

曲折前进 震荡上行

——2011 年度煤炭行业

一、2010年采掘板块指数

2010年作为强周期性的采掘板块伴随大盘走出一个深V图形，四季度初受流动性及需求旺季带动，采掘板块快速启动，与年初指数高点相呼应，随年报披露时间到来，2011年采掘板块或将走出一轮与2010年相仿的行情。

二、煤炭价格

2010年煤炭价格一反常规，淡旺季走势反转，全年整体煤炭平均价格好于往年；预计2011年煤炭价格仍将保持优势，平稳运行。

三、下游需求

下游需求受各行业政策影响震荡发展，钢材下游房地产和汽车仍受政策影响供需；建材或有起色，电力常规运行成本压力较大，化肥或继续回暖。

四、震荡前行

煤炭传统支柱性能源地位不改，未来欲控制煤炭产能增速过快依赖于：一用煤炭进口来弥补；二是提高煤炭效率；最后发展新能源替代煤炭的不足。

五、投资建议

“十二五”元年初始，煤炭行业兼并重组加深，未来煤炭航母陆续组建，煤炭行业逐步进入一个“寡头垄断”格局，看好产能提升业绩释放领先的煤炭企业。仍看好“三西”煤炭大省发力。

六、风险提示

2011年世界经济复苏前景仍不明朗；流动性对商品价格影响显著；石油价格能否稳定运行；国内物价调控措施波及煤炭价格运行。

本次行业评级：推荐

上次行业评级：推荐

采掘板块2010年走势图



数据来源：wind

研究员：陈文倩

电 话：0411-39673396

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：chenwenqian@daton.com.cn

近期相关报告

1. 关注煤炭资源整合、重组企业一、二季度煤炭行业策略报告
2. 未来煤炭行业发展地位将逐步改变—中期煤炭行业策略报告
3. 改变煤炭产业结构发展，提高煤炭利用率—四季度煤炭策略报告

一、煤炭现状及“十二五”发展

（一）“十二五”煤炭能源主体地位难撼

“十二五”煤炭产业将继续发挥能源主体地位不改变，虽有预想降低煤炭占比由现在的 70%到 65%，但难度较大，按目前的煤炭产能设计，未来煤炭产能释放满足国内需求并不是问题，但气候政治在世界经济发展中影响越来越大，经济发展中二氧化碳排放量，或成为限制煤炭产业发展的关键因素之一。为此必须控制煤炭产能增速，降低煤炭能源在国内能源中的占比，煤炭行业欲设置煤炭产能天花板，这个天花板数量可能是在 37-38 亿吨。虽然按照目前下游煤炭需求产业产能增速来看，38 亿吨的煤炭产能不能满足国内需求，这样我们按照难易程度和可行性时间顺序来排列这三个方法：最直接的依靠之一就是煤炭进口来弥补；其次是提高煤炭效率；最后发展新能源替代煤炭的不足。

提高煤炭进口，就要考虑国际煤炭价格运行，国内外价格差，09 年中国煤炭消耗量 30 亿吨占全球消耗总量的 46%，而在粗钢的消耗方面更是欧盟、美国以及日本总量的两倍。但是我们对这些资源的议价能力极其低下，煤炭影响力小，铁矿石受制于国外。落后原因之一就是国内产业集中度低，国内整体市场控制稳定能力不足，更难以影响国外市场，国外市场针对国内市场分散化，反而容易控制市场运行。煤炭行业以及开始的大规模兼并重组，就是为了提高煤炭产业集中度，在“十二五”期间建立起更多产能在亿吨级以上的煤炭航母。对比美国煤炭市场，美国是世界上最大的煤炭生产和消费国之一，位居世界第二仅次于我国，美国的煤炭市场维持煤价高位平稳运行，既有利于煤企利润实现，也有利于下游电厂合理规划采购煤炭消费。这不仅得益于美国煤炭地质开采条件好，资源分布较均衡；还有就是市场集中度高，近一半的煤炭市场垄断在前三家煤炭企业手中，高集中度可以快速调整煤炭产能符合市场需求，提高出口市场控制能力。未来我国将继续推动煤炭行业兼并重组快速进行，提高煤炭企业影响力，而受益于煤炭资源整合，产能高和产能释放较快的企业无疑将提高企业成长能力，优先于其他企业扩大市场份额，提高市场议价能力。

提高煤炭效率，大型煤炭企业会有较多的精力和能力深入研究提高煤炭效率的各项技术措施，愈加提升了大型煤企在煤炭行业长远的竞争能力。而发展新能

源替代作用，实现节能减排保护环境等目标，考虑目前新能源行业许多能源还没有达到商业应用条件，新能源中水力核电建设投资大、周期长，目前天然气行业发展较成熟，国内港口也已经开始建设更多管道进口天然气，未来短时间内天然气可以较快发挥作用，替代部分煤炭需求。“十二五”期间依赖新能源替代煤炭作用仍需时间，但相信政府将继续鼓励新能源行业投入建设，可以期待在未来新能源将发挥作用，实现我国对环境保护的承诺。

根据哥本哈根气候大会要求，我国 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%—45%，作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划，并制定相应的国内统计、监测、考核办法。通过大力发展可再生能源、积极推进核电建设等行动，到 2020 年我国非化石能源占一次能源消费的比重达到 15% 左右；通过植树造林和加强森林管理，森林面积比 2005 年增加 4000 万公顷，森林蓄积量比 2005 年增加 13 亿立方米。这是我国根据国情采取的自主行动，是我国为全球应对气候变化做出的巨大努力。

表 1：未来三个五年计划能耗降幅

	GDP 能耗减低幅度
“十一五”（2006-2010）	20%
“十二五”（2011-2015）	17.3%
“十三五”（2016-2020）	16.6%

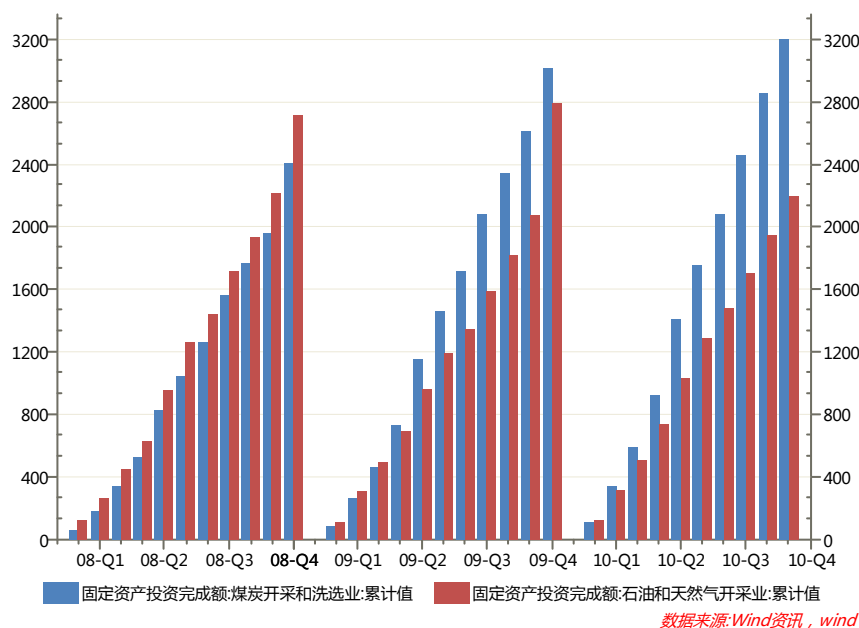
数据来源：统计局，大通证券研究发展中心

据此规划 2020 年，我国单位 GDP 能耗将比 2010 年降低 31%。“十二五”期间是构建新型煤炭工业体系的重要时期。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，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；科技创新取得新进展，煤炭工业面貌进一步改善，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；重特大事故大幅度减少，安全生产形势明显好转；资源综合利用和循环经济较快发展，采煤沉陷区治理取得较大进展，矿区生态环境明显改善；棚户区改造基本完成，职工生活质量进一步提高。

煤矿主体地位不改，兼并重组进行，对煤炭行业的固定资产投资持续上升，

从近三年能源行业固定资产投资可以看出来，09 年的煤炭与石油固定资产投资比例的转折之年，以往多年的数据显示石油固定资产投资一直高于煤炭，在 09 年初国家应对全球经济危机，收缩石油投资，煤炭投资开始逐渐上升，2010 年煤炭建设投资继续上涨，而石油则继续下降。2011 年煤炭建设持续向好，国家提出提高煤矿机械化占比，提高煤矿安全开采效率，诸多需求都将继续推高对煤炭行业的固定资产投资建设。

图 1：能源行业固定资产投资



数据来源：wind

（二）回顾 2010，流动性影响煤价运行

我们来简单回顾一下 2010 年煤炭行业运行情况，再来稍作展望 2011 年煤炭行业可能的走势，以此作为我们煤炭 2011 全年投资策略的一个基础落脚点。2010 年作为“十一五”节能减排第一轮的收官之年，全年煤炭需求受到较多的不确定性因素影响，以及经济复苏的不确定性，煤炭跟随大盘走出一个深 V 图形，前三个季度采掘板块下跌 1782 点，降幅 27%，在此区间，大盘上证综指整体下跌近 680 点，降幅 20.73%，采掘板块走势弱于大盘。四季度节后归来，美国发布第二轮量化宽松政策，大大刺激了大宗商品价格飞涨，煤炭在流动性拉动下，配合冬季取暖用煤旺季，煤炭价格飞快上涨，各地电厂积极抢购，推动采掘板块一路上行，一度超越年初高点，上涨至 7252.98，相比年内低点上涨了 84%。我们

在 10 月份的报告里提出，煤炭此轮上涨，除受季节性需求的常规因素影响外，更多的是受到流动性拉动，所以煤炭旺季提前到来，这将减弱煤炭后续的旺季运行。

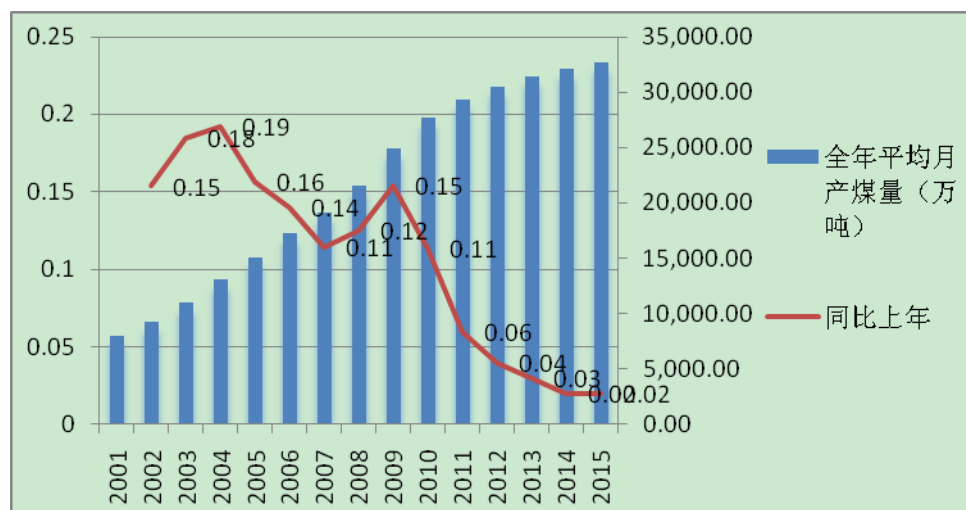
当前我国经济发展仍处在由回升向好向稳定增长良性循环转变的关键时期，国际经济环境依然十分复杂，美国等经济体的量化宽松政策对国内流动性的持续影响，造成生产资料等商品价格快速变动，影响供需采购合理性。煤价受益于商品价格上涨而上涨，煤炭兼并重组后部分煤炭企业产能有所释放，煤企获益行业整体盈利上涨；但下游电力钢材等行业成本压力不堪重负，电力企业近一半亏损。流动性推动大部分生产生活商品价格上涨，国内物价压力陡升，为缓解物价压力，保持居民生活稳定，国家近期密集发布多项措施力争稳定物价，遏制通胀。煤炭价格每年受需求拉动快速飞涨时，每到高点经常收到发改委的限价令，今年更是在煤价最高点时收到国家发文，限制煤炭价格上涨，保持 2011 年重点合同煤价格不变，

（三）展望 2011，兼并重组继续推动行业发展

2011 年作为“十二五”开局元年，诸多产业都将在此开始新的纪元。尤其是在当今世界经济曲折复苏进程中，为各行各业迎来一个转折时机，煤炭行业在经历了“十一五”期间节能减排，煤炭企业开始大规模兼并重组，为煤炭企业提供了一个新的快速增长点。我国目前排名前四位的煤炭集团占行业份额的比例仅为 20%，远低于美国 50% 的比例，也低于国际上公认的合理范围 30%—50%。以美国煤炭行业产量的发展为例，从 1990 年开始，美国煤炭总产量始终徘徊在 10—12 亿吨的范围，保证了同期美国煤炭价格始终维持在高位。

我国煤炭行业近十年飞速发展，前十年平均每年煤炭产量增加近 2.5 亿吨，设置煤炭天花板 38 亿吨，煤炭产量增速将出现明显下滑，假设 10 年煤炭月产量平均增速 11%，则全年煤炭总产量为 33 亿吨上下。那么未来 5 年内煤炭增速将受到极大限制，未来 5 年煤炭产量再淘汰平均增速控制在个位数一下才能实现目标。

图 2：前十年煤炭产量增速



数据来源：大通证券研究发展中心，wind

二 现行煤炭市场供需运行状况

(一) 煤炭产能

“十二五”虽然提出降低煤炭在未来经济发展中占比，由原来的 70%占比下降到 65%，但是从未来各行业生产能耗来看，耗煤占比下降困难。电厂钢铁建材化工四大耗煤行业占煤炭全年消费量近 80%，未来这四大耗煤行业用煤需求继续上升，煤炭消耗下降只能依赖于能源利用效率提高，其他能源部分替代煤炭。2010 年全年煤炭消耗预计或将达 33 亿吨，“十二五”期间将淘汰 5 亿吨落后产能，煤矿整合后提升 4.8 亿吨产能，新开工将增加 5 亿吨产能，整体来看国内市场供需平衡，局部仍有紧张。

图 3：未来国内煤炭布局：控制东部，稳定中部，开发西部



资料来源：大通证券研究发展中心

（二）煤炭运输瓶颈限制煤炭供应平衡发展

国内煤炭受交通运输限制，整体供应平衡，但局部地区经常出现紧张局面，影响煤炭价格起伏波动剧烈，运输成本占据煤炭售价近一半，随着“三西”煤炭产能释放，新疆煤炭开发，铁路运输投资重点在西部地带，铁路运力提升将拉动西部煤炭发挥更大作用。未来铁路运输瓶颈将得到有效缓解，随西部建设内蒙，山西，陕西煤炭输出将大大提高，当地煤炭企业受益运输便利，产能得以释放。但铁路交运建设也是一项长期工程，“十二五”前 2-3 年内，铁路运力释放仍难以解决目前的煤炭运输瓶颈问题。所以 2011 年煤炭运输仍将限制国内整体供应平稳运行，局部地区煤炭需求旺季仍将出现紧张局面。

图 4：中长期铁路网规划图



资料来源：大通证券研究发展中心，互联网

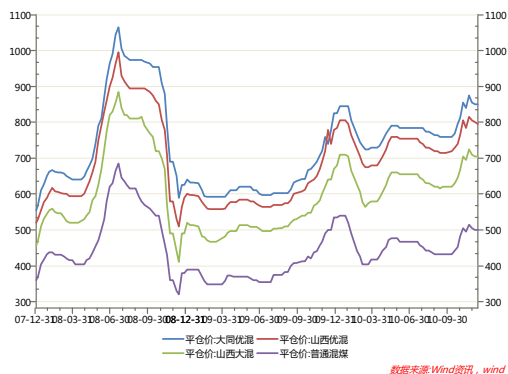
（三）煤炭价格高位运行

3.1 煤炭价格全年平均好于往年

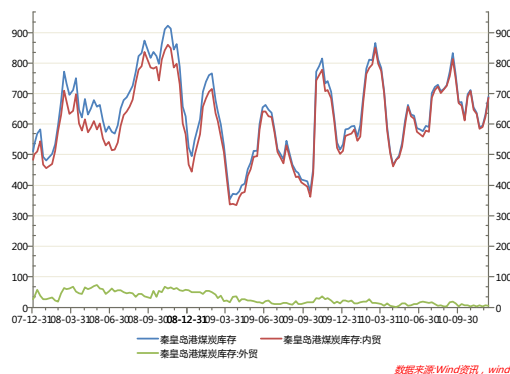
我们在 2010 年四季度报告中分析了今年全年煤炭价格运行态势，就是煤炭价格全年平均价格好于往年，虽然今年煤炭价格再度上涨压力很大，最高价也没有超过 08 年，但是全年整体平均价位运行处于高位平稳状态，淡季价格上涨，旺季高位运行，平衡了煤炭价格全年较高位稳定运行。近期港口库存受大雾大风天气影响，船舶离靠困难，港口煤炭储量连续上涨。从全年整体来看，港口煤炭库存运行平稳。

图 5：秦皇岛动力煤价格高位运行

图 6：秦港煤炭库存保持平稳



数据来源: wind



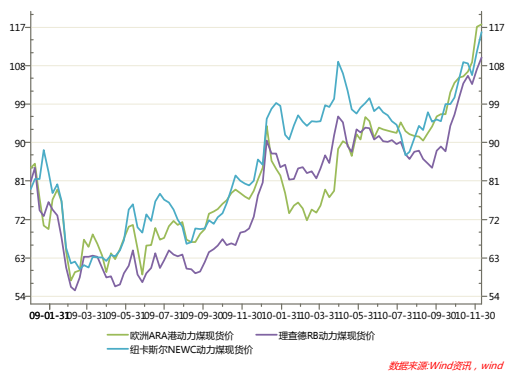
数据来源: wind

3.2 煤炭进口继续上涨

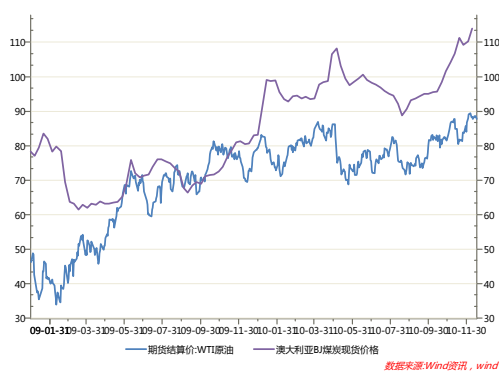
我们保持前期预计不变, 煤炭全年净进口量在 1.2 亿吨以上。国际煤炭价格受美元下跌, 流动性增加影响, 近期煤炭价格百元(美元)以上运行。未来受国内钢材需求, 沿海城市电力需求拉动, 进口动力煤焦煤价格有持续上升动力。2011 年全球经济复苏曲折, 美国如持续加大货币放量宽松政策, 流动性的持续增加, 将造成国际大宗商品价格继续上升, 石油价格明年或在 70-90 美元区间运行, 国际三港煤价同步上行, 显示了当前流动性已经是煤炭价格的主要推手。明年在全球流动性宽松的条件下, 国际煤炭仍有可能保持高位运行。

图 7: 国际三港煤炭价格震荡攀升

图 8: 国际能源价格上行

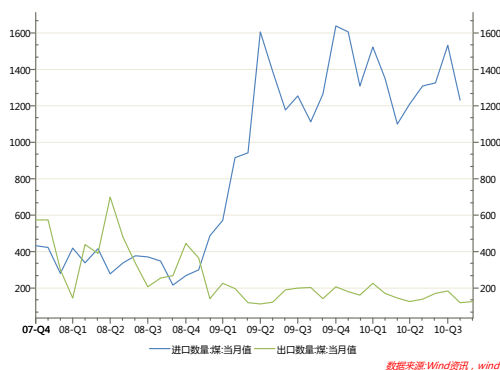


数据来源: wind



数据来源: wind

图 9: 煤炭进口数量持续高位运行



数据来源: wind

（四）煤炭下游需求

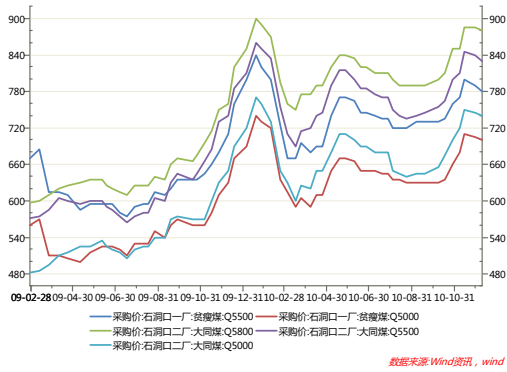
4.1 电力耗煤

随着 10 月份, 11 月份 CPI 数据连续突破预期, CPI 破四破五国内物价压力大增。煤炭价格急速上涨后, 受到政策限制, 前期为平衡电力企业煤炭高成本压力, 提出的居民阶梯电价改革, 天然气价格上调等措施也都不得不退后。今年 12 月 10 日至 12 日的中央经济工作会议提出了明年经济工作的“加强和改善宏观调控, 保持经济平稳健康运行”等六项主要任务。会议指出明年宏观经济政策的基本取向要积极稳健、审慎灵活。要把稳定价格总水平放在更加突出的位置。国家发展改革委于 12 月 6 日下发的《关于做好 2011 年煤炭产运需衔接工作的通知》中已经明确指出“2011 年度重点电煤合同价格维持上年水平不变”, 煤价上涨受限, 降低了电力企业煤炭采购积极性, 煤炭库存也在前期的抢购中一直处于较高位, 煤价“买涨不买落”的心态, 诸多因素影响煤炭价格在 11 月触年内新高后, 开始小幅回调。近期煤价连续回调还有一大半原因是沿海煤炭指数持续回落。

2011 年物价压力, 在电力企业近半数亏损的条件下, 电价上调要推迟, 抑制物价上涨或将影响煤炭价格运行。2011 年跨省煤炭运量预计为 9.32 亿吨, 同比增长 3%, 其中电煤占 7.69 亿吨, 同比提高了 5%。2011 年电厂耗煤维持在 9 亿吨左右。

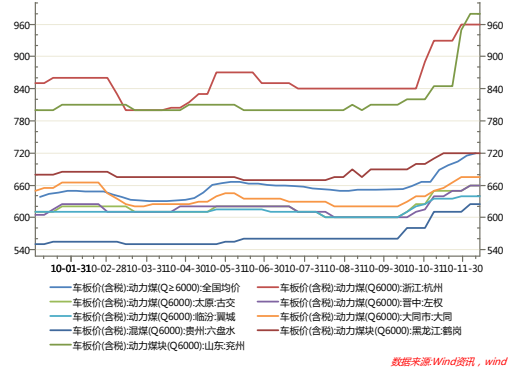
图 10: 电厂采购价全年较平稳运行

图 11: 动力煤车板价四季度持续上涨



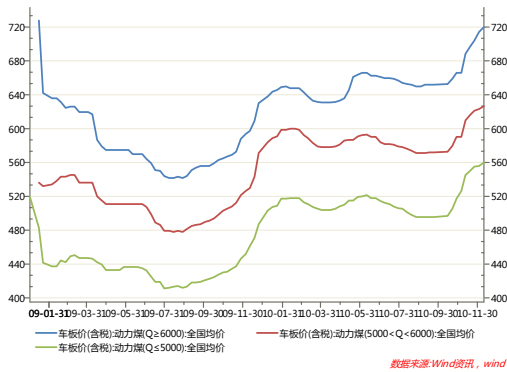
数据来源: wind

图 12: 全国动力煤均价高位上行



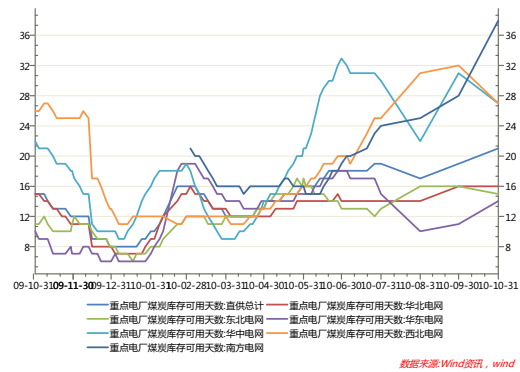
数据来源: wind

图 13: 电厂储煤天数维持高位



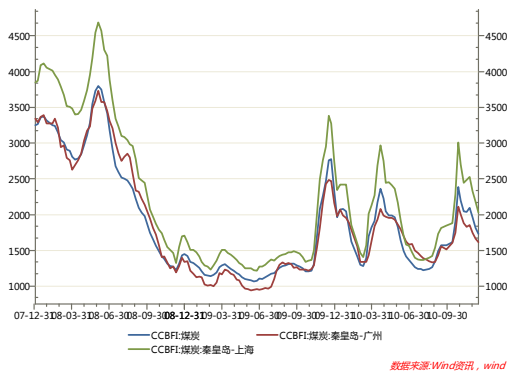
数据来源: wind

图 14: 沿海煤炭运价指数下跌

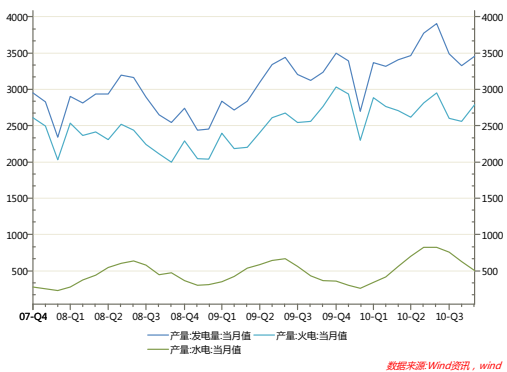


数据来源: wind

图 15: 火电水力发电量正常运行



数据来源: wind



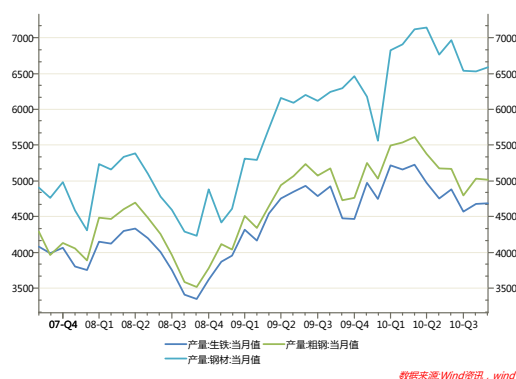
数据来源: wind

4.2 钢材耗煤

钢材市场消耗焦炭喷吹煤, 本身需求受下游房地产和汽车行业影响。国内房地产市场整体仍是观望, 房价不降, 政策不停, 未来房地产市场走向仍是迷茫,

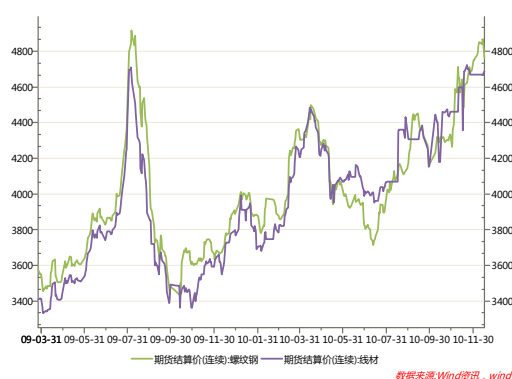
对钢材需求影响，或从保障性住房能获得些许弥补。国家对新能源汽车行业鼓励发展，但汽车市场处于较饱和状态，不同品种汽车行业发展增速区分明显。两个行业发展都依赖政策推动，市场需求对行业发展的推动力不足。近期钢材整体价格持续上行，钢厂生产热情上涨。2011 年一季度钢材行业节能减排压力下降，或许会推动钢厂积极采购生产，按现在钢材行业增速 11 年钢材耗煤或在 6 亿吨左右。

图 16：生铁粗钢月产量震荡上升



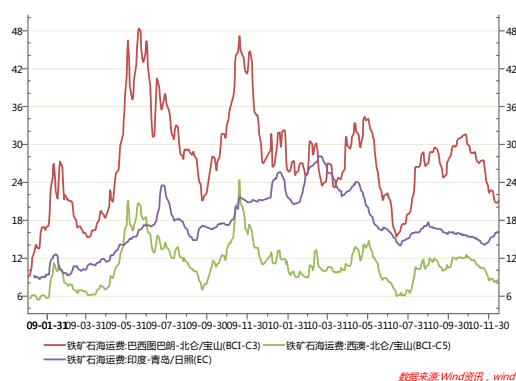
数据来源: wind

图 17：钢材期货结算价上涨



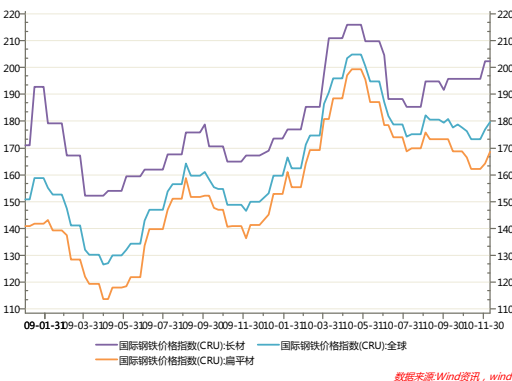
数据来源: Wind

图 18：铁矿石海运费年底有所回调



数据来源: wind

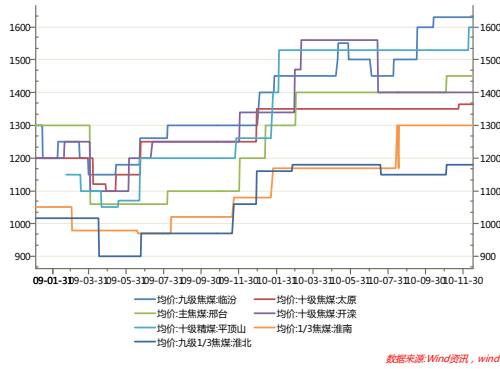
图 19：国际钢材价格回升



数据来源: Wind

图 20：焦煤价格平稳上涨

图 21：焦炭期货价格回暖



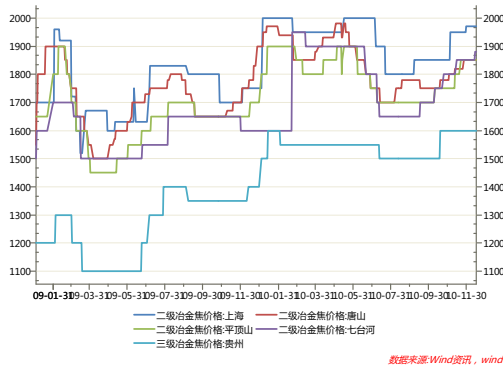
数据来源: wind

图 22: 主要城市焦炭价格持续回升



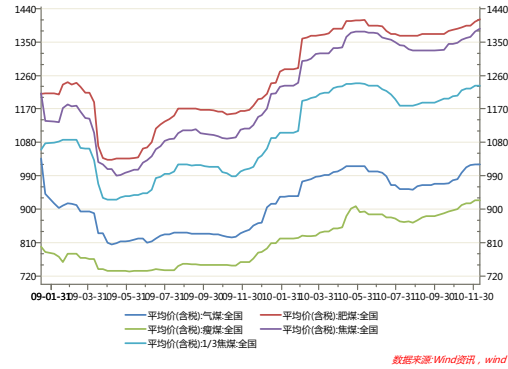
数据来源: wind

图 23: 全国炼焦煤价格上涨



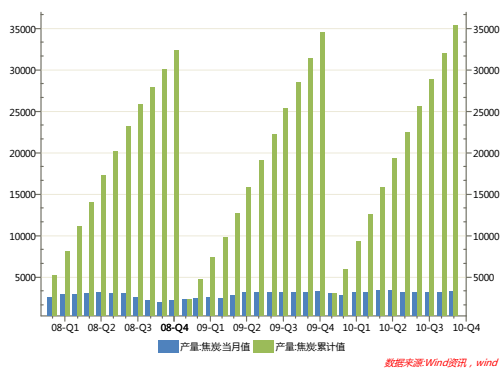
数据来源: wind

图 24: 焦炭产量平稳回升



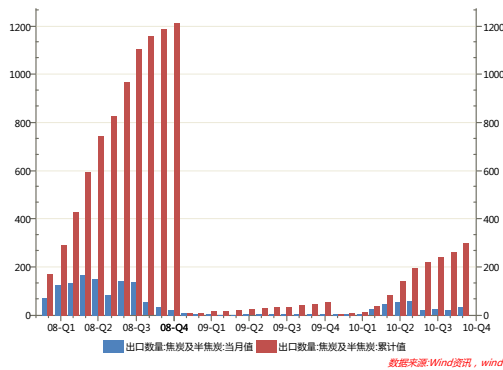
数据来源: wind

图 25: 焦炭下半年出口回升

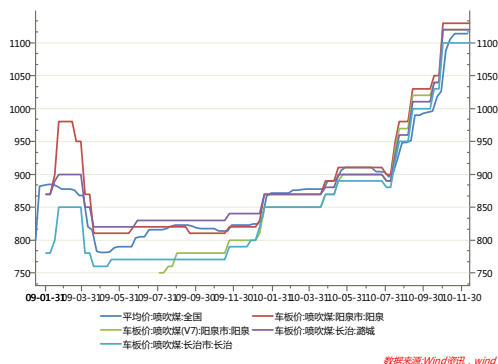


数据来源: wind

图 26: 主要城市喷吹煤价格大幅上涨



数据来源: wind



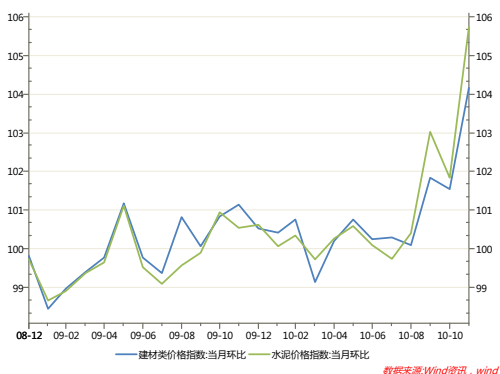
数据来源: wind

4.3 建材和化肥耗煤

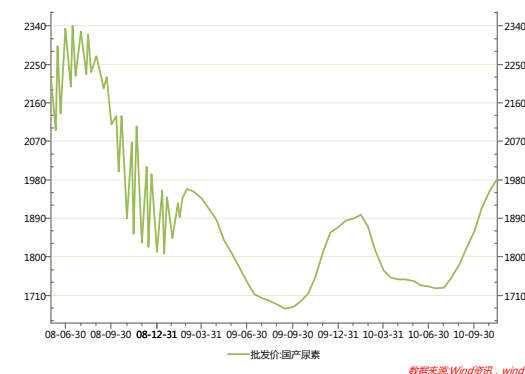
建材行业玻璃水泥生产锅炉消耗动力煤，建材行业依托房地产需求，仍需观察，四季度运行良好，同为高耗能行业，2011 年一季度压力放缓高耗能行业或许都会有一轮报复性生产，看好对煤炭的需求度；化肥行业四季度走势向好，明年农业继续上行，我们认为化肥需求会持续回暖，将继续带动无烟煤价格高位运行。预计建材和化肥行业 2011 年煤炭消耗量或在 4.5 亿吨左右。

图 27：建材水泥价格指数环比升幅明显

图 28：化肥价格持续回暖

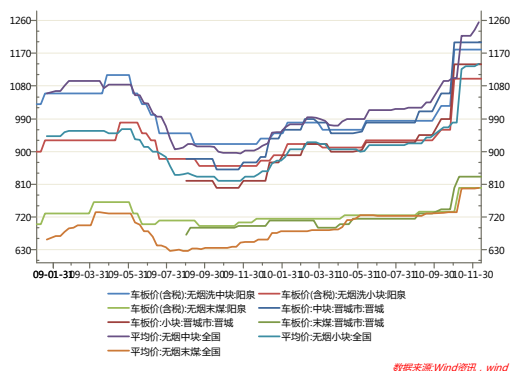


数据来源: wind



数据来源: wind

图 29：无烟煤价格上行明显



数据来源: wind

五、煤炭行业发展前景

综上分析,我们简单设想一下未来几年内煤炭行业的发展前景:

首先,煤炭产业在“十二五”阶段发挥能源主体地位仍未改变;

“十二五”虽然提出降低煤炭在未来经济发展中占比,由原来的 70%占比下降到 65%,但是从未来各行业生产能耗来看,耗煤占比下降困难。短期内,“十二五”前半段时间,替代煤炭能源得到达到商业应用的新能源种类较少,还需时间发展扩大。

其次,煤炭产能天花板设置,控制煤炭产量释放过快;

煤炭产能上涨飞快,控制产能合理释放是关键。各省煤炭设计产能超过国家指标,需要严格控制产能建设释放速度。未来国内煤炭供需,从国内产能设计来看,可以实现自我供需平衡,但是受全球温室气体排放限制,未来温室气体排放指标将成为限制国内煤炭产业发展增速的关键指标。控制煤炭产能过快增长,防止产能过剩后造成煤价下跌对煤炭企业形成危害。煤炭天花板设置将刺激煤炭净进口增量继续提高。

第三, 国内煤炭兼并重组, 组建特大型煤炭企业;

与国外相比,美国煤炭市场调配有力,产量合理控制,并不存在电煤顶牛的市场状况,这有力保障了国内煤炭供需平衡,市场平缓运行,合理的产量控制也保证了煤企盈利。我国煤炭企业集中度低,“十二五”期间提高大型煤炭企业占比到 50%,可以有效改善安全生产条件,科技研发力度,提高国际煤炭影响力,议价能力等。有利于推进煤矿机械化生产程度,“十二五”期间煤机,安全生产机械设备也将得到快速增长。

第四, 大力推进交通运输发展,改善煤炭运输瓶颈限制;

国内煤炭受交通运输限制,价格波动起伏剧烈,运输成本占据煤炭售价的 50%,随着“三西”煤炭产能释放,新疆煤炭开发,铁路运输建设将拉动西部煤炭占比提高。但近一两年内还难以释放运力,所以“十二五”前期交通运输仍的困扰煤炭市场供应平稳的主要瓶颈。

第五, 煤炭“十二五”发展将引动节能减排,环保机械等行业快速发展;

煤炭未来产能提高的制约因素将集中在环境保护，降低温室气体排放；提高煤炭开采利用效率，降低开采对环境的破坏，控制生产消费环节的能耗和排放，可以继续保持煤炭能源发挥作用。

其次，提高煤矿机械化程度，我国煤矿安全事故频发，煤矿死亡率虽然在各方努力下，已经有大幅下降，但对比国外仍是惊人。这不符合我们科学发展观，坚持以人为本的经济发展主旨。对此“十二五”期间提高煤矿开采机械化程度，严格控制煤炭安全生产，才能保证煤炭行业快速健康发展。

第六，煤化工行业仍处于萌芽期

现代煤化工行业，煤制甲醇，煤制烯烃，二甲醚，煤制油，煤制燃气等技术领先的清洁能源生产行业，现在仍处于示范工程阶段，还没有办法有效改善煤炭清洁利用水平。而且煤化工项目对水资源的消耗也非常大，未来资源税改革，煤炭资源，水资源或都将列入改革框架内。国家也应加强对煤化工行业发展的控制力度，防止煤化工行业过度无序发展。

六、投资建议

今年中央经济工作会议定调明年经济发展方面，2011 年中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策。货币政策由“适度宽松”调整为“稳健”，这是中国货币政策基调的重大转变。明年是“十二五”规划开局之年。从政治局会议的内容可以看出，稳增长、调结构、防通胀将成为贯穿明年我国经济社会发展全过程的几个主要关键词。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性。而在 2009 年，相关的表述为保持宏观政策连续性和稳定性。从以往的历史经验来分析，宽松的货币政策一般对应牛市或有阶段性的大行情来临；而紧缩的货币政策则经常发生在熊市来临，或是阶段性大调整行情；今年稳健的货币政策，显示了政府为保护经济危机后的经济复苏成果，为“十二五”未来长远发展打下良好基础，原来的刺激经济的宽松政策调为稳健，保护成果。作为政策转折的一年，把握政策方向，才能打下良好增长基础。煤炭行业在 2011 年将继续发挥重要作用，为经济稳定发展贡献力量。

随西部铁路的修筑受益于交通运输瓶颈逐渐缓解的优势，以及在兼并重组中通过资产注入，煤矿兼并重组，产能释放较快的煤企，在“十二五”期间都将有

较快的业绩提升速度。从我们分析的煤炭数据上来看，“十一五”期间煤矿兼并重组已经推动国内煤炭集中度上升，看今年煤炭全年价格运行，淡旺季较往年反转表现，或也显示了煤炭行业随着产业度集中，对市场的调控能力开始上升，平抑了传统淡旺季时煤炭价格的大幅波动，煤炭企业对煤炭价格的控制能力上升。未来只要可以紧随国家政策发展，合理控制产能释放，随兼并重组的深入，煤炭大型基地的建设，地方龙头煤企将有更高的议价能力，实现煤炭企业利润平稳上升。“十二五”初期，运输仍是瓶颈，“三西”产煤大省兼并重组迅速，看好传统“三西”产煤地区煤炭上市公司产能释放，业绩提升；看好未来随产业集中度上升而提供区域龙头地位的煤炭企业如：中国神华，中煤能源，兖州煤业，西山煤电，潞安环能，盘江股份等。我们在报告后介绍三家较有代表性企业，兖州煤业收益概念较多，位处山东龙头地位；潞安环能煤炭企业第一家获得高新技术企业称号；国阳新能 10 年产能释放带来业绩快速提升，未来仍将继续保持快速增长。

近期煤炭板块跟随大盘震荡调整，煤炭板块市盈率 19，略低 A 股市盈率，处于合理水平，11 年煤炭板块 20 倍市盈率符合煤炭企业增速盈利。明年煤炭板块整体表现我们预计为震荡上行，虽然仍有各种因素影响，但是随着煤炭政策推进，煤炭企业对煤炭市场的影响力将缓步上升，市场运行更有条理。伴随经济发展的周期性，煤炭板块继续周期性运行，2011 年关注政策变动对煤炭影响力，采用波段操作分享周期性行业成长。

表 2：采掘板块与大盘数据对比

2010-12-16

板块名称	市盈率	市净率	流通 A 股市值 (亿元)	区间换手率	年化收益率算术平均(%)
SW 采掘	18.24	2.73	28652.51	13.94	60.83
SW 煤炭开采 II	19.12	3.44	9557.94	13.90	60.67
SW 煤炭开采 III	19.05	3.44	9397.98	13.66	65.71
SW 石油开采 III	17.56	2.38	18887.78	14.13	38.24
全部 A 股	19.57	2.94	194982.13	14.69	54.45

数据来源：wind

表 3：煤炭上市公司估值预测

2010-12-16			
简称	收盘价	EPS	PE

		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
神火股份	25.48	0.80	1.30	1.60	31.85	19.60	15.93
冀中能源	35.30	1.39	2.14	2.41	25.40	16.50	14.65
煤气化	24.31	0.74	1.00	1.40	32.85	24.31	17.36
西山煤电	26.09	0.92	1.08	2.20	28.36	24.16	11.86
兰花科创	46.44	2.22	2.20	2.90	20.92	21.11	16.01
兖州煤业	29.55	0.87	1.53	1.68	33.97	19.31	17.59
国阳新能	29.69	1.93	1.00	1.10	15.38	29.69	26.99
上海能源	28.85	1.10	1.40	1.70	26.23	20.61	16.97
山煤国际	33.86	0.96	1.04	1.67	35.27	32.56	20.28
恒源煤电	51.34	1.35	1.60	1.70	38.03	32.09	30.20
开滦股份	20.62	0.67	0.90	1.01	30.78	22.91	20.42
大同煤业	22.22	1.78	1.90	2.20	12.48	11.69	10.10
中国神华	25.10	1.52	1.80	1.95	16.51	13.94	12.87
平煤股份	21.26	1.01	1.40	1.50	21.05	15.19	14.17
潞安环能	56.49	1.83	2.44	2.81	30.87	23.15	20.10
中煤能源	11.27	0.50	0.64	0.75	22.54	17.61	15.03
国投新集	14.22	0.45	0.65	0.90	31.60	21.88	15.80

数据来源：大通证券研究发展中心

七、风险关注

能源伴随经济发展需求上升而上升，2011 年世界经济复苏前景仍不明朗，国内能源需求或将大幅震荡，流动性对商品价格影响显著，石油价格能否继续走高，国内物价调控措施等各因素都将波及煤炭价格运行波动，影响煤炭企业利润实现。

兖州煤业（600188）投资要点：

1. 公司主营构成

公司主导产品为无烟煤，煤炭产品中发电用煤大约占60%，冶金喷吹用煤约占20%，化工用煤约占15%，建材和其他用煤约占5%（09年产量2096万吨）

2. 行业景气度及公司优势

行业景气度：煤炭行业景气度平稳；煤炭企业景气度上升。

公司地位及优势：公司是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一，还是国内唯一一家境内外三地上市煤炭公司，在国内煤炭行业中处于上游。在山东省具有明显区位优势，公司斥巨资在陕西榆林地区建设国内最大甲醇生产基地，生产甲醇、醋酸等产品，积极向煤化工领域发展。

3. 其他影响公司估值的重大因素分析

煤炭产量环比增加。1-3季度原煤产量3605万吨，同比增加34.7%；3季度产量1316万吨，环比增加11.3%，主要由于Moolarben煤矿上产；

煤价提升，今年煤价平均高于往年10%，公司现货比高，大约在75%；

4. 未来看点：

继续收购资产提高产能,公司积极收购内蒙、陕西、贵州、新疆、澳洲煤矿资源，随着蒙西铁路建成将提高蒙西产煤贡献；

国际板概念股，目前唯一一家煤炭三地上市公司。

5、投资风险

行业风险：行业风险：需求下滑煤价走低；资源税征收；

公司风险：海外扩张，汇率风险，山东煤炭集团组建对公司山东省内区位优势的影响。

6、估值分析

利润表（亿元）	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	215.00	322.24	385.00	399.00
营业总成本(亿元)	162.07	231.34	277.20	287.28
营业成本(亿元)	122.20	171.85	205.87	212.78
营业税金及附加(亿元)	4.28	5.37	6.32	6.65
销售费用(亿元)	5.78	11.87	13.84	14.70
管理费用(亿元)	31.56	40.48	46.07	50.12
财务费用(亿元)	-1.62	1.84	2.98	2.28
营业利润(亿元)	54.06	90.90	107.80	111.72
减：所得税(亿元)	15.05	24.46	29.60	30.67
净利润(亿元)	39.07	66.44	78.20	81.05

减：少数股东损益(亿元)	0.26	0.07	0.10	0.10
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	38.80	66.37	78.10	80.95
每股收益：	0.79	1.35	1.59	1.65
PE	37.34	21.85	18.55	17.88

数据来源：大通证券研究发展中心，wind

潞安环能（601699）投资要点

1. 公司主营构成

主营构成：天然的优质无烟煤和贫瘦煤，主要用于电力动力煤和冶金喷吹煤。

2. 行业景气度及公司优势

行业景气度：煤炭行业景气度平稳；煤炭企业景气度上升

公司地位及优势：国内最大喷吹煤生产企业，烟煤喷吹煤技术获得国家高新技术企业认证

2. 其他影响公司估值的重大因素分析

享受所得税优惠税率15%；集团成熟资产注入

3. 盈利预测、估值

如果公司下半年申请到优惠税率将增厚公司10年，11年EPS分别为0.33元, 0.37元。

5、投资风险

行业风险：宏观经济下滑，钢铁行业需求量大幅下降

公司风险：所得税优惠税率审批时间过于延迟；集团公司资产注入延迟，产能下降

6、估值分析

利润表（亿元）	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
报表类型	合并报表	合并报表		
营业收入(亿元)	166.7	182.61	192.00	220.80
营业总成本(亿元)	126.54	153.25	153.60	176.64
营业成本(亿元)	98.11	122.91	115.20	132.48
营业税金及附加(亿元)	1.31	1.8	1.92	2.21

销售费用(亿元)	2.67	2.5	5.76	6.62
管理费用(亿元)	21.98	24.28	24.96	28.70
财务费用(亿元)	1.46	1.13	5.76	6.62
加 投资净收益(亿元)	0.23	0.25	0.23	0.23
营业利润(亿元)	40.39	29.61	38.63	44.39
减: 所得税(亿元)	9.76	7.53	9.66	11.10
净利润(亿元)	30.53	21.81	28.97	33.29
减: 少数股东损益(亿元)	2.03	0.72	0.87	1.00
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	28.5	21.09	28.10	32.29
每股收益:	2.48	1.83	2.44	2.81
PE	22.78	30.86	23.15	20.10

数据来源: 大通证券研究发展中心, wind

国阳新能(600348) 投资要点

1. 公司主营构成

主营构成: 公司主导产品为无烟煤, 煤炭产品中发电用煤大约占60%, 冶金喷吹用煤约占20%, 化工用煤约占15%, 建材和其他用煤约占5%(09年产量2096万吨)。

2. 行业景气度及公司优势

行业景气度: 煤炭行业景气度平稳; 煤炭企业景气度上升。

公司地位及优势: 母公司阳泉煤业集团是山西省三大无烟煤生产商之一, 09年集团产量4346万吨。集团计划五年再造两个阳煤, 期待中的资产注入将推动公司跳跃式发展。

3. 其他影响公司估值的重大因素分析

09年底收购新景矿提升10年30%以上的产能;

煤价提升, 今年煤价平均高于往年, 喷吹煤价三季度开始大幅上涨;

山西省资源整合, 集团公司未来几年资产注入预期强烈, 短期内公司业绩稳步增长。

4. 未来看点:

继续收购集团资产提高产能;

山西资产整合推进;

5、投资风险

行业风险：宏观经济需求下滑；煤价大幅下滑；

公司风险：集团资产注入延缓，产能下降

6、估值分析

利润表（亿元）	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业总收入(亿元)	200.05	268.42	281.84	295.93
营业总成本(亿元)	174.9	232.82	244.46	256.68
营业成本(亿元)	159.04	213.6	224.28	235.49
营业税金及附加(亿元)	2.81	3.94	4.14	4.34
销售费用(亿元)	2.63	2.52	2.64	2.78
管理费用(亿元)	9.58	10.64	11.17	11.73
财务费用(亿元)	0.91	2.12	2.23	2.34
营业利润(亿元)	25.15	35.6	37.38	39.25
减：所得税(亿元)	6.18	9.27	9.35	9.81
净利润(亿元)	18.69	26.33	28.04	29.44
减：少数股东损益(亿元)	0.13	1.4	1.5	1.57
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	18.56	24.92	26.54	27.87
每股收益：	0.77	1.03	1.1	1.16
PE	38.56	28.83	26.99	25.59

数据来源：大通证券研究发展中心，wind

—正文完毕—

● 公司评级标准

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；

中性：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%。

行业投资评级标准

增持：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；

减持：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。

● 免责条款

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。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。在任何情况下，本公司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。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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，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、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司

