

研究员：
田加伟
煤炭行业
(8621)64718888-
1117

供求依然宽松 等待风险释放

——2009 年二季度煤炭行业投资策略

投资要点：

- ◆ **需求下滑。**经济增长速度的下滑使得国内煤炭需求大幅萎缩并毫无反弹迹象，四大主要耗煤行业中，电力和钢铁行业二季度将依然处境艰难，建材与化工行业虽然会有所好转，但难以拉动需求回升。
- ◆ **供给过剩。**两会过后小煤矿复产使得煤企限产越来越力不从心，煤炭进口价格的大幅下跌诱使国内电力企业增加了进口煤的使用比例，煤炭进口量大幅反弹。全球能源供给总体过剩的情况下单独一国的限产难以起到有效作用。
- ◆ **成本高企限制煤价下跌空间。**煤炭生产成本分为固定成本和可变成本，固定成本占到生产成本的一半左右，但是下调的空间却极小，因此短期内生产成本难以大幅压缩。生产成本的上升限制了煤价的回调空间，预计二季度秦皇岛 5500 大卡动力煤的成交价格将在 500 元/吨-600 元/吨之间，冶金煤价格仍然偏高，或将回到 2008 年初水平。美元贬值的压力或将刺激国际能源价格反弹，进而带动国内煤价反弹。
- ◆ **经营风险增加。**二季度是用煤淡季，需求的下滑将形成全年的价格和业绩底部。下游企业的支付能力下降致使煤款拖欠额大幅上升，煤炭企业经营风险增加。增值税提高 4% 将导致煤炭上市公司业绩下滑约 5.7%，资源税改革下半年实施的概率较高，经测算，从价税率每提高 1% 对上市公司全年盈利的影响约为 1.6%。
- ◆ **一季报将是风险释放窗口。**煤炭行业 2008 年的高增长早已在市场预期之中，虽然行业静态估值较低，但已经不能成为煤炭板块走强的刺激因素。煤价下跌将导致煤炭上市公司一季度业绩增速大幅放缓，一季报公布期间将是行业风险集中释放的重要窗口。
- ◆ **维持煤炭行业中性评级。**建议积极关注具有资源整合与整体上市前景的大同煤业、国阳新能、西山煤电，以及受增值税上调和资源税改革影响较小中国神华、开滦股份、兰花科创等。

行业重点公司财务指标

股票名称	评级	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE
中国神华	推荐	1.07	1.34	1.45	19.93	15.92	14.71
中煤能源	中性	0.44	0.58	0.62	20.36	15.45	14.45
兖州煤业	中性	0.55	1.64	0.96	22.82	7.65	13.07
大同煤业	推荐	0.60	2.02	1.57	30.08	8.94	11.50
西山煤电	推荐	0.87	1.44	1.01	19.71	11.91	16.98
开滦股份	中性	1.10	2.01	1.15	17.16	9.39	16.42
潞安环能	推荐	0.85	1.96	1.32	25.91	11.23	16.68
兰花科创	推荐	1.01	2.45	1.42	20.91	8.61	14.87

数据来源：浙商研究

联系人
张燕华
(8621)64718888-1
287
zhangyanhua@stocke.com.cn
上海市长乐路 1219
号长鑫大厦 18 层
(200031)

正文目录:

一、供需形势分析	4
■ 下游产量下降致煤炭需求大幅下滑	4
◇ 经济增速回落导致煤炭需求下滑	4
◇ 火电行业: 用电增速下降, 设备利用小时数继续下滑	4
◇ 钢铁行业: “去库存化”后重回低迷状态	5
◇ 建材行业: 大规模固定资产投资有望拉动水泥需求回升	6
◇ 化肥行业: 产能总体过剩, 春耕时节或有转机	7
■ 煤炭库存仍在高位, 各环节均存在“去库存化”压力	7
◇ 库存环比有所下降, 但仍在相对高位	7
■ 小煤矿复产、进口煤增加, 供给过剩压力凸显	8
◇ 两会过后小煤矿复产压力陡增	8
◇ 低价进口煤冲击国内市场	8
二、盈利状况分析	11
■ 生产成本下降空间有限	11
■ 美元走势成重要刺激因素, 成本上升限制煤价下跌空间	12
◇ 需求不支撑煤价走强, 美元贬值预期成重要刺激因素	12
◇ 动力煤: 重点合同煤保平或小涨, 现货煤恐将在低位震荡	12
◇ 冶金煤: 下游价格承受能力有限, 反弹难以持续	13
■ “华丽”年报难掩 09 年增速下滑窘境	14
◇ 08 年业绩同比大幅增长	14
◇ 09 年高增长难持续, 二季度将形成全年价格与业绩底部	15
◇ 煤款拖欠大增, 煤炭企业经营风险增加	15
三、影响煤炭行业的其他重要因素	17
■ 增值税提高 4%, 影响净利润约 5.7%	17
■ 资源税改革可能性高, 预期从价增收 5% 左右	17
◇ 当前资源税率偏低, 改革呼声高	17
◇ 预计资源税下半年上调为从价 5%, 影响上市公司净利润约 8%	17
四、估值、评级与投资建议	19
■ 静态估值处于低位, 短期机会不大, 维持“中性”评级	19
◇ 08 年高增长已在预期中, 09 年业绩虽下滑但仍属强势板块	19
◇ 短期走势受外部影响较大, 由弱转强尚需风险释放	19
◇ 维持行业中性评级, 关注行业整合机遇	19

图表目录:

图 1: 累计煤炭消费量及增速	4
图 2: 月度煤炭消费量及增速 (百万吨)	4
图 3: 第二产业用电增速仍在下滑	4
图 4: 全社会用电增速持续下滑 (亿千瓦时)	4
图 5: 全国发电量增速持续下滑 (亿千瓦时)	5
图 6: 发电设备利用小时数持续下滑	5
图 7: 电力行业月度耗煤量及同比增速 (百万吨)	5

图 8: 累计钢铁产量增速持续下滑 (%)	5
图 9: 生铁产量月度同比、环比增速	5
图 10: 四季度钢材产销率大幅提高 (百万吨)	6
图 11: 春节后钢材库存再次攀升 (万吨)	6
图 12: 水泥产量同比增速	6
图 13: 月度水泥产量情况 (百万吨)	6
图 14: 合成氨产量增速	7
图 15: 国内尿素价格走势 (元/吨)	7
图 16: 全社会煤炭库存及同比增幅 (亿吨)	7
图 17: 煤矿库存量及同比增幅 (万吨)	7
图 18: 港口煤炭库存及同比增幅 (万吨)	8
图 19: 直供电厂存煤量与存煤天数 (万吨)	8
图 20: 钢铁企业存煤量及同比增幅 (万吨)	8
图 21: 钢铁企业日均煤量与存煤天数 (万吨)	8
图 22: 秦皇岛山西优混与 BJ 现货价格拟合	9
图 23: 秦皇岛煤炭价格走势 (元/吨)	9
图 24: 月度煤炭进口量统计 (万吨)	10
图 25: 进口煤炭平均价格 (美元/吨)	10
图 26: 煤炭生产成本比较 (元/吨)	12
图 27: 原中央财政企业吨煤安全费用	12
图 28: 秦皇岛山西优混平仓价与澳煤 BJ 现货价差 (元/吨)	13
图 29: 临汾主焦精煤车板含税价 (元/吨)	14
图 30: 古交 2 号炼焦煤坑口含税价 (元/吨)	14
图 31: 山西阳泉喷吹煤车板含税价 (元/吨)	14
图 32: 陕西韩城喷吹煤车板含税价 (元/吨)	14
图 33: 原中央财政煤炭企业月度利润急速下滑 (亿元)	15
图 34: 原中央财政煤企赊销与收入拟合 (亿元)	16
图 35: 原中央财政煤企赊销/月度销售额	16
图 36: 煤炭行业 PE-PB 走势	19
表 1: 3 月 2 日国内外煤炭到广州港价格测算	9
表 2: 山西煤炭企业吨煤生产成本 (不含税)	11
表 3: 2008 年煤炭行业上市公司业绩增长情况	14
表 4: 煤炭行业上市公司盈利能力大幅提高	15
表 5: 增值税率提高 4% 对上市公司 EPS 影响	17
表 6: 资源税改革对煤炭公司 EPS 的影响 (下半年开始实施, 税率 5%)	18
表 7: 煤炭上市公司盈利预测和估值情况	21

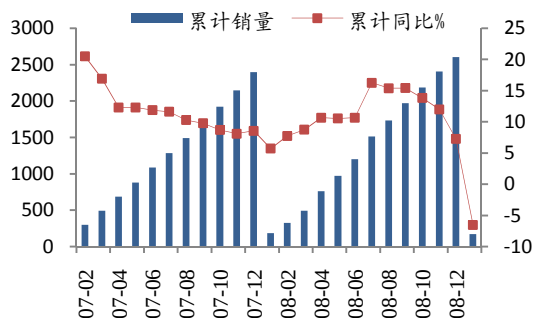
一、供需形势分析

■ 下游产量下降致煤炭需求大幅下滑

◇ 经济增速回落导致煤炭需求下滑

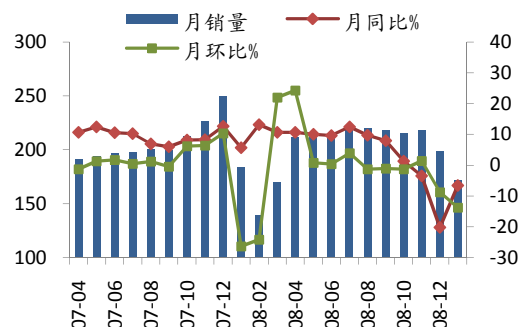
2008年下半年以来,经济增长速度的下滑使得国内煤炭需求迅速回落,月度煤炭销量从2008年7月份的2.23亿吨连续下滑至2009年1月份的1.72亿吨,且毫无反弹迹象。

图 1：累计煤炭消费量及增速



数据来源：sxcoal.com、浙商研究

图 2：月度煤炭消费量及增速（百万吨）



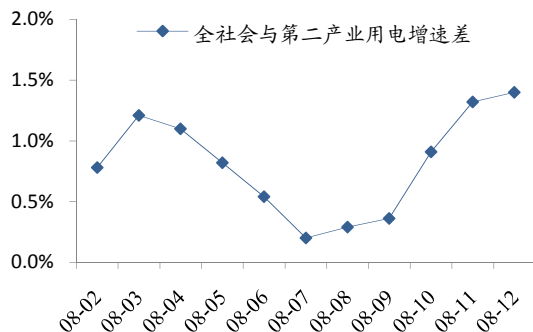
数据来源：sxcoal.com、浙商研究

目前煤炭下游各行业的处境依然较为艰难,产能难以有效利用,煤炭需求仍将维持疲软态势。

◇ 火电行业：用电增速下降，设备利用小时数继续下滑

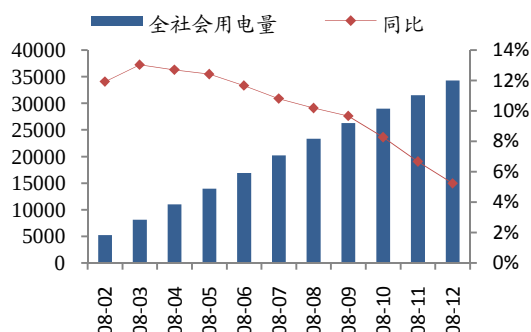
用电量是反映我国国民经济特别是工业生产状况的重要指标。国际金融危机爆发以来,第二产业特别是重工业产品产量增速的下滑极大地降低了电力需求增速。全社会发电量、用电量和发电设备利用小时数皆处于持续下滑的状态。

图 3：第二产业用电增速仍在下滑



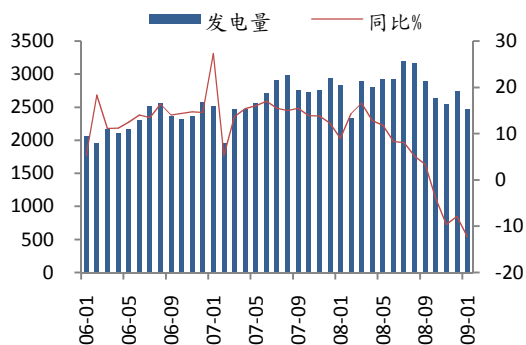
数据来源：中电联、浙商研究

图 4：全社会用电增速持续下滑（亿千瓦时）



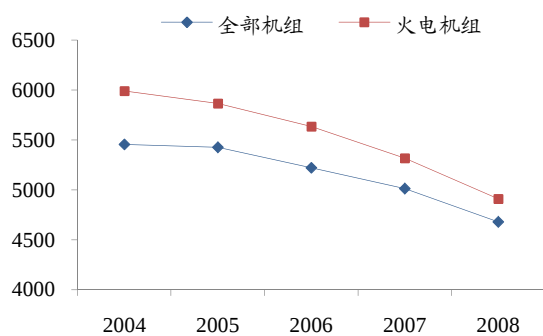
数据来源：中电联、浙商研究

图 5：全国发电量增速持续下滑（亿千瓦时）



数据来源：中电联、浙商研究

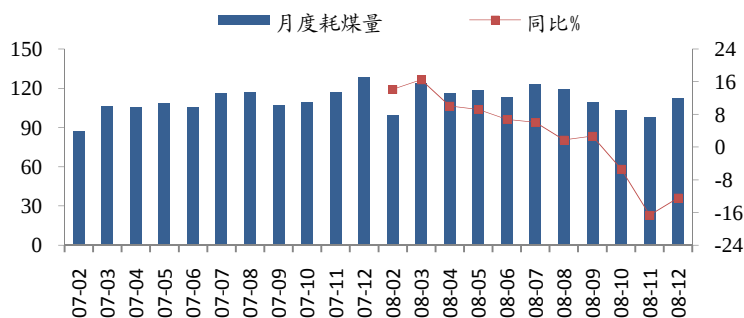
图 6：发电设备利用小时数持续下滑



数据来源：中电联、浙商研究

二季度是我国传统的来水旺季，水力发电量逐步增加，这将进一步挤压火力发电量的增长空间。因此，二季度电煤需求量将难有大的起色，同比 2008 年 2 季度，我们预计下滑幅度将在 10% 左右。

图 7：电力行业月度耗煤量及同比增速（百万吨）

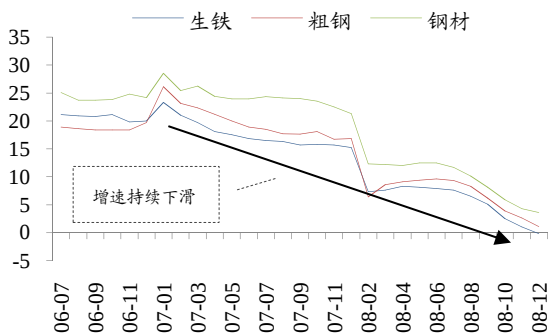


数据来源：sxcoal.com、浙商研究

◇ 钢铁行业：“去库存化”后重回低迷状态

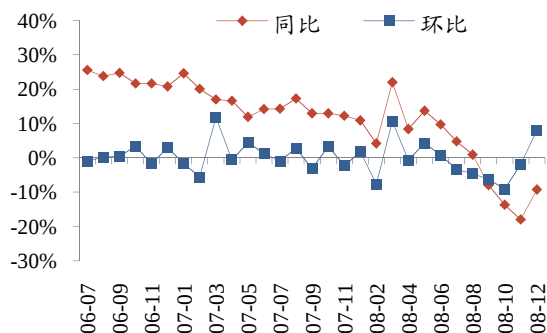
从 2008 年 2 季度开始，国内钢铁行业便陷入低迷状态，钢铁产品价格大幅下滑，产量持续萎缩。面对艰难的销售形势，钢铁企业纷纷减产、限产以期度过难关，2008 年 3 季度后，大规模的限产使钢铁企业经历了一个去库存化的景气回升过程，在需求并没有好转的情况下，钢铁企业的产销率和钢铁价格都出现反弹。

图 8：累计钢铁产量增速持续下滑（%）



数据来源：wind、浙商研究

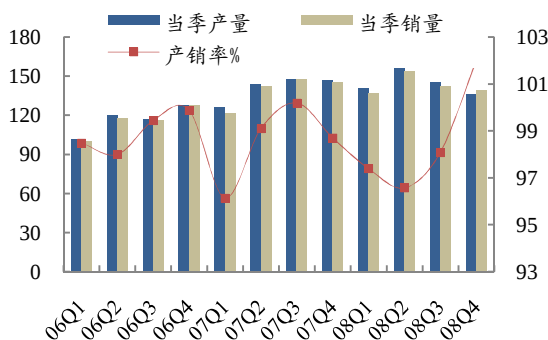
图 9：生铁产量月度同比、环比增速



数据来源：wind、浙商研究

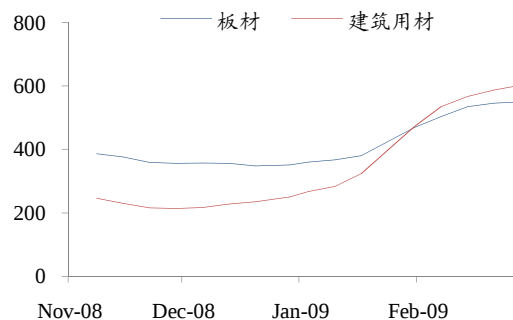
然而大量的闲置产能决定了反弹行情难以持久，钢价小幅反弹便刺激钢企盲目复产、增产，根据中钢协透露的数据，国内钢厂产能利用率从2008年11月份最低时的70%逐步提升，2月中旬已经达到了86%的水平；全国粗钢的日产量更是在2月中旬达到141万吨，比去年年底猛增了40%。钢铁行业从前期的“去库存化”进入“再库存化”阶段，二季度钢铁行业很可能再次被迫减产，因此，我们认为炼焦煤和焦炭价格的超跌反弹行情已到尽头。

图 10: 四季度钢材产销率大幅提高 (百万吨)



数据来源: wind、浙商研究

图 11: 春节后钢材库存再次攀升 (万吨)

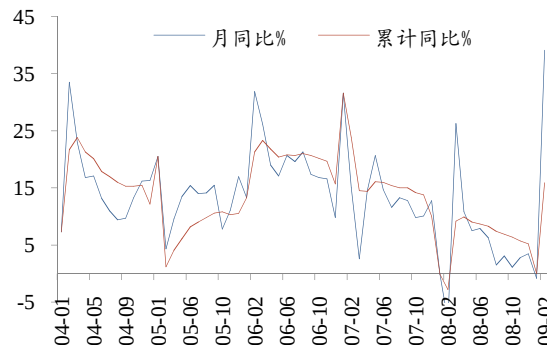


数据来源: mysteel、浙商研究

◇ 建材行业: 大规模固定资产投资有望拉动水泥需求回升

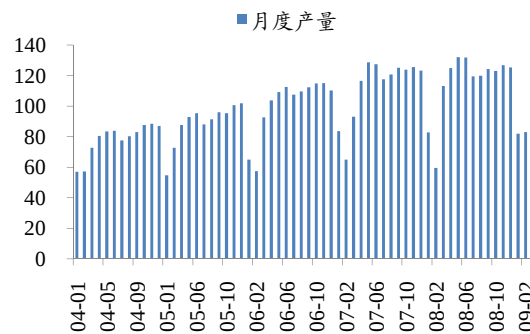
2009年1、2月份，我国实现水泥产量8200万吨和8290万吨，分别同比增长-0.82%和39.13%，但由于受到2008年2月份和2009年1月份春节放假的影响，该数据并不具有参考意义。然而在1月份春节放假的情况下，2月份水泥产量环比仅和1月份基本持平，这说明国内水泥行业依然处于低迷阶段。

图 12: 水泥产量同比增速



数据来源: wind、浙商研究

图 13: 月度水泥产量情况 (百万吨)



数据来源: mysteel、浙商研究

根据我们的监测，国内各大水泥厂家没有增产，反而有减产的迹象，作为我国最大的水泥企业安徽海螺，从1月份到2月13日的产量为1300万吨，同比下降约22%。1月份我国出口水泥仅97.2万吨，比2008年同期下降59.8%，月度出口量为4年来首次降至100万吨以下，创2005年3月份以来水泥月度出口量最低。

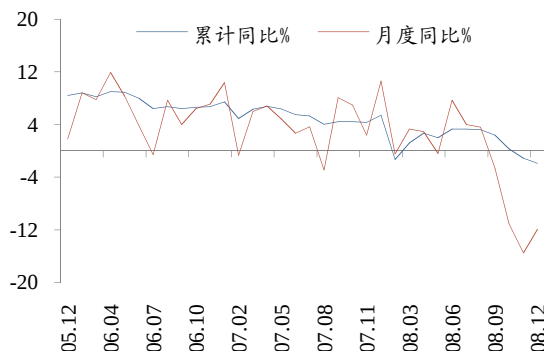
我们预计二季度我国水泥行业的不景气状况将会有所改善，在大规模基建投资的拉动下，二季度全国水泥销量将逐步提升，但大规模的拉动效应估计要到下半年才能显现。

◇ 化肥行业：产能总体过剩，春耕时节或有转机

目前我国化肥产能严重过剩，除钾肥外，其他品种（如氮肥、磷肥）都供大于求，预计 2009 年氮肥约有 1000 万吨的过剩产能。虽然我国已由化肥进口国变为净出口国，但国际化肥价格的下滑幅度更大，且国际油价的大幅下跌使得国外化肥的生产成本进一步下降，国产化肥在价格上处于劣势，出口形势堪忧。

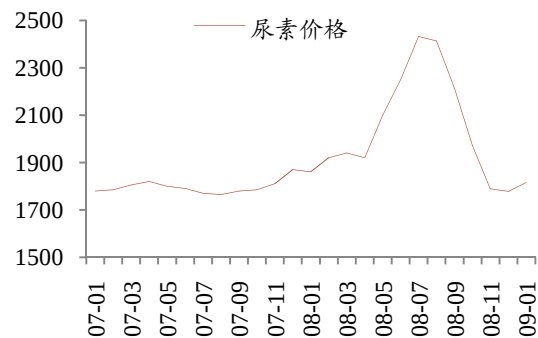
随着 3 月份国内春耕的展开，化肥需求有望较前期有所回升，但大量农民工的失业返乡加重了农民负担，使其支付能力大不如前，而农产品价格的下滑则从根本上打击了农民的生产积极性，因此即使销售状况有所好转，大幅回升的可能性也较小，我们预计二季度化肥产销量和价格环比会有所回升，但同比下滑将是必然。

图 14：合成氨产量增速



数据来源：wind、浙商研究

图 15：国内尿素价格走势（元/吨）



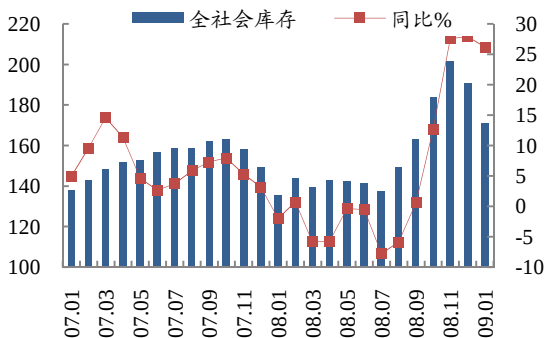
数据来源：mysteel、浙商研究

■ 煤炭库存仍在高位，各环节均存在“去库存化”压力

◇ 库存环比有所下降，但仍在相对高位

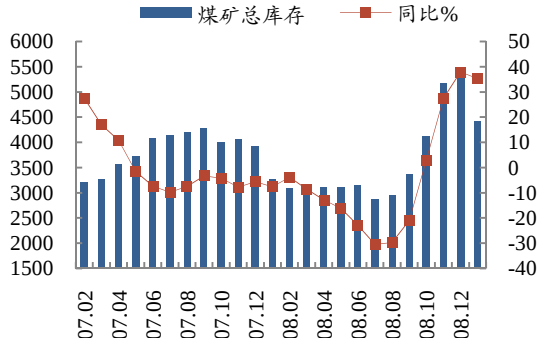
下游行业的不景气迫使煤炭企业降低产量以保持价格水平，而下游用煤企业则希望降低煤炭库存，等待煤价下跌后再购买煤炭，在供给和需求的两方面的影响下，煤炭库存环比有所下降，但同比增幅皆持续在高位徘徊；下游耗煤量的萎缩使得各行业存煤量仍然相对偏高，截至 2009 年 1 月底直供电厂存煤天数 21 天，虽然较最高峰时的 26 天有所下滑，但仍然高于 15 日天的合理存煤天数。由于二季度是传统的用煤淡季，市场上煤炭供给充足且价格便宜，用煤企业的存煤意愿大大削弱，煤炭供求各环节依然存在较大的“去库存化”压力。

图 16：全社会煤炭库存及同比增幅（亿吨）



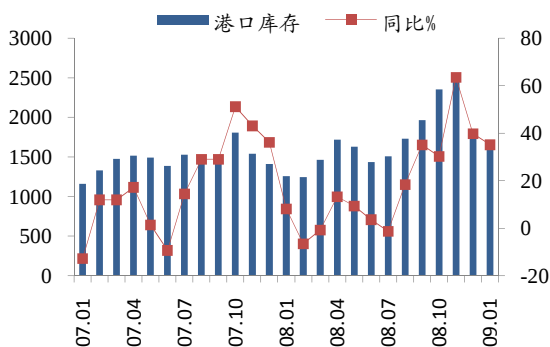
数据来源：sxcoal.com、浙商研究

图 17：煤矿库存量及同比增幅（万吨）



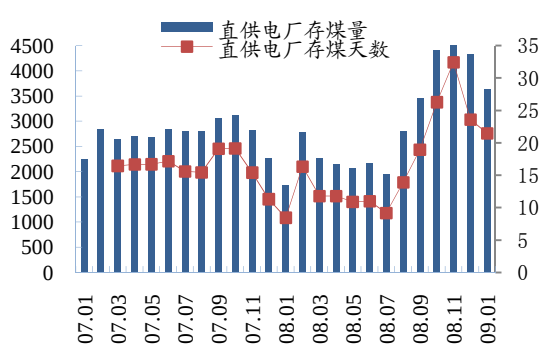
数据来源：sxcoal.com、浙商研究

图 18: 港口煤炭库存及同比增幅 (万吨)



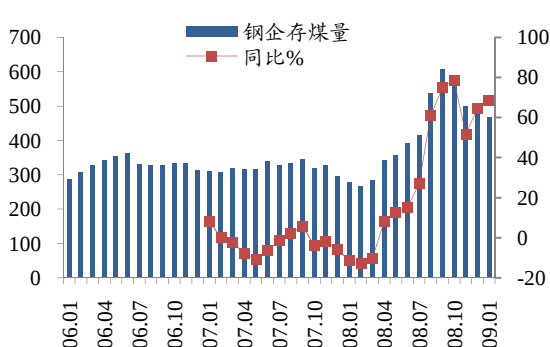
数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 19: 直供电厂存煤量与存煤天数 (万吨)



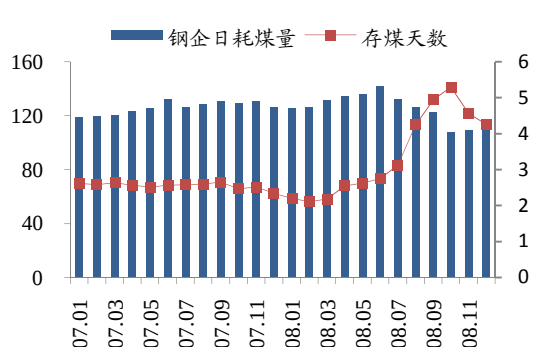
数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 20: 钢铁企业存煤量及同比增幅 (万吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 21: 钢铁企业日均煤量与存煤天数 (万吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

■ 小煤矿复产、进口煤增加，供给过剩压力凸显

◇ 两会过后小煤矿复产压力陡增

2008年4季度以来，为了遏制市场煤价下跌的势头以便赢得合同煤价格谈判的主动权，煤炭企业采取了集体限产保价的措施，春节前夕，山西地区的小煤矿生产基本处于停滞的状态。但春节过后，各地矿工陆续返矿，若不及时组织生产，赋闲矿工的生活、管理、安全保障等问题都将加大企业和当地政府的负担。在目前尚有利可图的情况下，尽快组织生产是解决这一问题的最佳途径。

但是2009年2月份发生的山西屯兰矿难以及3月初两会的召开影响了小煤矿复产的进程。每年两会召开前，各地的高危或事故多发项目都要加大安检力度甚至停产，2月份发生的矿难迫使地方政府加大了安检、审查力度，年前停产的小煤矿的复产工作被迫延后。

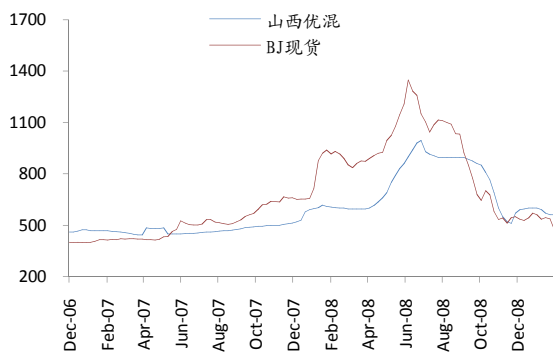
两会之前小煤矿复产对煤炭市场的影响在于心理层面，而两会之后其影响将很快落于实处，在当前煤炭需求处于淡季的时候，小煤矿的复产将使得目前十分脆弱的供求平衡岌岌可危。

◇ 低价进口煤冲击国内市场

在金融危机的影响下，国际能源需求大幅下滑致使石油、煤炭等能源价格一落千丈，自2008年7月初至2009年3月5日，澳大利亚BJ现货煤炭价格从最高点197美元

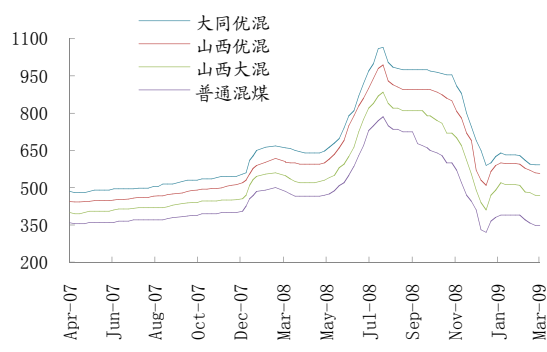
/吨一路下滑至 63.75 美元/吨，跌幅高达 67.6%，远高于同等发热量的秦皇岛山西优混（>5500 大卡）44% 的最高跌幅。自 2008 年 10 月份开始，国内煤炭的价格优势不复存在，澳大利亚煤炭价格开始低于秦皇岛优质混煤价格，且价差逐步拉大，截至 2009 年 3 月 5 日，澳大利亚 BJ 现货煤价格低于皇島山西优混平仓价 122 元人民币。

图 22: 秦皇岛山西优混与 BJ 现货价格拟合



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 23: 秦皇岛煤炭价格走势（元/吨）



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

即使考虑到运输成本，进口煤炭仍然有较大的价格优势。以 2009 年 3 月 2 日澳大利亚纽卡斯尔港煤炭（折算成 6000 大卡）FOB 价格为基准，加上海运费、保险费和增值税后，到达广州港的价格约为 588 元人民币/吨，而广州港山西优混（>5500 大卡）折算成 6000 大卡价格为 698 元/吨，高于澳大利亚进口煤炭约 110 元/吨。

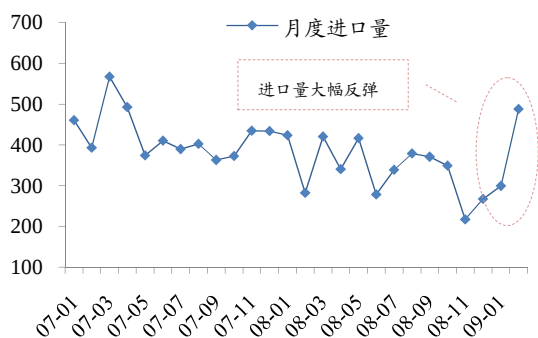
表 1: 3 月 2 日国内外煤炭到广州港价格测算

	印尼（卡利曼丹港）	澳大利亚（纽卡斯尔港）
FOB 价格(美元)	64	66.4
发热量(大卡)	5900	6300
折算为 6000 大卡价格（美元）	65.08	62.86
FOB 价格(人民币元)	444.98	432.36
运距（海里）	1600	4000
海运费（元/吨）	40	50
保险费（元/吨）	10	20
增值税（元/吨，税率 17%）	84.15	84.96
运抵广州港价格（元/吨）	579.13	587.76
5500 大卡山西优混广州场地价（元/吨）		640
山西优混折算为 6000 大卡价格（元/吨）		698.18
国内煤碳场地价-国际煤炭到岸价	119.05	110.42

数据来源: 浙商研究

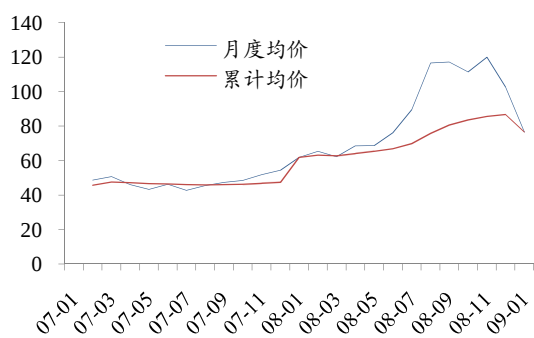
在进口煤炭价格大幅下跌的情况下，以五大电力集团为首的国内电力企业为了降低生产成本，并在重点合同电煤谈判中赢得主动，增加了进口煤炭的使用比例，从而导致进口煤炭数量并没有伴随着国内需求的迅速萎缩而大幅下滑，反而大幅反弹。据海关公布的数据显示，2 月份煤炭进口量达 488 万吨，较 1 月的 299 万吨环比增长 63%，同比增长也达到 73%。这个进口量也创下了 22 个月以来的新高。

图 24: 月度煤炭进口量统计 (万吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 25: 进口煤炭平均价格 (美元/吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

虽然煤炭进口量仍然有限, 不可能大规模替代国内煤炭供给, 但进口煤炭的增加对国内本已过剩的煤炭供给起到了“雪上加霜”的作用, 使得国内煤炭供给进一步宽松, 同时也使五大电力集团获得了更大的谈判筹码, 五大集团“以拖待变”的谈判策略初步奏效。

二、盈利状况分析

■ 生产成本下降空间有限

煤炭生产成本包括两部分：固定成本和可变成本。固定成本又主要包括两块：一是政策性成本，如煤矿转产基金、环境恢复治理保证金、可持续发展基金、资源税、水资源补偿费等；二是生产保障性投入，如固定资产折旧与摊销、安全费、维简费等。可变成本主要是各种原材料、燃料和人员工资等。

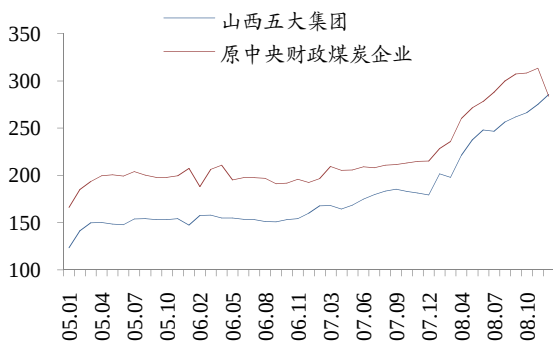
表 2：山西煤炭企业吨煤生产成本（不含税）

成本项目	费用（元/吨）
固定费用：	123
可持续发展基金	36
环境治理费	10
转产基金	5
治理土地塌陷及绿化费	10
资源费	2
矿产资源使用费	2
水资源补偿费	2
安全费用	30
维检费	6
固定资产折旧费	20
可变费用：	125
原材料成本	30
燃料动力成本	15
工资及福利费	80
原煤成本合计：	248

数据来源：浙商研究

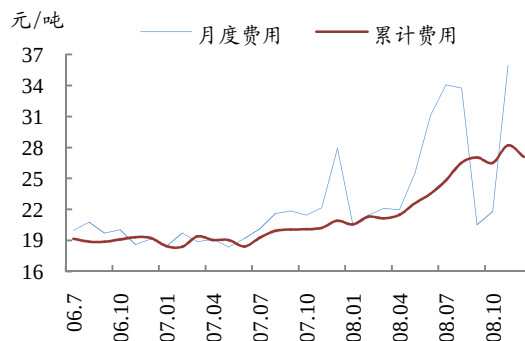
固定成本占到煤炭生产成本的一半左右，但是下调的空间却极小；可变成本中的人员工资虽然是可以变化的，但是上升容易下调难，短期内难以大幅压缩；只有随着市场采购价格的变化而变化原材料和燃料成本是有一定下调空间的，但这部分成本只占到总生产成本的 20% 左右，对总成本的影响有限。因此，我们认为煤炭生产成本在短期内不具备大幅下降的空间，预计二季度同比仍然是大幅上升，环比将持平或略微下降。

图 26: 煤炭生产成本比较 (元/吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 27: 原中央财政企业吨煤安全费用



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

■ 美元走势成重要刺激因素，成本上升限制煤价下跌空间

◇ 需求不支撑煤价走强，美元贬值预期成重要刺激因素

在目前经济危机仍在蔓延，世界经济尚无恢复迹象的大背景下，从供求角度来看，难以找到支撑国内外能源价格反弹的动力；况且二季度国内煤炭市场面临淡季需求下降、小煤矿复产、进口煤冲击等多重不利因素的影响，市场煤炭价格仍有进一步回调的动力。

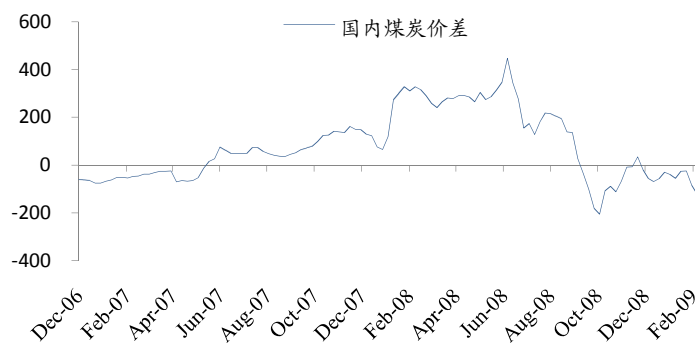
然而美联储的扩张性货币政策加重了市场对于美元贬值的担忧，或将在短期内刺激国际能源价格反弹，这将对国内煤炭价格的走势起到一定的刺激作用。但在需求没有好转的情况下，美元贬值、国际价格反弹等外部刺激因素的影响将仅仅停留在心理层面，难以起到实际效果，我们坚持二季度国内煤炭价格将继续低迷的判断。

◇ 动力煤：重点合同煤保平或小幅，现货煤恐将在低位震荡

二季度国内动力煤市场仍将面临严峻的考验。一方面，随着天气的转暖，全国取暖用煤和取暖用电将大幅下滑，二季度是历年的用煤淡季主要就是二季度动力煤需求下滑所致。

另一方面，自从 2008 年 10 月份秦皇岛煤炭价格超过国外同等发热量煤炭价格后，国内外煤炭价格就一直处于倒挂状态，根据前面的分析可知，截止到 2009 年 3 月 5 日，秦皇岛山西优混平仓价较大约同等发热量的澳煤 BJ 现货价格高出约 122 元/吨。而国际煤炭价格依然在快速下跌的过程中，未见有企稳的迹象，巨大的国内外煤码价差将诱使南方一些电厂增加进口煤的使用比例，2008 年年底时建立在煤炭企业限产基础上的脆弱平衡将难以持续。

图 28: 秦皇岛山西优混平仓价与澳煤 BJ 现货价差 (元/吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

因此,我们预计二季度动力煤价格将延续二月份以来的低位震荡走势,生产成本的上升限制了煤炭价格的回调空间,我们坚持重点电煤合同价将是动力煤价格下跌底线的判断,预计二季度秦皇岛 5500 大卡动力煤的成交价格将在 500 元/吨-600 元/吨之间。

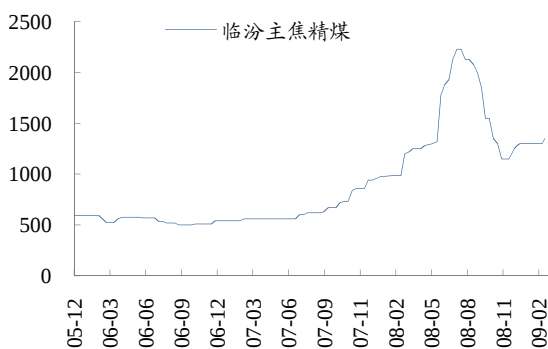
2009 年的重点合同煤价格迟迟没有确定,虽然目前煤、电企业虽在僵持中,但双方均已有筋疲力竭之态,而国家发改委也一直在积极地摸底与斡旋,希望能协调出一个双方都能接受的价格来打破目前的僵局。

我们认为,淡季煤炭需求的下滑以及国内外煤炭价差的拉大使得国内煤炭企业的涨价要求越来越不切实际;而煤炭生产成本的实际与预期中的上升也使得电力企业的降价愿望难以实现。综合考虑煤、电两方的现实处境,以及双方在产业链的利益分配上既相互依存又彼此竞争的微妙关系,我们认为重点合同煤炭价格保持 2008 年水平不变或小幅上涨(5%以内)将是比较可行的解决方案。

◇ 冶金煤: 下游价格承受能力有限,反弹难以持续

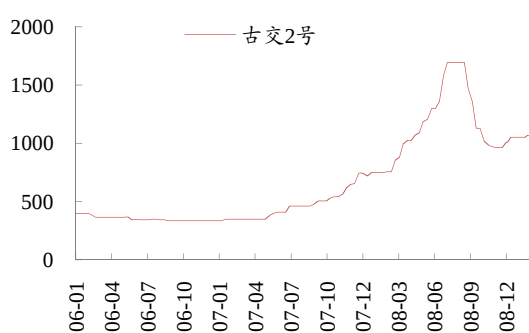
国内炼焦煤价格自 2008 年 12 月初见底后便展开了温和的反弹行情,截至 2009 年 3 月 9 日反弹幅度在 15%左右,喷吹煤的近期反弹幅度幅度也在 10%左右。冶金煤的反弹幅度明显低于秦皇岛动力煤,这主要是由于冶金煤价格虽然较 2008 年 8 月份的高点而言已经大幅回调,但其目前的价格水平仍远高于 2008 年初的水平,冶金煤生产企业的仍然有较高的盈利能力;反观钢铁企业,在需求下滑、库存上升、成本高企而价格却大幅下滑的情况下,盈利能力已大不如前,二季度有可能再次被迫限产。在下游需求下滑的不利预期下,冶金煤价格的反弹空间有限,再次走低恐难以避免,我们认为最低将回调到 2008 年初水平。

图 29: 临汾主焦精煤车板含税价 (元/吨)



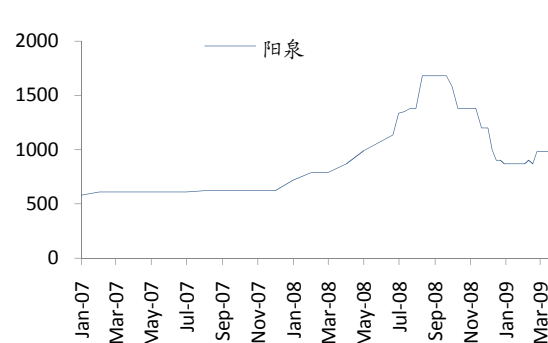
数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 30: 古交 2 号炼焦煤坑口含税价 (元/吨)



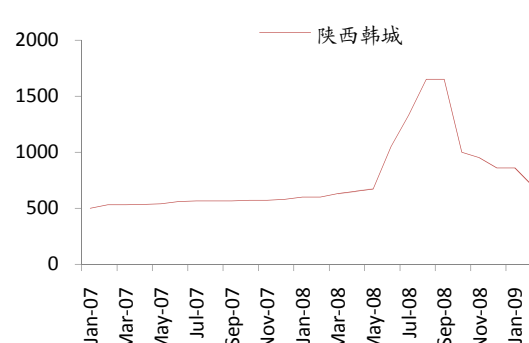
数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 31: 山西阳泉喷吹煤车板含税价 (元/吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 32: 陕西韩城喷吹煤车板含税价 (元/吨)



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

■ “华丽” 年报难掩 09 年增速下滑窘境

◇ 08 年业绩同比大幅增长

虽然 2008 年四季度煤炭销售量与销售价格均大幅回调, 但前三季度的煤炭市场的火爆场面已经提前锁定了煤炭企业业绩的高增长率。从已公布年报或业绩快报的公司情况来看, 2008 年煤炭上市公司净利润同比增长 50% 左右, 增长幅度较 2008 年三季度有所下降主要是由于中国神华的业绩预增幅度较 2008 年三季度有所下滑。

表 3: 2008 年煤炭行业上市公司业绩增长情况

证券代码	证券简称	净利润增幅 (调整后, %)	净利润预增 (%)
000159.SZ	国际实业		186
000552.SZ	靖远煤电		50
000933.SZ	神火股份		60
000937.SZ	金牛能源	182.4	
000968.SZ	煤气化	117.8	
000983.SZ	西山煤电	171	
002128.SZ	露天煤业	49.5	
600123.SH	兰花科创	98.3	
600188.SH	兖州煤业		110
600348.SH	国阳新能		200

600395.SH	盘江股份		500
600508.SH	上海能源		50
600971.SH	恒源煤电	20.4	
600997.SH	开滦股份		50
601001.SH	大同煤业		200
601088.SH	中国神华		30
601666.SH	平煤股份		100
601699.SH	潞安环能		100
601918.SH	国投新集		150

数据来源: wind、浙商研究

2008 年煤炭平均销售价格的大幅上涨使得煤炭上市公司的盈利能力大幅提高,从已公布年报的上市公司的情况来看,2008 年销售毛利率、销售净利率和净资产收益率分别提高约 6.5、5 和 8 个百分点。

表 4: 煤炭行业上市公司盈利能力大幅提高

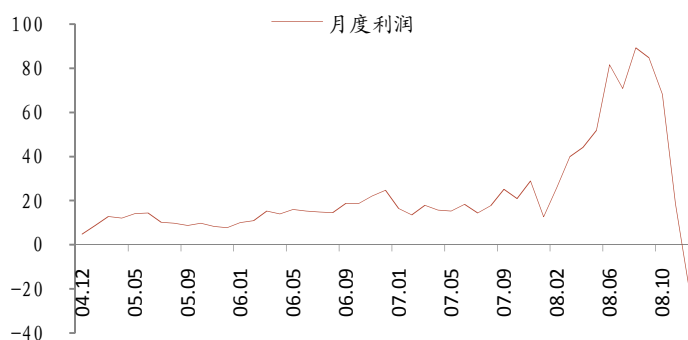
	2004	2005	2006	2007	2008	变动幅度
销售毛利率%	43.09	44.86	41.51	40.23	46.7	提高 6.47 个百分点
销售净利率%	16.88	19.95	17.88	17.92	22.95	提高 5.02 个百分点
净资产收益率%	13.79	11.61	19.21	17.89	26.07	提高 8.18 个百分点

数据来源: wind、浙商研究

◇ 09 年高增长难持续, 二季度将形成全年价格与业绩底部

在生产成本下降空间较小, 而销售价格却大幅下跌的情况下, 2009 年煤炭行业业绩增速大幅下滑已成必然, 我们坚持 2009 年净煤炭上市公司利润同比下降 25%-30%, 全行业净利润下降 50%以上的判断。我们预计随着煤炭需求的下滑, 二季度将形成全年的价格底部和业绩底部。

图 33: 原中央财政煤炭企业月度利润急速下滑 (亿元)



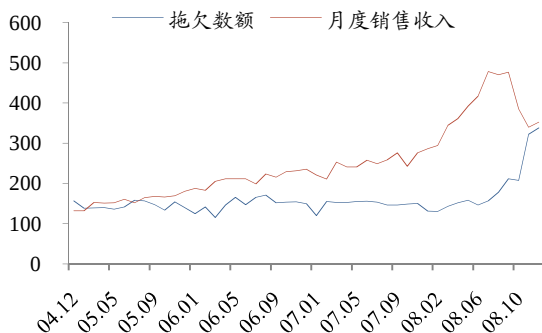
数据来源: sxcoal.com、浙商研究

◇ 煤款拖欠大增, 煤炭企业经营风险增加

由于煤炭下游行业效益下滑、资金链吃紧, 支付能力大不如前, 煤款拖欠现象极为普遍。以原中央财政煤炭企业为例, 从 2004 年到 2008 年 6 月份, 用煤企业月度平均欠款额约 150 亿元, 而从 2008 年 7 月底开始, 煤炭销售回款速度大幅放缓, 下游企业拖欠额猛增, 截止到 2008 年 12 月底, 用煤企业共拖欠煤款 338.87 亿元, 仅五

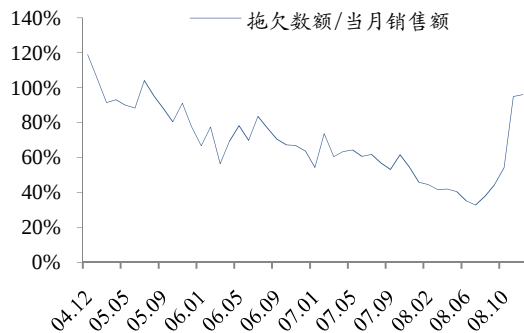
个月的时间就增加了一倍多，欠款额占当月销售额的比例提高到 96%。

图 34：原中央财政煤企赊销与收入拟合（亿元）



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

图 35: 原中央财政煤企赊销/月度销售额



数据来源: sxcoal.com、浙商研究

稳定的现金流是企业正常运转的必要条件，下游欠款的大幅增加是的煤炭企业的经营活动现金流大大减少，这无疑会增加煤炭企业的经营风险。

三、影响煤炭行业的其他重要因素

■ 增值税提高 4%，影响净利润约 5.7%

- ◇ 从 2009 年 1 月 1 日开始，煤炭增值税率由 13% 提高到 17%，提高煤炭企业的生产成本 4%，煤炭上市公司净利润平均减少约 5.7%，每股煤炭销量大的平煤股份、潞安环能和国阳新能所受影响明显大于其它公司。

表 5：增值税率提高 4% 对上市公司 EPS 影响

名称	2009EPS (元)	09 产销量 (万吨)	增税税率 增长幅度	吨煤新增增值 税额(元)	增值税增加总 额(万元)	影响 EPS	EPS 降幅
中国神华	1.48	24500	4%	3.8	93100	-0.04	-2.37%
中煤能源	0.55	11000	4%	5.8	63800	-0.04	-6.56%
兖州煤业	0.96	3200	4%	6.4	20480	-0.03	-3.25%
大同煤业	1.57	2250	4%	5.0	11250	-0.10	-6.42%
西山煤电	1.01	1800	4%	9.8	17640	-0.05	-5.40%
平煤股份	1.65	2800	4%	7.2	20160	-0.14	-8.53%
开滦股份	1.15	780	4%	4.4	3432	-0.04	-3.63%
潞安环能	1.32	2600	4%	6.8	17680	-0.12	-8.73%
兰花科创	1.42	600	4%	6.2	3720	-0.05	-3.44%
国阳新能	1.38	3200	4%	5.2	16640	-0.13	-9.40%

数据来源：浙商证券

*注：兖州煤业 2009 年产销量为剔除兖煤澳洲后剩余部分

■ 资源税改革可能性高，预期从价增收 5% 左右

- ◇ 当前资源税率偏低，改革呼声高

目前煤炭资源税仍按照从量征收，征收标准大致为 2.5—4 元/吨（炼焦煤按照 8 元/吨征收），平均每吨约征收 3.2 元，按照 2008 年的煤价计算，资源税率（从价征收）尚不足 1%，较其他主要产煤国低 7%-11%。

国家税务总局最新公布的《2009 年全国税收工作要点》明确提出，将根据中央要求，加快推进税制改革，实施好结构性减税政策，具体措施就包括适时出台资源税改革方案；财政部和涉及煤炭行业价格的相关部门领导也纷纷表示要推动资源税改革。因此，资源税改革有可能成为今年税制改革的“重头戏”。

- ◇ 预计资源税下半年上调为从价 5%，影响上市公司净利润约 8%

我们假设新资源税率从 2009 年下半年开始实施，税率为 5%（从价征收），然后对重点跟踪的 9 家煤炭上市公司的业绩状况进行了分析，结果发现非煤业务占比较高的公司如中国神华、开滦股份、兰花科创，以及国内煤炭业务收入占比相对较小的兖州煤业所受影响较小，影响净利润幅度在 3%-5% 之间；而其余煤炭业务收入占比高（即每股煤炭销量大）的公司所受影响较大，影响净利润幅度在 9%-13% 之间。

总体来看，若下年实施资源税改革煤炭上市公司净利润将平均减少 8% 左右，即资源税率每提高 1%，则减少上市公司 2009 年净利润约 1.6%。

表 6: 资源税改革对煤炭公司 EPS 的影响 (下半年开始实施, 税率 5%)

名称	2009EPS (元)	09 产销量 (万吨)	资源税率	吨煤新增资源税 额 (元)	资源税增加总额 (万元)	影响 EPS	EPS 变化率
中国神华	1.45	24500	5%	5.55	135975	-0.05	-3.54%
中煤能源	0.55	11000	5%	8.05	88550	-0.05	-9.11%
兖州煤业	0.96	3200	5%	8.8	28160	-0.04	-4.47%
大同煤业	1.57	2250	5%	7.05	15862.5	-0.14	-9.05%
西山煤电	1.01	1800	5%	13.05	23490	-0.07	-7.20%
平煤股份	1.65	2800	5%	9.8	27440	-0.19	-11.61%
开滦股份	1.15	780	5%	6.3	4914	-0.06	-5.19%
潞安环能	1.32	2600	5%	9.3	24180	-0.16	-11.94%
兰花科创	1.42	600	5%	8.55	5130	-0.07	-4.74%
国阳新能	1.38	3200	5%	7.3	23360	-0.18	-13.20%

数据来源: 浙商研究

*注: 兖州煤业 2009 年产销量为剔除兖煤澳洲后剩余部分

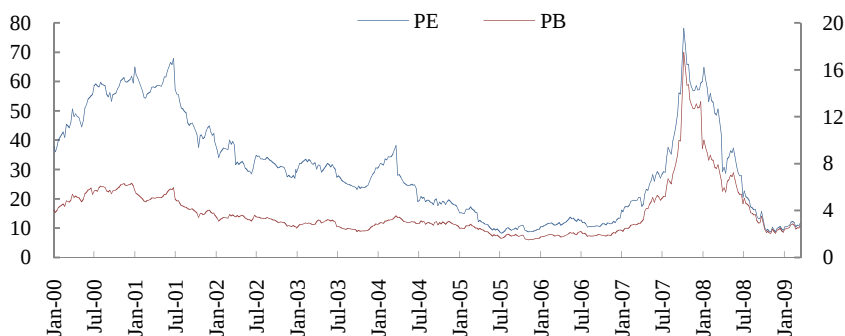
四、估值、评级与投资建议

■ 静态估值处于低位，短期机会不大，维持“中性”评级

◇ 08 年高增长已在预期中，09 年业绩虽下滑但仍属强势板块

截至 2009 年 3 月 18 日，煤炭行业 2008 年市盈率约 11.6 倍，处于历史较低水平，远低于 A 股平均市盈率；而煤炭行业市净率约 2.65 倍，低于 A 股平均市盈率（3.25 倍），但距离历史最低市盈率（1.49 倍）尚有 44% 的空间。

图 36：煤炭行业 PE-PB 走势



数据来源：wind、浙商研究

煤炭行业 2008 年的高增长早已在市场预期之中，虽然行业静态估值较低，但已经不能成为煤炭板块走强的刺激因素。而近期需求下滑、产能过剩、价格暴跌及二季度消费淡季等一系列不利因素笼罩在煤炭行业上空，也冲淡了市场对于 2008 年业绩的喜悦之情。根据我们前面的分析，2009 年煤炭行业上市公司净利润将下滑 25%-30%，从 2008 年的盈利状况来看，即使净利润下滑 30%，煤炭行业仍然是国内相对强势的行业。

◇ 短期走势受外部影响较大，由弱转强尚需风险释放

预计短期内国内难有大的利好因素出现，煤炭市场仍将处于略显宽松的脆弱平衡状态，然而国内煤炭市场并不是一个封闭的市场，国外能源价格的变动将对国内市场产生重要影响，特别是在国内市场处于脆弱均衡的状态下。

我们曾在 2009 年的行业策略报告中预计 2009 年澳大利亚 BJ 现货动力煤价格的波动区间为 60-80 美元，目前该价格已跌到接近 60 美元的区间下限，继续向下的空间不大，在美元贬值预期的刺激下，国际油价大幅反弹，我们不排除国际煤价跟随油价反弹进而带动国内煤价反弹的可能。

但我们依然认为煤炭行业目前尚不具备走强的现实基础，外部因素的短期刺激难以持续，2008 年四季度以来的煤炭价格下跌对业绩的影响将集中体现在 2009 年一、二季度的报表中。因此，煤炭上市公司一季度业绩增速的大幅放缓将是行业风险集中释放的重要窗口，行业风险释放后或迎来阶段性交易机会。

◇ 维持行业中性评级，关注行业整合机遇

维持煤炭行业中性评级。我们认为，行业的重组整合是 2009 年煤炭行业重要的投资

主线之一，盘江股份、恒源煤电、金牛能源、露天煤业和国投新集（已暂停）的资产整合方案相继公布，并对市场起到了巨大的刺激作用；而这仅仅是煤炭行业整合序幕的发端，煤炭资源重组整合符合国家相关产业政策，有利于提高行业抗风险能力，未来仍有巨大的发展前景。建议重点关注具有资源整合与整体上市前景的大同煤业、国阳新能、西山煤电。

此外，由于实行上下游一体化经营策略而受增值税上调和资源税改革影响较小的公司也值得关注，如中国神华、开滦股份、兰花科创等。

表 7: 煤炭上市公司盈利预测和估值情况

	EPS（元）			PE			BPS（元）	PB
	07	08E	09E	07	08E	09E		
动力煤类								
中国神华	1.07	1.34	1.45	18.53	14.74	13.62	7.09	2.79
中煤能源	0.44	0.58	0.62	18.59	14.10	13.19	4.57	1.79
兖州煤业	0.55	1.64	0.96	20.38	6.84	11.68	5.13	2.18
大同煤业	0.60	2.02	1.57	26.75	7.95	10.22	6.04	2.66
恒源煤电	1.07	1.26	0.94	17.94	15.24	20.43	7.03	2.73
露天煤业	0.74	0.76	0.80	19.45	18.93	17.99	2.76	5.21
炼焦煤类								
西山煤电	0.87	1.45	1.01	18.02	10.79	15.49	3.28	4.77
平煤股份	1.03	2.35	1.65	18.10	7.91	11.26	6.92	2.68
开滦股份	1.10	2.01	1.15	15.22	8.33	14.56	6.70	2.50
金牛能源	0.72	2.64	1.75	27.28	7.49	11.30	6.74	2.94
上海能源	0.71	1.45	0.95	17.18	8.41	12.84	5.10	2.39
盘江股份	0.26	1.38	0.88	55.96	10.54	16.53	3.26	4.46
无烟煤类								
潞安环能	1.53	1.96	1.32	12.14	9.47	14.07	4.71	3.94
国阳新能	1.03	1.86	1.38	14.56	8.06	10.87	2.88	5.21
转型类								
兰花科创	1.41	2.45	1.42	13.18	7.60	13.12	6.41	2.90
神火股份	1.64	2.46	1.70	11.78	7.85	11.35	5.91	3.27

数据来源: 浙商研究

研究员介绍:

田加伟，毕业于上海财经大学金融学院证券期货专业，获得硕士学位，具有证券从业资格。现为浙商证券研究所煤炭行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。