

需求转暖 政策性风险有限

优于大势

— 煤炭行业 2009 年下半年投资策略

调高评级

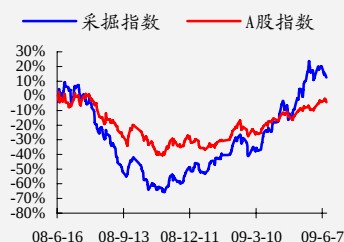
产业部门/行业

2009 年 6 月 22 日

投资要点:

- 今年下半年煤炭供给相对宽松，小煤矿复产压力较小；各下游行业步入回暖期，房地产、钢铁等行业的回暖以及夏季用电高峰的共振下，煤炭需求在第三季度将得到稳定有力的保证。
- 年初至今，国内煤炭进出口呈现强净进口格局，尽管下半年净进口量可能比上半年有所下降，但我国今年成为煤炭净进口国几乎已无悬念。
- 库存与煤炭价格仍是煤、电两个行业博弈的焦点，煤炭现货价格和库存的反向相关性暗示目前煤炭价格有仍小幅下调迹象。随着迎峰度夏煤炭储备的正式到来，煤炭库存将被迅速消化。
- 520 元/吨基本已成年内市场煤的价格低点，后期跌破该价格可能性微乎其微。维持对今年煤炭市场价格呈 W 型波动的判断，即在第二季度末和第三季度末回暖上扬，下半年尤其看好钢铁行业回暖拉动下的焦煤价格上涨。
- 行业运行风险主要来自政策层面。从历史事件来看，财税政策、会计准则的变更虽短期内对各公司也极有负面影响，但长期影响有限。
- 需求有可靠保障、业绩增长预期较强、国内煤炭价格底部构成、资源品的防通胀属性，这些因素促使我们调升行业评级至“优于大势”。
- 我们建议下半年重点关注三类公司：1、估值水平有一定优势，受政策性事件冲击较小。如中国神华、中煤能源、兰花科创。2、业绩弹性大的焦炭企业。如美锦能源。3、有资产注入预期的企业。如国投新集、大同煤业。
- 从板块的历史估值水平来看，目前煤、焦板块的估值水平仍处于历史均值下方，纵向比对之下估值优势比较明显。

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
中煤能源	谨慎推荐
国投新集	推荐
大同煤业	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)

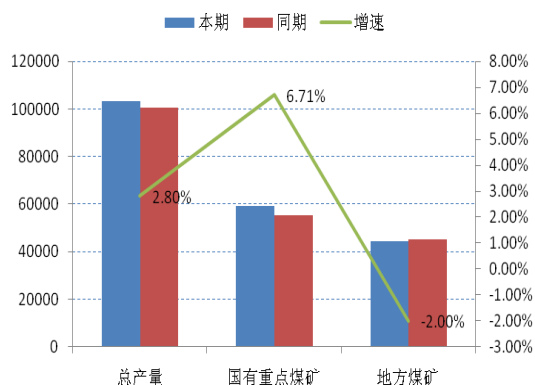
1. 煤炭供需分析

1.1 供给宽松—小煤矿复产可能性不大

据煤炭运销协会数据，截至 2009 年 5 月，全国煤炭产量累计完成 10.34 亿吨，仅比去年同期增产 2807 万吨，增幅为 2.8%。从月度产量来看，全国 5 月份单月原煤产量达到 2.41 亿吨，同比增长 6.4%；环比增长 7.8%。从煤矿所有制形式上看，国有煤矿仍是全国原煤增产的主力：1-5 月份，国有重点煤矿原煤产量同比增加 6.7%；而地方煤矿同比产量增幅为-2%。可见，今年上半年煤炭供需平衡的实现，一定程度是建立在控制地方煤矿产量这一条件上的。

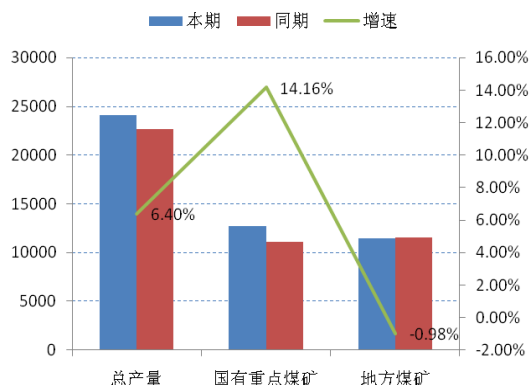
4 月中旬之后，市场传闻山西将有部分小型煤矿复产，事实并非如此。我们认为小煤矿在第三季度复产的可能性也不大，因为：1、近期国家安监总局再次下达彻查煤矿安全生产的命令，并组织人员到企业中调研，可见管理层对于煤矿安全管理问题依然十分敏感和重视；2、今年“迎峰度夏”任务不及往年压力大，起码迄今为止并未有局部缺煤的现象，因此在供给宽松的前提下没有必要放开小煤矿复产。

图 1.1 2009 年前 5 月全国煤炭累计产量及同比增幅
单位：万吨



资料来源：cctd 东北证券金融与产业研究所

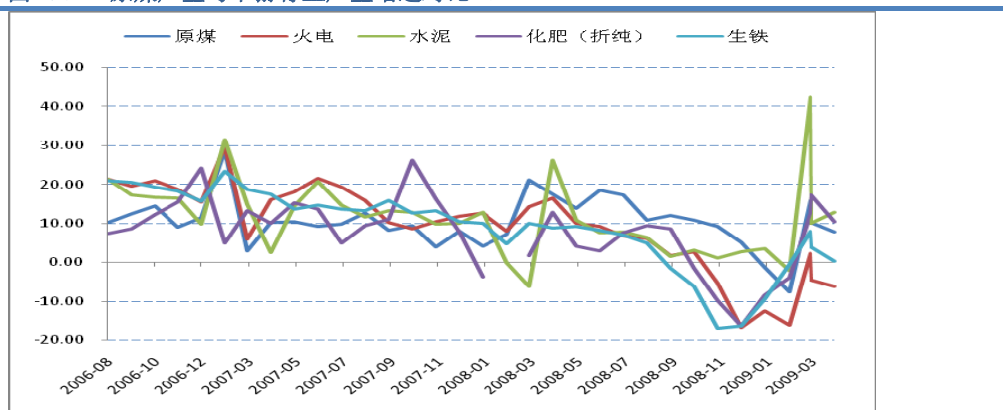
图 1.2 2009 年 5 月全国煤炭单月产量（万吨）及同比增幅
单位：万吨



资料来源：cctd 东北证券金融与产业研究所

1.2 需求—反弹中震荡 第三季度有稳固保证

图 1.3 原煤产量与下游行业产量增速对比 %



资料来源：国家统计局 东北证券金融与产业研究所

根据国家统计局数据，2009 年 4 月，对煤炭需求最大的四大下游行业—火电、生铁、水泥、化肥的产品产量同比分别增长-6.2%、0.4%、12.9%和 10.5%。各行业产品产量在经历了去年四季度的探底和今年 2 月份的大幅反弹之后，开始进入温和回暖的震荡趋势当中。

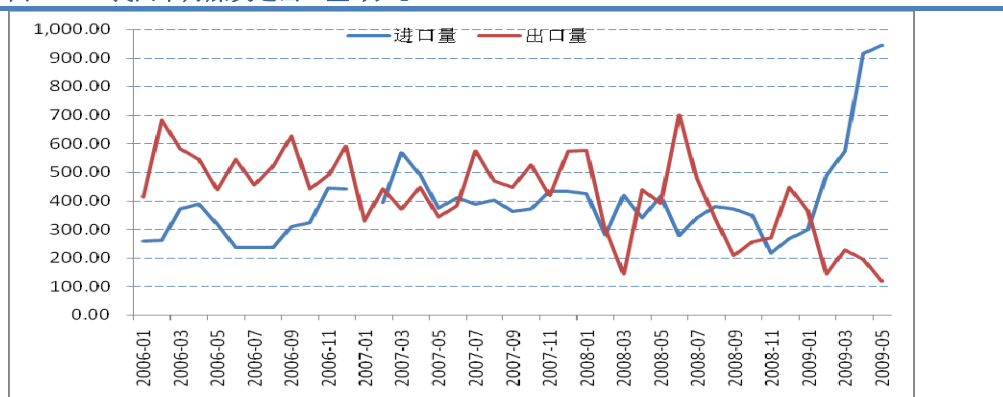
从煤炭运销协会公布的需求快报来看，2009 年前 5 个月，全国电力行业耗煤 5.48 亿吨，同比减少 4260 万吨，降幅为 7.7%。由于今年我国电力行业进入用煤高峰与去年时间相比略早，加上去年第三季度受奥运因素影响，部分高耗能企业的停产、限产导致全国火电发电增速开始下降，我们预计今年第三季度电力行业耗煤应与去年基本相同。

从其他行业来看，今年前 5 个月，全国钢铁行业耗用原煤 1.86 亿吨，同比增加 275 万吨，增长 1.5%；全国建材行业耗用原煤 1.39 亿吨，同比增加 1030 万吨，增长 8.0%；全国化工行业耗用原煤 5864 万吨，同比增加 247 万吨，增长 4.4%。

在房地产、钢铁等行业的回暖以及夏季用电高峰的共振下，煤炭需求在第三季度将得到稳定有力的保证。

1.3 进出口—多年未见的强净进口格局

图 1.4 我国单月煤炭进出口量 万吨



资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所
注：5 月数据为国家海关总署快报

2009 年初至今，我国煤炭进口量逐月增加、出口量逐步萎靡，呈现显著净进口格局。国家海关总署 6 月 11 日公布的快报数据显示：1-5 月份，我国共进口煤炭 3220 万吨，同比增长 72.6%；共出口煤炭 1053 万吨，同比下降 43.1%；煤炭净进口 2167 万吨。从 5 月的单月数据来看，我国进口煤炭 943 万吨，同比增长 130%，环比增长 2.9%；出口煤炭 119 万吨，同比下降 69.6%，环比下降 39.3%；煤炭净进口 824 万吨。无论是从累计数据还是月度数据来观察，我国煤炭进出口已呈现出多年未见的强净进口格局。

造成这种局面的原因是多方面的：

- 亚太煤炭价格偏低，与国内动力煤价格倒挂，华南地区电厂进口煤成本低于采购国内煤炭；
- 2009 电煤合同迟迟未签，电力集团需要通过进口煤炭来补充燃料供给，同时还可以向煤炭企业施压；
- 管理层减少煤炭出口配额；
- 国际海运价格低位徘徊。

然而，近期亚太地区煤炭价格开始显著提升，加上秦皇岛港煤炭现货价格的小幅下降，国内外煤炭差价开始收窄；另一方面，国际市场干散货船舶运力需求迅速增长，国际海运费强劲回升。6 月初，从澳大利亚纽卡斯尔港口到广州港的船舶运价已经从 4 月时的 8 美元/吨上升至近 20 美元/吨。我们预计短期内澳洲煤炭到岸价格将逐步失去价格优势，华南电厂进口煤炭热情将降低，全国煤炭净进口差额将缩减。

预计我国今年煤炭出口额度趋近 4200 万吨，尽管下半年净进口量可能比上半年有所下降，但我国今年成为煤炭净进口国几乎已无悬念。

1.4 库存分析

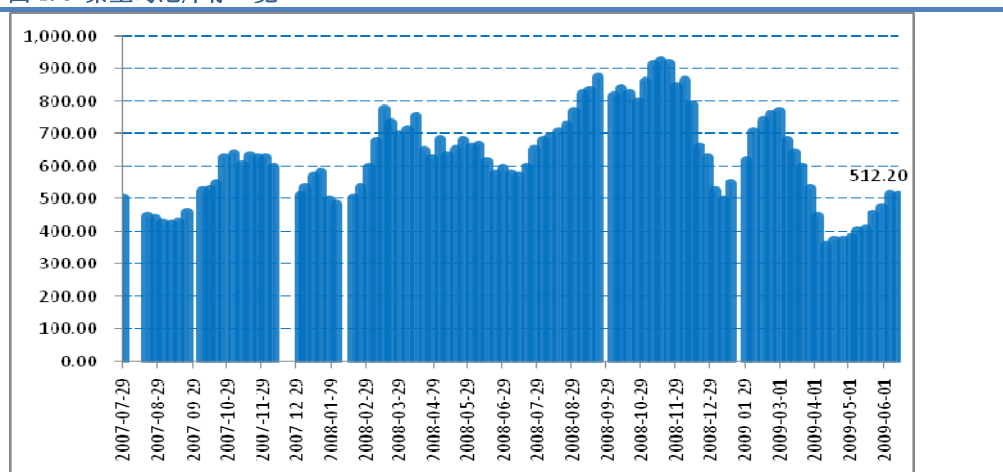
表 1.1 2009 年 5 月底各环节煤炭库存情况

单位 万吨	5 月库存 万吨	去年同期 万吨	同比增幅	环比增幅
全社会存煤	18173	14230	27.7%	3.12%
直供电网存煤	3232	2068	56.3%	9.4%
秦皇岛库存	477	659	27.6%	34.7%

资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

从库存情况来看，截至 5 月底，全社会存煤、直供电网存煤（反映需求方存煤）以及港口存煤（反映中转地存煤）仍大幅高于去年同期水平，而且环比的库存压力开始进一步加大。去年同期，受当年夏季用煤高峰需求拉动，5 月煤炭库存环比下降；而今年 5 月，煤炭库存环比却有所上升。

图 1.5 秦皇岛港库存一览



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

作为国内最重要的煤炭下水港口，秦皇岛港口煤炭库存无疑更加反应行业内的供需情况。2009 年以来，秦港存煤在第一季度下滑、第二季度逐步回升，与去年同期运行趋势几乎相反。去年 5-10 月，在港口库存大幅增加的同时，煤炭价格逐步创出新高，我们认为这反映的是贸易中间商囤积居奇，对未来煤炭价格上涨期许较高。今年煤炭港口库存与价格又基本上回到了弱负相关的情况，因此近期煤炭价格略显疲弱。

我们认为库存与煤炭价格仍是煤、电两个行业博弈的焦点，煤炭现货价格和库存的反向相关性暗示目前煤炭价格有仍小幅下调迹象。然而随着迎峰度夏煤炭储备的正式到来，煤炭库存将被迅速消化。

2. 煤炭价格变化

2.1 国内合同煤价格即将确定

我们一直认为合同煤价格是左右今年煤炭行业总体运行态势的一个重要因素，时至今日，拖沓的合同煤价格谈判结果终于露出了端倪。

截至目前，已有山东、贵州两省对省内合同煤价格进行了确定，其中山东吨煤价格上涨 4%，贵州吨煤价格与去年持平。从这两省的合同煤签订情况来看，都有地方政府积极介入。如果地方政府介入，必然向对当地财政收入影响更大的行业进行政策性倾斜。

山东是我国火力发电第一大省，省内电煤不足以供应全省电厂，是煤炭调入省。因此省政府控制合同煤价格涨幅，可以保证夏季高峰期间的煤炭供给稳定，事实上也对煤、电行业的利润进行了调节——支持对地方经济影响更大的电力企业。贵州省不久前下调了煤炭价格调整基金征收额度，下调幅度达到 30 元/吨，足以弥补增值

税转型给煤炭企业带来的新增成本。因此对当地煤企来说，2009 年合同煤价格是“明降暗升”。

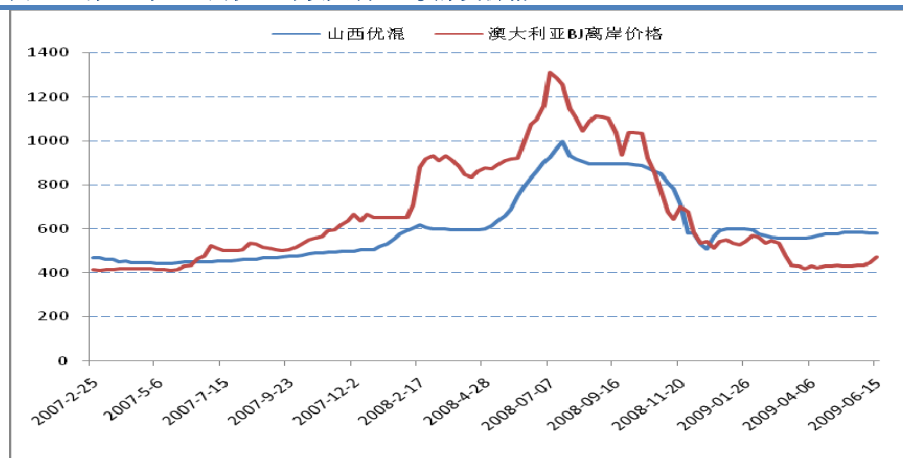
我们认为在合同煤价格即将正式确定期间，务须注意三方面信息：

- 山西、内蒙、陕西等主要煤炭出产地区的合同煤签订情况；
- 神华集团、中煤集团两家央企的合同煤签订情况；
- 国家发改委是否介入谈判。

从合同煤的总量构成来看，山西、内蒙等主要煤炭出产地无疑占据了最大的比例，因此近期这几个省份的合同煤价格对全行业的影响更大；神华集团、中煤集团两家央企在煤电谈判中始终处于最前沿，二者受地方政策干预较小，在谈判中地位较为强势；国家发改委是否出面将对煤炭合同价格确定起到重要作用——如果发改委坚持市场化定价，合同煤价格涨幅仍有望超过 4%；反之，如果发改委积极干预，涨幅停留在 4% 的可能性较大。

2.2 国内市场煤价格--底部基础坚实

图 1.6 秦皇岛港山西优混与澳大利亚 BJ 煤炭价格



资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

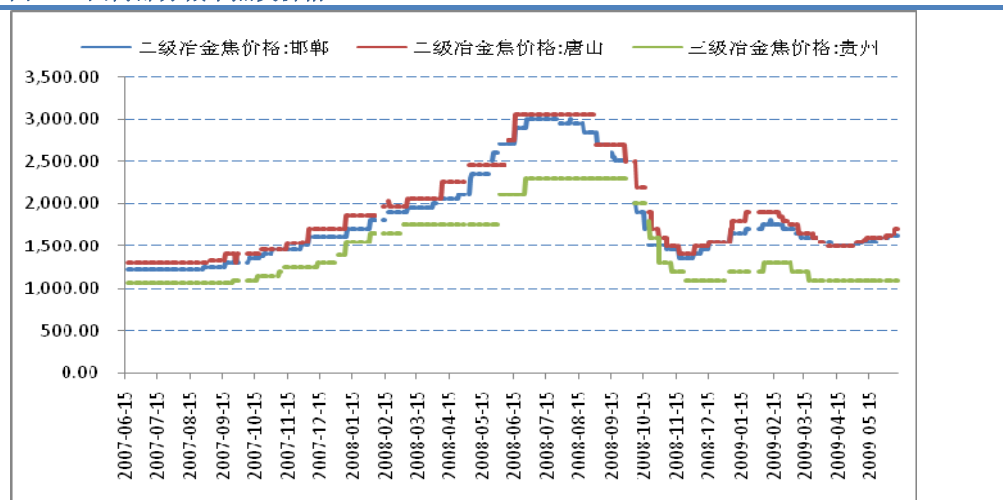
2008 年末至今，尽管煤炭需求并不旺盛，但市场煤价格基本保持了稳定，秦皇岛港山西优混（5500 大卡）年内一直处于 520 元-580 元/吨的区间，520 元基本已成年内市场煤的价格低点，后期跌破该价格可能性微乎其微。

由于国内市场煤价格的稳定，对比之下则凸显出亚太地区动力煤价格的疲弱。今年第 2 季度，纽卡斯尔港煤炭现货价格长期在 63 美元/吨上下徘徊，加上海运价格较低，造成华南沿海省份煤炭进口价格低于国内下水煤的情况。最近两周，澳煤价格有所回暖，单船最高价格曾冲击 79 美元/吨，加上国际海运价格也有所回升，预计第三季度开始澳煤的价格优势将逐渐丧失。

我们维持对今年煤炭市场价格整体判断：呈 W 型波动，即在第二季度末和第三季度末回暖上扬，下半年尤其看好钢铁行业回暖拉动下的焦煤价格上涨。

2.3 国内焦炭价格

图 1.7 国内部分城市焦炭价格



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

在焦炭价格问题上, 我们建议重点关注山西焦炭协会的每月指导价格。山西焦炭协会虽是行业协会性质, 但其指导价格在山西焦炭企业中起到的作用却类似行政性命令, 该指导价格对焦炭企业和钢铁企业来说都是交易时参照的标杆。山西焦协的指导价格不仅对省内企业有约束力, 也辐射河北、河南、山东等地, 是重要的行业指标。

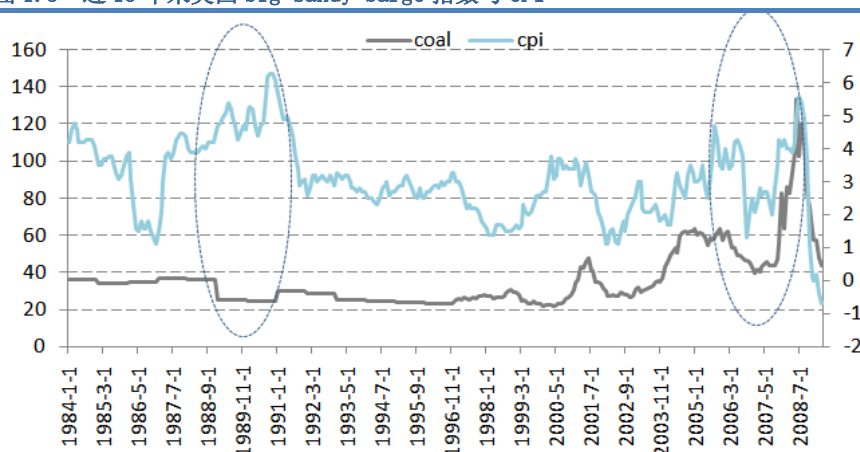
4 月份以来, 山西省焦炭协会开始在维持限产措施、保证市场供应量的前提下上调焦炭指导价。6 月份, 据山西焦协下达的文件, 部分焦炭企业在面对焦炭需求上升的前提下, 单方面提出吨焦价格上涨 150 元/吨的要求。尽管最终焦协给出的指导价格并未上涨 (统一执行 1650 元/吨), 但目前焦炭需求回暖已是事实。

2.4 煤炭价格与 CPI 的变动趋势

每次的年、季度策略报告中, 我们都会结合国际市场的做一定的探索性研究, 以试图解答一些市场关注、但又缺乏理论支持的问题。我们曾经对中美煤炭行业发展与估值差异、股指期货对煤炭板块影响、影响大宗商品价格走势的原因、国际油价相关性等问题做过初步解答, 以求抛砖引玉。我们此次将结合美国历史数据, 探讨通胀与煤炭价格之间的关系, 即在通胀预期下, 煤炭价格的变动是否先于 CPI 变动。

煤炭作为资源品, 在通货膨胀期间具有保值作用, 我们通过研究了近 15 年来美国煤炭价格指数与 CPI 的关系, 发现 2007 年末以来煤炭价格与通胀的关联度逐渐增强。

图 1.8 近 15 年来美国 big sandy barge 指数与 CPI



资料来源: bloomberg 东北证券金融与产业研究所

为便于比较,我们选取的是美国 Big Sandy Barge 的月度价格指数和美国的 CPI 数据。从 1984 年至今,美国煤炭价格指数与 CPI 的共振逐渐增强,并经历了两个变动较大(以突破 5%为标准)的时间段:一是上世纪 80 年代末的第二次石油危机末期;二是次贷危机爆发前后。

在石油危机末期,煤炭价格指数反而降低,并未反映出资源品应有的防通胀作用。进入 21 世纪后,煤炭价格指数与 CPI 的同步性逐渐增强,反映出其抗通胀特点逐渐被市场所认识。

结合以前我们对大宗商品价格的研究(今年煤炭价格并未随其他大宗商品一同大幅反弹),我们得出以下结论:

- 煤炭作为商品原材料,以现货或远期交易合约为主,根本目的为现货交割,缺乏金融属性,对投机资金介入形成了壁垒,不能像其他大宗商品一样提前反映通胀,因此煤炭价格未曾先于 CPI 波动,但与 CPI 逐渐同步;
- 煤炭作为资源品,其波动幅度与 CPI 越来越接近。这有两方面原因:1、从历史角度出发,过去 150 年资源品价格的波动幅度是逐渐增大的;2、煤炭与原油的替代性随着科技发展逐渐增强,煤炭价格变动传导到 CPI 的速度更快。

以上结论只是我们对美国煤炭价格和通胀之间关系的一个简单梳理,但是由于在美国 CPI 构成中只有“燃料”和“电力”,并没有单独的“煤炭消费”,因此在煤炭与 CPI 的比较中难免有失真。

3. 重点政策解析 政策性利空的潜伏

对煤炭行业来说,最大的风险总是来自管理层的强制调控。我们将简析近期或未来可能对煤炭行业产生一定负面影响的政策。尽管以下新增税费、会计准则变更等措施将可能影响各公司业绩,但我们认为,对整个煤炭行业影响最大的是发改委

的行政干预而不是财政部或地方政府出台的财政税费。这一点我们从过去行业的运行轨迹上就可以看出：2007 年山西“三金”的征收虽影响了部分公司短期业绩，但长期来看负面影响有限；2008 年中期发改委对煤炭价格的限制并未直接影响各公司直接利润，却给全行业对未来的预期带来巨大改变。因此，我们预计如果全国经济回暖，煤炭行业新增税费负担将很容易向下游转移，很难构成长期负担。

3.1 资源税改革

资源税改革方案目前虽未正式确定，但是基本框架已初具雏形：1.从量计征改为从价计征。2.计征额度为销售收入的 5%-10%。

资源税改革对行业的负面影响不言而喻，原有从量计征额度仅相当于各公司销售收入的 1%左右，如资源税征收额度上升到 10%，将大幅侵蚀各公司利润。

煤炭资源税的税基是企业自用煤或销售煤量，税金由各地方税务机关征收。资源税的增加确可推动资源成本完全化和补充各地方财政，年初至今，国务院政府工作报告和政府工作会议均提出“适时推进资源税改革”，可见在财税压力下，管理层对资源税的改革确实比以前积极。

据财政部财政新闻报道，本月 17 日，财政部副部长王军主持召开了 2009 年“两会”资源税改革类建议提案办理工作座谈会，听取了部分人大代表和政协委员对资源税改革的意见。会上，“代表和委员们普遍认为资源税改革势在必行，赞同扩大征收范围、改革计征方式、提高税负水平、统筹税费关系的改革思路，认为当前是推出资源税改革的好时机”。目前财政部已将资源税改革类建议提案确定为重点办理建议提案，资源税改革方案的最终确定可能越来越近。我们认为资源税改革逐级调整可能性较大，一步到位直达 10%的税负实在对行业影响过于巨大，很可能先调整到 5%，然后进一步进行观察。

3.2 内蒙古研究征收煤炭价格调节基金

6 月 18 日，内蒙古自治区人民政府下发了《内蒙古自治区煤炭价格调节基金征收使用管理办法》，内蒙古从 7 月 1 日开始征收煤炭价格调节基金。《内蒙古自治区煤炭价格调节基金征收使用管理办法》规定，凡在自治区行政区域内开采原煤的单位和个人，均应按原煤产量缴纳煤炭价格调节基金。煤炭价格调节基金征收标准的制定，主要是根据煤炭产业可持续发展和进一步加强宏观调控的需要，以及当前煤炭市场价格变化，同时考虑煤炭生产企业和下游产业的承受能力，并参考毗邻省区征收煤炭价格调节基金的标准确定的，具体按煤种确定为褐煤每吨征收 8 元，无烟煤每吨征收 20 元，其他煤种每吨征收 15 元。基金将主要用于建立重要商品储备和平抑市场物价、对困难煤矿和煤矿老企业进行补助、对矿区环境和生态恢复治理、对煤炭资源枯竭矿区转产补助、对农村牧区贫困户冬季取暖用煤补贴等。

煤炭价格调节基金并非内蒙首创，在此之前，已有陕西、湖南、重庆、四川、

贵州、河南等多个省份推行过该政策。煤炭价格调节基金一般为从量计征，征收对象为当地煤炭企业（包括央企）由煤矿所属地的地税部门统一征收，所收款项缴入专用账户，分成比例为省级 40%、市县 60%。

表 3.1 其他各省征收煤炭价格调节基金情况一览

省份	额度(元/吨)	备注
河南	10	
四川	40	
陕西	15	
贵州	50	现已调降至 20
湖南	35	
重庆	40	已取消

资料来源：东北证券金融与产业研究所

2009 年至今，由于山西全省大型煤炭企业控制煤炭产量、小型煤矿复产监管严格，使得内蒙古一跃成为我国第一产煤大省。然而由于自治区内部有多个大型矿区属于中央直属企业，加上一直没有类似山西“三金”的地方性税费，造成了地方财政收入未能与其煤炭产量的增长相匹配的局面。因此，从 2007 年起，内蒙古自治区就开始争取地方性的煤炭税费，从计划山西“可持续发展基金”在内蒙古推广到积极建议资源税改革（资源税属于地税），进而到现在的煤炭价格调节基金。目前我国经济虽在回暖，但地方财政收入压力很大，在资源税改革方案迟迟不能推出的情况下，资源输出省征收煤炭价格调节基金，可以起到加强对煤炭价格控制力、充实地方财政（尤其是市县级）的双重作用；然而，对于企业来说，则进一步增加了政策性成本支出。

从该基金征收的影响来看，平庄能源、露天煤业煤炭产品以褐煤为主，符合每吨 8 元的征收额度；中国神华以烟煤为主，应按 15 元/吨的额度进行征收。我们在《中国神华—煤炭价格调整基金征收及出口价格跟踪点评》中，预测到内蒙煤炭价格基金将以 15 元/吨的额度进行征收，并对该基金对中国神华的影响做了评析，在此不再赘述。

3.3 企业会计准则解释第 3 号（征求意见稿）

最近，财政部下发了《企业会计准则解释第 3 号（征求意见稿）》，该解释对煤炭行业安全维简费用的会计处理提出了新的规定。该规定要求：高危行业企业按照国家规定提取的安全生产费，应当计入相关资产的成本或当期损益，同时计入盈余公积（专项储备）。企业使用提取的安全生产费时，属于费用性支出的，直接冲减盈余公积（专项储备）。企业使用提取的安全生产费形成资产的，应当通过“在建工程”归集所发生的支出，待安全项目完工达到预定可使用状态时确认为固定资产；同时，按照形成资产的成本冲减盈余公积（专项储备），并确认相同金额的累计折旧。

该固定资产在以后期间不再计提折旧。预计安全生产费的期末余额，应当在资产负债表“盈余公积——专项储备”列示。

关于煤炭行业安全维简费用的会计处理，财政部曾在去年年末的《企业会计准则（2008）》中做过调整，将《企业会计准则讲解》（2006）中企业按规定标准提取安全生产费用等时，借记“负债类”科目，贷记“成本费用类”科目修订为企业依在所有者权益中的“盈余公积”项下以“专项储备”项目单独反映；“安全生产费用”和“维简费”作为利润的分配，计入“盈余公积”的专项储备，实际支出发生时，分别计入固定资产和各期损益。此次的《企业会计准则解释第3号（征求意见稿）》最大的变化是：1、安全维简费用将重新成本化，不再计入可分配利润；2、进行通过税前计提；3、对当期会计利润产生负面影响。

该《解释》如果正式施行，对煤炭类上市公司业绩将起较大的负面作用。由于2009年中报尚未公布，我们按照各公司2008年的安全维简费用缴纳额度进行计算，受到负面影响最大的恰恰是去年受新会计准则变动造成利润增厚最多的几家公司，其中潞安环能和平煤股份将去除21%左右的每股收益；受影响较小的是中国神华、中煤能源、兖州煤业、兰花科创等安全维简费用缴纳比例较小的企业。

从以往经验来看，1、2号会计准则解释均在下半年出台，经征求社会意见后于年末确定。今年的会计准则3号解释出台较早，我们最近与企业沟通得知，以往会计准则解释与正式实施的时间间隔不长，但目前尚未接到该解释正式使用的通知。我们预计该解释年内正式执行的可能性很大。

虽然该解释会减少各上市公司2009年业绩，但我们认为从长期来看，安全维简费用的内部化对全行业其实构成利好。税前计提也可减少企业浮盈，避免会计利润和实际经营上的不协调。

以上我们仅分析了近期可能对行业造成冲击的几项政策。我们认为从作用上看，资源税的改革仍是煤炭行业需要面对的一项重大风险。煤炭行业浓重的国有化色彩决定着行业的景气程度很大程度上受制于管理层的掌控。资源税的改革方案暗示着管理层认为煤炭行业利润率和发展模式上仍不尽合理，因此我们提示投资者着重注意资源税改革方案的出台进度。

如果资源税在年末出台，一定程度上有利于煤炭行业将新增政策性成本向下游转移。

4. 投资建议与估值分析

4.1 投资逻辑

我们在煤炭行业第二季度的投资策略中，提出行业的实际运行情况将优于市场

的一致性预期：即煤炭企业的业绩稳定性强于去年年末悲观的市场业绩预期。今年下半年，受各下游行业的回暖影响，煤炭需求将得到实质性保障。如不考虑政策性因素，各公司业绩稳定增长的可能性较上半年更强。

我们预计在下半年中，第三季度前期为夏季用煤高峰，期间国内煤炭价格很可能冲向年内高点，因此各第三季度业绩环比增长可能性大；但由于去年同期煤炭价格涨幅特殊，今年各公司第三季度同比业绩增长的可能性很小。第四季度的情况恰好相反，由于“迎峰度冬”的需求拉动作用小于“迎峰度夏”，因此各公司第四季度业绩环比可能下滑；但是去年第四季度是煤炭行业运行低点，因此各公司——尤其是焦炭类企业——第四季度业绩同比增长的可能性强。

需求有可靠保障、业绩增长预期较强、国内煤炭价格底部构成、资源品的防通胀属性，这些因素都促使我们调升行业评级至“优于大势”。我们建议下半年重点关注三类公司：1、估值水平有一定优势，受政策性事件冲击较小。如中国神华、中煤能源、兰花科创。2、业绩弹性大的焦炭企业。如美锦能源。3、有资产注入预期的企业。如国投新集、大同煤业。

表 4.1 重点公司业绩预测与评级

	2009EPS	2010EPS (E)	2009PE	2010PE	投资评级
中国神华	1.54 元	1.77 元	18.2X	15.9X	谨慎推荐
中煤能源	0.69 元	0.81 元	17X	14.5X	谨慎推荐
大同煤业	2.04 元	2.68 元	17.1X	13X	推荐
国投新集	0.74 元	0.88 元	21X	17.7X	推荐
兰花科创	1.84 元	2.2 元	19X	15.9X	谨慎推荐
西山煤电	0.93 元	1.14 元	29X	23.7	谨慎推荐
国际实业	0.63 元	0.67 元	23.4X	21.2X	中性

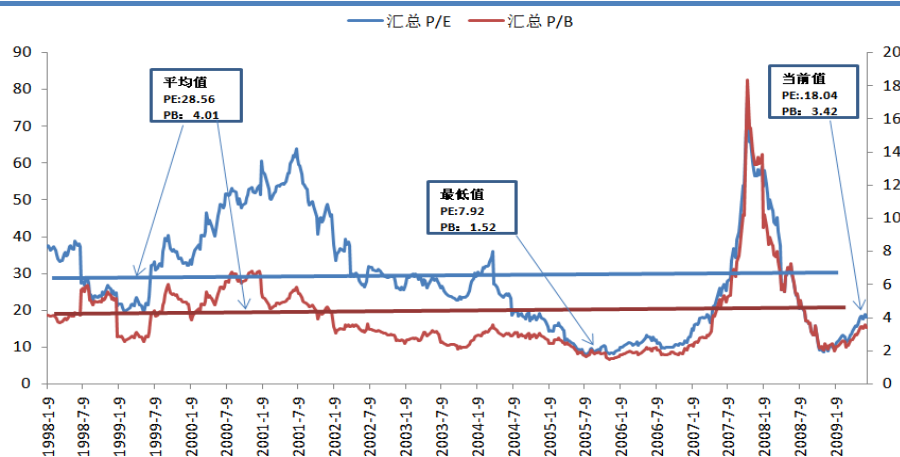
资料来源：东北证券金融与产业研究所

4.2 历史估值分析

去年年末，我们曾对煤炭板块的历史估值进行分析，当时得出的结论是，仅从估值角度出发，煤炭类上市公司已具有长期投资价值。

年初至今，随着煤炭类上市公司股价上涨，整体板块的估值水平已经发生一定变化。为了更好地“以史为鉴”，我们将煤炭类上市公司和焦炭类上市公司分开进行历史估值的研究。我们选取了 1998 年至今煤、焦炭类公司的市盈率（TTM）和市净率。

图 4.1 煤炭类上市公司历史估值水平一览

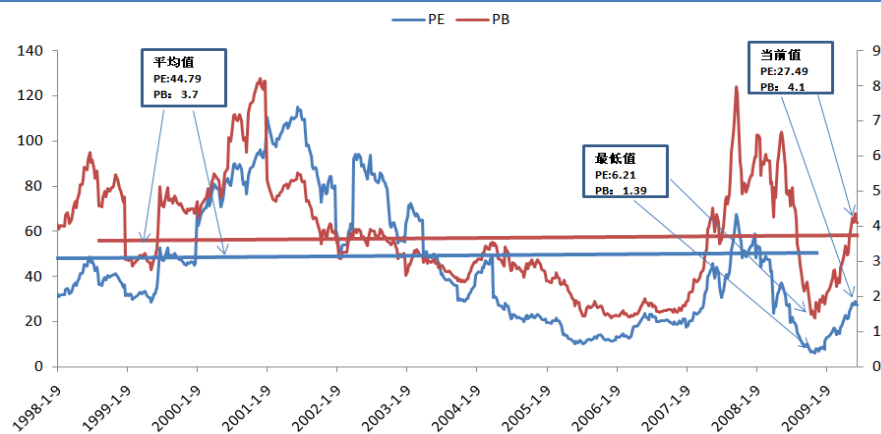


资料来源：天相系统 东北证券金融与产业研究所

样本包括：中国神华、中煤能源、大同煤业、潞安环能、西山煤电、国阳新能、兰花科创、国投新集、靖远煤电、恒源煤电、露天煤业、开滦股份、上海能源、平煤股份、平庄能源、金牛能源、神火股份、兖州煤业、盘江股份。

从煤炭类上市公司来看，历史平均 PE28.56 倍、平均 PB4 倍；行业估值最低点出现于 2005 年第四季度，最低 PE7.92 倍、最低 PB1.52 倍。目前板块 PE 为 18.04 倍、PB3.42 倍，均处于历史低点与平均值之间，而且离平均值尚有一定差距，即使从预测市盈率来看，现在煤炭板块 2009 年市盈率为 21 倍，估值依然不高。

图 4.2 焦炭类上市公司历史估值水平一览



资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

样本包括：安泰集团、美锦能源、煤气化、开滦股份、国际实业、山西焦化

焦炭类上市公司的情况略有不同，板块市盈率高点并非出现在去年行业景气高峰，而是在 2000 年末期；行业历史平均 PE 达到 44.79 倍、平均 PB3.7 倍；PE 和 PB 最低值均出现在今年年初，分别为 6.21 倍和 1.39 倍；目前焦炭板块市盈率达到 27.49 倍、市净率已超过历史平均值，达到 4.1 倍。焦炭板块的历史估值特性与我们采用市盈率（TTM）有关：去年第四季度的业绩大幅下滑造成了目前滚动市盈率的大幅提高。

从板块的历史估值水平来看，目前煤、焦板块的估值水平仍处于历史均值下方，纵向比对之下估值优势比较明显。

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, 东北证券有限责任公司 (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。

东北证券有限责任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