

煤炭行业

2010 年 12 月 27 日

看好

相关研究：

需求预期向好提升估值空间——2010 四

季度投资策略

经济转型与变革期的煤炭行业——2010

下半年投资策略

政策至需求，华丽的转身——2010 煤炭行

业投资策略 091212

一年中煤炭需求绽放的季节——09 年四

季度投资策略 090930

政策护航，期待整合更大进展——09 下半

年投资策略 090620

消费淡季，抑或还是投资时机？——二季

度投资策略 0903

需求有好转迹象，把握不同煤种投资机会

090324

分析师

张红兵

执业证书编号：S0760209090157

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市海淀区大柳树路富海大厦 808

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

需求向好，注入题材精彩不断

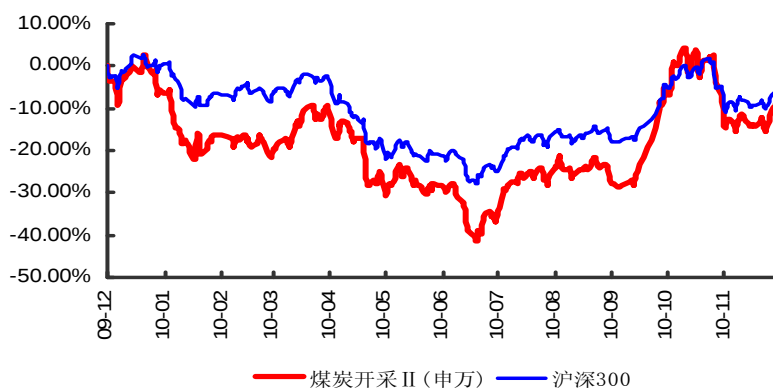
——2011 年煤炭行业投资策略

行业研究/行业策略

投资要点：

- **煤炭行业进入稳定增长期，抗风险能力增强。**1999-2009 年煤炭行业利润实现了从亏损 16.6 亿到盈利 2000 多亿的跨越，未来十年我们认为煤炭行业将进入稳定增长期，年均增速在 15-20%左右；且煤炭企业逐步实现规模化、集团化、多元化，抗风险能力将不断增强。
- **煤炭需求预期向好，而供给相对稳定。**我们认为明年以钢铁为代表的高耗能行业产量出现反弹的概率较大，粗钢产量增速我们认为在 8%以上，火电增速在 10%以上，煤炭需求向好；在以山西为代表的资源型经济转型、“天花板”设置及安全因素影响下，煤炭供给增速相对平稳，未来供给增速将会与环境、资源、需求相匹配，实现煤炭行业的可持续增长。
- **煤价中枢将逐渐上移。**发改委出手干预煤价，我们认为此举可能会一定程度上降低部分煤矿的生产积极性，从而减少一部分供给，明年二季度后 CPI 逐渐回落，煤价可能会有新的上涨动力，考虑到对重点电煤的限价，我们认为明年煤价的中枢也会向上移动，今年山西优混均价为 740 元/吨，我们认为明年均价会在 760 元/吨左右；考虑到国内焦煤需求的拉动以及亚太地区需求的平稳增长，我们看好明年焦煤 10%左右的提价空间，而无烟煤的价格则是稳中有升。
- **投资策略：**在煤炭需求向好、流动性相对宽松、大宗商品价格稳步上涨以及温和通货膨胀背景下我们看好煤炭行业的表现，尤其是上半年，建议积极关注煤炭股，我们建议关注资产注入预期强烈，及自身产量增速较快且明显受益于焦煤价格上涨的公司，综合起来我们构建的明年的投资组合是：西山煤电、潞安环能、煤气化、国阳新能、冀中能源。

一年煤炭股和大盘走势比较



目 录

一. 煤炭行业进入稳定增长期, 抗风险能力增强	5
1.1 十年积淀, 积聚能量	5
1.2 规模化、集团化、多元化提升竞争力	6
1.3 新的十年将是可持续发展的十年	7
二. 煤炭需求预期向好	8
2.1 钢铁产量明年可能会迎来大幅增长	8
2.2 高耗能行业产量的增长有利于电力需求回升	11
2.3 经济筑底回升, “十二五” 开局, 利好煤炭需求	14
三. 供给需要与资源、环境、需求相匹配	15
3.1 科学设定“天花板”, 实现煤炭行业可持续发展	15
3.2 透过山西看全国	16
3.4 中国进口对煤炭海运市场影响力越来越大	17
四. 煤价中枢逐步上移	18
五. 2011 年投资策略	19
5.1 煤炭股历年走势	19
5.2 今年煤炭股走势	20
5.3 估值水平还有提升空间	21
5.4 投资建议	22
5.5 主要上市公司盈利预测表	23
六. 风险因素:	24

图目录

图 1: 煤炭和电力利润总额比较	6
图 2: 煤炭产量及 GDP 增速	6
图 3: 煤炭企业综合实力增强	6
图 4: 煤炭销售利润及成本费用利润率	7
图 5: 煤炭收入及成本增速	7
图 6: 毛利率变化趋势	8
图 7: 季月均收入及利润环比增长	8

图 8: 生铁产量及增速.....	9
图 9: 钢材库存正逐渐下降	9
图 10: 房地产新开工面积增速仍较高.....	9
图 11: 十二五高铁投资将成为亮点	9
图 12: 全球钢铁产能利用率在提升.....	10
图 13: 亚洲主要国家钢铁产量一直在增长.....	10
图 14: 今年焦煤进口相对稳定	10
图 15: 重工业及轻工业用电占比.....	11
图 16: 各产业用电占比	11
图 17: 水泥产量及增速.....	12
图 18: 十种有色金属产量及增速	12
图 19: 火电发电量及同比增长.....	13
图 20: 发电量及火电占比	13
图 21: 季度 GDP 增速	15
图 22: 贸易顺差及当月同比	15
图 23: 原煤产量及同比增长.....	16
图 24: 国有重点及非国有重点煤炭产量.....	16
图 21: 山西省原煤产量.....	17
图 22: 重点整合矿产量稳步攀升	17
图 23: 煤炭进口量及累计同比.....	17
图 24: 煤炭出口量及累计同比	17
图 25: 澳大利亚煤炭价格走势.....	18
图 26: 秦港煤价走势	18
图 27: 主要城市焦煤及焦炭价格.....	19
图 28: 主要城市焦煤与焦炭差价	19
图 29: 喷吹煤价格走势.....	19
图 30: 无烟煤价格走势	19
图 31: 2000—2004 煤炭股走势	19
图 32: 2005—2010 煤炭股走势	19
图 33: 中国神华 A-H 比及均值.....	21
图 34: 兖州煤业 A-H 比及均值.....	21
图 35: 中煤能源 A-H 比及均值.....	21
图 36: 香港恒生 A-H 溢价指数.....	21
图 37: 市盈率相对 A 股估值比较.....	22
图 38: 市净率相对 A 股估值比较	22
图 39: 煤炭股投资逻辑	22

表目录

表 1: 近年各煤种进口.....	10
表 2: 澳大利亚优质焦煤出口统计.....	11
表 2: 主要行业用电占比变化.....	12

表 3: 历年年初煤价上涨时间.....	14
表 4: 耗煤高峰发电量比较.....	14
表 5: 亚太地区煤炭进口(万短吨).....	17
表 6: 年初以来各行业各季度涨幅比较.....	20
表 7: 主要上市公司盈利预测表.....	23

今年的煤炭行业在节能减排及房地产调控的影响下，波动比较大，下跌和上涨都异常凶猛，从年初到现在煤炭股依然是负收益，但如果能把握中间波动的行情收益还是颇丰，这就对煤炭行业的买点和卖点提出了更高的要求，一旦把握不好不但没有收益反而会深陷其中，今年我们也相对准确的提示了买入机会，希望在今后的研究中能更准确的为投资者服务。

“年年岁岁花相似，岁岁年年人不同”，用这么一句话来形容煤炭行业再贴切不可，跟往年一样的是煤炭行业维持了每年有行情的共性，跟往年不一样的是今年的行情主要集中在下半年，且来势汹涌。

展望 2011 年，我们维持我们之前的策略观点：2010 下半年策略报告中我们认为四季度煤炭行业是比较好的投资标的，2010 四季度策略报告中我们认为未来一段时间煤炭行业仍然是比较好的投资标的，经过 10 月份的大涨，11 月份的调整，我们在 11 月 9 日的周报中认为煤炭股还将进行调整，在 11 月 23 日的周报中我们率先提示可以考虑买入焦煤股，现在正值煤炭行业对下一年电煤合同谈判的时间，考虑到物价的大幅上涨，发改委明确要求明年的电煤合同不准涨价，这更加坚定了我们看好焦煤股的投资机会。

一. 煤炭行业进入稳定增长期，抗风险能力增强

1.1 十年积淀，积聚能量

煤炭行业产量在 96 年达到阶段峰值 13.7 亿吨后，煤炭行业经历了长达 5 年的调整期，这期间大量小煤矿关闭，煤矿产量回落到 10 亿吨左右，虽然亚洲金融危机对煤炭行业需求产生一定影响，但中国经济仍维持了 8.6% 的高增长，煤炭行业面临的问题还是行业自身问题，产能严重过剩导致行业连连亏损。

进入了新世纪，中国进入了重工业化快速发展的阶段，从 2000-2009 年这十年以钢铁为代表的主要工业产品十年间增幅都在 200% 以上，而煤炭产量增幅 185%，中国工业化进程的加快增加了对煤炭的需求，使煤炭行业从一个产能过剩的行业过度到供需相对平衡的局面，煤炭行业度过了 10 年黄金时间，这十年间煤炭行业的利润实现了从亏损到 2000 多亿的跨越。

图 1: 煤炭和电力利润总额比较

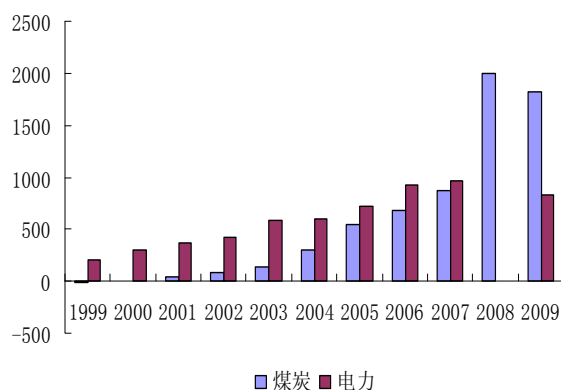
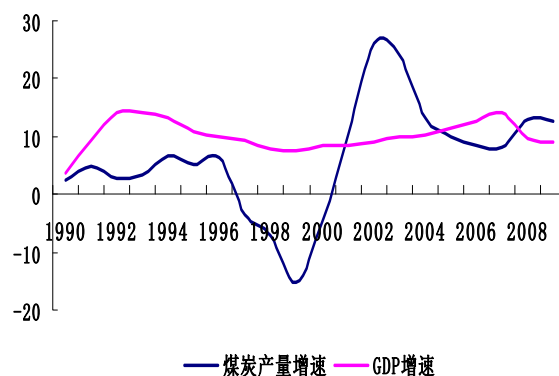


图 2: 煤炭产量及 GDP 增速



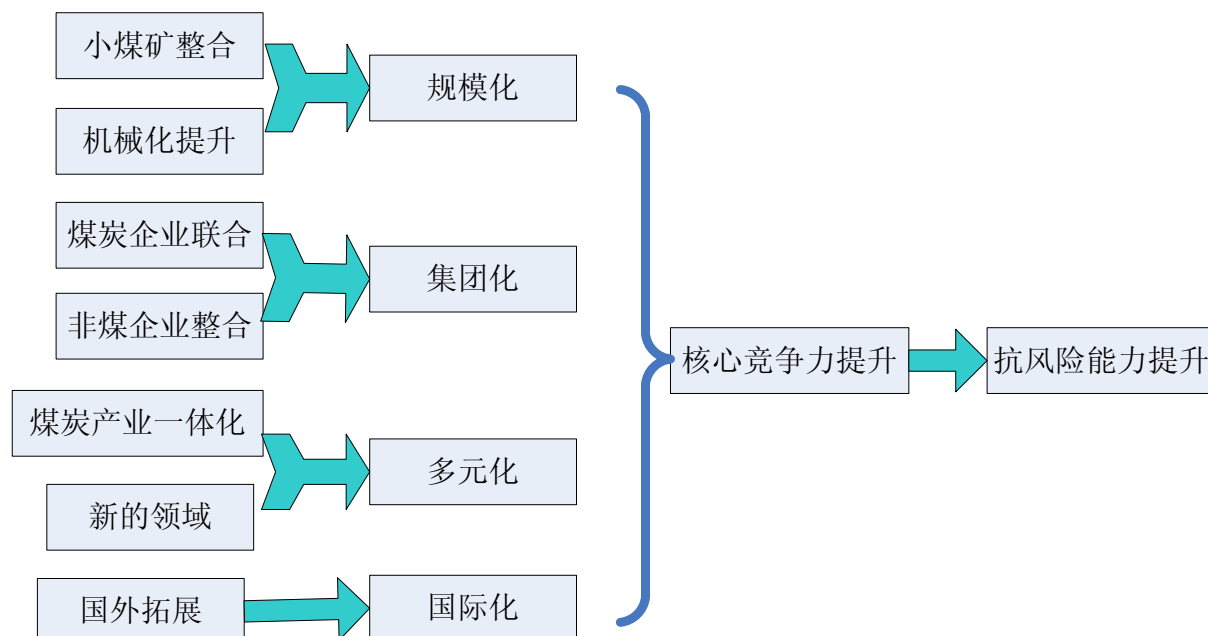
数据来源: wind, 山西证券研究所

数据来源: wind, 山西证券研究所

1.2 规模化、集团化、多元化提升竞争力

进入“十一五”后煤炭行业兼并重组速度加快，小煤矿逐渐退出历史舞台，以山西省为例，整合后山西平均单井产能从 30 万吨提升到 90 万吨，煤炭行业企业规模逐渐扩大；煤炭企业之间，煤炭与其他行业的兼并重组也在加快，河北、山东、河南、山西等省份整合后出现了一批规模化、集团化的能源企业。

图 3: 煤炭企业综合实力增强



资料来源: 山西证券研究所

煤炭企业的发展路径也在发生变化，有以神华集团为代表的煤、电、路、港一体化的综合能源企业集团；有像大同煤业塔山工业园区为代表的循环经济园区建设；有像冀中能源集团以煤为主，业务延伸至医药、航空等业务的多元发展模式。煤炭企业的综合竞争力在不断增强，抗风险能力也在不断增强。

1.3 新的十年将是可持续发展的十年

据报道到“十二五”末，东部的煤炭产量控制在 5 亿吨以内，中部煤炭产量占 35%左右，西部煤炭产量增量占 65%。“北煤南运、西煤东调”的规模将进一步扩大，到 2015 年，30 万吨以下的小煤矿产量将减少为 5 亿吨，占全国煤炭总产量的 13%，煤炭总产量将达 36 亿~38 亿吨，大型煤矿占 25 亿吨，将从“十一五”期间 56%提高到 66%，大型煤矿进一步成为产煤主导。近日山西省被批准为国家资源经济改革综合试验区，这个政策的出台，未来煤炭行业的产量必然会跟资源、环境以及需求相匹配，粗放式的开采逐渐向绿色开采转变，煤炭行业迈入可持续发展时代，同时煤炭的价格也将是持续上涨的过程。

我们认为新的十年煤炭行业集中度越来越高，资产证券化率将会越来越高，机械化程度也越来越高，安全及工作条件也将得到极大改善，对世界煤炭市场的影响也越来越大。在以前系列报告中我们也进行过测算，考虑到节能减排对资源的约束，未来十年煤炭需求仍将以 4%以上的速度增长，每年利润增速也将维持在 15%左右。

图 4：煤炭销售利润及成本费用利润率

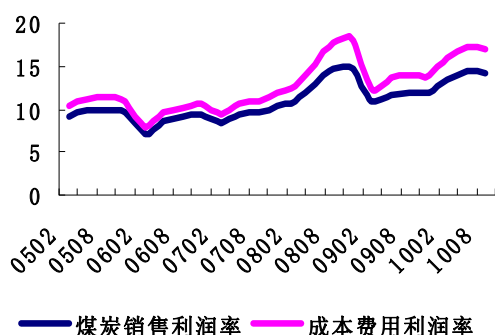
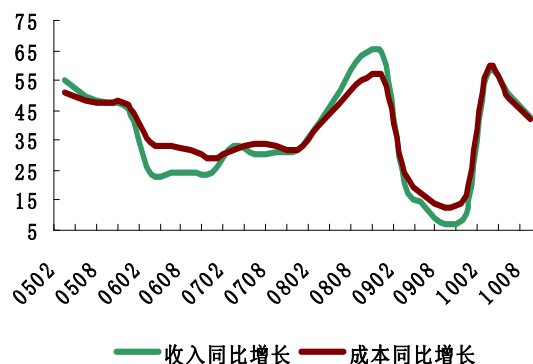


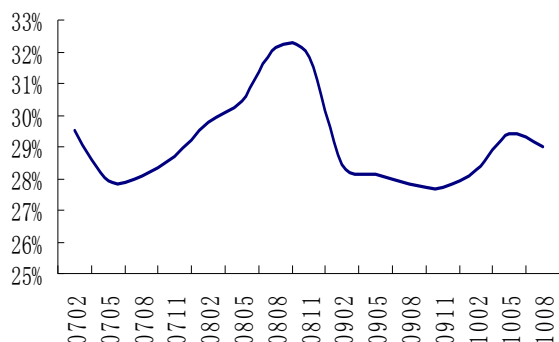
图 5：煤炭收入及成本增速



数据来源：wind，山西证券研究所

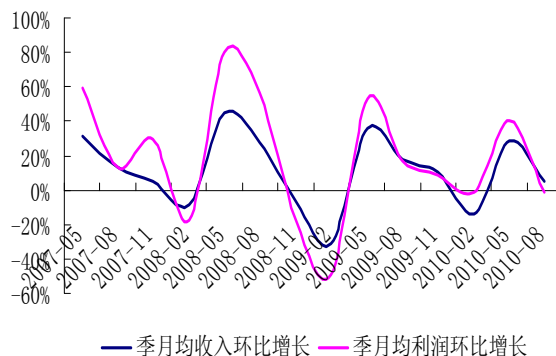
数据来源：wind，山西证券研究所

图 6: 毛利率变化趋势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 7: 季月均收入及利润环比增长



数据来源: wind, 山西证券研究所

二. 煤炭需求预期向好

在下半年策略报告中我们认为影响下半年煤炭需求的几个因素: 一是房地产政策调控, 导致房地产施工面积下降, 从而降低煤炭需求; 二是下半年节能减排压力较大, 一部分高耗能产业将会被限产。延续四季度我们对煤炭行业的观点, 进入 2011 年我们认为煤炭需求最坏时期已经过去, 煤炭需求正逐渐好转。

2.1 钢铁产量明年可能会迎来大幅增长

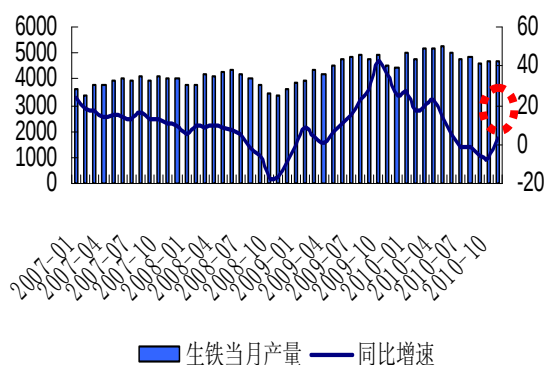
2.1.1 钢铁需求有利于钢铁产量的释放

今年由于受到节能减排以及房地产调控的影响, 钢铁产量从 5 月份后开始逐渐下滑, 8 月份之后出现负增长, 经历了节能减排最严厉的 8、9 月份, 钢铁产量我们认为已经企稳。今年粗钢产量我们认为在 6.25 亿吨左右, 同比增长 10%, 考虑到今年年底还有一部分新增产能以及由于不属于落后产能而为完成节能任务停产的产能, 我们认为明年钢铁产量增速在 8% 以上, 相当于月均产量 5600 万吨。

而钢铁需求方面依然有保证, 首先房地产新开工面积以及在建面积仍将会维持在相对比较高的位置; 其次保障性住房建设快速增长成为房地产投资的巨大亮点, 2011 年保障性住房将新开工 1000 万套, 相比今年的 580 万套增长了 72%, 这成为未来几年用钢需求持续的亮点; 再次基建投资还在持续, 高铁也将成为“十二五”期间的新兴产业大力发展, 据报道“十二五”期间, 铁路基建总投资在 3.5 亿元左右, 比“十一五”高 70%; 最后

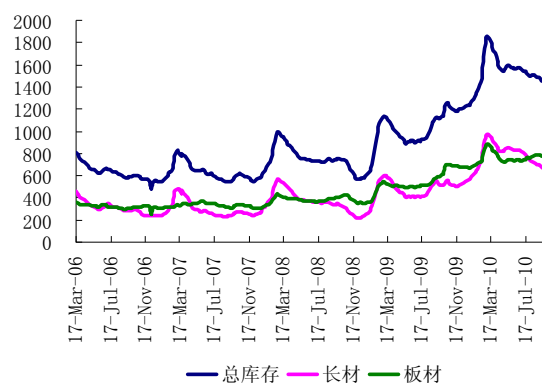
高端制造业纳入战略新兴产业，我们也认为这是战略新兴产业中未来几年增长最为确定的行业，这几面综合起来我们认为明年钢铁需求增速能保证钢铁行业产量的释放。

图 8：生铁产量及增速



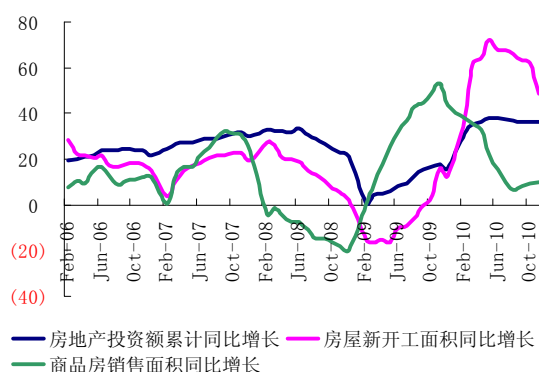
数据来源：我的钢铁网，山西证券研究所

图 9：钢材库存正逐渐下降



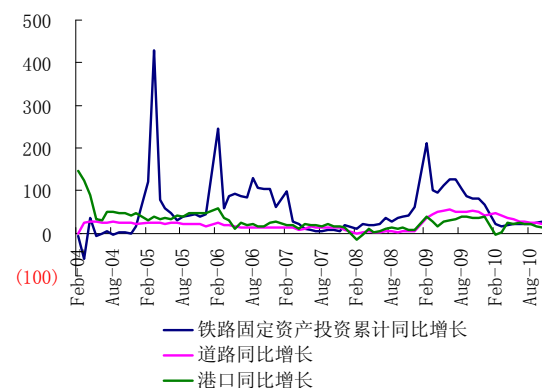
数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：房地产新开工面积增速仍较高



数据来源：我的钢铁网，山西证券研究所

图 11：十二五高铁投资将成为亮点

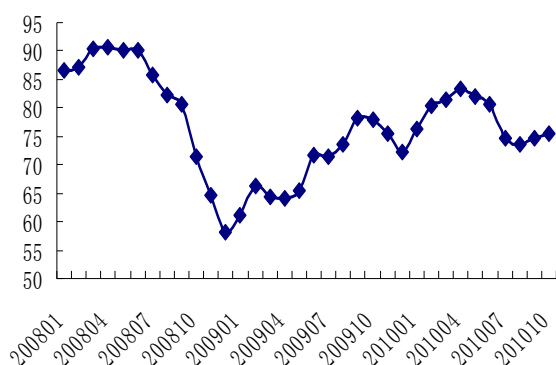


数据来源：wind，山西证券研究所

2.1.2 全球钢铁产能利用率还在提升

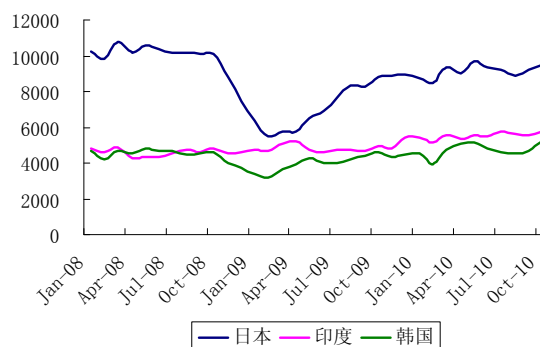
虽然中国在 8、9 月份大规模的限产停产，但国际钢铁产量依然在增长，产能利用率也在提升，亚洲主要国家日本、韩国以及印度钢铁产量近几个月环比同比一直在增长，10 月份日本钢铁产量同比增长 8%，韩国产量同比增长 11.4%，其他主要经济体如德国同比增长 11%，美国同比增长 9.6%，外围经济的逐渐好转，全球钢铁产能利用率也还将逐渐提升。

图 12: 全球钢铁产能利用率在提升



数据来源: 我的钢铁网, 山西证券研究所

图 13: 亚洲主要国家钢铁产量一直在增长



数据来源: wind, 山西证券研究所

2.1.3 钢铁产量的恢复拉动焦煤需求

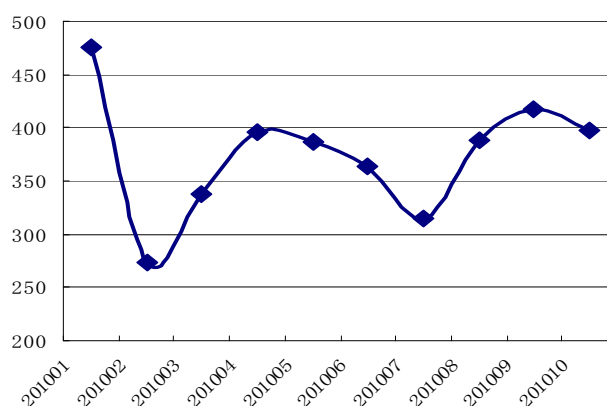
中国钢铁产量的恢复以及全球钢铁产能利用率的提升必然会进一步拉动焦煤的需求, 虽然 5 月之后中国钢铁产量在下降, 但进口焦煤却相对稳定, 截至到 10 月份进口焦煤 3751 万吨, 比去年同期增长了高达 32%。

表 1: 近年各煤种进口

	冶金煤	动力煤	无烟煤
2007	622	1336	2842
2008	686	982	1939
2009	3442	3803	3433
2010. 1-10	3751	4317	2151

数据来源: CCTD, 山西证券研究所

图 14: 今年焦煤进口相对稳定



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

表 2: 澳大利亚优质焦煤出口统计

	Mar qtr 2009	Jun qtr 2009	Sep qtr 2009	Dec qtr 2009	Mar qtr 2010	Jun qtr 2010	Sep qtr 2010
Brazil	0.23	0.55	0.38	0.97	0.76	0.88	1.21
China	3.66	5.65	5.74	3.93	3.04	2.80	2.94
Chinese Taipei	0.43	0.69	0.84	0.68	0.76	1.21	0.98
European Union 27	1.35	1.85	2.82	3.15	2.83	4.75	4.57
India	3.35	5.69	5.52	6.27	5.02	7.70	6.88
Japan	4.59	4.58	6.30	6.77	5.71	7.47	6.77
Korea, Rep. of	1.44	1.01	1.79	1.35	1.88	1.87	1.81
Other	0.50	0.75	0.95	1.00	1.13	1.44	0.77
Total	15.55	20.77	24.34	24.13	21.13	28.12	25.94

数据来源: abare, 山西证券研究所

澳大利亚是主要的焦煤出口国,从澳大利亚出口情况来看,优质焦煤的出口基本都是稳中有升,综合来看我们认为国际国内的需求环境必然会抬升焦煤需求,从而拉动焦煤价格的上涨。

2.2 高耗能行业产量的增长有利于电力需求回升

前面我们分析了钢铁行业产量的增长,同样我们认为水泥等其他今年受节能减排影响比较大的行业明年产量都会出现增长,这种增速有可能超预期,从而带来电力需求的回升。

2.2.1 节能减排使高耗能行业用电降低

图 15: 重工业及轻工业用电占比

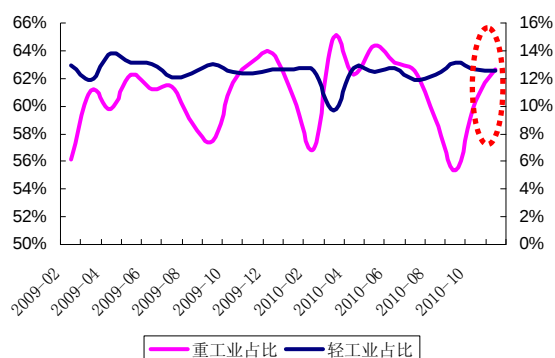
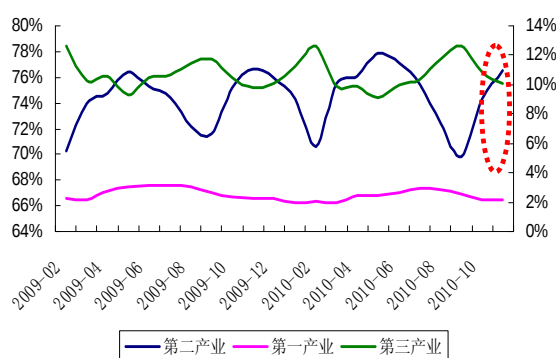


图 16: 各产业用电占比



数据来源: wind, 山西证券研究所

数据来源: wind, 山西证券研究所

由于节能减排的影响，高耗能行业产量都受到一定程度的影响，从而使高耗能行业用电受到影响，从6月份之后用电占比一直在下降，我们认为11月份之后将会企稳回升，从目前情况来看不管是重工业还是第二产业用电量占比都在企稳回升。

表 2：主要行业用电占比变化

时间	黑色金属 冶炼及压 延加工业 用电比重 %	有色金属 冶炼及压 延加工业 用电比重 %	化学原料 及化学制 品制造业 用电比重 %	金属制品 业用电合 计比重 %	制造业用 电比重 %	非金属矿 物制品业 用电比重 %
2009-2-28	11.11	6.77	7.46	2.18	52.56	5.41
2009-3-31	10.81	6.55	7.48	2.1	51.22	5.29
2009-4-30	10.81	6.61	7.89	2.19	52.68	5.58
2009-5-31	10.96	6.68	7.81	2.18	53.03	5.78
2009-6-30	11.03	6.74	7.83	2.21	53.41	5.87
2009-7-31	10.95	6.74	7.89	2.2	53.12	5.78
2009-8-31	11	6.74	7.82	2.22	53.07	5.75
2009-9-30	11.08	6.79	7.8	2.21	53.28	5.78
2009-10-31	11.16	4.28	7.83	2.2	53.53	5.81
2009-11-30	11.19	7	7.82	2.2	53.69	5.86
2010-2-28	11.74	8.12	8.21	11.97	56.22	5.46
2010-4-30	11.6	8.02	7.99	2.31	54.6	5.41
2010-5-31	11.69	8.04	7.96	2.23	55.11	5.64
2010-6-30	11.73	8.01	7.94	2.42	55.52	5.8
2010-7-31	11.52	7.9	7.82	2.41	54.97	5.78
2010-8-31	11.39	7.77	7.68	2.41	54.62	5.78
2010-9-30	11.36	7.68	7.63	2.43	54.71	5.83
2010-10-31	11.29	7.91	7.5	2.51	56.03	6.35

数据来源：中国产业分析平台，山西证券研究所

图 17：水泥产量及增速

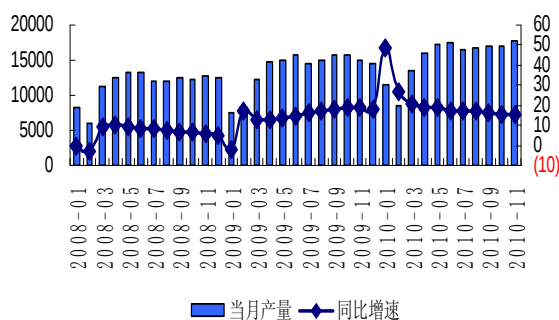
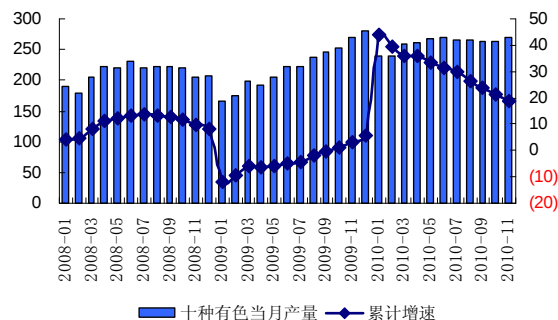


图 18：十种有色金属产量及增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

数据来源: wind, 山西证券研究所

2.2.2 明年发电增速依然在 10%以上

我们在下半年投资策略报告中认为 6—12 月火力发电比去年同期增长在 3%左右,月均火力发电 2700 亿千瓦时,从 6—11 月情况来月均发电 2722 亿千瓦时,基本符合我们预期。

1—11 月份电力增速是 14%,而火电是 13%,今年夏季来水情况比较好,水电投产产能上升(火电装机容量从占比 77%下降到 76%)以及节能减排的影响,下半年火电增速低于整体发电增速,如耗电高峰期 8 月份火电比 3 月份只增长了 2%左右,而同期发电量却增长了 16%,往年 6—11 月份火电占比在 80%左右,而今年只有 76%。

我们宏观组预计今年 GDP 增速在 10%左右,明年增速在 9%左右,所以今年电力弹性系数在 1.3 以上,虽然新兴产业的发展,电力弹性系数也不可能急剧下降,我们跟电力行业研究员沟通明年电力增速 10%以上的概率较大,电力弹性系数只是 1.1 左右,我们认为这是安全的。

图 19: 火电发电量及同比增长

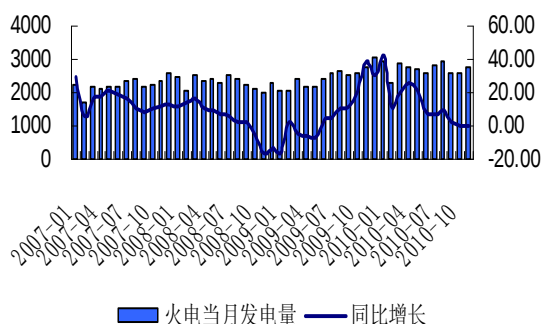
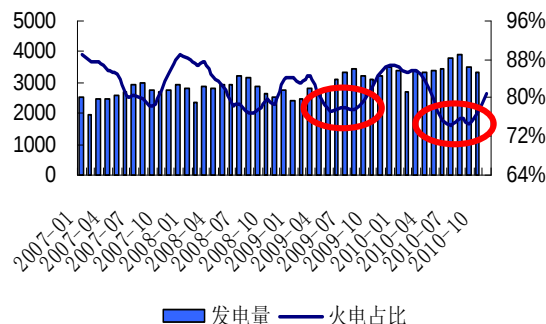


图 20: 发电量及火电占比



数据来源: wind, 山西证券研究所

数据来源: wind, 山西证券研究所

2.2.3 天气因素影响发电量及用电量, 关注天气对煤价影响(画图)

回忆去年年底至目前的煤价上涨,第一次是在去年 10 月份后,这是全国普遍提前降雪,第二次是 3 月末,这是因为南方干旱造成水力发电贡献较少,从而使煤价提前结束下跌,进入上升通道,第三次今年由于天气变冷相对较晚,10 月份之后煤价才开始上涨。

表 3: 历年年初煤价上涨时间

年份	煤价开始上涨时间点
2007	5 月 28
2008	4 月 28
2009	4 月 13
2010	3 月 29

数据来源: wind, 山西证券研究所

因此天气因素已成为影响煤炭需求的重要变量,同时也影响着煤炭供给及运输。回顾往年,正常年份每年冬季与夏季的发电量基本持平或小幅下降,但 2009 年末 2010 年年初发电量比 2009 年夏季增长 3%左右,除了经济活动特别比较活跃外,另一方面是冬季比较寒冷,导致发电量上升,从而也导致了煤价的上涨。

表 4: 耗煤高峰发电量比较

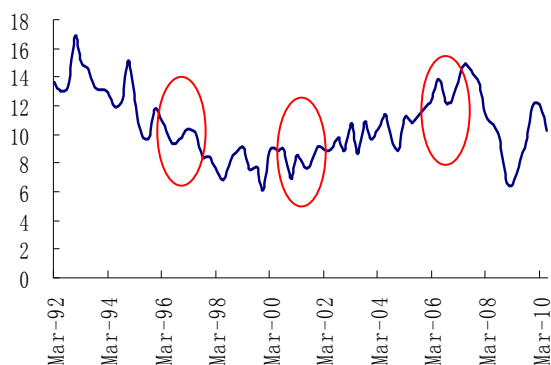
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
7、8	2368	2580	2914	3400	3820	4341	5088	5905	6356	6788
12、1	2230	2630	2890	3190	3846	4310	5086	5779	5173	6891
全年平均	1094	1184	1342	1526	1762	1998	2291	2650	2827	3018
7-8 月比平均增长	8.2%	8.9%	8.6%	11.4%	8.4%	8.6%	11.0%	11.4%	12.4%	12.5%
12、1 比平均增长	1.9%	11.0%	7.7%	4.6%	9.2%	7.9%	11.0%	9.0%	-8.5%	14.2%

数据来源: wind, 山西证券研究所

2.3 经济筑底回升,“十二五”开局,利好煤炭需求

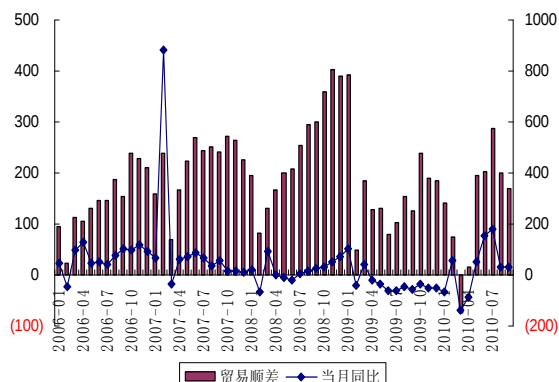
我们宏观组认为本轮经济应该明年一季度见底,然后经济进入下一个增长周期中,且明年是“十二五”开局之年,以往五年计划开局之年经济增速都呈上升态势,且投资增速都比较高,我们认为“十二五”保障性住房假设的加快,以及高铁投资进入快车道,我们看好明年投资对经济的拉动,从而我们看好煤炭需求。

图 21: 季度 GDP 增速



数据来源：统计局，山西证券研究所

图 22: 贸易顺差及当月同比



数据来源：wind，山西证券研究所

三. 供给需与资源、环境、需求相匹配

近日国务院批准设立山西省为国家资源型经济转型综合配套改革试验区，山西成为继浦东新区、天津滨海新区、深圳市、武汉城市圈、湖南长株潭城市群、重庆市和成都市以及沈阳经济区后第九个综合配套改革试验区。

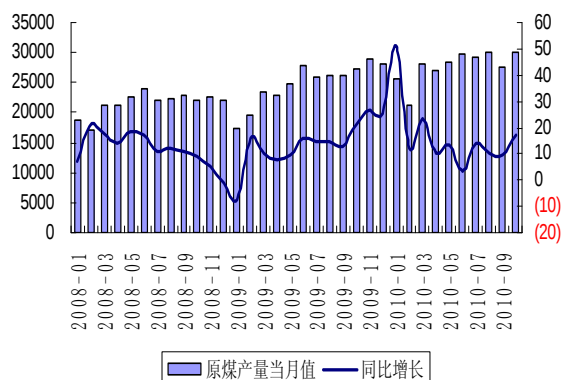
我们认为山西的获批意味着能源大省正式转型的开始，同时山西的转型又为其他资源城市转型提供宝贵经验，山西的获批意味着能源大省不再以追求煤炭产量增速为主要目标，维持一个与资源、环境以及需求相匹配的供给增速才是切实可行的，因此我们认为未来煤炭行业供给不可能出现大幅度波动。

3.1 科学设定“天花板”，实现煤炭行业可持续发展

发改委副主任张国宝在 2010 中国国际煤炭发展高层论坛上建议要科学的设定一个“十二五”煤炭生产开采总的目标，建议目标在 40 亿吨以下；在全国煤炭工作会议上，国家能源局煤炭司司长方君实表示，“十二五”期间中国煤炭产量的天花板将是 37 亿吨左右。高层密集表态，设定煤炭行业未来五年天花板，从行业发展来看，我们认为此举是利好的，这有利于国内的产业升级，有利于节能减排目标的实现，有利于煤炭行业的可持续发展，但合理的“天花板”究竟是多少？如果经济增速维持高位，煤炭供给出现短缺，这时候突击增加产量会不会引起安全问题？因此合理

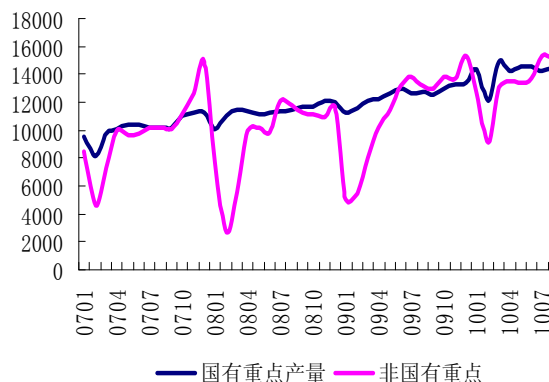
的天花板应该与资源、环境以及需求相匹配。通过我们对需求的判断，我们认为未来五年煤炭产量增速要维持在 5% 左右。

图 23: 原煤产量及同比增长



数据来源：统计局，山西证券研究所

图 24: 国有重点及非国有重点煤炭产量



数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 透过山西看全国

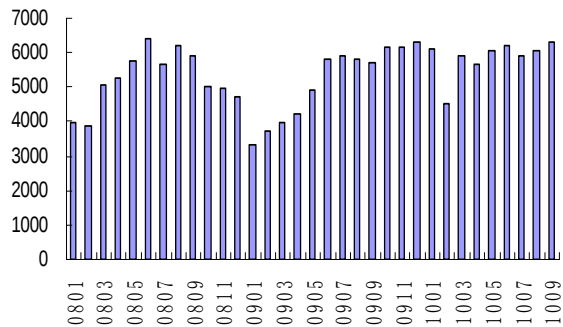
“十二五”要通过兼并重组形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，全国煤矿采煤机械化程度达到 75% 以上，千万吨级煤矿达到 60 处，而山西亿吨级煤炭企业将在 4 个以上，透过山西我们认为未来十二五将是兼并重组加速的时间。

在山西整合后不久，内蒙、河南、陕西、贵州等省份都相继发布了自己的整合目标，煤矿个数大规模压缩，十二五末，全国煤矿个数将由 10000 个压缩到 4000 个，单井产能 80 万吨以上。

山西整合后，小煤矿产量释放相对缓慢，重点整合矿月均产量维持在 750 万吨左右，从我们调研情况来看，整合矿产量释放可能要在 2012 年，我们总体认为还是平稳的。

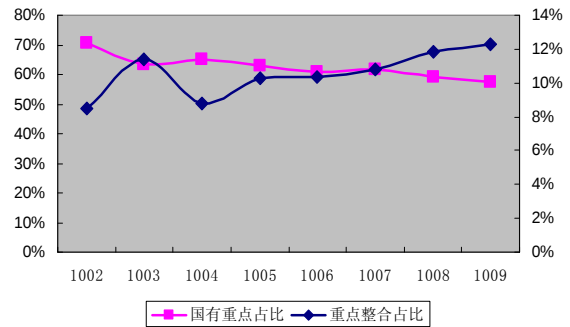
外有天花板的限制，内有整合后安全的紧箍咒，我们认为煤炭行业供给增速将下降，维持每年 5% 左右，今年煤炭产量在 32.5 亿吨左右，明年在 34.5 左右，增速降至 6%。

图 21: 山西省原煤产量



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

图 22: 重点整合矿产产量稳步攀升

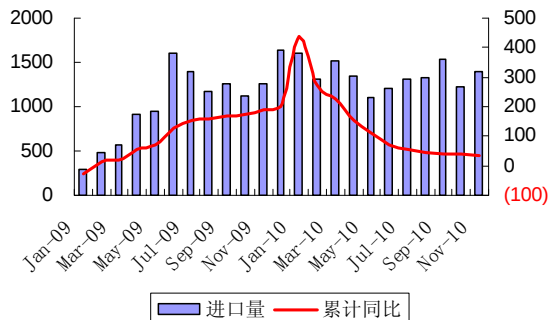


数据来源: CCTD, 山西证券研究所

3.4 中国进口对煤炭海运市场影响力越来越大

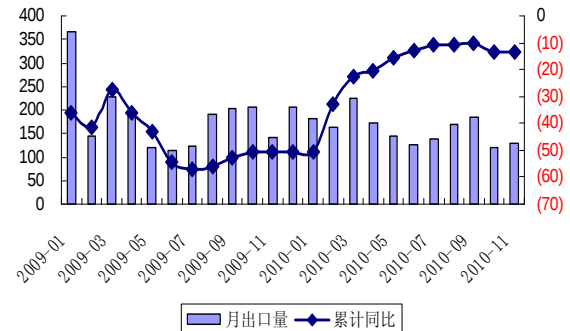
09 年中国净进口 10343 万吨, 今年净进口有望超过 14000 万吨, 明年净进口有望超过 15000 万吨, 中国占亚太进口贸易量从 2008 年的 8% 上升到 2009 年 24%, 中国进口对亚太地区影响力越来越大。

图 23: 煤炭进口量及累计同比



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 24: 煤炭出口量及累计同比



数据来源: wind, 山西证券研究所

表 5: 亚太地区煤炭进口(万短吨)

	2005	2006	2007	2008	2009
China	28855	42005	56236	44467	150969
India	45421	52654	59571	67113	76748
Japan	198739	199678	208984	205919	182089
Korea, South	81833	84123	94082	107062	109854
Taiwan	66765	69059	72520	70814	64617
Thailand	9441	12298	15560	17626	16243
Asia & Oceania	468633	501455	551520	551083	637217
World	915797	989838	1047440	1042110	1039756

数据来源: eia, 山西证券研究所

四. 煤价中枢逐步上移

下半年策略报告中我们相对看好无烟煤价格，实际情况确实是无烟煤价格表现较好，四季度报告我们认为煤炭价格进入上行空间，发改委出手干预煤价超出我们预期。进入四季度动力煤价格出现上扬，通过比较供需，以及新增需求和供给，我们看好焦煤价格，虽然重点电煤合同价受到管制但我们还是认为明年动力煤价格中枢还是要上移。

今年 CPI 屡创新高，发改委不得不出手干预煤价，我们认为此举可能会一定程度上降低部分煤矿的生产积极性，从而减少一部分供给，煤炭价格上涨的动力就更强，在明年二季度后 CPI 逐渐回落，煤价可能会有新的上涨动力。考虑到对重点电煤的限价，我们认为明年煤价的中枢也会向上移动，今年山西优混在 675 元/吨-810 元/吨之间波动，均价为 740 元/吨，我们认为明年均价会在 760 元/吨左右。

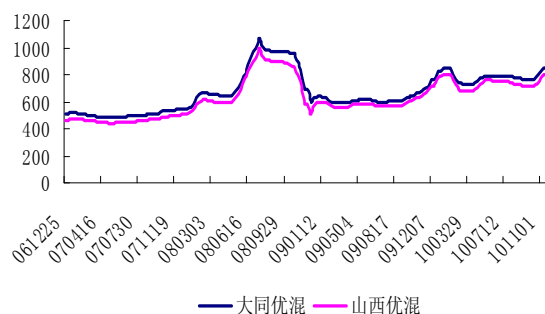
考虑到国内焦煤需求的拉动以及亚太地区需求的平稳增长，我们看好明年焦煤 10%左右的提价空间，而无烟煤的价格则是稳中有升。

图 25: 澳大利亚煤炭价格走势



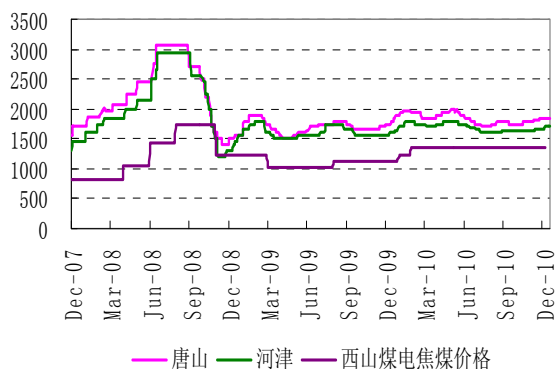
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 26: 秦港煤价走势



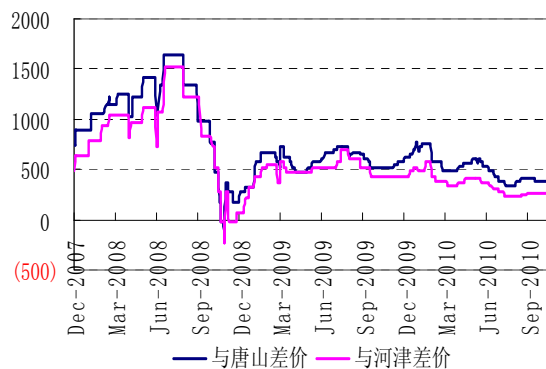
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 27:主要城市焦煤及焦炭价格



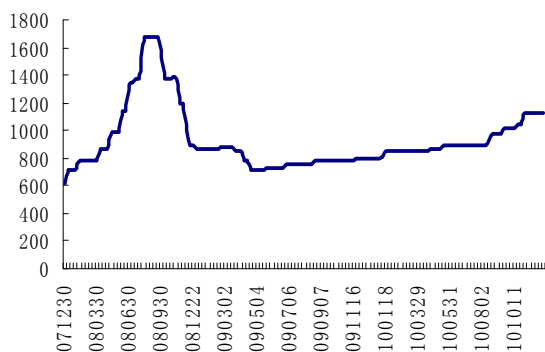
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 28: 主要城市焦煤与焦炭差价



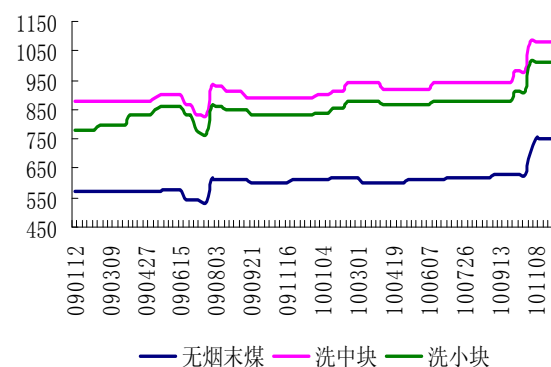
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 29:喷吹煤价格走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 30: 无烟煤价格走势



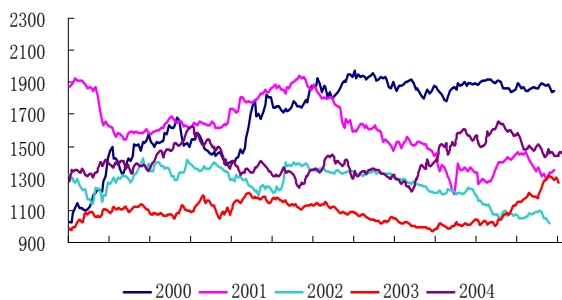
数据来源: wind, 山西证券研究所

五. 2011 年投资策略

5.1 煤炭股历年走势

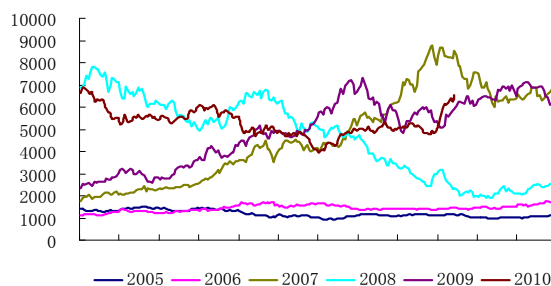
统计历年煤炭股走势,我们发现煤炭股一般上半年走势比较好,且每年基本都有行情。

图 31: 2000—2004 煤炭股走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 32: 2005—2010 煤炭股走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

5.2 今年煤炭股走势

上半年煤炭行业走势比较疲软，除了 3 月份及 4 月份跑赢大盘外，煤炭行业整体都处倒数，上半年煤炭行业累计跌幅 38.02%，居倒数第二位。上市公司除国际实业外，跌幅都比较大。

进入下半年煤炭行业表现优异，尤其以 7 月份和 10 月份。四季度以来，煤炭行业在需求预期转好及美元贬值的背景下，煤炭行业表现抢眼，10 月份更是大涨 36.84%。

表 5：年初以来各行业各季度涨幅比较

申万一级行业	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	全年
房地产	(3.16)	(31.65)	11.94	6.81	(21.86)
黑色金属	(14.09)	(29.56)	13.30	6.50	(26.05)
金融服务	(5.62)	(19.78)	(2.36)	6.24	(21.38)
综合	15.55	(26.60)	26.61	13.41	23.72
交通运输	4.55	(25.21)	9.89	5.91	(8.40)
餐饮旅游	14.38	(22.89)	25.13	7.38	18.03
纺织服装	10.20	(22.24)	22.45	10.84	15.21
公用事业	0.92	(20.59)	8.61	8.48	(6.23)
沪深 300	(5.99)	(23.87)	13.25	12.20	(9.36)
建筑建材	0.44	(25.37)	25.29	20.88	13.65
信息服务	5.17	(20.47)	12.46	13.42	5.69
采掘	(13.23)	(27.82)	16.04	27.74	(4.59)
商业贸易	2.37	(17.13)	29.83	0.77	10.28
煤炭开采 II	(14.28)	(28.78)	16.98	22.90	(9.44)
农林牧渔	4.76	(19.06)	32.70	14.12	29.74
电子元器件	14.55	(16.19)	26.24	23.03	48.24
机械设备	2.84	(20.67)	28.24	27.17	32.51
有色金属	(8.77)	(21.46)	37.74	22.81	21.82
轻工制造	6.56	(24.95)	23.49	9.01	9.14
化工	(8.64)	(30.64)	14.83	8.97	(19.34)
家用电器	0.99	(25.14)	18.92	13.29	2.25
交运设备	(6.11)	(23.28)	31.74	10.12	5.22
食品饮料	(2.96)	(12.50)	34.81	14.92	30.93
信息设备	8.68	(21.61)	21.74	18.83	21.82
医药生物	5.16	(9.46)	31.21	12.10	37.03

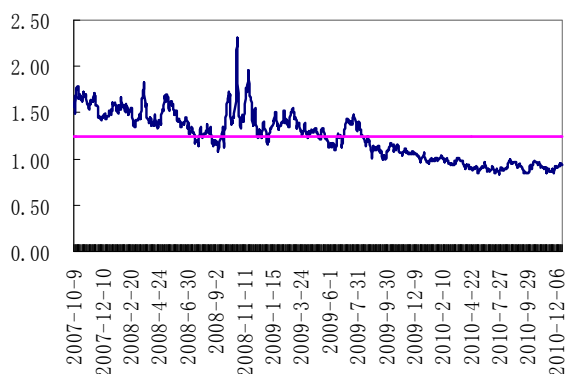
数据来源：wind，山西证券研究所（注：除煤炭行业为申万二级行业外，其余是申万一级行业），数据截至 12 月 17 日

5.3 估值水平还有提升空间

兖州煤业 A-H 回到均值水平，神华及中煤 A-H 近期虽有所反弹，但仍处于均值水平以下。

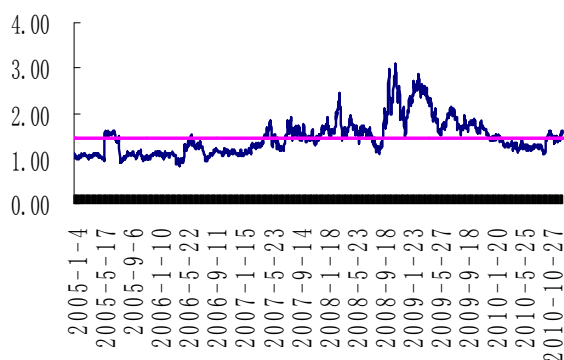
煤炭板块相对 A 股市盈率以及市净率回复到历史平均水平后有所提升，在需求向好的背景下我们认为煤炭估值仍有提升空间。

图 33：中国神华 A-H 比及均值



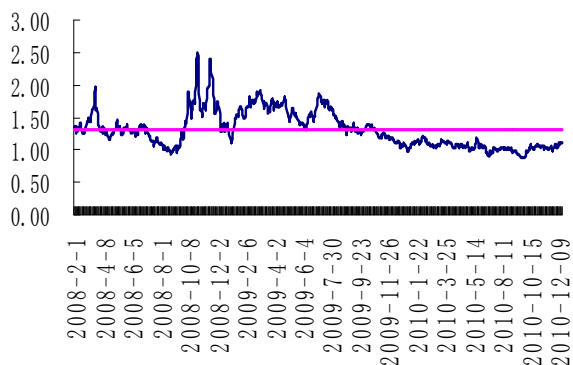
数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：兖州煤业 A-H 比及均值



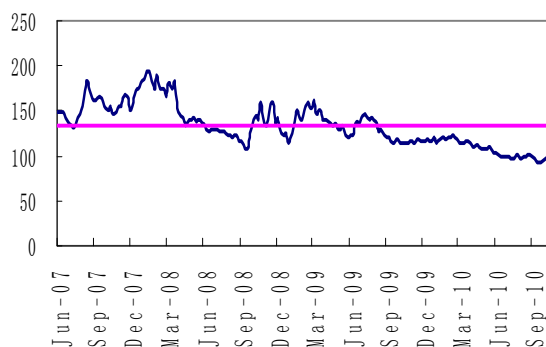
数据来源：wind，山西证券研究所

图 35：中煤能源 A-H 比及均值



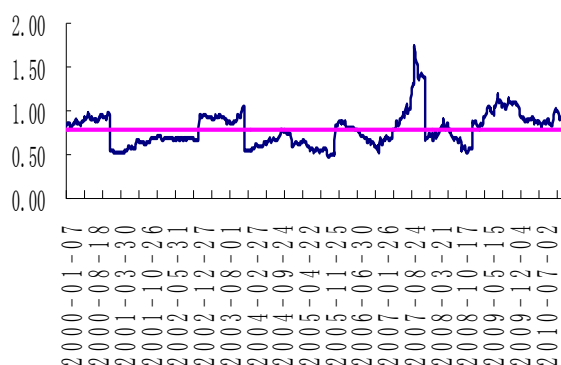
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：香港恒生 A-H 溢价指数



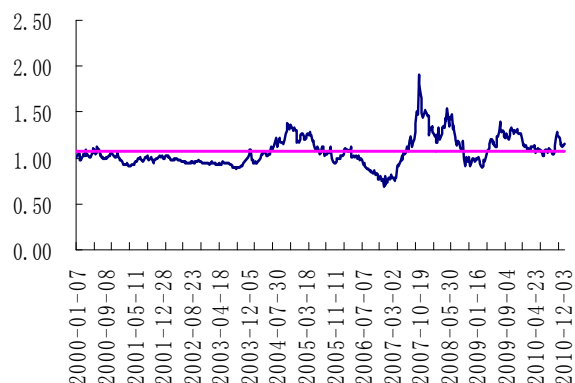
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：市盈率相对 A 股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

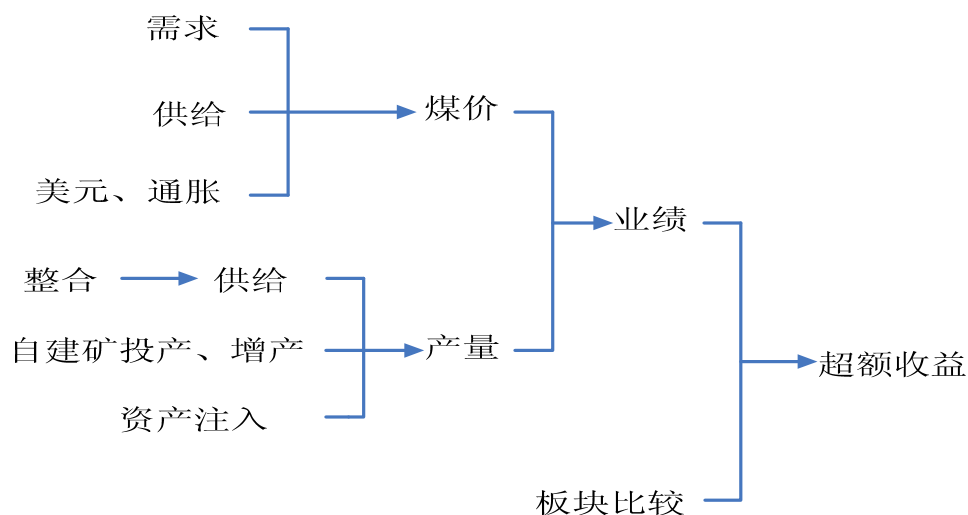
图 38：市净率相对 A 股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

5.4 投资建议

图 39：煤炭股投资逻辑



资料来源：山西证券研究所

在煤炭需求向好、流动性相对宽松、大宗商品价格稳步上涨以及温和通货膨胀背景下我们看好煤炭行业的表现，尤其是上半年，建议积极关注煤炭股。

需求向好首先关注的是焦煤子行业，其次是在山西小煤矿整合逐步进入高潮阶段，注入题材将会层出不穷，因此在煤炭行业增长相对确定，且估值还有提升空间的背景下，我们认为煤炭股是有投资价值的。

具体到公司，我们认为

- 一是明显受益于产量增长以及焦煤价格上涨的公司，如西山煤电、潞安环能、国阳新能、煤气化、冀中能源、兰花科创；
- 二是有整合以及资产注入的企业，尤其关注山西省内的上市公司，如国阳新能、煤气化、大同煤业、山煤国际、潞安环能、开滦股份，这条投资主线值得长期关注。

综合起来我们构建的明年的投资组合是：西山煤电、潞安环能、煤气化、国阳新能、冀中能源。

5.5 主要上市公司盈利预测表

表 6：主要上市公司盈利预测表

	2010-12-20	09EPS	10EPS	11EPS	09P/E	10P/E	11P/E	投资评级
中国神华	24.89	1.52	1.8	2.1	16.4	13.8	11.9	增持
中煤能源	11.20	0.5	0.65	0.83	22.4	17.2	13.5	增持
西山煤电	25.61	0.71	1.2	1.86	36.1	21.3	13.8	买入
兖州煤业	29.13	0.79	1.38	1.58	36.9	21.1	18.4	增持
大同煤业	21.85	0.89	0.77	0.85	24.6	28.4	25.7	中性
潞安环能	55.35	1.83	2.6	3.15	30.2	21.3	17.6	买入
国阳新能	29.08	0.77	1.07	1.26	37.8	27.2	23.1	买入
兰花科创	47.37	2.22	2.3	2.85	21.3	20.6	16.6	买入
冀中能源	35.00	1.39	2.07	2.36	25.2	16.9	14.8	增持
神火股份	25.03	0.57	1.33	1.62	43.9	18.8	15.5	增持
盘江股份	26.77	0.89	1.40	1.62	30.1	19.1	16.5	增持
国投新集	14.07	0.45	0.68	0.83	31.3	20.7	17.0	中性
开滦股份	20.14	0.67	0.82	1.03	30.1	24.6	19.6	中性
山煤国际	33.33	0.82	1.22	1.74	40.6	27.3	19.2	增持
昊华能源	46.79	1.04	2.10	2.32	45.0	22.3	20.2	增持
上海能源	28.50	1.31	1.74	1.88	21.8	16.4	15.2	增持
煤气化	23.94	0.74	0.65	0.82	32.4	36.8	29.2	买入
平均					30.5	22.0	18.1	

数据来源：山西证券研究所

六. 风险因素:

- 主产省份小煤矿复产超预期, 从而导致煤炭价格下跌的预期。
- 资源税的征收, 从而影响上市公司业绩下调, 导致整体估值水平上升。
- 政策调控导致煤炭需求大幅下降的风险。
- 外围经济严重恶化的风险。
- 极端天气的出现。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5%~15%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所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、复印件或复制品，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。