

深度报告/专题报告

煤炭

专题报告

推荐

(维持评级)

2010年3月26日

业绩坚实增长确定 估值触底蓄势待发

国信证券煤炭小组 021-60933144

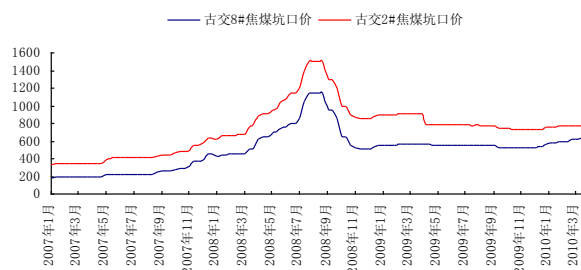
评论:

■ 钢材价格的走强将推动焦煤价格的上行

行业库存的下降和行业指数的上涨预示钢铁行业旺季来临: 从3月12日开始,钢铁行业的社会库存开始17周以来的首次下降,目前已经连降两周,从最高点的1857万吨,下降至1790万吨,环比下降3.6%。尽管降幅不大,但对库存连续上涨四个多月的钢铁行业来说,意义重大。而钢铁价格方面,钢铁行业指数也开始连续上涨。截止3月19日,My steel长材价格指数为167.5,相较月初上涨8.1%,扁平材价格指数为142.5,较月初上涨5.6%。行业的旺季效应已经开始显现。

旺季效应和铁矿石价格上涨预期将推动钢价上涨: 尽管目前铁矿石谈判依然在进行之中,国内钢厂对三大铁矿石厂商100%的涨幅也强硬表态拒不接受,但可以预见的是手中“无牌可打”的钢厂最终将不得不接受铁矿石价格的巨幅上涨。我们预计,旺季带来的需求增长及铁矿石谈判带来的成本上升预期,将推动钢铁价格出现一波明显的上涨,并在这个时间差带来钢铁行业盈利状况的好转。根据年度策略报告中我们的测算,2010年全国的焦煤需求量约为12亿吨,而焦煤有效供给在11.2亿吨左右,行业整体仍将呈现供给紧张的状态。同时,焦煤成本占钢材生产成本的25%左右,价格调整对于钢铁生产企业成本影响有限。钢铁行业阶段性的盈利好转,将为焦煤的提价创造机遇。焦煤的稀缺性和供应的高集中度,令行业呈现出明显的“易涨难跌”特点。我们预计二季度焦煤价格将出现明显上涨,涨幅预计在10%左右。焦煤价格的上涨将为相关焦煤股提供投资机会。我们二季度首推焦煤行业,建议投资者积极关注明显受益于焦煤提价的西山煤电。

图 1: 炼焦煤价格走势



资料来源: 煤炭资源网 国信证券经济研究所

图 2: 钢铁价格开始上涨



资料来源: Mysteel 国信证券经济研究所

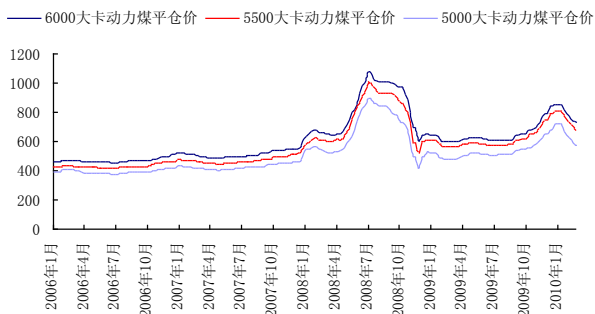
■ 动力煤价格的底部将高于 2009 年

动力煤价格未来仍有 8%左右跌幅：动力煤价格自 09 年 9 月初启动以来，至 10 年 2 月初的高点，涨幅接近 40%。需求的超预期复苏和恶劣天气等因素，是动力煤价格暴涨的主因。不过，随着北方地区采暖旺季临近尾声以及极端天气带来的运输等制约条件的疏解，动力煤价格已经开始了对前期高位价格的修正。自 2 月 1 日至 3 月 22 日，秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价已经由 800 元/吨跌至 670 元/吨，跌幅超过 15%。而且据我们了解，尽管目前煤价已出现大幅下跌，但市场成交清淡。展望未来，一方面秦皇岛库存依然在 800 万吨以上这一历史高位运行，供给相对充足；另一方面，截止 3 月 22 日作为电厂耗煤重要参照指标的华东沿江电厂煤炭库存为 952 万吨，可用天数为 17 天，下游电厂库存充足。因此，在煤炭需求短期回落和电厂库存充足的双重压力下，我们预计动力煤价格将继续下行，但跌速和跌幅都将放缓。预计至 4 月中下旬，动力煤价格将触底回升，未来整体跌幅在 8%左右，5500 大卡动力煤秦皇岛平仓价将稳定在 615-620 元/吨。即便如此，相较去年同期，涨幅依然接近 10%。

动力煤价格短期调整后，未来走势将依旧稳健：5 月份后，钢铁、化工、建材、有色等高耗能行业将进入生产旺季，电力需求将稳步上升，这将拉动动力煤的需求。我们认为动力煤价格在 4 月中下旬触底后，将结束前期调整，开始缓慢上涨，不过受制于供应量的增长，未来价格将难以超越前期高位。我们对全年动力煤价格并不悲观主要来自于两方面原因：一方面，我们预计今年发电量同比增幅将突破 7%，由于水电出力受西南大旱影响将大为削弱，所以 2010 年火电发电量同比增速将快于发电量增速，预计其同比增幅将突破 8%。据此测算，全年的动力煤需求量应在 16 亿吨左右。而全年动力煤供应量在 16 亿吨左右，因此动力煤供给并未出现明显过剩，供需基本平衡。另一方面，在煤炭行业整合陆续完成后，大量的优质资源将集中在大集团手中，动力煤行业尤为突出，三大动力煤企业（神华、中煤、同煤）的供给垄断也将成为保证市场供需基本平衡的稳定器；同时作为动力煤运输命脉的大秦线即将在 3 月 24 日至 4 月 28 日开始为期 35 天的“开窗检修”，秦皇岛港煤炭日调入量将减少 7-8 万吨，这也将有效缓解秦皇岛港库存高位的现状。

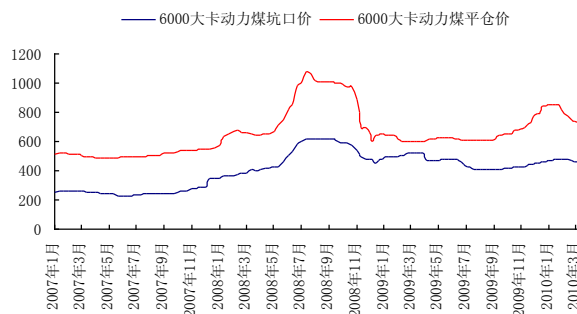
动力煤合同价涨幅普遍较大，锁定业绩增长：根据此前结束的动力煤合同价格谈判，神华集团、同煤集团和中煤集团等与重点电力企业之间 2010 年动力煤的合同价格，较 2009 年上涨了 30-35 元/吨。兖州煤业合同价上涨 86.75 元/吨，潞安集团、晋煤集团上涨 40-50 元/吨，郑煤集团的电煤涨幅则在 100 元/吨。动力煤合同价格的大幅上涨，已经锁定了相关上市公司的业绩增长。以大同煤业为例，动力煤价格上涨 10 元/吨，在其他成本不变的基础上，将提升公司业绩 0.20 元/股。

图 3：秦皇岛煤价高于去年同期



资料来源：煤炭资源网 国信证券经济研究所

图 4：坑口价格的波动远小于平仓价



资料来源：煤炭资源网 国信证券经济研究所

■ 显著的产量增长将是煤炭企业业绩增长的重要保证

对于煤炭企业来说，量和价是业绩最重要的驱动力。如果说投资者尚且对未来煤炭价格走势存在分歧的话，2010 年煤炭企业量的驱动将是业绩最重要的保证。煤炭企业 2010 年产量的增长，将主要来自两个渠道：在建产能的投产和兼并收购后的产能释放。从下表中我们可以看到，主要煤炭企业 2010 年产量将会出现明显的上升，增幅普遍在 15% 以上。西山煤电兴县已全面投产，而大同煤业燕子山煤矿的注入，开滦股份集团资产的收购以及兖州煤业榆树湾股权问题的妥善解决，在 2010 年也将是大概率事件，未来行业内煤炭公司的产能将普遍出现明显的上升。我们关注产量增长的主要原因是，对于关联交易较多的煤炭公司，由产量增长带来的收入及利润增长较难被关联交易吞噬，这也保证了公司业绩相对确定的增长。2010 年，我们可以充分期待多数上市公司由产量增长而带来的业绩确定性增长。

表 1：主要煤炭企业 2010 年产量将有明显的增长

原煤产量	2008 年	2009 年	2009 年增加	09 年同比增长	2010E	2010 增加	10 年同比增长
山煤国际	327	456	129	39%	1056	600	132%
西山煤电	1619	1855	236	15%	3055	1200	65%
国阳新能	1774	2000	226	13%	2800	800	40%
兖州煤业	3510	3800	290	8%	5300	1500	39%
国投新集	1055	1253	198	19%	1550	250	24%
冀中能源	2421	2500	79	3%	3000	500	20%
潞安环能	2150	2410	260	12%	2760	350	15%
平煤股份	2900	3100	200	7%	3500	500	13%
大同煤业	2150	2660	510	24%	2960	300	11%
中煤能源	9379	10981	1602	17%	11981	1000	9%
中国神华	18570	21030	2460	13%	22900	1870	9%
盘江股份	848	1090	242	29%	1150	60	6%
开滦股份	750	760	10	1%	760	0	0%

数据来源：国信证券经济研究所

■ 资源税对行业的盈利影响有限

煤炭企业的定价权决定了资源税将被转嫁：由于全国多数省份的煤炭企业盈利能力并不十分突出，因此资源税的税率不会太高，市场普遍预计在 3%-5% 之间。当前，煤炭行业的一个主要特征就是：寡头垄断化。随着全国性的煤炭资源整合带来的中小煤矿的全面退出，市场资源将逐步集中在大企业手中，煤炭企业在产业链中已经拥有定价权。未来煤炭企业能够将资源税的部分甚至全部新增成本转嫁出去。

其他税费的取消将对冲资源税的冲击：山西从 2007 年起征收了“一金两费”（可持续发展基金、煤矿转产发展基金、矿山环境治理恢复保证金），内蒙古 2009 年起也已征收可持续发展基金，其现有用途与资源税几乎相同。一旦全国进行资源税改革，相关税费很可能被取消。从数额上看，目前山西省“一金两费”征收标准为 40-50 元/吨，与坑口价相比，比例在 6%-10%。内蒙古的征收标准约为 20 元/吨，与煤炭坑口价相比，大约为 3%-5% 之间。这些税费的取消，基本上可以对冲资源税的负面影响。

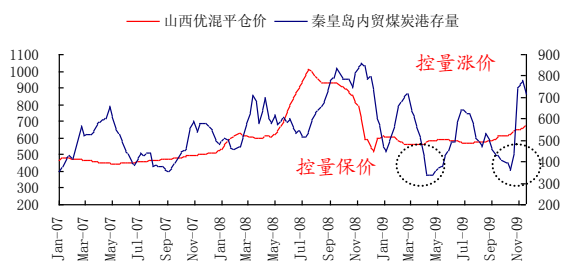
■ 国家战略支持下，行业“寡头垄断”将是未来的趋势

煤炭行业寡头垄断符合国家能源战略：我们在煤炭行业 2010 年年度策略报告中提出，国家能源战略对煤炭价格形成支持。国家对于碳排放的承诺，经济增长“调结构”的需要，将推动我国的资源品价格改革，利好煤炭价格上涨。国家对战略性资源的保护，将保证煤炭行业逐步向集中化、规模化发展，中小煤矿对煤价的冲击将逐步消减。国家保护煤炭资源的主要做法，就是推动全国性的资源整合，结束行业的“多小散乱”局面。整个行业几乎全部优势资

源都将集中在大企业手中，行业将走向寡头垄断，而这将对煤炭价格形成强有力的支持。

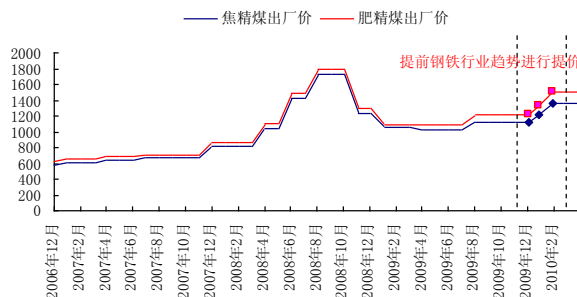
煤炭行业“寡头垄断化”的态势已经在行业运行中得到体现：动力煤方面，数据显示，2009 年秦皇岛港所发运的煤炭中，来自神华集团、中煤集团、同煤集团、伊泰集团等四家企业的比重已经提高至 70%以上，较 2008 年提高了 20%左右，如果考虑到黄骅港和天津港神华码头神华集团煤炭的发运情况，这一比重可能还会更高。秦皇岛作为全国煤炭价格的风向标，控制了秦皇岛的供应就相当于控制了动力煤的定价权。煤炭企业通过调节秦皇岛库存，调整煤炭价格，上半年实现控量保价，下半年实现控量涨价。炼焦煤方面，焦煤企业集体行动，甚至逆势涨价的趋势越来越明显。09 年下半年在钢铁行业景气度持续低迷的情况下，炼焦煤价格仍出现了 50-100 元/吨的上涨，焦煤龙头西山煤电长期以来一直进行“追随式”定价，而在今年一、二月份提前钢铁行业趋势连续提价，充分表明行业定价权的上移。

图 5：煤炭集团控制库存以控制价格



资料来源：国信证券经济研究所

图 6：西山煤电焦煤出厂价走势

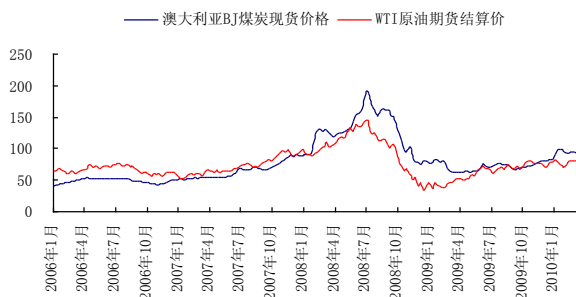


资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

■ 国际煤炭价格的上涨将为国内价格提供支持

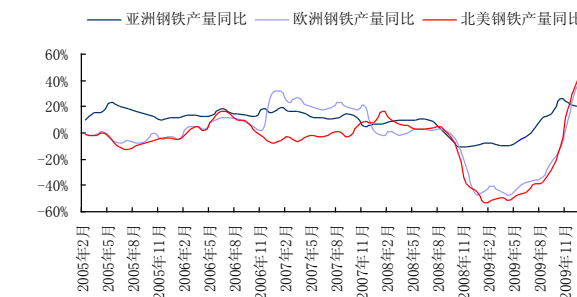
目前纽卡斯尔港动力煤价格已经达到 95.03 美元，同比上涨 49.1%。日澳动力煤年度长协价格谈判正在进行中，根据普遍预测，最终定价很可能在 95 美元/吨-100 美元/吨之间，且更接近 100 美元/吨。据此计算，2010-2011 年度国际动力煤长协价格将同比上涨接近 40%。而根据此前日本新日铁和 JFE 与必和必拓达成的价格协议，2010 年 4 至 6 月份的炼焦煤价格涨至每吨 200 美元，比 2009 年度的价格上涨 55%。国际煤炭价格大幅走高，将对国内不断扩大的进口，形成有效遏制。这对于国内煤炭企业主导煤价走势，将起到积极的支持作用。

图 7：国际能源价格相较 09 年出现大幅上涨



资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图 8：国际钢铁行业的强劲复苏推动了炼焦煤价格的高涨

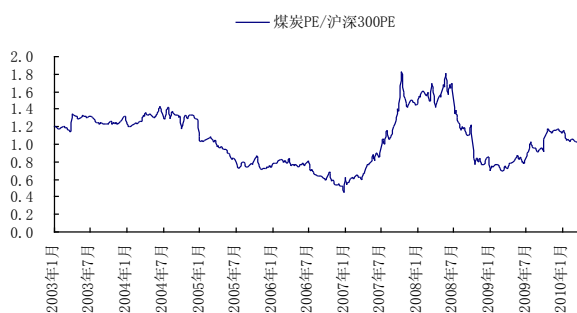


资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

■ 行业估值底部基本确立，催化剂正在来临

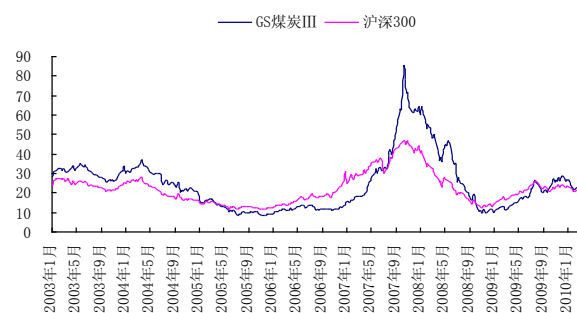
截止3月19日，国信重点跟踪的煤炭股2010年动态市盈率为16.14倍，相较沪深300的16.07倍，基本持平。从历史上看，煤炭股业绩看涨的年份，煤炭股相对大盘，都会有明显的溢价，而当前的估值并未体现这种溢价。从板块近半年的走势来看，之前由于宏观经济的不确定性和资源税等利空传闻的压制，即使是利好频发，板块依然无法改变低迷状态。不过，值得注意的是，板块应对“利空”已不再呈现简单的非理性暴跌，突出表现在之前联动性颇强的石油价格出现大幅下跌时，煤炭板块依然能够保持相对稳定。当前，随着存款准备金率上调等举措的开展，宏观经济紧缩的不确定性已经得到一定程度的释放，股价的长期胶着和行业基本面的逐步明朗，令多空双方的力量悄然发生着改变。而这种改变随着钢价的启动，以及行业前期诸多利好因素的积累，预计将引领煤炭板块形成突破。

图9：煤炭股PE与沪深300PE走势对比



资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图10：煤炭股PE与沪深300PE对比走势图



资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

■ 维持行业的推荐评级，建议积极布局

鉴于煤价的同比上涨及产能释放将带来煤炭企业业绩的大幅提升，不断推进的资产注入和收购兼并将进一步推高上市公司的盈利预期，同时当前煤炭板块在行业纵比中拥有明显的估值优势，我们给予煤炭行业“推荐”评级。预计随着下游形势的逐步好转，煤炭股将迎来利好催化剂，我们建议投资者布局煤炭行业年度行情，关注由产量显著增长带来业绩增长确定性强的企业：西山煤电、国阳新能；由区域整合带来产能低成本迅速扩张的区域龙头企业：兖州煤业。

表2：重点公司盈利预测与估值

公司名称	公司代码	收盘价	EPS			P/E			PB	投资评级
		10-3-19	09年	10年	11年	09PE	10PE	11PE		
西山煤电	000983.SZ	33.01	0.95	1.70	1.83	34.75	19.42	18.04	10.13	推荐
盘江股份	600395.SH	23.95	0.98	1.24	1.36	24.44	19.31	17.61	15.26	推荐
冀中能源	000937.SZ	34.05	1.78	2.44	2.56	19.13	13.95	13.30	5.50	推荐
国阳新能	600348.SH	36.63	1.98	2.28	2.53	18.50	16.07	14.48	9.49	推荐
潞安环能	601699.SH	39.68	2.38	2.63	3.28	16.67	15.09	12.10	7.61	推荐
兰花科创	600123.SH	39.26	2.18	2.4	2.69	18.01	16.36	14.59	5.33	推荐
大同煤业	601001.SH	34.59	1.98	2.21	2.34	17.47	15.65	14.78	5.87	推荐
兖州煤业	600188.SH	19.85	0.86	1.32	1.59	23.08	15.04	12.48	4.25	推荐
中国神华	601088.SH	28.53	1.52	1.86	1.98	18.77	15.34	14.41	4.58	推荐
平煤股份	601666.SH	25.57	1.24	1.68	1.89	20.62	15.22	13.53	4.66	推荐

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。