

2009 年 04 月 07 日

长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	28.68
市场优化平均市盈率	20.60
国金煤炭指数	5716.54
沪深 300 指数	2570.50
上证指数	2419.78
深证成指	9244.66
中小板指数	3778.94



相关报告

- 1 《仍被低估：基本面支持估值提升》，2009.4.3
- 2 《风险集中释放、淡季基本面支持做多》，2009.4.1
- 3 《建议提前、积极做多煤炭股》，2009.3.19

龚云华

(8621)61038276
gongyunhua@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

煤炭行业研究报告

——基本面支持：煤炭股估值提升将持续深化

减持

持有

增持

投资要点

- 延续前期观点，我们判断：煤炭行业，是当前 A 股市场最具备估值优势的板块。因此，煤炭股估值提升是一个必然趋势。
- 我们判断：2009 年 2 季度以后的相当长时间内，市场给予周期性行业的实际估值水平（P/E 倍数）可能会大幅提高。理由如下：
 - ◆ 1) 业绩下降导致；2) 经济复苏预期增强。
 - ◆ 在此背景下，具备业绩基础和平滑能力的煤炭上市公司估值优势将得到充分发掘。
- 根据我们对煤炭供求、库存的持续跟踪，认为：库存的快速下降显示，电煤的内部需求可能开始转旺，持续性值得积极关注。
 - ◆ 截止到 4 月 5 日，秦皇岛煤炭库存为 436.19 万吨，其中内贸煤炭 416.95 万吨、外贸煤炭 19.24 万吨；较年内最高库存下降了 43.13%。
 - ◆ 与此形成鲜明对照的是：3 月份以来，山西煤炭铁路外运、煤炭日外销量保持平稳略增态势。
- 安全事故将弱化小煤矿复产的冲击——本周，黑龙江鸡西市发生煤矿透水事故，短期影响较大。

投资策略：继续坚持：季度策略观点——做多煤炭股、看好无烟煤子行业

- 我们对淡季行业基本面的核心观点是：风险释放后的淡季不再可怕、做多煤炭股。坚持子行业排序：无烟煤——炼焦煤——动力煤。
 - ◆ 无烟煤：国阳新能、兰花科创、潞安环能（贫瘦煤）、神火股份。
 - ◆ 炼焦煤：西山煤电、盘江股份。
 - ◆ 产业整合、兼并重组：中油化建、国投新集、金牛能源、恒源煤电。

4 月月度策略及跟踪报告策略——新视角

- ◆ 新增建议：推荐大同煤业。秦皇岛库存快速下降进一步支持我们在月度报告中对大同煤业的推荐逻辑。
- ◆ 消费地视角：通过对煤种结构、估值水平、相对涨幅、风险释放程度的综合比较最值得关注：上海能源、金牛能源。

煤炭行业估值优势：获得基本面支持、提升仍是趋势

煤炭：当前最具备估值优势的周期性行业

- 延续国金证券《煤炭行业 2009 年 2 季度研究报告》、《煤炭行业 2009 年 4 月份月度报告》的观点，我们判断：煤炭行业，是当前 A 股市场最具备估值优势的板块。因此，煤炭股估值提升是一个必然趋势。
 - ◆ 1) 相对市场整体水平而言，煤炭行业估值水平仍旧处于折价水平。但业绩的确定性、行业 ROE 的水平却远高于市场整体水平。
 - ◆ 2) 通过我们对重点公司的跟踪、分析，认为其业绩确定性逐步增强：
 - ◆ 首先，是体现在 2009 年煤炭价格的确定性上，2 季度面临的各方面风险已经得到释放，全年煤炭价格大局确定后，2009 年煤炭上市公司的加权价格下跌幅度有限，1 季度将可能高于 2008 年同期。
 - ◆ 其次，各个公司煤炭产销、年度经营计划增强了相关企业的可预期性；对应地，安全费用等会计政策调整，本质上直接提高了毛利率。
- 我们判断：2009 年 2 季度以后的相当长时间内，市场给予周期性行业的实际估值水平（P/E 倍数）可能会大幅提高。理由如下：
 - ◆ 1) 业绩下降导致，预计 4 月底 2008 年年报和 2009 年 1 季度业绩报告公布后，部分周期性行业业绩将大幅度下降。
 - ◆ 2) 经济复苏预期增强。由于中国政府出台了 4 万亿刺激经济的投资计划，国家还可能进一步出台刺激措施，中国经济在全球性金融危机的冲击过后，有望率先复苏可能性增强。
 - ◆ 3) 在此背景下，具备业绩基础和平滑能力的煤炭上市公司估值优势将得到充分发掘。

图表1：国金行业估值数据显示：煤炭板块 ROE 高、估值水平偏低

日期	名称	总市值(亿元)	A股市值(亿元)	PE_TTM	PB_TTM	PS_TTM	ROE(%)
20090402	国金船舶与海洋工程设备	936.67	903.76	14.8	4.5	2.1	30.45
20090402	国金无线通信	1,245.77	1,245.77	6.3	1.7	0.8	27.56
20090402	国金水上运输	2,780.39	2,128.41	7.6	2.0	1.4	26.69
20090402	国金白酒	2,317.74	2,310.67	29.2	6.9	7.9	23.45
20090402	国金煤炭	8,050.08	7,029.53	14.6	3.2	2.8	21.72
20090402	国金风能	993.64	930.59	41.0	8.5	2.4	20.70
20090402	国金银行业	45,803.24	27,377.95	12.0	2.2	4.1	18.30
20090402	国金工程机械	1,396.68	1,371.17	25.3	4.6	1.9	18.14
20090402	国金超市零售	886.13	866.76	28.1	4.8	0.7	17.22
20090402	国金有机化学品	494.46	494.46	17.4	3.0	1.5	16.95
	煤炭权重	4.74%	5.08%				
名称	前收盘	今收盘	涨幅(%)	PE_TTM	PB_TTM	PS_TTM	ROE(%)
国金煤炭	N/A	N/A	N/A	14.6	3.2	2.8	21.72
上证50	1825.63	1878.40	2.89	16.5	2.5	1.9	15.30
上证180	5541.96	5711.77	3.06	17.8	2.6	1.9	14.71
沪深300	2498.93	2576.40	3.10	18.3	2.7	1.8	14.49
国金推荐	3639.79	3745.12	2.89	18.9	2.7	1.6	14.10
上证	2374.44	2425.29	2.14	19.7	2.7	1.8	13.63
深圳成指	8994.15	9300.92	3.41	20.4	3.1	1.4	15.34
国金流通	3509.44	3616.46	3.05	20.9	2.8	1.8	13.27
深证100	3082.24	3187.44	3.41	22.6	3.2	1.5	14.08
深圳综指	778.54	805.12	3.41	29.5	3.3	1.7	11.10

来源：国金证券研究所

图表2：重点公司盈利预测及估值指标显示：煤炭股业绩确定性高

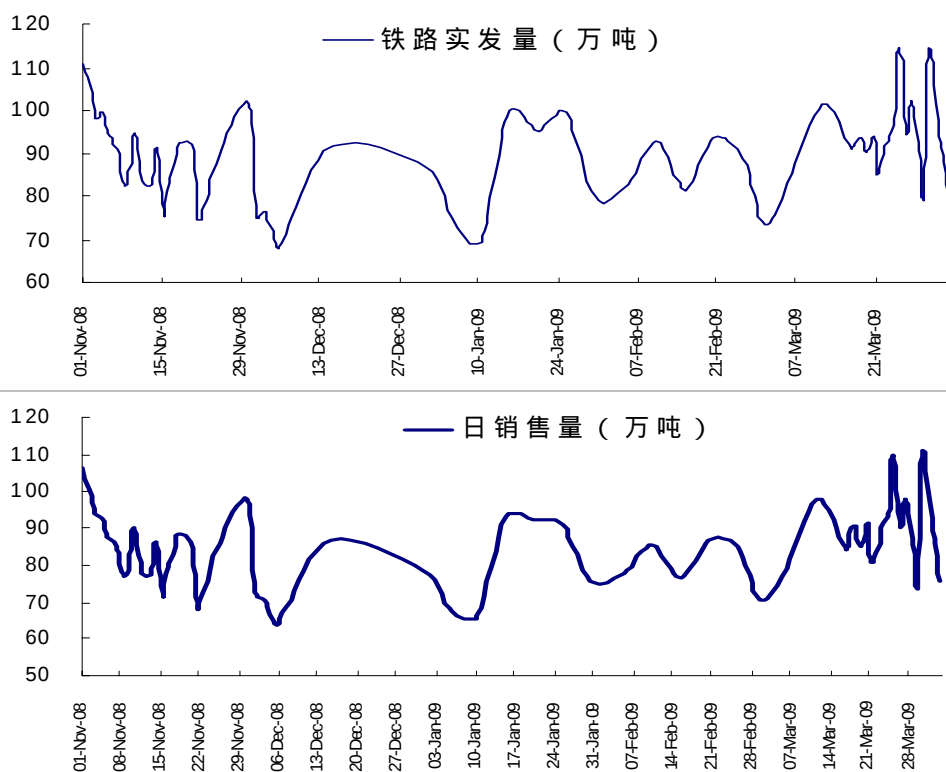
股票代码	股票名称	收盘价	流通A股 (百万股)	2007EPS 2008EPS 2009EPS			净利润		2007PE	2008PE	2009PE	投资 评级
		(元)		(元)	(元)	(元)	08%07	09%08				
600123	兰花科创	24.68	571.20	1.414	2.453	2.100	142.97%	-14.39%	17.46	10.06	11.75	买入
600348	国阳新能	20.32	962.00	1.030	1.395	1.272	170.87%	-8.82%	19.73	14.57	15.97	买入
601699	潞安环能	28.01	1150.54	1.530	2.480	2.492	191.76%	0.48%	18.31	11.29	11.24	买入
000983	西山煤电	18.67	2424.00	0.868	1.356	1.002	212.44%	-26.11%	21.51	13.77	18.63	买入
000933	神火股份	27.20	500.00	1.639	2.550	1.950	55.58%	-23.53%	16.60	10.67	13.95	买入
000937	金牛能源	23.28	787.95	0.725	2.493	1.710	243.90%	-31.40%	32.12	9.34	13.61	买入
601088	中国神华	22.14	16491.04	1.070	1.337	1.560	24.95%	16.68%	20.69	16.56	14.19	买入
600971	恒源煤电	21.23	188.40	1.070	1.620	1.520	51.40%	-6.17%	19.84	13.10	13.97	买入
600997	开滦股份	21.78	617.32	1.100	1.460	1.021	46.00%	-30.07%	19.80	14.92	21.33	买入
601001	大同煤业	20.49	836.85	0.600	2.072	2.283	245.33%	10.18%	34.15	9.89	8.98	买入
600188	兖州煤业	13.69	2960.00	0.580	1.200	1.100	106.90%	-8.33%	23.60	11.41	12.45	持有
002128	露天煤业	17.51	850.44	0.740	0.850	0.900	49.32%	5.88%	23.66	20.60	19.46	持有
平均值							128.45%	-9.63%	22.29	13.01	14.63	

来源：国金证券研究所、聚源数据

焦点数据观察：基本面的积极变化值得重视——内部需求可能转旺

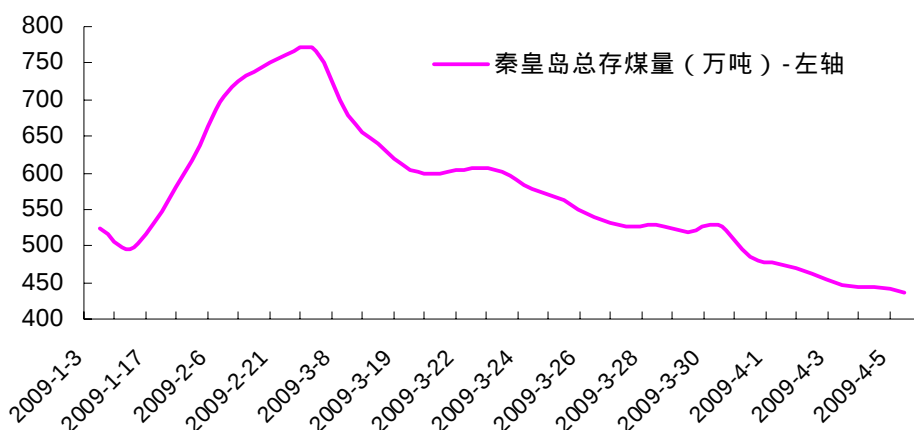
- 根据我们对煤炭供求、库存的持续跟踪，认为：库存的快速下降显示，电煤的内部需求可能开始转旺，持续性值得积极关注。
 - ◆ 自 2009 年 3 月份以来，秦皇岛库存、重点监测电厂库存开始快速下降；但同期，主要产煤省份以山西最为典型——铁路煤炭外运量及日均销售量并没有下降，反而保持平稳上升态势。
 - ◆ 虽然 3 月份下旬发电、用电量同比数据仍不理想，但预期环比数据逐步转好的可能性增大；在此背景下，国家进一步出台新的经济刺激计划可能也增大。我们判断：需求侧的适度改善仍旧值得期待。

图表3：3 月份至今：山西煤炭铁路实发量及日销售量保持平稳略增态势



来源：国金证券研究所、中国煤炭资源网

图表4：2009年3月开始秦皇岛港口库存快速下降



来源：国金证券研究所、中国煤炭市场网

- 截止到4月5日，秦皇岛煤炭库存为436.19万吨，其中内贸煤炭416.95万吨、外贸煤炭19.24万吨；较年内最高库存下降了43.13%。

安全事故将弱化小煤矿复产的冲击

- 针对市场担忧的4月份传统淡季里，小煤矿的复产冲击较为担忧，我们分析如下：
 - ◆ 1) 煤炭安全生产形式的严峻程度，将弱化小煤矿的复产冲击。4月5日，黑龙江鸡西市天源公司金利煤矿透水事故导致7人遇难、仍有5人被困井下。
 - ◆ 2) 小煤矿产量比重、增量比重，核定产能对产能释放的约束将有效降低小矿复产后对整体供求的冲击。

选择股票的策略

继续坚持：季度策略观点——做多煤炭股、看好无烟煤子行业

- 我们对淡季行业基本面的核心观点是：风险释放后的淡季不再可怕、做多煤炭股。建议侧重投资山西煤炭上市公司——产区视角。
- 坚持子行业排序：无烟煤——炼焦煤——动力煤。
 - ◆ 无烟煤：国阳新能、兰花科创、潞安环能（贫瘦煤）、神火股份。
 - ◆ 炼焦煤：西山煤电、盘江股份。
 - ◆ 产业整合、兼并重组：中油化建、国投新集、金牛能源、恒源煤电。

4月月度策略及跟踪报告策略

- 新增建议：推荐大同煤业。
 - ◆ 推荐逻辑敬请参阅《基本面支持：煤炭股估值提升将持续深化》——2009年4月份煤炭研究报告。
 - ◆ 在谨慎预测的基础上，我们对公司盈利预测模型进行了最新调整：预计公司2008-2010年EPS分别为：2.072元、2.283元、2.405元。
 - ◆ 秦皇岛煤炭库存快速下降，进一步支持推荐“大同煤业”的逻辑。
- 建议关注：上海能源、金牛能源——消费地视角。
 - ◆ 通过对煤种结构、估值水平、相对涨幅、风险释放度的综合比较，我们认为：离消费地近的煤炭股中，上海能源、金牛能源最值得关注。
 - ◆ 1) 上述2公司所在的华东煤炭销售联合体炼焦煤价格在4月份已经确定下调50-100元/吨，风险充分释放。

- ◆ 2) 煤种属于我们准备再次重点关注的炼焦煤子行业，市场化程度高，复苏预期中，受益程度最大。

图表5：自我们推荐以来，无烟煤子行业的涨幅远超同类企业

序号	股票代码	股票名称	总股本(万股)	A股(万股)	换手率09-03-18—09-04-03 %	区间涨跌幅08-11-18—09-04-03 %	区间涨跌幅09-01-01—09-04-03 %	区间涨跌幅09-03-18—09-04-03 %	煤种	公司所在地
1	601699	潞安环能	115054	115054	99.8	124.0	125.9	57.2	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	山西长治
2	600348	国阳新能	96200	96200	50.9	73.8	106.2	41.5	无烟煤	山西阳泉
3	600123	兰花科创	57120	57120	52.6	76.2	109.2	39.5	无烟煤	山西晋城
4	000933	神火股份	50000	50000	54.1	72.5	99.9	39.4	无烟煤	河南永城
5	601001	大同煤业	83685	83685	106.6	46.3	80.1	32.2	1/2中粘煤、弱粘煤	山西大同
6	600971	恒源煤电	18842	18842	100.0	89.5	110.6	27.6	贫煤、贫瘦煤	安徽淮北
7	002128	露天煤业	85044	85044	57.6	80.7	95.3	24.9	褐煤	内蒙霍林河
8	600188	兖州煤业	491840	296000	124.5	37.0	66.4	24.6	气煤	山东邹城
9	000983	西山煤电	242400	242400	91.2	82.0	60.8	23.6	焦煤、1/3焦煤、肥煤	山西太原
10	600395	盘江股份	59408	59408	81.2	61.0	53.6	23.4	焦煤、1/3焦煤、肥煤	贵州六盘水
11	600508	上海能源	72272	72272	85.8	39.4	63.6	19.8	焦煤、1/3焦煤、气煤	江苏徐州
12	000937	金牛能源	78795	78795	51.7	64.0	64.9	19.7	1/3焦煤、焦煤	河北邢台
13	601666	平煤股份	107472	107472	73.4	55.0	73.2	16.4	1/3焦煤、焦煤	河南平顶山
14	601898	中煤能源	1325866	915200	64.3	17.2	42.0	13.6	1/3焦煤、气、肥、焦煤	山西朔州
15	601088	中国神华	1988962	1649104	41.5	8.5	24.9	11.2	瘦煤、气煤、长焰煤	内蒙

来源：国金证券研究所、聚源数据

图表6：部分估值水平明显偏低的煤炭股值得重点关注

序号	股票代码	股票名称	A股(万股)	收盘价最新 不复权 元	市盈率 (PE,TTM) 最新倍	市净率 (PB)最新 2008三季倍	市销率 (PS)最新 2008三季倍	市净率 (PB)最新 2008年度倍	市销率 (PS)最新 2008年度倍
1	000937	金牛能源	78795.3	23.1	9.3	3.4	1.9	3.2	2.0
2	600508	上海能源	72271.8	14.3	9.3	2.8	1.4	2.5	1.5
3	600123	兰花科创	57120.0	24.9	10.2	3.9	3.0	3.2	2.9
6	601699	潞安环能	115054	28.2	11.4	6.0	2.0	4.1	1.9
7	601001	大同煤业	83685	20.4	12.1	3.4	1.9	N/A	N/A
8	000983	西山煤电	242400	18.8	13.0	5.7	3.5	4.9	3.4
9	600971	恒源煤电	18842	23.4	14.4	3.3	2.6	2.7	2.1
10	601088	中国神华	1649104	21.9	16.4	3.1	4.2	2.9	4.1
11	601898	中煤能源	915200	9.2	17.9	2.0	2.2	1.9	2.4
12	600395	盘江股份	59408	18.0	18.8	5.5	2.5	N/A	N/A
13	600348	国阳新能	96200	20.1	19.6	7.0	1.3	N/A	N/A
14	002128	露天煤业	85044	17.8	21.0	6.4	4.3	6.4	3.9

来源：国金证券研究所

风险提示：资源税增加风险、市场可能的系统性风险。

- 我们建议，积极做多煤炭股的同时，对系统性风险保持警惕。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。