

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2008年1月4日

月度产销均有萎缩，煤市继续盘整

煤炭行业12月份月报

能源

煤炭

中性（维持）

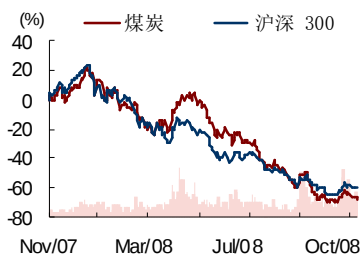
上证指数 1821

行业规模

		占比%
股票家数（只）	28	1.8
总市值（亿元）	6330	4.5
流通市值（亿元）	1330	2.9
重点公司市值（亿元）	5330	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.9	-53.7	-67.0
相对表现	9.6	-18.8	-1.1



相关报告

- 1、《煤炭行业 10 月份月报 - 库存天数持续增加，煤市延续疲软走势》
2008/10/31
- 2、《煤炭行业 9 月份月报 - 需求增速全面下降，煤价回调压力较大》
2008/10/10
- 3、《煤炭行业 8 月份月报 - 下游增速持续下降，煤炭供求趋向平衡》
2008/9/3
- 4、《煤炭行业 7 月份月报 - 关注下游后续月度产量增速变化》
2008/7/30
- 5、《供求紧张将推动国内煤价与国际逐步接轨 - 煤炭行业 2008 年中期投资策略》2008/6/10
- 6、《煤炭行业 6 月份月报 - 煤炭库存持续下降，旺季特征逐步显现》
2008/6/30
- 7、《旺盛需求推动淡季煤炭价格上涨 - 煤炭行业 08 年 5 月份月报》
2008/5/29

11 月煤市低迷加剧：下游部分行业持续负增长，需求疲软，销售首现负增长，同时行业开始限产、或增加停产整顿，特别是中小煤矿累计增速大幅下降。预计煤市在季节性转暖后，仍将持续盘整。维持行业中性的投资评级。

- q 前 11 月安监总局公布的煤炭产量增长 9.95%。前 11 月，安监总局公布的煤炭产量为 24.52 亿吨，同比增长 9.95%。三类煤矿生产情况分化明显，国有地方煤矿和乡镇煤矿累计增速大幅下降，而单月增速也维持在较低水平。目前国有重点煤矿产量增速较稳定。
- q 煤炭运销持续低迷。煤炭需求持续数月低迷，煤炭销售及铁路、港口运输本月调整明显：月度销量年内首次负增长，同比下降 3.44%；铁路月度运量增速大幅下降，同比增长 2.9%，较 10 月份降低 12 个百分点；港口月度运量同比下降 13.81%。
- q 库存继续向下游转移。由于下游行业持续大幅负增长，对煤炭需求持续萎缩，煤炭库存本月继续向下游转移，港口、电厂库存天数分别为 23 天和 32 天，本月增加 5 天和 7 天，继续创历史新高，且增幅远大于煤矿库存天数。
- q 下游部分行业持续负增长，但幅度分化。11 月，火电、焦炭和化肥增速大幅下滑，同比下降 16.6%、29.7% 和 16.3%；部分钢厂生产有所恢复，虽然主要产品产量增速同比仍下降，但是降幅普遍减小；水泥增速略有增加。
- q 煤炭价格涨跌互现。12 月份，秦皇岛大同优混下降 60 元/吨，山西优混上涨 10 元/吨；炼焦煤价格上涨 35 - 130 元/吨；无烟煤价格下降 40 元/吨。
- q 国内煤炭需求疲弱，本月我国净出口。11 月，我国煤炭进口 217 万吨，出口 267 万吨，煤炭净出口 50 万吨。
- q 投资建议：行业维持中性评级，近期建议关注阶段性反弹的投资机会，特别是接近重置成本的超跌股。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
中国神华	17.54	0.99	1.52	1.65	11.5	10.6	2.6	强烈推荐-A
中煤能源	6.47	0.39	0.60	0.71	10.8	9.1	1.4	审慎推荐-A
国阳新能	9.73	0.52	1.14	0.81	8.5	12.0	2.6	审慎推荐-A
潞安环能	12.49	0.85	2.07	1.39	6.0	9.0	3.2	审慎推荐-A
恒源煤电	11.09	1.07	1.29	1.82	8.6	6.1	1.6	审慎推荐-A
平煤天安	12.48	1.02	2.25	1.50	5.5	8.3	2.1	审慎推荐-A
西山煤电	11.66	0.43	1.35	0.92	8.6	12.7	4.2	审慎推荐-A
盘江股份	11.74	0.16	1.24	1.30	9.5	9.0	4.7	审慎推荐-A
金牛能源	14.00	0.73	2.96	1.73	4.7	8.1	2.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、产量增速放缓，各类煤矿走势分化.....	4
1、总产量累计增速年内首次放缓.....	4
2、三类煤矿产量增长分化明显	4
二、煤炭运销持续低迷.....	6
1、煤炭销售：月度销量年内首次负增长.....	6
2、铁路运输：月度运量大幅萎缩.....	6
3、港口运输：月度运量下滑近 14 %	7
三、库存继续向下游转移	9
1、港口库存天数再创历史新高	9
2、电力库存天数大幅增加，创历史新高.....	10
四、下游部分行业持续负增长，幅度分化	11
五、煤炭价格涨跌互现.....	13
1、坑口价	13
2、中转地价格	14
3、国际动力煤价格.....	15
六、原中央财政煤企经营分析.....	16
七、煤炭进出口分析	17
1、煤炭进口分析	17
2、煤炭出口分析	18
八、本期投资策略：波动中寻求阶段性反弹机会	20

图表目录

图 1: 两组数据产量比较.....	4
图 2: 两组数据的产量累计增速.....	4
图 3: 三类煤矿产量占比.....	5
图 4: 三类煤矿产量增速比较.....	5
图 5: 煤炭销售及增速.....	6
图 6: 煤炭产销增速比较.....	6
图 7: 铁路月度日均装车及累计增长.....	7
图 8: 铁路月度运量及累计增长.....	7
图 9: 煤炭产量增长与煤炭铁路运量增长比较.....	7
图 10: 重点港口煤炭运输及累计增长.....	8
图 11: 港口运量及铁路运量增速比较.....	8
图 12: 港口库存.....	9
图 13: 秦皇岛的煤炭库存.....	9
图 14: 港口存煤天数.....	9
图 15: 秦皇岛港口存煤天数.....	9
图 16: 直供电厂存煤量.....	10
图 17: 直供电厂存煤天数.....	10
图 18: 煤炭及下游产量增速.....	11
图 19: 火电产量及月度累计增速.....	11
图 20: 生铁月度产量及累计增速.....	11
图 21: 焦炭月度产量及累计增速.....	11
图 22: 水泥月度产量及累计增速.....	12
图 23: 化肥月度产量及累计增速.....	12
图 24: 合成氨月度产量及累计增速.....	12
图 25: 大同动力煤坑口价格走势.....	13
图 26: 太原、兴县动力煤坑口价格走势.....	13
图 27: 古交焦煤坑口价走势.....	13
图 28: 乡宁焦煤坑口价走势.....	13
图 29: 阳泉晋城无烟煤价格走势.....	14
图 30: 秦皇岛煤炭价格走势.....	14
图 31: 秦皇岛煤价走势与库存拟合.....	14
图 32: 澳大利亚 BJ 现货价格.....	15
图 33: BJ 现货与秦皇岛价格比较.....	15
图 34: 中央财政煤企商品煤售价.....	16
图 35: 中央财政煤企煤炭成本.....	16
图 36: 中央财政煤企收入.....	16
图 37: 中央财政煤企利润.....	16
图 38: 各煤种月度进口数量.....	17
图 39: 各煤种进口价格.....	18
图 40: 各煤种出口数量.....	18
图 41: 各煤种出口价格.....	19
附表 1: 煤炭上市公司盈利预测及投资评级.....	21
附表 2: 煤炭产量、价格、成本比较.....	22
附表 3: 煤炭上市公司盈利性比较.....	23
附表 4: 煤炭上市公司成长性指标.....	24
附表 5: 煤炭上市公司 07、08 年业绩比较.....	25
附表 6: 上市公司及母公司十一五规划.....	26
附表 7: 母公司承诺注入煤矿资产.....	27

一、产量增速放缓，各类煤矿走势分化

1、总产量累计增速年内首次放缓

宏观经济减速，下游主要行业持续几个月停产、限产，煤炭需求低迷，总体来看，本期生产增速出现 08 年以来首次放缓：根据安监总局数据，前 11 月，煤炭产量累计增速 9.95%，较前 10 月增速下降 2.75 个百分点。

(1) 安监总局公布 1—11 月煤炭产量增长 9.95%

根据安监总局的数据，08 年 1—11 月，全国煤炭产量为 24.52 亿吨，同比增长 9.95%（前 10 月增速为 12.7%）。

11 月份单月产量为 2.29 亿吨，同比增长 5.76%。

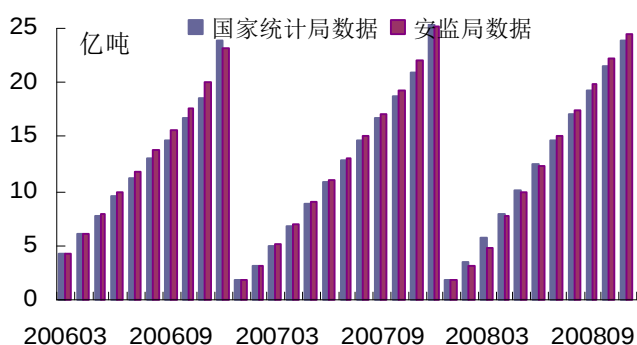
(2) 统计局公布 1—11 月煤炭产量增长 13.4%

根据国家统计局的数据，08 年 1—11 月，全国煤炭产量为 23.88 亿吨，同比增长 13.4%，自 08 年 6 月份达到 15.9% 的增速以来持续下降（前 10 月增速为 14.2%）。

10 月份单月产量为 2.27 亿吨，同比增长 5.2%，较 10 月份下降 4 个百分点。

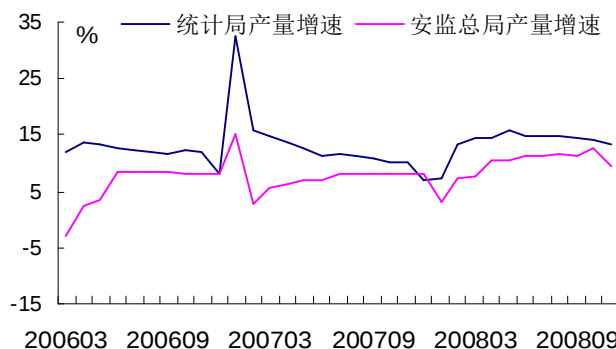
统计局的数据存在年内数据高于全年数据的现象（07 年 1-11 月份的煤炭产量增速都在 10% 以上，年底调整为 6.9%）。我们认为年度内的安监总局的产量及增速数据更为切合实际一些。

图 1：两组数据产量比较



资料来源：中国煤炭资源网、国家统计局

图 2：两组数据的产量累计增速



资料来源：中国煤炭资源网、国家统计局

2、三类煤矿产量增长分化明显

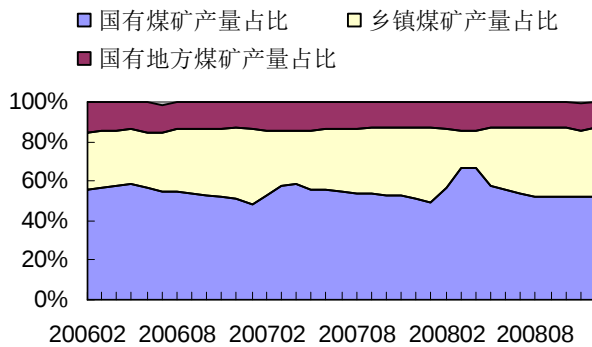
煤炭总产量累计增速放缓，而三类煤矿生产情况分化明显。煤炭监管部门采取的限产以及加大中小煤矿停产整顿力度等措施，本月开始显现效果，国有地方煤矿和乡镇煤矿累计增速大幅下降，而单月增速也维持在较低水平。目前国有重点煤矿产量增速较稳定。

08 年 1—11 月，国有重点煤矿累计增速为 13.35%，处于 08 年较高水平；国有地方煤

矿和乡镇煤矿累计增速分别为 5.66% 和 6.91%，较前 10 月分别降低 14 个百分点和 4 个百分点。

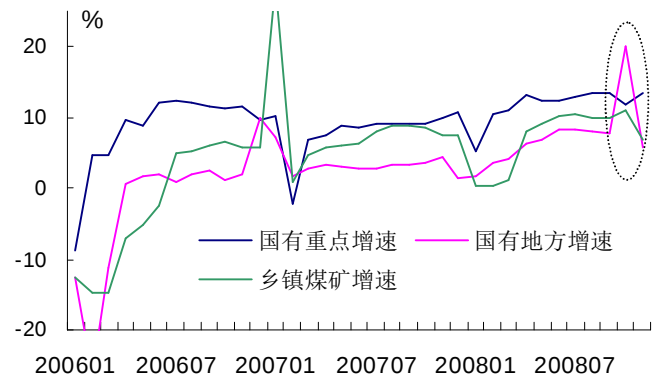
从 11 月单月数据看，国有重点煤矿产量增速 10.85%，国有地方和乡镇煤矿则仅为 2.76% 和 0.1%。

图 3：三类煤矿产量占比



资料来源：中国煤炭资源网

图 4：三类煤矿产量增速比较



资料来源：中国煤炭资源网

为维持煤炭市场稳定，进一步的措施陆续推出：

近日有关部门下发通知，要求生产能力在 30 万吨以下及尚未实现机械化开采的煤矿自 12 月 10 日起集中停产整顿 3 周。

山西日前公布的国有重点煤矿 09 年 1 月生产计划较 08 年水平也有降低。09 年 1 月国有重点煤矿生产计划 1815 万吨，其中大同 350 万吨，山西焦煤集团 410 万吨，均较 08 年 1-10 月平均产量降低 30% 以上。

二、煤炭运销持续低迷

煤炭需求持续数月低迷，煤炭销售及铁路、港口运输本月调整明显：

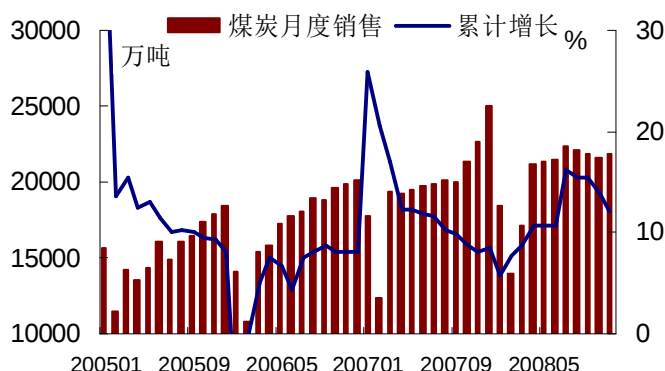
1、煤炭销售：月度销量年内首次负增长

自 08 年 7 月以来煤炭销量增速大幅下降，本月首次出现负增长：

11 月，全国月度煤炭销售量为 2.19 亿吨（全国煤炭月度产量为 2.29 亿吨），同比下降 3.44%，较 10 月份增速下降近 5 个百分点。其中，国有重点煤矿月度销量为 9881 万吨，同比增长 1.29%。

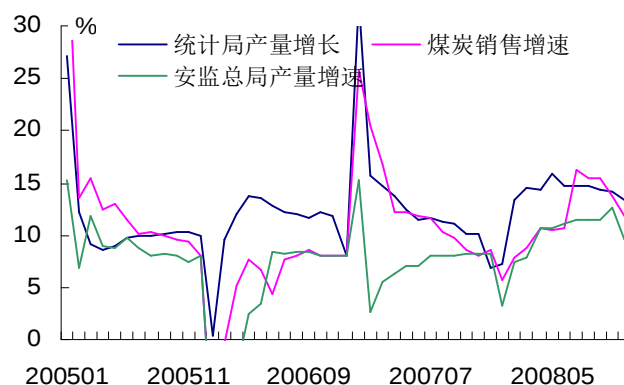
08 年 1-11 月，全国煤炭销售 24.06 亿吨（全国煤炭产量为 24.52 亿吨），同比增长 11.76%，较 10 月增速下降 1.82 个百分点。其中，国有重点煤矿销量为 12.35 亿吨，同比增长 11.69%。

图 5：煤炭销售及增速



资料来源：中国煤炭资源网

图 6：煤炭产销增速比较



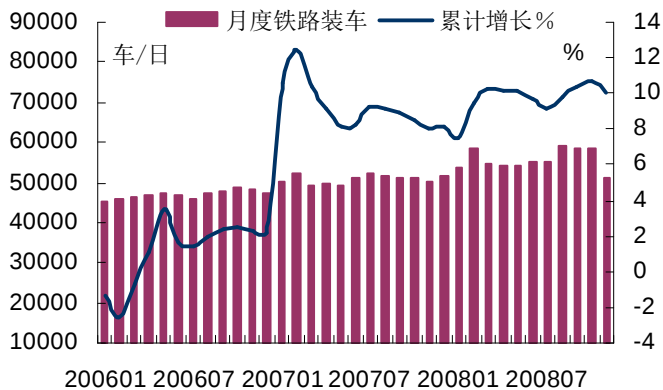
资料来源：中国煤炭资源网、国家统计局

2、铁路运输：月度运量大幅萎缩

08 年 1-11 月，铁路累计日均装车为 5.6 万车（07 年平均 5.08 万车），同比增长 9.98%，较前 10 月略有下降。煤炭铁路运量 12.47 亿吨，同比增长 11.76%，较前 10 月下降近 1 个百分点。

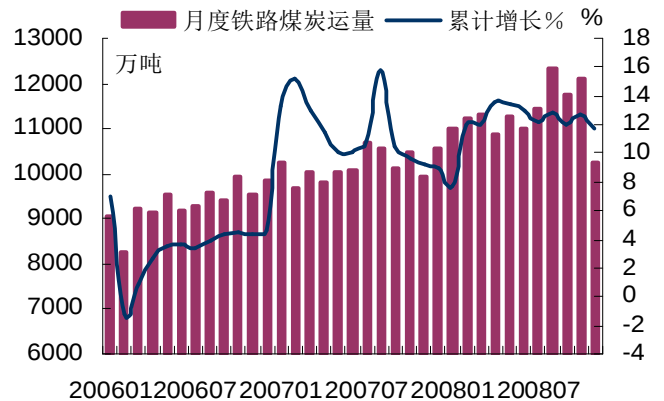
11 月份，铁路月度日均装车 5.13 万车，同比增长 2.07%，较 10 月份降低 12 个百分点。煤炭铁路运量 1.03 亿吨，同比增长 2.9%，较 10 月份降低 12 个百分点。

图 7: 铁路月度日均装车及累计增长



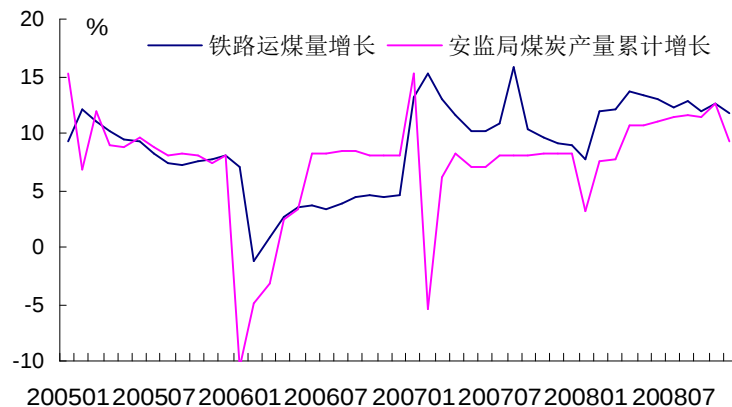
资料来源：中国煤炭资源网

图 8: 铁路月度运量及累计增长



资料来源：中国煤炭资源网

图 9: 煤炭产量增长与煤炭铁路运量增长比较



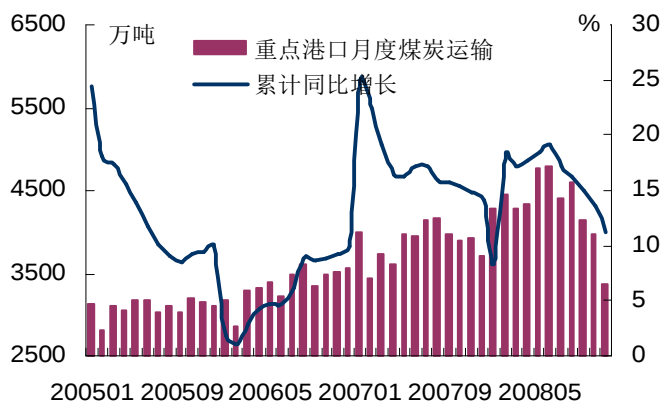
数据来源：中国煤炭资源网

3、港口运输：月度运量下滑近 14%

港口煤炭月度运量大幅负增长。11 月份，重点港口月度运量 3377 万吨，同比下降 13.81%，首次出现负增长。其中，内贸煤运量 2981 万吨，同比下降 12.75%；外贸煤运量 396 万吨，同比下降 21%。

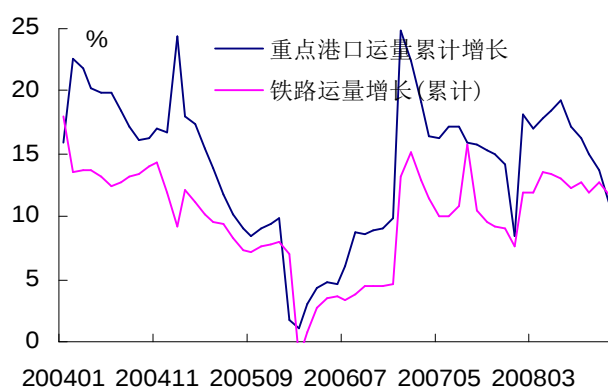
累计增速持续下降。08 年 1-11 月份，重点港口煤炭运输 4.7 亿吨，同比增长 11.14%，这是 08 年 6 月以来连续第 5 个月下降。其中，内贸煤运量 4.32 亿吨，同比增长 14%，外贸煤运量 4248 万吨，同比下降 12.91%。

图 10: 重点港口煤炭运输及累计增长



资料来源: 中国煤炭资源网

图 11: 港口运量及铁路运量增速比较



资料来源: 中国煤炭资源网

三、库存继续向下游转移

由于下游行业持续大幅负增长，对煤炭需求持续萎缩，煤炭库存本月继续向下游转移，港口、电厂库存继续创新高，且增幅远大于煤矿库存，这也进一步增加了煤价下行的压力。

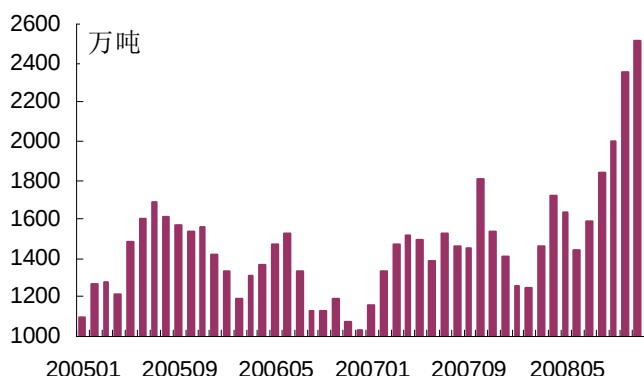
1、港口库存天数再创历史新高

11月底的重点港口库存 2515 万吨，较 10 月底的 2355 万吨增加 161 万吨（7%）。11 月份，港口存煤天数为 23.1 天，较 10 月份的 18.4 天增加 4.8 天。

截止到 08 年 12 月 27 日，秦皇岛的煤炭库存为 625.2 万吨，较 11 月 23 日的 845.2 万吨减少 220 万吨。其中，内贸煤炭库存 567.8 万吨，较 11 月 23 日减少 218 万吨，外贸煤炭库存 57.4 万吨，较 11 月 23 日减少 1.8 万吨。

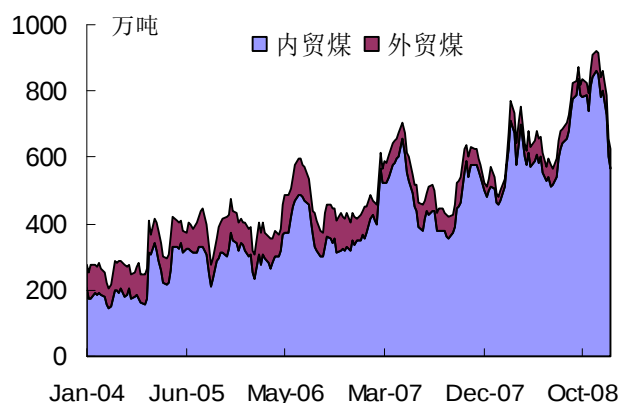
秦皇岛煤炭 11 月份煤炭发运量为 1252 万吨，较 10 月份发运量减少 252 万吨。秦皇岛港口存煤天数为 20.9 天，较 10 月底的 15.4 天增加 5.5 天，创历史新高。

图 12：港口库存



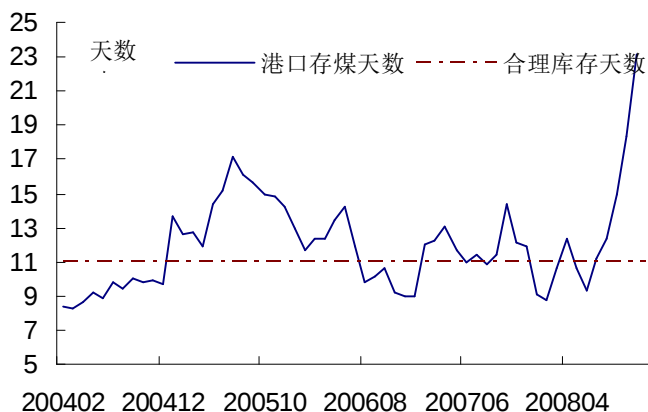
资料来源：中国煤炭资源网

图 13：秦皇岛的煤炭库存



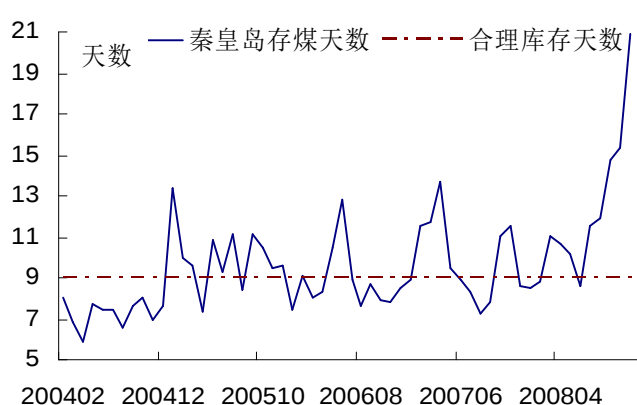
资料来源：中国煤炭资源网

图 14：港口存煤天数



资料来源：中国煤炭资源网

图 15：秦皇岛港口存煤天数



资料来源：中国煤炭资源网

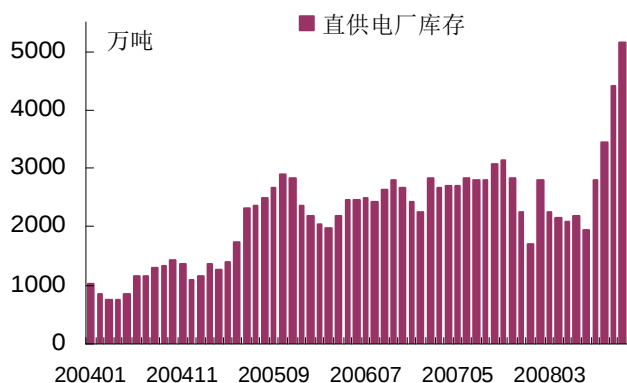
2、电力库存天数大幅增加，创历史新高

截至 11 月底，直供电厂库存为 5164 万吨，较 10 月底的 4403 万吨增长 761 万吨（+17%），再创历史新高。

11 月份，直供电厂耗煤量为 4779 万吨，环比下降 8%；钢厂耗煤 3285 万吨，较上月减少 60 万吨（-2%），创下 08 年以来月度耗煤量新低。

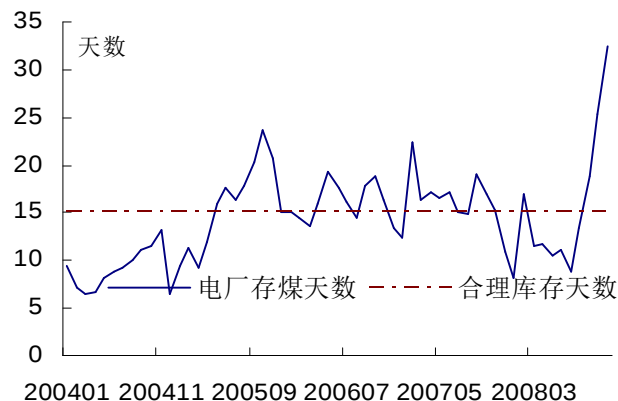
电厂存煤天数为 32 天，较 10 月的 25 天增加 7 天，高于 15 天的合理库存天数。

图 16：直供电厂存煤量



资料来源：中国煤炭资源网

图 17：直供电厂存煤天数



资料来源：中国煤炭资源网

四、下游部分行业持续负增长，幅度分化

宏观经济增速放缓，占社会用电 70% 以上的工业用电量锐减，火力发电量同比大幅下滑。1-11 月，全国火力发电量累计 25583 亿千瓦时，同比增长 4.7%。11 月份火电发电量 1994.82 亿千瓦时，同比下降 16.6%，较 9 月增速下降 11 个百分点。

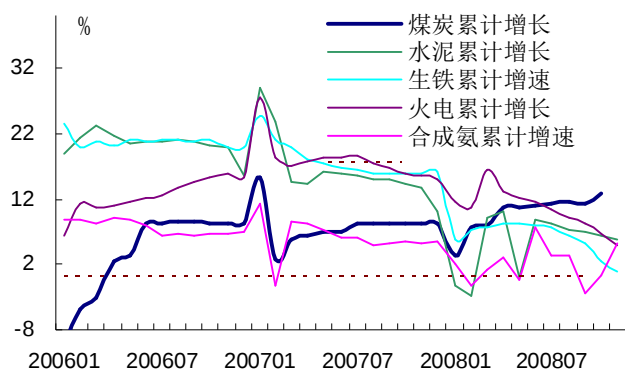
随着库存的消化，部分钢厂生产有所恢复，虽然主要产品产量增速同比仍下降，但是降幅普遍减小。1-11 月，冶金行业生铁产量 4.34 亿吨，同比增长 1%；粗钢产量 4.63 亿吨，同比增长 2.6%；钢材产量 4.88 亿吨，同比增长 4.3%。11 月单月产量，生铁 3351 万吨，同比下降 16.2%（10 月份为 -16.8%）；粗钢 3519 万吨，同比下降 12.4%（10 月份为 -17%）；钢材产量 4230 万吨，同比下降 11%（10 月份为 -12.4%）。

1-11 月，焦炭产量 3 亿吨，同比增长 1.8%。11 月单月产量为 2025 万吨，同比下降 29.7%。

1-11 月，建材行业水泥产量 12.67 亿吨，同比增长 5.7%。11 月水泥月度产量为 1.27 亿吨，同比增长 2.8%，较上月增长 1.7 个百分点。

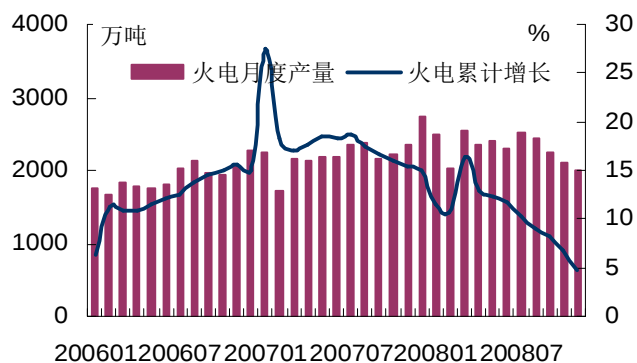
1-11 月，化工行业化肥产量为 5350 万吨，同比增长 1.6%。11 月化肥月度产量为 401 万吨，同比下降 16.3%。

图 18：煤炭及下游产量增速



资料来源：国家统计局

图 19：火电产量及月度累计增速



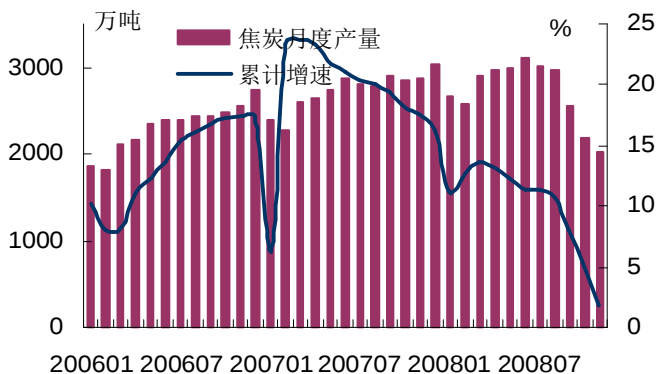
资料来源：国家统计局

图 20：生铁月度产量及累计增速



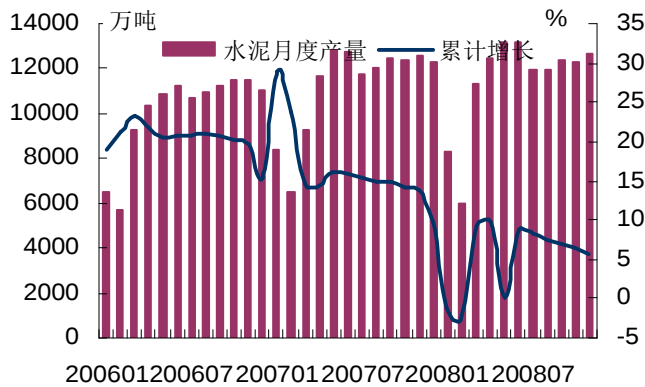
资料来源：国家统计局

图 21：焦炭月度产量及累计增速



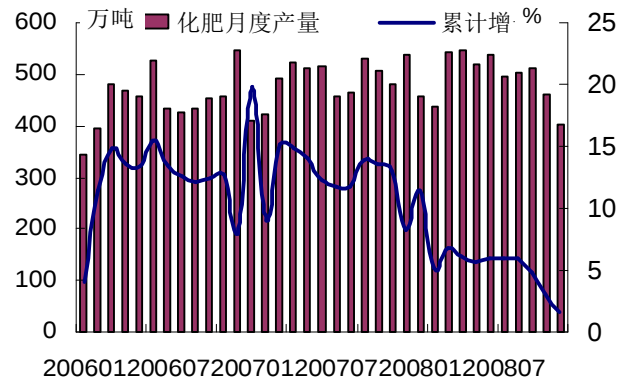
资料来源：国家统计局

图 22: 水泥月度产量及累计增速



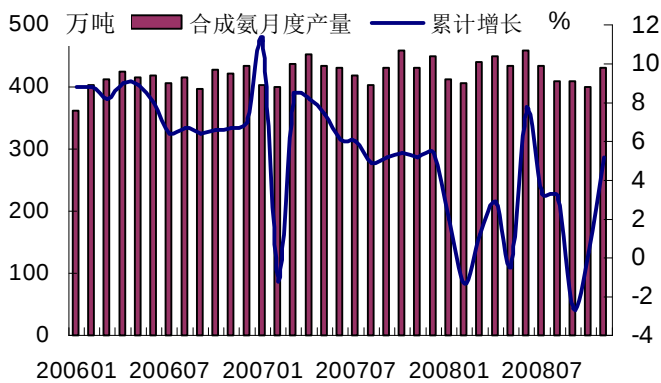
资料来源：国家统计局

图 23: 化肥月度产量及累计增速



资料来源：中国煤炭资源网

图 24: 合成氨月度产量及累计增速



资料来源：国家统计局

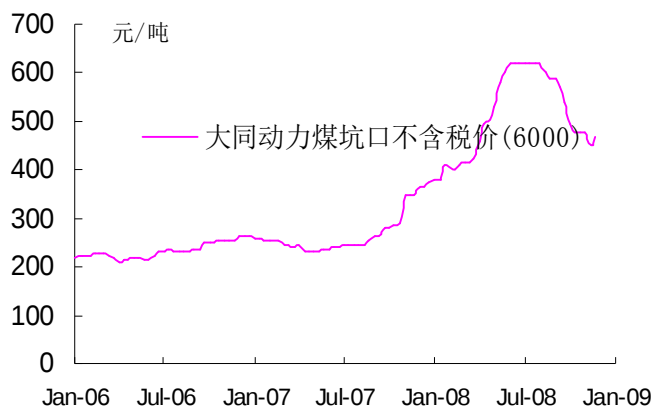
五、煤炭价格涨跌互现

1、坑口价

(1) 动力煤

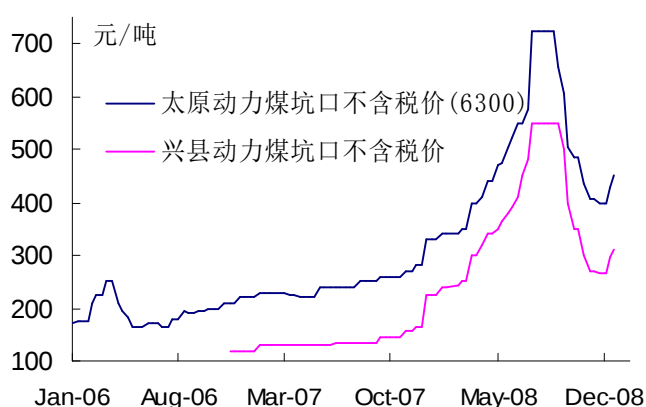
- 12月29日，大同动力煤坑口价格为470元/吨，较11月底下降25元/吨。
- 太原动力煤坑口价450元/吨，较11月底上涨45元/吨。
- 兴县动力煤坑口价310元/吨，较11月底上涨40元/吨。

图 25：大同动力煤坑口价格走势



数据来源：中国煤炭资源网

图 26：太原、兴县动力煤坑口价格走势

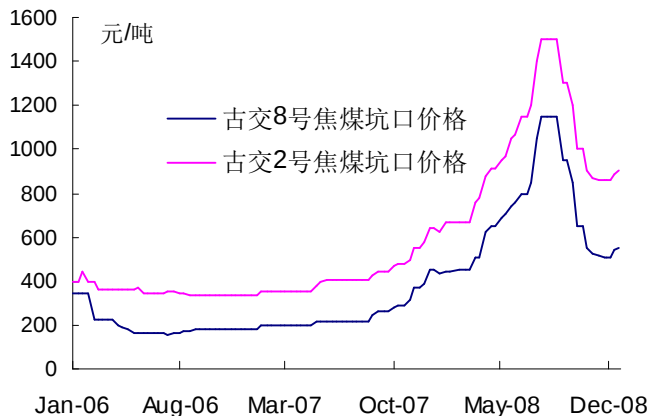


数据来源：中国煤炭资源网

(2) 炼焦煤

- 12月29日，古交8#和2#焦煤坑口不含税价为550元/吨和900元/吨，较11月底上涨35元/吨和130元/吨。
- 乡宁主焦煤坑口不含税价580元/吨，较11月底上涨55元/吨。

图 27：古交焦煤坑口价走势



数据来源：中国煤炭资源网

图 28：乡宁焦煤坑口价走势

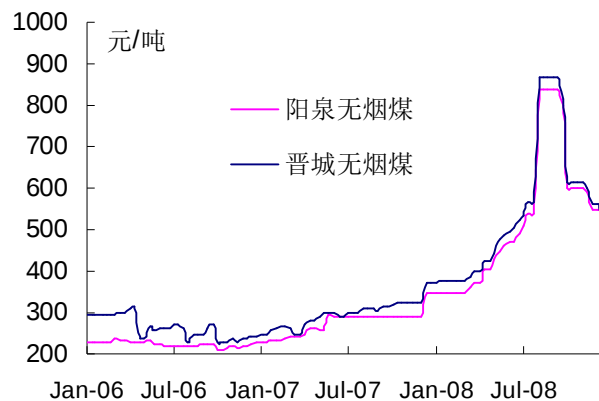


数据来源：中国煤炭资源网

(3) 无烟煤

- 12月29日, 阳泉无烟煤末煤价格为550元/吨, 较11月底下降40元/吨。
- 晋城无烟煤坑口价(不含税)560元/吨, 较11月底下降40元/吨。

图29: 阳泉晋城无烟煤价格走势



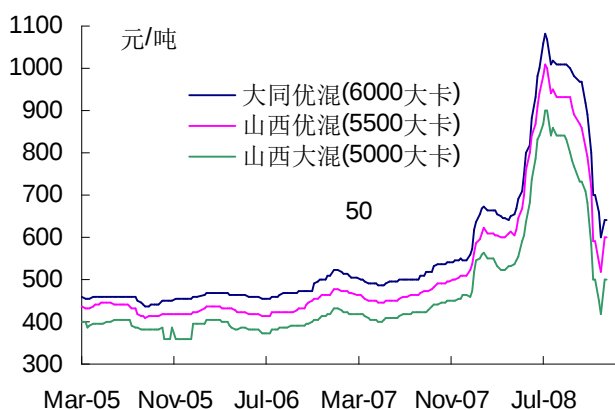
数据来源: 中国煤炭资源网

2、中转地价格

1 秦皇岛煤价

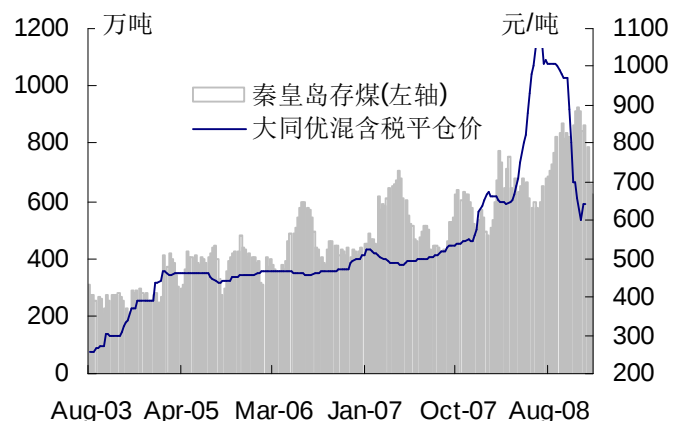
- 12月29日, 中转地秦皇岛大同优混(6000大卡)价格为640元/吨, 较11月底下降60元/吨。
- 山西优混(5500大卡)价格为600元/吨, 较11月底上涨10元/吨。
- 山西大混(5000大卡)价格为500元/吨, 与11月底持平。

图30: 秦皇岛煤炭价格走势



数据来源: 中国煤炭资源网

图31: 秦皇岛煤价走势与库存拟合



数据来源: 中国煤炭资源网

3、国际动力煤价格

I 澳大利亚 BJ 现货价格

12月23日，澳大利亚 BJ 现货价格（发热量 5500 大卡）为 79.8 美元/吨。

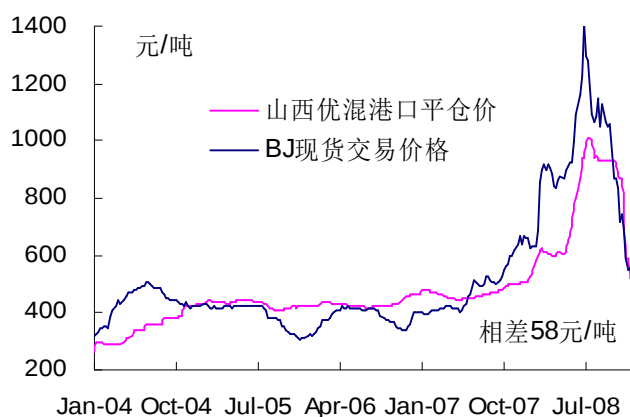
与山西优混秦皇岛港口平仓价 600 元/吨相比，澳煤 BJ 价格低于国内 58 元/吨。

图 32：澳大利亚 BJ 现货价格



数据来源：中国煤炭资源网

图 33：BJ 现货与秦皇岛价格比较



数据来源：中国煤炭资源网

六、原中央财政煤企经营分析

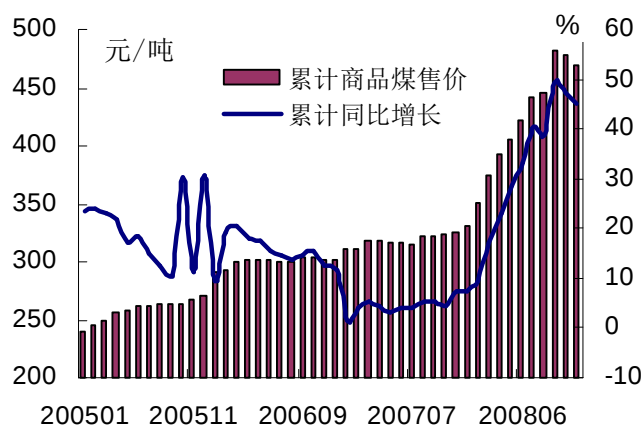
由于煤价下跌、成本上涨及销量下降持续,本月中央财政煤企业销售收入增速有所放缓,而利润则环比、同比均大幅下滑。

08年1-11月,原中央财政煤炭企业商品煤售价 468.22 元/吨,同比增长 45%,较 10 月份下降约 10 元/吨。

08年1-11月,原中央财政煤炭企业选煤成本为 313.36 元/吨,同比增长 44%,较 10 月份下降约 5 元/吨。

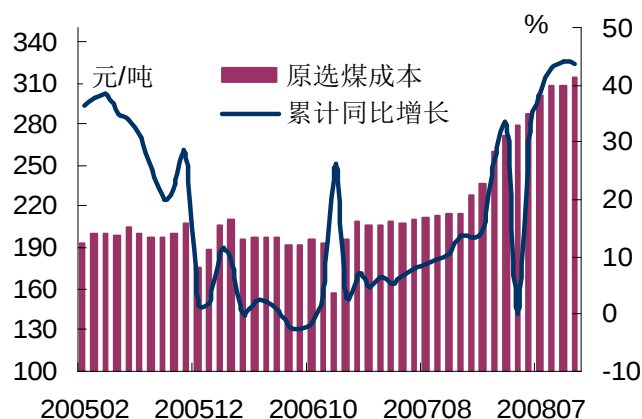
从 11 月单月数据看,原中央财政煤炭企业实现销售收入 340 亿元,同比增长 34%,而与此同时煤炭欠款 322 亿元,同比增长 146%。实现利润 18.48 亿元,同比下降 52.56%,较 10 月份的 68 亿元下降 73%。

图 34: 中央财政煤企商品煤售价



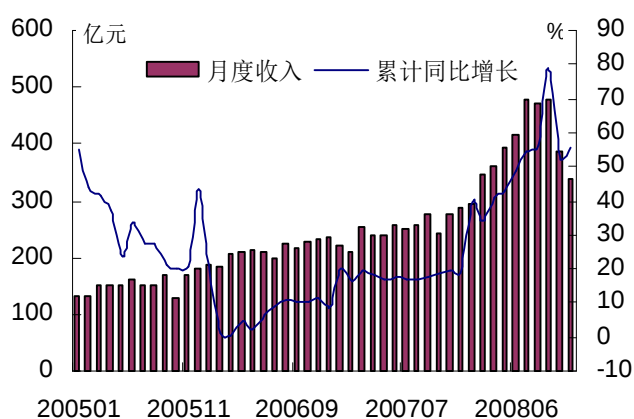
数据来源: 中国煤炭资源网

图 35: 中央财政煤企煤炭成本



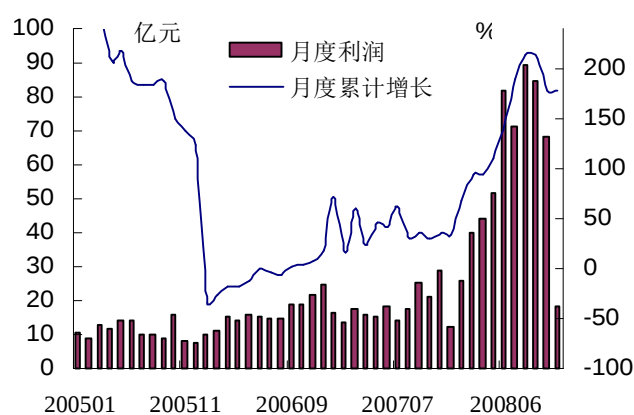
数据来源: 中国煤炭资源网

图 36: 中央财政煤企收入



数据来源: 中国煤炭资源网

图 37: 中央财政煤企利润



数据来源: 中国煤炭资源网

七、煤炭进出口分析

08 年 11 月，我国煤炭进口 217 万吨，出口 267 万吨，煤炭净出口 50 万吨。

1、煤炭进口分析

(1) 各煤种进口数量

无烟煤、动力煤进口量大幅减少。08 年 11 月，我国进口煤炭 217 万吨，较上月减少 132 万吨（-38%）。其中：

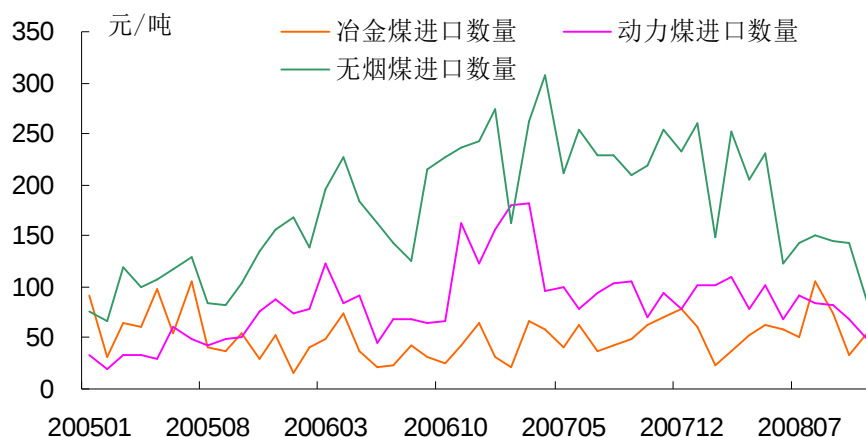
冶金煤进口 55.5 万吨，较上月增加 22 万吨；

无烟煤进口 86.78 万吨，较上月减少 56.52 万吨

动力煤进口 49.77 万吨，较上月减少 18.23 万吨。

无烟煤、冶金煤、动力煤进口数量占比分别为 40%、25.58%和 22.94%。

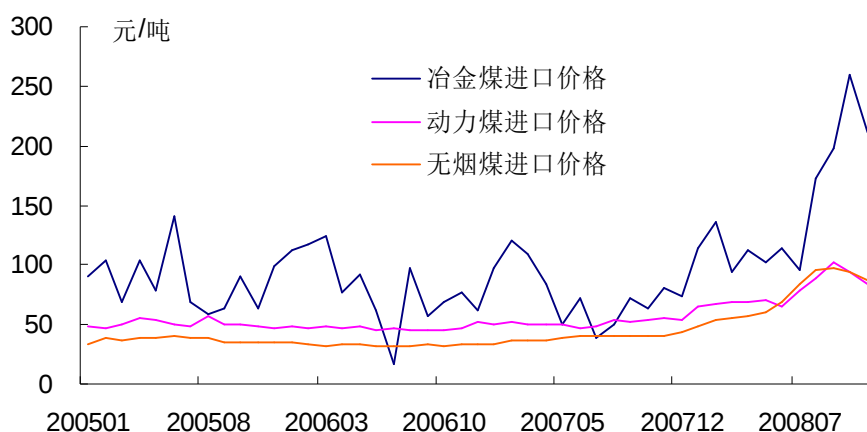
图 38：各煤种月度进口数量



数据来源：中国煤炭资源网

(2) 各煤种进口价格

进口价格均有下降。08 年 11 月份，冶金煤进口价格 211.14 美元/吨，较上月下降 49 美元/吨。动力煤进口价格为 83.44 美元/吨，较上月降低 11 美元/吨。无烟煤进口价格 86.92 美元/吨，较上月降低 6 美元/吨。

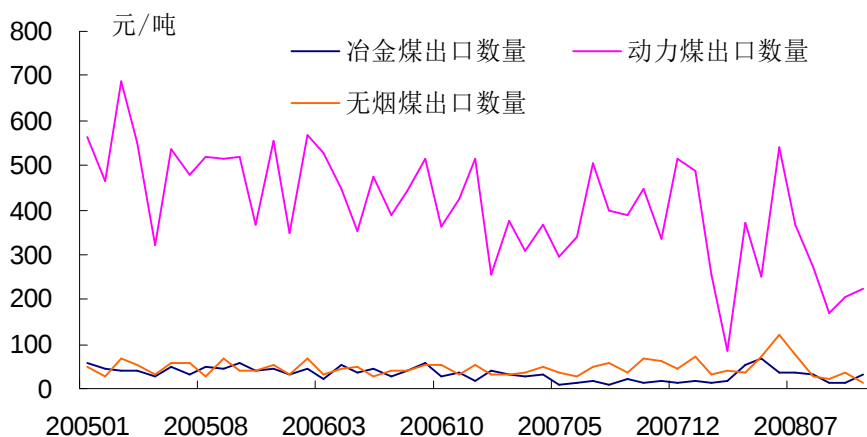
图39: 各煤种进口价格


数据来源: 中国煤炭资源网

2、煤炭出口分析

(1) 各煤种出口数量

动力煤、冶金煤出口数量均有增加。08年11月份,我国煤炭出口267万吨,较上月增加13万吨。其中:动力煤出口223万吨,较上月增加17万吨。冶金煤出口31万吨,较上月增加18万吨。无烟煤出口13万吨,较上月减少22万吨。

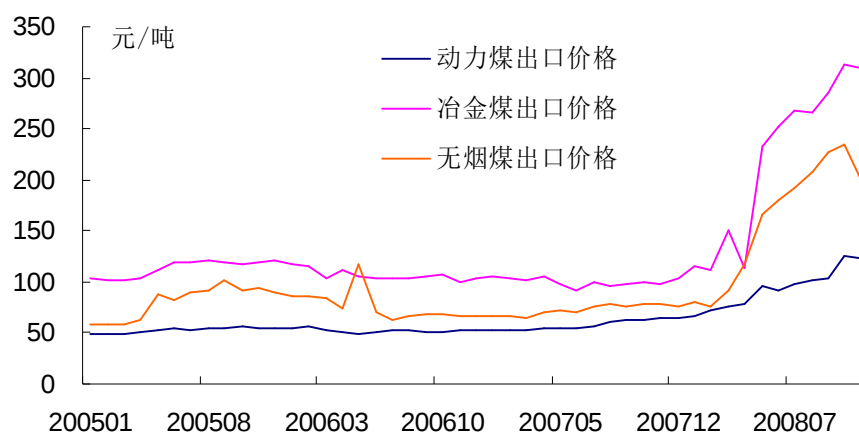
图40: 各煤种出口数量


数据来源: 中国煤炭资源网

(2) 各煤种出口价格

出口煤价略有下降。08年11月,动力煤出口价格124美元/吨,较上月下降1美元/吨。无烟煤出口价格198美元/吨,较上月下降36美元/吨。冶金煤出口价格309美元/吨,较上月下降3美元/吨。

图41: 各煤种出口价格



数据来源: 中国煤炭资源网

八、本期投资策略：波动中寻求阶段性反弹机会

近期煤炭市场出现转暖迹象，煤价止跌回升，库存持续下降。我们认为，支撑目前煤市的直接因素有两个：一是，气温降低，冬季季节性因素推动煤市回暖；二是，下游部分钢厂生产有所恢复，进而增加了一定需求。

与此同时，本次回调之前，煤价最低已经触到了我们测算的各环节盈亏平衡的价格：秦皇岛山西优混上周价格为 500-520 元/吨（与我们 09 年度策略报告中测算的盈亏平衡下山西优混 511 元/吨的价格吻合）。

然而，在冬季因素影响逐渐弱化，下游行业低迷没有彻底改变的情况下，煤市彻底转向尚需时日。

不过，煤炭股在经过了前一阶段的持续反弹后，再次进入深幅调整阶段（部分原因是受到大盘调整影响），我们建议关注阶段性反弹的投资机会，特别是接近重置成本的超跌股。

附表1: 煤炭上市公司盈利预测及投资评级

	股价 (元)	EPS (元)				PE (×)			每股净 资产 (元)	PB (×)
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E		
A 股										
炼焦煤类										
金牛能源	14.00	0.73	2.96	1.73	1.62	19.2	4.7	8.1	5.4	2.6
西山煤电	11.66	0.43	1.35	0.92	0.98	1.1	8.6	12.7	2.8	4.2
平煤天安	12.48	1.02	2.25	1.50	2.23	12.2	5.5	8.3	6.0	2.1
盘江股份	11.74	0.16	1.24	1.30	1.45	73.4	9.5	9.0	2.5	4.7
喷吹煤类										
国阳新能	9.73	0.52	1.14	0.81	0.82	18.9	8.5	12.0	3.7	2.6
潞安环能	12.49	0.85	2.07	1.39	1.49	14.7	6.0	9.0	3.9	3.2
动力煤类										
中国神华	17.54	0.99	1.52	1.65	1.81	17.6	11.5	10.6	6.7	2.6
恒源煤电	11.09	1.07	1.29	1.82	1.74	10.4	8.6	6.1	6.8	1.6
中煤能源	6.47	0.39	0.60	0.71	0.79	16.6	10.8	9.1	4.5	1.4
兖州煤业	8.24	0.55	1.61	1.12	1.25	15.0	5.1	7.4	4.6	1.8
大同煤业	11.34	0.55	1.83	1.01	1.04	20.6	6.2	11.2	5.3	2.1
转型类										
神火股份	13.10	1.64	2.65	1.48	2.05	8.0	4.9	8.9	5.0	2.6
兰花科创	11.91	1.01	2.12	1.27	1.57	11.8	5.6	9.4	5.7	2.1
开滦股份	11.55	1.10	2.11	1.35	1.40	10.5	5.5	8.5	6.0	1.9
A 股平均	11.67	0.79	1.77	1.29		17.9	7.2	9.3	4.9	2.5
美国										
BTU	22.07	2.56	3.21	5.01		8.6	6.9	4.4	10.8	2.0
ANR	15.70	2.55	3.25	10.12		6.2	4.8	1.6	10.5	1.5
CNX	27.48	1.48	2.17	6.08		18.6	12.7	4.5	7.9	3.5
FCL	13.63	(0.46)	0.05	3.74		(29.6)	272.6	3.6	6.4	2.1
ACI	15.41	2.58	2.43	4.82		6.0	6.3	3.2	12.3	1.3
MEE	13.12	0.10	3.46	5.25		131.2	3.8	2.5	12.5	1.1
YZC	6.84	1.75	2.35	2.06		3.9	2.9	3.3	6.6	1.0
美国平均	16.32	1.51	2.42	5.30		29.1	44.3	3.3	9.6	1.8
H 股										
中国神华	16.40	1.03	1.54	1.70		15.9	10.6	9.6	6.7	2.4
中煤能源	6.17	0.45	0.70	0.86		13.7	8.8	7.2	4.5	1.4
兖州煤业	5.69	0.66	1.66	1.20		8.7	3.4	4.7	4.6	1.3
H 股平均	9.42	0.71	1.30	1.25		12.8	7.6	7.2	5.3	1.8

资料来源: 招商研发整理

附表2：煤炭产量、价格、成本比较

	产量 (万吨)						价格 (元/吨)						成本 (元/吨)						单位毛利 (元/吨)						单位净利 (元/吨)					
	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H
炼焦煤类																														
金牛能源	593	733	760	855	1135	613	220	367	465	458	427	662	136	205	225	260	245	350	83	162	240	198	182	312	25	65	90	74	62	15
西山煤电	1201	1283	1374	1516	1612	798	258	335	431	399	405	611	161	208	259	239	235	328	97	127	172	160	170	283	28	57	78	66	79	15
平煤天安	1460	1478	2086	2048	2624	1403	179	263	337	338	370	508	138	182	236	240	273	336	41	81	101	98	98	172	14	39	42	39	49	6
盘江股份	153	127	178	201	168	119	241	366	551	527	526	706	186	316	458	460	449	590	56	50	93	67	77	116	19	17	18	18	21	6
均值	852	905	1100	1155	1385	733	224	333	446	431	432	622	155	228	295	300	301	401	69	105	152	131	132	221	21	45	57	49	53	11
喷吹煤类																														
国阳新能	1067	1285	1417	1465	1287	697	173	219	296	322	322	396	124	170	229	259	264	326	50	49	67	63	58	70	25	16	24	27	34	3
潞安环能	1619	1759	1871	1970	2041	1240	165	219	284	348	381	518	108	149	189	215	238	323	57	70	95	133	144	195	6	23	18	31	50	8
均值	1343	1522	1644	1718	1664	969	169	219	290	335	352	457	116	160	209	237	251	325	53	60	81	98	101	133	15	20	21	29	42	5
动力煤类																														
中国神华	8160	10130	12140	13660	15800	8960	195	245	305	308	315	357	131	133	145	154	213	221	64	112	160	154	102	136		74	118	112	120	17
恒源煤电	174	226	333	340	340	183	205	302	346	360	400	450	118	173	216	220	266	298	87	129	130	140	134	152	37	72	62	59	70	8
中煤能源		3973	5012	6649	8327	4998		242	288	314	317	447				176	154	197		242	288	138	163	250		22	35	34	59	8
兖州煤业	4328	3915	3466	3605	3564	1807	216	315	386	376	433	662	100	132	179	193	211	282	116	183	207	183	222	380	28	71	77	50	65	20
大同煤业	1105	1086	1018	1326	1747	1069	189	232	305	334	333	434	75	102	134	146	179	189	114	130	171	188	154	245	21	36	43	41	35	8
均值	3442	3866	4394	5116	5956	3403	201	267	326	338	360	470	106	135	169	178	205	237	95	159	191	161	155	233	29	55	67	59	70	12
转型类																														
神火股份	322	336	387	409	423	261	243	347	434	420	443	595	145	168	206	217	230	285	98	179	228	203	213	310	50	103	126	98	161	262
兰花科创	375	407	404	452	519	286	152	218	322	335	412	498	53	75	93	109	177	194	99	143	229	226	236	304	46	69	118	124	122	21
开滦股份	673	688	692	746	751	386	235	334	427	424	468	604	140	191	216	211	232	310	95	143	211	213	237	294	31	57	90	94	76	25
均值	457	477	494	536	564	311	210	300	394	393	441	566	113	145	172	179	213	263	97	155	223	214	228	303	43	76	111	105	120	24
行业均值	1633	1959	2224	2517	2881	1630	205	286	370	376	397	532	124	170	214	221	240	302	81	129	171	155	156	230	27	52	67	62	72	13
行业中值	1067	1185	1196	1396	1450	748	205	283	342	354	403	513	131	170	216	216	233	304	87	130	172	157	159	248	26	57	70	55	64	12

数据来源：招商研发整理

附表3: 煤炭上市公司盈利性比较

	毛利率					营业利润率					净利润率					期间费用率				
	03年	04年	05年	06年	07年	03年	04年	05年	06年	07年	03年	04年	05年	06年	07年	03年	04年	05年	06年	07年
炼焦煤类																				
西山煤电	35%	38%	39%	39%	41%	15%	24%	25%	21%	20%	11%	17%	17%	14%	13%	20%	13%	13%	17%	19%
开滦股份	40%	43%	35%	36%	26%	19%	21%	17%	20%	15%	13%	17%	15%	14%	11%	22%	21%	17%	15%	10%
盘江股份	23%	13%	13%	12%	14%	10%	5%	5%	4%	4%	8%	5%	3%	3%	4%	13%	8%	8%	8%	7%
金牛能源	35%	41%	44%	38%	37%	17%	22%	25%	18%	16%	11%	16%	17%	13%	11%	18%	19%	19%	21%	19%
上海能源	26%	29%	27%	28%	26%	13%	18%	15%	15%	14%	10%	15%	11%	11%	10%	14%	12%	13%	12%	11%
平煤天安	22%	30%	29%	28%	22%	12%	22%	19%	17%	15%	8%	15%	13%	12%	10%	11%	8%	10%	11%	8%
均值	30%	32%	31%	30%	28%	14%	19%	18%	16%	14%	10%	14%	13%	11%	10%	16%	13%	13%	14%	12%
中间值	30%	34%	32%	32%	26%	14%	22%	18%	17%	15%	10%	15%	14%	12%	10%	16%	13%	13%	14%	11%
无烟煤类																				
国阳新能	31%	23%	23%	19%	17%	12%	10%	12%	10%	7%	9%	7%	8%	8%	5%	17%	12%	10%	9%	9%
兰花科创	48%	50%	54%	50%	41%	28%	33%	37%	37%	25%	20%	22%	25%	25%	17%	20%	18%	17%	14%	17%
神火股份	40%	50%	52%	45%	27%	30%	42%	43%	34%	19%	20%	28%	29%	21%	10%	11%	10%	9%	10%	7%
郑州煤电	30%	33%	32%	21%	19%	14%	19%	20%	9%	8%	9%	12%	13%	6%	5%	16%	15%	13%	13%	10%
均值	37%	39%	40%	34%	26%	21%	26%	28%	22%	15%	15%	17%	19%	15%	9%	16%	14%	12%	11%	11%
中间值	35%	42%	42%	33%	23%	21%	26%	28%	22%	13%	15%	17%	19%	14%	7%	17%	14%	11%	11%	9%
其它动力煤类																				
大同煤业	59%	54%	54%	54%	44%	17%	24%	23%	19%	17%	11%	16%	14%	12%	10%	42%	30%	31%	35%	27%
兖州煤业	54%	58%	54%	49%	47%	17%	34%	31%	23%	26%	13%	22%	20%	21%	16%	33%	22%	21%	24%	19%
潞安环能	33%	32%	34%	36%	29%	12%	14%	17%	20%	15%	10%	10%	12%	13%	10%	21%	18%	18%	17%	14%
恒源煤电	42%	44%	37%	39%	33%	28%	32%	24%	25%	24%	18%	24%	18%	17%	15%	15%	12%	12%	13%	9%
伊泰B股	72%	70%	66%	66%	44%	6%	19%	28%	25%	36%	4%	14%	20%	19%	30%	66%	51%	39%	42%	18%
靖远煤业	30%	45%	33%	32%	33%	8%	28%	9%	17%	17%	6%	19%	20%	17%	16%	23%	17%	23%	17%	13%
露天煤业	46%	38%	45%	41%	34%	20%	19%	32%	24%	21%	17%	17%	28%	21%	18%	25%	16%	11%	13%	10%
中国神华		46%	53%	51%	48%		30%	40%	38%	36%		24%	33%	30%	28%		16%	13%	13%	12%
中煤能源		44%	37%	41%	43%		13%	15%	13%	19%		10%	12%	10%	15%		30%	21%	27%	27%
均值	48%	48%	46%	45%	39%	15%	24%	24%	23%	23%	11%	17%	20%	18%	18%	32%	24%	21%	22%	17%
中间值	46%	45%	45%	41%	43%	17%	24%	24%	23%	21%	11%	17%	20%	17%	16%	25%	18%	21%	17%	14%
全行业均值	39%	41%	40%	38%	33%	16%	23%	23%	20%	19%	12%	16%	17%	15%	13%	23%	18%	17%	17%	14%
全行业中间值	35%	43%	37%	39%	33%	15%	22%	23%	20%	17%	11%	16%	17%	14%	11%	20%	16%	13%	14%	12%

数据来源: 招商研发整理

附表4: 煤炭上市公司成长性指标

	主营业务收入增长率					净利润增长率				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
炼焦煤类										
西山煤电	36%	32%	49%	23%	13%	47%	111%	54%	0%	8%
开滦股份	11%	48%	67%	22%	73%	18%	89%	52%	14%	36%
盘江股份	44%	77%	48%	-3%	-2%	9%	5%	3%	4%	16%
金牛能源	-8%	87%	33%	15%	43%	-27%	179%	40%	-9%	18%
上海能源	9%	44%	50%	16%	21%	3%	109%	11%	10%	15%
平煤天安		54%	45%	4%	48%		195%	25%	-5%	28%
均值	18%	57%	49%	13%	33%	10%	115%	31%	2%	20%
中间值	11%	51%	49%	16%	32%	9%	110%	32%	2%	17%
无烟煤类										
国阳新能	64%	111%	52%	18%	21%	19%	69%	67%	20%	-29%
兰花科创	35%	49%	32%	32%	55%	106%	63%	52%	31%	3%
神火股份	12%	52%	34%	19%	335%	45%	111%	38%	-15%	104%
郑州煤电	9%	41%	16%	74%	42%	6%	86%	24%	-25%	23%
均值	30%	63%	33%	36%	113%	44%	82%	45%	3%	25%
中间值	24%	51%	33%	25%	48%	32%	78%	45%	3%	13%
动力煤类										
大同煤业		23%	26%	24%	31%		71%	16%	7%	4%
兖州煤业	8%	41%	4%	4%	25%	10%	145%	-8%	-30%	54%
潞安环能		58%	36%	27%	38%		68%	60%	19%	18%
恒源煤电	8%	86%	73%	4%	10%	5%	145%	30%	-3%	3%
伊泰B股	20%	53%	37%	4%	41%	6%	381%	102%	0%	118%
靖远煤业	45%	50%	-9%	52%	17%	-2955%	411%	-1%	6%	30%
露天煤业	8%	46%	80%	19%	38%	9%	48%	197%	-13%	17%
中国神华			33%	23%	28%			86%	12%	20%
中煤能源			46%	9%	30%			-11%	-16%	90%
均值	18%	51%	36%	18%	29%	-585%	181%	52%	-2%	33%
中间值	8%	50%	36%	19%	31%	6%	145%	30%	0.20%	39%
全行业均值	22%	56%	40%	20%	33%	-193%	134%	44%	0.40%	30%
全行业中间值	12%	50%	37%	19%	43%	9%	109%	38%	0.20%	19%

数据来源: 招商研发整理

附表5: 煤炭上市公司07、08年业绩比较

EPS (元)	07	08	1Q07	1Q08	1H07	1H08	备注
炼焦煤类							
金牛能源	0.73	2.50	0.21	0.38	0.37	1.02	自 2008 年 1 月 1 日起公司精煤售价已连续 3 次涨价, 从 2008 年 6 月 1 日起, 公司 1/3 焦精煤含税价格已从 5 月 1 日的 1473 元/吨上调至 1620 元/吨 根据公司新一轮价格谈判情况, 从 2008 年 4 月 1 日起, 公司焦精煤含税价格从 810 元/吨上调至 1040 元/吨; 肥精煤含税价格从 860 元/吨上调至 1105 元/吨; 瘦精煤含税价格从 670 元/吨上调至 770 元/吨
西山煤电	0.86	2.03	0.23	0.39	0.49	1.02	
平煤天安	1.02	2.55	0.21	0.32	0.55	0.83	
盘江股份	0.26	1.52	0.05	0.087	0.11	0.28	2008 年 1-6 月精煤不含税价格 950 元/吨, 比上年同期 658 元/吨增长 292 元/吨; 2008 年 1-6 月混煤不含税价格 315 元/吨, 比上年同期 263 元/吨增长 52 元/吨。
喷吹煤类							
国阳新能	1.03	2.07	0.31	0.38	0.559	0.97	
潞安环能	0.85	1.85	0.21	0.292	0.400	0.75	今年上半年煤炭产品市场价格有较大幅度上涨及所得税税率下降。 今年上半年煤炭产品市场价格有较大幅度上涨及所得税税率下降。
资产注入类							
中国神华	0.99	1.42	0.23	0.326	0.49	0.71	
恒源煤电	1.07	1.26	0.23	0.32	0.59	0.7	集团实现利润总额 57 亿元, 同比增长 74.8%。
中煤能源	0.39	0.65	0.08	0.11	0.17	0.27	
企业转型类							
神火股份	1.64	2.11	0.328	0.55	0.67	1.375	今年以来, 能源市场需求旺盛, 公司煤炭及深加工产品售价大幅上涨。2, 与上年同期相比, 公司新合并了河南神火铝业股份有限公司会计报表 主要产品产量和市场价格较上年同期有明显上升 自 2008 年 4 月份以来, 公司主营产品肥精煤及冶金焦销售价格连续较大幅度上涨, 导致公司半年度业绩数据与前期业绩预告产生差异。截至 2008 年 6 月底, 公司肥精煤的含税价格已上涨至 1730 元/吨, 冶金焦的含税价格已上涨至 3170 元/吨。
兰花科创	1.01	1.51	0.35	0.50	0.74	1.04	
开滦股份	1.10	2.61	0.19	0.47	0.37	1.16	
平均	0.90	1.77	0.22	0.33	0.47	0.82	

附表6: 上市公司及母公司十一五规划

公司名称	煤种	07 年产量 (万吨)	母公司	母公司“十一五”规划
炼焦煤类				
西山煤电	焦煤和肥煤	1612	山西焦煤集团/西山煤电	西山矿务局 8000 万吨; 汾西形成 2000 万吨的生产能力; 霍州形成 2000 万吨的生产能力。山西焦煤集团总产量将超过 1.2 亿吨
开滦股份	肥煤	751	开滦集团	蔚州规划达到 1000 万吨规模, 2008 年开滦由 2000 万吨扩大到 3000 万吨
盘江股份	肥煤、焦煤、气煤	168	盘江煤电集团	2010 年达到 2095 万吨, 洗选加工能力达 2000 万吨/年,
金牛能源	1/3 焦煤、贫瘦煤、无烟煤	1135	金能集团	到 2007 年, 金能集团煤炭产量实现 2000 万吨/年以上, 其中精煤产量 690 万吨/年以上, 到 2010 年, 煤炭产量实现 2800 万吨/年以上, 其中精煤产量 1000 万吨/年以上
上海能源	1/3 焦煤和气肥煤	780	中煤能源	15000 万吨
平煤天安	1/3 焦煤、焦肥煤	2624	平顶山煤业	5000 万吨
无烟煤类		1178		
国阳新能	无烟煤	958	阳煤集团	6000 万吨
兰花科创	无烟煤		山西兰花集团	煤炭 1860 万吨, 尿素 168 万吨
神火股份	无烟煤	1287	神火集团	煤炭 1500 万吨
郑州煤电	无烟煤和贫煤	519	郑煤集团	煤炭 1500 万吨, 资产规模 100 亿元以上
动力煤类		423		
大同煤业	弱粘结煤	509	同煤集团	15000 万吨
兖州煤业	气煤	684	兖矿集团	10000 万吨
恒源煤电	贫煤	514	皖北煤电集团	煤炭产量 2000 万吨, 力争到 2010 年实现集团煤炭主业整体上市
靖远煤业	弱粘结煤		靖远煤业	靖远矿区的年生产能力为 2006 年 760 万吨, 2008 年达到 1000 万吨。
潞安环能	贫、瘦煤	1747	潞安集团	煤炭产量达到 7000 万吨左右(加上下组煤开发和扩大整合地方煤炭, 总产量达 1 亿吨)
露天煤业	褐煤	3564	中电霍煤集团	4000 万吨
中国神华	动力煤	2041	神华集团	40000 万吨
中煤能源	动力煤炼焦煤	340	中煤集团	15000 万吨

数据来源: 招商研发整理

附表7: 母公司承诺注入煤矿资产

单位: 万吨	07 年产量	母公司 06 年产量	母公司十一五规划	母公司承诺
国阳新能	1287	3356.45	6000	待阳煤集团采矿权转增资本金得到批复后, 立即对阳煤集团条件成熟的矿井实施收购
潞安环能	2041	2904.9	10000	未来 5-10 年内, 根据股份公司的资金实力, 市场时机、战略规划和发展需求, 集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司, 使股份公司成为集团下属唯一经营煤炭采选业务的经营主体
大同煤业	1747	4660.8	15000	大同煤业及同煤集团将根据自身的资金实力, 发展需求和市场时机, 利用多种持续融资手段, 采取大同煤业主动收购或其他合法有效的方式, 逐步将同煤集团全部煤炭生产经营性优质资产投入大同煤业, 5-10 年内 (不迟于 2014 年), 使大同煤业成为同煤集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体。
西山煤电	1612	6065.92	12000	公司认为整体上市大势所趋
平煤天安	2624	2048	5000	如因国家政策、法规等有所限制, 而必须由平煤集团先行实施的, 授予平煤天安不可撤销优先收购权, 可优先购买平煤集团与上市公司构成同业竞争的业务
露天煤业	2717	2060	4000	中电霍煤承诺上市后即将取得的 2 号露天矿、3 号露天矿采矿权完整的转让给上市公司, 以及白音华煤电公司的股权 (25%) 转让给露天煤业, 母公司承诺通过转让、入股等方式将铝业优质资产注入露天煤业, 实现集团的整体上市
中国神华	15800	20299	40000	给与中国神华对神华集团内对现有及未来可能的竞争性业务的优先交易及选择权、优先受让权和优先收购权
恒源煤电	340	1000	2000	在 2010 年之前母公司逐步淡出煤炭主业, 由恒源煤电根据自身发展需要和市场时机, 收购集团下属优质矿井及煤炭业务相关部门, 成为皖北煤电集团下属企业中从事煤炭采选业的唯一主体。
金牛能源	1135	1761	2800	保证逐步将与金牛能源存在同业竞争的优良煤业资产纳入上市公司, 消除同业竞争

资料来源: 招商研发整理

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007年7月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。