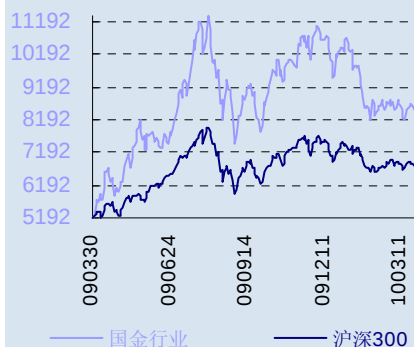


2010 年 03 月 29 日

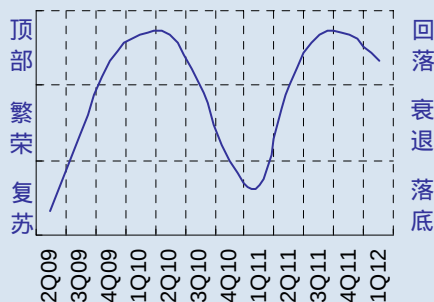
长期竞争力评级：高于市场均值

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	8496.56
沪深 300 指数	3358.54
上证指数	3123.80
深证成指	12552.45
中小板指数	6069.71



行业景气周期预期2Q09-1Q12



联系人:郝征

 (8621)61038274
 haoz@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 2010 年 2 季度报告

——风险收益不匹配下重波段操作

减持

持有

增持

行业策略：基本面平稳下的煤炭行业二季度趋势性机会不大，有且仅有波段性机会。1) 三大风险尚未完全释放：供给趋势的确定、资源税落地、乐观业绩预期兑现；2) PE 估值存在优势但 PB 估值限制了进一步上升的空间。

投资组合：侧重于资源税负转嫁能力强的炼焦煤品种：西山煤电、国阳新能、潞安环能、山煤国际。

行业观点：平稳是主基调、煤价涨跌空间均有限。

- 从需求方面的耗煤与产量角度判断煤价，乐观中存在的确定性制约煤价空间。需求侧的风险来自以下两点：
 - ◆ 粗钢产量绝对量已创 2007 年新高：2 月累计粗钢产量 1.03 亿吨，已创 2007 年以来新高。
 - ◆ 下游耗煤需求的稳定：2009 四季度至今，直供电厂耗煤水平一直维持 6000 万吨/月以上水平，同时钢厂吨钢耗煤一直维持稳定，未有跳跃式的增长。
- 供给侧判断，三大风险制约短期估值水平的进一步提升：
 - ◆ 供给加速上涨：一季度全国、山西产量均超 2007 年水平，二季度供给加速的趋势能否持续成为煤价的潜在风险。
 - ◆ 资源税政策落地：资源税改对煤炭行业的影响大于对煤炭上市公司的影响。税率 3%静态测算，减少上市公司股东净利润 12%、减少行业净利 19%。
 - ◆ 业绩预期兑现：成本刚性和盈余管理能力的不同可能使得一季度业绩低于此前乐观预期。煤炭公司业绩将出现分化。

图表 1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	流通股 (百万股)	2008EPS (元)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	EPS 09/08	2008PE	2009PE	2010PE	2009PB	投资 评级	上期 评级
000983	西山煤电	33.030	2424.00	1.356	1.042	1.770	-18.88%	24.36	31.70	18.66	9.53	买入	买入
000937	冀中能源	32.75	787.95	2.493	1.388	2.328	-29.15%	13.14	23.60	14.07	7.54	买入	买入
600997	开滦股份	22.170	617.32	1.460	0.686	1.113	-14.38%	15.18	32.32	19.92	6.49	买入	买入
601699	潞安环能	39.87	1150.54	2.480	2.129	2.711	0.48%	16.08	18.73	14.71	6.62	买入	买入
601088	中国神华	27.900	16491.04	1.337	1.522	1.932	34.02%	20.87	18.33	14.44	4.22	买入	买入
600971	恒源煤电	27.41	188.40	1.620	1.270	1.415	8.64%	16.92	21.58	19.37	14.16	买入	买入
600123	兰花科创	38.380	571.20	2.453	2.475	2.536	-6.24%	15.65	15.51	15.13	4.99	买入	买入
600348	国阳新能	37.36	962.00	1.510	1.839	1.959	-15.76%	24.74	20.32	19.07	8.20	买入	买入
000933	神火股份	29.260	500.00	2.299	0.799	1.549	-15.18%	12.73	36.62	18.89	8.46	买入	买入
600188	兖州煤业	19.30	1958.40	1.318	0.742	0.964	-16.55%	14.64	26.01	20.02	4.11	持有	持有
601001	大同煤业	34.260	836.85	2.400	1.727	2.092	-4.88%	14.28	19.84	16.38	4.88	持有	持有
600508	上海能源	20.380	723.00	1.540	1.150	1.510	-25.32%	13.23	17.72	13.50	4.03	买入	买入
平均值							-8.60%	16.82	23.52	17.01	6.94		

来源：国金证券研究所，截止日期 2010 年 3 月 26 日

内容目录

2010 年一季度回顾：价格波动频率加快，产量释放明显加速	4
产量释放明显加速，同口径产量增幅明显	4
价格波动频率加快，但上游资源品价格仍享有较大话语权	6
年初进口延续大幅增长势头、出口继续疲软	8
二季度价格展望：淡季动力煤下行风险有限，旺季炼焦煤将小幅上涨	9
火电需求增速趋势将支撑动力煤价格、进口煤优势不再	9
旺季焦煤价格仍有可能保持小幅上涨，但空间不大	10
二季度国际价格：亚太焦煤价格面临重置、预期可能继续向上	12
二季度煤炭板块估值：上行空间有限，下行风险存在	13
供给加速释放的趋势明确，决定了旺季价格上涨空间不大	13
计划成本上升的滞后性是造成业绩低于乐观预期的重要因素	14
投资超预期的紧缩尤其是行业政策迟迟未能兑现，制约了估值的进一步提升	14
二季度投资策略：风险收益不匹配下重在波段操作	16
年报、季报集中披露期，低预期风险存在	16
难获超额收益下波段操作具有可行性、选择税负转嫁能力强的焦煤品种	16

图表目录

图表 1：2009 年煤炭产量前三甲：山西、内蒙、陕西	4
图表 2：2010 年 1 月份前三大产煤省份同比大幅增长	4
图表 3：1 月份山西煤炭产量占比从去年的历史低点 20.18%回升至 22.61%水平	4
图表 4：2010 年 2 月份全国、山西省煤炭产量已超 2008 年同期水平	5
图表 4：2 月累计五大集团产量远低于省内企业增速 255%	5
图表 5：全省产量增幅主要来自被兼并矿井	5
图表 6：截止 2 月份，山西省重点整合矿和地方煤矿贡献主要增量	5
图表 7：前两月发电加速增速上升趋势确立	6
图表 8：秦皇岛港存量波动直接影响电煤价格波动频率	6
图表 9：2009 年四季度起，直供电厂月度耗煤总计均超 6000 万吨水平	6
图表 10：粗钢产量增长率一直维持高位	7
图表 11：吨钢煤耗比一直维持稳定	7
图表 12：库存高涨、成本推动钢价高位震荡成为常态	7
图表 13：合成氨产量增速有所回落	7
图表 14：水泥产量 2 月份回落明显	7
图表 16：去年四季度起，山西无烟煤坑口价格持续保持稳定	8

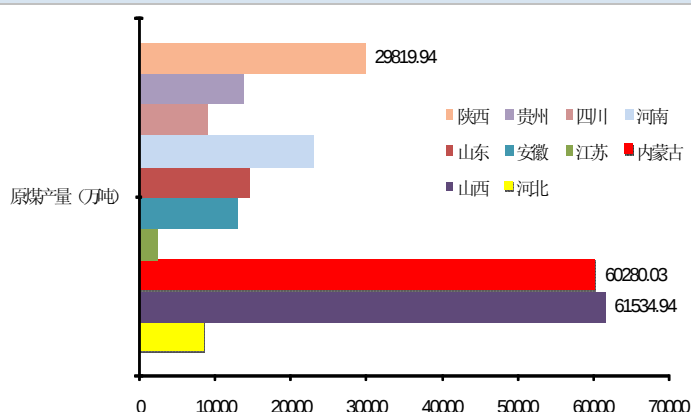
图表 15：进口始终维持高位，出口有望企稳回升	8
图表 16：印尼煤炭进口量最多，澳洲次之	8
图表 20：动力煤价下跌期间，云贵等地价格表现坚挺	9
图表 9：直供电厂库存月度波动不影响耗煤水平稳定向上的趋势	9
图表 17：3 月 19 日澳大利亚现货价格达 95 美元/吨	10
图表 18：主要港口进口炼焦煤价格与内陆现货价格趋同	10
图表 19：秦皇岛价格大幅下滑之后造成外贸电煤处于“有价无市”状态	10
图表 22：2 月份累计新开工面积不断增加，维持 09 年下半年的增长趋势	11
图表 23：房地产开发投资指数依旧维持景气	11
图表 23：2 月份粗钢产量与增速创 2007 年以来新高	12
图表 24：焦炭出口增速回升，但出口量仍旧是个位数	12
图表 26：世界粗钢总产量已经回升到 2008 年同期水平	12
图表 27：中国粗钢产量依旧维持 46% 以上的世界份额	12
图表 28：亚太主要消费国日本 PMI 指数已完全企稳	13
图表 29：澳元汇率依旧维持强势显示国际矿产需求旺盛	13
图表 31：亚太长协动力煤价格基本与现货价格趋势一致	13
图表 30：春节前开始，山西省日产量稳步放量	14
图表 34：税率 3%，减少行业净利润 18.99%；减少归属上市公司股东净利润 11.49%	15
图表 35：产业链内横向比较：3 月至今显著跑赢其他板块及沪深 300	16
图表 36：PE 角度：绝对数显著低估，与沪深 300 持平	16
图表 37：PB 角度：低估优势不明显	16
图表 36：动态 PE 略低于煤炭板块历史平均水平	17
图表 37：PB 角度略高于历史平均水平	17

2010 年一季度回顾：价格波动频率加快，产量释放明显加速

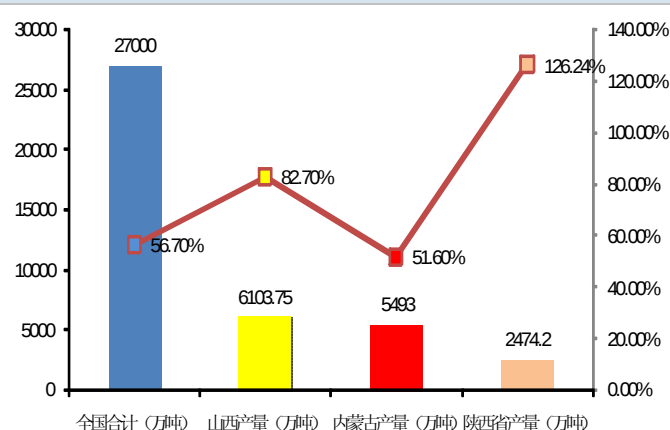
产量释放明显加速，同口径产量增幅明显

- 根据煤炭工业协会公布的最新数据，截止 2 月份，全国煤炭产量累计完成 2.12 亿吨，同比增加 31.9%。其中山西煤炭产量累计完成 10363.71 万吨，同比增加 47.07%。
- ◆ 其中 1 月份极端天气的出现使得山西复产进度加快，当月全国前三大主要产煤省份均实现了产量的迅猛增长：1 月份内蒙古完成原煤产量 5493 万吨，与去年同期相比，增加 1869 万吨，增长 51.6%。山西省实现产量 6103.75 万吨，同比增长 82.7%。陕西省完成原煤产量 2474.2 万吨，与去年同期增加 1380.6 万吨，增长 126.24%。

图表1：2009 年煤炭产量前三甲：山西、内蒙、陕西

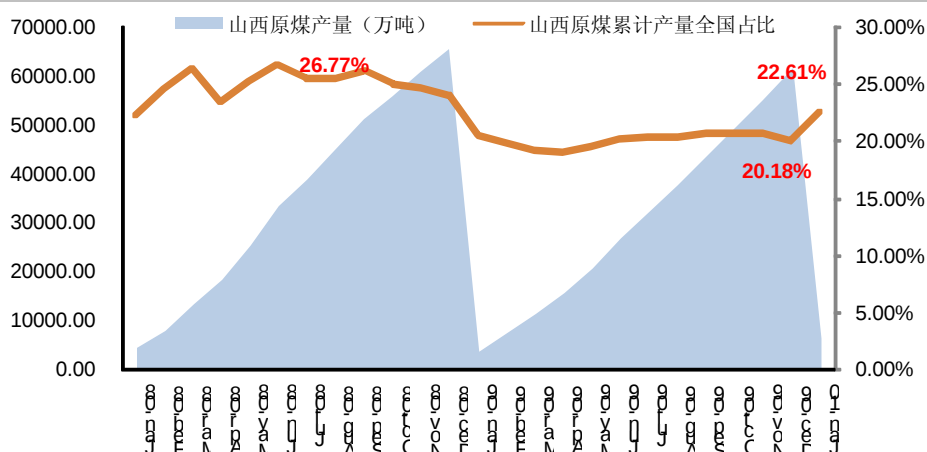


图表2：2010 年 1 月份前三大产煤省份同比大幅增长



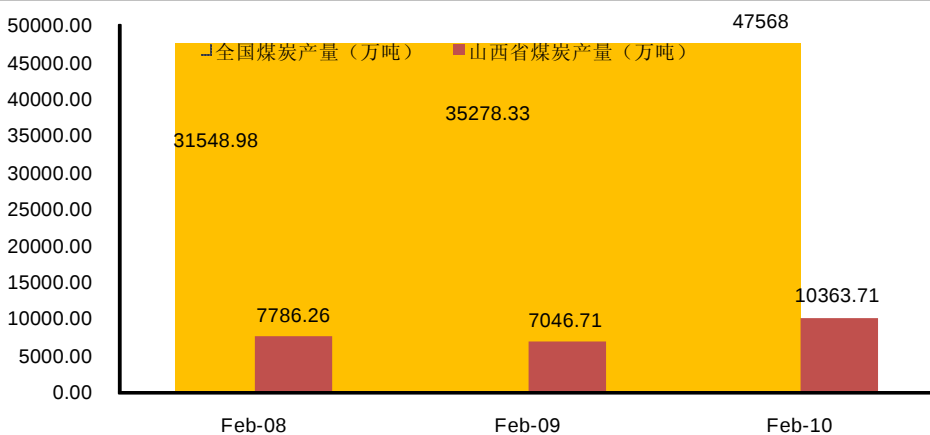
来源：国金证券研究所，国家统计局

图表3：1 月份山西煤炭产量占比从去年的历史低点 20.18% 回升至 22.61% 水平



来源：国金证券研究所

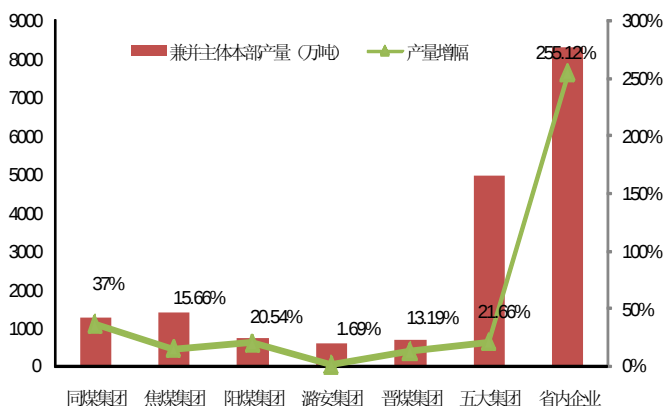
图表4：2010 年 2 月份全国、山西省煤炭产量已超 2008 年同期水平



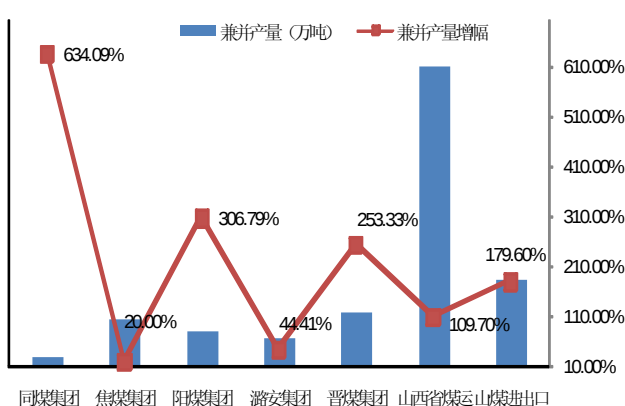
来源：国金证券研究所

- 观察 1-2 月产量结构，山西省国有重点矿产量累计实现 6684.95 万吨，同比增长 21.45%，而整合矿井和地方煤矿产量同比增幅分别达到 216.4%和 124.56%。
- 我们认为，尽管目前重点整合矿井产量绝对值累计仅为 740 余万吨远小于兼并主体本部 6684 万吨的产量，但受益于过渡期生产的地方煤矿和重组矿必将成为未来产量增速的主力军。

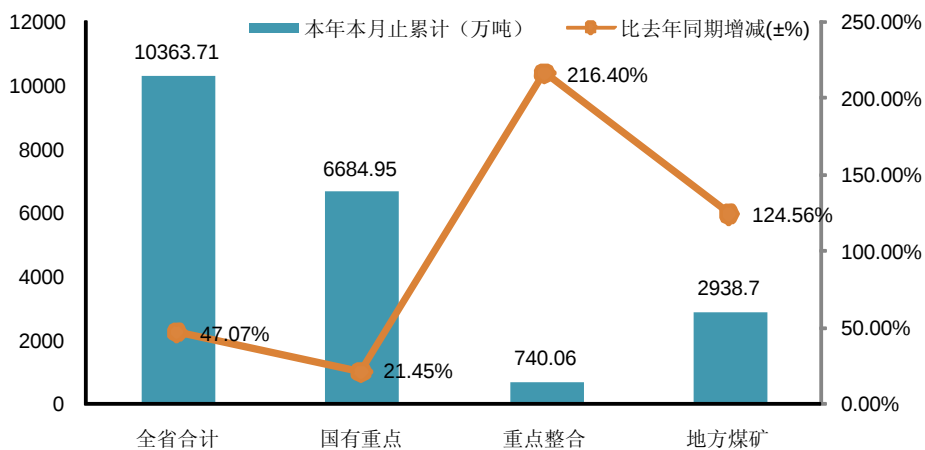
图表5：2 月累计五大集团产量远低于省内企业增速 255%



图表6：全省产量增幅主要来自被兼并矿井



图表7：截止 2 月份，山西省重点整合矿和地方煤矿贡献主要增量

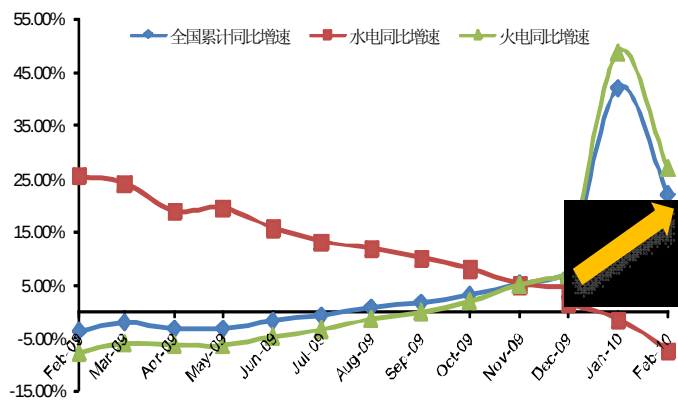


来源：国金证券研究所

价格波动频率加快，但上游资源品价格仍享有较大话语权

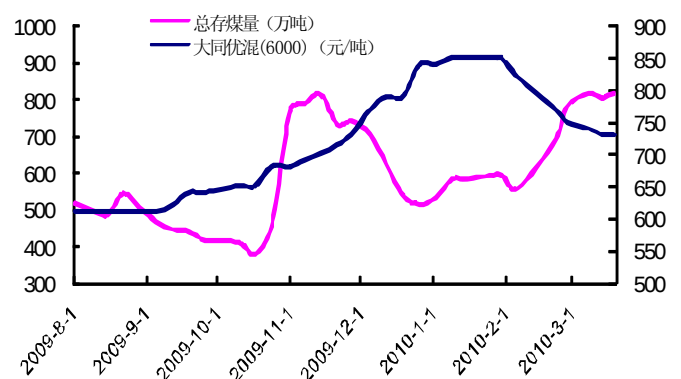
- 回顾一季度，动力煤价格以及部分地区焦煤价格出现的价格波动较往年似乎频率更快，但是通过以下分析的需求行业数据来看，总体一季度下游需求运行平稳，各项煤耗指标依旧处于高位，这表明上游资源品仍旧享有较大的话语权。
 - ◆ 电力需求平稳、耗煤水平维持高位：1-2 月发电量同比增长 22%，其中水电出力受阻使得火电发电量同比增长 27%，占比提升至 89%。工业用电量同比增长 30%，首次好于全社会用电量增长。
 - ◆ 2 月份由于春节长假的影响，单月全国发电量和火电发电量累计增速由 1 月份的 42.2%、48.7% 滑落至 22.1% 和 26.8%。但是并不影响 2010 年火电发电增速加速向好的趋势。
 - ◆ 我们认为，火电增速不断向好将对电煤需求产生极大地支撑作用。尽管今年电厂煤炭库存的周期性变动带来电煤价格的波动频率加快，但直供电厂耗煤水平一直延续 2009 年四季度起 6000 万吨/月以上的较高水平。

图表8：前两月发电加速增速上升趋势确立

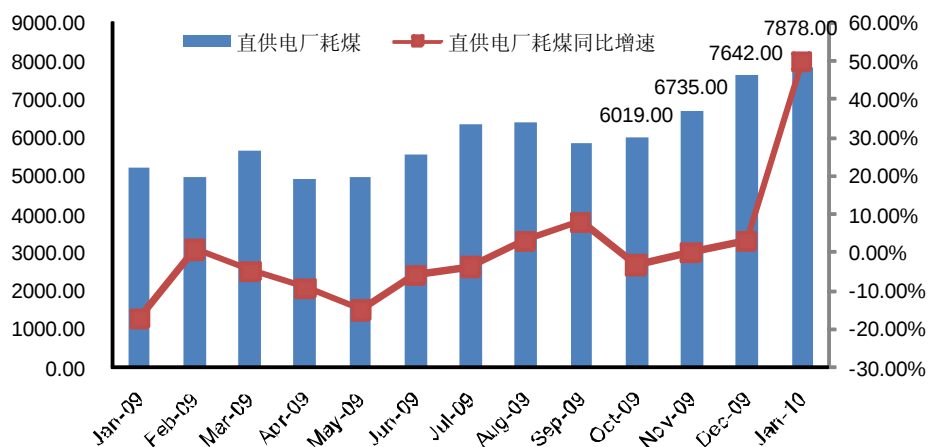


来源：国金证券研究所

图表9：秦皇岛港存量波动直接影响电煤价格波动频率



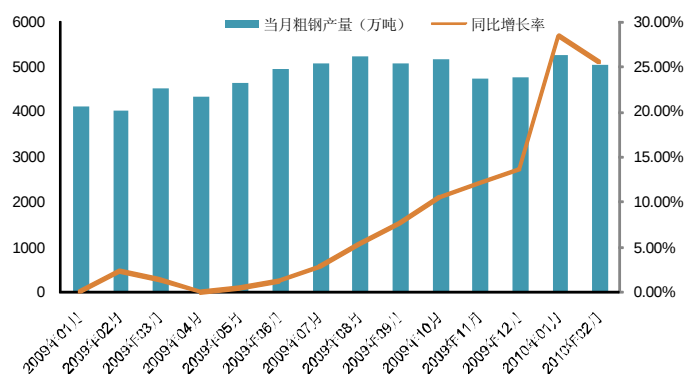
图表10：2009 年四季度起，直供电厂月度耗煤总计均超 6000 万吨水平



来源：国金证券研究所

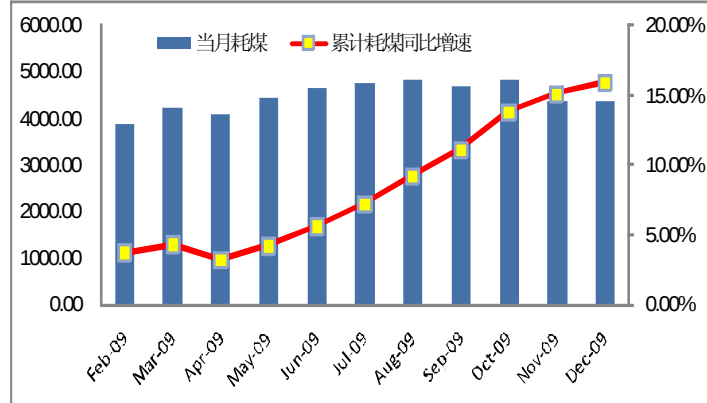
- ◆ 高库存、成本推动下的钢价维持高位震荡向上，吨钢耗煤稳定锁定炼焦煤下行空间：2 月份粗钢产量完成 5035.41 万吨，仅比上月小幅下降 200 万吨，同比增长 25.4%。年初至今，钢价维持高位震荡向上、库存高位回落显示下游需求活跃。而同期吨钢耗煤比一直维持稳定，表明当前钢厂经营情况下对炼焦煤价格涨幅并不敏感，偏乐观的生产销售态度锁定了炼焦煤价格的下行空间。

图表11：粗钢产量增长率一直维持高位

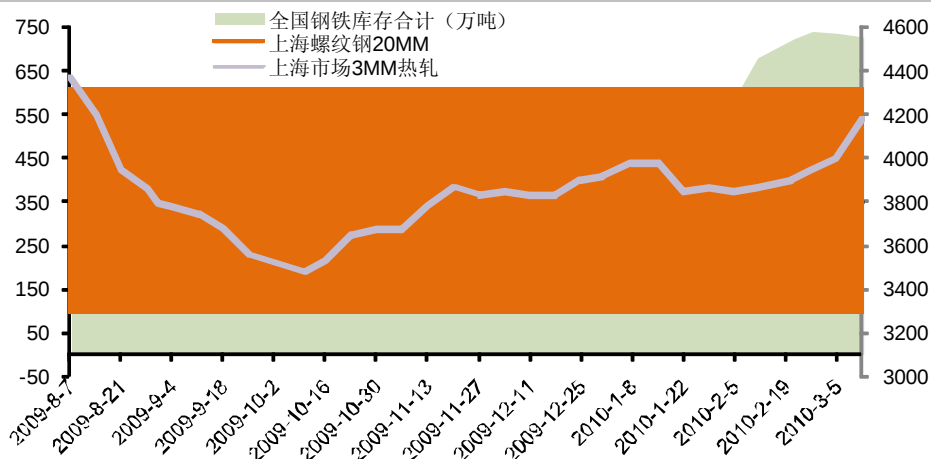


来源：国金证券研究所

图表12：吨钢煤耗比一直维持稳定



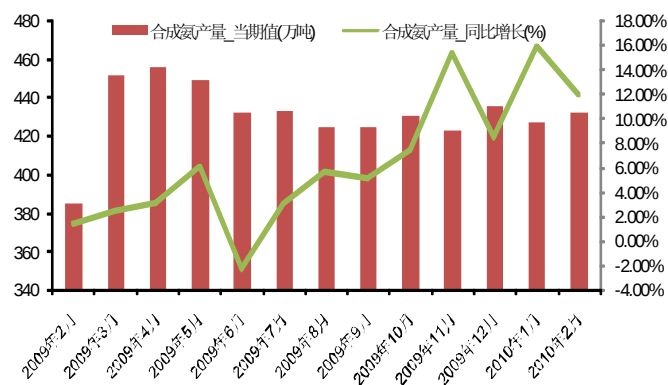
图表13：库存高涨、成本推动钢价高位震荡成为常态



来源：国金证券研究所

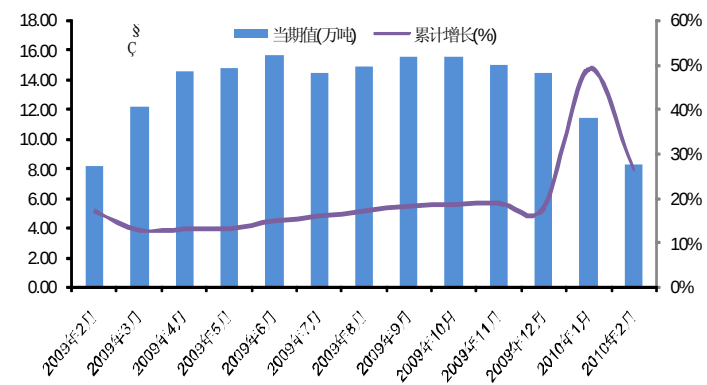
- ◆ 无烟煤价格：亮点不多，主要由于下游化肥产品价格波动幅度不大、化工行业耗煤平稳且产量增速回落明显。

图表14：合成氨产量增速有所回落

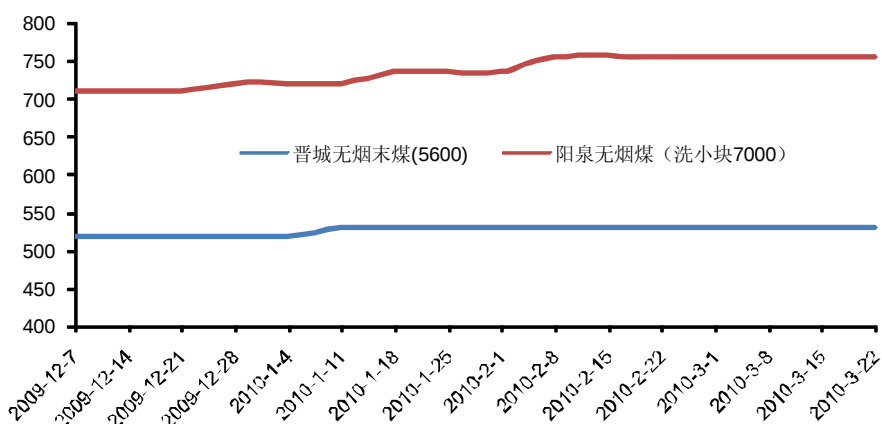


来源：国金证券研究所

图表15：水泥产量2月份回落明显



图表16：去年四季度起，山西无烟煤坑口价格持续保持稳定

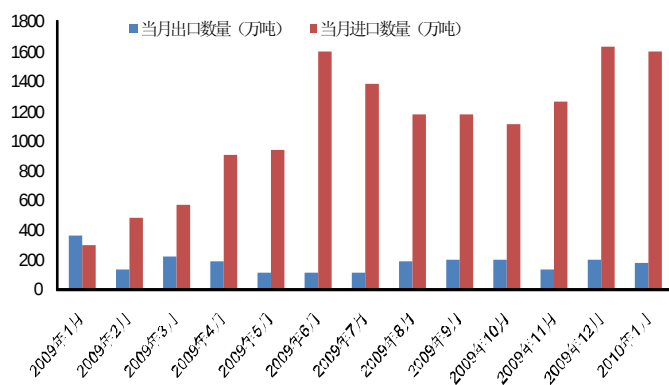


来源：国金证券研究所

年初进口延续大幅增长势头、出口继续疲软

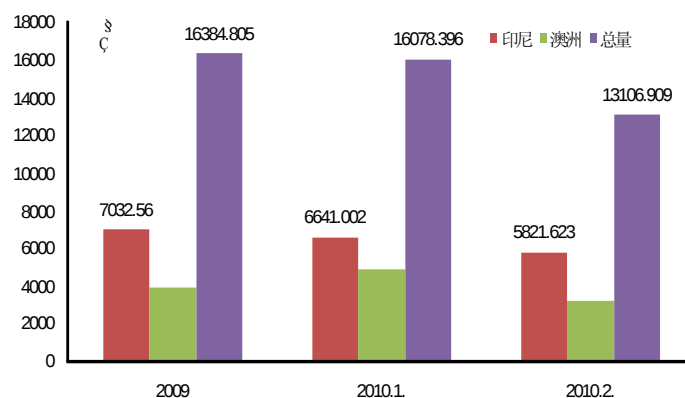
- 国内外煤价倒挂造成 1 月份煤炭进口量继续延续了去年的大幅增长势头，2 月份进出口形势现逆转迹象。
 - ◆ 海关数据显示，2 月份我国煤炭进口量 1311 万吨，较上年同期增加近两倍，环比减少 18%。1 月份我国进口煤炭 1607 万吨，比去年同期增加 1308 万吨，增长 4 倍以上，仅比去年 12 月份 1638 万吨的最高月度煤炭进口量低 31 万吨。
 - ◆ 从 1 月份煤炭进口分国别情况来看，印尼煤炭为首位，而澳大利亚煤炭进口量增加明显。数据显示，1 月份从澳大利亚进口煤炭 497.2 万吨，环比增加 103.2 万吨，增长 26.2%。来自印尼的进口量环比有所回落，但是仍以 664.1 万吨位居各国之首。
 - ◆ 与此同时，煤炭出口继续疲软。1 月份完成煤炭出口 182 万吨，比去年同期减少 184 万吨，下降 50.4%；环比减少 25 万吨，下降 12.1%。2 月份出口 162 万吨，环比继续减少 20 万吨，筑底迹象已现。

图表17：进口始终维持高位，出口有望企稳回升



来源：国金证券研究所

图表18：印尼煤炭进口量最多，澳洲次之

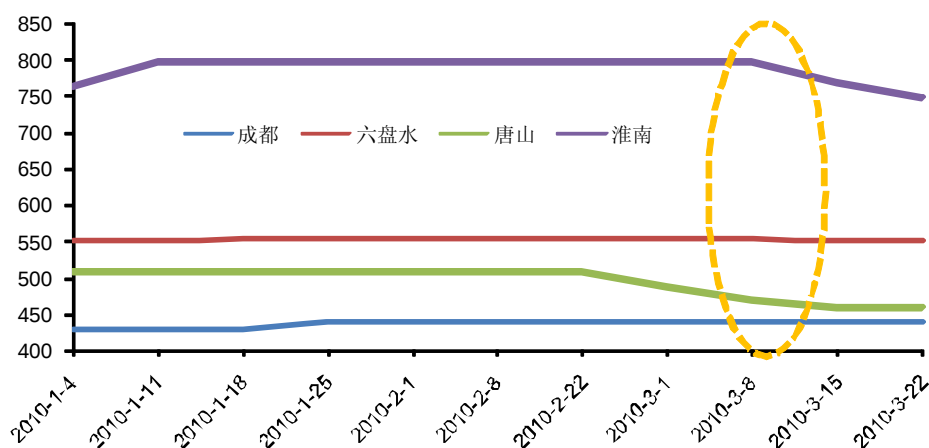


二季度价格展望：淡季动力煤下行风险有限，旺季炼焦煤将小幅上涨

火电需求增速趋势将支撑动力煤价格、进口煤优势不再

- 我们延续 3 月份月报中的判断，动力煤价格下行空间不大。主要理由包括下游火电需求的持续改善以及进口煤炭优势的逐渐消失。
- ◆ 近期我国西南大部分地区面临百年大旱，造成枯水现象，对动力煤淡季价格形成一定支撑。

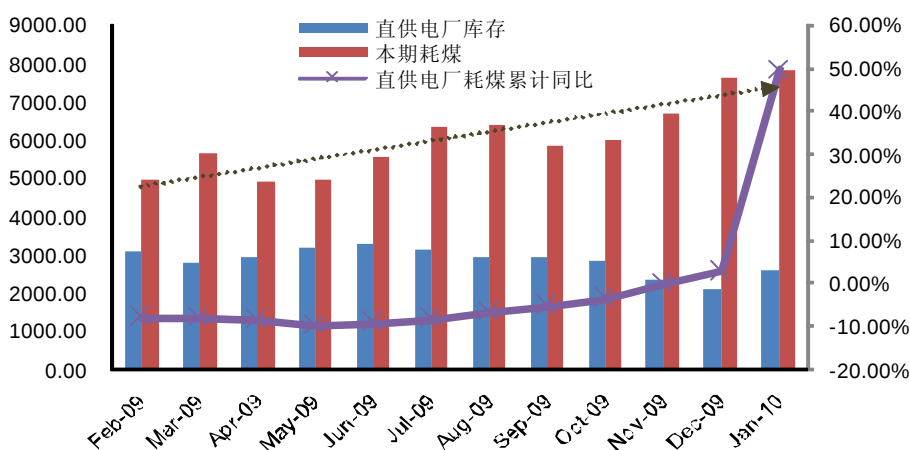
图表19：动力煤价下跌期间，云贵等地价格表现坚挺



来源：国金证券研究所

- ◆ 根据我们之前的分析，二季度火电需求稳步增加的趋势明确，而且库存波动不改电厂耗煤持续高位，旺季动力煤价格还将存在上涨空间。

图表20：直供电厂库存月度波动不影响耗煤水平稳定向上的趋势

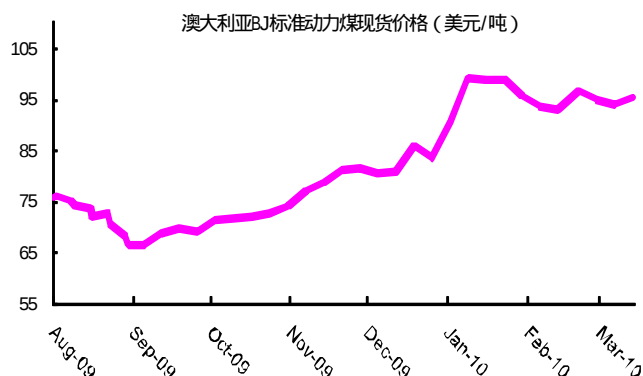


来源：国金证券研究所

- **价差消除，进口煤价优势不再：**中国需求极大刺激了亚太煤炭价格，二季度出口增速将继续减缓、进口有望先稳固后恢复性增长：
 - ◆ 1) 行业信息显示：截止 3 月 19 日，根据 globalcoal 平台显示澳大利亚纽卡斯尔港煤价达 95 美元/吨。尽管分歧犹在，但日澳动力煤价格谈判落入 95-100 美元/吨区间基本确定，而二季度日澳主焦煤协议价已经确定为 FOB200 美元/吨。
 - ◆ 2) 与不断高涨的国际价格相比，国内价格表现中庸。3 月中旬山西西山地区焦精煤现货 1365 元/吨、开滦地区肥精煤 1400 元/吨，考虑运费、钢厂钢炉设计等综合因素后运往沿海港口销售也已经颇具优势。

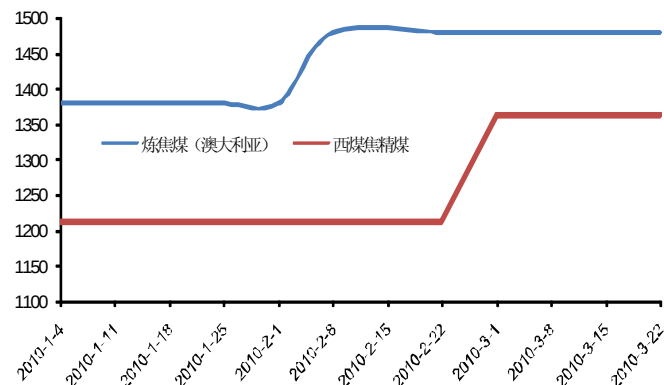
- ◆ 3) 春节过后与秦皇岛动力煤价格的快速下跌相比，外贸电煤处于“有价无市”状态。企业自主进口的动力已不大，进口增速必将回落，而出口有望在稳固之后恢复性上涨。

图表21：3月19日澳大利亚现货价格达95美元/吨

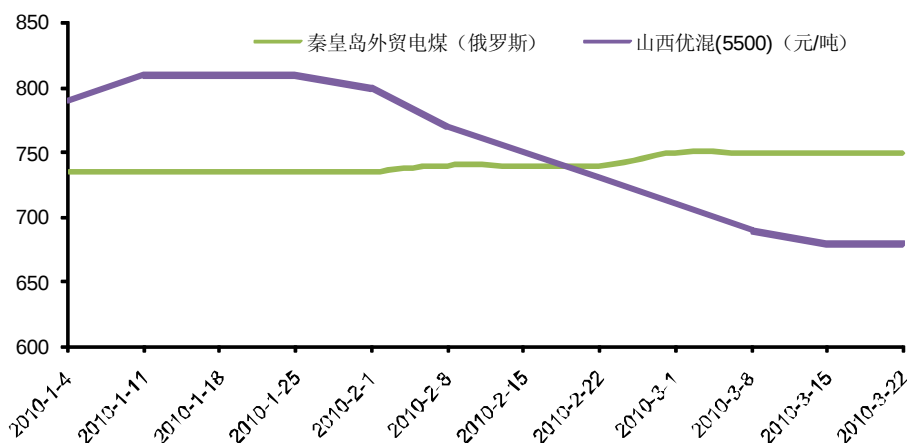


来源：国金证券研究所

图表22：主要港口进口炼焦煤价格与内陆现货价格趋同



图表23：秦皇岛价格大幅下滑之后造成外贸电煤处于“有价无市”状态

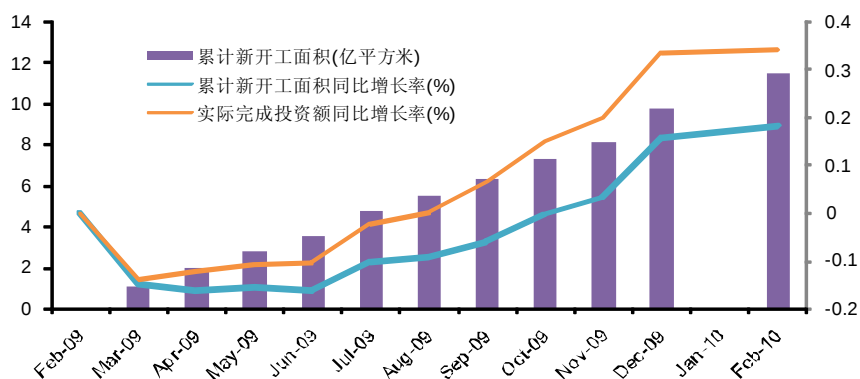


来源：国金证券研究所

旺季焦煤价格仍有可能保持小幅上涨，但空间不大

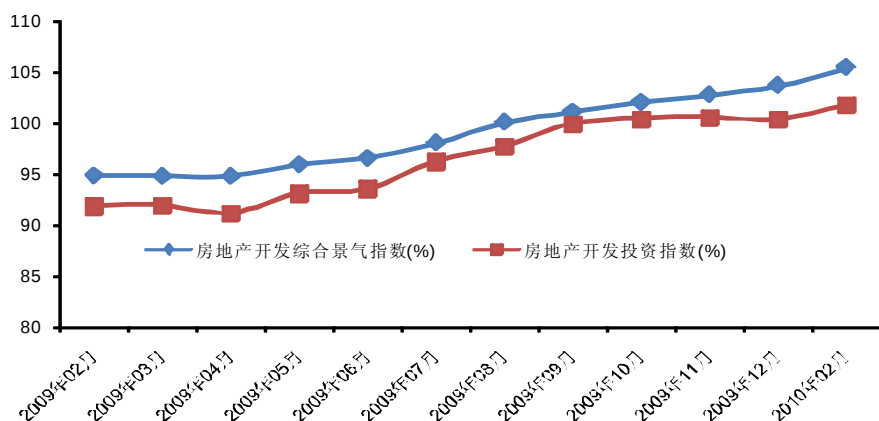
- 上半年房地产投资的延续性将继续拉动建材、水泥、钢铁，进而对焦煤价格形成支撑，旺季价格仍有可能上涨。
 - ◆ 从下图可以看出，房地产新开工面积趋势不断向好，2月份累计完成新开工面积 1.49 亿平方米，同比增长 38.12%。
 - ◆ 房地产开发投资和景气指数依旧维持景气高位，表明自 2009 年下半以来的投资趋势将在未来一个季度继续延续，对钢铁等相关行业需求的拉动可以维持炼焦煤价格高位运行。

图表24：2 月份累计新开工面积不断增加，维持 09 年下半年的增长趋势



来源：国金证券研究所

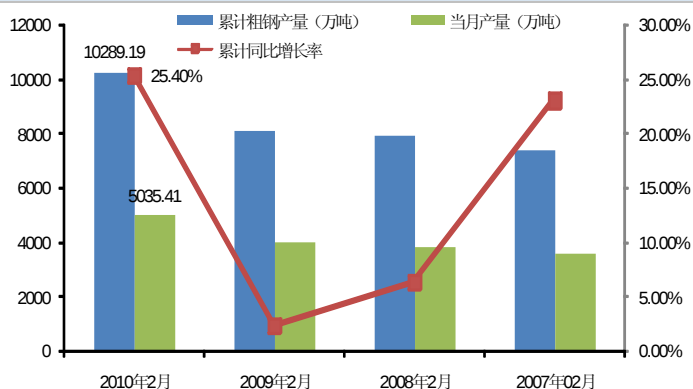
图表25：房地产开发投资指数依旧维持景气



来源：国金证券研究所

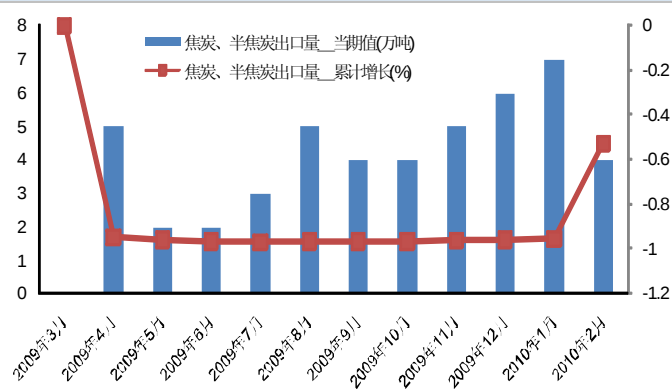
- 但是我们认为，旺季炼焦煤价格上涨空间不大。主要原因在于下游钢铁无论是总产量或是增速均已达 07 年至今的高位、焦炭出口政策不会放开，因而难以支持焦煤价格在高位继续大幅上涨。
 - ◆ 截止 2 月份，全国累计实现粗钢产量 10289.19 万吨，无论增速或是单月产量都创下 2007 年以来的新高。根据国金钢铁行业研究分析，二季度钢价将受成本推动型上涨但波幅可能加大，高成本下钢厂盈利难有较大提升。以上两种因素叠加使焦煤价格不可能出现大幅上涨。
 - ◆ 其次，焦炭产业的持续低迷也是另外一方面因素：除去行业自身的周期波动外，国家对焦炭出口的严厉限制使得大批过剩产能无法消化成为制约其盈利与产能释放的重要原因。2008 年 8 月之后执行的 40% 的焦炭出口关税使得焦炭出口总量持续维持在月均个位数水平。

图表26：2 月份粗钢产量与增速创 2007 年以来新高



来源：国金证券研究所

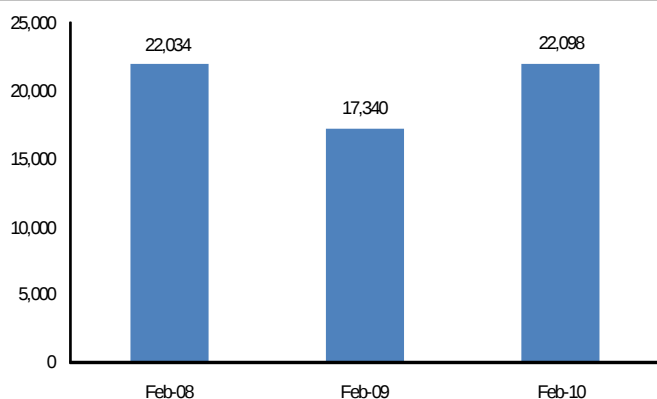
图表27：焦炭出口增速回升，但出口量仍旧是个位数



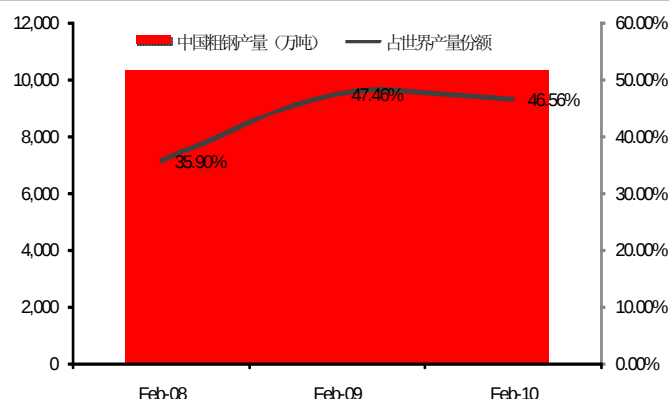
二季度国际价格：亚太焦煤价格面临重置、预期可能继续向上

- 我们认为，二季度面临国际焦煤价格继续向上的预期、动力煤价格则易受季节波动，理由有如下几点：
 - ◆ 1) 从 2010 长协价格机制改革可以看出，主要煤炭供应商看好未来二季度国际炼焦煤价格的走势。
 - ◆ 2) 国际钢铁产量持续增长。截止 2 月份，根据国际钢铁工业协会公布的数据显示，全球钢铁产量累计 2.2 亿吨，已恢复到 2008 年同期水平，比 2009 年增加 27%。
 - ◆ 3) 日本作为亚洲主要煤炭消费国之一，2 月份 PMI 指数持续站稳 50 以上。
 - ◆ 4) 澳元汇率持续走强因素未变，即我们在 2010 年度报告中强调的金融因素未变，则以美元计价的国际煤炭价格的汇率补偿因素犹存。
- 综上所述，二季度国际煤价上涨的预期会使得国内进出口形势进一步发生逆转，国内煤炭价格存在较大支撑。

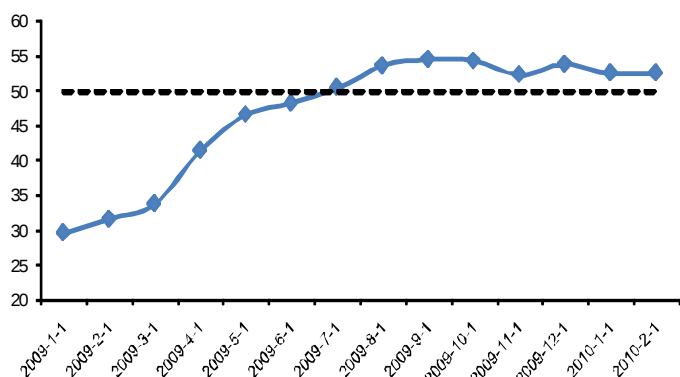
图表28：世界粗钢总产量已经回升到 2008 年同期水平



图表29：中国粗钢产量依旧维持 46% 以上的世界份额

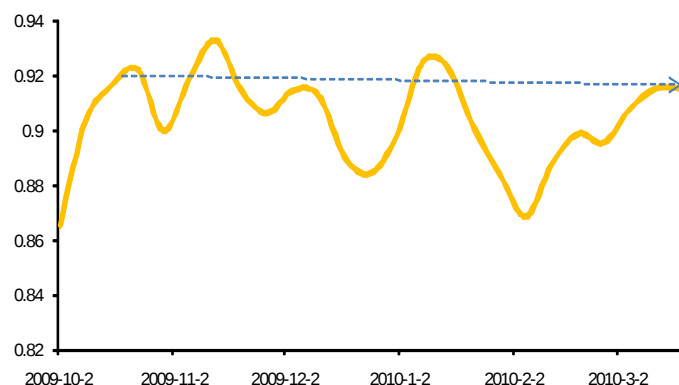


图表30：亚太主要消费国日本 PMI 指数已完全企稳



来源：国金证券研究所

图表31：澳元汇率依旧维持强势显示国际矿产需求旺盛



图表32：亚太长协动力煤价格基本与现货价格趋势一致



来源：国金证券研究所

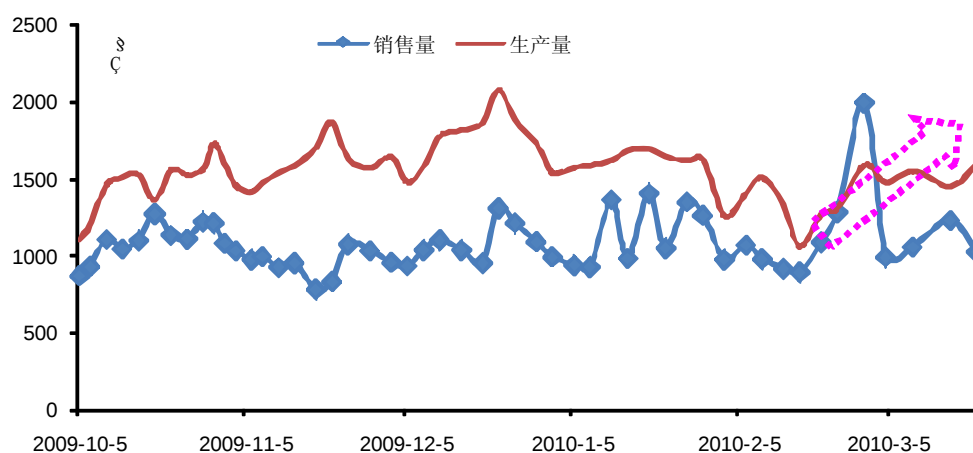
二季度煤炭板块估值：上行空间有限，下行风险存在

供给加速释放的趋势明确，决定了旺季价格上涨空间不大

2009 年 10 月 26 日，山西省煤炭工业厅发文部署过渡期生产：“对于重组整合方案批准保留、原有证件齐全有效的生产矿井，在新的主体管理团队到位后，在确保安全生产的前提下，可以在办理变更更新的证件期间组织生产；对于安排过渡期生产的矿井，在确保安全生产的前提下，经验收批准，可以在办理变更更新证件期间组织生产；对于需进行生产能力核定的生产矿井及需进行改造建设的矿井，也可以在变更采矿许可证的同时，先行开展生产能力核定及改造建设的相关工作。”

- 2009 年 10 月底山西省煤炭工业厅公布了过渡期生产的政策安排。明确了重组方案批准、原有证照齐全的矿井，在新的管理团队到位后即可组织过渡期生产。
- 我们认为，经历了 2009 年地方财政和 GDP 双重压力的地方政府有提高产量的冲动。而作为兼并主体来说，收购资金的压力使得他们乐于快速在过渡生产期完成支付对价。而目前平稳的下游需求使得放量生产具备可接受的外部条件。
- 因此，我们认为，无论企业实体层面感受明显与否，二季度供给加速释放的趋势是明确的。这样从供给层面压制了煤炭价格的上涨空间。

图表33：春节前开始，山西省日产量稳步放量



来源：国金证券研究所

计划成本上升的滞后性是造成业绩低于乐观预期的重要因素

- 历史证明，企业经营计划制定大多参考上一年年经营绩效。因此，成本上升的刚性造成乐观预期难以实现。
- 此外，由于上市公司盈余管理的能力各不相同，导致隐形成本成为预期能否兑现的潜在风险。

投资超预期的紧缩尤其是行业政策迟迟未能兑现，制约了估值的进一步提升

- 宏观紧缩政策初期由于预期的不稳定，给资源品的后续盈利能力带来较大的不确定性。
- 行业方面由于资源税预期迟迟不能兑现，制约了估值的进一步提升。
 - ◆ 资源税改革方案筹备三年有余，但一直“只闻楼梯响”。而根据目前煤炭行业价格相对平稳的现状以及综合 PPI 的压力考虑，二季度应该是一个相对合适的推出时点。最新的媒体报道证实了我们的部分猜测，3 月上旬中国神华领导公开表示“资源税改即将推出”，税率可能“介于 3-5%”。
- 资源税改革是指从原来的从量计征改为从价计征。假定税率 3-5%，我们对整个煤炭行业和上市公司的净利润影响做了静态测算：
 - ◆ 目前山西省企业计征资源税为焦煤 8 元/吨、其他煤种 3.2 元/吨。其他省份如内蒙地区为 3.2 元/吨、河北省为 3 元/吨、河南省为 8 元/吨。折合从价税率，均不足 1%。
 - ◆ 假定税率为 3%-5%，从价计征下我们分别测算了对煤炭行业和上市公司的净利润影响。总体而言，对煤炭行业的影响大于对上市公司的影响，原因在于上市公司集中了行业内的优质资产，销售净利润率高，因此资源税率变动对净利润的影响小于对整个行业的。
 - ◆ 所得税率 25%、资源税率 3%，静态测算减少煤炭行业净利润 18.99%、减少上市公司归属母公司股东的净利润 11.49%。税率增加 1%，减少行业净利润约 6%；减少归属上市公司股东净利润约 4%。

图表34：税率3%，减少行业净利润18.99%；减少归属上市公司股东净利润11.49%

行业影响：煤炭开采和洗选业	累计产品销售收入 (万元)	累计产品销售成本 (万元)	累计利润总额(万元)
2009年	154197384.60	111467953.00	18271527.00
所得税率：25%		税率1%	
征税额(营业收入减少)(万元)		1541973.85	
净利润减少比例		6.33%	
所得税率：25%		税率2%	
征税额(营业收入减少)(万元)		3083947.69	
净利润减少比例		12.66%	
		税率3%	
征税额(营业收入减少)(万元)		4625921.54	
净利润减少比例		18.99%	
		税率4%	
征税额(营业收入减少)(万元)		6167895.38	
净利润减少比例		25.32%	
		税率5%	
征税额(营业收入减少)(万元)		7709869.23	
净利润减少比例		31.65%	

行业影响：1、税率3%，减少净利润18.99%，杠杆效应约6倍；2、资源税率增加1%，净利润减少约6%

对上市公司的影响	时点：2009H		
煤炭采选业(合计)	营业收入(万元)	营业成本(万元)	归属母公司股东的净利润 (万元)
	16256623.01	9616294.56	3182255.62
所得税率25%		税率1%	
征税额(营业收入减少)(万元)		162566.23	
减少上市公司股东净利润比例		3.83%	
		税率2%	
征税额(营业收入减少)(万元)		325132.46	
减少上市公司股东净利润比例		7.66%	
		税率3%	
征税额(营业收入减少)(万元)		487698.69	
占上市公司股东净利润比例		11.49%	
		税率4%	
征税额(营业收入减少)(万元)		650264.92	
占上市公司股东净利润比例		15.33%	
		税率5%	
征税额(营业收入减少)(万元)		812831.15	
占上市公司股东净利润比例		19.16%	

上市公司影响：1、税率3%，减少归属上市公司股东净利11.49%；2、税率增加1%，归属母公司股东净利润减少4%。

来源：国金证券研究所

二季度投资策略：风险收益不匹配下重在波段操作

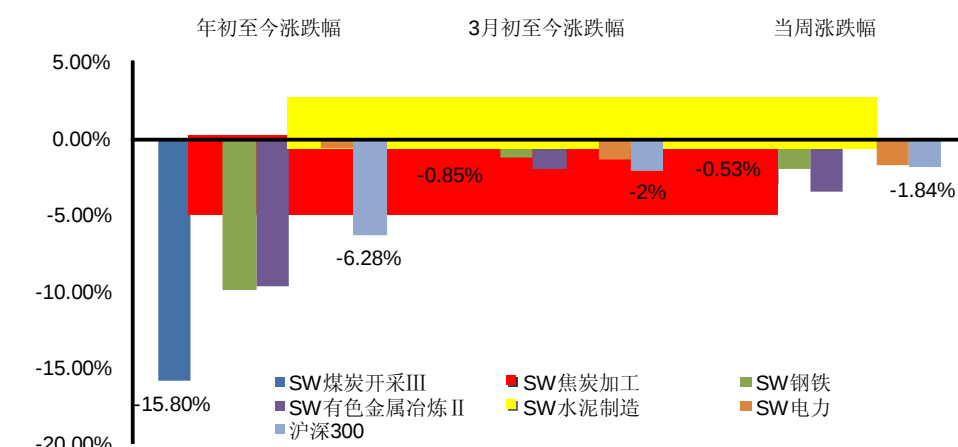
年报、季报集中披露期，低预期风险存在

- 综合之前对二季度行业潜在供给、成本、政策风险的分析，我们认为，年报密集披露期应该谨慎对待业绩低于预期的风险。

难获超额收益下波段操作具有可行性、选择税负转嫁能力强的焦煤品种

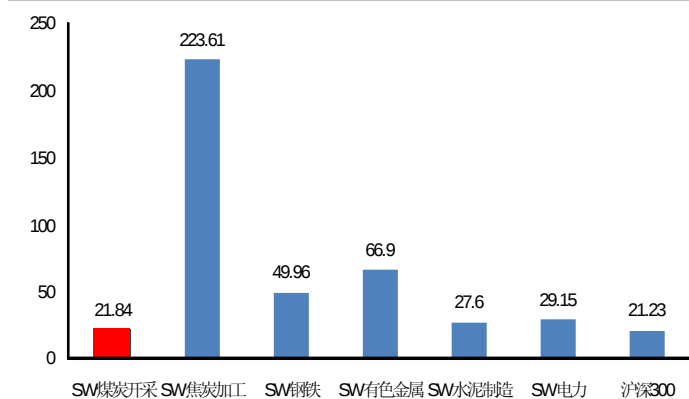
- 煤炭板块作为盈利能力最强的周期类品种，自 3 月份显著跑赢其他周期品及沪深 300。我们认为，煤炭板块难获得超额收益情况下，相对估值的优势带来波段操作的可行性。
- ◆ 产业链内板块横向比较下煤炭板块 PE 角度估值优势明显，PB 优势并不明显：截止 3 月 23 日，WIND 显示煤炭板块动态市盈率 21.84，显著低于其他板块而与沪深 300 21.23 的水平持平。但 PB 角度煤炭板块估值处高位，优势并不明显。

图表35：产业链内横向比较：3 月至今显著跑赢其他板块及沪深 300



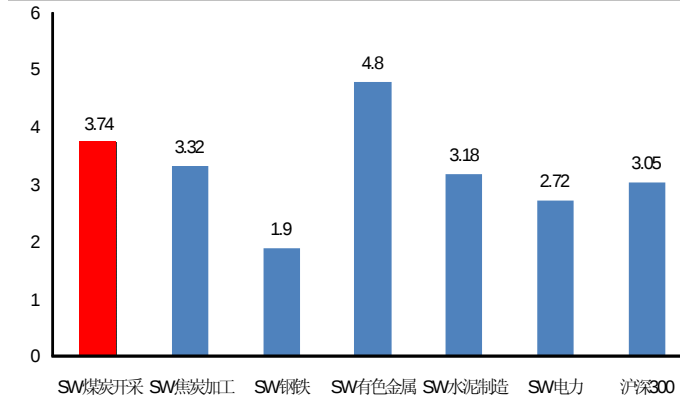
来源：国金证券研究所；截止日期：2010 年 3 月 23 日

图表36：PE 角度：绝对数显著低估，与沪深 300 持平



来源：国金证券研究所，截止日期 2010 年 3 月 23 日

图表37：PB 角度：低估优势不明显



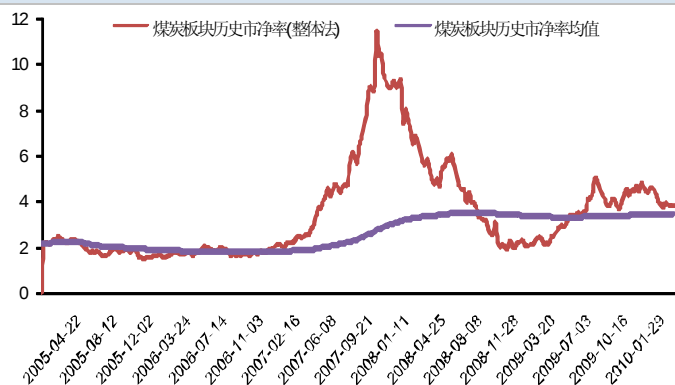
- ◆ 纵向比较看公司 PE 略有优势、PB 优势不足：2005 年至今板块平均动态 PE22.67 倍水平，略高于当前 22.2 倍。历史平均 PB3.45 倍，略低于当前 3.81 倍。
- ◆ 因此，我们认为，PE 角度煤炭股具有相对收益机会，但 PB 估值又制约了股价空间，这种情况下波段操作以修复估值波动成为必选。

图表38：动态PE 略低于煤炭板块历史平均水平



来源：国金证券研究所

图表39：PB 角度略高于历史平均水平



- 品种上依旧偏重税负转嫁能力强的周期性品种。
 - ◆ 考虑到可能的资源税负担及下游趋势的稳定性，我们偏重转嫁能力强的焦煤类品种。具体包括西山煤电、国阳新能、潞安环能、山煤国际。

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。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

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。