

煤炭股在估值修复后短暂迷失

行业评级

中性（维持）

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777-479

http://www.htsc.com.cn

行业：煤炭

研究员：王广举

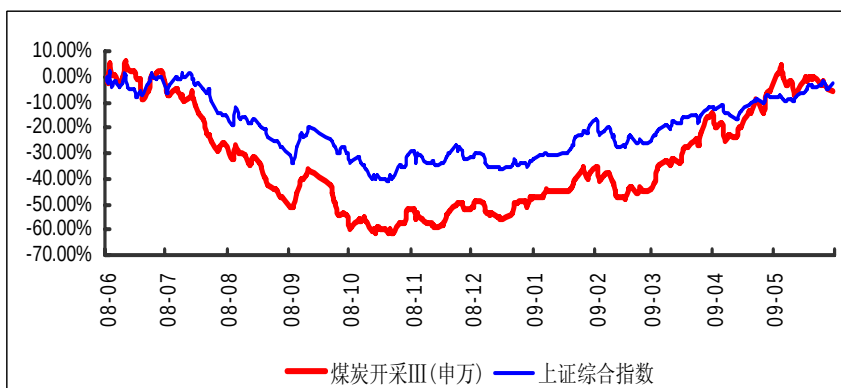
电话：025-84457777-479

E-mail: wgjfuture@sohu.com

2009年6月16日

投资要点：

- 煤炭股在经历了上半年的大幅上涨后，近期出现调整。我们认为上半年的行情归功于流动性泛滥带来的板块估值修复。
- 我们认为下半年煤炭股的走势将向上市公司业绩回归。而在09年上市公司产销基本确定情况下，煤价走势是影响上市公司业绩的最主要因素。
- 我们从通胀预期、需求、进出口、行业固定资产投资等角度对下半年煤价走势进行了分析，我们认为煤价短期大涨大落的概率都较小，我们认同需求逐步复苏的同时，也担忧产能释放带来的压力，因此煤价可能在小范围内出现反复。从亚洲金融危机前后看，煤价经历了长时间的蛰伏，大涨出现在真正通胀时期。
- 我们建议三季度标配煤炭板块。大盘系统性风险在加大，煤炭板块获利空间已经较大，资金的逐利特性决定煤炭股短期调整的可能性较大，但通胀预期及估值优势等因素会提供板块交易性机会。在个股方面建议关注内生性增长明确，业绩弹性大的西山煤电(000983)。



一、上半年行情源自流动性泛滥带来的估值修复

今年上半年煤炭股涨势如虹，市场表现远超过大盘，我们统计年初至今有四个申万一级板块涨幅超过 100%，分别是交运设备、房地产、有色金属和煤炭板块，其中煤炭板块以涨幅 133%领涨。

年初至 6 月 9 日各板块涨跌幅 %			
SW 农林牧渔	51.19	SW 信息设备	81.18
SW 医药生物	60.25	SW 纺织服装	82.62
SW 交通运输	62.74	SW 机械设备	83.58
SW 信息服务	66.66	全部 A 股	84.19
SW 公用事业	70.4	SW 电子元器件	84.52
SW 黑色金属	71.91	SW 轻工制造	85.72
SW 食品饮料	72.67	SW 餐饮旅游	87.64
SW 金融服务	75.56	SW 综合	102.56
沪深 300	76.08	SW 交运设备	114.96
SW 家用电器	76.12	SW 房地产	125.38
SW 化工	77.39	SW 有色金属	127.39
SW 建筑建材	78.02	SW 煤炭开采 II	133.45
SW 商业贸易	80.14	SW 采掘	134.49

数据来源: wind

在煤价没有大幅波动，上市公司业绩没有大幅增长情况下，是什么推升了煤炭股？

➤ 我们认为股价上涨是流动性泛滥对煤炭股估值修复的结果。

我们统计了年初和当前煤炭板块的动态市盈率，以整体法计算，煤炭板块的估值从年初的 8 倍左右，提升至目前的 20 倍左右，提升幅度超过大盘，造就了这波煤炭股行情。

	整体法		算术平均法	
	1 月 1 日收盘 价对应动态 PE	6 月 9 日收盘 价对应动态 PE	1 月 1 日收盘 价对应动态 PE	6 月 9 日收盘 价对应动态 PE
煤炭开采	8.3	19.4	11.3	23.0
沪深 300	10.7	20.3	15.6	31.0
全部 A 股	11.0	21.3	19.3	36.7

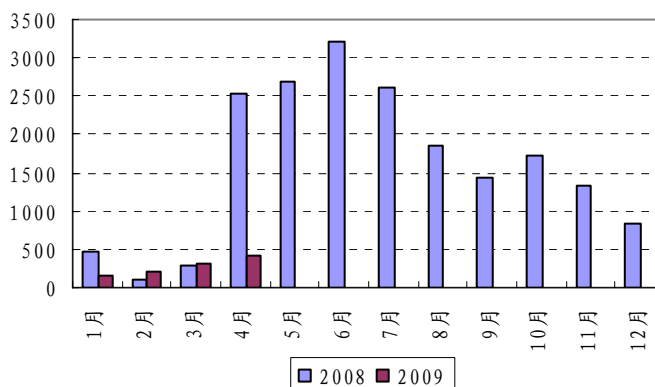
数据来源: wind

➤ 一季度小煤矿限产抑制了煤价下跌

由于事故频发，加上金融危机影响，一季度全国小煤矿基本处于停

产状态，导致市场供应量减少，煤价得以稳定，对 09 年的业绩形成了支撑，因此市场预期煤炭上市公司业绩见底，进而买入煤炭股。另外 4 月大秦线检修造成短期港口库存下降，价格小幅上扬，助推了煤炭股加速上升。

图表 1：山西小煤矿月度产量比较 万吨



数据来源：中国煤炭资源网

二、下半年行情将回归煤价预期

上半年行情已经过去，我们更关心下半年煤炭股如何走？引领上半年煤炭股走强的估值优势已经不明显，随着 IPO 重起、通胀预期抬头，下半年流动性较上半年偏紧的概率较大，因此股价单纯靠提升估值上涨的空间已经有限，股价若继续上涨必须回归基本面支持，煤价无疑是核心问题，因此我们从不同角度来分析煤价。

➤ 从通胀预期角度看煤价

通胀预期对煤炭析块是利好，但 3 个月内未必是最佳投资标的。煤炭不具备金融属性。煤炭没有期货，因此不具备因金融需求而导致价格快速上涨要素

煤炭不具备大规模收储功能。煤炭与同样价值的有色金属相比体积太大，同时因发火期的限制，不具备长期收储等待增值属性，因此不存在长期储备升值功能

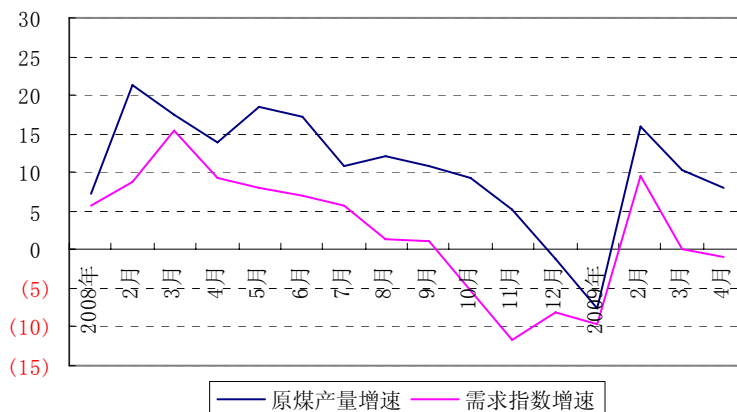
我们认为在通胀预期和通胀初期国内煤价大幅上涨的可能性较小。

➤ 从需求角度看煤价

需求还不足以大幅拉动煤价。煤炭的主要下游行业为电力、钢铁、水泥、合成氨。我们根据这四个行业的产量增速作了一个需求增速指数，

前四个月该指数仍为负值，说明需求依然在负增长，说明当前的需求依然比较疲软，因此从需求角度说下半年煤价大幅上涨的可能性较小。

图表 2：原煤产量增速和需求增速指数比较

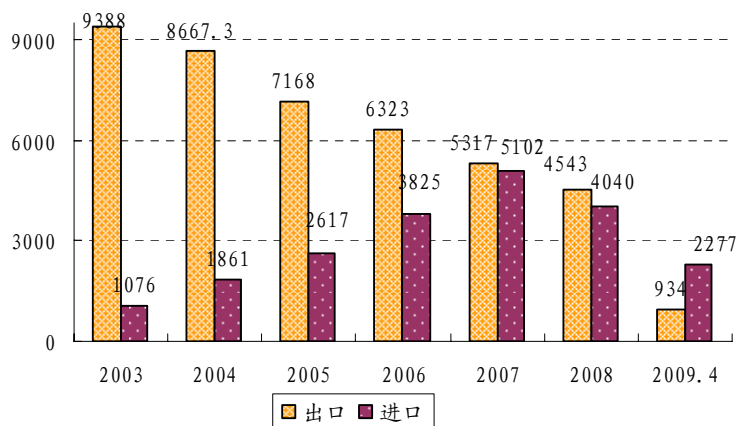


数据来源：华泰证券研究所

➤ 从进出口角度看煤价

上半年我国煤炭进口激增，出口锐减，首次成为净进口国。受中国大量进口及近期国际原油价格上涨影响，近期国际煤价大涨，澳大利亚纽卡斯尔港离岸价已经从 60 美元涨到 76 美元左右，我们认为这一价格加上海运费和保险费的到岸价格和国内煤价相比已不具优势，因此下半年中国煤炭进出口形势可能发生反转，即出口增加，进口减少，目前国外价格对国内价格形成支撑，因此短期国内价格大幅下跌的概率较小。

图表 3：中国煤炭进出口情况 万吨

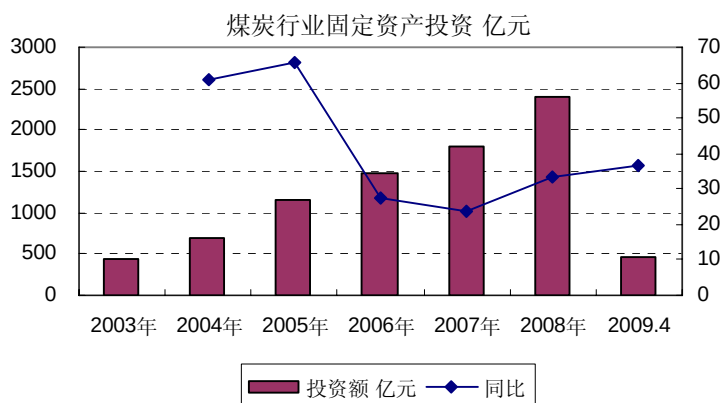


数据来源：华泰证券研究所

➤ 从行业固定资产投资角度看煤价

短期价格躁动迷人眼，投资变化对未来价格更具指导意义。煤炭行业自从 2003 年开始，投资规模逐渐加大，2008 年煤炭行业投资额达到 2400 亿元，是 2003 年的 6 倍，今年 1-4 月份，投资增速同比依然高达 36%，没有丝毫减速的迹象，但是中国经济减速了，2008 年的投资将在 2010 年后逐步形成产能，我们预计将形成大约 4 亿吨的能力，这对未来煤价构成巨大压力，如果明年中国经济不能以 8% 以上的速度增长，煤价下行的压力依然很大。

图表 4：历年煤炭行业固定资产投资比较 亿元



数据来源：wind

通过不同角度看煤价，我们认为煤价短期大涨大落的概率都较小，我们认同需求逐步复苏的同时，也担忧产能释放带来的压力，因此煤价可能在小范围内出现反复。从亚洲金融危机前后看，煤价经历了长时间的蛰伏，大涨出现在真正通胀时期。

我们认为短期应该回避煤炭板块。大盘系统风险在加大，煤炭板块获利空间已经较大，资金的逐利特性决定煤炭股短期调整的可能性较大。

09 年已经过去一半，煤炭价格已基本稳定，上市公司销售基本正常，业绩不会和预期有太大的波动，板块风险来自于资源税的调整，我们认为资源税调整可能带来交易性机会，我们预计资源税调整必定伴随原有税费清理，对于原本税费负担较重的山西煤炭上市公司可能带来交易性机会。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。