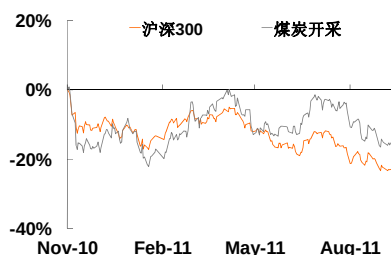


煤炭行业2012年度投资策略

重组“故事”主导，个股分化延续

推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

2011.06.20 煤炭行业2011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）

2011.09.07 未来关注合同煤价格上涨及个股量能扩张_煤炭开采行业专题报告（推荐）

证券分析师

张顺 S1150209110154
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内容。

- **需求侧：政策正在转向积极，需求将迎来触底回升。**预计2012年一季度探底（GDP增速为8.5%），二季度开始回升（GDP增速为8.6%），预计2012年GDP增速在8.7%左右。
- **供给侧：垄断集中，有效供应面临制约。**一方面，国有重点煤矿的产量占比提升，对煤炭安全生产的承受能力降低；另一方面，铁路运力“瓶颈”更为突出：制约有效供给
- **煤炭价格上涨动力减弱，弹性空间收窄，其中动力煤、无烟煤价格维持高位运行，炼焦煤存在下行压力。**煤价逐步受到成本的倒逼，人工成本及各种政策性成本增长较为刚性，其中动力煤合同价上涨较为确定，预计上涨5%-10%，上涨幅度30-50元/吨。
- **行业投资策略：1）行业面：电价上调将推动煤炭股行情，合同煤价格上涨也将更为确定，建议关注合同煤比例较高的煤炭公司；2）公司面：关注量能扩张&资产重组。**
- **资产重组将主导2012年煤炭股行情，资产注入、重组正当时：**
 - **内在因素：**采矿业正在经历“最后的盛宴”，未来行业面临盈利空间的压缩，而目前相对高景气的市场形势对大股东有利，大股东资产注入的意愿增强；
 - **外在因素：**政策的积极推进：煤炭“十二五”规划即将推出，其中支持行业集中度提高，继续行业龙头企业做大做强；此外各地政府积极推进大集团利用上市公司平台进行整体上市。
- **维持行业“推荐”评级。**目前重点煤炭公司业绩对应2012年估值为12.7倍，处于市场历史均值以下，估值已反映了对经济的悲观预期，随着经济拐点的出现以及流动性的改善，行业估值将逐步提升，维持行业“推荐”评级。
- **重点公司推荐：山煤国际、中煤能源、国投新集、潞安环能**
- **风险提示：**宏观经济回落幅度超出预期；政策性成本大幅提升；煤炭价格受到限制

股票代码	公司简称	2011-11-22 股价	股本（百 万）	每股收益（元）				市盈率（倍）				投资建议
				2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
600546.SH	山煤国际	25.97	750	1.17	1.75	2.10	2.52	22.2	14.8	12.4	10.3	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	27.09	4,918.40	1.53	1.89	2.20	2.42	17.7	14.3	12.3	11.2	强烈推荐
601088.SH	中国神华	26.06	19,889.60	1.89	2.32	2.56	2.87	13.8	11.2	10.2	9.1	强烈推荐
601898.SH	中煤能源	9.61	13,258.70	0.58	0.74	0.87	1.09	16.6	13.0	11.0	8.8	强烈推荐
601918.SH	国投新集	12.9	1,850.40	0.68	0.74	0.90	1.17	28.7	19.0	17.4	14.3	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	25.05	1,150.50	1.50	1.65	1.97	2.11	16.8	15.2	12.7	11.9	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	19.11	1,156.40	1.06	1.43	1.82	2.01	18.1	13.4	10.5	9.5	强烈推荐
600123.SH	兰花科创	41.2	571.2	2.36	2.85	4.00	4.60	17.5	14.5	10.3	9.0	强烈推荐
平均值								18.6	15.2	12.7	11.0	

推荐要点：

结论与投资建议

1、煤炭市场将维持弱势平衡，基本面平淡，继续关注个股分化；

2、维持行业“推荐”评级

- 政策“拐点”即将出现，估值已反映了对经济的悲观预期，煤炭股已逐步完成筑底。
- 目前重点煤炭公司业绩对应2012年平均估值为12.9倍，处于市场历史均值以下，伴随着经济拐点的出现以及流动性的改善，行业估值将逐步提升。

推荐煤炭子行业排序：动力煤 >> 无烟煤>> 炼焦煤；

重点推荐：山煤国际、中煤能源、国投新集、潞安环能

3、投资策略：

行业面：电价预期上调将推动煤炭股行情，合同煤价格上涨预期更为确定；

公司面：关注资产重组&资产注入、重组；

关键假设点：

- 1、需求小幅回落，宏观经济预计2012年上半年完成筑底回升，预计GDP增速为8.7%左右；
- 2、供给侧有效制约，行业垄断集中度提高，铁路运输“瓶颈”依然存在，煤炭进口维持较低边际增量。

有别于大众的认识：

- 1、通胀下行确立，紧缩政策将面临转向，政策“拐点”已隐现；
- 2、基本面平稳为主，为个股提供演绎“故事”舞台，资产重组将主导2012年煤炭股行情：
 - **内在因素：**采矿业正在经历“最后的盛宴”，未来行业面临盈利空间的压缩，市场普遍预期采矿业最好的历史阶段即将过去。从时点来看，当前市场形势对大股东有利，仍可享受行业景气溢价，故大股东进行资产注入的意愿增强；
 - **外在因素：**政策的积极推进：一方面，煤炭“十二五”规划即将推出，其中支持行业集中度提高，继续行业龙头企业做大做强；另一方面，各地政府积极推进大集团利用上市公司平台进行整体上市。

股价表现催化剂：

政策“拐点”显现，货币政策转向；

电价上调，煤-电价格机制改革启动。

核心假设风险：

宏观经济回落幅度超出预期；政策性成本大幅提升；煤炭价格受到限制。

正文目录

推荐要点： 2

正文目录 3

图表目录 4

一、 2011 年回顾：煤价坚挺，个股分化..... 6

二、 展望 2012 年：迎来拐点，景气延续 7

 2.1 需求侧：增速小幅回落 7

 2.2 供给侧：垄断集中，有效供应面临制约 10

 2.3 煤炭价格高位运行，关注成本支撑 13

三、 行业投资策略：分化延续，优选个股 15

 3.1 行业面：电价预期上调将推动煤炭股行情 15

 3.2 公司面：资产注入、重组将主导 2012 年煤炭股行情..... 17

 3.3 行业评级及上市公司推荐 18

 3.4 风险提示： 21

图表目录

图表 1	煤炭价格高位运行，波幅在逐步收窄	6
图表 2	煤炭价格的“后周期”特征更为明显	6
图表 3	煤炭股贝塔值显著降低，弹性在减弱	7
图表 4	GDP 增速继续回落，预计 2012 年 1 季度是本轮周期低点	7
图表 5	固定资产投资增速在逐步回落	8
图表 6	外贸出口增速回落，未来继续走弱概率较大	8
图表 7	电力消费弹性系数平均维持在 1.1 左右的水平	8
图表 8	煤炭下游行业增速预测	9
图表 9	CPI 见顶回落，拐点向下	9
图表 10	M2 增速已逐步趋底，货币政策逐步转向	9
图表 11	全国国有煤矿产量占比提升	10
图表 12	山西省国有煤矿产量占比提升更为明显	10
图表 13	“三西”地区煤炭产量是主要增量来源	11
图表 14	铁路投资增速大幅下滑	11
图表 15	大秦、侯月铁路运量提升空间不大	11
图表 16	铁路运输“瓶颈”依然存在	12
图表 17	国际煤价开始小幅回落	12
图表 18	海运价维持在相对底部水平	12
图表 19	煤炭进口量取决于国际煤价优势	13
图表 20	秦皇岛动力煤现货价格走势	14
图表 21	山西中部地区炼焦煤价格走势	14
图表 22	各地不断起征煤炭价格调节基金，政策性成本不断增加	14
图表 23	煤炭行业盈利空间逐步开始收窄	15
图表 24	煤炭行业人工成本上升较快	15
图表 25	电力行业盈利处于低位	15
图表 26	电力行业资产负债率整体在 70%以上	15
图表 27	电价上调前后，对煤价走势影响分析	16

图表 28 电价上调前后，对煤炭股走势影响分析 16

图表 29 中国神华现货煤销售比例不断提高 17

图表 30 中煤能源现货煤销售比例提高 17

图表 31 中国神华现货售价与长约合同售价比较 17

图表 32 中煤能源现货煤售价与长协煤售价比较 17

图表 33 部分涉及信达持股的煤炭集团 18

图表 34 煤炭行业毛利率处于高位 19

图表 35 煤炭行业 ROE 保持较高水平 19

图表 36 煤价上涨是提升估值的必要条件之一 19

图表 37 重点煤炭上市公司净利润增速预测 20

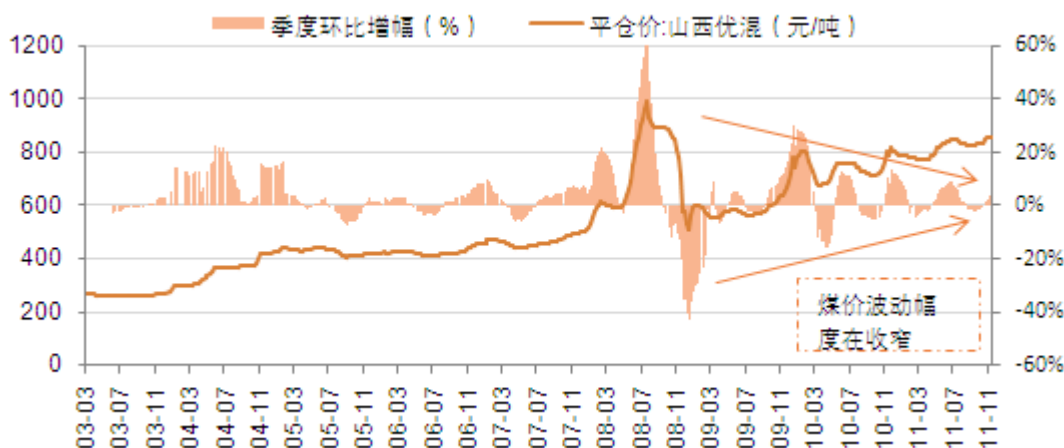
图表 38 重点煤炭上市公司盈利预测及估值 21

一、2011 年回顾：煤价坚挺，个股分化

■ 煤价震荡上行，“后周期”特征更为明显

从全年来看，以秦皇岛煤价（或环渤海煤价指数）为例，一直处在高位震荡上行的阶段，煤价走势较强，呈现淡季不淡的情形，同时，随着基数的提高，煤价高位震荡的幅度在收窄。

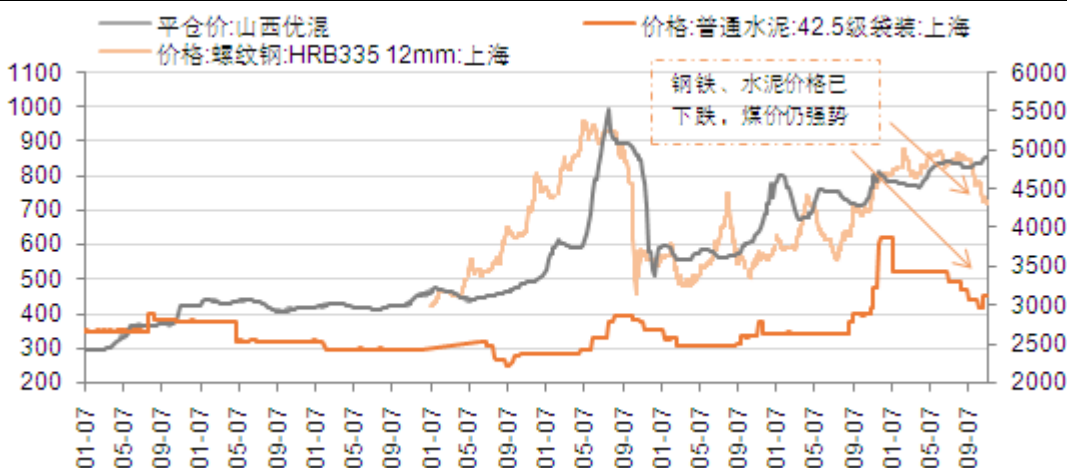
图表1 煤炭价格高位运行，波幅在逐步收窄



资料来源：Wind，平安证券研究所

煤炭资源整合后，行业集中度提高，煤炭企业对煤价的掌控能力增强，上游后周期特征增强。从二季度以来，宏观经济逐步下行，尤其8月份以后随着欧洲债务危机的爆发，煤炭下游行业，水泥、钢铁等价格开始大幅回落，但煤炭价格仍然表现坚挺。

图表2 煤炭价格的“后周期”特征更为明显



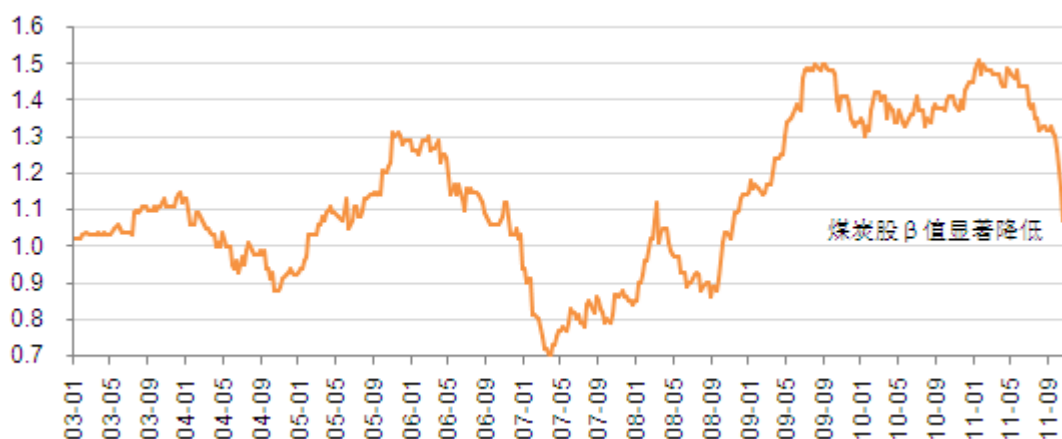
资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

■ 业绩确定性较强，弱势中相对强势

反映在二级市场，由于煤价高位运行，行业整体业绩确定性较强，走势平稳，弱势中相对强势。行业贝塔值减小，波动降低。

个股走势分化，公司基本面对个股行情走势起到主要作用。在总体煤价相对平稳的情况下，市场更热衷基本面良好的公司。

图表3 煤炭股贝塔值显著降低，弹性在减弱



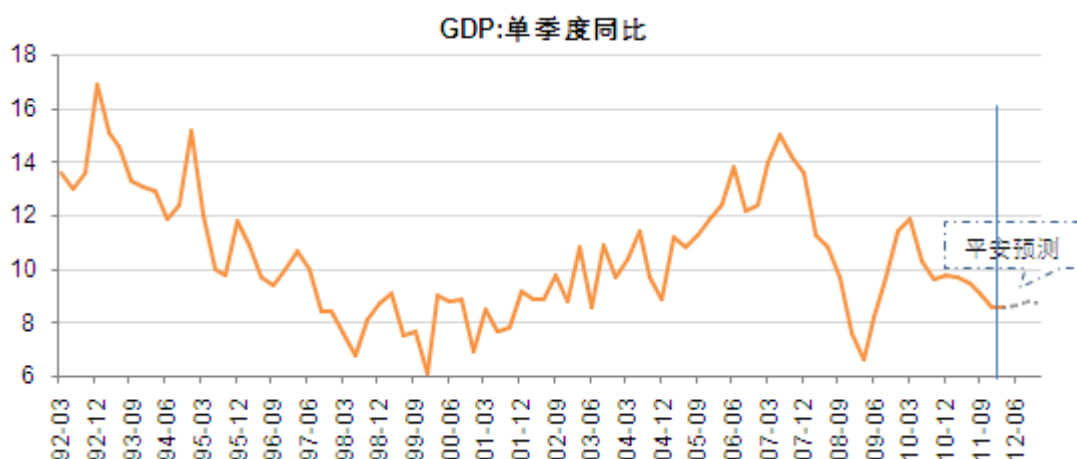
资料来源：Wind，平安证券研究所（参照沪深300指数的贝塔值）

二、 展望 2012 年：迎来拐点，景气延续

2.1 需求侧：增速小幅回落

■ 经济迎来拐点，预计将在 2012 年上半年探底回升

图表4 GDP增速继续回落，预计2012年1季度是本轮周期低点



资料来源：平安证券研究所

根据平安证券宏观组预测，此轮由紧缩及房地产调控所引起的小周期下行将持续到 2012 年，其中上半年是经济筑底的过程，预计 2012 年一季度探底（GDP 增速为 8.5%），二季度开始回升（GDP

增速为 8.6%)，预计 2012 年 GDP 增速在 8.7% 左右。

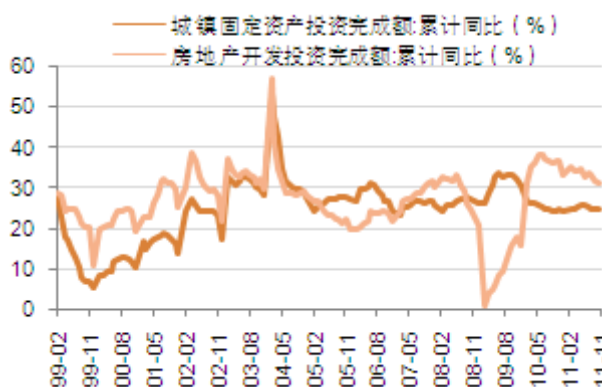
■ 固定资产投资增速相对“温和”回落

主要原因在于四万亿投资的结束以及房地产调控导致开发投资趋缓。但另一方面，国家也积极推进保障房、水利、环保产业等相关投资建设，使得投资回落速度更为温和，逐步“软着陆”。根据平安宏观组预测，预计 2012 年固定资产投资增速（名义）为 21.0%，实际值为 15.4%。

■ 外贸出口仍面临较大的不确定性，未来走弱的可能性较大

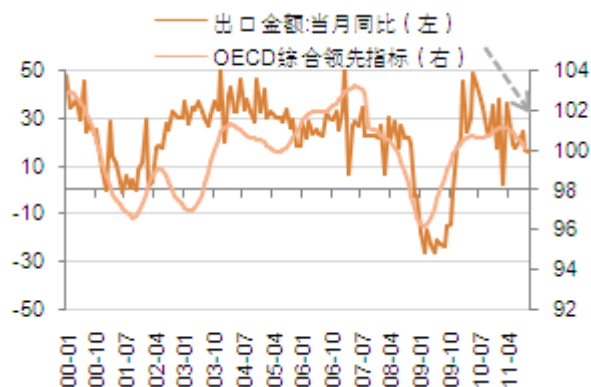
受欧美债务危机影响，外需在逐步放缓走弱。以 OECD 综合领先指标与中国出口增速比较来看，随着领先指标的下行，将逐步影响中国的出口增速。

图表5 固定资产投资增速在逐步回落



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表6 外贸出口增速回落，未来继续走弱概率较大



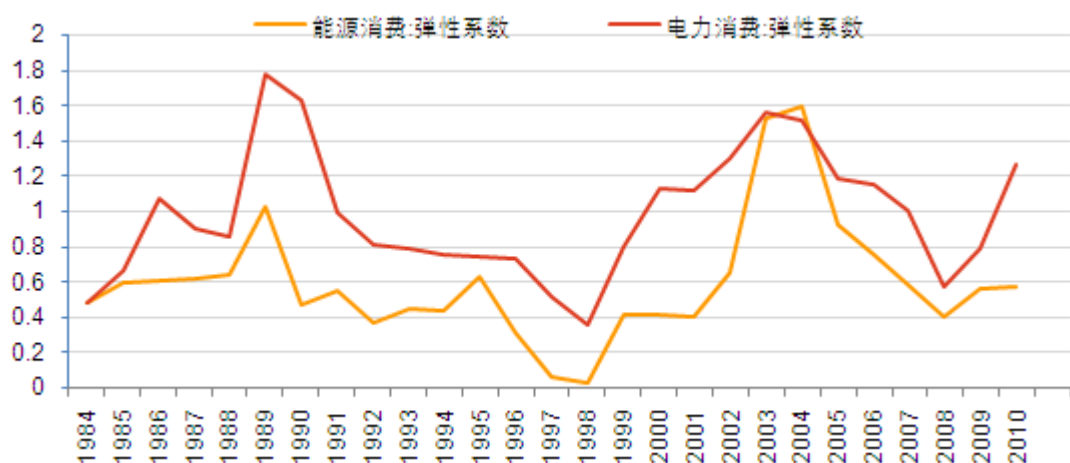
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

■ 煤炭下游行业增速在逐步放缓

从煤炭下游行业来看，其中钢铁、水泥等投资品，与固定资产投资高度相关，凸显强周期特征，预计产量将显著回落。

而发电量增速与 GDP 增速相关，边际冲击力相对较低，根据电力消费弹性系数测算，预计 2012 年发电增速将维持在 10% 的水平。

图表7 电力消费弹性系数平均维持在1.1左右的水平



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表8 煤炭下游行业增速预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
城镇固定资产投资(亿元)	93472.4	117413.9	148167.3	194138.6	241702.6	298502.7	361188.2
固定资产: 同比增速	24.50%	25.80%	26.10%	30.50%	24.50%	23.50%	21.00%
房地产开发投资(亿元)	19382.5	25279.7	30579.8	43064.5	57361.9	72849.6	89605
房地产: 同比增速	21.80%	30.20%	20.90%	19.90%	33.20%	27.00%	23.00%
发电量(亿 KWH)	28344	32815.5	34047	36506.2	41325.1	46697.3	51367
发电量: 同比增速	13.40%	14.50%	5.50%	7.10%	13.20%	13.00%	10.00%
火电(亿 KWH)	23573	27229.3	27857.4	29814.2	33272.7	37431.7	41174.9
火电: 同比增速	15.10%	14.90%	3.00%	7.20%	11.60%	12.50%	10.00%
粗钢(万吨)	42266	48928.8	50048.8	56805.4	62258.7	65994.2	69293.9
粗钢: 同比增速	19.70%	16.70%	1.10%	13.50%	9.60%	6.00%	5.00%
水泥(万吨)	120411.7	135412.4	138838.3	163704.2	187277.7	215369.3	247674.7
水泥产量: 同比增速	19.10%	13.50%	5.20%	17.90%	14.40%	15.00%	9.00%
合成氨(万吨)	4937.9	5158.9	4995.2	5190	5065.5	5318.7	5425.1
合成氨: 同比增速	7.00%	5.40%	-1.90%	3.90%	-2.40%	5.00%	2.00%

资料来源: 根据公开资料整理, 平安证券研究所

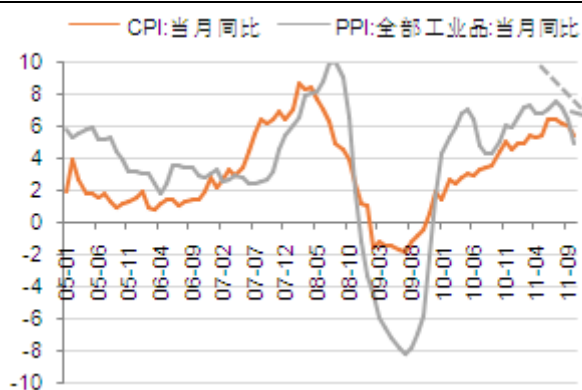
政策正在发生积极变化, “拐点”隐现

从以上分析来看, 宏观经济在走弱, 需求增速在回落。但积极信号也逐步出现, 政策拐点隐现, 尚未到后周期, 政策已开始放松。

通胀压力逐步缓解, 流动性预期在改善。10 月份 CPI 达到 5.5%, 步入下行通道, 从目前来看, M1, M2 增速已逐步趋底, 未来货币政策由紧缩向稳健过渡值得期待。

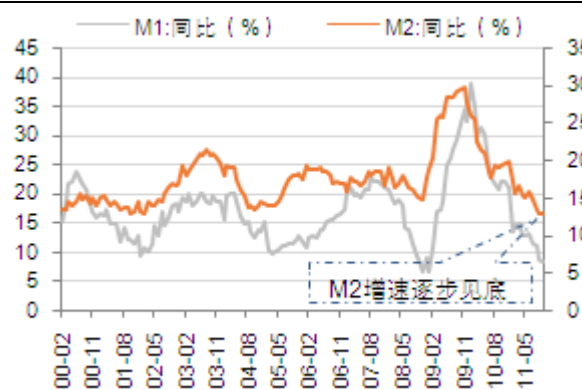
根据平安宏观组预测, 预计 2012 年 CPI 将进一步回落, 全年处于 3.5~4.0% 的水平, 通胀的缓解为货币政策的微调、转向腾挪了空间。

图表9 CPI见顶回落, 拐点向下



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表10 M2增速已逐步趋底, 货币政策逐步转向



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

结论: 政策正在转向积极, 需求将迎来触底回升

综上, 通胀压力的缓解以及外部经济出口 (欧美债务危机) 的不确定性, 使得政策转向具备了充分性和必要性。我们认为, 政策“拐点”的到来同样预示着未来经济“拐点”的到来。比如, 财政减税开始, 对小微企业开始营业税减免; 增值税改革也已开始等。

2.2 供给侧：垄断集中，有效供应面临制约

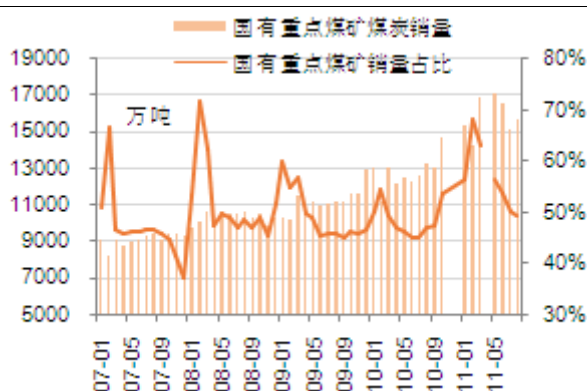
■ 煤炭资源整合后，导致供给集中度在提高

一方面，行业集中度提高后，区域性寡头垄断逐步形成，煤炭企业对价格的掌控能力在提升。典型的以山西省为例，目前山西省五大煤炭集团及中煤平朔公司合计原煤产量占比在 70%以上。

另一方面，资源整合后，国有重点及地方重点煤矿的产量占比提升，但对煤炭生产的安全承受风险能力在降低。国有煤矿更加重视安全生产，经济利益与仕途利益相比，后者更为重要，对管理层的影响更大，客观上约束了煤炭产量的释放。

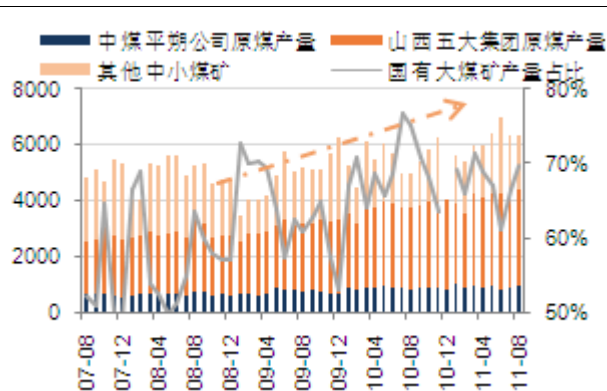
从 2011 年来看，政府对煤炭安全事故的容忍度越来越低，比如“9.21”中煤集团金海洋元宝湾矿难后，山西省政府勒令中煤山西境内井工矿全部停产整顿。安全生产已对煤炭供给产生重大影响。

图表11 全国国有煤矿产量占比提升



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表12 山西省国有煤矿产量占比提升更为明显



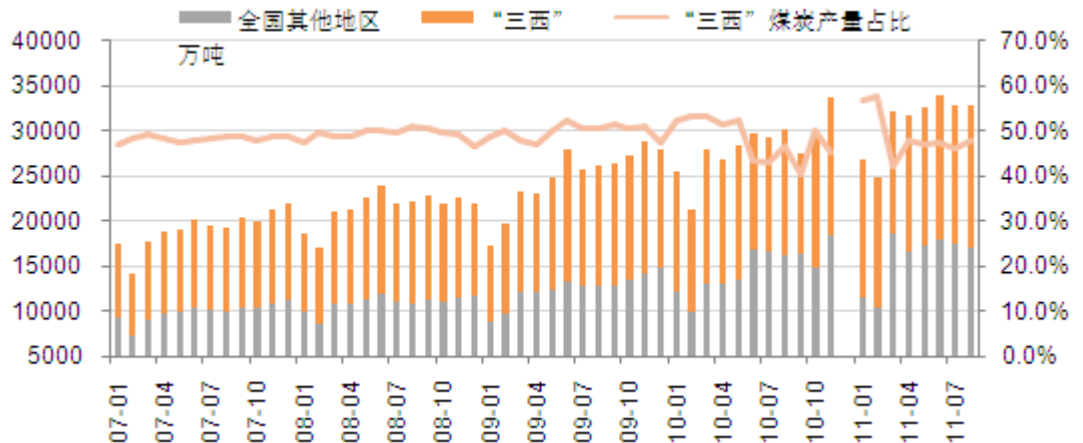
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

■ 生产重心西移：“三西地区”贡献了全国煤炭增量的大部

2011 年以来，原煤产量增量主要集中在内蒙、山西和陕西等三省区，河南、山东、安徽、贵州等其他传统煤炭主产省区原煤产量增幅均较小。随着煤炭需求持续增长，在其它省区增长潜力不大的情况下，内蒙、山西、陕西三省所承受的煤炭供应压力将越来越大。

- 据内蒙古煤炭工业局数据显示,1-9 月份,内蒙古累计完成原煤产量 71955 万吨,同比增加 17437 万吨,增长 32%,其中,9 月份完成原煤产量 9498 万吨,同比增加 2452 万吨,增长 34.8%;
- 据山西省煤炭销售网数据显示,1-9 月份,山西省累计完成原煤产量 63329.5 万吨,同比增加 11120.5 万吨,增长 21.3%,其中,9 月份完成原煤产量 7316.5 万吨,同比增长 16.1%;
- 据陕西省煤监局数据显示,1-9 月份,陕西省累计完成原煤产量 29867.4 万吨,同比增加 3966 万吨,增长 15.3%。其中,9 月份完成原煤产量 4475.8 万吨,同比增加 1452 万吨,增长 48.0%。

图表13 “三西”地区煤炭产量是主要增量来源

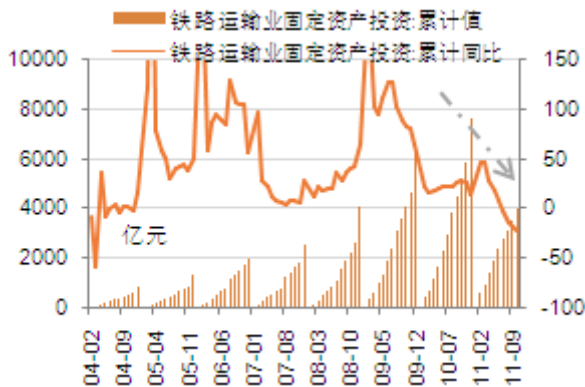


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

■ 铁路运力“瓶颈”更为突出：制约有效供给

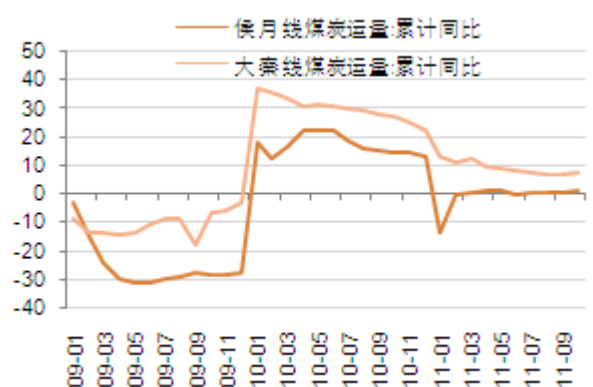
铁路建设已开始放缓。2011 年注定对铁路是不平凡的一年，铁路行业接连出事，部长下台、动车出事、铁路建设负债较高。总体上，原来的铁路大跃进向现实靠拢，原来规划的铁路建设项目进度被重新调整，一方面因为安全质量因素；另一方面，建设资金不到位，铁道部负债较高，资金来源成问题。

图表14 铁路投资增速大幅下滑



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表15 大秦、侯月铁路运量提升空间不大



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

而从未来两年来看，现有铁路运力基本饱和，提升的空间非常有限，而另一方面，上文也提到，随着煤炭生产重心的西移，“三西”贡献了煤炭增量的 60%以上，其中外运量在 50%以上（估算外运煤炭增量为 7000 万吨的水平），对运输提出了更高要求。

图表16 铁路运输“瓶颈”依然存在

单位：百万吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
北通道运能	655	685	740	770	800
丰沙大	50	60	60	60	60
集通	36	40	40	50	50
大秦	400	405	440	460	490
朔黄	169	180	200	200	200
准格尔、包头-张家口-曹妃甸					
中通道运能	128	130	140	163	186
京原	20	20	20	28	28
石太	90	90	100	115	130
太焦	18	20	20	20	28
南通道运能	120	120	120	145	157
侯月	120	120	120	145	157
山西中南部通道	0	0	0	0	0
西煤东运铁路运能	903	935	1000	1078	1143

资料来源：根据公开资料整理，平安证券研究所

■ 煤炭进口：预计边际增量较小

从 2009 年起，中国已成为世界上最大的煤炭进口国之一，煤炭进口作为国内消费的有益补充，进口量主要取决于国际煤炭的价格优势，与国内宏观经济强弱关系不太明显。截至到 2011 年 10 月份，煤炭进口累计为 1.39 亿吨，同比增长 4.2%，预计全年维持在 1.65 亿吨的进口量水平，与去年相持平。

中期策略中我们就已提到，随着中国进口的增加，国际煤价（主要是指亚太区国际煤价）的“内生性”增强，与中国宏观经济走势高度相关。从过去几年来看，国际经济偏弱，而国内经济相对较强的情况下，国际煤价优势明显，煤炭进口量大幅增加，比如 2009 年金融危机期间，而中国经济率先反转，煤炭进口量创历史纪录。

从 2012 年来看，一方面，中国宏观经济在放缓，国际煤价已先行回落，价格优势又逐步显现；另一方面，横向比较全球范围内主要经济体而言，中国经济依然相对强劲，已逐步实现软着陆。以上因素均有利于增加煤炭进口。

我们的观点认为，预计 2012 年仍会保持过去两年的煤炭进口增速，即便进口量在 1.8 亿吨以上，但边际增量仍较小，预计增幅在 10% 左右的水平。

图表17 国际煤价开始小幅回落



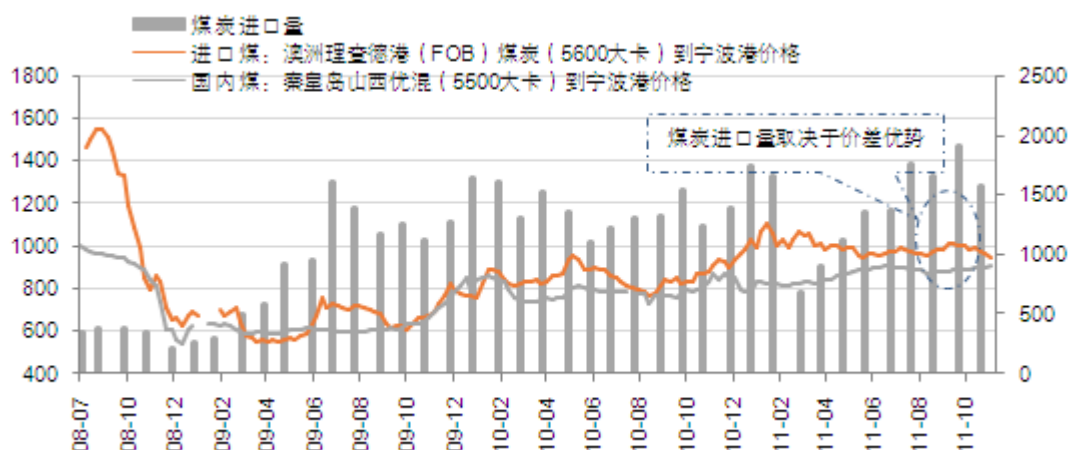
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表18 海运价维持在相对底部水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表19 煤炭进口量取决于国际煤价优势



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

煤炭供给侧小结：

综上，资源整合后，集中度提高，供给有序，同时由于运输瓶颈的存在制约有效产能的释放，故而不会造成煤炭供给侧大幅过剩。

总结：市场不担心煤炭供给侧的释放，更多担忧仍在于下游需求的放缓，我们认为经济已实现软着陆，政策的拐点有助于宏观经济拐点的出现。即宏观经济进入后周期阶段，上游在逐步感受到下游需求放缓压力的同时，也迎来了政策的放松。

2.3 煤炭价格高位运行，关注成本支撑

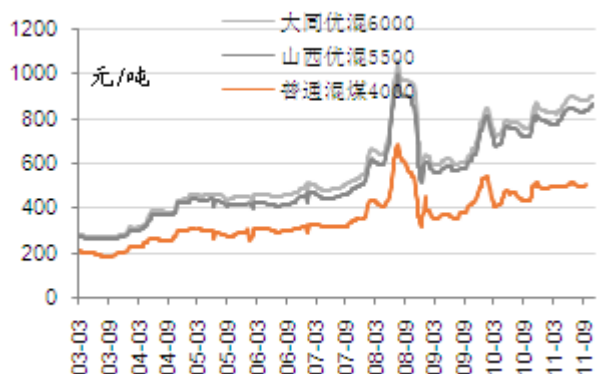
■ 动力煤、无烟煤价格维持高位运行，炼焦煤存在下行压力

根据以上分析，我们认为虽然需求增速在放缓，但由于煤炭供给有序释放，市场总体供需平衡，行业依然维持较高景气。

对于国内各煤种 2012 年煤价走势：

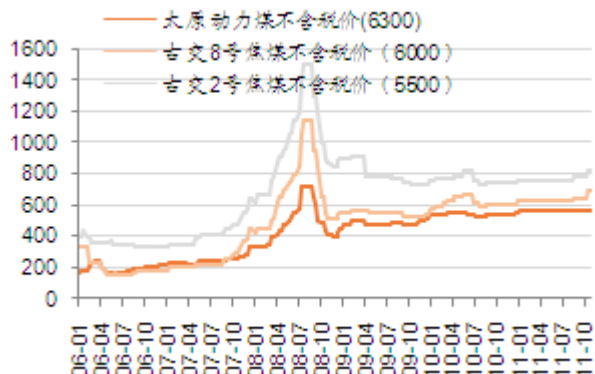
- 动力煤价格将继续高位运行，其中现货煤价已位于历史次高位，上涨空间有限，随着需求相对走弱，预计 2012 年平均价格上涨 20-30 元/吨，幅度在 5%以内（另外，政府对现货煤价的上涨容忍度在降低，预计对煤价的监管将由合同煤价转向现货煤价）；而合同煤价上涨较为确定，预计平均价格上涨 30-50 元/吨，涨幅在 5%-10%。
- 无烟煤价格一直较为坚挺，尤其无烟块煤价格预计将上涨 20-30 元/吨。
- 而炼焦煤价格受下游钢铁需求不旺影响，价格存在下行压力，但炼焦煤资源更为稀缺，预计回调幅度不会超过 10%。

图表20 秦皇岛动力煤现货价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

图表21 山西中部地区炼焦煤价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

■ 煤价逐步受到成本的倒逼

近年来，煤炭成本上升较快，其中增长较为迅速的分别是人工成本及各种政策性成本，而且增长较为刚性。

从煤价上涨的基础来看，成本推动价格上涨的时代来临：

- 一方面，支撑了煤价的高位；
- 另一方面，随着成本上升较快，缩小了煤炭行业的盈利空间。

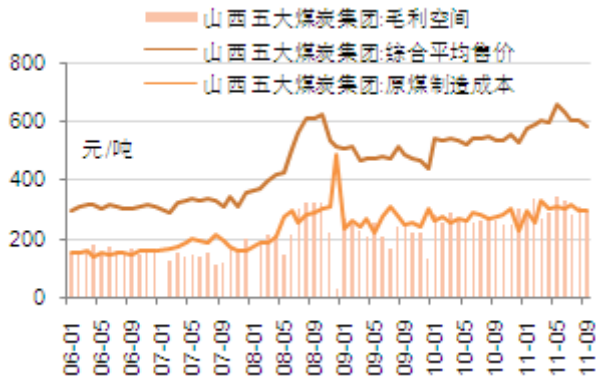
以山西省五大煤炭集团销售价格、制造成本为例，成本上升较快，开始超过价格涨幅，其中人工成本（工资）上涨均在10%以上。

图表22 各地不断起征煤炭价格调节基金，政策性成本不断增加

省份	征收标准
陕西省	2006年10月1日起，原煤（含洗混煤）每吨15元；洗精煤、焦炭每吨25元
河南省	2011年7月1日起，原煤20元/吨，洗选煤30元/吨，焦炭35元/吨。
安徽省	2011年7月1日起，出省煤征收20元/吨
贵州省	2011年10月1日起，在征收税费时一并收取，原煤(含洗混煤)每吨30元、洗精煤(含无烟块煤)每吨50元、焦炭每吨70元
湖南省	2008年5月23日起，35元/吨
内蒙古	2009年7月1日起，褐煤每吨8元，无烟煤每吨20元，除此以外其他煤种每吨15元
重庆市	原煤40元/吨、洗精煤60元/吨、焦炭70元

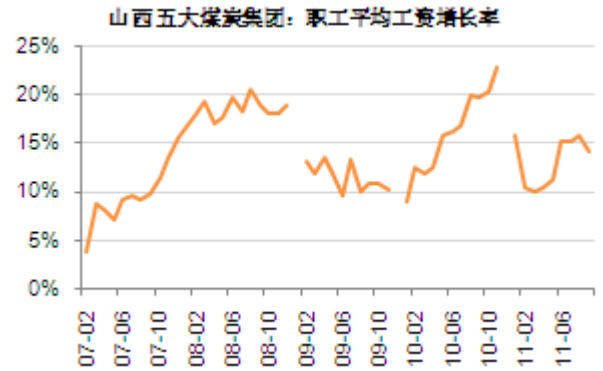
资料来源：根据公开资料整理，平安证券研究所

图表23 煤炭行业盈利空间逐步开始收窄



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

图表24 煤炭行业人工成本上升较快



资料来源：公司公告，平安证券研究所

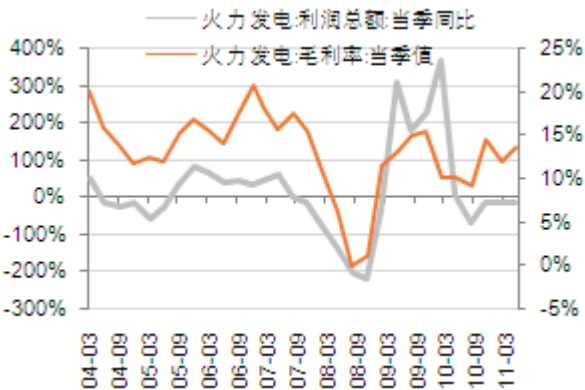
三、行业投资策略：分化延续，优选个股

3.1 行业面：电价预期上调将推动煤炭股行情

目前电力行业整体经营困难，一方面，发电经营性亏损，另一方面，资产负债率较高，面临较大的财务压力较大。

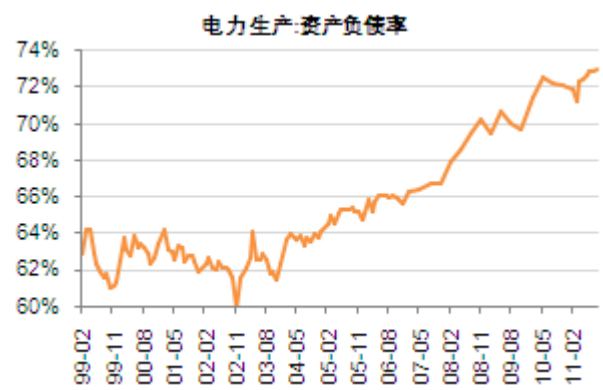
- 必要性：破除区域性“电荒”的被动局面；
- 充分性：通胀压力逐步缓解。

图表25 电力行业盈利处于低位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表26 电力行业资产负债率整体在70%以上



资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 历史经验：电价上调对煤炭股影响正面

随着通胀的逐步缓解，电价上调预期较为确定，只是时间问题。电价上调将减缓上游煤炭价格上涨的压力。若未来煤-电价格联动体制逐步形成，将更能改善煤-电产业链，提升煤炭股的估值。

从以往几次电价上调的历史来看，电价上调前后对煤炭价格影响较为正面，煤价均小幅上涨（08年8月例外，煤价被限价），而对电价上调前对煤炭股影响较为正面，上调后则会造成“利好出尽”的情形。

图表27 电价上调前后，对煤价走势影响分析

电价上调时间	上调幅度	上调电价地区	秦皇岛 5500 大卡煤价走势			
			上调前一月	上调前一周	上调后一周	上调后一月
2004-1-1	0.7 分/kwh	全国	6.5	5.5	23	23
2005-5-1	上网电价上调 1.78 分/kwh, 销售电价上调 2.52 分/kwh	全国	7.5	0	5	5
2006-6-30	上网电价上调 1.174 分/kwh, 销售电价上调 2.494 分/kwh	全国	0	0	-5	7
2007-10-1	上调 0.5 分~1.17 分/kwh 不等	东北电网	8	3	4	12
2008-7-1	上网电价上调 1.7 分/kwh, 销售电价上调 2.5 分/kwh	全国	210	40	25	30
2008-8-20	上网电价提高 2 分/kwh, 销售电价维持不变	全国	-100	-10	0	0
2009-11-20	销售电价上调 2.5 分/kwh, 上网电价不变	全国	40	20	20	70
2011-4-10	其中, 山西上调 0.026 元/kwh\河南上调 0.015 元/kwh, 全国 11 个省份上调在 0.01 元/kwh 以上	全国 11 个省份	10	10	5	35

资料来源：根据公开资料整理，平安证券研究所

图表28 电价上调前后，对煤炭股走势影响分析

电价上调时间	上调幅度	上调电价地区	动力煤股指相对沪深 300 表现			
			上调前一月	上调前一周	上调后一周	上调后一月
2004-1-1	0.7 分/kwh	全国	10.66%	-2.35%	-0.83%	-4.27%
2005-5-1	上网电价上调 1.78 分/kwh, 销售电价上调 2.52 分/kwh	全国	0.62%	-4.59%	2.07%	-6.13%
2006-6-30	上网电价上调 1.174 分/kwh, 销售电价上调 2.494 分/kwh	全国	-4.74%	1.12%	-0.27%	-5.23%
2007-10-1	上调 0.5 分~1.17 分/kwh 不等	东北电网	27.79%	-2.63%	-8.01%	-14.98%
2008-7-1	上网电价上调 1.7 分/kwh, 销售电价上调 2.5 分/kwh	全国	6.41%	5.43%	-9.39%	-19.14%
2008-8-20	上网电价提高 2 分/kwh, 销售电价维持不变	全国	-11.21%	-4.63%	-2.85%	-7.57%
2009-11-20	销售电价上调 2.5 分/kwh, 上网电价不变	全国	1.65%	5.29%	1.70%	0.75%
2011-4-10	其中, 山西上调 0.026 元/kwh\河南上调 0.015 元/kwh, 全国 11 个省份上调在 0.01 元/kwh 以上	全国 11 个省份	5.63%	1.44%	-2.75%	-6.61%

资料来源：根据公开资料整理，平安证券研究所

■ 电价上调，使得合同煤价格上涨预期更为确定

合同煤限价使得煤炭企业通过提高现货煤销售比例、现货价格涨幅来规避政策约束，以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。

综上，合同煤价格上涨将伴随着电价的上调更为确定，建议关注合同煤比例较高的煤炭公司，如国投新集、中煤能源、大有能源、中国神华等。

图表29 中国神华现货煤销售比例不断提高



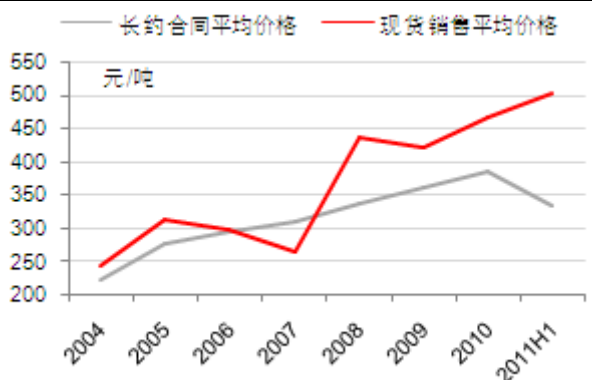
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 中煤能源现货煤销售比例提高



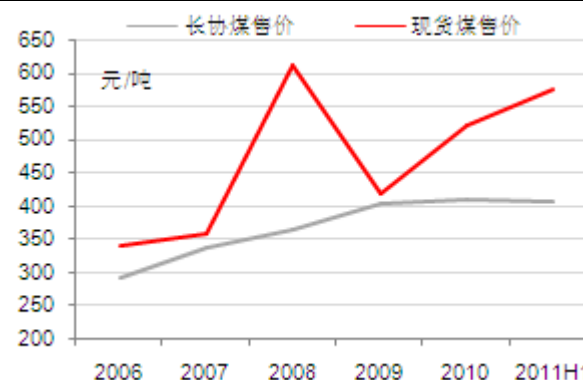
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 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32 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

3.2 公司面：资产注入、重组将主导 2012 年煤炭股行情

在行业基本面平稳的背景下，煤炭个股将延续分化走势。我们的选股思路，是选取未来业绩增长确定的公司，主要从内生性及外延注入扩张两个方面来考虑：

■ 积极关注煤炭公司资产注入、收购，逐步进入高潮

2011 年煤炭上市公司之间的资产注入、重组大幕已经拉开，此外市场曾一度热炒“信达”股权所涉及公司的整体上市。2011 年近十家上市公司进行资产注入、并购（山煤国际、郑州煤电、靖远煤电、安源股份等），我们认为资产注入将在 2012 年进入高潮，其中“信达持股”这一行业性障碍问题正在经历黎明前的破茧。

图表33 部分涉及信达持股的煤炭集团

对应上市公司	煤炭集团公司	信达持股比例	所属地区
煤气化	太原煤炭气化集团有限公司	15.1%	山西
	晋城煤业集团有限责任公司	16.5%	山西
大同煤业	大同煤矿集团有限责任公司	41.0%	山西
西山煤电	西山煤电集团有限责任公司	35.5%	山西
阳泉煤业	阳泉煤业有限责任公司	40.4%	山西
开滦股份	开滦(集团)有限责任公司	26.5%	河北
冀中能源	峰峰集团有限公司	17.7%	河北
冀中能源	邯郸矿业集团有限公司	12.4%	河北
大有能源	义马煤业(集团)有限责任公司	23.2%	河南
平煤股份	平顶山煤业(集团)有限责任公司	3.9%	河南
靖远煤电	靖远煤业集团有限责任公司	26.0%	甘肃
平庄能源	赤峰平庄能源有限责任公司	31.8%	内蒙
盘江股份	贵州盘江煤电有限责任公司	8.4%	贵州

资料来源：根据公开资料整理，平安证券研究所

资产注入、重组将主导 2012 年煤炭股行情：

- **内在因素：**采矿业正在经历“最后的盛宴”，目前行业正处于景气高点，煤价处在历史高位，未来行业面临盈利空间的压缩，市场普遍预期采矿业最好的历史阶段即将过去。从时点来看，当前市场形势对大股东有利，仍可享受行业景气溢价，故大股东进行资产注入的意愿增强；
- **外在因素：**政策的积极推进：一方面，煤炭“十二五”规划即将推出，其中支持行业集中度提高，继续行业龙头企业做大做强；另一方面，各地政府积极推进大集团利用上市公司平台进行整体上市。

2012 年资产注入预期较强的公司：潞安环能、平庄能源、中煤能源、神火股份、国投新集等

■ 量能扩张，内生增长更为确定的公司

关注量能扩张，即更强调煤炭个股的内生长性。相关煤炭公司通过新产能的释放来弥补煤价上涨的不足，从 2011 年行情来看，战略清晰，内生增长确定的公司已受到市场的追捧。

2012 年迎来相对高成长，量能扩张的煤炭公司：中煤能源、山煤国际、国投新集、永泰能源、兰花科创、兖州煤业等

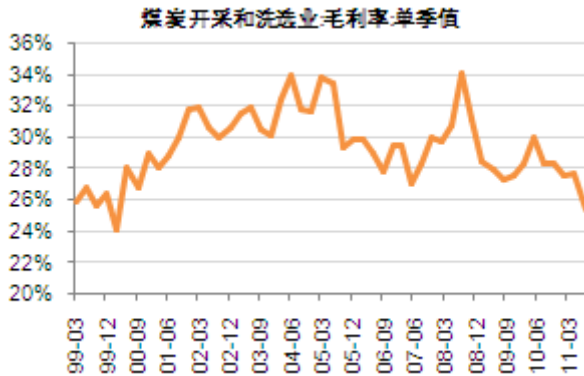
3.3 行业评级及上市公司推荐

■ 煤炭股估值逐步遭遇“天花板”

从 ROE 及毛利率来看，盈利能力在高位，近年来煤炭成本上升较快，行业利差在收窄，一定程度上抑制估值的提升。

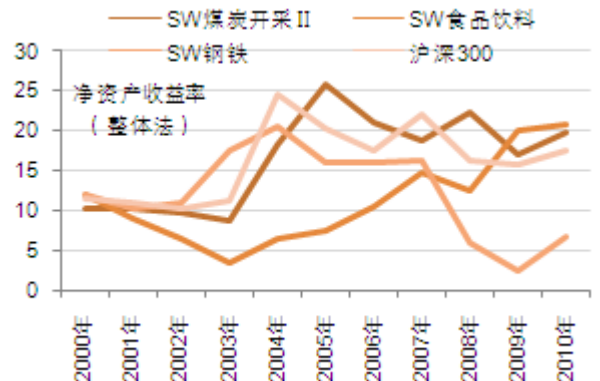
煤价上涨遭遇“天花板”，根据过去几年走势来看，煤炭股估值提升的必要条件之一为预期煤价的趋势性上涨。

图表34 煤炭行业毛利率处于高位



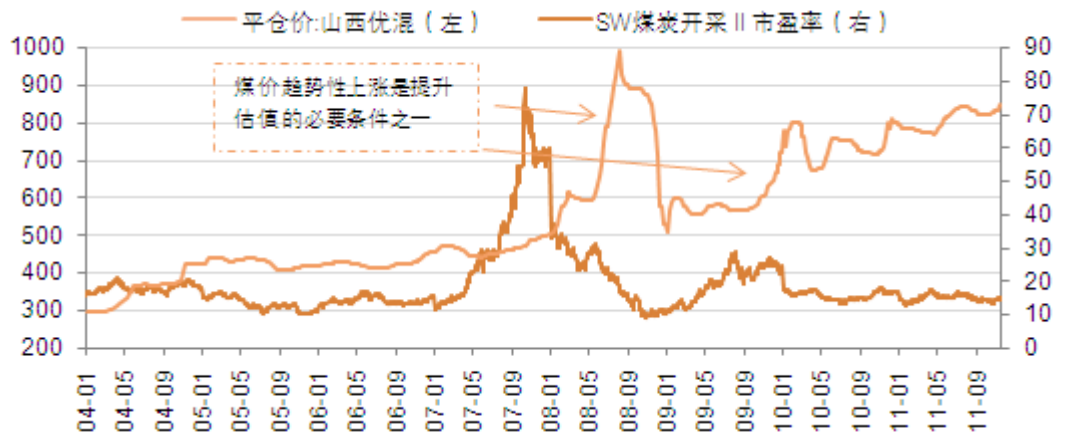
资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

图表35 煤炭行业ROE保持较高水平



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

图表36 煤价上涨是提升估值的必要条件之一



资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 行业估值空间收窄，预计 2012 年行业估值上限 20 倍

- 根据市场对 2012 年重点煤炭上市公司一致预期,预计加权平均净利润增速(整体法)为 20.0%。
- 从流动性来看,上文也已分析,2011 年实施了较严格的货币紧缩政策,M2 增速已接近历史底部,随着通胀的缓解,货币政策转向,流动性在改善,利于估值的提升。
- 个股估值分化较大,成长确定的公司,估值高于行业平均水平。

图表37 重点煤炭上市公司净利润增速预测

重点煤炭上市公司	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H1	2011E	2012E
000552.SZ 靖远煤电	12.3%	17.2%	-25.7%	6.1%	15.8%	8.6%	26.8%
000780.SZ 平庄能源		160.4%	-9.4%	38.2%	-3.8%	14.1%	11.3%
000933.SZ 神火股份	105.3%	37.0%	-46.8%	92.9%	-13.0%	32.9%	44.4%
000937.SZ 冀中能源	18.2%	182.4%	-39.2%	43.2%	28.3%	37.8%	23.0%
000968.SZ 煤气化	86.4%	117.8%	-40.2%	-38.1%	-44.9%	48.6%	114.0%
000983.SZ 西山煤电	9.0%	130.1%	-24.7%	18.6%	9.4%	43.2%	26.6%
002128.SZ 露天煤业	17.6%	49.5%	53.3%	48.9%	-13.4%	-4.6%	18.1%
600121.SH 郑州煤电	22.8%	-27.1%	-3.8%	13.0%	-32.7%	-15.8%	4.6%
600123.SH 兰花科创	3.0%	98.3%	1.7%	3.4%	4.8%	26.4%	34.1%
600188.SH 兖州煤业	46.2%	101.4%	-38.6%	132.2%	91.2%	3.4%	16.1%
600348.SH 国阳新能	-29.8%	83.8%	99.6%	30.0%	28.7%	27.9%	14.9%
600395.SH 盘江股份	19.2%	441.2%	83.2%	35.9%	37.0%	30.4%	22.5%
600403.SH 大有能源							20.2%
600508.SH 上海能源	11.6%	78.9%	-8.3%	40.3%	-15.8%	2.8%	9.6%
600546.SH 山煤国际			43.0%	22.9%	46.0%	70.2%	45.9%
600971.SH 恒源煤电	-1.1%	20.4%	-13.8%	82.8%	9.4%	19.2%	13.0%
600997.SH 开滦股份	26.7%	32.7%	1.4%	5.6%	9.0%	8.9%	12.8%
601001.SH 大同煤业	1.6%	170.7%	2.5%	-13.7%	3.5%	4.8%	17.0%
601088.SH 中国神华	18.9%	29.7%	16.6%	22.8%	16.1%	19.9%	17.0%
601101.SH 昊华能源	1.1%	114.8%	-34.0%	84.9%	66.4%	65.9%	17.8%
601666.SH 平煤股份	27.9%	79.3%	-47.2%	31.3%	-10.4%	15.9%	15.4%
601699.SH 潞安环能	12.1%	96.4%	0.4%	63.0%	32.3%	17.7%	14.2%
601898.SH 中煤能源	90.4%	17.7%	18.1%	4.3%	12.0%	34.0%	19.7%
601918.SH 国投新集	11.0%	120.6%	-23.2%	50.2%	-5.6%	6.0%	26.7%
601011.SH 宝泰隆		145.2%	-35.9%	57.3%	-10.0%	21.7%	44.2%
净利润加权平均增速	33.4%	66.3%	4.7%	33.0%	17.9%	22.9%	20.0%

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (其中盈利增速取市场一致预期 (11月18日), 整体法加权平均净利润增速)

■ 维持行业“推荐”评级

政策“拐点”即将出现, 估值已反映了对经济的悲观预期, 煤炭股已逐步完成筑底。

目前重点煤炭公司业绩对应 2012 年估值为 12.9 倍, 处于市场历史均值以下, 伴随着经济拐点的出现以及流动性的改善, 行业估值将逐步提升, 维持行业“推荐”评级。

■ 推荐煤炭子行业排序: 动力煤 >> 无烟煤>> 炼焦煤

■ 重点公司推荐: 山煤国际、中煤能源、国投新集、潞安环能

图表38 重点煤炭上市公司盈利预测及估值

股票代码	公司简称	2011-11-22	股本(百万)	每股收益(元)				市盈率(倍)				投资建议
		股价		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
600546.SH	山煤国际	25.97	750.0	1.17	1.75	2.10	2.52	22.2	14.8	12.4	10.3	强烈推荐
600188.SH	兖州煤业	27.09	4,918.4	1.53	1.89	2.20	2.42	17.7	14.3	12.3	11.2	强烈推荐
601088.SH	中国神华	26.06	19,889.6	1.89	2.32	2.56	2.87	13.8	11.2	10.2	9.1	强烈推荐
601898.SH	中煤能源	9.61	13,258.7	0.58	0.74	0.87	1.09	16.6	13.0	11.0	8.8	强烈推荐
601918.SH	国投新集	12.90	1,850.4	0.68	0.74	0.90	1.17	28.7	19.0	17.4	14.3	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	25.05	1,150.5	1.50	1.65	1.97	2.11	16.8	15.2	12.7	11.9	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	19.11	1,156.4	1.06	1.43	1.82	2.01	18.1	13.4	10.5	9.5	强烈推荐
600123.SH	兰花科创	41.20	571.2	2.36	2.85	4.00	4.60	17.5	14.5	10.3	9.0	强烈推荐
000983.SZ	西山煤电	18.85	3,151.2	0.84	1.15	1.42	1.87	22.4	16.4	13.3	10.1	推荐
000933.SZ	神火股份	12.14	1,050.0	0.83	0.80	1.37	1.59	14.7	15.2	8.9	7.6	推荐
600348.SH	阳泉煤业	19.41	2,405.0	1.11	1.26	1.45	1.62	17.5	15.4	13.4	12.0	推荐
601101.SH	昊华能源	21.97	454.0	0.85	1.44	1.54	1.68	25.9	15.3	14.3	13.1	推荐
601001.SH	大同煤业	15.02	1,673.7	1.12	0.80	0.95	1.06	13.4	18.8	15.8	14.2	中性
601666.SH	平煤股份	12.94	1,816.3	0.78	0.92	1.08	1.26	16.5	14.1	12.0	10.3	推荐
600997.SH	开滦股份	14.13	1,234.6	0.69	0.78	0.92	0.98	20.5	18.1	15.4	14.4	中性
002128.SZ	露天煤业	16.25	1326.69	1.10	1.10	1.26	1.47	14.8	14.8	12.9	11.1	中性
平均值								18.6	15.2	12.7	11.0	

资料来源：平安证券研究所

3.4 风险提示：

- 宏观经济回落幅度超出预期；行业政策性成本大幅提升；煤炭价格被限。

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）

公司声明及风险提示：

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：

此报告旨为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