

煤炭行业2011年度投资策略

资产整合&大类资产投资：从“线”到“面”挖掘机会

推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

2010.06.18 防守有余，等待进攻——煤炭行业2010年中期投资策略

研究员

张顺 S1060210050003
010-59734975
zhangshun030@pingan.com.cn

■ 需求侧：宏观经济逐步向好，经济大周期启动在即

预计 2011 年固定资产投资增速仍将保持历史均值的水平，预计在 22%以上，GDP 增速保持在 8.5%-9.0%区间，根据能源、电力弹性系数，预测 2011 年煤炭消费增长率为 7.2%左右。

■ 供给侧：资源整合进行时，产能释放有限

资源整合，进一步支撑行业景气度走高。预计 2011 年，整个煤炭供给侧仍相对有序。首先，煤炭资源整合仍在进行；其次，煤炭增量“三西地区”，预计 2011 年煤炭增量在 3 亿吨左右。此外，预计 2011 年煤炭进口量仍将超过亿吨，进口成为供给的重要补充。

■ 2011年煤炭市场稳中向好，煤价继续小幅上涨

2011 年煤炭市场稳中向好，煤价继续小幅上涨。预计动力煤重点合同煤仍将有 30~50 元/吨的价格涨幅，市场现货煤价涨幅在 10%左右；受 2011 年钢铁、化工下游产业低水平的增长，炼焦煤、无烟煤需求不旺，价格涨幅有限，预计主焦煤价格涨幅 7-8%，无烟块煤涨幅 5%左右。

■ “从线到面”：行业资源整合作为投资主线，宏观经济市场面来研判煤炭股机会，维持行业“推荐”评级

- ◇ “线”：煤炭资源整合背景下的投资机会（偏重个股）；
- ◇ “面”：宏观经济面整体运行，从大类资产配置的角度来发掘煤炭股的机会（偏重板块整体）
- ◇ 预计2011年煤炭行业净利润增速保持在21%以上，盈利依然稳定增长；

■ 上市公司推荐：资产注入&内生性&独特小煤种

从资产注入预期及内生性增长性选股，以及挖掘具有独特资源小煤种的公司：

- ◇ 资产注入：国阳新能、山煤国际、平煤股份；
- ◇ 内生性：西山煤电、兰花科创、兖州煤业
- ◇ 独特资源小煤种公司：潞安环能（无烟喷吹煤）、昊华能源（无烟粘结煤）
- ◇ 综上，重点推荐股票：潞安环能、昊华能源、兰花科创

股票代码	公司简称	2010-11-18	股本(百万)	每股收益(元)			市盈率(倍)			投资建议
		股价		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
601699.SH	潞安环能	47.06	1,150.5	1.83	2.67	3.01	25.7	17.6	15.6	强烈推荐
601101.SH	昊华能源	42.12	454.0	1.37	2.32	2.90	30.7	18.2	14.5	强烈推荐
600123.SH	兰花科创	43.23	571.2	2.22	2.27	2.94	19.4	19.1	14.7	强烈推荐
000983.SZ	西山煤电	24.46	3,151.2	0.92	1.29	1.62	26.6	19.0	15.1	强烈推荐
601088.SH	中国神华	25.24	19,889.6	1.52	1.89	2.21	16.6	13.4	11.4	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	32.40	1,156.4	1.39	2.11	2.47	23.3	15.4	13.1	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	26.50	4,918.4	0.79	1.53	1.65	33.5	17.3	16.1	强烈推荐
600348.SH	国阳新能	26.73	2,405.0	0.77	1.11	1.27	34.7	24.1	21.0	强烈推荐
000933.SZ	神火股份	24.70	1,050.0	0.57	1.32	1.67	43.3	18.7	14.8	强烈推荐
600546.SH	山煤国际	29.55	750.0	1.00	1.17	1.34	29.6	25.3	22.1	推荐
600997.SH	开滦股份	17.45	1,234.6	0.67	0.69	0.79	26.0	25.3	22.1	中性
601001.SH	大同煤业	21.54	1,673.7	0.89	1.12	1.22	24.2	19.2	17.7	推荐
002128.SZ	露天煤业	23.53	1326.69	0.88	1.10	1.33	26.6	21.5	17.7	推荐
平均值							28.5	19.9	17.1	

正文目录

一、2010 年的煤炭市场回顾：总体基本平衡	4
二、2011 年煤炭市场展望：稳中向好	5
2.1 需求侧：宏观经济逐步向好，经济大周期启动在即	5
2.2 供给侧：资源整合进行时，增量有限！	7
2.3 煤炭进口利于改善国内供给结构，预计 2011 年进口量仍将超过亿吨	10
三、煤炭价格：预计煤价小幅上涨 10%左右。	12
3.1 预计重点合同煤价格上涨 30-50 元/吨，现货煤价上涨 10%左右	12
3.2 预计炼焦煤价格总体小幅上涨，主焦煤价格涨幅在 7%-8%的幅度	13
3.3 预计无烟煤价格继续高位震荡，其中洗中块上涨 30 元/吨左右	13
四、煤炭行业投资策略：“推荐”评级	14
4.1 煤炭股大机会因素：流动性 & 低估值	14
4.2 资源整合背景及大类资产配置的角度	15
4.3 上市公司推荐：资产注入&内生性&独特小煤种	17
4.4 风险提示：	20

图表目录

图表 1 秦皇岛煤炭价格走势波动不大（分年度拆开）	4
图表 2 只供电厂煤炭库存量一直处于合理水平	4
图表 3 煤炭行业保持较高的成长性	4
图表 4 采购经理人指数企稳回升	5
图表 5 工业增加值逐步趋稳	5
图表 6 经济小周期逐步筑底，新一轮经济大周期启动在即	5
图表 7 城镇固定资产投资仍将保持高增长	6
图表 8 房地产投资增速将逐步回到历史均值水平	6
图表 9 能源弹性系数及电力弹性系数比较	6
图表 10 煤炭下游行业增速简要预测	7
图表 11 全国部分省份煤炭整合目标	7

图表 12	山西省煤炭行业“十二五”规划部分要点	8
图表 13	山西煤矿兼并重组进展规划	8
图表 14	各省份煤炭行业固定资产投资增速比较	9
图表 15	煤炭固定资产投资增速与新增产能关系	9
图表 16	预计 2011 年煤炭产量仍将保持稳步上升	9
图表 17	主要煤炭运输通道运能预测	9
图表 18	煤炭月度进口量	10
图表 19	煤炭月度出口量	10
图表 20	自蒙古国冶金煤进口量及煤价比较	10
图表 21	亚太地区主要煤炭出口国及出口量一览	11
图表 22	亚太地区主要煤炭进口国进口量一览	11
图表 23	印度煤炭公司煤炭供应量及进口量预测	11
图表 24	澳元升值也是 BJ 煤价上涨的原因之一	12
图表 25	火电行业盈利能力下降	12
图表 26	火电行业利润迅速下滑	12
图表 27	山西省国有重点煤矿综合售价	13
图表 28	秦皇岛动力煤价格走势	13
图表 29	山西中部地区炼焦煤价格走势	13
图表 30	西山煤电公司炼焦煤销售价格走势	13
图表 31	阳泉地区无烟煤价格走势	14
图表 32	晋城地区无烟煤价格走势	14
图表 33	近年来煤炭股估值走势分析	15
图表 34	煤炭行业“十二五”规划部分要点	15
图表 35	煤炭股走势与商品走势趋势正相关	16
图表 36	美元走势与大宗商品走势呈负相关	16
图表 37	“美林投资钟”与大类资产配置	16
图表 38	重点覆盖煤炭上市公司盈利预测及投资评级	19
图表 39	煤炭上市公司营业收入增速比较	19
图表 40	煤炭上市公司净利润增速比较	20

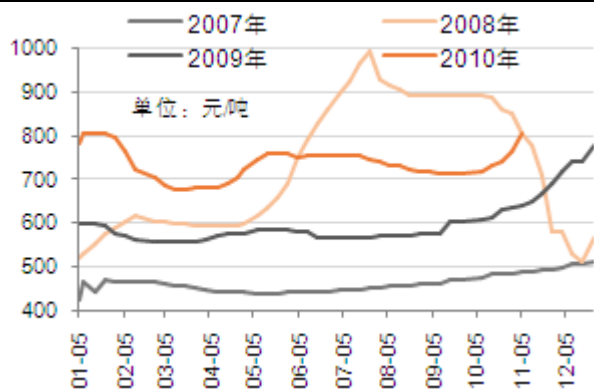
一、2010 年的煤炭市场回顾：总体基本平衡

■ 煤炭价格走势平稳，市场平衡为主

煤炭市场总体平衡状态，下游库存一直处于合理水平。

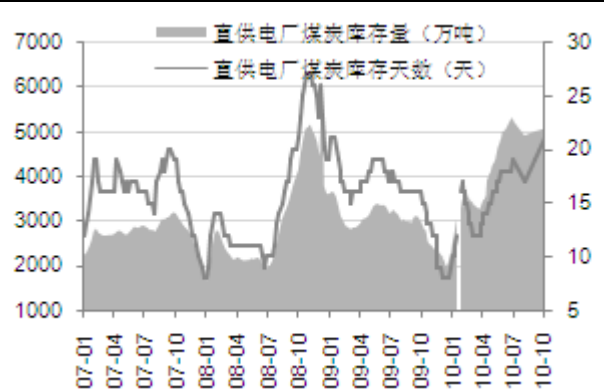
煤价一直在高位运行，表现出了淡季不淡，旺季不旺的特点，到目前为止，一直处于合理波动区间。

图表1 秦皇岛煤炭价格走势波动不大（分年度拆开）



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

图表2 只供电厂煤炭库存量一直处于合理水平s

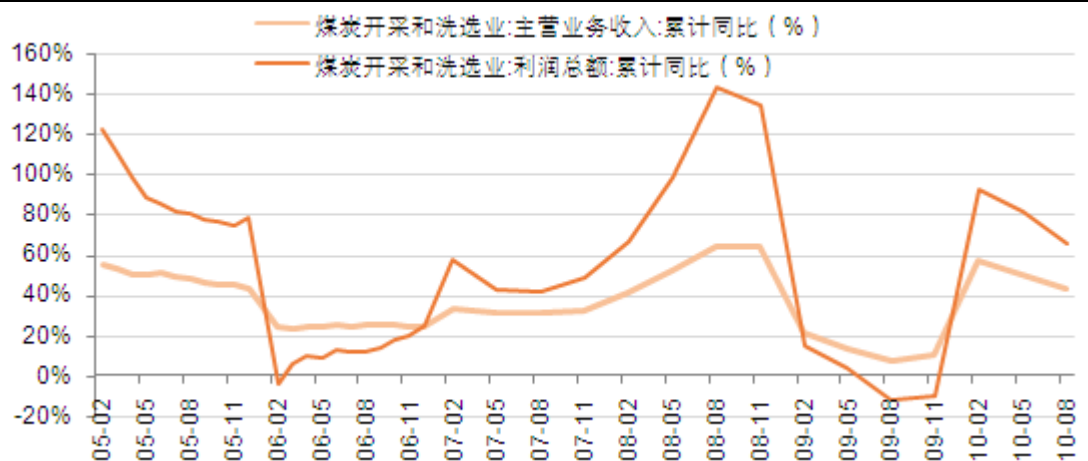


资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

■ 煤炭行业经营业绩保持良好的势头，利润增长 65.2%

受益于销量及煤价的上涨，煤炭行业经营业绩保持较高增速。根据统计局，1-8月份数据，煤炭行业实现营业收入为14461.6亿元，同比增长42.9%，利润总额2046.0亿元，同比增长65.2%。

图表3 煤炭行业保持较高的成长性



资料来源：统计局，平安证券研究所

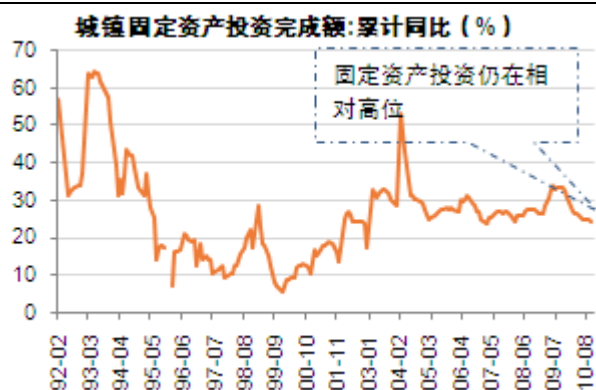
二、2011 年煤炭市场展望：稳中向好

从对整个煤炭市场运营分析框架来看，供给更多取决于煤炭行业本身的结构及进度调整，而需求则是取决于整个宏观经济的走势。

2.1 需求侧：宏观经济逐步向好，经济大周期启动在即

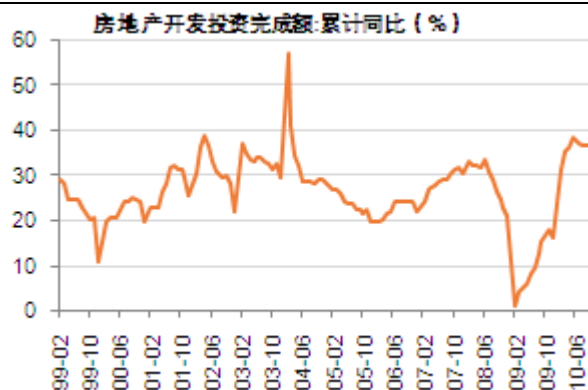
■ 经济小周期逐步筑底

图表4 采购经理人指数企稳回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

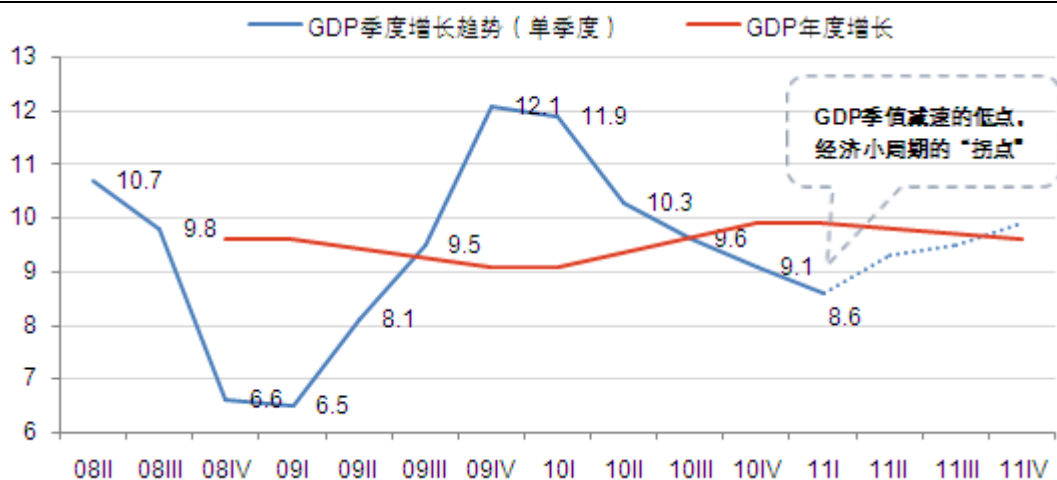
图表5 工业增加值逐步趋稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

短期看，从2010年二季度开始的房地产调控使得经济小周期已进入底部，2011年一季度是这轮经济调整的底部。

图表6 经济小周期逐步筑底，新一轮经济大周期启动在即



资料来源: 平安证券研究所

■ 新一轮经济大周期启动在即

从中期看，新一轮的宏观经济上行启动在即：2011年是实施“十二五”规划的第一年，各个行业规划已制定完毕，新批建项目开工上马，可以预计明年经济将保持良好增长势头，宏观经济重拾升势，从而带动大宗商品的需求。

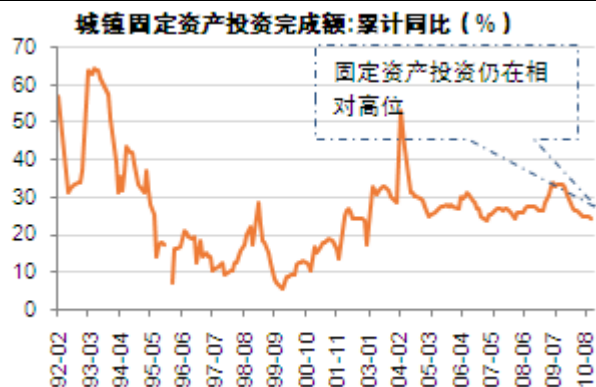
预计2011年固定资产投资增速仍将保持历史均值的水平，预计在22%以上。同时房地产投资增速可能会小幅回落，主要原因是受房地产调控政策影响，但保障房建设力度的增大部分减缓了社会资本建房的投资下降带来的影响。

保障房建设2011年仍是重点投资规划。此外关注保障房的建设，2010年开始，各地保障房建设开始启动，预计2011年仍要承载保障房的投资，这意味着保障房的投资同样是重要组成部分。

- 2010年580万套保障房棚户房、120万套农危房的建设；
- 预计可新增投资额约3500亿元，占09年房地产总投资的10%左右，可有效对冲房地产投资社会增速的下滑。

平安研究认为：2011年宏观经济总体规划目标是“保增长，防通胀”，预计GDP增速保持在8.5%-9.0%区间内，根据能源、电力弹性系数走势分布，因此我们大致预测2011年煤炭消费增长率为7.2%左右。

图表7 城镇固定资产投资仍将保持高增长



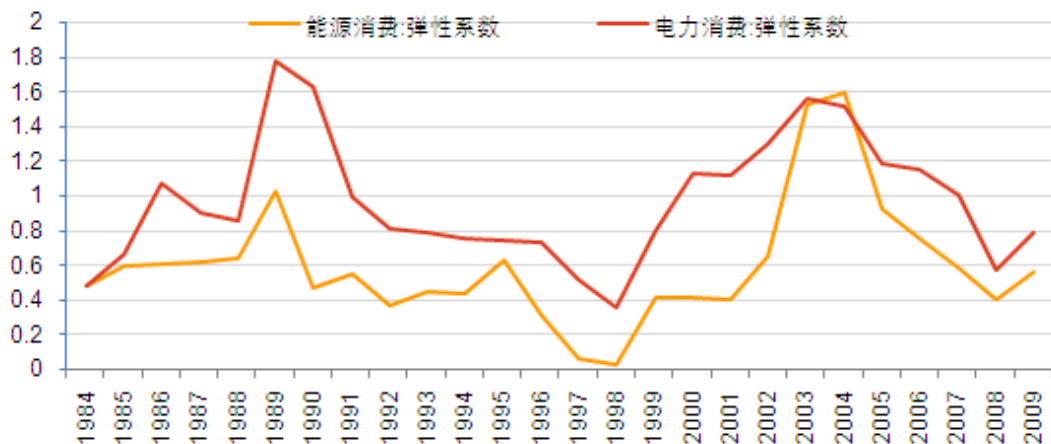
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 房地产投资增速将逐步回到历史均值水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 能源弹性系数及电力弹性系数比较



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 煤炭下游行业增速简要预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010年1-10月	2010E	2011E
城镇固定资产投资(亿元)	93472.4	117413.9	148167.3	194138.6	187556.0	241120.1	294166.6
固定资产: 同比	24.5%	25.8%	26.1%	30.5%	24.4%	24.2%	22.0%
房地产开发投资(亿元)	19382.5	25279.7	30579.8	43064.5	38069.5	56543.7	70679.6
房地产: 同比	21.8%	30.2%	20.9%	19.9%	36.5%	31.3%	25.0%
发电量(亿KWH)	28344.0	32815.5	34047.0	36506.2	34215.8	41690.1	47109.8
发电量: 同比	13.4%	14.5%	5.5%	7.1%	14.9%	14.2%	13.0%
火电(亿KWH)	23573.0	27229.3	27857.4	29814.2	27376.9	34167.1	39087.1
火电: 同比	15.1%	14.9%	3.0%	7.2%	14.4%	14.6%	14.4%
粗钢(万吨)	42266.0	48928.8	50048.8	56805.4	52509.6	61349.8	63803.8
粗钢: 同比	19.7%	16.7%	1.1%	13.5%	10.7%	8.0%	4.0%
水泥(万吨)	120411.7	135412.4	138838.3	163704.2	151941.0	188259.9	214616.3
水泥产量: 同比	19.1%	13.5%	5.2%	17.9%	15.2%	15.0%	14.0%
合成氨(万吨)	4937.9	5158.9	4995.2	5190.0	4179.5	5112.2	5265.5
合成氨: 同比	7.0%	5.4%	-1.9%	3.9%	-1.7%	-1.5%	3.0%

资料来源: 平安证券研究所

2.2 供给侧：资源整合进行时，增量有限！

■ 预计 2011 年，整个煤炭供给侧仍相对有序

首先，煤炭资源整合仍在进行，小煤矿的产能释放不会一蹴而就。目前煤炭资源整合已经上升到了国家发展战略，从未来“十二五”的规划看（简稿），煤炭资源整合仍是大方向，整个规划方兴未艾。比如，继山西进行煤炭资源整合后，河南、陕西也进行了资源整合。

其次，整合后最显著的特点是行业集中度高，煤企对价格的掌控能力增强，从2010年煤价走势就可见一斑。

最好，煤炭生产安全性已经被放到前所未有的高度。2010年以来，出台多项措施管理煤矿安全生产，如领导干部亲自下井、生产矿井要配安全救援设施等。

图表11 全国部分省份煤炭整合目标

省份	整合前煤矿数	2010 年底煤矿数	2015 年煤矿数
山西	4237	1053, 单井产能 100 万吨	100 家煤矿主体, 单井产能 120 万吨
河南	1670	3 个年产 5000 万吨的特大型煤炭企业; 省骨干煤炭企业控制资源量在 85%以上, 产量占 75% 以上; 单矿井生产规模不低于 15 万吨/年	
内蒙	1165	350	180
河北	349	60	
陕西		600	400, 单井产能 100 万吨
黑龙江	1252	860	
四川	1337	1300	
全国	15000	10000	4000

资料来源: 煤炭运销协会, 平安证券研究所

图表12 山西省煤炭行业“十二五”规划部分要点

总体战略目标	产能规划	区域规划	运煤通道规划
山西煤炭工业的结构调整分为：“煤矿重组整合→技术改造→高产高效”三个阶段； 目前，第一个阶段任务已基本完成，“十二五”期间的主要任务是第二阶段和第三阶段的工作。	“十二五”期间煤矿建设坚持“重组整合矿井为主、新规划矿井为辅”的原则，优先安排生产矿井复产、整合矿井技术改造和“十一五”结转新建项目的落实； “十二五”末，全省煤矿产能将控制在10亿吨/年以内，煤矿数量控制在1000处左右。大集团煤炭产量达到全省的80%以上。	加快建设： 煤-电-路-港-航为一体的晋北动力煤基地； 煤-焦-电-化为一体的晋中炼焦煤基地； 煤-电-气-化为一体的晋东无烟煤基地。	重点加强北、中、南三大煤炭外运通道建设， 推进山西中南部出海大通道的建设； 加快大秦线、邯长复线、侯月线等国家干线铁路扩能改造。

资料来源：煤炭运销协会，平安证券研究所

图表13 山西煤矿兼并重组进展规划

	煤矿个数	小煤矿产能(亿吨)	总产量(亿吨)	国有重点矿井产量占比%	国有地方矿井年产量占比%	乡镇煤矿年产量占比%
2011年	1000			75%以上		
09年底	1053	2.36	6.15	61.6	20.1	18.3
2009年5月	2500	0.58	2.04	71.7	18.44	9.86
08年底	2598	2.89	6.56	50.46	27.59	21.95
07年底	2810	1.61	6.3	49.76	24.72	25.52
06年底	2891	1.8	5.8	48.71	21.34	29.95
05年底	3365	2.8	5.54	46.75	20.4	32.85
04年底	4598			38.95	24.75	36.31

资料来源：煤炭运销协会，平安证券研究所

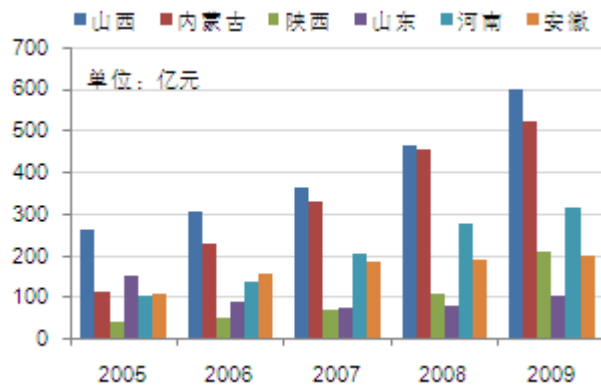
■ 从煤炭产量增量来看，“三西地区”仍是煤炭增量来源

从产量来看，内蒙古已成为全国第一产煤大省，2010年以来，内蒙古煤炭产量保持快速增长，1-10月份产量已突破6亿吨，预计全年煤炭产量将突破7亿吨，同样，陕西省煤炭产量也保持较快增长。

煤炭增量主要来自山西、内蒙古西部以及陕西省北部，预计2011年“三西”地区煤炭增量在2亿吨以上，其中内蒙古及山西省增量在1.6亿吨。从过去几年煤炭行业固定资产投资增速也可以看出，“三西”地区煤炭固定资产投资增速增长较快。

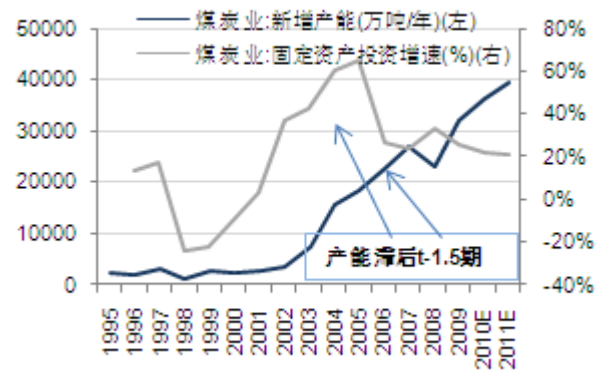
根据煤炭行业固定资产投资增速及产能释放的关系（煤矿建设期按18个月计算），预计2011年新增产能4亿吨。综合分析，预计2011年煤炭产量将增加3亿吨，保持7%-8%的增速，总体产量规模维持在35.0亿吨。

图表14 各省份煤炭行业固定资产投资增速比较



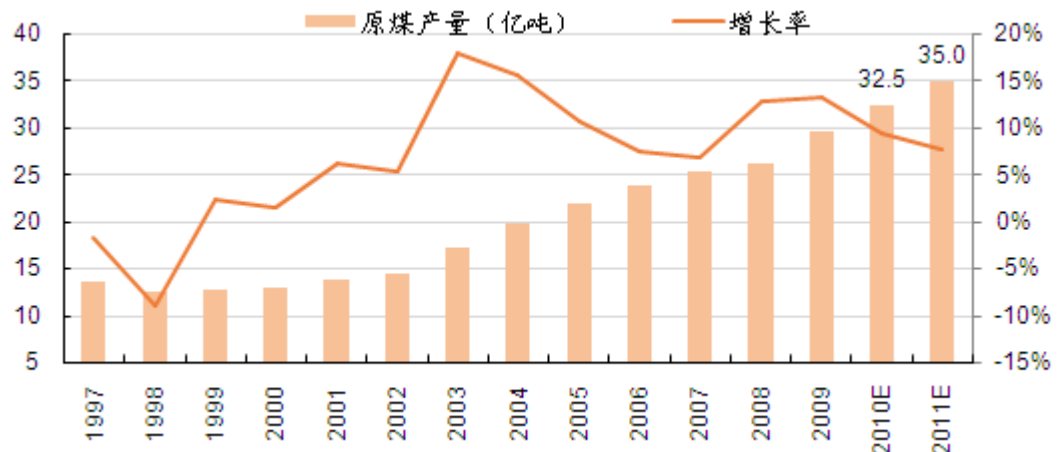
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 煤炭固定资产投资增速与新增产能关系



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 预计2011年煤炭产量仍将保持稳步上升



资料来源: 中国煤炭资源网, 平安证券研究所

■ 铁路运力增量有限, 煤炭运输瓶颈压力犹在

通过对2011年铁路运力分析发现, 铁路运力增量, 主要在于原有线路的提能, 新修线路的通车, 主要集中在2012年以后。

2011年主要煤炭运输通道铁路运力增加1亿吨, 仍低于“三西地区”2亿吨的煤炭增量, 故而煤炭运输的瓶颈压力犹在, 铁路运输将是影响煤炭市场平衡的重要因素。

图表17 主要煤炭运输通道运能预测

铁路名称	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
北通道 1#-大秦线 (亿吨)	2.5	2.86	3.4	3.5	4.0	4.5
北通道 2#-朔黄线 (亿吨)	1.0	1.32	1.35	1.5	1.6	1.8
南通道-侯月线 (亿吨)	0.6	0.74	0.8	1.0	1.5	1.7
南通道-石太线 (亿吨)	0.69	0.68	0.75	0.7	0.9	1.0
主要通道道运能 (亿吨)	4.79	5.6	6.3	6.7	8.0	9.0

资料来源: 煤炭运销协会, 平安证券研究所

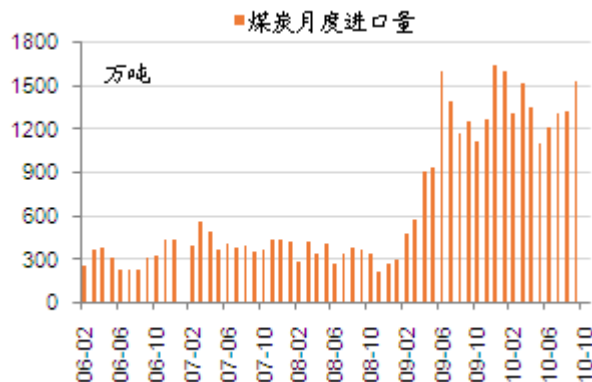
2.3 煤炭进口利于改善国内供给结构，预计 2011 年进口量仍将超过亿吨

■ 煤炭需求方面，中国和印度的煤炭进口成为最主要的煤炭需求增长动力

从2009年起，中国已经是最大的煤炭进口国之一，截至到9月份，中国累计进口量1.23亿吨，预计全年总进口量为1.6亿吨，净进口量将超过1.3亿吨。

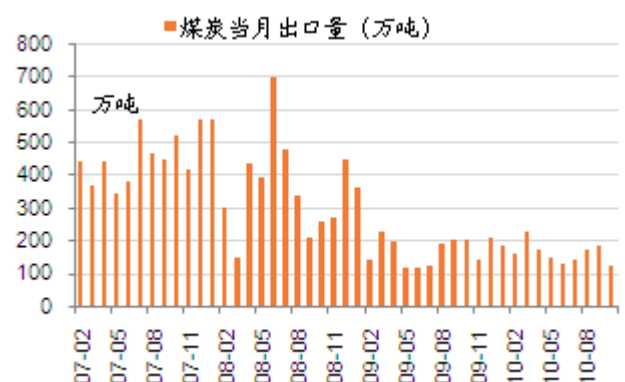
煤炭进口量的增加改善了国内煤炭供给结构，南方地区加大了煤炭进口量，这减少了对西北地区煤炭供给地的依赖，缓解了中间运输环节的压力。

图表18 煤炭月度进口量



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

图表19 煤炭月度出口量



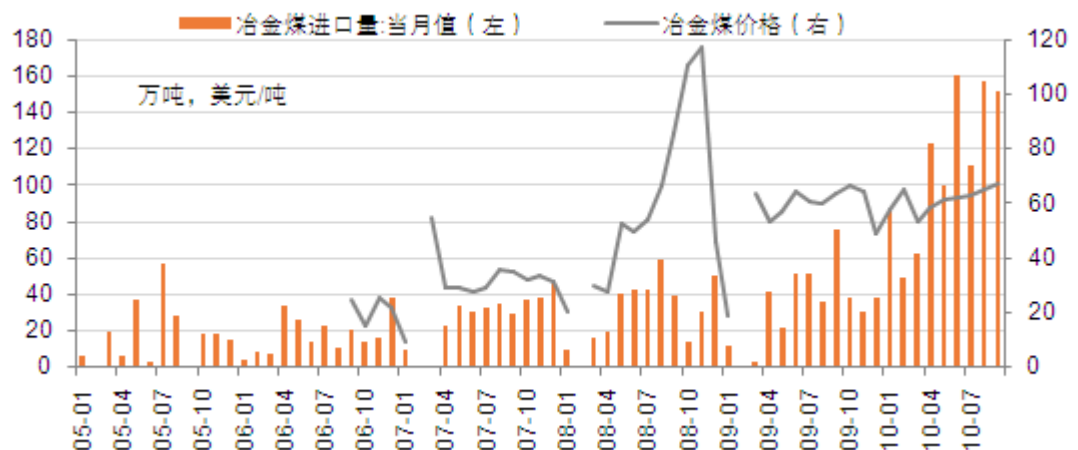
资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

■ 短期内，国际市场上对中国煤炭的出口逐步接近极限

从2011年的煤炭市场看，煤炭供给相对有限，主要出口国，如澳大利亚、印尼，限于基础设施的制约，出口增量有限，短期看，目前中国1.5亿吨的规模正在接近供给极限。

同时，来自蒙古国的进口量正在大幅增加，未来将成为中国的进口国之一，而且进口煤炭以中国所稀缺的炼焦煤为主。随着临策铁路（包头临河连接策克口岸）在2009年底通车，来自蒙古国的炼焦煤量正在大幅增加，增加了煤炭供给，预计2010年进口量可达1200万吨。

图表20 自蒙古国冶金煤进口量及煤价比较



资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

图表21 亚太地区主要煤炭出口国及出口量一览

单位：百万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009
澳大利亚	218	231	231	244	252(净)	262(净)
印度尼西亚	107	108	129	202	203(净)	230(净)
越南			22	30	20(净)	25(净)
俄罗斯	65	76	92	100	76(净)	93(净)
中国	87	72	63	54	5.03(净)	
合计	477	487	537	630	551(净)	610(净)

资料来源：IEA，平安证券研究所

图表22 亚太地区主要煤炭进口国进口量一览

单位：百万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009
日本	183	178	178	182	186(净)	165(净)
韩国	79	77	80	88	100(净)	103(净)
中国台湾	60	61	64	69	66(净)	60(净)
印度	31	37	41	54	58(净)	66(净)
中国	18.6	25	37	48		114(净)
合计	371.6	378	400	441	410(净)	508(净)

资料来源：IEA，平安证券研究所

■ 亚太地区煤炭市场新兴需求正大幅增长

亚太煤炭市场的新兴需求正在大幅增长，除中国外，印度对煤炭的需求增长也较快。根据印度规划委员会对“十一五”规划进行的中期回顾，2011-2012年印度的煤炭供需缺口将达到8103万吨，到2016-2017财年将增加至8650万吨。

图表23 印度煤炭公司煤炭供应量及进口量预测

单位：百万吨	2009-2010 年	2011-2012 年	2016-2017 年
煤炭供应量	435	486.5	647.5
煤炭进口量	70	81.03	86.5

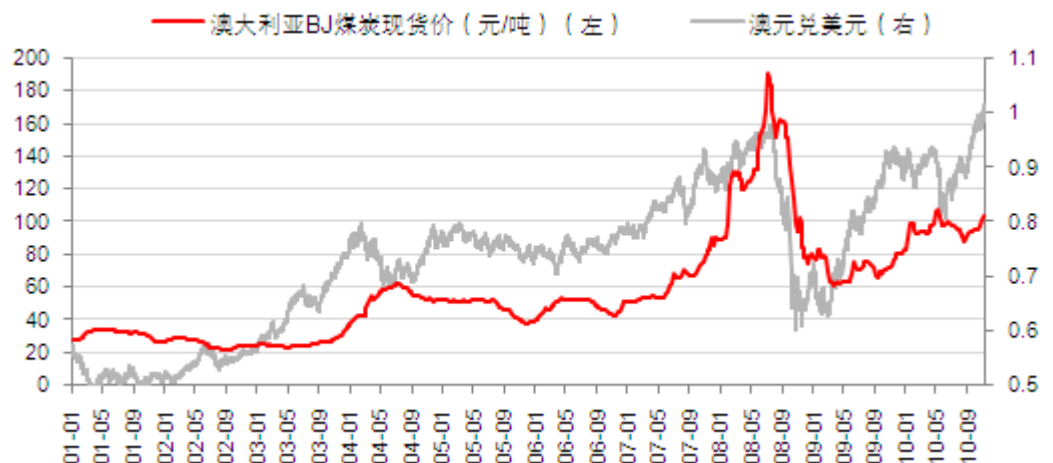
资料来源：IEA，平安证券研究所

结论：从数据分析中可以看出，2011年从国际市场上进口的煤炭量可大致维持在今年的进口水平，进口总量为1.5亿吨。

■ 预计国际动力煤价将站稳在 100 美元/吨以上

国际煤价预计涨幅在10%-15%之间，（可借鉴日澳间的动力煤价格谈判）预计国际动力煤价将稳在100美元/t以上。此外，美元的贬值及澳元的升值也将会推动煤炭价格的上涨。

图表24 澳元升值也是BJ煤价上涨的原因之一



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

三、煤炭价格：预计煤价小幅上涨 10%左右

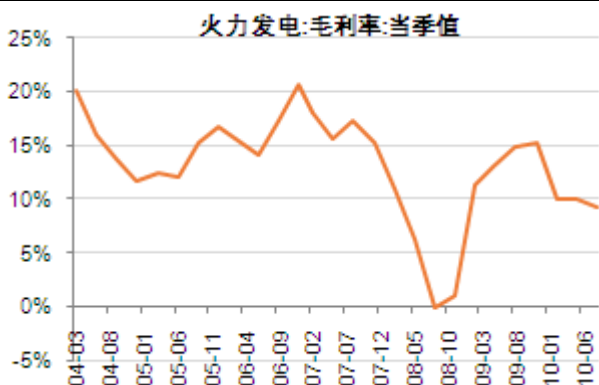
3.1 预计重点合同煤价格上涨 30-50 元/吨，现货煤价上涨 10%左右

预计2011年煤炭价格将温和上涨，下游电力行业经营的恶化制约煤价的上涨幅度：

重点合同煤价格预计涨幅为30-50元/吨，从目前的煤炭价格水平看，现货煤价格涨幅较大，高出同质合同煤价格近200元/吨。此外，考虑到当前通胀压力大，“煤电联动”难以启动，下游电价难以涨价，这也同样制约了煤价的上涨。

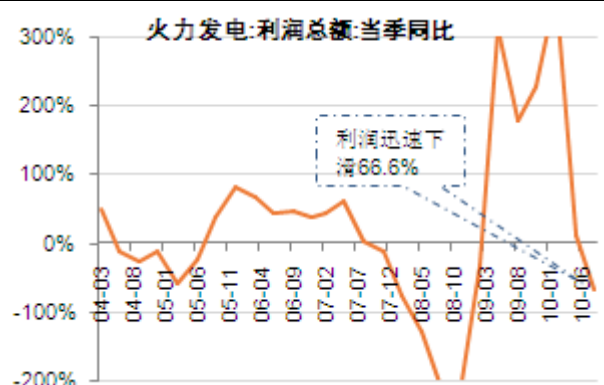
预计市场现货煤价涨幅应在 10%左右。伴随着宏观经济的软着陆，2011 年宏观经济走势可期，未来煤炭价格总体可期。但是下游电力行业盈利的恶化制约煤价的大幅上涨。

图表25 火电行业盈利能力下降



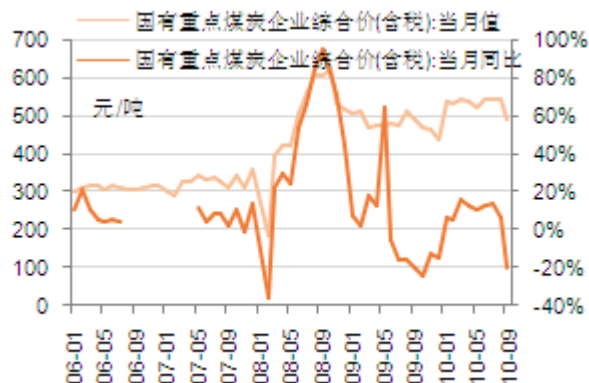
资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

图表26 火电行业利润迅速下滑



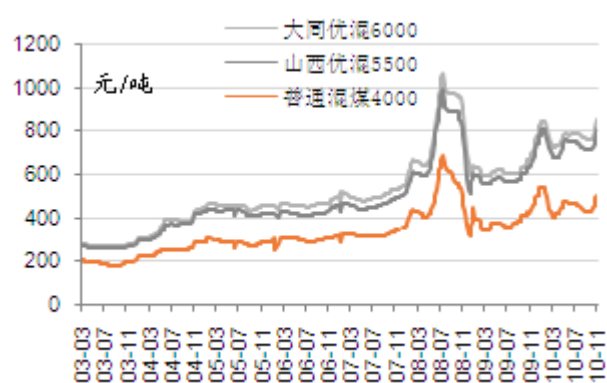
资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

图表27 山西省国有重点煤矿综合售价



资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

图表28 秦皇岛动力煤价格走势



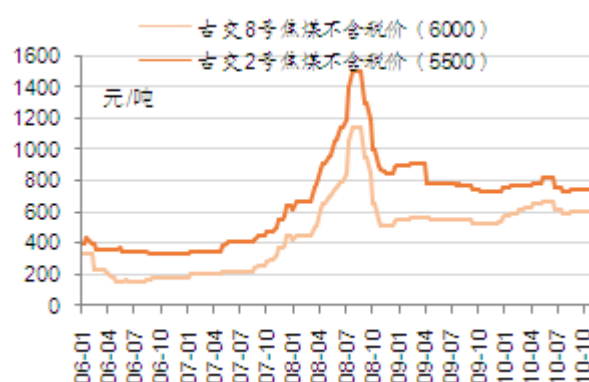
资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

3.2 预计炼焦煤价格总体小幅上涨，主焦煤价格涨幅在 7%-8% 的幅度

根据平安预测，2011年钢铁产量将保持4%左右的低水平增长，故而炼焦煤需求增量不大。因为炼焦煤是较稀缺煤种，更应该从供给的角度分析：一方面，经过一年多的资源整合，山西地区炼焦煤供给逐步恢复；另一方面，炼焦煤进口量在总进口量中占比较高。

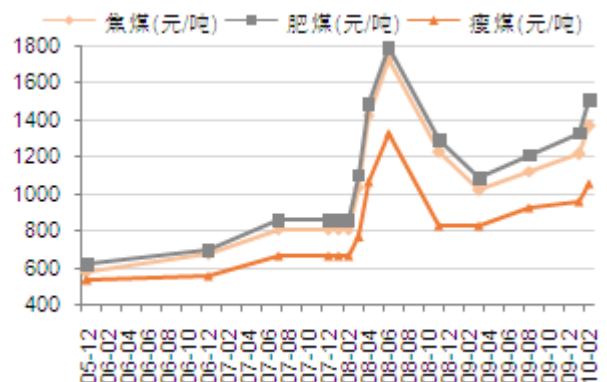
综上分析，预计2011年炼焦煤价格总体保持小幅上扬态势，以太原地区主焦煤为例，2010年均价1240元/吨，预计2011年价格涨幅在100元/吨左右，上涨7%-8%的幅度。

图表29 山西中部地区炼焦煤价格走势



资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

图表30 西山煤电公司炼焦煤销售价格走势

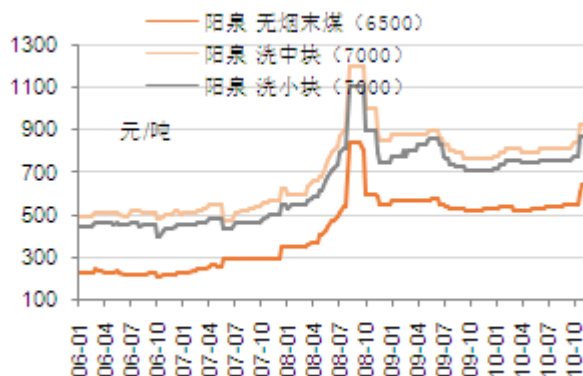


资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

3.3 预计无烟煤价格继续高位震荡，其中洗中块上涨 30 元/吨左右

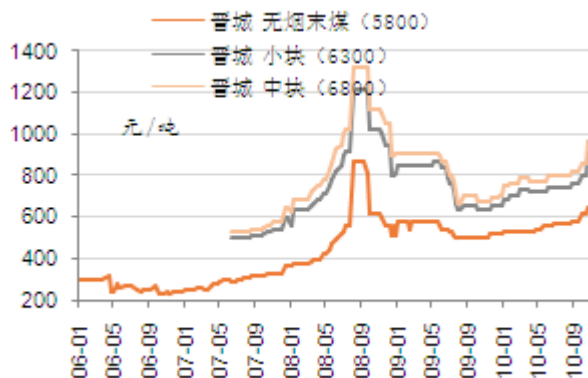
无烟煤对应化工行业，主要产品合成氨产能过剩，受节能减排影响，2010年产量略有下降，预计2011年产量保持小幅增长，根据平安预测，2011年合成氨产量增速为3%左右，对无烟煤需求增量有限。无烟煤中块煤较为稀缺，价格一直高位震荡，以阳泉无烟中块为例，2010年均价为800元/吨，预计2011年涨幅在30元/吨左右。

图表31 阳泉地区无烟煤价格走势



资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

图表32 晋城地区无烟煤价格走势



资料来源：平安证券研究所，中国煤炭资源网

四、煤炭行业投资策略：“推荐”评级

4.1 煤炭股大机会因素：流动性 & 低估值

■ 充分条件：货币流动性 & 必要条件：低估值

煤炭股弹性比较大，比较历史上煤炭股的几次大机会，煤炭股业绩相对平稳，走势波动主要源于估值的变化，估值区间分布在[10-30]之间。分析得出，货币流动性对煤炭股估值提升起到至关重要作用，同时，低估值是煤炭股大涨的必要条件，主要分析 07 年以来煤炭股估值走势：

- **07 年-流动性过剩：**煤炭行业最高估值为 78.0 倍，涨幅为 572.6%，恰逢大牛市，估值受流动性过剩、人民币升值以及经济过热推动；
- **08 年-煤价上涨超出预期：**煤炭市场供需偏紧，煤价大幅上涨，最高涨幅逾 95%以上，在当年 A 股市场走势整体偏弱的情况下，推动煤炭股阶段性上涨。
- **09 年-流动性推升：**宏观经济在危机中反转，再加上信贷资金大量释放，煤炭股估值显著提升；
- **10 年-流动性预期改善：**低估值下流动性预期改善，主要受美联储二次量化宽松影响，美元指数走低，催生煤炭股的商品属性，估值大幅提升。

煤炭股价格趋势性大机会的因素：

- 充分条件：市场流动性充裕，或预期改善；
- 必要条件：煤炭板块整体估值低，处于历史均值以下（15 倍以下作为参考）。

图表33 近年来煤炭股估值走势分析



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 资源整合背景及大类资产配置的角度

投资策略: “从线到面”角度: 行业资源整合作为投资主线, 及宏观经济市场面来研判煤炭股机会

■ “线”: 煤炭资源整合背景下的投资机会 (偏重个股机会)

“煤炭资源整合”这条主线仍然贯穿整个“十二五”规划, 通过资源整合, 煤炭行业集中度大幅提高, 大中型公司充分受益, 煤炭资源获取能力增强, 煤炭上市公司主要通过两条途径受益:

- ✧ 直接参与资源整合, 获取资源、提升产能, 如西山煤电;
- ✧ 由集团参与整合, 待资产相对成熟后, 完成对上市公司的注入。

图表34 煤炭行业“十二五”规划部分要点

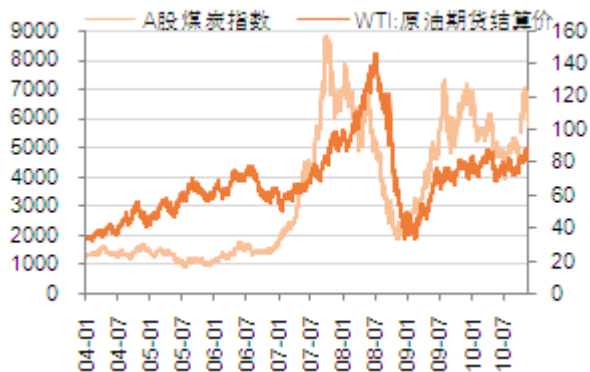
开发布局&建设规划	行业集中度提高	产能提升, 产业结构优化
布局: 控制东部、稳定中部, 开发西部。	“十二五”期间, 煤矿企业数量目标控制为 4000 家, 鼓励大型煤炭企业及相关产业间 (如电力、化工等) 兼并重组、一体化经营。	“十二五”期间, 煤炭总产量将达 36~38 亿吨, 30 万吨以下的
建设方面: 东部将接续建设, 中部适度建设, 西部重点建设。	大型煤矿产量 25 亿吨, 占 66%以上。预计形成 8-10 个亿吨级和 8-10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业集团。	小煤矿产量将减少为 5 亿吨, 占全国煤炭总产量的 13%。

资料来源: 平安证券研究所

■ “面”: 宏观经济面整体运行, 从大类资产配置的角度来发掘煤炭股的机会 (偏重行业整体性机会)

煤炭股具有商品属性和金融属性的两重性, 其走势与大宗商品价格走势具有趋同性, 故大类资产配置的角度比较适合煤炭股的投资。

图表35 煤炭股走势与商品走势趋势正相关



资料来源：平安证券研究所，Wind

图表36 美元走势与大宗商品走势呈负相关



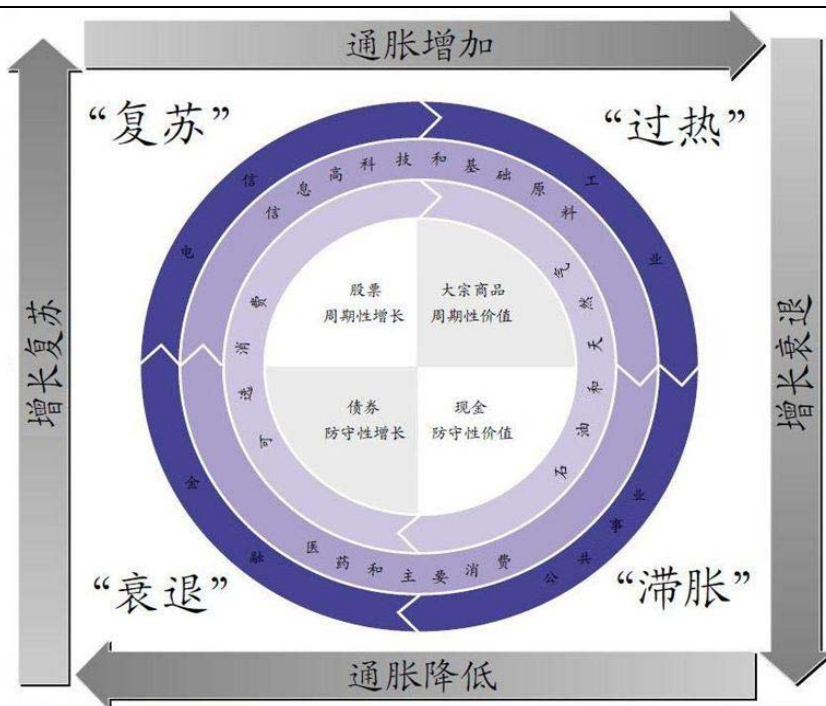
资料来源：平安证券研究所，Wind

根据“美林投资钟”大类资产配置基本原理，2011年宏观经济走势显示，大宗商品将具有良好的投资机会：首先，宏观经济小周期见底，大周期复苏上行；其次，通胀压力逐步增加，预计2011年通胀仍将持续。

平安研究认为，2011年通胀仍将持续，预计CPI在3.5%以上。一方面，国内的货币政策对煤炭股走势更有影响力，比如信贷投放(M1)，加息等，随着通胀压力增大，国内货币紧缩预期增强，这将在短期内影响大宗商品走强；另一方面，加息的上半程并不会影响宏观经济走势，同时会促使人民币逐步升值，预计2011年升值幅度在3%-5%，热钱的可能涌入，会促使流动性上升。

平安研究认为，国际方面，美元指数将趋势性走弱将延续，外围流动性支撑。对于美元走势，由于美国经济复苏迷茫，再次量化宽松已经实施，美元阶段性走弱不可避免。

图表37 “美林投资钟”与大类资产配置



资料来源：Merrill Lynch，平安证券研究所

■ 盈利稳定增长，估值优势再现：给予行业“推荐”评级

2011年煤炭板块营业收入(市场一致预期)同比增长15%以上，净利润增速保持在21%以上，依然保持稳定增长。

综上分析，煤炭板块本身基本面良好（总体平衡，煤价小幅上涨），盈利保持稳定增长，此外，宏观经济、流动性预期均呈现出正面的影响，目前煤炭板块经过短期调整，估值优势再现，对应2011年市盈率17倍，给予行业“推荐”评级。

4.3 上市公司推荐：资产注入&内生性&独特小煤种

煤炭上市公司方面：从资产注入预期及内生性增长性选股，此外，我们同样积极挖掘板块中具有独特小煤种的公司：

◇ **资产注入：**国阳新能、山煤国际、平煤股份；

◇ **内生性：**西山煤电、兰花科创、兖州煤业

此外，我们同样积极挖掘板块中具有独特小煤种的公司：

◇ **独特小煤种公司：**潞安环能（有烟喷吹煤）、昊华能源（无烟粘结煤）

■ 综上，重点推荐股票：潞安环能、昊华能源、兰花科创

□ 潞安环能（601699）：关注资产注入及减税

■ 有烟喷吹煤生产龙头

公司是生产有烟喷吹煤的龙头企业，且煤种结构多元化，喷吹煤盈利能力较强，“以喷代焦”符合产业发展方向，符合节能减排趋势。

■ 重点关注公司获得高新技术企业认证后所获得的减税申请进展

公司生产有烟喷吹煤的技术优势，已获得高新企业认证，后续减税值得期待，根据相关税法规定，国家需要重点扶持的高新技术企业，减按15%的税率征收所得税。公司正在积极申请优惠税率，若年内通过，下半年税率有望按15%征收，这将使业绩提升约6.7%，这将进一步提高企业的盈利水平。

■ 此外，集团资产注入可期，是另一投资关注焦点

集团一直承诺将成熟资产逐步注入上市公司，其中较为成熟矿井为司马矿（300万吨），郭庄矿（180万吨）是潜在收购标的。未来公司或将采取现金收购或发可转债进行收购，收购完成后，可使得煤炭产能提升约17%，增厚EPS大致为0.4元。

■ 盈利预测与估值

不考虑减税及资产注入，预计2010年、2011年、2012年EPS为2.67元、3.01元、3.19元，当前股价对应市盈率为17.6倍、15.6倍、15.2倍，考虑到潜在的集团资产注入及减税，维持公司“强烈推荐”评级，目标价：60.0元（最高可提升业绩13.3%）。

□ 昊华能源（601101）：煤质独特，成长明确

■ 优势之一：煤质优良，市场竞争力强

公司拥有国内最好的无烟煤资源，广泛用于冶金、电力行业，其无烟煤粘结性较好，是优良的冶金原料之一，现在被广泛用来代替冶金过程中的焦粉，并是冶炼特钢所必备品种，并在国内外客户中具有较高市场占有率。

■ 优势之二：交通地理位置优越，出口煤占比 40%左右

公司本部位于北京市西边门头沟区，铁路、公路交通便利，是距离港口最近的无烟煤企业。公司是国内最大的无烟煤出口企业，预计 2010 年出口量为 210 万吨，充分受益于国际煤价的上涨。

■ 煤价的上涨，尤其是出口煤价的高涨带动了业绩的上涨

公司 1-3 季度业绩保持较高增速，净利润为 7.28 亿元，累计增速为 73.9%，增长原因：一方面，煤价涨幅较大，综合煤价涨幅为 30%以上，其中，公司出口煤价保持在 185 美元/吨（含税），上涨幅度在 80%以上；另一方面，良好的成本费用控制，生产成本同比下降 3%的幅度。

■ 近期增长点为高家梁矿，远期成长性为红庆梁煤矿

公司募投项目，高家梁煤矿（600 万吨矿井）已通过质量验收，进入投产阶段，预计 2010 年产量为 190 万吨，2011 年产量为 350 万吨，2012 年 600 万吨达产。同时包西线（包头-西安）11 月 1 日的通车基本解决了高家梁矿所产煤炭的运输问题。远期看，红庆梁煤矿（60%）600 万吨项目是其增长点，预计 2012 年开始建设，“十二五”末可达成。

■ 盈利预测及估值

总体来看，公司煤炭业务纯粹，煤质优良，对于未来发展积极规划和布局（公司仍在积极寻求潜在资源），前景值得期待。预计 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 2.32 元、2.90 元、3.40 元，对应市盈率为 18.2 倍、14.5 倍、12.4 倍，给以“强烈推荐”评级，合理估值区间 55.0-60.0 元。

□ 兰花科创（600123）：受益于资源整合，未来三年成长性突出

■ 内生增长方面，未来三年煤炭业务稳健增长

公司对内积极进行望云矿产能提升、推进玉溪矿建设，外部扩张方面，一方面，积极寻求对亚美大宁矿股权的获得，目前公司初步争取到亚美大宁矿 11%的股权，进一步股权获得仍在努力，收购亚美大宁矿 11%的股权，可提升业绩 0.20 元以上。

■ 积极参与外部资源整合，提供产能扩张基础

公司在山西地区积极寻求资源整合，比如整合永胜煤矿、玉生煤矿等，为未来产能扩张提供基础，根据规划，“十二五”末，公司可控制的煤炭产能在 2000 万吨。

■ 盈利预测与估值

维持 2010 年、2011 年盈利预测，预计每股收益为 2.27 元、2.94 元，股价对应市盈率为 18.6 倍、16.8 倍，目前估值具有相对优势，尤其对 2011 年估值偏低。此外，化肥、甲醇价格的上涨将进一步提升业绩，给以“强烈推荐”评级，目标价：55.0 元。

图表38 重点覆盖煤炭上市公司盈利预测及投资评级

股票代码	公司简称	2010-11-18 股价	股本(百万)	每股收益(元)			市盈率(倍)			投资建议
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
601699.SH	潞安环能	47.06	1,150.5	1.83	2.67	3.01	25.7	17.6	15.6	强烈推荐
601101.SH	昊华能源	42.12	454.0	1.37	2.32	2.90	30.7	18.2	14.5	强烈推荐
600123.SH	兰花科创	43.23	571.2	2.22	2.27	2.94	19.4	19.1	14.7	强烈推荐
000983.SZ	西山煤电	24.46	3,151.2	0.92	1.29	1.62	26.6	19.0	15.1	强烈推荐
601088.SH	中国神华	25.24	19,889.6	1.52	1.89	2.21	16.6	13.4	11.4	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	32.40	1,156.4	1.39	2.11	2.47	23.3	15.4	13.1	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	26.50	4,918.4	0.79	1.53	1.65	33.5	17.3	16.1	强烈推荐
600348.SH	国阳新能	26.73	2,405.0	0.77	1.11	1.27	34.7	24.1	21.0	强烈推荐
000933.SZ	神火股份	24.70	1,050.0	0.57	1.32	1.67	43.3	18.7	14.8	强烈推荐
600546.SH	山煤国际	29.55	750.0	1.00	1.17	1.34	29.6	25.3	22.1	推荐
600997.SH	开滦股份	17.45	1,234.6	0.67	0.69	0.79	26.0	25.3	22.1	中性
601001.SH	大同煤业	21.54	1,673.7	0.89	1.12	1.22	24.2	19.2	17.7	推荐
002128.SZ	露天煤业	23.53	1326.7	0.88	1.10	1.33	26.6	21.5	17.7	推荐
平均值							28.5	19.9	17.1	

资料来源：平安证券研究所

图表39 煤炭上市公司营业收入增速比较

证券代码	证券简称	2007A	2008A	2009A	2010Q3	2010E	2011E
000780.SZ	平庄能源		96.0%	2.6%	23.6%	23.8%	10.2%
000933.SZ	神火股份	116.0%	38.3%	-10.4%	91.0%	53.1%	15.1%
000937.SZ	冀中能源	36.5%	75.0%	-4.2%	65.8%	40.5%	6.1%
000968.SZ	煤气化	27.5%	38.2%	-31.4%	10.4%	16.6%	22.5%
000983.SZ	西山煤电	11.8%	69.9%	-6.9%	74.2%	63.7%	33.6%
002128.SZ	露天煤业	34.7%	48.7%	23.3%	36.1%	27.9%	23.4%
600121.SH	郑州煤电	41.5%	23.3%	36.3%	49.0%	13.2%	12.7%
600123.SH	兰花科创	18.4%	40.6%	14.3%	8.2%	4.5%	22.5%
600188.SH	兖州煤业	14.8%	57.4%	-18.4%	62.7%	55.0%	16.1%
600348.SH	国阳新能	14.9%	58.1%	17.4%	49.2%	24.1%	8.6%
600508.SH	上海能源	18.4%	32.5%	-5.0%	25.2%	18.0%	7.4%
600546.SH	山煤国际			-2.2%	146.4%	49.0%	8.7%
600971.SH	恒源煤电	8.4%	57.1%	16.7%	54.8%	54.7%	9.7%
600997.SH	开滦股份	72.7%	71.7%	16.8%	53.2%	32.8%	15.4%
601001.SH	大同煤业	30.0%	64.3%	13.1%	9.6%	16.2%	13.0%
601088.SH	中国神华	26.0%	30.5%	13.2%	24.8%	17.2%	15.0%
601101.SH	昊华能源	10.2%	61.3%	-25.3%	22.8%	41.4%	15.4%
601666.SH	平煤股份	34.9%	57.1%	-4.4%	25.2%	20.9%	7.9%
601699.SH	潞安环能	20.8%	61.0%	9.5%	8.4%	3.0%	16.0%
601898.SH	中煤能源	29.9%	42.8%	2.8%	37.4%	28.5%	15.3%
601918.SH	国投新集	24.3%	48.1%	-8.8%	44.7%	41.2%	26.9%
平均值		31.1%	53.6%	2.3%	43.9%	30.7%	15.3%

资料来源：Wind，平安证券研究所（2010年、2011年，取市场一致预期）

图表40 煤炭上市公司净利润增速比较

证券代码	证券简称	2007A	2008A	2009A	2010Q3	2010E	2011E
000780.SZ	平庄能源		160.4%	-9.4%	30.8%	50.4%	15.5%
000933.SZ	神火股份	105.3%	37.0%	-46.8%	148.1%	140.1%	23.9%
000937.SZ	冀中能源	18.2%	182.4%	-39.2%	43.8%	57.4%	17.1%
000968.SZ	煤气化	86.4%	117.8%	-40.2%	-8.4%	21.7%	41.3%
000983.SZ	西山煤电	9.0%	130.1%	-24.7%	33.7%	72.8%	31.5%
002128.SZ	露天煤业	17.6%	49.5%	53.3%	70.7%	58.1%	23.4%
600121.SH	郑州煤电	22.8%	-27.1%	-3.8%	20.5%	35.2%	31.7%
600123.SH	兰花科创	3.0%	98.3%	1.7%	1.9%	0.9%	28.0%
600188.SH	兖州煤业	46.2%	101.4%	-38.6%	108.5%	90.5%	15.0%
600348.SH	国阳新能	-29.8%	83.8%	99.6%	45.8%	40.2%	15.3%
600508.SH	上海能源	11.6%	78.9%	-8.3%	65.7%	38.1%	10.6%
600546.SH	山煤国际			43.0%	16.0%	54.0%	28.6%
600971.SH	恒源煤电	-1.1%	20.4%	-13.8%	112.5%	89.8%	17.4%
600997.SH	开滦股份	26.7%	32.7%	1.4%	3.4%	7.2%	17.4%
601001.SH	大同煤业	1.6%	170.7%	2.5%	-22.7%	6.2%	13.7%
601088.SH	中国神华	18.9%	29.7%	16.6%	14.7%	18.4%	16.6%
601101.SH	昊华能源	1.1%	114.8%	-34.0%	73.9%	99.4%	17.3%
601666.SH	平煤股份	27.9%	79.3%	-47.2%	44.4%	71.8%	14.4%
601699.SH	潞安环能	12.1%	96.4%	0.4%	30.9%	43.4%	15.4%
601898.SH	中煤能源	90.4%	17.7%	18.1%	22.9%	33.0%	22.4%
601918.SH	国投新集	11.0%	120.6%	-23.2%	69.8%	57.0%	32.5%
平均值		25.2%	84.7%	-4.4%	44.1%	51.7%	21.4%

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (2010年、2011年, 取市场一致预期)

4.4 风险提示:

- 通胀压力超预期, 货币紧缩压力大。
- 煤价上涨, 可能会使得政府行政干预。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257