

日期: 2009 年 2 月 2 日

行业: 煤炭采选业



严浩军
021-53519888-1912
Yanhaojun73@hotmail.com

控制供给对煤价稳定运行产生积极影响

——2009 年 2 月煤炭行业投资策略

■ 主要观点:

需求初现好转支撑煤价小幅上扬。

由于各行业开始出现了一定幅度的回暖迹象,因此,煤炭价格在当前的位置获得了支撑,并已出现震荡盘整的格局。

煤炭需求将逐步回升。

一方面由于国家采取扩内需、保增长的刺激性经济政策,加大了基础设施的投资力度,钢材等行业生产有所回升,对煤炭的需求开始增加。另一方面春节过后北方仍是采暖期,同时部分工厂开始复工,用电量上升将迫使电厂加大采购力度。

控制煤炭供给对煤价稳定运行产生积极影响。

各地政府都已开始逐步加大对于小煤矿的整治力度,部分大型煤企减产幅度也有近 30%。目前来看,主动控制供给的措施已初见成效,各煤种的价格大都出现了一定程度的反弹。

行业投资评级为“中性”。

经过近期的持续反弹,目前国内煤炭行业平均市盈率水平有所提高,考虑到经济整体复苏尚需时日以及即将开始的增值税改革影响,煤炭行业的运行环境仍较困难,因此我们给与行业投资评级为“中性”。

■ 投资建议:

建议关注有着明确的资产收购预期的公司如盘江股份、恒源煤电等,此外,对于大型的以生产优质动力煤为主的中国神华、中煤能源等,也值得长期关注。

■ 数据预测与估值:

煤炭采选业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	
平煤天安	601666	17.76	1.03	2.16	2.60	17.24	8.22	6.83	跑赢大市
大同煤业	601001	15.64	0.6	1.88	1.83	26.07	8.32	8.55	跑赢大市
潞安环能	601699	18.8	1.53	1.86	1.89	12.29	10.11	9.95	跑赢大市
金牛能源	000937	19.79	0.72	2.33	2.61	27.49	8.49	7.58	跑赢大市
开滦股份	600997	14.09	1.1	2.1	1.76	12.81	6.71	8.01	跑赢大市
兰花科创	600123	17.03	1.41	2.03	2.31	12.08	8.39	7.37	跑赢大市
恒源煤电	600971	15.48	1.07	1.41	1.73	14.47	10.98	8.95	跑赢大市
盘江股份	600395	13.87	0.3	1.23	1.43	46.23	11.28	9.70	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 1 月 23 日收盘价

行业收入利润增长 (08 年 1-11 月)

销售收入 (亿元)	13621.03
增长率	63.38%
利润总额 (亿元)	2000.01
增长率	131.24%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

YHJ09-MIT02

相关报告:

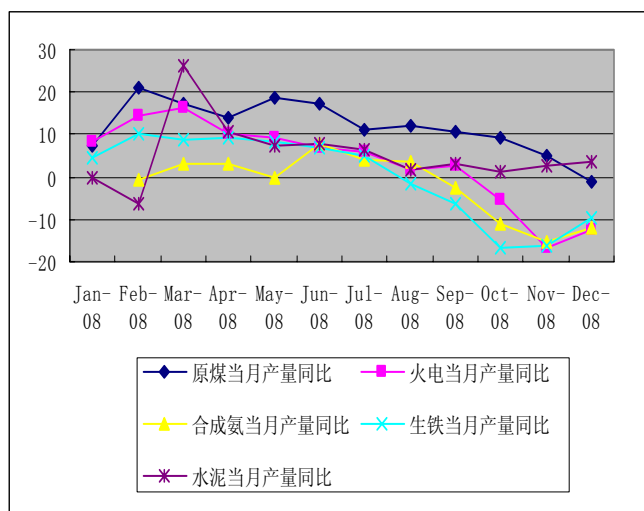
一、下游行业好转迹象初现，煤价开始企稳

1、需求初现好转支撑煤价小幅上扬

12 月，煤炭下游行业的情况开始出现好转，而原煤产量的增速继续下滑。统计数据表明，原煤的产量增速由 11 月份的 5.2% 持续快速下降到 12 月的 -1.3%，而对煤炭需求较大的火电、冶金、建材、化工的产品产量的增速开始出现小幅反弹。其中，火电仍然出现同比负增长，达到了 -12.4%，但较上月的 -16.6% 有明显的回升；生铁的同比增速也从上月的 -16.2% 回升到 -9.4%；合成氨的同比增速则从上月的 -15.5% 回升到 -11.9%；水泥的同比增速已连续 2 月回升，达到了 3.5%。

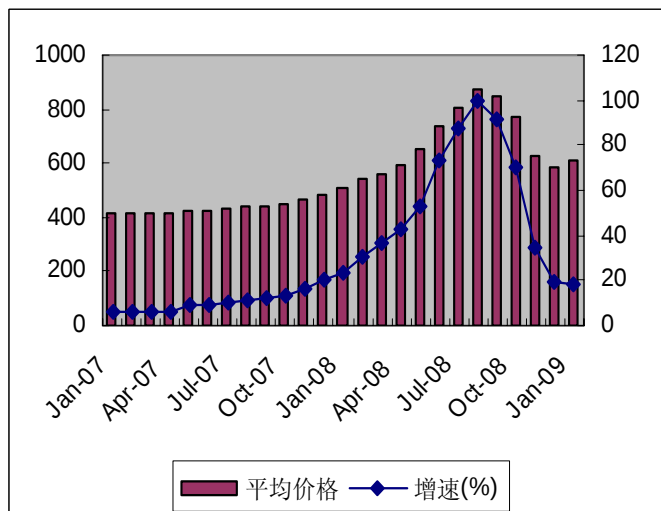
由于各行业开始出现了一定幅度的回暖迹象，因此，煤炭价格在当前的位置获得了支撑，并已出现震荡盘整的格局。09 年 1 月份，全国市场交易煤平均价格也有小幅上扬，达到 606.15 元/吨，而 12 月份这一价格为 582.84 元/吨，与去年同期相比的增幅为 18.68%。

图 1 2008 年原煤产量与下游行业产量同比增幅比较



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 2 全国市场交易煤平均价格及同比增长状况



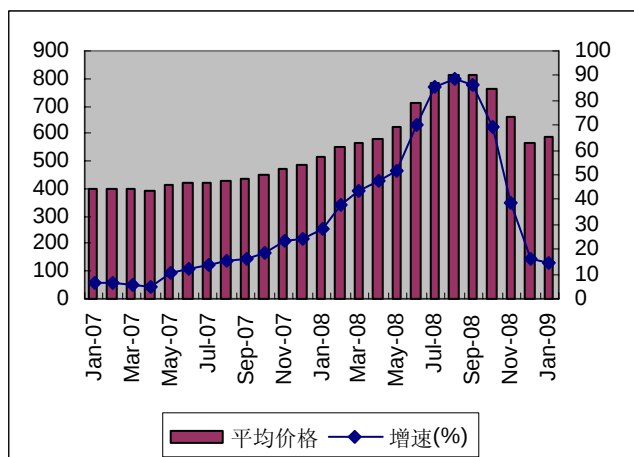
数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

2、冶金行业回暖较快导致焦肥精煤价格涨幅大于电煤

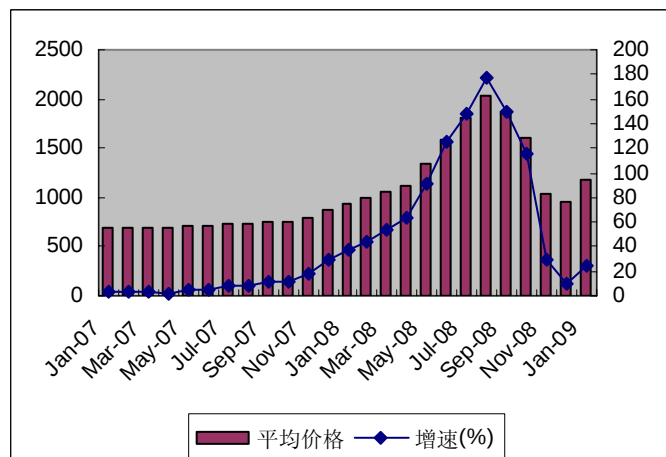
由于冶金行业的复苏程度明显高于其他耗煤行业，因此焦煤肥煤等冶金用煤回升的幅度大于发电用煤。09 年 1 月份，焦肥精煤市场

交易煤平均价格达到了 1169.8 元/吨，同比上涨了 24.15%；而 12 月份的平均价格为 953.18 元/吨，同比增幅为 9.22%，增幅环比上升了约 15 个百分点。5500 大卡以上动力煤市场交易煤平均价格达到了 587.25 元/吨，同比上涨了 14.40%；而 12 月份的平均价格为 564.9 元/吨，同比增幅为 16.35%，增幅环比仅回落了约 2 个百分点。

图 3 5500 大卡以上动力煤市场交易煤平均价格及同比增长状况 图 4 焦肥精煤市场交易煤平均价格及同比增长状况



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

3、澳大利亚和我国主要的中转港口煤价已开始逐步回升

由于各国政府纷纷出台各项措施来刺激经济复苏，国际能源价格在经历大幅下挫之后开始逐步走稳。国际油价在 40 美元附近已经波动了相当长的时间，澳大利亚纽卡斯尔港口动力煤现货价格也从 12 月份最低的 75 美元缓慢回升，1 月 22 日澳大利亚纽卡斯尔港口动力煤价格已经达到 83.45 美元/吨。而作为国内煤炭市场风向标的秦皇岛港大同优混的平仓价也已经从 12 月最低的 590 元/吨回升到 1 月 19 日的 632.5 元/吨，山西优混的平仓价则由 12 月最低的 510 元/吨回升到 1 月 19 日的达到 597.5 元/吨。

图 5 澳大利亚 BJ 标准动力煤现货价格趋势图

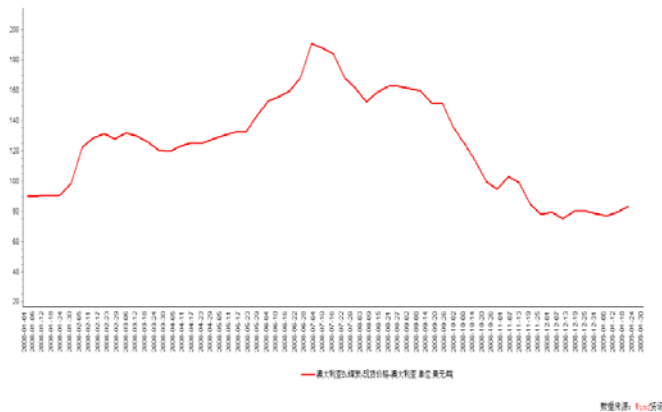
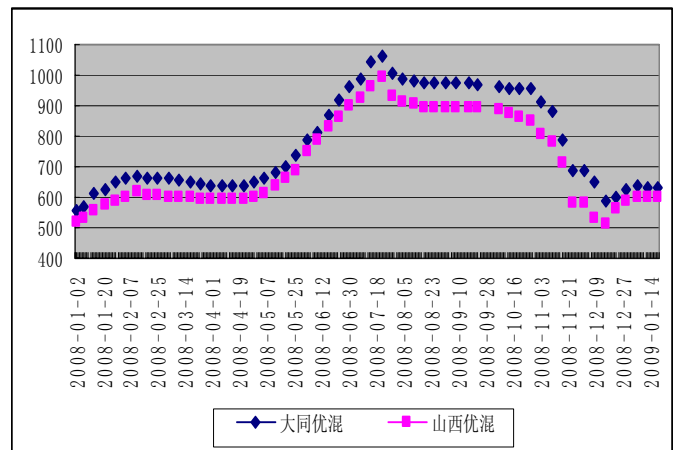


图 6 秦皇岛港部分煤种价格趋势图



数据来源: WIND 上海证券研究所

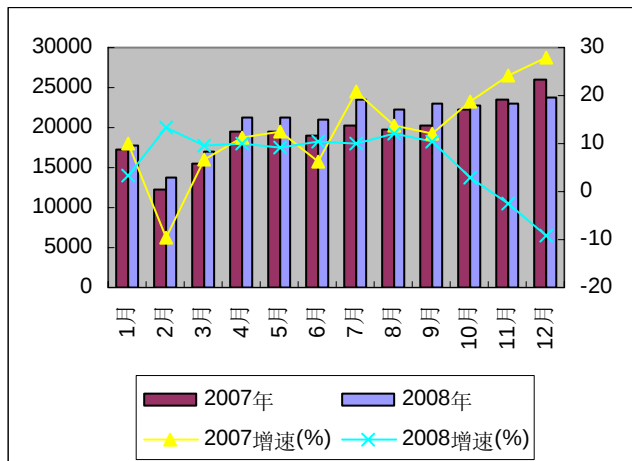
数据来源: WIND 上海证券研究所

二、全国煤炭生产和运输都有回落，销量增幅逐步下滑

1、全国原煤产量同比增幅继续下降，国有乡镇煤矿产量出现负增长

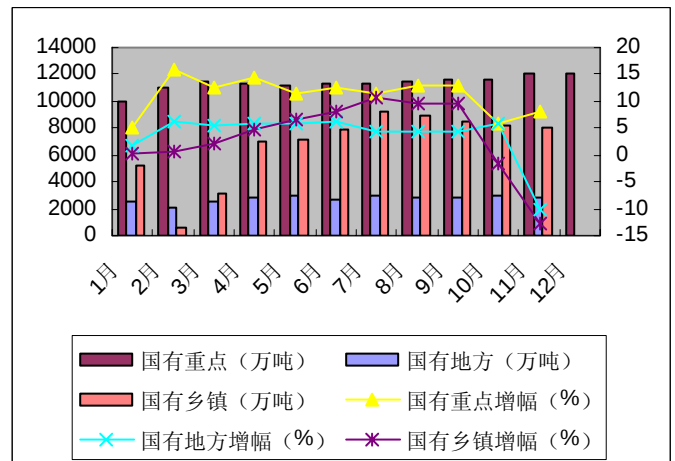
12 月份，全国原煤产量共计完成 23754 万吨，与去年同期相比增长-8.99%，与 11 月份-2.56%的同比增幅相比持续下滑。1-12 月，全国原煤产量累计完成 269062 万吨，同比增长 6.64%。其中：国有重点煤矿原煤产量完成 140652 万吨，同比增长 13.43%，国有地方煤矿原煤产量完成 39606 万吨，同比增长 22.24%，乡镇煤矿原煤产量完成 88805 万吨，同比增长-7.40%。从统计数据中可以看出，乡镇小煤矿的产量下降比较明显。这一方面是由于国家加大了对小煤矿的安全治理整顿的力度，另一方面也反映出煤炭市场供应面相对宽松。

图 7 全国原煤产量及同比增长状况



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 8 各类煤矿原煤产量及同比增长状况

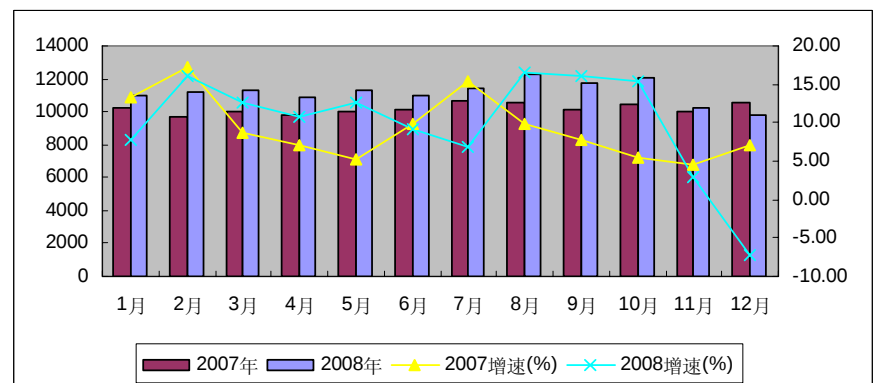


数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

2、较为稳定的全国煤炭铁路运量加剧了供求关系的失衡

12 月份，全国煤炭铁路运量共计完成 9810 万吨，同比增长 -7.12%。这是今年以来煤炭铁路运量唯一一次在 1 亿吨以下，也是首次出现负增长。这从一个方面反映出由于下游需求不旺，煤炭主要产地和生产企业主动控制产量，使得煤炭铁路运量大幅走低，从而在一定程度上缓解了已经失衡的煤炭供求关系。

图 9 全国煤炭铁路运量及同比增长状况

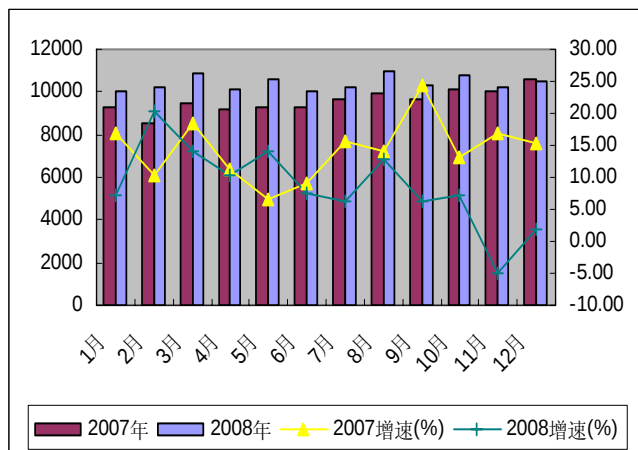


数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

3、国有重点煤矿煤炭销量增幅低于产量增幅

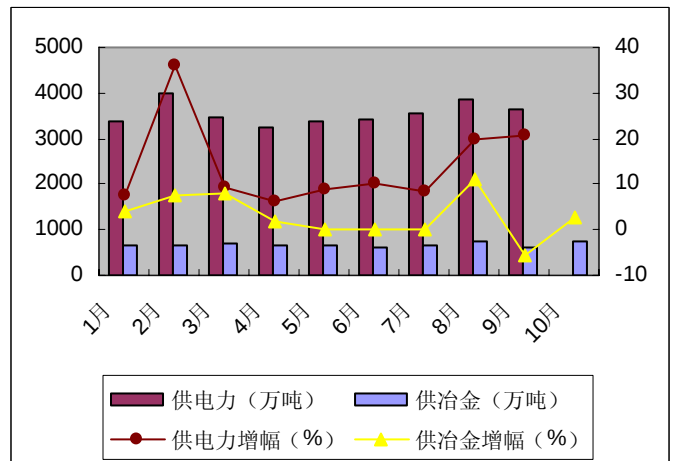
12 月份，全国商品煤销售 22319 万吨，比上月增加 1159 万吨，其中：国有重点煤矿销售 10467 万吨，比上月增加 207 万吨，同比增幅为-0.94%。1 至 12 月，全国商品煤销售 258270 万吨，其中，国有重点煤矿销量 132989 万吨，同比增长 6.89%。

图 10 国有重点煤矿煤炭销量及同比增长状况



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 11 电力冶金行业供给量及同比增长状况

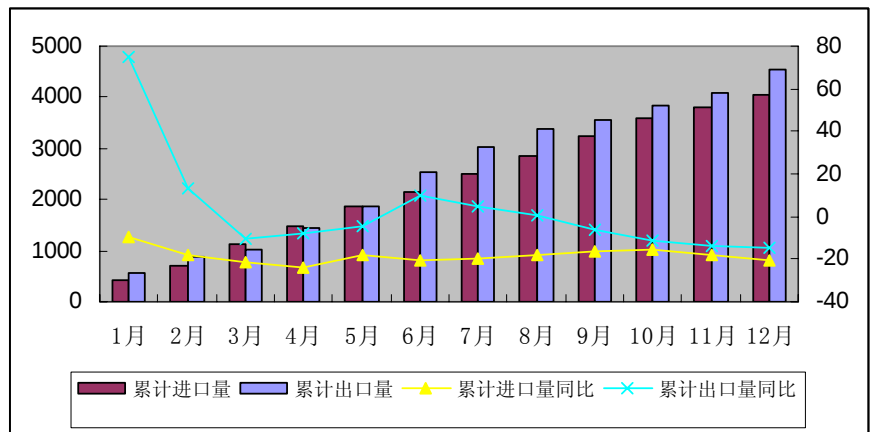


数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

4、受危机影响，进口下降幅度大于出口

2008 年，受国家暂停出口、配额发放、关税提高以及国际煤价巨幅变化的影响，我国的煤炭出口呈现出较大的波动，而进口则相对平稳。1-12 月份，全国煤炭出口累计 4543 万吨，同比减少 14.6%；全国煤炭进口累计 4040 万吨，同比减少 20.8%，整体上维持了一个净出口的格局，但是进口量下降的幅度大大高于出口量的下降幅度。这主要是由于我国煤炭的进口大部分在华南地区使用，而这些地区外向型经济所占比重较大，此次世界性的金融危机使这些企业丢失了大量的海外订单，因而开工率明显不足，并进而使得对于能源的需求也有较大幅度的下降。

图 12 2008 年全国煤炭累计进出口量及同比增长状况



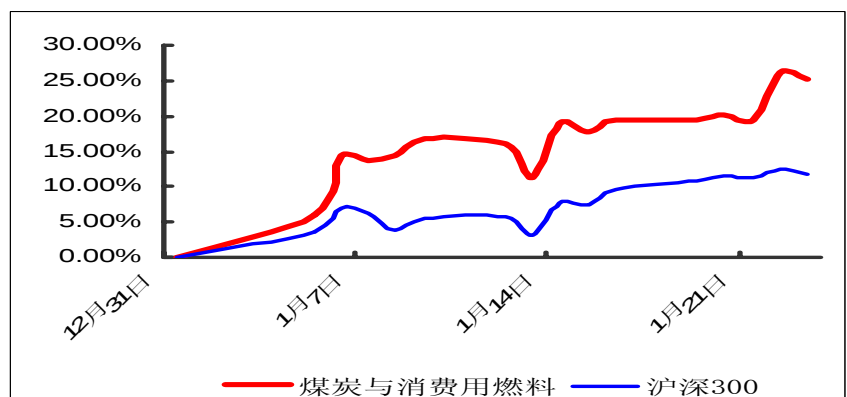
数据来源: WIND 上海证券研究所

三、控制煤炭供给有利于煤炭行业的长期稳定发展

1、煤炭行业指数表现显著强于沪深 300 指数

2009 年 1 月份，煤炭行业指数继续了去年 12 月以来的升势，显著强于沪深 300 指数，最终月涨幅约为 25.20%，显著高于同期沪深 300 指数 11.83% 的涨幅。走势较强的原因可能在于以下几个方面，一是煤炭下游行业出现复苏迹象，对煤炭的需求将可能逐步回升；二是煤炭价格开始小幅上升，1 月份，各煤种价格均在最低点上产生小幅反弹；第三就是对煤炭行业上市公司的过低估值的修正，08 年，煤炭行业上市公司的业绩普遍有着良好的增长预期，而前期的过快下跌使得这些公司具备了较高的投资价值；第四是由于有计划的限产和小煤矿的关闭使得国内的煤炭供求可能重回总体平衡的状态之中。

图 13 2009 年 1 月煤炭行业指数表现



数据来源: WIND, 上海证券研究所

2、煤炭需求将有所回升

一方面由于国家采取扩内需、保增长的刺激性经济政策，加大了基础设施的投资力度，钢材等行业生产有所回升，部分地方的产能已恢复基本恢复，对煤炭的需求开始增加。另一方面春节过后北方仍是采暖期，同时部分工厂开始复工，用电量上升将迫使电厂加大采购力度，而前期较为充足的电厂煤炭库存由于近一个月的消耗开始出现下降势头，再加上春运期间客运增加，货运减少的影响，部分地区可能会出现供需偏紧的局面。

3、控制煤炭供给对煤价稳定运行产生积极影响

目前，各地政府都开始逐步加大对于小煤矿的整治力度，山西省小煤矿进行安全停产整顿，河南省要求全省 30 万吨及以下矿井全部实施停工停产整顿，江西省为了鼓励年产 3 万吨以下的小煤矿按规定关闭，制定了《江西省关闭小煤矿奖励资金管理暂行办法》，并安排奖励资金 5000 万，四川省也已制定了关闭小煤矿的近期规划。另外据悉，2009 年，山西可能将关闭或停产所有 60 万吨以下的所有小煤矿。除了小煤矿的产量下降以外，煤炭生产大省山西的大型煤企减产幅度也有近 30%。目前来看，主动控制供给的措施已初见成效，各煤种的价格大都出现了一定程度的反弹。

四、09 年 2 月煤炭行业评级、策略及重点股票

1、给予“中性”的行业评级

经过近期的持续反弹，目前国内煤炭行业 08-09 年度的平均市盈率水平已经达到 10.43 倍和 9.18 倍，高于香港市场 7.59 倍和 7.92 的平均市盈率水平，以及国外市场 6.92 倍和 5.52 倍的平均市盈率水平。考虑到国内经济的情况要好于国际环境，我们认为国内煤炭价格未来回落的空间不大，而且煤炭上市公司的相对估值仍处于较低水平，不少公司的分红比率也较高，煤炭行业仍然具备长期的投资价值。但是考虑到经济的复苏带动能源的需求恢复尚需时日，今年的煤炭均价很难在去年的基础上再有较大的提升，而且受即将开始的增值税改革影响，煤炭行业的运行环境仍较困难，因此我们给予行业投资评级为“中

性”。

2、建议关注收购母公司资产较为明确的公司

09 年 2 月的投资机会来自于收购母公司资产较为明确的公司，这主要是考虑到未来煤价大幅上升的可能性也较小。对于那些有着明确的资产收购预期的公司如盘江股份、恒源煤电等，其产能和业绩提升都有一定的保障，而且这种外延式的扩张还将在一定程度上抵消即将开征的资源税对公司业绩的影响，因此值得重点关注。此外，对于大型的以生产优质动力煤为主的中国神华、中煤能源等，也值得长期关注。

3、重点股票

◆ 盘江股份：资产注入将大幅提升公司盈利能力

公司为江南地区最大的精煤生产企业，也是贵州省煤炭行业的龙头企业。公司收购大股东资产已获证监会审核通过，本次拟注入的山脚树矿、月亮田矿、土城矿和金佳矿目前均系正常生产的矿井。其中，土城矿、月亮田矿、山脚树矿的资源储量为炼焦用煤和炼焦配煤，产能分别为 280 万吨/年、115 万吨/年和 115 万吨/年，而火烧铺矿改扩建合计新增生产能力为 120 万吨/年；金佳矿的储量以贫瘦煤为主，主要为动力煤，产能为 180 万吨/年。资产收购一旦得以实施，公司 2009 年的产能有望进一步提升至 1200 万吨。而关联交易的解决，也必定会有效的提升公司的盈利水平。

公司 07 年每股收益为 0.26 元，预计公司 08 年，09 年每股收益为 1.23 元和 1.43 元，给予其跑赢大市评级。

◆ 恒源煤电：重大资产购买正在逐步推进

公司大股东皖北煤电集团煤炭资产较为丰富，除了已注入到上市公司的煤矿外，还有任楼、祁东、钱营孜等矿。在恒源煤电上市之时，集团曾承诺将根据业务发展需要陆续收购集团所控的下属煤矿。目前，公司的资产收购计划已经股东大会通过，一旦得以实施，公司的煤炭产能将有较快的飞跃。此次拟向大股东购买的任楼矿，祁东矿和钱营孜矿核定产能分别为 225 万吨，280 万吨和 180 万吨，而恒源煤电目前拥有的刘桥一矿，刘桥二矿，卧龙湖矿和五沟煤矿等 4 座煤矿核定产能分别为 140 万吨，200 万吨，90 万吨和 60 万吨，规模效益明显优于现有矿井。

公司 07 年每股收益为 1.07 元，预计公司 08 年，09 年每股收益

为 1.45 元和 1.73 元，给予其跑赢大市评级。

附表 1: 公司国内外市场相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	2009-1-23	EPS			PER		
			股票价格	07A	08E	09E	07X	08X	09X
中国神华	601088	CNY	19.71	1.07	1.49	1.74	18.42	13.23	11.33
中煤能源	601898	CNY	7.68	0.44	0.60	0.75	17.45	12.80	10.24
兖州煤业	600188	CNY	10.21	0.55	1.49	1.44	18.56	6.85	7.09
西山煤电	000983	CNY	14.17	0.87	1.30	1.32	16.29	10.90	10.73
平煤天安	601666	CNY	17.76	1.03	2.16	2.60	17.24	8.22	6.83
大同煤业	601001	CNY	15.64	0.60	1.88	1.83	26.07	8.32	8.55
潞安环能	601699	CNY	18.80	1.53	1.86	1.89	12.29	10.11	9.95
金牛能源	000937	CNY	19.79	0.72	2.33	2.61	27.49	8.49	7.58
开滦股份	600997	CNY	14.09	1.10	2.10	1.76	12.81	6.71	8.01
神火股份	000933	CNY	17.40	1.64	2.70	3.01	10.61	6.44	5.78
国投新集	601918	CNY	7.55	0.27	0.46	0.58	27.96	16.41	13.02
露天煤业	002128	CNY	11.22	0.74	0.82	0.92	15.16	13.68	12.20
国阳新能	600348	CNY	12.93	1.03	1.17	1.20	12.55	11.05	10.78
兰花科创	600123	CNY	17.03	1.41	2.03	2.31	12.08	8.39	7.37
上海能源	600508	CNY	10.67	0.71	1.56	1.66	15.03	6.84	6.43
ST 平能	000780	CNY	6.28	0.17	0.41	0.52	36.94	15.32	12.08
煤气化	000968	CNY	12.20	0.68	1.58	1.71	17.94	7.72	7.13
恒源煤电	600971	CNY	15.48	1.07	1.41	1.73	14.47	10.98	8.95
国际实业	000159	CNY	10.19	0.30	0.69	1.03	33.97	14.77	9.89
盘江股份	600395	CNY	13.87	0.30	1.23	1.43	46.23	11.28	9.70
均值							20.48	10.43	9.18
CHINA COAL ENERGY CO - H	1898	HKD	5.68	0.52	0.69	0.69	10.92	8.23	8.23
YANZHOU COAL MINING CO-H	1171	HKD	5.25	0.68	1.56	1.05	7.72	3.37	5.00
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	1088	HKD	16.54	1.14	1.48	1.57	14.51	11.18	10.54
中国香港市场均值							11.05	7.59	7.92
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	ARLP US	USD	30.56	2.42	5.25	6.69	13.12	5.83	4.57
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	ANR US	USD	16.32	0.43	2.72	5.16	6.72	6.01	3.16
PEABODY ENERGY CORP	BTU US	USD	25.00	3.51	3.11	3.65	7.22	8.05	6.85
PENN VIRGINIA	PVR US	USD	14.00	0.96	1.69	1.94	10.61	8.28	7.21

RESOURCE PARTN										
NATURAL RESOURCE PARTNERS LP	NRP US	USD	23.39	2.52	1.80	2.09	11.03	12.97	11.17	
ALLIANCE HOLDINGS GP LP	AHGP US	USD	16.37	1.36	3.13	4.40	12.59	5.24	3.73	
MASSEY ENERGY CO	MEE US	USD	15.18	1.17	3.25	4.19	6.20	4.68	3.62	
ARCH COAL INC	ACI US	USD	15.19	2.47	3.54	3.91	6.17	4.29	3.88	
国外市场样本均值							9.21	6.92	5.52	

资料来源：公司报告，上海证券研究所，BLOOMBERG；相关公司07EPS 经过除权处理。

分析师承诺

分析师 严浩军

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。