

煤炭行业：控制系统风险 标配煤炭板块

【字号 大 中 小】

发布时间: 2010-12-17

来源: 西南证券

“十二五”开局年一播下种子、打下基础。2011年是中国“十二五”规划的开局年，对内，大力支持新兴、创新产业播下的是可持续发展的种子；继续进行经济结构调整，降低发展能耗则是为以后的发展进行铺垫，打下坚实基础，这也许会成为未来5年的主基调，故内部变量趋好。对外，发达经济体如日、美等反通缩意愿依然强烈，释放的流动性向新兴市场转移难以避免，人民币升值压力加大，货币被动性过量发行问题凸显，外部变量方向不明。

行业基本面平稳。供给面的天花板已经盖在上面；需求增长仍应以火电为主；净进口有效弥补缺口、社会库存可进行动态调整。应强调的是，承接中期策略观点，行业控制不代表打压，行业效率提升、安全性的提高、以煤为基建设起来的产业将平滑经济周期波动的影响，驱使行业整体发展平稳化。

企业盈利水平依然较高，价格仍以稳定为主。目前煤炭行业内的企业无论是上市公司抑或非上市公司盈利能力都处在较高水平上，而其生产成本大幅上升的理由并不充分，故煤炭作为资源品价格长期上涨的趋势毫无疑问，但大幅上涨并能维持的可能性较小（季节性因素除外），特别是国内市场煤价处于“弱管制”之下，价格保持小幅上涨趋势更为明显。

总体判断。在“深蹲起”行情中：控制系统风险、把握投资主线，作为中国主能源供应行业，至少应占据“标配”地位，故给予行业“跟随大市”评级。

核心投资逻辑

进入10月以后煤炭板块在强通胀预期条件下，形成一波快速上涨，随后在11月中旬出现大幅调整。基于此，我们对未来行情的总体判断是“深蹲起”行情中：控制系统风险、把握投资主线，作为中国主能源供应行业，至少应占据“标配”地位，故给予行业“跟随大市”评级。

首先，由于煤炭板块本身同质性极强，极难出现逆板块而动的个股，而作为大周期行业板块其趋势又与经济周期紧密联系，日本市场的走势对中国有借鉴意义，故在国内经济形势仍然存在诸多不确定因素时（特别是外部因素），应着重强调控制风险。

其次，在产量、价格两个核心参数受到控制的条件下，行业净利润非常规增长的主要途径只能依靠产业链条延伸和矿产资源注入，这仍然是未来煤炭板块的核心投资主线，同时还应注意到随着煤炭产量天花板的设立以及资源归属的进一步确立，煤企可投资主业项目越来越少，有可能未来持续高送配。

具体分析：

第一，假定未来5年内国内煤企产量增长在5亿吨（总量37亿吨天花板，年均增长3%）左右、销售均价2011年增长区间5%—8%、资源税率从价计提标准为3%—5%、按2010年8月底成本收入（29.01%）和三费结构（12%）不变、所得税率25%条件下估算，行业整体净利润增长极端下限约3.00%，增长上限约21.59%。

也就是说，即使明年国内经济情况恶化，行业正增长态势亦不会发生改变。煤炭上市公司作为行业内的优质企业，其增长应处于上限区域附近，预计增速可保持在18%—20%左右，同时从我们统计的中期主要上市公司煤炭业务盈利情况看实现这一目标并不困难。

第二，从估值角度分析，目前煤炭板块整体静态市盈率水平大致在16.66（X）左右，低于A股整体18.33（X）的平均水平；静态市净率水平3.28（X）左右，高于A股整体2.89（X）的平均水平。而根据我们前面的测算悲观条件下煤炭板块净利增长区间在18%-20%左右，故行业整体市盈率水平可重新回到13.88（X）-



资料中心

▶ 法律	▶ 行政法规
▶ 部门规章	▶ 政策解读
▶ 国家标准	▶ 行业标准

14.12 (X)，处于行业长期底部估值范围内。

同时，还应看到截止报告基准日，过去一年中煤炭板块整体仍较A股整体折价10.92%左右，在两者预估净利增速相近的条件下，板块走势继续显著落后大市的可能性较小，市场有望修复前期折价。

第三，从可能进行分配的角度分析，截止2010年3季末，板块内每股资本公积前三位的公司分别是昊华能源（7.13元/股）、中国神华（4.44元/股）、冀中能源（3.08元/股）；每股未分配利润前三位的公司分别是兰花科创（6.74元/股）、上海能源（5.06元/股）、冀中能源（4.29元/股）；每股盈余公积前三位的公司分别是恒源煤电（1.11元/股）、昊华能源（1.08元/股）、兰花科创（1.07元/股）；公积金合计排名前三位的公司分别是昊华能源（8.21元/股）、中国神华（5.01元/股）、恒源煤电（3.83元/股）。

总体分析，冀中能源和恒源煤电两家公司已完成资产收购、昊华能源实现IPO上市，送转能力亦较强，有可能进行大比例分配；同时具有良好分配传统的如神火股份、国阳新能、潞安环能等公司亦值得关注。

首先，由于煤炭板块本身同质性极强，极难出现逆板块而动的个股，而作为大周期行业板块其趋势又与经济周期紧密联系，日本市场的走势对中国有借鉴意义，故在国内经济形势仍然存在诸多不确定因素时（特别是外部因素），应着重强调控制风险。

其次，在产量、价格两个核心参数受到控制的条件下，行业净利润非常规增长的主要途径只能依靠产业链条延伸和矿产资源注入，这仍然是未来煤炭板块的核心投资主线，同时还应注意到随着煤炭产量天花板的设立以及资源归属的进一步确立，煤企可投资主业项目越来越少，有可能未来持续高送配。

投资组合。基于前述判断和中期策略以来市场走势，调整组合为兰花科创、神火股份作为延伸产业链条思路组合；开滦股份、煤气化作为强烈资产注入思路组合（兼具产业链条延伸）；昊华能源、冀中能源作为可能高送转思路组合。考虑到国内政策收紧态势明显，在行业折价修复后，市场整体走势存在一个“深蹲”过程，故暂调整所有组合内股票评级至“增持”，但长期看好组合内股票投资价值。