

日期: 2010 年 8 月 4 日

行业: 煤炭采选业



朱洪波

021-53519888-1912



Zhuhongbo@sigchina.com

执业证书编号: S0870209070157

行业收入利润增长 (10 年 1-5 月)

销售收入 (亿元)	8545
增长率	50.10%
利润总额 (亿元)	1225
增长率	80.9%

近六个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

ZHB10-MIT06

相关报告:

中报成绩佳 高景气持续

——2010 年 8 月煤炭行业投资策略

■ 主要观点:

水电补缺、火电增速下降、煤价高位盘整

6 月份单月全国发电量 3467 亿千瓦时, 同比增长 114.4%, 其中火电 2617 亿千瓦时, 同比增长 8.6%; 1-6 月累计全国发电量同比增长 11.4%, 火电累计同比增长 8.6%。6 月份水电发电 704 亿千瓦时, 同比大幅增长 18.5%, 相应减少火电供给, 一定程度缓解电煤供应偏紧局面, 相应煤价保持高位盘整

煤炭安全生产压力大、矿难频发, 或影响短期供应

煤炭下游需求旺盛、煤价处于历史高位, 煤炭企业利润持续增长, 企业本身有动力加快生产, 增加企业效益; 同时政府为保证下游用煤, 避免出现煤炭供应紧张和煤价大幅波动, 亦敦促企业加快生产节奏。然事难两全, 近期频繁发生的矿难再次敲响警钟, 企业和政府需再次权衡产量和安全之利弊。

中报陆续公布、预计整体业绩有望略超预期

平庄能源 (000780) 净利润 3.64 亿元, 同比增长 41.1%; 露天煤业 (002128) 净利润 8.32 亿元, 同比增长 68.4%; 兰花科创 (600123) 净利润 7.14 亿元, 同比增长 5.2%; 西山煤电 (000983) 净利润 17.04 亿元, 同比增长 30.9%, 略低于我们预期, 主要是上半年煤炭产量受液压支架影响, 低于预期。

根据已经公告的上市业绩, 我们判断上市公司整体业绩有望略超预期。

行业投资评级为“有吸引力”

煤炭板块景气持续、估值仍有吸引力, 维持“有吸引力”评级

■ 投资建议:

关注基本面强劲、有资产注入预测的上市公司, 郑州煤电。

数据预测与估值:

煤炭采选业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
平煤股份	601666	17.28	0.78	1.28	1.38	22	14	12	跑赢大市
大同煤业	601001	16.12	0.89	1.10	1.17	18	15	14	跑赢大市
潞安环能	601699	37.18	1.83	2.61	2.91	20	14	13	跑赢大市
西山煤电	000983	21.45	0.71	1.18	1.62	30	18	13	跑赢大市
神火股份	000933	19.98	0.57	1.19	1.66	35	17	12	跑赢大市
兰花科创	600123	29.44	2.22	2.74	3.10	13	11	9	跑赢大市
恒源煤电	600971	27.17	1.41	1.85	2.23	19	15	12	跑赢大市
盘江股份	600395	20.59	1.01	1.28	1.89	20	16	11	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2010 年 7 月 30 日收盘价

一、火电增幅下降、电厂电煤储备充足

1、水电补缺口、火电增速下降，煤价高位盘整

6 月份单月全国发电量 3467 亿千瓦时，同比增长 114.4%，其中火电 2617 亿千瓦时，同比增长 8.6%；1-6 月累计全国发电量同比增长 11.4%，火电累计同比增长 8.6%。6 月份水电发电 704 亿千瓦时，同比大幅增长 18.5%，相应减少火电供给，一定程度缓解电煤供应偏紧局面，相应煤价保持高位盘整。

以大同优混（上限价格）为例，8 月 2 日价格 790 元/吨，较月持平；历史上 07 年 7 月 30 日 500 元/吨，涨 5 元，08 年 7 月 28 日 1070 元/吨，上涨 90 元/吨，09 年 8 月 3 日 610 元/吨，上涨 5 元/吨，强劲需求使价格保持在历史同期高位。

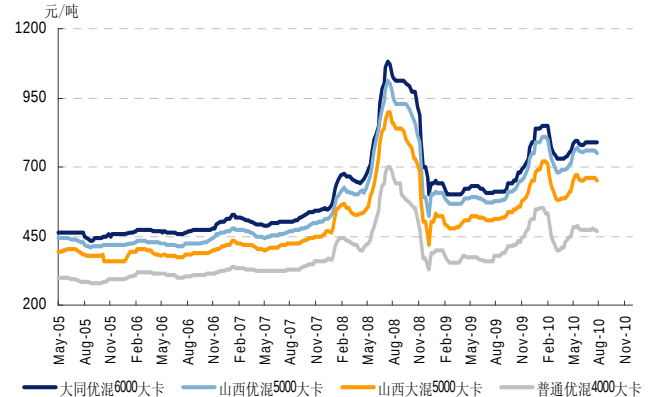
5 月份原煤产量 28,386 万吨，同比增长 13.39%；1-5 月份累计 13,0458 万吨 20.62%；

7 月和 8 月份全国进入夏季用煤高峰，预计两个火电发电量同比会有较大幅度增长，带动电煤需求增长，因此电煤价格有望延续高位盘整势头。

图 1、大同动力煤坑口价格



图 2、秦皇岛港口价格



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

2、煤炭安全生产压力大、矿难频发，或影响短期供应

煤炭下游需求旺盛、煤价处于历史高位，煤炭企业利润持续增长，企业本身有动力加快生产，增加企业效益；同时政府为保证下游用煤，避免出现煤炭供应紧张和煤价大幅波动，亦敦促企业加快生产节奏。然事难两全，近期频繁发生的矿难再次敲响警钟，企业和政府需再次权衡产量和安全之利弊。

2010 年 06 月 21 日 河南平顶山煤矿爆炸已确认 46 人遇难。2010 年 07 月 17 日 陕西韩城煤矿发生矿难已造成 28 人遇难。7 月 18 日 甘肃金塔煤矿透水事故被困人员全部 13 人遇难。7 月 31 日 山西阳煤集团地面爆炸 17 人亡 7 人重伤。8 月 2 日 河南郑煤集团三元东煤矿发生煤与瓦斯突出事故，9 人遇难，7 人被困。

如此频繁的矿难难以让公众接受，短期内政府或会有疾风暴雨式安全减产，影响短期煤炭供给。然事后，企业与政府不免故态复萌，矿难根源难以根除。

3、中报陆续公布、预计整体业绩有望略超预期

平庄能源(000780)净利润3.64亿元,同比增长41.1%;露天煤业(002128)净利润8.32亿元,同比增长68.4%;兰花科创(600123)净利润7.14亿元,同比增长5.2%;西山煤电(000983)净利润17.04亿元,同比增长30.9%,略低于我们预期,主要是上半年煤炭产量受液压支架影响,低于预期。

根据已经公告的上市业绩,我们判断上市公司整体业绩有望略超预期。

4、需求旺盛,进口煤保持较快增长

2010年1-6月份累计进口8109万吨,同比增长70.6%;而累计出口量1014万吨,同比下降13.1%,净进口7095万吨。

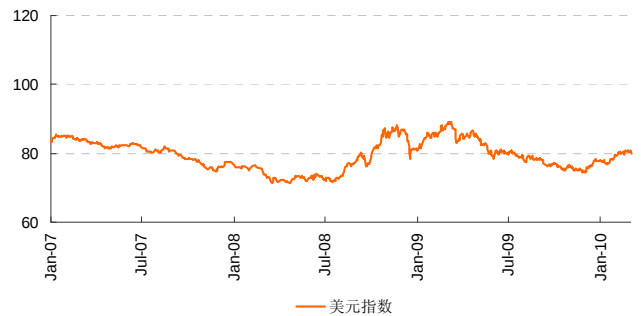
6月单月进口1211万吨,5月份进口1100万吨,环比增长10.1%,6月份同比增速下降21%,较之前几个月增速下滑严重,主要是因为2009年同期进口高基数所致。

预计8月份进口煤绝对量仍然保持在较高位置,但随国际煤价显著高于国内煤价,进口增速会放缓,转而增加内煤需求,推高国内煤炭价格。

图3、澳洲BJ动力煤



图4、美元指数



数据来源: 煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

二、8月份煤炭市场展望

1、8月用煤高峰,发改委管制合同煤价格

随着夏季到来,用电高峰将会出现。从历史上看,04年8月火电同比增长9.3%,05年8月增长11.3%,06年8月增长21.40%,07年8月10.20%,08年8月增长1.80%,09年8月增长10.50%,由于近两个月上游来水充沛,水电增长较快,满足新增需求,我们预计8月火电同比增幅较小,但发电绝对量维持高位,电煤需求亦保持高

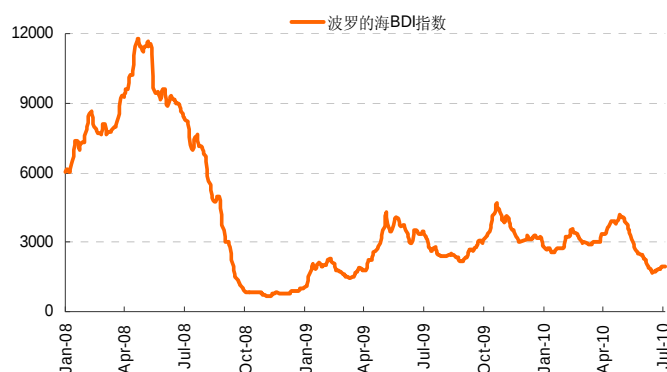
位。

历史上看 8 月份煤价基本上稳定或有小幅上涨，以大同优混为例 05 年 8 月 450 元/吨，较上月下跌 10 元；06 年 8 月 465 元/吨，较上月上涨 10 元；07 年 8 月 505 元/吨，较前月上涨 5 元；08 年 8 月 1020 元/吨，下跌 50 元；09 年 8 月 610 元/吨，上涨 5 元。截至 8 月 2 日，大同优混 790 元，处于历史上的相对高点，因此大幅上涨的可能性较小。

2、内外煤价继续倒挂，价差缩小

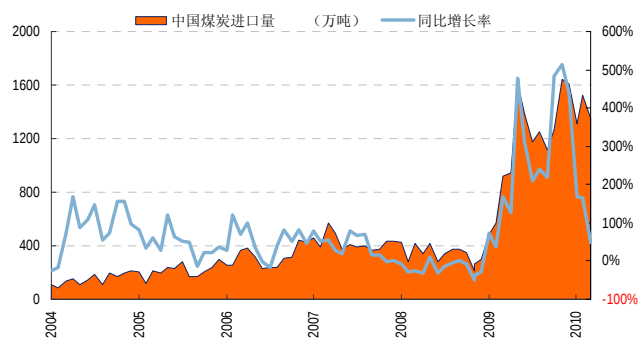
以秦皇岛港口价格为基准，环球煤炭交易平台纽卡斯尔港口现货动力煤（6000 大卡）7 月 30 日 94.15 美元，若进口到中国，需加上运费 7 美元/吨，加 17% 增值税，则吨煤价格 118 美元，以 6.79 人民币/美元汇价计算，则到岸价 801 元。而同期秦皇岛大同优混（6000 大卡）上限平仓价 790 元，较国内高出 11 元，价差继续。这个价差应该说中外煤价基本相同，外煤进口增速或进一步放缓。

图 5、海运 BDI 指数



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 6、中国煤炭进口量



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

3、冶金下游需求减少，焦煤价格下跌

财政部通知，自 2010 年 7 月 15 日起取消部分钢材、医药、化工产品、有色金属加工材等六大类商品的出口退税，总数达 406 种。涉及的钢铁品种包括热轧板卷、花纹板、镀锌、镀锡板；这将减少钢铁有色行业出口，进而减少对冶金煤的需求。

8 月 2 日古交 2 号焦煤（坑口，不含税）775 元/吨，较上月下跌 45 元；阳泉喷吹煤（7500 大卡，车板价）900 元/吨，较上月下跌 10 元。

图 7、阳泉喷吹煤车板价

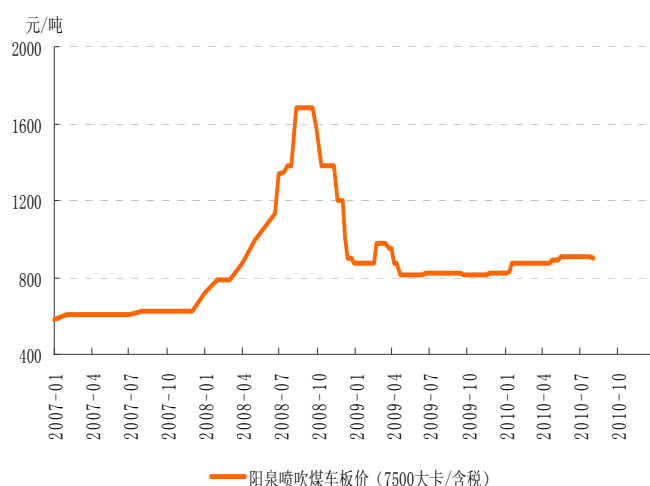
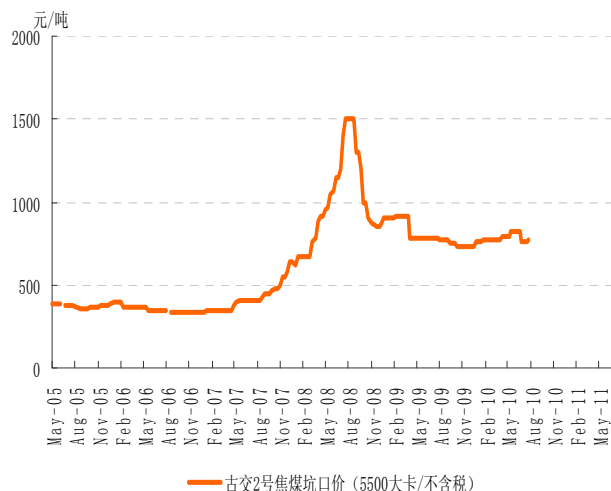


图 8、古交 2 号焦煤坑口价



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

三、发改委管制合同煤价，煤炭股添新压

发改委近期与神华，中煤能源，山西焦煤等企业座谈，要求这些企业履行合同，不得调高煤价，前期已经收取的高于合同价格部分要退回，擅自涨价得给予处罚。

另外前期预期下游电厂调价，为电煤上涨打开空间的预期落空。

之前的房地调控和资源税开征的影响依然存续。

国十条重点放在遏制投机性需求，由此限制需求端，市场担心房地产市场景气下滑，将减少上游能源品需求，同时对股票市场形成压力。我们认为政府目标应是遏制房价持续快速上涨态势，利用打压需求赢得的时间，加快土地出让和廉租房建设。只有供给真正增加了，房价才有望稳定。

同时我们看到例如开征物业税、大幅提升按揭贷款利率这样手段并未实施，由此可见政府更多的是在使用行政手段管理公众预期。

资源税从价计征在年内在新疆试点，煤炭企业预计税率可能是 5%，则毛利率越低，利润降幅越大。房产新政和资源税改革对煤炭股估值短期内造成压力。

四、7 月表现佳、8 月有望延续，恐升幅有限

存款准备金率继续提升，央行回收流动性，房地产新政，市场担心煤炭需求因此减弱，煤炭板块深度调整。在当前政策打压仍未结束之前，煤炭股或将短期内仍然保持弱势，但从中长线看可以趁调整慢慢建仓。未来央行可能会有加息等措施，这将证明经济已经完全稳定，煤炭随经济增长需求得以保证。针对未来可能出现通货膨胀情况，煤炭抗通胀属性将会受到市场再次关注。

从煤炭与消费用燃料指数 (882571) 表现看，7 月份煤炭与消费用燃料指数下跌 18.15%，从 GICS 行业 10 个大类划分中，包含煤炭行业在内的能源板块，7 月份排第二，预计 8 月份升幅不大，但仍有可

能跑赢其他板块。

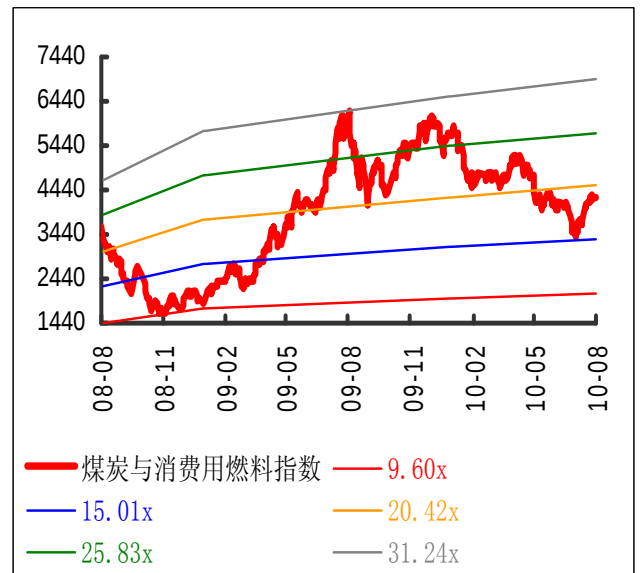
另外从煤炭板块历史估值看，05 年下半年煤炭估值最低静态 PE8 倍左右，这情况在 08 年下半年再次出现。除去这两个时间段，历史上看煤炭板块估值在 24 倍以上，当前煤炭板块静态估值 20 倍，估值上讲仍有吸引力。由于煤炭板块估值巨幅波动，短期风险仍然存在，唯作为长期投资者应趁机吸纳。

图 9、煤炭板块近 2 个月表现



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 10、煤炭板块 PE band



数据来源：Wind 上海证券研究所

五、8 月份煤炭行业评级、策略及重点股票

1、给予“有吸引力”的行业评级

煤炭板块 7 月企稳反弹，企业盈利能力强劲，估值仍有低估，维持“有吸引力”评级

2、维持关注资产注入预期上市公司：郑州煤电（600121）

3、重点股票

郑州煤电（600121.SH）：基本面有支撑、静待资产注入

区域内需求旺盛, 2010 年煤价 YOY 增长 9%, 遗憾产量无增

公司生产贫瘦煤, 河南、湖北和湖南三地的电厂和水泥厂是其需求主力。2010 年区域内煤炭缺口 2,576 万吨。煤价恢复到相对高位, 我们预计 2010 年公司煤价 430 元, YOY 增长 9%; 因公司没有新矿井开采, 既有矿井资源量有限, 产量不会有增长。

房地产业务 2010 年开始贡献正收益, 预计净利 2900 万

08、09 年房地产业务均录得小幅亏损, 究其原因产品低价售于

内部职工。现在开始全面市场化，我们预计 10 年公司销售均价 4000 元/平方（内有小部分职工优惠），税后净利润 2900 万。2011 年公司销售价格完全市场化，预计 4200 元/平方。

资本支出减少，自由现金流转正

我们预计 2010 年资本支出将下降到 4 亿元，同时受煤价上升影响，公司经营现金流会有较大幅度增长，预计达到 8 亿元，2010 年自由现金流转正达到 4.35 亿元。

静待资产注入大幕重新开启

阻碍 08 年资产注入的因素大部分已经消除，仅余杨河煤业控制权争端。当下煤炭股价低迷，正是资产注入良机。09 年郑煤集团权益产量 1,836 万吨(含上市公司)，郑州煤电产量 481 万吨，是后者 3.8 倍，同业竞争亟待解决。郑州煤电现有资源有限，米村煤矿资源近枯竭，产量将曾逐年下降趋势，需要大股东支持其后续发展。

■ 投资风险：

1、资源税开征风险 2、宏观经济调控风险 3、安全事故风险 4、资产注入时间不确定

给予“跑赢大市”评级：煤炭景气持续，资产注入预期，给予“跑赢大市”评级。

附表 1：公司相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	2010-7-30	EPS			PER		
			股票价格	09A	10E	11E	09X	10X	11X
中国神华	601088	CNY	23.75	1.52	2.05	2.46	16	12	10
中煤能源	601898	CNY	9.85	0.50	0.70	0.85	20	14	12
兖州煤业	600188	CNY	17.84	0.79	1.78	2.23	23	10	8
西山煤电	000983	CNY	21.45	0.71	1.18	1.62	30	18	13
平煤股份	601666	CNY	17.28	0.78	1.28	1.38	22	14	12
大同煤业	601001	CNY	16.12	0.89	1.10	1.17	18	15	14
潞安环能	601699	CNY	37.18	1.83	2.61	2.91	20	14	13
冀中能源	000937	CNY	27.17	1.39	2.27	2.42	20	12	11
开滦股份	600997	CNY	15.01	0.67	0.80	1.10	22	19	14
神火股份	000933	CNY	19.98	0.57	1.19	1.66	35	17	12
国投新集	601918	CNY	12.14	0.45	0.75	1.08	27	16	11
露天煤业	002128	CNY	20.74	0.73	1.17	1.50	28	18	14
国阳新能	600348	CNY	14.73	0.77	0.84	1.08	19	17	14
兰花科创	600123	CNY	29.44	2.22	2.74	3.10	13	11	9
恒源煤电	600971	CNY	27.17	1.41	1.85	2.23	19	15	12
盘江股份	600395	CNY	20.59	1.01	1.28	1.89	20	16	11
均值							22	15	12

资料来源：公司报告，上海证券研究所，；相关公司 10EPS 经过除权处理。

分析师承诺

分析师 朱洪波

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。