

煤炭行业

政策护航，期待整合更大进展

——煤炭行业 2009 年下半年投资策略

2009 年 6 月 20 日

行业研究/行业策略

中性

维持

相关研究：

山西整合力度加大，或冲淡复产冲击预期

090424

消费淡季，抑或还是投资时机？ 0903

需求有好转迹象，把握不同煤种投资机会

090324

淡季不淡，把握波动机会——三月投资策略

略 090228

三九四九冰上走，需求萎缩中的一丝曙光

——一季度煤炭行业投资策略

090106

限产报价 VS 需求萎缩，谁主沉浮？

090105

执笔人

张红兵

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **需求走上上升通道。**近几个月房地产及汽车销量好于预期，这些终端行业的逐步回暖将向中游行业逐步扩散，进而影响到上游行业。发电量虽有所反复，但随着投资的深入，以及中游行业的回暖，下半年发电量重新恢复增长是大概率事件，全年火力发电量增速有望在 2% 左右；钢铁行业的表现好于我们 08 年底的预期，1—5 月份生铁产量同比增长 4%，钢铁去库存正顺利进行，钢材价格企稳，钢铁行业最坏时期业已过去，全年生铁产量增速有望维持在 5% 左右；基建投资以及房地产的复苏，水泥行业产量增速有望维持 10% 以上。我们预计钢铁、火电以及水泥三大行业，09 年 6—12 月煤炭需求增量在 11800 万吨左右。
- **煤炭供给在管制中平稳增长。**整合以及限产使山西占总产量比例由去年同期 23.98% 回落到 19.13%，内蒙由去年同期的 17.3% 升至 22.32%，其他省份增产基本抵消了山西的减产，今后几年山西省的整合力度依然很大，山西省会在安全和效益之间寻找到均衡点，下半年小煤矿复产将会被新增需求消耗，我们对供给依然保持谨慎乐观的态度，全年供给增速维持在 5—6% 左右，内蒙增产对炼焦煤以及无烟煤供给影响有限。
- **下半年煤炭价格以稳为主。**上半年煤价运行符合我们 09 年策略报告中的预期，港口煤价在跌到 590 元之后逐步企稳，综合供需，下半年煤价我们认为还是以稳为主，向上的概率比向下的概率更大，大同优混平仓价将在 620 元/吨左右波动，炼焦煤以及无烟煤波动幅度在 50 元/吨左右。
- **美元贬值及通胀能否成为催化剂。**美元和大宗商品价格基本呈负相关关系，美元贬值会导致石油等大宗商品价格的上涨，而石油跟煤价又有一定的相关性，另外通货膨胀的预期也会导致大宗商品价格的上涨，虽然目前的基本面并不支撑煤炭价格大幅上涨，但如果石油等大宗商品继续上涨，不排除国际煤价上涨的可能性，从而成为煤炭股上涨的催化剂，但国内煤炭价格有一定的滞后性。
- **投资策略：**煤炭行业基本面虽有改善的预期，但经过上半年的大涨，估值已和大盘相当，我们更看好四季度的投资机会，我们暂且维持“中性”的投资评级。投资选择上我们遵循三条投资主线，一是看好产量增速较快以及估值相对较低的企业如中国神华、国投新集、潞安环能以及兰花科创等企业；二是因钢铁行业收益于房地产复苏以及投资拉动，而从中收益的炼焦煤子行业，如西山煤电、金牛能源；三是有整合以及资产注入预期的企业，尤其关注山西省内的上市公司。

目录

前言	5
一.需求走上上升通道	6
1.1 钢铁产量平稳增长	8
1.2 受益投资拉动，水泥有望维持高速增长	9
1.3 下半年电力增速回归正常	9
1.4 需求总计	12
二. 煤炭供给在管制中平稳增长	13
2.1 原煤产量平稳增长	13
2.2 主产省份增减不一	13
2.3 旺季来临，产量增幅到底有多大？	14
2.4 产业调整与振兴规划看未来两年增长	16
2.5 进口市场异常火爆，但不可持续	18
2.6 政策及事件推动	19
2.7 供需维持脆弱均衡	19
2.8 内蒙增产对焦煤及无烟煤几无影响	20
三. 煤炭价格探讨	21
3.1 煤价与通货膨胀	21
3.2 下半年煤价走势判断	23
四. 资源整合逐步深化	24
五. 行业估值水平较为合理	26
六. 投资策略	28



图目录

图 1:年初以来各行业涨幅比较	5
图 2:自去年年底以来煤炭行业与大盘走势图比较	5
图 3: 钢铁各行业需求	7
图 4: 房地产市场回暖明显.....	7
图 5: 汽车销量屡创新高	7
图 6: 基建投资快速增长	7
图 7: 生铁产量及增速	8
图 8: 焦炭产量及增速	8
图 9: 钢铁库存变化.....	8
图 10: 钢材价格变化.....	8
图 11: 水泥产量及累计增速.....	9
图 12: 水泥分行业需求	9
图 13: 美国火力发电占比	10
图 14: 美国各类型发电占比.....	10
图 15: 中国火力发电占比	10
图 16: 中国各类型发电占比.....	10
图 17: 火力发电量增速	11
图 18: 十种有色金属产量增速.....	11
图 19: 主要发电省份发电量.....	11
图 20: 发电量与工业增加值比较	11
图 21: 全国原煤产量及同比增速	13
图 22: 国有重点及非国有重点产量	13
图 23: 主产省份产量占比变动情况	13
图 24: 山西省六大集团产量占比情况.....	13
图 25: 08 与 09 年主产省份产份产量占比变化.....	14
图 26: 08 与 09 年重点煤矿产量占比变化情况.....	14
图 27: 固定资产投资增速	18
图 28: 进口及同比增速	18
图 29: 净出口变化趋势	18
图 30: 政策导向图.....	19
图 31: CPI及燃料指数走势图	22
图 32: 美元指数与大宗商品走势	22
图 33: 石油价格和煤炭指数走势	22
图 34: BJ价格与WTI走势比较.....	22
图 35: 秦皇岛煤炭价格	24
图 36: 焦煤价格走势.....	24
图 37: 阳泉无烟煤价格走势.....	24
图 38: 澳大利亚BJ价格走势	24
图 39: 经济低潮中企业的演变.....	25
图 40: 2000—2002 煤炭行业走势	26
图 41: 2005—2009 年煤炭行业走势	26

图 42: 市净率相对A股估值比较.....	26
图 43: 市盈率相对A股估值比较.....	26
图 44: 神华AH溢价比较	27
图 45: 中煤能源AH溢价比较	27
图 46: 兖州煤业AH溢价比较	27
图 47: 煤炭企业累计亏损比例	28
图 48: 煤炭行业销售利润率及成本费用利润率.....	28
图 49: 收入及成本增长率	29
图 50: 秦皇岛港各季度均价.....	29

表目录

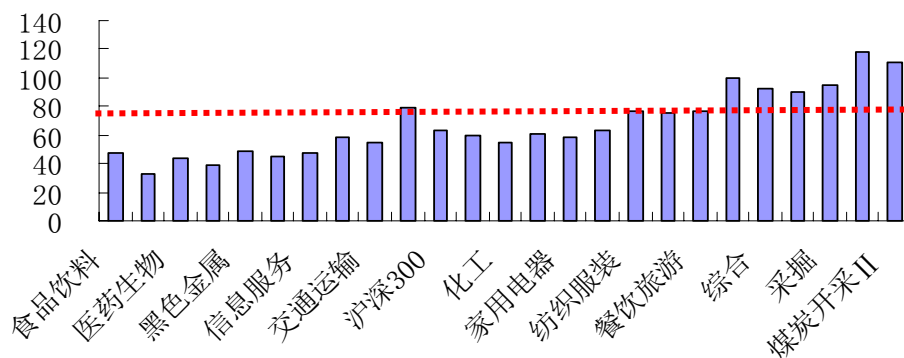
表 1: 自去年年底以来我们行业观点	6
表 2: 09 年 6—12 月三大耗煤行业需求增量统计	12
表 3: 山西各地区经济状况	15
表 4: 山西小煤矿复产情景假设 (万吨)	16
表 5: 山西与贵州煤炭调整振兴规划	16
表 6: 新增产能统计	17
表 7: 09 年相关安全政策	19
表 8: 供需平衡表	20
表 9: 主要产煤省份炼焦烟煤产量及占比 (万吨)	20
表 10: 主要产煤省份国有重点煤矿炼焦烟煤产量及占比	20
表 11: 无烟煤及国有重点煤矿产量及占比.....	21
表 12: 年初以来各行业各月份涨幅比较	27
表 13: 重点上市公司盈利预测	29

前言

煤炭行业自年初以来累计涨幅达到 110.71%，仅次于有色金属行业，远超大盘，这种大幅上涨来源于估值提升以及煤炭行业良好的业绩，同时是大家对宏观经济良好的预期，石油价格的上涨又起到了推波助澜的作用。

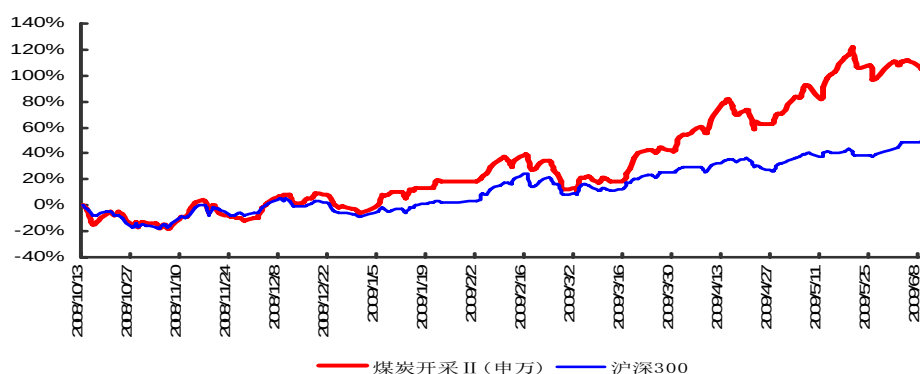
纵观上半年，煤炭行业的基本面并未发生很大的改观，需求仍很疲软，但与以往不同的是，煤炭大省通过行政手段对小煤矿进行了人为干预，且力度比以往任何时候都强硬，且这种措施还在延续，这种手段和措施也使煤炭价格很快见底，煤炭供需维持着比较脆弱的均衡。

图 1:年初以来各行业涨幅比较



资料来源：WIND, 山西证券研究所

图 2:自去年年底以来煤炭行业与大盘走势图比较



资料来源：WIND, 山西证券研究所

展望下半年，随着房地产以及汽车等终端行业的回暖逐渐扩散到中游行业，煤炭行业的需求相比上半年肯定会有很大的改观；产煤大省整合政策还在延续，但小煤矿释放的产量肯定会比上半年有所提高，煤炭行业还将在一个弱平衡中维持，下半年的煤价还将以稳为主，暂不具备大幅上涨以及大幅下跌的理由，但不排除小幅波动的可能。

表 1：自去年年底以来我们行业观点

日期	报告标题	主要观点
081121	需求下滑，未来前景堪忧	国际煤价回落到 65—70 美元/吨，关注煤炭股的超跌反弹
081212	年关将至，整合却越演越烈	关注有整合预期的企业，尤其是山西企业
081219	树欲静而风不止——09 年投资策略	6000 大卡动力煤价格底部在 580 元/吨，关注有整合预期及高分红的公司
090105	限产报价 VS 需求萎缩，谁主沉浮？	短期煤价呈振荡整理格局，供给增速将理性回调
090110	三九四九冰上走，需求萎缩中的曙光——一季度投资策略	煤炭阶段价格底部已经形成，会计科目调整，煤炭行业有交易性机会，关注焦煤及焦炭类个股
090228	淡季不淡，把握波动机会	短期供给形势仍很乐观，继续关注焦煤及无烟煤以及高分红公司，看好年报及一季报催生的行情
090324	需求有好转迹象，把握不同煤种投资机会	4 月动力煤坑口价将回调，炼焦煤价格短期走软，优先配置无烟煤股票
090326	消费淡季，抑或还是投资时机？——二季度投资策略	地方矿复产进度会低于往年，二季度煤炭行业依然是绝佳的投资品种，看好无烟煤公司
090412	组织山西能源研讨会	联合调研了兰花科创、潞安环能、山西进出口集团、西山煤电
090424	山西整合力度加大，或冲淡复产冲击预期	对复产冲击持乐观态度，5 月煤价保持平稳，看好中国神华及焦煤类公司
090520	夏至来临，带来新一轮上攻？	

资料来源：山西证券研究所

一. 需求走上上升通道

在国家 4 万亿投资、十大产业振兴计划以及促进消费等一系列“扩内需保增长”的政策刺激下，宏观经济形势出现明显好转，经济正逐步走出低谷，基建投资继续维持高增长，房地产市场在刚性需求的拉动下销量一路走高，汽车销量也屡创新高。

我们认为房地产、汽车等消费终端行业的回暖，必将向钢铁、制造业等中游行业渗透，进而影响到煤炭等上游行业。

如果房地产销售数据能延续 1—5 月份的态势，房地产开发商的预期将发生改变，持续拿地的概率加大，商品房新开工面积增速将扩大，从而带动对钢材以及水泥的需求。

图 3：钢铁各行业需求

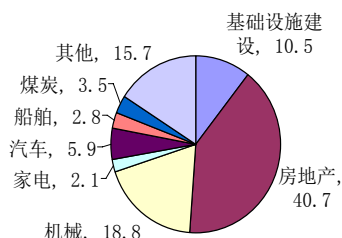
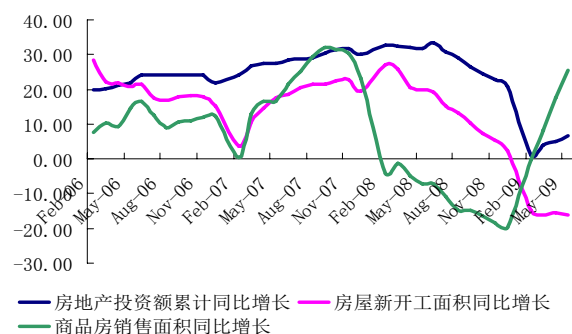


图 4：房地产市场回暖明显



资料来源：山西证券研究所

数据来源：山西证券研究所

在刚刚过去的 5 月，汽车整体产销依旧延续较高水平，虽然与上月比产销有所下降，但仍超过百万辆，在政策效应的拉动下，中国汽车产销已经连续三个月在百万辆水平上运行。

5 月，汽车生产 110.69 万辆，环比下降 4.56%，同比增长 29.60%；销售 111.97 万辆，环比下降 3.11%，同比增长 34.02%。在汽车主要品种中，乘用车销售 82.91 万辆，环比下降 0.54%，同比增长 46.83%。商用车销售 29.06 万辆，环比下降 9.77%，同比增长 7.30%。

图 5：汽车销量屡创新高

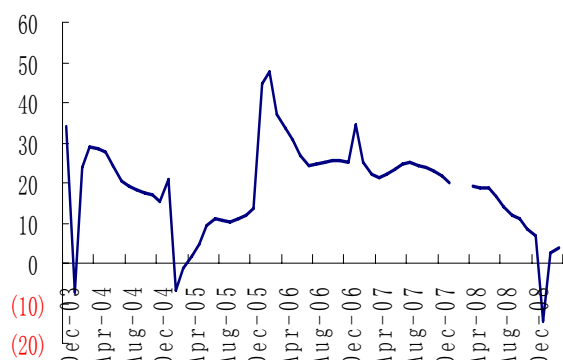
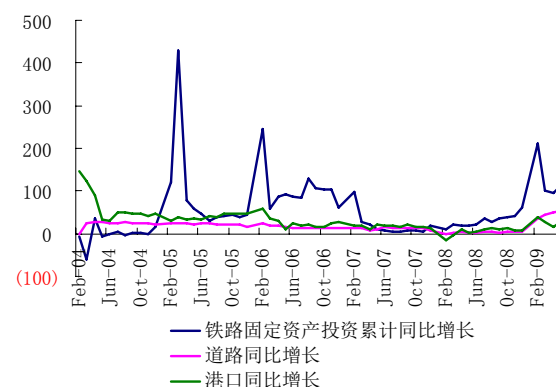


图 6：基建投资快速增长



数据来源：wind, 山西证券研究所

数据来源：wind, 山西证券研究所

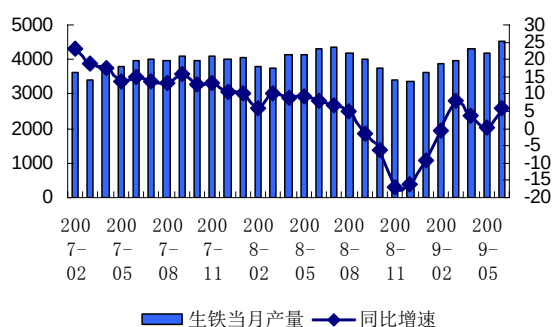
1 至 5 月，汽车产销 483.77 万辆和 495.68 万辆，同比增长 11.10%和 14.29%。乘用车产销 352.03 万辆和 366.09 万辆，同比增长 15.61%和

21.20%；商用车产销 131.74 万辆和 129.59 万辆，产量同比增长 0.62%，销量下降 1.56%。

1.1 钢铁产量平稳增长

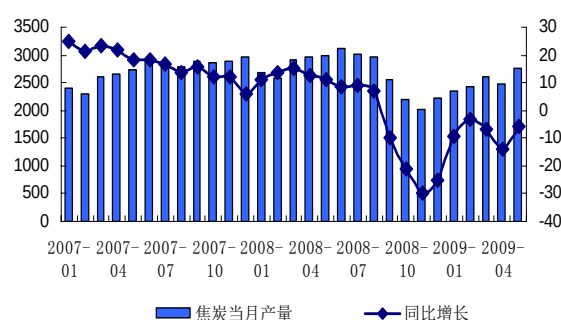
房地产、汽车等行业的复苏，必将带动钢铁行业产能利用率的提高，1—5 月累计生产生铁 20987 万吨，累计同比增长 4.15%，5 月当月产量更是达到 4543 万吨，当月同比增长 6%，创下了近几年的新高。钢铁主要原材料焦炭也是在 11 月份探底后逐月反弹，限产比例也从 60—70% 下调到 50%。

图 7：生铁产量及增速



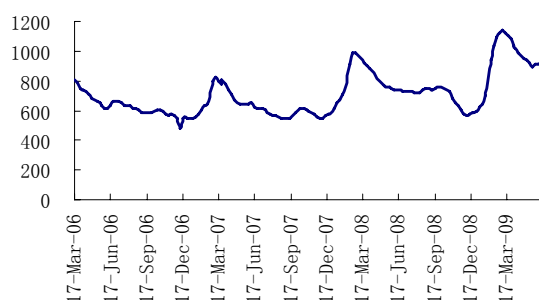
数据来源：wind, 山西证券研究所

图 8：焦炭产量及增速



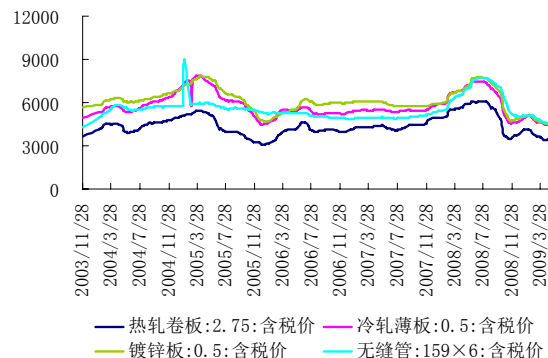
数据来源：wind, 山西证券研究所

图 9：钢铁库存变化



数据来源：MYSTEEL, 山西证券研究所

图 10：钢材价格变化



数据来源：wind, 山西证券研究所

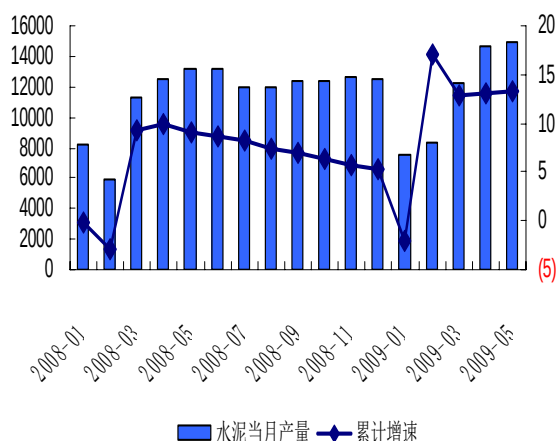
当然钢铁行业的去库存化与需求恢复是在同时进行中，钢材价格相对企稳，钢铁行业的表现好于我们 09 年策略报告中的预期，08 年底我们的供需模型中预期生铁产量同比下降 3%，但 1—5 月份生铁产量却是同比增长 4.15%，随着需求的逐渐恢复，钢铁行业最坏时期业已过去，我们预期全年生铁产量增速有望维持在 5% 左右。

钢铁产量增速的调整,相应的我们也调整了行业预测模型中对煤炭的需求增量,09年策略报告中我们预期钢铁行业对煤炭的需求将会下降1500万吨左右,钢铁增速调整后,我们调整09年的钢铁需求增量为3300万吨。

1.2 受益投资拉动,水泥有望维持高速增长

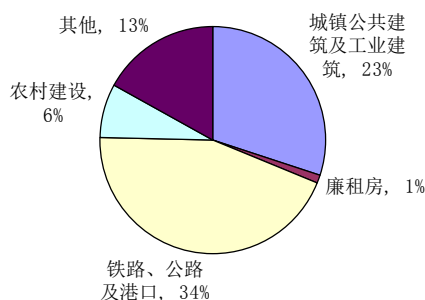
2009年1—5月份水泥产量57336万吨,同比增长13.34%,水泥属于投资拉动型行业,上半年主要靠基本设施投资的拉动,随着四万亿相关投资项目逐步步入大规模投资阶段,我们看好未来两年的水泥需求,再者,随着房地产市场的恢复,水泥的需求将进一步得到支撑,我们预计今年水泥产量增速将在13%左右,明年将在10%左右,略高于我们09年策略报告中的预期。

图 11: 水泥产量及累计增速



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 12: 水泥分行业需求



数据来源: wind, 山西证券研究所

08年水泥产量13884万吨,假设09年增速达到13%,10年增速10%,则09年新增煤炭需求3100万吨,10年2650万吨。

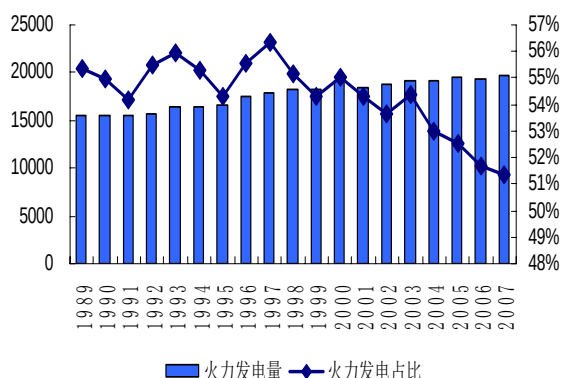
1.3 下半年电力增速回归正常

新能源不管在资本市场还是产业投资上都掀起了一股投资热,核电、风电以及水电是我国未来发展的主要方向,2020年核电占电力总装机的比例将达到5%以上,我国在2010年前后的风电装机将突破2000万千瓦,成为世界上最大的风力发电国家,生物质能、太阳能等其他可再生能源将产业化发展,到2020年我国除水电以外的可再生能源所占比重,将从目前的1.5%左右提高到6%以上,2020年水电装机规模将达到3亿千瓦左右。

据媒体报道,即将出台的新能源发展规划中,2020年我国风电、太阳能光伏及核电运行的总装机容量将分别达到1.5亿千瓦、2000万千瓦和8000万千瓦。这与2007年分别颁布的可再生能源、核电两个中长期发展规划相比,分别为原先规划的5倍、11倍和2倍。

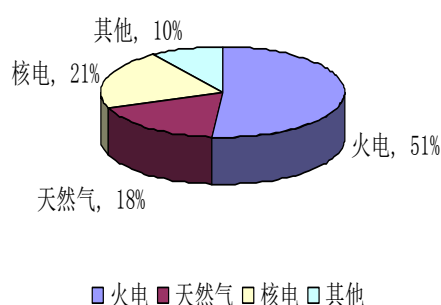
即使按照这样的目标发展,到2020年火力装机容量还占总装机容量的65%左右,且水电、风电因季节性因素等原因,火力发电还将是我国未来20年的主要电力来源。

图 13: 美国火力发电占比



数据来源: EIA, 山西证券研究所

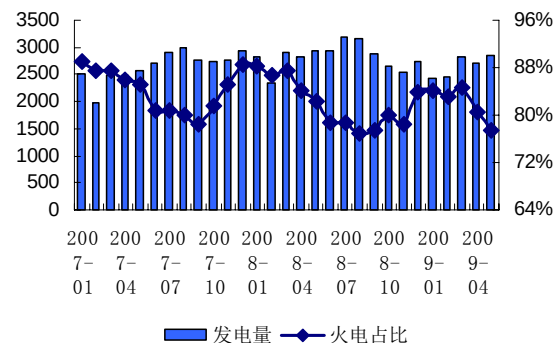
图 14: 美国各类型发电占比



数据来源: EIA, 山西证券研究所

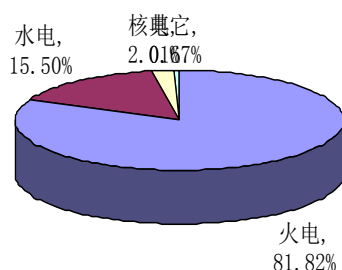
我们考察比较成熟的美国市场,美国90%的煤炭是用来发电,而火力发电占总发电量的51%,其他分别是核电21%,天然气18%。而从1989年以来火电发电量占总发电量的比例虽有所下降,从1989年的55%下降到现在的51%,20年只下降了4%,可以说下降的幅度非常小,火电发电量占总发电量的比例是比较稳定的。

图 15: 中国火力发电占比



数据来源: wind, 山西证券研究所

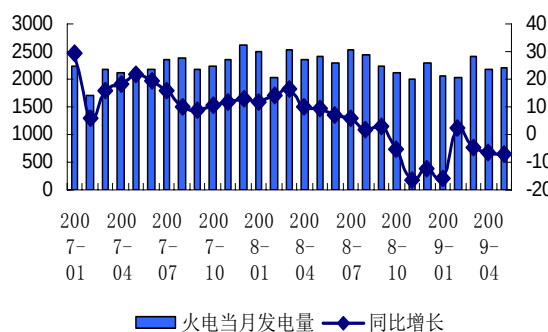
图 16: 中国各类型发电占比



数据来源: wind, 山西证券研究所

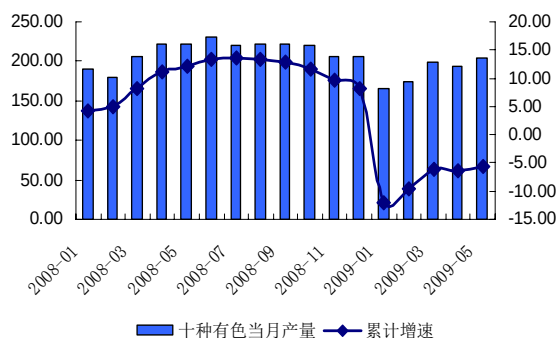
美国相对来说还是资源比较丰富的国家，但煤炭用来发电还是比较稳定的，而我国是“富煤贫油少气”的国家，未来 20 年我们认为火力发电电量占比不会低于 65%。

图 17： 火力发电量增速



数据来源：wind, 山西证券研究所

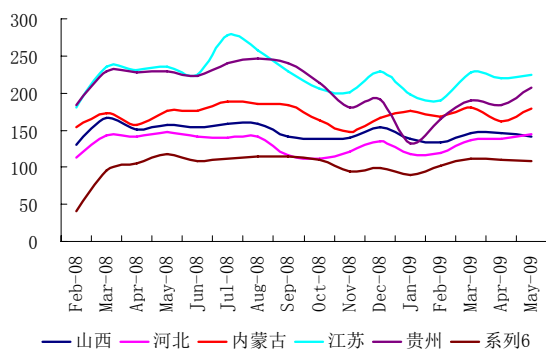
图 18： 十种有色金属产量增速



数据来源：wind, 山西证券研究所

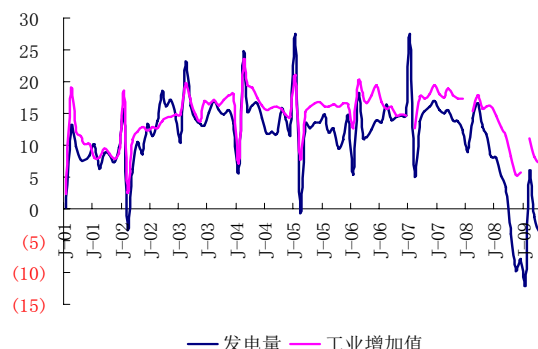
回到今年的情况，1—5 月份共发电 13328 亿千瓦时，累计同比下降 3.17%，其中火力发电 10929 亿千瓦时，累计同比下降 6.52%，下降速度高于我们 09 年策略报告中的速度，但随着夏季用电高峰期的到来，以及钢铁、有色等高耗能行业的企稳，下半年发电增速有望企稳。

图 19： 主要发电省份发电量



数据来源：wind, 山西证券研究所

图 20： 发电量与工业增加值比较



数据来源：wind, 山西证券研究所

虽然短期发电增速与工业增加值出现短暂的背离，但长期来看的话应趋于一致，如果看好中国经济，理应看好发电量的回升。主要发电省份山西、河北、江苏、内蒙古以及贵州等省份，发电量环比已逐渐改善，并已达到去年同期水平。

前文我们已经分析钢铁以及水泥行业的情况，高耗能行业有色金属也出现企稳现象，今年来十种有色金属产量连续四个月环比上升，且同比降



幅呈收窄趋势，观察几个主要发电省份，发电量环比也是不断改善，我们预计今年火力发电增速全年在 2% 左右，明年在 5% 左右，耗煤增量今年在 2700 万吨左右，10 年在 7000 万吨左右。

1.4 需求总计

上文我们主要分析了钢铁、水泥及电力行业的需求，三大行业 09 年增量在 9000 万吨左右，2010 年增量在 13000 万吨左右。

剔除 09 年 1—5 月的需求增量，6—12 月的需求增量在 11800 万吨左右（由于火电在上半年增速为负），我们这里还没有考虑新型煤化工以及化工行业对煤炭的需求。

表 2：09 年 6—12 月三大耗煤行业需求增量统计

	08 年 产量	09 年 增长率	10 增 长率	09 年 增量	10 年 增量	09 年 1 —5 月 累计值	08 年 1 —5 月 累计值	09 年 6 —12 月 增量	耗煤 增量
火电	27857	2.00%	5%	557	1421	10929	11921	1549	7420
生铁	47067	5%	5%	2353	2471	20987	20300	1666	2332
水泥	138838	13%	10%	18049	15689	57335	51438	12152	2042
合计									11794

数据来源：山西证券研究所（因电力行业 1—5 月份增速为负，导致 6—12 月增量有所增加）

二. 煤炭供给在管制中平稳增长

2.1 原煤产量平稳增长

1—4 月原煤产量 7.9 亿吨，累计同比增长 3.5%，其中国有重点煤矿已处于历史高位，4 月份非重点煤矿产量 10159 万吨，环比增长 27%，已接近最高水平。

图 21：全国原煤产量及同比增速

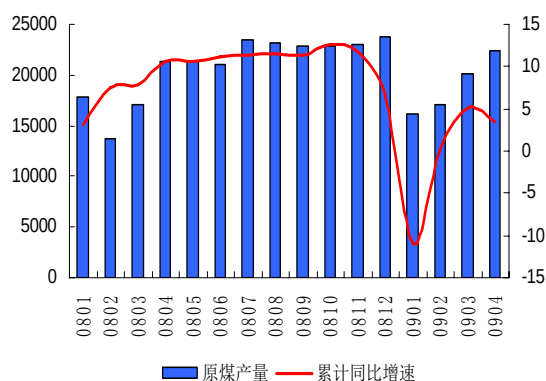
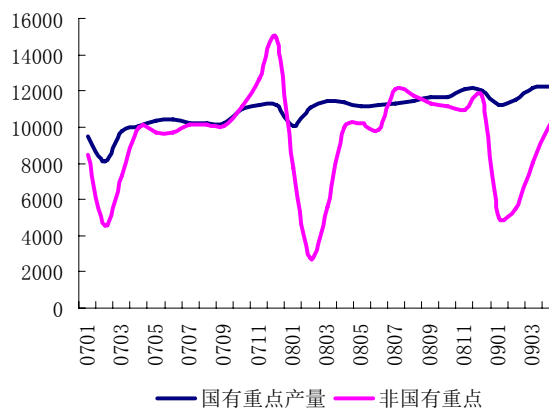


图 22：国有重点及非国有重点产量



数据来源：CCTD, 山西证券研究所

数据来源：CCTD, 山西证券研究所

2.2 主产省份增减不一

金融危机的背景下，为限产报价，以及受安全因素的影响，山西省加大了资源整合的力度，并明确了资源整合的目标，目标要求到 2010 年底，全省矿井数量控制目标由原来的 1500 座调整为 1000 座，兼并重组整合后煤矿企业规模原则上不低于 300 万吨/年，矿井生产规模原则上不低于 90 万吨/年，且全部实现以综采为主的机械化开采。

图 23：主产省份产量占比变动情况

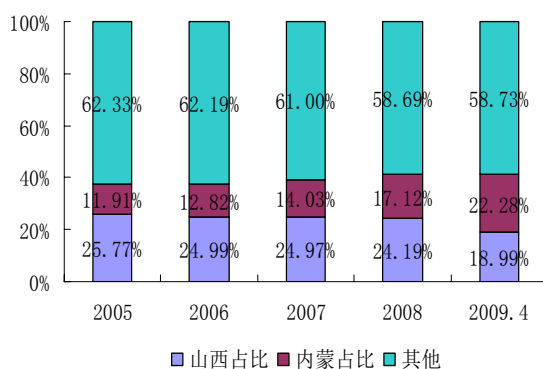
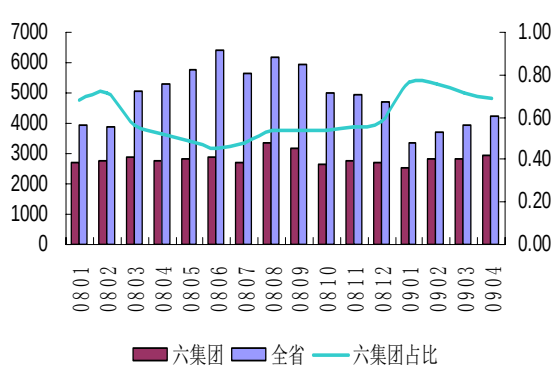


图 24：山西省六大集团产量占比情况



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

数据来源: CCTD, 山西证券研究所

受此影响, 山西省原煤产量前四月累计生产 1.5 亿吨, 累计同比下降 17.4%, 而 1—3 月累计同比下降 13%。占全国产量比例由去年同期的 23.98% 下降为今年的 19.13%。当然, 资源整合影响的是小煤矿的产量, 而国有重点煤矿产量基本不受影响, 前 4 月重点煤矿产量基本与去年持平, 同比增长 0.16%, 而非重点煤矿产量同比下降 46.11%, 而 1—3 月非重点煤矿是累计同比下降 37%。

而内蒙却是另一番景象, 前四月内蒙累计产量 1.77 亿吨, 累计同比增长 33.5%, 内蒙产量也首次超越山西, 占总产量比例由去年同期的 17.3% 上升为 22.32%, 且与山西不同的是, 内蒙重点煤矿产量只占区内总产量的 47%, 而山西占到 75%。与 08 年进行比较, 重点煤矿产量占比内蒙基本没有变化, 而山西却是大幅度提升。

接近消费地的产量也比较正常, 由于赋存条件的差异, 以及开发时间较晚, 安徽省绝大部分产量都是由国有重点煤矿贡献, 07 年国有重点煤矿占全省煤矿总量的 71%, 08 年是 74%, 09 年是 97%。由于小煤矿占比少, 且又靠近消费地, 全省产量受安全整治及金融危机影响较小, 09 年 1—4 月份生产 4287 万吨, 同比增长 14%。

图 25: 08 与 09 年主产省份产量占比变化

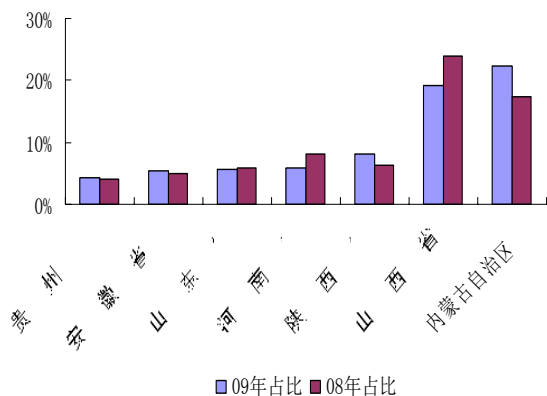
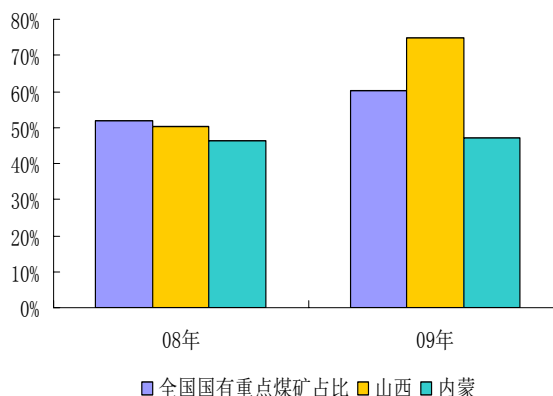


图 26: 08 与 09 年重点煤矿产量占比变化情况



数据来源: CCTD, 山西证券研究所

数据来源: CCTD, 山西证券研究所

2.3 旺季来临, 产量增幅到底有多大?

前文分析, 今年产量下滑幅度比较大的主要是山西以及河南等少数省份, 而其他省份基本比较正常, 且主要是小煤矿的产量。山西省第一季度 GDP 同比下降 8.1%, 位列倒数第一, 比较好的方面是前四月山西省财政收入同比下降了 5.3%, 而全国财政收入却同比下降了 9.9%, 在考虑到经济

增长的压力，山西省会不会迫于压力而适度放开小煤矿的生产？在安全和效益之间，我们倾向于达到一种均衡，即会适度放开一点小煤矿，但不会改变之前的力度。

表 3：山西各地区经济状况

	GDP	工业增加值	固定资产投资	财政收入
全省	-8.10%	-22.40%	20.00%	1.90%
朔州	5.00%	3.39%	43.42%	8.92%
阳泉	2.00%	-5.00%	28.60%	29.00%
晋城	2.10%	-2.70%	17.30%	35.80%
太原	-0.80%	-19.10%	-27.30%	-20.30%
晋中	-0.90%	-13.50%	11.00%	33.30%
长治	-0.90%	-20.90%	29.60%	15.50%
大同	-8.10%	-15.00%	33.30%	-13.60%
运城	-9.50%	-24.90%	32.40%	-40.90%
忻州	-9.60%	-29.71%	339.40%	-1.90%
吕梁	-16.50%	-26.60%	42.20%	26.40%
临汾	-18.50%	-38.60%	18.40%	3.45%

数据来源：山西省统计局，山西证券研究所

山西省省政府要求各地市 7 月底完成整合重组方案的审批，8 月份各整合重组主体企业全部到位，确保 2010 年底全面完成煤炭资源整合和企业兼并重组目标任务。并在“控总量、调结构、保安全、稳价格、上水平”的总体思路下，加快推进 53 座大型矿井和 206 个煤炭循环经济项目的实施，以及兼并重组煤矿的整合改造，计划总投资 1800 亿元左右。（对 30 座在建大型高效矿井和 78 项煤炭循环经济项目加大投资力度，总投资 464 亿元左右，加快建设步伐，使其早日建成投产；配合项目单位，加快完成近期规划开工的 23 座大型矿井和 128 个煤炭循环经济项目的上报与核准等前期准备工作，总投资 1240 亿元，争取实现早日开工建设。）

在控总量的背景下，我们以山西省 08 年产量的最高产量来测算，08 年 6 月份是山西省产量的峰值，当月产原煤 6408 万吨，除六大集团外生产原煤 3518 万吨，我们把此假设为地方矿每月的最大产能，按照不同情景比例来计算小煤矿的复产程度，而六大集团产量基本比较稳定，我们假设在 2900 万吨/月，悲观情景下山西省月度产量为 5363 万吨，此情景下 5—12 月小煤矿将多贡献 9376 万吨，在 4 月份静态情景下，考虑到山西新增的小煤矿产能，09 年产量 26.76 亿吨左右，基本与 08 年持平。再动态考虑其他省份的增产，08 年供给严重供过于求的局面基本不会出现。且小煤矿适度放开基本被下半年新增需求所消耗，因此不必担心小煤矿复产对

供给的影响，但要提防山西小煤矿复产程度超预期，以及其他省份产量增长超预期。

表 4：山西小煤矿复产情景假设（万吨）

	0806	0902	0903	0904	相比 0806 产能 释放比例	释放产能	合计
六大集团	2890	2821	2828	2918	—	2900	—
其他	3518	899	1124	1291	37%	—	—
乐观	—	—	—	—	50%	1759	4659
谨慎	—	—	—	—	60%	2111	5011
悲观	—	—	—	—	70%	2463	5363

数据来源：山西证券研究所

2.4 产业调整与振兴规划看未来两年增长

上半年山西省与贵州省相继公布了煤炭产业调整与振兴规划，内容方面基本都有涉及，但贵州的力度显然没有山西强，这与贵州省的开采条件相对复杂有关。

山西省的规划：08 年底山西省生产能力为 9.4 亿吨，经过整顿 2010 年生产能力控制在 9 亿吨/年，生产能力压缩 4%，可以预见这两年山西省的产量基本和 08 年相当。

贵州省的规划：08 年贵州省原煤产量 1.18 亿吨，规划中 2010 年煤炭产量要达到 1.5 亿吨，复合增长率达到 13%，年均增加产量 1600 万吨。

神华集团最近也提出了“科学发展，再造神华，五年实现经济总量翻番”的战略目标，2008 年集团生产原煤 2.82 亿吨，完成商品煤销售 3.2 亿吨，计划到 2013 年原煤产量达到 5.3 亿吨，增长来源是：神东矿区 09 年产量在 1.4-1.5 亿吨，2010 年突破 2 亿吨，准格尔矿区从现在 4000 万吨的产能技改到 6000 万吨，另外新界、榆神、宁蒙都要达到 1 亿吨的产能，再加上新疆宝日希勒的产量，年均增加产量 5000 万吨。

表 5：山西与贵州煤炭调整振兴规划

	山西	贵州
生产能力	2010 年 9 亿吨/年，2015 年生产能力 9.6 亿吨/年。	2009 至 2012 年，全省煤炭产能年均增长 1500 万吨左右，到 2010 年煤炭产能 1.8 亿吨，产量 1.5 亿吨；到 2015 年煤炭产能 2.5 亿吨，产量 2 亿吨。

小矿整合	到 2010 年, 全省矿井数量减少到 1000 处, 矿井单井生产规模达到 90 万吨/年以上。到 2015 年, 煤炭矿井数量控制在 800 处左右, 单井生产规模达到 120 万吨/年以上。	到 2010 年, 保留及整合、技改煤矿 1078 对, 预计生产规模达到 9600 万吨/年。
集中度	到 2011 年, 形成三个亿吨级和四个 5000 万吨级的大型煤炭企业集团, 大集团煤炭产量占到全省的 75%以上。到 2015 年, 大集团煤炭产量达到全省的 80%以上。	到 2012 年, 全省规模以上(30 万吨/年及以上)煤矿数量占到 30%以上, 产量占到 60%以上。
技术水平	到 2011 年, 所有煤矿实现采掘机械化, 综合采煤机械化程度达到 75%, 综合掘进机械化程度达到 60%。到 2015 年, 综合采煤机械化程度达到 85%, 综合掘进机械化程度达到 75%以上。	到 2012 年新建大型煤矿采掘机械化程度达 95%以上, 生产效率达到人均年产 1500 吨以上; 新建中、小型矿井采掘机械化程度达到 30 %以上, 人均年产 1000 吨以上; 现有生产矿井生产效率达到人均年产 600 吨。
资源利用	到 2011 年, 煤炭矿井资源回收率达到 50%; 原煤洗选加工率达到 70%, 煤层气(瓦斯)抽采量达到 70 亿立方米, 利用率达到 50%。到 2015 年, 煤炭矿井资源回收率达到 55%, 原煤洗选加工率达到 80%, 煤层气(瓦斯)抽采量达到 100 亿立方米, 利用率达到 70%。	力争 2012 年全省大、中型煤矿的资源回收率达到 70%以上; 小型煤矿的资源回收率达到 60%以上。
安全水平	到 2011 年, 煤矿百万吨死亡率下降到 0.3 人以下。到 2015 年, 煤矿百万吨死亡率下降到 0.1 人以下。	重特大事故得到有效控制, 原煤生产百万吨死亡率逐年下降, 到 2010 年降至 3 人左右。

数据来源: 各省政府, 山西证券研究所

煤炭行业固定资产投资增速有所下滑, 假设投资的 60%用于产能释放, 吨煤建矿成本在 500 元/吨, 09 年产量增速在 5%左右, 09 年产量 28.5 亿吨, 2010 年产量将在 30 亿吨左右。

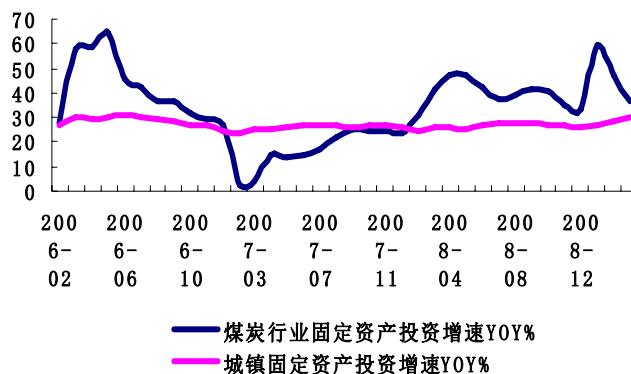
表 6: 新增产能统计

	投资 (亿元)	新增产能	淘汰小煤 矿	新增产量	统计局统 计新增产能	增速
2005	1143				18376	
2006	1479				22648	
2007	1805				26983	
2008	2410	13716	4000	9716		3.85%
2009E		17748	4000	13748		5.06%

2010E 21660 4000 17660 6%

数据来源：统计局，山西证券研究所

图 27：固定资产投资增速

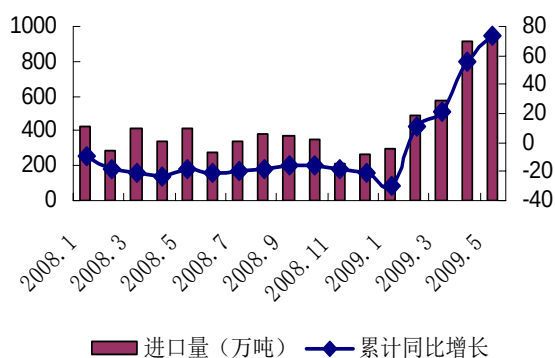


数据来源：统计局，山西证券研究所

2.5 进口市场异常火爆，但不可持续

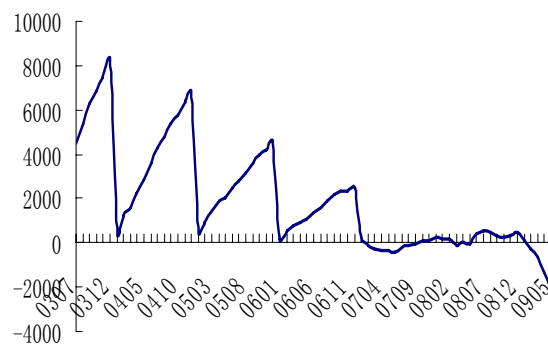
今年的进口市场异常火爆，超出我们 09 年策略报告中的预期，但我们一直认为进口对国内市场影响有限。

图 28：进口及同比增速



数据来源：海关总署，山西证券研究所

图 29：净出口变化趋势



数据来源：海关总署，山西证券研究所

5 月我国煤炭进口量创新高，达 943 万吨，相比去年 5 月进口量，增长近 1 倍，1-5 月，我国煤炭进口总量达 3220 万吨，同比增长 73%，今年成为净进口国将成为现实。随着中国进口的增加，以及石油价格的上涨，国际煤价也出现了回升，现已回到 70 美元/吨，国内外煤炭差价在进一步缩小，未来几个月的进口量将逐步缩小，最终将维持在每个月 400 万吨左右的水平之上，今年的净进口量在 3500 万吨左右是大概率事件。

2.6 政策及事件推动

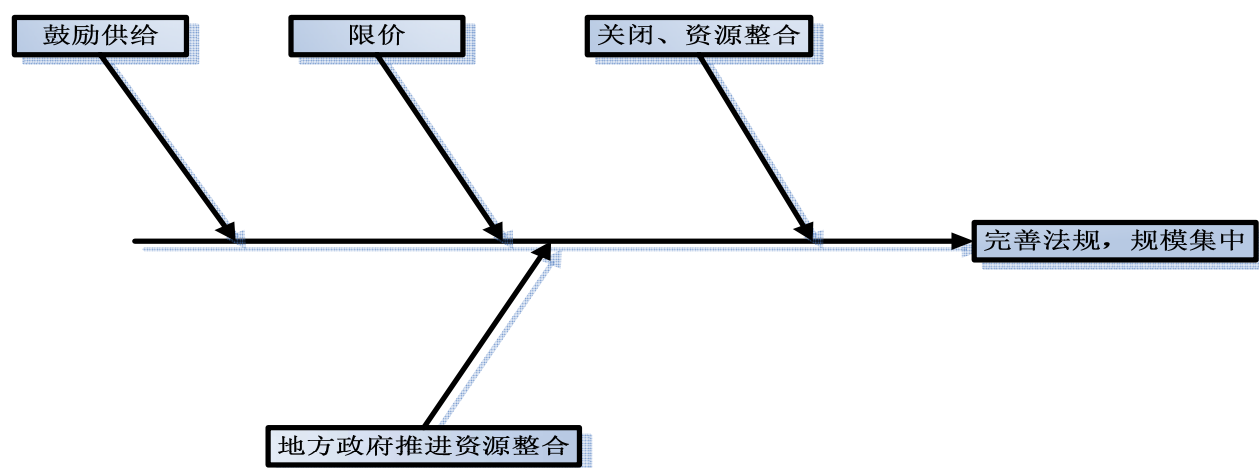
今年的安全事故频发，也导致了政府部门关于安全整治的文件高产的一年，这些政策的实施必然会导致煤炭供给的波动，下半年我们又要迎来祖国六十周年的庆典，安全政策及措施必将深入贯彻下去。我们上文探讨的小煤矿产能释放可能还会受到抑制。

表 7：09 年相关安全政策

时间	内容	部门
2009.2.10	2009 年煤炭安全工作要点	安监局
2009.3.3	关于加强煤矿班组安全生产建设的指导一件	总工会
2009.3.10	组织开展重点矿区煤层气抽采利用规模化建设工作的通知	能源局
2009.3.25	山东煤矿安全监察局安全闭合工作机制	山东安监局
2009.4.1	生产安全事故应急预案管理办法	安监局
2009.4.3	安全生产治理行动实施方案的通知	国务院
2009.4.7	安徽煤矿安全监察局行政执法监督办法	安徽安监局
2009.4.8	关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知	安监局
2009.4.23	关于进一步加强煤矿班组长安全培训工作的通知	安监局
2009.4.23	关于切实加强对地方政府煤矿安全监管工作监督检查的意见	安监局
2009.5.14	关于深入持久开展煤矿安全质量标准化工作的指导意见	安监局
2009.5.26	关于调查中央企业煤矿安全生产情况的通知	安监局
2009.6.16	关于开展国有重点煤矿安全生产执法检查的通知	安监局

数据来源：各部门网站，山西证券研究所

图 30：政策导向图



资料来源：山西证券研究所

2.7 供需维持脆弱均衡

经过前文的分析，我们汇总了供需数据，未来两年如果小煤矿得到一定程度的抑制，供需将维持一个弱均衡。

表 8：供需平衡表

	2007	2008	2009E	2010E
产量（亿吨）	25.23	27.16	28.52	30.23
	8.24%	7.65%	5%	6%
消费（亿吨）	25.86	27.40	28.54	30.12
	9%	5.96%	4.16%	5.95%
进口	5102	4040	6000	5500
出口	5317	4544	2500	3000
净出口	215	504	-3500	-2500

数据来源：山西证券研究所

2.8 内蒙增产对焦煤及无烟煤几无影响

比较稀缺的炼焦烟煤，尤其以焦煤、肥煤及 1/3 焦煤更为稀缺，山西省炼焦烟煤占全国比例为 23.9%，但稀缺的焦煤以及肥煤占全国的比重却达到了 42.88%以及 34.58%。其中国有重点煤矿的产量焦煤只占山西焦煤产量的 36%，肥煤占 50%；贵州国有重点焦煤只占全省的 25%。更为稀缺的焦煤资源大量的都集中在小煤矿手里，因此小煤矿整顿对焦煤的影响更大，如果我们分析的钢铁行业正如我们预期的那样，逐渐企稳并回升，拥有焦煤资源的上市公司将从中收益。

表 9：主要产煤省份炼焦烟煤产量及占比（万吨）

	炼焦烟煤	其中			各省份各煤种占比			
		焦煤	肥煤	1/3 焦煤	炼焦烟煤	焦煤	肥煤	1/3 焦煤
全国	97967	22156	9419	13578				
山西	23419	9500	3257	508	23.90%	42.88%	34.58%	3.74%
山东	12714	74	574	1633	12.98%	0.33%	6.09%	12.03%
安徽	8625	604	538	1025	8.80%	2.73%	5.71%	7.55%
河南	6789	1673	609	2472	6.93%	7.55%	6.47%	18.21%
贵州	4677	2234	1100	46	4.77%	10.08%	11.68%	0.34%
云南	3567	1451	98	262	3.64%	6.55%	1.04%	1.93%

数据来源：煤炭工业统计年鉴，山西证券研究所

表 10：主要产煤省份国有重点煤矿炼焦烟煤产量及占比

	炼焦烟煤	其中	国有重点占比
--	------	----	--------

		焦煤	肥煤	1/3 焦煤	炼焦烟煤	焦煤	肥煤	1/3 焦煤
全国	59776	9195	6553	10707				
山西	10580	3436	1627	434	45.2%	36.2%	50.0%	85.4%
山东	8976		278	1392	70.6%	0.0%	48.4%	85.2%
安徽	6668	561	500	1019	77.3%	92.9%	92.9%	99.4%
河南	4899	1011	609	2057	72.2%	60.4%	100.0%	83.2%
贵州	1973	559	914	46	42.2%	25.0%	83.1%	100.0%
云南	166	99	67		4.7%	6.8%	68.4%	0.0%

数据来源：煤炭工业统计年鉴，山西证券研究所

作为化工用的无烟煤也大量的集中在山西，山西省无烟煤产量占全国比例为 30.4%，河南为 19%，其中重点煤矿产量山西占 46%，河南重点煤矿只占 28%，同样小煤矿也有较大的影响力，但相比焦煤稍弱。

小煤矿的供给对焦煤以及无烟煤都有一定的影响力，且重点资源都分布在山西省，而今年增产比较大的省份内蒙古这两种资源都比较稀缺，也就是说内蒙古的增产对焦煤以及无烟煤市场影响有限，但对动力煤市场影响较大。

表 11：无烟煤及国有重点煤矿产量及占比

	无烟煤	各省份占比	重点煤矿产量	重点煤矿占比
全国	43923.23		12175.26	27.7%
山西	13330.78	30.4%	6111.99	45.8%
福建	2060.43	4.7%		0.0%
湖南	2969.86	6.8%	322.46	10.9%
河南	8365.8	19.0%	2360.13	28.2%
贵州	4865.72	11.1%	225.72	4.6%
云南	2269.21	5.2%		0.0%
四川	2486.18	5.7%	186.44	7.5%

数据来源：煤炭工业统计年鉴，山西证券研究所

三. 煤炭价格探讨

3.1 煤价与通货膨胀

为了促进经济的增长当前全世界都采取了宽松的货币政策，如果经济好转，而政府当局又不能迅速大幅收缩流动性，未来出现通货膨胀只是时间为题。我们研究了从 1989 年以来国内 CPI 指数与燃料价格指数的相关

性，虽然长期趋势是趋于一致，但短期也会出现背离情况，且CPI还有一定的滞后期。

美元指数与大宗商品价格呈负相关，美元贬值往往会推高大宗商品的价格，最近美元贬值直接带动了石油价格的上涨，石油价格已经稳定在70美元/桶之上，石油价格的上涨也带动了国际煤价的上涨，国际煤价也站上了70美元/吨之上，长期来看，同等热值的能源比值会维持在相对稳定的水平，如果石油价格上涨必将带动国际煤炭价格的上涨，但国内煤炭价格主要受国内的供需影响，虽然长期会和国际煤炭价格趋于一致，但短期往往会滞后于国际煤炭价格。

图 31: CPI及燃料指数走势图

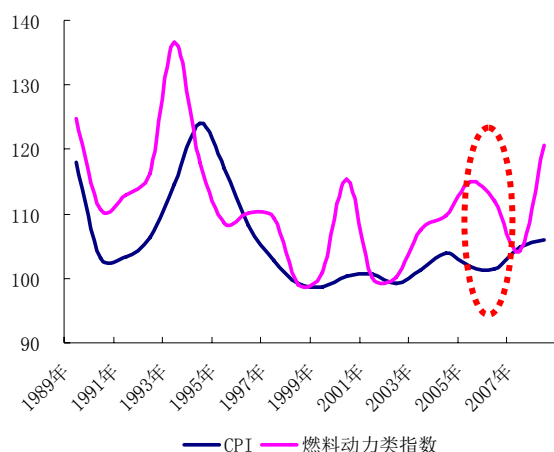
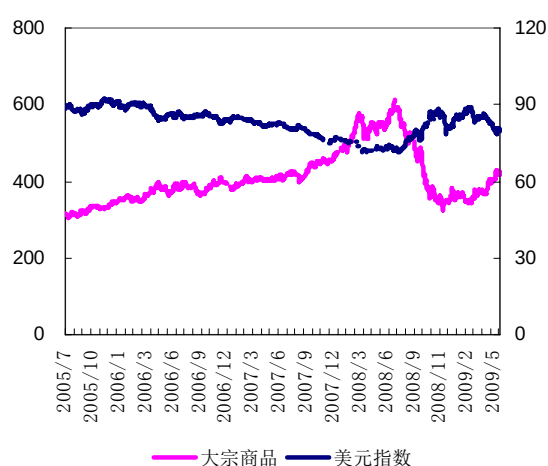


图 32: 美元指数与大宗商品走势



数据来源：统计局，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

图 33: 石油价格和煤炭指数走势

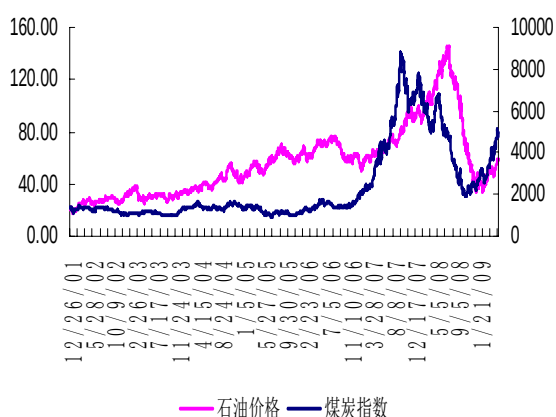
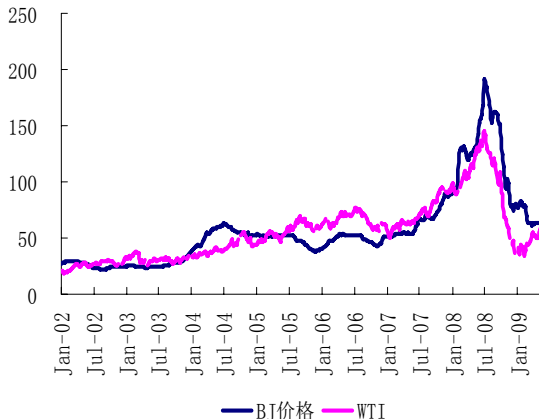


图 34: BJ价格与WTI走势比较



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

石油价格的上涨虽然不能直接引起国内煤价的上涨，但往往会提高煤炭股的估值水平，从而带动煤炭股的上涨，我们考察从01—09年煤炭股

和石油价格的走势图发现石油价格与煤炭股的相关性并不是特别强，但也会影响煤炭股的走势。

3.2 下半年煤价走势判断

我们在09年的投资策略报告中分析了大同秦皇岛煤炭价格的最低点，即大同优混在580美元/吨左右，炼焦精煤最低价格在770元/吨左右，实际情况是大同优混最低到590元/吨之后迅速反弹，最高到640元，然后又回调到593元/吨筑底，连续七个星期价格没有变化，之后煤炭价格在610元/吨左右波动；而由于钢铁市场表现略好于我们去年年底的预期，焦煤价格并没有回调到我们设定的最低值，这一方面是资源的稀缺，另一方面是山西小煤窑的关闭停产，再者是钢铁产量表现好于预期。

近日中日、中韩煤炭出口价格谈判落地，78.5美元的定价较去年定价下挫超40%，但还是略高于日澳签订的70美元/吨价格，溢价12%，从历史上看此溢价仅次于07年签订的价格。

近日中国煤炭工业协会公布的统计数据显示，截至5月底，五大电力集团所属电厂已经签订合同煤14055.5万吨，至此，煤炭供需双方按照国家发改委今年初下达的跨省区煤炭衔接框架方案，已经签订合同总量的94%。且最近公布的合同价来看（神华、贵州、山东、河南），合同价都有不同程度的上涨，最低涨幅4%，神华涨幅最大。

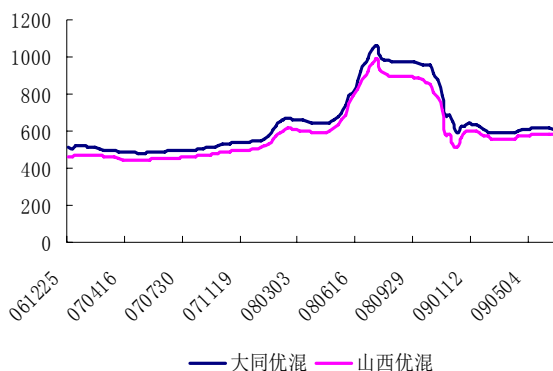
随着淡季的过去，煤价也许是度过了一个最艰难的时刻，7、8月份又迎来了传统的消费旺季，通过上面的供需分析我们认为下半年的煤价以稳定的概率较大，目前的煤炭价格既不具备大幅上涨的条件，也不具备大幅下跌的基础。

动力煤：大同优混平仓价将在620元/吨左右波动。

炼焦煤及无烟煤：通过我们上面对焦煤及无烟煤的供给分析，焦煤及无烟煤的价格稳定的基础更大，下跌的概率很小，平稳及向上的概率较大，但也都不具备大幅上涨的条件，波动幅度在50元/吨左右。

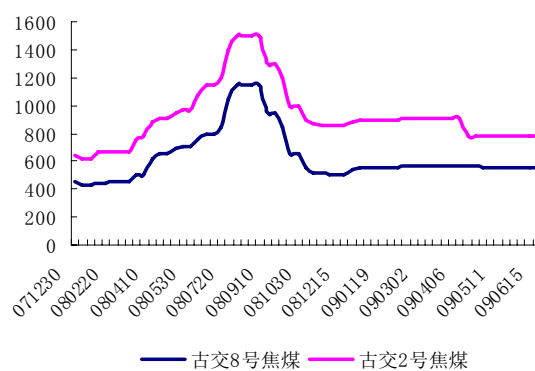
国际煤价：国际煤价跟随石油价格更紧一点，下半年均价能维持在 70 美元/吨左右。

图 35：秦皇岛煤炭价格



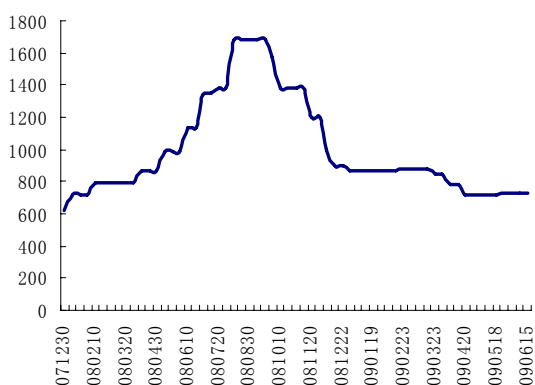
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 36：焦煤价格走势



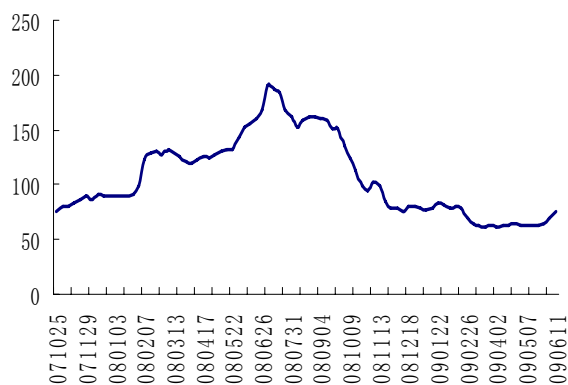
数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 37：阳泉无烟煤价格走势



数据来源：CCTD，山西证券研究所

图 38：澳大利亚BJ价格走势



数据来源：CCTD，山西证券研究所

四．资源整合逐步深化

我们在之前的报告中一直强调资源整合的投资机会，盘江股份、金牛能源、恒源煤电都将或即将完成资产注入，而现在山西正在进行资源整合以及整体上市，未来山西将是整合的焦点之地。

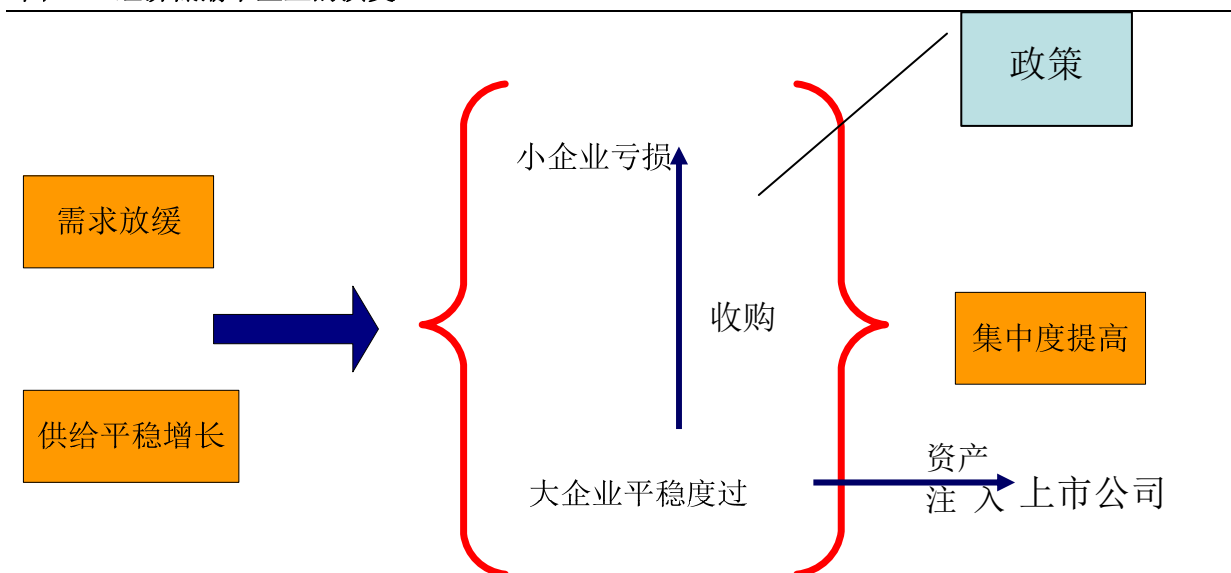
山西省明确了资源整合的目标：

到 2010 年底,全省矿井数量控制目标由原来的 1500 座调整为 1000 座,兼并重组整合后煤矿企业规模原则上不低于 300 万吨/年,矿井生规模原则上不低于 90 万吨/年,且全部实现以综采为主的机械化开采。

山西省明确了整体上市的目标：

要力争在 2010 年内实现晋煤的蓝焰股份上市。力争 2012 年前,有 1 到 2 家煤业集团整体上市,2015 年前五大煤业集团基本完成整体上市。要通过五大煤业集团的整体上市,提升中国股市的“山西板块”,形成中国股市的“煤焦板块”,争得国际煤炭市场的话语权。

图 39: 经济低潮中企业的演变

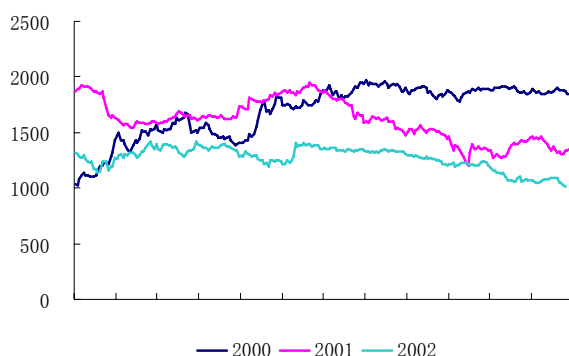


数据来源: 山西证券研究所

五. 行业估值水平较为合理

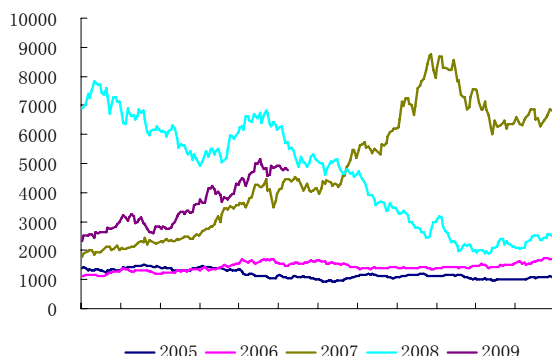
我们研究了 2000—2009 年之间各年份煤炭股走势，我们发现上半年上涨的概率较大，而下半年下跌和横盘的概率较大，当然每年的股票走势是与当年的宏观经济和行业发展状况是密不可分的，每一年就是一个独立个体，而不可复制。

图 40：2000—2002 煤炭行业走势



数据来源：wind，山西证券研究所

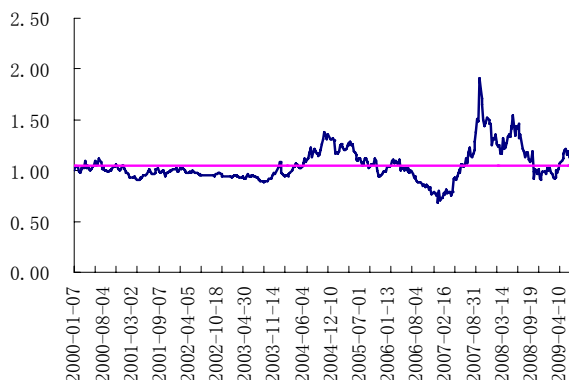
图 41：2005—2009 年煤炭行业走势



数据来源：wind，山西证券研究所

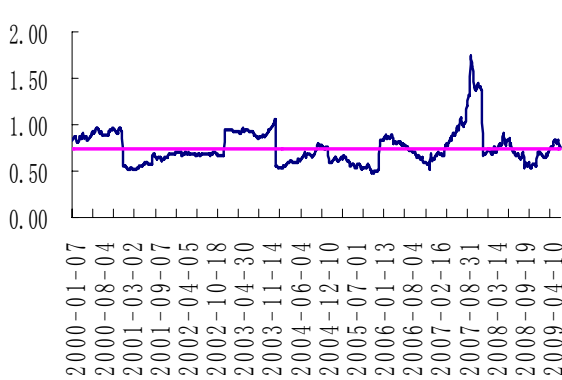
我们也研究了 2000—2009 年之间各年份煤炭股的估值水平，我们发现煤炭股平均估值水平相对大盘是有 25% 的折价，除了 07 年相对大盘有明显的溢价之外，其他年份要么是折价要么是和大盘相当；而市净率相对大盘是有 5% 的溢价，目前煤炭股估值水平基本和大盘相当，处于合理水平。

图 42：市净率相对A股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

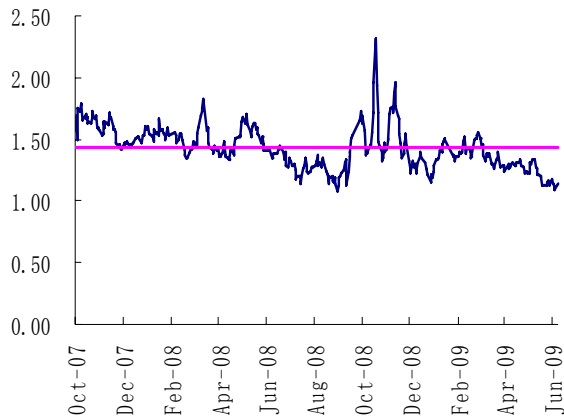
图 43：市盈率相对A股估值比较



数据来源：wind，山西证券研究所

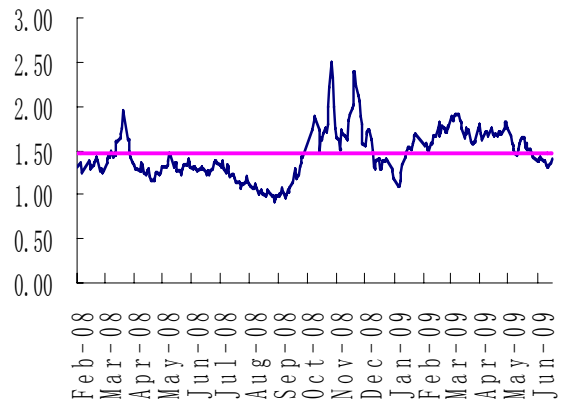
我们也研究了中国神华、中煤能源及兖州煤业的 AH 股溢价情况，中国神华相对港股平均是有 40% 的溢价，目前处于平均水平之下；而中煤能源目前的溢价基本和历史平均水平相当；兖州煤业也基本相当。从历史平均溢价水平来看，中国神华还有一定估值提升空间。

图 44:神华AH溢价比较



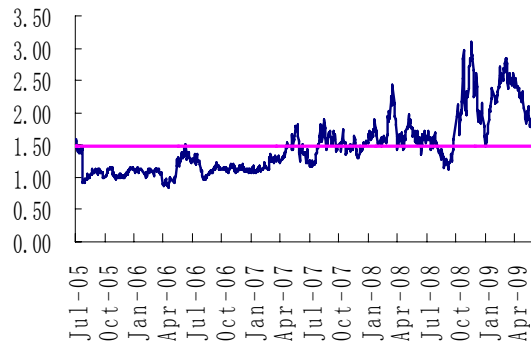
数据来源：wind，山西证券研究所

图 45: 中煤能源AH溢价比较



数据来源：wind，山西证券研究所

图 46: 兖州煤业AH溢价比较



数据来源：wind，山西证券研究所

表 12: 年初以来各行业各月份涨幅比较

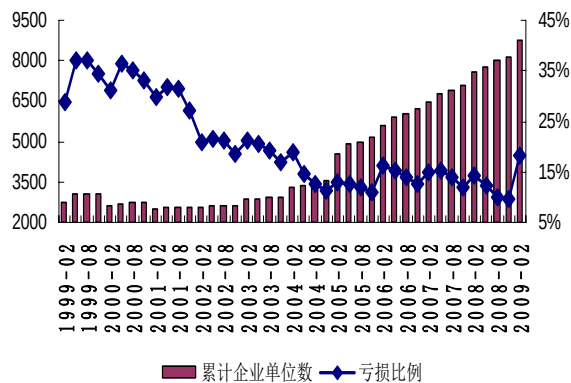
代码	申万一级行业	1 月涨幅	2 月涨幅	3 月涨幅	4 月涨幅	5 月涨幅	6 月涨幅
801120	食品饮料	1.63	10.36	7.29	6.08	2.36	12.47
801160	公用事业	6.87	5.44	13.02	0.40	3.36	0.59
801150	医药生物	8.28	4.81	11.80	7.33	(1.43)	6.89
801010	农林牧渔	12.74	9.18	11.48	(3.38)	2.51	2.48
801040	黑色金属	15.99	0.16	12.85	(0.20)	6.90	6.58
801060	建筑建材	10.33	5.54	14.04	6.59	(0.68)	2.91

801220	信息服务	7.11	4.68	16.90	11.52	0.44	0.28
801200	商业贸易	3.52	8.59	15.98	12.32	2.33	6.00
801170	交通运输	13.12	4.49	21.13	2.83	1.61	3.46
801190	金融服务	16.23	3.51	17.62	1.12	7.45	16.29
000300	沪深 300	11.83	5.30	17.16	4.59	5.22	7.48
801100	信息设备	11.65	2.78	22.01	10.98	0.80	2.18
801030	化工	14.85	4.07	17.68	5.14	4.48	0.37
801140	轻工制造	13.08	4.67	22.85	4.92	3.03	2.69
801110	家用电器	2.10	15.91	15.68	16.19	1.72	(1.78)
801070	机械设备	16.79	5.90	19.86	5.26	7.58	(2.50)
801130	纺织服装	16.37	5.18	23.57	5.09	4.63	6.20
801080	电子元器件	15.66	8.17	24.95	5.32	6.17	0.71
801210	餐饮旅游	13.02	7.67	23.90	4.64	11.33	0.43
801180	房地产	14.40	8.84	27.31	7.06	9.14	8.13
801230	综合	16.98	10.07	26.66	7.06	7.23	3.03
801090	交运设备	19.66	11.60	20.41	10.93	7.67	(0.96)
801020	采掘	20.34	(2.75)	22.75	15.39	16.36	1.30
801050	有色金属	20.65	20.13	31.09	(1.53)	10.30	5.70
801021	煤炭开采 II	25.17	(4.80)	26.67	19.32	15.92	0.92

数据来源: wind, 山西证券研究所

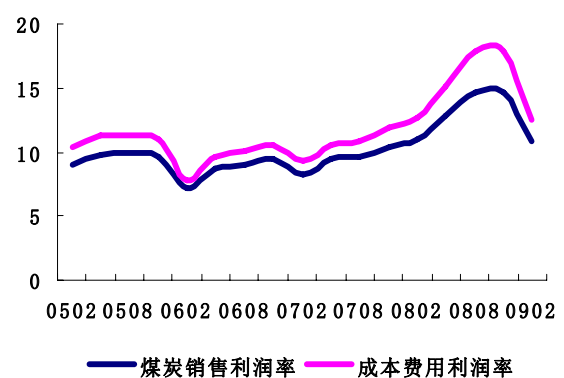
六. 投资策略

图 47: 煤炭企业累计亏损比例



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 48: 煤炭行业销售利润率及成本费用利润率



数据来源: wind, 山西证券研究所

虽然煤炭行业亏损比例在今年有短暂的提高,但跟历史数据比较,一般在年初的时候亏损比例都有一定程度上升,现在的亏损比例跟以前相比只是小幅提高,但远远好于亚洲金融危机时候的数据,我们认为煤炭行业

最艰难的时候已经过去，但整个行业业绩大幅增长还须时日，煤炭行业的销售利润率以及成本费用利润率已基本回到历史平均水平。

二季度秦皇岛煤炭均价扣除增值税的影响，同比将下降 21% 左右，但环比是略微增长，二季度产量相比一季度略微增长，所以二季度业绩还是比较可以的，全年各季度业绩应该是环比向上，但整体变化幅度不大。

图 49：收入及成本增长率

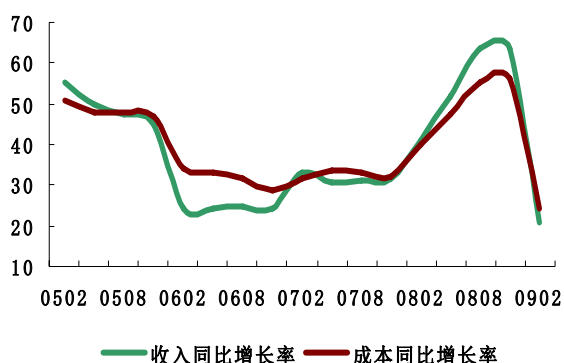
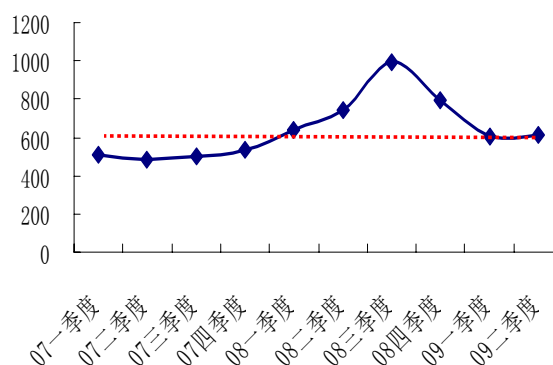


图 50：秦皇岛港各季度均价



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

煤炭行业经过上半年的大涨，整体估值水平已和大盘相当，煤炭价格目前相对比较平稳，我们也认为下半年煤价相对比较平稳，短期整个行业的催化剂来自大家对美元贬值以及通货膨胀的预期，我们更看好四季度的投资机会，到时宏观经济更明朗，山西小煤矿整合我们更能看的清晰。

具体到个股，我们看好一是看好产量增速较快以及估值相对较低估的企业如中国神华、国投新集、潞安环能以及兰花科创等企业；二是因钢铁行业受益于房地产复苏以及投资拉动，而从收益的炼焦煤子行业，如西山煤电、金牛能源；三是有整合以及资产注入的企业，尤其关注山西省内的上市公司，这条投资主线值得长期关注。

表 13：重点上市公司盈利预测

	2009/6/22	08EPS	09EPS	10EPS	08P/E	09P/E	10P/E	投资评级
中国神华	28.12	1.34	1.44	1.71	21.0	19.5	16.4	增持
中煤能源	11.84	0.51	0.55	0.62	23.2	21.5	19.1	中性
西山煤电	26.99	1.32	1.05	1.3	20.4	25.7	20.8	增持
兖州煤业	15.14	1.20	0.76	0.82	12.6	19.9	18.5	中性

大同煤业	34.88	2.40	2.1	2.2	14.5	16.6	15.9	中性
潞安环能	36.44	2.48	2.11	2.26	14.7	17.3	16.1	增持
国阳新能	24.78	1.51	1.28	1.46	16.4	19.4	17.0	中性
兰花科创	34.87	2.45	2.02	2.13	14.2	17.3	16.4	增持
金牛能源	34.53	2.49	1.64	1.89	13.87	21.05	18.27	增持
神火股份	18.78	2.30	1.10	1.34	8.17	17.07	14.01	中性
盘江股份	25.58	1.08	1.24	1.34	23.69	20.63	19.09	增持

数据来源：山西证券研究所

重点上市公司

中国神华（601088）：成长、做强

- 公司商品煤 80% 是合同煤，09 年合同煤含税价格 540 元/吨，含税价格上涨 18%。
- 神华集团确立了 5 年实现经济总量翻番的目标，2013 年集团产量达到 5.3 亿吨，作为集团唯一的上市公司，中国神华的可持续性得到加强，未来市场占有率将进一步提高。
- 煤电路港一体经营模式，抗风险能力较强。
- 公司现金流较为充裕，可择机收购集团资产以及整合地方煤炭资源。

七. 风险因素：

- 主产省份小煤矿复产超预期，从而导致煤炭价格下跌的预期。
- 资源税的征收，以及安全科目调整付诸实施从而影响上市公司业绩下调，导致整体估值水平上升。
- 下游需求恢复低于预期。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5%~15%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。