

证券研究报告

煤炭开采Ⅲ



重点合同电煤：过冬的棉袄： ——煤炭行业盈利周期专题

推荐 (维持)

2011年10月25日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
国投新集	0.65	0.98	推荐
中国神华	2.20	2.48	推荐
中煤能源	0.72	0.99	推荐

投资要点

2011年的冬天有些冷。经验性的投资逻辑在今年基本失灵，如高通胀并未给煤炭股带来整体投资机会，如三、四季度煤炭消费淡季转换并未拉动板块整体上扬……年初至今获得正收益的煤炭个股寥若晨星——一个冷字了得？奈何？基于此，我们从盈利周期角度思考 2011 年的煤炭行业，期待发现过冬的棉袄。

● 煤炭行业后周期特征

- ◆ **后周期特征。**煤炭行业位于产业链的最上游，受需求传导滞后于消费和投资，数据上其呈现盈利周期滞后 A 股整体 2 个季度的特征。
- ◆ **盈利周期研究的指导意义：**①利用当期盈利周期对我们所处的景气阶段定位，并预判盈利周期变化指导我们的投资决策；②利用分煤种盈利能力差异，获取煤炭板块的相对收益——盈利周期上行阶段为例，炼焦煤和无烟煤收益率高于动力煤公司，反之亦然。

● 过冬的棉袄：2012 重点合同电煤，预期将提价。

- ◆ **现象：**本轮煤炭板块盈利水平并未随 PPI 上行。我们发现市值占比较大的动力煤公司（71%）和无烟煤公司（15%）净利润同比增速向下，仅有炼焦煤上市公司（14%）与 PPI 变动趋势保持一致。
- ◆ **原因：**2011 年重点合同电煤遭限价！为避免高物价进一步上行，政府在高通胀期间通常实施“稳煤价、保电价”的特殊手段。在 2010 年底，政府要求 2011 年重点合同电煤价格不得上涨，政策调控力度超以往，这是煤炭板块盈利水平与 PPI 走势背离的主因。
- ◆ **机会：**预期年底重点合同电煤将提价。支持我们作此判断的理由如下：①影响重点合同电煤涨价的因素趋于弱化，下半年高通胀退潮；②现货煤与重点合同电煤维持高价差——2 季度中国神华的现货煤与重点合同电煤价差达到 179 元/吨。

- **投资标的：**重点合同煤比例高和产量确定性增长的低估值公司。推荐国投新集、中国神华、中煤能源，重点合同电煤占比分别为 70%、55%和 54%，预计未来半年上述标的将获得至少相对收益。

相关报告

煤炭开采Ⅲ：《中煤能源 (601898) 季报点评-静听秋韵待黎明》2011-10-24

煤炭开采Ⅲ：《梅安森-瓦斯监控开疆扩土，差异化战略或领先机》2011-10-21

煤炭开采Ⅲ：《救生舱：盛宴开席 谁的大餐？》2011-10-21

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030007

联系人：汪洋

021-38565599

wang_yang@xyzq.com

目 录

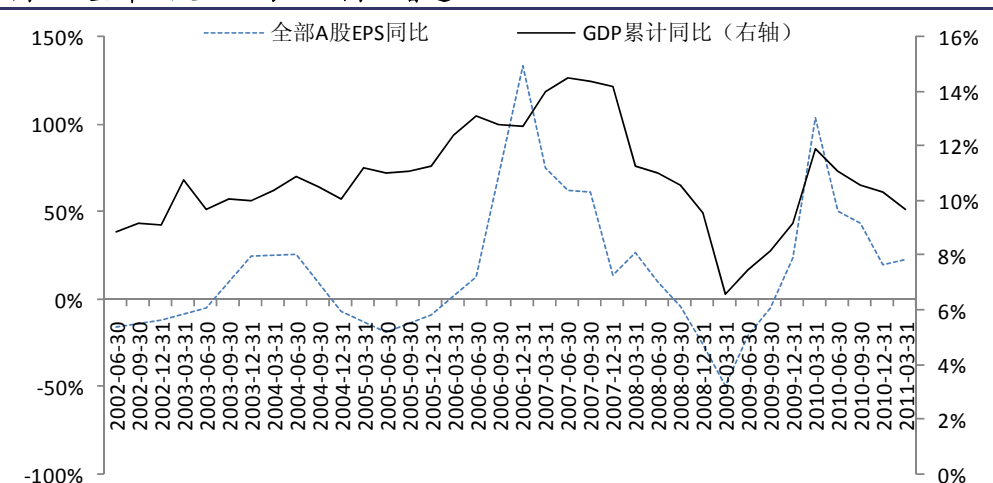
1 盈利周期：煤炭行业分析	- 3 -
1.1 盈利周期定义	- 3 -
1.2 煤炭行业盈利周期特征	- 3 -
2 煤炭行业本轮周期	- 7 -
2.1 现象：盈利周期向下，与 PPI 走势背离	- 7 -
2.2 原因：2011 年重点合同电煤限价！	- 8 -
2.3 机会：看好 2012 年重点合同电煤提价	- 9 -
3 投资标的：高合同煤比例、产量确定性增长、低估值	- 11 -
图 1、全部 A 股 EPS 与 GDP 同比增速	- 3 -
图 2、煤炭板块 EPS 滞后 A 股整体盈利周期	- 3 -
图 3、煤炭板块盈利周期与 PPI 高度相关	- 4 -
图 4、煤炭行业盈利后周期性驱动因素	- 4 -
图 5、煤炭分煤种价格变动	- 5 -
图 6、煤炭子板块净利润同比增速变动	- 5 -
图 7、煤炭开采指数累计受益率与 EPS 同比增速变动	- 6 -
图 8、煤炭开采指数相对收益率与 EPS 同比增速变动	- 6 -
图 9、煤炭子板块累计收益率变动	- 6 -
图 10、煤炭板块盈利周期（EPS）与 PPI	- 7 -
图 11、煤炭上市公司分煤种板块市值占比	- 7 -
图 12、本轮周期煤炭子板块净利润同比增速变动	- 8 -
图 13、通胀下国家对电煤价格干预	- 9 -
图 14、存款准备金年内连续 6 次上调	- 10 -
图 15、存贷款利率年内连续 3 次上调	- 10 -
图 16、现货煤与重点合同电煤价差扩大（以中国神华下水煤为例）	- 10 -
表 1、重点公司重点合同电煤价格变动	- 9 -
表 2、业绩对合同煤提价敏感性分析	- 11 -
表 3、盈利预测（收盘价截至 10 月 25 日）	- 12 -

1 盈利周期：煤炭行业分析

1.1 盈利周期定义

盈利周期通过观察行业盈利增长率在季度上的同比变化，用以判断行业整体所处的景气程度。它可以视作宏观经济周期在微观经营层面的反映，因而与宏观经济在波动趋势上表现出一致性。下图所见，A 股整体 EPS 与 GDP 同比增速在 2006 年后表现接近一致。

图 1、全部 A 股 EPS 与 GDP 同比增速



数据来源：兴业证券研究所

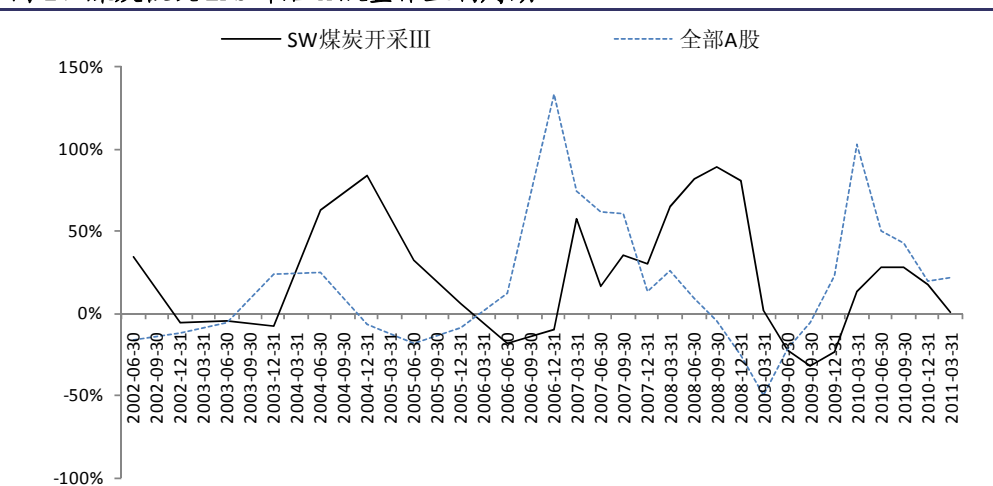
1.2 煤炭行业盈利周期特征

1) 煤炭行业整体后周期特征

以每轮盈利周期顶点和底点作为观察坐标，煤炭行业表现出明显的后周期特征，这体现在：

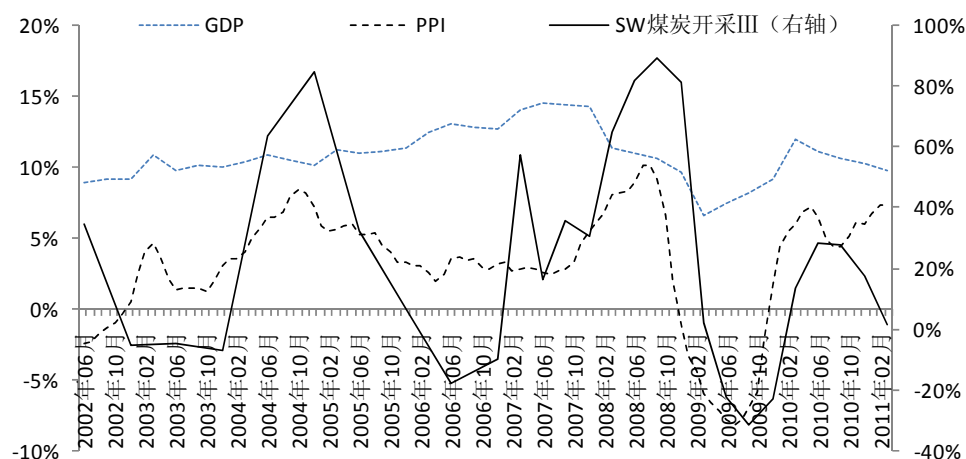
- 盈利周期滞后 A 股整体 2 个季度以上；
- 景气高点与 PPI 走势高度一致。

图 2、煤炭板块 EPS 滞后 A 股整体盈利周期



数据来源：兴业证券研究所

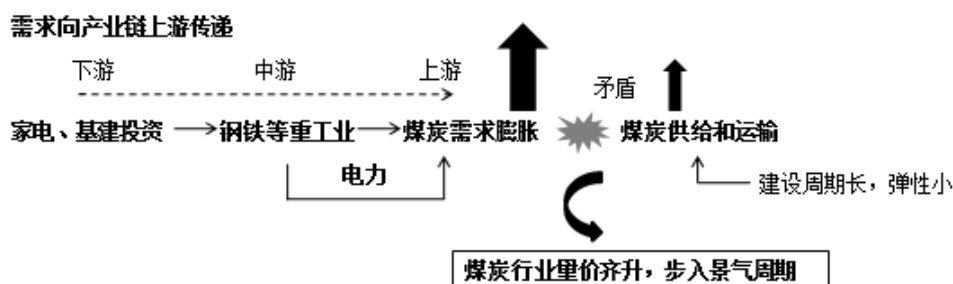
图 3、煤炭板块盈利周期与 PPI 高度相关



数据来源：兴业证券研究所

我们认为，煤炭行业后周期性是由于其位于产业链的最上游，因而受需求传导的影响滞后于消费和投资终端。

图 4、煤炭行业盈利后周期性驱动因素

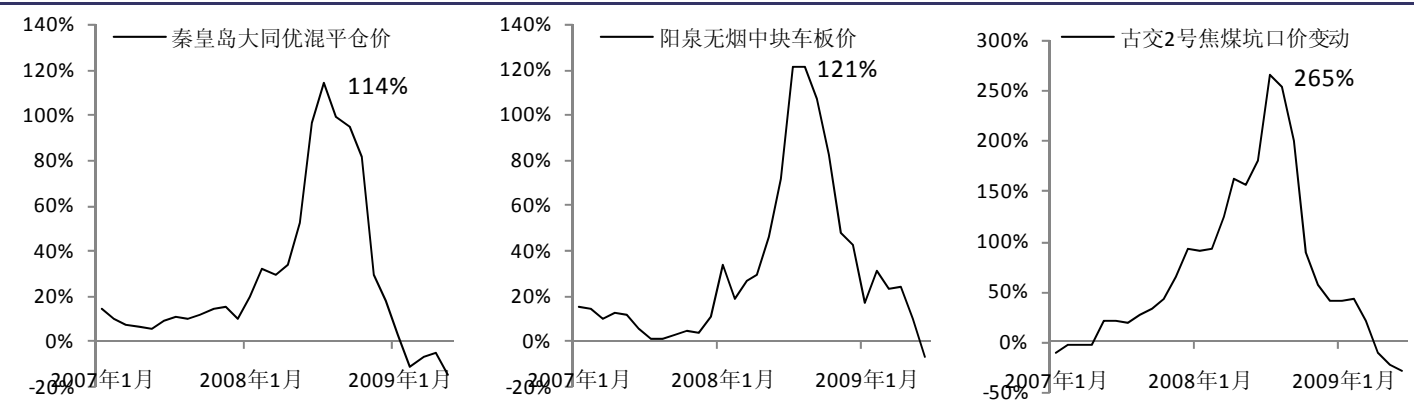


数据来源：兴业证券研究所

2) 分煤种板块盈利周期表现

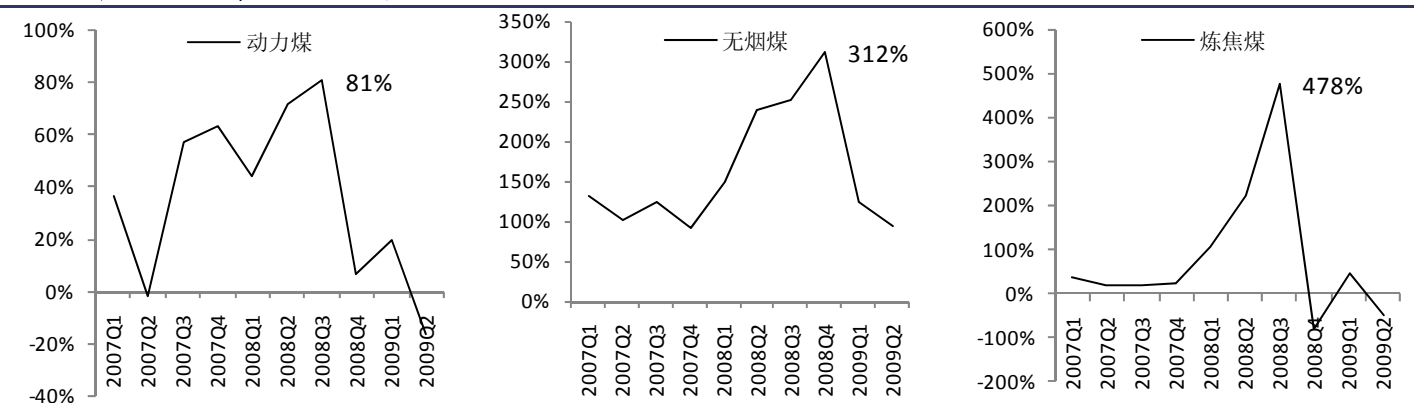
煤炭企业盈利能力变动取决于新增产能和煤价，在不考虑新增产能变动时（产能体现个体特征），煤价变动对煤炭企业盈利能力变动起决定作用。以盈利周期上升阶段为例，煤炭行业不同煤种企业趋势一致但盈利能力仍表现分化，其主要原因即是分煤种价格表现出较大差异。以 2007 至 2008 年为例，炼焦煤（古交 2 号）和无烟煤（阳泉）煤价同比涨幅均大于动力煤（秦皇岛大同优混），这与分板块同期盈利能力表现一致。（见下图）

图 5、煤炭分煤种价格变动



数据来源：兴业证券研究所

图 6、煤炭子板块净利润同比增速变动

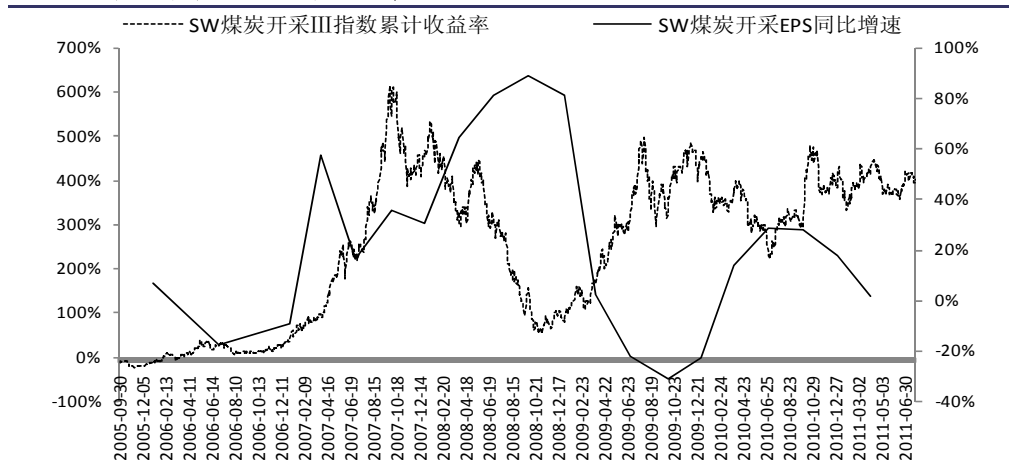


数据来源：兴业证券研究所

3) 盈利周期对煤炭板块投资的指导意义

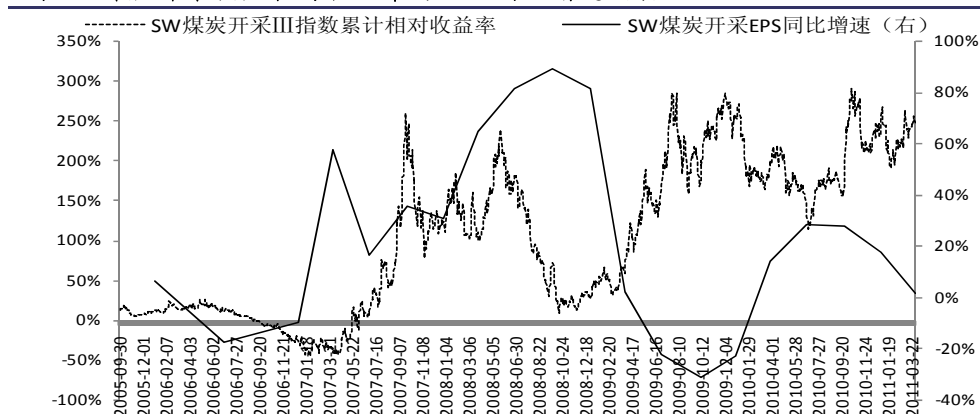
盈利周期对投资的指导如下：①利用盈利周期对我们所处的景气阶段定位，并通过预判盈利周期变化指导我们投资，煤炭开采绝对累计收益率和相对收益率分别领先盈利周期 2 个和 1 个季度；②分煤种盈利能力差异，获取煤炭板块投资的相对收益——以 2007 至 2008 年为例，炼焦煤和无烟煤累计收益率明显高于动力煤。

图 7、煤炭开采指数累计受益率与 EPS 同比增速变动



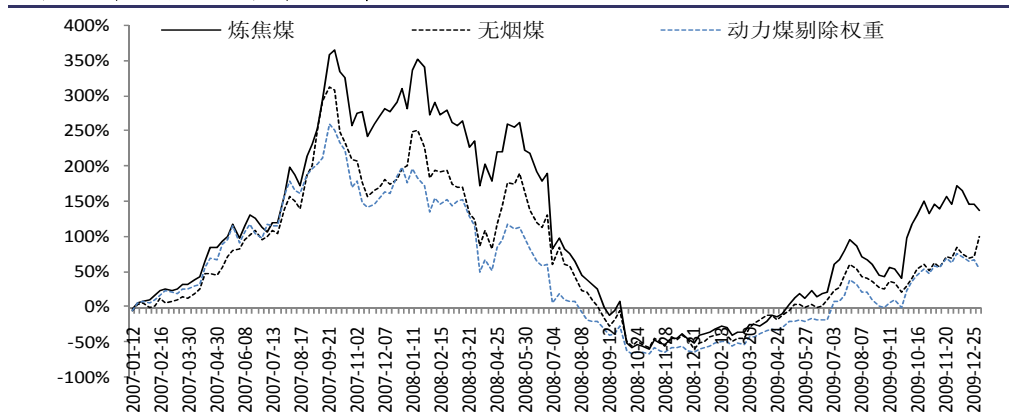
数据来源：兴业证券研究所

图 8、煤炭开采指数相对收益率与 EPS 同比增速变动



数据来源：兴业证券研究所

图 9、煤炭子板块累计收益率变动



数据来源：兴业证券研究所

在盈利周期上行阶段，炼焦煤板块累计投资收益率最大！反之，亦然！

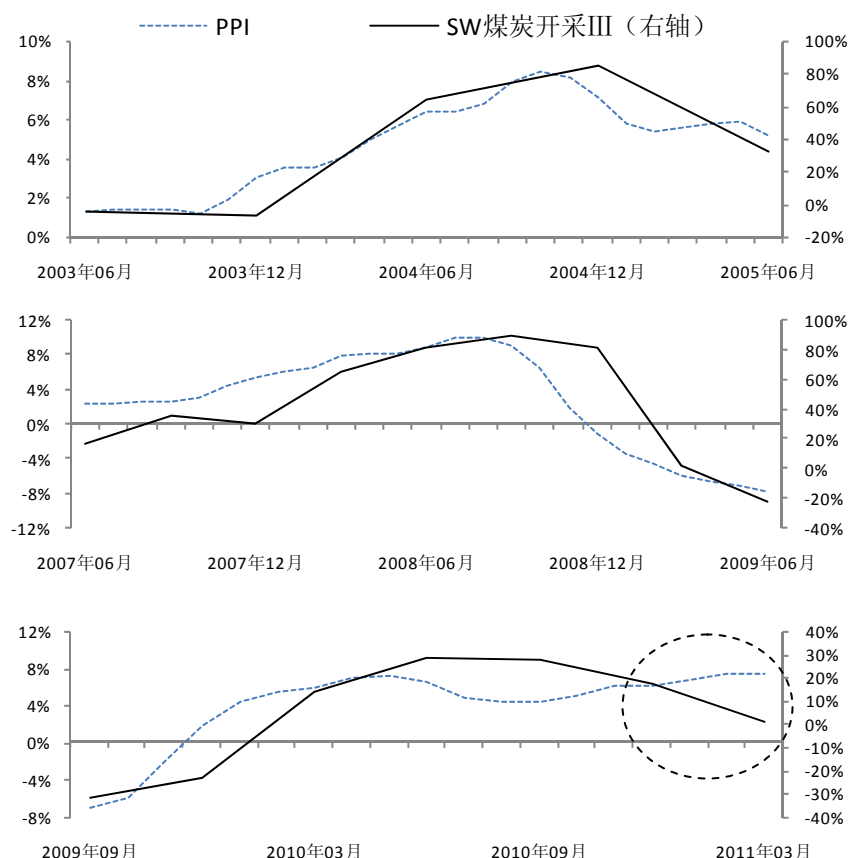
2 煤炭行业本轮周期

2.1 现象：盈利周期向下，与 PPI 走势背离

本轮煤炭板块盈利周期变动与高通胀呈现背离。2011 年后通胀继续上行，而煤炭板块盈利同比增速出现下滑的走势，这与前两次高通胀煤炭板块的表现截然不同。

图 10、煤炭板块盈利周期（EPS）与 PPI

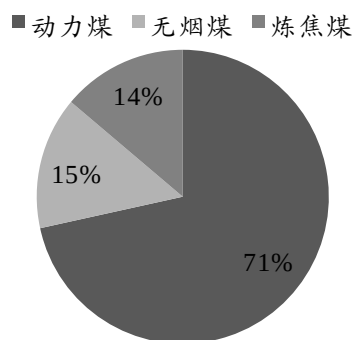
3 次高通胀时期看，前两次煤炭板块 EPS 走势与 PPI 非常吻合，而今年却是例外！！



数据来源：兴业证券研究所

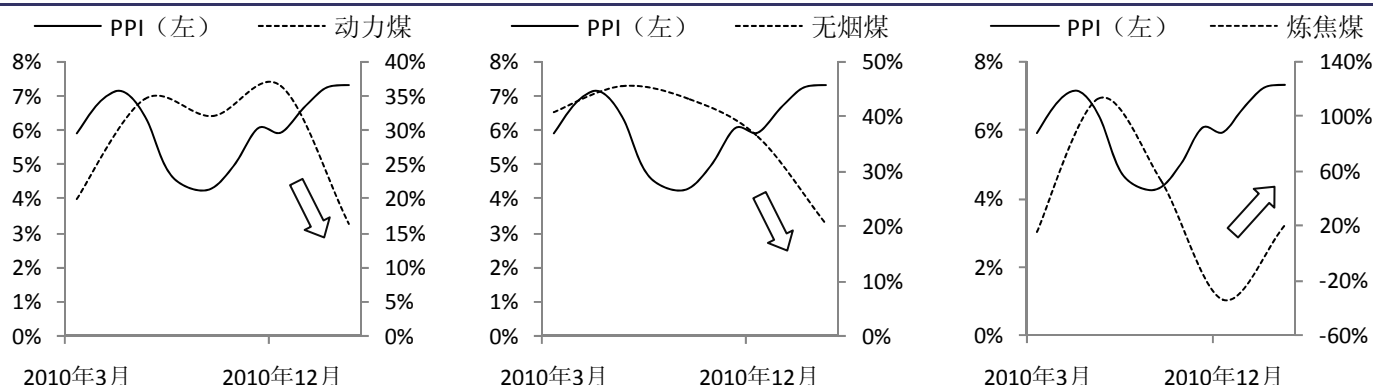
分析煤炭上市公司 EPS 与高通胀呈现背离之因，我们发现市值占比较大的动力煤（71%）净利润同比增速向下，仅有炼焦煤上市公司（14%）净利润同比增速与 PPI 保持一致。

图 11、煤炭上市公司分煤种板块市值占比



数据来源：兴业证券研究所

图 12、本轮周期煤炭子板块净利润同比增速变动



数据来源：兴业证券研究所

2.2 原因：2011 年重点合同电煤限价！

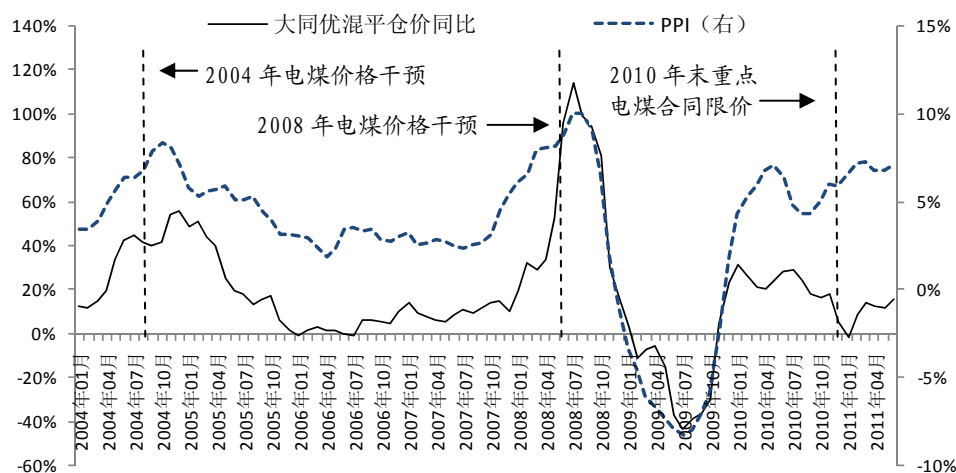
本轮高通胀中，煤炭板块 EPS 与 PPI 变化并未同步，主要受市值占比达 71% 的动力煤上市公司净利润同比增速下滑影响。按图索骥，我们发现国家对重点合同电煤限价是动力煤上市公司净利润下滑的主因。

全年重点合同电煤强制限价，本次政策调控力度超以往。为避免高物价进一步上行，政府在高通胀期间通常实施“稳煤价、保电价”的特殊手段。在 2004 和 2008 年，国家分别对煤炭价格实行限价令，针对的是现货价，由于重点合同电煤价是在每年末一年一签，所以并未受到限制；而在 2010 年底，政府要求 2011 年重点合同电煤价格不得上涨，政策调控力度超以往，这对重点合同电煤占比较大的动力煤上市公司盈利能力提升构成了极为负面的影响。

历史上动力煤限价令：

- 1) 2004 年 8 月 3 日，国家发展改革委员会发布了《关于对部分地区电煤价格实行临时性干预措施的通知》，允许在不超过 8% 的幅度内，调整煤炭价格；要求煤炭企业千方百计增加电煤供应，保证重点合同的供货；交通部门要继续调整运输结构，优先保证电煤运输；
- 2) 2008 年 6 月 19 日，发改委对全国发电用煤实施临时价格干预措施，要求车板价均以 2008 年 6 月 19 日实际结算价格为最高限价；当日没有交易的，以此前最近一次实际结算价格作为最高限价。
- 3) 2010 年 12 月，国家发改委要求 2011 年重点合同价格维持上年水平不变，不得以任何形式变相涨价。而根据 12 月 6 日国家发改委下发的《关于做好 2011 年煤炭产运需衔接工作的通知》，2011 年跨省煤炭总衔接量为 9.32 亿吨，其中重点电煤重点合同电煤占比 83%，达到 7.7 亿吨！

图 13、通胀下国家对电煤价格干预



数据来源：兴业证券研究所

从中国神华公告的煤价为例，2011 年神华下水煤 FOB 合同价较 2010 年下跌 12 元/吨，这是 2006 年以来首次下跌。管中窥豹，可见一斑。我们认为，重点合同电煤限价对重点合同电煤占比较大的煤炭上市公司影响巨大，这正是造成以动力煤上市公司为主的煤炭板块并未在高通胀期间表现出高盈利特征的原因！！

表 1、重点公司重点合同电煤价格变动

公司名称	价格类型	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
中国神华	合同价	335	360	409	441	462	450
	下水 FOB 现货价	381	399	614	473	589	629
	差额	46	39	206	31	127	179
中煤能源	合同价	-	336	365	402	410	407
	内销煤 现货价	-	359	612	417	521	575
	差额	-	23	247	15	111	168

数据来源：兴业证券研究所

2.3 机会：看好 2012 年重点合同电煤提价

我们分析 2011 年四季度形势，即在通胀高位回落与紧缩货币政策不放松的背景下，煤炭行业盈利周期继续向下，将呈现同比高煤价（现货）、高成本、低利润增速的局面，环比数据利润上升空间不大。而市场热议的 2012 年现货煤（包括无烟煤和炼焦煤）价格的涨跌，我们比较谨慎，在需求端偏弱的情况下，我们判断价格更有可能震荡走平。唯一能确定的则是高通胀退潮后，重点合同电煤价格上涨实现现货煤与合同煤价差的缩窄。因此，在行业景气下滑阶段，我们看好合同煤比例较高的煤企在此阶段的相对表现。

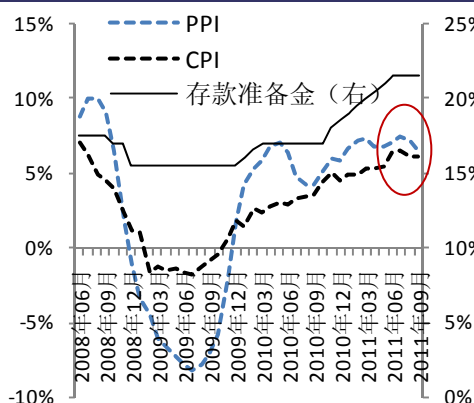
以上判断基于以下两个假设：

- 1) 影响重点合同电煤涨价的因素将弱化，下半年高通胀退潮；
- 2) 现货煤与重点合同电煤高价差维持至 2011 年底。

我们认为，一方面在国家较紧的货币政策下，8 月和 9 月 CPI 数据已经回落，压制重点合同电煤价格的因素趋于弱化；另一方面，现货煤与重点合同电煤的价差持续扩大，重点合同电煤占比较大的上市煤企有较大的利益驱动调整 2012 年的价格。因此，我们认为重点合同电煤犹如过冬的棉袄，有助于煤炭企业驱寒取暖。

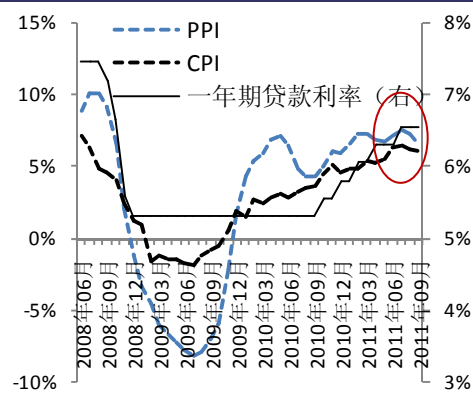
我们依然可以从历史数据寻找到强有力的证据！图 16，现货煤和合同煤价差在高通胀的 08 年达到 206 元高位后，次年价差迅速缩窄，表现为现货价的大幅下跌和合同煤的提价！同样是高通胀后的盈利周期继续向下，同样是现货煤与合同煤的高价差，我们认为 2012 年合同煤提价是大概率事件，不考虑新增产量前提下，预计合同煤比例高的上市公司业绩将有相对较好的表现。

图 14、存款准备金年内连续 6 次上调



数据来源：兴业证券研究所

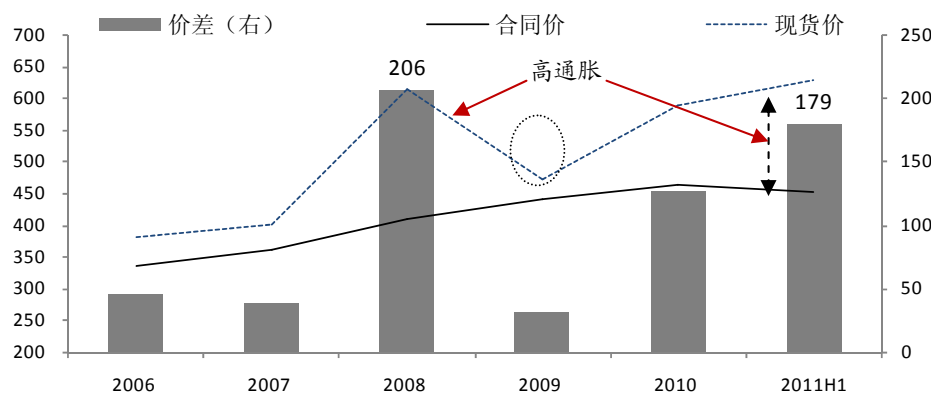
图 15、存贷款利率年内连续 3 次上调



数据来源：兴业证券研究所

从紧货币政策下，8 月和 9 月 PPI 和 CPI 均呈现高位连续回落！！

图 16、现货煤与重点合同电煤价差扩大（以中国神华下水煤为例）



数据来源：兴业证券研究所

历史数据表明，通胀次年现货煤下跌，重点电煤合同价格仍然上涨！！

3 投资标的：重点合同煤比例高+产量确定性增长+低估值

遵循上述逻辑，我们推荐符合高合同煤比例、产量确定性增长、低估值水平条件的公司，即国投新集、中国神华、中煤能源，我们认为上述公司在未来半年将具备相对收益。

1) **合同煤涨价情景模拟**：假设 2011 年重点合同电煤含税价提高 50 元/吨，寻找 EPS 受益靠前的公司。为简化模型，我们忽略个体差异，不考虑成本差异，不考虑新增产量，假设价格提高 50 元/吨，合同煤吨煤净利提高 32 元/吨，公司数据以 2010 年报告为基础。研究结果发现，国投新集、中国神华、中煤能源 EPS 变动率均大于 10%。

表 2、业绩对合同煤提价敏感性分析

证券代码	证券简称	2010 合同煤比例	调价前		调价后		EPS 变动%
			吨煤净利	EPS	吨煤净利	EPS	
601666.SH	平煤股份	70.0%	51	0.78	73	1.13	44.0%
601001.SH	大同煤业	80.0%	66	0.77	92	1.07	38.9%
601898.SH	中煤能源	54.0%	59	0.52	76	0.67	29.3%
601918.SH	国投新集	70.0%	94	0.68	116	0.84	23.9%
600971.SH	恒源煤电	40.0%	91	2.17	104	2.47	14.1%
601088.SH	中国神华	54.7%	127	1.87	145	2.13	13.8%
600188.SH	兖州煤业	22.0%	198	1.83	205	1.90	3.6%

数据来源：兴业证券研究所

注：平庄能源和露天煤业合同煤比例不详，暂未列入表中。

2) 2012 年产量确定性增长：

- **国投新集**：口孜东矿贡献新增产能 150 万吨。预计 2011 年底该矿完成建设并进行试生产，2012 年下半年正式投产转固，生产原煤 150 万吨，预计贡献净利润 1.5 亿元左右，增厚 EPS 约 0.08 元。
- **中国神华**：布尔台矿（2000 万吨，100%）和黄玉川矿（1000 万吨，50%）将新增权益原煤产量 1300 万吨，预计贡献净利润 10.4 亿元，增厚 EPS 约 0.05 元；
- **中煤能源**：东露天矿和王家岭矿将释放产能，前者贡献动力煤产量 1200 万吨，后者贡献炼焦煤产量 100 万吨，预计贡献净利润 19.5 亿元，增厚 EPS 约 0.15 元；

3) 估值水平低。国投新集、中国神华和中煤能源等 3 家公司 2012 年市盈率分别为 12 倍、10 倍、9 倍，低于动力煤板块 13 倍 PE 的中值水平，维持对上述公司的“推荐”评级。

表 3、盈利预测（收盘价截至 10 月 25 日）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
000552.SZ	靖远煤电	16.59	0.36	0.44	0.49	46.08	37.70	33.86
601001.SH	大同煤业	14.91	0.81	0.93	1.05	18.44	16.02	14.15
000780.SZ	平庄能源	12.78	0.71	0.80	0.89	18.00	15.98	14.36
600971.SH	恒源煤电	16.19	1.07	1.23	1.31	15.17	13.15	12.32
600188.SH	兖州煤业	25.18	1.70	1.96	2.25	14.81	12.88	11.20
002128.SZ	露天煤业	16.26	1.03	1.28	1.45	15.79	12.70	11.21
601918.SH	国投新集	11.74	0.65	0.98	1.25	18.06	11.98	9.39
601088.SH	中国神华	25.35	2.20	2.48	2.85	11.52	10.22	8.89
600508.SH	上海能源	21.14	1.85	2.19	2.64	11.42	9.67	8.02
601898.SH	中煤能源	9.00	0.72	0.99	1.13	12.50	9.09	7.96
中值						15.48	12.79	11.21

数据来源：兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推 荐：相对表现优于市场
中 性：相对表现与市场持平
回 避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强烈推荐：相对大盘涨幅大于 15%
推 荐：相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编：200135

传真：021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编：100140

传真：010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编：518048

传真：0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。