

市场挖掘资源价值 供需支撑煤炭景气



煤炭行业专题研究

煤炭·专题研究
2007年7月31日

强于大市（维持）

投资要点

- ❖ **煤炭行业运行。**2007年1-5月份，全国煤炭产量为8.79亿吨，同比增长12%，产供需库存大体平衡。吨煤价格375元/吨，同比上涨43元；吨煤成本270元/吨，同比增长36元；吨煤利润35.2元/吨，同比增长6元/吨。
- ❖ **国际视野下煤炭贸易与中国煤炭行业。**全球2006年煤炭产量61.95亿吨，中国煤炭产量为23.8亿吨，占全球产量43%。但全球煤炭贸易量占全球产量14%。煤炭国际贸易经济性和体量，决定中国煤炭行业供需分析需要立足国内。
- ❖ **中国合理的煤炭价格形成机制初步形成。**中国煤炭行业价格形成机制经历了1985年前的单轨制，1985年到1993年的双轨制，1993到2004~2007的有指导下价格放开和2007年开始的全面价格市场化。市场对煤炭资源品价值的挖掘，决定行业未来运行明显区别于过去，资源具有绝对价值。
- ❖ **煤炭行业纵向产业链分析：**煤炭供求在未来保持紧平衡，支撑煤炭行业景气。预计07年~09年煤炭产量增长12%、11.9%、11.3%；价格同比增长12.94%，12%、12.05%；制造成本分别上涨11%、11.4%、11.4%。根据我们的行业模型测算吨煤利润同比增长23%、20%、19%。我们预计07~09年煤炭全行业的利润增长40.9%、36.18%、35.13%。
- ❖ **煤炭行业横向产业结构分析。**过去煤炭行业个体分享行业景气，竞争被掩盖，但是从国际煤炭公司比较来看，产业集中度提升成为行业竞争力提升的必由之路，这将催化和加剧行业内部竞争。资源占有、兼并和品种特质成为煤炭公司竞争力挖掘的表征。
- ❖ **维持行业“强于大市”的投资评级。**由于市场对资源内在价值的挖掘，在国家宏观经济持续发展预期下，供需支撑煤炭行业景气。煤炭行业能够经历2006、2007年产能集中释放，仍然保持高位运行。为此，我们维持行业未来“强于大市”投资评级。并重点推荐煤炭品种稀缺、产能释放或资产并购、煤炭一体化深加工企业。维持西山煤电、大同煤业、潞安环能、兰花科创、神火股份“买入”投资评级，国阳新能维持“增持”投资评级。

重点公司盈利预测及投资评级

简称	股价	EPS			PE			PB	评级
		06	07E	08E	06	07E	08E		
西山煤电	34.13	0.80	0.97	1.29	43	35	27	4.10	买入
大同煤业	29.87	0.57	0.96	1.31	50	31	23	4.28	买入
潞安环能	47.96	1.30	1.81	1.85	37	27	26	6.20	买入
兰花科创	36.65	1.37	1.4	2.19	26	26	17	6.54	买入
神火股份	34.60	0.80	1.26	1.73	43	28	20	4.51	买入
国阳新能	44.00	1.45	1.14	1.39	29	39	32	6.84	增持

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为2007年7月26日收盘价

分析师

王野
中信证券煤炭行业首席分析师
邮件：wye@citics.com
电话：010-84588402

皮舜
邮件：ps@citics.com
电话：010-84588017

相关研究

- 《煤炭行业面临购并机遇-2006年中期投资策略》2006年6月
- 《估值具有优势 景气需要外因-2007年投资策略》2006年12月
- 《合同煤的市场化 支撑煤炭高位运行-2007年12月份煤炭行业投资策略》2007年1月
- 《和谐与意志强化煤炭行业定价权-2007年下半年投资策略》2007年5月30日
- 《气候变暖 节能减排 能源效率-能源行业大专题》2007年5月30日

目 录

一、煤炭的国民经济地位：中国更显突出	1
1、人类能源矿产资源开发利用简史	1
2、经济发展的能源依赖	1
3、中国是世界上煤炭需求增长最为迅速的国家	3
二、煤炭资源与国际贸易比较：相对于国际产量，贸易量仍然较小	4
1、世界能源资源分布	4
2、煤炭资源与国际煤炭贸易比较	6
三、中国煤炭行业历史变迁与煤炭价格形成机制—产业结构从单一到无序竞争到走向集中，价格开始回归市场发现	9
1、中国煤炭行业历史变迁	9
2、煤炭行业变迁中，煤炭价格总体偏低	11
3、煤炭价格形成机制逐步完善	13
4、煤炭价格机制变迁中的煤炭产业结构调整	14
5、成本完备和资源有偿使用，有利于完善合理的煤炭价格形成机制	15
四、煤炭经营分析与国际资源价格比较：煤炭经营总体良好，煤炭价格在动态平衡中与国际接轨	17
1、煤炭行业生产与销售：煤炭供需大体平衡，略微偏紧	17
2、煤炭行业运输与库存：煤炭运输总体顺畅，库存相对合理	18
3、煤炭价格：从生产地、中转地和消费地来看，煤炭价格稳中有升	19
4、国际资源价格比较：国际煤价在需求带动下稳健上扬，中国出口动力煤价格与秦皇岛内贸下水煤价格相当	23
五、煤炭的宏观政策未来走势：产业整合从竞争走向集中，有利煤炭行业和谐发展	25
1、能源与煤炭行业“十一五”规划：强化煤炭资源集中	25
2、欧盟通过能源新政策：政策强化“节能减排”义务	25
3、节能减排，加大力度推进：单位 GDP 能耗下降成为考核指标	26
4、煤炭行业强化对小煤窑的关停：煤炭资源整合成为未来趋势	26
5、新的《煤炭法》有望尽快出台：保障煤炭行业发展规范	27
六、煤炭纵向产业链分析：供需分析—煤炭供需处在紧平衡	27
1、煤炭需求：依然强劲	27
2、国际煤炭供给：新增煤炭供给主要集中在亚洲地区，印度未来增幅明显	31
3、中国煤炭行业固定资产投资：十五及十一五初煤炭固定资产投资集中未来开始释放	32
4、煤炭供给：煤炭资源进一步集中，但煤炭有效供给能够保持稳步增长	32
5、煤炭运输：总体保持通畅	33
6、煤炭经营判断：行业转移成本能力加强，煤炭价格在成本支撑上升，吨煤利润保持相对稳定	34

七、煤炭行业未来业绩预测驱动因素分析：价格权重显著	36
1、煤炭行业近几年业绩增长的贡献分析	36
2、煤炭行业业绩增长预测中核心驱动因素比重	37
3、煤炭吨煤利润对价格与成本敏感性分析	38
八、煤炭产业横向分析：产业结构分析—国际视野下煤炭行业过度竞争走向集中有利于行业良性发展	39
1、煤炭行业产业集中度：产业集中度仍然偏低	39
2、煤炭行业竞争力比较：盈利水平虽在提高，但规模和人均效益仍处在较低水平	40
3、煤炭企业竞争力的国际比较：有些公司初步具成国际竞争力，但行业总体竞争能力仍然有待提高	41
4、煤炭类上市公司分析：上市公司盈利能力仍然保持较好水平	42
5、资源拥有和产品特质决定煤炭企业产业结构中地位	43
九、煤炭重点上市公司分析	44
1、中国神华 (1088.hk)：中国煤炭第一股	44
2、中煤能源 (1898.hk)：横跨国际与国内两个市场	45
3、大同煤业：底蕴决定厚度	46
4、兖州煤业：规模具有优势	47
5、西山煤电：稀缺体现价值	48
6、潞安环能：历史书写未来	50
7、兰花科创：进取赢得明天	51
8、国阳新能：并购仍在等待	52
9、神火股份：煤电铝一体化 关注铝业资产效益	53
十、煤炭行业估值与国际比较	55
1、中国 A 股市场估值分行业比较：煤炭估值基本与市场中枢相当，但与其他行业相比相对较低	55
2、煤炭行业国际估值水平：从全球来看，煤炭估值相对合理，主流公司低于国际平均水平	55
十一、煤炭行业投资建议：市场挖掘资源价值	57
(1) 市场挖掘资源价值	57
(2) 重化时期下，和谐发展需要提高能源使用效率，价格成为改进效率重要手段	57
(3) 能源整合和集中度提高，为上市公司带来的购并和整合所在地区资源的机遇。	57
(4) 供需支撑煤炭景气	57

插图目录

图 1：人类能源开发简史	1
图 2：处于世界经济快速发展阶段的国家能耗增速比较	2
图 3：中国与印度能源需求对比	2
图 4：美国、日本、中国与印度需求对比	2
图 5：世界一次能源消费结构	3
图 6：中国一次能源消费结构	3
图 7：世界主要国家一次能源消费结构	3
图 8：原煤产量增速与 GDP 增长的弹性关系	4
图 9：世界油气资源分布	5
图 10：世界煤炭资源分布	5
图 11：中国石油天然气分布	5
图 12：中国煤炭分布	5
图 13：2006 年世界煤炭探明储量的分布情况	6
图 14：2006 年世界 10 大产煤国产量	7
图 15：2006 年煤炭需求前 10 名国家	7
图 16：2007 年 1 至 5 月份中国煤炭进出口	9
图 17：中国煤炭发展变迁路径	10
图 18：中国煤炭历年产量	10
图 19：中国煤炭产业历年利润	10
图 20：国际原油价格与中国煤炭产量增速	11
图 21：1997 年 ~ 2004 年主要生产资料价格上涨的比较	13
图 22：煤炭双轨制下煤炭产业博弈成本分析	14
图 23：煤炭双轨制下煤炭产业博弈供求曲线变化	14
图 24：煤炭双轨制下煤价放开煤炭产业博弈成本分析	15
图 25：煤炭双轨制下煤炭产业博弈供求曲线变化	15
图 26：全国煤炭产量	17
图 27：国有重点煤矿产量	17
图 28：全国煤炭销量	17
图 29：全国产销量比较	17
图 30：主要产煤省市产煤增速比较	18
图 31：五省市占全国煤炭产量占比	18
图 32：我国煤炭社会库存	18
图 33：我国国有重点煤矿库存	18
图 34：全国煤炭铁路量	19
图 35：全国煤炭水运秦皇岛港运量	19
图 36：东北黑龙江地区产地价	19
图 37：河北开滦地区产地价	19
图 38：山东淄博地区动力煤价格	20
图 39：安徽淮南地区煤炭价格	20
图 40：山西晋城地区煤炭价格	20
图 41：山西阳泉地区煤炭价格	20
图 42：贵州地区煤炭价格	21
图 43：河南地区煤炭价格	21
图 44：秦皇岛不同煤种价格	21
图 45：京唐港不同煤种价格	21
图 46：江苏邳州港不同煤种价格	22
图 47：江苏双楼港不同煤种价格	22
图 48：上海消费地煤炭市场价格	22
图 49：南京消费地煤炭市场价格	22
图 50：澳大利亚 BJ 价格指数	23

图 51：国际煤炭价格比较	23
图 52：中国出口动力煤价格	23
图 53：中国进口动力煤价格	23
图 54：中国出口炼焦煤价格	24
图 55：中国进口炼焦煤价格	24
图 56：中国出口无烟煤价格	24
图 57：中国进口无烟煤价格	24
图 58：我国 10 亿元 GDP 能耗（石油、煤炭、天然气）	28
图 59：我国煤炭行业消费结构	29
图 60：中国火电发电量与增速	29
图 61：中国火电未来三年装机容量与增速	29
图 62：中国钢材产量与价格	30
图 63：中国未来三年钢材产量与增速	30
图 64：钢材价格指数	30
图 65：中国尿素产量与增速	30
图 66：中国未来三年尿素产量与增速	30
图 67：中国水泥产量与增速	31
图 68：中国未来三年水泥产量与增速	31
图 69：2000 年世界煤炭产量分布	32
图 70：预测 2030 年世界煤炭产量分布	32
图 71：煤炭产量增速与铁路运量增速比较	33
图 72：铁路货物运价水平变化	34
图 73：中国沿海散货综合运价趋势图	34
图 74：中信煤炭吨煤价格指数及预测	34
图 75：中信煤炭吨煤价格指数变化率及预测	34
图 76：中信煤炭吨煤成本指数及预测	35
图 77：中信煤炭吨煤成本指数变化及预测	35
图 78：中信煤炭吨煤利润指数及预测	35
图 79：中信煤炭吨煤利润指数变化及预测	35
图 80：2000 年 ~ 2007 年 5 月煤炭行业收入、产量、价格增长情况	37
图 81：影响煤炭行业业绩核心因素分析	37
图 82：中国煤炭产量及增长率	37
图 83：2005 年中国煤炭 100 强分销售收入分地区分布	40
图 84：2005 年中国煤炭 100 强分产量分地区分布	40
图 85：中国神华动态 PE 运行轨迹	44
图 86：中煤能源动态 PE 运行轨迹	45
图 87：大同煤业动态 PE 运行轨迹	47
图 88：兖州煤业动态 PE 运行轨迹	48
图 89：西山煤电动态 PE 运行轨迹	49
图 90：潞安环能动态 PE 运行轨迹	51
图 91：兰花科创动态 PE 运行轨迹	52
图 92：兰花科创剔除显著奇异点动态 PE 轨迹	52
图 93：国阳新能动态 PE 轨迹	53
图 94：神火股份动态 PE 运行轨迹	54
图 95：中国 A 股市场分行业涨幅统计	55
图 96：中国 A 股市场分行业估值比较统计	55
图 97：全国煤炭行业市盈率变化示意图	55
图 98：Peabody（美国）动态市盈率运行轨迹	56
图 99：神华（中国）动态市盈率运行轨迹	56
图 100：Sasol（南非）动态市盈率运行轨迹	56
图 101：BHP（澳大利亚）动态市盈率运行轨迹	56

表格目录

表 1：全世界能源需求（1966～2006 年）五年平均增长情况	2
表 2：1995～2006 年中国能源生产总量及结构	3
表 3：国际富煤国家煤炭资源储量比较	6
表 4：世界煤炭贸易量	7
表 5：2002～2004 年世界主要硬煤进出口国煤炭进出口量	8
表 6：国际市场煤价	8
表 7：世界分地区能源需求	28
表 8：四大煤炭需求行业主要产品 1996 年～2007 年 2 月产量增长情况	31
表 9：我国煤炭行业固定资产投资与产能释放预测	32
表 10：中国煤炭铁路运输	33
表 11：铁路货物运价总水平变化	34
表 12：历史煤炭行业利润的价格与产量贡献分析	36
表 13：2007 年煤炭行业吨煤利润对价格与成本敏感性分析	38
表 14：2008 年煤炭行业吨煤利润对价格与成本敏感性分析	38
表 15：2005 年中国煤炭企业 100 强煤炭产量前 10 强企业	39
表 16：中国煤炭企业 100 强与中国企业 500 强规模增速比较	40
表 17：2005 年中国企业 500 强中煤炭行业与制造业和服务业经济指标比较	40
表 18：2005 年中国企业 500 强中煤炭行业与制造服务业和服务业人均效益比较	41
表 19：2005 年中国企业 500 强中煤炭采选业各项经济指标及排名	41
表 20：2004 年国外煤炭生产规模排列前 10 家大集团公司煤炭产量	41
表 21：中国煤炭企业与国际煤炭企业净资产收益率与公司市值比较	42
表 22：煤炭类上市公司经营数据截至 2006 年 12 月 31 日	42
表 23：煤炭类上市公司经营数据截至 2007 年 3 月 31 日	43
表 24：煤炭类上市公司资源比较	43
表 25：上市公司与集团公司比较	44
表 26：上市公司与集团公司比较	45
表 27：大同煤业盈利预测	46
表 28：上市公司与集团公司比较	46
表 29：兖州煤业盈利预测	48
表 30：上市公司与集团公司比较	48
表 31：西山煤电盈利预测	49
表 32：上市公司与集团公司比较	49
表 33：潞安环能盈利预测	50
表 34：上市公司与集团公司比较	50
表 35：兰花科创盈利预测	51
表 36：上市公司与集团公司比较	52
表 37：国阳新能盈利预测	53
表 38：上市公司与集团公司比较	53
表 39：神火股份盈利预测	54
表 40：上市公司与集团公司比较	54
表 41：煤炭行业国际估值水平比较	56
表 42：重点上市公司盈利预测	58

一、煤炭的国民经济地位：中国更显突出

1、人类能源矿产资源开发利用简史

伴随人类文明发展和社会进步，能源的开发与利用，成为文明与进步的重要经济基础。人类能源开发利用，可以根据能源矿产使用，分为：

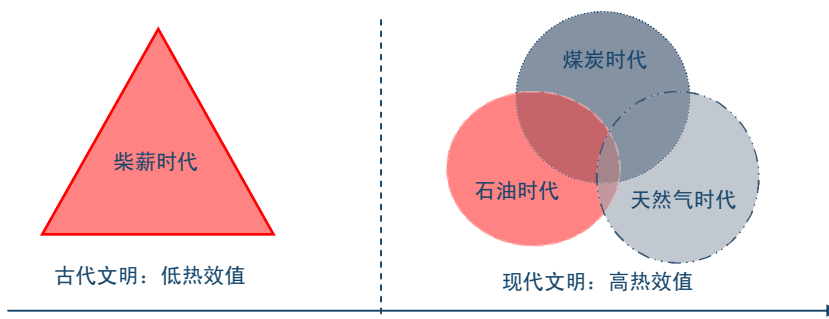
柴薪时代：人类从旧石器时代以火熟食和御寒后，长期使用柴薪作为能源以从事生产和改进物质条件。

煤炭时代：18 世纪 60 年代，蒸汽机的发明，英国产业革命的兴起，利用煤炭炼焦以及提供蒸汽机动力燃料量的急速增加，促进了能源利用的结构从薪炭向以煤炭为主的转变，使煤炭业成为 19 世纪资本主义工业化的动力基础。

石油时代：1895 年美国宾夕法尼亚州第一口机械油井开采，开始了近代石油业的发展。尤其是内燃机、各种用油机器发明。到 20 世纪 20 年代，石油需求量增大，世界能源矿产利用开始了由煤炭向以石油为主导的转变，石油成为 20 世纪用途广泛而又是影响政治、经济、军事的非常敏感的战略物资，出现了形式多样的争夺，引发过多次战争。

天然气时代：进入 21 世纪，天然气以其热值高，污染少和燃用方便、资源潜力大的优势，逐渐占据能源消费构成的更大比重。专家预测，21 世纪在化石燃料方面是“天然气的世纪”。

图 1：人类能源开发简史

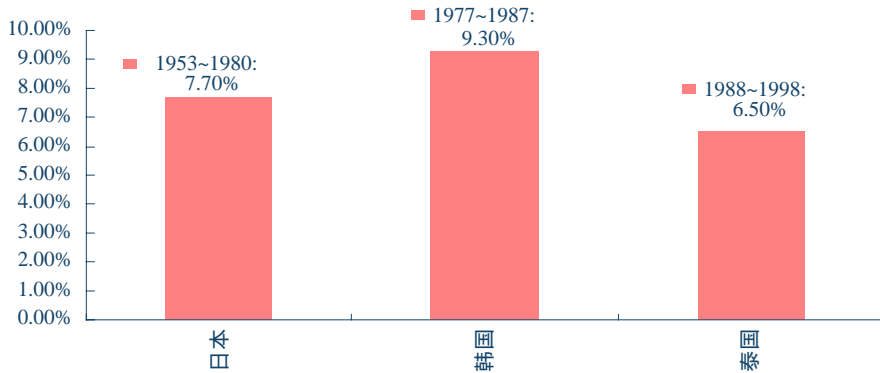


资料来源：中信证券研究部整理

2、经济发展的能源依赖

世界一些国家的发展经验表明，人均 GDP 达到 1000 ~ 3000 美元后，汽车、高档电器等高档耐用消费品将逐步走入家庭，消费结构的升级和重化工业的加速发展，人均 GDP 增长进入能源依赖型阶段，人均能源消费量将呈现明显上升的趋势。日本在同样的一个阶段 1953 年~1980 年的能源消耗量增长了 6.4 倍，年平均复合增长 7.7%。韩国 1977 年人均 GDP 达到 1000 美元时人均耗电量 627 千瓦小时、10 年后的 1987 年为 1525 千瓦小时，年均复合增长率 9.3%；1988 年泰国人均达到 1000 美元时人均能耗 618 公斤油当量，10 年后的 1998 年人均能耗 1112 公斤油当量，年均能耗复合增长率 6.5%。我国现价处于高能耗增长阶段，可能要持续增长 10 年以上。

图 2：处于世界经济快速发展阶段的国家能耗增速比较



资料来源：中信证券研究部收集整理

世界能源近五年（2001~2005年）能源需求增长率为 2.69%，高于 1991~1995 年的 1.09% 水平。

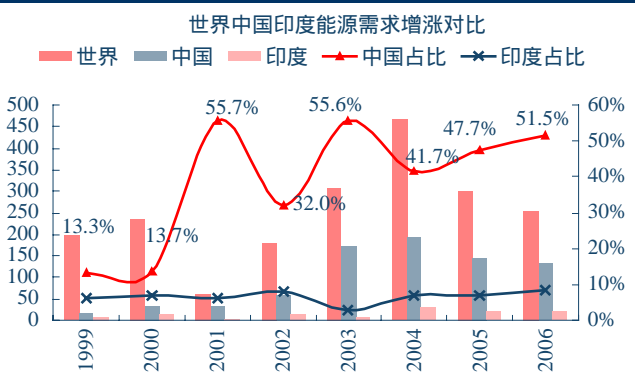
表 1：全世界能源需求（1966~2006 年）五年平均增长情况

百万吨油当量 (五年平能源需求增长率)	1966~ 1970 年	1971~ 1975 年	1976~ 1980 年	1981~ 1985 年	1986~ 1990 年	1991~ 1995 年	1996~ 2000 年	2001~ 2005 年	2006 年 (当年)
全球	5.44%	3.06%	2.82%	1.58%	2.53%	1.09%	1.64%	2.69%	2.40%
欧盟 27 国	5.26%	1.79%	2.20%	0.46%	0.59%	-0.10%	0.89%	0.80%	0.17%
OECD 经合组织	5.57%	1.80%	1.99%	0.16%	1.94%	1.49%	1.66%	0.74%	-0.11%
美国	4.71%	1.05%	1.44%	-0.55%	2.18%	1.51%	1.76%	0.34%	-1.02%
中国	6.95%	7.70%	4.40%	5.13%	5.17%	6.01%	1.13%	10.26%	8.37%
印度	4.29%	4.81%	4.63%	5.92%	7.17%	5.64%	4.73%	4.66%	5.37%

资料来源：中信证券研究部整理

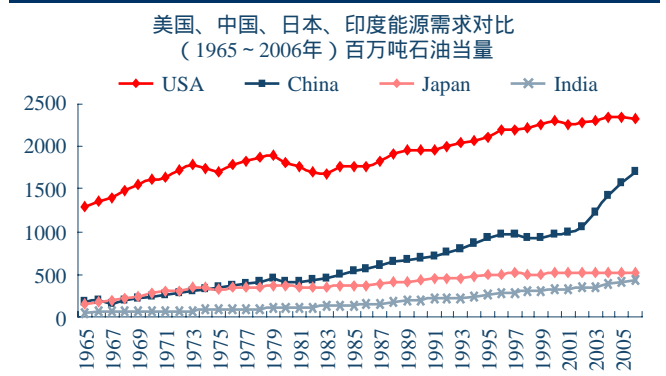
但美国和欧洲等发达国家世界能源需求增长低于 0.8%，增长的动力主要来自于发展中国家。中国、印度等成为世界能源需求增长的主要动力。

图 3：中国与印度能源需求对比



资料来源：中信证券研究部整理

图 4：美国、日本、中国与印度需求对比



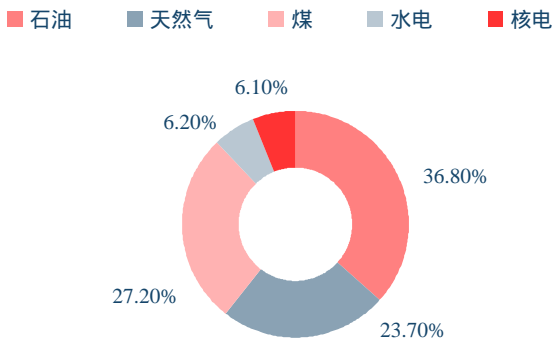
资料来源：中信证券研究部整理

我国在 2004 年人均 GDP 突破 1000 美元，以住宅、汽车、家电等消费需求为主的消费升级，对资源消耗增大，依赖性强；而且重工业的比重明显提升，带动了资源消费的增长。无论是消费升级的驱动，还是工业化进程的拉动，我国对资源的需求都已进入持续上升阶段。我国能源长期供应能力依然不容乐观。

3、中国是世界上煤炭需求增长最为迅速的国家

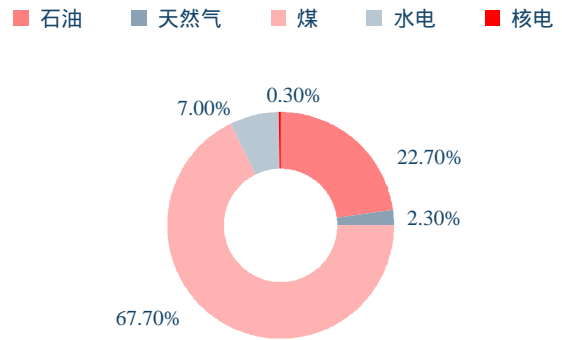
由于中国一次能源结构的原因，我国煤炭消耗量与产量位居世界第一；甚至到 2006 年，已经突破 23 亿吨，达到 23.82 亿吨，占到全世界煤炭总产量的 38.4%；但原油产量达 1.81 亿吨，居世界第 6 位。并且近几年来，我国煤炭产量仍然保持较高的增长水平。

图 5：世界一次能源消费结构



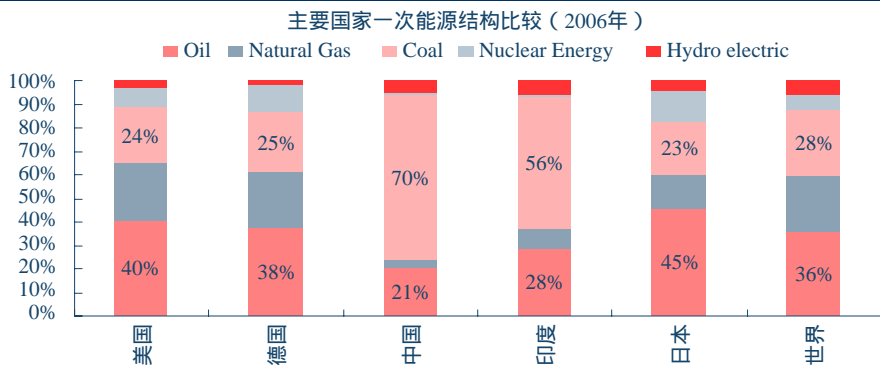
资料来源：中信证券研究部整理

图 6：中国一次能源消费结构



资料来源：中信证券研究部整理

图 7：世界主要国家一次能源消费结构



资料来源：中信证券研究部整理

煤炭在我国一次能源生产和消费中所占比重一直保持到 70% 以上。我国电力燃料的 76%、钢铁能源的 70%、民用燃料 80%、化工燃料 60%，均来至于煤炭。煤炭在我国能源消费中具有不可替代的地位。

表 2：1995 ~ 2006 年中国能源生产总量及结构

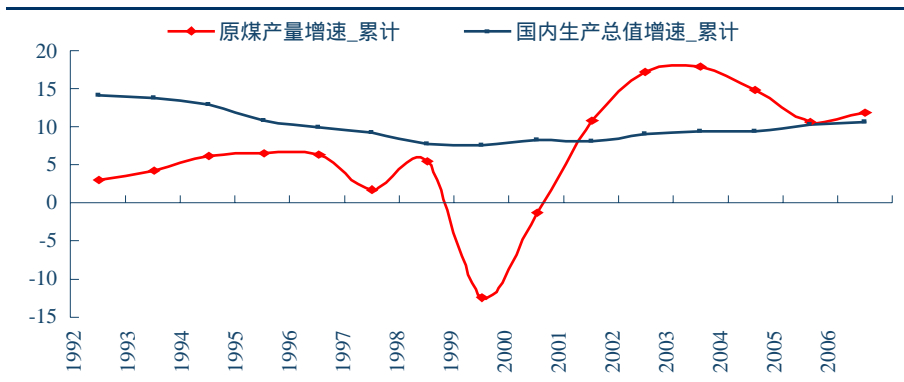
年份	能源生产总量 (万吨标准煤)	结构 (%)			
		原煤	原油	天然气	水电
1995	131176	74.6	17.5	1.8	6.1
1996	138948	74.7	18.0	1.8	5.5
1997	138173	71.5	20.4	1.7	6.2
1998	132214	69.6	21.5	2.2	6.7
1999	122000	67.1	23.4	2.8	6.7
2000	106988	66.6	21.8	3.4	8.2
2001	121000	68.0	20.2	3.4	8.4
2002	139000	70.7	17.2	3.2	8.9

年份	能源生产总量 (万吨标准煤)	结构 (%)			
		原煤	原油	天然气	水电
2003	160300	74.2	15.2	2.9	7.7
2004	197000	75.6	13.5	3	7.9
2005	206000	76.3	12.6	3.2	6.2

资料来源：《2006 年中国统计年鉴》 中信证券研究部整理

1992 年我国原煤产量增速为 3.1%，国内生产总值 GDP 增速为 14.2%，原煤生产对 GDP 增长的弹性系数为 0.22。随着经济持续发展，原煤产量对 GDP 的弹性系数持续下降；但在 1997 年爆发亚洲金融危机，原煤生产出现负增长。但是随着亚洲金融危机结束，中国重工业化程度不断加快，原煤生产对 GDP 弹性基本回落在 0.7~0.9 之间，国民经济对能源依赖逐渐显现。

图 8：原煤产量增速与 GDP 增长的弹性关系



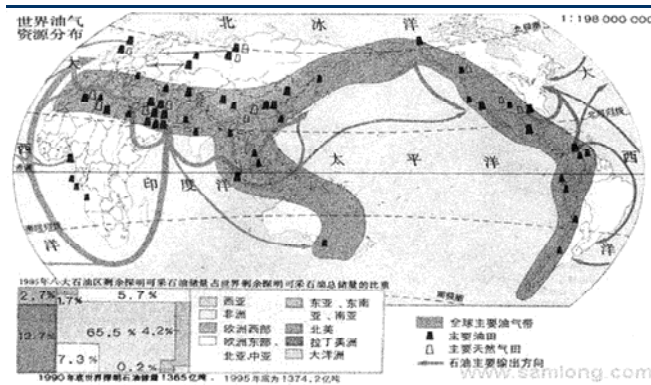
资料来源：CEIC 中信证券研究部

二、煤炭资源与国际贸易比较：相对于国际产量，贸易量仍然较小

1、世界能源资源分布

在前面我们分析，由于文明发展，经济对高效值能源需求越发明显。自 19 世纪 70 年代的产业革命以来，化石燃料的消费量急剧增长。初期主要是以煤炭为主，进入 20 世纪以后，特别是第二次世界大战以来，石油和天然气的生产与消费持续上升，石油于 20 世纪 60 年代首次超过煤炭，跃居一次能源的主导地位。虽然 20 世纪 70 年代世界经历了两次石油危机，但世界石油消费量却没有丝毫减少的趋势。此后，石油、煤炭所占比例缓慢下降，天然气的比例上升。同时，核能、风能、水力、地热等其他形式的新能源逐渐被开发和利用，形成了目前以化石燃料为主和可再生能源、新能源并存的能源结构格局。到 2003 年底，化石能源仍是世界的主要能源，在世界一次能源供应中约占 87.7%，其中，石油占 37.3%、煤炭占 26.5%、天然气占 23.9%。非化石能源和可再生能源虽然增长很快，但仍保持较低的比例，约为 12.3%。

图 9：世界油气资源分布



资料来源：中信证券研究部收集整理

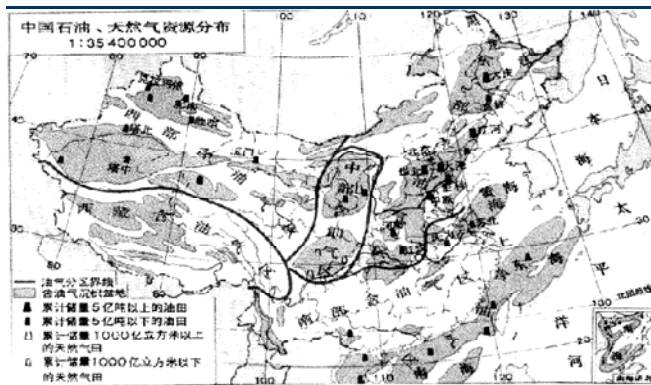
由于中东地区油气资源最为丰富、开采成本极低，故中东能源消费的 97% 左右为石油和天然气，该比例明显高于世界平均水平，居世界之首。在亚太地区，中国、印度等国家煤炭资源丰富，煤炭在能源消费结构中所占比例相对较高，其中中国能源结构中煤炭所占比例高达 68% 左右，故在亚太地区的能源结构中，石油和天然气的比例偏低（约为 47%），明显低于世界平均水平。除亚太地区以外，其他地区石油、天然气所占比例均高于 60%。

图 10：世界煤炭资源分布



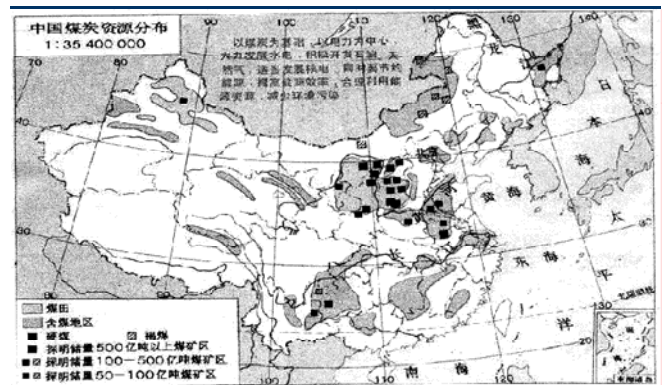
资料来源：中信证券研究部收集整理

图 11：中国石油天然气分布



资料来源：中信证券研究部收集整理

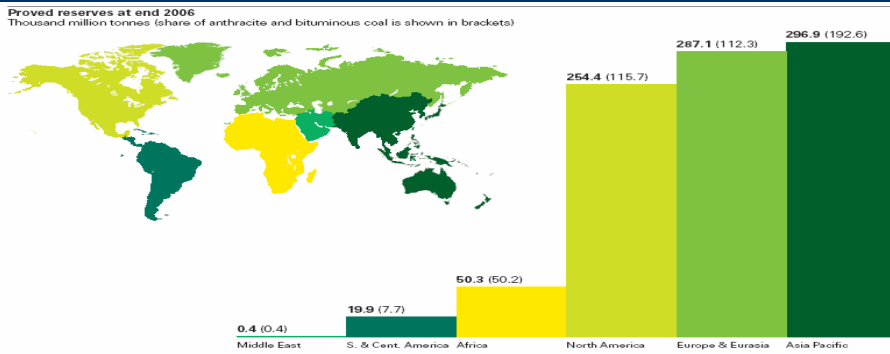
图 12：中国煤炭分布



资料来源：中信证券研究部收集整理

煤炭资源的分布也存在巨大的不均衡性。截止到 2003 年底，世界煤炭剩余可采储量为 9844.5 亿吨，储采比高达 192（年），欧洲、北美和亚太三个地区是世界煤炭主要分布地区，三个地区合计占世界总量的 92% 左右。同期，天然气剩余可采储量为 175.78 万亿立方米，储采比达到 67。中东和欧洲是世界天然气资源最丰富的地区，两个地区占世界总量的 75.5%，而其他地区的份额仅分别为 5%~7%。随着世界一些地区能源资源的相对枯竭，世界各地及国家之间的能源贸易量将进一步增大，能源运输需求也相应增大，能源储运设施及能源供应安全等问题将日益受到重视。

图 13：2006 年世界煤炭探明储量的分布情况



资料来源：中信证券研究部 转引自：BP Amoco Statistical Review of World Energy, June 2006

2、煤炭资源与国际煤炭贸易比较

(1) 资源储量

世界贸易组织的主要产煤国家大部分为 WTO 成员国，按照经济状况和煤炭资源开采的难易程度来划分，可将其分为三类：第一类为煤炭资源开采条件优的经济发达国家；第二类为煤炭资源开采条件劣的经济发达国家；第三类为发展中国家。

第一类产煤国：主要有 澳大利亚、南非和美国是世界上三大煤炭出口国，也是关贸总协定（即 GATT，WTO 的前身）的创始成员国。第二类产煤国：在西欧国家中现在只剩下 4 个产煤国：英国、德国、西班牙和法国。这四国均为 WTO 成员国。第三类产煤国：印度和印度尼西亚是 GATT/WTO 的成员国，尽管都属于发展中国家，但其煤炭工业的发展道路颇为不同。

从国际资源比较来看，美国、俄罗斯、中国、澳大利亚、印度和南非为世界主要富煤国家，这六个国家的煤炭资源储量总和占世界煤炭资源比重的 81.2%。其中，储量占世界资源比重超过 10%，有美国、俄罗斯、中国和印度。甚至，美国煤炭资源储量约占据世界煤炭资源的三成，并且美国的阿巴拉契亚煤田，为世界煤炭产量最多的地区。

表 3：国际富煤国家煤炭资源储量比较

单位：百万吨

国家或地区	无烟煤和烟煤	次烟煤和褐煤	合计	所占比重,%
美国	111338	135305	246643	27.1
俄罗斯联邦	49088	107922	157010	17.3
中国	62200	52300	114500	12.6
澳大利亚	38600	39900	78500	8.6
印度	90085	2360	92445	10.2
南非	48750	N/A	48750	5.4
全球	478771	430293	909064	100
主要富煤国家小计	400061	337787	737848	81.2

资料来源：中信证券研究部整理 转引自：BP Amoco Statistical Review of World Energy, June 2005

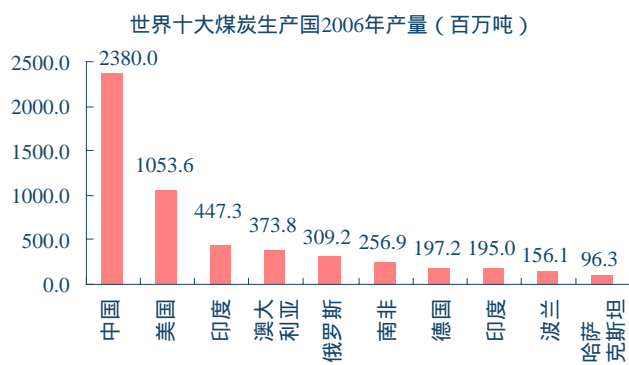
美国的阿巴拉契亚煤田，位于美国东部的阿巴拉契亚山地及其西侧的阿拉巴契亚高原。面积 1 8 万平方公里、地质总储量 3107 亿吨，探明储量 1013 亿吨，其中炼焦煤探明储量 163 亿吨（占美国的 92%）。地质条件优异，99%的煤层是水平或近水平煤层，煤层平均厚 1.7 米，煤质坚硬，瓦斯含量少，灰分低（14%）。

(2) 国际煤炭生产与贸易

根据最新数据表明，全球 2006 年原煤产量为 61.95 亿吨，其中中国产量为 23.8 亿吨，占全球产量 38.4%。全球煤炭产量前十名的国家，分别是中国、美国、印度、澳大利亚、俄罗斯、南非、德国、印尼、波兰和哈萨克斯坦。中国 2006 年煤炭产量是是美国产量的 2.3 倍、印度产量的 5 倍；接近是世界第 2 至第七名产煤国产量总和。

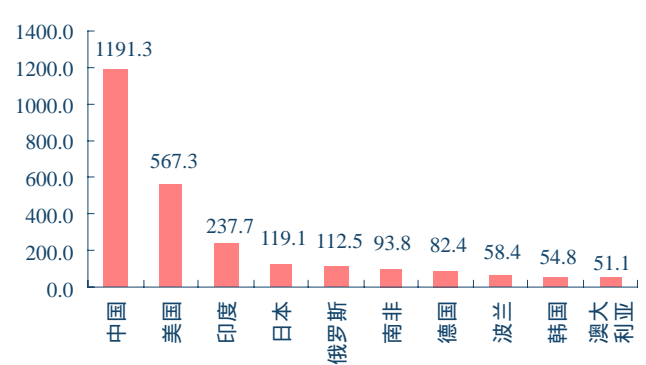
从 2006 年煤炭需求来看，中国、美国、印度、日本位居前列，其中，中国、美国煤炭需求与自身产量基本匹配，印度需求小于煤炭产量，澳大利亚煤炭需求更是自身产量的 1/3。

图 14：2006 年世界 10 大产煤国产量 单位：百万吨



资料来源：中信证券研究部整理

图 15：2006 年煤炭需求前 10 名国家 单位：百万吨油当量



资料来源：中信证券研究部整理

随着世界一些地区能源资源的相对枯竭，世界能源资源分布及需求分布的不均衡性，世界各个国家和地区已经越来越难以依靠本国的资源来满足其国内的需求，越来越需要依靠世界其他国家或地区的资源供应，世界贸易量将越来越大，贸易额呈逐渐增加的趋势。世界各地区及国家之间的能源贸易量增大，能源运输需求也相应增大，能源储运设施及能源供应安全等问题将日益受到重视。

由于中国与美国作为两个煤炭生产与消费大国，它们国内生产与需求大体匹配；加上煤炭相对于其他一次能源价格单位廉价性，制约煤炭大距离国际贸易经济性；因此，全球煤炭的贸易量占产量为比重约为 15%，不若国际其他一次能源贸易量与产量占比。从 2004 年世界煤炭贸易量看，全球煤炭产量为 55.85 亿吨，但煤炭贸易量为 7.55 亿吨，贸易量占全球产量比重为 13.5%。其中，动力煤贸易量为 5.4 亿吨，炼焦煤产量 2.1 亿吨，分别占全球贸易量的 62%和 28%。

表 4：世界煤炭贸易量 单位：百万吨

年份	动力煤	炼焦煤	总计
1990	214.8	171.5	386.3
1995	270.3	194.5	464.8
2000	390.8	184.9	575.7
2001	425.1	196.8	621.9
2002	435.8	187.1	622.9
2003	516.0	206.1	722.1
2004	540.7	214.3	755.0

资料来源：中信证券研究部 IEA, Coal Information 2005

从贸易国家结构来看，澳大利亚、印尼、中国、南非和俄罗斯成为煤炭主要出口国，它们出口量约占世界贸易量的 72%，其中澳大利亚和印尼出口超过

四成。虽然中国从绝对量来看，也是世界上重要煤炭出口国，但其出口量仅占到国内煤炭产量 4%~5%。日本、韩国、中国台湾、德国和英国是煤炭的主要进口国，它们进口量占全球贸易量的 53%，其中日本占到 24%。

表 5：2002~2004 年世界主要硬煤进出口国煤炭进出口量

单位：百万吨

出口：前 5 名国家	2002	2003	2004	进口：前 5 名国家	2002	2003	2004
澳大利亚	202.9	208.7	218.4	日本	162.7	168.3	183.5
印尼	74.2	84.7	107.4	韩国	70.1	71.7	79
中国	83.9	94	86.6	中国台湾	52	54.7	60.2
南非	68.5	71.5	66.4	德国	33.1	34.9	38.9
俄罗斯	43.5	54.6	65.2	英国	28.7	31.9	36.1
总计	653.0	707.4	754.9	总计	653.0	707.4	754.9

资料来源：中信证券研究部 IEA, Coal Information 2005

由于煤炭贸易量占全球煤炭产量的比重比例不大，在原有煤炭全球供求平衡下，任何一个有影响煤炭需煤国需求量的波动，都会对国际煤炭价格造成重大影响。中国经济在 2003 年出现煤电油运紧张，结果在 2004 年的国际煤炭价格中，明显看到依赖中国煤炭进口的日本进口动力煤价格、炼焦煤价格在 2004、2005、2006 年大幅攀升。日本进口动力煤价格 2005 年相对 2004 年上涨 48%，2006 年相对 2005 年继续上涨 23%。

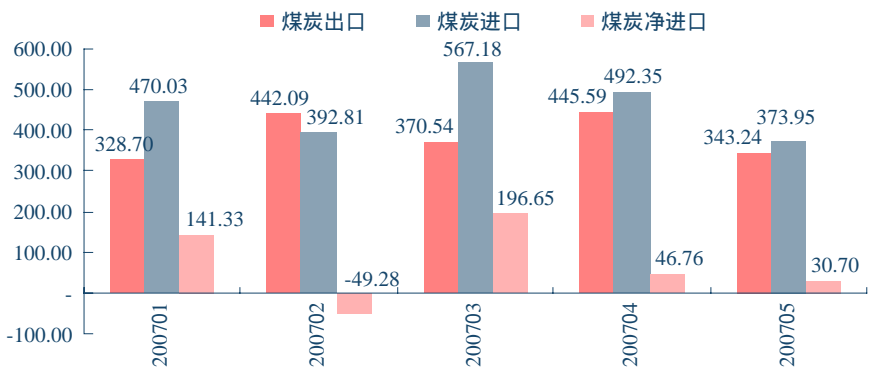
表 6：国际市场煤价

年份	西北欧标价	美国发电用煤到厂价	日本进口炼焦煤到岸价	日本进口动力煤到岸价
1990	43.48	33.33	60.54	50.81
1995	44.50	29.85	54.47	47.58
1996	41.25	29.16	56.68	49.54
1997	38.92	28.79	55.51	45.53
1998	32.00	28.31	50.76	40.51
1999	28.79	27.46	42.83	35.74
2000	35.98	27.13	39.69	34.58
2001	39.29	27.54	41.33	37.96
2002	31.65	28.33	42.01	36.90
2003	42.52	28.62	41.57	34.74
2004	71.90	64.33	60.96	51.34
2005	61.07	70.14	89.33	62.91
2006	63.67	62.98	93.46	63.04

资料来源：中信证券研究部 BP Statistical Review of World Energy, June 2006

在国内煤炭强劲需求推动下，2007 年中国开始成为煤炭净进口国。在 1 到 5 月份，除 2 月份中国春节因素，中国煤炭出口略大于进口外，其他月份都为净进口。1-5 月份，中国煤炭出口为 1930 万吨，进口为 2296 万吨，净进口为 366 万吨。

图 16：2007 年 1 至 5 月份中国煤炭进出口 单位：万吨



资料来源：国家安监局 中信证券研究部整理

三、中国煤炭行业历史变迁与煤炭价格形成机制—产业结构从单一到无序竞争到走向集中，价格开始回归市场发现

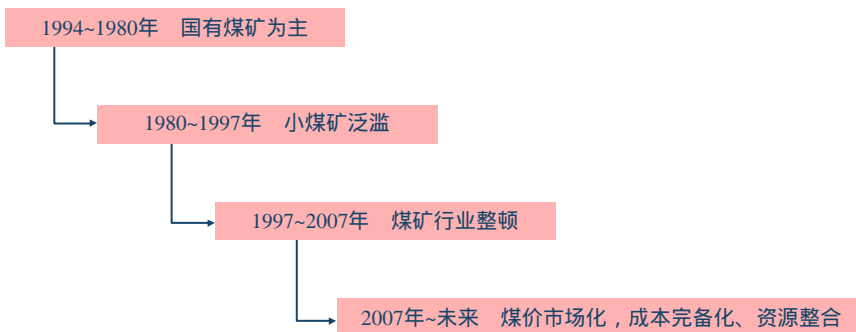
1、中国煤炭行业历史变迁

新中国成立以来，煤炭在我国一次能源消费中比重一直占 2/3 以上。中国超过美国成为世界上煤炭生产第一大国，那是在 1991 年。中国是个相对富煤贫油的国家，在煤炭、石油和天然气这三种可耗竭常规能源中，储量与产量之比分别是 200.48、14.34 和 63.65（注：国家统计局 2003 年数据）。在 2004 年，国务院先后 3 次召开常务会议专题研究煤炭工业改革与发展问题。国务院常务会议讨论并原则通过的《能源中长期发展规划纲要（2004~2020）》（草案），确定了“以煤炭为主体、电力为中心、油气与新能源全面发展战略”。煤炭主体地位得到认同，煤炭在未来相当长的一段时间内将依然是中国主要的一次能源。

在 20 世纪 80 年代之前，煤炭生产主要由国有煤矿承担。80 年代初期由于我国煤炭供不应求，煤炭成为国民经济发展的重要制约因素之一，因而政府在加快国有重点煤矿建设同时，放宽了办矿政策。1983 年 3 月，国务院颁发了《关于加快发展小煤矿的八项措施》的文件；1984 年 4 月，政府提出要“有水快流”；1985 年 1 月，政府提出了“国家、集体、个人一齐上，大、中、小煤矿一起搞”的发展煤炭工业的方针，掀起了全国大办乡镇煤矿的热潮。在上述政策的指导下，乡镇、集体和个体煤矿发展迅速，其产量占全国煤炭总产量的比重迅速从 1980 年的 18.3% 上升到 1990 年的 56%、1995 年的 63%。而与此同时国有重点煤矿的产量比重逐渐有 1980 年的 81.6% 下降到 1990 年的 44%、1995 年的 37%。

进入 20 世纪 90 年代后，尽管我国经济发展迅速，但国有煤炭企业却在市场竞争中步履沉缓、不堪重负，经营业绩每况愈下。从 1996 年二季度煤炭供大于求出现到 2000 年，市场连续疲软，导致销售困难，价格一跌再跌，贷款拖欠日增月添居高不下，给煤炭企业造成很大困难，企业经济效益严重滑坡，沦入大面积亏损的状态。

图 17：中国煤炭发展变迁路径

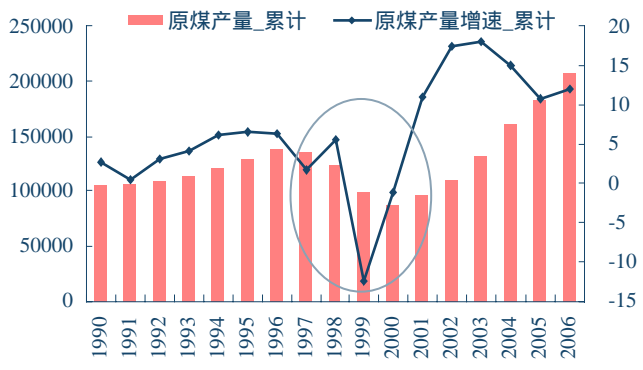


资料来源：中信证券研究部整理

为了调整供需，解决国有煤炭企业的困境，1996 年国家开始实施关井压产的策略，该年国有重点煤矿产量在煤炭总产量中所占比重提高了 4 个百分点；此后开始在全国范围内进行煤炭生产秩序整顿，并大力落实关井压产的政策，从 1997 年到 2000 年底，全国煤炭系统共关闭各类小煤矿 4.73 万处，压产 3.48 亿吨，国有煤矿产量比重有 1997 年的不足 39.9%，逐步提高到 1999 年的 49%，2000 年的约 56%；而包括各类小煤矿在内的乡镇煤矿所占的比重则由 1997 年的将近 47%，下降到 1999 年的 31%，2000 年的 21%。2000 年，三大类煤矿中，国有重点煤矿产量 5.36 亿吨，同时上升 4.5%；国有地方煤矿产量 2.01 亿吨，同比下降 5.0%；乡镇煤矿产量 2.61 亿吨，同比下降 26.2%。

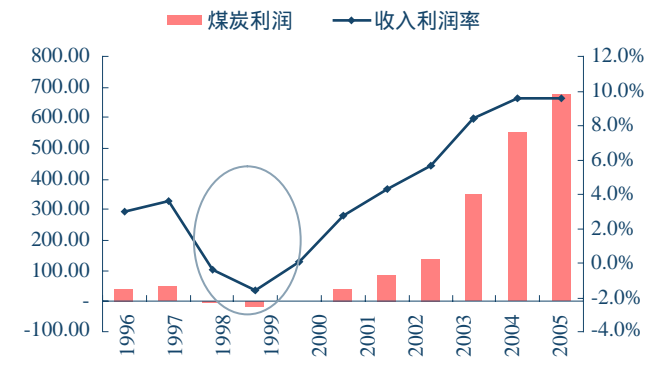
受上述一些政策和宏观环境的影响，中国煤炭产量几年来也是大起大落：1989 年为 10.54 亿吨，随后逐步攀升到 1996 年的 13.74 亿吨，接下来开始逆向而行，1999 年回落 10.44 亿吨，2000 年跌到 10 亿吨以下，生产原煤 9.98 亿吨，比 1999 年减少 0.47 亿吨，下降 4.5%。

图 18：中国煤炭历年产量



资料来源：国家统计局

图 19：中国煤炭产业历年利润



资料来源：国家统计局

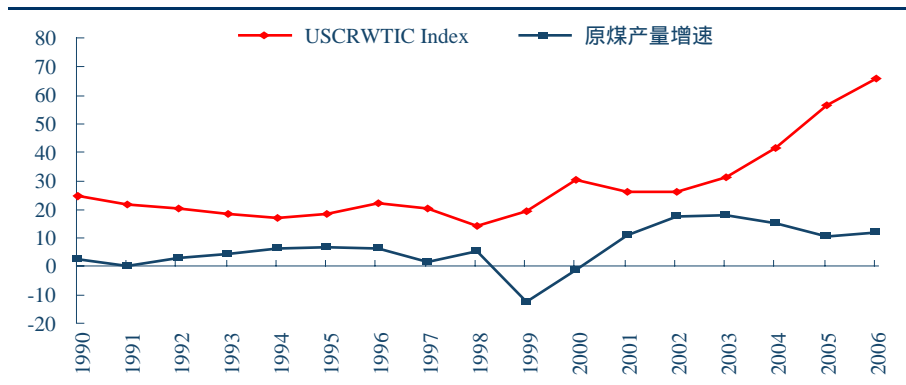
在国家有关部门进一步加大对关井限产力度、煤炭生产减少的同时，国际石油价格持续上涨却带动了煤炭需求的增加，从 2000 年下半年开始，我国煤炭市场出现了不同程度的好转，煤炭市场严重供大于求的局面开始有所改善，煤炭交易价格逐步回升，2003 年发展到出现能源短缺局面，煤炭生产供不应求。中国煤炭工业似乎经过一个轮回又回到 20 世纪 80 年代初期能源短缺境地。

随着我国经济发展进入 21 世纪，经济发展进入一个新的阶段，经济对能源依赖逐渐显现，考虑到能源安全和我国能源结构特点，在相当长时期内中国能源供应还会以煤炭为主。由于建设一个大型煤矿和大型矿区耗费时间较长，

针对 2003 年到 2005 年之间国内能源短缺，短期内大中型煤矿无法大规模增加产量，依靠小煤矿来弥补产量缺口已经成为无法回避的选择和事实。由于煤炭价格不断上涨，从 2000 年开始小煤矿产量出现回升，2002 年小煤矿产量比重恢复到 30%。20 世纪 90 年代末制定的一系列限制小煤矿发展的政策受到强烈的挑战。

但在 2003 年后，随着经济对能源诉求，和能源价格一路飙升，刺激着包括小煤矿在内的我国煤炭产量快速增长。但是众多小煤矿的资本逐利性，逐渐暴露出煤炭这个高危行业的安全问题，并且这个问题在随后几年中越来越突出，并引起社会广泛关注。在 2005、2006 年，国家在引导煤炭资源走向集中同时，再次加大关闭小煤矿力度，试图实现煤炭行业科学和谐发展。

图 20：国际原油价格与中国煤炭产量增速



资料来源：国家统计局 Bloomberg

2、煤炭行业变迁中，煤炭价格总体偏低

价格是经济的集中反映，它是生产、流通、消费，乃至整个社会经济生活的一种重要的调节器。分析煤炭行业历史发展变迁，重点也需要了解煤炭价格。考察煤炭价格现状不仅要分析煤炭绝对价格水平和相对价格体系(也可叫比价)，还要分析煤矿出矿价格与用户实际支付价格关系，更要分析一定时期内煤炭价格与相关产品价格变动幅度。

(1) 绝对价格水平低

新中国成立以来，我国一直对煤炭产品实行低价政策。1992 年国家放开煤价的同时，又对电煤实行政府指导价，煤炭价格实际上是放而不开，价格水平一直很低。煤炭行业长期处在微利和亏损边缘。从 1981 年开始到 2002 年（其中只有 1981 年是微利的，当年利润仅有 866 万元）的 22 年间国有重点煤矿整体亏损，且亏损额不断增加，最高年亏损额达到 59.41 亿元。按照平均利税率计算的价格扭曲率，这一时期内的煤炭价格属于严重偏低。并且，我国煤炭价格大大低于国际市场价格。从 2004 年 1~9 月份，出口动力煤秦皇岛离岸价为 50~60 美元/吨，按国家当时汇率计算，合人民币 413~496 元/吨，比同期国内贸易煤炭离岸价每吨高出 60~80 多元人民币。

(2) 比价不合理

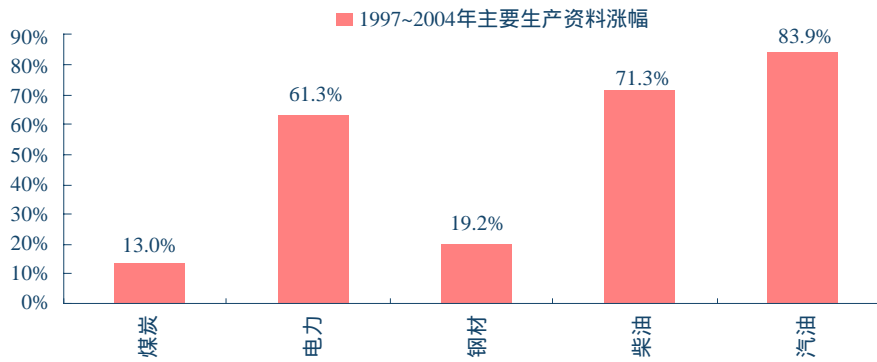
市场经济主要是通过价格信号配置资源的，而这种价格信号主要是指相对价格，也叫比价。我们判断煤炭价格是否合理在看绝对价格的同时，更要看煤炭与其他商品和生产要素的比价以及在其他能源产品的比价是否合理。从能源比价看，世界上普遍存在煤炭价格偏低现象，据国际能源机构（EIA）统计报告显示，按照同等发热量计算价格，以 1995 年经合组织国家能源价格为例，发电用重油、发电用天然气、民用天然气、发电用动力煤、工业用电、民用电的比例关系为 10 : 8 : 27 : 5 : 62 : 100。到 2002 年，除煤炭以外，世界能源市场其他能源品种比价有不同程度上调，以能源大国为例，上述能源品种比价关系为 15 : 17 : 37 : 5 : 58 : 100。我国能源市场煤炭价格偏低现象比较突出。据测算，2002 年我国煤炭、汽煤油、液化天然气和电力终端销售价格比例关系则为：7 : 49 : 37 : 100。再从电煤采购成本和电力售价比例关系来看，我国煤炭价格也是偏低。2002 年，美国电煤平均进厂价格为 3.57 美分/kwh，终端平均电价为 7.02 美分/kwh，电煤价格是电价 50%。据测算，同期我国终端平均电价为 0.59 元/kwh，电煤平均进厂价格为 0.12 元/kwh，电煤价格只是电价的 20%。两者差距十分明显。出矿价与到厂价存在较大差距。价格通常包括，出矿价、中间价（转口价）和到厂价。煤矿计算效益的价格是出矿价。我国煤炭销售中间环节比较多，目前销售中间环节费用上涨幅度大，煤矿实际获得价格上涨收益很少。以山西大同到浙江电厂煤炭价格为例，2004 年 6 月份计划内煤炭出矿价格 169.20 元/吨，比 1997 年 163.84 元/吨，吨煤上涨 5.36 元，涨幅 3.3%；实际到港价高达 373.90 元/吨。其中，流通费用 204.70 元，占煤炭到港价格的 55.75%。上述价格还不包括用户提货费用，如果是计划外煤炭价格则更高。

(3) 煤炭价格上涨低于其他生产资料的上升幅度

计划经济时期，我国物价总体水平基本没有大的变动，再加上国家对国有煤炭企业实行统收统支政策，收入与企业经济效益不挂钩，煤炭价格上涨低于生产资料价格上涨幅度矛盾不突出。随着市场经济的发展，我国工业品出厂价格（除少数，如电力价格外）几乎全部由市场决定。生产资料价格由市场决定，在这种情况下占煤炭消费总量一半以上的电煤，政府指导价则长期低于市场价格。

据国家统计局资料显示，能源产品中煤炭价格上涨幅度低于其他能源产品价格上涨幅度。以 1992 年煤炭、电力、石油产品价格为 100 的话，2003 年的煤炭产品价格指数为 266.47，电力为 303.41，石油为 556.39。煤炭价格上涨幅度也低于煤矿主要用生产资料价格和其他成本支出的上涨幅度。2004 年 5 月，煤炭工业协会对部分企业煤炭与所用生产资料价格上涨情况做了一次调查。以华东为例，商品煤综合售价有 1997 年的 211.42 元/吨增加到 2004 年 4 月的 238.93 元/吨，增幅 13.01%。但电力综合价格由 1997 年的 0.312 元/度上涨到 2004 年 4 月的 0.5 元/度，增幅 60%。钢材平均价格由 1997 年 2819 元/吨增加到 2003 年 3361 元/吨，增幅 19.23%。汽油由 1997 年的 2230 元/吨上涨到 2003 年 4100 元/吨，增幅 79.82%。柴油由 1997 年的 2080 元/吨上涨到 2003 年的 3564 元/吨，增幅 71.35%。以上数据表明，煤价涨幅大大低于主要外购原材料和电力价格涨幅。

图 21：1997 年~2004 年主要生产资料价格上涨的比较



资料来源：中信证券研究部 国家统计局

3、煤炭价格形成机制逐步完善

我国煤炭价格形成机制按照时间顺序大体分为四个阶段：

第一个阶段（建国到 1985 年前后）：国家制定煤炭价格，价格单轨制。建国初期，在我国产品定价理论和实践中，流行着前苏联的一种观点和主张，即重工业创造的纯收入的一部分，应该轻工业和其他生产用品的部门实现，主张对生产资料采取低价政策，这在当时是十分必要的。随着经济的发展，煤矿开采规模和机械化水平的提高，职工劳动保护条件和待遇的改善，以及资源条件的变化，煤炭生产成本相应增加，但由于煤价“牵一发而动全身”，国家对煤炭价格调整采取了慎之又慎的态度。这期间国家五次调整煤价，都是微调。一直没有从根本上考虑煤炭价值补偿和市场决定价格问题。结果是经过调价价格失衡问题有所缓解，但很快出现价格复归和出现更大的价格矛盾。这一时期的煤炭价格既不反映价值，也不反映供求关系。

第二个阶段（1985 年前后 1993 年底）：国家控制大部分煤价，价格双轨制。从 1985 年前后，国家一方面支持小煤矿发展，小煤矿价格开始后随行就市；另一方面对国有煤矿进行总承包，允许煤矿超产煤和超能力煤加价。开始对煤炭价格实行松动政策。

第三个阶段（1993 到 2004）1993 年以后国家逐渐放开煤价，到 2002 年决定全部放开电煤价格，历时 10 年。这一时期电煤仍然执行的是政府指导价，煤炭价格时上放而未开。即使是政府决定全部放开电煤价格后，重点合同电煤价格与市场煤价格的差距仍非常大，2002 年当年全国电煤平均价格比市场煤低 40~70 元/吨。

2004 年以来，全国煤电油运继续全面紧张，6 月中旬国务院针对煤炭供需形势决定，“电价调整后，电煤价格不分重点合同内外，均由供需双方协商确定”，表明了政府彻底放开电煤价格的决心。但由于历史的惯性、部分地方政府的干预和发电企业集中采购优势，真正意义上协商确定煤炭价格的机制没有形成，电煤与市场煤价格、计划内与计划外、省内和省外 3 种价格差距依然较大。

第四阶段（2004 持续到 2007 年初到今）：价格双轨逐渐并轨。随着 2007 年一年一度由发改委主持“煤炭订货会”转型为市场自发协商的“煤炭供需见面会”，全面初步确立了市场来决定商品供需关系。

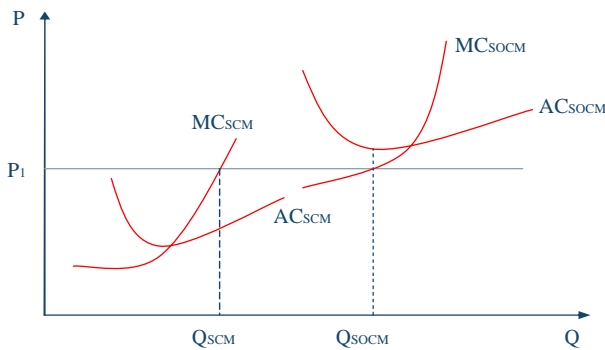
4、煤炭价格机制变迁中的煤炭产业结构调整

在理清煤炭行业发展变迁轨迹后，对煤炭产业进行必要经济规律认识，有助于研判未来市场化方向下煤炭产业的经济景气。对变迁阶段经济分析重点，放在煤炭价格双轨制下价格放开之前和煤炭价格存在双轨下价格放开下行业景气分析。

(1) 煤炭双轨制下，煤炭价格管制下的煤炭产业结构分析

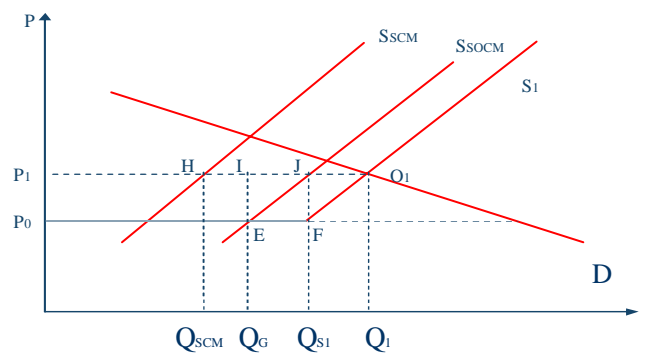
在煤炭价格形成第二的阶段，也就是在 1985 年到 1993 年时期。在这个时期，政府鼓励小煤矿的发展，允许小煤矿根据市场价格决定生产与销售数量，对国有煤矿还依然实行较严格的计划管理，管理的手段主要为：(1)每年国家对国有煤矿下达产量计划指标；(2)对国有煤矿进行补贴；(3)规定产量计划内煤炭销售价格；(4)允许国有煤矿计划外产量按规定加价或按市场价格出售。在这种情形下，小煤矿与国有煤矿之间博弈关系，可以用图 19、20 来表示。

图 22：煤炭双轨制下煤炭产业博弈成本分析



资料来源：中信证券研究部

图 23：煤炭双轨制下煤炭产业博弈供求曲线变化



资料来源：中信证券研究部

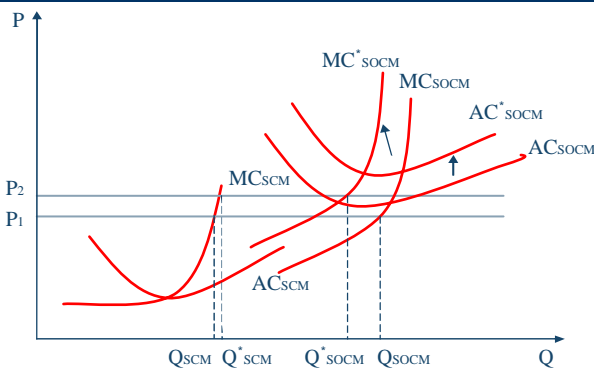
在图 19 中， AC_{SOCM} 表示存在国家补贴时，国有煤矿的平均成本， MC_{SOCM} 表示存在国家补贴时，国有煤矿的边际成本。 AC_{SCM} 表示小煤矿的平均成本， MC_{SCM} 表示小煤矿的边际成本。小煤矿的平均成本低于国有煤矿的平均成本。在图 20 中， D 表示煤炭的需求曲线， S_{SCM} 表示小煤矿的供给曲线， S_{SOCM} 表示国有煤矿的供给曲线。(1) 由于政府规定国有煤矿计划内的价格，所以市场价格不会低于计划价格。当市场价格等于国家规定计划价格时，整个市场供给等于国有煤矿计划量加上小煤矿生产的产量。其中， $P_G E$ 代表国家计划产量， EF 等于在价格为 P_G 时小煤矿产量，两者之和为 $P_G F$ 。(2) 当市场价格高于 P_G 为 P_1 ，整个市场煤炭供给量等于国有煤矿计划产量(Q_G)、国有煤矿计划外产量($Q_{S1}-Q_G$)和小煤矿产量(Q_1-Q_{S1})三个部分。市场供给曲线为 $P_G F S_1$ 。

在 1985 年前，企业只能按国家规定产量进行生产，按规定价格销售，没有计划内和计划外之分，同时国家对小煤矿产量和价格也严格控制，在价格 P_G 时，市场需求量为 $P_G G$ ，供给量为 $P_G F$ ，市场上煤炭存在短缺，短缺数量为 FG 。在 1985~1993 年，国家实行价格双轨制和鼓励小煤矿发展政策，市场供给曲线为 $F S_1$ 。在市场价格 P_1 下，小煤矿最佳产量为 Q_{SCM} ，对应的平均成本 AQ_{SCM} 小于市场价格 P_1 ，存在经济利润。国有煤矿最佳产量为 Q_{SOCM} ，对应平均成本高于市场价格，存在亏损。由于小煤矿存在利润，吸引小煤矿投资。随着小煤矿加入，市场供给右移，市场均衡价格走低，国有矿计划外产量在不断下降，国有矿亏损增加，小煤矿产量增加。这一点，从 1985 年国有重点矿、国有地方矿和小煤矿产量比重为 50.8%、25.4% 和 23.8%，下降到 1995 年 44.5%、18.7% 和 39.6%。

(2) 煤炭双轨制下，煤炭价格放开下的煤炭产业结构分析

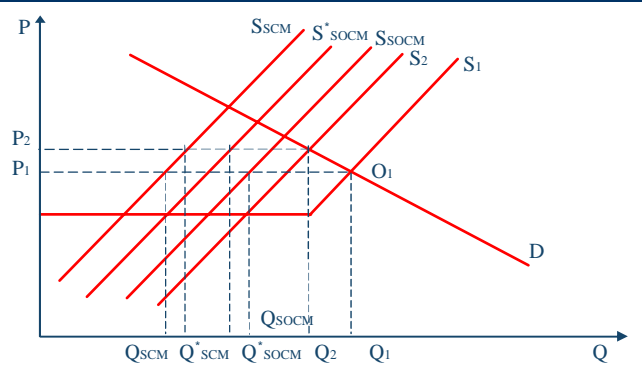
在煤炭价格形成的第三个阶段，也就是 1993 年到 2004 年时期。在 1993 年开始，政府取消煤炭价格管制（发电用煤除外）和对国有煤矿产量的计划管制，由市场决定煤炭价格，同时逐年取消国有煤矿补贴。取消补贴后，国有煤矿的实际平均成本和边际成本均提高。图 21 中 MC_{SOCM}^* 和 AC_{SOCM}^* 表示新的变化的国有煤矿的实际边际成本和实际平均成本，图 22 中 S_{SOCM}^* 表示新的国有煤矿供给曲线。由于取消补贴后，国有煤矿供给曲线向左上移动， S_2 表示国有煤矿取消补贴后新的市场供给曲线。

图 24：煤炭双轨制下煤价放开煤炭产业博弈成本分析



资料来源：中信证券研究部

图 25：煤炭双轨制下煤炭产业博弈供求曲线变化



资料来源：中信证券研究部

第一，从短期来看，取消补贴后，市场供给曲线向左上方移动，新的价格水平为 P_2 。国有煤矿产量将减少，小煤矿产量增加。由于取消补贴后国有煤矿生产成本提高，国有煤矿在较高的价格水平上反而减少产量，依靠提高煤炭价格并不能实现扭亏。另一方面，小煤矿在国家放开煤炭价格后，产量增加，经济利润增加。

第二，从长期来看煤炭放开后小煤矿经济利润增加将吸引新的投资者进入煤炭行业。由于投资限制，只能投资小煤矿，小煤矿数量增加，供给曲线右移。国有煤矿在取消补贴后，为了维持生存，必然加大改革力度，采取措施降低成本。在新的均衡价格和产量上，国有煤矿产量增加速度取决于成本下降速度，小煤矿产量增加速度取决于现有小煤矿扩大产量速度和新的小煤矿增加的速度。

5、成本完备和资源有偿使用，有利于完善合理的煤炭价格形成机制

由于小煤矿的成本经营没有充分反映社会成本，小煤矿与国有煤矿竞争中，形成成本落差，不利于合理煤炭价格机制形成。为此，成本完备和资源有偿使用，必须反映到煤炭价格中去。

(1) 完全成本，充分补偿

煤炭价格合理性的基础是建立在企业成本核算真实、完整的基础上。煤炭企业成本必须准确反映它的资源成本、生产成本和环境成本以及退出和发展成本。资源成本是企业获得矿权的全部支出，生产成本是企业生产过程全部费用支出，环境成本是开采、运输和使用煤炭过程对环境破坏的补偿成本，退出成本是企业调整、关闭的全部支出，发展成本是煤矿用于开发新的资源建设新井的投资（至少是资本金部分）。

（2）劣等资源条件定价

我国煤炭资源与主要产煤国家相比，开采条件属于中等偏差，好的资源并不是很多。根据国土资源部对中国煤炭资源可供性分析，我国可供（经济开采）煤炭资源仅有 900~1100 亿吨，必须因地制宜开采一些劣等资源。开采劣等资源煤矿，要耗费更多的物化劳动和活劳动，如果按照平均成本确定价格，这些煤矿由于严重亏损，不可能开办。根据资源绝对地租原则，这些煤矿耗费的劳动也是社会必要劳动，应该得到充分补偿。国家可以通过征收资源使用费用和所得税对不同煤矿收益进行调节。

（3）供求大体平衡

煤炭是关系到国计民生的重要生产资料，供求关系对各行各业有很大影响。因此，完善煤炭价格机制应该有利于煤炭供求大体平衡。价格对供求双反都有巨大调节作用。合理的价格水平和价格形成机制，既能抑制不合理的消费需求，又能促进生产和流通，从而保证供求关系的动态平衡。

（4）比价合理

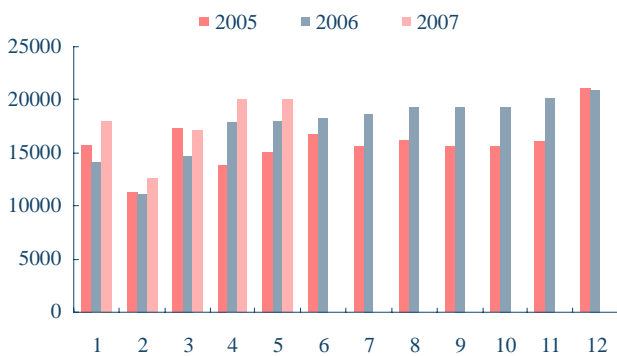
在行业之间，国家应切实采取措施，控制下游产品价格涨价幅度低于上游产品涨价幅度，这样才能使它们之间的比价逐步趋向合理，而不是上游产品涨价后，下游产品也轮番涨价，造成比价复归。好的价格机制，在比价处理中，体现优质优价，保护紧缺煤种资源，比如主焦煤。

四、煤炭经营分析与国际资源价格比较：煤炭经营总体良好，煤炭价格在动态平衡中与国际接轨

1、煤炭行业生产与销售：煤炭供需大体平衡，略微偏紧

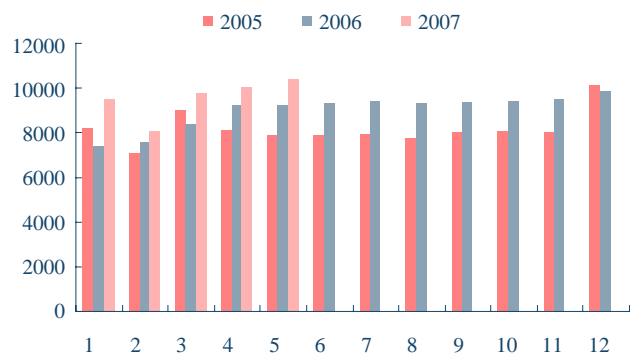
截至 2007 年 5 月份，全国煤炭产量累计为 8.79 亿吨，同比增速为 16.07%（煤炭工业协会口径）；其中国有重点煤矿累计产量为 4.78 亿吨，占全国产量 54.4%。

图 26：全国煤炭产量 单位：万吨



资料来源：国家安监局

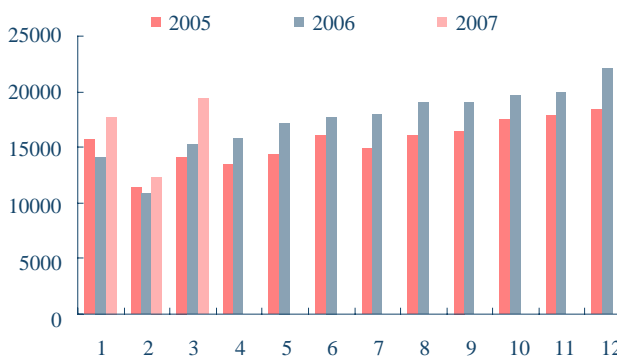
图 27：国有重点煤矿产量 单位：万吨



资料来源：国家安监局

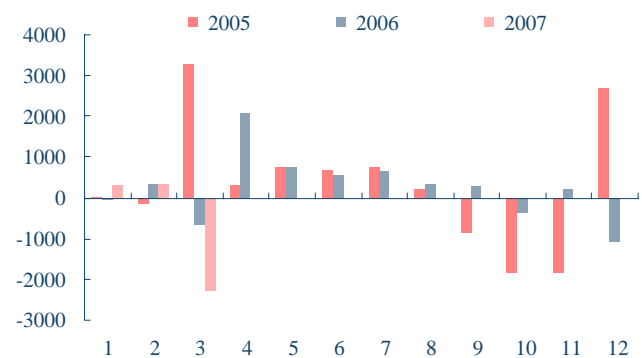
2007 年 1-3 月份，全国煤炭销量 4.94 亿吨，同比增长 22.8%。1 月份煤炭产销差额为 301 万吨，2 月份为 346 万吨，3 月份为-2247 万吨；1-3 月份销量超过产量为 1630 万吨，占煤炭产量的 3%。煤炭产销大体平衡，略微偏紧。

图 28：全国煤炭销量 单位：万吨



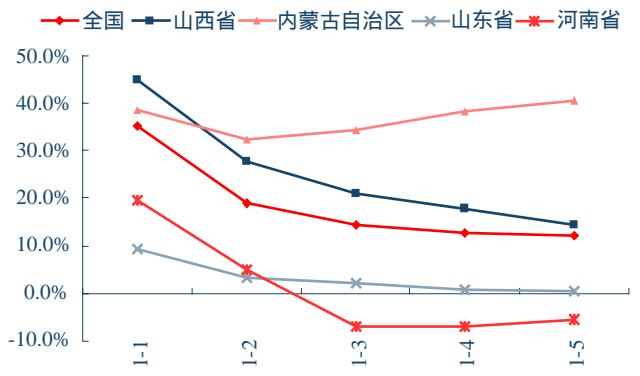
资料来源：中信证券研究部

图 29：全国产销量比较 单位：万吨



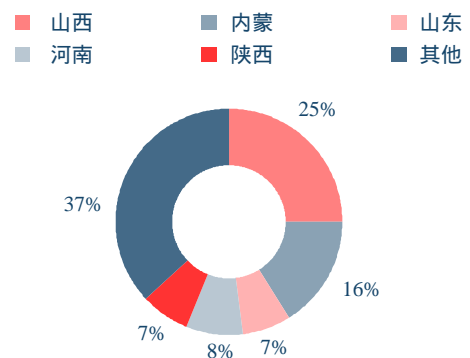
资料来源：中信证券研究部

图 30：主要产煤省市产煤增速比较



资料来源：中信证券研究部

图 31：五省市占全国煤炭产量占比



资料来源：中信证券研究部

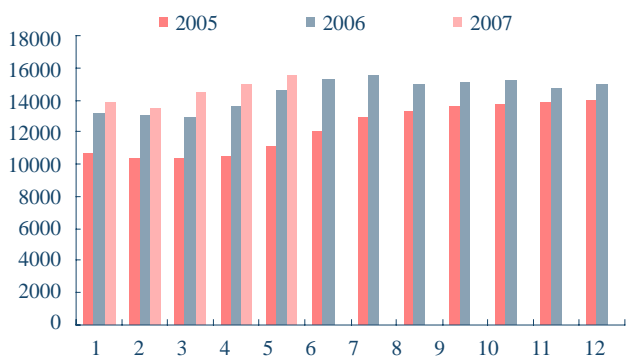
在全国煤炭生产中，山西、内蒙古、山东、河南和陕西是中国五个产煤大省，截止 2007 年 5 月份，这五个大省的产量占全国产量的 63%，其中，山西占全国产量的 24.6%，约占到 1/4。根据国家统计局口径，在 5 个产煤大省中，内蒙古原煤生产增速 1-5 月份累计同比增长 40.6%，远远高于全国煤炭产量增长水平，山西、陕西略微高于全国原煤生产增速水平；山东煤炭基本上零增长；河南煤炭产量同比出现负增长。

2、煤炭行业运输与库存：煤炭运输总体顺畅，库存相对合理

截至 2007 年，全国社会库存为 15000 万吨，与上年同期库存增长 6.2%；与年初 13802 万吨库存相比，增长 12.3%，与全国煤炭产量增长水平基本相当。全国国有重点煤矿 5 月份相对于年初虽有 46% 增长，但与去年同期煤炭库存相比，增长为 10.8%。与煤炭产量增速相比，煤炭社会库存和国有重点煤矿库存基本相对合理。

图 32：我国煤炭社会库存

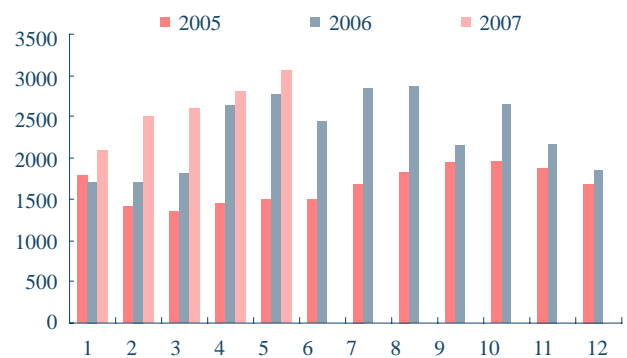
单位：万吨



资料来源：中信证券研究部

图 33：我国国有重点煤矿库存

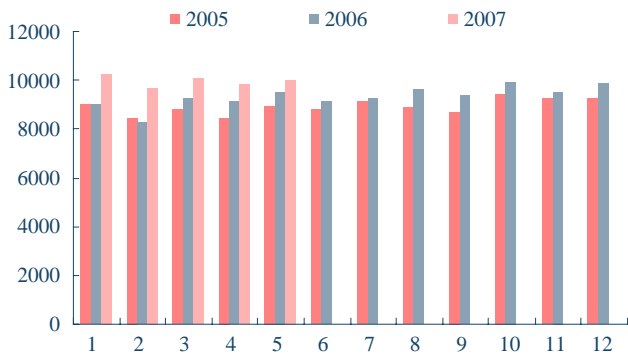
单位：万吨



资料来源：中信证券研究部

图 34：全国煤炭铁路量

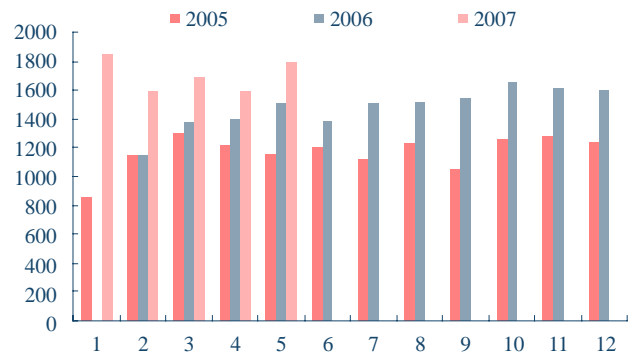
单位：万吨



资料来源：中信证券研究部整理

图 35：全国煤炭水运秦皇岛港运量

单位：万吨



资料来源：中信证券研究部整理

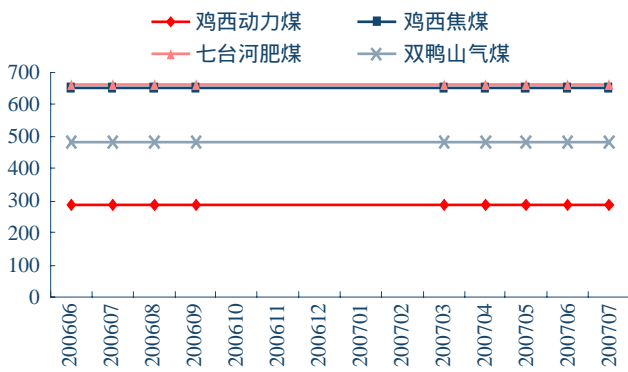
从全国煤炭运输来看，铁路运输保持平稳增长，2007 年 5 月铁路运输煤炭 10024.5 万吨，同比增长 5.26%；2007 年 1-5 月份，铁路运输煤炭 49798.6 万吨，同比增长 10.15%。水运运输增长相对较快，2007 年 5 月份，秦皇岛港煤炭运输量为 1793.9 万吨，同比 19.4%；1-5 月份，秦皇岛港煤炭运输量为 6667.1 万吨，同比增长 23.03%。煤炭运输总体顺畅。

3、煤炭价格：从生产地、中转地和消费地来看，煤炭价格稳中有升

(1) 生产地

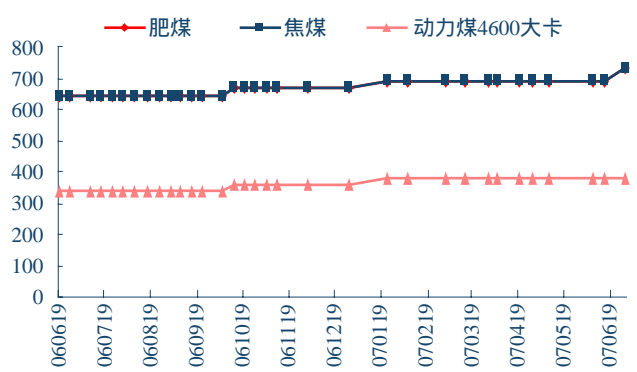
我们跟踪了东北黑龙江、河北开滦、山东淄博、安徽淮南、贵州、河南和山西晋城及阳泉等主要生产地煤炭市场价格，2007 年以来，煤炭价格总体平稳，并在 6、7 月份出现小幅上涨。

图 36：东北黑龙江地区产地价



资料来源：CCTD，中信证券研究部整理

图 37：河北开滦地区产地价

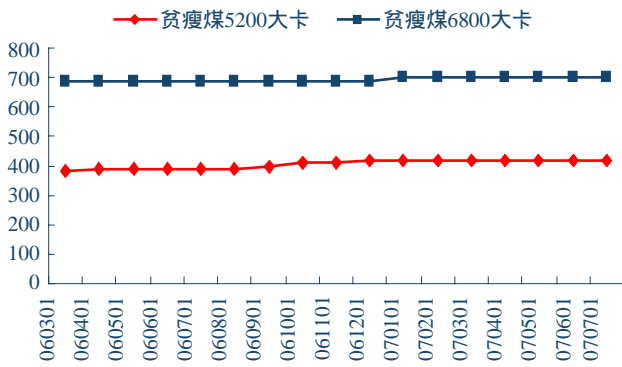


资料来源：CCTD，中信证券研究部整理

东北黑龙江鸡西 1/3 焦 5000-5400 大卡动力煤含税车板价，从 2006 年 6 月份以来保持稳定，省内价位 286 元/吨，省外为 296 元/吨。鸡西焦煤、七台河肥煤、双鸭山气煤价格也保持稳定，截至目前，价格分别为 649 元/吨、664 元/吨和 485 元/吨。

河北开滦肥煤、焦煤 2007 年 6 月底明显上涨，6 月底分别达到 730.9 元/吨，相对于 6 月中旬上涨 40 元/吨，环比上涨 5.8%；但相对于去年同期上涨近 90 元，同比上涨 14.1%。河北开滦动力煤最近相对稳定，6 月底为 377 元/吨，但相对于去年同期仍然上涨 10%。

图 38：山东淄博地区动力煤价格

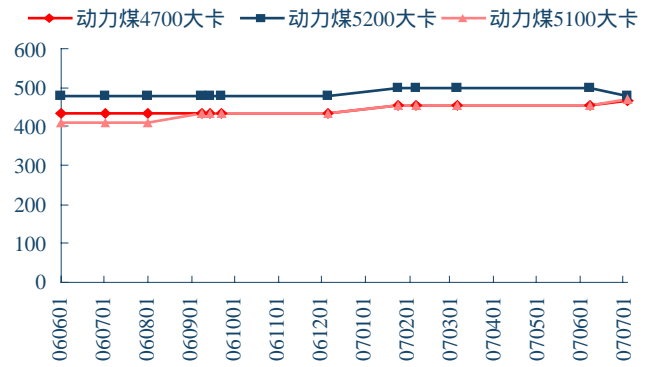


资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

山东淄博市场煤炭近期相对平稳，贫瘦煤 5200 大卡 2007 年 7 月份为 420 元/吨，环比持平；贫瘦煤 6800 大卡 2007 年 7 月份为 698 元/吨，环比不变。但同比来看，5200 大卡同比涨幅超过 10%，6800 大卡贫瘦煤涨幅不超过 2%。

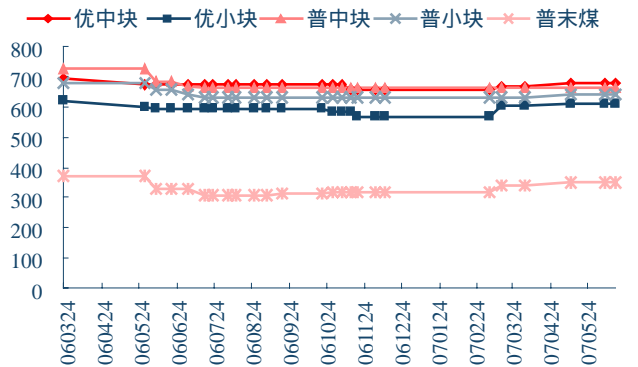
安徽淮南市场煤炭有涨有跌，动力煤 4700 大卡和动力煤 5100 大卡 2007 年 7 月 3 号价格相对于 6 月初，上涨 10 元和 16 元不等；但动力煤 5200 大卡 7 月份相对于 6 月份下跌 20 元/吨，与去年同期持平。

图 39：安徽淮南地区煤炭价格



资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

图 40：山西晋城地区煤炭价格

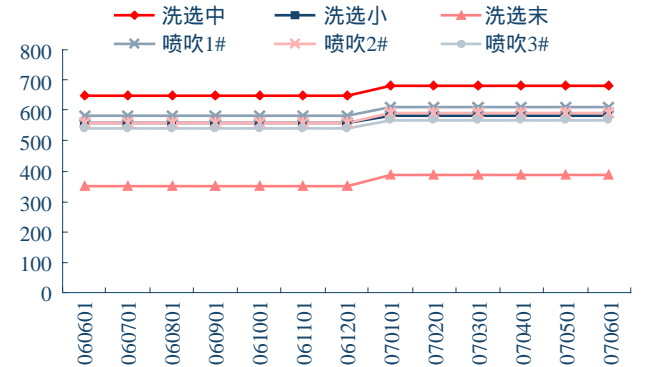


资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

山西晋城的煤，近期平稳，优中块、优小块、普中块、普小块价格在 2007 年 6 月中旬分别为 680 元/吨、610 元/吨、660 元/吨和 640 元/吨，相对于一季度分别上涨 10 元、5 元、0 元和 10 元不等。但普末煤 2007 年 6 月中旬为 350 元/吨，相对于年初上涨 30 元。

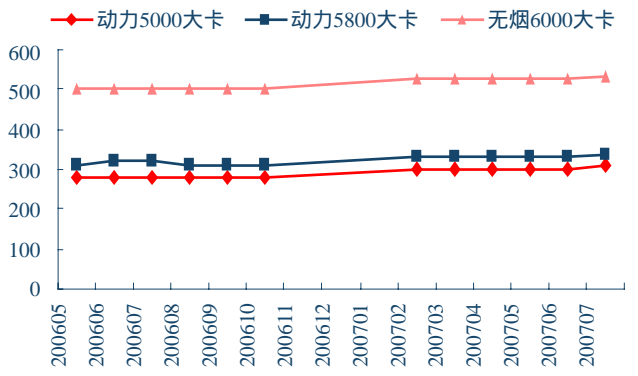
山西阳泉的煤，2007 年以来完全平稳，6 月份，洗中块 680 元/吨，洗小块 580 元/吨，洗末煤 390 元/吨。喷吹煤 1#、2#、3#分别为 610 元/吨、590 元/吨和 570 元/吨。

图 41：山西阳泉地区煤炭价格



资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

图 42：贵州地区煤炭价格



资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

贵州地区 5000 大卡、5800 大卡动力煤 2007 年 7 月份环比上涨 10 元、5 元不等，分别为 310 元/吨和 335 元/吨；但同比来看上涨 30 元和 25 元不等，涨幅在 10%左右。贵州地区 6000 大卡的无烟煤，2007 年 7 月为 535 元/吨，环比上涨 5 元，同比上涨 35 元，涨幅为 7%。

河南地区不同煤种，2007 年以来走势平稳。永城汽运原煤和中块 2007 年 6 月底，价格分别为 460 元/吨和 830 元/吨，永城铁路运输的精煤为 670 元/吨，焦作铁路运输原煤为 410 元/吨，焦作铁路运输中块煤为 810 元/吨，焦作铁路运输小块煤为 740 元/吨，焦作铁路运输精煤为 600 元/吨。但相对于去年同期，永城中块涨幅明显、焦作小块小幅下跌外，其他同期都有不同幅度上涨。

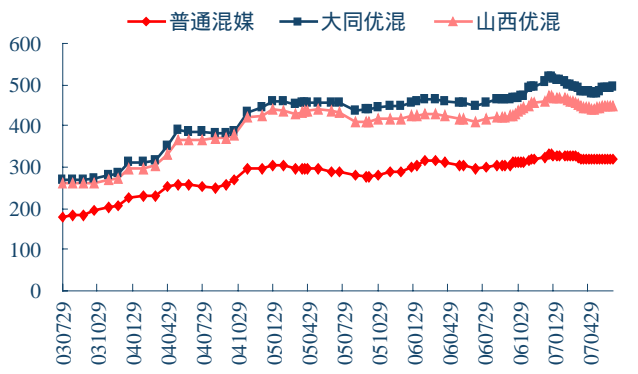
(2) 中转地

我们观察煤炭中转地价格主要有北方秦皇岛港和唐山的京唐港；以及内河运输的江苏邳州港和双楼港。

秦皇岛中转地价格经过 5 月份小幅调整后，2007 年 7 月份秦皇岛普通混煤、大同优混和山西优混的价格分别为 319 元/吨、495 元/吨和 450 元，相对于 6 月底上涨 0 元、5 元和 2 元。但与去年同期 295 元/吨、450 元/吨和 410 元/吨，涨幅分别为 8.1%、10.0%和 9.8%，涨幅明显。

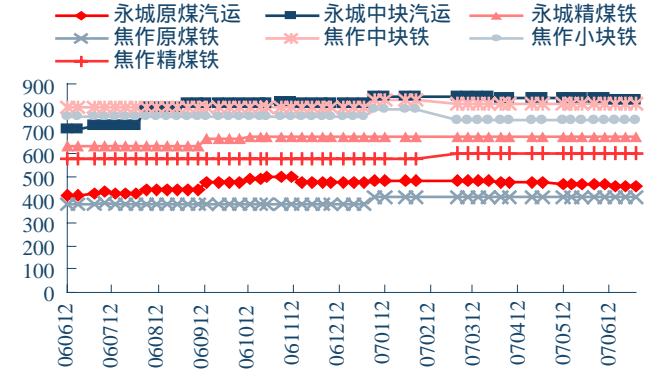
京唐港，5800 大卡、5500 大卡、5000 大卡和 4500 大卡混煤，2007 年 6 月底价格分别为 473 元/吨、448 元/吨、398 元/吨和 350 元/吨，相对于年初小幅上扬；但与去年同期相比，混煤 5800 大卡、500 大卡同比上涨约 10%，混煤 5000 大卡、4500 大卡同比下跌约 10%。

图 44：秦皇岛不同煤种价格



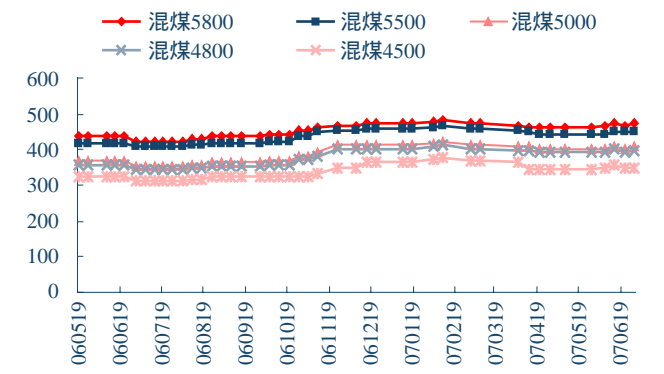
资料来源：SXCOAL 中信证券研究部整理

图 43：河南地区煤炭价格



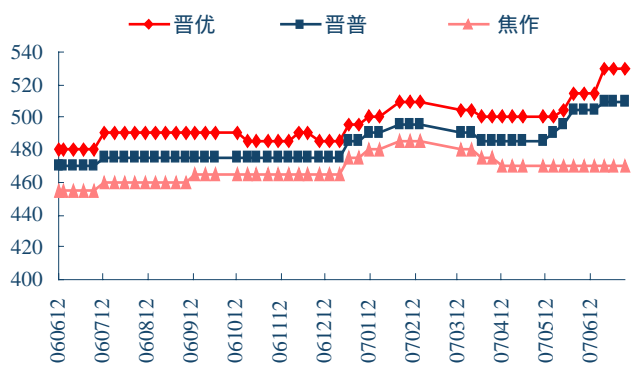
资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

图 45：京唐港不同煤种价格



资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

图 46：江苏邳州港不同煤种价格

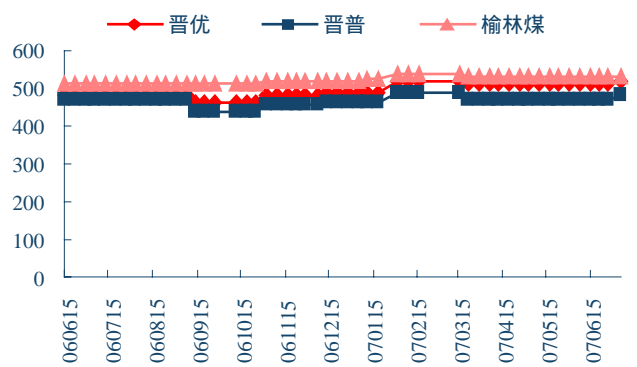


资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

江苏邳州港不同煤种中转价格 2007 年 7 月初，晋优煤、晋普煤、焦作煤价格分别为 530 元/吨、510 元/吨和 470 元/吨，相对于年初有明显涨幅，上涨 35 元、25 元和-5 元不等；但同比来看涨幅明显，涨幅分别为 10.5%、8.5%和 3.3%。

江苏双楼港不同煤种价格小步上扬，2007 年 7 月 5 号，晋优、晋普和榆林煤价格分别为 520 元/吨、480 元/吨和 510 元/吨，相对于年初分别上涨 40、10 和 20 元不等；相对于去年同期上涨 30、20 和 10 元不等。

图 47：江苏双楼港不同煤种价格

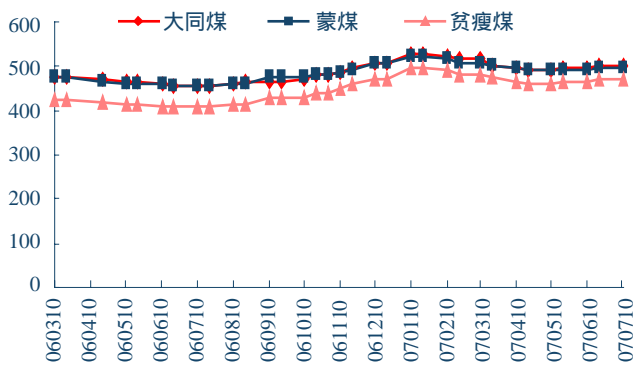


资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

(3) 消费地

对于煤炭消费地，我们重点跟踪了上海煤炭消费地和江苏南京消费地的煤炭价格走势。

图 48：上海消费地煤炭市场价格

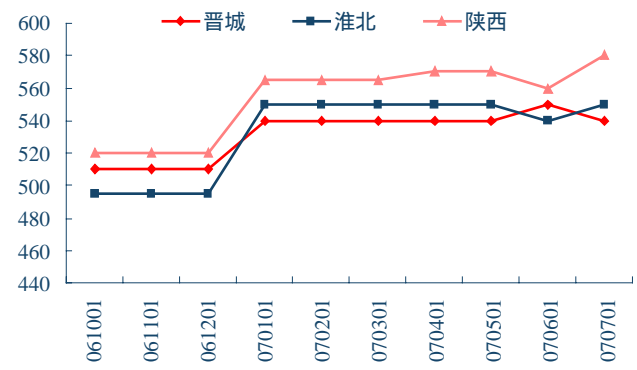


资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

上海消费地到厂的大同煤、蒙煤和贫瘦煤的价格 2007 年 7 月 10 日分别为 503 元/吨、455 元/吨和 410 元/吨，相对于去年同期分别上涨 46 元、40 元和 60 元，涨幅 10.1%、8.8%和 14.6%，涨幅明显。

江苏南京消费地晋城煤、淮北煤和陕西煤 2007 年 7 月份分别为 540 元、550 元和 580 元不等，小幅波动。但相对于去年年底的煤炭价格上涨 30 元、55 元和 60 元不等，涨幅 6%~10%之间，涨幅明显。

图 49：南京消费地煤炭市场价格



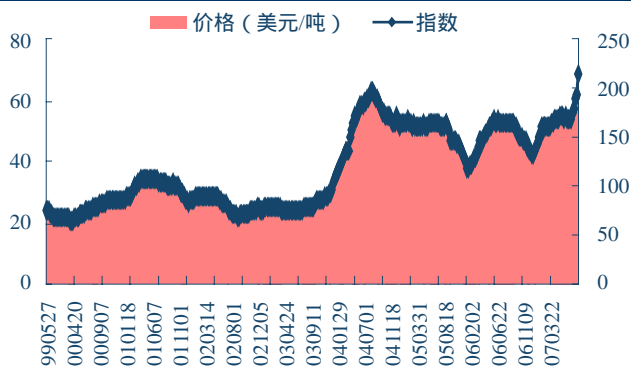
资料来源：CCTD 中信证券研究部整理

4、国际资源价格比较：国际煤价在需求带动下稳健上扬，中国出口动力煤价格与秦皇岛内贸下水煤价格相当

从国际市场来看，国际市场煤炭价格近期一路飙升。澳大利亚 BJ 煤炭现货交易价格从 2007 年 1 月 2 号 51.2 美元/吨，上涨到 2007 年 6 月 28 日 68.75 美元/吨，上涨 17.55 美元/吨，涨幅达到 34.2%。澳大利亚 BJ 现货交易指数也从 2007 年初的 160 点，上涨到现在的 214.8，是 1999 年以来首次突破 200 点大关，达到 214.8 点。

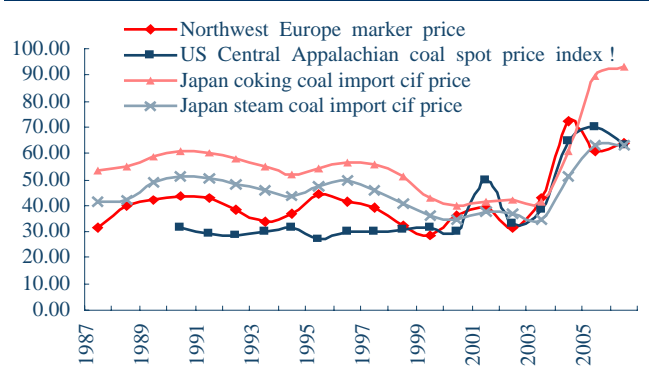
同时，我们注意到在过去二、三年里，日本进口的炼焦煤的价格和进口动力煤的价格，持续走高。2003 年日本进口炼焦煤到岸价为 41.57 美元/吨，2004 年跃升到 60.96 美元/吨，2005 年 89.33 美元/吨和 2006 年 93.46 美元/吨，涨幅分别为 46.6%、46.5%和 4.6%，这三年复合增长率超过 32%，涨幅明显。日本进口动力煤到岸价 2003 年为 34.74 美元/吨，2004 年为 51.34 美元/吨，2005 年为 62.91 美元/吨和 2006 年 63.04 美元/吨，涨幅分别为 47.8%、22.5%和 0.2%，三复合增长率也达到 22%。

图 50：澳大利亚 BJ 价格指数



资料来源：兖州煤业 中信证券研究部整理

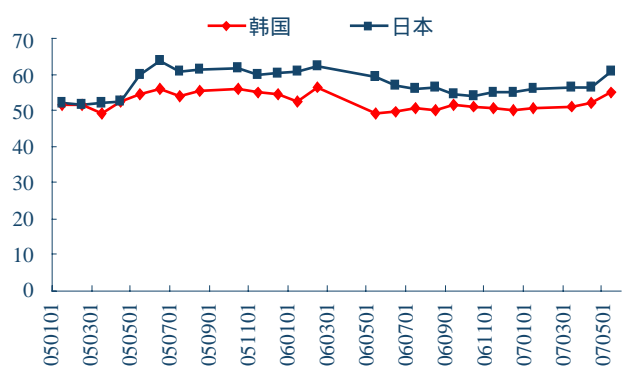
图 51：国际煤炭价格比较



资料来源：BP 中信证券研究部整理

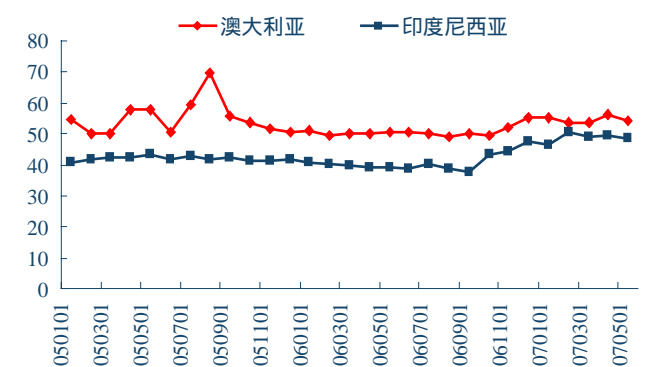
中国虽然是世界上第三大煤炭贸易国，但煤炭出口主要到韩国和日本，动力煤、炼焦煤和无烟煤出口到韩国和日本占到中国各自出口煤种出口量的 70% 左右。中国动力煤进口主要来自澳大利亚、俄罗斯和印度尼西亚；炼焦煤进口主要来自澳大利亚和加拿大；无烟煤进口几乎来自越南和朝鲜。

图 52：中国出口动力煤价格



资料来源：中信证券研究部

图 53：中国进口动力煤价格



资料来源：中信证券研究部

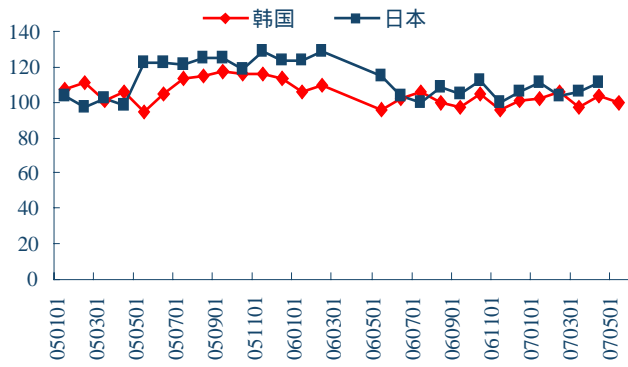
中国出口韩国、日本动力煤价格经过年初波动走，同步小幅走高。2007年5月，中国出口到韩国动力煤为54.93美元/吨，出口到日本的动力煤为60.97美元/吨，环比上涨3、4美元/吨不等。与去年同期相比，到韩国动力煤上涨5个美元，日本动力煤基本持平。

中国进口澳大利亚、印尼动力煤价格小幅回落，2007年5月份，中国进口澳大利亚动力煤为53.95美元/吨，环比下降0.4美元/吨；中国进口印尼动力煤价格为48.63美元/吨，环比下降0.7美元/吨。

中国出口韩国炼焦煤价格2007年5月份为99.57美元/吨，环比4月份104.2美元/吨下降5个美元，同比去年同期95.99美元上涨3个多美元；中国出口日本炼焦煤价格2007年4月份为111.04美元/吨，环比上涨6个美元，和去年同期基本持平。中国出口炼焦煤价格在2007年围绕中轴上下小幅波动，基本平稳。

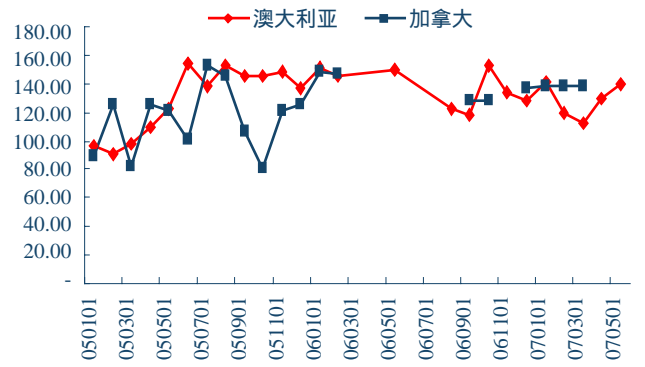
中国从澳大利亚进口炼焦煤价格，经过2007年2、3、4月向下波动后，2007年5月份明显上扬，达到140.15美元/吨，环比4月份上涨约8%。

图 54：中国出口炼焦煤价格



资料来源：中信证券研究部

图 55：中国进口炼焦煤价格

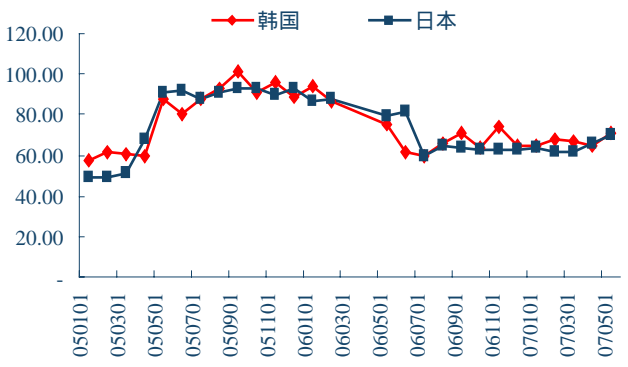


资料来源：中信证券研究部

中国无烟煤对韩国、日本出口，近期小幅上涨。2007年5月份，中国出口韩国的无烟煤价格为70.55美元/吨，环比上涨6美元左右，涨幅接近10%；中国出口日本无烟煤为70.36美元/吨，环比上涨5美元左右，涨幅在9%左右。同比去年同期来看，出现明显下跌。

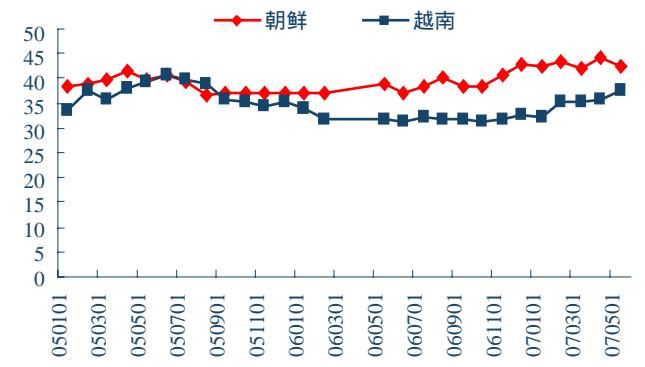
中国从朝鲜、越南进口无烟煤相对便宜。从朝鲜2007年5月份进口的无烟煤为42.57美元/吨，从越南进口无烟煤为37.42美元/吨，环比相对小幅波动。

图 56：中国出口无烟煤价格



资料来源：中信证券研究部

图 57：中国进口无烟煤价格



资料来源：中信证券研究部

如果以秦皇岛内贸下水煤,大同优混为 495 元/吨,和中国进口澳大利亚动力煤为 53.95 美元/吨 和日本 2006 年进口动力煤价格为 66 美元/吨为参照基准,考虑到海运物流环节,中国煤炭资源价格与国际煤炭价格相对接轨。由于,中国煤炭进出量占中国煤炭产量 4%左右,和煤炭属于国际贸易量比重相对较低贸易品种,因为对煤炭价格分析主要应该立足国内。反过来,由于中国煤炭产量约占全球 43%,中国国内煤炭价格能够影响到国际煤炭价格,而国际煤炭价格变化,也可能成为观察国内煤炭富余与短缺的一个重要先行指标。

五、煤炭的宏观政策未来走势：产业整合从竞争走向集中，有利煤炭行业和谐发展

1、能源与煤炭行业“十一五”规划：强化煤炭资源集中

2007 年 1 月 22 日,国家发改委通过网站公布《煤炭工业“十一五”发展规划》煤炭行业公布《煤炭行业“十一”规划》,2007 年 4 月国家发改委公布《能源“十一”规划》。在这两个规划中,我们清楚能看到:

产能仍然保持较快增长:根据规划“十一五”煤矿建设,“十五”结转产能 3.69 亿吨,“十一五”新开建设规模 4.56 亿吨,投产规模 2.52 亿吨;“十一五”共新增产能 6.21 亿吨。如果以十五末 23 亿吨为基数,我们判断“十一五”末煤炭有效产能将达到 30 亿吨。

煤炭产量向大型基地和大型国有公司集中:“十一五”期间,重点建设 10 个千万吨级现代化露天煤矿和 10 个千万吨级安全高效矿井。“十一五”,将形成 6~8 个亿吨级和 8~10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团,其产量占全国的 50%以上。这将增加行业对下游博弈能力。

煤炭新需求煤炭能源化工需要有序形成:“十一五”期间,完成煤炭液化、煤制烯烃的工业化示范,为后十年产业发展奠定基础。示范工程包括:采用国内开发的工艺和高效催化剂技术,建 100 万吨/年煤炭直接液化示范工程,完成具有自主知识产权的煤直接液化工艺的工业化示范;引进国外成熟技术,建设 300 万吨/年的间接液化工厂,完成商业化运行示范;采用不同的自主知识产权技术,分别完成 16 万吨/和 100 万吨/年间接液化示范装置和示范工程;采用自主知识产权技术,完 60 万吨/年煤制烯烃示范工程。

成本刚性向上、经济政策不断完善:“十一五”规划,强调切实落实中央财政对国有重点煤矿增值税定额返还和所得税返还政策。加快煤炭税费制度改革步伐,把煤矿企业税负降到合理水平。完善煤炭企业成本核算制度,将资源、环境、安全、劳动力、转产发展等费用足额纳入生产成本。推进电煤价格与市场价格并轨。煤气化煤层气开发和利用拓宽关联企业收入来源:“十一五”期间,规划建设主要煤层气输气管道 10 条,线路全长 1441 公里,设计总输气能力 65 亿立方米。这将扩宽关联企业收入来源。

2、欧盟通过能源新政策：政策强化“节能减排”义务

2007 年 3 月 8 日至 9 日举行的欧盟首脑会议,通过了一项能源新政策。欧盟各国同意,到 2020 年单方面将可再生的清洁能源在全部能耗中的比例提高到 20%,同时将二氧化碳等温室气体的排放在 1990 年水平上削减 20%。欧盟首脑会议经过协调将上述数字作为具有约束力的“强制性目标”写入了会议最终文件。

欧盟的能源新政策也给发展中国家带来启示。温室气体来源于人类燃烧的石油、煤等化石能源，因此推广清洁能源和减排本是一个问题。应用清洁能源，既可以减少温室气体污染、为遏制全球变暖作贡献，又可以减轻经济对化石能源的依赖，这并不意味着牺牲经济发展，反而是有益于民生和长期、可持续发展的明智之举。

《京都议定书》即将在 2012 年到期，但科学家们今年年初发布的全球气候变化评估报告确认，气候变暖很可能由人类活动所导致，并预言本世纪内气候变化可能达到灾难的程度。因此，全球依旧面临着削减温室气体排放、遏制气候变暖趋势的艰巨任务。

3、节能减排，加大力度推进：单位 GDP 能耗下降成为考核指标

在 2006 年，我国万元 GDP 能耗三年来首次出现下降，但同时，却没有实现年初确定的万元 GDP 能耗降低 4% 和主要污染物排放减少 2% 的目标。2006 年节能减排目标没有完成，国家发改委副主任解振华认为有如下方面的原因：一是结构调整进展缓慢，服务业比重较低，增长方式依然粗放，特别是高耗能、高污染行业增长依然偏快；二是节能降耗投入不足，一些节能减排重点工程建设滞后，另外有些工程从建设到发挥作用也要有一个过程；三是支撑节能减排的财税、金融、价格等政策措施还未完全到位；四是相关法律法规、标准和管理制度不完善；五是执法不严，违法成本低，浪费资源、破坏环境等违法违规行为屡禁不止；六是对节能环保重要性和紧迫性的认识有待提高。

2007 年是实现“十一五”节能降耗和污染减排目标的关键年、攻坚年。国家发展改革委今年采取八项措施推动节能减排工作。国务院总理温家宝，亲自为“节能减排”小组组长。一是加大结构调整力度。力争关停小火电机组 1000 万千瓦，淘汰落后炼铁产能 3000 万吨、落后炼钢产能 3500 万吨；进一步加大淘汰水泥、电解铝、铁合金、焦炭、电石等行业落后产能的力度；对没有完成淘汰落后产能任务的地方，严格控制国家安排投资的项目。二是推动技术进步。组织实施一批节能降耗和污染减排行业共性、关键技术开发和产业化示范项目，在重点行业中选择一批节能潜力大、应用面广的重大技术，加大推广力度。全面实施十大重点节能工程，加大中央和地方政府投资的支持力度，形成 4000 万吨标准煤的节能能力。

节能减排，加大力度推进，这将一方面提高煤炭需求行业对煤炭使用效率，另一方面，降低煤炭产品的表观需求量。同时，应该“节能减排”目标实现，需要资源品价格作为重要市场化手段，支持着煤炭价格高位运行。

4、煤炭行业强化对小煤窑的关停：煤炭资源整合成为未来趋势

2007 年 1 月 24 日，国家安监总局局长李毅中在年度全国安全生产工作会议上严厉指示：关闭小煤矿要在数量上和时间上都加大力度，以遏制小煤矿最后的疯狂，为此，原定于 2008 年上半年完成的关矿任务，被提前至 2007 年内全部完成。

2007 年 6 月 15 日召开的全国煤矿水害防治会议，安全生产监督总局表示，要在两年时间内减少 7000 家小煤矿，将国有重点煤矿重大事故减少 25%。安全生产监督管理总局表示，在经过第一阶段的关停整顿之后，目前全国还有小煤矿 17000 个。但按照国务院“三年解决小煤矿问题”的战略部署，到 2007 年前，仍要减少 7000 个小煤矿，将全国小煤矿数量控制在 10000 个以内。

由于小煤矿产量占全国煤矿三分之一，事故死亡人数却占三分之二。为稳定煤矿安全生产形势、提高煤炭工业整体水平，安监总局提出，到 2007 年底要累计关闭 1 万处小煤矿。截至 6 月初，全国已关闭小煤矿 8671 处。

5、新的《煤炭法》有望尽快出台：保障煤炭行业发展规范

2007 年 6 月 13 日，国家发改委、国土资源部等部委聚集北京顺义，就煤炭行业的管理体制、规划体系及开放准入等进行讨论和协调。根据此次会议的信息分析，9 月底之前该意见稿就可能提交到国务院法制办，年内有望出台。

新《煤炭法》有望细化规则。由于现行《煤炭法》对有关煤矿开办、煤炭生产许可证发放等条件的规定都“太原则，要求不高”，管理部门自由裁量权过大，这导致许多资金不充足、技术设备和工艺落后、安全生产条件差、缺乏环保能力的单位和个人纷纷涌进煤炭开采行业。

“必须提高煤炭开采市场准入门槛，”成为修订此次《煤炭法》共识。我国集中，百人以上特别重大恶性煤矿事故在中国历史上有两次集中爆发，第一次是 1960 年 3 月至 1961 年 3 月，第二次就是自 2004 年 10 月开始持续到现在，而矿难频发无疑与当前煤炭行业多头管理这一现状密切相关。

行业安全管理弱化，安全监管体制不顺，是造成安全生产事故多发的主要原因之一。这也是新的《煤炭法》修改重要原因。

六、煤炭纵向产业链分析：供需分析—煤炭供需处在紧平衡

1、煤炭需求：依然强劲

分析煤炭需求，需要分析国际煤炭需求的外围环境和国内需煤行业发展态势。这是需求的两个市场，在全球化贸易中，这样来分析需求相当重要。

1.1 国际能源需求：持续小幅增长，给我国能源需求保持良好的外围环境

根据 EIA 的预测，世界能源需求在未来 20~30 年里仍将保持较快增长。但需求增长主要来自于中国、印度等发展中国家。根据国际能源署预测，未来 30 年全球能源需求增长率为 2%，其中 OECD 国家复合增长需求为 1%，亚洲能源需求增长最高为 3.7%，其次为中南美国家能源需求增长为 2.8%。从全球分地区来看，世界上能源需求都保持正增长。

表 7：世界分地区能源需求

地区 (Quadrillion btu)	2003 年	2010 年 E	2015 年 E	2020 年 E	2025 年 E	2030 年 E	average annual percentchange
OECD	234.3	256.1	269.9	261.6	294.5	308.8	1
North america	118.3	131.4	139	148.4	157	166.2	1.3
Europe	789	84.4	87.2	88.7	91.3	94.5	0.7
Asia	37.1	40.3	42.8	44.4	46.1	48	1
non-OECD	186.4	253.6	293.5	331.5	371	412.8	3
Europe and Europe	48.5	56.5	62.8	68.7	74	79	1.8
Asia	83.1	126.2	149.4	172.6	197.1	223.6	3.7
Middle East	19.6	25	28.2	31.2	34.2	37.7	2.4
Africa	13.3	17.7	20.5	22.3	24.3	26.6	2.6
central and south america	21.9	28.2	32.5	36.5	41.2	45.7	2.8
total	420.7	509.7	563.4	593.1	665.5	721.6	2

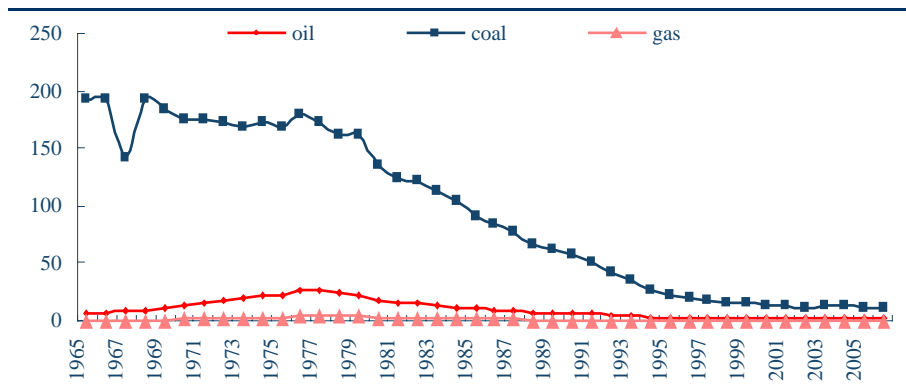
资料来源：IEA，BP Statistical Review of World Energy, June 2005

国际能源需求增长，给我国能源需求保持良好的外围环境。

1.2 国内煤炭需求：增速虽有回落，但依然强劲

但从国内看，国内需煤行业经过 2005 年、2006 年高速增长后，根据中信各自需煤行业分析师对自己行业未来判断，需煤行业增速虽有所回落，但仍然保持较快增长。

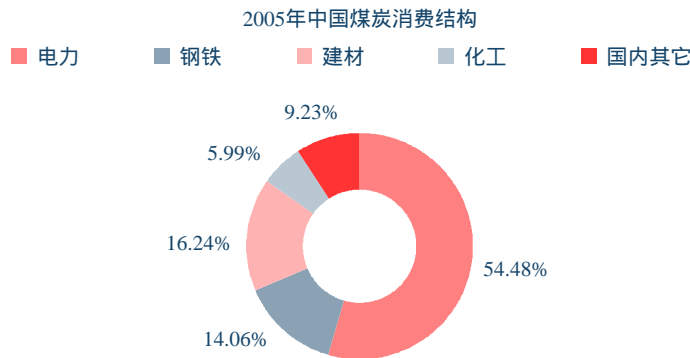
图 58：我国 10 亿元 GDP 能耗（石油、煤炭、天然气）



资料来源：中信证券研究部 国家统计局

我国煤炭的主要需求主要来自于四大行业，电力、建材、冶金、化工约占煤炭总需求的 88.77%。按 2005 年煤炭行业的需求情况，电力约占 54%，建材约占 15.57%，冶金 12.81%，化工约占 5.99%。

图 59：我国煤炭行业消费结构

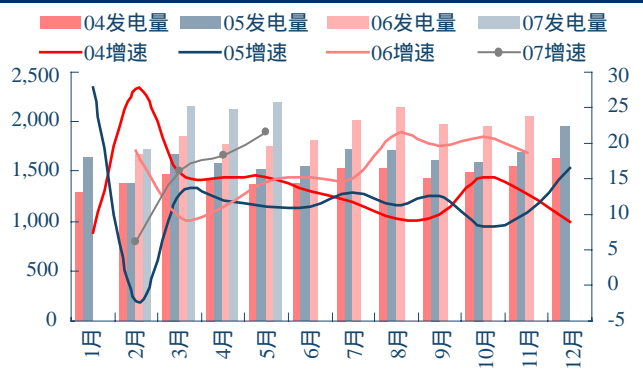


资料来源：中信证券研究部整理

(1) 电力：火电发电量仍然保持较快增长水平

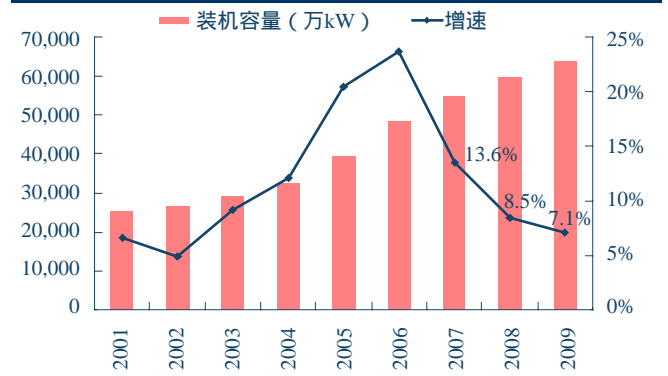
对于火电而言，在需求保持高速增长和水电出力不足的大背景下，近年其发电量保持了 12~15% 的高速增长；对于装机而言，在前两年电力供求紧张的情况下，建设周期短的火电成为首选，新增机组占比一度达到 90% 左右，未来几年随着三峡、二滩等水电开发逐步进入收获期，火电装机占比将略有下降，但仍将保持 7~13% 的较高增速。

图 60：中国火电发电量与增速



资料来源：中信证券研究部电力行业研究

图 61：中国火电未来三年装机容量与增速



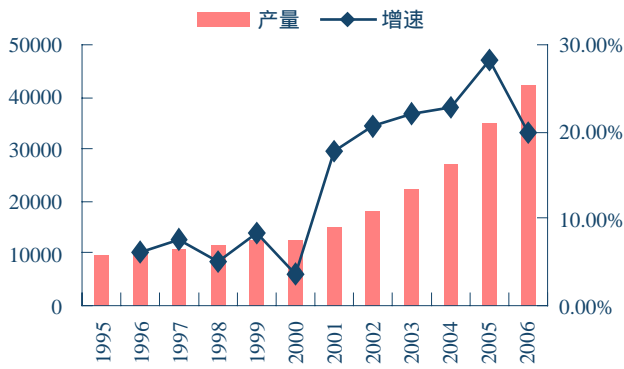
资料来源：中信证券研究部电力行业研究

(2) 钢铁：钢铁在 2006 年大幅增长后，增速回落

粗钢产量经过 2001 年至 2005 年的快速增长，2006 年增幅已经出现了快速回落，2006 年粗钢产量增速为 19.6%，大大低于 2005 年的 28.1%，钢铁行业的固定资产增速也出现了较快的回落，2006 年钢铁行业固定资产投资开始出现负增长。

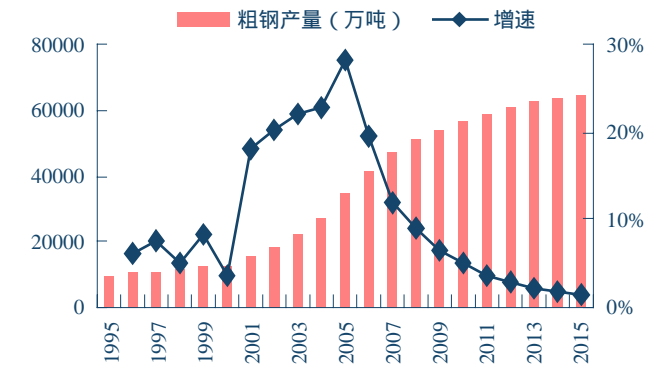
2007 年 1、2 月份，全国成品钢产量分别为 4043.99 万吨和 3856.82 万吨，累计为 7900.8 万吨，同比增长 22.9%，与去年同期增速 23.9% 基本持平。钢铁产量增速仍然保持高位运行。根据中信钢铁行业研究认为，未来的粗钢产量仍将保持增长，不过增速将大幅回落，不过从未来三年产量增速来看仍然可以保持 12%、10% 和 8% 左右的增长。

图 62：中国钢材产量与价格



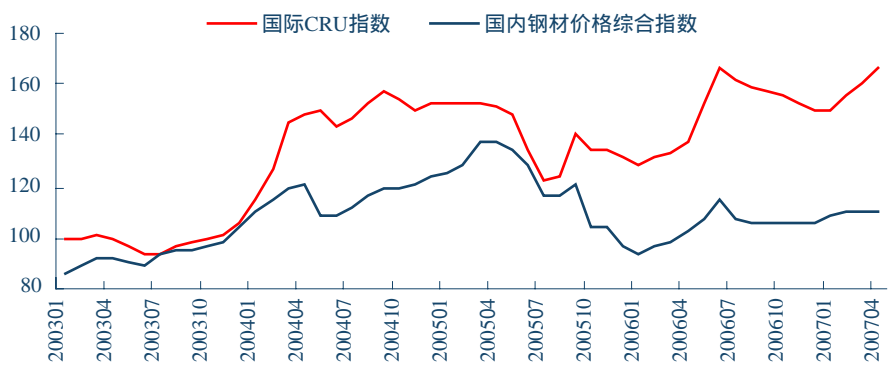
资料来源：中信证券研究部钢铁行业研究

图 63：中国未来三年钢材产量与增速



资料来源：中信证券研究部钢铁行业研究

图 64：钢材价格指数

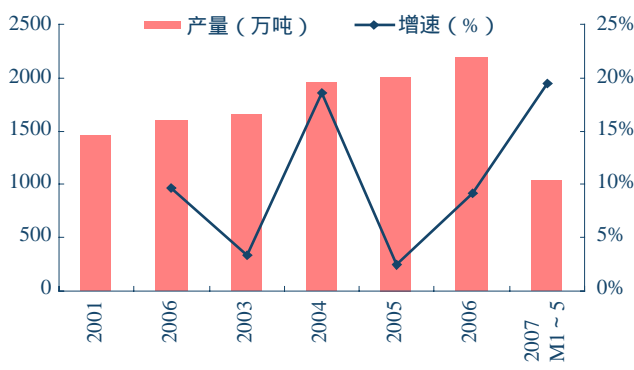


资料来源：中国联合钢铁网

（3）化工：需煤化工行业 2007 年增幅仍然较快

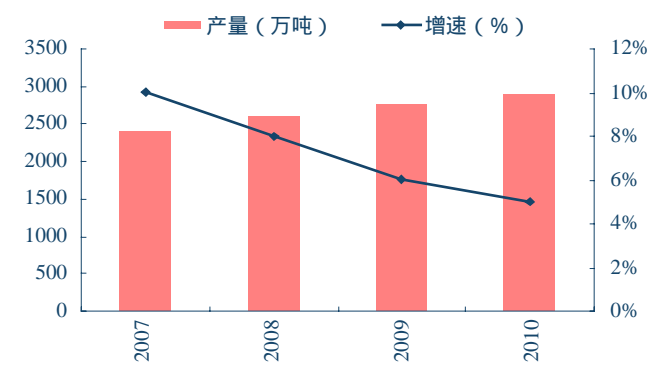
在化工行业，煤炭是尿素重要生产原料和燃料。2007 年 1、2 月份合成氨产量分别为 403.68 万吨和 401.1 万吨，累计为 804.8 万吨，同比增长 4.9%。相对于去年同期 9.8% 的增速，前两个月合成氨产量的增速回落明显。根据中信证券化工行业分析师对未来尿素产量增长预测，2007 年尿素产量仍能保持超过 10% 左右增长，2008 年在 8%，2009 年在 6% 左右。

图 65：中国尿素产量与增速



资料来源：中信证券研究部化工行业研究

图 66：中国未来三年尿素产量与增速

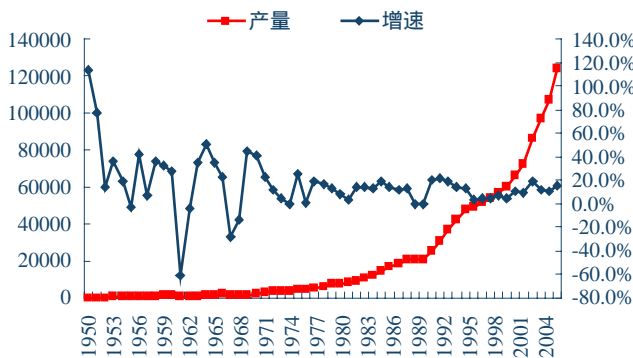


资料来源：中信证券研究部化工行业研究

(4) 建材:需煤建材行业在 2006 年快速增长后,未来仍然保持在 8%~10% 左右的增幅

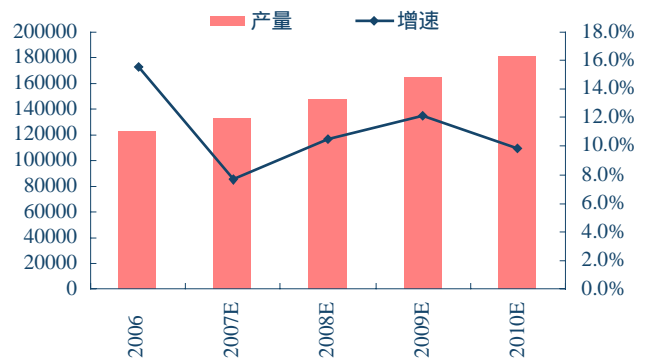
全国建材水泥的产量 2007 年 1、2 月份分别为 8370.22 和 6500.82 万吨, 累计 14871.04 万吨, 同比增速为 21.5%, 相对于去年同期 24.2% 增速, 回落近 3 个百分点, 但仍然保持较高位置。根据中信证券建材行业分析师对未来三年的预测, 未来三年水泥产量增长仍将保持在 8%~10% 左右增长。

图 67: 中国水泥产量与增速 产量单位: 万吨



资料来源: 中信证券研究部建材行业研究

图 68: 中国未来三年水泥产量与增速 产量单位: 万吨



资料来源: 中信证券研究部建材行业研究

表 8: 四大煤炭需求行业主要产品 1996 年~2007 年 2 月产量增长情况

年增长率	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 1-6 月
火电	4.94%	3.34%	6.23%	10.11%	8.29%	12.92%	16.06%	14.79%	12.18%	13.1%	18.3%
生铁	9.62%	2.76%	5.70%	4.50%	10.97%	17.42%	18.49%	24.49%	31.19%	23.9%	16.8%
水泥	952.78%	4.25%	5.96%	7.17%	7.43%	12.48%	15.39%	14.82%	11.20%	24.2%	16.1%
合成氨	1.11%	4.07%	9.49%	-1.98%	1.31%	7.23%	3.84%	11.27%	8.86%	9.8%	6.1%
原煤	-1.34%	-8.89%	-20.12%	-10.83%	9.55%	15.43%	19.21%	21.06%	13.58%	14.63%	12.3%

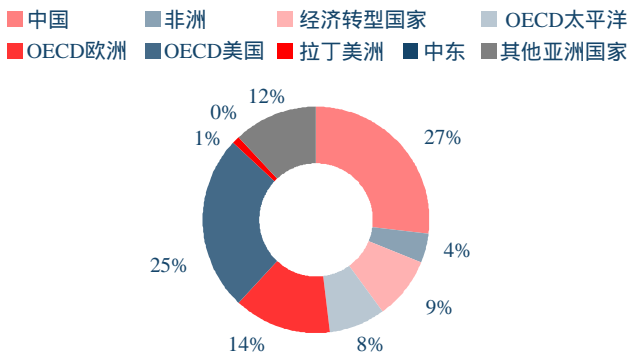
资料来源: 国家统计局

结论:根据我们对主要需煤行业的增长情况, 尤其是火电增长率的研判, 预计来煤炭未来需求增长仍将保持在 12% 左右 (按国家统计局口径)。

2、国际煤炭供给: 新增煤炭供给主要集中在亚洲地区, 印度未来增幅明显

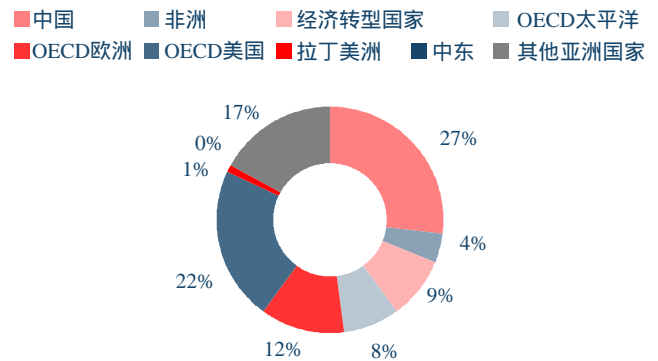
由于煤炭资源禀赋的分布, 在国际煤炭供给中, 中国、美国、澳大利亚、印度和俄罗斯, 仍然是国际煤炭供给中流砥柱。在煤炭供给的增量资产中, 中国有望进一步巩固其世界最大煤炭生产国的位置, 煤炭增长量将占世界总增长量约一半。此期间的其他主要生产国将是美国、印度和澳大利亚。欧洲的煤炭产量将继续由于消减生产补贴和关闭不经济煤矿下降。因此, 在未来煤炭能源供应中, 中国增量煤炭供给, 不仅需要供给国内煤炭需求, 而且还需要供给国际煤炭需求, 总体上国内需求占到中国煤炭需求绝大部分。

图 69：2000 年世界煤炭产量分布



资料来源：《2005 年世界煤炭发展报告》 中信证券研究部

图 70：预测 2030 年世界煤炭产量分布



资料来源：《2005 年世界煤炭发展报告》 中信证券研究部

3、中国煤炭行业固定资产投资：十五及十一五初煤炭固定资产投资集中未来开始释放

2003 年开始全国煤炭固定资产投资迅速提高，2006 年~2007 年新建产能释放。2005 年以来国家统计局样本的同比原煤增长基本保持在 15%左右的高速增长。截至 2005 年 4 月，全国持有煤炭生产许可证的煤矿核定能力为 22.6 亿吨，已经超过 2005 年的全年产量。根据 2006 年新增 1.17 亿吨，推算，2006 年底产能为 23.8 亿吨，与我们的原煤实际生产总量持平。考虑到 07 年、08 年、09 年约产能 2 亿、2.4 亿、2.5 亿吨产能释放。同时，存量产能 3.8%技改增长，每年约 5000 万吨的淘汰产能，按 2006 年底 23.8 亿吨产能，07 年~09 年新增供给 2.38 亿吨、2.87 亿吨、3.08 亿吨、增长率分别为 10.25%、11.27%、10.82%。

表 9：我国煤炭行业固定资产投资与产能释放预测

煤炭开采及洗选业投资总额（亿元）	一季度	同比增长	二季度	同比增长	三季度	同比增长	四季度	同比增长	合计
2003 年	20.7		99.9		103.2		212.8		436.6
2004 年	40.2	94.00%	150.8	50.90%	175.4	70.00%	335.6	57.70%	702
2005 年	76.1	89.50%	271	79.70%	300.7	71.40%	495.7	47.70%	1143.5
2006 年	119.8	57.40%	385.8	42.40%	377.8	25.70%	559.94	17.00%	1443.34
2007 年	124.72								
按 50%投资为新建产能测算(2 年建设期万吨)									
2005 年(新增)	345.2		1665.3		1719.3	0.00%	3546.2	0.00%	7276
2006 年(新增)	669.5	94.00%	2513.2	50.90%	2923.2	70.00%	5594	57.70%	11699.8
2007 年(新增)	1268.5	89.50%	4516.7	79.70%	5011	71.40%	8261.3	47.70%	19057.5
2008 年(新增)	1996	57.40%	6430.2	42.40%	6297.3	25.70%	9332.33	17.00%	24055.8
2009 年(新增)	2078.7								25052.1(预计)

资料来源：CEIC 中信证券研究部整理

4、煤炭供给：煤炭资源进一步集中，但煤炭有效供给能够保持稳步增长

根据《煤炭十一规划》，煤矿建设，“十五”结转产能 3.69 亿吨，“十一五”新开工建设规模 4.56 亿吨，投产规模 2.52 亿吨；“十一五”共新增产能 6.21 亿吨。如果以十五末 23 亿吨为基数，我们判断“十一五”末煤炭有效产能将达

到 30 亿吨。在十一规划中煤炭整合，需要关停煤炭产能在 7 亿吨左右，但我们认为在地方利益驱动下，进行压力较大。尽管小煤矿关停压力较大，但是从 2007 年上半年整顿关闭、资源整合工作来看，煤炭供给集中工作，在政府强力意志和和谐发展科学发展观贯彻下，进展稳步推进。甚至可能将 2008 年上半年小煤矿关闭工作提前到 2007 年来完成。

在小煤矿产能在关停或并转到大煤矿同时，大煤矿产能增长仍然保持较快增长。从 2007 年 1-5 月份，煤炭原煤产量保持 12% 左右增长，所以我们认为煤炭行业产能仍然在未来一段时间保持较快增长。

5、煤炭运输：总体保持通畅

根据国家统计局口径，2007 年 1-5 煤炭产量 8.79 亿吨，铁路煤炭运量为 4.98 亿吨，占煤炭产量运输 56.6%，约占 6 成。同时，在铁路货运量中，煤炭占全部货运量的 45% 左右。通常煤炭铁路运输经济半径在 500~600km。

表 10：中国煤炭铁路运输

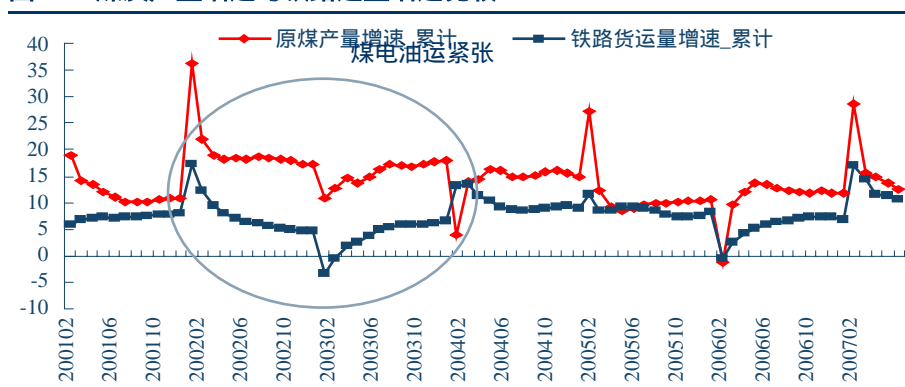
年份	煤炭运量/Mt	占总货运量比重%	煤炭周转量 Mt-km	占货运总量周转量比重%	平均运距 km
1990	628.7	43.0	344640	32.5	548
1995	673.6	42.3	377718	29.4	561
2000	685.5	41.4	380605	28.5	555
2001	766.3	42.9	427604	29.5	558
2002	818.5	43.8	463886	30.8	567
2003	881.3	44.3	505540	31.0	574
2004	992.1	45.7	571298	31.5	576

资料来源：中国统计年鉴 2005 中国煤炭 100 强分析报告

根据国家统计局统计，2007 年 1-5 月份煤炭原煤产量累计增长率为 12.5%，而铁路货运量累计增长幅度为 10.7%，根据铁路货运量的 45% 是煤炭，煤炭产量增速的 45% 的煤炭增量增长为 6%，小于铁路货运量增长幅度，煤炭总体保持运输通畅。

相对于 2003 年阶段，铁路货运量累计增速在 3% 左右，而煤炭产量增长超过 16%，煤炭等能源品，因为铁路瓶颈制约，出现紧张。这也是我们前面通常所说的煤电油运紧张阶段。

图 71：煤炭产量增速与铁路运量增速比较



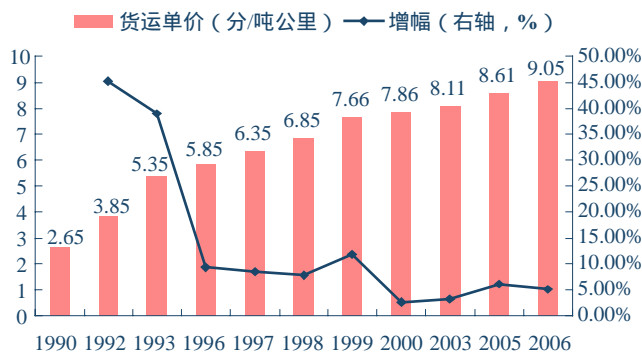
资料来源：中信证券研究部交通运输研究

表 11：铁路货物运价总水平变化

年份	1990	1992	1993	1996	1997	1998	1999	2000	2003	2005	2006
货运单价（分/吨公里）	2.65	3.85	5.35	5.85	6.35	6.85	7.66	7.86	8.11	8.61	9.05
增幅（%）		45.28	38.96	9.35	8.55	7.87	11.82	2.61	3.18	6.17	5.11

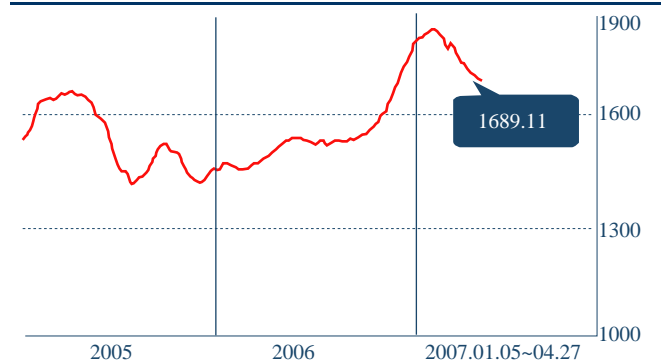
资料来源：中信证券研究部交通运输研究

图 72：铁路货物运价水平变化



资料来源：中信证券研究部交通运输研究

图 73：中国沿海散货综合运价趋势图



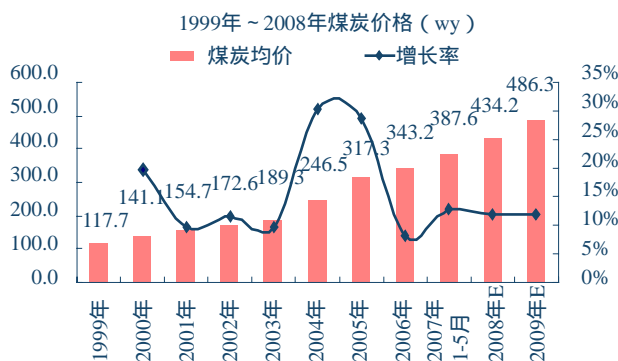
资料来源：中信证券研究部交通运输研究

6、煤炭经营判断：行业转移成本能力加强，煤炭价格在成本支撑上升，吨煤利润保持相对稳定

煤炭资源品，加大集中的同时，国家也希望能够发挥资源品对节能减排的调控作用下，在国家进入能源依赖的发展阶段下，煤炭下游需求依然强劲，因此，和谐与意志能够强化煤炭行业的定价权。煤炭行业景气处在高位运行。

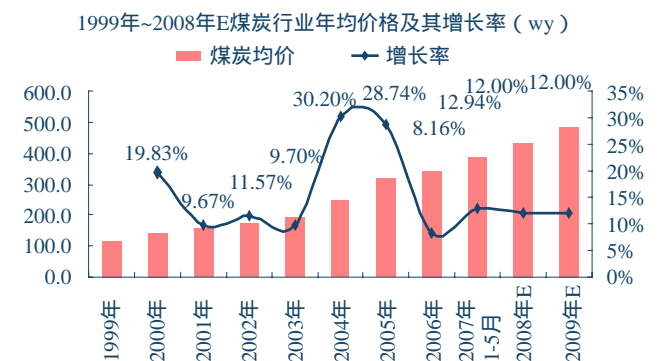
从 2007 年 1-5 月份煤炭行业经营情况来看，我们测算中信全国煤炭价格指数为 375 元/吨，同比去年 332 元/吨，上涨 43 元，涨幅 13%；中信全国煤炭吨煤成本 2007 年 1-5 月份为 270.3 元，同比去年 234.7 元，上涨 36 元，同比涨幅 14%。由于在资源整合进程中，和煤炭供求偏紧平衡下，煤炭对下游议价能力增强。煤炭在成本推动下的煤炭价格上涨，显然吨煤价格上涨超过煤炭成本上涨，中信吨煤利润指数，2007 年 1-5 月份为 35.2 元/吨，同比去年 29.2 元/吨，利润空间在张开。

图 74：中信煤炭吨煤价格指数及预测



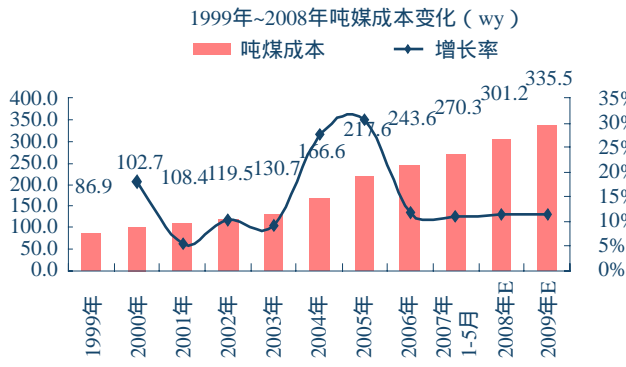
资料来源：中信证券研究部

图 75：中信煤炭吨煤价格指数变化率及预测



资料来源：中信证券研究部

图 76：中信煤炭吨煤成本指数及预测



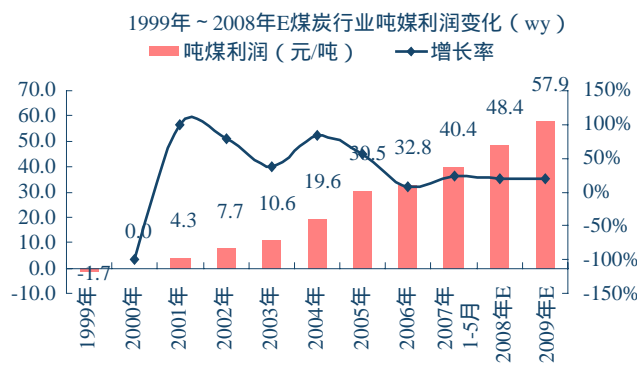
资料来源：中信证券研究部

在经济学中，资源品包括土地、矿产资源具有绝对地租。在经营景气周期中，资源品在拥有绝对地租同时，拥有经营的相对地租。在绝对地租和相对地租的叠加，构成资源类企业现金流的创造能力。而在绝对地租和相对地租的叠加中，绝对地租具有第一位。能源相互转化，及能源制成经济发展中，一次能源的资源储备更加显示企业持续增长能力。

在前面我们谈到煤炭行业价格机制形成，虽然经历过曲折历史进程，但是通过与市场接轨，煤炭行业终于回到符合经济发展轨道上来。通过市场对煤炭资源品价格挖掘，必然进一步纠正煤炭资源品扭曲的价格，回归到能够覆盖完全成本和体现劣等资源也具备价值道路上来。

在国际能源需求保持持续增长态势下，而煤炭行业下游需求依然保持强劲。中国煤炭产能在煤炭行业变迁中逐渐认识到，煤炭资源集中有利于煤炭和谐发展。集中和市场化煤炭供给，在强劲煤炭需求作用下，我们认为煤炭行业供需在未来维持紧平衡，煤炭行业仍然有望保持高位景气。

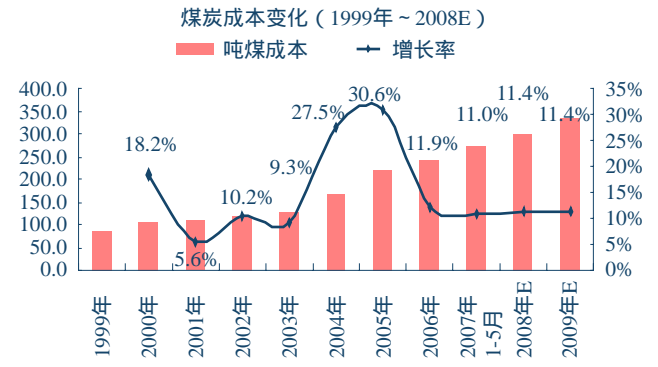
图 78：中信煤炭吨煤利润指数及预测



资料来源：中信证券研究部

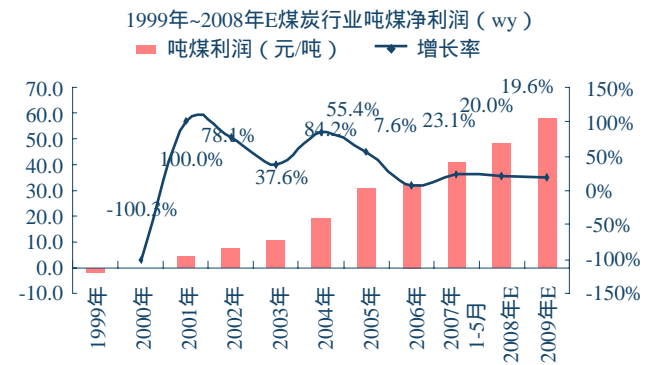
我们通过煤炭产业链纵向分析中，研判中信煤炭价格指数在未来三年保持 9.25%、4.5%和 8.5%左右增长。煤炭吨煤成本中信指数在未来三年增长 11%、8%和 6.2%。吨煤利润空间得以保持，并可能放大。

图 77：中信煤炭吨煤成本指数变化及预测



资料来源：中信证券研究部

图 79：中信煤炭吨煤利润指数变化及预测



资料来源：中信证券研究部

七、煤炭行业未来业绩预测驱动因素分析：价格权重显著

1、煤炭行业近几年业绩增长的贡献分析

煤炭行业经历了前一个高峰 1996 年，随着亚洲金融危机，97、98 年连续两年的煤炭价格暴跌，煤炭行业处于全行业亏损时期。1999 年~2000 年是煤炭行业逐渐平稳复苏两年，煤炭行业业绩 2000 年越过行业保本点(当年吨煤利润为 0 元/吨)，经过 2001~2003 年价格 9.7%、11.6%、9.7%，产量三年 13.1%、15.4%、16.8% 的增长，煤炭行业吨煤利润回复到 10.65 元/吨。随后煤炭价格经历了 04 年、05 年产量增长 21%、15%，仍然供不应求的局面，导致煤炭价格 30.2%、28.7% 的高速上涨，煤炭行业利润 122.80%、79.7% 高速增长。

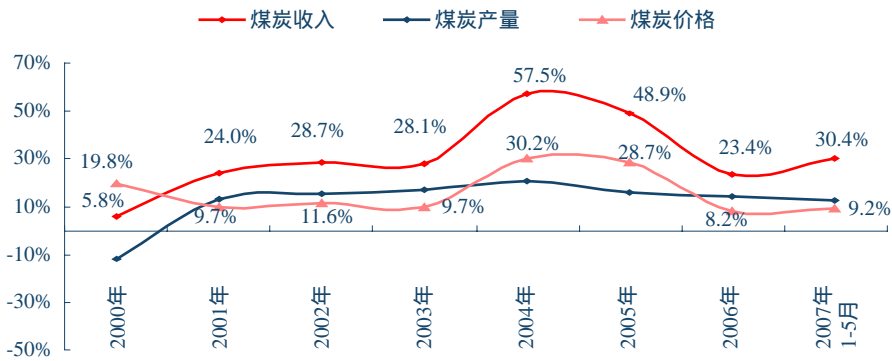
表 12：历史煤炭行业利润的价格与产量贡献分析

煤炭行业累计收入总额	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 1~5 月
煤炭收入 (万元)	11980662	14857262	19122707	24495828	38580799	57457229	70923487	32842998
煤炭成本 (万元)	8721280	10412528	13243851	16909767	26077371	39406998	50336040	23679391
煤炭利润 (万元)	398	417327	857361	1377388	3069185	5516600	6772666	3085699
煤炭产量 (万吨)	84939	96048	110807	129389	156521	181065	206644	240936
煤炭均价 (元/吨)	141	155	173	189	246	317	343	375
同比增长	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 1~5 月
煤炭收入	5.80%	24.00%	28.70%	28.10%	57.50%	48.90%	23.40%	30.40%
煤炭行业成本	4.30%	19.40%	27.20%	27.70%	54.20%	51.10%	27.70%	33.40%
煤炭行业利润	-100.20%	104835.20%	105.40%	60.70%	122.80%	79.70%	22.80%	41.70%
煤炭产量	-11.70%	13.10%	15.40%	16.80%	21.00%	15.70%	14.10%	12.32%
煤炭价格	19.80%	9.70%	11.60%	9.70%	30.20%	28.70%	8.20%	9.20%
产量利润贡献率		0.0%	14.6%	27.7%	17.1%	19.7%	61.8%	29.5%
价格利润贡献率		100.0%	85.4%	72.3%	82.9%	80.3%	38.2%	70.5%

资料来源：中信证券研究部

2006 年煤炭行业处于供需基本平衡阶段，全年煤炭价格上涨 8.2%，产量增长 14% 情况下，业绩增长仅为 22.8%。表明近期煤炭价格上涨对业绩的推动，由于成本的迅速上涨而大幅度的削弱。成本因素也成为影响行业业绩的主要因素之一。但从 2007 年价格和成本综合影响，煤炭的吨煤利润是提高的，也就是说煤炭行业作为资源品行业，把成本上涨成功的转移给下游行业了。在未来煤炭行业成本完备化的大趋势下，煤炭行业成本上涨在所难免，但由于煤炭供需未来两年的平衡中偏紧的判断，煤炭成本完备化的成本上涨基本上可以通过价格传递而消化。

图 80：2000 年 ~ 2007 年 5 月煤炭行业收入、产量、价格增长情况

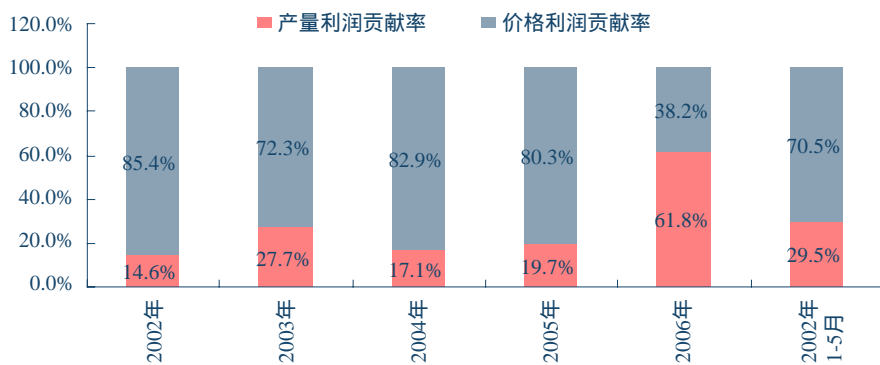


资料来源：中信证券研究部

2. 煤炭行业业绩增长预测中核心驱动因素比重

从历史数据看，影响煤炭行业业绩主要因素是价格、成本、产量三个主要因素。

图 81：影响煤炭行业业绩核心因素分析

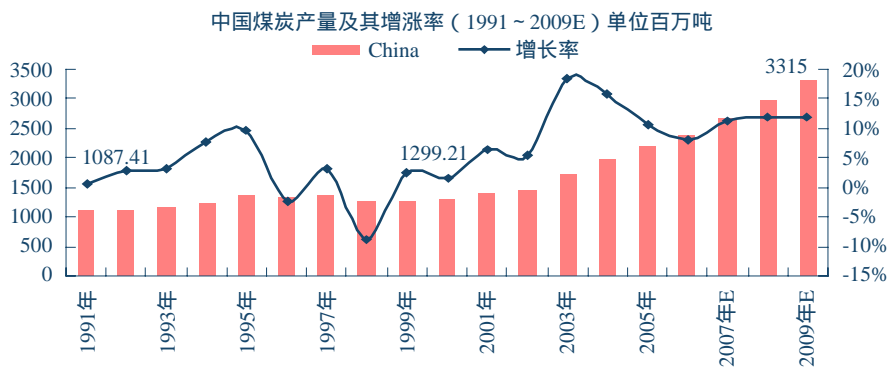


资料来源：中信证券研究部

(1) 产量增长未来每年对业绩贡献增长 12%

煤炭行业近几年的煤炭产量增长基本保持在 12% 左右(国家统计局样本)，根据 05 年、06 年增长情况，2007 年 1~5 月煤炭累计产量同比增长 12.7% (不完全口径)，考虑到漏出小煤矿产量增长，预计供给未来两地增长保持在 11%~12% 左右，因而产量对行业利润的贡献将保持 11%~12% 左右。

图 82：中国煤炭产量及增长率



资料来源：中信证券研究部

(2) 我们判断煤炭价格由于成本、供需、通胀等因素,未来上涨幅度可能超预期,07年全年可能接近12%,08年、09年可能保持12~15左右的价格上涨。

煤炭价格2000年至今,7年基本持续上涨格局,从上涨的幅度看04年、05年煤炭供不应求,价格上涨达到30.20%、28.4%高增长。2006年煤炭供需基本处于平衡阶段。2007年1~5月受供需、成本、通胀等多方面因素,煤炭价格同比上涨12.9%(相对于去全年均价上涨9.20%),煤炭价格表明煤炭供需有偏紧趋势,预计2007年煤炭价格上涨可能超过12%(有通货膨胀的影响)。根据我们08年、09年供需情况测算,08年、09年供需进步处于供应趋紧,价值考虑到通胀加速的趋势,我们预计在宏观经济增长稳定的情况下,煤炭价格未来两年将保是12~15%左右的上涨。

3、煤炭吨煤利润对价格与成本敏感性分析

(1) 07年煤炭行业吨煤利润对价格和成本上涨的敏感性分析:

经过我们的模型测算,2007年预计煤价上涨10~14%,成本上涨10%、12.5%,整个行业的吨煤利润波动范围为36元/吨~42.42元/吨,同比增长10%~29%,根据我们对2007年1~5月行业运行情况预测,我们判断煤炭价格上涨12.3%,成本上涨11%,预计吨煤利润为40.4元/吨,同比增长23.1%

表13: 2007年煤炭行业吨煤利润对价格与成本敏感性分析

2007年煤炭行业吨煤利润 (元/吨)		价格波动						
		-5%	0%	10%	12%	14%	16%	18%
成本变化	-5%	32.6	38.5	50.3	52.6	55.0	57.4	59.7
	0%	28.4	34.3	46.1	48.4	50.8	53.2	55.5
	8%	21.7	27.6	39.4	41.7	44.1	46.5	48.8
	10%	20.0	25.9	37.7 (15%)	40.1	42.4	44.8	47.1
	12%	18.3	24.2	36.0	38.4	40.7	43.1	45.5
	14%	16.6	22.5	34.3	36.7	39.1	41.4	43.8
	16%	15.0	20.9	32.7	35.0	37.4	39.8	42.1

资料来源: 中信证券研究部

(2) 08年煤炭行业吨煤利润对价格和成本上涨的敏感性分析

08年煤炭行业吨煤利润对价格和成本上涨的敏感性分析:我们判断煤炭价格上涨12%,煤炭成本上涨11%,煤炭吨煤利润为48.4元/吨,同比增长20%。

表14: 2008年煤炭行业吨煤利润对价格与成本敏感性分析

吨煤利润(元/吨)		煤价						
		-5%	0%	10%	12%	14%	16%	18%
煤炭制造成本	-5%	40.7	47.7	61.8	64.7	67.5	70.3	73.1
	0%	35.8	42.8	56.9	59.8	62.6	65.4	68.2
	8%	27.9	35.0	49.1	51.9	54.7	57.5	60.4
	10%	25.9	33.0	47.1	49.9	52.7	55.6	58.4
	12%	24.0	31.0	45.1	48.0	50.8	53.6	56.4
	14%	22.0	29.1	43.2	46.0	48.8	51.6	54.5
	16%	20.0	27.1	41.2	44.0	46.9	49.7	52.5

资料来源: 中信证券研究部

结论：我们预计到 07 年~09 年煤炭产量增长 12%、11.9%、11.3%；价格同比增长 12.94%、12%、12.05%；制造成本分别上涨 11%、11.4%、11.4%。根据我们的行业模型测算吨煤利润同比增长 23%、20%、19%。我们预计 07~09 年煤炭全行业的利润增长 40.9%、36.18%、35.13%。

八、煤炭产业横向分析：产业结构分析—国际视野下煤炭行业过度竞争走向集中有利于行业良性发展

上述煤炭产业纵向分析解决了煤炭行业整个行业运行景气周期阶段的问题。但在景气周期阶段，谁能更加受益，还需要从横向产业结构分析，来解剖产业内的竞争力问题。

1、煤炭行业产业集中度：产业集中度仍然偏低

从世界煤炭工业发展规律来看，世界主要产煤国国家煤炭企业的主要发展方向呈现集中化、国际化和多元化的趋势。一些国家煤炭产量逐年增加，但是矿井数量反而有所减少，单个矿井产量大幅度提高。在包括中国煤炭在内的全球的跨行业、跨地区、跨国的大型企业集团发展迅速。在美国，经过剧烈收购、兼并，到 2001 年美国煤炭生产的 63%，集中到 10 大生产商中，而前 3 大集团占有市场份额的 45%。在澳大利亚，最大的 5 家公司控制煤炭总出口的 77%。在南非，3 家大型多元化公司占市场份额 89%，垄断煤炭生产与出口。2002 年，俄罗斯产煤 2.58 亿吨，其中俄罗斯煤炭公司产煤 2.45 亿吨，占全国总产量 95%；印度产煤 3.08 亿吨，其中印度煤炭公司产量为 2.37 亿吨，占全国煤炭产量的 77%。

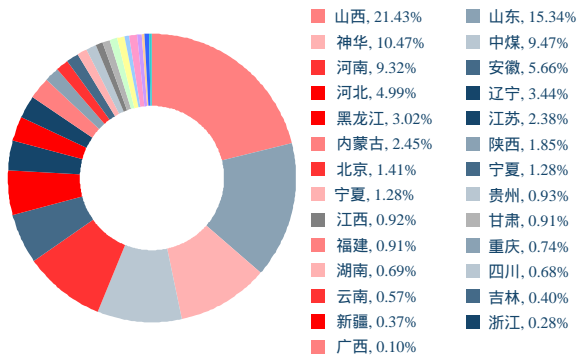
表 15：2005 年中国煤炭企业 100 强煤炭产量前 10 名企业

名次	企业名称	2004 年煤炭产量/万吨	2003 年煤炭产量/万吨	增减比例%
1	神华集团有限责任公司	12110	10197	18.76
2	山西焦煤集团有限责任公司	5496	4650	18.19
3	大同煤矿集团有限责任公司国内公司	5358	5171	3.62
4	黑龙江龙煤矿业集团有限责任公司	5280	4894	7.89
5	中国中煤能源集团公司	5187	4432	17.04
6	兖矿集团有限公司	4111	4560	-9.85
7	平顶山煤业（集团）有限责任公司	3070	2669	15.02
8	淮南矿业集团有限责任公司	2982	2831	5.33
9	陕西煤业集团有限责任公司	2831	2240	26.38
10	阳泉煤业集团公司	2827	2269	24.59

资料来源：《2005 中国煤炭企业 100 强分析报告》 中信证券研究部整理

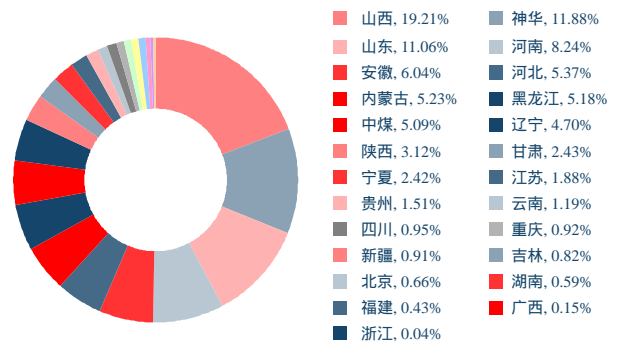
由于我国煤炭规模大，尽管我国神华集团，从个体上规模位居世界第一，但产量也仅占到全国 5%。不管是从中国煤炭企业 100 强分布地域份额还是煤炭产量区域分布来看，由于地方利益割据，我国煤炭产业仍然集中度低，无序竞争严重，煤炭企业相对规模、实力与世界性大公司相比，有相当大的差距。由于产业集中格局没有根本改变，我们从 2001 年数据来看，全国原煤产量超过 1000 万吨煤炭企业共 17 家，总和加起来，也仅占全国煤炭总产量的 29.69%。

图 83：2005 年中国煤炭 100 强分销售收入分地区分布



资料来源：《2005 年中国煤炭 100 强企业分析》

图 84：2005 年中国煤炭 100 强分产量分地区分布



资料来源：《2005 年中国煤炭 100 强企业分析》

2、煤炭行业竞争力比较：盈利水平虽在提高，但规模和人均效益仍处在较低水平

应该看到，随着国民经济发展对能源依赖，煤炭行业景气持续上行，我们看到煤炭 100 强企业和全国 500 强的企业相比，平均收入增长水平，2005 年为 69.79%，远远高于全国 500 强的企业；并且平均资产增长率 2005 年为 36.55%，也高于 500 强企业平均水平 18.7%。

表 16：中国煤炭企业 100 强与中国企业 500 强规模增速比较

项目	中国煤炭企业 100 强		中国企业 500 强	
	2004 年	2005 年	2004 年	2005 年
平均营业收入增长率/%	21.49	69.79	29.18	25.05
平均资产增长率/%	13.46	36.55	3.16	18.7

资料来源：中信证券研究部 《2005 年中国煤炭 100 强分析报告》

尽管煤炭企业盈利水平在提高，但规模与效益与先进企业相比仍然处在较低水平。

表 17：2005 年中国企业 500 强中煤炭行业与制造业和服务业经济指标比较

产业	煤炭业	制造业	服务业	
企业数	数值/个	23	281	156
	占 500 强的比重	4.60%	56.20%	12.60%
资产总计	数值/亿元	5304	42787	263897
	占 500 强的比重	1.58%	12.77%	78.76%
营业收入	数值/亿元	3128	43739	51014
	占 500 强的比重	2.66%	37.24%	43.43%
利润总额	数值/亿元	132	1876	2261
	占 500 强的比重	2.50%	35.62%	42.93%
从业人数	数值/人	1871623	6361565	7629884
	占 500 强的比重	9.19%	31.24%	37.46%

资料来源：中信证券研究部 《2005 年中国煤炭 100 强分析报告》

表 18：2005 年中国企业 500 强中煤炭行业与制造服务业和服务业人均效益比较

产业	人均资产/万元	人均营业收入/万元	人均利润/万元
煤炭业	28.34	16.71	0.7
制造业	67.26	68.76	2.95
服务业	345.87	66.86	2.96

资料来源：中信证券研究部 《2005 年中国煤炭 100 强分析报告》

表 19：2005 年中国企业 500 强中煤炭采选业各项经济指标及排名

指标	煤炭行业	所有行业加权平均值	在 55 个行业中的排名
人均营业收入	14.39 万元	57.67 万元	55
人均利润	0.64 万元	4.03 万元	47
人均资产	27.57 万元	164.52 万元	54
平均营业收入增长率	36.89%	29.48%	5
平均利润增长率	30.72%	46.50%	51
平均收入利润率	4.42%	4.48%	14
平均资产利润率	2.31%	1.57%	38
资产周转率	0.52 次/年	1.40 次/年	47

资料来源：中信证券研究部 《2005 年中国煤炭 100 强分析报告》

从全国优秀企业 500 强来看，2005 年中国 500 强煤炭企业人均资产为 28.34 万元，是优秀制造业人均资产的 1/3，是优秀服务业的 1/12。人均营业收入是 16.71 万元，使 500 强中制造业的 1/4，服务业的 1/4。人均利润为 0.7 万元，也是 500 强中制造业、服务业的 1/4。

3、煤炭企业竞争力的国际比较：有些公司初步具成国际竞争力，但行业总体竞争能力仍然有待提高

从国外十大煤炭企业来看，其中有 4 家煤炭产量在 2004 年在 1 亿吨以上，其他在 4000 万吨到 1 亿吨不等。但是，中国除了神华集团产量在 1 亿吨以上，其他规模都比较小。如果用所在国的产量规模进行归一化来看，神华也算不上全球最有竞争力公司。

表 20：2004 年国外煤炭生产规模排列前 10 家大集团公司煤炭产量

序次	公司名称	2004 年产量/Mt	较上年增长率/%
1	皮博迪能源集团公司 (Peabody Energy)	181.44	-0.89
2	力拓矿业集团公司 (Rio Tinto)	157.44	9.45
3	阿齐煤炭公司 (Arch Coal, Inc)	129.64	42.05
4	必和必拓集团公司 (BHP Billiton)	124.72	4.59
5	英美矿业集团公司 (Anglo American)	95.9	10.23
6	固本能源集团公司 (CONSOL Energy Inc.)	61.42	12.1
7	埃克斯卓达集团公司 (Xstrata plc)	60	0
8	方达煤炭集团公司 (Foundation Coal Corporation)	55.7	0
9	萨索尔集团公司 (Sasol Ltd)	52.4	-0.47
10	马瑟能源公司 (Massey Energy Company)	38.1	2.44
合计		956.76	1.1
占世界总产量比重/%		17.37	-7.66

资料来源：《2005 世界煤炭发展报告》 中信证券研究部整理

表 21：中国煤炭企业与国际煤炭企业净资产收益率与公司市值比较

Name	RIC	ROE(%)	MarketCap(USD)
ChinaShenhua	1088.HK	26.15	73,250,916,365.03
ChinaCoal	1898.HK	14.70	22,787,828,891.65
Cameco	CCO.TO	13.71	18,487,300,902.34
PeabodyEnergy	BTU	25.69	13,282,962,141.60
HwangeColliery	HCCL.ZI	4.25	10,538,731,008.00
YanzhouCoal	600188.SS	12.53	9,857,112,860.50
CONSOLEnergy	CNX	38.35	8,918,879,090.72
BumiResources	BUMIJK	61.76	5,757,703,826.96
CoalAlliedInds	CNA.AX	25.33	5,660,137,597.96
ArchCoalInc	ACI	19.08	5,216,945,004.12
Uranium	SXR.TO	-10.63	4,903,695,191.82
XishanCoal	000983.SZ	18.91	4,781,986,580.71
PaladinRsc	PDN.AX	-8.22	4,118,131,929.19
HuolinheCoal	002128.SZ	36.88	3,309,221,684.65
EnergyRscAust	ERA.AX	7.89	3,231,106,324.10
DatongCoalIndu	601001.SS	14.21	2,915,377,976.58
TiananCoal	601666.SS	16.92	2,730,283,960.72
Enacar	ENC.SN	-	2,691,546,757.58
NaturalRes	NRP	20.91	2,620,287,913.82

资料来源：路透 中信证券研究部整理

尽管神华、中煤集团公司市值处于较大规模，但与 Peabody Energy 净资产收益率 25.69%、CONSOL Energy 净资产收益率 38.35% 相比，国内煤炭企业总体盈利水平仍有限。

4、煤炭类上市公司分析：上市公司盈利能力仍然保持较好水平

从经营效率来看，由于煤炭行业景气，大家在竞争同时，更多是在分享行业景气增长。从主营业务收入增长率、销售毛利率和净资产收益率来看，上市公司盈利能力都保持较好水平。

表 22：煤炭类上市公司经营数据截至 2006 年 12 月 31 日

	郑州煤电	兰花科创	恒源煤电	开滦股份	潞安环能	靖远煤电	神火股份	金牛能源	煤气化	西山煤电	平均
主营业务收入增长率	73.9%	31.6%	4.2%	21.6%	26.7%	51.8%	18.9%	15.1%	7.8%	22.7%	27.4%
销售毛利率	22.8%	51.7%	39.0%	35.7%	34.9%	34.4%	44.6%	38.0%	22.5%	38.6%	36.2%
资产负债比率	38.3%	45.3%	38.0%	52.6%	57.0%	44.9%	66.0%	33.0%	48.3%	47.7%	47.1%
资产收益率	6.8%	12.1%	11.8%	8.0%	9.0%	9.7%	6.9%	9.7%	3.7%	9.3%	8.7%
净资产收益率	11.0%	22.2%	19.6%	18.1%	22.7%	17.7%	21.7%	14.9%	8.4%	18.9%	17.5%
每股收益摊薄	0.23	1.37	1.04	0.81	1.30	0.23	0.81	0.61	0.34	0.80	0.75
每股净资产	2.14	6.19	5.31	4.49	5.74	1.28	3.71	4.14	4.00	4.25	4.13

资料来源：中信证券研究部

表 23：煤炭类上市公司经营数据截至 2007 年 3 月 31 日

	郑州煤电	兰花科创	恒源煤电	开滦股份	潞安环能	靖远煤电	神火股份	金牛能源	大同煤业	西山煤电	平均
主营业务 收入增长率	102.8%	5.1%	28.8%	39.3%		-9.1%	96.0%	44.4%		19.6%	36.3%
资产负债比率	38.0%	44.5%	37.0%	51.6%	54.1%	44.5%	67.9%	37.3%	48.2%	51.2%	47.4%
销售毛利率	20.3%	47.3%	34.7%	26.0%	27.5%	35.1%	42.4%	38.4%	54.3%	41.8%	36.8%
资产收益率	1.5%	2.9%	2.6%	3.0%	2.7%	2.6%	2.7%	3.1%	2.0%	2.6%	2.6%
股东权益 收益率	2.5%	5.4%	4.2%	6.7%	6.0%	4.7%	9.2%	5.0%	4.1%	5.6%	5.3%
每股收益摊薄	0.06	0.35	0.23	0.33	0.37	0.06	0.33	0.21	0.18	0.23	23.4%
每股净资产	2.29	6.54	5.55	4.91	6.20	1.34	3.55	4.10	4.28	4.10	4.29

从资源占有来看：如果从绝对资源占有来看西山煤电、大同煤业和兖州煤业、国阳新能处在前面（没有考虑中国神华）。当从每股资源拥有资源量来看，露天煤业和国阳新能比较有利。

表 24：煤炭类上市公司资源比较

代码	公司简称	可开采储量 (万吨)	集团产能 (2005 年)	06 年煤炭产量 (万吨)	可开采年限 (年)	煤种	总股本（万股） (2006-12-31)	每股资源量 (吨)
600123	兰花科创	42,660	512	451	100	洗块、洗粉煤、末煤	37,125	1.15
600348	国阳新能	104,220	2827	1,285	70	洗块、洗粉煤	48,100	2.17
983	西山煤电	127,750	5496	1,516	80	焦煤、肥煤、瘦煤	121,200	1.05
933	神火股份	12,494	357	408	30	无烟煤	25,000	0.5
600508	上海能源	61,231		719	75	1/3 焦煤和气肥煤	40,151	1.53
600971	恒源煤电	8,754		340	20	贫煤	18,840	0.46
937	金牛能源	17,213		855	20	1/3 焦煤、焦煤、气煤	78,320	0.22
600997	开滦股份	47,893	2612	746	60	肥煤	48,800	0.98
600188	兖州煤业	219,337	4111	3200	40	气煤	491,840	0.45
600121	郑州煤电	13,320	982	500	25	贫煤	81,000	0.16
600395	盘江股份	23,200	708	603	30	焦煤、气肥煤	37,130	0.62
601001	大同煤业	192,198	5358	2500	77	动力煤、冶金煤	83685	2.3
2128	露天煤业	138899		2000	70	褐煤	65,418.45	2.12

资料来源：中信证券研究部整理

从上市公司与母公司一致性来看：考虑资产整合，比较上市公司目前产能与母公司产量比重上来看，西山煤电、大同煤业和国阳新能具有优势。

5、资源拥有和产品特质决定煤炭企业产业结构中地位

从煤炭行业横向产业结构分析中，我们看到煤炭产能集中化是增强竞争力重要表现。煤炭产能集中化，表征为煤炭企业即期增量增速和煤炭企业未来拥有资源数量。同时，应该看到，我国煤炭品种稀缺程度也不一样，产品特质也是决定煤炭企业在产业结构地位中的重要考量。

九、煤炭重点上市公司分析

1、中国神华（1088.hk）：中国煤炭第一股

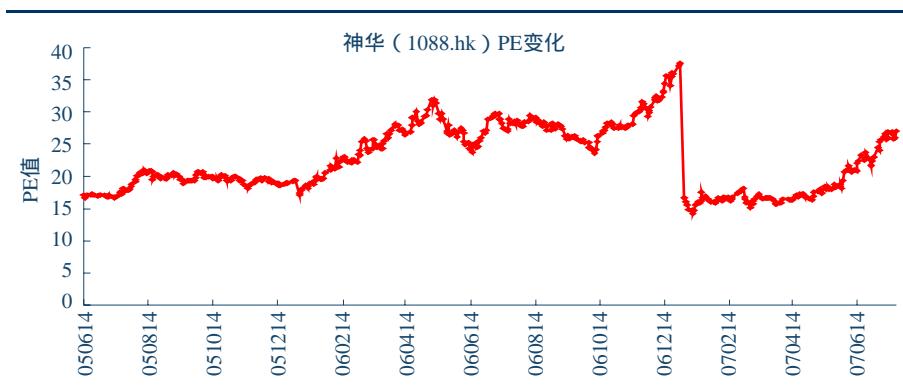
- 公司煤炭资源储量丰富，集团可采储量接近 120 亿吨，可采年限超过 60 年，具备快速发展的内部条件；
- 集团煤炭业务比较竞争优势明显，具备成为行业整合者的基本条件。集团煤炭业务具备快速发展的内生动力；
- 煤炭产量遥遥领先，2006 年超过 2 亿吨，市场占有率 8.53%；
- 煤炭运输保障能力强，运输瓶颈影响小，拥有自己的铁路和港口；全长 1367 公里、2006 年运输量达到 2.98 亿吨的 5 条铁路线；2006 年末下水能力 8000 万吨的专用黄骅港码头，和 2006 年末下水能力 3500 万吨的神华天津港码头；
- 生产效率高、生产成本低，人均商品煤生产量多年保持业内第一；年产 2 亿吨煤炭的 8 个矿区。单井单人生产效率、回采率、机械化程度、死亡率等指标均达到国际先进水平；安全生产、注重环境堪称表率；
- 《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》鼓励行业整合，培育和发展大型煤炭骨干企业和企业集团。
- 集团 2006 年末总装机容量 1196 万千瓦、售电量 517 亿千瓦时的 11 家控股电厂，机组利用小时数、售电标准煤耗、单位造价、平均单机容量、厂用电率等指标达到同行业先进水平。
- 煤炭业务的快速发展不仅对集团发电业务、煤制油和煤化工项目提供安全的原料保障，更是集团并购外部发电资产、煤化工资产的有力武器。藉集团煤炭业务的遥遥领先地位和未来的快速发展，集团具备强大的向电力、煤炭深加工等下游产业链延伸的能力。

表 25：上市公司与集团公司比较

	产量（2006 年，万吨）	母公司十一五规划产量（万吨）	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
中国神华	15000					3.69	
神华集团		40000	1	37.5%	81.11%		

资料来源：中信证券研究部

图 85：中国神华动态 PE 运行轨迹



资料来源：中信证券研究部整理

2、中煤能源（1898.hk）：横跨国际与国内两个市场

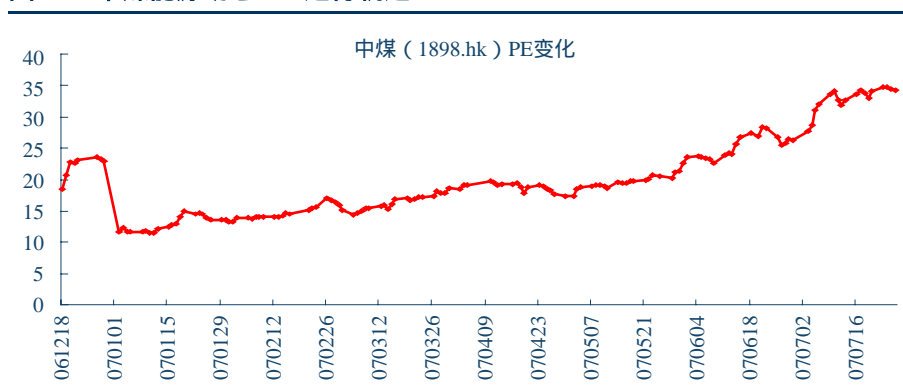
- 2003 年到 2005 年，中煤能源曾以煤炭产量年复合增长 22.8% 的增幅，为国内煤炭业界最佳纪录，2006 年底在香港 H 股上市。
- 煤炭业务具有规模效益：2006 年公司原煤产量 7904 万吨，其中自产煤量 6649 万吨，比 2005 年自产原煤 5012 万吨，增产 1637 万吨，增长 32.7%。
- 煤机械业务，国内领先：2006 年公司煤机产量 16 万吨，同比增长 14.3%，继续保持国内领先。重型刮板输送机市场占有率 41%，液压支架市场占有率 19%，均名列同类企业前茅。研制成功的 3×855kw、3×1000kw 重型刮板输送机，是世界上功率最大的输送机。煤机销售向俄罗斯成功出口综采放顶煤成套设备和工艺。并成功收购英国帕森斯公司制链技术、设备和营销渠道，成功成为世界上领先矿用链条生产企业。
- 焦炭业务，国内最大机焦生产企业：2006 年公司焦炭生产能力 450 万吨，属于中国焦化行业前列。焦炭产量 236 万吨，同比增长 67.5%；出口焦炭 60 万吨，是中国重要焦炭出口商之一。
- 横跨国际国内两个市场：在海外销售方面，公司和一些主要海外煤炭公司（主要位于澳洲和印尼）以及主要的中国煤炭出口商竞争。其中某些竞争者拥有比本公司更强大的资金、营销和分晓实力和其他资源。与国内竞争对手相比，本公司拥有更稳固的客户基础及销售渠道；与海外竞争者相比，本公司拥有运输距离较短和成本较低优势。

表 26：上市公司与集团公司比较

	产量（2006 年，万吨）	母公司十一五规划产量（万吨）	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
中煤能源	6649					1.84	
中煤集团		15000	2	44.3%	65.00%		

资料来源：中信证券研究部

图 86：中煤能源动态 PE 运行轨迹



资料来源：中信证券研究部整理

3、大同煤业：底蕴决定厚度

- 公司塔山矿产能，比市场预期的好。前期市场担心塔山矿煤层厚度影响煤矿开采，得到有效解决，反而煤层的开采效率相对大为提高。
- 以塔山矿依托，电力、水泥、瓷土加工等形成塔山工业园，将成为循环经济的典范，这些也为塔山矿产品提供需求销纳。
- 虽然同煤集团在历史上人员包袱较重，相对来说大同煤业股份人员较为合理，即使这样，相对于大同煤业其他四个矿 1000 万产能 1.9 万人，塔山矿目前只有 800 人，人员效率较高。
- 从有关报道中，公司 H 股增发正在加紧进行，也有力刺激公司治理提升，和资本运作，这有利公司效益提升。
- **公司风险：**公司上市时间较短，规范治理带来经营理念，仍然对于背靠老国企背景的公司仍然需要磨合和改进；塔山矿产能释放，仍然受到整个山西煤炭政策限制。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 07、08、09 年每股收益为 0.98 元、1.34 元、1.85 元。考虑到煤炭类上市公司的市盈率中枢在 22 倍，考虑到公司作为煤炭特性，和国家经济快速发展对能源依赖，综合分析，维持公司“买入”评级。

表 27：大同煤业盈利预测

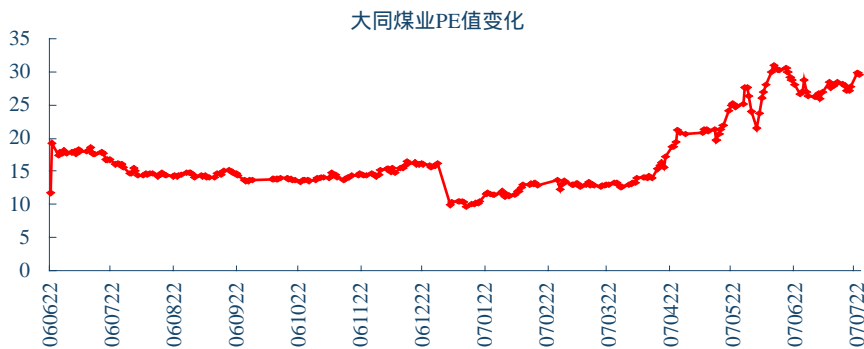
项目/年度	2004	2005	2006	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	2,487.23	3,146.23	3,911.65	5,587.24	6,623.28
增长率 YoY %	22.69	26.50	24.33	42.84%	18.54%
净利润(百万元)	386.53	448.75	481.09	804.10	1,095.97
增长率 YoY%	71.10	16.10	7.21	67.14	36.30
每股收益 EPS(元)	0.69	0.81	0.57	0.96	1.31
毛利率%	54.06	54.20	54.08	53.65	53.98
净资产收益率 ROE%	29.47	31.47	14.21	20.01	23.88
息率%	0.00%	66.49%	0.00%	0.00%	0.00%
每股经营性现金流(元)	1.60	1.16	1.51	0.26	1.83
市盈率 P/E	29.58	25.48	35.71	21.37	15.68
市净率 P/B	8.72	8.02	5.08	4.27	3.74
EV/EBITDA	15.89	19.62	17.30	10.97	9.19

表 28：上市公司与集团公司比较

	产量 (2006 年, 万吨)	母公司十一五规划产量 (万吨)	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
大同煤业	1326						
大同集团		15000	5	8.8%	60.48%	4.05	

资料来源：中信证券研究部

图 87：大同煤业动态 PE 运行轨迹



资料来源：中信证券研究部整理

4、兖州煤业：规模具有优势

- 公司业绩：2006 年，公司生产原煤 2609 万吨，同比增长 1.1%；销售煤炭 2501 万吨，同比增长 4.9%；主营业务收入为 93.19 亿元，同比增加 1.1 亿元 增加 1.2%。主营业务成本为 44.83 亿元，同比增长 7.4%。净利润为 17.96 亿元，同比下降 12%。1-9 月份每股 EPS 为 0.37 元，符合我们预期，低于市场预期。我们预测公司 06、07、08 年 EPS 为 0.49 元/股、0.48 元/股和 0.50 元/股。
- 业绩下滑分析：公司在中期虽然原煤产量同比下滑 70 万吨，3 季度同比多增加 99 万吨，实现产量前 3 季同比增长，但 1-3 季度公司销售煤价平均 380.16 元/吨，同比下降 12.50 元/吨，下降 3.2%；其中 3 季度，公司平均煤价 374.58 元/吨，比中期平均煤价 382.74 元/吨，下降 8.16 元/吨，下降 2.1%。加上 3 季度公司原材料和工资影响吨煤成本上涨 10 元左右。影响公司业绩下滑同比超过 10%。
- 公司竞争优势：虽然公司目前可开采煤炭资源量在 22 亿吨左右，每股资源量在煤炭股中相对贫瘠，约为 0.45 吨/股；但公司和集团在煤化工上拥有相对先进技术，这为公司发展提供潜在空间。
- 公司风险：国内煤炭市场供需宽松，影响公司业绩表现；煤化工产业化还存在不确定性。
- 公司投资建议：考虑公司及关联企业虽然拥有煤化工先进技术，但在考虑公司资源禀赋特点，维持公司投资评级为“增持”。

表 29：兖州煤业盈利预测

项目/年度	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入(万元)	1,270,553.0	1,322,429.6	1,375,326.7	1,347,820.2	1,374,776.6
增长率 YoY%	4.1	4.1	4.0	-2.0	2.0
主营业务利润(万元)	653,990.5	615,343.1	728,923.2	714,344.7	728,631.6
增长率 YoY%	-223.0	-5.9	18.5	-2.0	2.0
投资收益(万元)	909.24	419.43	440.40	462.42	485.54
补贴收入(万元)	-	400.00	-	-	-
净利润(万元)	249,548.1	174,934.1	269,965.6	265,730.7	273,745.3
每股收益 EPS(元)	0.51	0.36	0.55	0.54	0.56
毛利率%	51.47	46.53	53.00	53.00	53.00
净资产收益率 ROE%	14.56%	9.70%	13.61%	12.29%	11.67%
市盈率 P/E	12.28	17.52	11.35	11.53	11.19
市净率 P/B	1.79	1.70	1.54	1.42	1.31
EBITDA(万元)	571,864.2	607,746.4	537,879.7	526,744.9	535,244.3

表 30：上市公司与集团公司比较

	产量（2006年，万吨）	母公司十一五规划产量（万吨）	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
兖州煤业	3605					3.67	
兖矿集团		12000	4	30.0%	52.86%		

资料来源：中信证券研究部

图 88：兖州煤业动态 PE 运行轨迹



资料来源：中信证券研究部整理

5、西山煤电：稀缺体现价值

- 公司煤种具有稀缺性：不考虑到兴县矿，公司其他四个矿的资源储量为 14.3 亿吨，但其中肥精煤和焦煤储量就有 11 亿吨。尽管我们国家煤炭资源相对丰富，但公司拥有的肥精煤和焦煤为煤炭稀缺品种。
- 公司焦煤品种，在需求带动下，在年初公司合同煤价调整基础上，我们预测在通常煤炭淡季到来的时候，焦煤仍然涨价 30 元/吨。
- 岢瓦铁路，我们预计能够在 2008 年一季度末和二季度初开通，这将大幅降低公司兴县煤矿的吨煤成本，大幅提高兴县煤矿吨煤利润率；
- 立足公司已有资产，从中长期来看，公司兴县矿目前可开采储量 20

亿吨，战略准备 20 亿吨，后备区还有 10 亿吨，这些储量有力奠定公司未来可持续发展基石。

- **公司风险：**公司焦煤品种的价格，受到下游行业景气波动；岢瓦铁路通车进程，影响公司兴县煤矿的吨煤毛利率。
- **盈利预测、估值及投资评级：**预测公司 07 年每股收益为 0.97 元，08 年每股收益为 1.29 元，09 年每股收益为 1.57 元。考虑到煤炭类上市公司的市盈率中枢在 22 倍，考虑到公司作为煤炭品种稀缺性，和国家经济快速发展对能源依赖，综合分析，维持公司“买入”评级。

表 31：西山煤电盈利预测

项目/年度	2004	2005	2006	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	3,759.72	5,617.08	6,891.37	7,468.61	8,083.61
增长率 YoY %	32.00	49.40	22.69	8.38	8.23
净利润(百万元)	632.44	974.89	974.44	1,178.64	1,561.82
增长率 YoY%	111.12	54.15	-0.05	20.96	32.51
每股收益 EPS(元)	0.78	0.80	0.80	0.97	1.29
毛利率%	36.81	37.87	37.51	37.01	38.71
净资产收益率 ROE%	19.06	15.68	17.52	25.24	38.15
息率%	30.00%	40.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股经营性现金流(元)	0.95	1.02	0.84	0.31	1.83
市盈率 P/E	24.93	24.26	24.27	20.06	15.14
市净率 P/B	4.11	5.13	4.59	3.85	3.38
EV/EBITDA	24.70	13.00	11.15	10.02	8.13

表 32：上市公司与集团公司比较

	产量（2006 年，万吨）	母公司十一五规划产量（万吨）	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量 / 母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
西山煤电	1516					4.25	
山西焦煤集团		8000	6	19.0%	53.28%		

资料来源：中信证券研究部

图 89：西山煤电动态 PE 运行轨迹



资料来源：中信证券研究部整理

6、潞安环能：历史书写未来

- 屯留矿在即将的未来产生效益：公司 2006 年上市募集资金投向屯留矿因为采矿权障碍，在 2006 年公司经营中没有体现业绩。根据我们调研，预计公司在 2007 年会以注册子公司，收购股权的方式，将屯留矿收购进来。
- 喷吹煤价格有力支撑：公司喷吹煤主要由贫瘦煤加工而来，具有成本优势，更为重要公司是国家喷吹煤基地，在市场上具有一定定价权。
- 公司是煤炭企业中，公司管理效率较高企业，历史上经历行业周期性波动，仍然能够保持盈利能力。
- 公司风险：屯留矿注册公司股权收购成本和进程影响公司效益释放大小和快慢；由于公司集团资产较多，如何科学看待和合理利用这个资本运作平台，仍然存在一定不确定性。
- 盈利预测、估值及投资评级：预测公司 07\08\09 年每股收益为 1.81 元、1.85 元、2.21 元。考虑到煤炭类上市公司的市盈率中枢在 22 倍，考虑到公司技术进步和煤炭品种市场地位，和国家经济快速发展对能源依赖，综合分析，维持公司“买入”评级。

表 33：潞安环能盈利预测

项目/年度	2004	2005	2006	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	4,196.04	5,698.64	7,220.91	8,964.67	11,941.19
增长率 YoY %	58.40	35.81	26.71	24.15%	33.20%
净利润(百万元)	438.49	700.92	833.40	1,156.35	1,182.62
增长率 YoY%	67.71	59.85	18.90	38.75	2.27
每股收益 EPS(元)	0.95	1.53	1.30	1.81	1.85
毛利率%	32.12	34.14	33.78	35.06	30.18
净资产收益率 ROE%	29.29	45.31	22.73	25.31	22.81
息率%	82.00	62.00	-	-	-
每股经营性现金流(元)	3.38	4.32	2.85	-4.43	1.78
市盈率 P/E	34.40	21.52	25.19	18.16	17.75
市净率 P/B	10.07	9.75	5.73	4.60	4.05
EV/EBITDA	16.67	15.20	11.61	9.65	9.54

表 34：上市公司与集团公司比较

	产量 (2006 年, 万吨)	母公司十一五规划产量 (万吨)	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
潞安环能	1970					5.74	
潞安集团		7000	13	28.1%	65.74%		

资料来源：中信证券研究部

图 90：潞安环能动态 PE 运行轨迹



资料来源：中信证券研究部整理

7、兰花科创：进取赢得明天

- 煤炭与化工均衡发展，努力延伸煤炭产业链：在公司 2006 年近 24 亿主营业务收入中，煤炭收入接近 15 亿元，约占收入比重为 63%。根据公司发展战略，公司尿素业务十一五末将达到 100 万吨，甲醇和二甲醚将在 2007 年投产，通过煤炭产业延伸，公司未来煤炭与化工业务均衡发展。
- 连接大宁矿铁路开通：公司与亚美大陆合资的大宁矿有望在 2007 年底，连接大宁铁路开通，能够有效释放煤炭产量。
- 公司是煤炭行业中市场化程度最高企业，管理又较为规范，进取的经营意识，能够帮助公司捕捉机遇和控制成本。
- 风险因素：连接大宁矿铁路开通进程，影响公司煤炭产品的产能释放和效益提升；尿素产品存在加剧竞争和尿素成本上升的风险；煤化工进程，也影响公司效益的提高。
- 盈利预测、估值及投资评级：我们预测公司 07 年每股收益为 1.40 元，08 年每股收益为 2.19 元，09 年每股收益为 3.22 元。考虑到煤炭类上市公司的市盈率中枢在 22 倍，考虑到公司技术进步和煤炭品种市场地位，和国家经济快速发展对能源依赖，综合分析，维持公司“买入”评级。

表 35：兰花科创盈利预测

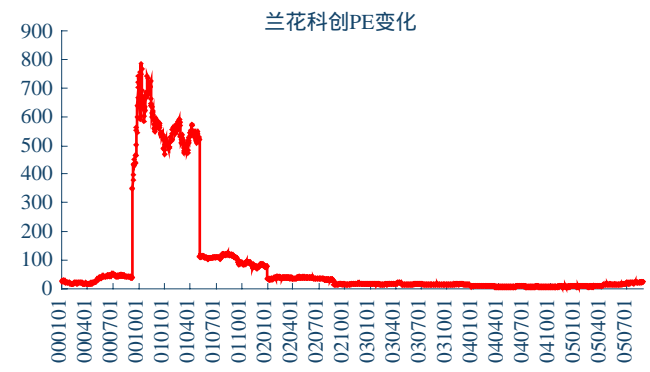
项目/年度	2004	2005	2006	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	1,300.65	1,712.62	2,254.05	2,841.42	4,888.41
增长率 YoY %	48.56	31.67	31.61	26.06	72.04
净利润(百万元)	281.87	428.12	560.77	569.51	894.69
增长率 YoY%	62.70	51.89	30.99	1.56	57.10
每股收益 EPS(元)	0.76	1.15	1.37	1.40	2.19
毛利率%	49.82	53.84	50.31	47.25	42.05
净资产收益率 ROE%	21.93	26.21	22.19	20.12	27.29
息率%	20.00	30.00	-	-	-
每股经营性现金流(元)	1.76	1.78	2.40	0.28	3.80
市盈率 P/E	36.15	23.80	19.97	19.67	12.52
市净率 P/B	7.93	6.24	4.43	3.96	3.42
EV/EBITDA	19.51	14.12	11.22	9.54	6.58

表 36：上市公司与集团公司比较

	产量（2006 年，万吨）	母公司十一五规划产量（万吨）	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
兰花科创	452					6.19	
兰花集团		2000	46	22.6%	45.11%		

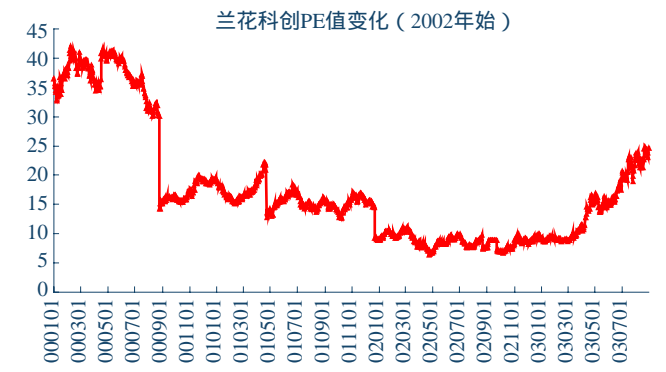
资料来源：中信证券研究部

图 91：兰花科创动态 PE 运行轨迹



资料来源：中信证券研究部

图 92：兰花科创剔除显著奇异点动态 PE 轨迹



资料来源：中信证券研究部

8、国阳新能：并购仍在等待

- 公司经营：**公司 2006 年生产原煤 1465 万吨，同比增长 3.38%；收购集团原煤 1760 万吨。销售煤炭 2589 万吨，同比增长 6.92%。其中块煤 399 万吨；；喷粉煤 373 万吨；选末煤 1773 万吨，同比增长 11.40%；煤泥产量 45 万吨，同比降低 8.19%。煤炭综合售价 321.81 元/吨，同比增长 8.62%。
- 公司已有资产的一、二矿的产能，比较强劲：**通过不断技术改造，公司一、二矿的产能远远高于公司当初设计产能。
- 采购集团公司煤炭产品可能成为公司发展的亮点：**公司炭销量中很大比例来自于采购集团的煤炭资产，这个关联交易在 2006 年公司就着手解决，但从发展角度，这个问题未来最终得到解决。
- 风险因素：**动力煤市场供给压力影响到公司经营业绩；公司与集团之间关联交易解决进程快慢影响公司利润水平。
- 盈利预测、估值及投资评级：**我们预测公司 07 年每股收益为 1.14 元，08 年每股收益为 1.39 元，09 年每股收益为 1.45 元。考虑到煤炭类上市公司的市盈率中枢在 22 倍，考虑到公司技术进步和煤炭品种市场地位，和国家经济快速发展对能源依赖，综合分析，维持公司“增持”评级。

表 37：国阳新能盈利预测

项目/年度	2004	2005	2006	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	4,737.77	7,201.35	8,490.16	9,119.77	10,385.79
增长率 YoY %	111.30	52.00	17.90	7.42%	13.88%
净利润(百万元)	347.90	581.65	697.95	549.47	669.41
增长率 YoY%	69.25	67.19	19.99	-21.27	21.83
每股收益 EPS(元)	0.72	1.21	1.45	1.14	1.39
毛利率%	22.33	21.40	18.48	18.00	17.84
净资产收益率 ROE%	15.61	21.90	22.42	15.13	16.88
息率%	32.00	50.00	-40.43	-	-
每股经营性现金流(元)	1.95	3.88	2.56	-1.82	2.03
市盈率 P/E	34.27	20.50	17.08	21.70	17.81
市净率 P/B	4.63	5.52	6.47	7.55	8.24
EV/EBITDA	15.34	9.25	7.06	10.25	9.20

表 38：上市公司与集团公司比较

	产量 (2006 年, 万吨)	母公司十一五规划产量 (万吨)	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
国阳新能	1465					6.47	
阳泉集团		6000	12	24.4%	58.34%		

资料来源：中信证券研究部

图 93：国阳新能动态 PE 轨迹



资料来源：中信证券研究部整理

9、神火股份：煤电铝一体化 关注铝业资产效益

- 公司业绩：**公司 06 年生产煤炭 408 万吨，同比增长 5.7%；实现主营业务收入 19.51 亿元，同比增长 19%；实现净利润 4.02 亿元，同比下降 15%。对应 EPS 为 0.80 元/股，基本符合预期。我们预测公司 07、08、09 年 EPS 分别为 1.26，1.73 和 2.56 元/股。
- 铝业资产成为发展亮点：**根据公司年报披露发展规划，公司 07 年电解铝产量有望达到 11 万吨，在煤炭稳步发展情况，实现主营收入有望翻番。铝业资产成为公司利润贡献重要来源。
- 公司发展战略：**根据公司发展规划，公司未来煤炭产能在十一五末有望达到 1000 万吨；为解决同业竞争需要，公司铝业资产有望不断壮

大。煤电铝一体化经营，未来能够保持公司高速增长。

- 公司风险：电解铝价格周期性波动，和公司煤炭价格能否高位平稳。
- 盈利预测与投资建议：根据公司不同资产市场估值基准，和公司未来高速增长，我们基于 07 年业绩成长性，维持“买入”评级。

表 39：神火股份盈利预测

项目/年度	2004	2005	2006	2007E	2008E
主营业务收入(百万元)	1,229.55	1,641.60	1,951.54	3,790.01	5,009.97
增长率 YoY %	52.50	33.51	18.88	94.21	32.19
净利润(百万元)	343.50	472.49	400.86	629.53	864.96
增长率 YoY%	110.87	37.55	-15.16	57.04	37.40
每股收益 EPS(元)	1.37	0.94	0.80	1.26	1.73
毛利率%	50.37	52.43	45.00	37.00	37.64
净资产收益率 ROE%	23.94	30.58	22.73	30.29	34.45
市盈率 P/E	10.87	15.80	18.62	11.86	8.63
市净率 P/B	5.74	3.09	3.53	4.16	5.02
EV/EBITDA(万元)	12.25	9.00	8.31	5.78	4.37

表 40：上市公司与集团公司比较

	产量 (2006 年, 万吨)	母公司十一五规划产量 (万吨)	母公司中国煤炭百强排名	上市公司 2006 年产量/母公司规划产量	母公司持有上市公司比重	上市公司每股净资产	上市公司当前股价
神火股份	409					3.7	
神火集团		1500	27	27.3%	25.20%		

资料来源：中信证券研究部

图 94：神火股份动态 PE 运行轨迹



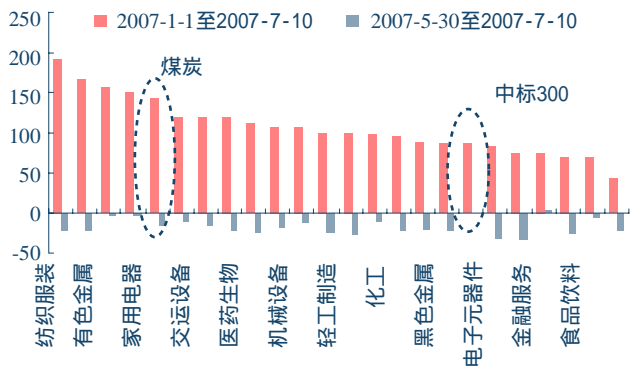
资料来源：中信证券研究部

十、煤炭行业估值与国际比较

1、中国 A 股市场估值分行业比较：煤炭估值基本与市场中枢相当，但与其他行业相比相对较低

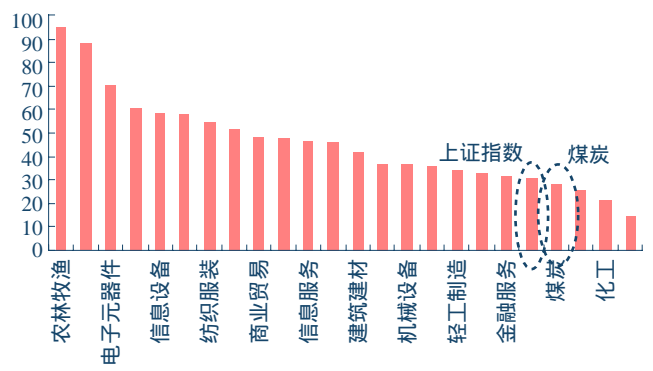
从 2007 年 1 月以来，煤炭行业指数涨幅为 150.76%，位居 Wind 行业分类的第四位。从 2007 年 5 月 30 日以来，市场出现大幅调整，煤炭行业指数涨幅为-4.15%，也同样位居抗跌前列。

图 95：中国 A 股市场分行业涨幅统计



资料来源：中信量化系统

图 96：中国 A 股市场分行业估值比较统计



资料来源：中信量化系统

根据朝阳永续一致预期数据，目前上证指数 2007 年动态市盈率水平为 30.7 倍，煤炭为 28.2 倍动态市盈率，与黑色金属、化工和有色金属估值水平一道处在市场估值中枢之下。

图 97：全国煤炭行业市盈率变化示意图



资料来源：中信证券研究部

2、煤炭行业国际估值水平：从全球来看，煤炭估值相对合理，主流公司低于国际平均水平

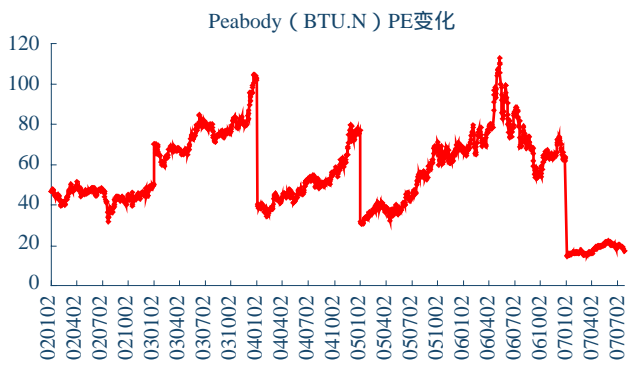
从国际估值比较来看，目前煤炭行业 2007 年动态市盈率水平为 39.05 倍，中国神华在港股动态市盈率水平为 26.08 倍。A 股主流煤炭公司目前估值水平相对合理。

表 41：煤炭行业国际估值水平比较

Name	RIC	静态 PE	07 年动态 PE	PB	PS
行业平均		78.62	39.05	8.85	69.98
ChinaShenhua	1088.HK	31.90	26.08	8.34	8.90
ChinaCoal	1898.HK	37.85	33.73	8.03	5.73
Cameco	CCO.TO	63.74	28.26	7.08	10.59
PeabodyEnergy	BTU	24.10	20.05	5.68	2.58
YanzhouCoal	600188.SS	42.77	28.00	2.54	4.00
CONSOLEnergy	CNX	23.44	20.58	8.37	2.52
BumiResources	BUMI.JK	20.72	22.25	16.00	3.11
CoalAlliedInds	CNA.AX	31.83	68.38	8.06	4.65
ArchCoalInc	ACI	23.15	23.91	3.82	2.09
Uranium	SXR.TO	35.90	42.73	12.09	1,469.93
XishanCoal	000983.SZ	36.40	34.47	7.05	5.27
HuolinheCoal	002128.SZ	43.07	51.27	23.47	13.34
EnergyRscAust	ERA.AX	86.03	76.36	6.80	12.02
DatongCoalIndu	601001.SS	43.62	35.78	6.55	5.67
TiananCoal	601666.SS	23.64	19.70	4.07	2.78
NaturalRes	NRP	30.04	28.39	5.12	13.25
Banpu	BANP.BK	20.35	14.62	3.70	2.48
Guoyang	600348.SS	29.40	30.39	6.34	2.32

资料来源：Retuers 中信证券研究部

图 98：Peabody (美国) 动态市盈率运行轨迹



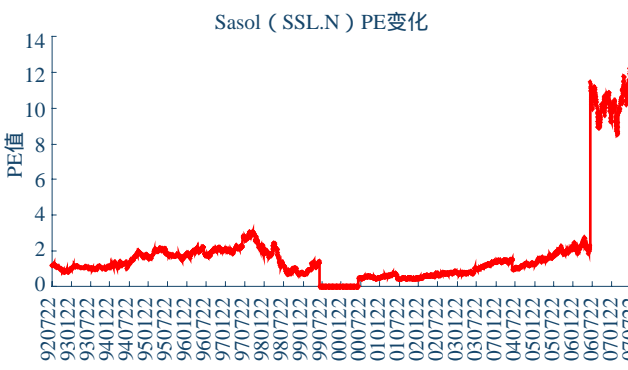
资料来源：中信证券研究部

图 99：神华 (中国) 动态市盈率运行轨迹



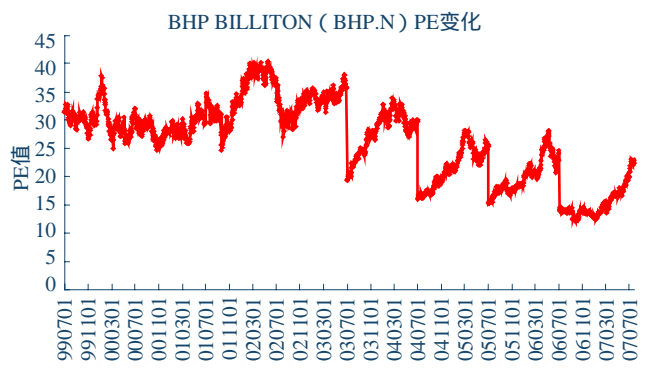
资料来源：中信证券研究部

图 100：Sasol (南非) 动态市盈率运行轨迹



资料来源：中信证券研究部

图 101：BHP (澳大利亚) 动态市盈率运行轨迹



资料来源：中信证券研究部

十一、煤炭行业投资建议：市场挖掘资源价值

（1）市场挖掘资源价值

煤炭行业价格机制形成，虽然经历过曲折历史进程，但是通过与市场接轨，煤炭行业终于回到符合经济发展轨道上来。通过市场对煤炭资源品价格挖掘，必然进一步纠正煤炭资源品扭曲的价格，回归到能够覆盖完全成本和体现劣等资源也具备价值道路上来。

在国际能源需求保持持续增长态势下，而煤炭行业下游需求依然保持强劲。中国煤炭产能在煤炭行业变迁中逐渐认识到，煤炭资源集中有利于煤炭和谐发展。集中和市场化煤炭供给，在强劲煤炭需求作用下，我们认为煤炭行业供需在未来维持紧平衡，煤炭行业仍然有望保持高位景气。

（2）重化时期下，和谐发展需要提高能源使用效率，价格成为改进效率重要手段

重化时期下，和谐发展需要提高能源使用效率。同时，提高煤炭等资源品的价格也是提高社会资源利用效率的有效手段。从需求上，在国家行业财力宽松、民生对环境要求强烈态势，和谐发展成为国家统领经济发展自发和必然要求，和谐发展，需要“节能减排”，这在一方面抑制表观的“煤炭需求”，或者说需求对煤炭使用效率在提高。

而“节能减排”，虽然降低煤炭单位需求，但是政府需要煤炭资源价格变动这个市场化手段实现“节能减排”，这在一方面支撑煤炭价格坚挺。

（3）能源整合和集中度提高，为上市公司带来的购并和整合所在地区资源的机遇。

在国家新的时期行业政策引导指引下，煤炭行业成为未来国家需要增强国有资本控制力的行业。在国有资本加强控制的方针和国家安全生产资源需求下，煤炭行业的集中和整合，成为兼顾行业“社会效益”和“经济效益”的内在需求，这也是符合经济发展规律。自然也就成为政府和行业中企业共识。

在国家和各级政府一致意志作用下，煤炭行业整合，必然会稳步推进。煤炭上市公司普遍是具有规模优势的大型企业。未来以煤炭上市公司平台，整合所在地区的煤炭资源，将成为资本市场上不可忽视的投资机遇。

（4）供需支撑煤炭景气

在煤炭资源品，加大集中的同时，和国家希望能够发挥资源品对节能减排的调控作用下，在国家进入能源依赖的发展阶段下，煤炭下游需求依然强劲。因为，我们认为和谐与意志能够强化煤炭行业的定价权。煤炭行业景气将处在高位运行。因此，我们推荐“西山煤电”、“大同煤业”、“潞安环能”、“兰花科创”为“买入”评级。“国阳新能”为“增持”评级。

结论：通过供需分析我们判断：08年虽然煤炭新增产能2.8亿吨，但需求增长将略大于煤炭供给的增长，煤炭供需处在紧平衡。由于在前期我们推荐煤炭公司涨幅明显，目前股价在已有公司基本面经营下，股价能够有力支撑。同时，主要煤炭上市公司，购并和资产注入在07年下半年可能逐渐展开，08年主煤炭上市公司增长可期。考虑到投资的前瞻性，我们维持优秀煤炭上市公司的投资评级。给予行业强于大市的投资评级。

表 42：重点上市公司盈利预测

简称	股价	EPS			PE			PB	ROE (%)	评级	变动
		06	07	08	06	07	08				
西山煤电	34.13	0.8	0.97	1.29	42.7	35	27	4.1	25.24	买入	维持
大同煤业	29.87	0.57	0.96	1.31	49.8	31	23	4.28	20.01	买入	维持
潞安环能	47.96	1.3	1.81	1.85	36.9	27	26	6.2	25.31	买入	维持
兰花科创	36.65	1.37	1.4	2.19	26.2	26	17	6.54	20.12	买入	维持
神火股份	34.6	0.8	1.26	1.73	43.3	28	20	4.51	30.29	买入	维持
国阳新能	44	1.45	1.14	1.39	29	39	32	6.84	15.13	增持	维持

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为 2007 年 7 月 26 日收盘价

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司(合称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下,不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠,但中信证券不能担保其准确性或完整性,而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易,向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断,可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖,同样地阁下可能难以以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下,我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨为派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户,应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2007 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅;

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20% 以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5% ~ 20% 之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 5% 之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10% 以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市笋岗路 12 号中民时代广场 B 座 33 层(518029)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)82485094	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			