

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

2010年1月6日

多重利好支撑煤炭股估值提升

煤炭行业近期投资策略

能源

煤炭

推荐（维持）

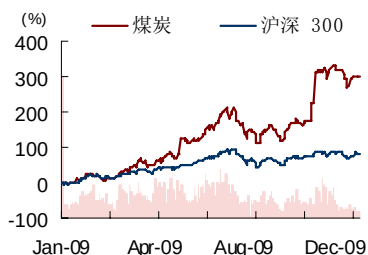
上证指数 3254

行业规模

		占比%
股票家数（只）	27	1.7
总市值（亿元）	14057	5.7
流通市值（亿元）	5504	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.6	71.5	360.5
相对表现	-4.5	58.6	263.8



相关报告

- 1、《分享产能扩张和煤价上涨带来的业绩提升—煤炭行业 2010 年度投资策略》2009/12/6
- 2、《利好累计效应终将显现—煤炭行业近期点评》2009/12/1
- 3、《煤炭行业 2009 年四季度投资策略—追寻渐次展开的三重机会》2009/10/20
- 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

煤炭行业利好累计效应终于在 10 年初得以体现。我们认为：2010 年煤炭行业业绩增长确定、估值有较大提升空间、通胀预期下大宗商品价格看涨、未来利好逐步释放，继续维持对行业推荐的投资评级。

在煤价上涨的推动下 2010 年业绩高增长确定：

- 秦皇岛现货价格半年涨幅达到 39%。11 月以来，涨幅超过 20%。近期我国普降大雪，电煤供应紧张，部分地区拉闸限电。预计现货价格仍将走高。截至目前已签订的合同涨幅基本都在 10%以上，涨幅最大的河南地区为 25%。
- 09 年底炼焦煤淡季小幅上调 50~100 元/吨。我们判断随着旺季的到来，以及固定资产投资所需钢铁量进一步加大，未来国内冶金煤价格将有新一轮上涨。
- 假设 10 年煤炭价格平均上涨 50 元/吨，则 10 年前 11 个月行业净利润合计为 2070 亿元，同比增长 51%。
- 根据各公司煤价上涨情况测算，10 年我们重点跟踪的上市公司业绩平均增幅为 47%。

估值有较大提升空间。截止 1 月 6 日，煤炭行业平均 PE 水平为 19.9 倍。煤价预期看涨的情况下，煤炭股的 P/E 可以看到 20 倍 P/E 以上，在预期煤价上涨 5%~10%时，煤炭股 PE 可以提升到 25 倍~30 倍。截止 1 月 6 日，煤炭行业平均 PE 水平为 19.9 倍。我们认为，未来煤炭股估值水平应该有较大提升空间，幅度至少 25%以上，可以高看到 50%。

通胀预期下大宗商品价格看涨：通胀预期下，资源国将货币持续强势，可以合理预计原油、煤炭、铁矿石等以美元计价的大宗商品价格必然上涨。而煤炭股走势与煤炭价格及国际油价走势相关性较强。

未来利好逐步释放：未来一段时间，合同煤价上涨、旺季因素、两会期间停产整顿、1 季度业绩超预期等利好因素将逐步释放，每年 12 月-次年 5 月份是投资煤炭股的黄金时期。维持行业推荐的投资评级。

风险提示：资源税随时可能出台；对宏观调控的担心。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
西山煤电	40.99	1.44	1.06	1.88	38.7	21.8	10.6	强烈推荐-A
潞安环能	52.93	2.46	2.08	3.07	25.4	17.2	7.6	强烈推荐-A
国阳新能	48.94	1.51	1.91	2.73	25.6	17.9	9.5	强烈推荐-A
盘江股份	29.93	1.08	0.93	1.15	32.2	26.0	6.8	强烈推荐-A
神火股份	38.99	2.46	0.84	1.84	46.4	21.2	9.5	强烈推荐-A
国投新集	18.47	0.65	0.60	0.98	30.8	18.8	5.8	强烈推荐-A
大同煤业	47.21	2.25	1.78	2.27	26.5	20.8	5.5	强烈推荐-A
中国神华	35.18	1.34	1.60	2.04	22.0	17.2	4.5	强烈推荐-A
开滦股份	25.68	0.67	0.70	0.89	36.7	28.9	6.9	强烈推荐-A
平煤股份	32.86	1.91	1.13	2.07	29.1	15.9	6.0	强烈推荐-B
金牛能源	42.80	2.49	1.46	1.84	29.3	23.3	5.5	强烈推荐-B
兰花科创	45.89	2.45	2.10	2.14	21.9	21.4	5.6	强烈推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、煤价上涨推动 10 年业绩高增长	3
1、煤价上涨趋势确定	3
2、业绩增长确定	4
二、目前估值有优势	6
三、通胀预期下煤炭股表现较好	7
四、未来利好逐步释放，维持行业推荐评级	8
1、未来利好逐步释放	8
2、投资评级	9
3、风险提示	9

图表目录

图 1: 秦皇岛煤价走势	3
图 2: 秦皇岛山西优混于神华长约下水煤价走势	3
图 3: 煤炭股 PE 与煤价走势拟合	6
图 4: 美元汇率走势与国际煤价、油价走势	7
图 5: 国际煤价与国内煤价走势	7
图 6: 国内煤炭股指数与国际油价走势	7
图 7: 国内煤炭股与国际煤价走势	7
图 8: 2003-2006 年煤炭股走势	8
图 9: 2007-2009 年煤炭股走势	8
图 10: 未来煤炭行业利好	8
表 1: 煤炭行业利润增速测算	4
表 2: 重点上市公司业绩及增幅	5
表 3: 重点上市公司盈利预测	10

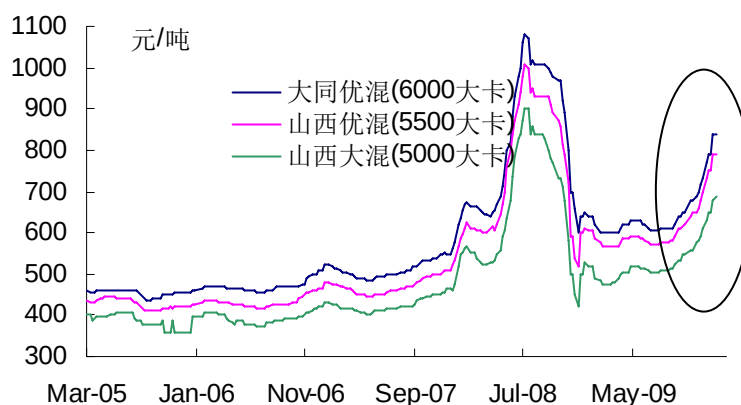
一、煤价上涨推动 10 年业绩高增长

1、煤价上涨趋势确定

动力煤现货价格大幅上涨，长协价格涨幅基本超过 10%。

- ✓ 秦皇岛现货价格从 09 年 7 月份夏季用煤高峰开始持续上涨至今，6000 大卡和 5500 大卡动力煤分别由 605 元/吨和 570 元/吨上涨到 840 元/吨和 790 元/吨，涨幅达到 39%。进入 11 月以来，冬季因素刺激下，秦皇岛煤价涨幅超过 20%。近期我国普降大雪，部分地区气温创 50 年新低，电煤供应紧张，部分地区拉闸限电。预计现货价格仍将走高。

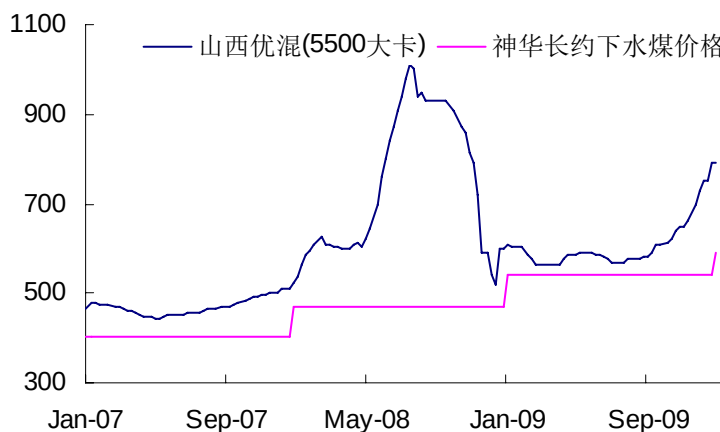
图 1：秦皇岛煤价走势



资料来源：中国煤炭资源网

- ✓ 10 年国家发改委取消了集中的煤炭订货会，并发文表示“煤价继续实行市场定价，由供需双方企业协商确定”。政府不再干预煤电谈判，煤价将更加市场化，长协价格与现货价格差距将逐步缩小。截至目前已签订的合同涨幅基本都在 10% 以上，其中，山西晋煤、潞安集团动力煤上涨 40 元/吨（10% 左右），东北地区上涨 50 元/吨，涨幅对大的河南上涨 110 元/吨（+25%），神华中煤预计也在 40 元左右。

图 2：秦皇岛山西优混于神华长约下水煤价走势



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

炼焦煤前期小幅上调，旺季或将迎来新一轮上涨。

- ✓ 09年下半年以来，随着钢焦行业的复苏，焦煤价格一直持续小幅上涨。目前钢铁行业处于淡季，但是来自钢铁行业的煤炭需求仍然旺盛。12月份，华东、华北地区冶金煤价格都有不同程度的上涨。从12月1日起，开滦提价60元/吨，金牛提价50元/吨，平煤提价50元/吨，西煤提价100元/吨。
- ✓ 由于冶金煤的价格签订不像重点合同电煤那样签订一年，年内可以随市场变动而调价。我们判断随着旺季的到来，以及固定资产投资所需钢铁的量进一步加大，未来国内冶金煤价格将有新一轮上涨。

此外，近期全球普遍低温天气使得国际煤价大幅上涨。12月最后一周，澳煤BJ现货价格大幅上涨近5美元至85.59美元/吨；南非RB港和丹麦ARA港动力煤价格12月份分别上涨11美元和7美元左右。国际煤价上涨或将进一步拉升国内煤价。

2、业绩增长确定

行业未来业绩增长主要来自煤价上涨的推动：

09年前11个月，煤炭产量26.3亿吨，销量25.8亿吨，煤炭行业实现净利润1370亿元，吨煤净利53元/吨。

我们假设，10年前11个月煤炭产销量将分别为28.8亿吨和28.2亿吨（详细数据参见年度策略报告），同比增长9.5%，煤炭价格假设上涨50元/吨。则2010年前11个月净利润为2070亿元，同比增长51%。吨煤净利达到73元/吨，同比增长37.9%。

表 1：煤炭行业利润增速测算

	200711	200811	200911	201011	同比增长
煤炭产量（万吨）	219852	242538	263121	288211	9.5%
煤炭销量（万吨）	214831	240623	257858	282447	9.5%
吨煤价格（元/吨）	389	566	598	641	7.1%
税金及附加（元/吨）	7	9	10	10	0.0%
吨煤成本（元/吨）	278	386	432	442	2.3%
吨煤销售费用（元/吨）	15	18	17	18	3.6%
吨煤管理费用（元/吨）	42	54	50	55	10.5%
吨煤财务费用（元/吨）	6	8	9	9	0.0%
吨煤其他费用（元/吨）	1	8	9	9	0.0%
吨煤利润（元/吨）	41	83	71	98	37.9%
吨煤净利（元/吨）	30	62	53	73	37.9%
销售收入（亿元）	8366	13621	15420	18097	17.4%
税金及附加（亿元）	151	221	258	282	9.5%
销售成本（亿元）	5965	9288	11147	12492	12.1%
销售费用（亿元）	333	423	448	508	13.4%
管理费用（亿元）	893	1294	1283	1553	21.1%
财务费用（亿元）	127	199	225	247	9.5%
其他费用（亿元）	24	196	232	254	9.5%
利润（亿元）	872	2000	1827	2761	51.1%
净利（亿元）	654	1500	1370	2070	51.1%

资料来源：招商证券研发中心

根据上市公司煤价上调情况，我们重点跟踪的上市公司 10 年业绩平均增幅为 47%。其中增幅较大的上市公司包括：神火股份预计上涨 119%，平煤股份 83%，西山煤电 77%，国投新集 63%，兖州煤业 55%，潞安环能 47%，国阳新能 42%。

表 2：重点上市公司业绩及增幅

单位：元	09E	10E	增幅
金牛能源	1.46	1.84	26%
西山煤电	1.06	1.88	77%
平煤股份	1.13	2.07	83%
盘江股份	0.93	1.15	24%
国阳新能	1.91	2.73	43%
潞安环能	2.08	3.07	48%
中国神华	1.60	2.04	28%
国投新集	0.60	0.98	63%
恒源煤电	1.28	1.84	44%
中煤能源	0.52	0.71	37%
兖州煤业	0.84	1.30	55%
大同煤业	1.78	2.27	28%
神火股份	0.84	1.84	119%
兰花科创	2.10	2.14	2%
开滦股份	0.70	0.89	27%
平均	1.26	1.78	47%

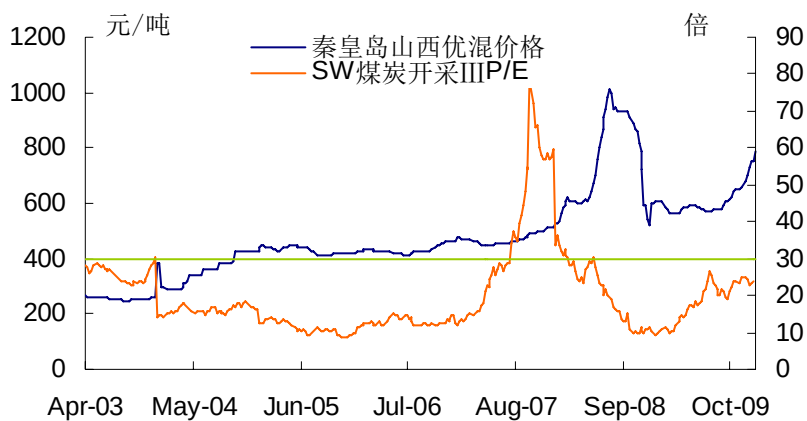
资料来源：招商证券研发中心

二、目前估值有较大提升空间

我们在 09 年中期策略中提出，在煤价预期看涨的情况下，煤炭股的 P/E 可以看到 20 倍 P/E 以上，在预期煤价上涨 5%~10% 时，煤炭股 PE 就可以提升到 25 倍~30 倍。

截止 1 月 6 日，煤炭行业平均 PE 水平为 19.9 倍。我们认为，未来煤炭股估值水平应该有较大提升空间，幅度至少在 25% 以上，可以高看到 50% 的幅度。

图 3：煤炭股 PE 与煤价走势拟合



资料来源：招商证券研发中心

三、通胀预期下大宗商品价格看涨

08 年经济危机中，多数国家为刺激经济大量投放货币。较为激进的货币政策在一定程度上帮助各国度过了严重的经济衰退，同时也大大增加了通货膨胀预期。

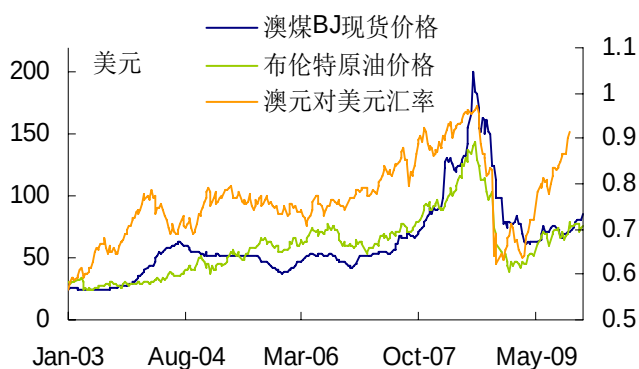
09 年 10 月 6 日以来，澳大利亚两个月内加息三次，表明亚太区乃至全球经济和资源品需求已经出现实质复苏，也体现了通胀预期的增强。

通胀预期下，资源国将货币持续强势，因此可以合理预计原油、煤炭、铁矿石等以美元计价的大宗商品价格必然上涨。

09 年底，原油的需求呈上升态势，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，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 100 美元/桶，甚至更高。

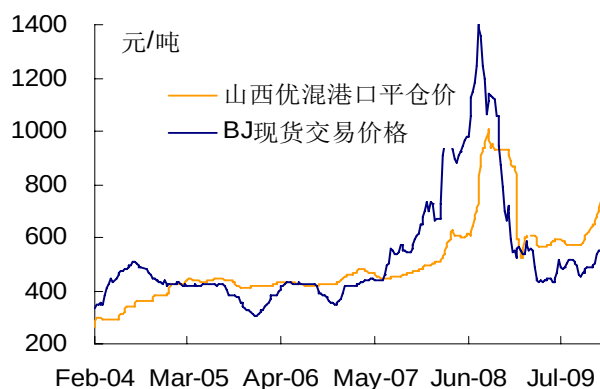
煤炭股走势于煤炭价格及国际油价走势相关性较强。

图 4：美元汇率走势与国际煤价、油价走势



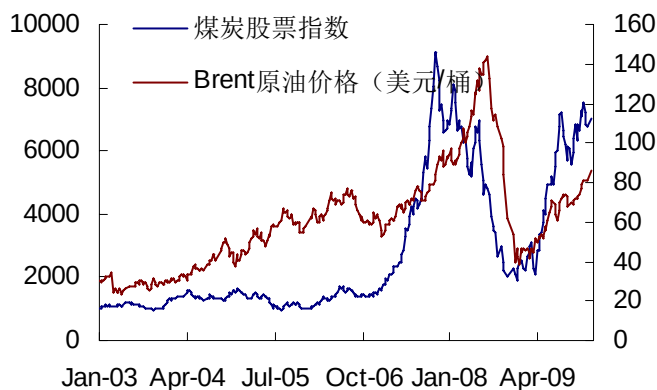
资料来源：招商证券研发中心

图 5：国际煤价与国内煤价走势



资料来源：招商证券研发中心

图 6：国内煤炭股指数与国际油价走势



资料来源：招商证券研发中心

图 7：国内煤炭股与国际煤价走势



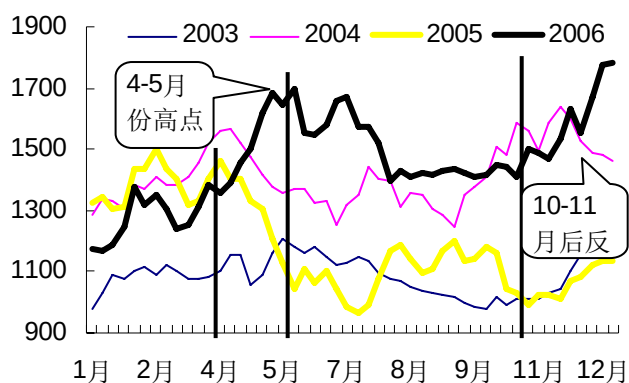
资料来源：招商证券研发中心

四、未来利好逐步释放，维持行业推荐评级

1、未来利好逐步释放

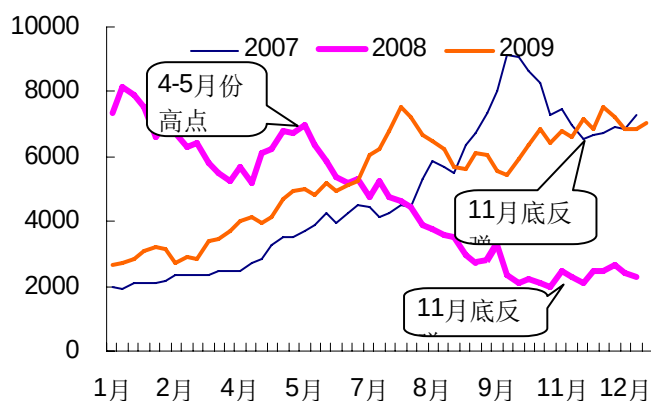
- 09年12月，炼焦煤价格已经签订，上涨50-100元左右；煤电谈判近期进行，预计平均涨价30-50元/吨。
- 10年1-2月，煤炭最旺的季节（下游库存较低，华东电厂库存只有约7天，一旦遇到异常天气，或者春运紧张，煤荒、电荒随时可能发生）；1月华东炼焦煤可能再次提价。
- 3月两会期间，小煤矿照常停产整顿，供给受限；钢铁旺季到来，炼焦煤可能再次提价。
- 4月国际煤价签订（动力煤预计上涨20%至85美元/吨，炼焦煤上涨40%至185美元/吨），可能拉动国内煤价上涨；1季报业绩较好，且存在超预期可能。
- 每年12月-次年5月份是投资煤炭股的黄金时期。

图 8：2003-2006 年煤炭股走势



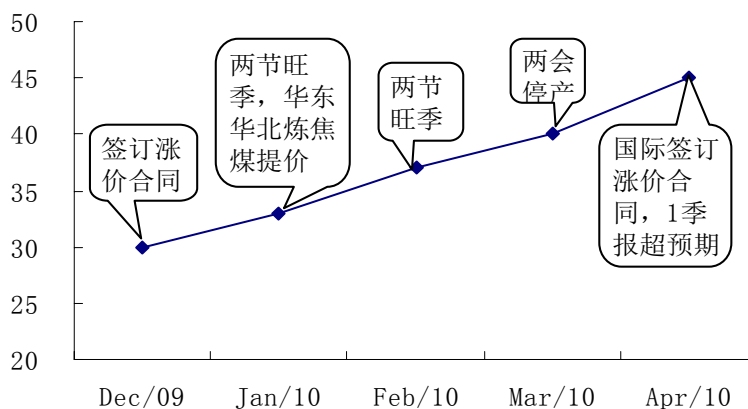
资料来源：招商证券研发中心

图 9：2007-2009 年煤炭股走势



资料来源：招商证券研发中心

图 10：未来煤炭行业利好



资料来源：招商证券研发中心

2、投资评级

市场对宏观调控的过度担心导致煤炭股的走势与基本面背道而驰，我们认为，随着市场情绪的好转，以及未来月度利好逐步兑现，煤炭股未来仍然有较高的涨幅，我们初步判断未来六个月之内，煤炭股的收益应该在 50%左右（从目前的 20 倍 P/E 提高到 30 倍 P/E 左右）。

我们继续维持行业推荐的投资评级。

3、风险提示

资源税随时可能出台；

对宏观调控的担心（我们觉得这个才是最大的担忧因素，但仍然存在不确定性）。

表 3: 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		
炼焦煤类									
金牛能源	42.80	2.49	1.46	1.84	17.2	29.3	23.3	7.8	5.5
西山煤电	40.99	1.44	1.06	1.88	28.5	38.7	21.8	3.9	10.6
平煤股份	32.86	1.91	1.13	2.07	17.2	29.1	15.9	5.5	6.0
盘江股份	29.93	1.08	0.93	1.15	27.7	32.2	26.0	4.4	6.8
喷吹煤类									
国阳新能	48.94	1.51	1.91	2.73	32.4	25.6	17.9	5.2	9.5
潞安环能	52.93	2.46	2.08	3.07	21.5	25.4	17.2	7.0	7.6
动力煤类									
中国神华	35.18	1.34	1.60	2.04	26.3	22.0	17.2	7.8	4.5
国投新集	18.47	0.65	0.60	0.98	28.4	30.8	18.8	3.2	5.8
恒源煤电	35.09	1.35	1.28	1.84	26.0	27.4	19.1	8.1	4.3
中煤能源	14.10	0.51	0.52	0.71	27.6	27.1	19.9	5.0	2.8
兖州煤业	24.46	1.32	0.84	1.30	18.5	29.1	18.8	5.4	4.6
大同煤业	47.21	2.25	1.78	2.27	21.0	26.5	20.8	8.6	5.5
转型类									
神火股份	38.99	2.46	0.84	1.84	15.8	46.4	21.2	4.1	9.5
兰花科创	45.89	2.45	2.10	2.14	18.7	21.9	21.4	8.2	5.6
开滦股份	25.68	0.67	0.70	0.89	38.3	36.7	28.9	3.7	6.9
A 股平均	35.57	1.59	1.26	1.78	22.3	28.3	19.9	5.8	6.4

资料来源：招商证券研发中心

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。