

资产整合和价值低估中的投资机会进一步凸现——4月份行业投资策略 中性（维持）

煤炭行业

2009 年 4 月 2 日

联系人：天相煤炭电力组

服务热线：010-66045542

服务邮箱：hujs@txsec.com

事件描述：

统计局公布2009年1-2月工业企业的主要经济指标，就此我们结合煤炭行业发展的现状，分析预测煤炭行业及其上市公司2009年一季度的业绩情况，由于假设条件存在较大的不确定性，预测仅供投资者参考。

评论：

1、1 季度全国煤炭销售收入还可实现小幅增长。

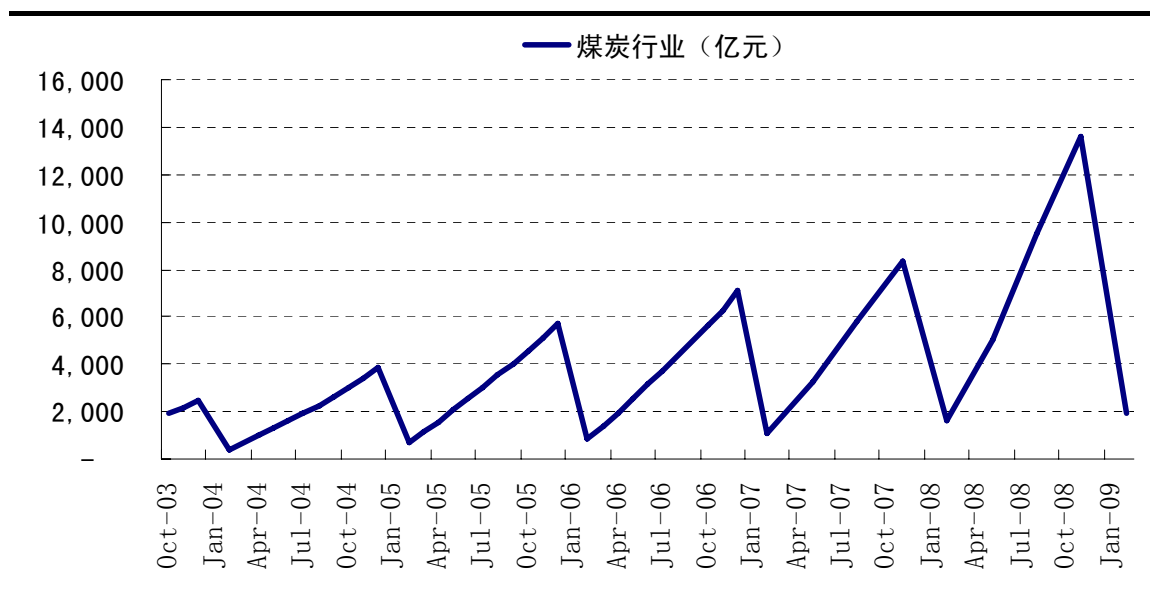
据统计局数据，2009 年 1-2 月，煤炭行业实现主营业务收入 1909 亿元，同比增长 20.76%，受电力、钢铁行业回暖影响，估计 3 月份煤炭行业产销仍可实现同比和环比增长，从而推动煤炭行业 09 年 1 季度收入同比保持正向增长。

1) 1 季度产量有望同比稳中略增。2 月份，全国煤炭产量为 19657 万吨，同比增长 16.0%，较上月增长 14.05%，受下游复产和需求增加影响，1-2 月份煤炭产量呈增加趋势，预期 3 月份煤炭产量较 2 月可继续增加，按 5%的环比增速估计，3 月煤炭产量为 20639 万吨，1 季度煤炭产量约为 57529 万吨，较上年同期的 56930 万吨略增 1.05%。

2) 1 季度市场均价同比稍有下滑。根据秦皇岛港煤炭价格数据，5500 大卡/千克的山西优混 09 年 1-3 月份的均价为 574 元/吨，和上年同期 586 元/吨的均价相比，下降幅度为 2.05%，由此简单判断，1 季度全国煤炭市场均价应为同比稍有下降。

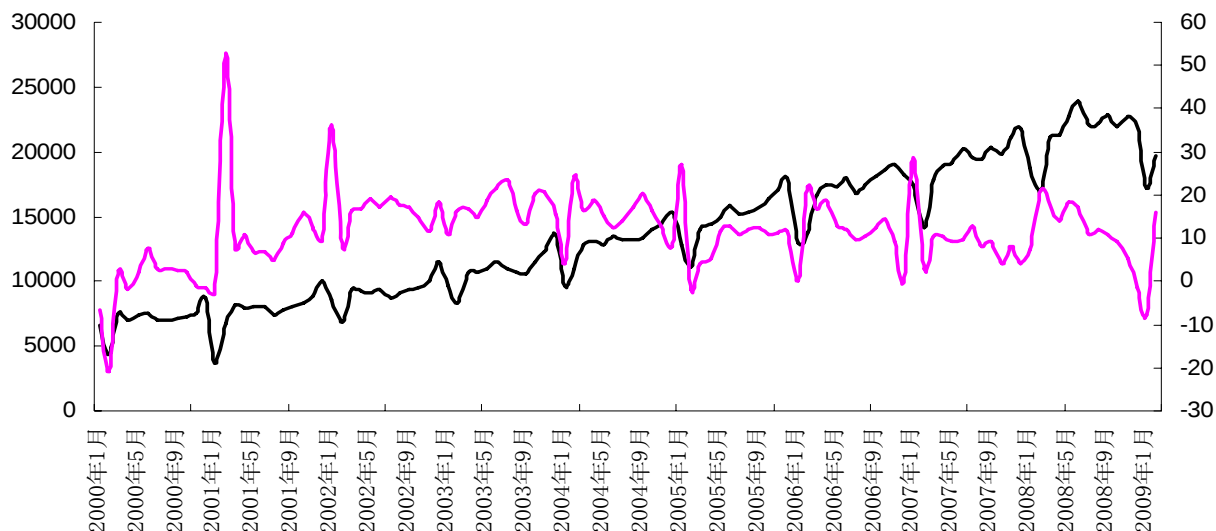
考虑到 1 季度执行的合同煤价要高于上年同期平均水平，预计在 10-15%之间，简单加权平均后，我们判断 1 季度全国煤炭均价可同比上涨约 5%。结合产量增长情况，预计 1 季度煤炭销售收入同比增幅在 6%左右。

图表 1：我国煤炭行业近年销售收入走势



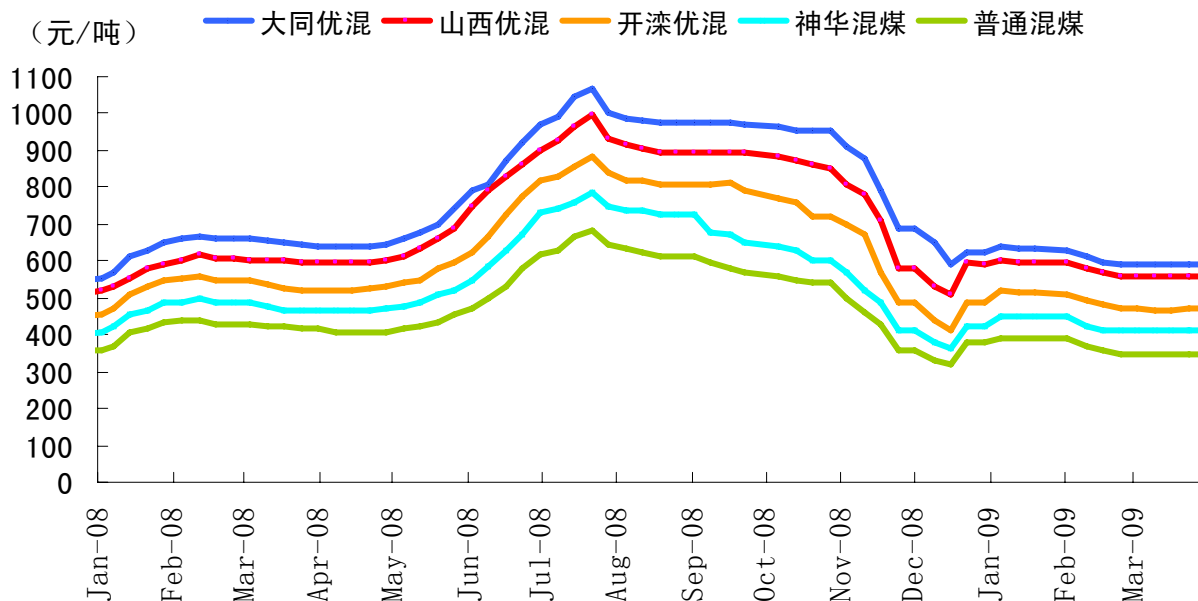
数据来源：统计局、天相投顾研究整理

图表 2：全国煤炭月度产量及其同比增速走势（万吨、%）



数据来源：统计局、天相投顾研究整理

图表 3：08 年以来秦皇岛港煤炭价格走势



数据来源：中国煤炭市场网、天相投顾研究整理

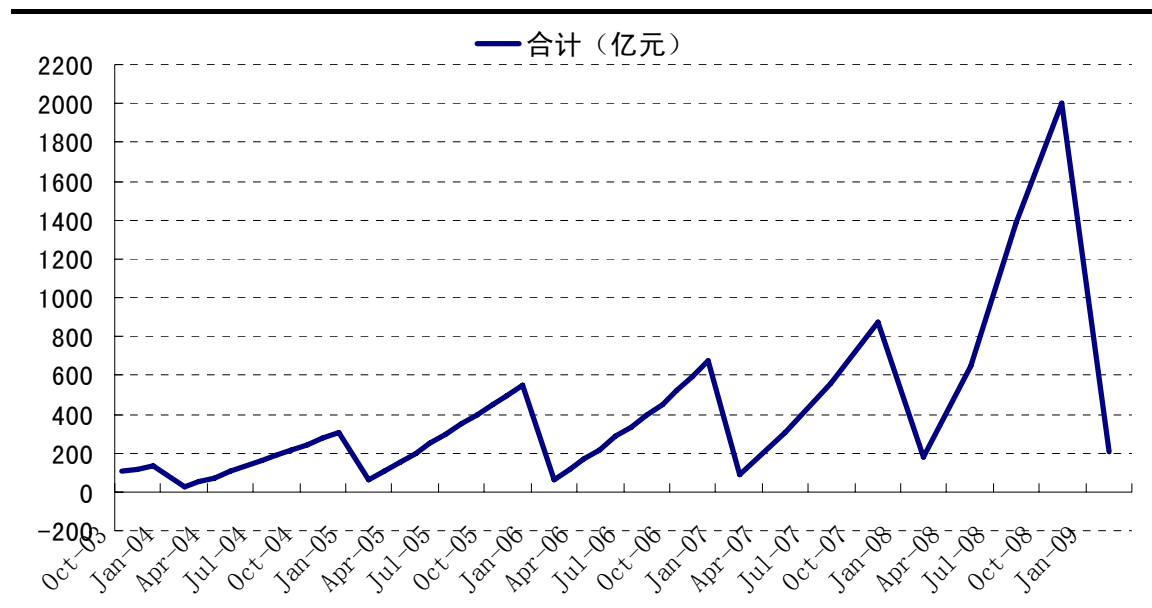
2、1 季度煤炭行业盈利增速难言乐观。

2009 年 1-2 月，煤炭行业实现利润总额 205.99 万元，同比增长 15.03%，主要因为 08 年同期的雪灾因素，使得煤炭产销受阻而基数偏低。09 年 3 月份，尽管产量环比上扬，但预计月度煤炭产量同比将会下降，这将导致行业利润总额同比下滑，从而使得 1 季度行业利润同比增长不如 1-2 月份那么乐观。

4 月份以后，煤炭行业的需求将表现为先抑后扬，下游钢铁行业将完成第二轮“去库存”，6 月份产量将如往年一样进入年内的高峰，同样，电煤的需求也会持续增加，局部地区将出现供应紧缺的局面。届时，煤炭价格的上涨将给行业带来阶段性的投资机会，但和 08 年上半年的疯狂攀升相对，则会温和很多，2 季度的盈利空间也

将不如上年。

图表 4: 煤炭行业近年利润走势



数据来源: 统计局、天相投顾研究整理

3、代表公司 1 季度盈利预测: 中国神华 (601088)

08 年前 3 季度, 天相煤炭板块上市公司营业收入为 2628 亿元, 其中中国神华 (601088)、中煤能源 (601898) 分别为 775 亿元、422 亿元, 分别占比 29.5%、16.0%; 天相煤炭板块上市公司实现净利润 527 亿元, 其中中国神华、中煤能源分别为 219 亿元、57 亿元, 分别占比 41.6%、10.8%, 合计达到了 52.4%。考虑到中国神华的数据批露更为详实, 我们主要选取该公司进行 1 季度盈利预测和判断, 并对其他上市煤炭公司的盈利走势判断提供参考。

按公司 2 月份经营数据, 公司煤炭产量为 0.15 亿吨, 同比增加 1.4%, 但较 1 月份环比下降 14.77%, 主要因为 1 月自产煤创新高; 煤炭销量 0.15 亿吨, 同比下降 20.6%, 环比下降 22.28%, 主要减少的是外购煤销量, 对自产煤销售基本无影响。公司电力业务表现较为稳定, 2 月份发电量为 67 亿千瓦时, 同比增加 6.0%; 售电量 63.7 亿千瓦时, 同比增加 8.7%。受下游需求回暖影响, 预计公司 3 月份煤炭销量增加, 按增长 5% 假设, 公司 3 月份煤炭产量为 0.16 亿吨, 也即 1 季度可达 0.50 亿吨, 较上年同期的 0.57 亿吨下降 10.7%, 而煤炭业务占到公司总收入的 70%, 因而将影响 1 季度营业收入下滑 7.5%。由于公司自产煤销量受影响较小, 因而销量下降对 1 季度盈利带来的损失在可控范围之内, 估计公司 1 季度盈利同比下降幅度要小于 7.5%。

4、煤炭行业 4 月份投资策略

根据天相系统的行业市盈率统计, 截止今日收盘, 天相煤炭行业的 09 年动态市盈率为 15.6 倍, 和其他行业相比, 处于较低水平, 仅高于银行业和公路业。比较而言, 煤炭行业投资价值更为明显, 估值更低的公司 4 月份有望跑赢行业和大盘。同时, 正如天相策略组推出的《振荡中寻找超额收益——2009 年二季度投资策略》报告中所言, 具有资产注入主题投资机会的公司可进行持续的关注。我们判断下述公司投资价值更为突出, 或将在 4 月份的行业市场表现中脱颖而出。

- 1) **潞安环能 (601699):** 公司现有多个煤矿和煤化工项目在建, 内生增长明确。按公司 2009 年生产预计, 煤炭产量将增至 2840 万吨, 同比增长 10.21%; 煤炭销量为 2596 万吨, 增长 11.75%; 煤炭综合售价为 511.82 元



/吨，下滑 9.81%，好于此前的预期；全年将实现销售收入 164.69 亿元，和上年基本持平；营业总成本为 124.34 亿元，同比增长约 5%；预计实现归属母公司净利润好于此前的预期，每股收益为 2.4 元。参照今日的收盘价 28.01 元/股，公司 09 年对应的市盈率分别为 11.7 倍，明显好于行业和市场平均水平，我们强烈给予公司“增持”的评级。

- 2) **恒源煤电 (600971)**: 公司下属卧龙湖矿估计 08 年底才通过省安监局等相关主管部门的验收，08 年煤炭产量因而也只有近 40 万吨，09 年才可能达产，增加产量 50 万吨；五沟矿预计 08 年煤炭产量只有 20 万吨左右，09 年达产后可增加产量 40 万吨。按上述估计，公司 09 年煤炭产量可达到 490 万吨，从而可保证全年盈利稳步增长。目前，公司拟收购集团下属任楼煤矿（280 万吨）、祁东煤矿（225 万吨）、钱营孜煤矿（180 万吨）及其辅助资产。若收购顺利完成，公司产能可增至 1175 万吨，较现有产能增长 1.4 倍；可采储量增至 6.72 亿吨，较现有储量增长 3.8 倍。该收购可使公司生产能力大幅提升，并保证公司中长期生产规模的持续扩张。预计公司 09 年 EPS 为 1.72 元，参照今日的每股收盘价 21.23 元，对应的动态市盈率为 12.3 倍，处于行业和市场较低水平。随着卧龙湖矿和五沟矿完成验收和顺利达产，公司产量和盈利水平可稳步提高。同时，收购母公司主要煤矿资产，可为公司的中长期可持续发展提供保障，我们维持公司“增持”的评级。
- 3) **金牛能源 (000937)**: 为解决与控股股东的同业竞争问题，09 年公司将继续推进收购峰峰集团、邯矿集团和张矿集团下属煤矿资产，实现产能规模的扩张，使得公司基本面得到提升。公司下属寿阳段王煤矿（180 万吨，占有 40%股权）技改完成后可新增 90 万吨产能，预计 09 年下半年可释放部分新增产能。同时，公司投资建设的 20 万吨焦炉煤气制甲醇项目，有望于 09 年贡献部分利润。预计公司 09 年每股收益分别为 1.60 元，参照公司今日的收盘价 23.28 元/股，对应的动态市盈率为 14.6 倍，处于行业 and 市场的较低水平。由于公司 09 年在煤矿和化工领域的扩张稳步进行，且目前估值偏低，我们给予该公司谨慎“增持”的评级。
- 4) **国投新集 (601918)**: 公司目前建设的煤矿项目有 300 万吨/年的板集煤矿和 500 万吨/年的口孜东煤矿，扩建项目刘庄煤矿由目前的 300 万吨/年扩产到 800 万吨/年，如果这三座煤矿顺利投产，则公司的产量有望翻番。公司原计划进行无先例重组，但由于重组方案中拟重组的资产范围较广、规模较大和涉及的程序复杂，使得重组难于操作，且短期内继续推进和成功实施的功能性不大。正如公司近期增持国投宣城电厂 24% 的股权，我们判断公司收购国家开发投资公司在安徽及其周边地区的煤电资产的可能性更大。预计公司 09 年 EPS 为 0.56 元，参照今日 11.25 元/股的收盘价，对应的动态市盈率分别为 20.1 倍。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014