



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 11 月 24 日

金属及采掘

研究部

蔡宏宇 CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

减排力度放松不改近期调整趋势

对节能减排力度可能放松的点评

行业近况:

新华网报道,国家发改委环资司巡视员何炳光 22 日表示,一些地方为冲刺“十一五”节能减排目标而拉闸限电的做法有违中央要求,发改委将采取措施避免和纠正这种错误做法。

评论:

煤炭: 减排力度放松一定程度增加煤炭需求但影响有限

节能减排力度放松将一定程度上拉动煤炭需求。如果节能减排力度放松,意味着钢铁、水泥、化工、有色等高耗能行业限产现象将有所缓解,一定程度拉动煤炭需求。由于上述行业每年直接消耗煤炭约 10 亿吨(约占总需求的 1/3),而复产一般需要一定时间,因此假设 12 月各行业恢复 5% 的产能,可增加煤炭需求 400 万吨左右(约占单月总需求的 1.5%)。

但前期旺季提前到来以及近期政府价格控制将令煤价进一步上涨的动力减弱。由于今年下游行业冬季储煤较以往明显提前,港口和电厂库存均处于相对较高的水平,而近期国家加大电煤运输力度,因此煤价上涨动力已有所减缓。焦煤和无烟煤方面,需求季节性回落也导致供需基本平衡。此外,近期发改委要求中央煤炭企业稳定煤炭价格和预期,产煤大省不得限制煤炭出省,也将对煤炭价格上涨动力形成抑制。

电解铝: 供应将逐步增加,但铝价更多受到宏观和美元的影响

限产力度放松将导致部分停产的电解铝产能在 1-2 个月后将开始复产。近期有色金属的大幅回落主要是由于欧洲经济疲软导致美元明显走强、而中国的调控频出也对市场情绪有所压制。限产力度放松意味着供应将逐步增加,但对铝价的影响将需要一定时间才会有所反映(宏观和美元的影响近期仍将主导)。

估值与建议:

市场对政策紧缩的预期将持续,预计煤炭和金属板块均将继续震荡调整。我们前期提示了基本金属股票和煤炭类股票从 9 月底到美国中期选举前的交易性机会,在这期间我们提示的紫金矿业上涨 34.0%,江西铜业上涨 36.9%,中金岭南上涨 32.4%,兖州煤业上涨 59.8%。这一交易性机会随 QE2 的出台和美元指数的反弹而结束。而随后中国的 CPI 超预期以及调控频出意味着政策的重心已从保增长向控通胀倾斜,对未来出台进一步调控的预期将致煤炭和金属板块近期继续调整。我们会密切关注 12 月初的中央经济工作会议及相关的政策导向。

煤炭方面,业绩环比改善显著、短期调整幅度较大、长期具有成长性公司将相对安全一些。由于政策调控预期仍将持续,而煤价上涨动力也有所趋缓,建议寻找调整幅度较大、产量增速较高的相对安全品种,A 股关注西山煤电、神火股份、兰花科创和中国神华,H 股则关注中国神华。金属方面,在政策不明朗的背景下,建议关注具防御性的黄金类股票以及前期涨幅不大并受益新兴产业政策的小金属股票。建议关注 A 股的中金黄金、山东黄金以及 H 股的招金矿业。

风险提示:

通胀上升导致政策进一步趋紧;欧洲债务危机反复推动美元指数进一步走高;煤炭价格调控力度进一步加大。

图表 1：煤炭可比公司估值

A股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2010-11-23	2009A	EPS(RMB) 2010E	2011E	2009A	P/E(x) 2010E	2011E
焦煤公司									
西山煤电*	推荐	72,793	23.10	0.71	1.15	1.31	32.6	20.2	17.7
平煤股份*	推荐	34,745	19.13	0.78	1.30	1.37	24.7	14.7	14.0
开滦股份*	审慎推荐	21,063	17.06	0.67	0.73	0.85	25.6	23.4	20.0
冀中能源		35,561	30.75	1.39	2.19	2.62	22.1	14.0	11.7
煤气化		9,073	17.66	0.74	0.82	1.10	23.9	21.6	16.1
盘江股份		25,753	23.34	1.01	1.34	1.68	23.1	17.4	13.9
中间值 - 焦煤							24.3	18.8	15.0
无烟煤公司									
兰花科创*	审慎推荐	23,065	40.38	2.22	2.30	2.61	18.2	17.6	15.5
神火股份*	审慎推荐	24,738	23.56	0.57	1.26	1.40	41.3	18.7	16.8
国阳新能		64,695	26.90	0.77	1.12	1.27	34.8	24.0	21.2
中间值 - 无烟煤							34.8	18.7	16.8
其他煤炭公司									
中国神华*	推荐	497,939	24.37	1.52	1.93	2.09	16.0	12.6	11.7
兖州煤业*	审慎推荐	114,555	26.49	0.79	1.65	1.58	33.6	16.1	16.8
中煤能源*	推荐	141,581	10.72	0.50	0.61	0.66	21.5	17.4	16.2
大同煤业		35,014	20.92	0.89	0.93	1.09	23.5	22.6	19.2
上海能源		18,899	26.15	1.31	1.84	2.11	20.0	14.2	12.4
恒源煤电		19,473	44.41	1.41	2.33	2.52	31.5	19.1	17.6
潞安环能		51,049	44.37	1.83	2.59	2.99	24.2	17.2	14.8
露天煤业		30,156	22.73	0.73	1.11	1.39	31.0	20.5	16.3
郑州煤电		7,694	12.23	0.18	0.26	0.33	67.9	47.0	37.6
国投新集		24,888	13.45	0.45	0.70	0.94	29.9	19.2	14.2
中间值 - 其他煤							27.0	18.3	16.3
中间值 - A股煤炭							24.7	18.7	16.2
H股煤炭公司									
中国神华*	推荐	497,939	33.00	1.59	2.01	2.19	18.2	13.9	12.4
兖州煤业*	审慎推荐	114,555	21.55	0.84	1.70	1.63	22.7	10.7	10.9
中煤能源*	推荐	141,581	12.36	0.59	0.71	0.78	18.4	14.7	13.1
福山能源*	审慎推荐	23,728	5.15	0.18	0.30	0.35	24.6	14.5	12.1
恒鼎实业		13,301	7.54	0.20	0.35	0.51	33.9	18.4	12.3
中间值							22.7	14.5	12.3
国际可比公司									
印尼煤炭公司									
Bumi		6,764	0.33	0.01	0.02	0.03	32.4	19.1	12.5
Adaro		8,635	0.27	0.02	0.01	0.02	17.8	26.5	14.3
Indo Tambora		6,220	5.50	0.30	0.27	0.44	18.3	20.3	12.5
Tambang Batubara		5,233	2.27	0.13	0.10	0.16	17.2	21.6	13.9
中间值							18.1	21.0	13.2
美国煤炭公司									
Peabody		15,960	59.19	1.68	3.12	4.60	35.2	19.0	12.9
Arch Coal		4,959	30.52	0.28	1.18	2.61	109.0	25.9	11.7
Consol		9,592	42.47	2.99	2.27	2.89	14.2	18.7	14.7
Massey		5,159	50.52	1.23	n.a.	3.38	41.1	n.a.	14.9
Alpha		6,204	51.54	0.64	2.61	4.04	80.5	19.7	12.8
中间值							41.1	19.4	12.9
澳大利亚煤炭公司									
Coal & Allied		9,303	107.43	6.76	5.30	8.76	16.2	20.6	12.5
New Hope		3,961	4.77	0.22	0.23	0.26	21.8	20.8	18.4
Energy Resources		2,088	10.94	1.43	0.48	0.92	7.8	23.1	12.1
Aquila		3,036	9.40	-0.11	0.06	0.10	n.a.	n.a.	99.8
Whitehaven		3,261	6.61	0.24	0.20	0.39	27.8	33.5	17.3
中间值							19.0	21.9	17.3

注：标注*的公司为中金公司预测，其余为市场一致预期

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：煤炭公司历史估值比较

上市以来P/E	西山煤电	平煤股份	开滦股份	神火股份	兰花科创	兖州煤业A	中国神华A	中煤能源A	兖州煤业H	中国神华H	中煤能源H	福山能源
最高	70.2	46.7	43.0	53.5	62.6	45.7	83.9	52.3	20.2	48.4	53.8	70.2
最低	5.3	4.0	7.2	5.6	4.1	7.1	10.8	11.5	2.5	5.3	4.7	5.9
中值	21.6	18.2	18.0	17.9	15.9	20.6	18.5	20.6	9.5	16.0	16.5	17.5
平均值	23.6	19.5	19.5	21.0	18.1	22.3	23.5	23.1	9.5	17.7	19.4	20.9
目前水平	18.7	14.6	21.5	19.0	16.9	14.8	12.0	17.4	10.0	13.4	14.3	13.6
相对中值	-13.3%	-19.6%	19.2%	5.9%	6.3%	-28.0%	-35.0%	-15.4%	4.9%	-16.6%	-13.3%	-22.3%
相对均值	-20.4%	-25.2%	10.3%	-9.8%	-6.5%	-33.6%	-48.7%	-24.6%	5.1%	-24.4%	-26.4%	-34.8%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3: 金属可比公司估值

代码	评级	2010-11-22 收盘价	货币	市值 百万元	YTD 表现 3M 日均成交额 百万元	3M 成交量 百万股	P/B(x)			P/E(x)		BPS			EPS			EPS 增长率		PEG
							2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2011E
指数																				
上证综指	SHCOMP INDEX	2828.3		18,051,880	-14%	164535	14,370	2.6	2.3		16.0									
香港国企指数	HSCEI INDEX	12817.3		4,789,295	0%	17350	1,933	2.2	2.1		13.0									
基本金属																				
中国铝业H	2600.HK	中性	7.1	港币	26%	141,907	-18%	296	40	1.7	1.6	1.4	100.7	41.5	4.2	4.5	5.0	-0.39	0.07	0.17
目标价			8.9	港币						2.1	2.0	1.8	127.1	52.4						
中国铝业A	601600.CH	中性	10.2	人民币		121,535	-30%	817	68	2.7	2.6	2.5	158.8	69.1	3.7	3.9	4.1	-0.34	0.06	0.15
江西铜业H	358.HK	审慎推荐	22.9	港币	9%	96,989	24%	458	21	2.7	2.3	2.0	14.7	13.1	8.5	9.9	11.7	0.88	1.55	1.74
目标价			24.8	港币						2.9	2.5	2.1	16.0	14.3						
江西铜业A	600362.CH	审慎推荐	34.2	人民币		83,065	-15%	2145	54	4.5	4.0	3.5	25.3	22.9	7.5	8.5	9.8	0.78	1.35	1.49
中金岭南	000060.CH	审慎推荐	19.2	人民币		30,532	7%	1122	54	6.5	5.8	5.0	47.2	36.3	3.0	3.3	3.8	0.26	0.41	0.53
黄金																				
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	7.3	港币	34%	131,183	-2%	274	39	5.1	4.0	3.1	17.8	13.5	1.4	1.8	2.3	0.28	0.41	0.54
目标价			9.8	港币						6.9	5.4	4.2	23.9	23.9						
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	8.3	人民币		112,350	-14%	2033	222	6.6	5.3	4.3	23.7	18.0	1.2	1.6	2.0	0.24	0.35	0.46
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	27.8	港币	15%	40,444	79%	61	2	7.2	6.1	5.3	29.2	25.0	3.9	4.5	5.2	0.52	0.95	1.11
目标价			32.0	港币						8.3	7.1	6.1	33.7	28.8						
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	39.2	人民币		55,828	21%	1461	36	7.9	6.6	5.6	49.0	40.0	4.9	5.9	7.0	0.37	0.80	0.98
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	55.3	人民币		78,724	38%	1850	33	27.4	20.3	15.9	65.1	49.8	2.0	2.7	3.5	0.52	0.85	1.11
小金属																				
厦门钨业	600549.CH	审慎推荐	46.6	人民币		31,808	146%	1108	25	7.9	7.0	6.0	77.7	54.9	5.9	6.7	7.8	0.31	0.60	0.85
章源钨业	002378.CH	中性	37.8	人民币		16,186	n.a	237	6	25.0	12.2	6.4	118.1	92.2	1.5	3.1	3.6	0.28	0.32	0.41
西藏矿业	000762.CH	审慎推荐	37.8	人民币		10,430	70%	543	13	17.0	15.7	14.1	122.0	141.8	2.2	2.4	2.7	0.08	0.31	0.27
东方钽业	000962.CH	审慎推荐	23.9	人民币		8,500	85%	423	18	7.1	6.6	6.0	134.9	79.3	3.3	3.6	4.0	0.11	0.18	0.30
包钢稀土	600111.CH	审慎推荐	76.1	人民币		61,439	178%	2796	38	36.2	28.9	22.8	72.5	62.9	2.1	2.6	3.3	0.07	1.05	1.21
辰州矿业	002155.CH	审慎推荐	31.5	人民币		17,243	24%	790	23	9.4	8.7	7.8	61.8	39.9	3.4	3.6	4.1	0.18	0.51	0.79
新材料																				
西部材料	002149.CH	审慎推荐	24.6	人民币		4,303	3%	102	4	5.0	4.8	4.5	74.7	44.8	4.9	5.1	5.5	0.17	0.33	0.55
宝钛股份	600456.CH	审慎推荐	29.3	人民币		12,594	28%	474	16	3.4	3.3	3.2	146.4	49.6	8.7	8.8	9.2	0.04	0.20	0.59

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 金属公司历史估值比较

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土
中值+1倍标准差	119.1	40.0	36.5	41.9	59.1	33.9	42.9	67.6
中值	55.4	22.3	27.6	30.1	35.5	22.5	30.4	45.9
中值-1倍标准差	n.a	4.7	18.7	18.2	11.9	11.1	18.0	24.3
目前水平	158.8	25.3	23.7	65.1	49.0	47.2	77.7	72.5
相对中值	187%	14%	-14%	116%	38%	110%	155%	58%

	西藏矿业	东方钽业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H
中值+1倍标准差	97.6	78.3	78.4	33.8	19.1	17.5	30.5
中值	81.1	64.8	54.1	23.5	10.3	11.5	20.1
中值-1倍标准差	64.3	51.3	29.8	13.2	1.6	5.5	9.7
目前水平	122.0	134.9	61.8	29.2	100.7	14.7	17.8
相对中值	50%	108%	14%	24%	878%	28%	-12%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED