



20 Nov 2010 | 20pages

在流动性与基本面的互动中翩翩起舞

—— 2011 年煤炭行业投资策略

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

- 本报告导读：
- 十一五减排任务完成或致高耗能行业短期回暖
 - 流动性过剩预期确保商品价格高位运行
 - 估值修复行情仍有空间和动力，行业评级：买入

投资要点：

■ 十一五减排任务完成或致高耗能行业短期回暖

从 2010 年底开始，“十一五”节能降耗任务的完成，已大大减轻地方政府所面临的考核压力，虽然节能减排的呼声仍然很高，但为完成减排任务而对高耗能企业限电的现象将不会再出现，此前受到限制的一些高耗能企业也将逐步恢复生产，2011 年煤炭需求回升的空间较大，特别是上半年可能出现煤炭需求量短期快速回升局面。

■ 未来 3 年内煤炭供求仍将保持基本平衡

经济“调结构”对能耗的影响将是缓慢见效的，预计未来 3 年内煤炭需求增速将维持在 7%-8% 的水平，较过去 3 年的平均增速只是略微下降；而受投资和建设周期的影响，未来 3 年内煤炭产量增速仍将维持过去几年的增长速度。虽然产量增速略高于需求增速，但过剩并不明显，总体上仍将是基本平衡的市场供求格局。

■ 流动性过剩预期确保商品价格高位运行

美联储二次“定量宽松”政策加剧了全球流动泛滥的预期，并导致新兴市场国家的资产泡沫进一步膨胀。虽然 2010 年 4 季度国内 CPI 指数高企引发了一系列强有力的紧缩措施，但稳健的货币政策基调下，2011 年流动性过剩的格局不会改变。在国内外流动性充足，经济持续好转的大环境下，石油、煤炭等国际能源价格仍将在高位运行。

■ 估值修复行情仍有空间和动力，行业评级：买入

目前煤炭行业 2011 年动态市盈率水平约 14 倍，具有较高安全边际，从历史上看，煤炭行业估值水平的中枢大约是 20 倍 PE，在流动性过剩的背景下，一旦货币政策紧缩预期有所缓解，煤炭行业 PE 水平恢复到 20 倍左右是合理的。重点推荐资产注入可能性高和产能扩张潜力大的公司。

■ 重点推荐股票组合

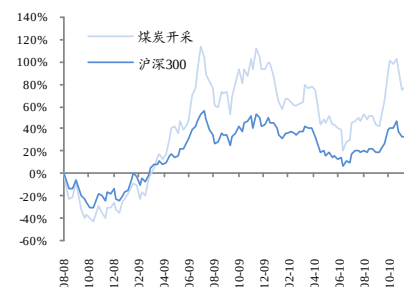
名称	09EPS	10EPS	11EPS	09BPS	09PE	10PE	11PE	09PB	评级
中国神华	1.52	1.79	2.04	9.48	16.33	13.89	12.19	2.62	买入
大同煤业	0.89	0.85	1.03	5.38	24.65	25.81	21.30	4.08	买入
西山煤电	0.92	1.11	1.75	4.11	27.99	22.99	16.09	6.26	买入
国阳新能	0.77	1.10	1.42	3.53	38.16	26.78	20.75	8.35	买入
山煤国际	1.00	1.22	1.72	4.08	34.01	27.88	19.77	8.34	买入
潞安环能	1.83	2.68	3.24	9.99	30.07	20.56	17.01	5.52	买入
国投新集	0.45	0.74	1.03	3.69	31.38	19.08	13.71	3.83	买入

细分行业评级

煤炭	买入
动力煤	买入
冶金煤	买入
无烟煤	买入

公司推荐

中国神华	买入
中煤能源	买入
露天煤业	买入
西山煤电	买入
潞安环能	买入
大同煤业	买入
平煤股份	买入
国阳新能	买入
兰花科创	买入
山煤国际	买入
国投新集	买入



相关报告

报告撰写人 史海昇
数据提供人 田加伟



正文目录

一、煤炭行业投资思路：短期看货币，长期看供求	4
■ 把握煤炭行业投资机遇的两条逻辑	4
◇ 流动性（货币）因素引起的煤价上升	4
◇ 固定资产投资引起的煤价上升	4
■ 短期看货币，长期看供求	4
二、流动性将仍是主导 2011 年煤炭板块行情的主要因素	5
■ 流动性预期变化导致近期资源股估值水平大幅波动	5
■ 二次定量宽松进一步推高新兴市场资产价格	5
■ 煤炭行业估值水平仍有上升动力和空间	6
◇ CPI 高企促使货币政策变调，短期内估值仍将承压	6
◇ 一季度或是建仓好时机，估值有望修复到 20 倍 PE	6
三、煤炭供求：中短期仍平衡，长期或存忧	8
■ 煤炭行业进入“后重化工业时代”的平稳增长期	8
■ 2011 年：十一五减降耗指标完成或致高耗能产业“回光返照”	8
◇ 用电量增速回升将推动动力价格高涨	8
◇ 小钢厂复产将促使炼焦煤价格走出低迷	9
■ 未来 3 年：供需仍将维持基本均衡	10
■ 3 年后：或出现结构性过剩隐忧	12
◇ 西部资源大省纷纷加力煤炭投资	12
◇ 优质煤种稀缺矛盾或加剧	13
◇ 兰新二线 4 年后开通，西煤外运线路有望打通	13
四、估值水平较低，仍有估值修复空间	14
■ 全球流动性过剩使资源股受追捧	14
■ 煤炭行业估值优势明显，估值修复行情值得期待	14
■ 着眼于资源整合和内生增长，重点推荐两类公司	15
五、行业重点公司简介	16



图表目录

图 1: 流动性预期变化对煤炭估值影响示意图	5
图 2: 各新兴国家 CPI 指数比较.....	6
图 3: 煤炭行业估值水平与货币、物价因素拟合	6
图 4: 1900-2007 年各国二氧化碳排放量(亿吨).....	8
图 5: 全社会用电量同比变化	9
图 6: 全国电力行业耗煤量及同比增速 (万吨)	9
图 7: 秦皇岛大同优混煤炭价格走势 (元/吨)	9
图 8: 钢铁产量同比增幅变化	10
图 9: 山西地区炼焦煤价格走势 (元/吨)	10
图 10: 煤炭需求增幅与 GDP 增幅对比	11
图 11: 全国煤炭行业固定资产投资及增速 (亿元)	11
图 12: 我国各品质煤炭资源储量占比 (煤炭工业部 2000 年数据)	13
图 13: 国际能源价格与美元指数走势拟合 (元/吨、元/桶)	14
表 1: 货币因素与固定资产投资因素对煤炭估值影响对比	4
表 2: 2010-2012 年煤炭需求量预测表.....	12
表 3: 各主要产煤省份煤炭行业投资增速	12
表 4: 重点推荐公司财务预测	15



一、煤炭行业投资思路：短期看货币，长期看供求

■ 把握煤炭行业投资机遇的两条逻辑

煤炭价格变化预期是导致煤炭股估值水平变化的直接因素，虽然煤炭价格波动频繁，但其变化趋势并非无迹可循，而是一系列宏观因素变化的引致结果，通过分析可能导致煤价变动的因素，可提前把握未来煤价的走势特征，以及煤炭股估值水平的变动趋势。

经过分析，我们将影响煤炭价格变动的宏观因素概括为两个方面：货币供应和固定资产投资

◇ 流动性（货币）因素引起的煤价上升

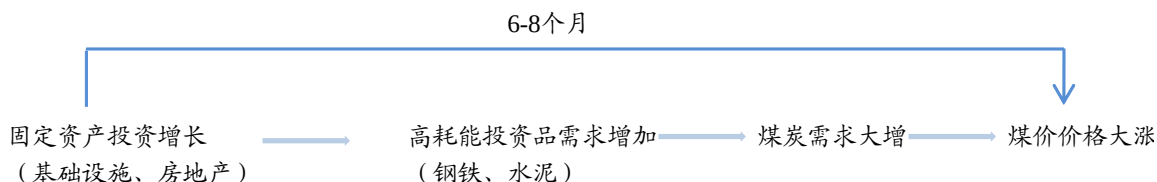
货币因素导致煤价变化传导机制示意图

货币供应量增加 → 资产泡沫产生 → 资源品价格上涨 → 煤价上涨

诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼曾说过：“通胀无论何时何地皆为货币现象”。我们也可以将这句话说理解为：一切泡沫都是货币现象。所以，货币供应量的大幅变动必然引起商品与资产价格的上涨，从而带动相关股票估值水平提升，这是货币因素起作用的主要传导机制。

◇ 固定资产投资引起的煤价上升

固定资产投资因素导致煤价变化传导机制示意图



货币因素通过未来的通胀预期影响资产价格变化，但对于商品供求格局的影响却比较小，一般情况下，商品下游行业的景气度是决定该商品供求格局的重要因素。煤炭行业的下游行业主要有电力、钢铁、水泥、氮肥等，其中，电力（50%）、钢铁（20%）、水泥（10%）三大行业消耗的煤炭占煤炭总需求量的80%左右；电力的主要下游行业包括钢铁、有色金属和建材等行业，而钢铁和水泥则主要用在基础设施和房地产建设领域。因此，总体来看，拉动煤炭需求增长的最终需求是固定资产投资，固定资产投资的增长必将引起煤炭需求增加，进而促使煤价上涨。

■ 短期看货币，长期看供求

流动性的变动虽然会（通过通胀预期）引起煤炭行业估值水平的变动，但流动性导致的通胀预期受国内外多种因素影响，变动比较频繁，因此货币因素导致的行情往往持续时间较短，也不会引起市场对未来行业估值中枢的改变。而固定资产投资增速的变化则会影响到众多产品的需求，其对能源需求影响则具有较强的稳定性和持续性，未来煤炭价格的变动幅度也更大。因此，固定资产投资变化有可能改变市场对于煤炭行业的中长期发展趋势的看法，进而导致市场对行业未来估值中枢的判断。

表 1：货币因素与固定资产投资因素对煤炭估值影响对比

	影响期限	敏感因素	影响范畴
货币因素	短期影响	货币政策 热钱流动	导致估值水平变化，但不影响估值中枢
固定资产投资	中长期影响	产业政策 进出口量	影响估值中枢水平

资料来源：浙商证券研究所



二、流动性将仍是主导 2011 年煤炭板块行情的主要因素

■ 流动性预期变化导致近期资源股估值水平大幅波动

2010 年 9 月末，美联储二次定量宽松政策的推出助长了全球流动过剩的预期，大宗商品价格应声大幅上涨，经过十一国庆长假的累积效应后，国内以煤炭为代表的资源类公司在基本面状况并没有发生重大改变的情况下，估值水平大幅上升。

然而，10 月 19 日的突然加息，以及在公布 10 月份超高 CPI 数据前的提高准备金率，使得此前乐观的流动性预期迅速转向谨慎。在煤炭价格不断上升的同时，以煤炭股为代表的资源类公司估值水平有大幅下降。

图 1：流动性预期变化对煤炭估值影响示意图



资料来源：wind，浙商证券研究所

由此可见，市场对于未来流动性变动方向的预期是导致资源类公司估值水平短期变动的主要推动力。

■ 二次定量宽松进一步推高新兴市场资产价格

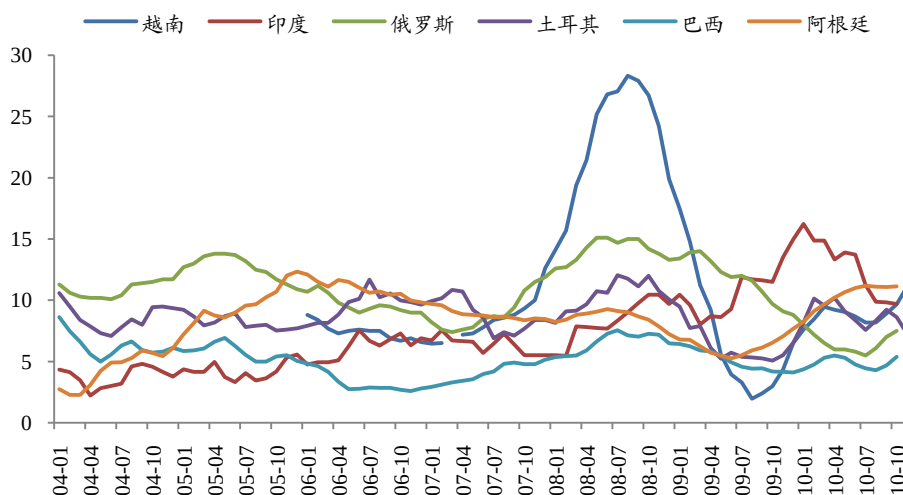
在经济全球化的今天，各国流动性的变动日益受到国际资金流动的影响，并且国际资金流动方向越来越脱离国际贸易，而是以投机热钱的方式在各国间逐利流动。热钱的逐利行为大大增加了各国的资产价格波动风险，甚至成为触发危机的导火索，阿根廷经济危机、东南亚金融危机都有它们的身影。

近年来国际热钱的规模不断扩大，特别是美国次贷危机演变为全球金融危机后，各国为了刺激经济发展，摆脱危机影响，纷纷大规模发行货币，从而使得国际投机热钱的规模进一步增加。而美联储的二次量化宽松政策直接推动热钱流入新兴市场国家，从而进一步推高了这些国家本已泡沫充盈的资产价格水平。

虽然新兴市场国家不断出台调控措施，以遏制物价快速上涨势头，但效果并不明显，多个国家的 CPI 指数迭创新高。在金砖四国中，中国的 CPI 指数最低，但也达到 4.4%（10 月份）的较高水平。



图 2: 各新兴国家 CPI 指数比较



资料来源: wind, 浙商证券研究所

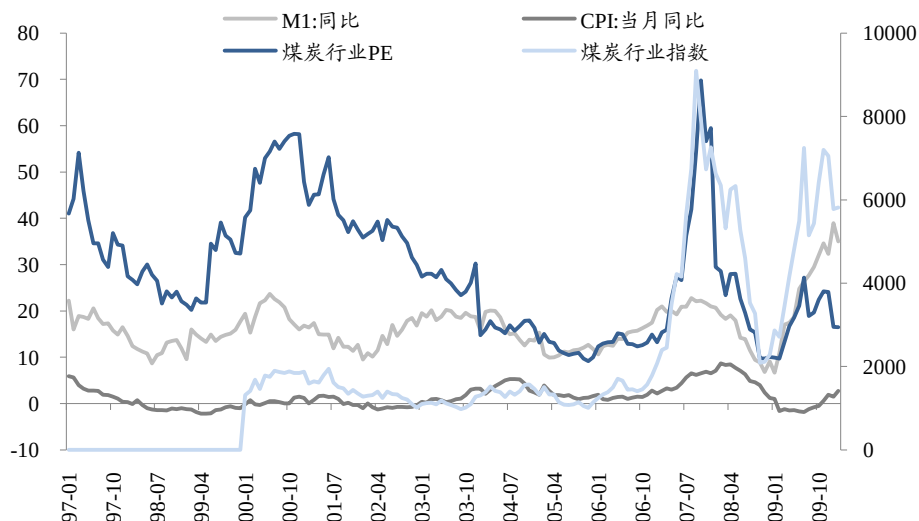
■ 煤炭行业估值水平仍有上升动力和空间

只要美国不改变量化宽松的货币政策，新兴市场流动性泛滥的情况就不会有根本好转，在国内外热钱涌动的背景下，2011 年资产价格上升的局面将会继续。因此，一旦流动性紧缩预期有所缓解，煤炭行业估值水平仍有修复的动力和空间。

◇ CPI 高企促使货币政策变调，短期内估值仍将承压

然而持续的量化宽松也必将对美国国内通胀水平产生影响，特别是在各国均采用各种手段防止热钱流入的情况下。随着量化宽松的政策深入实施，全球的物价水平和新兴市场国家的资产泡沫都会不断水涨船高，这也会刺激这些国家采取紧缩的财政与货币政策以防止通胀形势的恶化，中国央行从 10 月 12 日到 11 月 11 日，短短一个月内一次加息、两次提高准备金率来回收严重过剩的流动性。

图 3: 煤炭行业估值水平与货币、物价因素拟合



资料来源: wind, 浙商证券研究所

◇ 一季度或是建仓好时机，估值有望修复到 20 倍 PE

从国内形势来看，密集而强力的紧缩措施已深刻体现了货币政策导向的改变，由于 CPI 指数处在高位，未来至少 3 个月内仍将在高位运行，并不排除突破创出新高可能性，因此，未来 3 个月



内货币政策继续趋紧的局面不会改变，这对于煤炭行业的估值水平会起到一定的压制作用，我们认为，这期间将是建仓煤炭股的最佳时机。

预计从 2011 年 2 季度开始美国国内物价水平将会较目前近似通缩的情况有明显改善，从下半年开始通胀水平将会大大上升，量化宽松的货币政策的实施力度将大大减弱。美国通胀率上升到一定水平将迫使美联储实施紧缩性的货币政策并提高利率，这将促使热钱开始回流美国，同时有效缓解新兴市场的通胀压力。在此过程中，央行重新放松货币政策的概率将大大提高，国内流动性预期将有紧缩转向宽松。

因此，我们认为，自 2011 年 2 季度开始国内的通胀压力将逐步缓解，货币政策由“宽松”向“稳健”的调整也基本到位，流动性紧缩预期的改善将推动煤炭股估值水平的修复。目前煤炭的动态估值水平（以 2011 年业绩计）大约在 14 倍左右，远低于 20 倍的估值中枢水平。

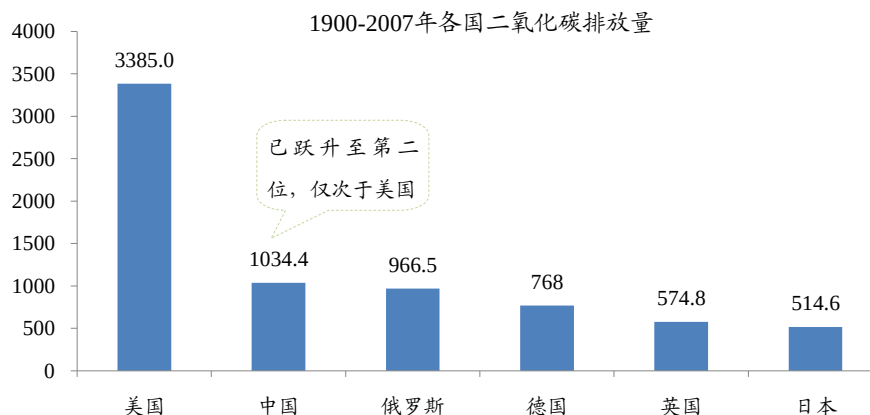


三、煤炭供求：中短期仍平衡，长期或存忧

■ 煤炭行业进入“后重化工业时代”的平稳增长期

2001年-2009年，伴随着我国经济的高速增长和城市化进程的快速推进，电力、钢铁、建材等高耗煤产业高速增长，从而带动煤炭需求也持续快速增长，这期间煤炭需求年均复合增长率高达12.4%。然而高耗能产业的快速增长在推动经济增长的同时也带来了严峻的环境污染问题，目前我国已经成为全球第一大温室气体排放国，随着排放量的进一步增加，面临的减排压力将进一步增加。

图 4：1900-2007 年各国二氧化碳排放量(亿吨)



资料来源：wind，浙商证券研究所

在哥本哈根大会上对于降低碳排放强度的承诺使得中国未来面临极大的节能减排压力。“十二五”期间将是我国达到减排目标的关键时期，必将有各种更加严厉、有效的措施出台并实施。因此在未来几年我国煤炭需求量将难以维持过去的高速增长态势。

■ 2011 年：十一五减降耗指标完成或致高耗能产业“回光返照”

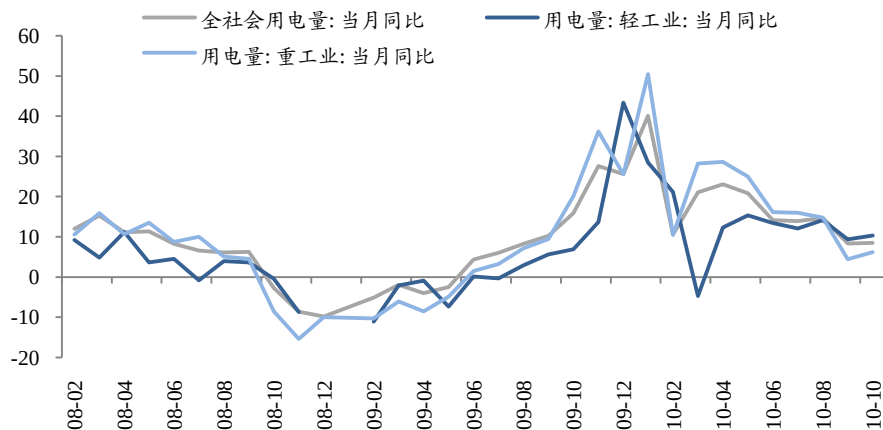
为了完成“十一五”规划降耗指标，一些地方不得不实行对高耗能产业拉闸限电的措施，这种做法虽然在短期起到了立竿见影的降耗效果，但并没有从根本上解决问题。从 2010 年底开始，“十一五”减排降耗任务完成，各地方政府紧绷的神经将大大放松，2010 年受到限制的一些高耗能企业趁机恢复生产的可能性较高，这必将推动煤炭需求量短期快速回升。

◇ 用电量增速回升将推动动力价格高涨

从用电量变化情况来看，2010 年 1-8 月份，全社会用电量月度增幅都在 10% 以上，即使不考虑 1 月份的极端值，平均增幅也在 16% 以上。然而，自 9 月份开始全社会月度用电增幅快速回落，由 8 月份 14%-15% 的增幅陡然下降至 9 月份的 8%-9% 之间，其中高耗能的重工业用电量降幅更大，从 8 月份的 14.1% 陡降至 9 月份的 4.4%。这充分体现了一些地方政府对高耗能产业拉闸限电对用电量的影响，而这种不正常影响必将随着“十一五”的结束而得到纠正。

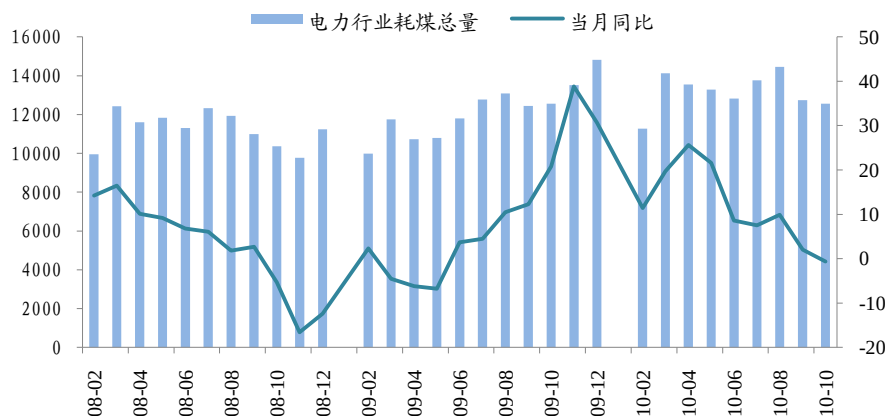


图 5: 全社会用电量同比变化



资料来源: wind, 浙商证券研究所

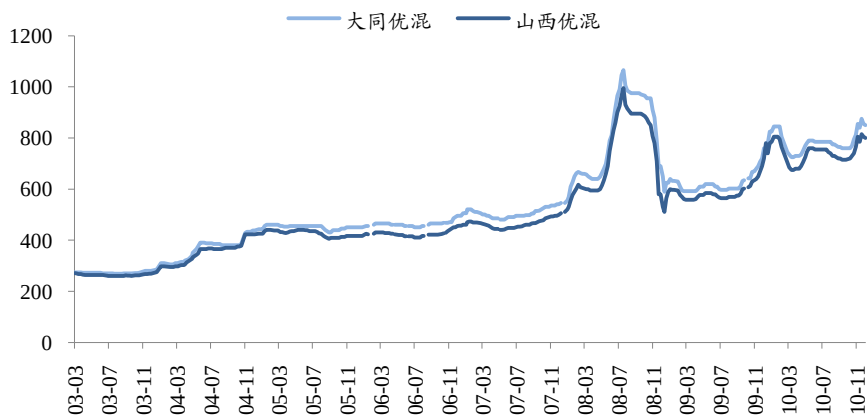
图 6: 全国电力行业耗煤量及同比增速 (万吨)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

我们判断, 从 2010 年底开始, “十一五” 节能降耗指标的完成, 地方政府的考核压力大减, 虽然节能减排的呼声仍然很高, 但为完成减排和降耗指标而对部分高耗能产业拉闸限电的现象在新的一年里将不会再次出现, 2011 年动力煤需求回升的空间较大。

图 7: 秦皇岛大同优混煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

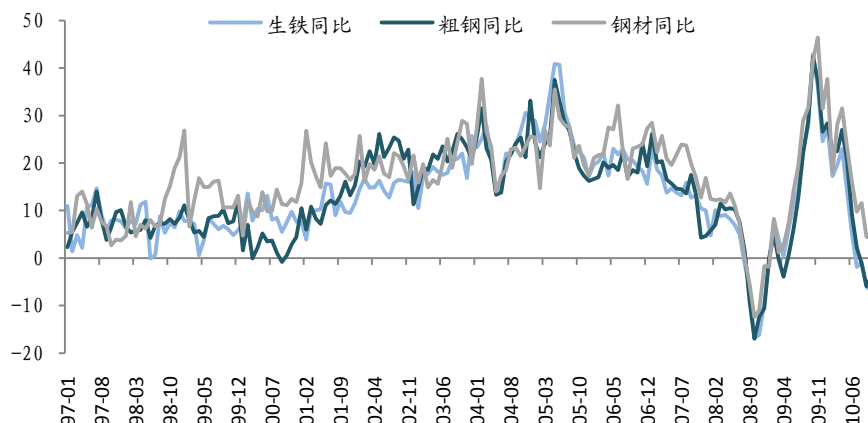
◇ 小钢厂复产将促使炼焦煤价格走出低迷

由于钢铁行业是主要的耗电大户, 因受限电的影响更大一些, 10 月份生铁产量同比负增长 6.99%,



较 8 月份的增幅下降 6 个百分点。钢铁产量下滑导致炼焦煤价格受到压制，这也是造成近期炼焦煤价格走势弱于动力煤的主要原因。

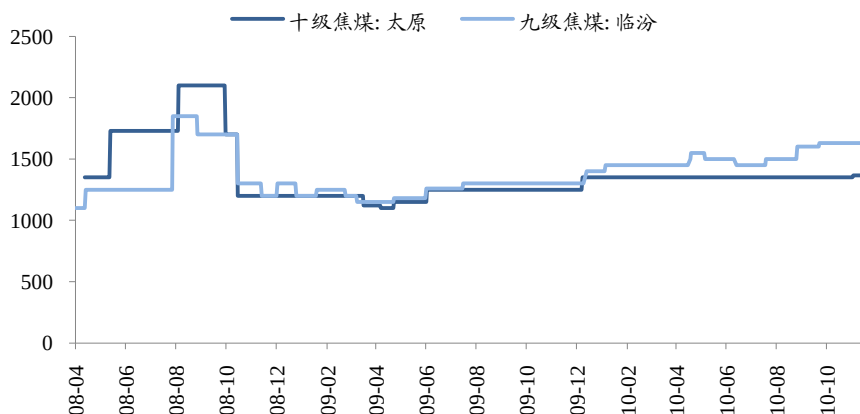
图 8：钢铁产量同比增幅变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

“十一五”减排降耗任务完成后，此前受到影响而停产的众多小钢厂均有复产的意愿，预计从 2011 年春节后开始，钢铁生产将会出现明显的复苏，并将带动炼焦煤需求回升。炼焦煤价格素来弹性高，在需求上升的拉动下，其价格上涨幅度将显著超过动力煤。我们预计，2011 年炼焦煤价格（以太原古交 2 号焦煤为例）有 200 元/吨左右的上涨空间。

图 9：山西地区炼焦煤价格走势（元/吨）



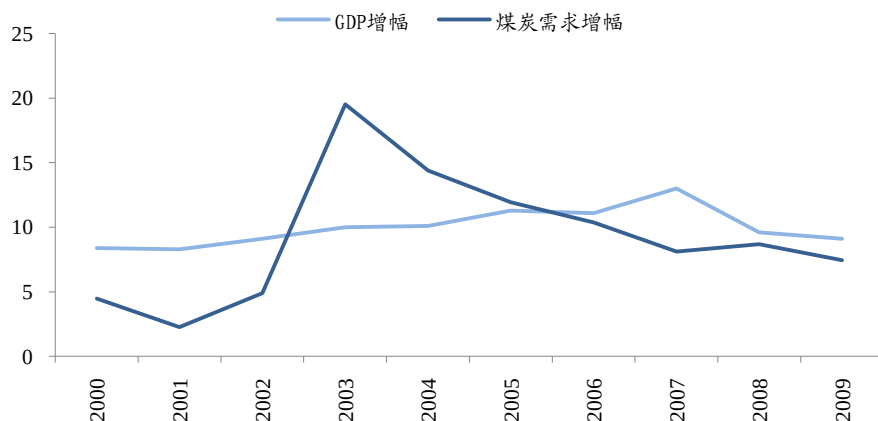
资料来源：wind，浙商证券研究所

■ 未来 3 年：供需仍将维持基本均衡

任何国家的经济结构转型都不可能一蹴而就，特别是中国这样的大型经济体，这也意味着经济“调结构”对能源需求的影响必然是缓慢见效的。从 2006 年以来的统计数据看，我国煤炭需求增长对 GDP 增长的平均敏感系数为 0.82，这与 2009 年的敏感系数基本相当，我们假设未来 3 年这一比率保持稳定；依据近期中国经济增长率将在目前的水平上（9%-10%）保持基本稳定的假设，预计未来 3 年内煤炭需求增速将维持在 7%-8% 的水平，较过去 3 年的平均增速略微下降，但幅度并不大。



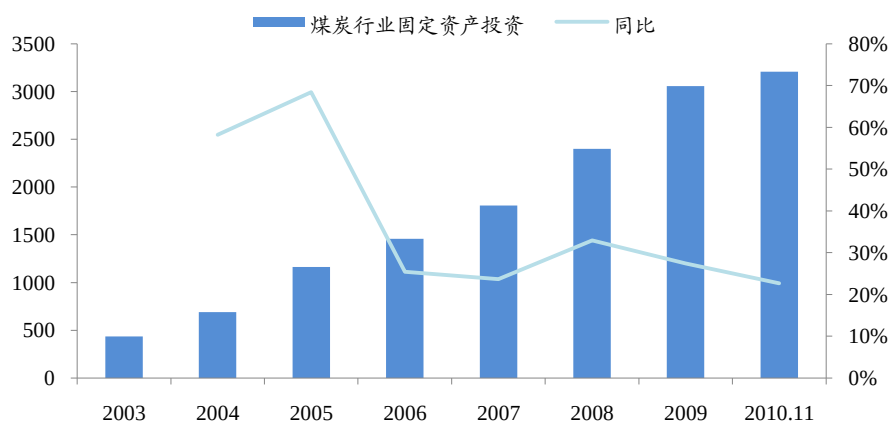
图 10: 煤炭需求增幅与 GDP 增幅对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

然而,未来3年内煤炭产量增速继续维持过去几年的增长速度的可能性极高,产量增速保持平稳的主要原因是煤矿建设周期较长,煤矿产能释放较为平稳。一般情况下,一座年产能300万吨的煤矿从开工到投产需要2-3年的时间,若要完全达到设计产能则需要再过1年。因此,当前的全国煤炭总产能取决于3年前的投资额。最近几年,由于煤炭需求旺盛,煤价坚挺,投资煤炭开采的收益率很高,从而吸引了大量资金涌入煤炭开采行业,自2005年依赖煤炭行业固定资产投资一直维持在高位。

图 11: 全国煤炭行业固定资产投资及增速 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

因此,在可预见的2-3年内,煤炭产能将持续平稳增长,预计煤炭产量年均增速在8%-10%左右,产量增速略高于需求增速,但过剩并不明显,整体上仍将维持略显宽松的基本平衡格局。虽然煤炭供求基本平衡,但随着煤炭生产集中度不断提高,以及运输瓶颈并未根本解决,所以煤炭价格仍将维持小幅上升的走势。



表 2: 2010-2012 年煤炭需求量预测表

行业	2009 年耗 煤量/Mt	下游产量增速/%		预测情景	未来耗煤增速预测/%			未来耗煤量预测/Mt		
		2009	2010.1-10		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
火电	14.6	7.2%	14.4%	乐观	15%	14%	14%	16.79	19.14	21.82
				中性	14%	12%	12%	16.64	18.64	20.88
				悲观	12.0%	10%	10%	16.35	17.99	19.79
生铁	5.3	15.9%	8.3%	乐观	9%	10%	10%	5.78	6.35	6.99
				中性	8%	8%	8%	5.72	6.18	6.68
				悲观	6%	6%	6%	5.62	5.96	6.31
水泥	3.75	17.9%	15.2%	乐观	17%	14%	14%	4.39	5.00	5.70
				中性	15%	12%	12%	4.31	4.83	5.41
				悲观	12%	10%	10%	4.20	4.62	5.08
合成氨	0.94	3.9%	-1.7%	乐观	2%	2%	2%	0.96	0.98	1.00
				中性	1%	1%	1%	0.95	0.96	0.97
				悲观	0%	0%	0%	0.94	0.94	0.94
国内其他	5.39			乐观	2%	4%	4%	5.50	5.72	5.95
				中性	3%	3%	3%	5.55	5.72	5.89
				悲观	-2%	2%	2%	5.28	5.39	5.50
出口	0.22		-50.6%	乐观	-30%	30%	25%	0.16	0.20	0.25
				中性	-40%	20%	15%	0.13	0.16	0.19
				悲观	-50%	15%	10%	0.11	0.13	0.14
合计	30.20			乐观				33.57	37.40	41.71
				中性	10.30%	9.53%	9.64%	33.32	36.49	40.01
				悲观				32.50	35.02	37.76

资料来源: 煤炭资源网, 浙商证券研究所

■ 3 年后: 或出现结构性过剩隐忧

◇ 西部资源大省纷纷加力煤炭投资

虽然随着经济增长模式的转型及减排措施的实施, 国内煤炭需求增速逐步下降将是必然趋势, 但受煤炭开发对地方经济的巨大拉动效应所诱惑, 几乎所有的储煤大省都不约而同地将煤炭资源开发作为促进地方经济增长的支柱产业来发展, 特别是一些人口稀少而又资源丰富的西部省份, 如山西、新疆、内蒙、陕西、甘肃等省。其中新疆、内蒙两省未来几年的煤炭开发投资额都达数千亿元。新疆煤炭预测储量高达 2.19 万亿吨, 占全国预测储量的四成以上, 近几年煤炭产量和煤炭行业开发投资均快速增长, 有望成为继内蒙之后我国又一煤炭生产增长极。这意味着未来几年煤炭行业固定资产投资增速将不会随着需求增速的下降而显著放缓。

表 3: 各主要产煤省份煤炭行业投资增速

	2006	2007	2008	2009
新疆	97.3%	29.7%	19.9%	110.5%
陕西	31.4%	41.8%	56.8%	91.9%
甘肃	18.4%	48.7%	33.7%	78.0%
山西	18.1%	19.1%	27.5%	29.2%
宁夏	17.1%	79.1%	15.1%	27.9%
内蒙	107.8%	44.3%	37.9%	14.9%
全国	25.5%	23.7%	33.0%	27.4%

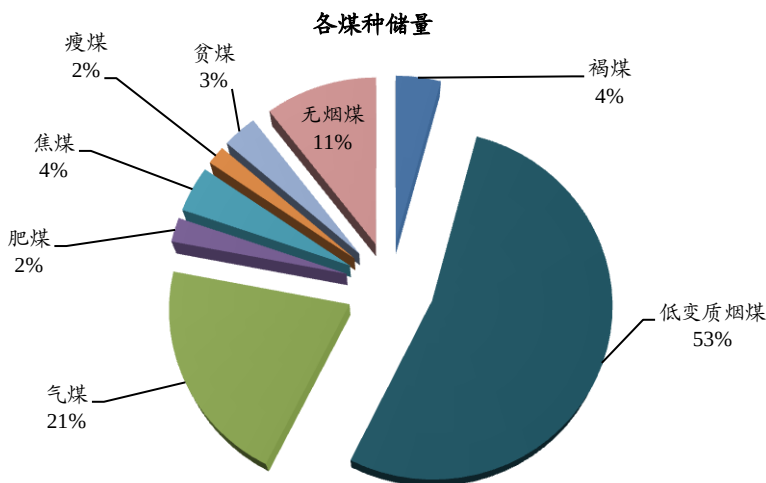
资料来源: wind, 浙商证券研究所



◇ 优质煤种稀缺矛盾或加剧

另一方面新疆、内蒙等地的煤炭资源主要以低热值的动力煤为主，优质炼焦煤和无烟煤的占比很小，这也就意味着动力煤产量增速或将大大高于煤炭总产量增速，从而导致动力煤过剩而优质炼焦煤、无烟煤短缺的结构性矛盾更加突出。

图 12: 我国各品质煤炭资源储量占比 (煤炭工业部 2000 年数据)



资料来源: 煤炭工业部, 浙商证券研究所

◇ 兰新二线 4 年后开通, 西煤外运线路有望打通

新的运煤线路的开通将大大增加新疆等西部省份煤炭外运的能力, 从而对东部煤炭市场供求格局产生影响。目前新疆、青海甘肃等省煤炭外调量较小, 一方面是由于产量并不高, 更重要的还是由于运输通道尚未打通。兰新铁路线一直是新疆与其他省份联系的主要通道, 然而该线路速度低且运能有限, 难以满足日益增长的货运需求, 特别是疆煤外运的需求。兰新铁路第二双线已于 2009 年 11 月正式动工, 建设工期 5 年, 2014 年前后, 一条新的铁路大动脉将横贯西北甘肃、青海、新疆三省区, 而原有老线路将改为货运专线, 这将极大地拓宽三省区资源外运通道。

一方面, 在西部煤炭大省纷纷渴望借助煤炭等资源开发以摆脱经济劣势的背景下, 煤炭产能的增速很难随需求增速下降; 另一面, 新的运煤通道的开通将大大增加西部煤炭资源外运量, 从而对煤炭市场形成长期冲击。我们认为, 3 年后国内煤炭市场或将出现结构性过剩的问题, 特别是产能增长较快的动力煤。



四、估值水平较低，仍有估值修复空间

■ 全球流动性过剩使资源股受追捧

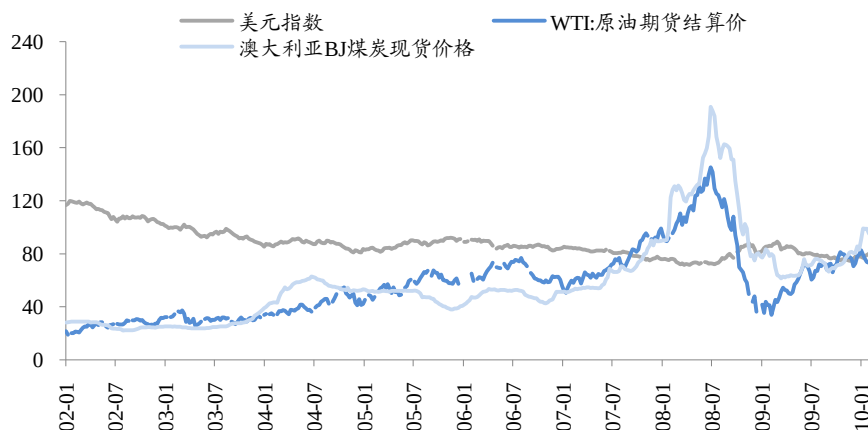
根据历史的经验，石油、煤炭等国际能源价格与作为国际储备货币的美元的币值呈负相关关系。美元发行量的大幅增长将导致美元币值大幅下降，从而导致石油、煤炭等商品价格大幅上涨。9月末美联储抛出“二次量化宽松”政策后，国内外大宗商品价格和 Related 股票价格随后大幅上涨，这反映出投资者担心美元贬值的避险需求。

美联储以高失业率为由再次启动量化宽松政策看似无可厚非，但目前美国国内流动性并不缺乏，因此，“二次量化宽松”政策能否起到刺激经济并降低失业率的作用尚不确定，但向市场大规模注入流动性的行为将通过美元“外溢”进一步推高新兴市场国家的资产泡沫则是毋庸置疑。

由于 6000 亿美元的投放量相对于美国经济规模而言并不大，并且还会有相当一部分“外溢”到其他国家，我们预计“二次定量宽松”计划对于美国经济的影响或许并不会很明显，六个月后如果美国 CPI 指数仍在低位徘徊的话，不排除出现“三次定量宽松”、“四次定量宽松”的可能性。

在流动性持续泛滥的时代，通货膨胀将是长期存在的经济现象，具有良好抗通胀能力的资源品及相关股票必将将成为市场持续追捧的投资品种。

图 13：国际能源价格与美元指数走势拟合（元/吨、元/桶）



资料来源：wind，浙商证券研究所

■ 煤炭行业估值优势明显，估值修复行情值得期待

虽然前期央行快速出台了一些紧缩措施，并暂时稳定了通胀预期，但流动性总体过剩的局面并未根本改变，通胀水平仍将在高位运行。

目前煤炭行业 2011 年动态市盈率水平约 14 倍，具有较高安全边际，投资价值凸显。从历史上看，煤炭行业估值水平的中枢大约是 20 倍 PE，在高通胀的背景下，煤炭等资源股理应享有相对较高的估值水平，因此我们认为，一旦流动性紧缩预期有所缓解，煤炭行业估值水平恢复到 20 倍左右是合理的。

由于 2011 年一季度仍会延续偏紧的货币政策基调，煤炭行业估值水平维持在低位的概率较高，二季度以后货币政策由“松”转“稳”转变完成，流动性紧缩预期对煤炭等资源股的压力大大缓解，煤炭股估值修复行情有望就此展开。因此，我们认为 2011 年一季度将是建仓煤炭股的好时机。



■ 着眼于资源整合和内生增长，重点推荐两类公司

在资源为王的时代，拥有丰富资源储备的公司将受到更多青睐；从资源储量和产能扩张两大角度着眼，我们重点推荐两类上市公司。

第一类：有资产注入预期的公司。煤炭行业普遍存在大集团、小公司的特殊格局，实现煤炭集团整体上市是必然的趋势，资产庞大的大股东将为公司产能扩展提供广阔的空间。因此，能从大股东处获得优质煤炭资产的公司将可超越行业平均增长速度，如中国神华、山煤国际、国阳新能、大同煤业。

第二类：产能扩张潜力大的公司。拥有众多在建或规划项目的公司其产量必将随着新项目的逐步投产而大幅提升，我们重点推荐具有强大内生增长空间的西山煤电、潞安环能、国投新集。

表 4：重点推荐公司财务预测

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	09BPS	09PE	10PE	11PE	09PB	评级
中国神华	1.52	1.79	2.04	9.48	16.33	13.89	12.19	2.62	买入
中煤能源	0.50	0.64	0.83	5.53	21.96	17.16	13.23	1.99	买入
兖州煤业	0.86	1.12	1.67	6.90	33.99	26.10	17.50	4.24	买入
大同煤业	0.89	0.85	1.03	5.38	24.65	25.81	21.30	4.08	买入
西山煤电	0.92	1.12	1.60	4.11	27.99	22.99	16.09	6.26	买入
国阳新能	0.77	1.10	1.32	1.41	38.16	26.78	22.32	20.86	买入
平煤股份	1.17	1.34	1.79	5.56	17.68	15.44	11.55	3.72	买入
开滦股份	0.96	1.25	1.66	4.51	20.84	16.01	12.05	4.44	买入
潞安环能	1.83	2.34	3.17	9.99	30.07	23.55	17.38	5.52	买入
兰花科创	2.12	2.44	2.89	10.92	21.55	18.72	15.81	4.18	买入
国投新集	0.45	0.74	1.03	3.69	31.38	19.08	13.71	3.83	买入
山煤国际	1.00	1.22	1.72	4.08	34.01	27.88	19.77	8.34	买入

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



五、行业重点公司简介

西山煤电(000983)

稀缺资源+成长明确的投资价值

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

- 本报告导读：
- 最大的优质炼焦煤生产基地
 - 斜沟矿进入规模生产阶段
 - 斜沟矿和整合矿是未来业绩增长亮点

投资要点：

■ 最大的优质炼焦煤生产基地

中国炼焦煤(焦、肥、瘦和气)保有储量 2549 亿吨, 仅占全国煤炭总储量的 25.4%, 比重偏小且品种不均衡, 优质炼焦煤资源(焦、肥)非常稀缺。公司拥有肥煤、焦煤、瘦煤资源可采储量 10.9 亿吨, 气煤、1/3 焦煤资源可采储量 13.6 亿吨, 是国内最大优质炼焦煤生产与销售企业。

■ 斜沟矿进入规模生产阶段, 预计 2010 年产量 1200 万吨

2010 年 2 月份, 斜沟矿由于液压支架发生故障导致上半年生产计划受到影响, 一季度产量 230 万吨, 二季度 220 万吨, 三季度恢复正常, 产量达到 350 万吨, 预计全年产量将达到约 1200 万吨。斜沟矿已进入规模生产阶段, 盈利能力将进一步提高。

■ 斜沟矿和整合矿是未来业绩增长亮点

公司未来的产量增长主要来自于: 1、斜沟矿: 未来 2 年可贡献每年约有 1000 万吨的增长, 达到 3000 万吨产能。2、整合矿井合计超过 1000 万吨, 临汾地区整合的数量在年产 480 万吨左右, 其他地方有 600 万吨左右, 以焦煤为主, 煤质优, 地质条件好, 具有良好的开发潜质。

■ 投资建议: 买入

预期 2010-2012 年公司 EPS 为 1.21 元、1.67 元和 2.26 元。对应当前股价的动态市盈率为 21.6 倍、15.6 倍和 11.5 倍。公司资源优势明显, 未来成长明确、空间巨大, 维持公司买入评级。

■ 公司主要财务数据

财务摘要(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	13254.9	12337.0	17347.6	25573.8	35128.9
(+/-)%	69.9%	-6.9%	40.6%	47.4%	37.4%
经营利润(EBIT)	2056.5	3565.7	4947.9	5806.6	8142.7
(+/-)%	-28.3%	73.4%	38.8%	17.4%	40.2%
净利润	2959.4	2229.7	3799.9	5260.5	7131.5
(+/-)%	181.5%	-24.7%	70.4%	38.4%	35.6%
每股净收益(元)	1.22	0.92	1.21	1.67	2.26
每股股利(元)	0.42	0.20	0.34	0.65	0.88
利润率和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售毛利率(%)	46.8%	43.1%	49.0%	46.4%	45.5%
ROE(%)	34.0%	22.2%	30.0%	30.8%	31.5%
ROIC(%)	25.0%	12.7%	19.4%	21.7%	23.4%
PE	21.3	28.3	21.6	15.6	11.5
PB	7.24	6.26	6.48	4.79	3.62
EV/EBITDA	46.8%	43.1%	49.0%	46.4%	45.5%

评级: 买入

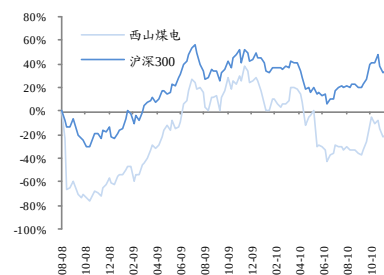
上次评级: 买入

目标价格: ¥00.00

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥25.20

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.40
2Q/2011	0.44
3Q/2011	0.43
4Q/2011	0.40



公司简介

公司位于我国优质炼焦煤基地太原古交矿区, 所产主焦煤和肥煤为全球稀缺煤种。兴县斜沟矿投产将使公司煤炭产量两年内翻番。

相关报告



潞安环能(601699)

期待整合煤矿的规模化释放

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

➤ 新项目陆续建成确保内生增长

本报告导读: ➤ 煤价“双轨”合一促持续稳定增长

➤ 集团资产注入渐趋水到渠成

投资要点:

■ 公司现状简介

- ✓ 公司拥有常村、五阳、屯留、王庄、漳村五座在产煤矿，可采储量 22.16 亿吨，煤炭年产量约 3000 万吨。
- ✓ 公司是国内最大的喷吹煤生产基地，并首创利用烟煤加工喷吹煤的技术，是喷吹煤行业的技术领导者。公司喷吹煤产量约 1000 万吨/年，占总产量的 1/3 左右。
- ✓ 公司以喷吹煤加工技术申请获得高新技术企业资质，享受 15% 优惠所得税率。

■ 公司未来主要看点:

- ✓ 姚家山投产。设计产能240万吨的姚家山煤矿预计将于2011年下半年投产，未来2年分别增加煤炭产量100万吨。
- ✓ 整合煤矿释放产能: 公司控股的潞宁煤业在宁武地区整合产能1260万吨/年（气煤为主），目前已形成超过200万吨/年的生产能力，预计大规模产能释放将在2011年底左右，2011-2012年可增加产量300-400万吨；公司在山西蒲县地区整合煤炭资源约700万吨（焦煤为主），预计未来两年内可分别增加200-300万吨的煤炭产量。
- ✓ 大股东资产注入。目前大股东最有可能注入的煤矿是郭庄煤矿和司马煤业，产能分别为180万吨/年和300万吨/年。

■ 投资评级: 买入

- ✓ 若不考虑资产注入，预计 2010-2013 年公司煤炭产量将分别达到 3200 万吨、3700 万吨、4500 万吨、4900 万吨，分别同比增长 200 万吨、500 万吨、800 万吨、400 万吨。

预计公司 2010 年-2012 年的每股收益分别为 2.68 元、3.24 元和 4.14 元，对应 2010 年 9 月 27 日的 PE 分别为 20.6、17.0 及 13.3。公司业绩快速稳定增长，估值优势明显，维持买入评级。

■ 公司主要财务数据

财务摘要	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入(百万元)	16669.9	18261.1	18622.8	22669.5	29541.9
(+/-)%	67.6%	9.5%	2.0%	21.7%	30.3%
EBITDA(百万元)	3556.2	1592.1	7128.3	5048.1	5934.7
(+/-)%	83.5%	-55.2%	347.7%	-29.2%	17.6%
净利润(百万元)	2850.2	2109.0	3078.3	3725.8	4760.2
(+/-)%	190.6%	-26.0%	46.0%	21.0%	27.8%
摊薄 EPS(元)	2.48	1.83	2.68	3.24	4.14
利润率和财务指标					
销售毛利率	41.1%	32.7%	38.9%	38.5%	37.8%
ROE	36.2%	23.4%	37.5%	36.3%	34.2%
ROIC	29.3%	17.2%	27.6%	27.0%	26.2%
PE	22.2	30.0	20.6	17.0	13.3
PB	8.05	7.01	7.70	6.16	4.55

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: ¥0.00

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥55.80

单季度业绩 元/股

1Q/2011 0.65

2Q/2011 0.22

3Q/2011 0.40

4Q/2011 0.47



公司简介

公司是我国最大的喷吹煤生产基地，独、首创了用烟煤加工喷吹煤的技术，并获得高新企业资质。在山西煤炭资源整合过程中，公司获得大量煤炭资源，未来增长潜力巨大。

相关报告



中国神华(601088)

业绩持续增长，价值严重低估

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

- 本报告导读:
- 煤、电、路、港一体化运营
 - 2010-2011年产量将保持稳定增长
 - 未来5年内产量将超5亿吨

投资要点:

- **坐拥庞大煤电资产。**截至2010年6月30日，公司拥有可采煤炭资源储量（中国标准下）115.73亿吨，拥有可售煤炭资源储量（JORC标准下）73.94亿吨。2009年实现煤炭销量2.54亿吨，发电量1050.9亿千瓦时。依托自有煤炭资源，公司电力业务盈利能力强大而稳健。
- **自有运一体化运营网络。**公司在继续完善自有铁路、港口等运输网络的同时，通过控股海运公司实现了煤炭运输各环节的全覆盖，进一步拓展了公司一体化经营优势。未来公司可通过为下游用户提供一对一、门对门服务而进一步巩固与客户的合作关系，从而保证公司业绩增长的持续性和稳定性。
- **未来5年内产量将超5亿吨。**公司计划到2013年建成：1个2亿吨级（神东），4个1亿吨级，4个5000万吨级的矿区，年产煤炭达到5.5亿吨；离集团承诺的资产注入期限渐进，逐步运行成熟的集团煤制油业务或将为公司开辟出更加广阔的盈利空间，一个崭新的煤电油运综合性能源巨头已初具雏形。
- **投资评级：买入。**公司煤电路港一体化运营优势无与伦比，在经济危机下煤炭业务盈利水平仍保持稳定，而2009年上半年处于低谷阶段的电力业务盈利能力也表现出明显的回升迹象，因此公司未来业绩的高增长将更有保证。预计2010-2012年公司可实现EPS为1.79元、2.20和2.62元，对应目前股价的动态市盈率为13.2、10.8和9.1倍。维持公司买入评级。

■ 公司主要财务数据

财务摘要（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	107133.0	121312.0	138341.0	161091.1	186723.5
(+/-)%	30.5%	13.2%	14.0%	16.4%	15.9%
经营利润（EBIT）	52253.0	57750.0	55059.4	71629.3	87920.1
(+/-)%	47.3%	10.5%	-4.7%	30.1%	22.7%
净利润	26588.0	30276.0	35896.3	43672.1	52093.1
(+/-)%	34.5%	13.9%	18.6%	21.7%	19.3%
每股净收益（元）	1.34	1.52	1.80	2.20	2.62
每股股利（元）	0.46	0.00	0.00	0.66	0.79
利润率和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售毛利率（%）	49.5%	49.3%	50.5%	52.0%	52.9%
ROE（%）	17.8%	17.9%	17.7%	17.7%	18.3%
ROIC（%）	13.2%	13.2%	13.8%	14.2%	14.5%
PE	17.8	15.6	13.2	10.8	9.1
PB	3.17	2.79	2.34	1.92	1.66
EV/EBITDA	9.8	8.7	9.3	7.1	5.9

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: ¥0.00

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥24.6

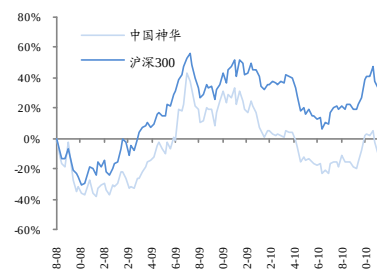
单季度业绩 元/股

1Q/2011 0.55

2Q/2011 0.52

3Q/2011 0.60

4Q/2011 0.53



公司简介

公司是国内唯一实行煤电路港一体化运营的公司，竞争优势无与伦比。目前煤炭产量规模世界第一，未来仍将持续快速增长。

相关报告



国投新集(601918)

区位优势明显，长期增长潜力巨大

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

➤ 新项目进度低于预期

本报告导读：➤ 2011-2012年产量将有爆发式增长

➤ 长期增长潜力巨大

投资要点：

■ 公司现状简介

- ✓ 公司矿区总面积约 1092 平方公里，含煤面积 684 平方公里，划分为 11 个井田和 4 个后备区，资源储量 101.6 亿吨，生产建设总规模 3590 万吨/年。
- ✓ 公司目前拥有新集一矿、新集二矿、新集三矿、板集矿四座在产煤矿，可采储量 10.78 亿吨，煤炭年产量约 1800 万吨。
- ✓ 公司紧靠经济发达但资源匮乏的长三角地区，需求旺盛且交通便利，与西北煤炭产地相比，运输距离近 1000 公里以上，公司区位优势十分明显。

■ 公司未来主要看点：

- ✓ 板集矿：设计产能300万吨/年，因井筒突水而延期，乐观估计2011年可贡献半年产量；
- ✓ 口孜东矿：设计产能500万吨/年，施工进度已完成近80%，预计 2011年下半年可建成投产；
- ✓ 公司还有口孜西、刘庄深部、罗园-连塘里、展沟等储备煤矿，未来5年公司煤炭总产能将达到3000万吨以上。

■ 投资评级：买入

- ✓ 2011-2012年，板集矿和口孜东矿相继投产并达产，每年将为公司贡献新增产量约400万吨，公司煤炭产量即将快速增长期。
- ✓ 预计2010-2012年公司可实现EPS 0.74元、1.03和1.36元，对应目前股价的动态市盈率为21.6、15.7和11.6倍。维持买入评级。

■ 公司主要财务数据

财务摘要	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入(百万元)	5426.3	4949.9	7043.4	9078.2	11671.8
(+/-)%	48.1%	-8.8%	42.3%	28.9%	28.6%
EBITDA(百万元)	1974.3	1990.4	3057.0	4178.0	5373.8
(+/-)%	82.0%	0.8%	53.6%	36.7%	28.6%
净利润(百万元)	1202.7	833.1	1365.9	1885.8	2553.5
(+/-)%	193.0%	-30.7%	63.9%	38.1%	35.4%
摊薄 EPS(元)	0.65	0.45	0.74	1.02	1.38
利润率和财务指标					
销售毛利率	43.9%	35.6%	39.3%	40.5%	41.3%
ROE	21.3%	13.6%	19.0%	20.8%	23.1%
ROIC	12.4%	7.6%	10.7%	12.4%	13.8%
PE	24.6	35.5	21.7	15.7	11.6
PB	5.24	4.83	4.13	3.27	2.68
EV/EBITDA(X)	16.8	17.5	11.6	8.5	6.7

评级：买入

上次评级：买入

目标价格：¥0.00

上次预测：¥0.00

当前价格：¥14.88

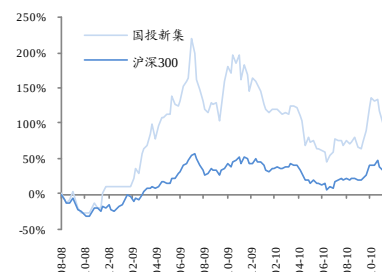
单季度业绩 元/股

1Q/2011 0.30

2Q/2011 0.21

3Q/2011 0.25

4Q/2011 0.27



公司简介

公司位于淮南煤田腹地，是我国重点建设的 13 个大型煤炭基地之一，主要生产优质动力煤。公司靠近华东煤炭消费市场，具有明显的区域竞争优势。

相关报告



浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com