

重新审视煤炭股估值提升的机会

行业评级

买入

前次评级

买入

陈亮 煤炭行业研究员

电话: 020-87555888-692

eMail: cl12@gf.com.cn

林红垒 研究助理

电话: 020-87555888-407

eMail: lhl10@gf.com.cn

在通胀形势下，政府抑制购房需求，对资源股是利好

在当前物价快速上涨、实际利率为负的环境下，居民的边际投资倾向会进一步增强。

在中国，可承接居民储蓄的投资渠道有限，主要是房市和股市。由于存在物业税及其他抑制购房需求的政策预期（提高首付和贷款利率），居民储蓄将会流向股市。这部分资金首先偏好小盘股和次新股，但当小盘股和次新股估值过高的时候，资金会重新偏好资源股。

此外，居民储蓄对存款利率上调不如机构敏感，即使未来加息，对这部分资金的影响较小。

对煤炭业的悲观预期一旦扭转，未来估值水平将明显提升

目前市场对煤炭股主要有三大疑虑：中央近期会调控房地产，下半年煤炭需求的前景不明；未来 2-3 年煤炭供给会过剩、需求增速则会因经济结构转型而放缓；下游行业的盈利水平不佳，煤炭行业的高 ROE 状态不可持续。我们对上述三点有不同的观点（详见报告正文）

人类生存环境不断恶化，煤炭股的资源属性将被重新审视

在全球极端天气频频出现、地球生存环境日趋恶劣、中国东部煤炭资源日益枯竭的形势下，煤炭的资源属性（尤其是能源属性）将被市场重新审视。我们认为，未来煤炭股的估值中枢将提升至 20 倍，波动区间在 15-25 倍，上限可触及 30 倍。

投资建议：维持“买入”评级，强烈建议“超配”

我们于 3 月 22 日上调行业评级至“买入”，强烈建议“超配”（详见《煤炭行业二季度策略：极端天气频现，煤价必超预期》），目前维持之前观点，全面推荐煤炭股。

资源属性较强的焦煤公司：西山煤电、盘江股份；

现有产能较小（低于 1000 万吨）、增长潜力较大的公司：开滦股份、神火股份、山煤国际、煤气化、远兴能源、新大洲。

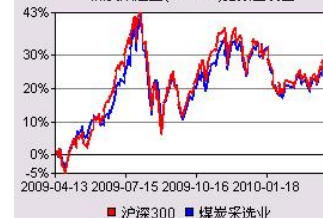
省内整合预期：兖州煤业、郑州煤电。

资产注入预期：大同煤业、国阳新能。

风险提示：房价继续暴涨，政府紧缩政策力度超预期；A 股的再融资压力。

行业走势

煤炭采选业(010201)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	4.98%	-2.18%	26.71%
上证综指	4.91%	-0.86%	27.68%

对煤炭业的悲观预期一旦扭转，未来估值水平将明显提升

市场对煤炭股的疑虑一：中央近期会调控房地产，进而影响固定资产投资，下半年煤炭需求的前景不明。

我们的观点：

湖北的“十二万亿”投资计划、重庆的“万亿”投资计划陆续曝光，显示出地方政府强烈的投资冲动。

尽管中央具有“调结构”的想法，但目前对地方投资的约束性很弱。在“调结构”、“控房价”真正纳入地方政府的政绩考核之前，我们对中国的固定资产投资仍持乐观态度。

此外，中央近期新批了大量的区域振兴规划，表明中央在“调结构”的问题上仍是左右摇摆。

市场对煤炭股的疑虑二：未来2-3年煤炭供给会过剩、需求增速则会因经济结构转型而放缓。

我们的观点：

未来煤炭的供给并不悲观。

一、以神华为代表的煤炭巨头公开发表“产能过剩论”具有预警作用，且不排除“阴谋论”的可能性；

二、近几年政府对煤炭投资的管制，令新矿投产进度大大慢于预期；

三、东部地区煤炭资源正在逐渐枯竭；

四、新疆煤炭出省后，川渝地区的小煤矿具备了关闭条件。

未来煤炭的需求也不悲观。

美国人均用电量是中国的5-6倍，其用电结构是30%是工业用电，70%是居民及第三产业用电。中国则相反，70%是工业用电，25%是第三产业及居民用电，未来民用电市场的增长潜力巨大。

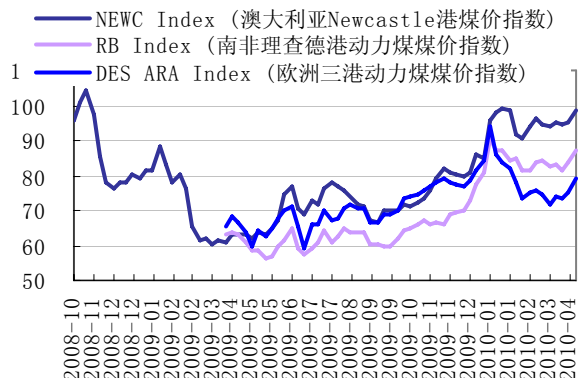
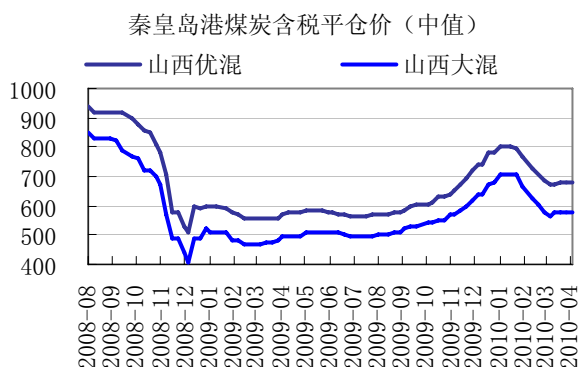
市场疑虑三：下游行业的盈利水平不佳，煤炭行业的高ROE状态不可持续。

我们的观点：

煤炭行业并非是完全竞争行业，正在从完全竞争行业向寡头垄断行业过渡。其垄断利润是“国退民进”过程中逐渐形成的，而这一进程尚未完成（全国乡镇煤矿09年原煤产量近12亿吨）。因此，行业的超额利润至少还将维持2-3年。

对比国际上其他资源类上市公司，中国煤炭公司的15-20%的ROE仍算正常。BHP、力拓、shell等公司的ROE在04-08年都保持在20%以上，09年因金融危机的影响才有所下降。

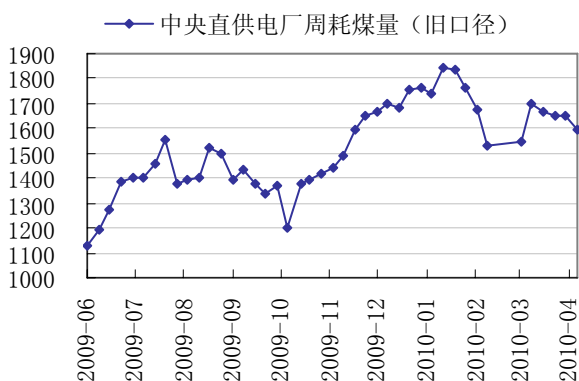
图1: 港口动力煤价格



数据来源：广发证券发展研究中心

注：截至4月9日，国际动力煤价一周平均上涨4-5%。

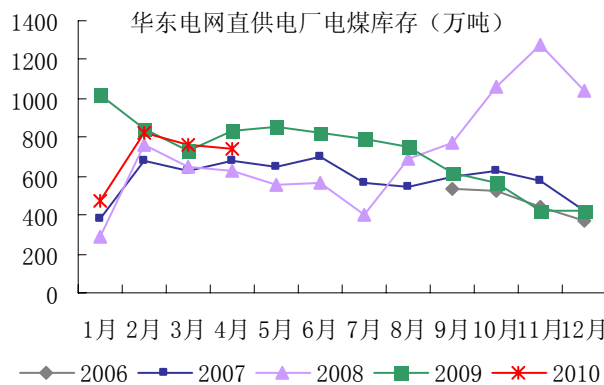
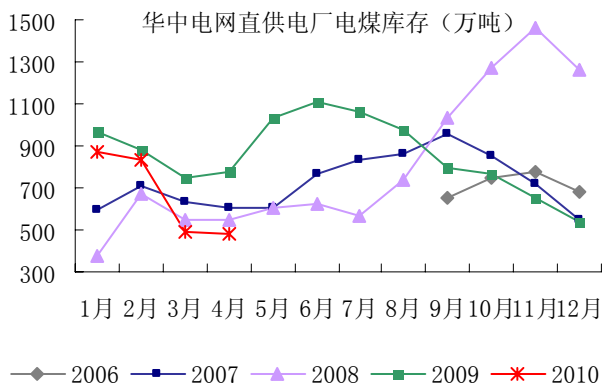
图2: 中央直供电厂周耗煤量及电煤库存



数据来源：广发证券发展研究中心

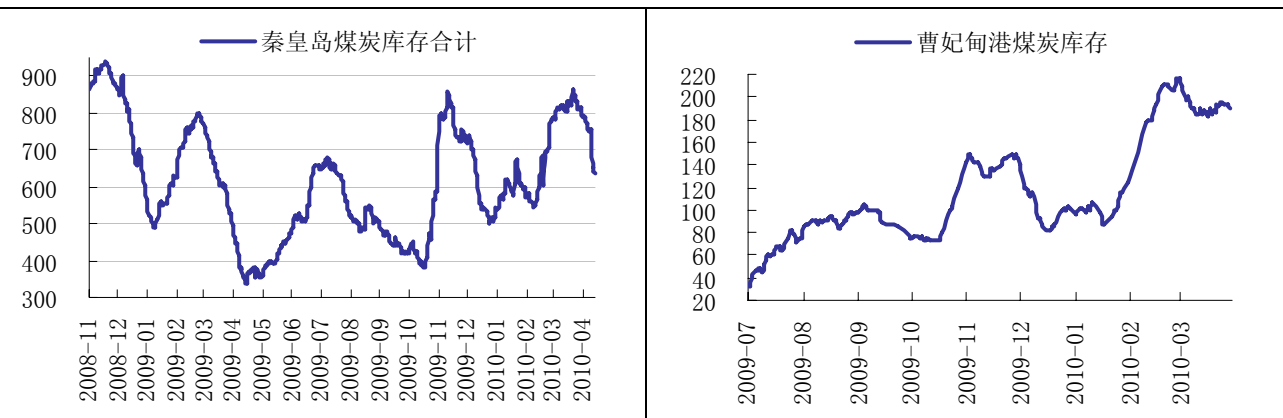
注：截至4月7日，中央直供电厂电煤库存连续6周下降，库存天数从3月初的16天下降至12天。

图3: 华中电网和华东电网电厂电煤库存



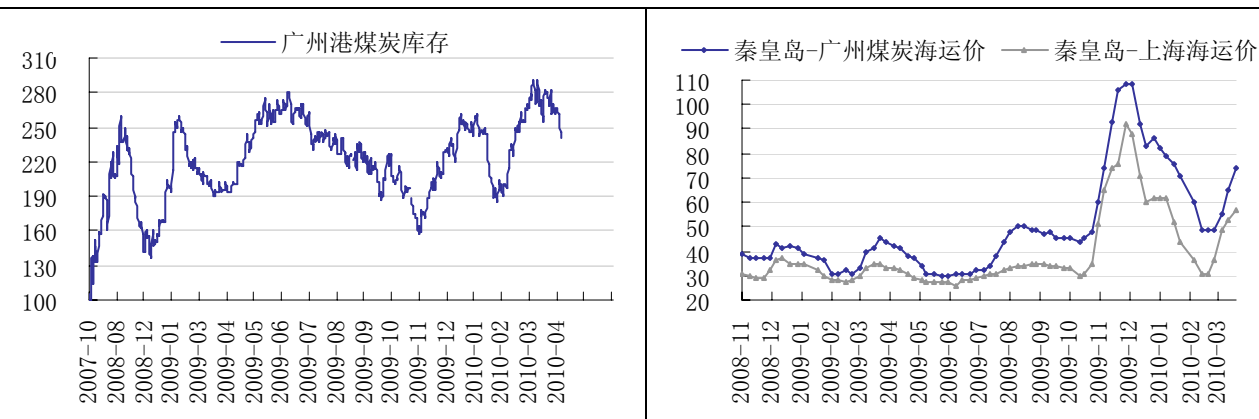
数据来源：广发证券发展研究中心

图4：秦皇岛及京唐港港口煤炭库存



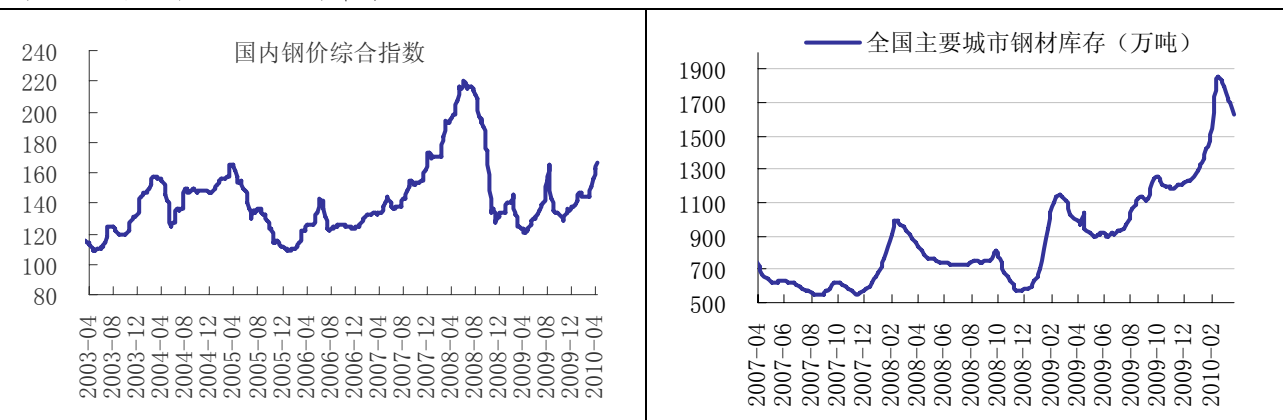
数据来源：广发证券发展研究中心

图5：广州港煤炭库存及煤炭海运价格



数据来源：广发证券发展研究中心

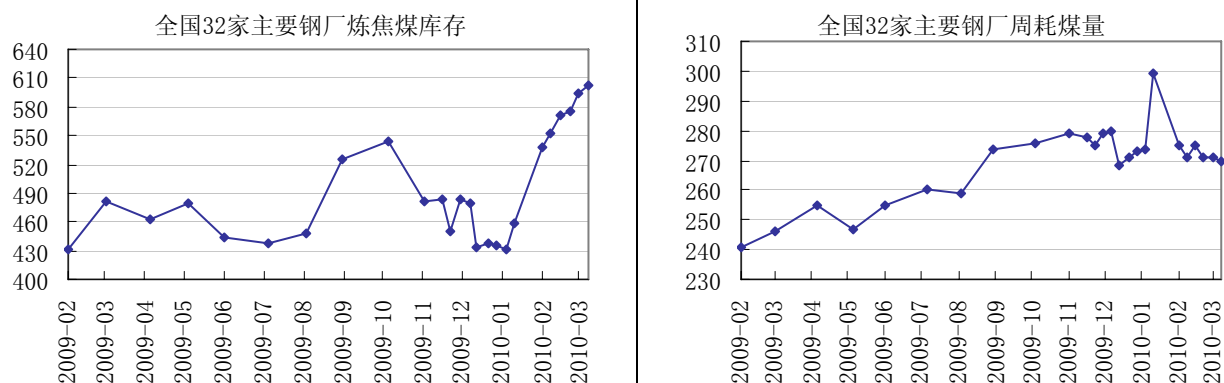
图6：全国钢价指数及钢材库存



数据来源：广发证券发展研究中心

注：本周钢价继续上涨，国内钢材库存连续6周下降。

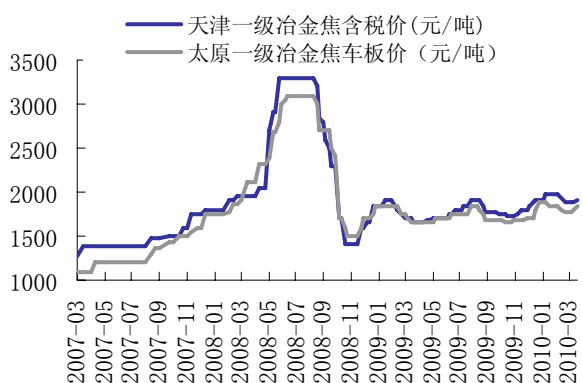
图7：全国主要钢厂炼焦煤库存及耗煤量



数据来源：广发证券发展研究中心

注：本数据滞后一周。截至4月2日，全国主要钢厂炼焦煤库存环比继续上升，周耗煤量保持稳定。

图8：焦炭价格



数据来源：广发证券发展研究中心

注：焦炭价格连续两周上涨。

研究员介绍:

陈亮，2003年毕业于中国人民大学商学院。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。对煤炭行业及全球能源领域有深刻理解。

2008年3月加入平安证券研究所，当年参评《新财富》，获煤炭行业最佳分析师第8名。

2009年，加入光大证券研究所，在各类煤炭行业分析师评选中，获《新财富》第5名；《证券市场周刊》第7名；“今日投资”第4名。

2010年3月，加入广发证券发展研究中心。

林红垒，采矿工程学学士，经济学硕士。2008年进入广发证券从事煤炭行业及上市公司研究。

2009年准确地判断了煤炭行业周期变化，跟踪了主要的煤炭上市公司，成功推荐了盘江股份、远兴能源等公司。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

08 年煤价暴涨历史将重演	陈亮	2010-04-06
煤炭行业二季度投资策略：极端天气频现，煤价必超预期，上调行业评级至“买入”	陈亮	2010-03-23
煤炭行业跟踪分析报告：定价惯例被打破，折射炼焦煤国际供需全年偏紧	陈亮	2010-03-08

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。