

2011-06-13

证券研究报告
行业研究 / 中期策略

煤炭

增持/维持评级

分析师

陈亮

SAC 执业证书编号:S1000511030003

(021)5010 6012

chenliang@mail.htlhsc.com.cn

唐宗辰

SAC 执业证书编号:S1000510120047

(0755)8236 4432

tangzc@mail.htlhsc.com.cn

联系人

李洁

(021)5010 6407

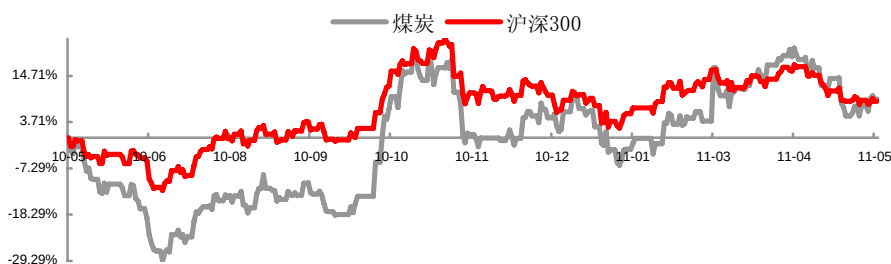
lijie8866@mail.htlhsc.com.cn

煤炭行业 2011 年中期策略

——坦然面对长大后的烦恼

- **政府利益驱动煤炭行业集中度继续提升，煤价易涨难跌局面已形成。**对中央而言，推动资源整合、平稳推高传统能源价格，才能实现节能减排、发展新能源的转型；对地方而言，资源整合有利于推卸安全责任，并获益于更高的采矿权转让价格。随着行业门槛继续提高，新获批探矿权、采矿权愈加艰难，资源进一步向大国企集中，行业垄断格局愈加明显。而对铁路而言，维持偏紧的运力，利于部门寻租。因此，煤价易涨难跌局面已形成。
- **煤炭行业逐渐步入成熟期，股价“性感”程度将逐渐降低。**中国推进节能减排、发展新能源战略已定，政府“十二五规划”给煤炭产量设定“天花板”，煤炭产量增速放缓是大势所趋。由于近年安全投入、人工、村庄搬迁、开采深度增加等导致成本快速增加，以及各级政府的行政收费（摊派），吞噬煤价上涨的成果，再加上目前吨煤净利基数已经很高，每年 8~10% 的煤价涨幅，对业绩的边际影响，已越来越弱。煤炭股业绩的双轮驱动因素（产量和吨煤净利），均开始放缓，股价整体弹性将逐渐变小。
- **下半年选股思路：**具有整体上市、资产注入预期的公司（国阳新能、冀中能源、煤气化、开滦股份、潞安环能）；电价持续上调预期下的受益公司（兖州煤业）。**长期选股主线：**小市值、产量确定性高增长的公司（国有背景为佳）；矿新、人少、成本增速低于行业平均水平的公司。因此，我们长期看好：**盘江股份、山煤国际、大有能源、永泰能源；中国神华。**
- **建仓煤炭股的必要条件：**在“经济”与“通胀”之间，政府的关注重心阶段性转向“经济”，货币政策不会再收紧；经济总需求不会断崖式下降，能够实现“软着陆”；预期未来一段时间 A 股市场的股票供给压力（融资压力）不大；煤炭行业所处位置不在景气周期顶部（3-6 个月内的的小周期）。
- **煤炭股上涨的催化剂：**流动性拐点的预期；股价超跌（13 倍 PE 以下）；电价再次出现上调预期，且政府不干预 2012 年重点电煤合同价格。我们认为，在满足建仓煤炭股的各个必要条件后，上述任一事件均是催化因素。
- **风险提示：**货币政策调整的时点；下半年 A 股市场的融资节奏（包括国际板推出的时点）；欧债危机；美国是否实施第三轮量化宽松。

最近 52 周行业表现



目 录

煤炭股股价的驱动力	4
下半年的投资时机：建仓的必要条件 & 股价催化剂	4
建仓煤炭股的必要条件	4
煤炭股上涨的催化剂	4
风险提示	4
未来煤价平稳持续上涨的逻辑.....	5
政府对煤价的态度.....	5
政府影响煤价的手段	5
历史上整合政策出台后煤价的表现	5
判断：煤价易涨难跌局面已形成	6
行业的宿命：步入成熟期.....	6
上市公司成本增速超收入增速.....	6
政府意志将强制放缓能源消费增速	10
合理的估值中枢：15 P/E?	10
国际资源类公司目前 10-15 倍 P/E.....	11
近期煤炭 A 股相对估值提升的原因	15
行业步入成熟期的选股思路	15
下半年选股思路	15
长期选股主线.....	15
重点公司点评	15

图表目录

图 1:	历次政府调控对煤价的影响	6
图 2:	全部煤炭行业上市公司的营业收入、营业成本、净利润增速比较	7
图 3:	全部煤炭行业上市公司（剔除神华、中煤）营业收入、营业成本、净利润增速比较	7
图 4:	中国神华收入、成本、利润增速变化	7
图 5:	中煤能源收入、成本、利润增速变化	7
图 6:	兖州煤业收入、成本、利润增速变化	8
图 7:	冀中能源收入、成本、利润增速变化	8
图 8:	国阳新能收入、成本、利润增速变化	8
图 9:	潞安环能收入、成本、利润增速变化	8
图 10:	国投新集收入、成本、利润增速变化	8
图 11:	恒源煤电收入、成本、利润增速变化	8
图 12:	平庄能源收入、成本、利润增速变化	9
图 13:	露天煤业收入、成本、利润增速变化	9
图 14:	开滦股份收入、成本、利润增速变化	9
图 15:	煤气化收入、成本、利润增速变化	9
图 16:	西山煤电收入、成本、利润增速变化	9
图 17:	盘江股份收入、成本、利润增速变化	9
图 18:	综合资源类公司 BHP（毕和必拓）历史上的预测市盈率	11
图 19:	综合资源类公司 Rio Tinto（力拓）历史上的预测市盈率	11
图 20:	澳大利亚煤炭公司 Gloucester Coal 历史上的预测市盈率	12
图 21:	美国煤炭公司 Peabody 历史上的预测市盈率	12
图 22:	美国煤炭公司 CONSOL 历史上的预测市盈率	12
图 23:	美国煤炭公司 Arch Coal 历史上的预测市盈率	13
图 24:	澳大利亚石油天然气勘探开采公司 Woodside 历史上的预测市盈率	13
图 25:	美国石油公司埃克森-美孚历史上的预测市盈率	13
图 26:	美国石油天然气勘探开采公司 Chesapeake 历史上的预测市盈率	14
图 27:	美国石油天然气勘探开采公司 Denbury 历史上的预测市盈率	14
图 28:	美国石油天然气勘探开采公司 Noble 历史上的预测市盈率	14
表格 1:	重点公司盈利预测	18

煤炭股股价的驱动力

股价=EPS × P/E

决定 P/E 的因素：宏观面、行业面、个股层面。

宏观面的因素：中国的货币政策与财政政策（紧缩还是扩张）、A 股市场股票的供求关系（增量入市资金与融资压力、大小非减持）、A 股整体的 P/E 水平、国际经济形势、国际上的流动性。

煤炭行业面的因素：在产业生命周期中的位置（婴儿期、成长期、成熟期）、产业政策（政府是扶持还是抑制）。

个股的因素：市值大小、公司治理结构、释放业绩动力（对股价的态度）、未来 2-3 年预期的产量增速。

决定 EPS 的要素：吨煤净利润（体现为煤价与成本）、公司煤炭销量。

下半年的投资时机：建仓的必要条件 & 股价催化剂

建仓煤炭股的必要条件

- 1、在“经济”与“通胀”之间，政府的关注重心阶段性转向“经济”，货币政策不会再收紧；
- 2、经济总需求不会断崖式下降，能够实现“软着陆”；
- 3、未来一段时间 A 股市场的股票供给压力（融资压力）不大；
- 4、煤炭行业所处位置不在景气周期顶部（3-6 个月内的小周期）。

煤炭股上涨的催化剂

- 1、流动性向上拐点的预期；
- 2、股价超跌（13 倍 P/E 以下）；
- 3、电价再次出现上调预期，且政府不干预 2012 年重点电煤合同价格。

我们认为，在满足建仓煤炭股的各个必要条件后，上述任一事件均是股价催化因素。

风险提示

中国货币政策调整的时点较难把握；

下半年 A 股市场的融资节奏（包括国际板推出时点），可能因 A 股的涨跌而变化；

欧债危机；

美国是否实施第三轮量化宽松，会直接影响到中国的货币政策。

未来煤价平稳持续上涨的逻辑

对今年下半年乃至 2012 年中国煤炭价格的趋势，我们认为将是整体平稳上涨。

下这个判断之前，我们并没有过多地去分析下半年的宏观形势、煤炭下游需求，以及煤矿新增产能、运力投放。

因为，煤炭供需形势永远是动态变化的。煤炭需求与宏观政策紧密关联，煤炭供给与煤炭产业政策、产煤省调控力度密切相关。而中国的宏观政策又是频频微调，经济过热就紧，经济下滑就松。静态的预测，往往与最后实际情况大相径庭。

如果我们站在政府的角度来看煤价，整个大方向就非常清晰了。首先，政府对煤价的态度是什么？其次，政府有无能力影响煤价向其希望的方向运行？

政府对煤价的态度

我们认为，高煤价符合政府利益，政府希望每年的煤价都能保持平稳小幅上涨，但当煤价短期内涨幅偏大时，政府又会限制煤价涨幅。

首先，对中央而言，推高资源价格，有利于抑制高耗能产业、推进节能减排、发展新能源产业，是“调结构”必须的一步棋。

其次，地方政府也有动力推高煤价，获得更多的财政收入。（其盈利模式与地产类似）

再次，井下安全避险“六大系统”，还需大量资金投入。尽管目前中国煤矿的百万吨死亡率呈逐年下降趋势，但井下安全避险场所的建设投入还远远不足。要在 2013 年 6 月底前实现全国所有煤矿全部完成“六大系统”的建设，必须继续推高煤价。

但是，当现货煤价短期内涨幅过大，对电力行业经营形成压力的时候，中央政府则会对电煤合同价进行干预，以保证电力行业的经营压力不会过大。

政府影响煤价的手段

政府推升煤价的手段，主要是影响供给：对新建、技改煤矿的审批更为严格，延缓新产能的释放；加大对现有民营小煤矿的关闭整合力度，缩减现有供给。

政府控制煤价的手段，则是对每年的电煤重点合同价予以“指导”，口头上对涨幅规定上限。

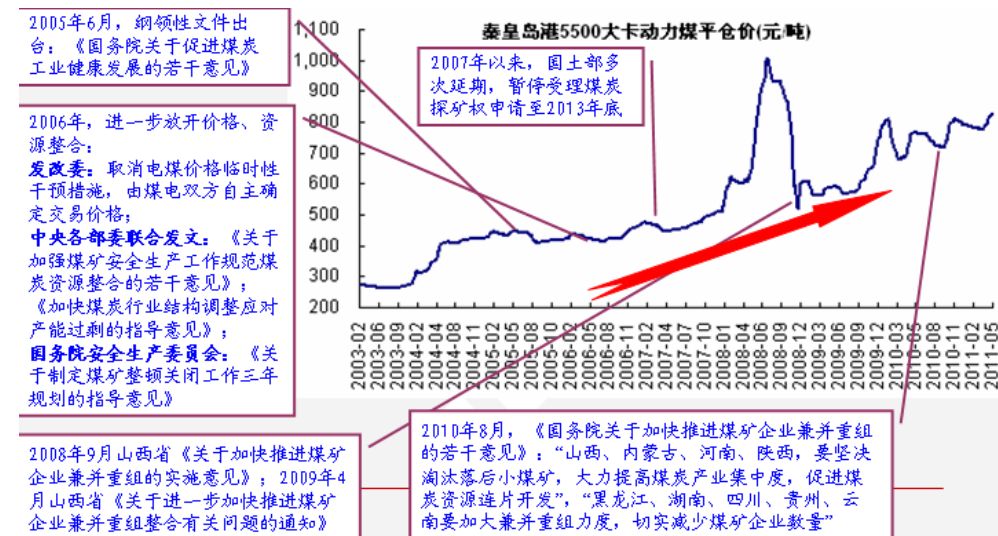
历史上整合政策出台后煤价的表现

从近几年历史看，政府每次针对煤炭供给调控政策出台后的半年到一年内，都伴随着煤价的明显上涨。

2006 年年初，当时整个煤炭市场也充斥着“煤炭产能过剩”的言论。2006 年 4-6 月，中央各部委连续出台 3 份文件，内容分别是“应对产能过剩”、“规范资源整合”、“三年关闭一万个小煤矿”。正是这些前瞻性的措施，2007 年和 2008 年根本看不到任何产能过剩的迹象。

2008 年年底，在全球遭遇金融危机、煤价面临巨大压力之际，山西掀起一轮前所未有的“资源整合”、“国进民退”，成功地将煤价稳住。

图 1： 历次政府调控对煤价的影响



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

数据截至2011年5月27日

判断：煤价易涨难跌局面已形成

随着行业门槛继续提高，新获批探矿权、采矿权愈加艰难，资源进一步向大企业集中，行业垄断格局愈加明显。而对铁路而言，维持偏紧的运力，利于部门寻租。因此，煤价易涨难跌局面已形成。

行业的宿命：步入成熟期

2003年至2010年，煤炭行业经历了一轮高速增长。国家统计局数据显示，全国煤炭行业利润总额从137亿元增长至2900亿元；原煤产量从18.4亿吨增长至32.4亿吨；秦皇岛5500大卡动力煤价格，从270元/吨涨至800元/吨。

但是，2003-2010年中国发展高能耗产业、依靠投资拉动经济增长的模式，已经受到资源和环境的硬约束。进入“十二五”，中国推进节能减排、发展新能源战略已定，政府“十二五规划”给煤炭产量设定“天花板”，煤炭产量增速放缓是大势所趋。

由于近年安全投入、人工、村庄搬迁、开采深度增加等导致成本快速增加，以及各级政府的行政收费（摊派），吞噬煤价上涨的成果，再加上目前吨煤净利基数已经很高，如果煤价每年仅上涨8~10%，对煤炭上市公司业绩的边际影响，已越来越弱。煤炭股业绩的双轮驱动因素（产量和吨煤净利），均开始放缓，股价整体弹性将逐渐变小。

上市公司成本增速超收入增速

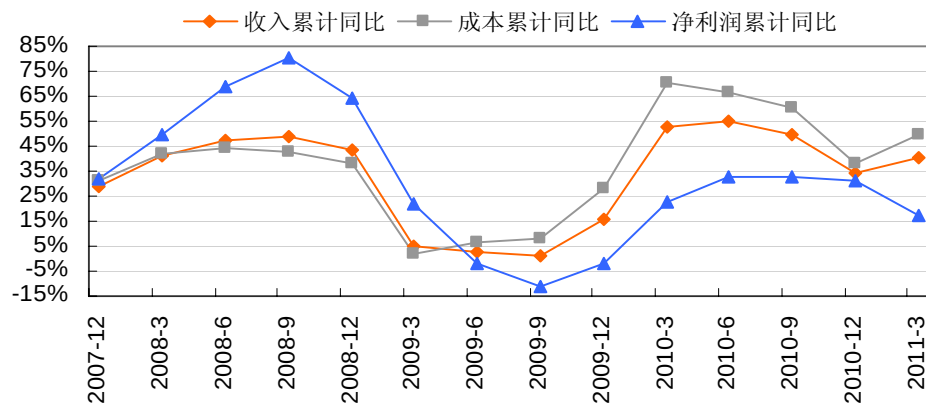
过去煤炭行业盈利的高增长，是建立在煤价上涨速度高于成本上涨速度的基础上的。

但是，从2009年2季度开始，煤炭上市公司的整体成本增速开始超越整体收入增速，并一直延续至今。

而煤炭上市公司的整体净利润增速，则从2010年3季度开始，出现向下的拐点。

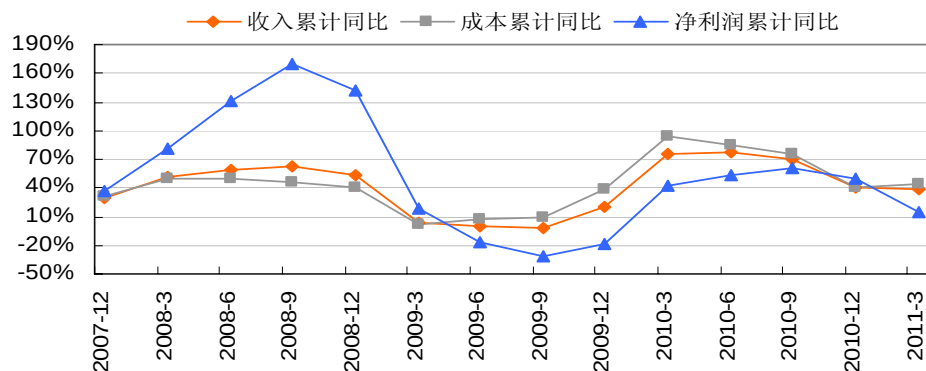
在上市公司中，近两年成本增速控制较好的公司为：兖州煤业、潞安环能、平庄能源。

图 2： 全部煤炭行业上市公司的营业收入、营业成本、净利润增速比较



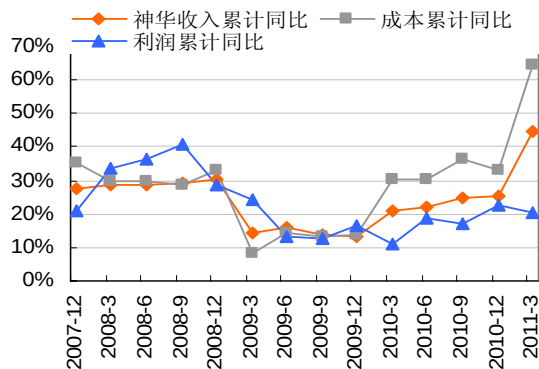
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 3： 全部煤炭行业上市公司（剔除神华、中煤）营业收入、营业成本、净利润增速比较



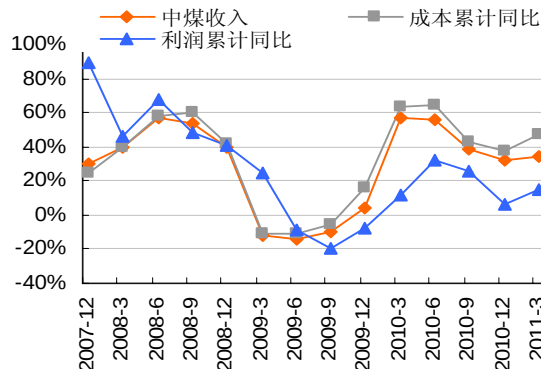
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4： 中国神华收入、成本、利润增速变化



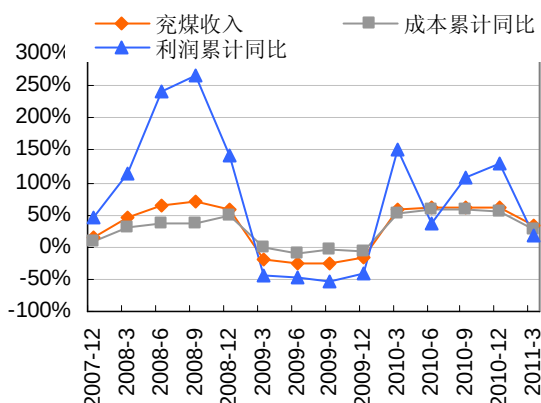
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 5： 中煤能源收入、成本、利润增速变化



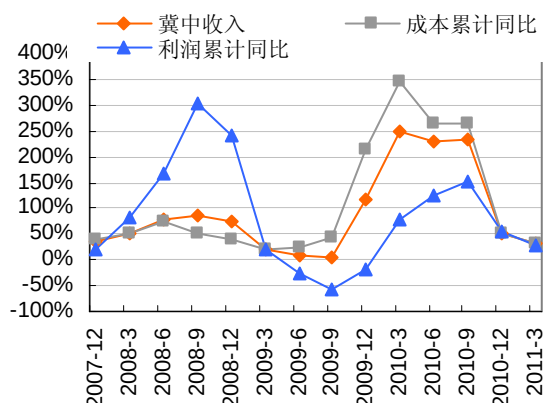
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 6： 兖州煤业收入、成本、利润增速变化



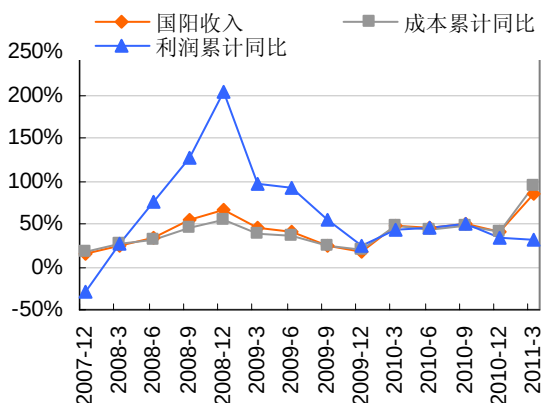
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 7： 冀中能源收入、成本、利润增速变化



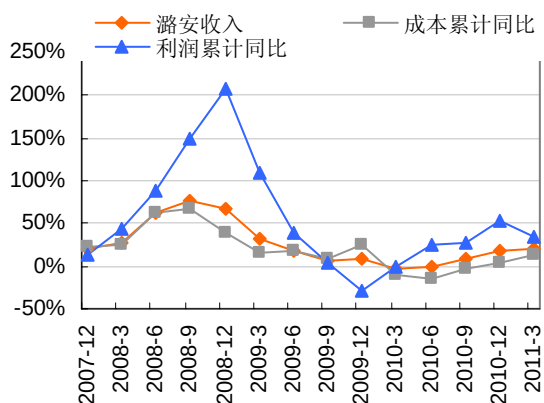
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 8： 国阳新能收入、成本、利润增速变化



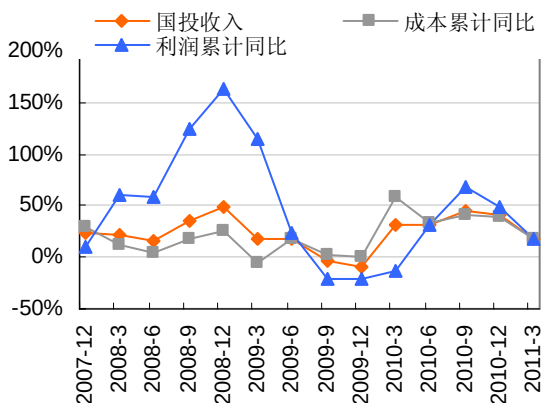
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 9： 潞安环能收入、成本、利润增速变化



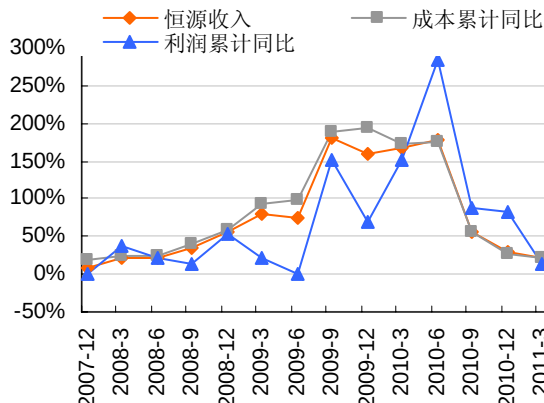
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 10： 国投新集收入、成本、利润增速变化



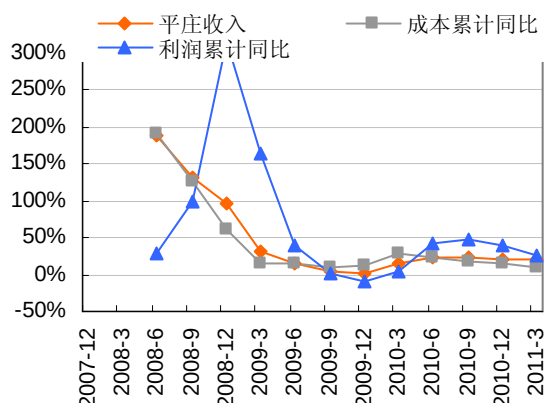
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 11： 恒源煤电收入、成本、利润增速变化



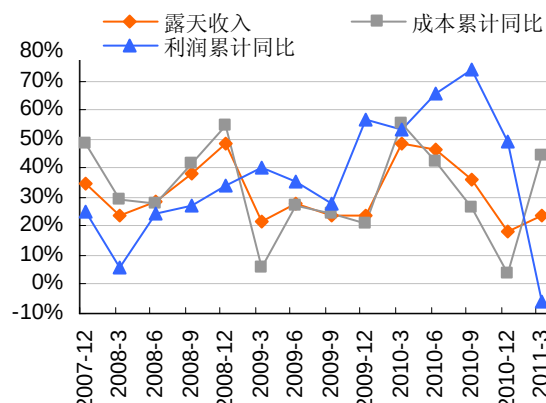
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 12： 平庄能源收入、成本、利润增速变化



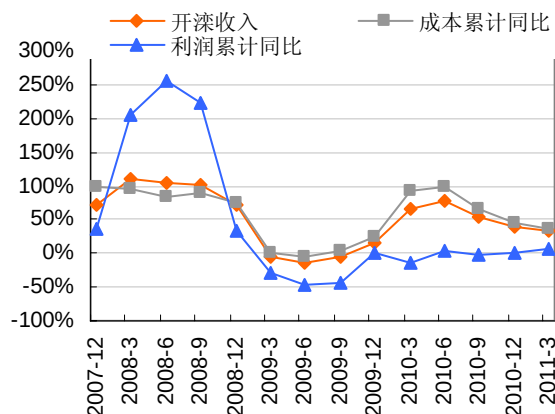
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 13： 露天煤业收入、成本、利润增速变化



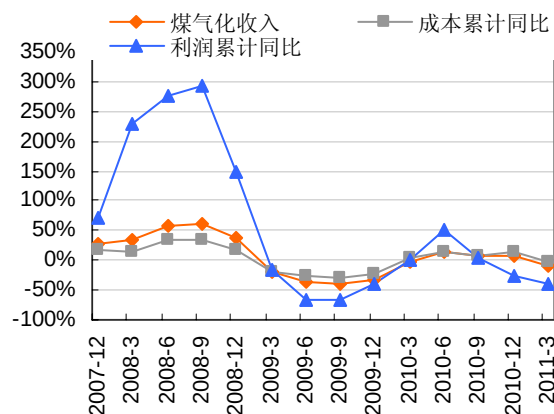
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14： 开滦股份收入、成本、利润增速变化



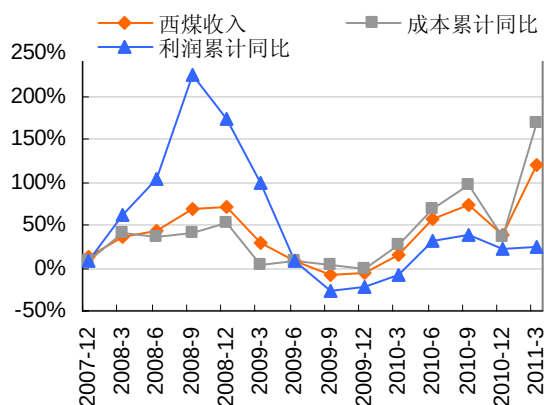
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 15： 煤气化收入、成本、利润增速变化



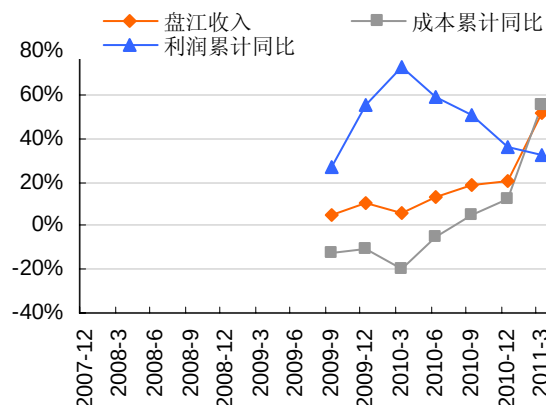
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 16： 西山煤电收入、成本、利润增速变化



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 17： 盘江股份收入、成本、利润增速变化



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

煤炭行业成本快速增加，主要因素为：

- 1、**挖掘深度增加。**由于东部地区（山东、安徽、河北等）的很多矿井已经开采数十年甚至上百年，浅层资源接近枯竭，开采（勘探）深度已从地下 600-800 米以浅，逐步增加至地下 800 米-1200 米以浅。
- 2、**安全投入。**近年来政府对煤矿安全事故进一步重视，安全生产直接关系到国有煤矿企业领导的“官帽子”，煤矿在安全投入方面毫不吝啬。2010 年 11 月 17 日，国家安全监管总局列出了新的安全建设进度表：2010 年年底前，所有煤矿要全面完成监测监控、压风自救、供水施救和通信联络 4 个系统；2011 年年底前，所有煤矿全部安装井下人员定位系统；2012 年 6 月底前，所有煤与瓦斯突出矿井及中央企业煤矿和国有重点煤矿中的高瓦斯、开采容易自燃煤层的矿井全部建设完成紧急避险系统；2013 年 6 月底前全国所有煤矿全部完成“六大系统”的建设。
- 3、**人工成本。**
- 4、**村庄搬迁。**
- 5、**环境治理恢复成本。**
- 6、**各级政府的行政收费（摊派）。**2009 年下半年以来，中央政府逐步收紧货币政策，地方政府面临巨大的资金压力。归属于地方政府管辖、体量大、高盈利、且现金流充裕的行业，只有煤炭。因此，类似于保障房建设的摊派，以及其他各种名目的收费，纷纷向国有煤炭企业涌来。

政府意志将强制放缓能源消费增速

在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中，“十二五”规划的基本要求有：“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向。构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变”。“十二五”经济社会发展的主要目标有：“经济结构战略性调整取得重大进展。单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放大幅下降”。

其中，明确提到“合理控制能源消费总量，抑制高耗能产业过快增长，提高能源利用效率。强化节能目标责任考核，完善节能法规和标准”，“调整能源消费结构，增加非化石能源比重”。

我们认为，中央之所以明确提出“合理控制能源消费总量”，在于其认识到中国当前的资源承载压力过重，高能耗发展的经济模式不可持续。

而为了控制能源消费增速，政府则通过严格审批新建矿井、禁止新建矿井 5 年内改扩建等手段，延缓煤矿新产能的释放。

合理的估值中枢：15 P/E？

经过前述分析，煤炭行业整体盈利增速放缓是必然趋势。由于煤价易涨难跌趋势已经形成，只要不预期煤价短期暴涨，可以将煤炭行业看作一个稳定增长的行业。

如何给一个稳定增长的资源类行业估值定价？我们认为，一方面应横向比较国际上的

资源开采类公司的估值水平；一方面应考虑到尽管中国经济增速逐渐放缓，但仍远高于发达国家，中国的资源类公司也可以适当溢价。

国际资源类公司目前 10-15 倍 P/E

过去 10 年，国际上主要的资源类公司的预测市盈率（当时股价对应当时的盈利预测），主要波动区间在 10-25 倍（集中在 10-20 倍）。这些公司目前股价对应的 2011 年 P/E，多数在 10-15 倍。

因此，我们认为，2011 年中国煤炭股合理的估值中枢在 15 倍附近，合理的波动区间在 10-20 倍。

图 18： 综合资源类公司 BHP（毕和必拓）历史上的预测市盈率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

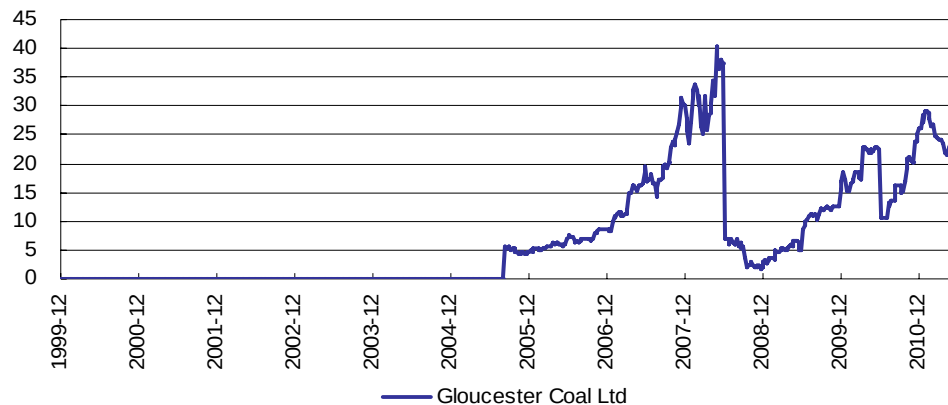
图 19： 综合资源类公司 Rio Tinto（力拓）历史上的预测市盈率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

图 20: 澳大利亚煤炭公司 Gloucester Coal 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

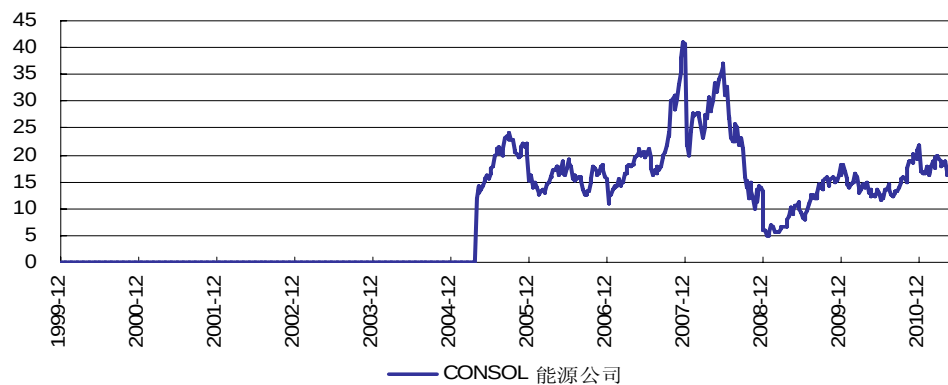
图 21: 美国煤炭公司 Peabody 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

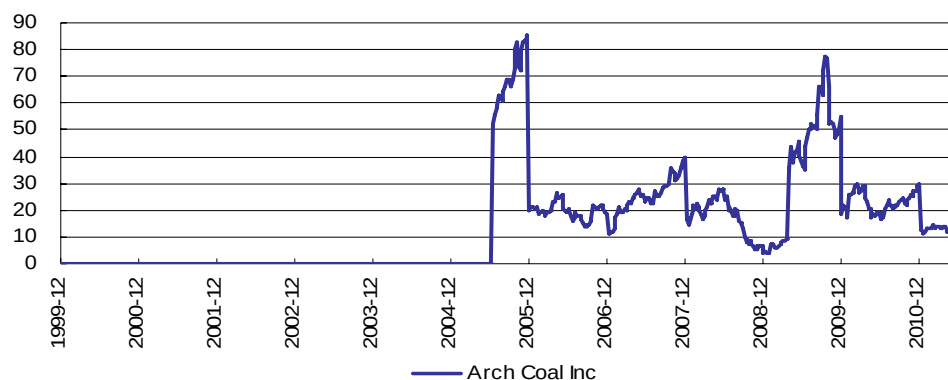
图 22: 美国煤炭公司 CONSOL 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

图 23: 美国煤炭公司 Arch Coal 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

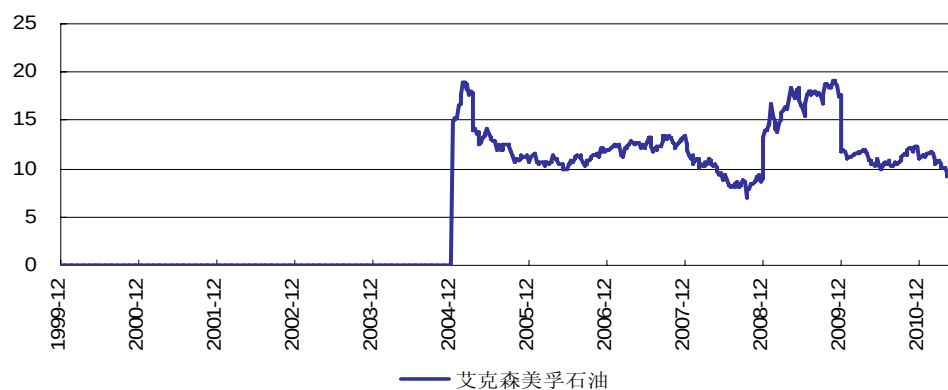
图 24: 澳大利亚石油天然气勘探开采公司 Woodside 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

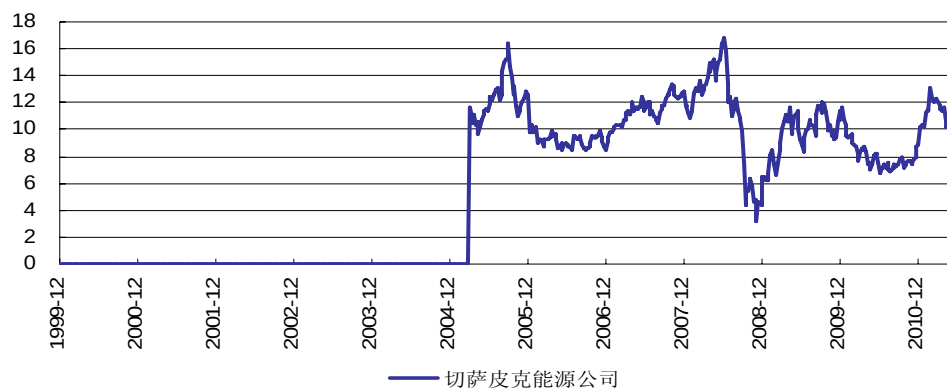
图 25: 美国石油公司埃克森-美孚历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

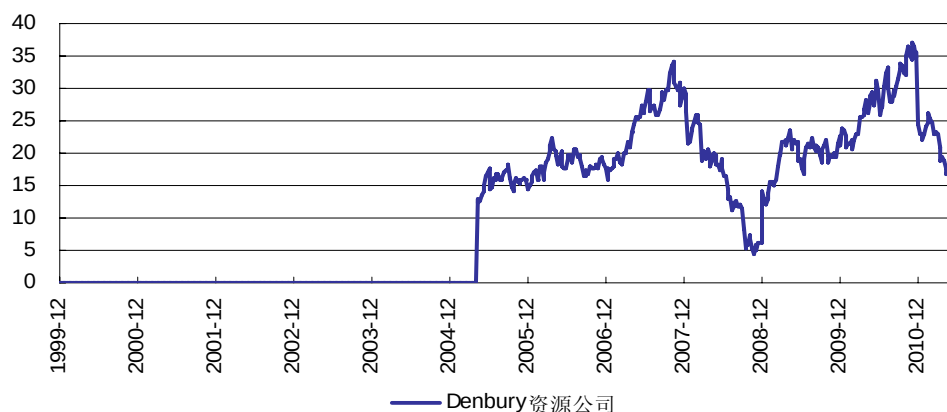
图 26： 美国石油天然气勘探开采公司 Chesapeake 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

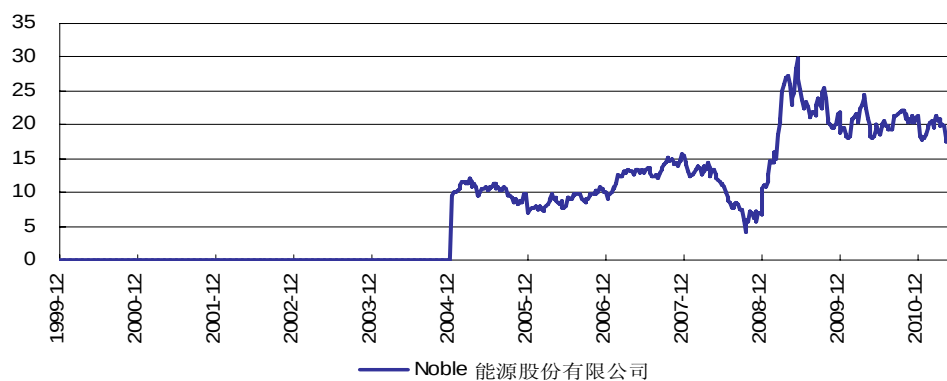
图 27： 美国石油天然气勘探开采公司 Denbury 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

图 28： 美国石油天然气勘探开采公司 Noble 历史上的预测市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

数据截至 2011 年 5 月 27 日

近期煤炭 A 股相对估值提升的原因

历史上，煤炭股相对大盘的 PE 为 0.9: 1 ~ 1: 1，但近段时间煤炭股的相对估值有明显提升。

我们分析，原因如下：

- 1、煤炭下游行业盈利出现拐点（或已明显改善）
- 2、与其他行业不同，煤炭股不存在大小非减持压力
- 3、煤炭股盈利增长较为确定

行业步入成熟期的选股思路

下半年选股思路

具有整体上市、资产注入预期的公司：国阳新能、冀中能源、煤气化、开滦股份、潞安环能

电价持续上调预期下的受益公司：兖州煤业

长期选股主线

小市值、产量确定性高增长的公司（国有背景为佳）：盘江股份、山煤国际、大有能源、永泰能源

矿新、人少、成本增速低于行业平均水平的公司：中国神华

重点公司点评

兖州煤业

公司煤种优势、区位优势皆明显，煤炭销售以现货为主，政府限价对公司业绩影响有限，受益于电价持续上调。其中本部重点合同电煤仅 400 多万吨占比 11%，本部所有煤种合计现货比例约 60%。

同时国内外资源扩张战略清晰、路径畅通，未来成长性良好。公司规划十二五期间产量由 5000 万吨增至 1.5 亿吨，增长 200%，CAGR25%。本部产量稳定在 3400 万吨左右，外延式扩张同时在国内外有序进行。在国内，山西能化 120 万吨天池煤矿、菏泽能化 300 万吨赵楼煤矿、180 万吨万福煤矿 2011-2013 年逐步达产。鄂尔多斯能化规划产能 1500 万吨，配套 60 万吨甲醇，有望 2013-2014 年投产，已收购安源煤矿（改扩建核准产能 120 万吨）及东胜煤田转龙湾采矿权（规划产能 500 万吨，预计 2012-2013 年投产）。收购昊盛公司 51% 股权并后续增资至 61%，负责内蒙古石拉乌素井田煤炭项目核准申报及矿权审批，规划产能 1000 万吨，预计 2013-2014 年投产。参股建立陕西未来能源化工公司，开发 800 万吨陕西金鸡滩煤矿及配套煤制油项目。

在海外,先后收购澳思达、Felix,2010 年原煤产量 1203 万吨,预计 2011 年 Moolarben 达产后达到近 2000 万吨。

短期看 2011 年,公司产量将从 5000 万吨增至 6000 万吨,增量主要来自赵楼、天池、澳洲 Moolarben。长期来看,公司国内外扩张路径畅通,向鄂尔多斯能化增资 26 亿元以满足整合主体资本金要求,将以之为内蒙资源整合平台收购周边煤矿。向兖煤澳洲增资 9 亿澳元降低资产负债率,积极推进兖煤澳洲 2013 年之前上市澳证交易所,从而进一步以此为平台实现海外扩张。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2、2.36、2.71 元/股,维持“增持”评级。

中国神华

2010 年中国神华现货煤占比从 2009 年的 30%提升至 45%,预计 2011 年还将提升至 50%;十二五期间现货比例有望进一步提高,即使保守预测,自产煤现货比例稳定在 30%左右,贸易煤全部为现货,合计现货比例稳定在 50%左右。如果电价持续上调,自产煤、煤炭贸易毛利率都有望提高,公司作为动力煤行业龙头将持续受益。

综合预计十二五期间公司煤炭销量将从 2.9 亿吨上升到 5.7 亿吨,增长 95%,CAGR14%;其中自产商品煤从 2.2 亿吨上升到 3.8 亿吨,增长 73%,CAGR12%,在 A 股上市公司中居于前列;外购煤从 0.72 亿吨上升到 1.9 亿吨,增长 161%,CAGR21%。

自产煤方面,预计公司 2011-2015 年每年增量 3320、2200、3000、3000、4000 万吨,2011-2013 年增量主要来自准格尔能源公司、北电胜利能源公司、准格尔黄玉川矿、包头矿业、神宝,2013 年以后增量主要来自神东煤炭集团、新街台格庙、榆神郭家湾、澳大利亚沃特马克矿。

煤炭贸易方面,公司 2009 年提出“大销售、大物流”发展战略,2010 年更明确提出打造“中国煤炭沃尔玛”,凭借十年经营打造的“路-港-航”运输网,实现高效运输、仓储、配送,使下游电厂对神华的依赖度不断提高。公司将积极开展坑口港口煤炭外购煤贸易,坑口外购可以赚取从坑口到用户之间各环节的溢价增值,有效提高公司盈利;港口外购主要赚取港杂费及代理费,意在提高煤炭贸易市场占有率,在现货煤定价方面获得更大的话语权。

预计到十二五末,中国煤炭贸易量达到 40 亿吨,神华煤炭销量 5.6 亿吨,占比提高至 14%;东南沿海煤炭贸易量 11.9 亿吨,神华下水煤炭贸易量 3.2 亿吨,占比提高至 27%。可以预见十二五神华市场控制力将逐步加强,向煤炭市场领导者迈进。神华将不仅是中国最大的煤炭生产商,还将是中国乃至全球最大的煤炭交易商,市值增长空间有望自此打开。随着公司现货比例提高、外购煤盈利贡献及其对公司市场控制力的长远影响逐渐被市场所充分认识,公司估值将回归合理水平。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.26、2.61、2.97 元/股,维持“增持”评级。

山煤国际

公司产量确定性高增长,预计 2015 年产能将接近 3000 万吨,十二五期间产量复合增长率 37%。公司现有 5 座矿井,长治经坊矿、凌志达矿、大平矿合计产能约 550

万吨；改扩建的 120 万吨铺龙湾矿和新建的 300 万吨霍尔辛赫矿 2010 年投产并开始逐步释放产能，预计 2012 年达产。母公司山煤集团作为山西整合主体之一，在大同左云、临汾蒲县整合约 1800 万吨产能，承诺逐步注入上市公司。预计 2011 年 10 月通过定向增发完成第一次资产注入，即蒲县豹子沟、鹿台山煤业、左云长春兴、左云韩家洼、左云东古城、左权鑫顺、左权宏远 7 矿，产能 870 万吨；2013-2014 年注入剩余 930 万吨产能。

公司煤种结构也将更加优化，高毛利率煤种主焦煤、贫瘦煤占比上升。第一次注入矿井包括 90 万吨主焦煤、360 万吨贫瘦煤，剩余待注入矿井包括 330 万吨主焦煤，全部资产注入完成后公司将拥有的各煤种产能为炼焦煤 420 万吨、贫瘦煤 1300 万吨、气煤 120 万吨、动力煤 1000 万吨。

同时公司坚持全现货销售，根据公司提出的打造“上游三个省份组织货源，中游三个通道保驾护航，下游三个市场组合营销”的完整煤炭物流供应链体系，我们有理由相信公司能够凭借自有煤炭贸易渠道优势充分享受煤价上涨带来的盈利提升。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.21、1.62、2.04 元/股，目前公司市值仅 220 亿元，未来成长空间巨大，维持“增持”评级。

永泰能源

利用资本市场力量，煤炭业务快速增长。09 年以来，公司通过先后三次增发（第三次仍有待证监会审批）和逐步剥离原有业务，转型煤炭企业。如第三次增发募集资金投资项目顺利完成，公司将控股 8 家、参股 2 家焦煤企业，拥有权益储量 1.65 亿吨，权益产能 493 万吨；控股 1 家动力煤企业，权益储量 8 亿吨，权益产能 420 万吨-560 万吨。公司煤矿全部达产后，权益产量将超千万吨，预计 2011-2013 权益产量分别为 139 万吨、289 万吨和 384 万吨，年复合增速 40%。

借助国内整合东风，积极获取煤炭资源，目标产能剑指 3000 万吨。按照公司“以山西为中心，陕蒙为接续，新疆为储备”的发展规划，未来 3~5 年内，焦煤产能将由 2011 年的 495 万吨上升到 1000 万吨，产能翻一番；未来 10 年内煤炭采选年产能达到 3,000 万吨以上。

预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.62 元、1.17 元和 1.64 元，考虑到未来公司成长空间巨大，给予公司“增持”评级。

大有能源

资产重组，华丽转身煤炭新贵。公司向义煤集团发行股份购买其拥有的煤炭业务相关资产，成功转型为煤炭上市公司。目前公司拥有 11 座煤矿，权益储量 9.1 亿吨，权益可采储量 4.35 亿吨，权益产能 1605 万吨，目前各煤矿基本达产，预计 2011-2013 年权益产量分别为 1618 万吨、1678 万吨和 1698 万吨。

集团资产庞大，打开公司成长空间。义煤集团 2011 年规划产量 3600 万吨，约是上市公司产量的 1 倍，集团承诺在重组完成后 1-2 年内将符合注入条件的煤矿全部注入到上市公司；另外，集团积极参与河南、山西、新疆等省的资源整合，做大煤炭主业，按照规划，到十二五末，集团煤炭产量达 7000 万吨，这为公司外延发展提供广阔的

空间。

预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.17 元、2.4 元和 2.64 元，考虑到集团资产注入预期强烈，继续给予公司“增持”评级。

远兴能源

产量增长及精煤产出增加推动业绩快速增长。湾图沟煤矿设计产能 300 万吨，2012 年将扩能至 600 万吨，10 年煤炭产量 260 万吨，预计 11-13 年产量分别为 350 万吨、500 万吨和 600 万吨；同时配套的 500 万吨洗煤厂去年 11 月已投入运行，产品盈利能力进一步提升，预计 2011-2013 年分别贡献公司 EPS0.24 元、0.38 元和 0.5 元。

纳林河二号矿预计 2013 年投产，成为公司新的利润增长点。公司参股 34% 的纳林河 2 号矿设计产能 800 万吨，预留 1200 万吨，预计 2013 年投产，2013-2015 年煤炭产量分别为 200 万吨、500 万吨和 800 万吨，贡献 EPS 分别为 0.09 元、0.22 元和 0.35 元。

内蒙资源整合打开公司想象空间。2011 年 3 月 15 日，内蒙古自治区人民政府发布自治区煤炭企业兼并重组工作方案，方案指出：全区煤炭企业兼并重组工作从 2011 年开始，到 2013 年底结束。通过兼并重组，在地方煤炭生产企业中形成营业收入超百亿元的煤炭企业 20 户，其中 2011 年底达到 8—10 户、2012 年底达到 15—18 户；2011 年 5 月，自治区煤炭工业局发布召开全区煤炭企业兼并重组暨“百亿元”煤炭企业培育工作座谈会的预通知，在 23 家参会企业名单中，公司大股东内蒙古博源控股集团有限公司赫然在目，其未来很可能成为自治区重点培育的百亿元企业之一，从而得到政府政策支持积极参与内蒙资源整合。大股东的发展壮大无疑将打开公司外延式成长的想象空间。

假设甲醇业务盈亏平衡，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.24 元、0.38 元和 0.59 元，我们看好公司煤炭业绩的高成长性，维持公司“增持”评级。

表格 1：重点公司盈利预测

简称	代码	评级	2011-6-7 收盘价	10 EPS	11 EPS	12 EPS	13 EPS	10 P/E	11 P/E	12 P/E	13 P/E
兖州煤业	600188	增持	34.24	1.83	2.00	2.36	2.71	18.7	17.1	14.5	12.6
中国神华	601088	增持	28.34	1.87	2.26	2.61	2.97	15.2	12.5	10.9	9.5
山煤国际	600546	增持	30.09	1.01	1.21	1.62	2.04	29.9	24.9	18.6	14.8
永泰能源	600157	增持	24.24	0.35	0.62	1.17	1.64	68.9	39.1	20.7	14.8
大有能源	600403	增持	33.63		2.17	2.40	2.64		15.5	14.0	12.7
远兴能源	000683	增持	8.64	0.14	0.24	0.38	0.59	59.7	36.0	22.7	14.6

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

分析师简介

陈亮：煤炭行业首席分析师。2003 年毕业于中国人民大学商学院。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索合成燃料公司北京代表处商务分析师。2008 年进入证券研究领域，先后在平安证券、光大证券、广发证券从事煤炭行业研究，2011 年加入华泰联合证券。2009 年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第五名，2010 年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第二名。

李洁：煤炭行业分析师。毕业于上海财经大学。2007 年起在申银万国证券研究所从事煤炭行业研究，2011 年加入华泰联合证券。2010 年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第三名。

唐宗辰：煤炭行业分析师。北京科技大学热能与动力工程学学士，中央财经大学金融学硕士，CFA 一级，2008 年加入华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn