煤炭股：有望成阶段性反弹先锋

□中信证券研究部 罗泽汀

经济增长放缓将影响煤价上涨，但未来政策对行业影响并不悲观。随着投资产业链下游调控政策逐渐明朗，大盘遭遇阶段性底部时，煤炭股由于其良好基本面支撑，将有望成为大盘超跌反弹的急先锋。推荐中国神华、神火股份、兰花科创、潞安环能、兖州煤业、西山煤电、国阳新能。

全年煤价或现“V”形走势

受地产政策和欧洲债务危机引发的出口减速影响，09年以来的经济扩张趋势有所放缓，09年末以来的煤炭供不应求的局面会得到一定缓解，供求将趋于均衡。不过，我们认为，保障性住房的“托”，加之新兴产业的“引”，使得经济二次探底的可能性微乎其微。今年国内投资仍将保持较高增长，形成对高耗煤行业电力、钢铁、水泥的需求，最终增加煤炭需求。

上述背景下，我们假设2010-2011年四大耗煤行业原煤消耗量占国内原煤需求总量的百分比依次为82%、77%（考虑居民用煤和煤化工近期发展较快，增速约为13%）。全年煤炭需求预计将达33.2亿吨，同比增长9.88%。

我们同时也考虑到地产调控过度、同时新的经济增长点未能形成，从而年内单季度GDP增长率未能完成8%的可能，做出悲观情境下的预测。这种情况下，全年煤炭需求也有33.0亿吨，仅比正常情形的煤炭需求下降1%。即使考虑节能减排的结果，全年煤炭需求亦有31.3亿吨，同比仍有4.3%的增长。

同时，如果保障房开工良好，同时房地产市场未遭过度打压，且欧洲债务危机能够得到妥善解决，我国出口未受重大影响，我们作为乐观情境下的预测，全年煤炭需求将达34.2亿吨，供给将趋紧。

总体上我们认为，2010~2011年煤炭行业基本达到供需平衡，供给略显紧张。尤其2010年“低碳”、“钢改”等影响煤价的负面因素短期内很难兑现，而由经济复苏、新的供需增长点等带动的供需两旺是大概率事件，且河南、山东等省将下半年展开大规模煤改，将减少煤炭供应。即使出现供大于求，部分统计产量是由原先黑煤窑产量漂白而来，不会增加实际产量；停产整顿等因素会使实际产量不等于产能；运输瓶颈亦将使有效供给小于需求，这都为煤价带来利好。全年煤炭价格将出现“V”形走势，一季度处于相对高位，二季度将企稳回落，三、四季度将随着旺季到来而再度上涨，预计全行业均价将增长约20%。

量、价驱动行业利润增长

我们预计2010年全年全行业吨煤均价在640元左右，同比增长率调高至22%，吨煤生产成本427元左右，同比增长调高至7~15%；吨煤净利润为74元左右，同比上涨21.31%（原预测为16.3%）。若考虑资源税征收（按价计收5%），吨煤成本同比增长约7个百分点至16%，吨煤净利润为70.84元左右，同比上涨16.13%。

产量方面，我们认为产量和有效产能都将超去年年底预期。首先，最先进行“煤改”的山西已经做出表率；其次，作为新的产量增长点，新疆、内蒙古贡献量不断刷新；第三，运力方面，运量和结构都得到一定改善，将放大有效产能；第四，量的贡献率逐渐提升和价格超预期增长都会诱导有效产能尽快释放；最后，电煤谈判中涉及供应量大规模超预期，为有效产能超预期奠定了良好基础。综上，2010年煤炭总产量预计增长率约为12%。

将上述这两个因素综合起来，预计2010年煤炭行业整体利润增长率为35-45%。

不过，从2008年以来的煤价与煤炭股价的关系我们可以得出这样的结论：煤炭股价略微领先煤价，当前的煤炭股价已经反映了未来大约半年内的煤价预期。因此，上调煤价预期对煤炭股估值的影响并不会非常大，将来煤炭股价的上涨，需要考虑包括整条投资产业链的超预期。进入后工业化时代，煤炭行业盈利模式应该不同以前，还需要提升煤炭的附加值，挖掘当前煤价之外的煤炭价值。

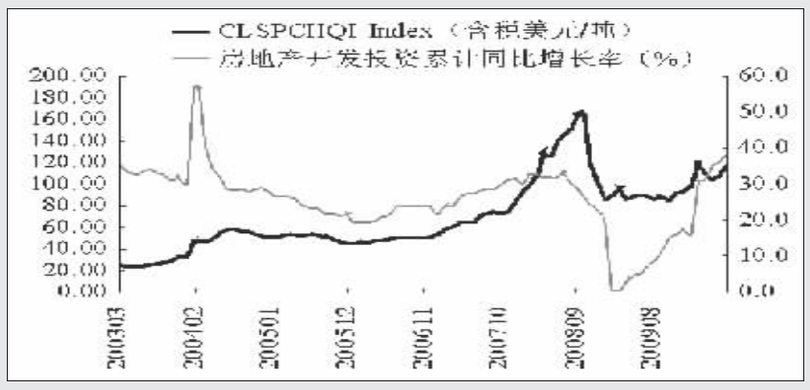
反弹时的较好选择

我们认为煤炭板块始终不能出现大幅度上涨甚至在大盘下挫时大幅下行是由未来下游政策预期不明朗决定的，尤其是对房地产调控和节能减排压力加大的担忧。但是宏观政策逐步走向正常化是必然的趋势，根据前面对宏观环境的分析发现，调控对经济景气的影响实际上是有限的，并不值得市场如此放大。煤炭行业投资产业链上的影响更多的是来自房地产行业的量而不是房地产行业的价，而对房地产的调控更主要的是对房价的调控。

相信随着二套房贷款新政等的出台，投资产业链下游调控政策逐渐明朗，市场判断力将会更加准确。同时，当大盘遭遇阶段性底部时，煤炭股由于其良好基本面的支撑将成为大盘超跌反弹的急先锋。

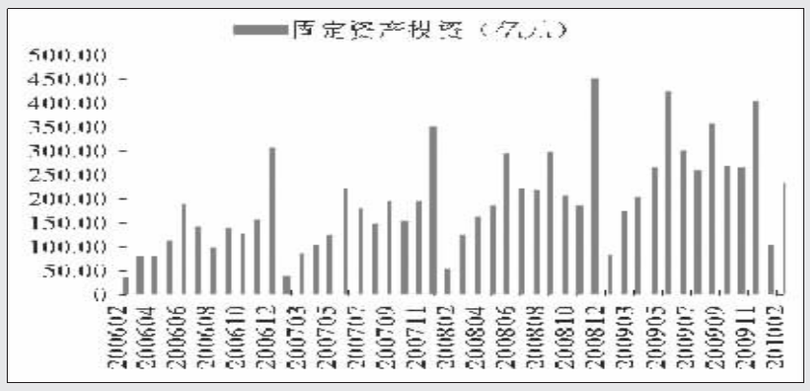
煤炭A股目前2010年动态P/E中值为13倍左右，估值偏低，与银行、地产等估值更低的行业板块相比，煤炭行业业绩增长更为确定。行业将继续由“量、价”齐好和转型发展带动基本面迎来投资转机，我们测算行业2010年利润预期增长35~45%，全行业P/E在20倍左右。维持行业“强于大市”投资评级，推荐中国神华、神火股份、兰花科创、潞安环能、兖州煤业、西山煤电、国阳新能。

我国房地产开发投资与国内煤价的关系



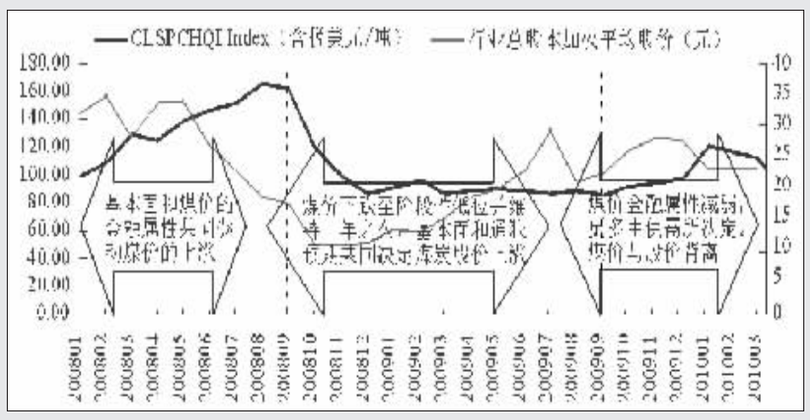
资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部整理

煤炭行业固定资产投资



资料来源：SXCOAL，中信证券研究部整理

2008年以来煤价与煤炭股价对比



资料来源：中信证券研究部整理

■ 观点碰撞

安信证券

需求进入下降通道

6月份，煤炭价格出现小幅下降，大同动力煤坑口价（6000大卡）价格下降到475元/吨，下降幅度达到2.1%；动力煤港口价出现了1%左右的下滑。同时，煤炭港口库存以及电厂库存同时出现了上升，预示着短期需求并没有出现改善的迹象。

从PMI的情况来看，6月份PMI为52.1，和5月份相比，下降了1.8，表明未来几个月，国内经济的扩张动力在逐渐减弱。下游钢铁行业呈现出价格下降，库存上升的局面，如果这一趋势不发生改变，压力将会逐渐传导到煤炭行业；从进口的数量来看，表明国内的煤炭需求环比增长动力不足。而国外的需求也出现了弱化的迹象。

在需求进入下降通道，而行业需求预期没有发生变化的情况下，我们认为煤炭行业缺乏趋势性的机会，维持行业“同步大市-A”投资评级，建议关注合同煤比例较高的上市公司：中国神华、中煤能源。

东海证券

以内生产量增长抵消不确定性

未来中长期里，经济转型时期不必过度忧虑能源和煤炭的需求。经济转型具有渐进性，传统行业也仍有其“传统需求”。而且三个接续的存在，使得我国对能源需求仍旧巨大：保障性住房逐步接续商品房开工；中西部发展接续经济结构转型下的东部需求减少；城市化和生活水平提高，人均能源消费增长接续工业用电需求。此外，铁路运力2014年前将继续制约有效产能释放。

尽管煤炭股估值已处于低位，处于筑底阶段，但板块表现依旧疲软。从历史上看，在大盘向好的情况下，煤炭股涨幅相对较高。下半年宏观经济和政策的不确定，在经济增速下滑的环境下，市场对周期性行业不乐观且不能形成一致预期，煤炭股的系统性投资机会还需观察和等待。待经济形势明朗、经济再次显示加速迹象后，才会迎来趋势性上升机会。在此种情况下，下半年我们建议首选高增长公司，用内生产量增长的确定性来抵消行业和经济的不确定性。此外，下半年还可关注资产注入、增发等事件性投资机会。我们给予行业谨慎推荐的评级。

第一创业

形势虽然不好 未来值得期待

我们认为下半年国内经济增长要趋于放缓，下游煤炭需求也将受到影响，下半年需求增长速度必然要弱于上半年。我们预计全年电力、钢铁、水泥以及化肥四大行业共计耗煤达27.52亿吨，全国煤炭需求在32.38亿吨-34.4亿吨。我们预计，今年全年的煤炭生产以及煤炭净进口合计供给为34.86亿吨，全年的煤炭需求在32.38亿吨-34.4亿吨，全年煤炭略微供过于求。

从目前国家限制合同煤价上涨的硬性调控措施来看，下半年煤价出现大幅上涨的可能性不大，但由于国内需求的阶段性高位（冬季用煤高峰等）、国际煤炭价格的高位盘整以及铁路运能不足对有效产能释放的制约，下半年煤价急转直下的可能性也不大，下半年煤炭价格估计将保持中小幅震荡的局面。

我们对下半年煤炭行业的投资评级为中性，相对看好焦煤、无烟煤品种甚于动力煤品种。建议下半年关注具有如下特点的公司，一、所产煤种为焦煤或无烟煤等稀缺性品种；二、内生增长性确定；三、资产注入预期较强；四、公司业绩良好，估值具有明显优势。推荐的公司包括：西山煤电、冀中能源、兰花科创、煤气化。

■ 评级追踪 | Rating

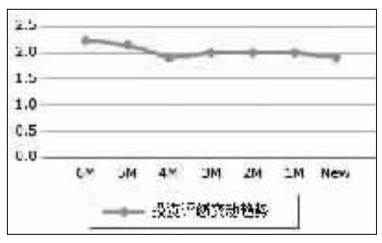
名称	中证评级	招商证券	国金证券	中信证券	安信证券	国信证券	长江证券	申银万国	国泰君安	银河证券
农林牧渔	买入（6.7）	推荐（5.25）	增持（6.3）	强于大市（6.30）		谨慎推荐（6.11）		中性（7.5）	中性（4.22）	推荐（4.30）
煤炭	中性（6.28）	推荐（7.5）	增持（7.5）	强于大市（7.7）	同步大市（6.26）	谨慎推荐（6.22）	中性（7.7）	中性（7.7）	中性（7.7）	推荐（6.29）
化工	中性（6.28）		持有（4.29）	谨慎推荐（8.22）	同步大市（7.3）	谨慎推荐（6.21）	中性（7.6）	中性（7.5）	增持（12.10）	推荐（2.25）
钢铁	中性（6.30）	中性（7.7）	增持（6.26）	强于大市（7.5）	同步大市（7.5）	谨慎推荐（7.6）	中性（7.5）	中性（7.6）	增持（6.29）	谨慎推荐（5.26）
有色金属	持有（6.7）	推荐（7.5）		中性（8.31）	同步大市（7.5）	谨慎推荐（4.6）		中性（6.4）	中性（8.2）	
水泥	中性（6.30）		增持（7.6）	中性（6.30）		谨慎推荐（6.9）	中性（7.5）	看好（7.7）	增持（7.6）	推荐（6.16）
机械设备	增持（6.7）	推荐（6.11）		强于大市（6.30）		谨慎推荐（2.10）			增持（12.2）	谨慎推荐（6.29）
电子元器件		中性（6.8）	增持（4.5）	弱于大市（6.30）				中性（6.18）	增持（4.26）	
汽车	持有（6.7）	推荐（6.8）	推荐（8.15）	强于大市（7.5）	同步大市（6.2）	中性（6.23）	看好（6.24）		增持（4.23）	增持（12.10）
信息设备							看好（12.3）		增持（8.18）	
家用电器	持有（6.7）		增持（7.8）	强于大市（6.30）		谨慎推荐（6.18）		看好（1.21）	中性（6.30）	谨慎推荐（6.4）
食品饮料	买入（6.7）	推荐（7.4）		强于大市（6.30）	领先大市（6.6）	推荐（6.11）	看好（6.29）	看好（1.7）	增持（3.22）	谨慎推荐（5.4）
纺织服装	持有（6.7）	中性（8.12）	增持（7.5）	强于大市（6.1）		谨慎推荐（1.27）		看好（6.11）	中性（4.26）	中性（7.2）
造纸印刷	中性（6.7）	中性（7.5）	增持（5.28）	中性（7.5）		谨慎推荐（8.11）			增持（2.11）	
医药生物		推荐（6.22）	增持（2.3）	强于大市（7.5）	领先大市（6.4）	谨慎推荐（7.8）	看好（7.2）	买入（7.7）	增持（4.21）	推荐（4.6）
电力	中性（6.28）	推荐（7.5）	增持（6.15）	中性（6.30）	同步大市（7.6）	中性（6.28）	中性（6.23）	看好（7.7）	中性（4.30）	谨慎推荐（7.1）
交通运输			增持（4.15）			中性（6.1）	看好（5.5）			谨慎推荐（5.27）
房地产	中性（6.7）	推荐（7.9）	持有（7.5）	强于大市（7.8）	同步大市（7.7）	谨慎推荐（7.6）	看好（7.6）	中性（6.17）	中性（7.6）	谨慎推荐（7.1）
银行	买入（6.7）	推荐（5.12）	增持（5.4）	强于大市（6.30）	同步大市（6.3）	谨慎推荐（7.6）	看好（7.4）	中性（7.5）	增持（5.11）	谨慎推荐（7.1）
保险	买入（6.7）	中性（6.8）	增持（4.23）	强于大市（7.7）	领先大市（7.6）	推荐（7.9）	看好（4.7）	中性（7.1）	增持（4.26）	推荐（6.29）
券商	增持（6.7）	推荐（7.7）	持有（7.4）		同步大市（7.7）	中性（6.28）	中性（7.9）	看好（1.11）	增持（4.19）	
商业零售	增持（6.7）			强于大市（6.30）	领先大市（8.3）	推荐（6.23）		看好（7.7）	增持（6.30）	
餐饮旅游		推荐（7.7）	增持（7.7）	强于大市（6.30）		谨慎推荐（7.7）			中性（4.21）	
信息服务						推荐（4.3）				

注：中证评级依次为“买入-增持-持有-中性-卖出”

代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级	上次评级
600323.SH	南海发展	长江证券	刘元瑞	2010-7-9	1_推荐	2_谨慎推荐
600426.SH	华鲁恒升	长江证券	刘元瑞	2010-7-9	1_推荐	1_推荐
600426.SH	华鲁恒升	华创证券	高利	2010-7-9	1_强推	1_强推
600036.SH	招商银行	广发证券	余晓宜	2010-7-9	1_买入	1_买入
002310.SZ	东方园林	江海证券	付豪杰	2010-7-9	1_买入	
300050.SZ	世纪瑞尔	平安证券	李忠智	2010-7-9	1_强烈推荐	1_强烈推荐
000785.SZ	武汉中商	长江证券	邵穗重	2010-7-9	1_推荐	3_中性
600498.SH	烽火通信	广发证券	葛毓伦	2010-7-9	1_买入	1_买入
600900.SH	长江电力	中信证券	杨治山	2010-7-9	1_买入	1_买入
000401.SZ	冀东水泥	长江证券	刘元瑞	2010-7-9	1_推荐	1_推荐
000401.SZ	冀东水泥	中信证券	潘建平	2010-7-9	1_买入	1_买入
000401.SZ	冀东水泥	银河证券	洪亮	2010-7-9	1_推荐	1_推荐
600859.SH	王府井	广发证券	欧亚菲	2010-7-8	1_买入	1_买入
002229.SZ	鸿博股份	万联证券	造纸印刷研究小组	2010-7-8	1_买入	
002244.SZ	滨江集团	广发证券	赵强	2010-7-8	1_买入	1_买入
600006.SH	东风汽车	山西证券	白宇	2010-7-8	1_买入	1_买入
600036.SH	招商银行	国信证券	邱志承	2010-7-8	1_推荐	1_推荐
600104.SH	上海汽车	山西证券	白宇	2010-7-8	1_买入	1_买入
600036.SH	招商银行	中信证券	朱琰	2010-7-8	1_买入	1_买入
600660.SH	福耀玻璃	招商证券	汪刘胜	2010-7-8	1_强烈推荐	1_强烈推荐
000828.SZ	东莞控股	中信证券	马晓立	2010-7-8	1_买入	1_买入
000881.SZ	大连国际	中信证券	马晓立	2010-7-8	1_买入	1_买入

数据来源：Wind

■ 评级简报 | Report



南海发展(600323)

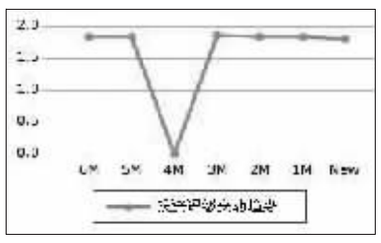
静待固废业务产能大爆发

长江证券分析师发表研究报告，预计公司2010-2012年EPS分别为0.49、0.67、0.75元，给予公司2011年23-25倍PE，对应股价分别为15.41-16.75元，给予公司“推荐”评级。

作为佛山市最大的公用事业经营企业，公司主要业务包括自来水供应、污水处理和固废处理三大业务。公司目前污水处理能力为23万吨/日，2010年6月新项目投产后，污水处理产能达到47.8万吨/日。2010年12月污水处理产能能达到55.8万吨/日，为公司在南海区奠定了公用事业龙头地位。

公司污水处理行业盈利业绩有保障。目前南海区污水处理率为50%左右，按照《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》：到2020年，城镇污水处理率达到90%以上，工业废水排放完全达标，存在提升40%左右提升空间。在污水排放量逐年提升同时要求处理率提高，公司污水处理业务的收入增加有保障。“照价不议”协议保证了公司新老项目的最低保有量和收入水平。

对于公用事业行业整体的判断上，分析师认为固废行业>污水处理行业>城市供水行业。公司伴国家大力发展环保业务之大势，投资发展垃圾发电和污泥处置项目，为未来在该领域树立行业地位以及未来业务扩张到其他地区都奠定了良好的基础。公司目前固废处理能力为400吨/日，到2011年底将达到1900吨/日，到2012年底将达到3000吨/日，产能出现爆发式增长。



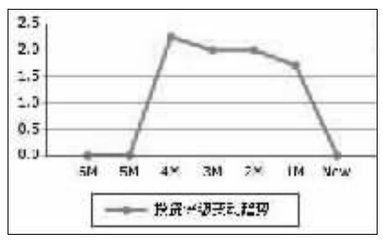
栋梁新材（002082）

产品结构优化助业绩增长

爱建证券分析师发表研究报告表示，假设公司今年顺利公开增发，募集资金用于建设“年产5万吨节能铝合金型材项目”，项目建设期1.5年，总股本达到2.78亿股。预计公司中期业绩同比增长30%-50%左右，全年业绩达到0.655元；2011年、2012年每股收益分别达到0.789元、1.085元，2010年、2011、2012市盈率分别为15.61、12.95、9.30；公司估值优势明显且未来业绩稳定增长，给予“强烈推荐”评级。

公司主要产品之一铝建筑型材产品主要用于房屋门窗，目前订单饱满、产能满负荷运作，房地产调控对公司的影响并不明显。公司铝板材产品主要为PS板铝版基，预计今年PS版产能将有5万吨。PS版的加工费稳定在6000元左右，盈利能力较为稳定。同时，公司以销定产，采用下单日定价策略，能有效规避铝价下跌风险。公司交货周期短、库存水平低能有效地降低铝价波动对公司业绩的影响。

公司未来业绩增长的潜力在于公司对型材产品结构调整，断桥等毛利率较高产品比例的提升。2009年公司断桥产品产量为1.9万吨、2010年将达到2.5万吨。同时，公司拟公开增发不超过4,000万股，募集资金全部用于“年产5万吨节能铝合金型材项目”。项目完成后，公司型材总产能将达到12万吨，且型材产品中，断桥等节能环保产品比例将一步提升，产品结构进一步优化。



杉杉股份(600884)

具多重催化剂的锂电材料超市

平安证券分析师发表研究报告指出，根据公司现有业务，预测其2010年每股0.34元、2011年每股0.43元；但公司业务涉猎范围较广，各项业务潜在亮点较多，有望在后期逐步体现。因此，首次给予公司“推荐”评级。

目前公司确定三大主业为服装、电池材料、创投。公司是服装行业上市公司中规模较大、具有较高知名度的企业。

锂电材料超市。公司1999年开始进入电池材料领域，是国内起步较早的电池材料企业，与国内小型电池主要厂商建立了良好的配套关系，产品涵盖电池正极、负极、电解液。目前杉杉的正极材料以钴酸锂为主，负极材料优势突出。杉杉新材料的长期战略是做到两个一体化：即“横向一体化”（多种正极材料+多种负极材料+多种电解液）、“纵向一体化”（矿资源+电池材料）。

积极延伸产业链、开展合资合作。2009年以来，公司购买了澳大利亚镍钴矿，往正极材料上游延伸，以图后期稳定正极材料利润率；设立宁波新能源公司统一管理主要的新材料分公司；与户田、伊藤忠签订备忘录，后期将在新材料业务方面展开合作，拓展公司产品系列，符合多种下游需求。

公司创投业务主要针对符合上市条件、具有上市可能的项目，若投资项目上市，将明显增厚公司业绩。公司持有7.16%的宁波银行股权，7月即可解禁，若全额现价出售可获得超过20亿元的现金流。（葛春晖 整理）

■ 图说 | Graph

糖价有望维持高位

7月6日为本榨季第六次国储糖竞拍之日。在各现货商的抢购下，10万吨国储糖的平均成交价为5247.93元/吨，与当天广西产区的报价基本持平。分析师表示，在近200万吨缺口的情况下，此次10万吨的抛储对市场的利空作用有限，预计短期内糖价向下动力不大，重心将逐步提升。

数据显示，2009/10年度我国产糖1073万吨，比上一榨季减少了约170万吨，较榨季初的预计减少了约130万吨。考虑到国家放储200万吨，进口糖50万吨，09/10年食糖消费量预计为1400万吨左右，因此供求缺口约100万吨。USDA预测10/11年度中国食糖产量1402万吨，消费量1550万吨，这样至少在2010年底之前中国食糖都将供不应求。

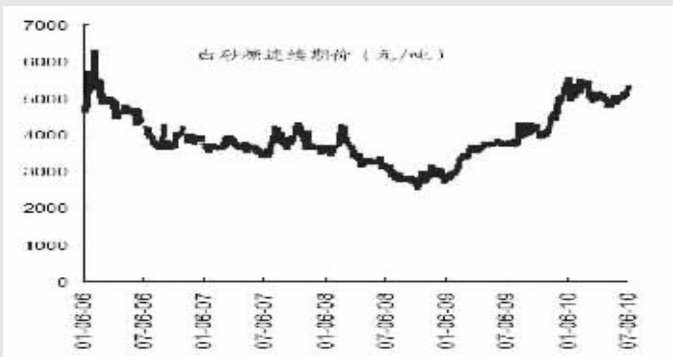
信达证券分析师表示，随着美国经济的回暖和石油、美元价格的逐步回归，国际糖价存在向上的动力，也对国内糖价构成支撑。国内期货基差也显示期价存在向上的动力。因此，在全球原糖库存消费比的向下趋势过程中，糖价向下的动能有限。

2010年前五个月我国进口白糖22万吨，同比下降65.2%，与此同时出口白糖5.3万吨，同比增长103.9%。今年以来白糖进口累积增幅是2001年以来最低的一年，而且白糖出口累积增幅却是2001年以来最高的一年。这从一侧面反映了国内白糖价格与国际市场相比仍然具有优势。

此外，2009/10年度我国糖料播种面积预计为2753万亩，同比将增加11%，增幅低于此前预期。不过，也有迹象表明目前各地种植积极性高涨，在高糖价的刺激下，若天气配合，在正常年景下，糖料的单产或将增加，5-8%的增幅也可期待。

总体而言，尽管新的10/11榨季巴西和印度产量增产预期较大，全球食糖供给相对乐观，但国内供求缺口在2010年底前仍然存在。信达证券分析师判断，短期内糖价向下动力不大，向上空间也承压，但重心将逐步提升；一旦国家调控政策加剧，不排除糖价中长期偏空，但国际糖价的支撑应当可以化解国内糖价向下压力；故维持食糖板块“强于大势”评级。（葛春晖）

国内期货白糖价格



资料来源：信达证券

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。