



煤炭

2011.06.08

评级:

中性

上次评级:

中性

无为胜有为，无为即有为

2011 年下半年煤炭行业投资策略

 杨立宏
 010-59312711
 yanglihong@gtjas.com
 编号 S0880511010016

本报告导读:

五大迹象表明煤炭行业处于冲顶阶段，尽管煤价回落幅度可能有限，但三大成本压力将压缩利润空间，在行业景气见顶与回落期间无为胜有为，无为即有为。

摘要:

- **5 大迹象表明，煤炭行业景气处于顶部区域。**其一：价格持续高涨，下游已难承受；其二：产业链收入高度集中于煤炭，已经超过 08 年高点；其三：经济寻底阶段，煤炭行业景气多滞后于经济的变化，GDP 的底部通常是煤炭的顶部；其四：通胀与利率处于上升阶段末期，煤价与二者素具一致性；其五：房地产、汽车等先导性行业负增长，中游行业产能增幅开始回落。
- **即使需求面临回落，我们并不认为 12 年中期前煤价有太大的回调空间。**11 年产煤大省中，内蒙古拟合并提高集中度，山西、河南整合矿井尚处于技改中，陕西和贵州省正在进行小煤矿的资源整合，产能增长弹性不大，但距离产能大幅释放的时点也越来越近。根据山西省 4 月 26 日召开煤炭工作会议，今年在建和新开工的各类煤矿项目 600 多个，涉及产能 6 亿多吨。目前整合矿井已开工 70%，预计年内投产 100 座矿井，增加产能 1 亿吨。我们维持 12 年中期山西整合矿井进入大规模释放的判断。
- **煤价回落空间有限，但煤炭行业利润面临下滑压力。**当前煤炭企业面对三大成本压力：其一，资源税已试行 1 年，全国推广只待通胀回落，而通胀回落意味着煤炭供不应求格局将改变，煤炭行业成本传导能力弱化，侵蚀行业利润；其二，人力成本占成本比重达到 30% 以上，以上市公司为样本，仅次于软件行业，高于纺织服装等传统劳动密集型行业，尽管近年来煤炭行业收入水平有所提升，但仍没有反映其劳动强度和工作环境的恶劣程度和危险性；其三，井下安全 6 大系统建设，未来 2 年按照产能吨煤需要投资 15 元左右。
- **煤炭股趋势性机会的基本面与估值前提目前不具备。**依照我们已得验证的周期分析框架，煤炭股趋势性的大机会包含两个必要条件：基本面最早亦需经济见底，在繁荣阶段渐入佳境；估值方面是板块估值相对市场折价 30-50%。因此，投资机会仍需等待。
- **景气见底前无为即有为。**在经济的衰退和复苏阶段，煤炭股跑输指数。目前阶段煤炭股无为胜有为，无为即有为，维持行业中性评级。

相关报告

煤炭：《进口增值税下调的心理冲击大于实质》

2011.06.03

煤炭：《景气回落只是时间问题》

2011.05.30

煤炭：《电价调整将为煤炭股注入强心剂》

2011.05.26

煤炭：《煤价上涨谁得利》

2011.05.24

煤炭：《下游增速回落，行业景气见顶进一步确认》

2011.05.18

目 录

1. 10 年 4 季度以来的通胀行情收官	3
1.1. 我们的观点变化过程	3
1.2. 煤炭股的表现	3
2. 目前行业景气处冲顶阶段	4
2.1. 标志之一：价格持续高涨，下游已难承受	4
2.2. 标志之二：收入集中度超过上轮景气高点	4
2.3. 标志之三：经济寻底	5
2.4. 标志之四：通胀与利率接近高位	5
2.5. 标志之五：先导性行业负增长，中游始现回落	6
3. 煤价上涨下跌空间有限，成本上升挤压利润空间	6
3.1. 供给暂无虞，离爆发性释放时点尚有 1 年的安全期	6
3.2. 成本压力显现	7
3.2.1. 资源税	8
3.2.2. 劳动力成本	9
3.2.3. 安全成本：六大避险系统	11
4. 投资策略：无为而治	12
4.1. 煤炭股趋势性机会的必要条件	12
4.2. 目前阶段无为即是有为	12
4.3. 刀口舔血风险大	13

1. 10 年 4 季度以来的通胀行情收官

1.1. 我们的观点变化过程

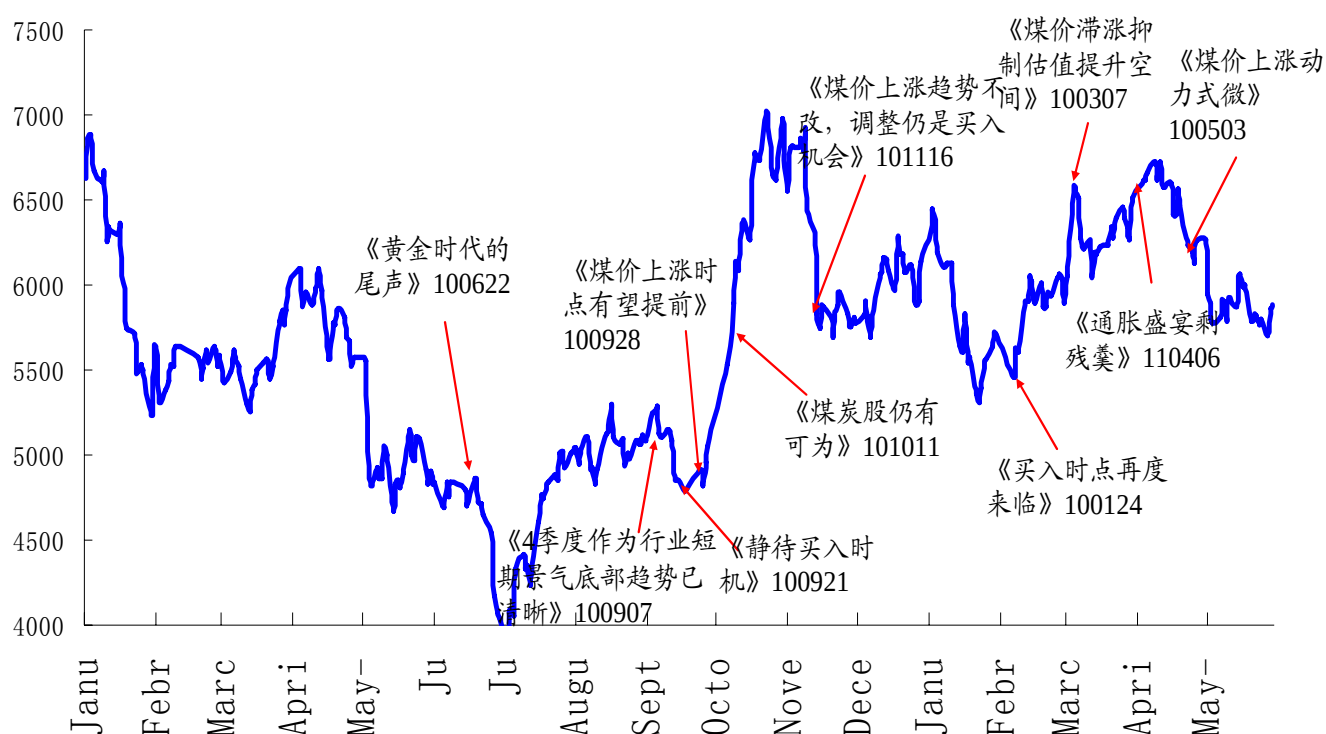
10 年 9 月以来，我们依据行业短期景气触底及随后的来势汹汹的通胀看好煤炭股并上调行业评级。

在 2010 年 12 月发布的年度策略报告《留一半清醒，留一半醉》中，主要观点是：从供需和周期分析两个角度看强烈看好煤炭股上半年的表现，建议增持分享煤炭最后的盛宴。下半年则需保留一半清醒。

2011 年 2 季度《通胀盛宴剩残羹》，我们提示鉴于 2 季度通胀仍在高位，煤炭股继续跑赢指数的概率仍有，但同时风险也在加大。换言之，通胀的盛宴已剩残羹，2 季度参与可能分享到美味甜点，但也有可能成为这场通胀盛宴买单的人。

我们 08 年底《从周期的角度看煤炭行业的投资机会》初步建立煤炭行业分析逻辑框架-09 年上半年的验证失败-反思修正-10 年 4 季度到 11 年上半年的验证，在通胀阶段这一逻辑框架基本正确，但仍差最后一步，即在经济回落和复苏阶段的验证。

图 1：煤炭指数走势及我们的观点调整



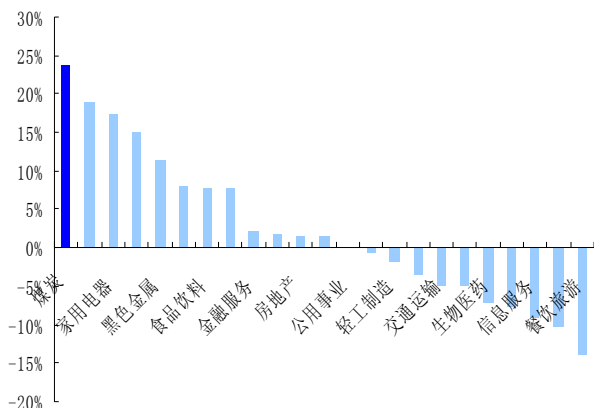
1.2. 煤炭股的表现

在本轮通胀行情中我们推荐期间，煤炭股表现为各行业板块之最。

在我们年度策略重点推荐 4 家公司中，潞安环能、盘江股份分类整体表现的第二、三名，兰花科创表现中庸，露天煤业在板块中表现最差，我

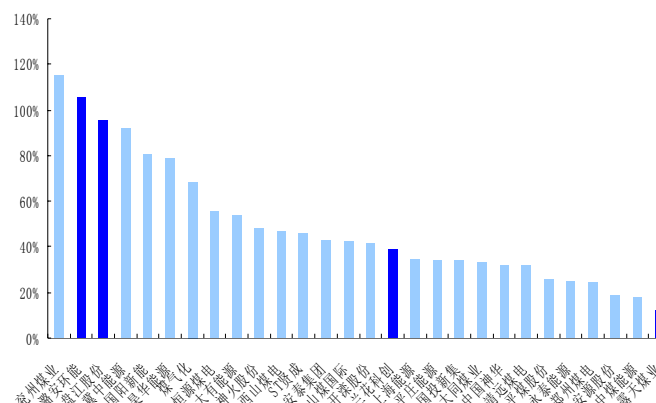
们的选股能力仍有待提高。

图 2: 我们看好期间煤炭股的表现



数据来源：国泰君安证券研究

图 3: 煤炭上市公司的表现



数据来源：国泰君安证券研究

2. 目前行业景气处冲顶阶段

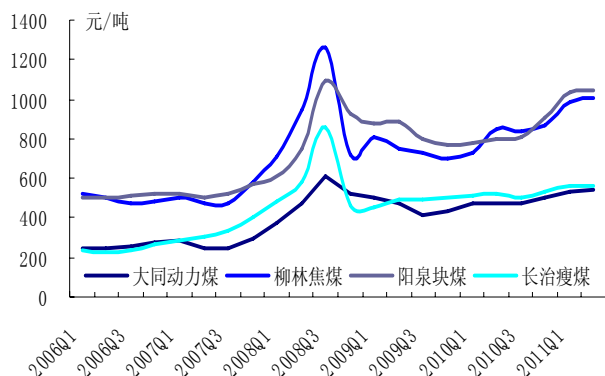
判断顶点难度较大,但顶部区域相对容易。5大迹象表明,煤炭行业景气处于顶部区域。

2.1. 标志之一：价格持续高涨，下游已难承受

目前煤炭价格距离 08 年 3 季度高点，大同动力煤仍有 12% 空间，柳林焦煤 20%，阳泉块煤则有 4% 的空间，从涨幅来看，2 季度以来涨幅已经趋缓。

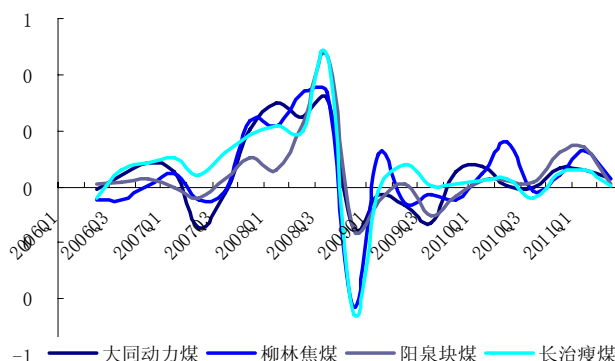
价格上涨的天花板是下游企业的承受力。尽管目前电力行业的亏损有体制的原因,但价格市场化的钢铁行业也并不乐观(见图6),一旦钢铁需求出现下滑,价格压力将沿产业链反向传导。

图 1: 山西坑口各煤种价格



数据来源：国泰君安证券研究

图 2: 山西坑口各煤种季度环比涨幅



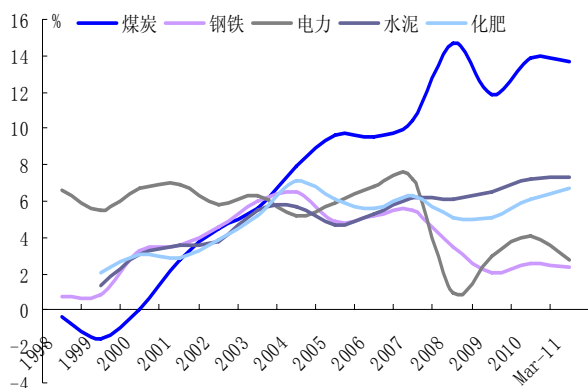
数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 标志之二：收入集中度超过上轮景气高点

从历史几轮周期来看，收入集中在包括煤炭、有色、石油开采等上游行业与经济进入衰退阶段是能够互相印证的。我们从 11 年 1 季度煤炭占整

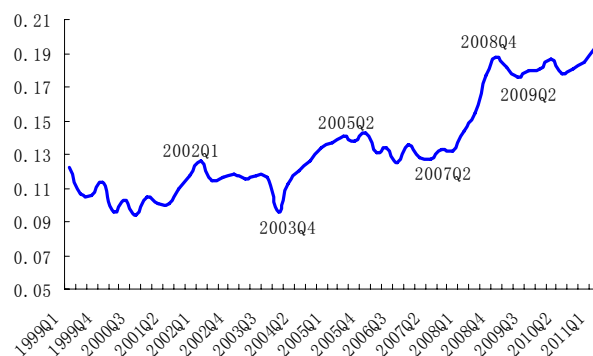
个产业链（煤炭、电力、水泥、钢铁、化工、有色合计）收入的比重观察，已经超过 08 年 4 季度的水平，顶部迹象明显。

图 6：煤炭及下游行业利润率



数据来源：国泰君安证券研究

图 7：煤炭行业收入占产业链的比重

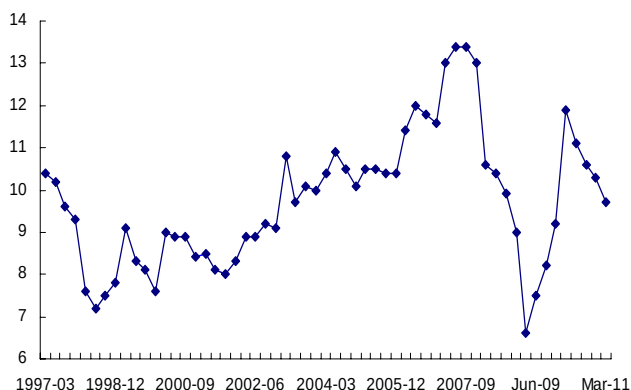


数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 标志之三：经济寻底

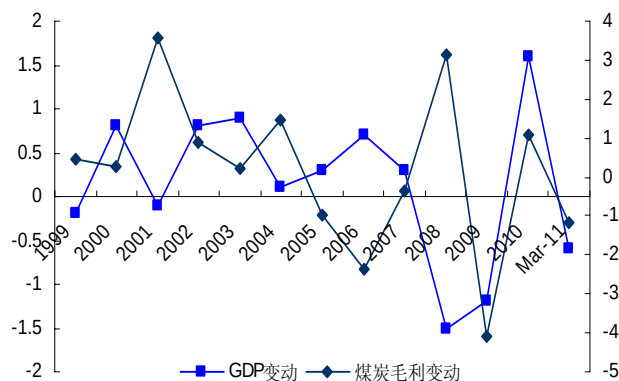
除 08 年底经济危机外同步见底外，煤炭景气变动通常滞后于经济（GDP）变动。经济寻底的阶段通常也是煤炭的冲顶阶段。

图 8：季度 GDP



数据来源：国泰君安证券研究

图 9：年度 GDP 与煤炭行业毛利率变化

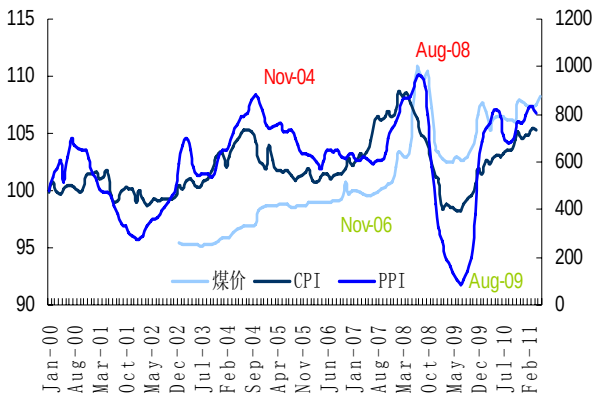


数据来源：国泰君安证券研究

2.4. 标志之四：通胀与利率接近高位

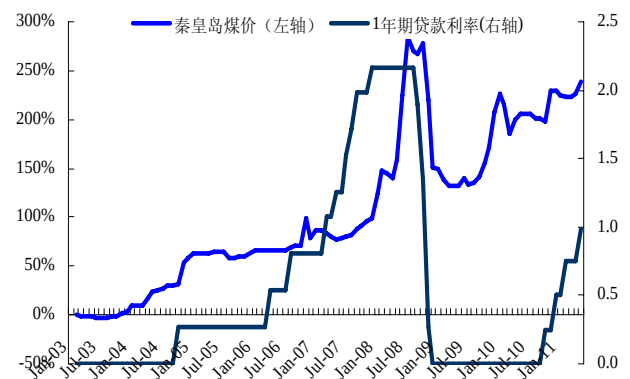
煤炭是通胀初期的受益者，表现为煤价与物价指数和利率的变化趋势方向一致。国泰君安宏观分析师判断通胀 6、7 月见顶，意味煤价也面临压力。

图 10: PPI、CPI 与煤价



数据来源：国泰君安证券研究

图 11: 利率与煤价变化

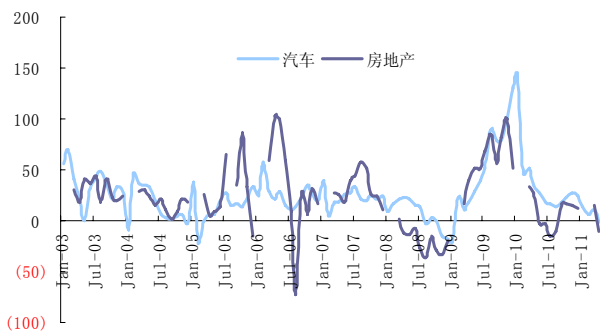


数据来源：国泰君安证券研究

2.5. 标志之五：先导性行业负增长，中游始现回落

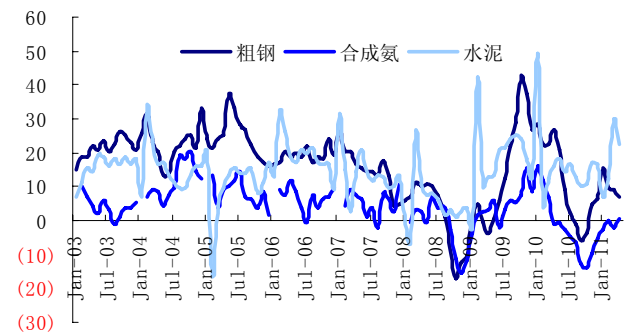
房地产、汽车两大先导行业的销售和产量增幅均出现的负增长，中游的粗钢、水泥产量增幅也出现了回落。按照历史经验，先导性传导至煤炭需要 3 个季度的时间，中游行业传导至煤炭需要 3 个月左右的时间。

图 12: 房地产销量、汽车产量同比增幅



数据来源：国泰君安证券研究

图 3: 粗钢、水泥、合成氨产量增幅



数据来源：国泰君安证券研究

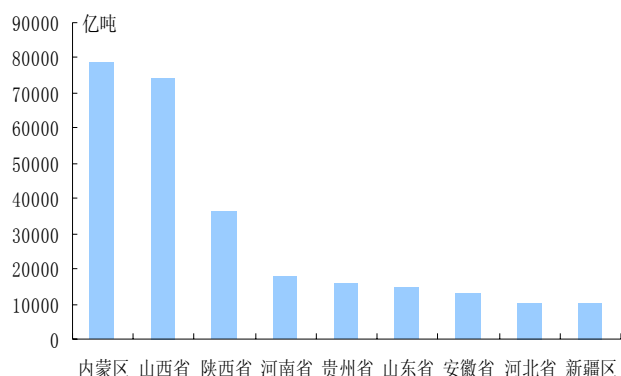
3. 煤价上涨下跌空间有限，成本上升挤压利润空间

按照经济、通胀、中下游行业的走势判断，煤炭价格上涨的动力和空间已不大。根据对供给的释放跟踪，12 年中期前，我们预计煤价回落的空间也有限，但刚性成本的上升将挤压煤炭行业的利润空间。

3.1. 供给暂无虞，离爆发性释放时点尚有 1 年的安全期

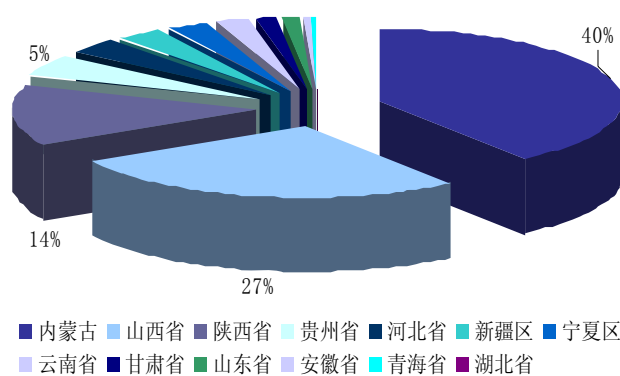
从煤炭 11 年供给的情况来看，尚无需太过担心，产煤大省中，内蒙古拟合并提高集中度，山西、河南整合矿井尚处于技改中，陕西和贵州省正在进行小煤矿的资源整合，产能增长弹性不大。

图 14: 10 年亿吨产煤省产量



数据来源: 国泰君安证券研究

图 4: 10 年产量增量省份占比



数据来源: 国泰君安证券研究

但行业已经历 10 年的长周期景气上升, 产能大幅释放的日子也越来越近, 最早的释放来自山西的小煤矿整合技改。根据山西省 4 月 26 日召开煤炭工作会议, 今年在建和新开工的各类煤矿项目就有 600 多个, 涉及产能 6 亿多吨, 当年要完成投资 750 亿元人民币, 约占全省计划投资总额的 10%。目前整合矿井已开工 70%, 预计年内投产 100 座矿井, 增加产能 1 亿吨。我们维持 12 年中期山西整合矿井进入大规模释放的判断。

表 1: 山西分地市技改矿井进度

	技改前产能	技改后产能	关闭矿井	技改矿井数	目前开工数	开工比例	年内拟投产矿井
晋城市	8,000	10,855		68	43	63%	6
长治市	6,492	9,600	184				
晋中市	5,808	8,280	133	87	50	57%	
吕梁市	5,146	7,695		83			20
朔州市	4,171	6,680	68	54			
临汾市	5,103	6,441		129	64	50%	
忻州市	3,642	6,150	107	70		0%	
大同市	3,241	4,865		56	49	88%	26
太原市	2,412	3,720		52			
阳泉市	1,691	2,960	95	39	33	85%	
运城市	709	1,080				63%	
合计	46415	68326	1500	583		70%	100

数据来源: 国泰君安证券研究

3.2. 成本压力显现

与中游制造业已经经历成本冲击不同, 除了材料费之外, 煤炭成本的上升同时具有滞后性和刚性的特点, 滞后性主要表现为劳动力工资调整的滞后, 刚性则是劳动力成本、各类税费增加之后很少向下调整。从 10 年的情况看, 煤炭成本上升已经基本吞噬掉价格的上涨, 我们预计 11 年利润增速进一步由上年的 40%放缓到 15 左右。

表 2: 煤炭上市 2010 年价格及成本变化

单位: 元/吨

	2009	2010	价格涨幅	2009	2010	成本涨幅	价格涨幅-成本涨幅
神火股份	777	732	-6%	324	354	9%	-15%

大同煤业	433	457	6%	209	245	17%	-12%
中煤能源	434	491	13%	249	296	19%	-6%
郑州煤电	355	417	17%	247	298	21%	-4%
靖远煤电	281	317	13%	220	252	14%	-2%
中国神华	388	427	10%	249	277	12%	-2%
上海能源	712	810	14%	428	486	13%	0%
兰花科创	620	699	13%	242	269	12%	1%
国投新集	426	496	16%	282	320	14%	3%
国阳新能	440	489	11%	340	369	9%	3%
兖州煤业	525	657	25%	275	335	22%	4%
平煤股份	422	488	16%	324	363	12%	4%
恒源煤电	518	623	20%	399	456	14%	6%
平庄能源	219	278	27%	137	165	20%	7%
西山煤电	609	710	17%	331	363	10%	7%
盘江股份	631	717	14%	373	396	6%	8%
潞安环能	541	648	20%	323	345	7%	13%
露天煤业	112	131	17%	75	77	3%	14%
平均			15%			13%	2%

数据来源：国泰君安证券研究

表 3：煤炭上市 2008 年价格及成本变化

单位：元/吨

	2008	2007	价格涨幅	2008	2007	成本涨幅	价格涨幅-成本涨幅
恒源煤电	400	501	25%	266	340	27.62%	-2.58%
露天煤业	94	103	11%	62	67	9.45%	1.14%
兖州煤业	433	664	53%	211	315	49.39%	4.04%
郑州煤电	331	390	18%	208	234	12.03%	5.60%
昊华能源	426	733	72%	253	421	66.29%	5.77%
国阳新能	322	438	36%	264	333	26.07%	9.97%
中煤能源	363	447	23%	175	198	13.08%	10.06%
靖远煤电	163	226	38%	110	135	22.59%	15.67%
平煤股份	370	563	52%	273	367	34.66%	17.28%
中国神华	313	379	21%	184	188	2.38%	18.57%
盘江股份	526	837	59%	449	616	37.13%	21.98%
国投新集	359	458	28%	244	252	3.24%	24.45%
神火股份	443	774	75%	230	342	48.68%	26.08%
潞安环能	382	567	49%	238	281	18.04%	30.66%
上海能源	512	795	55%	318	389	22.32%	32.94%
兰花科创	412	614	49%	177	204	15.55%	33.40%
大同煤业	333	497	49%	179	203	13.39%	35.79%
西山煤电	405	740	83%	235	338	43.94%	38.83%
平庄能源	180	237	32%	127	117	-8.27%	40.33%
平均			44%			24%	20%

数据来源：国泰君安证券研究

目前，煤炭行业的成本压力体现在三个方面：

3.2.1. 资源税

2007 年开始资源税已经酝酿推出，但由于经济经历了通胀-经济危机-再通胀，煤炭资源税迟迟未能实施。10 年 6 月 1 日新疆石油、天然气资源税征收至今已经试行 1 年，全国推广恐只待通胀压力缓解。而通胀压力缓解也意味着届时煤炭供不应求的格局改变，大部分的税收负担难以全部转嫁而需要内部消化。

表 4：以 10 年价格和业绩为基数，煤炭上市公司对资源税从价征收 5% 影响的模拟计算

简称/单位	产量 万吨	销量 万吨	销售均价 元/吨	资源税上调为从价 5% 影响 元	EPS	10 年实际 EPS 元	影响幅度
郑州煤电	489	489	417	0.10		0.21	49.13%
靖远煤电	245	243	317	0.10		0.32	32.35%
大同煤业	2929	2252	457	0.23		0.77	29.52%
平煤股份	3981	3729	488	0.29		1.02	28.83%
恒源煤电	1226	1042	623	0.53		2.17	24.25%
中煤能源	12253	11727	491	0.12		0.52	23.35%
潞安环能	3322	2805	648	0.57		2.99	19.11%
盘江股份	1140	753	717	0.22		1.22	17.92%
上海能源	909	727	810	0.31		1.84	17.01%
国投新集	1511	1331	496	0.11		0.68	16.58%
西山煤电	2579	2111	710	0.13		0.84	15.85%
国阳新能	2621	4538	489	0.14		1.00	13.86%
平庄能源	1100	962	278	0.09		0.64	13.66%
神火股份	711	718	732	0.09		0.69	12.37%
昊华能源	705	707	566	0.21		1.92	11.07%
兰花科创	601	570	699	0.23		2.30	10.13%
煤气化	214	308	359	0.05		0.46	10.07%
兖州煤业	4940	4963	657	0.16		1.83	8.95%
中国神华	22480	29260	427	0.15		1.87	8.00%
露天煤业	4243	4245	131	0.08		1.10	7.28%
平均							18.46%

数据来源：国泰君安证券研究

3.2.2. 劳动力成本

2011 年，用工荒问题从东南沿海扩至中西部地区。煤炭行业的成本构成中，人力成本是相对较大的一部分，在过去几年人均工资基本呈现年均 10% 的增速，在“用工荒”的背景下，未来可能面临较大上升压力。

表 5：煤炭上市公司人力成本占成本的比重

证券简称	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
昊华能源				45.31%	49.90%	39.74%	57.23%	65.60%
靖远煤电	15.17%	10.63%	28.78%	42.12%	51.38%	58.75%	64.73%	62.96%
平庄能源	8.84%	3.16%	5.14%	12.21%	39.57%	44.35%	48.41%	48.29%
盘江股份	20.79%	10.83%	9.62%	8.80%	14.27%	12.85%	36.93%	46.73%
恒源煤电	43.16%	44.35%	37.59%	45.23%	53.56%	50.08%	40.16%	41.83%
平煤股份	33.85%	30.43%	34.08%	35.20%	32.57%	41.54%	37.08%	37.87%
大同煤业	14.84%	42.20%	49.72%	46.28%	36.45%	49.94%	33.68%	36.79%
兖州煤业	37.51%	33.46%	30.23%	35.46%	40.70%	28.98%	41.55%	36.12%
国投新集		26.98%	24.59%	35.84%	38.48%	36.08%	38.84%	34.34%

西山煤电	18.99%	23.69%	25.85%	20.60%	24.77%	25.64%	34.00%	34.03%
煤气化	17.53%	14.98%	12.76%	13.74%	25.90%	24.12%	38.54%	32.47%
上海能源	34.93%	35.19%	28.45%	30.66%	31.69%	30.26%	31.64%	31.60%
兰花科创	31.15%	28.46%	33.50%	18.71%	24.56%	31.14%	23.15%	29.57%
安源股份	23.80%	21.26%	10.17%	9.52%	18.11%	23.66%	31.19%	28.93%
潞安环能	32.78%	28.39%	28.02%	23.71%	26.96%	25.45%	22.58%	26.88%
冀中能源	45.81%	46.91%	50.84%	44.55%	39.05%	39.36%	26.25%	22.08%
露天煤业		19.99%	18.69%	21.30%	20.93%	15.49%	15.12%	16.43%
国阳新能	20.26%	13.33%	13.51%	15.56%	16.20%	13.09%	12.92%	14.29%
开滦股份	50.77%	51.22%	34.71%	33.35%	20.14%	14.81%	14.75%	13.62%
中国神华		9.48%	12.69%	11.91%	14.61%	13.40%	14.67%	12.87%
神火股份	34.18%	39.03%	46.14%	19.58%	12.68%	12.87%	12.94%	11.84%
郑州煤电	33.53%	34.80%	37.23%	24.08%	17.55%	18.34%	13.22%	10.17%
中煤能源				14.05%	14.38%	11.53%	11.77%	9.65%
平均	28.77%	27.08%	27.25%	26.43%	28.89%	28.76%	30.49%	30.65%

数据来源：国泰君安证券研究

从我们对各行业代表性公司的统计数据来看，煤炭行业是各行业中真正的劳动密集性行业，超过了我们传统认为劳动力最为密集的纺织及服装行业。目前煤炭从业人员的收入水平仍没有反映其劳动强度和工作环境的恶劣程度和危险性。

表 6：各行业代表性公司人力资本占成本的比重

所属行业	证券简称	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	04-10 年平均
软件	用友软件	23.06%	27.81%	22.33%	25.62%	35.21%	45.82%	55.78%	33.66%
煤炭	西山煤电	23.69%	25.85%	20.60%	24.77%	25.64%	34.00%	34.03%	26.94%
纺织	鲁泰 A	13.34%	15.67%	14.23%	16.27%	19.36%	21.84%	24.40%	17.87%
交运	宁沪高速	14.47%	16.88%	12.46%	11.31%	12.91%	14.38%	12.92%	13.62%
服装	七匹狼	11.96%	15.22%	15.16%	13.45%	9.94%	10.90%	12.43%	12.72%
医药	天士力	19.51%	20.77%	9.09%	8.28%	10.22%	9.65%	9.24%	12.39%
机械	三一重工	9.47%	11.64%	7.64%	9.26%	8.46%	8.10%	10.28%	9.26%
电力	华能国际	5.99%	7.84%	8.24%	7.35%	4.95%	5.63%	4.52%	6.36%
房地产	万科 A	6.64%	6.57%	6.55%	5.37%	9.28%	3.47%	6.15%	6.29%
商业	王府井	6.73%	7.23%	6.20%	5.72%	5.71%	5.77%	5.15%	6.07%
家电	青岛海尔	1.67%	1.63%	2.34%	5.57%	8.13%	8.41%	8.63%	5.20%
建材	海螺水泥	5.49%	3.84%	3.69%	4.97%	5.00%	6.14%	6.74%	5.12%
钢铁	宝钢股份	7.26%	4.67%	3.90%	4.02%	4.03%	5.62%	4.51%	4.86%
汽车	一汽轿车	4.38%	5.18%	4.40%	4.30%	4.16%	3.45%	3.55%	4.20%
食品	双汇发展	2.28%	2.73%	4.00%	2.90%	3.05%	3.32%	3.09%	3.05%
有色	铜陵有色	2.09%	2.25%	1.28%	1.54%	2.06%	2.87%	1.96%	2.01%

数据来源：国泰君安证券研究

表 7：2006-2010 年煤炭上市公司为职工支付的现金

单位：万元/人

公司	2006	2007	2008	2009	2010
中国神华	7.58	10.11	12.18	14.48	16.14
开滦股份	5.16	6.25	8.21	10.29	13.80

兖州煤业	7.12	8.31	8.02	10.23	13.42
露天煤业	6.68	9.23	9.77	11.52	12.38
潞安环能	6.34	8.79	9.85	10.43	12.04
西山煤电	3.66	4.68	7.31	8.96	11.65
靖远煤电	3.53	4.00	5.83	8.04	10.07
冀中能源	5.69	6.91	7.63	8.34	9.76
大同煤业	4.44	4.86	6.96	7.01	9.59
上海能源	4.13	5.33	6.32	7.39	8.92
平煤股份	3.98	4.26	7.58	7.23	8.73
平庄能源	-	3.38	6.12	7.57	8.61
国阳新能	4.45	5.75	5.84	5.73	8.35
恒源煤电	3.58	3.78	5.46	6.50	8.18
中煤能源	4.54	5.86	6.77	7.29	8.18
昊华能源	-	-	-	6.13	7.45
山煤国际	2.83	4.50	9.08	4.95	7.31
郑州煤电	3.69	4.29	5.63	5.93	7.09
煤气化	3.37	6.56	6.82	7.08	6.96
国投新集	-	4.99	5.21	5.30	6.17
兰花科创	2.87	3.21	4.60	4.70	5.76
盘江股份	2.07	3.27	4.27	3.65	5.14
神火股份	4.04	4.01	4.93	4.55	4.85
安源股份	1.47	3.32	3.03	3.14	3.50

数据来源：国泰君安证券研究

3.2.3. 安全成本：六大避险系统

根据国务院的要求，国家安监总局与国家煤监局于 2010 年 8 月确定了煤矿监测监控、人员定位、紧急避险、压风自救、供水施救和通信联络等安全避险“六大系统”建设完善的时间表。其中，2010 年底前，所有煤矿完成矿井监测监控、压风自救、供水施救和通信联络系统的建设完善工作；2011 年底，所有煤矿完成井下人员定位系统；2012 年 6 月底前，所有煤（岩）与瓦斯（二氧化碳）突出矿井、中央企业和国有重点煤矿中的高瓦斯、开采容易自燃煤层的矿井，要完成紧急避险系统的建设完善工作；2013 年 6 月底前，所有煤矿要完成紧急避险系统的建设完善工作。矿井安全避险“六大系统”建设成为刚性指标。

表 8：煤矿井下六大系统完善时间表

时间	事项
2010 年底前	所有煤矿完成矿井监测监控、压风自救、供水施救和通信联络系统的建设完善工作
2011 年底	所有煤矿完成井下人员定位系统
2012 年 6 月底前	所有煤（岩）与瓦斯（二氧化碳）突出矿井、中央企业和国有重点煤矿中的高瓦斯、开采容易自燃煤层的矿井，要完成紧急避险系统的建设完善工作
2013 年 6 月底前	所有煤矿要完成紧急避险系统的建设完善工作

数据来源：国泰君安证券研究

2010 年 11 月，国家煤监局要求月底前所有煤矿将提交煤矿井下安全避险建设规划，监督机构将每半年监察一次建设进展。3 年内，所有煤矿建成井下避险 6 大系统。

潞安常村矿（年产 1000 万吨）10 年 11 月耗资 1.3 亿元在国内矿井中率

先建立井下避险 6 大系统。山西所有技改矿井都要建设 6 大系统；龙煤集团（年产 5000 万吨）计划投资 6 亿元建设井下安全系统。按照两大公司建设费用和年产能推算，吨煤需要投入 15 元左右。

此外，11 年山西等产煤大省对矿难的赔偿由 20 万/人上调到 60 万/人。

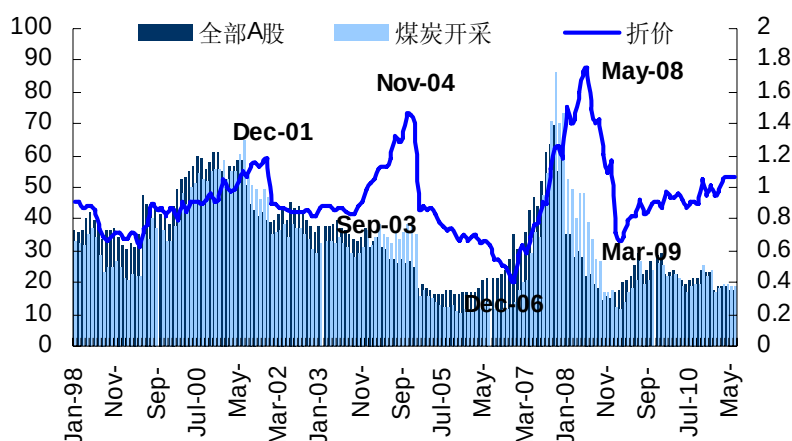
4. 投资策略：无为而治

4.1. 煤炭股趋势性机会的必要条件

基本面：经济复苏、先导性行业恢复、中游行业产能利用率处于低点。

估值：煤炭股估值水平相对市场整体水平折价 30-50%；上市公司储量市值对产业资本有吸引力。

图 5：煤炭行业相对估值



数据来源：国泰君安证券研究

表 9：煤炭股相对市场的表现

	煤炭最高/低点	上证最高/低点	煤炭时点	指数时点	煤炭最大波幅	指数最大波幅	煤炭的相对波幅
高点	1945	2242	2001-6-29	2001-6-13			
低点	973	1317	2003-9-29	2003-11-18	-50.0%	-41.3%	-8.7%
高点	1655	1636	2004-11-18	2004-4-23	70.1%	24.2%	45.9%
低点	1351	1531	2006-8-7	2006-6-14	-18.4%	-6.4%	-12.0%
高点	6805	3761	2008-5-22	2008-5-5	403.8%	145.6%	258.2%
低点	1906	1707	2008-11-4	2008-11-4	-72.0%	-54.6%	-17.4%
高点	7311	3471	2009-8-4	2009-8-4	283.7%	103.4%	180.3%
低点	3936	2364	2010-7-5	2010-7-5	-46.2%	-31.9%	-14.3%
高点	7023	3160	2010-10-25	2010-10-11	78.4%	33.7%	44.8%

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 目前阶段无为即是有为

在经济的衰退和复苏阶段，煤炭股严重跑输指数。目前阶段无为胜有为，无为即有为。

图 17: 06 年 5 月-07 年 4 月煤炭股表现

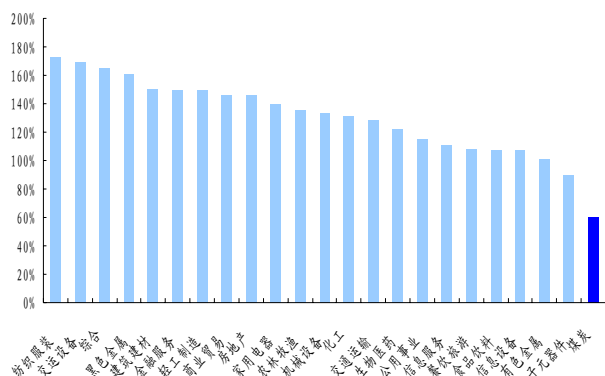
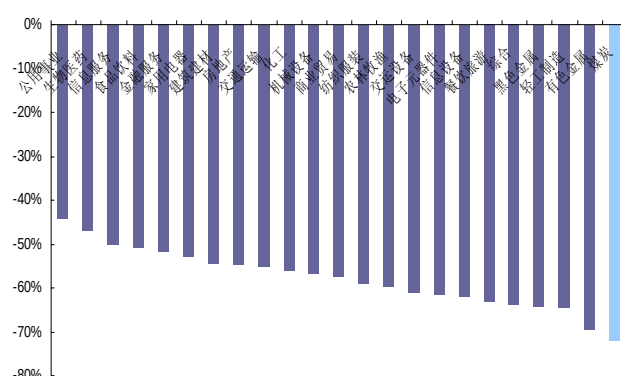


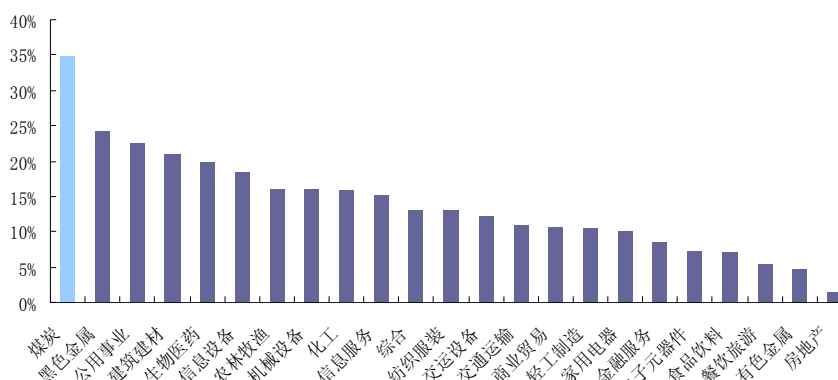
图 18: 08 年 5 月中旬-11 月初煤炭股表现



4.3. 刀口舔血风险大

5 月中旬以来煤炭股相对市场表现较好，部分投资者较为关注。我们认为景气回落拐点确认前，煤炭股跑赢指数的可能性并非没有。08 年 4 月中旬到 5 月中旬煤炭股曾经出现过为期 1 个月一枝独秀的表现(图 19)，其后上证指数从 3605 点跌至 08 年 11 月 4 日的 1707 点，幅度为 53%，而煤炭指数则从 6756 点跌至 1906 点，幅度为 72%。(见图 18)

图 19: 08 年 4 月中旬-5 月中旬煤炭股表现



数据来源：国泰君安证券研究

表 10: 重点公司盈利预测及评级

公司 名称	最新 评级	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
中国神华	谨慎增持	1.87	2	2.15	15.28	14.29	13.29
中煤能源	中性	0.52	0.65	0.77	18.56	14.85	12.53
大同煤业	谨慎增持	0.68	0.73	0.99	25.82	24.05	17.74
露天煤业	谨慎增持	1.10	1.42	1.79	19.66	15.23	12.08
动力煤企业					19.83	17.11	13.91
西山煤电	中性	1.02	1.55	1.72	23.01	15.14	13.65
盘江股份	谨慎增持	1.25	1.58	1.98	24.45	19.34	15.43
平煤股份	中性	0.92	1.31	1.43	19.68	13.82	12.66
开滦股份	中性	0.70	0.85	0.91	19.06	15.69	14.66

炼焦煤企业					21.55	16.00	14.10
潞安环能	谨慎增持	2.99	3.73	4.22	19.45	15.58	13.77
国阳新能	中性	1.00	1.13	1.21	24.46	21.65	20.21
兰花科创	谨慎增持	2.30	2.98	3.34	16.39	12.65	11.29
兖州煤业	中性	1.83	1.68	1.82	18.61	20.29	18.73
喷吹煤、无烟煤及其他企业					19.73	17.54	16.00
					20.37	16.88	14.67

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		