

朱嘉

021-50588666-8040

zhujia@ccnew.com

2009年9月17日

关注资产注入和下游行业复苏情况

——煤炭行业 2009 年 4 季度策略报告

行业策略

强于大市（首次）

盈利预测和投资评级

股票简称	09EPS	10EPS	09PE	评级
西山煤电	1.08	1.65	32.07	买入
国阳新能	1.95	2.20	20.80	买入
中国神华	1.62	1.77	20.79	买入
国投新集	0.68	0.84	23.34	买入
盘江股份	1.12	1.36	23.31	买入
兰花科创	2.12	2.21	18.20	增持
兖州煤业	0.85	0.99	20.31	增持
平庄能源	0.54	0.61	21.74	增持
恒源煤电	1.55	1.69	20.65	增持
大同煤业	1.78	2.15	21.00	增持
中煤能源	0.59	0.70	21.22	增持
潞安环能	2.08	2.42	21.31	增持
开滦股份	0.79	1.01	31.61	增持

煤炭行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 马敬琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

四季度煤炭供给偏松, 而煤炭需求将随宏观经济回暖和下游行业复苏而稳步增长, 下半年煤炭价格整体将平稳前行。而资产注入将依然成为煤炭行业最主要的投资主线。

投资要点:

- **煤炭供给维持偏松的态势。**目前我国煤炭行业产能增长取决于新增产能和小煤矿整治。在高煤价和高利润推动下, 近几年煤炭行业投资大幅度增长, 06-08 年煤炭行业投资增速分别为 27.2%、23.7%和 33.6%, 后期新增产能将集中释放。而小煤矿整治方面, 假设 2008-2010 年关闭煤矿 500 处、1000 处和 1000 处, 我们预计分别减少产能 0.3 亿吨、0.6 亿吨和 0.6 亿吨。整体来看, 我国煤炭供给处于偏松的态势。
- **经济整体复苏, 刺激政策效果显现将刺激煤炭需求稳步增长。**火电、钢铁、水泥和化工四大行业消耗的原煤占我国每年原煤消耗的 90%左右。火电行业方面, 我们认为国内发电量将稳步回升, 09 年全年发电增速有望达到 5%。钢铁行业方面, 虽然目前生铁产量的增速很难一直保持到年底, 但后期随着我国基础建设的深入以及房地产新开工面积的稳步增长, 钢铁需求将呈现稳步增长的态势, 09 年全年有望保持较高的产量增速。水泥行业方面, 我国以大规模的投资来拉动经济的复苏, 房地产新开工面积稳步提升, 后期我国水泥产量的增速将保持在一个较高的水平。合成氨行业方面, 随着秋耕的来临, 化肥等需求将进入旺季, 全年产量有望保持稳定小幅增长的态势。
- **煤炭价格将平稳前行。**综合供给和需求两方面来看, 我们认为后期煤炭价格将平稳前行。但炼焦煤由于近期矿难, 平顶山大量煤矿被关闭整顿的原因, 供给短期内有所下降, 其价格后期有望上扬。
- **给予“强于大市”的投资评级。**鉴于煤炭板块后期业绩增长较为确定, 我们给予煤炭行业“强于大市”的投资评级。投资主线: 资产注入; 关注产能增长和销售价格上涨比较确定的公司; 关注炼焦煤和动力煤的阶段性投资机会。重点推荐西山煤电、国阳新能和中国神华。
- **风险提示:** 宏观经济复苏低于预期, 导致下游行业对煤炭的需求低于预期; 资源税迟迟未推, 成为悬在煤炭行业头顶的达摩克利斯之剑。

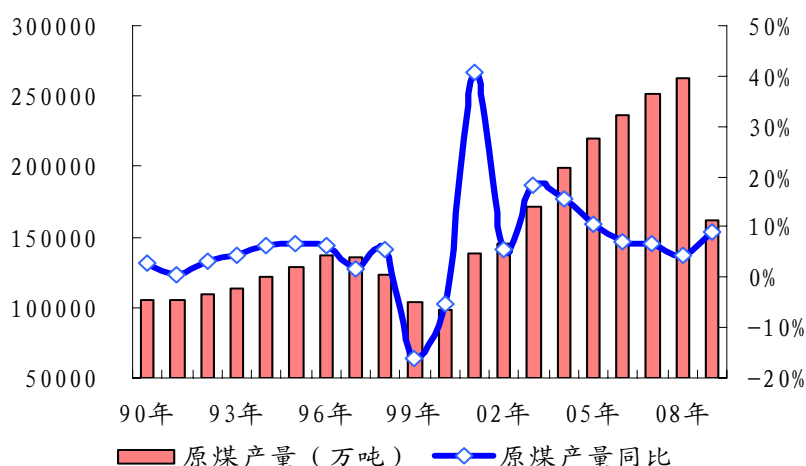
目录

1、行业供给状况：供给增速将维持较高水平	3
1.1 高速的固定资产投资增速导致新增产能较多	3
1.2 整顿小煤矿将使煤炭产量增长趋于平缓	5
1.3 三省 09 年煤炭增量有限	6
2、行业需求状况：经济复苏将促进煤炭需求稳步增长	7
3、价格走势预测：动力煤振荡上行，焦煤有望稳步上升	11
3.1 动力煤——多因素交织导致煤价振荡上行，但上升幅度有限	11
3.2 炼焦煤——小煤矿停产限制供给，下游行业复苏增加需求	12
4、板块中报数据分析	13
5、投资策略和估值	14
5.1 投资策略	14
5.2 估值	16
6、风险提示	17
7、重点推荐公司	17

1、行业供给状况：供给增速将维持较高水平

近年，我国原煤产量呈现稳步增长的趋势。根据统计局数据，1990年-2008年我国原煤产量从90年的10.95亿吨增长到2008年的26.22亿吨，累计增幅139.45%，年均增长7.75%。

图 1：我国原煤历年产量增长情况



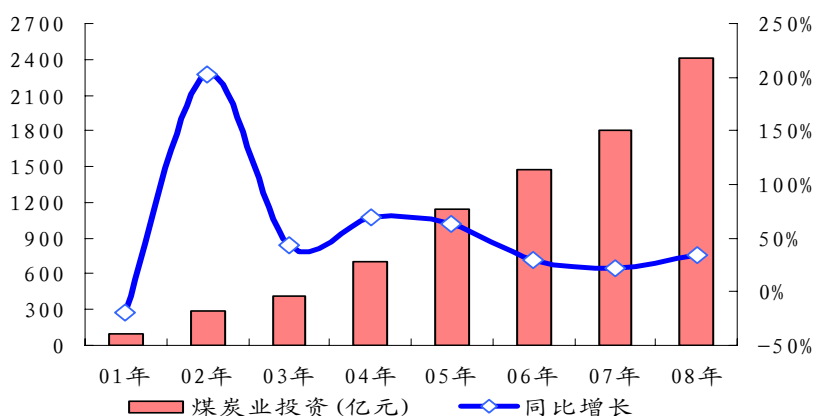
资料来源：国家统计局、WIND、中原证券研究所

我国煤炭产量增长呈现明显的周期性。煤炭生产的周期性主要受两方面因素影响：一是，受我国GDP增长周期影响较大；二是，国家政策影响力度较大。在我国具体表现为：一方面，固定资产投资形成新增产能；另一方面，关闭和停产整顿小煤矿减少产能。年度煤炭增量取决于两者之差。

1.1 高速的固定资产投资增速导致新增产能较多

在高煤价和高利润推动下，近几年煤炭行业投资大幅度增长，06至08年煤炭行业投资分别为1479亿元、1805亿元和2411亿元。增速分别为27.2%、23.7%和33.6%。

图 2：煤炭行业固定资产投资历年情况

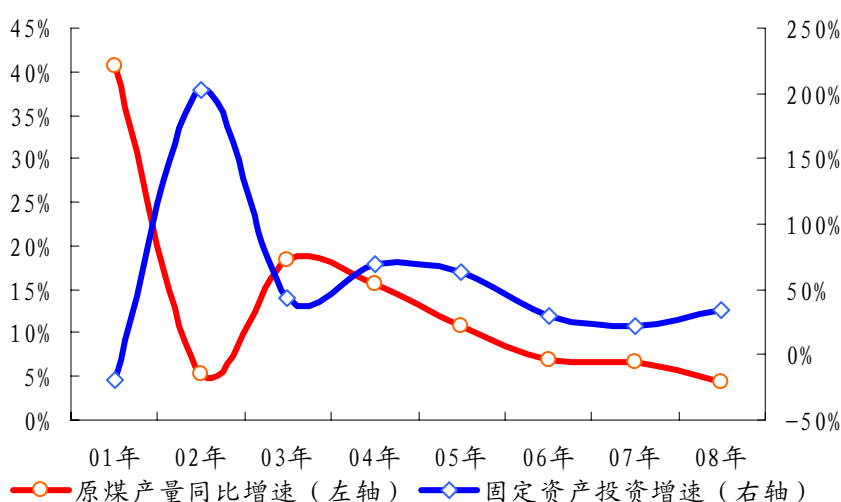


资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

煤价大幅上涨和煤企利润增加是固定资产投资增长的主要推动因素。自2000年至2009年3月，中央财政企业商品煤综合售价从140元/吨上涨到402元/吨，累计增幅187.14%；而00年至08年底，煤炭行业利润更是从盈亏平衡增厚至盈利2000亿元。

根据A股煤炭行业上市公司的年度固定资产投资及新增产能测算，煤炭企业固定资产投资中约有50%用于新建煤矿，剩余部分多数弥补安全欠账（安全费用、维简费等）以及非煤产业投资，同时煤矿建设期一般为3年。按照上述假设——固定资产投资中约50%用于新建煤矿，同时吨产能投资额为400元/吨，我们预计09年-11年煤炭行业固定资产投资带来煤炭产能增加分别为1.9亿吨、2.3亿吨和3亿吨。以08年产量27.2亿吨为基数，则投资带来的新增产能将推动09-11年产量分别增长6.99%、8.46%和11.03%。

图 3：煤炭行业固定资产投资增速与原煤产量增速的拟合



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

1.2 整顿小煤矿将使煤炭产量增长趋于平缓

2005年初以来，国务院确定“争取用三年左右的时间解决小煤矿问题”的工作目标，国家安监总局、国家煤监局积极协调有关部门，指导推动各地广泛开展煤矿整顿关闭三年“攻坚战”，我国煤炭行业的治理整顿的大幕自此正式拉开。

表1：关于整顿小煤矿的主要文件及内容

时间	文件名	发文机关	内容摘要
07年1月	《煤炭工业发展“十一五”规划》	发改委	通过实施资源整合与关闭淘汰，将现有小型生产、在建煤矿生产能力由2005年的10.8亿吨，压减到2010年的7亿吨以内，小型煤矿数量由2005年的20622处压减到1万处以内
08年10月	《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》	国家发改委、国家能源局、国家安全监管总局、国家煤矿安监局	规划“十一五”后三年全国再减少小煤矿4117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2501余处、扩能改造（包括大集团整合改造）1616余处
09年4月	《关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知》	国家发改委、国家能源局、国家安监总局、国家煤监局等4部委	针对全国30万吨/年及以下的煤矿，计划用一年半左右时间组织开展小煤矿瓦斯专项整治，包括基建、技改、资源整合及正常生产的各类煤矿
09年5月	《深化煤矿整顿关闭工作指导意见》	国家安监总局	到2010年底，全国最多允许保留年产能在30万吨以下的小煤矿9952处
09年	《山西省人民政府关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》	山西省发改委	到2010年底，全省矿井数量控制目标由原来的1500座调整为1000座，兼并重组整合后煤矿企业规模原则上不低于300万吨/年，矿井生产规模原则上不低于90万吨/年，且全部实现以综采为主的机械化开采

资料来源：中原证券研究所

表2：十一五及后三年关闭小煤矿计划

十一五规划					十一五后三年关闭计划		
2005		2010		2007年	关闭数量	改造数量	2010年底保留数量
数量	产量(万吨)	数量	产量(万吨)	数量			
20622	100547	10000	70000	14069	2501	1616	9952

资料来源：国家发改委、中原证券研究所

表 3: 05 - 08 年小煤矿关闭情况

	时间	计划关闭	实际关闭	关闭产能(亿吨)
第一阶段	05 年 8 月至 06 年 6 月	5026	5931	1.1
第二阶段	06 年 7 月至 07 年 6 月	2652	2723	0.68
第三阶段	07 年 7 月至 08 年 6 月	2209	2501	0.75
合计		9887	11155	2.5

资料来源: 国家发改委、中原证券研究所

按照每个煤矿6万吨计算(2007年小煤矿平均产能水平), 2008-2010年三年关闭2501处煤矿影响煤炭产能约1.5亿吨。我们假设2008-2010年关闭煤矿500处、1000处和1000处, 预计分别减少产能0.3亿吨、0.6亿吨和0.6亿吨。

表 4: 后期关闭小煤矿预测

	2008	2009E	2010E
关闭小煤矿数量	500	1000	1000
单矿规模(万吨/个)	6	6	6
关闭产能(万吨)	3000	6000	6000

资料来源: 国家发改委、中原证券研究所

此外, 国家对小煤矿的停批也在后期减少了煤炭新增产能的进一步的增长。新开办煤矿的企业必须达到国家制定的晋陕蒙一类产煤地区的准入标准(甲级标准: 煤炭企业生产规模不低于1000万吨/年, 所属煤矿至少有一个规模不低于180万吨/年; 乙级标准: 煤炭企业生产规模不低于300万吨/年, 所属煤矿至少有一个规模不低于120万吨/年)。

在“十一五”期间一律停止审批(核准)新建30万吨/年及以下的煤矿。对3万吨/年及以下的在建项目要立即停止施工。对于已经停建的3万吨/年及以下煤矿, 具备资源整合条件的可纳入整合范围或进行扩能改造, 否则必须提请关闭。

同时, 国庆大典前后, 出于社会稳定等因素, 政府必将对小煤矿的复产进行严格的管理和限制以保证国庆前后良好的社会环境和氛围, 短期内将削减煤炭的供给。而近期发生的平顶山矿难可能导致全国范围内的小煤矿大规模停产整顿, 将导致煤炭供应的明显下降。

综合来看, 全国对小煤矿的整治将在一定程度上缓和煤炭供给的增速, 其影响程度的深浅, 将视后期整治的时间和力度而定。

1.3 三省 09 年煤炭增量有限

从地域来看, 08年, 三省(山西、陕西、内蒙古)煤炭产量为132249万吨, 占全国煤炭产量的49%。但是增量贡献明显, 08年三省煤炭产量增量为14222万吨, 占全国煤炭产量增量19241万吨的74%。其中内蒙古08年煤炭增量11293万吨, 占全国增量的59%。

表 5: 三省煤炭增量情况

单位: 万吨

	煤炭产量				煤炭增量			
	2006	2007	2008	1H09	2006	2007	2008	1H09
山西省	58118	64000	65736	26593.68	1605	5882	1736	-5235.57
内蒙古	27549	35218	46512	28577.35	3882	7669	11293	6159.42
陕西省	17098	18810	20002	10581.75	1289	1712	1192	3016.3
三省煤炭合计	102765	118028	132249	65752.78	6776	15263	14222	3940.15
三省煤炭占比	44%	47%	49%	50%	32%	77%	74%	78%
全国	232527	252342	271583	130775.7	21266	19815	19241	5061.98

资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

09年,限于下游需求不振,各省都根据实际情况提出了限产的要求(主要是关闭小煤矿),从上半年的情况来看,09年内蒙煤炭产量增量将保持08年的增长量,而山西省由于大量小煤矿的关闭和停产,产能为负增长,而陕西煤炭产量增量较往年增长较多。三省总体增量占全国煤炭增量的78%,比例仍呈现上升趋势。我们认为,由于后期我国煤炭的新增产能主要集中在三省,同时山西省的小煤矿整顿合并后产能将逐步释放,后期此三省的煤炭增量占全国煤炭增量的比重将进一步提升。

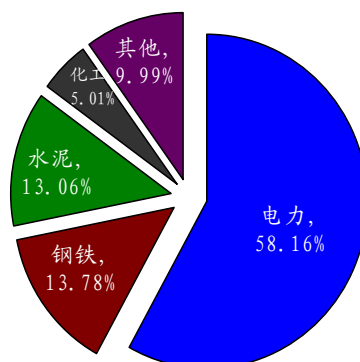
从长期来看,我们认为,随着山西省小煤矿整顿的完毕,山西省的煤炭产量将逐步释放,全国煤炭供给偏松的压力将逐步显现。

综合各方面因素来看,我们认为,四季度煤炭供给偏松的态势将继续持续。

2、行业需求状况: 经济复苏将促进煤炭需求稳步增长

火电、钢铁、水泥和化工四大行业消耗的原煤占我国每年原煤消耗的90%左右,因此我们将通过分析这四大行业的运行趋势来判断后期煤炭需求的情况。

图 4: 08 年我国原煤消费结构情况



资料来源: 中原证券研究所

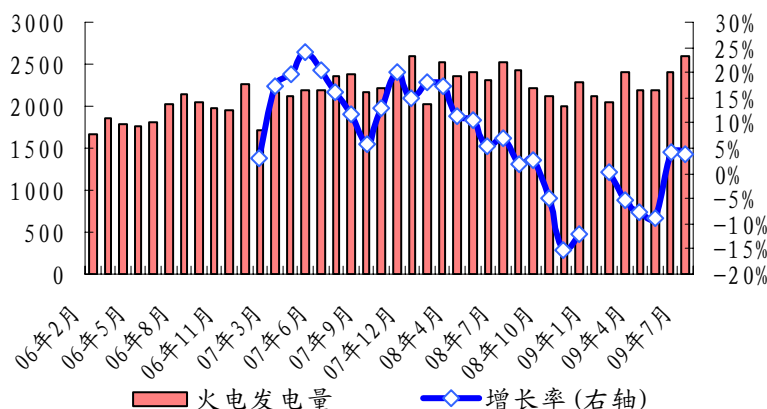
火电：如图5所示，国内火电发电量自08年10月至09年5月，除了09年2月同比有0.33%的增长外，其余各月均出现同比下滑。但09年各月的下滑幅度较08年四季度已有较大程度的收窄。

火电发电量同比下滑的主要原因是：1、受国际金融危机影响，国内经济增速明显下滑；2、我国经济结构开始调整，重化工业增幅下降较多，其中黑色金属和有色金属冶炼和压延业、石油加工和炼焦业、化学原料及制品业的增幅均低于工业增长的平均水平，重工业增速大幅下降，是导致前期工业正增长而用电量负增长的重要原因。

09年我国火电发电量将有赖于我国整个宏观经济的后期走势,从09年6月开始,国内发电量回到了正增长态势。09年7月单月发电量同比增速达6%,并且7月份单月的发电量已创出近三年来的新高,但由于前几月降幅较大,1-7月累计发电同比仍下降0.89%。我国发电量逐步增速逐步回升,说明我国的宏观经济在政府强有力的刺激政策下已稳步回暖,后期我们认为国内发电量将稳步回升,预计09年下半年经济逐渐回暖后,发电量将保持上升态势,而08年后期基数较低,因此09年全年发电增速有望达到5%。而2010年,随着我国宏观经济进一步的成长,重工业用电增速逐步回升,全国发电量有望依然保持5%左右的增速。

图 5: 我国火电发电量情况

单位: 亿千瓦时

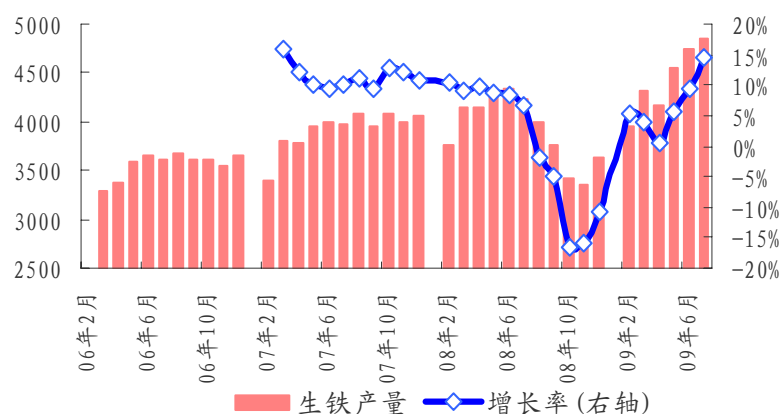


资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

钢铁：如图6所示，08年四季度，受国际金融危机的影响，国内钢铁下游行业（汽车、地产等）的钢铁需求迅速下滑，同时出口严重受阻，我国生铁产量出现了08年8月至12月连续5个月的同比下滑。而进入09年以来，随着我国经济刺激计划和产业振兴规划的陆续出台，汽车、地产等下游行业复苏迹象明显，直接拉动了对钢铁的需求，因此，我国生铁产量在09年一直保持正增长的态势，而且7月份增速达到了14.59%，为今年新高。

图 6: 我国生铁产量情况

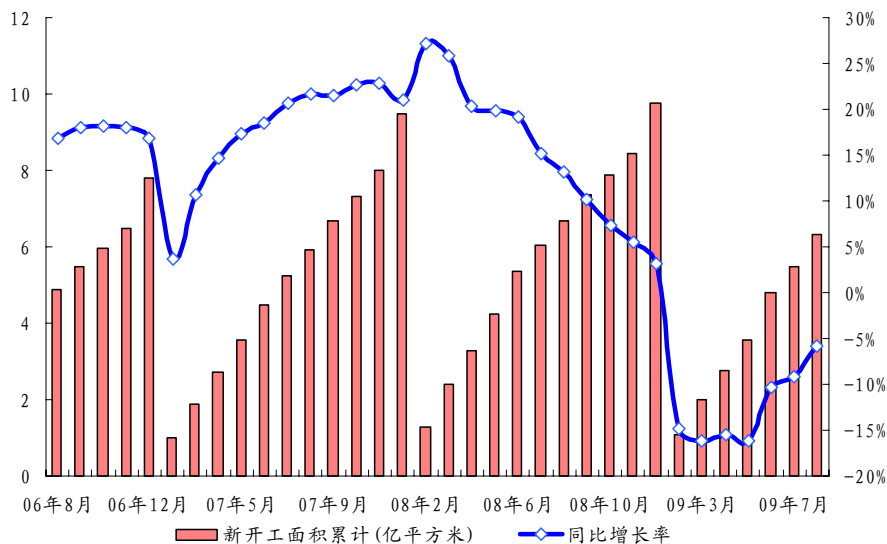
单位: 万吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

近期房地产新开工面积已有所增加, 并且房地产开发投资出现明显回升, 1-5月份同比增长6.8%, 房地产新开工面积的恢复增加和房地产开发投资的回升, 将增加对钢铁长材的需求, 从而带动钢铁产量的恢复上涨。

图 7: 我国房地产新开工面积情况



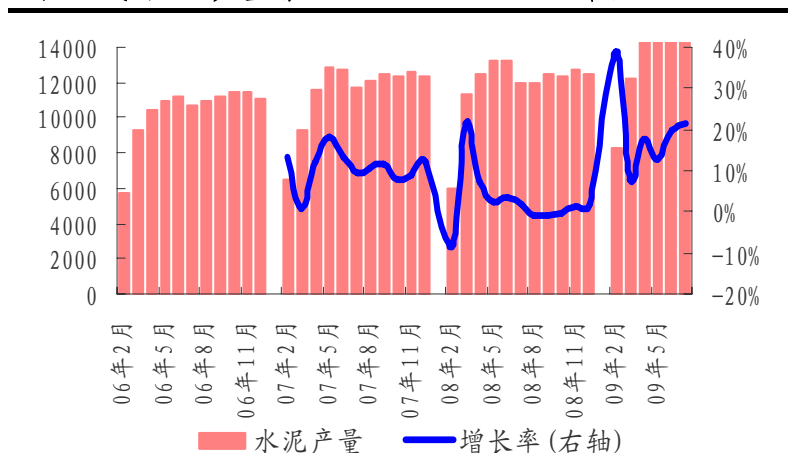
资料来源: WIND、中原证券研究所

虽然目前生铁产量的增速很难一直保持到年底, 但后期随着我国基础建设的深入以及房地产新开工面积的稳步增长, 我国钢铁需求将呈现稳步增长的态势, 09年全年将保持较高的产量增速, 同时随着宏观经济的稳步增长, 以及房地产后期开工项目的大幅增长, 2010年钢铁需求也将保持一定的增速。

水泥： 由于经济刺激政策的效果，水泥产量今年保持了两位数的高增长，1-7月份水泥产量8.78亿吨，同比增长15.9%。

由于水泥属于投资拉动性行业，在固定资产投资增速加快的背景下，水泥行业是较为受益的行业之一。目前，我国以大规模的投资来拉动经济的复苏，同时，房地产新开工面积稳步提升，我们认为，09年我国水泥产量的增速将保持在一个较高的水平，同时，由于固定资产投资项目建设的延续性，以及房地产后期开工项目的大幅增长，2010年水泥的产量增长有望继续呈现良好的态势。

图 8：我国水泥产量情况 单位：万吨

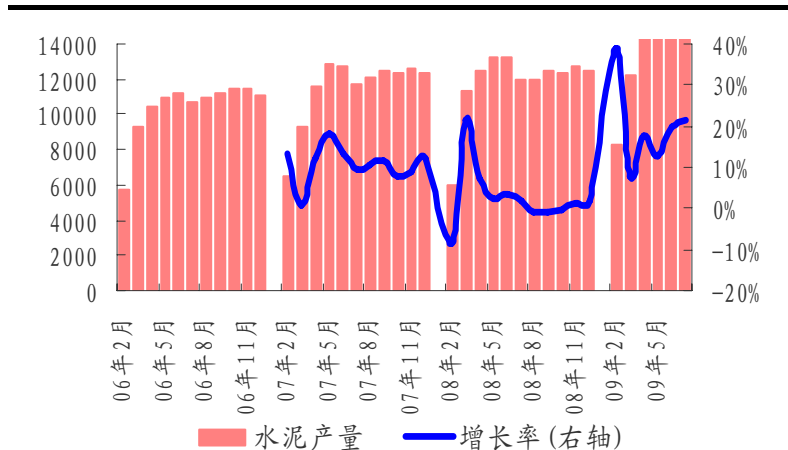


资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

合成氨： 国内合成氨产量在经历了08年9月至09年2月持续的同比负增长之后，09年3-5月出现了小幅的正增长，而6-7月又出现了负增长。09年1-7月我国合成氨累计产量为2979.07万吨，同比增长1%。

我们认为，三季度随着秋耕的来临，化肥等需求将进入旺季，其产量有望走高，全年产量有望保持稳定地小幅增长的态势。同时，农业是我国政府一直强调支持的行业，后期粮食作物的产量情况将保持稳定的态势，我国对化肥的需求也将保持稳定的态势，合成氨的产量也有望保持稳定。

图 9：我国合成氨产量情况 单位：万吨



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

整体来看，四大耗煤行业后期的产量有望随着刺激政策效果的逐步显现，我国经济的逐步复苏而稳步提升，因此我们认为，后期我国煤炭需求将呈现稳步增长的态势，而增长的幅度将视宏观经济走势而定。

3、价格走势预测：动力煤振荡上行，焦煤有望稳步上升

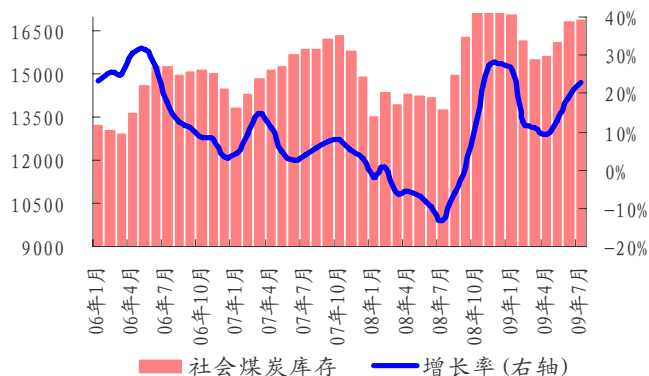
根据上述供给与需求的分析，我们认为，09年煤炭行业整体处于供给偏松的态势，但个别煤种在季节因素和特殊因素的刺激下，在短期内有望出现价格上涨的态势。

3.1 动力煤——多因素交织导致煤价振荡上行，但上升幅度有限

从供给方面来看，煤炭企业释放产能的动力不强，大型的动力煤企业对目前的下游需求并不是十分乐观，为了保证销售价格，企业愿意选择限制产能，因此供给面应不会有明显的增量。

而库存也可视为供给的另一方面，因此煤炭库存也是我们必须重点分析的因素之一。

图 10：煤炭社会库存情况 单位：万吨



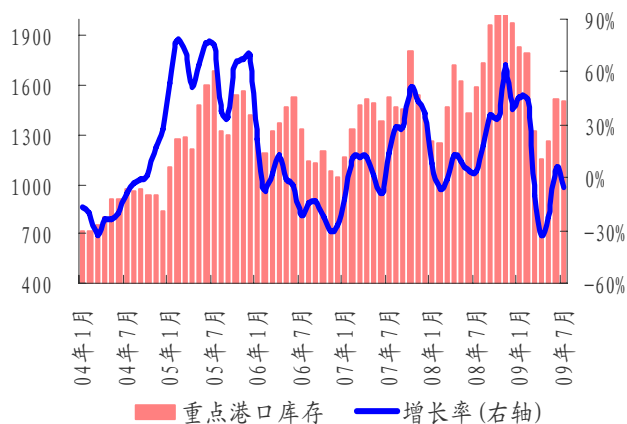
资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 11：秦皇岛库存情况 单位：万吨



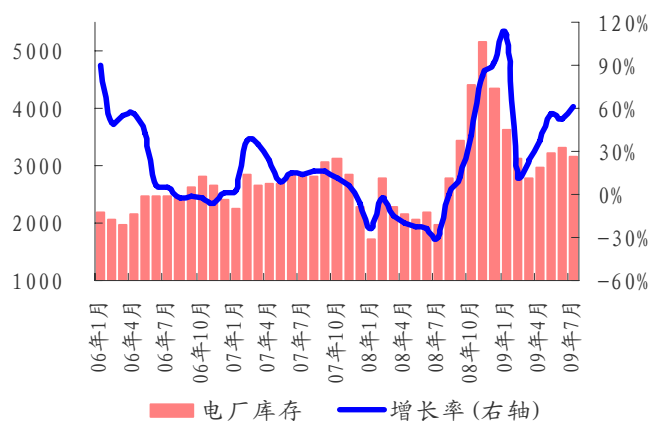
资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 12：重点港口库存情况 单位：万吨



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 13：煤炭电厂库存情况 单位：万吨



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

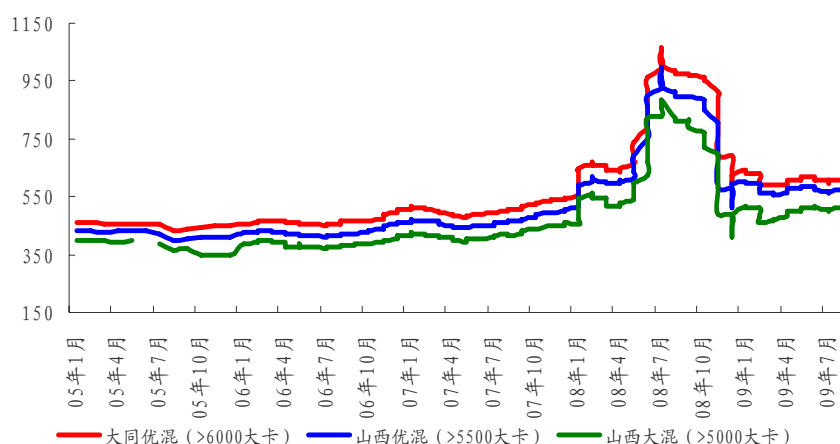
如图10-13所示，截至09年7月，我国煤炭社会库存处于历史中较高的位置；而8月底秦皇岛煤炭库存为506.4万吨，处于中等偏下水平；而7月底电厂库存处于正常水平，特别需要说明的是，8月是电厂的用煤高峰期，8月底电厂的煤炭库存可能会有所下滑。综合多方面的因素来看，目前我国煤炭整体库存（多数为动力煤）处于偏高水平，这将对下半年动力煤价格造成一定的压力。

从需求方面来看，政府刺激经济政策的效果逐渐显现，下半年经济会逐渐从谷底恢复，且钢铁、建材、化工等用电大户行业的产量均已出现正增长，下半年的电力需求预计会好于上半年。我们预计电力需求回升趋势将在09年下半年延续，其中以工业制造业用电量情况好转为主。

综合来看，我们认为后期动力煤的价格将振荡上行，但上升幅度有限。

图 14：秦皇岛煤炭价格走势

单位：万吨



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

3.2 炼焦煤——小煤矿停产限制供给，下游行业复苏增加需求

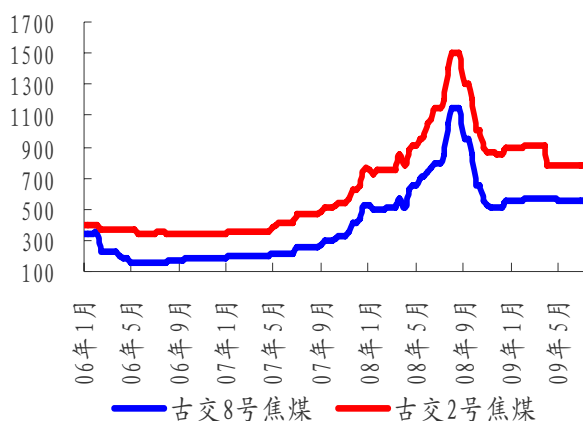
从供给方面来看，山西小煤矿的整顿，以及近期由于矿难而全面停产的平顶山157处煤矿，均导致炼焦煤供给的减少，本次平顶山被停产的157座矿井其总的产能约1500万吨/年，未来几个月，每月受影响的当地原煤产量130万吨左右，预计至少有70万吨是焦煤。我们认为，炼焦煤全年的供给将处于偏紧的态势。

从需求方面来看，近期钢材价格下滑，将对焦煤价格起到一定的压制作用，但经济逐步复苏，生铁产量稳步走高，同时房地产新开工面积的逐步加大，后期炼焦煤的需求有望逐步回升。

根据国务院发展研究中心的数据统计，7月份国际焦煤产能利用率已恢复到90%，而国际粗钢产能利用率仅为73%。当未来国际粗钢产能利用率恢复至85%的时候，国际焦煤将出现4%的缺口，这会拉动国际焦煤价格上涨。

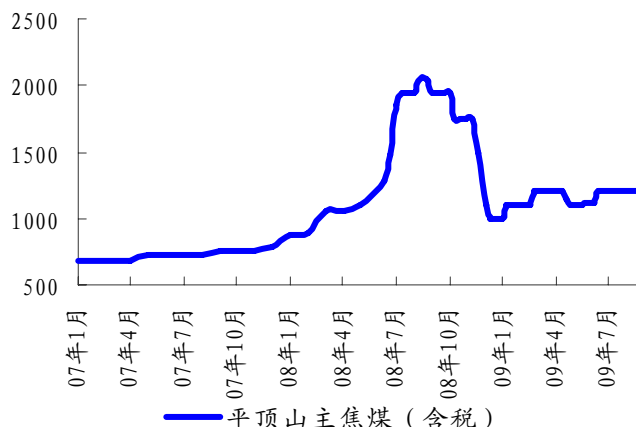
综合来看，近期平顶山矿难对炼焦煤的供给将产生较大的影响，短期内炼焦煤价格有望稳步上升。

图 15: 山西古交焦煤价格走势 单位: 元/吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 16: 河南平顶山焦煤价格走势 单位: 元/吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

4、板块中报数据分析

09年上半年煤炭板块全体上市公司, 实现营业总收入1605.71亿元, 同比增长3.92%。其中, 中国神华收入为570.83亿元, 同比增长15.83%。合同煤占比较高的公司在上半年由于提价效应, 在营业收入方面表现较好。

09年上半年煤炭板块上市公司整体毛利率为41.10%, 同比减少1.93%。其中, 中国神华、中煤能源毛利率分别为52.38%和40.42%, 同比增加0.74%和-3.01%, 其他公司毛利率分别为30.66%, 同比减少3.94%。

表 6: 煤炭板块财务数据

	净资产收益率	销售毛利率	资产负债率	流动比率	存货周转率	应收账款周转率
1H06	10.17%	36.96%	44.01%	1.3645	6.7802	12.1285
1H07	11.54%	42.08%	47.62%	1.2403	4.687	9.0335
1H08	12.38%	43.03%	41.83%	1.7503	5.2069	10.6412
1H09	9.66%	41.10%	39.11%	1.6436	4.8109	8.1625

资料来源: WIND、中原证券研究所

需要指出得是, 2009年上半年应收帐款周转率相比同期下滑明显, 从08年中期得10.64次下滑至8.16次。作为一个税费繁杂, 依赖现金流程度较高的行业来说, 现金流趋于不良无论对企业经营还是未来扩张发展战略都将是极为不利的。因此, 我们提请投资者关注现金流趋于不良可能带来的财务风险和经营风险。

此外, 09年上半年, 煤炭板块上市公司实现期间费用率11.58%, 同比减少0.15%。其中, 中国神华、中煤能源, 分别实现期间费用率8.72%和18.26%, 同比增减少1.17%、0.38%; 其他上市煤炭公司合计实现期间费用率11.71%, 同比增加0.95%。

表 7: 重点公司财务数据 (一)

	毛利率			期间费用率			速动比率		
	1H07	1H08	1H09	1H07	1H08	1H09	1H07	1H08	1H09
兰花科创	44.62%	47.19%	44.20%	16.09%	18.74%	20.80%	0.98	1.05	0.60
兖州煤业	45.36%	54.54%	45.80%	18.93%	11.96%	16.67%	2.35	2.08	2.11
国阳新能	16.20%	17.04%	19.36%	6.29%	6.30%	4.85%	0.96	0.96	1.00
盘江股份	11.74%	16.50%	32.36%	4.69%	2.98%	9.43%	1.56	1.62	1.61
恒源煤电	36.43%	35.10%	26.89%	7.65%	10.27%	10.78%	1.23	0.57	0.75
开滦股份	23.69%	31.41%	25.08%	8.44%	7.67%	9.57%	0.82	0.95	0.95
国投新集	30.19%	37.79%	37.63%	12.55%	12.99%	12.05%	0.30	0.70	0.51
平庄能源	36.38%	35.79%	36.14%	31.19%	10.87%	6.34%	0.30	0.91	2.10
西山煤电	40.90%	43.68%	44.07%	14.94%	11.23%	11.83%	1.59	1.59	1.79
大同煤业	51.92%	56.35%	50.99%	30.88%	18.01%	20.97%	1.85	1.63	1.76
中国神华	52.00%	51.65%	52.38%	10.56%	9.88%	8.72%	0.72	1.76	1.42
潞安环能	30.88%	30.85%	30.89%	13.99%	13.70%	10.62%	1.64	0.84	1.05
中煤能源	43.34%	42.97%	40.42%	26.88%	18.41%	18.26%	2.02	3.18	3.10

资料来源: 公司公告、中原证券研究所

表 8: 重点公司财务数据 (二)

	存货周转率			应收账款周转率		
	1H07	1H08	1H09	1H07	1H08	1H09
兰花科创	4.07	3.21	2.82	32.11	47.52	44.07
兖州煤业	6.69	10.98	7.12	42.82	62.62	23.95
国阳新能	12.48	11.94	18.38	7.60	10.72	10.59
盘江股份	16.10	22.34	7.33	11.36	33.06	10.49
恒源煤电	17.02	9.23	5.94	10.9	20.86	5.19
开滦股份	8.01	8.30	6.67	20.48	80.10	6.08
国投新集	5.10	3.67	4.00	8.57	11.46	7.52
平庄能源	2.99	20.67	11.05	1.88	3.07	3.83
西山煤电	7.17	7.68	7.49	9.58	14.56	8.42
大同煤业	3.12	5.38	6.09	32.73	29.78	13.48
中国神华	6.85	3.47	3.27	15.63	7.98	8.25
潞安环能	10.11	17.67	18.65	22.16	26.18	11.64
中煤能源	3.54	3.89	3.07	5.36	5.79	5.09

资料来源: 公司公告、中原证券研究所

5、投资策略和估值

5.1 投资策略

鉴于煤炭板块后期业绩增长较为确定的情况, 我们给予煤炭行业“强于大市”的投资评级。

在今年四季度，多数煤种价格趋于稳定或上升的判断下，我们认为煤炭行业的投资策略可分为以下几条主线：

5.1.1 资产注入

煤炭行业的大整合，不仅将提高煤炭行业的集中度，同时，也是上市公司的大股东消除与上市公司之间的关联交易和同业竞争的一个好时机，资产注入将成为煤炭板块后期长久的一个投资热点。我们建议重点关注西山煤电、国阳新能和中国神华。

表 9：各公司资产注入的情况

单位：万吨、万吨/年

	上市公司 08 年产量	母公司 08 年产量	母公司/上市 公司产量比	母公司十一 五产能规划	母公司承诺
西山煤电	1619	8029	5.0	15000	集团已经把整体上市攻坚作为十一五任务
国阳新能	1774	3729	2.1	6000	待阳煤集团采矿权转增资本金得到批复后，立即对阳煤集团条件成熟的矿井实施收购
中国神华	18570	28007	1.5	40000	给与中国神华对神华集团内对现有及未来可能的竞争性业务的优先交易及选择权、优先受让权和优先收购权
潞安环能	2577	4209	1.6	10000	未来 5-10 年内,根据股份公司的资金实力，市场时机、战略规划和需求,集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，使股份公司成为集团下属唯一经营煤炭采选业务的经营主体
大同煤业	2026	6891	3.4	15000	大同煤业及同煤集团将根据自身的资金实力，发展需求和市场时机，利用多种持续融资手段，采取大同煤业主动收购或其他合法有效的方式，逐步将同煤集团全部煤炭生产经营性优质资产投入大同煤业，5-10 年内（不迟于 2014 年），使大同煤业成为同煤集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体。
恒源煤电	416	1260	3.0	2000	在 2010 年之前母公司逐步淡出煤炭主业，由恒源煤电根据自身发展需要和市场时机，收购集团下属优质矿井及煤炭业务相关部门，成为皖北煤电集团下属企业中从事煤炭采选业的唯一主体。
金牛能源	1167	3560	3.1	5000	保证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，消除同业竞争

盘江股份	237	1190	5.0	2000	不在中国境内外,以任何方式从事任何直接或间接与公司的业务构成竞争或可能构成竞争的业务或活动,在适当的时候确保公司以公允的价格购买或以承包、租赁、托管等方式经营盘江煤电集团与本公司可能构成竞争的资产和业务
开滦股份	750	3286	4.4	5000	计划是两年内完成整体上市

资料来源:公司公告、中原证券研究所

5.1.2 关注产能增长和销售价格上涨比较确定的公司

在煤炭价格整体大幅下行可能性较小的情况下,产能增长和售价上涨将成为决定企业业绩的最主要的因素。因此,此两项的增长比较确定的公司后期的业绩增长将有较好的保证。我们需重点关注中国神华、西山煤电、国阳新能和国投新集。

5.1.3 关注炼焦煤和动力煤的阶段性投资机会

平顶山矿难对炼焦煤的供给产生较大影响,而冬季储煤则对动力煤的需求产生季节性的上升。建议关注西山煤电、中国神华和国投新集。

5.2 估值

从表7中可以看到,煤炭行业重点公司2009、2010的PE平均估值为22.80倍和19.07倍,PB平均估值为5.25倍,略高于大盘水平,但考虑到煤炭行业后期业绩增长确定,我们认为煤炭行业目前估值仍具有较大的投资吸引力。

图 17: 煤炭板块 PE 历史估值

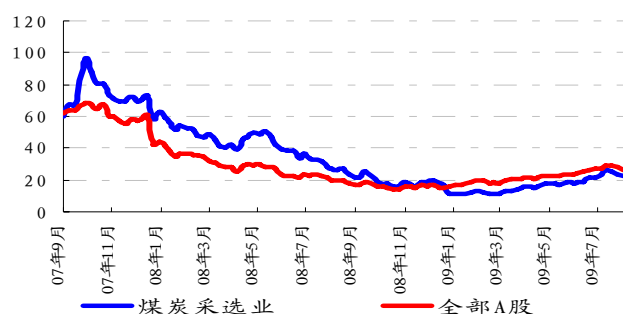


图 18: 煤炭板块 PB 历史估值

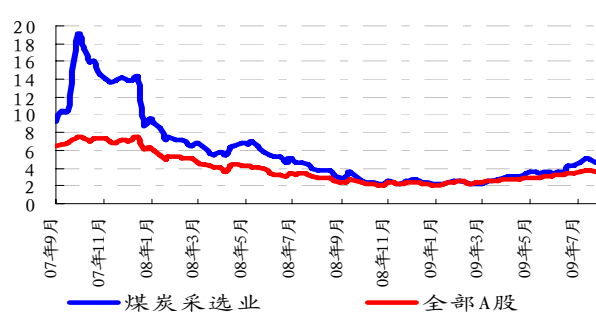


图 19: 各板块 PE 估值比较

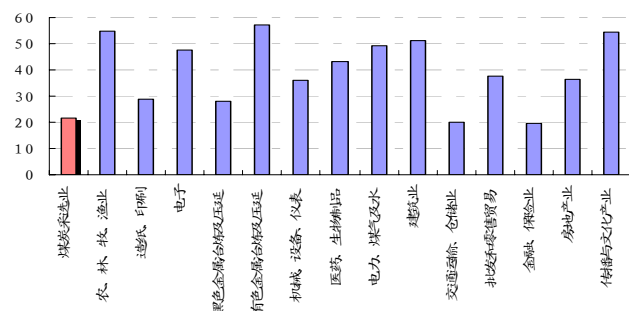
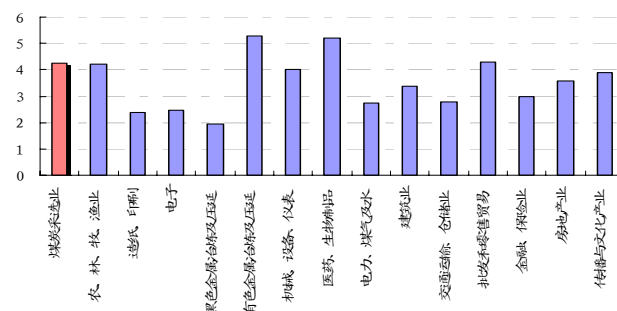


图 20: 各板块 PB 估值比较



资料来源: WIND、中原证券研究所

资料来源: WIND、中原证券研究所

表10: 煤炭行业重点公司估值

单位: 元、倍

	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	评级
	08A	09E	2010E	1H09		08A	09E	2010E	1H09	
西山煤电	1.44	1.08	1.65	3.86	34.64	24.06	32.07	20.99	8.97	买入
国阳新能	1.51	1.95	2.20	5.17	40.56	26.86	20.80	18.44	7.85	买入
中国神华	1.34	1.62	1.77	7.79	33.68	25.13	20.79	19.03	4.32	买入
国投新集	0.65	0.68	0.84	3.17	15.87	24.42	23.34	18.89	5.01	买入
盘江股份	1.08	1.12	1.36	4.39	26.11	24.18	23.31	19.20	5.95	买入
兰花科创	2.45	2.12	2.21	8.22	38.58	15.75	18.20	17.46	4.69	增持
兖州煤业	1.32	0.85	0.99	5.35	17.26	13.08	20.31	17.43	3.23	增持
平庄能源	0.67	0.54	0.61	2.72	11.74	17.52	21.74	19.25	4.32	增持
恒源煤电	1.62	1.55	1.69	8.12	32.00	19.75	20.65	18.93	3.94	增持
大同煤业	2.40	1.78	2.15	8.62	37.38	15.58	21.00	17.39	4.34	增持
中煤能源	0.52	0.59	0.70	4.97	12.52	24.08	21.22	17.89	2.52	增持
潞安环能	2.48	2.08	2.42	7.01	44.32	17.87	21.31	18.31	6.32	增持
开滦股份	1.46	0.79	1.01	3.68	24.97	17.10	31.61	24.72	6.79	增持
平 均						20.41	22.80	19.07	5.25	

资料来源: 中原证券研究所 注: 价格为9月11日收盘价

表11: 重点公司港股估值

单位: 港元、倍

	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率
	08A	09E	2010E	1H09		08A	09E	2010E	1H09
中国神华	1.18	1.43	1.56	6.86	33.85	28.71	23.74	21.73	4.94
兖州煤业	1.16	0.75	0.87	4.71	11.5	9.90	15.37	13.20	2.44
中煤能源	0.46	0.52	0.62	4.37	10.66	23.30	20.53	17.31	2.44

资料来源: 中原证券研究所 注: 价格为9月11日收盘价

6、风险提示

宏观经济复苏低于预期, 导致下游行业对煤炭的需求低于预期;
资源税迟迟为推, 成为悬在煤炭行业头顶的达摩克利斯之剑。

7、重点推荐公司

我们重点推荐西山煤电、国阳新能和中国神华。

西山煤电 (600963): 2009 年的蛰伏是为了 2010 年的爆发

买入 (上调)

估值区间: 38—43 元

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	34.64
一年内最高/最低 (元)	42.54/6.98
沪深 300 指数	3238.13
市净率 (倍)	8.97
流通市值 (亿元)	392.12

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	3.86
每股经营现金流 (元)	0.87
毛利率 (%)	44.07
净资产收益率 (%)	13.91
资产负债率 (%)	38.92
总股本/流通股 (万股)	242,400/113,244
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

西山煤电中报点评: 2009 年的蛰伏是为了 2010 年的爆发.....2009.8.10

报告关键要素:

焦煤价格有望上涨, 提升公司下半年业绩; 煤炭在建项目夯实公司未来发展基础; 资产注入预期强烈。

投资要点:

- **煤炭业务价量齐升促进公司上半年业绩增长。**上半年, 公司实现营业收入 57.74 亿元, 同比增长 9.06%; 实现净利润 13.02 亿元, 同比增长 5.57%; EPS 为 0.54 元。
- **公司焦煤价格有望上涨, 提升公司业绩。**随着宏观经济的逐步复苏, 钢铁下游需求正逐步放大; 钢铁产量的稳步上升, 使得国内焦炭和焦煤的需求逐步修复, 我们认为焦煤的价格后期有望上涨。
- **煤炭业务在建项目夯实未来发展基础。**公司目前在建项目较多, 后期随着兴县矿区的新斜沟矿井 2010 年的全面达产, 公司对临汾市煤矿的整合, 以及内蒙古煤矿项目的逐步开展, 公司后期的煤炭产能将呈现爆发式的增长。此外, 公司决定参与临汾市煤矿企业的兼并重组, 拟整合的煤炭产能达到 1095 万吨/年, 在整合、技改完成之后, 其产能规模将不低于之前 1095 万吨的产能。
- **资产注入预期有望逐步实现。**在山西省煤炭企业大重组及整体上市的背景下, 公司的资产注入预期有望在后期稳步实现。西煤集团和焦煤集团, 均有大量非上市的煤炭资产, 如果注入到上市公司, 将极大地提升上市公司煤炭业务的储量、产能及盈利能力。
- **上调至“买入”评级。**我们预测公司 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 1.08 元和 1.65 元, 对应动态市盈率分别为 32.07 倍和 20.99 倍, 上调至“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济回暖的不确定性; 资源税的公布的时间; 新项目投产存在一定的不确定性因素。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	78.03	132.55	112.58	160.31
增长比率 (%)	11.84	69.87	(15.07)	42.40
净利润 (亿元)	12.86	34.89	26.18	39.98
增长比率 (%)	33.40	171.31	(24.96)	52.71
每股收益 (元)	0.53	1.44	1.08	1.65
市盈率 (倍)	65.36	24.06	32.07	20.99

国阳新能 (600963): 最大的亮点还是资产注入

买入 (维持)

估值区间: 48—58 元

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	40.56
一年内最高/最低 (元)	49.16/8.00
沪深 300 指数	3238.13
市净率 (倍)	7.85
流通市值 (亿元)	390.19

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	5.17
每股经营现金流 (元)	1.69
毛利率 (%)	19.36
净资产收益率 (%)	17.62
资产负债率 (%)	52.41
总股本/流通股 (万股)	96,200/96,200
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

国阳新能中报点评: 最大的亮点还是资产注入.....2009.8.17

报告关键要素:

公司后期煤炭产能增量多为动力煤; 煤炭产能增长主要依靠控股子公司; 资产注入的预期强烈。

投资要点:

- **煤炭业务价量齐升且毛利率同比上升导致业绩增长。**上半年, 公司实现营业收入 92.90 亿元, 同比增长 31.95%, 归属于母公司的净利润 8.76 亿元, 同比增长 80.94%; EPS 为 0.91 元。
- **公司产品结构将出现变化, 动力煤比重有望逐步提高。**目前公司煤炭的主要产品包括洗粉煤、洗块煤和洗末煤。后期公司煤炭产能的增长较快的开元公司、平舒煤业等均生产动力煤, 因此, 公司在未来几年动力煤产销量的占比将逐步提高。
- **多因素支撑公司煤炭价格。**公司洗粉煤主要用于钢厂的高炉喷吹用煤, 钢铁行业回暖直接拉动上游的焦炭、焦煤、喷吹煤的消费。公司块煤产量中近 350 万吨销售给集团公司的化工企业, 外销的量较小。公司无烟末煤和用户的绑定程度很高, 目前公司和电厂现在结算价格为 360 元/吨, 比去年同期上涨 7.4%。
- **煤炭产能增长主要依靠控股子公司。**平舒煤业, 目前公司对其二期改扩建, 预计 2011 年前后完成, 届时年产能达到 500 万吨左右; 08 年公司收购开元公司 100% 的股权, 09 年将为公司带来 150 万吨的煤炭增量; 景福煤业现有煤炭产能 15 万吨左右, 预计 2-3 年内完成技改, 届时产能将达到 90 万吨左右。
- **资产注入值得期待。**在山西省政府规划山西五大集团至 2015 年之前整体上市大背景下, 我们预计公司收购集团资产的脚步也渐行渐近。
- **维持“买入”评级。**我们预测公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 1.95 元和 2.20 元, 对应动态市盈率分别为 20.80 倍和 18.44 倍, 维持“买入”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	107.76	170.33	180.52	210.12
增长比率 (%)	20.56	58.06	5.98	16.40
净利润 (亿元)	7.92	14.55	18.76	21.16
增长比率 (%)	12.18	83.71	28.93	12.79
每股收益 (元)	0.82	1.51	1.95	2.20
市盈率 (倍)	49.46	26.86	20.80	18.44

中国神华 (600963): 公司长远规划确定, 资产注入预期强烈

买入 (上调)

估值区间: 40—45 元

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	33.68
一年内最高/最低 (元)	42.15/16.08
沪深 300 指数	3238.13
市净率 (倍)	4.32
流通市值 (亿元)	606.24

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	7.79
每股经营现金流 (元)	1.77
毛利率 (%)	52.38
净资产收益率 (%)	10.31
资产负债率 (%)	37.20
总股本/流通股 (万股)	1,988,962/180,000
B 股/H 股 (万股)	/3,398,583

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

中国神华中报点评: 煤炭业务量价齐升, 业绩稳步增长.....2009.8.31

中国神华调研简报: 公司长远规划确定, 资产注入预期强烈.....2009.6.9

中国神华年报点评: 行业下滑周期中尽显龙头风范.....2009.3.31

报告关键要素:

“再造神华”的规划充分展现了公司后期发展的宏伟蓝图, 煤炭业务是发展的重中之重; 积极拓展下水煤市场份额, 保证后期煤炭销量; 集团非上市煤炭资产注入预期强烈。

投资要点:

- **煤炭业务量价齐升促进业绩增长。**上半年, 公司实现营业收入 570.83 亿元, 同比增长 15.8%; 归属上市公司净利润为 159.76 亿元, 同比增长 13.1%; EPS 为 0.80 元。
- **下水煤市场开拓保证公司煤炭业务后期发展。**沿海下水煤市场是国内煤炭销售的高利润区域, 公司在长期竞争中, 凭借良好的合同兑现率以及性价比优势赢得了下游客户信赖。09 年以来, 公司先后与华润电力、深圳能源、广州控股等非五大电力客户签订长约合同, 目前已签订长约合同总量近 1.4 亿吨, 将分别在未来五年内逐步实现销售。
- **“再造神华”——公司新五年计划。**在金融危机的背景下神华集团仍然提出了“科学发展、再造神华、五年实现经济总量翻番”的发展战略, 规划未来五年, 原煤产量将于 2013 年达到 5.3 亿吨。新建的内蒙古新街和陕西榆神两个亿吨级矿区将成为煤炭业务发展中的主力军。
- **资产注入预期强烈。**公司在其 A 股发行的招股说明书中曾经承诺, 神华集团将在 A 股上市之后的 2-3 年内实现整体上市。神华集团主要非上市煤炭资产 2008 年产量为 9000 万吨左右, 其中焦煤产量为 2000 万吨左右。若全部注入上市公司, 公司产量将较目前提高 50%。我们认为, 公司下半年或明年加快资产注入步伐, 进行实质性举动的可能性较大。
- **上调至“买入”评级。**我们预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 1.62 元和 1.77 元, 对应的动态市盈率分别为 20.79 倍和 19.03 倍, 上调至“买入”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	821.07	1,071.33	1146.28	1269.17
增长比率 (%)	25.96	30.48	7.00	10.72
净利润 (亿元)	204.97	265.88	322.21	352.05
增长比率 (%)	23.33	29.72	21.19	9.26
每股收益 (元)	1.07	1.34	1.62	1.77
市盈率 (倍)	31.48	25.13	20.79	19.03

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。