

煤炭低估再现，12 月投资机会显现



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡（维持）
国家/地区	中国/A 股
报告日期	2010 年 11 月 24 日

吴杰	煤炭行业分析师
	8621-63325888 × 6068
	执业证书编号：S0860210070001

秦皇岛山西优混 5500KC 动力煤从 9 月底的 720 元/吨涨至 11 月 22 日的 800 元/吨，上涨 80 元，涨幅达到 11%，而秦皇岛库存仍在 600 万吨左右的低位，我们认为行业景气度非常良好，在近期煤炭股出现较大调整的情况下，建议布局煤炭行业。

行业趋势：煤价已然上涨，12 月经济回升更将推动煤价上涨

- 煤价连续上涨，库存处于低位。
秦皇岛大同 6000KC 煤炭价格相对 9 月底已经上涨了 13%至 865 元/吨，动力煤炭价格已经超过市场普遍预期，且随着冬季用煤旺季的到来，煤价还存在上涨动力。秦皇岛煤炭库存处于低位，只有 612 万吨，处于相对较低的位置，
- 国际国内煤价价差维持稳定，进口煤规模难再扩大，
目前的价差和 2005-2006 年基本持平，而 05，06 年中国煤炭是净出口的，未来增加进口的可能不大。
- 12 月经济回升概率较大
经过 9 月开始的拉闸限电，部分高耗能企业没有参加经营，同时也拉低了 10 月，11 月的经济表现，预计 12 月受拉闸限电影响的公司会更少，12 月煤炭需求相对 11 月更加旺盛，
- 4 季度煤价提升较多的仍是无烟煤公司，部分动力煤公司也开始表现，
在未来取暖需求增加的情况下，动力煤还存在向上的可能，另外，在经济回升的情况下，焦煤需求增强的情况也可能在 12 月开始显现，无烟煤公司仍然处在冬季旺季中，表现仍然最为抢眼。

煤炭股 PE 估值低于国际，相对小盘股也再现优势

从估值分析，随着股价大幅下挫，煤炭行业的下跌幅度较大，2010 年 A 股煤炭公司的整体 PE 估值已经低于国际煤炭公司，而 2011 年焦煤公司 PE 估值都已经低于国际公司，10 月份的风格转换时，上证小盘是煤炭行业 PE 估值的 2.7 倍，而目前该比值已经达到 2.6，而 5 年均值为 1.8。

投资建议：结合估值因素，我们维持行业看好评级，从 12 月开始到明年一季度，建议关注低估且未来煤价可能有突出表现的焦煤公司，以及四季度煤价表现较好的公司，我们推荐兰花科创（买入）。

风险因素：货币政策收紧；资源税开征。

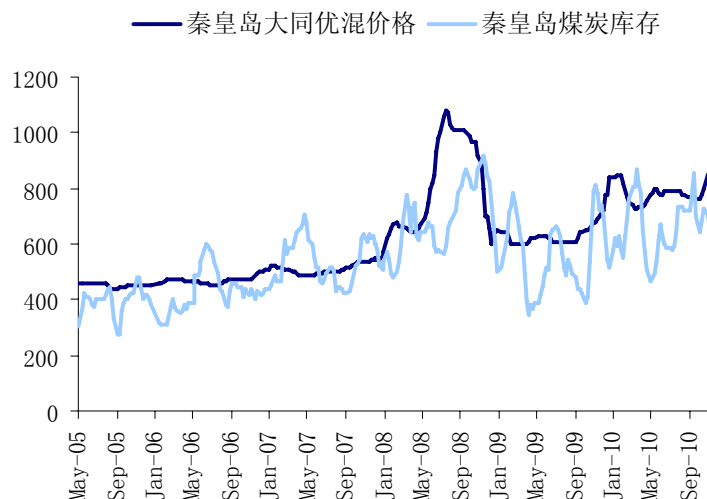
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

一、动力煤价格相对 3 季度末已经上涨 13%，库存却在低位

港口库存落到 600 万吨左右，处于相对较低的位置，而秦皇岛大同 6000KC 煤炭价格相对 9 月底已经上涨了 13% 至 865 元/吨，动力煤价格已经超过市场普遍预期，且随着冬季用煤旺季的到来，煤价还存在上涨动力。

图 1：秦皇岛大同优混价格和库存



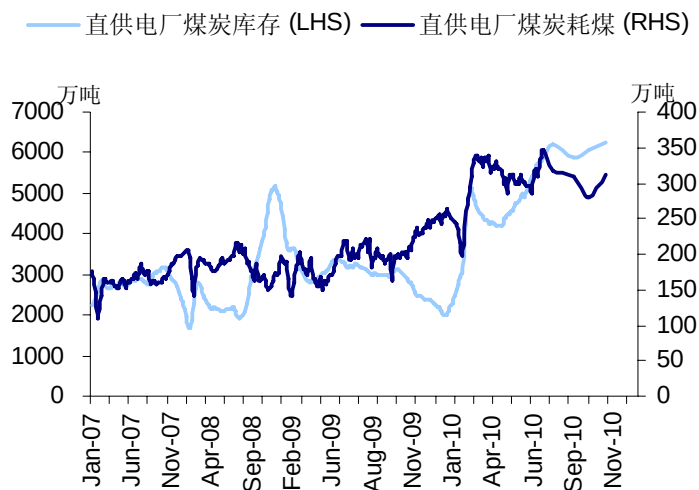
资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

虽然直供电厂库存较高，但往年冬储煤也都需要达到 20 天左右的量，由于今年整体天气入冬较晚，天气冷暖变化较快且幅度较大，很难说 20 天的电厂库存能保证将来的煤炭供给。

图 2：直供电厂煤炭库存和使用天数



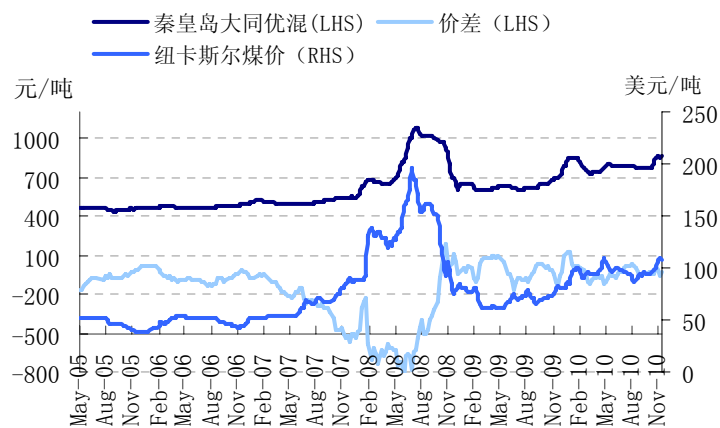
资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

图 3：直供电厂煤炭库存和煤耗


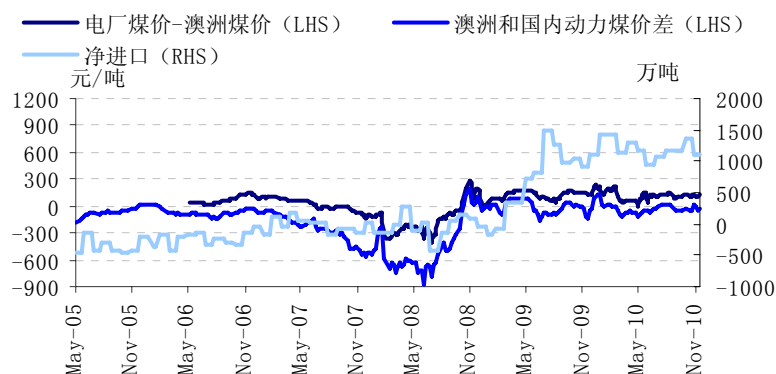
资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

二、进口煤再增加的可能较小

目前的价差水平已经上涨到 2005-2006 年的水平，而 05、06 年中国煤炭是净出口的，且从近段时间的趋势看，如果这个价差得以持续，未来再继续增加进口可能不大。

图 4：国际国内动力煤价格和价差


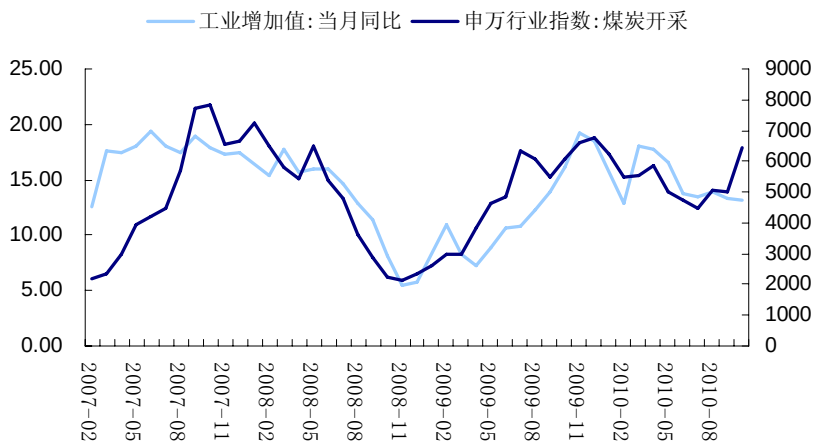
资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

图 5：国际国内煤炭价差和净进口


资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

三、经济底可能形成，对未来煤炭需求构成支撑

9 月份开始的拉闸限电使得很多高耗能公司停产，抑制了部分煤炭需求，进入十二月份，拉闸限电高峰可能过去，受限企业数量可能减少，这样 12 月工业对煤炭的需求可能相对 11 月回升，带来煤价的上涨。

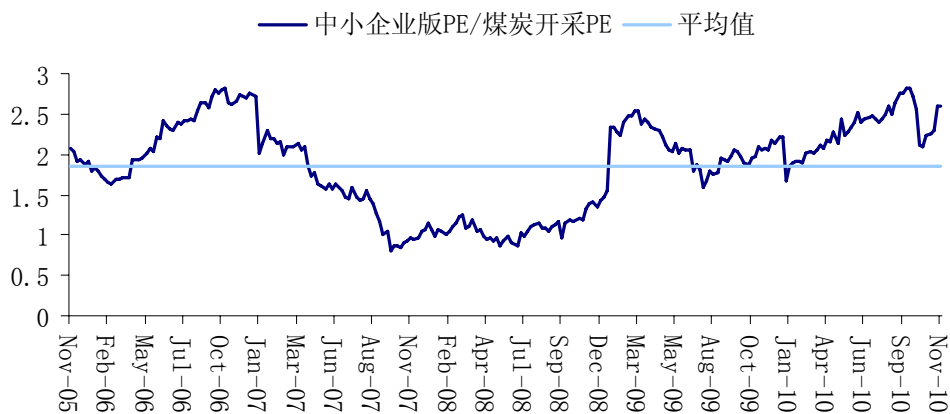
图 6：工业需求带动煤炭指数变化


资料来源：东方证券研究所

四、煤炭股票估值便宜

1. 小盘股相对煤炭股估值再回高位，煤炭股相对便宜，投资价值开始显现

图 4：小股票估值相对煤炭再次回到高位



资料来源：东方证券研究所

2. 2010 年国内煤炭股的 PE 估值已经低于国际煤炭股，焦煤公司 2011 年的 PE 都已经低于国际煤炭公司，价值低估现象非常明显。

图 6：国内煤炭 PE 估值已经低于国际煤炭股

名称	代码	市值 (百万美元)	收盘价	1个月变化%	1年变化%	相对12个月最低变化%	相对12个月最高变化%	PE		PB		EV/EBITDA		ROE(%)		
								10F	11F	10F	11F	10F	11F	10F	11F	
A股公司																
电煤																
中国神华	601088	ch	75423.2	25.21 CNY	-15.7	-35.3	23.6	-34.3	13.9	12.1	2.4	2.0	8.0	6.9	17.5	17.4
中煤能源	601898	ch	22177.4	11.12 CNY	-16.4	-27.7	38.3	-26.8	16.5	13.3	1.9	1.7	8.3	6.6	11.8	12.9
大同煤业	601001	ch	2705.1	21.49 CNY	-18.9	-14.1	72.7	-22.0	23.3	19.9	4.1	3.8	4.4	4.1	16.1	16.1
恒源煤电	600971	ch	1577.6	44.48 CNY	-10.5	14.2	119.4	-20.9	19.1	17.6	3.9	3.3	N.A.	N.A.	19.7	18.9
兖州煤业	600188	ch	19583.2	26.47 CNY	-7.1	19.9	77.9	-21.3	17.9	16.0	3.8	3.1	11.5	9.6	22.4	21.2
Average			24293.3		-13.7	-8.6	66.4	-25.1	18.1	15.8	3.2	2.8	8.0	6.8	17.5	17.3
焦煤																
西山煤电	000983	ch	8812.8	24.17 CNY	-20.9	-26.5	46.9	-28.4	15.5	11.1	5.1	3.9	10.2	7.7	27.9	27.6
盘江股份	600395	ch	4003.2	24.12 CNY	-19.9	-26.5	47.1	-27.4	17.9	14.3	2.5	2.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
平煤股份	601666	ch	4182.1	19.9 CNY	-20.7	-24.8	61.1	-28.9	14.7	12.7	3.1	2.6	N.A.	N.A.	24.4	23.3
冀中能源	000937	ch	3769.1	31.8 CNY	-22.2	-23.9	55.7	-33.7	14.5	12.1	3.2	2.5	N.A.	N.A.	21.9	20.1
Average			5191.8		-20.9	-25.4	52.7	-29.6	15.6	12.6	3.5	2.8	10.2	7.7	24.7	23.7
喷吹煤																
潞安环能	601699	ch	8134.0	47 CNY	-19.5	-15.8	67.7	-23.1	18.2	15.7	5.0	4.1	9.2	9.6	31.3	29.6
国阳新能	600348	ch	3843.3	26.56 CNY	-6.9	40.7	121.9	-24.1	23.7	20.9	7.8	6.2	5.6	5.2	33.7	29.3
Average			5988.7		-13.2	12.4	94.8	-23.6	20.9	18.3	6.4	5.2	7.4	7.4	32.5	29.5
下游整合																
神火股份	000933	ch	2804.6	24.86 CNY	-19.7	0.2	67.3	-21.5	17.6	14.2	4.7	3.7	7.2	6.7	32.6	31.3
兰花科创	600123	ch	3669.6	42.71 CNY	-7.6	-7.4	78.7	-18.8	18.5	14.6	3.9	3.2	12.7	11.1	20.1	20.9
开滦股份	600997	ch	3246.3	17.48 CNY	-15.2	-33.9	47.8	-38.9	23.6	20.1	3.5	3.1	12.7	10.8	15.3	15.0
Average			3240.2		-14.2	-13.7	64.6	-26.4	19.9	16.3	4.0	3.3	10.9	9.5	22.7	22.4
香港市场																
电煤																
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	1088	HK	84995.5	33.15 HKD	-6.2	-16.5	22.3	-21.1	15.0	13.2	2.8	2.4	8.6	7.5	20.1	19.4
CHINA COAL ENERGY CO-H	1898	HK	21672.3	12.68 HKD	-13.1	-8.0	36.9	-22.7	14.3	11.8	2.0	1.8	7.5	6.1	15.2	16.0
Average			53333.9		-9.6	-12.3	29.6	-21.9	14.7	12.5	2.4	2.1	8.0	6.8	17.6	17.7
焦煤电煤混合																
YANZHOU COAL MINING CO-H	1171	HK	14138.9	22.3 HKD	-0.9	40.8	57.0	-11.7	12.4	10.8	2.7	2.3	8.5	7.2	22.9	22.8
焦煤																
HIDILI INDUSTRY INTL DEVELOP	1393	hk	2087.3	7.86 HKD	-8.5	-12.5	45.6	-26.5	19.4	13.3	2.1	1.8	13.8	10.2	11.8	14.4
FUSHAN INTERNATIONAL ENERGY	639	hk	3354.5	5.21 HKD	-3.9	-25.8	40.8	-40.6	15.1	12.5	1.6	1.5	7.5	6.0	11.7	13.0
Average			2720.9		-6.2	-19.2	43.2	-33.6	17.2	12.9	1.9	1.6	10.7	8.1	11.7	13.7
B股公司																
电煤																
INNER MONGOLIA YITAI COAL-B	900948	cg	5029.1	6.87 USD	-1.7	49.7	76.1	-10.8	14.5	13.4	4.9	3.8	5.3	4.5	N.A.	N.A.
国际公司																
动力煤																
PEABODY ENERGY CORP	BTU	US	15838.7	59.24 USD	16.0	30.8	69.8	-1.1	19.0	12.9	3.5	2.8	9.3	7.3	19.7	23.2
CONSOL ENERGY INC	CNX	US	7689.8	42.57 USD	8.8	-6.2	37.0	-26.6	18.8	14.7	2.9	2.5	6.1	5.0	19.7	17.7
ARCH COAL INC	ACI	US	4922.9	30.3 USD	22.5	39.6	58.7	-1.3	25.7	11.6	2.2	1.9	9.0	6.3	10.8	14.6
COAL & ALLIED INDUSTRIES LTD	CNA	AU	30104.8	114 AUD	-2.7	33.5	49.0	-2.0	21.5	13.0	6.1	4.7	39.5	24.2	27.3	42.6
Average			14639.0		11.2	24.4	53.6	-7.8	21.2	13.1	3.7	3.0	16.0	10.7	19.4	24.5
资源类混合公司																
TECK RESOURCES LTD-CLS B	tck/b	cn	29393.1	50.93 CAD	11.8	36.3	68.4	-0.9	16.8	10.2	1.8	1.6	8.6	6.0	11.8	17.2
BHP BILLITON LTD	bhp	au	238240.0	43.61 AUD	3.7	6.6	22.6	-4.3	14.6	11.1	4.3	3.8	8.0	6.4	32.8	34.5
ANGLO AMERICAN PLC	aal	ln	61570.1	29.39 GBP	-0.9	11.3	33.0	-4.2	11.5	8.8	1.9	1.6	6.6	5.4	17.6	21.2
XSTRATA PLC	xta	ln	61561.7	13.19 GBP	0.7	18.1	58.4	-9.8	11.3	8.6	1.7	1.4	7.1	5.5	14.8	18.7
RIO TINTO PLC	rio	ln	143404.2	42.3 GBP	2.0	28.2	53.8	-5.5	9.7	8.0	2.4	1.9	6.6	5.6	26.7	25.9
Average			106833.8		3.5	20.1	47.2	-5.0	12.8	9.4	2.4	2.1	7.4	5.8	20.7	23.5
电力公司																
华能国际	600011	ch	11043.4	6.09 CNY	-9.3	-30.3	3.9	-29.4	18.6	16.8	1.6	1.5	10.9	9.3	8.2	8.8
大唐发电	601991	ch	11978.4	6.76 CNY	-9.2	-33.3	3.4	-32.4	46.9	31.3	2.5	2.3	14.7	11.8	5.7	7.8
华电国际	600027	ch	3423.5	3.78 CNY	-11.5	-36.7	5.0	-36.8	945.0	33.2	1.5	1.5	14.5	10.1	-1.2	3.3
Average			8815.1		-10.0	-33.4	4.1	-32.8	336.8	27.1	1.9	1.7	13.4	10.4	4.2	6.6

资料来源：东方证券研究所

五、推荐四季度表现较好煤炭公司和价值低估的焦煤公司

建议关注平煤股份等低估且未来煤价可能有突出表现的焦煤公司。

建议关注四季度煤价表现较好的公司，包括兰花科创，国阳新能，潞安环能，兖州煤业，中国神华等。

表 1：相关公司四季度煤价表现

公司	煤种	2010-11-22	2010-4Q	2010-3Q	环比	现价/3Q
新疆哈密	哈密烟煤坑口价	195	192	192	0%	2%
神华	神木烟煤末车板价	550	508	486	5%	13%
	鄂尔多斯电煤坑口价	420	396	358	11%	17%
	东胜电煤坑口价	375	361	324	11%	16%
伊泰	包头动力煤车板价	410	402	392	3%	5%
露天煤业	霍林郭勒褐煤坑口价	190	183	168	9%	13%
冀中能源	邢台 1/3 焦精煤车板价	1,350	1,313	1,290	2%	5%
	邢台烟煤末车板价	470	451	436	3%	8%
	唐山肥精煤车板价	1,500	1,491	1,478	1%	2%
昊华能源	北京无烟末煤车板价	900	894	880	2%	2%
开滦股份	开滦动力煤(Q4500)出厂价	450	439	429	2%	5%
	开滦肥精煤	1,480	1,463	1,455	1%	2%
大同煤业	大同弱粘煤坑口价	575	562	550	2%	5%
	秦皇岛大同优混	865	823	795	4%	9%
西山煤电	古交 2#焦煤车板价	1,430	1,430	1,433	0%	0%
	古交 2 号焦煤坑口价	860	860	856	0%	0%
	西山煤电焦精煤车板价	1,365	1,365	1,365	0%	0%
	兴县气煤坑口价	400	397	384	3%	4%
国阳新能	阳泉无烟末煤车板价	800	763	740	3%	8%
	阳泉无烟洗中块车板价	1,180	1,114	1,030	8%	15%
	阳泉无烟洗小块车板价	1,100	1,040	969	7%	14%
	阳泉喷吹煤车板价	1,130	1,093	1,004	9%	13%
潞安环能	屯留喷吹煤车板价	1,130	1,091	1,003	9%	13%
	长治喷吹煤车板价	1,100	1,066	978	9%	13%
	襄垣瘦煤车板价	950	950	952	0%	0%
兰花科创	晋城无烟中块车板价	1,200	1,140	1,042	9%	15%
	晋城无烟小块车板价	1,140	1,076	982	10%	16%
	晋城无烟末煤车板价	830	787	743	6%	12%
中煤能源	朔州气煤坑口价	320	309	294	5%	9%
	朔州动力煤车板价	555	542	530	2%	5%
兖州煤业	兖州气精煤(A8)车板价	1,200	1,194	1,184	1%	1%
	兖州混煤车板价	750	712	681	5%	10%

平煤天安	平顶山动力煤车板价	725	709	700	1%	4%
	平顶山主焦煤出厂价	1,510	1,510	1,471	3%	3%
	平顶山 1/3 焦精煤出厂价	1,320	1,320	1,313	1%	1%
神火股份	永城无烟末煤车板价	780	763	740	3%	5%
	永城无烟精煤车板价	1,100	1,049	1,010	4%	9%
	永城无烟中块车板价	1,350	1,293	1,194	8%	13%
	许昌瘦精煤车板价	1,150	1,150	1,150	0%	0%
恒源煤电	宿州动力煤车板价	610	590	573	3%	6%
	宿州 1/3 焦精煤车板价	1,350	1,336	1,305	2%	3%
	宿州烟煤出厂价	660	647	642	1%	3%
	淮北 1/3 焦精煤车板价	1,320	1,314	1,309	0%	1%
	淮北动力煤车板价	760	737	718	3%	6%
国投新集	淮南动力煤车板价	800	773	753	3%	6%
	淮南气混煤车板价	645	621	602	3%	7%
芜湖港	淮南 1/3 焦煤车板价	1,300	1,300	1,307	0%	0%
郑州煤电	郑州贫瘦煤车板价	680	667	653	2%	4%
盘江股份	六盘水焦精煤(G79)出厂价	1,230	1,230	1,233	0%	0%
	六盘水混煤车板价	610	590	571	3%	7%

料来源：Bloomberg 东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向







注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn