

煤炭行业

2009 年 6 月 16 日



行业研究

维持评级：短期-中性，长期-A

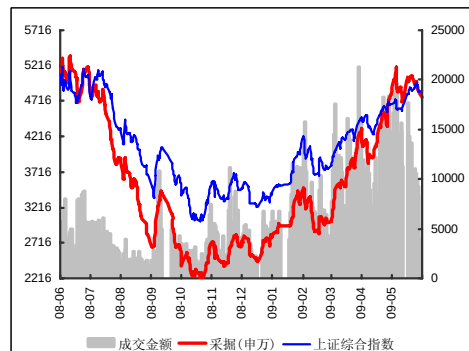
在稳定的前提下关注通胀、找寻重组

——煤炭行业 2009 年中期策略

核心观点

1. 2009 年前期煤炭行业开始企稳回升，但经营数据显示向上反转尚需时日。上半年国际国内煤炭价格得到企稳回升，截至 6 月 11 日，澳洲 BJ 煤炭价格回升至 67 美元/吨，秦皇岛 5500 大卡动力煤升至 580 元/吨，升至去年同期水平。而煤炭行业盈利水平超出我们年初预计，一季度煤炭类上市公司收入同比增长 6%、净利润同比增长 7%。但资金利润率、销售利润率等经营数据显示煤炭行业复苏之路还很长。
2. 下半年煤炭市场仍将面临供过于求的压力。受到 2008 年 600 亿新增固定资产投资的惯性作用，09 煤炭新增产能 2.9 亿吨。虽然在山西、内蒙等省限产保价的努力下，煤炭供给量有所减少，但需求短时期内恢复较难，预计 09 年煤炭供应量为 28.7 亿吨，消费量为 28.2 亿吨，加上净进口 0.29 亿吨，煤炭市场供过于求 0.79 亿吨，使煤炭价格上涨受到较大压力。
3. 通胀时期资源为王。宏观经济目前出现向好的迹象，而近期国际大宗商品价格快速上涨，国内虽然 5 月份 CPI、PPI 仍然双降，我们判断未来受国际影响向上反转的可能性增大。假设在 4 季度出现通胀的情况下，市场煤价有可能跟随上涨，加之目前煤炭估值较历史而言处于较低的水平，通胀或许带来全行业的投资机会。
4. 并购重组仍是下半年的重要投资题材。煤炭上市公司“大集团小企业”的格局决定了“重组”仍是最重要的投资题材。08 年盘江股份（600395）、恒源煤电（600971）获得集团资产注入，业绩将在 09 年释放；金牛能源（000937）、露天煤业（002128）的注入在下半年也有较大可能获批；而西山煤电（000983）、国投新集（601918）等公司也存在一定的重组可能，请投资者关注。
5. 在稳定的前提下关注通胀、找寻重组。考虑到下半年煤炭行业仍将面对供过于求的压力，煤炭行业反转可能不大，我们继续维持行业“短期中性-长期 A”的投资评级。但部分“白马股”仍能实现业绩稳定增长，而若通胀真的到来或者“黑马股”获得重组，其估值将发生重大变化，建议投资者在稳健投资“白马股”的同时也关注通胀以及公司重组的可能。

行业近一年股价走势：



国都证券研究所

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail:zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、	09 年上半年煤炭行业情况综述	4
1.	国际、国内煤炭价格开始企稳	4
2.	煤炭企业盈利能力好于预期	6
3.	经营数据显示行业反转尚需时日	7
二、	下半年煤炭行业仍将面对供过于求的压力	8
1.	投资惯性导致煤炭供给量稳定增加	8
2.	下游四大行业需求恢复不乐观	10
3.	宽平衡对煤价上涨构成压力	11
三、	通胀时期资源为王	12
1.	宏观经济出现反转迹象	12
2.	通胀预期渐起	14
3.	通胀将促使煤价企稳反弹	16
4.	通胀之下资源为王	17
四、	并购重组仍是下半年重要的投资题材	18
1.	并购重组是在短期实现利润改变的重要方式	18
2.	煤炭行业重组得到政府持续支持	20
3.	找寻具有重组可能的公司	21
五、	下半年煤炭行业投资策略	23
六、	风险提示	24

图表目录

图表 1: 澳洲BJ煤炭价格走势	4
图表 2: 秦皇岛各主要动力煤种平仓价	4
图表 3: 古交 2#焦煤坑口价格 (元/吨)	5
图表 4: 阳泉块煤价格	5
图表 5: 阳泉喷吹煤价格	5
图表 6: 太原二级冶金焦价格走势 (元/吨)	6
图表 7: 煤炭开采和洗选行业收入、利润图	6
图表 8: 部分重点煤炭上市公司 09 年一季度营业收入及利润表	7
图表 9: 煤炭行业累计资金利润率和销售利润率	7
图表 10: 煤炭行业累计应收帐款净额	8
图表 11: 煤炭行业累计固定资产投资图	9
图表 12: 全国煤炭产能、产量预测	10
图表 13: 火电、粗钢、水泥、合成氨产量图	10
图表 14: 全国煤炭需求预测表	11
图表 15: 煤炭每月进出口量	12
图表 16: 国内煤炭行业平衡预测表	12
图表 17: 中国制造业采购经理人指数 (PMI) 图	13
图表 18: 里昂证券中国PMI指数	13
图表 19: 新增固定资产投资和第二产业固定资产投资图	13
图表 20: 纽交所WTI主力原油期货价格	14
图表 21: COMEX黄金期货价格	14
图表 22: COMEX铜期货价格	14
图表 23: 澳洲BJ现货煤FOB价格	14
图表 24: M1/M2/贷款余额增速比较	15
图表 26: 货币回笼/投放图	15
图表 27: CPI、PPI指数图	15
图表 30: 动力煤和焦煤下半年价格走势预测	16
图表 28: 美国能源CPI与澳洲BJ煤价走势	17
图表 29: 采掘业PPI与秦皇岛 5500 大卡煤价	17
图表 31: 煤炭行业PE	18
图表 32: 煤炭股价/PB走势图	18
图表 33: 2008 年煤炭上市公司重组煤炭储量、产量增长表	19
图表 34: 收购资产PE、EPS对比表	19
图表 35: 煤炭行业并购重组政策	20
图表 36: 公司并购重组进程表	21
图表 37: 煤炭企业并购重组的可能性分析	22
图表 38: 重点公司EPS预测和投资建议 (按截止到 6 月 12 日股价计)	24

一、09 年上半年煤炭行业情况综述

1. 国际、国内煤炭价格开始企稳

09 年上半年，国际、国内煤炭价格在经历了年初的持续下降之后开始企稳反弹。受到国际原油价格上涨以及通胀预期的影响，近期国际煤炭价格快速上涨，截至 6 月 8 日，澳洲纽卡斯尔港 BJ 动力煤价格为 66.15 美元/吨，较上周上涨 3.2%，并有可能进一步超过 70 美元/吨的趋势。

图表 1：澳洲 BJ 煤炭价格走势

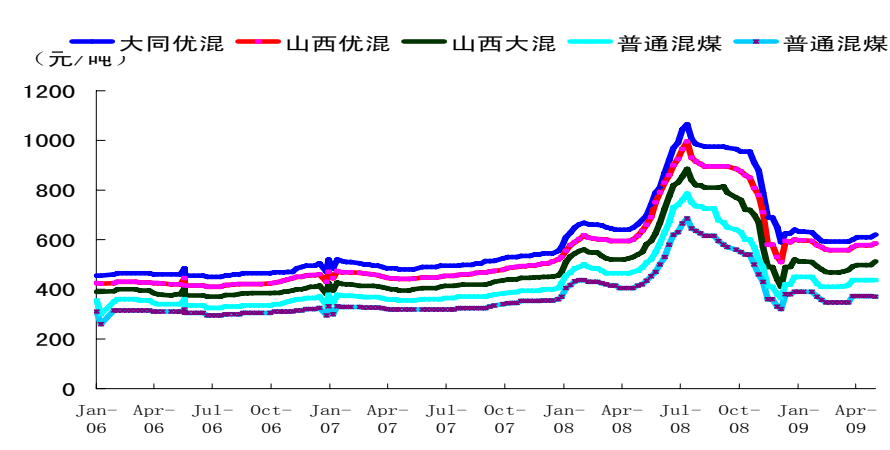


数据来源：中国煤炭市场网、国都证券研究所

国内煤炭市场价格也出现一定程度的上涨。

动力煤：有所恢复。6 月 11 日，秦皇岛动力煤 5800 大卡大同优化混价格为 630 元/吨 5500 大卡山西大混 580 元/吨，均恢复到年初的价格水平。

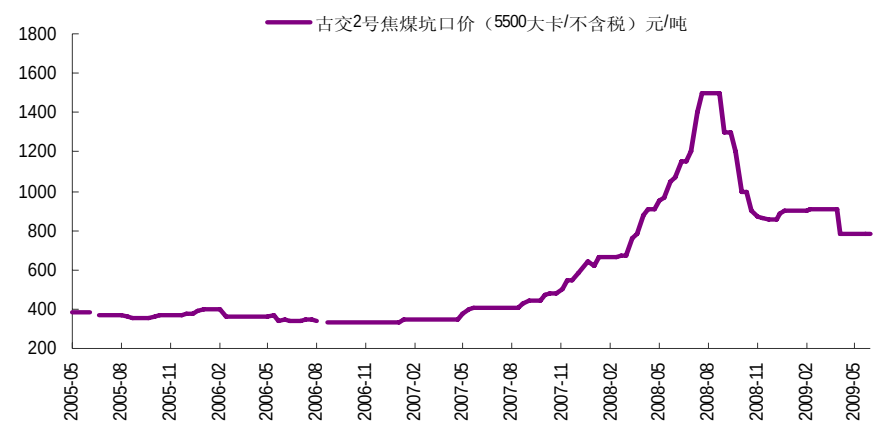
图表 2：秦皇岛各主要动力煤种平仓价



数据来源：煤炭资源网、国都证券研究所

炼焦煤：市场仍不景气，市场价格同比降幅较大。6月8日，山西古交2#焦煤坑口价格为780元/吨，较年初下降13%，同比下降26%。

图表 3：古交2#焦煤坑口价格（元/吨）



数据来源：煤炭资源网、国都证券研究所

块煤、喷吹煤：持续走稳，但上涨难度较大。6月8日，山西阳泉7000大卡洗中块坑口不含税价为900元/吨，较上月持平，同比下降18%；阳泉7500大卡喷吹煤含税市场价格810元/吨，较上月持平，同比下降23%。

图表 4：阳泉块煤价格



资料来源：煤炭资源网

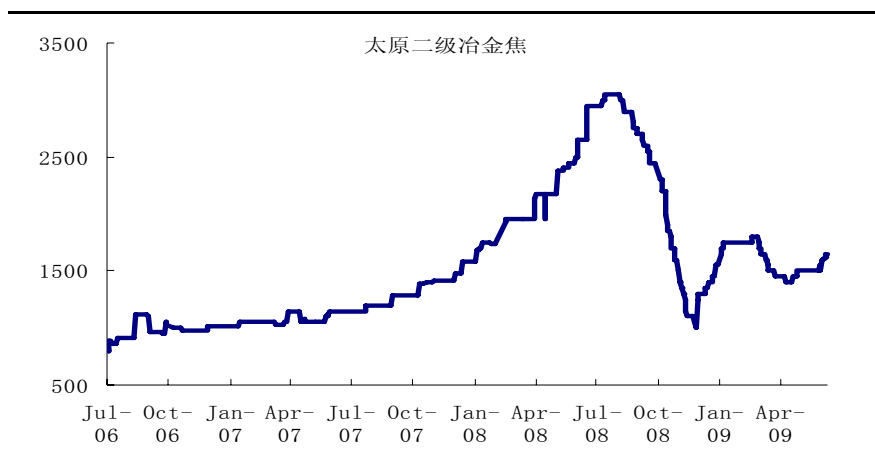
图表 5：阳泉喷吹煤价格



资料来源：煤炭资源网

焦炭：同比大幅下跌，但有进一步回升的势头。6月8日，太原2级冶金焦出厂价升至1650元/吨，较上月上涨250元/吨，同比下降44%。

图表 6: 太原二级冶金焦价格走势 (元/吨)

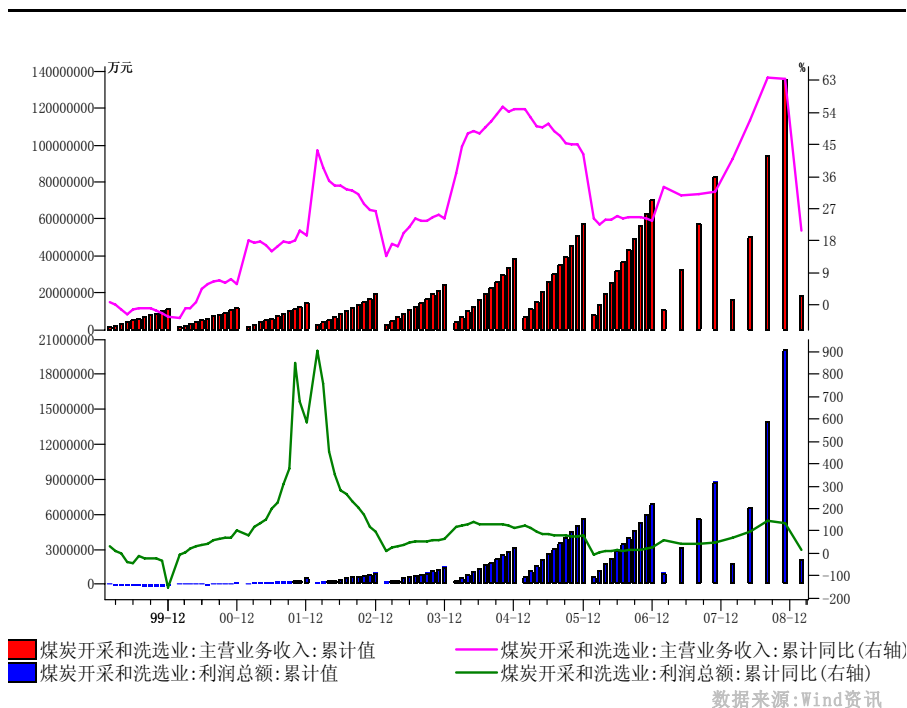


数据来源: Bloomberg, 国都证券研究所

2. 煤炭企业盈利能力好于预期

09 年 2 月, 统计局数据显示全国煤炭开采和洗选行业累计实现营业收入 1909 亿元, 同比增长 15%; 实现净利润 206 亿元, 同比增长 20.76%。考虑到 08 年南方受到冰灾影响, 煤价高于今年, 基数较大, 因此 09 年前几个月煤炭行业收入、盈利增幅好于预期。

图表 7: 煤炭开采和洗选行业收入、利润图



数据来源: Wind, 国都证券研究所

2009 年一季度, 煤炭采掘行业 18 家重点上市公司实现营业收入 716.6 亿元, 同比增长 6%; 实现归属母公司净利润 157.2 亿元, 同比增加 7.6%。

不考虑资产注入的盘江股份、西山煤电、中国神华、国投新集等公司在第一季度营业收入和净利润都实现了稳定的增长，体现了良好的抗风险能力和持续经营能力。

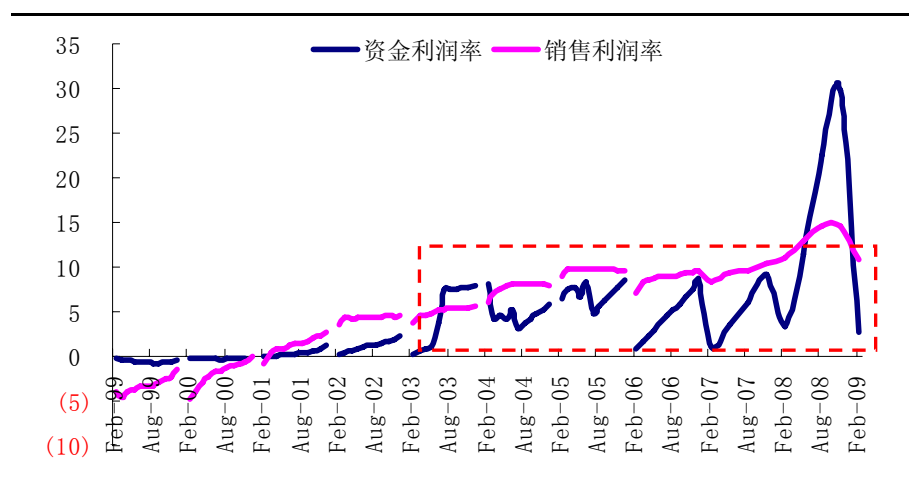
图表 8：部分重点煤炭上市公司 09 年一季度营业收入及利润表

代码	名称	营业总收入(万元)		归属母公司股东的净利润(万元)	
		本期	增长率(%)	本期	增长率(%)
000780.SZ	平庄能源	72656	32.1	17123	76.3
000933.SZ	神火股份	177945	-35.7	2999	-89.0
000937.SZ	金牛能源	221372	20.6	35949	0.6
000983.SZ	西山煤电	299259	29.2	92408	44.0
002128.SZ	露天煤业	101599	21.6	33726	13.0
600123.SH	兰花科创	140700	48.0	28636	22.4
600188.SH	兖州煤业	443161	-21.0	83142	-48.5
600348.SH	国阳新能	448205	35.2	34165	5.1
600395.SH	盘江股份	110306	31.8	17912	454.8
600508.SH	上海能源	157028	-12.9	19272	-14.1
600971.SH	恒源煤电	64334	79.7	7340	-10.5
600997.SH	开滦股份	197953	-5.4	22914	-13.2
601001.SH	大同煤业	204454	10.1	54629	218.6
601088.SH	中国神华	2715700	14.2	792100	17.1
601666.SH	平煤股份	292431	-18.3	41151	-30.0
601699.SH	潞安环能	390887	25.1	69502	30.4
601898.SH	中煤能源	996341	-9.0	185972	-3.6
601918.SH	国投新集	131823	17.6	33020	77.7
	合计	7166153	6.0	1571961	7.6

资料来源：wind，国都证券研究所

3. 经营数据显示行业反转尚需时日

图表 9：煤炭行业累计资金利润率和销售利润率

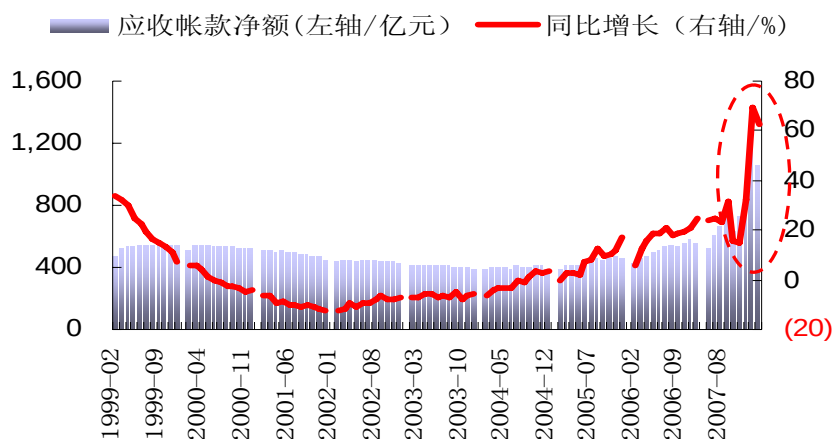


资料来源: wind, 国都证券研究所

国家统计局数据显示截至 2 月份, 煤炭行业资金利润率为 2.78%, 销售利润率为 10.79%, 均与 08 年 2 月数据基本保持一致, 但较 08 年 11 月份的 30% 资金利润率和 15% 的销售利润率大大降低, 行业盈利能力回归至正常水平。

煤炭行业的赊销情况仍然较为严重, 09 年 2 月份累计应收账款净额为 1052 亿元, 基本与 08 年 11 月的累计值一致, 同比上涨了 63%。煤炭行业应收账款过高显示需求不旺, 为保证销量煤炭企业大量赊销, 影响企业正常资金流动, 增加坏账发生可能性, 加大经营风险。

图表 10: 煤炭行业累计应收账款净额



资料来源: wind, 国都证券研究所

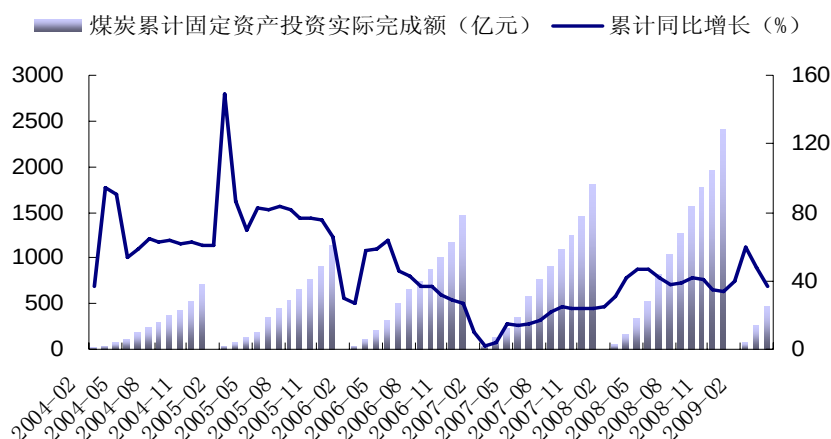
在近期国际、国内煤炭价格企稳的背景下, 国内煤炭企业盈利能力出现了高于预期的增长, 但受到宏观经济整体需求不振的影响, 我们继续维持煤炭行业筑底的判断, 行业的整体复苏尚需时日。

二、 下半年煤炭行业仍将面对供过于求的压力

1. 投资惯性导致煤炭供给量稳定增加

截至 2009 年 4 月, 全国煤炭累计固定资产投资实际完成 463.52 亿元, 累计同比增长 36%。煤炭固定资产投资继续稳定增长。

图表 11: 煤炭行业累计固定资产投资图



资料来源: Wind, 国都证券整理

2009年5月27日,国务院公布了关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知,其中规定:煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工、机场、港口、沿海及内河航运项目,最低资本金比例为30%。而此前,1996年发布的《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》中规定:煤炭项目资本金比例为35%及以上。因此,本次资本金调整,煤炭采掘业资本金比例有所下调,这将提高煤炭固定资产投资杠杆作用,增加投资力度。

一般来说,煤矿资产投入后2-3年后将能够形成规模产量。2008年,全国煤炭行业新增固定资产投资605亿元,预计虽然受到煤炭行业景气度下降影响,投资或有所放缓,但新增固定资产投资的惯性作用将在09、2010年带来2.9亿吨、3.1亿吨的煤炭新增产能。

另一方面,政府关停小煤矿、压缩煤矿产能的力度持续加大。政府能源行业“十一五”规划将煤炭产能控制在26亿吨,规划“十一五”后三年全国再减少小煤矿4000余处(2007年底小煤矿数量14069处,2010年将小煤矿数控制在1万处以内),其中彻底关闭2500余处、扩能改造1500余处。山西省计划在2011年全省只保留1000座煤矿,在现有的2600座煤矿基础上压减60%以上;兼并重组整合后的煤炭企业规模原则上不低于年产300万吨,单井生产规模原则上不低于90万吨。内蒙古要求煤炭行业适度控制原煤产量,并在2009年不再新批煤炭建设项目,计划将煤炭产量控制在去年4.6亿吨左右的水平。我们预计限产和关停小煤矿将减少09、2010年煤炭产量0.6亿吨、0.5亿吨。

预计全国煤炭行业09、2010年煤炭产能约为29.6亿吨、32亿吨,煤炭产量28.7亿吨、30.9亿吨。受到行业周期的影响,煤炭行业产能不能

充分释放，两年的产能利用率在 96%左右。

图表 12: 全国煤炭产能、产量预测

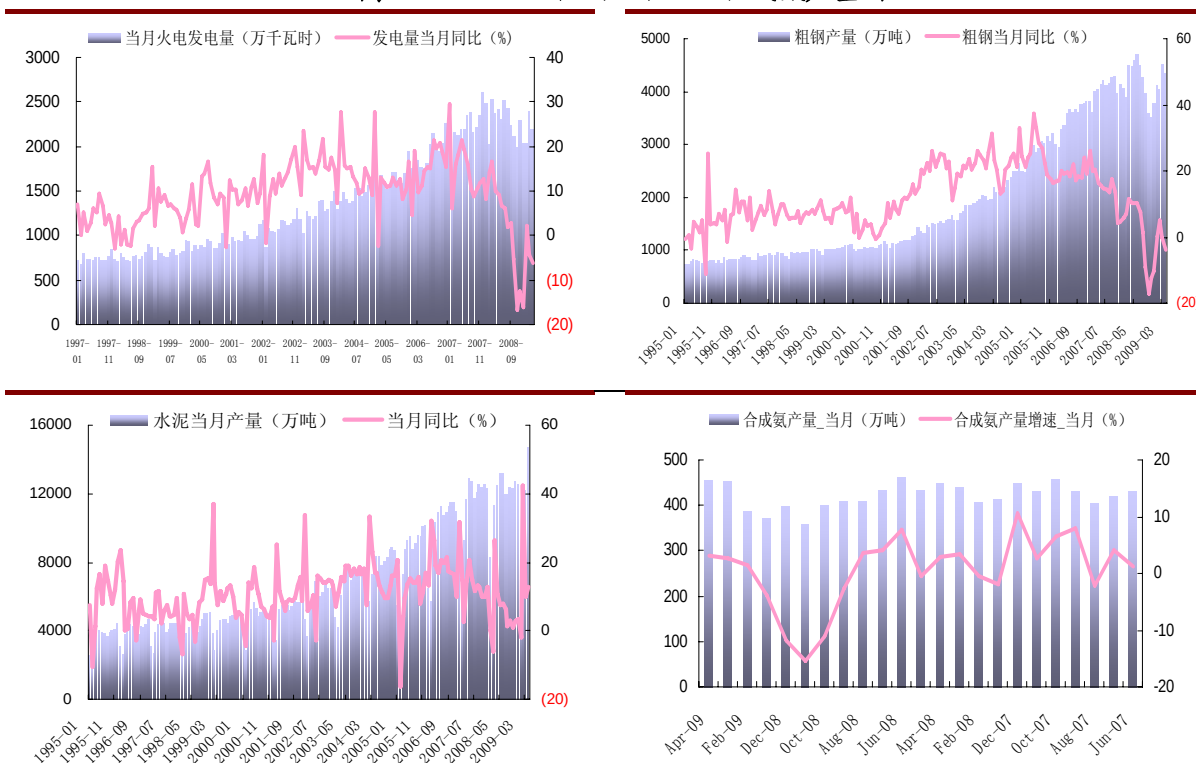
	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
煤炭产能	21.4	23.6	25.1	27.1	29.6	32.0
固定资产增加新增产能						
煤炭新增固定资产 (亿元)	441.46	335.9	325.7	605.73	300	300
新增产能 (亿吨)	1.84	2.26	2.7	2.24	2.9	3.1
压缩产能						
关闭小煤矿 (个)	5931	2723	2501	1000	2000	1500
关闭产能 (亿吨)	1.1	0.68	0.75	0.3	0.6	0.5
煤炭产量	22.05	23.73	25.36	26.91	28.7	30.9
年度产量增速	10.7%	7.6%	6.9%	6.1%	6.7%	7.7%

资料来源: Wind, 国都证券研究所

2. 下游四大行业需求恢复不乐观

09 年, 虽然电力、钢铁、水泥、煤化工等四大煤炭下游行业产量依然低迷, 但已经出现好转迹象。4 月份, 全国当月火力发电完成 2188 亿千瓦时, 同比下降 6.21%; 当月粗钢生产 4341 万吨, 同比下降 3.94%; 水泥生产 14677 万吨, 同比增长 12.88%; 合成氨生产 456.25 万吨, 同比增长 3.2%。

图表 13: 火电、粗钢、水泥、合成氨产量图



资料来源: Wind, 国都证券研究所

资料来源: Wind, 国都证券研究所

初步预计火电 09 年发电量 28513 亿千瓦时,同比增长 2.8%,耗煤 14.5 亿吨; 粗钢 51804 万吨, 同比增长 4.0%, 耗煤 4.8 亿吨; 水泥 14.9 亿吨, 同比增长 8.4%, 耗煤 2 亿吨; 合成氨 5180 万吨, 同比增长 3.7%, 煤化工行业耗煤 1.3 亿吨; 其他行业耗煤 5.6 亿吨。09、2010 年煤炭需求量为 28.2、29.3 亿吨。

图表 14: 全国煤炭需求预测表

	2005	2006	2007	2008	200904	2009E	2010E
下游行业产量预测							
火电 (亿千瓦时)	19,659	23,020	26,712	27,743	8,670	28,513	29,739
火电增速	12.3%	17.1%	16.0%	3.9%	-8.0%	2.8%	4.3%
粗钢 (万吨)	34,802	42,145	48,763	49,790	17,012	51,804	53,298
粗钢增速	30.7%	21.1%	15.7%	2.1%	0.7%	4.0%	2.9%
水泥 (万吨)	101,978	120,954	135,030	138,285	42,754	149,940	157,437
水泥增速	8.6%	18.6%	11.6%	2.4%	12.4%	8.4%	5.0%
合成氨 (万吨)	4,135	4,937	5,159	4,995	1,680	5,180	5,503
合成氨增速	5.8%	19.4%	4.5%	-3.2%	0.9%	3.7%	6.2%
分行业耗煤 (亿吨)							
发电煤耗	10.33	11.88	13.2	14.1		14.5	15.1
钢铁煤耗	3.1	3.9	4.5	4.6		4.8	4.9
建材煤耗	1.7	1.7	1.7	1.8		2.0	2.0
化工煤耗	1.1	1.2	1.2	1.3		1.3	1.4
其他行业煤耗	5.2	5.2	5.1	5.4		5.6	5.8
需求总量(亿吨)	21.7	23.9	25.9	27.1		28.2	29.3

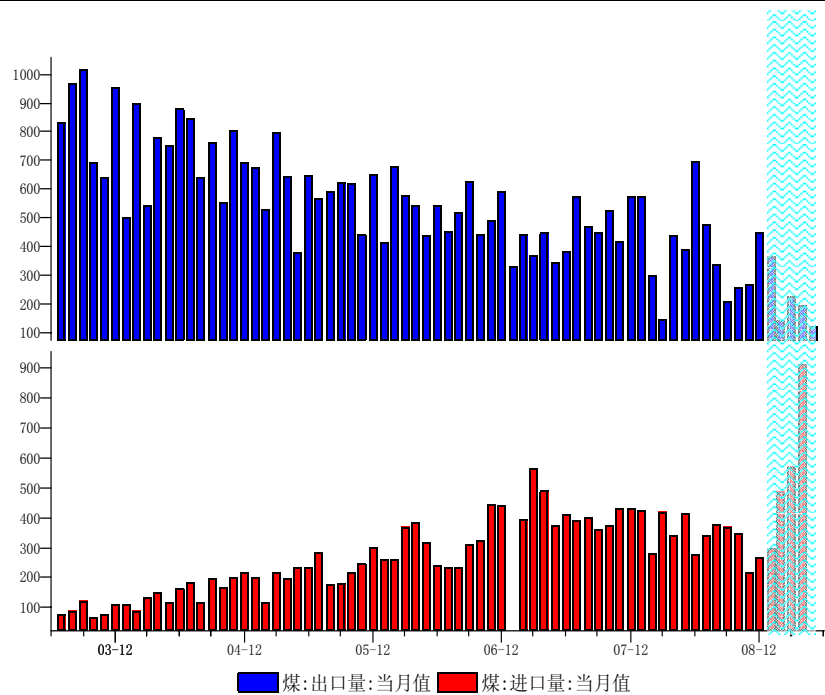
资料来源: Wind、国都证券研究所

3. 宽平衡对煤价上涨构成压力

2009 年, 如年初预料, 在经历了煤炭订货会上煤电双方就合同价出现重大分歧不欢而散之后, 部分煤炭企业减少了合同煤供给, 而电力企业一方为摆脱国内煤炭企业制约压低国内煤价, 一方面国际煤价受到金融危机的影响大幅下跌, 国内外煤炭价格出现逆差, 09 年前几个月煤炭进口远超前期, 而煤炭出口远低于前期水平。09 年 4 月份, 全国进口煤炭 916 万吨, 同比增长 169%; 5 月, 出口煤炭 119 万吨, 同比下降 70%。

虽然截止 4 月份全国实现煤炭净进口 1343 万吨, 创历史最高水平, 但相对于每年 26 亿吨左右的国内煤炭消费量, 进口煤炭对国内煤炭整体供需影响不大。加之随着全球通胀预期渐起, 国内外煤炭价差的日益缩小, 煤炭进出口将会趋于平衡。

图表 15: 煤炭每月进出口量



数据来源:Wind资讯

资料来源: Wind、国都证券研究所

对于煤炭行业供需情况来看, 年初所预计的供过于求、厂商之间恶性竞争、互相压价的情况并没有出现, 政府缩减小煤矿、山西、内蒙等产煤大省限产保价等政策的实施对平抑煤价大幅波动起到了重要的作用。国内宏观经济开始缓慢、稳定的反弹, 未来煤炭需求将开始逐步恢复, 但受到煤炭行业新增固定资产投资的惯性作用, 未来两年煤炭供给还将稳定增加, 未来一年左右的时间煤炭供求宽平衡已成必然。

图表 16: 国内煤炭行业平衡预测表

单位: 亿吨	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
国内煤炭供给量	21.59	23.48	25.29	26.86	28.99	31.00
煤炭产量	22.05	23.73	25.36	26.91	28.7	30.9
煤炭进口	0.26	0.38	0.46	0.41	0.6	0.5
煤炭出口	0.72	0.63	0.53	0.45	0.31	0.4
煤炭净出口	0.46	0.25	0.07	0.05	-0.29	-0.1
需求总量	21.7	23.9	25.9	27.1	28.2	29.3
供需差额	-0.11	-0.42	-0.61	-0.24	0.79	1.70

资料来源: 国都证券研究所

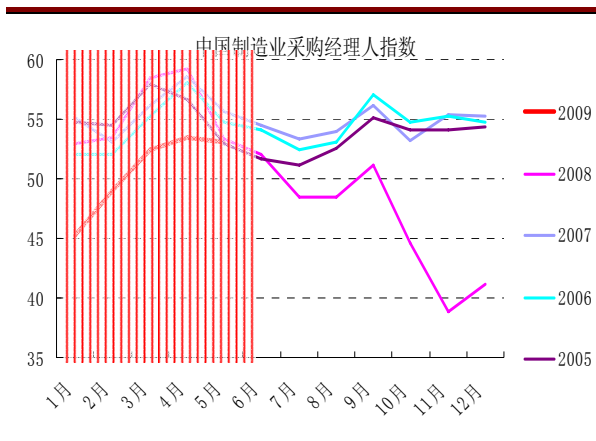
三、 通胀时期资源为王

1. 宏观经济出现反转迹象

5月中国制造业采购经理人指数 (PMI) 回升至 53.1%, 已经较 08 年

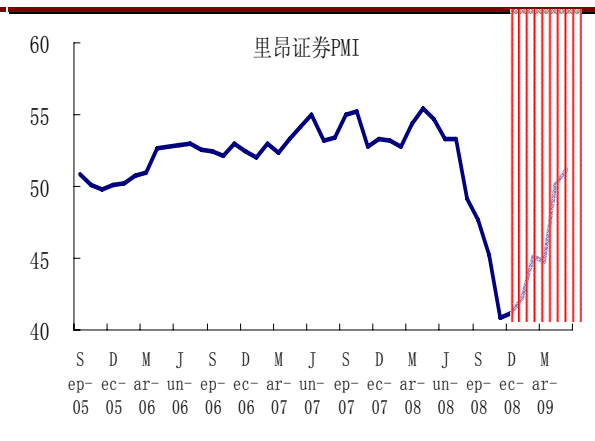
11 月份的 38.8%的历史最低点回升 14.7 个百分点，连续 3 个月超过 50% 的水平。里昂证券中国 PMI 指数也回升至 53%。采购经理人指数以 50% 作为经济强弱的分界点：即当指数高于 50%时，被解释为经济扩张的讯号。

图表 17：中国制造业采购经理人指数（PMI）图



资料来源：Wind，煤炭资源网

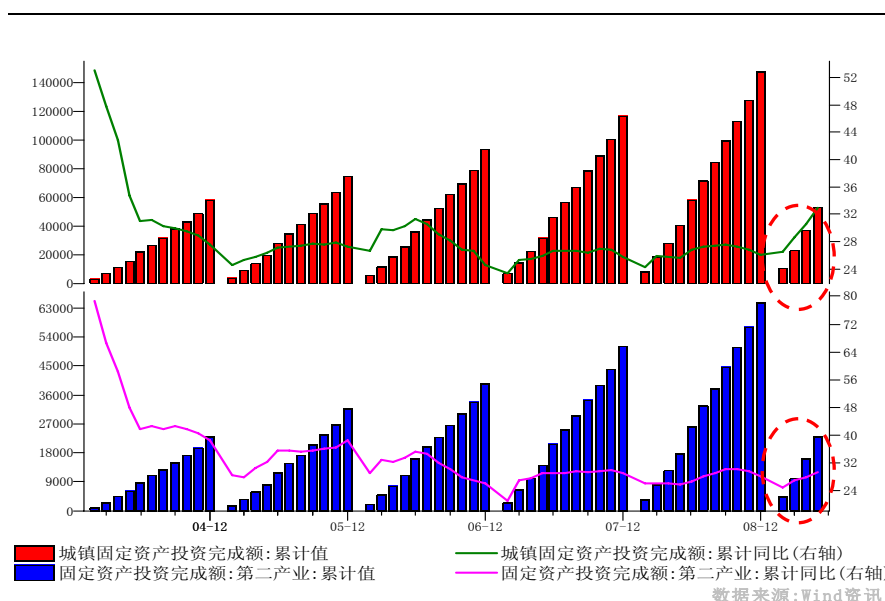
图表 18：里昂证券中国 PMI 指数



资料来源：Wind，煤炭资源网

09 年全国固定资产投资热情不减，截止 5 月，全国完成城镇固定资产投资 53520 亿元，累计同比增长 32.9%；第二产业完成固定资产投资 23042 亿元，同比增长 29.1%。而从施工和新开工项目情况看，前 5 月累计施工项目 216420 个，同比增加 47912 个；施工项目计划总投资 275837 亿元，同比增长 33.8%；新开工项目 123878 个，同比增加 39510 个；新开工项目计划总投资 53300 亿元，同比增长 95.9%。新开工项目猛增，预示未来投资仍将处于高位，投资逐步恢复将推动整体宏观经济的复苏。

图表 19：新增固定资产投资和第二产业固定资产投资图



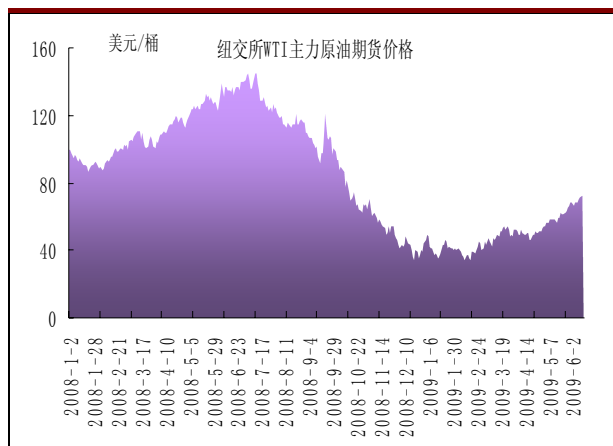
资料来源：Wind，国都证券研究所

我们认为，宏观经济开始复苏，在大规模投资的推动下，未来整体经济的转好步伐将越来越快。作为占国内能源消费 67% 的煤炭，随着宏观经济的复苏，对煤炭的需求必然增加，最终带动煤炭价格的恢复。

2. 通胀预期渐起

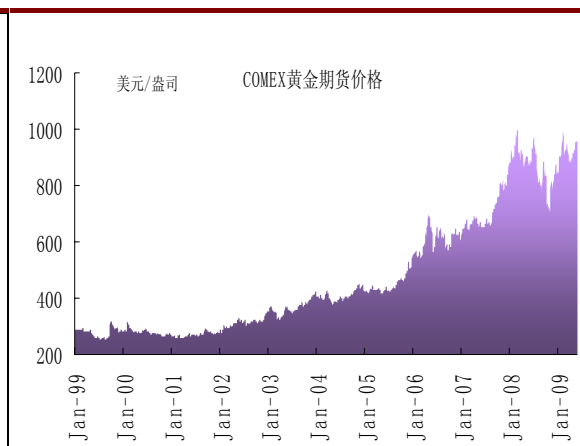
2009 年上半年，为应对金融危机影响，美国等国家实施大规模的救市计划，引发市场流动性过剩，导致美元走弱。出于避险等原因，近期国际大宗商品现货、期货价格大涨。6 月 11 日，纽交所 WTI 主力原油期货价格升至 72.68 美元/桶，较年初的最低点上涨一倍；COMEX 黄金期货价格升至 961.3 美元/盎司，年内两次触及 1000 美元/盎司历史最高点；COMEX 铜期货价格上涨至 243.8 美元/吨，较年初低点上涨一倍；澳洲 BJ 现货煤价格 75.9 美元/吨，较年初低点回升 23%。

图表 20：纽交所 WTI 主力原油期货价格



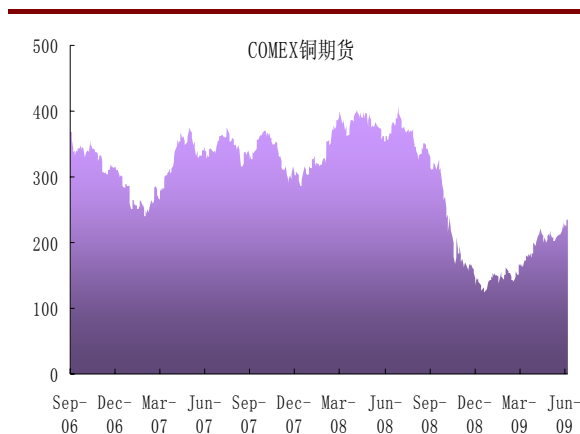
资料来源：Wind，国都证券研究所

图表 21：COMEX 黄金期货价格



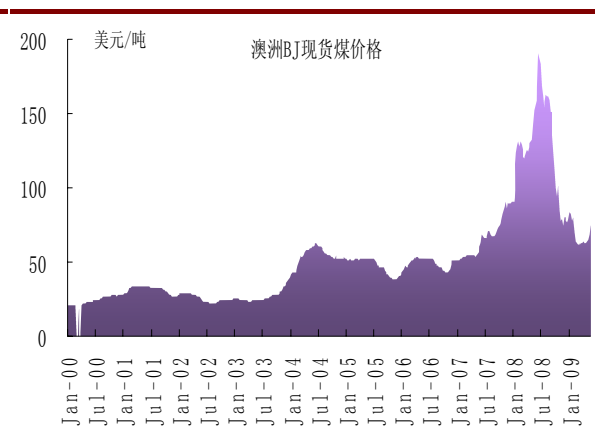
资料来源：Wind，国都证券研究所

图表 22：COMEX 铜期货价格



资料来源：Wind，国都证券研究所

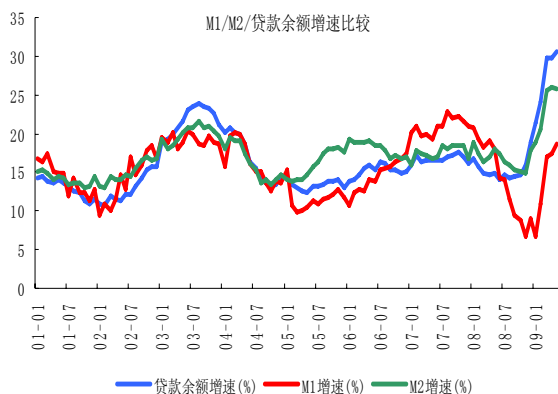
图表 23：澳洲 BJ 现货煤 FOB 价格



资料来源：Wind，国都证券研究所

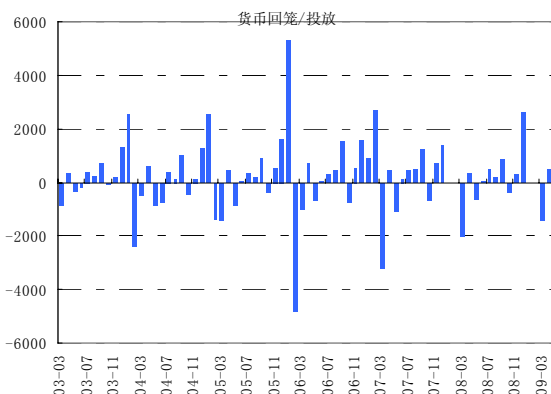
5月份，国内贷款余额同比增长30.6%，M1同比增长18.69%，M2同比增长25.74%，货币供应量增速均处于近年来的最高水平。而货币净投放量为697亿元，同比增加12.24%。而政府的四万亿投资在未来将持续投放，为扭转宏观经济下滑的趋势，预计未来政府还将采用宽松的货币政策，如此或将增加通胀发生的可能性。

图表 24: M1/M2/贷款余额增速比较



资料来源: Wind, 国都证券研究所

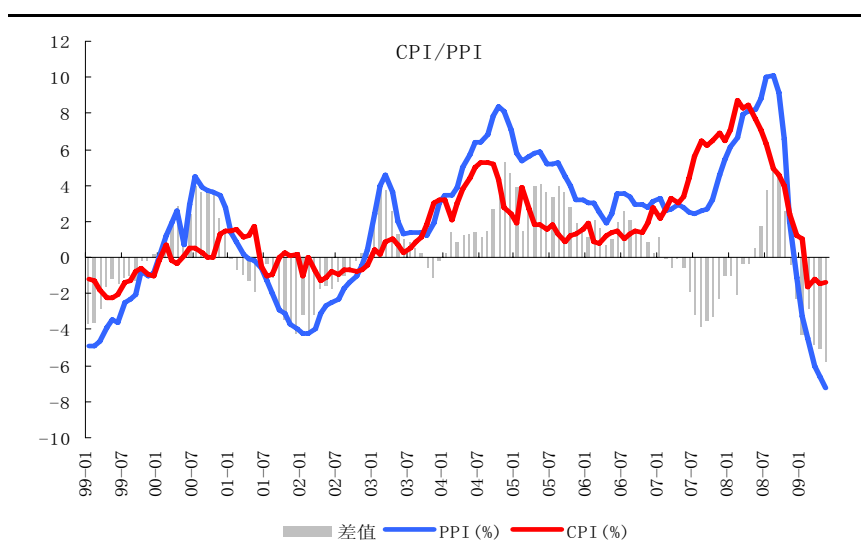
图表 25: 货币回笼/投放图



资料来源: Wind, 国都证券研究所

国内方面，5月CPI和PPI继续“双负”，居民消费价格（CPI）总水平同比下降1.4%，工业品出厂价格（PPI）同比下降7.2%，但通胀预期仍然强烈。

图表 26: CPI、PPI 指数图



资料来源: Wind, 国都证券研究所

虽然与去年同比CPI总水平下降1.4%，但2008年5月同比上涨7.7%，基数较大，CPI其实降幅不大；而且，受猪流感影响，猪肉价格走低，拉低了CPI；更重要的是，今年1-5月，粮食价格环比分别上涨0.2%、1.0%、1.5%、0.4%、0.8%，已经连续五个月上涨，而粮价上涨，正是通货膨胀

的先行信号。猪肉价格处于历史最低点，若其回升至正常水平，CPI 也将上涨。

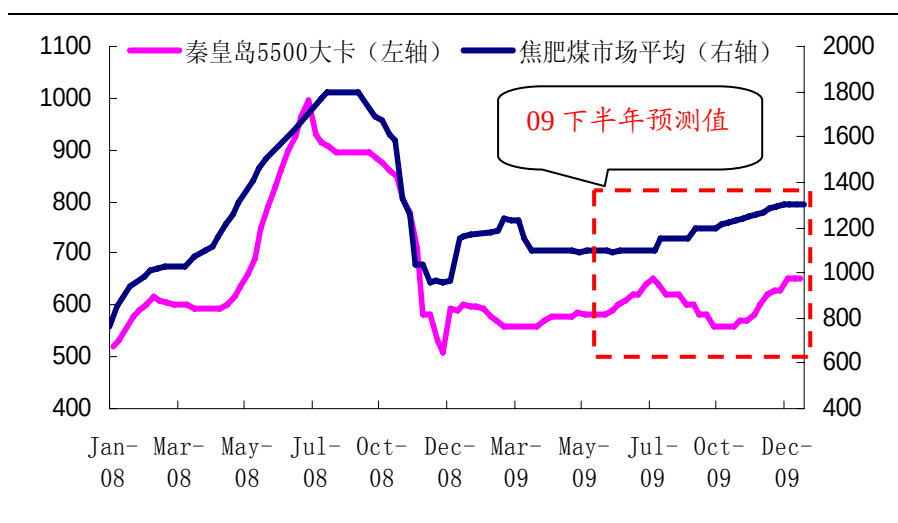
PPI 的持续下降，也表明全球大宗商品价格上涨主要是投机、投资资金推动的结果，并非实际需求导致的。由于消费低迷，下游商品供应过剩，资源类价格的上涨，使得生产企业很难通过市场转嫁成本的上涨，而只能自行消化，导致企业利润下降，抑制企业的生产扩张积极性。而市场较为充裕的流动性使得资金继续流向股市或大宗商品，助推通胀。

3. 通胀将促使煤价企稳反弹

通过前面的分析，由于前期固定资产投资的惯性作用，虽然在政府整治小煤矿的背景下，但 2009 年国内煤炭行业仍然面临供过于求的压力。而山西、内蒙等主要依靠煤炭税收的产煤大省限产保价，以及大秦线的停产检修，使得近期国内煤炭供求处于宽平衡的状况。

目前临近夏季用电高峰，虽然宏观经济较之前有所下滑，用电量较低，但为避免 08 年全国大面积“煤荒”的情况再次出现，政府开始加紧协调煤电长约合同的达成，到目前：央企中国神华已经签订全年合同煤合同，山东、贵州等省也达成了省内合同。而电厂和中间商也加紧屯煤，电厂存煤天数保持在 20 天以上水平，秦皇岛煤炭库存也逐渐恢复到 500 万吨的平均水平。出于需求的增加，动力煤价格结束了年初的持续下跌开始企稳，近期还开始小幅反弹。

图表 27：动力煤和焦煤下半年价格走势预测



资料来源：国都证券研究所

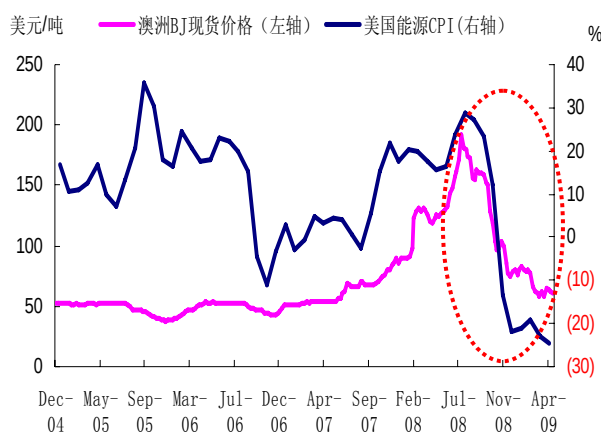
我们认为，宏观经济开始缓慢但稳定的复苏，年内用电量、用煤量将开始逐步回升。而且，我们预计，三季度 PPI 将会触底回升，四季度国内

或将出现通胀,届时推动国内煤炭价格上升。加之国际通货膨胀压力渐大,原油、煤炭价格、BDI 指数开始回升,国内外煤炭逆差缩小甚至有可能反转,届时也将推动国内煤炭市场价格回升。但考虑到目前国内市场的平衡局面在很大的程度上是由小煤矿限产和山西、内蒙限产保价所维持的,在市场煤价上涨的同时,煤炭控制的力度将会缩小,毕竟煤炭税收占西北地区大部。因此,我们判断:2009 年下半年,市场煤炭价格将企稳反弹。以秦皇岛 5500 大卡山西优混价格走势预测为例,预计其将在 6、7 月份小幅反弹,而后在 600 元/吨的近年均价位置震荡上行;而考虑到钢铁行业的复苏将在 3 季度末传导至焦煤行业,预计其将在 4 季度初开始反弹。

4. 通胀之下资源为王

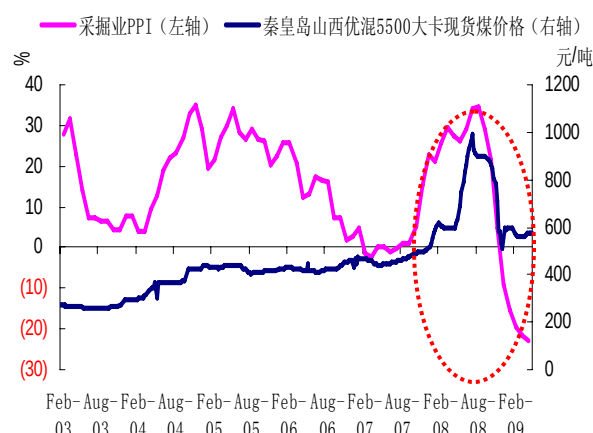
国内外煤炭价格与 CPI、PPI 有较强的相关性。当整体宏观经济景气,有一定通胀压力的情况下,煤炭这种大宗商品能源的价格跟随走高;当经济面临较强通缩压力,流动性不足的时期,需求不旺将传导至上游的煤炭行业,导致煤炭需求下降,市场价格快速下跌。

图表 28: 美国能源 CPI 与澳洲 BJ 煤价走势



资料来源: Wind

图表 29: 采掘业 PPI 与秦皇岛 5500 大卡煤价



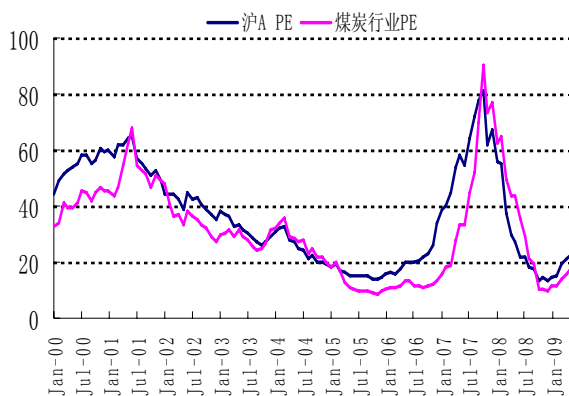
资料来源: Wind

目前国内外 CPI、PPI 均基本跌至近年来的最低点,随着美元的走弱,以及中国经济的好转,市场煤价格有进一步企稳回升的要求。煤炭作为重要的能源、大宗商品,当经济复苏,货币供给量增加、出现通胀压力的情况下,煤炭价格将跟随出现上涨。我们比较分析了近年来高度市场化的澳洲 BJ 价格走势,发现其与美国能源 CPI 指数有较强的趋同性。而在相对市场化较低的国内市场情况依然一致,当 07、08 年全社会面临通胀的时期,秦皇岛市场煤炭价格开始飞涨,并创造历史最高价格。而当经济出现萎缩,通缩压力加大的时候,市场煤炭价格开始大幅下跌。

通胀之下资源类商品具有很高的投资价值：一方面通胀预期增加，出于避险的需要市场持币意愿降低，普遍希望投资到石油、有色金属以及实业之中；另一方面，工业对能源需求量增加，电厂、中间商购煤意愿进一步加强，综合推动市场煤价的上涨。考虑到充裕的市场流动性，以及宏观市场环境，我们预计4季度国内或出现一定的通胀压力。在此假设的推断下，我们认为在四季度煤炭价格或能摆脱供过于求的影响，在年底冬储煤的双重影响之下推动煤炭价格的回升。

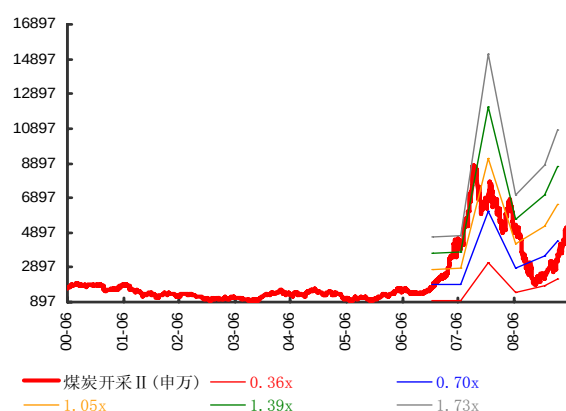
虽然经过5月份的股价上涨，但就目前而言，煤炭行业一年滚动PE为20倍左右，PB也在1倍左右的水平，煤炭行业上市公司估值相对历史而言仍处于较低的水平，是一个相对较低的购入时点。虽然整体煤炭行业面对行业低谷，预计09、2010年盈利水平较往年有所下滑，但部分行业龙头企业如中国神华、西山煤电等仍能保持盈利的稳定增长，因此，在预计4季度通胀到来的假设前提下，下半年煤炭行业上市公司股票仍有较好的投资价值。

图表 30：煤炭行业 PE



资料来源：wind，国都证券研究所

图表 31：煤炭股价/PB 走势图



资料来源：Wind，国都证券研究所

四、 并购重组仍是下半年重要的投资题材

1. 并购重组是在短期实现利润改变的重要方式

1.1 重组大幅增加企业煤炭产量、储量

煤炭企业是否具有投资价值，其重要的评价指标就在于公司是否有满足长期开采的煤炭资源储备。当前，煤炭企业普遍存在“大集团小企业”的格局，母公司、控制人拥有大量的煤炭资源，煤炭年产量和可采储量均远远大于上市公司。煤炭上市公司并购重组煤炭资源，使自身的煤炭产量

和权益可采产量在短期内实现明显的增长,改变了靠市场收购增加煤炭产量的缓慢发展道路。例如,盘江股份在获得集团资产注入完成后,权益年产量将增加 3.8 倍,权益可采储量将增加 2.7 倍,公司综合实力将大大增强。

图表 32: 2008 年煤炭上市公司重组煤炭储量、产量增长表

收购方	权益年产量			权益可采储量		
	重组前	重组后 E	增长比例	重组前	重组后 E	增长比例
郑州煤电	422	806	90.99%	11,400	71,500	525.40%
大同煤业	1,747	2,147	23.00%	39,000	55,800	43.00%
盘江股份	210	1,020	385.71%	21,300	78,500	268.54%
安源股份	100	1,000	900.00%	—	—	—
恒源煤电	490	1,175	139.80%	14,100	67,100	376.81%
金牛能源	1,135	2,429	69.26%	75,000	107,700	43.33%
潞安环能	2,000	2,600	30.00%	125,000	193,800	54.40%
露天煤业	2,700	4,200	55.55%	138,900	221,700	59.61%
国阳新能	1,300	1,600	23.07%	111,000	123,400	11.17%

资料来源: 公司收购报告书、国都证券研究所整理

1.2 收购煤炭资产将增厚上市公司 EPS

根据证监会的规定: 购买或置换资产的盈利水平不低于本次交易实施前的盈利水平。以 07 年底的煤价和股价计算, 大同煤业和盘江股份收购资产的 EPS 均高于公司现有资产值, 包括恒源煤电在内收购资产的 PE 均低于现有资产 PE 值, 并购重组活动将增厚公司盈利能力。

图表 33: 收购资产 PE、EPS 对比表

收购方	收购价格 (万元)	收购资产				已有资产	
		净利润	拟发行股本	PE	EPS	PE	EPS
大同煤业	250,000	11,700	12,000	21	0.98	54	0.60
盘江股份	696,706	10,600	31,800	66	0.33	88	0.16
恒源煤电	306,748	22,667	23,600	14	0.96	47	1.07

资料来源: 公司收购报告书、国都证券研究所整理

注: 以2007年12月31日股价、煤价为准

1) 收购资产将增厚当前 EPS: 根据公司收购报告书披露, 以 2007 年 12 月 31 日股价计算, 大同煤业收购资产 EPS 为 0.98 元, 高于已有资产 EPS 0.597 元, 增幅为 64%; 盘江股份收购资产 EPS 为 0.33 元, 高于现有资产 0.163 元, 增幅为 102.45%; 恒源煤电收购资产 EPS 为 0.96 元, 略低于现有资产 1.068 元, 增幅为-10%。收购资产每股收益高于当前资产值, 将对公司 EPS 具有增厚作用。

2) 收购资产 PE 值低于当前资产值: 公司增幅股本收购资产 PE 值均低于已有资产值。大同煤业收购 PE 为 21 倍, 低于 54 倍的已有资产 PE; 盘江股份收购 PE 为 66 倍, 低于 88 倍的已有资产 PE; 恒源煤电收购 PE 为 14 倍, 低于 47 倍的已有资产 PE。

虽然目前距 07 年底煤价、煤炭股价已经发生巨大的变化, EPS 和 PE 与 2007 年底的值有较大差距。但我们认为, 公司依据 07 年底的煤价与股价做出的盈利预测具有较好的真实性、可靠性, 与 07 年底公司盈利预测对比, 能够真实地反映收购资产是否增厚或摊薄盈利能力。虽然 08 年市场环境发生重大变化, 上市公司 EPS 和 PE 值均发生较大的改变, 但这并不影响收购资产与已有资产比较的内在逻辑性, 因为不论对于股价或是煤价变动, 两者都保持同方向的变动。因此排除煤价、股价大幅波动干扰因素的影响, 我们认为收购资产将能够增强公司盈利能力。

2. 煤炭行业重组得到政府持续支持

在作为政策市的煤炭行业中, 煤炭行业整合、企业的重组是与政府的支持与推动分不开的, 自 08 年开始政府出台众多政策推动煤炭行业整合, 推动大型煤炭集团的建立, 鼓励煤炭企业利用资本市场做大做强。

图表 34: 煤炭行业并购重组政策

日期	近期涉及煤炭行业的并购重组政策
7 月 23 日	李荣融表示, 目前推进重组的时机已经来临, 奥运会之后要加大调整重组的工作力度, 接下来将由国资委主导分步骤分阶段推进, 确保在 2010 年把中央企业调整到 80-100 家的目标。
9 月 17 日	山西省资本市场发展办公室主任王华在第二届煤博会上表示, 山西政府将支持省内五大煤企整体上市。
12 月 3 日	国务院出台促进经济发展的“国九条”: 通过并购贷款、房地产信托投资基金、股权投资基金和规范发展间融资等多种形式, 拓宽企业融资渠道, 创新融资方式。
12 月 10 日	尚福林表示: 要积极推动市场并购重组, 加快多层次市场体系建设, 加大对中小企业发展支持力度。
12 月 11 日	中央经济工作会议中提到: 要着力突破制约产业转型升级的重要关键技术, 精心培育一批战略性新兴产业, 加快企业兼并重组、支持重点企业技术改造。
12 月 12 日	工业和信息化部部长李毅中表示, 我国将积极推动钢铁、有色金属、建材等重点行业的企业兼并重组, 鼓励优势企业做大做强, 继续推进自主创新、节能降耗增效和品牌建设等工作。
12 月 15 日	李荣融指出, 2009 年中央企业要加快控股上市公司资源整合, 已实现部分资产上市的企业, 要加快把优良主业资产注入上市公司, 实现主业板块或集团整体上市, 积极探索国资委直接持有整体上市央企股权。明确了必须国有控股的七大行业, 包括军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等七大行业。
2009 年 2 月 3 日	国家发展改革委副主任、国家能源局局长张国宝 3 日在全国能源工作会议上提出, 2009 年要通过规划和政策支持, 从体制和机制上提供保障, 促进煤矿企业兼并重组。

资料来源: 国都证券研究所

在政策的刺激下, 2008 年煤炭行业并购重组集中爆发, 盘江股份

(600395)等6家公司公布整体资产注入计划,国阳新能(600348)等5家公司进行了较小规模的收购母公司资产活动。除收购煤炭资产之外,煤炭企业也进行了兼并重组、借壳上市等新的重组活动。河南省煤炭行业大整合,平煤股份(601666)母公司平煤集团与神马集团合并成立平煤神马能源化工集团,郑州煤电(600121)母公司郑州煤炭工业集团也准备与义煤集团合并。此外,山煤集团也借壳中油化建(000546)、山西煤炭运销集团借壳太工天成(600392)实现整体上市。

2009 年政府推动煤炭行业重组的力度仍在加强。

4 月,贵州出台《贵州煤炭产业振兴规划》,《规划》中继续强调以坚持大中型煤矿为主,小矿为辅。加快产业结构调整,转变发展方式,加快"云贵大型煤炭基地"和贵州能源基地建设,建设一批高效安全的现代化大型矿井,推进大型煤炭企业集团形成。

5 月 14 日,《山西省人民政府关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场 2009-2015 年发展规划》已经正式出台。山西省将推进五大煤业集团整体上市列为资本市场发展重点的“六大工程”之一。《规划》为同煤集团、焦煤集团、潞安集团、晋煤集团和阳煤集团等五大煤业集团整体上市提出了较为明确的时间表:力争在 2010 年内实现晋煤集团的蓝焰股份上市;力争 2012 年前,有 1 到 2 家煤业集团整体上市,2015 年前五大煤业集团基本完成整体上市。

其它地方政府也在政府的要求下继续推动煤炭企业的整合、重组。

3. 找寻具有重组可能的公司

参照定向增发的步骤,公司的重大并购重组行为大致可以分为四个阶段:完成或通过审批、报送证监会审议、企业内部讨论、宣告停止或放弃阶段。目前,煤炭行业上市公司中,盘江股份、恒源煤电已经通过了证监会发审委的审批,09 年即可将母公司资产注入,产能将得到大幅增长,业绩增长明确。金牛能源、露天煤业完成了股东大会的批准工作,正在准备送证监会等机构审批,预计下半年获批的可能性很大。大同煤业、开滦股份、国投新集、兖州煤业等公司发布收购报告书,表达出重组的意向,但距离整体上市之路比较遥远。美锦能源、郑州煤电、安源股份等公司短期内暂不实行重组。

图表 35: 公司并购重组进程表

公司	公告发布时间	重组最新进展	处于增发的何种阶段
潞安环能	08 年 2 月	完成收购工作	完成或通过审批阶段

国阳新能	08年6月23日	完成收购工作	
盘江股份	12月29日	通过证监会发审委有条件批准	
山煤集团	09年1月23日	证监会批准股权转让	
恒源煤电	09年4月2日	通过证监会发审委有条件批准	
露天煤业	09年4月1日	股东大会通过重大资产购买议案	送审阶段
金牛能源	09年4月11日	股东大会通过重大资产购买议案	
大同煤业	08年8月11日	发布增发预案	企业内部讨论阶段
开滦股份	11月18日	发布收购计划书	
国投新集	09年3月2日	复牌、国投集团成为直接控制人	
兖州煤业	12月18日	发布收购计划书	
郑州煤电	08年7月22日	放弃增发预案	停止、放弃增发阶段
美锦能源	11月17日	暂时停止定向增发	
安源股份	12月12日	短期内暂不审议重大资产重组事项	

资料来源：公司收购报告书、国都证券研究所整理

另一方面，我们认为，从政府支持以及企业的紧迫性、实施的难易程度来看，以西山煤电等公司为代表的山西板块实施的可能性较大；以金牛能源为代表的整合全省煤炭资源等板块也存在很大的并购重组机会。而以中国神华、中煤能源为代表的央企整合板块虽有政策支持但具体实施难度较大，长期看好短期可能性不大。

图表 36：煤炭企业并购重组的可能性分析

代码	公司名称	母公司或实际控制人	并购重组的可能性分析
000983	西山煤电	山西焦煤集团	09年5月，山西省明确五大煤炭集团整体上市时间表，在2015年之前全部整体上市。西山煤电等公司普遍存在着“大集团、小公司”的经营格局，整体上市难度小，在政府的积极推动下，09年公司并购重组进程将得到加快。
601001	大同煤业	同煤集团	
601699	潞安环能	潞安集团	
600348	国阳新能	阳煤集团	
600123	兰花科创	兰花煤炭集团	
002128	露天煤业	中电投	08年6月10日公司董事会已经通过增发股票购买母公司二号矿计划，并且控制人中电霍煤承诺上市后即将取得的2号露天矿、3号露天矿采矿权完整的转让给上市公司，实现集团的整体上市。
000937	金牛能源	冀中能源集团	08年12月12日，公司拟向集团内峰峰集团等公司定向增发收购煤炭资产，作为新整合的冀中能源集团公司内部唯一上市公司，集团计划逐步将与金牛能源存在同业竞争的优良煤业资产纳入上市公司，实现整体上市。
600397	安源股份	江煤集团	公司目前煤炭资源少，在08年煤价大涨的时期业绩却出现亏损，并且公司其他业务玻璃、客车等业务近年来均在盈亏边缘挣扎。若控制人江煤集团能把江西省内煤炭资源注入上市公司，公司规模将出现飞跃，盈利能力也将得到明显改善，不论从政府还是企业的角度来看，资产注入的动力很强。
601666	平煤股份	平煤神马集团	公司都为河南煤炭整合的核心企业，担负着“六合三”重组的

600121	郑州煤电	郑州煤炭工业集团	重任，在平煤神马集团成立之后，河南煤炭资源重组的大幕已经开启，预计未来设计上市公司的并购重组活动还将愈演愈烈。
601088	中国神华	神华集团	国资委主任李荣融 08 年 12 月 12 日提出 09 年将加快控股公司资源整合，将优质主业注入上市公司，实现主板块或集团整体上市。中国神华和中煤能源是央企重点煤炭企业，集团拥有丰富的煤炭资源，加之公司上市融资仍有大量资金没有用出，09 年将是公司并购重组的较好时机。
601898	中煤能源	中煤能源	

资料来源：国都证券研究所整理

五、 下半年煤炭行业投资策略

在近期国际、国内煤炭价格企稳的背景下，国内煤炭企业盈利能力出现了高于预期的增长，但受到宏观经济整体需求不振的影响，2009 年下半年国内煤炭市场将延续供过于求的格局，行业的整体复苏尚需时日。我们继续维持煤炭行业筑底的判断，维持行业“短期中性-长期 A”的投资评级。

同时我们认为，2009 年下半年由于受到全球流动性充裕的影响，通胀将成为影响煤炭类资源股价走势的重要影响因素。由于对实体经济的不乐观以及“救市”引入的大量资金将被投入股市、楼市以及煤炭等大宗商品以求避险，不仅将有可能推高煤炭等能源价格，也会推高股票市场中的煤炭公司估值。因此，出于 09 年四季度通胀到来的假设，我们认为届时复制 5 月份煤炭股价大幅上涨的可能性仍在。

因此，2009 年中期煤炭行业的投资策略如下：

1) 继续关注宏观经济的复苏以及 CPI、PPI 的反弹。当宏观经济复苏超过预期，或者通货膨胀压力加大将导致整体煤炭板块估值重构，带来整个板块的投资性机会。

2) 寻找业绩最有保障的“白马股”。在经历了 2008 年的煤炭价格大涨大跌之后，煤炭企业优劣得到明显分化。中国神华（601088）、国投新集（601918）、西山煤电（000983）等公司 1 季度盈利仍然保持稳定增长。同时恒源煤电（600971）、盘江股份（600395）09 年集团资产得到正式注入，盈利水平将得到大幅攀升，是具有稳健投资价值的“白马股”。

3) 寻找重组可能的“黑马股”。在政府的积极推动下，2009 年以五大煤炭集团整体上市为核心的山西板块、省内煤炭资产整合板块、以及央企整合等板块的煤炭企业在 09 年都有较强的并购重组预期。上市公司中，金牛能源（600971）、露天煤业（002128）母公司资产注入计划将在 09 年继续稳步推进，西山煤电（000983）、国投新集（601918）、安源股份（600397）

等公司在 09 年后期存在较大的并购重组可能，提请投资者予以关注。

图表 37: 重点公司 EPS 预测和投资建议（按截止到 6 月 12 日股价计）

		EPS			当日股价		PE	
名称	代码	2008	2009E	2010E	20090612	2008	2009E	2010E
焦煤								
西山煤电	000983	1.44	1.05	1.28	26.36	18	25	21
平煤股份	601666	2.48	1.61	1.91	34.72	14	22	18
金牛能源	000937	2.49	1.90	2.1	33.35	13	18	16
盘江股份	600395	1.08	0.77	0.86	25.78	24	33	30
动力煤								
露天煤业	002128	0.85	0.81	0.87	25.16	30	31	29
恒源煤电	600971	1.62	1.87	1.85	24.36	15	13	13
开滦股份	600997	2.31	1.29	1.51	17.11	7	13	11
大同煤业	601001	2.40	1.92	2.25	34.50	14	18	15
中煤能源	601898	0.51	0.56	0.57	11.67	23	21	20
中国神华	601088	1.34	1.45	1.56	27.09	20	19	17
国投新集	601918	0.65	0.68	0.71	15.63	24	23	22
兖州煤业	600188	1.32	1.15	1.1	15.33	12	13	14
喷吹煤								
国阳新能	600348	1.51	0.88	1.11	24.84	16	28	22
潞安环能	601699	2.48	1.55	1.91	36.00	15	23	19
焦炭								
煤气化	968	1.33	0.90	1.15	17.07	13	19	15
安泰集团	600408	0.20	0.07	0.07	6.66	33	95	95

资料来源：国都证券研究所

六、风险提示

1、宏观经济不断下滑，煤炭下游产业受影响产量下降，并在短期内难以得到恢复，导致煤炭需求量下降。

2、通胀。我们预计若下半年出现通胀的情况下，将对煤炭价格给与支撑，也会影响二级市场上煤炭行业股价的上涨。但通胀受到很多因素的影响，若 09 年下半年 CPI 和 PPI 仍保持下降态势，煤炭作为大宗商品价格很难上涨。

3、下半年的 IPO 重启将使二级市场资金分流，减少市场流动性，导致煤炭行业股价难以获得支撑。

4、资源税调整始终是煤炭行业不落地的“一只鞋”，若下半年政府对煤炭行业的税费作出调整，将影响整个行业的估值水平。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。