



煤炭

2010.12.02

评级:

增持

上次评级:

增持

留一半清醒，留一半醉

2011 年煤炭行业投资策略

	杨立宏	尹西龙
	010-59312711	021-38674749
	yanglihong@gtjas.com	yinxilong008743@gtjas.com
	S0880209090630	

本报告导读:

从供需和周期分析两个角度分析均支持并相互印证我们看好上半年煤炭股表现的结论。

摘要:

- **11 年增产主力“三西”后劲不足。**10 年 1-9 月份全国煤炭产量已达 24.46 亿吨，同比增加 3.65 亿吨，其中内蒙古增加 1.04 亿吨，陕西增加 9211 万吨，山西增加 6212 万吨，三省占到增量的 70.6%。山西 11 年过渡生产小煤矿停产，技改矿井进展缓慢，截至 11 月 30 日，山西省煤炭厅共批复了 29 家山西整合矿井的技改，占整合后保留矿井数量 746 个矿井总数的比率不足 4%，按照技改建设周期 1 年半的假设，整合矿井产能陆续开始释放的时间要到 12 年的 3 月份，释放高潮时间则要更晚；陕西、贵州分别是第三和第五大产煤省，也是增量第二和第四大产煤省，由于安全压力 11 年将进行资源整合升级，产量难大增。内蒙古 10 年前 10 个月煤炭产量增量 1.18 亿吨，其中出区销量增长 9230 万吨，公路出区增量占整体的比重为 69.12%。在 11 年没有铁路新增路线和公路运输已极度饱和的情况下，11 年出区量大增的可能性变小。
- **预计 11 年供需缺口亿吨以上。**按照我们对在建项目的跟踪，11 年产量增长 2 亿吨上下，能满足 6% 的需求增长，而结合宏观的判断，需求增长在 9%-10% 区间的可能性更大，这意味着供需缺口超过亿吨，需要依赖进口或消化库存。
- **古今中外周期规律证明：通胀阶段是煤炭股在经济周期中的黄金阶段。**按照投资时钟规律，煤炭在通胀阶段是表现最好的板块。我们观察美国和中国各 2 个周期中通胀阶段：CPI 上行与高位阶段，煤炭股跑赢指数，特别在 CPI 高位阶段，跑赢指数的幅度为 70%-400%。
- **下半年需保留一半清醒。**供给释放给予煤炭行业的拐点是 2012 年 3 月，铁路改变供给格局的时间是 13-14 年。而通胀给予煤炭股良好表现的时间可能是半年，建议对 CPI 保持高度关注，一旦出现拐头向下，则要坚定撤离煤炭股。通胀本质是一场泡沫，午夜的钟声一响，漂亮的骏马和华美的马车将变回成老鼠和南瓜。
- **11 年上半年超配煤炭分享最后的盛宴。**从供需和周期的两个角度分析分别证明并交叉印证了我们看好煤价的结论，强烈看好煤炭股上半年的表现，建议增持分享煤炭最后的盛宴。
- **看好成长性公司。**建议选择内生增长与外延扩张交集的公司。我们相对看好兰花科创、潞安环能、盘江股份、露天煤业。基于对焦煤价格上涨的预期，短期可关注滞涨的焦煤类公司。

相关报告

煤炭：《动力煤保持上涨趋势，看好明年焦煤价格》

2010.11.30

煤炭：《未来 2 个月焦煤最具涨价潜力》

2010.11.25

煤炭：《政策利空兑现，煤价涨势依旧》

2010.11.23

煤炭：《限价传闻再起，风险还是机会？》

2010.11.17

煤炭：《煤价上涨趋势不改，调整仍是买入时机》

2010.11.16

目 录

1. 主要结论.....	3
2. 沉醉的逻辑一：供需面支持煤价上涨.....	3
2.1. 增量来自哪里？.....	3
2.2. 11 年将现增长空档.....	3
2.2.1. 山西技改开工慢于预期，预计最早 12 年 3 月开始释放.....	4
2.2.2. 陕西、贵州是继山西、河南后的进入资源整合的大省.....	5
2.2.3. 内蒙古潜在产能释放仍受制于运力.....	6
2.3. 需求：不会太差.....	7
2.3.1. 1 季度高耗能集中复产.....	7
2.3.2. 保障房新开工面积将出现爆发性增长.....	7
2.3.3. 十二五项目开工.....	8
2.4. 供需分析结论：11 年供需缺口在亿吨左右.....	8
3. 沉醉的逻辑二：通胀.....	9
3.1. 历史：通胀期是投资煤炭股的黄金期.....	9
3.2. 本次通胀的复杂性.....	11
3.3. 加息不可怕，可怕的是不再加息.....	12
4. 清醒的理由：盛宴必散.....	13
4.1. 2012 年-2015 年煤炭供给的集中释放，周期下行.....	13
4.1.1. 山西、内蒙古、新疆在建产能 9-10 亿吨.....	13
4.1.2. 改变煤炭供给格局的 4 条铁路.....	13
4.1.3. 竞争格局：个体的理性与群体的非理性将再次上演.....	13
4.2. 通胀的盛宴必散.....	14
5. 投资策略.....	15
5.1. 行业：看好上半年，看空下半年.....	15
5.2. 公司选择：成长与资产注入.....	15
5.3. 重点公司估值.....	16

1. 主要结论

从供需面看，11 年煤炭供给出现增长空档，增速将明显放缓，预计全年净增量将在 2 亿吨左右，需求面高耗能复工、保障房建设和十二五项目开工预期成为需求向好的拉动力。我们预计供需缺口在 1 亿吨左右。

从周期规律来看，古今中外数个周期证明，通胀阶段是煤炭股最大幅度跑赢指数的阶段。预计 11 年上半年通胀仍维持高位，建仓煤炭股正当其时。

我们强烈看好 11 年上半年煤炭股的表现，建议超配分享煤炭盛宴。

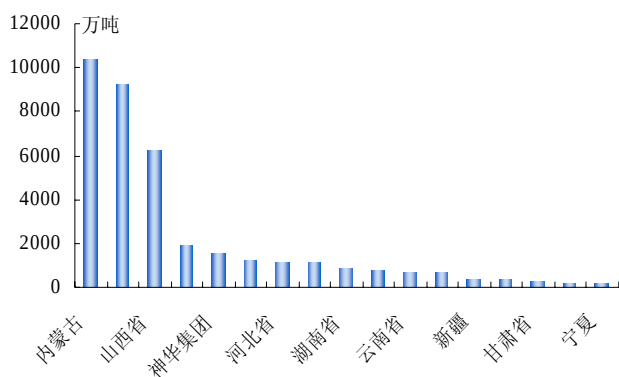
公司方面：我们建议选择内生增长快与外延扩张潜力大且未被充分预期有交集的公司，安全边际更高。我们看好兰花科创、潞安环能、盘江股份、露天煤业，短期可关注滞涨的焦煤公司。

2. 沉醉的逻辑一：供需面支持煤价上涨

2.1. 增量来自哪里？

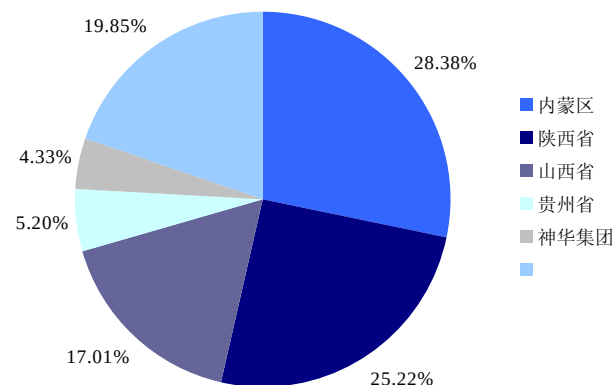
中国煤炭供给集中的趋势使我们对供给增长的判断趋于简单。10 年 1-9 月份全国煤炭产量已达 24.46 亿吨，同比增加 3.65 亿吨，其中内蒙古增加 1.04 亿吨，陕西增加 9211 万吨，山西增加 6212 万吨，三省占到增量的 70.6%（不含神华和中煤），包含神华集团和中煤集团后则达到 77.99%。不过神华集团和中煤集团的产量增速较上年明显放缓。

图 1: 10 年 9 月各省份产量增量



数据来源：煤炭资源网

图 2: 10 年 9 月各省份产量增量占比



数据来源：煤炭资源网

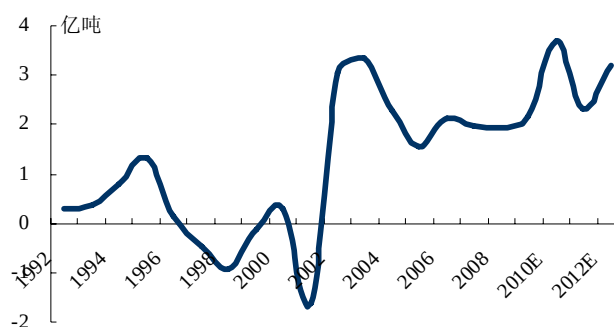
2.2. 11 年将现增长空档

10 年按照产量增量来看是近年增幅较大的一年，截至 9 月份已增长 3.65 亿吨，超过了我们 09 年底所预期的 2.9 亿吨，由于 09 年 12 月份的翘尾因素，我们预计全年的增量基本维持上述数字。

超过我们预期主要是陕西产量增幅大超预期，前 10 个月增量已接近亿吨，远超过我们预期的全年 3000 万吨；另一个增量较大的山西，主要是弥补 09 年前半年停产的部分，增幅完全在预期之内。根据我们对陕西十一五重大建设项目的跟踪，大型项目已经投产，11 年的增量将会明

显放缓；山西也将消除基数效应的影响，因此上述两大增量在 11 年都不可持续，甚至可能有部分的减量，陕西将要进行的资源整合影响产量，山西整合矿井的过渡矿井按照要求要在 10 年底关闭。下面我们分省详述。

图 3: 1993 年以来煤炭产量年增量



数据来源：国泰君安证券研究

2.2.1. 山西技改开工慢于预期，预计最早 12 年 3 月开始释放

山西新项目不多，潜在的最大增量来自小煤矿技改。

截至 11 月 30 日，山西省煤炭厅共批复了 29 家山西整合矿井的技改，占整合后保留矿井数量 746 个矿井总数的比率不足 4%，开工建设规模为 2865 万吨，占整合后总产能的比重为 4%。多数矿井开工批复的时间集中在 9、10 月份，按照技改建设周期 1 年半的假设（目前已开工矿井的平均建设周期为 19 个月）计算，整合矿井产能陆续开始释放的时间要到 12 年的 3 月份，释放高潮则要更晚。这煤炭市场留出了一定的安全期。

表 1: 山西煤炭厅披露的已开工矿井

主体	矿区	矿井	原产能	升级产能	批准开工日期	建设期（月）	批复日期
同煤集团	大同	东周窑煤矿	30	90	2010-1-19	6	2010-1-12
阳煤集团	阳泉	长沟煤矿	15	90	2010-3-8	25	2010-2-23
阳煤集团	阳泉	昔阳县坪上煤矿	30	90	2010-5-12	25	2010-5-6
太原煤气化	太原	清河一煤矿	30	60		19	2010-5-20
阳煤集团	阳泉	左权永兴煤化永佛寺煤矿	45	90	2010-5-26	30	2010-5-20
国投昔阳能源	晋中	白羊岭煤矿	45	90	2010-5-25	26	2010-5-20
长治红兴煤业	长治	长治红兴煤业	60	90	2010-6-8	6	2010-6-4
沁和能源集团	晋城	中村煤业	30	90	2010-6-16	12	2010-6-11
阳城阳泰集团	晋城	伏岩煤矿	30	90	2010-7-12	10	2010-7-8
保利能源控股	晋城	保利平山煤业	60	90	2010-9-10	26.2	2010-9-1
介休大佛寺煤业	晋中		60	90	2010-9-10	15	2010-9-1
华瑞煤业	吕梁			120	2010-9-18	12	2010-9-13
进出口集团	大同	鹊山高家窑煤业		150	2010-9-15	24	2010-9-13
阳煤集团	阳泉	寿阳景福煤矿	15	90	2010-9-23	29.2	2010-9-16
焦煤集团	霍州	蒲县新乐煤矿	21	45	2010-9-30	16	2010-9-21
潞安集团	忻州	潞宁孟家窑煤矿		120	2010-9-30	29	2010-9-21
科兴能源发展(集	晋城	高平科兴前和煤业		120	2010-10-2	12	2010-9-26

团)							
阳城阳泰集团	晋城	晶鑫煤业武甲分公司	45	120	2010-10-2	25.6	2010-9-26
山东华融龙宫公司	忻州	华融龙宫煤业	90	90	2010-10-8	28	2010-9-30
平鲁区芦家窑煤矿有限公司	朔州	芦家窑煤矿	90	150	2010-10-8	10.7	2010-9-30
曙光焦煤集团	运城	船窝煤矿		120	2010-10-3	17.5	2010-9-27
和顺云龙投资管理(集团)	晋中	和顺正邦神磊煤业		90	2010-10-8	15	2010-9-30
西易能源集团	朔州	易顺煤业	15	120	2010-10-15	22	2010-10-9
长治羊头岭煤业集团	长治	羊头岭红旗煤业	21	90	2010-10-15	21.3	2010-10-9
鑫飞能源投资集团	吕梁	柳林鑫飞毛家庄煤业		120	2010-10-15	24.8	2010-10-9
科兴能源发展(集团)	晋城	高平科兴游仙山煤业		90	2010-10-15	27	2010-10-9
焦煤集团	临汾	华晋明珠煤业	60	90	2010-10-15	10.1	2010-10-12
长治羊头岭煤业集团	长治	长治首阳山煤业		90	2010-10-18	14	2010-10-9
鑫飞能源投资集团	吕梁	柳林鑫飞下山岭煤业		90	2010-10-15	24	2010-10-15
合计			792	2865			

数据来源：国泰君安证券研究

2.2.2. 陕西、贵州是继山西、河南后的进入资源整合的大省

09年之前，山西是小煤矿全国数量最多和安全事故最多的省份。在山西小煤矿全面关闭和整合技改后，小煤矿数量排名第二和第三的贵州省和陕西省的安全形势突出出来。

贵州省今年以来煤矿事故多发且事故总量呈连续上升趋势，截至9月份煤矿事故已造成307人死亡，同比增加16人，上升5.5%，11月份又发生3起较大的煤炭事故。

陕西省伴随产量的增长，今年以来矿难发生频率也较高，特别是韩城“7·17事故”，造成井下工作的28名矿工全部遇难。

表 2: 09年初各省小煤矿数量

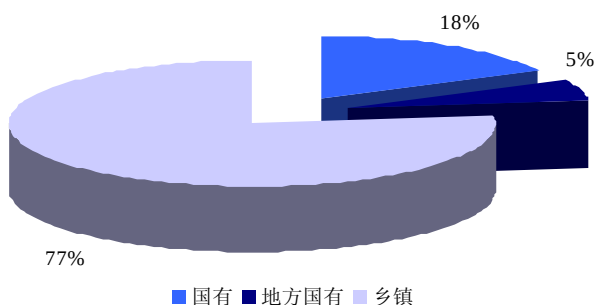
省/市/区	现有小矿	拟关闭	改建	剩余
山西	1702	500	102	1100
贵州	1449	149	288	1012
陕西	608	100	250	258
河南	516	59	-	457
河北	463	190	-	273
新疆	344	62	32	250
甘肃	313	84	29	200
安徽	146	26	10	110
内蒙古	40	70	-	-
山东	21	39	-	-
全国	14069	2501	1616	9952

数据来源：国泰君安证券研究

小煤矿数量众多且安全生产基础薄弱，是煤矿事故高发、多发、频发的

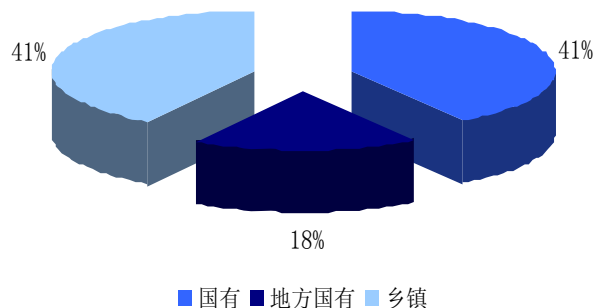
重要原因。贵州省 1000 个煤矿，小煤矿占 70%，乡镇煤矿占全省煤炭产量的 77%；陕西目前各类煤矿 661 处，其中国有重点煤矿 47 处、国有地方煤矿 81 处、乡镇煤矿 533 处。乡镇煤矿与国有矿产量占比几乎相同，为 41%，高于全国平均水平。

图 4: 10 年 9 月贵州三类煤矿产量占比



数据来源：煤炭资源网

图 5: 10 年 10 月陕西三类煤矿产量占比



数据来源：煤炭资源网

为加强安全生产，防止重特大事故，贵州省决定在今年底前关闭 515 个不具备安全生产条件的小煤矿。今后 2 至 3 年内，贵州煤矿企业法人将从现在的 1000 多家减少到约 200 家，大型煤炭生产企业控股经营的煤炭产量将达到全省总产量的 60% 以上。

陕西省政府在有关煤矿整顿关闭和资源整合的专题会议中提出，计划利用三年时间对陕西煤炭资源进行整合。至 2012 年，保留矿井 450 处。煤矿机械化程度达到 90%，陕北取缔年产 30 万吨以下的矿井，关中取缔年产 9 万吨以下的矿井。

陕西、贵州分别是第三和第五大产煤省，也是增量第二和第四大产煤省。上述两省的整合对 11 年煤炭的供给造成一定的冲击。

表 3: 产煤大省市场份额

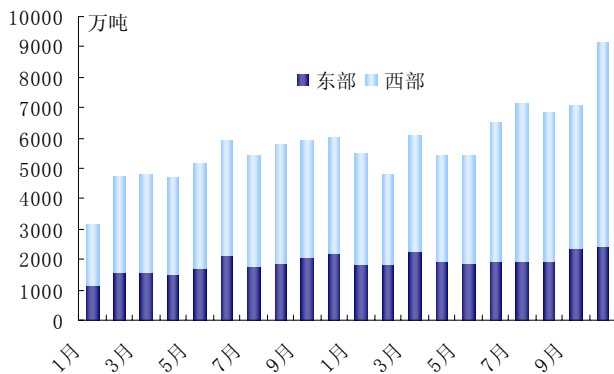
	2008	占比	2009	占比	2010-09	占比
山西省	65735.85	24.20%	61534.94	20.18%	42632.76	17.43%
内蒙古	46511.58	17.13%	60280.03	19.76%	37903.26	15.49%
神华集团					26319.63	10.76%
陕西省	20001.89	7.36%	29819.94	9.78%	21481.66	8.78%
河南省	20467.87	7.54%	23037.92	7.55%	15481.11	6.33%
贵州省	11798.46	4.34%	13690.74	4.49%	11219.43	4.59%

数据来源：国泰君安证券研究

2.2.3. 内蒙古潜在产能释放仍受制于运力

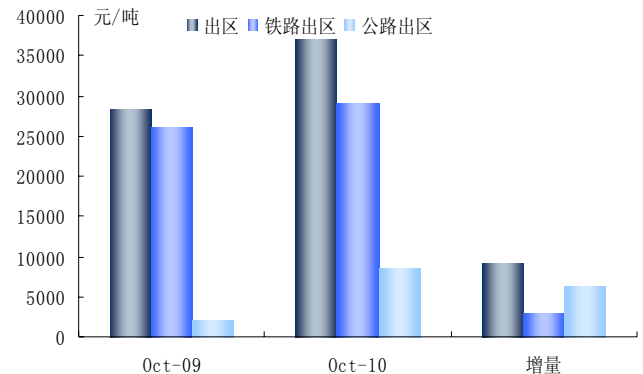
内蒙古特别是鄂尔多斯地区已经完成机械化改造，加之矿井基本属于低瓦斯矿井，安全压力非常小，产能的弹性很大，但短期内仍将受制于运力瓶颈，区外销售难以大增。10 年前 10 个月内蒙古煤炭产量增量 1.18 亿吨，其中出区销量增长 9230 万吨，公路出区增量占整体的比重为 69.12%。在 11 年没有铁路新增路线和公路运输饱和的情况下，11 年出区量大增的可能性变小。

图 6: 内蒙古东部与西部煤炭产量



数据来源: 内蒙古煤炭局

图 7: 09 年 10 月与 10 年 10 月内蒙古区外煤炭销量



数据来源: 内蒙古煤炭局

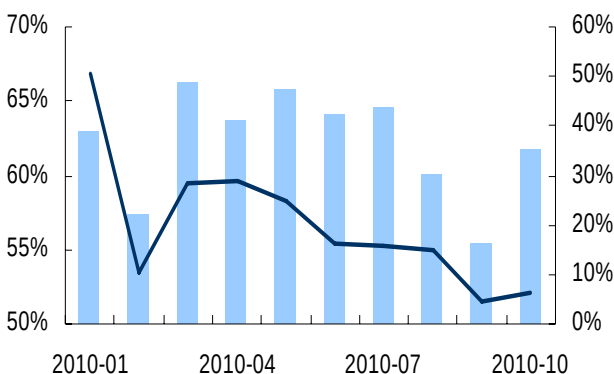
2.3. 需求: 不会太差

接下来是需求部分，我们不打算在需求的预测上花费太多的功夫，因为煤炭的需求主要取决于宏观经济的经济增速和结构，在这方面，宏观分析师的判断比我们更专业、更权威。我们的一个判断是 11 年的需求情况好于 10 年，增量来自以下三个方面。

2.3.1. 1 季度高耗能集中复产

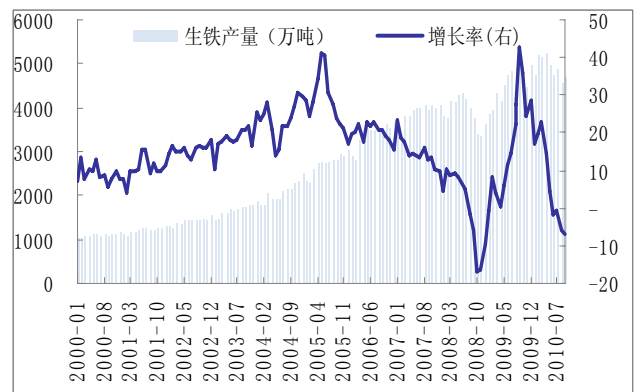
在各省冲刺节能减排的压力下，9 月、10 月以来重工业用电量维持低位，同比增速也回落到个位数，分别为 4.4% 和 6.3%，特别是能耗较高的钢铁行业，停产面较大，根据百川资讯的统计，11 月焦炭开工率 65%，生铁开工率 48%，钢铁 72%，处较低水平。我们预计 11 年除上述临时被关停的产能会出现集中复产，拉动煤炭特别是涨幅明显落后的焦煤价格上涨。

图 8: 重工业用电量及同比增长率



数据来源: 国家统计局

图 9: 生铁产量及增长率



数据来源: 国家统计局

2.3.2. 保障房新开工面积将出现爆发性增长

12 月初媒体报道，住建部日前正在向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》(以下简称《通知》)，这份通知明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，并要求各地方政府调整之前上报的“2009-2012 年三年保障性住房建设规划”和地方“十二五”保障性住房建设规划，12 月 10 日为最后上报的截止日期。

按照套均 60 平米估算，仅 1000 万套保障房建设就将拉动钢铁乃至焦煤需求 4% 的增长。

表 4: 10 年保障房对其他房地产投资替代的情景分析

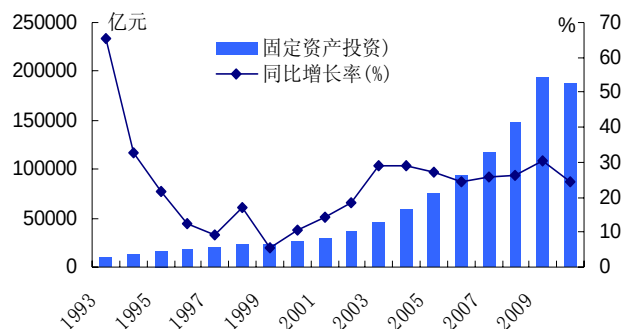
1	11 年保障房建设规模	万套	1000
2	11 年保障房施工面积	万平米	60000
3	投资额/平米	元/平米	1133
4	万元地产投资耗钢	吨/万元	0.39
5=2×3×4	11 年保障房耗钢	万吨	2651
6	10 年预计钢产量		63000
7	11 年保障房对粗钢需求拉动幅度		4%

数据来源：国泰君安证券研究

2.3.3. 十二五项目开工

按照前两个“五年”期间投资情况来看，在每个规划初年固定资产投资都会出现一定的加速增长。

图 10: 固定资产投资及同比增长率



数据来源：wind

2.4. 供需分析结论： 11 年供需缺口在亿吨左右

从在建项目情况来看，我们预计 11 年产量净增 2 亿吨左右，环比增速大幅回落，能够保障需求 6% 的增速。而结合宏观假设，我们预期煤炭需求增长落在 9%-10% 区间的可能性更大，这意味着煤炭供需缺口至少在 1 亿吨以上，需要依赖进口或消化库存。

表 5: 煤炭供需平衡表

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
产量	199232	220473	237300	252597	271583	304989	335000
进口量	1861	2617	3811	5102	4040	12583	16000
出口量	8666	7172	6327	5319	4543	2240	1900
库存变化	(162)	(1455)	998	(1004)	(4160)	3814	(5612)
表观消费量	192265	214462	235781	251377	266920	319145	343488
表观消费量净增	28864	22197	21319	15596	15543	52226	24343

数据来源：国泰君安证券研究

表 6: 2011 年需求情景分析

	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
--	----	----	----	----	----	-----	-----

需求增量	17174	20609	24044	27479	30914	34349	37784
供给缺口	-2826	609	4044	7479	10914	14349	17784

数据来源：国泰君安证券研究

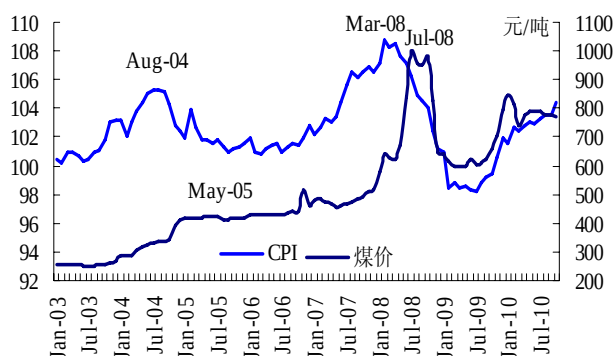
3. 沉醉的逻辑二：通胀

3.1. 历史：通胀期是投资煤炭股的黄金期

按照投资时钟的规律，煤炭在通胀阶段是表现最好的板块。根据我们的数据和分析，美国和中国数次周期中通胀阶段煤炭股的表现，再次印证了我们之前周期分析的结论：

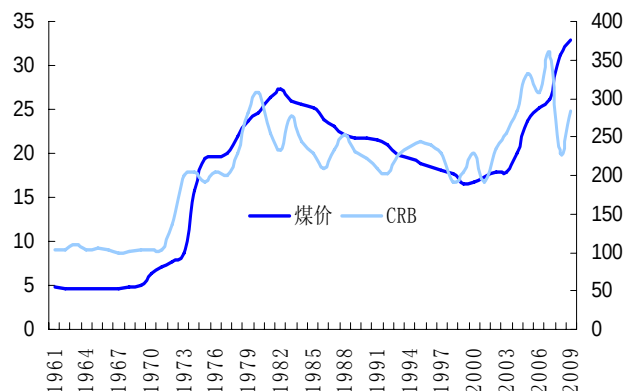
第一、煤价上涨是滞后的。国内最近两次通胀，即 04-05、07-08 年，煤价见顶时间滞后于 CPI 高点 4-9 个月左右；全球两次大宗商品较大幅度的上涨，即 73-80 年和 03 年到 09 年，煤价见顶时间均滞后与 CRB 约 1 年左右。

图 11: CPI 与煤价



数据来源：wind

图 12: 煤价与 CRB

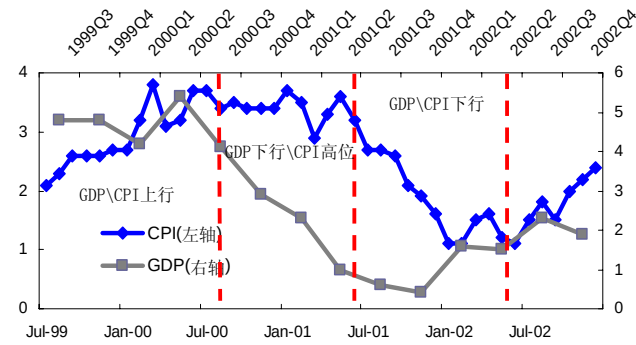


数据来源：bloomberg

第二、在经济周期的各阶段中，通胀阶段煤炭跑赢指数幅度最大。为了避免我们不能准确的划分周期而导致错误的判断，我们通过观察 GDP 和 CPI 两个量化指标的趋势，将通胀前后的经济阶段划分为 3 个区间：第一区间为 GDP 高位同时 CPI 上行，第二区间为 GDP 下行 CPI 高位；第三区间为 GDP 与 CPI 同时下行。根据我们对美国和中国各两个周期的分析，煤炭股在第一、第二区间均跑赢指数，特别在第二区间，即 GDP 下行 CPI 高位的阶段，煤炭股跑赢指数的幅度最高，幅度在 70%-400%之间。

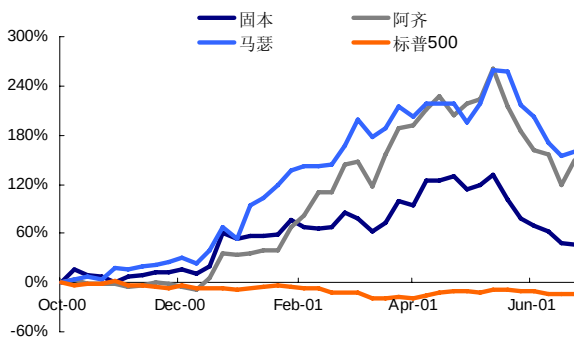
图 13: 美国 00-02 年通胀阶段划分

图 14: 美国 00 年 GDP 与 CPI 上行阶段煤炭股表现



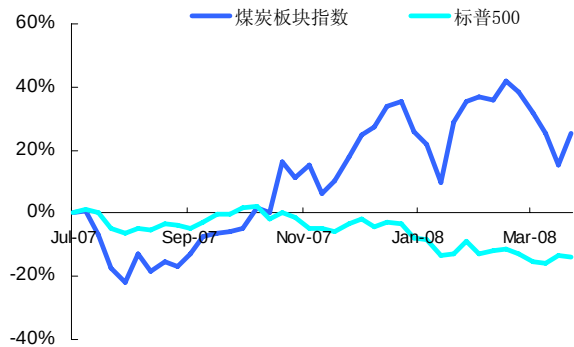
数据来源: bloomberg

图 15: 美国 01 年 GDP 下行/CPI 高位阶段煤炭股表现



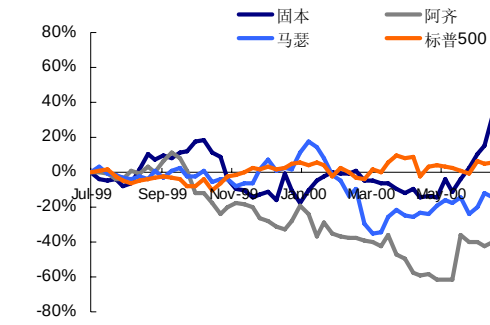
数据来源: bloomberg

图 17: 美国 07-08 年 GDP 高位/CPI 上行阶段煤炭股表现



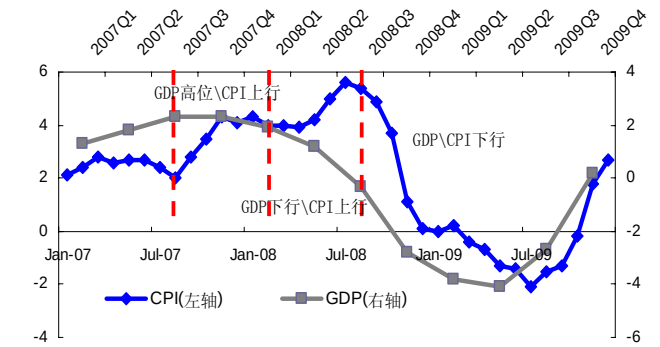
数据来源: bloomberg

图 19: 中国 03-04 年通胀阶段



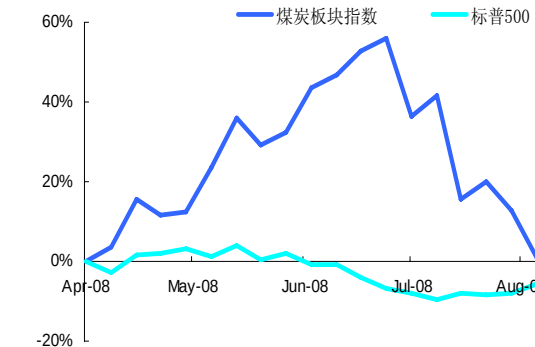
数据来源: bloomberg

图 16: 美国 07-09 通胀阶段的划分



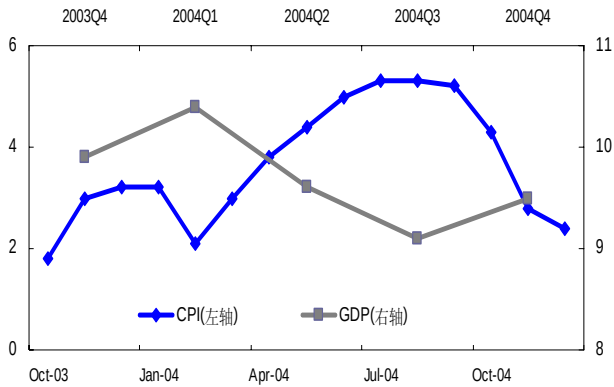
数据来源: bloomberg

图 18: 美国 07-08 年 GDP 下行/CPI 高位阶段煤炭股表现

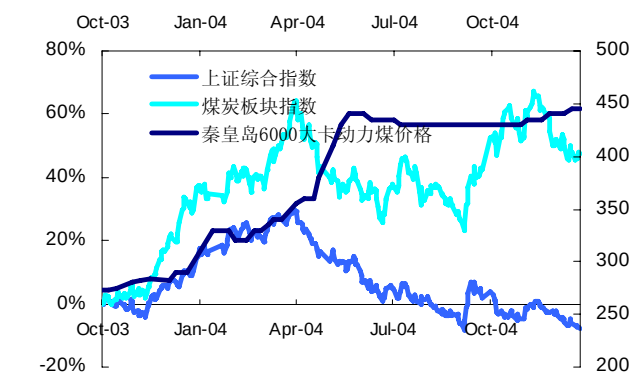


数据来源: bloomberg

图 20: 中国 03-04 年通胀阶段煤炭股表现

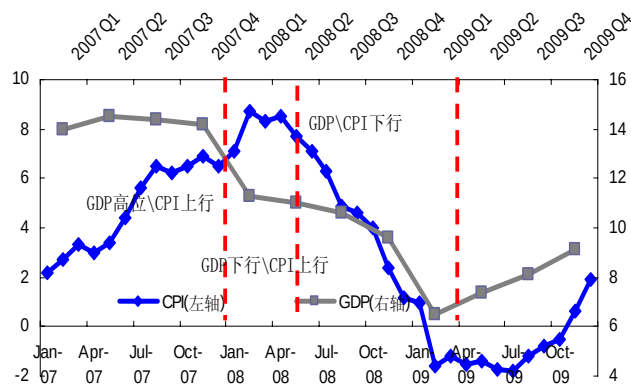


数据来源: wind



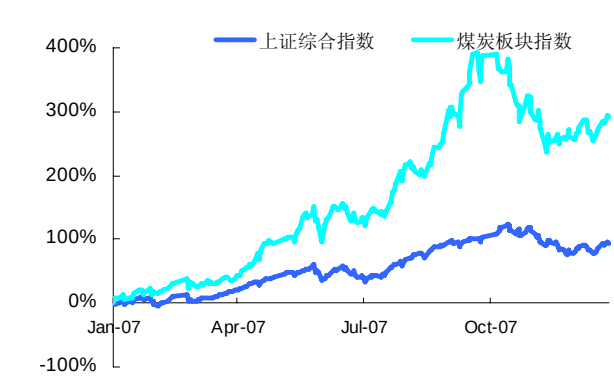
数据来源: wind

图 21: 中国 07-08 年 通胀周期



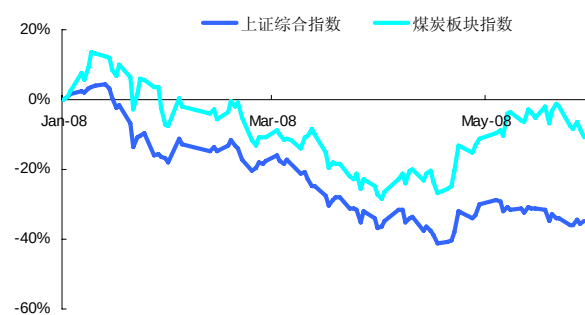
数据来源: wind

图 22: 中国 07-08 年 GDP 高位/CPI 上行阶段的煤炭股



数据来源: wind

图 23: 中国 07-08 年 GDP 下行/CPI 高位阶段的煤炭股



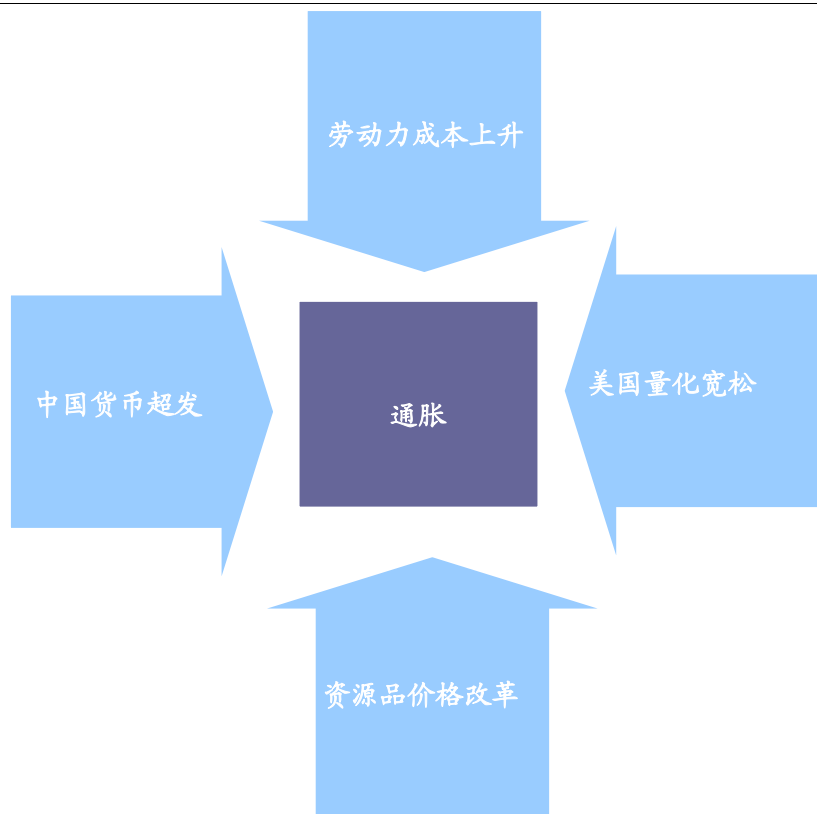
数据来源: wind

3.2. 本次通胀的复杂性

我们基于通胀而看好明年煤炭股表现的逻辑仍存在一个致命的瑕疵: 如果通胀迅速回落, 那么即使上述逻辑成立, 看好煤炭股仍成无本之木, 这也正是目前市场所担忧的: 政府在努力利用各种紧缩措施控制物价上涨过快。不过, 从我们对引发本次通胀的原因来看, 通胀恐难轻易的结束, 可能性更大的是在高位维持较长时间。首先, 本次本轮通胀除了国内货币的超发外, 以美国为首的全球其他经济体也在大量注入货币, 央

行是中国的央行，不是世界的央行；其次，政策的效应必然是滞后的；再次，除了货币因素外，房地产对土地资源的侵占挤出了农业、蔬菜等种植面积、国内劳动力成本面临刘易斯拐点等等，这些更深层次的原因让通胀的难靠一日之寒降温。

图 24:本轮通胀的促发因素

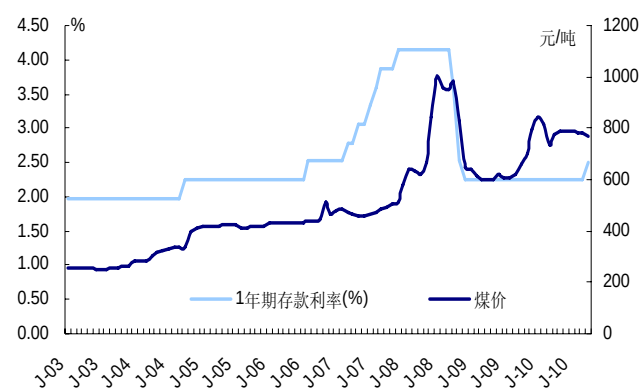


数据来源: wind

3.3. 加息不可怕，可怕的是不再加息

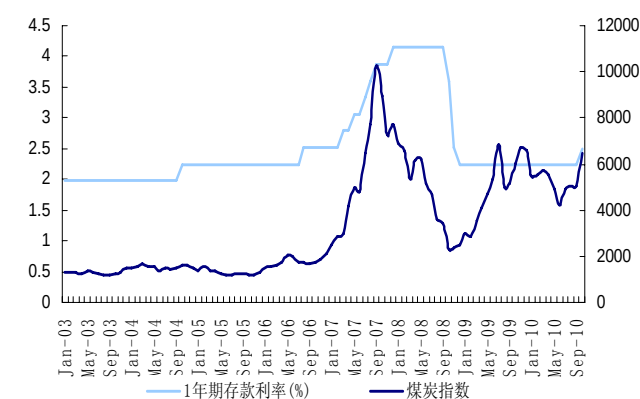
无论通胀的引致原因是哪些，治理通胀都不可避免的运用加息手段。由于政策的时滞，加息与通胀周期的结束不能简单画等号。事实上，我们从 07 年的加息周期来看，利率上调的过程同时也是煤价上涨的过程。

图 25: 利率与煤价



数据来源: wind

图 26: 利率与煤炭股



数据来源: wind

4. 清醒的理由:盛宴必散

供给释放给予煤炭行业的拐点是 2012 年 3 月, 铁路改变供给格局的时间是 13-14 年, 这些研究结论我们在上年的几个深度报告中有详细论述, 并仍坚持之。而通胀给予煤炭股良好表现的时间可能是半年, 我们对 CPI 保持高度关注, 一旦出现拐头向下, 则要坚定撤离煤炭股。通胀本质是一场泡沫, 午夜的钟声一响, 漂亮的骏马和华美的马车将变回成老鼠和南瓜。当然, 我们不能因此而放弃投资, 投资的意义恰恰在于从不缺定性中寻找确定性, 从风险中获取收益。

4.1. 2012 年-2015 年煤炭供给的集中释放, 周期下行

4.1.1. 山西、内蒙古、新疆在建产能 9-10 亿吨

山西技改后产能的增量在 4-5 亿吨之间; 蒙西在建产能 2 亿吨左右, 此外, 尚较大的潜在产能在有运力和需求保障下可供释放; 新疆哈密和准东地区在建的产能约 3 亿吨, 上述项目从 2012 年起到 2015 年陆续释放, 后两个地区产能的释放有待运力瓶颈的解决。我们在《整合尘埃定, 煤花落谁家? - 山西小煤矿整合报告》、《疆煤猛如虎, 2013 将出笼》、《蒙东先得天下, 褐煤有 10% 相对涨价空间》、《蒙古焦煤来了》四篇深度报告里面对未来供给格局的量、时间点已做详述, 在此不复赘述。

4.1.2. 改变煤炭供给格局的 4 条铁路

如前述, 产能的有效释放有待铁路配套的完善, 而铁路的规划和建设已在进行。未来彻底改变煤炭供给格局的 4 条铁路, 分别为: 辐射新疆的兰新线和北线哈临线, 预计最早 13 年投入运营; 解决蒙西煤新下海通道的集张铁路, 预计 2014 年通车; 山西南部新出海通道柳林-日照铁路 2014 年通车。按照上述项目的远期运力规划接近 10 亿吨, 与在建的产能是基本匹配的, 铁路的建成将完全改变煤炭的供给格局。

表 7: 在建重要铁路通道

辐射矿区		近期运力	远期运力	开工时间	预计完工时间
集张线-张唐线	鄂尔多斯		4 亿吨	集张线 06/05/01	集张线 2011
				张唐线 10/11/12	张唐线 2014
兰新线	哈密、准东	1.5 亿吨	3.5 亿吨	09/11/04	2013
哈临线	哈密、准东	3000 万吨	1 亿吨	局部完工	
柳林-日照	山西南部		1 亿吨		2014
合计			9.5 亿吨		

数据来源: 国泰君安证券研究

4.1.3. 竞争格局: 个体的理性与群体的非理性将再次上演

从全国范围来看, 小煤矿的关闭已近尾声, 煤炭行业竞争格局掀开新的一页, 由散乱的“春秋”时代迈入“战国”时代, 煤炭行业的竞争由大小之争变为大大之争。在出现寡头前, 煤炭企业为了成为最后存活的寡头, 将在规模上展开激烈竞争, 这一点我们可以煤炭企业对 2015 年的产能规划里可以看出, 有望或计划达到亿吨企业将达 17 家之多, 按照这 17 家企业规划的增量来看, 达到 16.5 亿吨之多。对于单个煤炭企业来讲, 做大是在未来竞争中占优的理性的、必须的选择, 对行业来讲, 则可能是一场灾难的开始。

表 8: 2015 年主要大型煤炭集团产能规划

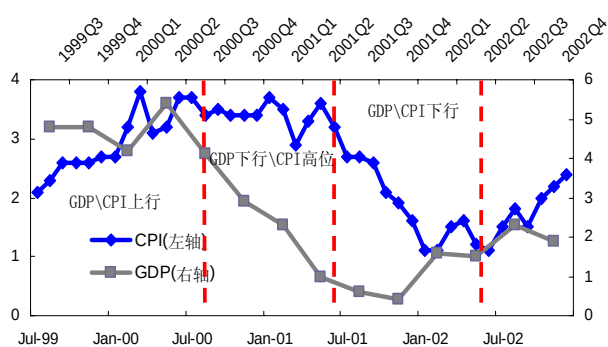
	2009 年原煤产量	2015 年规划
1、神华集团	32780	64000
2、中国中煤能源集团	12505	20000
3、山西焦煤集团	8079	24000
4、山西大同煤矿集团	7450	20000
5、陕西煤业化工集团	7100	20000
6、山东能源集团	6923	20000
7、安徽淮南矿业(集团)	6715	13000
8、河南煤业化工集团	5698	10000
9、山西潞安矿业(集团)	5509	15000
10、山东兖矿集团	4970	11000
11、中国平煤神马能源化工集团	4581	8000
12、山西阳泉煤业(集团)	4409	13000
13、山西晋城无烟煤矿业集团	4261	10000
14、河北冀中能源集团	4237	10000
15、内蒙古霍林河露天煤业	4216	9000
16、河北开滦(集团)	4045	10000
17、山西煤炭运销集团	1287.2	13000
合计	124765	290000

数据来源: 国泰君安证券研究

4.2. 通胀的盛宴必散

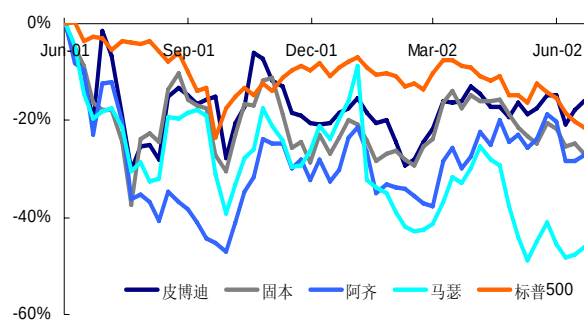
根据我们对前文所述周期的划分, 在 CPI 开始掉头下行阶段, 经济通常进入衰退阶段, GDP 延续下行趋势, 这一阶段煤炭股跑输指数。这一结论与我们之前对煤炭与经济周期的研究结论也是完全一致的。

图 27: 美国 01-02 年经济



数据来源: bloomberg

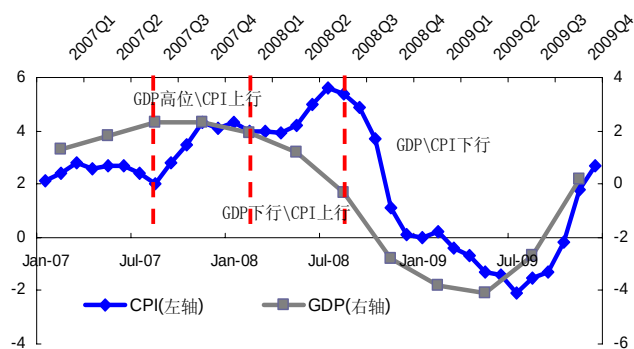
图 28: 美国 01-02 年 GDP/CPI 同步下行阶段的煤炭股



数据来源: bloomberg

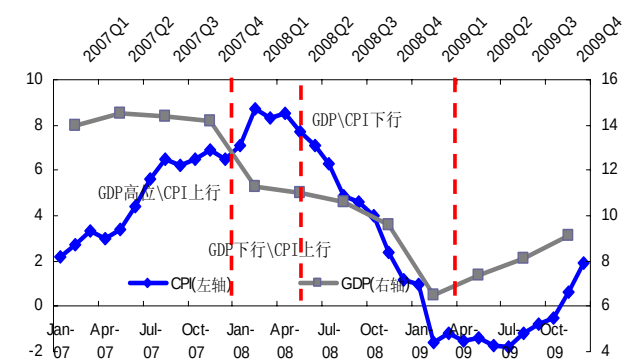
图 29: 美国 08-09 年经济

图 30: 美国 08-09 年 GDP/CPI 同步下行阶段的煤炭股

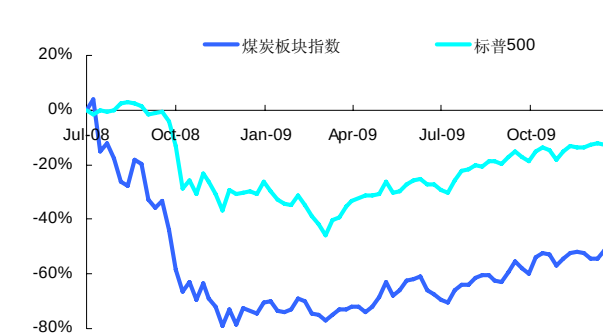


数据来源: bloomberg

图 31: 中国 08-09 年经济

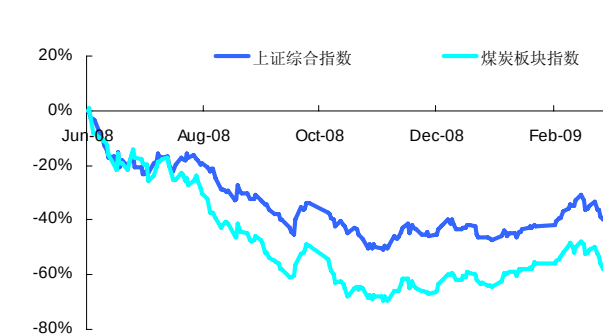


数据来源: wind



数据来源: bloomberg

图 32: 中国 08-09 年 GDP/CPI 同步下行阶段的煤炭股



数据来源: wind

5. 投资策略

5.1. 行业: 看好上半年, 看空下半年

从供需和周期的两个角度分析分别证明并交叉印证了我们看好煤价的结论, 强烈看好煤炭股上半年的表现, 建议增持分享煤炭最后的盛宴。

5.2. 公司选择: 成长与资产注入

成长是选择公司的永恒不变的标准, 包括内生和外延两个方面。

根据我们对重点上市公司在建产能的跟踪, 未来 2-3 年内成长较好的公司有兰花科创、西山煤电、盘江股份、露天煤业、国投新集、潞安环能。

表 9: 重点煤炭公司未来 2 年产量估算及复合增长率

	1H2010	2010E	2011E	2011 年增长	2012E	2012 年增长	未来 2 年 CAGR
兰花科创	279	560	760	35.71%	1160	52.63%	43.92%
西山煤电	1088	2800	3800	35.71%	4600	21.05%	28.17%
盘江股份	555	1100	1300	18.18%	1500	15.38%	16.77%
露天煤业	2261	4500	6000	33.33%	6000	0.00%	15.47%
国投新集	783	1600	1700	6.25%	2000	17.65%	11.80%
潞安环能	1554	3000	3000	0.00%	3700	23.33%	11.06%
兖州煤业	2289	4500	4800	6.67%	5200	8.33%	7.50%
大同煤业	1576	3500	3700	5.71%	4000	8.11%	6.90%
开滦股份	409	800	870	8.75%	870	0.00%	4.28%

国阳新能	1274	2500	2700	8.00%	2700	0.00%	3.92%
中国神华	10920	22900	23400	2.18%	23800	1.71%	1.95%
平煤股份	2064	3950	4000	1.27%	4000	0.00%	0.63%
中煤能源	6226	12400	12500	0.81%	12500	0.00%	0.40%

数据来源：国泰君安证券研究

未来 2-3 年资产注入潜力较大的公司：开滦股份、大同煤业、国阳新能、露天煤业、兰花科创、盘江股份。前三者已为市场所熟悉和预期，后三者市场仍未预期或充分预期。

谨慎角度考虑，我们建议选择内生增长快与外延扩张潜力大且未被充分预期有交集的公司，安全边际更高。我们看好兰花科创、潞安环能、盘江股份、露天煤业。基于对焦煤价格上涨的预期，短期可关注焦煤类公司。

表 10：重点煤炭公司股份与集团现有产能及在建产能

	1H2010	2010E	集团 09 年产量	集团/股份	股份在建产能	集团在建/即将投产产能
开滦股份	409	800	4045	405.63%	590	
西山煤电	1088	2800	8079	188.54%	1000	
兰花科创	279	560	1258	124.64%	840	
大同煤业	1576	3500	7405	111.57%	740	4200+3420
潞安环能	1554	3000	5509	83.63%	1200	1248
国阳新能	1274	2500	4409	76.36%		6000
中国神华	10920	22900	32780	43.14%		
盘江股份	555	1100	1341	21.91%	720	贵州整合，有望获新资源
平煤股份	2064	3950	4581	15.97%		
兖州煤业	2289	4500	4970	10.44%	1500	
中煤能源	6226	12400	12505	0.85%		
露天煤业	2261	4500	4216			2900
国投新集	783	1600			1300	

数据来源：国泰君安证券研究

5.3. 重点公司估值

表 11：重点煤炭公司盈利预测及投资评级

公司	最新						
名称	评级	2009	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
中国神华	谨慎增持	1.65	1.86	2	14.63	12.98	12.07
中煤能源	中性	0.5	0.85	0.97	24.24	14.26	12.49
大同煤业	谨慎增持	0.89	0.93	1.015	23.91	22.88	20.97
国投新集	中性	0.45	0.84	1.13	30.09	16.12	11.98
露天煤业	增持	0.63	1.12	1.79	35.63	20.04	12.54
动力煤企业					25.70	17.26	14.01
西山煤电	增持	0.71	1.25	1.72	33.85	19.22	13.97
盘江股份	增持	1.09	1.25	1.38	22.53	19.65	17.80
平煤股份	增持	0.71	1.37	1.43	28.13	14.58	13.97
开滦股份	增持	0.67	0.93	1.06	15.16	10.92	9.58

炼焦煤企业					24.92	16.09	13.83
潞安环能	增持	1.83	2.58	2.82	26.45	18.76	17.16
国阳新能	增持	0.77	1.03	1.1	34.00	25.42	23.80
兰花科创	中性	2.05	2.36	3.34	21.22	18.43	13.02
兖州煤业	中性	0.78	1.1	1.18	33.74	23.93	22.31
喷吹煤、无烟煤及其他企业					28.85	21.63	19.07
					26.49	18.33	15.64

数据来源：国泰君安证券研究

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		