

煤炭行业

2010 年 10 月 21 日

谨慎看好

相关研究：

经济转型与变革期的煤炭行业——2010

下半年投资策略

政策至需求，华丽的转身——2010 煤炭行业投资策略 091212

一年中煤炭需求绽放的季节——09 年四

季度投资策略 090930

政策护航，期待整合更大进展——09 下半

年投资策略 090620

消费淡季，抑或还是投资时机？——二季

度投资策略 0903

需求有好转迹象，把握不同煤种投资机会

090324

分析师

张红兵

执业证书编号：S0760209090157

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市海淀区大柳树路富海大厦 808

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

需求预期向好提升估值空间

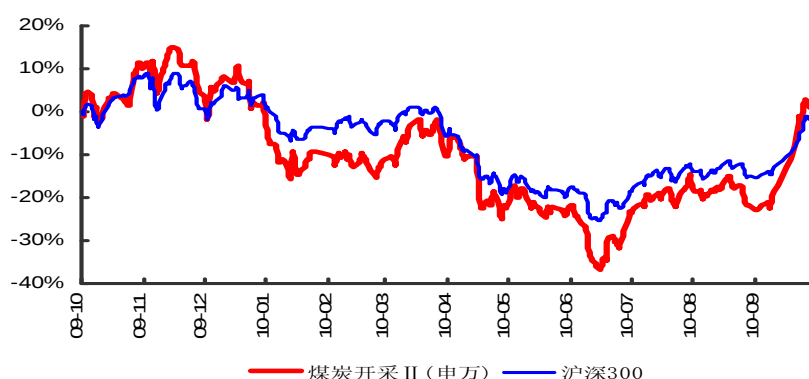
——2010 年冬季煤炭行业投资策略

行业研究/行业策略

投资要点：

- **煤炭盈利增速下滑但不改增长趋势。**1-8 月利润增速从 1-5 月的 80.92%下滑至 65.15%，虽然 6-8 月是煤炭消费的旺季，但 6-8 月月均收入环比仅增长 5%，利润却环比下降 1.26%，煤炭销售利润率及毛利率都呈现小幅下降，我们认为增速下滑符合预期，在煤炭产量增长及明年价格还将上调的背景下，我们认为明年行业利润增速在 20%以上。
- **煤炭需求预期向好。**我们认为经济逐渐见底、以及“十二五”开局之年利好煤炭需求，在九月份大规模的停电限产后，钢铁行业产量最坏时期已经过去，水电发电减少及冬季供暖用煤增加，电力行业耗煤量也在增加，煤炭需求度过了艰难时刻，煤炭需求预期逐渐向好，而且在安全的制约下煤炭供给相对稳定，未来 3-6 个月内煤炭供需环境支撑煤价上涨。
- **煤价进入上行通道。**煤价在经过第三季度的调整，在需求预期向好及供给相对稳定的情况下，10 月份我们认为煤炭价格进入上升通道，而且电力体制的改革以及节能减排的推进也都支撑煤炭价格上涨，前段时间受到一定程度压制的焦煤价格可能表现相对较好；今年动力煤合同价我们预计在 600 元/吨以上，涨幅 5%以上；在天然气价格上涨以及农产品上涨的背景下，无烟煤价格我们维持前期判断。
- **投资策略：**目前煤炭股的相对估值水平回到历史均值水平，在需求预期向好及弱势美元的背景下，煤炭股的估值水平还有提升空间，我们认为 2011 煤炭股 PE 有望提升到 25X。建议关注资产注入预期强烈，及自身产量增速较快及明显受益于价格上涨的公司，关注西山煤电、神火股份、国阳新能、兰花科创、潞安环能、山煤国际、冀中能源、中国神华。

一年煤炭股和大盘走势比较



目 录

一. 行业增速下滑, 但不改增长趋势	4
二. 需求预期逐渐好转	5
2.1 钢铁产量最坏时期过去, 明年上半年可能会迎来报复性反弹	5
2.2 火力发电逐渐发力	7
2.3 铁路港口中转显示煤炭需求较活跃	9
2.4 经济逐渐见底, “十二五” 开局, 利好煤炭需求	9
三. 整合及安全确保未来一年供给不会急剧增加	10
3.1 原煤产量稳步增长	10
3.2 安全因素伴随产量释放	10
3.3 新疆纳入煤炭基地, 西强东弱进一步强化	11
3.4 净进口将突破去年	12
四. 煤价进入上行通道	13
五. 四季度及一季度投资策略	15
5.1 煤炭股历年走势	15
5.2 今年煤炭股走势	15
5.3 估值水平还有提升空间	16
5.4 投资建议	17
5.5 主要上市公司盈利预测表	18
六. 风险因素:	19

图目录

图 1: 煤炭和电力利润总额	4
图 2: ROE 变化	4
图 3: 煤炭销售利润及成本费用利润率	5
图 4: 煤炭收入及成本增速	5
图 5: 毛利率变化趋势	5
图 6: 季月均收入及利润环比增长	5
图 7: 钢材库存	6
图 8: 生铁产量及增速	6



图 9: 钢材价格恢复性上涨.....	7
图 10: 房地产投资及新开工面积增速	7
图 11: 铁矿石价格.....	7
图 12: 亚洲主要国家钢铁产量	7
图 13: 火电发电量及同比增长.....	8
图 14: 发电量及火电占比	8
图 15: 铁路发运量及增速.....	9
图 16: 港口发运量及增速	9
图 17: 季度 GDP 增速	10
图 18: 贸易顺差及当月同比	10
图 19: 原煤产量及同比增长.....	10
图 20: 国有重点及非国有重点煤炭产量.....	10
图 21: 山西省原煤产量.....	11
图 22: 重点整合矿产量稳步攀升	11
图 23: 主产省份产量占比.....	12
图 24: 国有重点煤矿产量占比	12
图 25: 煤炭进口量及累计同比.....	12
图 26: 煤炭出口量及累计同比	12
图 27: 澳大利亚煤炭价格走势.....	13
图 28: 秦港煤价走势	13
图 29: 市场价与合同煤差价.....	13
图 30: 主要城市焦煤及焦炭价格.....	14
图 31: 主要城市焦煤与焦炭差价	14
图 32: 喷吹煤价格走势.....	14
图 33: 无烟煤价格走势	14
图 34: 2000—2004 煤炭股走势	15
图 35: 2005—2010 煤炭股走势	15
图 36: 中国神华 A-H 比及均值.....	16
图 37: 兖州煤业 A-H 比及均值.....	16
图 38: 中煤能源 A-H 比及均值.....	16
图 39: 香港恒生 A-H 溢价指数.....	16
图 40: 市盈率相对 A 股估值比较	17
图 41: 市净率相对 A 股估值比较	17
图 42: 煤炭股投资逻辑	17

表目录

表 1: 各年生铁产量环比变化.....	6
表 2: 历年煤价上涨时间.....	8
表 3: 耗煤高峰发电量比较.....	8
表 4: 年初以来各行业各月涨幅比较.....	15
表 5: 主要上市公司盈利预测表.....	18

经过了7月份估值修复，8、9月份的盘整，进入10月份，正如我们下半年策略报告中认为的四季度是煤炭行业投资时机，煤炭行业在内外环境的支撑下终于爆发了，展望未来3-6个月，我们认为煤炭行业在需求预期向好，供给不会急剧变化，弱势美元及货币宽松政策下是比较好的投资标的。

一. 行业增速下滑，但不改增长趋势

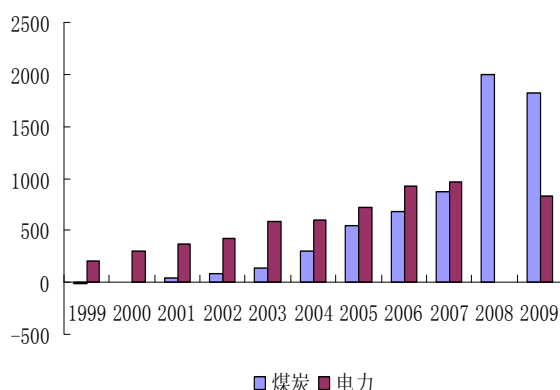
我们在下半年策略报告中认为：2010年的上半年是煤炭行业利润增速继08年后的另一个高点，收入及利润增速将逐步下滑。1-8月份的数据相比1-5月的数据也确实验证了我们的观点。

1-8月利润增速从80.92%下滑至65.15%，虽然6-8月是煤炭消费的旺季，但6-8月均收入环比仅增长5%，利润却环比下降1.26%，煤炭销售利润率及毛利率都呈现小幅下降。

由于去年下半年经济已经逐渐恢复，去年基数已比较高，利润增速下滑属于正常现象，虽然有节能减排对煤炭行业的影响，但我们延续我们之前的观点，煤炭行业利润增速下滑，但还处于增长之中。

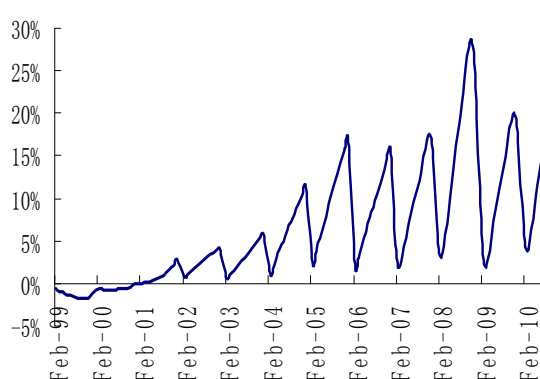
展望“十二五”规划的第一年，我们认为在煤炭产量继续增长，煤炭价格上涨的背景下，明年煤炭行业的增速在20%左右。

图 1: 煤炭和电力利润总额



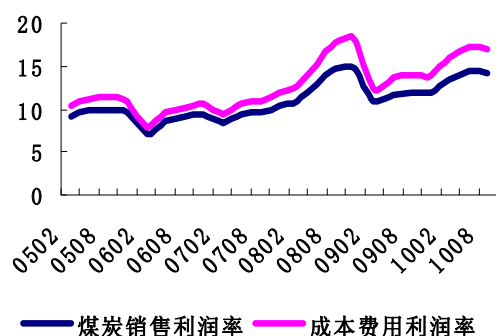
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2: ROE 变化



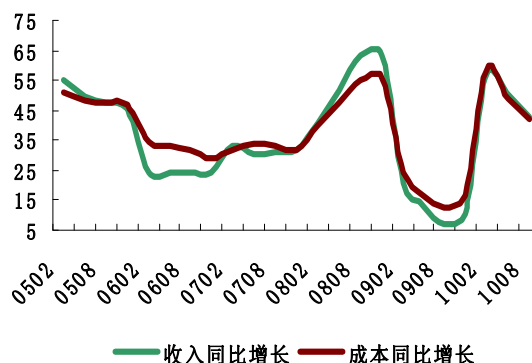
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3: 煤炭销售利润及成本费用利润率



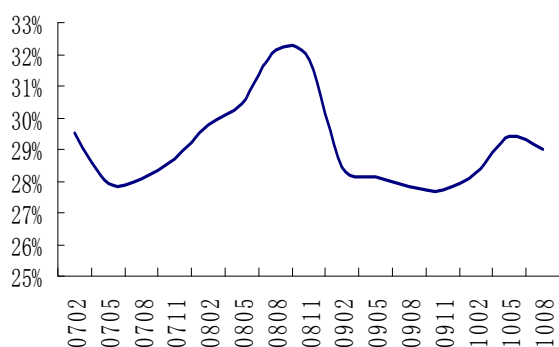
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 4: 煤炭收入及成本增速



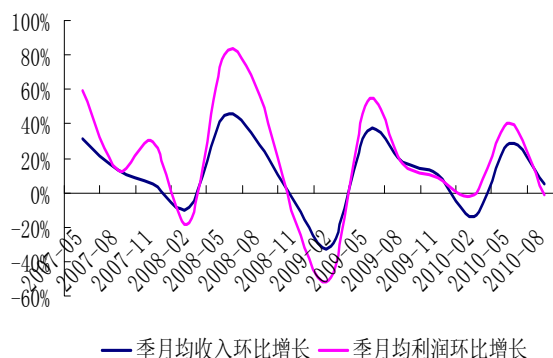
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 5: 毛利率变化趋势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 6: 季月均收入及利润环比增长



数据来源: wind, 山西证券研究所

二. 需求预期逐渐好转

在下半年策略报告中我们认为影响下半年煤炭需求的几个因素：一是房地产政策调控，导致房地产施工面积下降，从而降低煤炭需求；二是下半年节能减排压力较大，一部分高耗能产业将会被限产。现在已经进入四季度，我们认为煤炭需求最坏的预期已经过去，煤炭需求预期正逐渐好转。

2.1 钢铁产量最坏时期过去，明年上半年可能会迎来报复性反弹

下半年策略报告中我们认为下半年生铁产量与去年基本持平，实际情况是6-8月产量确实与去年持平，7、8月份产量甚至小幅下降，9月份各地区由于节能减排压力的存在，纷纷停电限产，尤其高耗能产业地区，在

这段时间钢铁行业库存也在小幅下降，钢材价格小幅攀升，我们认为进入四季度节能减排的压力正逐渐减小。

自四月份房产调控以来，人们担心房地产新开工面积会下降，从而引起钢铁等产品需求的下降，但政策实施以来房产投资以及新开工面积仍在高位运行，且房地产价格仍在上涨，这也引起了新一轮的限购令以及保障性住房建设的加快，我们认为房地产调控对钢铁行业的影响正逐渐减小。

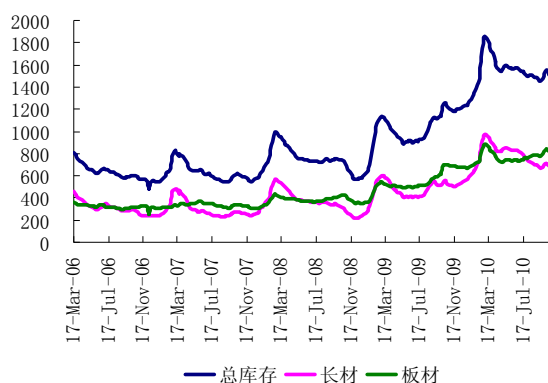
今年节能减排目标完成后，在今年下半年受到限产影响的企业在明年一、二季度可能会迎来报复性增长，我们认为钢铁行业产量正处于逐渐恢复期。

表 1：各年生铁产量环比变化

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
一季度	3326	3925	4475	5656	7220	8978	10813	11716	12147	14939
二季度	3605	4203	4951	5771	8210	10283	11743	12770	13459	15366
环比	8.37%	7.09%	10.63%	2.03%	13.71%	14.53%	8.60%	8.99%	10.79%	2.85%
三季度	3699	4282	5183	6415	8376	10446	11999	11957	14574	14463
环比	2.62%	1.86%	4.68%	11.17%	2.03%	1.59%	2.18%	-6.36%	8.28%	-5.87%
四季度	3772	4463	5468	7156	8926	10832	12137	10388	13881	
环比	1.98%	4.25%	5.50%	11.55%	6.56%	3.70%	1.16%	-13.13%	-4.75%	

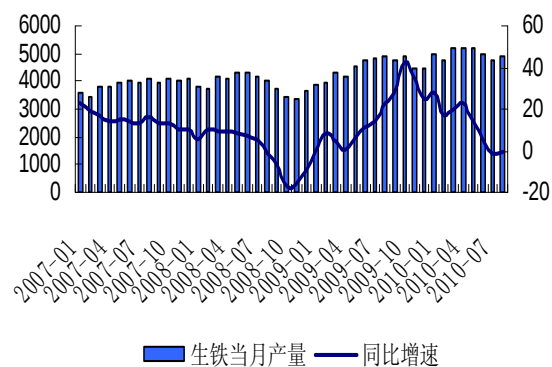
数据来源：WIND, 山西证券研究所，

图 7：钢材库存



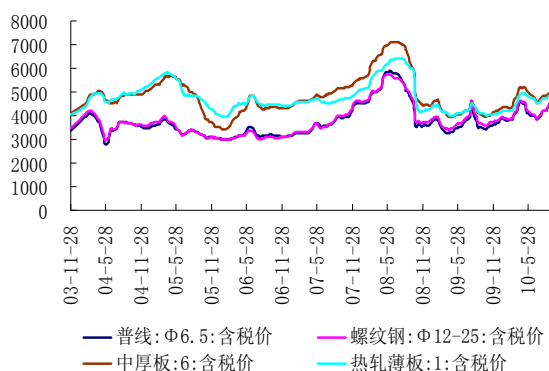
数据来源：我的钢铁网，山西证券研究所

图 8：生铁产量及增速



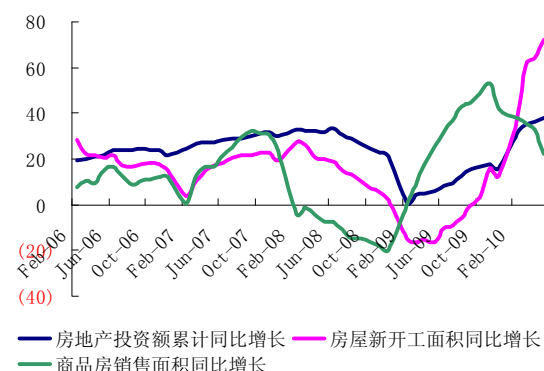
数据来源：wind，山西证券研究所

图 9: 钢材价格恢复性上涨



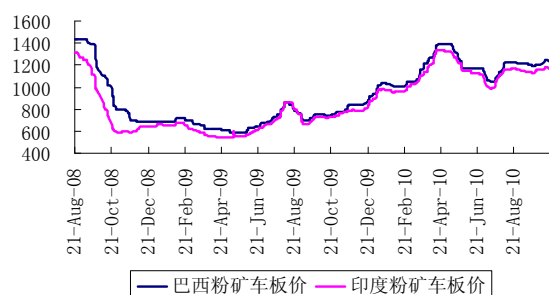
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 10: 房地产投资及新开工面积增速



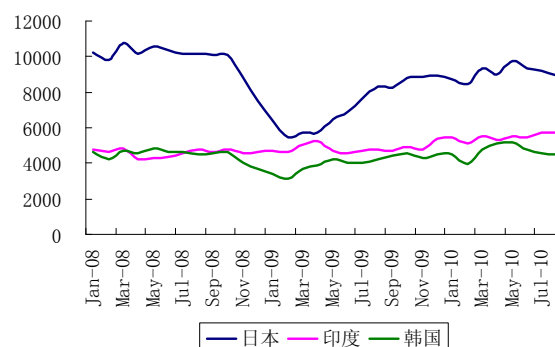
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 11: 铁矿石价格



数据来源: 我的钢铁网, 山西证券研究所

图 12: 亚洲主要国家钢铁产量



数据来源: 世界钢铁协会, 山西证券研究所

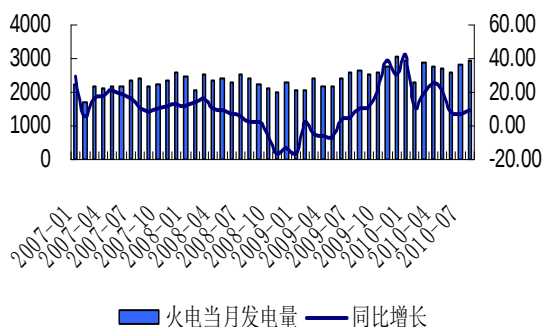
2.2 火力发电逐渐发力

2.2.1 水力发电及节能减排影响正逐渐减小

我们在下半年投资策略报告中认为6—12月火力发电比去年同期增长在3%左右, 月均火力发电2700亿千瓦时。从7、8月耗电高峰来看, 7月份火力发电2809亿千瓦时, 8月份是2951亿千瓦时, 基本符合预期。同时由于水力发电较多, 火电占比在7月份只占到74.39%, 这是历史最低值, 耗电高峰期8月份火电比3月份只增长了2%左右, 而同期发电量却增长了16%, 这也是今夏旺季不旺的主要原因。

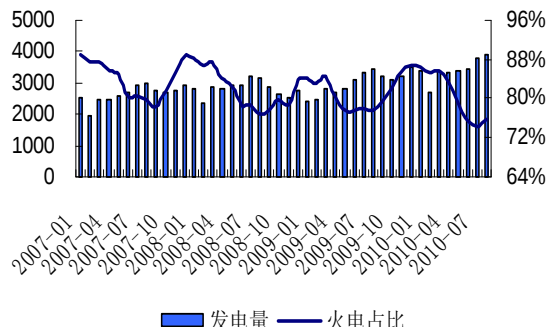
进入冬季, 我们认为耗煤量将增加, 一是现在正往枯水期过度, 水力发电增速将下滑, 从而火力发电将会增加; 二是节能减排影响减小, 大规模的停电限产出现概率较小; 三是冬季供暖耗煤。

图 13: 火电发电量及同比增长



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 14: 发电量及火电占比



数据来源: wind, 山西证券研究所

2.2.2 天气因素影响发电量及用电量，关注天气对煤价影响

回忆去年年底至目前的两次煤价上涨，一次是在去年 10 月份后，这是全国普遍提前降雪，第二次是 3 月末，这是因为南方干旱造成水力发电贡献较少，从而使煤价提前结束下跌，进入上升通道，这两次都有天气及工业活动叠加的因素。

表 2: 历年煤价上涨时间

年份	煤价开始上涨时间点
2007	5 月 28
2008	4 月 28
2009	4 月 13
2010	3 月 29

数据来源: wind, 山西证券研究所

因此天气因素已成为影响煤炭需求的重要变量，同时也影响着煤炭供给及运输。回顾往年，正常年份每年冬季与夏季的发电量基本持平或小幅下降，但 2009 年末 2010 年年初发电量比 2009 年夏季增长 3% 左右，除了经济活动特别比较活跃外，另一方面是冬季比较寒冷，导致发电量上升，从而也导致了煤价的上涨。

表 3: 耗煤高峰发电量比较

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
7、8	2368	2580	2914	3400	3820	4341	5088	5905	6356	6788
12、1	2230	2630	2890	3190	3846	4310	5086	5779	5173	6891
全年平均	1094	1184	1342	1526	1762	1998	2291	2650	2827	3018
7-8 月比平均增长	8.2%	8.9%	8.6%	11.4%	8.4%	8.6%	11.0%	11.4%	12.4%	12.5%

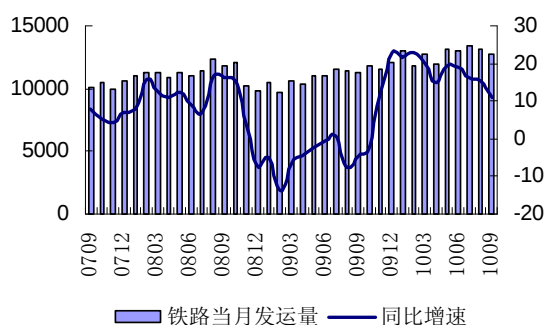
12、1 比平均增长 1.9% 11.0% 7.7% 4.6% 9.2% 7.9% 11.0% 9.0% -8.5% 14.2%

数据来源：wind，山西证券研究所

有媒体报道今年冬季是千年一遇的寒冷，我们姑且不讨论是否是千年一遇，但我们都见证过天气对煤价的影响，因此我们建议投资者积极关注天气变化引起的煤炭需求变化。

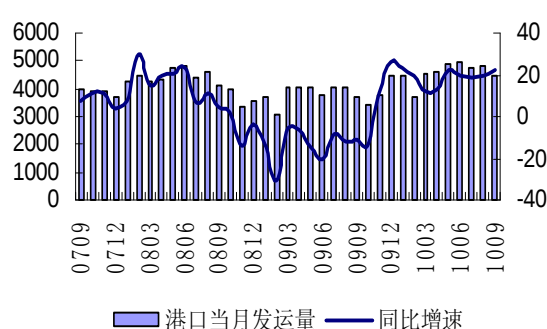
2.3 铁路港口中转显示煤炭需求较活跃

图 15: 铁路发运量及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 16: 港口发运量及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

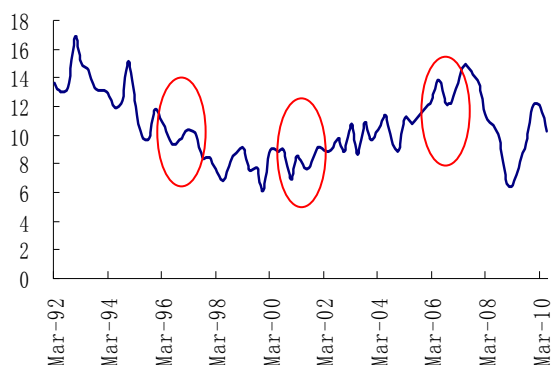
1-9 月份铁路发运量 11.48 亿吨，同比增速 33.6%，港口发运量 4.1 亿吨，同比增速 19.8%，铁路及港口发运量增速都高于煤炭及下游行业增速，虽然煤炭及下游需求增速下滑，火电及钢铁增速回落到个位数，但港口及铁路发运量依然维持在两位数以上，虽然有 9 月份节能减排压力的影响，但铁路发运及港口中转都显示煤炭需求良好。

2.4 经济逐渐见底，“十二五”开局，利好煤炭需求

我们宏观组认为本轮经济应该在四季度或明年一季度见底，然后经济进入下一个增长周期中，且明年是“十二五”开局之年，以往五年计划开局之年经济增速都呈上升态势，因此我们相对看好明年经济。

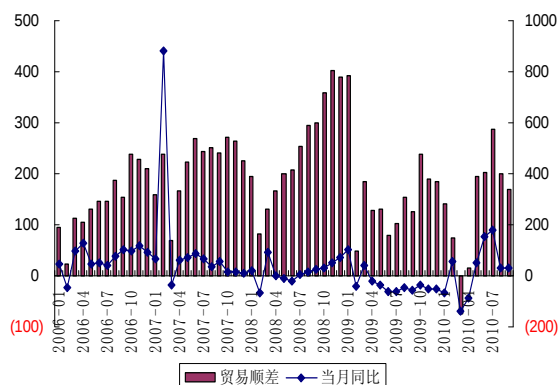
在拉动经济增长的三架马车中，出口受制于外围经济的恢复情况，且人民币升值压力较大，消费观念短期内又不会出现急速变化，因此短期经济增长还要靠投资，因此我们相对看好明年的煤炭需求。

图 17: 季度 GDP 增速



数据来源：统计局，山西证券研究所

图 18: 贸易顺差及当月同比



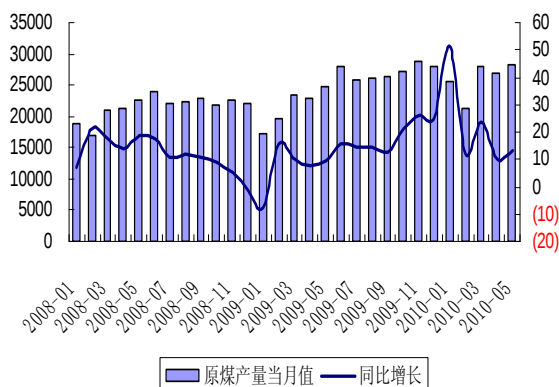
数据来源：wind，山西证券研究所

三. 整合及安全确保未来一年供给不会急剧增加

3.1 原煤产量稳步增长

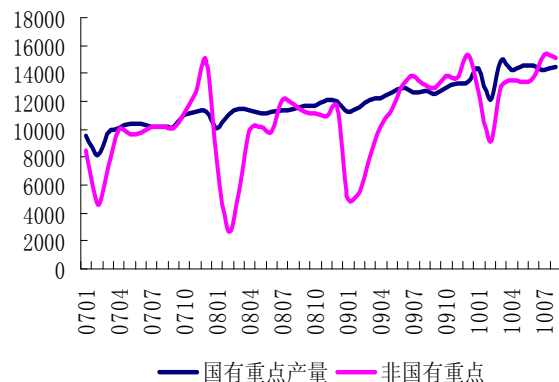
前 8 月原煤产量 21.65 亿吨，同比增长 18.1%，而同期主要下游行业产量增速是粗钢 12.58%，电力是 18.18%，原煤产量下滑幅度小于下游行业，这也是旺季不旺的主要原因。

图 19: 原煤产量及同比增长



数据来源：统计局，山西证券研究所

图 20: 国有重点及非国有重点煤炭产量

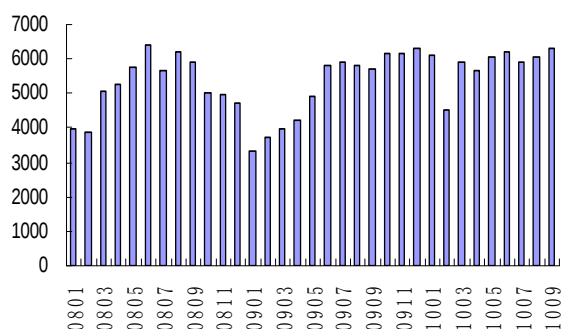


数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 安全因素伴随产量释放

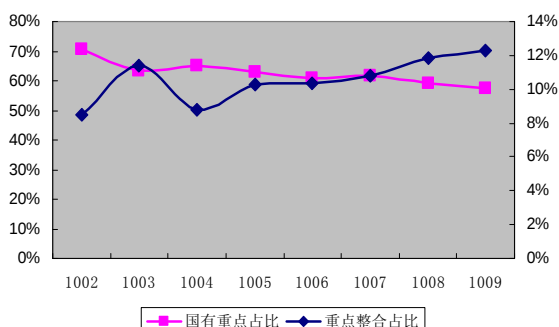
随着小煤矿的逐步淘汰，安全事故依然没有直线下降，各地屡有事故发生，前段时间安监总局要求煤矿领导必须带班下井，但这并没有从根本上遏制事故的发生，我们认为中国煤矿的安全投入仍要维持较长时间，而在这期间整合煤矿的产量释放是稳步增加的过程。

图 21: 山西省原煤产量



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

图 22: 重点整合矿产量稳步攀升



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

在下半年策略报告中我们认为上半年山西省产量释放是低于预期的, 认为下半年山西产量将会提速, 下半年月均产量应该在 6200 万吨左右, 环比去年下半年应该在 4% 左右。实际数据是 6-9 月份月均产量为 6127 万吨, 基本符合我们预期, 重点整合的煤矿产量从年初的 382 万吨逐渐增长到 776 万吨, 占全省产量的比例从 8.47% 攀升至 12.31%, 近几月相对稳定, 维持在 700 万吨左右, 我们认为山西省小煤矿产量还没进入释放高峰期, 四季度及明年上半年产量依然会相对稳定。

3.3 新疆纳入煤炭基地, 西强东弱进一步强化

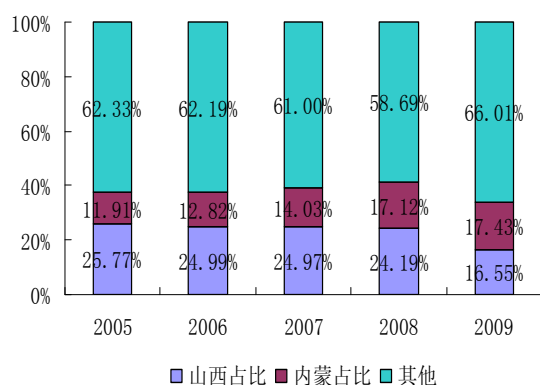
在煤炭开采区域从东部向西部逐渐转移的过程中, 煤炭开采集中度也越来越高, 西部地区陕西、内蒙以及未来的新疆煤炭开采正方兴未艾, 内蒙近两年的产量增速都在 30% 以上, 山西以及内蒙两省的产量已经从 2005 年的 37% 已经提高到 43%, 如果山西省煤矿技改完成后, 产能集中度还将越来越高, 而东部区域随着资源的匮乏, 其对市场的影响力也将越来越小。

随着山西省资源整合的经验推向全国, 全国国有重点煤矿产量占比也将逐渐提高, 大企业, 大集团将成为整合的模版。未来煤炭行业的两个变化是:

一是: 主要开采区域转向西部, 煤炭市场将分割成“三西”的生产区域, 以及“东部”的消费区域, 而且这种划分越来越明显, 因此连接这两个区域的铁路、公路以及水路交通将显得尤为重要。

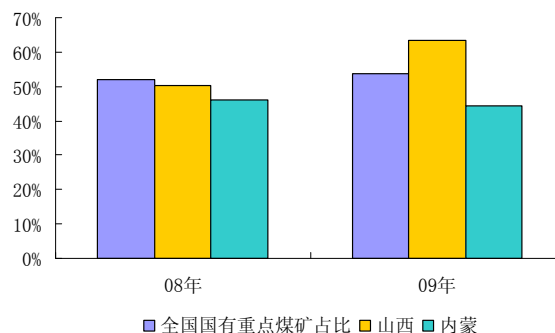
二是: 大型企业产量集中度越来越高。

图 23: 主产省份产量占比



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

图 24: 国有重点煤矿产量占比



数据来源: wind, 山西证券研究所

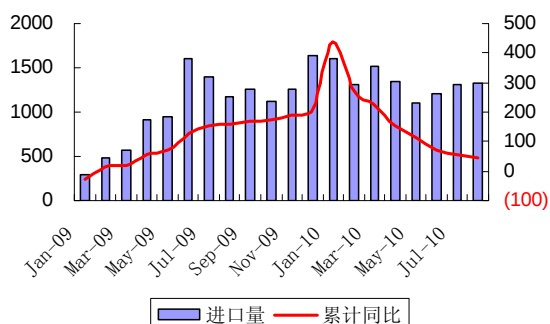
这两种变化将使煤炭企业在销售谈判中的优势逐渐强化,而且连接生产以及消费的运输途径,受天气因素等影响明显,如果煤炭储存场地建设滞后,且不能发挥应有的作用的话,煤炭企业的优势将越来越明显。

随着国家将新疆纳入煤炭基地建设,国内重点建设的大型煤炭基地上升为 14 个,即为神东、晋北、晋东、蒙东、云贵、河南、鲁西、晋中、两淮、黄陇、冀中、宁东、陕北、新疆。未来主要增长潜力在新疆等西部区域,东部资源将越来越匮乏。

3.4 净进口将突破去年

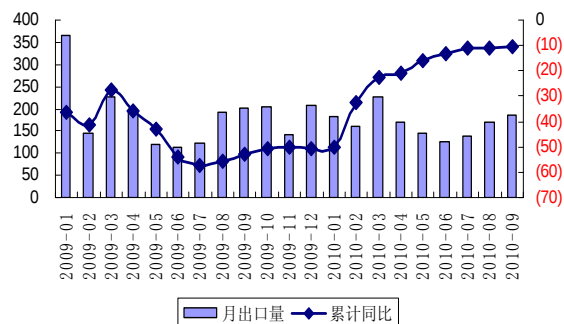
从 5 月份以来进口环比逐月上升,1-8 月净进口已达 9369 万吨,今年净进口超过去年已不成问题。进口每月维持在 1300 万吨左右,再大幅增加的的概率也比较小,如果大幅增幅必将抬高国际煤炭价格,从而对国内煤价形成支撑。

图 25: 煤炭进口量及累计同比



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 26: 煤炭出口量及累计同比

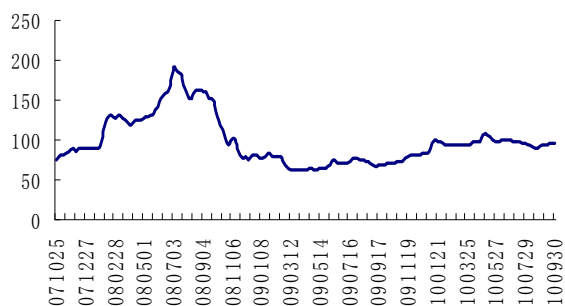


数据来源: wind, 山西证券研究所

四. 煤价进入上行通道

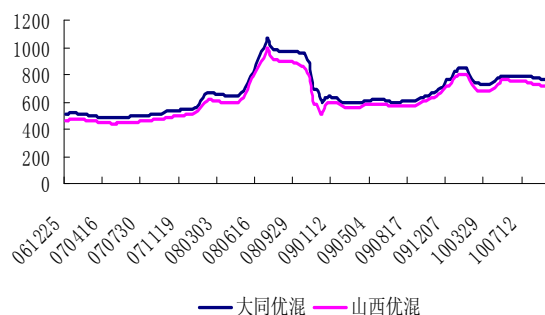
下半年策略报告中我们相对看好无烟煤价格，实际情况确实是无烟煤价格表现较好，通过比较供需，我们认为 10 月份后煤价进入上行通道，而且电力体制的改革以及节能减排的推进也都支撑煤炭价格上涨，前段时间受到一定程度压制的焦煤价格可能表现相对会更好。

图 27: 澳大利亚煤炭价格走势



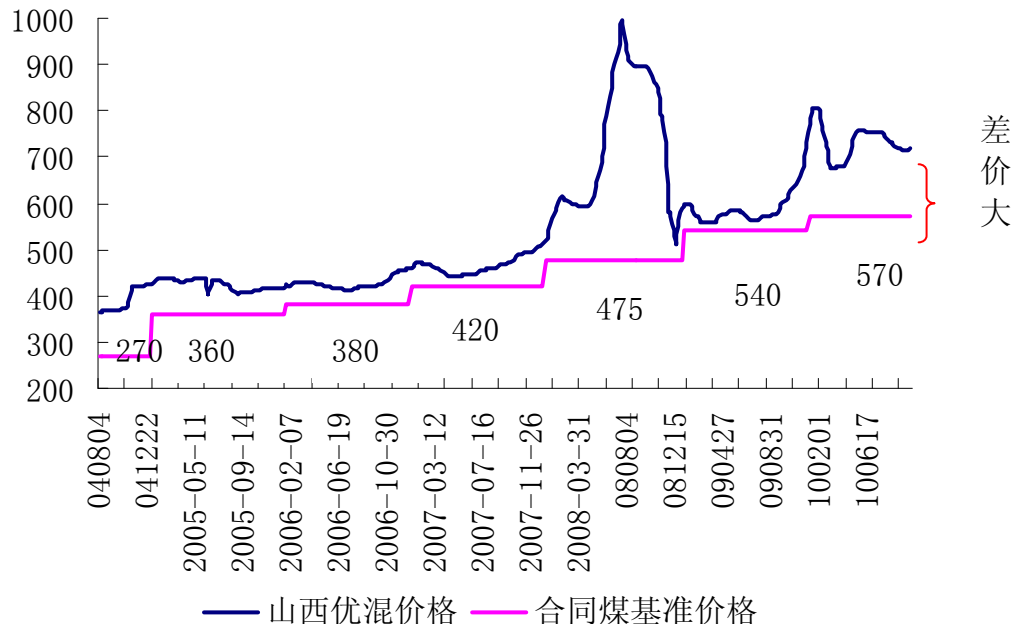
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 28: 秦港煤价走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

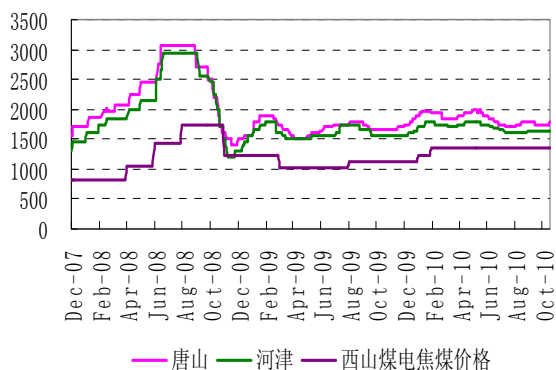
图 29: 市场价与合同煤差价



数据来源: wind, 山西证券研究所

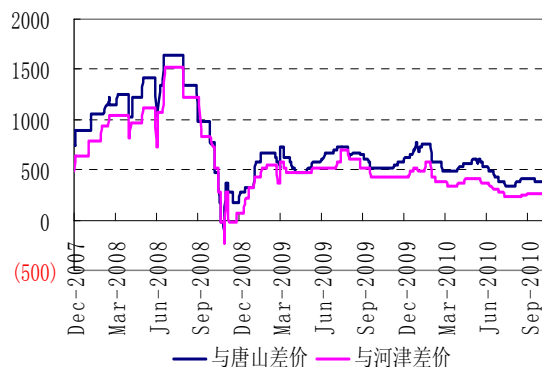
去年签订的动力煤合同价格是 570 元/吨，而现在市场价格是 720 元/吨左右，今年均价也在 735 元/吨左右，因此今年合同煤价格上涨是大概率事件，今年合同价我们预计在 600 元/吨以上。

图 30:主要城市焦煤及焦炭价格



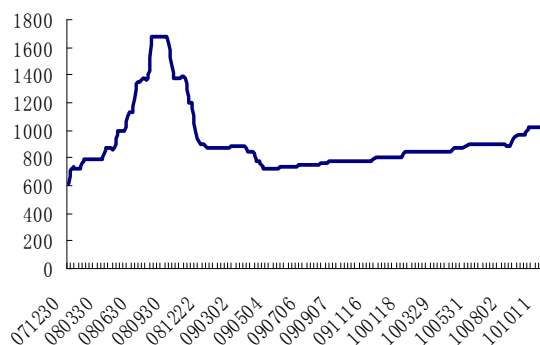
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 31: 主要城市焦煤与焦炭差价



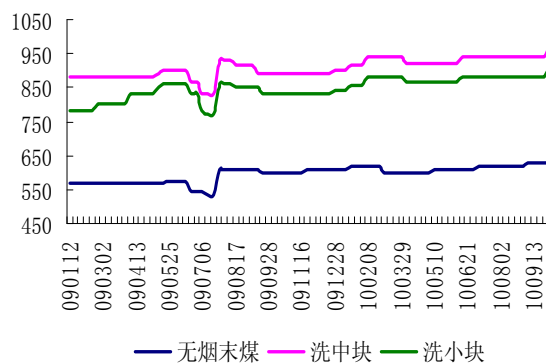
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 32:喷吹煤价格走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 33: 无烟煤价格走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

焦煤与主要焦炭的差价既创下了新低后，近期有所反弹，而且近期喷吹煤价格的上涨也为焦煤价格的上涨提供了有利条件，我们也预期焦煤价格进入上行空间。

在天然气价格上涨以及农产品价格上涨的背景下，无烟煤价格我们维持前期判断。

五. 四季度及一季度投资策略

5.1 煤炭股历年走势

统计历年煤炭股走势，我们发现煤炭股一般上半年走势比较好，下半年四季度表现也相对较好。

图 34：2000—2004 煤炭股走势

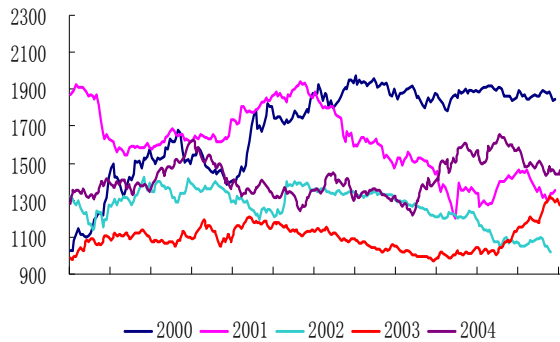
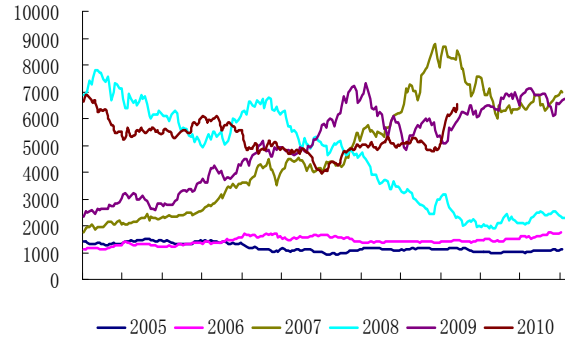


图 35：2005—2010 煤炭股走势



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

5.2 今年煤炭股走势

上半年煤炭行业走势比较疲软，除了 3 月份及 4 月份跑赢大盘外，煤炭行业整体都处倒数，上半年煤炭行业累计跌幅 38.02%，居倒数第二位。上市公司除国际实业外，跌幅都比较大。

进入下半年，三季度煤炭行业表现中等，尤其以 7 月份涨幅最大，四季度以来，煤炭行业在需求预期转好及美元贬值的背景下，煤炭行业表现抢眼，行业涨幅第一。

表 4：年初以来各行业各月涨幅比较

申万一级行业	2 月涨幅	3 月涨幅	4 月涨幅	5 月涨幅	6 月涨幅	7 月涨幅	8 月涨幅	9 月涨幅	10 月涨幅
食品饮料	0.35	(1.53)	(6.55)	(5.45)	(4.36)	12.22	11.59	8.02	1.60
公用事业	5.07	0.95	(5.34)	(10.73)	(9.34)	8.01	0.49	(0.63)	7.90
医药生物	5.90	(1.46)	5.92	(2.59)	(15.36)	10.11	12.73	6.62	(0.64)
农林牧渔	5.48	(1.24)	(3.58)	(8.44)	(13.41)	10.60	13.28	6.43	6.74
黑色金属	3.58	(1.63)	(12.19)	(9.33)	(11.76)	12.80	(0.81)	1.16	11.56
建筑建材	4.28	2.40	(11.79)	(9.55)	(9.27)	15.86	9.88	(1.34)	7.41
信息服务	1.43	0.42	(6.42)	(13.24)	(7.37)	7.50	2.63	2.11	3.21
商业贸易	5.28	0.22	(5.91)	(9.33)	(7.83)	11.97	12.35	3.55	0.30
交通运输	4.92	0.50	(8.08)	(12.95)	(10.54)	11.11	0.10	(2.65)	14.97
金融服务	0.98	4.50	(8.78)	(6.34)	(6.11)	5.68	(5.46)	(3.46)	21.27

沪深 300	2.42	1.95	(8.89)	(9.37)	(10.08)	10.68	1.20	0.71	18.16
信息设备	4.69	1.39	(4.54)	(11.31)	(13.55)	11.43	7.70	3.40	4.39
化工	1.50	3.20	(12.14)	(12.31)	(13.17)	11.53	0.94	1.87	9.90
轻工制造	5.74	2.67	(6.33)	(13.30)	(12.65)	12.18	5.48	5.11	6.59
家用电器	7.39	2.44	(14.66)	(7.72)	(7.88)	14.78	4.80	(1.55)	12.64
机械设备	4.18	3.91	(5.37)	(8.83)	(13.11)	14.12	9.62	3.89	13.52
纺织服装	6.70	4.51	(9.90)	(10.69)	(9.83)	13.93	8.63	(1.02)	3.70
电子元器件	4.12	9.39	(1.17)	(9.48)	(13.37)	12.20	11.92	1.66	1.43
餐饮旅游	8.12	1.65	(7.95)	(13.53)	(7.61)	13.43	12.72	(0.77)	(1.46)
房地产	4.81	4.70	(18.99)	(10.91)	(9.08)	18.18	(1.95)	(3.99)	9.78
综合	11.72	3.47	(8.40)	(14.97)	(12.64)	15.05	7.59	2.62	7.13
交运设备	7.66	(0.78)	(8.80)	(10.08)	(10.50)	16.98	8.61	4.40	14.19
采掘	0.73	3.63	(4.51)	(10.86)	(17.26)	13.05	2.53	(0.24)	34.58
有色金属	2.73	2.38	(2.96)	(7.46)	(16.93)	9.80	11.37	14.35	22.26
煤炭开采 II	0.82	3.98	(4.68)	(11.02)	(18.27)	14.03	2.71	(0.52)	36.84

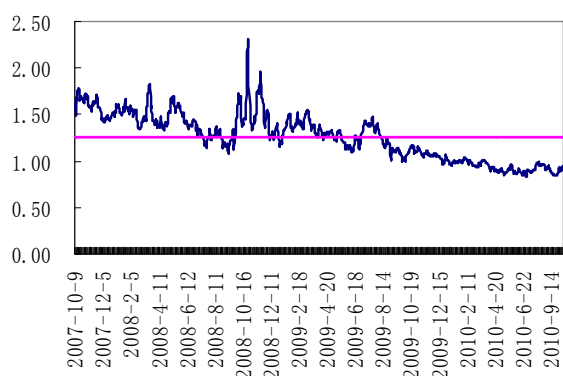
数据来源: wind, 山西证券研究所 (注: 除煤炭行业为申万二级行业外, 其余是申万一级行业), 数据截至 10 月 20 日

5.3 估值水平还有提升空间

兖州煤业 A-H 回到均值水平, 神华及中煤 A-H 近期虽有所反弹, 但仍处于均值水平以下。

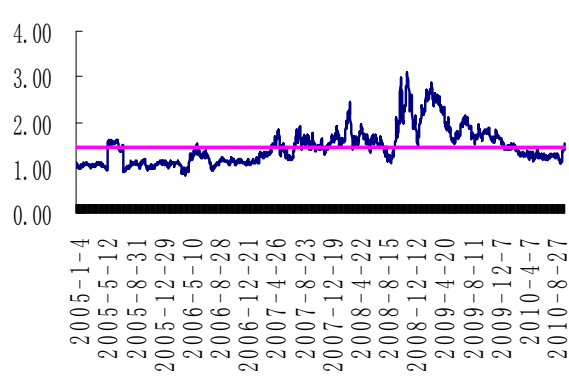
煤炭板块相对 A 股市盈率以及市净率回复到历史平均水平后有所提升, 在需求向好的背景下我们认为煤炭估值仍有提升空间。

图 36: 中国神华 A-H 比及均值



数据来源: wind, 山西证券研究所

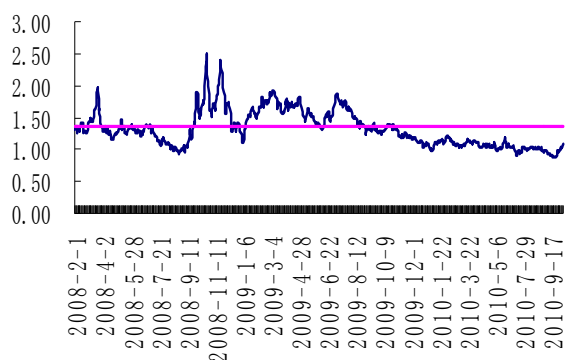
图 37: 兖州煤业 A-H 比及均值



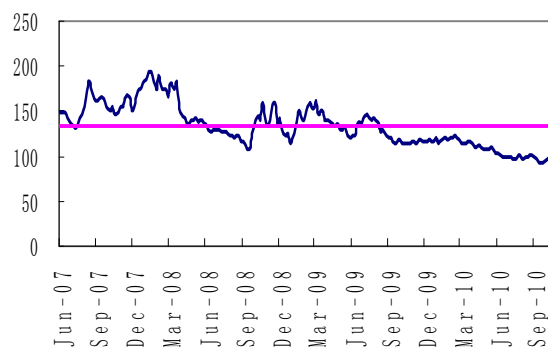
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 38: 中煤能源 A-H 比及均值

图 39: 香港恒生 A-H 溢价指数



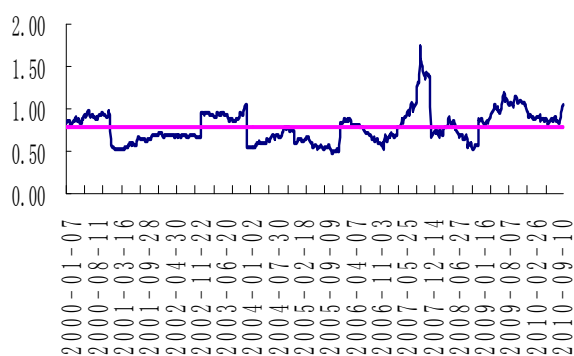
数据来源: wind, 山西证券研究所



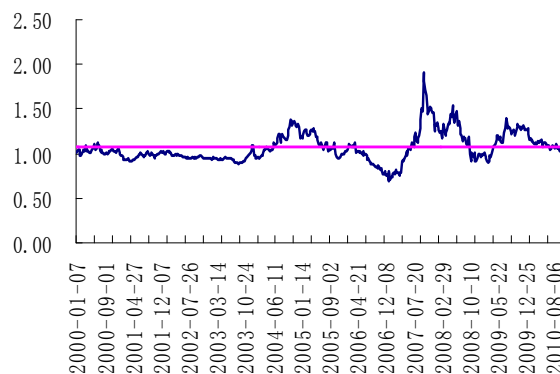
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 40: 市盈率相对 A 股估值比较

图 41: 市净率相对 A 股估值比较



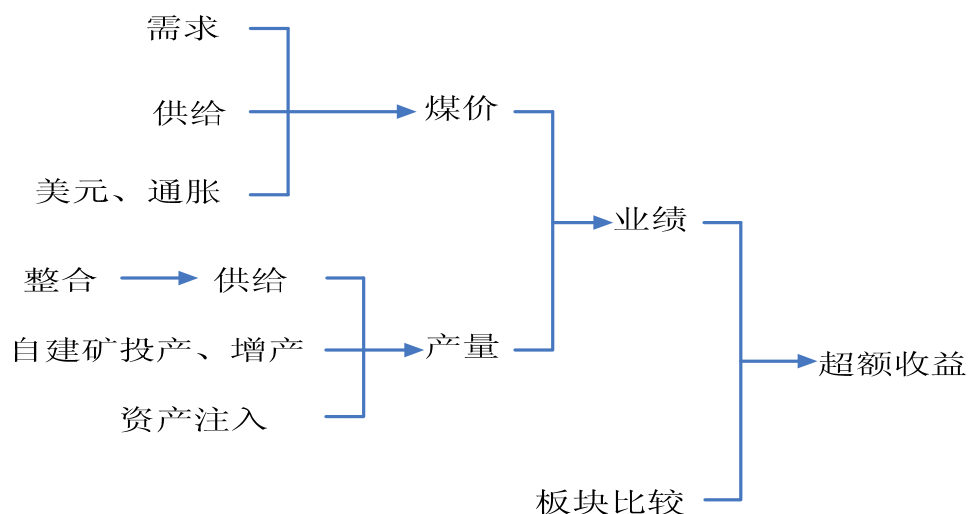
数据来源: wind, 山西证券研究所



数据来源: wind, 山西证券研究所

5.4 投资建议

图 42: 煤炭股投资逻辑



资料来源：山西证券研究所

在下半年策略报告及前期周报中我们就认为四季度是煤炭行业比较好投资时间点，进入 10 月份，煤炭股表现符合我们预期，但整体涨幅超过我们预期，这主要和外围经济以及需求预期向好有关，在美元贬值及大宗商品走强，及通胀预期的背景下，资源资产类商品仍有表现空间。我们认为 3-6 个月内煤炭仍是比较好的投资标的，通过前文的分析，概括起来支撑我们的理由有：一是我们认为进入冬储期，煤炭价格已进入上行区间，尽管幅度不会很大，且电价的改革有利于煤价上调；二是天气对煤价的影响越来越大，有媒体报道今年出现寒冬的可能性比较大，寒冷的天气有助于增加煤炭需求；三是前期的限电限产力度逐渐减弱，需求最坏预期已经过去，需求预期好转，明年又是十二五开局之年，提升需求预期；四是房产调控有保有压，鼓励加大保障性住房的供给，房地产施工面积增速仍维持在高位；五是美元贬值及大宗商品走强为煤炭提供支撑，总之煤炭需求预期正在向好的方向发展，而煤炭供给短期之内不会急剧变化，建议积极关注煤炭股，煤炭股 2011 年的估值水平有望提升到 25PE。

具体到公司，我们认为

- 一是明显受益于产量增长以及价格上涨的公司，如神火股份、西山煤电、兰花科创、兖州煤业、冀中能源；
- 二是有整合以及资产注入的企业，尤其关注山西省内的上市公司，如国阳新能、大同煤业、山煤国际、潞安环能、开滦股份，这条投资主线值得长期关注。

5.5 主要上市公司盈利预测表

表 5：主要上市公司盈利预测表

	2010-10-20	09EPS	10EPS	11EPS	09P/E	10P/E	11P/E	投资评级
中国神华	29.38	1.52	1.8	2.1	19.3	16.3	14.0	增持
中煤能源	12.89	0.5	0.65	0.83	25.8	19.8	15.5	中性
西山煤电	28.25	0.71	1.26	1.86	39.8	22.4	15.2	增持
兖州煤业	29.00	0.79	1.38	1.58	36.7	21.0	18.4	增持
大同煤业	23.82	0.89	0.95	1.06	26.8	25.1	22.5	中性
潞安环能	54.36	1.83	2.4	2.87	29.7	22.7	18.9	增持
国阳新能	30.30	0.77	1.07	1.26	39.4	28.3	24.0	增持
兰花科创	43.98	2.22	2.84	3.21	19.8	15.5	13.7	增持

冀中能源	38.76	1.39	2.07	2.36	27.9	18.7	16.4	增持
神火股份	29.90	0.57	1.33	1.62	52.5	22.5	18.5	增持
盘江股份	29.21	0.89	1.40	1.62	32.8	20.9	18.0	增持
国投新集	16.71	0.45	0.68	0.83	37.1	24.6	20.1	中性
开滦股份	20.35	0.67	0.82	1.03	30.4	24.8	19.8	中性
山煤国际	31.70	0.82	1.22	1.74	38.7	26.0	18.2	增持
昊华能源	44.89	1.04	2.10	2.32	43.2	21.4	19.3	中性
上海能源	33.75	1.31	1.74	1.88	25.8	19.4	18.0	增持
平均					32.6	21.8	18.2	

数据来源：山西证券研究所

六. 风险因素：

- 主产省份小煤矿复产超预期，从而导致煤炭价格下跌的预期。
- 资源税的征收，从而影响上市公司业绩下调，导致整体估值水平上升。
- 政策调控导致煤炭需求大幅下降的风险。
- 外围经济严重恶化的风险。
- 极端天气的出现。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5%~15%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。