

## 煤炭行业

### —亢龙有悔，盈不可久

投资评级 中性

#### 投资要点:

飞龙在天，大人造也。亢龙有悔，盈不可久也。用九，天德不可为首也。  
—《周易·乾卦》

据国家发改委网站消息，2008 年全国规模以上企业原煤产量 26.22 亿吨，同比增长 12.8%。其中大型煤炭企业实现利润 1304 亿元，同比增长 134%，增幅较前三季度回落约 8 个百分点。由于下游需求旺盛，煤价暴涨，导致煤炭行业业绩大幅提升的时代已经过去，煤炭行业正走向逐步回落。

2008 年，煤炭经济运行呈前紧后松、总体良好的基本态势。前 8 个月，受经济平稳较快增长拉动，煤炭需求旺盛，价格持续上扬。进入 9 月份以后，受国际金融危机等影响，煤炭需求增幅下滑，库存快速上升，价格大幅回落。

**煤炭产运销平稳增长**，全国规模以上企业原煤产量 26.22 亿吨，同比增长 12.8%，增幅同比提高 3.4 个百分点。全国铁路、主要港口运输煤炭分别为 13.4 亿吨和 5.09 亿吨，比上年分别增长 8.4%和 9.9%，增速同比回落 0.6 和 4.2 个百分点。全国销售煤炭 26.12 亿吨，增长 7.52%，回落 1.1 个百分点。

**净出口增加**。全年煤炭出口 4543 万吨、进口 4040 万吨，同比分别下降 14.6%和 20.8%。净出口 503 万吨，比上年增加 288 万吨。

**库存大幅增长**。2008 年 12 月末，全社会煤炭库存 2.01 亿吨，比上年增长 34.9%。其中，煤矿库存 5092 万吨，增长 30%；直供电厂库存 4332 万吨，增长 90.8%；主要港口库存 1970 万吨，增长 39.4%。

**价格剧烈波动**。前 8 个月煤炭价格持续上涨，9 月份以后开始下降，至 12 月份价格企稳略升。12 月末，6000 大卡大同优混平仓价 625 元/吨，5500 大卡山西优混平仓价 590 元/吨。

**利润增幅回落**。全年大型煤炭企业原煤平均售价 356.3 元/吨，同比提高 34.4%；原煤单位成本 338.5 元/吨，提高 38.3%。实现利润 1304 亿元，增长 80.1%。

**投资保持较快增长**。全年完成固定资产投资 2411 亿元，比上年增长 33.6%，增幅同比提高 10 个百分点。

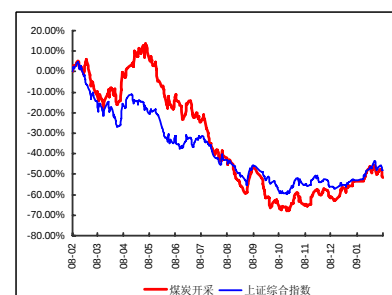
**我们认为：短期内煤价可能继续回落，行业景气度下降**。07 年以来，煤价的上涨幅度远远高于电力等下游行业产品的提价，在一定程度上打击了下游生产的积极性。08 年下半年来，国际国内经济增长显著放慢，对煤炭的需求进一步下降，煤炭由供不应求，转变为供给总体平衡。

2009 年 2 月 26 日

#### 主要数据

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 行业指数      | 2990.01         |
| 上证指数/深圳成指 | 2206.57/8241.66 |
| 公司家数      | 22              |
| 总市值(百万元)  | 74957.48        |
| 流通市值(百万元) | 127589.52       |

#### 52 周行情图



#### 相关研究报告

《煤炭行业动态点评：积极财政政策有利于煤炭行业供需平衡》（20081113）

《煤炭行业 2009 年投资策略报告：短期回调难阻长期向好趋势》（20081209）

煤炭行业报告：资源整合进程加快，行业抗风险能力增强（20081212）

#### 联系方式

研究员：周海鸥，常格非  
电 话：021-51097188-1803  
电 邮：zhouhaiou@gyzq.com.cn  
联系人：朱厚中  
电 话：021-51097188-1853  
地 址：上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120）

预计 2009 年煤炭产量的增速将继续快于下游需求的增速，供大于求将促使煤价有继续下跌的可能。从长期看，我国煤炭呈现大体供需平衡的局面，同时局部地区、部分煤种、个别时段出现供应偏紧的情况还会发生。

**积极财政政策等国家刺激经济计划，有利煤炭行业实现良性的供需平衡。**这些政策将刺激钢铁、水泥、电力等主要耗煤行业的快速发展，能够有效增加煤炭的需求；将导致一大批新能源项目的新建，替代效应导致煤炭需求的下降，但是幅度有限；铁路运力的改善，将增加煤炭的有效供给；税制改革，将降低煤炭企业的生产成本。

**煤炭行业的盈利能力从高速增长走向平稳。**2001 年以来我国煤炭行业的盈利能力呈现总体上升的趋势。综合财务效益状况、资产营运状况、偿债能力状况和发展能力状况等四个方面综合比较显示，中国神华、大同煤业等公司的历史绩效好于行业平均水平。2009 年煤炭行业的盈利水平相比 2008 年会有明显的下滑。

**2009 年煤炭行业的投资主题：产能扩张与煤价相对坚挺。煤炭行业长期投资评级“推荐”。**煤炭在我国能源中的基础地位不可动摇，国家产业政策有利于煤炭行业的健康发展；宏观经济的高速发展，为煤炭需求持续增长提供了可能；技术创新为煤炭行业发展提供动力，我国煤炭行业正面临大好发展机遇。在煤炭资源整合、产业结构整合的过程中，煤炭上市公司将发挥越来越大的作用，其发展空间不断扩大，投资价值与日俱增。煤价易涨难跌的公司抗风险能力强，业绩提升快，更具投资价值。

**煤炭行业短期投资评级：“中性”。**短期内，国内经济增速放慢，煤炭需求下降，煤价回落，煤炭行业景气度有望下降，行业盈利能力从高增长走向平稳增长，我们对煤炭行业短期投资评级是“中性”。短期内，国际油价、国内煤价的波动，可能带来煤炭股的强劲反弹，以及煤炭公司 2008 年业绩优良，具有较强的分红预期，导致较多的交易性投资机会。

**投资风险揭示：煤炭行业投资最大的风险来自于煤价未来的走势。**经济周期总是“繁荣—衰退—萧条—复苏”循环，煤炭具有周期性行业的特点，国际国内宏观经济增长放慢，火电、钢铁、水泥等高耗煤产业发展速度放慢，煤炭的需求下降，煤炭终究会供大于求，煤价下跌不可避免。另外，国际煤价受国际油价影响比较大，同时它又影响国内煤价。国际油价存在许多不确定的因素，它的回落有可能导致国内煤价的下跌。煤价下跌的结果之一是煤炭行业的景气度必然走向下降，行业的盈利水平增速放慢。近期山西省焦煤集团屯兰矿发生瓦斯爆炸事故，说明煤炭安全生产形势依然很严峻。

图 1 国际油价煤价走势：

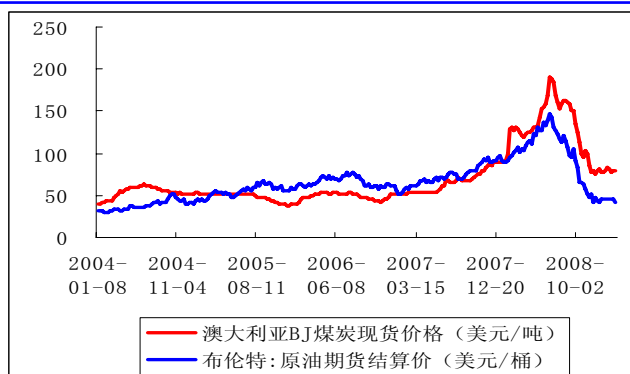
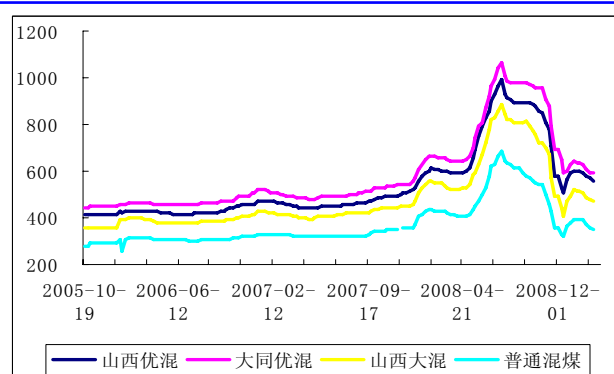


图 2：秦皇岛动力煤价格平仓价

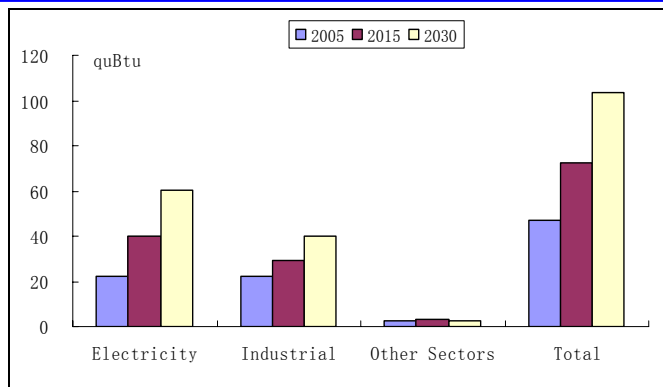
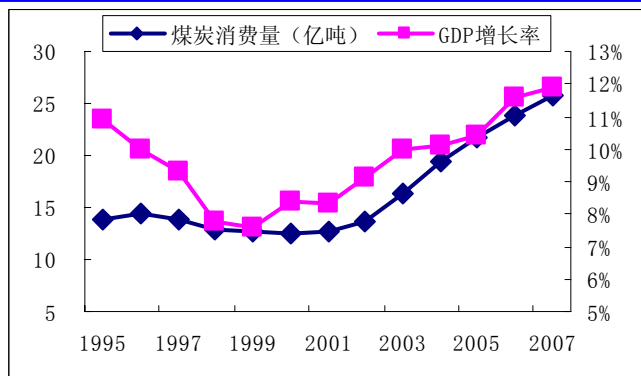
（元/吨）



资料来源：WIND，国元证券研究中心整理

图 3：煤炭消费量的增长与 GDP 增长的相关性

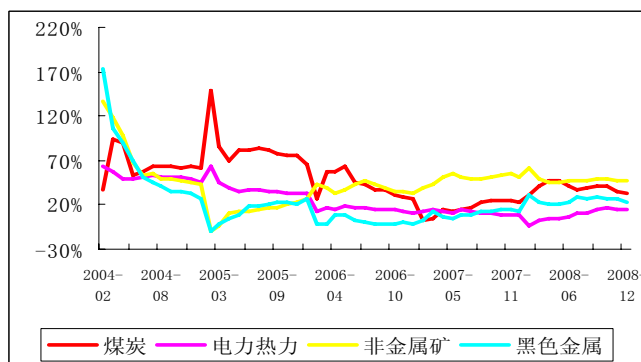
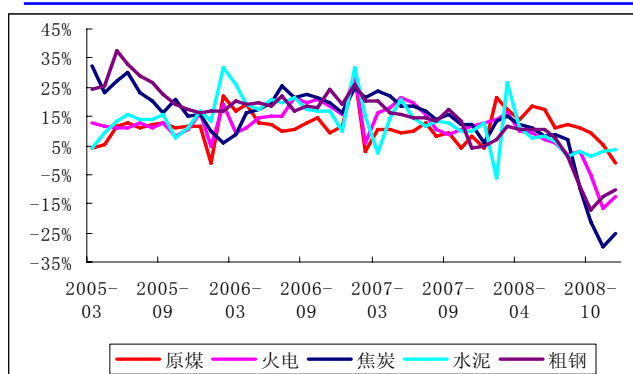
图 4：中国煤炭消费的长期预测



资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

图 5: 煤炭与下游行业产量增长比较 (当月同比)

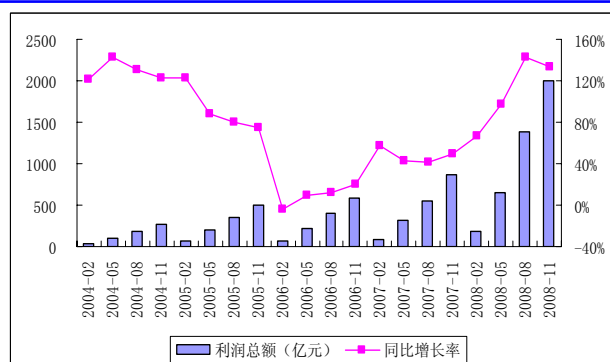
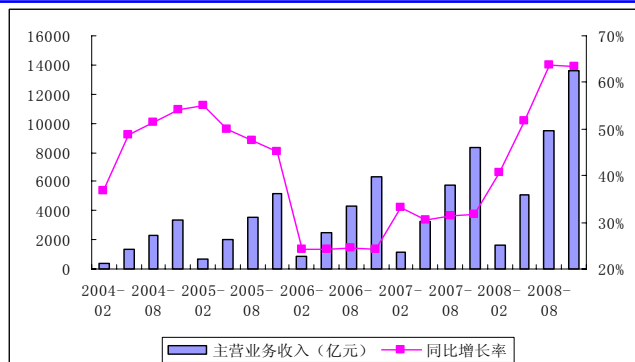
图 6: 煤炭及下游固定资产投资当年累计增速比较



资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

图 7: 煤炭行业主营业务收入变化

图 8: 煤炭业务利润总额变化



资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

表 14: 煤炭上市公司估值与投资建议

| 证券代码   | 证券简称  | 收盘价<br>(090225) | 基本每股收益 EPS |         |       | 每股净资产<br>20083Q | 市盈率(倍) |       |       | 市净率<br>(倍) | 投资评<br>级 |
|--------|-------|-----------------|------------|---------|-------|-----------------|--------|-------|-------|------------|----------|
|        |       |                 | 2007Y      | 2008(E) | 2009E |                 | 2007   | 2008  | 2009  |            |          |
| 000552 | 靖远煤电  | 7.54            | 0.25       | 0.40    | 0.21  | 1.78            | 29.63  | 18.85 | 35.90 | 4.24       | 中性       |
| 000780 | ST 平能 | 8.33            | 0.17       | 0.46    | 0.38  | 2.03            | 47.74  | 18.11 | 21.92 | 4.10       | 中性       |
| 000933 | 神火股份  | 19.32           | 1.64       | 2.46    | 2.00  | 5.91            | 11.79  | 7.85  | 9.66  | 3.27       | 中性       |
| 000937 | 金牛能源  | 21.21           | 0.73       | 2.64    | 2.10  | 6.74            | 29.26  | 8.05  | 10.10 | 3.15       | 中性       |
| 000968 | 煤气化   | 13.31           | 0.68       | 1.33    | 0.70  | 4.82            | 19.67  | 10.01 | 19.01 | 2.76       | 中性       |

|        |      |       |      |       |      |      |        |       |        |      |    |
|--------|------|-------|------|-------|------|------|--------|-------|--------|------|----|
| 000983 | 西山煤电 | 14.57 | 0.87 | 1.38  | 1.02 | 3.28 | 16.80  | 10.56 | 14.28  | 4.44 | 推荐 |
| 002128 | 露天煤业 | 14.09 | 0.74 | 0.85  | 0.70 | 2.76 | 19.04  | 16.58 | 20.13  | 5.11 | 中性 |
| 600121 | 郑州煤电 | 5.7   | 0.30 | 0.31  | 0.15 | 2.59 | 19.00  | 18.39 | 38.00  | 2.20 | 回避 |
| 600123 | 兰花科创 | 16.62 | 1.41 | 1.98  | 1.50 | 6.41 | 11.76  | 8.39  | 11.08  | 2.59 | 中性 |
| 600188 | 兖州煤业 | 10.82 | 0.55 | 1.39  | 1.08 | 5.13 | 19.67  | 7.78  | 10.02  | 2.11 | 中性 |
| 600348 | 国阳新能 | 13.93 | 1.03 | 1.42  | 0.90 | 2.88 | 13.52  | 9.81  | 15.48  | 4.84 | 中性 |
| 600395 | 盘江股份 | 13.29 | 0.26 | 0.98  | 1.10 | 3.26 | 51.12  | 13.63 | 12.08  | 4.08 | 中性 |
| 600397 | 安源股份 | 5.64  | 0.06 | -0.05 | 0.02 | 2.93 | 100.18 | -     | 282.00 | 1.92 | 回避 |
| 600508 | 上海能源 | 11.87 | 0.71 | 1.40  | 1.10 | 5.10 | 16.72  | 8.48  | 10.79  | 2.33 | 中性 |
| 600971 | 恒源煤电 | 16.58 | 1.07 | 1.27  | 1.60 | 7.03 | 15.50  | 13.06 | 10.36  | 2.36 | 中性 |
| 600997 | 开滦股份 | 16.69 | 1.10 | 1.50  | 1.00 | 6.70 | 15.17  | 11.13 | 16.69  | 2.49 | 中性 |
| 601001 | 大同煤业 | 14.72 | 0.60 | 1.96  | 1.60 | 6.04 | 24.53  | 7.51  | 9.20   | 2.44 | 中性 |
| 601088 | 中国神华 | 19.73 | 1.07 | 1.45  | 1.58 | 7.09 | 18.51  | 13.61 | 12.49  | 2.78 | 推荐 |
| 601666 | 平煤股份 | 17.48 | 1.03 | 2.18  | 1.60 | 6.92 | 17.03  | 8.02  | 10.93  | 2.53 | 中性 |
| 601699 | 潞安环能 | 18.14 | 1.53 | 1.90  | 1.90 | 4.71 | 11.86  | 9.55  | 9.55   | 3.85 | 中性 |
| 601898 | 中煤能源 | 7.97  | 0.44 | 0.55  | 0.46 | 4.57 | 18.11  | 14.49 | 17.33  | 1.74 | 中性 |
| 601918 | 国投新集 | 7.55  | 0.27 | 0.64  | 0.54 | 2.69 | 27.96  | 11.80 | 13.98  | 2.81 | 推荐 |
| 均值     |      | 13.41 | 0.75 | 1.29  | 1.06 | 4.61 | 25.21  | 11.70 | 29.09  | 3.10 | —  |

资料来源：WIND，国元证券研究中心预测、整理

## 国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

|      | 二级市场评级                             |   | 公司质地评级           |
|------|------------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上     | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上  | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上     |   |                  |

### (2) 行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn