

煤炭行业

跨越周期，顺势而为

——2011 年煤炭行业下半年投资策略

2011 年 06 月 30 日

行业研究/行业策略

看好

维持

相关研究：

内外环境继续支撑煤炭行业——2011 年
二季度投资策略 1103

需求向好，注入题材精彩不断——2011
年投资策略 1112

需求预期向好提升估值空间——2010 四
季度投资策略

经济转型与变革期的煤炭行业——2010
下半年投资策略

政策至需求，华丽的转身——2010 煤炭行
业投资策略 091212

一年中煤炭需求绽放的季节——09 年四
季度投资策略 090930

政策护航，期待整合更大进展——09 下半
年投资策略 090620

分析师

张红兵

执业证书编号：S0760209090157

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孙涛 0351-8686884

suntao@sxzq.com

孟军 010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市海淀区大柳树路富海大厦 808

电话：0351-8686986

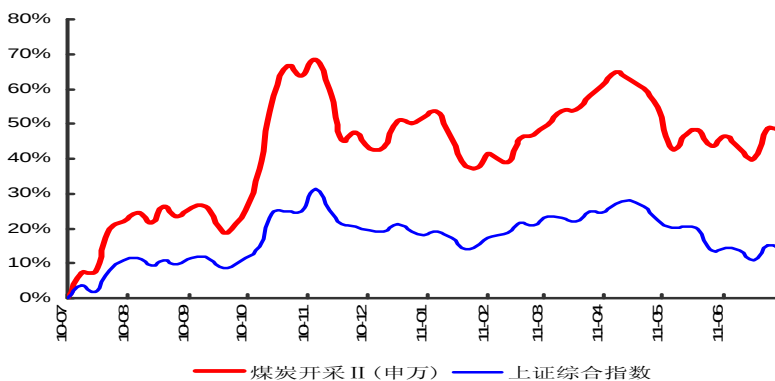
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **煤炭行业大幅跑赢大盘须具备三方面因素。**我们统计了从 2007 年以来煤炭行业大幅跑赢大盘的四个时间段，发现煤炭行业表现较好的时间段是通胀上行周期，且具备如下特征：一是行业基本面预期向好；二是流动性较为宽裕；三是美元指数走低，大宗商品价格持续走高，只有同时具备这三个特征煤炭行业的表现才会比较可观。
- **煤炭行业波动性减弱，趋于平稳。**煤炭价格波动区间减小，以及政府整合政策延续了煤炭行业的景气周期，未来几年煤炭行业的盈利增速趋于平稳；目前平稳增长的特性使下半年煤炭行业盈利增长下调的概率较低，业绩超预期概率较大，这也支撑了煤炭行业的估值水平。
- **煤炭需求依然可期。**上半年在紧缩性的货币政策一直在延续、较大面积的电荒、去年上半年的基数较高、上半年保障性住房建设开工率较低、铁路投资受到一定程度的修正等不利的情况下，煤炭下游依旧实现了较高的增速，1-5 月份粗钢增速 8.54%，火电增速 11.13%，水泥增速 19.34%，下半年我们认为在宏观经济软着陆概率较大的情况下，在保障性住房提速、日本进口增加等背景下，煤炭需求依然可期。
- **投资策略：**目前整个煤炭行业的估值在 17 倍左右，具备估值优势，且业绩向下修正的概率较小，超预期的概率较大，综合分析我们还是看好下半年煤炭行业的表现，估值提升空间看下半年各因素的催化，如政策的转向、流动性的宽裕等。选股我们遵循优质煤种、低估值、资产注入预期三条主线，我们建议关注：潞安环能、煤气化、冀中能源、昊华能源、兰花科创、神火股份、中国神华。

一年煤炭股和大盘走势比较



目 录

一. 总结历史, 窥探未来	5
1.1 区间 CPI 及 PPI 变化情况	6
1.2 区间流动性较为宽松	7
1.3 美元指数走低, 大宗商品价格走高	8
1.4 所处宏观经济环境	9
二. 煤炭行业盈利波动性减弱, 趋于平稳	10
2.1 煤炭行业利润稳定性增长	10
2.2 煤炭行业利润下调预期比较小	12
2.3 煤炭价格波动性减小	13
2.4 政策延续煤炭景气周期	14
三. 宏观经济软着落, 需求依然可期	15
3.1 宏观经济软着落	15
3.2 需求不会突然中止	16
3.3 日本灾后重建拉动下半年煤炭需求	17
3.3 大宗商品价格走势	18
3.5 煤炭价格走势	19
四. 2011 年下半年投资策略	20
4.1 煤炭股历年走势	20
4.2 上半年煤炭股表现强劲	20
4.3 估值水平还有提升空间	22
4.4 投资建议	24
4.5 主要上市公司盈利预测表	25
五. 风险因素:	26

图目录

图 1: 煤炭价格与 CPI 比较	6
图 2: 银行间拆借利率.....	8
图 3: M1 及 M2 增速	8
图 4: 美元及大宗商品价格.....	8
图 5: 煤炭价格走势	8
图 6: 2007.7-10 月美元及原油走势.....	9
图 7: 2009.01-07 月美元及原油走势.....	9
图 8: 2010.10-11 月美元及原油走势.....	9
图 9: 2011.02-04 月美元及原油走势.....	9
图 10: 当季 GDP 增速	9
图 11: 工业增加值增速	9
图 12: 煤炭企业综合实力增强	10
图 13: 煤炭行业收入及成本变化.....	11
图 14: 煤炭行业毛利率变化	11
图 15: 煤炭行业收入及利润变化.....	11
图 16: 利润率变化	11
图 17: 各行业 2-4 季度利润变化及一季度利润变化	12
图 18: 坑口价格走势.....	13
图 19: 港口价格走势	13
图 20: 固定资产投资增速.....	16
图 21: 中央和地方项目投资增速	16
图 22: 房地产开发投资增速.....	16
图 23: M1 及 M2 增速	16
图 24: 火电发电量及增速.....	17
图 25: 水泥产量及增速	17
图 26: 粗钢产量及增速.....	17
图 27: 钢铁库存变化	17
图 28: 日本煤炭进口显著下滑.....	18
图 29: 日本工业生产指数	18
图 30: 油价与煤价.....	19
图 31: 铜及铝走势图	19
图 32: 煤炭合同价与市场价比较	19
图 33: 2000—2005 煤炭股走势	20
图 34: 2006—2011 煤炭股走势	20
图 35: 上半年公司涨幅比较	22
图 36: 市盈率比较	23
图 37: 中国神华 A-H 比及均值.....	23
图 38: 兖州煤业 A-H 比及均值.....	23
图 39: 中煤能源 A-H 比及均值.....	24

图 40: 香港恒生 A-H 溢价指数.....	24
图 41: 市盈率相对 A 股估值比较.....	24
图 42: 市净率相对 A 股估值比较.....	24
图 43: 煤炭股投资逻辑	24

表目录

表 1: 统计区间各指数涨幅对比.....	5
表 2: 统计区间内各指数最高涨幅对比.....	6
表 3: 四个区间内存款准备金率调整情况.....	8
表 4: 历年煤炭价格上涨时间.....	13
表 5: 各地区煤炭整合情况.....	14
表 6: 年初以来各行业涨幅比较.....	21
表 7: 主要上市公司盈利预测表.....	25

今年上半年煤炭行业总体表现比较好，跑赢大盘，符合我们在 2011 年投资策略报告中的观点，在 2011 年策略报告中我们优先选择的煤种是焦煤子行业，我们的观点得到市场验证，接下来动力煤龙头和几个焦炭股都表现比较好，焦炭的良好表现超出了我们的预期。4 月中旬大盘开始调整，煤炭股也不例外，随后的周报中我们认为投资者应把目光从煤价还能涨多少转移到煤价已涨了多少，我们认为无烟煤的安全边际更好，这一观点也得到市场验证，这一段时间确实是无烟煤的股票表现相对更优异，且在这轮调整中煤炭股依然是跑赢大盘的。

最近我们也在反思为什么本轮调整煤炭行业依然能跑赢大盘（2007 年以来大盘调整煤炭板块基本是跑输大盘），我想有以下几个方面的原因：一、煤炭行业的资源属性；二、煤炭行业的稳定增长；三、煤炭的价格一直呈现上涨趋势；四是政策延续了煤炭行业的景气周期。展望下半年，我们依旧维持之前的策略观点，煤炭行业依然能跑赢大盘，值得关注。

一. 总结历史，窥探未来

我们试图从 2007 年以来煤炭股几次大幅跑赢大盘的阶段来总结当时的宏观、行业状况，试图从中寻找一些共性，2007 年以来跑赢大盘的时间点是：2007.7-2007.10、2009.01-2009.07、2010.10-2010.11、2011.02-2011.04。在这四个阶段中，煤炭开采板块的上涨幅度明显高于上证综指或沪深 300 同期的涨幅，且整个板块的上涨具有一定的持续性，在这四个阶段中，上涨期持续最长的为 8 个月，时间最短的也有 2 个月。显现出，行情一旦来临，投资煤炭股将是一个不错的选择，况且如果时机把握准确，投资者将得到更好的回报。

表 1：统计区间各指数涨幅对比

	煤炭开采 II (申万)	上证综合指数	沪深 300	相对涨幅	
				相对上证综指	相对沪深 300
07.07-07.10	85.6%	55.2%	51.4%	30.4%	34.2%
09.01-09.07	195.3%	81.4%	98.3%	113.9%	97.0%
10.10-10.11	4.1%	3.0%	3.0%	1.1%	1.1%
11.02-11.04	9.5%	4.0%	3.8%	5.5%	5.8%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：统计区间内各指数最高涨幅对比

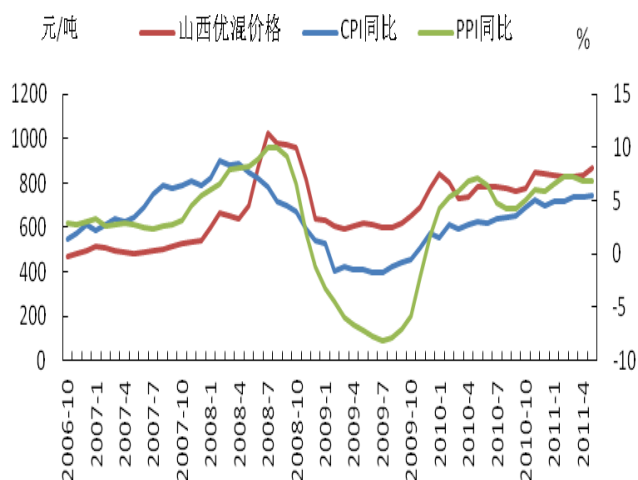
	煤炭开采 II (申万)	上证综合指数	沪深 300	相对涨幅	
				相对上证综指	相对沪深 300
07.07-07.10	122.3%	68.5%	66.1%	53.8%	56.2%
09.01-09.07	208.6%	84.5%	100.2%	124.1%	108.4%
10.10-10.11	26.9%	15.4%	16.6%	11.5%	10.3%
11.02-11.04	23.2%	15.7%	16.6%	7.5%	6.6%

数据来源：wind，山西证券研究所

1.1 区间CPI及PPI变化情况

从煤炭价格与 CPI 和 PPI 的走势对比图我们不难发现，CPI 和 PPI 与煤炭价格具有很强的相关性，CPI 和 PPI 上涨伴随着各商品价格的上涨，这四次煤炭开采板块的相对涨幅都较可观，我们观察同期的 CPI 和 PPI 数据可以看出，这几个时期要么发生在 CPI 和 PPI 同步上涨且为达到高点之前，要么发生在 CPI 和 PPI 在一个相对低的位置缓慢升高的阶段。

图 1：煤炭价格与 CPI 比较



数据来源：wind，山西证券研究所

第一阶段（2007 年 7 月至 10 月），7 月 CPI 同比数据已超过 5.6%，10 月达到 6.5%，整个阶段 CPI 处于上升阶段，在其后的 5 个月 CPI 才达到顶点 8.5%；与此同时，PPI 数据并没有大幅上升，整个阶段维持在 3% 左右，其后数据一路攀升，10 个月后超过 10%。

第二阶段（2009 年 1 月至 7 月），CPI 数据已经经历了将近半年的下滑，整个阶段除 2 月的 CPI 为正 1% 外，其余月份均为负值，且环比仍呈

下降趋势，直到 7 月份 CPI 开始回升，此后逐步步入上升通道；而 PPI 经历大幅下降阶段，仅仅用了五个月左右的时间，PPI 就从 10.06% 下降到 09 年 1 月的 -3.3%，从环比数据来看，自 09 年 4 月，环比才开始回升，然而，在 09 年 7 月同比数据仍未转正，达到 -8.2%，直到五个月后数据才开始转正，以后逐步回升。

第三阶段（2010 年 10 月至 11 月），CPI 虽在 11 月达到年内最高值，为 5.1%，但环比仍呈上升态势；PPI 达到年内较高位置，且没有下降的迹象；

第四阶段（2011 年 2 月至 4 月），CPI 由年初的 4.9% 上升到 4 月 5.3%；此阶段，PPI 的数据也一直维持在高位。

第三阶段和第四阶段持续时间较短，两阶段间隔时间也较段，我们可以从整体上看此区间 CPI 和 PPI 的变化情况，CPI 同比从 10 年 10 月的 4.4% 上升到 11 年 4 月的 5.3%；PPI 同比从 10 年 10 月的 5.04% 上升到 11 年 4 月的 6.82%。

综上所述，我们认为煤炭板块的大涨总是处在温和通胀持续一段时间且通胀未见顶之前或紧缩即将见底之时。

1.2 区间流动性较为宽松

自 2007 年初到 2011 年 6 月，央行调整存款准备金率（大型存款类金融机构）共计 30 次，其中向上调整 27 次，向下调整 3 次。在我们的四个统计阶段内，调整次数共计 8 次，均为向上调整。我们按向上和向下调整方向把 07 年初到 11 年 6 月调整时间划分为 3 个大的阶段：

第一阶段，2007 年 1 月至 2008 年 6 月，此间存款准备金率由调整前 9% 上升到 17.5%；

第二阶段，2008 年 10 月至 12 月，此间存款准备金率由调整前 17.5% 下降到 15.5%；

第三阶段，2010 年 1 月至今，此间存款准备金率由调整前的 15.5% 上升到目前 21.5%。

而对比煤炭开采板块四个涨幅较大的阶段，我们看出：

第一次发生在存款准备金率上调中期；

第二次发生在存款准备金率下调之后；

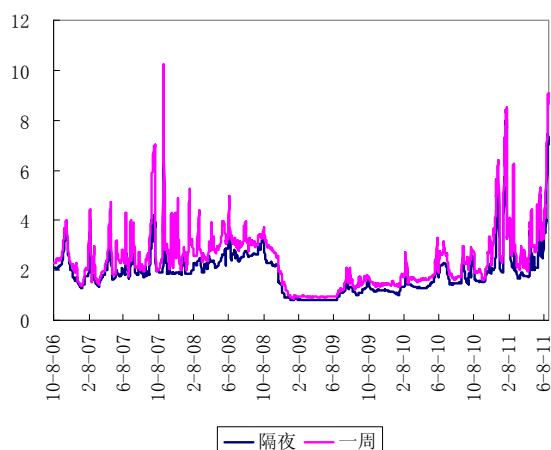
第三次、第四次由于共处一轮调整周期，我们认为目前紧缩调整政策虽未出尽，但也接近尾声，因此，这两个阶段发生在存款准备金率调整的中后期阶段。

表 3：四个区间内存款准备金率调整情况

	调整次数	调整方向	备注
07.07-07.10	3	上调	8 月 15 日上调 0.5%，9 月 25 日上调 0.5%，10 月 25 日上调 0.5%，由 11.5%提升为 13%
09.01-09.07	0	上调	无
10.10-10.11	2	上调	11 月 16 日上调 0.5%，11 月 29 日上调 0.5%，由 17%提升为 18%
11.02-11.04	3	上调	2 月 24 日上调 0.5%，3 月 25 日上调 0.5%，4 月 21 日上调 0.5%，由 19%提升为 20.5%

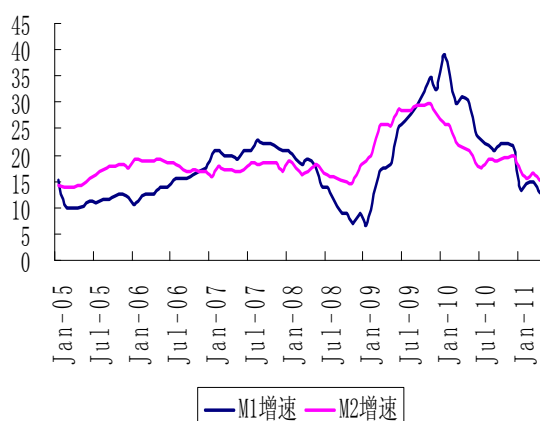
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：银行间拆借利率



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：M1 及 M2 增速



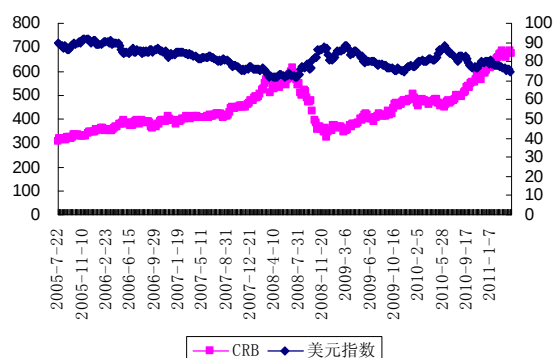
数据来源：wind，山西证券研究所

可以看出这四个阶段银行间拆借利率都比较高，且 M1 增速都处于上行阶段，利率和存款准备金率都处于上行阶段。

1.3 美元指数走低，大宗商品价格走高

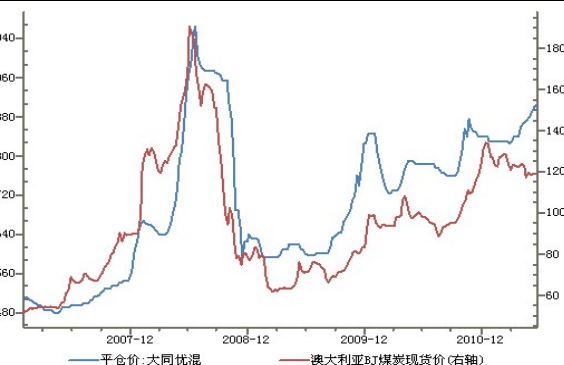
这四个阶段美元指数都持续走低，以石油为代表的大宗商品价格都持续走高。

图 4：美元及大宗商品价格



数据来源：wind，山西证券研究所

图 5：煤炭价格走势



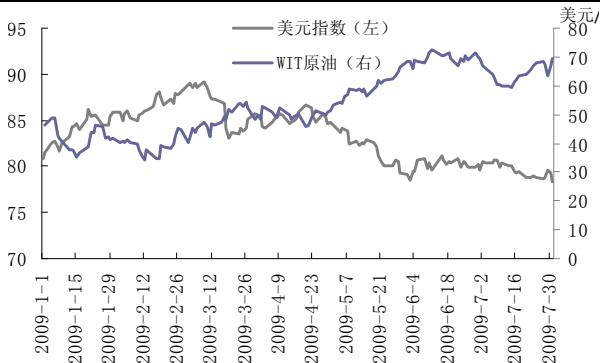
数据来源：wind，山西证券研究所

图 6: 2007.7-10 月美元及原油走势



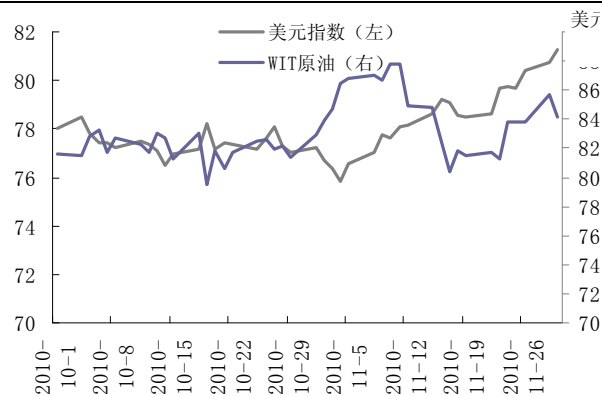
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 7: 2009.01-07 月美元及原油走势



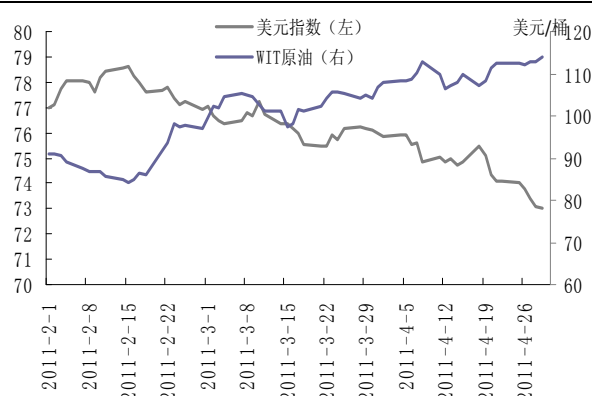
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 8: 2010.10-11 月美元及原油走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

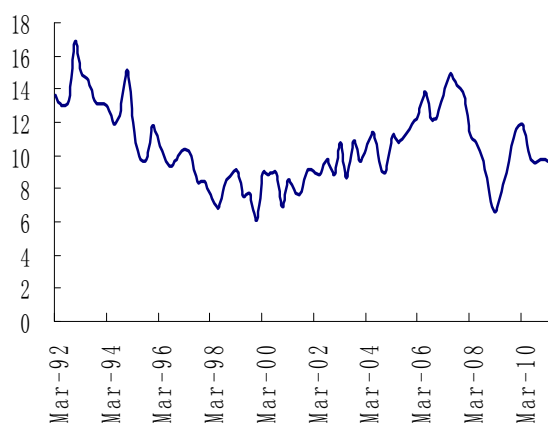
图 9: 2011.02-04 月美元及原油走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

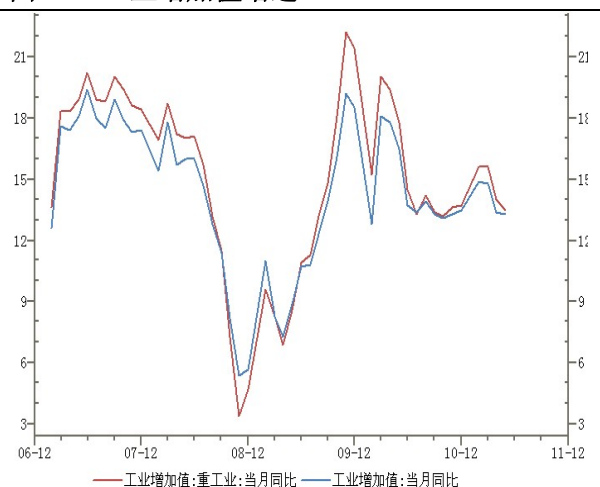
1.4 所处宏观经济环境

图 10: 当季 GDP 增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 11: 工业增加值增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

第一阶段（2007 年 7 月至 10 月），经济处于过热阶段，GDP 达到峰值；

第二阶段（2009 年 1 月至 7 月），经济处于复苏阶段，GDP 增速逐渐加快；

第三阶段（2010 年 10 月至 11 月），经济处于调整期，节能减排进入尾声；

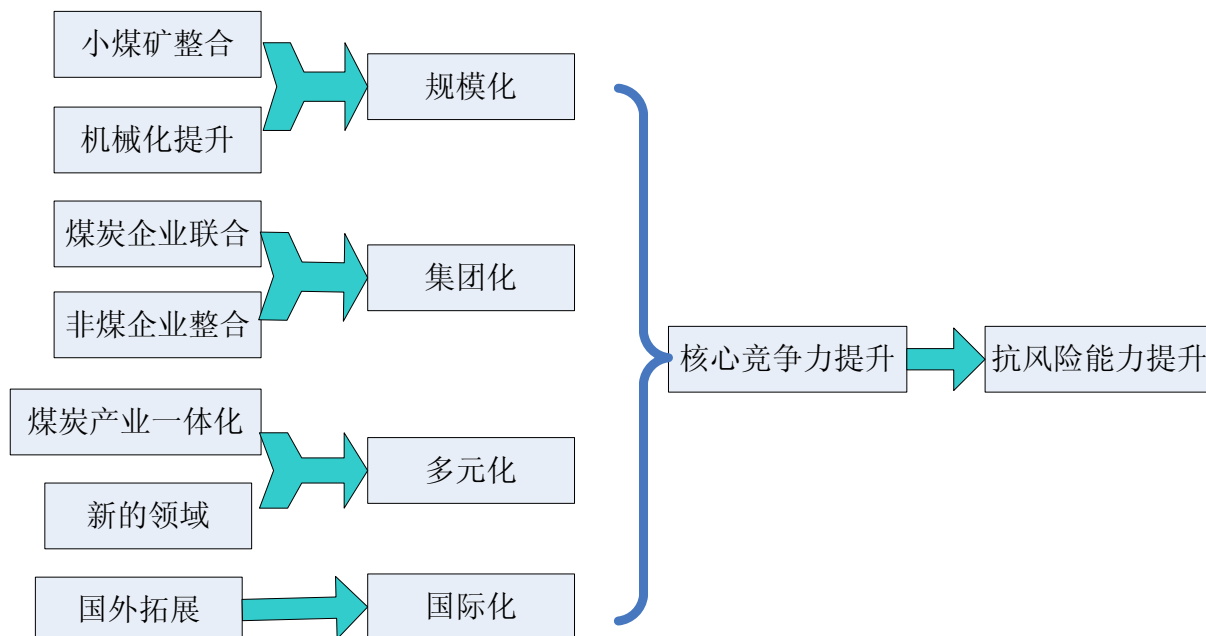
第四阶段（2011 年 2 月至 4 月），经济增速下行，但高耗能行业增速加快。且这四个阶段工业增加值都处于加快阶段。

经过我们的分析，煤炭行业表现较好的时间段是通胀上行周期，且具备如下特征：一是行业基本面预期向好；二是流动性较为宽裕；三是美元指数走低，大宗商品价格持续走高。只有同时具备这三个特征煤炭行业的表现才会比较可观。

二. 煤炭行业盈利波动性减弱，趋于平稳

2.1 煤炭行业利润稳定性增长

图 12：煤炭企业综合实力增强



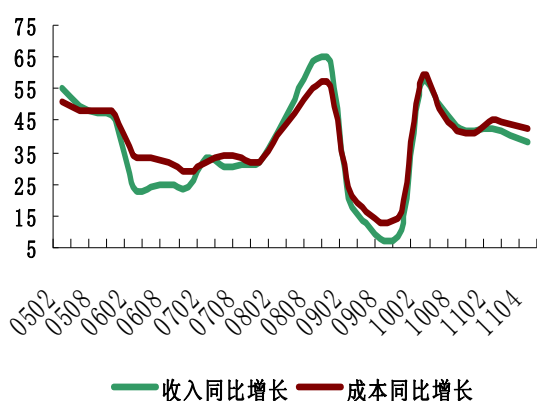
资料来源：山西证券研究所

经过了近十年的高速成长，煤炭行业进入了一个稳定增长时期，我们在之前的报告中多次强调在“十二五”之间，虽然有经济结构调整、节能减排的压力，但煤炭行业的利润增速仍能维持在每年 15-20%左右的增速。

且煤炭行业的抗风险能力在不断增强，煤炭企业正在向规模化、集团化、多元化、国际化转变，煤炭行业的周期性正在被弱化。

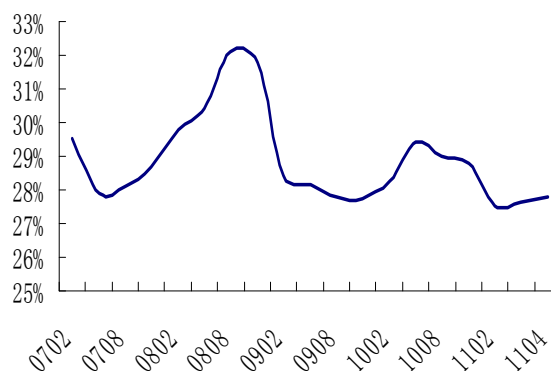
上半年煤炭行业收入增速 38.31%，虽有成本上升的压力，毛利的下滑，但煤炭行业利润增速依然达到了 35.15%，且煤炭行业的毛利率还是稳步向上，二季度有望继续改善。煤炭行业的销售利润率及成本费用利润率都有所改善。

图 13: 煤炭行业收入及成本变化



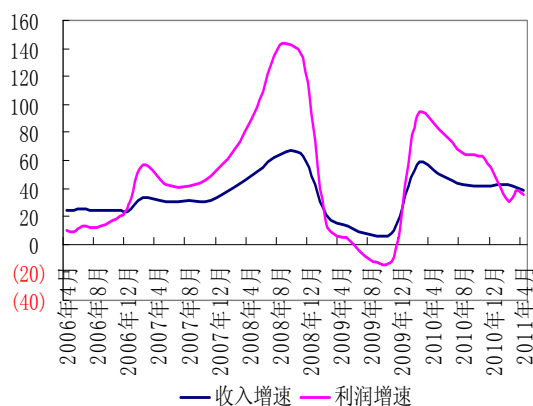
数据来源：wind，山西证券研究所

图 14: 煤炭行业毛利率变化



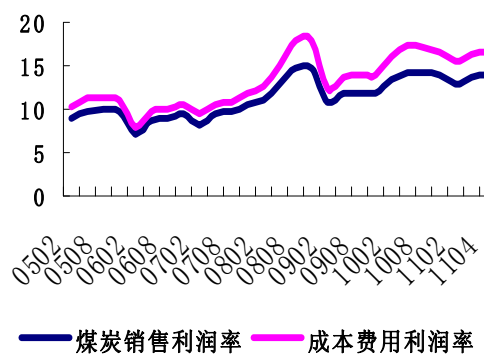
数据来源：wind，山西证券研究所

图 15: 煤炭行业收入及利润变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 16: 利润率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

上市公司一季度收入增速 39.99%，归属母公司净利润增速 19.3%，毛利率由去年同期的 22.91% 下滑到今年的 20.34%，收入增速与行业基本一

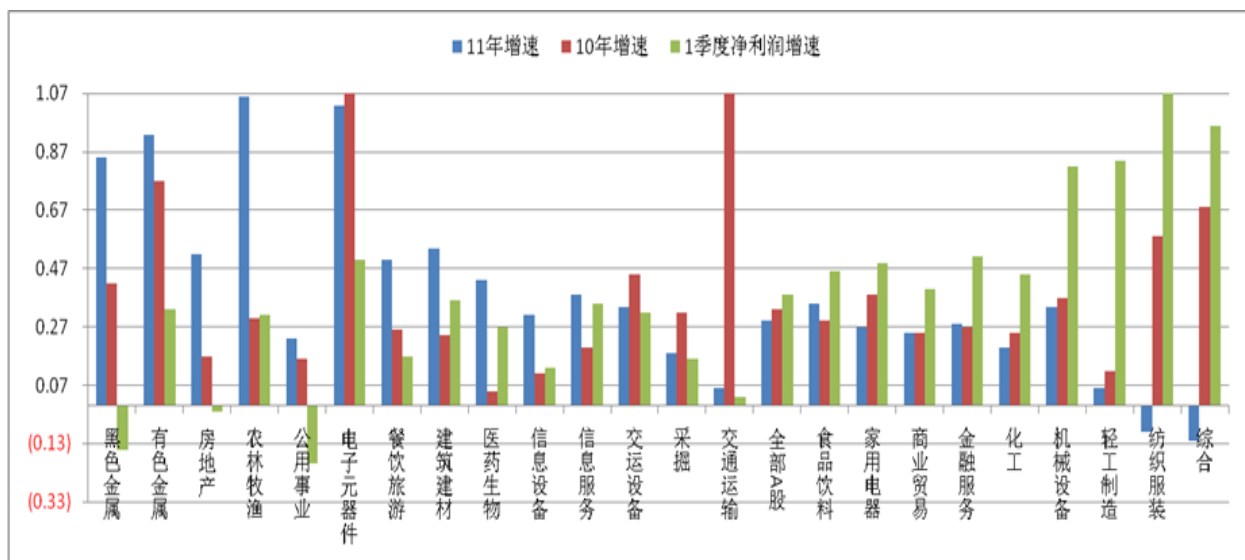
致，但利润增速比行业要低，主要还是上市公司非煤业务占比越来越大。我们认为利润增速继续下滑可能性不大。

2.2 煤炭行业利润下调预期比较小

我们采用一致预期的 2011 年的净利润剔除已经实现的一季度的净利润，看要达到一致预期时后三季度的利润变化变化，如果一季度实现的利润增速相对较低就意味着后三季度利润增速的加快，在这种背景下，这种行业下调盈利预测的可能性就会比较大。

我们发现有色、黑色金属、农业、电子元器件行业 2、3、4 季度需要实现净利润同比增加 80%以上的速度，才能达到现在市场对其的业绩预测；餐饮旅游、建筑建材、医药、房地产要达到 40%以上的净利润增速才能维持目前的业绩预测；食品饮料、信息服务、信息设备、机械制造、交通运输设备要到达 30%左右的同比增速才能实现业绩预期；采掘、金融、家电、化工、公用事业、商业贸易等均需增长 20%左右，而交通运输、轻工制造、纺织服装、综合类只需稍有增长，甚至不用增长既可以实现目前的业绩预测。

图 17：各行业 2-4 季度利润变化及一季度利润变化



数据来源：wind，山西证券研究所

煤炭行业一季度净利润增速 19%左右，二三四季度基本持平就能实现预期利润，且煤炭行业的产量一直维持增长，价格从年初以来一直呈现上

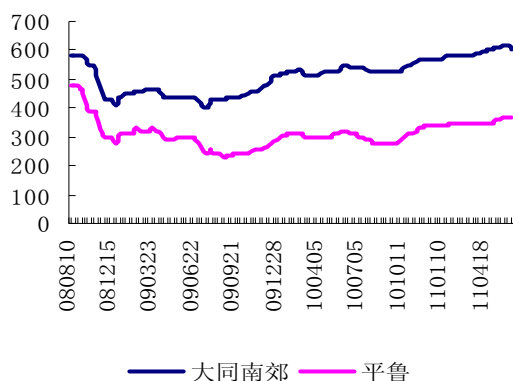
涨趋势，所以煤炭行业的利润增速下调的概率较小，且中报有超预期的可能性。

2.3 煤炭价格波动性减小

从 2009 年以来煤炭坑口价基本呈现上涨趋势，港口煤炭价格虽有淡季旺季之分，但总体回调幅度不大，今年港口煤价从 4 月份进入了上升通道，大同优混已累计上涨 10%，但今年年初煤价淡季大同优混只回调了 4.6%，这比往年任何一年都要小。

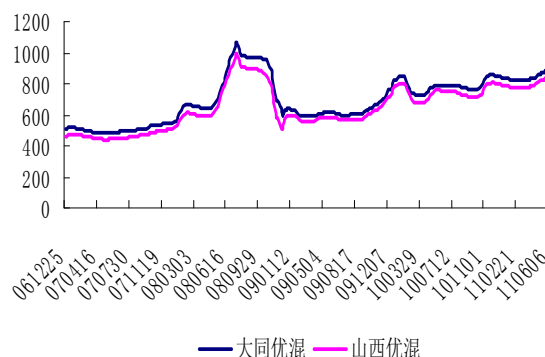
随着开采区域逐步的西移以及集中度的提高，煤炭价格的波动性我们认为会减小，且未来三年有望一直呈现上升趋势，高煤价也符合政府意愿，有利于推进节能减排，有利于经济结构的调整，我们认为只要煤价市场化，逐步推进电力体制的改革，提高能源使用成本，才能逐渐提高能源使用效率，达到节能减排的目的。

图 18: 坑口价格走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 19: 港口价格走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

表 4: 历年煤炭价格上涨时间

年份	煤价开始上涨时间点
2007	5 月 28
2008	4 月 28
2009	4 月 13
2010	3 月 29
2011	4 月 4 日

数据来源: wind, 山西证券研究所

2.4 政策延续煤炭景气周期

中国的煤炭产业跟政策密切相关，“有水快流”的政策使煤炭行业曾经步履蹒跚，“小煤矿整合，收紧探矿权”又使煤炭行业步入了景气周期，山西省率先进行的资源整合使煤炭行业顺利度过经济危机，之后资源整合向全国展开，资源整合后有利于提高行业的集中度，避免资源的浪费，也有利于煤炭行业安全水平的整体提高。

我们在之前的报告中提到一个观点，就是煤炭供给需与资源、环境、需求相匹配，据 BP 最新数据显示，中国的储采比只有 35 年，远低于其他国家，且中国的环境承载了巨大的压力，在这种背景下供给增速的放缓就成为必然。据媒体报道，“十二五”规划，到 2015 年，煤炭产量达到 37.9 亿吨，比 2010 年增长 5.5 亿吨，而 2010 年全国煤炭产量为 32.4 亿吨，比 2005 年增加 8.9 亿吨。换言之，“十二五”期间煤炭产量的增量比“十一五”的增量大幅减少，“十二五”期间煤炭产量年均增长 1.1 亿吨，一方面是经济的稳步增长，一方面是资源供给增速的下降，加上新增产量基本全部来自于西部，铁路建设的滞后，使煤炭需求局部时间局部地点供给紧张将成为常态，煤炭价格将持续高位运行。

表 5：各地区煤炭整合情况

省份	整合情况	整合进程
山西	整合前，矿井总数 2600 座，主体 2200 多个；整合后，矿井数量 1053 座，主体为 130 个，30 万吨以下小煤矿全部淘汰，70% 以上的保留矿井规模达到 90 万吨以上，15 年将煤炭产量控制在每年 10 亿吨以内。	部分过渡期生产矿井的过渡期截止日期为 9 月 1 日，届时过渡期生产矿井也将关闭。
甘肃	地方小煤矿 287 处，煤矿平均年产能不足 5 万吨。目前，整合刚刚起步。	11 年底前，完成审批工作；6 月底前，编制出台总体规划；9 月底前制定兼并重组方案，确定兼并重组主体企业。
贵州	整合前，规模以下的小煤矿比重占全省煤矿 95%；整合后，13 年底，煤矿集团控制在 200 以内，使年产量 500 万吨以上的煤企控股生产的煤炭产量达到全省煤炭总产量的 60% 以上。15 年全省煤炭产能达 3 亿吨、原煤产量 2.5 亿吨。停止审批 30 万吨/年以下的煤矿新建项目。	预计 13 年整合基本完成
陕西	全省煤企将由目前的 550 家左右减少到 120 家以内，建成一批千万吨级矿井，煤炭产能达到 6 亿吨。	11 年 6 月底完成资源整合工作



内蒙	13 年底, 煤企最低生产规模为 120 万吨, 生产规模在 120 万吨以下的煤企全部退出市场, 地方煤企数量控制在 80-100 户。15 年末, 原煤产量控制在 10 亿吨, 其中 120 万吨及以上井工矿、300 万吨及以上露天矿产能占总产能的 70%。	煤企兼并重组工作从 11 年开始到 13 年底结束。
河北	“十一五”期间, 全省小煤矿由 05 年的 937 处减少到 10 年的 273 处; 12 年底, 所有煤矿单井产能达到 15 万吨/年以上, 煤矿数量控制在 200 处左右。	与国有大矿相邻的矿井和剩余可采储量小于 63 万吨的矿井, 2011 年 6 月底前未与大型煤企签订兼并重组协议的, 7 月底前关闭一批, 12 月底前关闭到位; 到 9 月底, 其他煤矿未与大型煤企签订兼并重组协议的, 12 月底前关闭到位。
山东	矿井个数由 90 年的 571 处减少到 10 年 223 处, 矿井单井生产规模由 90 年的 10.5 万吨提高到 10 年的 71 万吨; 到 12 年底, 煤企数量减少至 60 家, 煤企最小规模不低于 60 万吨/年, 15 年最小规模不低于 120 万吨/年, 矿井最小生产规模不低于 15 万吨/年, 煤炭产量稳定在 1.5 亿吨左右。	关停小煤矿包括煤矿资源整合工作山东省已基本结束, 煤炭生产建设进入了相对稳定期。
宁夏	11 年底, 关闭单井产能在 10 万吨/年及以下的小煤矿; 12 年底, 煤企最小产能达到 60 万吨/年; 15 年底, 煤企最小产能达到 120 万吨/年; 煤矿最小生产规模达到 15 万吨/年; 大型煤矿采掘机械化程度要达到 95%以上; 中型煤矿采掘机械化程度要达到 80%以上; 小型煤矿采煤机械化和掘进装载机械化程度分别要达到 55%和 80%以上; 煤炭产量达到 1.2 亿吨。	预计 12 年整合基本完成
河南	省内煤炭集团整合 466 个小煤矿, 其中: 河南煤化集团 58 家, 中平能化集团 132 家, 郑煤集团 124 家, 义煤集团 85 家, 省煤层气公司 38 家, 神火集团 30 家。	目前已进入第三阶段(2011 年 4 月-6 月): 检查验收。
湖南	“十一五”以来, 关闭煤矿 1254 处, 矿井总数由 2256 处减少至 1002 处。煤炭年产量由 05 年的 5700 多万吨提高到 10 年的 7900 万吨; 13 年底, 煤企总数减少至 180 家以内, 80%以上的煤矿企业年均产能达到 30 万吨以上; 到 15 年, 全省煤矿数量控制在 800 处以内。	预计 13 年整合基本完成

资料来源: 各政府网站, 山西证券研究所

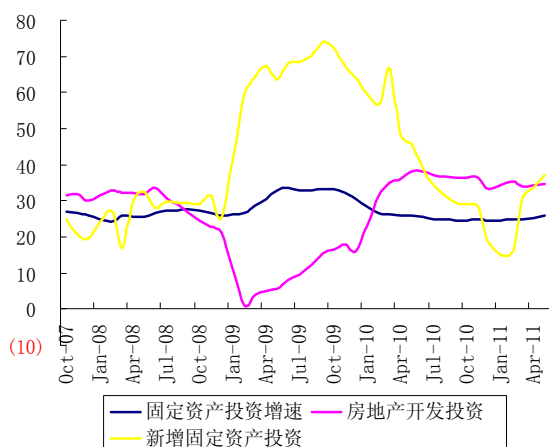
三. 宏观经济软着落, 需求依然可期

3.1 宏观经济软着落

中国经济转型还需时日, 目前拉动经济增长主要还是靠投资, 今年上半年固定资产投资增速相对还是较平稳, 在保障性住房开工率较低的情况下, 房地产投资增速依然可观, 考虑到商品房投资的下降, 下半年保障性住房投资的加速, 我们认为房地产投资依然比较平稳, 全社会固定资产投资也不会出现比较大的下滑。

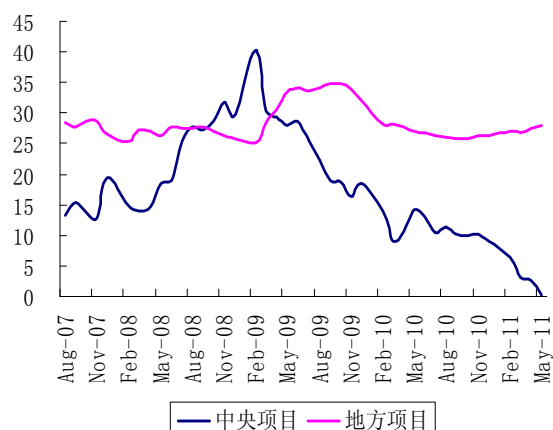
在物价高企，紧缩性政策延续的情况下，很多中小企业出现融资难，融资成本比较高的问题，M1 及 M2 增速也持续下滑，但也基本到了相对比较低的位置，我们也看到政府释放的一些积极信号，政府在解决物流成本、中小企业融资、解决保障性住房资金来源问题上都做了一系列的努力，如果下半年通胀在高位逐渐回落，货币政策可能出现回调，在保障性住房提速的背景下，我们认为宏观经济将软着落的概率较大，二、三季度是相对低点。

图 20: 固定资产投资增速



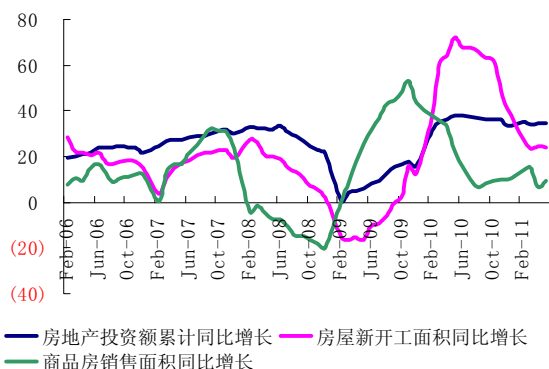
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 21: 中央和地方项目投资增速



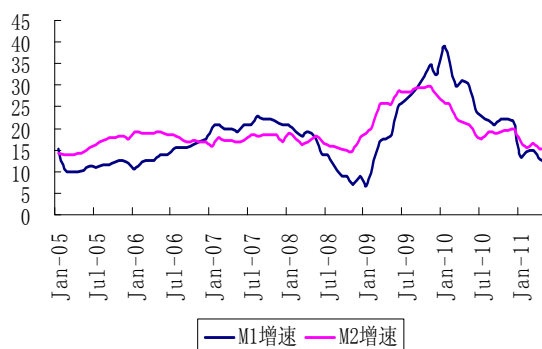
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 22: 房地产开发投资增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 23: M1 及 M2 增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

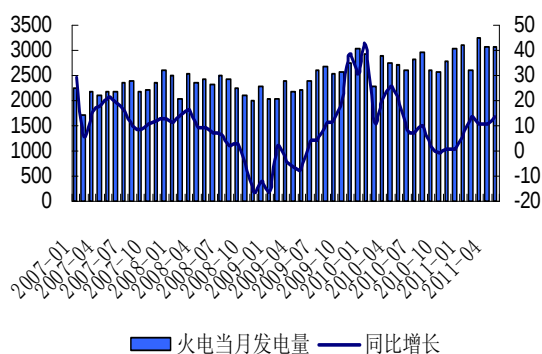
3.2 需求不会突然中止

在年度策略报告中，我们预计今年粗钢增速 8%，火电增速 10%，从现在的数据来看，达到这样的目标并不困难，1-5 月份粗钢增速 8.54%，

火电增速 11.13%，水泥增速 19.34%，且这样的数据是在五方面不利情况下实现的：首先是今年上半年紧缩性的货币政策一直在延续；二是上半年发生了较大面积的电荒，一些地方出现拉闸限电；三是去年上半年的基数较高；四是上半年保障性住房建设开工率较低；五是铁路投资受到一定程度的修正。

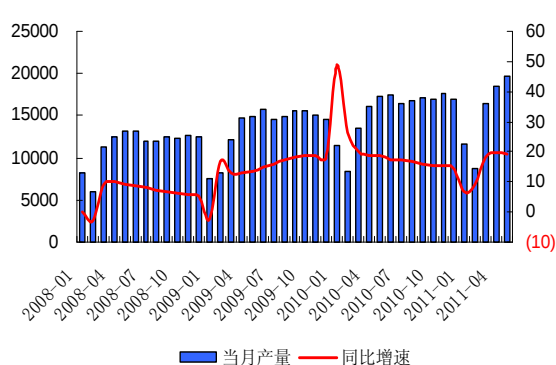
尽管汽车销量和房地产销量出现较大幅度的下滑，但粗钢产量一直维持在高位，且钢材库存也从高位逐渐下滑，到目前钢材库存已经从前期高点下滑了 24%，其中板材只下降了 12%，长材却下降了 34%，说明投资相对还是比较强的，下半年我们认为煤炭的需求还将延续，甚至有超预期的可能，因为去年由于节能减排下半年高耗能产品产量都下降较多。

图 24: 火电发电量及增速



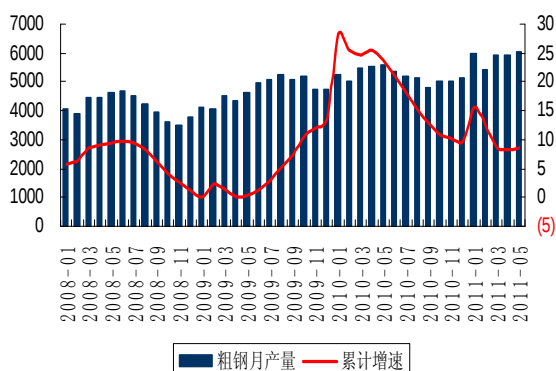
数据来源：wind，山西证券研究所

图 25: 水泥产量及增速



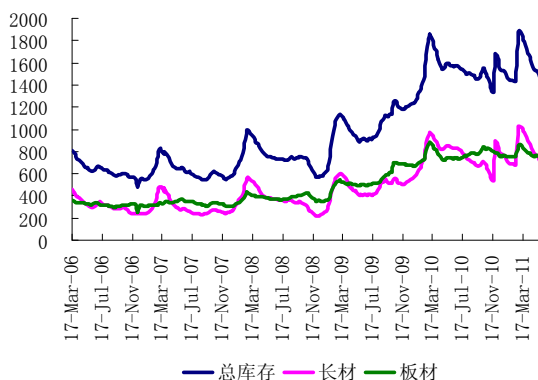
数据来源：wind，山西证券研究所

图 26: 粗钢产量及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 27: 钢铁库存变化



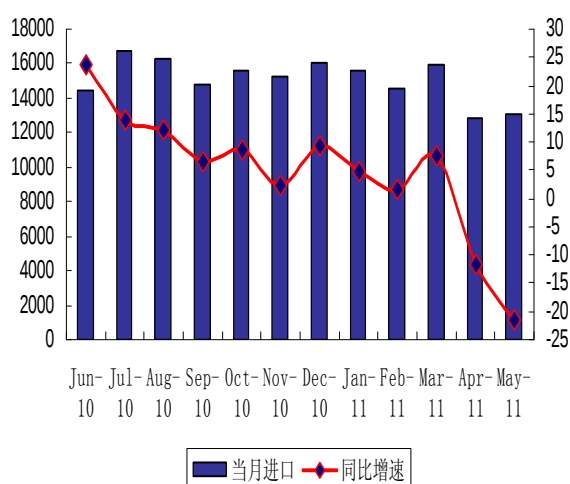
数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 日本灾后重建拉动下半年煤炭需求

2010 日本进口 18456 万吨煤炭，同比增长 14%，日本占亚太区煤炭贸易的 30%，其对国际煤炭市场的影响力比较大，3 月份日本发生地震后，当月煤炭贸易没有受到影响，3 月进口 1597 万吨，同比增长 7.6%，但 4 月份后煤炭贸易显著下滑，煤炭进口显著下降，甚至下滑了 22%。日本工业生产指数地震后也显著下滑，3 月及 4 月 PMI 指数回落到 46 左右，但 5 月 PMI 指数已攀升至 50 以上。

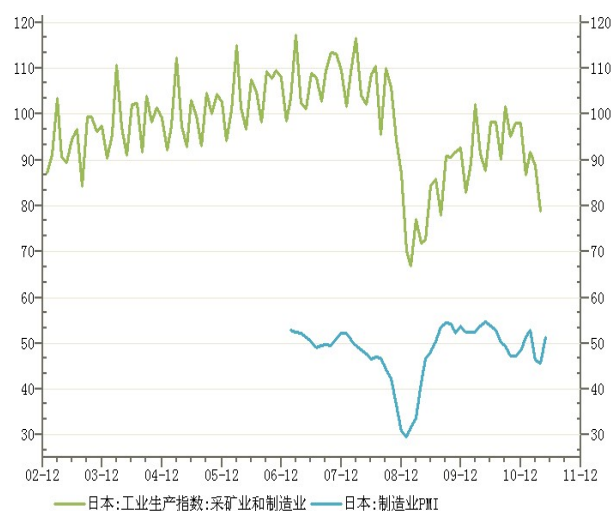
在 3 月份之后日本进口显著下滑及中国进口也显著下滑的背景下，国际煤价依然维持在高位，这显示了其他经济体需求的旺盛，随着日本灾后重建的开展以及国内国际煤价差价的减少，将拉动亚太地区煤炭需求，使国际煤价维持在高位，从而对国内煤价形成支撑。

图 28: 日本煤炭进口显著下滑



数据来源：MOF，山西证券研究所

图 29: 日本工业生产指数



数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 大宗商品价格走势

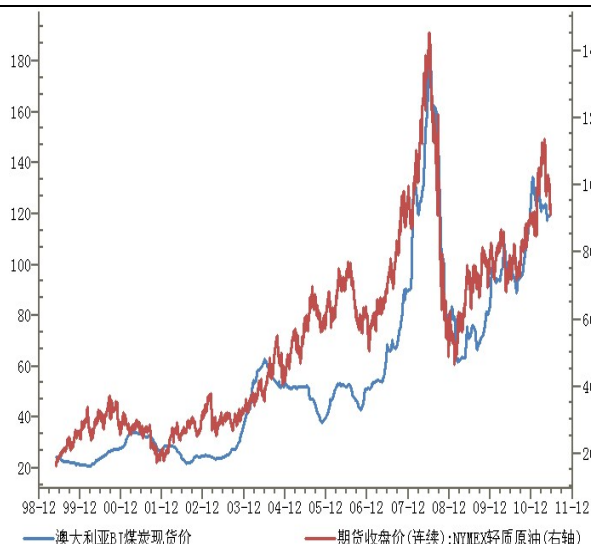
国际煤价和国际油价长期趋势基本一致，从 1999 年以来煤价与油价的比值均值是 1.04，从 08 年以来均值向上移动，比值基本维持在 1.2 左右。

国际能源署近日宣布将向市场投放 6000 万桶石油储备，受此影响国际油价出现回调，这主要是由于欧佩克成员没有达成增产协议以及利比亚减产，油价的回调有利于缓解通胀的压力，油价的回调也对大宗商品的价格形成较大的压力，在需求不发生明显萎缩的情况下，油价的回调有利于经济的复苏，降低通货膨胀的压力，但我们总体认为油价回落空间不是太

大，WTI 原油价格应该能维持在 80 美元/桶以上，中期来看我们对油价还是比较乐观的。

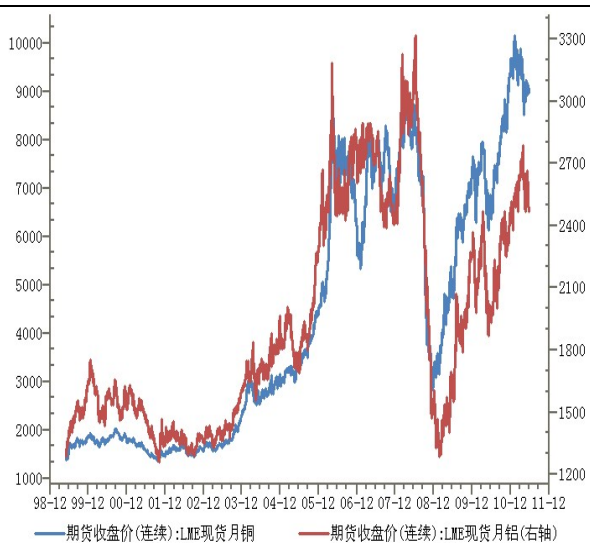
但由于有日本和中国对煤炭的需求，我们认为国际煤价大幅回调的可能性不大，除非国际油价出现大幅下挫，现在来看这种可能性比较小。

图 30:油价与煤价



数据来源：wind，山西证券研究所

图 31: 铜及铝走势图



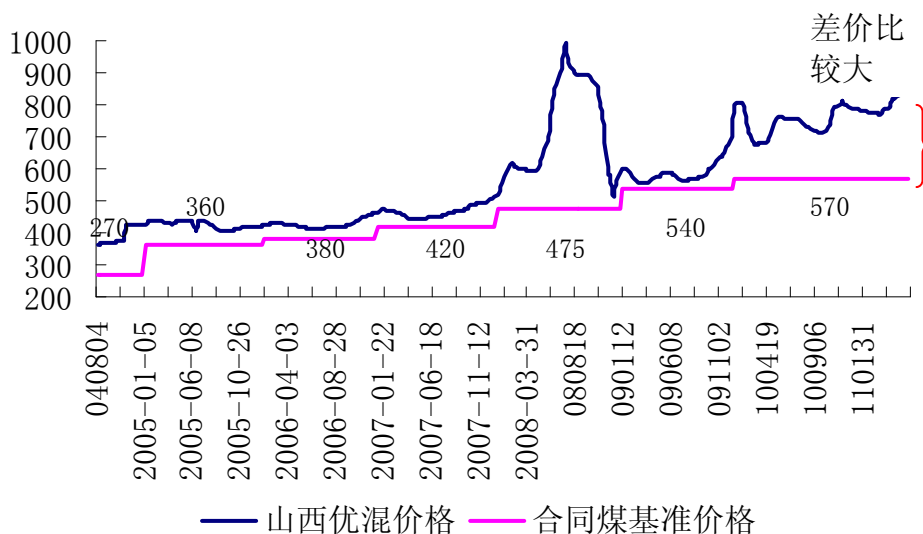
数据来源：wind，山西证券研究所

3.5 煤炭价格走势

随着煤炭市场价的逐渐攀升，而今年的合同价又没有上调，导致市场价与合同价之间的差价越来越大，每吨接近 300 元的差价，合同价与市场价巨大的差价导致的后果是，一是重点用户不注意节能减排，与产业转型的基本基调相违背；二是容易出现煤炭的倒卖，挣中间差价。我们认为煤炭价格中枢逐年上移基本确立，在下半年通货膨胀压力减轻的背景下，需求端不发生极端减少，明年合同价上调应该是大概率事件。

一是受到供给端的限制，二是受到政策保护，稀缺煤种保护性开采措施即将出台，我们认为优质的炼焦煤和无烟煤中长期来看，价格将呈现上涨趋势，下半年将基本稳定。

图 32: 煤炭合同价与市场价比较



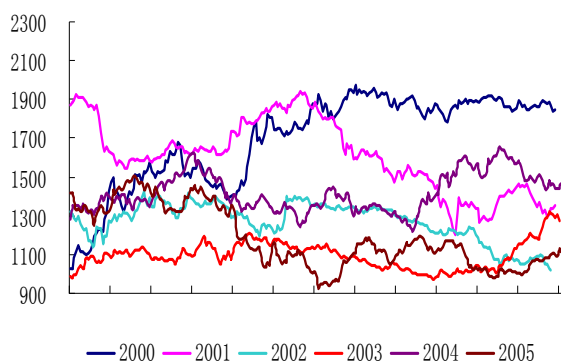
数据来源：wind，山西证券研究所

四. 2011 年下半年投资策略

4.1 煤炭股历年走势

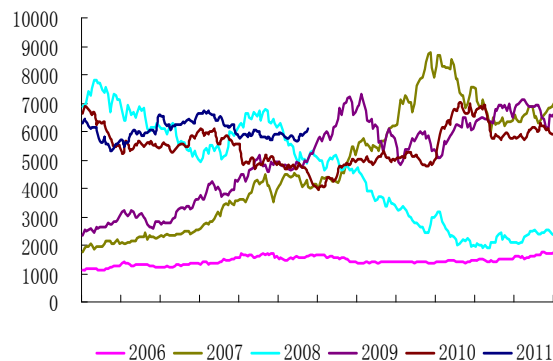
统计历年煤炭股走势，我们发现煤炭股一般上半年走势比较好，且每年基本都有行情。

图 33：2000—2005 煤炭股走势



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：2006—2011 煤炭股走势



数据来源：wind，山西证券研究所

4.2 上半年煤炭股表现强劲

上半年煤炭行业表现比较强劲，不仅跑赢大盘而且还获得正收益，符合我们年度策略报告观点。煤炭行业 1 月份走势较弱，2-4 月份中旬显著跑赢大盘，在大盘调整的 4 月中旬-6 月，煤炭行业也跑赢了大盘，这跟以往显著不同，以往大盘调整的时候煤炭行业总是跑输大盘。此轮调整能跑赢大盘，我们认为有以下几个方面的原因：一、煤炭行业的资源属性；二、

煤炭行业的稳定增长；三、煤炭的价格一直呈现上涨趋势；四是政策延续了煤炭行业的景气周期。

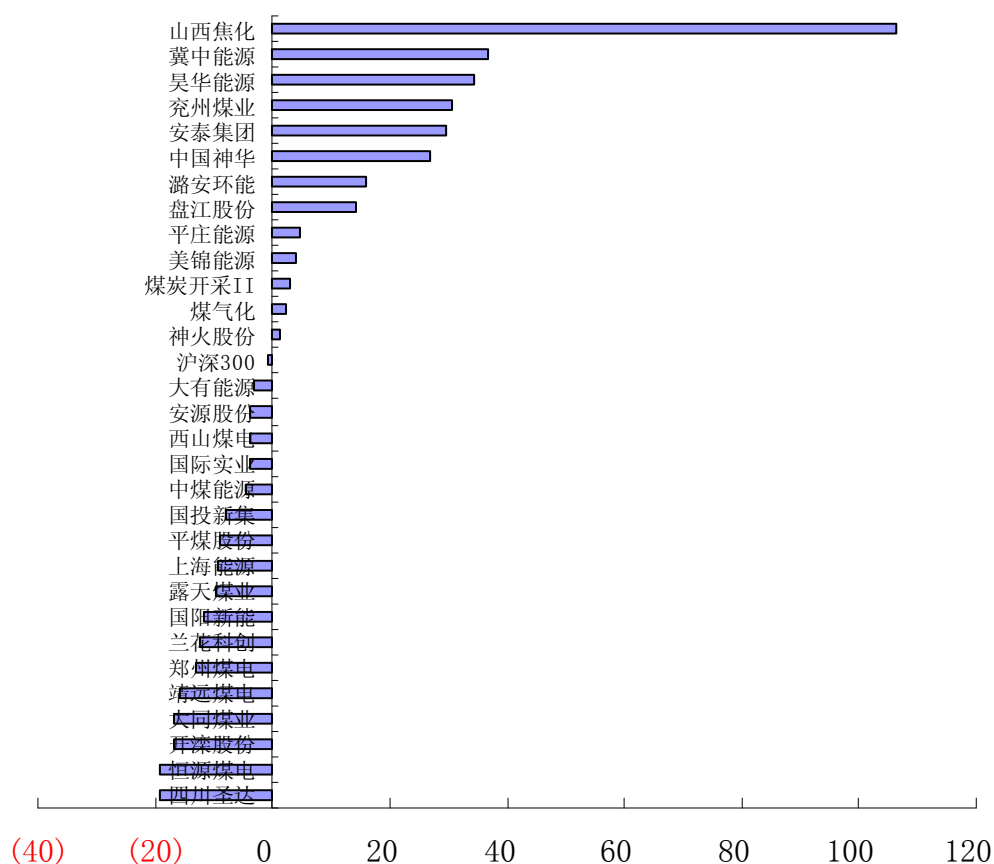
虽然今年煤炭股整体表现不错，但个股分化也很严重，从年初至今表现比较好，且正收益比较多的个股是山西焦化、冀中能源、昊华能源、兖州煤业、安泰集团、中国神华、潞安环能以及盘江股份。

表 6：年初以来各行业涨幅比较

代码	申万一级行业	1 月涨幅	2 月涨幅	3 月涨幅	4 月涨幅	5 月涨幅	6 月涨幅	累计
801120	食品饮料	(3.86)	5.68	(0.59)	(1.34)	0.13	3.38	0.13
801160	公用事业	(0.54)	8.01	0.14	2.75	(8.27)	0.46	(2.15)
801150	医药生物	(7.48)	6.62	(3.69)	(2.31)	(6.59)	2.48	(13.21)
801010	农林牧渔	(5.03)	13.46	(7.39)	(3.87)	(3.93)	1.94	(9.24)
801040	黑色金属	4.31	7.65	6.67	(0.85)	(9.52)	5.49	9.66
801060	建筑建材	5.92	9.58	0.68	(5.37)	(8.55)	8.22	4.83
801220	信息服务	(5.45)	6.32	(4.01)	(4.20)	(5.80)	1.24	(14.33)
801200	商业贸易	(3.37)	8.05	(1.35)	(0.68)	(6.78)	2.72	(5.79)
801170	交通运输	2.68	4.98	(2.12)	(1.63)	(7.42)	0.32	(5.95)
801190	金融服务	(0.91)	4.05	2.90	1.58	(4.81)	(0.93)	(0.04)
000300	沪深 300	0.41	6.68	0.80	(1.95)	(5.99)	2.77	(0.90)
801100	信息设备	(6.91)	15.41	(4.87)	(7.12)	(8.10)	2.86	(14.29)
801030	化工	(3.84)	13.44	(0.67)	(2.88)	(7.40)	6.52	1.02
801140	轻工制造	(3.14)	12.63	(0.52)	(0.81)	(9.07)	4.54	(2.27)
801110	家用电器	(2.23)	19.24	3.56	(3.42)	(5.61)	7.32	12.27
801070	机械设备	(0.10)	11.29	(2.57)	(7.69)	(8.50)	6.13	(8.30)
801130	纺织服装	(3.17)	11.84	3.50	(4.74)	(6.74)	4.48	1.37
801080	电子元器件	(8.24)	12.56	(4.18)	(8.67)	(8.00)	6.60	(14.01)
801210	餐饮旅游	(3.40)	11.04	(1.06)	(3.75)	(10.83)	3.57	(10.27)
801180	房地产	(0.47)	5.97	6.10	(4.43)	(7.37)	7.14	5.56
801230	综合	(1.43)	14.39	2.54	(3.32)	(6.56)	6.56	5.44
801090	交运设备	6.98	8.80	(2.77)	(7.93)	(8.68)	9.19	(1.63)
801020	采掘	(5.64)	7.90	5.36	(1.65)	(6.38)	5.67	(0.18)
801050	有色金属	(5.84)	14.84	3.32	(7.24)	(8.42)	3.92	(5.77)
801021	煤炭开采 II	(4.55)	8.56	5.71	(1.20)	(6.34)	6.57	2.89
000001.sh	上证指数	1.13	5.53	1.72	(1.50)	(5.77)	1.92	(0.05)

数据来源：wind，山西证券研究所（注：除煤炭行业为申万二级行业外，其余是申万一级行业），数据截至 06 月 28 日

图 35：上半年公司涨幅比较

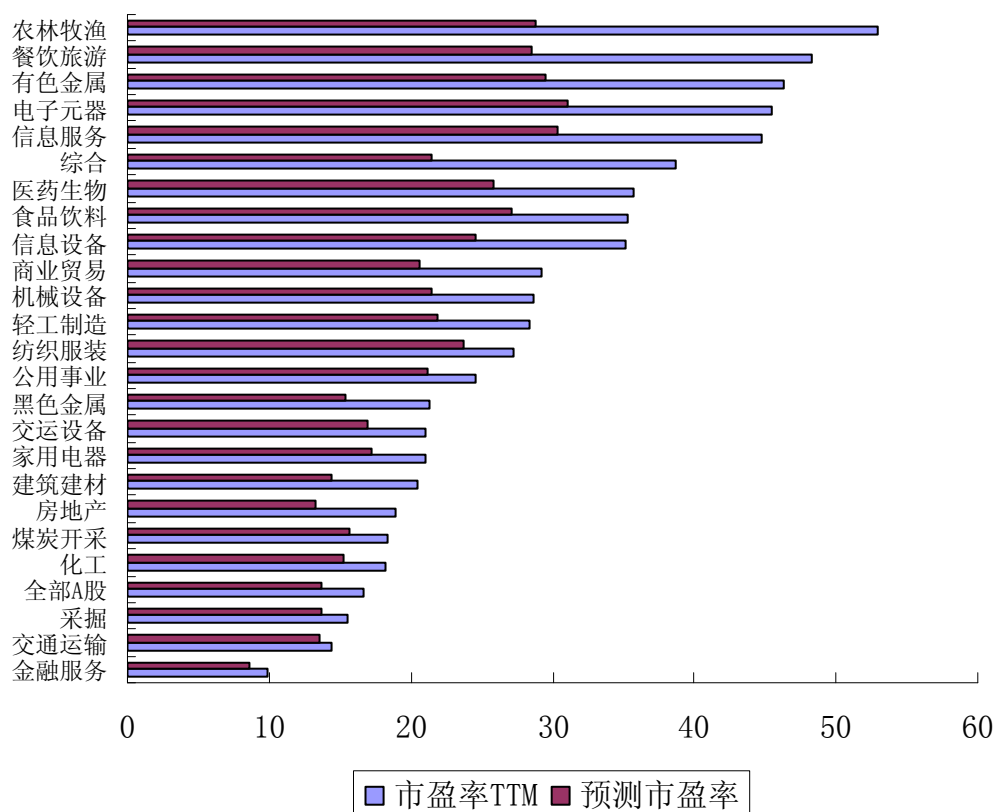


数据来源：wind，山西证券研究所，数据截至 6 月 27 日

4.3 估值水平还有提升空间

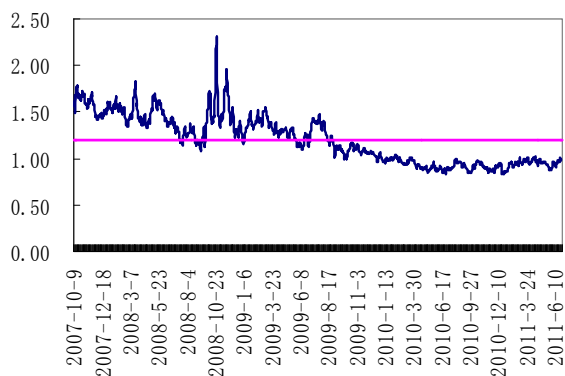
煤炭行业稳定增长的业绩，使其估值一直相对较低，预测市盈率及 TTM 估值相差不大，在所有的行业里还是有估值优势，前文我们也分析过煤炭业绩向下调整的概率较小，在煤炭销量一直稳定增长，煤价价格也一直上涨的背景下，煤炭业绩超预期的概率倒较大，在 P/E 不变，E 提升的话，P 也会提升；另外大盘经过调整后，已经处于估值的相对底部，在宏观经济软着落，政策有可能微调的背景下，大盘估值有望提升，而煤炭的需求依然可期，煤炭价格仍能维持在高位，且煤炭行业的估值较大盘都有一定程度的溢价，我们认为煤炭估值仍有提升空间。

图 36：市盈率比较



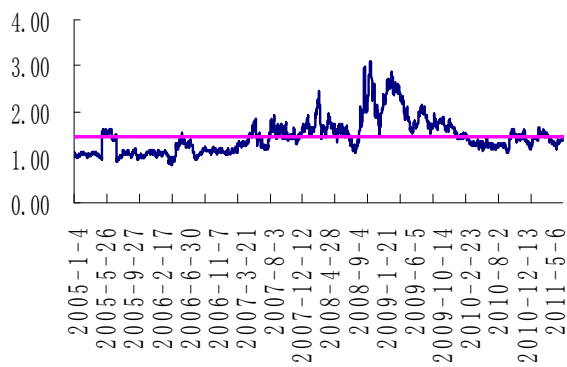
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：中国神华 A-H 比及均值



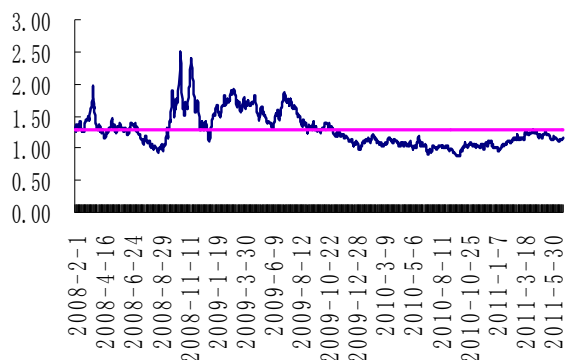
数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：兖州煤业 A-H 比及均值



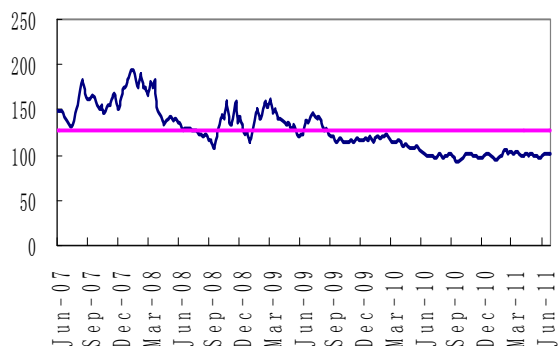
数据来源：wind，山西证券研究所

图 39：中煤能源 A-H 比及均值



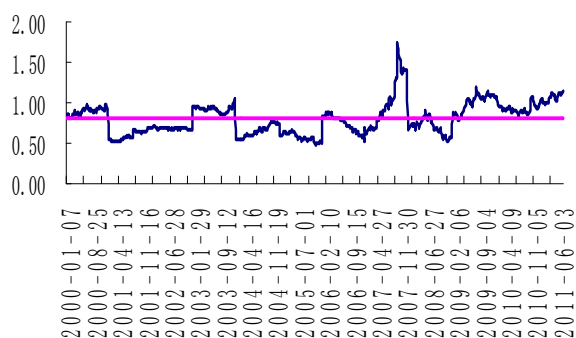
数据来源：wind，山西证券研究所

图 40：香港恒生 A-H 溢价指数



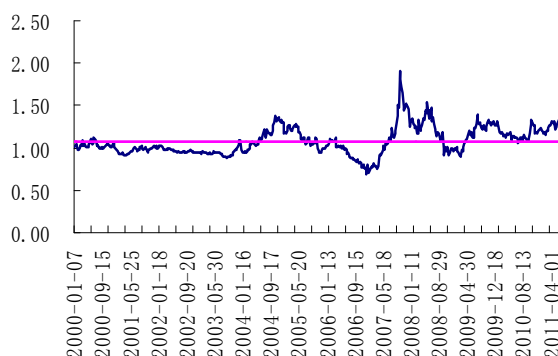
数据来源：wind，山西证券研究所

图 41：市盈率相对 A 股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

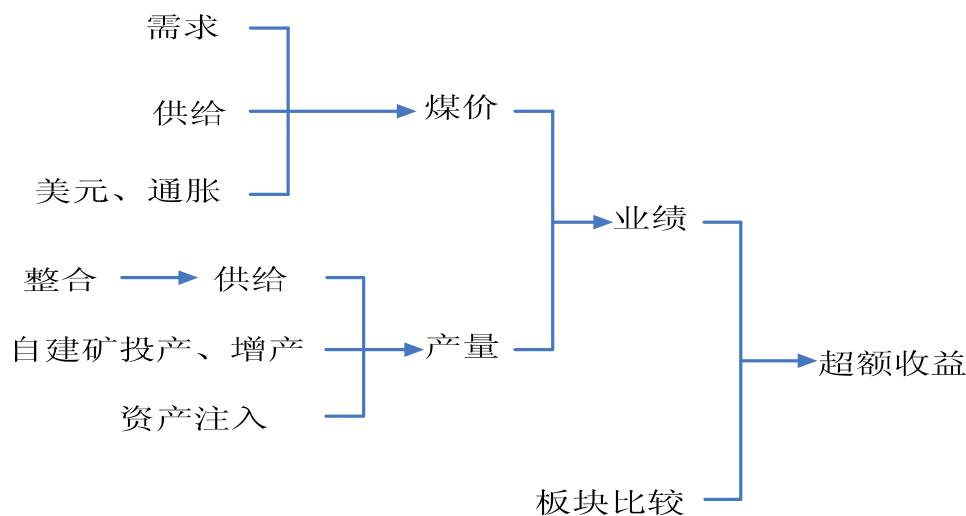
图 42：市净率相对 A 股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

4.4 投资建议

图 43：煤炭股投资逻辑



资料来源：山西证券研究所

目前通胀高企，且基本达到高点，紧缩性的货币政策再收紧的可能性比较小，现在基本处于最坏的时候，下半年政策的稍许微调都有可能被累积进而被放大，煤炭行业的需求应该是向好的方向发展，在供给相对稳定的情况下，煤炭行业的基本面应该是向好；流动性方面应该也是向好的方向发展；比较担忧的可能就是大宗商品价格出现的回调，前文我们也已经分析过首先大宗商品价格回落的幅度相对有限，其次如果石油价格出现回调，煤炭价格稳定在高位的概率还是较大。

目前整个煤炭行业的估值基本在 17 倍左右，在所有的行业里还是有估值优势，且业绩向下修正的概率较小，超预期的概率较大，综合前面的分析我们还是看好下半年煤炭行业的表现，估值提升空间看下半年各因素的催化，如政策的放松、流动性的宽裕、大宗商品价格的上涨，目前来看煤炭行业能跑赢大盘，但幅度不会太大，建议基金关注煤炭行业。

上半年煤炭股表现比较分化，下半年还有可能延续这种局面，我们从三个方面去选择公司：

- 一是随着稀缺煤种保护性开采措施的出台，我们看好优质的无烟煤及炼焦煤，如冀中能源、兰花科创、潞安环能、国阳新能、盘江股份、昊华能源、西山煤电；
- 二是有整合以及资产注入的企业，尤其关注山西省内的上市公司，如煤气化、山煤国际、潞安环能、开滦股份、冀中能源、国阳新能
- 三是目前估值较低，成长较为明确的公司，如中国神华、兰花科创、冀中能源、神火股份、兖州煤业、昊华能源

综合起来我们投资组合是：潞安环能、煤气化、冀中能源、昊华能源、兰花科创、神火股份、中国神华。

4.5 主要上市公司盈利预测表

表 7：主要上市公司盈利预测表

	2011-6-30	10EPS	11EPS	12EPS	10P/E	11P/E	12P/E	投资评级
中国神华	29.34	1.87	2.21	2.62	15.7	13.3	11.2	买入
中煤能源	9.71	0.52	0.59	0.69	18.6	16.5	14.1	增持
西山煤电	23.77	0.84	1.3	1.95	28.3	18.3	12.2	增势
兖州煤业	34.23	1.83	2.08	2.3	18.7	16.5	14.9	买入
大同煤业	16.69	0.77	0.85	1.01	21.7	19.6	16.5	中性

潞安环能	32.46	1.49	1.81	2.05	21.7	17.9	15.8	买入
国阳新能	23.73	1.00	1.26	1.45	23.7	18.8	16.4	买入
兰花科创	40.83	2.30	2.78	3.54	17.7	14.7	11.5	买入
冀中能源	24.91	1.04	1.35	1.70	24.0	18.5	14.7	增持
神火股份	14.73	0.69	1.10	1.62	21.4	13.4	9.1	增持
盘江股份	32.74	1.22	1.62	2.01	26.9	20.2	16.3	买入
国投新集	12.00	0.68	0.80	0.92	17.7	15.0	13.0	中性
开滦股份	15.74	0.70	0.80	0.90	22.4	19.7	17.5	中性
山煤国际	29.85	1.01	1.54	2.37	29.6	19.4	12.6	增持
昊华能源	62.57	1.92	3.32	4.01	32.6	18.8	15.6	买入
上海能源	23.83	1.84	2.01	2.20	12.9	11.9	10.8	增持
煤气化	24.94	0.46	0.60	1.10	54.6	41.6	22.7	买入
平庄能源	15.20	0.64	0.75	0.85	23.8	20.3	17.9	增持
露天煤业	21.05	1.10	1.12	1.21	19.2	18.8	17.4	增持
恒源煤电	39.72	2.37	2.47	2.75	16.8	16.1	14.4	
平均					22.0	18.5	14.7	

数据来源：山西证券研究所

五. 风险因素：

- 主产省份小煤矿复产超预期，从而导致煤炭价格下跌的预期。
- 资源税的征收，从而影响上市公司业绩下调，导致整体估值水平上升。
- 政策调控导致煤炭需求大幅下降的风险。
- 外围经济严重恶化，石油价格大幅下跌，美元走强的风险。
- 极端天气的出现。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5%~15%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。