



22 December 2009 | 26pages

期待年中行情，尽享全球复苏盛宴

—— 2010 年煤炭行业投资策略

田加伟

86-21-6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

本报告导读：

- 供需增量基本相当，优质煤种弹性大
- 通胀预期下估值水平仍有提升空间
- 关注二、三季度投资机遇，投资建议：买入

投资要点：

■ 供需增量基本相当，优质煤种弹性大

根据我们测算，2010 年全国煤炭产需增长基本相当，但受季节因素，净进口减少，以及年底山西小煤矿复产等因素的影响，全年煤炭供求节奏不匹配将造成煤炭价格阶段性波动。前三季度煤炭价格将保持平稳增长，在需求增加的背景下，优质动力煤、炼焦煤、无烟煤的价格弹性更大。

■ 全球钢铁业复苏下的炼焦煤机遇

国际钢铁行业复苏迹象明显，国际焦煤长协价有望大幅上升，国内钢材价格已出现触底回升的迹象，在钢铁价格回升的带动下，未来炼焦煤价格有较大的上涨空间。炼焦煤稀缺的现状造就其较高的价格弹性，拥有优质炼焦煤资源的公司最为受益。

■ 通胀预期下估值水平仍有提升空间

M1 增速是煤炭行业估值水平的显著先行指标，伴随着 M1 增长而产生的通胀预期是导致煤炭行业估值水平提升的重要原因。若预期未来发生通胀，煤炭行业的估值可达到 30 倍以上 PE 的高水平。2010 年宽松的货币政策将继续实行，通胀预期将逐步得到强化，2010 年煤炭行业可看到 25-30 倍的市盈率水平。

■ 关注二、三季度投资机遇，投资建议：买入

在通胀预期、需求旺盛和供给增量较小等多重因素的推动下，2010 年二、三季度将是投资煤炭行业的最佳时段。从“量”、“价”驱动因素角度，我们重点推荐拥有优质煤炭资源（价格弹性高）和产能大规模增长空间的企业，第一类：价格弹性较大的冶金煤公司，如西山煤电、潞安环能、平煤股份；第二类：持续受益于动力煤价格并轨的企业，如中国神华、中煤能源；第三类：具有强烈资产注入预期的公司，如国阳新能、大同煤业、开滦股份。

■ 重点推荐股票组合

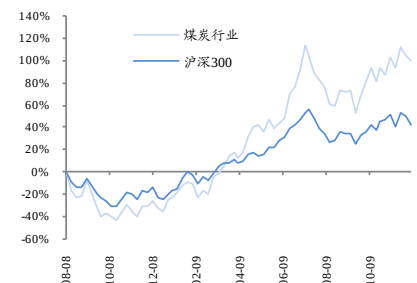
名称	08EPS	09EPS	10EPS	09BPS	08PE	09PE	10PE	09PB	评级
中国神华	1.34	1.71	2.00	8.26	26.21	20.49	17.52	4.24	买入
大同煤业	2.4	1.72	2.10	9.22	19.9	27.77	22.74	5.18	买入
西山煤电	1.44	1.19	1.83	4.19	28.75	34.79	22.62	9.88	买入
国阳新能	1.51	1.99	2.24	5.9	30.62	23.2	20.65	7.84	买入
平煤股份	2.48	1.17	1.59	5.56	13.58	28.79	21.13	6.06	买入
开滦股份	0.78	0.96	1.25	3.88	29.78	24.2	18.58	5.99	买入
潞安环能	2.48	1.97	2.34	7.82	21.48	27.04	22.76	6.81	买入

细分行业评级

煤炭	买入
动力煤	买入
冶金煤	买入
无烟煤	买入

公司推荐

中国神华	买入
中煤能源	买入
兖州煤业	买入
西山煤电	买入
潞安环能	买入
大同煤业	买入
平煤股份	买入
国阳新能	买入
兰花科创	买入
开滦股份	买入



相关报告



正文目录

主要观点与投资建议	4
1. 报告主要逻辑	4
2. 报告独特观点	4
3. 投资建议	4
一、进出口变化与复产进程将主导全年供需节奏	5
1.1. 2010 年产量增长约 3.3 亿吨	5
1.2. 山西小煤矿复产：大约在冬季	5
1.3. 净进口将大幅下降，美元反弹将有阶段性影响	6
1.4. 需求将稳步增长，下游行业表现将有所分化	8
1.5. 供求增量相当，基本平衡格局不改	10
二、供需节奏不匹配加剧煤价波动，关注下游行业周期变化	11
2.1. 供给节奏变化决定煤价前强后弱	11
2.2. 关注全球钢铁业复苏背景下冶金煤投资机遇	11
三、动力煤价格“双轨合一”，大型央企长期受益	13
3.1. 天气因素扰动电煤市场，旺季行情或已透支	13
3.2. 政府放弃干预，动力煤合同价和市场价将趋向统一	13
四、行业估值水平分析	15
五、维持煤炭行业“买入”评级，把握二、三季度投资机遇	17
5.1. 维持行业买入评级，重点把握二、三季度投资机遇	17
5.2. 在“量”、“价”驱动因素下寻找投资标的	17
5.3. 根据以上原则，重点推荐三类公司	18
六、行业重点公司简介	19
七、风险提示	23
7.1. 宏观政策风险	23
7.2. 国际能源价格波动风险	23
7.3. 资源税改革风险	23



图表目录

图 41: 煤炭月度产量及同比增速 (百万吨)	5
图 41: 山西与内蒙古煤炭产量对比 (百万吨)	6
图 39: 煤炭进口量快速回落 (万吨)	6
图 40: 煤炭进口价格与国内煤价拟合	6
图 39: 煤炭出口量见底回升 (万吨)	7
图 40: 煤炭出口价格走势	7
图 41: 澳煤BJ现货价格走势 (美元/吨)	7
图 41: 国际能源价格与美元走势拟合 (美元/吨)	8
图 41: 发电量增速与工业增加值增速拟合 (%)	8
图 39: 水泥产量同比增速 (%)	9
图 40: 生铁产量及同比增速 (万吨)	9
图 39: 火力发电量同比增速 (%)	9
图 40: 合成氨产量同比增速 (%)	9
图 41: 钢材价格与钢材库存变化趋势拟合	11
图 41: 钢材价格与煤焦价格走势拟合	12
图 39: 股价与煤价走势拟合	12
图 40: 股价与钢价走势拟合	12
图 41: 国内外煤炭价格走势拟合 (元/吨)	13
图 41: 2009 初冬煤炭价格涨幅远高于其它年份 (元/吨)	13
图 41: 秦皇岛优质动力煤价格走势 (元/吨)	14
图 41: 原中央财政煤炭企业商品煤与发电用煤价格走势拟合 (元/吨)	14
图 41: 钢材价格与煤焦价格走势拟合	15
图 41: 煤炭行业估值水平变化趋势	16
表 1: 2010 年重点产煤省区煤炭产量增幅预测 (万吨)	5
表 2: 2010 年国内煤炭市场供求增量对比	10
表 3: M1 增速、煤炭行业PE和CPI指数周期统计	15
表 4: 煤炭行业重点上市公司净利润与估值水平	16
表 5: 资产注入资料汇总 (万吨/年)	17
表 6: 重点推荐公司相关资料对比	18
表 7: 重点推荐公司财务预测	18
表 8: 西山煤电主要财务指标	错误! 未定义书签。
表 9: 潞安主要财务指标	错误! 未定义书签。
表 10: 大同煤业主要财务指标	错误! 未定义书签。
表 11: 国阳新能主要财务指标	错误! 未定义书签。
表 12: 资源税改革对重点煤炭上市公司业绩影响	23



主要观点与投资建议

1. 报告主要逻辑

2010 年全国煤炭供需增长基本相当，但受需求波动，进出口形势变化，以及地方煤炭资源整合等因素的影响，全年煤炭供给量的季节波动将较为剧烈。美元反弹带动国际能源价格回调，1 季度煤炭进口量或有反弹，但全年煤炭净进口大幅回落已确信无疑；从 2010 年下半年开始，山西技改矿井将陆续计入投产阶段，贡献的新增产能明显增加，煤炭价格的下行压力将上升。

煤炭下游行业运行状况的变化将会对不同煤种的供求产生重大影响，并孕育着 2010 年煤炭行业重大投资机遇。国际钢铁行业复苏迹象明显，国际焦煤价格有望大幅上升，国内钢材价格已出现触底回升的迹象，在钢铁价格回升的带动下，国内炼焦煤价格有较大的上涨空间。政府不再干涉电煤价格谈判，合同价将于市场价逐步统一，合同煤占比高的公司将长期受益。

根据我们的分析，M1 增速是煤炭行业估值水平的显著先行指标，一般领先于煤炭行业估值水平 6-8 个月见底，并提前 2-5 个月见顶（随着通胀预期的消失时间而定），一个周期大约在 25-30 个月。伴随着 M1 增速而产生的通胀预期是导致煤炭行业估值水平提升的主要原因。对于煤炭行业估值水平的变化，我们总结如下：若预期未来发生通胀，煤炭行业的估值可达到 30 倍左右 PE 的高水平；若预期未来物价平稳，煤炭行业的估值则维持在 20-25 倍 PE 的合理水平；若预期未来发生通缩，则煤炭行业的估值会降到 20 倍以下 PE 的低水平（2009 年初最低曾达到 10 倍）。

中央经济工作会议已经为 2010 年的宏观经济政策定调，宽松的货币政策将继续实行，货币供应量（特别是 M1）仍将保持较快增长，至少上半年的确定性较高。在此背景下，通胀预期将逐步得到强化，因此煤炭行业估值提升的推动因素仍然存在，2010 年煤炭行业可以保持 25-30 倍的市盈率水平。

2. 报告独特观点

一、四季度压力较大。北方的提前入冬以及恶劣天气引发了 10 月底以来的动力煤行情，但季节因素也透支了动力煤价格的上涨潜力，若需求增长不能超预期，则季节性因素导致的强势行情必将随着旺季的离去而结束。四季度是 2010 年山西小煤矿复产的密集期，这将对国内煤炭市场形成较大冲击。此外，随着国内外经济复苏的势头进一步巩固，以及通胀水平的提高，四季度货币具有较大不确定性，供应增速极有可能大幅放缓，并对煤炭行业估值水平形成压力。

二、三季度为最佳投资期。我们认为美国经济短期内难以恢复到前期景气高点，美国加息周期不会很快到来，所以美元反弹持续时间不会太长，二季度后美元反弹的影响将逐步淡化，国内外能源价格重新走高的可能性较高。再加上三季度是煤炭需求旺季，在山西小煤矿复产影响仍然较小的情况下，煤炭市场必将出现火爆行情。在通胀预期、需求旺盛和供给增量较小等多重因素的推动下，我们认为，二、三季度将是投资煤炭行业的最佳时段。

3. 投资建议

煤炭企业的盈利增长主要来自于两个驱动力，即价格提高和销量增加，因此，我们重点推荐拥有优质煤炭资源（价格弹性高）和大规模产量增长空间的企业。根据以上原则，重点推荐三类公司，第一类：价格弹性较大的冶金煤公司，如西山煤电、潞安环能、平煤股份；第二类：持续受益于动力煤价格并轨的企业，如中国神华、中煤能源；第三类：具有强烈资产注入预期的公司，如国阳新能、大同煤业、开滦股份。

维持煤炭行业买入评级。



一、进出口变化与复产进程将主导全年供需节奏

1.1. 2010 年产量增长约 3.3 亿吨

预计 2009 年全国将生产原煤 29.6 亿吨，同比增长 8.93%。其中，内蒙古将成为国内第一产煤大省，全年原煤产量可达到 6.4 亿吨，增幅达 40%；山西由于实施煤炭资源整合，大批小煤矿停产，导致煤炭产量增幅较小，预计全年山西省可实现煤炭产量 6 亿吨，与 2008 年基本持平；新疆地区历史煤炭产量虽然不大（08 年产量约 6100 万吨），但扩张速度迅猛，2010 年全区有望生产原煤 1.5 亿吨，增长约 7000 万吨，成为国内煤炭产量增速最快的地区。

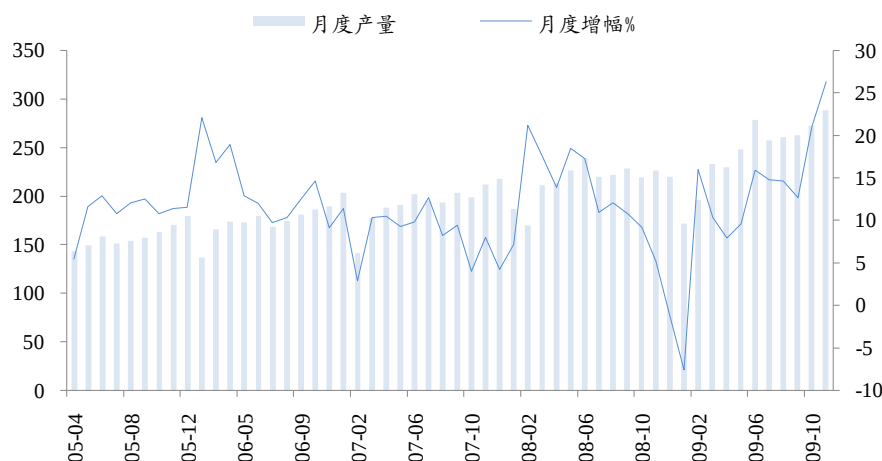
表 1：2010 年重点产煤省区煤炭产量增幅预测（万吨）

	山西	内蒙	新疆	陕西	河南	贵州	其他	全国
2009 年产量	60000	64000	8000	28000	22800	13500	100000	296300
2010 年增量	6000	10000	7000	2000	1500	1500	5000	33000
2010 年产量	67000	74000	15000	30000	24300	15000	105000	329300

数据来源：浙商证券研究所

根据我们的测算，2010 年全国原煤产量大约增长 3.3 亿吨，增幅 11.14%。但受需求波动，进出口形势变化，以及地方煤炭资源整合的因素的影响，全年煤炭供给量的季节波动将较为剧烈。

图 1：煤炭月度产量及同比增速（百万吨）



资料来源：统计局，浙商证券研究所

1.2. 山西小煤矿复产：大约在冬季

山西整合煤炭资源致使大约 2 亿吨的小煤矿产能受到抑制，1-11 月份，山西省实现煤炭产量 5.3 亿吨，预计全年产煤 6.0 亿吨，较 2008 年减少约 4000 万吨。但根据我们的分析，2008 年山西实际煤炭产量远大于 6.0 亿吨的统计数据，主要原因是大量地方和私营小煤矿产量不在统计范围内，而 2009 年山西强力关停小煤矿的举措使得统计外煤炭产能基本退出生产，从而减少了近 2 亿吨的市场供给。虽然 2009 年下半年以来，山西省部分放松了限制条件使得一部分条件较好的小煤矿得以复产，但我们估计仍然有约 1.5 亿吨左右小煤矿产能没有恢复生产。山西煤炭资源整合改变了国内煤炭产能严重过剩的局面，在全球金融风暴中，国内煤炭价格下跌幅度远小于国际煤价跌幅，使得国内煤炭行业顺利度过危机。

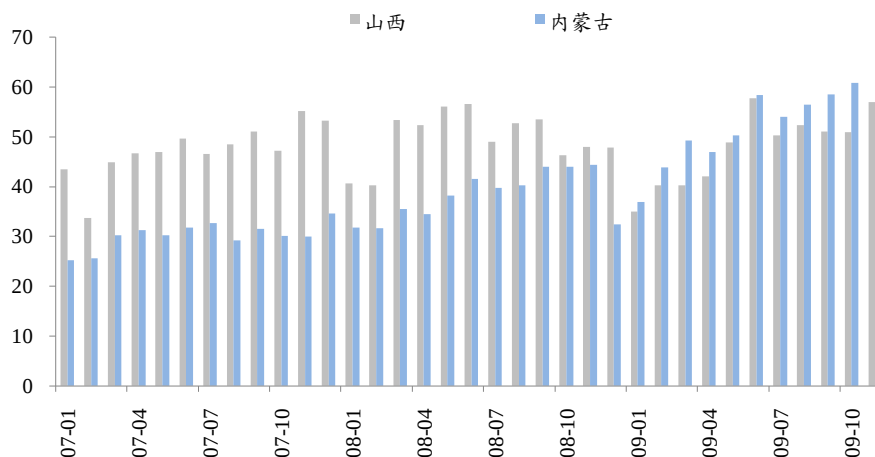
经过资源整合的山西煤炭产量也将逐步恢复，我们判断从 2010 年下半年开始，技改矿井将陆续进入投产阶段，贡献的新增产能明显增加，但山西整合矿井大规模的产能释放将在 2011 年到来。



假设 2010 年小煤矿复产比例达到 1/3, 可增加煤炭产量 4000-5000 万吨, 再考虑新矿井投产和其他在产煤矿升级改造约可提高产量 2000-3000 万吨, 则全年将生产煤炭 6.6-6.8 亿吨, 同比增加 6000-8000 万吨。

在山西煤炭供给能力大幅萎缩的同时, 内蒙古的煤炭产量则快速增长, 1-10 月份增幅达 27%, 部分填补了山西的煤炭外运缺口, 维持了煤炭市场供求的总体均衡。2000 年以来, 内蒙古煤炭产量逐年快速增长, 并于近年进入增长的快车道, 2000 年全区产量仅为 0.72 亿吨, 2008 年则飙升至 4.57 亿吨, 预计 2009 年可进一步增至 6.4 亿吨左右, 同比增长约 40%。2010 年内蒙古煤炭产量仍将快速增长, 保守估计在 1 亿吨以上, 有望保持全国第一的位置。

图 2: 山西与内蒙古煤炭产量对比 (百万吨)



资料来源: 统计局, 浙商证券研究所

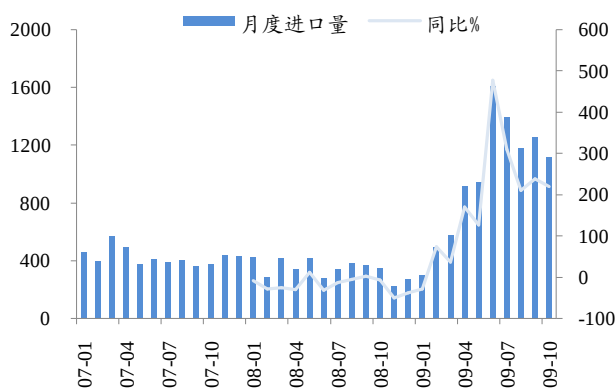
1.3. 净进口将大幅下降, 美元反弹将有阶段性影响

1.3.1. 预计 2009 年全年净进口量近亿吨

重化工业的迅猛发展带动能源需求飞速增长, 进口煤炭的使用比例也随之提高, 特别是我国一直较为稀缺的优质炼焦煤进口增速更快。2009 年将彻底变身煤炭净进口国, 根据统计数据, 1-10 月份全国累计煤炭进口量 9686.8 万吨, 同比增长 169.71%; 假设 11、12 月份进口量均维持 10 月份数量, 预计全年可实现煤炭进口量约 1.2 亿吨, 较 2008 年增长 200% 左右。

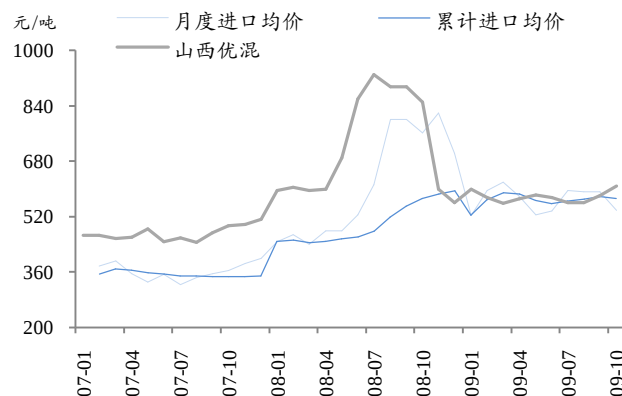
由于国内煤价远高于国外价格水平, 国内煤炭的竞争力急剧下降造成出口大幅萎缩。1-10 月, 全国煤炭进出口 1890 万吨, 预计全年出口量在 2300 万吨左右。全年净进口量预计将达到 9700 万吨。

图 3: 煤炭进口量快速回落 (万吨)



数据来源: 煤炭资源网, 浙商证券研究所

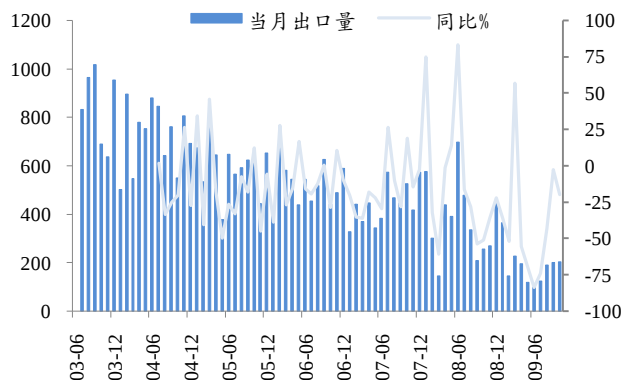
图 4: 煤炭进口价格与国内煤价拟合



数据来源: 煤炭资源网, 浙商证券研究所

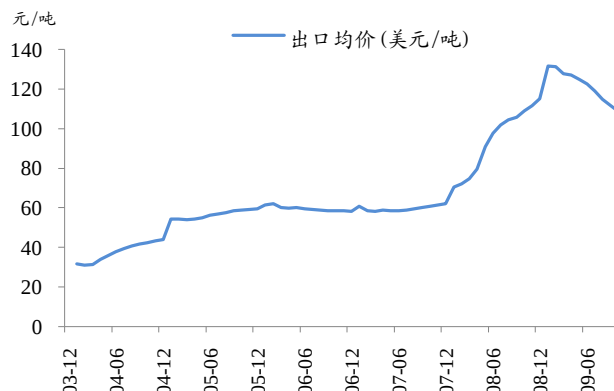


图 5: 煤炭出口量见底回升 (万吨)



数据来源：煤炭资源网，浙商证券研究所

图 6: 煤炭出口价格走势



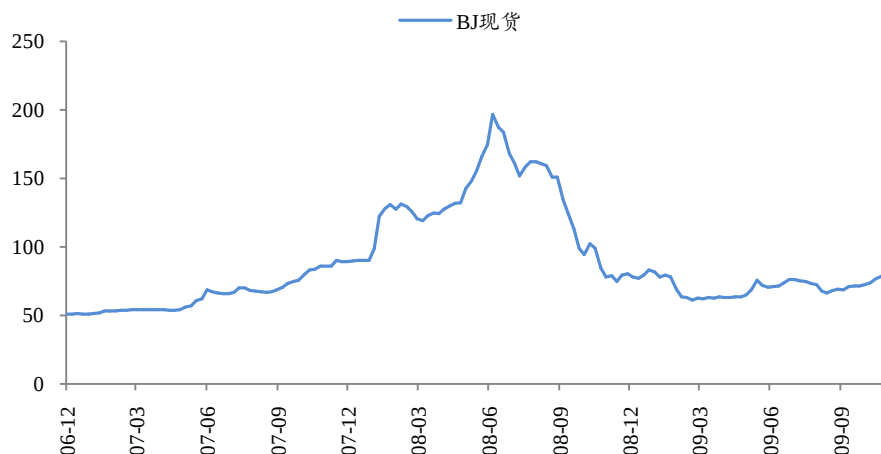
数据来源：煤炭资源网，浙商证券研究所

1.3.2. 国际煤炭供应增量不大，需求复苏有望进一步推高煤价

越南、印度尼西亚等煤炭出口国都在收缩煤炭出口政策，只有澳大利亚和南非会有一些增量。考虑到国际可供煤炭资源有限，如果明年亚太其他国家经济复苏，而中国继续保持大量进口，国际煤价将大幅上涨。亚洲另一个新兴大国印度未来两年新增煤炭进口需求也很庞大，这使全球煤炭资源争夺，特别是优质炼焦煤和无烟煤资源的争夺更加激烈。

日本、韩国、台湾等亚洲主要煤炭进口客户由于本国或本地区内缺少煤炭资源，因而对他们来说，在需求复苏的情况下保证进口量是头等大事，而今年中国过1亿吨的进口量一举占据了国际煤炭贸易量的八分之一，这意味着日本、韩国等要保证进口量，首先要抑制中国的进口冲动，最有效的办法就是提高价格。因此，我们预计2010年动力煤市场价格有望冲高到100美元/吨，而炼焦煤市场价格将达到200美元/吨以上。

图 7: 澳煤 BJ 现货价格走势 (美元/吨)



资料来源：统计局，浙商证券研究所

1.3.3. 2010 年净进口量有望回落到 4000-5000 万吨

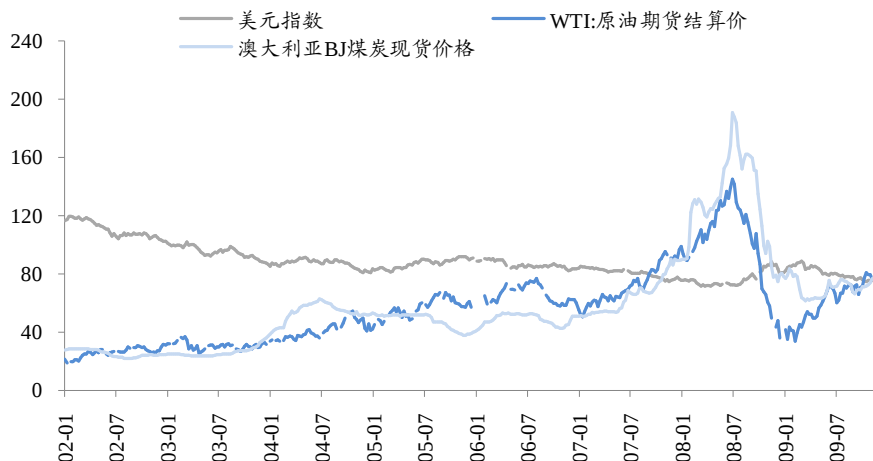
2009年下半年以来，国际煤价反弹致使煤炭进口量快速下降，与6月份1607万吨的最高峰相比，10月份单月进口量已回落至1114万吨。2010年国际煤价在全球经济复苏的推动下继续走高已毋庸置疑，因此2010年煤炭净进口量必将大幅回落，我们预计，2010年全年煤炭进口量有望回落到7000-9000万吨之间，煤炭出口量约在3000-4000万吨之间，这样全年煤炭净进口量可回落到4000-5000万吨之间。

1.3.4. 美元反弹或将带来短期影响，但不改变全年进出口格局



美元走势是影响国际煤价的重要因素之一，2 季度以来国际油价的反弹就是在美元走弱的背景下实现的。近期美国经济好转的迹象明显，美元有较强的反弹要求，这将对国际能源价格的短期走势形成较大负面影响。特别是在目前东部地区电厂存煤不足，国内供给瓶颈尚未彻底解决的情况下，一季度煤炭进口量出现一定反弹的可能性较高。但由于美国经济短期内难以恢复到危机前的景气水平，美联储不会在此情况下贸然加息，因此我们预计美元的反弹的趋势不会持续太久，国际能源价格也将随着美元的重新走弱而恢复强势，因此不会扭转国内全年煤炭净进口回落的趋势。

图 8：国际能源价格与美元走势拟合（美元/吨）

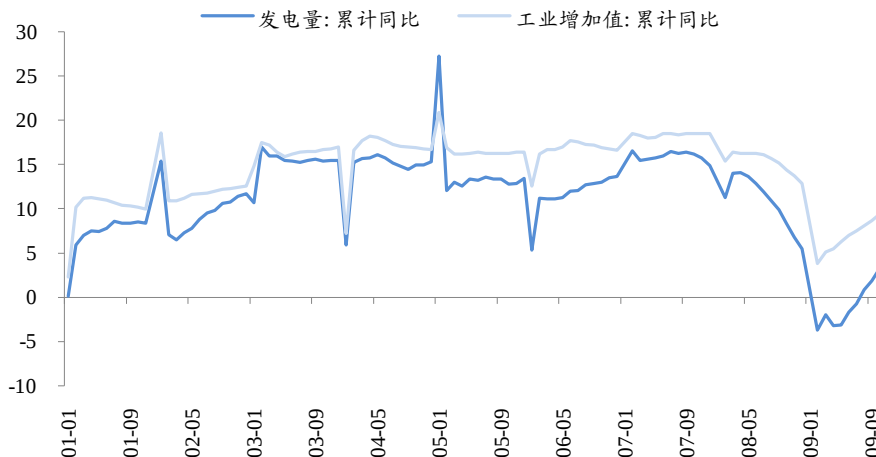


资料来源：wind，浙商证券研究所

1.4. 需求将稳步增长，下游行业表现将有所分化

国家统计局数字显示，中国工业生产正在逐渐回暖，十月份中国工业总产值同比增长 16.6%，环比提高近 5 个百分点，国内主要下游耗煤行业中，占中国煤炭消费百分之 70 左右的火电行业呈稳步回暖走势；十月份全国火力发电量完成 2561 亿度，同比增长 20.8%，直供电厂煤炭消耗呈现快速上升趋势。

图 9：发电量增速与工业增加值增速拟合（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

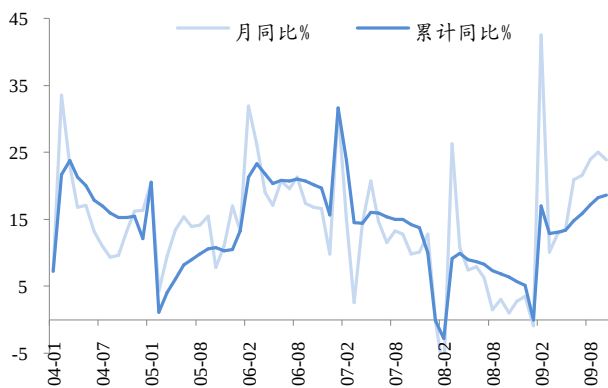
发电量的快速增长，一方面是由于冬季采暖的上升；另一方面也反映了高耗能的重化工业的生产情况持续恢复。2010 年国内外经济复苏的势头将进一步巩固，预计国内经济增长速度在 9%以上，以 2008 年的煤炭消费增长敏感系数（煤炭销量增速与 GDP 增速之比）0.83 为参考，2010 年的煤炭消费增速应当在 7.5%以上。



然而，在四万亿投资的拉动下，2009 年部分高耗能行业增长过快也会为这些行业增长的可持续性带来隐忧。2010 年中央经济政策已经定调在结构调整，我们预计部分高耗能行业将会在 2010 年受到一定抑制，特别是 2009 年增长过快的水泥行业。水泥行业在政府四万亿投资的拉动下实现了爆发式增长，但大规模基础设施投资的不可持续性决定了这种爆发式增长的不可持续性，我们认为 2010 年水泥需求增速下降将在所难免，预计 2010 年产量增速将从 2009 年的 19% 回落到 15% 左右。

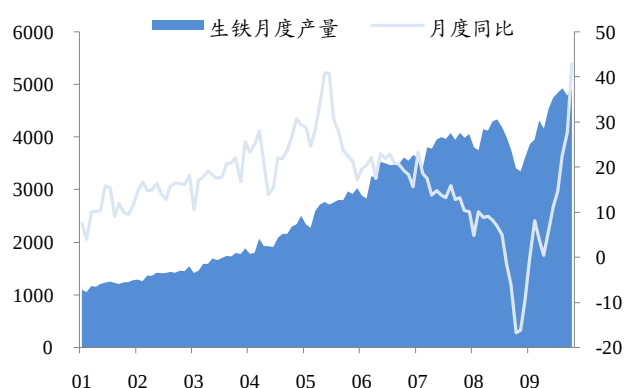
钢铁行业虽然也会受到经济结构调整的影响，但在全球制造业复苏的背景下，钢铁需求量仍将保持快速增长。此外，出口的复苏也将带动钢铁的间接出口。我们预计，2010 年钢铁产量可维持 14 左右的高增长率。

图 10: 水泥产量同比增速 (%)



数据来源: WIND, 浙商证券研究所

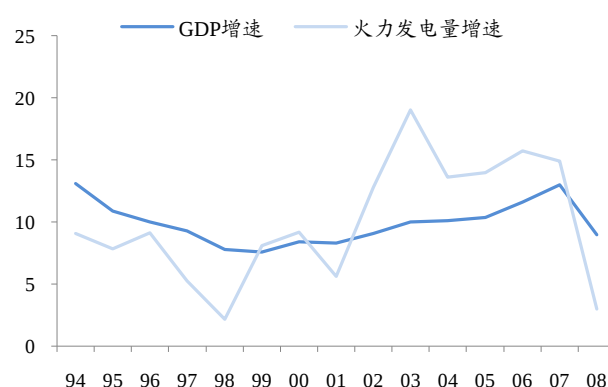
图 11: 生铁产量及同比增速 (万吨)



数据来源: WIND, 浙商证券研究所

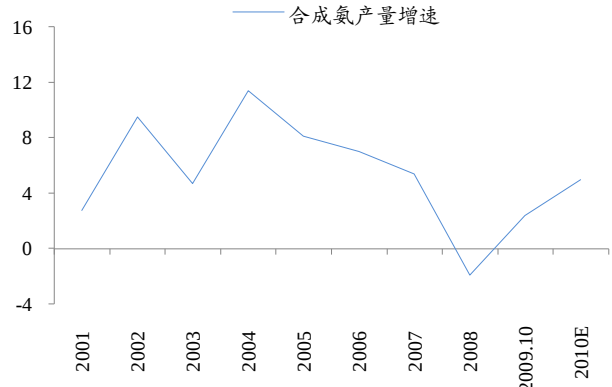
火电发电量增长率和尿素生产量增长率将恢复合理水平。2002-2007 年，在 GDP 快速增长（9% 以上）的同时，火力发电量增速从未低于 10%，考虑到经济结构调整将对能源消费结构产生重要影响，我们保守假设 2010-2011 年火电发电量增长率均为 8%。预计合成氨产量增长率将恢复到年均 5% 的正常水平。

图 12: 火力发电量同比增速 (%)



数据来源: WIND, 浙商证券研究所

图 13: 合成氨产量同比增速 (%)



数据来源: WIND, 浙商证券研究所

根据以上假设，2009-2011 年煤炭需求量分别为 28.64 亿吨、31.29 亿吨和 34.16 亿吨，同比增长 5.27%、9.25% 和 9.18%。



2009-2011 年中国煤炭需求量预测

行业	2008 年 耗煤量 /Mt	下游产量增速/%		预测情景	未来耗煤增速预测/%			未来耗煤量预测/Mt		
		2008	2009.1-10		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
火电	13.65	3.0%	1.8%	乐观	4%	10%	10%	14.20	15.62	17.18
				中性	2.5%	8%	8%	13.99	15.11	16.32
				悲观	1.8%	6%	6%	13.90	14.73	15.61
钢铁	4.61	-0.2%	13.8%	乐观	11%	12%	12%	5.12	5.73	6.42
				中性	14%	13%	13%	5.26	5.94	6.71
				悲观	7%	8%	8%	4.93	5.33	5.75
水泥	3.19	5.2%	18.7%	乐观	21%	18%	16%	3.86	4.55	5.28
				中性	19%	15%	14%	3.80	4.37	4.98
				悲观	17%	14%	12%	3.73	4.25	4.77
合成氨	0.90	-1.9%	2.4%	乐观	4%	7%	7%	0.93	1.00	1.07
				中性	2.5%	5%	5%	0.92	0.97	1.02
				悲观	2%	3%	3%	0.92	0.94	0.97
国内其他	4.40			乐观	2%	5%	5%	4.49	4.71	4.95
				中性	0%	4%	4%	4.40	4.58	4.76
				悲观	-2%	3%	3%	4.31	4.44	4.57
出口	0.45		-50.6%	乐观	-30%	30%	25%	0.32	0.41	0.52
				中性	-40%	20%	15%	0.27	0.33	0.38
				悲观	-50%	15%	10%	0.23	0.26	0.29
合计	27.20			乐观				28.91	32.02	35.41
				中性	5.27%	9.25%	9.18%	28.64	31.29	34.16
				悲观				28.02	29.96	31.97

数据来源：煤炭资源网、浙商证券研究所

1.5. 供求增量相当，基本平衡格局不改

总体上，2010 年煤炭需求快速增长，煤炭供应能力同步增加，煤炭产量增长能够满足增加的需求，煤炭市场总体上仍然是基本平衡的格局。但由于存在产运需结构性矛盾和一些不确定性因素，区域性、结构性、季节性的供需矛盾也将继续存在，不排除在需求旺季出现区域性偏紧的可能。在煤炭结构方面，优质动力煤、炼焦煤、无烟煤等优质煤种供需矛盾会比较突出。

表 2：2010 年国内煤炭市场供求增量对比

项目	增长量（万吨）
产量增长	33000
净进口下降	5000
供给增量	28000
需求增量	26500

数据来源：浙商证券研究所



二、供需节奏不匹配加剧煤价波动，关注下游行业周期变化

2.1. 供给节奏变化决定煤价前强后弱

纵观 2010 年中国煤炭市场，在供需基本平衡的大背景下，虽然煤炭市场出现单边趋势性行情的概率较低，但是季节性、结构性等因素的影响，以及国际能源价格的波动皆会对煤炭市场产生短期冲击，特别是煤炭供需增长节奏的不匹配将对煤炭市场运行产生重要的阶段性影响。在经济稳步增长的背景下，煤炭需求也会保持稳定增长。根据前面的分析，2010 年煤炭供给增量主要集中在下半年，特别是四季度，前三个季度的增速较为平稳，因此，前三个季度国内煤炭市场将保持供求趋紧的总体状况，在此期间煤炭价格将保持上升的趋势；预计从三季度末开始，随着山西小煤矿产能的逐步释放，煤炭市场将逐步趋向宽松，煤炭下行的压力将大大增加。

在前三季度煤价保持强势的情况下，下游产品价格弹性更大的煤种将具有更大的涨价空间。煤炭下游有多个重要行业，不同行业运行周期的变化将会对不同煤种的供求产生重大影响，并孕育着 2010 年煤炭行业重大投资机遇。

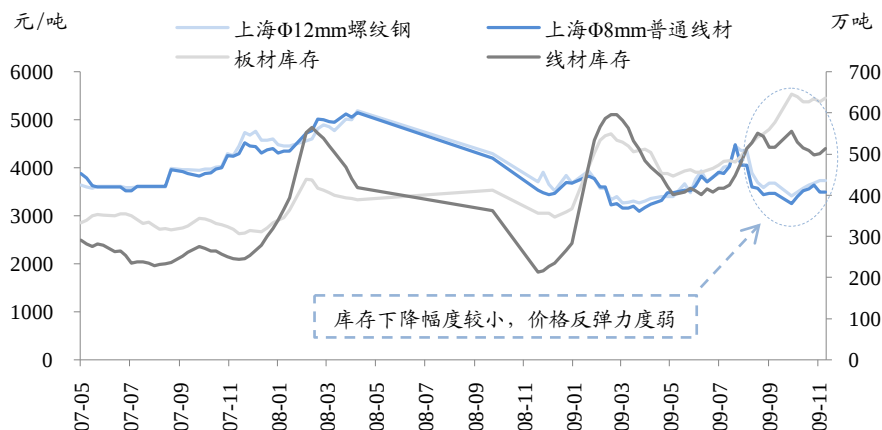
2.2. 关注全球钢铁业复苏背景下冶金煤投资机遇

全球经济回升带动国际钢铁业复苏，2009 年 10 月份全球 66 个国家粗钢产量为 1.12 亿吨，同比增长 13.1%，其中，10 月份中国粗钢产量同比增长 42.4%是推动全球粗钢产量增速达到两位数的主要原因。国际钢铁开工率自从 2008 年 12 月份跌至谷底后开始进入稳定的回升阶段，截至 2009 年 10 月底已提高到 78%的水平，这显示在全球经济稳步复苏带动全球钢铁需求显著回暖。随着经济运行水平的进一步提高，2010 年全球钢铁行业产能利用有望稳定在 80%以上，为了满足正常的生产需要，日本、韩国、台湾等没有焦煤自给能力的国家和地区只得大幅增加炼焦煤采购量，这必将推动国际炼焦煤价格再次大幅上涨。

从目前国际焦煤市场价和市场对全球钢铁行业复苏的判断来看，2010 年国际长协价格有望达到 170-180 美元/吨，考虑运费和税费的到岸价格可能高于当前国内价格。基于对 2010 年炼焦煤市场价格的良好预期，必和必拓已要求日本钢铁制造商将炼焦煤长协价格与现货价格相挂钩，而不是每年一次定价谈判。

国内钢铁行业产能过剩且行业集中度偏低的现实注定其复苏过程更加艰辛，国内钢铁产能严重过剩导致煤焦价格的表现明显弱于国际市场。虽钢铁生产商提价意愿强烈，但钢材库存居高不下，同时又面临国外中低端钢材冲击，国内钢铁市场一直较为低迷，但经过长时间的调整，目前钢材价格已出现触底回升的迹象。

图 14: 钢材价格与钢材库存变化趋势拟合

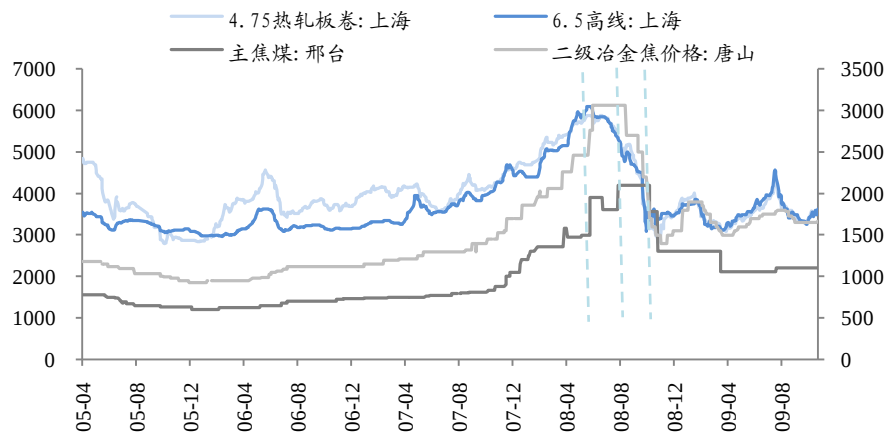


资料来源: wind, 浙商证券研究所



2009年10月份以来钢铁价格的反弹是伴随着行业“去库存化”的过程而出现的，但是在经济复苏的预期下钢铁企业的减产幅度并不大，因此，未来1-2个月内钢铁价格仍将维持小幅震荡向上的走势。随着落后钢铁产能（仍处于亏损状态）的退出，钢铁价格回升的步伐将逐步趋于稳固，2010年一季度后，在钢材消费旺季效应的带动下，钢铁价格有望加速上行，焦煤提价的空间将彻底打开。因此，2010年上半年国内炼焦煤价格有200-300元/吨的上涨空间。

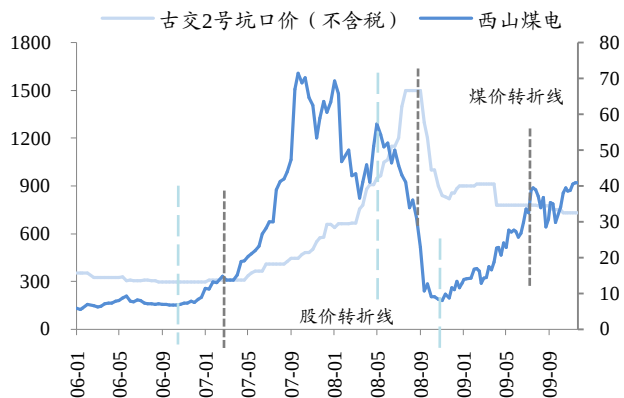
图 15: 钢材价格与煤焦价格走势拟合



资料来源: wind, 浙商证券研究所

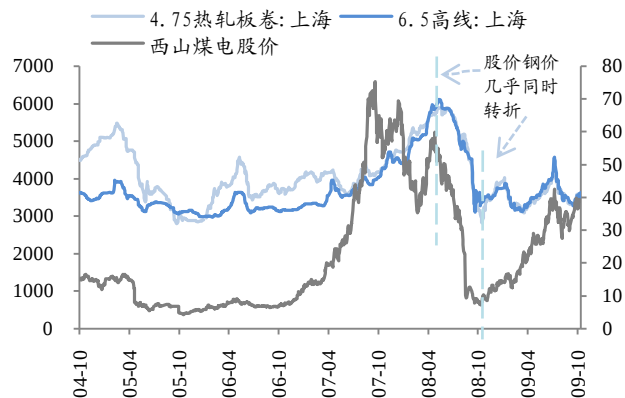
根据对历史数据的分析，炼焦煤价格变动焦炭价格滞后于1个月左右，而焦炭价格变动滞后于钢材价格1-2个月。若排除市场系统性风险的干扰，炼焦煤上市公司股价的变化领先于焦煤价格3-5个月，而与钢铁价格的变动几乎同步。目前钢铁价格正处于历史性底部区域，未来1-2个季度的震荡向上的预期十分强烈。金融危机引起了炼焦煤需求的短期波动，但并不会改变优质炼焦煤储量较少、供给能力增长缓慢的现实，因此，一旦钢铁业走出困境，炼焦煤价格反弹的力度将远大于其他品种。因此，炼焦煤（或喷吹煤）的行情仍值得期待。

图 16: 股价与煤价走势拟合



数据来源: 煤炭资源网, 浙商证券研究所

图 17: 股价与钢价走势拟合



数据来源: 煤炭资源网, 浙商证券研究所

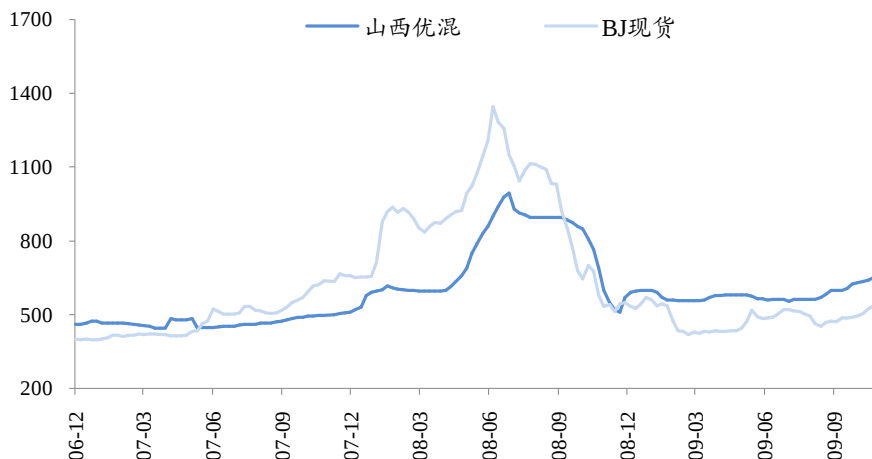


三、动力煤价格“双轨合一”，大型央企长期受益

3.1. 天气因素扰动电煤市场，旺季行情或已透支

北方的提前入冬引发了近期的动力煤行情，十一月雪灾、大风、大雾等恶劣天气引发的运输不畅，加剧了煤炭市场的短期失衡，特别对动力煤价格起了较为明显的推动作用。采暖需求导致冬季成为传统的用煤高峰季节，在旺盛需求的支撑下，整个冬季都会延续供求趋紧的态势，国内和国际煤炭价格在次年3月份之前都会呈现强势特征。并且，随着国际煤价和海运费走高，国内、国际煤价的价差也呈逐步缩小的趋势，2010年进口煤的价格优势将弱化。

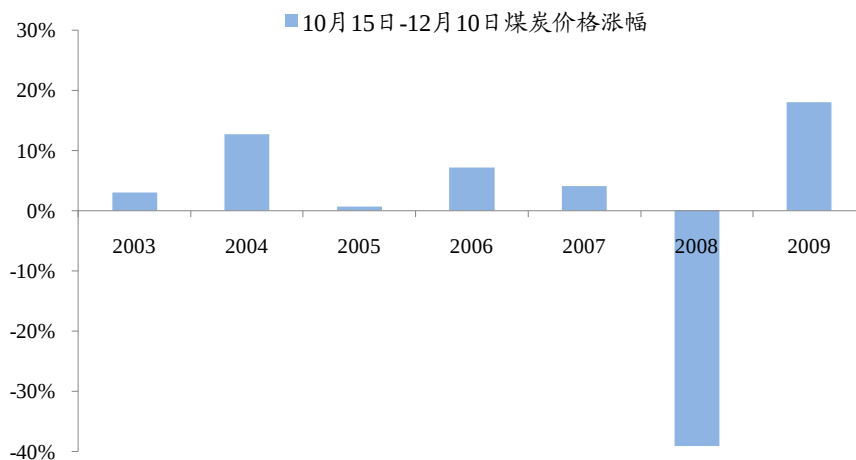
图 18: 国内外煤炭价格走势拟合（元/吨）



资料来源: wind, 浙商证券研究所

但我们认为，季节因素在催生动力煤火爆行情的同时，也提前透支了一季度动力煤价格的上涨潜力，若需求增长不能超预期，则季节性因素导致的强势行情必将随着旺季的离去而结束。如果一季度美元如我们预期开始走强，国际能源价格走低和国内取暖旺季结束的共同作用将大大增加动力煤市场的压力。下半年由于存在山西小煤矿复产的隐忧，我们对动力煤市场持谨慎态度，年中（6-9月份）的夏季需求高峰将是2010年动力煤市场最大的机会，但这仍将受到天气因素的巨大影响而存在一些不确定性。

图 19: 2009 初冬煤炭价格涨幅远高于其它年份（元/吨）



资料来源: wind, 浙商证券研究所

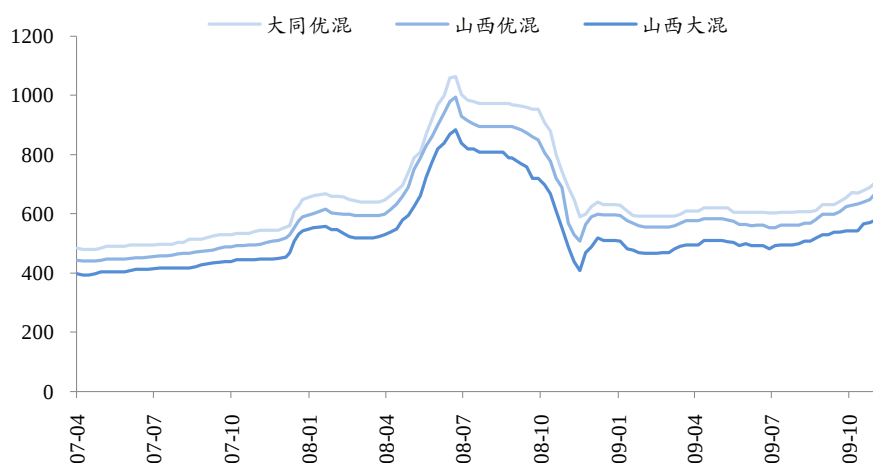
3.2. 政府放弃干预，动力煤合同价和市场价将趋向统一



2009 年煤电双方围绕合同煤价格的争执最后不了了之，与往年最大的不同是，本次争执期间政府一直采取中立态度，而没有干预谈判过程。虽然没有出现电力企业期待的政府干预，但最后煤电双方还是通过特殊的方式（如预付金制度、代理购买方式）实现了电煤交易的顺利进行，并且定价机制更趋于合理。这种结果更加坚定了发改委放弃干预、让市场自行解决争端的信心。据悉，2010 年煤炭产运需衔接将采取网上汇总的方式，传统的“合同汇总会”已确定不再召开，这将有助于电煤供需逐步实现市场化。

在没有政府干预而电煤供求依然顺畅的情况下，政府已经不大可能再次伸出干预之手，电煤合同价与市场价逐步统一已经成为煤电双方基本的共识，在这一过程中，合同煤占比较高的企业将持续受益。对于 2010 年的电煤合同价格，我们认为有 10%左右的上升空间。以中国神华为例，2009 年公司 5500 大卡的下水合同煤价格（含税）为 540 元/吨，2009 年下半年以来国内动力煤价格持续反弹，截至 2009 年 12 月 1 日，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格已经达到 670 元 /吨，较神华合同煤价格高出 24%。

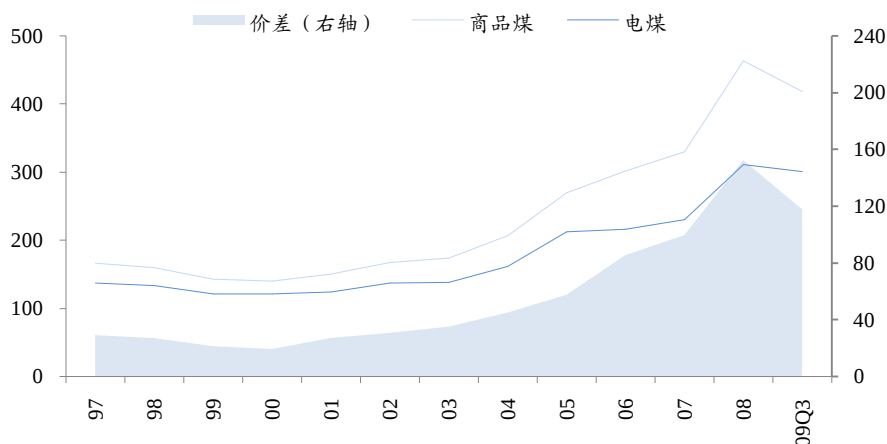
图 20：秦皇岛优质动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，浙商证券研究所

随着煤炭生产集中度的提高，煤炭企业因手握资源而逐步在煤电博弈过程占据有利位置，合同煤与市场煤巨大的差异将成为大型煤炭企业要求提高合同煤价格的充分理由。但考虑到下游行业的承受能力，我们认为合同煤与市场煤价格一次性并轨的可行性不大，而 10%的提价幅度皆在双方的可接受范围内，因此将是可能性最大的方案。

图 21：原中央财政煤炭企业商品煤与发电用煤价格走势拟合（元/吨）



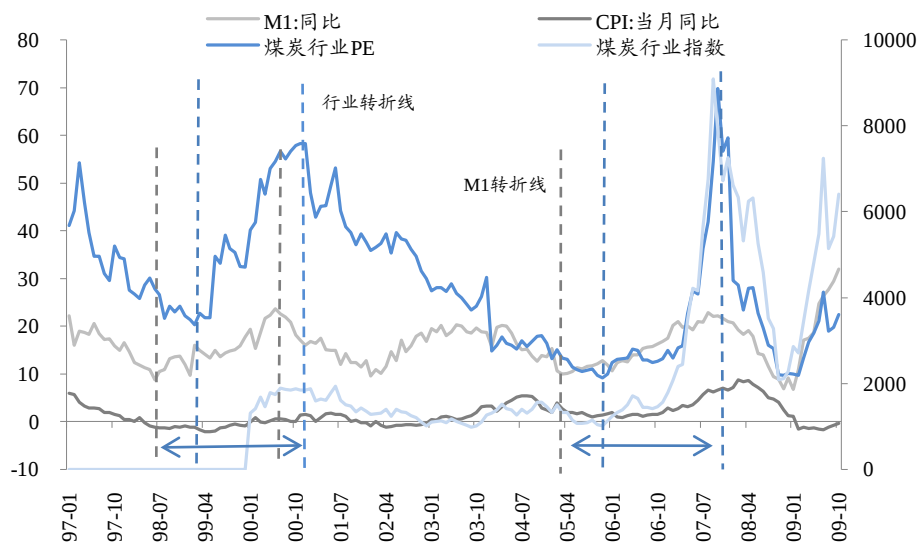
资料来源：煤炭资源网，浙商证券研究所



四、行业估值水平分析

煤炭行业作为一个发展成熟的传统能源行业，从其长期增长潜力来言，不具备获得高估值水平的充分理由，然而我们通过拟合发现，煤炭行业估值水平总是随着货币供应量（M1）的增加而提高，并随着 CPI 指数的见顶（或略有提前）而回落。这说明在货币供应量大幅增加的情况下，市场因担心未来出现通货膨胀而倾向于投资具有较强抗通胀能力的上游资源品行业，从而使得煤炭行业获得高估值水平。因此，我们认为，通胀预期是煤炭行业获得高估值水平的最重要因素之一。

图 22：钢材价格与煤焦价格走势拟合势拟合



资料来源：wind，浙商证券研究所

自 1997 年以来，煤炭行业共出现两次估值水平的大幅提升，而同时皆伴随着货币供应量（M1）增速的大幅上升。第一次出现在 1998 年 6 月-2000 年 10 月，该时间段恰好发生在亚洲金融危机过后，且 1998 年又遭遇特大洪灾，国内经济面临较大的通缩压力，中央政府从 1998 年中期开始实施宽松的货币政策，M1 增长率迅速从 1998 年 6 月份的 8.7% 一路上升至 2000 年 6 月份的 23.7%，而后开始回落；而煤炭行业估值水平则是 1999 年 2 月份开始上升，行业平均 PE 从 20 倍飙升到 2000 年 11 月份的 58 倍；CPI 指数的表现则更滞后一些，直到 1999 年 9 月份才见底，并于 2001 年 5 月份到达顶峰。

第二次出现在 2005 年 3 月份-2007 年 10 月份，M1 增长率从 2005 年 3 月份的 9.9% 上升到 2007 年 8 月份的高点 22.8%；而煤炭行业估值水平则是 2005 年 11 月份开始上升，行业平均 PE 从 9.1 倍飙升到 2007 年 10 月份的历史最高点 69.8 倍，并随着国际金融危机而发生而回落；CPI 指数则是于 2006 年 3 月份见底，并直到 2008 年 2 月份才到达顶峰。

表 3：M1 增速、煤炭行业 PE 和 CPI 指数周期统计

	M1 周期	M1 增速区间	估值周期	行业 PE 区间	CPI 周期	CPI 指数区间
第一次	1998.6-2000.3	8.7%-28.7%	1999.2-2000.8	20-58	1999.9-2001.5	-1.3-1.7
第二次	2005.3-2007.8	9.9%-22.8%	2005.11-2007.10	9.1-69.8	2006.3-2008.2	0.8-8.7

资料来源：wind，浙商证券研究所

根据我们的分析，M1 增速是煤炭行业估值水平的显著先行指标，一般领先于煤炭行业估值水平 6-8 个月见底，并提前 2-5 个月见顶（随着通胀预期的消失时间而定），一个周期大约在 25-30 个月。并且我们认为，在通胀预期下煤炭产品较强的提价能力是导致煤炭行业估值水平提升的主要



原因。

对于煤炭行业估值水平的变化，我们总结如下：若预期未来发生通胀，煤炭行业的估值可达到 30 倍左右 PE 的高水平；若预期未来物价平稳，煤炭行业的估值则维持在 20-25 倍 PE 的合理水平；若预期未来发生通缩，则煤炭行业的估值会降到 20 倍以下 PE 的低水平（2009 年初最低曾达到 10 倍）。

中央经济工作会议已经为 2010 年的宏观经济政策定调，宽松的货币政策将继续实行，货币供应量（特别是 M1）仍将保持较快增长，至少上半年的确定性较高。在此背景下，通胀预期将逐步得到强化，因此煤炭行业估值提升的推动因素仍然存在，2010 年煤炭行业可以保持 25-30 倍的市盈率水平。

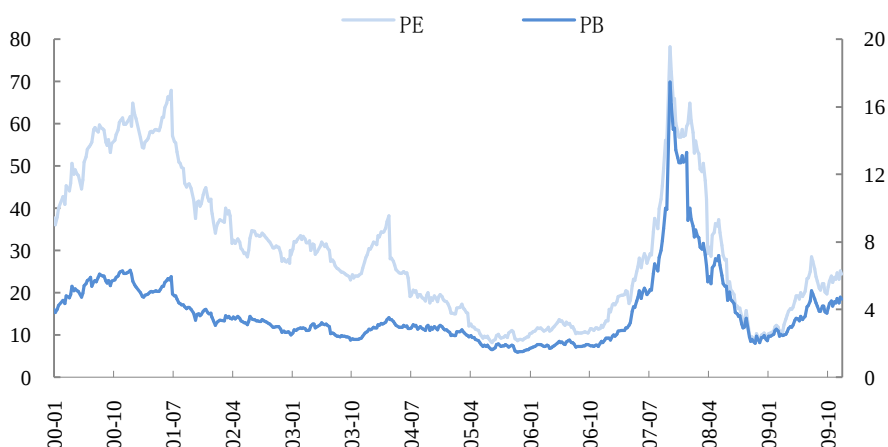
根据测算，我们重点关注的 10 家大型煤炭上市公司，2009 年可实现净利润 584.71 亿元，较 2008 年增长约 6.1%；2010 年将实现净利润 718.33 亿元，较 2009 年增长约 22.85%。我们保守假设煤炭行业所有上市公司净利润同比增长 20%，以 12 月 17 日股价来看，煤炭行业 2009 年动态市盈率为 24 倍，则 2010 年动态市盈率仅为 20 倍，煤炭行业估值水平尚有较高的提升空间。

表 4：煤炭行业重点上市公司净利润与估值水平

股票名称	总股本	09 净利润	10 净利润	净利润同比	09PE	10PE	PB
中国神华	198.90	340.11	397.79	16.96%	20.49	17.52	4.24
中煤能源	132.59	76.90	103.42	34.48%	24.10	17.92	2.75
兖州煤业	49.18	42.30	55.09	30.23%	27.62	21.21	4.24
大同煤业	8.37	14.39	17.57	22.09%	27.77	22.74	5.18
西山煤电	24.24	28.85	44.36	53.78%	34.79	22.62	9.88
国阳新能	9.62	19.18	21.54	12.34%	23.20	20.65	7.84
平煤股份	13.97	16.35	22.27	36.21%	28.79	21.13	6.06
开滦股份	12.35	11.85	15.43	30.21%	24.20	18.58	5.99
潞安环能	11.51	22.67	26.92	18.76%	27.04	22.76	6.81
兰花科创	5.71	12.11	13.94	15.09%	18.82	16.35	4.55
合计/加权平均		584.71	718.33	22.85%	23.69	18.70	4.37

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 23：煤炭行业估值水平变化趋势



资料来源：wind，浙商证券研究所



五、维持煤炭行业“买入”评级，把握二、三季度投资机遇

5.1. 维持行业买入评级，重点把握二、三季度投资机遇

5.1.1. 一、四季度压力较大

北方的提前入冬引发了近期的动力煤行情，十一月雪灾、大风、大雾等恶劣天气引发的运输不畅，加剧了煤炭市场的短期失衡。但我们认为，天气因素在催生动力煤火爆行情的同时，也提前透支了一季度动力煤价格的上涨空间，若需求增长不能超预期，则季节性因素导致的强势行情必将随着旺季的离去而结束。如果一季度美元如我们预期保持强势，国际能源价格走低和国内取暖旺季结束的共同作用将大大增加动力煤市场的压力。

根据我们前面的预计，四季度是 2010 年山西小煤矿复产的密集期，这将对煤炭国内煤炭市场形成较大冲击，因此，我们对第四季度的煤炭价格持谨慎态度。此外，随着国内外经济复苏的势头进一步巩固，以及通胀水平的提高，四季度货币具有较大不确定性，供应增速极有可能大幅放缓，并对煤炭行业估值水平形成压力。

5.1.2. 二、三季度为最佳投资期

经过危机打击，我们认为美国经济短期内难以恢复到前期景气高点，美国加息周期不会很快到来，至少 2010 年上半年的可能性极小，所以本轮美元反弹持续时间不会太长，二季度后美元反弹的影响将逐步淡化，国内外能源价格重新走高的可能性较高。再加上三季度是煤炭需求旺季，在山西小煤矿复产影响仍然较小的情况下，煤炭市场必将出现火爆行情。

在通胀预期、需求旺盛和供给增量较小等多重因素的推动下，我们认为，二、三季度将是投资煤炭行业的最佳时段。

5.2. 在“量”、“价”驱动因素下寻找投资标的

煤炭企业的盈利增长主要来自于两个驱动力，即价格提高和销量增加。虽然我们判断 2010 年煤炭市场总体供需平衡，但煤炭供求中结构性的矛盾仍然存在，特别是优质动力煤、炼焦煤、无烟煤等优质煤种的相对短缺状况不会得到多大缓解。因此，拥有这些优质煤炭资源的企业将在相对均衡的市场中将获得优于其他公司的业绩表现，我们看好拥有优质炼焦煤资源的西山煤电和平煤股份，拥有优质动力煤资源的大同煤业，拥有优质无烟煤资源的国阳新能，以及拥有优质喷吹煤资源和先进加工工艺的潞安环能。

此外，发改委明确表示不再干预煤电双方价格谈判，这充分显示了政府理顺能源定价机制、消除价格双轨制的决心，未来煤炭合同价与市场价统一将是必然趋势，合同煤（价格远低于市场价格）占比高的公司将会因此而长期受益，如中国神华、中煤能源和大同煤业。

在供需均衡、价格相对稳定的市场中，产量增长将是企业寻求业绩增长的重要途径，煤炭产量增长主要通过两种方式实现，一是自建矿井投产；二是收购其他企业的现有矿井。因此拥有大规模在建产能和资产注入的公司将有更大的业绩增幅。未来两年内，自建矿井投产带来产量大幅增加的公司主要有西山煤电、大同煤业；而希望通过大股东资产注入实现产能爆发式增长的是国阳新能（已公告收购集团一煤矿）、大同煤业、开滦股份。

表 5: 资产注入资料汇总（万吨/年）

公司名称	公司产能	集团产能	产能占集团比例	预计注入产能	拟注入煤矿
国阳新能	1960	6000	32.7%	1200	五矿、景新矿
大同煤业	2500	13000	19.2%	2300	燕子山矿、口泉沟 4 矿



开滦股份 780 3500 22.3% 1800 在产8座矿井

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.3. 根据以上原则，重点推荐三类公司

第一类：在全球钢铁业复苏背景下，煤炭价格弹性大的冶金煤公司，如西山煤电、潞安环能、平煤股份；第二类：在动力煤价格逐步实现“双轨合一”的背景下，因合同煤占比高而持续获益的公司，如中国神华、中煤能源；第三类：具有强烈资产注入预期（即产量大幅增长预期）的公司，如国阳新能、大同煤业、开滦股份。

表 6：重点推荐公司相关资料对比

	主要煤种	价格弹性	产量增长	资产注入	备注
西山煤电	炼焦煤	高	1000	不确定	产量增长来自兴县斜沟矿
潞安环能	喷吹煤	高	200	不确定	整合小煤矿进展较快
平煤股份	炼焦煤	高	300	不确定	靠近钢铁用户，具有区位优势
大同煤业	动力煤	较高	400-500	可能性较高	煤质好，靠近大秦线
国阳新能	无烟煤	较高	150	可能性较高	煤价持续稳定增长
开滦股份	炼焦煤	高	50	可能性较高	地处钢铁大省，具有区位优势
中国神华	动力煤	低	2000	不确定	业绩稳定增长，受益合同煤提价
中煤能源	动力煤	低	1000	不确定	业绩稳定增长，受益合同煤提价

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 7：重点推荐公司财务预测

股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	09BPS	08PE	09PE	10PE	09PB	评级
中国神华	1.34	1.71	2.00	7.79	27.37	21.40	18.30	4.70	买入
中煤能源	0.52	0.58	0.78	4.97	28.04	25.14	18.69	2.93	买入
平煤股份	2.40	1.18	1.58	5.35	18.66	28.80	21.62	4.60	买入
大同煤业	2.40	1.72	2.10	8.62	19.98	27.87	22.83	5.56	买入
西山煤电	1.44	1.19	1.83	3.86	29.70	35.94	23.37	11.08	买入
国阳新能	1.51	1.99	2.24	5.17	32.17	24.37	21.69	9.39	买入
开滦股份	0.78	0.96	1.25	3.68	29.78	24.20	18.58	6.31	买入
潞安环能	2.48	1.97	2.33	7.01	22.52	28.35	23.97	7.97	买入

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



六、行业重点公司简介

西山煤电(000983)

即将迎来产能大规模释放的收获期

——西山煤电调研简报

姓名：田加伟
86-21-6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

本报告导读：

- 焦煤售价短期保持稳定
- 未来3年产量年均增长1000万吨
- 斜沟矿是未来两年业绩增长的亮点

投资要点：

■ 焦煤售价稳中趋升，2010 年仍有上涨空间

近期钢铁价格持续小幅反弹带动焦煤价格稳中趋升，公司也率先宣布提高2010 年焦煤售价，继续引领国内焦煤市场价格趋势。在全球经济持续复苏的背景下，全球制造业回暖必将带动钢铁需求持续增加，进而带动焦煤价格上涨。焦煤资源依然稀缺的情况下，焦煤价格对于需求增加的弹性远大于其他煤种。我们预计，2010 年国内价格仍有 200-300 元/吨的上涨空间。

■ 新项目投产将带来年均增量 1000 万吨

规划产能 3000 万吨的兴县斜沟矿将在 2010-2012 年分别贡献新增产量 1000 万吨、1000 万吨和 500 万吨，内蒙古巴彦高勒矿将在 2012 年增加公司煤炭产量 400 万吨，在不考虑整合小煤矿产量的情况下，未来 3 年公司每年可实现 1000 万吨的产量增长，“再造西山”的构想即将变成现实。

■ 斜沟矿是未来两年业绩增长的亮点

斜沟矿 08 年试生产阶段的吨煤开车成本仅 120 元，大大低于公司现有矿井；所产原煤售价在 350 元/吨左右，毛利率高达 65%，吨煤净利约 150 元，每年增加净利润 15 亿元。斜沟矿将是公司未来两年业绩增长的亮点。

■ 投资建议：买入

预期 2009-2011 年公司 EPS 为 1.15 元、1.83 元和 2.56 元。给与公司 2010 年 25 倍目标市盈率，公司合理估值 45.75 元/股。投资建议：买入

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009A	2010E	2011E
主营收入	7802.8	13254.9	12539.0	18214.0	23484.0
(+/-)%	11.83%	69.87%	-5.40%	45.26%	28.93%
经营利润 (EBIT)	2261.9	5454.7	4989.8	7173.1	9803.7
(+/-)%	10.6%	183.1%	-18.9%	51.4%	41.1%
净利润	1051.5	3489.4	2882.4	4400.7	6229.8
(+/-)%	9.0%	231.9%	-17.4%	52.7%	41.6%
每股净收益 (元)	0.87	1.44	1.15	1.83	2.57
每股股利 (元)	0.45	0.42	0.40	0.61	0.85
利润率和估值指标	2007	2008	2009A	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	40.57%	51.48%	46.73%	47.93%	50.77%
ROE (%)	17.82%	37.52%	23.66%	28.00%	30.20%
ROIC (%)	13.05%	27.39%	17.85%	19.22%	22.25%
PE	40.3	24.3	29.4	19.3	13.6
PB	7.19	9.12	6.96	5.40	4.11
EV/EBITDA	19.2	15.7	16.6	10.8	7.5

评级：买入

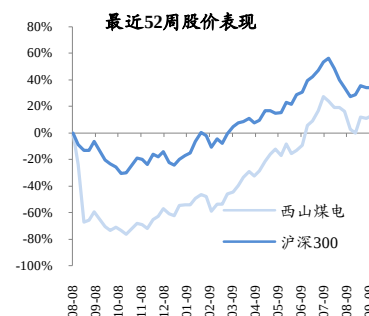
上次评级：买入

目标价格：¥ 45.75

上次预测：¥ 0.00

当前价格：¥ 33.20

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.30
2Q/2009	0.24
3Q/2009	0.30
4Q/2009	0.31



公司简介

公司位于我国优质炼焦煤基地太原古交矿区，所产主焦煤和肥煤为全球稀缺煤种。兴县斜沟矿投产将使公司煤炭产量两年内翻番。

相关报告



璐安环能(601699)

引领行业技术潮流的喷吹煤霸主

姓名: 田加伟

86-21-6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

- 本报告导读:
- 煤炭售价将保持相对稳定
 - 未来2年产量年均快速增长
 - 整合小煤矿4400万吨, 增长后劲知足

投资要点:

■ 追求与客户共赢, 短期售价力求稳定

钢铁行业盈利能力依然偏低, 难以承受冶金煤价格大幅波动, 公司一直追求合作共赢的销售策略, 因此将保持煤炭售价和供应的稳定。但国内经济复苏的势头没有改变, 钢铁价格的短期波动不会影响公司的销售策略。长期看, 炼焦煤因其稀缺性价格必将持续上涨, 喷吹煤由于和炼焦煤具有稳定的比价效应, 价格也必将持续上涨。

■ 未来2年产量年均快速增长

预计2009年公司可生产原煤2850万吨, 未来两年煤炭产量仍将快速增长。2010年的增量主要来自与姚家山矿试生产及屯留矿实现满产带来的产量增长, 预计可增加煤炭产量200万吨; 2011年的增量主要温庄上庄煤矿技改后复产及姚家山矿的投产, 预计可增加煤炭产量400万吨。

■ 整合地方煤矿4400万吨, 增长后劲十足

公司在山西6个地市共整合了110座小煤矿, 现有产能2391万吨/年, 改造完成后可达到4400万吨/年, 预计2012-2013年将公司煤炭产量将有爆发式增长, 年均1000万吨以上。

■ 投资建议: 买入

预期2009-2011年公司EPS为1.97元、2.34元和2.88元。给与公司2010年25倍目标市盈率, 公司目标价58.55元/股。投资建议: 买入

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	9948.5	16669.9	17332.0	19468.5	22440.0
(+/-)%	20.8%	67.6%	4.0%	12.3%	15.3%
经营利润 (EBIT)	1937.9	3556.2	4010.0	4183.9	5303.9
(+/-)%	87.9%	83.5%	12.8%	4.3%	26.8%
净利润	980.7	2850.2	2267.0	2688.6	3308.7
(+/-)%	12.1%	190.6%	-20.5%	18.6%	23.1%
每股净收益 (元)	1.53	2.48	1.97	2.34	2.88
每股股利 (元)	0.72	1.00	0.80	0.70	0.86
利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	29.5%	41.1%	31.2%	32.2%	33.5%
ROE (%)	21.7%	36.2%	25.2%	25.0%	25.0%
ROIC (%)	16.1%	29.3%	20.1%	20.4%	20.8%
PE	24.5	15.2	20.6	17.4	14.1
PB	5.32	5.50	5.20	4.34	3.52
EV/EBITDA	10.6	11.9	11.4	10.8	8.2

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: ¥58.55

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥40.60

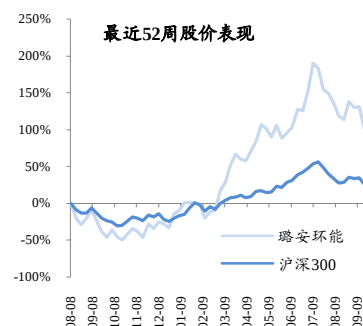
单季度业绩 元/股

1Q/2009 0.60

2Q/2009 0.42

3Q/2009 0.42

4Q/2009 0.53



公司简介

公司是我国最大的喷吹煤生产基地, 独创了将烟煤用于高炉喷吹的专利技术, 所产喷吹煤品质优、价格低且节能环保, 广受用户赞誉。

相关报告



大同煤业(601001)

内生增长与资产注入双驱动下的投资价值

——大同煤业调研简报

姓名：田加伟

86-21-6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

➤ 新项目陆续建成确保内生增长

本报告导读：➤ 煤价“双轨”合一促持续稳定增长

➤ 集团资产注入渐趋水到渠成

投资要点：

■ 新项目陆续建成确保内生增长

2010 年塔山矿新工作面以及召富矿的投产将分别为公司带来 500 万吨、60 万吨的产量增长，合计 560 万吨；2011 年召富矿达产及华富矿、色连一号矿相继投产将分别为公司贡献 60 万吨、60 万吨和 200 万吨的新增产量，合计约 320 万吨。在建项目的逐步投产将保证公司煤产量的持续增长。

■ 煤价“双轨”合一促持续稳定增长

公司 70% 的煤炭以长协合同的方式销售，合同价格一直低于市场价，在政府不再干预煤电双方谈判过程的背景下，公司合同煤与市场煤价格将逐步趋于统一，我们预计公司 2010 年合同煤价格有望上调 5%-10% 的幅度。另外，山西煤炭资源整合后大集团产量占比大幅提升，大集团联手提价也将成为可能。我们对公司未来煤炭售价持乐观态度。

■ 集团资产注入渐趋水到渠成

未来两年集团将有 3 个千万吨级的大项目投产，集团盈利状况将有显著改善，对现有矿井（主要是云冈沟 5 矿）的依赖将大大减轻，因此，集团资产注入的条件已经趋于成熟。

■ 投资建议：买入

预期公司 2009-2011 年可分别实现 EPS 1.74 元、2.15 元和 2.41 元，对应目前股价的市盈率水平为 27.7 倍、22.4 倍和 19.9 倍。投资建议：买入

财务摘要（百万元）	2007	2008	2009A	2010E	2011E
主营收入	5109.4	8395.2	9440.0	11735.0	13177.5
(+/-)%	30.0%	64.3%	12.4%	24.3%	12.3%
经营利润（EBIT）	577.8	3894.8	2895.9	4004.3	4815.6
(+/-)%	-44.4%	574.1%	-25.6%	38.3%	20.3%
净利润	499.3	2009.9	1456.1	1796.4	2020.9
(+/-)%	1.6%	302.6%	-27.6%	23.4%	12.5%
每股净收益（元）	0.60	2.40	1.74	2.15	2.41
每股股利（元）	0.16	0.40	0.29	0.64	0.72
利润率和估值指标	2007	2008	2009A	2010E	2011E
销售毛利率（%）	46.0%	64.2%	51.8%	51.4%	51.3%
ROE（%）	13.0%	31.7%	19.5%	19.9%	19.2%
ROIC（%）	10.0%	26.8%	18.2%	18.4%	17.6%
PE	80.7	20.0	27.7	22.4	19.9
PB	10.48	6.35	5.40	4.47	3.84
EV/EBITDA	67.8	10.4	14.0	10.0	8.3

评级：买入

上次评级：买入

目标价格：¥53.66

上次预测：¥53.66

当前价格：¥47.80

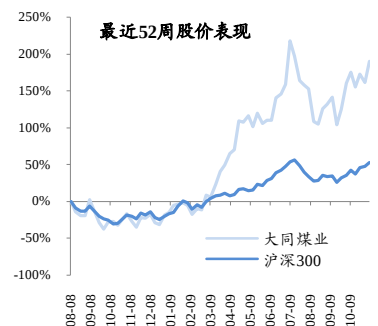
单季度业绩 元/股

1Q/2009 0.65

2Q/2009 0.22

3Q/2009 0.40

4Q/2009 0.47



公司简介

公司位于我国优质动力煤生产基地大同矿区，所产侏罗系和石炭二叠系煤炭为全国名优动力煤品种。公司塔山矿已建设成为全国循环经济典范。

相关报告



国阳新能(600348)

资产注入将推动持续增长

姓名: 田加伟

86-21-6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

➤ 内生增长有限, 产量基本平稳

本报告导读: ➤ 煤价逆势增长成主要驱动因素

➤ 资产注入: 持续增长

投资要点:

■ 内生增长有限, 产量基本平稳

三个在产矿井已处于稳定生产阶段, 未来产量增长的空间极小, 正在技改的平舒煤业是公司未来 2 年主要的增长点。平舒煤业原产能 120 万吨/年, 技改后产能 300 万吨/年, 2008 年生产原煤 160 万吨, 预计 2009-2010 年可分别生产原煤 250 万吨、300 万吨, 每年的增量极其有限。

■ 煤价逆势增长成主要驱动因素

公司块煤产品在市场供给不足和生产集中的背景下, 销售价格将持续稳定增长; 选末煤产品因历史定价偏低、销路逐步打开的原因, 售价将持续向市场合理价格靠拢; 喷吹粉煤产品在全球钢铁业复苏和国内钢铁行业重组的推动下, 未来 1-2 年内其销售价格将呈现稳定向上的走势。

■ 资产注入: 持续增长的重要源泉

集团煤炭业务的整体上市可谓“天时、地利、人和”皆俱。集团已确定要将所属的新景矿(产能 580 万吨/年)注入公司, 这将大大减少公司与集团间的关联交易, 并提高公司的综合盈利能力。根据我们的测算, 本次交易将每年增加公司净利润 4.3 亿元。集团整体上市已正式启动, 未来仍有较大的资产注入潜力。

■ 投资建议: 买入

预期 2009-2011 年公司 EPS 为 1.99 元、2.24 元和 2.53 元。给予公司 25 倍的目标市盈率, 2010 年的合理估值水平为 55.95 元/股。投资建议: 买入

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009A	2010E	2011E
主营收入	10269.8	17033.1	18829.7	20331.5	22018.8
(+/-)%	14.9%	65.9%	10.5%	8.0%	8.3%
经营利润(EBIT)	901.0	2788.0	2940.0	3758.3	4267.0
(+/-)%	5.7%	209.4%	5.5%	27.8%	13.5%
净利润	495.6	1454.5	1917.6	2154.2	2437.2
(+/-)%	-29.8%	193.5%	31.8%	12.3%	13.1%
每股净收益(元)	1.03	1.51	1.99	2.24	2.53
每股股利(元)	0.47	0.45	0.59	0.67	0.76
利润率和估值指标	2007	2008	2009A	2010E	2011E
销售毛利率(%)	17.0%	22.8%	20.4%	21.2%	21.7%
ROE(%)	14.9%	31.5%	31.1%	28.1%	25.8%
ROIC(%)	12.1%	26.2%	23.2%	23.1%	22.9%
PE	43.9	29.9	23.1	20.2	17.9
PB	6.55	9.42	7.16	5.68	4.60
EV/EBITDA	24.0	15.3	14.7	11.2	9.7

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: ¥55.95

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥46.76

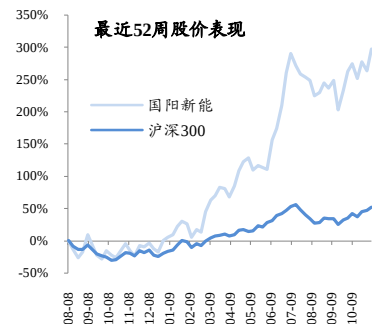
单季度业绩 元/股

1Q/2009 0.36

2Q/2009 0.56

3Q/2009 0.51

4Q/2009 0.56



公司简介

公司位于沁水煤田的东部, 是我国最大的无烟煤生产基地, 主产无烟块煤和喷粉煤。同时, 公司也是全国最大的无烟动力煤生产基地。

相关报告



七、风险提示

7.1. 宏观政策风险

根据我们前面的分析，煤炭行业估值水平的提高有赖于通胀预期的强化，而通胀预期的强化则取决于宽松的货币政策能否继续执行，虽然中央表示继续执行宽松的货币政策，但随着经济的继续好转，经济刺激政策逐步淡出将是不可避免的趋势。我们认为，2010 年上半年货币政策继续宽松的可能性较高，但下半年的不确定性较高，因此存在一定的风险。

7.2. 国际能源价格波动风险

国际能源价格走势受美元走势的影响极大，近期美元出现反弹走势，对国际能源价格形成较大负面影响，美元走强能否持续取决于美联储何时加息，虽然我们判断美国短期内不会加息，但随着美国经济的复苏，这一风险仍然存在。若本次美元反弹的持续时间较长，那么国际能源价格的走低很有可能带动国内煤价下行。

此外，全球经济运行以及国际能源需求回升的不确定性也将造成国际能源价格的波动，从而对国内煤炭市场产生影响。

7.3. 资源税改革风险

国内煤炭资源税偏低，没有反映出煤炭作为不可再生资源的稀缺性，从而容易造成资源的浪费。煤炭资源税改革酝酿良久，正式实施的条件已水到渠成，根据市场的普遍预期，煤炭资源税改革的方向是将征收方式由“从量征收”改为“从价征收”，税率 5%-10%之间。

煤炭资源税改将大大增加煤炭企业的生产成本，假设煤炭资源税按 5%的比例从价征收，参考原中央财政煤炭企业 2009 年 1-9 月份 418 元/吨的平均售价，煤炭企业平均销售成本将增加约 $(418 \times 5\% - 3.2) = 17.7$ 元/吨；再参考原中央财政煤炭企业 1-9 月份 255 元/吨的开采成本，资源税改革将增加煤炭企业约 6.94% 的平均生产成本。

非煤业务利润占比高的上市公司受影响较小，如中国神华、兰花科创，以目前煤价算，两家公司综合毛利率下降 2.8% 左右，全年净利润分别下降 7.7%、8.7%，所受影响较小；开滦股份和神火股份虽然非煤业务收入占比较高，但非煤业务盈利能力较差，使得煤炭业务利润下降对公司净利润的影响较大。煤炭业务占比较高的公司所受影响也较大，大同煤业、潞安环能、西山煤电、国阳新能、兖州煤业等公司毛利率下降幅度在 3.3%-4% 之间，全年净利润下降 13%-23% 之间。

表 8：资源税改革对重点煤炭上市公司业绩影响

	09 年煤炭产量 (万吨)	平均煤价 (元/吨)	税收增加额 (百万元)	煤炭收入占比	毛利率下降幅度	影响净利润幅度
煤炭业务占比高的公司						
大同煤业	2500	435	435.0	100%	4.00%	22.9%
西山煤电	1750	640	448.0	89.3%	3.57%	12.1%
国阳新能	1900	445	338.2	93.4%	3.74%	14.9%
潞安环能	1850	544	402.6	82.5%	3.30%	13.3%
兖州煤业			0			
煤炭业务占比低的公司						
中国神华	22000	391	3440.8	70.4%	2.82%	7.7%
兰花科创	630	600	151.2	67.2%	2.69%	8.7%
开滦股份	780	775	241.8	30.0%	1.20%	18.7%
神火股份	580	650	150.8	41.8%	1.67%	20.6%

数据来源：浙商证券研究所



表 9: 国内外煤炭行业上市公司估值比较

	EPS			PE				
	08	09E	10E	08	09E	10E	BPS	PB
A 股煤炭公司								
动力煤类								
中国神华	1.34	1.71	2.00	25.53	19.96	17.07	8.26	4.13
中煤能源	0.52	0.58	0.78	25.98	23.29	17.32	5.09	2.65
兖州煤业	1.32	0.86	1.12	17.93	27.48	21.10	5.60	4.22
大同煤业	2.40	1.72	2.10	19.48	27.18	22.26	9.22	5.07
恒源煤电	1.62	1.62	1.91	21.57	21.60	18.33	3.93	8.89
露天煤业	0.85	0.75	0.97	32.22	36.75	28.17	2.57	10.66
炼焦煤类								
西山煤电	1.44	1.19	1.82	28.11	34.00	22.23	4.19	9.66
平煤股份	2.48	1.24	1.59	13.18	26.24	20.58	5.56	5.87
金牛能源	2.49	1.35	1.68	17.45	32.22	25.89	8.09	5.37
上海能源	1.54	1.32	1.65	16.44	19.15	15.34	6.24	4.06
盘江股份	1.08	0.92	1.63	27.33	31.86	18.02	4.70	6.26
喷吹煤类								
潞安环能	2.48	1.97	2.34	21.33	26.84	22.60	7.82	6.76
国阳新能	1.51	1.99	2.24	30.60	23.18	20.63	5.90	7.83
转型类								
兰花科创	2.45	2.22	2.47	16.68	18.40	16.58	8.77	4.66
开滦股份	1.46	0.75	0.97	17.79	34.84	26.71	3.88	6.69
神火股份	2.30	0.92	1.63	16.02	39.89	22.56	4.36	8.45
H 股动力煤公司								
神华能源	1.34	1.64	1.86	27.72	22.65	19.97	7.82	4.75
兖州煤业	1.32	0.86	1.09	11.98	18.40	14.51	5.44	2.91
中煤能源	0.54	0.60	0.73	24.67	22.20	18.25	4.59	2.90
恒鼎实业	0.49	0.23	0.54	17.45	37.17	15.83	2.83	3.02
福山能源	0.22	0.32	0.45	32.91	22.63	16.09	2.53	2.86
国际可比公司								
综合性								
Rio Tinto	32.11	10.31	12.01	6.31	19.65	16.87	10.85	18.67
BHP billiton	5.55	3.85	3.06	13.03	18.78	23.63	7.18	10.07
Anglo American	2.24	0.96	1.68	9.26	21.61	12.35	18.68	1.11
XSTRATA	2.77	1.02	1.61	6.01	16.32	10.34	10.79	1.54
纯煤炭公司								
印尼								
Bumi	0.03	0.03	0.02	8.33	8.33	12.50	0.09	2.78
美国								
Peabody	3.46	1.70	2.57	12.75	25.95	17.16	14.12	3.12
Arch coal	2.45	0.42	1.22	8.57	50.00	17.21	13.01	1.61
Consol	2.40	2.92	3.09	19.20	15.78	14.91	9.92	4.64
Massey	2.89	1.07	2.16	13.67	36.92	18.29	12.13	3.26

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所



浙商证券研究团队

浙商证券管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com