

2010年02月28日

市场数据

行业优化平均市盈率	43.12
市场优化平均市盈率	29.70
国金煤炭指数	8646.66
沪深 300 指数	3281.67
上证指数	3051.94
深证成指	12436.66
中小板指数	5907.48


相关报告

- 1 《港口煤价再次大涨、新财年澳煤上涨基调已定》，2009.12.29
- 2 《煤炭产运需衔接工作新政点评》，2009.12.17

分析师:龚云华

 (8621)61038276
 gongyunhua@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

煤炭行业研究简报

——短期不具备投资吸引力,关注重组、整合

减持

持有

增持

投资要点

- 我们判断：由于基本面预期的变化，煤炭股短期仍不具备投资吸引力。核心理由在于：**短期煤价上涨过快，超越预期，对下游需求会有打击。**
 - ◆ 自 2009 年 10 月份以来，市场煤价、重点合同煤炭价格从缓慢上涨到快速飙升，价格上调幅度符合我们“先小涨、后大涨”的判断，但价格上调时间比我们预期的要快。
 - ◆ 煤炭价格的上涨将难以顺利向下游转移，因此价格的过快上涨会对下游需求有打击。
- 无论是趋势投资，还是左侧交易，2010 年 2 月以后的上半年，再次大规模介入煤炭股，风险要远大于收益——最近的深刻教训就是 2008 年的上半年！
- 基于价格转嫁能力，煤炭行业上、下游利益格局将需要新的调整、平衡——等待 2010 年下半年确认。
- 我们仍旧建议战略性关注：“产业整合、兼并重组”背景下的投资机会。
 - ◆ 1) 我们判断：整体的供求关系仍旧依赖于产业整合、兼并重组。2010 年，煤炭行业的产业整合，整顿关闭工作仍将持续、深化，方向是“提高产业集中度”、“国进民退”。
 - ◆ 2) 我们关注的重点是：“产业整合、兼并重组”背景下的资产证券化——煤炭企业集团具备条件将煤炭主业资产注入上市公司的动力。
 - ◆ 3) 重组标的战略布局选择方向：看集团背景、看整合机会（煤炭主产地区域性机会）

煤价上涨过快、需求将受打击

煤炭价格上涨超越预期，上调时间比预期快

- 自 2009 年 10 月份以来，市场煤价、重点合同煤炭价格从缓慢上涨到快速飙升，价格上调幅度符合我们“先小涨、后大涨”的判断，但价格上调时间比我们预期的要快。
- ◆ 1) 炼焦煤：以西山煤电（000983.sz）冶金用煤连续提价为标志，煤炭价格整体水平已超过 2008 年均价！
- ◆ 2008 年，西山煤电煤炭含税价格：主焦煤为 1383 元/吨、肥煤 1384 元/吨、瘦煤 993 元/吨；2010 年 2 月，西山煤电主焦煤车板含税价上调至 1365 元/吨；肥精煤车板含税价上调至 1510 元/吨；瘦精煤车板含税价上调至 1060 元/吨。按煤种比例加权的综合整体水平，目前煤炭价格水平已经超越了 2008 年的均价。
- ◆ 2) 国内动力煤价格：秦皇岛市场煤价从 2009 年 10、11 月份的持续小幅上涨，到 2009 年 12 月、2010 年 1 月大幅跳升，5500 大卡山西优混平仓价最高曾报 810 元/吨，高于 2008 年全年均价（723 元/吨）近 87 元。
- ◆ 3) 国内外动力煤价差：澳大利亚进口焦煤秦皇岛到岸价约为 1530 元/吨，与国内焦煤价格相当，澳大利亚进口动力煤到广州港价格约 920 元（6000 大卡），国内广州港动力煤价 890 元（5500 大卡），按大卡折算进口煤价低于国内约 1 分/大卡。

图表1：西山煤电炼焦煤价格历次调整情况

含税价	2008.3	2008.4	2008.6	2008.8	2008.11	2009.4	2009.8	2010.1	2010.2
焦煤(元/吨)	810	1040	1425	1725	1225	1050	1125	1215	1365
肥煤(元/吨)	860	1105	1490	1790	1290	1090	1210	1330	1510
瘦煤(元/吨)	670	770	1070	1330	830	800	930	960	1060

来源：国金证券研究所、西山煤电公告

图表2：西山煤电历年销售均价情况

含税价	2006年	2007年	2008年	2009年	2010.2
焦煤(元/吨)	689	736	1383	1099	1365
肥煤(元/吨)	688	742	1384	1155	1510
瘦精煤(元/吨)	567	593	993	900	1060

来源：国金证券研究所、西山煤电公告

图表3：秦皇岛 5500 大卡山西优混平仓价历年市场均价情况

含税价	2006年	2007年	2008年	2009年	2010.2
山西优混(元/吨)	427	466	723	600	770

来源：国金证券研究所、中国煤炭资源网

图表4：过去3年日澳、中日间长协价情况

出口长协价 (FOB, 美元/吨)	动力煤		焦煤	
	日澳	中日	日澳	中日
2007.4~2008.3	56	68	98	106
2008.4~2009.3	125	131	300	315
2009.4~2010.3	70	73	128	
最新市场价格	90		170	

来源：国金证券研究所、中国煤炭资源网

利益分配格局动态：煤炭提价过快、下游需求将受到打击

- 煤炭、电力、钢铁、房地产是一条产业链，在房地产价格受到遏制的情况下，煤炭价格的上涨将难以顺利向下游转移，因此价格的过快上涨会对下游需求有打击。
 - ◆ 以房地产链条为例：2009 年 12 月 14 日的国务院常务会议，明确提出“稳定市场预期,遏制部分城市房价过快上涨的势头”。
 - ◆ 2010 年年初，无论从宏观层面的存款准备金比率提高，还是北京、深圳等地方政府土地政策、房地产政策的趋严趋紧情况来看，房地产链条受到一定的打压已经难以避免。该等预期既能解释周期性行业受到短期抛弃，又对后面的相关投资风险具备足够的警示！

新的供求、价格平衡等待下半年确认

- 无论是趋势投资，还是左侧交易，2010 年 2 月以后的上半年，再次大规模介入煤炭股，风险要远大于收益——最近的深刻教训就是 2008 年的上半年！具体体现在基本面方面，包括但不限于以下：
 - ◆ 1) 2010 年 2-4 月份，市场煤价大幅上升后，面临的季节性回落趋势较为明显。虽然 3 月前后，可能受国际煤价上涨的推动，国内煤价还可能上涨，但上涨越多，风险越大。基于价格转嫁能力，煤炭行业上、下游利益格局将需要新的调整、平衡——等待 2010 年下半年确认。
 - ◆ 2) 煤价基本上涨到位的背景下，煤炭股短期估值难以得到提升。估值倍数波动幅度大，也是短期投资，必须权衡的风险因素。——历史经验显示，在煤价上升周期和下降周期中，煤炭股的估值倍数波动幅度巨大，而且节奏快（2006-2010 年，估值倍数最低时动态的 5-6 倍 PE，最高达 60-70 倍 PE）。
 - ◆ 3) 资源税改革，可能对煤炭企业成本产生新的负面影响，该等风险仍处于被等待释放。

产业整合、重组可战略性关注

- 1) 我们判断：整体的供求关系仍旧依赖于产业整合、兼并重组。2010 年，煤炭行业的产业整合，整顿关闭工作仍将持续、深化，方向是“提高产业集中度”、“国进民退”。
- 2) 我们关注的重点是：“产业整合、兼并重组”背景下的资产证券化——煤炭企业集团具备条件将煤炭主业资产注入上市公司的动力。
- 3) 重组标的战略布局选择方向：看集团背景、看整合机会（煤炭主产地区域性机会）
 - ◆ “产业整合”：关注整合地方中小煤矿机会相对大的上市公司、地方政府主导下的省内煤炭企业强强联合。山煤国际、太工天成、ST 马龙、兖州煤业、欣网视讯（义马煤业借壳）等。
 - ◆ “兼并重组”主题下：建议关注集团/股份公司产能倍数大的公司。西山煤电、冀中能源、开滦股份、国阳新能等
 - ◆ 煤炭企业重组转型：建议关注大股东为大煤炭集团的非煤上市公司。如芜湖港、新华医疗、红阳能源等。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，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。