

卢平 86-10-88087949
luping@cmschina.com.cn
王培培 86-10-88086945
wangpp@cmschina.com.cn

2009年10月19日

追寻渐次展开的三重机会

煤炭行业2009年四季度投资策略

能源

煤炭

推荐(维持)

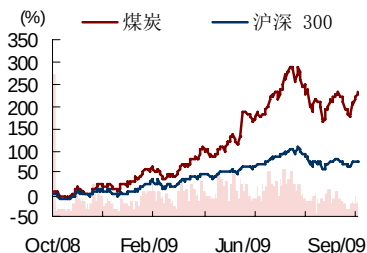
上证指数 3038

行业规模

		占比%
股票家数(只)	27	1.7
总市值(亿元)	12790	5.9
流通市值(亿元)	4493	4.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.1	61.1	234.4
相对表现	1.6	40.5	156.3



相关报告

- 1、《供求维持低位均衡,相对看好4月份行情—煤炭行业09年二季度投资策略》2009/4/7
- 2、《煤价下跌周期中寻找超跌反弹机会—煤炭行业近期投资策略》2008/10/28
- 3、《蓄芳待来年—09年煤炭行业投资策略报告》2008/12/18
- 4、《煤炭行业2009年中期投资策略—短期盘整不改行业长期上升趋势》2009/6/15

国庆节后首日,我们强烈推荐买入煤炭股。短期油价推动煤炭股上涨,中期1-2个月钢铁复苏是投资煤炭股较好的时机,稍长期,11月至次年5月是投资煤炭的黄金时期,因此我们继续维持煤炭行业推荐的投资评级。短期动力煤基本面较好,我们更倾向于受益钢铁逐渐见底的冶金煤。

□ 短期煤炭股跟随国际油价继续走强

- ✓ 危机中凸显资源价值,资源国货币持续强势。一方面,澳大利亚是世界重要的资源国,经济率先复苏,资源品价值愈加凸显。自09年1季度以来,资源国货币持续强势,本次澳洲加息更加强了这一趋势。
- ✓ 国际资源品价格看涨。澳洲加息,美元走软,原油、煤炭等资源品价值面临重估;全球能源需求逐步恢复,市场调高油价预期至90美元/桶。
- ✓ 短期煤炭继续走强。我们对国际油价、煤价以及煤炭股走势进行拟合,结果表明其走势一致,预计近期煤炭股将跟随油价继续走强。

□ 中期关注钢价走势,预期钢价触底回升,买入弹性大的煤炭股。钢铁期货触底反弹,钢价四季度末或明年初或将结束调整。我们对主要钢价指数与煤炭股指数、钢铁股指数进行拟合,结果表明,三者走势一致,煤炭股弹性较大。

□ 煤价上涨预期下,煤炭股PE看到30倍

- ✓ 随着煤炭市场市场化程度不断提高,长约合同煤价与现货煤价并轨成为发展趋势,预计长约价格上涨30元/吨。
- ✓ 国际国内钢铁复苏,预计10年国际焦煤价格将达到180美元/吨,国内冶金煤有大约100元/吨(10%)的上涨空间。
- ✓ 煤价上涨预期下,煤炭股PE看到30倍。

□ 投资建议:维持行业推荐的投资评级

- ✓ 每年11月到次年5月是投资煤炭股的最好时机。
- ✓ 短期动力煤基本面较好,我们更倾向于受益钢铁逐渐见底的冶金煤(业绩和估值弹性大)。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
西山煤电	38.10	1.44	1.11	1.78	34.3	21.4	9.9	强烈推荐-A
潞安环能	46.52	2.46	2.10	2.50	22.2	18.6	6.6	强烈推荐-A
国投新集	18.39	0.65	0.56	0.75	32.8	24.5	5.8	强烈推荐-A
国阳新能	43.63	1.51	2.03	2.06	21.5	21.2	8.4	强烈推荐-A
盘江股份	27.09	1.08	0.85	1.34	31.9	20.2	6.2	强烈推荐-A
中国神华	36.17	1.34	1.60	1.80	22.6	20.1	4.6	强烈推荐-A
平煤股份	31.61	1.91	1.38	1.57	22.9	20.1	5.7	强烈推荐-B
金牛能源	35.65	2.49	1.95	2.28	18.3	15.6	4.6	强烈推荐-B
神火股份	29.77	2.46	0.97	1.73	30.7	17.2	7.3	强烈推荐-A
兰花科创	39.99	2.45	2.10	2.16	19.0	18.5	4.9	强烈推荐-B
开滦股份	25.10	0.67	0.73	0.90	34.4	27.9	6.8	强烈推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、短期煤炭股跟随国际油价继续走强	3
1、危机中凸显资源价值，资源国货币持续强势	3
2、国际资源品价格看涨	3
3、短期煤炭股跟随油价继续走强	4
二、中期关注钢价走势	5
1、钢铁期货触底反弹，钢价四季度末或明年初或将结束调整	5
2、预期钢价触底回升，买入弹性大的煤炭股	5
三、继续看涨煤价，煤炭股估值有一倍提升空间	7
1、长约、现货价格逐步并轨，预计长约价格上涨 30 元/吨	7
2、国际国内钢铁复苏，冶金煤有 10% 上涨空间	7
3、煤炭股 PE 看到 30 倍	7
四、每年 11 月到次年 5 月是投资煤炭股的最好时机	8
五、投资建议	9

图表目录

图 1: 美元指数走势	3
图 2: 国际油价与美国煤炭股走势拟合	3
图 3: 国际油价及煤价走势拟合	4
图 4: 国际油价与美国煤炭股走势拟合	4
图 5: 国际油价和国内煤价走势拟合	4
图 6: 国际油价与国内煤炭股指数走势	4
图 7: 螺纹钢期货价格走势	5
图 8: 煤炭股、钢铁股与国内钢价指数走势拟合	6
图 9: 神华长约合同下水煤价格与秦皇岛现货价格走势	7
图 10: 2003-2006 年煤炭股走势	8
图 11: 2007-2009 年煤炭股走势	8
附表 1: 重点上市公司盈利预测	10

一、短期煤炭股跟随国际油价继续走强

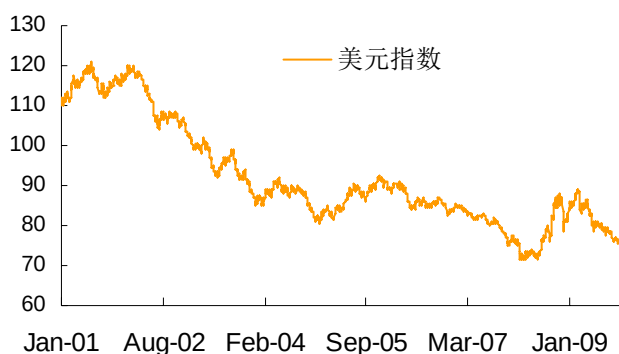
1、危机中凸显资源价值，资源国货币持续强势

10月6日，澳央行加息25个基点，率先迈出经济刺激政策的退出步伐，在一定程度上表明了其对经济实质复苏的肯定，同时也是基于对世界特别是中国经济复苏，资源需求增加的判断。

资源国经济率先复苏，资源价值愈加凸显。澳大利亚是世界重要的资源国，经济主要依靠铁矿石和煤炭等资源品出口。09年初以来，中国四万亿经济刺激政策效果逐渐显现，对资源品需求增加较多，澳洲经济受益于此率先复苏。而日、韩、欧洲等国经济仍未有明确的复苏迹象，这充分显示了资源品在当今经济中的重要作用。资源价值需要重新认识。

资源国货币持续强势。美元指数自09年2月达到近期高点后持续走低，目前为75，8个月下降幅度为15%。澳元对美元汇率09年3月份触底开始回升，到目前为止涨幅近44%。本次澳洲加息后，澳元走强，美元疲弱的走势仍将继续。

图 1：美元指数走势



资料来源：招商证券研发中心

图 2：国际油价与美国煤炭股走势拟合



资料来源：招商证券研发中心

2、国际资源品价格看涨

澳洲加息，美元走软，原油、煤炭等资源品价值面临重估。澳洲加息，澳元将继续对美元升值，那么国际原油价格，以及澳洲出口的以美元计价的煤炭、铁矿石等资源品价格必然上涨。

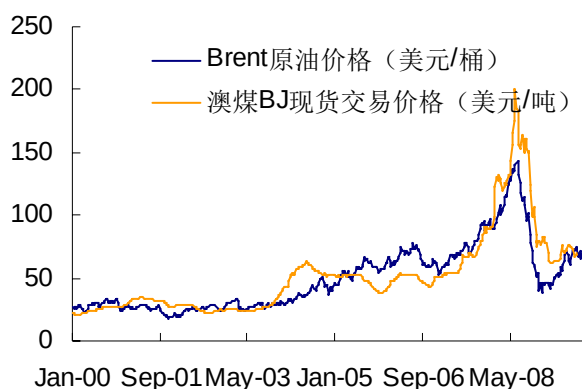
全球能源需求逐步恢复，市场调高油价预期。从近期大宗商品走势看，全球经济基本度过了最困难的时候，对原油的需求也成上升态势，市场普遍调高对油价的预期。欧佩克预测，世界经济恢复将刺激10年原油需求较明显增长，明年世界原油需求将达到日均8493万桶，比09年增长0.83%，即每天增加70万桶。在此基础上，市场预期油价将达到90美元/桶，甚至更高。

3、短期煤炭股跟随油价继续走强

油价、煤价走势一致，资本市场对其波动提前反映，且波幅较大。由于国际油价及煤炭等资源品价格上涨通常反映了现实的或者对未来的能源需求增加的预期，因此国际油价、煤价通常同步上涨，而资本市场则提前反映，时间差大约半年左右，同时煤炭股指数波幅较大。

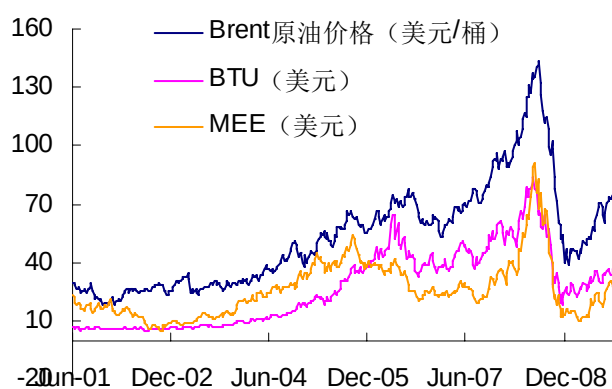
我们对国际油价、澳煤 BJ 价格、美国煤炭股以及 A 股煤炭股指数走势拟合也反映出这一点：煤价与油价走势基本一致，而煤炭股走势与对未来煤价、油价的预期走势一致。

图 3：国际油价及煤价走势拟合



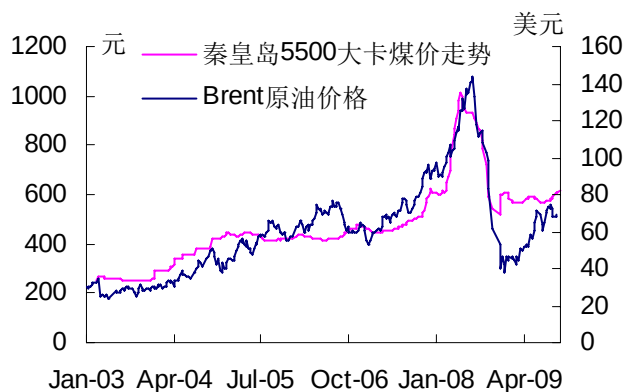
资料来源：招商证券研发中心

图 4：国际油价与美国煤炭股走势拟合



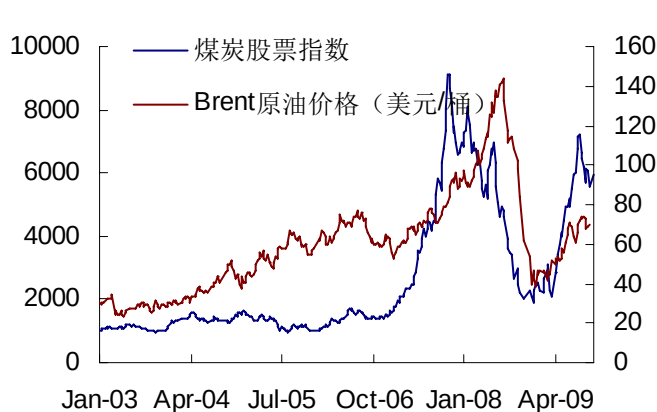
资料来源：招商证券研发中心

图 5：国际油价和国内煤价走势拟合



资料来源：招商证券研发中心

图 6：国际油价与国内煤炭股指数走势



资料来源：招商证券研发中心

因此，从汇率、资源品价格与资本市场的联动关系看，我们认为，澳元升值，美元走软，加上全球能源需求逐步恢复，预期国际油价将攀升，短期煤炭股将跟随国际油价继续走强。

二、中期关注钢价走势

1、钢铁期货触底反弹，钢价四季度末或明年初或将结束调整

钢价自 8 月上旬以来持续下行。以华东地区为例，冷轧从高点 5650 元/吨，下降到目前的 4920 元/吨，降幅 13%；而螺纹钢、热轧、线材降幅均超过 20%。国庆后，一批钢厂也相继调低出厂价，且下调幅度较大。

钢价下跌主要原因在于产能过剩。目前钢铁行业呈现高产量、低需求状况，各类钢材产品库存高企，供大于求矛盾突出。

钢铁期货触底回升。以螺纹钢期货价格为例，自 09 年 8 月达到 4800 元/吨以上的峰值以来，持续震荡下跌，10 月中旬达到 3600 元/吨左右的低点，之后开始连续回升，到目前一周上涨约 5%。

图 7：螺纹钢期货价格走势



资料来源：招商证券研发中心

四季度末或明年初或将完成底部。由于我国经济稳步回升，钢厂对未来需求较乐观，虽然部分下调出厂价，但并未有明显减产，而目前经济复苏进入斜率平稳的过度阶段，需求难有明显增加，因此预计钢价调整仍将延续，而目前钢铁期货有触底回升的迹象，预期钢价在四季度末或明年初或将完成底部。

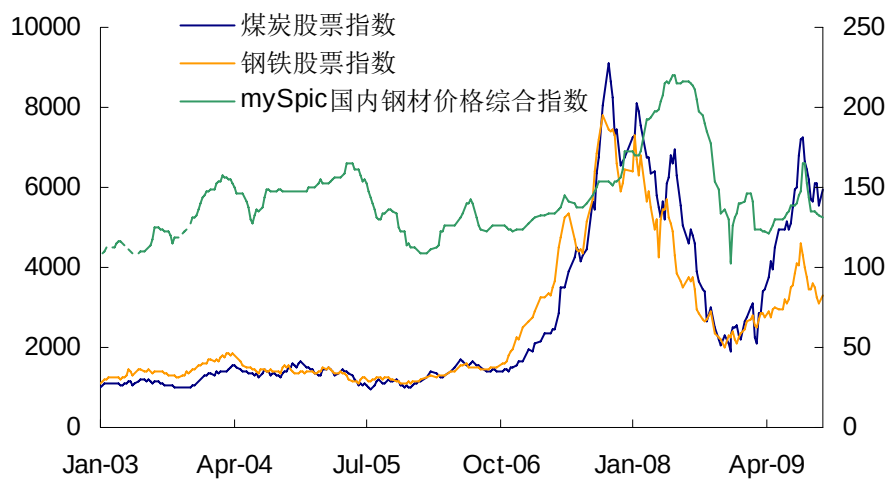
2、预期钢价触底回升，买入弹性大的煤炭股

我们对主要钢材产品综合价格指数与煤炭股指数、钢铁股指数进行了拟合，结果表明：

- (1) 在本轮经济周期和股价调整波动中，钢价与煤炭股指数、钢铁股指数走势拟合较好，煤炭股、钢铁股走势与钢价走势基本同步，或略有提前。
- (2) 煤炭股指数较钢铁股指数具有更大的波动性。

因此，我们认为，在钢价预期筑底完成、并进入上涨通道的情况下，应该提前买入弹性大的煤炭股。

图 8: 煤炭股、钢铁股与国内钢价指数走势拟合



资料来源：招商证券研发中心

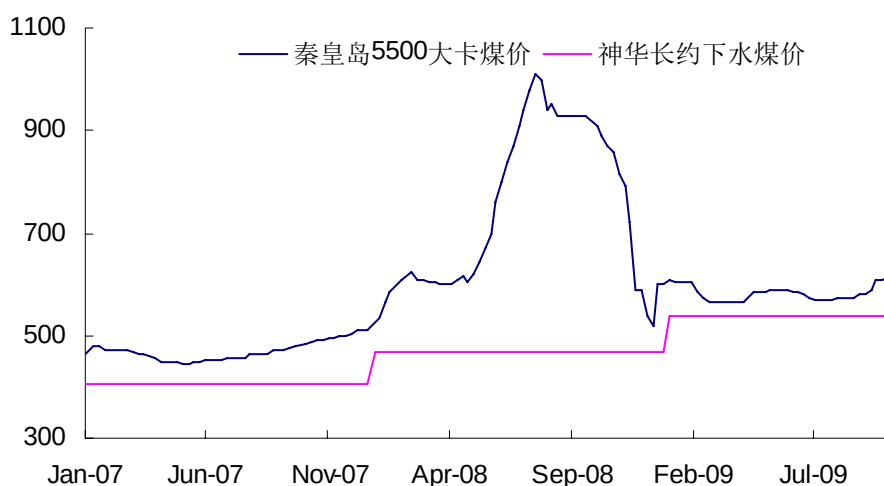
三、继续看涨煤价，股价有较大提升空间

1、长约、现货价格逐步并轨，预计长约价格上涨 30 元/吨

长约合同煤价与秦皇岛现货价格逐步并轨。近年来，随着煤炭市场市场化程度不断提高，长约合同煤价与现货煤价并轨成为发展趋势。

目前长约合同煤价与现货煤价价差较大，预计 10 年长约价格上涨 30 元/吨。以神华长约下水煤价格与秦皇岛 5500 大卡现货价格为例，虽然 09 年两者价差较 08 年已有大幅减小，但目前价差仍有 75 元/吨，从长约、现货价格并轨角度看，在现货价格稳步上涨情况下，长约价格有较大提升空间。我们预计 10 年，长约合同煤价上涨约 30 元/吨。

图9：神华长约合同下水煤价格与秦皇岛现货价格走势



资料来源：招商证券研发中心

2、国际国内钢铁复苏，冶金煤有 10% 上涨空间

预计 10 年国际焦煤价格将达到 180 美元/吨。09 年中期开始世界钢铁需求开始复苏，并有望持续增长，钢厂开工率连续提高；国际钢铁协会预计，09 年钢铁表观消费量同比下降 8.6%，而 10 年则增长 12%。需求持续恢复，同时澳洲加息推动资源品价格上涨，预计 10 年国际焦煤价格将达到 180 美元/吨。

预计国内焦煤价格上涨 100 元/吨左右，约 10%。一方面，国际钢铁复苏，焦煤需求增加，必然挤压中国进口；另一方面，国内经济复苏将加大国内钢铁对焦煤需求增加。进口减少加上需求增加，而供给增量有限，我们预计国内焦煤价格至少上涨 100 元/吨左右，约 10%。

3、煤价上涨预期下，煤炭股 PE 看到 30 倍

按照 10 年业绩，目前煤炭股平均 PE 为 20 倍。而预期煤价有上涨的情况下，我们认为煤炭股得估值可以看到 10 年 PE 30 倍左右，较目前股价有 50% 的上涨空间。

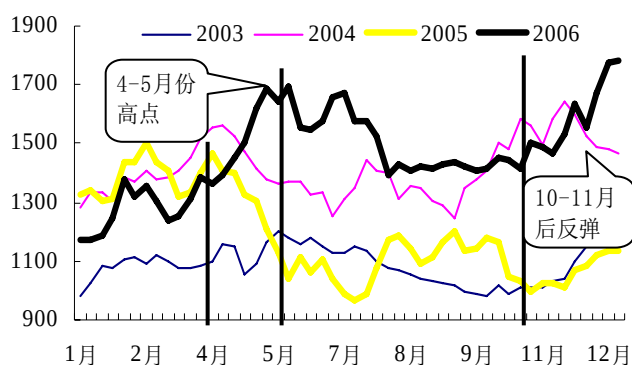
四、每年 11 月到次年 5 月是投资煤炭股的最好时机

煤炭股年度内投资的最好时机是从 11 月左右开始，到第二年的 5 月结束：

(1) 每年 11 月到次年 2 月是我国冬季储煤阶段，煤炭需求旺盛，煤价走强。04 年 - 08 年，冬季日均耗煤均值 158 吨，大于全年日均耗煤 146 吨的水平，同时也大于夏季消费高峰的 152 吨/日。冬季储煤推动需求增加，会对煤价形成较强支撑。

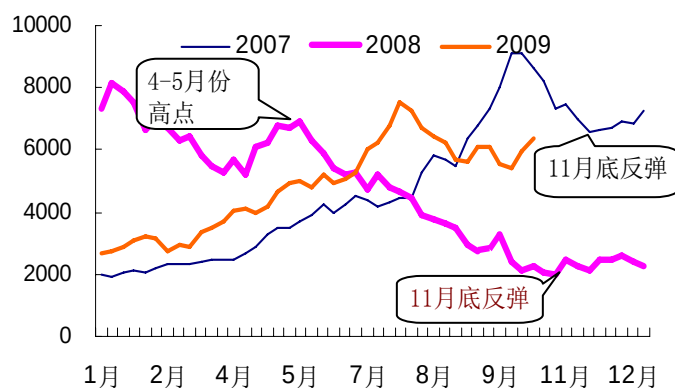
(2) 3~5 月份虽然是我国用煤淡季，但是两会期间小煤矿的停产整顿和煤炭的一季报业绩较好，因而支撑了 3~5 月份的煤炭股行情。

图 10：2003-2006 年煤炭股走势



资料来源：招商证券研发中心

图 11：2007-2009 年煤炭股走势



资料来源：招商证券研发中心

五、投资建议

我们对煤炭行业维持推荐的投资评级:

- ✓ **短期煤炭股跟随国际油价继续走强。**澳洲加息，表明资源国率先复苏，资源在经济中的价值愈加凸显。市场预期国际原油价格可到 90 美元/桶。我们认为，短期煤炭股将跟随国际油价继续走强。
- ✓ **中期关注钢价走势。**近期钢铁期货触底反弹，钢价四季度末或明年初或将结束调整。我们认为，在钢价预期筑底完成、并进入上涨通道的情况下，应该买入弹性大的煤炭股。
- ✓ **继续看涨煤价，股价有较大提升空间。**按照 10 年业绩，煤炭股平均 PE 为 20 倍。煤价上涨预期下，煤炭股 PE 可以看到 30 倍左右，股价较目前有 50% 的上涨空间。
- ✓ **煤种选择：**短期动力煤基本面较好，我们更倾向于受益钢铁逐渐见底的冶金煤（业绩和估值弹性大）。
- ✓ **风险提示：**资源税政策出台；钢价继续下跌，带动炼焦煤现货价格下跌。

附表 1: 重点上市公司盈利预测

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			每股净 资产 (元)	PB (×)
		08A	09E	10E	08A	09E	10E		
A 股									
炼焦煤类									
金牛能源	35.65	2.49	1.95	2.28	14.3	18.3	15.6	7.8	4.6
西山煤电	38.10	1.44	1.11	1.78	26.5	34.3	21.4	3.9	9.9
平煤股份	31.61	1.91	1.38	1.57	16.6	22.9	20.1	5.5	5.7
盘江股份	27.09	1.08	0.85	1.34	25.1	31.9	20.2	4.4	6.2
喷吹煤类									
国阳新能	43.63	1.51	2.03	2.06	28.9	21.5	21.2	5.2	8.4
潞安环能	46.52	2.46	2.10	2.50	18.9	22.2	18.6	7.0	6.6
动力煤类									
中国神华	36.17	1.34	1.60	1.80	27.0	22.6	20.1	7.8	4.6
国投新集	18.39	0.65	0.56	0.75	28.3	32.8	24.5	3.2	5.8
恒源煤电	31.45	1.35	1.41	1.80	23.3	22.3	17.5	8.1	3.9
中煤能源	13.19	0.51	0.59	0.65	25.9	22.4	20.3	5.0	2.7
兖州煤业	19.44	1.32	0.84	1.12	14.7	23.1	17.4	5.4	3.6
大同煤业	44.36	2.25	1.78	2.01	19.7	24.9	22.1	8.6	5.1
转型类									
神火股份	29.77	2.46	0.97	1.73	12.1	30.7	17.2	4.1	7.3
兰花科创	39.99	2.45	2.10	2.16	16.3	19.0	18.5	8.2	4.9
开滦股份	25.10	0.67	0.73	0.90	37.5	34.4	27.9	3.7	6.8
A 股平均	32.03	1.59	1.33	1.63	22.3	25.6	19.7	5.8	5.7
美国									
BTU	41.90	3.52	3.06	3.66	11.9	13.7	11.4	11.0	3.8
ANR	37.66	2.61	3.15	2.66	14.4	12.0	14.2	10.3	3.7
CNX	49.65	2.40	4.58	4.57	20.7	10.8	10.9	8.1	6.1
FCL	0.00	0.25	2.51	2.82	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0
ACI	24.23	2.45	2.05	2.86	9.9	11.8	8.5	12.1	2.0
MEE	33.24	0.68	2.63	2.82	48.9	12.6	11.8	12.1	2.7
YZC	15.28	2.35	2.06		6.5	7.4		6.6	2.3
美国平均	33.66	2.04	2.86	3.23	16.0	9.8	9.5	9.3	3.0
H 股									
中国神华	35.50	1.34	1.60	1.80	26.5	22.2	6.7	6.7	5.3
中煤能源	10.86	0.65	0.59	0.65	16.7	18.4	4.5	4.5	2.4
兖州煤业	12.14	1.66	0.84	1.12	7.3	14.5	4.6	4.6	2.7
H 股平均	19.50	1.22	1.01	1.19	16.8	18.3	5.3	5.3	3.7

数据来源: 招商证券研发整理

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。