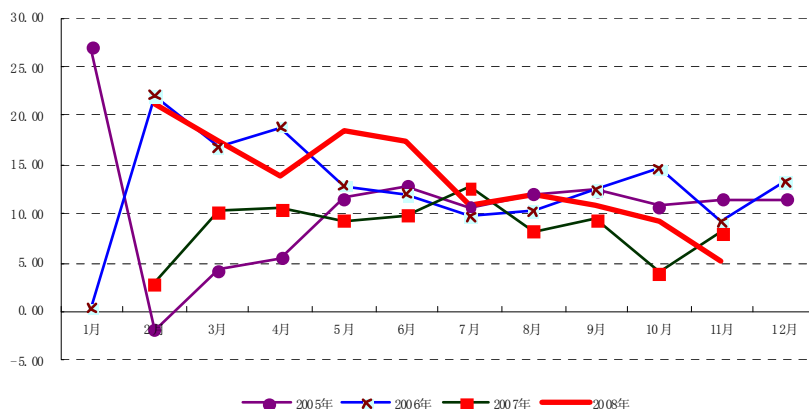


我们需要特别关注的是：国内拉动内需的效果可能在 2009 年下半年产生，这可能会对煤炭行业的需求有着直接的拉动作用。尽管我们目前还没有办法判断国家相关政策拉动的实际效果以及启动的时间，但是我们认为这是我们未来对于煤炭价格转折判断的最重要的依据。

供给规模持续扩大进一步加重供需失衡

尽管煤炭需求下滑明显，但是，煤炭价格处于历史高位，煤炭企业由于经济利益的刺激，规模不断增长，与煤炭下游行业产量走势截然不同。煤炭产量持续保持快速增长，数据显示，统计局煤炭产量增速在 1—11 月份仍然保持 13.4% 左右的增长，而同期电力等需求增速仅 4—5% 左右，这进一步加重了煤炭行业供需失衡的格局。

图、煤炭产量增长率



数据来源：国家统计局

近期，由于煤炭库存的上升，产煤省份已经加强了对煤炭生产的限制，甚至考虑联合减产。我们认为在需求极端疲软的情况下，产能的限制最多的减缓了煤炭库存的压力，不能从根本上解决煤炭行业供需失衡的问题。

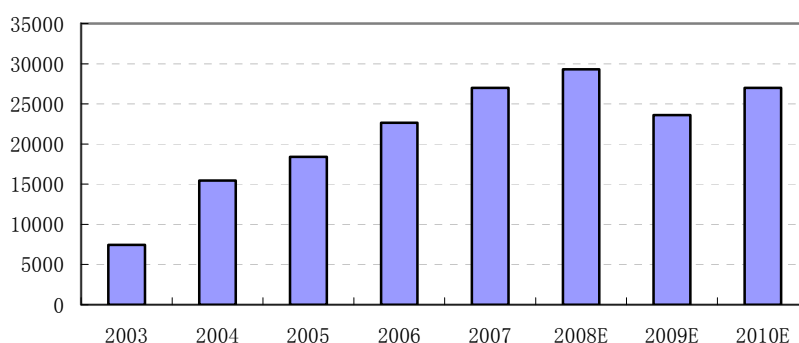
下面，我们对煤炭行业的未来的投产规模做一个简单的分析。据统计，2007 年煤炭的整个建设规模达到 13.67 亿吨，07 年新开工建设规模为 4.33 亿吨，新增的建设规模为 2.7 亿吨左右。按照 07 年新增的建设规模，考

考虑建设期大概 3 年左右，2010 年的新增生产能力规模为 2.7 亿吨左右。按照 2007 年的施工规模，我们计算 2009 年的产能投放为 2.36 亿吨左右。

煤炭建设规模（2007 年）					
能 力 名 称	建设规模	本年施工规模	本年新开工	累计新增	本年新增
原煤开采 (万吨/年)	136744.5	109746.3	43303.69	34158.91	26983.86

根据上述数据，我们预计未来煤炭的产能投放规模仍然比较大，平均投产规模在 2.5 亿吨以上，增长率为 8—9% 左右。

历年煤炭新增生产能力(万吨)

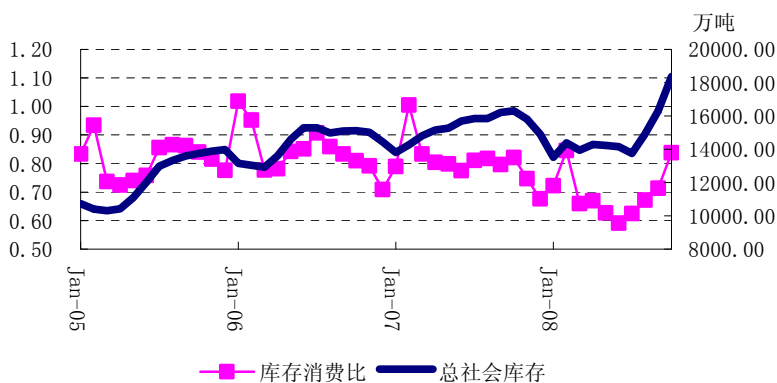


数据来源：国家统计局，光大证券研究所

库存处于历史高位，消化库存需要时间

库存一直是市场关注煤炭供需的关键指标，也是市场争议最多的，数据最不可靠的指标之一。主要原因在于库存的变动跟企业价格预期、参与主体外延、企业生产管理等方面有着密切的关系。尽管如此，我们也试图对煤炭行业的库存进行一定的分析，希望能够提供一些理解行业变化的信息。

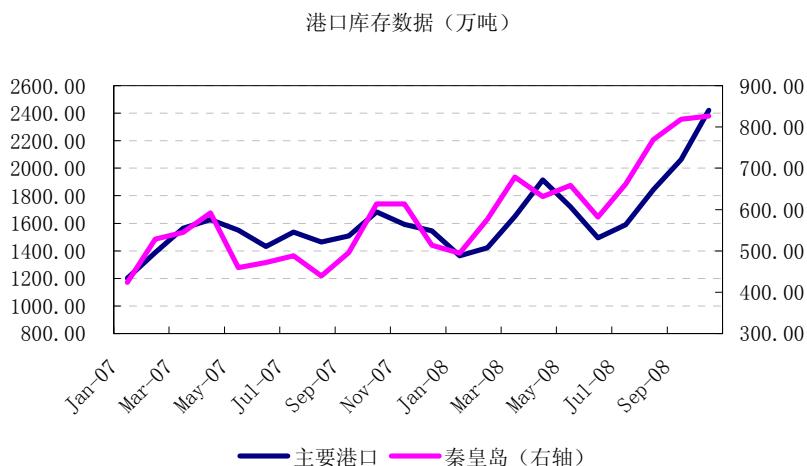
图、全国煤炭社会库存



数据来源：中国煤炭资源网

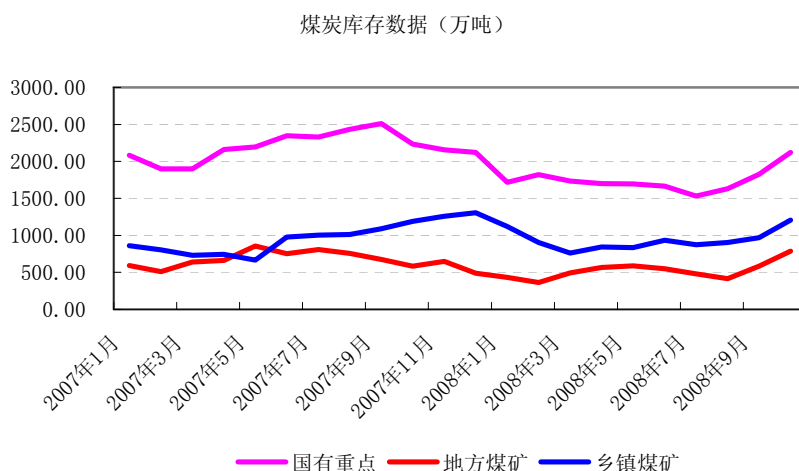
从目前全国煤炭库存来看，中国库存水平处于 2005 年以来的最高水平。目前煤炭价格大幅下跌，库存的上升主要是由于被动库存增加导致的，与 06—07 年市场预期煤炭价格上涨而主动增加库存有着较大的差异。从整个库存消费比的情况来看，其处于趋势性上升阶段。因此，目前的库存高位对未来的煤炭价格有着负面的影响。考虑到目前煤炭消费水平的急剧下降，目前的库存水平更加显示了目前煤炭供需失衡的严重性。

由于目前煤炭产量增长仍然快于需求的增长，中国神华等低于市场价格的重点合同煤企业已经出现了产量严重高于销售量的情况，因此我们认为库存仍然处于积累的过程中，库存的消化还没有开始。



数据来源：中国煤炭资源网

从港口库存情况来看，2008 年 7 月以后，主要港口库存节节攀升，超过历史最高水平。由于下游需求的急速下滑，导致煤炭大量积压港口，给整个港口的运营带来较大压力。港口库存的先期快速上涨主要是因为下游需求下滑导致煤炭销售不旺，而大幅积压在港口等待销售，同样的来自于被动库存的增加。



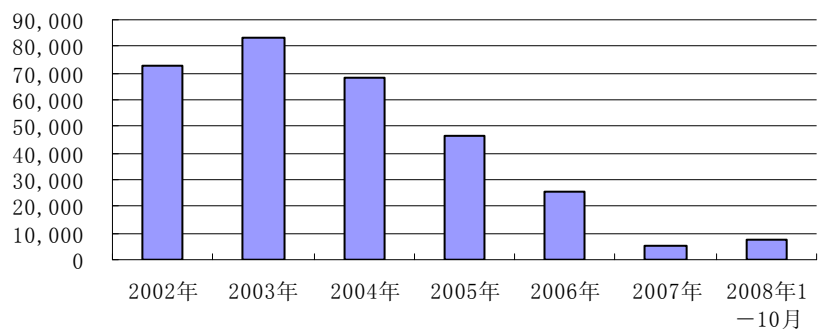
数据来源：中国煤炭资源网

尽管港口和全社会库存已经达到历史高位,但是由于库存链条反映的滞后性,煤炭企业库存仅仅在 10 月份之后才出现上升的情形。因此,之前煤炭的价格一直保持坚挺,但是随后出现了大幅的下跌。我们认为这也与煤炭价格滞后反映需求有一定的一致性。煤炭企业滞后的库存上升也反映了目前的煤炭市场仍然处于库存积累的过程中,库存消化滞后才能迎来整个煤炭供需的平衡。因此煤炭供需失衡的消除仍然需要相当长的时间。

煤炭净出口重新上升

总体上来看,中国近年来的煤炭净出口呈现逐步降低的过程,主要的原因是煤炭需求的日益高涨导致中国的煤炭进口快速增长,尤其是来自于越南和印尼的无烟煤进口大幅增长。从 2008 年的情况来看,中国煤炭净出口下滑的态势有所缓解,主要的原因是国内需求疲软导致煤炭进口大幅度降低。尽管煤炭的进出口变动较大,但是由于其占国内消费总量的比例非常低,因此对中国的影响有限。

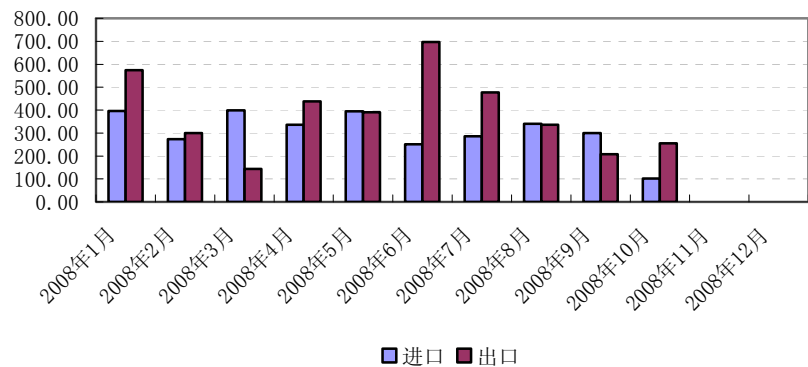
中国煤炭净出口变动（千吨）



数据来源：中国煤炭资源网

从 2008 年各个月份进口和出口的变动的情况来看,由于国内需求在下半年的疲软,中国的煤炭进口总量也呈现出不断下降的过程。尽管国际市场的疲软也导致了煤炭出口量的降低,但是降低的幅度远远低于煤炭进口下降的幅度。这就导致了 2008 年的煤炭净出口出现了抬升的势头。

中国煤炭进出口月度数据



数据来源：中国煤炭资源网

我们认为在未来一段时间内，尽管中国存在煤炭出口配额，但是由于韩日经济的下滑，中国的煤炭出口量应该不会受到配额的限制影响出口。因此，国际市场的经济低迷很难对中国的煤炭出口形成有利的支撑。按照目前的情况，国内外煤炭价格差异有限，因此我们预计在国内需求疲软的情况下，中国的煤炭进口量可能在未来进一步萎缩。总之，我们认为煤炭的净出口占中国需求总量有限，同时未来的国际贸易量会持续萎缩，对国内煤炭供需影响。

煤炭价格快速跳水

在需求严重疲软的情况下，库存开始上升，煤炭价格由国外到国内都出现了快速跳水的情况。这也超过了所有市场参与者的预期。我们认为，煤炭价格仍将继续下跌，以充分反映煤炭市场的疲软的格局。

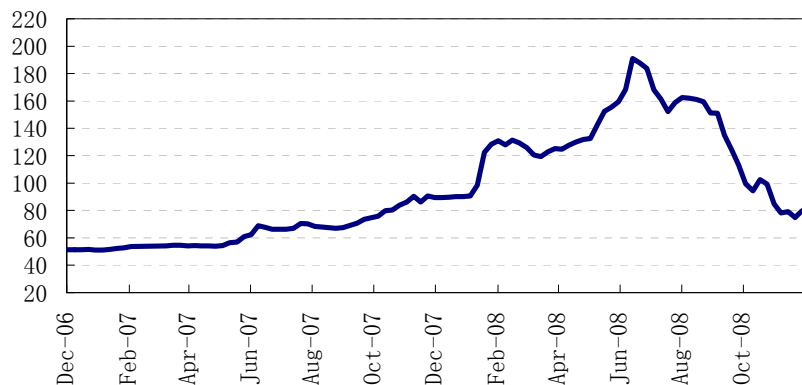
下表是我们计算的煤炭供需平衡表，该表反映了未来煤炭行业面临的巨大供需失衡压力。

煤炭供需平衡表									
单位：万吨	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
可供量	129605	157902	192265	214462	235781	251377	274100	298100	314900
生产量	138000	166700	199232	220473	237300	252597	275000	298600	315600
进口量	1126	1110	1861	2617	3811	5102	3700	4100	4500
出口量(-)	8390	9403	8666	7172	6327	5319	4600	4600	5200
消费量	136606	163732	193596	216722	239216	258641	263170	273529	294920
在消费量中：									
(一) 终端消费	42692	48945	59544	62154	61684	63572	62000	58000	61000
(二) 中间消费									
发电	65600	77976	91962	103263	118764	130549	138330	149396	162842
供热	7474	9595	11547	13542	14561	15394	16010	16810	17650
炼焦	18210	23640	25350	31667	37450	41559	39480	41454	45185
制气	973	1055	1316	1277	1257	1392	1300	1300	1300
(三) 洗选损耗	1718	2599	3634	4582	5279	5955	6050	6569	6943
供需缺口	-7001	-5830	-1331	-2260	-3435	-7265	10930	24571	19980

数据来源：国家统计局，光大证券研究所

澳洲煤炭价格从年初的 90 美元/吨上涨到 190 美元/吨，在 2008 年 7 月份以后开始急速下跌，到目前位置下跌到了 2007 年末的水平。随着国际油价的进一步下跌以及国际经济的下滑，我们认为国际煤炭价格仍将进一步的下跌，恢复到 2007 年初的水平。

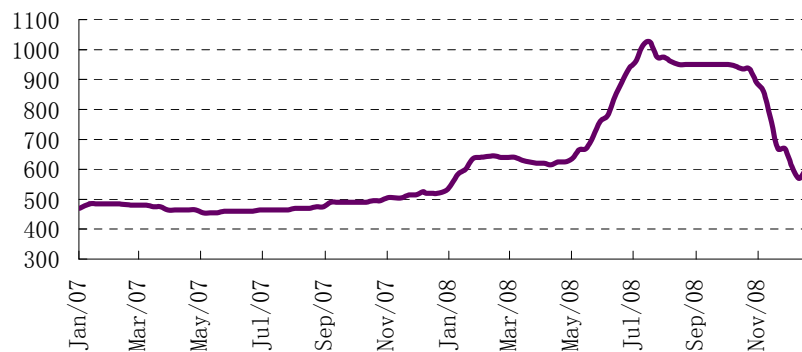
澳洲BJ现货煤价格



数据来源：中国煤炭资源网

秦皇岛煤炭价格走势与澳洲煤炭价格走势大致相同。经历 2008 年上半年的暴涨以及 2008 年下半年的下跌，目前基本恢复到了 2008 年初的煤炭价格水平，但是仍然高于 2007 年的价格水平。

秦皇岛大同优混（元/吨）



数据来源：中国煤炭资源网

对于未来煤炭价格，由于煤炭行业需求持续疲软，秦皇岛煤炭价格可能回落到 2007 年的水平，即大同优混的车板价大致在 450—550 元的区间内，而大同坑口煤炭的价格则在 300—400 元的区间内。2007—2008 年，由于市场煤炭价格大幅上涨，因此国家限制的合同煤价格与市场煤炭的价格差异上百元，但是随着市场煤炭价格的大幅下跌，市场煤和合同煤的价格可能基本相当，考虑到铁路运输的便利性，很多企业可能增加合同煤的供应情况，合同兑现率将大幅提高。我们认为，今年年底进行的合同煤炭

价格谈判可能保持合同煤炭价格不变的水平。

企业利润下滑程度将依赖于成本弹性

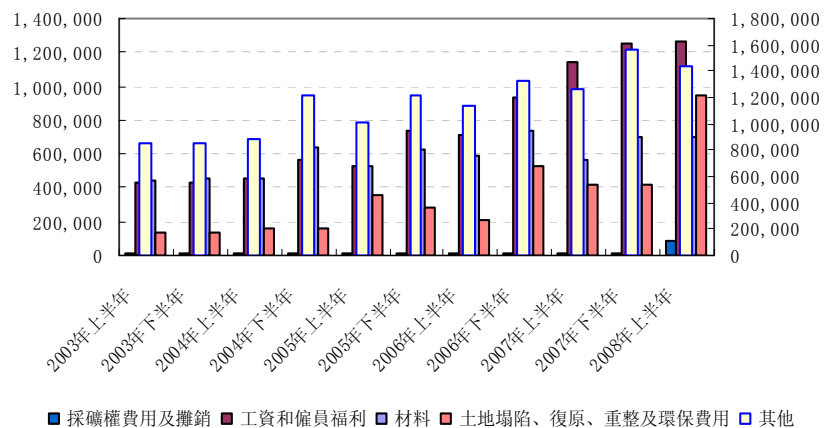
煤炭价格的大幅下滑将严重影响煤炭企业的盈利水平,这也是所有周期类行业对价格高度敏感的共性所在,是市场的共识。根据目前的煤炭价格和煤炭销售情况,我们预计 2009 年煤炭上市公司的盈利下滑将超过 30%,而整体煤炭企业的利润增速可能为-50%以下。我们这部分主要是提出另外一个常常忽略的问题,就是成本弹性的问题。

劳动工资成本一直被市场认为是刚性数据,但是我们认为在中国的特殊工资结构下,该部分成本具有较高的弹性。根据数据显示,煤炭企业的成本弹性相当的高,这既体现在煤炭价格快速上涨,企业利润并没有同幅度的上涨,乐观的看也将体现在煤炭价格下跌的时候,企业利润也可能下降幅度会很大。

数据显示,尽管成本性因素是煤炭企业成本上升的原因。但是在经过对煤炭企业成本仔细分析之后,我们发现煤炭企业成本上升的主要部分竟然是员工工资和福利,以及材料费用。材料费用支出的增加比较容易理解,是整体物价水平上升后带来的结果。

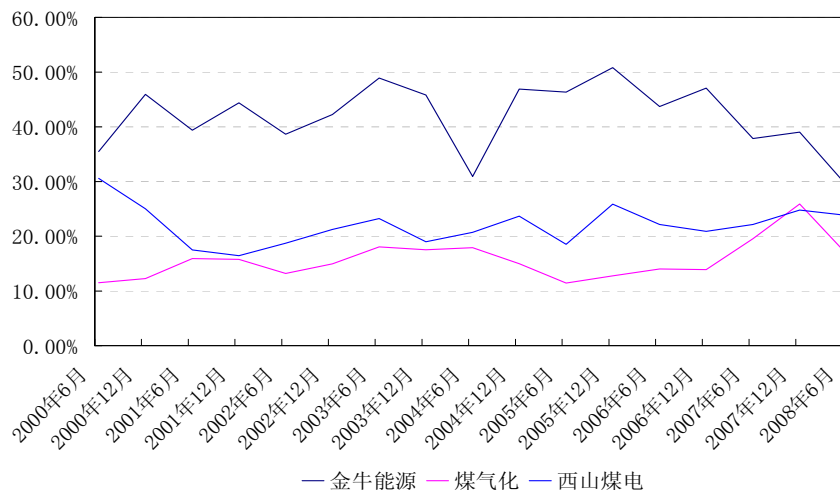
由于数据的完备性,我们详细列示了兖州煤业 2002 年以来的成本结构数据。数据显示,兖州煤业的总成本中,员工和福利支出直线上升,并且成为成本结构中最大的比重的支出项目。其次处于稳步上升的是材料成本和土地塌陷补偿等。但是,从数据来看,尽管政策性成本上升明显,在公司的支出总额中,相关费用的占比和上升并不突出。

兖州煤业成本结构



数据来源: 公司报告, 光大证券研究所

由于数据的不可获得性,我们使用了替代的数据更全面的来考虑工资福利对煤炭企业成本的影响,我们使用现金流量表中的支付给员工工资和福利的数量来考虑企业成本的变动结构,数据显示了比较类似的结构。也就是说在整个成本的大幅上升中,煤炭企业的员工工资和福利至少保持了跟煤炭价格上涨相当的幅度上涨。而将成本上升归因于政策性支出仅仅是煤炭企业的一个说辞而已。



数据来源：wind 资讯，光大证券研究所

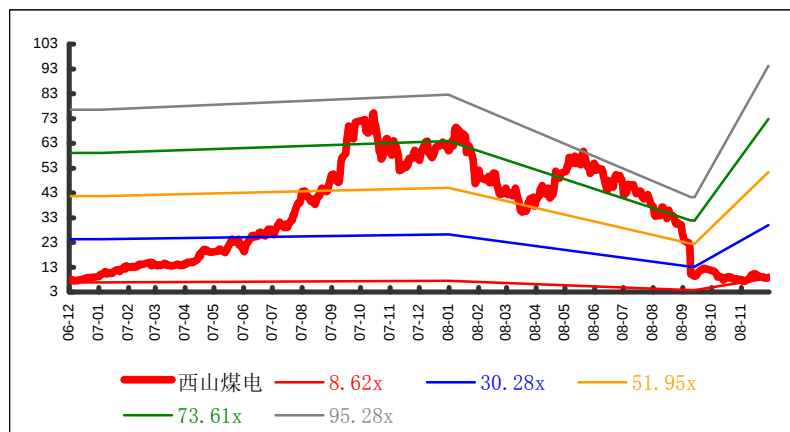
一般情况下，企业的工资福利是工资调整幅度较小，奖金等调整幅度较大，那么企业的业绩下滑，员工奖金将适时的下降，相关的福利费用水平也将降低。这与市场考虑的工资比较有刚性有着比较大的差异，理论上，煤炭企业明年的业绩可能比市场想象的要乐观一点点。

另外，企业的原材料成本也在逐步下降，尽管短期因为库存等原因下降有限，但是随着时间的拉长，企业的材料成本也将下降。这将有利于企业成本结构的改善。

总之，在煤炭价格大幅下降的背景下，从理论上讲，成本弹性较高并且煤炭企业能够适时的控制成本将是煤炭企业比较好的方面。但是，我们认为煤炭企业主要是国有企业，控制成本的冲动基本上没有，这样尽管煤炭企业的成本弹性较高，但是其没有控制成本的动机，因此在煤炭价格下降的时候，煤炭企业的盈利水平将会下滑较快，出现价格上涨毛利上涨有限，价格下跌毛利下降很多的情形。

煤炭行业估值体系适时调整

随着煤炭价格的大幅下跌，市场对于煤炭行业景气周期的位置重新定位，估值体系也随之进行调整，这已经成为了市场的共识。



数据来源：wind 资讯

我们以西山煤电为例，在 2007 年初，仅有 10 倍左右的市盈率水平，但是随着市场对于煤炭行业景气持续的预期不断增加，加上市场大盘的持续推高，市盈率水平很快上升到 60—70 倍的水平。但是 08 年开始，市场开始担心煤炭行业景气的下滑，价格水平下滑，尤其是在 2008 年下半年出现了快速的下滑趋势。因此市场对于煤炭行业的估值水平也随之进行了大幅的调整，以适应煤炭行业景气周期下滑。

根据我们预测的相关数据，目前主要煤炭上市公司 08 年的市盈率水平为 7.5 倍，09 年的市盈率水平为 9.5 倍左右。但是较低的市盈率并不成为投资的理由。因为周期性行业景气的下滑意味着未来业绩的下滑非常显著，并且下滑的幅度需要进一步的确认。也就是说目前的低估值并没有比较好的安全边际。我们认为随着整个行业估值体系的调整，市场需要相当的时间去确认整个行业周期的位置，因此其股票价格在短期内难有大的改善。

证券 代码	公司 名称	价格 2009/01/06	总股本 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)		
				07A	08E	09E	07A	08E	09E
600997	开滦股份	12.79	617.32	1.1	2.12	1.65	12.77	6.04	7.75
601898	中煤能源	7.48	13258.66	0.44	0.6	0.55	19.18	12.47	13.6
600123	兰花科创	13.47	571.2	1.41	2.03	1.45	13.34	6.65	9.29
000983	西山煤电	12.19	2424	0.87	1.56	1.03	28.1	7.81	11.83
000933	神火股份	14.94	500	1.64	2.7	2.03	9.12	5.53	7.36
000937	金牛能源	16.65	787.95	0.73	2.98	2.23	22.97	5.59	7.47
000968	煤气化	10.56	513.75	0.68	1.91	1.32	20.29	5.53	8
600188	兖州煤业	9.79	4918.4	0.55	1.87	1.45	17.88	5.24	6.77
600348	国阳新能	10.98	962	1.03	1.36	1.32	21.31	8.07	8.32
601001	大同煤业	13.31	836.85	0.6	1.89	1.37	22.31	7.05	9.72
601088	中国神华	19.26	19889.62	1.07	1.49	1.36	19.38	12.94	14.16
平均				0.92	1.86	1.43	18.79	7.54	9.48

更重要的方面是，煤炭行业的结构性变化可能带来企业目标的改变，导致企业的生产效率下降，盈利能力降低，长期的增长潜力降低。行业周期景气下滑无论是处于那一个行业都会系统性的压低行业的估值水平，而我们所说的结构性变化是以安全为借口推进的“国进民退”的煤炭行业政策。

从目前的情况来看，民营企业纷纷因为矿权改革、安全因素等不断的被迫退出煤炭生产领域，而新进入的就是传统的国有企业。一方面，我们认为这些国有企业管理层的经营目标并不是利润最大化或者经理层经济利益最大化，而是政治目标最大化。这可能改善煤炭行业生产安全的格局，但是这也将极大的降低煤炭行业的生产效率，使得煤炭行业重新回到 80 年代的水平。

从另外一个角度看，煤炭企业的利润的波动性将可能随着减弱，业绩平滑的特征更加明显。这样，企业业绩动机或许成为未来煤炭行业投资的

一个重要因素，投资者也被动的成为企业业绩动机的参与者。

由于国有企业的退出相对比较困难，必须要考虑人员安置等相关社会责任，这也可能导致整个行业的调整周期被延长。行业景气阶段，盈利时间增长，在行业不景气时期，企业的亏损时间也可能被延长。

总之，我们认为煤炭行业“国进民退”的政策可能给整个煤炭带来系统性的不利影响，但是对于股票市场投资者可能带来长期估值的压力。

重大资产重组可能成为新的投资机会

随着煤炭类股票的大幅下跌，上市公司大股东进行资产重组的意愿将越来越强烈。同时证监会和交易所对于上市公司的重大关联交易和同业竞争及时解决的压力越来越大，而且将与上市公司的再融资相联系。因此我们认为随着市场股票价格的见底，上市公司大股东可能会加快重大资产重组的步伐。从另一个角度来看，由于煤炭行业盈利能力的下滑，大股东对于煤炭资产的价值评估也有所回落，这样也有利于上市公司以合理的价格获得相关的资产，并且获得合理的业绩支撑目前的市场价格。

按照目前的市场交易规则，重大资产重组倾向于使用定向增发换取上市公司股权的方式进行。资产的评估价值大约在 10 倍市盈率左右。

我们认为，随着各方面条件的成熟，存在严重同业竞争的上市公司都可能进行重大资产重组。例如：大同煤业、国阳新能、西山煤电等。

守望机会，波段操作

由于市场基本面的变化以及估值体系的调整，我们认为明年的煤炭市场投资机会主要在于波段的交易性机会，以及重大资产重组后市场对于公司价值的重新评估。快进快出的交易者可能从中牟利，这也增加了机构投资者投资的难度。

首先，市场整体的波动以及板块之间的轮动可能带来煤炭股的买入机会，尽管煤炭行业的基本面因素并无实质性变化。高 β 类股票是波段操作的良好标的。

其次，煤炭个股基于自身利益的原因采取释放业绩、追逐股价上升的做法也将给投资者带来投资机会，但这仅仅是短期的交易性机会。

第三，煤炭价格必然存在一定的波动，因此投资者将根据价格的情况审视企业盈利的情况以及比较行业内估值的情况，这也将带来交易性机会。

第四，上市公司进行重大资产重组可能带来的价值重估的投资机会。

证券代码	证券简称	BETA 值(最近 24 个月)	年化收益率(最近 24 个月) %
900948. SH	伊泰 B 股	1. 64	115. 30
600508. SH	上海能源	1. 40	47. 99
000835. SZ	四川圣达	1. 38	79. 32

000933.SZ	神火股份	1.36	43.52
600997.SH	开滦股份	1.32	58.86
000968.SZ	煤气化	1.31	80.14
000780.SZ	ST 平能	1.29	42.45
600121.SH	郑州煤电	1.20	36.97
600971.SH	恒源煤电	1.19	31.66
600123.SH	兰花科创	1.11	27.62
601699.SH	潞安环能	1.10	42.24
000552.SZ	靖远煤电	1.10	31.42
000723.SZ	美锦能源	1.10	111.42
600179.SH	黑化股份	1.08	36.85
000983.SZ	西山煤电	1.03	72.34
601666.SH	平煤股份	1.00	38.04
600348.SH	国阳新能	0.98	47.65
600188.SH	兖州煤业	0.95	33.48
600652.SH	爱使股份	0.91	29.92
000937.SZ	金牛能源	0.90	77.79
601001.SH	大同煤业	0.86	39.81
600395.SH	盘江股份	0.86	91.50
600740.SH	山西焦化	0.82	29.27
000159.SZ	国际实业	0.60	63.23

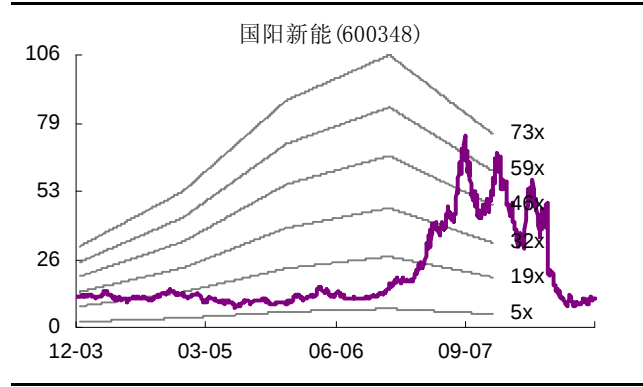
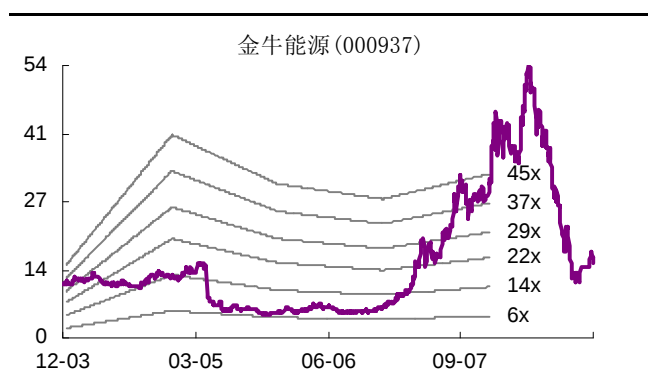
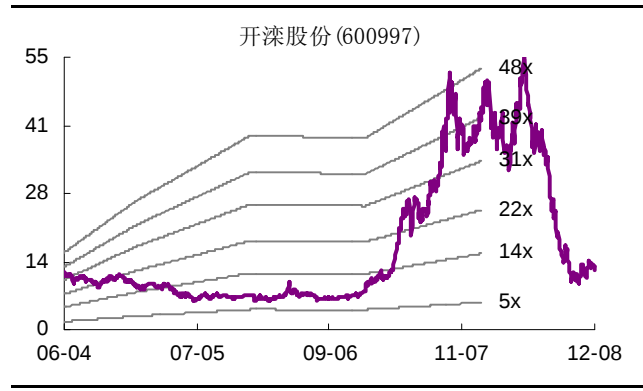
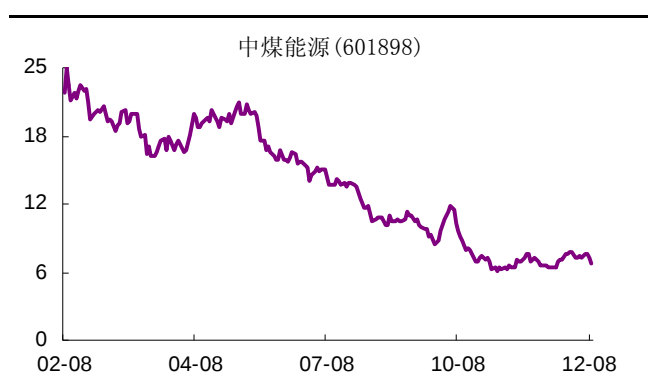
数据来源: wind 资讯

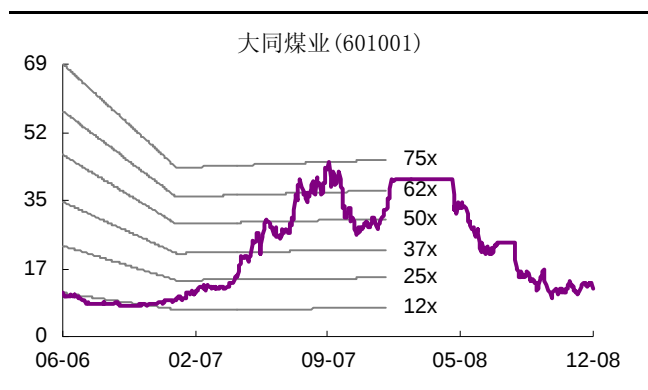
根据上述判断,我们认为,明年全年采取低配的投资策略,根据行业的变化情况,适时调整投资评级和股票标的。基于全年的一个判断,我们认为具有资产注入可能,高 β 的煤炭上市公司是投资的主要选择标的。考虑到高 β 公司的投资机会根据市场状况来决定,时点性强,因此我们未列出我们推荐的具体高 β 的股票。我们推荐的个股主要是具有资产重组事件的个股,包括:国阳新能、大同煤业、金牛能源等。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券	公司	价格	总股本	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
代码	名称	2009/01/06	(百万股)	07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
000937	金牛能源	16.65	787.95	0.73	2.98	2.23	22.97	5.59	7.47	增持	买入
600348	国阳新能	10.98	962	1.03	1.36	1.32	21.31	8.07	8.32	增持	买入
601001	大同煤业	13.31	836.85	0.6	1.89	1.37	22.31	7.05	9.72	增持	增持
000983	西山煤电	12.19	2424	0.87	1.56	1.03	28.1	7.81	11.83	中性	中性
000933	神火股份	14.94	500	1.64	2.7	2.03	9.12	5.53	7.36	中性	中性
000968	煤气化	10.56	513.75	0.68	1.91	1.32	20.29	5.53	8	中性	中性
600188	兖州煤业	9.79	4918.4	0.55	1.87	1.45	17.88	5.24	6.77	中性	中性
600997	开滦股份	12.79	617.32	1.1	2.12	1.65	12.77	6.04	7.75	中性	中性
601898	中煤能源	7.48	13258.66	0.44	0.6	0.55	19.18	12.47	13.6	中性	中性
600123	兰花科创	13.47	571.2	1.41	2.03	1.45	13.34	6.65	9.29	中性	中性
601088	中国神华	19.26	19889.62	1.07	1.49	1.36	19.38	12.94	14.16	中性	中性
平均				0.92	1.86	1.43	18.79	7.54	9.48		

上市公司 PE Band 图





资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

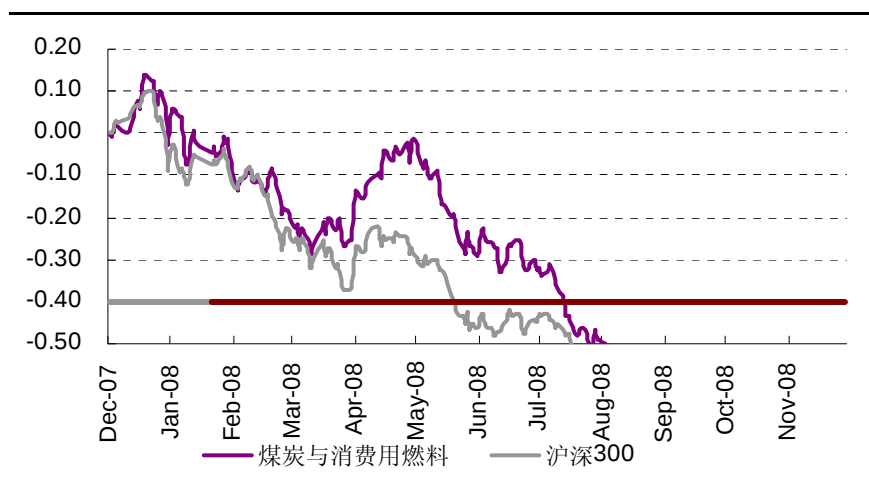
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

煤炭与消费用燃料

分析师：郭国栋



日期	行业评级
2008-02-13	买入
2008-08-09	买入
2008-12-03	中性
2008-12-08	中性
2008-12-15	中性
2008-12-23	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峰	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-68822917	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-68822917	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。