

把经济脉搏，寻盈利驱动力

增持维持

投资要点:

- “十二五”规划指引发展方向，未来几年煤炭供需平衡偏紧
- 行业业绩增长稳健，不乏盈利驱动因子
- 把握“一体化”公司波段性机会，持续关注“蜕变型”企业

报告摘要:

- **“十二五”转型升级看成长。**煤炭行业“十二五”规划有望出台，在“四大”原则下，相对看好潞安环能、开滦股份、冀中能源和阳泉煤业等企业中长期成长。同时，由于煤层气开发有望提速，煤气化、西山煤电可能会受益其中。
- **煤炭供需保持平衡偏紧。**产量低速增长与铁路运力不足制约煤炭供给释放，但经济放缓的影响在下游需求中将逐步体现，经测算，预计 11-13 年煤炭缺口分别为 260 万吨、2643 万吨和 3455 万吨。
- **业绩相对表现尚佳，寻找积极因子。**预计明年国内煤价不会出现大幅波动，对业绩驱动力减弱，动力煤合同价上调 5%，国投新集、大同煤业等企业有望受益，而焦煤价承压较大，走势可能分化，无烟煤基本保持平稳。而海外需求疲弱，国际煤价上行动力不足，谨慎看待海外业务占比偏大的昊华能源、兖州煤业。此外，把握企业量能的释放需遵循“四大原则”，行业生产成本增速预计放缓，政策性成本忧虑暂消，整体的业绩弹性较今年有所降低。
- **维持行业“增持”的评级。**明年煤炭板块结构性机会可能多于趋势性机会，建议在跟踪经济演变的过程中，寻找企业盈利的驱动因子，布局的关键时点可能在 2 季度之前，且下半年获得超额收益的概率高于上半年，投资主线主要包括“盈利驱动”+“资产注入”，重点推荐兰花科创、山煤国际、永泰能源、潞安环能和中煤能源。

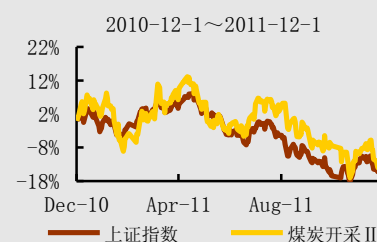
分析师:

王京乐 (S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	38
总市值 (亿元)	42980.6
流通市值 (亿元)	31030
重点公司 (家)	14
重点公司占行业市值比重	81.9%

相关研究

- 1 《宏源证券 * 行业动态点评 * 煤炭行业: 电煤限价重启, 煤企影响分化 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2011.12
- 2 《宏源证券 * 调研简报 * 兰花科创: 业绩确定性增长, 期待寒冬绽放 * 600123 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2011.11
- 3 《宏源证券 * 调研简报 * 昊华能源: 跟踪煤价走势与蒙矿盈利改善 * 601101 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2011.11
- 4 《宏源证券 * 行业周报 * 煤炭行业: 宏观面转暖, 板块顺势而起 * 煤炭行业 * 王京乐》, 2011.11

重点公司	股价	11EPS	12EPS	13EPS	PEG	评级
兰花科创	40.7	2.78	3.81	4.7	0.41	买入
山煤国际	26.11	1.45	1.95	2.56	0.25	买入
永泰能源	16.31	0.52	1.03	1.53	0.18	买入
潞安环能	24.66	1.83	2.01	2.5	0.67	买入
中煤能源	9.39	0.7	0.82	0.99	0.48	买入
盘江股份	25.1	1.58	2.26	2.75	0.48	买入
中国神华	26.05	2.18	2.53	2.87	0.59	买入

目录

一、国际隐忧转移，国内走势渐明.....	5
（一）海外经济：隐忧向欧洲转移，牵动 A 股心弦	5
（二）国内经济：“软着陆”下，期待政策实质性转变	5
二、行业趋于集中，供需弱势平衡.....	6
（一）“十二五”转型升级看成长	6
（二）煤炭供需维持平衡偏紧	7
1、供给端：低速增长，冲击有限.....	7
2、需求：增速放缓，仍有支撑.....	10
3、煤炭供需保持弱势平衡.....	10
三、业绩相对表现尚佳，寻找积极因子.....	11
（一）稳健增长，高盈利态势不改	11
（二）基于传统盈利模式，寻找积极因子	12
1、煤价：快速攀升挤压后续空间，走势预期分化.....	12
（1）动力煤价临时限价，焦煤价渐显疲态.....	13
（2）海外需求疲弱，国内外动力煤价再现倒挂.....	15
2、产量：处于释放周期，遵循“四大原则”.....	16
（1）主力矿达产给力，整合矿多在培育期.....	16
（2）外延式扩张彰显实力，但门槛逐步抬高.....	18
（3）资产注入预期下，关注“小公司大集团”	18
（三）成本上行减速，政策性忧虑暂消	20
1、预计明年生产成本增速放缓.....	20
2、政策性成本忧虑暂消.....	21
四、一体化与蜕变型公司蕴含机会.....	21
（一）一体化公司：煤炭强支撑，附属业务有起伏	21
（二）蜕变型公司：脱胎换骨，演绎成长传奇	22
五、行业估值与投资建议	24
（一）行业估值.....	24
（二）投资建议与重点公司	24
六、风险提示	26

插图

图 1: 欧洲部分国家债务情况.....	5
图 2: 近期美国经济数据相对乐观.....	5
图 3: CPI、煤指相关性	6
图 4: CPI 与 M1 相关性.....	6
图 5: PMI 与煤指相关性.....	6
图 6: 流动性指标与煤指相关性.....	6
图 7: GDP、工业增加值增速与煤指.....	6
图 8: 房地产投资增速变化.....	6
图 9: 煤炭行业集中度稳步提升.....	7
图 10: 全国原煤产量月度增速.....	8
图 11: 煤炭行业固定资产投资增速.....	8
图 12: 我国煤炭进口量月度变化.....	10
图 13: 国际煤炭运价触底小幅回升.....	10
图 14: 钢铁、电力行业产量增速与 GDP 变化.....	10
图 15: 水泥、合成氨产量增速与 GDP 变化.....	10
图 16: 周期类行业收入及业绩增速比较.....	12
图 17: 周期类行业盈利能力比较.....	12
图 18: 煤价相关影响因素分析.....	12
图 19: 经济增速放缓中各煤种价格变化.....	13
图 20: 秦皇岛港动力煤价走势.....	13
图 21: 澳大利亚 BJ 价格走势	13
图 22: 港口库存及电厂存煤天数变化.....	13
图 23: 下游电厂盈利不佳.....	14
图 24: 发电量保持较快增长.....	14
图 25: 历年电价上调煤价表现.....	14
图 26: 动力煤合同价与市场价差拉大.....	14
图 27: 西山煤电焦煤合同价与全国焦煤均价比较.....	14
图 28: 主要产煤地焦煤坑口价变化.....	15
图 29: 阳泉无烟煤及喷吹煤价变化.....	15
图 30: 煤价与煤指的相关性.....	15
图 31: 国内外动力煤价差变化.....	16
图 32: 煤炭企业量能释放分析框架.....	16
图 33: 2012 年煤炭企业产量增速预测.....	18
图 34: 2012-13 年煤炭企业产量复合增速预测	18
图 35: 煤炭行业收入及成本增速变化.....	20
图 36: 煤炭行业单季盈利指标变化.....	20
图 37: 煤炭行业平均税率变化.....	21
图 38: 山西五大集团职工人数及工资增速变化.....	21
图 39: 电解铝产量增速及铝价变化.....	22
图 40: 神火股份各项业务业绩贡献预测.....	22
图 41: 尿素产量增速、销售均价变化.....	22
图 42: 兰花科创各项业务业绩贡献预测.....	22

图 43: 永泰能源产能年复合增长 23.1%	23
图 44: 焦煤上市公司售价及吨煤成本比较.....	23
图 45: 煤炭板块历史 PE (TTM) 变化.....	24
图 46: 煤炭板块估值与全部 A 股历史比较.....	24
图 47: 煤炭行业 PE (TTM) 与其它行业比较.....	24

表格

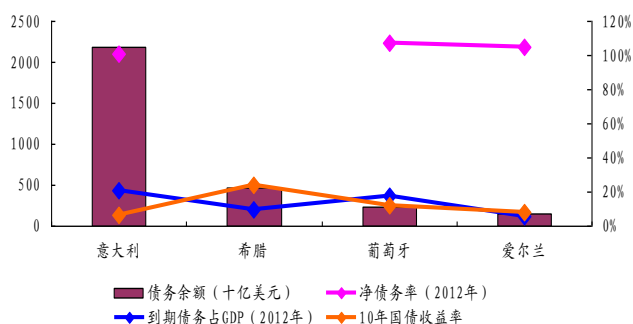
表 1: 煤炭工业“十二五”与“十一`五”规划比较.....	7
表 2: 国内主要产煤省煤炭产量增速变化.....	8
表 3: “三西”煤炭外运通道运力预测.....	9
表 4: 未来几年煤炭供求形势预测.....	11
表 5: 动力煤合同价上调对相关煤企业绩影响测算.....	14
表 6: 2012 年煤炭上市公司主要增产煤矿一览.....	17
表 7: 部分煤炭上市公司拟注入资产预期.....	19
表 8: 资产注入型煤炭公司与集团生产规模比较.....	19
表 9: 三家蜕变型公司比较.....	23
表 10: 重点煤炭上市公司估值表.....	25
表 11: 重点公司投资要点一览.....	25

一、国际隐忧转移，国内走势渐明

(一) 海外经济：隐忧向欧洲转移，牵动 A 股心弦

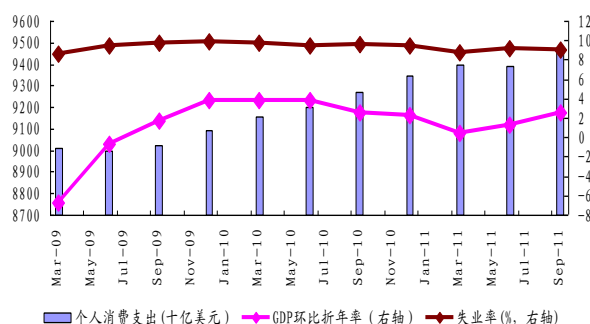
今年欧美经济问题愈演愈烈实际是 08 年全球金融危机的延续，各国股市的表现也因此受到了巨大的影响，4 季度市场的忧虑由美国经济“二次探底”转向欧债危机的扩大化。展望明年，全球经济形势仍不容乐观，各国增长较为乏力，预计欧洲债务问题难有实质性解决方案，继希腊之后，意大利、爱尔兰和葡萄牙等国的债务问题也将陆续暴露，新的政治和经济问题也可能出现，而美国经济走势逐渐趋于稳健，但在明年大选年刺激经济和稳定财政的政策尚存在较大不确定性，还需继续观察消费及房地产市场的形势，QE3 推出的可能性不大。我们认为，明年至少上半年欧债危机的反复仍将扰动 A 股心弦，全球市场波动难平，而投资者信心的恢复应来自欧债问题解决方案的出台或经济复苏的预期好转。

图 1：欧洲部分国家债务情况



资料来源：宏源证券

图 2：近期美国经济数据相对乐观



资料来源：宏源证券

(二) 国内经济：“软着陆”下，期待政策实质性转变

相比之下，我国经济正逐步走过抗通胀与保增长的两难境地，4 季度在 CPI 回落、经济“软着陆”趋势基本明确的前提下，政策渐显放松迹象，而明年何时实质性转变则是市场最为关注的。根据以往经济指标与煤炭指数的拟合性，我们分析认为：

- **通胀水平有望逐季回落，但明年下半年或有反复。**据宏源宏观组预测，随着货币刺激效应减弱以及食品价格回落，今年年底 CPI 有望降至 4.9%，明年前三季度降至 3%-4% 之间，但四季度可能小幅回升。在历史上通胀缓解的阶段，煤炭板块一般难现突出表现，但明年 CPI 回落幅度小，趋稳及 4 季度反弹前，煤炭指数都将提前反应。
- **经济继续“软着陆”，房地产投资增速下行风险尚存。**经济增速放缓必将影响相关行业对煤炭的需求，尤其目前下游房地产行业库存高企，投资增速下行的影响在明年 1 季度持续，预计明年 GDP 同比回落至 7%-9% 之间，可能在 2、3 季度见底，煤炭指数也会提前体现。
- **短期适度“微调”，政策转向关注明年 2 季度。**央行正通过“微调”保持流动性的稳定，近日又调低准备金率，预计明年 M2 增速在 14.3%-15.5 之间，新增贷款 7.5 亿元，

下半年流动性可能好于上半年，且政府换届效应逐步显现，而 2 季度是政策转向的关键时点。

总之，我们认为在政治周期、经济演变和政策转向交错的明年，以及经济表现前低后高的明年，从经济层面煤炭板块布局的时点可能会在 2 季度之前，且下半年获得超额收益的概率高于上半年。

图 3: CPI、煤指相关性

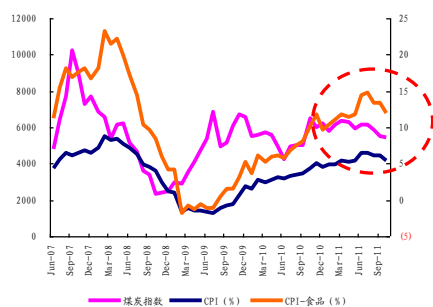


图 4: CPI 与 M1 相关性

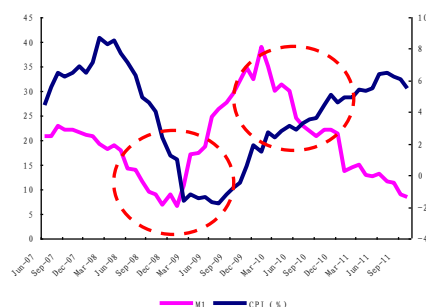
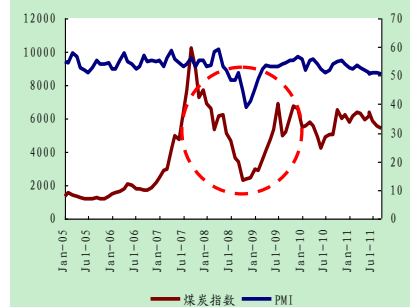


图 5: PMI 与煤指相关性



资料来源：宏源证券

图 6: 流动性指标与煤指相关性

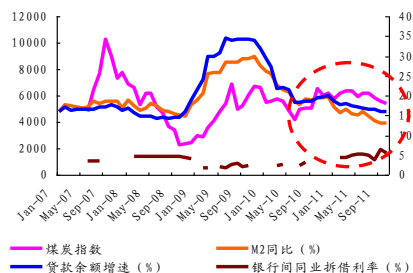


图 7: GDP、工业增加值增速与煤指

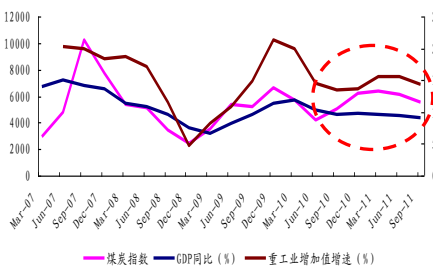
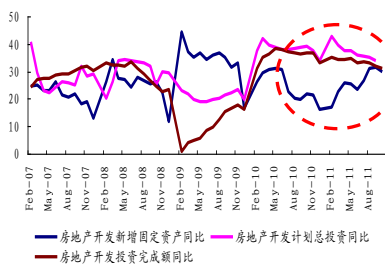


图 8: 房地产投资增速变化



资料来源：宏源证券

二、行业趋于集中，供需弱勢平衡

（一）“十二五”转型升级看成长

今年是“十二五”的开局之年，煤炭工业的发展规划有望于近期出台，其内容充分代表了行业的前进方向。与“十一五”相比，未来五年煤炭行业将进一步推动兼并重组，亿吨级大型煤企数量将由目前的 5 家（神华、中煤、焦煤、大同和陕煤化集团）增至 10 家，行业集中度再度上升，最终形成“大集团、大基地、大矿区、大通道”的格局。此外，西部资源开发有望提速，煤层气、煤化工和煤炭设备将获得支持，行业经营模式由单一煤炭生产向煤炭综合利用、深加工模式转变。

在此背景下，集团资产注入及外延式扩张仍将是永恒主题，背靠亿吨集团的上市公司潜力巨大，转型升级路径清晰的企业值得长期关注，相对看好潞安环能、开滦股份、冀中能源和阳泉煤业的潜力。同时，由于煤层气开发有望提速，国内如煤气化、西山煤电可

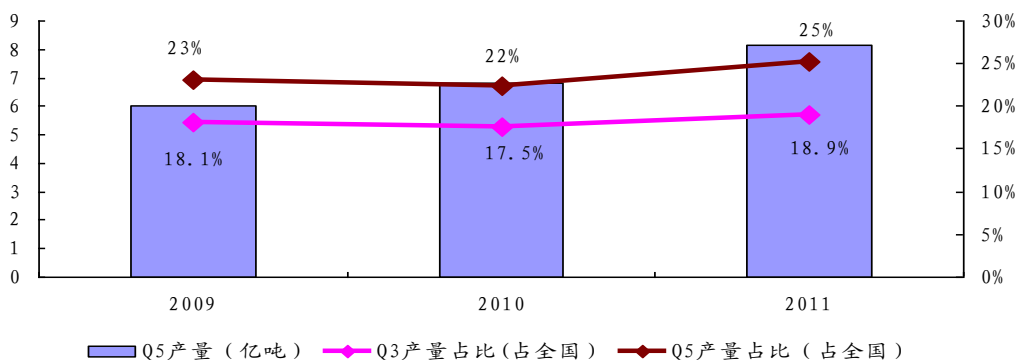
能会得以受益。

表 1: 煤炭工业“十二五”与“十一五”规划比较

项目	十一五	十二五
基本原则	-	大集团、大基地、大矿井、大通道
产能规划	26 亿吨	40 亿吨
战略构想	稳定调入区生产规模, 增加调出区开发规模, 适度开发自给区资源	控制东部、稳定中部、开发西部
煤炭机械、装备	大型煤矿机械化达到 95% 以上, 中型煤矿达到 80% 以上, 小型煤矿机械化、半机械化程度达到 40%。安全高效煤矿达到 380 个, 产量占全国的 45%	推进煤矿装备国产化
煤层气利用	瓦斯抽采率 40% 以上。煤层气(煤矿瓦斯)产量 100 亿立方米。新增煤层气探明地质储量 3000 亿立方米	新增煤层气储量 8900 亿立方米, 井下、地面瓦斯利用率 60% 和 100%, 2015 年年抽采量 210 亿立方米, 建成 36 个年抽采量超过 1 亿立方米的规模化矿区
大集团目标	形成 6~8 个亿吨级和 8~10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团, 煤炭产量占全国的 50% 以上	推进煤企兼并重组, 亿吨级企业由 5 家升至 12 家, 2015 年形成 12 个亿吨级和 16 个 5000 万吨级企业

资料来源: 宏源证券

图 9: 煤炭行业集中度稳步提升



资料来源: 宏源证券

(二) 煤炭供需维持平衡偏紧

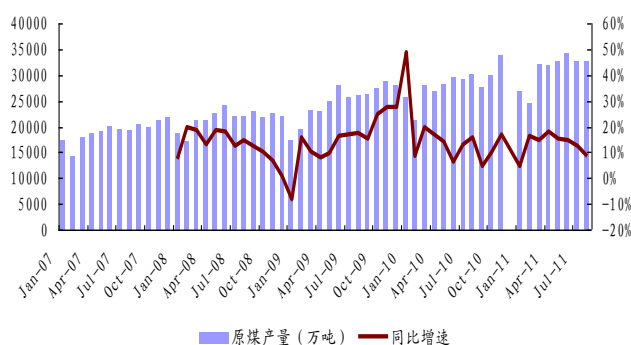
1、供给端：低速增长，冲击有限

今年 1-8 月, 全国原煤产量为 24.6 亿吨, 同比增长 13.4%, 动力煤增速快于焦煤、无烟煤, 而东部地区资源日渐匮乏, 煤炭生产逐渐西移, 主要产煤省中山西、内蒙仍是主要的增量来源, 增速均超过 25%, 陕西、河南和贵州则明显放缓, 规划中“十二五”末原煤

产量为 40 亿吨，实际产量可能达到 40 亿吨以上，因此如按规划未来几年增量约为 7.6 亿吨，年复合增速仅为 4.3%。总之，我们认为近两年煤炭产量增长对供给端难有较大的冲击，原因在于：

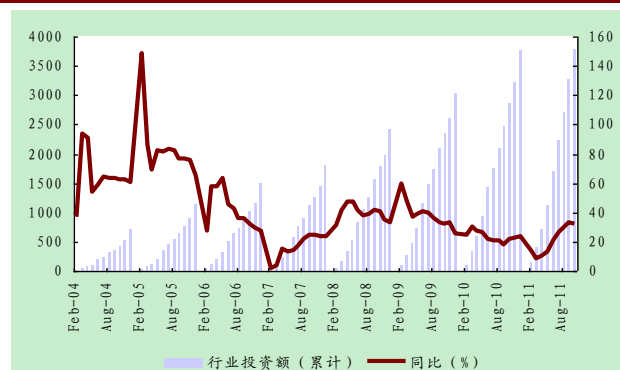
- 虽然山西煤炭整合已度过第一阶段，但人员、资金、证照等方面的问题导致整合技改速度慢于预期，产量集中释放预计推至十二五中后期。同时，今年内蒙、河北和陕西加快整合进程，分别提高准入门槛，可能也会在一定程度上影响供给。
- 国家层面不会使煤炭产量释放过快，在需求放缓下有望限产保价，2013 年底之前不会放开新的探矿权的审批，同时会加强开采权管理和安全检查，对稀缺煤种的保护性开发也存在预期。
- 各产煤地正鼓励产业转型，提高就地转化效率，在电煤紧张的形势下限制资源出省。

图 10：全国原煤产量月度增速



资料来源：国家统计局、宏源证券

图 11：煤炭行业固定资产投资增速



资料来源：WIND、宏源证券

表 2：国内主要产煤省煤炭产量增速变化

省份（单位：亿吨）	2008	2009	2010	2011 年 1-8 月
山西	6.56	6.15	7.41	4.69
YOY	9.7%	-6.2%	20.5%	25.8%
内蒙古	4.65	6.03	7.87	4.63
YOY	32%	30%	30.5%	33.4%
陕西	2	2.98	3.61	1.97
YOY	6.4%	49%	21%	4.2%
河南	2.05	2.3	1.79	1.25
YOY	6.2%	12.2%	-22.2%	5.1%
贵州	1.18	1.37	1.6	1.03
YOY	10.3%	16.1%	16.8%	3.0%
全国	27.2	30.5	34.2	24.6
三西地区占全国产量比	48.6%	49.7%	55.2%	45.9%
三西地区占全国增量比	70.5%	59.1%	100.8%	76.2%

资料来源：煤炭资源网、宏源证券

2013 年之前，产煤地西移，铁路运力不足，运输网络关键节点不畅，对全国煤炭外运继续形成限制。目前“三西”煤运通道分为北、中、南三条，其中北线压力较大，今年 1 月份太中银线正式通车，但周边集煤站尚待建设，基础配套能力不足，朔黄线和集通线扩能也需要时间，集张线建成会有增量，而中线运量增量主要来自邯长线，南线侯月线扩能已经完成，其他增量取决于西康线和宁西线的双线电气化扩能，明年整体可能新增 3500 万吨左右，我们测算明后两年“三西”铁路运量分别新增 9000 万吨、11200 万吨，仍呈现紧张态势，但 2013 年后各线扩能结束，集张线、张唐线、中南大通道和华中通道建成，形势将明显改观。此外，由于兰新第二双线和临哈线仍在建设期，且疆煤外运路线长、成本高，近几年内难成规模以产生冲击。

值得关注的是，近几年华中地区煤炭消费占比持续上升，但煤炭产量占比则由最高的 12.73% 下降到 10.84%，煤炭自给率也从最高的 70.4% 下降到 51.5%，加上矿难、资源整合、水电出力不足等因素的影响，煤炭紧张程度加剧，目前华中主要运煤通道京广、京九和焦柳线均已饱和，因此蒙西至华中的“北煤南运”大通道建设有望提速，已正式纳入国家“十二五”规划纲要，预计建成后可满足远期年货运 2 亿吨、日开行客车 20 对的能力。此外，在铁路运力不足的背景下，“海进江”新输煤方式得以推广，今年运量超过 1000 万吨，陕西神渭输煤管道项目建设也在加快推进，这都将在一定程度上形成补充。

表 3：“三西”煤炭外运通道运力预测

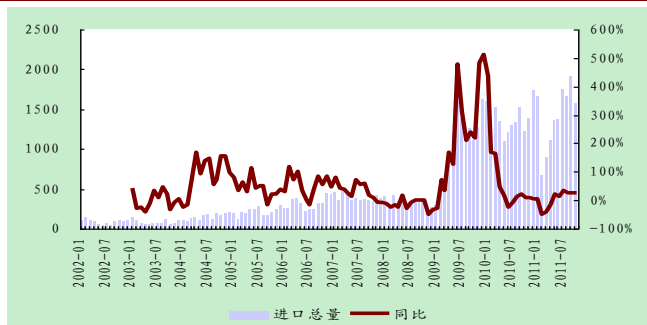
项目	具体线路	起始点	2010	2011E	2012E	2013E
北线	大秦线	山西大同-秦皇岛	40500	44000	45000	46000
	朔黄线	山西朔州-河北黄骅港	16000	17000	19000	20000
	京原线	北京石景山-北同蒲线 原平站	1900	1900	1900	1900
	丰沙大线	丰台-山西大同	6000	6000	6000	6000
	集通线	集宁到通辽（内蒙）	1500	1500	1500	1700
	太中银	太原-中卫（银川）	-	1000	1500	2000
	新增运量	-	-	5500	3500	2700
中线	邯长线	邯郸-长治北	8000	9000	11000	13000
	石太线	石家庄-太原	7000	8000	9000	9000
	新增运量	-	-	2000	2000	2000
南线	太焦线	山西太原-河南焦作	8000	8000	8000	8000
	侯月线	山西侯马-河南济源	15000	16000	18000	20000
	陇海线	兰州-连云港（陕西）	3000	3000	3500	4000
	西康线	西安-安康（陕西）	1000	1000	1500	3000
	宁西线	南京-西安（陕西）	1000	1000	1500	4000
	新增运量	-	-	1000	3500	6500
合计新增		-	-	8500	9000	11200

资料来源：煤炭资源网、互联网、宏源证券

此外，今年 1-10 月我国煤炭进口量为 1.4 亿吨，同比增长 3.5%，下半年随着国际煤价调整，进口煤优势明显改善，第 3 季度进口量环比增长 38.6%，同比增长 27.8%，预计全年累计可达近 1.7 亿吨。从明年来看，国内外价差较难继续拉大，且据悉发改委正酝酿

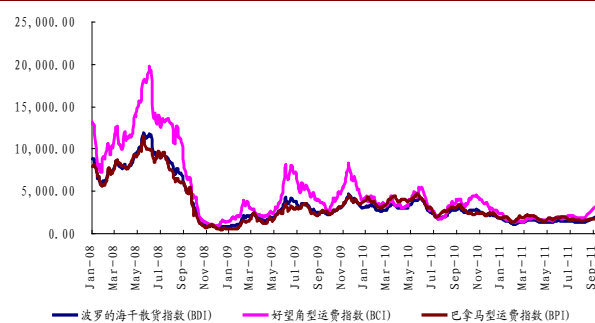
下调煤炭进口增值税以及港口相关费用，预计煤炭进口意愿回升，进口量可能还会增加，对国内煤炭供应形成必要补充，但一定程度上也抑制了国内煤价的上涨空间。

图 12：我国煤炭进口量月度变化



资料来源：煤炭运销协会、宏源证券

图 13：国际煤炭运价触底小幅回升

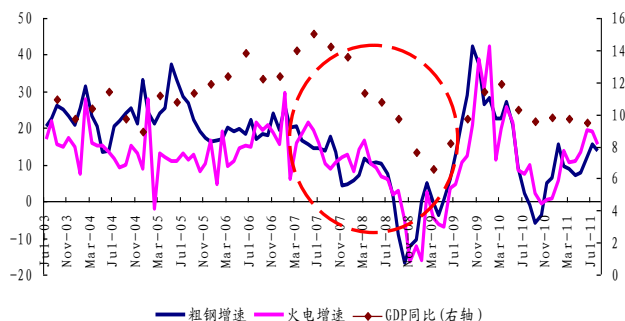


资料来源：宏源证券

2、需求：增速放缓，仍有支撑

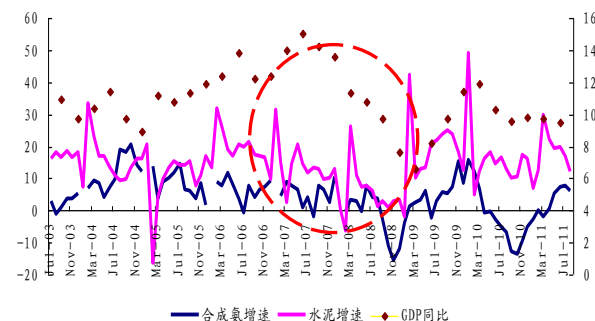
在经济增速放缓尤其是房地产投资增速下滑的背景下，煤炭下游行业的产量增速预期不佳，成为明年影响行业最直接的负面因素。其中，电力行业占煤炭需求的 50% 以上，今年前 10 个月全社会火电发电量为 3.1 万亿千瓦时，同比增长 15%，受电荒加剧，南方干旱影响，电煤需求持续偏紧，煤价出现较快上涨，预计明年火电量增速可能回落至 11% 左右，电荒形势依然严峻。其次是钢铁行业占煤炭需求约 15%，今年前 10 个月全国粗钢产量为 5.8 亿吨，同比增长 10.9%，预计未来两年将回落至 5% 左右，下游房地产市场的调控力度难言放松，但工业化和城镇化进程加速，保障房、水利交通设施建设，西部大开发推进会对钢铁需求形成有力支持。总之，我们认为电力、化工对煤炭需求的刚性较强，而房地产、铁路基建投资疲弱对钢铁、建材行业煤需的负面效应较为显著。

图 14：钢铁、电力行业产量增速与 GDP 变化



资料来源：宏源证券

图 15：水泥、合成氨产量增速与 GDP 变化



资料来源：宏源证券

3、煤炭供需保持弱势平衡

综合以上分析，我们认为明年煤炭供给和需求增速同步放缓，整体保持平衡偏紧的状态，经测算 11-13 年缺口将分别为 260 万吨、2643 万吨和 3455 万吨。

表 4：未来几年煤炭供求形势预测

单位：万吨	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总供给量	307644	338580	365387	385566	405286
YOY	10.0%	10.1%	7.9%	5.5%	5.1%
其中：煤炭产量	297300	324000	349920	369166	386886
进口量	12583.4	16483.3	17027.2	18000	20000
YOY	211.5%	31.0%	3%	6%	11%
出口量	2239.5	1903	1560.46	1600	1600
YOY	-50.7%	-15.0%	-18%	3%	0%
净进口	10343.9	14580.3	15466.8	16400	18400
总耗煤量	311457	333200	365647.3	388209	408741
YOY	13.0%	7.0%	9.7%	6.2%	5.3%
火电发电量(亿千瓦时)	29814.2	32958.3	37902.0	42071.3	46068.0
YOY	7.0%	10.5%	15%	11%	10%
水泥产量	162898	186390	208756.8	227544.9	243473.1
YOY	17.3%	14.4%	12%	9%	7%
钢铁产量	54375	59022	64039	67241	70603
YOY	15.6%	8.5%	8.5%	5.0%	5.0%
合成氨产量	5136	4984	5083.7	5159.9	5237.3
YOY	2.8%	-3.0%	2%	2%	2%
火电耗煤量	149546	162495	185720	201942	216520
水泥耗煤量	30136.1	34482.2	38620.0	41640.7	43825.2
钢铁耗煤量	37374	40430	43867	45724	48010
化工耗煤量	6656	6729	7041	7147	7254
四大行业耗煤量	223712.1	244136.2	275247.6	296453.1	315608.6
YOY	33.5%	9.1%	12.7%	7.7%	6.5%
其他行业耗煤	87744.9	89063.8	90400	91756	93132
YOY	-18.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
总供给-总耗煤	-3813	5380	-260	-2643	-3455

资料来源：宏源证券

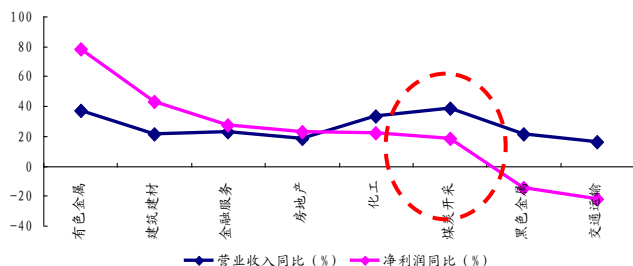
三、业绩相对表现尚佳，寻找积极因子

（一）稳健增长，高盈利态势不改

今年前 3 季度煤炭行业整体实现收入 5512 亿元，同比增长 38%，实现归属于母公司股东净利润 723 亿元，增长 16.9%，与其他周期类行业相比，收入增速最快，主要是得益

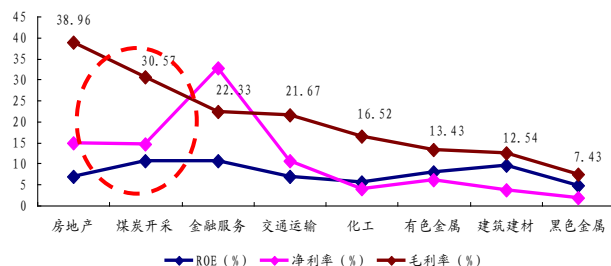
于年初以来煤价的大幅上涨，而业绩增速则仅处于中游水平，源于生产成本快速上升的拖累。然而，从盈利性角度看，行业毛利率及净利率分别为 31%和 14.6%，在周期板块中具备明显的优势。

图 16: 周期类行业收入及业绩增速比较



资料来源: WIND, 宏源证券 (2011 前 3 季)

图 17: 周期类行业盈利能力比较



资料来源: WIND, 宏源证券

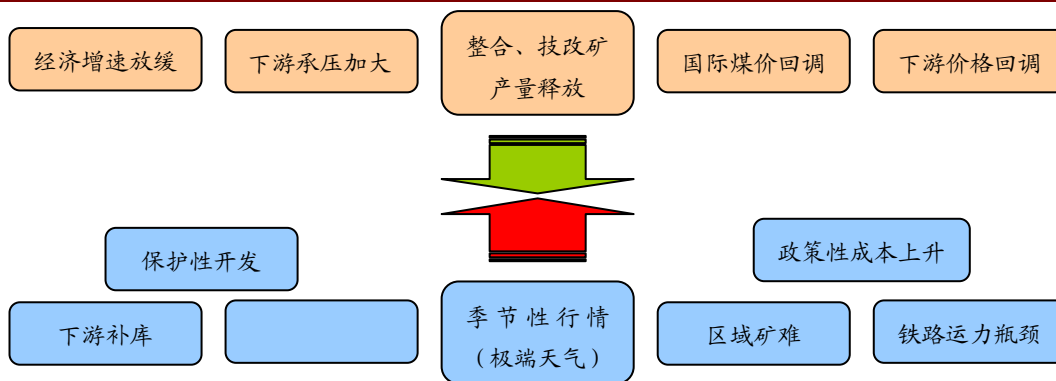
(二) 基于传统盈利模式，寻找积极因子

由于目前煤炭行业业绩的驱动力仍主要来自煤价与产量两个传统的变量，在此基础上我们力图寻找积极因子，发掘明年业绩增长确定性强或弹性较大的公司以建议布局。

1、煤价：快速攀升挤压后续空间，走势预期分化

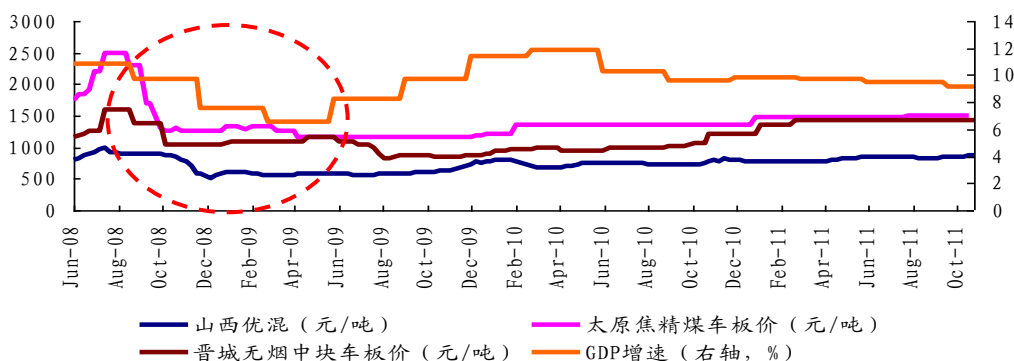
当前影响煤价走势的因素较多，其中区域整合、铁路运力不足等供给端因素对煤价形成较强的支撑，但同时经济增速放缓造成下游需求疲弱又制约煤价的进一步上行。假如我们借鉴 08-09 年的历史数据，可见在当时经济放缓过程中动力煤、焦煤及无烟煤价格分别下跌 35%、50%和 28%，但此次经济“软着陆”迹象明显，明年煤价波动趋窄，预计动力煤、无烟煤抗风险性相对较强。

图 18: 煤价相关影响因素分析



资料来源: 宏源证券

图 19: 经济增速放缓中各煤种价格变化



资料来源: 宏源证券

(1) 动力煤临时限价, 焦煤价渐显疲态

4、5 月份各地“电荒”显现, 同时大秦线检修、南方大旱水电出力不足推波助澜, 今年上半年动力煤价快速上涨, 在季节性小幅回调后, 3 季度末冬季储煤又提前启动, 下游积极补库, 煤价迎来小拐点, 截至目前秦皇岛山西优混平仓价已升至 845 元/吨, 较年初上涨 7.6%, 处于历史上的中高区间。目前下游煤电矛盾仍难以根治, 电厂采购积极性不足, 但需求相对刚性, 明年市价变动取决于水电出力情况、下游库存以及限价时限等因素, 预计在一段时间内将维持稳定。

图 20: 秦皇岛港动力煤价走势

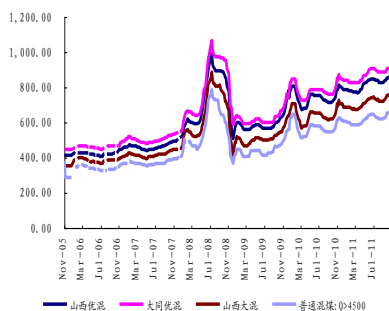
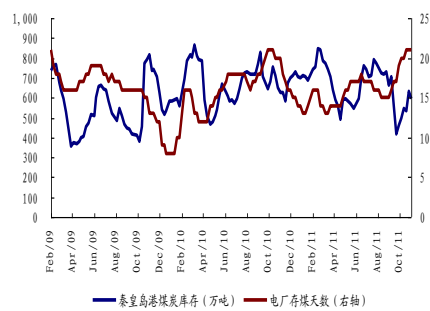


图 21: 澳大利亚 BJ 价格走势



图 22: 港口库存及电厂存煤天数变化



资料来源: 宏源证券

此外, 随着通胀水平逐步回落, 在全国“电荒”形势依旧严峻的背景下, 近日发改委出台政策上调上网电价 2.6 分/千瓦时, 并限制港口 5500 大卡电煤平仓价至 800 元/吨, 允许合同煤价上涨不超过 5%。对此, 我们的分析如下:

- **上网电价上调利好煤电一体化企业。**电厂在成本和收入双改善下盈利有望好转, 购煤意愿将得以提高, 带动动力煤销量增加, 产业链阶段性理顺。同时, 煤电一体化企业如中国神华以及煤电铝一体化企业如神火股份、上海能源有望受益。

- **优选合同煤占比高的企业。**今年国家严控电煤合同价,导致其价差与市场煤逐步拉大,假设明年合同价上调 5%,将在一定程度上提高合同履约率,大同煤业、国投新集等合同煤占比偏高的企业最受益,预计业绩分别增厚 12%和 5%。
- **市场煤均价下移。**强制限价使得热值高的煤价格调减越多,且将由下至上传导,影响到坑口和车板价,因此对于煤质较优、合同煤占比偏低的企业较为不利,如中国神华、恒源煤电等,而对山煤国际等以地销为主的企业影响不确定。

图 23: 下游电厂盈利不佳

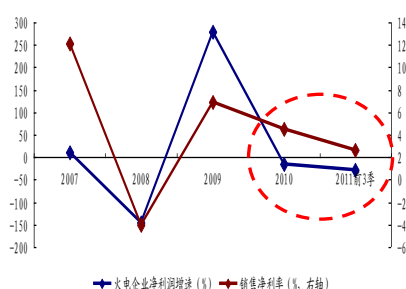


图 24: 发电量保持较快增长

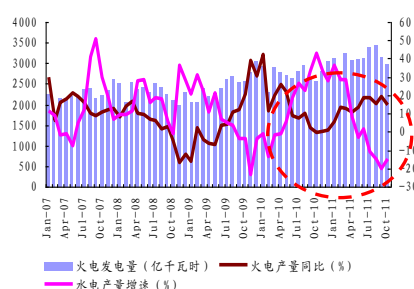
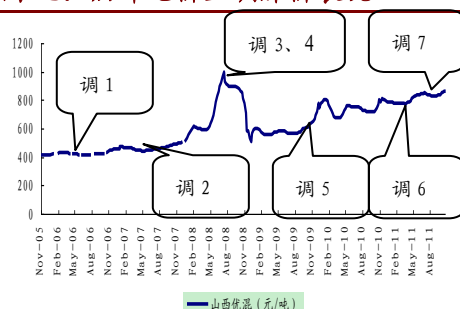


图 25: 历年电价上调煤价表现



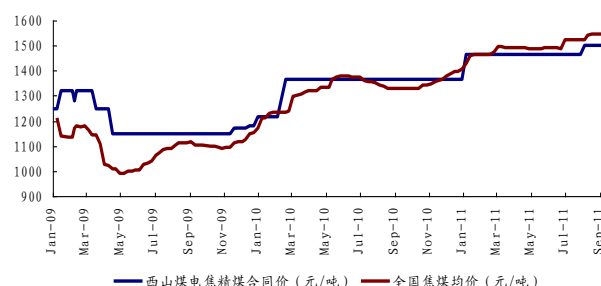
资料来源: 宏源证券

图 26: 动力煤合同价与市场价差拉大



资料来源: 宏源证券

图 27: 西山煤电焦煤合同价与全国焦煤均价比较



资料来源: 宏源证券

表 5: 动力煤合同价上调对部分煤企业绩影响测算

上市公司	合同煤占比	重点合同煤销量 (百万吨)	重点合同煤价格 (元/吨)	上调 10% 后价格 (元/吨)	增厚净利润 (亿元)	明年业绩增厚幅度
中国神华	46%	192	333	350	9.6	2.0%
中煤能源	55%	54.9	410	431	3.4	3.1%
国投新集	70%	11.69	489	513	0.7	4.8%
平庄能源	75%	8.2	185	194	0.2	2.8%
大同煤业	70%	25.9	550	578	1.8	11.7%

资料来源: 宏源证券

今年前 3 季度国内焦煤价格涨势可观，截止到 10 月末，全国主焦煤、肥煤、瘦煤和 1/3 焦煤均价分别较年初上涨了 13%、10%、23%和 10%，尤其是 1 季度受澳洲洪灾影响，国内焦煤价大体上涨 30-120 元不等，相关上市公司如冀中能源、盘江股份等也纷纷上调合同价格，而进入 11 月下游钢铁行业旺季不旺，纷纷检修降产，钢价大幅回调，且 4 季度及明年上半年房地产、铁路投资增速预期悲观，焦煤价格调整压力较大，走势可能分化，但稀缺性优质煤种如主焦煤和肥煤价支撑较强。相比之下，无烟煤的需求相对分散，下游化工企业较为景气，对于经济下行防御性较强，预计煤价可保持稳定或有小幅调整。

此外，随着各地煤矿整合的推进，行业集中度逐步提高，资源向国有大型企业转移，其议价能力再度增强，中长期煤价仍将呈现易涨难跌的趋势。

图 28: 主要产地焦煤坑口价变化

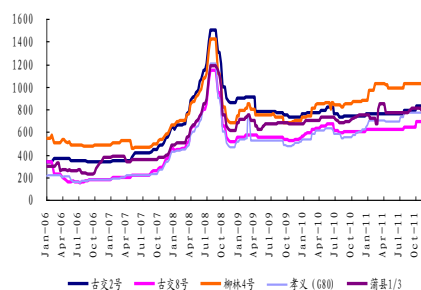


图 29: 阳泉无烟煤及喷吹煤价变化

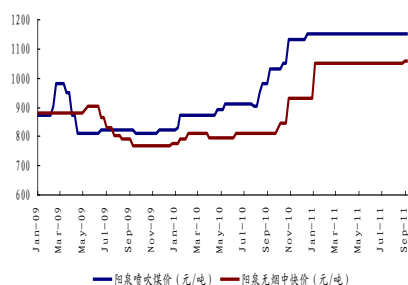


图 30: 煤价与煤指的相关性



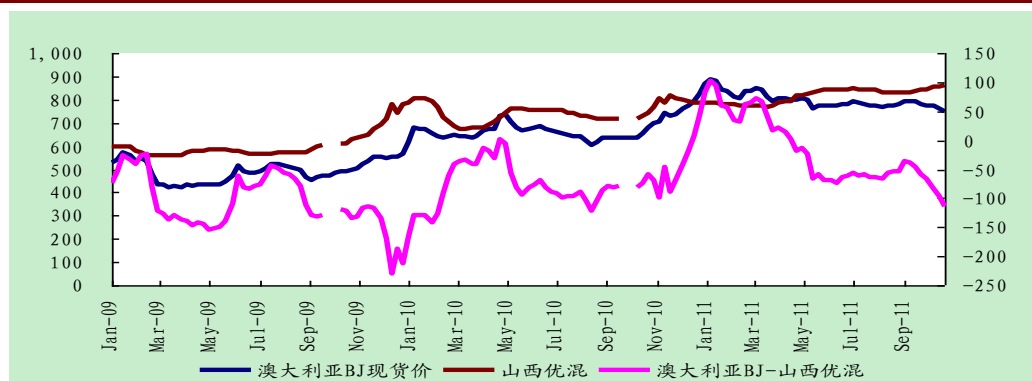
资料来源：宏源证券

(2) 海外需求疲弱，国内外动力煤再现倒挂

由于全球经济复苏较为缓慢，主要煤炭消费国需求不旺，年中国际动力煤和炼焦煤现货价格持续下跌，目前澳大利亚 BJ 现货价为 748 元/吨，较年初下滑 9.6%，而澳大利亚东海岸海角港炼焦煤平仓价为 222 美元/吨，较年中最高点下跌近 29%，预计明年欧美等主要经济体仍将在经济低谷中匍匐前行，亚洲经济体需求也难言坚挺，且主要产煤地澳大利亚洪灾影响消除后生产得以恢复，国际煤价向上动力略显不足，在一定程度上也抑制国内煤价的上行预期，且如昊华能源、兖州煤业等海外业务收入占比较高的企业可能会受到一定的负面影响。

此外，目前澳洲动力煤价较广州港库提价较国内可比价格低 32 元/吨，煤价再现倒挂，我国动力煤进口意愿转强，有助于对国际煤价形成支撑，但澳洲主焦煤京唐港库提价为 1680 元/吨，仍较国内可比价格高出近 90 元/吨，使得我国焦煤进口意愿不强，不排除明年上半年日澳焦煤合同价格可能会有所回调。

图 31: 国内外动力煤价差变化

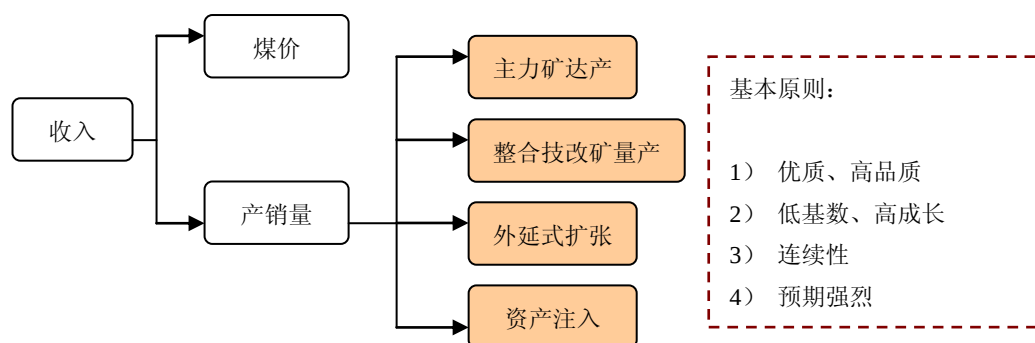


资料来源：宏源证券

2、产量：处于释放周期，遵循“四大原则”

由于明年的煤价变化存在较大不确定性，且基本源于市场供需的起伏，我们更多将关注点放在量能释放上，归纳起来包括主力矿达产、整合技改矿量产、外延式扩张以及资产注入等形式，选择上市公司则建议遵循“四大原则”，即 1) 侧重优质矿、高盈利矿产量释放；2) 侧重低基数、高成长；3) 侧重产量释放连续性；4) 侧重短期注入预期强烈的公司，关注“小公司大集团”模式。

图 32: 煤炭企业量能释放分析框架



资料来源：宏源证券

(1) 主力矿达产给力，整合矿多在培育期

依据高品质和低基数两个标准，我们认为明年主力矿量产对业绩增长贡献明显的包括山煤国际（霍辛矿+凌志达）、盘江股份（本部技改矿）和兰花科创（亚美大宁），而 2013 年则需关注神火股份（梁北矿）和开滦股份（盖森煤矿），而相比之下，明年大部分企业的整合矿仅出工程煤，在人员配备、建设效率等方面也存在差异，因此对业绩贡献不可过高期望，建议关注永泰能源，2013 年标的则明显增加。

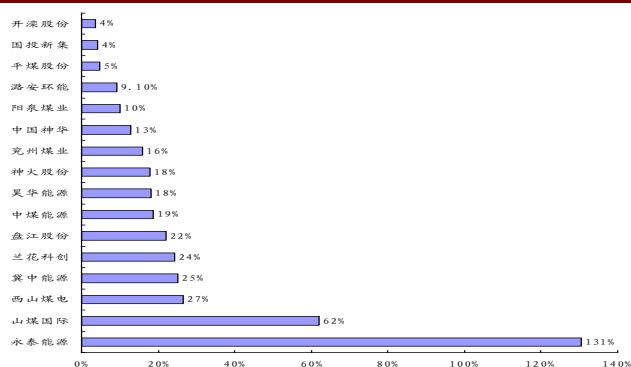
表 6: 2012 年煤炭上市公司主要增产煤矿一览 (单位: 万吨)

上市公司	2011 年产量	煤矿	煤种	新增产量	备注
冀中能源	3449	妩媚牛煤矿 (51%)	不粘煤	120	收购
		乾新煤矿 (51%)	长焰煤	60	收购
		山西冀中整合矿 (80%)	-	-	收购
中煤能源	12320	平朔矿区东露天矿 (100%)	动力煤	1000	在产
		平朔小回沟矿 (55%)	贫瘦煤、无烟煤	100	技改
		离柳矿区沙曲矿、王家岭等矿	焦煤、瘦煤	300	在建、技改
		陕西采草沟矿 (50%)	气煤	100	技改
开滦股份	840	加拿大盖森煤矿 (51%)	焦煤	50	在建
兰花科创	765	亚美大宁 (41%)	无烟煤	250	2011 年 9 月复产
		兰花百盛、平鲁永胜等整合技改矿	焦煤、气煤、动力煤	220	整合技改
平煤股份	3580	整合煤矿	-	200	技改
昊华能源	855	高家梁煤矿	动力煤	155	在产
永泰能源	180	金泰源、孙义等第二批整合矿	肥煤、焦煤、气煤等	225	技改
兖州煤业	5480	榆树湾煤矿 (41%)	不粘煤	400	在建
		菲利克斯资源公司	焦煤、动力煤	770	在产
西山煤电	3000	兴县斜沟 (75%)	气煤、1/3 焦煤	700	铁路扩能改造、二期待投产
中国神华	27800	黄玉川煤矿 (51%)	动力煤	1000	在建
		准格尔能源公司 (57%)	动力煤	1000	在产
山煤国际	750	霍尔辛赫矿 (63%)	动力煤	150	在建扩产
		凌志达矿	动力煤	110	技改
		增发收购 7 矿	贫煤、焦煤、无烟煤等	265	增发中
盘江股份	1365	本部六矿	焦煤、肥煤、1/3 焦煤	215	技改
		松河煤业 (35%)	主焦煤	110	在产
潞安环能	3400	潞宁整合矿	气煤	140	技改
		蒲县整合矿	肥煤、主焦煤	120	技改
神火股份	845	梁北矿	贫瘦煤	60	改扩建
		整合小矿	无烟煤为主	110	复产

资料来源: 公司资料, 宏源证券

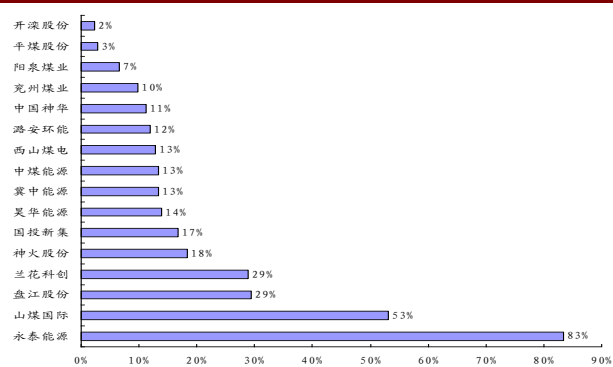
而从高成长与连续性两个标准来看, 未来 2 年永泰能源、山煤国际、盘江股份和兰花科创均是较好的投资标的, 可凭借较强的内生长能力抵御市场波动的风险。

图 33: 2012 年煤炭企业产量增速预测



资料来源: 宏源证券 (兰花科创未考虑亚美大宁)

图 34: 2012-13 年煤炭企业产量复合增速预测



资料来源: 宏源证券 (兰花科创未考虑亚美大宁)

(2) 外延式扩张彰显实力, 但门槛逐步抬高

此外, 外延式扩张也是公司产量及储备快速提升的渠道之一, 从国内来看, 目前山西资源划分已基本明确, 内蒙、新疆仍有较大的拓展空间, 部分企业及集团正加速布局, 但值得注意的是, 一些省份正在逐步提高外省企业获取资源的条件, 如要求有配套项目等, 且当前收购成本也处于较高水平。而从海外去看, 由于对相关法规认知不足, 且收购矿可能存在潜在风险, 部分国内企业拓展较慢。总之, 这一角度我们相对看好扩张战略明晰、确定性较高的兖州煤业、冀中能源。

(3) 资产注入预期下, 关注“小公司大集团”

随着资源向大型国有煤炭企业集中, 各上市公司集团资产注入的预期愈加强烈。今年市场关注的焦点集中在信达股权问题的解决上, 认为在信达管理层换届, 筹划上市的背景下, 煤企集团与信达的股权关系有望重新梳理, 资产注入的障碍消除, 冀中能源也因此开创先河。我们对此进行分析, 认为:

- 问题的解决最终取决于双方的博弈, 信达意在在当前行业景气度较高时享有资产升值溢价, 而煤企集团则意在加快整体上市步伐, 以充分发挥资本市场平台效用。
- 冀中能源率先解决存在一定原因: 1) 股权结构特殊; 2) 信达持股比例偏低, 仅为 14.89%, 而山西煤企则需要创新性方案, 且阳泉煤业、大同煤业涉及股权比例较高。
- 信达问题赋予相关公司两次股价催化剂, 山西企业可能优先受益。不涉及信达问题的公司如冀中能源、盘江股份、潞安环能、山煤国际等资产注入道路顺畅。

总之, 我们建议应率先把握不涉及信达股权公司的注入机会, 并继续关注信达问题可能率先破冰的阳泉煤业, 以及大股东变更后的平庄能源、煤气化。

表 7：部分煤炭上市公司拟注入资产预期

上市公司	煤矿	权益	煤种	新增产量	备注	吨煤净利	新增 EPS	预期时点
潞安环能	司马矿	52%	气肥煤	300	在产	433	0.29	2011 年
	郭庄矿	70%	贫瘦煤	180	在产	90	0.05	
盘江股份	响水矿	36%	主焦煤、瘦煤、无烟煤	400	办证照	100	0.13	2011-2012 年
山煤国际	豹子沟等 7 矿 (一次注入)	64%	贫煤、焦煤、无烟煤等	870	在产	184	1.37	2011 年
	万家庄等 7 矿 (二次注入)	-	焦煤、动力煤	920	完善手续、技改	-	-	2014-2015 年
冀中能源	九龙矿	100%	主焦煤	150	在产	300	0.2	2012 年
阳泉煤业	五矿	100%	无烟煤	770	在产	220	0.7	2013 年
恒源煤电	麻地梁煤矿	38.8%	贫煤	500	技改	-	-	-
	临汾三矿	51%	主焦煤	200	技改完成	-	-	
大有能源	新疆义煤昆仑	50%	长焰煤	-	权属需完善，探矿	-	-	2012-2013 年
	新疆大黄山豫新煤业	49%	气煤	60	参股矿，在产	-	-	
	新义矿业	55%	贫煤	120	在产	-	-	
开滦股份	唐山矿区	-	主焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤	2020	在产	-	-	2013-2014 年
平庄能源	元宝山露天矿	-	褐煤	1100	扩能改造	-	-	-
	白音华露天矿	-	褐煤	600	扩能改造	-	-	

资料来源：宏源证券

此外，我们也对各煤炭集团与旗下上市公司的产量规模进行了比较，其中符合“小公司大集团”模式的包括开滦股份、大同煤业、山煤国际和阳泉煤业，十二五末这些集团的规划产量均是目前上市公司的 5 倍以上，预示着广阔的想象空间，但其中仅山煤国际不涉及信达股权问题，资本运作难度最低，因此也是未来借此高成长路径最为明确的公司。

表 8: 资产注入型煤炭公司与集团生产规模比较

单位: 万吨	集团产量	集团“十二五”目标	公司产量	集团/公司比例	集团/公司比例 (十二五末)
开滦股份	5000	10000	829	6.0	12.1
大同煤业	9800	20000	3000	3.3	6.7
山煤国际	1920	5000	607	3.2	8.2
阳泉煤业	8000	13000	2621	3.0	5.0
冀中能源	7332	15000	3102	2.4	4.8
潞安环能	7098	12000	3322	2.1	3.6
大有能源	3300	7000	1700	1.9	4.1
平庄能源	1645	-	1047	1.6	-
盘江股份	1600	5000	1140	1.4	4.4

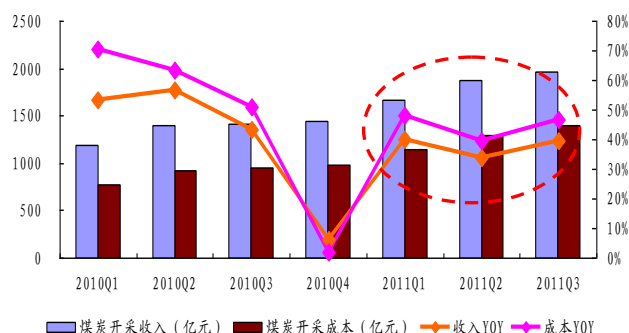
资料来源: 宏源证券

(三) 成本上行减速, 政策性忧虑暂消

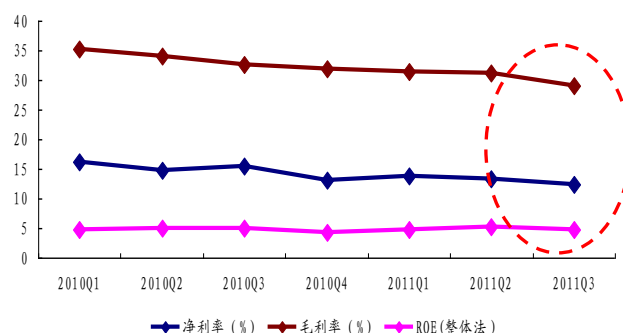
1、预计明年生产成本增速放缓

受益于量价齐升的高景气度, 行业前 3 季度收入增长 37.6%, 但同时成本大幅增长了 45%, 使得盈利能力小幅下滑。进一步分析, 成本增加来自几个方面: 1) 高通胀使得材料成本提高; 2) 大量整合技改项目启动, 企业规模扩充加大员工需求, 同时工资水平也明显上升, 企业支付职工现金较去年同期上涨 34%; 3) 部分矿井地质复杂化, 开采成本逐步增加。总之, 我们预计明年生产成本中占比最大的人工仍将小幅增加, 但增速放缓, 而材料成本则出现回落, 成本仍是支撑高煤价的一个因素。此外, 今年 5 月煤炭企业安全费、维简费税收政策有所调整, 使得行业平均税率较去年有所提高。

上市公司中, 我们建议关注成本控制较好、产品结构优化或历史负担较轻的公司, 如潞安环能、平庄能源、兰花科创、山煤国际等。

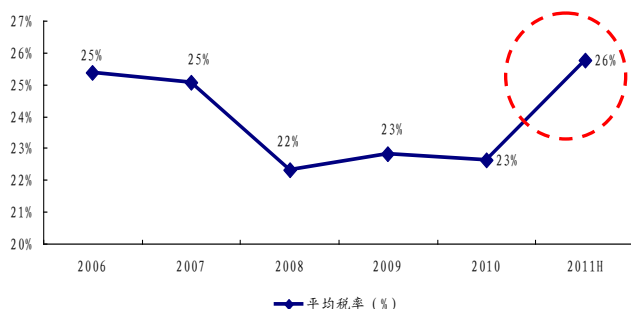
图 35: 煤炭行业收入及成本增速变化


资料来源: 宏源证券

图 36: 煤炭行业单季盈利指标变化


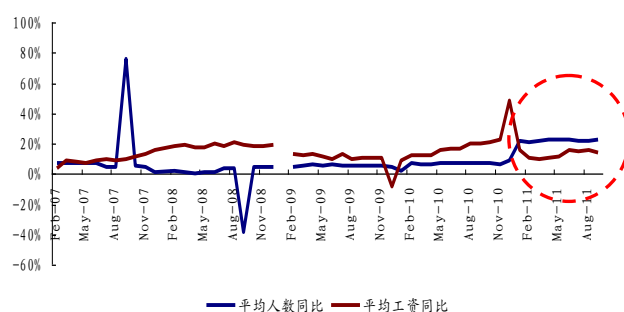
资料来源: 宏源证券

图 37: 煤炭行业平均税率变化



资料来源: 宏源证券

图 38: 山西五大集团职工人数及工资增速变化



资料来源: 宏源证券

2、政策性成本忧虑暂消

今年 10 月, 国家计划修订《中华人民共和国资源税暂行条例》, 同时贵州省也公布价格调节基金新政, 煤炭行业政策性成本上升的忧虑造成市场大幅调整, 但 11 月初最终公布的条例细则将焦煤资源税征收标准定于 8 元/吨, 而盘江股份也及时上调煤价抵消了调节基金从价的影响, **短期内风波平息, 结果好于预期, 投资者信心有所恢复**。此外, 近日发改委出台政策整顿地方及省级不合理涉煤基金和费用, 并提出省级价格调节基金不超过 23 元/吨, 应对省内外煤实行统一标准, 将直接利好**盘江股份**, 预计可减少其明年调节基金近 3 亿元, 增厚 EPS 约 0.23 元。

而从中长期来看, 国家仍在继续推进资源税改革, 计划逐步扩大从价定率计征的范围, 煤炭可能是继石油、天然气之后最先试点的品类, 同时不排除在经济转型过程中国家或地方政府采用“挖肥补瘦”的手段。

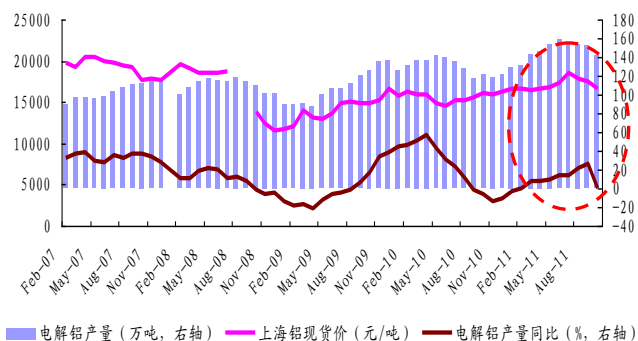
四、一体化与蜕变型公司蕴含机会

(一) 一体化公司: 煤炭强支撑, 附属业务有起伏

值得关注的是, 今年 3 季度以神火股份和兰花科创为代表的一体化公司的附属业务经营出现好转, 业绩拖累程度降低, 结合煤炭业务较高的景气度, **明年波段性机会仍有望出现**, 同时一体化公司也可凭借其资源优势, 发挥较强的协同效应。

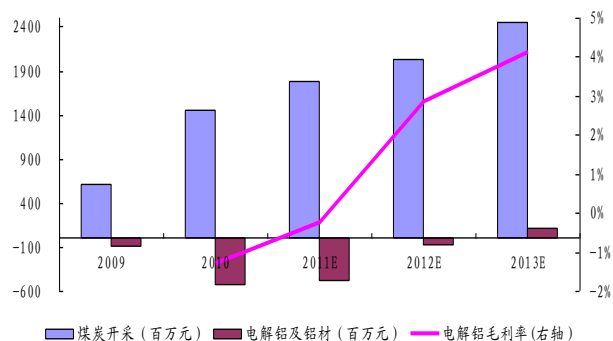
对于神火股份, 电解铝业务改善的预期可能来自: 1) 铝价回升, 并维持在盈亏平衡点之上; 2) 60 万千瓦时的大机组投产后, 自供比例将超过 75%, 同时明年氧化铝产能扩至 90 万吨, 自供比率升至 50%以上; 3) 电价上调降低相对成本。

图 39: 电解铝产量增速及铝价变化



资料来源: WIND、宏源证券

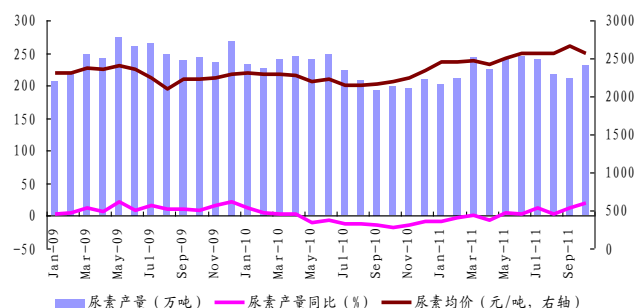
图 40: 神火股份各项业务业绩贡献预测



资料来源: 宏源证券

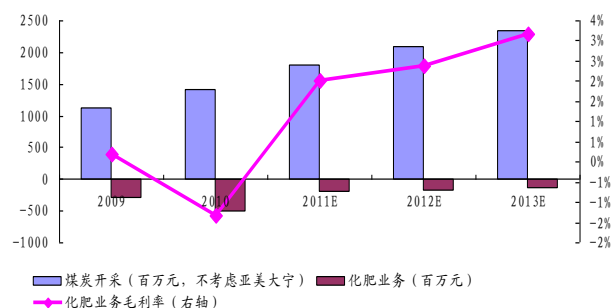
对于兰花科创，尿素业务改善的预期可能来自：1）天然气价格上涨，粮食价格上涨，使得尿素价格走高，同时无烟煤价格保持平稳；2）尿素产销量提高，摊薄单位成本。

图 41: 尿素产量增速、销售均价变化



资料来源: WIND、宏源证券

图 42: 兰花科创各项业务业绩贡献预测



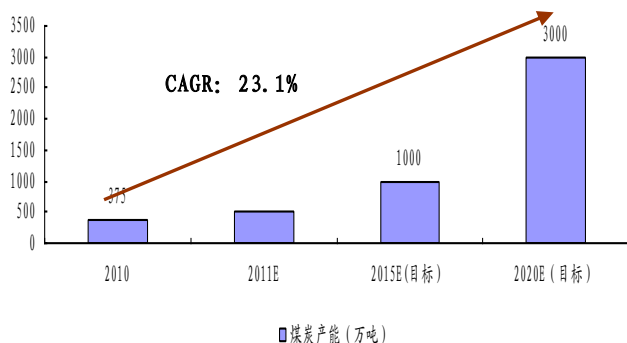
资料来源: 宏源证券

（二）蜕变型公司：脱胎换骨，演绎成长传奇

此外，近两年也有公司通过资产剥离、置换等方式实现了向煤炭企业的转型，体现出较高的成长能力和市场契合力，中长期股价催化剂充足，主要以永泰能源、大有能源和安源股份为代表。

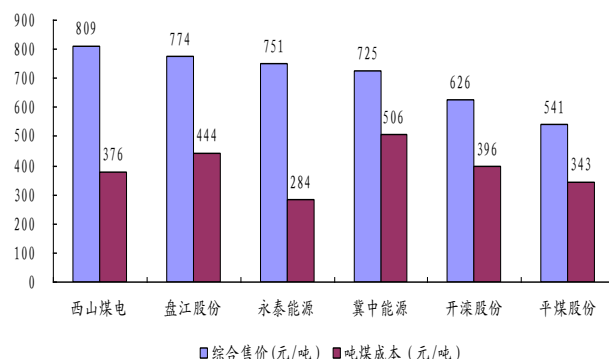
永泰能源核心看点来自：1）公司目标远大，未来 2-3 年产能目标 1000 万吨以上，10 年内产能目标 3000 万吨，年复合增长超过 20%；2）山西、陕西和新疆三地扩张，灵石地区仍有进一步整合预期；3）售价较高，吨煤成本偏低，产品结构最优（基本为焦煤），转型后净利率升至 20%以上；4）民营企业机制灵活，管理复制“中煤”模式。

图 43: 永泰能源产能年复合增长 23.1%



资料来源: WIND, 宏源证券

图 44: 焦煤上市公司售价及吨煤成本比较



资料来源: 宏源证券

大有能源则将成为河南义煤集团的唯一的资本运作平台，核心看点来自：1）大股东实力雄厚，多地整合资源，计划 2014 年产量达到 7000 万吨，未来 5 年建成 6 个千万吨基地，因此公司想象空间巨大；2）预期两年内两次资产注入，第二次基本都为稀缺煤种（焦煤、无烟煤）。

安源股份即将置换入江西煤业的优质资产，核心看点来自：1）置换完成后，煤炭资源量及产能分别扩大 4 倍和 8 倍；2）主要为稀缺煤种，当地煤价偏高，吨煤成本高意味着较高的业绩弹性；3）集团煤矿投产后催生注入预期，还受益省内资源整合及外延式扩张。

表 9: 三家蜕变型公司比较

项目	永泰能源	大有能源	安源股份
控股股东	永太投资控股公司	义煤集团（河南第三大煤炭集团）	江煤集团
企业性质	民营	国有	国有
转型前业务	油品、地产、建材等	通信工程、系统集成等	煤炭、玻璃、客车等
煤种	焦煤、肥煤	长焰煤、焦煤	焦煤、无烟煤
保有储量（亿吨）	13.45	10.23	3.39
产能（万吨）	1260	1720	723
产量（万吨）	173	1800	748
远景目标	未来 2-3 年产能目标 1000 万吨以上，10 年内产能目标 3000 万吨	集团 2014 年产量达到 7000 万吨，未来 5 年建成 6 个千万吨基地	-
资产注入预期	无	1 年内注入新疆义煤昆仑等 3 家公司，2 年内注入铁生沟煤矿等 8 家公司	部分煤矿将在两年承诺注入，权益产能 141 万吨，另部分煤矿在办理手续，江煤具备优先购买权
外延式扩张区域	山西、陕西、新疆	新疆、青海、内蒙、蒙古国、山西、河南、澳洲、朝鲜	云南、贵州及海外
潜在风险	费用高企，资金面偏紧，煤矿收购成本增加，增发摊薄业绩	煤质一般，内生成长力不足，后续动作尚待时日	吨煤成本偏高，大量拟注入煤矿尚在培育期

资料来源: 宏源证券

五、行业估值与投资建议

(一) 行业估值

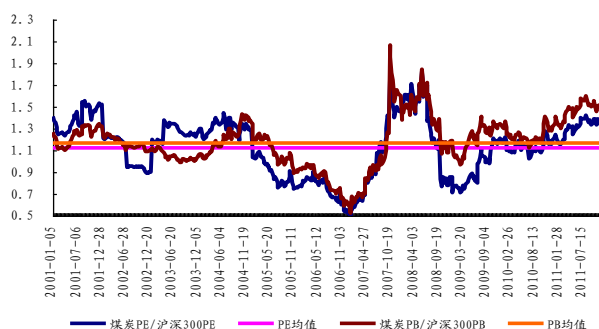
从估值上来看,目前板块 PE (TTM) 为 14 倍, PB (整体法) 为 3 倍,明显处于历史估值底部区域,而相对于大盘估值则处于历史均值之上,说明板块前期表现较为抗跌。展望明年,在经济减速的背景下,市场整体估值中枢下移,但煤炭板块估值吸引力逐步提高,部分 PE 在 12 倍及以下的公司安全边际较高,但假如有其他刺激因素(如国内政策转向、国外新量化宽松等)提振大盘,板块估值的参照意义弱化。

图 45: 煤炭板块历史 PE (TTM) 变化



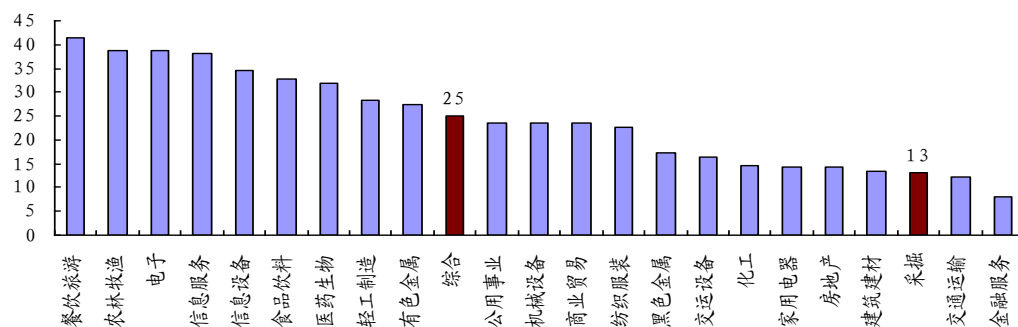
资料来源: 宏源证券

图 46: 煤炭板块估值与全部 A 股历史比较



资料来源: 宏源证券

图 47: 煤炭行业 PE (TTM) 与其它行业比较



资料来源: 宏源证券

(二) 投资建议与重点公司

从宏观角度来看,明年海外经济形势难言乐观,国内经济开始进入政治周期、经济演变和政策转向交错的阶段,整体呈现前低后高态势,经济下行悲观情绪充分消化以及政策实质性转向预期过程中,底部可能逐渐明朗,市场信心有望逐步从低谷中走出,关键在于介入时点的把握。

而从行业角度来看，预计明年煤炭供需继续平衡偏紧，但经济下行对需求的影响将逐步传导，煤价波动趋窄，同时行业处于产量释放周期，部分企业优质主力矿量产对业绩刺激更为直接，下半年整合矿开始陆续投产，“资产注入”主线贯穿全年。此外，煤炭生产成本增速放缓，行业业绩弹性缩小，中长期政策性成本增加仍是趋势。

综上所述，我们认为明年煤炭结构性机会多于趋势性机会，建议在静观经济演变的过程中，寻找企业盈利的驱动因子，预计今年4季度甚至明年1季度将继续消化系统性风险，因此建议持有防御性个股，而板块布局的时点可能在明年2季度之前，操作上逐步转向进攻，下半年获得超额收益的概率可能高于上半年。投资主线包括：

- **盈利驱动组合：**兰花科创、山煤国际、中煤能源、永泰能源、盘江股份
- **“资产注入”组合：**潞安环能、煤气化、阳泉煤业、平庄能源
- **波段关注“一体化”公司：**神火股份、兰花科创
- **持续关注“蜕变型”公司：**永泰能源、安源股份、大有能源

表 10：重点煤炭上市公司估值表

公司名称	收盘价 (11月26日)	EPS			P/E			PB	评级
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
兰花科创	40.09	2.9	3.77	4.45	14	11	9	3.0	买入
山煤国际	24.89	1.45	1.95	2.56	17	13	10	4.5	买入
永泰能源	15.48	0.45	1.1	1.68	34	14	9	3.3	买入
潞安环能	23.96	1.83	2.01	2.5	13	12	10	3.8	买入
中煤能源	9.26	0.7	0.82	0.99	13	11	9	1.5	买入
盘江股份	24.21	1.58	2.04	2.54	15	12	10	3.7	买入
中国神华	25.55	2.18	2.53	2.87	12	10	9	2.4	买入
冀中能源	18.4	1.34	1.71	2	14	11	9	3.1	买入
国投新集	12.72	0.72	0.89	1.06	18	14	12	3.1	增持
兖州煤业	26.33	1.95	2.25	2.53	14	12	10	3.3	增持
神火股份	11.76	0.71	0.97	1.34	17	12	9	3.9	增持
西山煤电	18.41	1.26	1.53	1.84	15	12	10	4.0	增持
昊华能源	21.29	1.48	1.7	1.9	14	13	11	3.4	增持
平煤股份	12.62	0.94	1.1	1.25	13	11	10	2.7	增持
阳泉煤业	18.77	1.25	1.49	1.65	15	13	11	4.0	增持
恒源煤电	16	1.1	1.2	1.28	15	13	13	2.5	增持
开滦股份	13.84	0.83	0.94	1.09	17	15	13	2.7	增持
大同煤业	14.85	0.78	0.91	1.05	19	16	14	2.4	中性
露天煤业	15.55	1.05	1.25	1.47	15	12	11	5.0	中性
平均					16	12	10	3.3	-

资料来源：WIND 一致预期、宏源证券

表 11: 重点公司投资要点一览

公司名称	投资亮点	投资风险	备注
兰花科创	1) 天然气及粮价上涨预期下, 公司化肥业务减亏; 2) 亚美大宁矿重新开工, 增厚明年 EPS 约 0.8 元; 3) 子公司变分公司, 合理节税; 4) 玉溪矿和整合矿是未来成长的保障; 5) 经济波动, 无烟煤价相对坚挺; 6) 集团整合矿存在注入预期	1) 经济下滑, 煤价调整; 2) 整合矿进度低于预期; 3) 尿素价格波动	-
山煤国际	1) 煤炭业务低基数, 高成长, 明年霍尔辛赫、凌志达产量释放; 2) 打造全产业链, 充分发挥协同效应; 3) 集团两次注入提上日程, 第二次注入可能提前	1) 经济下滑, 煤价调整; 2) 第二次注入延后; 3) 贸易业务景气不佳; 4) 注入矿产量释放较慢	处于增发阶段
永泰能源	1、外延式扩张能力强, 三地扩张, 山西灵石仍有收购预期; 2) 股东增持, 长效激励机制出台等利好推出; 3) 低基数高成长, 今明两年产量超预期; 4) 产品结构最优, 资源禀赋好; 5) 增发完成、债券发行后财务压力减轻	1) 收购价格上升; 2) 产量释放可能不达预期; 3) 阶段性资金紧张情况尚存; 4) 经济下滑, 煤价下跌	处于增发阶段
潞安环能	1) 烟煤喷吹市场空间大, 十二五公司喷吹煤翻番; 2) 享受 15% 的优惠税率; 3) 受益电煤合同价上调; 4) 集团占据新疆哈密煤业 340 亿吨资源; 5) 司马、郭庄矿注入临近, 具备融资需求; 6) 整合矿明年下半年贡献业绩, 蒲县焦煤盈利性高	1) 省内保电煤挤压高盈利煤释放; 2) 整合矿进度低于预期; 3) 经济下滑, 煤价调整	把握公司融资时点
中煤能源	1) 停产矿全部复产, 事件性影响消除; 2) 合同煤占比高, 受益电价上调; 3) 存在大股东增持预期; 4) 进出口集团 2000 万产能可能注入	1) 经济下滑, 煤价调整; 2) 资产注入进度低于预期	-
盘江股份	1) 本部矿技改、在建矿陆续释放产量, 成长稳健; 2) 可能受益区域资源整合及外延扩张; 3) 股权关系理顺, 资产注入道路顺畅; 4) 价格调节基金风波已过, 彰显较强提价能力	1) 省内限制电煤出省, 政策性成本抬高; 2) 经济下滑, 煤价下跌; 3) 产量释放慢于预期	大股东减资理顺股权关系, 关注后续动作

资料来源: 宏源证券

六、风险提示

- 1) 国内外经济不振, 下游需求放缓速度加快
- 2) 生产成本继续上升, 政策性成本忧虑再现
- 3) 集团资产注入、整合矿投产进程慢于预期
- 4) 国际煤价、钢铁价格持续低迷

分析师简介:

王京乐: 煤炭行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 2 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、平庄能源、昊华能源、兰花科创等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。