

朱嘉

执业证书编号: S0730209070105

021-50588666-8040

zhujia@ccnew.com

静待资源税靴子的落地

——煤炭行业 2010 年 2 季度投资策略报告

研究报告-行业策略

强于大市（维持）

发布日期: 2010 年 3 月 31 日

盈利预测和投资评级

股票简称	09EPS	10EPS	10PE	评级
西山煤电	0.92	1.73	19.08	买入
国阳新能	1.92	2.60	14.09	增持
山煤国际	0.82	1.30	20.69	增持
中国神华	1.52	1.86	18.55	增持
国投新集	0.45	0.70	26.73	增持
兖州煤业	0.89	1.32	14.49	增持
大同煤业	1.75	2.15	19.69	增持
兰花科创	2.22	2.50	15.55	增持
平庄能源	0.54	0.60	20.88	增持
盘江股份	1.02	1.25	22.39	增持
恒源煤电	1.32	1.55	21.51	增持
中煤能源	0.59	0.71	18.31	增持
潞安环能	1.82	2.34	19.66	增持
开滦股份	0.67	0.97	27.29	增持

煤炭行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

煤炭整体供需平衡, 而动力煤与炼焦煤因不同原因, 其价格在二季度均有可能保持稳定的态势。而资产注入将依然成为煤炭行业最主要的投资主线。

投资要点:

- **产能不代表产量。**前期行业固定资产投资的高速增长, 导致我国目前煤炭产能的大幅增长; 但产能不代表产量, 最主要的原因是运力目前成为我国煤炭产能不能完全释放的瓶颈。
- **2010 年运力整体增长有限。**从主要产煤的四大省份来看, 2010 年大秦线运力有望增加 6000 万吨运力, 同时神朔黄线运力亦将稳定增长, 但与我国煤炭产能增速比较, 运力整体增长有限。
- **我国煤炭需求稳步增长。**四大行业整体保持较好的增长态势。火电行业 2010 年发电增速有望超过 10%。钢铁行业目前正步入消费旺季, 其需求将呈现稳步增长的态势。水泥行业方面, 我国大规模的固定资产投资将使得我国后期水泥产量增速保持较高的水平。合成氨行业方面, 春耕使得化肥等需求将进入旺季, 全年产量有望保持稳定小幅增长的态势。
- **动力煤价格淡季触底, 炼焦煤价格仍有上行空间。**动力煤正步入淡季, 前期其价格也出现了一定幅度的下滑, 但目前已触底, 二季度有望触底回升; 下游行业步入旺季, 炼焦煤需求增加, 但一季度价格涨幅较大, 后期价格继续大幅上行需要超预期的因素, 预计二季度稳中有升的可能性较大。
- **维持“强于大市”的投资评级。**鉴于资源税将于今年出台, 但煤炭板块后期业绩增长较为确定, 前期股价调整较为充分, 目前估值处于历史均值水平等情况, 我们维持煤炭行业“强于大市”的投资评级。投资主线: 资产注入; 关注产能增长和销售价格上涨比较确定的公司; 关注下游行业超预期增长导致的炼焦煤交易性机会。重点推荐西山煤电、国阳新能和山煤国际。
- **风险提示:**宏观经济复苏低于预期, 导致下游行业对煤炭的需求低于预期; 资源税迟迟未推, 成为悬在煤炭行业头顶的达摩克利斯之剑。

目录

1、行业运行状况	3
2、产能不代表产量	4
3、运输能力依然是限制我国煤炭产量的瓶颈	5
4、经济复苏将促进煤炭需求稳步增长	7
5、国际价格将对国内价格产生影响	10
6、动力煤触底回升，焦煤仍有上升空间	11
6.1 动力煤——淡季来临，煤价触底	12
6.2 炼焦煤——下游行业步入消费旺季	13
7、投资策略和估值	14
7.1 投资策略	14
7.2 估值	15
8、风险提示	16
9、重点推荐公司	16

1、行业运行状况

根据国统局统计数据，我国09年累计实现原煤产量30.5亿吨，同比增长8.8%，增速稳定，并未出现大幅增长的情况，符合我们之前的预期。

其中，国有重点煤矿09年产量为15.18亿吨，同比增长11.2%，比重为49.77%；国有地方煤矿产量为3.66亿吨，同比增长1.9%，比重为12%；乡镇煤矿产量为11.66亿吨，同比增长8.2%，比重为38.23%。

表1：各类煤矿增产情况

单位：万吨

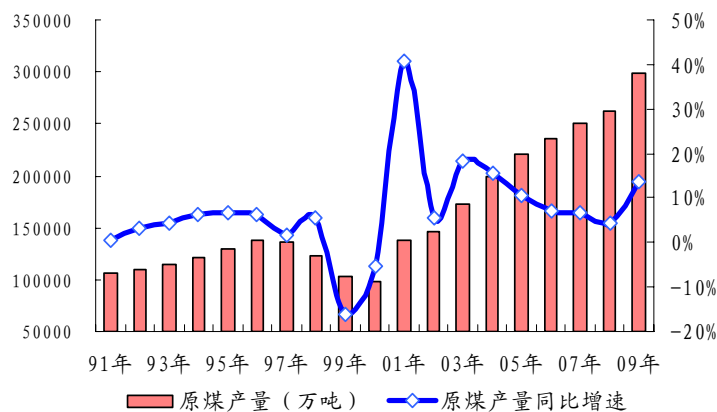
	2005	2006	2007	2008	2009
全国煤炭增量	20082	17742	19209	19234	24772
国有重点煤矿增量	10772	9212	10361	15438	15303
国有地方煤矿增量	-2341	2881	1043	1402	682
乡镇煤矿增量	11651	5649	7805	2394	8788
国有重点煤矿增量占比	53.60%	51.90%	53.90%	80.30%	61.78%
国有地方煤矿增量占比	-11.70%	16.20%	5.40%	7.30%	2.75%
乡镇煤矿增量占比	58.00%	31.80%	40.60%	12.40%	35.48%

资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

从上表中，我们可以看到，来自国有重点煤矿的增量与08年相当，国有地方煤矿的增量较08年下滑明显，而乡镇煤矿的增量较08年大幅上升，为08年的3.67倍，回升明显，说明部分前期停产的小煤矿复产。

山西省09年的原煤产量为61534.93万吨，同比减少4041.99万吨，同比下滑6.16%，主要原因就是山西省煤炭行业的大整合，小煤矿的产量明显下滑所致；而内蒙09年的产量为60280.03万吨，同比增加10057.21万吨，同比增长20.03%，其主要原因是前期固定资产投资逐步转化为新增产能。陕西省09年原煤产量为29819.94万吨，同比增加5657.15万吨，增幅为23.41%，其增量几乎全部来自乡镇煤矿。

图 1：我国原煤历年产量增长情况



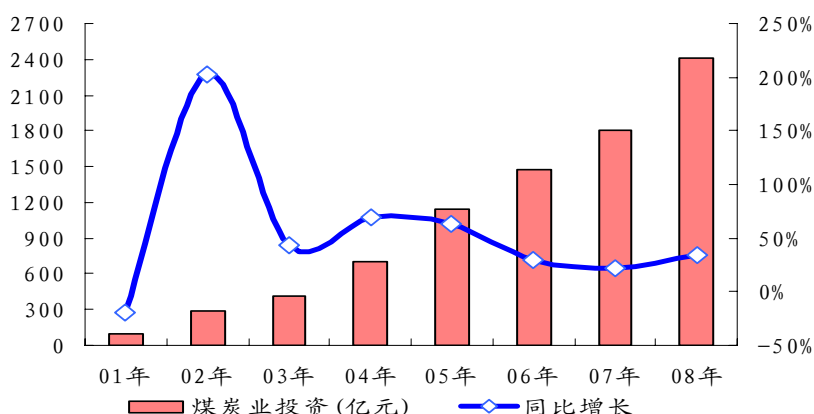
资料来源：国家统计局、WIND、中原证券研究所

我国煤炭产量增长呈现明显的周期性。煤炭生产的周期性主要受两方面因素影响：一是，受我国GDP增长周期影响较大；二是，国家政策影响力度较大；三是，国际煤价影响力度逐步加强。在我国具体表现为：一方面，固定资产投资形成新增产能；另一方面，关闭和停产整顿小煤矿减少产能；最后，国际与国内煤炭价格的差距，影响进出口数量。国内年度煤炭增量取决于三者的共同作用。

2、产能不代表产量

在之前的报告中，我们曾经提到，前几年在高煤价和高利润推动下，煤炭行业投资大幅度增长，06至08年煤炭行业投资分别为1479亿元、1805亿元和2411亿元，增速分别为27.2%、23.7%和33.6%。

图 2：煤炭行业固定资产投资历年情况



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

根据A股煤炭行业上市公司的年度固定资产投资及新增产能测算，煤炭企业固定资产投资中约有50%用于新建煤矿，剩余部分多数弥补安全欠账（安全费用、维简费等）以及非煤产业投资，同时煤矿建设期一般为3年。按照上述假设——固定资产投资中约50%用于新建煤矿，同时吨产能投资额为400元/吨，我们预计09年-11年煤炭行业固定资产投资带来煤炭产能增加分别为1.9亿吨、2.3亿吨和3亿吨。以08年产量27.2亿吨为基数，则投资带来的新增产能将推动09-11年产量分别增长6.99%、8.46%和11.03%。

但以山西为主的产煤大省纷纷开始了煤炭行业的大整合，关闭小煤矿，减少了部分产能，缓和了煤炭产能增长过快的势头。根据我们之前报告的详细分析，我们预计2008-2010年分别减少产能0.3亿吨、0.6亿吨和0.6亿吨。

综合来看，后期煤炭产能的大幅增长趋势确定，但这并不意味着我国煤炭产量会出现爆发式的增长，其原因就在于我国煤炭运输能力的不足。因此，下面我们将主要分析几个煤炭产能后期有望大幅增长省份的运输情况。

3、运输能力依然是限制我国煤炭产量的瓶颈

内蒙古自治区：期待第三条通道的建成

目前，内蒙古的省内铁路，都在进行复线改造或者新建，这有利于增加省内煤炭的运输量。但对于快速增长的煤炭产量而言，内蒙古出省通道的建设明显滞后。

内蒙古煤炭出省的通道主要有两条：大秦铁路和神朔黄铁路。

大秦铁路。内蒙古地区煤炭资源的煤炭外运线路主要为大准线、大包线和京包线。上述三条线路均成为大秦线的上游集运线路，大秦铁路运量是决定内蒙古煤炭出省量的主要途径之一。大秦线2010年会有较大的增长，总运力有望达到4亿吨，运力有望增加5000万-7000万吨/年，但这部分增量将由山西省和内蒙古共同分享，而且我们认为山西省将占据其中较大的比重。

神朔黄铁路。内蒙古煤炭出省的另外一条铁路是包神铁路——神朔黄铁路。这条铁路由神华集团控制，虽然其未来数年的运力将保持增长，但主要运输神华集团自己的煤炭。对于内蒙古其他煤炭的运输几无帮助。

规划建设中的集张铁路成为未来的第三条出省通道。集张铁路是我国未来西煤东运的第三条通道——集宁至张家口铁路，将与张家口至唐山曹妃甸铁路连接。我们预计其有望于2010年6月建成，但运力真正释放需要等到2011年。我们需要注意的是，由于张唐铁路需要到2013年才会建成，因此集张铁路未来一两年的煤炭运输增量非常有限。据我们了解到最新的信息是，2011年集张铁路建成后的运量增加不过千万吨。

从以上分析可以看出，内蒙古煤炭产量2010年会有增加，但总体上还将需要以运定产，新增产能依然无法完全转化为新增产量。

陕西省：放量要等到南北大通道双线改造完成后

陕西省煤炭运力2012年才会有缓解。陕西省煤炭主要增量来自陕北，外运也主要通过神朔黄以及包头-西安铁路中的神木-延安以及延安-西安铁路，极少的一部分通过大秦铁路运输。

如前所述，神朔黄铁路属于中国神华，首先考虑自身的煤炭运输，接纳极少部分内蒙古、陕西省的煤炭。

陕西省煤炭南北大通道包西铁路目前正在进行双线改造，预计2012年会建成。这条铁路运力释放的程度取决于以西安为中心的铁路配套建设程

度。就我们了解的情况，西安南运通道目前都是单线，复线的改造预计都要在2012年或者之后建成。

此外，西安朝东主要通道为陇海铁路，陇海铁路中的郑（郑州）西（西安）客运专线已经建成，将增加货运数量，但由于郑州以外铁路建设相对滞后，给陕西省以北煤炭运量增加空间不大。

综上所述，陕西省煤炭运输缓解需要到2012年之后。2009年陕西省煤炭产量的快速增加，与山西省煤炭产量大幅减少并空出一定运力有很大关系，2010年，其产量增速将有所下降。

山西省：运力有所保证，但整合进程依旧压制部分产能

山西省2010年煤炭运量会有所增加。山西省煤炭运力的增加主要通过以下两个途径，一是大秦铁路，二是侯月线。

2009年，大秦铁路的煤炭运量在3.3亿吨左右，2010年会达到3.9亿吨，有望冲4亿吨。仅此一条煤炭运输动脉，就给“三西”2010年的煤炭运量提供了接近6000万吨的增长空间。不过，特别需要强调的是，大秦铁路的增量需要在山西省和内蒙古之间划分，预计山西省获得的增量比重应该会较大。

山西省煤炭运输的中线通道为石家庄—太原线，石家庄铁路枢纽在进行大规模的改造，预计要到2012年才能结束，之前均无法增加煤炭运量。

侯月线是山西省煤炭外运的南通道，也是其运力增加的第二条主要大通道。预计未来两年，每年有1000-1500万吨的增量。而我们预计，山西省资源整合进入改扩建阶段后，煤炭产量未来将保持稳定增长，但2010年小煤矿大规模地全面复产可能性较小。

新疆省：几年内无法放量

新疆的煤炭短期内不会冲击国内主流市场，但新疆未来将成为国内重要的煤炭重镇。

目前，新疆还无法对上述三省的煤炭行业造成冲击。原因为：（1）最主要的原因因为运距太长，运费过高大大削弱了新疆煤炭的竞争优势。从乌鲁木齐到西安，乌鲁木齐到连云港的铁路运距分别为2568公里和3651公里，按照正常的煤炭运输收费，乌鲁木齐到这两地的运费至少分别为300元和400元。高昂的运费，降低了新疆煤炭的竞争力。（2）运输能力的限制。新疆煤炭大规模运出可能要到3-5年以后。兰新铁路第二双线2009年年底开工，长1776公里，建设工期5年，预计要到2016年前后才会发挥作用。（3）目前新疆的煤炭产量还较低，2009年为8739.82万吨，绝对量较小。

综上所述，运输能力在2010年仍将成为限制我国煤炭产量最主要的瓶颈。因此，我们认为2010年我国煤炭供给呈现爆发式增长的可能性较小，供给还是将呈现温和增长的态势。

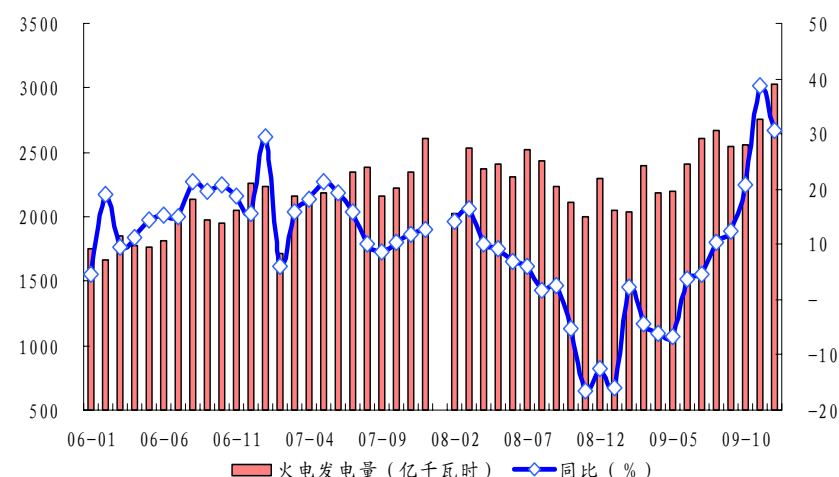
4、行业需求状况：经济复苏将促进煤炭需求稳步增长

火电：如图所示，我国发电量在09年下半年就出现了较快的增长，其原因为我国经济的稳步复苏所致，全年我国火电机组累计发电2.98万亿度，同比增长7.2%。2010年前两月的发电量同比增速达到了20%以上，全年我们预计增速将在10% - 12%之间。

火电发电量较快速度的增长，使得2010年电煤的需求也将保持较高的增速，这在较大程度上缓和了煤炭产能增长过快的矛盾。

图 3：我国火电发电量情况

单位：亿千瓦时

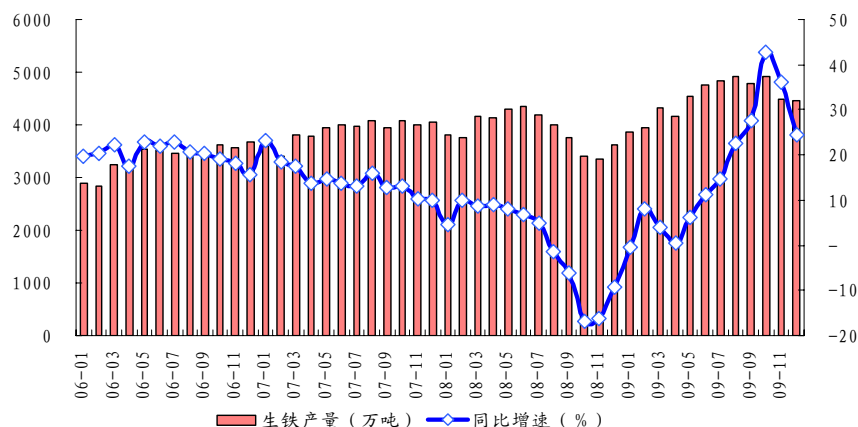


资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

钢铁：如图6所示，08年四季度，受国际金融危机影响，国内钢铁下游行业（汽车、地产等）的钢铁需求迅速下滑，同时出口严重受阻，我国生铁产量出现了08年8月至12月连续5个月的同比下滑。而进入09年以来，随着我国经济刺激计划和产业振兴规划的陆续出台，汽车、地产等下游行业复苏迹象明显，直接拉动了对钢铁的需求，因此，09年我国生铁产量同比增长了15.44%。

图 4: 我国生铁产量情况

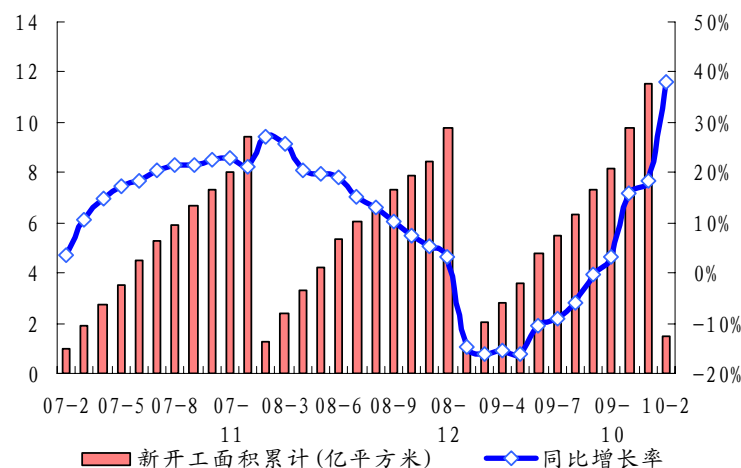
单位: 万吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

从09年年底房地产新开工面积明显增加, 同比增速已由负转正, 全年增长18.25%, 并且房地产开发投资出现明显回升, 全年同比增长16.1%, 房地产新开工面积的恢复增加和房地产开发投资的回升, 将增加对钢铁长材的需求, 从而带动钢铁产量的恢复上涨。

图 5: 我国房地产新开工面积情况



资料来源: WIND、中原证券研究所

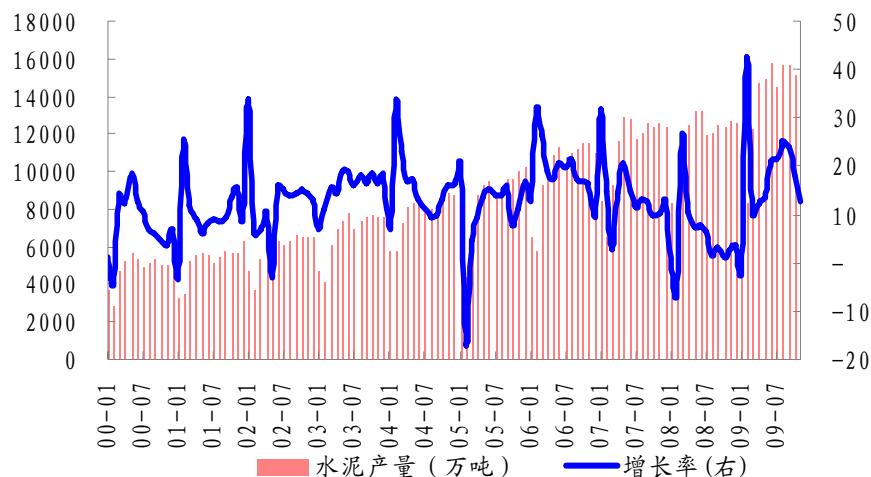
目前, 钢铁行业正逐步进入消费旺季, 后期产量有望进一步提升, 从而增加对炼焦煤的需求。

水泥: 由于经济刺激政策的效果, 水泥产量09年保持了两位数的高增长, 1-7月份水泥产量16.37亿吨, 同比增长18.40%。

由于水泥属于投资拉动性行业，在固定资产投资增速加快的背景下，水泥行业是较为受益的行业之一。09年，我国以大规模的投资来拉动经济的复苏，由于固定资产投资项目建设的延续性，房地产新开工面积稳步提升，我们认为，2010年我国水泥产量的增速将保持在一个较高的水平。

图 6: 我国水泥产量情况

单位: 万吨



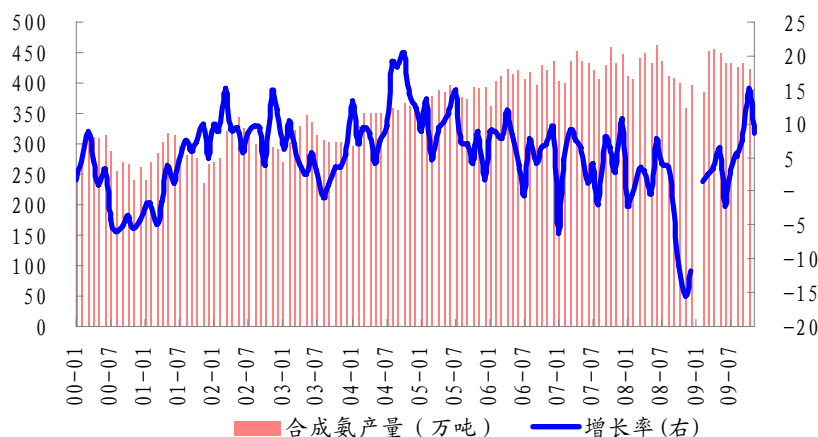
资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

合成氨: 国内合成氨产量在经历了08年9月至09年2月持续的同比负增长之后，09年3-5月出现了小幅的正增长，而6-7月又出现了负增长。09年1-7月我国合成氨累计产量为2979.07万吨，同比增长1%。

我们认为，二季度随着春耕的全面展开，化肥等需求将进入旺季，其产量有望走高，全年产量有望保持稳定地小幅增长的态势。同时，农业是我国政府一直强调支持的行业，后期粮食作物的产量情况将保持稳定的态势，我国化肥的需求也将保持稳定的态势，合成氨的产量也有望保持稳定。

图 7: 我国合成氨产量情况

单位: 万吨



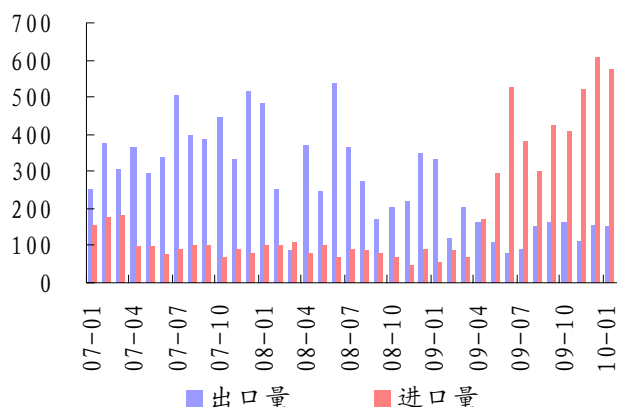
资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

整体来看，四大耗煤行业后期的产量均有望随着刺激政策效果的逐步显现，我国经济的逐步复苏而稳步提升，因此我们认为，后期我国煤炭需求将呈现稳步增长的态势，而增长的幅度将视宏观经济走势而定。

5、国际价格将对国内价格产生影响

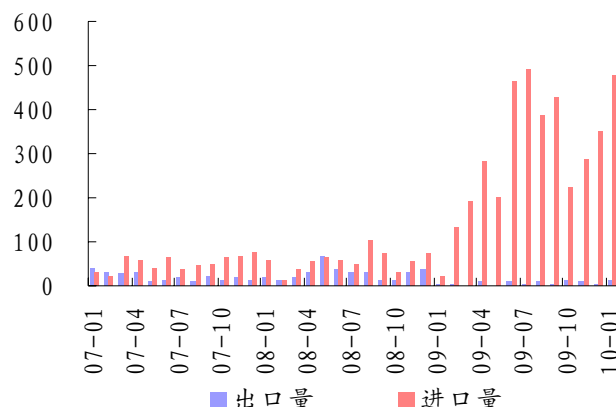
09年，我国煤炭进口量大增，达到1.26亿吨，其主要原因为：国际价格远低于国内价格所致。

图 8：我国动力煤进出口情况 单位：万吨



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 9：我国炼焦煤进出口情况 单位：万吨



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

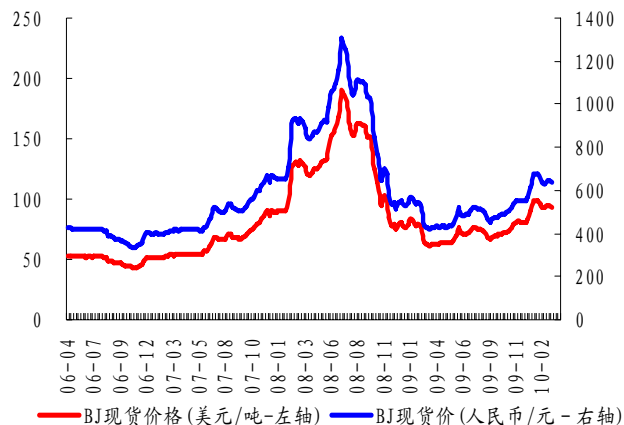
从上图中我们可以看到，09年我国煤炭进出口完全颠覆了之前的态势，从净出口转变成了净进口。

价格的差距是导致上述局面最主要的原因。09年由于全球经济危机的原因，国际煤炭需求大幅下滑，导致国际煤价大跌，而在国内，由于煤炭企业的强势话语权，以及山西煤炭行业大整合减少了供给，以及国家对发电量的严格要求，使得国内重点电煤价格谈判陷入僵局，而煤企的强势导致国内煤炭价格跌幅远远小于国际煤价的跌幅，导致国外煤炭在中国的到岸价都低于国内煤价，进而导致我国煤炭进口量大增。

但在2010年，全球经济在各国的刺激政策的推动下出现了较为明显的复苏，全球煤炭需求也正在稳步回升，特别是中国需求，导致了国际煤炭价格的明显回升，目前，国内外煤炭价格，加上运费后相差无几。

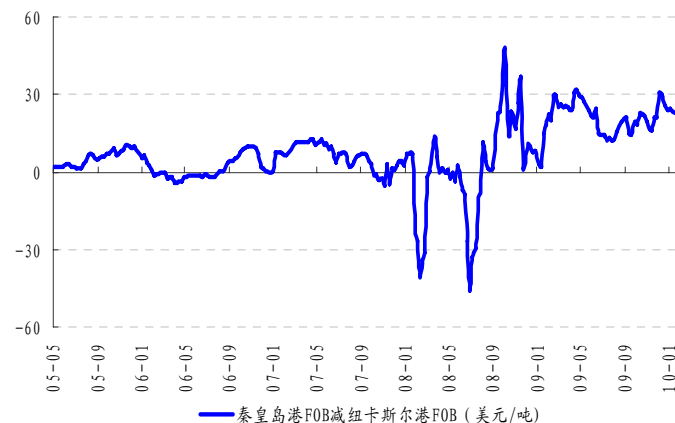
国内外煤炭价差消失的一个结果就是，国内煤炭消耗企业无法继续大规模进口国外便宜煤炭，同时由于运输时间及风险等因素，将转为使用国内煤炭，拉动国内需求及煤炭价格。

图 10: 国际煤炭价格



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 11: 国内外煤炭离岸价价差



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 12: 国际主要航线煤炭运价

单位：美元/吨



资料来源：中国煤炭资源网、中原证券研究所

综合来看，2010年国际煤炭价格将从影响我国进口量这条途径来影响国内煤炭价格，在目前国际煤炭需求稳步复苏的背景下，国际煤价后期有望一路走高，将导致我国煤炭进口量下滑，间接扩大国内的煤炭需求，使得国内煤炭价格呈现刚性，几无下跌空间，特别是炼焦煤，国际合同价有望达到200美元/吨，后期有望继续拉高国内炼焦煤价格。

6、价格走势预测：动力煤触底回升，焦煤仍有上升空间

根据上述供给与需求的分析，我们认为，2010年煤炭行业整体处于供需平衡略微偏紧的态势，但目前动力煤正步入淡季，而炼焦煤前期提价幅

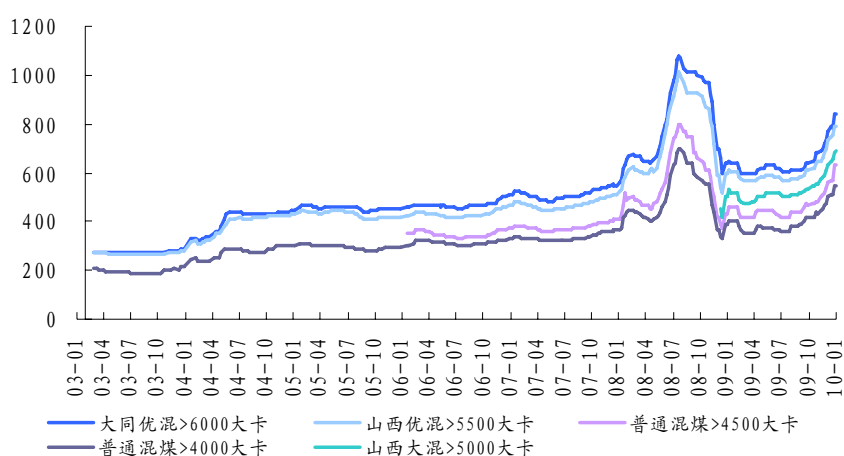
度较大，因此我们认为二季度两个煤种的价格均不会出现大幅上涨的情况，但不排除由于需求上升导致钢铁产量大幅上升，进而导致炼焦煤价格再度上涨的可能。

6.1 动力煤——淡季来临，煤价触底

由于动力煤逐步进入消费淡季，电厂的库存稳步上升，而消费量有所下滑，前期动力煤的市场价格也出现了一波下跌。

图 13: 秦皇岛煤炭价格走势

单位: 元/万吨

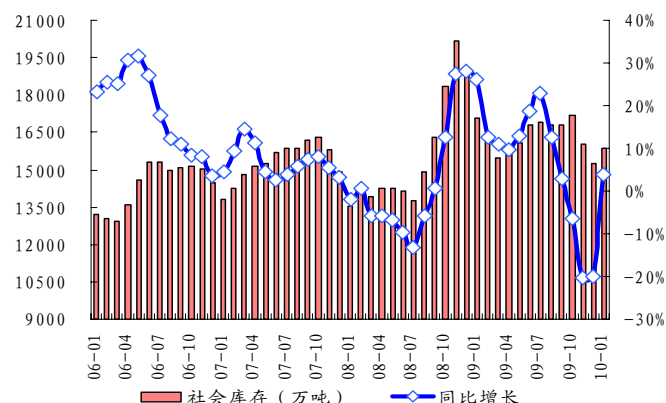


资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

在库存方面，也体现出动力煤逐步进入淡季的情况，无论是社会库存还是港口库存，以及电厂库存，均出现回升的态势。

图 14: 煤炭社会库存情况

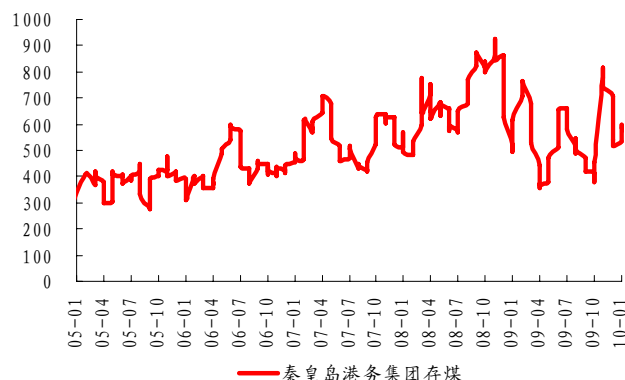
单位: 万吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

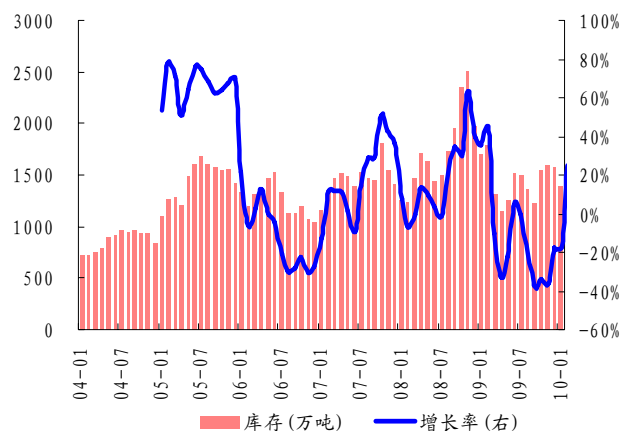
图 15: 秦皇岛库存情况

单位: 万吨



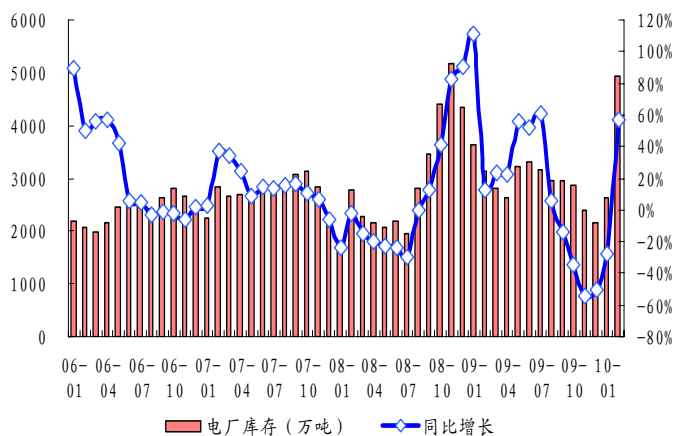
资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 16: 重点港口库存情况 单位: 万吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 17: 煤炭电厂库存情况 单位: 万吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

虽然动力煤进入取暖耗煤的淡季，但我国经济的强劲复苏，且钢铁、建材、化工等用电大户行业良好的运行情况将保持电力的需求，因此我们对二季度发电量是否出现大幅下滑的情况并不担心。

目前，经过一轮较大幅度的下挫后，秦皇岛煤炭价格已基本触底，但动力煤消费淡季一般要持续到5月，因此后期其价格应会在目前价格附近进行盘整，而不会再次出现拉升的现象。

6.2 炼焦煤——下游行业步入消费旺季

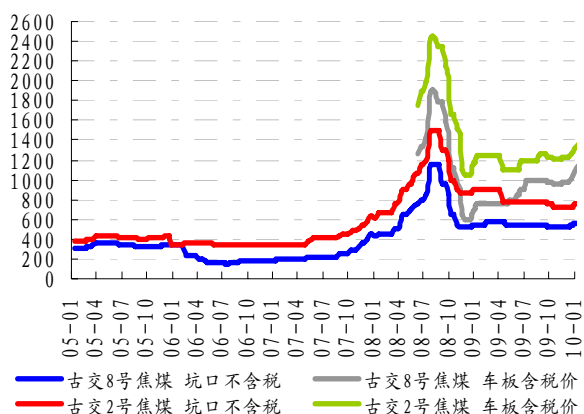
从供给方面来看，由于炼焦煤整体的稀缺性，供不应求的态势将长期存在。此外，由于山西煤炭行业整合而停产的小煤矿，目前正处于整合之中，短期内大面积复产的可能性较小。

从需求方面来看，经济逐步复苏，生铁产量稳步走高，同时房地产新开工面积的逐步加大，下游钢铁行业正步入消费旺季，期间对炼焦煤的需求将逐步上升。

但由于一季度炼焦煤价格已出现了较大的涨幅，二季度继续大幅上扬的可能性较小，除非下游钢铁行业出现超预期的增长或者国际炼焦煤价格超预期上涨带动国内价格继续上涨。

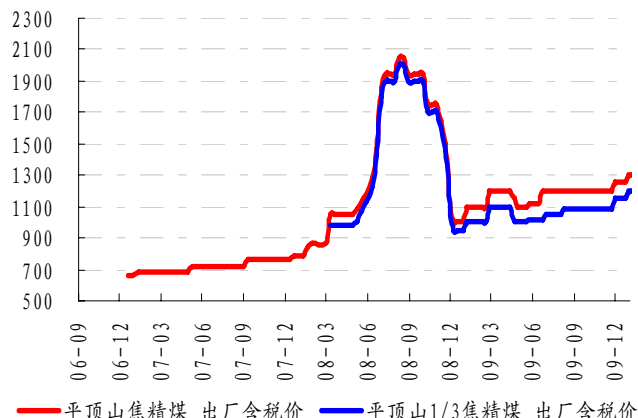
综合来看，我们认为二季度炼焦煤价格有望稳中有升。

图 18: 山西古交焦煤价格走势 单位: 元/吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

图 19: 河南平顶山焦煤价格走势 单位: 元/吨



资料来源: 中国煤炭资源网、中原证券研究所

7、投资策略和估值

7.1 投资策略

鉴于资源税将于今年出台, 但煤炭板块后期业绩增长较为确定, 前期股价调整较为充分, 目前估值处于历史均值水平的情况, 我们维持煤炭行业“强于大市”的投资评级。

今年, 多数煤种价格趋于稳定或上升的判断下, 我们认为煤炭行业的投资策略可分为以下几条主线:

7.1.1 资产注入

煤炭行业的大整合, 不仅将提高煤炭行业的集中度, 同时, 也是上市公司的大股东消除与上市公司之间的关联交易和同业竞争的一个好时机, 资产注入将成为煤炭板块后期长久的一个投资热点。我们建议重点关注西山煤电、开滦股份、中国神华。

7.1.2 关注产能增长和销售价格上涨比较确定的公司

在煤炭价格确定增长的情况下, 产能增长将成为决定企业业绩的最主要的因素。因此, 此两项的增长比较确定的公司后期的业绩增长将有较好的保证。我们需重点关注中国神华、西山煤电、国阳新能。

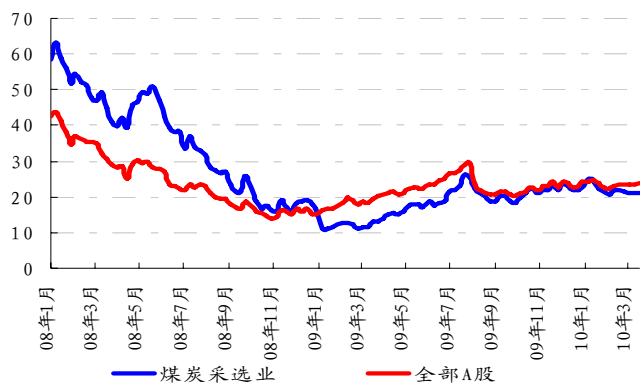
7.1.3 关注下游行业超预期增长导致的炼焦煤交易性机会

由于钢铁行业正步入消费旺季, 不排除其在二季度出现超预期增长的可能, 一旦出现, 则炼焦煤价格有望出现超预期的上涨, 给二级市场带来交易性的机会。

7.2 估值

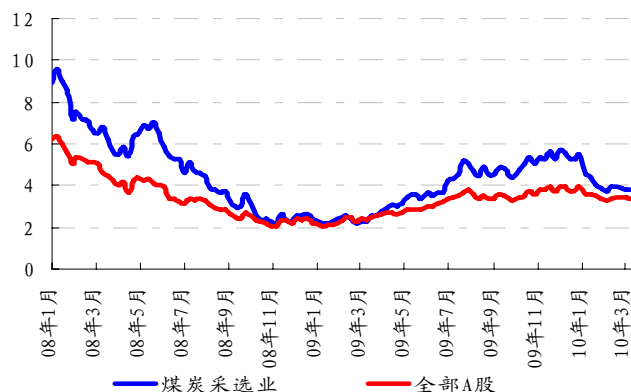
从下图中可以看到，煤炭板块的估值目前处于历史平均水平；而在与其他板块的估值对比中，煤炭板块亦处于中游水平，但考虑到煤炭行业后期业绩增长确定，我们认为煤炭行业目前估值仍具有较大的投资吸引力。

图 20: 煤炭板块 PE 历史估值



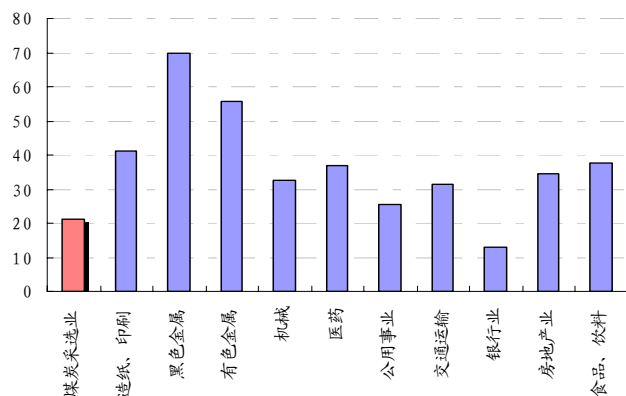
资料来源：WIND、中原证券研究所

图 21: 煤炭板块 PB 历史估值



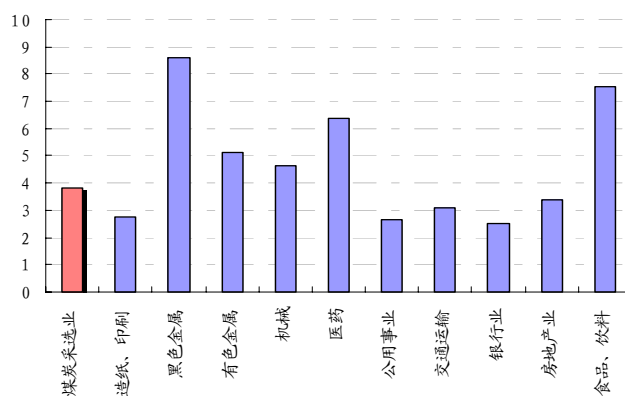
资料来源：WIND、中原证券研究所

图 22: 各板块 PE 估值比较



资料来源：WIND、中原证券研究所

图 23: 各板块 PB 估值比较



资料来源：WIND、中原证券研究所

表2: 煤炭行业重点公司估值

单位: 元、倍

	每股收益				每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	评级
	08A	09E	10E	11E	3Q09		09E	10E	11E	3Q09	
西山煤电	1.44	0.92	1.73	2.40	4.15	33.01	35.88	19.08	13.75	7.95	买入
国阳新能	1.51	1.92	2.60	2.93	5.90	36.63	19.08	14.09	12.50	6.21	增持
山煤国际	0.01	0.82	1.30	1.65	4.12	26.90	32.80	20.69	16.30	6.53	增持
中国神华	1.31	1.52	1.86	2.11	8.26	34.5	22.70	18.55	16.35	4.18	增持
国投新集	0.59	0.45	0.70	1.01	3.04	18.71	41.58	26.73	18.52	6.15	增持
兖州煤业	1.32	0.89	1.32	1.55	5.60	19.13	21.49	14.49	12.34	3.42	增持
大同煤业	2.40	1.75	2.15	2.40	9.22	42.34	24.19	19.69	17.64	4.59	增持
兰花科创	2.45	2.22	2.50	2.82	8.77	38.88	17.51	15.55	13.79	4.43	增持
平庄能源	0.67	0.54	0.60	0.85	2.87	12.53	23.20	20.88	14.74	4.37	增持
盘江股份	1.08	1.02	1.25	1.37	4.70	27.99	27.44	22.39	20.43	5.96	增持
恒源煤电	1.62	1.32	1.55	1.70	7.74	33.34	25.26	21.51	19.61	4.31	增持
中煤能源	0.52	0.59	0.71	0.84	5.09	13	22.03	18.31	15.48	2.55	增持
潞安环能	2.48	1.83	2.34	2.67	7.82	46	25.14	19.66	17.23	5.88	增持
开滦股份	1.46	0.67	0.85	1.20	4.04	23.2	34.63	27.29	19.33	5.74	增持
平均							25.03	20.80	17.23	4.75	

资料来源: 中原证券研究所 注: 价格为3月19日收盘价

表3: 重点公司解禁情况

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
西山煤电	2010-12-31	129154.1 万股	股改限售股份	114.05	53.28
中国神华	2010-10-11	1469103.8 万股	首发原股东限售股	816.17	73.86
国投新集	2010-12-20	80261.1 万股	首发原股东限售股	76.60	43.38
兖州煤业	2010-4-01	260000 万股	股改限售股份	722.22	52.86
平庄能源	2010-10-08	62294.7 万股	股改及增发限售股份	159.18	61.42
盘江股份	2012-4-16	83461.1 万股	股改及增发限售股份	313.40	75.64
恒源煤电	2010-2-15	11426.5 万股	股改限售股份	90.91	47.62
中煤能源	2011-2-1	762666.7 万股	首发原股东限售股	502.47	57.52
开滦股份	2010-1-13	5612 万股	股改限售股份	8.50	4.55
	2011-1-13	51808.1 万股	股改限售股份	78.44	41.96

资料来源: WIND、中原证券研究所

8、风险提示

宏观经济复苏低于预期, 导致下游行业对煤炭的需求低于预期;
资源税迟迟为推, 成为悬在煤炭行业头顶的达摩克利斯之剑。

9、重点推荐公司

我们重点推荐西山煤电、国阳新能和山煤国际。

西山煤电 (000983): 产能释放促使业绩进入爆发期

买入 (维持)

市场数据 (2010 年 03 月 19 日)

收盘价 (元)	33.01
一年内最高/最低 (元)	42.54/6.98
沪深 300 指数	3293.87
市净率 (倍)	8.97
流通市值 (亿元)	373.67

基础数据 (2009 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	4.15
每股经营现金流 (元)	1.26
毛利率 (%)	42.56
净资产收益率 (%)	24.00
资产负债率 (%)	51.37
总股本/流通股 (万股)	242,400/113,244
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

西山煤电中报点评: 2009 年的蛰伏是为了 2010 年的爆发.....2009.8.10

报告关键要素:

焦煤价格有望上涨, 提升公司下半年业绩; 煤炭在建项目夯实公司未来发展基础; 资产注入预期强烈。

投资要点:

- **一季度公司炼焦煤提价, 提升公司业绩。**随着宏观经济的逐步复苏, 钢铁下游需求逐步放大, 公司产品在一季度进行了较大幅度的提价, 将直接增厚公司业绩。
- **下游行业步入消费旺季, 炼焦煤需求保持旺盛。**二季度钢铁行业步入消费旺季, 使得国内炼焦煤的需求逐步走高, 但由于前期价格已有不小的涨幅, 因此我们认为焦煤的价格后期有望稳中有升。
- **煤炭业务在建项目夯实未来发展基础。**公司目前在建项目较多, 后期随着兴县矿区的新斜沟矿井 2010 年的全面达产, 公司对临汾市煤矿的整合, 以及内蒙古煤矿项目的逐步开展, 公司后期的煤炭产能将呈现爆发式的增长。此外, 公司决定参与临汾市煤矿企业的兼并重组, 拟整合的煤炭产能达到 1095 万吨/年, 在整合、技改完成之后, 其产能规模将不低于之前 1095 万吨的产能。
- **资产注入预期有望逐步实现。**在山西省煤炭企业大重组及整体上市的背景下, 公司的资产注入预期有望在后期稳步实现。西煤集团和焦煤集团, 均有大量非上市的煤炭资产, 如果注入到上市公司, 将极大地提升上市公司煤炭业务的储量、产能及盈利能力。
- **维持“买入”评级。**我们预测公司 2010 和 2011 年的 EPS 分别为 1.73 和 2.40 元, 对应动态市盈率分别为 19.08 倍和 13.75 倍, 维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济回暖的不确定性; 资源税的公布的时间; 新项目投产存在一定的不确定性因素。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	132.55	123.37	202.31	243.69
增长比率 (%)	69.87	(6.92)	63.99	20.45
净利润 (亿元)	34.89	22.30	41.94	58.18
增长比率 (%)	171.31	(29.18)	88.07	38.72
每股收益 (元)	1.44	0.92	1.73	2.40
市盈率 (倍)	22.92	35.88	19.08	13.75

国阳新能 (600348): 资产注入明显增厚公司业绩

增持 (维持)

市场数据 (2010 年 03 月 19 日)

收盘价 (元)	36.63
一年内最高/最低 (元)	49.16/8.00
沪深 300 指数	3293.87
市净率 (倍)	6.21
流通市值 (亿元)	352.38

基础数据 (2009 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	5.90
每股经营现金流 (元)	2.80
毛利率 (%)	19.70
净资产收益率 (%)	24.10
资产负债率 (%)	54.87
总股本/流通股 (万股)	96,200/96,200
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

国阳新能中报点评: 最大的亮点还是资产注入.....2009.8.17

报告关键要素:

公司后期煤炭产能增量多为动力煤; 煤炭产能增长主要依靠控股子公司; 资产注入的预期强烈。

投资要点:

- **公司产品结构将出现变化, 动力煤比重有望逐步提高。**目前公司煤炭的主要产品包括洗粉煤、洗块煤和洗末煤。后期公司煤炭产能的增长较快的开元公司、平舒煤业等均生产动力煤, 因此, 公司在未来几年动力煤产销量的占比将逐步提高。
- **多因素支撑公司煤炭价格。**公司洗粉煤主要用于钢厂的高炉喷吹用煤, 钢铁行业回暖直接拉动上游的焦炭、焦煤、喷吹煤的消费。公司块煤产量中近 350 万吨销售给集团公司的化工企业, 外销的量较小。公司无烟末煤和用户的绑定程度很高, 销售量有所保证。
- **前期资产注入增厚公司收益。**公司以自有资金完成对集团新景矿的收购, 该矿核定产能为 580 万吨/年 (最新核定产能有望达到 750 万吨/年) 使得公司 2010 年的煤炭产能出现较大幅度的增长, 直接增厚公司业绩。
- **控股子公司产能小幅增长。**平舒煤业, 目前公司对其二期改扩建, 预计 2011 年前后完成, 届时年产能达到 500 万吨左右; 08 年公司收购开元公司 100% 的股权, 09 年将为公司带来 150 万吨的煤炭增量; 景福煤业现有煤炭产能 15 万吨左右, 预计 2-3 年内完成技改, 届时产能将达到 90 万吨左右。
- **后期仍有资产注入。**在山西省政府规划山西五大集团至 2015 年之前整体上市大背景下, 我们预计公司仍将继续收购集团的煤炭资产。
- **维持“增持”评级。**我们预测公司 2009、2010 和 2011 年的 EPS 分别为 1.92、2.60 和 2.93 元, 对应动态市盈率分别为 19.08 倍、14.09 倍和 12.50 倍, 维持“增持”的投资评级。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	170.33	180.52	220.34	238.67
增长率 (%)	58.06	5.98	22.06	8.32
净利润 (亿元)	14.55	18.47	25.01	28.19
增长率 (%)	83.71	26.94	35.41	12.71
每股收益 (元)	1.51	1.92	2.60	2.93
市盈率 (倍)	24.26	19.08	14.09	12.50

山煤国际 (600546): 量价齐升增厚业绩, 后期发展值得期待

增持 (维持)

市场数据 (2010 年 03 月 19 日)

收盘价 (元)	26.90
一年内最高/最低 (元)	38.53/10.39
沪深 300 指数	3293.87
市净率 (倍)	7.98
流通市值 (亿元)	48.69

基础数据 (2009 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	4.12
每股经营现金流 (元)	-0.61
毛利率 (%)	11.05
净资产收益率 (%)	24.32
资产负债率 (%)	75.78
总股本/流通股 (万股)	75000/18100
B 股/H 股 (万股)	

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素:

2010 年新增产能投产, 公司煤炭产能增长幅度较大; 煤炭销售价格预计较 09 年上涨 10% 左右; 煤炭贸易业务回暖, 盈利能力有望回升增厚公司业绩; 大股东煤炭在建产能规模较大, 为上市公司未来快速发展提供了条件和基础。

投资要点:

- **新增产能投产, 增厚业绩明显。**公司两个在建煤矿霍尔辛赫煤业 (70% 股权) 和铺龙湾煤业 (100% 股权) 均将于 2010 年投产, 有望给公司带来 210 万吨的有效产量的增长, 较 09 年的产量增幅有望达到 40% 以上。
- **市场化销售, 全年均价同比有望大幅上涨。**根据目前的经济形势, 以及煤炭供需的情况, 再参考秦皇岛煤炭价格, 我们认为公司今年的煤炭销售均价有望较 09 年上涨 10% 左右。
- **煤炭贸易业务有望回暖。**09 年由于山西省煤炭行业整合导致产量明显下降的原因, 公司煤炭贸易业务业务量大减, 全年只能维持微利。而 2010 年, 随着山西省整合的深入, 产量只增不减, 公司煤炭贸易业务有望回暖, 进而增厚公司业绩。
- **集团在建产能奠定公司未来快速发展基础。**集团公司规划, 整体煤炭板块 (包括上市公司的煤炭产能) 未来三年达到 3000 万吨, 此后努力达到 5000 万吨。集团公司承诺, 在适当时机将煤矿资产以合法及适当的方式注入上市公司, 因此集团公司的煤炭增量后期将成为上市公司的煤炭增量, 公司未来的快速发展值得期待。
- **维持 “增持” 的评级。**我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 1.30 元和 1.65 元, 对应的动态市盈率分别为 20.69 倍、和 16.30 倍, 维持 “增持” 的投资评级。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	27.68	210.06	285.14	331.76
增长比率 (%)	-	不适用	35.74	16.35
净利润 (亿元)	0.04	6.15	9.75	12.38
增长比率 (%)	-	不适用	58.54	26.97
每股收益 (元)	0.01	0.82	1.30	1.65
市盈率 (倍)	-	32.80	20.69	16.30

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。本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。本报告的版权仅为本公司所有，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。