

[2009.09.23]

小煤矿复产影响有限，旺季+复苏支撑行业强势

——煤炭行业 09 年 4 季度投资策略报告

姓名：张顺
86-10-5836 2782
zhangshun@bhqz.com

核心观点：

- 预计4季度煤炭市场总体平衡，煤价呈小幅上涨
- 继续看好四季度煤炭行业，维持“买入”评级

投资要点：

● 宏观经济复苏背景下，煤炭需求稳健推进

作为产业链的上游，煤炭行业受益于需求的拉动，供需形势正在好转。煤炭下游四大行业保持稳健增长，其中，粗钢产量增速好于预期，1-8 月份，粗钢产量增速为 5.2%。同时，由于可比基数较低，预计四季度电力、粗钢行业将保持“高数”增长。

● 从供给角度看，小煤矿复产对煤炭市场影响有限

从山西省进程来看，小煤矿复产至少还需要 3 个月甚至半年的时间，预计短期内煤炭市场不会受到山西煤矿企业复产的太大影响。

前期发生的“平顶山矿难”将可能延缓小煤矿的复产进程，对煤炭供给方形成不利影响。后续政府将加大矿井安全生产大检查，在煤炭供需平衡的情况下，更加严格控制小煤矿的复产，约束煤炭的供给。

● 预计 4 季度煤炭市场总体平衡，煤价呈小幅上涨

冬季需求将减缓煤矿复产对煤炭市场的压力，用煤旺季的到来，使得煤炭市场供需进一步活跃。下游经济复苏的动力以及上游小煤矿复产的约束，可能会使得煤价小幅上扬。

● 继续看好四季度煤炭行业，维持“买入”评级

考虑到宏观经济复苏的大背景，以及供给端的约束，看好四季度煤炭市场，震荡市下，比较而言，煤炭板块仍是强势板块之一，维持行业“买入”评级。

目前估值仍处于合理区间，当前估值维持在 20 倍左右，略低于 A 股整体估值，且尚处于景气复苏阶段，具有相对安全支撑：

- 未来两年，行业结构的优化。
- 目前煤炭价格在阶段性底部，随着经济的复苏，未来看涨的预期增强。

● 推荐子行业排序：动力煤>>炼焦煤>>无烟煤

相对看好动力煤，对于煤炭子行业，考虑 4 季度为储煤旺季，对动力煤的供需将起决定作用，首先看好动力煤；其次，随着钢铁市场向好，炼焦煤的下游需求亦相对乐观，其表现仍值得期待。

重点上市公司推荐：中国神华、大同煤业、兖州煤业、潞安环能、神火股份

行业评级

煤炭	买入
----	----

推荐公司

公司名称	评级
中国神华 (601088)	买入
兖州煤业 (600188)	买入
潞安环能 (601699)	买入
西山煤电 (000983)	买入
大同煤业 (601001)	买入
国阳新能 (600348)	买入
神火股份 (000933)	买入

近一年来煤炭行业市场表现



相关报告

2009.06.18 《期待行业景气的进一步回升》——2009 年煤炭行业中期投资策略

2009.03.30 《寒冬已过，早迎春光》——煤炭行业第 2 季度投资策略报告

目 录

1. 前三季度煤炭行业经营平稳，总体好于预期	4
2. 宏观经济复苏大环境下，煤炭行业景气将稳步回升	5
2.1 下游行业需求稳健增长	6
2.2 从供给角度看，小煤矿复产对煤炭市场影响有限	8
2.3 进出口贸易的变化将改善国内煤炭市场状况	10
3. 预计 4 季度煤炭市场相对紧俏，煤价呈小幅上涨	12
4. 行业评级及投资策略	14
4.1 维持“买入”评级	14
4.2 上市公司推荐	15

图 目 录

图 1: 煤炭行业收入及净利润比较（单季度）	4
图 2: 煤炭行业盈利能力比较（单季度）	4
图 3: 煤炭产量依然保持较快增长	5
图 4: 秦皇岛煤炭价格走势平稳	5
图 5: 秦皇岛库存量一直处于合理的水平	5
图 6: 工业增加值快速回升	6
图 7: 采购经理人指数回升至正常水平以上	6
图 8: 固定资产投资增速保持较高水平	6
图 9: 火电发电量及增速	7
图 10: 粗钢产量及增速	7
图 11: 水泥产量及增速	7
图 12: 合成氨产量及增速	7
图 13: 山西省煤炭产量及增速	9
图 14: 山西省国有地方矿与地方矿煤炭产量增速比较	9
图 15: 河南省煤炭产量及增速	10
图 16: 全国铁路运量及增速	11
图 17: 重点港口煤炭运量及增速	11
图 18: 煤炭进口量及增速	11
图 19: 煤炭出口量及增速	11

图 20: 澳大利亚 BJ 价格维持在 70 美元/吨附近.....	12
图 21: 运价已较前期有较大幅度上涨.....	12
图 22: 直供电厂的煤炭库存量及天数都处于合理的水平	13
图 23: 煤炭价格的季节性上涨（秦皇岛山西优混为例）	13
图 24: 世界粗钢产量开始见底回升	14
图 25: 钢铁价格触底回升	14
图 26: 煤炭板块估值及对 A 股溢价率	15
图 27: 煤炭行业历史市盈率	15
图 28: 煤炭行业历史市净率	15
图 29: 中国神华 A-H 股溢价率.....	17
图 30: 中煤能源 A-H 股溢价率.....	17
图 31: 兖州煤业 A-H 股溢价率.....	17

表 目 录

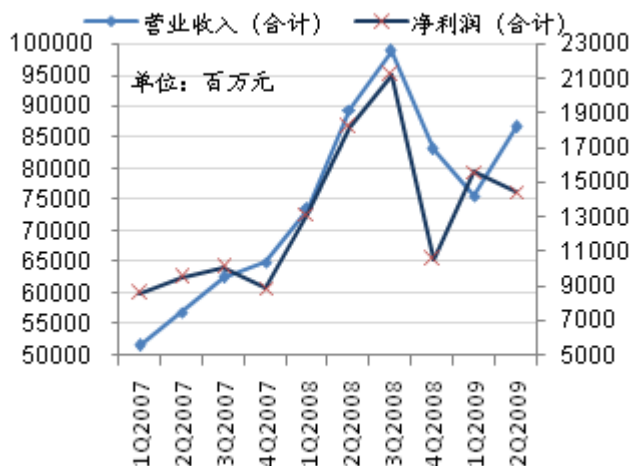
表 1: 煤炭板块 09 年中期营业收入及净利润增速比较.....	4
表 2: 主要煤炭下游行业增速预测	8
表 3: 重点覆盖上市公司盈利预测及评级	16
表 4: 国际估值比较	16

1. 前三季度煤炭行业经营平稳，总体好于预期

煤炭行业一季度业绩见底

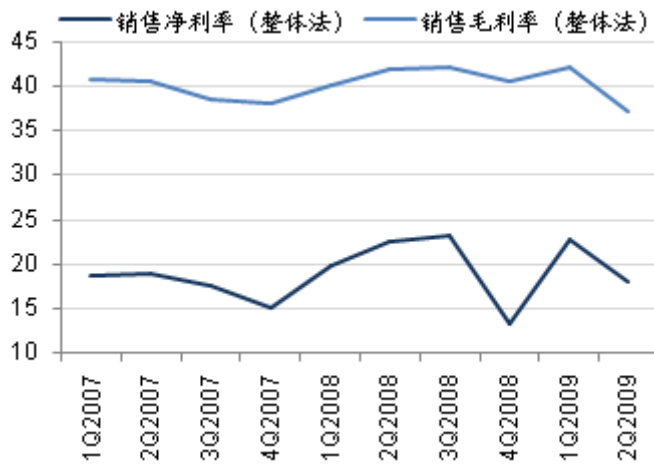
煤炭行业仍然保持较好的盈利能力。从下游承受能力来看，下游电力行业已开始盈利，毛利率显著提升，同时预期电价会进一步上涨，这对当前的煤炭价格企稳奠定了基础。

图 1: 煤炭行业收入及净利润比较（单季度）



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 煤炭行业盈利能力比较（单季度）



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

煤炭公司中期业绩基本与同期持平，下滑幅度不大

从上市公司中期业绩来看，由于去年同期煤炭价格可比基数的差异，部分煤炭上市公司（主要是炼焦煤、无烟煤类）均出现了一定的业绩增长。

表 1: 煤炭板块 09 年中期营业收入及净利润增速比较

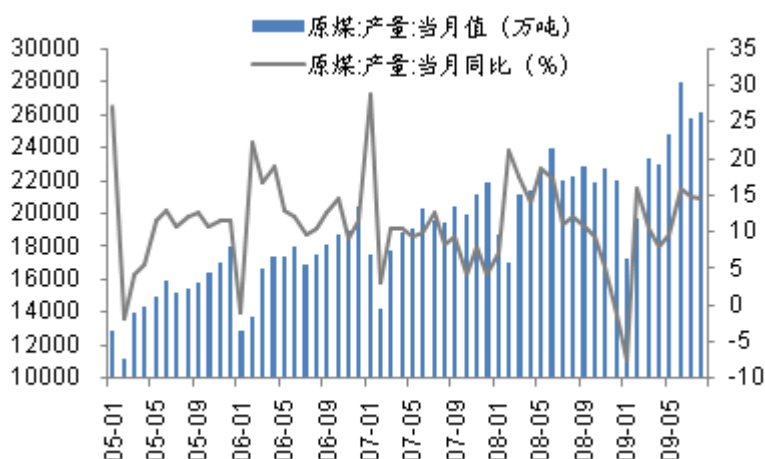
单位: 万元	营业收入 (09H)	同比增长率	净利润 (09H)	同比增长率
SW 煤炭开采 II	16248054.76	-0.33%	3011927.87	-4.11%
SW 煤炭开采 III	15844505.36	2.87%	3066357.71	-0.91%
SW 焦炭加工	403549.4	-55.16%	-54429.84	-216.85%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

前三季度煤炭市场运行平稳，呈现宽松平衡

煤炭产量仍保持了稳健的增长，1-8 月份，煤炭产量为 18.75 亿吨，同比增长 9.7%。

图 3: 煤炭产量依然保持较快增长

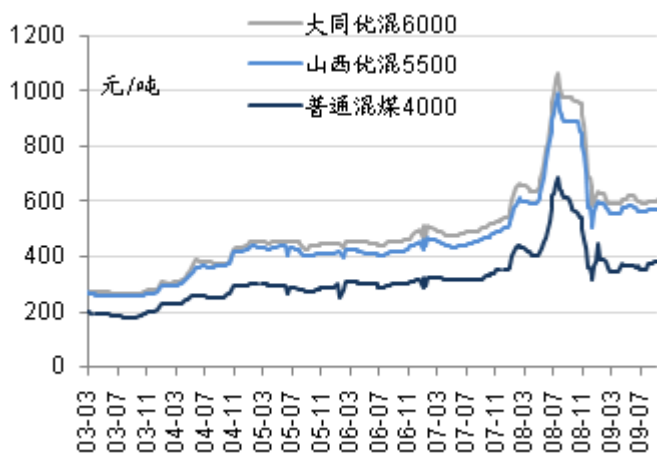


资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

煤炭价格提前完成筑底，总体平稳

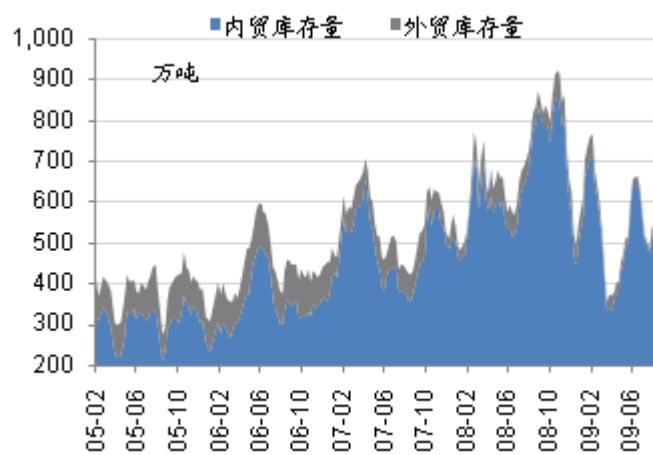
- 以秦皇岛煤炭价格为例，价格连续 4 个月波动幅度在 3% 的幅度内。
- 煤炭库存量也一直维持在合理的状态，以秦皇岛煤炭库存量为例，库存量在港口容量中枢 500 万吨上下小幅波动。

图 4: 秦皇岛煤炭价格走势平稳



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 5: 秦皇岛库存量一直处于合理的水平

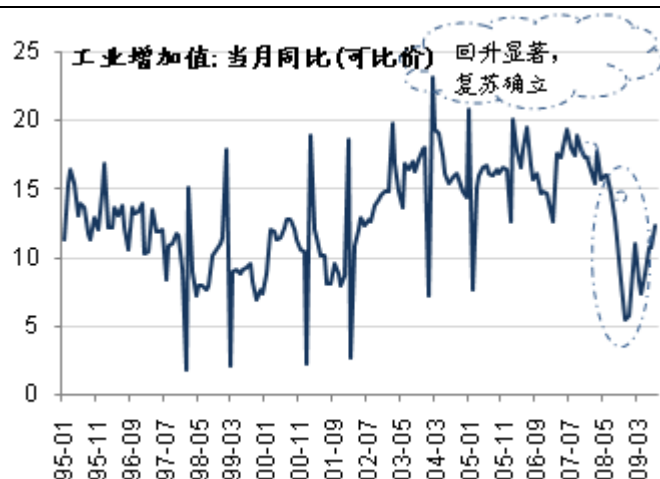


资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

2. 宏观经济复苏大环境下，煤炭行业景气将稳步回升

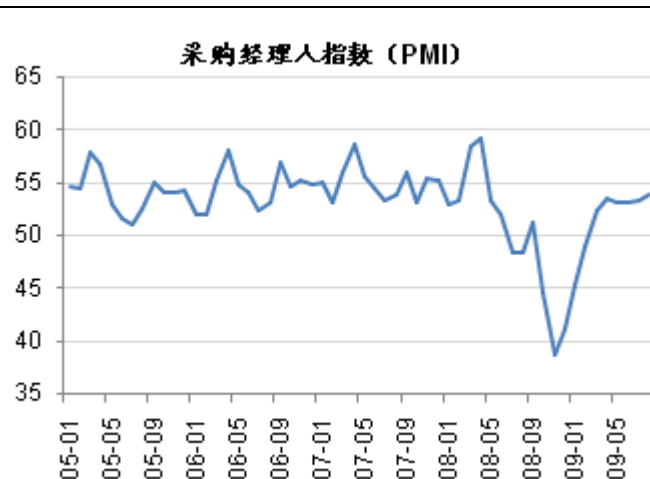
工业增加值数据逐渐恢复到正常的增长水平，8 月份数据显示，工业增加值数据同比增长 12.3%，而采购经理人指数（PMI）连续 6 个月稳定运行在 50 以上，

图 6: 工业增加值快速回升



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 7: 采购经理人指数回升至正常水平以上



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

2.1 下游行业需求稳健增长

国家采取积极的财政政策, 首先积极推动基础设施的投资。另外, 09 年以来, 房地产市场开始复苏, 成交量上升, 房地产开发投资迅速恢复, 成为政府投资的有效接力。

固定资产投资保持快速的增长, 1-8 月份, 城镇固定资产投资累计投资完成额同比增长 33%, 其中房地产开发投资额环比增长加快, 1-8 月份累计投资完成额同比增长 14.7%。

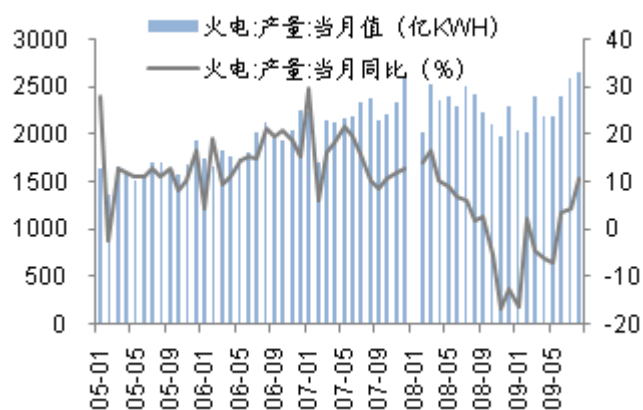
图 8: 固定资产投资增速保持较高水平



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

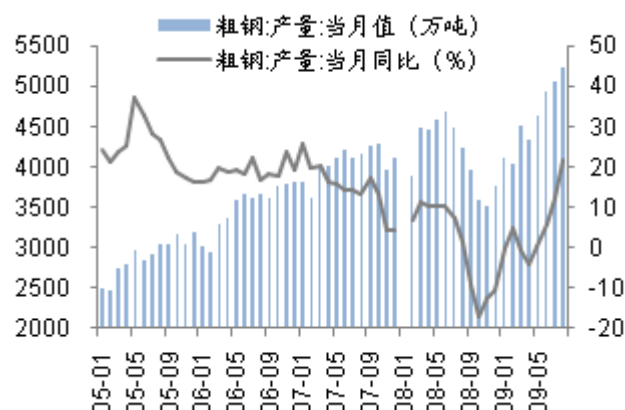
煤炭下游四大行业保持稳健增长，其中，粗钢产量增速好于预期，1-8 月份，粗钢产量增速为 5.2%。同时，由于可比基数较低，预计四季度电力、粗钢行业将保持“高数”增长。

图 9：火电发电量及增速



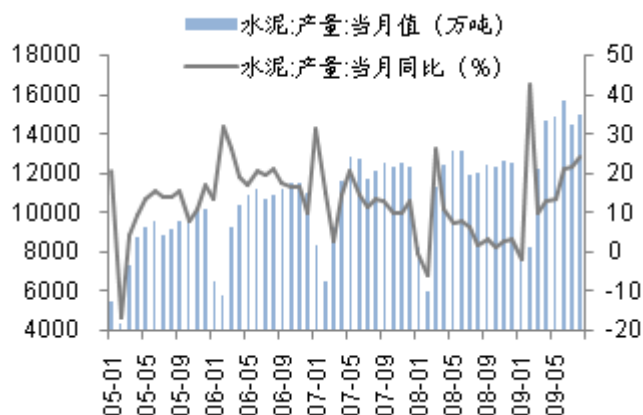
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：粗钢产量及增速



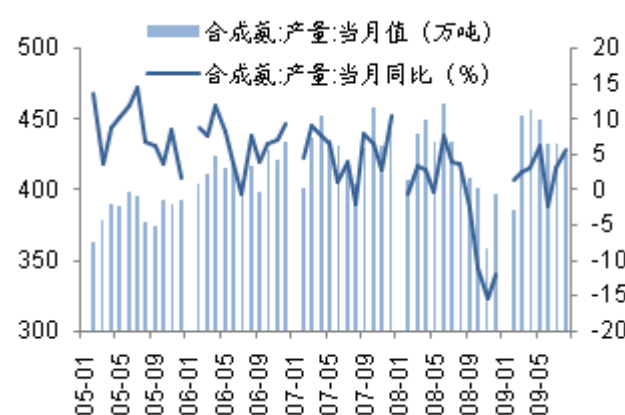
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 11：水泥产量及增速



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 12：合成氨产量及增速



资料来源：Wind，渤海证券研究所

表 2: 主要煤炭下游行业增速预测

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E
发电量 (亿KWH)	14,808.02	16,540.00	19,105.75	22,033.09	25,002.60	28,344.00	32,815.53	34,046.96	35238.604	37352.92
发电量: 同比	11.70%	11.70%	15.51%	15.32%	13.48%	13.40%	14.51%	5.50%	3.50%	6.00%
火电 (亿KWH)	11,767.51	13,287.64	15,421.26	17,955.88	20,473.36	23,573.00	27,229.33	27,857.37	28748.806	30243.74
火电: 同比	8.90%	12.80%	16.60%	16.44%	14.02%	15.10%	14.91%	3.00%	3.20%	5.20%
粗钢万吨)	15,163.44	18,236.61	22,233.60	28,291.09	35,323.98	42,266.03	48,928.80	50,048.80	54002.655	56270.77
粗钢: 同比	19.18%	20.27%	21.92%	27.24%	24.86%	19.70%	16.73%	1.10%	7.90%	4.20%
水泥 (万吨)	62650.35	70471.69	81319.36	93368.62	103830	120411.74	135412.4	138,838.30	161052.43	177157.67
水泥产量: 同比	10.30%	13.69%	16.80%	15.70%	11.60%	19.10%	13.50%	5.20%	16.00%	10.00%
合成氨 (万吨)	3407.7	3654.19	3794.6	4222.2	4596.25	4937.9	5158.9	4,995.20	5095.104	5197.01
合成氨产量增速	2.78%	9.50%	4.70%	11.40%	8.40%	7.00%	5.40%	-1.90%	2.00%	2.00%

资料来源: 渤海证券研究所

2.2 从供给角度看, 小煤矿复产对煤炭市场影响有限

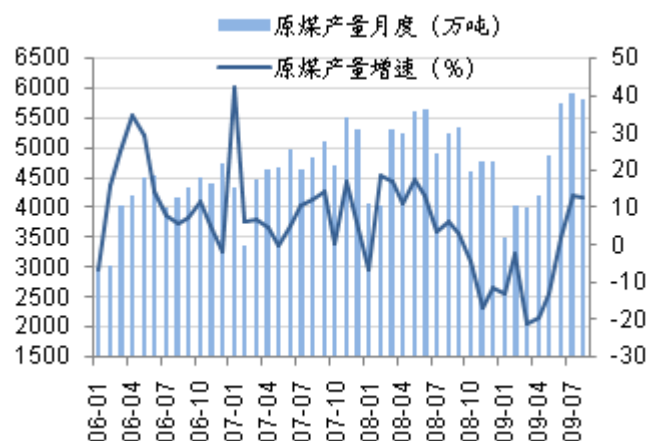
➤ 山西省小煤矿复产仍需时日, 短期内不会对煤炭市场造成冲击

2009 年以来, 山西省积极推荐小煤矿的治理整顿, 减少小煤矿数量, 扩大单产规模。按照山西省煤炭资源的规划, 到 2010 年山西省完成全部的煤矿整合后, 煤矿企业数量将从 2200 个减少至 130 个, 煤矿数量将从 2840 座 (处) 降至 1000 座 (处)。

目前, 山西省正在推进的煤矿复产工作是建立在煤炭资源整合的基础之上的。截止 2009 年 8 月 31 日, 山西省 90% 以上的待整合煤矿已签署兼并重组协议, 签订重组协议后, 双方敲定最终交易价格、达成一致意见以及此后矿井改、扩建工程的建设都需要一段时间。预计山西省煤炭的产能完全得到释放, 至少还需要 3 个月甚至半年的时间, 因此, 预计短期内煤炭市场不会受到山西煤矿企业复产的太大影响。

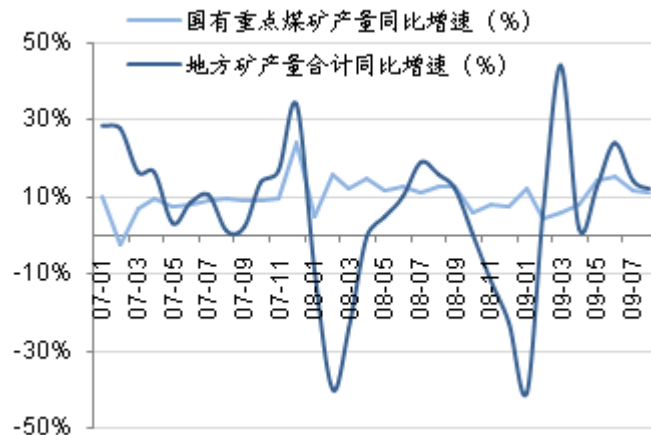
山西省全年原煤产量减少已成定局。面对如此大量的煤矿企业和煤矿被整合或者压缩, 短期内, 原煤产量势必然会受到一定程度影响。尽管近期山西省煤矿复产进度加速, 但是在今后较长一段时期内, 山西省煤炭产量无法出现快速增长的局面。

图 13: 山西省煤炭产量及增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 山西省国有地方矿与地方矿煤炭产量增速比较



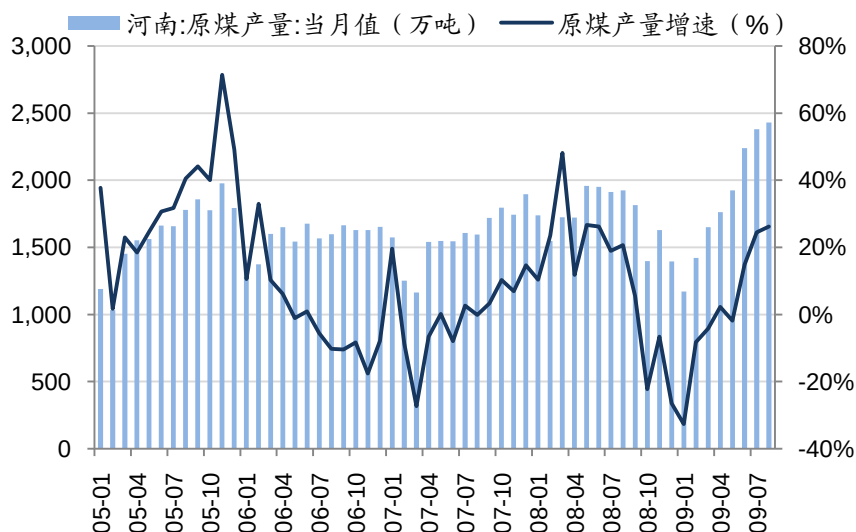
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

➤ 前期“平顶山矿难”将可能影响小煤矿的复产进程

09 年影响较大的矿难是“2.22 山西屯兰煤矿爆炸事故”，造成 78 人死亡，直接后果之一就是政府对全国煤矿进行安全大检查，山西省开始全面治理小煤矿，约束了煤炭产能的释放，使得煤炭供给在金融危机较为严重的时期，有效的实现供给有序，进一步支撑了煤价下跌。

9 月 8 日 1 时左右，河南省平顶山市新华区新华四矿发生瓦斯爆炸事故，49 人遇难，仍有 35 人失踪。这次矿难可能使得小煤矿的复产进程再生波折，将对煤炭供给方形成不利影响。我们认为后续政府将加大矿井安全生产大检查，在煤炭供需平衡的情况下，更加严格控制小煤矿的复产，约束煤炭的供给。同时，作为第三大产煤大省的河南省，未来政府推进的省内煤炭资源整合，将值得关注。

图 15: 河南省煤炭产量及增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

为了缓解关闭小煤矿地区因此而受损的财力, 中央财政安排专门资金支持小煤矿治理整顿。中央财政 9 月中旬公布《中央财政整顿关闭小煤矿专项资金管理办法》, 财政预算中安排了用于补助地方的关闭小煤矿专项资金。上述措施的出台, 有利于加快小煤矿关闭步伐, 通过“以奖代补”可在一定程度上消除之前存在的以停代关、以封代关等“假关闭”现象, 有利于防止小煤矿关闭的“死灰复燃”现象。

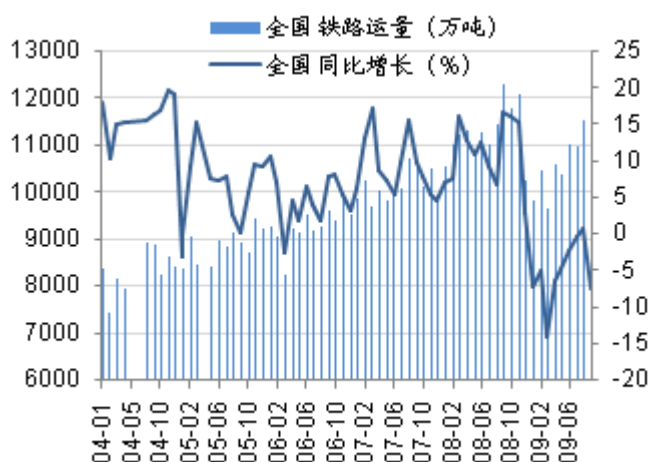
2.3 进出口贸易的变化将改善国内煤炭市场状况

➤ 进口的增加使得煤炭消费对国内煤炭资源依赖程度下降

1-8 月份, 煤炭贸易一直呈大幅逆差形势, 据海关统计, 09 年 1-8 月我国出口煤 1483 万吨, 价值 17.1 亿美元, 分别比去年同期下降 55.9% 和 51.5%; 出口平均价格 115 美元/吨, 上涨 10.1%。同期, 我国进口煤 7384 万吨, 价值 61.6 亿美元, 分别增长 1.6 倍和 1.9 倍; 进口平均价格 83.4 美元/吨, 上涨 9.8%。1-8 月我国实现净进口煤 5901 万吨。

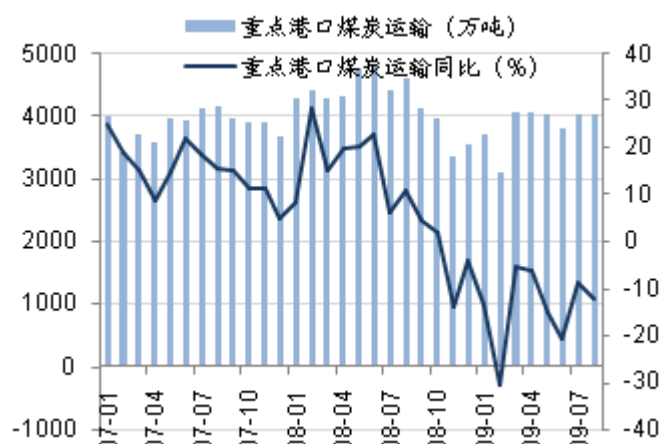
总体来看, 煤炭全年净进口已成定局, 进口的增加使得煤炭消费对国内煤炭资源依赖程度下降。通过煤炭运力可以佐证, (铁路、港口) 煤炭运量增速均低于煤炭产量, “西煤东输”、“北煤南运”, 运量增速均维持在低位。

图 16: 全国铁路运量及增速



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 17: 重点港口煤炭运量及增速



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

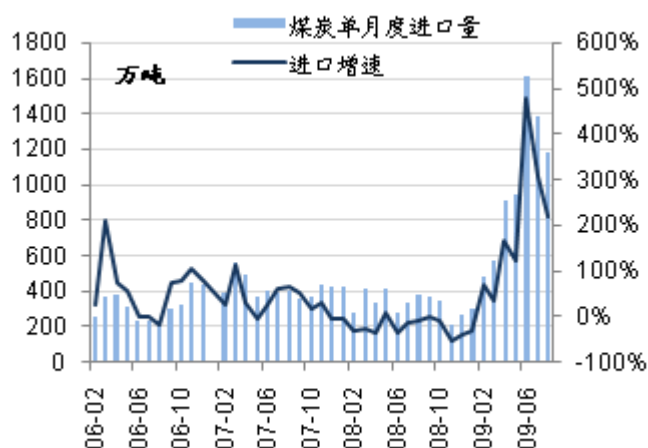
➤ 未来煤炭进口的减少可能会淡化煤矿复产对煤炭市场的负面影响

事实上，煤炭进口量已开始见顶回落，而煤炭出口量开始恢复

煤炭进口量在6月份见顶，7月、8月煤炭进口量呈现环比回落态势。8月份我国的煤炭进口总量就已经从7月份的1389万吨下降到了1177万吨，减少了212万吨，环比下降了15.3%。

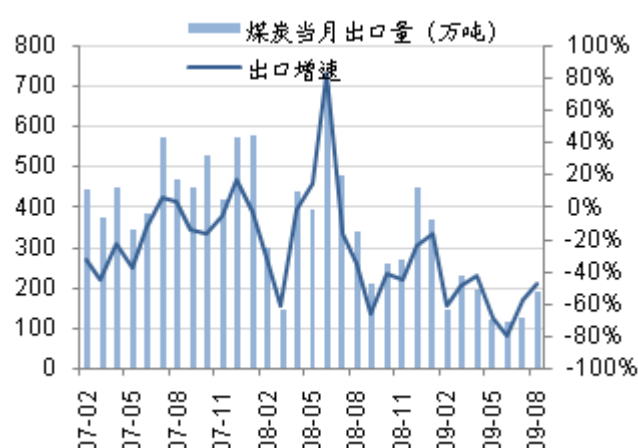
煤炭出口量在6月份见底后，亦开始回升，其中，8月份煤炭出口量为191万吨，环比增长54.03%。

图 18: 煤炭进口量及增速



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 19: 煤炭出口量及增速



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

预计 4 季度煤炭进口量会降低，将改善国内煤炭市场需求

由于夏季煤炭消费高峰，8 月份我国的煤炭进口数量仍维持在较高水平，但是 9 月份之后我国煤炭进口总量萎缩的态势将不可避免，从而增加对国内煤炭资源的需求，支持国内煤炭供求活跃。

从成本因素来考虑，国际市场现货动力煤价格回升、干散货船的运价的反弹，已经使得当前煤炭进口成本比 3 月份低点时出现了明显增加。对于国内煤炭进口企业来说，如果按照目前国际市场煤炭现货价格和巴拿马级别船舶的运费测算，进口煤炭到达长三角地区的到岸价格将达到 85 美元/吨左右，已经明显高于国内市场采购煤炭的到岸价格，此前进口煤炭所存在的价格优势已经基本丧失。

图 20: 澳大利亚 BJ 价格维持在 70 美元/吨附近



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 21: 运价已较前期有较大幅度上涨



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

3. 预计 4 季度煤炭市场相对紧俏，煤价呈小幅上涨

目前，煤炭库存处于合理区间，煤炭市场总体平稳。09 年上半年煤炭价格完成筑底，之后一直呈平稳走势。

冬季需求将减缓煤矿复产对煤炭市场的压力

冬季煤炭消费高峰对煤炭市场的影响将从 10 月份的电煤“冬储”开始展现，并且将持续到明年的一季度，此间水电生产将大幅度萎缩、火电出力明显增加，带动电煤供求增长，届时，市场对煤炭资源的容量加大，对煤炭资源的消化能力将获得提高，冬季煤炭消费高峰也将成为推动未来一段时期煤炭供求趋于活跃的主要因素之一。

图 22: 直供电厂的煤炭库存量及天数都处于合理的水平

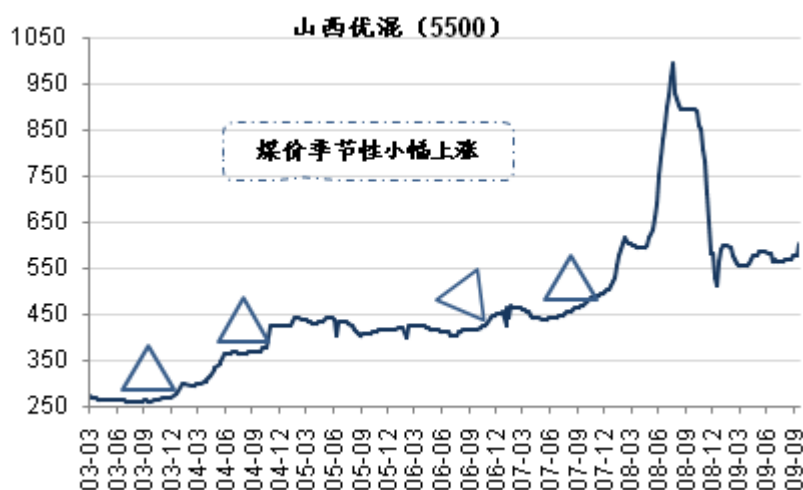


资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

考虑到以下因素, 煤炭行业景气将继续维持升势, 预计 4 季度煤炭市场状况好于前三季度, 煤价将可能会小幅上涨, 但同时上涨幅度亦不会太大, 我们继续看好动力煤 4 季度的表现。

- 下游经济复苏的动力;
- 上游小煤矿复产的约束;
- 另外用煤旺季的到来, 使得煤炭市场供需进一步活跃;

图 23: 煤炭价格的季节性上涨 (秦皇岛山西优混为例)



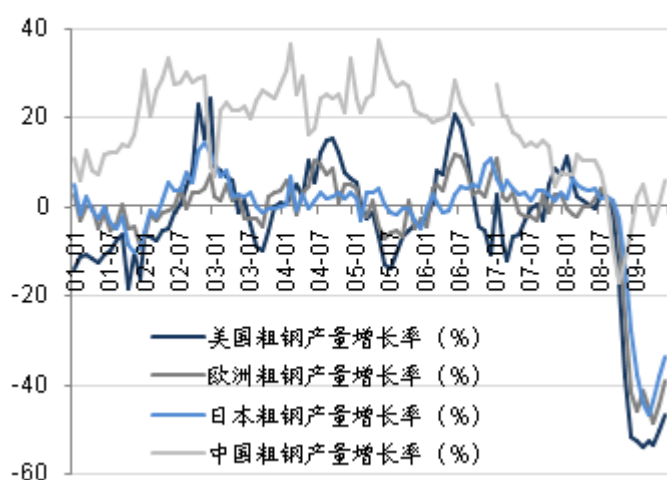
资料来源: 渤海证券研究所

继续看好炼焦煤

对于炼焦煤，我们认为其本身供应稀缺，且全球钢铁市场的向好带动炼焦煤价格的提升，经济复苏背景下，炼焦煤价格弹性最大，仍然值得看好：

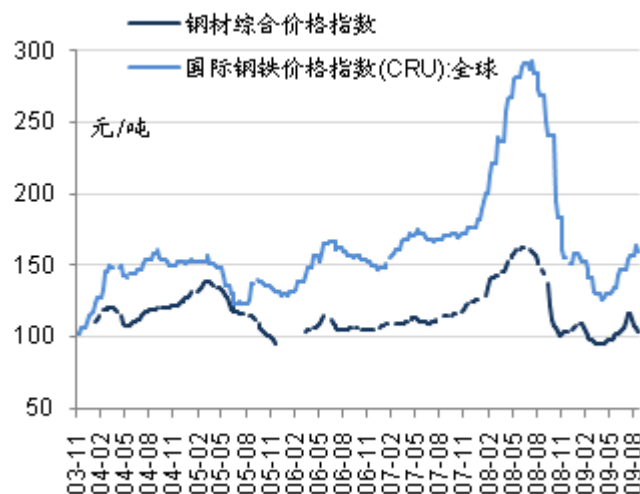
- 钢铁价格基本完成筑底；
- 世界钢铁整体产量触底回升，其中，中国钢铁产量 1-8 月份实现 5.2% 的正增长；
- 受山西煤炭资源整合影响，大批生产炼焦煤的小煤矿被关闭，供给受到约束；

图 24：世界粗钢产量开始见底回升



资料来源：渤海证券研究所

图 25：钢铁价格触底回升



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

4. 行业评级及投资策略

4.1 维持“买入”评级

考虑到宏观经济复苏的大背景，以及供给端的约束，看好四季度煤炭市场，震荡市下，比较而言，煤炭板块仍是强势板块之一，维持行业“买入”评级。

目前估值仍处于合理区间，当前估值维持在 20 倍左右，处于均值水平，略低于 A 股整体估值，且尚处于景气复苏阶段，具有相对安全支撑。另外，从 A-H 股溢价率来看，溢价率处于历史最低的阶段之一。

- 未来两年，行业结构的优化。随着各地煤炭资源整合的推进，煤炭行业格局面临重大变革，行业垄断性、集中度将进一步提高，未来两年，大煤炭企业处于快速扩张、成长的进程，同时，行业环境也将进一步优化。

➤ 目前，煤炭价格在阶段性底部，随着经济的复苏，未来看涨的预期增强。

图 26: 煤炭板块估值及对 A 股溢价率



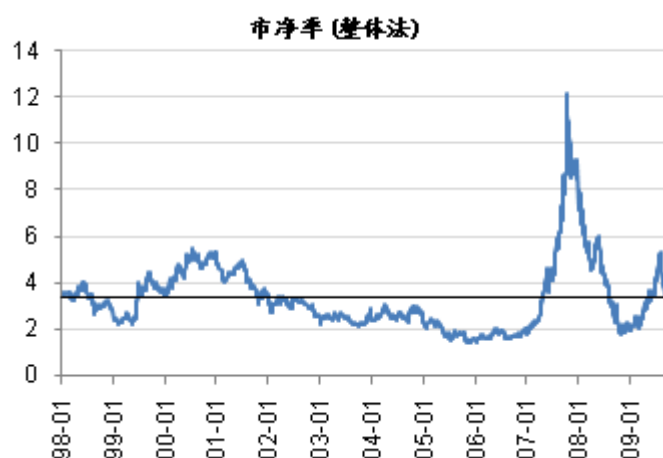
资料来源：渤海证券研究所

图 27: 煤炭行业历史市盈率



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 28: 煤炭行业历史市净率



资料来源：Wind，渤海证券研究所

4.2 上市公司推荐

推荐子行业排序：动力煤>>炼焦煤>>无烟煤

重点推荐：中国神华、大同煤业、兖州煤业、潞安环能、神火股份

相对看好动力煤，对于煤炭子行业，考虑 4 季度为储煤旺季，对动力煤的供需将起决定作用，我们首先看好动力煤；其次，随着钢铁市场向好，炼焦煤的下游需求亦相对

乐观，其表现仍值得期待。

动力煤类公司：中国神华、大同煤业、兖州煤业；

炼焦煤类公司：西山煤电、平煤股份、潞安环能；

此外，可以从资产注入、重组并购的角度，业绩低位恢复的角度选股：推荐国阳新能、神火股份

表 3：重点覆盖上市公司盈利预测及评级

2009-9-21	证券简称	价格	P/E			EPS			PB	评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
601088.SH	中国神华	33.26	24.88	20.1	18.95	1.337	1.655	1.755	4.10	买入
601898.SH	中煤能源	12.67	24.37	22.63	19.49	0.52	0.56	0.65	2.53	买入
600188.SH	兖州煤业	18.91	14.35	23.06	19.3	1.318	0.82	0.98	3.51	买入
000983.SZ	西山煤电	35.00	24.31	30.51	21.79	1.44	1.147	1.606	9.06	买入
600395.SH	盘江股份	26.06	24.22	23.27	19.16	1.076	1.12	1.36	5.64	中性
000933.SZ	神火股份	27.27	15.14	28.11	18.68	1.801	0.97	1.46	4.85	买入
601001.SH	大同煤业	39.97	21.04	23.5	20.29	1.9	1.701	1.97	4.99	买入
600348.SH	国阳新能	40.99	27.15	23.69	23.03	1.51	1.73	1.78	8.34	买入
600123.SH	兰花科创	38.87	15.85	18.78	17.83	2.45	2.07	2.18	4.53	买入
600997.SH	开滦股份	24.65	32.65	33.31	25.41	0.755	0.74	0.97	6.4	中性
601699.SH	潞安环能	42.97	17.327	20.42	18.1	2.48	2.104	2.374	5.83	买入
平均值			21.94	24.31	20.18				5.43	

资料来源：渤海证券研究所

表 4：国际估值比较

2009-9-21	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA		
USA(USD)		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
PEABODY	38.74	12.12	27.69	16.34	3.2	2.84	2.44	7.18	11.25	8.87
WALTER INDUSTRIES	62.19	13.88	25.17	11.03	5.75	11.67	5.55	8.05	12.29	6.47
ARCH COAL	22.52	9.57	65.85	18.77	1.8	1.75	1.67	6.69	11.65	7.52
MASSEY ENERGY	31.41	9.68	27.29	16.89	2.56	2.34	1.8	5.49	6.95	5.99
INTERNATIONAL COAL	3.77	-	28.78	16.54	0.99	1.1	1.05	7.93	5.28	4.75
CONSOL ENERGY	46.68	22.36	14.54	14.21	5.38	4.17	3.17	9.08	6.97	6.67
ALPHA NATURAL RESOURCES	37.95	14.17	21.2	13.81	3.54	2.63	2.24	5.61	4.44	2.76
PENN VIRGINIA RESOURCES	16.51	9.76	18.89	14.06	1.66	1.74	1.76	7.17	8.76	8.06
AVERAGE		13.08	28.68	15.21	3.11	3.53	2.46	7.15	8.45	6.39
Australia(AUD)										
RIO TINTO	60.69	6.04	19.57	16.38	1.58	3.13	2.69	5.21	12.83	10.27
BHP BILLITON	38.08	11.94	17.79	20.3	4.86	4.4	4.23	6.28	7.92	9.69
MACARTHUR COAL	9.45	29.62	13.22	23.63	3.76	2.3	2.16	21.02	8.5	13.72
FELIX RESOURCES	17.32	27.76	12.39	29.51	6.33	4.82	4.95	16.66	7.82	15.69

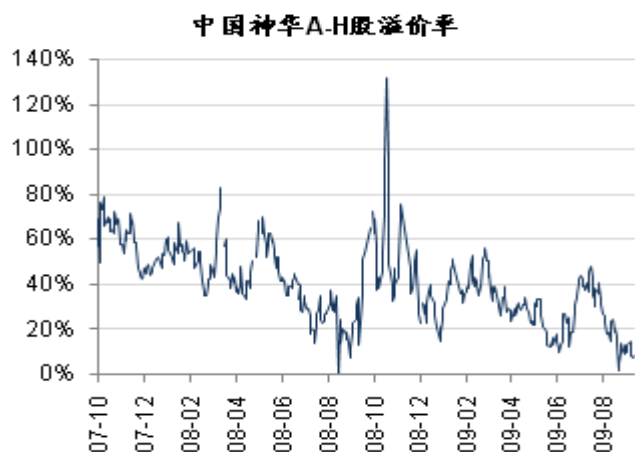
CENTENNIAL COAL	3.36	16.63	17.06	18.36	2.12	2.06	1.79	6.63	6.54	6.37
WHITEHAVEN COAL	3.68	54.93	20.91	30.67	3.18	2.26	1.79	32.74	12.66	12.99
COAL & ALLIED INDUSTRIES	80.82	7.81	16.21	17.61	5.01	5.09	4.51	4.82	9.37	9.83
GLOUCESTER COAL LTD	6.44	22.52	5.9	11.56	5.92	3.48	2.93	12.61	3.75	7.66
AVERAGE		22.16	15.38	21	4.09	3.44	3.13	13.25	8.67	10.78

港股 (HKD)

2009-9-21	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA		
H 股 (HKD)		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
中国神华 (1088)	35.40	21.38	19.6	17.51	4.2	3.56	3.13	12.97	11.81	10.51
中煤能源 (1898)	11.00	14.1	15.65	14.27	2.12	1.95	1.76	8.63	9.89	8.52
兖州煤业 (1171)	11.72	7.04	12.85	11.41	1.91	1.77	1.61	5.98	9.61	8.42
平均值		14.17	16.03	14.4	2.74	2.43	2.17	9.19	10.44	9.15

资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

图 29: 中国神华 A-H 股溢价率



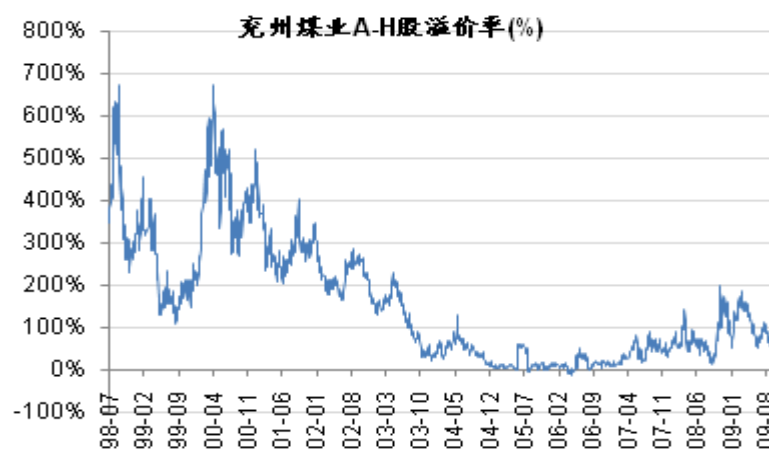
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 30: 中煤能源 A-H 股溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 31: 兖州煤业 A-H 股溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

中国神华(601088)

成长性&集团整体上市

——中国神华（601088）价值分析报告

姓名 张顺
电话 86-10-5836 2782
邮箱 zhangshun@bhqz.com

本报告导读：
➢ 煤炭价格保持约10%的增幅
➢ 成长明确，集团整体上市进程加快

投资要点：

- 煤炭业务保持稳健增长，主要源于公司煤炭销售量价齐增。
- 煤炭产量 105.8 百万吨，同比增长 17.6%，销量 123.1 百万吨，同比增长 7%，其中，出口量下滑幅度较大，仅为 6.1 百万吨，同比减少 42.5%。布尔台矿、哈尔乌素矿的新增产能是增长的主要动力。
- 煤炭价格保持约 10% 的增幅。上半年煤炭销售均价是 389.2 元/吨，同比增长 10.1%，其中国内长约合同下水煤价格为 442.0 元/吨，同比增长 7.8%。
- 电力业务上半年稍拖累整体业绩。
- 预计下半年将继续维持良好增长态势。宏观经济回暖，下游煤炭需求恢复，其中，公司电力业务下半年整体将环比转好。
- 公司作为煤炭行业龙头，具有以下投资看点：首先，公司未来增长较为确定。未来 5 年战略规划实现经济总量翻番，煤炭产量保持年均 15% 的复合增长率，初步规划 2013 年实现原煤产量超过 5 亿吨。其次，公司 A 股上市 3 年期将至，为履行承诺，集团整体上市预期更加强烈；第三，“拟现金回购注销已发行 A 股、H 股各不超过 10% 的股份”的决议使得公司股价相对具有安全边际；第四，公司分红派息丰厚，每年股息派发比例为当年基本每股收益的 35%-40%，是长期、稳健投资的好品种。
- 业绩预测及估值：上调 09 年、10 年、11 年每股收益为 1.655 元、1.755 元、1.943 元，当前股价对应市盈率 18.7(X)，17.6(X)，15.9(X)，估值具有优势，维持对公司的“买入”评级，目标价为 40.0 元。
- 风险提示：资源税调整带来的影响、系统性风险

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	82107	107133	117163	124372	135799
EBITDA(百万元)	41448	51505	62952	66463	72598
净利润	19766	26588	32922	34910	38650
摊薄 EPS(元)	0.99	1.34	1.66	1.76	1.94
PE(X)	32.1	23.9	19.3	18.2	16.4
EV/EBITDA(X)	16.0	13.1	10.4	9.6	8.5
PB(X)	4.27	3.65	3.14	2.77	2.44
ROIC	11.75%	13.24%	14.94%	14.13%	13.96%
总资产周转率	0.41	0.41	0.41	0.41	0.40

请务必阅读正文之后的免责条款部分 18 of 24

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: ¥40.0

当前价格: ¥31.94
2009.09.22

近一年来公司股价表现



相关报告

2009.06.08 《09 年煤价上涨确定，未来成长广阔——中国神华（601088）调研纪要》

2007.12.20 《蓄势待发的能源航母——中国神华投资价值分析报告》

2008.03.18 《量增价涨提升公司业绩——中国神华（601088）2007 年报点评》

2008.10.29 《09 年煤价上涨预期明确外延增长仍可待——中国神华 2008 年 3 季报点评》

兖州煤业(600188.SH)

业绩“谷底”回升强劲

——兖州煤业（600188）价值分析报告

姓名：张顺

86-22-28451625

zhangshun@bhq.com

核心观点：外埠矿产产能扩张成为未来增长点

投资要点：

- 公司本部依然是盈利的主要来源，外埠业务开始步入丰收期，成为未来增长点。目前，公司本部煤矿的收入和利润占比均在90%以上。本部煤矿已从05-07年上半年的村庄搬迁困局中走出，重新走上稳健生产的道路，逐渐将产量稳定在3400万吨左右的水平，并积极调整煤种结构，获取最大收益。公司外埠所经营的项目，从06年开始逐渐步入收获期。外埠产能扩张成为09年的增长主要来源，其中榆林地区60万吨甲醇项目成为最大增长点之一。
- 一直积极向外开拓资源，外埠业务成为未来几年增长点。公司本埠煤炭资源扩张空间很小，一方面，公司积极寻求国内煤炭资源，设立山西能化、榆林能化、菏泽能化公司，另一方面，积极开拓国际市场，成立兖煤澳洲公司，以及新近收购澳大利亚菲利克斯（Felix）资源公司100%股权（对Felix公司交易尚未完成，在此暂未考虑其盈利影响），我们认为公司思路明晰，具有市场前景，这些项目为公司未来的持续发展提供有力支撑。
- 公司09、10年、11年的盈利预测，预计EPS分别为0.817元、0.981元、1.026元，当前股价对应市盈率为21.6(X)、18(X)、17.2(X)，同时考虑公司若对澳洲Felix公司收购成功，将是其未来3年的业绩增长点，上调公司投资评级至“买入”，目标价22元。
- 风险提示：市场的系统性风险，资源税的征收

评级：买入

上次评级：买入

目标价格：¥22.00

当前价格：¥17.91

2009.09.22



公司简介

兖州煤业股份有限公司主要从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输，位于山东省济宁市境内，地处中国经济最发达的华东地区和北煤南调的前沿。

相关报告

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	16596	26124	21629	24165	25822
EBITDA(百万元)	5440	10224	6793	7999	8396
净利润	2693	6484	4017	4823	5046
摊薄 EPS(元)	0.55	1.32	0.82	0.98	1.03
PE(X)	32.7	13.6	21.9	18.3	17.5
EV/EBITDA(X)	15.3	7.7	11.4	9.4	8.6
PB(X)	4.48	3.33	3.08	2.76	2.51
ROIC	13.56%	24.72%	13.63%	14.67%	13.96%
总资产周转率	0.69	0.91	0.65	0.68	0.66

潞安环能(601699.SH)

兼守攻备，成长空间广阔

——潞安环能（601699）价值分析报告

姓名：张顺

86-10-5836 2157

zhangshun@bhq.com

评级：买入

上次评级：买入

目标价格：¥50.0

当前价格：¥40.87

2009.09.22

投资要点：

- **公司煤炭产品结构灵活、优化，稳健而有弹性，高出行业平均的盈利能力**
煤炭产品结构既有弹性大的冶金煤，又有弹性小的电煤，灵活而稳健。公司的盈利能力一直高于行业平均水平，08年ROE水平更是高达41.73%，高出行业平均10个百分点。
- **受益于山西省煤炭资源整合，对外扩张加快**
山西省加大力度进行小煤矿资源整合，鼓励省内煤炭大集团进行资源整合，潞安环能作为地方煤炭大公司之一，将直接受益于煤炭资源的整合。
- **集团大而强，是公司发展的有力后盾**
潞安集团是山西五大煤炭生产企业集团之一，盈利能力居于行业前列，煤炭资源储备超过400余亿吨。09年仍期待集团资产的注入，集团煤矿资源中，09年很可能注入的是600万吨的司马煤矿。
- **公司在建项目多，未来产能提升空间较大，看好下半年冶金煤价格走势。**
屯留煤矿、潞宁矿业以及收购小煤矿是未来产能增长的主要来源，余吾煤业公司（屯留煤矿）600万吨煤矿产能09年可达产，潞宁公司宁武矿区未来规划建设1260万吨煤炭产能。随着经济的复苏，钢铁行业回暖，预计下半年冶金煤价格总体将略好于上半年。
- **公司质地优良，未来成长空间大，具备长期投资价值。**维持公司09年、10年和11年每股收益为2.132元、2.412元和2.635元，当前股价对应市盈率为20.7(X)、18.3(X)和16.8(X)，目前估值略低于行业平均水平，维持“买入”评级，目标价50.0元。
- **风险因素**
市场的系统性风险，资源税的征收对未来盈利预测的影响。

52周内公司股价表现



公司简介

公司地处山西省长治市，主要从事煤炭的采掘、加工和销售业务，所属潞安矿区煤田位于沁水煤田东部边缘中段，煤炭地质储量144.79亿吨。

相关报告

2009.04.27 未来成长空间广阔——潞安环能深度价值分析报告

(百万元，元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	9949	16670	16906	19233	20799
EBITDA(百万元)	2530	4934	4559	5261	5817
净利润	981	2850	2570	2914	3185
摊薄 EPS(元)	1.53	2.48	2.23	2.53	2.77
PE(X)	19.4	12.0	13.3	11.8	10.8
EV/EBITDA(X)	6.2	6.8	7.8	6.8	6.2
PB(X)	4.07	4.11	3.45	2.85	2.40
ROIC	16.12%	29.26%	19.02%	18.40%	17.62%
总资产周转率	1.02	1.22	0.89	0.87	0.83

神火股份(000933.SZ)

继续看好下半年电解铝的盈利回升

——神火股份(000933)价值分析报告

煤炭研究员: 张顺 有色研究员: 靳海明
86-10-5836 2782 86-10-5836 2778
zhangshun@bhqz.com

投资要点:

- 公司煤质优良,无烟煤价格仍维持在高位,保持较稳定的盈利能力。精煤价格为 720 元/吨,块煤价格保持在 1100 元/吨,综合售价为 630 元/吨,较 08 年 774 元/吨的综合售价下跌 18%。
- 未来三年,煤炭产能保持快速扩张。09 年泉店、薛湖煤矿共 240 万吨产能开始投产,预计 09 年公司煤炭产量将超过 600 万吨,较 08 年 480 万吨增长 25%。随着郑州天宏,新郑煤电的投产以及新龙煤矿的扩能,预计 2010 年公司将形成 1200 万吨的煤炭产能。
- 电解铝行业复苏。2008 年 4 季度开始,电解铝产业成为受金融危机影响最大的有色子行业,电解铝价格从 15000 元/吨快速下跌到 10000 元/吨以下,几乎全行业亏损。在国家经济刺激政策带动下,国内经济快速回稳并开始回升,尤其影响电解铝消费的房地产行业实现复苏,预计下半年电解铝价格有望维持在 13000 元以上,电解铝将实现盈利。
- 业绩在一季度见底,二季度电解铝亏损额明显收窄。二季度业绩为 0.248 元,环比一季度 0.04 元的业绩增长 519.25%。上半年公司生产电解铝 12.72 万吨,同比减少 42.47%,销售电解铝 14.53 万吨,同比减少 35.05%,电解铝销售价格约为 13300 元/吨,由于开工不足,吨铝成本为 14300 元/吨,电解铝业务毛利率为-7.96%。
- 公司电解铝业务将全面盈利,后续第三、四季度业绩仍将不断修复。受经济的复苏,电解铝价格回升幅度较大(目前价格在 14000 元/吨以上),预计下半年电解铝价格将维持在 13500 元/吨的水平以上。同时电解铝价格的回升,使得存货计提的资产减值损失冲回 4904.46 万元,约影响每股收益为 0.06 元。
- 盈利预测:我们认为公司电解铝弹性较大,预计 2010 年业绩可回到完全盈利的水平,煤矿的外延建设在未来两年保持快速的增长,继续看好公司未来的经营,上调 09 年、10 年每股收益为 0.967 元、1.458 元,维持“买入”评级,将 6 个月目标价由 35 元提高至 40 元。
- 风险因素:市场的系统性风险,资源税的征收对未来盈利预测的影响。

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	8484	12006	8117	10929	11580
EBITDA(百万元)	2394	2850	2021	2862	3431
净利润	819	1150	725	1093	1342
摊薄 EPS(元)	1.64	2.30	0.97	1.46	1.79
PE(X)	15.9	11.3	26.9	17.9	14.6
EV/EBITDA(X)	8.3	7.2	13.9	10.1	8.6
PB(X)	3.78	3.30	4.25	3.43	2.77
ROIC	13.79%	13.10%	6.86%	9.19%	10.15%
总资产周转率	0.84	0.90	0.50	0.60	0.57

评级: 买入

上次评级: 买入
目标价格: ¥ 40

当前价格: ¥ 26.06

2009.09.22

单季度业绩	2009E
1Q	0.04
2Q	0.248
3Q	0.332
4Q	0.34

52 周内公司股价表现



公司简介

公司是河南神火集团的核心企业,系国家大型企业。公司主要从事煤炭采选、加工、火力发电、电解铝(材)生产等业务,具有较为完整的煤-电-铝-材产业链,同时为解决煤炭外运问题,还将投资建设许昌-禹州铁路专用线。

相关报告

2008.11.14 以内生增长御寒冬之“铝”——神火股份价值投资分析报告

2009.06.26 电解铝扭亏为盈,公司价值显现——神火股份(000933)跟踪报告——渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602、603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn