

基本面尚好，紧缩环境下逢低逐步介入，静待行业反弹

核心观点：

- **2011年2月份煤炭行业投资组合的选取，取决于我们对于宏观政策、煤价走势的判断以及上市公司全年业绩的预测和对于行业估值波动的把握**
行业基本面上，我们坚持2011年度投资策略报告中的观点，行业景气处于缓慢爬升态势，政府对于动力煤价格的管制不改煤价上涨趋势，炼焦煤再次提价概率较大，预计提价窗口可能在3-4月份。从宏观政策环境来看，2月8日晚央行再次加息，反映了政策紧缩的迫切性，同时也是为了抑制年初信贷投放过快和配合调控房地产价格的目的。我们的宏观研究认为，加息空间主要取决于通胀走势，若CPI在上半年见顶回落，央行未来有可能上调利率1-2次，且集中在上半年的可能性最大。
至于宏观经济运行情况，今年1月份PMI值与2006年同期还略高，表明制造业与2006年的正常水平相当，经济整体运行尚属平稳，虽有回落可能但出现深度回调的风险还不大。未来煤炭需求大幅减缓的可能性不大，煤价的深度回调也是小概率事件。但宏观经济未来为否明显回落以及回落的幅度有多大，仍需进一步跟踪观察。
落实到投资操作层面，前瞻性的看，未来待政策紧缩预期充分释放，若经济放缓势头低于预期，则煤炭板块可能迎来较大幅度的上涨行情；短期来看，在紧缩政策组合拳的预期下，板块以及整个市场仍处震荡筑底阶段。建议投资者把握估值波动，动态PE15X以下是具备安全边际的投资价值区间，可在市场震荡调整阶段逢低介入。
- **行业供需平衡，煤价上涨概率较大**
下游行业产量增速回升，煤炭需求保持高位；煤炭产量增速尚未大幅增加，煤价持续上涨后步入平稳阶段，供需平衡。澳洲水灾推高国际市场煤价，未来3-4个月将是国内煤价上涨的重要推动力。看好炼焦煤的再次提价，3-5月份提价概率较大。
- **1月份投资组合回报跑赢行业指数1.45%，我们进行了总结**
1月份组合中的两支股票收益率有所差异，需总结的地方在于我们对于政策紧缩的预期偏乐观。
- **投资组合**
我们看好煤价上涨和行业盈利增长趋势，建议投资者把握估值波动，在市场震荡调整阶段逢低介入。选择西山煤电、潞安环能，分别给予50%、50%的权重。

月度投资组合：

股票代码	股票名称	权重(%)	股价(元)	EPS(元)			入选投资组合理由
				2009A	2010E	2011E	
000983	西山煤电	50%	24.69	0.71	1.20	1.73	焦煤提价增厚业绩，产量增长明确，具长期投资价值
601699	潞安环能	50%	52.39	1.83	2.56	2.93	受益资源整合&资产注入的喷吹煤龙头

资料来源：中国银河证券研究部

推荐 维持评级

分析师

赵柯

☎：(8610) 6656 8707

✉：zhaoke@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130109074248

相关研究

- 1.《煤炭行业1月投资组合研究报告：估值提升，看好炼焦煤喷吹煤公司》--2011.1.4
- 2.《煤炭行业11月投资组合研究报告-趋势向好，关注高增长低估值公司》--2010.11.2
- 3.《煤炭行业10月投资组合研究报告-成长性是关键，投资机会到来》--2010.10.8
- 4.《煤炭行业9月投资组合研究报告-成长性为基础，把握反弹机会》--2010.9.2

行业表现



资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

11 月投资逻辑与投资思路:

2011 年 2 月份煤炭行业投资组合的选取, 取决于我们对于宏观经济政策、煤价走势的判断以及上市公司全年业绩的预测和对于行业估值波动的把握。

行业基本上, 我们坚持 2011 年度投资策略报告中的观点, 行业景气处于缓慢爬升态势, 政府对于动力煤价格的管制不改煤价上涨趋势, 炼焦煤再次提价概率较大, 预计提价时间窗口可能在 3-4 月份。

从宏观政策环境来看, 2 月 8 日晚央行再次加息, 反映了政策紧缩的迫切性, 同时也是为了抑制年初信贷投放过快和配合调控房地产价格的目的。我们的宏观研究认为, 加息空间主要取决于通胀走势, 若 CPI 在上半年见顶回落, 央行未来有可能上调利率 1-2 次, 且集中在上半年的可能性最大。

至于宏观经济运行情况, 今年 1 月份 PMI 值与 2006 年同期还略高, 表明制造业与 2006 年的正常水平相当, 经济整体运行尚属平稳, 虽有回落可能但出现深度回调的风险还不大。未来煤炭需求大幅减缓的可能性不大, 煤价的深度回调也是小概率事件。但宏观经济未来为否明显回落以及回落的幅度有多大, 仍需进一步跟踪观察。

估值与组合投资建议:

从行业动态 PE 估值水平来看, 历史均值约 20X 左右, 2010 年 4 季度以来经过上涨和调整, 行业目前的动态 PE 为 13X 左右, 部分重点公司动态 PE 在 15X 以上。板块正逐渐进入价值投资区域。

落实到投资操作层面, 前瞻性的看, 未来待政策紧缩预期充分释放, 若经济放缓势头低于预期, 则煤炭板块可能迎来较大幅度的上涨行情; 短期来看, 在紧缩政策组合拳的预期下, 板块以及整个市场仍处震荡筑底阶段。建议投资者把握估值波动, 动态 PE15X 以下是具备安全边际的投资价值区间, 可在市场震荡调整阶段逢低介入。

股票权重说明:

西山煤电 (000983) —— 炼焦煤价格上涨带来公司业绩增厚, 公司煤炭产量增长明确, 具备长期投资价值, 配置 50%。

潞安环能 (601699) —— 国内喷吹煤龙头公司, 受益资源整合和资产注入, 未来成长性看好, 配置 50%。

组合表现的催化剂:

后续宏观紧缩政策力度低于预期。

主要风险因素:

资源税从价改革力度高于预期。

目 录

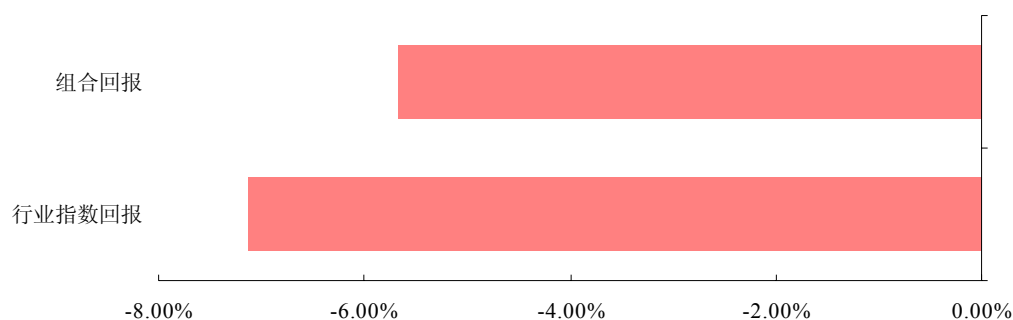
一、上月投资组合回顾与讨论.....	1
（一）1月投资组合表现跑赢行业指数 1.45%.....	1
（二）需总结的地方：对政策紧缩预期过于乐观.....	1
一、本月投资逻辑与投资思路.....	2
（一）本月投资逻辑.....	2
（二）行业基本面情况分析：供需平衡状况将持续.....	3
（三）煤价未来依然看涨.....	5
二、组合投资与股票权重说明.....	7
（一）行业估值低于历史均值水平.....	7
（二）投资组合与权重说明：关注炼焦煤喷吹煤公司.....	8
西山煤电：“增量明显” & “焦煤价格看涨”.....	9
潞安环能：受益资源整合&资产注入的喷吹煤龙头.....	11

一、上月投资组合回顾与讨论

(一) 1月投资组合表现跑赢行业指数 1.45%

1月份我们所选取的行业投资组合标的回报率为-5.68%，同期行业指数涨幅为-7.12%，组合回报率超越行业指数回报率幅度为 1.45%。

图 1：1月投资组合表现



资料来源：中国银河证券研究部

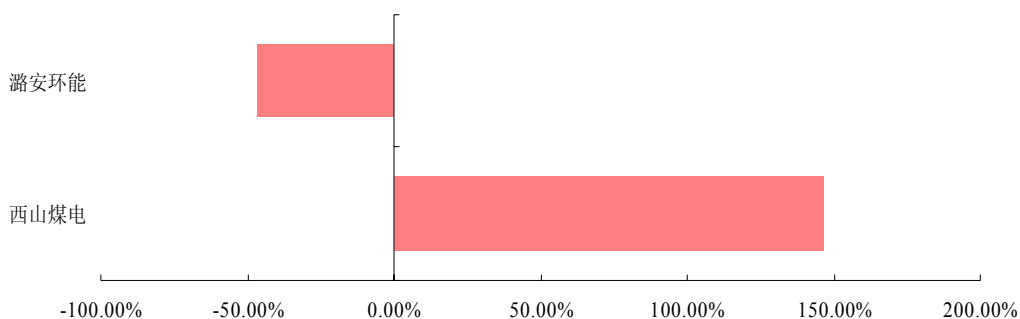
1月份我们所选取的投资组合标的为：西山煤电（50%）、潞安环能（50%）。

表 1：1月投资组合

股票简称	股票代码	权重%	涨跌幅	EPS（元）			入选投资组合理由
				2009A	2010E	2011E	
西山煤电	000983	50%	-2.88%	0.71	1.20	1.73	焦煤价格看涨，公司业绩增长明显
潞安环能	601699	50%	-8.47%	1.83	2.56	2.93	喷吹煤价格看涨，资源整合与资产注入驱动

资料来源：中国银河证券研究部

图 2：1月投资组合品种回报贡献度

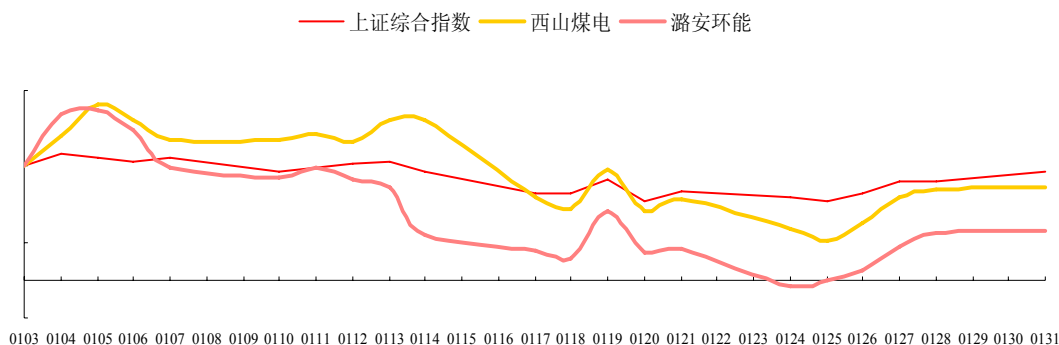


资料来源：中国银河证券研究部

(二) 需总结的地方：对政策紧缩预期过于乐观

从1月我们所选取的投资组合品种的收益情况来看,两只股票的收益率有所差异:西山煤电月度收益-2.88%,潞安环能月度收益-8.47%。

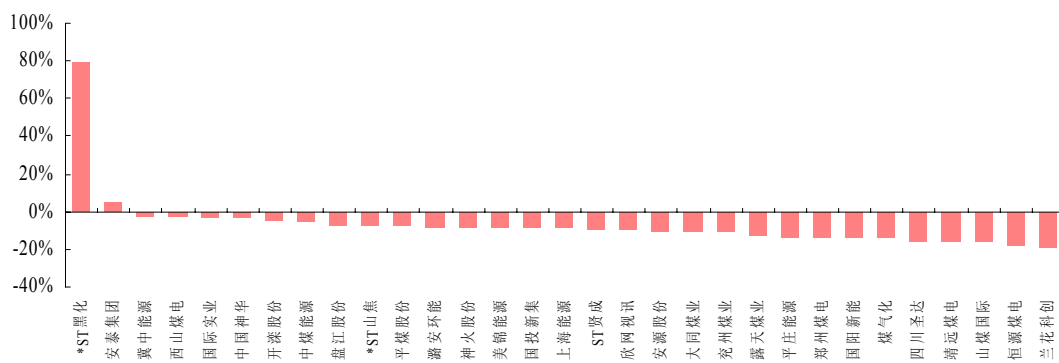
图 3: 投资组合品种表现



资料来源: 中国银河证券研究部

需总结的地方在于,我们对于政策紧缩的预期偏乐观。在 2010 年 12 月底央行加息之后,我们认为短期来看,春节前的政策靴子暂时落地,行业基本面向好,煤价看涨,看好板块未来 2-3 月的走势。在 1 月中旬之前,市场表现基本验证了我们的判断,但我们对于 1 月上旬银行信贷突击释放之后货币收紧的预期偏乐观,至于 CPI 走势对于货币紧缩压力的估计也偏乐观。在市场开始预期通胀压力加大从而政策紧缩力度可能超预期的时候,板块表现急转直下。

图 4: 1 月煤炭行业上市公司回报表现



资料来源: 中国银河证券研究部

一、本月投资逻辑与投资思路

(一) 本月投资逻辑

2011 年 2 月份煤炭行业投资组合的选取,取决于我们对于宏观经济政策、煤价走势的判断以及上市公司全年业绩的预测和对于行业估值波动的把握。

行业基本面上,我们坚持 2011 年度投资策略报告中的观点,行业景气处于缓慢爬升态势,政府对于动力煤价格的管制不改煤价上涨趋势,炼焦煤再次提价概率较大,预计提价时间窗口可能在 3-4 月份。

从宏观政策环境来看，2月8日晚央行再次加息，反映了政策紧缩的迫切性，同时也是为了抑制年初信贷投放过快和配合调控房地产价格的目的。我们的宏观研究认为，加息空间主要取决于通胀走势，若CPI在上半年见顶回落，央行未来有可能上调利率1-2次，且集中在上半年的可能性最大。

至于宏观经济运行情况，今年1月份PMI值与2006年同期还略高，表明制造业与2006年的正常水平相当，经济整体运行尚属平稳，虽有回落可能但出现深度回调的风险还不大。未来煤炭需求大幅减缓的可能性不大，煤价的深度回调也是小概率事件。但宏观经济未来为否明显回落以及回落的幅度有多大，仍需进一步跟踪观察。

落实到投资操作层面，前瞻性的看，未来待政策紧缩预期充分释放，若经济放缓势头低于预期，则煤炭板块可能迎来较大幅度的上涨行情；短期来看，在紧缩政策组合拳的预期下，板块以及整个市场仍处震荡筑底阶段。建议投资者把握估值波动，动态PE15X以下是具备安全边际的投资价值区间，可在市场震荡调整阶段逢低介入。

（二）行业基本面情况分析：供需平衡状况将持续

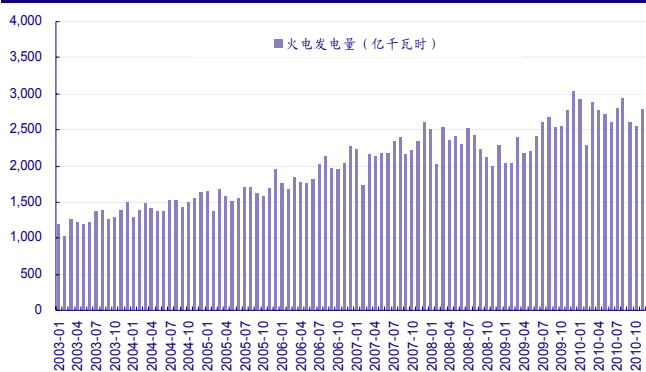
1、下游行业产量增速回升，需求保持高位

从下游主要耗煤行业的增长来看，单月产量增速已明显回升，维持在相对高位。

- 1-11月份火电发电量30197亿千瓦时，同比增长13.2%。
- 1-12月份生铁产量59022万吨，同比增长8.55%。
- 1-11月份水泥产量170050万吨，同比增长26.8%。
- 1-11月份合成氨产量4566万吨，同比增长-2.6%，月度增速较9、10月份显著回升。

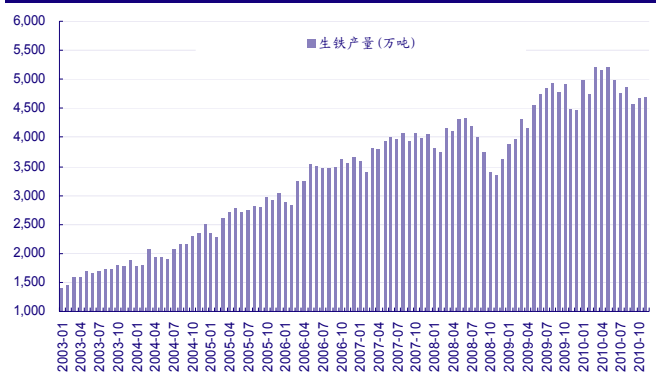
我们维持年度策略报告中对于2011年全年新增煤炭需求2.3亿吨的预测，对于煤炭需求减缓的担心不必过度。

图5：火电发电量增速旺季回升



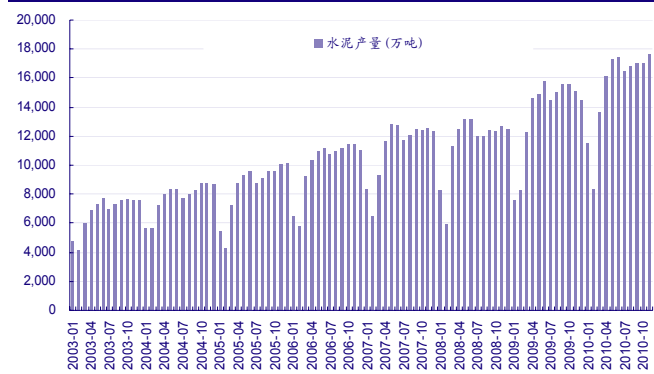
资料来源：煤炭资源网，中国银河证券研究部

图6：生铁产量增速7月份以来转为正增长



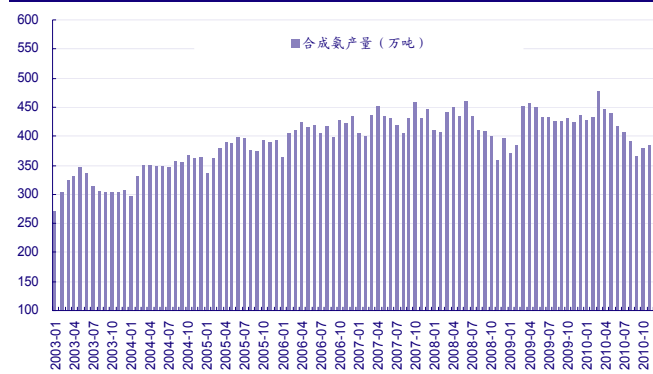
资料来源：煤炭资源网，中国银河证券研究部

图 7: 水泥产量增速有所回升



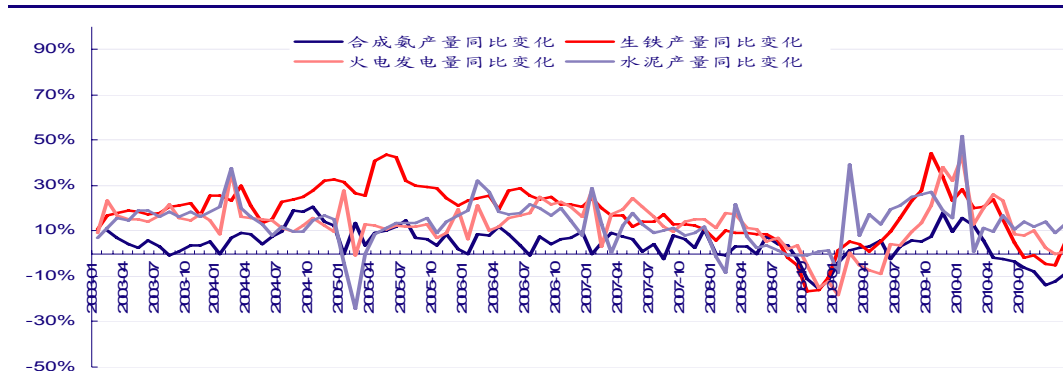
资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 8: 合成氨产量增速显著回升



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 9: 4 大耗煤行业产量增速开始上行

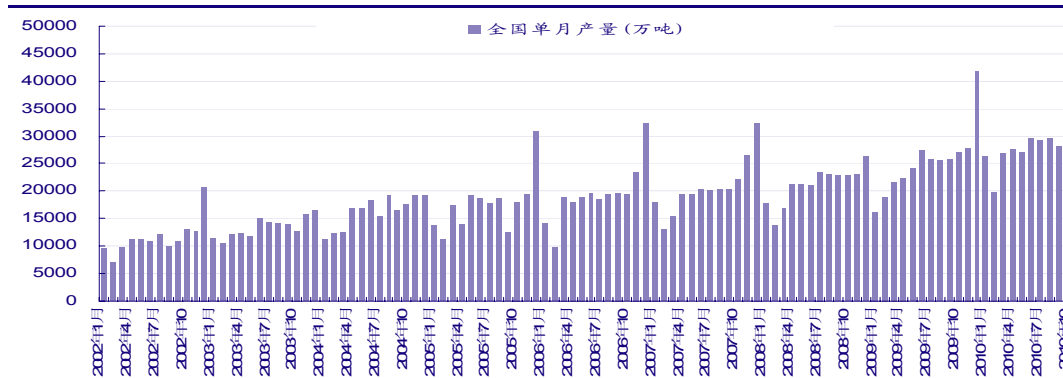


资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

2、煤炭产量平稳增长

根据安监总局的数据, 2010 年 1-10 月份, 全国煤炭产量 27.5 亿吨, 同比增长 16.79%, 增速较 1-9 月小幅回落。从供需对比情况来看, 没有出现供大于求的状况, 这在煤价走势中得到反映。

图 10: 煤炭产量未显著提升

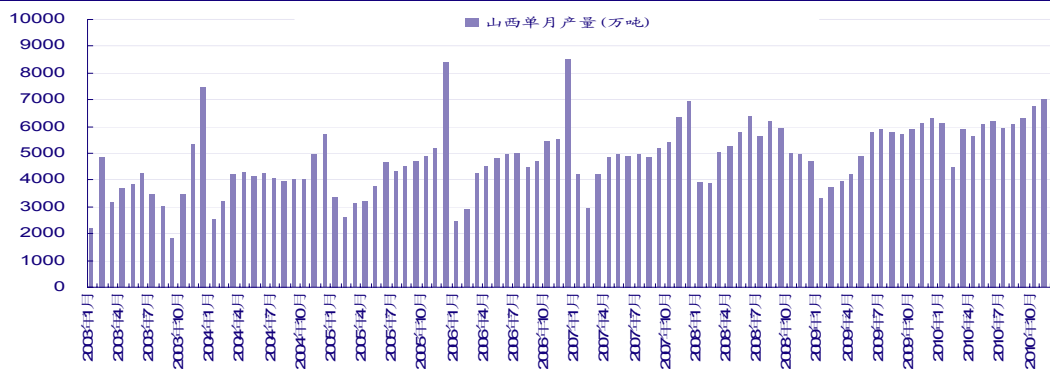


资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

从山西省的煤炭产量来看, 2010 年全年山西省原煤产量 7.41 亿吨, 同比增长 13.4%, 增

速环比、同比均有明显下降；从单月产量来看，12 月份产量 7139 万吨，创历史新高，一方面在于消费旺季因素，另一方面在于省内小煤矿整合之后的复产贡献。

图 11：山西省煤炭产量平稳增长



资料来源：煤炭资源网，中国银河证券研究部

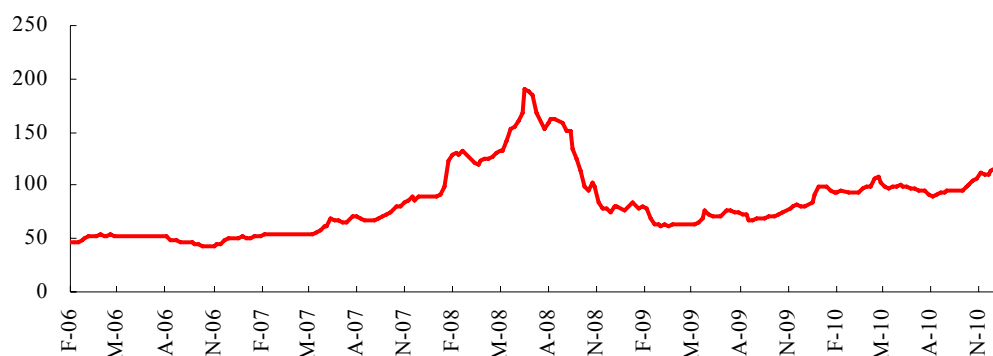
（三）煤价未来依然看涨

1、动力煤价旺季上涨

国际动力煤价接近 130 美元/吨。

1 月 27 日，澳大利亚 BJ 现货动力煤价格 127.5 美元/吨，1 月 20 日的价格则高达 133.45 美元/吨，较 1 个月前上涨近 10 美元。同期热值相近的秦皇岛港山西优混价格为 780 元/吨。考虑运费和税收因素，国际煤价比国内煤价高约 200 元。

图 12：澳大利亚 BJ 煤炭现货价格接近 130 美元



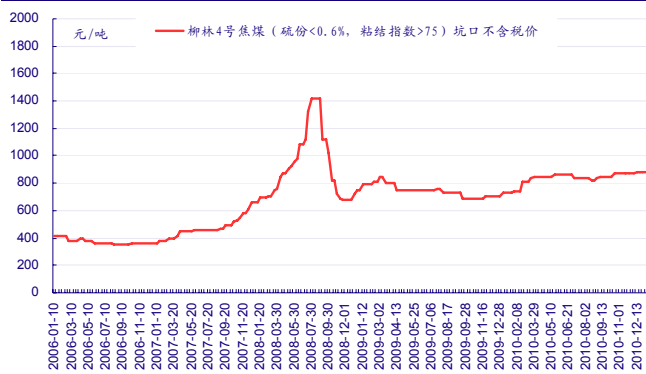
资料来源：煤炭资源网，中国银河证券研究部

2、国内外炼焦煤、喷吹煤价格均上涨

国内炼焦煤公司 1 月初已相继提价 100-150 元。

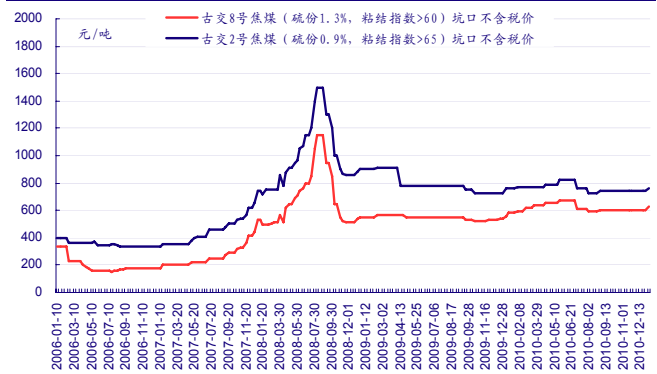
炼焦煤龙头公司西山煤电 12 月 30 日发布提价公告，焦精煤提价 100 元，肥精煤提价 150 元，瘦精煤提价 120 元，气精煤提价 120 元。盘江股份也于 1 月 4 日发布提价公告，1/3 焦精煤提价 110 元，贫精煤提价 150 元。

图 13: 柳林 4 号焦煤坑口不含税价走势



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

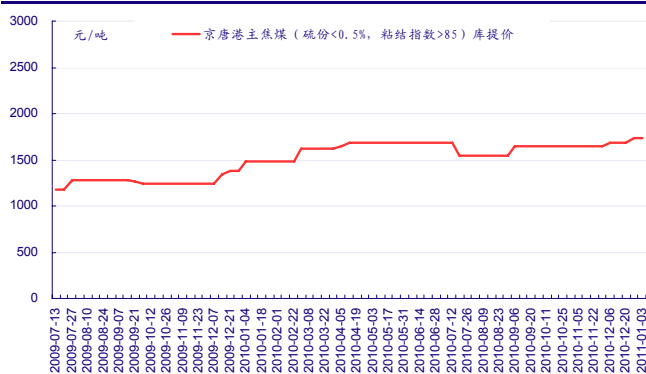
图 14: 古交焦煤坑口不含税价格走势



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

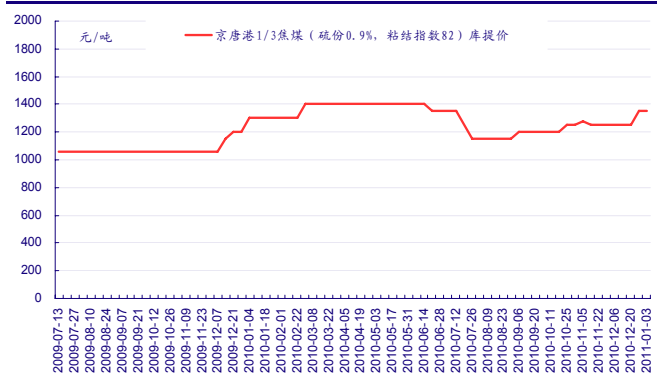
进口焦煤价格上涨 80-150 元。

图 15: 京唐港澳大利亚主焦煤库提价走势



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 16: 京唐港澳大利亚 1/3 焦煤库提价走势



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

澳大利亚出口至中国的焦煤价格 4 季度已上涨 80 元。1 月 31 日, 京唐港澳大利亚主焦煤库提价 1730 元/吨 (硫份<0.5%, 粘结指数>85), 较 9 月底上涨 80 元; 京唐港 1/3 焦煤库提价 1350 元/吨 (硫份 0.9%, 粘结指数 82), 较 9 月底上涨 150 元。

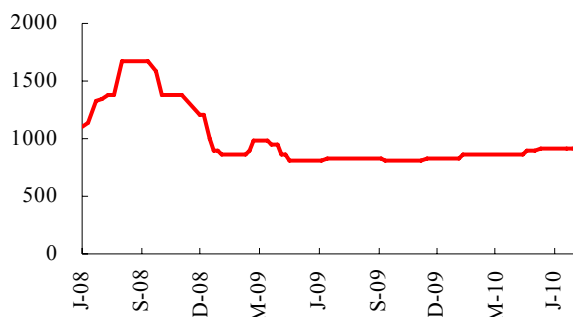
目前进口焦煤价格比国内价格高 150-200 元。

国内喷吹煤价格 4 季度上涨 120-130 元。

1 月 31 日, 山西阳泉喷吹煤 (硫份<0.65%, 灰分 10-11%, 发热量 7200-7500 大卡) 车板含税价 1150 元/吨, 较 9 月底上涨 120 元。1 月 31 日, 山西长治喷吹煤 (硫份<0.5%, 灰分 12-13%, 发热量 6000-6300 大卡) 车板含税价 1130 元/吨, 较 9 月底上涨 130 元。

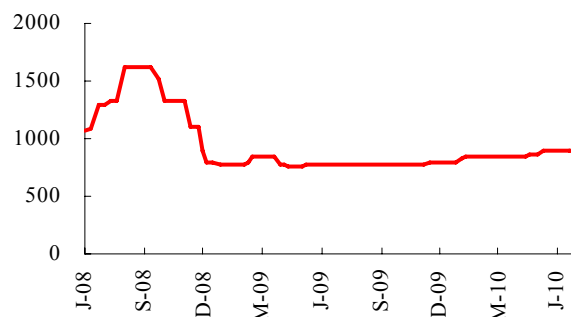
在澳洲水灾的影响下, 国际市场煤价的上涨将是未来 3-4 个月国内煤价上涨的重要推动力之一。国内炼焦煤价格年内仍有提价空间和可能, 3-5 月份提价的可能性较大, 一方面是由于国内钢铁传统旺季到来, 另一方面在于国际市场煤价谈判结果利于国内价格提升。

图 17: 阳泉喷吹煤车板含税价走势



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 18: 长治喷吹煤车板含税价走势



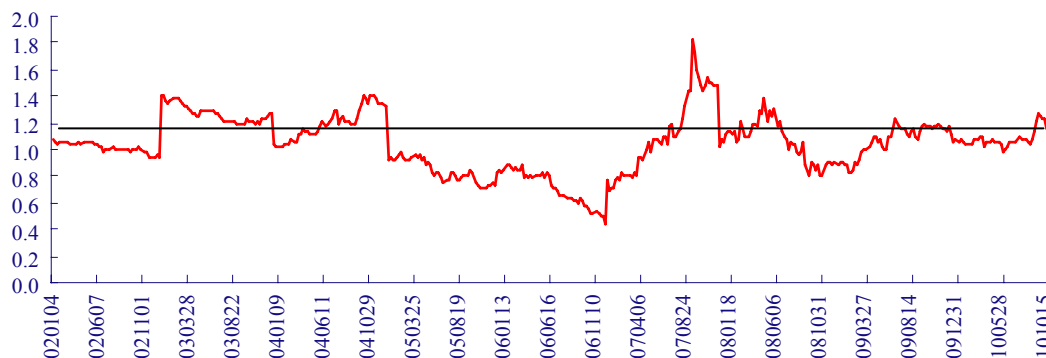
资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

二、组合投资与股票权重说明

(一) 行业估值低于历史均值水平

□从煤炭行业动态 PE 估值水平来看, 历史均值约 20X 左右, 2010 年 4 季度以来经过上涨和调整, 行业目前的动态 PE 为 13X 左右, 部分重点公司动态 PE 在 15X 以上。板块正逐渐进入价值投资区域。

图 19: 煤炭行业 PE/沪深 300PE



资料来源: 中国银河证券研究部

从我们所重点跟踪的公司情况来看, 根据我们对于业绩的预测, 2010-2012 年平均复合增速为 19%, 对应 2011 年的平均动态市盈率为 16.5X。

表 2: 重点公司财务指标预测

股票代码	股票简称	EPS (元)			PE (X)			10-12EPS CAGR	PEG
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
601088	中国神华	1.87	2.07	2.28	12.55	11.33	10.29	10.4%	1.09
000983	西山煤电	1.20	1.73	1.96	21.85	15.53	12.99	27.8%	0.51
601699	潞安环能	2.56	2.93	3.44	20.45	17.88	15.23	15.9%	1.13
600348	国阳新能	1.01	1.15	1.25	23.89	20.98	19.30	11.2%	1.87

600997	开滦股份	0.78	1.02	1.12	23.14	17.70	16.12	19.8%	0.89
601666	平煤股份	1.33	1.54	1.69	13.94	12.04	10.97	12.7%	0.95
601001	大同煤业	0.65	0.88	1.01	28.15	20.80	18.12	24.7%	0.84
600395	盘江股份	1.26	1.46	1.85	22.53	19.45	15.35	21.2%	0.92
000933	神火股份	1.31	1.61	2.05	16.97	13.80	10.82	25.2%	0.55

资料来源：中国银河证券研究部

（二）投资组合与权重说明：关注炼焦煤喷吹煤公司

我们认为，在行业基本面良好的情况下，煤炭公司盈利增长看好，在短期震荡市场中，个股选择应关注稳健的基本面和成长性，具体组合配置为：

西山煤电（000983）——炼焦煤价格上涨带来公司业绩增厚，公司煤炭产量增长明确，具备长期投资价值，配置 50%。

潞安环能（601699）——国内喷吹煤龙头公司，受益资源整合和资产注入，未来成长性看好，配置 50%。

表 3：投资组合品种投资参考

股票代码	股票名称	权重（%）	基准股价（元）	EPS（元）			已流通 A 股市值（亿元）	总市值（亿元）
				2009A	2010E	2011E		
000983	西山煤电	50%	24.69	0.71	1.20	1.73	363.48	778.03
601699	潞安环能	50%	52.39	1.83	2.56	2.93	602.77	602.77

资料来源：中国银河证券研究部

西山煤电：“增量明显” & “焦煤价格看涨”

关键指标预测

投资评级 推荐

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	13,254.9	12,337.0	22,093.8	30,066.8	33,307.3
收入增长率%	69.87%	-6.92%	86.62%	36.09%	10.78%
EBITDA（百万元）	4,612.1	4,274.9	6,261.9	8,658.0	9,778.7
净利润（百万元）	2,959.4	2,229.7	3,773.4	5,455.8	6,191.0
摊薄 EPS（元）	0.94	0.71	1.20	1.73	1.96
PE	26.29	34.89	20.62	14.26	12.57
EV/EBITDA	12.71	14.07	11.13	7.59	6.34
PB	5.74	5.29	4.70	3.61	2.85
ROIC	23.85%	12.76%	17.92%	20.59%	19.26%
ROE	28.39%	19.70%	22.79%	25.29%	22.64%

资料来源：中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

（1）兴县斜沟矿 2010 年贡献 1240 万吨产量，下半年洗煤厂投产后产品以气混煤和气焦煤为主，综合洗出率 60%，2011 年贡献 1000 万吨增量。（2）2011 年公司产品售价（含税）：焦精煤 1465 元/吨、肥精煤 1660 元/吨、瘦精煤 1180 元/吨、兴县气精煤 1020 元/吨，2012 年炼焦煤价格与 2011 年总体持平。（3）商品煤口径，2011 年母公司吨煤成本 830 元/吨，兴县 160 元/吨。

我们与市场不同的观点：

市场认为，紧缩政策压制钢铁等周期性耗能行业的增速，炼焦煤价格涨幅可能低于预期。

我们认为，新开工项目投资增速的高位增长依然会保证对于钢铁、炼焦煤的需求，钢铁行业去库存后有望给炼焦煤再次带来提价空间，国际炼焦煤价格的上涨将是国内价格提升的推力。在公司 1 月初已经提价的情况下，炼焦煤价格依然继续看涨。公司作为国内最大的炼焦煤上市公司，资源优势明显，兴县矿产量的释放使得公司“量”的增长在行业内首屈一指。

公司估值与投资建议：

预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 220.9、300.7、333.1 亿元，净利润分别达 37.7、54.6、61.9 亿元，EPS 分别为 1.20、1.73、1.96 元。公司目前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 20.6X、14.3X、12.6X。维持公司“推荐”的评级。

股票价格表现的催化剂：

紧缩政策低于市场预期。

主要风险因素：

资源税从价改革的幅度高于预期。

公司财务报表预测 (万元)

表 4: 西山煤电财务预测及估值分析

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	545,892	1,302,409	1,719,111	2,099,711	营业收入	1,233,703	2,209,384	3,006,677	3,330,729
应收票据	193,341	346,246	471,194	521,979	营业成本	702,577	1,415,886	1,986,734	2,210,875
应收账款	49,373	160,324	218,180	241,695	营业税金及附加	20,741	26,513	26,513	26,513
预付款项	237,936	545,648	765,639	852,018	销售费用	45,401	46,397	46,397	46,397
其他应收款	44,728	108,950	148,267	164,247	管理费用	141,388	163,494	163,494	163,494
存货	32,391	269,588	378,278	420,955	财务费用	11,504	34,359	28,893	27,458
长期股权投资	189,268	186,361	186,361	186,361	资产减值损失	575	0	0	0
固定资产净额	653,909	849,255	1,005,840	1,137,468	公允价值变动收益	0	5	5	5
在建工程	314,856	263,672	238,080	225,284	投资收益	(11,871)	(2,907)	(2,907)	(2,907)
无形资产净值	18,510	17,767	17,024	16,282	营业利润	299,645	519,832	751,744	853,091
递延所得税资产	10,583	10,798	10,798	10,798	营业外净收入	7,684	330	330	330
资产总计	2,327,008	4,270,885	5,542,676	6,434,849	税前利润	307,329	520,162	752,074	853,421
短期借款	118,000	115,000	115,000	115,000	所得税	77,728	130,041	188,019	213,355
应付票据	0	0	0	0	净利润	229,601	390,122	564,056	640,066
应付账款	220,476	967,857	1,358,071	1,511,287	归属母公司净利润	222,967	377,340	545,575	619,095
预收款项	99,491	322,155	452,039	503,037	少数股东损益	6,634	12,782	18,480	20,971
应付职工薪酬	42,996	72,015	101,050	112,450	基本每股收益	0.92	1.20	1.73	1.96
应交税费	41,605	115,196	166,281	188,688	摊薄每股收益	0.71	1.20	1.73	1.96
其他应付款	22,373	424,938	596,262	663,532	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
一年内到期的非流动负债	28,752	54,147	75,977	84,549	成长性				
长期借款	320,714	210,714	210,714	210,714	营业收入增长率	-6.9%	86.6%	36.1%	10.8%
长期应付款	1,796	5,167	7,250	8,067	EBIT 增长率	-22.0%	72.2%	40.6%	12.8%
专项应付款	0	172	242	269	净利润增长率	-24.7%	69.2%	44.6%	13.5%
其他非流动负债	490	1,721	2,415	2,687	盈利能力				
负债合计	1,195,368	2,614,888	3,385,647	3,700,778	毛利率	34.5%	35.9%	33.9%	33.6%
所有者权益合计	1,131,640	1,655,997	2,157,029	2,734,071	净利率	18.1%	17.1%	18.1%	18.6%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	EBITDA/营业收入	34.7%	28.3%	28.8%	29.4%
净利润	222,967	377,340	545,575	619,095	ROE	19.7%	22.8%	25.3%	22.6%
折旧与摊销	103,895	69,092	82,260	94,421	ROIC	12.8%	17.9%	20.6%	19.3%
经营活动现金流	305,544	1,313,263	876,347	852,072	估值指标				
投资活动现金流	(502,136)	(386,572)	(389,559)	(389,562)	PE	34.9	20.6	14.3	12.6
融资活动现金流	436,925	(170,173)	(70,086)	(81,910)	P/S	4.9	3.5	2.6	2.3
净现金流	240,334	756,518	416,701	380,600	P/B	5.3	4.7	3.6	2.8
期初现金余额	305,558	545,892	1,302,409	1,719,111	EV/EBITDA	14.1	11.1	7.6	6.3
期末现金余额	305,558	545,892	1,302,409	1,719,111	股息收益率	1.7%	0.6%	0.8%	0.8%

资料来源: 中国银河证券研究部

潞安环能：受益资源整合&资产注入的喷吹煤龙头

关键指标预测 投资评级 推荐

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	16,669.9	18,261.1	17,894.6	21,879.8	26,105.4
收入增长率%	67.56%	9.55%	-2.01%	22.27%	19.31%
EBITDA（百万元）	5,710.0	4,382.0	5,178.1	5,993.5	7,058.3
净利润（百万元）	2,850.2	2,109.0	2,941.5	3,372.4	3,959.5
摊薄 EPS（元）	2.48	1.83	2.56	2.93	3.44
PE	21.15	28.58	20.49	17.87	15.22
EV/EBITDA	10.26	13.31	10.69	8.79	7.03
PB	7.67	6.68	5.67	4.89	4.21
ROIC	32.10%	17.29%	19.76%	20.70%	21.89%
ROE	36.25%	23.37%	27.66%	27.35%	27.66%

资料来源：中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

（1）2010-2012 年煤炭产量分别为 3020、3470、3935 万吨，商品煤销量分别为 2759、3291、3753 万吨，其中喷吹煤销量分别为 950、1005、1050 万吨。（2）2010-2012 年公司产品售价（不含税）：混煤 444、458、467 元/吨、精煤 865、908、953 元/吨、喷吹煤 820、863、906 元/吨、块煤 810、850、900 元/吨。（3）商品煤口径，2010-2012 年吨煤成本 360、378、397 元/吨。

我们与市场不同的观点：

市场认为，公司的成长性较低，不利于公司估值的提升。

我们认为：1、公司通过省内资源整合，2010-2014 年产量复合增速达 13%。2、商品煤销售结构调整，增加喷吹煤产销量，可充分享受喷吹煤行业的发展带来的盈利增长。3、潞安集团“十二五”规划煤炭产能 1.5 亿吨，省内产能 1.1 亿吨，省内煤炭资产未来五年将逐步注入上市公司。潞安集团目前尚有煤炭产能 3480 万吨，09 年省内整合项目规划产能 1260 万吨，未来全部注入后，公司产能将是目前 2.6 倍！公司未来获得集团资产注入的空间比预期要大。

公司估值与投资建议：

不考虑资产注入以及高新技术企业税率优惠，预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 178.9、218.8、261.1 亿元，归属母公司净利润分别达 29.4、33.7、39.6 亿元，EPS 分别为 2.56、2.93、3.44 元。公司目前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 20.5X、17.9X、15.2X。

股票价格表现的催化剂：

公司申请高新技术企业的 15%所得税优惠获批；集团的资产注入启动。

主要风险因素：

资源税从价改革的幅度高于预期。

公司财务报表预测 (万元)

表 5: 潞安环能财务预测及估值分析

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	528,316	939,190	1,212,705	1,532,140	营业收入	1,826,109	1,789,455	2,187,975	2,610,540
应收票据	469,924	460,492	563,045	671,787	营业成本	1,229,141	1,049,758	1,301,781	1,548,226
应收账款	55,972	54,849	67,064	80,016	营业税金及附加	17,976	22,169	27,106	32,340
预付款项	23,412	19,995	24,796	29,490	销售费用	25,034	32,210	39,384	46,990
其他应收款	164,939	92,827	113,500	135,421	管理费用	242,818	255,892	312,880	373,307
存货	21,822	18,637	23,112	27,487	财务费用	11,311	18,808	21,717	20,650
长期股权投资	44,364	46,661	46,661	46,661	资产减值损失	6,215	0	0	0
固定资产净额	458,828	434,485	398,296	352,734	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	198,638	168,266	145,590	128,662	投资收益	2,461	2,297	2,297	2,297
无形资产净值	185,501	178,592	171,684	164,776	营业利润	296,075	412,915	487,404	591,323
递延所得税资产	16,154	10,798	10,798	10,798	营业外净收入	(2,661)	(2,488)	(2,488)	(2,488)
资产总计	2,173,004	2,434,799	2,787,134	3,189,847	税前利润	293,414	410,427	484,916	588,835
短期借款	119,000	139,480	139,480	139,480	所得税	75,342	103,704	122,525	148,783
应付票据	124,214	177,327	177,327	177,327	净利润	218,072	306,723	362,391	440,052
应付账款	355,572	303,679	376,586	447,878	归属母公司净利润	210,898	294,154	337,241	395,945
预收款项	127,864	109,203	135,421	161,058	少数股东损益	7,174	12,570	25,150	44,107
应付职工薪酬	79,515	67,910	84,214	100,157	基本每股收益	1.83	2.56	2.93	3.44
应交税费	62,991	86,703	102,439	124,391	摊薄每股收益	1.83	2.56	2.93	3.44
其他应付款	70,520	60,228	74,687	88,827	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
一年内到期的非流动负债	71,410	42,941	53,250	63,331	成长性				
长期借款	188,588	310,023	310,023	310,023	营业收入增长率	10%	-2%	22%	19%
长期应付款	9,023	4,097	5,081	6,043	EBIT 增长率	-27%	38%	18%	20%
专项应付款	2,882	137	169	201	净利润增长率	-26%	39%	15%	17%
其他非流动负债	2,071	1,365	1,692	2,013	盈利能力				
负债合计	1,214,807	1,303,167	1,460,443	1,620,803	毛利率	33%	41%	41%	41%
所有者权益合计	958,197	1,131,632	1,326,692	1,569,044	净利率	12%	16%	15%	15%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	EBITDA/营业收入	24%	29%	27%	27%
净利润	218,072	306,723	362,391	440,052	ROE	23%	28%	27%	28%
折旧与摊销	127,057	88,384	92,530	96,153	ROIC	17%	20%	21%	22%
经营活动现金流	446,254	463,790	476,701	552,155	估值指标				
投资活动现金流	(328,492)	(31,523)	(24,447)	(24,450)	PE	28.6	20.5	17.9	15.2
融资活动现金流	75,403	(21,393)	(178,739)	(208,269)	P/S	3.3	3.4	2.8	2.3
净现金流	193,164	410,874	273,515	319,435	P/B	6.7	5.7	4.9	4.2
期初现金余额	301,749	528,316	939,190	1,212,705	EV/EBITDA	13.3	10.7	8.8	7.0
期末现金余额	528,316	939,190	1,212,705	1,532,140	股息收益率	1.91%	1.91%	2.78%	3.28%

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 1 月投资组合表现.....	1
图 2: 1 月投资组合品种回报贡献度.....	1
图 3: 投资组合品种表现.....	2
图 4: 1 月煤炭行业上市公司回报表现.....	2
图 5: 火电发电量增速旺季回升.....	3
图 6: 生铁产量增速 7 月份以来转为正增长.....	3
图 7: 水泥产量增速有所回升.....	4
图 8: 合成氨产量增速显著回升.....	4
图 9: 4 大耗煤行业产量增速开始上行.....	4
图 10: 煤炭产量未显著提升.....	4
图 11: 山西省煤炭产量平稳增长.....	5
图 12: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格接近 130 美元.....	5
图 13: 柳林 4 号焦煤坑口不含税价走势.....	6
图 14: 古交焦煤坑口不含税价格走势.....	6
图 15: 京唐港澳大利亚主焦煤库提价走势.....	6
图 16: 京唐港澳大利亚 1/3 焦煤库提价走势.....	6
图 17: 阳泉喷吹煤车板含税价走势.....	7
图 18: 长治喷吹煤车板含税价走势.....	7
图 19: 煤炭行业 PE/沪深 300PE.....	7

表格目录

表 1: 1 月投资组合.....	1
表 2: 重点公司财务指标预测.....	7
表 3: 投资组合品种投资参考.....	8
表 4: 西山煤电财务预测及估值分析.....	10
表 5: 潞安环能财务预测及估值分析.....	12

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵柯，煤炭行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券执业资格，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908