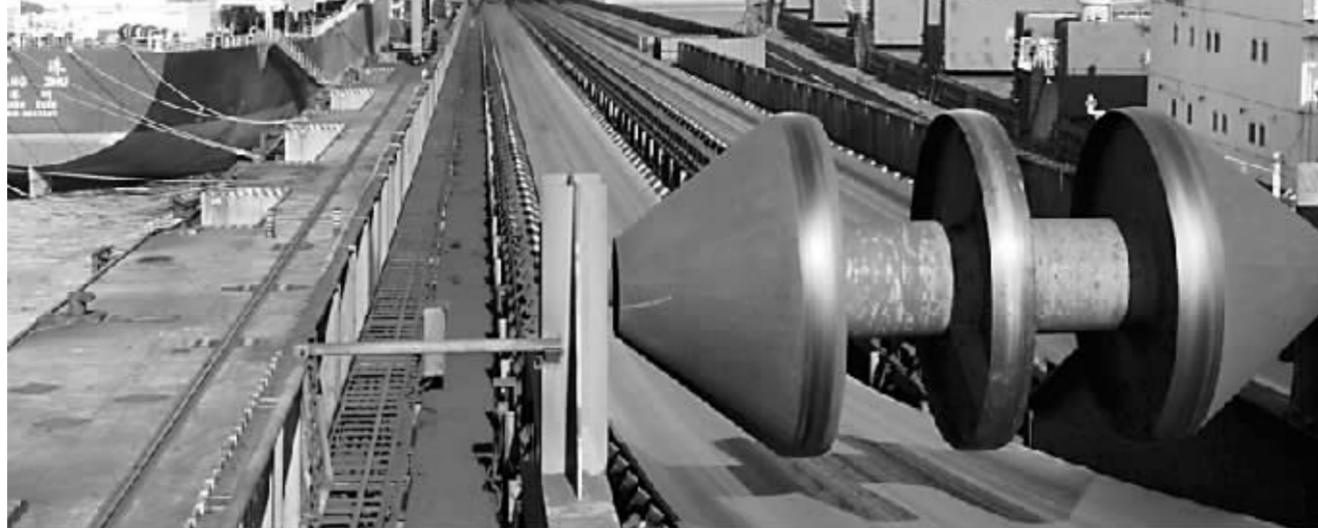


Companies · value

退出政策无改行业转暖 煤炭板块跌出价值洼地

由于担忧经济刺激政策的退出会影响煤炭行业转暖趋势,近两个月来煤炭板块“跌跌不休”,但分析师认为,宏观政策的渐趋中性不会改变2010年煤炭企业继续稳健盈利的格局,因此随着股价下跌,煤炭公司估值已进入合理区间,甚至被低估。目前,煤炭板块A股的2010年PE中值为16倍左右。而且,资源税改革不会对行业产生实质性影响,而行业的整合却能提升重点煤企的估值。



整体估值 忧心政策导致煤炭板块价值低估?

◎记者 阮晓琴 ○编辑 全泽源

在煤炭股集体下跌30%后,分析师们开始出来唱“多”,理由就是煤炭板块低估值优势显现。然而,宏观调控犹如达摩克利斯之剑悬于投资者头上,春节前夕,煤炭股集体反弹后本周再次下探。

从2009年12月初,国家出台政策调控房地产,调高存款准备金率以来,煤炭板块成为继房地产板块之后,又一个“重灾区”,许多煤炭股股价下调20%到30%。至2月初开始,分析师开始看多。东方证券王帅2月8日称,从估值看,经过近期持续调整,重点煤炭公司2010年动态市盈率已经降至16倍左右,估值具有较高安全边际,投资价值渐显。中金公司韩永同日前称,A股煤炭下行压力大部分释放,煤炭股的投资价值正在下跌中逐步显现。22日中金公司再发报告称,煤炭股票估值逐步进入合理区间,投资者可以择机介入。光大证券分析师陈亮22日建议,低配的投资者可提升到标配,甚至超配。

从政策面角度,前期影响煤炭股

大幅下跌的政策因素(中央开始宏观调控,银根收紧)并没有变化。近期煤炭股能够反弹,在于煤炭公司估值进入合理区间。资料显示,煤炭行业历史最低估值15倍,平均估值35倍。目前,煤炭板块A股的2010年PE中值为16倍左右。

分析师们敢于“唱多”的另一个因素,是煤炭行业高盈利能力的局面并没有改变。2009年以来,最主要的煤炭品种电煤的现货价涨幅达到40%,煤炭企业2009年净利润同比最好年份2008年略低。2009年,煤炭开采毛利率仍达50%左右。2010年,占总销量70%的重点合同电煤长协价涨幅在5%到15%之间,有的甚至更高,正因为如此,在此轮煤炭股下跌中,分析师们一直对煤炭行业维持“看好”评级。

但是,宏观调控压力如影随形。2月12日,即春节前最后一个交易日,央行再度宣布,将于2月25日上调存款准备金率0.5%。22日是新政宣布后的第一个交易日,煤炭股一改四连阳,集体大幅回调,当日下跌2%左右。23日煤炭股盘

中再大跌,最高幅度超过5%。

中金公司韩永分析,紧缩周期开始政策出台时市场反应较大,但如果没有出现经济硬着陆,后续政策对股票的影响相对较小。2004年4月第一次上调存款准备金率之后,A股和H股煤炭公司分别出现显著调整;但10月份的加息对股票市场则没有显著影响。2006年4月第一次加息之后,后续的上调存款准备金率对A股市场仍有一定负面影响,但并没有改变总体的上升趋势。

中金公司认为,假设紧缩政策不会导致中国经济硬着陆,政策紧缩导致的煤炭股下跌仅仅是大上升周期中的盘整。近期出台的政策,在一定程度上释放了煤炭股票面临的政策风险。对于长期投资者,由于政策紧缩导致的股价下跌提供了较好买入机会。对于短期投资者而言,则应该抓住这种交易性机会,遇到政策调控导致的下跌买入,等到催化剂逐步兑现之后,则应该逐步锁定利润,避免后续新政策出台的风险。

另外,资源整合在煤炭行业方兴未

艾。这也将提升相关上市公司的估值。

2009年煤炭上市公司整合,动作较大的是冀中能源(原金牛能源),金牛能源向冀中能源集团旗下峰峰集团、邯矿集团、张矿集团发行股份购买三集团拥有的煤炭资产。借此,冀中能源集团主要煤炭资产借道金牛能源实现整体上市。届时金牛能源产能将从目前1100万吨提升至2400万吨左右。

2010年,资产重组仍是一个煤炭股的投资主题。山西大矿收购小矿的模式有望在2010年扩展至河南、内蒙等地。河南上市公司平煤股份、郑煤集团、神火股份或有机会。内蒙上市公司平庄能源、露天煤业或有机会。另外,在河南、河北推行的大型国企之间整合在山东或推进,兖州煤业有机会。

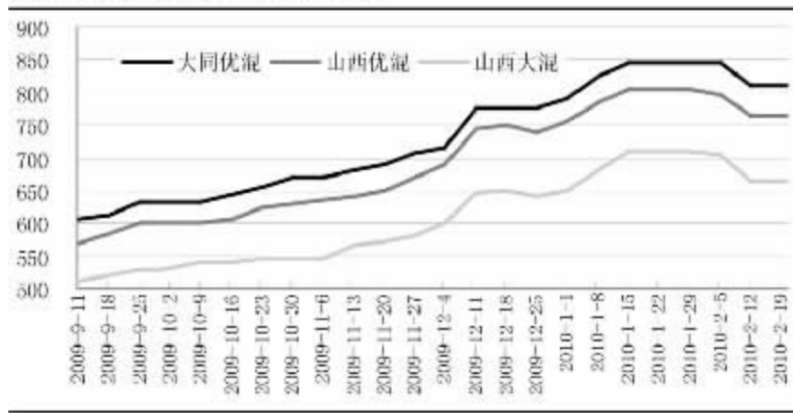
此外,上市公司收购集团资产,实现集团煤炭资源整体上市或得以推进。目前,集团未来有整体上市计划的上市公司有:中国神华、安源股份和山西板块国阳新能、潞安环能、山煤国际、太工天成、大同煤业、西山煤电等。但是,这些集团整体上市进程只能逐步推进。

国内煤炭股估值预测

简称	EPS(单位:元)		
	2009	2010	2011
中国神华	1.70	1.91	2.03
中煤能源	0.52	0.61	0.81
兖州煤业	0.89	1.15	1.34
西山煤电	1.08	1.93	2.43
潞安环能	2.02	2.38	2.79
神火股份	0.76	1.52	2.07
上海能源	1.19	1.47	1.59
盘江股份	0.90	1.34	1.60
大同煤业	1.76	2.09	2.26
国投新集	0.67	0.91	1.14
兰花科创	2.10	2.53	2.65
平煤股份	1.42	1.59	1.67
国阳新能	1.90	2.19	2.45

来源:光大证券

秦皇岛港煤炭含税平仓价(中值)



郭晨凯制图

供求分析

重点合同电煤已“敲定” 今年煤企丰厚盈利可期

◎记者 阮晓琴 ○编辑 全泽源

从煤炭行业基本面考察,我们发现,由于电煤供应趋紧,2010年重点电煤合同早早签订,且涨幅不俗,加之估计今年煤炭产量不会激增,所以预计2010年煤炭行业盈利仍会丰厚。

需求是一个重要指标。2010年重点合同电煤的签订可反映供需状况。电煤占煤炭总量的70%。而一年一次定价的重点合同占电煤销量的70%左右。重点合同是大型电力集团与大煤企之间的较量。2010年重点合同电煤签订情况出现两个特点:第一是“快”,2009年的重点合同一直拖到当年10月才敲定,而2010年的重点合同电煤仅博弈1个月就尘埃落定。第二是“涨幅超预期”,2010年重点合同电煤普遍涨幅在5%到15%之间。三大巨头神华集团、中煤集团与同煤集团均涨30元/吨;山西晋煤与潞安集团涨40元/吨。从其他省份情况看,陕西省涨幅在40元至50元之间;黑龙江上涨了50元/吨。河南等个别省份重点合同电煤涨幅超30%。

中国煤炭协会有关人士表示,2010年重点合同电煤市场情况颇类似2008年。2008年底,煤炭供应非常紧张,为此,一些大型国企连春节都不放假,加班加点生产。2010年

初,江西、湖南、安徽等地煤炭供应也很紧张,当地官员纷纷要求支援。

由于重点合同电煤占煤炭总量比例很大,它的签订基本可以锁定煤企2010年较为丰厚的盈利格局。

2010年煤价上涨的背后,是需求大幅提升。数据显示,2009年一季度、2009年二季度、2009年三季度和2009年四季度,中国GDP增速分别为6.1%、7.9%、8.9%和10.7%。GDP增幅持续攀升背后,是基建及新增房产投资“催旺”了钢铁、建材、水泥、玻璃及上游原材料燃料的需求。前不久,国家电网公司相关人士告诉记者,由于电力需求大幅上升,煤炭供应偏紧。

从煤炭行业来说,最大产煤省份山西、内蒙、陕西产能在2010年可能不会激增。市场较为担心的是,山西在签署整合协议后,原先被停产的矿井会快速复产,导致2010年山西煤炭供给大幅增加。对此,光大证券分析师陈亮认为,由于被整合的矿井都小于90万吨规模,需要技改,技改周期通常需18到24个月,最快也要一年,因而山西产能释放应该在2011年下半年之后。内蒙方面,中国煤炭工业协会人士表示,内蒙、陕西煤炭外运一直困难,预计要到2011年才能改善相应的交通运输状况。另外,内蒙、陕西、河南将在2010年仿效山西,在全省范围内推行煤炭资源整合,也将抑制增产。

政策因素

资源税改革箭在弦上 山西煤企有“挡箭牌”

◎记者 阮晓琴 ○编辑 全泽源

2010年,对煤炭业影响最大的是宏观调控和资源税。据业内人士分析,2010年资源税改革启动的可能性较大。

2009年5月,国务院批准的国家发改委《2009年深化经济体制改革工作的意见》中明确提出,研究制定并择机出台资源税改革方案。随着经济转暖确立,资源税改革呼声再次响起。中信证券罗泽汀认为,资源税改革可能在今年2、3月份出台。

自1984年开征资源税以来,煤炭资源税以销售量为依据,以0.3元至2.4元不等的等级税率征收。2004年至2009年,财政部相继提高各省的征收标准,平均至2.4元/吨不等。总体上,现有资源税征收标准相对较低,以量计征,不能体现煤炭资源的稀缺性,不利于促进煤炭资源集约开发利用。

目前,资源税改革方案尚未出台。业界流传着诸多版本。中信证券罗泽汀称,资源税改革的方向为按价征收,征收税率3.5%~5%。按照2009年11月煤价(坑口含税)计,动力煤税负在14元至20元/吨,焦煤在38元/吨,两种煤炭税额分别是以前的8倍和6倍。如此大的涨幅将吞噬煤企部分利润。民族证券分析师认为,为降低税费改革对相关下游行业的影响,资源税改革的步伐预计不会一步到位,

最可能的方式是分阶段提升标准。

不过,中信证券认为,总体看,资源税征收在不考虑转嫁的情况下,其影响会大部分被通胀预期下的涨价所掩盖,资源税征收不会对行业造成实质性的影响。

分析人士认为,随着煤炭市场化程度越来越高,煤炭价格的波动将成为常态,在从量计征下,原煤炭资源税占煤价比重很小,当煤价上涨时,对企业利润率影响非常有限。在从价计征下,资源税比重稳定,当煤价上涨、供应偏紧时,煤炭企业的税负转嫁能力可进一步提高已经上涨的利润率。如果煤价下跌,供应偏宽松时,煤炭企业税负转嫁能力下降,挤压下跌的利润率。2010年,煤炭供需或基本平衡,部分地区偏紧,新增成本可望通过提价得到转移,对煤炭企业利润空间影响有限。不排除企业借助资源税改革机会进一步提升煤价的可能。

从区域上看,光大证券分析师陈亮认为,作为可持续发展的试点省份,山西从2007年起征收了“金两费”(即向煤企征收可持续发展基金、煤矿转产发展基金、矿山环境治理恢复保证金)。其现有用途与资源税几乎相同,一旦全国进行资源税改革,山西的“金两费”可能取消,山西煤炭上市公司因此受资源税改革的冲击应该最小。因而,山西上市公司西山煤电、潞安环能、国阳新能、大同煤业等可作为“避风”品种。

西山煤电

交通瓶颈被打破 兴县产能将大幅释放

◎记者 阮晓琴 ○编辑 全泽源

随着通往山西兴县矿区的荷瓦铁路通车,以及新建矿井投入使用,2010年,兴县矿区有望替西山煤电实现再造一个西山煤电的梦想。

兴县矿区位于山西省西北部吕梁山麓,资源储量22.45亿吨,煤种为气煤,是优质的炼焦配煤和动力煤。此前因交通跟不上,产量一直无法提升。兴县矿区“生命线”荷瓦铁路通车后,打通了兴县矿区与山西煤运主通道大秦铁路,兴县产能扩张的瓶颈问题得以解决。据公司介绍,2009年,兴县矿区预计产量达到500万吨,到2010年产量将达到1500万吨。另悉,按兴县总体规划,矿区建设总规模1500万至2500万吨/年。

西山煤电2008年原煤产量1619万吨。2009年产量预计1900万吨。兴县达产后,有望再造西山煤电。

兴县资源丰富,煤炭预测储量461亿吨,铝土矿查明储量1.86亿吨,煤层气预测远景储量达2000亿立方米,石灰岩储量达1000亿吨。按山西“一个矿区一个开发主体”的原则,兴县今后建铝厂、煤层气开发公司等方面,西山煤电都将扮演重要角色。

兴县矿区由山西西山晋兴能源有限公区开发。其股权比例分配为:西山煤电为80%,华能国际为10%,山西国际电力集团为8%,山西省经济建设投资公司2%。

此外,山西煤炭资源整合中,西山煤电整合了约18个小煤矿,预计可以新增产能1100万吨。

中国神华

内生性增长明确 集团整体上市受关注

◎记者 阮晓琴 ○编辑 全泽源

据最新消息,按照规划,未来五年,中国神华原煤产量将达到5.5亿吨。而2009年,公司煤炭产量2.1亿吨。

公司未来发展战略明确,内生性增长值得期待。未来,公司将在陕北榆林、内蒙新街以及准格尔矿扩产,并收购神华集团的地方矿井。目前公司正在开发内蒙古新街和陕西榆神两个新矿区,两矿区优质动力煤资源储量均超过100亿吨,产能都在1亿吨左右,煤质与神东矿区相同或高于神东,开采成本与神东相当。但两新矿区投资成本在350~400元/吨,相比神东当时的200元/吨每吨要上升很多。预计新街矿区2013年形成1亿吨产能,榆神矿区3~4座煤矿已开始建设,预计2011年开始释放产能。

目前公司在蒙古、印尼和澳洲都有项目。公司在蒙古国的项目已有2个年产能300万吨的煤矿,在澳洲的沃特马克项目已经拿到探矿权,预计2~3年将有望产能释放。

此外,有整体上市预期的神华集团近年在煤炭深加工方面的事项也值得关注。一个是煤制油项目已经二次试车,公司正在收集经济性数据,以衡量是否注入上市公司。一个是全国唯一试点的煤制烯烃项目,可能在2010年9月投产。

中国神华是世界领先的以煤炭为基础的一体化能源公司,未来方向是综合性能源公司,目前模式为煤电港路一体化。

兖州煤业

有望受益于山东煤炭整合

◎记者 阮晓琴 ○编辑 全泽源

兖州煤业之所以受关注,在于陕西榆树湾煤矿和澳洲煤矿在2010年或进入“收获期”。

兖州煤业在山东本部产量稳定,在外省收购煤矿大幅增加资源和产能。招商证券煤炭分析师卢平预计,2009年至2012年,公司煤炭权益产量为3559万吨、4559万吨、4766万吨和4927万吨,2010年至2012年产量同比增长28%、5%和3%。增量主要来自天池煤矿、赵楼煤矿、榆树湾和菲利克斯公司。

2009年,公司榆树湾煤矿股权等问题有望取得初步进展,2011年或将释放产能800万至1000万吨。目前,榆树湾煤矿法人主体变更正在进行,未来采矿权能否顺利划转是关键所在。

澳洲菲利克斯未来三年盈利贡献稳定增长,收购溢价如何摊销将对业绩有影响。预计2010年至2013年权益产量分别为795万吨、952万吨和1064万吨。

此外,近期山东省煤炭企业整合再次提上议事日程。虽然整合的最终方案尚未确定,分析人士称,兖矿集团作为七大煤企龙头,必然成为整合的重要主体,兖州煤业作为旗下唯一的上市公司也将成为重要的资本运作平台。

神火股份

煤炭产量将爆发式增长

◎记者 阮晓琴 ○编辑 全泽源

神火股份曾是明星企业,其煤电铝的产业链模式在业界独树一帜。然而,2009年,电解铝过剩拖累了公司。2010年,煤炭量增价升,电解铝扭亏为盈,神火股份再次受到资本市场关注。

拖累公司2009年业绩的电解铝业务目前开始有了较好的盈利:2010年2月25日,沪铝主流品种1003期货价格达到16500元/吨,前期最高反弹至18000元/吨以上,公司电解铝成本大约13500~14000元/吨,公司43万吨权益产量30万吨)电解铝预计将对10年业绩有较好的贡献。此外,公司进一步提升了上游氧化铝公司河南有色的持股比例至45.85%。

煤炭方面,未来两年公司煤炭产量爆发式增长。招商证券测算,公司2009~11年煤炭产量分别为585万吨、1065万吨和1235万吨,同比增长22%、86%和16%。权益产量分别为572万吨、834万吨和992万吨,同比增长20%、46%和19%。并且,2009年四季度以来,河南煤炭价格因矿难及资源整合的影响,价格涨幅高于全国其他地区的涨幅。

招商证券预计公司2009年至2011年,神火股份EPS分别为1.01元、1.84元和2.29元。同比增长-31%、82%和24%。广发证券预计公司2009年至2011年每股收益分别为1.065元、2.517元和3.075元,对应2010年、2011年的动态市盈率分别为12.74倍和10.44倍。