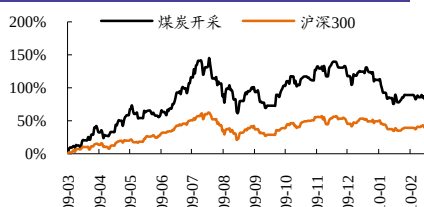


煤炭行业
维持评级：强于大市
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
煤炭开采	-3.9%	-16.5%	81.6%
沪深 300	0.5%	-3.7%	40.1%

重点公司	6m%	YTD%	评级
西山煤电	-6.3	180.62	买入
中国神华	-15.5	63.05	买入
神火股份	2.7	205.62	买入
盘江股份	-8.8	110.95	买入
潞安环能	-8.4	211.84	买入
兰花科创	0.0%	223.62	买入

相关报告

《供需矛盾突出 行业续演重组大戏》
2009 年 12 月

分析师

张晓霞

电话：0755-83716754

邮件：zhangxx@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

- 一季度是动力煤价格冲高回落的传统季节。但 2010 年一季度煤价先上涨 8%，后下跌 15%，呈现出幅度较深的大起大落。
- 预计随着天气在二季度末期转暖，来自制冷用煤的煤炭需求将有所回升，同时，来自工业部门的煤炭需求将保持稳定增长。我们判断第二季度是煤炭需求由弱转强的季节，煤价将止跌回稳，甚至有所上升。
- 各省区的煤炭行业重组，均不同程度地提高了行业的准入门槛，在近期将抑制煤炭产能过快增长。整体而言，煤炭供需在 2010 年呈现出供需平衡，局部地区、个别品种供不应求的格局。
- 第二季度，煤炭公司发布的 2009 年年报将充分体现煤炭行业 2009 年业绩下滑的预期，利空出尽。而相继披露的 2010 年一季度报将显示大多数煤炭公司业绩同比增幅较大，存在超预期。
- 板块方面，目前我们跟踪的重点公司的 2009、2010 年平均市盈率分别为 23 倍、16 倍，存在明显的低估。考虑到第二季度煤炭需求逐渐走强、一季报业绩超预期，我们认为布局煤炭股时机已来临。我们给予煤炭行业强于大市的投资评级。
- 投资策略方面，我们看好煤炭股估值全面提高的机会，煤炭股存在普涨的可能性。特别看好神火股份（000933）、盘江股份（600395）、西山煤电（000983）估值提高带来的投资机会；另外，长期的投资机会方面，我们关注将有煤炭资产注入和重组预期的开滦股份（600997）、新华医疗（600587）。

第一季度是动力煤价格冲高回落的传统季节

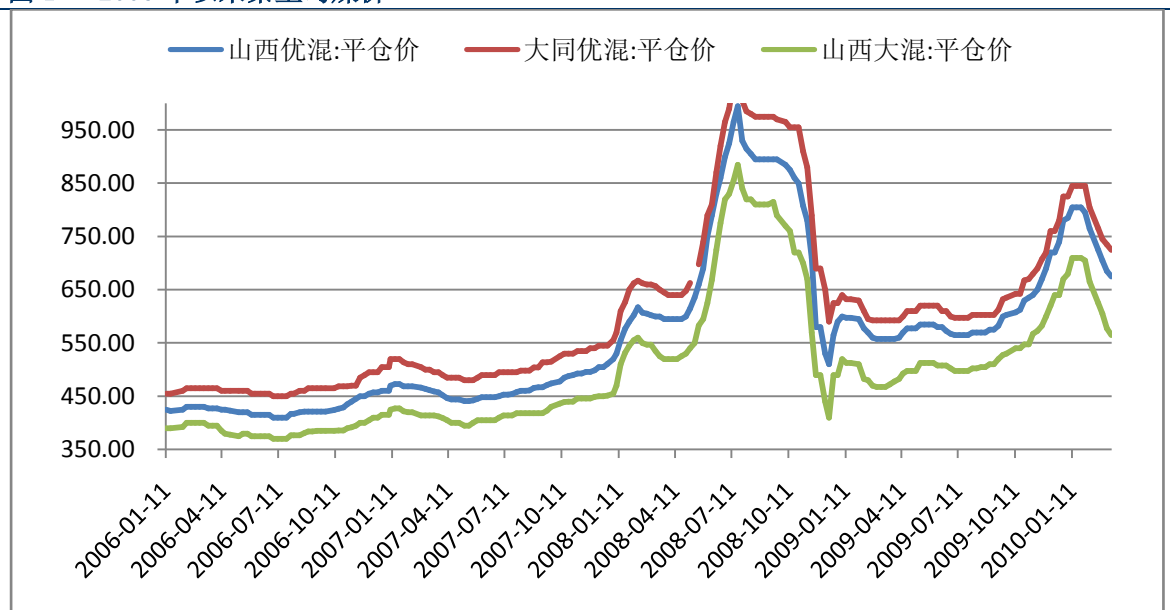
一季度，是动力煤价格冲高回落的传统季度。但 2010 年的第一季度的动力煤价格大起大落幅度超过以往。1 月份，强冷空气带来了全国大范围雨雪降温，受此影响，取暖用煤量创出新高。加之经济强势复苏带来工业用电量大增，煤价在 1 月份纷纷走高：动力煤方面，秦皇岛煤炭大同优混价格一度创 08 年以来新高 845 元/吨，较 09 年 12 月底上涨 60 元，上涨幅度达 8% 左右，达到了 08 年最高煤价 1065 元/吨的 80%。而山西北部的坑口价格在 1 月份也上涨了 10—25 元左右。

同期，炼焦煤价格也上涨了 30 元左右；无烟煤上涨大约 15 元左右。

但是进入 2 月下旬，随着天气逐渐转好，用煤量进入了传统的淡季，煤炭价格也随之下落。至 3 月 15 日，秦皇岛煤炭大同优混价格跌至 725 元/吨，较 1 月份最高价下跌了 120 元，下跌幅度高达 15%。

分析以往 4 年数据，煤价在一季度都呈现出冲高回落的态势。但 2010 年大起大落幅度较为显著。

图 1 2006 年以来秦皇岛煤价



资料来源：wind

第二季度是煤炭需求由淡转强的季节

随着天气在二季度末期转暖，来自制冷用煤的煤炭需求将有所上升，同时，来自工业部门的煤炭需求将保持稳定增长。国家发改委披露的数据显示，1-2 月，新开工项目计划总投资达 10616.11 亿元，同比增长

42.7%。1-2 月，全国新开工项目 18462 个，比去年同期减少 71 个；施工项目 92870 个，比去年同期增加 14174 个。施工项目计划总投资 212512.49 亿元，同比增长 29.9%。虽然我们预计投资增速将逐渐放缓，但同比增速仍将高达 25%以上，这将进一步刺激对煤炭的需求。

来自电力部门的数据印证了煤炭需求在第二季度将由淡转强：截至到 3 月 14 日，六大发电集团（浙电、上电、广电、国电、大唐、华能）除上电、国电和华能的电厂日耗较进入 3 月的第一周（3 月 1 日—3 月 7 日）有小幅度的下降外，其余三大发电集团电厂日耗有较大幅度的上升，以浙电为例，第二周的平均日耗上升为 11.06 万吨，涨幅为 38.11%。广电和大唐的电厂日耗涨幅为 26.13%、16.76%。随着经济进一步复苏，工业用电量回升，以及春旱造成南方水电发电量较以往较少、火电相应增加，电厂日耗将会继续上升。

我们判断第二季度是煤炭需求由弱转强的季节，煤价将止跌回稳，甚至有所上升。

煤炭行业继续加快重组整合进程，抑制产能过快增长

各省区纷纷推进省级的煤炭重组：

山西方面，在取得了阶段性成果后，继续提高行业的资金门槛和人员管理要求。按照山西省政府的要求，兼并重组后形成的煤炭主体企业注册资本金原则上不得低于 2 亿元，主要负责人必须具有 8 年以上管理大、中型煤矿的经历，企业所有主要专业技术人员、工程师及以上职称人数不得少于 90 人等。

河南方面，3 月初，河南省政府正式公布《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》。河南省此次兼并重组的重点是年产规模在 15 万至 30 万吨的煤矿。到今年年底，河南省力争建成 3 个年产 5000 万吨特大煤炭企业，单个矿井的生产规模不低于每年 15 万吨。

山东方面，虽然山东省省长表示目前尚未有明确的煤炭整合方案，但来自山东国资委的消息，国资委年内将积极推动煤炭企业重组工作，力争将省管企业调整到 25 户以内，打造 10 户左右具有较强竞争力和较高知名度的大企业集团。这意味着省管大型煤炭企业重组进入了倒计时阶段。

新疆方面，2010 年 3 月初，自治区人民政府已通过《新疆矿产资源勘查开发整合总体方案》，按照方案要求，新疆将在 2010 年年底前完成 3 个以上矿区（勘查区）的资源整合任务。为确保矿产资源整合工作顺

利实施，自治区人民政府已从 2010 年 2 月 1 日起，一年内暂停对新立探矿权的审批。

各省区的煤炭行业重组，均不同程度地提高了行业的准入门槛，在近期将抑制煤炭产能过快增长。整体而言，煤炭供需在 2010 年呈现出供需平衡，局部地区、个别品种供不应求的格局。

煤炭上市公司纷纷发生重组

近年来，煤炭价格大幅上涨，煤炭资源看涨，煤炭资产证券化浪潮席卷全国。作为煤炭行业佼佼者代表的上市公司，在行业的重组浪潮中纷纷借机壮大自己。典型的做法有两类，一类是以盘江股份、冀中能源、开滦股份、恒源煤电、国阳新能等公司为代表，大股东将煤炭资产置入上市公司，另一类是以山煤国际、鲁润股份、欣网视讯等为代表，非煤炭类上市公司对煤炭企业定向发行股份，从而实现煤炭企业的资产证券化。

表 1 发生煤炭业务重组的上市公司一览

上市公司	重组事宜
盘江股份	已定向增发收购集团公司煤矿，产能增长 3 倍
西山煤电	作为重组主体收购山西小煤矿，收购产能增长 10%
金牛能源	已定向增发收购集团公司煤矿，产能翻倍
国阳新能	已收购集团煤矿，产能增长 30%，后续仍有资产注入预期
开滦股份	拟定向增发收购集团公司煤矿，产能增长 3 倍
潞安环能	作为重组主体与集团公司共同收购山西小煤矿产能增长潜力大
平煤股份	已收购集团公司 6 个煤矿，产能增长 20%
靖远煤电	已收购集团煤矿的两个小矿井，集团煤炭资产有望全部注入
山煤国际	山西煤炭进出口集团成功借壳上市
大同煤业	有望收购集团煤炭资产
欣网视讯	河南义煤集团借壳上市
鲁润股份	定向增发，收购煤矿

资料来源：国海证券研究所

板块被低估 又到布局时

我们判断，第二季度是煤炭需求由弱走强的季度，也是煤炭价格止

跌企稳，甚至有望上涨的季节。自 2009 年底一直以来存在的需求减弱的担忧将有所弱化。第二季度，煤炭公司发布的 2009 年年报将充分体现煤炭行业 2009 年业绩下滑的预期，利空出尽。而相继披露的 2010 年一季报将显示大多数煤炭公司业绩同比增幅较大，存在超预期。

板块方面，目前我们跟踪的重点公司的 2009、2010 年平均市盈率分别为 23 倍、16 倍，存在明显的低估。考虑到第二季度煤炭需求逐渐走强、一季报业绩超预期，我们认为布局煤炭股时机已来临。我们给予煤炭行业强于大市的投资评级。

投资策略方面，我们看好煤炭股估值全面提高的机会，煤炭股存在普涨的可能性。另外，长期的投资机会方面，我们关注仍有煤炭资产注入和重组预期的盘江股份（600395）、开滦股份（600997）、新华医疗（600587）。

风险来自资源税征收

国家能源局副局长吴吟日近日也表示，中央有关部门已经就资源税从价计征达成了共识，并已经向国务院建议，将会适时推出。煤炭的资源税约为 3-5%，虽然未超出预期，尽管我们认为，煤炭行业目有能力将增加的资源税转嫁出去，但于整体行业而言，利润因此而减少是必然的，存在一定的负面影响。

推荐上市公司

盘江股份（600395）：1、西南地区最好的炼焦煤企业：具有资源禀赋、储量、产量优势。收购集团资产后，公司可采储量达 9 亿吨，增加近 3 倍；产量为 1000 万吨，增加 3 倍多。2、受益于煤炭整合：是西南资源整合中的受益者。3、产能有望继续翻番：目前矿井的改扩建，新增约 400 万吨；新建及参股矿井的权益产能约 650 万吨；合计新增 1050 万吨。4、集团资产有望注入：响水河 36%股权，可采储量 4.5 亿吨；400 万吨产能。5、预测 2009 年、2010 年每股收益分别为 1.1 元、1.6 元，考虑到较为明确的产能持续增长、区域龙头地位，给予买入评级。

神火股份（000933）：1、神火股份是大型的煤铝公司，2008 年公司的煤炭收入占比三分之一，铝业收入约占比三分之二，但利润全部来自煤炭。未来，公司的煤炭业绩持续增长，铝业盈利能力逐渐恢复，业绩弹性较大。2、公司的煤炭产量增长明确且持续，预计公司 2009—2011

年 3 年的煤炭产量增速分别为：18%、32%、33%。2011 年公司煤炭产能有望达到 1200 万吨，较 2009 年产能翻番，2011 年后数年间仍有 1200 万吨左右的产能有待投产，煤炭产能有望继续翻番。3、公司的煤炭产品具有煤质优良、易于洗选、地位位置较优等优势，因而煤炭综合售价较高。公司主导产品价格有望保持甚至超过 2009 年水平。4、公司的电解铝产能为 68 万吨，规模较大。预计 2010 年将扭亏为盈，贡献较多利润。全年有盈余。6、公司的 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为：0.76 元、1.7 元、2.4 元，考虑到公司的煤炭业务增长较为确定，而铝业正处在扭亏为盈的反转阶段，未来铝业或有超预期的盈利，目前投资建议为买入。

西山煤电 (000983): 1、公司是我国最大的炼焦煤生产基地,资源储备丰富,主要产品肥煤和焦煤,属国际上保护性开采的不可再生的稀缺煤种。2、2010 年公司产量增长较大:公司的兴县矿区可达产 1500 万吨,新增 1000 万吨产量,公司全年煤炭产量将接近 3000 万吨。价格方面,大约有 600 万吨经过洗选的煤炭可作为瘦精煤出售,另有 700 万吨煤炭可作高热值动力煤销售,兴县矿区贡献利润巨大。3、公司未来煤炭产量仍有确定的大幅增长,主要来自:兴县矿区的扩产;内蒙巴颜高勒矿区投产;整合小煤矿的煤炭产出。我们预计,在不考虑其他资产注入的前提下,西山煤电在 2010 年产量达到 3000 万吨左右后,未来 5 年内,仍有产量增长 70%以上的可能。4、受益山西煤炭资源整合。2009 年、2010 年 盈利预测为 1.02 元/股、1.95 元/股,考虑到焦煤价格上涨带来的业绩增长以及公司 2010 年产量增长,我们认为 2010 年业绩的大幅增长已成定局,后续增长值得期待,我们的投资建议为买入。

股票池

表 2 国海证券煤炭股票池

股票 代码	股票 简称	投资 评级	市价 2009 年 12 月 18 日	EPS			PE		
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
983	西山煤电	买入	32.24	1.44	1.02	1.95	22.39	31.61	16.53
601088	中国神华	买入	28.32	1.34	1.52	1.75	21.13	18.63	16.18
601898	中煤能源	买入	11.53	0.51	0.58	0.68	22.61	19.88	16.96
600188	兖州煤业	增持	19.49	1.32	0.76	1.1	14.77	25.64	17.72
600395	盘江股份	买入	23.51	1.07	1.05	1.6	21.97	22.39	14.69
601699	潞安环能	买入	39.30	2.48	2.1	2.5	15.85	18.71	15.72
600123	兰花科创	买入	38.55	2.45	2.2	2.6	15.73	17.52	14.83

600348	国阳新能	增持	35.92	1.51	1.8	2	23.79	19.96	17.96
937	金牛能源	买入	33.52	2.49	1.7	2.3	13.46	19.72	14.57
601666	平煤股份	买入	25.20	2.2	1.01	1.35	11.45	24.95	18.67
933	神火股份	买入	27.66	1.53	0.76	1.75	18.08	36.39	15.81
均值							18.29	23.22	16.33

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。