

煤炭行业 2011 年投资策略

中国煤炭衍生品元年 辉煌而不是彷徨

能源/煤炭

优于大势

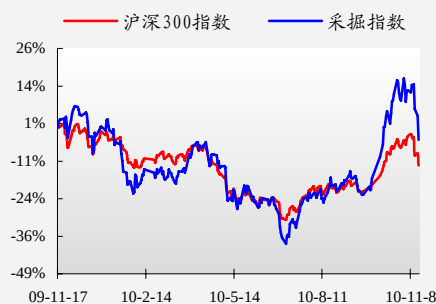
维持评级

发布时间：2010 年 12 月 7 日

投资要点：

- **2011 年投资煤炭行业，需要关注两个最基本问题：**第一，煤炭供给总量控制，是当前整个行业最重要的核心问题，控制供给总量的关键在于控制重点产煤省份的煤炭产量。山西省整合矿是否会释放产量、蒙陕甘宁地区的煤炭供给量能否得到控制等问题都值得关注。我们认为明年全国煤炭供给总量仍将受到政府的结构性调控，乡镇煤矿产量将进一步被压缩。
- **第二，煤炭行业金融属性增强。**我们细致梳理了海外煤炭期货的运行情况，发现成熟市场中煤炭股走势已与煤炭价格之间形成密切联系，这主要得益于煤炭期货等衍生品的快速发展。反观我国，煤炭作为国内消费比例最大的一次能源，其资源属性并未得到市场的有效认识，上市公司的股价并未与煤炭价格这个影响业绩的最重要因素形成联系。“十二五”期间，我国煤炭行业的金融属性也将显著加强，这将给全行业的估值方式带来重大变革。
- **2011 是我国煤炭衍生品元年。**环渤海动力煤指数的发布，对未来制定标准化的煤炭期货合约奠定了基础；焦炭期货推出后，其交割方式、现货存储方式等又可为煤炭期货借鉴。2011 年中期，煤炭期货的前期障碍已经基本扫除，整个十二五期间，将是煤炭衍生品发展繁荣期。本文着力探究和解答三个问题：为何要发展煤炭期货？如何开展煤炭期货？何时开展煤炭期货？
- 我国是世界第一大煤炭生产、消费国，每年煤炭消费量是全球煤炭贸易量的 3.8 倍左右；每年的进出口量占全球贸易量近 17%，巨大的市场规模和庞大的潜在交易群体是其他各国无法比拟的。煤炭期货的推出，有利于谋求全球煤炭定价权。
- **重要数据预测：**预计 2011-2013 年全国煤炭需求总量分别为 34.69 亿吨、36.69 亿吨和 38.81 亿吨。按照历史规律来推演，2011 年山西优混的年度均价为 798 元/吨，均价重心提升 7%，全年价格波动区间在 740 元—850 元。从模型的拟合结果来看，第二、四季度是煤炭价格上涨的重要时点。
- 2011 年，甚至整个“十二五”期间内，煤炭板块都面临两方面投资机会：1、煤炭金融衍生品推出后，整个煤炭板块的估值重铸；2、大规模的资源整合促成上市公司横向一体化扩张。煤炭板块 2010-2012 年 PE 分别为 20.6X、16.9X 和 14.3X，处于历史估值水平的中位之下，在煤炭金融衍生品推出这一预期下，整个煤炭行业都将受益，我们给予煤炭板块“优于大势”评级；具体到投资标的，我们重点推荐 2011 年产能扩张较为明确的公司，如山煤国际、兰花科创、平庄能源、神火股份和兖州煤业。

走势图



重要公司

评级

神火股份	推荐
兖州煤业	推荐
平庄能源	推荐
兰花科创	推荐
山煤国际	推荐
大同煤业	推荐

分析师：王师

执业证书编号：S0500210050004

TEL: (8621)6336 7000-248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

1、总体逻辑:

煤炭行业在即将过去的“十一五”期间产生了深远的变化，影响最大的无疑事件是煤炭价格的逐步市场化和“十一五”后期各地开展的资源整合。这两大事件对行业的影响都打破了建国以来煤炭行业固有格局，前者使煤炭企业从羸弱的盈利困局中解救出来，促成了全行业利润的大幅增长；而后者则一改“有水快流”的煤炭供给机制，切实可行地控制住了小煤矿问题。

对资本市场而言，这两大事件分别带来了 2006-2007 和 2009 年的两个煤炭板块的辉煌期。2011 年，是“十二五”规划的第一年，我们认为即将开始的“十二五”，也将给煤炭行业带来巨大的改变。

2011 年投资煤炭行业，需要关注两个最基本问题：第一，煤炭供给的结构性控制程度如何，山西省整合矿是否会释放产量，蒙陕甘宁地区的煤炭供给量能否得到控制等问题都值得关注。我们认为明年全国煤炭供给总量将受到政府的结构性调控，乡镇煤矿产量将进一步被压缩。上市公司资产规模的扩张是主要选股思路。

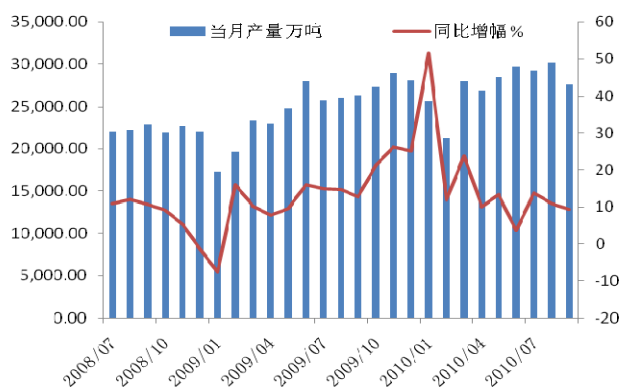
第二，煤炭行业金融属性增强。2011 年将是我国煤炭金融衍生品元年，环渤海指数期货的推出和即将推出的焦炭期货试水将对行业深远影响。我们细致梳理了近几年海外煤炭期货的运行情况，发现成熟市场中煤炭股的走势已与煤炭价格之间形成了密切联系，这主要得益于煤炭期货等衍生品的快速发展。“十二五”期间，我国煤炭行业的金融属性也将显著加强，这将给全行业的估值方式带来重大变革。

2、煤炭供给结构性调整：总量控制的关键在于结构性调整

煤炭供给总量控制，是当前整个行业最重要的核心问题，控制供给总量的关键在于控制重点产煤省份的煤炭产量。

2.1 供给增速过快得到结构性抑制：压缩乡镇煤矿产量

图 1 原煤月度产量与增速



资料来源：wind 东北证券

2010 年前 9 个月，我国总计生产原煤 24.46 亿吨，同比增长 16.35%。从月度数据来看，下半年以来煤炭供给增速有所减缓。经过测算，今年前 6 个月，全国动力煤过剩约 2600 万吨，而煤炭供给量快速增加的主要原因是乡镇煤矿产量增幅较大。

表 1 我国乡镇煤矿产量变动

1-3 月	本期累计 万吨	同比增长 万吨	同比增幅 %
全国	73140.63	16294.67	28.66
国有重点	42068.38	7000.95	19.96
国有地方	9929.7	2843.79	40.13
乡镇	21142.55	6449.93	43.9
1-6 月	本期累计 万吨	同比增长 万吨	同比增幅 %
全国	157714	25528.55	19.31
国有重点	84489	10010.02	13.44 ↓
国有地方	23751.19	5573.5	30.66 ↓
乡镇	49473.84	9945.03	25.16 ↓
1-9 月	本期累计 万吨	同比增长 万吨	同比增幅 %
全国	244644.47	34382.27	16.35 ↓
国有重点	128310.97	15100.78	13.34 ↓
国有地方	37676.03	4459.84	13.43 ↓
乡镇	78677.47	14841.65	23.25 ↓

资料来源：煤炭资源网 东北证券

截至 2010 年 9 月，全国乡镇煤矿总产量达到 7.87 亿吨，同比增长 23.25%。**乡镇煤矿供给增速持续超过国有重点煤矿和全国平均水平**，尤以上半年为甚。全国煤炭产量增量贡献前四位的省份山西、陕西、内蒙和河南，都是我国重要的煤炭主产区，该 4 省煤炭产量增量占全国煤炭产量增量比例达到 79.7%，而主产区煤炭产量增量的主要来源为乡镇煤矿。

乡镇煤矿供给量过大，造成煤炭供需阶段性不平衡，导致今年上半年煤炭价格一直较为低迷。下半年起，乡镇煤矿产量增速有所减缓，这主要得益于各主要产煤省份资源整合逐步开展，使乡镇煤矿产量得到了控制。

表 2 重点产煤省份乡镇煤矿产量变动

1-6 月				1-9 月		
省份	总量 万吨	同比增减 万吨	同比增速 %	总量 万吨	同比增减 万吨	同比增速 %
陕西省	7401.45	2541.01	52.28	10556.6	3555.07	50.78 ↓
内蒙区	18302.38	4612.2	33.69	31606.14	9018.12	39.92
贵州省	5794.61	1335.77	29.96	8674.76	1560.92	21.94 ↓
甘肃省	202.27	79.01	64.1	238.18	-53.83	-18.43 ↓
河南省	1018.01	-685.42	-40.24	1127.43	-2319.67	-67.29 ↓
山西省		/		/		

注：山西省 2009 年资源整合后，安监总局不再进行当地乡镇煤矿产量的统计

资料来源：煤炭安监总局 东北证券

随着河南等地的资源整合措施相继铺开，乡镇煤矿产量增速过快的势头已经得到抑

制：9 月份乡镇煤矿产量增速已比今年三月下降 20 个百分点。除内蒙外，其他各主要产煤省乡镇煤矿产量均有所收缩。

2.2 2011 年煤炭供给情况展望

2.2.1 “金三角”地区面临重大机会

我们判断，资源整合是“十二五”期间煤炭行业的发展趋势，也是二级市场投资煤炭板块的主要着眼点，建议重点关注“金三角”地区煤炭产业格局变化。“金三角”地区即蒙陕甘宁等主要产煤区域，该区域约占全国原煤总产量 36%。

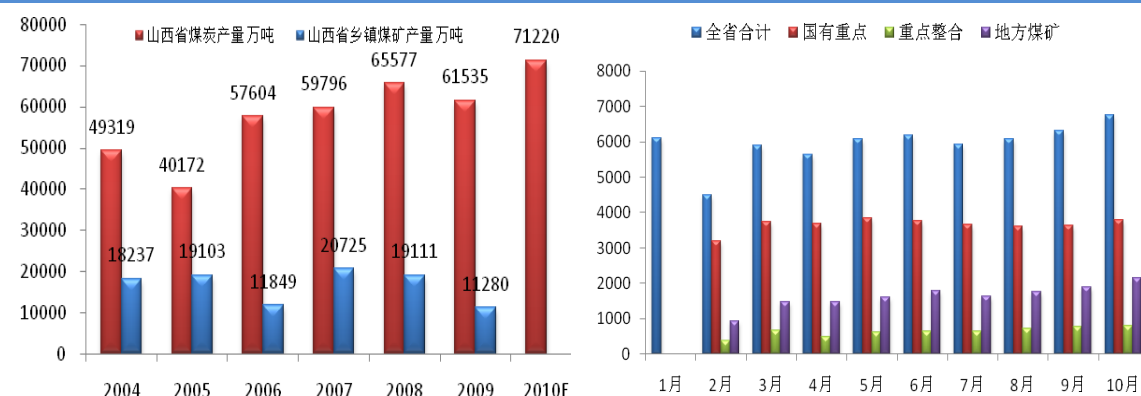
我们上文提到国内煤炭主产地区乡镇煤矿产量增速一定程度得到了控制，但陕西、内蒙煤炭供给增速仍快于全国平均水平，针对这种情况，发改委近期提出《蒙陕甘宁“金三角”能源综合开发指导意见》，意见明确蒙陕甘宁地区能源开发的定位、发展目标、产业发展布局、主要任务和重大政策措施。在发改委征求地方和国家有关部门意见并修改完善后，将把《意见》于 2011 年 4 月上报国务院。

2011 年全国煤炭供给总量控制的关键，就在于蒙陕甘宁地区对乡镇煤矿进行资源整合。预计 2011 年年内，“金三角”地区的综合指导规划有望完成，资源整合无疑将是该规划的最主要内容。蒙陕甘宁地区煤炭产量得到控制，区域内资源整合全面铺开，将对整个煤炭行业提出新的要求，这很可能促成煤炭企业的跨区域整合，对上市公司规模扩张有明显的正面效应。

2.2.2 关注山西省整合矿的产量释放

蒙陕甘宁地区资源面临整合，而传统产煤大省山西的情况则是面临已整合资源的产量释放。

图 2 2004-2010 年山西省煤炭总产量与乡镇煤矿产量 图 3 2010 年山西省各所有制煤矿产量 万吨



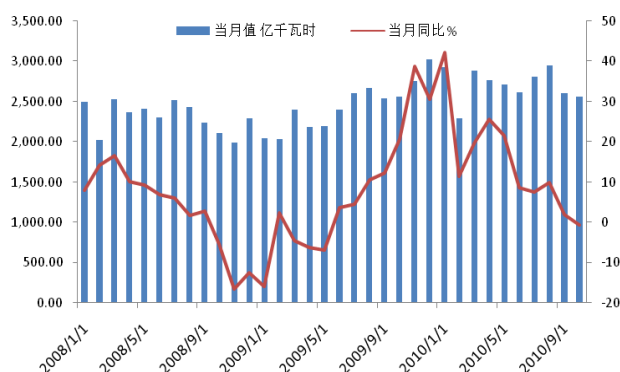
资料来源：煤炭资源网 东北证券

2009 年末，山西省资源整合已经初步完成，产能不达标的小矿已被各整合主体吸收。因此山西省乡镇煤矿产量从 09 年中期便开始持续下降，今年煤炭安监总局已不再进行山西乡镇煤矿的产量统计。从山西省的煤炭产量变化来看，地方煤矿产量增速较快，去年整合矿产能尚未完全释放。

截止今年 10 月，山西省重点整合矿的产量为 5758 万吨，尽管总量与去年停产矿产能相比较小，但月度产量有加速增长的趋势。我们认为明年山西省煤炭供给量可能有所加大。我们预计明年山西省整合矿新增产量可能达到 3142 万吨，相当于今年山西全省产量的 4.4%。

3、需求情况: 下游行业总量增加 增速放缓

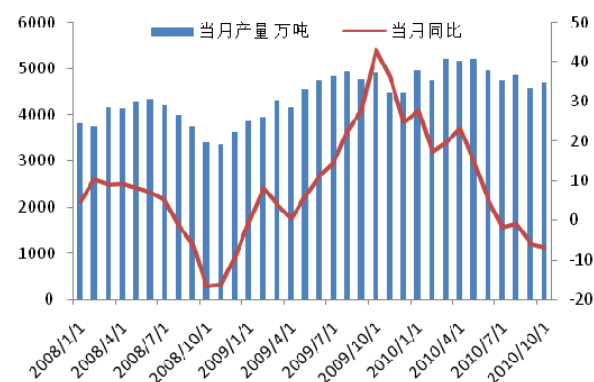
图 4 火电月度产量与增速



资料来源: wind 东北证券

2010 年 1-9 月,全国火力发电企业共计发送电量 2.74 万亿千瓦时,同比增加 14.4%。火力发电量总量增加、增速放缓是煤炭下游各行业的缩影。由于冬季枯水期影响,今冬到明年年初火电发电量将有所上升,但同比增速可能仍较低。

图 5 生铁月度产量与增速



资料来源: wind 东北证券

今年前 9 月,全国生铁冶炼总量为 4.96 亿吨,累计同比增长 8.27%。钢铁行业目前面临原料价格上涨和房地产行业调整的双重影响,生铁产量上涨的压力较大,这可能一定程度上影响焦炭和炼焦煤的需求。

焦炭作为中间产业,附属性较强,受钢铁行业影响巨大。从焦炭月度产量和生铁月度产量的两张图我们也可以看出,二者之间的趋同特征明显。如果从煤炭各下游行业产品月度产量变动幅度来看,焦炭的供给弹性大于其上游的焦煤行业和下游生铁冶炼行业。

图 6 焦炭月度产量与增速

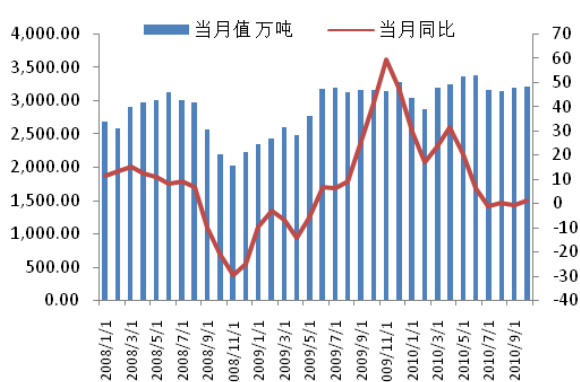


图 7 水泥月度产量与增速

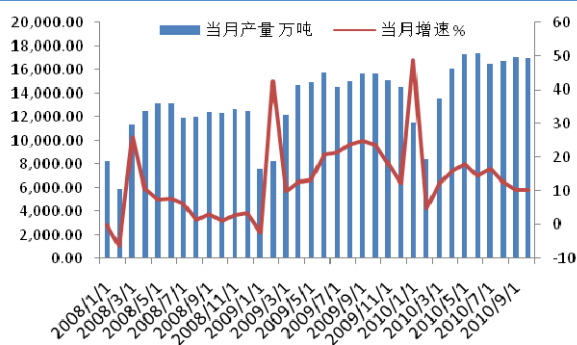
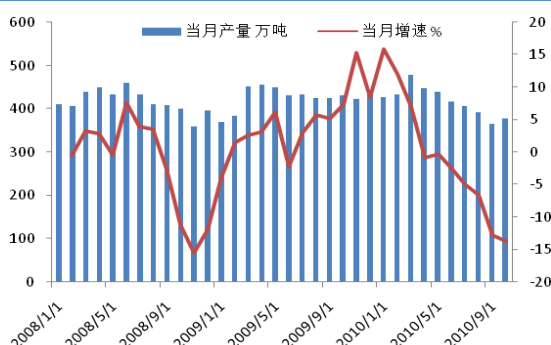


图 8: 合成氨月度产量与增速

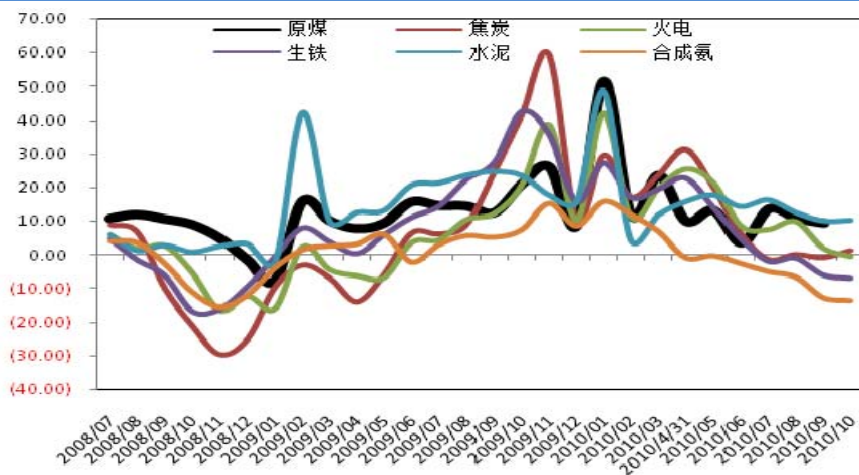


资料来源: wind 东北证券

水泥和化肥行业对煤炭需求的拉动作用要小于火电和钢铁。2010年1-9月,全国水泥产量达到13.49亿吨,同比增长15.95%。

全国合成氨产量4179.6万吨,同比累计下降1.7%,月度产量相对稳定。预计化肥用煤需求短期内仍以温和震荡为主,鉴于国家目前对传统煤化工项目已经设置禁入门槛,传统煤化工产业面临洗牌,单纯依靠行业规模扩张拉动煤炭需求的可能性不大。但是,在油气价格坚挺的背景下,煤头化工成本优势有所体现。我们认为化工用煤的机会可能更多地存在于地域性的供需不平衡。

图 9 原煤与各下游行业产量增速对比 %



资料来源: wind 东北证券

综合原煤产量与各下游行业的产量月度增速来看,除火电外,其他各行业均处于增速放缓企稳的过程中,2011年前期应是各行业产量增速逐步筑底的过程。

我们预测“十二五”期间,火电和钢铁行业单位产品耗煤量年均下降1.67%和4.21%,预计2011-2013年全国煤炭需求总量分别为34.69亿吨、36.69亿吨和38.81亿吨。

4、煤炭价格分析: 山西优混均价重心提升 7%

4.1 国内煤炭价格的回顾与预测

图 10 全国动力煤（发热量 5000-6000 大卡）平均价格

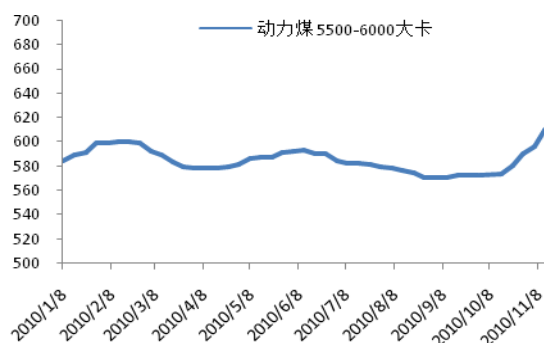


图 11: 全国焦煤平均价格

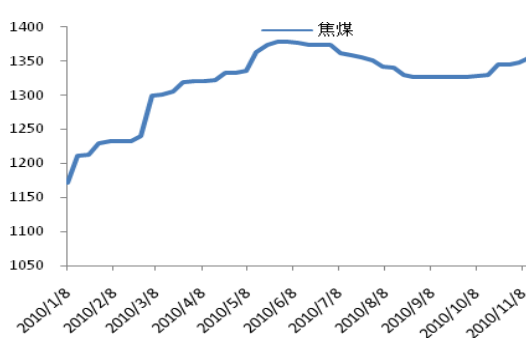


图 12 全国无烟中块平均价格

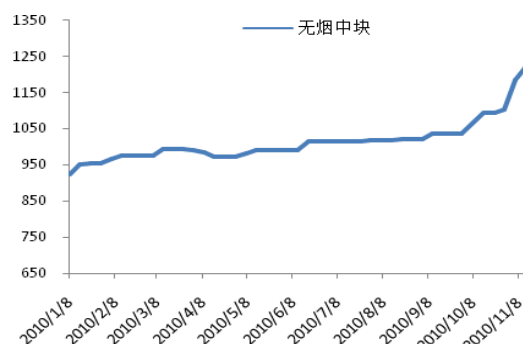
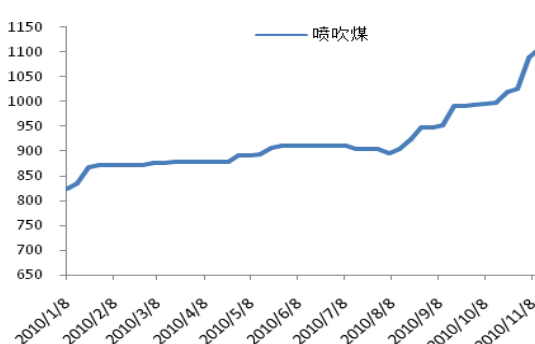


图 13: 全国喷吹煤平均价格



资料来源：煤炭资源网 东北证券

今年全年，各煤种价格总体上均有所上涨，但由于电力行业每年消费煤炭占全国煤炭消费的 50.6%，市场容量最大，弹性略差，因此炼焦煤、无烟煤和喷吹煤的价格上涨幅度均优于动力煤。煤炭价格近期的上涨，一方面反映的是冬季用煤高峰期间的需求拉动，另一方面也侧面说明下游行业有回暖迹象，正在加强原料的储备。

图 14 山西优混 2011 年价格预测

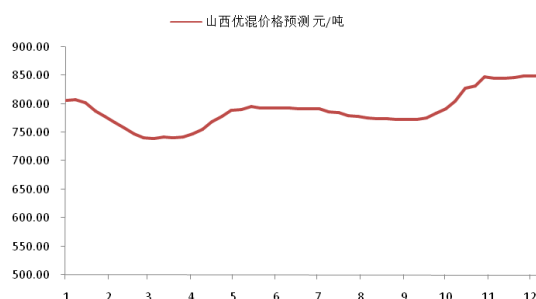


图 15 山西优混年度平均价格与增幅



资料来源：wind 东北证券

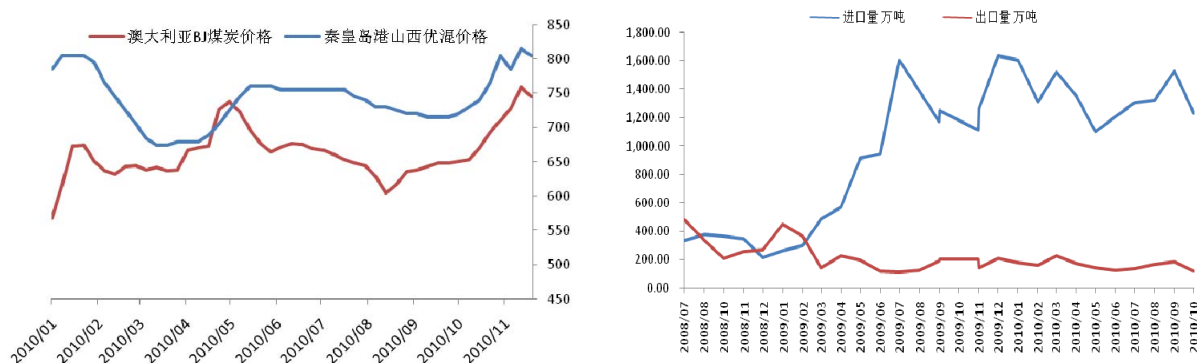
对明年价格的预测，我们仍采取根据历史数据来进行拟合的方式：通过统计

2002-2010 年煤炭价格的变动，以历史数据为样本，以当年煤炭价格为自变量，做出简要的预测模型。该模型在预测 2010 年下半年煤炭价格走势时起到了重要的作用，早在今年 6 月，我们就预测年内煤炭价格将于 10 月末上涨，山西优混的高点在 815 元/吨，现在回头来看，预测的准确率还是可观的。

根据该模型，如按照过去的历史规律来推演，2011 年山西优混的年度均价为 798 元/吨，均价重心提升 7%，全年价格波动区间在 740 元—850 元，具体走势请参见上图。从拟合情况来看，第二、四季度是煤炭价格上涨的重要时点。

4.2 国际煤炭价格与煤炭进出口

图 16 国内煤炭价格与亚太煤价对比（已按人民币折算） 图 17：国内煤炭进出口情况



资料来源：wind 东北证券

10 月以来，国内煤炭港口价格与亚太地区标杆煤炭价格走势逐步趋于一致，均有较大幅度的上涨，如考虑运费因素，国内北方港口煤炭价格已比进口煤价略高，但近期国内煤炭进口量有所下降。

2010 年亚太地区煤炭主要出口港纽卡斯尔港加强了发运能力，该港 3 号码头目前已完全具备运装能力，预计这将使澳大利亚未来煤炭出口量有所增加，进而冲击亚太煤炭价格，这将使国内外煤价倒挂的情况得到改观。

4.3 反映价格的侧面指标分析：库存

图 18 港口库存与港口价格

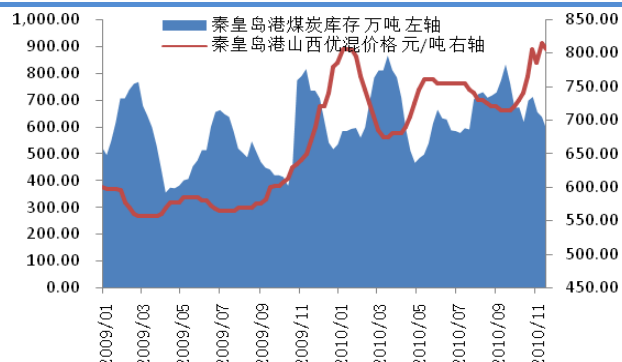
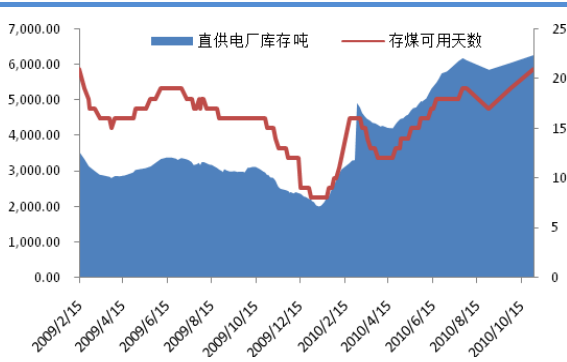


图 19 直供电厂库存与可用天数



资料来源：wind 东北证券

库存指标是反映煤炭行业景气度的重要指标,港口库存量则可以揭示煤炭价格短期波动的趋势。上图可见,港口库存和港口煤炭价格的负相关性依然显著。10月中旬至今,秦皇岛港港口库存有所下滑,而同期煤炭港口价格迅速提高,说明冬季储煤情况良好。

从需求企业的煤炭库存来看,前期电力企业库存补充及时、充沛,电厂库存和可用天数均在正常范围之内,并没有“无煤可烧”的局面出现。

我国煤炭供需有“消费在东部,供给在“三西””的特性。海运价格可直接反映消费地的煤炭需求情况。近几周,秦皇岛港到上海和广州航线煤炭运输价格波动较大,12月初分别为59元/吨和70元/吨,有所回落。海运价格有时是煤价的先行指标,近期海运价格下降可能昭示年内煤炭价格不会大幅上涨。

5、重大变化:煤炭金融属性增强 行业估值有望提升

在研究总结境外煤炭期货市场发展路径,以及煤炭期货推出后对资本市场的影响后,我们认为“十二五”煤炭期间是我国深入推进煤炭衍生品的最佳契机,2011年将是煤炭衍生品元年。本部分将着力探究和解答三个问题:

- Why? 为何要发展煤炭期货?
- How? 如何开展煤炭期货?
- When? 何时开展煤炭期货?

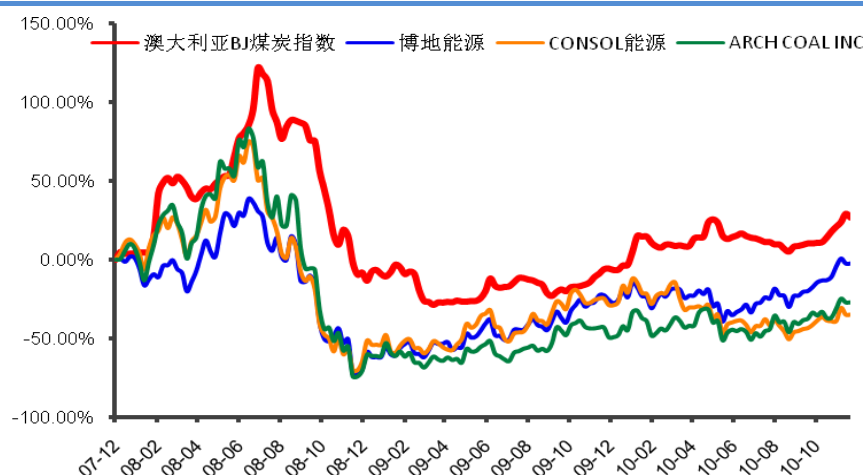
5.1 Why? 为何要发展煤炭期货?

我们曾在2008年做过关于煤炭的金融属性的专题研究,发现尽管国际煤炭价格与国际原油价格之间的长期(1994-2008)正相关性较强(相关性0.87),但煤炭价格也经常在美元指数大幅变动期间与原油价格之间出现短期背离,这种现象的内在原因是煤炭缺乏金融属性。较之黄金、基本金属等其他大宗商品,煤炭缺乏成熟的期货交易市场,导致煤炭价格与资本市场的联动性较差。

然而,2010年末我们重新审视这个问题时,煤炭价格的金融属性已发生了巨大的变化,全球煤炭期货市场正以几何级数的速度进行扩张:2010年,洲际交易所三大煤炭期货的日平均交易量达到321张,比2009年和2008年分别上涨74%和1085%。煤炭行业金融属性的增强,将改变煤炭类上市公司的估值水平和定价方式:在较为有效的美国市场中,煤炭类上市公司的股价与煤炭价格之间的关联度已经非常之大。

以亚太地区煤炭价格与美国主要上市公司进行比对,近三年来,Peabody、Consolidated和Arch coal三家公司与澳大利亚BHP煤炭价格的相关性达到了0.77、0.74和0.84。煤炭公司股价与现货价格之间的走势基本一致。

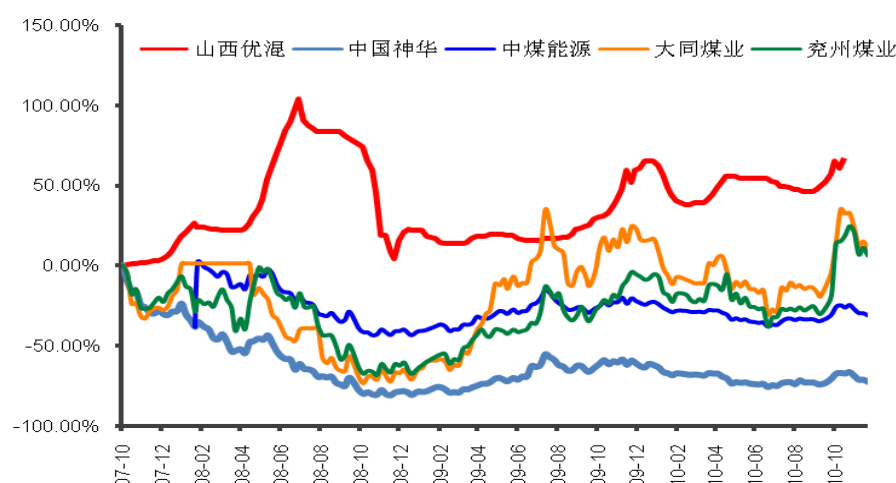
图 20 亚太地区煤炭价格指数与美国煤炭类上市公司走势



资料来源: wind 东北证券

遗憾的是,国内煤炭类上市公司股价表现与煤炭价格关联度较差。煤炭作为国内消费比例最大的一次能源,其资源属性并未得到市场的有效认识,上市公司的股价并未与煤炭价格这个影响业绩的最重要因素形成联系。

图 21 国内煤炭港口价格与 A 股煤炭类上市公司走势



资料来源: wind 东北证券

我们认为,煤炭金融衍生品的意义在于,受益于衍生品价值发现的功能,煤炭现货价格在形成过程中将更为合理和稳固,这才能促使煤炭企业的内在价值和煤炭价格真正形成联动,客观上使得二级市场更为有效,美股与煤价之间的变动关系就是明证。

图 22 期货市场 现货市场 股票市场之间的定价传导链条



资料来源：东北证券

5.2 How? 如何发展煤炭期货?

他山之石，可以攻玉。全球煤炭期货市场尽管发展迅速，但历史并不悠久，我们简要回顾境外成功推行煤炭期货的案例。

5.2.1 早期的煤炭期货品种影响较小 2001-2008

早在 2001 年，纽交所即提供了中部阿巴拉契（CAPP）煤炭期货，该合约每张 1550 吨煤炭。但是，该期货品种交投非常不活跃，2002 年全年仅成交 4124 手。交投惨淡使得该期货品种并未引起煤炭市场的关注和有效使用。

2006 年七月，伦敦洲际交易所（ICE）引入了以荷兰鹿特丹港和南非理查德港煤炭价格为定价基准的两种煤炭期货合约。两种合约每张 1000 吨，每次最小交易规模为 5 张。鹿特丹港和理查德港煤炭期货推出后，发展较为迅速，逐步解开了煤炭期货大规模扩张的序幕。

5.2.2 煤炭期货的发展期 2008-2010

随着 ICE 两个煤炭期货的逐渐成熟，环球煤炭电子交易平台 Globalcoal 开始着手准备以澳大利亚纽卡斯尔港煤炭价格为基准的期货。2008 年夏天，在北京举行的亚太煤炭市场峰会上，Globalcoal 首席运营官 Pat Markey 提出了关注煤炭衍生产品的价值问题，笔者当时也参与了这次峰会，但在当时煤炭现货价格大幅上涨的背景下，煤炭衍生品并未得到国内资本市场的广泛关注。

当年年末，Globalcoal 与 ICE 合作，推出了纽卡斯尔港煤炭价格期货，该期货品种推出后，不仅仅其自身合约的交投开始逐渐活跃，更是带动了 ICE Europe 其他两个煤炭期货产品。

图 23 ICE 纽卡斯尔港煤炭期货交易量情况

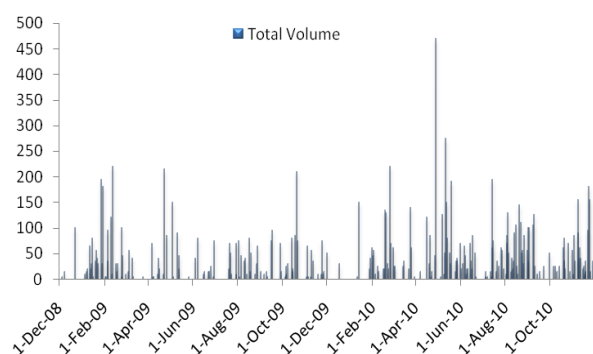
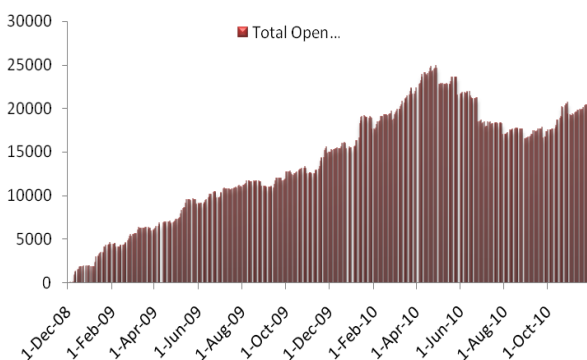


图 24 ICE 纽卡斯尔港煤炭期货持仓量情况



资料来源：ICE 东北证券

自 2008 年 12 月设立以来，纽卡斯尔港煤炭期货的平均日交易量持续增加，2010 年日平均交易量比 09 年上涨了 70%；合约日平均持仓量的增长更是惊人，2010 年日均持仓量是 2009 年的 200%，是 2008 年的 1810%。

图 25 ICE 南非理查德港煤炭期货交易量

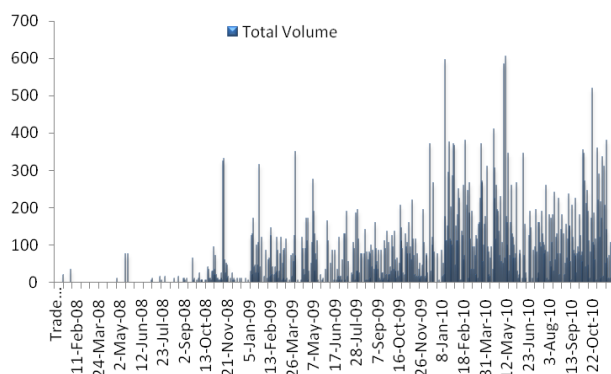
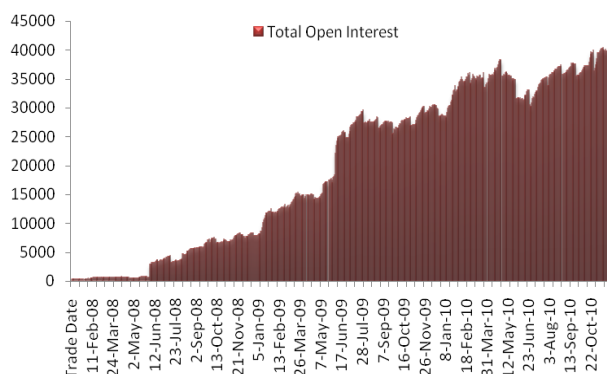


图 26 ICE 南非理查德港煤炭期货持仓量



资料来源：ICE 东北证券

图 27 ICE 荷兰鹿特丹港煤炭期货交易量

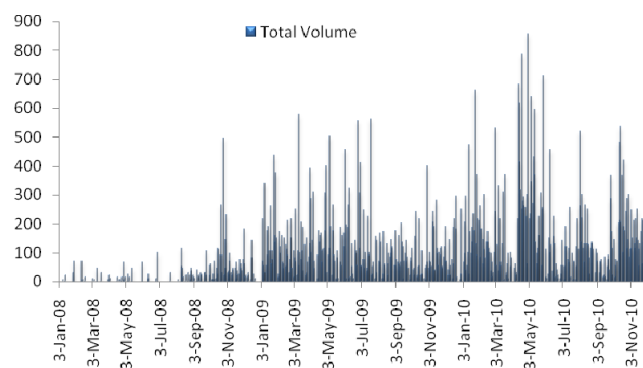
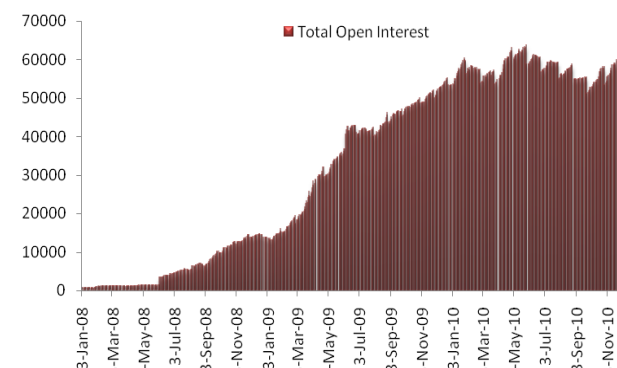


图 28 ICE 荷兰鹿特丹港煤炭期货持仓量



资料来源: ICE 东北证券

理查德港和鹿特丹港煤炭期货在纽卡斯尔港期货的带动下, 交易量和持仓量也从 2009 年起有了显著上升。

图 29 ICE 三大港煤炭期货总交易量

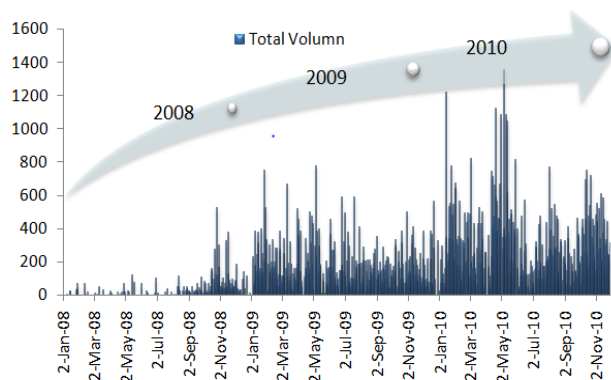
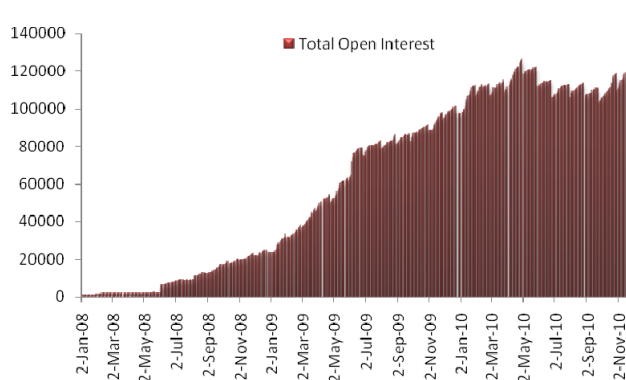


图 29 ICE 三大港煤炭期货总持仓量



资料来源: ICE 东北证券

2010 年, 洲际交易所三大煤炭期货的日平均交易量达到 321 张, 比 2009 年和 2008 年分别上涨 74% 和 1085%, 今年前 11 个月的交易量已达 7.51 万张, 如果全部交割, 将相当于全球煤炭贸易量的 9.1%。从持仓量来看, 今年三大港煤炭期货的日均持仓量同比增速也达到了 18% 和 376%。

纽卡斯尔港期货的成功, 很大程度上得益于 Globalcoal 的贡献。Globalcoal 的环球煤炭交易平台过去以现货交易或远期合约为主, 积累了大量煤炭贸易会员, 这为纽卡斯尔港煤炭期货奠定了良好的客户基础。

具备潜在交易对象、具备适当的基准产品, 是纽卡斯尔港煤炭期货迅速成功的主要原因, 这两点在我国均已具备。

5.3 When? 何时开展煤炭期货

今年 10 月, 发改委发布通知称, 环渤海动力煤价格指数试行发布。环渤海价格动力煤价格指数指通过采集环渤海地区有关港口动力煤离岸平仓价格, 经统计处理后得出各港口、各煤种的价格水平及变化幅度。该指数的发布, 是我国首次推行国家层面的煤炭定价方法, 是全行业走向煤炭衍生品时代的第一步。

2011 年初, 焦炭期货也有可能在大连商品交易所推出。我们曾对此做过专门点评, 具体请参见《焦炭期货箭在弦上 关注短期交易性机会》。

环渤海动力煤指数的发布, 对未来制定标准化的煤炭期货合约奠定了基础; 焦炭期货推出后, 其交割方式、现货存储方式等又可为煤炭期货借鉴。2011 年中期, 煤炭期货的前期障碍已经基本扫除, 整个十二五期间, 将是煤炭衍生品繁荣期。

我国是世界第一大煤炭生产、消费国, 每年煤炭消费量是全球煤炭贸易量的 3.8 倍左右; 每年的进出口量占全球贸易量近 17%, 巨大的市场规模和庞大的潜在交易群体是其他各国无法比拟的。煤炭期货的推出, 有利于谋求全球煤炭定价权。

6、投资建议

我们认为在 2011 年，甚至整个“十二五”期间内，煤炭板块都面临两方面投资机会：1、煤炭金融衍生品推出后，整个煤炭板块的估值重铸；2、大规模的资源整合促成上市公司横向一体化扩张。

十二五内可能推出的煤炭期货等衍生品，有利于资本市场把握煤炭企业的业绩增长规律，将给整个煤炭板块带来长期投资机会。

资源整合的逻辑路线有两条：第一、山西省整合矿产能的逐步释放，将使参与此次整合的上市公司业绩有显著提升；第二、急待整合的蒙、陕、甘、宁、新疆、贵州地区的煤炭企业，有可能成为当地煤炭资源整合主体。

煤炭板块 2010-2012 年 PE 分别为 20.6X、16.9X 和 14.3X，处于历史估值水平的中位之下，在煤炭金融衍生品推出这一预期下，整个煤炭行业都将受益，我们给予煤炭板块“优于大势”评级；在煤炭供给总量受政府调控的背景下，全行业规模整体扩张的几率变小，我们更应关注“蛋糕怎么分”的问题，即着眼外延性扩张，市场占有率弹性较大的公司。

具体到投资标的，我们重点推荐 2011 年产能扩张较为明确的公司，如山煤国际、兰花科创、平庄能源、神火股份和兖州煤业。

平庄能源 推荐

主要看点：

1、大股东承诺资产注入与整体上市

2、以往资产注入障碍在于大股东平煤集团缺乏经营性资产，如将成熟矿井白音华矿与元宝山矿注入上市公司，虽然能使上市公司产能翻番，但集团公司自身存续问题难以解决

3、今年 9 月，集团公司新设立内蒙爱民温都和新疆尼勒克两分公司。新疆项目为政府主导，未来空间巨大：煤炭 1500 万吨/年，煤制天然气 40 亿立方米。新公司设立后，给资产注入打开了通路。

4、褐煤掺烧技术可使公司煤炭增加下水量，下水煤量增加后，公司煤炭产品毛利提高，估值水平理应上调。

重要财务指标	单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2688	3172	3624	4253
收入同比(%)	3%	18%	14.25%	17.33%
归属母公司净利润	469	7186	863	1045
净利润同比(%)	-9%	53.3%	20.2%	21.1%
每股收益(元)	0.46	0.71	0.85	1.03

神火股份 推荐

主要看点:

- 1、毛利率高达 80%，净利润占公司 3 成，但产量仅为公司总量 12%的梁北矿正在申领扩产文件。扩产后产能将从 90 增至 240 万吨/年。
- 2、可能与美国铝业合作精制铝材。铝产业链继续延伸，未来涉及铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材-精制铝材的全产业链，但该事项目前进度不明朗。
- 3、2011 年 9 月自备电厂投入使用，真正实现煤-电-铝一体化。
- 4、资源整合矿逐步注入，产能扩张迅速。

重要财务指标	单位: 百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10761.91	17638.77	21060.69	25694.04
收入同比(%)	-10.36%	63.90%	19.40%	22.00%
归属母公司净利润	599.47	1458.40	1975.02	2888.39
净利润同比(%)	-47.85%	143.28%	35.42%	46.25%
每股收益(元)	0.571	1.389	1.881	2.751

山煤国际 推荐

主要看点:

- 1、2010-2011 年正值公司在建矿逐步达产，达产后产能将比 2009 年末翻一番；
- 2、大股东去年收购小矿 59 座，技改前产能为上市公司产能 5 倍，现在已开始逐步注入。
- 3、煤炭贸易业务弹性开始增强，铁路贸易具备明显的“护城河”

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	21006	28065	31980	34810
收入同比(%)	-2%	34%	14%	9%
归属母公司净利润	615	993	1230	1337
净利润同比(%)	43%	61%	24%	9%
每股收益(元)	0.82	1.32	1.64	1.78

兰花科创: 推荐

主要看点:

- 1、资源整合矿产能 2011 年有望释放；
- 2、亚美大宁矿的股权纠纷仍在解决中。2010 年受亚美大宁停产影响，兰花科创投资收益有所下降。今年第三季度，该矿已经复产，对公司 2011 年煤炭生产有利。
- 3、化肥业务逐步走出低谷，公司今年停产产能明年可以重新开工。

重要财务指标	单位: 百万元			
单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E

营业收入	5615.63	6020.33	7332.93	8321.83
增长率(%)	14.32%	7.21%	21.80%	13.49%
归属母公司股东净利润	1270.53	1481.97	1869.89	2236.52
增长率(%)	-9.33%	16.64%	26.18%	19.61%
每股收益(EPS)	2.224	2.594	3.274	3.915

表 3：煤炭类上市公司业绩与估值一览

证券简称	EPS 2010E	EPS 2011E	EPS 2012E	PE 2010	PE 2011	PE2012	评级
平庄能源	0.71	0.85	1.03	20.89	17.45	14.40	推荐
山煤国际	1.32	1.64	1.78	22.77	18.33	16.89	推荐
神火股份	1.39	1.88	2.75	17.36	12.84	8.77	推荐
兰花科创	2.59	3.27	3.92	17.45	13.82	11.53	推荐
兖州煤业	1.55	1.80	2.00	16.94	14.58	13.13	推荐
露天煤业	1.16	1.44	1.78	19.51	15.81	12.80	推荐
国阳新能	1.08	1.25	1.38	23.74	20.60	18.56	推荐
中国神华	1.76	2.08	2.43	13.66	11.56	9.90	推荐
西山煤电	1.27	1.71	2.20	19.13	14.20	11.04	推荐
潞安环能	2.63	3.03	3.57	18.77	16.27	13.84	推荐
大同煤业	0.92	1.06	1.15	22.93	19.98	18.50	推荐
盘江股份	1.24	1.47	1.83	19.54	16.58	13.31	推荐
郑州煤电	0.25	0.32	0.41	51.59	39.17	30.75	谨慎推荐
上海能源	1.81	2.01	2.23	15.35	13.88	12.48	谨慎推荐
恒源煤电	2.25	2.64	2.95	20.69	17.63	15.80	谨慎推荐
开滦股份	0.71	0.85	1.05	26.33	22.05	17.92	谨慎推荐
昊华能源	2.10	2.49	2.77	21.50	18.09	16.27	谨慎推荐
平煤股份	1.34	1.53	1.74	14.78	12.93	11.41	谨慎推荐
中煤能源	0.66	0.82	1.02	16.01	12.98	10.43	谨慎推荐
国投新集	0.71	0.94	1.21	19.21	14.50	11.21	谨慎推荐
冀中能源	2.19	2.56	2.79	14.39	12.29	11.27	谨慎推荐
平均值				20.60	16.93	14.30	

资料来源：wind 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。