

小反弹可期、大趋势难现

跟随大市

核心逻辑:

承接 2011 年策略报告观点, 煤炭板块在内在投资主线缺失(价、量受控)条件下, 难以抵御市场整体系统性风险释放的扰动; 根据今年以来板块整体走势分析, 我们认为随着板块内上市公司年报和 1 季报的公布, 既存业绩和未来业绩间的正向差异配合可能的高送配, 一波反弹行情值得期待, 但行情持续性不强且幅度有限。

主要观点:

● 煤炭行业整体快速增长

企业亏损持续下降, 资产规模迅速扩大 值得关注的是, 目前国内煤炭企业总数为 9243 家, 平均资产规模仅为 3.24 亿元左右, 仍然处于较低水平, 随着产业政策进一步向大型综合类生产企业倾斜, 我们认为行业未来发展将呈现企业数逐年减少, 资产规模增速下降, 大型企业进一步替代中小企业的格局。

纵向行业内比较一季度毛利创出新高, 三费率及产品资金占用率稳步下降 总体而言, 行业毛利率保持稳定, 主营利润的大幅增加来自于规模的扩大; 三费合计占比的下降主要归功于主营收入的大幅提高(41.77%), 即量和价的共同影响; 成品资金占用率全年指标皆保持在 5% 以下, 反映出行业整体良好的产销形势。

横向行业间比较一毛利率差异保持微幅下降态势 煤炭行业毛利率较社会平均水平下降, 同时较采掘业内部有微幅提升有较为积极意义, 原因在于: 一方面减轻了下游企业的压力, 使得其能够得到合理的回报; 另一方面在资源开采行业内部逐步向均值水平靠拢, 保证了自身利益。

● **正向差异与高送配预期有望短期刺激板块上行** 综合来看, 可以完全覆盖收入成本配比正向差异变动和高送配基础的个股为: 昊华能源(601101)、兰花科创(600123)。两个公司的共同特点是皆为无烟煤生产企业(特别是昊华能源出口占比较大), 煤炭产品质量较好, 价格与产量受控影响较小, 同时具备高送配条件。

● **总体判断** 首先, 煤炭行业 2010 年四季度业绩良好(参看第一部分), 而 A 股上市公司属于行业内较好企业, 故年报业绩值得期待; 其次, 量、价控制短期内难以改变(特别是对于动力煤生产企业), 一季度同比和环比增速受到影响, 不具备同比和环比正向差异的可持续性, 但是否送配值得关注(参看第二部分); 第三, 板块整体估值略高于标的指数估值水平, 但处于行业历史估值底部区域, 由于行业核心变量价格、产量管制预期并未改变, 行业估值承压态势短期内难以改变。故仍然维持行业“跟随大市”评级。

分析师

徐哲

执业证号: S1250511010009

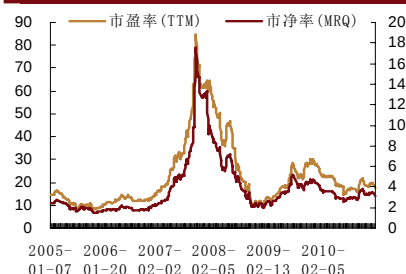
电话: 010-57631191

邮箱: xze@swsc.com.cn

近一年行业市场表现



近 5 年板块估值变化



相关研究

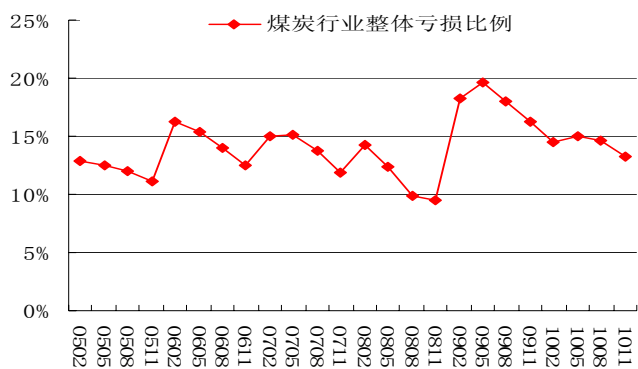
- 1 控制系统风险、标配煤炭板块
10/12/10
- 2 主产地煤价出现不同程度上涨, 但库存情况并不乐观
10/09/20
- 3 反弹空间犹存, 等待趋势明朗
10/07/20
- 4 把握反弹中的操作机会 等待新一轮周期来临
10/07/13

一、煤炭行业整体快速增长

(一) 企业亏损持续下降、资产规模迅速扩大

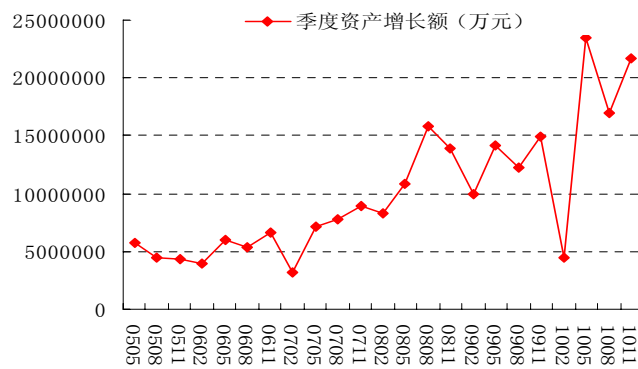
截止2010年11月,全行业累计亏损企业共1229家,亏损企业数占总企业数比例为13.30%,较行业长期亏损比例14.08%低0.78个百分点(图1);全行业累计亏损总额637062.4万元,较上年同期下降15.20%。同一报告期,行业整体累计资产规模达到约29940.06亿元,同比增长约29.80%,其中8-11月季度资产增长约2169.95亿元(图2),仅次于2010年2-5月的行业季度资产增长规模。值得关注的是,目前国内煤炭企业总数为9243家,平均资产规模仅为3.24亿元左右,仍然处于较低水平,随着产业政策进一步向大型综合类生产企业倾斜,我们认为行业未来发展将呈现企业数逐年减少,资产规模增速下降,大型企业进一步替代中小企业的格局。

图1: 煤炭行业亏损比例(%)



资料来源: 国家统计局, 西南证券研发中心

图2: 季度资产增长情况(万元)



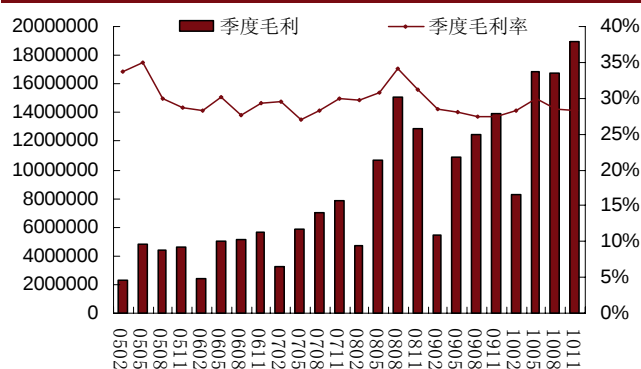
资料来源: 国家统计局, 西南证券研发中心

(二) 纵向行业内比较一季度毛利创出新高、三费率及产品资金占用率稳步下降

2010年8至11月,全行业实现主营业务利润总额合计约1894.59亿元,同比增长35.94%,较前一期34.39%增速提高1.55个百分点,创出单季行业毛利新高,略超出我们的预期;单季毛利率水平维持在28.31%左右,较历史毛利率平均水平低1.27个百分点,较上个季度低0.09个百分点。总体而言,行业毛利率保持稳定,主营利润的大幅增加来自于规模的扩大。(图3)

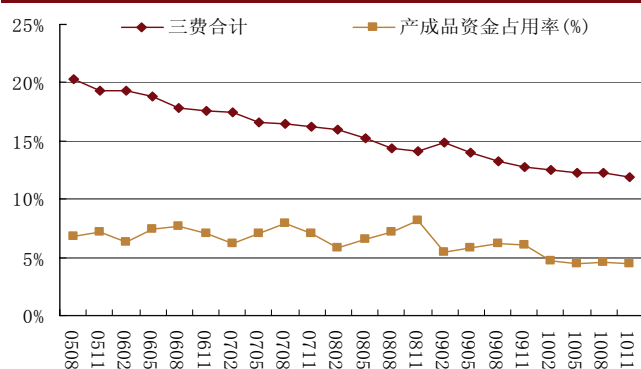
从费用变化情况看,截止2010年11月行业三费占营收比重降至11.92%,处于05年8月以来最低水平,其中销售费用占2.72%、财务费用占1.38%、管理费用占7.81%。事实上,从同比数据来分析,全行业销售费用、财务费用、管理费用分别增加了28.32%、35.35%、32.23%,三费合计占比的下降主要归功于主营收入的大幅提高(41.77%),即量和价的共同影响。从另一个关键指标产成品资金占用率情况分析,截止2010年11月该指标仅为4.49%,且全年指标皆保持在5%以下,反映出行业整体良好的产销形势。(图4)

图 3：行业毛利及毛利率变化情况（%）



资料来源：国家统计局、西南证券研发中心

图 4：三费占比及产成品资金率（%）



资料来源：国家统计局、西南证券研发中心

（三）横向行业间比较—毛利率差异保持微幅下降态势

从采掘业内部行业间比较情况看,截止 2010 年 11 月,煤炭行业整体企业亏损率为 13.30%,较前一报告期下降 1.27 个百分点(该指标采掘行业皆表现为下降),采掘行业间最好水平为 7.15%(非金属矿采选业);毛利水平为 28.79%,采掘行业间最好水平为 46.45%(仍然为石油和天然气开采);三费虽然较前期有所下降,但采掘行业间比较仍然处于最高水平;利润率水平 13.85%,采掘行业间最高水平为 30.62%(石油和天然气开采);资产负债率微幅下降至 58.96%,采掘行业间最好水平为 42.12%(石油及天然气开采)。(表 1)

表 1：采掘行业间主要指标比较

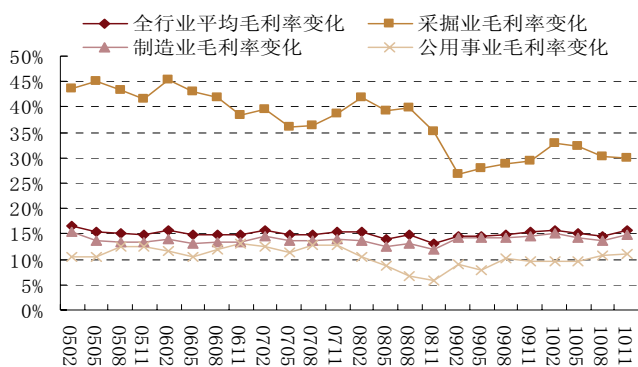
行业名称	企业亏损率	毛利率	三费率	利润率	资产负债率
有色金属矿采选业	14.69%	23.32%	7.16%	13.27%	47.11%
非金属矿采选业	7.15%	21.21%	8.64%	6.92%	50.85%
石油和天然气开采业	18.92%	46.45%	6.97%	30.62%	42.12%
黑色金属矿采选业	10.63%	22.60%	6.22%	12.17%	52.71%
其他采矿业	12.90%	13.52%	6.03%	3.95%	43.73%
煤炭开采和洗选业	13.30%	28.79%	11.92%	13.85%	58.96%

资料来源：国家统计局、西南证券研发中心

仍然从全行业利润分配格局分析,2010 年 8 至 11 月,大类行业中,采掘业整体毛利率水平为 29.86%(历史平均 36.93%),较前一报告期下降 0.26 个百分点;制造业平均毛利率水平为 14.92%(历史平均 13.81%),较前一报告期上升 1.25 个百分点;公用事业平均毛利率水平为 10.96%(历史平均 10.47%),较前一报告期上升 0.34 个百分点;煤炭行业整体为 28.31%(历史平均 29.52%),较前一报告期下降 0.09 个百分点。(图 5)

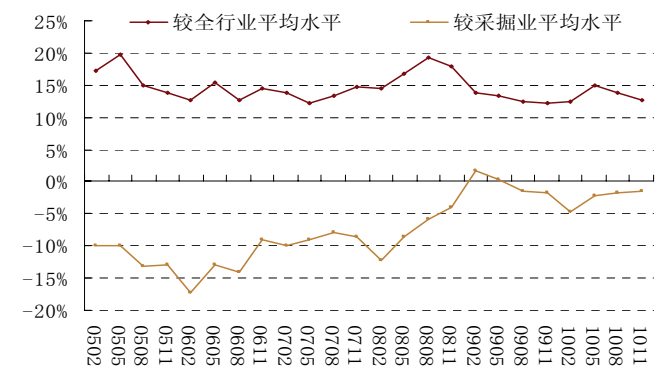
总体来看,煤炭行业较全行业的平均毛利率水平高出 12.59 个百分点,这一数据较前一报告期下降了 1.23 个百分点;较采掘业平均毛利率水平低 1.56 个百分点,较前一报告期提升 0.16 个百分点。我们认为,煤炭行业毛利率较社会平均水平下降,同时较采掘业内部有微幅提升有较为积极意义,原因在于:一方面减轻了下游企业的压力,使得其能够得到合理的回报;另一方面在资源开采行业内部逐步向均值水平靠拢,保证了自身利益。(图 6)

图 5：全社会行业间毛利率变化（%）



资料来源：国家统计局、西南证券研发中心

图 6：煤炭行业较全社会及采掘行业毛利率差异变化（%）



资料来源：国家统计局、西南证券研发中心

二、正向差异与高送配预期有望短期刺激板块上行

1、静态数据正向差异分析

根据板块上市公司 2010 年三季报静态数据，主要思路是利用收入成本增速配比指标（环比与同比增速两个变量）结合净利润增速指标，按照同比或环比增速配比正向与负向差异形成的 4 个组合进行分析，方向数据取前 5 位公司。（附加说明：截止本报告出具日，发布业绩快报的公司为国投新集，预计公司 2010 年每股收益达 0.68 元，同比增长约 51.11%；发布业绩预增公告的公司为国际实业、兖州煤业、神火股份、昊华能源、露天煤业，净利润预增幅度分别为 335%、100%、99.47%、80%、60%）。

同比及环比增速配比双正向变动组合：符合条件的公司分别为**平庄能源**（净利润环比下降 8.87%、同比增长 61.75%），**兰花科创**（净利润环比下降 39.80%、同比下降 4.36%）。该组合反映的是上市公司同比正向差异与季度数据正向差异较大，重点关注的是同比与环比成长可持续性。

同比及环比增速配比双负向变动组合：符合条件的公司分别为**大同煤业**（净利润环比下滑 34.13%、同比下滑 29.53%），**上海能源**（净利润环比下滑 82.48%、同比下滑 47.60%），**国际实业**（净利润环比下滑 34.29%、同比增长 15.37%）。该组合反映的是上市公司同比负向差异与季度数据负向差异较大，重点关注的是同比与环比成长预期反转。

同比增速配比正向、环比增速配比负向变动组合：符合条件的公司为**昊华能源**（净利润环比增长 5.79%、同比增长 280.06%）。该组合反映的是上市公司同比正向差异较大，但季度数据负向差异较大，重点关注的同比成长可持续性与环比成长预期反转。

同比增速配比负向、环比增速配比正向变动组合：无符合条件的上市公司。该组合反映的是上市公司同比负向差异较大，季度数据正向差异较大，重点关注的是同比成长预期反转与环比成长预期可持续性。

表 2: 主要上市公司静态正负向差异数据情况

证券代码	证券简称	净利润		收入成本配比	
		环比	同比	(环比增速)	(同比增速)
601088.SH	中国神华	-3.01%	12.82%	0.921	0.884
601898.SH	中煤能源	-39.71%	8.59%	0.964	0.987
600188.SH	兖州煤业	589.76%	227.42%	1.020	1.063
000983.SZ	西山煤电	6.79%	49.42%	0.934	0.827
600348.SH	国阳新能	1.29%	59.50%	0.980	1.020
601918.SH	国投新集	-3.88%	262.97%	0.944	1.127
601666.SH	平煤股份	-49.57%	45.30%	0.939	1.074
601001.SH	大同煤业	-34.13%	-29.53%	0.877	0.916
002128.SZ	露天煤业	-14.74%	108.13%	1.020	1.126
600997.SH	开滦股份	-11.85%	-8.36%	1.003	0.976
000937.SZ	冀中能源	-8.75%	242.53%	0.981	0.932
601699.SH	潞安环能	1.82%	32.26%	0.937	1.018
600395.SH	盘江股份	16.96%	37.72%	1.055	0.992
000933.SZ	神火股份	-27.13%	9.48%	1.002	0.972
000780.SZ	平庄能源	-8.87%	61.75%	1.060	1.157
600546.SH	山煤国际	-16.64%	8382.66%	1.008	1.033
600508.SH	上海能源	-82.48%	-47.60%	0.752	0.925
600121.SH	郑州煤电	8.27%	-12.53%	1.034	1.010
600123.SH	兰花科创	-39.80%	-4.36%	1.209	1.120
000968.SZ	煤气化	-42.78%	-47.69%	1.012	0.935
000159.SZ	国际实业	-34.29%	15.37%	0.809	0.887
601101.SH	昊华能源	5.79%	280.06%	0.908	1.334
600971.SH	恒源煤电	6.91%	119.76%	1.112	1.109
000552.SZ	靖远煤电	-49.07%	32.04%	0.905	0.997

资料来源: 公司公告、西南证券研发中心

2、可能的高送配分析

我们对上市公司送配和融资关系的理解是: 如果公司处于高速发展阶段, 有许多的投资回报率较高的项目需要资金, 那么公司应当采取多融资少分配的模式, 对投资者和公司而言在可预见的未来能够形成双赢局面; 相反如果高速发展期过去, 可投资项目较少, 则应采取多分配少融资的模式。

从煤炭行业未来发展趋势分析, 2000 年以来特别是 2005 年以后, 行业快速发展, 大型煤企扩张迅猛, 国内煤炭产量大幅增长; 从行业未来趋势来看, 中国以煤为主的能源结构虽然短期内难以改变, 但是长期占比下降却已成为趋势, 故行业发展的高峰期基本已经过去, 板块内上市公司的募投项目将着重于海外并购和区域内资源整合。结合主要上市公司优良的业绩表现, 我们认为高送配的可持续性值得期待。

从可能进行分配的角度分析,截止 2010 年 3 季末,板块内上市公司每股未分配利润前五位的公司分别是**兰花科创**(6.74 元/股)、**上海能源**(5.06 元/股)、**冀中能源**(4.29 元/股)、**恒源煤电**(4.10 元/股)、**兖州煤业**(3.91 元/股);每股公积金合计排名前五位的公司分别是**昊华能源**(8.21 元/股)、**中国神华**(5.01 元/股)、**恒源煤电**(3.83 元/股)、**冀中能源**(3.70 元/股)、**中煤能源**(2.96 元/股)。

从派现/募集资金比情况分析,排在前 5 位的公司分别为**神火股份**(1.01)、**国阳新能**(0.96)、**潞安环能**(0.88)、**西山煤电**(0.88)、**兰花科创**(0.66),其中神火股份和国阳新能的派现已经或者几乎完全还原了募集资金额;排在后 5 位的公司分别为**山煤国际**(0.01)、**昊华能源**(0.02)、**中煤能源**(0.02)、**平庄能源**(0.02)、**中国神华**(0.03),具体分析 5 家公司构成山煤国际和昊华能源属于新上市公司,中国神华和中煤能源上市时间较短且首发募集资金较大。

总体而言,首先,**冀中能源**完成了资产收购、**昊华能源**实现 IPO 上市,送转能力亦较强,有可能进行大比例分配;其次,具有良好分配传统的如**神火股份**、**国阳新能**、**潞安环能**等公司亦值得关注;第三,应该关注目前派现/募集资金比较小的上市公司,如**中国神华**、**山煤国际**等。

表 3: 可分配资金来源与历史分配情况

证券简称	每股资本公积 (元/股)	每股未分配利润 (元/股)	每股盈余公积 (元/股)	公积金合计 (元/股)	派现/募集比
昊华能源	7.13	2.07	1.08	8.21	0.02
中国神华	4.44	3.26	0.57	5.01	0.03
恒源煤电	2.72	4.1	1.11	3.83	0.04
冀中能源	3.08	4.29	0.62	3.7	0.17
中煤能源	2.87	1.27	0.1	2.96	0.02
盘江股份	2.59	1.23	0.21	2.8	0.05
兰花科创	1.3	6.74	1.07	2.36	0.66
平煤股份	1.41	1.76	0.56	1.97	0.34
潞安环能	0.92	3.76	0.78	1.7	0.88
上海能源	1.15	5.06	0.5	1.65	0.43
兖州煤业	0.93	3.91	0.66	1.59	0.45
煤气化	1.15	2.73	0.43	1.59	0.46
平庄能源	1.46	0.62	0.02	1.48	0.02
大同煤业	1.1	1.51	0.37	1.47	0.36
国投新集	1.09	1.19	0.17	1.26	0.14
开滦股份	0.79	2.16	0.45	1.24	0.25
国际实业	0.71	0.53	0.11	0.82	0.15
西山煤电	0.3	1.98	0.35	0.65	0.88
神火股份	0.23	2.31	0.41	0.64	1.01
靖远煤电	0.49	0.81	0.09	0.58	0.09
郑州煤电	0	1.27	0.41	0.41	0.21
国阳新能	0	1.13	0.25	0.25	0.96

证券简称	每股资本公积 (元/股)	每股未分配利润 (元/股)	每股盈余公积 (元/股)	公积金合计 (元/股)	派现/募集比
山煤国际	0.11	2.66	0.03	0.13	0.01
露天煤业	0.04	1.32	0	0.04	0.23

资料来源：公司公告、西南证券研发中心

三、投资策略与组合

从板块估值及运行情况分析，年度策略报告发布日至 2010 年 1 月 28 日，沪深 300 指数下跌 1.46%，纳入研究范围的煤炭上市公司指数（简称煤炭板块整体）下跌 1.61%。总体来看，报告期内煤炭板块表现与大势同步，符合我们前期判断。从市场估值水平分析，沪深 300、煤炭板块整体静态市盈率水平分别为 14.17 (X)、15.84 (X)，市净率水平（对应 2010 年三季报）分别为 2.43(X)、3.12 (X)。

表 4：板块基本情况表

板块名称	区间涨跌幅 (%)	市净率	市盈率	年化收益率 (%)	BETA 值
黑色金属	2.61	1.48	18.25	42.25	1.22
建筑建材	2.36	2.8	24.83	54.78	0.96
交通运输	-0.36	2.51	14.91	33.79	0.89
交运设备	-0.58	3.82	22.4	55.02	0.96
房地产	-1.07	2.6	24.67	46.84	1.02
沪深 300	-1.46	2.43	14.17	56.36	1.03
煤炭板块整体	-1.61	3.12	15.84	66.54	1.19
化工	-2.17	2.85	18.72	46.17	0.93
金融服务	-2.21	1.96	10.23	68.8	1.25
家用电器	-3.19	3.53	20.53	46.16	0.84
机械设备	-3.67	4.99	35.29	54.73	0.95
全部 A 股	-3.78	2.76	17.51	49.24	0.94
公用事业	-5.75	2.47	23.5	41.05	0.94
综合	-6.89	3.92	44.96	48.36	0.92
信息服务	-7.51	3.91	58.31	42.4	0.87
有色金属	-7.64	4.99	51.14	66.88	1.22
农林牧渔	-8.76	5.4	58.16	49.98	0.85
轻工制造	-8.95	3.05	33.77	41.47	0.89
商业贸易	-9.18	4.05	33.02	49.54	0.89
纺织服装	-9.41	3.39	41.25	49.19	1
电子元器件	-11.08	4.76	54.47	44.46	0.88
食品饮料	-11.43	7.59	35.16	54.18	0.86
信息设备	-11.94	4.4	45.04	43.74	0.85
餐饮旅游	-11.97	4.6	44.35	48.24	0.85
医药生物	-12.83	5.68	40.05	51.86	0.75

资料来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

承接 2011 年策略报告观点，煤炭板块在内在投资主线缺失（价、量受控）条件下，难以抵御市场整体系统性风险释放的扰动；根据今年以来板块整体走势分析，随着板块内上市公司年报和 1 季报的公布，既存业绩和未来业绩间的正向差异配合可能的高送配，一波小反弹行情值得期待，但其持续性不强且幅度有限。

我们认为，首先，煤炭行业 2010 年四季度业绩良好（参看第一部分），而 A 股上市公司属于行业内较好企业，故年报业绩值得期待；其次，量、价控制短期内难以改变（特别是对于动力煤生产企业），一季度同比和环比增速受到影响，不具备同比和环比正向差异的可持续性，但是否送配值得关注（参看第二部分）；第三，板块整体估值略高于标的指数估值水平，但处于行业历史估值底部区域，由于行业核心变量价格、产量管制预期并未改变，行业估值承压态势短期内难以改变。故仍然维持行业“跟随大市”评级。

假设前述判断正确条件下，在个股的选取上可以完全覆盖收入成本配比正向差异变动和高送配基础的个股为：昊华能源（601101）、兰花科创（600123）。两个公司的共同特点是皆为无烟煤生产企业（特别是昊华能源出口占比较大），煤炭产品质量较好，价格与产量受控影响较小，同时具备高送配条件。

从年度策略组合中个股市场表现情况看，冀中能源（000937）、昊华能源（601101）、开滦股份（600997）分别取得 18.99%、4.07%、3.90% 的正收益；神火股份（000933）、煤气化（000968）、兰花科创（600123）分别下跌 2.91%、3.35%、10.36%，整体业绩较为平衡。需要说明的是，兰花科创亚美大宁矿的停产超出预期，但如果从长远角度分析，该矿停产有利于国有资产回归，一旦亚美大宁矿权问题得到解决，市场预期将得到极大改善，具备一定反弹空间。总体而言，暂不调整组合个股及增持评级，相对看好行业内具备高送配预期个股的表现。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>