

通胀来临，凸现煤炭价值—煤炭行业 2011 年投资策略

评级

看好

投资策略报告

高级研究员： 张学

电 话： 010-88321528

Email: zhangx@tpyzq.com.cn

执业证书编号： S1190209030126

煤炭板块与大盘走势比较



相关报告

1. 《分享资源整合盛宴-煤炭行业 2010 年投资策略》
2. 《春种秋收-煤炭行业 2010 年第二季度投资策略》
3. 《股价下跌，与煤炭行业基本面背离-2010 年 6 月煤炭行业投资策略》
4. 《节能减排降低煤炭需求增速-2010 年第四季度煤炭行业投资策略》

报告摘要:

- ◆ 今年以来,煤炭行业继续保持较快增长,今年 1-10 月,原煤产量达到 27.47 亿吨,同比增长 16.44%;煤炭进口量达到 1.34 亿吨,同比增长 38.4%,净进口量达到 1.18 亿吨,同比增长 50.87%;国内煤炭价格保持坚挺,截至 12 月 6 日,秦皇岛大同优混价格达到 850 元/吨,前期最高达 875 元/吨,创出两年来的新高;煤炭行业景气维持高位,三季度,煤炭行业景气指数达到 156.8;上市公司业绩继续保持高增长,三季报显示,全部煤炭上市公司营业收入同比增长 49.63%,净利润同比增长 33.43%;
- ◆ 美元超发是全球通胀的根源,美联储发行的基础货币目前达到 20000 亿美元,是金融危机前的 2.35 倍,而且还要进行第二轮、第三轮的“量化宽松政策”,美元贬值是大势所趋;其他国家超发货币的情况也比较严重,货币超发必然导致通货膨胀,全球可能进入一个大的通胀周期;
- ◆ 未来,通胀成为影响大宗商品价格的主导因素,其他因素退居其次,全球流动性泛滥情况将比 2007 年更盛,可能会出现规模更大的大宗商品投机和价格泡沫;
- ◆ 在中国政府的价格干预下,中国煤炭存在隐性通胀;由于我国煤炭进口量日益增加,输入型通胀不可忽视,国际煤价对国内煤价的心理影响也不可小觑;总体来看,在通胀的大背景下,我国煤炭价格也将步入一个长期上升的通道,煤炭资源价值得以持续提升,煤炭行业直接受益于通胀;
- ◆ 在十二五期间,煤炭资源整合将进一步深化,煤炭行业资产注入和整体上市事件将会大大增加,整合煤矿陆续投产,资源整合的收益也将逐步兑现;
- ◆ 在重新审视了通胀因素之后,我们将煤炭行业的合理估值提升至 28 倍市盈率,目前行业市盈率仅为 17.66 倍,离合理估值水平尚有较大空间,继续维持煤炭行业“看好”的投资评级;
- ◆ 鉴于煤炭行业基本面情况良好,目前面临一个大的通胀周期,目前正在通胀周期的初期阶段,投资煤炭股是较好的选择,我们在看好煤炭行业的基础上,继续维持许多煤炭上市公司“买入”的投资评级;

正文目录

一、 煤炭行业继续保持增长.....	4
1、 产量继续保持高增长.....	4
2、 煤炭净进口量扩大.....	4
3、 煤价坚挺，创出两年来新高.....	5
4、 行业景气维持高位.....	6
5、 节能减排使煤炭下游增速暂时下降.....	6
6、 上市公司业绩继续保持高增长.....	7
二、 通胀来临，凸显煤炭资源价值.....	8
1、 美元超发是全球通胀的根源.....	8
2、 其他国家超发货币情况不容乐观.....	9
3、 通胀成为影响大宗商品价格的主导因素.....	11
4、 中国煤炭的隐性通胀.....	12
三、 煤炭资源整合收益将逐步兑现.....	13
1、 十二五期间资源整合将继续深化.....	13
2、 资源整合收益将逐步兑现.....	14
四、 煤炭行业价值被低估.....	15
1、 煤炭行业合理估值为 28 倍市盈率.....	15
2、 煤炭行业离合理估值尚有较大空间.....	16
五、 2011 年投资策略.....	18
1、 通胀之下，投资煤炭.....	18
2、 重点公司投资评级.....	19

图表目录

图表 1、我国原煤当月产量及同比增速	4
图表 2、十一五期间原煤产量及同比增速	4
图表 3、我国煤炭月度净进口量	5
图表 4、秦皇岛动力煤价格走势	5
图表 5、国际煤炭和原油期货价格走势	6
图表 6、煤炭行业景气指数	6
图表 7、煤炭下游四大行业产品月度产量及同比增速	7
图表 8、煤炭上市公司的收入和净利润	7
图表 9、煤炭上市公司的毛利率和净资产收益率	8
图表 10、美联储发行基础货币的历史情况	8
图表 11、欧元区流通货币及同比增长	9
图表 12、日本基础货币及同比增长	10
图表 13、韩国纸币发行量及同比增长	10
图表 14、中国人民银行基础货币余额及同比增长	10
图表 15、以黄金标价的美元	11
图表 16、LME 有色金属价格走势	12
图表 17、煤炭行业指数与大盘走势对比	16
图表 18、行业间市盈率比较	17
图表 19、行业间市净率比较	17
图表 20、煤炭行业市盈率历史走势	17
图表 21、我国 CPI、PPI 走势	18
图表 22、煤炭行业指数与 CPI 走势比较	18

表格目录

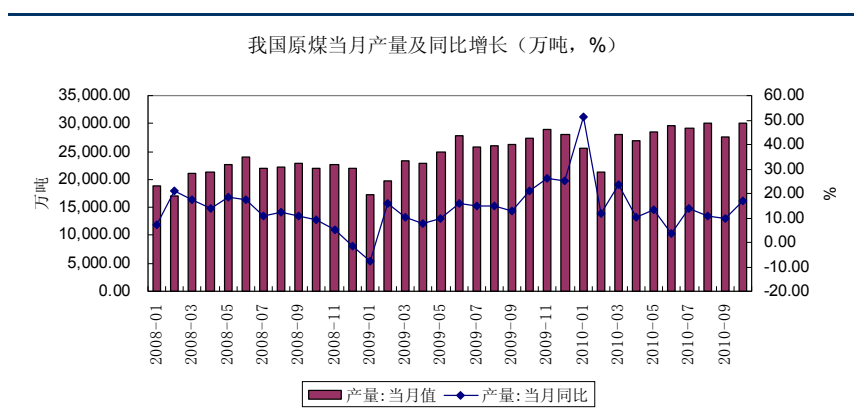
表格 1、部分省份煤炭资源整合主体及对应上市公司	15
表格 2、重点公司投资评级(2010-12-14)	19

一、煤炭行业继续保持增长

1、产量继续保持高增长

今年是十一五规划的最后一年，我国原煤产量高速增长。今年1-10月，原煤产量达到27.47亿吨，同比增长16.44%，10月份煤炭产量达到3.01亿吨，同比增长17.1%。在今天的节能减排压力巨大的情况下，煤炭产量仍然达到如此高的增速，显示我国煤炭需求依然非常旺盛。

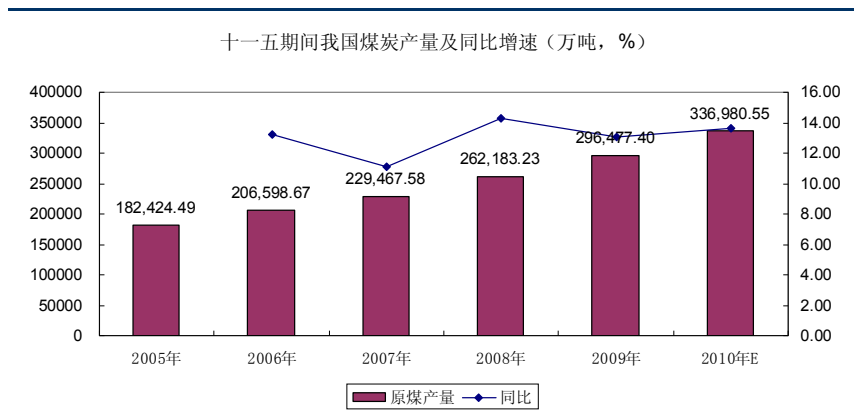
图表 1、我国原煤当月产量及同比增速



资料来源：Wind资讯

在十一五期间，我国煤炭产量增长迅猛，以2005年的18.24亿吨为基数计算，经过5年的增长，达到2010年的33.7亿吨（预计），年复合增长率达到13.06%。

图表 2、十一五期间原煤产量及同比增速



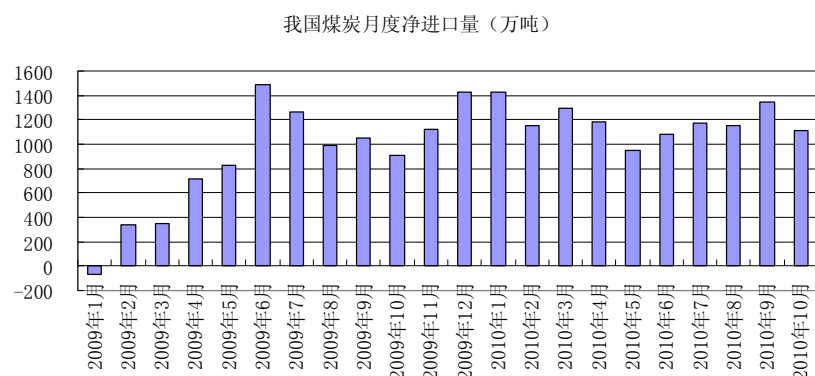
资料来源：Wind资讯

2、煤炭净进口量扩大

我国从2009年开始，成为煤炭净进口国。2009年我国煤炭进口量1.26亿吨，净进口量1.03亿吨。今年1-10月，我国煤炭进口量和净进口量均已经超过去年全年，进口量达到1.34亿吨，

同比增长38.4%，净进口量达到1.18亿吨，同比增长50.87%。我国每月煤炭净进口量在千万吨以上，显示中国对煤炭的巨大需求。

图表 3、我国煤炭月度净进口量

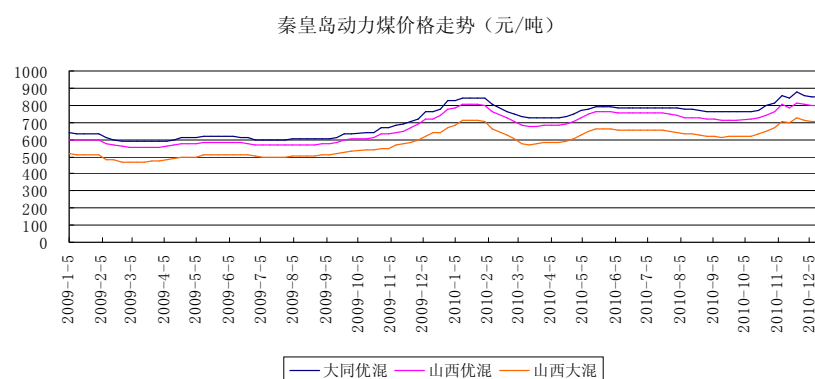


资料来源：Wind资讯

3、 煤价坚挺，创出两年来新高

在煤炭产量和净进口量大幅增长的情况下，国内煤炭价格保持坚挺，2010年11月22日，秦皇岛大同优混价格达到875元/吨，创出两年来的新高。煤价近期有小幅回落，截至12月13日，大同优混价格为850元/吨，山西优混价格达到795元/吨，山西大混达到705元/吨。

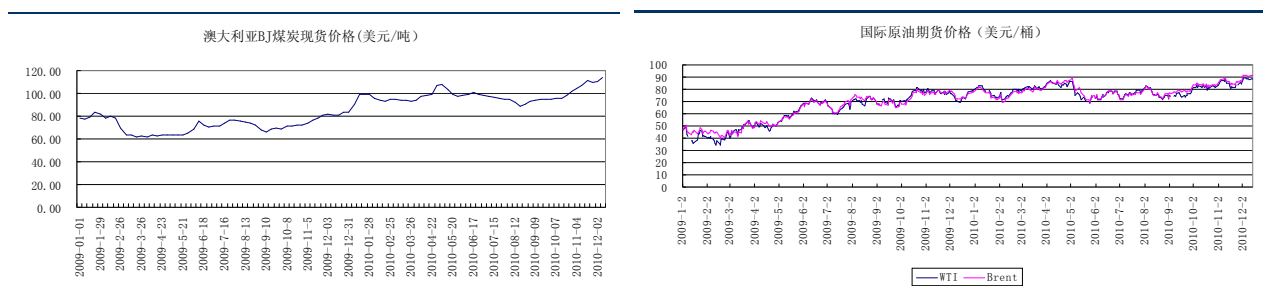
图表 4、秦皇岛动力煤价格走势



资料来源：Wind 资讯

国际煤炭价格也创出两年来新高。澳大利亚 BJ 动力煤现货价格已经突破 110 美元，截至 12 月 9 日，达到 113.95 美元/吨。国际原油期货价格也达到两年来的高点，截至 12 月 14 日，WTI 和 Brent 原油期货价格分别达到 88.28 美元/桶和 91.21 美元/桶。

图表 5、国际煤炭和原油期货价格走势

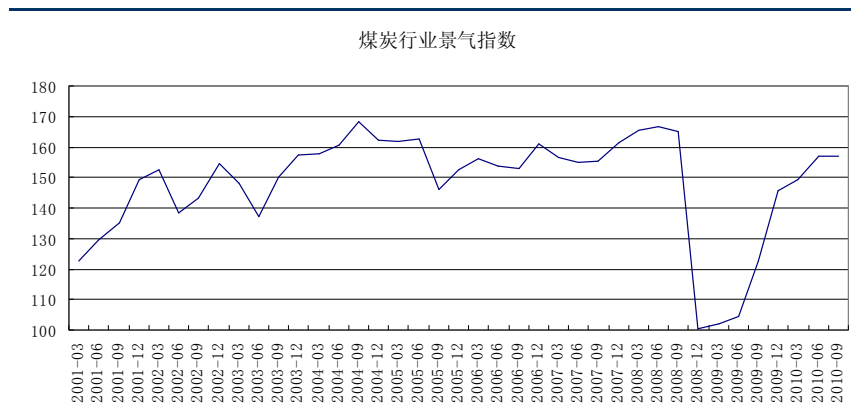


资料来源: Wind 资讯

4、行业景气维持高位

三季度,煤炭行业景气指数为156.8,与二季度持平。四季度煤炭价格有较大幅度的上涨,预计,四季度煤炭行业景气指数将进一步上升。

图表 6、煤炭行业景气指数



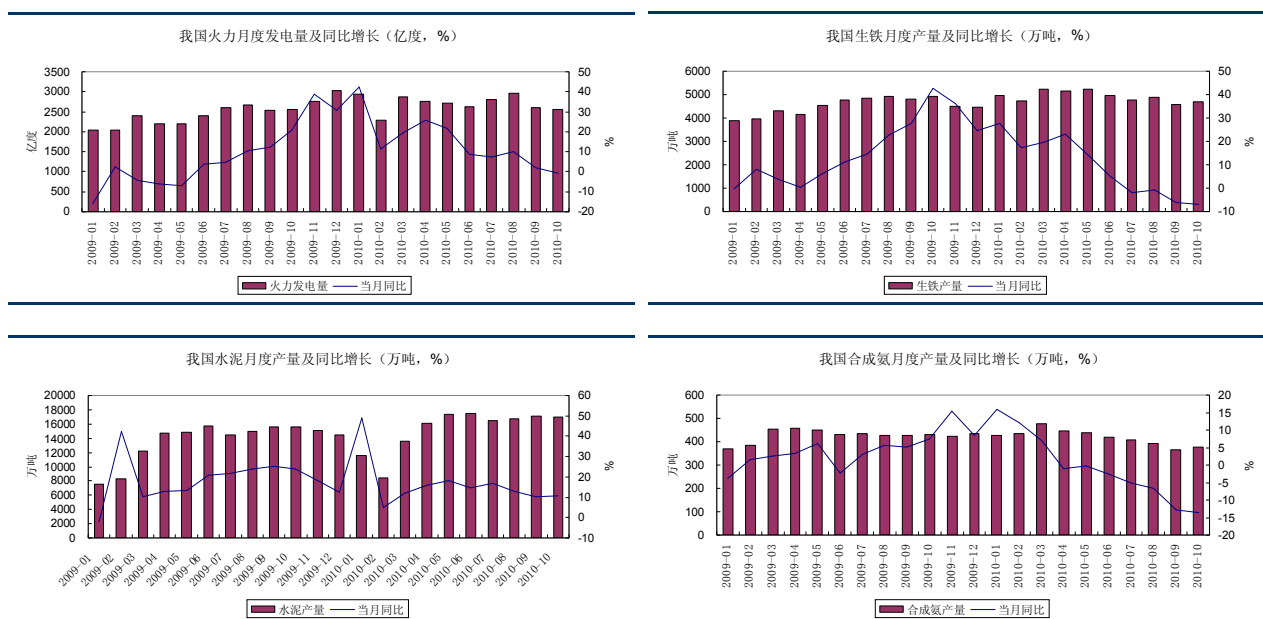
资料来源: Wind 资讯

5、节能减排使煤炭下游增速暂时下降

今年是“十一五”规划的最后一年,按照规划,我国单位GDP能耗要比2005年降低20%左右、主要污染物排放总量减少10%。“十一五”前四年,单位GDP能耗累计仅下降15.6%。2010年上半年,GDP不降反升,同比上升了0.09%,节能减排的压力积累在第四季度,各地政府采取了对高耗能行业限电、关停等措施,使得煤炭下游行业的增速下降。

10月份,火电发电量为2562.63亿度,同比下降0.56%;生铁产量为4682.04万吨,同比下降6.99%,水泥产量继续增长,为17029.71万吨,同比增长10.5%,但增速下降;合成氨产量下降幅度最大,为378.5万吨,同比下降13.7%。

图表 7、煤炭下游四大行业产品月度产量及同比增速



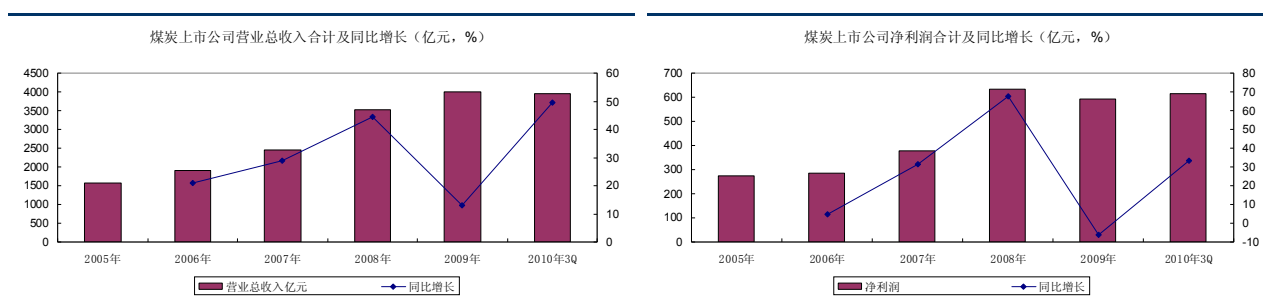
资料来源：Wind 资讯

节能减排措施仅仅是抑制了高耗能行业产品的供给，从而压制煤炭需求，四季度暂时被压制的煤炭需求将会推后到明年一季度，届时，煤炭需求可能会出现暴发式增长。

6、上市公司业绩继续保持高增长

煤炭上市公司业绩继续保持高增长，三季报显示，上市公司营业总收入合计达到 3958.35 亿元，同比增长 49.63%，净利润合计达到 615.4 亿元，同比增长 33.43%。

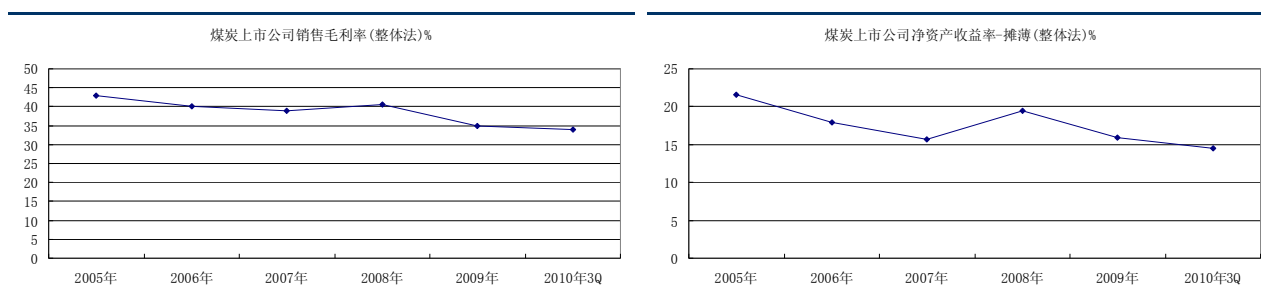
图表 8、煤炭上市公司的收入和净利润



资料来源：Wind 资讯

尽管近年来毛利率和净资产收益率有所下降，但煤炭上市公司的盈利能力继续保持较高水平。今年三季报显示，煤炭上市公司的毛利率仍然达到 33.94%，净资产收益率达到 14.45%，如果加上第四季度，全年净资产收益率会在 20% 左右。

图表 9、煤炭上市公司的毛利率和净资产收益率



资料来源: Wind 资讯

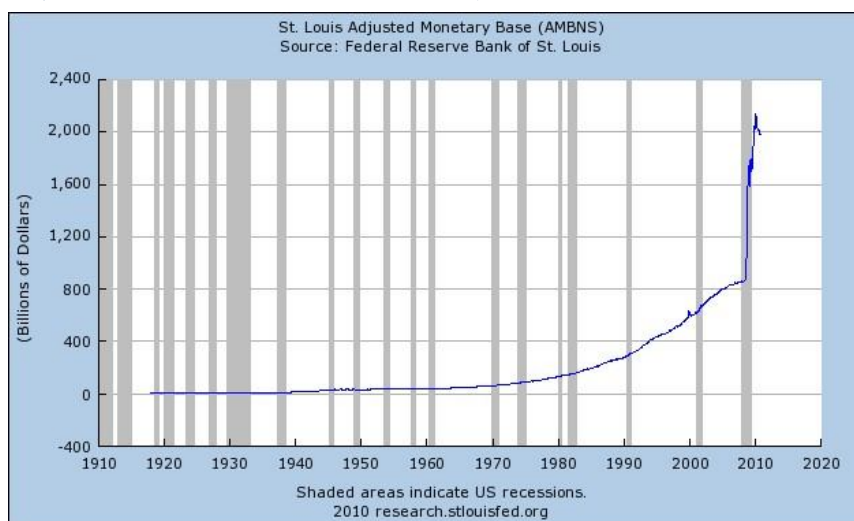
二、通胀来临，凸显煤炭资源价值

1、美元超发是全球通胀的根源

弗里德曼认为，通胀无论何时何地皆为货币现象，他道出了通胀的本质：货币超发。在本轮金融危机中，美国大量发行美元，为全球通胀埋下隐患。

金融危机前，美联储发行的基础货币量为 8500 亿美元左右，到目前，美联储发行的基础货币量达到 20000 亿美元左右，是金融危机前的 2.35 倍。由于美元的国际货币地位，美元超发将导致全球出现通胀。

图表 10、美联储发行基础货币的历史情况



资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis

今年11月3日，美联储又推出第二轮“量化宽松政策”，规模在6000亿美元。而且，12月3日，美联储主席伯南克表示，“必要时不排除推行第三轮量化宽松政策，进一步扩大购债规模。”未来，还会有第四轮、第五轮？

伯南克11月19日称，中国和其他新兴市场国家阻止本币随经济增长而升值，不仅给自身，也给整个世界造成了问题。他非常直接地将过错归咎于中国，而且，言下之意，中国得让人民

币升值，否则美国将继续实施“量化宽松货币政策”。但中国政府也多次表态，中国不会屈从于外界压力，将根据自身需要进行汇率调整。预计，中国在美国压力下让步的可能性非常小，毕竟日本是前车之鉴。既然中国不肯让步，美国就会继续“宽松”下去。

其实，这还不是问题的全部，也许更多的是政治因素在起作用。尽管中国多次解释人民币升值无助于美国经济问题的解决，伯南克也明白，就算印钞票也不能解决其国内的经济问题（否则解决经济危机就太简单了，印钞票就是），那为什么还要压迫人民币升值和大印钞票？答案就在于美国在全球的地位相对下降。金融危机中，美国大伤元气，而新兴经济国家受的影响较小，复苏较快，实力相对增长。美国要保持住不但绝对而且还必须是遥遥领先的地位，就得让其他国家的发展速度慢下来。那么，超发货币让美元贬值，制造全球通胀就是个不错的办法，当然，这层意思不便明说。美国压人民币升值是醉翁之意不在酒，其本意就是要印钞票，只不过人民币汇率成了美国印钞票的一个借口而已，即使没有人民币汇率问题，美国也会找到其他借口，甚至不用什么借口。而且，印钞票对美国来说还有其他好处：1、可直接增加财富；2、美元贬值，可以增强美国商品在国际市场上的竞争能力；3、让世界各国分担通货膨胀；4、逃废规模相当可观的债务。有这么多的好处，美国当然更要大印钞票。

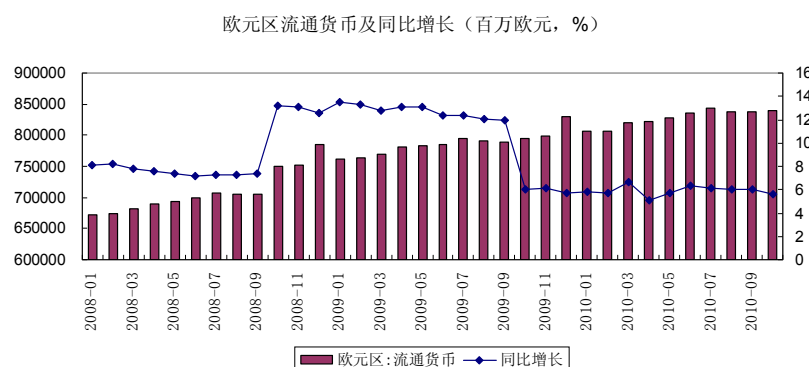
因此，无论人民币升值与否，美国都会开动印钞机，继续量化宽松，未来，全球通胀在所难免。

2、其他国家超发货币情况不容乐观

在美元过度发行的同时，其他国家和地区的央行在金融危机期间也都实行了宽松的货币政策，通过超发货币来刺激经济。而且，大家也不得不跟随美国超发货币，否则本币相对升值，造成本国产品竞争力下降，会延缓自身经济复苏。

例如，欧洲央行资产负债表中的流通货币从2008年3月份的6818.39亿欧元增加到2010年10月份的8387.21亿欧元，增加了23.01%。

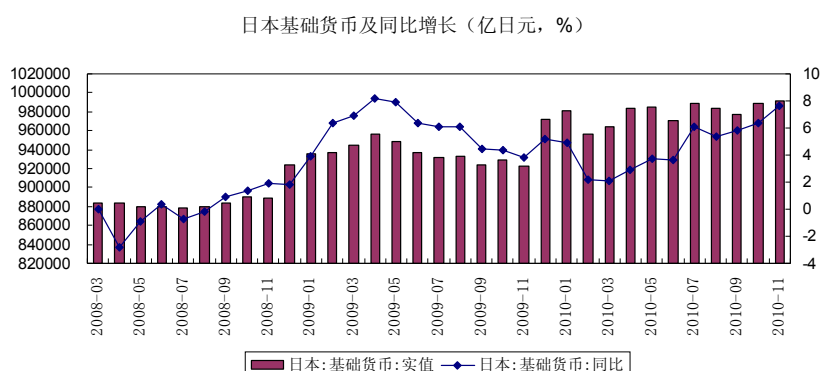
图表 11、欧元区流通货币及同比增长



资料来源: Wind 资讯

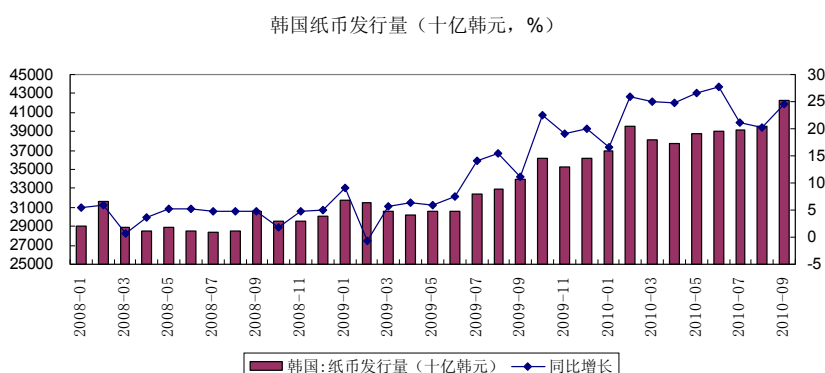
日本央行发行的基础货币在金融危机前大概在88万亿日元左右（2008年3月），到2010年11月，达到99.19万亿日元，比金融危机前增加了12.69%。

图表 12、日本基础货币及同比增长



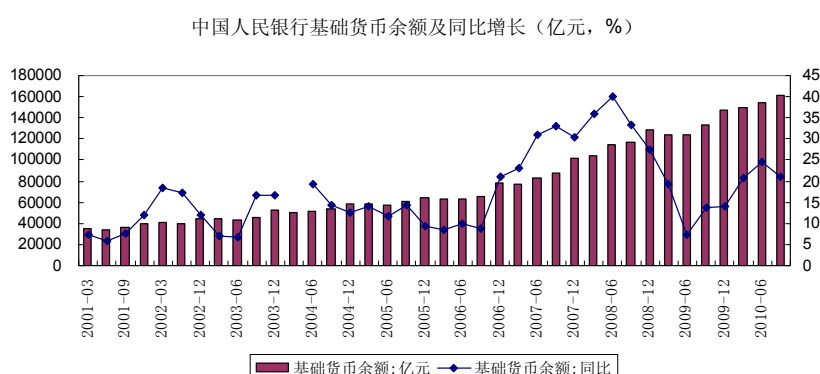
2008年3月，韩国的纸币发行量为28.91万亿韩元，到2010年9月，达到42.25万亿韩元，增加了46.15%。

图表 13、韩国纸币发行量及同比增长



中国人民银行基础货币余额在金融危机前为10.4万亿人民币（2008年3月），截至2010年9月，基础货币余额达到16.1万亿，比金融危机前增加54.81%。

图表 14、中国人民银行基础货币余额及同比增长



货币不是白印的，在采用超发货币刺激经济之后必然会付出通胀的代价。美国的情况比较好，可由全球来分担因美元超发所导致的通胀，而其他各国，除了承担自己国家货币超发所带来的通胀外，还得帮美国分担一部分。

预计未来几年，随着经济的逐步恢复，全球将可能处于一个大的通胀周期中，通胀将成为一个挥之不去的阴影。

3、 通胀成为影响大宗商品价格的主导因素

由于衡量通胀的指标CPI在构成上存在缺陷，并不能如实反映通胀的真实情形，所以我们可跳出CPI，来简单理解通胀。通胀的本质就是货币超发，货币超发导致货币贬值，以货币标价的商品价格就会上涨，从而形成通胀。

相对而言，黄金的价值更加稳定，不像纸币那样飘忽不定。如果我们以更古老的货币—黄金为标尺，反过来衡量美元的价值，我们可以看到，目前一个美元仅值0.0007盎司黄金，比2008年11月时已经贬值一半。在布雷顿森林体系时期，美元与黄金挂钩，每盎司黄金值35美元，目前每盎司黄金值1397.3美元，美元比那时已经贬值97.5%。随着美国第二轮、第三轮“量化宽松”，美元还会一路贬将下去。

图表 15、以黄金标价的美元



资料来源：Wind 资讯、太平洋证券

除了货币因素外，商品的价格还会受到其他因素的影响，如供求关系、稀缺性、心理、偏好、投机甚至政治因素等，价格是这些因素共同作用的结果。当超发纸币情况比较严重时，影响商品价格的其他因素就会退居其次，通胀就成为商品价格的主导因素。

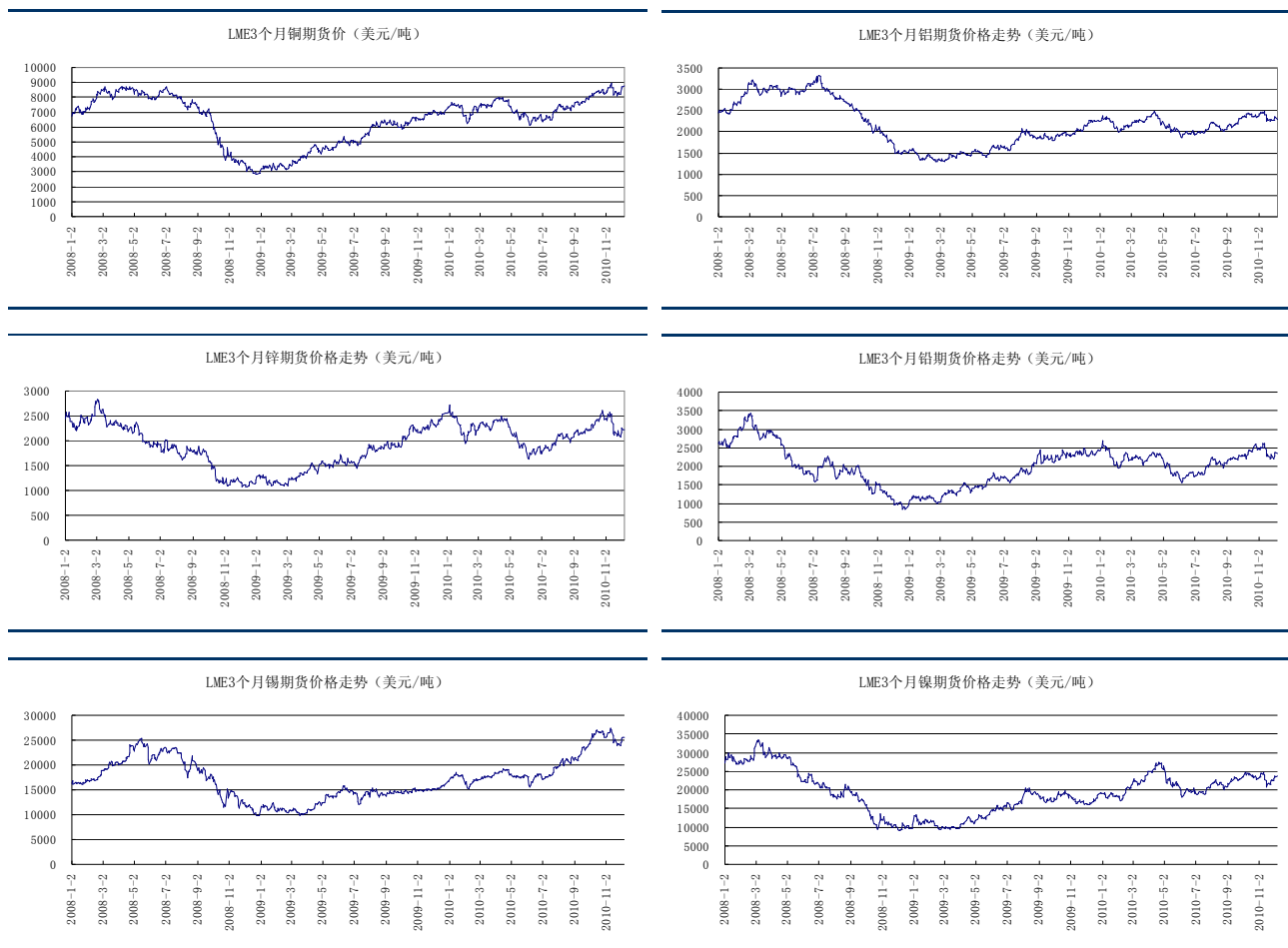
以美元标价的大宗商品，如石油、煤炭、黄金、有色金属等在美元贬值的情况下，价格不断走高，在不同程度上反映了美元贬值的情况。由于每种商品价格的影响因素不尽相同，所以走势并不完全一样。黄金价格已经创出历史新高，国际煤炭、石油的价格也创出两年来的新高。

在有色金属中，铜、锡期货价格创出历史新高。铜价前期曾达到8922.7美元/吨的历史最高点，目前为8770美元/吨；锡价为前期曾达到27350美元/吨的历史最高点，目前为25545美元/吨；锌价接近历史高位，在2220美元/吨；而铝、铅、镍的价格离历史高点尚有一定距离。

预计，随着美国实施第二轮、第三轮“量化宽松政策”，超发货币的后果将在逐步显现，

大宗商品的价格将会处于一个长期的上涨通道之中。

图表 16、LME 有色金属价格走势



资料来源: Wind 资讯

投资者对2007年的全球流动性泛滥导致的大宗商品价格暴涨应该还记忆犹新,那时的农产品、有色金属、原油、黄金、铁矿石等的价格在疯狂投机中不断上涨,制造了巨大的泡沫,金融危机来临,使得这些大宗商品的价格泡沫破灭,价格又在恐慌中一落千丈。金融危机中,各国政府又通过超发货币再次向市场注入流动性,未来,全球流动性泛滥的情况将比2007年更盛,可能会出现规模更大的大宗商品价格投机和价格泡沫。

4、 中国煤炭的隐性通胀

影响中国煤炭价格的因素较为特殊,除了通胀因素外,还有供求关系、政府价格干预、运力、政策、国际煤炭价格等因素。与国际大宗商品一样,在未来几年内,通胀将成为国内煤炭价格的主导因素。

中国央行也存在货币超发的情况,以人民币标价的煤炭价格应该出现上涨,但是,由于中国政府可以对煤炭实行价格干预,所以,煤炭价格走势将受到政府价格干预的影响。在政府价格干预时,煤炭价格保持稳定,一旦干预解除,价格即出现上涨,这就是所谓的隐性通胀。因

此，在考虑中国煤炭价格走势时，政府价格干预也是一个重要的因素。

中国煤炭尽管已经大部分市场化，但还有少部分的重点合同煤，并没有完全市场化。本来，重点合同煤价格是煤炭和电力企业通过谈判确定，政府也正在逐步放开，但在通胀压力较大或者煤炭价格暴涨的时候，中国政府就会对煤炭价格进行干预。中国政府近年来对煤炭价格干预的情况如下：

- 2008年二季度，煤炭价格出现暴涨，2008年6月19日国家发改委发布《关于对全国发电用煤实施临时价格干预措施的公告》，决定自2008年6月20日起至12月31日，对全国发电用煤实施临时价格干预措施。但价格干预出台后，市场并不理会，煤炭价格继续上涨。
- 2008年7月23日，发改委又发布《关于进一步完善电煤价格临时干预措施的通知》，通知规定自发文之日起至2008年12月31日，秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过6月19日价格水平。两次限价令之后，煤炭价格回落。
- 今年6月下旬，在夏季用煤高峰到来之时，发改委防患于未然，通知神华、中煤、山西同煤、焦煤等大型煤炭企业，要求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。
- 今年12月1日，发改委价格司司长曹长庆要求，2011年重点合同电煤价格维持2010年水平不变，不得以任何形式加价，并鼓励大型国有煤炭企业和电力企业签订长期煤炭供应协议。这次限价，涉及电煤约7亿吨。

尽管发改委对重点合同煤进行了限价，但尚未限制市场煤的价格，而市场煤占比更大。在通胀的情况下，市场煤价格仍会上涨。如果煤价出现像2008年暴涨的情况，发改委将会出台限价令，如果涨幅平缓，则不会。预计，2011年市场煤价格平稳上涨的概率更大。

另外一个影响国内煤价的因素是输入型通胀，国际煤炭以美元标价，在美元持续贬值的情况下，价格将持续上涨（没有政府管制），如果人民币对美元汇率没有相应升值，国际煤炭将更加昂贵，而目前，中国每个月要净进口1000万吨以上的煤炭，通胀就会通过煤炭输入中国。虽然1亿多吨煤炭净进口对中国34亿吨的煤炭消费量来说仅占3%，影响尚不大，但国际煤炭价格上涨对国内煤炭价格走势的心理影响不可低估。由于我国石油的对外依存度高，石油的输入型通胀更加严重。

总体来看，在通胀的大背景下，我国煤炭价格也将步入一个长期上升的通道，其间会伴随着政府若干次的价格干预，但临时价格干预不会改变煤炭价格长期走势，只是将上涨幅度拉得平滑一些，或者将上涨延后，煤炭资源价值将持续得以提升，煤炭行业将直接受益于通胀。

三、煤炭资源整合收益将逐步兑现

1、十二五期间资源整合将继续深化

“十二五”期间煤炭工业总体发展目标是：开发布局明显优化，资源配置及勘查规范有序；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……。到2015年，我国将形成

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。

根据煤炭工业十二五规划征求意见稿中的一些内容，我们可以看出，未来煤炭行业的发展趋势是发展大型煤炭企业，在建设大型煤炭企业、大型煤炭基地和大型现代化煤矿的同时，必须要让小煤矿退出行业，大型煤企才有市场空间。因此，在十二五期间，煤炭资源整合将进一步深化。

目前，山西、河南已基本完成资源整合，其他产煤省份正在积极推进，大多制定了今后几年的资源整合规划。

经过资源整合，山西省矿井数由2598处压减到1053处，煤矿企业由2000多家减少到了130家，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，保留矿井将全部实现机械化开采。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。

河南省整合的466家小煤矿中，已有456家签订正式协议，占有参与企业的98.7%，完成资产评估的有415处，占兼并重组小煤矿的91%。省骨干煤炭企业向已签订正式协议的小煤矿派驻了管理团队，正逐步实现对矿井的全面接管。按计划，12月底，河南省将全面完成兼并重组工作任务。

山东省准备5年之内，将全省地方煤矿企业由163家重组整合到60家以内。大集团采取“6+1”重组模式，兖矿集团保留，枣庄矿业、淄博矿业、新汶矿业、龙口矿业、肥城矿业、临沂矿业等6个省管煤炭企业联合组建“山东能源集团有限公司”。

陕西省计划利用三年时间对陕西煤炭资源进行整合，计划到2011年6月底，全省保留煤炭企业120个，2012年保留矿井450处，年平均单井产能达到100万吨以上，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；未来形成1—2个年产亿吨级、3—5个3000万吨以上的大型煤炭企业集团，一批300万吨以上的煤炭企业。

贵州省准备在两三年后，煤矿将从目前1800个减少到约200个，最小生产规模标准要达到80万吨/年，今后还要提高到120万吨/年。

2、 资源整合收益将逐步兑现

十二五期间，煤炭资源整合进一步深化的同时，随着整合煤矿技改的完成，部分煤炭企业将可以逐步兑现资源整合收益。煤矿技改时间通常两年左右，从2009年山西资源整合算起，有些整合煤矿最快可在2011年投产。

山西省七大煤炭集团整合了全省所有的小煤矿，河南省由六大煤炭集团作为整合主体，山东省由七大煤炭集团作为煤炭整合主体。根据山西的经验，资源整合主体将在整合中收获数量可观的煤炭资源，实现跨越式发展。而相关上市公司受益于资源整合的方式主要有两方面：1、直接参与资源整合，如西山煤电、潞安环能等；2、集团公司参与资源整合后，未来进行资产注入或整体上市，如山西七大集团整体上市。

表格 1、部分省份煤炭资源整合主体及对应上市公司

省份	资源整合主体	对应上市公司
山西省	同煤集团	大同煤业
	焦煤集团	西山煤电
	阳煤集团	国阳新能
	潞安集团	潞安环能
	晋煤集团	-
	煤运集团	太工天成
	山煤集团	山煤国际
河南省	中平能化集团	平煤股份
	河南煤化集团	-
	义煤集团	欣网视讯
	郑煤集团	郑州煤电
	神火集团	神火股份
	河南省煤层气开发利用有限责任公司	-
山东省	兖矿集团	兖州煤业
	淄矿集团	-
	枣矿集团	-
	新矿集团	-
	肥矿集团	-
	龙矿集团	-
	临矿集团	-

资料来源：太平洋证券整理

预计，十二五期间，随着资源整合的深化，其他省份的煤炭上市公司和其母公司，也会如山西省的公司一样，受益于煤炭资源整合。未来，煤炭上市公司中，资产注入和整体上市事件将会大大增加。资产注入和整体上市对投资者而言是“打折的午餐”。

四、煤炭行业价值被低估

1、煤炭行业合理估值为 28 倍市盈率

通常，一个行业20倍市盈率应该是一个合理的估值水平，不同的行业，增长情况、盈利能力和风险状况不同，会有不同的估值。

中国煤炭行业应该给予多高的估值才算合理？我们以20倍市盈率为基础，来考察煤炭行业所面临的利多和利空因素，从而探讨煤炭行业的合理估值。

利多因素：

- 货币贬值导致通货膨胀，煤炭价格将进入一个长期上涨通道中，煤炭行业将直接受益于通胀；
- 由于中国处于工业化进程中，能源需求旺盛，预计煤炭行业未来仍有10-15年的高速增长；
- 煤炭资源整合，小煤矿退出，腾出三分之一的市场空间，行业集中度提高，定价权增强；

- 部分上市公司直接参与资源整合并直接受益；
- 大股东参与煤炭资源整合，为上市公司带来资产注入和整体上市预期。

利空因素：

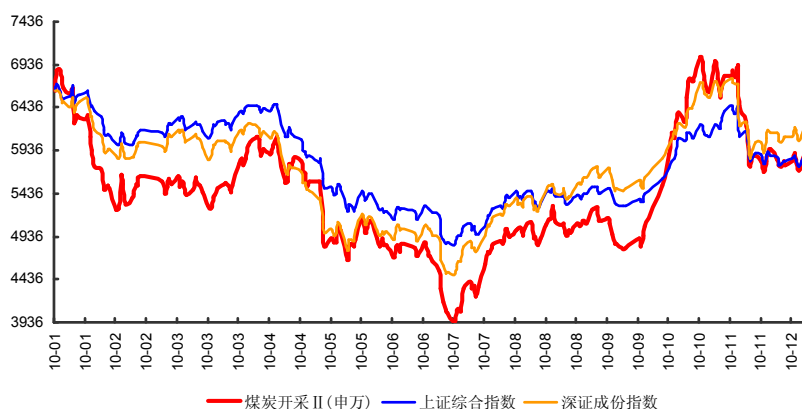
- 经济结构调整，降低部分煤炭需求；
- 房地产调控，对煤炭行业属短期利空，但长期利好；
- 节能减排，淘汰落后产能，降低下游煤炭需求，但与资源整合收缩产能幅度相当，不会造成煤炭供过于求；
- 资源税改革，在通胀压力下，会暂缓，即使将来出台，影响也不大。

在半年度策略中，我们认为，综合考虑了煤炭行业的多空因素后，煤炭行业合理估值应该在20倍市盈率基础上加上一定溢价，即25倍市盈率比较合理。现在，在重新审视了通胀的因素之后，我们将煤炭行业的合理估值提升至28倍市盈率。

2、煤炭行业离合理估值尚有较大空间

今年上半年，煤炭板块大幅下跌，行业指数最低跌至3936.2点，比年初下跌40.65%。随后，煤炭板块出现反弹，在国庆节之后，煤炭板块出现大幅上涨，涨幅超越大盘。近期，煤炭板块随大盘有所回调，目前煤炭板块比年初仍下跌8.45%。同期，上证综指和深圳成指分别下跌9.76%和4.48%，从全年来看，煤炭板块走势稍弱于大盘。

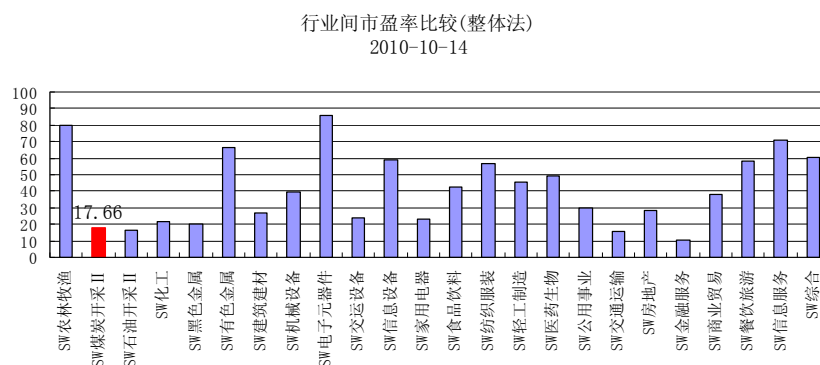
图表 17、煤炭行业指数与大盘走势对比



资料来源：Wind 资讯

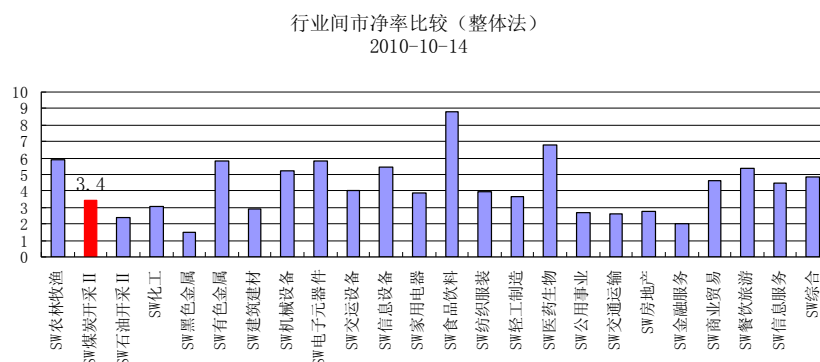
今年，煤炭行业业绩增长较快，而股价跌幅相对较大，煤炭行业仍是市场上的估值洼地。目前，行业市盈率（按2010年预测盈利计算，整体法）为17.66倍，仅高于金融、石油和交通运输行业，在23个行业中排倒数第四，更远远低于各行业平均值41.17倍。煤炭行业市净率为3.4倍，也低于各行业平均值的4.25倍。

图表 18、行业间市盈率比较



资料来源: Wind 资讯

图表 19、行业间市净率比较



资料来源: Wind 资讯

从历史来看,目前煤炭行业市盈率仍处于低位。煤炭行业历史平均市盈率(按当年盈利计算,整体法)在30倍左右,25倍-35倍市盈率可作为煤炭行业的市盈率均值区间。目前,煤炭行业市盈率远在均值区间的下方。

图表 20、煤炭行业市盈率历史走势



资料来源: Wind 资讯

无论从行业间的横向比较还是从历史的纵向比较来看,煤炭行业的估值水平均处于低位,

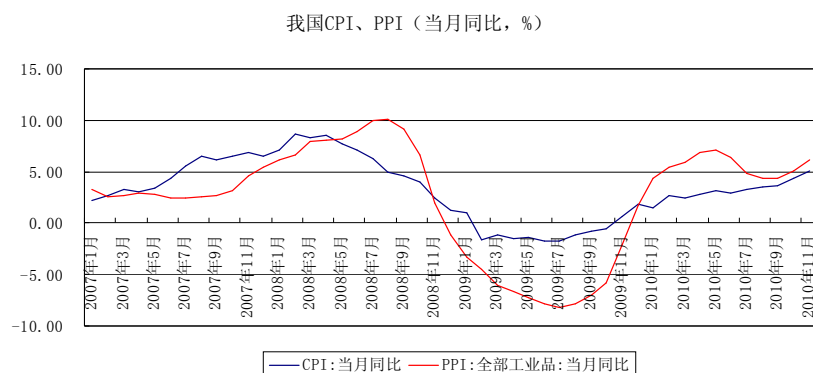
仅为17.66倍，距离其28倍市盈率的合理估值尚有58%的空间，具有较大的安全边际。因此，我们继续维持煤炭行业“看好”的投资评级。

五、2011 年投资策略

1、 通胀之下，投资煤炭

国家统计局发布的《11月份国民经济主要指标数据》显示，11月份，居民消费价格指数CPI同比上涨5.1%，环比上涨1.1%；1-11月份，CPI同比上涨3.2%。11月份工业品出厂价格PPI同比上涨6.1%，环比上涨1.4%；1-11月份，PPI同比上涨5.5%。CPI创出两年多来的新高，达到5%以上，显示通胀不容乐观。根据前面的分析，这可能仅仅是大的通胀周期的开端。

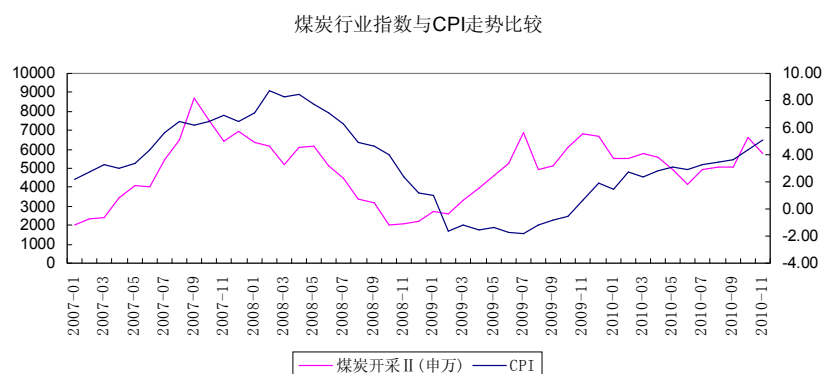
图表 21、我国 CPI、PPI 走势



资料来源：Wind 资讯

我们从煤炭行业指数与CPI指数走势的比较可以看出，煤炭行业指数走势与CPI走势大致相符，但煤炭板块的走势要领先CPI大概5-9个月。

图表 22、煤炭行业指数与 CPI 走势比较



资料来源：Wind 资讯

由于货币超发是本轮通胀的根源，而且是全球性的，预计，未来将面临一个大的通胀周期。中国政府可以通过各种手段控制国内的通胀，但对因美元超发引起的输入型通胀无能为力。政府的干预不会改变通胀的趋势，只能将通胀控制在一定范围内，以时间换空间，通胀的周期会

因此延长。目前正在通胀周期的初期，投资煤炭股是较好的选择。

2、重点公司投资评级

鉴于煤炭行业基本面情况良好，目前面临一个大的通胀周期，煤炭价格将呈现长期上涨趋势，中国的工业化进程，使得煤炭需求仍有10-15年的高速增长，煤炭行业资源整合的诸多利好提升行业估值水平，而且，目前煤炭行业估值偏低，我们在看好煤炭行业的基础上，继续维持许多煤炭上市公司“买入”的投资评级。

表格 2、重点公司投资评级(2010-12-14)

证券代码	证券简称	收盘价	PE2009	PE2010E	PE2011E	PE2012E	PB	评级	状态
000780.SZ	平庄能源	15.41	33.35	22.07	19.04	16.64	4.35	买入	维持
000933.SZ	神火股份	25.25	44.23	18.63	14.85	11.39	6.10	买入	维持
000937.SZ	冀中能源	35.50	25.55	16.31	13.93	12.93	3.58	买入	维持
000983.SZ	西山煤电	25.75	36.39	21.23	16.09	12.84	6.26	买入	维持
002128.SZ	露天煤业	23.67	32.12	20.32	16.57	13.47	9.35	买入	维持
600123.SH	兰花科创	45.09	20.27	20.22	15.81	13.37	4.18	买入	维持
600188.SH	兖州煤业	29.42	37.29	19.45	16.92	15.16	4.24	买入	维持
600348.SH	国阳新能	29.29	37.95	27.35	23.73	21.59	8.35	买入	维持
600395.SH	盘江股份	25.60	28.61	20.83	17.85	14.18	4.73	买入	维持
600508.SH	上海能源	28.68	21.82	15.81	14.30	12.86	3.62	买入	维持
600546.SH	山煤国际	34.07	41.56	26.85	21.28	17.87	8.34	买入	维持
600971.SH	恒源煤电	49.96	42.10	22.09	18.83	16.87	3.89	买入	维持
601001.SH	大同煤业	21.86	24.54	23.76	20.70	19.16	4.08	买入	维持
601088.SH	中国神华	24.85	16.33	13.45	11.77	10.39	2.62	买入	维持
601666.SH	平煤股份	20.80	26.80	15.44	13.51	11.91	3.76	买入	维持
601699.SH	潞安环能	53.98	29.45	20.96	18.17	15.46	5.52	买入	维持
601898.SH	中煤能源	11.01	22.04	16.59	13.45	10.80	1.99	买入	维持

资料来源：Wind 资讯，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。