

煤炭行业第二季度投资策略

—— 乍暖还寒时 最难将息

产业部门/行业

投资要点:

- 2009 年第二季度对煤炭行业将是一个比较敏感的时期，显性的利好因素将和隐性的利空因素交织，而这些因素将集中体现在煤炭价格问题上。
- 今年第一季度煤炭供给稳定，下游需求一度报复性反弹，但难以作为煤炭需求回暖的信号，需求的首次真正回暖还需等待。
- 合同煤价格将是第二季度投资煤炭板块的一个重要观察点，合同煤价格上涨可能使煤炭价格进入合同价与市场价相互提振的良性循环。维持我们对 2009 年合同煤价格涨幅 0-8% 的预测。
- 今年煤炭市场价格将呈现 W 型波动，即在第二季度末和第三季度末迎来阶段性回暖，受“迎峰度夏”前电力企业加大采购的影响，年内的首次价格显著上涨可能由 5 月末启动。
- 通过量化分析，国际煤炭价格与原油价格的短期背离不反映实际供求，料难持续。长期来看，煤炭价格与原油价格依然具备较强的正相关性。
- 煤炭行业在第二季度的运行情况将略微好转，但下游行业全面转暖非一日之功，二季度前期为煤炭需求的传统淡季，加之去年同期较高的煤炭价格将给今年的煤炭企业业绩增长带来极大压力，维持行业“同步大势”的评级。

同步大势

维持评级

2009 年 4 月 20 日

走势图



重要公司	评级
西山煤电	谨慎推荐
兰花科创	谨慎推荐
大同煤业	谨慎推荐
中煤能源	谨慎推荐
中国神华	谨慎推荐
国际实业	中性

分析师: 王师

TEL: (8621)6336 7000-248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

总体思路

2009 年第二季度对煤炭行业将是一个比较敏感的时期，显性的利好因素将和隐性的利空因素交织，而这些因素将集中体现在煤炭价格问题上。

在今天的年度策略中，我们提出重点将煤炭板块的投资思路由“关注价格”向“关注整合”转变，并在此后专门撰文分析了目前煤炭行业在整合、注入等题材上的投资机会。然而，我们认为在今年第二季度的煤炭行业运行中，重点事件将再次回到煤炭价格上，具体包括：

- 重点合同煤价格能否确定以及如何确定；
- 去库存化对煤炭价格有何影响；
- 国内煤炭价格的走向；
- 国际煤炭价格与国际原油价格之间的联动性到底有多强；

我们分析了目前我国电煤合同定价机制、量化了煤炭价格与原油价格之间的相关性、并结合当前的煤炭供需与库存情况，得出以下基本结论：

- 重点合同煤价格在第二季度确定的可能性较大。在现时点的煤、电博弈中，煤炭行业相对占优。我们维持 2009 年合同煤持价格上涨 0-8% 的预测，但需注意价格确定中管理层是否干预；
- 2009 年全年，煤炭市场价格走势将呈 W 型。第二季度末，煤炭价格有望迎来年内第一次显著回暖；
- 量化结果显示，煤炭价格与原油价格高度正相关，短期背离反应的不是真实供需，料难持续。
- 煤炭类上市公司第一季度业绩将优于市场一致性预期

尽管煤炭行业在第二季度的运行情况将略微好转，但下游行业全面转暖非一日之功，二季度前期为煤炭需求的传统淡季，加之去年同期较高的煤炭价格也给今年的煤炭企业业绩增长带来了极大压力，因此我们维持行业“同步大势”的评级。

1. 供给稳定 下游需求一度报复性反弹 能否持续仍待观察

1.1 供需分析

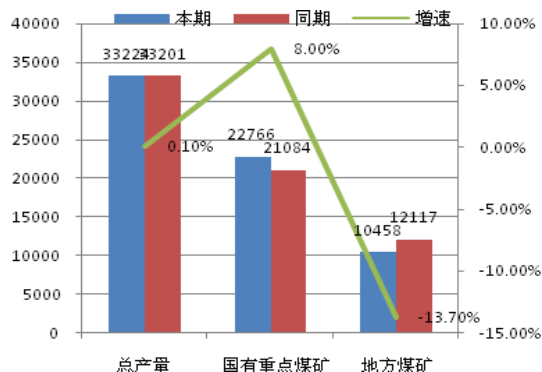
据国家统计局最新数据，2009 年第一季度，全国煤炭产量累计完成 6.02 亿吨，比去年同期增长 6.3%。

在行业内部，根据煤炭运销协会数据，今年前两个月国有重点煤矿完成产量 2.27 亿吨，同比增长 8%；地方及乡镇煤矿完成 1.046 亿吨，同比下降 13.7%。可见，国有大型煤矿产量并未明显受制，地方及乡镇煤矿则受春节因素及停产整顿的影响较大。

4 月中旬之后，山西将有部分小型煤矿复产，虽然对全国整体的煤炭供给构不

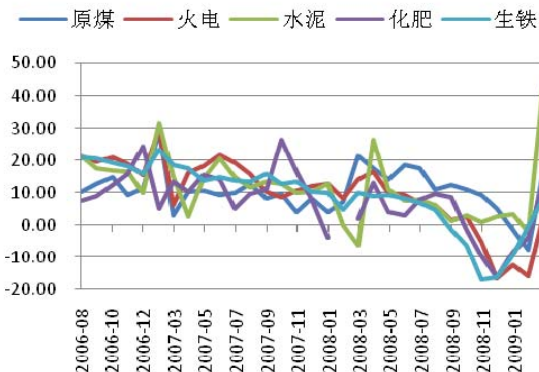
成大的影响，但受到二季度初期是煤炭传统消费淡季的叠加影响，今年 4 月-5 月煤炭供给将较为宽松。

图1.1 2009 年 1-2 月全国原煤产量（万吨）与增速 %



资料来源: cctd 东北证券金融与产业研究所

图 1.2 煤炭与各下游行业月度产量同比增速 %



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

从下游需求来看，2009 年第一季度，煤炭各主要下游需求行业产量增速经历了拉高回落的过程。2009 年 2 月份，火电、钢铁、水泥、折纯化肥的单月产量都出现大规模反弹。水泥单月产量增速 42.7%；火力发电也结束了连续 4 个月的发电量负增长，发电量同比增加了 2.35%。

二月份的数据大幅反弹并未持续。国家统计局的最新数据显示，2008 年第一季度，火电、生铁、水泥、化肥行业的产量累计增速分别-6.1%、4.3%、12.9%和 10.6%，3 月数据较二月明显回落。我们认为目前下游行业月度数据反弹难以作为煤炭需求回暖的信号，需求的首次真正回暖还需等待。

1.2 库存分析

从库存情况来看，截至 2 月底，全社会存煤、国有重点煤矿存煤（反映供给方库存）、直供电网存煤（反映需求方存煤）以及港口存煤仍高于去年同期水平，煤炭产业链上“去库存化”的过程仍在继续。

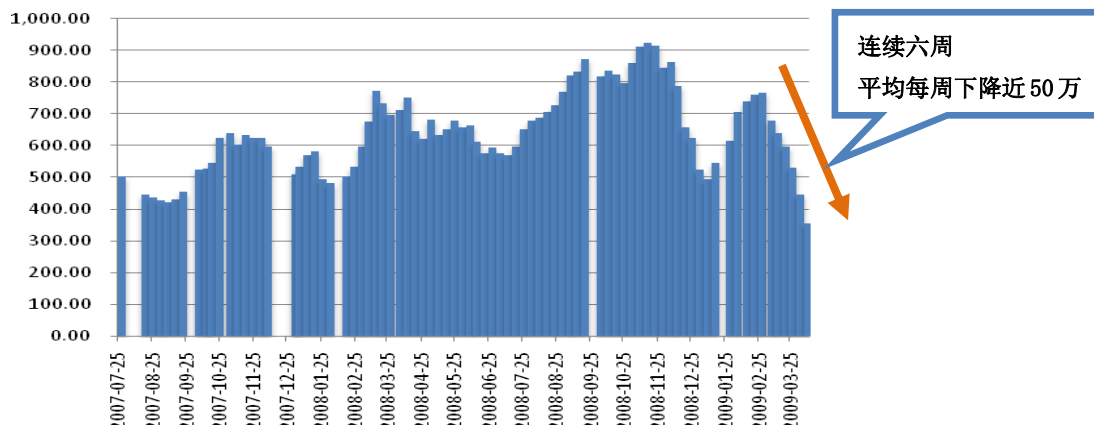
表 1.1 2009 年 2 月底全国煤炭库存情况

单位 万吨	2 月库存	去年同期	同比增幅	环比增幅
全社会存煤	18150	14383	26.19%	-3.97%
国有重点煤矿存煤	2047	1912	12.50%	2%
直供电网存煤	3135	2797	12.08%	-13.87%
秦皇岛库存	767	568	35.03%	25.12%

资料来源: cctd 东北证券金融与产业研究所

煤炭运销协会刚刚公布的 3 月份数据中，全社会存煤总量达到 1.76 亿吨，环比减少 450 万吨，降幅为 2.5%，但较去年同期仍高出 26.4%。

图 1.3 秦皇岛港口库存



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

然而，对煤炭供需最为敏感的秦港存煤环比下降明显，已经连续六周出现平均每周下降 50 万吨的情况。截至 4 月 11 日，秦皇岛港港口存煤仅为 354 万吨，比今年最高点下降 46.2%。

秦皇岛港港口存煤下降，一方面是受到了刚刚开始的大秦铁路检修影响，但不可忽视的是华南、华东沿海省份电厂前期的库存已大量消耗，进而加强了市场煤的采购。

2. 价格变化

2.1 国内合同煤价格 —— 二季度料将确定，可能形成良性循环

自去年 12 月份的煤炭产运衔接会结束至今，五大电力集团仍未与国内主要煤炭供应商签订电煤合同。尽管市场上对煤电博弈的各种揣测甚嚣尘上，舆论导向也从年初的“涨不涨”转为近期的“涨多少”。从我们了解的情况来看，动力煤合同目前仍未确定，大部分传言经不起推敲。

在分析当前合同煤价格走向之前，我们希望投资者首先要明晰一点：**电煤合同价格必须要由五大电力集团与煤炭企业之间确定。**各下属电厂、燃料采购公司和其他电力企业，即使与煤炭企业签订了“有量有价”合同，也只是暂定价格，正式价格需跟随五大集团的合同签订价。

去年年底，我们曾就煤炭产运衔接会上电煤合同签订不畅一事专门撰文分析，指出今年的电煤合同价格将有 8% 以下的涨幅或维持不变，但不会下跌。今年电煤合同迟迟难定的主因是电力集团对煤炭市场价格下跌的预期强烈，因此难以接受合同煤价格上涨。随着近期国内港口煤炭库存的快速消耗，市场煤价格开始慢慢回暖，这将给合同煤的价格将起到支撑作用；反过来，如果合同煤价格上涨，又将会提振市场煤价格。我们认为，合同煤价格将是第二季度投资煤炭板块的一个重要观察点，

合同煤价格上涨可能使煤炭价格进入合同价与市场价相互提振的良性循环。

表 2.1 中煤能源合同煤价格敏感性分析

合同煤价格变动幅度				-4%	0	8%
中煤能源	2006	2007	2008	2009	2009	2009
合同煤价格	291	336	365	350	365	394
合同煤销量(万吨)	3892	5218	5484	5949	5949	5949
合同煤销售收入	1132572	1753248	2001660	2082150	2171385	2343906
合同煤毛利率	27%	30.40%	31.30%	32.30%	32.30%	32.30%
合同煤净利润	226288	362431	438564	470774	490950	529957
EPS	0.34	0.39	0.59	0.665	0.69	0.71

资料来源：东北证券金融与产业研究所

表 2.2 中国神华合同煤价格敏感性分析

合同煤价格变动幅度				-4%	0	8%
中国神华	2006	2007	2008	2009	2009	2009
合同煤价格	296	301.8	335.7	322	335.7	362.6
合同煤销量(百万吨)	119.3	147.5	163.9	173.5	173.5	173.5
合同煤销售收入	35312.8	44515.5	55021.23	55867	58243.95	62911.1
合同煤毛利率	30%	27.30%	31.10%	32.00%	33.00%	33.00%
合同煤净利润	7342	8507	11978	12514	13454	14532
EPS	0.9	1.106	1.337	1.47	1.516	1.57

资料来源：东北证券金融与产业研究所

在上表中，我们针对中国神华和中煤能源这两家对合同煤价格变动影响最为直接的公司进行了敏感性分析。两家公司 2009 年的合同煤销售量占其销售总量将为 78% 上下，我们分别选取了合同煤加权价格上涨 8%（基本预期）、维持不变（谨慎预期）和下跌 4%（悲观预期，但我们不认为会有这种情况发生）对各公司的业绩影响做出测算。结果显示，中国神华对合同煤价格变动的敏感性更强，但两家公司仍是今年全年业绩最为稳定的煤炭类上市公司。

在对合同煤价格的确定上，我们还应注意管理层是否介入。电力企业迟迟不签合同，有向发改委“要政策”的嫌疑，即寄望管理层对煤炭价格进行调整以保证电力企业不亏损。我们认为如果管理层放弃了由煤电双方决定合同煤价格而改为行政干预，那合同煤价格的波动区间将在 0-4%，即仅弥补增值税转型给煤炭企业带来的新增成本。

2.2 国内市场煤煤价格 —— 二季度末有望上涨 高于国际价格的情况仍将持续

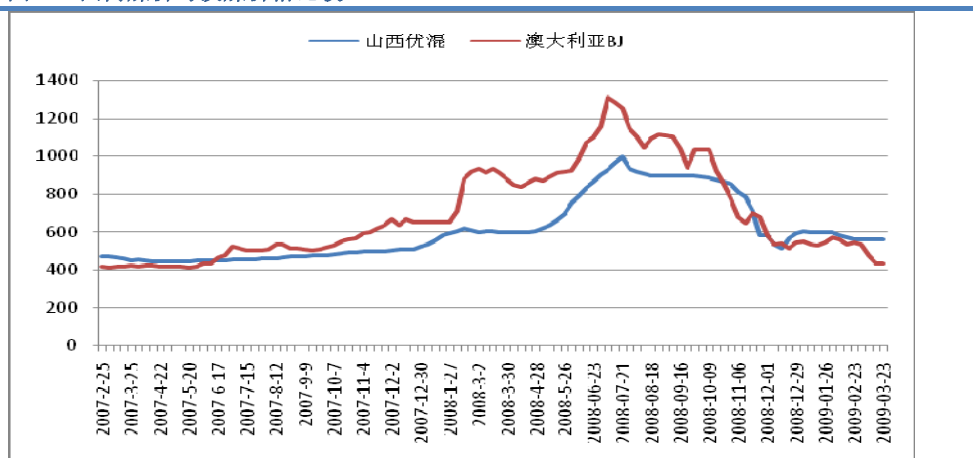
年初至今，秦皇岛港山西优混价格基本稳定于 520 元-570 元区间，但亚太地区煤价明显处于弱势。目前在华南地区，国内煤炭到港价格已高于澳煤 140 元/吨，近期也传出五大电力集团开始海外购煤的消息。

我们认为，以中国对煤炭的消费量，海外购煤的最多只能成为电力企业对燃料采购的补充行为，进口煤不可能成为我国电力企业原料供应的基本口粮。

2008 年全年，全球煤炭贸易总量不到 10 亿吨，而我国煤炭消费量为 27 亿吨，仅五大电力集团加上华润集团的煤炭消费量就达到 7 亿多吨。所以即使全球的外贸煤炭都供应中国的话也不足以满足我国对煤炭的需求。电力集团海外购煤的行为更倾向于向市场和管理层施压，对国内煤炭价格不会构成大的影响。

我们对今年煤炭市场价格走势的整体判断是：呈 W 型波动，即在第二季度末和第三季度末迎来阶段性回暖，受“迎峰度夏”前电力企业加大采购的影响，年内的首次价格显著上涨可能由 5 月末启动。

图 2.1 国内煤价与澳煤价格比较



资料来源: cctd 东北证券金融与产业研究所

注: 澳煤价格为人民币, 汇率依据当日人民币/美元汇率

2.3 国际煤炭价格与原油价格 ——短期背离不反映实际供求

在一般认识中，煤炭与原油同作为一次能源，在下游用途上又有所交叉，因此二者价格“应该”是相关的。

在近期的研究中，我们试图将油煤价格的相关问题由感性理解转化为理性的量化，即找寻：

- 二者是否真的存在相关性？
- 二者的相关性如何？
- 二者的相关性对未来煤炭价格有何影响？

考虑到数据的连续性和可取得性，我们比较的是 2001 年以来布伦特原油期货价格和澳洲 BJ 煤炭价格，并截取了两个有代表性的重要时段，得到的初步结论是：

- 长期观察，油价与煤价的正相关性相当强；
- 近期二者价格趋势出现明显背离，这种趋势不会长久；
- 与原油相比，煤炭价格受实际供需影响更大，受投机资金影响较小。

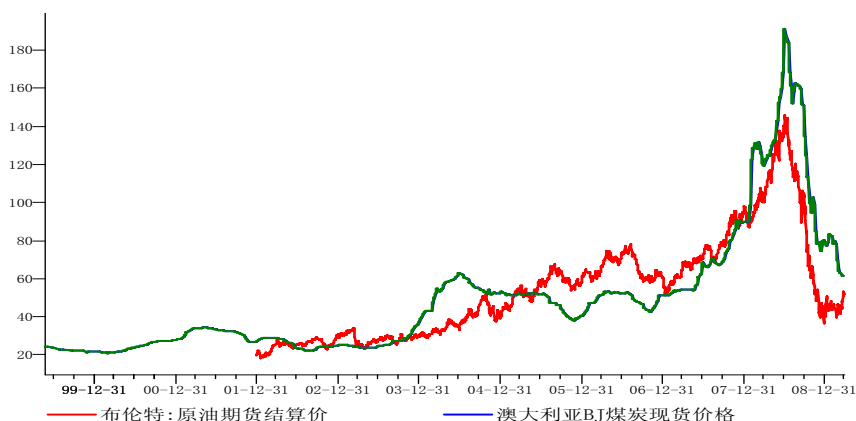
表 2.3 原油期货价格与澳煤现货价格相关性

时间区间	相关性	
1999-05-21——2009-3-19	0.8719	高度正相关
2008-03-19——2009-03-19	0.9795	高度正相关
2009-03-05——2009-03-19	-0.5787	负相关

资料来源： 东北证券金融与产业研究所

2.3.1 澳煤价格与原油价格长期成显著正相关

图 2.2 近十年来原油期货与澳煤现货价格 直观感受为二者正相关

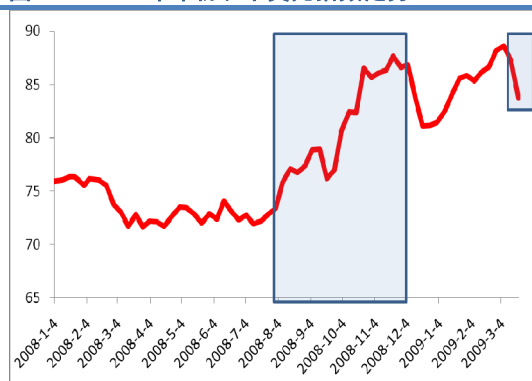


资料来源： wind 东北证券金融与产业研究所

我们对 2001 年至今的澳煤现货价格和原油期货价格进行了相关度测算。结果显示，在这近十年的时间中，煤炭价格与原油价格的相关度达到 0.8719，二者高度正相关。

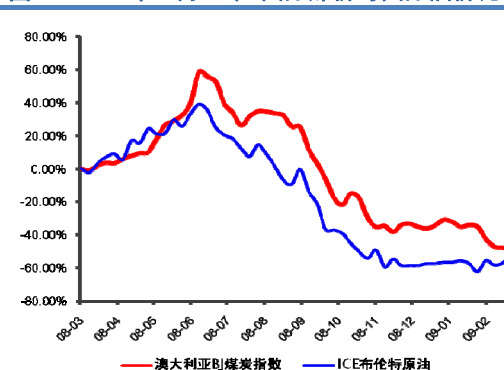
2.3.2 最近一年来煤价与油价的两次重大变动

图 2.3 2008 年年初以来美元指数走势



资料来源： wind 东北证券金融与产业研究所

图 2.4 2008 年 3 月至今 国际煤价与国际油价比较



资料来源： wind 东北证券金融与产业研究所

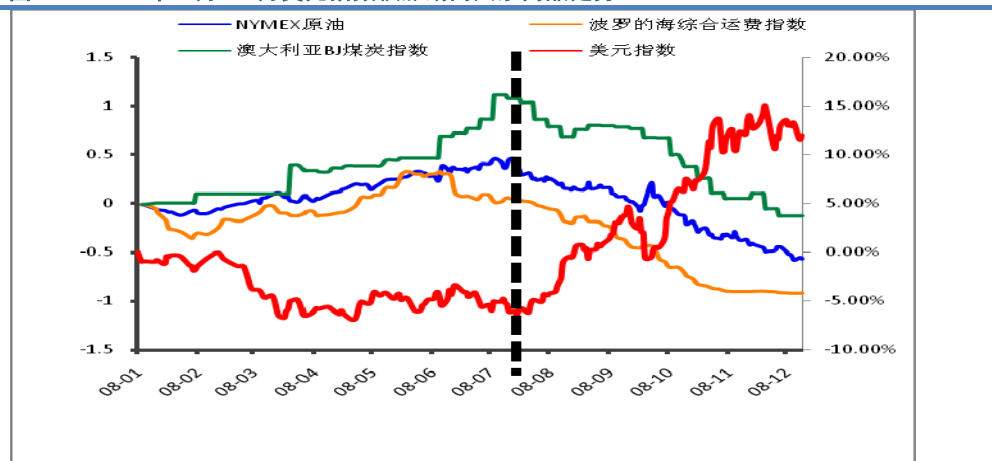
在对煤炭价格与原油价格的相关性进行量化时，我们发现 2008 年 3 月至今的

一年以来，二者总体相关性达到 0.9795，几乎为完全正相关。然而在 2009 年 3 月，二者的相关性却变为-0.5787，煤价与油价走势出现明显背离。

为解释煤油价格背离问题，我们引入美元帮助研究，并选取了两个重要时段。

时段 1：2008 年 7 月-12 月，期间美元指数由 69 上涨至 89；时段二：2009 年 3 月，期间美元指数在高位迅速回落（见图 2.3）。

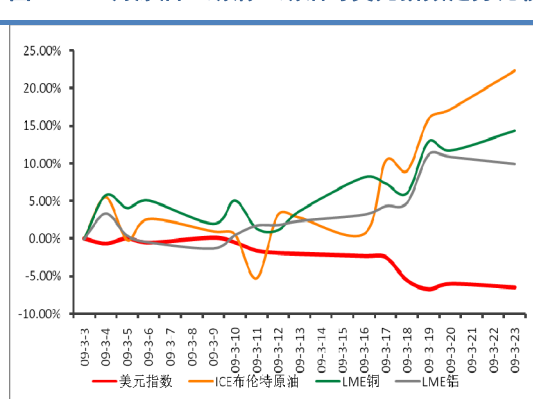
图 2.5 2008 年 7 月-12 月美元指数飙升期间大宗商品走势



资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

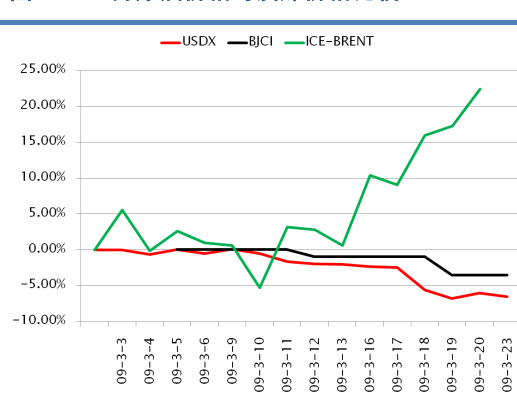
2008 年 7 月-12 月期间，美元指数大幅上涨；与此同时，国际油价、澳煤价格、BDI 指数等指标显著下滑。这段时间国际煤炭价格和国际油价趋势相似。

图 2.6 3 月原油、期铜、期铝与美元指数走势比较



资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

图 2.7 3 月原油价格与澳煤价格比较



资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

与去年下半年情况迥然不同的是，2009 年 3 月美元指数下滑，国际大宗商品价格迅速反弹，但是国际煤价基本稳定，表现出与美元指数同向变动、与国际油价反向变动的走势。

对于去年煤价与油价走势一致、却在今年 3 月背离明显的现象，我们认为其背后的原因如下：

- 去年下半年，全球主要能源商品刚刚出现需求明显下滑的情况，期间大宗

商品价格的下滑反映的是当时真实的供需环境；

- 今年3月，美联储在没有向下调息空间的情况下大幅扩张美国政府资产负债表，造成了新的通胀预期。这使得国际投机资金大举介入大宗商品，造成基本金属、原油价格上涨。原油、基本金属都有成熟的期货市场，易于吸引投机资金；但是国际主要的煤炭交易均已现货或远期交易合约为主，其根本目的为现货交割，煤炭缺乏金融属性，对投机资金介入形成了壁垒。因此今年3月以来煤炭价格和原油价格的背离不是二者供需情况的真实反映，这种背离不会长期持续。长期来看，煤炭价格与原油价格依然具备较强的正相关性。

3. 投资建议 二季度机会与风险交织

我们认为2009年第二季度煤炭行业将面临显性利好和隐性利空。

显性利好：

- 合同煤价格上涨，与市场煤价格形成良性互动。即市场煤坚挺促使合同煤价格上涨、合同煤价格上涨后又给市场煤价格带来有力支撑；
- 宏观经济正常运行下，二季度末电力行业的“迎峰度夏”拉动煤炭需求，进而拉动煤炭价格；
- 去年年末市场对今年煤炭行业运行情况的一致性预期较差，但第一季度的实际情况将好于市场的一致性预期。

隐性利空：

- 管理层行政干预合同煤价格签订，造成合同煤价格下降或与去年持平，进而使市场煤价格失去支撑
- 宏观经济运行不乐观的系统性风险；
- “从价计征”的资源税改革方案确定，征收比例为煤炭平仓价格的5%以上。

以上即为第二季度煤炭行业投资中所蕴含的机会和风险，之所以称为“显性”利好和“隐性”利空是因为我们认为依目前情况来看，利好事件发生概率更大，而利空事件发生概率相对小些。由于前文已对供求、价格做了详细分析，以下我们将简析分析煤炭行业实际运行能否超过市场一致性预期。

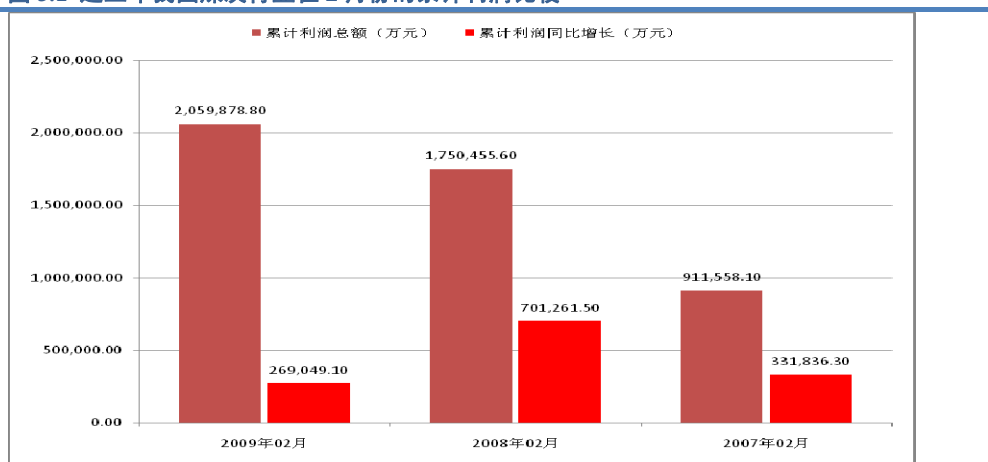
2008年第三季度以来，由于行业景气度的下滑，资本市场对煤炭板块的预期十分悲观。我们认为今年第一季度煤炭全行业业绩将优于市场的一致性预期，主要基于以下逻辑：

- 煤炭价格平稳，并未大幅波动。动力煤市场价格稳定；合同煤价格尽管并未签订，但仍暂时按照去年年末水平执行。炼焦、化工用煤价格比去年年

初有所上涨。

- 对煤炭需求较大的下游行业一度出现了暂时性的井喷式反弹，尽管现在还不能确定反弹的延续性，但起码对个煤炭企业的第一季度业绩起到了很好的支撑。
- 去年第四季度钢铁行业减产明显，直接造成上游的焦炭、焦煤需求受到很大阻滞，导致钢-焦炭-焦煤产业链的整体利润大幅下滑，产业链条上各环节的工业产品价格都大幅下跌。从我们的调研结果看，今年第一季度（尤其前两个月），各钢铁、焦炭企业逐步复产，焦炭焦煤价格也有所回升，整体情况优于去年第四季度。

图 3.1 近三年我国煤炭行业在 2 月份的累计利润比较



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

根据国家统计局数据，2009 年前两个月，国内煤炭全行业累计完成利润总额 206 亿元，比去年同期增长 27 亿元，但去年同期增量相比，增速有所放缓。在经历了去年下半年的快速下跌之后，国内煤炭市场价格在今年一季度基本稳定在 520-570 元。冬季的用煤高峰（需求增）和煤炭产量（供给未增）增速趋缓给予了煤炭市场价格的双重支撑。因此，仅从第一季度的数据来看，煤炭行业运行情况要优于市场的预期。

表 3.1 市场对煤炭板块的一致预测

证券代码	证券简称	预测净利润增长率[年度] 2009 [单位] %	每股收益 EPS- 去年 一季 [单位] 元
600121.SH	郑州煤电	-53.7868	0.0303
000937.SZ	金牛能源	-30.0269	0.3821
600508.SH	上海能源	-29.6725	0.26
000968.SZ	煤气化	-29.0951	0.2859
000983.SZ	西山煤电	-26.8122	0.39
601699.SH	潞安环能	-25.9116	0.525
600123.SH	兰花科创	-25.0607	0.4976

600188.SH	兖州煤业	-19.4233	0.303
000780.SZ	平庄能源	-18.1094	0.06
601666.SH	平煤股份	-16.9562	0.32
601001.SH	大同煤业	-13.7021	0.26
000723.SZ	美锦能源	-11.107	0.1349
600997.SH	开滦股份	-8.8645	0.47
600348.SH	国阳新能	-7.987	0.38
600971.SH	恒源煤电	0.8801	0.32
601918.SH	国投新集	1.5199	0.08
000933.SZ	神火股份	11.2822	0.545
601088.SH	中国神华	12.3148	0.326
002128.SZ	露天煤业	16.5062	0.37
601898.SH	中煤能源	19.8045	0.11

资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

注: 底色不同者为第一季度业绩有望超过市场一致预期的公司

4. 重点公司点评

601898 中煤能源 谨慎推荐

2009 年, 中煤能源东露天煤矿及安太堡井工矿将逐步投产, 加上平朔矿区正常掘进产出, 2009 年公司煤炭产量将增长 1100 万吨左右。公司新增产能基本集中于平朔矿区, 规模效应下生产成本控制有保证。预计 2009 年公司合同煤与市场煤比例为 78%: 22%, 合同煤价格对公司业绩影响较为明显。公司今明两年 EPS 预计为 0.69 元、0.81 元, 对应目前股价的动态 PE 为 15 倍和 13 倍。

今年一月, 我们调高了中煤能源的投资评级, 并给与目标价格 10.5 元, 目前公司股价已达到我们的预期, 但基于公司可能在第二季度的合同煤谈判中受益较大, 且公司 PB 大幅低于行业平均水平, 仍维持其“谨慎推荐”评级。

601088 中国神华 谨慎推荐

中国神华作为国内唯一的煤、电、路、港一体化的煤炭企业, 其规模一体化(无论是横向还是纵向)的优势是其他公司难以匹敌的。2008 年起, 公司主要的新增产能将来源于万利、胜利矿区和逐步达产的哈尔乌素露天矿, 但胜利、万利矿区的煤炭销售毛利率略低于神华的第一主力矿区—神东矿区, 因此从这个角度来说我们认为神华的成本控制将略逊于中煤能源。

预计中国神华今明两年每股收益为 1.57 元、1.77 元, 动态 PE 为 15.5 倍、13.8 倍, 估值水平略低于行业平均值, 维持“谨慎推荐”评级。

601001 大同煤业 谨慎推荐

公司煤炭产量的增长将主要来源于两方面, 一是公司控股比例 51%的塔山煤矿

将于 2009 年内达产，该矿核定产能 1500 万吨，达产后将使公司煤炭产量大幅提升；二是公司将逐步收购集团资产。

去年 8 月，公司发布公告，表示将收购集团旗下燕子山煤矿。大同煤业为同煤集团子公司，同煤集团曾在股改期间承诺逐步将旗下其他煤炭资源注入上市公司。从历史上看，同煤集团曾对股份公司进行过减资，即收回部分生产矿井，此次资产注入的标的资源皆为当时集团收回的矿井。

我们预计大同煤业今明两年每股收益为 1.56 元、1.75 元（不考虑增发因素），对应动态 PE 为 16 倍、15.2 倍。公司目前二级市场价格已超过其增发价格，资产注入预期愈发强烈，而资产注入后公司生产经营能力的进一步提高又将增厚公司营收能力，将形成很好的良性循环，故给予大同煤业“谨慎推荐”评级。

600123 兰花科创 谨慎推荐

从生产能力上看，兰花科创本部煤炭资源拓展能力有限，未来两年煤炭产量增量将来自去年中期开工的玉溪煤矿（公司控股 66.7%，设计产能 500 万吨，3 年达产）；从盈利能力上看，由于公司无烟煤产品质量突出，产品毛利率已连续多年位于煤炭类上市公司首位，在去年四季度全行业盈利情况不佳的背景下，兰花科创所受影响较小，具备较强防御性。

预计兰花科创今明两年每股收益为 1.84 元、2.2 元，对应动态 PE 为 15.7 倍、13.1 倍，维持“谨慎推荐”评级。

000983 西山煤电 谨慎推荐

西山煤电主要产品为冶金用煤，与钢铁行业联动性较大，因此去年第 4 季度公司业绩大幅下滑。西山煤电在今年 3 月发布公告，披露了目前公司焦煤的执行价格，尽管与去年相比并未降低，但对于货款交付及时的企业可有 18%左右的价格折让。

从资源扩张的角度来看，公司投资的兴县斜沟项目（涉及产能 1500 万吨）有望在今年年底建设完成，随着配套洗煤厂和苛瓦铁路的建成，2010 年底前产能有望大幅增加。

今年第一季度，公司受大股东旗下煤矿瓦斯爆炸事件影响，全年产量受制 2.7%。公司业绩仅同比下滑 0.01 元，环比增长 0.04 元，这证明了我们之前对焦煤企业第一季度业绩将明显好于去年年末的预计。

尽管第一季度焦煤企业运行情况略微好转，但根据东北证券研究所对钢铁行业运行情况的分析，全行业的回暖仍未到来。因此我们谨慎预计公司今明两年每股收益为 0.93 元、1.14 元，对应动态 24 倍和 20 倍 PE，基于对未来公司产能将依托兴县项目而大幅扩张的预期，我们仍维持“谨慎推荐”评级。

国际实业（000159）中性

国际实业地处新疆地区属于相对封闭市场，丰富的炼焦煤储备使公司自产焦

炭销售毛利率在行业内处于领先地位，同时公司还是国内唯一同时具备一般贸易资格与边贸资格的焦炭企业

受焦炭行业运行状况不佳的影响，公司于 2008 年初通过非公开发行方式募集资金所筹建的煤焦化公司 70 万吨/年的清洁捣鼓焦改扩建项目（二期工程）已暂停建设，投产时间难于确定。尽管煤焦化公司二期工程进度不畅，但国际实业将在原有的煤焦化一期项目旁边进行扩建并新增两套新焦炉设备，这并不影响原有 4 座焦炉的正常生产。预计此项目完成后将使煤焦化公司的一期项目焦炭产能在原有基础上扩充至 70 万吨/年。

公司目前未有打算继续捣鼓焦二期工程，因此 2009 年全年产量难有扩张。预计公司今明两年 EPS 为 0.63 元、0.67 元，维持国际实业“中性”评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209