

[2009.03.09]

小矿复产进度再成关键变量

煤炭行业 3 月月报

杨立宏

金润

010-59132711

021-38676277

yanglihong@gtjas.com

jinrun@gtjas.com

本报告导读：

- 大矿当前的良好产销情况得益于挤占小矿份额，未来可能受到小矿复产及其低成本的冲击
- 动力煤价格压力较大；焦煤受停产整顿范围和时间较长获价格支撑

投资要点：

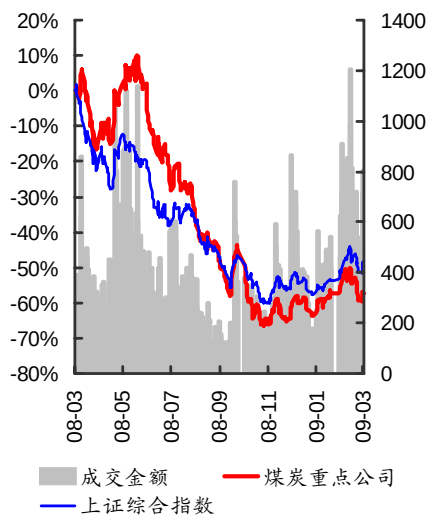
- 1 月份生产与销售格局上继续体现“大矿挤出小矿”特点。生产方面，09 年 1 月原煤产量为 1.62 亿吨，同比下降 11.9%，其中国有重点煤矿产量为 1.11 亿吨，同比增加 0.36%，小煤矿为 3181 万吨，同比减少 35.9%；销售方面，大矿销售情况普遍较好，大同集团 1 月份减产 39.89%，而销量仅同比下降 1%，中国神华煤炭销量同比增长 2.7%，中煤能源内销煤炭贸易量同比增长 13.4%，国投新集销量同比增长 47.4%，相反，小煤矿销售大幅下降，山西小煤矿销售同比下降 61.5%。两会后小矿复产进度及其销售情况成为供给面的关键变量。
- 社会库存环比大幅下降，小矿库存仍处历史高位。1 月底，全社会煤炭库存为 1.7 亿吨，同比上升 26.2%，环比下降 10.5%。各环节库存不同程度下降，生产环节库存大幅下降，幅度为 18.4%，中转环节和消费地库存分别下降 14%和 14.8%。
- 3 月初中转市场出现回暖迹象。08 年 12 月 22 日至今年 2 月 16 日，秦皇岛港口调出量连续 2 个月小于调入量，2 月日均吞吐量维持在去年同期水平的 50.53%，交易相对清淡。3 月 1 日东北电网、京津唐、山东、河南、陕西、上海库存分别降至 12 天以内，秦皇岛调出量大幅回升，净调出量达到 9.3 万吨/日，中转地市场有回暖迹象。
- 动力煤面临进口冲击压力。3 月后动力煤需求进入传统淡季，而 1 月份进口煤的冲击已经开始显现，目前广州地区进口煤仍有 100 元左右的折价，我们判断未来 2-3 个月国际动力煤可能跌至 55 美元左右，对国内动力煤价格的向下引力仍在。
- 焦煤价格短期看涨。矿难后山西焦煤集团对下属高瓦斯矿井进行停产自查，山焦集团高瓦斯矿井产能为 3070 万吨，占总产能的比重为 47.58%。占全国焦煤产量约 10%，在需求不发生大幅回落的情况下足以引起价格的变化。我们预计停产整顿对焦煤产量和价格的影响将在 3 月份逐步显现，未来一个月焦煤价格存在上涨驱动。
- 维持行业中性评级，关注焦煤公司交易性机会。从中期来看，在去库存化完成与终端需求尚未恢复的空档期，加之国际煤价的下引力，国内煤价仍有下跌压力，我们对行业仍维持中性评级。短期内，由于矿难引发的山焦集团停产整顿在范围和时间上超过我们预期，我们判断焦煤价格有上涨驱动，二级市场反应超预期的基本面变化，焦煤子行业仍存在交易性机会，我们建议重点关注西山煤电、开滦股份、盘江股份、平煤股份等优质焦煤比重大、年报分红高的公司。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

煤炭采选业

中性



相关报告

矿难引发产煤省份大范围安全整顿
(09.02.25)2.22 矿难可能再度引发煤炭供给紧张
(09.02.23)动力煤与焦煤价格可能再度分化
(09.02.10)五大集团海外购煤，后果很严重？
(09.02.05)名预增，实预减
(09.01.21)安全费用等会计调整：短多长空
(09.01.12)煤电博弈的三种结果与一个事实
(08.12.25)心忧炭贱愿天寒
(08.12.05)从周期角度看煤炭行业的投资机会
(08.11.03)

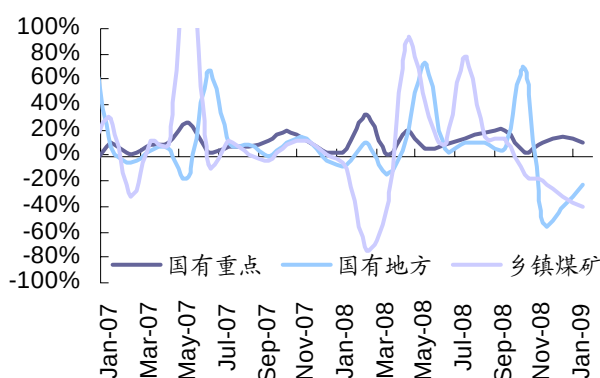
1. 本月煤炭行业运行特点

1.1. 国有重点矿转向省内市场挤占小矿份额，小矿同比减产近 35.9%

09 年 1 月原煤产量为 1.62 亿吨，同比下降 11.9%。国有重点煤矿 1 月产量为 1.11 亿吨，同比略有上涨，幅度为 0.36%。1 月份小煤矿产量为 3181 万吨，同比减产 35.9%。

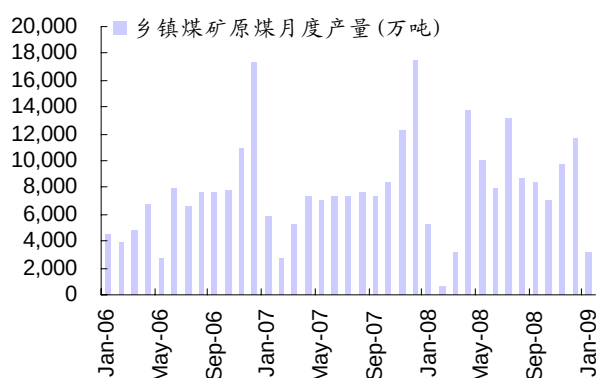
由于国有重点矿与老主顾五大电力集团之间没有对 09 年合同煤价格达成一致，多数大煤炭公司转向周边或者省内销售，其中包括大同煤业、平煤天安等。从产销量数据来看，山西重点煤矿的产量同比下降 13.98%，销量同比下降 9.76%，好于产量下降，剔除春节因素，大型煤炭企业销售属于正常偏好的水平。以大同集团为例，1 月份减产 39.89%，而销量仅同比下降 1.02%。上市公司 1 月份经营数据显示，中国神华煤炭销量同比增长 2.7%，中煤能源内销煤炭贸易量同比增长 13.4%，国投新集同比销量增长 47.04%。

图 1：三类煤炭企业产量同比增幅对比



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 2：乡镇煤企单月产量变动趋势

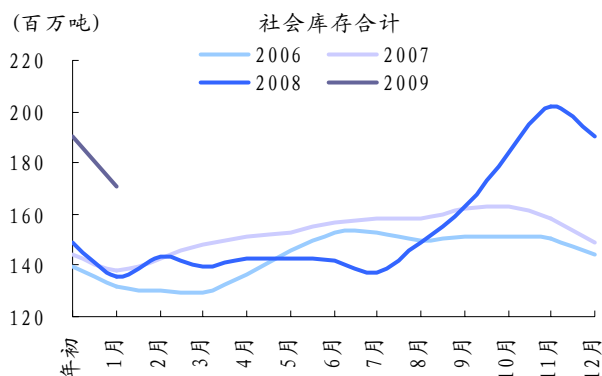


数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

1.2. 各环节库存从高位大幅度下降，小煤矿库存仍处于历史高位

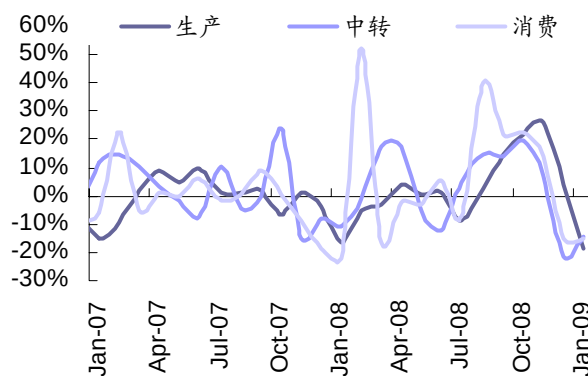
1 月底，全社会煤炭库存为 1.7 亿吨，同比上升约 3450 万吨，幅度为 26.2%，环比下降约 2000 万吨，幅度为 10.5%。各环节库存不同程度下降。生产环节库存大幅下降，幅度为 18.4%，中转环节和消费地库存分别下降 14%和 14.8%。

图 3: 2005-2009 年 1 月分月度社会库存情况



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

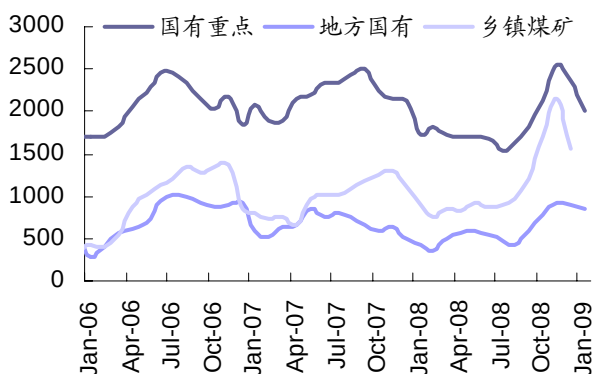
图 4: 各环节库存月度环比变化率



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

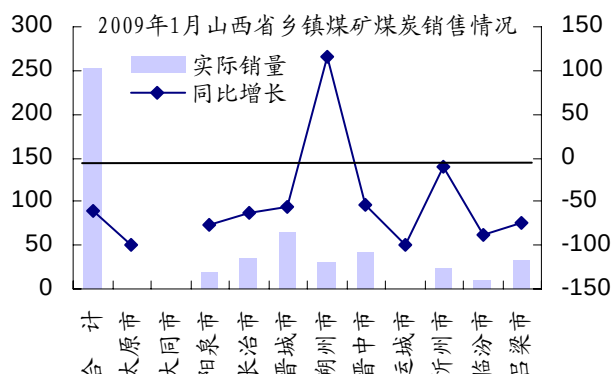
国有重点及小煤矿库存环比均出现大幅下降,其中小煤矿出现 08 年 8 月以来的首次环比回落,但总库存仍处于历史高位,1 月的小煤矿库存 1553.1 万吨,占全部煤矿库存的 35.21%。小矿连续减产,销售受到国有煤矿的挤出,市场份额下降,是造成库存高企的原因。以山西为例,山西小煤矿销售同比下降 61.5%,远高于产量降幅。需关注两会后小矿的复产进度以及销售情况,以确定小矿复产后是否再次以价格优势重新抢夺市场份额。目前山西阳泉市营煤矿已经复产,乡镇煤矿复产将在两会后全面展开,该市是否代表山西省整体进度,我们将密切关注。

图 5: 2006-2009 年 1 月三类煤企库存



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 6: 2009 年 1 月山西小煤矿销售情况



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

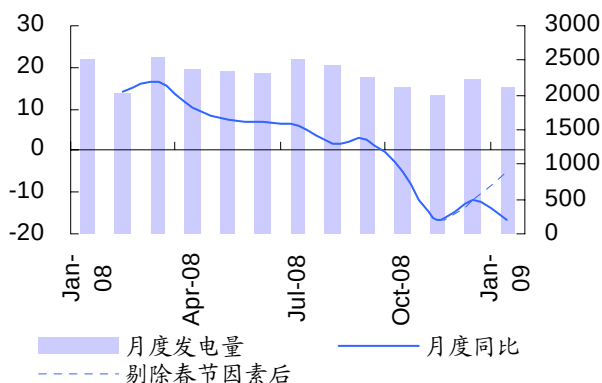
1.3. 陆路交易活跃，中转地市场有回暖迹象

09 年 1 月我国火电发电量同比下降 16.7%，若剔除春节因素对发电量 10%-20% 的影响，那么相比于 08 年 12 月火电同比下降 12% 的幅度，1 月份我国火电发电量呈现向好趋势，同比降幅收窄。

根据我们跟踪的数据,去年 12 月 22 日至今年 2 月 16 日,秦皇岛港口调出量连续 2 个月小于调入量,2 月日均吞吐量维持在去年同期水平的 50.53%,交易相对清淡,下降幅度大于火电发电量降幅。而 1 月直供电厂平均库存为 21.5 天,环比下降仅

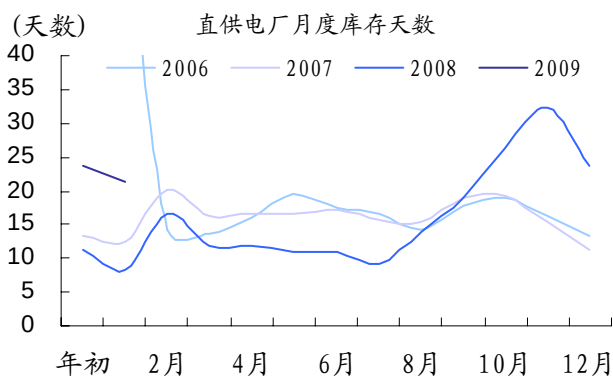
2 天。而剔除春节因素，大型煤炭企业销售属于正常偏好的水平，可以推断，煤炭陆路交易相对活跃，靠近用户的煤企产销量相对较好，如安徽省 1 月产量同比增长 14.64%(其中,国有重点煤矿产量同比增长 16.3%,小煤矿产量同比下降 90.78%),山东省原煤产量同比下降 4.62%(其中,国有重点矿产量同比下降 2.49%)而河北省原煤产量同比下降 4.5%(其中,国有重点矿产量同比上升 5.62%)。在大型煤炭企业未与五大电力集团签订合同煤的情况下，陆路交易的活跃与大型煤企转向省内交易相关。

图 7: 火电发电量同比降幅收窄



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

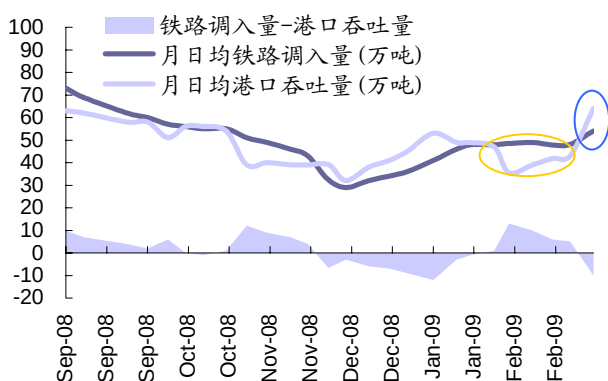
图 8: 直供电厂库存继续下降



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

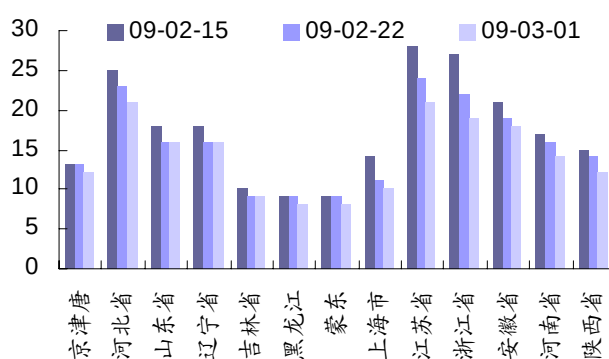
截止 3 月 1 日，东北电网、京津唐、山东、河南、陕西、上海库存分别降至 12 天以内，秦皇岛调出量开始大幅回升，3 月 2 日秦皇岛净调出量达到 9.3 万吨/日，中转地市场有回暖迹象。

图 9: 秦皇岛港口调出量连续 2 个月小于调入量



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 10: 部分地区直供电厂库存情况



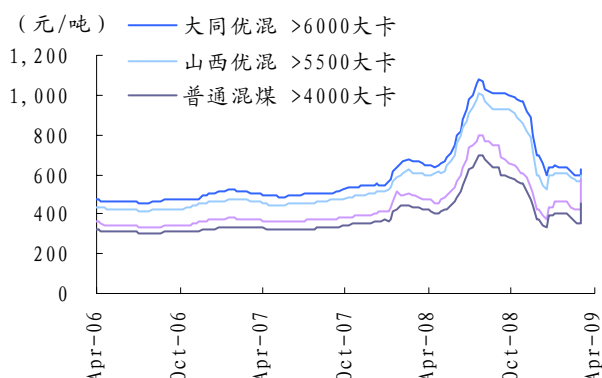
数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

1.4. 矿难短期支撑国内价格，国际煤价跌破 70 美元，价差进一步扩大

国际煤价相对于秦皇岛港口煤价价差进一步扩大。由于屯兰矿难影响，本周秦皇岛港几个代表性煤种煤价分别上涨 30 元/吨左右，大同优混 6000 平仓含税价达到 630 元/吨，山西优混 5500 平仓含税价达到 600 元/吨。国际市场方面，国际港口煤价在连续 3 个月维持在 80 美元/吨后，目前价格跌破 70 美元/吨。截至 2 月 27

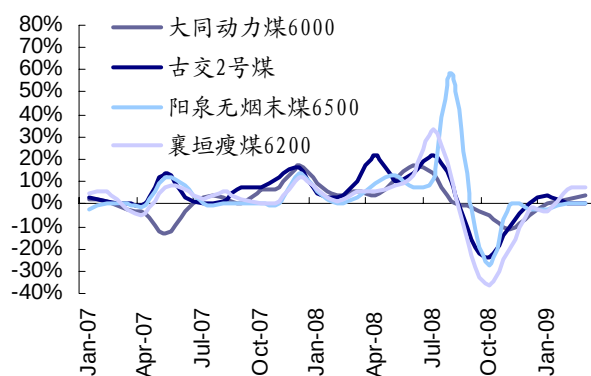
日，澳大利亚纽卡斯尔港 FOB 煤价跌至 65.32 美元/吨。2 月 23 日，南非理查德湾(6000 大卡)、印尼卡利曼丹(5900 大卡)FOB 价格分别为 68.82 美元/吨和 72.72 美元/吨。

图 11: 秦皇岛煤炭含税平仓价



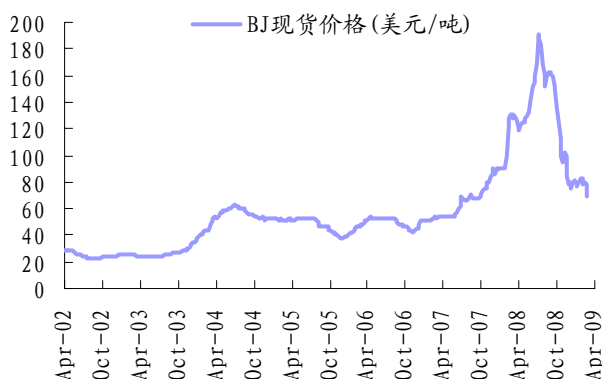
数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 12: 山西坑口不含税煤价环比涨幅



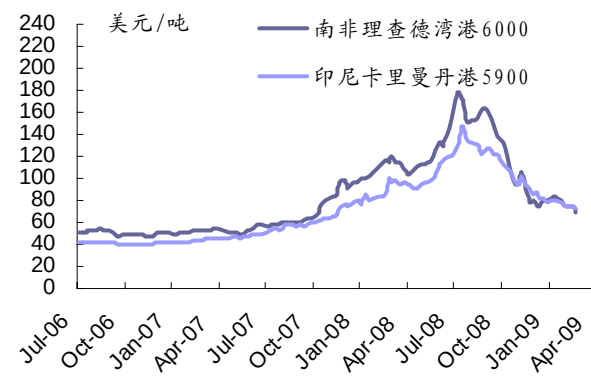
数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 13: 澳大利亚 BJ 动力煤价格



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 14: 印尼、南非煤炭价格走势



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

2. 我们对近期煤价的判断

2.1. 国际煤价挖坑考验国内煤价

进口煤对国内市场的冲击现象已经开始显现，1 月份我国进口煤炭 298.93 万吨，环比上升 25.23%，出口煤炭 365.74 万吨，环比下降 17.91%。其中广东省进口煤炭 91.1 万吨，环比增长 39%，主要来源地为越南、澳大利亚和印尼。

目前由于国际煤价急跌，与国内煤价的价差再次扩大，由于近期海运费较 08 年 11 月的低点反弹 100.09%，考虑到增值税率的因素，进口澳煤到岸价格与秦皇岛价格基本持平，但广州地区进口煤仍有 100 元左右的差价，考虑到装船运输等时滞，东南沿海进口增长趋势在至少 5 月前仍将持续。

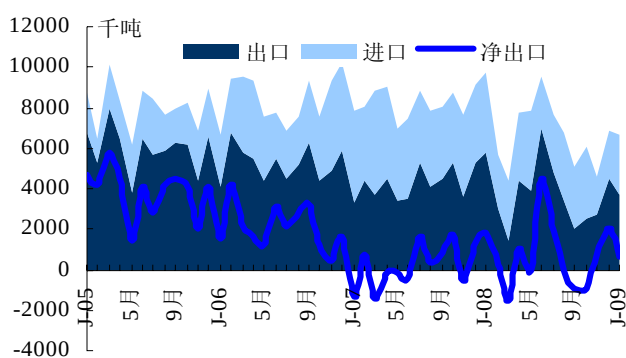
表 1:主要煤炭出口国煤炭到广州港价格推算

	印尼（卡利曼丹港）	澳大利亚（纽卡斯尔港）
FOB 价格(美元)	72.72	69.5
发热量(大卡)	5900	6300
折算为 6000 大卡价格(美元)	73.95	66.19
FOB 价格(人民币元)	505	452
运距(海里)	1600	4000
海运费(元/吨)	31	68
保险费(元/吨)	10	20
增值税(元/吨, 税率 17%)	93	92
运抵广州港价格(元/吨)	639	632
3月2日 6000 大卡山西优混广州场地价	740	
国际煤炭到岸价-国内煤场地价	-101	-108

如果未来国际煤价进一步下跌，对国内动力煤的价格压力加大。而我们判断这种可能性是比较大的。

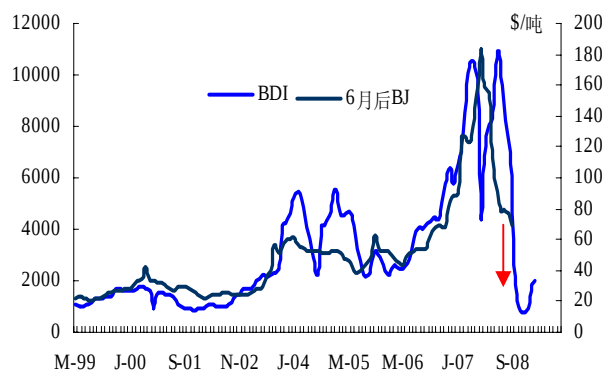
我们在之前的报告中曾得出运价是煤价的先行指标，时滞约为 6 个月左右，目前从我们预测煤价的“水晶球”——运价指数来看，运价月度均价在 12 月见底后，已经连续两个月反弹，意味着 BJ 煤价在未来两个月可能再次经历加速下跌，之后有望寻到价格底部。

图 15: 煤炭进出口及净出口趋势



数据来源：国泰君安

图 16: BDI 与 BJ 动力煤价格走势



数据来源：国泰君安

2.2. 焦煤价格因安全整顿获支撑

2.22 屯兰矿难发生后，内蒙古、山东、河南、陕西、贵州等产煤省份紧急部署安全整顿，整顿时间为从 2 月底到 3 月底。

山西焦煤集团也对下属高瓦斯矿井进行停产自查，根据我们统计，山焦集团高瓦斯矿井产能为 3070 万吨，占总产能的比重为 47.58%。从实际运量来看，3 月 1 日，山西焦煤集团日装车计划量为 2457 车，实际为 1141 车，仅为计划量的 46%，且减幅有所扩大。按照山焦集团停产范围，占全国焦煤产量约 10%，在需求不发

生大幅回落的情况下足以引起价格的变化。我们预计停产整顿对焦煤产量和价格的影响将在 3 月份逐步显现，未来一个月焦煤价格看涨。

目前，钢材在经历“去库存”之后又现“再库存”，而终端需求仍没有全面有效恢复，中期焦煤价格的走势仍有一定的不确定性，广深地区房地产的复苏能否成为燎原的星星之火？值得进一步观察和思考。

3. 本月行业公司重大事件点评

3.1. 山焦集团高瓦斯矿停产整顿，西山煤电 2 矿停产

2009 年 3 月 4 日西山煤电公告马兰矿、西铭矿两大高瓦斯矿井停产整顿。马兰矿主要煤种为肥煤，原煤产能 400 万吨，洗选肥精煤产能 250 万吨左右；西铭矿主要产品为瘦精煤和优质动力煤，产能 360 万吨。我们预计停产时间最长可能延续至 3 月底，影响全年原煤产能 60 万吨，商品煤 41 万吨左右，其中肥精煤 20 万吨，瘦精煤 5.3 万吨，电精煤 1.8 万吨，其他动力煤 13.5 万吨。按照当前的价格，不考虑其他因素的变化，我们测算上述两矿停产一个月影响 EPS0.099 元。由于停产期间固定成本依旧发生，对公司实际影响会略大于我们上述估算。

山焦集团大范围停产可能推高焦煤价格，部分抵消停产的负面影响。山西省焦煤产量占全国焦煤产量的比重 20%左右，09 年 1 月份山焦集团焦精煤产量占山西焦精煤产量的比重为 66.79%。根据我们统计，山焦集团焦煤产能 6452 万吨中 3070 万吨来自高瓦斯矿井，占比 47.58%，近半数矿井面临停产情况，除此而外，小煤矿的复产可能推迟，二者对价格的影响较大。在钢材价格不发生回落的情况下，短期焦煤价格有望上涨，价格上涨将一定程度上弥补产量减少带来的负面影响，根据我们测算，公司吨煤平均价格上涨 18 元，即可抵消产量下降的影响。

我们仍看好公司的长期发展前景。首先从公司本部当前的煤炭资产来看，依然是最优质的焦煤公司，资源优势无可比拟；其次，后续产能接替上位居上市公司之首，2009 年底兴县 1 期 1500 项目投产，产能扩张近 1 倍；再次，公司后续资源扩张有序，公司在内蒙古获得巴彦高勒煤矿控股权，设计产能 400 万吨，同时整合小煤矿亦获进展，小回沟煤矿设计产能 300 万吨，预计上述项目在 2011 年陆续投产，成为公司新的盈利增长点。

3.2. 国投新集重组暂缓，但预期仍在

2 月 27 日，国投新集(601918)发布《中止筹划重大无先例资产重组事项暨公司证券复牌公告》，公告表示国投公司对本公司实施重大无先例资产重组事项相关条件尚不成熟；同时公司公告公司第一大股东国投煤炭同意将其持有的本公司 80,261.08 万股股份(占公司总股本的 43.38%)无偿划转给国家开发投资公司。

国投新集与国投煤炭公司控制的煤炭资产的规模较大，重组利益关联方较多，在目前煤炭行业处于比较微妙时期，市场对煤价的判断分歧较大，预计各方对煤炭资产的重组也较难达成一致。

重组短期内搁置，但我们认为国投公司对旗下煤炭资产的重组的意愿仍然存在。国投公司将国投新集地位从孙公司提升为子公司，体现了国投公司欲将国投新集作为资本市场煤炭业务运作平台的战略。目前国投新集在产矿井 4 座，新集一矿、新集二矿、新集三矿和刘庄矿，2007 年核定产能 1055 万吨，在建产能包括板集矿井 300 万吨、口孜东矿井 500 万吨、刘庄二期 500 万吨。6 座矿井公布的可采储量总量为 16.73 亿吨。国投煤炭公司在产在建产能为 1074 万吨，可采储量为 3.76 亿，探矿可研阶段的几个煤矿可采储量为 15.41 亿。

3.3. 4 家煤炭上市公司公布 09 年报

截至 2009 年 3 月 5 日，共有 4 家煤炭公司公布年报。尽管上述 4 公司之前均已做业绩预告，其中金牛能源低于预告，兰花科创高于预告，其他两家符合预告。

从年报的共同情况看，4 季度收入无一例外环比下滑，主要受到产品价格下滑的影响；此外，由于 4 季度进行了安全费用等调整，公司所得税费用大幅上升，除兰花科创外其他公司实际有效税率都高达 40% 以上。但在毛利率方面上市公司则发生分化，ST 平能、兰花科创 4 季度毛利和净利润环比提升，主要是因为未使用安全费用冲回抵减成本，煤气化由于受到焦炭业务拖累，毛利下滑尚可理解，而金牛能源的毛利率下滑则显得难以理解，但从业绩预告的情况来看，这种“以丰补歉”现象普遍存在。

表 2: 煤气化、金牛能源、ST 平能、兰花科创年报分季度主要财务指标

兰花科创	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
营业收入	95065.74	118442.54	142153.96	135547.74
环比增长率(%)	-9.36%	24.59%	20.02%	-4.65%
毛利率(%)	41.79%	51.52%	45.90%	66.01%
期间费用率(%)	15.14%	21.62%	15.43%	21.32%
利润总额	26411.34	44273.00	47521.95	58673.68
环比增长率(%)	14.96%	67.63%	7.34%	23.47%
利润率(%)	27.78%	37.38%	33.43%	43.29%
减：所得税	6026.00	6211.17	12492.58	14483.36
实际税负比率(%)	22.82%	14.03%	26.29%	24.68%
净利润	20385.34	38061.84	35029.37	44190.32
增长率(%)	44.03%	86.71%	-7.97%	26.15%
净利润率(%)	21.44%	32.14%	24.64%	32.60%
每股收益(元)	0.36	0.67	0.61	0.77

煤气化	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
营业收入	95732.49	146185.53	149374.94	82234.93
环比增长率 (%)	-3.70%	52.70%	2.18%	-44.95%
毛利率 (%)	34.56%	42.43%	42.62%	30.94%
期间费用率 (%)	17.28%	14.95%	9.55%	14.65%
利润总额	14823.42	38244.73	47082.57	-11343.31
环比增长率 (%)	47.36%	158.00%	23.11%	-124.09%
利润率 (%)	15.48%	26.16%	31.52%	-13.79%
减: 所得税	3040.57	8957.43	10588.20	-4721.34
实际税负比率 (%)	20.51%	23.42%	22.49%	41.62%
净利润	11782.85	29287.30	36494.36	-6621.97
增长率 (%)	33.80%	148.56%	24.61%	-118.15%
净利率 (%)	12.31%	20.03%	24.43%	-8.05%
每股收益 (元)	0.23	0.57	0.71	-0.13
金牛能源	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
营业收入	183592.04	264640.66	259100.23	220255.69
环比增长率 (%)	24.64%	44.15%	-2.09%	-14.99%
毛利率 (%)	39.37%	37.69%	68.35%	48.51%
期间费用率 (%)	16.06%	9.82%	9.54%	26.72%
利润总额	40804.16	67494.70	143213.76	25794.05
环比增长率 (%)	169.73%	65.41%	112.19%	-81.99%
利润率 (%)	22.23%	25.50%	55.27%	11.71%
减: 所得税	10076.33	18131.48	36730.37	12741.09
实际税负比率 (%)	24.69%	26.86%	25.65%	49.40%
净利润	30727.83	49363.23	106483.38	13052.96
增长率 (%)	146.09%	60.65%	115.71%	-87.74%
净利率 (%)	16.74%	18.65%	41.10%	5.93%
每股收益 (元)	0.39	0.63	1.35	0.17
ST 平能	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
营业收入	54981.16	59818.17	76236.85	70820.36
环比增长率 (%)	6.91%	8.80%	27.45%	-7.10%
毛利率 (%)	32.06%	39.21%	42.42%	70.37%
期间费用率 (%)	10.08%	11.60%	10.30%	8.23%
利润总额	9037.60	15351.71	23148.33	42866.30
环比增长率 (%)	132.45%	69.87%	50.79%	85.18%
利润率 (%)	16.44%	25.66%	30.36%	60.53%
减: 所得税	2551.24	3338.40	5886.43	10825.19
实际税负比率 (%)	28.23%	21.75%	25.43%	25.25%
净利润	6486.36	12013.31	17261.90	32041.10
增长率 (%)	254.24%	359.85%	293.25%	295.99%
净利率 (%)	11.80%	20.08%	22.64%	45.24%
每股收益 (元)	0.06	0.12	0.17	0.32

数据来源: 天相系统

4. 煤炭板块市场表现

近1个月由于煤价下跌预期，煤炭股跑输大盘。截至3月6日，全部A股按总股本加权平均计算的PE为16.74倍，PB为2.45倍，而煤炭板块按总股本加权平均计算的PE和PB分别为11.10倍和2.54倍。按市盈率来计算，煤炭板块较市场折价66%。

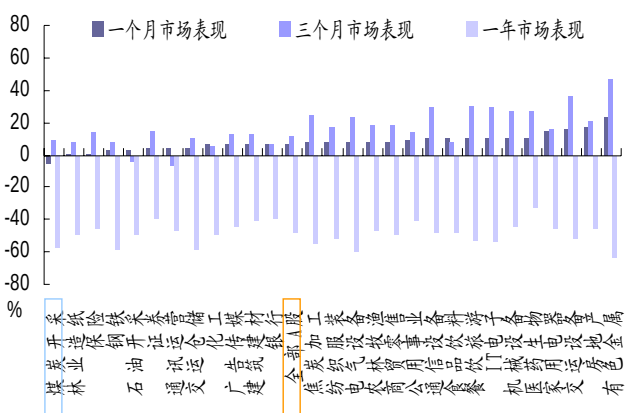
从煤炭板块历史市盈率与整体市场市盈率的对比来看，煤炭板块能够取得与市场一致市盈率水平对应煤炭行业盈利加速上升阶段和经济增长高点，除此之外煤炭板块较市场均有折价，而折价达到最低（50%）的阶段分别对应煤炭板块盈利下降阶段和经济的回升期。在当前经济见底到复苏阶段，对应煤炭行业景气继续下滑到见底阶段，煤炭板块估值折价仍是合理的。

表 3:煤炭板块市场表现

	1 年		3 月		1 月	
	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率
煤炭指数	-50.61	-1.84	26.28	15.31	-0.73	-6.11
上证指数	-48.77	-	10.97	-	5.38	-

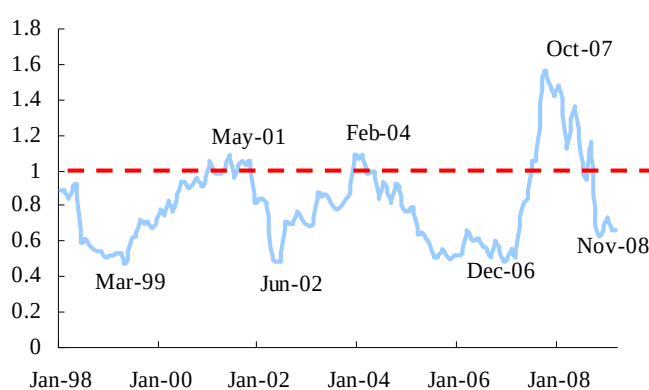
数据来源：Wind，截至到2009年03月05日，按区间成交额加权

图 17: 煤炭板块市场表现



数据来源：国泰君安

图 18: 煤炭板块市盈率相对 A 股折价变动



数据来源：国泰君安

5. 重点公司盈利预测及投资策略

表 4:重点公司业绩预测

简称	投资评级	市场表现							
		2008E	PE	2009E	PE	1 Week	1 Month	3 Month	6 Month
中国神华	谨慎增持	1.34	14.45	1.55	12.46	-3.73	4.45	17.97	-23.16
西山煤电	谨慎增持	1.51	9.40	1.06	13.40	-1.88	10.88	69.81	-5.22
盘江股份	谨慎增持	1.02	13.00	1.30	10.20	0.20	6.54	56.27	21.86
开滦股份	谨慎增持	1.33	11.72	1.30	11.99	-0.69	19.62	38.52	-21.61

请务必阅读正文之后的免责条款部分

10 of 13

中煤能源	中性	0.62	12.47	0.58	13.33	-2.82	10.64	21.55	-19.65
大同煤业	中性	2.35	6.38	1.57	9.55	-1.66	2.70	32.09	4.45
兖州煤业	中性	1.18	8.97	1.02	10.38	2.55	14.20	28.84	-19.20
潞安环能	中性	2.41	6.85	1.68	9.83	2.62	1.16	67.89	-2.49
平煤股份	中性	2.77	6.12	1.69	10.04	0.64	3.64	46.19	-10.43
国阳新能	中性	1.50	9.23	1.01	13.71	-1.49	20.27	51.45	18.49

数据来源：国泰君安煤炭行业数据库（截止 3 月 5 日价格）

从中期来看，在去库存化完成与终端需求尚未恢复的空档期，煤炭价格仍有下跌压力，国际上主要进口国日本、欧洲等需求疲软态势短期难以改观，国际煤价对国内煤价的向下牵引依然存在，我们对行业仍维持中性评级。短期内由于矿难引发的山焦集团停产整顿在范围和时间上超过我们预期，突发因素使供给再次成为短期内影响市场均衡的主要变量，我们判断焦煤价格有上涨驱动。从投资的角度，超预期的变化会在市场表现上有所反应，我们短期内建议重点关注西山煤电、开滦股份、盘江股份、平煤股份等优质焦煤比重大、年报分红高的公司。

6. 国际煤炭上市公司估值情况

表 5: 国际煤炭上市公司估值情况

公司简称	2007A	2008E	2009E	PB	PEG	EV/EBIT DA	1 Week	1 Month	3 Month	6 Month
港股										
中国神华	9.85	8.65	8.24	1.86	0.58	8.45	16.04	18.22	14.82	24.60
中煤能源	6.76	5.98	6.02	0.98	0.18	4.63	4.99	6.15	4.82	11.52
兖州煤业	3.47	2.57	3.81	0.78	0.08	8.54	4.56	5.55	4.29	11.72
国际综合性企业										
BHP Billiton		7.37	8.90		0.81		31.96	37.86	30.85	52.67
Rio Tinto		7.18	4.84		0.55		102.09	109.02	64.93	314.42
Xstrata	2.33	5.64	4.36	0.38		2.36	370.50	428.53	325.50	1395.40
国际煤炭生产企业										
Peabody	6.73	7.42	6.36	2.14	0.33	5.06	24.14	27.63	18.44	53.30
Arch Coal	5.40	5.74	4.28	1.10	0.45	4.49	14.23	15.50	12.59	43.29
Consol Energy	12.53	5.79	5.95	3.25	0.46	6.30	27.16	30.62	24.19	59.14
Massey Energy	3.83	4.39	4.00	0.92	0.11	2.71	11.61	14.35	11.75	53.94
Anglo American		2.33	6.49				7.14	10.30	9.59	21.35
国际煤变油企业										
Sasol		6.38	5.12		0.43		26.11	27.25	24.65	47.14

数据来源：国泰君安（截止 3 月 4 日价格）

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com