

2010 年 2 月 5 日

以空间换时间，投资机会不期而至

——煤炭行业 2010 年一季度策略报告

行业评级：增持/上调

投资要点：

■ **投资思路**

基本判断：

- 煤炭行业在 2010 年仍将维持较高景气度，在新一轮资源整合全面铺开的背景下，国有大型煤炭上市公司面临重大投资机遇；
- 资源税推出对煤炭板块的影响不会如预期的那么大，资源税推出之时，将是煤炭等资源类股票飙升之日；
- 2010 年煤炭供需仍将维持稳中偏紧格局，煤炭供应受运输条件的制约越来越大。

基本结论：

正如我们在去年 12 月初发布的年度策略中所判断的，“行情已经行走了一段时间，即使未到终点，但也随时会中场休息，危险常常在人们认为最安全的时候突然降临。”显而易见，不仅是煤炭行业，整个 A 股市场现在都已进入了中长期调整。

但是，同样需要指出的是，煤炭板块作为 A 股市场上最有投资价值的品种之一，正在以空间换时间的方式快速终结其必须经历的调整。在市场反复下跌的残酷现实背后，风险正逐渐远离，机会正一步步靠近。在一季度的投资策略中，我们上调行业整体评级为“增持”。

个股选择方面，利用贝塔系数从市场角度进行了筛选，推荐盘江股份、大同煤业、中国神华、平煤股份、国投新集、中煤国际，从年报行情超预期角度，推荐国阳新能、兰花科创。

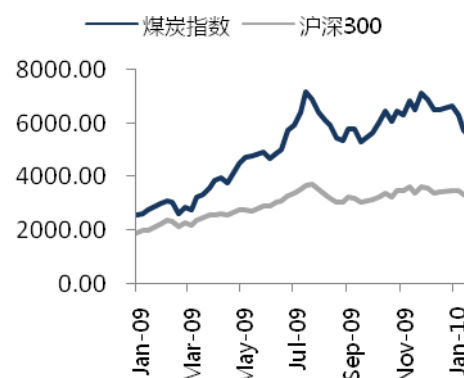
✍ **朱丹**

✍ **龚发勇（实习生）**

☎ 0512-62938661

✉ zhudan1998@hotmail.com

申万煤炭 II 指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind资讯

相关研究报告：

2010 年 1 月 25 日

进入小波反弹周期_周报 100125

2010 年 1 月 18 日

关注中小盘煤炭概念股_周报 100118

2010 年 1 月 11 日

资源税对冲煤价上涨_周报 100111

1. 投资思路

基本判断：

- 煤炭行业在 2010 年仍将维持较高景气度，在新一轮资源整合全面铺开的背景下，国有大型煤炭上市公司面临重大投资机遇；
- 资源税推出对煤炭板块的影响不会如预期的那么大，资源税推出之时，将是煤炭等资源类股票飙升之日；
- 2010 年煤炭供需仍将维持稳中偏紧格局，煤炭供应受运输条件的制约越来越大。

基本结论：正如我们在去年 12 月初发布的年度策略中所判断的，“行情已经行走了一段时间，即使未到终点，但也随时会中场休息，危险常常在人们认为最安全的时候突然降临。” 显而易见，不仅是煤炭行业，进入 2010 年，整个 A 股市场在一致看多声中进入大幅调整。现在，在市场一致看空声中，煤炭板块作为 A 股市场上最有投资价值的品种之一，正在以空间换时间的方式快速终结其必须经历的调整。在市场反复下跌的残酷现实背后，风险正逐渐远离，机会正一步步靠近。在一季度的投资策略中，我们上调行业整体评级为“增持”。

个股选择方面，利用贝塔系数从市场角度进行了筛选，推荐盘江股份、大同煤业、中国神华、平煤股份、国投新集、中煤国际，从年报行情超预期角度，推荐国阳新能、兰花科创。

2. 2010 年煤炭供需状况略显紧张

我们根据 2009 年原煤实际产量和实际 GDP 数据对原来的预测模型进行调整，假设 2010 年、2011 年 GDP 增长保持 9% 的平稳态势，预测出 2010、2011 年煤炭需求为 31.22 亿吨和 33.09 亿吨。如果考虑到 2009 年我国净进口煤炭近一亿吨，则实际煤炭需求将更高。所以 2010 年煤炭实际需求很可能达到创纪录的 32 亿吨。

从供应角度分析，山西经过 2009 年的资源整合后，产能在 2009 年四季度已经提前开始释放。根据石油地质学上的“休伯特峰值理论”，煤炭作为不可再生资源，当煤炭的开采储量达到其可采储量的一半的时候，其产量就会达到峰值，整个的开采量随着年份的推移，呈典型的钟形曲线分布。山西省的煤炭生产可能已经达到或接近这一状态，山西的煤炭生产主产区的地位正在被，我国煤炭的主要供应来源正在向西北移动，先是内蒙古，然后是新疆。随着地理位置的转移，运输成为制约煤炭供应的主要因素。而靠近消费地的煤炭企业将获得更高的“区位”溢价，现有储量的经济价值将越发突出。

图表 1 原煤总需求预测表 (亿吨)

	2009	2010E	2011E
合成氨原煤需求	12866.35	12788.59	12412.46
火电原煤需求	133211.32	136244.50	142816.83
生铁原煤需求	71034.14	77,818.18	85599.99
水泥原煤需求	50870.00	55751.58	58660.36
四大行业需求合计	267981.81	282602.85	299489.64
原煤总需求	296112.49	312268.34	330927.78

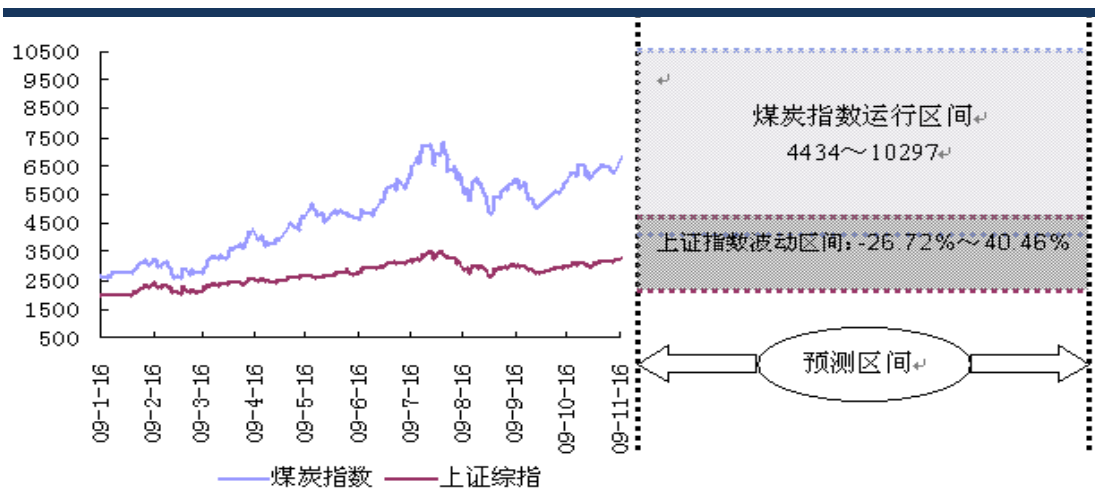
资料来源：东吴证券研究所

3. 市场表现——以空间换时间

今年以来，煤炭板块出现连续下跌，申万二级煤炭指数自 1 月 6 日的最高 7060 点下跌至年线附近的最低 5202 点，最大跌幅达到 27%。我们曾经假设煤炭板块可能以两种方式进行调整，即其一是时间换空间方式，其二是空间换时间的方式，目前的走势告诉我们煤炭股选择了第二种调整方式，某种程度上我们非常欢迎这种干脆利落的调整，因为它往往预示着新一轮行情将在不远的将来快速展开。

在年度策略中，我们曾预测上证指数的波动区间在 2400~4600 点之间，根据煤炭行业指数的历史贝塔系数，计算出相应的煤炭指数运行空间在 4434~10297 点之间。近期煤炭板块在资源税将要出台以及宏观经济紧缩的利空预期双重打击下，大幅下跌且远远跑输大盘，中长期投资机会正在逐步显现。根据个股的历史贝塔系数，可以测算出对应的个股下跌空间，通过与最新股价的对比，可以找到短期超跌的个股。从表中可以发现，中煤国际、国投新集、平煤股份、中国神华、大同煤业、盘江股份距离最大跌幅仅有 15% 不到的空间，理论上已经到了可以逐步建仓的位置，可重点关注。ST 贤成基本面存在较大不确定性，不做建议。

图表 2 2010 年上证指数及申万煤炭采选指数运行区间示意图



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3 2010 年煤炭个股运行区间预测

证券代 码	证券简称	收盘价 (元)	BETA	收益率下限	收益率上限	股价下限(元)	股价上限(元)	距离最低价跌幅
002092	中泰化学	20.93	1.37	-36.54%	55.33%	11.79	28.86	43.67%
600725	云维股份	19.70	1.46	-38.92%	58.93%	11.44	29.77	41.93%
000571	新大洲 A	8.30	1.11	-29.65%	44.89%	4.83	9.95	41.81%
600397	安源股份	13.20	1.4	-37.44%	56.69%	7.91	19.81	40.08%
600721	ST 百花	15.09	0.92	-24.57%	37.20%	9.18	16.7	39.17%
600758	红阳能源	12.25	1.17	-31.39%	47.53%	7.46	16.04	39.10%
002128	露天煤业	24.15	1.77	-47.25%	71.55%	15.19	49.41	37.10%
000933	神火股份	27.81	1.65	-44.17%	66.88%	18.15	54.25	34.74%
600277	亿利能源	17.73	0.99	-26.39%	39.96%	11.84	22.52	33.22%
000723	美锦能源	16.21	1.25	-33.37%	50.53%	11.03	24.93	31.96%
000835	四川圣达	8.74	1.24	-33.06%	50.06%	6.1	13.67	30.21%
600123	兰花科创	38.89	1.36	-36.25%	54.90%	27.71	67.33	28.75%
600971	恒源煤电	30.00	1.67	-44.50%	67.38%	21.52	64.91	28.27%
000780	平庄能源	12.92	1.34	-35.88%	54.34%	9.27	22.32	28.25%
600188	兖州煤业	20.15	1.19	-31.87%	48.26%	14.58	31.73	27.64%
601699	潞安环能	41.12	1.53	-40.94%	61.99%	29.91	82.03	27.26%
600179	黑化股份	7.13	1.05	-28.09%	42.53%	5.19	10.29	27.21%
600508	上海能源	21.50	1.38	-36.95%	55.95%	15.76	38.97	26.70%
600408	安泰集团	7.37	1.39	-37.03%	56.07%	5.5	13.63	25.37%
600348	国阳新能	38.37	1.41	-37.70%	57.09%	28.68	72.32	25.25%
600540	新赛股份	12.75	0.76	-20.38%	30.86%	9.81	16.12	23.06%
600121	郑州煤电	11.22	1.25	-33.51%	50.75%	8.69	19.7	22.55%
000159	国际实业	16.23	0.96	-25.67%	38.87%	12.81	23.94	21.07%
600997	开滦股份	20.67	1.35	-36.10%	54.67%	16.51	39.97	20.13%
601898	中煤能源	11.86	1.33	-35.54%	53.81%	9.48	22.63	20.07%
000937	冀中能源	35.00	1.02	-27.19%	41.18%	28.47	55.2	18.66%
600740	山西焦化	8.28	1.16	-30.99%	46.93%	6.78	14.44	18.12%
000552	靖远煤电	16.14	1.25	-33.39%	50.56%	13.23	29.9	18.03%
000968	煤气化	18.02	1.34	-35.80%	54.21%	14.88	35.75	17.43%
000983	西山煤电	32.85	1.21	-32.31%	48.92%	27.48	60.46	16.35%
600714	ST 金瑞	10.65	0.95	-25.43%	38.51%	8.95	16.62	15.96%
600546	中煤国际	24.55	1.39	-37.02%	56.05%	20.74	51.39	15.52%
601918	国投新集	15.52	1.38	-36.87%	55.83%	13.14	32.43	15.34%
601666	平煤股份	26.26	1.23	-32.99%	49.96%	22.37	50.06	14.81%
601088	中国神华	29.22	1.16	-31.07%	47.05%	25.91	55.28	11.33%
601001	大同煤业	35.88	1.18	-31.45%	47.63%	32.63	70.29	9.06%
600395	盘江股份	24.09	1.01	-26.93%	40.78%	22.05	42.49	8.47%
600381	ST 贤成	6.39	1.04	-27.84%	42.15%	6.33	12.47	0.94%

4. 风险提示

煤炭行业面临的最大的风险因素仍然来自政策方面，煤炭行业超强的盈利水平必然招来众多类似资源税等政策法规出台，比较极端的情况是类似原油开采的特别收益金办法在煤炭行业进行推广；

经济增长出现超预期的调整，煤炭需求远大于供给，造成生产商纷纷压价出货。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>