

未来关注合同煤价格上涨及个股量能扩张

煤炭行业中报综比分析

推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

2011.06.20 煤炭行业2011年下半年策略报告：小周期扰动，关注外延增长确定的公司（推荐）

2011.04.13 新驱动力接力，行情迎来下半场——煤炭行业二季度投资策略报告（推荐）

证券分析师

张顺 S1060511010020
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明

■ **成长性趋缓：净利润增速小幅下滑。**上半年煤炭价格上涨受到一定抑制，成长性主要来自煤炭产销量的增长，煤炭上市公司累计产量增长14.5%。

■ **盈利能力：毛利率、净利率小幅回落，ROE水平维持高位。**上半年人工成本、费用上涨较快，营业成本同比增长43.7%，行业毛利率为31.2%，较同期下降2.1个百分点，ROE年化水平为21%，维持在高位。

■ **资本结构合理，现金流状况良好。**煤炭行业资本结构稳健，从上半年来看，资产负债率为44.95%，虽较年初上升3.3个百分点，仍处于合理水平。煤炭行业议价能力较强，在货币政策紧缩的情况下，现金流状况依然较好。

■ **行业发展趋势之一：合同煤价格上涨势不可挡。**合同煤限价政策无效，煤炭公司通过提高现货煤销售比例、现货价格涨幅来规避政策约束，一定程度上减弱合同煤限价的效应。目前长约合同煤与现货煤价差接近200元/吨，未来长约合同价将补涨。

■ **行业发展趋势之二：人工成本、行业政策性成本上升较快。**一方面，人工成本、材料成本大幅上升，侵蚀了行业盈利的增长；另一方面，政策性成本上涨也比较快各地不断增加可持续发展基金、环境治理恢复基金以及各种调节基金等。

■ **行业发展趋势之三：新增煤炭产能盈利贡献有限。**部分煤炭公司新增产能投产，但业绩贡献不尽如人意，原因在于部分公司新增产能煤质下降，盈利能力低。一方面，部分新增产能来自“三西”地区，煤质下降具有地区性，另一方面，部分新增产能来自整合小煤矿受限于成本、规模，盈利能力也难以提高。

■ **投资策略：煤炭行业盈利确定性高，中长线可逐步布局**

- 关注合同煤比例高的公司；重点推荐：中国神华、中煤能源、国投新集。
- 未来煤炭增量确定的公司，包括内生增长及集团资产注入，重点推荐：兖州煤业、永泰能源、山煤国际、阳泉煤业等。

■ **风险提示：宏观经济增速回落程度超出预期，经济陷入二次衰退。**

股票代码	公司简称	2011-9-6 股价	股本（百 万）	每股收益（元）			市盈率（倍）			投资建议
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
000933.SZ	神火股份	14.50	1,050.0	0.83	1.09	1.37	17.6	13.3	10.6	强烈推荐
600546.SH	山煤国际	28.86	750.0	1.17	1.45	1.82	24.7	19.9	15.9	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	27.77	4,918.4	1.53	1.89	2.20	18.2	14.7	12.6	强烈推荐
601088.SH	中国神华	25.65	19,889.6	1.89	2.17	2.50	13.6	11.8	10.3	强烈推荐
601898.SH	中煤能源	9.49	13,258.7	0.58	0.70	0.85	16.4	13.6	11.2	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	28.98	1,150.5	1.50	1.75	1.97	19.4	16.6	14.7	强烈推荐
000983.SZ	西山煤电	20.35	3,151.2	0.84	1.27	1.78	24.2	16.0	11.4	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	23.06	1,156.4	1.06	1.44	1.72	21.9	16.0	13.4	强烈推荐
600348.SH	国阳新能	24.86	2,405.0	1.11	1.36	1.46	22.4	18.3	17.0	强烈推荐
601101.SH	昊华能源	24.23	454.0	0.85	1.32	1.56	28.5	18.4	15.6	推荐
601001.SH	大同煤业	15.49	1,673.7	1.12	1.22	1.41	13.8	12.7	11.0	推荐
600123.SH	兰花科创	41.46	571.2	2.36	2.85	3.07	17.6	14.5	13.5	推荐
601666.SH	平煤股份	11.82	1,816.3	0.78	0.92	1.08	15.1	12.9	11.0	推荐
600997.SH	开滦股份	15.89	1,234.6	0.69	0.78	0.92	23.0	20.4	17.3	中性
002128.SZ	露天煤业	17.40	1326.69	1.10	1.10	1.32	15.9	15.8	13.2	中性
平均值							19.5	15.7	13.2	

推荐要点

结论与投资建议

1、随着风险的逐步释放，部分煤炭股估值已接近历史低位，对煤炭股不用太过悲观：

- 煤炭行业经过资源整合后，现金流及资产结构良好，抗波动能力在增强；
- 储煤旺季即将到来，煤炭价格将继续走强；
- 随着通胀的缓解，能源价格体系改革势在必行，未来随着电价理顺，也将改善煤电产业链。

2、建议关注两类投资机会：合同煤价上涨&增量确定的公司

- 关注合同煤比例高的公司；重点推荐：中国神华、中煤能源、国投新集。
- 未来煤炭增量确定的公司，包括内生增长及集团资产注入，重点推荐：兖州煤业、永泰能源、山煤国际、阳泉煤业等。

关键假设点：

- 宏观经济小周期下行，但不会发生“硬着陆”；
- 下半年煤炭价格将继续高位运行，行业盈利确定性增强。市场对煤炭上市公司2011年的盈利预测在二季度后期就逐步趋于稳定。

有别于大众的认识：

中报比较分析后，未来行业发展呈三大趋势：

- **趋势之一：合同煤价格上涨势不可挡。**中报显示，煤炭公司通过加大现货煤销售占比及提高现货售价来规避政策约束，一定程度上减弱合同煤限价的效应。如中国神华、中煤能源等均是如此，故合同煤限价意义已不大，未来长约合同价将补涨。
- **趋势之二：人工成本、行业政策性成本上升较快。**中报显示，人工成本、各地政策性成本大幅上升，侵蚀了行业盈利的增长；一定程度上将支撑煤价走高。
- **趋势之三：新增煤炭产能盈利贡献有限。**部分煤炭公司新增产能业绩贡献不尽如人意，原因在于部分公司新增产能煤质下降，盈利能力低。另一方面也降低了行业产能过剩的风险。

股价表现催化剂：

紧缩政策的放松

核心假设风险：

宏观经济增速回落程度超出预期，经济陷入二次衰退

正文目录

正文目录 2

图表目录 3

一、概述：煤炭行业中报财务指标分析..... 5

1.1 成长性趋缓：净利润增速小幅下滑 5

1.2 盈利能力：虽受成本上升影响，总体仍维持高位..... 7

1.3 资本结构合理，现金流状况良好..... 8

二、中报比较分析：指引行业三大发展趋势 8

2.1 行业发展趋势之一：合同煤价格上涨势不可挡 8

2.2 行业发展趋势之二：人工成本、行业政策性成本上升较快 10

2.3 行业发展趋势之三：新增煤炭产能盈利贡献有限.....11

三、行业投资策略..... 12

3.1 市场对煤炭上市公司的盈利预期趋于稳定 12

3.2 建议关注两类投资机会：合同煤价上涨&增量确定的公司..... 13

3.3 风险提示 14

图表目录

图表 1 重点煤炭上市公司煤炭产量增速比较..... 5

图表 2 煤炭及下游行业营业收入增速小幅下滑 6

图表 3 煤炭及下游行业净利润增速小幅下滑 6

图表 4 煤炭行业营业收入增速二季度环比回落 6

图表 5 煤炭行业净利润增速二季度显著下滑..... 6

图表 6 重点煤炭上市公司中报财务指标比较..... 6

图表 7 营业成本增速同比上升 7

图表 8 期间费用增速二季度环比上升..... 7

图表 9 煤炭及下游行业毛利率均小幅回落 8

图表 10 煤炭及下游行业销售净利率均小幅回落 8

图表 11	煤炭行业资产负债率处于合理水平	8
图表 12	经营现金流处于良好水平	8
图表 13	中国神华现货煤销售比例不断提高	9
图表 14	中煤能源现货煤销售比例提高	9
图表 15	中国神华现货售价与长约合同售价比较	9
图表 16	中煤能源现货煤售价与长协煤售价比较	9
图表 17	重点煤炭上市公司煤价涨幅比较	10
图表 18	三家煤炭上市公司成本比较	10
图表 19	煤炭上市公司煤炭价格及吨煤净利比较	11
图表 20	煤炭上市公司 2011 年净利润增速的市场一致预期逐步趋于稳定	12
图表 21	煤炭板块市盈率走势及对 A 股估值溢价率比较	13
图表 22	煤炭上市公司煤炭价格及吨煤净利比较	14

一、概述：煤炭行业中报财务指标分析

1.1 成长性趋缓：净利润增速小幅下滑

■ 上半年煤炭产量是主要增长驱动力，煤炭上市公司产量累计增速为 14.5%

上半年煤炭价格上涨受到一定抑制，且成本上升较快影响了净利润的增长，成长性主要来自煤炭产销量的增长。同时营业收入及净利润增速二季度均出现环比放缓。

- 按照整体法计算，煤炭行业营业收入同比增长 36.6%，较去年同期 54.75%的增速下降 17.8 个百分点，略好于年报营业收入 34.9%的增速。
- 净利润增速降为 19.8%，较去年中期 31.0%的增速下降 11.2 个百分点，同时也较 2010 年报 35.18%的净利润增速下降 15.4 个百分点。
- 煤炭行业二季度环比增速放缓，营业收入环比增长12.4%，较一季度回落2.1个百分点，净利润环比增长8.4%，较一季度回落12.8个百分点。

图表1 重点煤炭上市公司煤炭产量增速比较

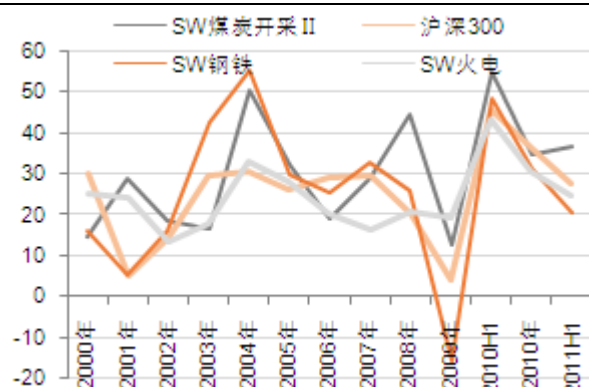
煤炭产量	2008 年	2009 年	2010 年	2010H1	2011H1	增速(%)
昊华能源	462	513	705	220	420	90.9%
中国神华	18570	21030	22480	10920	14040	28.6%
西山煤电	1619	1856	2579	927	1129	21.8%
恒源煤电	416	1100	1226	585	668	14.2%
国阳新能	1774	2096	2621	1274	1436	12.7%
兰花科创	548	559	601	279	313	12.4%
兖州煤业	3608	3630	4940	2289	2573	12.4%
冀中能源	1167	2590	3102	1579	1750	10.8%
潞安环能	2577	2997	3322	1554	1722	10.8%
山煤国际			607	310	341	9.9%
中煤能源	8870	10856	11727	4875	5191	6.5%
盘江股份	237	931	1140	555	583	5.1%
开滦股份	750	771	829	409	425	3.9%
国投新集	1181	1253	1511	783	781	-0.2%
平庄能源			983	538	533	-1.1%
神火股份	481	572	711	362	358	-1.1%
大同煤业	2026	2579	2929	1576	1543	-2.2%
平煤天安	2835	3740	3981	2064	1914	-7.3%
上海能源	780	861	909	428	392	-8.4%
合 计	47901	57934	66903	31526	36111	14.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 从煤炭下游行业来看，钢铁、电力行业利润增速同比大幅下滑

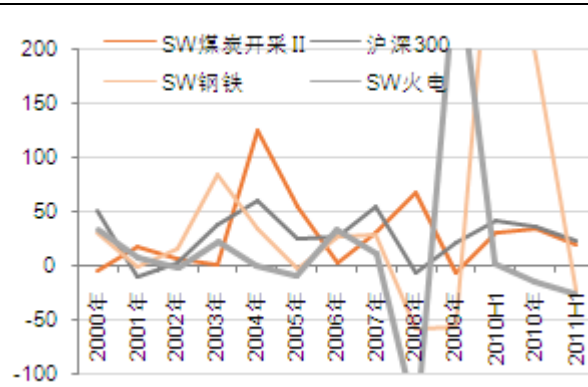
- 钢铁、火电行业营业收入增速为 20.1%、24.4%，但受上游原材料价格上涨，成本上升压力更大，净利润增速均出现大幅下滑，钢铁、火电净利润下滑幅度为 22.4%、25.2%。
- 钢铁、电力行业二季度环比增速分化，钢铁行业受宏观经济下行影响，净利润环比增速为 4.3%，较一季度 58%的增速大幅下滑；火电行业受益于二季度电价上调，营业收入环比增长 8.6%，净利润环比增速 417.5%，盈利显著回升。

图表2 煤炭及下游行业营业收入增速小幅下滑



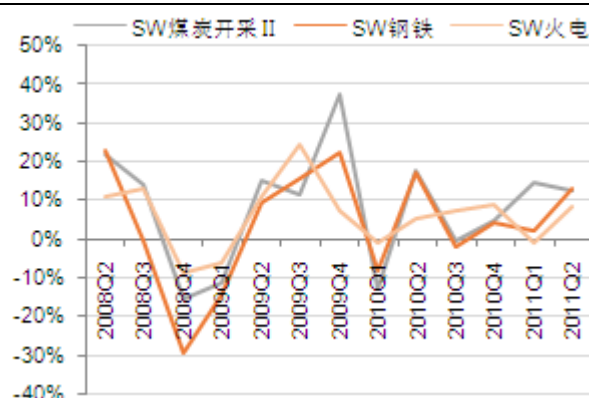
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 煤炭及下游行业净利润增速小幅下滑



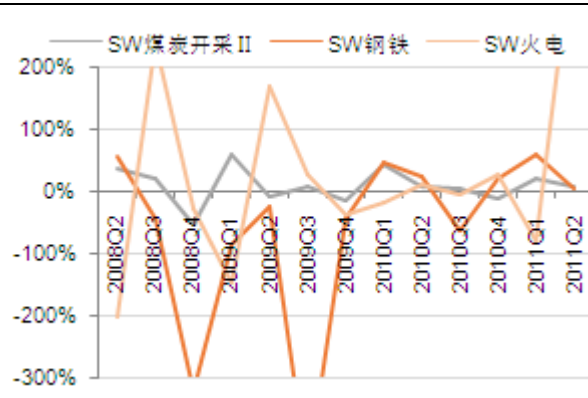
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 煤炭行业营业收入增速二季度环比回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 煤炭行业净利润增速二季度显著下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 重点煤炭上市公司中报财务指标比较

证券代码	证券简称	营业收入增速			净利润增速			毛利率		
		2010H1	2010A	2011H1	2010H1	2010A	2011H1	2010H1	2010A	2011H1
600188.SH	兖州煤业	61.4%	62.1%	33.0%	38.3%	132.2%	91.2%	46.6%	45.7%	46.2%
601101.SH	昊华能源	8.6%	30.7%	75.9%	29.7%	84.9%	66.4%	53.3%	50.8%	48.4%
600546.SH	山煤国际	202.5%	84.0%	54.7%	33.5%	22.9%	46.0%	9.4%	9.1%	9.2%
600395.SH	盘江股份	13.4%	20.3%	38.5%	59.1%	35.9%	37.0%	43.6%	44.5%	43.0%
601699.SH	潞安环能	-0.7%	17.3%	27.7%	27.3%	63.0%	32.3%	40.9%	40.3%	42.9%
600348.SH	阳泉煤业	44.5%	39.7%	87.7%	41.9%	30.0%	28.7%	20.4%	20.2%	14.0%
000937.SZ	冀中能源	60.3%	49.6%	20.7%	39.9%	43.2%	28.3%	23.5%	25.6%	24.3%
601088.SH	中国神华	22.2%	25.3%	40.5%	16.6%	22.8%	16.1%	49.2%	46.3%	43.3%
601898.SH	中煤能源	55.0%	32.6%	19.4%	26.4%	4.3%	12.0%	37.3%	33.4%	35.3%
000983.SZ	西山煤电	56.5%	37.3%	66.9%	30.9%	18.6%	9.4%	39.9%	43.4%	33.6%
600971.SH	恒源煤电	64.8%	30.9%	22.6%	128.7%	82.8%	9.4%	28.1%	27.1%	26.4%
600997.SH	开滦股份	77.5%	38.1%	31.0%	4.2%	5.6%	9.0%	16.4%	15.9%	14.1%
600123.SH	兰花科创	4.2%	3.5%	29.0%	5.2%	3.4%	4.8%	37.9%	44.6%	44.5%
601001.SH	大同煤业	13.8%	10.1%	13.1%	-13.1%	-13.7%	3.5%	48.8%	45.8%	46.0%
000780.SZ	平庄能源	23.6%	20.0%	16.8%	25.6%	38.2%	-3.8%	35.9%	37.6%	37.1%

证券代码	证券简称	营业收入增速			净利润增速			毛利率		
		2010H1	2010A	2011H1	2010H1	2010A	2011H1	2010H1	2010A	2011H1
601918.SH	国投新集	32.0%	41.6%	14.2%	32.2%	50.2%	-5.6%	37.2%	37.0%	32.8%
601011.SH	宝 泰 隆		53.5%	22.4%		57.3%	-10.0%	16.7%	17.4%	16.6%
601666.SH	平煤股份	43.3%	21.5%	0.8%	44.5%	31.3%	-10.4%	23.0%	20.5%	21.9%
000933.SZ	神火股份	127.7%	59.4%	60.3%	241.4%	92.9%	-13.0%	18.2%	17.5%	11.1%
002128.SZ	露天煤业	46.4%	21.7%	13.7%	68.5%	48.9%	-13.4%	42.6%	41.3%	37.6%
600508.SH	上海能源	37.7%	20.9%	11.4%	122.9%	40.3%	-15.8%	37.0%	29.7%	29.6%
600121.SH	郑州煤电	81.4%	58.1%	77.5%	45.3%	13.0%	-32.7%	8.5%	7.9%	6.5%
000968.SZ	煤 气 化	14.3%	8.5%	-12.5%	44.6%	-38.1%	-44.9%	30.1%	29.0%	27.8%

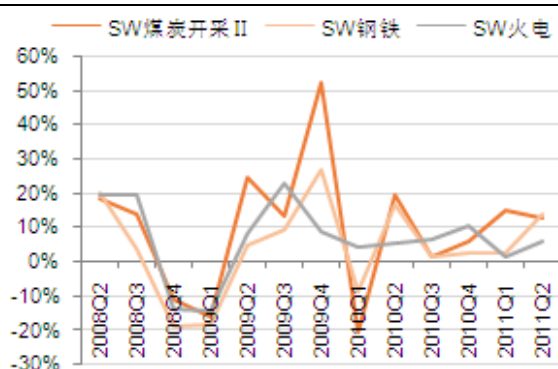
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 盈利能力: 虽受成本上升影响, 总体仍维持高位

■ 营业成本、期间费用快速上涨

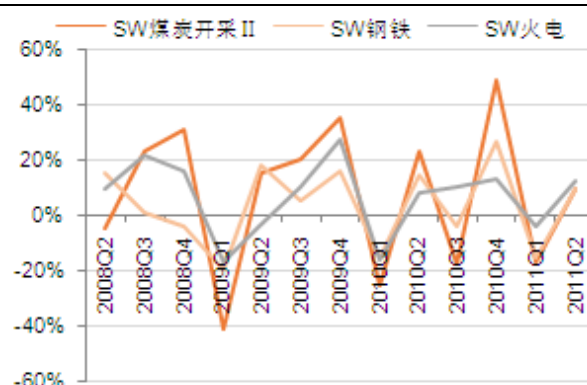
上半年, 通胀一直处于高位, 同时人工成本上涨较快, 煤炭行业成本费用上升较快。营业成本同比增长43.7%, 高于营业收入36.6%的增长, 期间费用同比增长17.9%, 其中与人工成本高度相关的管理费用、销售费用同比增速分别为30.8%、24.5%。

图表7 营业成本增速同比上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 期间费用增速二季度环比上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

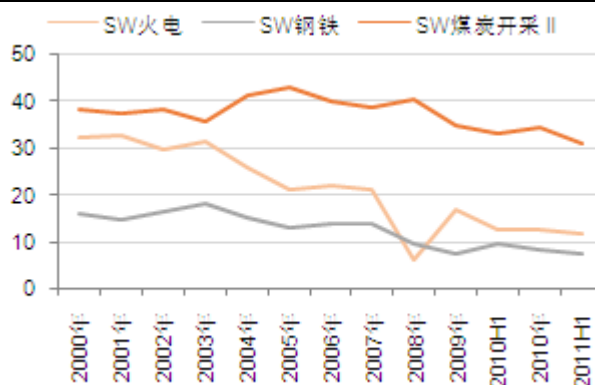
■ 毛利率、净利率小幅回落, ROE 水平维持高位

受成本费用上升拖累, 煤炭行业毛利率小幅回落。上半年行业毛利率为 31.2%, 较去年同期下降 2.1 个百分点, 也较 2010 年报下降 3.4 个百分点。

煤炭下游行业, 钢铁、火电行业上半年盈利能力继续下滑, 一方面, 原材料成本上升幅度较大; 另一方面, 钢价走弱、电价上涨受限, 相关行业均处于微利水平。

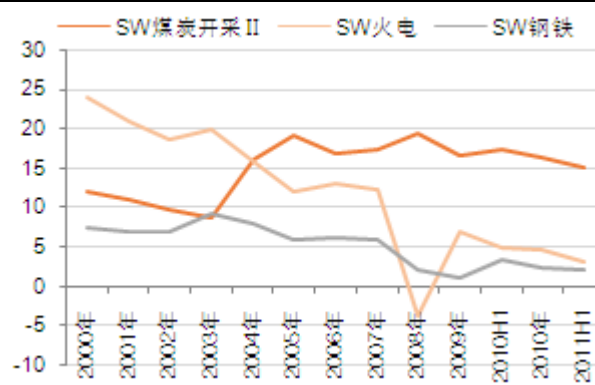
从净资产收益率 (ROE) 角度来看, 上半年行业整体 ROE 为 10.52%, 年化收益率为 21%水平, 依然保持在高位, 显示盈利能力依然保持在高位。

图表9 煤炭及下游行业毛利率均小幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 煤炭及下游行业销售净利率均小幅回落



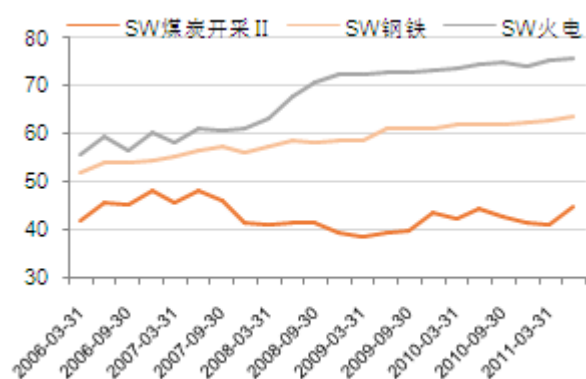
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 资本结构合理，现金流状况良好

煤炭行业资本结构稳健，资产负债率一直处于合理水平，从上半年来看，资产负债率为 44.95%，较年初上升 3.3 个百分点。

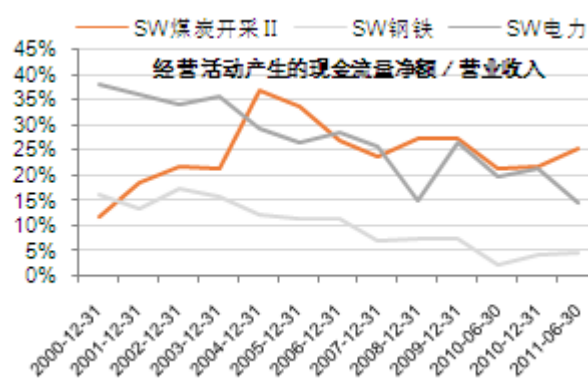
作为上游行业，煤炭行业议价能力依然比较强，虽然在货币政策紧缩的情况下，现金流状况依然较好。

图表11 煤炭行业资产负债率处于合理水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 经营现金流处于良好水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、中报比较分析：指引行业三大发展趋势

2.1 行业发展趋势之一：合同煤价格上涨势不可挡

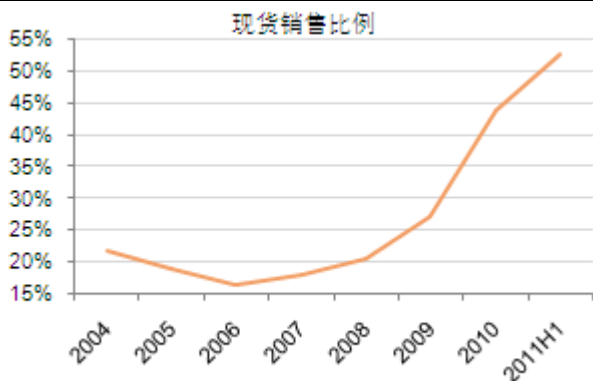
■ 现货煤价格涨幅较大，以补偿合同煤限价的影响

合同煤限价对煤炭公司盈利造成了不利影响；但煤炭公司则通过提高现货煤销售比例、现货价格涨幅来规避政策约束，一定程度上减少合同煤限价带来的影响。

典型的如中国神华、中煤能源等公司，一方面，压缩非电力用户的合同煤量，尽可能增加现货煤销售量；另一方面，大幅提高现货煤价格以补偿合同煤的限价。

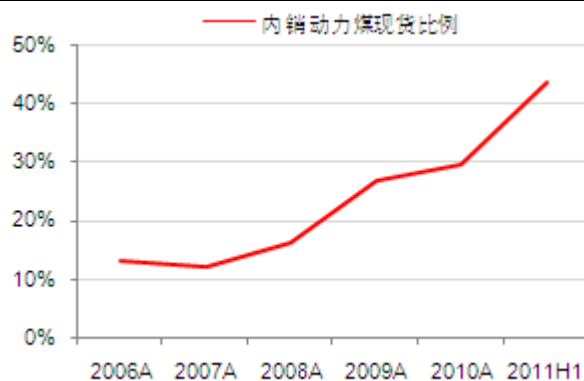
目前长约合同煤与现货煤价差接近 200 元/吨，实际上，合同煤限价助长了现货煤的上涨动力，使得差距继续扩大。

图表13 中国神华现货煤销售比例不断提高



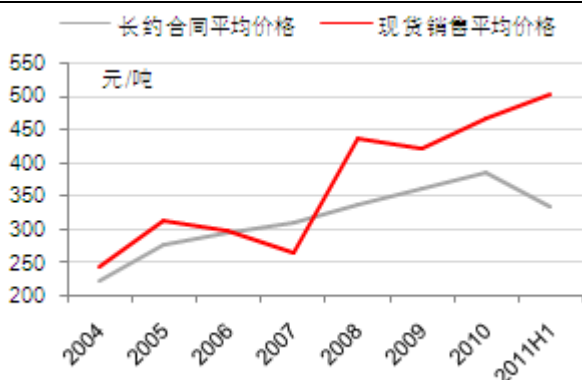
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 中煤能源现货煤销售比例提高



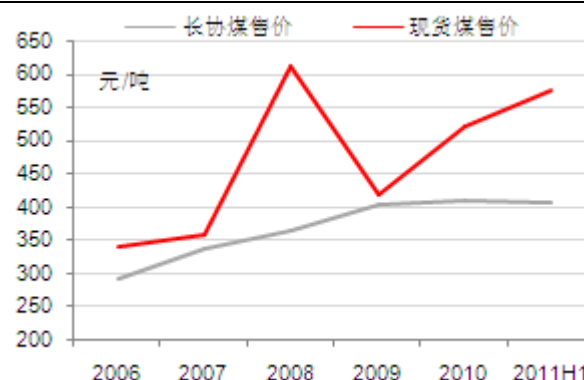
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表15 中国神华现货售价与长约合同售价比较



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 中煤能源现货煤售价与长协煤售价比较



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 冶金煤价格上涨幅度更大

从中报来看，冶金煤价格（包括炼焦煤、炼焦配煤、喷吹煤）依然保持较好的上涨弹性，总体上涨幅度高于动力煤。

图表17 重点煤炭上市公司煤价涨幅比较

	2008A	2009A	2010A	2010H1	2011H1	增长率(%)
山煤国际			717	484	754	55.7%*
兰花科创	498	624	699	681	917	34.70%
神火股份	595	624	755	707	905	28.00%
兖州煤业	662	515	664	636	729	14.50%
潞安环能	518	547	622	623	713	14.40%
大同煤业	434	426	457	439	501	14.20%
西山煤电	611	631	730	716	809	13.00%
平庄能源			278	262	296	13.00%
盘江股份	706	686	717	685	774	12.90%
平煤天安	508	441	488	484	541	11.90%
开滦股份	604	667	768	854	948	11.00%
国阳新能	396	442	489	475	527	10.90%
中煤能源	432	426	456	463	494	6.70%
国投新集	418	407	496	496	520	4.80%
恒源煤电	450	667	623	647	676	4.40%
中国神华	357	389	427	422	429	1.60%
冀中能源	662	630	719	844	851	0.90%
昊华能源		555	566	680	598	-12.10%

资料来源：公司公告，平安证券研究所（*煤种结构变化较大，故综合煤价涨幅较大）

2.2 行业发展趋势之二：人工成本、行业政策性成本上升较快

■ 人工成本、材料成本大幅上升，侵蚀了行业盈利的增长

从煤炭行业中报分析来看，煤炭生产成本上涨较为刚性，主要源于人工成本、材料成本及政策性成本的上涨。

- 从行业整体来看，人工成本平均上涨幅度在 10%左右；
- 材料成本与通胀密切相关，上涨幅度在 8%左右的水平；

图表18 三家煤炭上市公司成本比较

公司	项目	2010H1	2011H1	增长率
中煤能源	煤炭生产成本	209.9	227.6	8.50%
	其中：原材料、燃料和动力	42.2	49.9	18.30%
	人工成本	30.4	31.3	2.80%
中国神华	煤炭生产成本（不含运输费）	99	108.8	9.90%
	其中：原材料、燃料和动力	18.9	19.3	2.10%
	人工成本	13.2	14.8	12.10%
国投新集	一、制造成本	317.1	357.3	12.70%
	其中：原材料、燃料和动力	38.4	35.9	-6.40%
	人工成本	74	99	33.80%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 政策性成本上涨也比较快

各地不断增加可持续发展基金、环境治理恢复基金以及各种调节基金等，

- 比如山西省自 3 月 1 日起，上调煤炭可持续发展基金 3 元/吨，
- 江苏开征可持续发展基金（20 元/吨），
- 河南、湖南等地开征煤炭调节基金（20 元/吨），平抑煤价，补贴电力企业；
- 安徽等地开征煤炭出省调节基金。

我们认为人工成本及政策成本的增长较为刚性，同时也是煤炭成本逐步趋于完全化（即充分包含公共环境污染治理的成本）的体现，未来也将进一步支撑煤价。

2.3 行业发展趋势之三：新增煤炭产能盈利贡献有限

■ “高盈利的不成长，高成长的盈利低”

从中报来看，虽然部分煤炭公司新增产能投产，但业绩贡献不尽如人意，原因在于部分公司新增产能煤质较差，盈利能力低，具体在于：

- 部分煤炭公司新增产能来自“三西”地区，尤其以内蒙古为主，煤质在煤化程度、发热量等方面要低于东部地区。行业内典型公司如昊华能源、中国神华、冀中能源、西山煤电等。
- 此外，部分煤炭公司的新增产能重要一部分来自收购整合的小煤矿，受成本、规模限制，盈利能力也难以提升。此类公司如神火股份、兰花科创、平煤股份等。
- 中长期来看，煤炭行业新增产能的煤质呈趋势性下降，一定程度上降低了行业供给过剩的风险。

煤炭公司受新增产能煤质下降的影响在于，煤炭销售结构发生变化，优质煤占比下降，综合煤价同比下滑，同时吨煤净利也在下滑。从下表可以看出，昊华能源、西山煤电、中国神华等均面临这种经营情况，这也是相关公司业绩不及市场预期的重要原因之一，故未来投资者应更关注相关煤炭公司“有效产量”的增长。

图表19 煤炭上市公司煤炭价格及吨煤净利比较

证券代码	煤炭价格（元/吨）					吨煤净利（元/吨）				
	2009A	2010A	2010H1	2011H1	增长率	2009A	2010A	2010H1	2011H1	增长率
昊华能源	555	566	680	598	-12.1%	124	230	175	175	-23.9%
国投新集	407	496	496	520	4.8%	78	94	101	87	-13.4%
西山煤电	631	730	716	809	13.0%	160	132	184	165	-10.2%
恒源煤电	667	623	647	676	4.4%	161	92	97	94	-3.0%
平庄能源		278	262	296	13.0%		67	68	66	-2.7%
平煤天安	441	488	484	541	11.9%	54	49	65	64	-1.8%
中国神华	389	427	422	429	1.6%	116	145	99	102	2.8%
中煤能源	426	456	463	494	6.7%	91	61	88	92	4.7%
开滦股份	667	768	854	948	11.0%	161	131	156	164	4.9%
盘江股份	686	717	685	774	12.9%	124	179	173	191	10.3%
兰花科创	624	699	681	917	34.7%	217	217	259	289	11.2%
国阳新能	442	489	475	527	10.9%	46	55	120	136	13.7%
潞安环能	547	622	623	713	14.4%	94	114	120	138	14.5%
神火股份	624	755	707	905	28.0%	81	148	176	201	14.5%
冀中能源	630	719	844	851	0.9%	114	72	82	95	15.8%
大同煤业	426	457	439	501	14.2%	68	93	87	103	19.0%
山煤国际		717	484	754	55.7%*		222	213	262	22.9%
兖州煤业	515	664	636	729	14.5%	108	182	115	189	63.9%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、行业投资策略

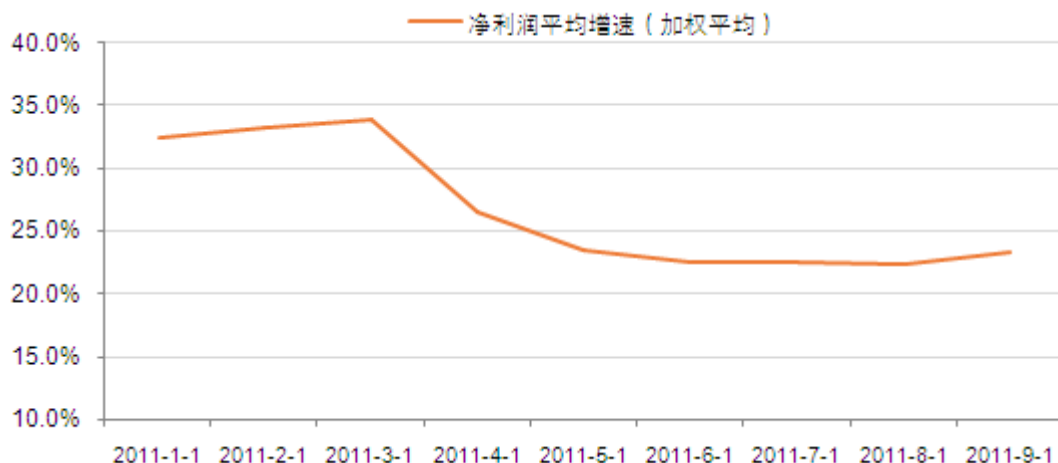
3.1 市场对煤炭上市公司的盈利预期趋于稳定

■ 预计下半年煤炭价格将继续高位运行，行业盈利确定性增强

市场对煤炭上市公司 2011 年的盈利预测在二季度后期就逐步趋于稳定，截至 9 月 1 日，市场对煤炭股 2011 年净利润增速的一致预期为 23.3%，且中报期间净利润增速上调了 1%。我们认为这意味着煤炭公司中报总体表现良好，市场预期对全年净利润增速也趋于稳定，认同度增强。

实际上，从二季度开始，我们一直就在强调煤炭股盈利的确定性，其中主要逻辑在于经过煤炭资源整合以后，煤炭价格易涨难跌，“穿透”（小）周期的能力在增强。年初以来，煤价一直保持在高位，预计全年煤价将保持高位运行。

图表20 煤炭上市公司2011年净利润增速的市场一致预期逐步趋于稳定



资料来源：Wind，平安证券研究所（取每月初市场对煤炭公司盈利增速一致预期，然后加权平均为行业增速）

■ 市场情绪悲观，估值中枢下移，建议短期观望，中长线逐步布局优质煤炭股

短期市场情绪悲观，国际方面，欧美债务危机制约这全球经济的复苏，目前仍处于无解状态，市场已开始担忧未来对出口的影响。国内方面，通胀依然高位，紧缩政策短期内不会放松，同时对房地产的打压，也将影响固定资产投资增速，进而影响经济增长。市场缺乏上涨动力，而煤炭股前期一直表现坚挺，预计随着市场估值中枢的下移，短期煤炭股走势承压。

随着风险的逐步释放，部分煤炭股估值已接近历史低位，我们认为对煤炭股不用太过悲观：

- 煤炭行业经过资源整合后，现金流及资产结构良好，抗波动能力在增强；
- 储煤旺季即将到来，煤炭价格将继续走强；
- 随着通胀的缓解，能源价格体系改革势在必行，未来随着电价理顺，也将改善煤电产业链。国内部分地区依然存在着严重的电荒，能源价格改革势在必行，预计通胀的缓解将为此类问题的解决提供有利的政策环境。

图表21 煤炭板块市盈率走势及对A股估值溢价率比较



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 建议关注两类投资机会：合同煤价上涨&增量确定的公司

综合分析，对于未来煤炭股的投资路线，我们建议关注两类机会：

■ 明年合同煤价格将确定性补涨，关注合同煤比例高的煤炭股；

“限价”政策基本失败，一方面，导致资源错配，带来寻租空间；另一方面，现货煤的高涨对冲了合同煤的“限价”，同时合同煤价上涨一定程度上可抑制市场现货煤价的高涨。

此外，成本的大幅上涨将进一步支撑煤价走高。煤炭成本上涨近乎刚性，尤其是政策性成本及人工成本上涨较快，人工成本将趋势性年均上涨 10%，政策性成本也在不断累加。

合同煤比例高的煤炭公司，重点推荐：中国神华、中煤能源、国投新集。

■ 未来煤炭增量确定的公司，包括内生增长及集团资产注入式的外延扩张

由价格驱动的成长在放缓，积极关注由量驱动的成长。目前煤价已接近历史高点，未来煤价上涨更多将来自成本的推动，意味着煤炭盈利也将逐步见顶，即吨煤盈利的顶点。故关注增量确定的煤炭公司，包括内生增长及集团资产注入。

成长性公司，重点推荐：兖州煤业、永泰能源、山煤国际；

另外，关注煤炭行业资产注入，关注“集团资产/上市公司资产”比值高的公司，重点推荐：阳泉煤业、盘江股份、开滦股份等。

图表22 煤炭上市公司煤炭价格及吨煤净利比较

股票代码	公司简称	2011-9-6 股价	股本（百 万）	每股收益（元）			市盈率（倍）			投资建议
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
000933.SZ	神火股份	14.50	1,050.0	0.83	1.09	1.37	17.6	13.3	10.6	强烈推荐
600546.SH	山煤国际	28.86	750.0	1.17	1.45	1.82	24.7	19.9	15.9	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	27.77	4,918.4	1.53	1.89	2.20	18.2	14.7	12.6	强烈推荐
601088.SH	中国神华	25.65	19,889.6	1.89	2.17	2.50	13.6	11.8	10.3	强烈推荐
601898.SH	中煤能源	9.49	13,258.7	0.58	0.70	0.85	16.4	13.6	11.2	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	28.98	1,150.5	1.50	1.75	1.97	19.4	16.6	14.7	强烈推荐
000983.SZ	西山煤电	20.35	3,151.2	0.84	1.27	1.78	24.2	16.0	11.4	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	23.06	1,156.4	1.06	1.44	1.72	21.9	16.0	13.4	强烈推荐
600348.SH	国阳新能	24.86	2,405.0	1.11	1.36	1.46	22.4	18.3	17.0	强烈推荐
601101.SH	昊华能源	24.23	454.0	0.85	1.32	1.56	28.5	18.4	15.6	推荐
601001.SH	大同煤业	15.49	1,673.7	1.12	1.22	1.41	13.8	12.7	11.0	推荐
600123.SH	兰花科创	41.46	571.2	2.36	2.85	3.07	17.6	14.5	13.5	推荐
601666.SH	平煤股份	11.82	1,816.3	0.78	0.92	1.08	15.1	12.9	11.0	推荐
600997.SH	开滦股份	15.89	1,234.6	0.69	0.78	0.92	23.0	20.4	17.3	中性
002128.SZ	露天煤业	17.40	1326.69	1.10	1.10	1.32	15.9	15.8	13.2	中性
平均值							19.5	15.7	13.2	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 风险提示

宏观经济增速回落程度超出预期，经济陷入二次衰退。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257