

## 2011 主线：通胀预期和兼并重组

### 报告要点

#### ■ 2010：行业受制于调控，盈利仍维持高景气

2010 年煤炭市场保持高景气度，不过受制于政府的调控政策，2、3 季度煤价较为低迷；2010 年板块小幅跑赢大盘，其中 3、7、10 和 12 月跑赢幅度达到 5 个百分点以上，主要来源于煤价上涨预期，以及当期运价的上涨（或触底）。

#### ■ 2011：国内市场紧平衡，看好炼焦煤和喷吹煤

我们认为 2011 年供需紧平衡。一方面近期下游行业逐步回暖，钢铁、水泥、尿素价格较 7 月初上涨约 20%，2011 年需求增速或将继续维持高位；另一方面，资源整合产能释放继续受到限制，新建产能增速逐渐下降，并且西部产量受铁路运输瓶颈限制近三年仍难以大幅释放。预计 2011 年煤炭价格将延续今年的态势继续走强，更看好炼焦煤和喷吹煤的表现，预计 2011 年煤价涨幅：动力煤上涨 10%，炼焦煤、喷吹煤上涨 15%，无烟块煤上涨 15%。

#### ■ 投资主线之一：通胀预期

2011 年通胀压力逐步显现，大宗商品价格包括国际煤价上涨预期强烈。历史表明，通胀时期板块相对收益显著。一方面，通胀往往伴随着煤价上涨；另一方面，受益于煤价上涨预期，通胀时期煤炭板块 PE 也大幅提升。我们认为 2011 年上半年受通胀因素支撑，煤价上涨和估值提升的可能性加大，板块跑赢大盘的概率较大。

#### ■ 投资主线之二：兼并重组

十二五期间，煤炭行业资源整合、兼并重组仍是发展重点。分区域来看，山西、陕西、新疆、河南和贵州等地区的小矿产量占比较大，十二五期间整合的空间较大；分煤种来看，炼焦煤受资源整合的影响较大，主要由于炼焦煤新增产能较小，并且主要整合地区的炼焦煤比例较大。兼并重组对行业来说，短期意味着产能收缩，部分煤种价格上涨，长期成本上升和集中度提高成为趋势。而对公司而言，我们更关注的是通过小矿整合和资产注入而实现产能扩张的公司。

#### ■ 投资策略：看好 2011 年上半年板块表现

建议关注两类公司：（1）产品具有煤种优势，价格弹性较大的；（2）小矿整合和资产注入产能释放潜力较大的公司。主要包括：西山煤电、神火股份、潞安环能、兖州煤业和兰花科创。

#### 行业内重点公司推介

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 |
|--------|------|------|
| 000983 | 西山煤电 | 推荐   |
| 600123 | 兰花科创 | 推荐   |
| 600188 | 兖州煤业 | 推荐   |
| 601699 | 潞安环能 | 推荐   |

#### 行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

#### 行业内跟踪公司比较

| 西山煤电      | 09A   | 10E  | 11E  |
|-----------|-------|------|------|
| PE        | 28.41 | 0.00 | 0.00 |
| PB        | 5.60  | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 16.00 | 0.00 | 0.00 |
| 兰花科创      | 09A   | 10E  | 11E  |
| PE        | 20.28 | 0.00 | 0.00 |
| PB        | 4.38  | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 12.14 | 0.00 | 0.00 |

#### 相关研究

《2011 年煤炭行业投资策略 PPT——2011 主线：通胀预期和兼并重组》2010-11-24

《通胀和旺季因素仍是 11 月看点——煤炭行业 11 月月报》2010-11-8

《通胀和旺季需求预期将提升估值——煤炭行业 10 月月报》2010-10-11

#### 分析师：

刘元瑞

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080266

#### 联系人：

安鹏

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

## 正文目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>2010：行业受制于调控，盈利仍维持高景气</b>  | <b>5</b>  |
| 煤价受制于政策调控，坑口煤价稳定上涨            | 5         |
| 行业景气度维持高点，煤炭和下游盈利冰火两重天        | 6         |
| 板块淡季跑赢大盘，相对收益来源于煤价上涨预期        | 7         |
| <b>2011：国内市场紧平衡，看好炼焦煤和喷吹煤</b> | <b>8</b>  |
| 下游市场增速或提升，十二五目标对短期能源需求影响有限    | 8         |
| 中部仍是增长主要来源，西部产量受运力限制难以释放      | 10        |
| 动力煤上涨 8%，炼焦煤、喷吹煤 15%，无烟块煤 15% | 13        |
| <b>投资主线之一：通胀预期</b>            | <b>14</b> |
| 2011 年通胀压力逐步显现，大宗商品价格呈上涨趋势    | 14        |
| 历史表明：通胀时期往往伴随着煤价上涨，板块超额收益显著   | 15        |
| 资源股受益于通胀，估值提升空间显著             | 18        |
| 受通胀因素支撑，2011 煤价上涨可能性加大        | 20        |
| <b>投资主线之二：兼并重组</b>            | <b>21</b> |
| 十二五规划重点：资源整合，兼并重组             | 21        |
| 分区域：晋、陕、新、豫、贵等地区整合潜力较大        | 22        |
| 分煤种：炼焦煤受资源整合的影响较大             | 23        |
| 整合对行业的影响：价格上涨，安全成本上升和集中度提高    | 23        |
| 资源扩张来源：小矿整合和兼并重组，资源价值最为重要     | 25        |
| <b>投资策略：关注弹性和产能扩张</b>         | <b>27</b> |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: 1-10 月全国煤炭产量保持高速增长.....                 | 5  |
| 图 2: 受调控政策影响下游行业增速逐渐下滑 .....                 | 5  |
| 图 3: 秦港煤价淡季不淡, 旺季不旺, 3 季度受调控影响较为低迷.....      | 5  |
| 图 4: 2010 年坑口价格同比增速平稳上涨, 炼焦煤和喷吹煤涨幅最为明显 ..... | 6  |
| 图 5: 1-11 月山西煤炭企业煤炭生产业务毛利率维持高位.....          | 6  |
| 图 6: 煤炭行业盈利能力较下游行业高约 10 个百分点 .....           | 6  |
| 图 7: 2010 年煤炭开采 III 板块下跌 8.17%, 略微跑赢大盘 ..... | 7  |
| 图 8: PMI 指数和新订单指数下半年开始触底回升 .....             | 9  |
| 图 9: 下游价格近期继续回暖.....                         | 9  |
| 图 10: 下游行业毛利率 4 季度逐步触底回升 .....               | 9  |
| 图 11: 近几年煤矿固投中新建投资的比例大幅下滑 .....              | 10 |
| 图 12: 煤炭铁路运量增速始终比煤炭产量增速低.....                | 11 |
| 图 13: 大同弱粘煤 15 年走势, 较炼焦煤稳定.....              | 14 |
| 图 14: 古交焦煤价格 15 年走势, 较动力煤弹性更大 .....          | 14 |
| 图 15: 原油和黄金价格近期继续上涨 .....                    | 14 |
| 图 16: 近期各大煤炭价格指数大幅上涨 .....                   | 15 |
| 图 17: 美国制造业 PMI 价格指数近期快速上涨 .....             | 15 |
| 图 18: 预计 2011 年 CPI 仍维持高位.....               | 15 |
| 图 19: 近 10 年通胀期: 03-04, 07-08, 10 年 .....    | 16 |
| 图 20: 动态 PE 估值的变化 .....                      | 19 |
| 图 21: 历史上 CPI 的快速上涨均伴随着煤炭板块相对估值的提升 .....     | 20 |
| 图 22: 近三年煤价油价比值上升, 目前基本位于均值附近 .....          | 21 |
| 图 23: 煤炭公司平均煤价上涨 1% 的业绩弹性.....               | 21 |
| 图 24: 十二五阶段小矿产量比例将大幅下降 .....                 | 22 |
| 图 25: 中西部资源条件较好的产煤省产量结构 .....                | 23 |
| 图 26: 西南地区和消费地较近的产煤大省产量结构 .....              | 23 |
| 图 27: 主要参与整合的省份晋、豫、贵、云等炼焦煤产量占比较大 .....       | 23 |
| 图 28: 受整合影响最大山西炼焦煤价格持续上涨.....                | 24 |
| 图 29: 河南地区受整合影响 4 月份以来价格优势明显 .....           | 24 |
| 图 30: 三大集团原煤产量占比不断提升 .....                   | 24 |
| 图 31: 山西五大集团占有率显著提升 .....                    | 24 |
| 图 32: 各公司安全费以及占生产成本的比例 .....                 | 25 |
| 图 33: 五大集团平均工资及涨幅 .....                      | 25 |
| 图 34: 过去 10 年采矿业人工工资涨幅最大 .....               | 25 |
| 图 35: 整合后兰花、国阳等新增储量可观.....                   | 26 |
| 图 36: 整合后神火、兰花等新增产能较大.....                   | 26 |
| 图 37: 各公司基本都有资产注入预期.....                     | 26 |
| 图 38: 各公司市值/可采储量比.....                       | 27 |

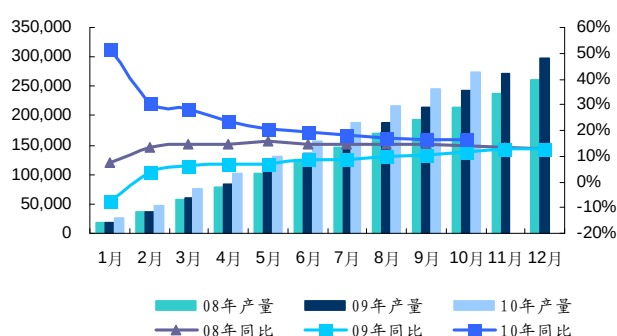
|                                                |                              |
|------------------------------------------------|------------------------------|
| 表 1: 2010 年煤炭板块相对表现与基本面紧密相关 .....              | 7                            |
| 表 2: 十二五能耗规划及对煤炭需求的影响 .....                    | 9                            |
| 表 3: 晋陕蒙地区的产量是增产的主要来源 .....                    | 10                           |
| 表 4: 西北六省煤炭产量及运量表 .....                        | 11                           |
| 表 5: 三西地区主要煤炭外运通道 .....                        | 11                           |
| 表 6: 目前三大煤运通道主要情况 .....                        | 11                           |
| 表 7: 目前在建铁路线及投产时间 .....                        | 12                           |
| 表 8: CPI 位于 3% 以上阶段大盘和煤炭板块表现 .....             | 16                           |
| 表 9: 通胀年份板块和大盘最高点和最低点表现 .....                  | 16                           |
| 表 10: 2003-2004 通胀时期下游需求和价格表现 .....            | 17                           |
| 表 11: 2007-2008 通胀时期下游需求和价格表现 .....            | 17                           |
| 表 12: 2010 年至今通胀时期下游需求和价格表现 .....              | 18                           |
| 表 13: 三次通胀时期下游需求和价格表现总结 .....                  | 18                           |
| 表 14: 历史上通胀水平的上升伴随着估值溢价的提升, 且后者一般滞后 3 个月 ..... | 19                           |
| 表 15: 历史上通胀水平的上升伴随着估值溢价的提升, 且后者一般滞后 3 个月 ..... | 22                           |
| 行业重点上市公司估值指标与评级变化 .....                        | Error! Bookmark not defined. |

## 2010：行业受制于调控，盈利仍维持高景气

### 煤价受制于政策调控，坑口煤价稳定上涨

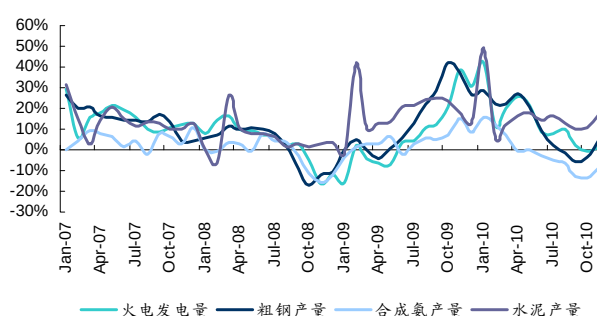
受益于下游产量的快速发展，2010 年煤炭行业需求稳定上涨，根据国家安监总局的统计，前 10 月煤炭产量 27.47 亿元，同比增长 16.44%，预计全年产量达到 32 亿吨。不过 4 月份以来，为抑制房价快速上涨以及完成十一五节能减排目标，政府出台了一系列调控政策，一定程度上抑制了煤炭需求量。四大下游行业的产量明显下滑，10 月份火电、钢铁及化工产量同比均出现负增长。

图 1：1-10 月全国煤炭产量保持高速增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

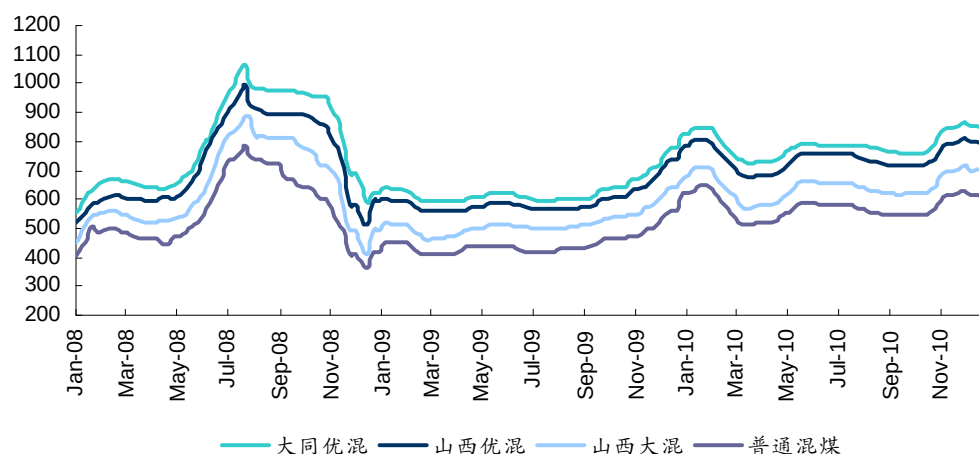
图 2：受调控政策影响下游行业增速逐渐下滑



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

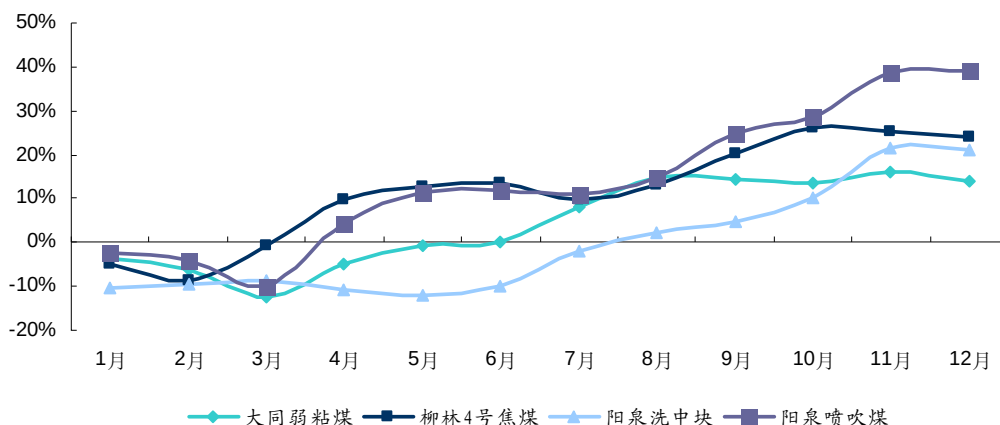
煤价的走势也受到调控的影响，特别是动力煤和炼焦煤，5 月以来秦港动力煤价格一直不温不火，直到 10 月份季节因素提前出现，才逐渐开始上涨。

图 3：秦港煤价淡季不淡，旺季不旺，3 季度受调控影响较为低迷



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 4：2010 年坑口价格同比增速平稳上涨，炼焦煤和喷吹煤涨幅最为明显



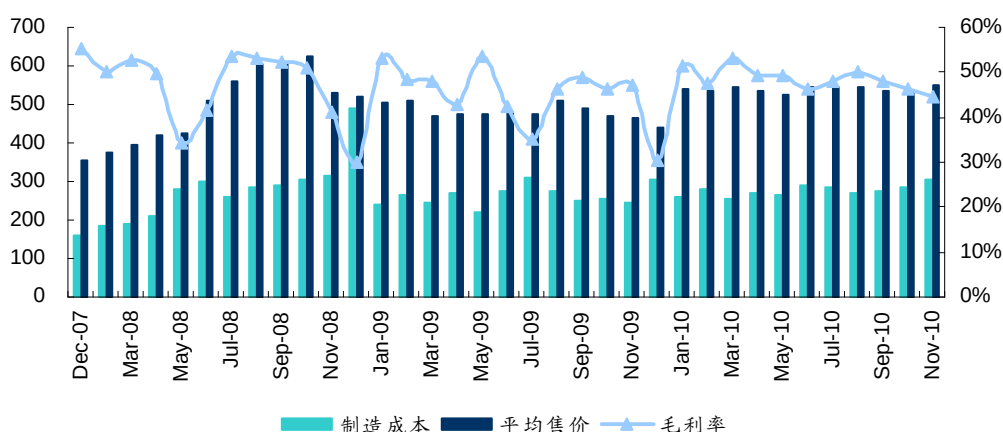
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

## 行业景气度维持高点，煤炭和下游盈利冰火两重天

1-11 月山西煤炭企业煤炭平均售价和制造成本分别为 539 元/吨和 281 元/吨，毛利率为 44.5%。进入 2010 年以来，山西煤炭企业的毛利率一直保持在 45% 左右，其中 3 月份甚至达到了 53.2%。上半年煤炭开采板块上市公司煤炭业务毛利率为 42.6%，较去年同期也略有提升。

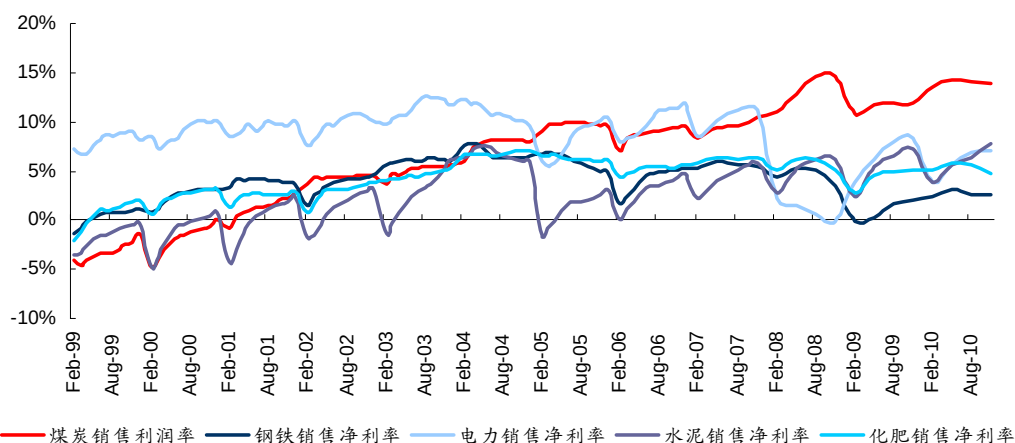
1-11 月煤炭行业的销售利润率为 13.85%，而下游的电力、钢铁、水泥和化肥行业，大多在 5% 左右，相比之下同期煤炭行业的销售利润率要高大约 10 个百分点。

图 5：1-11 月山西煤炭企业煤炭生产业务毛利率维持高位



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：煤炭行业盈利能力较下游行业高约 10 个百分点



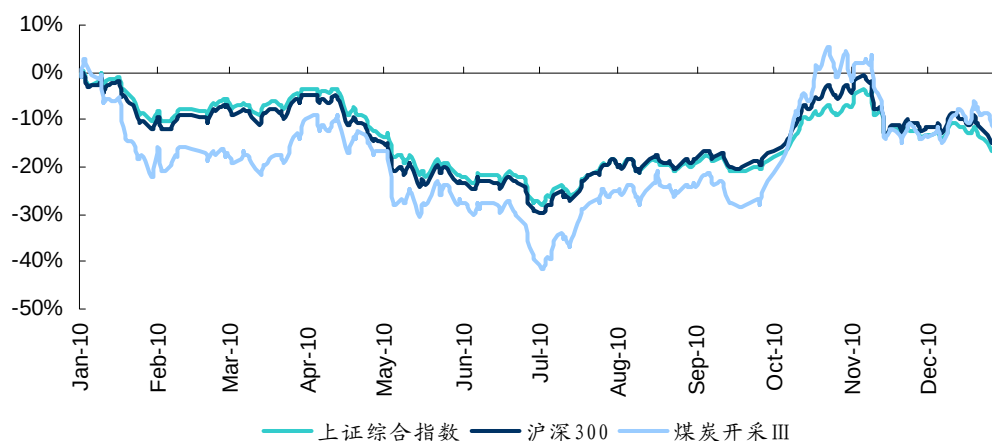
资料来源：Wind，长江证券研究部

## 板块略跑赢大盘，相对收益来源于煤价上涨预期

2010年煤炭板块小幅跑赢大盘，上证综合指数和沪深300分别下跌14.31%和12.51%，同期煤炭采选指数下跌8.17%，分别跑赢上证综指和沪深300指数6.14和4.34个百分点。

煤炭开采板块在3、4、7、8、10和12月跑赢大盘，其中3、7、10和12月跑赢幅度达到5个百分点以上。综合来看，板块取得相对收益的主要原因是煤价上涨预期，以及当期运价的上涨（或触底）。

图 7：2010 年煤炭开采 III 板块下跌 8.17%，略微跑赢大盘



资料来源：Sxcoal，Mysteel，长江证券研究部

上半年中，受调控影响，煤炭板块整体表现不佳，仅3月和4月煤炭股跑赢大盘，主要原因是西南干旱、大秦线检修和煤矿安全检查等因素，造成供需偏紧，行业景气度上升。3月份，尽管煤价仍有小幅下滑，库存也较2月末略有上涨，但沿海煤炭需求旺盛，运价大幅上涨20%，4月份煤炭板块相对大盘表现继续向好，期间秦皇岛港库存下降40.6%，煤价上涨5.5%，运价也继续大幅上涨。

下半年板块表现较好，4个月较大盘有相对收益，其中7月、10月和12月的相对收益均在6个百分点以上。其中，7月和12月分别刚进入煤炭消费旺季，东南部需求逐渐回升，沿海煤炭运价经过前期大幅下滑，在当月逐渐企稳。

表 1：2010 年煤炭板块相对表现与基本面紧密相关



|      | 煤价<br>(秦港大同优混) | 库存<br>(秦港库存)   | 运价<br>(煤炭运价指数) | 煤炭采选业指数<br>相对沪深 300 收益 |
|------|----------------|----------------|----------------|------------------------|
| 1 月  | 2.42%          | 23.87%         | -12.16%        | -7.69%                 |
| 2 月  | -9.47%         | 11.40%         | -30.54%        | -1.72%                 |
| 3 月  | <b>-4.58%</b>  | <b>16.96%</b>  | <b>28.25%</b>  | <b>2.14%</b>           |
| 4 月  | <b>2.74%</b>   | <b>-40.07%</b> | <b>22.65%</b>  | <b>5.37%</b>           |
| 5 月  | 5.33%          | 18.65%         | -18.10%        | -3.79%                 |
| 6 月  | -0.63%         | 0.29%          | -25.47%        | -7.84%                 |
| 7 月  | <b>0.00%</b>   | <b>11.09%</b>  | <b>-9.09%</b>  | <b>6.78%</b>           |
| 8 月  | <b>-2.55%</b>  | <b>11.30%</b>  | <b>9.06%</b>   | <b>1.54%</b>           |
| 9 月  | -0.65%         | -1.51%         | 16.64%         | -1.36%                 |
| 10 月 | <b>4.61%</b>   | <b>6.56%</b>   | <b>51.57%</b>  | <b>16.16%</b>          |
| 11 月 | 8.81%          | -22.50%        | -17.65%        | -5.91%                 |
| 12 月 | <b>-2.89%</b>  | <b>23.67%</b>  | <b>-15.19%</b> | <b>6.83%</b>           |

资料来源: Sxcoal, Wind, 长江证券研究部

## 2011: 国内市场紧平衡, 看好炼焦煤和喷吹煤

### 下游市场增速或提升, 十二五目标对短期能源需求影响有限

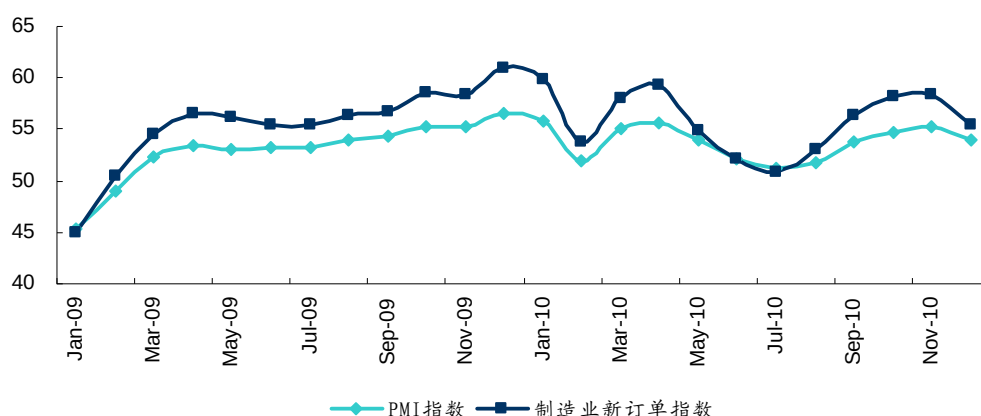
尽管 12 月 PMI 较 11 月环比回落 1.3 个百分点至 53.9, 但出口和投资增速仍位于高位, 并且自 7 月 PMI 达到 51.2 之后, 8-11 月连续上涨, 新订单指数也在 7 月见底之后快速上涨, 其中装备制造行业增长速度较快, 预计后期对上游原料的消耗将增加。

随着景气度的回升, 近期下游价格陆续回暖, 12 月底钢铁、水泥、尿素价格较 7 月初上涨 11%、18% 和 21%。1-11 月火电、钢铁、水泥和合成氨毛利率也逐步触底回升, 其中水泥和合成氨的毛利率较 1-8 月分别提升 1.2 个百分点, 预计明年预计随着下游行业量价齐升, 盈利能力将明显上升。

另一方面, 十二五在能耗方面的规划主要指向煤炭下游电力、钢铁、化工和建材行业, 要求淘汰落后产能与节能减排并进。但根据我们测算, 十二五期间传统能源的地位依旧难以改变, 十二五节能目标每年对煤炭需求负面影响约为 1.1 亿吨 (消费量的约 3%), 其中电力耗煤由于煤电比重的下降和淘汰落后产能影响约为 0.6 亿吨, 十二五期间煤炭需求将依旧坚挺。

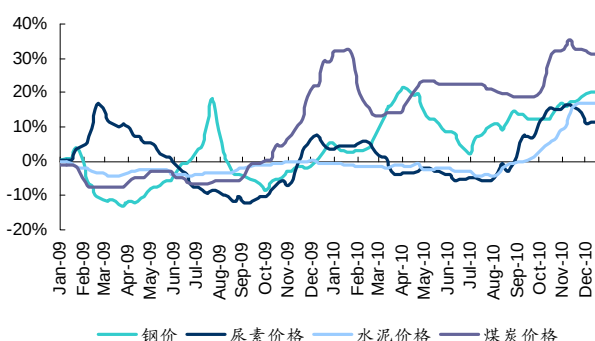


图 8: PMI 指数和新订单指数下半年开始触底回升



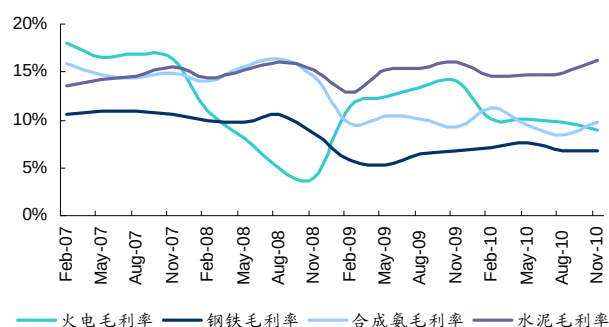
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 9: 下游价格近期继续回暖



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

图 10: 下游行业毛利率 4 季度逐步触底回升



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

表 2: 十二五能耗规划及对煤炭需求的影响

| 行业 | 十二五要求                                                                                                        | 对煤炭行业需求的影响                                                                                     |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 煤炭 | 十二五要求单位 GDP 能耗下降 17.3%，预计下降 15%-20%。                                                                         | 每年单位 GDP 能耗下降 3.7%，相当于每年对煤炭需求的负面影响为 1.1 亿吨左右                                                   |
| 电力 | (1) 十二五要求突出电源结构调整，预计煤电比重从目前的 76% 下降到 2015 年的 68%。(2) 十二五要求淘汰落后产能，预计十二五期间每年将淘汰火电落后产能 2%-3%，替代落后产能的煤耗下降 8%-10% | 火电比重平均每年下降 2%，假设电煤比例占煤炭需求总量的 50%，则每年煤炭需求减少约 0.45 亿吨；同时考虑淘汰落后产能的影响，测算十二五每年电力行业的耗煤量平均下降 0.6 亿吨左右 |
| 钢铁 | 预计十二五钢铁产量年平均增长率 10%。十二五计划每年淘汰落后产能 6%-8%，替代落后产能的煤耗下降 25%-30%                                                  | 钢铁用煤比例占煤炭需求总量的大约 18%，测算十二五各年钢铁和焦炭淘汰落后产能对煤炭需求的负面影响约为 0.15 亿吨                                    |
| 建材 | 预计十二五建材产量年平均增长率 10%-15%。十二五降低能耗主要指向水泥子行业，预计水泥行业单位煤耗下降 15%。                                                   | 水泥用煤比例占煤炭需求总量的 10%，预计十二五水泥单位煤耗每年下降 3%，假设则煤耗下降对煤炭需求的负面影响为 0.12 亿吨                               |
| 化工 | 预计十二五化工产量年平均增长率 3%-5%。十二五要求通过技改和节能减排使煤制合成氨能耗下降 17%                                                           | 合成氨煤耗相当于每年下降 3%，合成氨用煤比例占煤炭需求总量的 3%，则煤耗下降对煤炭需求的负面影响约为 0.05 亿吨                                   |

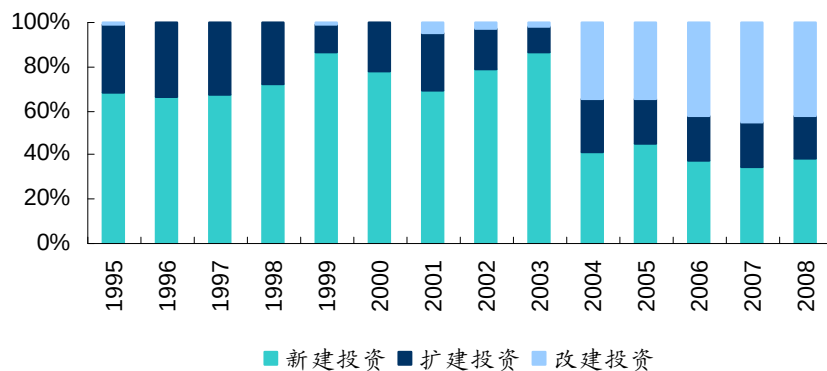
资料来源：长江证券研究部

## 中部仍是增长主要来源，西部产量受运力限制难以释放

我国的煤炭资源分布非常不均匀，目前我国跨省调运量约占煤炭总消耗量 30%，由于主要煤炭资源分布在西北方，而消费地主要在东南方，从而形成若干从北向南，从西向东的煤运通道。未来产量仍主要来源于三西地区，内蒙西部和陕北等地产量虽然丰富，但产量释放受到运力的限制。

进入 2010 年以来，煤炭行业固投增速开始减缓。1-11 月煤炭行业固投增速为 22.69%，较 08 年和 09 年的 33.6% 和 25.9% 大幅下滑。假设固投的 35% 用于新矿建设，吨产能成本为 500 元，则 11-13 年新增产能约为 6.5 亿吨。其中，山西、内蒙古、陕西仍是近几年增产的主要来源。

图 11：近几年煤矿固投中新建投资的比例大幅下滑



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

表 3：晋陕蒙地区的产量是增产的主要来源

|                | 全国      | 山西     | 内蒙古    | 陕西     | 河南     | 贵州     | 山东     | 安徽     |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2006           | 10.07%  | 2.84%  | 16.40% | 8.15%  | 22.43% | 11.32% | 5.85%  | 5.03%  |
| 2007           | 8.52%   | 10.12% | 27.84% | 10.01% | 5.33%  | -8.06% | -0.95% | 13.81% |
| 2008           | 7.63%   | 2.71%  | 32.07% | 6.34%  | 5.08%  | 8.60%  | -1.48% | 25.66% |
| 2009           | 12.30%  | -6.39% | 29.60% | 49.09% | 13.67% | 16.04% | 6.86%  | 9.13%  |
| 2010M1-10      | 16.44%  | 17.67% | 32.20% | 42.64% | -5.41% | 18.62% | 6.69%  | 1.84%  |
| 2010M1-10 增量占比 | 100.00% | 18.52% | 28.25% | 18.24% | -2.14% | 5.13%  | 1.99%  | 0.50%  |

资料来源：国家煤矿安监局，长江证券研究部

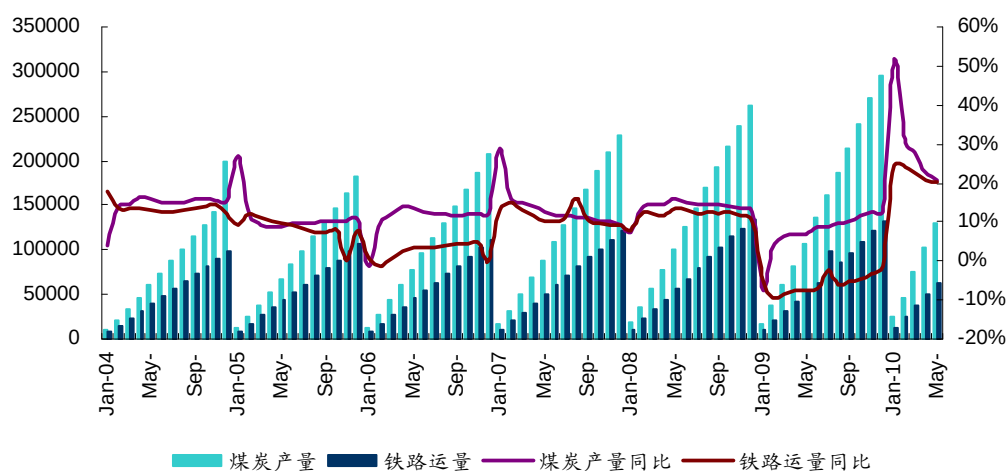
总体来看，中部四个地区煤炭产量近几年快速增长，特别是内蒙古地区，04 年至 09 年产量复合增长率达到 23%，陕西和宁夏地区也分别达到 18%，2009 年，内蒙古和陕西的产量同比增长率分别达到 29.13% 和 30.75%。而山西地区增速逐渐放缓，5 年来产量的复合增长增长率为 4%。2010 年 1-10 月中部地区的产煤量继续高速增长，其中内蒙古、陕西和山西的增速分别达到 32.2%、42.6% 和 17.7%，占全国增量的 65%。

预计未来中部地区中，内蒙古地区的产量增量占比仍占主力。截至 2008 年底，内蒙古探明储量为 7323 亿吨，位于全国第一。2009 年开始，内蒙古逐渐取代山西成为产煤第一大省，相对于山西便利的交通环境，内蒙古的煤炭产量的增长受制于运力的严重不足。目前内蒙古外运的通道主要有两条：1、包头至大同至秦皇岛，2、包头至神木至黄骅港。这两条通道每年的外运量大约为 2.5 亿吨，远低于煤炭新增外运需求量。根据内蒙古的规划，到 2015 年全区铁路营

运里程达到 1.5 万公里以上，铁路货运总能力达到 9 亿吨。

事实上，目前中西部铁路运输能力仍不能完全满足煤炭运输的需要，而且运力短缺的局面近期内仍然难以得到根本性的改变，而西北地区的铁路运力短缺更加明显。自 2004 年以来煤炭铁路运量增速始终低于煤炭产量，2008 年以来每年得铁路运量都只占煤炭产量的一半左右，特别是西北地区，铁路运量仅占 14%。

图 12: 煤炭铁路运量增速始终比煤炭产量增速低



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 4: 西北六省煤炭产量及运量表

| 省份  | 08 年原煤产量 | 08 年铁路运量 | 08 年公路运量 | 铁路运量占比 | 公路运量占比 |
|-----|----------|----------|----------|--------|--------|
| 内蒙古 | 46512    | 5473     | 2247     | 12%    | 5%     |
| 陕西  | 22648    | 2306     | 925      | 10%    | 4%     |
| 甘肃  | 3836     | 1455     | 1666     | 38%    | 43%    |
| 宁夏  | 4235     | 1956     | 2363     | 46%    | 56%    |
| 新疆  | 6842     | 490      | 248      | 7%     | 4%     |
| 合计  | 84073    | 11681    | 7451     | 14%    | 9%     |

资料来源：中国煤炭工业统计年报，长江证券研究部

表 5: 三西地区主要煤炭外运通道

|     | 2005 | 2008 | 规划   | 煤种     | 来源地      | 区域        |
|-----|------|------|------|--------|----------|-----------|
| 北通道 | 3.53 | 5.44 | 7.12 | 动力煤    | 晋北、陕北和神东 | 京津冀、华北、华东 |
| 中通道 | 0.74 | 0.72 | 1.30 | 焦煤、无烟煤 | 晋东、晋中    | 华东、中南地区   |
| 南通道 | 1.09 | 1.97 | 3.05 | 焦煤、无烟煤 | 晋中、蒙东    | 中南、华东地区   |

资料来源：长江证券研究部

表 6: 目前三大煤运通道主要情况

| 线路 | 里程 | 起点 | 终点 | 05 煤运量 | 08 煤运量 | 10 年煤运量 | 远期规划 | 煤种 | 来源地 | 区域 | 港口 |
|----|----|----|----|--------|--------|---------|------|----|-----|----|----|
|----|----|----|----|--------|--------|---------|------|----|-----|----|----|

**北通道: 55%**

|     |     |    |     |       |       |       |       |           |              |               |                       |
|-----|-----|----|-----|-------|-------|-------|-------|-----------|--------------|---------------|-----------------------|
| 大秦  | 653 | 大同 | 秦皇岛 | 20200 | 34000 | 40000 | 40000 | 动力煤<br>为主 | 晋北、陕北和<br>神东 | 京津冀、华<br>北、华东 | 秦皇岛、京<br>唐、天津、<br>黄骅港 |
| 朔黄  | 489 | 朔州 | 黄骅  | 9354  | 13400 | 16000 | 20000 |           |              |               |                       |
| 丰沙大 | 354 | 丰台 | 大同  | 3849  | 4100  | 6500  | 7000  |           |              |               |                       |
| 京原  | 444 | 北京 | 原平  | 1445  | 2200  | 2300  | 2500  |           |              |               |                       |
| 集通  | 995 | 集宁 | 通辽  | 467   | 700   | 1200  | 1700  |           |              |               |                       |

**中通道: 25%**

|    |     |     |     |      |      |      |       |             |       |             |     |
|----|-----|-----|-----|------|------|------|-------|-------------|-------|-------------|-----|
| 石太 | 231 | 石家庄 | 太原  | 6817 | 6350 | 8000 | 10000 | 焦煤无烟<br>煤为主 | 晋东、晋中 | 华东、中南<br>地区 | 青岛港 |
| 邯长 | 220 | 邯郸  | 长治北 | 539  | 800  | 1000 | 3000  |             |       |             |     |

**南通道: 20%**

|    |      |    |     |      |       |      |       |               |                        |             |             |
|----|------|----|-----|------|-------|------|-------|---------------|------------------------|-------------|-------------|
| 太焦 | 434  | 太原 | 焦作  | 4005 | 5200  | 6000 | 6000  | 焦煤、肥煤<br>和无烟煤 | 晋中、陕北、<br>神东、黄骅和<br>宁东 | 中南、华东<br>地区 | 日照港和连<br>云港 |
| 侯月 | 275  | 侯马 | 月山  | 5212 | 10000 | 9000 | 12000 |               |                        |             |             |
| 陇海 | 1759 | 兰州 | 连云港 | 876  | 1500  | 2400 | 4500  |               |                        |             |             |
| 西康 | 267  | 西安 | 安康  | 457  | 600   | 1000 | 2000  |               |                        |             |             |
| 宁西 | 1030 | 南京 | 西安  | 377  | 2400  | 2500 | 6000  |               |                        |             |             |

资料来源: 长江证券研究部

为了缓解中西部煤炭运力短缺, 国家近年来加大了相关铁路线的建设力度。目前在建的铁路线中, 有四条的规划运能都在年 1 亿吨以上。十二五期间, 几条主要的煤运铁路干线将陆续建成, 其中邢黄铁路、山西中南铁路及迁曹线都联络了重点产煤地区和重点港口, 进一步打通了中西部的煤运通道。预计 2013 年后铁路瓶颈将有所缓解。

**表 7: 目前在建铁路线及投产时间**

| 线路             | 建成时间 | 起点             | 终点   | 里程     | 规划运能  | 备注                                                   |
|----------------|------|----------------|------|--------|-------|------------------------------------------------------|
| 包西铁路           | 2010 | 包头             | 西安   | 800.9  | 10000 | 国家十三个大型煤炭基地中陕北、黄陇煤田煤运的重要通道                           |
| 太中银铁路          | 2011 | 太原             | 银川   | 944    | 3000  | 目前进入最后施工阶段, 预计煤和焦炭发送运量占全线总发送量的 50% 左右                |
| 锦赤铁路           | 2012 | 赤大白铁路<br>大木头沟站 | 锦州   | 282    | 5000  | 主要承担锡林郭勒盟白音华及周边煤田至辽西地区及锦州港下煤炭的外运任务                   |
| 邢黄铁路           | 2013 | 邢台             | 黄骅   | 420.13 | 4000  | 黄骅港集疏运主要通道, 扩大了黄骅港的经济腹地, 为黄骅港提供充足的货源                 |
| 山西中南铁路         | 2014 | 吕梁市            | 日照港  | 1260   | 20000 | 项目建成后近期进入山西省的最大煤炭运输量每年可达 9000 万吨, 2030 年有望扩大至 1.2 亿吨 |
| 兰新铁路           | 2014 | 兰州             | 乌鲁木齐 | 1776   | 10000 | 原有的兰新铁路线将改为货运专线, 用于新疆煤炭外运                            |
| 兰渝铁路           | 2014 | 兰州             | 重庆   | 824    | 1500  |                                                      |
| 迁曹线<br>第三条运煤通道 | 2015 | 准格尔            | 曹妃甸  | 1000   | 10000 | 第三条煤运通道连通鄂尔多斯、锡林浩特、白音华、霍林河、呼伦贝尔等地区煤矿                 |

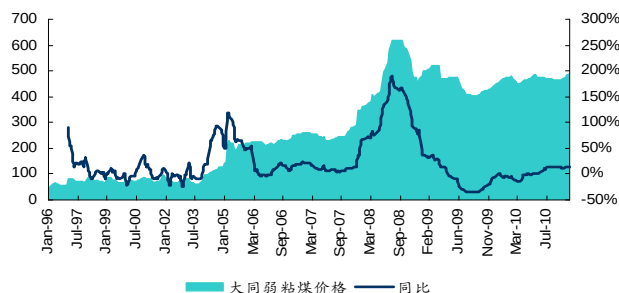
资料来源：长江证券研究部

总体来看，未来 3 年内中部地区煤炭产量增长仍占主要部分，西北的增量限制于铁路难以大规模运出。中部地区中，内蒙古近几年凭借丰富的煤炭资源，产量增长迅速，但相对于山西省，内蒙古运能明显不足，外运受限。随着内蒙古铁路网络逐渐形成，运力提升，将极大改善现状。山西省产量增速受资源总量限制，今后增速将逐渐放缓。陕西安夏产量同比快速增长，预计势头可以延续。

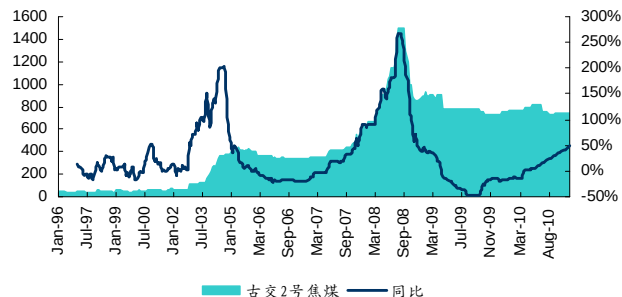
## 动力煤上涨 8%，炼焦煤、喷吹煤 15%，无烟块煤 15%

总的来看，由于下游需求增长以及供给端运力及小矿整合的限制，预计 2011 年煤炭价格将延续今年的态势继续走强，更看好炼焦煤和喷吹煤的表现，预计 2011 年煤价涨幅：动力煤上涨 10%，炼焦煤、喷吹煤上涨 15%，无烟块煤上涨 15%。

- 动力煤：从 15 年大同弱粘煤价格的走势看，2010-2011 年处于一个相对低位和缓慢的上升通道中。由于火电行业的全面亏损，发改委出台文件限制电煤价格，要求 2011 年重点电煤合同价格不得超过 2010 年，按照 2010 年价格执行。近期秦皇岛港动力煤价格也小幅下跌，不过我们认为从市场价格来看，特别是跟各公司收入更为紧密的坑口价格来看，2011 年受下游行业逐步复苏和产能释放增速放缓影响，供需形势仍偏紧，价格有望上涨 8%。
- 炼焦煤、喷吹煤：2010 年受制于节能减排和地产调控，炼焦煤需求受钢铁行业萎靡的影响，部分地区价格上涨并不十分明显。预计 2011 年将明显好转，一方面炼焦煤资源紧张，新增产能较少，山西、河南地区对炼焦煤的影响较大，另一方面，钢价具有较强的上涨预期，1 季度日澳焦煤合同价格重新回到 225 美元/吨，支撑国内的焦煤价格。预计 2011 年涨幅将达到 15%。
- 无烟煤：受天气因素影响，今年均价较去年基本持平，预计 2011 年主要下游景气度将有所上升，带动无烟煤价格上涨。

**图 13: 大同弱粘煤 15 年走势，较炼焦煤稳定**


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

**图 14: 古交焦煤价格 15 年走势，较动力煤弹性更大**


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

## 投资主线之一：通胀预期

### 2011 年通胀压力逐步显现，大宗商品价格呈上涨趋势

进入 10 月份以来，美国等西方大国再次推出金融危机爆发初期的“量化宽松”的货币政策来提振实体经济，美元流动性再度泛滥的预期，使得近期国际农产品、能源等大宗商品及资产价格大幅上涨。除此之外，国内货币超发、劳动成本上涨等因素加剧了国内的通胀程度，11 月 CPI 自经济危机以来首次“破 5”，预计 2011 年上半年国内通胀压力仍较大，CPI 将高位运行。

**图 15: 原油和黄金价格近期继续上涨**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 16: 近期各大煤炭价格指数大幅上涨



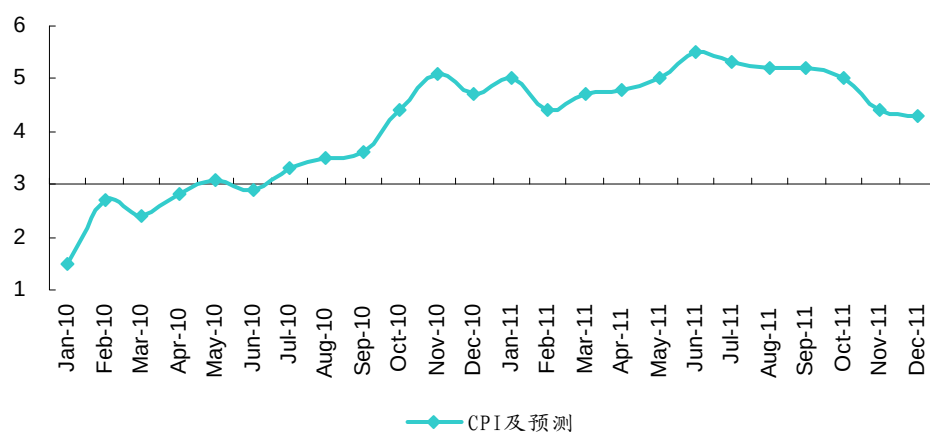
资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 17: 美国制造业 PMI 价格指数近期快速上涨



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 18: 预计 2011 年 CPI 仍维持高位



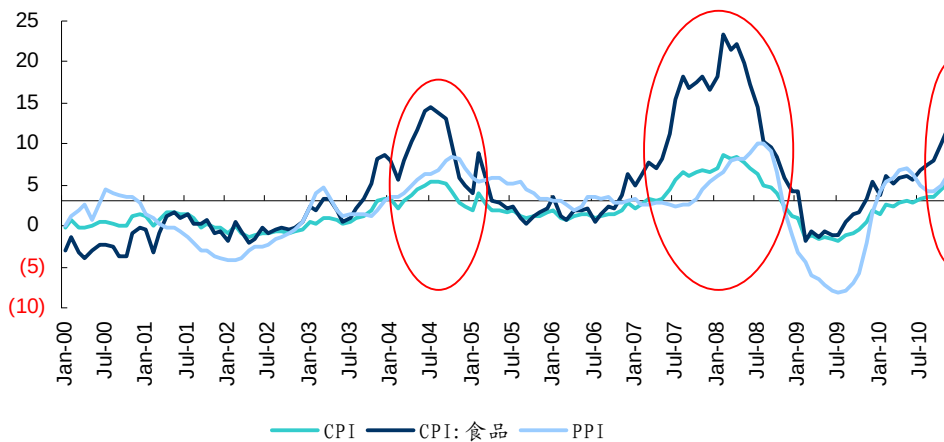
资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

## 历史表明：通胀时期往往伴随着煤价上涨，板块超额收益显著

近 10 年来，中国经历了三次通胀期，分别是 2003.11-2004.10，2007.3-2008.10 和 2010.7-2010.12，这三个时期的 CPI 指数均大于 3。



图 19: 近 10 年通胀期: 03-04, 07-08, 10 年



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

三次通胀时期中, 煤炭板块的相对收益表现均非常突出, 2003-2004 年, 2007-2008 年以及 2010 年 (7 月-11 月) 三个通胀时期煤炭板块分别跑赢大盘 54.5%, 113.0% 和 8.7%。

从通胀时期最低点至最高点反弹来看, 煤炭板块幅度也远超大盘 (但 2008 年高点回落煤炭下跌 66%, 超过大盘 48 个点)。

表 8: CPI 位于 3% 以上阶段大盘和煤炭板块表现

| 通胀阶段            | 大盘涨幅   | 煤炭涨幅   | 相对收益   |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 2003/11-2004/10 | -3.2%  | 51.3%  | 54.5%  |
| 2007/3-2007/12  | 88.1%  | 201.1% | 113.0% |
| 2008/1-2008/10  | -67.2% | -70.9% | -3.7%  |
| 2010/7-2010/11  | 30.9%  | 39.6%  | 8.7%   |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 9: 通胀年份板块和大盘最高点和最低点表现

| 时间        | 大盘涨幅   | 煤炭涨幅   | 相对收益   |
|-----------|--------|--------|--------|
| 2000-2001 | 58.4%  | 89.2%  | 30.8%  |
| 2003-2004 | 31.2%  | 66.8%  | 35.6%  |
| 2007      | 130.7% | 348.7% | 218.0% |
| 2008      | -18.6% | -66.1% | -47.5% |
| 2010      | 29.1%  | 78.4%  | 49.4%  |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

而在通胀阶段, 煤炭以及下游行业产量和价格均保持较高的增速, 观察到的几个结论:

- 无论下游需求和价格如何变化, 在通胀时期煤价均有明显上涨, 03/04 和 07/08 通胀价格同比平均分别上涨 12.2% 和 23.1%;
- 通胀前期, 煤价涨幅并不明显, 直到后期才快速上涨;

- 下游需求在通胀前期快速增长，而后期增速逐渐放缓；
- 通胀时期，下游钢铁、水泥和尿素价格均有明显上涨，其中钢价涨幅最为明显。

表 10: 2003-2004 通胀时期下游需求和价格表现

|         | 火电发电量同比 | 钢铁产量同比 | 水泥产量同比 | 合成氨产量同比 | 钢价指数同比 | 水泥价格同比 | 尿素价格同比 | 原煤价格同比 | 无烟煤价格同比 | 烟煤价格同比 |
|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 2003-11 | 17.4%   | 23.3%  | 16.5%  | 3.5%    | 27.6%  | 3.7%   | -      | 5.4%   | -1.5%   | 7.6%   |
| 2003-12 | 14.7%   | 20.9%  | 18.2%  | 5.4%    | 31.4%  | 4.7%   | -      | 6.9%   | -0.4%   | 9.2%   |
| 2004-01 | 7.3%    | 25.5%  | 7.3%   | 0.0%    | 36.0%  | 4.4%   | -      | 9.3%   | 2.2%    | 11.5%  |
| 2004-02 | 27.7%   | 31.5%  | 33.5%  | 6.9%    | 42.9%  | 2.3%   | -      | 8.5%   | 1.9%    | 10.6%  |
| 2004-03 | 15.8%   | 23.1%  | 23.0%  | 9.4%    | 40.9%  | 3.0%   | -      | 8.9%   | 2.2%    | 11.0%  |
| 2004-04 | 15.2%   | 20.6%  | 16.8%  | 8.6%    | 37.1%  | 3.2%   | -      | 13.6%  | 7.6%    | 15.4%  |
| 2004-05 | 15.3%   | 13.3%  | 17.1%  | 4.0%    | 27.3%  | 4.0%   | -      | 16.1%  | 10.6%   | 17.9%  |
| 2004-06 | 13.3%   | 13.8%  | 13.2%  | 7.4%    | 23.7%  | 4.2%   | -      | 18.2%  | 13.5%   | 19.6%  |
| 2004-07 | 11.7%   | 20.3%  | 11.0%  | 9.7%    | 21.4%  | 2.0%   | -      | 14.4%  | 15.1%   | 14.1%  |
| 2004-08 | 9.3%    | 21.8%  | 9.4%   | 19.2%   | 19.3%  | -1.0%  | -      | 15.7%  | 17.3%   | 15.2%  |
| 2004-09 | 10.0%   | 24.1%  | 9.7%   | 18.3%   | 21.1%  | -2.0%  | -      | 14.7%  | 15.9%   | 14.3%  |
| 2004-10 | 15.2%   | 25.4%  | 13.3%  | 20.6%   | 21.1%  | -5.2%  | -      | 15.3%  | 16.5%   | 14.9%  |
| 均值      | 14.4%   | 22.0%  | 15.8%  | 9.4%    | 29.1%  | 1.9%   | -      | 12.2%  | 8.4%    | 13.4%  |

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 11: 2007-2008 通胀时期下游需求和价格表现

|         | 火电发电量同比 | 钢铁产量同比 | 水泥产量同比 | 合成氨产量同比 | 钢价指数同比 | 水泥价格同比 | 尿素价格同比 | 原煤价格同比 | 无烟煤价格同比 | 烟煤价格同比 |
|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 2007-03 | 16.0%   | 20.4%  | 2.6%   | 9.0%    | 9.3%   | 3.2%   | -1.3%  | 2.1%   | 2.1%    | 2.1%   |
| 2007-04 | 18.2%   | 16.5%  | 14.5%  | 7.6%    | 6.0%   | 3.7%   | -2.7%  | 2.2%   | 2.4%    | 2.1%   |
| 2007-05 | 21.5%   | 15.7%  | 20.7%  | 6.4%    | 7.1%   | 4.3%   | -4.4%  | 1.2%   | 2.1%    | 0.9%   |
| 2007-06 | 19.4%   | 14.6%  | 14.7%  | 1.1%    | 0.9%   | 3.3%   | -6.1%  | 1.4%   | 2.3%    | 1.2%   |
| 2007-07 | 15.9%   | 14.5%  | 11.6%  | 4.0%    | 5.5%   | 3.6%   | -5.6%  | 1.9%   | 2.8%    | 1.6%   |
| 2007-08 | 10.2%   | 13.6%  | 13.3%  | -2.1%   | 11.1%  | 2.8%   | -1.7%  | 1.9%   | 3.0%    | 1.6%   |
| 2007-09 | 8.7%    | 17.5%  | 12.8%  | 7.9%    | 15.4%  | 2.8%   | 5.2%   | 2.5%   | 3.9%    | 2.1%   |
| 2007-10 | 10.5%   | 13.5%  | 9.8%   | 6.6%    | 16.5%  | 3.0%   | 9.3%   | 2.3%   | 3.8%    | 1.8%   |
| 2007-11 | 11.9%   | 4.3%   | 10.1%  | 2.7%    | 20.3%  | 3.8%   | 11.0%  | 1.1%   | 2.8%    | 0.6%   |
| 2007-12 | 12.7%   | 4.6%   | 12.8%  | 10.6%   | 29.3%  | 3.6%   | 15.1%  | 1.4%   | 3.0%    | 0.9%   |
| 2008-01 | 8.1%    | 5.8%   | -0.1%  | 0.0%    | 28.8%  | 6.3%   | 10.4%  | 25.9%  | 26.4%   | 25.8%  |
| 2008-02 | 14.2%   | 7.0%   | -6.2%  | -0.5%   | 30.6%  | 11.2%  | 8.5%   | 30.0%  | 30.1%   | 30.0%  |
| 2008-03 | 16.5%   | 11.5%  | 26.3%  | 3.3%    | 40.2%  | 13.2%  | 7.8%   | 31.2%  | 31.0%   | 31.2%  |
| 2008-04 | 10.1%   | 10.2%  | 10.8%  | 2.9%    | 43.8%  | 13.8%  | 24.4%  | 33.5%  | 31.6%   | 33.9%  |
| 2008-05 | 9.2%    | 10.5%  | 7.5%   | -0.4%   | 48.4%  | 11.1%  | 26.9%  | 45.0%  | 42.9%   | 45.6%  |

|         |       |        |      |        |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2008-06 | 6.8%  | 10.2%  | 7.9% | 7.7%   | 52.9% | 12.7% | 45.5% | 49.2% | 46.6% | 49.9% |
| 2008-07 | 6.1%  | 7.5%   | 6.3% | 4.0%   | 53.1% | 14.4% | 52.4% | 73.7% | 74.0% | 73.6% |
| 2008-08 | 1.8%  | 1.3%   | 1.5% | 3.6%   | 43.5% | 16.3% | 50.6% | 65.0% | 67.1% | 64.5% |
| 2008-09 | 2.7%  | -9.1%  | 3.1% | -2.6%  | 30.8% | 16.0% | 33.0% | 60.9% | 61.9% | 60.7% |
| 2008-10 | -5.3% | -17.0% | 1.1% | -11.1% | -9.2% | 12.5% | 13.1% | 29.7% | 28.4% | 30.0% |
| 均值      | 10.8% | 8.7%   | 9.1% | 3.0%   | 24.2% | 8.1%  | 14.6% | 23.1% | 23.4% | 23.0% |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

**表 12: 2010 年至今通胀时期下游需求和价格表现**

|         | 火电发电量同比 | 钢铁产量同比 | 水泥产量同比 | 合成氨产量同比 | 钢价指数同比 | 水泥价格同比 | 尿素价格同比 | 原煤价格同比 | 无烟煤价格同比 | 烟煤价格同比 |
|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 2010-07 | 7.5%    | 2.2%   | 16.6%  | -5.0%   | 6.5%   | 2.4%   | 0.9%   | 31.7%  | 30.2%   | 32.1%  |
| 2010-08 | 9.9%    | -1.1%  | 12.8%  | -6.6%   | 2.2%   | 3.3%   | 4.6%   | 29.1%  | 28.2%   | 29.3%  |
| 2010-09 | 2.0%    | -5.9%  | 10.3%  | -12.8%  | 15.3%  | 6.5%   | 12.9%  | 22.7%  | 22.8%   | 22.7%  |
| 2010-10 | -0.6%   | -3.8%  | 10.5%  | -13.7%  | 19.7%  | 7.5%   | 28.0%  | 17.5%  | 18.9%   | 17.1%  |
| 2010-11 | 1.09%   | 4.84%  | 16.98% | -8.86%  | 19.3%  | 14.5%  | 23.6%  | -      | -       |        |
| 均值      | 4.0%    | -0.8%  | 13.5%  | -9.4%   | 12.6%  | 6.8%   | 14.0%  | 25.2%  | 25.0%   | 25.3%  |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

**表 13: 三次通胀时期下游需求和价格表现总结**

|             | 火电发电量同比 | 钢铁产量同比 | 水泥产量同比 | 合成氨产量同比 | 钢价指数同比 | 水泥价格同比 | 尿素价格同比 | 原煤价格同比 | 无烟煤价格同比 | 烟煤价格同比 |
|-------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 03/11-04/10 | 14.4%   | 22.0%  | 15.8%  | 9.4%    | 29.1%  | 1.9%   | -      | 12.2%  | 8.4%    | 13.4%  |
| 07/3-08/10  | 10.8%   | 8.7%   | 9.1%   | 3.0%    | 24.2%  | 8.1%   | 14.6%  | 23.1%  | 23.4%   | 23.0%  |
| 10/7-10/11  | 4.7%    | -2.2%  | 12.6%  | -9.5%   | 10.9%  | 4.9%   | 10.7%  | 25.2%  | 25.0%   | 25.3%  |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 资源股受益于通胀，估值提升空间显著

从绝对 PE 估值（相对于当年的 EPS）来看，受益于煤价上涨预期，通胀时期煤炭板块 PE 也大幅提升。03 年以来煤炭板块动态 PE 与 CPI 关系较紧密，PE 阶段性高点均在 CPI 达到顶峰的前后 2 个月内实现。

### （1）2003.11-2004.10

- 03.11-03.12, PE 从 24.9 至 30.5, 涨幅为 22.3%
- 04.1-04.10, PE 从 14.7 至 18.1, 涨幅为 30.0%, 从 03.11 累计涨幅为 59.0%
- 受益于煤价上涨 03-04 年板块业绩平均涨幅达到 100%以上, 动态 PE 由 03 末 30.5 下降至 04 初的 14.7

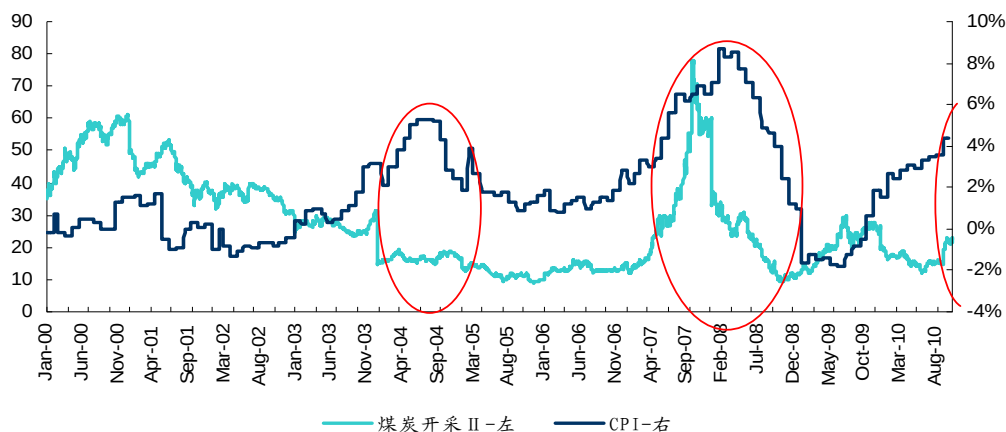
### （2）2007.3-2008.10:

- 07.3-07.12, PE 从 15.3 至 59.5, 涨幅为 289%
- 08.1-08.10, PE 从 32.2 至 9.5, 跌幅为 70.2%
- 08 年煤价涨幅创历史高位, 动态 PE 从 07 末 59.5 下降至 32.2

## (3) 2010.7-2010.11

- 10.7-10.11, PE 从 12.2 至 18.5, 上涨幅度为 51%

图 20: 动态 PE 估值的变化



资料来源: Wind, 长江证券研究部

从相对 PE 来看, 煤炭板块相对沪深 300PE 比绝对 PE (动态 PE) 与 CPI 的关系更为紧密:

- 一般而言, CPI 高点领先煤炭相对 PE 3 个月左右, 主要原因是在通胀末期大盘往往处于下跌的趋势, 而煤炭板块受益于通

胀, 下跌速度较慢;

- 在 CPI 超过 3 的阶段, 相对 PE 一般都大于均值水平;
- 在 01/02, 03/04, 07/08 三个通胀阶段高点时期, 煤炭板块的溢价为 66%, 77% 和 97%, 目前的溢价为 20% 左右, 相对于历史高点尚有空间。

表 14: 历史上通胀水平的上升伴随着估值溢价的提升, 且后者一般滞后 3 个月

| 阶段        | CPI 最高点 | 溢价最高点 | CPI 最高点时间 | 溢价最高点时间 |
|-----------|---------|-------|-----------|---------|
| 2000-2001 | 1.7%    | 66%   | 2001/5    | 2001/8  |
| 2003-2004 | 5.3%    | 77%   | 2004/7-8  | 2004/11 |
| 2007-2008 | 8.7%    | 97%   | 2008/2    | 2008/5  |
| 2010      | 3.1%    | 15%   | 2010/5    | 2010/8  |
|           | 3.3%    | 33%   | 2010/7    | 2010/10 |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 21：历史上 CPI 的快速上涨均伴随着煤炭板块相对估值的提升



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们对近 10 年 CPI 和煤炭板块 PE 相对估值进行了回归分析。回归结果表明，二者存在非常显著的相关关系。

回归等式为：

- 00-10 年回归结果：煤炭开采板块估值溢价=CPI 同比增速  $\times$  4+5%

一般通胀水平为 3% 的时候，板块的估值溢价为 17%，历史来看平均估值溢价为 13.5%。

- 03-10 年回归结果：煤炭开采板块估值溢价=CPI 同比增速  $\times$  7.6-11%

一般通胀水平为 3% 的时候，板块的估值溢价为 12%，历史来看平均估值溢价为 13.5%

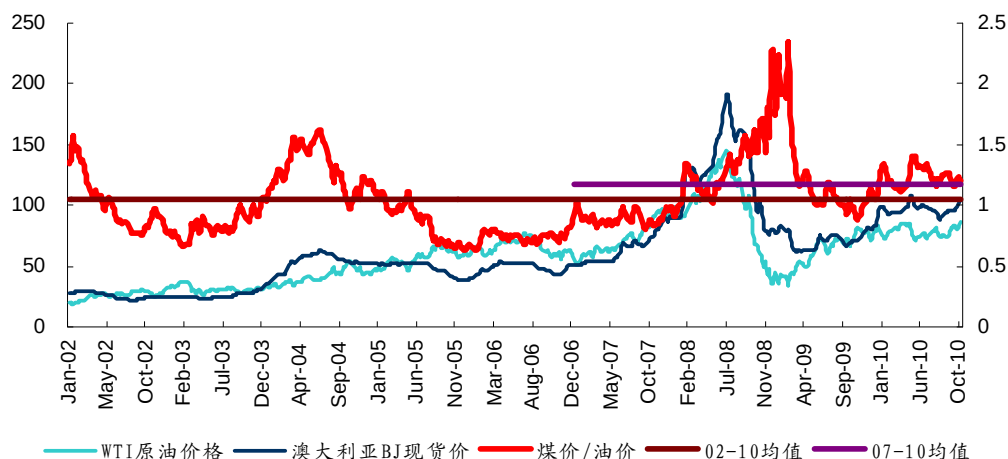
- 通胀时期回归结果：煤炭开采板块估值溢价=CPI 同比增速  $\times$  9.6-19.6%

统计分析显示，二者相关系数为 0.34，在置信度为 99% 时非常显著。

## 受通胀因素支撑，2011 煤价上涨可能性加大

经过以上分析我们可以发现，历次通胀伴随着煤价的上涨，特别是通胀后期涨幅更为显著。2001，2004，2008 通胀位于高点的三年中，大同优混价格分别上涨 17%，34%，55%，目前 10 年平均上涨 33%，不过与此前不同的是坑口价格涨幅并不明显。并且，从国际煤价和油价的比值来看，近几年比值上升，目前基本位于均值附近。因而受通胀因素支撑，2011 煤价上涨可能性加大。

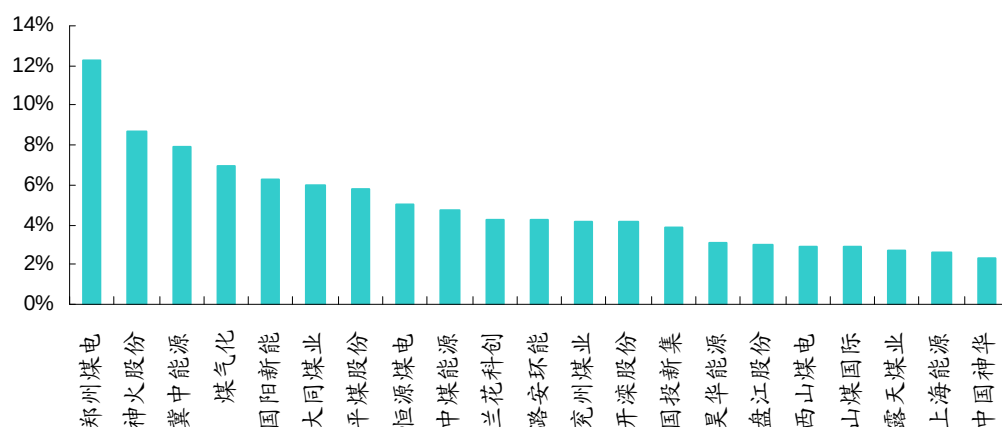
图 22: 近三年煤价油价比值上升, 目前基本位于均值附近



资料来源: Wind, 长江证券研究部

对于煤炭行业的公司来说, 煤炭平均销售价格上涨 1%, 业绩弹性范围在 2.5%-12%。其中业绩弹性较高的是郑州煤电, 神火股份 (假设铝价上涨 1%), 冀中能源等, 较低的是神华、上海能源, 露天煤业等。业绩弹性与公司的毛利率和业务结构相关, 毛利率低则弹性大, 煤炭业务占比高则弹性大。

图 23: 煤炭公司平均煤价上涨 1% 的业绩弹性



资料来源: 长江证券研究部

## 投资主线之二：兼并重组

### 十二五规划重点：资源整合，兼并重组

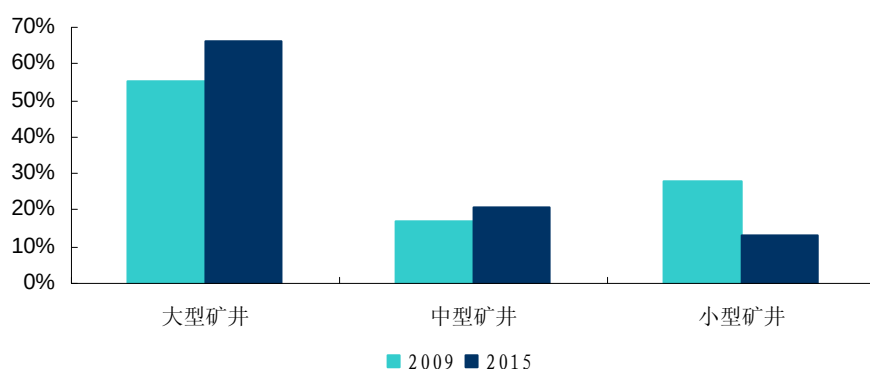
十二五期间, 煤炭行业资源整合、兼并重组仍是发展重点, 预计十二五小矿产量规模将从 09 年的 28% 下降至 15 年末的 13%, 企业数量也将由 11000 下降至 4000 家。目前山西和河南的资源整合正在进展中, 陕西、贵州、山东、宁夏等地也在稳步推进中。

**表 15：历史上通胀水平的上升伴随着估值溢价的提升，且后者一般滞后 3 个月**

| 所有制    | 矿井数量  | 占比   | 生产能力   | 占比   |
|--------|-------|------|--------|------|
| 合计     | 18234 | 100% | 300549 | 100% |
| 国有重点煤矿 | 878   | 5%   | 136404 | 45%  |
| 国有地方煤矿 | 1356  | 7%   | 33645  | 11%  |
| 乡镇煤矿   | 16000 | 88%  | 130500 | 45%  |

资料来源：Wind，长江证券研究部

**图 24：十二五阶段小矿产量比例将大幅下降**



资料来源：长江证券研究部

## 分区域：晋、陕、新、豫、贵等地区整合潜力较大

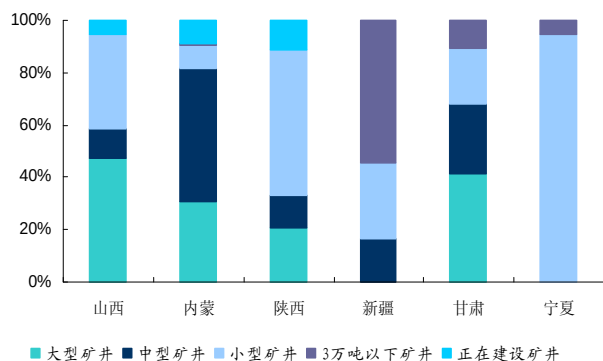
从不同区域来看，十二五规划对不同煤炭资源产区兼并重组也有不同的重点。

- 根据规划，山西、内蒙、山西、陕西、宁夏、甘肃和新疆六省资源条件较好，十二五期间将逐步关闭 30 万吨以下小煤矿，其中，陕新宁的小矿产量超过 50%，山西约 36%；
- 东部地区：河南、山东、安徽、黑龙江、安徽和河北地区小矿产量将逐步下降，其中河南小矿占 40%，其他小矿占比较低；
- 西南地区：贵州、云南小矿产量在 80% 左右，十二五期间将采取上大压小整合改造的政策。

总体来看，山西、陕西、新疆、河南和贵州等地区的小矿产量占比较大，十二五期间整合的空间较大。

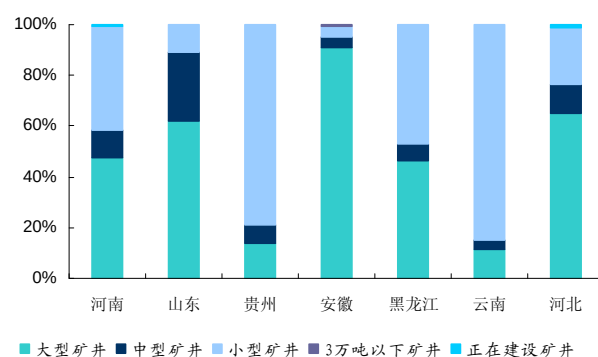


图 25：中西部资源条件较好的产煤省产量结构



资料来源：中国煤炭工业年鉴，长江证券研究部

图 26：西南地区 and 消费地较近的产煤大省产量结构



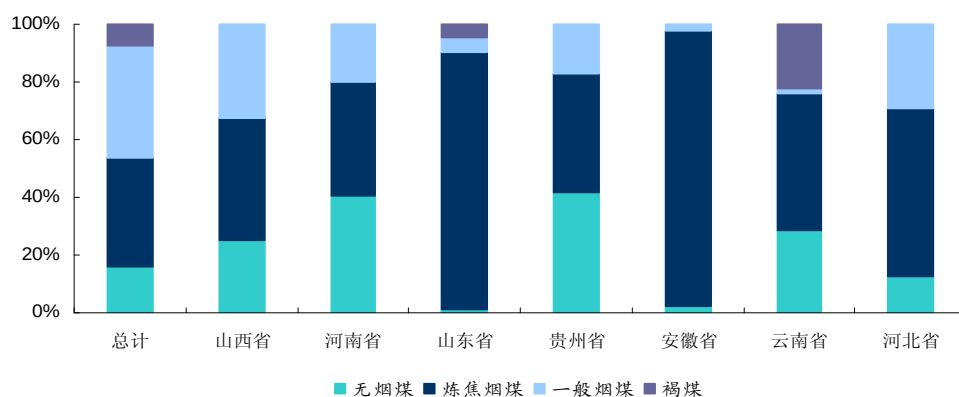
资料来源：中国煤炭工业年鉴，长江证券研究部

## 分煤种：炼焦煤受资源整合的影响较大

从不同的煤种来看，炼焦煤受资源整合的影响较大。主要原因在于：

- 主要参与整合的省份中晋豫贵云等地区的炼焦煤产量占比较大，而陕新宁动力煤超 80%
- 各省整合目前以山西和河南力度最大，二者炼焦煤产量占全国约 30%（且焦煤、肥煤占比较大），供给在 2 年内仍将受到影响，十二五期间云贵整合力度加大可能继续影响供给
- 动力煤产区集中在中西部地区，煤炭供给相对充足，整合对全国供给冲击不是很大

图 27：主要参与整合的省份晋、豫、贵、云等炼焦煤产量占比较大



资料来源：中国煤炭工业年鉴，长江证券研究部

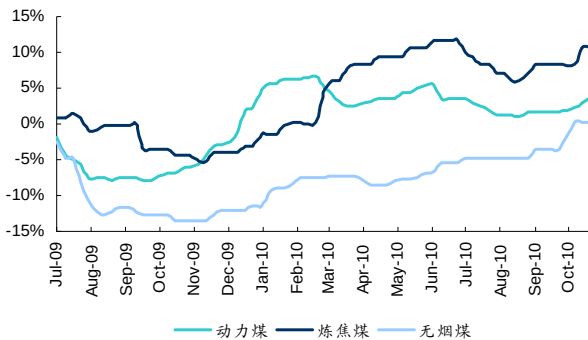
## 整合对行业的影响：价格上涨，安全成本上升和集中度提高

整合影响之一：供给收缩价格上涨，焦煤尤为明显

煤矿整合之后，往往会带来产量的相对收缩，进而推动煤价上涨。山西、河南地区整合之后价格影响显著：山西于 2009 年 3 月提出新一轮整合目标，供给收缩抑制了煤价下滑趋势，其中受影响较大的炼焦煤价格走势始终较其他煤种更强势；河南地区今年 4 月开始整合以来，各煤种价格涨幅均高于其他地区。

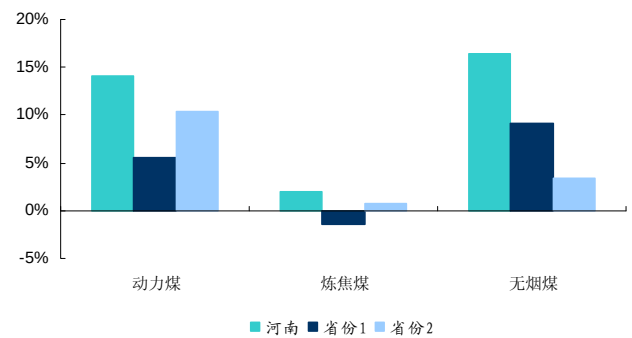
预计山西和河南整合近两年对炼焦煤供给冲击仍较大，炼焦煤价格有望超预期，但动力煤和无烟煤受资源相对丰富影响，涨幅可能较低。

**图 28：受整合影响最大山西炼焦煤价格持续上涨**



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

**图 29：河南地区受整合影响 4 月份以来价格优势明显**



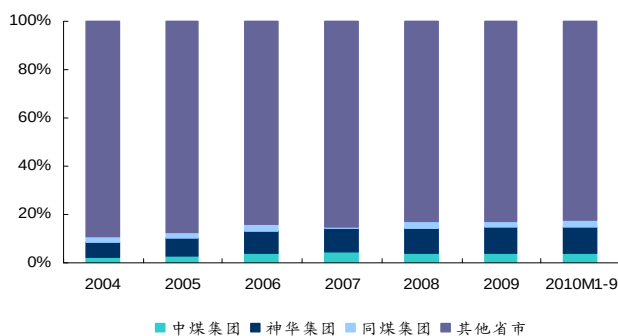
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

### 整合影响之二：集中度和议价能力提高

2010 年 1-10 月，三大集团集中度达到 17.9%，较 2009 年提高 0.7 个百分点；山西五大集团产量占全省产量比例为 48.9%，较 2009 年提高 2.9 个百分点。

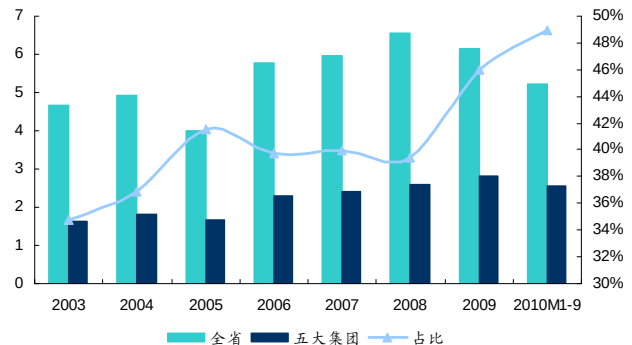
集中度的提高使大集团支配市场的能力明显增强，主要表现为：（1）控制产量，特别是当需求情况不佳时，收缩供给，防止市场不景气时煤价进一步下滑；（2）提高议价能力，特别是在合同煤价谈判时占据更大的主动权。

**图 30：三大集团原煤产量占比不断提升**



资料来源：全国煤矿安监局，长江证券研究部

**图 31：山西五大集团占有率显著提升**



资料来源：山西煤炭工业局，长江证券研究部

### 整合影响之三：整合带来吨煤成本上升

#### ■ 安全要求将大幅提升安全成本

十二五小煤矿退出的重要动力来自安全成本的上升。以国投新集为例，2007 年和 2010 年上半年安全费分别为 19.2 和 37.3 元/吨，占生产成本的 6.8% 和 10.3%。各公司 2009 年的安全费占成本比重为 1-14%。其中，潞安环能，国投新集，大同煤业，国阳新能占比较大，而神火股份，煤气化，露天煤业占比较小。

图 32: 各公司安全费以及占生产成本的比例



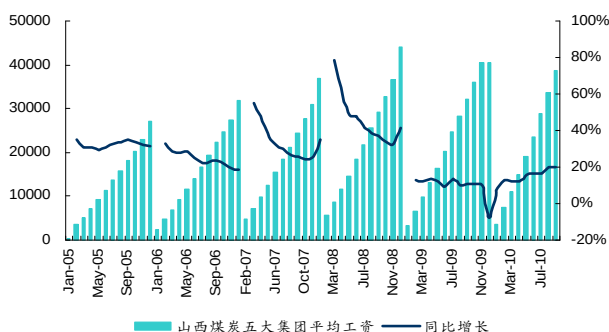
资料来源: Wind, 长江证券研究部

### ■ 劳动成本上涨成为必然趋势

煤炭企业推进整合重组也将成为劳动成本上涨的催化剂，山西五大集团目前平均工资为 38677 元/人，近几年同比增速在 15%左右。过去 10 年中采矿业平均工资涨幅达到 16.9%，仅次于金融业的 19.2%，比全国平均工资涨幅高出 2.2 个百分点，高出建筑业、地产业等近 5 个百分点。

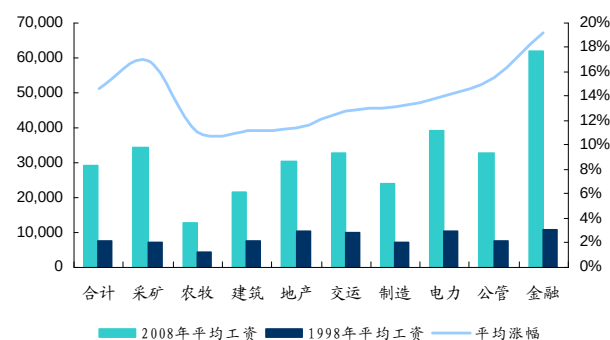
十二五期间，随着开采环境的变化和安全要求的上升，人工成本仍保持快速增长成为必然趋势。

图 33: 五大集团平均工资及涨幅



资料来源: 山西省煤炭工业厅, 长江证券研究部

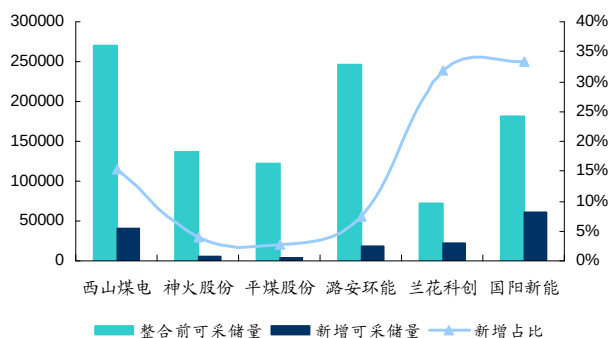
图 34: 过去 10 年采矿业人工工资涨幅最大



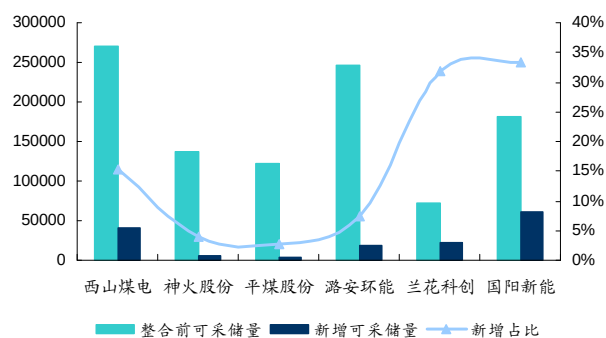
资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

## 资源扩张来源：小矿整合和兼并重组，资源价值最为重要

在目前全国范围内的小矿整合工作中，山西和河南进展显著，被整合小矿 98%以上已签订正式协议。同时各大集团在此次整合中收获颇丰，其中西山煤电、神火股份、平煤股份、潞安环能、兰花科创和国阳新能是以上市公司为主体直接整合，收获最为丰硕。其中，兰花科创和国阳新能新增可采储量分别约为 33%和 32%，西山煤电为 15%。另一方面，由于产量规模较小，神火和兰花新增产能分别占 09 年产量的 87%和 107%。

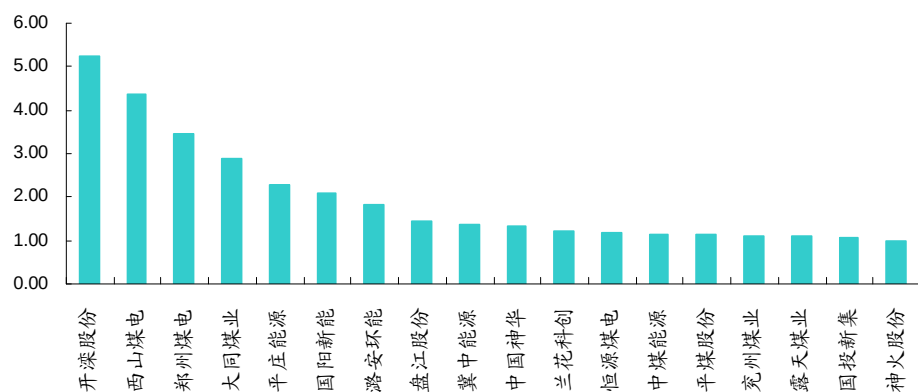
**图 35: 整合后兰花、国阳等新增储量可观**


资料来源：各公司公告，长江证券研究部

**图 36: 整合后神火、兰花等新增产能较大**


资料来源：各公司公告，长江证券研究部

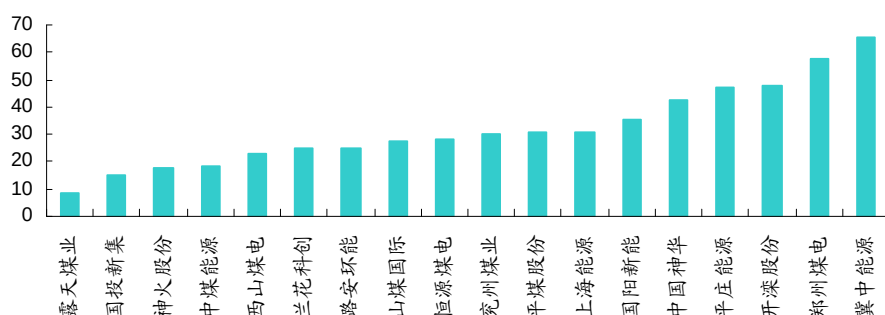
资产注入是各公司实现增长的另一个来源，2009 年集团/公司产量比值较大的有开滦股份、西山煤电、郑州煤电、同煤股份、国阳新能、潞安环能、冀中能源等，这些公司后期实现资产注入的可能性相对较大。近期有资产注入预期的煤炭公司主要有：潞安环能、开滦股份、国阳新能、平庄能源和平煤股份等。

**图 37: 各公司基本都有资产注入预期**


资料来源：各公司公告，长江证券研究部

市值/可采储量比值在一个侧面反映出了当前煤炭公司的资源价值，目前各公司的市值/可采储量比波动范围较大，最低的露天煤业还不到 10，最高的冀中能源在 60 左右。综合考虑煤种和盈利能力，国投新集、神火股份、中煤能源、西山煤电、兰花科创、潞安环能被低估。

图 38：各公司市值/可采储量比



资料来源：各公司公告，长江证券研究部

## 投资策略：关注弹性和产能扩张

我们认为 2011 年煤炭市场仍将保持高景气度。一方面下游行业有望逐步回升，需求增速或将维持高位；另一方面，受铁路运输瓶颈以及主要产煤区投资下降的影响，产量增速可能放缓。特别看好炼焦煤、喷吹煤的表现。

2011 年的我们的投资思路基于两条主线：

(1) 通胀预期：2011 年通胀压力逐步显现，历史表明通胀阶段煤价和估值都将有显著提升；

(2) 兼并重组：十二五规划仍为重点，短期意味着产能收缩，部分煤种价格上涨，长期成本上升和集中度提高成为趋势。我们更关注的是通过小矿整合和资产注入而实现产能扩张的公司。

因此，建议关注两类公司：(1) 产品具有煤种优势，价格弹性较大的；(2) 小矿整合和资产注入产能释放潜力较大的公司；主要有西山煤电、神火股份、潞安环能、兖州煤业和兰花科创。

表 16：主要煤炭开采上市公司盈利预测与估值

| 证券代码      | 公司简称 | 评级   | 股价    | EPS (元) |      |      | P/E (X) |       |       | PB   |
|-----------|------|------|-------|---------|------|------|---------|-------|-------|------|
|           |      |      |       | 09A     | 10E  | 11E  | 09A     | 10E   | 11E   |      |
| 000780.SZ | 平庄能源 | 谨慎推荐 | 15.33 | 0.46    | 0.73 | 0.79 | 33.33   | 21.00 | 19.41 | 4.34 |
| 000933.SZ | 神火股份 | 推荐   | 25.05 | 0.57    | 1.37 | 1.79 | 43.95   | 18.28 | 13.99 | 6.08 |
| 000983.SZ | 西山煤电 | 推荐   | 26.69 | 0.71    | 1.16 | 1.77 | 37.59   | 23.01 | 15.08 | 6.49 |
| 600123.SH | 兰花科创 | 推荐   | 47.08 | 2.22    | 2.37 | 3.08 | 21.21   | 19.86 | 15.29 | 4.31 |
| 600188.SH | 兖州煤业 | 推荐   | 28.39 | 0.79    | 1.65 | 1.8  | 35.94   | 17.21 | 15.77 | 4.11 |
| 600508.SH | 上海能源 | 谨慎推荐 | 28.29 | 1.31    | 1.71 | 1.97 | 21.60   | 16.54 | 14.36 | 3.57 |
| 600546.SH | 山煤国际 | 谨慎推荐 | 34.60 | 0.82    | 1.11 | 1.65 | 42.20   | 31.17 | 20.97 | 8.48 |
| 601088.SH | 中国神华 | 谨慎推荐 | 24.71 | 1.52    | 1.88 | 2.16 | 16.26   | 13.14 | 11.44 | 2.61 |
| 601101.SH | 昊华能源 | 谨慎推荐 | 47.06 | 1.37    | 2.23 | 2.38 | 34.35   | 21.10 | 19.77 | 4.05 |
| 601666.SH | 平煤股份 | 谨慎推荐 | 21.09 | 0.78    | 1.27 | 1.52 | 27.04   | 16.61 | 13.88 | 3.84 |
| 601699.SH | 潞安环能 | 推荐   | 59.64 | 1.83    | 2.65 | 3.03 | 32.59   | 22.51 | 19.68 | 5.97 |

|           |      |      |       |     |      |      |       |       |       |      |
|-----------|------|------|-------|-----|------|------|-------|-------|-------|------|
| 601898.SH | 中煤能源 | 谨慎推荐 | 10.86 | 0.5 | 0.68 | 0.82 | 21.72 | 15.97 | 13.24 | 1.96 |
|-----------|------|------|-------|-----|------|------|-------|-------|-------|------|

资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。