



从高煤价中寻找低估的投资价值

报告日期：2010年7月12日

——煤炭行业10年下半年投资策略

行业评级：

煤炭行业 推 荐

重点公司评级：

大同煤业	买	入
欣网视讯	买	入
冀中能源	维	持
国阳新能	买	入
山煤国际	买	入
西山煤电	买	入

行业指数走势



相关报告

煤炭“十二五”规划中我国煤炭产业趋势与投资策略 2010.02.25

示范项目引导煤化工行业健康发展 2010.03.31

煤炭资源整合提升行业整体投资价值 2010.04.1

西山煤电（000983）：下游需求增加与产能释放 投资价值增大 2010.04.16

煤炭行业研究员

姓名：国汉芬

执证号码：S0990210010066

010-84001032

Email: guohf@vsun.com

报告概要：

- ◇ 矿难频发、资源浪费坚定了政府对煤炭整合的决心，各地陆续出台严格具体的整合措施，煤炭生产准入条件门槛大幅提高。但这些并不没有对总的煤炭供应造成影响，煤炭供给不减，反而持续增加。挤压得只是小型煤矿的生存空间，煤炭产能逐步向大煤矿、大集团集中。产业集中度得到大大提升。
- ◇ 6月末国家出台限制动力煤价上涨的调控措施，下半年煤价出现大幅上涨的可能性不大，但由于国内需求的季节性特点——冬季用煤高峰、国际煤炭价格的高位盘整以及铁路运能不足等都抑制产能释放的有效性，下半年煤炭价格估计将保持稳中略升的局面。
- ◇ 资源税对煤炭稀缺品种——炼焦煤和无烟煤属煤炭影响不大，动力煤公司转移成本的能力虽不如焦煤和无烟煤公司，但由于煤炭行业近几年的强势地位，依然具有一定的成本转嫁能力。
- ◇ 全年煤炭价格将出现“V”形走势，一季度处于相对高位，二季度将企稳回落，三、四季度将随着旺季到来而再度上涨，预计全行业均价将增长约20%（主要体现在除动力煤以外的其它品种上）。
- ◇ 已经预告的6支煤炭股全部预增，7、8月煤炭股的业绩值得关注，也会带来投资机会。
- ◇ 下半年煤炭行业的投资评级为推荐，相对看好焦煤、无烟煤品种的公司，如西山煤电、山煤国际、国阳新能；内生增长性确定，有产能释放及扩张的公司，如山煤国际、欣网视讯；上市公司产能占集团产能的比重较小，资产注入预期较强的公司，如大同煤业、国阳新能；中报业绩良好，股价较低，估值具有明显优势的公司，如露天煤业、平煤股份、盘江股份、凯迪电力。

◇

代码	简称	EPS			PE		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600403	欣网视讯	0.96	1.51	1.68	17	11	10
600546	山煤国际	1.00	1.36	2.01	17	13	9
000983	西山煤电	0.92	1.40	2.08	19	13	9
600123	兰花科创	2.22	2.00	2.40	11	13	10
601699	潞安环能	1.83	2.42	3.01	16	12	10
600348	国阳新能	1.93	0.95	1.04	7	14	12
601001	大同煤业	1.78	1.89	2.20	15	14	12
000937	冀中能源	1.39	2.01	2.45	16	11	9

目 录

一、解读 6 月份宏观数据.....	3
1、全球经济企稳回升，中国率先复苏.....	3
2、六月份先行宏观数据并不乐观.....	3
3、三月份以后，利润增速回落，工业投资趋降.....	5
4、采掘投资增速趋降.....	6
5、经济结构调整与消费升级是我国下半年经济增长的动力.....	6
二、全国煤炭产量增加，全年煤价“V”形走势.....	7
1、1—5 月全国煤炭产量略有增长、行业集中度提高.....	8
2、煤炭需求上半年旺盛.....	9
3、煤炭净进口高位运行，态势减弱.....	11
4、下半年煤炭价格稳中有升.....	12
三、行业政策引导行业健康发展.....	13
1、煤炭政策有望近期出台.....	13
2、煤炭“十二五”规划产能趋向大集团、重点企业集中.....	14
3、国家及各地出台的煤炭行业政策限制煤炭供给过快增长.....	15
4、资源税改革推广至整个西部 征税范围增加煤炭.....	16
四、投资策略.....	16
1、关注中报短期行情.....	16
2、煤炭处于低估值阶段.....	17
3、行业评级及个股推荐.....	17

一、解读 6 月份宏观数据

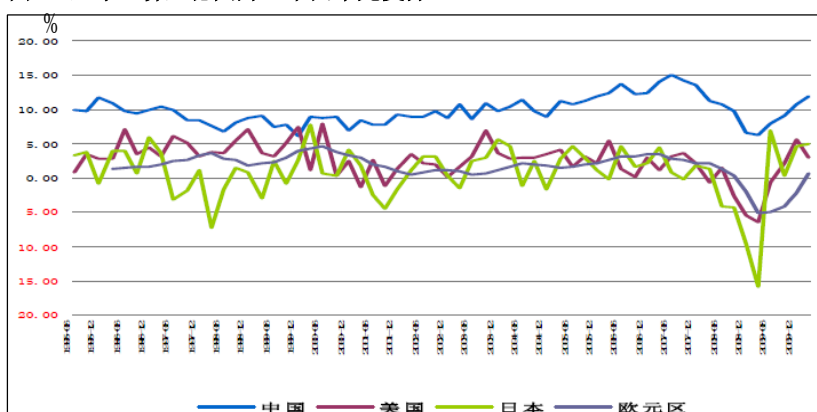
2010年下半年的经济在矛盾中运行，一方面，宏观经济数据处于高位，政策处于在摇摆中，难言转向。另一方面，各分项数据显示经济在降温，前景并不乐观。

1、全球经济企稳回升，中国率先复苏

国际货币基金组织(IMF)发布的《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》联合序言，称世界经济将进一步复苏，预计全球增长在2010年将达到4.25%。05月27日联合国预测世界经济2010年将增长3%。2011年的增长率将达到3.1%。报告显示，在发达经济体中，美国经济从去年下半年开始恢复增长，预计今年的增长率为2.9%；日本经济复苏缓慢，预计今明两年平均增长率为1.3%；西欧今年的经济增长率预计仅为0.9%。东亚经济今年将增长7.3%，其中中国将达到9.2%；南亚经济将增长6.5%。

年初以来显示，在各国大规模刺激政策的推动下，全球经济呈现复苏的积极势头，但各国和各地区复苏的速度和动力差异明显，新兴市场和发展中国家复苏强劲，中国经济增长速度今年维持在10%左右，印度增长预计达8.3%，亚太地区发展中经济体在中国和印度的带领下，预计增长幅度将达7%。

图1：全球经济企稳回升，中国率先复苏



资料来源：WIND 英大证券研究所

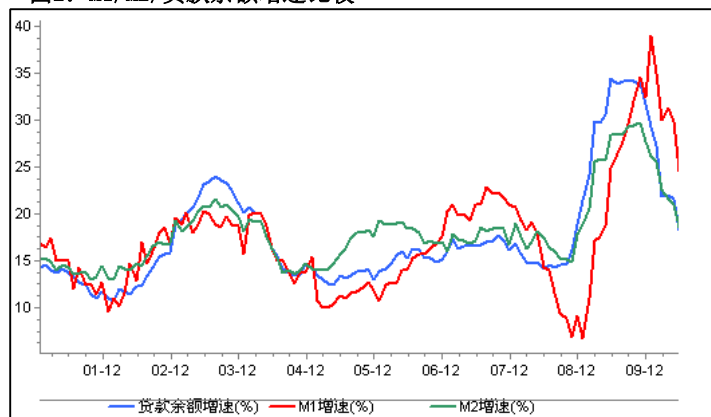
受基数效应的因素影响，我国今年第一季度经济增长11.9%，预计二季度经济增长10.5%，三季度经济增长9.5%，四季度经济增长9%，今年增长将达到10%左右，成为世界第二大经济体。

6月出口增速为43.9%，进口增速为34.1%。自5月份开始，中国的一般贸易差额已连续两个月为正，6月顺差为200亿美元。出口持续超预期增长，顺差的快速膨胀在一定程度上弥补了紧缩政策引起的内需下滑，仅从外贸角度来讲，在出口放缓之前，政策很难再次走向宽松，但也不会进一步紧缩。

2、六月份先行宏观数据并不乐观

首先，流动性环境不容乐观。6月M1增速为24.6%，比5月的29.9%下降5.3个百分点。M2增速为18.5%，比5月的21%下降2.5个百分点，接近于央行年度目标。M1增速下降快于M2增速，说明经济体活跃度快速下滑。M1增速下降快于M2增速，主要表现在前5个月的房地产销售状况上。但是从6月商品房销售数据看，当月销售面积达到9163.10万平米，比5月的6777.27万平米多出2385.83万平米。这显然和M1、M2数据有些背离。

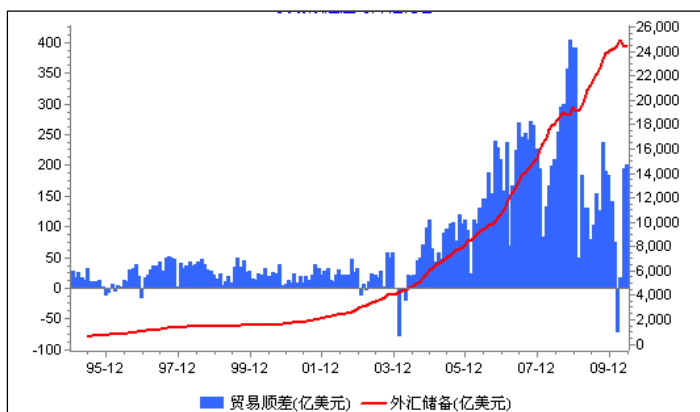
图2: M1/M2/贷款余额增速比较



资料来源: WIND 英大证券研究所

其次,“热钱”流出现象没有改变。6月我国外汇占款增加148亿美元,而当月贸易顺差近200亿美元,加上外商直接投资的额度,很显然,6月“热钱”还在继续流出。一方面,贸易顺差有逐步收窄的迹象,另一方面,“热钱”还在继续流出,导致流动性环境短期内还难言乐观。人民币升值预期能否形成,在很大程度上影响资本市场所处的流动性环境。

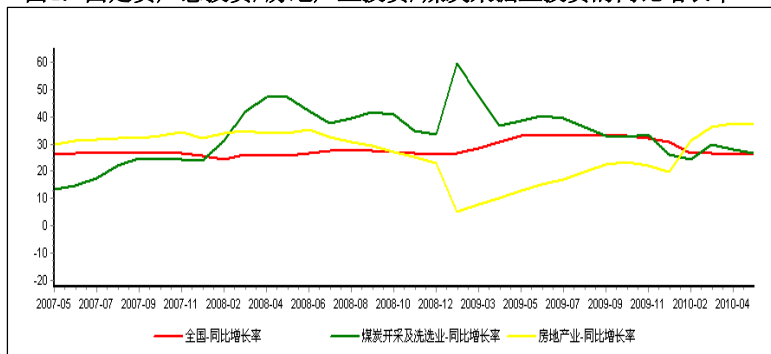
图3: 贸易顺逆差与外汇储备



资料来源: WIND 英大证券研究所

第三,房地产行业数据偏离预期。6月房屋新开工面积达到19037.36万平米,比5月多出近3300万平米,6月房屋销售面积为6777.27万平米,自5月低点后明显反弹。这使得房地产行业的判断更加扑朔迷离。矛盾的是6月房价环比总算开始下降了,也使得很多投资者预期针对房地产行业的调控政策会松动。这是房地产板块近期走强的根本原因。

图4: 固定资产总投资/房地产业投资/煤炭采掘业投资的同比增长率



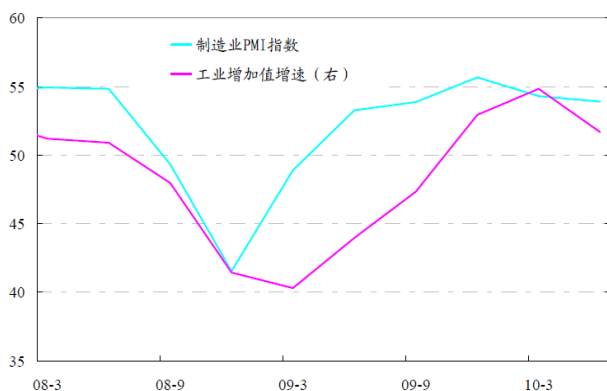
资料来源: WIND 英大证券研究所

3、三月份以后，利润增速回落，工业投资趋降

今年1-5月，工业企业利润累计同比增长82%，较1-2月的120%下降明显。预计2010年增速在43%左右，而明年随着调结构的深入，利润增速将进一步回落至13%。

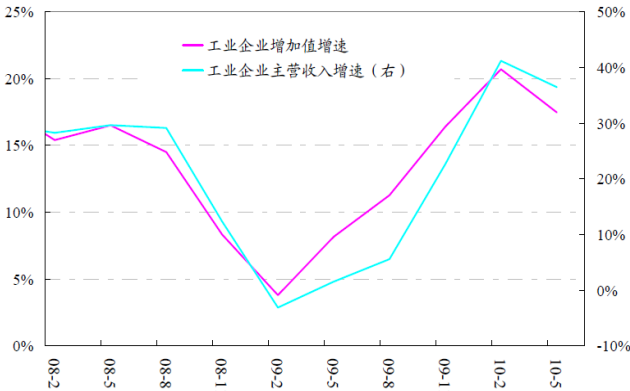
6月PMI指数为52.1%，较4月高点下降3.6个百分点，这预示着工业生产将继续下滑。工业企业利润增长可以从收入和利润率两方面进行分解。由于工业生产的下降，3-5月企业收入增速小幅下滑至36.5%。而工业利润率则与工业增加值和PPI相关性较高，预计PPI今后持续下行，因此企业毛利率也已见顶。

图5：制造业 PMI 指数与工业增加值增速



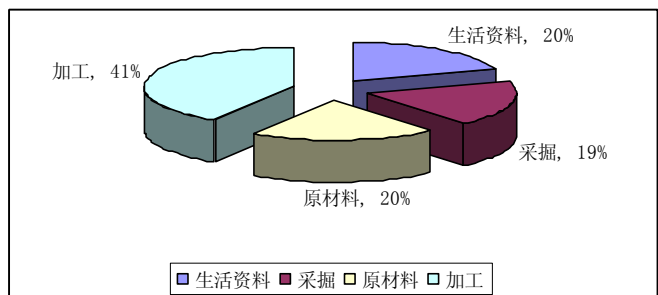
资料来源：WIND 英大证券研究所

图6：工业企业增加值与工业企业主营收入增速



随着工业企业利润增速在10 年2月的见顶回落，预计工业投资也将出现持续下降的趋势。其中生活资料行业的投资增速在10 年将持续下降，生产资料行业投资增速也难以回升。生产资料行业中采掘、原材料业投资增速下降将拖累生产资料投资增速，加工业投资增速则将缓慢下行。

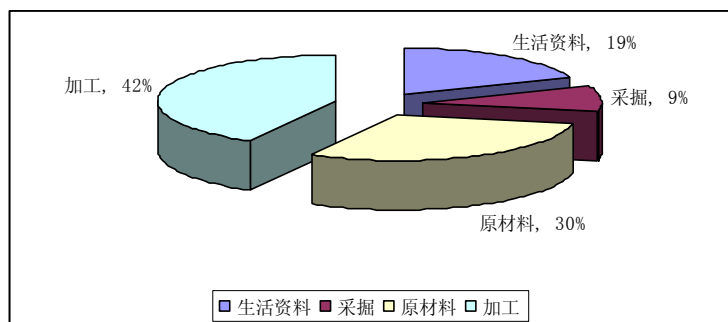
图7：工业行业利润分布（2010 第一季度）



资料来源：WIND 英大证券研究所

工业投资分行业看，生活资料行业投资仅占总投资的19%，生产资料行业投资占总投资比重高达81%，其中又以加工业为主，约占总投资的42%，原材料与采掘业投资分别占30%和9%。

图8：工业行业投资构成（2010 第二季度）

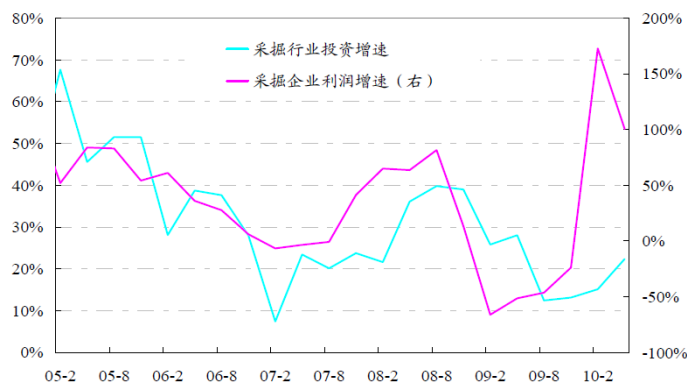


资料来源：WIND 英大证券研究所

4、采掘投资增速趋降

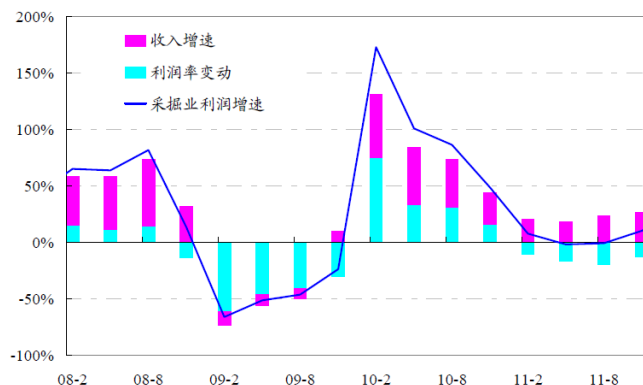
09年2月以来，采掘业利润的持续上涨带动了采掘业投资去年下半年以来的持续增长。在生产资料三大行业中，采掘业利润增速回落最快，采掘业投资增速持续上涨的局面即将结束。

图9：采掘行业投资增速、采掘企业利润增速（2005-2010）



资料来源：WIND 英大证券研究所

图10：采掘业利润增速、收入增速、销售利润率增速同比变动（2008-2011）

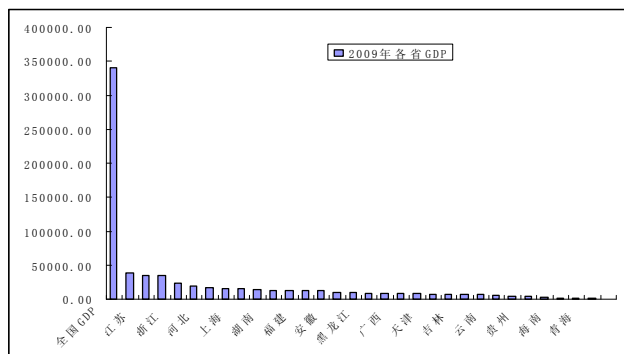


资料来源：WIND 英大证券研究所

5、经济结构调整与消费升级是我国下半年经济增长的动力

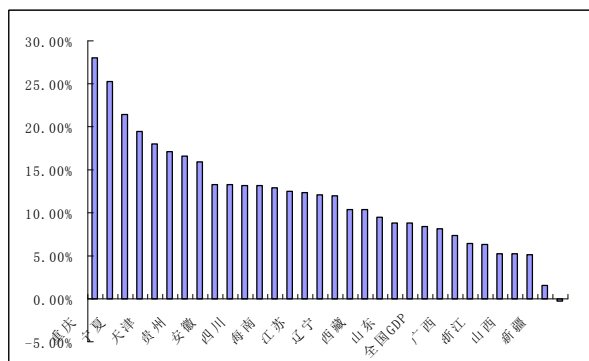
经济降温的态势已经基本确定。目前政策放松的要求和迹象较为明显，在调控大基调不变的情况下，结构性优化调整已经开始。区域结构调整将还是经济结构调整的重点，政府将采取继续多种手段大力推动中部地区崛起和西部大开发，成为缓解经济下滑的有力手段。

图 11：2009 年各省 GDP



资料来源：WIND 英大证券研究所

图 12：2009 年各省 GDP 增长率



区域振兴将继续成为宏观调控的亮点。7月初召开的西部大开发工作会议上，发改委表示过去十年西部GDP增速11.9%，今后数年西部地区经济年增速将仍然高达10%，未来在我国区域协调发展总体战略中具有优先地位。西部大开发，一方面是构建和谐社会、缩小中西部经济差距和实现经济结构调整的重要方式，另一方面，也有利于未来我国保持相对平稳增长的格局。目前我国各省经济发展差距仍然非常大，东部区域的经济发达程度远高于中西部地区。以2009年人均GDP来计算，最高的北京、天津都在6万人民币以上，是最低省份贵州的6倍以上，是云南和甘肃的5倍以上，全国还有10个省市年人均GDP在2万人民币以下。

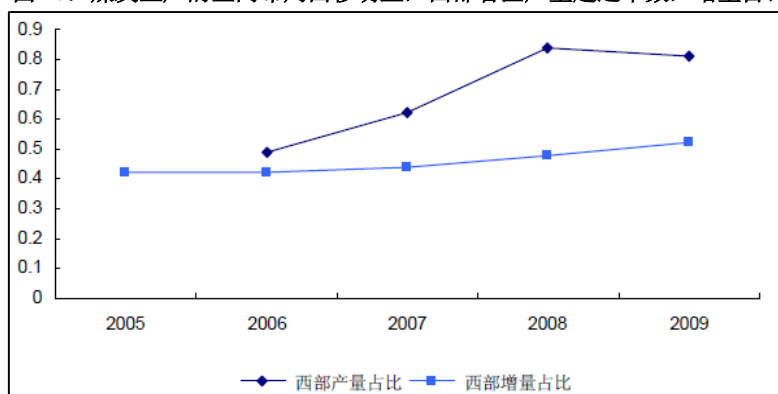
表1：中国经济“调结构”相关内容

结构	目的	具体措施安排
需求结构	从倚重内需向扩大内需转变，在内需中纠正投资与消费的失调	转变需求推动结构，着力扩大内需，特别是居民消费需求，改善居民消费预期
		优化财政支出结构，加大对民生工程、保障安居性工程等方面的投入
		优化货币信贷结构，加大对“三农”、中小企业、消费服务业等薄弱环节的金融支持
		改善收入分配结构，增加居民收入占比，增加企业部门分红，增加政府的二次分配
产业结构	从倚重工业尤其是重工业，向第三产业逐步倾斜；从高污染、高能耗向节能环保转型	产业结构调整：十大产业调整和振兴规划的贯彻落实
		抑制部分行业产能过剩问题，加快淘汰落后的生产能力，推进企业兼并重组
		支持企业技术改造和自主创新
		进一步推进节能减排
城乡结构	缩小城乡差距	发展新兴产业，培育新的经济增长点。
		增加农业农村投入，加强农业基础设施和农村民生工程建设
		新型农村社会养老保险试点，新型农村合作医疗制度覆盖，对农村低收入人口全面实施扶贫政策
		较大幅度提高粮食最低收购价，保持农产品价格合理水平，提高种粮农民积极性。
区域结构	缩小区域发展差距，产业纵深转移	现有土地承包关系要保持稳定并长久不变，依法自愿有偿的进行土地承包经营权流转
		西部大开发
		东北地区等老工业基地振兴
		中部地区崛起
		东部地区率先发展

资料来源：英大证券研究所

目前，从煤炭供给上看，空间布局重心西移，资源储备和产能更多集中于西部省份，“三西”、宁夏、新疆、贵州、四川产量占比已超过半数，产量增量80%已来自于西部省份。

图 13：煤炭生产的空间布局西移明显，西部省区产量超过半数，增量占比超过 80%



资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

二、全国煤炭产量增加，全年煤价“V”形走势

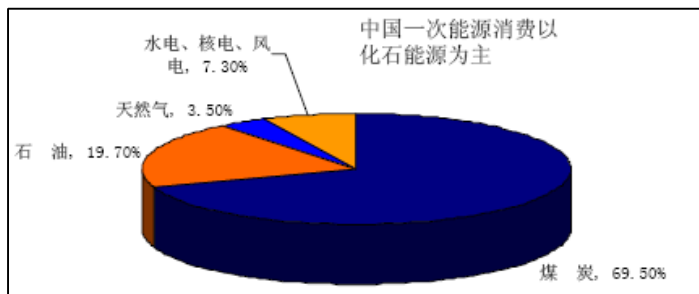
我国是能源生产和消费大国，2010 年我国煤炭产量将达到 33 亿吨，相比之下，2009 年全世界的煤炭消费量是 66.74 亿吨，中国煤炭消费量是 31.3 亿吨。目前能源消费占世界能源消费总量的 15%以上，节能减排已经成为缓解我国能源约束矛盾的重要途径。

煤炭工业是资源开发型产业，位于产业链的最前端，是我国实施节能减排的重要行业，发展循环经济和

节能减排是实现煤炭科学开发、高效利用的重要保障，是煤炭产业结构调整，创新发展模式，实现清洁生产，保护环境的重要举措。

到 2015 年，我国将构建起较为完善的煤炭行业循环经济、节能减排、低碳运行的标准体系和技术创新体系，大型煤炭企业基本做到全部污染物达标排放。

图14：中国一次能源消费比例



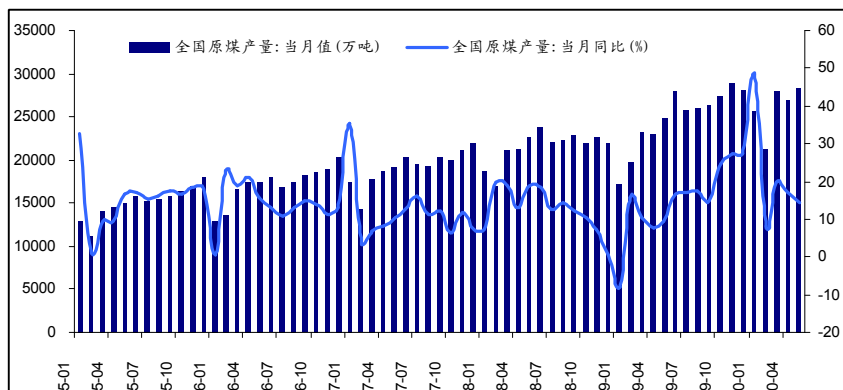
资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

1、1—5 月全国煤炭产量略有增长、行业集中度提高

（1）全国1—5月份煤炭增产

2010年1-5月全国原煤累计产量12.53亿吨，与去年同期相比，增长15.97%。由于去年1-5月煤炭产量的基数较低，仅占全年产量的33.90%，导致今年前五月相对以往年份增长幅度较大。不过随着09年基数的提升，同比增长势头也有些下降。

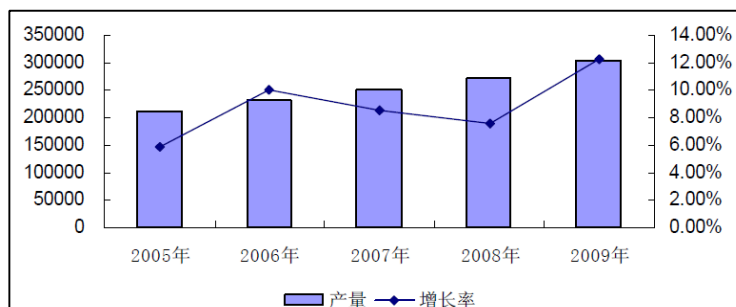
图15：全国原煤产量及同比增长



数据来源：煤炭资源网 英大证券研究所

近年来，我国煤炭产量均保持稳定的增长水平，产量从2004年的20亿吨增长到2009年的超过30亿吨，仅用了不到5年的时间，产量的年复合增长率达到了8.85%。

图16 全国煤炭产量增长水平



数据来源：煤炭资源网 英大证券研究所

(2) 全国全年煤炭总产量增速有望超过以往平均

从历年煤炭生产的情况看，下半年的煤炭产量要好于上半年，不同年份所处的经济环境，导致了前半年煤炭所占全年煤炭产量比例的不同。今年1-5月全国煤炭产量为12.53亿吨，以今年1-5月煤炭占全年产量37%测算，则全国全年的煤炭产量应为33.86亿吨。

表9：全国煤炭1-5月比上年产量的比重

单位：万吨	全年产量	前5月产量	前5月产量占全年比例
2005年	211261	75305	35.65%
2006年	232526	79890	34.36%
2007年	252342	90040	35.68%
2008年	271583	101976	37.55%
2009年	304989	103377.29	33.90%
占比平均			35.43%

数据来源：煤炭资源网 英大证券研究所

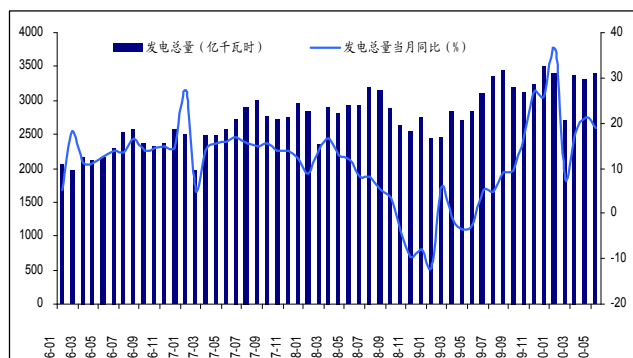
2、煤炭需求上半年旺盛

今年1-5个月，下游产业，如电力、钢铁、水泥等，对煤炭的需求旺盛程度虽不尽一致，但多数行业的需求均较去年同期有了较大的增长。

(1) 电力行业煤炭需求同比增长较大

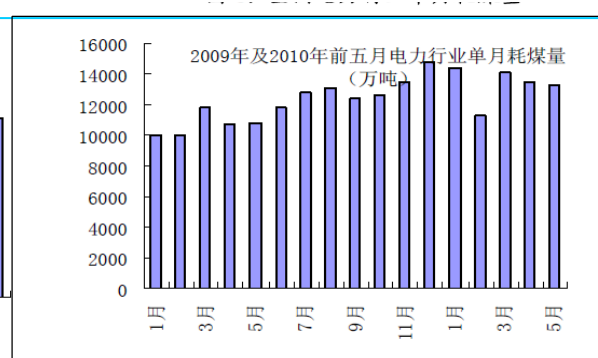
1-5月，全国电力行业累计耗煤量达67356.4万吨，较去年同期相比增长25.0%。

图17：发电量及同比增长率



资料来源：WIND 英大证券研究所

图18：电力行业单月耗煤量



2009年，全国电力行业耗煤量为14.61亿吨，而由于2009年的经济形势为后期需求强于前期，因而导致2009年前期基数较低，后期基数较大。预计今年随着国内宏观调控的加强，后期需求可能会明显弱于前期，因而判断全年电力行业耗煤的增长水平要明显低于上半年。预计全年电力行业耗煤增长水平为12%，全年的耗煤量为16.36亿吨。

(2) 钢铁行业耗煤同比大幅增加

钢铁行业1-5月累计耗煤达24881.9万吨，较去年同比增长21.48%。

国家今年下半年的宏观调控中，对钢铁行业产能限制的力度要大于电力行业，因而钢铁行业全年耗煤量的增长水平相对电力行业来说，要更加低于上半年的水平。预计全年钢铁行业耗煤增长水平为10%，全年的耗煤量为5.86亿吨。

图19: 粗钢产量及同比增长率

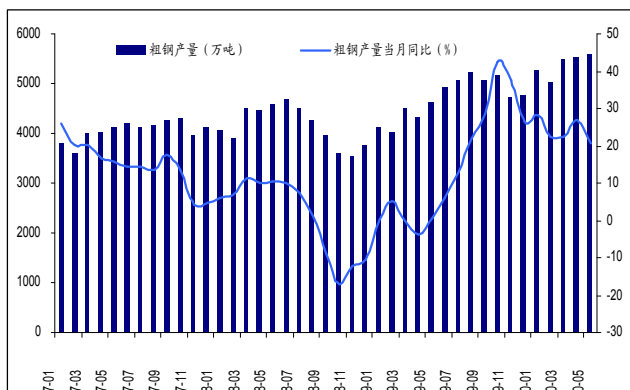
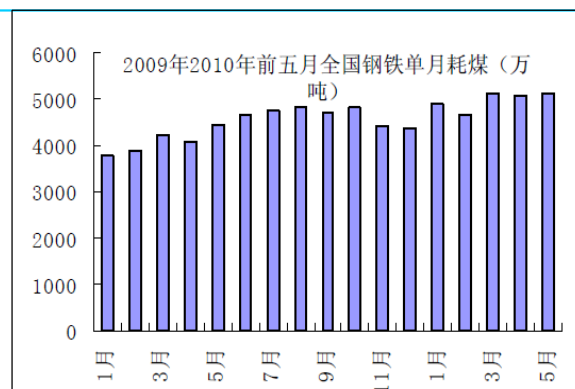


图20: 钢铁行业单月煤耗量



资料来源: WIND 英大证券研究所

(3) 水泥、化肥生产亦同比大幅增加

水泥行业1-5月累计耗煤量为15514.2万吨，较去年同比增长16.18%。

图21: 水泥产量及同比增长率

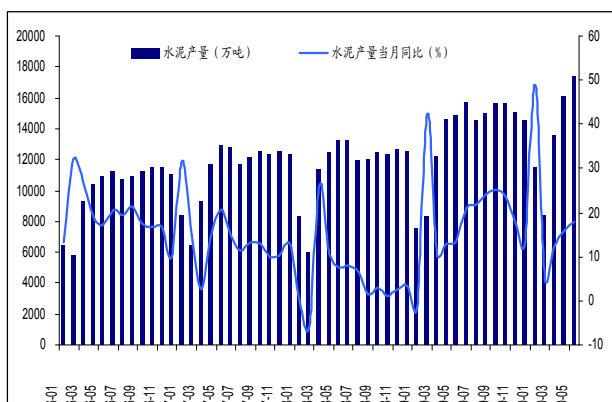
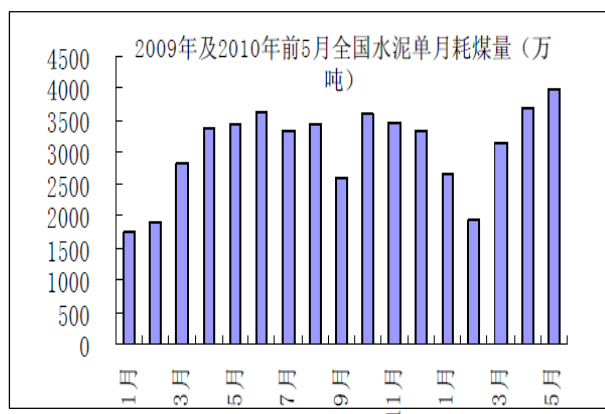


图22: 水泥行业单月煤耗量

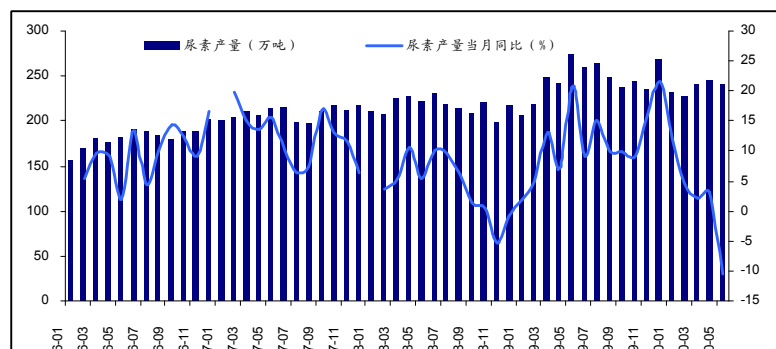


资料来源: WIND 英大证券研究所

在国家加大保障性住房及进一步深化西部大开发的形势下，水泥行业下半年的需求要好于其它高耗煤行业，其耗煤量的增幅也要大于其它行业。预计2010年水泥行业的耗煤量将达到4.2亿吨。

化肥行业2010年前5个月累计耗煤达4013万吨，同比增长32.67%；

图23: 尿素产量及同比增长率



资料来源: WIND 英大证券研究所

2009年全年累计生产化肥6706.19万吨，累计耗煤9243.94万吨。预计2010年化肥行业全年的耗煤增速保

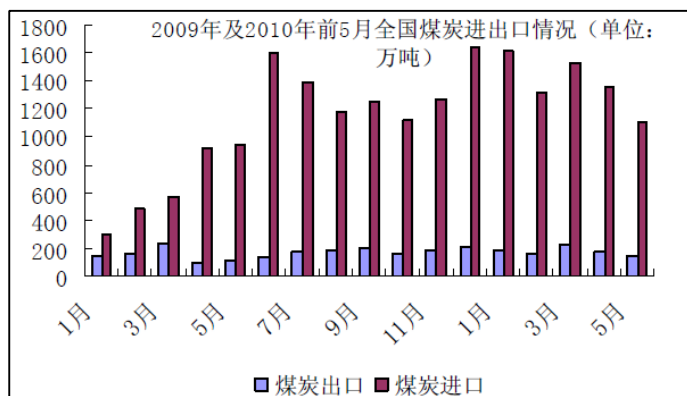
持在20%左右，全年耗煤量在1.1亿吨左右。

3、煤炭净进口高位运行，态势减弱

(1) 煤炭净进口高位运行

今年1-5月累计进口煤炭达6893万吨，较去年同期增长114%；而煤炭出口继续保持较低水平，今年1-5月煤炭出口额仅为887万吨，仅略高于去年同期水平；1-5月净进口超过6000万吨。

图24：2009年及2010年煤炭进出口



资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

(2) 进口增速

从每月进口的同比增速看，增速在放缓，今年每月进口额也在下降；从每月进口的环比情况看，最近3月份外，其它月份均呈现一种下降趋势。

图25：2010年前5个月进口同比增速

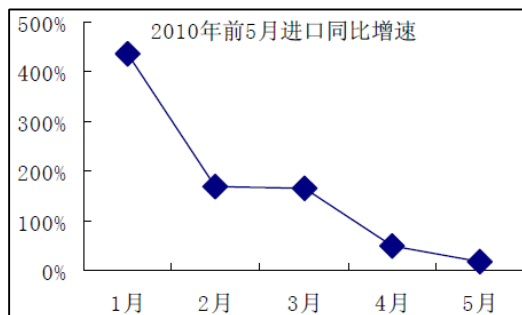
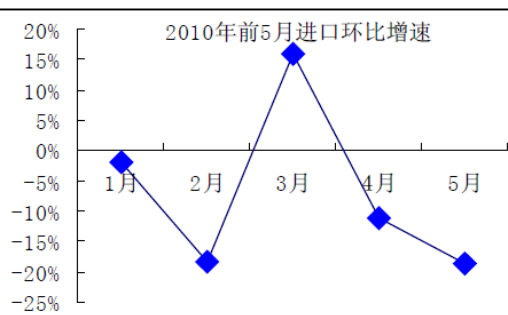


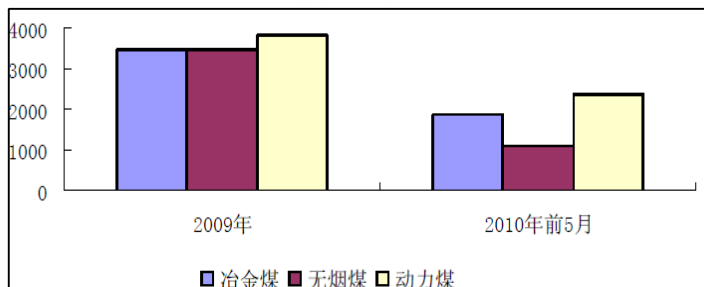
图26：2010年前5个月进口环比增速



资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

从进口煤炭的品种来看，2009年炼焦煤、无烟煤、动力煤三者进口量相当，而今年1-5月动力煤和炼焦煤的进口量要明显高于无烟煤。

图27：分煤种进口情况

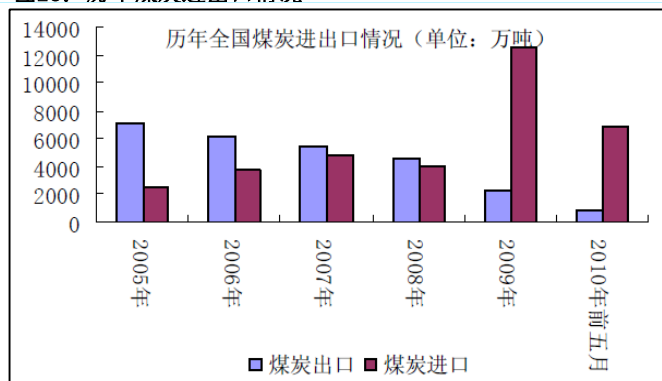


资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

今年上半年,我国共出口煤炭1014万吨,同比减少13.1%,出口金额总计10.5亿美元,同比减少26.8%,出口均价为103.3美元/吨,同比下降15.8%。其中,今年6月份单月出口127万吨,同比增长11.4%,当月出口金额为1.88亿美元,平均出口价格为147.8美元/吨,同比增长48.1%。

近期国内焦炭出口形势比去年有了明显好转,上半年全国共计出口焦炭及半焦炭140万吨,而去年同期仅出口23万吨,其中6月份单月出口量达到56万吨,超过2009年全年54万吨的出口总量。

图28: 历年煤炭进出口情况



资料来源: 中国煤炭资源网 英大证券研究所

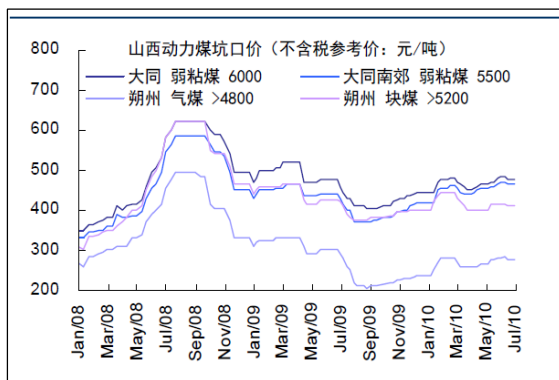
4、下半年煤炭价格稳中有升

受地产政策和欧洲债务危机引发的出口减速影响,09年以来的经济扩张趋势有所放缓,尤其09年末开始煤炭供不应求的局面会得到一定缓解,供求将趋于均衡。不过,今年国内投资仍将保持较高增长,形成对高耗煤行业电力、钢铁、水泥的需求,最终增加煤炭需求。

6月份国家出台限制动力煤价上涨的硬性调控措施,下半年煤价出现大幅上涨的可能性不大,但由于国内需求的阶段性高位(冬季用煤高峰等)、国际煤炭价格的高位盘整以及铁路运能不足对有效产能释放的制约,下半年煤价下降的可能性也不大,下半年煤炭价格估计将保持稳中有升的局面。

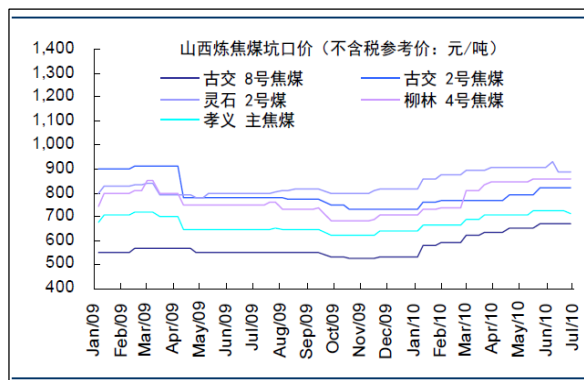
动力煤: 自3月份以来,各地动力煤价格出现一定幅度的下跌,到6月底逐渐恢复至年初的水平。

图29 山西动力煤(单位: 元/吨)



资料来源: 中国煤炭资源网 英大证券研究所

图30 山西炼焦煤(单位: 元/吨)



炼焦煤: 炼焦煤价格由于其品种的稀缺性,长期以来价格一直比较坚挺,一直处于稳中有升的走势。

无烟煤: 无烟煤价格走势相对比较平稳,从年初至今,多数地区价格波动较小,少数地区出现小幅上涨。

图31 山西无烟煤（单位：元/吨）

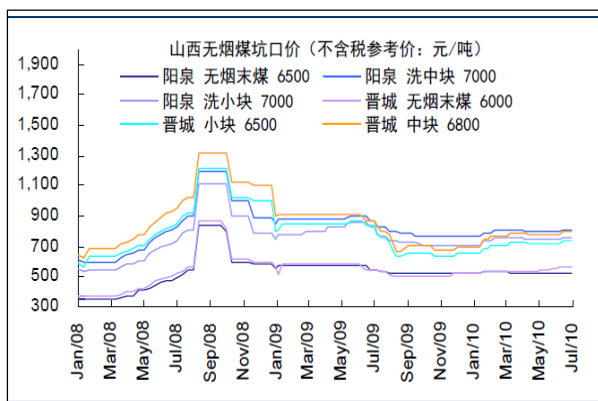
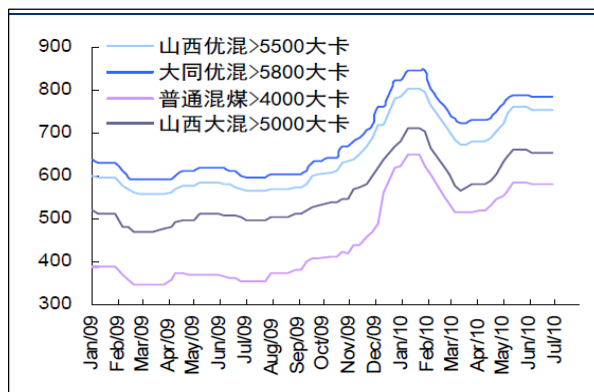


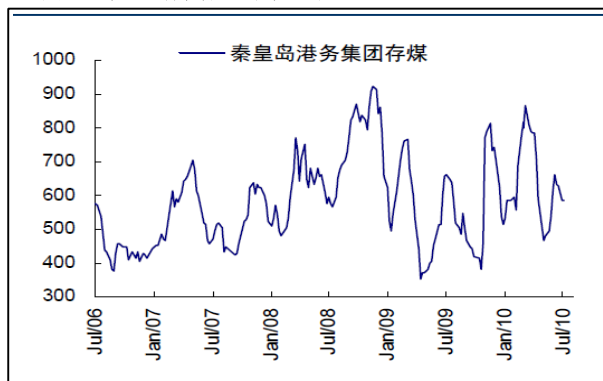
图32 秦皇岛港价格（单位：元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

港口煤价：在今年二三月份，随着电煤紧张局面的缓解，秦皇岛港煤炭价格有所下滑；目前价格有所回升。

图33 秦皇岛库存（单位：万吨）



资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

总之，2010~2011年煤炭行业基本达到供需平衡，供给略显紧张。尤其2010年“低碳”、“钢改”等影响煤价的负面因素短期内很难兑现，而由经济复苏、新的供需增长点等带动的供需两旺是大概率事件，且河南、山东等省将下半年展开大规模煤改，将减少煤炭供应。即使出现供大于求，部分统计产量是由原先黑煤窑产量漂白而来，不会增加实际产量；停产整顿等因素会使实际产量不等于产能；运输瓶颈亦将使有效供给小于需求，这都为煤价带来利好。全年煤炭价格将出现“V”形走势，一季度处于相对高位，二季度将企稳回落，三、四季度将随着旺季到来而再度上涨，预计全行业均价将增长约20%。

三、行业政策引导行业健康发展

1、煤炭政策有望近期出台

工信部支持十大行业兼并重组 政策将主要从金融、财税、资源配给三方面支持大型企业进行兼并重组。所涵盖的行业除了去年调整和振兴规划涉及的汽车、钢铁、纺织、装备制造、造船、电子信息、石化、轻工、有色金属九大产业外，新增了建材产业。

虽然文件涵盖十大产业，但各行业的具体政策描述并不相同。比如钢铁行业，政策明确了几家兼并重组主体企业，建材产业则没有对重组主体做出明确要求。

6月5日，国家能源局煤炭司司长方君实一次煤炭行业会议上透露，“国务院有关部门正在研究制定煤炭兼并重组政策，该政策有望上升到国家法规层面，如果顺利近期就能出台。”

与此同时，国家统计局山西调查总队统计消息显示，山西省煤矿整合重组协议签订率已达到98.5%，兼并重组主体到位率达到96%，采矿许可证换证率达到90%。

毫无疑问，从国家高层对山西煤炭重组整合的态度来看，山西则将作为一个范本，其兼并重组经验将在河南、内蒙古等煤炭省份推广。

“十二五”期间，国家计划用三年时间，通过兼并重组将煤炭企业由当前的11000家减少到4000家。

2、煤炭“十二五”规划产能趋向大集团、重点企业集中

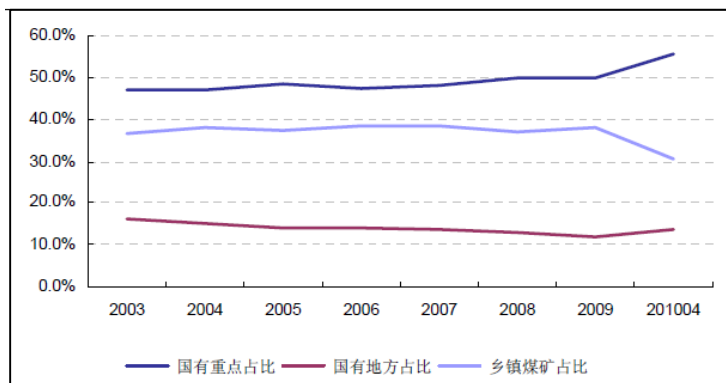
山西省通过煤炭资源整合，产能逐渐向焦煤、同煤、晋煤、潞安、阳煤等大煤炭企业集团集中，国有重点煤矿所占比重逐渐增加。而在全中国范围内，频发的煤矿安全事故、小型煤矿因安全生产不达标以及资源开采浪费问题而纷纷的关闭，促使煤炭生产逐步向安全事故控制能力更强、开采效率更高的大型煤矿集中。

表3：不同体制的煤矿产量及所占比例

单位：万吨	国有重点	国有地方	乡镇煤矿	累计产量	国有重点矿占比	国有地方矿占比	乡镇煤矿占比
2005年	102688	29334	79239	211261	48.61%	13.89%	37.51%
2006年	112177	32040	88309	232526	48.24%	13.78%	37.98%
2007年	122931	33751.7	95658.7	252342	48.72%	13.38%	37.91%
2008年	137699	34484.96	99398.82	271583	50.70%	12.70%	36.60%
2009年	151819	36552.95	116616.37	304989	49.78%	11.99%	38.24%
2010年前5月	70587	19034.03	38401.17	128022	55.14%	14.87%	30.00%

资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

图34：国有重点矿产量上升，小煤矿下降



资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

从2009年及2010年1-5个月的情况来看，产能向大型重点企业集中的趋势比较明显。2009年，国有重点矿产量占比为49.78%，而2010年前5个月则已上升到55.14%；2009年乡镇小煤矿的重点占比为38.24%，而今年的前5个月则迅速下降到30%。

日前，根据煤炭工业“十二五”规划的基本框架，“十二五”期间将优先建设大型现代化露天煤矿，在组织结构上将继续向大型企业集团方向发展。未来小型煤矿的生存空间将进一步被压缩，产能逐步向大煤矿、大集团集中。

4月份，国务院又下发通知，关于进一步加强淘汰落后产能，要求“煤炭行业：2010年底前关闭不具备安全生产条件、不符合产业政策、浪费资源、污染环境的小煤矿8000处，淘汰产能2亿吨”。

表4：小煤矿关停数量及淘汰产能预测

个、万吨	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
关闭数量	4,602	1,571	4,982	1,054	1,000	2,063
累计关闭数量	4,602	6,173	11,155	12,000	13,000	15,063
年底小煤矿数量	20,622	19,051	14,069	13,015	12,015	9,952
关闭产能	10,308	3,532	11,160	5,000	5,285	5,570
累计关闭产能	10,308	13,840	25,000	30,000	35,285	40,855
年底小煤矿产能	100,547	97,015	85,855	80,855	75,570	70,000
单矿产能	4.9	5.1	6.1	6.2	6.3	7.0

资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

3、国家及各地出台的煤炭行业政策限制煤炭供给过快增长

2009年，山西省在全省范围内掀起一场浩浩荡荡的煤炭资源整合运动，通过整合，山西省煤矿“多、小、散、乱”的产业格局发生根本性转变，使煤炭产业集中度得到提高，产业结构得到优化，煤炭工业的规模化、机械化、现代化水平明显提高，为煤炭产业优化升级奠定重要基础。

看到山西省煤炭整合运动的显著效果后，各地也纷纷跟进，效仿山西，并依据本地实情制定资源整合办法。这些煤炭资源整合运动在规范各地煤炭生产的同时，也必将会对各省的煤炭供给造成影响。

表5：煤炭资源整合相关政府文件

2008-10-7	《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》	国家发改委等 4 部委
2009-8-20	《中央财政整顿关闭中小煤矿专项资金管理办法》	财政部等 3 部委
2009-8-19	《关于深化煤矿整顿关闭工作的指导意见》	安监总局等 14 部委
2009-10-26	《关于进一步推进矿产资源整合工作的通知》	国土资源部等 12 部委
2008-9-2	《关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》	山西省政府
2009-4-15	《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》	山西省政府
2009-4-16	《山西省资本市场 2009-2015 发展规划》	山西省政府
2009-5-8	《山西省煤炭产业调整和振兴规划》	山西省政府
2005-8-20	《关于进一步推进煤炭资源整合和有偿使用实施办法的通知》	内蒙古自治区政府
2010-2-26	《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》	河南省政府
2010-2-6	《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	国务院

资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

这些陆续出台的政策，会在一定程度上对全年煤炭供给的增长带来短期的影响。

表6：2010年地方出台的煤炭生产政策文件

时间	文件	发文单位
2010.2.26	《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》	河南省政府
2010.2.26	《湖南省神华煤矿整顿关闭专项行动工作方案》	湖南省政府
2010.3.18	《新疆自治区矿产资源勘查开发整合总体方案》	新疆维吾尔自治区政府
2010.4.6	《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	国务院

资料来源：中国煤炭资源网 英大证券研究所

4、资源税改革推广至整个西部 征税范围增加煤炭

在7月5日至6日国务院总理温家宝在西部大开发工作会议上指出，西部大开发在我国区域协调发展总体战略中居于优先地位。深入推进西部大开发，要认真贯彻落实好中央制定的各项政策措施。

这意味着，在西部大开发站上新起点之际，包括西藏、青海、内蒙古、广西、云南、四川、重庆、宁夏、贵州、甘肃和陕西在内的省区市也将享受到资源税改革这一政策“大红包”。而且，纳入改革的资源品种多了煤炭这一类。

资源税从价计征改革的推出，短期内对整个煤炭行业属利空，但行业内的影响不可一概而论，其中，山西省企业所征收的可持续发展基金、煤矿转产发展基金、矿山环境治理恢复保证金，合计征收标准在40-50 元/吨，占坑口价比例在4%左右。资源税改革推出后，相关税费合并减免，相对其他政策性收费较少的省份的煤炭企业，山西省的煤炭公司受资源税改革的影响最小。

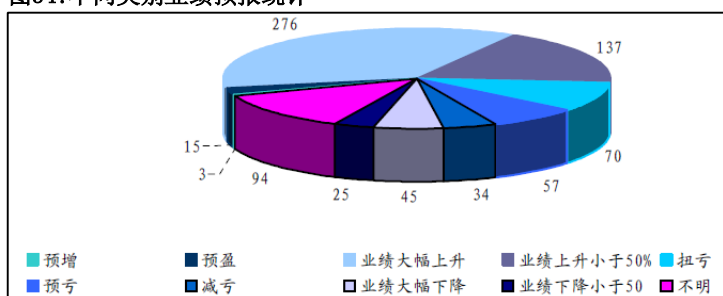
四、投资策略

1、关注中报短期行情

进入到7月份，上市公司中报业绩预告工作陆续展开，企业真实盈利无疑最能反映实体经济运行状况，业绩成了目前市场上最有说服力的武器。随着中报业绩纷纷发布，就算A股市场整体低迷，那些业绩大幅预增的个股的估值将不会大幅回落，很有可能不受股指振荡所扰，因此短期来看，业绩将成为目前选股的重要指标，但行业的盈利能力与经济周期息息相关，因此，下半年的行情不仅仅与中期预报的业绩相关，更多的是依赖于行业在经济下行背景下盈利能力的持续性。

截至7月12日，沪深两市已有760家上市公司公布了2010 年中报业绩预告。其中，业绩大幅上升279家、业绩小幅上升140家、扭亏70家、预盈19家、减亏34家、预亏57家、业绩大幅下降45家、小幅下降25家，另外还有94家上市公司业绩不确定，从整体上看，中期业绩预增、业绩大幅上升、小幅上升或实现扭亏等预喜公司501家，占已明确公布预告业绩公司的比例超过七成。

图34:不同类别业绩预报统计



资料来源: WIND 英大证券研究所

已经预告的6支煤炭股全部预增，7、8月煤炭股的业绩值得关注，也会带来投资机会。

表6: 已公布的煤炭上市公司业绩预告表

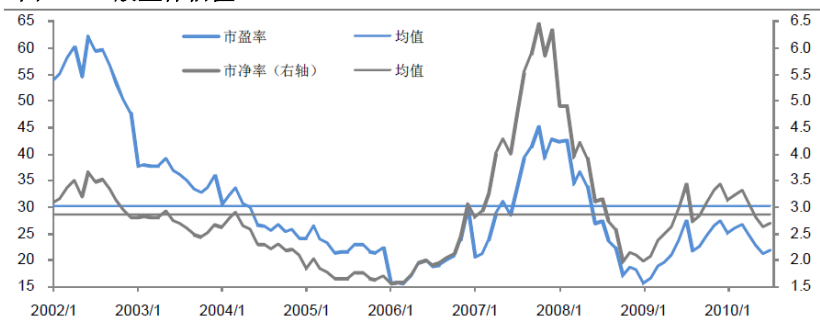
证券代码	证券简称	中报业绩预告类型	预告净利润变动幅度(%)
600188. SH	兖州煤业	预增	100
600395. SH	盘江股份	预增	50
900948. SH	伊泰 B 股	预增	80
000933. SZ	神火股份	预增	250
000939. SZ	凯迪电力	预增	120
002128. SZ	露天煤业	预增	75

资料来源: WIND 英大证券研究所

2、煤炭处于低估值阶段

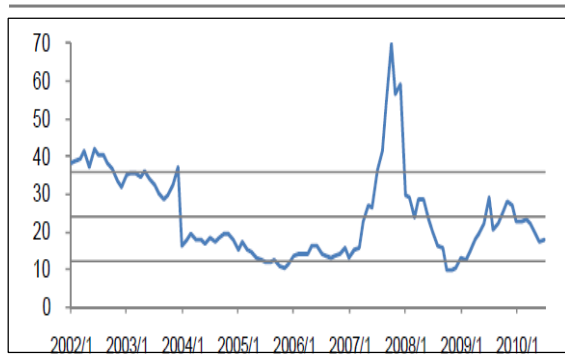
从2002年1月到2010年7月，A 股整体市盈率的均值是30.25，标准差是11.75；市净率均值是2.86，标准差是1.03。目前A股的整体市盈率是21.77，低于均值0.72个标准差；整体市净率是2.69，低于均值0.16个标准差，估值处于较为低估、合理的水平。

图35：A 股整体估值



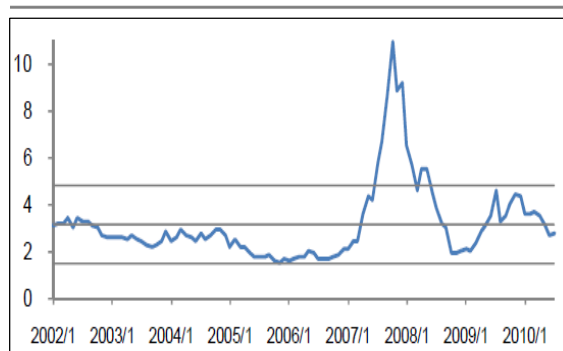
资料来源：Wind 英大证券研究所

图36：煤炭市盈率分布



资料来源：Wind 英大证券研究所

图37：煤炭市净率分布



3、行业评级及个股推荐

下半年煤炭行业的投资评级为推荐，相对看好焦煤、无烟煤品种的公司；内生增长性确定，有产能释放剂扩张的公司；上市公司产能占集团产能的比重较小，资产注入预期较强的公司；中报业绩良好，股价较低，估值具有明显优势的公司。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	总股本（万股）	流通 A 股（万股）	最新评级	EPS			PE		
					2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600403	欣网视讯	12747	11937	买入	0.96	1.51	1.68	17	11	10
600546	山煤国际	75000	18073	买入	1.00	1.36	2.01	17	13	9
000983	西山煤电	315120	147217	买入	0.92	1.40	2.08	19	13	9
600123	兰花科创	57120	57120	买入	2.22	2.00	2.40	11	13	10
601699	潞安环能	115054	115054	买入	1.83	2.42	3.01	16	12	10
600348	国阳新能	240500	240500	买入	1.93	0.95	1.04	7	14	12
601001	大同煤业	83685	83685	买入	1.78	1.89	2.20	15	14	12
000933	神火股份	105000	104989	增持	0.80	1.35	1.50	20	12	11
601918	国投新集	185039	104778	增持	0.45	0.68	0.98	23	15	10

000937	冀中能源	115644	78795	增持	1.39	2.01	2.45	16	11	9
600971	恒源煤电	39438	14277	增持	1.35	1.73	1.86	16	13	12
601666	平煤股份	181628	181628	增持	1.01	1.38	1.50	13	10	9
601101	昊华能源	45400	11000	增持	1.37	2.05	2.61	21	14	11

资料来源: Wind 英大证券研究所

西山煤电 (000983): 公司所产煤种主要为主焦煤、1/3焦、肥煤、气煤及少部分瘦煤, 品种优异。目前焦精煤, 肥精煤和瘦精煤同比各涨33.17%、38.53%和27.71%。虽然近期焦煤价格面临回调风险, 但也应看到, 山西小矿整合的焦煤产量释放尚需时日, 新增煤炭产能中焦煤特别是优质焦煤的比例较少, 同时国内钢铁产量维持高位, 再考虑到国外焦煤价格仍高于国内约150元/吨, 从而对国内形成支撑, 公司煤价回调空间不大。另一方面, 公司作为焦煤龙头, 将更充分地受益于此次省内资源整合, 持续实现资源量的扩张。目前主要整合矿井仍在技改过程中, 并将于2011年以后贡献盈利。

大同煤业 (601001): 中国煤炭行业第一个产业链条最完整的循环经济园区——大同煤矿集团塔山循环经济园区2003年开工建设, 2009年正式建成, 总投资204亿元, 包括1500万吨塔山煤矿、1000万吨同忻煤矿、选煤厂、坑口电厂、资源综合利用电厂、甲醇厂、煤矸石砖厂、高岭土加工厂、水泥厂、污水处理厂和铁路专用线, 共“两矿十厂一条路”13个项目, 构建起“煤-电-建材”和“煤-化工”两条完整的产业链条。

塔山循环经济园区按照“黑色煤炭、绿色开采”的循环经济理念, 从煤炭开采源头、转化过程直至终端利用的各个环节, 全部做到“低碳化”, 实现了“四最”: 对地质环境的扰动最少, 对矿产资源的开发最优, 对资源的综合利用效果最好, 对生态环境的影响最小。

年设计能力为1500万吨的塔山煤矿是全球最大的单井口井工矿井, 现通过技术改造产能已达2000万吨, 井下开采的原煤经胶带运输机进入选煤厂, 选煤厂洗出的精煤通过全封闭的皮带运输机进入精煤仓, 为减少煤尘排放, 选煤厂采用了密封通风式圆筒仓储煤, 有效控制了储煤扬尘, 除了在装车线上, 地面所有地方看不到裸露的煤炭, 真正实现了“黑色煤炭、绿色开采”。

塔山开采的不再是侏罗纪煤炭而是地层更深处的石炭二迭纪煤田, 可采储量有26亿吨, 按照矿井的年设计能力, 能够开采120年。

公司及控股股东是国内重要优质动力煤生产基地, 在国内主要动力煤市场动力煤供给中处于十分重要地位。公司业绩增长主要由煤价上涨驱动, 集团的资产注入将是公司实现阶梯式增长的主要动力。2009年公司实现每股收益1.78元, 2010年一季度实现每股收益0.38元。不考虑资产注入, 预计公司2010-2011年EPS分别为1.98元、2.15元。对于资产注入的预期, 未来集团资产注入的空间依然十分广阔,

芜湖港 (600575): 地处我国东部沿海经济发达地区和西部内陆地区的接合部, 是长江煤炭能源输出第一大港和安徽省最大的货运、外贸、集装箱中转港。在煤量堆存和中转上, 长江上素有“三口一枝”的说法, “三口”指的是南京的浦口、芜湖的裕溪口和武汉的汉口, “一枝”说的是湖北的枝城, 而芜湖裕溪口的到煤量占长江“三口一枝”的半壁江山。

作为全国6大煤电基地之一和安徽省内最大的煤炭企业, 淮南矿业拥有着丰富的煤炭资源, 也承载着华东地区能源供应基地的重任。淮南矿业是芜湖港第一大股东, 持股比例达到32.16%。标志着芜湖港打造长江沿线最大煤储基地迈出了实质性的第一步。而煤储中心的建成, 将有效促进芜湖港煤炭中转量大幅提升, 并提升公司的盈利水平。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准