

评级：推荐

煤炭行业

策略研究报告

第一创业证券研究所
练伟 S1080210030002
电话：0755-25832906
邮件：lianwei@fcsc.cn

捕捉整合大幕背后的机会

——煤炭行业 2011 年上半年投资策略

行业主要数据

上市公司家数：31
总市值（亿元）：14,482.97
流通 A 股市值（亿元）：9,417.57

煤炭行业与沪深 300 指数表现对比

020[采掘(申万)] -> 日线 9.12.14~10.12.13 (242日)



相关报告

《煤炭行业 1 月月报——煤价的上涨挡不住股价下跌的步伐》
《煤炭行业 2 月月报——耐心等待机会到来》
《煤炭行业 2010 年二季度投资策略》
《煤炭行业 4 月月报——煤价的企稳挡不住股价的下跌》
《煤炭行业 5 月月报——煤炭股的迅速反弹还需等待》
《煤炭行业 2010 年下半年投资策略》
《煤炭行业 7 月月报——反弹可以，太持久有些难》
《煤炭行业 8 月月报——节能减排抑制煤炭需求》
《煤炭行业 2010 年四季度投资策略》
《煤炭行业 10 月月报——电煤需求高峰有助合同煤谈判》

报告要点：

● 投资增速不减保证煤炭需求

由于去年及今年固定资产投资大潮中已开工项目不大可能停工，2011 年又计划建设 1000 万套保障性住房，明年投资增速难以明显压缩，预计保持在 15-20% 左右；在能源结构不会有太大调整的情况下，对煤炭的需求将依然强劲。

● 资源整合及运输瓶颈等因素导致有效供给增长缓慢

近年来，由于我国煤炭产量持续快速增长，使得未来煤炭供给压力凸增。但由于有以下原因存在，我们认为明年煤炭的有效供给压力并不明显：1、煤炭固定资产投资放缓导致产能增长放缓；2、十二五规划限制未来煤炭产量过度增长；3、煤炭资源整合的推广短期内限制小煤矿产能释放；4、矿难问题影响煤炭的阶段性供给；5、运能不足限制煤炭有效供给。

● 价格和成本将同时上涨，企业利润能维持

供需因素、合同煤价格谈判、产能集中后煤企话语权增加以及国际煤炭价格上涨等将导致明年国内煤价将继续上涨，而由于原材料成本、人员工资上涨以及安全费用等因素影响，煤炭成本也将上涨，但企业的盈利水平能维持。

● 资源整合和资产注入下的产量增长成为最大亮点

在煤炭企业盈利水平相对稳定的情况下，对上市公司而言，产量增长至关重要。目前上市公司产量增长的方式主要有以下几种：上市公司产量的内生性增长、以上市公司为主体整合小煤矿进而实现产量增长、集团煤炭资产注入上市公司实现增长、以集团为主体整合小煤矿再行注入实现增长。部分上市公司有望通过以上的一种或多种方式实现增长，而这也将成为我们推荐公司的标准之一。

● 投资策略及公司推荐

目前煤炭股估值处于历史中值水平，我们预计明年宏观经济会平稳增长，而宏观调控对流动性收缩或会远低于预期，在经济稳定增长以及流动性仍然宽松双轮驱动下，估值水平可保持在 20 倍以上，对明年煤炭行业的投资策略定为推荐，在市场流动性预期良好、煤炭板块估值合理的情况下，可以坚决参与。

我们推荐所产煤种为优质焦煤、无烟煤或喷吹煤等，受益资源整合及资产注入、未来产量增长明显的上市公司，近期重点推荐潞安环能和兰花科创，未来重点推荐煤气化。

目录

一、煤炭行业 2011 年上半年投资思路	3
二、2011 年煤炭需求还将继续增长	3
1、中国经济增长对煤炭等能源需求的刚性不改	3
2、明年继续增长的投资将继续保证煤炭需求	4
三、资源整合及运输瓶颈等因素导致有效供给增长缓慢	6
1、煤炭固定资产投资放缓导致产能增长放缓	6
2、十二五规划限制未来煤炭产量过度增长	6
3、煤炭资源整合的推广短期内限制小煤矿产能释放	7
4、矿难问题影响煤炭的阶段性供给	8
5、运能不足限制煤炭有效供给	9
四、价格和成本将同时上涨，企业利润能维持	11
1、未来煤价还将继续上涨	11
2、未来成本也将继续上涨，但企业盈利水平能维持	14
五、资源整合和资产注入下的产量增长成为最大亮点	15
六、投资策略及公司推荐	17
1、煤炭板块估值情况及投资策略	17
2、公司推荐	18

一、煤炭行业 2011 年上半年投资思路

我们认为，决定明年煤炭股价格的还是每股盈利和估值水平。

对于每股盈利，我们将主要从煤炭行业的盈利水平和上市公司的产量着手。而对于估值水平，则要结合未来市场的流动性判断。

根据我们对未来煤炭价格以及煤炭成本的分析，我们认为未来煤炭行业的盈利能力可以维持，在通货膨胀的影响下，煤炭行业的净利润率甚至可能在短期内提升得更高。

而在资源整合及国家煤炭十二五规划的大背景下，煤炭资源将逐步向大型煤炭集团集中，通过自身的产量增长以及不断的资产注入，这些大型煤炭集团旗下的上市公司未来的产量增长也能得以保证。在盈利能力不降低的同时，产量增长同样能保证公司每股盈利的持续增长，预计平均增速能达到 20% 左右。

目前煤炭股的估值水平处于历史中值，我们预计明年宏观经济会平稳增长，而宏观调控对流动性收缩或会远低于预期，在经济稳定增长以及流动性仍然宽松双轮驱动下，我们认为明年煤炭股的估值可以保持在 20 倍以上。

在盈利增长和估值提升的双重刺激下，我们对明年煤炭行业的投资策略定为推荐，在市场流动性预期良好、煤炭板块估值合理的情况下，可以坚决参与。

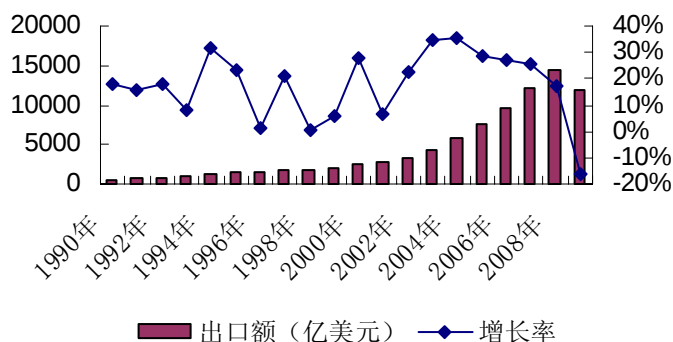
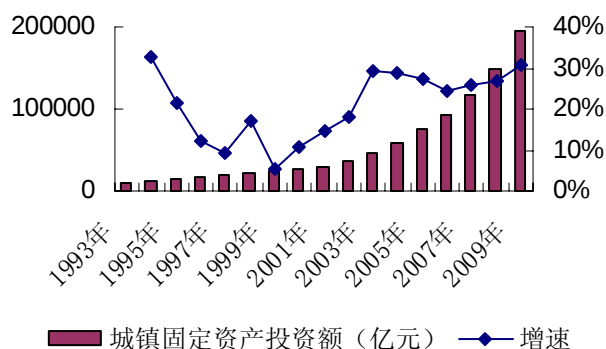
二、2011 年煤炭需求还将继续增长

1、中国经济增长对煤炭等能源需求的刚性不改

近年来，中国经济增长迅速，其中投资、出口、消费三驾马车中，投资和出口对经济的拉动作用至关重要。伴随我国经济快速增长的，是我国城镇固定资产投资更大幅度的上升，近年来，我国城镇固定资产投资增长迅猛，从 1993 年到 2009 年，我国固定资产投资从不足 1 万亿，增长到 19.4 万亿，复合增长率达 20.60%。而出口作为中国经济增长的重要推进器，近来也增速惊人，自改革开放以来，我国对外出口额从 1980 年的 181.2 亿美元增加到 2009 年的 12017 亿美元，复合增长率达到 15.56%。

图 1: 我国城镇固定资产投资情况

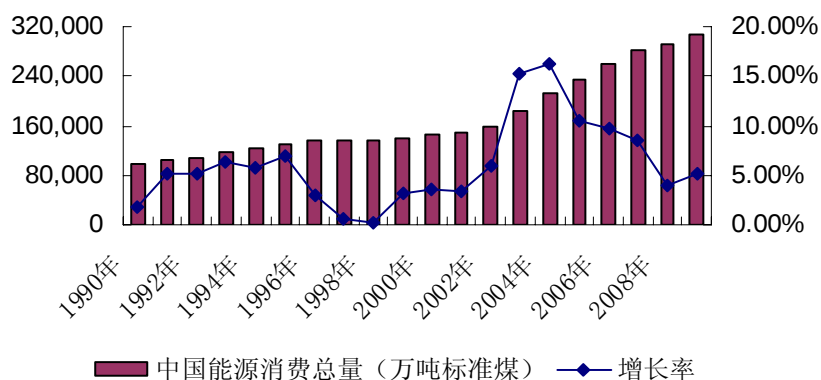
图 2: 我国出口情况



数据来源: wind、第一创业证券研究所

而中国目前的投资中,以制造业、交通运输、基础建设为主,均为耗能较严重的行业,而出口也主要以制造业为主,因而中国目前的经济增长结构中,对能源的消耗颇为依赖,在目前经济结构变化不大的情况下,对能源的刚性需求也将不会改变。

图 3: 中国历年能源需求量



数据来源: wind、第一创业证券研究所

2、明年继续增长的投资将继续保证煤炭需求

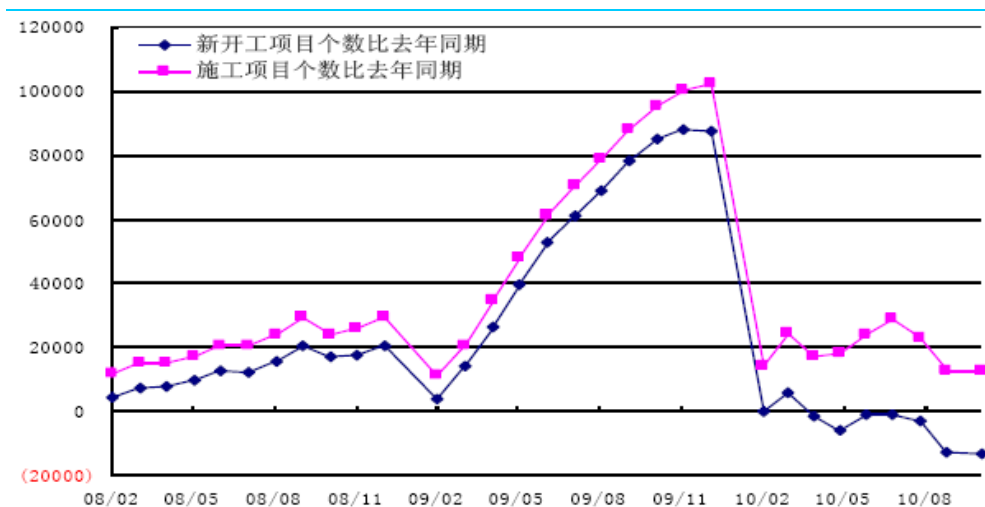
(1) 明年投资增速难以明显压缩, 预计保持在 15-20%左右。

首先, 今年新开工项目个数仍然较大, 将使明年投资增速难以明显下滑。在 4 万亿投资的刺激下, 2009 年开工的项目可谓相当庞大。然而, 截止到今年 10 月末, 固定资产投资的新开工项目个数累计为 280,276 个, 仅比 2009 年同期减少 1.3 万个左右。可以说, 今年开工的项目依旧不低。明年这些项目要继续施工, 就会形成投资。

其次, 预计明年信贷规模不太可能低于 7 万亿。一方面, 中长期化的期限结构特征使得信贷存在巨大的惯性, 很难明显地压缩。2009 年中长期贷款占总贷款比重为 70%, 2010 年估计在 80%以上。另一方面, 如前所述, 在这么多

后续项目施工建设要求下，对信贷的需求是十分强劲的。如果政府没有让项目烂尾的决心，那么这种信贷需求是很难抑制的。

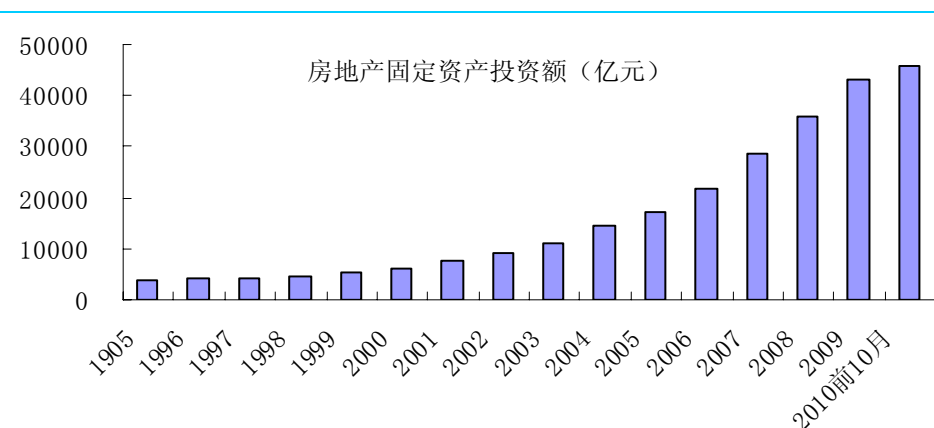
图 4：截至到 2010 年 10 月，新开工和施工项目数量



数据来源：国家统计局、第一创业证券研究所整理

(2) 1000 万套保障性住房的建设将成为经济增长的有力保障。中国住建部日前向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，这相比 2010 年新增 420 万套，且公共租赁房将占主要部分。按以上数据推算，明年 1000 万套保障房的建设目标远超此前市场预期，意味着 2011 年保障性安居工程投资将达 1 万亿元以上，达到全国房地产投资规模的五分之一左右。根据我们的测算，保障房的投资将为 2011 年投资增速贡献 2-3%。

图 5：我国房地产固定资产投资情况



数据来源：国家统计局、第一创业证券研究所整理

我们认为，在中国经济持续增长的过程中，出口及固定资产投资还将继续增长，虽然各行业单位能耗在逐步降低（节能减排），国家也在鼓励清洁能源的发展，但在一个很长的时期内，由于现有经济增长结构对能源需求的依赖，不会改变煤炭需求稳定增长的局面。

三、资源整合及运输瓶颈等因素导致有效供给增长缓慢

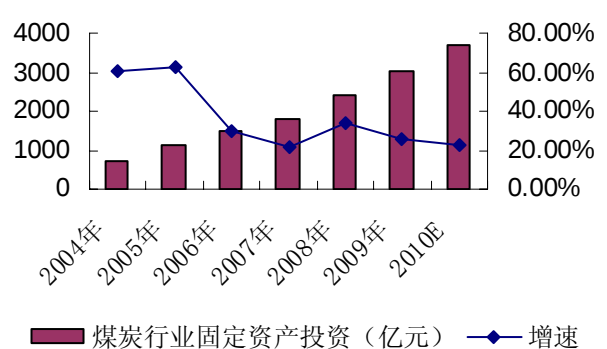
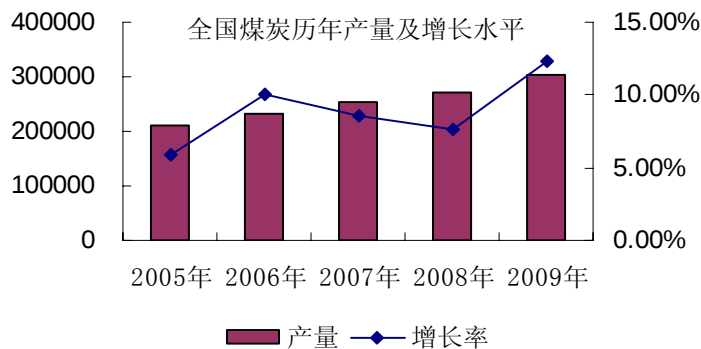
1、煤炭固定资产投资放缓导致产能增长放缓

近年来，我国煤炭产量持续增长，2004 年全年煤炭产量为 19.96 亿吨，到 2009 年就增长到 30.50 亿吨，产量增长 10 亿吨仅用了 5 年时间，而今年煤炭产量增速也有望超过去年。这种快速的增长也使得未来煤炭供给压力凸增。

伴随煤炭产量增长的，则是煤炭行业固定资产投资的大幅上涨。2003 年煤炭行业投资额仅为 436 亿元，而到 2009 年就增长到 3021 亿元，今年预计为 3700 亿元。

图 6：我国煤炭生产情况

图 7：我国煤炭行业固定资产投资



数据来源：wind、第一创业证券研究所

从煤炭行业固定资产投资情况看，2004 年、2005 年为一个高峰期，增速分别为 60.80%、62.89%，而煤炭产量在 2008、2009 年也达到一个相对高峰，这与新规划煤矿 3-4 年的建设周期相吻合。到了 2006 年及随后几年，煤炭行业固定资产投资增速迅速下降到 25% 左右的水平，今年预计增速将下降到 22%。因而我们有理由认为，在未来的几年里，煤炭行业的产能虽然还将继续扩张，但如前几年高速扩张的情况将不再出现。

2、十二五规划限制未来煤炭产量过度增长

11 月 9 日，国家能源局相关官员表示，十二五期间中国煤炭产量的天花板将是 37 亿吨左右。而此前，国家能源局也在不同场合表示，要控制十二五期间煤炭产量的增长。

虽然国家此前在多次规划中提出的煤炭产量均已被实际产量所突破，而且我们也认为今年全国煤炭产量将突破 32 亿吨，到十二五末，煤炭产量也将轻松突破 37 亿吨。但我们还认为，国家出台的煤炭产量的限制标准，表明了政

府对煤炭产量扩张的一种调控态度，也给各地肆意扩张煤炭产能的冲动套上了一根缰绳。

3、煤炭资源整合的推广短期内限制小煤矿产能释放

（1）山西煤炭改革、效果显著

山西省在 2009 年掀起了一场声势浩大的煤炭资源整合运动，虽然当年经济大受影响，但改革效果颇为明显，目前重组整合煤矿企业正式协议签订率为 99.5%，主体接管到位率 98%，煤矿企业名称预核准 90%，采矿许可证变更率在 95%以上。

表 1：山西煤炭资源整合情况

	改革前	改革后
矿井数	2598 个	1053 个
办矿企业	2000 多家	130 家
矿井产能	30 万吨/年以下的小矿数量众多	30 万吨/年以下的小煤矿全部淘汰，平均单井规模达到 100 万吨/年以上
生产方式	小煤矿开采方式相对落后，炮采数量较多	保留矿井全部实行机械化开采
产能集中情况	产能较为分散	形成了 4 个生产能力亿吨级的特大型煤炭集团，3 个年生产能力 5000 万吨以上的大型煤炭企业集团和 11 个年生产能力 1000 万吨级以上的大型煤炭企业集团
煤矿安全情况	安全问题较为突出，频频发生重大矿难，小型矿难数量惊人	2009 年，发生伤亡事故 72 起，同比下降 40.00%，死亡 206 人，下降 32.01%；煤矿百万吨死亡率为 0.328，下降 22.4%。今年前 9 月，共发生伤亡事故 54 起，死亡 134 人，百万吨死亡率同比继续下降 34.56%。

数据来源：第一创业证券公司研究所整理

山西省以七大煤炭集团为龙头、以重点煤炭公司为核心的煤炭资源整合，使得小煤矿数量迅速减少，资源也逐步向大型煤炭集团集中。由于整合的小煤矿生产条件相对落后，很多达不到安全生产要求，或者因为规模太小达不到生产标准，很多小煤矿需重新改扩建。在与企业交流中得知，目前小煤矿改扩建工程较为复杂，有的不亚于重新建新矿，因而建设周期较长，也对煤炭产能的释放造成影响。以三年建设周期计算，到 2012 年、2013 年开始，整合的小煤矿才将陆续释放产能。

（2）山西经验有望全国推广

随着山西煤炭整合运动取得的显著成果，各地也陆续计划根据各自实际情况展开煤炭资源整合运动，这种整合有利于提高煤炭产业集中度，降低安全事

故发生率，有利于提高资源利用率，并可加强资源保护。

表 2：河南、内蒙、陕西等省资源整合情况

	对单井规模的要求	整合方式或目标
河南	现有煤矿单井规模不低于 30 万吨/年的可以单独生产，新建矿井规模不得低于 45 万吨/年；大力支持大型煤炭生产企业兼并重组中小煤矿；	生产规模 100 万吨/年以上的骨干煤炭企业在不影响大型煤炭生产企业兼并重组的前提下，可作为兼并重组主体，兼并重组相邻中小煤矿
内蒙	新建的井工煤炭资源开发项目，单井的煤炭生产能力不得低于每年 120 万吨；新建的露天煤矿开发项目，每年开采能力不得低于 300 万吨。	在配置煤炭资源时，将向国家和自治区重点煤炭转化、综合利用项目倾斜；在配置特殊稀缺性煤种资源时，项目的煤炭就地转化率必须达到 60% 以上。
陕西	国家规划矿区内新建的矿井规模必须大于 120 万吨，其它矿区的必须大于 30 万吨。	至 2011 年 6 月底，全省保留煤炭企业 120 个，2012 年保留矿井 450 处，煤矿机械化程度达到 90%，2015 年，全省煤矿总数要控制在 400 处左右，单井平均产能超过 100 万吨。

数据来源：第一创业证券公司研究所整理

同山西情况类似，这些整合运动带来的最直接的影响就是大量小煤矿先被关停，然后被整合给大型煤炭集团。因而在整合的初期及随后一段时间内，煤炭产量必然会受到一定影响。

4、矿难问题影响煤炭的阶段性供给

困扰我国煤矿生产的一个关键性问题就是安全问题，随着我国对煤炭安全生产问题的日益重视，频发的矿难将使得对煤炭安全生产的监管日益严格。

表 3：2010 年以来发生的重大煤炭安全事故

时间	事故
2010.1.5	湖南湘潭谭家山镇一煤矿发生电缆起火事故，至少 25 人死亡
2010.1.8	江西新余一煤矿因电缆短路发生火灾事故，12 人死亡
2010.1.20	贵州毕节地区百里杜鹃景区金坡乡金坡煤矿发生煤与瓦斯突出事故，7 人死亡
2010.3.3	湖南省永州市祁阳县大忠镇沙井煤矿发生瓦斯爆炸事故，7 人死亡，1 人轻伤
2010.3.3	河南省郑州市新密市东兴煤业有限公司主井电缆发生着火，25 人死亡
2010.3.28	山西临汾中煤集团碟子沟项目部施工的王家岭矿发生透水事故，死亡 38 人
2010.3.30	河南省伊川县发生煤矿气体爆炸，40 人死亡
2010.4.20	江西高安兴丰煤矿发生煤与瓦斯突出事故，12 人遇难
2010.5.13	贵州省安顺市普定县远洋煤矿发生了煤与瓦斯突出事故，21 人遇难
2010.5.29	湖南省郴州市汝城县曙光煤矿技改井发生一起爆炸事故，17 人遇难
2010.6.21	河南省平顶山市卫东区兴东二矿发生井下火药自燃爆炸事故，48 人遇难
2010.7.17	陕西韩城市桑树平镇小南沟煤矿井下发生电缆着火，28 人遇难
2010.8.3	贵州遵义市仁怀市明阳煤矿发生煤与瓦斯突出事件，死亡 15 人
2010.9.9	云南红河州泸西县马鞍山煤矿发生瓦斯爆炸事故，8 人死亡，5 人重伤

数据来源：第一创业证券研究所整理

由于目前小型煤矿安全隐患比较突出，一旦出现矿难，对小煤矿的影响首当其冲，首先将会对这些小型煤矿进行停产整顿，然后再进行不同程度的资源整合，逐步促使小煤矿被大型煤炭企业兼并、重组。对于大型煤矿，矿难发生也会加强对其安全生产的监管，影响其原有矿井的生产及新建矿井的建设，从而影响煤炭的阶段性供给。

5、运能不足限制煤炭有效供给

我国煤炭生产大部分集中于华北、西北，仅山西、内蒙、陕西三省就已超过全国产量的一半，而根据“煤炭十二五规划”初稿，新开工煤矿建设规模中，西部将达到 72%。而目前我国的华东、华南等地区，对能源的消费需求较大，但自身产量较小，因而急需从上述地区外购煤炭。

表 4：2008 年我国各产煤大省煤炭外销比例

省份	煤炭产量	省内销量	省外销量	外销比例
山西省	59712.37	21181.75	36887.81	61.78%
内蒙古（不含神华等）	32583.07	26842.73	5261.84	16.15%
河南省	17684.81	14944.38	2706.86	15.31%
陕西省	14818.8	9046.16	5772.64	38.95%
山东省	12967.14	10339.39	2560.8	19.75%
贵州省	10734.95	7804.73	2930.22	27.30%
神华	31957.05	4794.65	25053.14	78.40%
中煤	9778	2326.29	5862.71	59.96%

数据来源：中国煤炭资源网、第一创业证券研究所

目前我国的煤炭运输以铁路运输为主，水路运输次之，公路运输为辅，煤炭输往东北、京津冀、华中地区以铁路运输为主，煤炭输往东南沿海地区以“铁路—海运”联运为主要方式。铁路占我国煤炭运输的 70%以上，海运占 20%左右。由于海运相对运力比较充足，运能不足主要集中在铁路上。目前已有的铁路运能利用率已近饱和，而且通道布局不尽合理，南北方向铁路运能不足，从而使得煤炭运输渠道不够通畅。

表 5：已有主要的煤炭铁路运能及预测

主要铁路线（单位：万吨）		2009	2010E	2011E
北通道	大秦线	35000	40000	45000
	朔黄线	15000	18000	20000
中通道	石太线	7000	10000	10000
	邯长线	3000	4000	5000
南通道	太焦线	8000	9000	10000
	侯月线	10000	17000	18000

陇海线	1500	2000	2000
宁西线	1500	2000	2000
合计	81000	102000	112000

数据来源：第一创业证券研究所整理

由于目前在建的铁路，运能大多在 2013 年才能释放，因而“三西”地区的煤炭增长要远超过铁路运能释放的速度，短期内，煤炭运输瓶颈的存在必定会煤炭产能的释放大打折扣。

四、价格和成本将同时上涨，企业利润能维持

1、未来煤价还将继续上涨

(1) 供需因素支持煤价继续上涨。理由如我们前面所分析：

- 1、国内经济的稳定增长确保对煤炭需求的增长；
- 2、煤炭资源整合、多发的矿难、运输瓶颈的存在影响煤炭产能的有效释放。

(2) 煤炭产能的集中将增加煤炭企业的定价权

我国煤炭行业产业集中度较差，跟国外煤炭生产国家相比，差距较明显。我国前 5 大煤炭集团占全国煤炭产量的比重仅为 22.27%，前 10 大煤炭集团占全国产量比重为 31.09%，前 20 大煤炭集团占全国 42.76%。而美国前 4 大煤炭集团产量就已超过全国产量的一半。作为我们邻国的印度，其国内最大的煤炭公司——印度煤炭公司，煤炭产量占全国近 80% 的份额。

不过随着煤炭资源整合运动的深入，我国煤炭行业的集中度逐步加强，国有大型煤矿所占比重逐步加大，乡镇小煤矿比重逐渐缩小。

表 6：全国分体制煤炭产量占比

单位：万吨	国有重点	国有地方	乡镇煤矿	累计产量	国有重点矿占比	国有地方矿占比	乡镇煤矿占比
2005 年	102688	29334	79239	211261	48.61%	13.89%	37.51%
2006 年	112177	32040	88309	232526	48.24%	13.78%	37.98%
2007 年	122931	33751.7	95658.7	252342	48.72%	13.38%	37.91%
2008 年	137699	34484.96	99398.82	271583	50.70%	12.70%	36.60%
2009 年	151819	36552.95	116616.37	304989	49.78%	11.99%	38.24%
2010 年前 9 月	128311	37676	78677	244644	52.45%	15.40%	32.16%

数据来源：中国煤炭资源网、第一创业证券研究所

为进一步提高产业集中度，国家相关部门及各省均制定了煤炭行业十二五规划，虽然国家相关部门与各省制定的产能目标有所出入，但均体现了对煤炭产能集中的要求。如国家能源局十二五规划初稿提出，到 2015 年要形成 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团，5000 万吨以上的特大型煤矿产量要占 65% 以上，兼并重组企业更要形成紧密关系，而不是目前的松散联合体状态。

表 7：国家及各省煤炭对大型煤炭集团的产能规划目标

	产能规划目标
国家能源局	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

山西	十二五组建 4 个年生产能力亿吨级企业、3 个 5000 万吨级以上大型煤炭企业集团、11 个 1000 万吨级以上大型煤炭企业集团
内蒙	2015 年重组 2 个亿吨级以上煤炭企业、9 个 5000 万吨级煤炭企业、19 个千万吨级以上煤炭企业。届时，内蒙古煤炭产能达到 10 亿吨，占全国煤炭产能的 25%
陕西	将陕西煤业化工集团打造成亿吨级煤炭集团
河南	组建 1 到 2 个亿吨级的煤炭集团
山东	组建亿吨级的煤炭集团
甘肃	组建 1 个亿吨级、3-4 个千万吨级大型煤炭企业集团

数据来源：第一创业证券研究所整理

我们认为，当产能向大型煤炭企业集中后，将逐渐形成寡头垄断的局面，有助于平抑煤炭产量的大幅波动，并在一定程度上实现以销定产，使得煤炭价格易涨难跌。

(3) 合同煤谈判中的涨价呼声成为未来煤价上涨的支撑。由于电煤合同价与现货价格相距甚远，煤炭企业长期要求上调合同煤价格，以改善企业盈利状况，而历年底的合同煤价格上涨诉求也成为煤炭企业的一个习惯。虽然目前发改委对电煤合同价格采取了限制，但这种强制性的限价手段毕竟只能是短期行为，不能持续，当通货膨胀的预期减弱时，煤企要求上调电煤价格的呼声必将重启，届时电煤价格的反弹或如被压抑的弹簧，上涨的幅度将更大。

表 8: 历年电煤谈判情况

2007 年	重点公司电煤价格每吨上涨 30 至 40 元，涨幅在 10% 左右
2008 年	神华和粤电、浙电、华润 3 家电力企业签订的重点电煤合同，平均提价 10%，其余煤炭企业跟随提价
2009 年	以神华、中煤、同煤为首，涨价 30-40 元/吨；山西、河南等地大型煤企也分别涨价 40-50 元/吨
2010 年	暂时限制提价

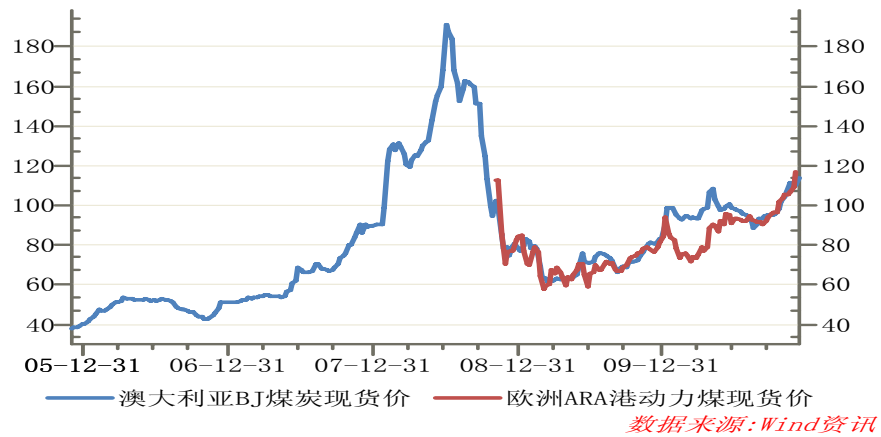
数据来源：第一创业证券研究所整理

(4) 国际煤炭价格创两年多来新高，有望带动国内煤价继续上涨。近来，不论是澳大利亚 BJ 动力煤价格，还是欧洲 ARA 港动力煤价格，均创出两年多新高，截至到 2010.12.09，澳大利亚 BJ 动力煤价格已上涨至 113.95 美元/吨，而欧洲 ARA 港动力煤价格在一周前达到了 117.12 美元/吨。12 月初，澳大利亚焦煤供应商必和必拓三菱联盟公司 (BMA) 与日本钢厂达成协议，2011 年 1 季度优质硬焦煤合同价格为 225 美元/吨 (FOB)，相比今年 4 季度的 209 美

元/吨（FOB），涨幅近 8%。

我们预计，由于中国、印度等新兴经济体的强劲需求及澳元的升值预期，而澳大利亚在国际煤炭供应中又占据重要地位，未来国际煤炭价格有望继续上涨，并带动国内煤炭价格上扬。

图 8:近年来国际煤炭价格走势



数据来源: wind、第一创业证券研究所

（5）煤炭自身所具有的不可再生的资源属性，决定了其价格将持续上涨。

目前不论是全球还是中国，预测的煤炭储量虽然丰富，但由于很多地方以现有技术都难以合理利用，可采储量相对较少，目前全球煤炭的储采比仅为 119。而煤炭的形成则需要经过几千万年甚至上亿年，一旦开采完毕，便不能再生。煤炭的这种不可再生的资源属性，决定了其价格在未来还将继续上涨。

表 9: 全球煤炭储采比分析

单位: 百万吨	无烟煤 和烟煤	亚烟煤 和褐煤	总计	占全球比 例	储采 比
美国	108950	129358	238308	28.9%	245
俄罗斯	49088	107922	157010	19.0%	*
中国	62200	52300	114500	13.9%	38
澳大利亚	36800	39400	76200	9.2%	186
印度	54000	4600	58600	7.1%	105
乌克兰	15351	18522	33873	4.1%	460
哈萨克斯坦	28170	3130	31300	3.8%	308
南非	30408	-	30408	3.7%	122
波兰	6012	1490	7502	0.9%	56
巴西	-	7059	7059	0.9%	*
哥伦比亚	6434	380	6814	0.8%	95
德国	152	6556	6708	0.8%	37
加拿大	3471	3107	6578	0.8%	105
全球合计	411321	414680	826001	1	119

数据来源: BP 能源统计、第一创业证券研究所

2、未来成本也将继续上涨，但企业盈利水平能维持

（1）未来成本将继续上涨

在我国煤炭行业的发展过程中，煤炭生产成本、资源成本及安全费用均呈上升趋势。

煤炭生产成本主要包括原料成本和人工成本，其中随着通货膨胀的影响，原料成本不可避免地逐步上升，而根据建设和谐社会的要求，在危险性相对较高的煤炭行业从事生产的职工，其工资性收入则随着行业景气程度增加得更多。

表 10：山西省原煤制造成本统计

企业	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年前 10 月
五大集团平均	155.19	184.17	281.96	258.29	274.22
大同集团	126.90	152.01	258.02	223.08	217.83
焦煤集团	156.83	180.21	288.69	268.10	319.43
阳泉集团	177.15	242.70	276.51	288.46	313.72
潞安集团	150.86	169.46	236.33	278.19	243.97
晋城集团	180.37	220.43	255.46	254.76	289.55

数据来源：中国煤炭资源网、第一创业证券研究所

随着国家对煤炭安全生产要求的提高，煤炭企业投入安全生产的费用也逐渐增加，另外为了促进资源的合理有效利用，财税部门逐步提高了资源税税额标准，煤炭资源的占有和使用的成本不断提高。

以上原因促使煤炭成本在未来也将继续上涨。

（2）企业盈利水平能维持

根据我们前面的分析，由于在煤炭行业成本上涨的同时，销售价格也在上涨，成本的上涨，能被处于优势地位的煤炭企业向下游转移，因而煤炭企业盈利水平能维持在一个较好的水平。

表 11：山西省原煤制造成本占出厂价的比例相对稳定

企业	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年前 10 月
国有重点煤炭企业综合	50.09%	55.70%	54.79%	54.36%	51.02%
大同集团	51.26%	55.85%	59.58%	59.63%	51.54%
山西集团	42.01%	45.04%	39.99%	43.19%	42.99%
阳泉集团	55.72%	76.79%	61.78%	66.76%	65.46%
潞安集团	45.92%	49.79%	49.66%	60.29%	46.75%
晋城集团	50.87%	58.60%	52.58%	49.11%	52.85%

数据来源：中国煤炭资源网、第一创业证券研究所

五、资源整合和资产注入下的产量增长成为最大亮点

在煤炭企业盈利水平相对稳定的情况下，对上市公司而言，产量增长就成为公司盈利增长的最大亮点。目前上市公司产量增长的方式主要有以下几种：上市公司产量的内生性增长、以上市公司为主体整合小煤矿进而实现产量增长、集团煤炭资产注入上市公司实现增长、以集团为主体整合小煤矿再行注入实现增长，这些方式的增长对上市公司而言并不是单一的，部分上市公司会有以上的多种方式实现产量的增长。我们预计未来上市公司煤炭产量的增长速度要远高于行业平均水平，预计能达到 20%以上。

（1）上市公司产量的内生性增长

对于自身煤炭资源丰富的上市公司而言，内部挖潜将成为公司产量增长的重要方式，这类公司以西山煤电和大同煤业为代表，前者通过兴县斜沟矿的建设使得产量大幅增加，后者通过塔山矿的建设，使得产量增长找到新的突破点。

（2）以上市公司为主体整合小煤矿

在各地展开的煤炭资源整合中，有些实力雄厚的上市公司，以自身名义或子公司名义参与了本省及省外的小煤矿整合。譬如在河南省的资源整合中，平煤股份和神火股份就扮演了很重要的角色。在跨省整合中，开滦股份曾经做出了很好的尝试，不过最终未能成功。而在山西省内的整合中，七大煤炭集团除自身进行整合外，其下属的上市公司也在整合过程中不遗余力，如潞安环能整合忻州、蒲县等地小煤矿，西山煤电整合临汾、古县等地小煤矿。

表 12：上市公司整合小煤矿情况

公司	整合区域及产能
西山煤电	整合临汾 500 多万吨产能、安泽县 700 多万吨产能
潞安环能	整合蒲县 700 多万吨产能、忻州 1200 万吨产能
兰花科创	整合朔州、晋城等地动力煤产能 480 万吨，焦煤产能 180 万吨
煤气化	整合灵石 90 万吨产能、蒲县 90 万吨产能
国阳新能	以子公司国阳天泰整合平定县政府 12 家煤矿公司
平煤股份	下属 5 家子公司重组平顶山煤田及郟县小煤矿 29 家，涉及产能 465 万吨/年
神火股份	整合许昌、禹州地区 30 家小煤矿，获取 5335 万吨煤炭资源
开滦股份	拟以泰瑞公司为主题参与山西煤炭资源整合，后停止

数据来源：第一创业证券研究所整理

（3）集团煤炭资产注入

大部分煤炭公司在上市时均承诺，为避免同业竞争，将会在适当时机将集团的煤炭资产注入到上市公司。目前已有部分公司基本完成或部分完成了资产注入，如冀中能源、平煤股份以及盘江股份等。

上市公司能实现资产注入的前提是集团还要有丰富的煤炭资源，目前很多上市公司都有被注入的潜力，如山西各大型煤炭集团下属的上市公司就属于这一类型。对于那些自身资源非常短缺的公司而言，集团的资产注入更将成为其救命的稻草，这方面的典型公司就是郑州煤电，目前其上市公司煤炭资源快要枯竭，亟待集团注入煤炭资源。

表 13：上市公司与集团煤炭产量对比（单位：万吨）

上市公司	2009 年产量	对应集团	2009 年产量(含上市公司产量)	集团与上市公司煤炭产量比值
中国神华	21030	神华集团	32780	1.56
中煤能源	10856	中煤集团	12505	1.15
西山煤电	1856	焦煤集团	8079	4.35
大同煤业	2579	同煤集团	7450	2.89
潞安环能	2997	潞安集团	5509	1.84
国阳新能	2096	阳煤集团	4409	2.10
山煤国际	456	山西煤炭进出口集团	3000（未来 3 年规划产能）	较大
兰花科创	559	兰花煤炭实业集团	1258	2.25
平煤股份	3740	中平能化集团	4581	1.22
神火股份	572	神火集团	1070（产能）	1.87
冀中能源	2589	冀中集团	4237	1.64
开滦股份	771	开滦集团	4045	5.25
兖州煤业	3630	兖矿集团	4970	1.37
露天煤业	4216	中电投蒙东能源集团	-	-
平庄能源	1005	平庄集团	2534	2.52
恒源煤电	1100	皖北煤电集团	1400	1.27
盘江股份	931	盘江煤电集团	1341	1.44
郑州煤电	481	郑州煤炭工业集团	1836	3.82

数据来源：第一创业证券研究所整理，注：标准公司均为相对望进行资产注入的公司

（4）以集团为主体整合小煤矿再行注入

在各地的煤炭资源整合中，各煤炭集团则扮演着主力军的角色，其中在山西的煤炭资源整合中，七大集团作为政府指定的主体，参与了大部分小煤矿的整合；而郑州煤炭工业集团和贵州盘江投资控股（集团）有限公司也纷纷在政府支持下，对当地煤炭资源进行了整合。在通过整合小煤矿丰富自身煤炭资源后，资产注入就成为集团下一步需要考虑的事了。

六、投资策略及公司推荐

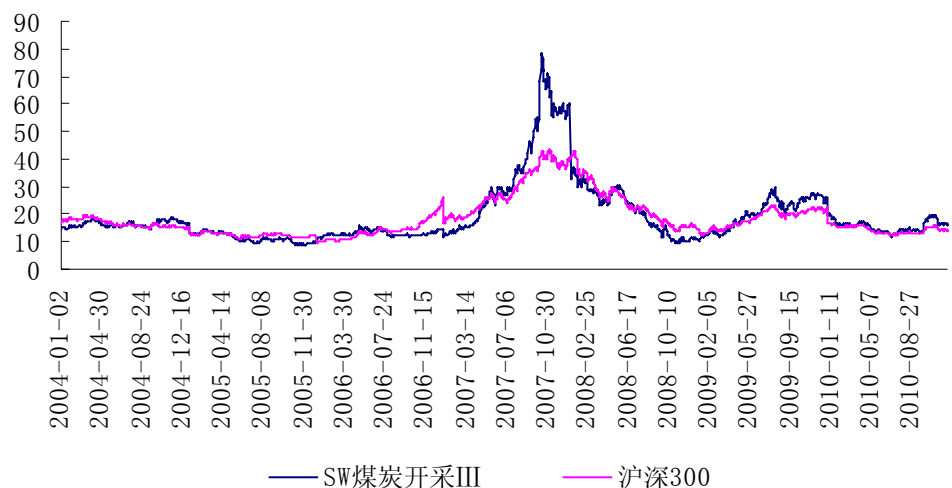
1、煤炭板块估值情况分析投资策略

(1) 目前估值处于历史中值水平

截至到 2010 年 12 月 10 日，煤炭开采板块静态 PE 为 16.47 倍，同期沪深 300 指数为 14.23 倍。

煤炭板块历史上出现过两次估值较低的情况，一次是在 2005 年 7 月份股权分置改革前夕，一次是在 2008 年 11 月份 4 万亿投资启动前夕，当时整个板块估值均不到 10 倍 PE。我们以 2005 年股权分置改革时的相对低点开始统计（2005 年 7 月份），煤炭板块 PE 的历史中值为 15.69 倍，历史均值为 20.19 倍，目前处于略高于中值水平。

图 9：近年来国际煤炭价格走势



数据来源：wind、第一创业证券研究所

(2) 2011 年即使估值水平不改变，股价仍有上升空间

根据我们前面的分析，由于煤炭价格和成本的上涨幅度大致相当，我们判断 2011 年煤炭行业的盈利能力应能维持，但由于煤炭上市公司的产量将持续增长，因而公司 EPS 将持续增加，从而导致股价在目前的估值水平上还有上升的空间。

(3) 流动性将成为左右煤炭板块表现的关键性因素

从近年来煤炭股的几次超越市场行情的表现看(包括 2007 年去年、2009 年上半年以及 2010 年国庆后)，无一例外都是在市场流动性充裕的情况下发生的。

因而在市场流动性预期良好、煤炭板块估值合理的情况下，可以坚决买入煤炭股。

（4）投资策略：推荐。

我们认为未来煤炭行业的盈利能力可以维持，在通货膨胀的影响下，煤炭行业的盈利水平甚至可能在短期内提升得更高。

而在资源整合及国家煤炭十二五规划的大背景下，煤炭资源将逐步向大型煤炭集团集中，通过自身的产量增长以及不断的资产注入，这些大型煤炭集团旗下的上市公司未来的产量增长也能得以保证。在盈利能力不降低的同时，产量增长同样能保证公司每股盈利的持续增长，平均增速预计能达到 20% 左右。

目前煤炭股的估值水平处于历史中值，我们预计明年宏观经济会平稳增长，而宏观调控对流动性收缩或会远低于预期，在经济稳定增长以及流动性仍然宽松双轮驱动下，我们认为明年煤炭股的估值可以保持在 20 倍以上。

在盈利增长和估值提升的双重刺激下，我们对明年煤炭行业的投资策略定为推荐，在市场流动性预期良好、煤炭板块估值合理的情况下，可以坚决参与。

2、公司推荐

我们建议明年关注具有如下特点的公司：

- 一、所产煤种为焦煤、无烟煤或喷吹煤等稀缺性品种，价格向下波动较小；
- 二、内生增长性确定，产能扩张明显；
- 三、上市公司产能占集团产能的比重较小，资产注入预期较强；
- 四、公司业绩良好，目前估值相对具有优势。

以上特点二、三，均明显受益于煤炭资源整合。对于具有以上一个或多个特点的公司，可重点关注。对于具体公司而言，我们近期重点推荐潞安环能和兰花科创，未来重点推荐煤气化。

（1）潞安环能

● 产品结构不断优化

公司技术含量最高及产品附加值最高的喷吹煤所占比重逐年增加，目前其占煤炭销售收入的比重已接近 44%，这种上升也使公司产品结构不断优化。

● 公司本部产量稳定，整合小煤矿进展顺利

公司本部五矿产能稳定，可合计贡献产能 2460 万吨/年；而公司作为山西煤炭资源整合的主体，分别参与了忻州及蒲县地区的煤炭资源整合，其中整合的忻州地区煤炭资源产能可达 1260 万吨/年，蒲县地区煤炭资源产能可达 705 万吨/年。

- **集团资源丰富，未来资产注入基础良好**

2009 年，潞安集团煤炭产量达 5509 万吨，集团目前除上市公司外的在产及在建煤炭矿井产能几与上市公司相当，未来产能增长情况也良好。为避免同业竞争，潞安集团承诺，将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，目前最有希望注入的为郭庄矿和司马煤矿，两矿合计可贡献产能 350 万吨/年。

- **高新技术认定有望降低公司税率**

公司在今年以喷吹煤生产工艺及技术被认定为高新技术企业，成为全国煤炭行业唯一一家被认定为高新技术企业的公司。目前公司正在积极申请优惠税率，有望将 2010 年、2011 年、2012 年三年的所得税率从目前的 25%降为 15%。

- **盈利预测及估值**

我们预计，在不考虑税收优惠的情况下，公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 2.81、3.26、3.69 元，对应 2010 年 12 月 10 日的 PE 分别为 17.78 X、15.32X 及 13.54X。

(2) 兰花科创

- **本部产能稳定、盈利能力超强**

公司原有伯方、唐安、大阳、望云四矿，产能分别为 180 万吨、150 万吨、150 万吨、60 万吨，共计 540 万吨，产量稳定。由于本部所产煤种为优质无烟煤，因而企业毛利水平在煤炭公司里处于绝对前列，常年保持在 60%以上。

- **在建及整合小煤矿 2012 年开始逐步贡献利润**

新建玉溪矿煤种为无烟煤，产能 240 万吨，持股比例 55%，预计于 2012 年开始贡献产量。整合的中小煤矿目前都已派人进驻，正进行整改，预计于 2012 年开始贡献产量。整合地点主要在山西朔州、晋城等地，动力煤产能 480 万吨，焦煤产能 180 万吨，平均权益在 70%左右。

- **亚美大宁矿股权转让完成后，对公司业绩产生重大影响**

亚美大宁矿为无烟煤，目前产能为 400 万吨，有望扩产至 600 万吨，先期公司权益为 36%。公司已与亚美大宁（香港）签署股权转让协议书，由亚美大宁（香港）向公司转让 10% 的亚美大宁的股权，并有条件的再转让 1% 的股权，一旦转让完成，可明显增厚公司业绩。

- **盈利预测及估值**

我们预计，公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 2.34、2.84、3.12 元。对应 2010 年 12 月 10 日的 PE 分别为 18.07X、14.89X 及 13.55X。

(3) 煤气化

● 公司本部产量稳定，整合小煤矿效果显著

公司本部所属的嘉乐泉煤矿、炉峪口煤矿、东河煤矿、离石煤矿四矿产量稳定、煤质优良。目前四矿产能合计 334 万吨/年，权益产能 309 万吨。

公司在山西省煤炭资源整合中，积极出击，先期整合灵石华苑煤矿，获产能 90 万吨/年，后又于今年以华胜公司为主体，整合蒲县三矿，再获产能 90 万吨/年。

● 龙泉矿建设顺利，股权比例有望提高至 50%以上

龙泉矿作为公司最为重要的在建煤矿，目前煤矿工程建设正常。公司在完成债券发行后，资金充裕，此前也有意向煤气化集团收购其持有的龙泉矿股权，若谈判顺利，明年上半年有望先将龙泉矿股权比例增加至 50%以上。

● 未来三年煤炭业务复合增长率可达 30%

从 2011 年到 2013 年的三年间，是公司煤炭产量快速增长的时期。在不考虑权益变动的情况下，未来三年复合增长率为 30%。

● 太原市天然气置换顺利，煤气及相关业务有望走出困境

太原市天然气置换工程目前已完成 60%，有望在 2011 年全部完成，届时公司也将不再承担太原市居民煤气供应的义务，煤气可全部卖给工业企业或自用。我们预计公司通过两条途径减少亏损：一、提高对工业企业的供气价格（阻力小于向居民提价），二、在焦炭市场行情不佳时通过限产减少亏损。

● 盈利预测及估值

我们预计，公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 0.66、1.32、2.11 元。对应 2010 年 12 月 10 日的 PE 分别为 32.64X、16.30X 及 10.19X。

表 14：重点关注公司盈利预测情况

重点关注公司	代码	股价 (2010.12.10)	EPS				P/E			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
潞安环能	601699.SH	49.95	1.83	2.81	3.26	3.69	27.30	17.78	15.32	13.54
兰花科创	600123.SH	42.28	2.22	2.34	2.84	3.12	19.05	18.07	14.89	13.55
西山煤电	000983.SZ	24.24	0.92	1.21	1.5	1.83	26.35	20.03	16.16	13.25
开滦股份	600997.SH	19.23	0.67	0.71	0.92	1.03	28.70	27.08	20.90	18.67
恒源煤电	600971.SH	47.11	1.32	2.2	2.64	2.74	35.69	21.41	17.84	17.19
兖州煤业	600188.SH	27.78	0.79	1.64	1.82	1.89	35.16	16.94	15.26	14.70
煤气化	000968.SZ	21.47	0.74	0.66	1.32	2.11	29.01	32.53	16.27	10.18
平煤股份	601666.SH	20.02	1.01	1.37	1.55	1.63	19.82	14.61	12.92	12.28
大同煤业	601001.SH	20.79	1.78	0.81	0.92	1.24	11.68	25.67	22.60	16.77
昊华能源	601101.SH	44.03	1.37	2.3	2.82	3.26	32.14	19.14	15.61	13.51

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120