

煤炭行业

评级：增持

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

近期报告:

《西山煤电(000983)近期产销情况良好, 荷瓦铁路即将通车, 给予增持评级》2009年6月11日

《煤炭行业2009年一季报分析: 关注内生增长和外延拓展能力强的公司》2009年5月5日

煤炭行业：建议布局炼焦煤企业

投资要点

■ **积极因素：**(1) 从4月中旬以来, 国内各品种钢材价格连续上涨近2个月, 且近期部分钢厂计划再度上调出厂价格, 这将推动市场价格持续走高。此外, 6月上旬全国发电量为97.64亿千瓦时, 同比减少0.17%, 尤其是经济总量处于全国前列的上海、浙江、江苏、广东等省市用电量都实现正增长, 我们认为, 发电量的降幅收窄, 表明用电需求正在恢复, 特别是工业用电需求回升, 而钢铁行业的复苏将直接增加炼焦煤的需求。

(2) 6月中下旬山西地区中小炼焦煤企业的煤炭价格有小幅上调, 这与近期动力煤价格稳定、洗煤和无烟煤价格继续下降相比, 炼焦煤价格相对坚挺, 这与目前炼焦煤供需面有较大的关系。

(3) 到目前为止, 山西中小炼焦煤企业并没有明显复产迹象, 即使是结构性放开的中小煤矿业需要政策审批上的时间成本和前期清理作业, 因此我们认为, 部分释放的中小炼焦煤产能释放要等到7月中旬, 其难以对焦煤价格上升趋势产生冲击。

(4) 国际煤价和海运费大幅回升, 进口煤低价优势渐失, 进口激增趋势有望在2个月后逐步减缓, 进口需求将逐渐转到内地。

(5) 炼焦煤行业最具有弹性: 与下游行业产量增速对比, 炼焦煤与钢铁行业的产量增速最大, 尤其是2005-2007年, 炼焦煤行业增速不仅小于原煤产量增速, 且与钢铁行业增速差值达10-15个百分点, 但是在炼焦煤未大幅增加进口的同时却能维持国内钢铁行业生产, 这主要是因为大量的小煤矿统计漏掉, 而2007-2008年小煤矿不断关闭, 炼焦煤供给与钢铁产量的增加造成供需瓶颈的凸显, 炼焦煤价格也在2007年涨幅最大。可以预见, 随着下半年钢铁需求有效回升后, 炼焦煤在供给未改善的状况下, 后期价格上涨空间最大。

■ **消极因素：**目前影响煤炭板块业绩的负面因素主要是资源税和会计政策的变更导致企业账面利润的下滑。我们认为资源税的征收将同目前煤炭行业的税费治理或取消同时进行, 而会计政策的调整是从征求意见稿到正式文件的出台, 且市场前期已对这两个负面因素有预期, 因此这两个不利因素的落

定将有助于确定本轮周期的业绩底部。

- **投资建议：**根据目前煤炭的供需格局、下游需求变化，以及价格动态、油价走势等指标，我们认为煤炭景气已处于底部区域，而炼焦煤将成为价格弹性最大，最先获益的子行业，我们建议布局炼焦煤企业。综合业绩对炼焦煤价格敏感性、资源储量及估值来看，建议逢低介入潞安环能、西山煤电和盘江股份。

图 近几个月冶金行业煤炭库存逐渐下降，行业耗煤环比持续增长

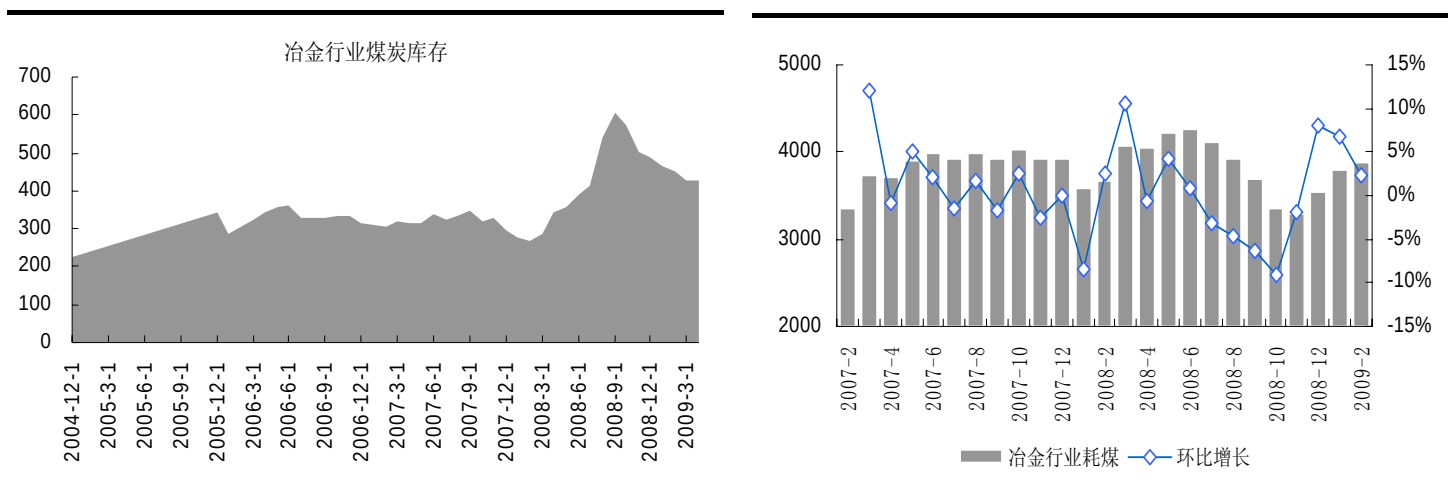


表 08 年底至今煤炭供给大于需求量缩小

	煤炭产量	其中：炼焦煤产量	炼焦煤进口	炼焦煤供应总量	国内炼焦煤消费量	炼焦煤出口量	炼焦煤总需求量	供给大于需求
2008-9	22936.76	6192.93	74.24	6267.17	5389.61	13.65	5627.95	639.22
2008-10	22793.84	5926.4	33.71	5960.11	4651.43	13.66	4631.44	1328.67
2008-11	22697.18	5560.81	55.5	5616.31	4354.65	31.43	4386.08	1230.23
2008-12	22624	5475.01	32.35	5507.36	4789.02	37.69	4826.71	680.65
2009-1	17234.42	4187.96	21.34	4209.3	5052.87	3.81	5056.68	-847.38
2009-2	19656.48	4756.87	132.26	4889.13	5235.47	2.83	5238.3	-349.17
2009-3	23342.71	5602.25	190.87	5793.12	5610.28	0.34	5610.62	182.5
2009-4	22980	5147.52	283.09	5430.61	5392.56	7.24	5399.8	30.81

图 澳大利亚 BJ 现货价格和布伦特原油现货价格



图 2005-2007 年炼焦煤产量增速小于生铁产量增速和原煤产量增速

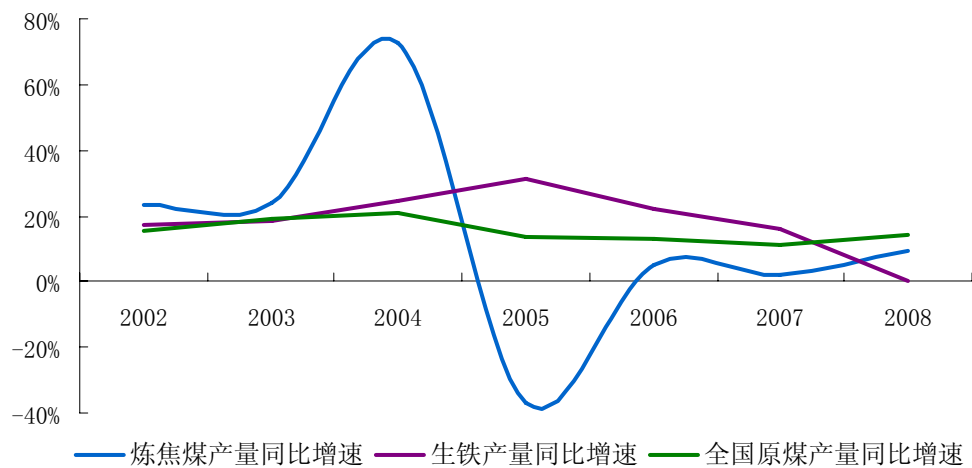
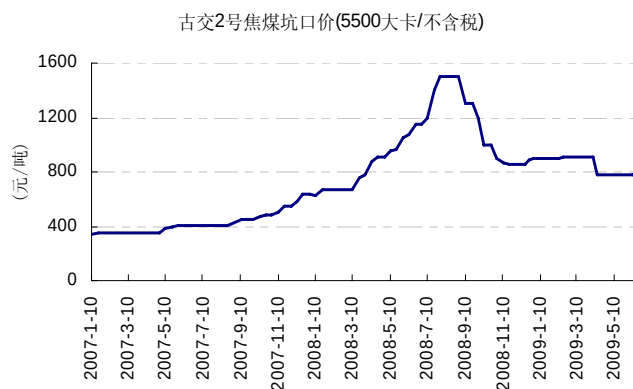
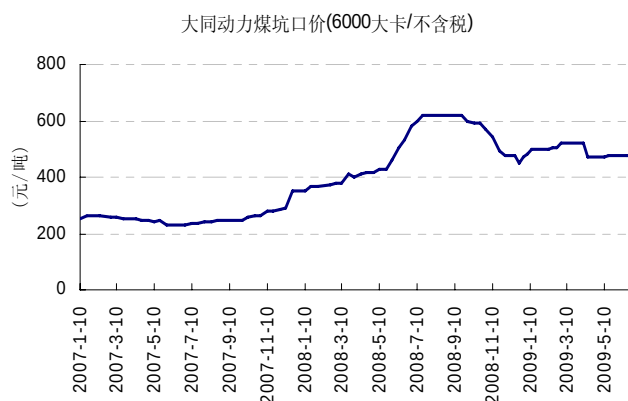
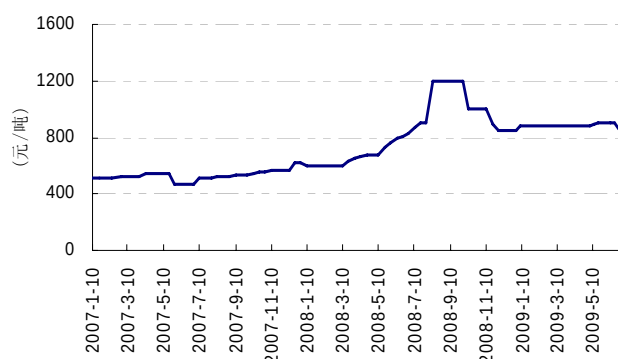


图 主要煤炭品种的价格



阳泉洗中块坑口价(7000大卡/不含税)



阳泉喷吹煤车板价(7500大卡/含税)

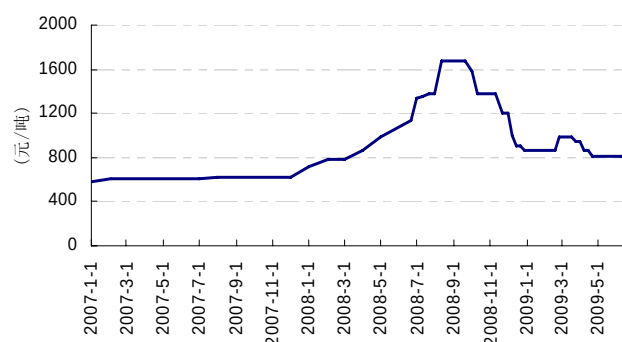


表 炼焦煤/喷吹煤企业资源比较

名称	代码	可开采储量 (万吨)	权益储量 (亿吨)	每股资源量 (吨)	吨产量市值 (元/吨)	股价 2009-6-30
金牛能源	000937	66573	2.7	0.34	2594.8	38.70
西山煤电	000983	112000	13.32	0.55	4452.7	29.90
平煤股份	601666	125000	12.44	0.89	1391.3	28.91
盘江股份	600395	93600	14.4	1.31	5766.1	27.11
开滦股份	600997	47893	4.79	0.39	3093.2	18.69
潞安环能	601699	123808.5	17.33	1.51	1777.4	39.49

注：金牛能源未考虑注入的储量、西山煤电不包括兴县储量，从每股资源量来看，盘江股份和潞安环能最高

表 上市公司业绩弹性分析

名称	代码	产量			产能	2008 炼焦煤产量	炼焦煤/总量	预计 2009 炼焦煤占比	2008 吨煤毛利
		2007	2008	2009E					
金牛能源	000937	1036	1135	1167	1300	492.17	42.17%	40.00%	390.71
西山煤电	000983	1850	1612	1619	1810	630	38.91%	39.00%	421.45
平煤股份	601666	2726	2674	2870	3030	660	23.00%	23.00%	194.36
盘江股份	600395	1200	470	518	1120	300.87	58.08%	60.00%	207.61
开滦股份	600997	750	750	750	860	249.21	33.23%	30.00%	302.78
潞安环能	601699	2460	2401	2577	2680	689	26.74%	25.00%	266.16

注：从 2008 年炼焦煤/总产量来看，盘江股份、金牛能源比例较高，因 2009 年金牛能源注入资产以无烟煤较多，开滦股份下游加工行业占比较大，预计 2009 金牛能源和开滦股份炼焦煤产量占比缩小，盘江股份整体上市注入资产以炼焦煤居多，因此 2009 年炼焦煤产量占比提高。结合 2008 年吨煤毛利来看，西山煤电、盘江股份业绩对炼焦煤价格上涨弹性较大。

表 上市公司估值比较

公司	代码	最新价格	每股收益 EPS				市盈率 PE			市净率
		09-6-30	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	PB(MRQ)	
炼焦煤										
金牛能源	000937	38.70	2.49	1.87	2.00	15.5	20.7	19.4	5.4	
西山煤电	000983	29.90	1.44	1.10	1.78	20.8	27.2	16.8	7.8	
平煤股份	601666	28.91	2.48	1.63	1.84	11.7	17.7	15.7	3.4	
盘江股份	600395	27.11	1.08	1.32	1.53	25.1	20.5	17.7	7.6	
上海能源	600508	18.21	1.54	1.10	1.20	11.8	16.6	15.2	3.2	
开滦股份	600997	18.69	1.46	1.19	1.35	12.8	15.7	13.8	2.7	
伊泰 B 股	900948	4.65	4.25	—	—	1.1	—	—	0.5	
喷吹煤										
国阳新能	600348	30.36	1.51	1.24	1.34	20.1	24.5	22.7	6.3	
潞安环能	601699	39.49	2.48	2.29	2.34	15.9	17.2	16.9	5.8	
动力煤										
中国神华	601088	29.91	1.34	1.46	1.59	22.3	20.5	18.8	4.0	
中煤能源	601898	12.34	0.52	0.58	0.68	23.7	21.3	18.1	2.6	
大同煤业	601001	36.38	2.40	2.04	2.23	15.2	17.8	16.3	4.8	
兖州煤业	600188	15.60	1.32	0.79	0.83	11.8	19.7	18.8	2.9	
国投新集	601918	16.49	0.65	0.75	0.96	25.4	22.0	17.2	5.4	
露天煤业	002128	26.72	0.85	1.03	1.13	31.4	25.9	23.6	9.6	
恒源煤电	600971	25.46	1.62	1.69	1.72	15.7	15.1	14.8	3.0	
焦炭										
国际实业	000159	14.07	0.63	0.81	0.92	22.3	17.4	15.3	3.3	
煤气化	000968	17.84	1.33	0.99	1.22	13.4	18.0	14.6	3.6	
山西焦化	600740	8.03	-0.42	0.33	0.50	-19.1	24.3	16.1	2.4	
安泰集团	600408	7.13	0.01	0.06	0.18	713.0	118.8	39.6	2.7	
综合类										
神火股份	000933	20.00	2.30	1.71	2.22	8.7	11.7	9.0	3.4	
兰花科创	600123	35.27	2.45	1.87	1.89	14.4	18.9	18.7	4.6	
郑州煤电	600121	8.42	0.30	0.14	0.24	28.1	60.1	35.1	3.2	

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。