

煤炭开采 II

政策性风险释放完毕

收益远大于风险

 评级: **增持**

 前次: **增持**

分析师

分析师

刘昭亮

S0910210050002

021-58306416

liuzl@qlzq.com.cn

2010 年 10 月 7 日

基本状况

上市公司数	31
行业总市值(百万元)	1181986.34
行业流通市值(百万元)	429600.35

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2009A	2010E	2011E
中国神华	股价(元)	34.82	23.61	23.61
	摊薄每股收益(元)	1.52	1.85	2.12
	总股本(亿股)	198.9	198.9	198.9
	总市值(亿元)	6925.70	4696.03	4696.03
恒源煤电	股价(元)	33.84	30.96	30.96
	摊薄每股收益(元)	1.32	2.87	3.38
	总股本(亿股)	3.94	3.94	3.94
	总市值(亿元)	133.33	121.98	121.98
兖州煤业	股价(元)	23.04	18.35	18.35
	摊薄每股收益(元)	0.79	1.48	1.79
	总股本(亿股)	49.18	49.18	49.18
	总市值(亿元)	72.22	67.53	67.53

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 景气寻底进入后期阶段, 新开工项目保障未来煤炭需求。9 月份以来, 煤炭行业的外围环境出现了一些微妙的变化, 我们认为以新开工项目、工业增加值和 PMI 指数为代表的宏观经济数据以及煤炭行业的基本面均有迹象显示: 煤炭行业景气开始进入景气寻底的后期阶段。
- 运输瓶颈支撑煤炭价格, 进口将维持高位。由于铁路货运能力增长缓慢, 作为西煤东运、北煤南运的主要运输方式, 运力已严重制约了煤炭的有效供给, 而今年 1~9 月份, 京藏高速公路的持续拥堵, 销售环节的突发性因素更加凸显了煤炭铁路的运输瓶颈。我们认为这在 2~3 年内都将作为支撑煤炭景气的重要砝码, 未来煤炭价格将在资源整合、惯性需求与季节性因素的多重作用下脉冲式上涨。
- 港口、电厂煤炭库存大幅下降, 煤矿库存占比维持低位。根据我们 9 月底调研的结果显示, 电厂库存和煤矿库存大幅下降, 其中华东地区表现的尤为明显。下游补库和国际煤价持续上升将推动国内煤价反弹。
- 近期海外煤炭股走势远强于国内煤炭板块走势, 由于美元指数持续下跌, 带动大宗商品价格大幅走强, 包括 H 股煤炭的走势也非常凌厉, 我们认为, 在通胀预期的背景下, 海外资本市场对资产价格的挖掘要认识得更加清晰, 煤炭作为资源品价值将逐步得到市场的认同。
- 目前, 我们判断煤炭股上涨的第二个催化剂终于兑现, 继续做多契机已经来临。影响煤炭板块的投资环境已大为改善: (1) 淘汰落后产能与节能减排并未对煤炭需求形成实质性冲击; (2) 房地产“二次调控”终于靴子落地。我们认为政策性风险已经阶段性释放完毕; (3) 在通胀背景下, 作为资源品的煤炭价值将得到充分挖掘, 煤炭股趋势性上涨可期。
- 综合而言, 我们继续看好以盈利为基础, 以“产业整合、兼并重组”为导向, 区位优势与外延扩张能力相结合的投资思路, 建议关注: 中国神华、恒源煤电、兖州煤业、国阳新能、山煤国际、欣网视讯、西山煤电、平煤股份、冀中能源、煤气化、兰花科创。

内容目录

景气寻底进入后期阶段，新开工项目保障未来煤炭需求.....	- 3 -
运输瓶颈支撑煤炭价格，进口将维持高位	- 4 -
港口、电厂煤炭库存大幅下降，煤矿库存占比维持低位.....	- 5 -
国内动力煤价格出现反弹、国际煤价连续六周上升	- 6 -
原油价格大涨，AH 股价差继续扩大：神华 A 股折价幅度最大	- 7 -
投资策略：政策性风险阶段性释放完毕，继续看好四季度机会	- 7 -

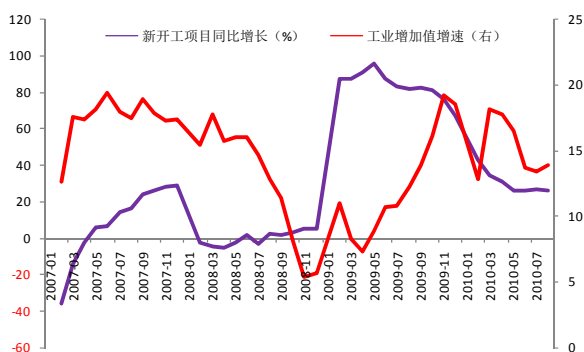
图表目录

图表 1：新开工项目与工业增加值增速（%）	- 3 -
图表 2：PMI 指数企稳回升	- 3 -
图表 3：煤炭占铁路货运比重仍然较大	- 4 -
图表 4：煤炭铁路运量占产量比重.....	- 4 -
图表 5：煤炭进口继续维持高位	- 5 -
图表 6：煤炭出口仍然低迷	- 5 -
图表 7：秦皇岛煤炭库存急剧下降.....	- 6 -
图表 8：煤矿库存社会库存中占比维持低位.....	- 6 -
图表 9：动力煤价格走势	- 6 -
图表 10：喷吹煤价格走势	- 6 -
图表 11：国际主要煤炭贸易长些价格	- 7 -
图表 12：两地上市煤炭股价格比较.....	- 7 -
图表 13：重点煤炭公司估值表.....	- 8 -

景气寻底进入后期阶段，新开工项目保障未来煤炭需求

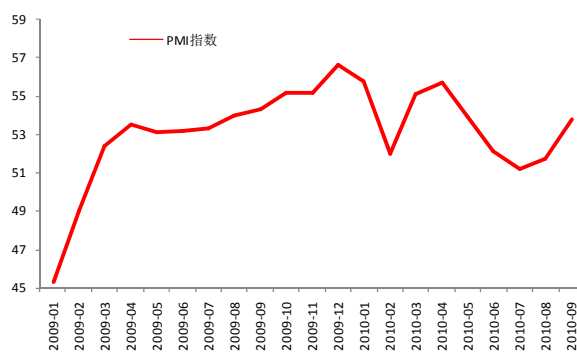
- 我们在前期报告中曾多次提出看好 3、4 季度煤炭股的投资机会，其中非常重要观点是：短期煤炭股的下跌充分释放了行业景气下降风险，在 7-12 月份内，煤炭行业将进入景气“寻底”阶段。9 月份以来，煤炭行业的外围环境出现了一些微妙的变化，我们认为部分宏观经济数据以及煤炭行业的基本面均有迹象显示：煤炭行业景气开始进入景气寻底的后期阶段。
 - 发改委于 9 月 26 日发布经济形势分析，今年 1-8 月，新开工项目计划总投资 12.21 万亿元，同比增长 26.3%；施工项目计划总投资 43.59 万亿元，同比增长 27.3%。我们认为，在去年投资高基数的背景下，新开工项目能够保持 25% 以上的增长水平基本保障了未来 6~12 个月下游行业对煤炭需求能够保持较为稳健的增长。
 - 1~8 月份，规模以上工业增加值增长 16.6%，工业生产保持平稳增长。其中 8 月份工业增加值同比增长 13.9%，同比加快 1.6 个百分点。重工业增长 14.2%，比上月加快 0.9 个百分点，是拉动工业增速回升的主要动力。
 - 10 月 1 日，中国物流与采购联合会(CFLP)发布的 9 月中国制造业采购经理指数(PMI)为 53.8%，比上月的 51.7% 上升 2.1 个百分点。自 2009 年 3 月升至 50 上方后，已连续第 19 个月保持在 50 以上，我们认为这充分显示出国内制造业呈扩张状态，尤其在今年 8 月份结束三连降后，连续两月上行，体现出经济阶段性回落企稳。

图表 1：新开工项目与工业增加值增速 (%)



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：PMI 指数企稳回升



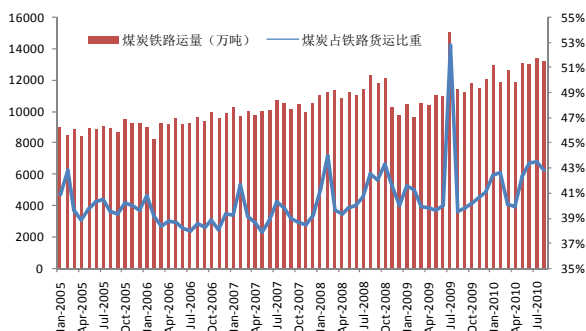
来源：齐鲁证券研究所

- 压制煤炭乃至其他多个周期性板块的重要因素是由于房地产价格上涨以及通胀带来的政策紧缩预期，我们认为房地产市场对周期性行业的影响应区分对待，只要新开工项目维持高位，房地产供给的上升，无论是商品房、保障性住房还是其他基础设施建设，将持续拉升煤炭需求惯性增长，这是煤炭需求的决定性因素；而短期房地产价格的变化所带来的更多的是政策心里预期——在目前政府调控的思路和背景下，煤炭股最理想的投资环境是房地产价格保持平稳。

运输瓶颈支撑煤炭价格，进口将维持高位

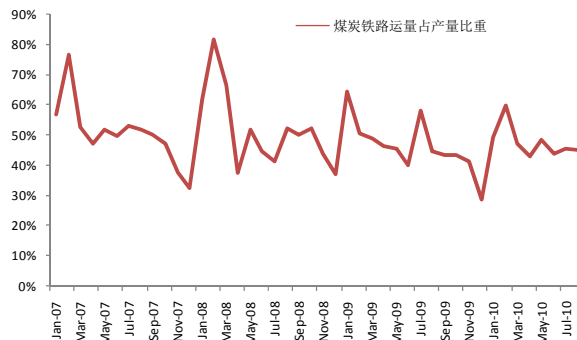
- 由于铁路货运能力增长缓慢，作为西煤东运、北煤南运的主要运输方式，运力已严重制约了煤炭的有效供给，而今年 1~8 月份销售环节的突发性因素更加凸显了煤炭铁路的运输瓶颈。我们认为这在 2~3 年内都将成为支撑煤炭景气的重要砝码，未来煤炭价格将在资源整合、惯性需求与季节性因素的多重作用下脉冲式上涨。
 - 据铁道部统计数据，铁路货运量保持平稳。8 月份，全国铁路日均装车 15.7 万车，同比增长 6.3%；1-8 月，日均装车 15.7 万车，增长 11.8%。8 月份，完成货物发送量 3.07 亿吨，增长 7%，其中煤炭运量增长 12.2%；1-8 月，完成煤炭发送量 10.2 亿吨，增长 14.2%。煤炭铁路发运量占全国铁路货运量的 43%，略高于近年均值。
 - 1~8 月份，全国煤炭产量 21.65 亿吨，同比增长 21.65 亿吨，同比增长 18.79%，增速高于铁路货运量增长。考虑到产量的基数大于运量的基数，基本可以判断铁路占全部煤炭外运量的比重有所下降。由于单位公路运价高于铁路运价，我们认为运输成本的上升也可能成为推动煤炭价格上涨的因素之一。
- 京藏高速公路的持续拥堵凸显煤炭运力紧张。今年以来，京藏高速公路内蒙古段堵车现象严重，特别是 8 月中下旬，拥堵长达 180 多公里。造成堵车的主要原因是大量的运煤车在该路段运行。数据显示，去年内蒙古公路外运煤炭约 1 亿吨，其中约 7000 万吨通过京藏公路运往京、津、冀等地。占据了呼和浩特市到张家口路段通行的车辆的 64%。
 - 京藏高速公路的交通拥堵，使内蒙古煤炭资源外运受到严重的影响。解决的途径唯有等待铁路项目建设的完成，才能有效缓解运输瓶颈问题，根据目前铁路建设项目进度，我们预计 2013~2014 年内蒙古煤炭外运瓶颈将有效解决。
 - 作为煤、电、路、港、航一体化的中国神华，旗下所拥有拥有优质铁路资产价值所带来的协同效应更加突出，在公司目前基本面持续向好和估值偏低的情况下，我们坚持看好中国神华的投资价值。

图表 3：煤炭占铁路货运比重仍然较大



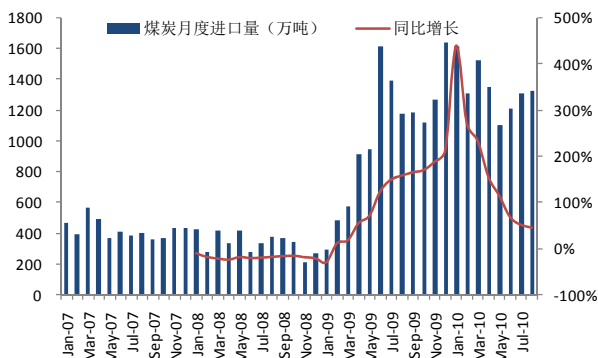
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：煤炭铁路运量占产量比重

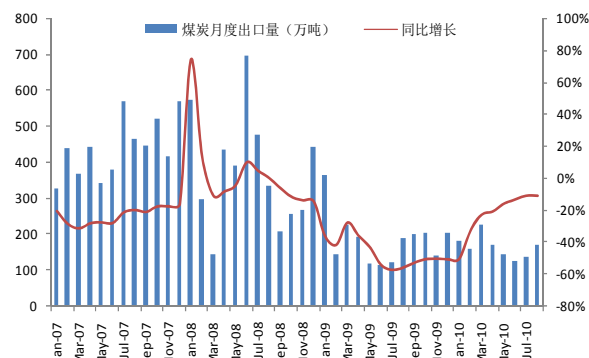


来源：齐鲁证券研究所

- 1~8 月份，煤炭进口仍然维持在较高水平：全国煤炭进口 1.07 亿吨，同比增长 45%，单月均在千万吨以上，月平均进口量 1342 万吨。自 5 月份阶段性低点以来，进口量连续回升，8 月份进口量 1326 万吨。
- 我们预计全年煤炭进口量达到 1.5 亿吨的目标基本没有问题。目前进口煤炭已经失去价格优势，进口火爆、出口低迷的现象侧面反应了国内煤炭需求仍然较大，我们认为这也是目前判断煤炭行业景气一个较好的指标。预计 2011~2012 年煤炭进口量将继续增长至 1.8 亿吨左右。

图表 5：煤炭进口继续维持高位


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：煤炭出口仍然低迷


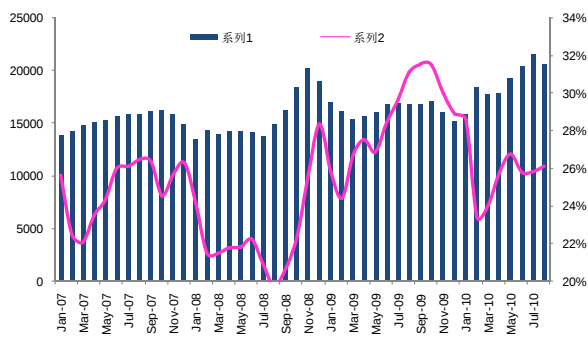
来源：齐鲁证券研究所

港口、电厂煤炭库存大幅下降，煤矿库存占比维持低位

- 截止 9 月底，全社会煤炭库存 2.06 亿吨，比今年年初增加了 5396 万吨；秦皇岛港口煤炭库存 670 万吨。总体库存处于合理水平，虽然全社会总库存有所增加，但煤矿库存占比仍然处于 25% 附近徘徊，煤矿的库存走势显示下游惯性需求仍然较为强劲，由于多重因素的影响，部分地区用煤出现紧张局面，行业无明显库存压力。
 - 9 月份以来，受气候和铁路检修因素的影响，秦皇岛等港口库存出现较大幅度的波动。中上旬受持续大风、大雾等恶劣天气影响，秦皇岛、曹妃甸、黄骅等地海事部门频繁封航，造成煤炭运输链中断，煤炭形成积压，秦皇岛库存一度上升至 835 万吨。9 月 20 日以来，伴随大秦线检修以及气候和运输环境的好转，29 日秦皇岛库存急剧下降至 670 万吨。
 - 根据我们 9 月底调研的结果显示，电厂库存和煤矿库存大幅下降，其中华东地区表现的尤为明显，可用煤量大约在 10 天左右。其中山东、安徽地区电厂可用库存在 6~7 天，山东部分电厂只有两天的库存。而兖州煤业的整体煤矿存煤量达到历史低点 40 万吨。
- 综合库存周期和煤炭价格的变化情况，我们认为结构转型、淘汰落后产能等政策还没有对下游需求产生重大影响。

图表 7：秦皇岛煤炭库存急剧下降

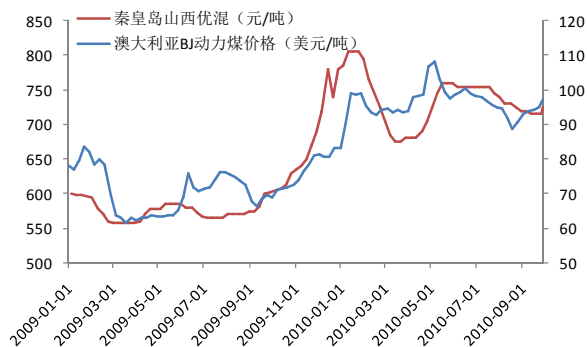

来源：齐鲁证券研究所

图表 8：煤矿库存在社会库存中占比维持低位


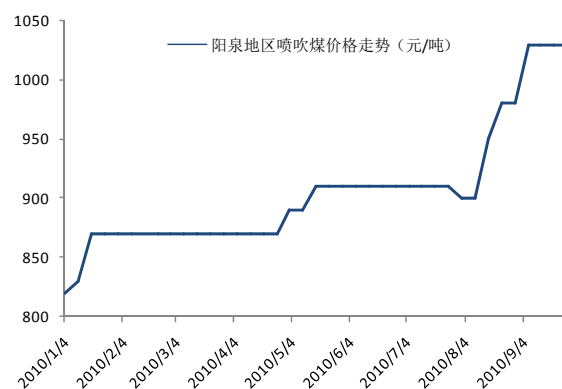
来源：齐鲁证券研究所

国内动力煤价格出现反弹、国际煤价连续六周上升

- 9 月底，受电厂补库等因素的拉动，秦皇岛动力煤价格出现小幅反弹，结束了四个月以来的颓势。而澳大利亚动力煤价格也出现连续反弹。
 - 9 月 29 日，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格上涨 10 元至 725 元/吨，为四个月以来的首次上涨。
 - 澳大利亚 BJ 动力煤价格从 8 月中旬的 88.7 美元/吨连续上涨至 9 月底的 97.07 美元。
 - 我们认为，从目前的煤炭库存和宏观经济数据基本证实了我们前期报告中的判断：PMI 指数止跌回升，结构调整、淘汰落后产能等政策效应短期内不会对煤炭需求产生重大影响。动力煤价格下跌空间非常有限，10 月份将重新出现反弹。目前国内动力煤价格调整基本结束。
- 喷吹煤价格表现最为强势，9 月份继续上涨，其中阳泉地区喷吹煤车板含税价达到 1030 元/吨。由于钢铁企业冶炼技术的进步——吨钢喷煤比有所提高，在性价比方面有着比较优势的喷吹煤需求将逐渐扩大。

图表 9：动力煤价格走势


来源：齐鲁证券研究所

图表 10：喷吹煤价格走势


来源：齐鲁证券研究所

- 最新签订的 10~12 月份日澳炼焦煤合同价为 209 美元/吨，比三季度下降 16 美元/吨，下跌幅度明显低于预期。我们认为，这对于国内炼焦煤市场来说是一个积极的信号——国际价格将对国内焦煤市场价格形成良好的支撑。

图表 11：国际主要煤炭贸易长协价格

日期	日澳动力煤	中日动力煤（5800大卡）	日期	日澳炼焦煤
2007年	55美元	67.89美元	2007年	98美元/吨
2008年	123.75美元	131.4美元	2008年	300美元
2009年	70-72美元	78.5美元	2009年	128-129美元
2010年	98美元	115.5美元	2010年4~6月	200美元
2010.10~2011.9	97.75美元		2010年7~9月	225美元
			2010年10~12月	209美元

来源：齐鲁证券研究所

原油价格大涨，AH 股价差继续扩大：神华 A 股折价幅度最大

- 近期海外煤炭股走势远强于国内煤炭板块走势，由于美元指数持续下跌，带动大宗商品价格大幅走强，包括 H 股煤炭的走势也非常凌厉，我们认为，在通胀预期的背景下，海外资本市场对资产价格的挖掘要认识得更加清晰，煤炭作为资源品价值将逐步得到市场的认同。
 - 截止到 10 月 7 日，美元指数已经持续下跌到 77 的位置，带动原油、黄金以及有色金属等大宗商品价格大幅上涨，其中原油价格国庆节前后上涨了 10 美元至 83.5 美元/桶，基本符合我们的预期。
 - 在大宗商品板块的带动下，海外股市表现强劲，其中煤炭 H 股的价格也大幅上涨，AH 股价差进一步扩大，比价效应非常明显。我们认为，在基本面稳健向好的背景下，以中国神华为首的高折价、低估值煤炭股，收益将远大于风险。

图表 12：两地上市煤炭股价格比较

股票名称	A股代码	A股价格	H股代码	H股价格	A股/H股
中国神华	601088.SH	23.61	1088.HK	34.55	0.79
兖州煤业	600188.SH	18.35	1171.HK	20.65	1.03
中煤能源	601898.SH	9.92	1898.HK	13.38	0.86

来源：齐鲁证券研究所

投资策略：政策性风险阶段性释放完毕，继续看好四季度机会

- 根据我们前期发布的报告观点，我们坚持看好 2010 年 3、4 季度煤炭板块的投资机会。推动股价上涨的催化剂可能来自于两个方面，一是国务院推动煤炭行业兼并重组后续政策的落实，未来政府对煤炭企业兼并重组的支持力度将会逐步加大，以财税金融政策支持大型煤炭企业集团

并购、重组、和整体上市，为煤炭企业做大做强扫清障碍。二是美元贬值推升原油价格上涨，煤炭现货价格有望企稳回升。

■ 目前，第二个催化剂终于兑现，继续做多契机已经来临。对前期影响煤炭板块的一些基本因素，我们做如下点评：

- 淘汰落后产能与节能减排。从9月份的煤炭价格走势来看，并未出现显著下跌，结合煤炭库存与煤炭进口数据，我们认为节能减排对煤炭需求难以形成实质性冲击；如果短期内并没有对煤价形成有效的影响，则未来被压制的需求反弹力度将会非常大。
- 压制煤炭乃至整个周期性板块的重要因素是政策紧缩预期，目前，房地产“二次调控”终于靴子落地。我们认为政策性风险已经阶段性释放完毕，另外，房地产市场对周期性行业的影响应区分对待，只要新开工项目维持高位，房地产供给的上升，无论是商品房、保障性住房还是基础设施建设，将持续拉升煤炭需求惯性增长，而短期房地产价格的变化所带来的更多的是政策心里预期——在目前政府调控的思路和背景下，煤炭股最理想的投资环境是房地产价格保持平稳。
- 在通胀背景下，作为资源品的煤炭价值将得到挖掘。
- 美元指数持续下行，原油大涨至5个月以来的高点，煤炭股的投资环境大为改善，煤炭股趋势性上涨可期。

■ 综合而言，我们继续看好以盈利为基础，以“产业整合、兼并重组”为导向，区位优势与外延扩张能力相结合的投资思路，建议关注：中国神华、恒源煤电、兖州煤业、国阳新能、山煤国际、欣网视讯、西山煤电、平煤股份、冀中能源、煤气化、兰花科创。

图表 13：重点煤炭公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	流通A股 (百万股)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2011EPS (元)	EPS 10%09	2009PE	2010PE	2011PE	投资 评级	备注 10H1EPS
000983	西山煤电	20.8	3151.20	0.92	1.28	1.75	80.91%	22.61	16.25	11.91	买入	0.54
000937	冀中能源	26.91	1156.44	1.39	2.17	2.59	55.92%	19.37	12.42	10.39	买入	1.09
600997	开滦股份	15.28	1234.64	0.67	0.72	1.08	7.46%	22.81	21.22	14.15	买入	0.34
601699	潞安环能	35.61	1150.54	1.83	2.37	2.88	29.50%	19.43	15.00	12.36	买入	1.30
601088	中国神华	23.61	16491.04	1.52	1.85	2.12	21.55%	15.51	12.76	11.14	买入	0.94
600971	恒源煤电	30.96	394.38	1.32	2.87	3.38	117.42%	23.45	10.79	9.16	买入	1.31
600123	兰花科创	30.26	571.20	2.22	2.43	2.94	9.06%	13.60	12.47	10.28	买入	1.25
600348	国阳新能	15.77	2405.00	1.93	1.05	1.37	33.42%	8.17	15.02	11.51	买入	0.53
000933	神火股份	20.5	1050.00	0.80	1.35	1.97	68.75%	25.63	15.19	10.41	买入	0.70
600188	兖州煤业	18.35	4918.40	0.79	1.48	1.79	87.60%	23.26	12.40	10.25	买入	0.54
601666	平煤股份	17.75	1816.28	1.01	1.42	1.71	40.76%	17.60	12.50	10.38	买入	0.70
601001	大同煤业	16.77	836.85	1.78	0.80	1.21	-10.11%	18.84	20.96	13.86	买入	0.75
002128	露天煤业	21.31	1326.69	0.88	1.46	1.58	66.10%	24.22	14.58	13.49	买入	0.63
600403	欣网视讯	24.95	119.00	0.96	1.32	1.72	37.50%	51.98	18.90	14.51	买入	
平均值							46.80%	19.58	14.74	11.48		

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501