

静待行业春天 ——煤炭行业2009年投资策略

韩振国 海通证券研究所

煤炭行业核心分析师

2008年11月27日



主要内容

1. 行业还处于冬天。比较2005年以及与当前两个时间点和时间段，大盘指数、煤炭行业指数以及煤炭上市公司股价都处于一个阶段性的低点。煤炭行业宏观环境、行业状况以及企业运行三个方面都表明，煤炭行业确乎处于冬天
2. 正是隆冬、静待春天。季节性用煤高峰市场煤价下调；不同煤种都有不同幅度的下跌；增值税政策影响在2009年偏负面；上市公司业绩增长高点已过——煤炭行业依然处于隆冬时节

煤价深幅调整后波幅降低；股价深幅调整，估值风险大部释放；下游需求放缓幅度朦胧依然；2009年业绩同比大跌之后缓慢上涨概率较大——需要静待行业春天到来的信息

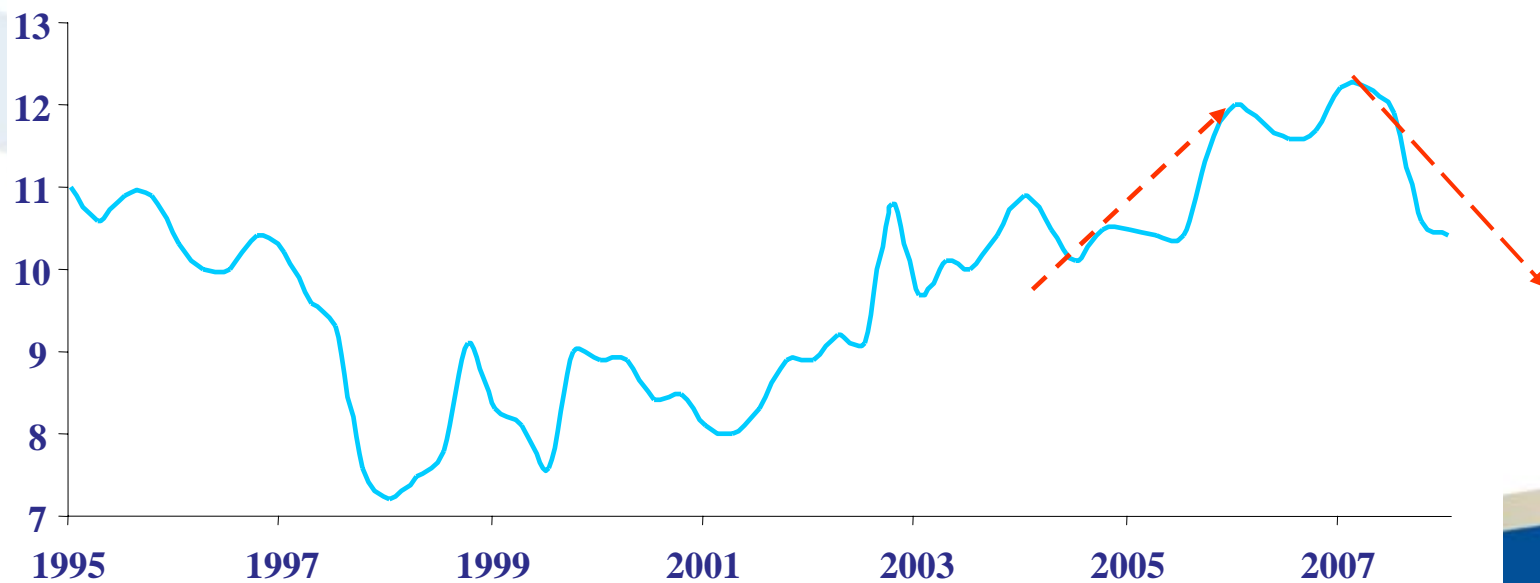
3. 投资策略：静待、择机、优选。关注价格市场化程度比较高的炼焦煤公司，关注以合理方式扩大生产规模的公司。主要推荐西山煤电（000983）、潞安环能（601699）

1. 行业还处于冬天

二级市场同样底部，国内宏观经济却处于经济周期的不同阶段

2005年GDP增幅9.9%，当年CPI是1.8%，经济快速增长，物价水平稳定；2006年是新五年计划的开始，市场对未来经济增长充满信心；2008上半年GDP也有10.4%的快速增长，但物价处于高位，下半年形势急转直下，市场普遍调低2009年增长速度。二级市场是一个相似的底部，但对未来预期差异极大

1995年以来GDP增幅（%）

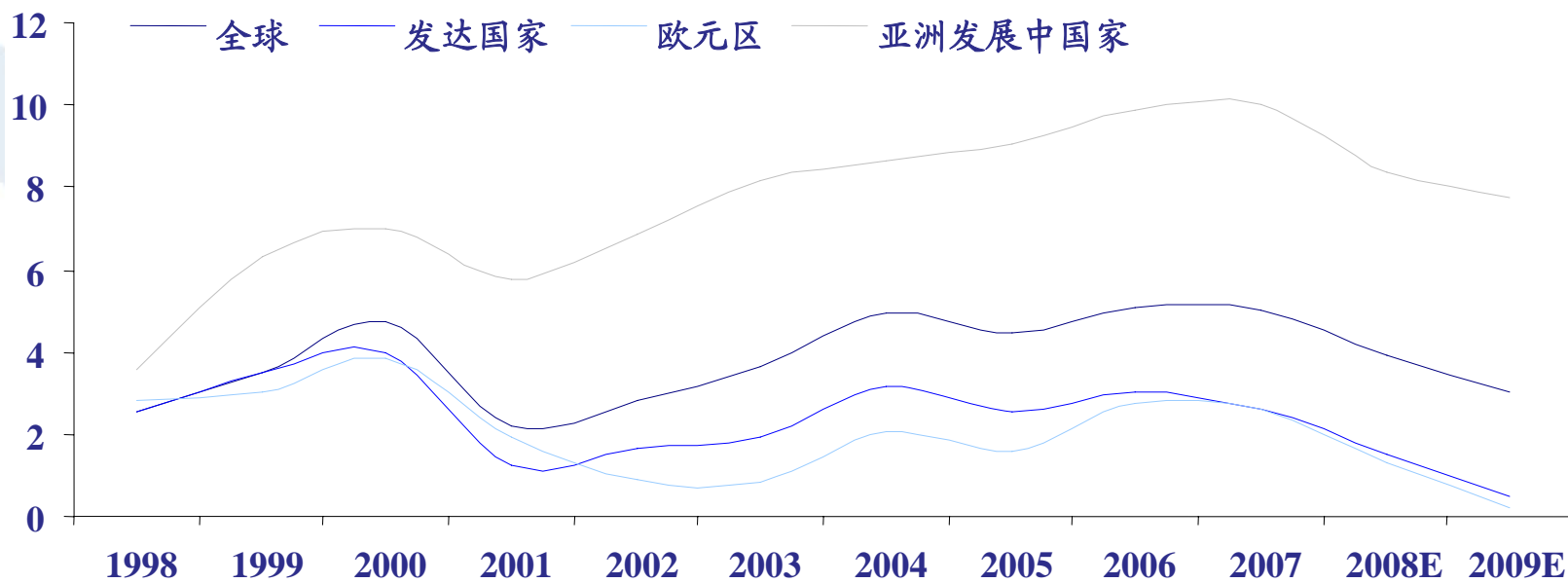


1. 行业还处于冬天

全球经济增长进入了一个下降通道

2005年全球经济尽管比2004年小有下降，但依然是此前多年难得的快速增长。实际上，2005-2007年全球经济增幅分别为4.453%、5.087%和4.985%。2007年以后增幅明显放缓。此次全球范围的金融危机，从发达国家开始，影响还在进一步蔓延，2008年以后的经济增幅将明显低于此前市场的预期

1998年以来的全球经济增长 (%)

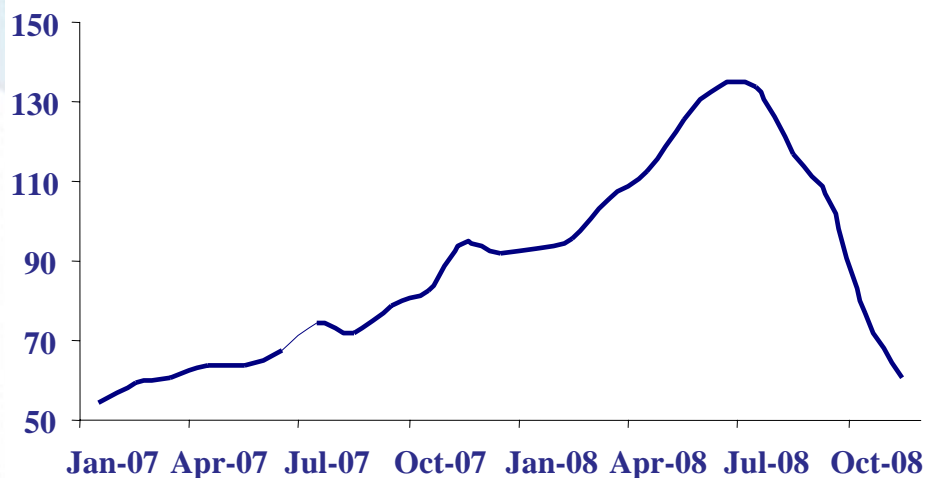


1. 行业还处于冬天

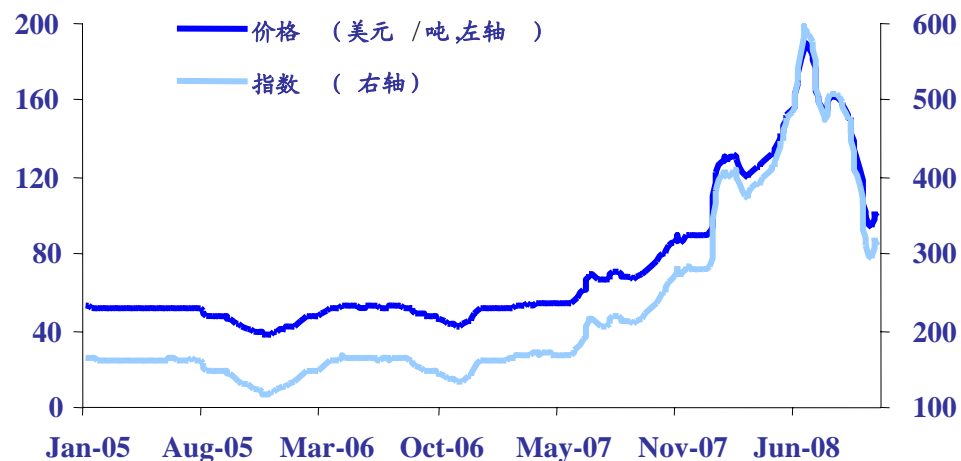
大宗商品价格高位回落

国际油价在2005年一直稳步上涨，不考虑期间的投机因素，需求的旺盛是一个重要推力。当前油价高位回落，需求的下降自然是重要原因之一。国际煤价2008年下半年以来也经历了巨幅调整

WTI原油价格走势（美元/桶）



澳大利亚BJ现货价格以及走势

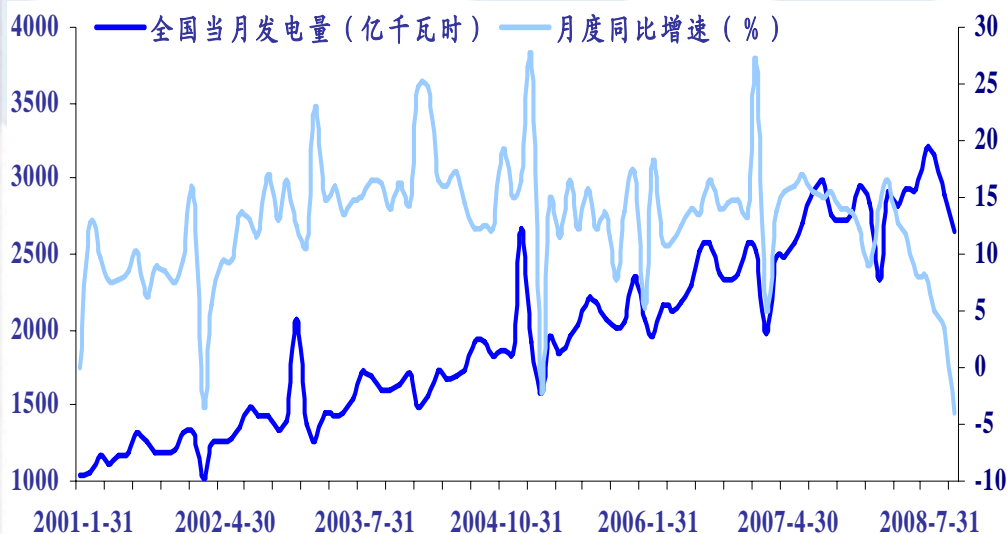


1. 行业还处于冬天

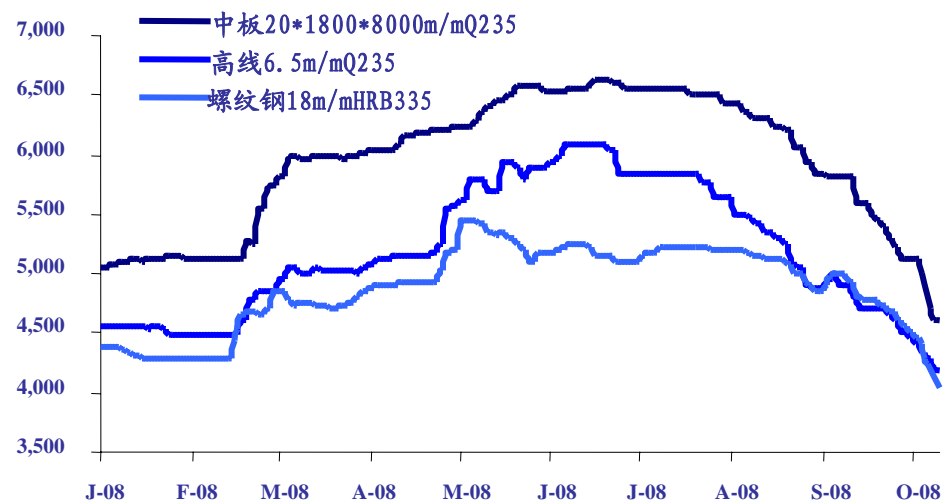
煤炭行业：电力、冶金等主要下游行业增幅在下跌

全国发电量已经连续半年月度增幅下降。主要钢材品种价格最近两个月也出现了大幅度下降

全国发电量月度以及增速变动情况



上海市场钢材品种含税价格走势 (元/吨)

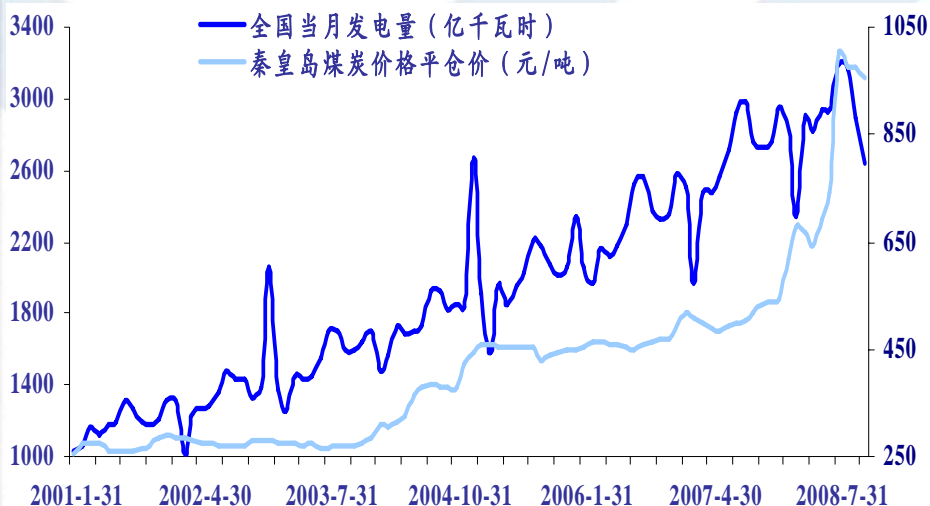


1. 行业还处于冬天

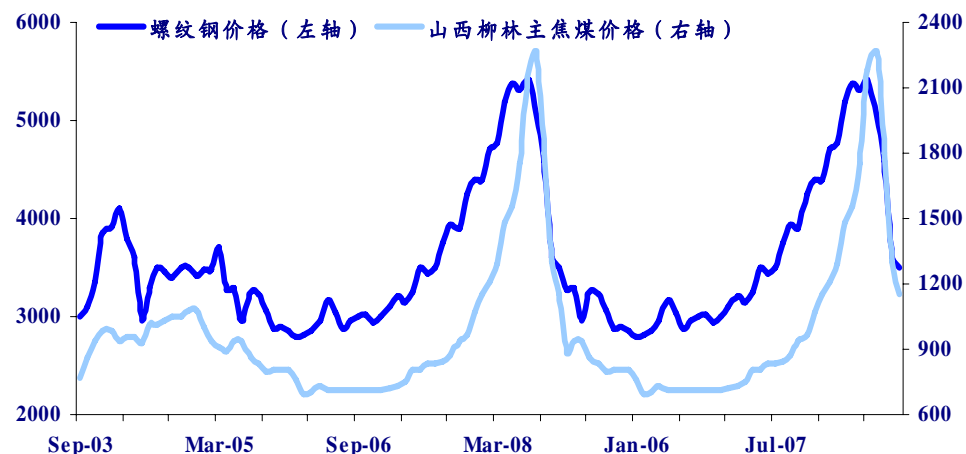
下游增幅放缓，煤炭价格注定下调

发电量和动力煤价格之间走势表明，随着发电量增幅下降，动力煤价格注定要下行。2008年上半年的煤炭价格炒作的因素不可忽视。炼焦用煤价格滞后钢材价格调整，波动幅度会远大于钢材价格

发电量与动力煤价格走势比较



钢材价格与炼焦煤价格走势比较 (元/吨)

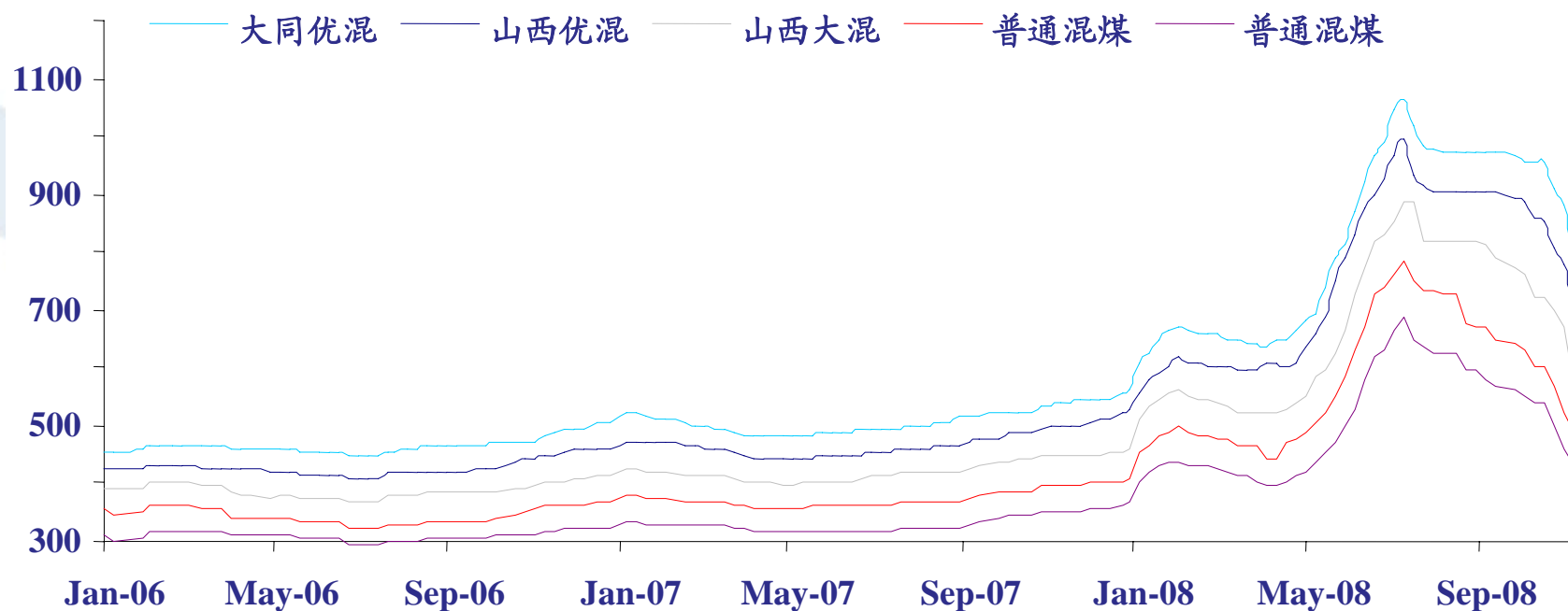


1. 行业还处于冬天

动力煤价格反季节调整

处于用煤旺季，但煤炭价格不断下调，这是煤炭行业处于冬季的典型表现

秦皇岛煤炭平仓价（元/吨）

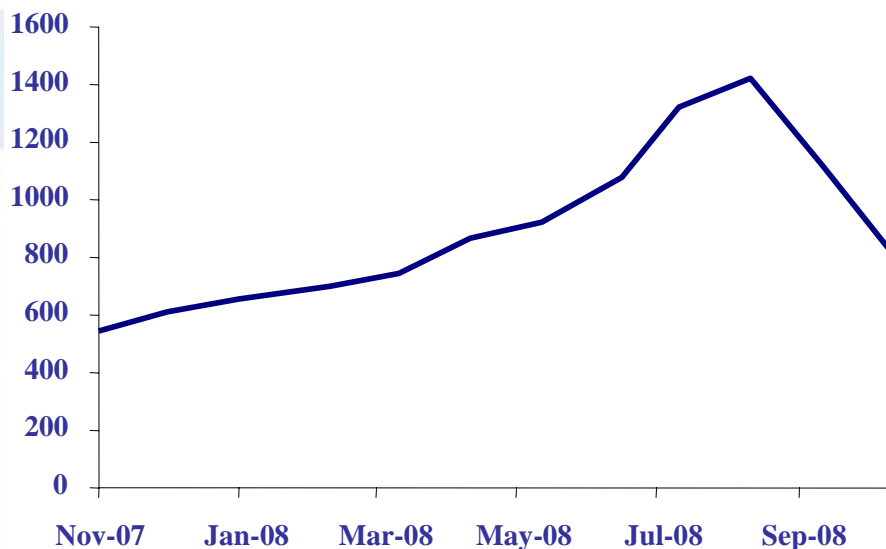


1. 行业还处于冬天

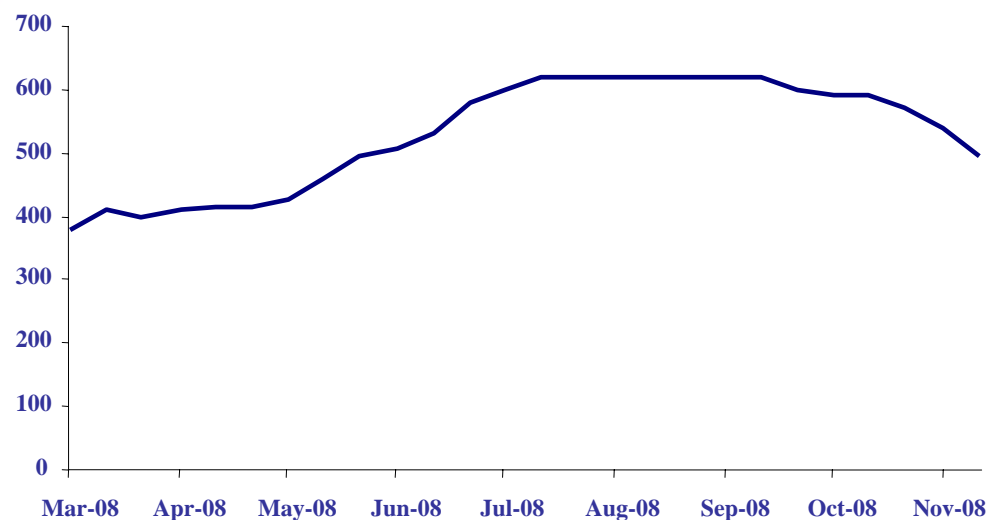
所有煤炭品种普跌

涨幅最高的炼焦煤从最高点下降50%，无烟煤以及动力煤等下调35%。这已不单单是某个下游行业的问题，而是整个需求疲软的表现

山西柳林主焦煤坑口价（元/吨）



山西大同动力煤坑口价（元/吨）

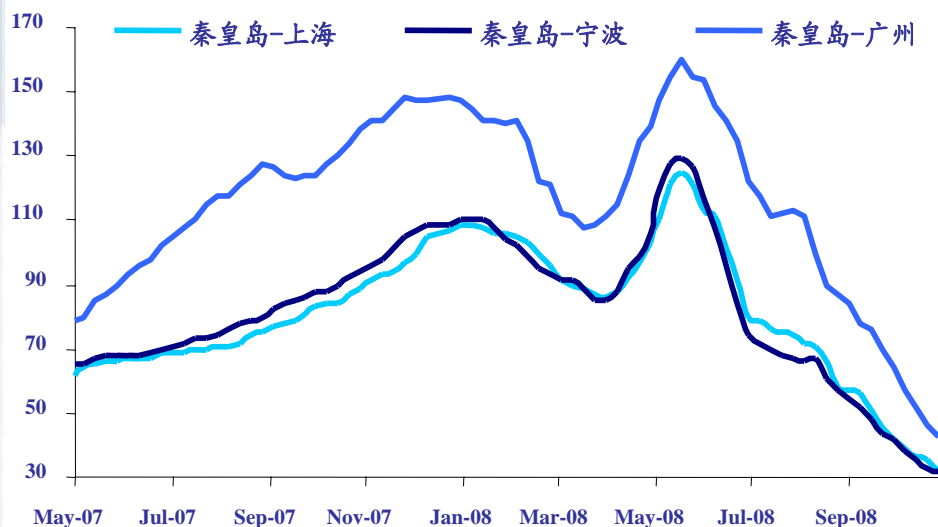


1. 行业还处于冬天

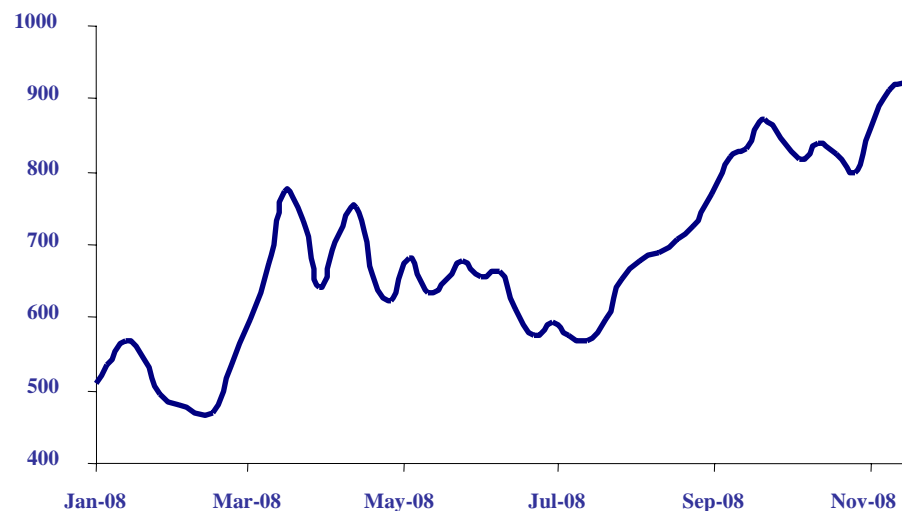
库存增加，运费下跌

下游需求明显放缓，秦皇岛煤炭库存迭创历史新高；油价回到一年半前价位，但海运价格大跌远超过油价跌幅。下游需求疲软显然

秦皇岛煤炭海运价格（元/吨）



秦皇岛港务集团煤炭库存情况（万吨）



1. 行业还处于冬天

行业成本增加幅度有所放缓：2007年政策性成本增加较多，2008年以后市场最为担心的可能是资源税的从价征收。相比2005年前后，这可能是行业未来发展的最大的安慰

项目	2005年前后	2007年	2008年以后
可持续发展基金	没有这个项目	动力煤14元/吨，炼焦煤20元/吨。2007年3月10起征收	2008年年以后全年缴纳，生产越多缴纳越多
煤矿转产发展基金	没有这个项目	原煤5元/吨，从2007年10月1日起缴纳	2008年年以后全年缴纳，生产越多缴纳越多
矿山环境恢复治理保证金	没有这个项目	原煤10元/吨，从2007年10月1日起缴纳	2008年年以后全年缴纳，生产越多缴纳越多
资源税	按煤炭销售量或移送量，2004年1月1日，陕西、山西、内蒙古等率先调整，2004年12月以及2005年5月，其他地区的煤炭资源税也开始陆续调高。调整的幅度都小于4元/吨	自2007年2月1日起，将焦煤的资源税适用税额标准确定为每吨8元（原每吨适用税额3.2元）。除此当年没有调整	2008年全年实施。资源税有按价格征收可能。市场传言按销售价3-10%征收，我们倾向认为是中间的某个比例
矿产资源补偿费	征收矿产资源补偿费金额=矿产品销售收入×补偿费率×开采回采率系数。煤炭按照销售收入的1%征收	价格提高则此项费用提高	有关方面在讨论新征收方式
安全生产费用	不同公司前后不一都提高了煤炭安全生产费用	不同公司先后都不同程度提高	西山煤电提高到30元/吨，金牛能源提高到25元/吨
维简费	上市公司都先后提高了这项用	基本保持不变	估计不会增加

1. 行业还处于冬天

微观层面：规模和价格双推力短期不再

上市公司规模扩张，大多通过外延扩张的方式

上市公司收购集团公司资产，已经完全是市场化的收购价格

由于二级市场价格走低，上市公司通过二级市场融资收购集团公司资产的动力不足；即便有收购意向，这种收购行为也会延迟。部分上市公司会向大股东定向增发获得资产

价格推动收入业绩增长的后劲几无

2. 正是隆冬 静待春天

正是隆冬

- ✓ 季节性用煤高峰煤价逆势下降，预计今后动力煤还将下调
- ✓ 不同煤种都有调整，预计炼焦煤等还会继续调整
- ✓ 即便煤炭价格会在此后波幅收窄，低位徘徊或将持续一段时间

静待春天

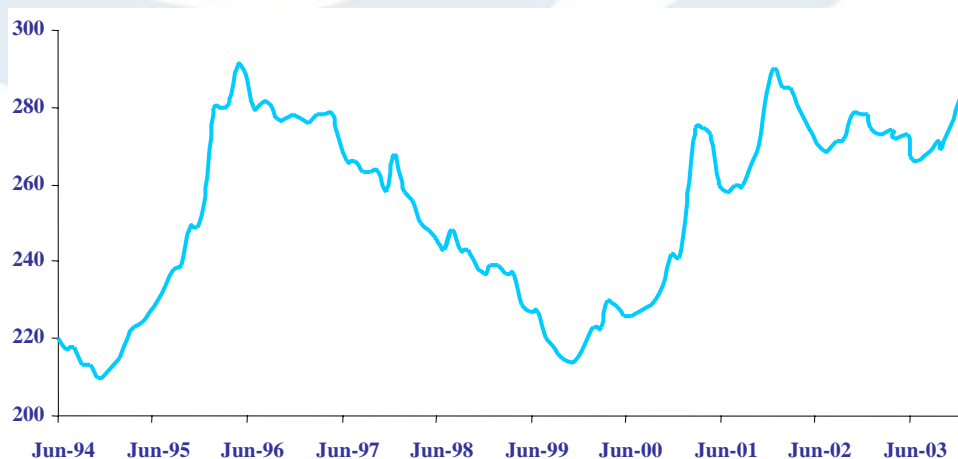
- ✓ 下游需求行业企稳的信号依然朦胧
- ✓ 煤炭股价随市场调整，估值风险已经大部释放
- ✓ 2009年也许是未来数年业绩增长的最低点，此后反转概率很大

2. 正是隆冬 静待春天

正是隆冬：煤价反季节调整——10年前相似的一幕

1997年亚洲金融危机开始，1997-1999年GDP分别为9.3%、7.8%、7.6%，煤炭价格也从1997年开始长达三年的调整，1998年和1999年都出现了明显的反季节调整。煤炭价格调整的幅度以及时间主要取决于经济增长状况。预计2009年初，季节性用煤高峰之后煤价还会调整。调整之后的价格反转尚需时日

1994-2004年秦皇岛煤炭价格走势（元/吨） 1994-2008年秦皇岛煤炭价格走势（元/吨）



2. 正是隆冬 静待春天

静待春天——估值风险已经有较大释放，但同比偏高

当前煤炭行业的动态市盈率以及市净率略高于2005年，估值风险已然大部释放。
 与国际同行相比，两个指标都略高

估值的比较优势，主要取决于国内经济未来的发展情况

国内外PE水平比较

	2008E	2009E	2010E
国内平均	7.59	10.18	9.58
香港平均	5.04	7.05	4.45
美国平均	6.21	3.26	3.59
澳大利亚平均	5.06	4.57	4.80

2. 正是隆冬 静待春天

静待春天——2009年业绩也许是未来业绩增长的一个相对低点，主要上市公司2009年后都有规模扩张项目，新项目进展大多依赖于再融资的进展

代码	公司	未来煤炭项目发展规划
000933	神火股份	分别都是120万吨/年的薛湖矿和泉店矿2009年都将发挥作用
000937	金牛能源	集团公司整体上市方案正在进展中。如果整体上市，公司现有煤炭产销量在2009年将翻番
000968	煤气化	500万吨/年的龙泉煤矿预计2010年贡献收益。期间涉及再融资问题
000983	西山煤电	兴县1500万吨/年项目2010年贡献。内蒙古4*30万吨甲醇项目同期发挥作用
600123	兰花科创	240万吨/年玉溪项目获批，2010年后贡献
600188	兖州煤业	年产800万吨榆树湾煤矿一旦股权结构解决将在2009年全部贡献；山东赵楼煤矿；澳洲煤矿
600348	国阳新能	收购集团公司煤矿成为公司原煤产量持续增加的主要来源
600971	恒源煤电	收购集团公司两个煤矿正在进行中，2009年开始贡献收益
600997	开滦股份	发行5216万股，利用募集资金建设焦炭项目、甲醇项目以及煤焦油项目
601001	大同煤业	将逐步收购集团公司的5个在产煤矿。
601666	平煤天安	首山一矿240万吨项目、八矿二号井技改45万吨项目、十一矿从120万吨提高到300万吨技改
601699	潞安环能	屯留煤矿项目330万吨/年预计2008年底建成投产，潞宁公司年产1260万吨煤炭生产项目
601088	中国神华	今后三年的煤炭产销量都会增加2000万吨以上
601898	中煤能源	今后三年的煤炭产量都会保持1500万吨的增量
601918	国投新集	年产300万吨的板集煤矿2009年产出，年产500万吨的刘庄矿二期预计2010年贡献

3. 2009年投资策略

静等：先过冬天

择时：期待下游需求稳定时日，等待价格探底完成

优选：

- ✓ 煤种：春江水暖鸭先知，最市场化的煤种最先感应市场的温暖，比如炼焦煤
- ✓ 规模：通过合理方式生产扩大规模的公司，关注再融资的价格
- ✓ 推荐公司：西山煤电（000983）、潞安环能（601699）等