

煤炭行业 2012 年度投资策略

行业景气低点在三季度 市场底在一季度显现

优于大势

维持评级

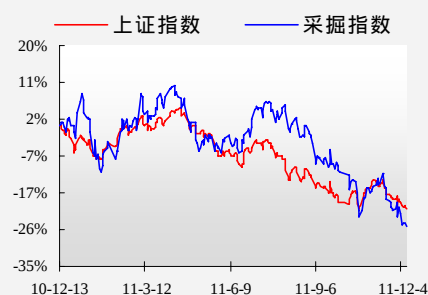
煤炭

发布时间：2011 年 12 月 12 日

投资要点：

- 煤炭行业是典型的周期性行业。尽管煤炭价格市场化进程加速、山西省煤炭资源整合等重大事件曾短期熨平煤炭周期，但把时间窗口拉长来看，煤炭行业的周期性仍然很明显。这种周期性体现在行业景气度年内的季节性变化和受宏观经济影响的长期变化上。
- 本文的主要内容就是把行业景气度进行具象化，使用利润增速变动这一指标模拟行业景气度，找出行业景气低点。通过宏观指标变动和煤炭供需情况对景气低点出现时点的正确性进行验证。
- 过去 10 年间利润增速的变动不但可以很好地拟合行业景气度，还存在一定周期变动规律。通过对其变动规律进行研究，我们认为：**煤炭行业的景气低点将出现在 2012 年第三到第四季度**；宏观经济运行和煤炭行业当前供需情况也将基本面底部指向明年 3-4 季度。
- 煤炭行业的周期性通过利润变动传导到二级市场上，使股价表现也具明显的周期性。二级市场周期性领先于基本面变动，市场底领先基本面底部 9 个月，**本轮周期中市场底部为明年一季度**。
- “连雨不知春日，一晴方觉夏深”：当前市场的估值情况和 2008 年末已经接近，某些市场特征（如上市公司平均估值较低、个别公司市净率低于 2X 等）也和上一轮市场低点对应的市场特征类似，这对当前股价已经接近市场底部有所暗示。在我们激辩流动性是否转向等问题的时候，市场底部可能已经悄然到来。
- 各种底部逐渐确认的过程就是煤炭板块估值提升的过程，明年整个行业的运行特点很可能是利润增长有限，但估值水平提升较快。我们维持煤炭行业“优于大势”的投资评级，建议在明年一季度对板块进行积极配置，以充分享有板块估值提升过程中的绝对收益。
- 投资节奏上，在底部确认前，建议在左侧交易中先选择估值较低的防御性品种，这类公司业绩增长确定性强，如中国神华、兰花科创、冀中能源，神火股份。在市场受流动性预期变化影响加大后，选择价格弹性较大，对景气周期敏感的潞安环能、平煤股份等；此外，外延性扩张是资源品行业投资永恒主题，建议重点关注平庄能源、山煤国际、神火股份、永泰能源。
- 风险提示：宏观经济下行的系统性风险超过预期。

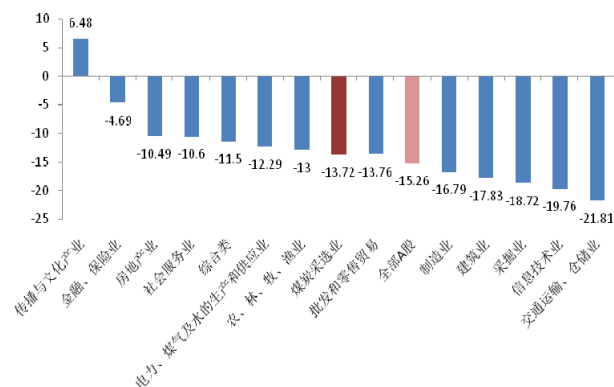
走势图



分析师：王师
执业证书编号：S0550511030001
TEL: (8621)6336 7000 248
FAX: (8621)6337 3209
Email: wangs@nesc.cn
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编：200002

1. 走势回顾与总体逻辑：在底部左侧做瞭望的哨兵

图 1 2011 年各板块涨跌幅横向对比



资料来源：wind 东北证券

2011 年初至今，A 股市场上煤炭板块平均涨幅为-13.7%，相对整个 A 股市场-15.26% 的涨幅，具有一定相对收益。

煤炭行业作为国民经济中最上游的能源和工业原料提供商，其行业景气度的波动是显著滞后于下游行业和整体宏观经济的。尽管 2011 年煤炭板块取得相对正收益，但从宏观经济下滑预期增强和煤炭行业短期供需状况来看，我们都可以直观地感觉到行业景气度在下降，这有可能带动整个煤炭板块在二级市场中的估值水平下移。

但是，直观感受并不能成为我们提供投资建议的依据，我们需要了解当前煤炭行业在景气周期中处于什么位置，如果景气度在下滑，景气低点在哪里，未来又将如何轮动。

本文的主要内容就是对行业景气度进行具象化，使用利润增速变动这一指标模拟行业景气度，找出行业景气低点。通过宏观指标变动和煤炭供需情况对景气低点出现时点的正确性进行验证。

过去 10 年间，利润增速的变动不但可以很好地拟合行业景气度，还存在一定周期变动规律。结合资本市场与煤炭行业周期变动的关系，研究结论如下

- 煤炭行业的景气低点将出现在 2012 年第三到第四季度；
- 宏观经济运行和煤炭行业当前供需情况也将基本底部指向明年 3-4 季度；
- 二级市场周期性领先于基本面变动。市场底领先基本面底部 9 个月，本轮周期中市场底部为明年一季度。估值底和市场底同步出现。
- 宏观政策底为货币政策转向的确认；中观政策底为限价令的解除，我们对估值底、政策底的预期均为明年一季度到二季度。

无论我们从哪个角度来观察，现时点仍是股价低点的左侧，更是基本面低点的左侧。预计明年煤炭板块整体的估值水平将在一个个底部确认的过程中得到提升。在基本面底部左侧进行交易，才能充分享用估值提升带来的收益。维持行业“优于大势”评级。

2. 判定景气周期位置 基本面底部在明年第三季度

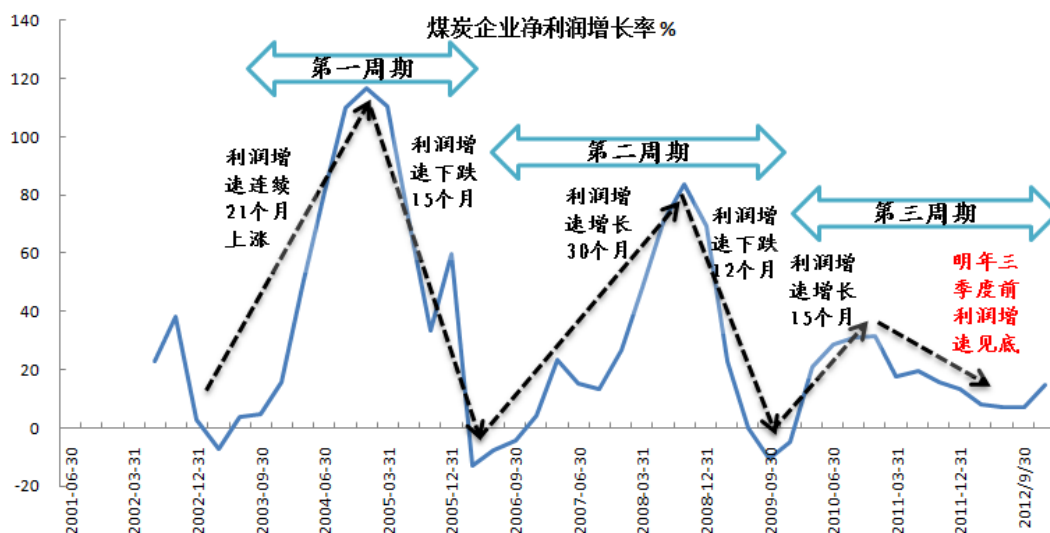
煤炭板块的下游行业均为高耗能行业，受宏观经济和投资拉动十分明显，因此煤炭行业是比较典型的周期性行业。尽管过去几年中，煤炭价格市场化进程加速、山西省煤炭资源整合等重大事件曾短期地熨平煤炭周期，但把时间窗口拉长来看，煤炭行业的周期性仍然很明显。这种周期性体现在行业景气度年内的季节性变化和受宏观经济影响的长期变化上。

季节性周期：煤炭行业每年基本都会呈现出小的周期波动，比如在“冬季储煤”期间和“迎峰度夏”期间景气度高涨。我们对煤炭价格变动的判断也是基于年内小周期波动特点和当时的供需情况来做出的。

长期周期：煤炭行业的长期运行也具有显著的规律性，这是本文的考察重点。我们在众多指标中选取了上市公司的利润增速来拟合行业景气周期，拟合结果简明可靠，可以得到宏观经济和煤炭供需环境等因素的验证。考虑到煤炭行业在建国后至 21 世纪初期受价格管制较为严重，行业景气度持续低迷，不具备市场经济中周期性行业特征。因此我们选取了 2001-2011 年这一时段进行重点研究。

以利润增速由低点至高点再回到低点作为一个完整周期进行测算，最近 10 年，煤炭板块实际经历了 3 个周期，第一完整周期：2001 年-2006 年初；第二完整周期：2006 年初-2009 年第三季度；目前周期由 2009 年三季度开始，我们预计将于 2012 年第三季度到达景气度低点。

图 2 2001-2011 煤炭行业景气周期示意图



资料来源：东北证券

表 1：煤炭行业景气周期变动时间

周期	时间	周期长度	期间变动
第一周期	2003.3-2004.12	36	21 个月上涨
	2004.12-2006.3		15 个月下跌
第二周期	2006.3-2008.9	42	30 个月上涨
	2008.9-2009.9		12 个月下跌
第三周期	2009.9-2010.12	36	15 个月上涨
	2010.12-2012.6-9		15-18 个月下跌

资料来源：东北证券

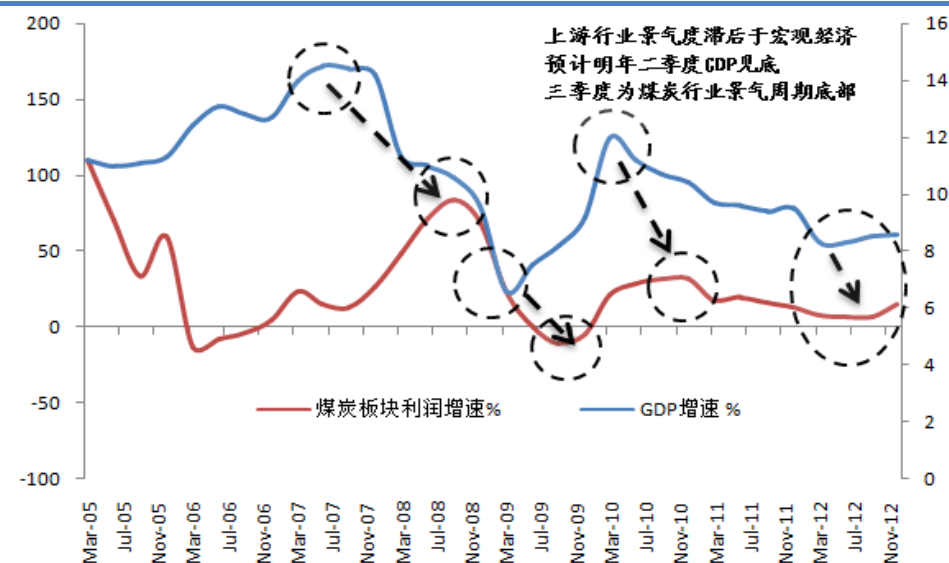
总结周期变动中各个主要时点之间存在的一般规律：

- 净利润变动周期对行业景气周期的拟合度非常好，近 10 年的 3 个周期（包含目前半个周期）都较好地反映了整个煤炭行业的景气变动情况；
- **单周期运行时间推算当前周期景气低点**：前两个周期中，出现过 3 次景气低点，分别为 2003 年 3 月、2006 年 3 月和 2009 年 9 月，两个周期的总长度为 36 和 42 个月，说明单个景气周期运行时间在 3 年左右。以此推算，本轮煤炭板块利润增速低点在 2012 年第三季度，即上轮低点的 36 个月之后。
- 3 个周期中出现 3 次景气高点，分别为 2004 年 12 月、2008 年 9 月和 2010 年 12 月。景气高点之间的时间间隔为 45 个月和 27 个月；
- 在不同周期的比较中，景气上行时间长，则下跌时间相对较短；景气上行时间短，则下行时间相对较长。
- **利润增速下滑时间推算当前周期景气低点**：前两个周期中，企业净利润增速到达顶点后，利润增速下降时间在 12 个月-15 个月。当前周期的净利润增速顶点在 2010 年 12 月，后推 15 个月为 2012 年第二季度，届时将是本轮周期利润增速低点。考虑到发改委限价政策在明年 1 月起开始执行，我们把利润低点推后，推算为 2012 年第二季度-第三季度，恰与底部相隔周期推算结果接近。
- 综合结论：煤炭行业景气周期低点应出现在 2012 年第二季度-第三季度。基本面底部可期。

3. 景气周期的验证之一 宏观经济领先上游资源行业调整

煤炭行业作为国民经济中最上游的能源和工业原料提供商，其行业景气度的波动是显著滞后于下游行业和整体宏观经济的。因此宏观经济波动可对煤炭行业的周期变动起一定揭示作用。

图3 煤炭行业景气波动落后于宏观经济变化



资料来源：东北证券

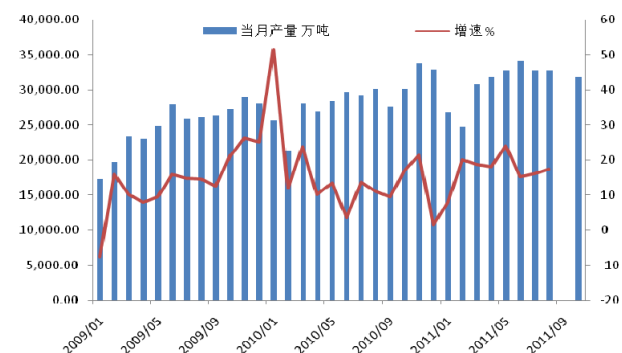
历史数据显示 GDP 波动的确要早于煤炭行业利润增速变动，这意味着经济下滑至低点后，煤炭行业的景气低点也将到来。

目前市场上对 2012 年 GDP 的一致性预期是 8.5%，而根据东北证券研究咨询分公司宏观部的预测，明年第一、第二季度 GDP 为年内低点，二季度后将迎来反弹。按照煤炭行业景气周期的滞后性，煤炭行业利润增速低点也可能出现在第三季度。

4. 景气周期验证之二 供需环境表明 当前景气度在底部左侧

4.1 煤炭供给

图4 原煤产量与增速



资料来源：wind 东北证券

今年 1-10 月，全国原煤总产量达到 31.13 亿吨，同比增长 12%。在山西整合矿资源并未大幅释放的情况下，全年煤炭产量仍将达到约 37 亿吨，超过年初我们的预期。产量增速较快的原因仍是全国乡镇煤矿整体上供给增速快于国有大矿。

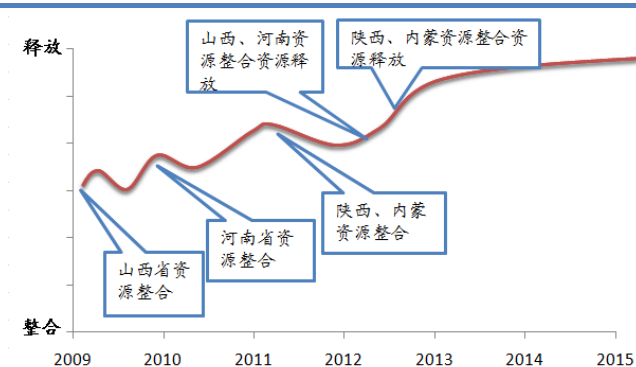
表 2 全国乡镇煤矿产量变动情况 分省市（单位 万吨）

省 份	2011 1-8 月	2010 1-8 月	增量	变动幅度
合 计	86085.16	70757.95	15327.21	21.7%
北京市		13.4	-13.40	-100.0%
河北省	65.80	146.56	-80.76	-55.1%
山西省				
内蒙区	39655.70	29029.24	10626.46	36.6%
辽宁省	652.27	575.6	76.67	13.3%
吉林省	643.59	784.66	-141.07	-18.0%
黑龙江省	1750.57	1816.09	-65.52	-3.6%
安徽省	257.80	260.57	-2.77	-1.1%
福建省	1045.54	945.56	99.98	10.6%
江西省	927.65	716.53	211.12	29.5%
山东省				
河南省	2287.56	1202.35	1085.21	90.3%
湖北省	742.41	500.48	241.93	48.3%
湖南省	3814.09	3476.67	337.42	9.7%
广西区	101.13	60.55	40.58	67.0%
四川省	3836.83	4335.65	-498.82	-11.5%
重庆市	1930.60	1997.77	-67.17	-3.4%
贵州省	7736.67	7586.7	149.97	2.0%
云南省	4751.87	4931.38	-179.51	-3.6%
陕西省	10762.62	9353.83	1408.79	15.1%
甘肃省	371.37	226.21	145.16	64.2%
青海省	1116.33	329.19	787.14	239.1%
宁夏区	200.94	115.73	85.21	73.6%
新疆区	3433.82	2353.23	1080.59	45.9%

资料来源：wind 东北证券

根据国家安监局统计，截止今年 8 月，全国乡镇煤矿产量 8.6 亿吨，比去年增长 1.53 亿吨，增速为 21.7%。今年陕西、内蒙乡镇煤矿增量仍然非常大，仅内蒙一省的乡镇煤矿产量就新增 1 亿吨。尽管陕蒙两省今年已经进行了部分资源整合，但未来整合余地仍然很大。

图5 整合—释放是未来几年煤炭供给的主要影响力



资料来源：wind 东北证券

2012年山西省将有部分煤炭整合矿产能释放，而陕西、内蒙资源整合将进一步深化，全国煤炭供给格局在最近今年都将受到主产区依次对小矿“整合——释放”影响。

4.2 煤炭需求：部分行业已经接近行业底部

4.2.1 火电

图6 火电产量与增速

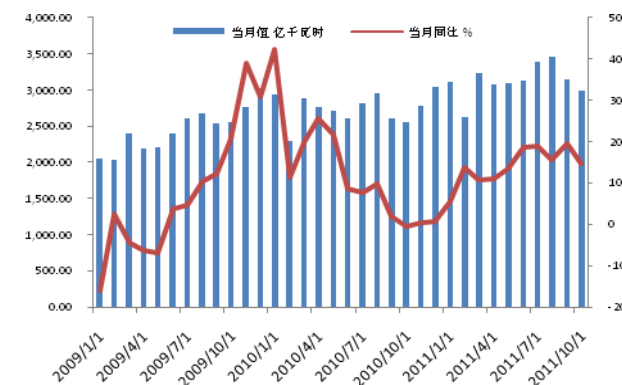


图7 直供电厂库存可用天数 天

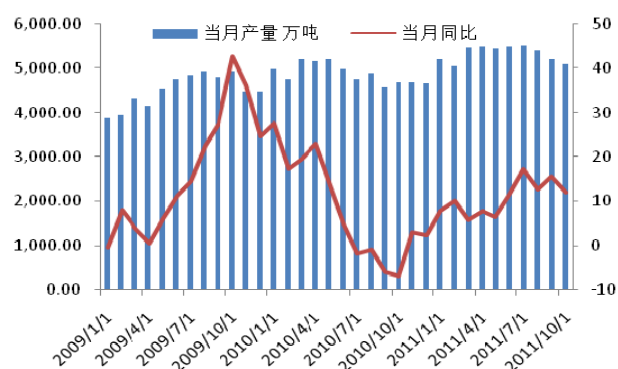


资料来源：wind 东北证券

今年水电供应能力持续不足，火电在上半年增长较为明显。2011年1-10月，全国火力发电企业共计发送电量3.15万亿千瓦时，同比增加14.26%，增速快于煤炭行业。然而今年冬季电力需求明显没有往年旺盛，电厂库存充足，短期内火电对煤炭需求的拉动不理想，如没有极端天气影响，今冬电煤价格不乐观。

4.2.2 钢铁

图 8 生铁产量与增速

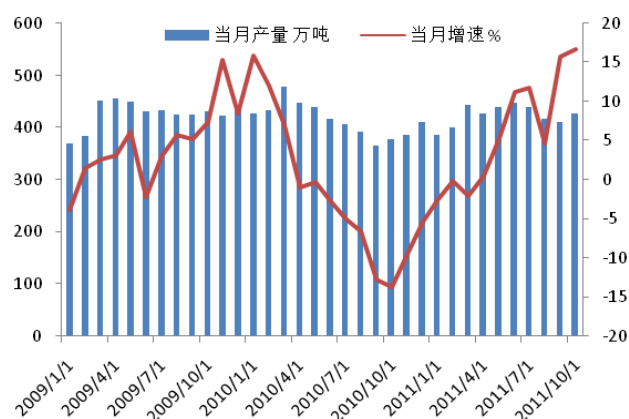


资料来源：wind 东北证券

今年前 10 月，全国生铁冶炼总量为 5.36 亿吨，累计同比增长 10.52%。目前钢铁行业开工率尽管略有起色，铁矿石价格也有所回落，但受房地产调控的负面影响在今年已经显示出来。

4.2.3 合成氨

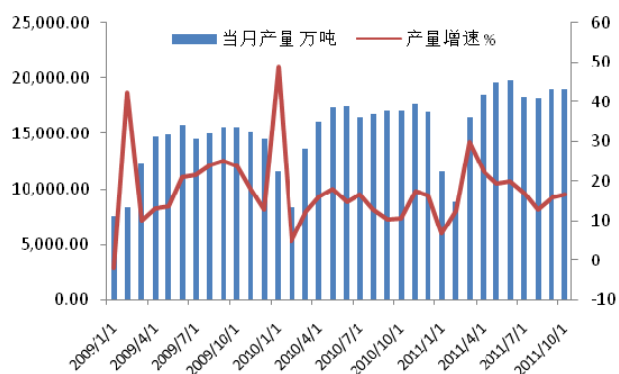
图 9 合成氨产量与增速



资料来源：wind 东北证券

2011 年前 10 个月，全国总计生产合成氨 4252 万吨，同比累计增长 6.8%；月度增量回升明显，虽然有去年低基数效应在起作用，但化工行业景气度有复苏趋势，将拉动无烟煤需求。

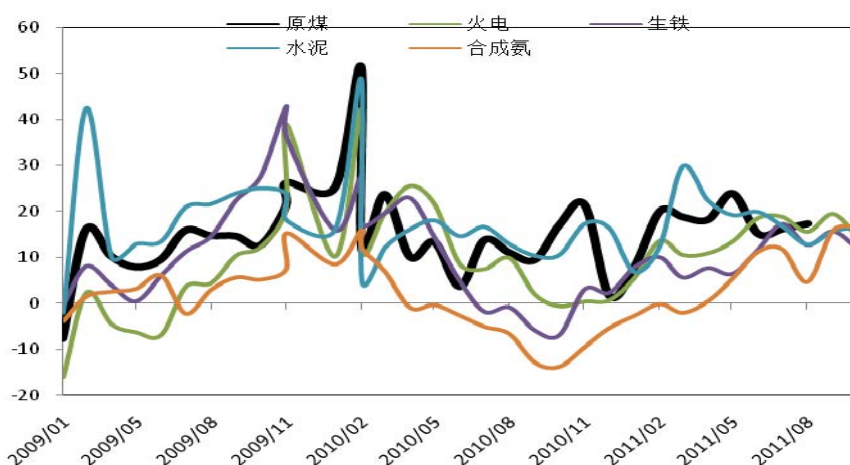
图 10 水泥产量与增速



资料来源：wind 东北证券

前 10 月我国共生产水泥 17.04 亿吨，同比增长 18%。水泥产量高增长是建立在大量的基础设施建设上的，但受投资增速降低的影响小于钢铁。

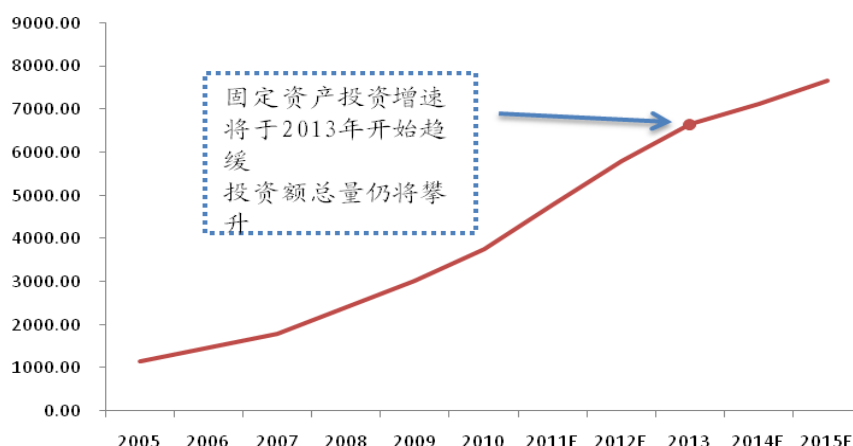
图 11 煤炭与下游行业产量月度增速对比 %



资料来源：wind 东北证券

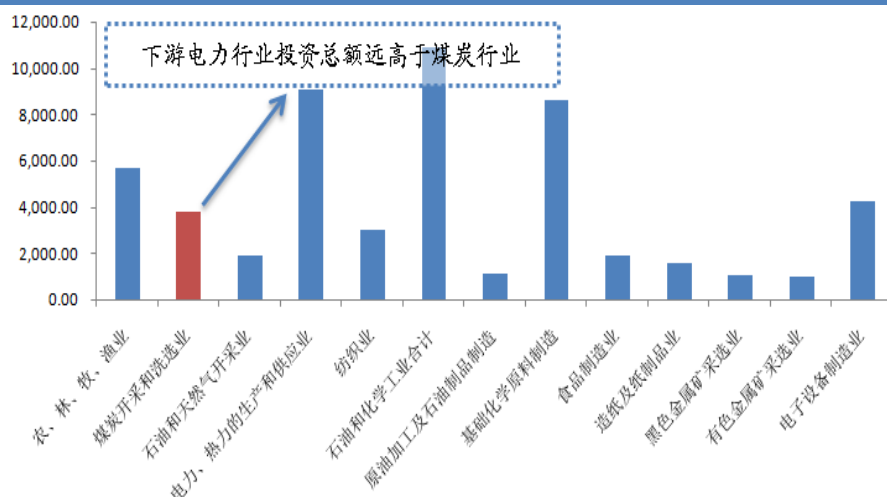
四大下游需求行业目前的产量增速尽管大部分快于原煤供给增速，但除合成氨外，其他行业均有进一步下滑可能。我们认为，尽管短期电煤需求受一定不利影响，但明年煤炭需求的主要拉动力为仍为火电。

图 12 煤炭行业固定资产投资增速可能于 2013 年见顶



资料来源：wind 东北证券

图 13 横向比较投资总额 煤炭下游行业投资更大



资料来源：wind 东北证券

长期来看，煤炭行业投资增速可能于 2013 年后趋缓，届时主要省份资源整合均已结束并逐步复产。电力电源建设近几年的投资力度仍然迅猛，尤其在核电安全性受到怀疑、水电、风电受天候影响而出力不稳定比较下，火电仍是我国未来几年重点建设的电源品种，电力行业对煤炭需求有长期保障。

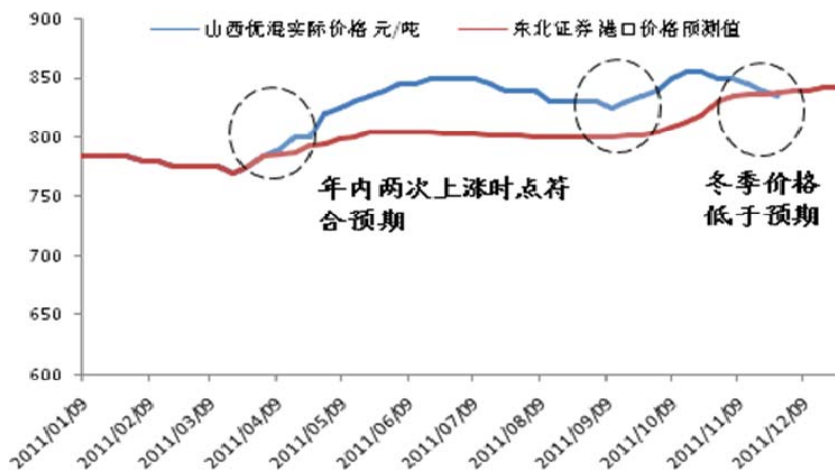
5.景气周期验证之三 价格底部已经清晰

5.1 国内价格

除动力煤外，今年各煤种价格上涨的幅度并不大，焦煤和无烟煤整体都处于高位。以下为我们对各煤种明年价格走势的判断：

5.1.1 动力煤价格逻辑：限价令 2 季度末放开可能性大

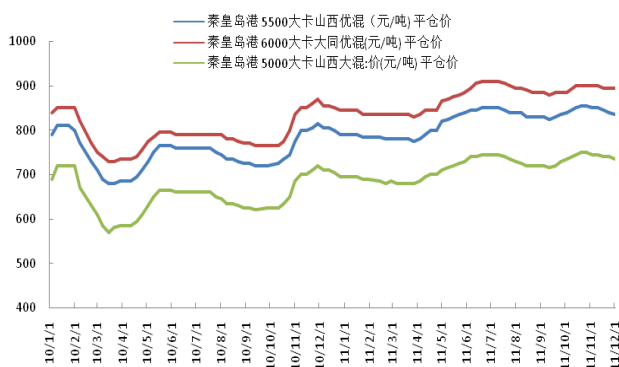
图 14：东北证券港口价格预测模型预测价格与实际价格的比对



资料来源：东北证券

我们在年初对今年秦港山西优混价格的走势进行过模拟，主要是根据历史的季节性变化来对年内价格进行拟合。目前临近年底，对其结果进行验证发现，在对价格上涨时点的预测较为准确，年内煤炭价格在 4 月和 10 月的两次主要上涨我们都已提前提示；但今年冬季用煤高峰对煤炭需求的拉动低于我们的预期。

图 15 秦皇岛港煤炭价格 元/吨

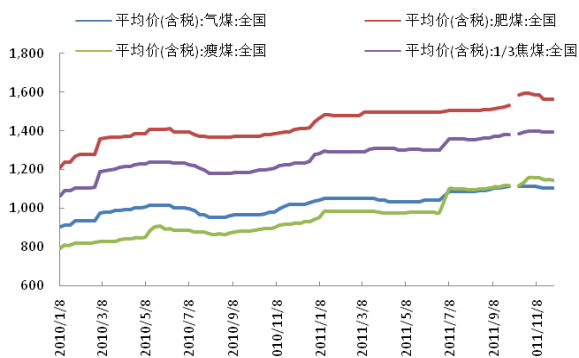


资料来源：wind 东北证券

今冬价格受到宏观经济下滑、需求减缓影响，价格涨幅小于往年，近期部分涨幅较大的陕西黄陵、内蒙赤峰等地价格也已经回落至 9 月水平。明年年初，动力煤港口价格开始限制，港口价格可能失去季节性变化特征。按历史经验，4 月末煤炭价格会出现当年的第一次上涨，但 4 月限价因素可能仍存在，煤价上涨时点将推后直至限价令解除后 1-2 个月。我们认为限价令在第二季度末解除可能性大。

5.1.2 焦煤价格逻辑：有全球竞争的趋势 海外力量冲击明显

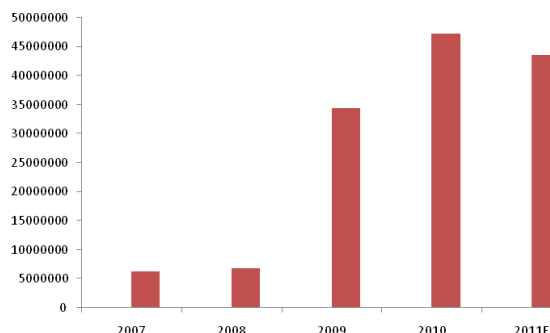
图 16 全国焦煤平均价格 元/吨



资料来源：wind 东北证券

焦煤价格今年持续处于高位，但近期部分地区价格已有松动迹象。我们判断短期内焦煤价格下降可能性很大。

图 17 近年我国焦煤进口总量 吨



资料来源：wind 东北证券

2009 年我国焦煤进口量开始井喷，2010 年我国成为焦煤净进口国，海外焦煤对国内焦煤价格产生明显冲击。今年焦煤进口的最大特征是从蒙古国的进口量大幅超越澳大利亚，主要原因是蒙古国焦煤价格优势明显。

表 3 2011 年我国焦煤进口分国别一览

国别	1-10 月进口量 吨
澳大利亚	7,653,384
加拿大	2,462,194
哥伦比亚	31,267
印度尼西亚	2,119,741
印度	5
蒙古	15,275,298

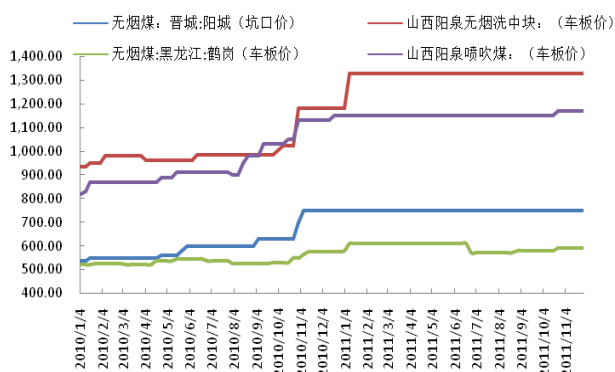
墨西哥	58,289
马来西亚	62,783
新西兰	224,088
俄罗斯联邦	3,013,257
美国	3,646,393
菲律宾	93

资料来源：sxcoal 东北证券

2011 年四季度日澳焦煤长协价格已经下降 7%。海外焦煤价格下跌，澳煤性价比增强，蒙古国焦煤价格一直较低，明年一季度国内焦煤价格将受到海外低价焦煤的明显冲击。

5.1.3 无烟煤价格逻辑：温和回暖

图 18 重点地区无烟煤价格 元/吨



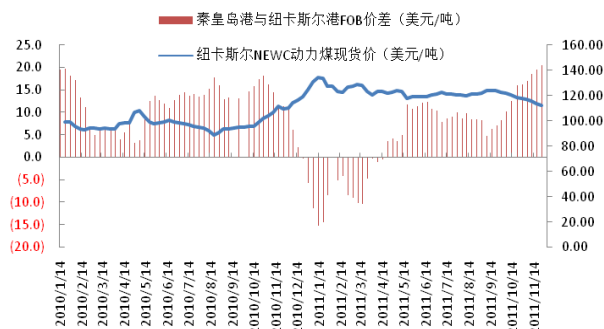
资料来源：wind 东北证券

今年化工行业复苏明显，对无烟煤的需求拉动是无疑的，无烟煤价格应是明年前期自由度和上涨可能性最大的煤种

5.2 国际煤炭价格：连续下跌后 有可能先行反弹

国际煤炭价格近期调整较为明显，幅度虽然不大，但亚欧主要标杆煤价均已连续多周下调。

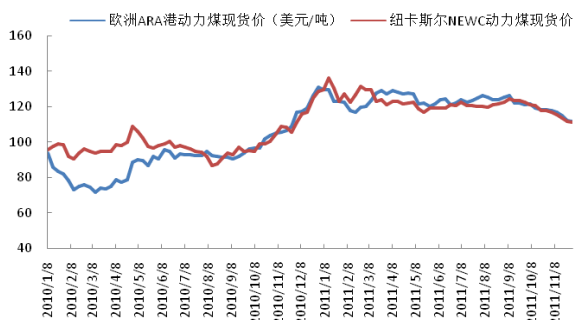
图 19 秦皇岛港山西优混价格与纽卡斯尔港离岸价比较 价差正在扩大



资料来源：wind 东北证券

由于澳煤价格调整较早，国内港口价格刚刚开始小幅下调，国内外价差正在增大。我们认为随着国内煤价的继续调整，国内外价差将在明年一季度持续缩小。

图 20 亚欧煤炭价格在今年走势较为一致



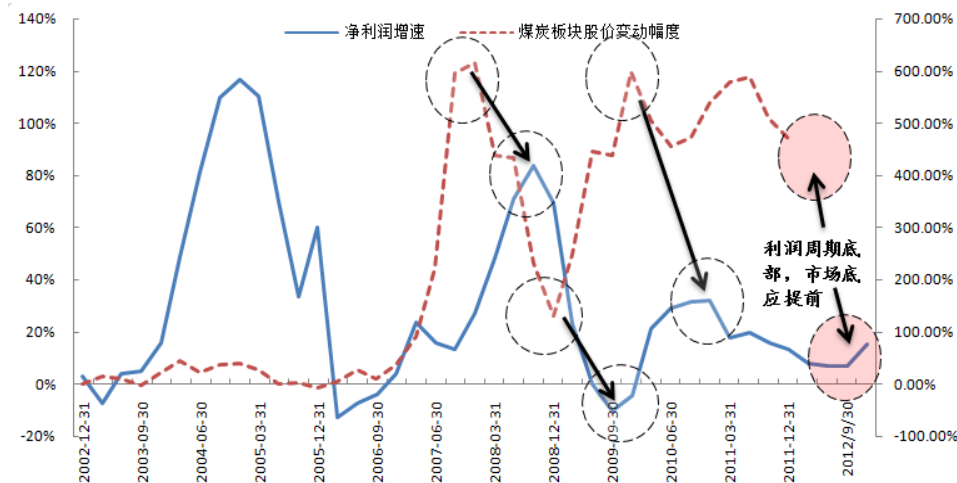
资料来源：wind 东北证券

6. 市场底、估值底和政策底：周期位置对投资的指导意义

6.1 市场底：将出现在 2012 年第一季度

由于股价反映的是投资者对企业未来的增长预期，对利润增速较为敏感。煤炭行业的周期性通过利润变动传导到二级市场上，使股价表现也具明显的周期性。前文我们提到近 10 年煤炭行业经历 3 个景气周期，而资本市场上股价变动周期和行业景气周期之间有明显联系。

图 21 净利润增速与煤炭板块股价变动



资料来源：东北证券

表 4：煤炭板块股价变动与利润增速变动时间上的联系

	股价顶部	利润顶部	领先时间	股价底部	基本面底部	领先时间
第一周期	2004.3	2004.12	9	2005.12	2006.3	3
第二周期	2007.12	2008.9	9	2008.12	2009.9	9
第三周期	2009.12	2010.12	12	2011.12-2012.3	2012.12	9

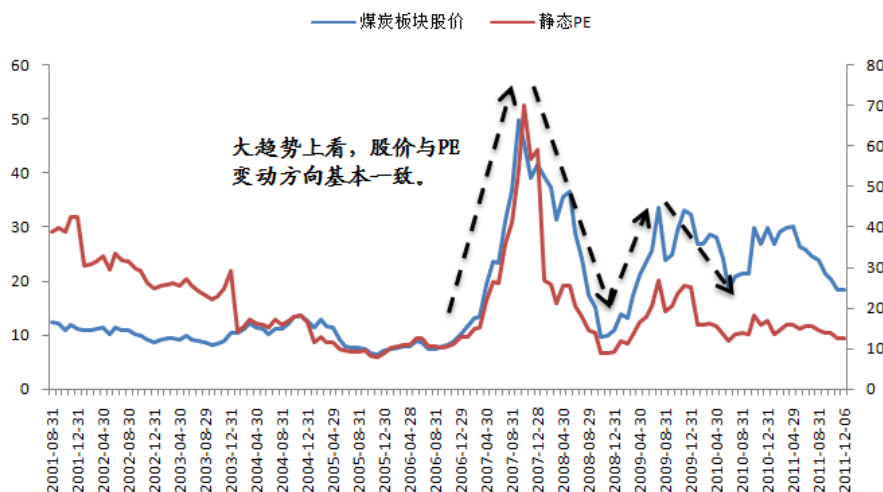
资料来源：东北证券

如果把利润变动周期和煤炭板块股价相结合，我们认为：

- 过去十年煤炭板块股价变动同样有 3 个周期，
- 股价变动时间要早于利润增速变动；
- 第一周期中，尽管股价变动幅度较小，但方向性和领先性仍然有效；
- 前两个周期股价变动的顶点和低点基本都领先行业景气指数 9 个月左右。我们此前判断此次景气周期低点应在 2012 年 3-4 季度，所以其对应的市场底部应是 2012 年一季度。

6.2 估值底：与市场底时间吻合

图 22 煤炭板块股价走势与静态 PE 的比对 股价与 PE 变动方向一致



资料来源：wind 东北证券

从历史上看，煤炭板块的股价变动方向和估值水平变动方向是一致的，在 PE 上升期间股价上升，在 PE 下降区间股价下降。按照我们对景气周期和市场底部的判断，基本底部在 2012 年第三季度、市场底部在 2012 年第一季度，那么要求当前煤炭板块估值水平应该接近历史底部。

图 23 煤炭板块历史市盈率纵向比对

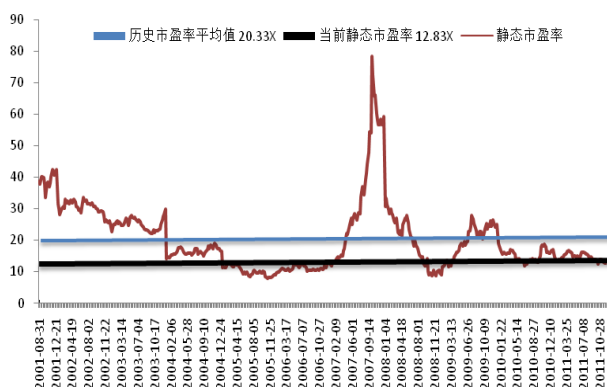
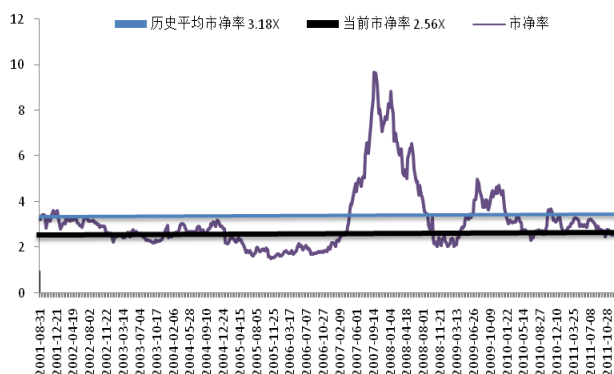


图 24：煤炭板块历史市净率纵向比对

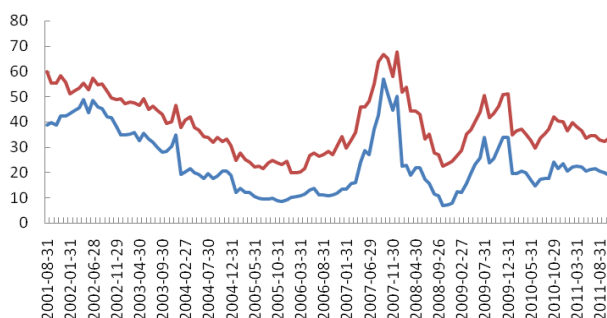


资料来源：wind 东北证券

观察近 10 年中 A 股市场上煤炭板块的估值水平，我们发现：行业 10 年间的平均市盈率为 20.33 倍，平均市净率为 3.18 倍；板块估值水平在 2005 年 11 月达到历史低点，极限市盈率和市净率为 7.8 倍和 1.6 倍。

目前 A 股市场上板块市盈率为 12.83 倍，大幅低于历史平均水平，并处于历史估值低位。当前市场的估值情况和 2008 年末已经接近，某些市场特征（如上市公司平均估值较低、个别公司市净率低于 2X 等）也和上一轮市场低点对应的市场特征类似，这对当前股价已经接近市场底部有所暗示。

图 25 煤炭板块静态估值相对沪深 300 折价



资料来源：wind 东北证券

图 26 当前煤炭板块静态市盈率为沪深 300 的 55% 低于历史 57% 的平均水平



资料来源：wind 东北证券

煤炭板块估值水平相对沪深 300 相对折价，当前仅为沪深 300 估值的 55%，有一定估值优势。

图 27 2011 年各板块市盈率横向比对

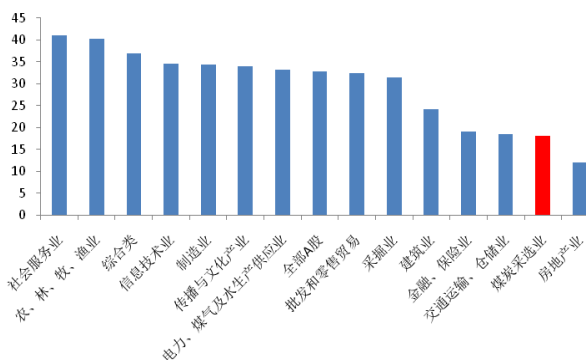
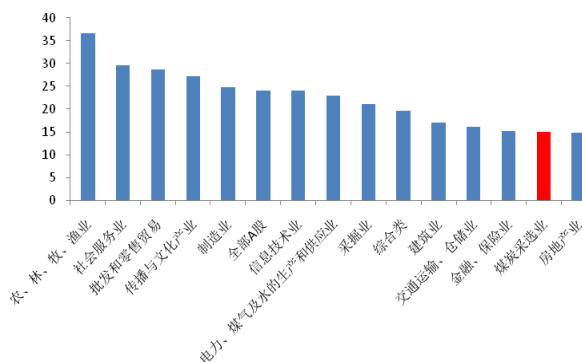
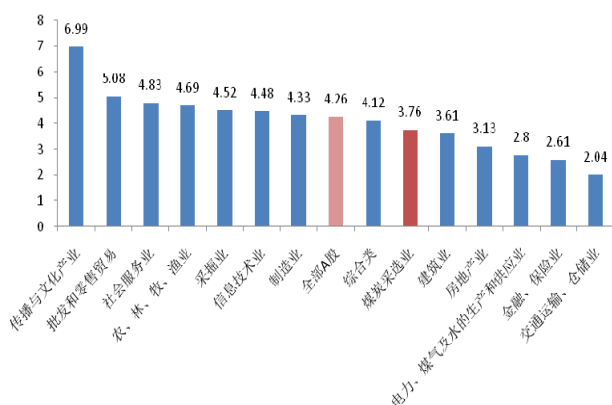


图 28：2012 年各板块预测市盈率横向比对



资料来源：wind 东北证券

图 29：各板块市净率横向比对



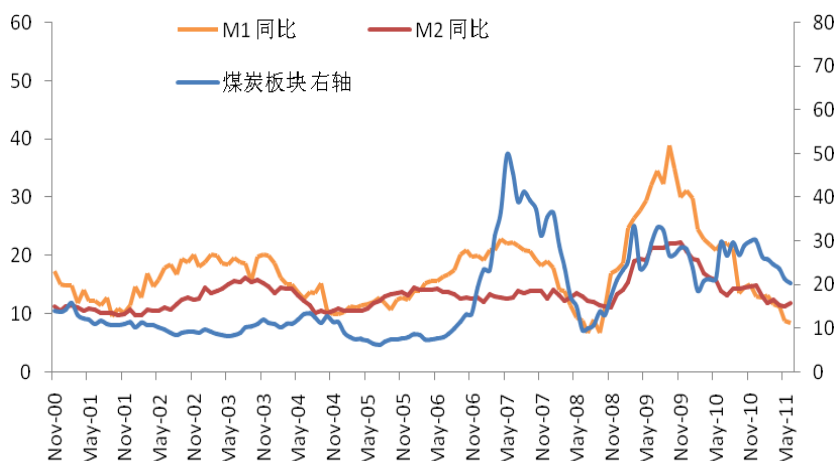
资料来源：wind 东北证券

把各板块的估值水平进行横向比较，煤炭板块市盈率明显低于市场平均水平，当前估值仅高于房地产业，一旦市场对国内经济下滑的担忧消散，各板块的估值修复过程中，煤炭板块弹性将高于多数行业。

6.3 政策底部的双重含义：货币政策转向与煤炭价格放开

政策底包含两重含义：1、宏观政策底:宏观经济政策转向。由于煤炭资源属性造成股价受流动性影响较大，因此货币政策调整方向至关重要；2、中观政策底:行业管理政策放松。现在来看主要是价格管制解除。

图 30 煤炭板块股价走势与流动性关联度大



资料来源：wind 东北证券

今年央行已经对 RRR 进行了下调，下调当日，我们提出“流动性压倒一切”的投资策略，认为煤炭板块下一阶段的投资关键指标就是紧盯流动性微调。明年的信贷总额是否放松还不得而知，但货币政策放松已经初现曙光。货币政策放松确认之时，就是宏观政策底到来之时。

图 31 上一轮周期中 限价令解除后 煤炭板块迎来大繁荣



资料来源：东北证券

在上一轮市场周期中，煤炭行业也经历了限价令。限价令解除之前，价格控制解除的良好预期开始助推煤炭板块反弹。我们认为限价令的解除就是中观上政策底的确认。预计限价令在明年第二季度中后期解除。

7、投资建议：2012 年底部确认估值提升

表 5：海外市场煤炭企业市盈率比较

美国市场	PE	澳大利亚市场	PE
Westmoreland Coal Co(WLB.US)	/	New Hope Corp Ltd (NHC.AU)	9.81
Penn Virginia Resource Partner (PVR.US)	17.1	Macarthur Coal Ltd(MCC.AU)	18.86
Peabody Energy Corp.(BTU.US)	10.44	Whitehaven Coal Ltd(WHC.AU)	282
Natural Resource Partner LP(NRP.US)	14.97	Centennial Coal Company Ltd(CEY.AU)	/
Massey Energy Co.(MEE.US)	/	平均值	103.6
Consol Energy Inc.(CNX.US)	14.34		
Arch Coal Inc.(ACI.US)	13.85	香港市场	PE
Alpha Natural Resources Inc.(ANR.US)	12.30	中国神华 1088HK	15.2
Alliance Resource Partners LP(ARLP.US)	9.26	中煤能源 1898HK	14.1
平均值	13.2	兖州煤业 1171HK	8.29
		恒鼎实业 1393HK	7.27
		平均值	11.22

资料来源：bloomberg 东北证券

相对其他市场中的煤炭企业，美国、香港市场平均估值均与国内市场基本相当，但 A 股煤炭企业在产量弹性上远大于海外市场的可比公司，理应享有估值溢价。

表 6：煤炭企业估值水平一览

证券简称	EPS2011	EPS2012	PE 2011	PE 2012	PB	投资评级
平庄能源	0.73	0.81	16.95	15.23	2.99	推荐
山煤国际	1.30	1.91	18.64	12.74	4.91	推荐
兰花科创	2.90	3.89	14.21	10.61	3.09	推荐
中国神华	2.24	2.62	11.48	9.82	2.43	推荐
神火股份	0.88	1.28	12.25	8.33	3.95	推荐
冀中能源	1.41	1.73	12.86	10.42	3.14	推荐
露天煤业	1.05	1.24	14.47	12.25	5	推荐
平煤股份	0.91	1.05	13.51	11.74	2.83	推荐
国投新集	0.71	0.90	17.16	13.57	2.93	推荐
兖州煤业	1.88	2.17	13.40	11.56	3.19	推荐
潞安环能	1.75	2.00	13.13	11.50	3.84	推荐
阳泉煤业	1.28	1.46	13.78	12.07	4.35	推荐
西山煤电	1.20	1.51	14.55	11.51	4.29	推荐
盘江股份	1.59	1.95	14.94	12.20	4.09	推荐
开滦股份	0.77	0.86	17.23	15.28	2.83	推荐
大有能源	1.27	1.52	22.49	18.71	2.54	推荐
大同煤业	0.80	0.94	17.39	14.91	2.45	推荐

昊华能源	1.45	1.69	13.85	11.86	3.62	推荐
上海能源	1.89	2.08	10.85	9.90	2.09	谨慎推荐
恒源煤电	1.14	1.27	13.26	11.93	2.64	谨慎推荐
郑州煤电	\	\	\	\	3.3	谨慎推荐
靖远煤电	\	\	\	\	5.77	谨慎推荐
中煤能源	0.70	0.83	13.10	10.99	1.44	谨慎推荐
平均值	1.33	1.61	14.74	12.24	3.38	

资料来源：wind 东北证券

当前煤炭板块的整体估值水平，无论是横向比较，还是纵向比较，都已经具有明显优势，今年以来的调整已经部分涵盖了对未来经济的悲观预期。在低估值的基础上，我们判断明年第三季度为行业景气低点，股价表现则提前 9 个月触底；宏观政策底部、流动性底、行业政策底和估值底都将到来。

各种底部逐渐确认的过程就是煤炭板块估值提升的过程，明年整个行业的运行特点很可能是利润增长有限，但估值水平提升较快。我们维持煤炭行业“优于大势”的投资评级，建议在明年一季度对板块进行积极配置，充分享有板块估值提升过程中的绝对收益。

投资节奏上，在底部确认前，建议在左侧交易中先选择估值较低的防御性品种，这类公司业绩增长确定性强，如中国神华、兰花科创、冀中能源，神火股份。

在市场受流动性预期变化影响加大后，选择价格弹性较大，对景气周期敏感的潞安环能、平煤股份等；此外，外延性扩张是资源品行业投资永恒主题，建议重点关注平庄能源、山煤国际、神火股份、永泰能源。

8.风险提示

煤炭板块主要面临两方面风险：

第一：宏观经济下滑超过市场预期带来的系统性风险；

第二：煤炭供给量控制不当所造成煤炭大量过剩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。