

行业简评研究报告

煤炭股躁动与我们的思考：预期修正不能成为市场反转的理由

近期政策的真空期和股价累计的较大跌幅为市场的反弹提供了良好的土壤。市场有人开始推荐煤炭股，其核心逻辑可以归结为以下几点：1) 目前的煤炭股股价已经充分反映了未来煤价下跌预期和宏观经济放缓的预期；2) 煤炭股估值已经很低，存在这估值修复的机会；3) 政策的放松由此带来的流动性释放；显然，近两周的市场不能从煤炭基本面角度去解读，也无法解读。

我们认为，首先，短期的市场波动是无法从经济和行业基本面向去解释的，基于估值修复逻辑的反弹在经济下行周期中必然是不可持续的，政策预期变动导致的市场情绪和风险偏好的波动从而带来股价变动本身是极其脆弱的，在基本面向下进程中的估值修复更是极其有限的，因此基于此而推荐煤炭股的逻辑是极其脆弱的，其持续性也令人怀疑；

其次，认为目前煤炭股股价已经充分反映未来煤价下跌预期和经济放缓预期而推荐煤炭股的逻辑也是冒险和过于乐观的，在煤价风险尚未释放的现在谈已经充分预期未来风险实际上是预期修正的过程，并不能成为反转的理由；并且我们认为这一预期修正实际上与政策松动是同宗同源的。但证券市场是预期市场，不是假想敌市场，我们的观点是，在煤价风险尚未释放的时候谈反转是轻率和鲁莽的，一旦价格风险开始释放，盈利开始下调，估值修复的逻辑会自动消失。实际的情况是，在价格风险释放时，价格预期随着价格不断向下调整，这会成为打压煤炭股向上的主要力量；

第三，估值是否真的见底？目前的煤炭股估值在 10-15PE 之间，与历史比较，不高也不低。绝对的说 PE 在 10 之下就见底或者在 20 之上就见顶是没有理由的，从长期角度说现在 15 倍 PE 之下就可以买煤炭的理由也仅仅是一个相当长期的视角，对几个月或 1 年的投资是没有任何意义的，对经济形势的走势方向的判断才是决定估值走势的力量，因为估值变动本身代表着对未来业绩向上的透支或向下的消化，在业绩上行过程中往往逐渐乐观并开始逐渐透支未来业绩，在业绩下行过程中往往逐渐谨慎并开始消除未来下行风险，而且估值相对股价在下行周期中往往面临被动的提高，因此估值往往随着预期变动，本身极具变数。

第四，基于政策放松或股价已充分反映未来风险而推荐煤炭股还需要另一个逻辑支撑，那就是回答未来 1-2 年或者说 2011 年煤炭行业增长驱动力在哪？我们在《能源价格的周期视角》深度报告中，已经对能源价格的长期、中期和短期价格做了判断，黄金十年、工业化、城镇化之类的研究对短期市场波动指导意义不大，但对我们认识大趋势有意义，我们对此的回答是中国工业化和城镇化会随着中国经济结构调整而出现速度上的放缓，产业升级、消除贫富分化、注重分配等等本身意味着经济增速的下滑以及城市化加速期的结束，这会带来能源消费中枢和股票估值中枢下移，未来大趋势是下行的。

煤炭采选业

维持

中性

李俊松

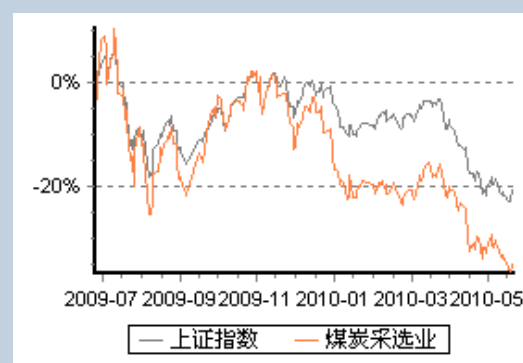
lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

发布日期：2010 年 07 月 22 日

股价表现



相关研究报告

- | | |
|----------|------------------|
| 10.06.07 | 经济周期中的能源——一个较长视角 |
| 10.07.12 | 周五煤炭股大涨点评：反转依然未到 |



在判断明后年的煤炭行业时，我们经常会用长期的研究成果去判断未来 1-2 年的市场走势，类似城镇化加速、工业化深化、黄金十年等词语，但“杀鸡焉用牛刀”。中短期的煤炭需求和经济景气度是密切正相关的，供给面的因素在无外力干扰情况下是滞后于煤炭需求的。中国未来几年都是结构调整期间，经济结构调整不是一朝一夕，政府在这一过程中的态度是稳定中的增长，对周期类行业总体大方向依然是压，结构调整也是增长模式转变过程，在经受次债危机冲击后的中国不会沿着旧有道路前进，从这点上说中国未来煤炭的中期驱动力显得相对不足。正是我们预计中国煤炭中期驱动力的看不清，我们才建议投资者在等待价格风险充分释放后的四季度再投资煤炭股。

我们重申在 7 月 12 日点评《周五煤炭股大涨点评：反转依然未到》中的观点：股价自 09 年 8 月以来累计调整达到 40% 以上，进入到历史调整区间 40-80%，股价已大部分反映了未来悲观的预期，下跌幅度也会减缓，在这个区间内包括政策的松动、数据的好于预期等等能改变市场预期的因素都对市场底部判断构成支撑，股价也会变得更为多变和敏感。但依然存在的一些未能充分显现的风险在此期间会暴露，如煤价下跌和经济数据低于预期会继续打压股价的上行趋势。历史的经验是，在这一区间可能是微跌、不跌、较大跌幅，但出现趋势上涨的时间点可能还尚未到来。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

李俊松，煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任纺织服装行业研究员。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。