

分析师：李晶

执业证书编号：S0050210030002

Tel: 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

抗通胀与资源整合 煤炭股投资正当时

——2011 年煤炭行业投资策略

投资要点

● 历史数据显示，通胀时期能源价格大幅上涨，煤价与国际原油价格走势高度正相关，采掘板块能够超越大盘获得超额收益。

● 政策干预不改煤价中长期上涨趋势。美国第二轮量化宽松货币政策出台，美元进入中长期贬值通道，国际国内煤价出现上涨趋势。近期国家发改委要求保持煤价稳定供应，不排除政策干预的可能。我们认为，政策干预不具有持续性，煤价中长期上涨趋势不变。

● 2011 年煤价有望触及历史高点。2011 年我国经济进入新增长周期，煤炭需求刚性增长。同时新增产能有限，运输瓶颈犹存，加上国际大宗商品价格的带动，预计 2011 年澳洲 BJ 动力煤价格将突破 120 美元/吨，秦皇岛港动力煤的价格有望触及 08 年历史高点。

● 资源整合助煤企腾飞。政府主导的煤炭行业兼并重组正在全国范围内推广，2009 年山西省为其它地区作出了示范效应。从资源整合的潜力和政府发展重点来看，山西省的整合主体将成为煤炭行业兼并重组的最大受益者。从整合产能潜力来看，潞安环能、兰花科创、西山煤电、国阳新能的整合产能给公司带来的成长性最为显著；从在建产能来看，兰花科创、盘江股份、大同煤业的产能增速更大。另外，国阳新能、潞安环能、西山煤电、大同煤业均存在较强的资产注入预期。

● 2011 年煤炭行业投资策略：抗通胀+资源整合。由于通胀时期焦煤价格弹性优于动力煤，且焦煤价格不再政策干预范围之内，通胀初期建议优先关注动力煤、无烟煤企业，通胀高企的阶段建议关注焦煤股。原有产能基数较小、整合对业绩贡献较为突出的企业值得重点关注，如潞安环能（601699）、兰花科创（600123）、西山煤电（000983）、国阳新能（600348）、昊华能源（601101）。

● 煤炭板块的风险因素：煤炭价格干预措施出台；资源税出台；美元指数波动风险；股市的系统性风险。

采掘

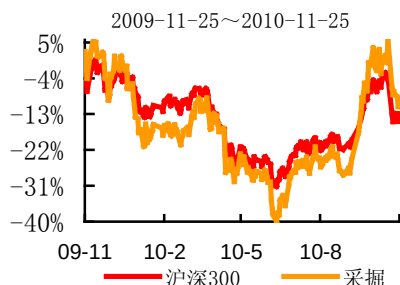
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持

市场数据

采掘行业指数	5997.01
沪深 300 指数	3177.04
上证指数	2859.94
深证成指	12407.66
中小板指数	7743.26

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

《煤炭行业研究报告：抗通胀+估值洼地+消费旺季 四季度黑金重放光芒》2010 年 10 月 13 日

行业研究小组

交通、能源与 TMT 小组

正文目录

一、行政干预不改煤价上涨大趋势.....	3
（一）通胀时期煤价看涨，采掘板块明显超越大盘.....	3
1、通胀时期原油价格与煤价高度正相关.....	3
2、温和通胀时期能源股超越大盘.....	3
（二）煤价政策干预存在弊端	4
（三）煤价或将创历史新高	6
1、国内经济：进入新增长周期 煤炭需求刚性增长.....	6
2、新增产能有限 运输瓶颈犹存.....	7
3、煤价有望触及历史高点	7
二、行业资源整合助煤企腾飞	8
三、2011 年煤炭行业投资策略：通胀+资源整合	9
（一）煤炭板块估值处于历史低位.....	9
（二）全面布局通胀预期	10
（三）资源整合与资产注入逐步兑现.....	10
（四）催化剂与风险因素	10
（五）重点关注公司分析	10
1、潞安环能（601699）	10
2、兰花科创（600123）	11
3、西山煤电（000983）	11
4、国阳新能（600348）	11
5、昊华能源（601101）	11

图表目录

图 1：2001-2008 年布伦特原油价格与澳洲煤价走势高度相关.....	3
图 2：2006-2009 年国内 CPI 与煤价走势.....	4
图 3：2001-2015 年煤炭需求走势及预测.....	6
图 4：2001-2015 年单位 GDP 煤耗走势及预测.....	6
图 5：2008-2010 年直供电厂煤炭库存可用天数走势.....	7
图 6：2005-2010 年秦皇岛港煤炭库存走势.....	7
图 7：2010 年秦皇岛港煤炭价格走势.....	7
图 7：2003-2009 年国际国内动力煤价格走势.....	8
图 8：2005-2010 年煤炭板块 PE-bands	9
图 9：2005-2010 年煤炭板块 PB-bands	9
图 10：2006-2010 年煤炭板块估值相对于沪深 300 的估值溢价.....	9
表 1：历史上两次通胀时期资源股相对市场表现	4
表 2：我国 2006-2007 年通胀时期资源股相对市场表现	4
表 3：政府干预煤价历史	5
表 4：主要煤炭企业整合及在建产能情况 单位：万吨	9
附录：估值评级表	12

美国启动第二轮量化宽松货币政策，全球通胀预期来临，煤炭作为资源品其价格中长期看涨。在政府管理通胀的压力下，行政干预措施或将出台，对煤炭行业构成短期政策风险，但不改变煤价中长期上涨的趋势。

2011 年中国经济有望在“十二五”规划刺激下启动“以区域升级为主导，产业升级和消费升级驱动”的新增长周期，刚性需求将使煤炭价格获得支撑。2011 年兼并重组煤矿和在建产能释放有限，煤炭供需总体平衡。

当前，我国正在大力推进煤炭行业兼并重组，具有整合能力的煤炭企业将获得历史性发展机遇。同时同业竞争和关联交易等历史问题有望通过资产注入解决。量能的扩张将带动优势煤炭企业进入跨越式发展的黄金时代。

2011 年我们看好由通胀和资源整合及资产注入带来的煤炭行业投资机会，维持行业推荐评级。建议关注受政策扶持的行业龙头及区域龙头企业潞安环能（601699）、兰花科创（600123）、西山煤电（000983）、国阳新能（600348）、昊华能源（601101）。

一、行政干预不改煤价上涨大趋势

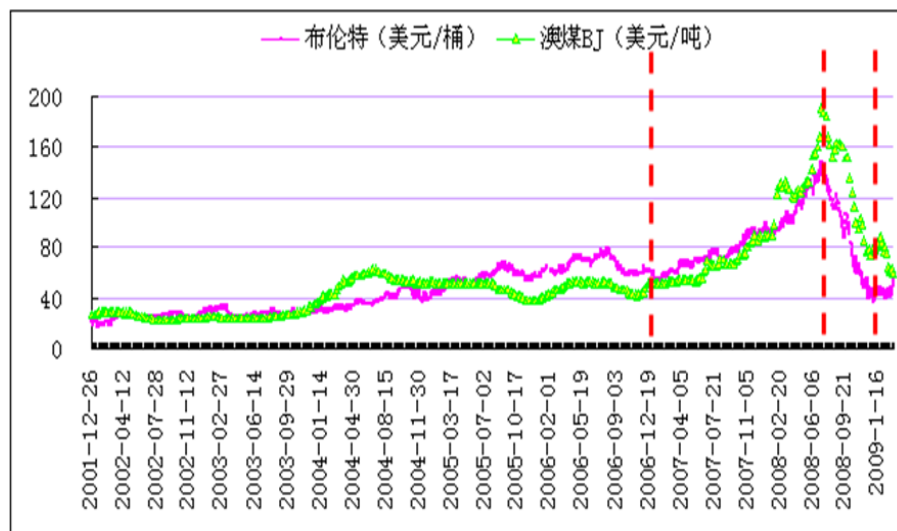
（一）通胀时期煤价看涨，采掘板块明显超越大盘

1、通胀时期原油价格与煤价高度正相关

历史数据显示，在通胀时期煤价将脱离行业基本面，与国际原油价格走势高度相关。因此国际油价将成为煤价变化的风向标，原油价格走向对煤价有助涨杀跌作用。

2001 年底至 2009 年初油价与国际煤价的相关系数为 0.866，2007-2008.7.14 上升周期相关系数 0.96，2008.7.14-2008.12.31 下降周期 0.975。

图 1：2001-2008 年布伦特原油价格与澳洲煤价走势高度相关



数据来源：wind 民族证券

2、温和通胀时期能源股超越大盘

借鉴国外的历史经验发现，在温和通胀阶段资源板块明显跑赢大盘。1973-1974、1979 年出现两次石油危机，导致两次高通胀，期间美日的资源股均获得超额收益，在后期的恶性通胀时期跌幅则超过大盘。

表 1：历史上两次通胀时期资源股相对市场表现

		73 年 1 月-74 年 11 月	78 年 10 月-80 年 3 月	74 年 11 月-75 年 11 月	80 年 3 月-81 年 3 月
美国	石油天然气生产	-31%	54%	-	-
	标普 500	-40%	10%	-	-
	超额收益	9%	44%	-	-
日本	采掘	1%	109%	1.72%	-7.03%
	日经 225	-25%	12%	10.24%	12.77%
	超额收益	25%	97%	-8.50%	-19.80%

资料来源：wind 民族证券

注：1、美国的煤炭放在原材料板块，所以考察特征类似的石油天然气生产

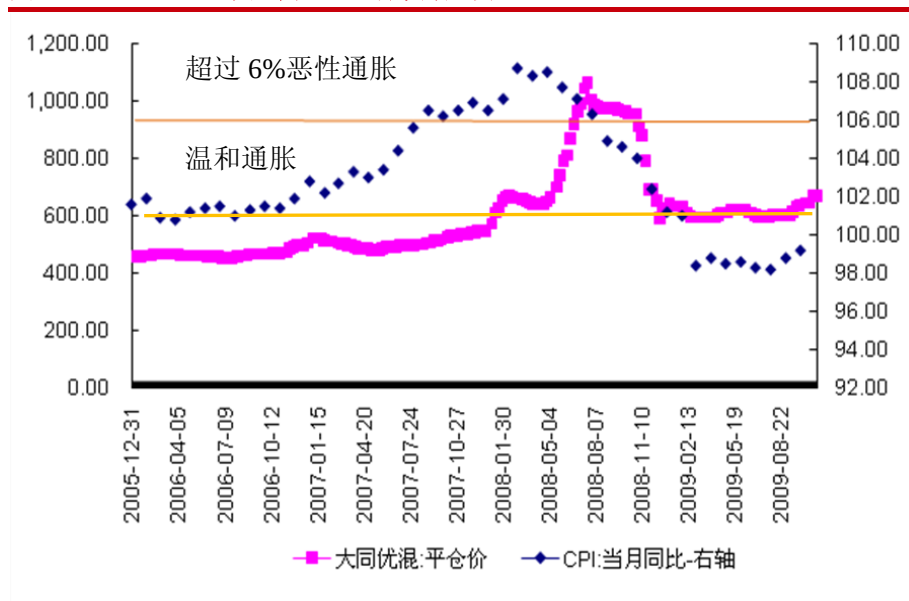
2、日本煤炭主要靠进口，采掘板块主要是帝国石油、国际开发石油等大型石油开采企业

3、美国控制石油价格，直到 81 年之后才放开

4、日本在第一次石油危机期间实行石油价格管制

2006-2007 年我国在经济增长和高通胀的背景下走出一波牛市。在初期的温和通胀阶段采掘板块获得超越沪深 300 指数 103% 的超额收益，在后期恶性通胀阶段及通胀冷却阶段采掘板块则超跌 8% 左右。

图 2：2006-2009 年国内 CPI 与煤价走势



数据来源：wind 民族证券

表 2：我国 2006-2007 年通胀时期资源股相对市场表现

	2006 年 7 月-2007 年 9 月	2007 年 10 月-2008 年 10 月
采掘板块	392.60%	-70.84%
沪深 300	289.40%	-62.33%
超额收益	103.20%	-8.51%

资料来源：wind 民族证券

（二）煤价政策干预存在弊端

2010 年 11 月美国发布第二轮量化宽松的货币政策。全球通胀、美元贬值、资源品价格上涨是大势所趋。煤炭的金融属性将超越商品属性，成为影响煤价的最重要因素。在输入型

通胀的压力下，管理通胀预期成了当前政府最主要的工作目标之一。2010 年 10 月以来煤价大幅上涨，已经引起了政府的警觉。今年 11 月发改委发出紧急通知，要求各地价格主管部门加大对价格上涨较多商品的价格巡查、检查力度，其中煤炭成为政府重点关注的商品，不排除行政干预的可能。我们认为行政干预不会改变通胀背景下煤价中长期上涨的大趋势。

历史上每次行政干预都有防止通胀进一步恶化的背景。08 年全球通胀及国内需求旺盛导致煤价飙升，政府临时采取措施冻结煤价；今年 6 月份政府再次警告重点国有煤企保持价格稳定，但没有正式发文。

表 3：政府干预煤价历史

时间	措施	背景	影响
2008 年 6 月 19 日	国家发改委出台了电价调整政策，决定自 7 月 1 日起对煤价实施临时干预政策，要求全国煤炭生产企业供发电用煤，包括重点合同电煤和非重点合同电煤，其出矿价（车板价）均以 2008 年 6 月 19 日实际结算价格为最高限价。临时价格干预期间，煤炭生产企业供发电用煤出矿价（车板价）一律不得超过最高限价。为稳定非重点合同电煤的市场销售价格，省级价格主管部门要采取限定差价率等措施，控制流通环节费用	在全球通货膨胀的环境下，国际能源价格大幅上涨。2008 年上半年国际国内煤炭价格飞涨，通胀预期加强。	干预政策出台后，在供需关系紧张的情况下煤价继续小幅上涨，不久即遇到全球金融危机，煤炭价格高位回落
2008 年 7 月 24 日	发改委发出“关于进一步完善电煤价格临时干预措施的通知”。通知要求，对主要港口和集散地动力煤实行最高限价。规定秦皇岛、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价不得超过 6 月 19 日价格水平，即发热量 5500 大卡/千克动力煤限价水平分别为每吨 860 元、840 元和 850 元。同时加强对重点电煤合同兑现率的监管，煤炭生产企业不得在港口变更煤炭收货人及煤炭用途		
2010 年 6 月下旬	神华、中煤、山西同煤、焦煤等大型煤炭企业同时接到国家发改委通知，要求煤炭企业遵循今年年度合同煤价，已涨价的煤炭企业要在 6 月底前退回；国有煤炭企业、行业龙头企业要带头保持市场煤价基本稳定，不能带头涨价	大型国有煤炭企业要求上调合同煤价，当时秦皇岛动力煤价格同比上涨幅度近 30%。迎峰度夏煤炭需求旺季即将到来，加上南方洪涝灾害，市场预期煤价进一步上涨，发改委希望通过合同监管提前干预市场	煤价短期回归平稳

资料来源：民族证券

实践证明，行政干预在市场经济背景下很难奏效。2008 年 6 月、7 月份政府要求冻结煤炭出厂价和港口中转价后，首先煤炭生产企业的积极性受到影响，根据优质优价的原则，大部分煤企相应调整了煤炭的质量，导致电厂买到劣质煤，对电厂的设备产生了损害，因此冻结煤价遭到电力企业的诟病。其次，市场继续看涨煤价，中间商加大屯煤力度，煤炭中转价格暗地继续攀升，且普遍被下游电力企业所接受。

政策限价将扩大国内外能源价格差距，增加煤炭出口动力，不利于国内市场的稳定供给。

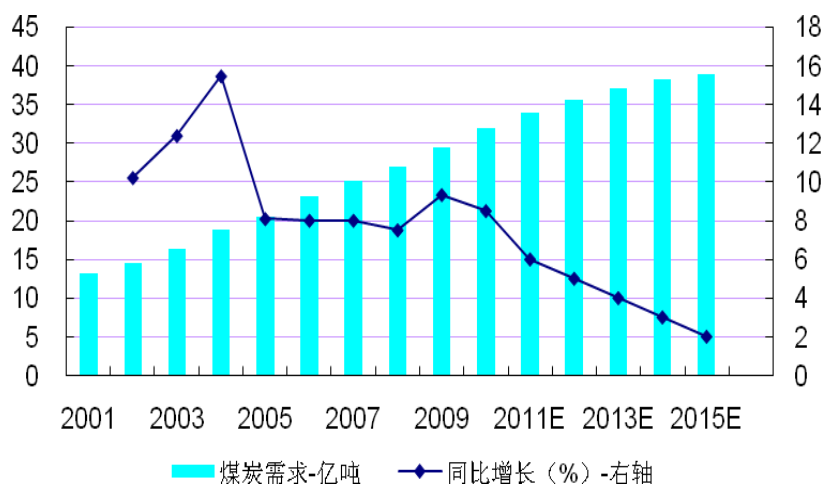
我们认为，在煤炭市场供需紧张、国际能源价格大幅上涨的情况下，高煤价是保证充足供应的重要前提，行政干预手段终究会扰乱正常的市场秩序，最终损害经济的正常运行。因此，政策限价是短期的临时干预措施，不具有中长期可持续性。

（三）煤价或创历史新高

1、国内经济：进入新增长周期 煤炭需求刚性增长

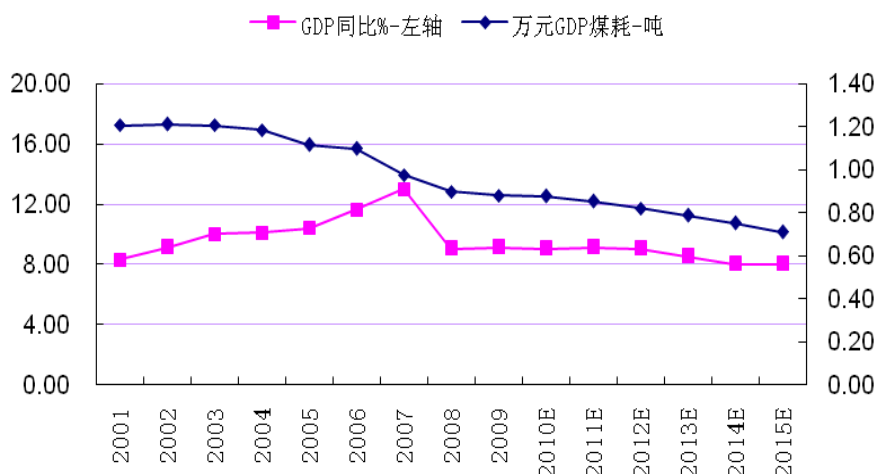
2011 年中国经济有望在“十二五”规划刺激下启动“以区域升级为主导，产业升级和消费升级驱动”的新增长周期。我们认为经济增长的动力主要来自基建投资、制造业投资、房地产行业投资和消费。我们预计 2011 年受到节能减排政策压制的高耗能行业产能将集中释放，届时煤炭需求有望爆发，动力煤和焦煤价格上涨动力较大。

图 3：2001-2015 年煤炭需求走势及预测



数据来源：wind 民族证券

图 4：2001-2015 年单位 GDP 煤耗走势及预测



数据来源：wind 民族证券

根据政府节能降耗的目标规划，我们预计“十二五”期间煤炭需求平均增速在 5%左右，2011 年煤炭需求约 34 亿吨，同比增长 6%，2015 年煤炭需求约 39 亿吨，可能会超出 37 亿吨的计划目标。初步测算，“十二五”期间单位 GDP 煤耗将由目前的 0.88 降至 0.71 左右，5 年累计降幅为 19%，基本能够达到“十二五”期间单位 GDP 能耗规划的下降 17.3%的总体目标。

“十二五”期间，受到新能源、清洁能源的替代作用，煤炭消费的比例将小幅下降，但仍将维持在 60%以上的高位，煤炭需求保持刚性增长。煤炭作为我国最经济、可靠的一次能

源，其战略地位在中长期内难以改变。

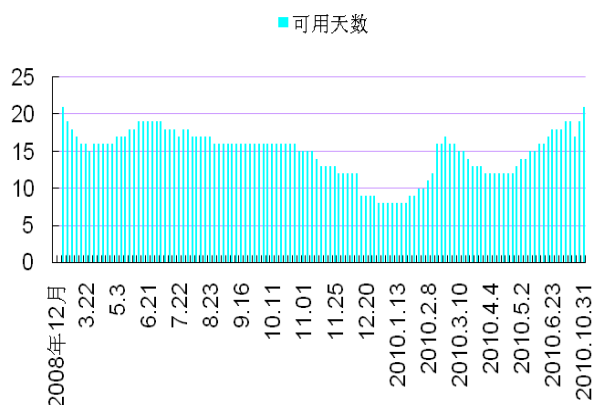
2、新增产能有限 运输瓶颈犹存

未来新增的产能主要来自在建项目和兼并重组煤矿技改后的产能释放。目前兼并重组工作接近尾声，但基本停留在产权更换阶段，后期的技改扩能还未大规模进行。考虑到新建及技改项目的建设期约 2-3 年，我们预计 2013-2014 年是新增产能的高峰期，2011 年煤炭产能过剩的压力不大。同时，煤炭运输瓶颈在 2 年内难以有效解决，运力的限制在煤炭消费旺季仍可能造成局部地区煤炭资源供需紧张。总体判断 2011 年煤炭行业供需仍将基本平衡，运输瓶颈、安全事故、极端天气等因素对煤炭市场的影响不可忽视。

3、煤价有望触及历史高点

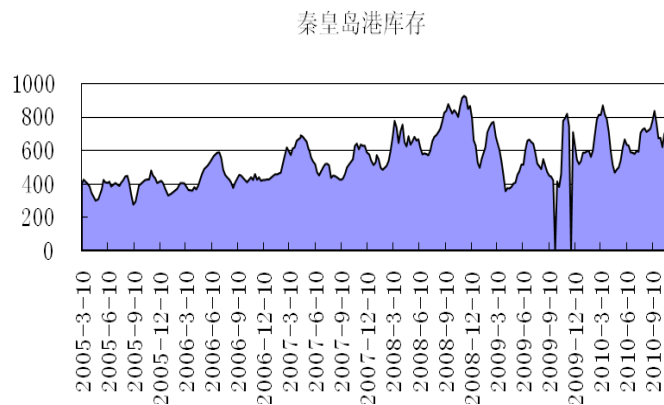
短期内电厂库存较为充足，秦皇岛港煤炭库存处于合理区间。10 月底直供电厂煤炭库存可用天数为 21 天，达到历史高点，11 月中旬秦皇岛港煤炭库存为 637 万吨。随着气温的下降、明年 1 季度春运高峰期的到来，煤炭消费将继续增长，运输瓶颈将再次凸显，电厂煤炭库存将下降，阶段性煤炭供需高峰期将到来，煤炭中转价格将达到季节性高点。

图 5：2008-2010 年直供电厂煤炭库存可用天数走势



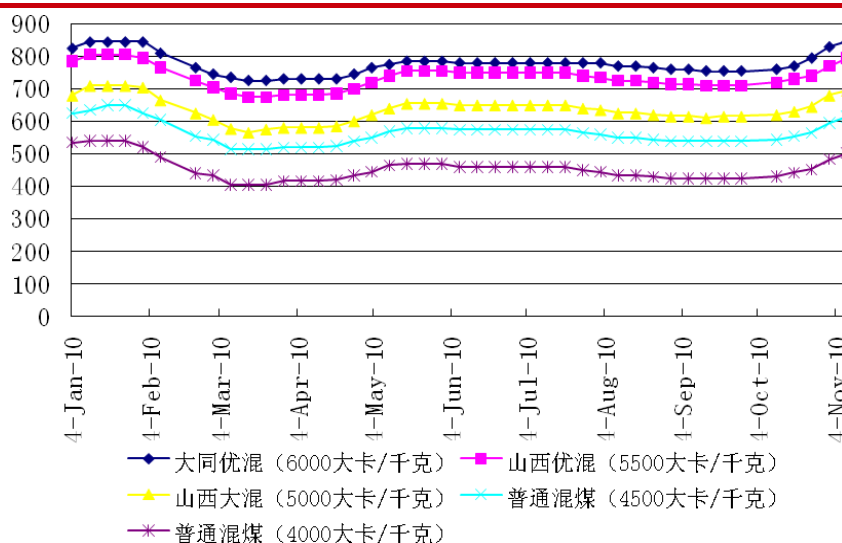
数据来源：wind 民族证券

图 6：2005-2010 年秦皇岛港煤炭库存走势



数据来源：wind 民族证券

图 7：2010 年秦皇岛港煤炭价格走势



数据来源：wind 民族证券

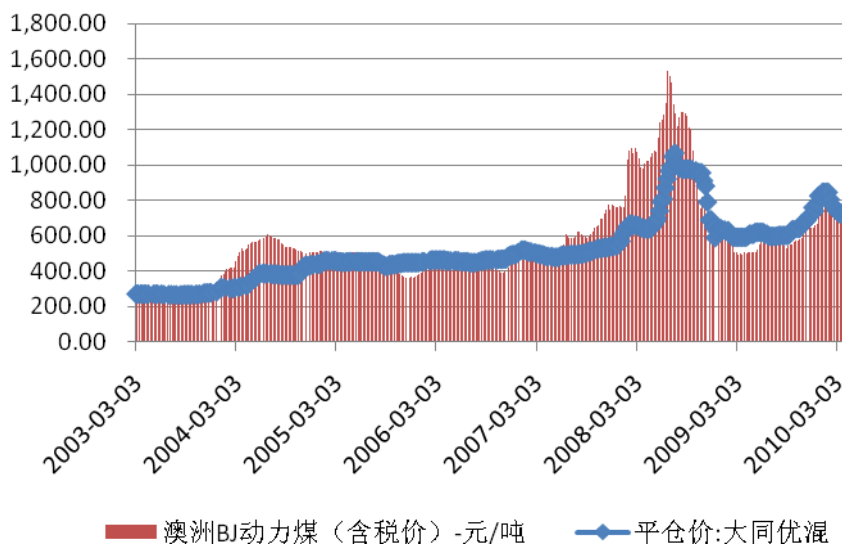
美国第二轮量化宽松的货币政策使美元进入中长期贬值通道，期间欧债危机、美国经济

数据的阶段性好转将使美元短期走势出现反复，但美元贬值的大趋势较为确定。我们认为美元贬值周期将持续到 2012 年，在此期间国际大宗商品将进入上行通道。我们保守预计 2011 年国际原油期货平均价格将达到 90 美元/桶，澳洲 BJ 动力煤价格有望突破 120 美元/吨，较目前水平上涨约 11%。受到国际煤价和国内需求的双重支撑，2011 年秦皇岛港动力煤的价格有望触及 08 年历史高点，大同优混平仓价将达到 1000 元/吨以上，涨幅超过 15%。

对于 2011 年重点合同煤价格，我们预计涨幅约 5%，低于此前 8% 的预期，主要是基于政府控制煤价的考虑。

政府干预煤价的意图，将增加短期煤价上涨的不确定性，但无法改变中长期煤价上涨的大趋势。

图 7：2003-2009 年国际国内动力煤价格走势



数据来源：wind 民族证券

注：1、澳洲动力煤价格为根据当日汇率换算为人民币再加上增值税的价格，不含运费等中间费用；2、大同优混平仓价为秦皇岛港的离岸价，不含到达南方港口的中间运费。

二、行业资源整合助煤企腾飞

当前政府主导的煤炭行业资源整合正在全国范围内推广，2009 年山西的资源整合与兼并重组为其它地区作出了示范效应，2010 年河南、山东、贵州等地纷纷加入其中。

2010 年 10 月 16 日国务院办公厅转发发展改革委《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见》的通知，要求形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业集团，煤矿企业年均产能提高到 80 万吨以上，特大型煤矿企业集团煤炭产量占全国总产量的比例达到 50% 以上。对于山西、内蒙古、河南、陕西等重点产煤省，要坚决淘汰落后小煤矿，大力提高煤炭产业集中度，促进煤炭资源连片开发；黑龙江、湖南、四川、贵州、云南等省，要加大兼并重组力度，切实减少煤矿企业数量。支持优势企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，鼓励煤、电、运一体化经营，培育一匹具有较强国际竞争力的大型企业集团。

11 月 9 日国家能源局局长表示，我国将在当前和今后一段时期，加快推进煤矿企业兼并重组，稳步推进矿业权整合，建设大型煤炭基地。“十二五”期间我国煤炭工业总体发展目标是：煤炭生产以大型煤炭企业、大型煤炭基地和大型现代化煤矿为主，基本形成稳定供应格局，到 2015 年形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，全国煤矿采煤机械

化程度达到 75%以上，千万吨级煤矿达到 60 处。

从资源整合的潜力和政府发展重点来看，山西省的整合主体将成为煤炭行业兼并重组的最大受益者。山西省政府主导的 5+2 模式，包括大同煤业、国阳新能、潞安环能、西山煤电、晋城无烟煤集团、山西煤炭运销集团、山西煤炭进出口集团在内的区域龙头企业，以及兰花科创都将在兼并重组中获得外延式扩张。另外，中煤集团在山西地区也获得了大量资源。

为消除关联交易和同业竞争，大股东的煤炭业务将择机注入上市公司。因此，目前大股东煤炭存量资源的多少将影响上市公司业绩增厚的潜力。

表 4：主要煤炭企业整合及在建产能情况 单位：万吨

	整合产能	在建产能	2009 年产量	在建煤矿
国阳新能	300	90	2096	开元煤矿下属景福煤业 90 万吨
西山煤电	480	1500	1856	兴县矿区 2010 年达产
兰花科创	270	240	559	玉溪矿
潞安环能	1965	420	2997	姚家山矿、温庄矿、上庄矿
大同煤业	不详	740	2579	华富、召富、色连矿
盘江股份	不详	320	931	马依矿、法耳矿
平煤股份	465	300	3740	首山一矿、八矿二号井改造、十一矿二期

资料来源：wind 民族证券

从整合产能潜力来看，潞安环能、兰花科创、西山煤电、国阳新能的整合产能给公司带来的成长性最为显著；从在建产能来看，兰花科创、盘江股份、大同煤业的产能增速更大。

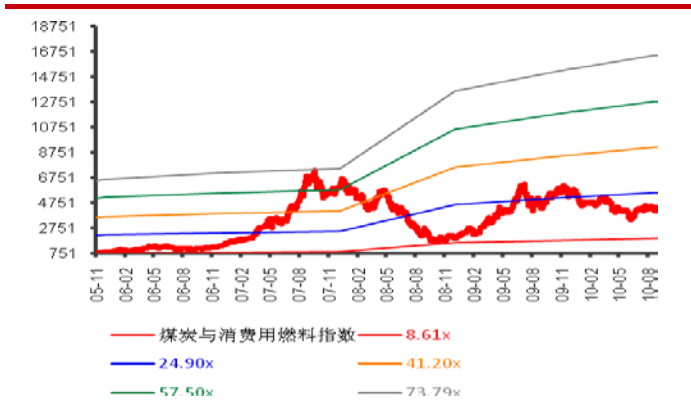
另外，国阳新能、潞安环能、西山煤电、大同煤业均存在较强的资产注入预期，其中国阳新能公司的资产注入效益最大。

三、2011 年煤炭行业投资策略：通胀+资源整合

（一）煤炭板块估值处于历史低位

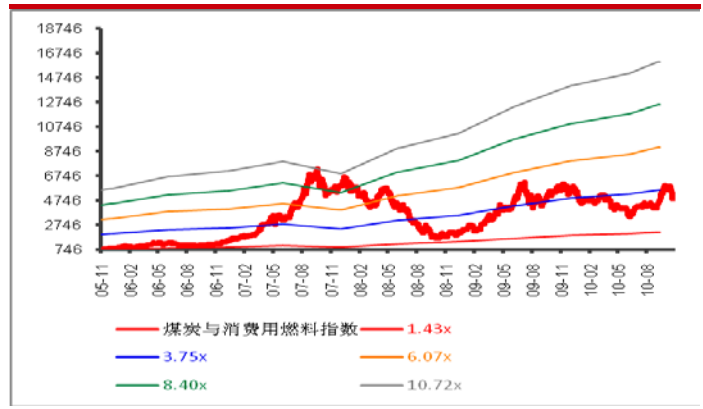
当前煤炭板块的 PE 为 18 倍，PB 为 3.3 倍，纵向比较处于历史低位，相对于沪深 300 的估值溢价率分别为 18%、36%，横向比较距离 08 年上半年的历史高点还有 50%、15%差距。从估值水平来看，煤炭板块的估值水平具有较好的安全边际。

图 8：2005-2010 年煤炭板块 PE-bands



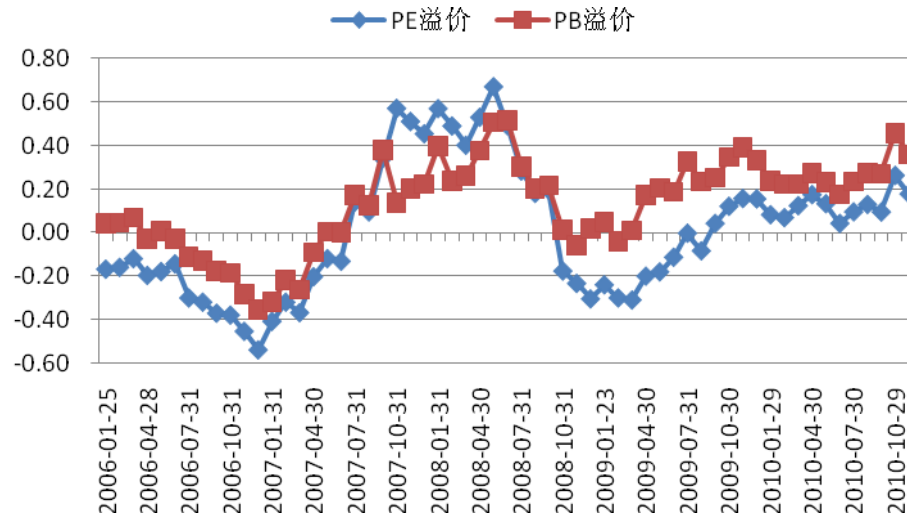
数据来源：wind 民族证券

图 9：2005-2010 年煤炭板块 PB-bands



数据来源：wind 民族证券

图 10：2006-2010 年煤炭板块估值相对于沪深 300 的估值溢价



数据来源: wind 民族证券

(二) 全面布局通胀预期

我们预计 2011 年国内将进入温和通胀周期, 对于煤炭股可全面看好。考虑到通胀时期焦煤价格弹性优于动力煤, 通胀初期建议优先关注动力煤、无烟煤企业, 通胀高企的阶段建议关注焦煤股。

我们认为政策干预可能主要针对重点煤炭企业的合同煤, 焦煤、无烟煤的价格已经市场化, 向下传导的能力较强, 因此受政策干预的可能性较小, 可给予更多的关注。

在通胀压力有所减缓时政策收紧流动性的预期将减弱, 届时可买入煤炭股, 我们认为 2010 年 4 季度、2011 年 2 季度末是煤炭板块较好的布局时机。

(三) 资源整合与资产注入逐步兑现

各地煤炭资源兼并重组工作快速推进, 小煤矿技改扩能工作有序进行, 产能也将逐步释放。原有产能基数较小、整合对业绩贡献预期较为突出的企业值得重点关注。

大股东资产注入工作推进较快、对上市公司业绩提升显著的企业如国阳新能、大同煤业、潞安环能等公司值得重点关注。

(四) 催化剂与风险因素

煤炭板块上涨的催化剂因素如下:

2011 年重点电煤合同价格涨幅超预期; 政策收紧预期弱化, 政策干预解除; 国际能源价格大幅上涨; 2011 年 2 季度煤炭需求淡季不淡、煤价保持稳定; 资源整合与资产注入获得实质性进展; 区域振兴规划出台。

煤炭板块的风险因素如下:

煤炭价格干预措施出台; 资源税出台; 政策收紧预期; 美元指数波动风险; 股市的系统性风险。

(五) 重点关注公司分析

1、潞安环能 (601699)

公司致力于以贫瘦煤为原料, 生产无烟喷吹煤, 符合节能减排的政策, 未来市场分额将

进一步扩大。公司在建和整合产能预计在未来 3 年内逐步释放，给公司带来高成长性。公司在建产能 420 万吨，加上以潞宁煤业为平台整合忻州、蒲县地区的煤矿产能 1965 万吨，合计达到 2385 万吨，相当于再造一个潞安。另外，公司申请高新技术企业有待政策批复，届时可能获得政策减税的优惠，大幅提升公司业绩。我们预计 2010-2012 年公司实现每股收益 2.7、3.2、4.5 元，给予推荐评级。

2、兰花科创（600123）

公司现有煤炭产能基数小，公司整合晋城、临汾、朔州的煤矿产能约 360 万吨，占目前产能的 67%。公司受让亚美大宁矿 10% 的股权后合计控股比例达到 46%，未来还可能进一步提高比例，成为亚美大宁的第一大股东。亚美大宁矿盈利能力较强，将持续贡献稳定的投资收益。另外，公司的尿素业务预期好转，对公司业绩的拖累也将减弱。我们看好公司的成长性、高盈利能力、低估值优势，预计 2010-2012 年实现每股收益 2.32、2.78、3.49 元，给予公司推荐评级。

3、西山煤电（000983）

公司的兴县矿区一期 1500 万吨今年预期达产，二期 1500 万吨项目正在初期筹备阶段，预计在 3 年后达产，公司的产能将迎来一波爆发。公司的焦煤价格 2010 年基本保持稳定，与动力煤价格的上涨形成鲜明对比，价差也在扩大。预计 2011 年随着下游钢铁企业开工率的恢复，焦煤价格存在上涨预期。公司大股东山西焦煤集团还有相当多的煤炭资产，未来有进一步注入上市公司的预期。我们看好公司的抗风险能力和高成长性，预计 2010-2012 年实现每股收益 1.22、1.72、2.12 元，给予推荐评级。

4、国阳新能（600348）

公司的最大看点是大股东煤炭资产的逐步注入，将消除关联交易，增厚公司业绩，提高公司盈利能力。目前公司每年采购大股东及其子公司的煤炭产量达到 2000 万吨，占公司本部煤炭产量的 80%。另外，公司以国阳天泰为平台，整合煤矿 12 座，预计产能 300 万吨。预计 2010-2012 年实现每股收益 1.22、1.33、1.49 元，给予谨慎推荐评级。

5、昊华能源（601101）

公司的优势在于煤质优良赋予的高议价能力、深耕细分子行业竞争压力小、后备资源保障高成长性、长期发展战略受到政策扶持。

公司所产京西无烟煤具有特低硫、特低磷、低氮、中低灰、低挥发份、高发热量和较高稳定性的特点，非常适合做钢铁企业的烧结用煤，受到国内外钢铁用户的偏爱，因此议价能力很强。2010 年公司国际国内市场售价均出现大幅上涨。其中出口煤价 185 美元/吨（含税），同比上涨 95%；国内中块煤价格 11 月份上调至 1050 元/吨，涨幅 27%，冶金煤上调两次至 900 元/吨。

公司产品定位于无烟烧结用煤，在细分子行业具有绝对优势。由于公司所产无烟煤与国内主要无烟煤厂商存在一定的差异，销售市场区域及用途不同，因此公司在细分子行业基本不存在正面竞争。

公司积极向外获取煤炭资源，后续发展有保障。内蒙地区高家梁煤矿已于今年 4 月份投产，预计全年贡献产量 190 万吨。收购西部能源 60% 的股权获取红庆梁煤矿，预计 2011 年上半年进入“十二五”规划，2014 年投产。到 2015 年底公司煤炭产能将由 2009 年的 520 万吨增至 1720 万吨，权益产能增至 1360 万吨/年，年均复合增长率分别为 22%、18%。

公司致力于清洁能源的开发，符合能源发展规划，受到政策的扶持，公司发展前景看好。另外，公司还具备高分红送转的能力。

预计 2010-2012 年公司每股收益为 2.20 元、2.84 元、3.32 元，我们认为公司估值可看高一线，未来 6 个月目标价 60 元。维持公司“推荐”评级。

附录：估值评级表

股票 代码	股票 简称	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		2010-11-24 收盘价	目标 价位	投资 评级
		2009	2010E	2011E	2010E	2011E			
601898	中煤能源	0.50	0.63	0.78	17.15	13.91	10.89	14	推荐
600123	兰花科创	2.22	2.32	2.78	17.97	15.02	41.74	53	推荐
601699	潞安环能	1.83	2.70	3.21	16.94	14.25	45.75	67	推荐
601101	昊华能源	1.37	2.26	2.84	18.73	14.88	42.31	60	推荐
000983	西山煤电	0.92	1.22	1.72	19.33	13.71	23.58	34	推荐
600348	国阳新能	1.93	1.11	1.33	24.51	20.46	27.21	35	谨慎推荐
601918	国投新集	0.45	0.72	0.84	18.96	16.27	13.74	17	谨慎推荐
601001	大同煤业	1.78	0.70	0.79	30.55	27.10	21.39	26	推荐

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn