

11 年一季度业绩增速处于历史中等水平

——煤炭行业 2010 年年报及 2011 年 1 季报综述

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 5 月 8 日

联系人

任宪功

010-68784237

renxiangong@hotmail.com

行业评级

煤炭行业 看好

重点品种推荐

中国神华	推荐
中煤能源	推荐
恒源煤电	推荐
安泰集团	推荐

最近一年行业相对走势



投资要点:

● 成长性分析

◇ 煤炭板块 2010 年营业收入合计同比增长 34.96%，归属于母公司股东的净利润合计同比增长 34.95%，实现了较高的增长率；2011 年一季度营业收入合计同比增长 39.16%，归属于母公司股东的净利润合计同比增长 17.98%，略低于我们对 11 年全年净利润增速为 20% 的预期，主要是因为煤炭行业业绩最好的季度通常为二、三季度，一季度业绩增速通常略低于全年增速；与历史对比，煤炭板块 10 年度收入及净利润、11 年一季度的收入增速处于较高水平，而 11 年一季度净利润处于中等水平；

◇ 2010 年，煤炭板块营业收入合计同比增速高于全部 A 股 0.98 个百分点；归属于母公司股东的净利润合计同比增速低于全部 A 股 2.24 个百分点；2011 年一季度营业收入合计同比增速高于全部 A 股 11.52 个百分点；归属于母公司股东的净利润合计同比增速低于全部 A 股 6.18 个百分点；可以看出，煤炭板块的收入增速虽然基本上高于全部 A 股，尤其是 11 年一季度，但是净利润增速却低于全部 A 股，主要与煤炭板块净利润基数较高、及成本增速较快有关。

● 盈利能力分析

◇ 2010 年煤炭板块毛利率为 33.31%，较 2009 年的 34.87% 低 1.56 个百分点，较 2010 年全部 A 股的 19.86% 高 13.45 个百分点；表明 2010 年煤炭板块收入盈利能力虽略低于 09 年，但仍很高；2011 年一季度煤炭板块毛利率为 31.41%，较 2010 年一季度的 35.30% 低 3.89 个百分点，较 2011 年一季度全部 A 股的 19.39% 高 12.02 个百分点；表明 2011 年一季度煤炭板块收入盈利能力低于 10 年一季度，但较全部 A 股而言，仍处于较高水平；

◇ 2010 年煤炭板块 ROE 为 19.71%，较 2009 年的 17.01% 高 2.70 个百分点，较 2010 年全部 A 股的 16.10% 高 3.61 个百分点；表明 2010 年煤炭板块净资产盈利能力处于较高水平；2011 年一季度煤炭板块 ROE 为 5.04%，较 2010 年一季度的 4.99% 高 0.05 个百分点，较 2011 年一季度全部 A 股的 4.06% 高 0.98 个百分点；表明 2011 年一季度煤炭板块净资产盈利能力也仍处于较高水平。

● 煤炭行业 11 年度业绩增速预计

◇ 由于一季度有春节因素，煤炭板块通常一季度业绩增速略低于全年增速，考虑到 10 年基数较高的原因，我们仍维持煤炭板块 11 年净利润全年增速约为 20% 左右的判断；

● 估值及重点关注股票

◇ 总体来看，虽然煤炭板块估值较全部 A 股仍有一定溢价，但是考虑到煤炭板块具有的资源属性和较高的盈利能力，我们认为存在一定溢价是合理的，同时考虑到煤炭板块目前估值相较于历史平均值处于较低水平，我们认为煤炭板块仍具有估值优势。综合考虑之前我们预计 11 年煤炭板块净利润增速约为 20% 左右及目前估值水平，我们维持煤炭板块“看好”评级；

● 建议重点关注股票：综合考虑估值及成长性，我们建议关注在估值较低的中国神华、中煤能源、恒源煤电，以及受益于焦炭行业反转预期并且市净率较低的安泰集团。

1. 煤炭行业 10 年及 11 年一季度业绩回顾

1.1 成长性分析

煤炭板块 10 年及 11 年一季度收入及净利润增速：

从图 1 及表 1 中可以看出，煤炭板块 2010 年营业收入合计同比增长 34.96%，归属于母公司股东的净利润合计同比增长 34.95%，实现了较高的增长率；

2011 年一季度营业收入合计同比增长 39.16%，归属于母公司股东的净利润合计同比增长 17.98%，略低于我们对 11 年全年净利润增速为 20% 的预期，主要是因为煤炭行业业绩最好的季度通常为二、三季度，一季度业绩增速通常略低于全年增速；

与历史对比，煤炭板块 10 年度收入及净利润、11 年一季度的收入增速处于较高水平，而 11 年一季度净利润处于中等水平。

煤炭板块 10 年及 11 年一季度收入及净利润增速与全部 A 股对比：

从表 1 中可以看出，2010 年，煤炭板块营业收入合计同比增速高于全部 A 股 0.98 个百分点；归属于母公司股东的净利润合计同比增速低于全部 A 股 2.24 个百分点；

2011 年一季度营业收入合计同比增速高于全部 A 股 11.52 个百分点；归属于母公司股东的净利润合计同比增速低于全部 A 股 6.18 个百分点；

可以看出，煤炭板块的收入增速虽然基本上高于全部 A 股，尤其是 11 年一季度，但是净利润增速却低于全部 A 股，主要与煤炭板块净利润基数较高、及成本增速较快有关。

煤炭板块个股业绩增速比较：

煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度营业收入增速排名详见表 2；

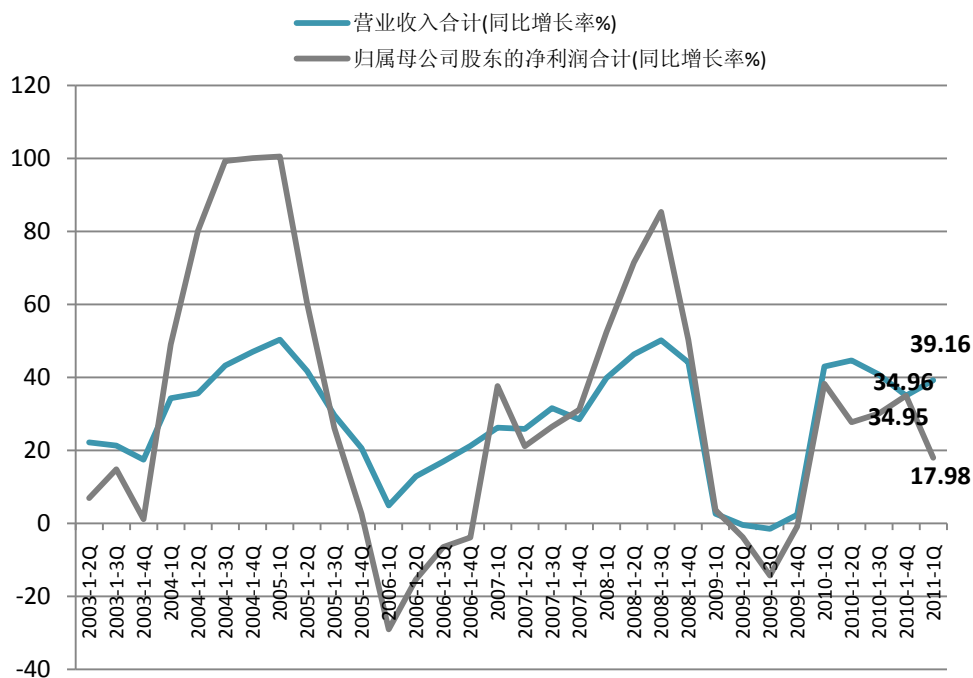
煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度净利润增速排名详见表 3；

煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度基本每股收益增速排名详见表 4。

其中，在表 3 中，10 年归属母公司股东的净利润（扣除非经常损益）增速排名前 5 名的分别为安源股份、美锦能源、恒源煤电、兖州煤业、安泰集团；11 年一季度归属母公司股东的净利润（扣除非经常损益）增速排名前 5 名的分别为 ST 贤成、山西焦化、安泰集团、昊华能源、山煤国际；

在表 3 中，10 年归属母公司股东的净利润（扣除非经常损益）增速排名后 5 名的分别为太工天成、大有能源、国际实业、四川圣达、大同煤业；11 年一季度归属母公司股东的净利润（扣除非经常损益）增速排名后 5 名的分别为大有能源、安源股份、郑州煤电、煤气化、神火股份。

图 1：煤炭板块（sw 煤炭开采 II）成长能力



资料来源：wind、渤海证券研究所

表 1: 煤炭板块与全部 A 股成长能力对比

	营业收入合计 (同比增长率%)		归属母公司股东的净利润合计 (同比增长率%)	
	SW 煤炭开采 II	全部 A 股	SW 煤炭开采 II	全部 A 股
2003-1-2Q	22.17	29.27	6.91	28.66
2003-1-3Q	21.31	27.97	14.78	31.35
2003-1-4Q	17.41	31.08	1.1	39.89
2004-1Q	34.32	30.44	49.04	42.94
2004-1-2Q	35.61	32.37	80.2	45.73
2004-1-3Q	43.2	31.71	99.27	38.46
2004-1-4Q	46.96	28.69	100.06	44.41
2005-1Q	50.31	24.56	100.53	6.04
2005-1-2Q	41.7	24.36	60.24	3.52
2005-1-3Q	29.59	23.92	26.11	-1.74
2005-1-4Q	20.63	20.34	2.64	3.8
2006-1Q	4.88	17.56	-29.04	-12.92
2006-1-2Q	12.91	18.76	-15.38	9.45
2006-1-3Q	16.9	22.27	-6.49	23.54
2006-1-4Q	21.25	26.78	-3.86	44.04
2007-1Q	26.22	26.54	37.62	77.98
2007-1-2Q	25.89	25.64	21.09	71.52
2007-1-3Q	31.54	25.75	26.5	64.64
2007-1-4Q	28.51	25.99	31.12	58.32
2008-1Q	39.78	26.45	52.37	16.67
2008-1-2Q	46.26	27.83	71.44	15.42
2008-1-3Q	50.12	25.68	85.33	6.97
2008-1-4Q	44.09	16.18	50.21	-16.87
2009-1Q	2.62	-13.25	3.6	-26.44
2009-1-2Q	-0.44	-11.78	-3.82	-14.81
2009-1-3Q	-1.53	-7.48	-14.35	-2.74
2009-1-4Q	2.39	2.64	-0.92	25.15
2010-1Q	42.93	46.51	38.27	61.59
2010-1-2Q	44.63	42.27	27.7	41.18
2010-1-3Q	40.76	37.44	30.08	35.25
2010-1-4Q	34.96	33.98	34.95	37.19
2011-1Q	39.16	27.64	17.98	24.16

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 2: 煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度营业收入增速排名

营业收入(同比增长率%)					
2010 年度			2011 年一季度		
排名	公司	同比	排名	公司	同比
1	山西焦化	121.13	1	西山煤电	118.85
2	山煤国际	83.96	2	郑州煤电	91.56
3	兖州煤业	62.06	3	国阳新能	84.43
4	神火股份	59.36	4	昊华能源	64.78
5	郑州煤电	58.07	5	安泰集团	60.03
6	美锦能源	57.42	6	盘江股份	51.58
7	宝泰隆	53.51	7	神火股份	47.16
8	冀中能源	49.61	8	山煤国际	44.15
9	靖远煤电	45.40	9	中国神华	41.14
10	国际实业	44.33	10	兰花科创	41.12
11	国投新集	41.59	11	宝泰隆	35.49
12	国阳新能	39.67	12	中煤能源	34.12
13	开滦股份	38.06	13	开滦股份	33.27
14	西山煤电	37.33	14	兖州煤业	32.82
15	安源股份	35.38	15	冀中能源	31.93
16	中煤能源	32.64	16	山西焦化	25.34
17	安泰集团	32.16	17	露天煤业	24.15
18	恒源煤电	30.85	18	平庄能源	21.88
19	昊华能源	30.68	19	靖远煤电	20.98
20	中国神华	25.35	20	恒源煤电	20.95
21	四川圣达	22.90	21	潞安环能	19.48
22	露天煤业	21.68	22	国投新集	17.55
23	平煤股份	21.51	23	ST 贤成	13.89
24	上海能源	20.85	24	四川圣达	9.68
25	盘江股份	20.31	25	大同煤业	8.76
26	平庄能源	20.03	26	平煤股份	6.71
27	潞安环能	17.34	27	安源股份	2.96
28	ST 贤成	15.73	28	美锦能源	2.86
29	大同煤业	10.10	29	国际实业	0.34
30	煤气化	8.47	30	上海能源	-6.17
31	*ST 黑化	7.73	31	煤气化	-7.90
32	兰花科创	3.49	32	*ST 黑化	-8.62
33	太工天成	-21.50	33	太工天成	-36.22
34	大有能源	-24.83	34	大有能源	—

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 3: 煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度净利润增速排名

归属母公司股东的净利润(同比增长率%)						归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(同比增长率%)					
2010 年度			2011 年一季度			2010 年度			2011 年一季度		
排名	公司	同比	排名	公司	同比	排名	公司	同比	排名	公司	同比
1	国际实业	331.37	1	ST 贤成	558.85	1	安源股份	1699.41	1	ST 贤成	255.83
2	美锦能源	290.07	2	山西焦化	145.88	2	美锦能源	286.42	2	山西焦化	146.54
3	兖州煤业	132.16	3	安泰集团	113.28	3	恒源煤电	146.63	3	安泰集团	109.33
4	安泰集团	109.57	4	昊华能源	94.47	4	兖州煤业	132.03	4	昊华能源	94.53
5	山西焦化	108.61	5	山煤国际	91.07	5	安泰集团	102.29	5	山煤国际	84.85
6	*ST 黑化	107.16	6	国际实业	72.40	6	山西焦化	100.65	6	国际实业	77.85
7	神火股份	92.87	7	四川圣达	61.01	7	冀中能源	99.57	7	四川圣达	53.76
8	昊华能源	84.92	8	潞安环能	36.15	8	神火股份	99.46	8	潞安环能	35.07
9	恒源煤电	82.79	9	盘江股份	32.33	9	昊华能源	84.20	9	盘江股份	33.78
10	潞安环能	62.96	10	国阳新能	28.48	10	ST 贤成	82.01	10	冀中能源	29.19
11	宝泰隆	57.32	11	冀中能源	28.18	11	宝泰隆	75.77	11	国阳新能	28.38
12	国投新集	50.17	12	平庄能源	25.28	12	露天煤业	72.33	12	平庄能源	24.70
13	露天煤业	48.90	13	靖远煤电	22.63	13	国投新集	64.99	13	靖远煤电	23.26
14	冀中能源	43.19	14	兰花科创	19.56	14	潞安环能	62.69	14	中国神华	18.98
15	上海能源	40.29	15	兖州煤业	17.88	15	靖远煤电	48.55	15	西山煤电	17.75
16	平庄能源	38.23	16	中国神华	17.33	16	平煤股份	41.21	16	兖州煤业	17.57
17	盘江股份	35.88	17	西山煤电	17.23	17	国阳新能	39.30	17	中煤能源	15.87
18	平煤股份	31.26	18	国投新集	16.40	18	平庄能源	37.88	18	兰花科创	14.97
19	国阳新能	29.96	19	中煤能源	15.92	19	*ST 黑化	36.00	19	恒源煤电	13.95
20	安源股份	24.70	20	恒源煤电	14.10	20	盘江股份	35.93	20	国投新集	12.63
21	山煤国际	22.91	21	开滦股份	3.05	21	上海能源	35.85	21	上海能源	2.07
22	中国神华	22.83	22	上海能源	2.49	22	中国神华	23.30	22	开滦股份	1.81
23	西山煤电	18.60	23	露天煤业	-2.02	23	山煤国际	22.27	23	露天煤业	-2.21
24	郑州煤电	12.99	24	平煤股份	-4.60	24	西山煤电	21.48	24	平煤股份	-5.95
25	靖远煤电	6.10	25	太工天成	-8.20	25	兰花科创	8.83	25	太工天成	-8.33
26	开滦股份	5.57	26	美锦能源	-12.41	26	中煤能源	7.50	26	大同煤业	-12.55
27	中煤能源	4.33	27	大同煤业	-12.55	27	煤气化	6.26	27	神火股份	-39.31
28	ST 贤成	3.70	28	宝泰隆	-13.53	28	开滦股份	4.66	28	煤气化	-43.96
29	兰花科创	3.44	29	神火股份	-36.65	29	郑州煤电	3.87	29	郑州煤电	-44.13
30	大同煤业	-13.67	30	郑州煤电	-44.50	30	大同煤业	-15.12	30	安源股份	-74.38
31	煤气化	-38.11	31	煤气化	-44.53	31	四川圣达	-49.05	31	大有能源	-571.28
32	四川圣达	-44.32	32	安源股份	-77.64	32	国际实业	-69.78	32	美锦能源	—
33	大有能源	-76.76	33	*ST 黑化	-388.02	33	大有能源	-164.65	33	*ST 黑化	—
34	太工天成	-1561.65	34	大有能源	-6974.60	34	太工天成	-1099.77	34	宝泰隆	—

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 4: 煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度基本每股收益增速排名

基本每股收益 (同比增长率%)					
2010 年度			2011 年一季度		
排名	公司	同比	排名	公司	同比
1	美锦能源	300.00	1	ST 贤成	157.14
2	兖州煤业	132.17	2	山西焦化	145.45
3	国际实业	114.29	3	安泰集团	125.00
4	安泰集团	108.70	4	山煤国际	93.33
5	山西焦化	108.35	5	四川圣达	61.22
6	*ST 黑化	106.67	6	昊华能源	47.06
7	安源股份	100.00	7	潞安环能	36.67
8	恒源煤电	68.09	8	盘江股份	32.38
9	潞安环能	62.96	9	冀中能源	32.21
10	宝泰隆	55.81	10	平庄能源	29.41
11	国投新集	51.11	11	靖远煤电	20.00
12	昊华能源	49.64	12	中国神华	19.82
13	冀中能源	49.15	13	兰花科创	19.56
14	上海能源	40.46	14	兖州煤业	17.07
15	平庄能源	39.13	15	中煤能源	13.33
16	神火股份	38.17	16	国投新集	12.50
17	露天煤业	25.00	17	开滦股份	5.88
18	中国神华	22.86	18	恒源煤电	4.26
19	盘江股份	20.45	19	上海能源	2.50
20	郑州煤电	16.67	20	美锦能源	0.00
21	靖远煤电	6.11	21	国际实业	-9.00
22	开滦股份	4.48	22	西山煤电	-9.83
23	中煤能源	4.00	23	太工天成	-11.11
24	兰花科创	3.44	24	露天煤业	-17.02
25	ST 贤成	2.88	25	平煤股份	-26.05
26	山煤国际	1.00	26	煤气化	-44.49
27	平煤股份	0.96	27	郑州煤电	-44.50
28	西山煤电	-8.76	28	国阳新能	-49.06
29	煤气化	-38.11	29	神火股份	-54.55
30	四川圣达	-44.26	30	大同煤业	-57.89
31	国阳新能	-48.19	31	安源股份	-66.67
32	大同煤业	-56.74	32	*ST 黑化	-373.68
33	大有能源	-76.78	33	大有能源	-6671.43
34	太工天成	-1500.00	34	宝泰隆	—

资料来源: wind、渤海证券研究所

1.2 盈利能力分析

煤炭板块 10 年及 11 年一季度毛利率：

从图 2 及表 5 中可以看出,2010 年煤炭板块毛利率为 33.31%,较 2009 年的 34.87% 低 1.56 个百分点,较 2010 年全部 A 股的 19.86%高 13.45 个百分点;表明 2010 年煤炭板块收入盈利能力虽略低于 09 年,但仍很高;

2011 年一季度煤炭板块毛利率为 31.41%,较 2010 年一季度的 35.30%低 3.89 个百分点,较 2011 年一季度全部 A 股的 19.39%高 12.02 个百分点;表明 2011 年一季度煤炭板块收入盈利能力低于 10 年一季度,但较全部 A 股而言,仍处于较高水平;

煤炭板块 10 年及 11 年一季度 ROE:

从图 2 及表 5 中可以看出,2010 年煤炭板块 ROE 为 19.71%,较 2009 年的 17.01% 高 2.70 个百分点,较 2010 年全部 A 股的 16.10%高 3.61 个百分点;表明 2010 年煤炭板块净资产盈利能力处于较高水平;

2011 年一季度煤炭板块 ROE 为 5.04%,较 2010 年一季度的 4.99%高 0.05 个百分点,较 2011 年一季度全部 A 股的 4.06%高 0.98 个百分点;表明 2011 年一季度煤炭板块净资产盈利能力也仍处于较高水平;

煤炭板块个股盈利能力比较:

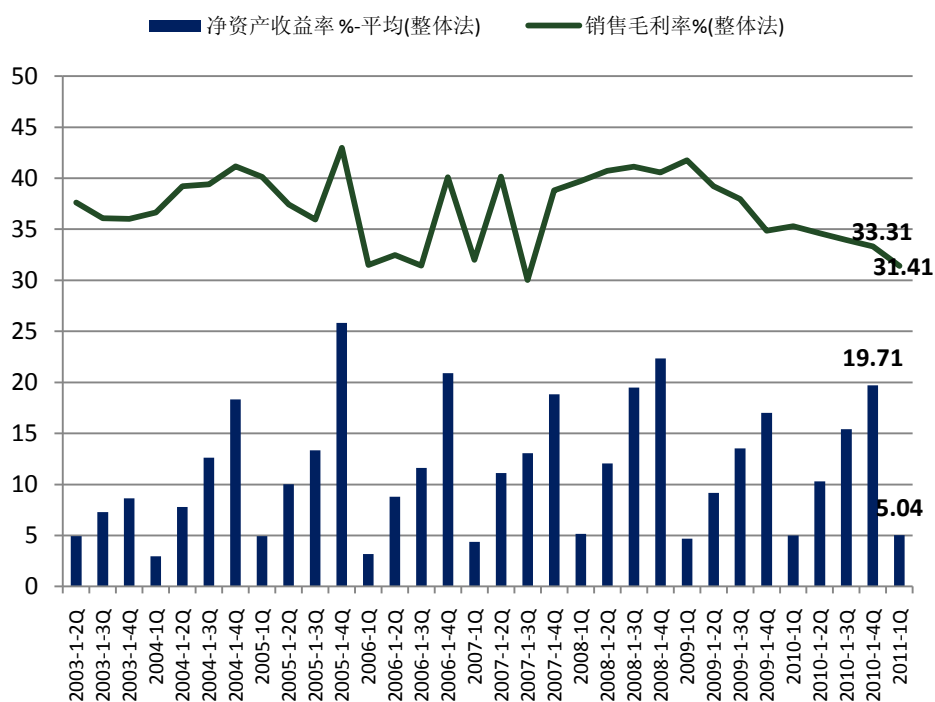
煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度销售毛利率、销售净利率排名详见表 6;

煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度净资产收益率排名详见表 7。

其中,在表 6 中,2010 年毛利率排名前 5 位的分别为 ST 贤成、昊华能源、中国神华、大同煤业、兖州煤业;2011 年一季度毛利率排名前 5 位的分别为 ST 贤成、兖州煤业、昊华能源、露天煤业、兰花科创;

在表 6 中,2010 年毛利率排名后 5 位的分别为*ST 黑化、山西焦化、美锦能源、太工天成、郑州煤电;2011 年一季度毛利率排名后 5 位的分别为*ST 黑化、美锦能源、郑州煤电、太工天成、山煤国际。

图 2: 煤炭板块 (sw 煤炭开采 II) 盈利能力



资料来源: wind、渤海证券研究所

表 5: 煤炭板块与全部 A 股盈利能力对比

	销售毛利率%(整体法)		净资产收益率 %-平均(整体法)	
	SW 煤炭开采 II	全部 A 股	SW 煤炭开采 II	全部 A 股
2003-1-2Q	37.61	21.59	4.95	4.16
2003-1-3Q	36.07	21.6	7.29	6.43
2003-1-4Q	36.02	24.49	8.64	9.03
2004-1Q	36.63	21.99	2.96	2.64
2004-1-2Q	39.23	21.41	7.8	5.47
2004-1-3Q	39.41	21.06	12.62	8.16
2004-1-4Q	41.16	24.11	18.33	16.9
2005-1Q	40.11	19.53	4.93	2.53
2005-1-2Q	37.43	19.13	10.02	5.11
2005-1-3Q	35.95	18.36	13.34	7.31
2005-1-4Q	42.98	21.73	25.83	14.73
2006-1Q	31.49	16.42	3.19	2.11
2006-1-2Q	32.48	17.49	8.78	6.2
2006-1-3Q	31.45	17.24	11.63	8.89
2006-1-4Q	40.09	21.23	20.91	14.58
2007-1Q	31.99	18.56	4.38	3.71
2007-1-2Q	40.15	21.68	11.13	9.2
2007-1-3Q	30.02	18.69	13.06	12.46
2007-1-4Q	38.8	21.08	18.82	19.33
2008-1Q	39.73	19.67	5.16	4.13
2008-1-2Q	40.73	18.73	12.05	8.46
2008-1-3Q	41.14	18.43	19.5	11.7
2008-1-4Q	40.56	18.21	22.34	13.66
2009-1Q	41.77	20.22	4.69	2.8
2009-1-2Q	39.22	20.83	9.16	6.75
2009-1-3Q	37.97	20.92	13.52	10.43
2009-1-4Q	34.87	20.48	17.01	14.2
2010-1Q	35.3	20.06	4.99	3.89
2010-1-2Q	34.62	19.83	10.31	8.38
2010-1-3Q	33.94	19.72	15.4	12.32
2010-1-4Q	33.31	19.86	19.71	16.1
2011-1Q	31.41	19.39	5.04	4.06

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 6: 煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度销售毛利率、净利率排名

销售毛利率%						销售净利率%					
2010 年度			2011 年一季度			2010 年度			2011 年一季度		
排名	公司	毛利率	排名	公司	毛利率	排名	公司	净利率	排名	公司	净利率
1	ST 贤成	51.47	1	ST 贤成	55.91	1	ST 贤成	87.58	1	露天煤业	28.90
2	昊华能源	50.85	2	兖州煤业	50.57	2	国际实业	87.00	2	兖州煤业	26.55
3	中国神华	46.26	3	昊华能源	50.21	3	中国神华	27.95	3	中国神华	25.69
4	大同煤业	45.81	4	露天煤业	47.90	4	露天煤业	27.14	4	昊华能源	24.43
5	兖州煤业	45.74	5	兰花科创	47.14	5	兖州煤业	25.87	5	盘江股份	23.17
6	兰花科创	44.56	6	大同煤业	45.54	6	盘江股份	24.60	6	平庄能源	21.86
7	盘江股份	44.53	7	潞安环能	45.33	7	昊华能源	21.63	7	潞安环能	21.24
8	大有能源	43.68	8	中国神华	42.72	8	兰花科创	21.31	8	大同煤业	18.40
9	西山煤电	43.41	9	盘江股份	42.22	9	平庄能源	20.08	9	兰花科创	18.07
10	露天煤业	41.33	10	平庄能源	41.27	10	大同煤业	19.95	10	国投新集	16.61
11	潞安环能	40.32	11	国际实业	35.50	11	国投新集	17.83	11	ST 贤成	14.84
12	国际实业	37.77	12	西山煤电	34.48	12	西山煤电	16.49	12	西山煤电	14.50
13	平庄能源	37.59	13	国投新集	34.34	13	潞安环能	15.60	13	上海能源	13.29
14	国投新集	37.01	14	中煤能源	33.96	14	上海能源	15.23	14	国际实业	13.10
15	中煤能源	33.42	15	上海能源	30.10	15	恒源煤电	13.69	15	中煤能源	11.83
16	安源股份	31.70	16	靖远煤电	27.75	16	中煤能源	10.62	16	靖远煤电	10.48
17	上海能源	29.72	17	安源股份	27.38	17	煤气化	8.98	17	恒源煤电	10.35
18	煤气化	29.03	18	恒源煤电	26.53	18	宝泰隆	8.97	18	煤气化	8.77
19	恒源煤电	27.15	19	煤气化	24.58	19	国阳新能	8.93	19	平煤股份	8.30
20	冀中能源	25.62	20	冀中能源	22.66	20	冀中能源	8.21	20	冀中能源	8.23
21	平煤股份	20.47	21	平煤股份	19.61	21	平煤股份	7.99	21	宝泰隆	6.51
22	靖远煤电	20.26	22	宝泰隆	16.96	22	靖远煤电	7.29	22	国阳新能	5.72
23	国阳新能	20.22	23	开滦股份	14.47	23	神火股份	6.10	23	开滦股份	4.90
24	神火股份	17.48	24	四川圣达	14.34	24	开滦股份	5.78	24	山西焦化	4.87
25	宝泰隆	17.41	25	国阳新能	12.72	25	安源股份	3.72	25	神火股份	4.06
26	开滦股份	15.93	26	神火股份	12.42	26	大有能源	3.71	26	山煤国际	3.63
27	四川圣达	11.24	27	山西焦化	12.26	27	山煤国际	3.49	27	四川圣达	2.62
28	安泰集团	9.83	28	安泰集团	9.75	28	四川圣达	1.72	28	郑州煤电	2.44
29	山煤国际	9.09	29	山煤国际	9.20	29	郑州煤电	1.30	29	美锦能源	1.53
30	郑州煤电	7.92	30	太工天成	9.06	30	山西焦化	1.04	30	安源股份	0.63
31	太工天成	7.75	31	郑州煤电	8.56	31	*ST 黑化	1.01	31	安泰集团	0.46
32	美锦能源	7.58	32	美锦能源	6.93	32	美锦能源	0.69	32	*ST 黑化	-20.05
33	山西焦化	6.78	33	*ST 黑化	-8.13	33	安泰集团	0.47	33	太工天成	-26.24
34	*ST 黑化	0.11	34	大有能源	—	34	太工天成	-24.60	34	大有能源	—

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 7: 煤炭板块个股 10 年及 11 年一季度净资产收益率排名

净资产收益率 ROE%(加权)					
2010 年度			2011 年一季度		
排名	公司	ROE	排名	公司	ROE
1	国际实业	44.72	1	露天煤业	12.53
2	露天煤业	38.50	2	西山煤电	7.58
3	神火股份	28.32	3	潞安环能	7.47
4	兖州煤业	27.60	4	上海能源	6.94
5	国阳新能	26.29	5	冀中能源	6.81
6	山煤国际	26.18	6	山西焦化	6.66
7	潞安环能	26.05	7	兖州煤业	6.50
8	恒源煤电	25.13	8	山煤国际	6.45
9	上海能源	24.83	9	盘江股份	6.29
10	西山煤电	23.37	10	昊华能源	6.09
11	盘江股份	23.28	11	平庄能源	5.83
12	冀中能源	22.38	12	国阳新能	5.73
13	兰花科创	22.17	13	神火股份	5.64
14	平煤股份	21.89	14	国投新集	5.33
15	宝泰隆	21.89	15	平煤股份	5.21
16	中国神华	20.31	16	中国神华	5.15
17	昊华能源	20.09	17	兰花科创	5.03
18	平庄能源	19.33	18	靖远煤电	4.91
19	国投新集	19.12	19	宝泰隆	3.92
20	开滦股份	16.19	20	恒源煤电	3.82
21	大同煤业	14.59	21	开滦股份	3.67
22	靖远煤电	13.07	22	中煤能源	3.07
23	中煤能源	9.74	23	大同煤业	2.84
24	煤气化	8.06	24	ST 贤成	1.75
25	郑州煤电	7.50	25	煤气化	1.64
26	安源股份	6.34	26	四川圣达	1.64
27	山西焦化	5.54	27	美锦能源	1.11
28	四川圣达	4.51	28	郑州煤电	1.10
29	*ST 黑化	2.65	29	国际实业	1.01
30	美锦能源	1.89	30	安源股份	0.36
31	大有能源	1.66	31	安泰集团	0.20
32	安泰集团	1.42	32	大有能源	-1.86
33	太工天成	-19.58	33	太工天成	-3.81
34	ST 贤成	—	34	*ST 黑化	-11.74

资料来源: wind、渤海证券研究所

2.煤炭行业 11 年度业绩增速预计

由于一季度有春节因素，煤炭板块通常一季度业绩增速略低于全年增速，考虑到 10 年基数较高的原因，我们仍维持煤炭板块 11 年净利润全年增速约为 20%左右的判断；

由于今年以来煤炭价格维持淡季不淡的特征，预计二季度煤炭板块业绩增速会稍高于一季度，由于一季度净利润合计同比增速为 17.98%，我们判断 11 年上半年煤炭板块净利润合计同比增速大致接近 20%。

3.估值及投资策略

3.1 板块估值

静态估值：

截至 5 月 6 日，SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM, 整体法) 为 17.27 倍；横向对比来看，全部 A 股为 17.17 倍，煤炭板块估值溢价率为 0.6%；纵向对比来看，自 2000 年以来煤炭板块市盈率 (TTM, 整体法) 平均值为 29.34 倍，目前较历史平均值低 41.13%；

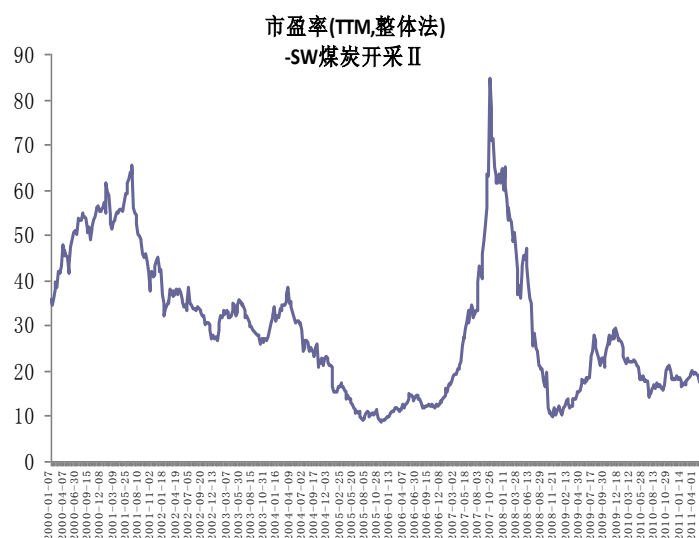
截至 5 月 6 日，SW 煤炭开采 II 市净率 (MRQ, 整体法) 为 3.13 倍，横向对比来看，全部 A 股为 2.57 倍，煤炭板块估值溢价率为 21.79%；纵向对比来看，自 2000 年以来煤炭板块市净率 (MRQ, 整体法) 平均值为 3.78 倍，目前较历史平均值低 17.20%。

动态估值：

预测市盈率方面，煤炭板块 11 年预测市盈率为 14.95 倍，全部 A 股预测市盈率为 13.93 倍，煤炭板块估值溢价率为 7.32%。

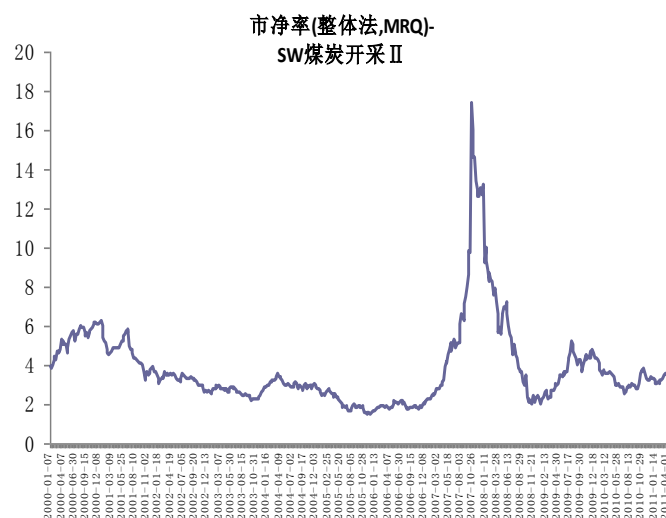
总体来看，虽然煤炭板块估值较全部 A 股仍有一定溢价，但是考虑到煤炭板块具有的资源属性和较高的盈利能力，我们认为存在一定溢价是合理的，同时考虑到煤炭板块目前估值相较于历史平均值处于较低水平，我们认为煤炭板块仍具有估值优势。综合考虑之前我们预计 11 年煤炭板块净利润增速约为 20%左右及目前估值水平，我们维持煤炭板块“看好”评级。

图 3: 00 年至 11 年 5 月 6 日煤炭板块市盈率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 4: 00 年至 11 年 5 月 6 日煤炭板块市净率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.2 个股估值

煤炭板块个股静态估值对比情况详见表 8。

可以看出, 静态市盈率处于较低水平的前 5 家公司分别为国际实业、上海能源、中国神华、兰花科创、恒源煤电; 市盈率处于较高水平的前 5 家公司分别为太工天成、大有能源、美锦能源、*ST 黑化、安泰集团;

静态市净率处于较低水平的前 5 家公司分别为中煤能源、安泰集团、中国神华、上海能源、恒源煤电; 市净率处于较高水平的前 5 家公司分别为大有能源、ST 贤成、太工天成、*ST 黑化、四川圣达。

建议重点关注股票: 综合考虑估值及成长性, 我们建议关注在估值较低的个股中, 具有一定业绩增速的中国神华、中煤能源、恒源煤电, 以及受益于焦炭行业反转预期并且市净率较低的安泰集团。

表 8：煤炭板块个股估值对比

排名	公司	市盈率 (PE)-10 年年报	排名	公司	市净率 (PB)-11 年一季度
1	国际实业	10.32	1	中煤能源	1.76
2	上海能源	13.24	2	安泰集团	2.58
3	中国神华	14.76	3	中国神华	2.68
4	兰花科创	16.39	4	上海能源	2.76
5	恒源煤电	16.89	5	恒源煤电	2.76
6	兖州煤业	17.25	6	宝泰隆	2.81
7	平煤股份	18.04	7	大同煤业	3.09
8	露天煤业	18.80	8	兰花科创	3.11
9	潞安环能	19.20	9	平煤股份	3.27
10	中煤能源	19.48	10	国投新集	3.29
11	国投新集	19.63	11	开滦股份	3.56
12	冀中能源	20.19	12	平庄能源	3.62
13	神火股份	21.38	13	冀中能源	3.79
14	平庄能源	22.05	14	郑州煤电	3.81
15	国阳新能	22.52	15	国际实业	3.86
16	大同煤业	23.30	16	兖州煤业	3.94
17	开滦股份	24.68	17	昊华能源	4.19
18	盘江股份	25.64	18	煤气化	4.34
19	昊华能源	27.70	19	潞安环能	4.95
20	西山煤电	27.81	20	盘江股份	5.02
21	山煤国际	28.36	21	山西焦化	5.14
22	宝泰隆	38.71	22	西山煤电	5.23
23	靖远煤电	53.73	23	神火股份	5.26
24	郑州煤电	54.24	24	美锦能源	5.32
25	煤气化	55.41	25	国阳新能	5.70
26	ST 贤成	80.71	26	山煤国际	6.14
27	安源股份	102.63	27	露天煤业	6.23
28	山西焦化	104.05	28	安源股份	6.26
29	四川圣达	158.75	29	靖远煤电	6.41
30	安泰集团	180.80	30	四川圣达	6.63
31	*ST 黑化	279.62	31	*ST 黑化	8.20
32	美锦能源	282.40	32	太工天成	10.41
33	大有能源	847.38	33	ST 贤成	12.52
34	太工天成	-46.17	34	大有能源	13.74

资料来源：wind，渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

机构销售部经理

022-28451995

13502040941

zhuyanjun@bhzq.com

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分