



行业简评研究报告

未来 1 个月趋于乐观 中期依然维持震荡格局

事件：

诸因素汇集，煤炭股开始大涨

周五煤炭股大涨源自几大因素的汇集：1）美元指数破位下跌带来的大宗商品价格上涨预期以及通胀预期；2）煤炭消费旺季来临前储煤高峰以及今年冬天极端严寒天气的预期；3）足够便宜的估值；4）9 月份 PMI 数据进一步回升向好，由此带来的经济复苏预期提升；

点评：

未来 1 个月诸多利好因素汇集迸发，煤炭股有交易性机会

我们认为未来 1 个月将有诸多利好因素推动，煤炭股呈现交易性机会：首先是美元贬值推动下大宗商品价格走强带来的煤炭股估值提升，这一因素直到下个月中旬将会一直存在，大宗商品在这一期间将保持强势；其次，煤炭消费旺季即将来临，从历年来看，10 月份煤炭获得超额收益的概率较高；此外，也有媒体报道受“拉尼娜”现象影响，全球可能遭遇极端低温天气；第三，相对有色、农产品等其他大宗商品而言，煤炭目前的估值水平最低，前期涨幅较其他两个品种要弱很多，估值优势是上涨的最大动力；

美元走弱带来的大宗商品投资机会具备短期持续性

虽然我们认为美元走弱带来大宗商品上涨有利于煤炭股估值提升，但同时也带来了通胀加剧的风险，由此带来的政策紧缩风险开始加大。并且在通胀走高过程中，房地产调控压力加大，由此带来政策加码风险压制整体房地产产业链股票的估值水平；第二，美元贬值带来的人民币被动升值可能引发我国出口的回落；并且从历史上看，历次美元汇率创新低，均出现了较大突发事件，如 2008 年的次债危机和 2009 年末的欧债危机，因此我们对由汇率走软而带来的大宗商品投资机会的持续性持谨慎态度。但从目前的宏观条件来看，年内加息可能性不大，政策处于观察期，房地产调控政策风险释放较为充分，CPI 年内有望控制在目标之内，因此短期而言资源股上涨具备一定持续性。

库存周期下行调整刚刚开始，中期趋势依然取决于基本面

截止 2010 年 8 月份我国工业品库存同比增速为 9.03%，较 5 月份的 9.49%高点小幅下降，我们根据中国历次库存调整周期长度判断，中国本轮的库存周期下行阶段仅仅是刚刚开始；我们认为，煤炭股在本轮流动性推升后，将再次回归基本面主导趋势。11 月份，美元贬值因素对大宗商品影响将趋弱，对旺季的炒作情绪在疲弱的基本面现实条件下将减弱，煤炭股走势将重新回归基本面；

煤炭采选业

维持

中性

李俊松

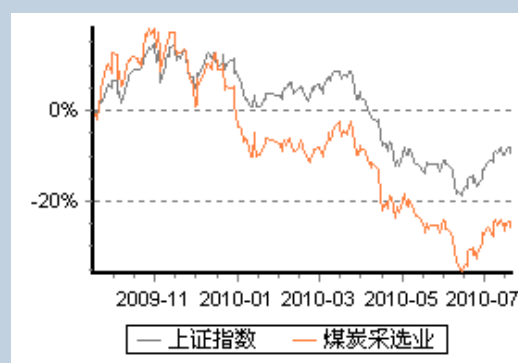
lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

发布日期：2010 年 10 月 11 日

股价表现



相关研究报告

- 10.09.30 煤炭行业数据周报:煤价持平,港口库存快速下降,国际煤价涨跌互现
- 10.08.31 煤炭行业数据周报 20100830:港口煤继续小幅下调,各航线运价止跌回升,国际煤价上涨
- 10.07.22 煤炭股的躁动与我们的思考:预期修正不能成为市场反转的理由



预计行业仍有 10%-15%涨幅空间，中期震荡趋势不改

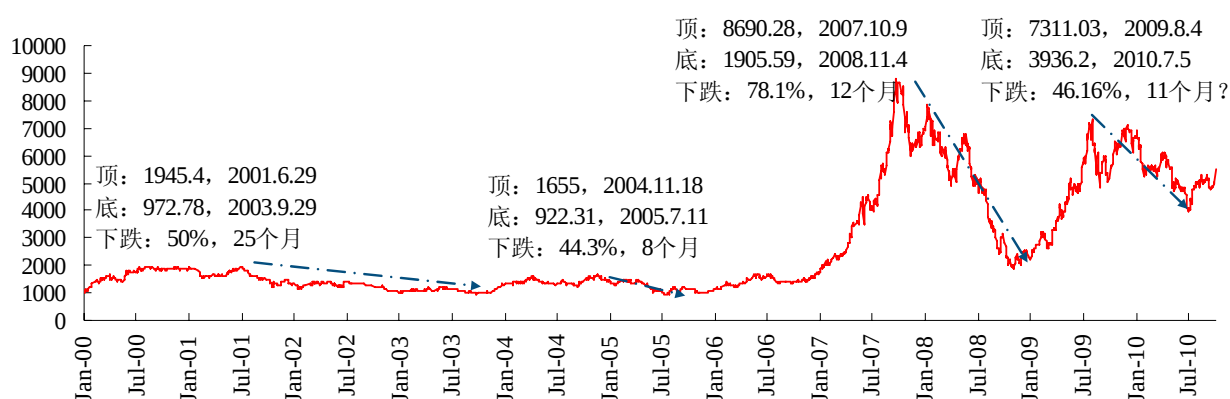
自我们在《能源价格周期视角》中提出三季度谨慎，四季度可能反转的判断以来，市场经历了 7 月份的超跌反弹和 8、9 月份的震荡整理过程，我们认为截止目前的市场依然没有超出我们前期对煤炭股震荡的判断。我们预期行业仍有 10-15%涨幅空间，我们依然倾向于将此次上涨定性为震荡格局下的反弹，中期趋势下我们依然担忧通胀和房地产调控带来的政策风险。我们推荐具备成长和估值优势的公司：山煤国际、西山煤电、国阳新能、上海能源、兰花科创。

表 1：各公司盈利预测表

公司名称	股价	EPS				PE				评级	变动	目标价	目标PE	涨幅空间
		08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E					
西山煤电	22.9	1.11	0.71	1.35	1.67	21	32	17	14	买入	维持	29.7	22	29.6%
山煤国际	26.9	0.57	0.82	1.15	1.65	47	33	23	16	买入	维持	34.4	30	27.8%
国阳新能	17.4	0.60	0.77	1.08	1.13	29	22	16	15	买入	维持	21.6	20	24.5%
上海能源	25.3	1.43	1.31	1.94	2.10	18	19	13	12	买入	维持	31.0	16	22.5%
兰花科创	33.3	2.45	2.22	2.52	2.78	14	15	13	12	买入	维持	40.3	16	21.1%
中国神华	25.8	1.34	1.52	1.86	2.21	19	17	14	12	增持	维持	29.8	16	15.5%
潞安环能	39.2	2.48	1.83	2.50	2.65	16	21	16	15	增持	维持	45.0	18	14.9%
盘江股份	22.7	0.49	0.89	1.18	1.37	46	25	19	17	增持	维持	26.0	22	14.4%
恒源煤电	34.1	0.78	1.32	2.58	2.18	44	26	13	16	增持	维持	38.7	15	13.8%
冀中能源	29.6	1.70	1.39	2.06	2.33	17	21	14	13	增持	维持	33.0	16	11.4%
平煤股份	19.5	1.47	0.78	1.21	1.25	13	25	16	16	增持	维持	21.7	18	11.2%
大同煤业	18.5	2.40	0.89	1.11	1.19	8	21	17	15	中性	维持	19.9	18	7.8%
中煤能源	10.8	0.42	0.50	0.63	0.70	25	22	17	15	中性	维持	11.3	18	5.2%
神火股份	22.6	1.09	0.57	1.20	1.37	21	39	19	16	中性	维持	21.6	18	-4.2%
开滦股份	16.8	0.67	0.67	0.62	0.64	25	25	27	26	中性	维持	15.5	25	-7.6%
国投新集	13.1	0.65	0.45	0.60	0.64	20	29	22	21	中性	维持	12.0	20	-8.5%
昊华能源	37.6	2.08	1.37	2.15	2.13	18	27	17	18	中性	维持	34.4	16	-8.5%
简单平均						24	25	17	16				19	

资料来源：Data Stream, CEIC, Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

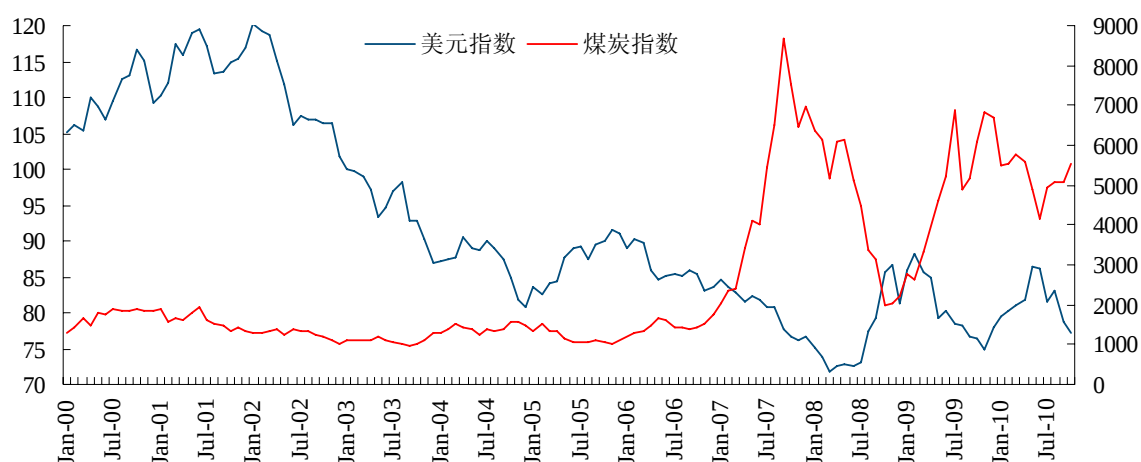
图 1：煤炭股历次周期调整时间



资料来源：Data Stream, CEIC, Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

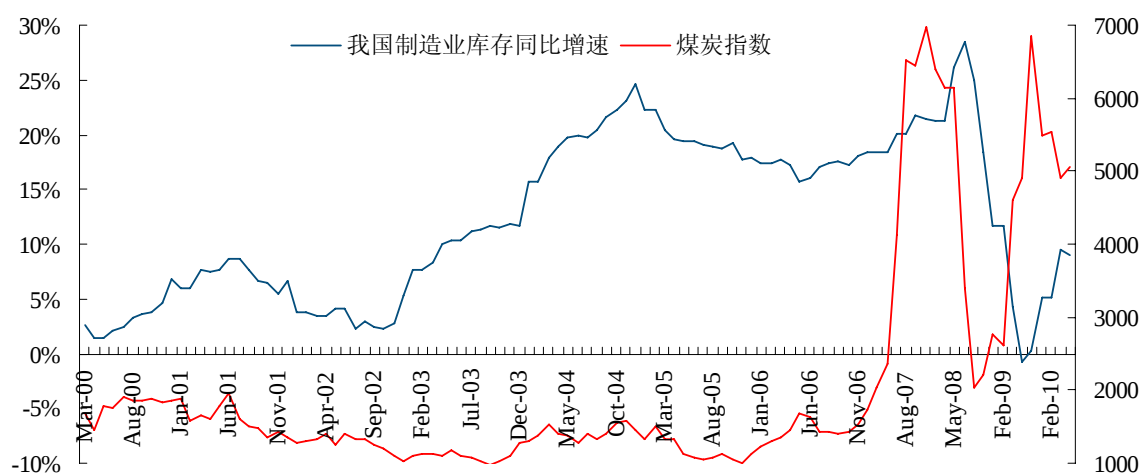


图 2：人民币汇改以来 A 股、煤炭股走势与美元指数显著负相关



资料来源：Data Stream, CEIC, Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 3：我国制造业库存增速及煤炭股走势



资料来源：Data Stream, CEIC, Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

表 2：中国 2000 年以来去库存周期中煤价跌幅

煤价见顶	煤价见底	周期	煤价最高	煤价最低	跌幅
Jun-04	Oct-05	16 个月	496.6	375.91	24.3%
Mar-01	Aug-02	17 个月	269.01	198.64	26.2%
Aug-08	Nov-08	3 个月	1070	600	43.9%
Feb-10	?	?	850	?	?

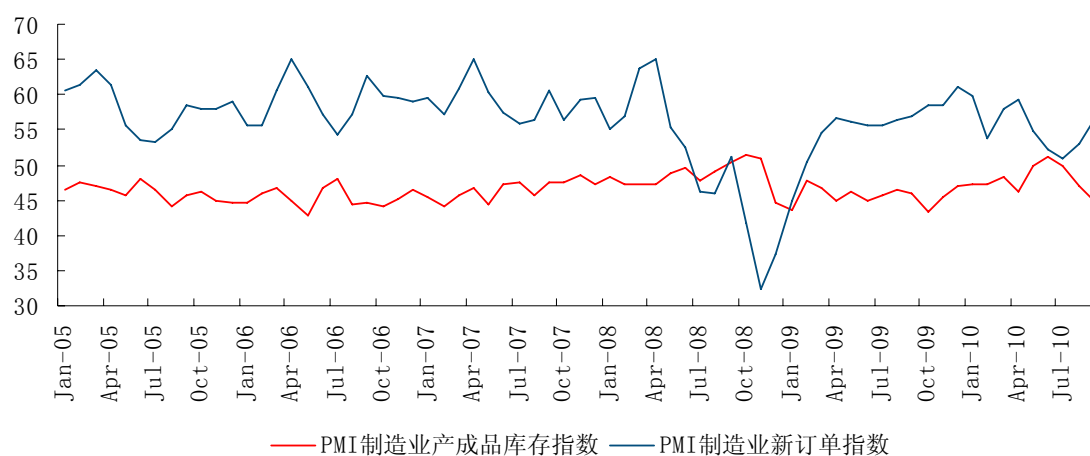
表 3：中国 2000 年以来去库存周期统计

库存见顶	库存见底	周期	煤价顶部领先	煤价底部领先
Dec-04	May-06	17 个月	6 个月	7 个月
Jun-01	Oct-02	18 个月	3 个月	2 个月
Aug-08	Aug-09	12 个月	1 个月	9 个月
May-10	?	?	3 个月	?

资料来源：Data Stream, CEIC, Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

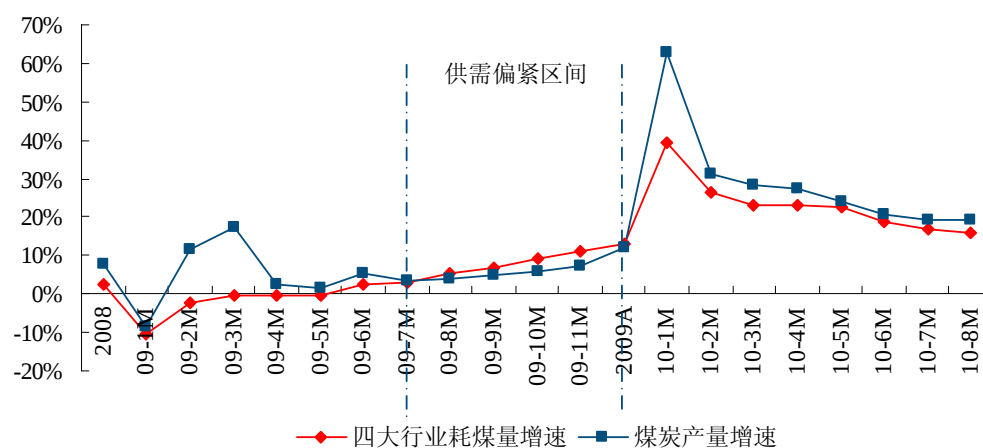


图 4：PMI 库存指数继续下跌而新订单指数开始回升



资料来源：Data Stream, CEIC, Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 5：截止 8 月份煤炭行业供需较为宽松



资料来源：Data Stream, CEIC, Bloomberg, 中信建投证券研究发展部



表 4：煤炭行业供需模型

冶金行业	2008	2009A	10-1M	10-2M	10-3M	10-4M	10-5M	10-6M	10-7M	10-8M	2010E	2011E
粗钢产量	50049	56784	5254	10289	15786	21326	26940	32317	37548	42712	63342	68226
钢铁行业耗煤量（万吨）	46126	53287	4874	9529	14711	19770	24882	29772	34493	39556	58908	63450
耗煤量同比增速	-0.2%	15.5%	28.5%	24.2%	22.7%	23.2%	21.0%	16.2%	14.0%	12.8%	10.5%	7.7%
吨钢耗煤量	0.92	0.94	0.93	0.93	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92	0.93	0.93	0.93
生铁耗煤量	5645	6405	593	1161	1781	2405	3039	3645	4235	4818	7144	7695
生铁耗煤量增速	0.2%	13.5%	27.5%	26.1%	23.9%	25.0%	24.1%	21.2%	18.3%	15.5%	11.5%	7.7%
建材行业	2008	2009A	10-1M	10-2M	10-3M	10-4M	10-5M	10-6M	10-7M	10-8M	2010E	2011E
水泥产量	138838	162898	11521	19898	33585	51040	67453	84847	100904	117684	184075	196960
水泥产量增速	2.8%	17.3%	52.0%	25.4%	19.7%	19.0%	17.6%	15.5%	14.9%	14.5%	13.0%	7.0%
水泥行业耗煤量	31933	37467	2650	4577	7725	11489	15514	19515	23208	27105	42337	45301
水泥耗煤比	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
水泥行业耗煤量增速	5.2%	17.3%	52.0%	25.4%	19.7%	16.5%	17.6%	15.5%	14.9%	14.7%	13.0%	7.0%
化工行业	2008	2009A	10-1M	10-2M	10-3M	10-4M	10-5M	10-6M	10-7M	10-8M	2010E	2011E
合成氨产量	5015	5136	427	861	1343	1791	2230	2649	3046	3439	5187	5446
产量增速	-3%	2%	16%	14%	11%	8%	6%	4%	2%	1%	1.0%	5.0%
化肥行业耗煤量	8991	9244	769	1549	2418	3224	4013	4768	5483	6190	9336	9803
化肥行业耗煤增速	-1.9%	2.8%	15.6%	14.0%	10.6%	6.6%	4.8%	3.9%	2.3%	0.9%	1.0%	5.0%
合成氨耗煤比	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
电力行业	2008	2009A	10-1M	10-2M	10-3M	10-4M	10-5M	10-6M	10-7M	10-8M	2010E	2011E
火电发电量（亿千瓦时）	25246	25724	2932	5231	8114	10878	13588	16204	19013	21964	29583	32837
火电发电量增速	-5%	2%	44%	18%	22%	23%	21%	17%	15%	15%	15.0%	11.0%
火电耗煤量（万吨）	136501	146090	14366	25631	40075	53843	67356	79997	93742	108835	156788	170751
耗煤量增速	3.0%	7.0%	43.3%	28.1%	25.0%	25.4%	25.8%	21.9%	19.3%	18.5%	7.3%	8.9%
电耗煤（克/度）	541	568	490	490	494	495	496	494	493	496	530	520
合计	2008	2009A	10-1M	10-2M	10-3M	10-4M	10-5M	10-6M	10-7M	10-8M	2010E	2011E
四大耗煤行业合计	223551	252492	23252	42446	66709	90732	114804	137697	161162	186504	274514	297001
四大行业耗煤量增速	2.4%	12.9%	39.3%	26.3%	23.2%	22.9%	22.7%	19.0%	16.8%	15.9%	8.7%	8.2%
四大行业耗煤占比	83.7%	79.1%	85.4%	92.8%	89.5%	87.9%	88.3%	86.2%	85.3%	84.4%	80.4%	78.6%
其他耗煤量	43395	66654	3960	3269	7811	12543	15200	21973	27723	34512	67987	72066
其他耗煤增速	31%	54%	172%	-33%	12%	23%	2%	5%	8%	17%	2.0%	6.0%
全国煤炭产量	271583	304989	26368.3	46235.5	73140.6	100811	128022	157714	186905	217043	332629	374421
煤炭产量增速	7.6%	12.3%	62.6%	31.1%	28.6%	27.2%	23.8%	20.6%	19.3%	19.1%	9.1%	12.6%
环比单月产量	26344	41868	26368	19867	26905	27670	27211	29692	29191	30138		
年初库存	14905	19065	15251	15251	15251	15251	15251	15251	15251	15251	15251	18295
年末库存	19065	15251	15834	18346	17743	17846	19280	20391	21535	20647	18295	18721
库存产量比	7.0%	5.0%	60.1%	39.7%	24.3%	17.7%	15.1%	12.9%	11.5%	9.5%	5.5%	5.0%
社会库存增速	27.9%	-20.0%	-7.2%	13.5%	14.7%	14.1%	19.9%	21.4%	27.5%	22.8%	8.8%	2.3%
社会库存变动	4160	(3814)	583	3095	2492	2595	4029	5140	6284	5396	3043	426
进出口净增量	(476)	10344	1426	2575	3871	5058	6011	7095	8264	9369	12000	4000
全国煤炭总供给	266947	319146	27211	45715	74520	103275	130004	159669	188885	221016	341585	377994
全国煤炭总需求											342502	369067
供需缺口（+/-）											(917)	8927

资料来源：Data Stream，CEIC，Bloomberg，中信建投证券研究发展部



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。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

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

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。