



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

先观察，后布局

——煤炭采掘行业2012年年度策略报告

2011-12-12

德邦证券有限责任公司研究所

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

张亦博

8621-68761616-8678

zhangyb@tebon.com.cn

曹敏

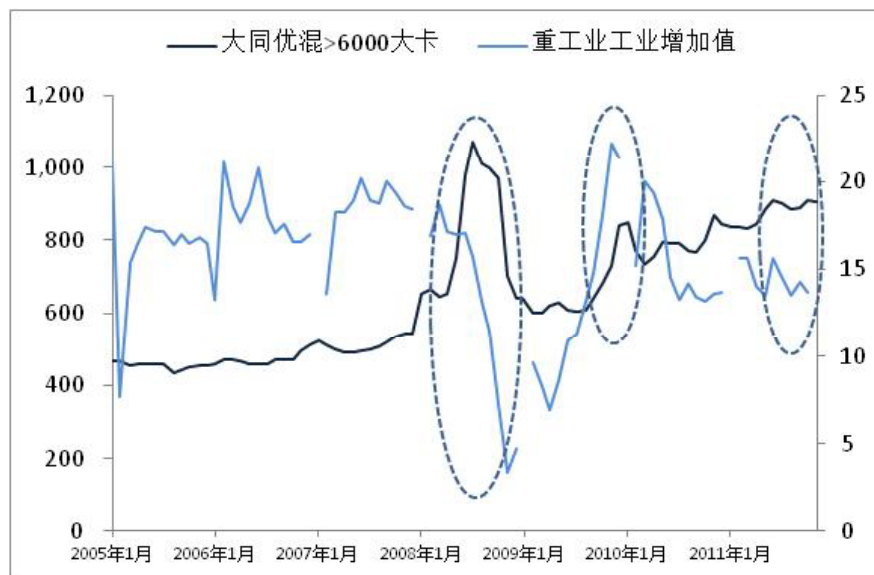
8621-68761616-8098

caomin@tebon.com.cn

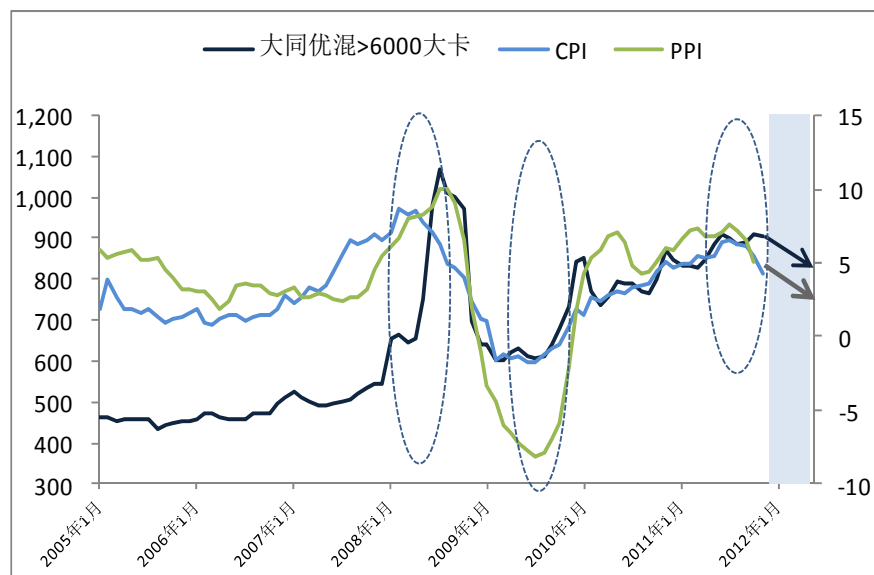
1.对于煤价的判断：上半年回落趋势明确，但空间有限

从历史周期观察，煤价的变动趋势滞后于CPI、宏观经济的变动，根据我们的观察通胀煤价回落在CPI回落的3-4个月之后。根据宏观经济研究团队的判断，2012年上半年通胀、经济增长双降的概率较大，因此，我们认为2012年1月份开始煤价将确立回落趋势将是大概率事件。但受制于刚性需求以及煤炭企业成本压力上升带来的支撑，煤价总体回落的幅度有限，我们认为环渤海动力煤平均价格的上半年的波动区间在780-850元之间。

煤价与重工业工业增加值走势对比



煤价与CPI、PPI走势对比



资料来源：德邦证券研究所

2.对于行业的判断：观察四大问题带来的行业变化

对于行业的总体判断，我们仍然认为在宏观经济整体放缓的大背景下，煤炭行业作为强周期行业很难出现趋势性的投资机会，下游需求的放缓将对煤炭的需求增速带来一定的压力。上半年，我们认为以观察为主，下半年开始逐渐布局。

煤炭行业2012年需要观察的四大问题：

1. **明年供给是否维持高位：**我们认为明年全国原煤产量37.7亿吨，同比增长8.4%，仍然保持较高供给增长；
2. **运力紧张是否得到缓解：**我们认为明年已有线路的运力增长空间有限，南通线的西康线和宁西线的扩能项目要在2012年底完成，因此，明年运力仍然偏紧；
3. **信达股权问题能否出现曙光：**我们认为2012年为煤炭集团整体上市的关键一年，冀中能源的股权置换方案为信达股权问题提供了良好的范本，而信达也迫切需要盘活手中的煤炭资产，因此，明年可以重点关注煤企整体上市的概念行情；
4. **成本压力是否仍将延续：**我们认为明年煤炭行业的成本压力仍将上升，煤价回落更确定了利润率下滑的趋势不变。资源税改革影响有限，但对焦煤企业的业绩影响仍有待观察。

因此，我们认为明年煤炭行业的供需基本保持平衡，运力紧张和整体上市带来的短期投资机会仍然可以重点关注。下半年重点布局的子板块的推荐顺序为无烟煤、动力煤、炼焦煤、喷吹煤。

2.1.供给端观察：2012年仍然维持较高增速，供给无忧

全国煤炭工业规划强调到2015年全国原煤产量控制在37.5亿吨，相对于2010年的32.1亿吨提高5.4亿吨。如果可以落实这一政策，十二五期间的煤炭供应紧张将十分明显。但是实际效果如何？2011年1-10月，全国原煤产量31.13亿吨，较同期增长12.2%。我们预计，2011年全国原煤产量在34.85亿吨，同比增长8.55%。其中山西、陕西、内蒙古的“三西”地区分别增长10.67%、11.87%和8.5%。

根据我们对“三西”已知的今年和明年上半年整合及新建的矿井的新增产能情况，保守估计不考虑原有矿井新增产能的情况，我们预测明年“三西”地区的合计原煤产量为24.22亿吨，假设其他地区的产能增长2%的话，预计全国2012年原煤产量在39亿吨，十二五规划的产能控制难以实现。

全国原煤产量 (万吨)	2008	2009	2010	2011 1-10	2011E	2012E
山西	65576	61534	74095	70978	82000	98650
		-6.16%	20.41%	19.89%	10.67%	20.3%
内蒙古	46700	56796	78665	81400	97545	101545
		21.62%	38.50%	28.20%	24%	4.5%
陕西	21249	28300	36000	33300	39060	42035
		33.18%	27.21%	17.10%	8.50%	7.5%
全国产量	271600	295000	321000	311325	364342	390693
		8.62%	8.81%	12.20%	13.5%	7.23%
三西地区占比	49.16%	49.71%	58.80%	59.64%	60.00%	62%

资料来源：SXCOAL、德邦证券研究所

2.1.供给端观察：2012年仍然维持较高增速，供给无忧

山西：2012年、2013年兼并整合新增产能集中释放

经历了2010年年底的山西省煤炭行业的兼并整合的落实完成，2011年山西省进入全面对矿井进行技改整合的阶段。我们对2011年和2012年预计整合的矿井进行统计，304对矿井在2011年和2012年上半年进行兼并整合，总计整合后的新增产能在16255万吨。考虑到整合技改有1-1.5年的过程，预计这部分产量将集中在2012年、2013年释放，而主要的释放阶段在2012年下半年。我们保守估计2011年和2012年上半年整合和新建的矿井在2012年和2013年将贡献年均20.3%产量增速。

山西地区技改及新建矿井新增产能规模

	技改新建矿井 数量	新增产能
2011年	185对	1.655亿吨
2012年上半年	119对	1.07亿吨

资料来源：德邦证券研究所

山西地区新增产量（万吨）

	2010	2011E	2012E	2013E
技改整合矿井新增产量			16650	20000
全省产量	74095	82000	98650	118650
同比增长		10.67%	20.30%	20.27%

资料来源：德邦证券研究所

2.1.供给端观察：2012年仍然维持较高增速，供给无忧

陕西：2012年新增产能保持稳定增长

2011年陕西的技改新增产能有2945万吨，我们认为这部分产量将在2012年进行释放，预计2012年陕西省煤炭整合的增速在7.5%左右。

陕西省新增产量 (万吨)	2010	2011E	2012E
技改整合新建矿井新增产量			2945
全省产量	36000	39090	42035
同比增长		8.58%	7.5%

资料来源：德邦证券研究所

陕西2011年整合技改后新增产能	万吨/年
神木县店塔镇煤矿资源整合	120
神木县嘉元煤业	150
神木县瑞祥煤业资源整合	60
府谷县瓦窑坡煤矿	90
府谷县新田煤矿	45
神木县孙营岔一矿	60
陕西富县资源整合	150
府谷县张明沟煤矿	45
府谷县东岭联办煤矿	120
西梁岂旦煤矿	90
府谷县中联矿业	120
神木神广煤矿	60
安阳煤矿整合	120
常乐堡煤矿	120
神木孙家岔煤矿	120
神木四门沟煤矿	150
府谷县煤炭整合	195
榆林市二墩煤矿	90
西川煤矿	120
神木县Z15区资源整合	240
其他30万吨以上煤矿整合	500
金宏湾煤矿整合	60
榆林千树塔煤矿	120
合计	2945

资料来源：德邦证券研究所

2.1.供给端观察：2012年仍然维持较高增速，供给无忧

内蒙古：2012年增速趋于放缓

2011年陕西的技改新增产能有4150万吨，其中鄂尔多斯呼吉尔特矿区规划、万利矿区和新街矿区的明年的新增产量可能无法达到预期，因此整个明年内蒙古的产量增速较今年将有所放缓。

内蒙古新增产量 (万吨)	2010	2011E	2012E
技改整合新建矿井新增产量			4000
全省产量	78665	97545	101545
同比增长		24%	4.1%

资料来源：德邦证券研究所

内蒙古2011年技改整合后 新增产能 万吨/年

鄂尔多斯张大银煤矿	180
内蒙古燕家增露天煤矿	120
金宝屯煤矿项目	180
准格尔旗东达煤矿扩建项目	90
蚕特拉煤矿四矿合计	120
鄂尔多斯呼吉尔特矿区规划	810
鄂尔多斯万利矿区	300
鄂尔多斯新街矿区	2000
内蒙古鑫鑫煤矿	90
白家梁煤矿	60
其他30万吨以上煤矿	200
合计	4150

资料来源：德邦证券研究所

2.2.铁路运输观察：2012年运力紧张的故事仍将延续

已有铁路运力：2012年增长空间仍然有限

2011年北通线的集张线、包西线和太中银线的建成通车一定程度缓解了整个北方尤其内蒙古地区的严重运力紧张的局面。但是大秦线、丰沙大线、京原线等都已经达到运力瓶颈未来空间不大。而中通线和南通线的增长十分有限，尤其西康线和宁西线的双电气化扩能技改要在2012年底完成，因此2012年已有铁路的运能增长空间有限。

单位（万吨）	2010	2011E	2012E	2013E
北通路				
大秦线	40000	42000	45000	45000
丰沙大线	6000	7000	8500	8500
京原线	2000	2500	2500	2500
朔黄线	16000	18000	20000	30000
集张线		6000	6000	6000
集通线	4900	5000	5000	5000
包西线		10000	10000	10000
太中银线		5000	8000	8000
合计	68900	95500	105000	115000
中通路				
石太线	9000	13000	13000	13000
邯长线	8000	10000	13000	13000
合计	17000	23000	26000	26000
南通路				
太焦线	8500	8500	8500	8500
侯月线	15000	15000	15000	15000
陇海线	4000	4500	5000	5000
西康线	2000	2000	2000	5000
宁西线	2400	2400	3000	7000
合计	31900	32400	33500	40500

资料来源：德邦证券研究所

2.2.铁路运输观察：2012年运力紧张的故事仍将延续

规划铁路运力：完全实现尚需时日

十二五期间，国家将解决煤炭运输尤其是新疆、甘肃、内蒙古等地区的煤炭运输放在了重要位置。

内蒙古地区：蒙西规划了“三横四纵”的煤运线路和蒙东的“三横五纵”的煤运线路

新疆地区：新疆规划了“一主两辅”的路线

地区	主要建设铁路	运能（万吨/年）	预计完工时间
内蒙古西部鄂尔多斯	鄂唐线（鄂尔多斯-曹妃甸）	设计运力20000 远期运力40000	2014年底
内蒙古东部锡林郭勒	锡二线（锡林浩特-二连浩特）	2015年2000 远期6000	2015年底
新疆地区	一主：兰新铁路扩建 两辅：临哈线（临河-哈密）和 大敦西成线（大南湖-成都）	2020年20000 2020年10000 2020年4000	2020

资料来源：德邦证券研究所

内蒙古地区的运力完全改善要在2014-2015年实现，而新疆地区则要到2020年。考虑到铁道部的资金紧张以及近期兰渝线的修建事故和温州动车事故，我们认为能否如期完工尚难确定。因此，明年运力紧张的故事仍然可以讲下去。

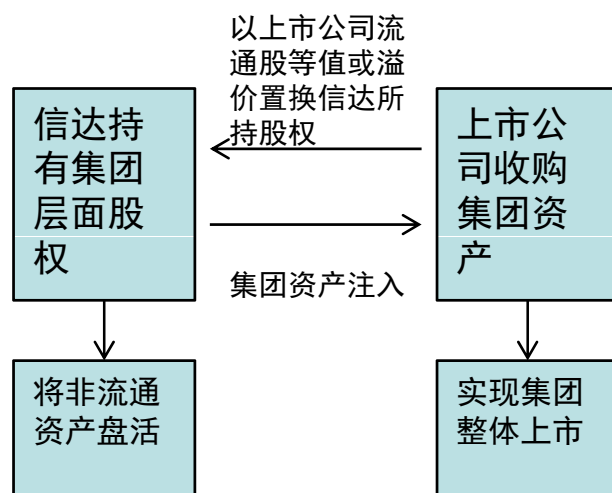
2.3.信达问题观察：2012，集团整体上市的关键之年

信达股权解决带来的投资机会：关注同煤、阳泉、开滦

2009年，山西省政府要求七大煤炭集团在2012年底以前1-2家集团整体上市，2015年以前实现全部整体上市。但是截至今年底，整体上市未见实质性动作，主要原因在于信达股权转让的问题。2010年年底，冀中能源以3300万上市公司流通股的对价收购了信达对峰峰集团的14.39%的股权，为集团整体上市的做出了范本。而信达集团也将非流通资产通过等值的流通股盘活，从而实现了双赢的局面。

目前，通过我们与信达的沟通结果，为了盘活旗下煤炭资产以偿还金融债从而实现上市，同时为了支持政府鼓励煤炭集团整体上市的政策，将积极支持集团整体上市，因此，明年可能将是煤企整体上市的关键之年。而山西七大集团里同煤、阳泉两家集团的旗下上市公司将会直接收益，但是同煤股权相对复杂，且信达占比最高，解决难度较大。开滦集团具有大量的潜在资源注入，因此可以重点关注阳泉煤业和开滦股份。

信达股权解决模式



上市公司	所属集团	信达所占股权比例	集团、上市公司储量比
大同煤业	同煤集团	40.96%	39.02
阳泉煤业	阳泉集团	40.42%	3
开滦股份	开滦集团	26.50%	13.35

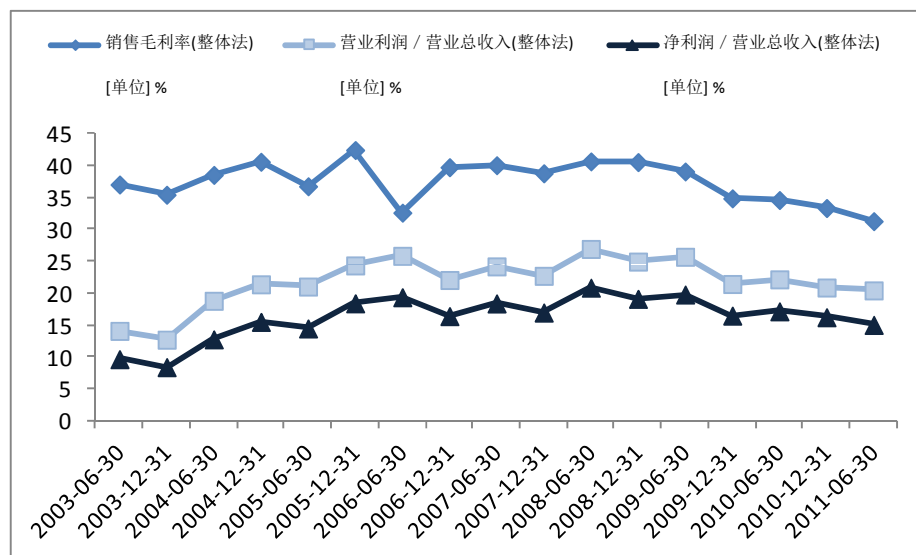
资料来源：德邦证券研究所

2.4.成本压力观察：行业利润率下滑趋势明显，资源税影响有限

成本压力主要来自于安全费和维简费

行业平均毛利率、净利率、营业利润率均出现下滑的局面。成本压力成为煤炭行业需要关注的核心问题。从煤炭行业的成本分析，开采成本占到接近70%，安全费和维简费各占10%左右。但是随着煤炭安全问题的不断暴露，煤炭安全费和维简费的占比不断提高。根据我们测算，未来山西六大安全系统的落实将使目前吨煤30元的安全费提高到60元。除此之外，山西等省份已将煤炭矿难的赔偿标准从20万元/人提高到60万元/人，我们预计未来煤炭生产成本将较现在提高10%-18%。

行业毛利率、营业利润率和净利率走势



资料来源：wind，德邦证券研究所

安监局对于井下安全系统的要求

完成时间	要求
2011年底	全国所有煤矿完成井下人员定位系统的建设完善工作；
2012年6月底前	所有煤与瓦斯突出矿井，央企和国有重点煤矿中得高瓦斯、易燃层煤矿，要完成紧急避险系统的建设完善工作；
2013年6月底前	完成其他所有煤矿紧急避险系统的建设完善工作

资料来源：国家煤矿安监局，德邦证券研究所

2.4.成本压力观察：行业利润率下滑趋势明显，资源税影响有限

新版资源税对动力煤公司没有影响，焦煤公司影响幅度取决于焦煤产量占比

新版资源税政策于11月1日正式实施，仍然采用从量计征而非从价计征的方式。对于非焦煤的资源税维持不变，平均吨煤资源税在3.2元，对于焦煤资源税的改革由最初的8-20元/吨，最后定为8元/吨的下限。我们对比了炼焦煤上市公司盘江股份和动力煤上市公司大同煤业进行对比，假设贫瘦煤不按焦煤进行征收，那么盘江股份新改革后的综合吨煤资源税为7.3元/吨，预计占EPS的比例由4.3%提升至4.9%，实际影响有限。而动力煤、无烟煤、喷吹煤公司未受影响。

炼焦煤公司和动力煤公司资源税改革对比

盘江股份（2011年半年报）	原有资源税方案	现有资源税方案
资源税（万元）	3720	4271
原煤产量（万吨）	583	583
吨煤资源税	6.4	7.3
每股资源税	0.034	0.039
EPS	0.794	0.794
EPS占比	4.3%	4.9%
大同煤业（2011年半年报）	原有资源税方案	现有资源税方案
资源税（万元）	4882	4882
原煤产量（万吨）	1542.51	1542.51
吨煤资源税	3.2	3.2

资料来源：德邦证券研究所

3.布局的策略：关注无烟煤子板块的投资机会

三大逻辑支撑无烟煤的长期投资机会

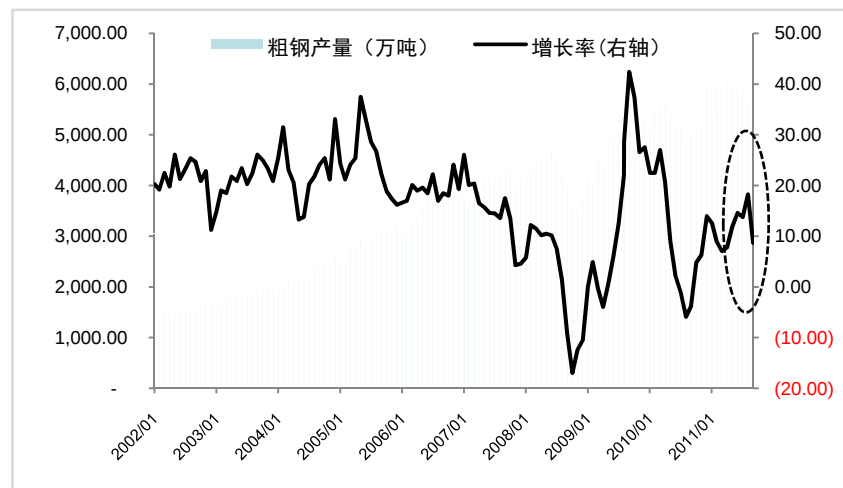
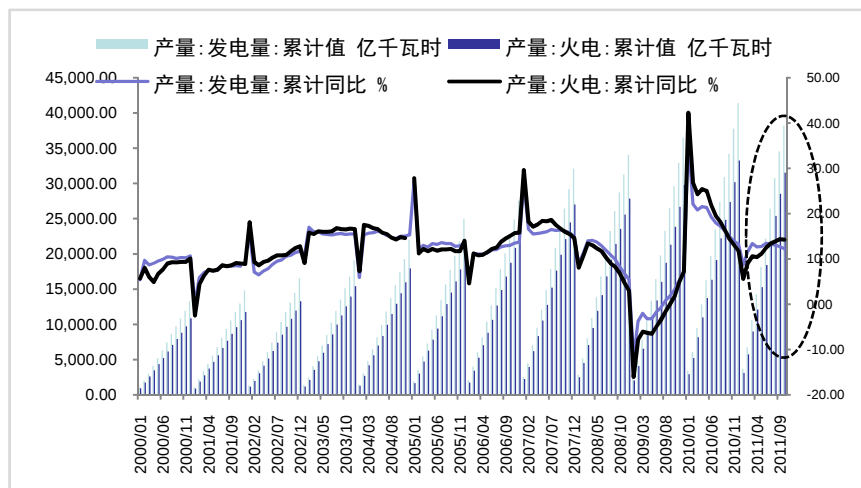
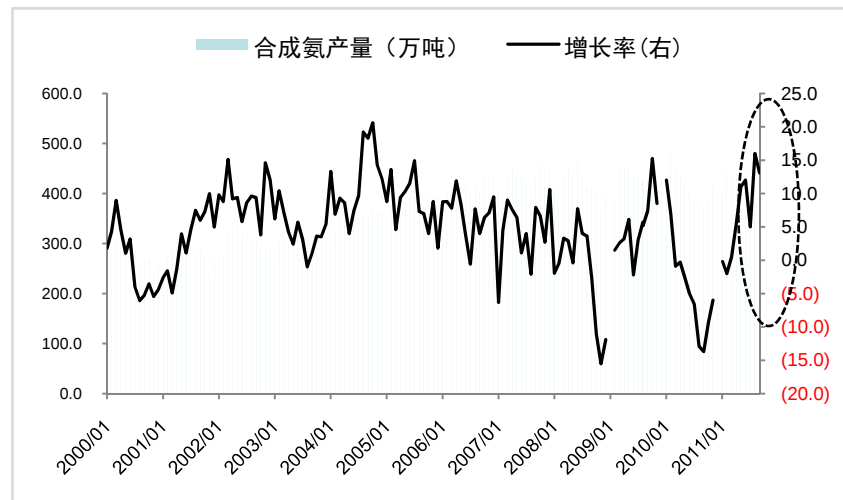
1. 明年下游需求相对其他煤种的景气度更高
2. 优质无烟煤资源的稀缺性不亚于优质焦煤，且资源更加集中
3. 越南的出口下降将扩大供给缺口

投资策略方面：我们认为重点关注拥有高品质无烟煤资源，以及明年亚美大宁带来的确定性的业绩增长，以及2013、2014年产量翻番带来的亮点；以及具有相对于2012年EPS的10x PE的估值优势的兰花科创（600123）；同时可以关注拥有最大资源储量、以及明年最具集团整体上市潜力的阳泉煤业（600348）。

3.布局的策略：关注无烟煤子板块的投资机遇

明年下游需求相对其他煤种的景气度更高

从无烟煤的下游需求分析，合成氨的产量的增速今年保持快速增长，而相对于其他行业，10月份累计发电量增速、工业用电量增速和累计粗钢产量增速均出现回落，增速低于10%以下。根据我们化工行业研究员的判断，明年氮肥、甲醇的景气度仍然维持相对较高的水平，而民爆产业的扶持将继续支撑合成氨的产量增长。

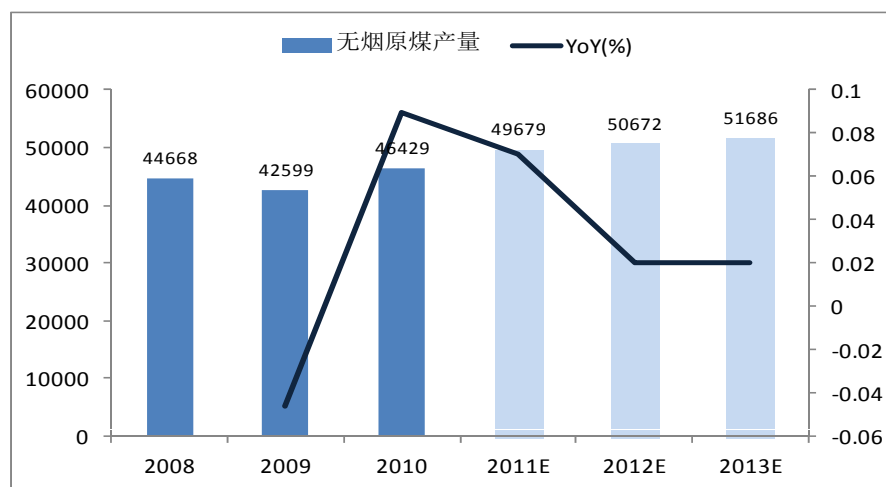
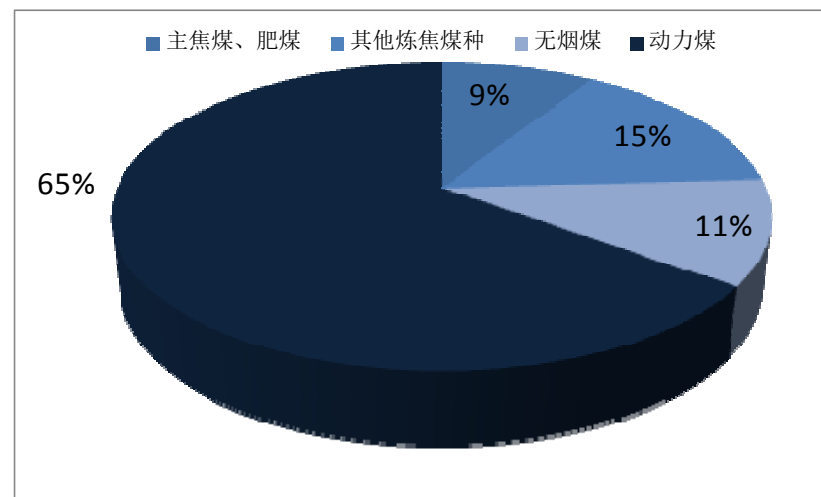


资料来源：SXCOAL、德邦证券研究所

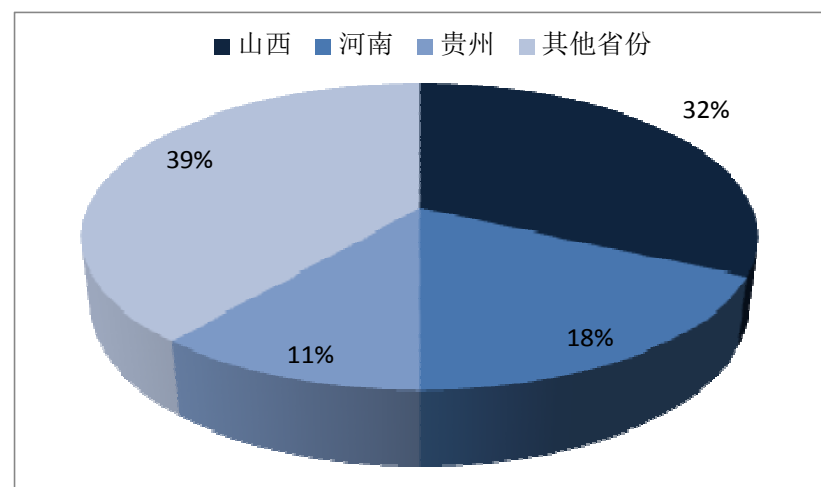
3.布局的策略：关注无烟煤子板块的投资机会

优质无烟煤资源的稀缺程度不亚于优质焦煤，且资源相对集中

中国无烟煤的预测储量为4740亿吨，占全国总储量的11%，储采比为35年，低于全世界的118。而无烟煤储量中结块率高，低灰、低硫的最优质无烟煤资源则更为稀缺。煤炭的资源相对集中在山西、河南和贵州三省，分别占到全国产量的32%、18%和11%。国家能源局出台的煤炭工业十二五规划征求意见稿中明确规定对炼焦煤和优质无烟煤实施保护性开采政策。跟据煤炭运销协的统计，阳煤和晋煤的新增矿产产能释放将在2015年以后释放，而宁夏地区由于政府保护政策，难有产量增长，因此，我们认为2012年和2013年无烟煤的产量增速在2%以下。



资料来源：德邦证券研究所



资料来源：德邦证券研究所

3.布局的策略：关注无烟煤子板块的投资机会

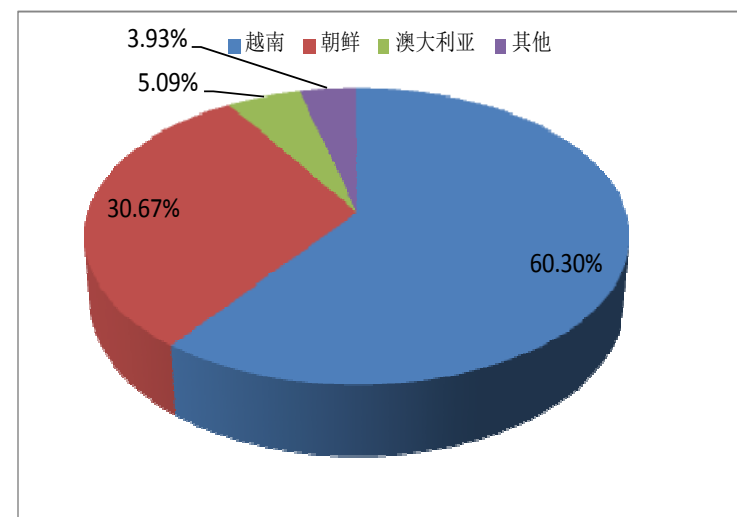
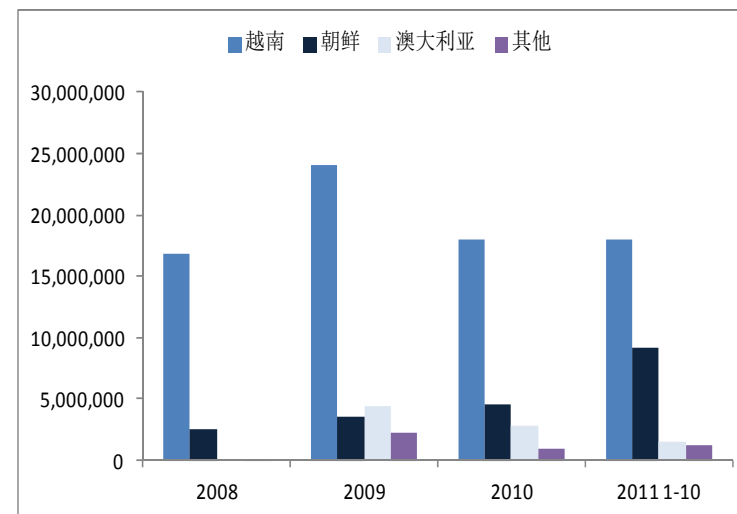
越南出口下降将扩大供给缺口

我国的无烟煤进口主要来自越南、朝鲜和澳大利亚三国，截止2011年10月，越南的进口占比在60.3%，占比与2010年基本稳定，但较2009年大幅下降。而朝鲜的占比大幅提升，但是朝鲜的无烟煤的质量较差，与优质无烟煤的要求相差太远，根据煤炭资源网的报道，海关对朝鲜进口的无烟煤进行检查，发现有六成的无烟煤的质量不合格，因此实际我国主要的优质无烟煤主要依赖越南的进口。根据越南媒体的报道，越南2012年的出口量将下降18.2%，2013年出口量下降到800万吨到2015年下降300-400万吨。因此我们认为明年的进口量将较今年下滑8.5%左右。

煤炭净进口预测 单位：吨

进口总量合计	2009	2010	2011 1-10	2011E	2012E	2013E
越南	24,082,399	18,047,238	17,993,063	20,993,063	16,794,450	8,000,000
朝鲜	3,598,163	4,602,697	9,151,560	10,651,560	11,716,716	12,888,388
澳大利亚	4,441,124	2,863,160	1,518,246	1,818,246	1,272,772	1,018,218
其他	2,211,134	947,098	1,173,909	1,373,909	1,236,518	1,236,518
合计	34,332,820	26,460,193	29,836,778	34,836,778	31,020,457	23,143,123
出口总量合计	3,235,108	4,255,399	3,484,545	4,084,545	2,859,182	2,287,345
净进口	31,097,712	22,204,794	26,352,233	30,752,233	28,161,275	20,855,778
成块率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净进口块煤合计	4,664,657	3,330,719	3,952,835	4,612,835	4,224,191	3,128,367

资料来源：SXCOAL、德邦证券研究所



资料来源：SXCOAL、德邦证券研究所

3.布局的策略：关注无烟煤子板块的投资机会

根据我们的预测分析，2012年无烟煤整体供大于求的格局将彻底被改变，预计2012年的供给缺口将在252万吨，2013年的供给缺口在617万吨，而这一缺口在2015年将继续扩大，因此供需面的改变将继续维持无烟煤价格的高位向上的运行趋势不变。

未来两年无烟煤供需预测：

单位：万吨	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	核心假设	
无烟原煤产量	44668	42599	46429	49679	50673	51686	未来两年无烟原煤产量增速	2%
YoY(%)		-4.63%	8.99%	7.00%	2%	2%		
结块率	16%	16%	16%	16%	16%	16%	结块率	16%
无烟块煤产量	7147	6816	7429	7949	8108	8270	2012年合成氨产量增速	5%
合成氨产量	5015	5151	4984	5631	5913	6090	2013年合成氨产量增速	3%
吨氨耗煤	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	吨氨耗煤	1.9吨
甲醇产量	1126	1129	1574	1968	2361	2597	2012年甲醇产量增速	20%
吨甲醇耗煤	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	2013年甲醇产量增速	10%
无烟块煤化工总需求	5665	5797	5994	6924	7506	7863	吨甲醇耗煤	1.6吨
其他耗煤	963	985	1019	1177	1276	1337	合成氨、甲醇煤制法占比	50%
无烟煤总需求	6628	6782	7012	8101	8782	9200	假设化肥耗煤占比	83%
供需缺口	518	34	416	(152)	(674)	(930)		
无烟块净进口量	466	333	395	461	422	313		
总缺口	984	367	811	309	(252)	(617)		

资料来源：德邦证券研究所

4.投资标的：明年重点关注兰花科创、阳泉煤业

兰花科创（600123）：亚美大宁复产带来的确定业绩增长

核心观点：

➤**无烟煤：攻守兼备的煤炭品种。**由于无烟煤不同于动力煤和炼焦煤的原料特性，而这种特性则使其受到整个经济周期波动的影响较小，因此，具有一般煤种不具有的防御性质，在整体经济下滑的背景下价格较其他煤种相对稳定。供给增速缓慢、下游需求相对稳定、越南出口大幅减少三大因素将维持无烟煤的未来景气周期，我们预计到2013年我国无烟煤将出现617万吨的供给缺口。

➤**公司煤炭业务：年年有亮点，增长暂无忧**

2012年亮点主要在亚美大宁复产，预计产量为460万吨，权益产量188.6万吨，增厚EPS 1.23元；

2013年亮点主要在周边6个整合主体的产能释放，合计在540万吨，权益产量为452.2万吨，较原有矿井产量增长75%；

2014年亮点主要在玉溪煤矿，240万吨产量预计2014年达产，煤种为高品质无烟煤，结块率达到40%，与亚美大宁煤矿相当。至2014年合计产量达到1380万吨，公司产能实现翻番。

➤**公司化肥业务：正在逐步向好，但不确定性仍然较大。**公司尿素生产成本线在2000元/吨左右，预计今年较2010年将减亏2.5-3亿元左右，但是仍将净亏2亿元左右，折合EPS为-0.35元，我们认为未来亏损幅度将逐步减小，但仍存在较大不确定性。

➤**三大超预期因素值得关注：**亚美大宁煤矿扩产至600万吨；集团400-500万吨产能注入；尿素价格上涨带来的化肥业务超预期。

➤**投资建议：**我们预计公司11-13年EPS为2.85、3.92、5.42元，目前股价对应的PE为13、10、7倍，2012年10倍PE已具有足够高的安全边际，估值优势极其明显，因此给予公司“买入”评级。

➤**风险提示：**宏观经济整体下行风险超出预期；2013年整合煤矿无法按期实现达产；玉溪矿产能释放时间推迟；尿素价格大幅下跌，化肥业务亏损幅度扩大。

4.投资标的：明年重点关注兰花科创、阳泉煤业

阳泉煤业（600348）：无烟煤资源+集团整体上市

核心观点：

➢本部矿井未来增量有限，12年增量主要来自技改完成的景福矿和平舒温家庄矿，13年增量来自国阳天泰区域资源整合的新增产能，归属上市公司的权益产量199万吨；

➢明年注入预期强烈：公司目前采购集团煤销售造成毛利率远低于行业平均水平，同时关联交易引起关注，因此集团资产注入迫在眉睫，集团在产及规划建设合计5720万吨，如果全部注入相当于公司目前2倍产量，明年注入概率较大的为年产770万吨无烟煤的五矿；

➢信达问题重点关注：集团比较符合山西省政府09年提出的2012年实现一家集团整体上市的要求，因此明年信达股权的问题需重点关注；

➢投资建议：不考虑集团矿井注入，公司的业绩增长主要来源于无烟煤价格上涨带来的业绩提升，预计2011-2013年EPS1.24、1.28、1.42，业绩增长并不明显，但考虑到资产注入的预期和无烟煤资源，仍然给予公司“买入”评级。

财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	27,947	48,083	51,175	54,985
同比%		72%	6%	7%
经营利润（百万）	5,460	7,104	7,197	7,688
同比%		30%	1%	7%
净利润（百万）	2,412	2,981	3,071	3,409
同比%		24%	3%	11%
每股净收益（元）	1.00	1.24	1.27	1.41
PE	17.80	14.35	13.91	12.54

公司本部矿井及控股公司整合矿井

本部矿井	权益	可采储量	权益可采储量	核定产能	2010	2011E	2012E	2013E
一矿	100%	61279	61279	760	760	760	760	760
二矿	100%	42880	42880	810	810	810	810	810
新景矿	100%	58053	58053	750	526	700	750	750
景福矿	70%	2036	1425	45	45	45	90	90
平舒煤业公司	56%	7187	4047	300	180	260	300	350
寿阳开元矿业	100%	12412	12412	300	300	300	300	300
本部矿源合计					2621	2875	3010	3060
YOY (%)						9.69%	4.5%	1.66%
控股公司整合矿井合计								
翼城河寨煤业	25%			60				60
中卫青洼煤业	25%			60				60
平定东升兴欲煤业	51%			90				90
平定恒昌煤业	51%			60				60
平定裕泰煤业	51%			60				60
平定泰昌煤业	51%			60				60
宁武榆树	26%			120				120
合计				510				510
权益产能合计								198.9
归属上市公司权益产量合计						2724.7	2851	3077.9
YOY (%)							4.64%	7.96%

集团待注入矿井

集团在产煤矿	煤种	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨）
三矿（政策性破产）	无烟煤	1.05	450
五矿	无烟煤	4.63	770
小石港矿	无烟煤	1.13	90
新元矿一期	无烟煤		400
新元矿二期	无烟煤		600
寺家庄	无烟煤		600
长沟矿			90
坪上矿			90
运裕煤矿			90
永兴煤矿			90
合计			3270
集团在建矿井			
七元矿		9.4	800
大石港矿			1000
元堡矿			500
平朔泰安矿			150
合计			2450
总计			5720

资料来源：公司公告、德邦证券研究所

4.投资标的：其他煤种长期可关注兖州煤业、盘江股份

兖州煤业（600188）：双轮驱动推动业绩长期稳定增长

核心观点：

➢国内+海外，十二五期间双轮驱动推动业绩长期稳定增长：十二五期间集团计划实现煤炭产量增长两倍至1.5亿吨，销售收入增长两倍过千亿元。我们对于实现路径进行了分析，增长点在国内的四大控股公司和兖煤澳洲；

➢本部产量增长空间有限，国内还看鄂尔多斯：公司本部的六座矿源2010年实现产量3430万吨，我们认为公司未来本部煤矿产量增长空间非常有限。未来根据公司规模，国内煤炭产量增长点主要集中于其控股的四大能化子公司，其中鄂尔多斯能化的安源煤矿在2011年上半年已经贡献业绩，未来昊盛煤矿、转龙湾煤矿和营盘壕煤矿逐步实现达产后，预计2015年鄂尔多斯能化权益产能将达到2370万吨。综合分析，预计2015年，兖州煤业四大能化子公司合计煤炭产量将达到5760万吨，较2010年同比增长18倍。

➢兖煤澳洲上市在望，未来产量释放空间巨大：根据公司公告，兖煤澳洲预计在2012年年底在澳交所上市，公司上市后对澳洲本地煤矿的收购规模将有所增强。2011年其全资子公司澳思达对澳洲新泰克一、二期项目进行了收购。新泰克二期设计产能达到1600万吨，将成为兖煤澳洲煤炭产量的主要增长点。公司未来潜在的收购标的Athena、Eertrybrandt、Wilpeena三大矿源预计在2014达到合计产能1200万吨。我们预测兖煤澳洲到2015年实现产量5850万吨，较2010年1200万吨增长5倍左右。

➢高品质动力煤占有优势，合同煤占比较低：公司气煤的车板含税价位1200元/吨，为国内品质最高的动力煤煤种之一，合同煤占比33%左右，相对较低，如果煤价重新走强，公司受益显著；

➢成本控制能力较强：公司毛利率超过50%，营业利润率26%，利润较高主要在于兖煤澳洲的毛利率较高以及自身较强的成本控制能力，因此公司具有较强抵御成本压力的能力；

➢投资建议：考虑到明年澳洲煤价回落较为确定，以及澳元波动带来的潜在汇兑损失的风险，我们不做重点推荐，但仍然看好公司的资源扩张模式，以及长期的业绩增长，我们给予“增持”评级，预测2011-2013年EPS为1.91、2.19、2.61元。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	21,500	34,844	43,327	50,031	60,375
同比%	-18%	62%	24%	15%	21%
经营利润（百万）	5,118	9,848	12,701	14,360	17,152
同比%	-43%	92%	29%	13%	19%
净利润（百万）	3,880	9,009	9,404	10,783	12,843
EPS（元）	0.79	1.83	1.91	2.19	2.61
PE			13	11.4	9.6

资料来源：公司公告、德邦证券研究所

4.投资标的：长期可关注兖州煤业、盘江股份

盘江股份（600372）：区域资源龙头，十二五规划支撑业绩快速增长

核心观点：

- 贵州是江南产煤第一大省，贵州煤炭工业发展“十二五”规划的出台，要求建成1个5000万吨大型煤炭企业，公司是5000万吨企业的唯一培养目标；
- “十二五”期间西南地区的工业化、城市化将加速推进，贵州省是主要的煤炭调出省，年净调出量不低于4000万吨，需求的持续增长给公司的扩张带来了广阔的市场空间；
- 现有煤矿扩能以及新建项目可使“十二五”末产能达3320万吨，复合增速23%，自身成长性较高，同时贵州省煤炭行业集中度较低，未来有较大提升空间，因此兼并整合可助推5000万吨目标的实现，重点关注响水煤矿注入；
- 公司煤种中主要为稀缺资源的主焦煤和肥煤，长期供需紧张的格局将持续推升煤价上涨；
- 估值较低，公司的EV/权益可采储量较可比公司较低，同时考虑到未来的潜在增长空间，公司目前的股价具有一定的估值吸引力，给予公司“买入”评级。

盘江股份利润表（单位：百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5469.24	6862.93	9038.60	10845.60
YOY	20.31%	25.48%	31.70%	19.99%
毛利	2435.24	3156.95	4112.56	4988.98
毛利率	44.53%	46.00%	45.50%	46.00%
营业利润（亏损以“-”号填列）	1593.29	2104.75	2724.94	3323.06
YOY	36.59%	32.10%	29.47%	21.95%
净利润（归属于母公司所有者的）	1344.65	1780.82	2307.33	2814.13
YOY	35.82%	32.44%	29.57%	21.97%
基本每股收益（元）	1.22	1.61	2.09	2.55
PE		14.6	11.2	9.2

本部煤矿	权益	煤种	设计产能	2010A	2011E	2012E	2013E
火铺矿	100%	肥煤、焦煤	150	232	230	230	230
老屋基矿	100%	肥煤、焦煤	210	126	150	180	200
土城矿	100%	肥煤、1/3焦煤	400	300	320	350	380
月亮田矿	100%	肥煤、1/3焦煤	150	120	130	150	150
山脚树矿	100%	肥煤、1/3焦煤	180	200	200	200	200
金佳矿	100%	贫瘦煤	300	160	180	200	230
本部煤矿合计			1390	1138	1210	1310	1390
参控股煤矿							
松河煤矿	35%	肥煤、主焦煤	240	60	100	120	160
首黔资源	25%	肥煤、主焦煤	240		90	180	200
参控股新建煤矿项目							
发耳煤矿二期	90%	贫瘦煤、主焦煤	500			90	180
马依煤矿	67%	贫瘦煤	840			30	210
马依煤矿一期			480			30	180
马依煤矿二期			360				30
参控股煤矿产量合计				60	190	420	750
权益产量合计				21	57.5	188.1	408.7
潜在注入煤矿							
响水煤矿	100%		400			400	400
盘江股份煤炭原煤产量合计				1198	1400	1730	2140
盘江股份煤炭权益产量合计				1159	1267.5	1498.1	1798.7
YOY					9.36%	18.19%	20.07%

资料来源：公司公告、德邦证券研究所

主要公司盈利预测与评级

代码	简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			PE			EV/权益可 采储量	评级
				10A	11E	12E	10A	11E	12E		
无烟煤公司											
600123	兰花科创	235	235	2.3	2.85	3.9	16.5	13	9.7	34	买入
600348	阳泉煤业	428	428	1.0	1.24	1.3	17.8	14.4	13.9	22	买入
动力煤公司											
600188	兖州煤业	1226	90	1.8	1.9	2.2	13.6	13.0	11.4	48	增持
600546	山煤国际	239	44	1.0	1.3	1.9	24.2	18.5	12.7	50	增持
601088	中国神华	5074	4161	1.9	2.2	2.5	13.4	11.4	9.7	17	增持
601898	中煤能源	1191	809	0.5	0.7	0.8	18.0	12.8	10.8	20	中性
601001	大同煤业	231	231	0.8	0.8	0.9	17.3	17.3	14.8	16	中性
炼焦煤公司											
600395	盘江股份	259	63	1.2	1.6	2.1	19.3	14.6	11.2	13	买入
600997	开滦股份	160	160	0.7	0.8	0.9	18.5	15.8	14.1	39	增持
000983	西山煤电	543	254	0.8	1.1	1.5	21.1	15.7	11.4	26	中性
000937	冀中能源	418	285	2.0	1.4	1.7	9.0	12.9	10.4	48	中性
喷吹煤公司											
601699	潞安环能	532	532	3.0	1.8	2.0	7.7	13.2	11.5	24	中性

资料来源：Wind、德邦证券研究所

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。