



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 6 月 23 日

煤炭行业

研究部

韩永 CFA

分析员

hanyong@cicc.com.cn

煤炭行业：休整之后再出发

2009 年下半年投资策略

投资提示：

短期内，煤炭价格将呈现窄幅波动，煤炭股需要消化上半年过高的涨幅。中期内，数量放松型货币政策预计还会持续，推高石油等大宗商品价格；煤炭产业政策有利于行业的平稳发展；房地产销售和投资的复苏，对未来煤炭需求形成带动。这些会在下半年对煤炭板块形成支撑。

理由：

08 年底以来煤炭板块大幅上涨，在近期需要一定休整。驱动煤炭股价上涨的三个主要因素为：先是煤炭股超跌反弹；然后是煤炭价格超预期、淡季不淡；3 月底以来则是中国、美国等主要国家宽松的货币政策导致对再通胀预期上升。由于煤炭需求仍然没有实质性恢复，可能出现旺季不旺；煤炭市场处于供过于求的状态，煤价大幅上涨的概率不大。目前煤炭股价已经跑在了煤价的前面，需要等待基本面的改善。

但是，再通胀预期并没有发生根本逆转，下半年还会对煤炭股形成支撑和推动。美国政府的数量放松型的货币政策难以真正扭转，这将推动美元贬值、油价等大宗商品价格上升。从历史上来看，煤价和油价的长期走势基本一致；美国煤炭公司股价和油价高度相关，煤炭 H 股和 A 股的股价与国际油价的关联度也变得越来越高。

煤炭产业政策有利于行业的平稳发展。3 月份，国土资源部继续暂停探矿权设立，从源头控制煤炭产能增长；4 月初，山西加快推进煤炭行业的兼并重组和资源整合，提高行业集中度；4 月底，国家发改委推行 1 年半的小煤矿瓦斯专项治理；另外，中央政府在今年电煤合同价格谈判中采取了中立的态度，这也有利于煤炭行业。

房地产行业有复苏迹象，可能带动煤炭需求。09 年 1-5 月，全国商品房销售面积 24644 万平方米，同比增长 25.5%；房地产开发投资 10165 亿元，同比增长 6.8%，增幅比 1-4 月提高 1.9 个百分点。房地产行业对于煤炭行业有很大的影响，如果未来房地产销售和持续回升，将会拉动煤炭需求。

估值和投资建议：

一是重点关注中国神华和中煤能源。他们的 80% 产品为合同销售，09 年下水煤合同价上调了 17%，业绩增长确定；

二是炼焦煤公司，如西山煤电、福山能源等。其中，西山煤电内生性增长明确，1500 万吨斜沟煤矿将于 2010 年正式投产；福山能源则位于焦煤资源最好的山西柳林地区，除了现有 630 万吨产能的煤矿外，还有 400 万吨的在建煤矿。

三是有内生性增长或者资产注入的公司。如国阳新能、大同煤业，以及盘江股份、开滦股份等，可能有资产注入。神火股份则有明显内生性增长，2009~2010 年煤炭产量有 25%~30% 的增长，电解铝业务开始扭亏为盈。

另外，继续看好煤炭装备公司天地科技，主要是由于煤炭行业固定资产投资保持了高增长，而公司在行业内具有很强的竞争力，并且中国煤炭科工集团为公司提供了更广阔的发展空间。

风险：

资源税。如果未来从价资源税过高（如 5% 以上），将会对煤炭行业形成冲击。

会计政策变更。财政部关于安全费的会计处理可能变更，从而导致煤炭企业的会计利润下降。

目录

09 年以来煤炭股上涨的驱动因素分析	3
首先是超跌反弹	3
然后是煤炭价格超预期，淡季不淡	3
3 月底以来再通胀预期上升	4
近期，煤炭板块需要一定休整	5
需求依旧疲软，库存上升	5
煤炭供过于求限制了煤价上升空间	6
中期，再通胀预期等仍会支撑煤炭板块表现	8
煤炭价格将保持相对平稳	8
支撑煤炭股价的因素是否还可以持续？	9
国家产业政策比较有利于煤炭行业的平稳发展	9
煤炭股价与油价的联动性在增强	10
煤制油等煤化工业务的发展，使得煤价与油价的联动性增强	11
房地产市场有复苏迹象，可能带动煤炭需求	12
投资分析	14
一是看好中国神华等业绩明确的公司	15
二是看好焦煤公司	15
三是可以关注有明确的规模增长或者资产注入的公司	15
另外，看好煤炭装备公司天地科技	16
风险分析	17
资源税改革	17
安全费的会计处理变化	17

图表目录

图表 1：煤炭指数与大盘指数对比	3
图表 2：秦皇岛煤炭库存	3
图表 3：秦皇岛煤炭价格	4
图表 4：美元指数、原油价格走势	4
图表 5：直供电厂耗煤量变化	5
图表 6：直供电厂煤炭库存变化	5
图表 7：沿海煤炭运价指数变化	6
图表 8：煤炭行业固定资产投资	6
图表 9：煤炭供求关系预测	7
图表 10：山西、内蒙古、陕西在全国的煤炭产量、贸易量占比	9
图表 11：煤炭公司的现金持有情况	9
图表 12：国际油价和香港市场煤炭股价的走势对比	10
图表 13：国际油价和国内煤炭 A 股股价的走势对比	10
图表 14：国际油价和美国煤炭股价的走势对比	11
图表 15：国际油价和煤价的年度价格走势	11
图表 16：主要煤化工产品规划目标	12
图表 17：房地产对煤炭行业影响很大	12
图表 18：房地产市场有复苏迹象	13
图表 19：煤炭公司估值与历史比较	14
图表 20：煤炭公司估值与大盘对比	14
图表 21：焦煤的资源分布	15
图表 22：煤炭公司与集团公司资产对比	16
图表 23：资源税率敏感性分析	17
图表 24：安全费会计处理变化对煤炭 A 股公司会计利润的影响	17
图表 25：可比公司估值	18

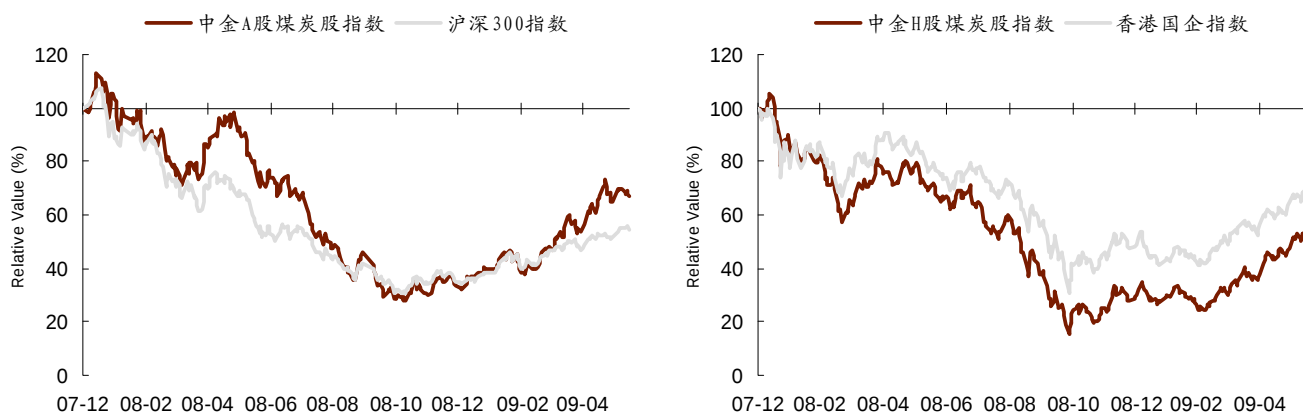
09 年以来煤炭股上涨的驱动因素分析

2008 年底以来，煤炭板块持续超越大盘指数。而驱动煤炭板块上涨的主要因素，从前之后大致有三个：煤炭股超跌反弹；煤炭价格淡季不淡；市场对再通胀预期上升。

首先是超跌反弹

煤炭板块上涨的第一波驱动力，主要是由于超跌反弹。08 年下半年，煤炭股价出现大幅下跌。如 2008 年 5 月 22 日～11 月 6 日，煤炭 A 股指数下跌了 71.6%，而沪深 300 指数下跌了 55.5%。同期，煤炭 H 股指数下跌了 71.5%，而恒生国企指数下跌了 52.2%。

图表 1：煤炭指数与大盘指数对比

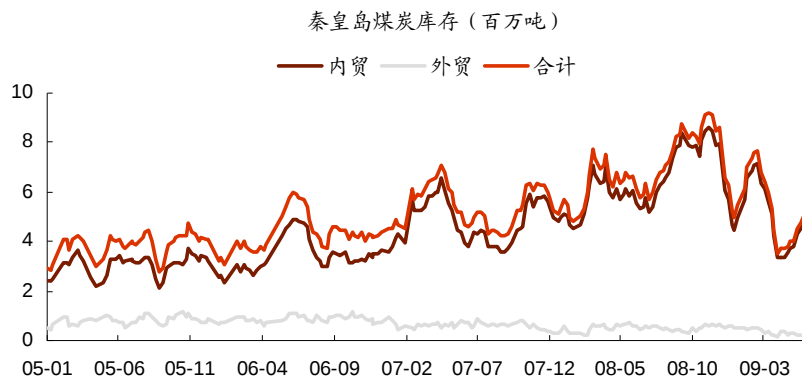


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

然后是煤炭价格超预期，淡季不淡

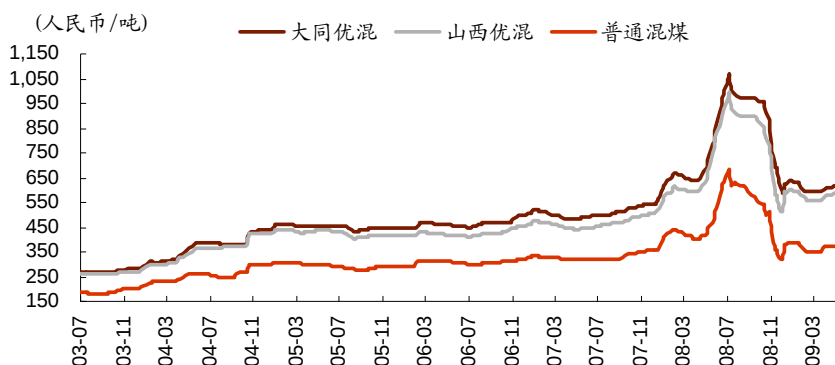
进入 2 月以后，煤炭价格超出预期。在山西屯兰矿事故之后，政府对小煤矿进行大面积的关停整顿。09 年 1～5 月份山西煤炭产量 20366 万吨，同比下降 18.6%。这导致煤炭供给受到限制，出现了淡季不淡的现象。

图表 2：秦皇岛煤炭库存



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 3：秦皇岛煤炭价格

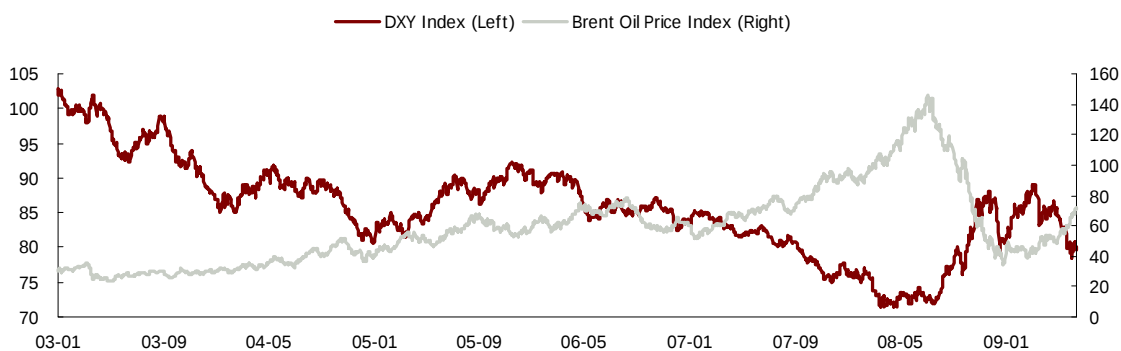


资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

3 月底以来再通胀预期上升

3 月 18 日，美联储公布计划在未来 6 个月内购买 3000 亿美元国债；同时，中国的信贷也快速增长，这使得市场对于未来再通胀的预期显著上升。2009 年 3 月 5 日至 5 月 21 日，美元指数下跌了 9.22%；同时，原油价格则上升了 29.1%。煤炭作为资源型行业，具有抵御通货膨胀的能力。因此再通胀预期的上升成为推动煤炭板块上涨的第三个因素。

图表 4：美元指数、原油价格走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

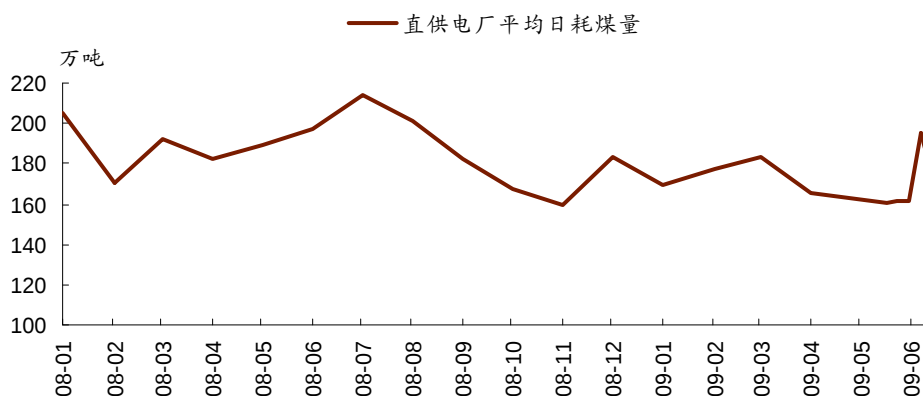
近期，煤炭板块需要一定休整

上半年煤炭股价大幅上涨，包含了对煤炭行业的乐观预期。虽然今年煤炭价格呈现了“淡季不淡”的现象，但是未来价格出现大幅上涨的概率并不大。一方面，煤炭的需求还未实质性恢复，煤炭库存开始上升；另一方面，由于煤炭行业固定资产投资快速增长，2009~2010 年煤炭处于供过于求的状态。因此，煤炭板块需要休整一段时间，等待行业基本面改善的信号。

需求依旧疲软，库存上升

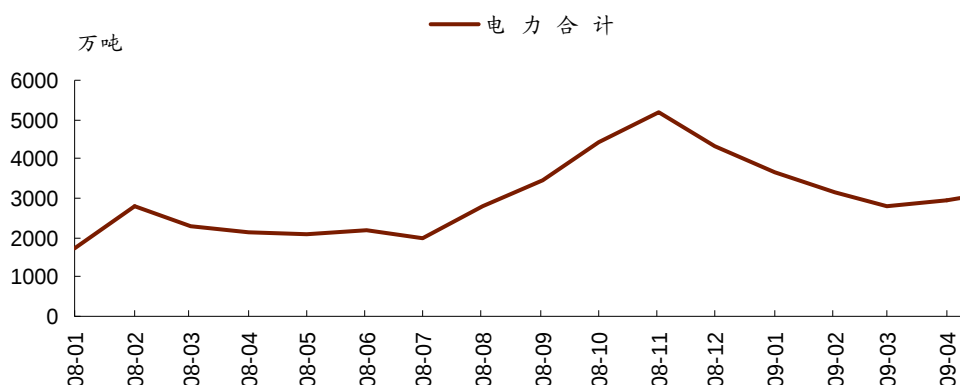
近期，电厂的耗煤量并无实质性恢复，电厂库存上升。直供电厂平均日耗煤量在 3 月份回弹至 182.9 吨之后连续下降，5 月份的平均日耗煤量仅有 161.2 吨，08 年以来只有 08 年 11 月的日耗煤量低于此值。同时电厂库存也在 3 月达到 2794 万吨的近期低点后回升到 6 月 14 日的 3374 万吨。另外，4 月中旬以来沿海煤炭运价持续滑落，6 月 10 日秦皇岛—广州的运价指数下降到 942.9，比 4 月 8 日 1232.0 下降了 23.5%。

图表 5：直供电厂耗煤量变化



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 6：直供电厂煤炭库存变化



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 7：沿海煤炭运价指数变化

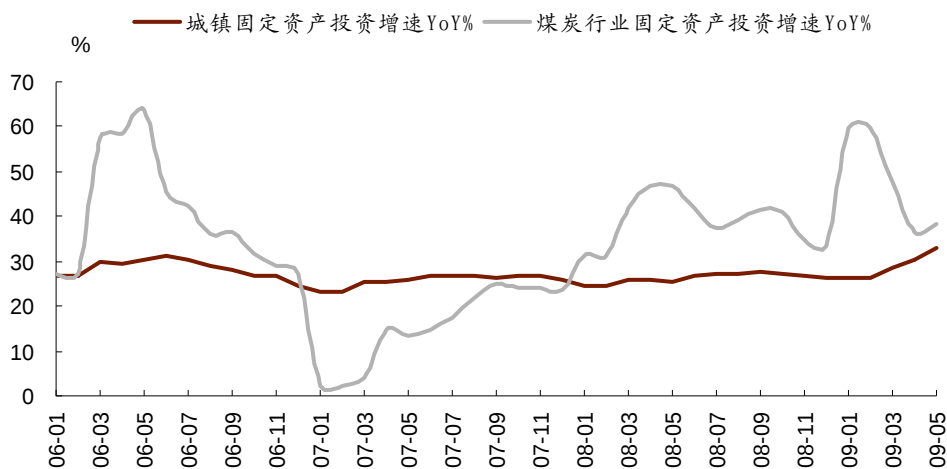


资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

煤炭供过于求限制了煤价上升空间

目前煤炭行业的固定资产投资增速依然处于较高的水平。2009年1~5月份煤炭业固定资产投资完成额为728.7亿元，同比增长38.4%，依然明显高于32.9%的城镇固定资产投资增速。

图表 8：煤炭行业固定资产投资



资料来源：CEIC，中金公司研究部

如下图所示，预计2009~2010年煤炭行业仍然处于供过于求状态，产能利用率逐步回落。预计2009年和2010年煤炭的产能利用率分别回落到92.9%和89.5%。在产能利用率下降的情况下，煤价上升将受到抑制。

图表 9: 煤炭供求关系预测

	2008	2009E	2010E
新建煤矿规模 (百万吨)		279	305
关停小煤矿 (百万吨)		100	100
老矿报废 (百万吨)		20	20
实际产能增长 (百万吨)		159	185
实际产能 (百万吨)	2,793	2,952	3,137
增速	4.1%	5.7%	6.3%
国内消费增量 (百万吨)	80	36	88
增速	3.0%	1.3%	3.2%
国内消费量 (百万吨)	2,740	2,776	2,864
净出口 (百万吨)	5	-40	-40
总消费量	2,745	2,736	2,824
过剩产能 (百万吨)	48	216	313
产能利用率	98.3%	92.7%	90.0%

资料来源: 中金公司研究部

中期，再通胀预期等仍会支撑煤炭板块表现

从中期来看，国际上流动性仍会推动石油等大宗商品价格走高；国家对煤炭行业的产业政策（如暂停探矿权设立、煤炭资源整合、小煤矿瓦斯专项治理以及煤价谈判的中立立场等）有利于行业的平稳发展；房地产的销售和投资复苏，可能带动未来煤炭需求的复苏。因此，我们认为煤炭板块经过一定调整之后，仍然会有较好的投资机会。

煤炭价格将保持相对平稳

虽然，我们认为煤炭产能投放抑制了煤炭价格的上升空间，但是煤炭价格大幅回落的概率不大，煤炭市场将基本保持平稳，呈现窄幅波动。

1. 从过去经验来看，基本是需求大幅回落导致了煤炭价格的大幅下跌

1997年以来，煤炭价格经历了多次的起起伏伏。

- ▶ 1998年~2000年煤炭价格持续下跌，主要是由于亚洲金融危机使得中国经济受到很大冲击，煤炭需求回落
- ▶ 2000年~2003年，中国经济逐步复苏，煤炭价格也开始逐步小幅上升。
- ▶ 2003~2004年，煤炭价格大幅上涨，主要是由于中国经济高速发展，带动煤炭需求快速增长。
- ▶ 2005~2007年，受中国政府宏观调控政策影响，煤炭价格相对平稳。
- ▶ 2008年上半年，煤炭价格大幅上涨，主要是由于奥运会前后各地强化对小煤矿的安全监管，煤炭供给受到影响；同时国际油价大幅飙升推动大宗商品价格和CPI上升，也对国内煤价起到了推波助澜的作用。
- ▶ 2008年下半年，煤炭价格大幅下跌，主要是由于国际金融危机冲击，煤炭需求大幅回落。
- ▶ 2009年上半年，煤炭价格淡季不淡，价格小幅回升。主要是由于山西等地关停整顿小煤矿，虽然煤炭需求疲软，但煤炭供给受到更大的控制。

从煤炭价格的历史回顾可以看出：

- ▶ 两次煤炭价格大跌的导火索，都是煤炭需求大幅回落，而不是供给方面的因素；
- ▶ 而导致煤炭价格大幅上涨的因素，一次是由于中国经济过热，导致煤炭需求大幅上升；而一次是由于供给紧缩和大宗商品价格上升。

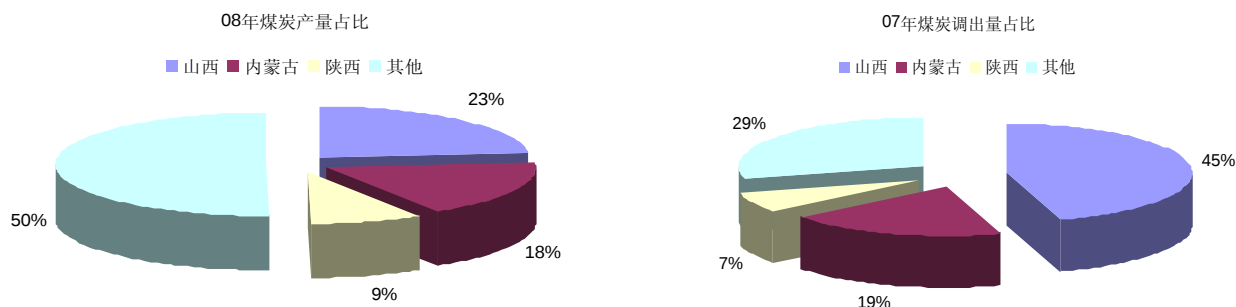
预计此次金融危机最危险的阶段已经过去，煤炭需求可能还有波动，但应该不会像08年下半年那样急剧下跌。

2. 煤炭行业抗风险能力增强

山西、内蒙古和陕西三个省份占08年中国煤炭产量的50%。而他们在全国煤炭调出量的占比更高，2007年占全国跨省煤炭贸易量的71%。

同时，煤炭企业的资金实力增强。如下所示，煤炭企业有大量的现金，在煤炭行业面临供过于求压力的情况下，具备减产保价的条件。

图表 10: 山西、内蒙古、陕西在全国的煤炭产量、贸易量占比



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 11: 煤炭公司的现金持有情况

	平均资产负债率	平均持有现金 (百万元)
煤炭公司	38.19%	6,637
A股非金融公司	54.58%	893

资料来源: Wind、中金公司研究部

支撑煤炭股价的因素是否还可以持续?

我们回顾 2008 年煤炭股的表现, 导致下半年股价大幅下跌的主要因素有两个, 一是油价等大宗商品价格到顶之后开始大幅回落; 二是国家对电煤价格进行干预, 导致 7~8 月份煤炭价格虽然继续上涨, 但煤炭股价却已经开始下跌。

从大宗商品价格走势来看, 其上涨应该还没有结束。由于美国的经济仍然没有平稳下来, 政府还是采取财政赤字以刺激经济, 而大量增发国债将导致长期利率上升, 从而对房地产行业造成打击; 为此, 美联储还是要继续购买美国国债以压低国债的长期利率; 这样, 美元还是会继续走弱, 从而推高国际原油价格。

从国家的产业政策来看, 还是比较有利于煤炭行业的平稳发展; 中央政府对电煤合同价格谈判也采取了中立的态度, 而没有像去年那样直接干预。

国家产业政策比较有利于煤炭行业的平稳发展

继续暂停设立探矿权: 2009 年 3 月, 国土资源部下发了《关于继续暂停受理煤炭探矿权申请的通知》。为了保持煤炭生产基本稳定, 避免因煤炭勘查投资过热出现产能过剩, 国土资源部决定, 除国务院批准的重点煤炭开发项目和使用中央地质勘查基金(周转金)或省级地质专项资金开展煤炭普查和必要详查的可以设置煤炭探矿权外, 全国暂停受理新的煤炭探矿权申请。暂停时间到 2011 年 3 月 31 日止。其目的是通过控制矿业权投放总量, 从而平抑供大于求, 以保持煤炭生产持续稳定, 避免因勘查投资过热导致产能过剩。

煤炭资源整合。 2009 年 4 月 15 日, 山西省人民政府发布了《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》, 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。对资源枯竭的矿井一律实施关闭; 被兼并重组整合煤矿企业的各类证照到期后一律不再重新换发。从近期来看, 山西省的煤炭资源整合面临一定困难(山西省政府规定按照原采矿权价款的 1.5 倍补偿, 小矿主认为补偿标准过低)。但从长期来看乃大势所趋, 由于政府基本不再新批空白煤炭资源, 大型煤企只能通过整合小煤矿获取煤炭资源; 而小煤矿也清楚行业整合难以避免, 他们所能做的是尽量争取更好的出让价格。

小煤矿瓦斯专项治理。 2009 年 4 月, 国家发改委发布了《关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知》。小煤矿瓦斯专项整治对象是全国 30 万吨/年及以下的煤矿, 整治时间未 2009.4~2010.6, 持续大约 1 年半左右的时间。根据国家发改委公布的数据, 2007 年底鉴定的 15071 家煤矿之中, 高瓦斯矿井 2859 个, 煤与瓦斯突出矿井 647 个, 合计为 3506 座, 大约占参与鉴定煤矿总数的 23%。根据我们估算, 这 3506 座参与整合煤矿的 08 年产量大约为 2.50 亿吨; 假设

由于专项整治降低产能利用率 20%~25%，则减少产量 5000~6200 万吨，相当于 2008 年全国煤炭产量 26.90 亿吨的 1.9%~2.3%。该专项治理对西南煤炭市场影响最大。这些地区参与整治的小煤矿产量占比较高，四川的 67.2%，贵州为 57.3%，江西为 39.6%；主要是由于这些地区的煤矿地质条件复杂，多是高瓦斯矿井，而且大多数矿井规模较小。

政府对电煤价格谈判的中立态度：2009 年以来，在电煤合同价格谈判当中，国家发改委基本采取了中立的态度。在 2009 年的煤炭订货会上，发改委提出煤炭价格继续实行市场定价，由供需双方企业协商确定，并完善反映市场供求关系、资源稀缺程度和环境损害成本的煤炭价格形成机制。虽然在今年初以来屡次传出发改委要直接干预电煤合同价格的消息，但都被否认。发改委采取中立的态度，由煤炭双方按照市场机制进行谈判协商，实际上对煤炭企业比较有利。

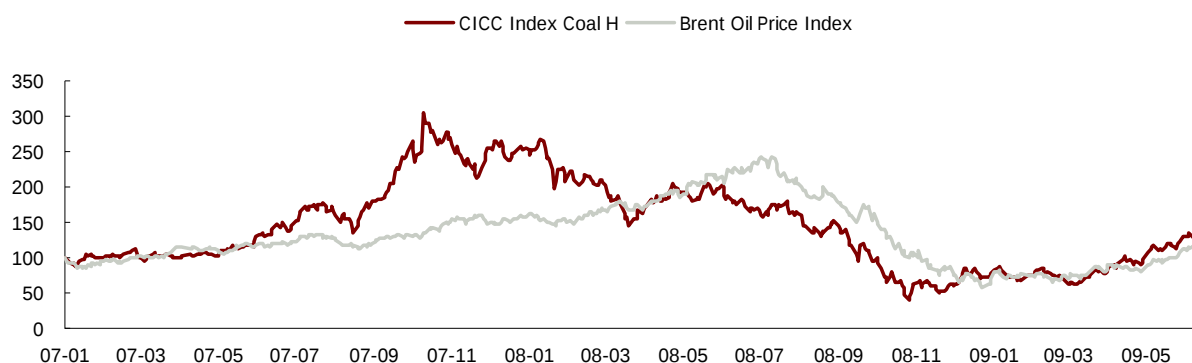
煤炭股价与油价的联动性在增强

而从煤炭股价与油价的走势来看，在过去关联度较低，但现在关联度越来越高。

在过去，煤炭公司的资源属性并没有得到市场认可，煤炭是被视作一般的工业行业，因此煤炭股价与石油等大宗产品的价格联动性不强。

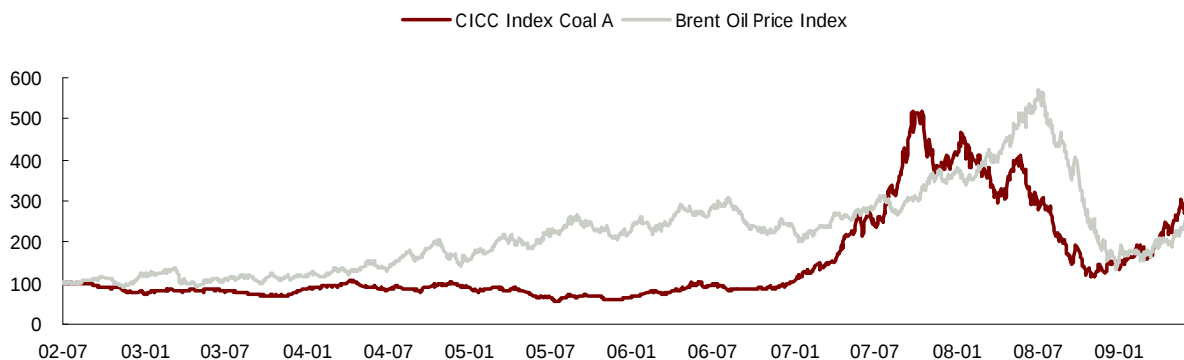
但是，08 年以来中国的煤炭供应危机使得煤炭作为中国能源供应的主体地位得到强化，煤炭股价与国际油价的联动性大大增强。如 08 年中期，在国际油价到顶之后，煤炭股价也大幅下跌。而 2009 年以来，随着国际油价大幅反弹，煤炭股价的表现也远远超越大盘。

图表 12：国际油价和香港市场煤炭股价的走势对比



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

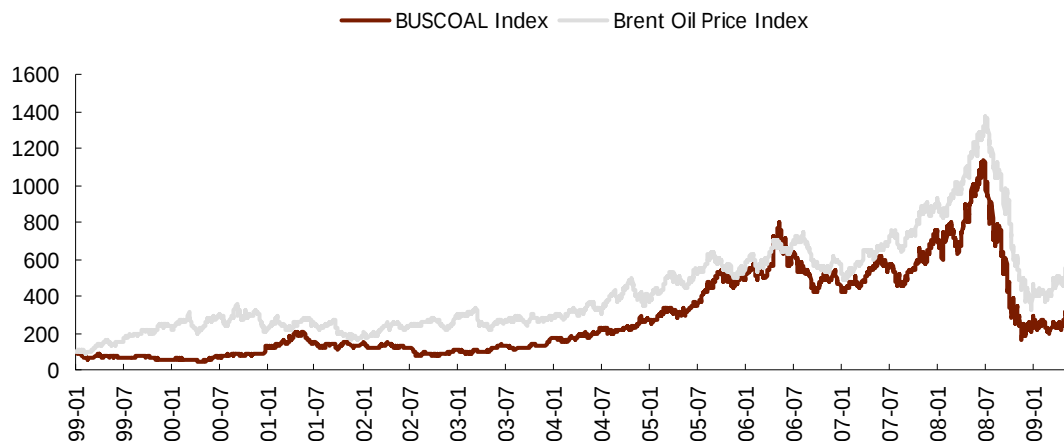
图表 13：国际油价和国内煤炭 A 股股价的走势对比



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

而美国煤炭公司股价一直与国际油价高度相关。我们知道，大多数美国煤炭公司都是与客户签订了长期供货合约，公司的利润与油价并无直接的关联度。但是，从 1999 年以来的美国煤炭股指数与布伦特原油价格的走势对比图可以看出，美国煤炭公司的股价与国际原油价格高度相关。

图表 14：国际油价和美国煤炭股价的走势对比

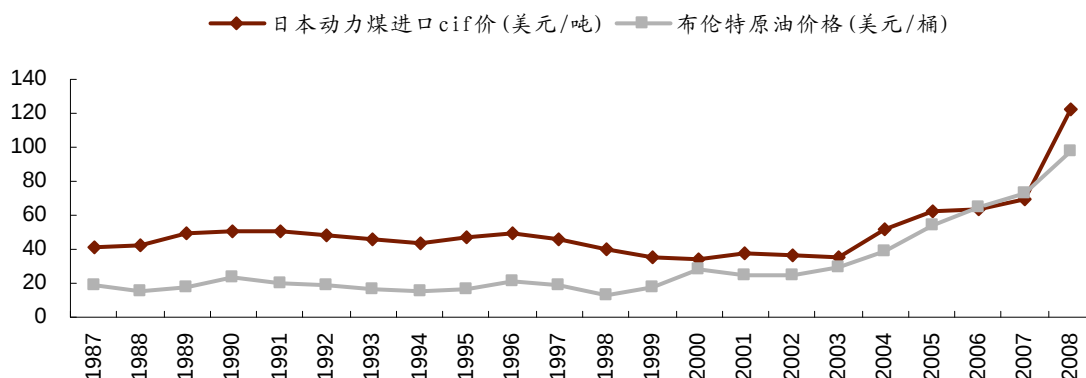


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

煤制油等煤化工业务的发展，使得煤价与油价的联动性增强

虽然油价和煤价的短期走势经常背离，但是他们的长期走势高度相关。根据过去 20 多年的年度均价数据，国际油价和煤价的相关系数达到 0.866。这也是容易理解的：油价如果持续走高，说明经济发展对能源的需求较强，在此情况下对煤炭的需求自然也会增加。另一方面，油价持续走高之后，将会推高各种化工品、工业品价格走高，从而使得煤化工、燃煤电厂的开工率提高，并带动煤炭价格走高。因此，如果国际油价持续走高，也将会对煤价形成影响和带动。

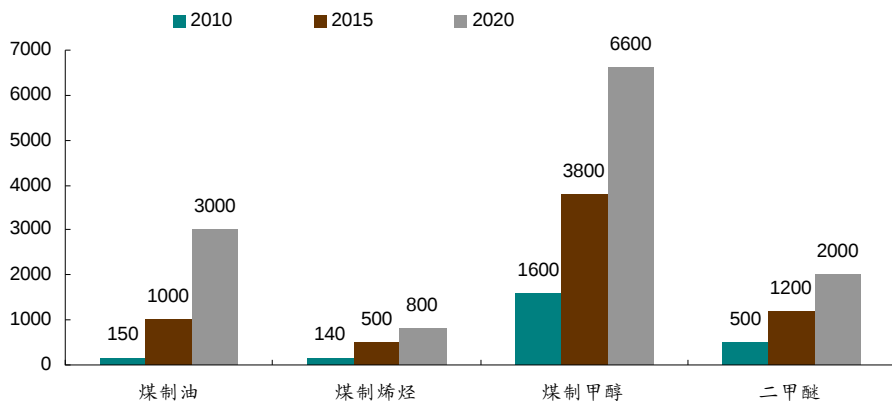
图表 15：国际油价和煤价的年度价格走势



资料来源：BP 能源统计，中金公司研究部

煤化工业务的发展，使得煤炭和石油价格的联动性进一步增强。煤制甲醇、二甲醚，煤制烯烃等煤化工产业的发展，煤价和油价的联动性也会增强。特别是煤制油业务逐步发展起来之后，将会打开煤炭和石油相互替代的直接通道。目前，中国神华正在顺利推进鄂尔多斯的 100 万吨煤炭直接液化项目，而神华集团、伊泰公司、潞安集团也在积极推进煤炭间接液化项目。

图表 16：主要煤化工产品规划目标

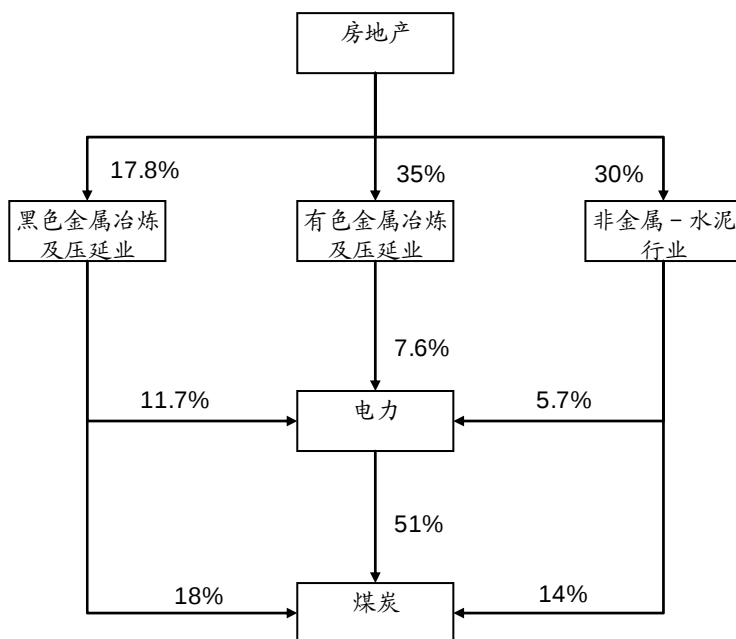


资料来源：《煤化工产业中长期发展规划》征求意见稿，中金公司研究部

房地产市场有复苏迹象，可能带动煤炭需求

我们知道，房地产市场对于煤炭行业有着实质性影响。房地产大约消耗了 18% 的钢铁、35% 左右的有色金属、30% 左右的水泥。因此，房地产行业的发展对煤炭行业的影响巨大。

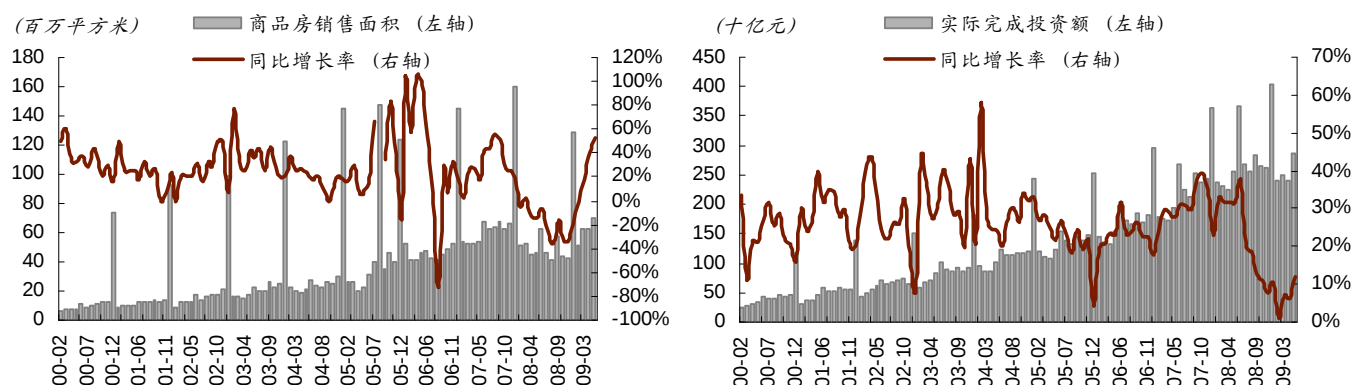
图表 17：房地产对煤炭行业影响很大



资料来源：CEIC，中金公司研究部

2009 年以来, 房地产销售出现了企稳和复苏的迹象。根据国家统计局数据, 2009 年 1-5 月, 全国商品房销售面积 24644 万平方米, 同比增长 25.5%; 商品房销售额 11389 亿元, 同比增长 45.3%。1-5 月, 全国完成房地产开发投资 10165 亿元, 同比增长 6.8%, 增幅比 1-4 月提高 1.9 个百分点。

图表 18: 房地产市场有复苏迹象



资料来源: Wind, 中金公司研究部

投资分析

目前，煤炭公司估值基本合理。煤炭公司 PE 历史中值约为 15 倍，而目前 PE 中值约 21 倍，高出约 36.0%；在 2007 年的高点，煤炭公司 PE 则高达 48 倍。我们认为，未来煤炭行业的估值将显著高于历史中值，主要由于煤炭行业的盈利能力高于市场均值，而且资本市场对煤炭公司的定位也有了根本改善，将其从原来的一般竞争性行业，转变为资源型行业看待，使得其在通胀环境下受到青睐。我们认为，15 倍~25 倍是煤炭公司 PE 合理的波动区间。

图表 19：煤炭公司估值与历史比较

	2009-6-22		历史 PE		距离中值 PE 的空间
	PE	中值	最高	最低	
开滦股份*	35.44	12.66	47.83	5.71	180%
平煤股份*	28.33	13.72	28.77	6.56	106%
西山煤电*	19.85	13.71	50.69	5.41	45%
神火股份*	21.89	15.61	47.72	5.33	40%
兰花科创*	18.86	14.31	509.56	5.34	32%
兖州煤业*	21.04	17.33	35.49	8.28	21%
中煤能源*	20.92	19.85	47.03	10.98	5%
中国神华*	20.06	20.75	72.59	12.42	-3%
中值	20.98	14.96	47.77	6.14	36%
均值	23.30	15.99	104.96	7.50	53%
兖州煤业* (H)	12.33	7.92	14.65	2.46	56%
神华能源* (H)	16.51	14.53	42.70	5.48	14%
中煤能源* (H)	13.30	18.14	52.32	4.39	-27%
中值	13.30	14.53	42.70	4.39	14%
均值	14.05	13.53	36.56	4.11	14%
Peabody	13.17	16.50	46.86	6.97	
Arch Coal	18.22	26.95		14.27	
Consol	10.20	14.73		5.27	
Massey	14.10	24.31		4.90	
中值	13.64	20.41	46.86	6.12	
均值	13.92	20.63	46.86	7.85	

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

而横向比较，煤炭公司的估值处于中等水平。可以看出，美国煤炭公司的 PE 比大盘指数高 4.13%，H 股公司煤炭公司的 PE 比大盘指数低 13.14%，而 A 股煤炭公司比大盘指数低 12.71%。

图表 20：煤炭公司估值与大盘对比

	2009E P/E		2009 P/E	煤炭股 P/E/大盘指数 P/E-1
A 股煤炭股	20.4	沪深 300	23.32	-12.71%
H 股煤炭股	13.1	香港国企指数	15.06	-13.14%
美国煤炭股	16.2	标普 500 指数	15.54	4.13%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

H 股公司：目前煤炭 H 股公司的 PE 中值为 13.1 倍，低于美国煤炭公司 16.2 倍的 PE；其对香港国企指数也有 13.14% 的折价，而美国煤炭股有 4.13% 的溢价。在港股煤炭公司中，福山能源作为炼焦煤公司值得看好；中煤能源与兖州煤业的业绩弹性相对较高；中国神华具有稳定的业绩预期。

A 股公司：我们比较看好中国神华、西山煤电、神火股份以及天地科技等。具体而言

一是看好中国神华等业绩明确的公司

中国神华(601088.SH/1088.HK): 一是该公司中国煤炭行业的龙头, 80%左右为长期合同, 09 年下水煤合同价锁定为 540 元/吨, 煤价增长明确; 二是 7 月份集团公司的煤制油项目进行第二次试运行, 运行周期 1000 小时; 三是公司计划开发新街矿区、榆神矿区, 5 年内规模翻番。

二是看好焦煤公司

在煤炭价格上涨过程中, 焦煤价格的弹性更大。这主要是两个方面的因素影响, 一是焦煤供给更为有限; 二是焦煤的下游钢铁产品完全为市场化定价, 而动力煤的下游产品火电受到国家的严格管制。

从下表炼焦煤的资源分布可以看出, 我国超过 50%的焦煤资源位于山西省, 而近年来产量快速增长的内蒙古、陕西省的焦煤资源却很少, 分别仅占 3.3%和 1.8%, 他们新增煤炭产能主要为动力煤, 焦煤所占的比例很小。据 2008 年中国煤炭运销协会的一项数据, 2009 年中国炼焦煤产能增长仅约 3%左右, 显著低于 7%左右的煤炭总产能增速。因此, 当未来煤炭需求随着经济逐步复苏而增加时, 炼焦煤的价格上升空间也会更大。

图表 21: 焦煤的资源分布

地区	储量	占比	查明资源储量	占比
山西	331.6	51.3%	1544.54	56.0%
安徽	54.6	8.4%	236.15	8.6%
贵州	39.03	6.0%	99.56	3.6%
山东	33.41	5.2%	172.74	6.3%
河北	27.1	4.2%	90.12	3.3%
黑龙江	22.39	3.5%	98.19	3.6%
河南	21.85	3.4%	85.69	3.1%
内蒙古	21.45	3.3%	54.48	2.0%
云南	20.13	3.1%	42.21	1.5%
江苏	14.75	2.3%	38.54	1.4%
陕西	11.53	1.8%	52.24	1.9%
其他	48.49	7.5%	244.14	8.9%
全国	646.33	100.0%	2758.6	100.0%

资料来源:《中国炼焦煤的资源与利用》, 中金公司研究部

在焦煤公司中, 我们重点关注西山煤电、盘江股份、福山能源, 以及平煤股份、开滦股份。

西山煤电(000983.SZ): 一是该公司为焦煤行业龙头公司; 二是该公司的内生性增长明确, 1500 万吨的兴县斜沟煤矿将于 2009 年建成投产;

盘江股份(600395.SH): 西南地区的焦煤龙头公司, 受益于国家对高瓦斯小煤矿的专项整治; 可能成为贵州省焦煤行业的整合平台。

福山能源 (0639.HK): 焦煤价格整体看涨; 该公司所在的山西柳林地区具有中国最好的焦煤资源; 引入首钢作为第一大股东改善了公司治理, 并可以公司发展提供了支持; 400 万吨的联山煤矿可以为未来发展提供支撑。

三是可以关注有明确的规模增长或者资产注入的公司

在煤炭价格相对平稳的情况下, 可以关注资产注入等外延式扩张带来的投资机会。下图为主要煤炭公司与集团公司的储量、产量的对比。比较可能进行资产注入的有国阳新能、大同煤业、开滦股份、国投新集、露天煤业等。

图表 22：煤炭公司与集团公司资产对比

(百万吨)	集团公司煤炭可采储量	上市公司煤炭可采储量	集团公司08年煤炭产量	上市公司08年煤炭产量
神华集团有限责任公司	17,457	11,457	282	186
中国中煤能源集团公司	11,900	6,161	114	100
中电投蒙东能源集团有限责任公司	3,593	2,217	37	37
山东兖矿集团有限公司	2,118	2,118	36	36
河南平顶山煤业(集团)有限责任公司	1,840	1,246	38	28
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	1,550	1,208	42	26
山西大同煤矿集团有限责任公司	89,000	3,451	122	20
山西阳泉煤业(集团)有限责任公司	6,336	1,041	38	18
山西焦煤集团有限责任公司	6,579	1,332	80	16
国投煤炭公司	13,500	1,081	20	12
河北开滦(集团)有限责任公司	1,635	479	30	8
山西兰花(集团)有限责任公司	687	630	7	5
河南神火(集团)有限责任公司	842	512	5	5

资料来源：公司资料，中金公司研究部

神火股份虽然没有资产注入，但有明确的内生性增长。08 年公司煤炭产量 481 万吨，09 年~10 年在泉店和薛湖煤矿的带动下，有 25%~30% 的增长；二季度电解铝业务开始扭亏，预计上半年业绩 0.41 元左右，将大幅超出 0.26 元的原预告值。目前公司股价仅约相当于煤炭业务价值，电解铝业务价值被市场所忽略。

另外，看好煤炭装备公司天地科技。

天地科技：作为煤炭装备领域的龙头公司，也值得重点关注。山西等地的煤炭资源整合，将推动小煤矿的技改升级，从而带动对煤炭装备的需求。

风险分析

资源税改革

资源税改革乃是大势所趋。2009 年以来关于资源税改革的传闻不断。我们认为，目前的从量资源税确实有需要改进之处；同时，地方政府缺少刺激经济的资金，也有动力通过资源税改革提高财政收入。

我们的业绩预测中，假设从 2009 年下半年开始征收 5% 的从价资源税，下表为各公司业绩对资源税的敏感性分析。

图表 23：资源税率敏感性分析

资源税率	7%		5%		3%	
	净利润变化 (%)		净利润 (百万元)		净利润变化 (%)	
	09E	10E	09E	10E	09E	10E
平煤股份	-7.0%	-14.8%	1,387	1,428	7.0%	14.8%
神火股份	-5.9%	-12.1%	554	711	5.9%	12.1%
兖州煤业	-5.7%	-9.8%	3,694	3,423	5.7%	9.8%
开滦股份	-4.8%	-7.5%	530	646	4.8%	7.5%
中煤能源	-2.8%	-6.0%	7,588	7,491	2.8%	6.0%
兰花科创	-2.4%	-5.3%	1,087	950	2.4%	5.3%
中国神华	-1.9%	-3.8%	27,022	27,352	1.9%	3.8%
西山煤电	-0.5%	-3.5%	2,918	3,652	0.5%	3.5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

安全费的会计处理变化

2009 年 5 月财政部出台了《企业会计准则解释第 3 号》（征求意见稿）。其中第 6 条规定能够：高危行业企业按照国家规定提取的安全生产费，应当计入相关资产的成本或当期损益，同时计入盈余公积（专项储备）。根据该项规定，企业提取安全费将直接减少当期会计利润。

而根据《财政部关于做好执行会计准则企业 2008 年年报工作的通知》，2008 年煤炭公司年报中安全费提取直接作为利润分配处理，并不影响当期会计利润。当安全费实际发生时，才会影响当期会计利润。

因此，如果《企业会计准则解释第 3 号》的规定如果得到执行，煤炭 A 股公司的会计利润将会减少，但 H 股公司的会计利润不受影响。假设安全费按照征求意见稿处理，对煤炭 A 股公司会计利润的影响如下。

图表 24：安全费会计处理变化对煤炭 A 股公司会计利润的影响

	营业利润			08 年盈余公积安全费专项储备余额变化	安全费占营业利润比例		
	08A	09E	10E		08A	09E	10E
国阳新能	2,014	1,646	1,806	372	18.5%	22.6%	20.6%
中煤能源	9,675	10,592	10,698	1,355	14.0%	12.8%	12.7%
潞安还能	4,169	3,355	3,728	387	9.3%	11.5%	10.4%
兰花科创	1,804	1,296	1,113	117	6.5%	9.1%	10.5%
露天煤业	894	1,010	1,152	83	9.3%	8.2%	7.2%
西山煤电	4,674	3,940	4,931	291	6.2%	7.4%	5.9%
兖州煤业	8,876	5,036	4,664	168	1.9%	3.3%	3.6%
神火股份	1,607	659	911	21	1.3%	3.2%	2.3%
中国神华	37,501	37,914	39,058	225	0.6%	0.6%	0.6%
平煤股份	4,171	1,850	1,905	2	0.0%	0.1%	0.1%
开滦股份	1,136	819	1,024	(1)	-0.1%	-0.2%	-0.1%
大同煤业	3,718			694	18.7%		
盘江股份	746			74	9.9%		

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 25：可比公司估值

	Price	EPS				P/E (x)				P/B (x)			
	2009-6-22	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
A/B股 煤炭公司	(Rmb)	(Rmb)											
焦煤公司													
西山煤电*	26.75	0.53	1.44	1.20	1.51	50.41	18.58	22.22	17.75	10.13	6.97	5.79	4.78
平煤股份*	37.09	1.38	2.48	1.29	1.33	26.86	14.98	28.73	27.90	5.60	4.30	3.95	3.64
开滦股份*	16.80	0.51	0.67	0.43	0.52	33.24	25.05	39.11	32.10	6.72	4.81	4.44	4.05
金牛能源	33.40	0.73	2.49	1.76	1.91	46.07	13.40	19.01	17.48	7.25	4.68	4.18	3.02
煤气化	16.80	0.68	1.33	0.99	1.08	24.82	12.62	17.00	15.60	3.72	3.37	2.84	2.56
盘江股份	24.86	0.32	1.08	1.33	1.64	78.18	23.10	18.75	15.18	10.18	n.a	n.a	n.a
平均值 - 焦煤						43.26	17.96	24.14	21.00	7.27	4.83	4.24	3.61
中间值 - 焦煤						39.66	16.78	20.62	17.62	6.98	4.68	4.18	3.64
无烟煤公司													
兰花科创*	33.75	1.24	2.45	1.90	1.66	27.28	13.76	17.73	20.30	6.10	4.38	3.81	3.43
神火股份*	18.34	1.12	1.53	0.74	0.95	16.39	11.97	24.81	19.36	7.03	4.70	4.15	3.61
国阳新能	24.36	0.52	1.51	1.21	1.37	46.85	16.13	20.22	17.78	6.25	5.07	4.30	3.63
平均值 - 无烟煤						30.17	13.95	20.92	19.15	6.46	4.72	4.09	3.56
中间值 - 无烟煤						27.28	13.76	20.22	19.36	6.25	4.70	4.15	3.61
其他煤炭公司													
中国神华*	27.41	1.03	1.34	1.36	1.38	26.60	20.50	20.18	19.93	4.15	3.66	3.26	2.93
兖州煤业*	15.25	0.65	1.32	0.75	0.70	23.30	11.57	20.30	21.92	3.57	2.84	2.61	2.42
中煤能源*	11.90	0.49	0.51	0.57	0.56	24.13	23.16	20.79	21.06	4.19	2.49	2.29	2.12
大同煤业	33.90	0.89	2.40	1.93	2.27	38.09	14.13	17.53	14.95	7.38	4.47	4.02	2.91
上海能源	17.40	0.71	1.54	1.22	1.43	24.54	11.30	14.26	12.17	4.40	3.04	2.85	n.a
恒源煤电	24.33	1.07	1.35	1.49	1.65	22.78	18.02	16.35	14.75	4.06	3.39	2.87	2.49
潞安环能	35.61	1.53	2.48	1.95	2.12	23.27	14.36	18.25	16.81	5.04	5.21	4.61	n.a
露天煤业	25.18	0.74	0.65	0.74	0.83	34.03	38.51	33.98	30.19	7.97	11.81	n.a	n.a
郑州煤电	8.36	0.30	0.30	0.14	0.24	27.87	27.87	59.71	34.83	3.56	3.13	n.a	n.a
国投新集	15.28	0.27	0.65	0.70	0.99	55.78	23.51	21.80	15.51	6.67	5.00	4.11	n.a
平均值 - 其他煤						30.04	20.29	24.32	20.21	5.10	4.51	3.33	2.58
中间值 - 其他煤						25.57	19.26	20.24	18.37	4.30	3.52	3.07	2.49
平均值						34.49	17.40	23.12	20.12	6.27	4.68	3.88	3.25
中间值						30.83	16.60	20.36	18.45	5.84	4.30	3.80	3.25
H股 能源类公司	(HKD)	(Rmb)											
神华能源*	25.30	1.03	1.34	1.36	1.38	22.98	16.29	16.37	16.67	3.64	2.94	2.68	2.48
兖州煤业*	9.99	0.66	1.32	0.75	0.70	14.30	6.53	11.77	13.02	2.16	1.58	1.53	1.47
中煤能源*	8.87	0.51	0.54	0.60	0.59	16.25	14.20	13.08	13.55	3.49	1.73	1.61	1.53
福山能源*	4.00	-0.02	0.11	0.22	0.25	n.a	32.16	15.86	14.60	23.05	1.47	1.35	1.25
恒鼎实业	5.97	0.49	0.29	0.43	0.58	11.52	18.00	12.32	9.26	1.98	1.75	1.59	1.45
平均值						16.26	17.44	13.88	13.42	6.86	1.90	1.75	1.63
中间值						15.27	16.29	13.08	13.55	3.49	1.73	1.59	1.47
国际可比公司	(USD)	(USD)											
综合煤公司													
Rio Tinto	39.88	5.69	2.26	2.65	2.84	8.79	22.13	18.85	17.58	2.59	3.94	2.80	2.61
BHP Billiton	28.12	2.29	2.75	1.73	1.43	15.39	12.80	20.40	24.68	6.73	5.06	4.93	4.59
Anglo American	28.74	5.58	4.34	1.28	1.74	3.14	4.03	13.68	10.03	1.05	1.16	0.99	0.79
XSTRATA	10.85	5.78	2.12	0.64	0.86	1.14	3.11	10.27	7.71	0.27	0.49	0.63	0.59
平均值						7.12	10.52	15.80	15.00	2.66	2.66	2.34	2.15
中间值						5.96	8.42	16.26	13.81	1.82	2.55	1.90	1.70
纯煤炭公司													
印尼													
Bumi	0.18	0.04	0.03	0.02	0.02	4.15	5.32	7.46	9.42	2.49	1.94	1.83	1.60
美国													
Peabody	31.39	1.00	3.55	2.18	2.62	31.39	8.84	14.43	12.00	3.36	2.52	2.26	1.92
Arch Coal	16.35	1.23	2.47	0.40	1.45	13.29	6.62	40.57	11.31	1.53	1.35	1.33	1.28
Consol	36.83	1.47	2.43	3.72	3.49	25.05	15.16	9.90	10.56	5.53	3.97	3.20	2.50
Massey	19.85	1.17	0.69	1.11	1.74	16.97	28.77	17.93	11.40	2.02	1.45	1.42	1.29
平均值						21.68	14.85	20.71	11.32	3.11	2.32	2.05	1.75
中间值						21.01	12.00	16.18	11.35	2.69	1.99	1.84	1.60
平均值						14.40	12.68	18.25	13.16	2.88	2.49	2.20	1.95
中间值						14.34	10.82	16.18	11.35	2.31	1.99	1.84	1.60
为中金公司预测值										其他为Bloomberg市场预测平均			

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。