

日期: 2010 年 1 月 4 日

行业: 煤炭采选业



朱洪波
021-53519888-1912
Zhuhongbo@sigchina.com

行业收入利润增长 (09 年 1-11 月)

销售收入 (亿元)	15420
增长率	10.42%
利润总额 (亿元)	1827
增长率	-9.4%

近六个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

ZHB10-MIT01

相关报告:

供给偏紧 价格上涨

■ 主要观点:

冬季用煤高峰、电厂库存偏低, 季节影响凸显

冬季恶劣天气使得用电量迅速上升, 电力企业煤炭库存较小。同时港口恶劣天气也影响煤炭运输, 造成部分地区用煤紧张局面。进入 2 月份春节期间, 地方煤矿单月产量也是一年中产量最小的月份, 短期内也影响了市场供给。以秦皇岛港口价计算 4 季度涨幅 31%。11 月直供电厂耗煤 6,735 万吨, 同比增长 41%; 库存 2,380 万吨, 较上月减少 600 万吨。

一季度煤价将继续保持上涨势头

我们判断煤炭市场供求基本平衡, 煤价将保持上涨势头。一方面目前状态供给偏紧, 煤价有上涨动力。另一方面流动性充沛下, 煤炭的商品属性得以体现, 资源类产品有涨价防通胀价值。

焦煤行业更有上涨空间

CRU 和 Myspic 钢价指数分别为 149.9、141.1, 从钢价指数中我们可以看到钢材价格处于历史偏低位置, 后续钢厂具有提价空间, 随着钢厂盈利增加, 炼焦煤亦有望上涨。从黑色金属冶炼及压延行业固定资产投资累计完成额来看, 未来几年固定资产投资有望继续保持较高水平, 这将增加焦煤需求量。

行业投资评级为“有吸引力”

上半年煤价上涨、资产注入预期, 将刺激股份继续上涨, 给予行业“有吸引力”评级。下半年基本面改善动能不足, 估值将下调, 股价继续上涨空间有限。

■ 投资建议:

建议关注炼焦煤重点跟踪公司, 西山煤电。

数据预测与估值:

煤炭采选业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
平煤股份	601666	32.00	1.90	1.22	1.42	17	26	23	跑赢大市
大同煤业	601001	44.99	2.40	1.95	2.19	19	23	21	跑赢大市
潞安环能	601699	51.78	2.48	2.16	2.61	21	24	20	跑赢大市
西山煤电	000983	39.89	1.44	1.07	1.66	28	37	24	跑赢大市
神火股份	000933	36.88	1.53	0.92	1.29	24	40	29	跑赢大市
兰花科创	600123	43.74	2.45	2.02	2.21	18	22	20	跑赢大市
恒源煤电	600971	33.84	1.35	1.16	1.25	25	29	27	跑赢大市
盘江股份	600395	29.44	1.08	0.97	1.19	27	30	25	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 12 月 31 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

一、四季度动力煤价格上涨 31%(秦皇岛港口价)

1、冬季用煤高峰、电厂库存偏低，季节影响凸显

冬季恶劣天气使得用电量迅速上升，电力企业煤炭库存较小，多个城市电厂库存低于警戒线以下，各地出现拉闸限电情况。同时港口恶劣天气也影响煤炭运输，造成部分地区用煤紧张的局面。进入2月份春节期间，地方煤矿单月产量也是一年中产量最小的月份，短期内也影响了市场供给。11月直供电厂耗煤6735万吨，同比增长41%；库存2380万吨，较上月减少600万吨。

图 1、直供电厂耗煤及库存

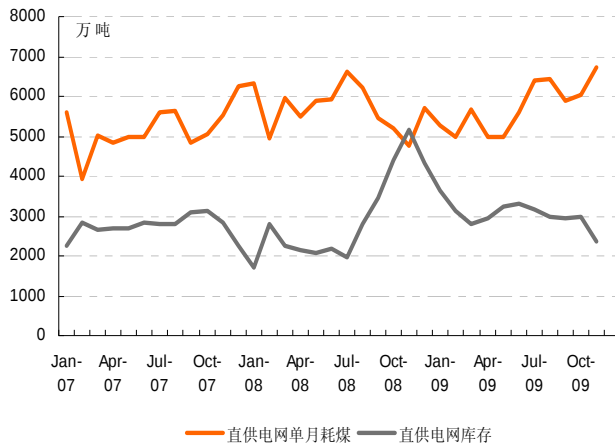
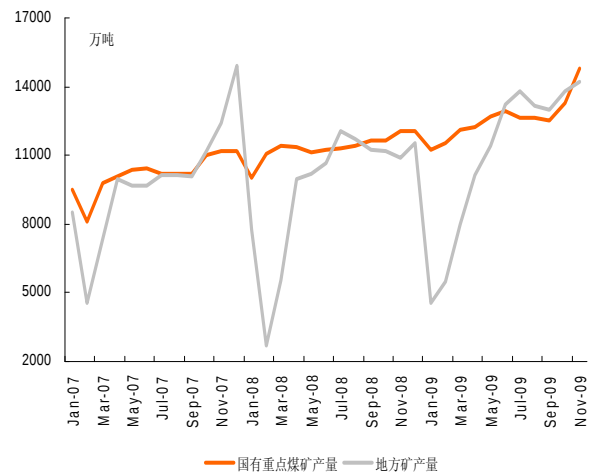


图 2、国有重点和地方煤矿产量 (含国有地方)



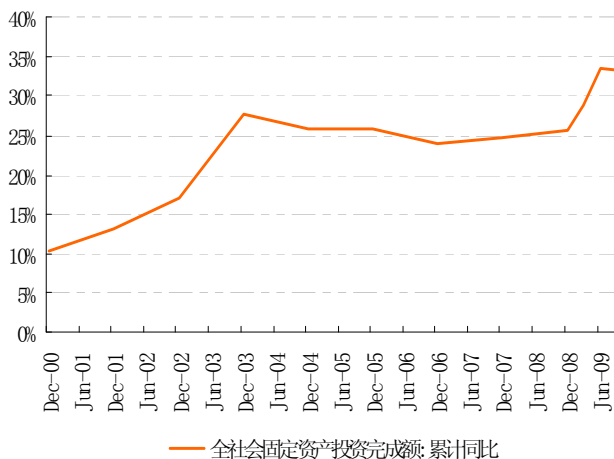
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

2、下游需求继续回暖

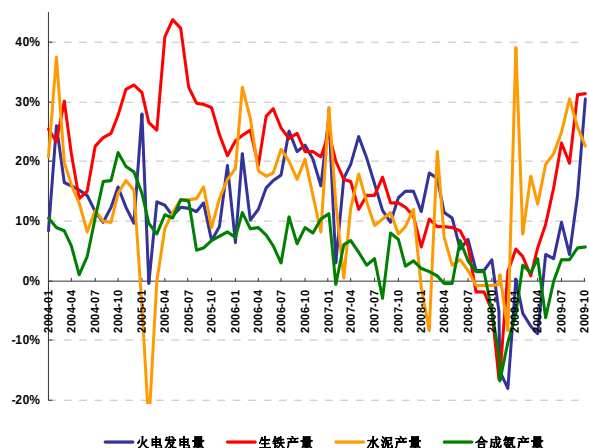
国家主导的 4 万亿投资是推动下游煤炭需求的重要动因，全社会固定资产投资出现了前所未有的高速增长，9 月份同比增长 33.4%。煤炭下游四个主要产业迅速从低谷中回升，同比由负转正后，增速依然保持在高位。11 月份火电发电量 2,759.5 亿千瓦时、生铁产量 4,481 万吨、水泥产量 15,095 万吨和合成氨 423.6 万吨，同比分别增长 30.54%、31.29%、22.64% 和 5.64%。

图 3、全社会固定资产投资增速



数据来源: 煤炭资源网 上海证券研究所

图 4、煤炭下游四大行业增速

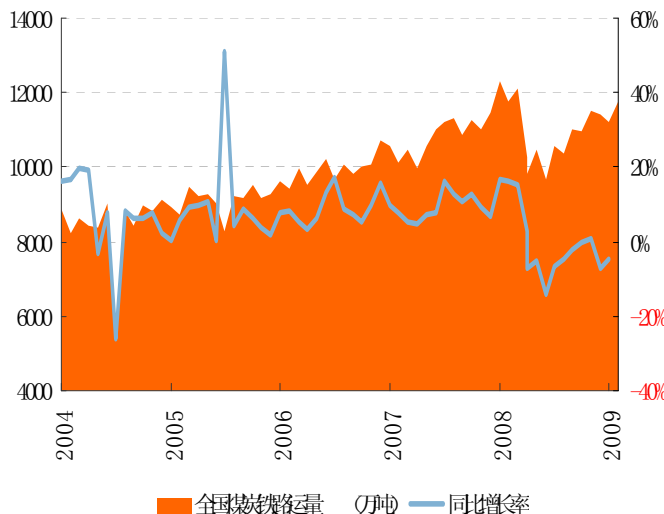


数据来源: 煤炭资源网 上海证券研究所

3、铁路运力平稳，新增运力有限

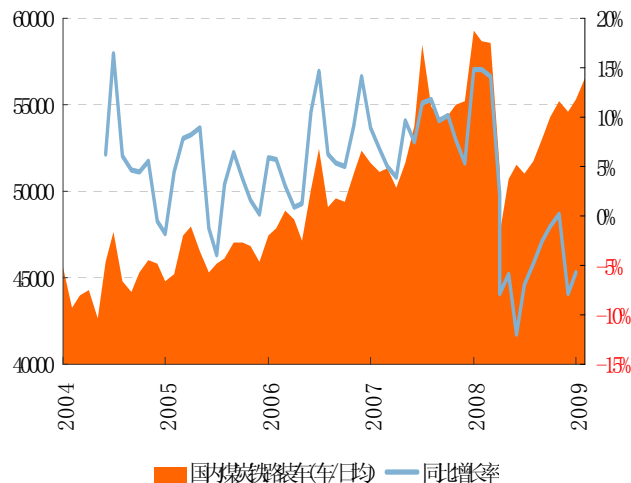
铁路因建设周期较长，近期并未有行增铁路运力释放，煤炭运力偏紧的状况短期难以缓解。需要关注的是，随着一些客运专线的开通，以往的客货两用铁路线将改为货运专线，但短期内对运力改善影响较小。

图 5、全国煤炭铁路运输量



数据来源: 煤炭资源网 上海证券研究所

图 6、煤炭铁路装车量

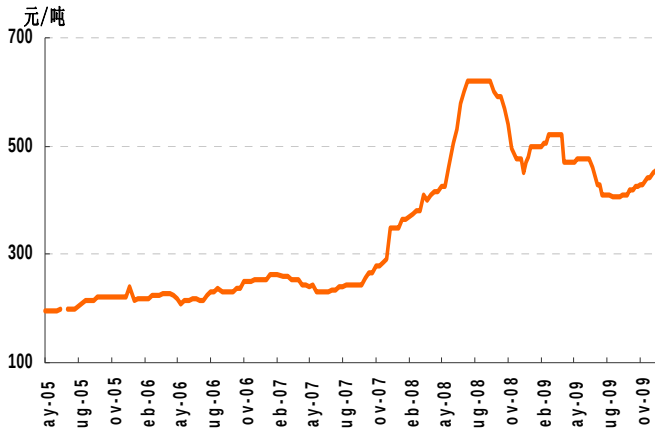


数据来源: 煤炭资源网 上海证券研究所

4、煤价上涨幅度超预期

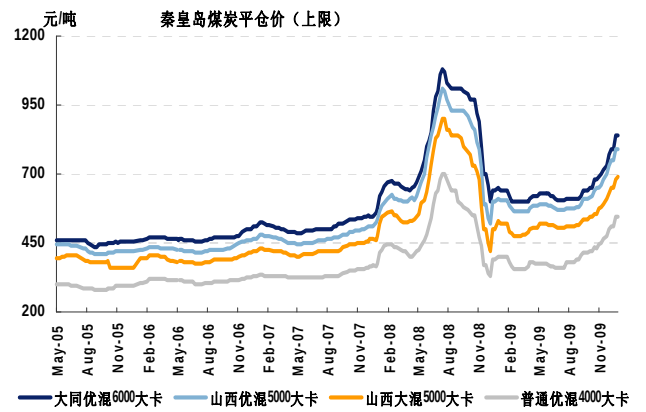
下游市场迅速回暖，山西限产等因素叠加，导致煤价在经济危机中并未出现长久的深幅下跌。在经济回暖后，加上冬季用煤高峰的到了，煤价重拾升势，继续保持上涨。2010年1月4日，秦皇岛大同优混平仓价840元、山西优混790元，较09年10月5日价格分别上涨31.3%和29.5%。

图 7、大同动力煤坑口价格



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

图 8、秦皇岛港口价格

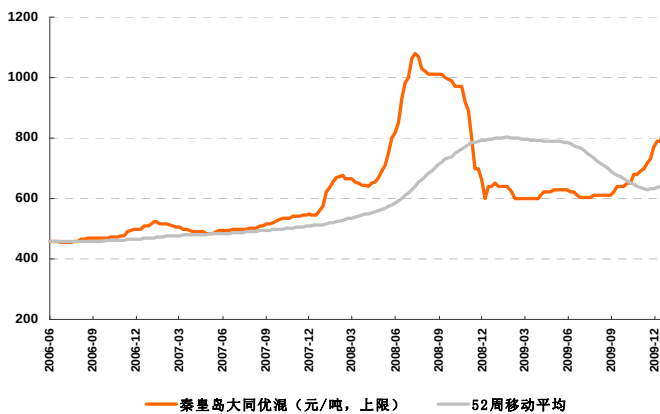


数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

5、一季度煤价将继续保持上涨势头

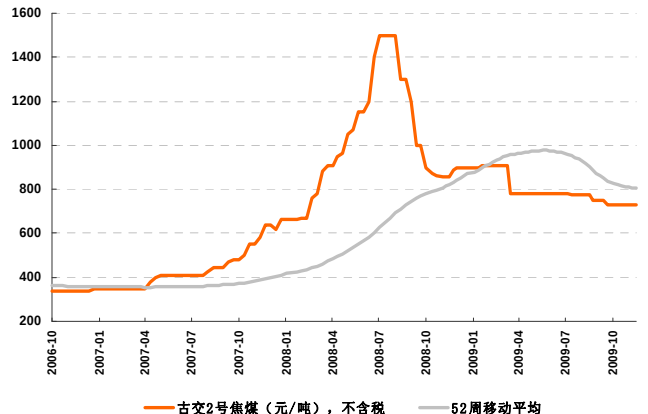
我们判断煤炭市场供求基本平衡，煤价将保持上涨势头。一方面目前状态供给偏紧，煤价有上涨动力。另一方面流动性充沛下，煤炭的商品属性得以体现，资源类产品有涨价防通胀价值。

图 9、秦皇岛山西优混平仓价



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

图 10、秦皇岛大同优混平仓价



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

二、国外煤价优势或将不在

1、国外煤价持续上升、美元弱势

澳洲煤是我国进口的主要来源，也是影响我国煤炭市场的重大外部因素。受益全球经济复苏，尤其是亚洲中国、韩国、日本经济复苏，澳洲 BJ 动力煤价格继续保持上涨。同时弱势美元支撑煤价，澳元属高息货币，澳元对美元的升值，也刺激澳洲出口煤价的上涨。欧洲和美洲暴风雪恶劣天气也刺激全球煤炭价格上涨，2009 年 12 月 24 日 BJ 动力煤价格 85.59 美元，较上周上涨 6.1%。

图 11、澳洲 BJ 动力煤



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

图 12、美元指数



数据来源：Wind 上海证券研究所

2、海运费上升、国外煤价优势或将不在

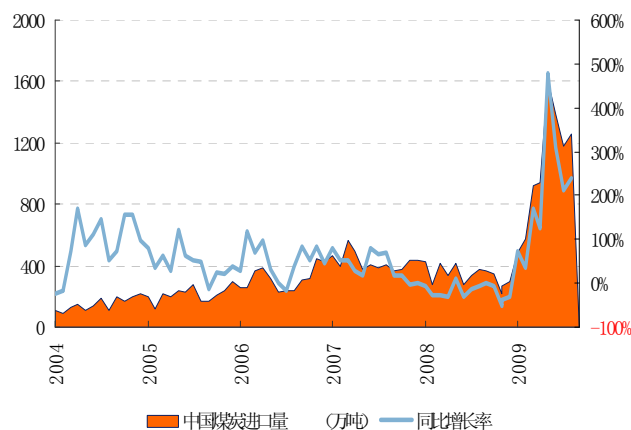
海运市场在经历大幅跳水后，受益经济复苏带来的货流增加，出现明显上涨。外煤价+海运费+进口关税等，将使得澳洲煤到岸价格优势不在明显。国内企业从订货到进厂需要经历 2 个月的时间，中间的不确定因素，在价差不大的情况下，国内企业可能优先选择国内煤炭。类似今年因为内外煤价格倒挂，使得中国煤出口下降，进口激增的情况，在 10 年可能不会上演。

图 13、海运 BDI 指数



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 14、中国煤炭进口量



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

三、焦煤行业更有上涨空间

1、动力煤率先上涨，焦煤涨幅落后，更具上涨空间

电力消费是反应经济活跃程度的重要指标，经济复苏首先带动电力消费，从增加了对动力煤需求，致使动力煤价格率先上涨。同时冬季采暖需求也是推动动力煤上涨的一个原因。动力煤需求的增幅和总体经济的复苏情况紧密相连，不太可能出现过大需求增幅。

图 15、大同动力煤坑口价

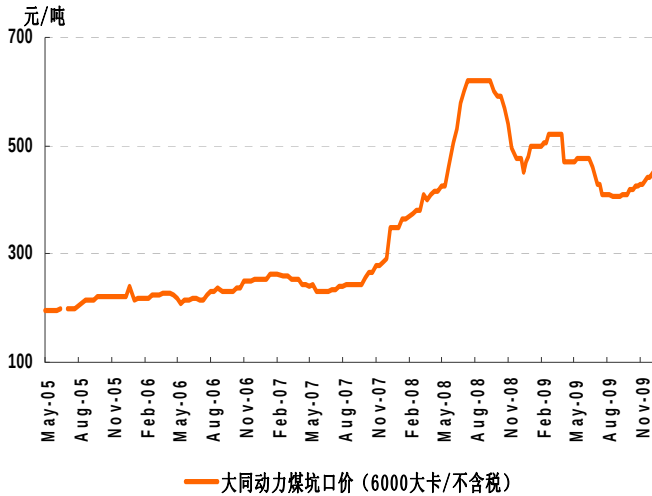
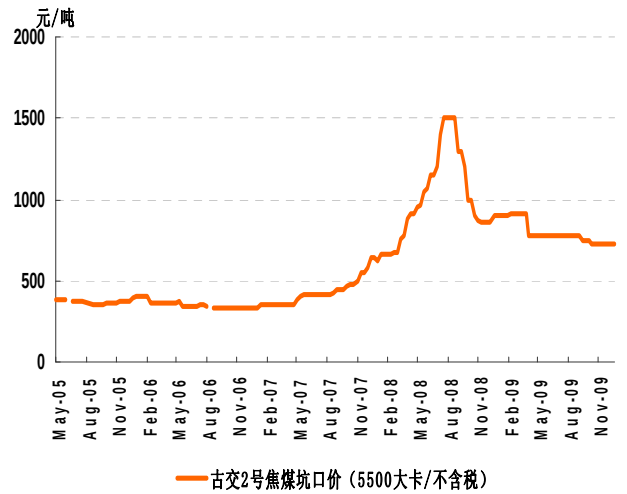


图 16、古交2号焦煤坑口价



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

焦煤与钢铁行业需求联系更紧密，因钢铁行业复苏相对比较滞后，焦煤价格上涨滞后于动力煤。反观远景，钢铁行业复苏值得期待，国内钢铁产量增加，国外钢厂也纷纷表示将增加产能。国内外钢铁市场复苏将直接带动焦煤的需求，较动力煤而言，焦煤后市上涨空间更大。

2、下游钢铁行业复苏可期

CRU 和 Myspic 钢价指数分别为 149.9、141.1，从钢价指数中我们可以看到钢材价格处于历史偏低位置，后续钢厂具有提价空间，随着钢厂盈利增加，炼焦煤亦有望上涨。从黑色金属冶炼及压延行业固定资产投资累计完成额来看，未来几年固定资产投资有望继续保持较高水平，这将增加焦煤需求量。

图 17、钢铁价格指数

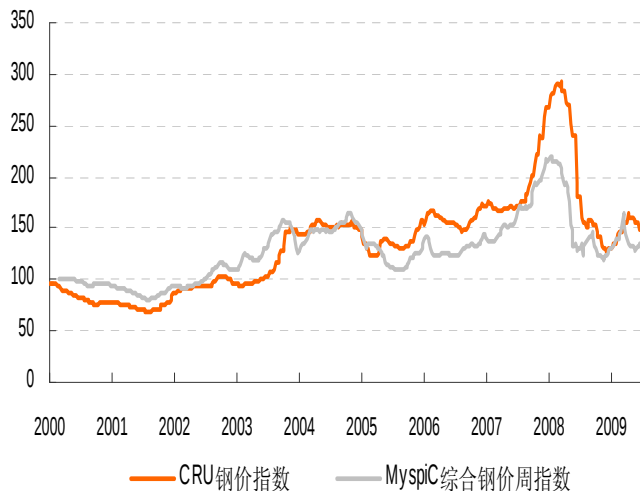
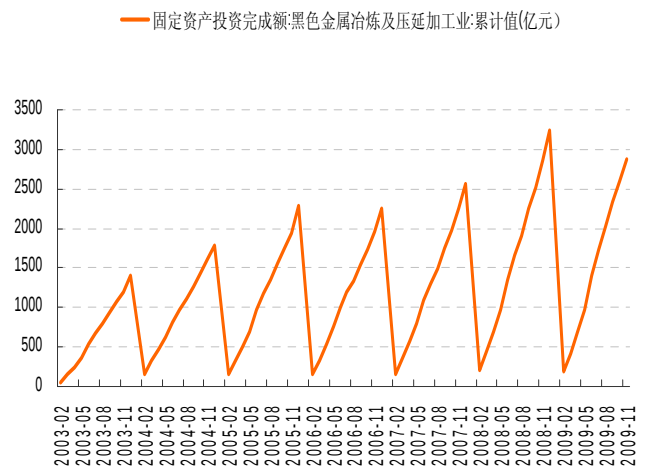


图 18、冶炼行业固定资产投资额



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

四、煤炭板块业绩表现

无论从年初至今还是最近三个月看，煤炭板块表现都超过沪深 300 指数，这反应了行业的高 Beta 属性，在上升市中，强周期股票往往跑赢指数。

图 19、煤炭板块年初至今表现



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 20、煤炭板块近三个月表现



数据来源: Wind 上海证券研究所

五、1 月份煤炭行业评级、策略及重点股票

1、给予“有吸引力”的行业评级

上半年煤价继续上涨，业绩改善，资产注入预期，将刺激股价继续上涨，给予行业“有吸引力”评级。下半年基本面改善动能不足，估值将下降，股价继续上涨空间有限。

2、建议关注焦煤上市公司

相比于动力煤，焦煤价格涨幅滞后，受益后续钢铁行业复苏，焦煤的上涨空间更大。

3、重点股票

1) 西山煤电：盈利快速增长 估值有提升空间

2010 年产量大幅增加、价格上涨

不计算整合产能和巴彦高勒产能，我们预计 2010-2012 年产量分为 2,350、2,489、2,690 万吨，同比增长 29.6%、5.9% 和 8%。整合产能和巴彦高勒合计 940 万吨，投产时间不定，暂不纳入预测。1 月 1 日起上调部分产品价格。焦精煤车板含税价 1,215 元/吨，肥精煤 1,330 元/吨，瘦精煤 960 元/吨；分别提升 90、120、60 元。目前价格处于历史中位偏上，距离峰值仍有空间。

入洗率和价格提高，毛利率提升 5%

09 年兴县产量 500 万，以销售原煤为主，坑口含税 350 元/吨。10

年洗选厂建好后，以出售洗煤（即配焦煤）为主，洗出率 70%，配焦煤 850 元/吨，剩余做电煤出售 400 元/吨。毛利率将提升。我们测算原煤占销售量比例 09 年 33% 下降到 2012 年 22%，毛利率从 45% 提升到 50%。

净利润10年至2012年复合增长率21.8%

价格提升、产量增加，毛利率提升，即便在不将整合产能和巴彦高勒产量纳入预测前提下，保守估计 2010 年净利 40.15 亿、11 年 51.22 亿、12 年 59.65 亿，复合增长率 21.8%。

大股东资产注入预期

山西焦煤集团一直有整体上市规划，由于牵涉到辅业剥离和债权等情况，一直未能如愿。以 09 年 1-10 月产量计算山西焦煤非上市产量 5,013 万吨，上市公司 1,500 万，是其 3.3 倍，一旦注入，股价将有巨大涨幅。

■ 投资风险：

1、公司产能提前释放向上风险 2、大股东资产注入向上风险 3、下游产业增长低于预期 4、煤矿事故风险

维持“跑赢大市”评级：行业估值具有提升空间，公司具有资源优势和成长性，维持“跑赢大市”评级，目标价 50 元，对应 10 年 30PE。

附表 1：公司国内外市场相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	2009-12-31	EPS			PER		
			股票价格	08A	09E	10E	08X	09X	10X
中国神华	601088	CNY	34.82	1.34	1.49	1.65	26	23	21
中煤能源	601898	CNY	13.58	0.51	0.49	0.56	26	28	24
兖州煤业	600188	CNY	23.04	1.32	0.77	0.83	17	30	28
西山煤电	000983	CNY	39.89	1.44	1.07	1.66	28	37	24
平煤天安	601666	CNY	32.00	1.90	1.22	1.42	17	26	23
大同煤业	601001	CNY	44.99	2.40	1.95	2.19	19	23	21
潞安环能	601699	CNY	51.78	2.48	2.16	2.61	21	24	20
金牛能源	000937	CNY	41.60	2.49	1.77	2.07	17	24	20
开滦股份	600997	CNY	25.21	0.67	0.77	0.92	38	33	27
神火股份	000933	CNY	36.88	1.53	0.92	1.29	24	40	29
国投新集	601918	CNY	17.95	0.65	0.54	0.90	28	33	20
露天煤业	002128	CNY	27.65	0.65	0.75	0.85	42	37	33
国阳新能	600348	CNY	48.37	1.51	1.90	2.11	32	25	23
兰花科创	600123	CNY	43.74	2.45	2.02	2.21	18	22	20
上海能源	600508	CNY	25.15	1.54	1.08	1.18	16	23	21
平庄能源	000780	CNY	15.22	0.67	0.56	0.61	23	27	25
煤气化	000968	CNY	21.35	1.33	0.94	1.14	16	23	19
恒源煤电	600971	CNY	33.84	1.35	1.16	1.25	25	29	27
国际实业	000159	CNY	18.77	0.61	0.76	0.80	31	25	24
盘江股份	600395	CNY	29.44	1.08	0.97	1.19	27	30	25
均值							25	28	24

CHINA COAL ENERGY CO - H	1898	HKD	14.24	0.61	0.56	0.63	23	25	23
YANZHOU COAL MINING CO-H	1171	HKD	17.16	1.48	0.82	0.90	12	21	19
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	1088	HKD	38	1.50	1.47	1.63	25	26	23
中国香港市场均值							20	24	22
Bumi Resources	BUMI.JK	IDR	2425	383	204	172	6	12	14
Peabody	BTU US	USD	45.21	3.55	2.19	2.65	13	21	17
Consol	CNX US	USD	49.8	2.43	3.86	3.58	20	13	14
Centennial	CEY AU	AUD	3.98	0.20	0.20	0.16	13	15	15
国外市场样本均值							13	15	15

资料来源：公司报告，上海证券研究所，BLOOMBERG；相关公司08EPS 经过除权处理。

分析师承诺

分析师 朱洪波

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大盘	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大盘同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大盘	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。