

推荐（维持）

调控影响下的估值并未充分反应煤价上涨预期

2011年4月5日

煤炭行业2011年二季度策略报告

上证指数 2967

行业规模

		占比%
股票家数（只）	37	1.9
总市值（亿元）	12485	5.4
流通市值（亿元）	2578	2.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	11.6	40.3	20.3
相对表现	8.5	25.1	18.2



相关报告

- 1、《煤炭行业专题报告——灾后重建或成国际煤价重要支撑和推动力》2011/3/28
- 2、《煤炭行业 2011 年度投资策略——煤炭供求维持低位均衡，铁路瓶颈推高煤价》2010/11/30

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

受宏观调控影响煤炭股的估值大致在 15-20 倍 P/E 之间波动，目前的估值并未充分反映煤价上涨预期，一旦宏观调控预期放松，煤炭股将有较大的投资收益，维持行业推荐投资评级。

- **煤价上涨预期明确。**继山西河南之后，陕西内蒙陆续开展资源整合，煤炭行业供给控制力增强；4 月份开始为期 1 个月的大秦线检修将大幅降低中转港口的煤炭库存，**煤炭将呈现淡季不淡特征。下游需求旺盛**，前 2 月主要用煤行业保持了 10%以上的增速，未来三年 3600 万套，11 年 1000 万套保障性住房开工建设将极大的支撑煤炭需求。**国际较高的煤价将逐渐传导至国内**（以到岸价测算，动力煤长协折价 72%，现货折价 22%，炼焦煤长协折价 49%），2 月份进口大幅度下降是传导的起点。日本灾后重建还将继续推高国际煤价（预计动力煤和炼焦煤有 20%和 10%的涨幅），09 年起中国已经从煤炭出口大国转化为进口大国，**国内煤价理应高于国际煤价**。从稍长时期看，煤炭供给设置天花板，而工业化和城镇化仍将延续 5-10 年，**十二五期间煤炭供给仍将偏紧，煤价长期看涨**。预计煤炭行业 11 年业绩增长 25%。一季报增长 28%。
- **调控影响下的煤炭估值未充分反应煤价上涨预期。**煤炭股票估值与滞后 9 个月的煤价相关度较高。以 FOB 价格计算，国内动力煤折价 5%，炼焦煤折价 25%。按照煤价接轨涨幅，对应的动力煤公司可以给 23 倍 P/E（国内动力煤限价影响动力煤公司的短期估值），炼焦煤公司可以给 37 倍 P/E（由于炼焦煤公司都有动力煤销售，估值应考虑两者加权）。炼焦煤公司大致可以给 25-30 倍 P/E 估值。市场对国内煤价上涨预期早就形成，但国内煤炭股的估值基本上在 15-20 倍 P/E 之间波动，目前影响煤炭股走势的最大因素是宏观调控预期。一旦宏观调控预期放松，国内煤炭股的估值将有较大幅度的提升空间。
- **维持行业推荐投资评级，关注三类股票：**从煤种上选择冶金煤，优选价格上涨业绩弹性较大的公司：冀中能源、潞安环能、盘江股份、西山煤电等。资产注入预期类公司：大有能源、冀中能源、潞安环能、盘江股份、国阳新能、开滦股份。一季报业绩可能超预期的公司：兖州煤业和潞安环能等。
- **风险因素：宏观调控预期**

重点公司主要财务指标

	股价	10E	11E	12E	11E	12E	PB	评级
冀中能源	48.78	2.06	2.36	2.80	20.7	17.4	4.9	强烈推荐-B
潞安环能	68.95	2.99	3.75	4.11	18.4	16.8	6.7	强烈推荐-A
盘江股份	37.49	1.16	1.54	1.96	24.3	19.1	6.8	强烈推荐-A
西山煤电	27.37	1.10	1.61	2.21	17.0	12.4	6.7	强烈推荐-A
大有能源	34.33	1.73	2.14	2.30	16.0	14.9	3.3	强烈推荐-A
开滦股份	19.86	0.70	0.76	0.95	26.1	20.9	4.3	强烈推荐-A
国阳新能	26.93	1.00	1.26	1.31	21.4	20.6	7.7	强烈推荐-A
兖州煤业	36.97	1.83	2.01	2.16	20.2	18.4	4.9	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、煤价上涨预期明确.....	4
1、淡季不淡	4
2、下游需求旺盛将持续	5
3、国际较高煤价将逐渐传导至国内	6
4、日本灾后重建将进一步推高国际煤价	10
5、经济转型期高耗能仍将持续较长时间	12
6、煤价长期看涨	13
7、较好的一季报业绩	14
二、调控影响下的煤炭估值未充分反应煤价上涨预期	16
1、煤炭估值是对未来煤价预期的反应	16
2、宏观调控预期对煤炭估值的影响	17
三、维持行业推荐评级，推荐三类公司	18

图表目录

表 1: 大秦线检修对港口库存影响较大	5
表 2: 运抵广州港的价格国内煤价折价较多	7
表 3: 国内和国际 FOB 价格比较	7
表 4: 中国煤炭进口分国别统计	9
表 5: 日本灾后重建需要煤炭量测算	11
表 6: 日本灾后重建新增煤炭需求占比	11
表 7: 考虑澳洲洪灾减少供给和日本地震新增需求对煤炭市场影响分析	12
表 8: 三西煤炭产量占比较高	14
表 9: 煤炭公司业绩保持较高增速	15
表 10: 煤价预期涨幅与对应 P/E	16
表 11: 煤炭上市公司估值比较表	18
图 1: 07 年以来秦皇岛山西优混煤价走势	4
图 2: 前 2 月火电产量增速 13.7%	6
图 3: 前 2 月生铁产量增速 10%	6
图 4: 前 2 月水泥产量增速 12.4%	6
图 5: 前 2 月合成氨产量增速 -0.1%	6
图 6: 秦皇岛山西优混与澳煤 BJ 价格走势	8
图 7: 秦皇岛山西优混低于澳煤 BJ 的 FOB 价格	8
图 8: 西山煤电主焦煤 FOB 价格与澳洲价格走势	8

图 9: 西山煤电主焦煤 FOB 价格与澳洲价差较大	8
图 10: 2011 年 2 月煤炭进口大幅下降	9
图 11: 中国煤炭从出口大国变成进口大国	10
图 12: 近两年煤炭净进口大幅增加至 1 亿吨和 1.5 亿吨	10
图 11: 澳洲炼焦煤价格受洪灾影响大幅度上涨	12
图 12: 澳洲动力煤受洪灾影响小幅上涨	12
图 13: 重工业占工业产值比例逐步提升	13
图 14: 重工业增加值增速高于轻工业增速	13
图 15: 我国城镇化率逐步提升	13
图 16: 煤炭指数与滞后 9 个月的煤价相关度较大	16
图 17: 煤炭行业历史 PEBand	19
图 18: 煤炭行业历史 PBBand	19

一、煤价上涨预期明确

1、淡季不淡

传统上，每年煤炭年度内伴随着下游需求变动而出现淡旺季，年内价格随着淡旺季而波动。

- 12-2 月份，冬天取暖用煤增加，煤炭消费最旺的季节，加之煤矿春节放假影响供给，煤价基本上处于上涨时期。
- 3-5 月，火电机组检修，水电开始出力，煤炭属于淡季，煤炭价格一般小幅调整
- 6-8 月，夏天天气高温，伴随空调用量增加，煤炭进入消费旺季，煤价趋势向上。
- 9-11 月，高温天气过去，煤炭消费进入淡季，煤炭价格走势疲软。11 月份进入冬储煤阶段，之后进入冬天消费旺季。

但是随着对小煤矿的整合和关闭，煤炭大集团对煤炭的控制力度越来越大。煤炭的淡旺季特征逐渐淡化。2007 年以来的煤炭价格走势来看，要么进入持续上涨（2007 年底——08 年上半年）、要么持续下跌（08 年下半年——09 年上半年），其他时间段表现出淡季不淡，旺季不旺的特征。

图 1：07 年以来秦皇岛山西优混煤价走势



资料来源：煤炭资源网

大秦线 4 月 1 日—4 月 30 日开始为期 30 天，每天 3 个小时的检修。预计每天影响运煤 20 万吨，其中影响港口方向进煤 12 万吨。预计检修完后秦皇岛港口库存将从目前的 774 万吨大幅下降到 534 万吨左右。较低的库存将对煤价形成较好的支撑。

我们预期，11 年二季度煤炭仍将维持淡季不淡的特征。

表 1: 大秦线检修对港口库存影响较大

单位: 万吨	数量
大秦线 2010 年运量	40504
其中: 1、流向港口方向	31800
其中: (1) 秦皇岛	22400
(2) 国投京唐港	3600
(3) 国投曹妃甸	4400
(4) 老京唐港	1400
2、铁路沿线	8704
大秦线 2011 年运量计划	45000
检修影响煤炭到港量 (万吨/天)	12
其中: 1、秦皇岛港 (万吨/天)	8
2、唐山港 (万吨/天)	4
检修前库存	
秦皇岛库存	774
京唐港库存	388
检修后库存	
秦皇岛库存	534
京唐港库存	268

资料来源: 煤炭资源网

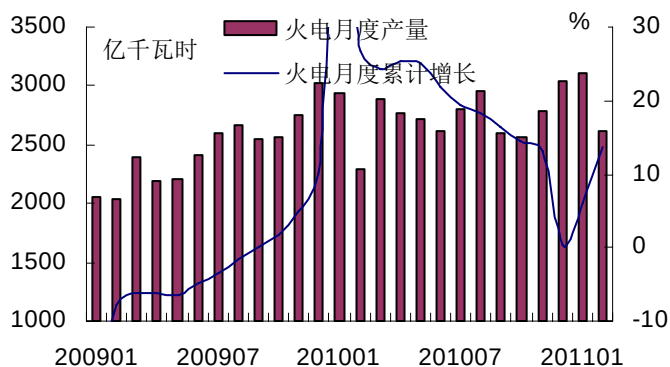
2、下游需求旺盛将持续

2011 年 1-2 月, 占煤炭消费量 81% 的下游四大行业 (除合成氨外) 保持了 10% 以上的较高增速,

- 占煤炭消费量 53% 的火电量 5737 亿千瓦时, 同比增长 13.7%。
- 占煤炭消费量 18% 的生铁产量 10268 万吨, 同比增长 10%。
- 占煤炭消费量 9% 的水泥产量 20429 亿千瓦时, 同比增长 12.4%。
- 占煤炭消费量 2% 的合成氨产量 787 万吨, 同比增长-0.1%。

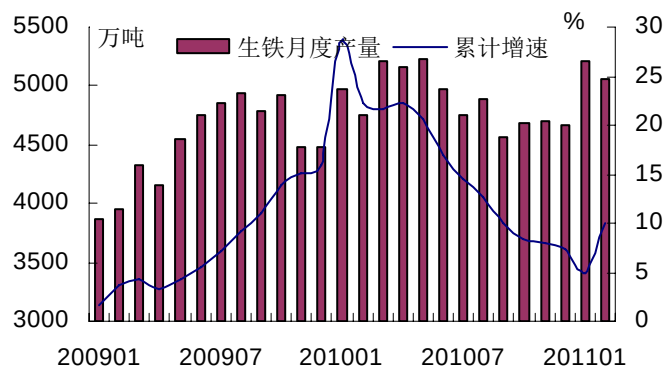
未来三年 3600 万套, 11 年 1000 万套保障性住房的开工建设, 将极大程度的拉动钢铁、水泥和电力的需求, 从而保证煤炭消费量的持续旺盛。

图 2: 前 2 月火电产量增速 13.7%



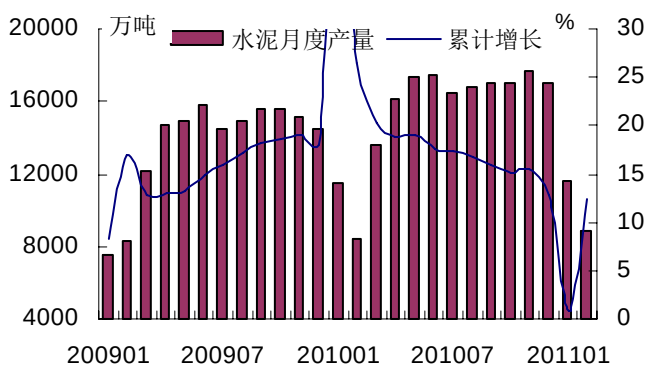
资料来源：国家统计局

图 3: 前 2 月生铁产量增速 10%



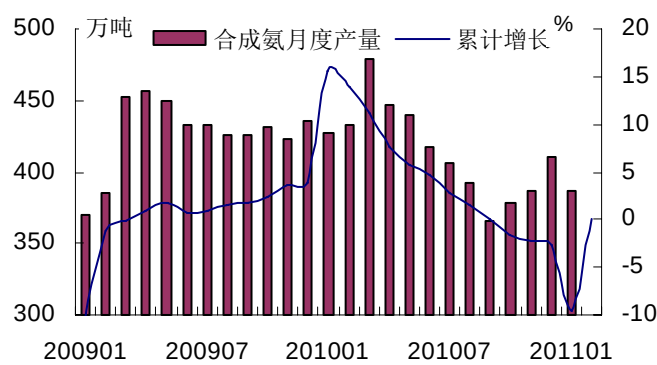
资料来源：国家统计局

图 4: 前 2 月水泥产量增速 12.4%



资料来源：国家统计局

图 5: 前 2 月合成氨产量增速 -0.1%



资料来源：国家统计局

3、国际较高煤价将逐渐传导至国内

国际煤价较高，国内煤价折价较多。

以运抵广州港的到岸价格测算，按照目前的价格，动力煤长协折价 72%，动力煤现货折价 22%，炼焦煤长协折价 49%。

- 动力煤长协折价 451 元/吨（折价幅度 72%），中国神华长协价格为 570 元/吨，预计新财年的澳洲动力煤长协价格为 120 美元/吨，运抵广州港国内煤价低于澳洲价格 451 元/吨。折价 72%。
- 动力煤现货折价 203 元/吨（折价幅度 22%），秦皇岛 5800 大卡现货价格为 835 元/吨，澳洲动力煤现货价格 124 美元/吨，运抵广州港则国内煤价低于澳洲价格 203 元/吨。折价 22%。
- 炼焦煤价差 241 元/吨，西山煤电主焦煤出厂价格为 1465 元/吨，澳大利亚的主焦煤价格为 300 美元/吨。运抵广州港国内煤价低于澳洲价格 815 元/吨。折价 49%。

如果都以 FOB 价格计算，则动力煤折价 5%，炼焦煤折价 25%。

- 目前秦皇岛山西优混价格为 775 元/吨，澳煤 BJ 价格 124 美元/吨，国内低 68 元/吨，折价幅度 5%
- 目前西山煤电主焦煤到港价为 1585 元/吨，澳洲主焦煤价格为国内主焦煤离岸价低

于澳洲主焦煤价格 402 元/吨，折价幅度 25%。

表 2：运抵广州港的价格国内煤价折价较多

	长协炼焦煤价比较		长协动力煤价比较		动力煤现货煤价	
	西山煤电 主焦煤	日澳 11 年二季 度主焦煤 (E)	神华动力 煤	日澳 11 年 动力煤 (E)	秦皇岛 5800 大卡煤价	澳大利亚 BJ 价 格
FOB 价格 (美元/吨)		300		120		124
汇率 (美元/人民币)		6.6		6.6		6.6
FOB 价格 (元/吨)	1585	1980	570	792	835	816
海运费 (美元/吨)		20.0		20.0		20.0
海运费 (元/吨)	71	132	60	132	71	132
增值税率	17%	17%	17%	17%	17%	17%
运抵广州港价格 (元/吨)	1656	2471	630	1081	906	1109
国内国际价差 (元/吨)	-815	815	-451	451	-203	203
国内煤价折价	-49%		-72%		-22%	

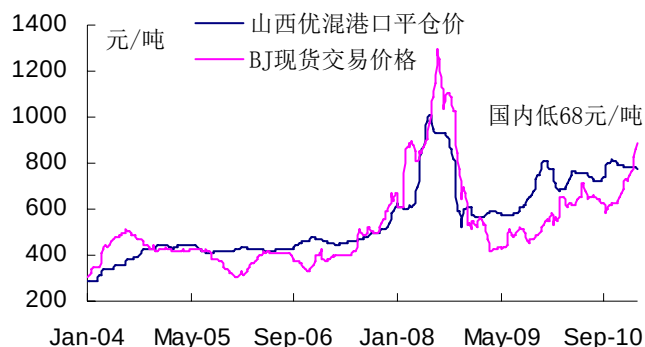
资料来源：煤炭资源网

表 3：国内和国际 FOB 价格比较

	FOB 价格 (元/吨)
西山煤电主焦煤离岸价	1585
澳洲炼焦煤离岸价	1987
国内炼焦煤折价幅度	25%
秦皇岛山西优混	775
澳煤 BJ 价格	816
国内动力煤折价幅度	5%

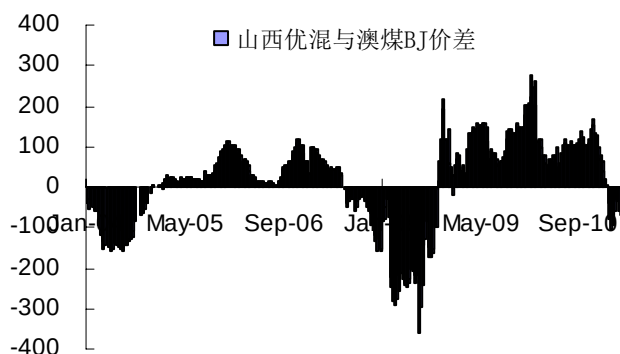
资料来源：煤炭资源网，注：西山煤电离岸价为出厂价 1465 元/吨加铁路运费 120 元/吨。

图 6: 秦皇岛山西优混与澳煤 BJ 价格走势



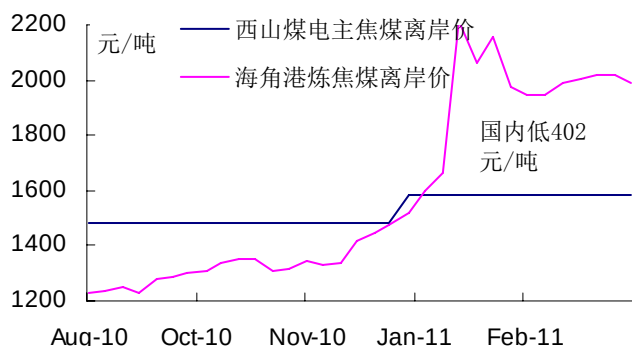
资料来源: 煤炭资源网

图 7: 秦皇岛山西优混低于澳煤 BJ 的 FOB 价格



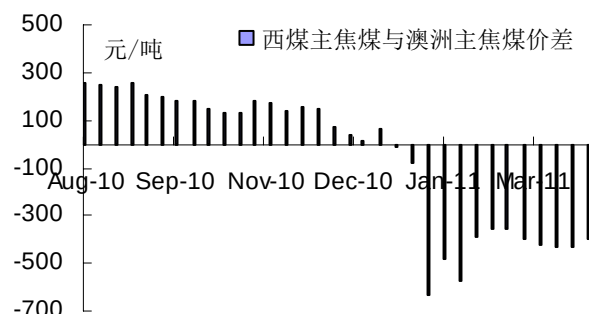
资料来源: 煤炭资源网

图 8: 西山煤电主焦煤 FOB 价格与澳洲价格走势



资料来源: 煤炭资源网

图 9: 西山煤电主焦煤 FOB 价格与澳洲价差较大



资料来源: 煤炭资源网

国内国际煤价接轨将推动国内煤价上涨。

从 03 年以来秦皇岛煤价与澳煤 BJ 的价差来看, 我国进口煤炭量随着价差的变动

- 03-04 年 11 月, 国内煤价低于国际煤价, 其价差扩大后逐渐缩小, 最后两个价格基本接轨。进口量从 03 年的 1062 万吨增加到 04 年的 1881 万吨。
- 04 年 11 月—07 年 6 月, 国内煤价高于国际煤价。但煤炭进口量仍然增加, 国内煤炭供不应求。
- 07 年 6 月-08 年 10 月, 国内煤价低于国际煤价, 其价差迅速扩大, 然后逐渐收窄。煤炭进口量也从 07 年的 5102 万吨下降为 08 年 4040 万吨。
- 08 年 10 月-10 年 12 月, 国内煤价高于国际煤价, 但国内资源整合, 煤炭供不应求, 09 年和 10 年煤炭进口量大幅度增加, 09 年进口首次突破 1 亿吨达到 1.26 亿吨, 10 年更是增加到 1.65 亿吨。
- 10 年 12 月至今, 国内煤价低于国际煤价, 目前相差 68 元/吨。2010 年前 2 月煤炭进口量 2332 万吨, 同比下降 20%。

从历史价差和进口量的趋势来看, 我们预计未来煤炭进口量仍将处于下降趋势, 国内和国际煤价也将逐步接轨。而接轨的方式基本上都是通过国内煤价上涨来完成的(见图 6)。我们认为国内煤价未来会进一步上涨。

国内煤价上涨的传导机制分为五步:

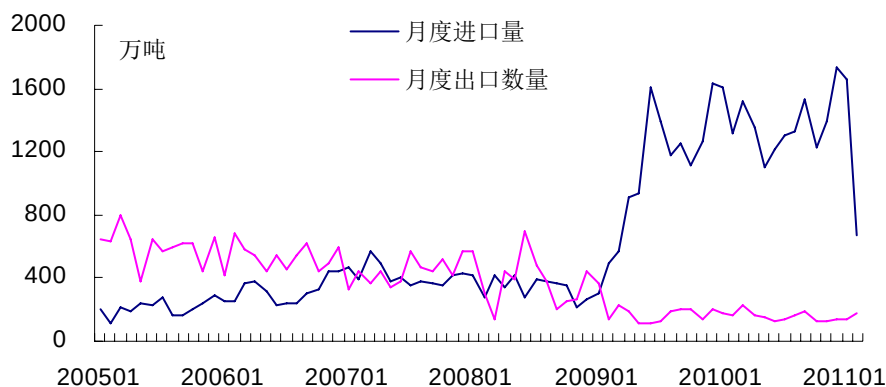
- 进口煤炭量大幅度下降（2月份已经显现），
- 西煤东运增加煤炭量补充，
- 铁路瓶颈制约东部煤炭的有效供给（大秦线4月检修，其他线增量有限），
- 沿海煤炭价格上涨（环渤海煤炭价格从12月底开始走低，3月底开始小幅向上盘升），
- 主产地煤炭价格上涨（预计二季度煤价逐渐上升）。

表 4：中国煤炭进口分国别统计

单位：万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	同比增长
澳大利亚	528	589	542	452	354	4395	3696	-16%
印度尼西亚	128	235	494	1407	1119	3031	5503	82%
越南	612	993	2008	2462	1691	2408	1805	-25%
蒙古		235	215	324	404	600	1659	176%
俄罗斯联邦	61	90	99	27	76	1178	1159	-2%
美国				0	15	80	477	493%
加拿大	182	123	15	22	56	409	520	27%
南非			0	0	0	73	700	857%
朝鲜	157	280	248	374	254	360	464	29%
新西兰	12	17	11	6	19	30	37	21%
哥伦比亚							378	
菲律宾							59	
其他国家	158	1	149	28	53	18	27	54%
总进口量合计	1837	2562	3781	5102	4040	12583	16483	31%
价格（美元/吨）	46.9	53.7	42.8	47.0	86.8	84.0	102.7	22%
占比								
澳大利亚	29%	23%	14%	9%	9%	35%	22%	
印度尼西亚	7%	9%	13%	28%	28%	24%	33%	
越南	33%	39%	53%	48%	42%	19%	11%	
蒙古	0%	9%	6%	6%	10%	5%	10%	
俄罗斯联邦	3%	4%	3%	1%	2%	9%	7%	
朝鲜	9%	11%	7%	7%	6%	3%	3%	
六国占比合计	81%	94%	95%	99%	96%	95%	87%	

资料来源：煤炭资源网

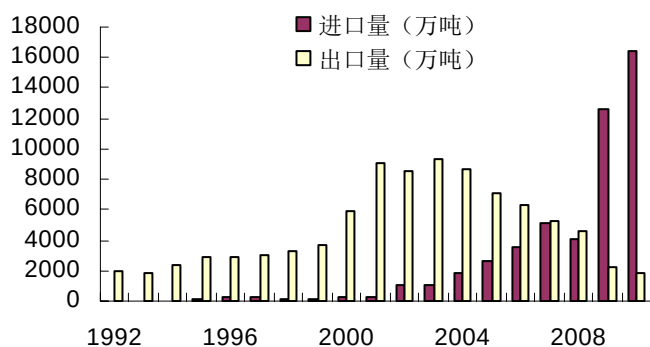
图 10：2011 年 2 月煤炭进口大幅下降



资料来源：煤炭资源网

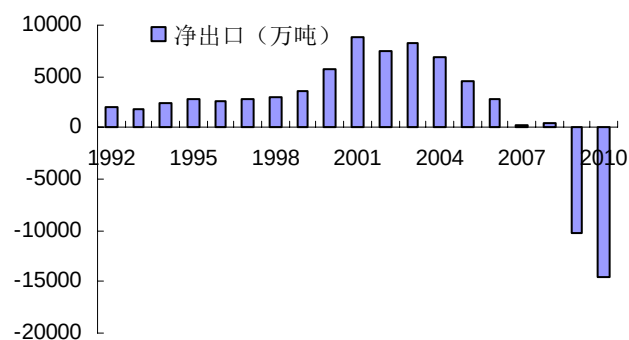
进口地煤价理应高于出口地煤价。09-10 年，中国已经从煤炭出口大国过渡大进口大国，国内煤价理应高于国际煤价。即消费地煤价高于生产地煤价。

图 11: 中国煤炭从出口大国变成进口大国



资料来源：煤炭资源网

图 12: 近两年煤炭净进口大幅增加至 1 亿吨和 1.5 亿吨



资料来源：煤炭资源网

4、日本灾后重建将进一步推高国际煤价

日本地震过后，灾后重建将启动。

- 我们预测日本灾后重建需要新增煤炭需求 8134 万吨，其中动力煤新增需求 5279 万吨，炼焦煤新增需求 2855 万吨（详细分析见 2010 年 3 月 24 日的《灾后重建或再次拉高国际煤价》）。
- 按照两年平均计算每年新增煤炭需求 4067 万吨。占每年煤炭进口量的 23%，占亚太煤炭贸易量的 7.8%。
- 其中炼焦煤年度新增需求为 1427 万吨，占每年煤炭进口量的 26%，占亚太煤炭贸易量的 8.6%。
- 动力煤年度新增需求为 2640 万吨。占每年煤炭进口量的 22%，占亚太煤炭贸易量的 7.5%。

表 5: 日本灾后重建需要煤炭量测算

	假设数据
经济损失 (亿美元)	2000
经济损失折合人民币 (亿元)	13200
房屋等基础设施重建占比	70%
房屋等基础设施损失 (亿元)	9240
灾后重建水泥需求量 (万吨)	13973
水泥单位电耗 (千瓦时/吨)	100
水泥耗电总量 (亿千瓦时)	140
水泥单位煤耗 (吨/吨)	0.168
水泥耗煤总量 (万吨)	2347
灾后重建钢材需求量 (万吨)	5046
钢材单位电耗 (千瓦时/吨)	700
钢材耗电总量 (亿千瓦时)	353
钢材单位煤耗 (吨/吨)	0.65
钢材耗煤总量 (万吨)	3280
其中: 炼焦煤	2855
动力煤	425
灾后重建耗电量 (亿千瓦时)	104
发电单位煤耗 (克/千瓦时)	420
灾后重建煤炭需求量合计	8134
其中: 动力煤	5279
炼焦煤	2855
灾后重建年度煤炭需求量合计	4067
其中: 动力煤	2640
炼焦煤	1427

资料来源: 煤炭资源网

表 6: 日本灾后重建新增煤炭需求占比

单位: 万吨	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
动力煤进口	11814	12143	12826	12820	10650	11605	11953	12311
炼焦煤进口	5658	5767	5399	5737	4320	5305	5464	5628
煤炭进口量	17770	17931	18021	18560	14971	16910	17417	17939
灾后重建新增动力煤需求							2640	2640
灾后重建新增炼焦煤需求							1427	1427
灾后重建新增煤炭需求合计							4067	4067
新增动力煤占比							22%	21%
新增炼焦煤占比							26%	25%
新增煤炭占比							23%	23%
亚太地区动力煤贸易量	31800	35000	35428					
亚太地区炼焦煤贸易量	14909	16100	16672					
亚太地区煤炭贸易量	46709	51100	52100					
新增动力煤占亚太比例							7.5%	7.5%
新增炼焦煤占亚太比例							8.6%	8.6%
新增煤炭占亚太比例							7.8%	7.8%

资料来源: 煤炭资源网

日本灾后重建将进一步推高国际煤价

2010 年底, 由于澳洲洪水, 澳洲煤炭供给大量减少, 预计动力煤和炼焦煤供给减少分别为 600 万吨和 1200 万吨, 占亚太煤炭贸易量的 2%和 7%。从而推动了澳洲煤价大幅度走高, 其中炼焦煤从洪水前的 209 美元/吨上涨到最高 336 美元/吨, 涨幅 61%, 动

力煤从 110 美元/吨上涨到最高 137 美元/吨，涨幅 25%。

澳洲洪水短期冲击逐渐消退，而日本灾后重建将增加煤炭需求，预计新增动力煤和炼焦煤需求分别为 2640 万吨和 1427 万吨，扣除洪灾影响后，整个新增煤炭需求量仍然是正的贡献。预计动力煤和炼焦煤新增需求 2040 万吨和 227 万吨，占亚太贸易量的 6% 和 1%。

我们预计日本灾后重建将进一步推高国际煤价，预计动力煤和炼焦煤分别较目前煤价有 20% 和 10% 的涨幅，分别达到 149 美元/吨和 325 美元/吨。

表 7：考虑澳洲洪灾减少供给和日本地震新增需求对煤炭市场影响分析

	供给损失（万吨）	亚太煤炭贸易量（万吨）	供给损失占亚太比例	洪灾前煤价（美元/吨）	最高煤价（美元/吨）	涨幅
澳洲洪灾影响						
动力煤	600	35428	2%	110	137	25%
炼焦煤	1200	16672	7%	209	336	61%
日本灾后重建影响	新增需求（万吨）	亚太煤炭贸易量（万吨）	需求增量占亚太比例			
动力煤	2640	35428	7%			
炼焦煤	1427	16672	9%			
扣除洪灾影响后日本灾后重建新增需求	灾后重建-洪灾影响（万吨）	亚太地区煤炭贸易量（万吨）	新增需求量占亚太比例	目前煤价（美元/吨）	灾后重建煤价预计（美元/吨）	涨幅
动力煤	2040	35428	6%	124	149	20%
炼焦煤	227	16672	1%	301	325	10%

资料来源：煤炭资源网

图 13：澳洲炼焦煤价格受洪灾影响大幅度上涨



资料来源：煤炭资源网

图 14：澳洲动力煤受洪灾影响小幅上涨



资料来源：煤炭资源网

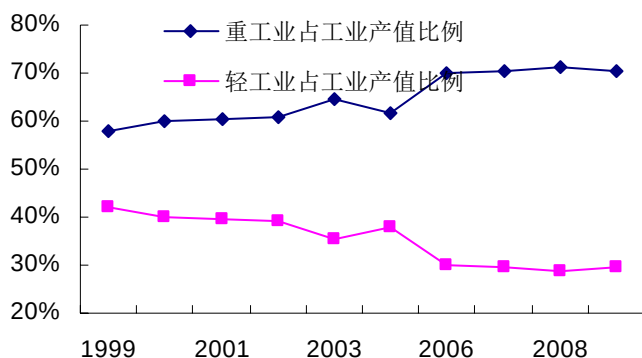
5、经济转型期高耗能仍将持续较长时间

十二五是经济转型的五年，市场担心煤炭需求增速会大幅下降，不过我们认为经济增长仍将沿着原来的轨迹继续增长，而新型产业处于萌芽期，我国经济的工业化和城镇化仍有很长的一段路要走。也许 10 年后我们的经济产业结构才会有实质性的变动。

我国经济重型化基本上是从 2000 年开始的，重工业增加值增速持续高于轻工业增速，重工业占工业产值的比例从 99 年的 58% 提升到 09 年的 71%。

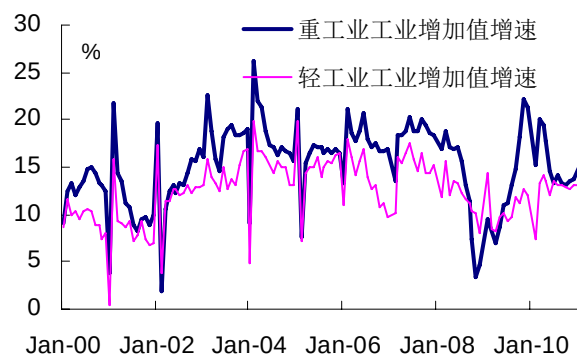
世界经济发展的事实证明，一个国家重化工的发展阶段是一个较长的经济周期。日本的重化工阶段持续 18 年，亚洲“四小龙”的重化工则持续了 15 年左右。按照国际经验来看，未来 5-10 年仍将是重化工持续的阶段。

图 15: 重工业占工业产值比例逐步提升



资料来源: 煤炭资源网

图 16: 重工业增加值增速高于轻工业增速

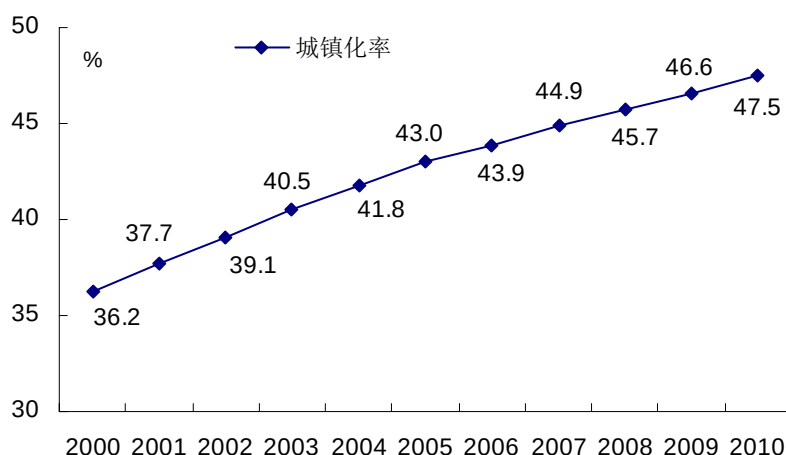


资料来源: 煤炭资源网

经过近 10 年的发展, 我国城镇化率从 2000 年的 36.2% 提升到 10 年的 47.5%, 差不多每年以 1 个百分点的速度上升。十二五我国城镇化率的目标是 51.5%, 五年提高四个百分点。

如果要达到国际上发达国家 60-70% 的水平, 需要大约 15 年的左右的时间。

图 17: 我国城镇化率逐步提升



资料来源: 国家统计局

6、煤价长期看涨

十二五期间煤炭供求仍将处于偏紧状态。

供给侧: 设置天花板

煤炭产量设置天花板, 如果真的按照发改委的 38 亿吨设置天花板的话, 煤炭将处于严重供不应求状态。

- 全国第一大产煤地区内蒙古资源整合进一步深化, 逐步提高小煤矿产能门槛。而且 50% 的就地转化率要求使得只有 50% 产量可外销。十二五末期, 内蒙古全区原煤产量控制在 10 亿吨。其中 120 万吨及以上井工矿、300 万吨及以上露天矿产能占总产能 70%。2013 年底, 全区煤炭生产企业最低生产规模 120 万吨 (有条件的地

区,可提高到 300 万吨)。生产规模在 120 万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。

- 全国第二大产煤大省山西要求延长煤炭产业链,外供煤炭增量极其有限。十二五期间煤炭产量控制在 10 亿吨以内。
- 全国第三大煤炭产量省份陕西省开始煤炭资源整合,通过煤炭资源整合和企业兼并重组,关闭减少小煤矿 100 处左右,煤矿开采主体企业控制在 120 家以内,单井平均产能达到 100 万吨/年以上,采煤机械化程度达到 90%以上。十二五期间煤炭产量控制在 6 亿吨以内。

表 8: 三西煤炭产量占比较高

单位: 亿吨	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2015 (E)	十二五复合增速
山西	5.7	5.8	6.4	6.6	6.2	7.4	10.0	6%
内蒙	2.4	2.8	3.5	5.0	6.0	7.9	10.0	5%
陕西	1.6	1.7	1.9	2.1	3.0	3.6	6.0	11%
三西产量合计	9.6	10.3	11.8	13.7	15.2	18.9	26.0	7%
三西产量增速		7%	15%	16%	10%	25%	7%	
三西产量占比	45%	44%	47%	50%	50%	55%	65%	3%
其他煤炭产量	11.5	13.0	13.4	13.8	15.3	15.2	14.0	-2%
全国煤炭产量	21.1	23.3	25.2	27.5	30.5	34.1	40.0	3%
全国煤炭产量增速		10%	9%	9%	11%	12%	10%	

资料来源:煤炭资源网,注 1,2010 年国家统计局煤炭产量数据为 32.4 亿吨,而分省产量合计为 34.1 亿吨。注 2,2015 发改委设置煤炭产量天花板 38 亿吨,我们自行测算应该达到 40 亿吨。

需求侧: 煤炭需求仍将处于较好的增长期

煤炭需求仍将处于较好的增长期,即前面提到的重化工仍将延续 5-10 年。

总体判断,十二五期间煤炭供求仍将处于偏紧状态,煤炭价格长期看涨。

7、较好的一季报业绩

由于煤价上涨和煤炭公司产量的增长,煤炭行业 11 年业绩有较好的表现。

我们测算:

- 煤炭上市公司 11 年 EPS 平均增长 25%,业绩增长最快的是西山煤电、山煤国际、神火股份、昊华能源和盘江股份。
- 11 年 Q1 一季报 EPS 同比增长 28%。其中一季度业绩增长最快的是山煤国际、昊华能源和潞安环能(暂时没有考虑所得税优惠政策的追溯调整)。

表 9：煤炭公司业绩保持较高增速

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	一季报增速	2010	2011	同比增速
山煤国际	0.15	0.37	0.27	0.21	0.38	152%	1.01	1.53	52%
昊华能源	0.38	0.6	0.62	0.32	0.64	67%	1.92	2.56	33%
潞安环能	0.6	0.7	0.7	0.99	0.93	54%	2.99	3.71	24%
恒源煤电	0.43	0.75	0.8	0.19	0.64	49%	2.17	2.56	18%
国阳新能	0.21	0.3	0.33	0.16	0.31	48%	1	1.26	26%
兰花科创	0.49	0.76	0.46	0.59	0.72	45%	2.3	2.86	24%
盘江股份	0.28	0.3	0.35	0.23	0.38	37%	1.16	1.54	33%
冀中能源	0.55	0.54	0.5	0.47	0.68	24%	2.06	2.7	31%
中国神华	0.44	0.5	0.49	0.44	0.53	20%	1.87	2.1	12%
国投新集	0.16	0.19	0.19	0.14	0.18	16%	0.68	0.73	8%
西山煤电	0.36	0.18	0.28	0.18	0.4	13%	1	1.61	61%
兖州煤业	0.43	0.11	0.75	0.55	0.48	11%	1.83	1.9	4%
开滦股份	0.17	0.17	0.18	0.19	0.19	11%	0.7	0.76	7%
大同煤业	0.19	0.19	0.11	0.16	0.2	7%	0.65	0.81	25%
中煤能源	0.15	0.19	0.12	0.06	0.16	7%	0.52	0.64	23%
神火股份	0.39	0.31	0.25	0.16	0.37	-4%	1.1	1.5	36%
平煤股份	0.38	0.32	0.21	0.12	0.31	-18%	1.02	1.26	22%
煤气化	0.17	0.17	0.07	0.05	0.13	-26%	0.46	0.5	9%
平均	0.33	0.37	0.37	0.29	0.42	28%	1.36	1.70	25%

资料来源：招商统计整理，注，11 年一季报业绩预测按照 11 年业绩预测除以 4。

二、调控影响下的煤炭估值未充分反应煤价上涨预期

1、煤炭估值是对未来煤价预期的反应

煤炭的股的估值是对未来煤价涨幅预期的反映，根据数据分析，煤炭股票估值与滞后 9 个月的煤价相关度较高。

前面分析的结果是未来煤价预期看涨。国内煤炭价格面临双重上涨动力：

- 与国际接轨，
- 本身煤炭供求偏紧推动煤价上涨。

我们认为，煤价上涨预期将进一步提升煤炭股的估值。

图 18：煤炭指数与滞后 9 个月的煤价相关度较大



资料来源：招商证券整理

煤价上涨预期与估值分析

根据我们对近几年煤炭上市公司净利润增幅和煤价涨幅之间对比关系来看，煤价上涨 1%，净利润大约增长 3.4%，即平均弹性为 3.4。

据此测算，在预期煤价上涨的情况下，我们可以给出煤炭股的合理市盈率。

- 预期煤价稳定，煤炭股可以给予 20 倍 P/E。
- 预期煤价上涨 5%，煤炭股可以给予 23 倍 P/E。
- 预期煤价上涨 10%，煤炭股可以给予 27 倍 P/E。

表 10：煤价预期涨幅与对应 P/E

煤价预期涨幅	0%	1%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
EPS 变动幅度	0%	3.4%	17%	34%	51%	68%	84%	101%
合理 P/E	20	21	23	27	30	34	37	40

资料来源：招商证券整理

前面分析，以 FOB 价格计算，国内动力煤折价 5%，炼焦煤折价 25%。假设未来国内国际煤价接轨，则动力煤上涨幅度 5%，炼焦煤上涨 25%。对应的动力煤公司可以给 23 倍 P/E（但国内动力煤处于限价中，影响了动力煤公司的估值），炼焦煤公司可以给 37 倍 P/E（由于炼焦煤公司都有动力煤销售，因此估值应该考虑两者加权平均）。

假设炼焦煤动力煤收入和炼焦煤收入各占 50%，则炼焦煤公司大致可以给 25-30 倍 P/E

估值。

现在的问题是，煤价接轨是否以国内煤价单边上涨的方式实现，或者以国际煤价下降，国内煤价上涨，在中间价格实现接轨。我们前面分析了国际煤价未来 1 年内仍将处于上涨趋势中。总之，国内煤价上涨是预期明确的，只是涨幅的问题。

2、宏观调控预期对煤炭估值的影响

对国内煤价上涨预期早就形成了，但是国内煤炭股的估值基本上在 15-20 倍 P/E 之间波动，目前影响煤炭股走势的最大因素是宏观调控预期。

我们认为，一旦宏观调控预期放松，国内煤炭股的估值将有较大幅度的提升空间。

三、维持行业推荐评级，推荐三类公司

煤价上涨预期明确，受宏观调控影响下的煤炭股的估值并未充分反映煤价上涨预期，宏观调控预期成为影响煤炭股走势的重要因素。一旦调控预期放松，煤炭股将是最佳的投资品种。维持行业推荐投资评级。

投资品种关注三类股票：

- 从煤种上选择冶金煤，优选价格上涨业绩弹性较大的公司（包括炼焦煤和喷吹煤公司）：冀中能源、潞安环能、盘江股份、西山煤电等。
- 资产注入预期类公司：大有能源、冀中能源、潞安环能、盘江股份、国阳新能、开滦股份。
- 一季报业绩可能超预期的公司：兖州煤业和潞安环能等。

表 11：煤炭上市公司估值比较表

	股价 (元)	EPS (元)				P/E (×)				10-13 年 复合增速	PEG	每股净 资产 (元)	P/B(×)	投资评级
		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E					
炼焦煤类														
西山煤电	27.37	0.71	1.00	1.61	2.21	38.7	27.4	17.0	12.4	30%	0.9	4.1	6.7	强烈推荐-A
盘江股份	37.49	0.89	1.16	1.54	1.96	42.1	32.4	24.4	19.1	25%	1.3	5.5	6.8	强烈推荐-A
冀中能源	48.78	1.39	2.06	2.70	3.00	35.1	23.7	18.1	16.3	13%	1.8	10.0	4.9	强烈推荐-B
平煤股份	20.92	0.78	1.02	1.26	1.28	26.8	20.4	16.7	16.4	8%	2.7	5.2	4.1	审慎推荐-B
永泰能源	26.32	0.08	0.41	1.17	1.91	310.1	63.8	22.5	13.8	67%	1.0	2.3	11.3	强烈推荐-A
平均	32.18	0.77	1.13	1.66	2.07	90.6	33.5	19.7	15.6	29%	1.5	5.4	6.7	
喷吹煤类														
国阳新能	26.93	0.77	1.00	1.26	1.31	34.9	26.9	21.4	20.6	11%	2.5	3.5	7.6	强烈推荐-A
潞安环能	68.95	1.83	2.99	3.71	4.11	37.7	23.1	18.6	16.8	15%	1.5	10.3	6.7	强烈推荐-A
平均	47.94	1.30	1.99	2.49	2.71	36.3	25.0	20.0	18.7	13%	2	6.9	7.1	
动力煤类														
中国神华	29.62	1.52	1.87	2.10	2.51	19.5	15.8	14.1	11.8	11%	1.4	9.9	3.0	审慎推荐-A
国投新集	14.65	0.45	0.68	0.73	0.94	32.6	21.5	20.1	15.5	16%	1.4	3.8	3.8	审慎推荐-A
恒源煤电	43.80	1.14	2.17	2.56	2.61	38.4	20.2	17.1	16.8	7%	3.1	12.5	3.5	审慎推荐-B
中煤能源	11.04	0.50	0.52	0.64	0.71	22.1	21.2	17.2	15.5	16%	1.3	5.5	2.0	审慎推荐-A
兖州煤业	36.97	0.79	1.61	1.90	2.05	46.8	22.9	19.5	18.0	9%	2.5	7.5	4.9	强烈推荐-B
大同煤业	20.30	0.89	0.65	0.81	0.85	22.8	31.4	25.1	23.9	16%	1.9	5.4	3.8	强烈推荐-A
山煤国际	30.67	0.82	1.01	1.53	2.31	37.4	30.4	20.1	13.3	44%	0.7	4.3	7.1	强烈推荐-A
昊华能源	53.68	1.04	1.92	2.56	2.76	51.8	28.0	21.0	19.5	13%	2.1	11.9	4.5	强烈推荐-A
大有能源	34.33	0.96	1.73	2.14	2.30	35.9	19.8	16.0	14.9	10%	2.0	10.3	3.3	强烈推荐-A
平均	30.6	0.9	1.4	1.7	1.9	34.1	23.5	18.9	16.6	17%	1.8	7.9	4.0	
一体化公司														
神火股份	27.65	0.57	1.10	1.50	1.51	48.4	25.1	18.5	18.3	14%	1.8	4.3	6.4	审慎推荐-A
兰花科创	40.13	2.22	2.26	2.86	3.72	18.1	17.8	14.0	10.8	27%	0.6	11.5	3.5	审慎推荐-B
开滦股份	19.86	0.67	0.70	0.76	0.88	29.6	28.2	26.3	22.5	13%	2.1	4.7	4.3	强烈推荐-A
煤气化	26.31	0.62	0.46	0.50	1.32	42.4	57.2	53.1	19.9	60%	1.0	5.7	4.6	强烈推荐-A
平均	28.49	1.02	1.13	1.40	1.86	34.6	32.1	28.0	15.3	18%	1.5	6.8	4.7	
总平均	32.29	0.93	1.32	1.69	2.01	34.6	24.5	19.1	16.0	19%	1.5	6.2	5.2	
中值	28.6	0.8	1.1	1.5	2.0	36.6	24.4	19.0	16.6	15%	1.6	5.5	4.6	

资料来源：招商证券整理

图 19: 煤炭行业历史PEBand

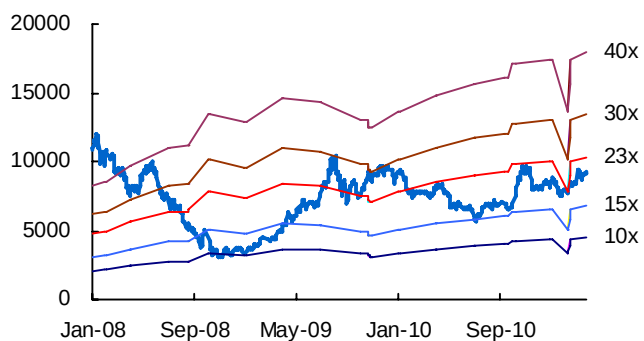
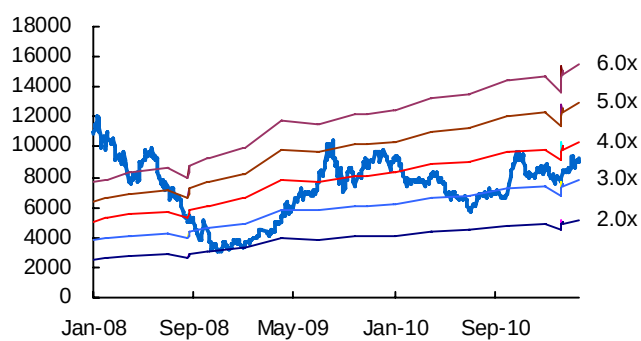


图 20: 煤炭行业历史PBBand



分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 至 2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届最佳分析师金牛奖。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。