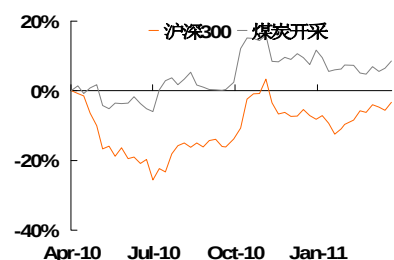


新驱动力接力，行情迎来下半场

煤炭行业二季度投资策略报告

推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

《行业研究_煤炭行业：日本地震对国际煤炭市场影响点评，炼焦煤短期承压，建议上调动力煤配置》（2011-3-15）

《行业研究_煤炭行业：研究周报，“内外”给力，煤炭股迎来反转》（2011-3-7）

《行业研究_煤炭行业：研究周报，行业基本面平稳，煤炭股将趋势性上涨》（2011-2-21）

《行业研究_煤炭行业：研究周报，估值逐步修复，一季度后期或迎来反转》（2011-2-14）

证券分析师

张顺 S1150209110154
010-59734975
zhangshun030@pingan.com.cn

■ 一季报前瞻：预计2011年煤炭上市公司净利润平均增速约为30%，靓丽开局可期。煤炭量价齐涨趋势运行良好，跟踪前2个月数据，价格累计涨幅在10%左右，煤炭产量增速为13.5%，根据市场一致预期，重点煤炭上市公司2011年净利润增速为29.8%（未来业绩仍存在上调预期）。

从重点覆盖上市公司来看，兖州煤业、潞安环能、昊华能源、中国神华一季报将延续年报的优势，且业绩有望超预期。

■ 上半场行情即将结束，下半场行情需要“新驱动力”接力。预计随着年报（季）报的披露结束，基于估值的修复到位（目前行业整体估值19倍左右），原有驱动力逐步式微，上半场行情即将结束，下半场行情的演绎仍将等待经济基本面的进一步明朗，即等待新驱动力的启动。

■ 预计二季度将完成驱动力的切换：基本面发力。驱动力向基本面转变，一方面，国内经济面向好趋势确立，煤炭下游需求已经启动，行业景气持续回升；另一方面，国际煤炭价格继续在高位运行，未来预期日本煤炭进口将恢复性回升，并将超过地震前进口水平，进而推动国际煤炭景气上行。

■ 维持行业“推荐”评级，“超配”建议。目前煤炭股对应2011年市盈率为19倍左右，处于历史均值水平，部分反映了经济复苏的预期。考虑到煤炭公司业绩受到行政压低，未来估值存在上调的空间，我们认为30%的上涨空间仍是值得期待，维持行业“推荐”评级。

■ 投资策略：关注业绩预期上调幅度大、增长确定性的公司。同时结合煤炭资源整合、资产注入相关主题性投资，仍然首推炼焦煤相关公司，依次是动力煤公司、无烟煤公司。

■ 重点公司推荐：神火股份、山煤国际、昊华能源、中国神华、兖州煤业

■ 核心假设风险：美联储加息；通胀超出预期引发更强烈的紧缩

股票代码	公司简称	2011-4-10 股价	股本（百 万）	每股收益（元）				市盈率（倍）				投资建议
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
000933.SZ	神火股份	28.46	1,050.0	0.57	1.32	1.67	1.81	49.9	21.6	17.0	15.7	强烈推荐
600546.SH	山煤国际	32.44	750.0	1.00	1.17	1.34	1.78	32.4	27.7	24.2	18.2	强烈推荐
601101.SH	昊华能源	58.56	454.0	1.37	1.87	2.90	3.43	42.7	31.3	20.2	17.1	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	37.68	4,918.4	0.79	1.53	1.94	2.08	47.7	24.6	19.4	18.1	强烈推荐
601088.SH	中国神华	29.92	19,889.6	1.52	1.89	2.32	2.78	19.7	15.8	12.9	10.8	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	69.59	1,150.5	1.83	2.99	3.46	4.12	38.0	23.3	20.1	16.9	强烈推荐
000983.SZ	西山煤电	27.91	3,151.2	0.92	1.26	1.71	2.14	30.3	22.2	16.3	13.0	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	50.80	1,156.4	1.39	2.11	2.88	3.44	36.6	24.1	17.6	14.8	强烈推荐
600348.SH	国阳新能	27.34	2,405.0	0.77	1.11	1.36	1.46	35.5	24.6	20.1	18.7	强烈推荐
600997.SH	开滦股份	20.39	1,234.6	0.67	0.69	0.88	1.02	30.4	29.6	23.2	20.0	强烈推荐
600123.SH	兰花科创	41.20	571.2	2.22	2.36	2.85	3.07	18.5	17.5	14.5	13.4	推荐
601001.SH	大同煤业	20.50	1,673.7	0.89	1.12	1.22	1.41	23.0	18.3	16.8	14.5	推荐
002128.SZ	露天煤业	23.60	1326.69	0.88	1.10	1.33	1.58	26.7	21.5	17.8	14.9	推荐
601898.SH	中煤能源	11.13	13,258.7	0.50	0.66	0.67	0.75	22.3	17.0	16.6	14.8	中性
	平均值							28.7	22.5	18.0	15.6	

推荐要点

结论与投资建议

1、维持行业“推荐”评级，行业整体“超配”建议

行情即将走完上半场，“新驱动力”将引领煤炭股展开下半场行情；预期未来合同煤价格上涨，煤炭股估值中枢有望上调。

2、投资策略：关注业绩预期上调、增长确定的公司

二季度投资主线关注业绩预期上调幅度大、增长确定性的公司，同时结合煤炭资源整合、资产注入相关主题性投资。**重点推荐：神火股份、山煤国际、昊华能源、中国神华、兖州煤业**

关键假设点

国内宏观经济复苏向繁荣全面过渡，煤炭下游需求启动；

国际上，欧美等经济体全面复苏，日本地震灾后重建的启动将增加煤炭进口需求，继续推高国际煤炭价格上涨。

有别于大众的认识

1、行情将走完上半场，即将迎来下半场。煤炭股上半场行情即将走完，预计随着一季报的披露，行情将迎来短暂的休整，“新驱动力”将在二季度接力，引领煤炭股展开下半场行情。

2、二季度将完成驱动力的切换：基本面发力。一方面，国内宏观经济向好趋势确立，煤炭下游需求已经启动，行业景气度持续回升；另一方面，国际煤炭市场景气将持续在高位，未来日本煤炭进口需求将恢复性回升，并将超过地震前进口水平，进而推动国际煤炭价格高位运行。

3、预期未来合同煤价格上涨，煤炭股估值中枢有望上调。目前煤炭公司受合同煤限价影响，业绩人为压低，并未能充分体现其真实盈利水平，预期未来煤炭价格看涨，应给予煤炭股一定的估值溢价方能显示其合理价值。

股价表现催化剂

国内外煤炭（钢铁）价格的上涨，通胀数据的环比回落

核心假设风险

美联储加息；通胀超出预期引发更强烈的紧缩。

正文目录

推荐要点	2
一、煤炭行业一季度整体运行回顾	5
1.1 煤炭市场运行平稳，经济向好趋势不改	5
1.2 一季报前瞻：靓丽依然可期	6
二、三大驱动力引领行情反转	7
2.1 三大驱动力得到验证	7
2.2 未来行情的推进需要“新驱动力”接力	9
三、二季度新驱动力能否接力？	9
3.1 下游需求处于启动的边缘：复苏向繁荣的全面过渡	9
3.2 国际煤价将持续高位运行	11
3.3 世界主要经济体复苏逐步确立	12
3.4 结论：二季度将完成驱动力的切换：基本面发力	13
四、行业评级及投资策略	14
4.1 行业“推荐”评级，“标配”建议	14
4.3 重点上市公司推荐：	15
4.3 风险提示	16

图表目录

图表 1 秦皇岛煤炭价格高位运行	5
图表 2 澳大利亚 BJ 煤价涨幅较大	5
图表 3 PMI 数据显示经济具有良好的复苏基础	5
图表 4 CPI 数据高位运行，但顶部特征显现	5
图表 5 山西五大煤炭集团煤炭销售价格	6
图表 6 煤炭产量保持较快增速	6
图表 7 重点覆盖煤炭上市公司业绩稳健增长	7
图表 8 银行间拆借利率逐步高位回落，显示流动性回归正常水平	8
图表 9 钢铁价格逐步震荡趋稳	9
图表 10 钢铁正处于去库存化过程	9

图表 11	前 2 月电力行业累计耗煤量仍保持较高增长	10
图表 12	直供电厂库存下降较快	10
图表 13	沿海煤炭干散货运价领先煤炭价格上涨	10
图表 14	保障房建设目标规划	10
图表 15	2 月份煤炭进口量大幅下降	11
图表 16	亚太地区主要煤炭进口国进口量一览	11
图表 17	日本 2009 年能源消费结构	12
图表 18	世界 2009 年能源消费结构	12
图表 19	近年来日澳长协煤炭价格一览	12
图表 20	世界各主要经济体 GDP 增速预测	13
图表 21	美元走弱是刺激原油价格上涨的原油之一	13
图表 22	原油价格支撑国内 A 股煤炭指数走势	13
图表 23	煤炭板块估值走势比较	14
图表 24	重点覆盖煤炭上市公司盈利预测及评级	15
图表 25	海外市场煤炭上市公司估值比较	16

一、煤炭行业一季度整体运行回顾

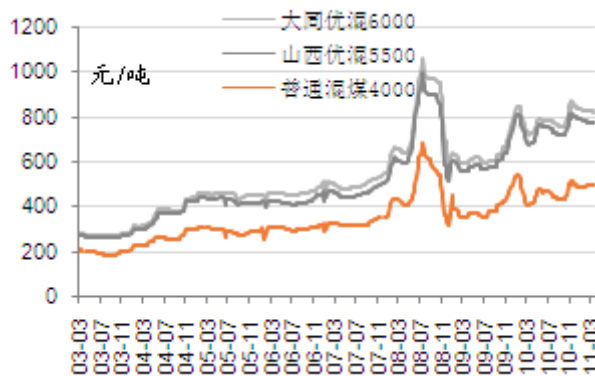
1.1 煤炭市场运行平稳，经济向好趋势不改

■ 煤炭价格高位运行，国际煤价的上涨一定程度上支撑了国内煤价高位运行

国内煤炭市场运行平稳，煤价总体波动不大，但仍维持在高位。

受澳洲洪灾影响，国际煤价趋势性上涨，尤其炼焦煤价格涨幅最大，现货价格突破 300 美元/吨，创出历史新高。

图表1 秦皇岛煤炭价格高位运行



资料来源：煤炭资源网，平安证券研究所

图表2 澳大利亚BJ煤价涨幅较大



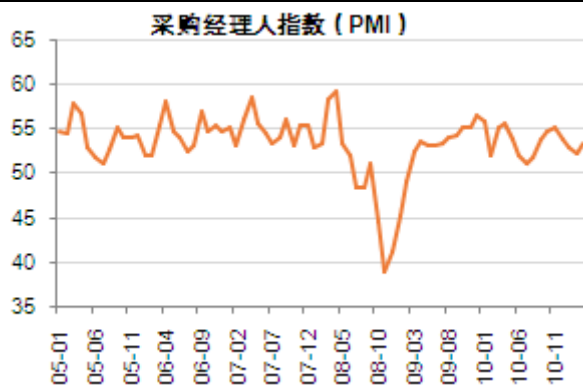
资料来源：煤炭资源网，平安证券研究所

■ 经济向好趋势不改，通胀水平总体可控

一季度，国内经济运行平稳，虽然受 2010 年节能减排的翘尾影响，内需尚显偏弱，但总体来看，经济复苏的基础仍在，向好的趋势未变。且分析来看，一季度受季节性因素影响的面较大。

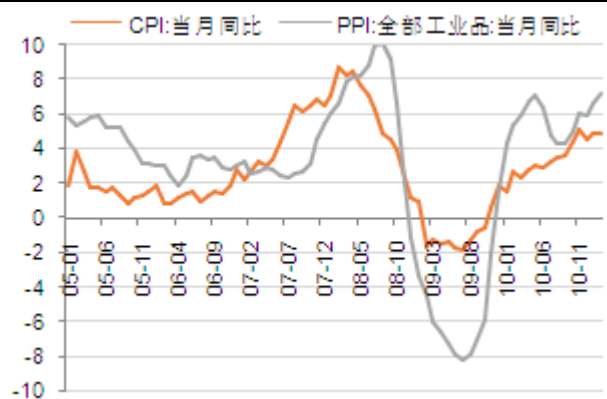
通胀总体处于可控水平，随着紧缩政策的实施（连续九次上调存款准备金率，三次加息），以及政府的供给管理，CPI 进一步恶化的状况改善。根据平安宏观观点，基于基数原因及翘尾原因，CPI 数据短期仍将在高位运行，但总体处于可控水平。

图表3 PMI数据显示经济具有良好的复苏基础



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 CPI数据高位运行，但顶部特征显现



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 一季报前瞻：靓丽依然可期

■ 煤炭量价齐涨的趋势仍在延续

从煤炭价格来看，以山西省五大煤炭集团销售价格来看（其中包括价格不变的重点合同煤），前 2 个月价格累计涨幅在 10% 左右。从秦皇岛现货煤价来看，一季度价格高位运行，价格同比涨幅约为 50 元/吨。

从煤炭产量来看，一季度煤炭产量依然保持较快增速。前 2 个月煤炭产量增速为 13.5%，保持较快增长，煤炭上市公司均有产能扩张的计划，故产量的增长更是有保证。

重点合同煤占比仅 20% 左右，对业绩影响有限。受到价格上涨限制的重点合同煤约 7 亿吨左右，总量占到 20% 左右，对煤炭公司的盈利增长影响不大。

图表5 山西五大煤炭集团煤炭销售价格

单位：元/吨	潞安集团		山西焦煤集团		大同煤矿集团		阳泉集团		晋城集团	
	出厂价(含税):累计值	累计同比	出厂价(含税):累计值	累计同比	出厂价(含税):累计值	累计同比	出厂价(含税):累计值	累计同比	出厂价(含税):累计值	累计同比
2011 年 1 月	526.0	8.9%	808.5	12.7%	452.1	16.3%	520.0	14.8%	650.0	23.9%
2011 年 2 月	522.4	8.7%	859.0	15.7%	453.2	8.6%	509.7	9.9%	643.1	22.9%

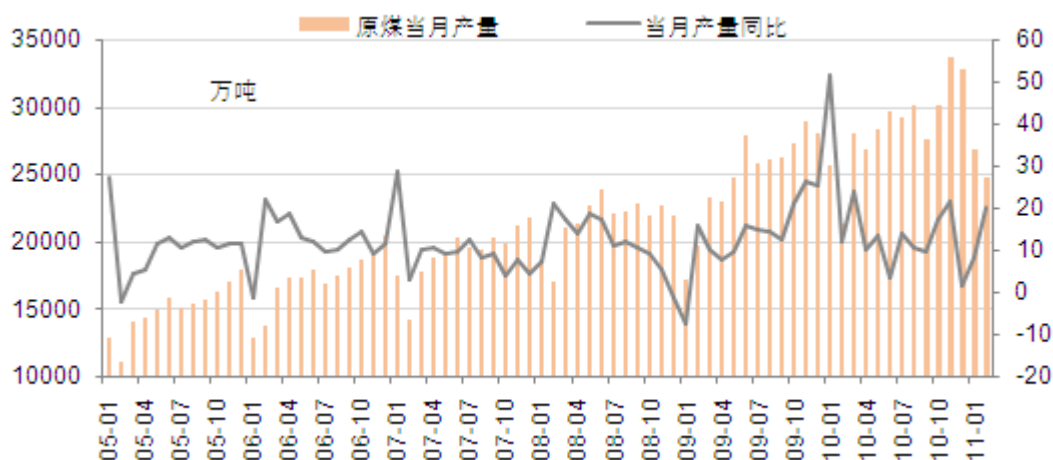
资料来源：煤炭资源网，平安证券研究所

■ 预计 2011 年净利润增速为 30% 左右，一季报靓丽开局可期

根据市场一致预期，重点煤炭上市公司 2011 年净利润增速为 29.8%（未来业绩仍存在上调预期），故一季报靓丽开局可期。

从重点覆盖上市公司来看，兖州煤业（澳洲公司受益国际煤价大涨）、潞安环能（受益高新技术企业认证）、昊华能源（受益出口煤价上涨）、中国神华（现货煤比例高于预期）一季报将延续年报的优势，且业绩有望超预期。

图表6 煤炭产量保持较快增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表7 重点覆盖煤炭上市公司业绩稳健增长

证券代码	证券简称	净利润增速					营业收入增速				
		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E
000780.SZ	平庄能源		160.4%	-9.4%	38.2%	7.8%		96.0%	2.6%	20.0%	7.8%
000933.SZ	神火股份	105.3%	37.0%	-46.8%	92.9%	46.1%	116.0%	38.3%	-10.4%	59.4%	13.2%
000937.SZ	冀中能源	18.2%	182.4%	-39.2%	43.2%	29.0%	36.5%	75.0%	-4.2%	49.6%	15.6%
000968.SZ	煤气化	86.4%	117.8%	-40.2%	-38.1%	118.2%	27.5%	38.2%	-31.4%	8.5%	28.9%
000983.SZ	西山煤电	9.0%	130.1%	-24.7%	18.6%	82.7%	11.8%	69.9%	-6.9%	37.3%	56.1%
002128.SZ	露天煤业	17.6%	49.5%	53.3%	48.9%	11.5%	34.7%	48.7%	23.3%	21.7%	11.3%
600121.SH	郑州煤电	22.8%	-27.1%	-3.8%	13.0%	33.3%	41.5%	23.3%	36.3%	58.1%	4.1%
600123.SH	兰花科创	3.0%	98.3%	1.7%	3.4%	20.8%	18.4%	40.6%	14.3%	3.5%	23.6%
600188.SH	兖州煤业	46.2%	101.4%	-38.6%	132.2%	6.4%	14.8%	57.4%	-18.4%	62.1%	18.7%
600348.SH	国阳新能	-29.8%	83.8%	99.6%	39.4%	15.3%	14.9%	58.1%	17.4%	24.7%	9.5%
600395.SH	盘江股份	19.2%	441.2%	82.7%	38.2%	27.7%	-1.7%	70.4%	10.8%	22.6%	31.5%
600508.SH	上海能源	11.6%	78.9%	-8.3%	40.3%	11.5%	18.4%	32.5%	-5.0%	20.9%	8.2%
600546.SH	山煤国际			43.0%	22.9%	56.3%			-2.2%	84.0%	6.7%
600971.SH	恒源煤电	-1.1%	20.4%	-13.8%	82.8%	19.0%	8.4%	57.1%	16.7%	30.9%	12.5%
600997.SH	开滦股份	26.7%	32.7%	1.4%	5.6%	20.7%	72.7%	71.7%	16.8%	38.1%	15.2%
601001.SH	大同煤业	1.6%	170.7%	2.5%	-23.5%	20.0%	30.0%	64.3%	13.1%	14.0%	18.8%
601088.SH	中国神华	18.9%	29.7%	16.6%	22.8%	15.3%	26.0%	30.5%	13.2%	25.3%	18.3%
601101.SH	昊华能源	1.1%	114.8%	-34.0%	84.9%	43.9%	10.2%	61.3%	-25.3%	30.7%	24.6%
601666.SH	平煤股份	27.9%	79.3%	-47.2%	73.3%	6.7%	34.9%	57.1%	-4.4%	21.0%	9.0%
601699.SH	潞安环能	12.1%	96.4%	0.4%	63.0%	13.6%	20.8%	61.0%	9.5%	17.3%	6.1%
601898.SH	中煤能源	90.4%	17.7%	18.1%	4.3%	31.6%	29.9%	42.8%	2.8%	32.6%	13.8%
601918.SH	国投新集	11.0%	120.6%	-23.2%	50.2%	18.5%	24.3%	48.1%	-8.8%	41.6%	16.8%
平均值		24.9%	101.7%	-0.4%	38.9%	29.8%	29.5%	54.4%	2.7%	32.9%	16.8%

资料来源：平安证券研究所（注：灰色区域为2010年预测值，2011年取市场一致预期）

二、三大驱动力引领行情反转

2.1 三大驱动力得到验证

实际上，基于对通胀可控的判断及经济复苏的基本判断，从去年底，我们就总体看好煤炭板块 2011 年的表现，持续推荐煤炭股，并明确指出“一季末或 3 月份后，行情或将迎来反转”，特别强调了以下因素：

- 通胀压力逐步缓和，紧缩预期减弱；
- 经济运行持续向好，工业增加值数据环比回升得到确认；
- 煤炭板块良好的基本面得到确认：一季报业绩靓丽。

具体详见相关煤炭研究报告：

2011-1-4	行业研究_煤炭行业：研究周报，极端天气影响国际煤炭供应，煤炭股上涨催化剂来临
2011-1-11	行业研究_煤炭行业：研究周报，澳洲洪灾刺激国际煤炭价格大幅上涨
2011-1-17	行业研究_煤炭行业：研究周报，估值吸引力逐步提升，煤炭股建仓时机逐步到来

2011-1-24	行业研究_煤炭行业：研究周报，紧缩预期影响短期走势，关注“左”侧投资时机
2011-2-14	行业研究_煤炭行业：研究周报，估值逐步修复，一季度后期或迎来反转
2011-2-21	行业研究_煤炭行业：研究周报，行业基本面平稳，煤炭股将趋势性上涨
2011-3-7	行业研究_煤炭行业：研究周报，“内外”给力，煤炭股迎来反转
2011-3-15	行业研究_煤炭行业：日本地震对国际煤炭市场影响点评，炼焦煤短期承压，建议上调动力煤配置
2011-3-21	行业研究_煤炭行业：研究周报，潜在需求预期提升，估值有望继续向上修复
2011-3-27	行业研究_煤炭行业：研究周报_终端库存快速下降，下游需求已启动

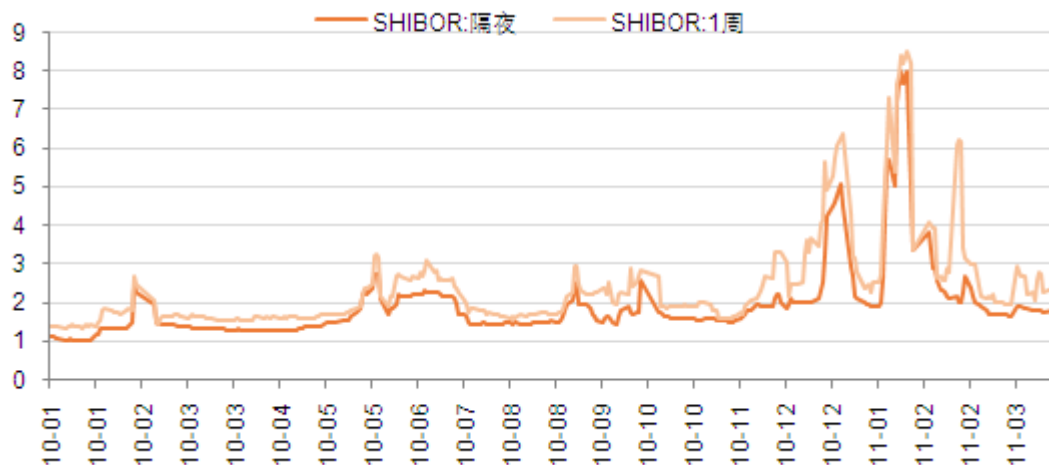
从一季度来看，煤炭板块的行情走势基本按照三个步骤进行逐步展开，即三个驱动力共同推使，引领行情反转，并一直演绎至今：

■ 驱动力之一：国内方面，经济预期向好，通胀可控，紧缩预期放缓带来的估值修复。

经济复苏的基础未变，只是受季节因素影响，内需尚未表现出强劲的动力。同时 CPI 上扬部分受到成本推动的影响（比如人工工资增加等），但总体处于可控的水平，从目前来看，不排除短期仍创新高，但进一步恶化的预期已大幅降低。

从一季度来看，随着紧缩预期的逐步放松，流动性也逐步由偏紧回归到正常水平，从以下上海银行间拆借利率走势也可以看出。

图表8 银行间拆借利率逐步高位回落，显示流动性回归正常水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 驱动力之二：国际方面，澳洲洪灾影响国际煤炭供应，驱动国际煤价大涨 & 日本核泄漏冲击了核电建设进程，提升了未来“煤电”的潜在需求。

- 国际煤炭市场受到澳洲洪灾及日本地震事件性的冲击。澳洲洪灾影响煤炭供应，短期内造成煤价大涨；
- 而日本地震造成的核泄漏，将降低对核电的依赖，且随着日本的重建，中期内会增加对煤炭的进口，推动国际煤价的上涨。

■ 驱动力之三：煤炭股的估值优势及增长确定性，良好的年（季）报引燃行情。

煤炭公司良好的年报助推了行情的上涨，根据已披露公司年报显示，2010 年煤炭上市公司平均净利润增速为 38.9%，盈利处于历史的最好时期。其中，相关重点公司盈利水平更高（兖煤、昊华、潞安），从而成为引领行情上涨的驱动力之一。

2.2 未来行情的推进需要“新驱动力”接力

预计 4 月后期，煤炭股行情迎来短暂休整以辨明方向。随着行情的推演，上述三大驱动力逐步式微，随着煤炭主要上市年报、季报的逐步公布，预计 4 月中旬后，基于估值的修复到位（目前行业整体估值 19 倍左右），煤炭股行情将暂作休整。下半场行情仍将等待经济基本面的进一步明朗，即等待新驱动力的启动。

未来行情的推进需要“新的驱动力”，回归基本面是根本。我们认为，未来行情的上扬，或将来自以下两方面因素的驱动：

- 国内经济是否能应验“十二五”开局之年的预期，下游需求是否能顺利启动；
- 日本地震及核泄漏对国际煤炭市场的后续影响，是否能继续推高国际煤价？日本核泄漏事件是世界能源发展过程中一个重要拐点，增加了煤炭的潜在需求。

三、二季度新驱动力能否接力？

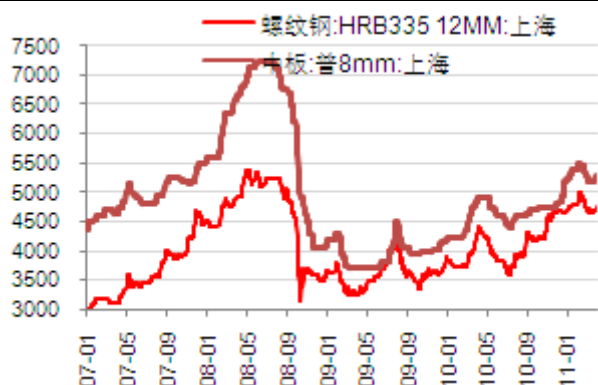
3.1 下游需求处于启动的边缘：复苏向繁荣的全面过渡

总体来看，随着淡季结束，下游需求启动的迹象正在显现。煤炭下游相关行业钢铁、电力、海运等行业均出现了积极信号，相关价格如钢价、海运价呈底部回升态势。

■ 钢铁价格趋稳，库存下降

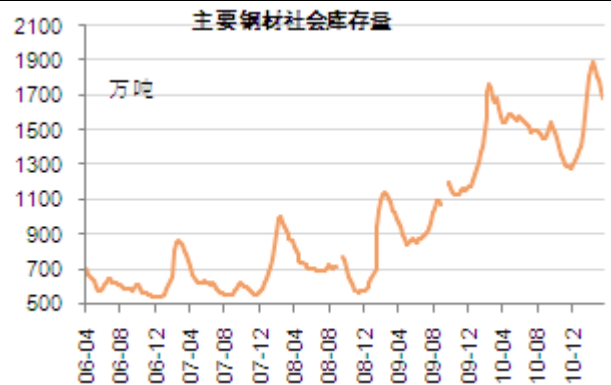
3 月份钢铁日产量创出新高（日产量突破 194.5 万吨），同时钢铁库存下降，显示内需的强劲启动。从钢铁行业来看，钢铁目前正处于去库存化过程，钢铁价格逐步趋稳。

图表9 钢铁价格逐步震荡趋稳



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 钢铁正处于去库存化过程

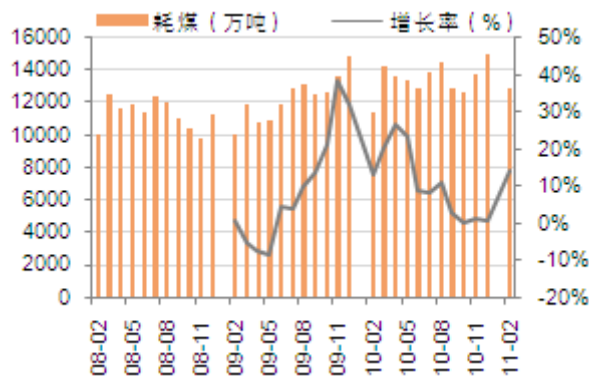


资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 电力耗煤量增加及直供电厂库存快速下降

从跟踪的电力行业数据来看，1-2 月份电力行业累计耗煤同比增速为 9.7%，这是在去年同期节能减排压力较小、电煤消费高基数的水平上实现的，此外，直供电厂煤炭库存快速下降，库存天数已下降为 13 天，这从另一方面验证需求的强劲。

图表11 前2月电力行业累计耗煤量仍保持较高增长



资料来源：煤炭资源网，平安证券研究所

图表12 直供电厂库存下降较快

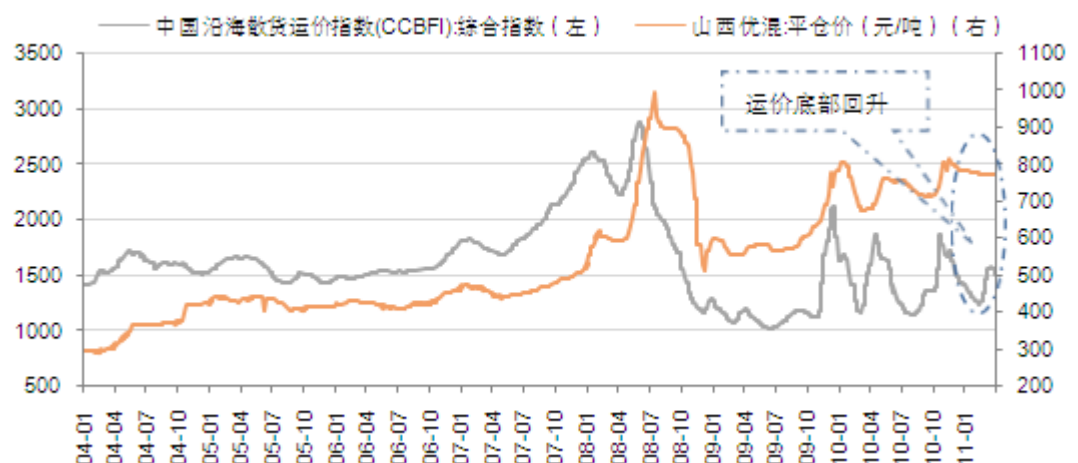


资料来源：煤炭资源网，平安证券研究所

■ 煤炭海运价格底部回升，同样显示下游需求转好，煤炭市场交易趋于活跃

煤炭海运价一直领先于煤价运行，煤炭运价的底部回升将进一步增强未来煤价上涨的预期。

图表13 沿海煤炭干散货运价领先煤炭价格上涨



资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 保障房建设将成为未来两年支撑内需的重要动力，将有效对冲房地产投资的下滑

根据规划，“十二五”期间将建设 3600 万套保障房，其中 2011 年规划建设 1000 万套保障房，预计拉动投资额约为 1.3 万亿元。保障房的建设将支撑内需的走强，拉动对大宗商品的需求。

图表14 保障房建设目标规划

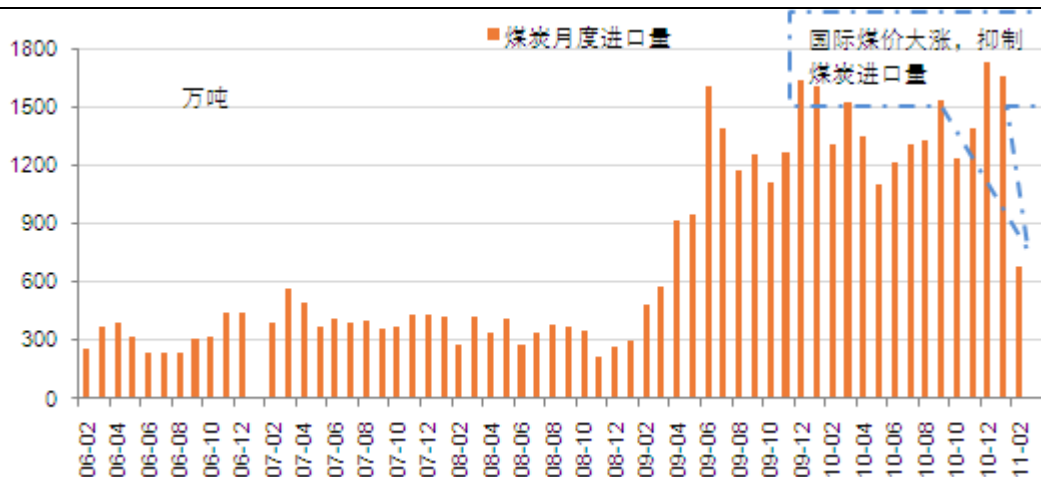
	目标	实际开工	基本建成	在建	投资额估算
2010A	580	590	370	220	
2011E	1000	1000	600	600	约 1.3 万亿元
2012E	1000	1000	1000	600	约 1.5 万亿元

资料来源：根据公开资料整理，平安证券研究所

■ 煤炭进口量大幅下降，部分需求转向国内市场，进一步支撑国内煤炭市场走强

受国际现货煤价走高影响，2 月份煤炭进口量仅 676 万吨，环比下降 980 万吨。中国的煤炭进口需求对价格较为敏感，预计后续国际煤价将在高位运行，煤炭进口量总体将会回落态势。

图表15 2月份煤炭进口量大幅下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 国际煤价将持续高位运行

日本地震造成的核泄漏对世界能源的发展都影响深远，核能的发展进程受到全面审视，中短期内提升其他替代能源的潜在需求。同时日本是世界上最大的煤炭进口国，对国际煤炭市场影响较大，其中作为基础能源的煤炭潜在需求将增加，未来受到的直接影响较大。

图表16 亚太地区主要煤炭进口国进口量一览

单位：百万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009
日本	183	178	178	182	186(净)	165(净)
韩国	79	77	80	88	100(净)	103(净)
中国台湾	60	61	64	69	66(净)	60(净)
印度	31	37	41	54	58(净)	66(净)
中国	18.6	25	37	48		114(净)
合计	371.6	378	400	441	410(净)	508(净)
日本进口占比	49.2%	47.1%	44.5%	41.3%	45.4%	32.5%

资料来源：IEA，平安证券研究所

■ 一方面，日本震后重建将推动煤炭需求增长，从而推动亚太地区煤炭市场持续景气

根据世界银行预计，日本地震的重建工作将需要 5 年之久，将在中长期内推动国际煤炭市场景气上扬。预计下半年随着日本灾后重建的启动，对煤炭的进口需求将逐步增加。据 Clarkson 研究预测 2011 年日本动力煤进口量将达到 1.314 亿吨煤炭，同比增长 5%。

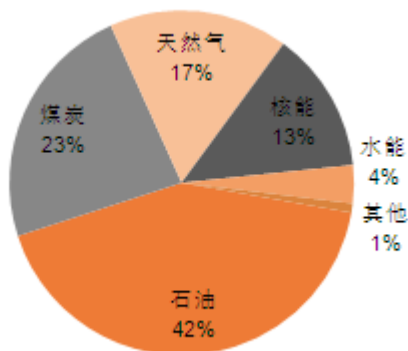
日本作为第二大钢铁生产国，炼焦煤进口量超过 5000 万吨。此次地震、海啸对基础设施造成很大损害，故未来钢焦市场需求潜力较大，日本炼焦煤需求基本依赖于国际市场，需求弹性低，故未来炼

焦煤价格高位运行可期。

■ 另一方面，核能暂时向非核能源的让位

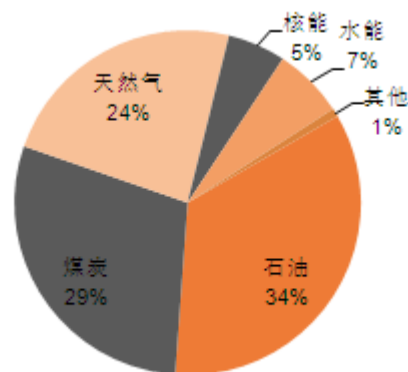
世界各国对核电全面检修整顿期，能源供应将由核能转向煤炭等非核能源，动力煤需求将进一步增加，比如日本所有的核电站都已停止运行，德国全面检修核电站，中国重新审视核电发展项目等。

图表17 日本2009年能源消费结构



资料来源：BP2010能源统计，平安证券研究所

图表18 世界2009年能源消费结构



资料来源：BP2010能源统计，平安证券研究所

图表19 近年来日澳长协煤炭价格一览

单位：美元/吨	日澳硬质焦煤长协价格	日澳动力煤长协价格
2006 年	115	52.97
2007 年	98	55
2008 年	300	125
2009 年	129	70
2010 年 Q2	200	100
2010 年 Q3	225	
2010 年 Q4	209	
2011 年 Q1	225	

资料来源：平安证券研究所

综上分析，考虑日本未来潜在的进口需求增加，预计国际煤炭价格将持续在高位运行，动力煤价格、炼焦煤价格有望进一步创出新高（预计动力煤长协价格为 130 美元/吨，炼焦煤价格将在 260-280 美元/吨浮动），这将进一步支撑国内煤炭价格的走势，进而支撑煤炭股的估值。

3.3 世界主要经济体复苏逐步确立

■ 世界经济的复苏是大宗商品价格上涨的基础

根据世界银行及国际货币基金组织最新的预测，世界各主要经济体逐步从金融危机当中走出，比如 IMF 预计美国 2011 年 GDP 增速为 3% 的增速。

一方面受世界经济复苏拉动；另一方面，美元贬值影响，国际大宗商品价格趋势性上涨。目前，原油价格已经站稳 100 美元/桶。

图表20 世界各主要经济体GDP增速预测

	国际货币基金组织				世界银行			
	2009A	2010A	2011F	2012F	2009A	2010A	2011F	2012F
美国	-2.6	2.8	3	2.7	-2.6	2.8	2.8	2.9
中国	9.2	10.3	9.6	9.5	9.1	10	8.7	8.4
日本	-6.3	4.3	1.6	1.8	-6.3	4.4	1.8	2
俄罗斯	-7.9	3.7	4.5	4.4	-7.9	3.8	4.2	4
印度	5.7	9.7	8.4	8	7.7	9.5	8.4	8.7
欧元区	-4.1	1.8	1.5	1.7	-4.1	1.7	1.4	2
其中：德国	-4.7	3.6	2.2	2				
法国	-2.5	1.6	1.6	1.8				
意大利	-5.0	1	1	1.3				
西班牙	-3.7	-0.2	0.6	1.5				

资料来源：World Bank, IMF, 平安证券研究所

■ 欧美国家货币宽松政策面临退出，复苏动力支撑大宗商品市场

量化宽松使得美元中短期趋势性走弱，目前欧美经济复苏势头确立，宽松货币政策面临退出边缘。欧盟已于4月8日加息0.25个基点，宽松货币政策开始逐步退出。

美联储短期内加息的预期不大，预计二季度美元震荡走弱的概率仍偏大。但加息带来的影响不容忽视，将使得美元走势逆转，影响大宗商品市场。但另一方面，复苏的确立，经济基本面的需求同样可以支撑大宗商品市场的走势。

图表21 美元走弱是刺激原油价格上涨的原油之一



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表22 原油价格支撑国内A股煤炭指数走势



资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.4 结论：二季度将完成驱动力的切换：基本面发力

综上分析，二季度煤炭板块的驱动力来自基本面需求的动力。一方面，国内经济面向好趋势确立，煤炭下游需求已经启动，行业景气度持续回升。另一方面，国际煤炭价格将持续高位运行，未来预期日本煤炭进口将恢复性回升，并将超过地震前进口水平，进而推动国际煤炭市场景气维持在高点。

四、行业评级及投资策略

4.1 行业“推荐”评级，“超配”建议

■ 行情即将走完上半场，下半场行情即将开始

煤炭股上半场行情即将走完，预计随着一季报的披露，行情将迎来短暂的休整。

“新驱动力”将引领煤炭股展开下半场行情，外围经济复苏，国内经济复苏向繁荣的过渡时期。

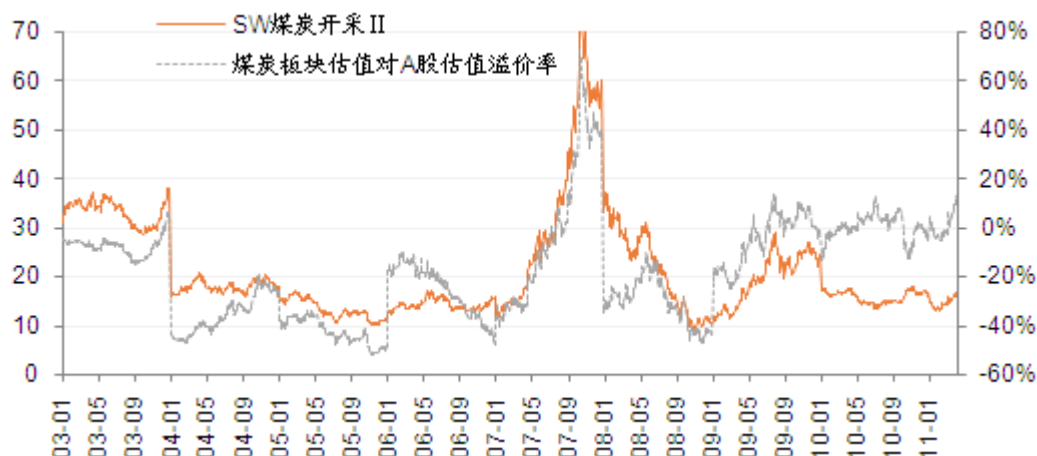
■ 预期未来合同煤价格上涨，煤炭股估值中枢有望上调

我们认为目前煤炭公司受合同煤限价影响，业绩人为压低，并未能充分体现其真实盈利水平。合同煤限价是应对通胀权益之计，价格管控不会是常态，且预期未来煤炭价格看涨，故应当给予煤炭股一定的估值溢价方能显示其合理价值。

■ 维持行业“推荐”评级，行业整体“超配”建议

经过一季度的上涨后，煤炭股估值部分反映了宏观经济预期的向好，目前煤炭股对应 2011 年市盈率为 19 倍左右，整体处于历史均值的水平，部分反映了经济复苏的预期。考虑到煤炭公司业绩受到行政压低，未来估值存在上调的空间，我们认为 30% 的上涨空间仍是值得期待。

图表23 煤炭板块估值走势比较



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 重点覆盖煤炭上市公司盈利预测及评级

股票代码	公司简称	2011-4-10 股价	股本（百 万）	每股收益（元）				市盈率（倍）				投资建议
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
000933.SZ	神火股份	28.46	1,050.0	0.57	1.32	1.67	1.81	49.9	21.6	17.0	15.7	强烈推荐
600546.SH	山煤国际	32.44	750.0	1.00	1.17	1.34	1.78	32.4	27.7	24.2	18.2	强烈推荐
601101.SH	昊华能源	58.56	454.0	1.37	1.87	2.90	3.43	42.7	31.3	20.2	17.1	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	37.68	4,918.4	0.79	1.53	1.94	2.08	47.7	24.6	19.4	18.1	强烈推荐
601088.SH	中国神华	29.92	19,889.6	1.52	1.89	2.32	2.78	19.7	15.8	12.9	10.8	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	69.59	1,150.5	1.83	2.99	3.46	4.12	38.0	23.3	20.1	16.9	强烈推荐
000983.SZ	西山煤电	27.91	3,151.2	0.92	1.26	1.71	2.14	30.3	22.2	16.3	13.0	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	50.80	1,156.4	1.39	2.11	2.88	3.44	36.6	24.1	17.6	14.8	强烈推荐
600348.SH	国阳新能	27.34	2,405.0	0.77	1.11	1.36	1.46	35.5	24.6	20.1	18.7	强烈推荐
600997.SH	开滦股份	20.39	1,234.6	0.67	0.69	0.88	1.02	30.4	29.6	23.2	20.0	强烈推荐
600123.SH	兰花科创	41.20	571.2	2.22	2.36	2.85	3.07	18.5	17.5	14.5	13.4	推荐
601001.SH	大同煤业	20.50	1,673.7	0.89	1.12	1.22	1.41	23.0	18.3	16.8	14.5	推荐
002128.SZ	露天煤业	23.60	1326.69	0.88	1.10	1.33	1.58	26.7	21.5	17.8	14.9	推荐
601898.SH	中煤能源	11.13	13,258.7	0.50	0.66	0.67	0.75	22.3	17.0	16.6	14.8	中性
	平均值							28.7	22.5	18.0	15.6	

资料来源：平安证券研究所

■ 投资策略：关注业绩预期上调、增长确定的公司

回顾一季度投资策略，基于澳洲洪灾影响供应，我们前期重点推荐了炼焦煤类公司，随后日本地震的发生，我们紧接着上调了动力煤配置，推荐动力煤相关公司，整体上看，基本契合市场的逻辑。

仍然首推炼焦煤相关公司，依次是动力煤公司、无烟煤公司。基于以上分析，预计二季度炼焦煤、动力煤均有良好的表现，主要原因是相对应下游钢铁价格趋稳回升；电力耗煤量逐步增加，同时电价上调的预期逐步增强。最终分析下来，考虑到炼焦煤更具资源稀缺性以及价格与国际炼焦煤价的全面接轨，我们仍然首推炼焦煤。

在“复苏向繁荣”过渡阶段，二季度投资主线应关注业绩预期上调幅度大、增长确定性的公司，同时结合煤炭资源整合、资产注入相关主题性投资。

■ **资产注入&资源整合：**山煤国际、潞安环能、神火股份、冀中能源；

■ **内生性：**兖州煤业、昊华能源、中国神华、西山煤电

4.3 重点上市公司推荐：

神火股份（000933）：受电解铝业务拖累，公司煤炭业务价值低估；电解铝盈利最坏时期正在过去，随着电解铝价格的震荡走高，业绩上调弹性最大；同时，未来受益河南煤炭资源整合。

山煤国际（600546）：成长性最好的公司之一，“大集团，小公司”，山煤集团向股份公司资产注入启动，集团负担轻盈利强，再造一个“山煤国际”可期。

昊华能源（601101）：成长性明确，资源禀赋好；煤炭出口煤价受益国际煤价上涨，未来业绩超预期的可能性较大。

中国神华（601088）：大基数下高增长仍可期；未来成长明确，估值优势低估，公司“煤电一体化”将成为行业发展模式，估值应匹配行业均值。

兖州煤业（600188）：国内煤炭以现货销售为主，受益煤价上涨周期；澳洲煤炭业务发力，充分受

益国际煤价上涨，未来 5 年产量翻两倍，增长有保障。

4.3 风险提示

- 美联储加息；
- 通胀超出预期引发更强烈的紧缩。

图表25 海外市场煤炭上市公司估值比较

2011-4-8	Price	P/E				P/B				EV/EBIDA			
USA(USD)		09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E
PEABODY	68.05	39.9	23.2	13.6	11.2	4.9	4.0	3.1	2.4	15.6	10.9	8.0	6.6
WALTER INDUSTRIES	140.58	53.3	18.6	10.4	9.7	26.0	12.1	4.8	3.4	24.4	10.4	4.9	4.6
ARCH COAL	34.23	78.5	31.6	13.5	9.2	2.7	2.5	2.2	1.8	15.4	9.8	6.8	5.3
MASSEY ENERGY	66.80	58.2		17.8	12.3	5.0	3.9	3.1	2.4	16.1	21.7	8.2	6.5
INTERNATIONAL COAL	10.89	63.3	37.9	6.3	9.6	3.0	2.9	2.8	2.3	12.2	11.2	7.1	4.8
CONSOL ENERGY	51.87	17.8	23.1	18.6	11.8	4.7	3.6	3.2	2.5	12.0	10.9	8.6	6.5
ALPHA NATURAL RESOURCES	57.49	31.6	26.5	12.6	9.6	2.4	2.7	2.2	1.8	12.7	9.1	5.9	5.0
NATURAL RESOURCE PARTNERS	34.90	32.0	23.8	20.2	16.4	3.2	3.5	5.3	4.6	20.6	17.1	15.1	13.2
PENN VIRGINIA RESOURCES	27.65	29.3	27.3	19.5	16.9	3.0	2.9	3.9	3.9	15.7	14.2	11.3	10.3
AVERAGE		44.9	26.5	14.7	11.9	6.1	4.2	3.4	2.8	16.0	12.8	8.4	7.0
AUSTRIA(AUD)													
RIO TINTO	86.25	23.2	12.5	9.1	9.1	3.6	3.2	2.3	2.0	10.4	6.0	4.8	4.9
BHP BILLITON	47.76	22.4	18.2	12.1	10.2	5.5	4.9	4.4	3.4	9.4	8.8	6.8	5.6
MACARTHUR COAL	12.10	16.9	25.0	18.5	11.9	2.9	2.7	2.1	1.9	12.2	14.6	10.9	7.1
NEW HOPE CORP LTD	5.01	15.7	21.8	26.4	17.5	1.7	1.8	1.7	1.6	8.1	10.8	9.8	7.6
WHITEHAVEN COAL	7.05	40.1	64.7	38.1	15.9	4.3	3.2	3.3	2.9	25.6	32.5	20.8	9.7
COAL & ALLIED INDUSTRIES	123.00	25.8	27.4	14.3	12.7	7.2	6.7	5.4	4.4	15.4	15.8	8.8	7.8
GLOUCESTER COAL LTD	10.93	11.1	21.5	24.2	14.1	6.5	4.8	1.9	1.7	11.9	22.6	15.3	8.7
AVERAGE		22.2	27.3	20.4	13.0	4.5	3.9	3.0	2.6	13.3	15.9	11.0	7.3
2011-4-8	Price	P/E				P/B				EV/EBIDA			
H 股 (HKD)		09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E
中国神华 (1088)	36.95	19.4	16.2	13.8	12.1	3.7	3.1	2.6	2.3	10.9	8.9	7.6	6.69
中煤能源 (1898)	10.64	15.2	11.4	11.8	9.6	1.9	1.6	1.5	1.3	10.8	8.0	7.6	6.11
兖州煤业 (1171)	29.40	29.0	16.0	12.4	11.1	4.4	3.4	2.8	2.4	25.6	13.5	10.5	9.66
平均值		21.2	14.5	12.7	10.9	3.4	2.7	2.3	2.0	15.8	10.1	8.6	7.49

资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257