



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010年2月22日

煤炭采选

研究部

蔡宏宇 CFA CAIA

联系人

caihy@cicc.com.cn

韩永 CFA

分析员

hanyong@cicc.com.cn

政策风险逐步释放，焦煤即将进入旺季

关注近期煤炭股票的投资机会

投资提示：

政策风险释放之后，焦煤市场即将进入旺季，关注煤炭股票的投资机会。1月12日央行提高存款准备金率之后，煤炭股票如我们预期的出现明显调整；近期中美可能处于政策真空期，加息可能性不大；另外，随着天气回暖焦煤即将进入消费旺季，而且煤炭股票估值逐步进入合理区间，因此近期煤炭股票有望出现反弹，投资者可以择机介入。

理由：

近期出台的政策，在一定程度上释放了煤炭股票面临的政策风险。2月12日，人民银行宣布再次提高存款准备金率0.5个百分点；2月17日，美联储宣布将贴现利率从0.5%上调至0.75%，但1月份CPI涨幅低于预期。近期中国或者美国出台加息政策可能性都较小。另外欧盟准备帮助希腊解决债务危机，也舒缓了市场对希腊主权风险的担心。

历史表明，紧缩周期开始政策出台时市场反应较大，但如果没有出现经济硬着陆，后续政策对股票的影响相对较小，特别是港股。2004年4月第一次上调存款准备金率之后，A股和H股煤炭公司分别出现显著调整；但10月份的加息对股票市场则没有显著影响。2006年4月第一次加息之后，后续的上调存款准备金率对A股市场仍有一定负面影响，但并没有改变总体的上升趋势，H股煤炭公司则没有受到后续的上调RRR的影响。

焦煤即将进入消费旺季。随着天气回暖工程恢复施工，2~6月中国日均粗钢产量往往呈现环比回升的态势，而在4~7月份钢材价格也常环比上升；春节前宝钢普遍上调3月产品售价，显示了对后续钢材市场的乐观预期。历史经验也表明，西煤、平煤、开滦等主要焦煤公司的股价在此期间往往也呈现更强的走势。

动力煤即将进入淡季，但历史表明股票在此期间出现正收益的概率较大。在2~4月份属于动力煤的淡季，此时电厂库存会出现上升、动力煤现货价格出现一定回落，但在此期间煤炭股票出现正收益的概率较大，可能是由于预期中的现货价格回落难以对股价造成负面影响，同时钢铁、水泥等主要耗煤产品的产量回升，也会对煤炭股形成支撑。

我们的基本假设是紧缩政策不会导致中国经济硬着陆，政策紧缩导致的股价下跌仅仅是大上升周期中的盘整。对于长期投资者，由于政策紧缩导致的股价下跌提供了较好买入机会。对于短期投资者而言，则应该抓住这种交易性机会，遇到政策调控导致的下跌买入，等到催化剂逐步兑现之后，则应该逐步锁定利润，避免后续新政策出台的风险。

估值与建议：

煤炭公司估值进入合理区间。目前煤炭板块A股的2010年PE中值为16.8倍，纵向比较接近历史中值，横向比较处于中游水平，高于印尼煤炭公司估值，与美国煤炭公司基本持平，低于澳大利亚煤炭公司；港股的PE中值为13.1倍，纵向比较略低于历史中值，横向比较处于估值的低端水平。焦煤市场即将进入消费旺季，A股建议关注西煤（斜沟矿投产、产品提价）、平煤（最高的业绩弹性）和神火（产量增速显著的喷吹煤，但受铝价影响较大），H股提示关注福山收购棋盘井矿业、willbroad，以及新建联山煤矿的进展，但新股增发带来的回调将提供更好买入时机。中期来看，兖煤在完成收购Felix之后，未来还有榆树湾矿投产（41%股权），以及参与山东省煤炭业整合等催化剂。对长期投资者来说，神华及中煤的价值随下跌逐步显现。

风险：

如果国内外政策退出快于预期，可能导致煤炭股票再次回落。

目录

后续调控政策的影响相对较小	3
对A股煤炭公司的影响：股价小幅回调	3
对H股煤炭公司的影响：未导致股价回调	4
煤炭行业季节性分析：焦煤即将进入旺季	5
炼焦煤市场即将进入消费旺季，有利于煤炭股票的表现	5
动力煤即将进入消费淡季，但动力煤股票在此出现正收益的概率较大	6
煤炭公司估值与投资建议	8
煤炭公司估值横向比较	8
煤炭公司估值纵向比较	8
投资建议	8

图表目录

图表 1：利率调整对煤炭行业的影响	3
图表 2：存款准备金率调整对煤炭行业的影响	3
图表 3：利率调整对兖煤H股的影响	4
图表 4：存款准备金率调整对兖煤H股的影响	4
图表 5：2~6 月份中国日均粗钢产量环比回升	5
图表 6：1~4 月份除中国之外的世界日均粗钢产量环比回升	5
图表 7：4~7 月钢材价格往往环比上升	5
图表 8：3~5 月份，焦煤公司股票出现正收益的概率较大	6
图表 9：动力煤开始显现出淡季特征	7
图表 10：直供电厂库存连续 4 周回升	7
图表 11：3~5 月煤炭A股出现正收益的概率较大	7
图表 12：3~6 月电厂库存往往环比上升	7
图表 13：目前A股煤炭公司估值处于中位水平，而H股煤炭公司处于低位水平	8
图表 14：煤炭公司的当前估值与历史估值对比	8
图表 15：可比煤炭公司估值比较	10

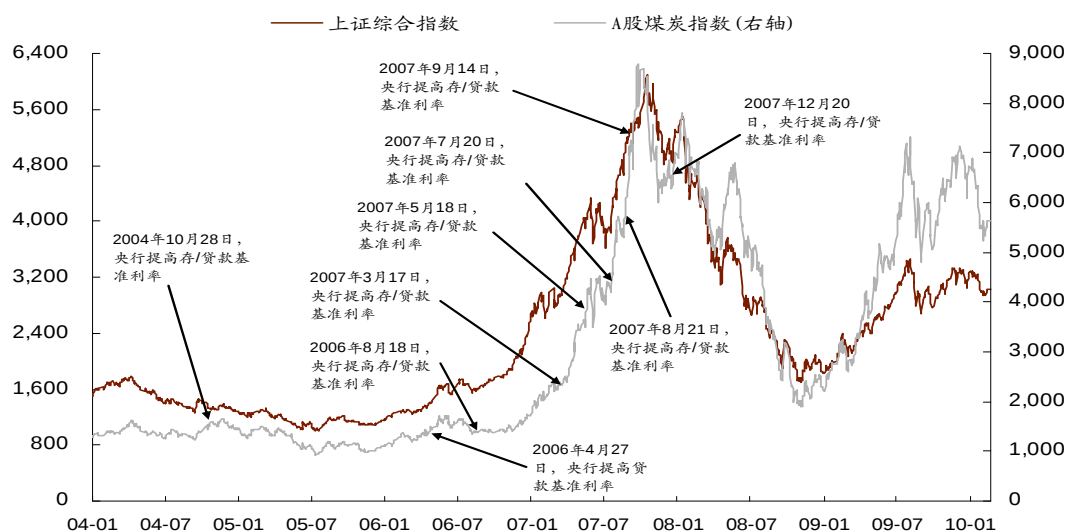
后续调控政策的影响相对较小

对 A 股煤炭公司的影响：股价小幅回调

2004 年第二次调控影响不大。2004 年 4 月 11 日，央行第一次上调存款准备金率（RRR）0.5 个百分点，A 股煤炭指数出现了 25% 的下跌；10 月 28 日央行上调基准利率 0.27 个百分点，A 股煤炭指数只是出现了 5% 的小幅回调，后来由于对国有股全流通的担心，煤炭板块跟随大盘出现了大幅下跌。

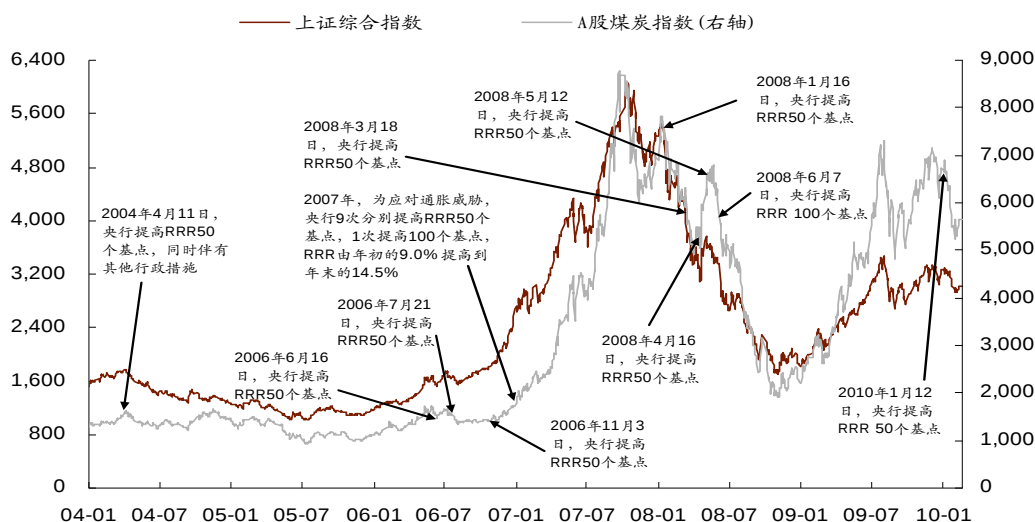
2006 年后续调控有一定负面影响，但未改大趋势。4 月 27 日央行上调贷款利率 0.27 个百分点，A 股煤炭指数最大下跌了 21%；6 月 16 日上调存款准备金率 0.5 个百分点，A 股煤炭指数出现了 11% 的下跌，但并未改变煤炭板块大的上升趋势。

图表 1：利率调整对煤炭行业的影响



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：存款准备金率调整对煤炭行业的影响



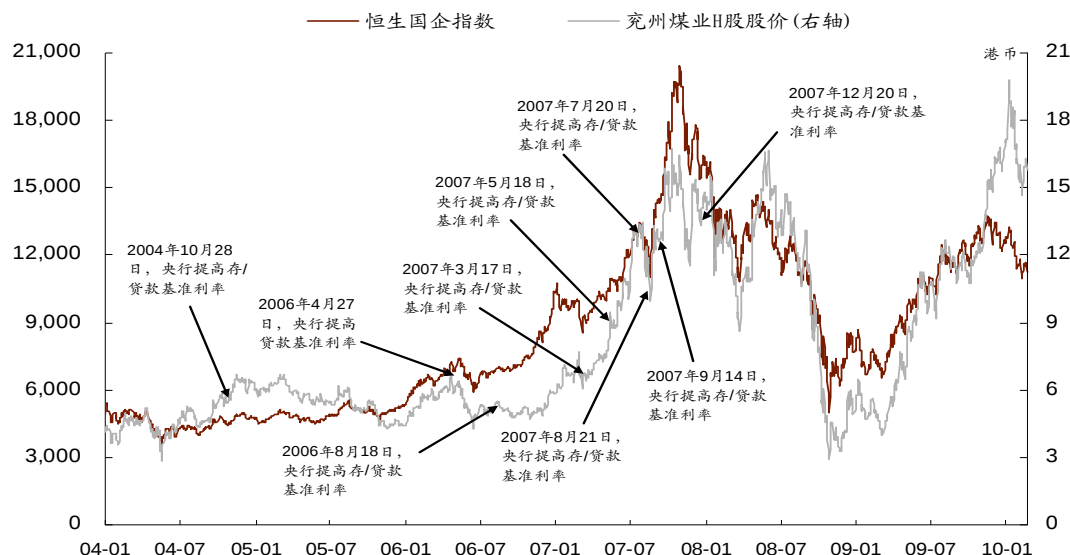
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

对H股煤炭公司的影响：未导致股价回调

2004年：后续调控未造成负面影响。2004年4月11日，央行第一次上调存款准备金率（RRR）0.5个百分点，兖煤H股出现了46%的下跌；10月28日央行上调基准利率0.27个百分点，兖煤H股反而出现了12%的上涨。

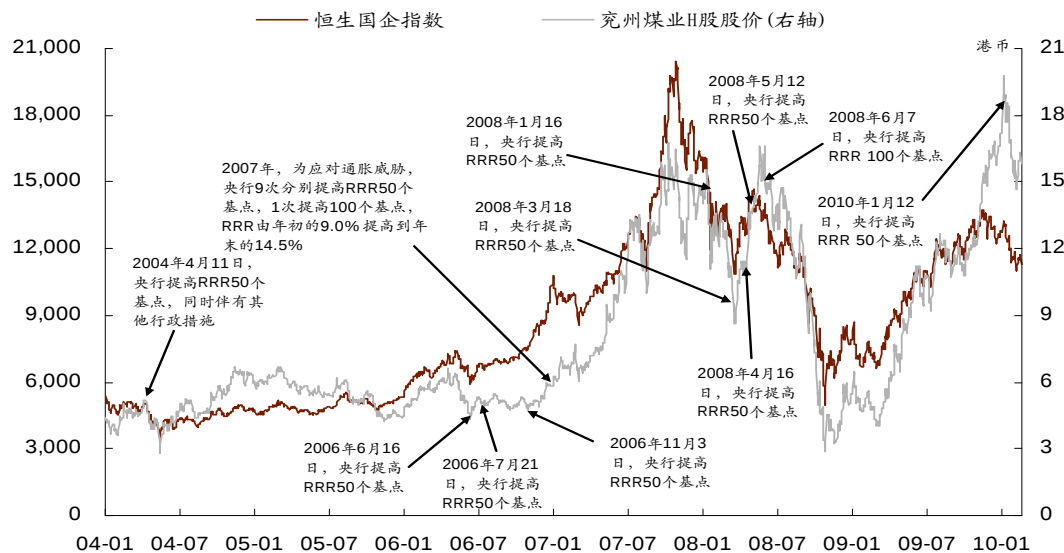
2006年：后续调控未造成负面影响。4月27日央行上调贷款利率0.27个百分点，兖煤H股最大下跌了31%；6月16日上调存款准备金率0.5个百分点，兖煤H出现了8%的上涨。

图表3：利率调整对兖煤H股的影响



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表4：存款准备金率调整对兖煤H股的影响



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

所以总体来看，随着市场消化第一次政策紧缩的不利影响，如果经济没有出现硬着陆，第二次紧缩政策对于煤炭股票的影响就大为减小。

煤炭行业季节性分析：焦煤即将进入旺季

炼焦煤市场即将进入消费旺季，有利于煤炭股票的表现

根据 2001~2009 年的月度数据，2~6 月份，中国的日均粗钢产量呈现环比回升的态势。

图表 5：2~6 月份中国日均粗钢产量环比回升

中国钢铁日均产量	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Median
1月		-4.7%	-6.0%	-3.8%	-5.4%	-5.9%	0.1%	-1.8%	9.0%	-4.7%
2月	2.5%	5.9%	10.1%	8.7%	9.4%	8.1%	5.0%	2.5%	8.6%	8.4%
3月	-0.0%	0.6%	-1.0%	3.6%	0.3%	0.8%	0.4%	7.9%	0.8%	0.5%
4月	0.3%	1.6%	5.3%	-1.3%	5.4%	5.9%	3.7%	2.9%	-0.5%	2.7%
5月	0.4%	2.2%	2.9%	-2.4%	2.4%	3.2%	-0.9%	-0.3%	3.6%	2.3%
6月	5.4%	1.5%	3.2%	2.1%	-0.8%	5.3%	5.4%	5.4%	9.9%	4.2%
7月	-1.2%	-1.1%	-3.5%	2.3%	-0.9%	-4.6%	-5.2%	-7.5%	-0.8%	-1.1%
8月	-0.4%	1.3%	3.2%	6.2%	4.1%	1.7%	0.8%	-5.2%	3.3%	2.4%
9月	3.4%	2.2%	4.6%	5.1%	3.0%	1.8%	6.1%	-3.8%	0.1%	3.2%
10月	3.1%	-0.4%	0.0%	1.6%	1.0%	0.8%	-2.8%	-12.3%	-1.2%	0.4%
11月	5.0%	5.4%	6.9%	3.7%	-0.6%	4.1%	-4.4%	1.3%	-5.6%	3.9%
12月	7.9%	0.7%	-4.8%	2.6%	1.7%	-2.9%	0.7%	3.9%	-2.4%	0.7%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

中国之外的世界日均粗钢产量在 1~4 月份也呈现环比回升的趋势。

图表 6：1~4 月份除中国之外的世界日均粗钢产量环比回升

中国外钢铁日均产量	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Median
1月		7.2%	3.3%	1.9%	1.4%	1.4%	4.2%	4.3%	2.2%	2.2%
2月	2.9%	1.8%	2.7%	3.1%	1.3%	4.4%	3.0%	1.4%	8.4%	3.0%
3月	0.7%	1.9%	4.5%	0.8%	-0.3%	1.3%	0.8%	2.4%	-4.1%	0.8%
4月	0.4%	0.8%	-1.8%	2.9%	2.4%	0.9%	-0.4%	-0.4%	0.1%	0.6%
5月	-1.7%	1.3%	-0.6%	-1.7%	-2.7%	1.0%	-0.9%	0.4%	5.0%	-0.7%
6月	-1.3%	1.7%	-0.2%	1.9%	-3.0%	1.1%	0.9%	-1.0%	5.0%	1.0%
7月	-2.6%	-3.8%	-3.8%	-3.3%	-3.2%	-3.6%	-4.0%	-3.3%	2.5%	-3.5%
8月	-1.6%	-0.1%	-2.0%	-3.6%	-1.7%	-3.3%	-1.5%	-2.4%	1.8%	-1.6%
9月	5.4%	5.3%	4.6%	8.5%	6.4%	5.8%	4.7%	0.6%	10.8%	5.6%
10月	-4.4%	-0.8%	1.5%	0.0%	4.0%	-0.8%	1.0%	-10.2%	2.7%	0.5%
11月	0.1%	0.9%	1.7%	0.2%	-0.9%	0.3%	0.7%	-14.2%	0.2%	0.2%
12月	-6.1%	-7.1%	-4.1%	-5.5%	-4.0%	-3.4%	-3.4%	-18.6%	-5.0%	-4.5%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

此外，中国的钢材价格在 4~7 月之间也呈现环比上升的趋势。

图表 7：4~7 月钢材价格往往环比上升

钢材价格	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Median
1月		-0.1%	4.3%	-0.9%	5.5%	-0.0%	2.8%	1.3%
2月	5.2%	5.1%	0.0%	0.0%	3.1%	10.6%	-6.3%	1.6%
3月	-0.7%	-2.9%	5.5%	4.9%	-1.4%	1.1%	-5.5%	-1.0%
4月	-1.5%	-17.3%	-7.5%	2.5%	4.6%	9.2%	1.8%	0.2%
5月	4.1%	-12.4%	-6.6%	5.2%	2.0%	3.5%	3.6%	2.8%
6月	12.0%	11.9%	-5.9%	-4.1%	-0.7%	-2.0%	6.2%	2.8%
7月	4.5%	12.7%	8.3%	-5.9%	4.4%	-1.9%	15.0%	6.4%
8月	-5.3%	-2.0%	-2.1%	2.3%	7.1%	-6.7%	-13.6%	-2.0%
9月	-4.0%	-3.0%	-4.1%	0.9%	1.0%	-6.6%	-5.3%	-3.5%
10月	7.5%	0.3%	-5.0%	-1.4%	2.4%	-21.4%	0.3%	0.3%
11月	7.5%	0.1%	1.3%	0.2%	10.1%	-2.8%	3.6%	2.4%
12月	14.9%	-0.7%	-2.0%	1.2%	0.3%	3.0%	3.2%	0.7%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

由于下游钢铁行业的带动，焦煤公司股票在 3~5 月出现正收益的概率也较大。

图表 8：3~5 月份，焦煤公司股票出现正收益的概率较大

西煤股价	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Median
1月		-4.8%	13.1%	6.7%	-9.0%	4.8%	38.0%	-26.3%	21.5%	5.8%
2月	-3.8%	-1.3%	1.0%	2.6%	17.7%	11.5%	20.0%	-8.6%	-10.4%	1.8%
3月	10.9%	2.3%	6.2%	13.8%	-4.8%	9.7%	-7.9%	-4.0%	30.9%	7.9%
4月	-2.0%	5.9%	2.1%	-2.8%	-1.8%	7.2%	39.1%	24.2%	33.5%	4.0%
5月	7.0%	-12.3%	11.1%	-1.7%	-19.8%	15.8%	20.4%	-0.2%	17.8%	9.0%
6月	4.4%	16.9%	-2.8%	-8.9%	-11.7%	-6.0%	25.6%	-0.9%	16.3%	0.8%
7月	-26.7%	-6.2%	-5.1%	15.6%	-0.1%	-15.6%	38.4%	-20.0%	28.5%	-2.6%
8月	-8.6%	-1.6%	-3.1%	-0.2%	-5.0%	3.4%	16.9%	-22.6%	-25.6%	-2.4%
9月	-0.8%	-5.0%	-9.0%	11.4%	4.5%	-5.8%	56.5%	-18.5%	9.4%	1.9%
10月	-11.4%	-1.9%	9.0%	12.3%	-29.0%	5.4%	-9.2%	-35.2%	17.3%	1.7%
11月	10.2%	-8.8%	12.9%	5.6%	-3.1%	11.7%	-9.1%	5.8%	11.5%	7.9%
12月	-1.6%	-13.6%	16.4%	-5.4%	20.5%	14.6%	7.6%	35.1%	-2.6%	3.0%
开滦股价	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Median
1月					-11.8%	-10.3%	22.0%	-6.5%	22.0%	-10.3%
2月					12.5%	4.7%	18.1%	-5.0%	4.0%	8.6%
3月					-11.3%	1.4%	5.8%	-5.7%	38.7%	3.6%
4月					1.2%	11.5%	91.6%	26.0%	20.1%	15.8%
5月					-12.9%	30.8%	4.4%	-0.9%	38.0%	17.6%
6月					-2.0%	-7.1%	-7.0%	-11.9%	11.5%	-4.5%
7月				9.9%	-7.9%	-10.9%	34.9%	-18.5%	38.9%	9.9%
8月				-6.4%	2.2%	-3.5%	22.6%	-39.4%	-23.8%	-3.5%
9月				-0.3%	4.3%	-1.9%	37.8%	-16.3%	6.9%	4.3%
10月				7.5%	-0.9%	6.0%	-16.0%	-37.7%	9.7%	6.0%
11月				-0.1%	-2.5%	4.6%	-8.2%	1.1%	9.5%	-0.1%
12月				-9.5%	4.7%	12.9%	13.6%	11.0%	-0.8%	4.7%
平煤股价	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Median
1月							5.3%	4.1%	42.3%	5.3%
2月							9.2%	-7.2%	-12.5%	-1.7%
3月							10.0%	-4.2%	27.2%	18.6%
4月							27.2%	6.3%	26.0%	26.6%
5月							10.9%	-0.7%	28.0%	19.4%
6月							-6.1%	-16.2%	21.8%	7.8%
7月							37.2%	-28.3%	27.1%	32.1%
8月							33.0%	-26.4%	-30.7%	1.2%
9月							48.8%	-10.5%	2.7%	25.8%
10月							-12.2%	-35.4%	14.5%	1.1%
11月							-7.5%	8.2%	7.4%	-0.0%
12月						13.7%	16.9%	0.8%	-0.6%	13.7%

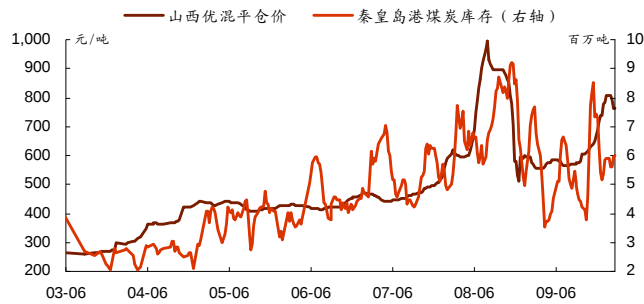
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

近期钢材现货价格保持稳定，而宝钢等龙头企业上调 3 月产品售价，显示对未来市场的信心。在春节期间，螺纹钢、中厚板价格与节前持平，热轧薄板小幅上涨了 20 元至 3790 元/吨（上海市场）。节前宝钢股份将 3 月份产品售价普遍上调，冷热轧均上涨 300 元/吨、镀锌板上调 200-300 元/吨、彩涂板上调 250 元/吨、厚板上调 200 元/吨、无取向硅钢上调 300-450 元/吨，这显示了其对未来钢铁市场的信心。

动力煤即将进入消费淡季，但动力煤股票在此出现正收益的概率较大

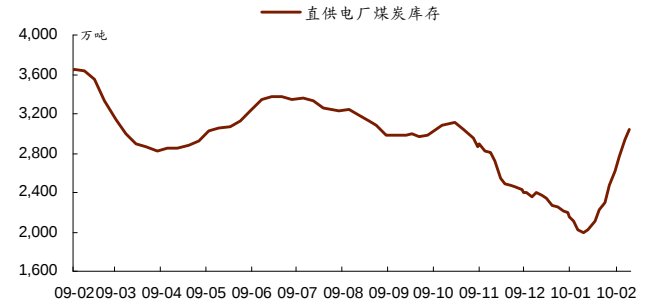
动力煤市场即将进入消费淡季，动力煤价格将要出现一定回落。直供电厂煤炭库存从 1 月 6 日的 2020 万吨上升到 2 月 10 日的 3044 万吨，库存天数从 8 天上升到 12 天。与此同时，秦皇岛煤炭现货价格也出现了一定回落，山西优混煤（5500 大卡/千克）的平仓价也从 1 月 25 日的 805 元/吨下降到 2 月 21 日的 765 元/吨。

图表 9: 动力煤开始显现出淡季特征



资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 10: 直供电厂库存连续 4 周回升



资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

尽管煤炭行业进入淡季,但从过去经验来看,在 3~5 月煤炭股票出现正收益的概率反而较大。这可能是由于 2~4 月份为动力煤的传统淡季,因此电厂库存上升和动力煤价的小幅回落在市场预期之内。与此同时,钢铁、水泥等主要用煤产品的产量往往环比回升,推动电力需求,从而对动力煤股票形成支撑。

图表 11: 3~5 月煤炭 A 股出现正收益的概率较大

相对收益	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	中值
1月		-1.1%	-4.3%	-5.2%	0.2%	-0.1%	6.0%	11.9%	-0.1%
2月	-0.0%	1.3%	0.2%	4.6%	2.4%	8.9%	-4.9%	-9.6%	0.7%
3月	-3.9%	0.6%	7.5%	-2.2%	2.3%	-6.1%	3.5%	8.1%	1.5%
4月	2.8%	-5.5%	3.9%	0.6%	-1.9%	11.0%	13.1%	14.1%	3.3%
5月	-2.5%	3.2%	0.4%	-6.7%	-1.2%	8.6%	10.6%	10.2%	1.8%
6月	-2.5%	0.8%	2.4%	-8.1%	-4.6%	1.7%	7.5%	-0.8%	0.0%
7月	0.3%	-3.5%	9.5%	-2.3%	-5.6%	14.9%	-12.8%	11.7%	-1.0%
8月	-0.8%	-0.7%	-2.8%	-2.5%	-3.2%	0.4%	-11.2%	-6.1%	-2.6%
9月	-0.4%	-0.9%	1.6%	5.8%	-7.3%	26.4%	-0.8%	-1.0%	-0.6%
10月	1.2%	4.8%	17.0%	-3.2%	-1.4%	-14.7%	-14.3%	8.3%	-0.1%
11月	-3.8%	5.6%	-0.4%	-3.3%	-8.4%	2.6%	-7.2%	4.9%	-1.8%
12月	-2.4%	10.7%	-1.4%	5.0%	-5.0%	-4.1%	8.4%	-3.9%	-1.9%

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 12: 3~6 月电厂库存往往环比上升

电厂库存环比	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	median
1月	%	-2%	-5%	5%	-7%	-6%	-24%	-16%	-6%
2月	23%	8%	-17%	19%	-6%	26%	61%	-14%	13%
3月	-10%	-13%	-14%	-8%	-4%	-6%	-18%	-11%	-10%
4月	5%	5%	1%	9%	10%	2%	-5%	-6%	3%
5月	4%	17%	16%	25%	14%	-%	-4%	23%	15%
6月	4%	2%	23%	35%	%	6%	5%	2%	4%
7月	-4%	-7%	9%	1%	%	-1%	-10%	-4%	-3%
8月	2%	-6%	11%	6%	-2%	-%	42%	-6%	1%
9月	4%	2%	-2%	7%	9%	9%	23%	-%	5%
10月	4%	-1%	2%	9%	7%	2%	28%	-3%	3%
11月	%	6%	%	-2%	-6%	-10%	17%	-17%	-1%
12月	-7%	-26%	-15%	-17%	-9%	-20%	-16%	-10%	-16%

资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

煤炭公司估值与投资建议

煤炭公司估值横向比较

A 股煤炭公司估值处于中间水平，而 H 股煤炭公司估值处于低端。A 股煤炭公司的 2010 年 PE 为 16~17 倍，与美国煤炭公司基本接近，低于澳大利亚煤炭公司，而高于印尼的煤炭公司估值。H 股煤炭公司的 2010 年 PE 约为 13.1 倍，略低于印尼煤炭公司，而显著低于美国和澳大利亚煤炭公司。

图表 13：目前 A 股煤炭公司估值处于中位水平，而 H 股煤炭公司处于低位水平

煤炭公司估值比较	P/E(x)			
	2008	2009E	2010E	2011E
A 股焦煤公司	18.6	25.9	16.6	14.5
A 股无烟煤公司	19.3	20.9	16.6	14.7
A 股动力煤公司	19.9	22.1	17.4	14.3
H 股煤炭公司	19.0	16.7	13.1	10.8
印尼煤炭公司	18.4	11.9	13.4	9.6
美国煤炭公司	20.5	36.0	16.4	11.0
澳大利亚煤炭公司	21.8	10.4	21.8	20.5

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

煤炭公司估值纵向比较

中国 A 股煤炭企业的 PE 接近于历史中值，H 股公司低于历史中值。在 A 股公司中，兖煤、神华、中煤、平煤和西煤略低于历史中值水平（由于历史上缺乏当时市场对 EPS 的预测，而实际的 EPS 又有一定的误导作用，如在 2007 年底市场并没有预测到 2008 年煤炭价格的大幅上涨，因此用实际 EPS 计算的 12 个月 Forward PE 明显偏低，为了降低这种偏差，我们采用了 6 个月 Forward PE 来计算历史估值）。H 股中煤、神华和福山都低于历史中值。

图表 14：煤炭公司的当前估值与历史估值对比

上市以来	西山煤电	平煤股份	开滦股份	神火股份	兰花科创	兖州煤业A	中国神华A	中煤能源A	兖州煤业H	中国神华H	中煤能源H	福山能源
最高	70.3	43.6	139.0	177.5	516.2	40.2	81.5	47.2	19.3	47.4	52.7	118.8
最低	4.7	4.1	7.0	7.1	4.3	7.1	11.9	11.5	1.9	5.0	4.5	3.9
中值	21.6	19.6	15.6	17.9	17.5	20.3	20.1	23.6	6.3	15.3	18.8	15.5
平均值	23.5	20.3	21.2	22.9	56.5	21.6	26.2	24.4	7.7	17.1	20.3	18.2
目前水平	21.0	18.5	26.3	18.8	18.0	17.4	16.6	19.5	11.7	15.0	13.9	16.1
距离中值的空间	-3%	-5%	69%	5%	3%	-15%	-17%	-18%	85%	-2%	-26%	4%
距离均值的空间	-10%	-8%	24%	-18%	-68%	-20%	-37%	-20%	52%	-12%	-32%	-11%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

投资建议

我们认为，目前的经济仍然处于上升周期，由于紧缩政策导致经济硬着陆的风险很小，但未来不排除会有其他的紧缩政策。对于长期投资者，由于政策紧缩导致的股价下跌提供了较好的买入机会。对于短期投资者而言，则应该抓住这种交易性机会，遇到政策调控导致的下跌买入，如果股价逐步回升接近调控前的水平，则应该逐步锁定利润，以避免后续的政策风险。

A 股煤炭公司

西山煤电：斜沟矿投产，产品提价。2 月初，年产 1500 万吨的兴县斜沟煤矿开始试生产，我们预计可以为公司贡献产量 1200 万吨以上，比原有矿井增产 700 万吨；2 月 9 日公司公告自 2 月 1 日起对产品进行提价，其中肥焦煤价格上调 180 元/吨至 1510 元/吨，上调幅度 13.5%。

平煤股份：具有最高的业绩弹性。2月12日公司业绩快报显示2009年EPS为1.01元，低于市场预期。但是，由于公司具有最高的业绩弹性（煤价上升1%，EPS上升5.3%），随着焦煤价格的上涨，2010年公司业绩上升潜力较大。

H股煤炭公司

神华和中煤：估值基本合理，业绩将稳定增长。它们在前期都有了约20%的调整幅度，目前的2010年PE分别为13.9倍和12.5倍。随着行业集中度的提高产量增速有望达到10%左右，再加上煤价的小幅上涨，净利润增速有望达到15%左右，目前PEG为1倍左右，中长线投资者可以逐步买入。

福山能源：新股增发给股价带来一定压力。公司受益于炼焦煤市场，但公司为了收购山西的willbroad股权，估计需要增发大约1/3的新股，可能会对公司股价造成压力；在这种压力释放之后，将是更好的介入机会。

兖州煤业：现货煤价下跌在短期内可能对股价形成一定压力。但中期来看，产量增长的前景有明显改善，成功收购Felix后，公司对榆树湾矿的收购也有望于年中完成（持有41%股权）。此外，2010年山东省将开始进行煤炭资源整合，兖州煤业在省内的龙头地位显著，且在山东省七大煤炭企业中是唯一的一家上市公司，因此主导资源整合的概率较高。

图表 15：可比煤炭公司估值比较

A股煤炭公司	国家名	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2010-2-20	2008	EPS(RMB)				P/E(x)			
					2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
焦煤公司												
西山煤电*	中国	82,610	34.08	1.44	1.10	1.86	2.32		23.7	30.9	18.3	14.7
平煤股份*	中国	36,996	26.48	2.48	1.01	1.75	2.15		10.7	26.2	15.1	12.3
开滦股份*	中国	25,742	20.85	0.67	0.65	0.89	1.14		31.1	32.2	23.4	18.4
金牛能源	中国	41,655	36.02	2.49	1.57	2.20	2.52		14.5	23.0	16.4	14.3
煤气化	中国	9,432	18.36	1.33	0.72	1.20	0.97		13.8	25.5	15.4	18.9
盘江股份	中国	27,010	24.48	1.08	1.08	1.45	1.76		22.8	22.7	16.8	13.9
中间值-焦煤		32,003		1.39	1.04	1.60	1.95		18.6	25.9	16.6	14.5
无烟煤公司												
兰花科创*	中国	22,785	39.89	2.45	2.10	2.47	2.72		16.3	19.0	16.2	14.7
神火股份*	中国	22,238	29.65	1.53	0.86	1.79	2.25		19.3	34.6	16.6	13.2
国阳新能	中国	37,431	38.91	1.51	1.86	2.16	2.44		25.8	20.9	18.0	16.0
中间值-无烟煤		22,785		1.53	1.86	2.16	2.44		19.3	20.9	16.6	14.7
其他煤炭公司												
中国神华*	中国	581,623	29.43	1.34	1.62	1.89	2.10		22.0	18.2	15.6	14.0
兖州煤业*	中国	88,444	20.67	1.32	0.89	1.28	1.46		15.7	23.3	16.2	14.1
中煤能源*	中国	149,842	11.84	0.51	0.51	0.67	0.76		23.0	23.4	17.8	15.6
大同煤业	中国	30,177	36.06	2.40	1.81	2.23	2.58		15.0	19.9	16.2	14.0
上海能源	中国	15,712	21.74	1.54	1.18	1.49	1.72		14.1	18.4	14.6	12.6
恒源煤电	中国	11,646	29.53	1.62	1.41	1.67	1.95		18.2	20.9	17.7	15.1
潞安环能	中国	48,691	42.32	2.48	2.10	2.46	2.92		17.1	20.2	17.2	14.5
露天煤业	中国	26,865	24.30	0.65	0.87	0.98	1.25		37.2	27.8	24.8	19.5
郑州煤电	中国	7,009	11.14	0.30	0.19	0.25	0.30		37.1	57.7	44.6	37.1
国投新集	中国	28,126	15.20	0.65	0.59	0.81	1.13		23.4	25.7	18.8	13.5
中间值-其他煤		29,151		1.33	1.03	1.39	1.59		20.1	22.1	17.4	14.3
中间值-A股煤炭		28,126		1.44	1.08	1.67	1.95		19.3	23.3	16.8	14.5
H股煤炭公司												
		Market Cap (RMB Mn)	Price(HKD) 2010-2-20	2008	EPS(RMB)				P/E(x)			
					2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
中国神华*	中国	581,623	32.20	1.34	1.71	1.99	2.21		21.4	16.7	13.9	12.2
兖州煤业*	中国	88,444	15.82	1.32	0.95	1.32	1.50		10.7	14.8	10.3	8.9
中煤能源*	中国	149,842	11.48	0.54	0.62	0.79	0.89		19.0	16.4	12.5	10.8
福山能源*	中国	30,038	6.35	0.10	0.26	0.42	0.45		59.5	21.3	13.1	11.8
恒鼎实业	中国	14,067	7.76	0.49	0.23	0.51	0.75		14.2	29.3	13.1	8.7
中间值		88,444		0.54	0.62	0.79	0.89		19.0	16.7	13.1	10.8
国际可比公司												
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2010-2-20	2008	EPS(USD)				P/E(x)			
					2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
印尼煤炭公司												
Bumi	印尼	4,777	0.25	0.03	0.02	0.02	0.03		7.3	11.2	12.3	8.5
Adaro	印尼	6,163	0.19	0.00	0.02	0.01	0.02		51.4	12.8	15.6	11.2
Indo Tambangraya	印尼	3,628	3.21	0.21	0.29	0.25	0.36		15.3	11.2	12.9	8.9
Tambang Batubara	印尼	3,921	1.70	0.08	0.14	0.12	0.16		21.5	12.6	13.9	10.4
中间值		4,349		0.06	0.08	0.07	0.10		18.4	11.9	13.4	9.6
美国煤炭公司												
Peabody	美国	12,599	47.04	3.55	1.66	2.87	4.00		13.3	28.3	16.4	11.8
Arch Coal	美国	3,666	22.57	2.47	0.28	0.82	1.75		9.1	80.6	27.6	12.9
Consol	美国	9,042	49.91	2.43	2.99	3.36	4.73		20.5	16.7	14.9	10.5
Massey	美国	3,787	44.27	0.69	1.23	2.62	4.77		64.2	36.0	16.9	9.3
Alpha	美国	5,697	47.10	0.43	0.64	2.94	4.30		109.5	73.6	16.0	11.0
中间值		5,697		2.43	1.23	2.87	4.30		20.5	36.0	16.4	11.0
澳大利亚煤炭公司												
Coal & Allied	澳大利亚	6,513	75.23	9.28	6.76	5.28	8.01		9.0	12.4	15.9	10.4
New Hope	澳大利亚	3,396	4.11	0.11	2.40	0.21	0.22		41.5	1.9	21.8	20.5
Energy Resources	澳大利亚	3,156	16.55	1.16	1.43	0.99	1.38		15.9	12.9	18.6	13.3
Aquila	澳大利亚	2,905	9.01	0.46	-0.10	0.01	0.09		21.8	n.a.	911.8	109.0
Whitehaven	澳大利亚	2,207	4.54	0.15	0.61	0.14	0.21		33.7	8.3	36.3	23.9
中间值		3,156		0.46	1.43	0.21	0.22		21.8	10.4	21.8	20.5

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。