

煤炭行业

徐 哲

010-88092288-3211

date9112003@yahoo.com.cn

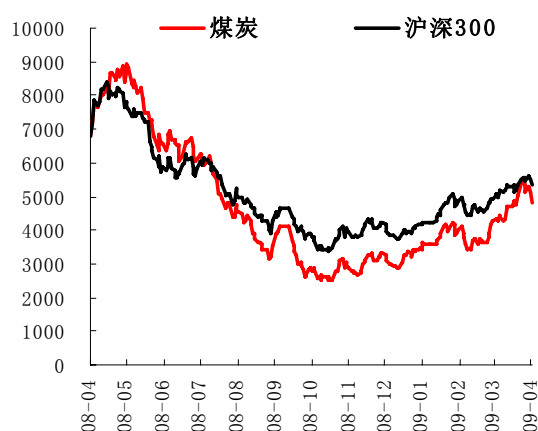
逻辑与判断、防守与进攻

——煤炭行业 2009 年年中投资策略——

2009 年 4 月 24 日

跟随大市

市场表现 (2008.04-2009.04)



数据来源：天相投资咨询

图表说明：根据我们自己编制的煤炭板块指数表明，行业整体仍然表现为跟随大市。

相关报告

- 1 煤炭行业：国家发改委电煤价格临时干预措施点评
报告发布日期：2008.06.20
- 2 产业资产对黑金的估值：煤炭股值多少钱？
报告发布日期：2008.07.03
- 3 煤炭行业：理性对待预期，合理配置股票
报告发布日期：2008.07.08
- 4 发改委动力煤港口限价措施点评
报告发布日期：2008.07.25
- 5 煤炭行业：周而复始，不“破”不“立”
报告发布日期：2008.09.10
- 6 趋“利”避“害”，抓住龙头
报告发布日期：2008.10.30
- 7 先过好“冬天”，再迎接“春天”
报告发布日期：2008.11.27
- 8 煤电“顶牛”下的板块间投资机会
报告发布日期：2008.12.25

投资摘要：

- 长期分析：国内能源构成决定煤炭行业的长期发展；国家对于煤炭行业的政策目标表现为“规范控制”大于“打击压制”，不存在实质性政策“利空”因素。
- 短期判断：增值税恢复至 17%，对煤炭企业影响明显；资源税、碳税征收预期强烈。煤炭行业负担加重。
- 经济数据出现回暖迹象：工业增加值回升迅速、GDP 同比增速有望企稳；CPI 如期进入负值区域，在信贷数据支撑下通缩压力并不明显；对采购经理人系列指数反映出的积极信号，应给予充分重视。
- 煤炭行业乐观估计在 2009 年 2 季度见底。
- 煤炭行业供需判断：2009 年我国煤炭供需将会变得较为宽松，表现为整体供给略大于需求、局部区域供应紧张；2010 年在宏观政策刺激下，重新回到“紧平衡”。
- 煤炭行业价格判断：国际煤价较国内更具优势；国内煤炭市场价与坑口合同价皆趋平稳，但春夏之际价格波动可能再次出现；维持重点动力煤合同价上涨 10%的判断；冶金用煤价格波动空间明显收窄；化工、水泥用煤价格走势稳定。
- 2008 年煤炭上市公司业绩静态数据符合预期；动态环比数据出现好转，煤炭股仍具投资价值。
- 防守投资策略：中国神华（601088）、中煤能源（601898）
- 进攻投资策略：西山煤电（000983）、金牛能源（000937）
兰花科创（600123）

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

正文目录

一、煤炭行业整体环境.....	3
（一）资源禀赋与政策.....	3
（二）经济数据出现回暖迹象.....	5
（三）乐观预计煤炭行业 2009 年 2 季度见底.....	7
二、维持煤炭行业总体判断.....	7
（一）国际煤价较国内更具优势.....	7
（二）维持国内煤炭行业供需判断.....	8
（三）动力煤价格	10
（四）冶金用煤、化肥用煤及水泥用煤价格.....	13
三、煤炭上市公司业绩分析.....	15
（一）2008 年静态业绩符合预期	15
（二）动态环比数据出现好转.....	16
（三）财务评价	17
四、估值与投资策略.....	18
（一）行业估值	18
（二）煤炭上市公司具体估值情况.....	19
（三）投资策略	20
附件一.....	23
附件二.....	23
附件三.....	24

图表目录

图表 1 国内工业增加值同比增长情况	5
图表 2 GDP 同比增速情况	5
图表 3 价格指数已经进入负值区域	6
图表 4 国内信贷扩张态势明显	6
图表 5 制造业与新订单	6
图表 6 产成品库存与积压订单	6
图表 7 分煤种行业收入增速与 GDP 增速走势（左轴：GDP 增速/右轴：分煤种行业增速）...	7
图表 8 国际国内煤价周数据差值变化情况（美元/吨）	8
图表 9 修正后煤炭行业固定资产投资情况（亿元）	9
图表 10 秦皇岛港动力煤车板含税价（元/吨）	10
图表 11 按热值分类坑口合同价（元/吨）	10
图表 12 按热值分类各品级动力煤车板价与坑口合同价差值测算（元/吨）	10
图表 13 秦皇岛港库存情况（万吨）	11
图表 14 直供电网库存情况（万吨）	11
图表 15 邢台地区主焦煤价格（元/吨）	13
图表 16 一级冶金焦坑口、车板价（元/吨）	13
图表 17 八级炼焦用洗精煤价格（元/吨）	14
图表 18 十级炼焦用洗精煤价格（元/吨）	14
图表 19 化肥用煤价格（元/吨）	15
图表 20 水泥用煤价格（元/吨）	15
图表 21 煤炭行业 ROE 水平历年变动（%）	24

表格目录

表格 1 主要港口按热值区分价格列示	8
表格 2 修正后供需关系预测表	9
表格 3 修正后优质动力煤价格表	12
表格 4 每千瓦时发电成本（合同煤价与消耗量）敏感性分析	12
表格 5 已公布 08 年年报煤炭上市公司业绩数据	15
表格 6 已公布年报及一季报煤炭上市公司财务数据环比比较	16
表格 7 已公布年报煤炭上市公司财务分析	17
表格 8 基准日 2008 年 11 月 27 日估值水平	18
表格 9 基准日 2009 年 4 月 22 日估值水平	18
表格 10 基准日 2009 年 4 月 22 日已披露年报公司估值及预测	19
表格 11 未调整条件下煤炭企业业绩敏感性分析	23
表格 12 假定资源税征收后煤炭企业业绩敏感性分析	23

一、煤炭行业整体环境

（一）资源禀赋与政策

1、国内能源构成决定煤炭行业的长期发展

中国能源构成中煤炭占据核心地位，仍然处于相对多煤、少油气的阶段；而中国能源消费长年居高不下，以高能耗为代价换取经济快速增长的模式短期内极难改变，决定了中国煤炭消费的持续增长性；但是这种增长与下游产业（电力、钢铁、水泥、化肥等）景气周期紧密相关，促成了煤炭行业整体的周期性循环过程的形成。

2、长期产业政策不存在实质性“利空”因素

根据国家发改委 2007 年 1 月公布的《煤炭行业“十一五”规划》（简称“行业规划”），“我国是世界第一产煤大国，煤炭产量占世界的 37%。煤炭是我国的主要能源，分别占一次能源生产和消费总量的 76%和 69%，在未来相当长的时期内，我国仍将是煤为主的能源结构。随着煤炭工业经济增长方式的转变、煤炭用途的扩展，煤炭的战略地位仍然十分重要”。

根据国土资源部 2009 年 1 月公布的《全国矿产资源规划（2008-2015 年）》（简称“矿产规划”）中关于煤炭行业的规划目标，“通过增加资源储量，满足建设一批大中型重要矿产资源供应基地的需要，使重要矿产品产量平稳上升；到 2010，年国内煤炭产量达到 29 亿吨以上；到 2015 年，煤炭产量达到 33 亿吨以上”。按照国家统计局煤炭平衡表数据，2008 年国内煤炭可供生产量为 27.93 亿吨，以《矿产规划》中的 2010 年、2015 年煤炭目标产量下限简单计算，国内煤炭产量的年均复合增长率应分别在 1.90%、2.41%。

结合两个重要文件内容，可归纳出一个结论：煤炭行业地位突出，煤炭产量将稳步提升。

2008 年以来，行业内短期“利空”政策不断，如 2008 年度两次限价临时措施、2009 年初煤炭行业增值税率由 13%提升至 17%以及资源税 5%-10%的计价征收预期等。但从整体来看，国家对于煤炭行业的政策目标表现为“规范控制”大于“打击压制”，所以行业政策预期向好，不存在实质性政策“利空”因素。

3、短期煤炭行业负担加重

（1）增值税恢复至 17%，对煤炭企业影响明显

2008 年 11 月 10 日修订颁布、2009 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国增值税暂行条例》，确定煤炭行业销项税率为 17%（原标准为 13%），以销售收入为税基；进项税率为 17%，以设备购置费用、外购材料费、动力费为税基。

该条例实施后，煤炭企业销项税额直接提高了 4%（具体值与销售收入有关），简单估算即使考虑当期允许抵扣的机器设备进项税，实际税负仍然将达到 11%-13.5% 左右，这与全国平均的增值税负水平相差近 2 倍。（详见附件一）

同时，由于年增值额是城市维护建设税和教育费附加的税基，该项政策变动对煤企税负影响简单估算分别为 2.0% 和 1.2% 左右。

（2）资源税、碳税征收预期强烈

➤ 资源税影响

对煤炭行业资源税的改革目标非常明确，即从量征收变更为从价征收。目前一般煤企的资源税额约为 2.5 元/吨（焦煤等稀缺煤种征收标准约 5-8 元/吨），如果资源税改革在 09 年内施行，那么对于煤炭企业而言影响巨大。

由于不能确定该项措施何时实施，并且征收的具体标准亦不明确，所以我们结合销售均价的变动及煤炭企业实际情况对其影响进行如下敏感性分析。（详见附件二）

按照业内普遍预计的资源税征收标准取值 5%-10%，可得对应煤价和利润条件下，煤企完整年度净利润受资源税影响程度。我们以 450 元/吨价格为例测算，由于资源税的影响，煤炭企业净利润将减少 17.85%-35.7% 左右。

在成本不发生变动的条件下，品质好、价格高的煤炭生产企业净利润影响逐渐减小。这就不难理解，为什么主要煤炭生产企业即使在其长期合作伙伴（如电力企业）已经陷入亏损情况下，仍然要求提价。

➤ 碳税压力不断

近段时间，关于碳税^①、环境税即将征收的消息不断。按照财政部财科所副所长苏明的说法，财政部、环境保护部和国家税务总局组成的行政系统将与专家组密切合作，两到三个月后推出他们在碳税方面的研究成果，这一研究成果将提出碳税征收的时间表。同时苏明还表示，如果要征收能源税，每吨二氧化碳至少要征收 40 元以上的环境税，碳税推出以后，能源税将会取消。

我们认为，该税项初衷是为了保护生态环境、提高煤炭使用效率，并且寄希望于将该成本转嫁至煤炭下游。但是，由于 09 年煤炭供需状况的改变、下游企业生存维艰等影响，能否顺利实现存在较大不确定因素。如果这一建议已经进入实质性操作阶段，那么这无疑又成为一个类似于资源税的问题，加重了煤企对未来的悲观预期，使其不得不继续与下游企业进行无休止的“价格博弈”游戏。

^① 碳税：针对二氧化碳排放所征收的税种，以环境保护为目的，希望通过削减二氧化碳排放来减缓全球变暖的速度。碳税通过对燃煤和石油下游的汽油、航空燃油、天然气等化石燃料产品，按其碳含量的比例征税来实现减少化石燃料消耗和二氧化碳排放。

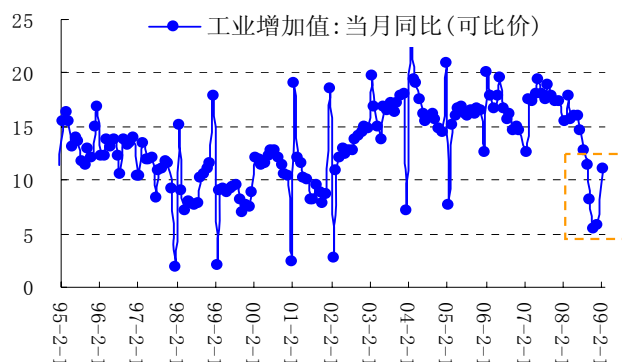
（二）经济数据出现回暖迹象

09 年以来，在宏观经济刺激政策的刺激下，经济指标已出现回暖，这对我们后面的煤炭行业景气判断将产生积极影响。具体分析如下：

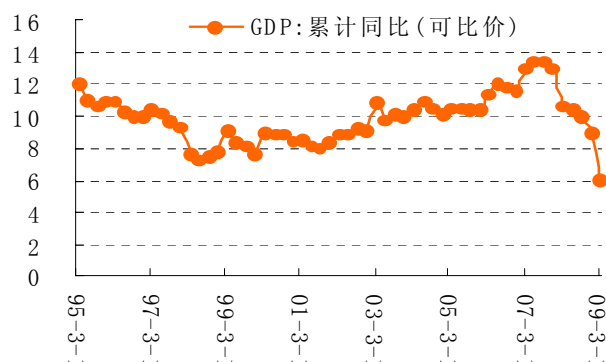
1、工业增加值数据回升迅速、GDP 同比增速有望企稳

国家统计局 2009 年 4 月 16 日公布的数据显示，一季度国内生产总值按可比价格计算同比增长 6.1%，比上年同期回落 4.5 个百分点，但 1 季度 GDP 环比平稳。由于工业增加值的强劲回升，同时结合后面讨论的信贷、物价、PMI 等经济指标，基本可以判断去年四季度以来的经济过速下滑态势得到了有效遏制，宏观政策调控效应正在逐步显现。

图表 1 国内工业增加值同比增长情况



图表 2 GDP 同比增速情况

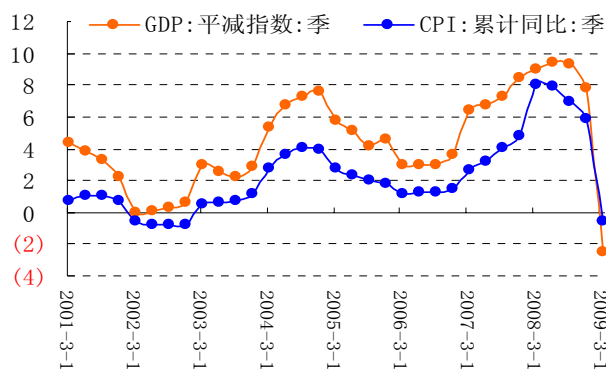


数据来源：WIND 资讯、国家统计局、西南证券研发中心

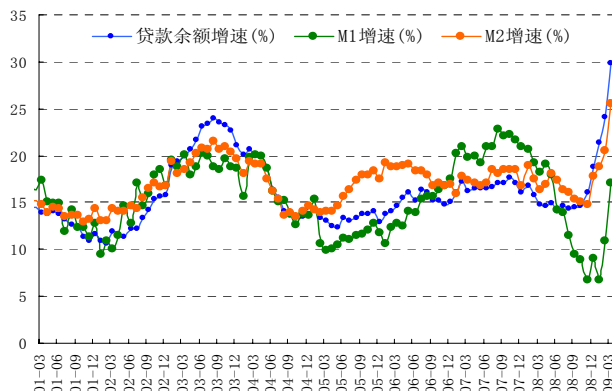
2、CPI 如期进入负值区域，在信贷数据支撑下通缩压力并不明显

2009 年以来，国内信贷额度增长迅猛，贷款余额增速连续三个月保持在 20% 以上，3 月份数据更是达到 9.78% 的历史新高，与实体经济运行关系最为密切的 M2 数据也同样创出了 25.51% 的历史最高水平。

图表 3 价格指数已经进入负值区域



图表 4 国内信贷扩张态势明显



数据来源: CEIC、WIND 资讯、西南证券研发中心

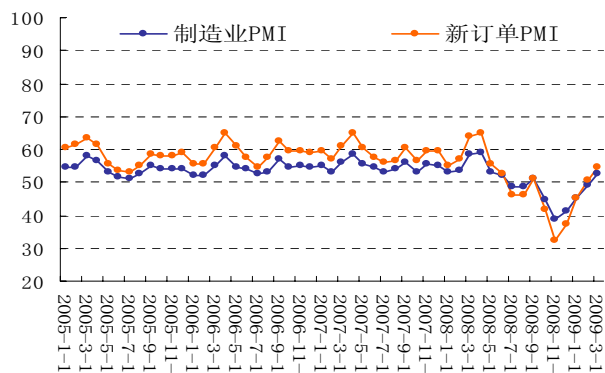
对照上图历史数据, 国内 2002 年 3 月至 2003 年 3 月短暂通缩期内, 监管机构同样采取了相应的货币政策, 但其力度和灵敏度与本次调控相比并不突出, 而其副产物却在随后几年逐步显现, 即使监管当局极力收缩银根, 也难以有效压制通胀。基于上述分析, 我们认为, 在当前如此宽裕的流动性条件下, 中国未来将长期面临通缩压力的可能性极小, 反而通胀问题却若隐若现。

3、对采购经理人系列指数反映出的积极信号, 应给予充分重视

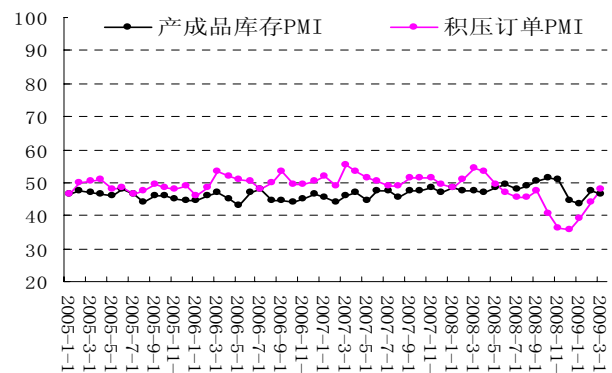
根据中国物流与采购联合会 4 月 2 日发布的调查数据显示, 3 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.4% 月上升 3.4 个百分点。该指数最近四月连续回升, 继上月生产指数、新订单指数之后, 本月又有综合指数 PMI 和采购量指数回升到 50% 临界点以上, 分别达到 52.4% 和 54.0%。

同上月相比, 在 PMI 指数体系中, 除产成品库存指数下降 1 个百分点以外, 其余各项指数均保持上升, 升幅多在 3 个百分点以上。

图表 5 制造业与新订单



图表 6 产成品库存与积压订单



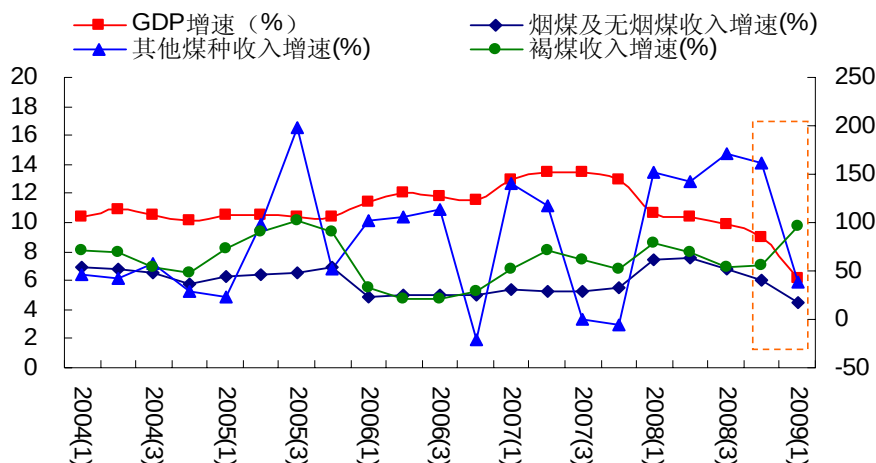
数据来源: CEIC、WIND 资讯、西南证券研发中心

数据已经表明国内经济的过激、过快调整正在得以修复, 信心正在逐步建立。

（三）乐观预计煤炭行业 2009 年 2 季度见底

我们认为国内经济 09 年 2 季度出现回暖的判断已经得到印证，煤炭行业作为能源供应上游存在传导时滞，宏观经济回暖初期效果不会十分明显，随着这种趋势的进一步强化，行业负面因素将逐渐弱化，故维持我们对行业景气度在 2009 年 2 季度见底的判断。

图表 7 分煤种行业收入增速与 GDP 增速走势（左轴：GDP 增速/右轴：分煤种行业增速）



数据来源：CEIC、天相投资咨询、西南证券研发中心

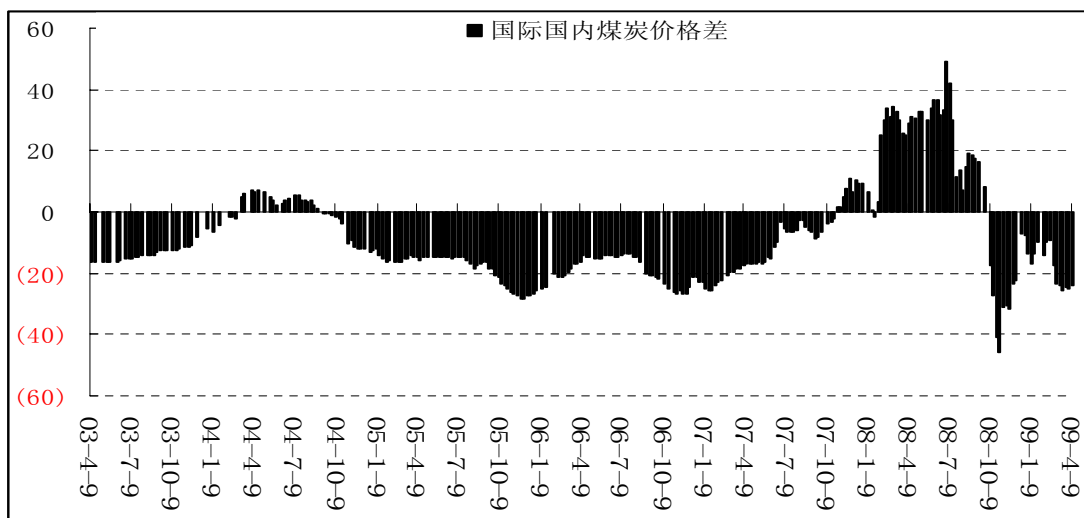
二、维持煤炭行业总体判断

（一）国际煤价较国内更具优势

2008 年 10 月以来，国内优质动力煤（如热值 6000 大卡以上大同优混）一直高于国际同品级煤炭价格（已考虑汇率因素影响）。

事实上，如果将研究区间放大可以发现，国内煤价高于国际煤价的情况曾经长时间存在。我们计算的 2003 年 4 月至 2009 年 4 月的澳大利亚 BJ 动力煤价格与秦皇岛港大同优混经相应汇率换算价格差值变化表明，除了 2004 年间以及 2007 年 6 月至 2008 年 10 月两个时段外，国内优品质动力煤价格一直高于国际煤价，且差值波动幅度较大。具体情况如下图：

图表 8 国际国内煤价周数据差值变化情况（美元/吨）



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心。

测算说明：国内煤价选取大同优混价格按现时汇率 1 美元=6.8 元换算；价差以国际煤价减国内煤价计算。

同时根据天相投资资讯 2009 年 4 月 13 日数据显示，国内市场同品质煤炭价格比国际市场高出 14.82 元/吨-19.82 元/吨，并不具备价格优势。

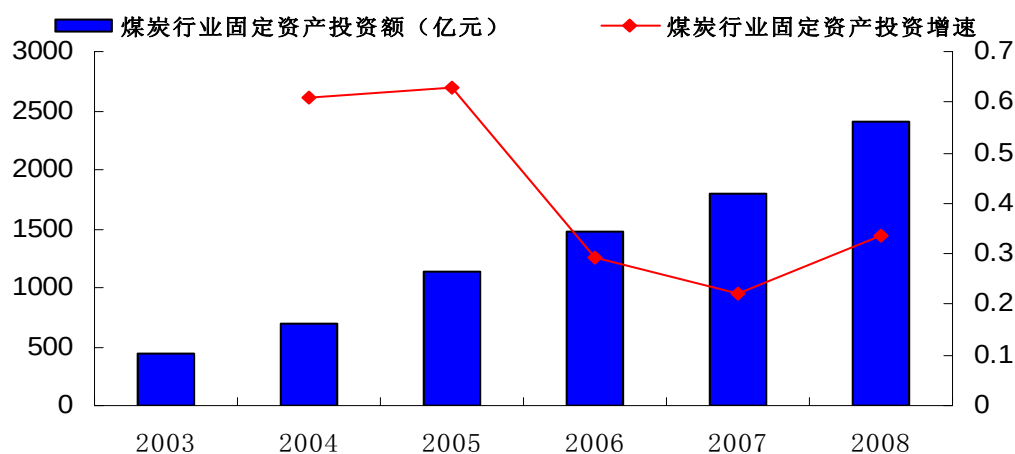
表格 1 主要港口按热值区分价格列示

国家名称	港口名称	发热量（大卡/千克）	价格（美元/吨）
西北欧	欧洲三港 ARA	6000	69.00
南非	理查德湾	6000	64.00
澳大利亚	纽卡斯尔	6300	65.00
印度尼西亚	卡里曼丹	5900	59.00
印度尼西亚	卡里曼丹	5000	48.00
中国	秦皇岛港	6000 以上	83.82

数据来源：天相投资咨询、西南证券研发中心

（二）维持国内煤炭行业供需判断

图表 9 修正后煤炭行业固定资产投资情况（亿元）



数据来源：国家统计局、西南证券研发中心

经我们测算在不考虑其他因素影响条件下，2009 年我国煤炭供需将会变得较为宽松，表现为整体供给略大于需求、局部区域供应紧张，如果考虑进出口及社会必要库存的影响其仍然表现为供略大于求，区别在于空间收窄；2010 年在宏观政策刺激下情况会有改变，同上不考虑其他因素影响则可能存在 4100 万吨的供给过剩，考虑其他因素则市场将重新回到“紧平衡”的状态下。

表格 2 修正后供需关系预测表（亿吨）

年度	2007	08 实际	08 预测	误差	09E	10E
国内产量	25.36	27.93	27.25	0.68	29.45	31.27
增速(%)	6.15	10.13	8.44	-	8.07	6.20
国内消费	25.35	27.40	27.38	0.02	28.83	30.86
增速(%)	9.88	-	8.00	-	5.32	7.05
出口	0.53	-	0.35	-	0.50	0.50
进口	0.50	-	0.50	-	0.30	0.20
社会必要库存增加	0.07	-	0.07	-	0.07	0.07
供大于求(不考虑其他因素)	0.01	0.53	(0.13)	0.66	0.61	0.41
紧平衡(综合考虑)	(0.09)	-	(0.05)	-	0.34	0.04

数据来源：国家统计局、CEIC、西南证券研发中心

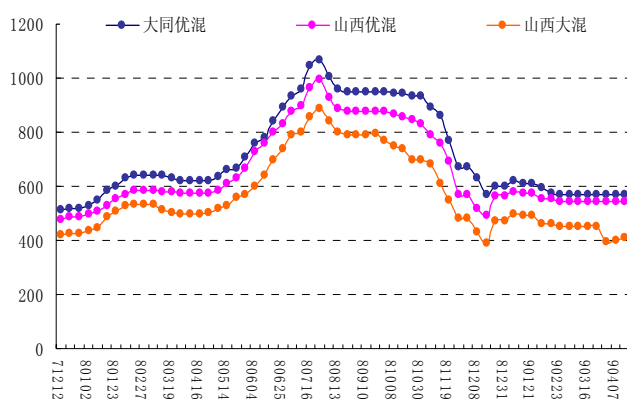
数据测算说明：供给测算时主要考虑煤炭行业固定资产投资增速；需求测算主要参考下游行业增速。

（三）动力煤价格

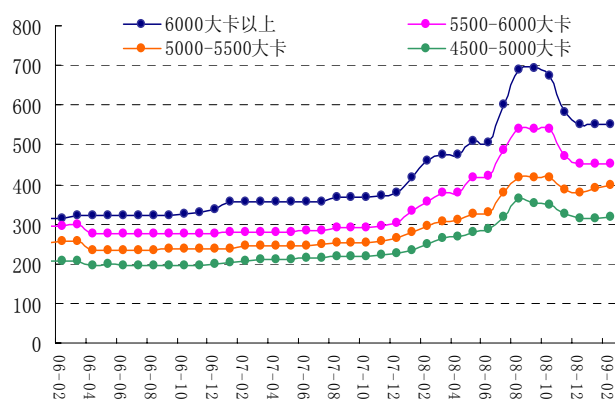
1、市场价与坑口合同价皆趋平稳，但春夏之际价格波动可能再次出现

如我们年度策略报告所述，煤价在 2008 年 11 月份出现的自由落体式暴跌应属个例。从 2009 年市场煤价与坑口合同价表现来看，价格急跌现象已经得到明显遏制，但平稳的煤价并不能完全说明全行业景气度见底。

图表 10 秦皇岛港动力煤车板含税价（元/吨）



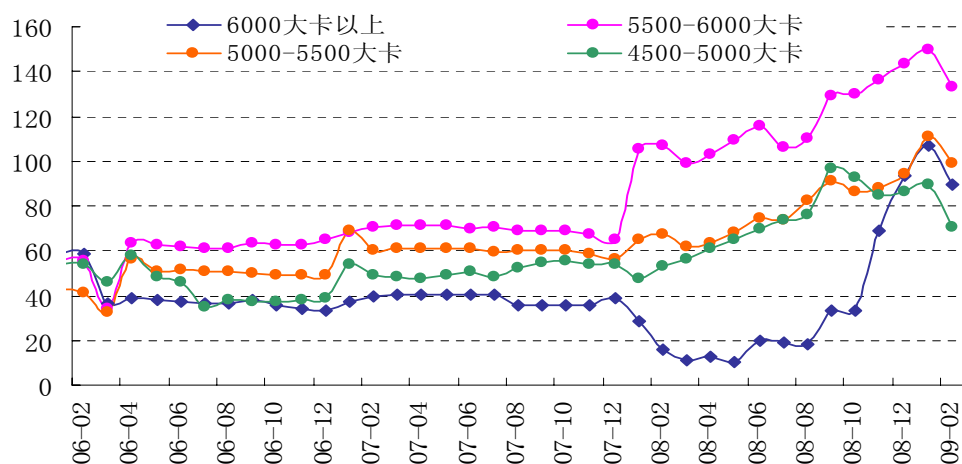
图表 11 按热值分类坑口合同价（元/吨）



数据来源：CEIC、天相投资咨询、西南证券研发中心

由于 2008 年同期，国内煤炭市场曾出现了“淡季不淡”的上涨，故有媒体报道 2009 年有可能会出现同样的情况。我们认为，这种看法缺乏有效的支撑，至少煤价在趋稳后进一步上涨可能性极小，具体原因为：首先，09 年煤炭供应宽松，产能过剩问题不能得到有效解决，下游用煤需求仍然乏力；其次，中间环节加价问题依然严重；再次，国际煤价较国内更具竞争优势；最后，小煤矿复产影响难以预期。

图表 12 按热值分类各品级动力煤车板价与坑口合同价差值测算（元/吨）



数据来源：CEIC、西南证券研发中心

据上图中我们掌握的 2006 年 1 月至 2009 年 2 月，按热值分类的国内动力煤车板价与坑口合同价数据：2007 年 12 月之前各品级动力煤车板价与坑口合同价之间的差值波动较小，总体来看稳定在 30-70 元/吨的区间内。2008 年初开始，差值空间被明显放大，其中 6000 大卡以上品级动力煤两者差价 2008 年 2-8 月间前曾一度降至 20 元/吨以内，说明该品级动力煤坑口价格上涨较快，中间车板加价幅度不大，但是 2008 年 10 月之后两者差价逐步拉大，峰值最大差异出现在 2009 年 1 月，两者价差高达 106.63 元/吨，对比这时候坑口价格的变化可以发现其已经掉头向下，而由于中间加价环节的影响，使得车板价格虚高；5500-6000、5000-5500、4500-5000 大卡动力煤，2008 年整体价差变化则几乎呈现单边向上态势，中间环节使得煤价虚高的问题更为严重。

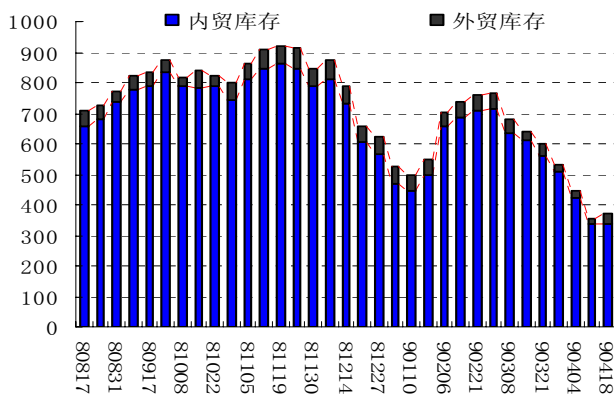
我们认为，虽然 2008 年柜内煤炭价格上涨较快，但是与煤炭企业业绩直接相关的坑口煤价波动幅度明显小于市场价格，由于中间环节加价使得煤炭价格虚高部分仍然较大，单纯从价格角度考虑市场煤价仍然具有下跌空间，而市场价格的回调又会使得市场产生新的悲观预期，反逼坑口价格下滑。如果上述论断成立，那么本已平稳的煤价在有效需求无实质性改变条件下，有可能进入新一轮调整。

春夏交替之际对煤炭行业而言是一个很尴尬的时期，因为随着冬季用煤高峰期的结束以及气候原因对煤炭产量的影响减少，支撑价格稳定的力量在逐步衰弱。

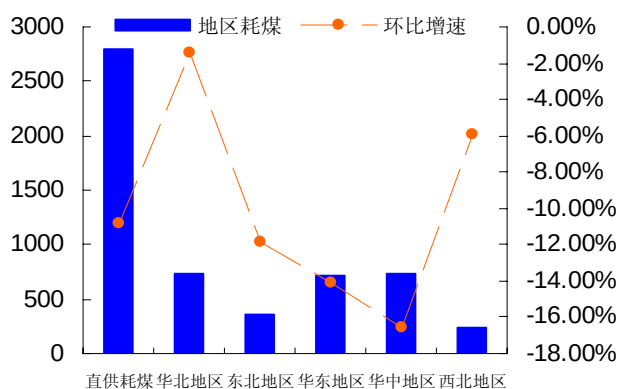
秦皇岛港库存从 2009 年 2 月 28 日局部高点 766.9 万吨连续下降 7 周，至今库存量下降近一半左右，这种单边存煤下降的态势即使在煤炭需求较为旺盛的 07 年、08 年上半年也未出现过。同时，根据天相投资咨询的数据显示，直供电网库存 3 月份环比数据仍然表现为负增长。该数据从 2008 年 11 月以来一直处于环比下降态势，在一定程度上反映出国内电煤需求不振趋势并未发生本质性变化。如果市场观点仍然在简单强化库存减少对煤价的支撑，使煤炭企业对市场供需产生误判，加大煤炭生产供应力度，那么供给压力将十分突出。

故我们判断在接下来的 2-3 个月内，库存积压状况再次出现的可能性极大。

图表 13 秦皇岛港库存情况（万吨）



图表 14 直供电网库存情况（万吨）



数据来源：天相投资咨询、西南证券研发中心

目前国内经济虽有回暖迹象，但是工业利润增长仍然缓慢，作为国内重要上游能源供给方，煤炭行业的复苏仍然需要等待。

基于以上判断及新增数据，我们修正了前期价格判断表如下：

表格 3 修正后优质动力煤价格表（元/吨）

时间	2006	2007	2008	2008E	误差	09 年 E
市场均价	442	480	766.43	730	-4.75%	620
同比涨幅	-	9%	59.67%	52.09%	-7.58%	-19.11%
合同电煤	5%	5%	-	10%	-	10%
价差	10%	15%	-	50%	-	30%
所占比重	25%	24%	-	25%	-	25%

数据来源：煤炭信息周刊、西南证券研发中心。

测算说明：测算均价选取的是大同优混车板价进行周价格跟踪数据。

2、维持重点动力煤合同价上涨 10% 的判断

由于国内动力煤主要用于发电，故重点动力煤价格对市场的指导作用至关重要。为了确定怎样的煤价是电力企业可以接受，我们对电力企业的成本敏感性分析如下：

表格 4 每千瓦时发电成本（合同煤价与消耗量）敏感性分析（元/千瓦时）

煤价 耗煤量	450	460	470	480	490	500	510	520	530	540	550
300	0.135	0.138	0.141	0.144	0.147	0.150	0.153	0.156	0.159	0.162	0.165
310	0.140	0.143	0.146	0.149	0.152	0.155	0.158	0.161	0.164	0.167	0.171
320	0.144	0.147	0.150	0.154	0.157	0.160	0.163	0.166	0.170	0.173	0.176
330	0.149	0.152	0.155	0.158	0.162	0.165	0.168	0.172	0.175	0.178	0.182
340	0.153	0.156	0.160	0.163	0.167	0.170	0.173	0.177	0.180	0.184	0.187
350	0.158	0.161	0.165	0.168	0.172	0.175	0.179	0.182	0.186	0.189	0.193
360	0.162	0.166	0.169	0.173	0.176	0.180	0.184	0.187	0.191	0.194	0.198
370	0.167	0.170	0.174	0.178	0.181	0.185	0.189	0.192	0.196	0.200	0.204
380	0.171	0.175	0.179	0.182	0.186	0.190	0.194	0.198	0.201	0.205	0.209
390	0.176	0.179	0.183	0.187	0.191	0.195	0.199	0.203	0.207	0.211	0.215
400	0.180	0.184	0.188	0.192	0.196	0.200	0.204	0.208	0.212	0.216	0.220

数据来源：中电联、西南证券研发中心

据上表，按照国内煤炭生产龙头神华 08 年中合同价 458 元/吨上涨 10% 至 500 元/吨，以目前每千瓦时耗煤量 346 克计，每千瓦时发电的煤炭成本为 0.174 元，与中金公司测算的火电商平均出厂电价 0.31 元/千瓦时相比，对火电企业收入影响并不大。

但事实上一般电力企业发电成本中的实际煤炭成本占比较上述分析要高的多（约占 70%），而合同煤占比不高、“保量不保价”合同偏多、合同签订价远高于神华和中煤的价格标杆使得电企过分依赖市场煤、中间环节加价过多等就是主因。

假设目前火电企业收入为 100,按照其 08 年 3 季度的毛利水平 6.12%核算,成本约为 93.88。其中,煤炭成本约占 70%(约 65.72)、人工及维检 15%(约 14.08)、折旧 15%(约 14.08)。如果基准煤价上涨 10%、单机耗煤量下降 3%,那么 09 年煤炭成本项为 70.12;另据中电联数据,08 年国内电源投产净增 9000 万千瓦时,考虑到 09 年电力供给可能过剩,国家会加大中小火电机组的关停力度,那么净投产增长约 8%左右,故固产折旧项上升至 15.20;此外,电力需求下降将导致火电单机利用小时数严重下滑,保守预计 09 年有 10%下调空间,预计人工维检降至 12.67。三者汇总,09 年火电企业成本项升至 97.99。

收入方面,由于电力下游工业企业发展仍然困难,工业电价上调可能性不大;而可能作为补偿的居民电价上调,其总共 10%左右的消费量并不能解决电力企业亏损现状。综合考虑工业电价应可维持现状,再结合单机利用小时数和电源净增因素影响,收入可保持在 99.65 左右。

综合计算,09 年火电行业综合毛利仅为 1.66%,盈利状况不容乐观。

长期来看,由于资源的不可再生性以及从保护环境、节能降耗的角度出发,煤价上涨应是一个大趋势,但是其上涨幅度应在一个温和范围内,并且时间跨度也应尽可能的拉长。追逐短期利益的价格暴涨,只会使得各利益方受损,特别是在经济环境仍然处于底部的时候,对于煤电双方而言没有真正的“赢家”。

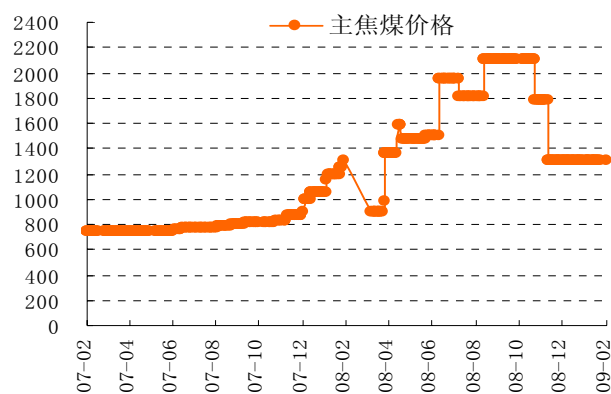
故我们维持重点动力煤合同价上涨 10%的判断。

(四) 冶金用煤、化肥用煤及水泥用煤价格

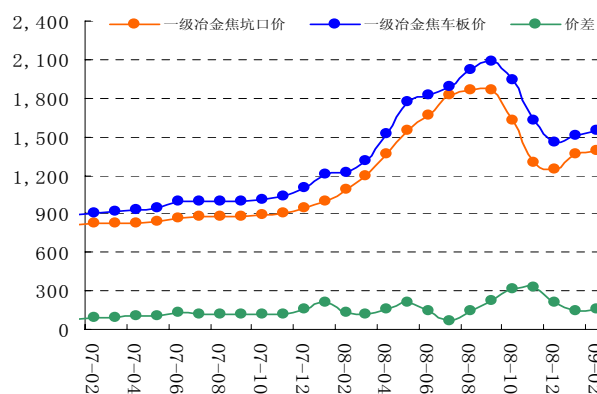
1、冶金用煤价格波动空间明显收窄

主焦煤与冶金焦价格:

图表 15 邢台地区主焦煤价格(元/吨)



图表 16 一级冶金焦坑口、车板价(元/吨)

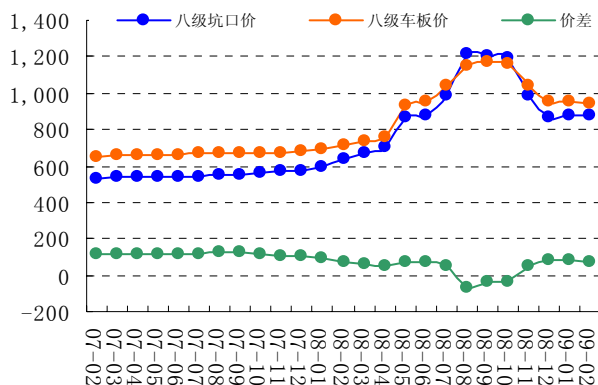


数据来源:CEIC、西南证券研发中心

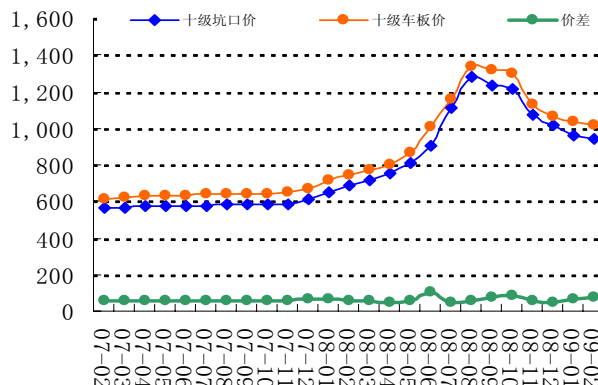
从上图可以直观发现，2009 年以来国内冶金用煤价格表现平稳，一级焦炭价格出现了小幅反弹。其与动力煤不同地方是冶金用煤的坑口价格与车板价之间的差价一直保持在一个合理区间内，也就是说冶金用煤中间环节价格虚增影响因素较小，那么在不受到下游需求减少冲击的影响下，冶金用煤价格波动空间明显将收窄。

八级、十级炼焦用洗精煤价格：

图表 17 八级炼焦用洗精煤价格（元/吨）



图表 18 十级炼焦用洗精煤价格（元/吨）



数据来源：CEIC、西南证券研发中心

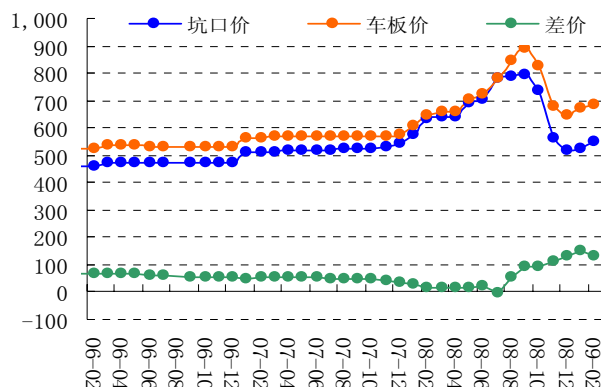
根据我们在 09 年策略报告中的分析，在国际金融危机冲击下，国内外焦炭市场的需求出现了严重萎缩；成本方面，焦炭生产中必须的主焦煤价格虽出现了较大幅度的调整，但是其价格仍然维持在相对高位，以邢台地区主焦煤价格和一级冶金焦价格（车板价）为例，2009 年 2 月主焦煤价格维持在 1300 元/吨附近，一级冶金焦的全国平均售价却仅为 1500 元左右，再加上炼焦过程中还需有相应炼焦精煤作为配煤，成本压力巨大。

概括起来，现在焦化行业（焦炭），特别是不具备资源储备优势的民营、小型企业现在存在着“需求不振、成本高企”的严重问题。虽然主焦煤车板价在 09 年 4 月已跌至 1000 元附近，但是作为国内相对稀缺的煤种，优质主焦煤具有较强的价格支撑，我们判断其价格下限区域应在 800-1000 元/吨；对于单一焦炭生产企业而言，在成本压力下，唯有通过进一步的限产措施，减少市场供应，提振价格，其底部价格区域可能在 1000-1300 元/吨之间。

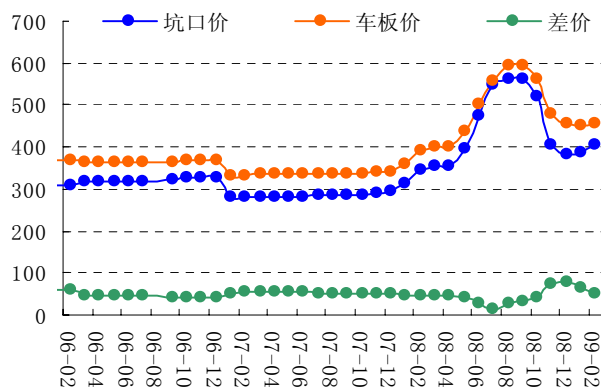
2、化肥用煤（主要用于氮肥）和水泥用煤价格走势平稳

我们在 2009 年策略报告中曾对两个行业对煤炭整体需求的影响做过分析，整体而言，两个行业煤价耗煤量偏小，不对煤炭行业构成实质性影响，故不在本报告中对其进行详细分析。化肥用煤和水泥用煤坑口价、车板价及差价变动情况如下：

图表 19 化肥用煤价格（元/吨）



图表 20 水泥用煤价格（元/吨）



数据来源：CEIC、西南证券研发中心

三、煤炭上市公司业绩分析

（一）2008 年静态业绩符合预期

表格 5 已公布 08 年年报煤炭上市公司业绩数据

证券代码	证券简称	流通比例 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	每股现金流净额 (元)
煤炭开采							
601088.SH	中国神华	9.05%	1071.33	265.88	1.34	7.49	2.22
601898.SH	中煤能源	11.45%	514.65	68.12	0.52	4.79	0.75
000983.SZ	西山煤电	46.72%	132.55	34.89	1.44	3.84	1.29
601918.SH	国投新集	19.02%	54.26	12.03	0.65	3.05	0.93
601699.SH	潞安环能	33.25%	166.70	28.50	2.48	6.83	3.05
000780.SZ	平庄能源	38.58%	26.19	6.78	0.67	2.41	1.14
600348.SH	国阳新能	100.00%	170.33	14.55	1.51	4.81	3.74
002128.SZ	露天煤业	18.46%	38.83	7.20	0.85	2.77	1.73
000937.SZ	金牛能源	100.00%	92.76	19.64	2.49	7.14	2.60
600508.SH	上海能源	37.57%	68.95	11.12	1.54	5.72	2.19
600121.SH	郑州煤电	57.38%	45.39	1.90	0.30	2.67	1.10
600997.SH	开滦股份	53.49%	94.01	8.28	1.46	6.99	2.64
600123.SH	兰花科创	100.00%	49.12	14.01	2.45	7.71	2.78
000968.SZ	煤气化	100.00%	47.35	6.84	1.33	4.99	1.42
000933.SZ	神火股份	100.00%	120.06	11.50	2.30	5.86	4.39
600397.SH	安源股份	49.44%	9.95	-2.09	-0.78	2.23	0.48
000159.SZ	国际实业	61.84%	7.71	1.48	0.63	4.22	0.38
600971.SH	恒源煤电	50.04%	20.49	3.06	1.62	8.61	2.11

焦炭加工							
000723.SZ	美锦能源	54.75%	17.11	0.85	0.61	3.28	-0.69
600740.SH	山西焦化	74.29%	49.47	-2.38	-0.42	3.30	-0.05
600408.SH	安泰集团	97.88%	63.78	0.12	0.01	2.63	0.07
000835.SZ	四川圣达	75.26%	13.40	0.96	0.41	1.58	0.49

数据来源：WIND 咨询、西南证券研发中心

特别说明：净利润指归属于母公司的净利润；每股收益指基本每股收益；每股现金流净额 指经营活动产生的现金流净额

据上表，国内已有 5 家煤炭上市公司实现了全流通，分别是国阳新能、金牛能源、兰花科创、煤气化、神火股份；每股收益最高者金牛能源，最低者安源股份；每股净资产最高者恒源煤电，最低者四川圣达；每股现金流净额最高者神火股份，最低者美锦能源。

（二）动态环比数据出现好转

总体而言，煤炭上市公司 2008 年业绩增长明显，但是我们认为静态数据不能完全反映出业绩真实的变化规律。为了更加直观表现各公司业绩实际变化情况，我们对各公司季度环比数据进行了处理如下：

表格 6 已公布年报及一季报煤炭上市公司财务数据环比比较

指标	营业收入环比			营业成本环比			净利润环比		
	08.3/08.2	08.4/08.3	09.1/08.4	08.3/08.2	08.4/08.3	09.1/08.4	08.3/08.2	08.4/08.3	09.1/08.4
中国神华	10.73%	4.93%		13.11%	20.39%		1.89%	-44.25%	
中煤能源	1.42%	-40.35%		11.63%	-50.07%		-3.44%	-53.95%	
西山煤电	46.44%	-17.45%	-16.87%	18.36%	-17.20%	-7.20%	94.55%	-43.67%	16.09%
国投新集	41.73%	-3.98%	-15.01%	47.74%	-32.03%	7.33%	37.54%	33.54%	-26.93%
潞安环能	19.27%	-18.96%		11.18%	-53.71%		67.74%	39.62%	
平庄能源	27.45%	-7.10%	2.59%	20.74%	-52.19%	104.38%	43.69%	85.62%	-46.56%
国阳新能	41.36%	10.64%		33.27%	5.25%		54.76%	40.25%	
露天煤业	23.91%	29.12%		30.42%	17.52%		-3.56%	82.55%	
安泰集团	-31.89%	-11.90%		-30.53%	-0.39%		-74.16%	-985.19%	
金牛能源	-2.09%	-14.99%	0.51%	-50.27%	38.29%	16.86%	115.71%	-87.74%	183.28%
上海能源	-0.94%	-40.61%		16.01%	-58.08%		-21.47%	-37.68%	
郑州煤电	6.28%	-15.91%	-11.09%	2.85%	-16.15%	-8.76%	3.69%	-45.50%	-1.53%
开滦股份	8.21%	-34.51%		16.05%	-12.72%		-18.29%	-182.20%	
兰花科创	20.02%	-4.65%	3.80%	33.93%	-40.10%	89.64%	-7.97%	26.15%	-37.81%
山西焦化	-11.93%	-63.38%		-2.91%	-42.48%				
煤气化	2.18%	-44.95%	-4.77%	1.84%	-33.74%	-8.89%	24.61%	-118.15%	252.34%
神火股份	25.21%	-35.33%	-27.18%	35.52%	-28.07%	-25.48%	-6.64%	-121.37%	-82.29%
安源股份	1.86%	-5.92%	-18.25%	4.45%	-2.81%	-31.82%			
国际实业	-41.81%	0.09%		-60.79%	76.65%		-7.83%	-73.60%	
四川圣达	-3.43%	-44.57%		4.83%	-34.39%		-36.85%	-204.30%	
恒源煤电	34.88%	47.50%		46.96%	45.28%		-29.10%	137.22%	
美锦能源	-23.22%	-14.33%	-45.95%	-20.68%	-10.10%	-46.46%	-55.16%	-64.07%	-104.57%

数据来源：天相投资咨询、西南证券研发中心

据上表，煤炭上市公司业绩下滑趋势自 2008 年 3 季度开始，到目前为止事实上并未发生根本性变化，特别是无自身焦煤资源储备，严重依靠外购的民营焦炭生产企业形式依然严峻；从各公司业绩变化来看，表现为“强者恒强、弱者更弱”态势。

营业收入环比数据表明，虽然 2008 年煤炭上市公司业绩同期增长明显，但是 4 季报与 3 季报相比，收入下滑十分严重，中国神华、国阳新能、露天煤业等保持正增长的公司增幅明显收窄，而唯一保持稳定增长的公司是恒源煤电。值得投资者关注的是，截止报告出具日公布的一季报数据中不乏亮点，兰花科创、金牛能源、平庄能源重新回到正增长，西山煤电环比下降幅度收窄

营业成本环比数据表明，随着行业景气度下滑，企业产品需求受阻。4 季度成本环比下降较快并非企业成本控制得当，而是产需严重萎缩导致。

净利润环比数据表明，4 季度环比增长仍然较快的企业，一季报下滑非常明显；而 4 季度环比下滑较严重的部分企业，盈利能力恢复较为明显，如金牛能源、煤气化、西山煤电等公司。

（三）财务评价

权益净利率是财务分析体系的核心比率，具有很好的可比性，常用于不同企业间的比较。分解权益净利率指标，可以直观的表现行业内公司的财务运营状况。按照这个思路，我们对截止 4 月 22 日的煤炭上市公司做了如下分析：

表格 7 已公布年报煤炭上市公司财务分析

证券简称	销售净利率 %	总资产周转率 (次)	权益乘数 (倍)	权益净利率 (%)	销售期间费用率 %	资产负债率 %	销售毛利率 %
潞安环能	18.31	1.22	2.06	46.13	15.66	51.56	41.15
金牛能源	21.52	1.07	1.77	40.87	14.99	43.66	49.16
西山煤电	26.65	0.91	1.68	40.68	14.82	40.38	51.48
国阳新能	8.90	1.94	2.13	36.86	9.25	53.14	22.78
神火股份	9.63	0.90	3.91	33.91	6.67	74.43	22.12
兰花科创	28.03	0.62	1.92	33.41	18.49	48.00	52.01
露天煤业	19.14	1.03	1.67	32.92	8.43	40.10	34.48
平庄能源	25.89	0.74	1.54	29.48	9.99	35.01	47.07
上海能源	15.74	1.05	1.77	29.19	11.44	43.40	33.85
煤气化	14.98	1.10	1.63	26.94	13.67	38.83	38.91
四川圣达	7.16	1.87	1.89	25.32	5.87	47.11	17.01
国投新集	21.87	0.41	2.55	22.87	12.32	60.79	43.91
开滦股份	9.13	0.99	2.34	21.16	9.79	57.30	24.16
恒源煤电	15.11	0.46	2.90	20.14	11.14	65.49	32.71
美锦能源	5.50	1.50	2.41	19.88	6.42	58.50	15.04
中国神华	27.83	0.41	1.60	18.24	11.99	37.45	49.49
国际实业	19.47	0.48	1.84	17.19	14.30	45.64	50.40
郑州煤电	4.10	1.16	2.65	12.63	9.53	62.32	17.65
中煤能源	14.87	0.67	1.39	13.84	17.95	28.04	42.02
安泰集团	0.22	1.26	2.18	0.61	8.34	54.07	15.17
山西焦化	-4.74	1.02	2.99	-14.46	6.94	66.61	2.94
安源股份	-21.50	0.50	2.93	-31.54	23.05	65.93	20.01
平均	13.08	0.97	2.17	21.65	11.87	50.81	32.89

数据来源：天相投资咨询、WIND 咨询、西南证券研发中心

特别说明：最后的平均值以简单平均测算；权益净利率=销售净利率×总资产周转率×权益乘数，以其排序。

据上表，潞安环能、金牛能源、西山煤电三家公司权益净利率水平处于已公布年报企业的前三位。从分解数据看，三者销售净利率杠杆远高于行业平均；总资产周转率杠杆与行业平均持平；权益乘数杠杆低于行业平均水平。

上述数据说明三家公司财务指标较为优异。其中，金牛能源、西山煤电销售净利率杠杆较高，而权益乘数杠杆（与资产负债水平相关）仍有提升空间，也就是说就静态数据而言两家公司更具潜力。再结合前述环比指标，两家公司环比数据已经走出低谷，虽其仍会受行业景气度影响，但我们认为其具备长期持有的财务基础。

四、估值与投资策略

（一）行业估值

表格 8 基准日 2008 年 11 月 27 日估值水平

板块名称	总市值（亿元）	08EPS	PE	PB（三季）	ROE（三季）
全部A股	153689.51	0.50	13.55	2.20	11.67
煤炭上市公司整体	6327.60	1.22	9.02	2.11	19.51
与A股整体比较	4.12%	>	<	<	>
煤炭开采板块	6230.54	1.23	8.97	2.12	19.77
与A股整体比较	4.05%	>	<	<	>
焦炭加工板块	97.06	0.81	13.81	1.51	8.41
与A股整体比较	0.06%	>	>	<	<

根据我们在 09 年策略报告中的分析，08 年央行大幅降息后“按定存利率核算的市场隐含 PE 为 39.69，按一年期贷款利率核算的市场隐含 PE 为 17.93”。目前，A 股整体市盈率水平已由 13.55 倍恢复至 20.73 倍；煤炭上市公司整体市盈率水平已回升至 16.02 倍。两相比较，行业内估值水平仍然低于市场整体，两个基准日差异分别为-33.43%和-22.72%，估值优势正在逐步收窄。具体情况如下：

表格 9 基准日 2009 年 4 月 22 日估值水平

板块名称	总市值(亿元)	PE	PB	ROE(%)
全部 A 股	201176.15	20.73	2.81	12.53
煤炭上市公司整体	9725.08	16.02	3.00	21.17
与 A 股整体比较	4.83%	<	>	>
煤炭开采板块	9577.20	15.91	3.01	21.64
与 A 股整体比较	4.76%	<	>	>
焦炭加工板块	147.88	45.72	2.51	-0.90
与 A 股整体比较	0.07%	>	<	<

数据来源：WIND 咨询、西南证券研发中心

特别说明：上述估值皆选取整体法估算；估值数据以煤炭上市公司已披露数据，扣除负值计

经我们估算，煤炭行业长期平均 ROE 水平为 11.82% 左右，长期增长率约为 7.68%，依据一般投资者所要求的收益率区间为 10%-12%；根据 PE 计算公式，煤炭行业的合理市盈率下限区域应在 8.10 至 15.09 倍范围之内。（详见附件三）

同时，由于市净率与市盈率之间的运算关系，即：市净率=市盈率 × 净资产收益率，按照前面计算，可以确定合理市净率下限区域应在 0.91 至 1.78 倍范围内。

（二）煤炭上市公司具体估值情况

表格 10 基准日 2009 年 4 月 22 日已披露年报公司估值及预测

证券简称	ROE (%)			PE			PB		
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中国神华	19.00	18.00	20.00	17.00	15.10	13.71	3.03	2.72	2.74
中煤能源	11.97	10.00	12.00	19.07	15.82	13.46	2.05	1.58	1.61
西山煤电	44.43	35.00	40.00	13.96	19.38	14.89	5.24	6.78	5.95
国投新集	23.85	20.00	21.00	19.55	19.03	14.89	4.16	3.81	3.13
潞安环能	41.73	30.00	35.00	11.01	14.78	13.59	3.99	4.44	4.76
平庄能源	32.25	25.00	30.00	14.24	17.39	16.26	3.96	4.35	4.88
国阳新能	30.23	25.00	27.00	12.84	15.36	13.94	4.04	3.84	3.76
露天煤业	31.22	25.00	25.00	22.09	18.96	17.38	6.75	4.74	4.34
安泰集团	0.50			386.97	141.79	35.84	2.10		
金牛能源	41.76	35.00	40.00	9.33	13.34	11.46	3.26	4.67	4.58
上海能源	30.87	20.00	25.00	10.08	14.33	13.14	2.71	2.87	3.28
郑州煤电	12.02	10.00	10.00	20.52	44.39	26.05	2.33	4.44	2.60
开滦股份	24.45	20.00	22.00	18.62	20.43	18.03	3.57	4.09	3.97
兰花科创	37.20	35.00	35.00	10.53	13.24	12.21	3.35	4.63	4.27
山西焦化	-12.00			-14.97	18.18	18.50	1.91		
煤气化	30.58	20.00	25.00	10.76	15.18	12.55	2.87	3.04	3.14
神火股份	46.62	25.00	20.00	10.84	15.28	10.94	4.25	3.82	2.19
国际实业	15.28	10.00	15.00	22.80	18.89	16.27	3.32	1.89	2.44
恒源煤电	20.86	18.00	20.00	13.50	13.38	11.78	2.55	2.41	2.36
美锦能源	20.36	10.00	15.00	23.06	20.75	26.74	4.26	2.08	4.01

数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

据上表：

从静态市盈率角度分析，西山煤电、金牛能源、潞安环能、兰花科创等公司仍然处于我们计算的煤炭行业长期合理市盈率下限区域内。

在净资产收益率的判断上，我们认为根据全行业历史数据以及行业基本面实际状况，2008 年煤炭上市公司净资产收益率水平过高，故在 2009 年估算中，进行了下调；如果煤炭行业能够在 2009 年 2 季度见底，重新步入景气上升通道，那么 2010 年全行业净资产收益率水平将有可能再次回到较高水平。

从动态市盈率角度分析，我们维持 2008 年是煤炭行业景气最高峰的判断，而年度内中国 A 股市场的暴跌使得行业整体市盈率、市净率水平偏低。2009 年，由于收益水平下降，市盈率水平应有所提高，特别是处境较为困难的焦炭生产企业动态市盈率有可能触及高点甚至出现负值。2010 年，宏观经济转暖助推下，虽仍会维持高位，但业绩的支撑将较 2009 年更加明显。

（三）投资策略

整体而言，08 年 4 季度末至今，煤炭行业基本维持同步于大盘的态势。根据前述几个章节及我们在 2009 年策略报告中的分析，我们将 2 季度的策略分为防守与进攻两个层面。

1、防守策略

防守注重的是安全。就煤炭上市公司目前的市场环境及基本面状况看，中国神华（601088）和中煤能源（601898）比较符合这个要求。两家公司优势简单概括为资源优势明显、垄断地位突出（煤价标杆）、经营业绩较为稳定、收入来源多元化。

中国神华（601088）

目前公司保有煤炭储量为 179.10 亿吨（另集团公司尚有 60 亿吨可出售煤炭资源具有强烈注入上市公司预期），可采储量 114.01 亿吨，折合每股可采储量为 0.57 吨。

维持我们在 2009 年策略报告中的判断，合同煤价较 2008 年年中上涨 10% 左右，达到 500 元/吨水平。预计公司 09 年保守 EPS 为 1.47 元，全面摊薄的 ROE 水平仍然可以维持在 15%-20% 的区间内，上调公司 2009 年估值上限至 22.18 元。

中煤能源（601898）

公司目前的保有煤炭储量为 103.98 亿吨，实际可采储量为 62.40 亿吨，如果按照其 1 亿吨的年开采量核算，储采比为 62.49，折合每股可采储量 0.47 吨。

维持我们在 2009 年策略报告中的判断，公司作为国内第二大煤炭上市公司其雄厚的资源储备以及合同煤占比较高使其业绩波动空间相对较小，风险抵抗能力更强，在国内能源政策进一步向大国企倾斜的大背景下，公司的投资价值正在显现具备一定投资价值。预计公司 09 年保守 EPS 为 0.53 元，维持公司 2009 年估值上限 11.76 元的判断。

2、进攻策略

进攻注重的是收益。对煤炭上市公司而言，由于行业进入门槛较高，优质资源已经进行了分配，故潜在竞争者进入压力较小。具有爆发力的公司必须满足总股本不能过大且流通比例要高、资源储量优越且煤质要好、经营业绩起伏较大但持续下降空间有限、具有煤种或地

域垄断优势、资产整合想象空间较大。基于审慎考虑我们认为西山煤电（000983）、金牛能源（000937）、兰花科创（600123）基本符合上述要求。

西山煤电（000983）

公司目前的保有煤炭储量为 31.32 亿吨，实际可采储量为 27.46 亿吨，按照其 2008 年实际生产量 1619 万吨估算储采比为 169.61，折合每股可采储量 1.13 吨。

公司大股东山焦集团是国内最大的焦煤生产供应企业，拥有丰富、优质的稀缺焦煤储备。2009、2010 两年是公司产能扩张较快的两年，兴县矿区（80%权益）的远景产能规划约 2500 万吨/年，可采储量高达 18 亿吨，考虑到一般煤矿建成后约需两年左右才能完全达产，应不会形成其产能过剩的预期，公司持续增长潜力较大。

按照我们前述的静态财务分析，公司排名行业第三位；动态财务环比数据显示，收入环比增速下滑幅度收窄，环比净利润回到 15%以上。

目前公司的流通比例为 46.72%。

预计公司 2009 年保守 EPS 在 1.48 元以上，2009 年合理估值区间 11.99-22.33 元。

金牛能源（000937）

公司目前的保有煤炭储量为 5.66 亿吨，实际可采储量为 3.27 亿吨，按照其 2008 年实际生产量 1166.87 万吨估算储采比为 28.02，折合每股可采储量 0.42 吨。

峰峰集团与金牛集团整合为冀中能源有限责任公司成为具有产能超过 4000 万吨/年的大型煤炭生产集团。根据前期公司披露的增发收购预案，此次峰峰集团、邯矿集团、张矿集团合计注入公司的资产，合计可提升公司产能 1294 万吨/年、增加可采储量约 3.28 亿吨，增长幅度近一倍。

按照我们前述的静态财务分析，公司排名行业第二位；动态财务环比数据显示，收入环比增速已从负值回升至 0.51%，环比净利润增速高达 183.28%。

目前公司已经实现全流通。

预计公司 2009 年保守 EPS 为 2.67 元，2009 年合理估值区间 21.63-40.29 元。

兰花科创（600123）

公司目前的保有煤炭储量为 15.63 亿吨，实际可采储量为 7.58 亿吨，按照其 2008 年实际生产量 548.55 万吨估算储采比为 138.18，折合每股可采储量 1.33 吨。

公司是国内双主业经营模式的典范，依托自身资源优势积极开拓煤化工及精加工业务，在其下属的化工业务进行整合后，煤化工生产经营能力得到进一步加强。公司的远景发展战

略是实现“1116”工程即实现煤炭产量超过 1000 万吨/年、尿素产量 100 万吨/年（目前已基本实现）、二甲醚产量 100 万吨/年，同时生产有机硅系列、烧碱系列、纳米系列、脲醛胶、碳酸二甲酯共六个系列的精细化工产品。

按照我们前述的静态财务分析，公司排名行业第六位；动态财务环比数据显示，公司 08 年 4 季度收入环比增速仅下滑 4.65%，09 年一季已回升至 3.8%，但由于营业成本上升较快，环比净利润增速下滑了 37.81%。

预计公司 2009 年保守 EPS 为 2.31 元，2009 年合理估值区间 18.71-34.86 元。

附件一

增值税计算公式：

年增值税销项税额 = 销售收入 × 销项税率

年增值税进项税额 = (年材料费 + 年动力费) × 进项税率

固定资产更新年机器设备抵扣税额 = 机器设备原值 ÷ 117% × 17%

故：

机器设备更新年年应交增值税额 = 年销项税额 - 年进项税额 - 当期抵扣机器设备进项税

非机器设备更新年年应交增值税额 = 年销项税额 - 年进项税额

附件二

表格 11 未调整条件下煤炭企业业绩敏感性分析（元/吨）

销售均价	销售收入	吨煤利润率	利润总额	所得税	净利润
250	250a	20.00%	50a	12.5a	37.5a
300	300a	22.00%	66a	16.5a	49.5a
350	350a	24.00%	84a	21a	63a
400	400a	26.00%	104a	26a	78a
450	450a	28.00%	126a	31.5a	94.5a
500	500a	30.00%	150a	37.5a	112.5a

数据来源：西南证券研发中心

特别说明：假设企业煤炭产量为 a 吨，所得税率 25%。

表格 12 假定资源税征收后煤炭企业业绩敏感性分析（元/吨）

销售均价	收入	成本	利润总额	净利润	影响程度
250	250a(1-b)	200a	50a-250ab	37.5a(1-5b)	-5b
300	300a(1-b)	234a	66a-300ab	4.5a(11-50b)	-4.55b
350	350a(1-b)	266a	84a-350ab	10.5a(6-25b)	-4.17b
400	400a(1-b)	296a	104a-400ab	3a(26-100b)	-3.85b
450	450a(1-b)	324a	126a-450ab	13.5a(7-25b)	-3.57b
500	500a(1-b)	350a	150a-500ab	37.5a(3-10b)	-3.33b

数据来源：西南证券研发中心

特别说明：假设企业煤炭产量为 a 吨，调整额度占企业销售收入的 b，假定调整后煤价并未提高、成本无法向下游转移，所得税率为 25%。

附件三

一般估值理论——“戈登增长模型”，揭示了股票价格、预期基期股息、贴现率和股息固定增长率之间的关系，用公式表示为：

$$P = D / (I - G)$$

其中：

P：股票价格

D：预期基期每股股息

I：贴现率

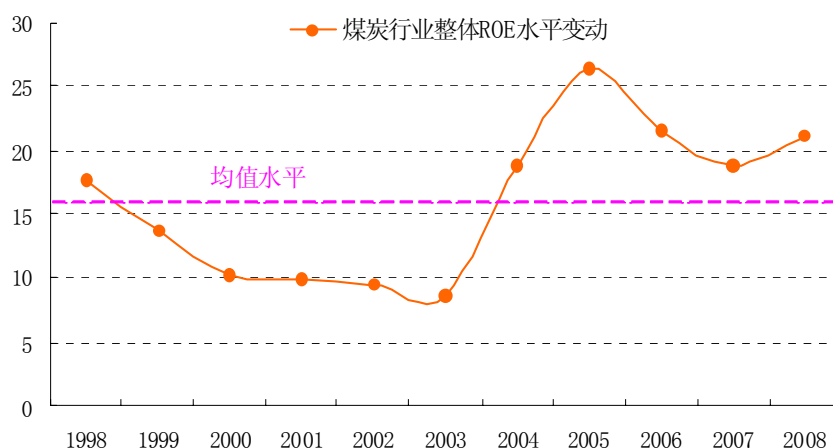
G：股息年增长率

如果与市场实际情况相对应，上述公式中的贴现率(I)可被投资者要求的收益率(R)替代。那么股价将由投资者要求的收益率(R)、股利(D)以及增长率(G) 共同决定。公式两边同时除以净利润(E)，那么市盈率可推导为：

$$P / E = (D / E) / (R - G)$$

根据 wind 资讯数据测算，煤炭行业上市公司长期平均 ROE 在 16.88%左右，考虑到煤炭行业 2003 年后以来 ROE 增长明显，特别是 2008 年的大起大落对行业真实 ROE 存在夸大情况，基于审慎原则调低行业长期平均 ROE 水平 30%至 11.82%。

图表 21 煤炭行业 ROE 水平历年变动 (%)



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

煤炭上市的利润分配率大多维持在 30%-40%区间内（开滦股份等公司承诺不低于 50%），则该指标可确定在 35%左右。

由于：

$$\text{行业长期增长率} = \text{ROE} \times (1 - \text{利润分配率})$$

可以估算煤炭行业长期增长率为 7.68%左右，依据一般投资者所要求的收益率区间为 10%-12%；根据 PE 计算公式，煤炭行业的合理市盈率下限区域应在 8.10 至 15.09 倍范围之内。

同时，由于市净率与市盈率之间的运算关系，即：市净率=市盈率 $\times$ 净资产收益率，按照前面计算，可以确定合理市净率下限区域应在 0.91 至 1.78 倍范围内。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增 持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持 有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖 出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：(010) 88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>