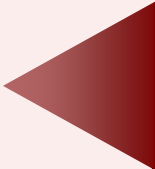


2011年6月27日

中国煤炭行业

供需关系改善下的3季度

 中立

唐倩

(010) 6622 9077

Qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

沈涛

(010) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

相比2季度的供应偏紧,我们认为3季度煤炭供需将更为平衡,供应加大,而需求增速将较明显放缓,部分需求行业转为淡季,预计下半年国际煤价将下降,这将促进进口,3季度国内煤价继续上行空间不大。历史看,大盘2,600-2,900点时,煤炭板块动态市盈率区间在14-18倍。我们认为目前板块11年18倍的市盈率估值优势不大。维持板块中立的评级。我们认为外延式增长将依然是3季度市场追逐的热点,首选资产注入预期较强、业绩有超预期可能的冀中能源、潞安环能。

支撑评级的要点

- 我们认为3季度稳定电煤价格的动力和必要性比2季度大。政府陆续出台的加大煤炭供应、稳定电煤价格的一系列举措的有效性要大于之前单纯的行政干预。
- 3季度经济减速,部分需求行业转入淡季,水利发电进入旺季,煤炭需求增速将明显放缓。历史上通常3季度煤价比2季度低或持平。我们认为2季度诸多对煤价利好及人为原因透支了煤价上涨,3季度煤价继续上行的空间有限。
- 历史看,煤炭股趋势性行业启动时皆伴有低估值,目前板块动态市盈率18倍,位于历史大盘相似点位(2600-2900点)估值区间(14-18倍)的上方,估值优势不明显。
- 由于成本涨幅有超预期的可能,煤价涨幅基本符合我们预期(预计秦皇岛煤价11年上涨10%),预计煤炭板块整体半年报业绩将基本符合预期,大幅上调盈利预测可能性小,而利润率可能面临下滑。

风险

- 货币紧缩政策放松;经济好于预期;美国GE3、欧债危机;高温、极端天气带动电煤需求超预期;政府稳定煤价措施落实不到位。

首选买入

- 个股选择上,我们认为有可能在3季度进行资产注入的个股会有更好的表现机会。外延式增长的个股依然会是市场追逐的热点,我们首推资产注入预期较强、业绩有可能超预期的冀中能源、潞安环能。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

目录

投资摘要.....	3
估值.....	4
3 季度煤炭行业供需分析.....	7
煤炭行业半年报业绩前瞻	15
风险.....	17
研究报告中所提及的有关上市公司	18

投资摘要

我们认为3季度的煤炭供需情况好于2季度。国家正在着手一系列加大煤炭供应、稳定电煤价格的举措，包括进口增值税费下调、敦促产能释放、加快在建矿建设、铁路港口运力增长等。其有效性和力度要大于此前单纯的行政干预，政府稳定电煤价格的动力和必要性要比上半年更大。盛夏来临，在用电高峰如果再出现电厂买不起煤的情况，电荒波及面或更大，对经济的损害也更大。由于小煤矿较少、安全性较好，内蒙煤炭资源整合预计更多是对经营主体变化，而对产量影响较小。日本核电产能的逐渐恢复将减少电煤需求，而澳洲洪灾影响仍在恢复中，产量将进一步释放，预计下半年国际电煤价格会下降，这将进一步促进煤炭进口增长，为高烧的煤价降温。

需求方面，在货币紧缩政策持续进行，宏观经济增速放缓，对高耗能产业的抑制下，煤炭需求增速将放缓。尽管3季度是用电旺季，但历史看，电煤价格多是环比下降或持平的，原因主要是3季度是水利发电的旺季，也是钢铁、水泥、尿素等主要煤炭需求的淡季，其对煤炭需求会环比下降。我们认为2季度煤价连续上涨的主要原因是电荒、进口锐减、水力发电不足、高耗能产业过热、电厂补库存并加大库存储备、煤价追涨电价、大秦线检修、对出省煤炭限制以及媒体铺天盖地报道下买卖双方对“电荒”“煤慌”的恐慌心态。在以上偏紧因素明显缓解下，供需已经明显缓解、在煤价连涨、政府一系列稳定煤价的措施出台下，市场心态已经趋于谨慎、而电厂17天的库存已经较高，未来电煤上涨空间有限。

由于钢铁需求情况并不理想且3季度转为淡季，钢价有下滑的趋势，对焦煤价格的支撑并不明显，目前焦煤股缺乏实质性利好。建议关注下半年保障房等大规模建设进度及“稀缺煤种保护性开发办法”细则出台对未来焦煤价格和焦煤股的影响。

最近4年多大盘在2,600-2,900点煤炭动态市盈率区间在14-18倍。目前煤炭板块的动态市盈率在18倍，位于区间高位，而历史上煤炭股趋势性行情启动皆伴有低估值，且煤价上涨乏力。我们认为煤炭板块超越大盘上涨动力并不充足。

半年报业绩方面，由于成本的大幅上涨，而全年煤价涨幅基本符合预期，煤炭板块整体预计基本符合预期，而利润率将有所下滑。建议投资者关注成本上涨幅度。

个股上，我们认为有可能在3季度进行资产注入的公司会有更好的表现。外延式增长的个股依然会是市场追逐的热点，首推资产注入预期较强、业绩有可能超预期的冀中能源、潞安环能。

估值

目前煤炭板块 2011 年动态市盈率为 18 倍，我们认为估值优势不大，超越大盘上涨空间有限。

图表 1.煤炭行业估值表

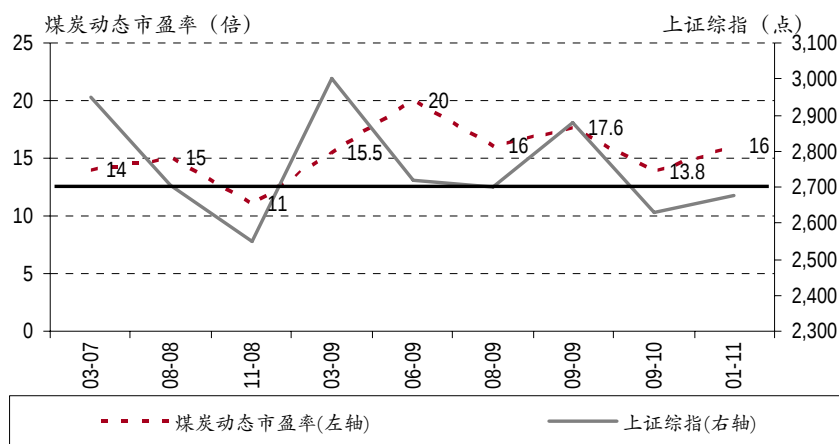
代码简称	公司名称	评级	总市值	流通	价格	每股收益				市盈率			10—13 年每股收益 年均复合增长率	
			百万元	百万元	(元)	10	11E	12E	13E	10	11E	12E		13E
000937.SZ	冀中能源	买入	605	412	26.15	1.04	1.36	1.49	1.63	25.2	19.3	17.6	16.1	16
000983.SZ	西山煤电	买入	757	354	24.02	0.84	1.27	1.50	1.82	28.6	19.0	16.0	13.2	30
600188.SS	兖州煤业	买入	1692	124	34.41	1.83	2.29	2.36	2.37	18.8	15.1	14.6	14.5	9
600395.SS	盘江股份	买入	370	89	33.51	1.22	1.51	1.95	2.49	27.5	22.2	17.2	13.5	17
600997.SS	开滦股份	买入	191	191	15.49	0.70	0.79	0.80	0.88	22.1	19.7	19.5	17.5	27
601088.SS	中国神华	买入	5891	4831	29.62	1.87	2.11	2.75	2.84	15.8	14.0	10.8	10.4	8
601101.SS	昊华能源	买入	268	95	59.01	1.92	2.72	3.24	3.64	30.7	21.7	18.2	16.2	15
601699.SS	潞安环能	买入	732	732	63.59	2.99	3.51	3.90	5.01	21.3	18.1	16.3	12.7	24
000780.SZ	平庄能源	持有	153	153	15.10	0.62	0.65	0.76	0.80	24.4	23.3	19.8	18.8	19
000933.SZ	神火股份	持有	244	244	14.51	0.71	0.93	1.04	1.36	20.4	15.7	14.0	10.7	9
600546.SS	山煤国际	持有	224	54	29.80	1.01	1.30	1.70	2.00	29.5	23.0	17.5	14.9	24
601898.SS	中煤能源	持有	1283	872	9.68	0.52	0.64	0.80	0.78	18.6	15.1	12.1	12.4	26
600123.SZ	兰花科创	持有	223	223	39.11	2.30	2.79	3.52	4.39	17.0	14.0	11.1	8.9	15
002128.SZ	露天煤业	持有	277	277	20.90	1.10	0.94	1.19	1.54	19.0	22.2	17.6	13.6	24
601001.SS	大同煤业	持有	276	276	16.47	0.77	0.91	1.00	1.06	21.4	18.0	16.5	15.5	12
601666.SS	平煤股份	持有	323	323	13.69	0.78	0.85	0.90	0.99	17.5	16.2	15.2	13.9	11
600348.SS	国阳新能	持有	568	568	23.63	1.00	1.22	1.40	1.59	23.6	19.3	16.9	14.9	8
600403.SS	大有能源	未有评级	39	39	30.40	1.87	2.11	2.75	2.84	16.3	14.4	11.1	10.7	15
600971.SS	恒源煤电	未有评级	170	55	38.86	2.37	2.56	2.95	3.12	16.4	15.2	13.2	12.4	10
601918.SS	国投新集	未有评级	224	224	12.09	0.68	0.75	0.98	1.08	17.8	16.1	12.3	11.2	17
行业平均										21.6	18.1	15.4	13.6	16.7

资料来源：中银国际研究，万得资讯

不同经济周期，大盘 2,700 点附近，煤炭动态市盈率为 14-18 倍。

根据中银国际的盈利预测，我们把从 07 年以来在大盘 2,700 点附近（2,600-2,900 点）煤炭行业平均的估值水平进行了筛查，发现不管处于经济周期的何种位置，2,700 点附近煤炭行业动态市盈率基本在 14-18 倍的区间。只有在 09 年 6 月初大盘在 2,720 点附近时，煤炭股动态市盈率为 20 倍，但当时是在货币持续宽松政策及 4 万亿投资的利好刺激下，煤炭行业的景气度提升空间被打开，景气度预期处于上升阶段，而当时股市也处于绝对牛市中（见下图），煤炭板块所处的宏观环境比目前要好很多，不具有可比性。而如果未来宏观经济一旦比预想的要差，煤炭股下跌的空间会较大。

图表 2.历史煤炭动态市盈率与大盘点位比较

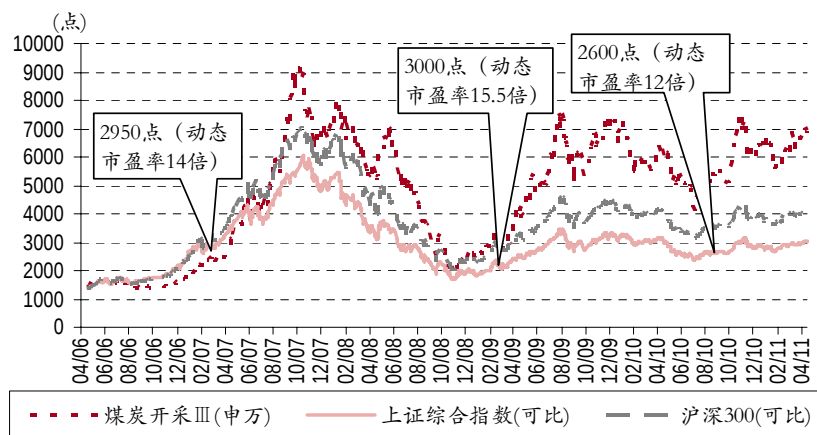


资料来源：中银国际研究预测，万得资讯

煤炭股趋势性行情启动时皆伴有低估值

与有色等行业不同,我们认为估值在煤炭板块的投资价值判断中显得比较重要。换句话说,煤炭板块对于估值是比较敏感的。纵观最近4年,我们认为煤炭出现趋势性牛市行情的机会只有3次,分别在07年上半年、09年上半年以及10年9月-11月。我们看到,在行情启动时通常都有低估值为前提,如07年3月沪综指2,950点的时候,当时煤炭07年动态市盈率14倍;09年3月大盘3,000点时,煤炭动态市盈率15.5倍;10年9月大盘2,600点时,煤炭11年动态市盈率12倍。

图表 3.煤炭板块与上证综指走势比较



资料来源：万得资讯

注：文字框所指为煤炭股趋势性牛市行情启动时点

图表 4.近 4 年煤炭板块牛市行情回顾

时间	对应煤炭板块动态市盈率	对应上证综指点位	行情启动原因
07 年 3 月-07 年 10 月	14 倍-40 倍	2,950-6,000 点	低估值、经济向好、资金面逐渐宽松
09 年 1 月-09 年 8 月	11 倍-24 倍	1,800-3,400 点	低估值、资金面逐渐宽松
10 年 9 月-11 月	12 倍-20 倍	2,600-3,100 点	低估值、千年极寒说使得煤价存超预期可能

资料来源：中银国际研究，万得资讯

我们认为，影响 3 季度煤炭行业的宏观环境是：

1. 3 季度由于通胀形式严峻、流动性依然比较宽松，货币紧缩政策不会放松。
2. 宏观经济将面临增速下滑，货币紧缩政策效果在 3 季度会更加明显。高耗能行业增速过快势头将得到抑制。煤炭需求放缓。
3. 控制通胀作为政府首要目标的背景下，在“稳定电煤价格作为今年价格调控的重点”影响下，政府正在利用各种方法加大煤炭供应，控制电煤价格。

我们认为不利因素相比 2 季度有所增加。在煤炭供需将得到明显改善、煤价上涨乏力、景气度见顶的预期情况下，目前煤炭板块 11 年市盈率 18 倍，我们认为并不便宜。或者说 2 季度煤价的超预期表现已经过度反映到目前的估值中，而惯性使然，市场依然对未来的煤价走势比较乐观。

个股选择上，我们认为有可能在 3 季度进行资产注入的个股会有更好的表现机会。外延式增长的个股依然会是市场追逐的热点，我们首推资产注入预期较强、业绩有可能超预期的冀中能源、潞安环能。另外，投资者可以关注近期可能有细则出台的“进一步内蒙古经济社会又快又好发展的政策措施”带来的发展机遇，包括内蒙本地的平庄能源、中国神华、露天煤业以及昊华能源（其在内蒙古的煤矿项目是未来公司的最大成长点，并可能在内蒙继续扩张）、兖州煤业（内蒙煤矿将是未来公司重要成长点，十二五规划在内蒙煤炭产能 4000 万吨）。

3 季度煤炭行业供需分析

供应方面：3 季度的煤炭供应将好于 2 季度

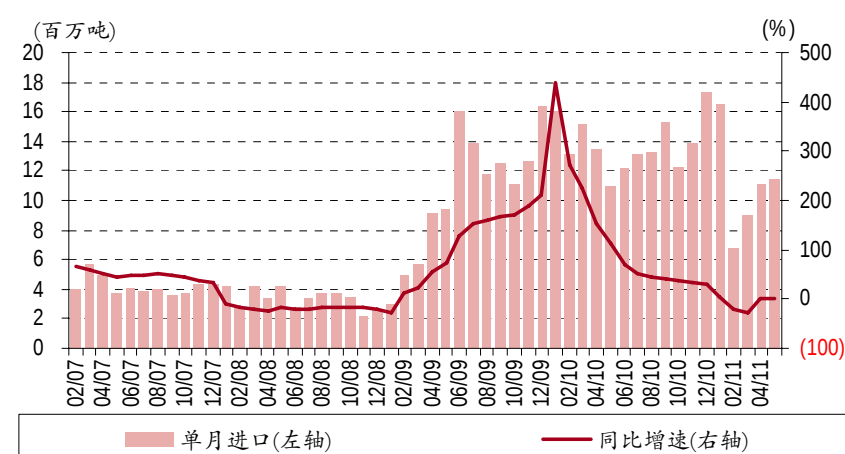
政府已经把稳定电煤价格将作为今年价格监管的重要内容，我们看到近期多种措施相继出台，主要围绕加大煤炭供应，清理不合理收费等。我们认为有效程度将大于之前单纯对重点合同电煤的行政性干预。

一、进口将继续加大

尽管 4 月以来煤炭进口逐月攀升，但仍不及去年同期水平。

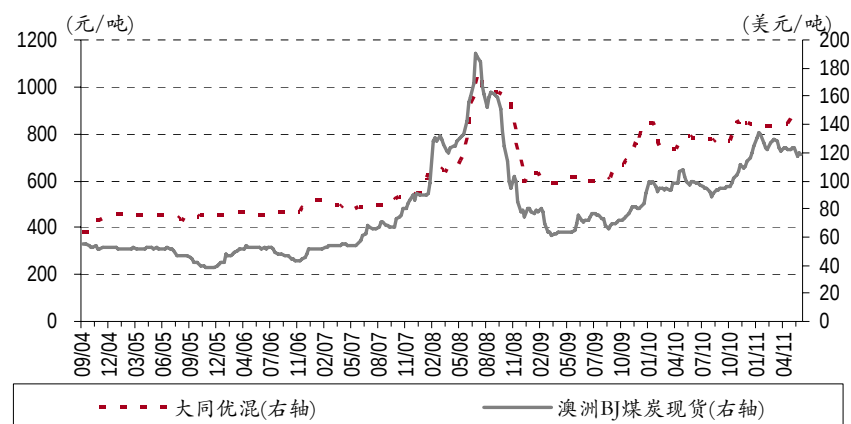
近年来由于国内煤价的高企以及国内煤炭运力的问题，09 年以来越来越多的沿海火电厂选择加大进口煤的采购量。但今年 1 月以来由于澳洲水灾的影响国际煤价出现了较大幅度的上涨，我国进口煤炭数量随即出现了明显下滑，1-4 月份，全国煤炭进口量 4,348 万吨，同比下降 24.0%。4 月以来随着国内煤价的攀升以及国际煤价的回落，进口出现了环比明显上升，4、5 月份煤炭进口环比分别上升 34%和 23%，但仍不及去年同期水平。

图表 5. 中国煤炭进口量及增速



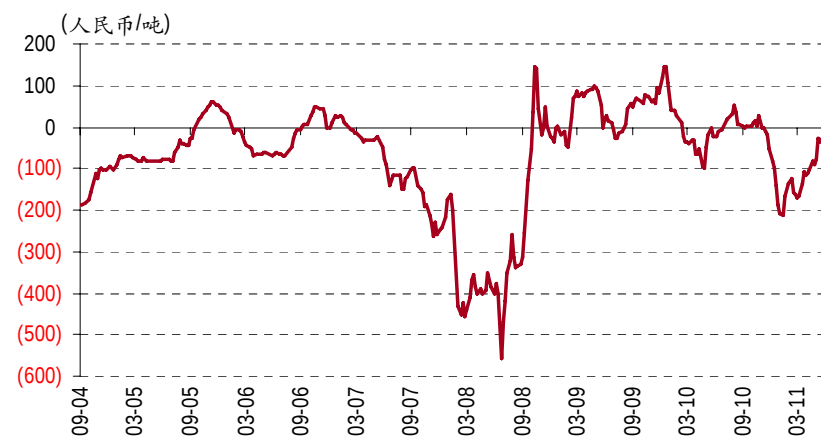
资料来源：中国煤炭资源网

图表 6. 澳洲纽卡斯尔 BJ 动力煤价格与秦皇岛大同优混价格



资料来源：中国煤炭资源网

图表 7. 大同优混与澳大利亚 BJ 动力煤（6000 大卡）价差



资料来源：中国煤炭资源网

注：价差=大同优混减去BJ 动力煤价格，并考虑了运费、汇率和税率。

进口煤的作用被低估

从港口煤炭来源的分布来看，内贸煤占 75%，其中约 50%是市场煤、50%是重点合同煤，外贸煤占 25%（主要是进口煤）。由于重点合同煤今年不许涨价且用户固定，因此真正流通交易的煤炭里面进口煤与市场动力煤各占一半，这一比例是很高的，进口锐减足以对价格有影响。我们看到今年 1-5 月，港口总调入量同比增长 14.6%，但由于进口锐减，内贸煤发运量同比大增 22.3%，而 3 月份内贸煤发运量 5742 万吨，创下历史新高。可见进口锐减对国内煤炭需求的大幅拉动。因此，我们认为上半年进口煤炭的锐减是造成煤价上涨的主要原因之一。

煤炭进口提升空间较大，进口增值税下调将增加煤炭有效供给

目前电荒问题已经引起高层的关注，特别是入夏后电力紧张的问题将更加严峻，在上调电价后，发改委预计将着手通过鼓励进口加大供应、清理煤炭收费、取缔限制煤炭出省等手段来限制国内煤价，以防止煤电的轮番上涨以及其对通胀的助推。我们认为如果降低进口增值税和港口费用，将对缓和东南沿海煤炭需求，平抑国内煤价起到积极作用。目前进口煤占沿海地区煤炭消费的 25%，对满足东南沿海地区煤炭需求起到重要作用。截止到 6 月中旬，澳洲 6,000 大卡动力煤价格比秦皇岛 6,000 大卡的煤炭价格只高出 24 元/吨，如果降低增值税和港口费用，国际煤价有可能比国内煤价低廉，进口量的继续回升可能会比较显著，而印尼的廉价煤的优势或将更明显（这正是亏损边缘的火电企业最需要的），东南沿海是进口煤的主要消费地，也是对国内价格有重要指导意义的地区，如果它们的需求不断被进口煤满足，对国内煤需求将下降。保守计算，如果煤炭月均进口量恢复到 10 年的平均水平（月均 1,358 万吨），则意味着在 5 月进口量（1,140 万吨）的基础上增长 22%，且因为国际煤价可能的下跌，下半年进口的提升空间会更大。而且我们认为扩大供应平抑煤价比行政干预的效果要有效的多。

二、下半年国际电煤价格有可能继续下跌，促进出口

目前澳洲洪灾的影响并没有完全消除，供应的恢复仍在进行中，而日本的核电已经基本恢复生产，缓解了对火力发电的需求，煤炭使用量预计将减少。日本灾后重建目前正在进行前期准备工作，大规模建设预计要等到明年。因此我们预计 BJ 动力煤价格下半年有可能继续下跌。这也将更有利于中国加大进口。

三、在建矿井加快投产

近日，为了扩大煤炭供应，稳定煤价，有关部门已经拟定 5 条措施，加快矿井建设等增加煤炭供应，相关文件正陆续下发。

5 条措施包括：尽快组织已经投入联合试运行的煤矿投产；抓紧组织已形成生产能力的煤矿项目联合试运行，在确保安全的前提下，增加煤炭供应；加快推进煤矿企业兼并重组，抓紧煤矿的技术改造和验收工作；加快整顿关停煤炭企业，及时恢复生产。

通过调研我们了解到像山西、河南整合矿井复产进度慢很重要的原因是审批较慢,目前整合矿井的产量释放很大程度上取决于政府是否给你相应的“通行证”,我们认为如果上述措施得到地方政府的贯彻执行,这部分煤炭供应的释放会更快。

另据中国煤炭资源网,山西省政府近期表示会加快在建煤矿建设,7月底前将有3个千万吨级的煤矿投产。据《煤炭工业年鉴》,截至2009年全国千万吨级的煤矿只有20余个,如此超大型煤矿的集中投产是比较少见的,预计将有效增加煤炭供应。

四、下半年煤炭运力有所增加

不可否认4月份大秦线的检修影响了港口的煤炭供应,助推了整个4月份北方主要港口煤价的非正常上涨。而3季度这种因素将削弱(下半年大秦线检修通常安排在9月底或10月初,且检修时间较上半年短)。下半年煤炭铁路运力将有所增加,包括今年4月28日张家口至集宁的铁路通车,张集铁路全长178公里,是我国正在建设的西部能源输送大通道京兰大通道的重要组成部分,将有效增加内蒙古煤炭外运能力;6月底到年底京沪高铁、京石客运专线、津秦客运专线等也将陆续建成通车,这将分流出货运能力,提升煤炭运力(煤炭占货运量比例近50%)。近年来港口建设较多导致今年运力释放较快,1-5月港口煤炭运力增长30%,增幅远大于近年来平均10%-20%的水平。

五、内蒙煤炭资源整合对产量影响较小

内蒙古的小煤矿不多,高瓦斯矿井不多,煤矿安全性比山西强很多,我们认为内蒙古煤炭资源整合不会像山西煤矿那样全面关停,整合期间对产量的影响较小,整合更多的将是经营主体的变更。

此外,从6月1日开始的全区煤炭行业管理和安全生产检查预计月底结束,未来将面临产量释放。

需求方面：3 季度煤炭需求增速将小于 2 季度

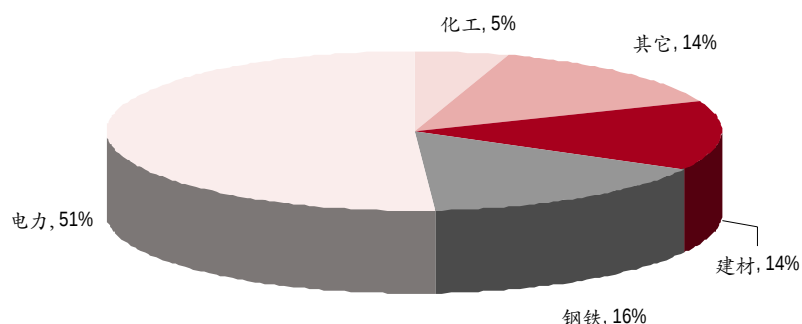
为降低通胀水平，下半年经济增速放缓已经成为某种事实。我们认为，货币紧缩政策将继续抑制煤炭下游需求增速，其效果在下半年将更为明显。其次，电荒发生后，特别是电价上调，国家对高耗能产业的快速发展抑制态度比较明显。夏季用电高峰即将来临，如何避免进一步的用电紧张，已经引起国家的高度关注，对高耗能行业的抑制或不可避免。我们认为 2 季度以高耗能行业为代表的煤炭下游需求的势头将在 3 季度放缓，如果说 2 季度供应短缺、需求旺盛支撑了煤价的走强，那么 3 季度供应的加大、需求的放缓将为持续高烧的煤价降温。

部分煤炭下游行业 3 季度进入需求淡季

3 季度是钢铁、水泥的传统淡季，随着高温雨水的增多，施工将减少，其对煤炭的需求将小于 2 季度。以尿素为主的化肥行业对于煤炭的需求由于春季主要施肥期的结束 3 季度也会少于 2 季度。以上行业占煤炭需求的 35%，也就是说 35% 的煤炭需求在 3 季度相比 2 季度有可能减少。

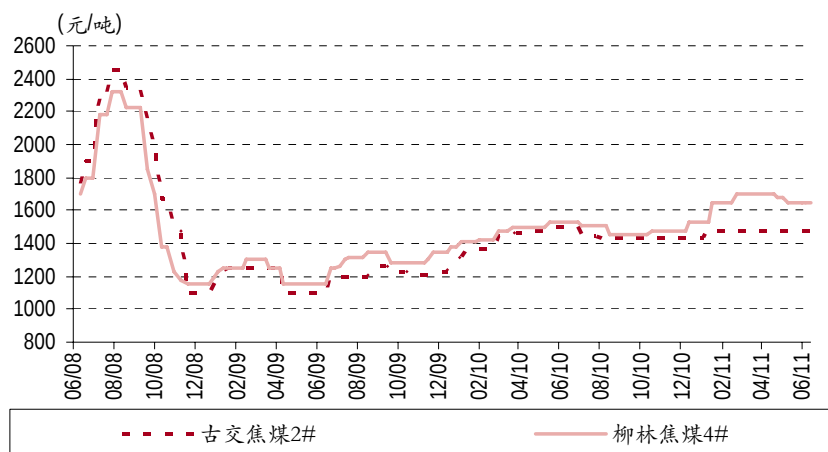
由于钢铁需求情况并不理想（货币紧缩政策持续、钢铁下游需求放缓）且 3 季度转为淡季，钢材价格有下滑的趋势，对焦煤价格的支撑并不明显。建议关注下半年保障房等大规模建设进度及“稀缺煤种保护性开发办法”出台对未来焦煤价格的影响及对焦煤股的利好。

图表 8. 煤炭下游需求行业占比分布



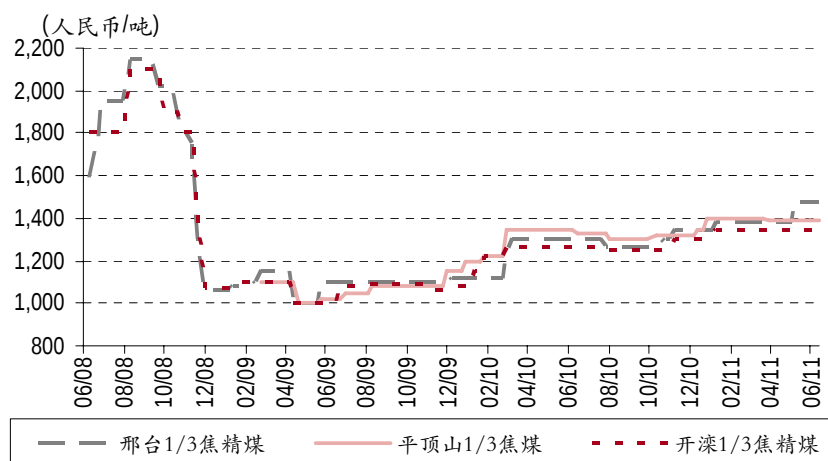
资料来源：中国煤炭资源网

图表 9. 冶金煤车板价格（山西）



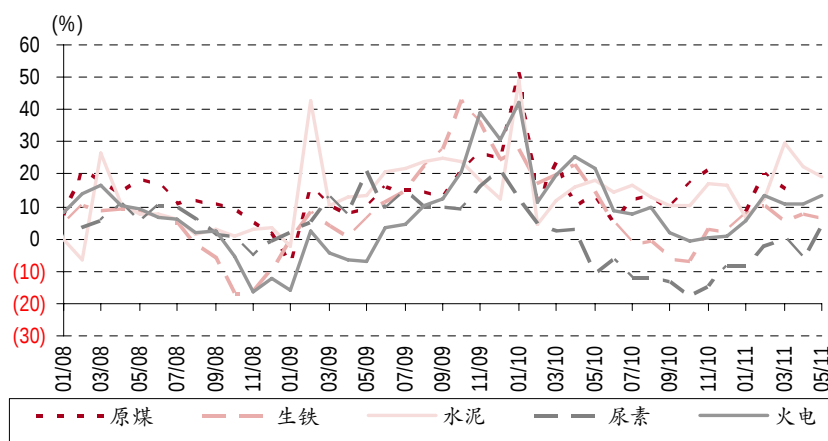
资料来源：中国煤炭资源网

图表 10. 冶金煤车板价（其它）



资料来源：中国煤炭资源网

图表 11. 煤炭及下游需求行业产量增速

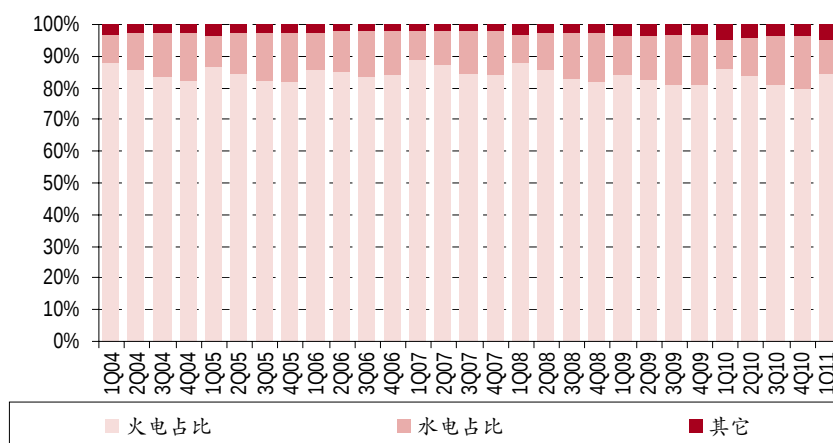


资料来源：万得资讯

尽管 3 季度是用电旺季，但由于水利发电占比提升以及部分需求行业进入淡季，通常 3 季度煤价低于 2 季度或持平

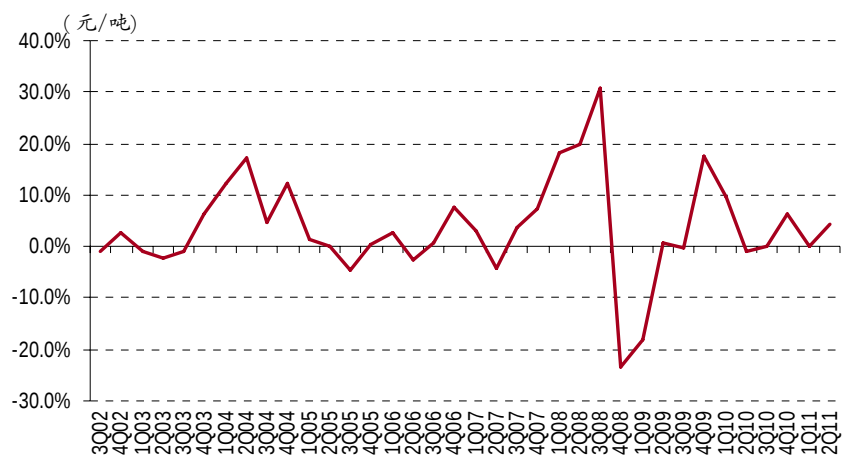
历史上 3 季度是水利发电的旺季，我们看到从 2001 年以来，3 季度火力发电占总发电量比例环比降幅在 2-3 个百分点，而水利发电则提升 2-3 个百分点。今年 4、5 月由于干旱，水利发电量表现不好，在 4、5 月总发电量同比增长 12% 和 12% 的情况下，水力发电量分别同比增长 8% 和减少 3%，水利发电占比较去年低。随着近期全国大范围降水，预计 3 季度水利发电占比会有比较明显的提升。此外，上面论述的部分需求行业下游 3 季度需求小于 2 季度。以上大概能解释为什么 3 季度是用电旺季但电煤价格大多数情况比 2 季度却有下降。我们看到秦皇岛煤价从 02 年以来的 9 年里排除 08 年奥运小煤矿关停情况比较特殊，只有 04 和 07 年有小幅上涨，其余 6 年 3 季度环比 2 季度价格皆有小幅微跌。，而今年 3 季度供需关系预计会改善，因此我们对 3 季度煤价比较谨慎。

图表 12. 火力、水利发电量季度占比



资料来源：万得资讯

图表 13. 秦皇岛煤价季度价格环比涨幅



资料来源：中国煤炭资源网

在上述供需分析中，我们看到相比于 2 季度，3 季度煤炭供应增长力度在加大，而需求有可能下滑，煤价继续上涨的空间并不大，毕竟 2 季度因为电荒、水力发电少、进口减少、高耗能行业过热、电厂补库存并加大库存储备、煤价追涨电价、大秦线检修、对出省煤炭限制、媒体铺天盖地报道“电荒”“煤荒”下市场恐慌心理等诸多对煤价利好原因透支了一部分 3 季度的煤价上涨。

煤炭行业半年报业绩前瞻

成本涨幅有超预期可能，利润率下滑，整体业绩基本符合预期

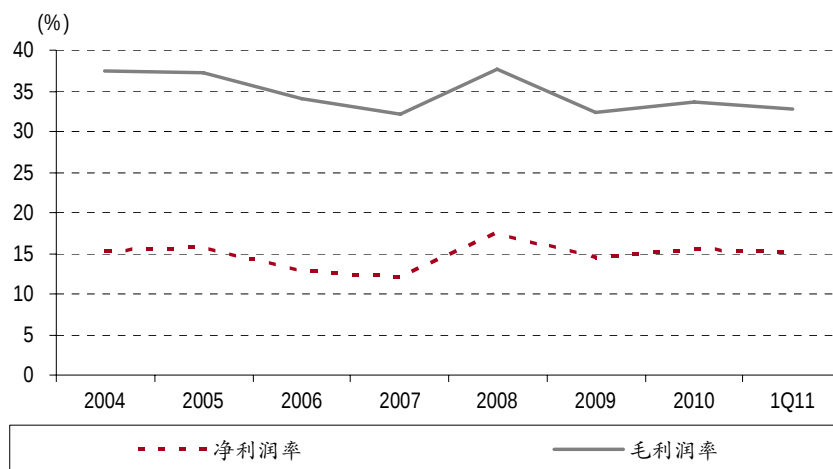
11 年上半年预计秦皇岛煤价同比增长 8.5%。但今年煤炭企业生产成本的增长也很明显，如占成本 30%左右的工资的涨幅预计至少 10%、以及安全性支出、原材料，涨幅预计高于 2010 年。我们判断，成本涨幅有超预期的可能。而大多数煤炭公司拥有合同煤，其涨幅将小于秦皇岛煤价涨幅，因此我们认为尽管上半年煤价表现较好，但总体利润率可能依然会有小幅下滑。

近年来煤价翻倍，但利润率表现不佳

我们看到尽管煤价从 04 年以来翻倍上涨，但煤炭企业盈利情况的情况却不乐观，毛利率甚至有下降的趋势。原因就在于近年来煤炭企业各项成本的支出也很大，工资涨幅、税费涨幅、政策性收费、安全性支出（包括大幅提高吨煤安全费、安全技术设备升级）等，而且这种趋势未来并没有减退的迹象。以 10 年为例，秦皇岛煤价大涨 25%，而煤炭行业平均毛利率仅从 32%提高到 34%，净利率从 15%仅提高到 16%。我们看到近年煤炭板块净利润增长率方面也不及沪深 300。

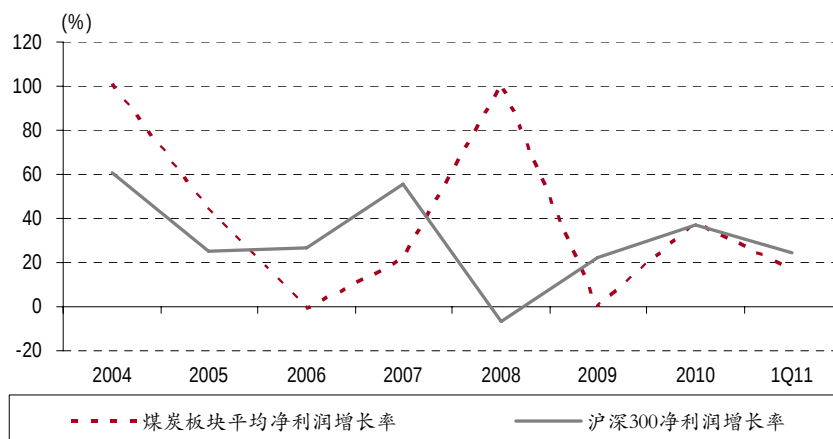
此外，我们认为目前的煤价走势仍没有超出我们对煤价全年的预期（我们预计 11 年秦皇岛山西优混煤价上涨 10%，11 年上半年预计同比上涨 8.5%），且下半年经济走势具有较大不确定性，总体行业来讲，大幅上调盈利预测的可能性较小。

图表 14.煤炭上市公司平均毛利润率、净利润率



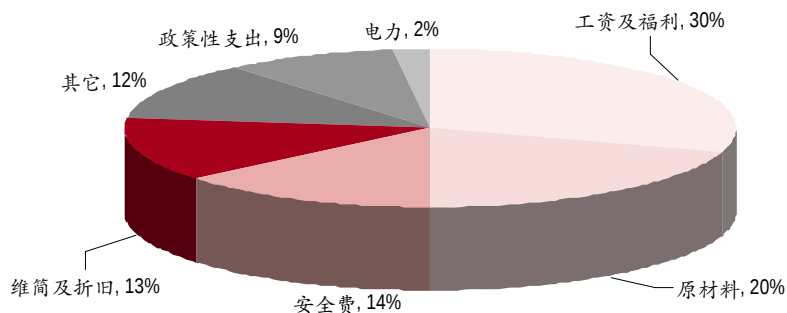
资料来源: 万得资讯

图表 15.煤炭板块与沪深 300 净利润增长率



资料来源: 万得资讯

图表 16.煤炭企业生产成本大致构成



资料来源: 中银国际研究, 公司数据

风险

货币紧缩政策放松；经济增速放缓好于预期。

欧美经济复苏好于预期，国际大宗商品价格上涨。

高温、极端天气带动电煤需求超预期。

政府稳定煤价措施落实不到位。

由于估值不算便宜，一旦经济低于预期煤炭股有较大下行空间。

我们认为决定3季度的煤炭行业走势的不确定性较2季度大。包括宏观经济放缓的程度、货币政策的微妙变化、煤炭供应(很大程度上决定于政府的态度是否坚决)、煤炭需求(政府对高耗能行业的抑制程度、天气因素、水利发电情况等)。我们建议投资者根据实际情况动态做出调整。

研究报告中所提及的有关上市公司

冀中能源 (000937.SZ/人民币 26.15, 买入)
潞安环能 (601699.SS/人民币 63.59, 买入)
盘江股份 (600395.SS/人民币 33.51, 买入)
西山煤电 (000983.SZ/人民币 24.02, 买入)
兰花科创 (600123.SS/人民币 39.11, 买入)
国阳新能 (600348.SS/人民币 23.63, 买入)
昊华能源 (601101.SS/人民币 59.01, 买入)
兖州煤业 (600188.SS/人民币 34.41, 买入)
中国神华 (601088.SS/人民币 29.62, 买入)
开滦股份 (600997.SS/人民币 15.49, 持有)
神火股份 (000933.SS/人民币 14.51, 持有)
平庄能源 (000780.SZ/人民币 15.01, 持有)
露天煤业 (002128.SZ/人民币 20.90, 持有)
山煤国际 (600546.SS/人民币 29.80, 持有)
大同煤业 (601001.SS/人民币 16.47, 持有)
平煤股份 (601666.SS/人民币 13.69, 持有)
中煤能源 (601898.SS/人民币 9.68, 持有)
大有能源 (600403.SS/人民币 30.40, 未有评级)
国投新集 (601918.SS/人民币 12.09, 未有评级)
恒源煤电 (600971.SS/人民币 38.86, 未有评级)

以2011年6月23日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371