

煤炭行业第四季度投资策略

——白马？黑马？跑赢大盘就是好马

能源/煤炭

投资要点：

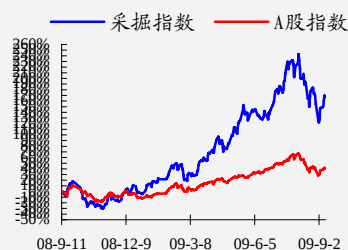
- 煤炭价格在今年一直呈现与季节性需求相左的走势，但近期国内煤炭价格已开始对“迎峰度冬”需求第二高峰有所反应，价格、库存等各项行业指标都朝着积极的方向发展，这符合我们之前的预期。
- 目前各省份对小煤矿的整治并未放松，年内煤炭供给总量应该不会进一步上升，而煤炭需求在更加明确的增长，尤其是动力煤
- 从业绩上看，三季报的发布将使煤炭类上市公司稳定的经营优势彰显的更加明晰，我们认为各公司业绩环比增长明显，但同比增长压力较大。
- 通过观察美国市场，我们发现国际煤炭价格与原油价格、美元指数、CPI 间都存在一定相关性。对于我国来说，国内煤炭价格本身和国际煤炭价格的走势不尽一致，和原油价格的相关性就更小。我国煤炭价格并不会完全随美元指数变动，更多的还是要看国内的供需情况。尽管如此，美元和原油价格变动对我国资本市场的影响还是不容忽视的。
- 从估值上看，国内煤炭企业与美国、澳洲、香港市场的比较结果各异，但基本都处于同一估值区间。考虑到我国独特的能源消费结构，国内煤炭企业的估值水平仍有上浮空间。从历史估值水平来看，当前煤炭板块静态市盈率和市净率都接近历史平均水平，随着三季度报表的逐步披露，各公司业绩提升之下将使板块估值优势更加明显。
- 进入 10 月中下旬后，随着创业板上市公司开始挂牌交易，市场关注度将一定程度向创业板转移，而剩余的对主板市场的关注将集中在“实质性的”业绩，我们继续看好煤炭行业的表现，维持煤炭行业“优于大势”评级。
- 具体投资品种上，建议关注：第一、可能受合同煤签订受到正面影响的大型动力煤企业，包括大同煤业、国投新集、中国神华、中煤能源；第二、业绩弹性较大的焦煤、焦炭类企业，包括西山煤电、云维股份；第三、毛利率高，业绩同比和环比有望双双增长的企业，包括大同煤业、兰花科创。

优于大势

维持评级

2009 年 10 月 18 日

走势图



重要公司

评级

西山煤电	推荐
兰花科创	谨慎推荐
大同煤业	推荐
中煤能源	谨慎推荐
中国神华	谨慎推荐
国投新集	推荐
云维股份	谨慎推荐

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. 总体逻辑

煤炭价格在今年一直呈现与季节性需求相左的走势，但在 10 月初的情况来看，国内煤炭价格已开始对“迎峰度冬”需求第二高峰有所反应，价格、库存等各项行业指标都朝着积极的方向发展。目前各省份对小煤矿的整治并未放松，年内煤炭供给总量应不会进一步上升，而煤炭需求在更加明确的增长，尤其是动力煤。

从业绩上看，三季报的发布将使煤炭类上市公司稳定的经营优势彰显的更加明晰，我认为各公司业绩环比增长明显，同比增长压力较大。进入 10 月中下旬后，随着创业板上市公司开始挂牌交易，市场关注度将一定程度向创业板转移，而剩余的对主板市场的关注将集中在“实质性的”业绩，我们继续看好煤炭行业的表现，维持煤炭行业“优于大势”评级。

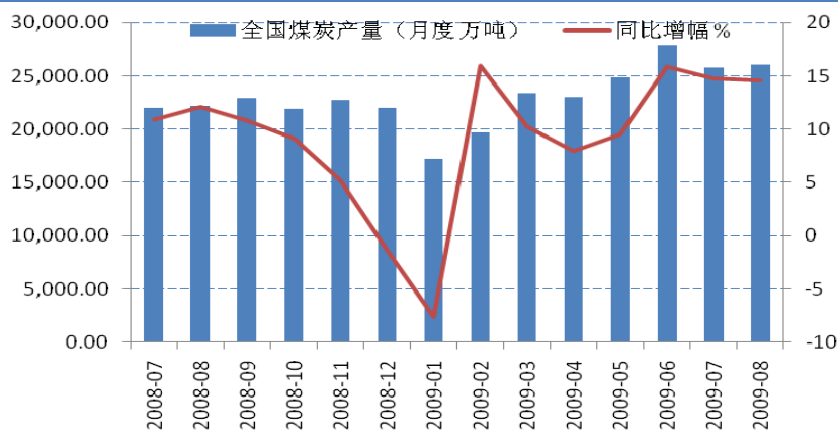
从估值上看，国内煤炭企业与美国、澳洲、香港市场的比较结果各异，但基本都处于同一估值区间。考虑到我国独特的能源消费结构，国内煤炭企业的估值水平仍有上浮空间。从历史估值水平来看，当前煤炭板块静态市盈率和市净率都接近历史平均水平，我们认为随着三季度报表的逐步披露，各公司业绩提升之下将使板块估值优势更加明显。

2. 行业指标分析：各指标朝有利方向发展

2.1 供给：未有大幅波动 小煤矿整治行动居功至伟

国家统计局数据表明，2009 年前 8 个月，全国煤炭产量累计完成 18.75 亿吨，比去年同期增长 9.72%；从月度数据来看，7、8 两月单月产量较 6 月份略有下降，但比上半年其他月份产量略高。

图 1 全国煤炭月度产量与增速



资料来源：国家统计局 东北证券金融与产业研究所

从煤炭企业的所有制形式来看，据煤炭运销协会统计，今年前 8 个月国有重点

煤矿产量累计增幅达到 8%，而地方及乡镇煤矿累计同比增幅仅为 4%，小煤矿整治效果可见一斑。

我们在 2009 年年度策略报告中曾提出，对小煤矿产量控制的松紧将是影响今年煤炭行业运行的最大变数。从已经过去的 3 个季度来看，山西省此次对小煤矿的整合、兼并措施卓有成效，虽然这种整治拖累了山西省 GDP 增长，但山西小煤矿的整治行动极大地维护了今年煤炭价格的稳定，减少了小煤矿对煤炭市场的冲击。

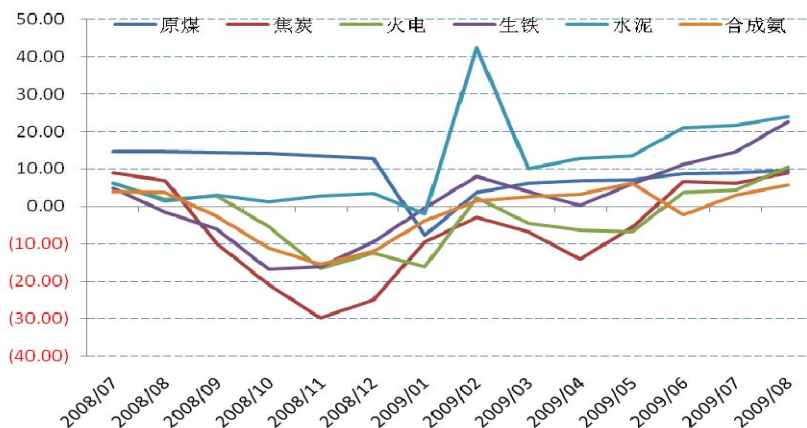
从今年 5 月起，煤炭行业内部便出现期望其他煤炭主产省份效仿山西，一并进行煤炭资源整合的措施，中央也注意到了山西省由于整治小煤矿造成的财政收入紧张。在这种背景下，今年 9 月末，财政部提出在中央预算中进行安排用于补助地方关闭小煤矿的专项资金，并颁布《中央财政整顿关闭小煤矿专项资金管理办法》，对按规定关停的 30 万吨以下煤矿所在地区给予财政补助。该办法的颁布，显示管理层对目前小煤矿治理工作的肯定，对各煤炭主产省份都是一种敦促。

10 月 8 日，据新华网报道，为提高煤炭产业的资源整合度，内蒙也大幅提高了资源配置门槛，要求新建井工矿年产量不得小于 120 万吨、露天矿年开采能力不小于 300 万吨，并提出煤炭的就地转化率达到 50% 以上。这限制了未来煤炭产能的盲目扩张，转化率指标的提出将促使煤炭企业新增产能做到有的放矢、以销定产。

从以上的种种政策来看，中央、地方两级都对控制小煤矿产量加大了力度，煤炭供给总量快速大幅增长的可能很小，供给增长结构上将向大型煤炭集团倾斜。

2.2 需求：下游需求稳定增长

图 2 原煤与各下游行业产量增速比对（月度 %）



资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

从煤炭的各下游需求行业数据来看，2009 年 1-8 月，火电、生铁、水泥、化肥的产品产量稳步上升。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趋势当中，且各下游行业的产量增速斜率有赶

超原煤产量增速之势。

从单月数据来看,今年8月,火电发电量达到2671.6亿千瓦时,同比增长10.5%,月度发电量和增速均创一年来新高。尽管有去年同期基数相对较低的因素影响,但火电发电量和利用小时数确有实质性上升。

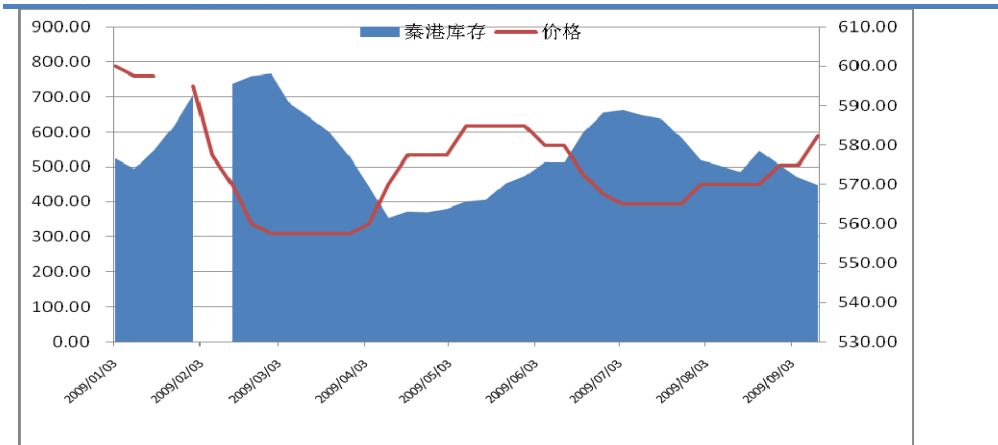
生铁单月产量也在8月创出了一年来的新高,达到22.5%。生铁产量增加带动了焦炭及焦煤需求。但从我们实际了解的情况来看,9月、10月钢焦产业链需求发生了一定程度的回探,尽管幅度不大,但也抑制了焦炭产量的释放和价格的上涨。目前钢焦产业链在复苏过程中遇到一定压力,10月数据预计将略逊。

水泥、化肥产品单月产量增幅分别达到24%和5.7%,但是目前管理层对煤化工项目的审批极为严格,预计化肥产品对煤炭需求拉动作用有限。

2.3 库存： 社会库存基本稳定 港口库存缩减

2009年8月末,我国全社会煤炭库存总量为1.92亿吨,较7月末仅有极其微小的增长(88万吨)。全社会库存已经3个月在1.9亿吨以上徘徊,但7、8两月的增量极小,8月煤炭库存缩减主要受华北、华中地区电厂耗煤量增加影响,随着火电发电量的增加,煤炭库存消耗将更加明显,我们预计煤炭库存总量已经基本见顶,10月开始有望看到库存总量下降。

图3 秦皇岛港周库存(万吨)与山西优混价格(元/吨)



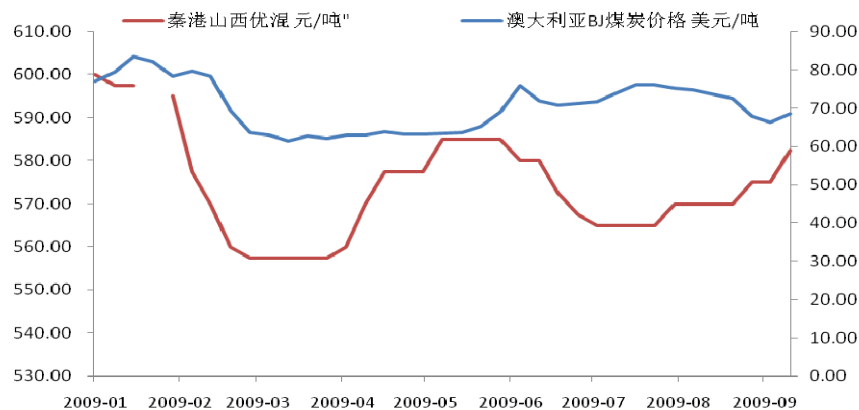
资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

从秦皇岛港的周库存变动与山西优混的价格对比图中我们可以看出,今年国内港口煤炭价格与库存之间的负相关性表现的非常明显。今年7月以来,秦皇岛港库存总量开始逐渐下探至600万吨这一平衡点之下,目前已连续几周处于450万吨区间,仅为去年最高峰的一半。随着库存的下降,港口煤炭交易价格(右轴)也开始逐步走高。我们认为今年第四季度山西优混煤炭价格将在580元/吨以上变动,价格下降的可能性已经基本不存在。

2.4 价格：供需仍是关键 美元贬值实质影响有限

2.4.1 国内外煤炭价格比较

图 4 国内外煤炭价格对比



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

今年前三季度，山西优混煤炭价格总体在 560-600 元/吨区间波动，但传统季节性变化趋势相对淡化——夏季用煤高峰期间并未出现价格上涨的情况。关于这一现象，我们认为这是由于合同煤价格迟迟不能确定，造成原有的合同煤交易量以市场化定价的形式得以实现，这客观上加大了市场煤的供给量，使得煤炭需求方不必像以前一样在供给不足的特定时间段煞费苦心地寻求原料供给。我们认为正是合同煤向市场煤的转化熨平了煤炭价格在不同时段、不同地域的大幅波动，造成了煤炭行业运行季节性特征的淡化。

从我们了解的情况来看，煤电双方至今仍未对合同煤价格最终如何确定达成一致，双方对煤炭价格在未来几个月的走势仍持有分歧，但是已有部分企业确定了煤炭合同价格。由于要等到年底各煤炭企业才对煤炭合同实际价格进行最终决算，在三季报中合同煤价格确定与否并不影响各公司业绩。我们预计煤炭合同价格将有 4%-8% 的增长，预计二级市场的投资信心可能会受到合同煤价格上涨而得到提振。

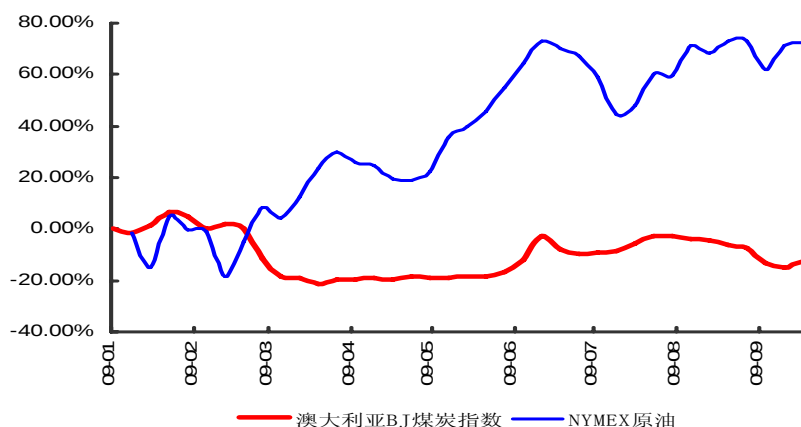
尽管近期有媒体报道称发改委可能取消合同煤这一定价机制，但从最近发改委联合其他部委召开的 2010 煤炭产运衔接研讨会上的消息来看，管理层仍对合同煤这一形式持肯定态度，完全废止的可能性不大。2010 年的煤炭产运衔接会将在 11 月末或 12 月召开，预计届时管理层将对合同煤的去留给进一步指示。

2.4.2 通胀来了煤炭怎么办？--国际煤炭价格与原油和美元指数关系

美元指数与国际原油价格从长期来看都可对国际煤炭价格产生较明显的影响，我们曾量化过这种关系：1999-2009 这 10 年间国际煤炭价格（澳洲 BJ）与国际原油

价格的相关性达到 0.87，呈现非常明显的正相关性。因此国际煤价与原油价格正相关、与美元指数负相关是长期趋势，如果短期背离，不久就会得到修复。

图 5 2009 年国际煤价与油价波动比较

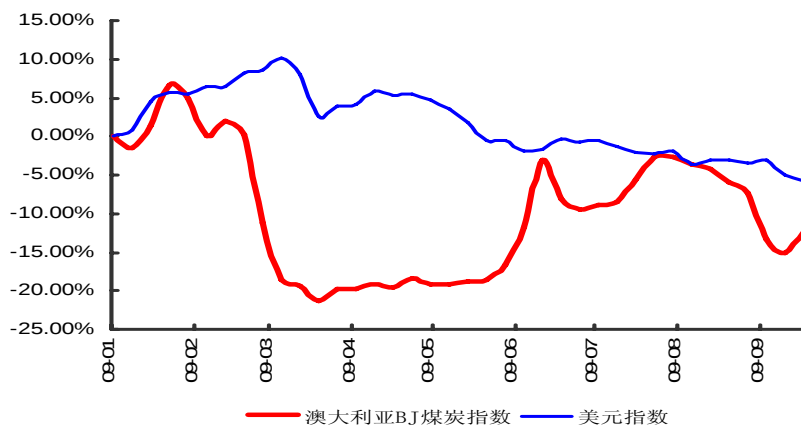


资料来源:wind 东北证券金融与产业研究所

然而，从 2009 年国际油价与煤价的波动情况来看，原油价格波动幅度要远大于煤炭价格的波动。今年 3 月，国际煤炭价格甚至出现短期背离油价的走势。关于这一现象，我们认为主要是由于煤炭市场缺乏金融属性，难以作为国际投机资金作为规避通胀的渠道，当时的煤炭价格反应更多的是实际供求关系，而原油价格反映的更多是避险资金受美元贬值而选择其他渠道进行资产保值。

尽管如此，煤炭和原油价格的长期相关性表明，煤炭价格不会偏离原油价格太久。近期美元指数的持续疲软导致油价得到强烈刺激，然而与此同时煤炭价格并未适时上涨，我们预计如果美元继续萎靡，国际煤炭价格涨幅一定将迅速向原油价格靠拢，因为毕竟油、煤价的长期趋势仍是一致的

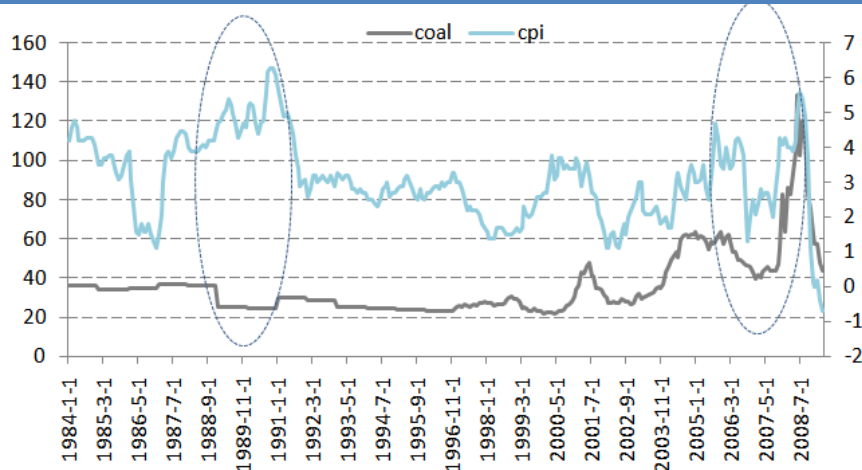
图 6 2009 年国际煤价与美元指数变动幅度比较



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

从国际煤价与美元指数的波动比较中我们可以看到，今年第一季度确实出现过国际煤价与美元指数同步运行的情况，我们认为这主要是煤炭需求不振所致。从下半年煤炭价格和美元指数变动的趋势可以看出，煤炭价格已开始逐步趋于正常，与美元指数走出反向趋势。

图 7 1984-2009 美国东部煤炭价格与 CPI 变动比较



资料来源: bloomberg 东北证券金融与产业研究所

煤炭价格和通胀的直接关系并不明显，二者之间要依靠原油和货币联结起来才能互相作用。过去 15 年间，美国的煤炭价格与 CPI 的关系越来越密切，煤炭与 CPI 的共振开始逐渐强烈，尤其在 2007 年以后。在美元贬值或者持续保持低位的情况下，通胀似乎难以避免，煤炭价格虽不能提前反应通胀，但与 CPI 共振的幅度在逐年增大，未来煤炭价格处于相对高位的可能性相当大。

我们需要明晰的一点是尽管国际煤炭价格与原油价格、美元指数、CPI 间都存在一定相关性，但这些都是在研究了美国市场的基础上得出的结论。对于我国来说，国内煤炭价格本身就和国际煤炭价格的走势不尽一致，和原油价格的相关性就更小。我国煤炭价格并不会完全随美元指数变动，更多的还是要看国内的供需情况。尽管如此，美元和原油价格变动对我国资本市场的影响还是不容忽视的。

2.5 进出口：全年净进口成定局 月度进出口剪刀差缩小

在对我国煤炭进出口的研究中，我们观察到一个有趣的现象：在下游需求旺盛的景气周期中，煤炭进口量较小；下游需求比较萎靡的情况下，煤炭进口量反而增加，超过出口量。

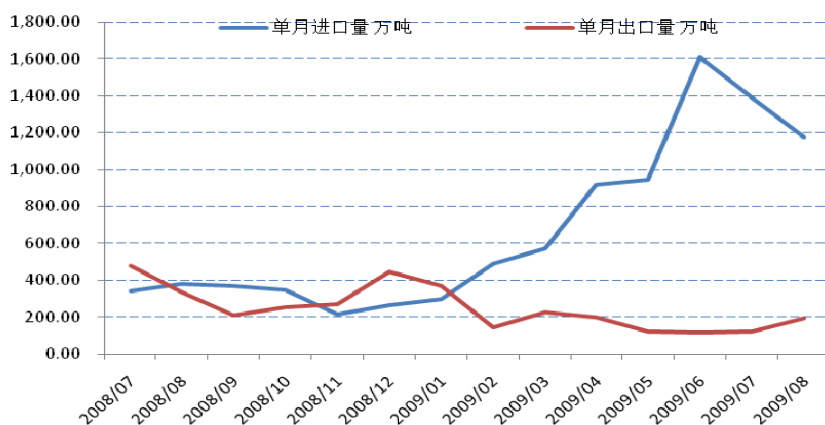
三季度开始，国内煤炭进口量开始下降，这符合我们下半年投资策略中的预期。进口下降、出口小幅增加，进出口总量之间的剪刀差正逐步减小，然而今年全年煤炭净进口应该难有改观。

上半年煤炭进口量大增的原因，我们认为主要有两点：1、国内外煤炭价格倒

挂，进口煤尽管质量上难以保证，但价格优势明显；2、合同煤价格未定，火电企业转向海外市场寻求长期合同保证。

今年，进口煤炭对我国电力企业在原料采购上起了很重要的作用，但是由于我国对煤炭的需求总量过于巨大（2倍以上于国际煤炭贸易总量），进口煤总体对国内煤炭市场的冲击很小。预计未来几个月，尽管海外煤炭在价格上仍将有优势，但海外煤炭呈现将边际效用递减的态势，进口量将逐渐下滑，内需仍是我国煤炭市场的重中之重。

图 8 我国煤炭进出口量 月度 万吨



资料来源：cctd 东北证券金融与产业研究所

3. 投资策略与建议

我们认为煤炭股在现阶段最主要的投资着眼点还是要落实到业绩和估值上。在三季报逐步披露期间，市场将把主要关注点放在业绩的实质性增长上。我们判断煤炭企业环比业绩增幅将极为明显，尤其是焦煤、焦炭类上市公司；由于去年第三季度是大部分上市公司的单季度业绩高峰（剔除去年第四季度会计准则变动带来的影响），煤炭企业业绩同比增长的压力很大，但我们认为仍将有部分优质企业能取得同比业绩增长。

3.1 估值比较：横向与纵向

表 1 海外市场煤炭类上市公司估值水平一览

美国市场	2009PE	2010PE
Westmoreland Coal Co(WLB.US)	/	/
Penn Virginia Resource Partner (PVR.US)	19	14.14
Peabody Energy Corp.(BTU.US)	28.49	16.81
Natural Resource Partner LP(NRP.US)	25.89	16.47
Massey Energy Co.(MEE.US)	27.32	16.91

Consol Energy Inc.(CNX.US)	14.45	14.1
Arch Coal Inc.(ACI.US)	67.05	19.11
Alpha Natural Resources Inc.(ANR.US)	21.54	14.03
Alliance Resource Partners LP(ARLP.US)	9.68	8.08
平均值	26.68	14.96
澳大利亚市场		
New Hope Corp Ltd (NHC.AU)	17.63	28.49
Felix Resoueces Ltd(FLX.AU)	12.72	23.04
Macarthur Coal Ltd(MCC.AU)	32.03	20.15
Whitehaven Coal Ltd(WHC.AU)	18.59	26.56
Centennial Coal Company Ltd(CEY.AU)	17.36	18.8
平均值	19.67	23.41
香港市场		
中国神华 1088HK	19.69	17.59
中煤能源 1898HK	15.92	14.53
兖州煤业 1171HK	13	11.55
恒鼎实业 1393HK	27.87	13.51
福山能源 1639HK	17.233	13.431
平均值	18.74	14.12

资料来源: bloomberg 东北证券金融与产业研究所

表 2A 股市场煤炭类上市公司估值水平一览

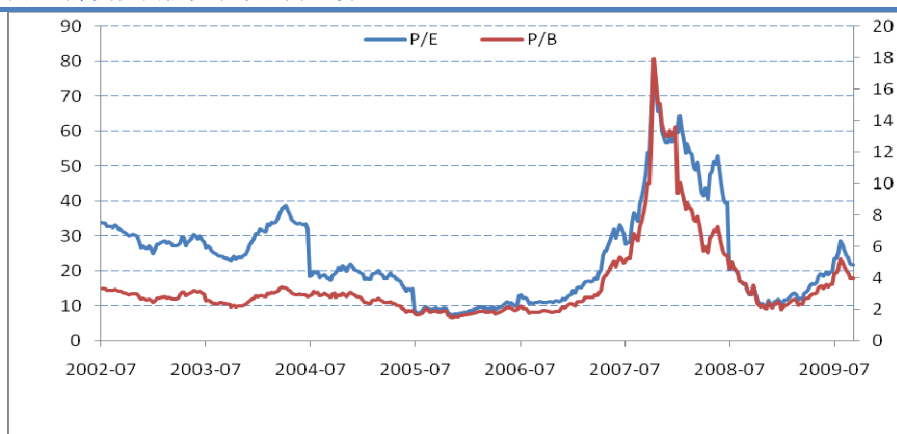
证券代码	证券简称	2009PE	2010PE
000552.SZ	靖远煤电	34.26	26.23
000780.SZ	平庄能源	21.50	19.53
000933.SZ	神火股份	28.65	17.51
000937.SZ	金牛能源	12.42	9.94
000968.SZ	煤气化	21.81	15.66
000983.SZ	西山煤电	31.52	21.10
002128.SZ	露天煤业	31.27	25.86
600121.SH	郑州煤电		51.42
600123.SH	兰花科创	17.80	16.17
600188.SH	兖州煤业	22.88	18.84
600348.SH	国阳新能	24.91	22.01
600395.SH	盘江股份	22.99	17.42
600508.SH	上海能源	17.01	14.83
600971.SH	恒源煤电	23.68	20.75
600997.SH	开滦股份	31.93	24.88
601001.SH	大同煤业	22.87	18.42
601088.SH	中国神华	22.06	19.72
601666.SH	平煤股份	22.60	18.28
601699.SH	潞安环能	21.07	18.29

601898.SH	中煤能源	22.13	18.44
601918.SH	国投新集	25.63	18.70
算术平均		23.95	20.67

资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

从不同市场间煤炭类上市公司估值的比较上看, 各市场煤炭板块估值均处在 19-27 倍的区间, A 股市场平均 24 倍的动态市盈率略低于美国市场, 但要比澳洲和香港市场略高。我们对美国市场煤炭股估值做过长期观察, A 股市场的估值波动率要小于美国, 但由于我国独特的能源消费结构和煤炭消费总量影响, 国内煤炭企业成长性和估值水平应比美国高。澳洲煤炭企业目前处于盈利低谷, 从 Bloomberg 给出的市场一致性预期来看, 多数机构认为澳洲煤炭企业缺乏成长空间, 因此估值较低。

图 7 煤炭板块估值水平纵向比较



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

纵向来看, 经统计 2002 年到 2009 年煤炭板块周平均市盈率并进行汇总, 板块平均市盈率为 24.3 倍、市净率为 3.58 倍; 最高市盈率为 78.29 倍、市净率为 18 倍; 最低市盈率 7.9 倍、市净率为 1.63 倍。目前煤炭板块的市盈率为 22.12 倍 (以上均为中报乘二的静态市盈率)、市净率为 4.02 倍, 基本处于历年估值水平中游。我们认为今年下半年各公司业绩将比上半年更好, 因此在行业整体业绩上升的基础上, 当前煤炭板块估值水平优势仍很明显。

3.2 投资建议

以现时点来看, 我们建议关注 3 类公司的投资机会:

第一、 大型动力煤企业: 中国神华、中煤能源、国投新集、大同煤业。近期煤炭港口库存迅速下降, 煤炭价格有所上升, 动力煤价格上涨相对明显。此外, 近期有部分企业开始确定了动力煤合同价格, 我们认为动力煤合同的签订将逐步蔓延, 并且比去年价格应有 4%-8% 的上

涨，市场信心也将受此而得到提振。

第二、 业绩弹性大的焦煤、焦炭企业：西山煤电、云维股份。煤-焦-钢产业链仍在复苏当中，尽管前期钢材价格的下调影响了焦炭价格的继续上涨，但是焦煤价格并未受到影响。我们判断第四季度二级冶金焦价格将在 1750 元以上高位震荡，维持焦炭行业业绩底部已过的判断；炼焦煤价格则在年内仍有提高的可能性。然而需要提醒投资者的是，焦煤、焦炭企业业绩同比增长的可能性较小，应把投资重点放在其未来的业绩增长上。

第三、 毛利较高、业绩有望同比、环比双双增长的企业：大同煤业、兰花科创。

表 3 重点公司投资评级

	2009 EPS (E)	PE	2010EPS(E)	PE	2011EPS (E)	PE
大同煤业	2.04	19.36	2.68	14.74	2.81	14.06
国投新集	0.74	21.35	0.88	17.95	0.99	15.96
西山煤电	1.19	29.46	1.64	21.38	1.93	18.17
云维股份	0.28	52.13	0.67	21.88	0.88	16.63
中国神华	1.54	21.47	1.77	18.68	2.07	15.97
中煤能源	0.63	19.65	0.76	16.29	0.90	13.76
兰花科创	1.84	20.41	2.20	17.07	2.73	13.76
国际实业	0.63	23.02	0.67	21.64	--	

资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

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