

日期：2009 年 8 月 31 日

行业：煤炭采选业



朱立民 朱洪波
021-53519888-1912
Zhuhongbo@sigchina.com

行业收入利润增长 (09 年 1-5 月)

销售收入 (亿元)	5,789
增长率	13%
利润总额 (亿元)	678
增长率	4%

年初至今行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：

ZHB09-MIT02

相关报告：

低仓位持有 静待业绩兑现

——2009 年 9 月煤炭行业投资策略

■ 主要观点：

煤炭下游行业持续好转，煤炭价格保持平稳

截至 7 月底累计发电量同比下降 3.5%，这种降幅在继续缩小。生铁截至 7 月底累计产量同比增长 7%；水泥截至 7 月底累计产量，同比增长 16%；合成氨扭转低迷态势，截至 7 月底累计产量 2,979 万吨，同比上升 1%；单月产量 433 万吨，同比上升 3%

煤炭产量连续上升，地方煤矿产量创新高。

7 月份全国原煤产量 26,424 万吨，同比增长 6.1%，环比增长 1%，创 2007 年以来单月产量记录。其中国有重点煤矿产量 12,650 万吨，同比增长 12%；地方煤矿产量 13,774 万吨，同比增长 14%。

上半年煤炭上市公司业绩表现迥异，总体略逊于上年同期

据 Wind 统计，09 年上半年煤炭上市公司算术平均营业总收入 62.05 亿元，同比下降 0.08%；算术平均营业总成本 45.91 亿元，同比上升 2.26%；净利润 11.58 亿元，同比下降 3.58%；毛利 24.59 亿元，同比下降 4.02%。毛利率 40%，同比下降 1 个百分点。

行业投资评级为“有吸引力”。

基于两点理由，我们给予行业“有吸引力”评级。1、行业资源整合。2、煤炭行业低估值。

■ 投资建议：

建议关注上半年业绩优异上市公司，兼顾资产注入概念，选择国阳新能、潞安环能。

数据预测与估值：

煤炭采选业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
平煤股份	601666	28.29	1.90	1.22	1.42	15	23	20	跑赢大市
大同煤业	601001	34.50	2.40	1.95	2.19	14	18	16	跑赢大市
潞安环能	601699	40.75	2.48	2.16	2.61	16	19	16	跑赢大市
金牛能源	000937	33.50	2.49	1.77	2.07	13	19	16	跑赢大市
国投新集	601918	15.14	0.65	0.72	0.90	23	21	17	跑赢大市
兰花科创	600123	36.88	2.45	2.02	2.21	15	18	17	跑赢大市
恒源煤电	600971	29.79	1.35	1.16	1.25	22	26	24	跑赢大市
盘江股份	600395	25.38	1.08	1.22	1.48	24	21	17	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2009 年 8 月 28 日收盘价

一、煤价依然看涨，需求和通胀预期起决定作用

1、煤炭下游行业持续好转

水泥、生铁、发电单月产量仍旧保持同比上涨，合成氨市场扭转低迷态势，7月产量同比上涨。

火电继6月份扭转发电量连续同比下降的局面后，7月单月发电量2,606亿千瓦时，同比增长5%；截至7月底累计发电量16,032亿千瓦时，同比下降3.5%，降幅仍然在继续缩小。

生铁截至7月底累计产量30,879万吨，同比增长7%；7月单月产量4,850万吨，同比增长15%。

图 1、火电单月发电量及同比增长

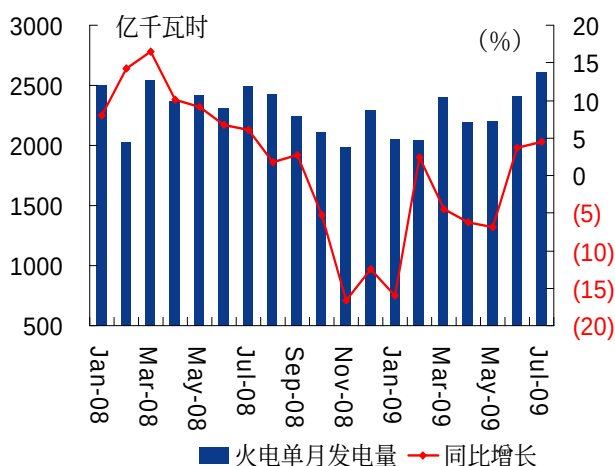
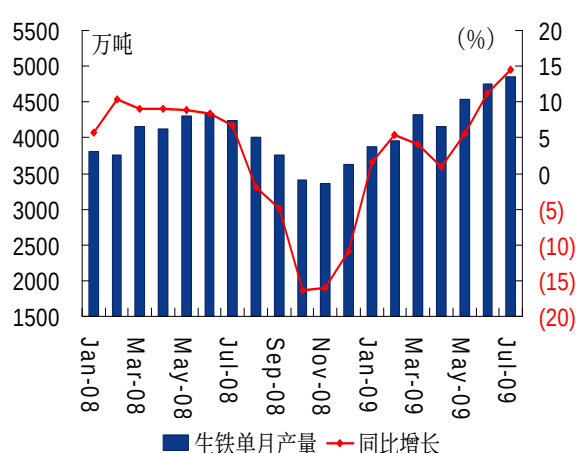


图 2、生铁单月产量及同比增长



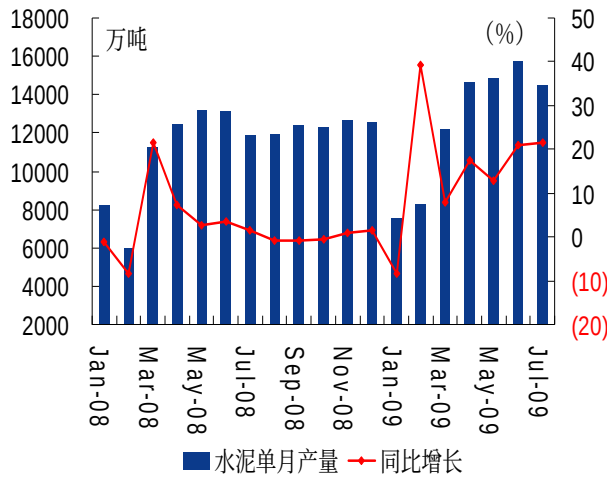
数据来源：WIND 上海证券研究所

数据来源：WIND 上海证券研究所

水泥截至7月底累计产量87,792万吨，同比增长16%；7月单月产量14,487万吨，同比增长22%。

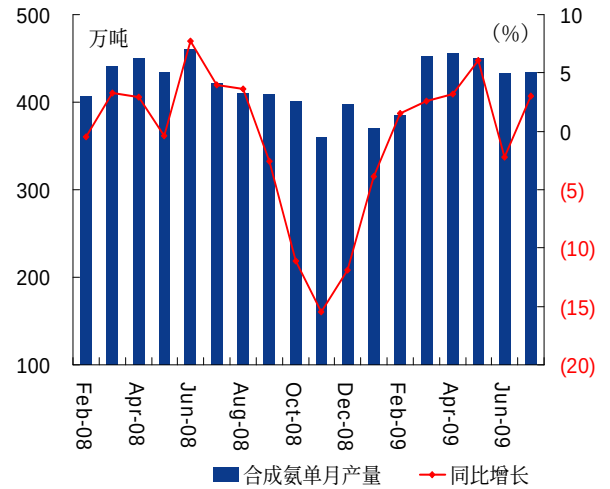
合成氨扭转低迷态势，截至7月底累计产量2,979万吨，同比上升1%；单月产量433万吨，同比上升3%。

图 3、水泥单月产量及同比增长



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 4、合成氨单月产量及同比增长

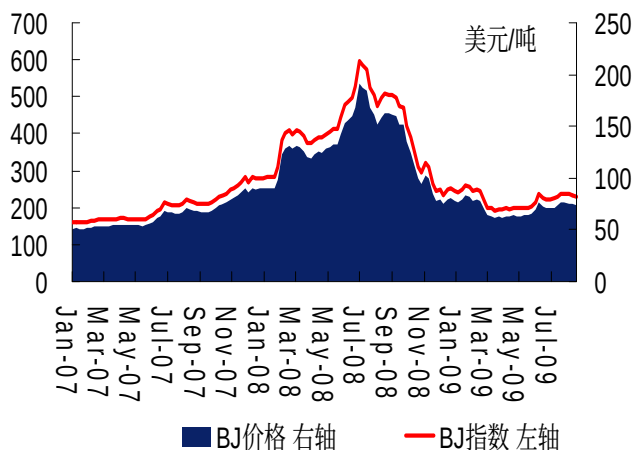


数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

2、本月国内煤价平稳，外煤出现较大跌幅。

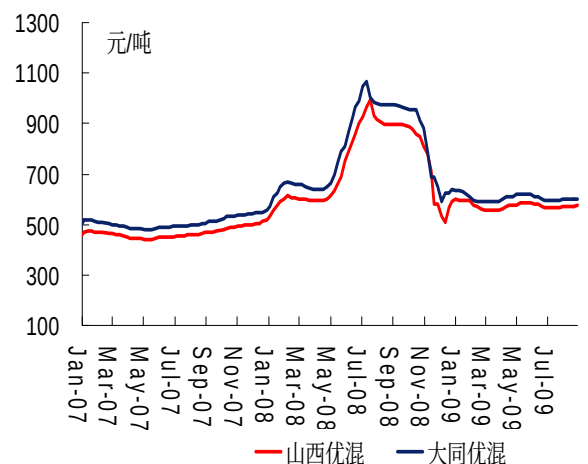
山西优混（8 月 31 日）报 575 元/吨，月涨幅 0.88%；大同优混 602.5 元，本月保持不变；焦肥精煤（8 月 21 日）报 1,149 元，较月初上涨 0.9%；澳大利亚 BJ 动力煤价格 8 月 28 日收报 72.5 美元/吨，在经过上个月较大涨幅后，出现回调，本月较上月下跌 4.79%。

图 5、澳大利亚 BJ 价格和指数



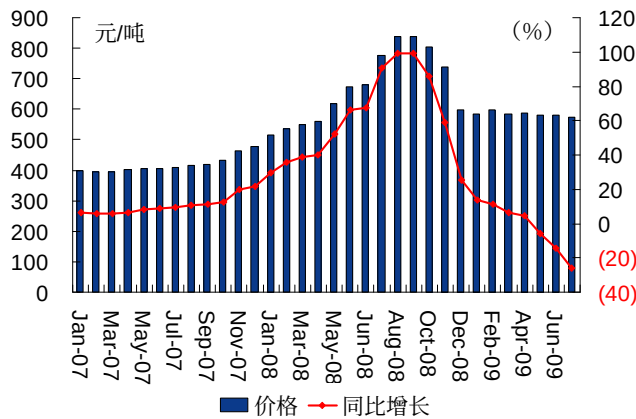
数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 6、山西优混和大同优混价格



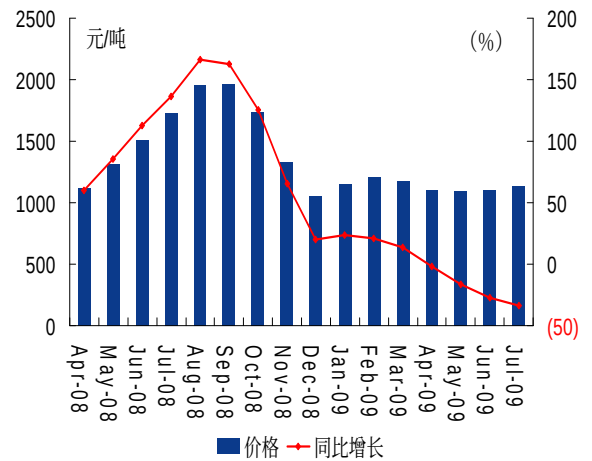
数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 7、5500 大卡以上动力煤平均价格



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 8、焦肥精煤平均价格



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

三、煤炭产量持续上升，地方煤炭产量创新高

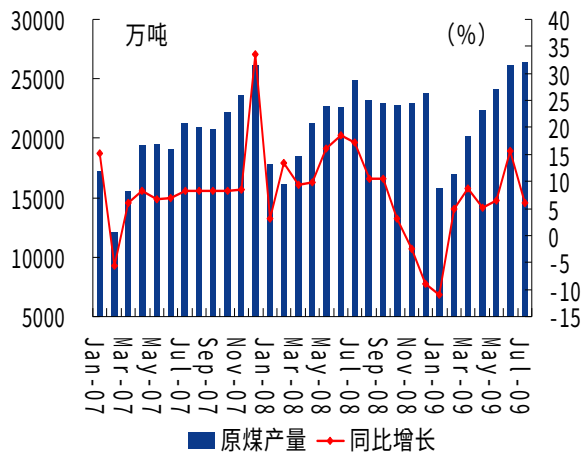
7 月份全国原煤产量 26,424 万吨，同比增长 6.1%，环比增长 1%，创 2007 年以来单月产量记录。其中国有重点煤矿产量 12,650 万吨，同比增长 12%；地方煤矿产量 13,774 万吨，同比增长 14%。

7 月份原煤销售量 24,179 万吨，环比增长 0.3%。直供电网消耗 7 月份 6,385 万吨，同比下降 4%。

7 月全社会库存 19,148 万吨，同比增长 39%，环比增长 0.5%；国有重点煤矿库存 3,229 万吨，同比增长 28%，环比增长 2%。

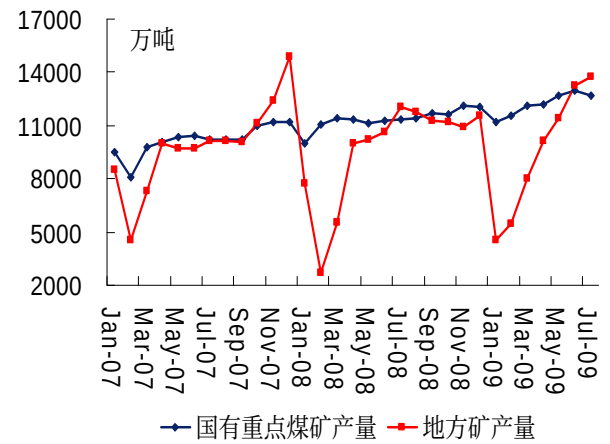
包含小煤窑的地方煤矿产量在 6 月份超过国有重点煤矿产量基础上，继续保持较快增长。7 月份产量 13,774 万吨，同比增长 14%，环比增长 4%，这也是继 07 年最高 14,900 万吨后的第二高产量。而国有重点煤矿产量同比增长 12%，环比下降 2%。地方煤炭后续大幅增产能力有限，对后续可能出现的煤价上涨形成一定支撑。

图 9、全国原煤产量及同比增长



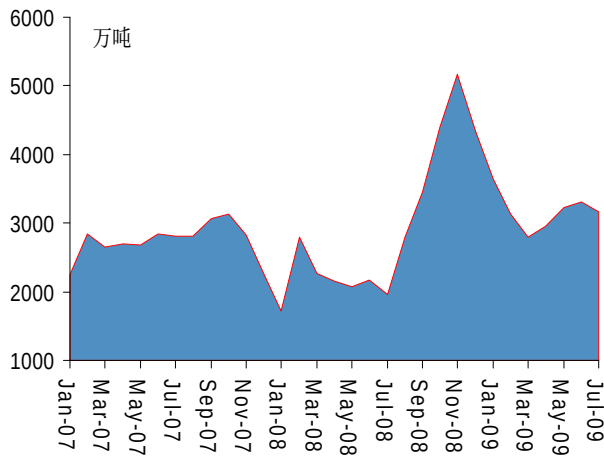
数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 10、国有重点煤矿及地方矿产量



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 11、直供电网库存变化



数据来源：煤炭市场网 上海证券研究所

图 12、煤炭累计进出口变化



数据来源：WIND 上海证券研究所

四、煤炭板块中报业绩及 8 月份股价表现

1、煤炭板块中报业绩较去年略有下降。

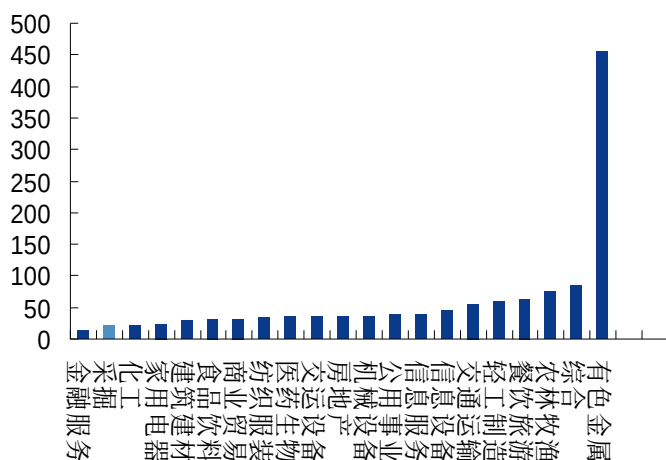
据 Wind 统计，09 年算术平均营业总收入 62.05 亿元，同比下降 0.08%；算术平均营业总成本 45.91 亿元，同比上升 2.26%；净利润 11.58 亿元，同比下降 3.58%；毛利 24.59 亿元，同比下降 4.02%。毛利率 40%，同比下降 1 个百分点。

在我们动态跟踪 9 家公司中，6 家营业收入同比上升，仅有 1 个毛利率同比上升，5 家净利润同比上升。

2、8 月份煤炭股表现与沪深 300 相当,中性评级。

煤炭指数 8 月下跌 21.67%，沪深 300 同期下跌 19.55%。截至 8 月 28 日，本年度煤炭指数上涨 131.67%，沪深 300 同期上涨 61.81%。

图 13、各行业市盈率水平



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 14、8 月份煤炭板块及沪深 300 收益比



数据来源：WIND 上海证券研究所

五、09 年 9 月煤炭行业评级、策略及重点股票

1、给予“有吸引力”的行业评级

经历前期巨大涨幅后，投资者选择了高位兑现，煤炭股在 8 月份

出现深度回调。前一波行情是基于宏观经济复苏预期，在业绩真正出现增长前，给予煤炭股高溢价。我们认为煤炭股下一波行情来自于自身业绩增长和资产注入预期的兑现，建议投资者低仓位持有，待业绩改善和资产注入规划明确后，增持煤炭股。我们给予行业“有吸引力”评级，基于两点理由：1、煤炭行业资产整合对国有上市煤炭公司构成实质性的利好，竞争减少，可用较廉价格收购资产，尤其是母公司是煤炭资源整合注入的上市公司更是获益，如潞安环能，中煤能源，西山煤电等。2、煤炭行业低估值。

2、建议关注中报业绩优异公司

在震荡行情中，我们选择中报表现优异公司，着重考虑公司自身管理和创造利润能力，兼顾公司可能发生的资产注入。

3、重点股票

◆ 国阳新能：量价齐升 运营能力提高

公司公布 09 年中报，上半年实现营业收入 93 亿元，同比增长 32%；毛利率 19%，同比上升 2 个百分点；净利约 8.8 亿元，同比增长 81%；每股收益 0.91 元，同比增长 81%。

销售量和价格同比均明显上升，收入同比大幅增长。公司销售煤炭 1,914 万吨，同比增长 12%。煤炭综合销售价格 442 元/吨，同比上升 15%。销售价格上升，成本控制有力，毛利率提升。综合销售价格同比上升 15% 情况下，成本控制得当，综合毛利率 19%，同比上升 2 个百分点。公司运营成本下降 1 个百分点，费用控制能力较强。

关联交易较多，外延扩张值得关注。公司在中报内提到利用政策设立投资公司，参与煤炭资源整合和煤矿兼并重组，增加煤炭资源。同时我们注意到公司有较多的关联交易，交易总额 5.6 亿元，占总收入 6%。关联交易可能影响公司治理结构，损害小股东利益，公司并未在中报提到如何解决这个问题，投资者值得关注。

◆ 潞安环能：内生增长有力 资产注入可待

报告期内收入 86.48 亿元，同比增长 12%。毛利率 31%，同比持平。净利润 11.75 亿元，同比增长 35%。每股收益 1.02 元，同比增长 36%。

煤炭销量和价格齐升，推动收入增长。公司生产原煤 1,476 万吨，同比增长 10%；销售商品煤 1,252 万吨，同比增长 6%。商品煤平均销售价格 537 元/吨，同比增长 4%。生产焦炭 22 万吨，均已销售。费用管控严格，运营成本同比下降 3 个百分点。税金、销售费用和管理费用三项合计 9.54 亿元，占营业收入 11%，同比下降 3 个百分点。母公司属山西煤炭资源整合五主体之一，资产注入可期。潞安集团目标是在 2010 年实现煤炭产量突破 1 亿吨，集团新近在新疆拿到 240

亿吨煤炭储备,据中国证券报 7 月 7 日援引潞安环能董事长讲话,称集团将在 2015 年之前整体上市。我们认为集团的资产将在几年之间陆续注入到上市公司,有利公司的长远发展,最终达到整体上市。

附表 1：公司国内外市场相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	2009-8-28	EPS			PER		
			股票价格	08A	09E	10E	08X	09X	10X
中国神华	601088	CNY	30.9	1.34	1.49	1.65	23	21	19
中煤能源	601898	CNY	12.08	0.51	0.49	0.56	24	25	22
兖州煤业	600188	CNY	16.97	1.32	0.77	0.83	13	22	20
西山煤电	000983	CNY	31.79	1.44	1.08	1.25	22	29	25
平煤天安	601666	CNY	28.29	1.90	1.22	1.42	15	23	20
大同煤业	601001	CNY	34.5	2.40	1.95	2.19	14	18	16
潞安环能	601699	CNY	40.75	2.48	2.16	2.61	16	19	16
金牛能源	000937	CNY	33.5	2.49	1.77	2.07	13	19	16
开滦股份	600997	CNY	21.99	0.67	0.77	0.92	33	29	24
神火股份	000933	CNY	25	1.53	0.92	1.29	16	27	19
国投新集	601918	CNY	15.14	0.65	0.72	0.90	23	21	17
露天煤业	002128	CNY	23.62	0.65	0.75	0.85	36	31	28
国阳新能	600348	CNY	38.27	1.51	1.90	2.11	25	20	18
兰花科创	600123	CNY	36.88	2.45	2.02	2.21	15	18	17
上海能源	600508	CNY	20.47	1.54	1.08	1.18	13	19	17
平庄能源	000780	CNY	11.57	0.67	0.56	0.61	17	21	19
煤气化	000968	CNY	19	1.33	0.94	1.14	14	20	17
恒源煤电	600971	CNY	29.79	1.35	1.16	1.25	22	26	24
国际实业	000159	CNY	14.22	0.61	0.76	0.80	23	19	18
盘江股份	600395	CNY	25.38	1.08	1.22	1.48	24	21	17
均值							20	22	19
CHINA COAL ENERGY CO - H	1898	HKD	10.12	0.61	0.56	0.63	17	18	16
YANZHOU COAL MINING CO-H	1171	HKD	11.44	1.48	0.82	0.90	8	14	13
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	1088	HKD	31.05	1.50	1.47	1.63	21	21	19
中国香港市场均值							15	18	16
USEC INC	USU US	USD	4.63	0.44	0.3	0.67	11	15	7
ALLIANCE RESOURCE	ARLP US	USD	33.44	2.42	5.08	5.37	14	7	6

PARTNERS									
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	ANR US	USD	34.45	2.42	2.23	2.14	14	15	16
PEABODY ENERGY CORP	BTU US	USD	33.73	3.55	2.19	2.65	10	15	13
PENN VIRGINIA RESOURCE PARTN	PVR US	USD	15.05	1.67	1.02	1.19	9	15	13
NATURAL RESOURCE PARTNERS LP	NRP US	USD	17.93	1.97	1.67	1.66	9	11	11
CONSOL ENERGY INC	CNX US	USD	38.83	2.43	3.86	3.58	16	10	11
ALLIANCE HOLDINGS GP LP	AHGP US	USD	20.3	1.36	2.4	3.44	15	8	6
MASSEY ENERGY CO	MEE US	USD	28.43	0.69	1.24	1.73	41	23	16
PENN VIRGINIA GP HOLDINGS LP	PVG US	USD	14.28	1.35	1	1.18	11	14	12
国外市场样本均值							15	13	11

资料来源：公司报告，上海证券研究所，BLOOMBERG；相关公司08EPS 经过除权处理。

分析师承诺

分析师 朱立民 朱洪波

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。