

[2009.06.17]

期待行业景气的进一步回升

——煤炭行业 2009 年中期投资策略报告

✍ 姓名：张顺
☎ 86-10-5836 2782
✉ zhangshun@bhqz.com

核心观点：
➢ 小煤矿停产整合继续顺延，供给端控制有效
➢ 下游行业回暖支撑煤炭行业基本面

投资要点：

● 核心假设：小煤矿停产整合继续顺延，供给端控制有效

可以预见，山西地区的小煤矿整合必定对行业产生深远的影响，一方面，使得煤炭行业避免十年前的竞争无序，过多释放煤炭产能；另一方面，整合并购的推进提高行业的集中度，改变行业的竞争格局。

我们认为未来小煤矿整合都有望延续至 2010 年，这将进一步控制小煤矿产量的释放，为下游经济的复苏赢得了时间。

● 下游行业回暖支撑煤炭行业基本面

经济刺激计划效果显现，下游行业逐渐复苏，预计下半年发电量增速为 9% 左右；钢材、水泥直接受益于投资的拉动，从而带动煤炭的消费需求，下半年煤炭行业的运营基本面要好于上半年，煤炭行业景气度也在恢复当中。

● 预计下半年煤炭价格总体平稳

预计下半年煤价整体平稳，受需求的回暖，预计会小幅上涨，但涨幅不会太大，主要因为：煤炭市场相对宽松，经济恢复阶段不支持煤炭价格大涨。

● 远高于“地平线”的周期性“谷底”：煤炭行业盈利能力仍高于历史平均水平

煤炭行业在 08 年 4 季度触底，09 年 1 季度业绩即回升，从历史比较看，仍具有很高的盈利能力（不含焦炭公司），销售净利率和 ROE 同比虽下降，但仍高于 2007 年。随着价格企稳，煤炭 09 年全年业绩有望延续一季度的态势运行。

● 估值仍有提升空间，维持“买入”评级

上半年更多的是煤炭估值的恢复性上涨，目前煤炭板块估值在 20 倍市盈率左右，从历史上看，目前估值处于历史均值的水平，仍有进一步提升的空间。我们维持煤炭行业“买入”评级。

下半年建议关注两类投资机会：趋势性投资&行业内资源整合

● 上市公司推荐：潞安环能（601699）、盘江股份（600395）、中国神华（601088）

● 风险提示：资源税征收的市场不良影响&市场系统性风险

行业评级

煤炭	买入
----	----

推荐公司

公司名称	评级
潞安环能（601699）	买入
盘江股份（600395）	买入
中国神华（601088）	买入

近一年来煤炭行业市场表现



相关报告

2009.04.01 《寒冬已过，早迎春天——煤炭行业 09 年 2 季度投资策略报告》

2008.06.19 《高油价下的煤炭行业投资策略》
——2008 年煤炭行业中期投资策略

2008.10.08 《“高处不胜寒”，行业景气下行趋势已现》
——煤炭行业第四季度投资策略

目 录

1. 对上半年煤炭行业走势的简要回顾.....	4
2. 预计下半年煤炭市场仍呈宽松平衡.....	5
2.1 煤炭供给端有序控制仍将延续——判断的基础.....	6
2.2 下游行业的回暖已基本得到确认——有力支撑.....	8
2.3 预计下半年煤炭进口将减少——进一步改善国内煤炭市场.....	10
3. 大宗商品价格体系重拾升势.....	11
3.1 流动性充裕，大宗商品周期快速复苏.....	11
3.2 煤炭行业景气回升，价格底部回升.....	12
4. 投资策略.....	14
4.1 维持行业“买入”评级.....	14
4.2 下半年建议关注两类投资机会：趋势性投资&行业内资源整合.....	16
4.3 公司推荐：中国神华、潞安环能、盘江股份.....	17
4.4 风险提示：资源税征收的市场不良影响&市场系统性风险.....	17

图 目 录

图 1: 秦皇岛煤炭价格走势.....	4
图 2: 山西太原地区煤炭价格走势.....	4
图 3: 09 年以来各行业涨幅比较.....	5
图 4: 煤炭行业在 08 年第四季度业绩出现低谷.....	6
图 5: 煤炭处于谷底右侧回升阶段.....	6
图 6: 煤炭产量及增速.....	7
图 7: 煤炭产量分经济成分比较.....	7
图 8: 山西省煤炭产量及增速.....	8
图 9: 内蒙古煤炭产量及增速.....	8
图 10: 发电量及其增速.....	8
图 11: 固定资产投资高速增长.....	9
图 12: 钢铁产量及增速.....	9
图 13: 钢铁价格走势.....	9
图 14: 水泥产量及增速.....	10
图 15: 合成氨产量及增速.....	10
图 16: 1-4 月份煤炭进口量增速较大.....	11
图 17: 1-4 月份煤炭出口量大幅下降.....	11
图 18: BDI 大幅反弹也将是煤炭进口阻力之一.....	11
图 19: 美元贬值是油价上涨主要原因之一.....	12

图 20: 油价、煤价走势拟合	12
图 21: 澳大利亚 BJ 煤炭价格低位上涨	13
图 22: 澳元升值也是煤炭价格上涨原因之一	13
图 23: 煤炭价格分年度比较示意图 (秦皇岛山西优混 5500 大卡)	14
图 24: 煤炭、电力行业销售净利率比较	14
图 25: 煤炭、电力销售毛利率比较	14
图 26: 煤炭板块市盈率与 A 股市盈率比较	15
图 27: 煤炭行业历史市盈率	16
图 28: 煤炭行业历史市净率	16
图 27: 中国神华 A-H 股溢价率	16
图 27: 中煤能源 A-H 股溢价率	16
图 29: 油价、煤炭股走势拟合	17

表 目 录

表 1: 下游行业产量及增速预测假设表	10
表 2: A 股重点覆盖煤炭上市公司盈利预测及评级	17
表 3: 国际煤炭板块估值比较	18
表 4: H 股煤炭板块估值比较	18

1. 对上半年煤炭行业走势的简要回顾

- 煤炭行业好于预期，归根结底是供给端的控制有序，小煤矿复产进程被推迟

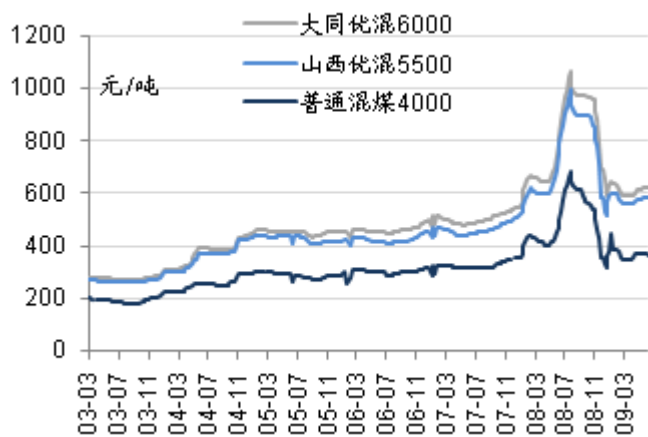
09 年煤炭需求虽然显著下降，整个行业呈现产能过剩之势，但煤炭行业的供给相对有序，全国各主要煤炭生产省份，如山西、内蒙等，借机积极推进小煤矿的整合并购，有效地对煤炭供给进行控制，使得整个煤炭市场处于宽松平衡的状态，煤价跌幅小于预期，故而使得企业业绩下降幅度不大。

尤其山西省的小煤矿整合治理力度较大，如山西省政府 5 月 30 日发布的《山西省煤炭产业调整和振兴规划》，**2010 年山西省调控目标**：

- 全省煤矿数量由 2598 座减少至 1000 座；
- 煤炭企业规模原则上不低于 300 万吨/年；
- 单井生产规模原则上不低于 90 万吨/年（目前，生产规模仅 36 万吨）；
- 矿井开采巩固已全部实现机械化开采；
- 入井矿工人数一个班不超过 50 人（机械化操作）；

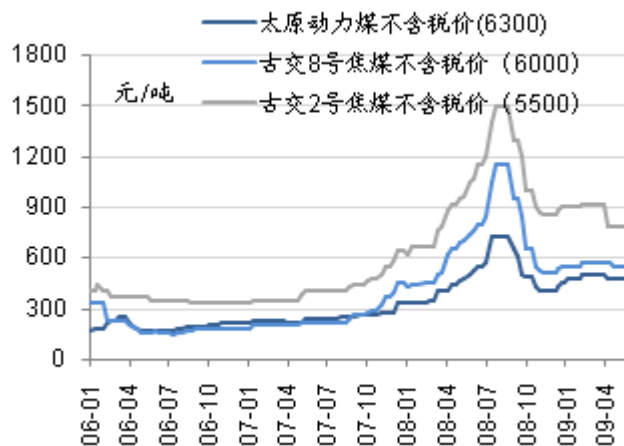
- 煤炭价格在上半年一直处于窄幅波动，表明已基本调整结束。

图 1：秦皇岛煤炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 2：山西太原地区煤炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

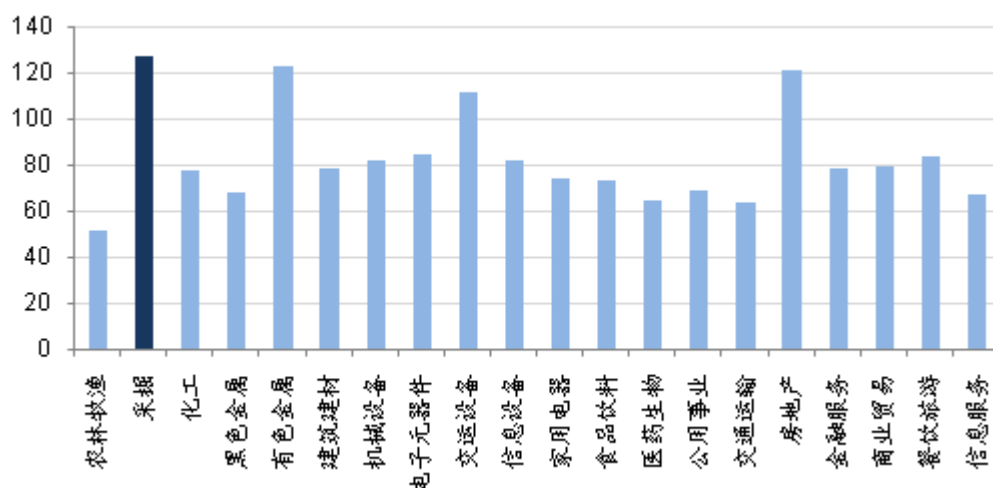
- 市场从悲观预期中“苏醒”，二季度上涨幅度较大，关键字：估值低、流动性

随着煤炭板块年报、一季报的亮相，市场重新从悲观预期中走出，重新认识到煤炭板块的投资价值。无疑煤炭板块成为二季度涨幅最大的板块，年初行情反弹以来，居于

第一位，涨幅达 126.79%。

在二季度投资策略报告中，正是基于煤炭板块估值低、流动性过剩两大因素，我们上调行业评级至“买入”。

图 3：09 年以来各行业涨幅比较



资料来源：Wind，渤海证券研究所（截至交易日为 6 月 15 日）

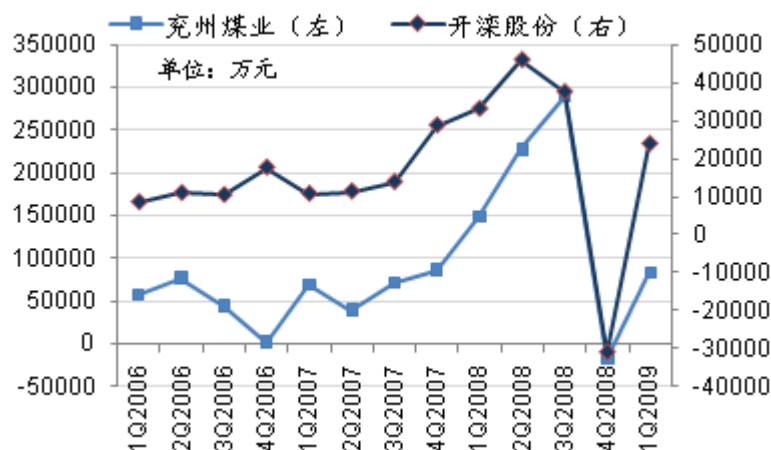
2. 预计下半年煤炭市场仍呈宽松平衡

● 煤炭行业在 08 年 4 季度触底

煤炭行业受金融危机影响，进入行业周期性低谷，在 08 年四季度业绩触底，一季度业绩重新开始回升。我们认为由于 08 年前三季度煤炭公司业绩大幅增加，再加上煤炭上市公司 08 年报中调整了安全费、维简费的影响，故而煤炭公司在 4 季度的业绩低点被掩饰。

比较两家对市场更为敏感的煤炭公司的单季度利润走势，可以看出煤炭公司的最困难时期已过去，兖州煤业（煤炭现货供应为主）、开滦股份（炼焦煤、焦炭业务）08 年前三季度业绩大幅度增长，4 季度受危机严重，均发生亏损，但 09 年 1 季度，随着下游的回暖，经营恢复，公司盈利仍恢复到一个历史的平均水平上。

图 4: 煤炭行业在 08 年第四季度业绩出现低谷

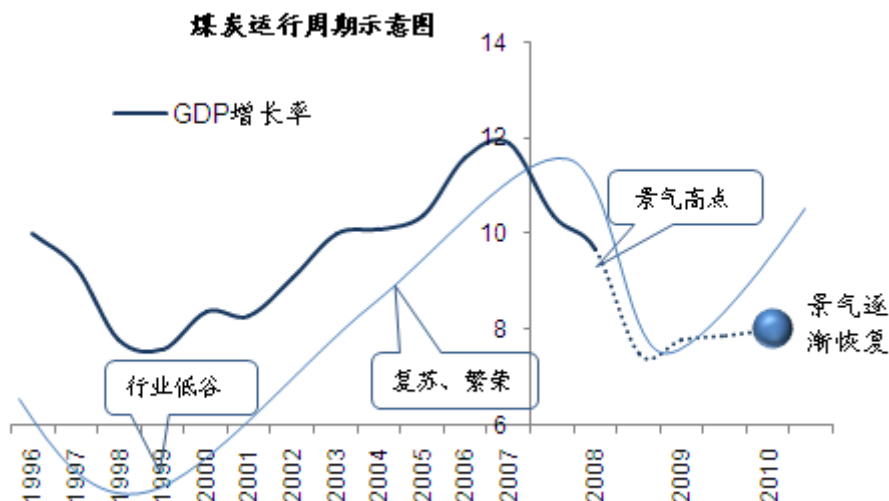


资料来源：渤海证券研究所

● 远高于“地平线”的周期性“谷底”

我们总体认为下半年煤炭行业的运营基本面要好于上半年，经济逐渐复苏，整个经济体系逐渐稳定，回归到正轨，煤炭行业景气度也在恢复当中。09 年全年业绩有望延续一季度的态势运行。

图 5: 煤炭处于谷底右侧回升阶段



资料来源：统计局，渤海证券研究所

2.1 煤炭供给端有序控制仍将延续——判断的基础

可以预见，山西地区的小煤矿整合必定对行业产生深远的影响，一方面，使得煤炭行

业避免十年前的竞争无序，过多释放煤炭产能；另一方面，整合并购的推进提高行业的集中度，改变行业的竞争格局。

继山西省大力推进小煤矿整合并购后，5 月份国家发改委、国家能源局、国家煤矿安监局和国家安监总局联合下达《关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知》，要求在全国展开为时约一年半的小煤矿瓦斯专项治理，对象为年产量在 30 万吨以下小煤矿。

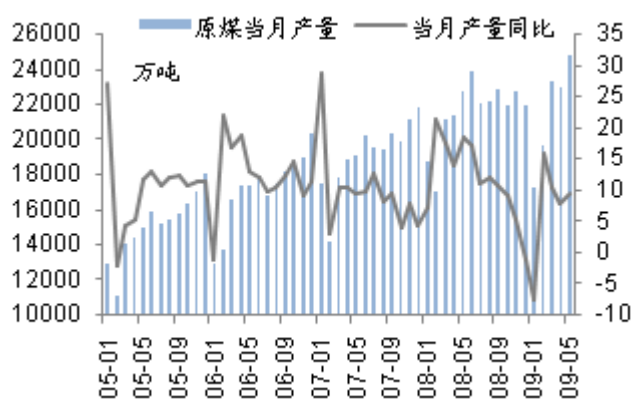
我们认为未来小煤矿整合都有望延续至 2010 年，这将进一步控制小煤矿产量的释放，为下游经济的复苏赢得了时间。

● 但受制于小煤矿的整顿，小煤矿的产量占比快速下降。

据国家统计局数据，4 月份规模以上企业原煤产量 22979.98 万吨，同比增长 7.9%；1-4 月份累计产量 8.28 亿吨，同比增长 6.8%。据煤炭工业协会统计，4 月份全国原煤产量 22376.39 万吨；1-4 月份累计 79262.99 万吨，同比增加 2681.84 万吨，增长 3.5%。

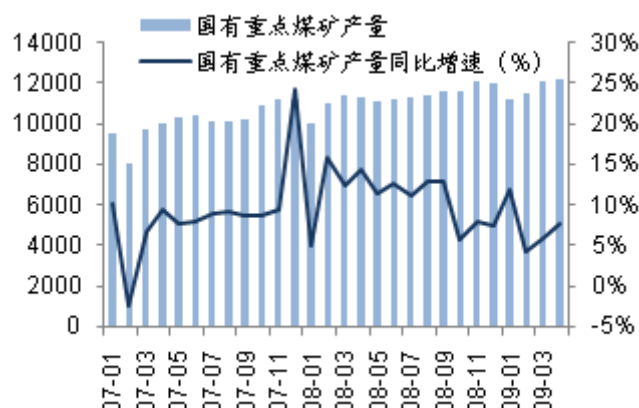
两部门数据存在差距，经过中国煤炭运销协会对煤炭运输、消费、库存的综合分析，测算 4 月份全国煤炭产量 23081.62 万吨，同比下降 5.6%；1-4 月份累计产量 8.71 亿吨，同比下降 4.76%，而去年同期原煤产量是同比增长 8.23%。

图 6：煤炭产量及增速



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 7：煤炭产量分经济成分比较



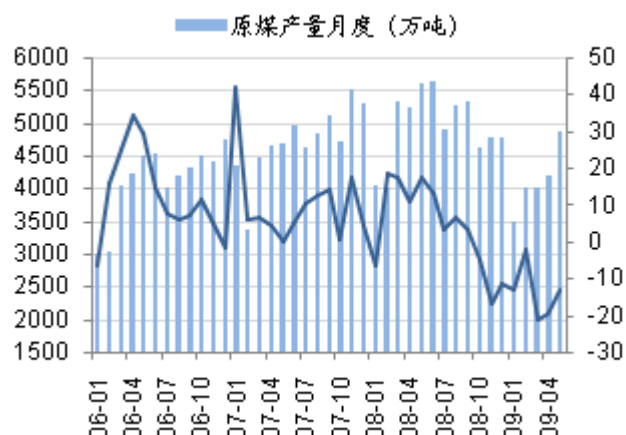
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

受小煤矿治理影响，山西省煤炭产量降幅较大，1-5 月份累计煤炭产量降幅为 -14.9%，而内蒙古煤炭产量跃居第一煤炭大省，1-5 月份累计煤炭产量增幅为 32.5%。

根据我们调研，内蒙古也注意到煤炭产量扩张过快的问题，开始有着力控制煤炭产量，

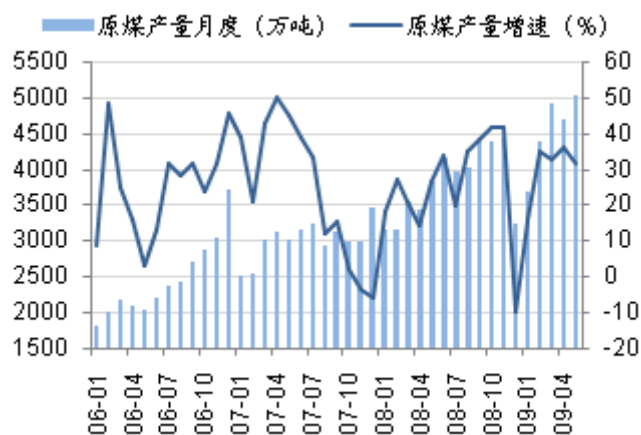
力争 09 年产量控制在 08 年的水平上。

图 8: 山西省煤炭产量及增速



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 9: 内蒙古煤炭产量及增速



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

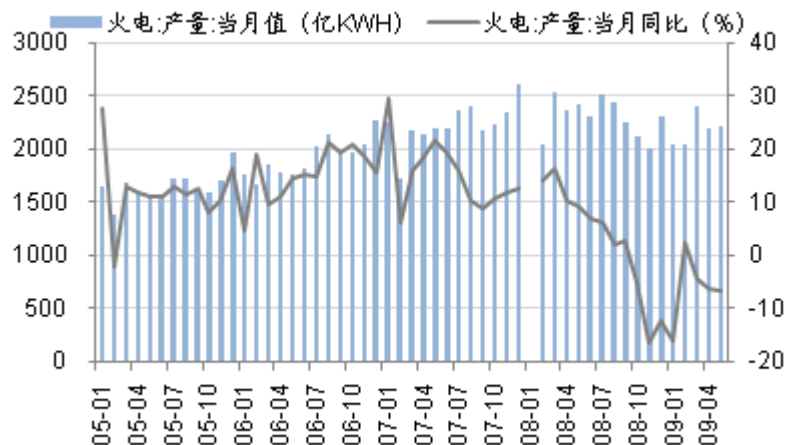
2.2 下游行业的回暖已基本得到确认——有力支撑

● 预计下半年发电量增速为 9%左右

上半年发电量一直呈现负增长，但降幅逐月开始收窄，我们预计全年发电量增速为 3%左右，发电量 09 年下半年会实现正增长，由于去年下半年基数低，预计发电量增速将在 9%左右。

同时，电价有进一步涨价的预期，我们认为如果电力涨价，能充分调动电力企业的积极性，同时有利于缓解上游煤炭企业的压力。

图 10: 发电量及其增速



资料来源：Wind，渤海证券研究所

● 钢材、水泥直接受益于投资的拉动：内需的因素

国内刺激经济的投资开始释放,1-5月份固定资产投资 5.35 万亿元,同比增长 32.9%,重新回到高速增长的轨道上,逐渐拉动下游投资品的需求。

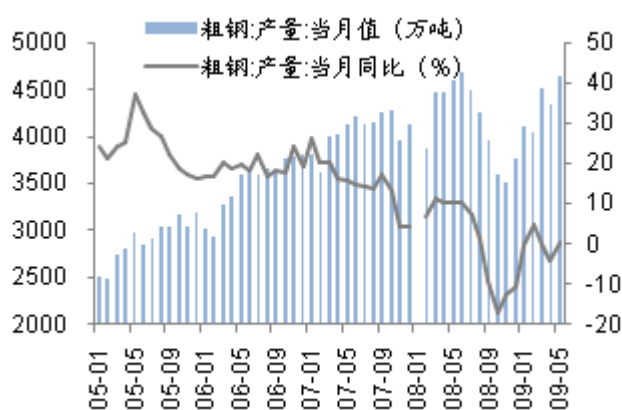
图 11: 固定资产投资高速增长



资料来源：统计局，渤海证券研究所

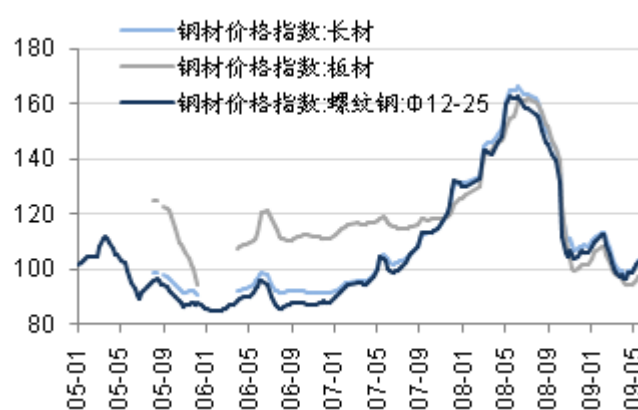
直接受益投资拉动，钢铁行业经营趋于改善，整体要好于此前预期。钢价回升，铁矿石价格下降，钢铁企业实现盈利，如 5 月份粗钢产量达 4645.97 万吨，创出年内新高。另外，受益的还有水泥行业，刺激计划推出以来，水泥行业一直维持较好的景气。

图 12: 钢铁产量及增速



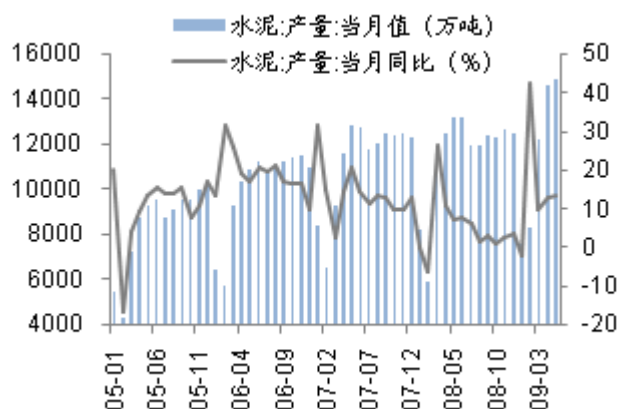
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 13: 钢铁价格走势



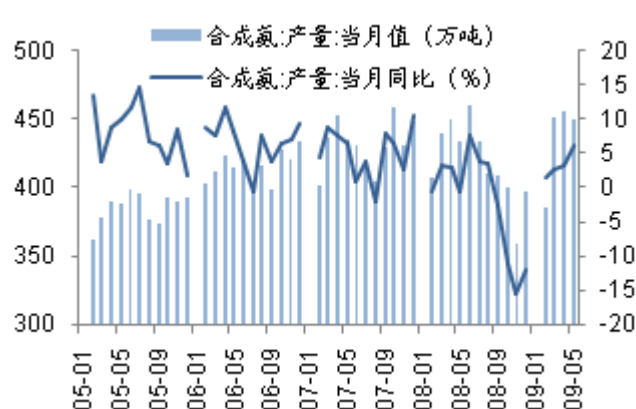
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 14: 水泥产量及增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 合成氨产量及增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 1: 下游行业产量及增速关键预测表

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E
发电量(亿KWH)	14,808.02	16,540.00	19,105.75	22,033.09	25,002.60	28,344.00	32,815.53	34,046.96	35136.463	37244.65
发电量: 同比	11.70%	11.70%	15.51%	15.32%	13.48%	13.40%	14.51%	5.50%	3.20%	6.00%
火电(亿KWH)	11,767.51	13,287.64	15,421.26	17,955.88	20,473.36	23,573.00	27,229.33	27,857.37	28553.804	30038.60
火电: 同比	8.90%	12.80%	16.60%	16.44%	14.02%	15.10%	14.91%	3.00%	2.50%	5.20%
粗钢(万吨)	15,163.44	18,236.61	22,233.60	28,291.09	35,323.98	42,266.03	48,928.80	50,048.80	48897.678	50609.10
粗钢: 同比	19.18%	20.27%	21.92%	27.24%	24.86%	19.70%	16.73%	1.10%	-2.30%	3.50%
水泥(万吨)	62650.35	70471.69	81319.36	93368.62	103830	120411.74	135412.4	138,838.30	154527.03	169979.73
水泥产量: 同比	10.30%	13.69%	16.80%	15.70%	11.60%	19.10%	13.50%	5.20%	11.30%	10.00%
合成氨(万吨)	3407.7	3654.19	3794.6	4222.2	4596.25	4937.9	5158.9	4,995.20	5095.104	5197.01
合成氨产量增速	2.78%	9.50%	4.70%	11.40%	8.40%	7.00%	5.40%	-1.90%	2.00%	2.00%

资料来源: 渤海证券研究所

2.3 预计下半年煤炭进口将减少——进一步改善国内煤炭市场

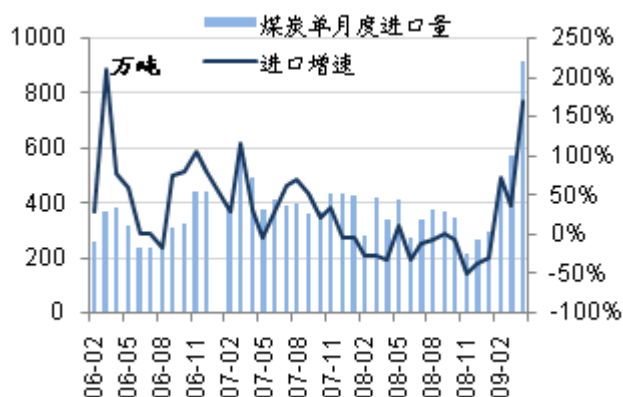
上半年国内外煤价倒挂，煤炭进口量创历史的大增

4 月份我国煤炭出口量为 196 万吨，同比减少 55.4%，1-4 月份累计出口量为 934 万吨，同比下降 36%；

4 月份我国进口煤炭 916 万吨，同比增加 169.3%，环比增长 60.1%，1-4 月份累计进口煤炭 2277 万吨，同比增长 55.3%。

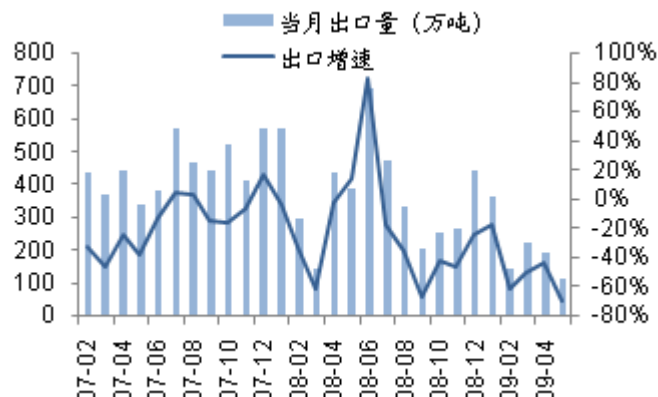
4 月份净进口煤炭 720 万吨，前 4 个月我国进出口平衡量表现为净进口 1343 万吨。

图 16: 1-4 月份煤炭进口量增速较大



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 1-4 月份煤炭出口量大幅下降



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

近期国际煤价开始快速上涨,同时海运费也大幅反弹,预计下半年进口量将显著下降,这更有利于改善国内的煤炭供需市场。

图 18: BDI 大幅反弹也将是煤炭进口阻力之一



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

3. 大宗商品价格体系重拾升势

3.1 流动性充裕, 大宗商品周期快速复苏

美元贬值,全球定量货币放松政策盛行,大宗商品价格开始抬头,资源型产品重拾涨势,目前,国际油价突破 70 美元/桶。油价的上涨带动了有色金属、煤炭等大宗商品价格的上涨。

图 19: 美元贬值是油价上涨主要原因之一



资料来源: 统计局, 渤海证券研究所

图 20: 油价、煤价走势拟合



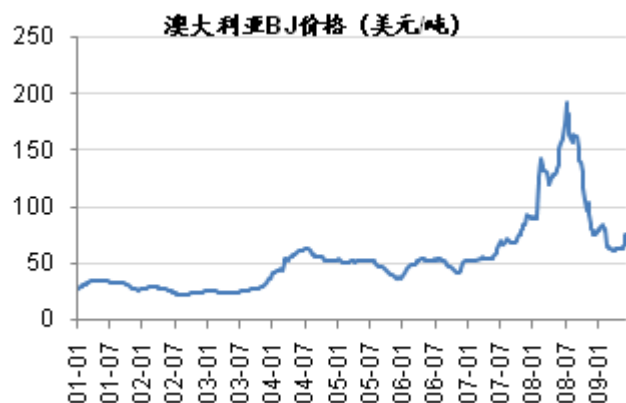
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

3.2 煤炭行业景气回升, 价格底部回升

受煤炭限产保价, 供给端控制良好, 国内煤炭价格的调整已基本结束, 并逐渐开始回升。

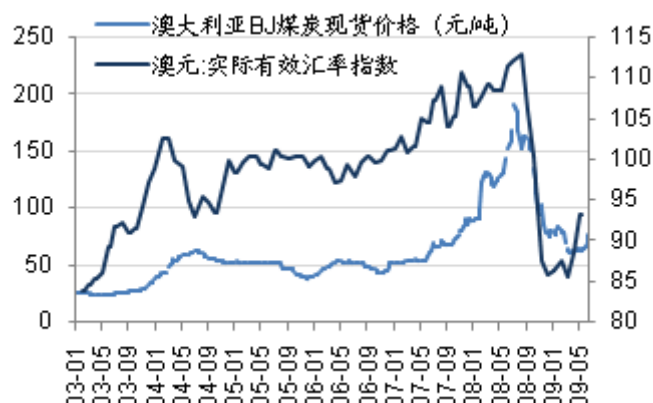
国际煤炭价格底部完成, 并开始大幅反弹, 如 6 月 10 日澳大利亚 BJ 煤价达 75 美元/吨, 从低点上涨 20%, 中国大幅煤炭进口是主要原因之一。我们认为国际煤价上涨一方面抑制国内煤炭进口, 另一方面, 也将对国内的煤炭价格形成支撑。

图 21: 澳大利亚 BJ 煤炭价格低位上涨



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 22: 澳元升值也是煤炭价格上涨原因之一



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

● 预计 09 年、10 年煤炭价格总体平稳，09 年电煤合同价格总体小幅上涨

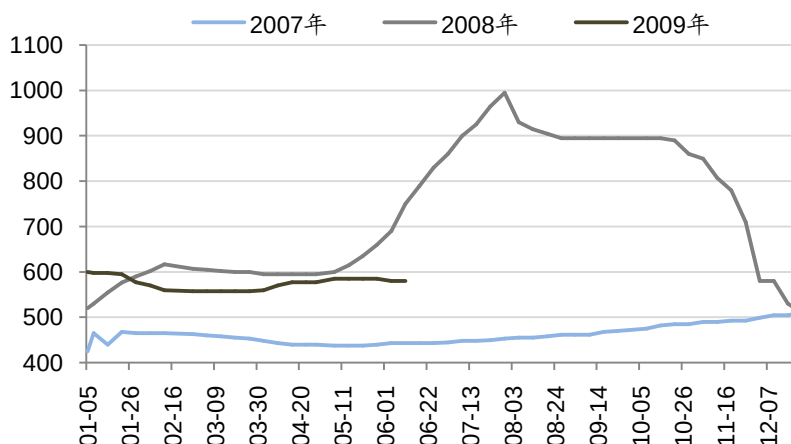
预计下半年煤价整体平稳，受需求的回暖，预计会小幅上涨，但涨幅不会太大，主要原因为：煤炭市场相对宽松，供给端的弹性控制；经济恢复阶段不支持煤炭价格大涨，否则会放宽生产限制，比如 08 年煤炭供应偏紧，政府放宽了小煤矿的生产经营。

“煤电之争”，合同煤价格上涨预期更强，从目前公布的合同煤价格签订情况来看，中国神华、中煤能源合同煤价格上涨幅度较大（约 10%），山东省内重点合同煤签订价格上涨 4%。合同煤价格均出现了一定程度的上涨，同时 4% 的价格涨幅有望成为签约价格的主流。

● 当前的煤炭价格水平，处于相对合理水平（比 08 年低，比 07 年高）

煤炭价格经历了 2008 年的大涨，09 年煤炭价格虽向下调整，但最终煤炭价格仍然较高（较 07 年高 25% 左右），我们认为高出的价格部分是合理的，不是说现在的煤炭价格高，更应该说以前的煤炭价格太低！（其中成本的推动是主要因素之一，包括政策性成本、人工成本的增加），资源的价值逐步得到充分认可！比如说环境成本对煤炭资源的约束。

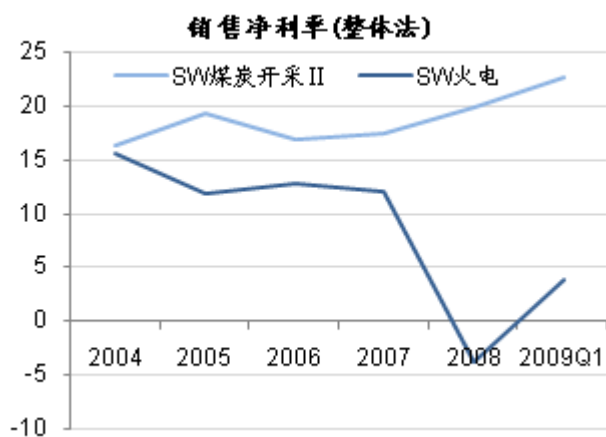
图 23: 煤炭价格分年度比较示意图 (秦皇岛山西优混 5500 大卡)



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

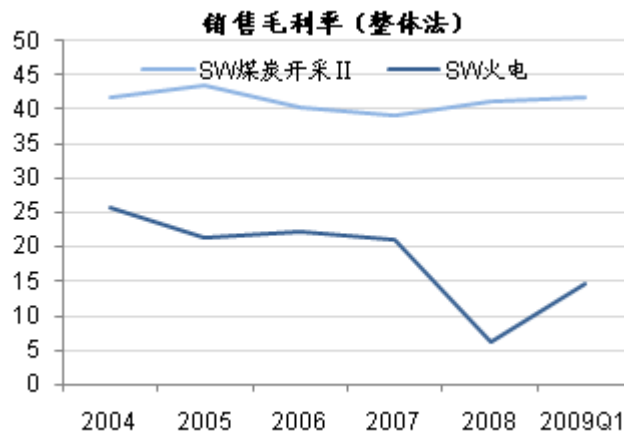
煤炭行业仍然保持较好的盈利能力。从下游承受能力来看, 下游电力行业已开始盈利, 毛利率显著提升, 同时预期电价会进一步上涨, 这对当前的煤炭价格企稳奠定了基础。

图 24: 煤炭、电力行业销售净利率比较



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 25: 煤炭、电力销售毛利率比较



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

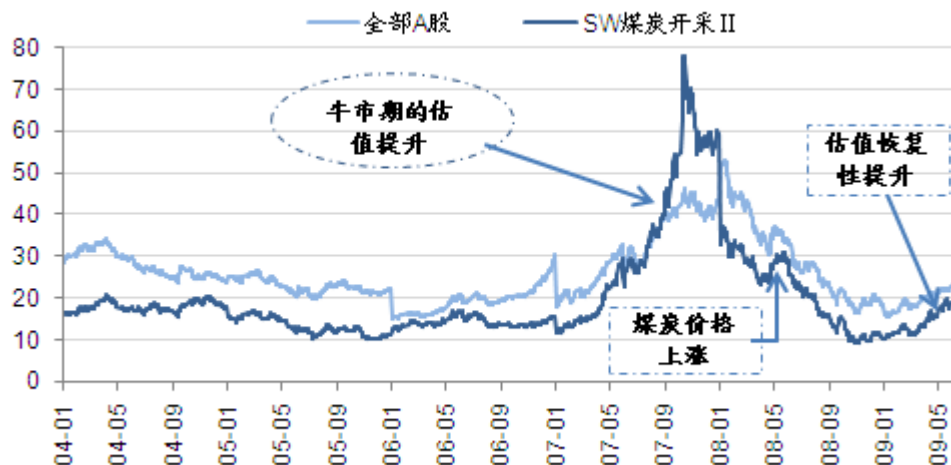
4. 投资策略

4.1 维持行业“买入”评级

影响煤炭股市场表现的因素主要有哪些? 让历史告诉未来, 简单分析近 3 年煤炭板块行情可得。07 年以来, 煤炭股主要有 3 次超越大盘的行情, 总结如下:

- 2007.7-2007.9 牛市期间煤炭板块估值的提升(资源重估,市盈率最高达 72 倍);
- 2008.4-2008.5 煤炭价格上涨(通胀压力),板块估值提升;
- 2009.3-2009.5 煤炭板块估值恢复性提升(煤炭远好于前期悲观预期)。

图 26: 煤炭板块市盈率与 A 股市盈率比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

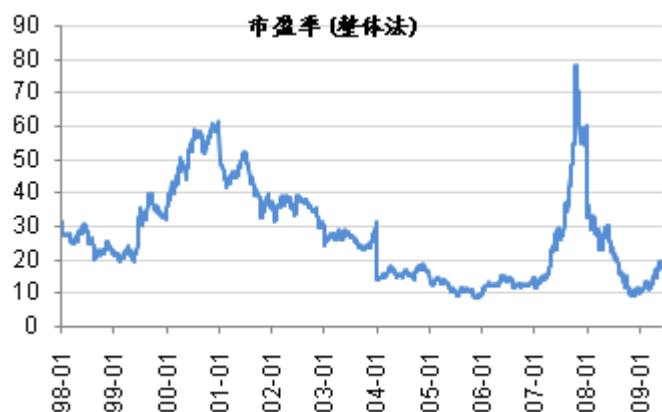
上半年更多的是煤炭估值的恢复性上涨, 下半年估值仍有提升空间

上半年受金融危机影响, 市场对煤炭预期过于悲观, 随着供给端控制有序, 市场预期重新修复, 煤炭股价值重新被市场认可。目前煤炭板块估值在 20 倍市盈率左右, 从历史上看, 目前估值处于历史均值的水平, 仍有进一步提升的空间。我们维持煤炭行业“买入”评级。

- 下游回暖, 煤炭行业仍处于景气恢复中;
- 流动性过剩, 大宗商品价格抬头, 通胀预期再起, 进一步支撑煤炭估值的走高;
- 煤炭行业内整合并购正强势推行, 未来几年是煤炭行业格局发生重大变革的时期, 煤炭上市公司直接受益于资源整合。

国际估值方面, 从美国的煤炭股估值来看, 估值迅速提升, 目前也大致维持 18(X)左右的市盈率水平, 此外, 港股市场上, 煤炭股 A-H 股溢价率(以中国神华、中煤能源为例)处于历史低位, 与进一步表明市场对上游能源行业的看好。

图 27: 煤炭行业历史市盈率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 28: 煤炭行业历史市净率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 29: 中国神华 A-H 股溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 30: 中煤能源 A-H 股溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

4.2 下半年建议关注两类投资机会: 趋势性投资&行业内资源整合

- **关注油价上涨带来的趋势性投资机会。**全球流动性过剩, 大宗商品价格反弹, 如果油价继续创出新高, 煤炭股的估值将得到有力支撑, 并有进一步提升的空间。
- **资源整合并购主题带来的投资机会。**目前, 煤炭行业内产能过剩, 各地整治小煤矿的力度加大, 政府出台的煤炭行业发展规划, 都将提高行业集中度作为目标之一。尤其当前对小煤矿的整合力度较大, 大的煤炭集团可借机提高自己的资源储量、市场占有率, 比如山西省重点发展的五大煤炭集团, 其相关的煤炭上市公司, 如潞安环能 (收购黑龙强肥煤、伊田肥煤)、兰花科创 (收购山阴口煤业、贾寨煤业、中立煤业等) 已开始加紧对小煤矿的收购整合。

图 31: 油价、煤炭股走势拟合



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

表 2: A 股重点覆盖煤炭上市公司盈利预测及评级

2009-6-15	证券简称	价格	P/E			EPS			PB	评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
601088.SH	中国神华	26.15	19.56	18.03	16.34	1.337	1.450	1.600	3.37	买入
601898.SH	中煤能源	11.39	21.90	19.64	16.32	0.520	0.580	0.698	2.34	买入
600395.SH	盘江股份	24.43	22.70	19.28	17.96	1.076	1.267	1.360	2.15	买入
600348.SH	国阳新能	24.32	16.11	21.71	19.77	1.510	1.12	1.230	4.72	买入
601699.SH	潞安环能	34.34	13.847	16.37	14.51	2.480	2.098	2.366	4.75	买入
600123.SH	兰花科创	32.75	13.35	16.62	15.45	2.45	1.97	2.12	4.11	买入
600188.SH	兖州煤业	14.90	11.31	21.05	17.13	1.318	0.708	0.870	2.71	中性
000983.SZ	西山煤电	25.69	17.85	24.80	19.91	1.440	1.036	1.290	6.22	中性
601001.SH	大同煤业	32.99	17.36	16.33	15.56	1.900	2.020	2.120	4.10	中性
600997.SH	开滦股份	16.46	22.55	28.68	24.21	0.730	0.574	0.680	4.66	中性
平均值			18.16	20.33	17.68				4.28	

资料来源: 渤海证券研究所

4.3 公司推荐: 中国神华、潞安环能、盘江股份

分煤种来看, 较为确定的看好动力煤 (受益电力、建材行业转暖)、无烟煤; 炼焦煤受钢铁行业影响较大, 未来仍有可能反复; 仍不看好独立炼焦企业, 其投资机会来自下游钢铁价格上涨带来的反弹机会。

4.4 风险提示: 资源税征收的市场不良影响&市场系统性风险

资源税的改革征收, 资源税主要是用来调节资源的级差地租, 主要用于调节地区之间、

各煤种之间的差额，而非绝对地租（绝对地租已由采矿权价款调整征收）。

资源税一次性大幅征收的可能性并不大（预计从价税为 5%），同时资源税的改革、征收须配套其他税费的调整。虽然近两年煤炭行业受益于煤价上涨，经营状况转好，但从上市公司背后的集团经营来看，社会负担较重，经营仍然较困难。

表 3：国际煤炭板块估值比较

09-6-16	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA		
USA(USD)		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
PEABODY	33.49	10.48	15.43	12.80	2.77	2.41	2.05	6.33	8.41	7.49
WALTER INDUSTRIES	34.56	7.72	19.74	10.96	3.19	6.36	4.37	7.70	15.74	10.21
ARCH COAL	17.32	7.36	42.45	11.75	1.39	1.41	1.35	5.20	9.11	5.90
MASSEY ENERGY	22.3	6.87	18.52	12.62	1.82	1.60	1.45	4.28	5.38	4.89
PATRIOT COAL	8.92	-6.80	-4.74	-7.99	0.83	0.83	1.01	20.39	9.46	7.32
INTERNATIONAL COAL	3.25	-79.27	35.71	17.29	0.86	0.96	0.95	7.29	5.14	4.59
CONSOL ENERGY	39.21	18.78	10.46	10.99	4.52	3.40	2.66	7.88	5.57	5.68
ALPHA NATURAL RESOURCES	27.55	10.29	12.67	12.18	2.57	1.98	1.80	3.88	4.41	3.69
FOUNDATION COAL	29.2	394.59	15.24	10.51	4.34	4.14	3.13	6.54	5.11	4.34
PENN VIRGINIA RESOURCES	14.25	8.43	14.39	12.42	1.43	1.49	1.50	6.55	8.04	7.29
AVERAGE		37.84	17.99	10.35	2.37	2.46	2.03	7.60	7.64	6.14
AUSTRILIA(AUD)										
RIO TINTO	72.27	6.17	18.51	17.03	1.88	3.01	2.78	4.72	9.96	9.31
BHP BILLITON	36.30	11.38	17.17	20.70	4.63	4.12	3.84	5.90	7.50	9.56
MACARTHUR COAL	6.87	21.54	10.47	26.63	2.74	1.98	1.88	13.84	6.74	14.83
FELIX RESOURCES	12.88	20.64	9.58	21.83	4.71	3.64	3.44	12.22	5.96	11.65
CENTENNIAL COAL	2.71	13.42	14.34	15.66	1.71	1.66	1.54	5.47	5.47	5.32
WHITEHAVEN COAL	3.11	46.42	11.39	23.92	2.69	1.84	1.77	24.32	6.77	11.95
COAL & ALLIED INDUSTRIES	84.00	8.12	14.43	16.65	5.21	4.95	4.34	4.90	8.42	9.21
GLOUCESTER COAL LTD	6.74	23.57	6.43	11.68	6.19	3.82	3.37	13.23	4.10	7.17
AVERAGE		18.91	12.79	19.26	3.72	3.13	2.87	10.57	6.87	9.87

资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

表 4：H 股煤炭板块估值比较

09-6-16	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA			EPS		
H 股 (HKD)		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
中国神华 (1088)	25.30	15.28	15.64	13.89	3.00	2.57	2.27	10.25	9.97	9.01	1.66	1.62	1.82
中煤能源 (1898)	9.18	11.77	14.41	13.08	1.77	1.66	1.53	7.54	9.40	7.96	0.78	0.64	0.70
兖州煤业 (1171)	10.2	6.13	11.86	11.12	1.66	1.57	1.47	4.85	8.44	7.82	1.66	0.86	0.92
平均值		11.06	13.97	12.70	2.15	1.93	1.76	7.55	9.27	8.26			

资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

潞安环能(601699.SH)

未来成长空间广阔

——潞安环能（601699）研究报告

姓名：张顺
电话：86-10-5836 2782
邮箱：zhangshun@bhq.com

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：¥45.00

当前价格：¥35.03
2009.06.16

投资要点：

- **公司煤炭产品结构灵活、优化，稳健而有弹性，高出行业平均的盈利能力**
煤炭产品结构既有弹性大的冶金煤，又有弹性小的电煤，灵活而稳健。公司的盈利能力一直高于行业平均水平，08年ROE水平更是高达41.73%，高出行业平均10个百分点。09年公司煤价向下调整，整体来看，综合销售煤价有10%-15%的下跌空间，结构稳健性利于抵御风险。
- **在建项目多，未来产能提升空间较大**
屯留煤矿、潞宁矿业以及收购小煤矿是未来产能增长的主要来源，目前，公司在建矿井产能超过1000万吨，屯留煤矿、潞宁煤矿已经在2008年正式投产。余吾煤业公司（屯留煤矿）600万吨煤矿产能09年可达产，潞宁公司宁武矿区未来规划建设1260万吨煤炭产能。
- **受益于山西省煤炭资源整合，对外扩张加快**
山西省加大力度进行小煤矿资源整合，鼓励省内煤炭大集团进行资源整合，潞安环能作为地方煤炭大公司之一，将直接受益于煤炭资源的整合。
- **集团大而强，是公司发展的有力后盾**
潞安集团是山西五大煤炭生产企业集团之一，盈利能力居于行业前列，煤炭资源储备超过400余亿吨。09年仍期待集团资产的注入，集团煤矿资源中，09年很可能注入的是600万吨的司马煤矿。
- **盈利预测及估值**
公司未来成长空间大，具备长期投资价值。预计公司09年、10年和11年每股收益为2.10元、2.37元和2.59元，我们认为公司的合理估值为45.00元，对应09年年EPS为20(X)市盈率，给以“买入”评级。
- **风险因素**
市场的系统性风险，资源税的征收对未来盈利预测的影响。

52周内公司股价表现



公司简介

公司地处山西省长治市，主要从事煤炭的采掘、加工和销售业务，所属潞安矿区煤田位于沁水煤田东部边缘中段，煤炭地质储量144.79亿吨。

公司更新报告

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	9949	16670	16906	19233	20799
EBITDA(百万元)	2530	4934	4339	5011	5547
净利润	981	2850	2414	2731	2983
摊薄 EPS(元)	1.53	2.48	2.10	2.37	2.59
PE(X)	22.8	14.1	16.7	14.8	13.5
EV/EBITDA(X)	7.5	8.0	9.6	8.4	7.7
PB(X)	4.79	4.84	4.12	3.44	2.91
ROIC	16.12%	29.26%	17.90%	17.33%	16.60%
总资产周转率	1.02	1.22	0.89	0.87	0.83

盘江股份(600395.SH)

基本面向好 区域龙头地位逐渐确立

——盘江股份（600395）

姓名：张顺

86-10-5836 2782

zhangshun@bhqz.com

核心观点：

- 重组后公司实力大增，偏加工型转为资源性
- 将成为西南地区的煤炭龙头之一

投资要点：

● 重组后公司实力大增，偏加工型转为资源性

重组后，煤电集团的煤矿资产基本上实现了整体上市，解决了长期干扰公司发展的关联交易问题。公司的原煤的核定产能将达到 955 万吨/年。公司计划 2008 年至 2011 年，通过技术改造使现有矿井原煤年生产能力提升至 1,500 万吨/年。同时资源储量也大幅增加，按照摊薄以后股本计算，重组后每股资源储量为 1.5199 吨，要高于重组前每股 0.7633 吨的资源储量，未来公司的发展地位及前景均被看好。

● 重组后将成为西南地区的煤炭龙头之一

西南地区煤炭资源丰富，未来发展潜力较大。贵州是我国南方煤炭储量较大的省份之一，已被列入全国 13 个大型煤炭基地—云贵基地规划之中。盘江股份作为西南地区唯一的煤炭上市公司，是最有可能成为区域内的龙头企业，我们对公司未来的前景充满期待。

● 看淡近期炼焦煤行业，依然看好公司良好的发展前景

终端消费需求的减速“倒逼”上游炼焦煤价格的回调，未来行业将持续调整。西南地区炼焦煤市场相对独立，供给能力总体不强，公司与下游客户保持较稳定关系，80%以上的合同销售，调整期间经营业绩波动性相对较小。

● 评级与投资建议

公司整体上市后，增强了未来的盈利能力，考虑资产注入情况下的盈利预测，公司 08 年、09 年 EPS 为 1.64 元、1.267 元，6 个月目标价 30 元，给以“买入”的评级。

● 风险提示：市场系统性风险，资源税的调整征收

评级：

买入

上次评级：

首次评级

目标价格：

¥ 30.0

当前价格：

¥ 24.67

2009.06.16

52 周公司股价表现



公司简介

盘江股份是一家集原煤开采和煤炭加工于一体的大型煤炭企业，主营业务为原煤开采、洗选加工及销售，煤炭产品具有低硫、低灰、微磷、发热量高等优点，有较强的市场竞争力。

公司更新报告

单位：万元	2007 年	2008	2009E	2010E
营业收入	278536.04	588061.35	510521.20	587342.41
毛利率	31.48%	52.00%	48.00%	48%
所得税税率	21.51%	15%	15%	15%
净利润	20299.40	181050.81	139820.23	174332.13
股本	--	110336.79	110336.79	110336.79
每股收益（元）	--	1.641	1.267	1.58

中国神华 (601088)

未来增长确定，5 年再造神华

— 中国神华 (601088) 研究报告

姓名: 张顺

86-10-5836 2782

zhangshun@bhq.com

本报告导读: 稳健的经营模式，丰富的现金流

投资要点:

- 09 年煤炭综合售价上涨 10% 左右。5500 大卡国内长约合同煤价格(FOB 含税价)为 540 元/吨，相比去年增长 10.3%，1-4 月份，平均销售价格上涨约 11% 左右。
- “科学发展、再造神华、5 年实现经济总量翻番”，煤炭产量保持年均 15% 的复合增长率。增长的主要来源，一方面现有矿区产能提升，神东矿区 09 年产量增至 1.4 亿吨左右，争取 2010 年突破 2 亿吨，准格尔矿区通过技改由 4000 万吨提升至 6000 万吨；另一方面新项目的开工建设：内蒙古新街项目、陕西榆神项目。两项目资源储量均为 100 亿吨，未来规划设计煤炭产能 1 亿吨，初步规划 2013 年实现原煤产量 5.3 亿吨。
- 公司拟择机现金回购注销已发行 A 股、H 股各不超过 10% 的股份。主要目的出于：一是提振市场对公司信心；二是增厚股东权益。
- 公司煤电路港一体模式经营稳健，市场控制力强，发展空间广阔，现金流丰富。同时公司分红派息丰厚，每年股息派发比例为当年基本每股收益的 35%-40%，是长期、稳健投资的好品种。
- 业绩预测及估值：预计 09 年、10 年、11 年每股收益为 1.442 元、1.600 元、1.808 元，当前股价对应市盈率 18.0(X)，16.2(X)，14.4(X)，估值在行业内具有优势，另外，目前 A-H 股溢价率达历史最低，这将对公司股价形成有力支撑，维持对公司的“买入”评级，目标价为 35.0 元。
- 风险提示：资源税调整带来的影响、系统性风险

(百万元, 元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	82107	107133	107177	118271	131179
EBITDA(百万元)	41448	51505	57275	62474	69293
净利润	19766	26588	28678	31816	35957
摊薄 EPS(元)	0.99	1.34	1.44	1.60	1.81
PE(X)	26.2	19.4	18.0	16.2	14.4
EV/EBITDA(X)	13.1	10.8	9.4	8.4	7.3
PB(X)	3.47	2.97	2.62	2.32	2.05
ROIC	11.75%	13.24%	13.44%	13.33%	13.50%
总资产周转率	0.41	0.41	0.38	0.40	0.40

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: ¥ 35.0

当前价格: ¥ 25.99

2009.06.16

近 52 周资本市场表现



单季度业绩	2008	2009E
1Q	0.326	0.398
2Q	0.385	0.376
3Q	0.392	0.352
4Q	0.234	0.316

公司简介

中国神华是国内最大的煤炭企业，主营业务为原煤开采、电力业务，拥有铁路、港口等一体化运输网络，同时电力业务为五大电力集团外的最大发电集团。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、强烈推荐：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、推 荐：未来 12 个月内股价超越大盘 5%~15%之间；
- 3、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、回 避：未来 12 个月内股价落后大盘 5%~15%之间；
- 5、强烈回避：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 看淡：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2792
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2790	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808
宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879 博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2845 1843		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602 室

邮政编码: 100032

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn