

[2009.07. 13]

景气回升趋势确立

煤炭行业 7 月月报

杨立宏 金润
010-59132711 021-38676277
yanglihong@gtjas.com jinrun@gtjas.com

本报告导读：

- 随着进口增速缓解与需求恢复，港口库存高位难以为继，动力煤下跌空间有限
- 焦煤价格上行趋势确立，盈利存在上调空间

投资要点：

- 5 月环比增量主要来自大型煤矿。5 月份，全国煤炭产量 2.41 亿，环比上月增长 7.59%，增量的 53.98% 的来自国有大型煤矿贡献，乡镇煤企占产量增量的 23.49%。乡镇煤矿产量增量主要来自山西和内蒙古。其中山西环比增长 112.65%，内蒙古环比增长 42.11%。但山西和内蒙古乡镇煤企的增量被辽宁、河南、甘肃、新疆等省份的乡镇煤企产量环比下降所抵减，5 月份乡镇煤矿产量 7833.38 万吨，环比增长 6.17%。
- 煤炭库存由下游向中转地转移，预计将达短期峰值。截至 5 月底，社会库存合计 1.61 亿吨，较年初下降 15.71%，环比上月上升 3.21%。库存的增加主要来自电力企业，占社会库存的比重由上个月的 16.83% 提高 3 个百分点到 20.10%，其他环节保持稳定。从实时更新的秦皇岛和广州等港口的库存来看，6 月份库存已经从电力企业转为中转地库存，截至 7 月 4 日，秦皇岛煤炭库存为 662 万吨，同比上月增长 29.09%。我们的判断中转地库存已经接近短期峰值，原因一方面预计进口势头将得缓解，另一方面 7 月份夏季用煤高峰已经到来，电力耗煤将增加。
- 下游行业产能利用率持续提升。6 月份全国发电量 3093.28 亿千瓦时，同比增长 3.59%，回暖的趋势已经确立。钢铁行业在 5 月份钢材、生铁产量创年内新高后，6 月份继续维持较高的产能利用率，根据中国钢铁工业协会产量旬报，当月全国粗钢产量为 4538.7 万吨，日均产量为 151.29 万吨，为今年以来最高水平，仅次于去年 6 月。
- 进口澳煤套利空间消失，预计趋势将缓。从进口国别来看，澳煤已经成为我国进口煤第一来源国，1-5 月份澳煤占进口总量的比重达到 32.53%，较上年提高 24 个百分点。澳煤价格近期在 70 美元/吨以上波动。按照目前的价格澳煤到广州完税价格 719 元/吨，较秦皇岛运抵高 80 元/吨左右，预计 1-2 个月后进口套利将被进口替代趋势取代。
- 短期动力煤下调与上涨空间同样有限。随着需求持续复苏和进口势头缓解，北煤南运量有望增加，秦港库存不会维持高位，但同时动力煤的供给较为充裕，预计价格下跌和上涨空间都有限。
- 焦煤价格上行趋势确立。下游行业价量齐升为焦煤价格上涨打开空间，逐步小幅上调仍是未来几个月的焦煤价格趋势。
- 维持行业增持评级，仍相对看好焦煤。根据我们测算，焦煤含税价格上调 100 元（对应喷吹调价 75 元），对冶金煤公司的业绩提升幅度在 20%-30%，调整后除大部分公司的估值水平回落至 25 倍以下，目前全部 A 股加权平均市盈率为 25.66 倍，意味着在焦煤提价 100 元的预期下，焦煤板块仍未高估。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

煤炭采选业	增持
焦煤	增持
动力煤	增持

相关报告

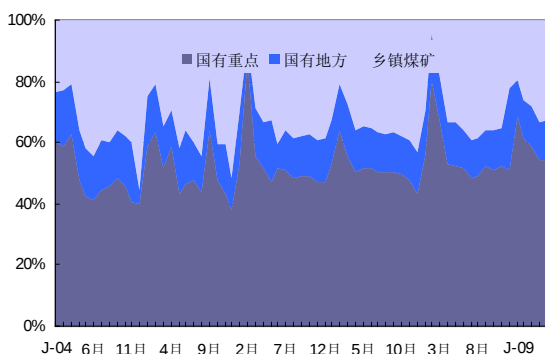
内蒙古拟征收价格调节基金：利益的再分配	(09.06.10)
安全费用会计政策再变引发估值差异重现	(09.05.26)
钢铁苦尽，焦煤甘来	(09.05.15)
供给收缩力度进一步加大	(09.04.29)
七问煤炭	(09.04.14)
小矿复产进度再成关键变量	(09.03.09)
2.22 矿难可能再度引发煤炭供给紧张	(09.02.23)
动力煤与焦煤价格可能再度分化	(09.02.10)
五大集团海外购煤，后果很严重？	(09.02.05)
名预增，实预减	(09.01.21)
安全费用等会计调整：短多长空	(09.01.12)
小矿减产与需求恢复共促煤价短期稳定	(09.01.06)
煤电博弈的三种结果与一个事实	(08.12.25)
不确定的需求增长，确定的景气回落	(08.12.12)
心忧炭贱愿天寒	(08.12.05)
动力煤忧价，冶金煤忧量	(08.11.25)

1. 煤炭行业运行特点

1.1. 国有煤矿是5月份环比增量的主力，山西部分小煤矿复产

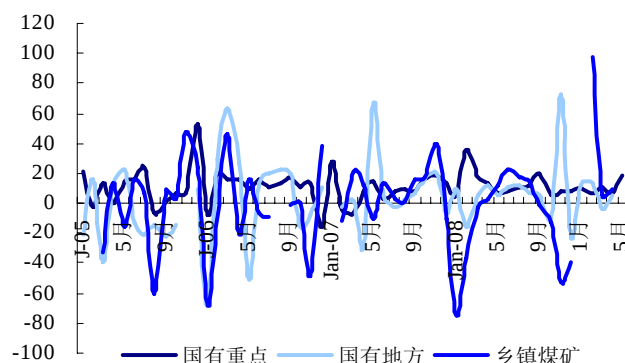
5月份，全国煤炭产量2.41亿吨，同比增长13.15%，环比上月增长7.59%。我们从三类煤企环比增量发现，5月环比增长的动力主要来自国有大型煤矿，而非市场所担心的乡镇煤企，5月环比增量的53.98%来自国有大型煤矿贡献，而乡镇煤企占产量增量的23.49%。1-5月份累计生产煤炭10.34亿吨，同比增长4.23%。

图 1：三类煤炭企业产量占比



数据来源：煤炭资源网

图 2：三类煤炭企业产量月度增幅占比

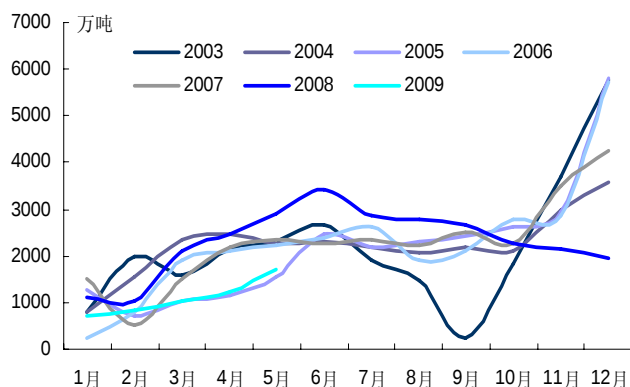


数据来源：煤炭资源网

5月乡镇煤矿产量环比增量主要来自山西和内蒙古。其中山西乡镇煤矿在5月当月产量为898.82万吨，由于基数较低，环比增长112.65%，表明山西小煤矿复产确在进行中。5月内蒙古乡镇煤矿产量环比增长42.11%。但山西和内蒙古乡镇煤企的产量增量被辽宁、河南、甘肃、新疆等省份的乡镇煤企产量环比下降所抵减，整体上，5月份乡镇煤矿产量7833.38万吨，环比增长6.17%。

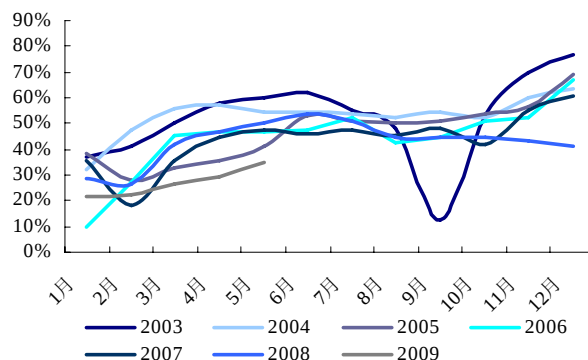
按照往年惯例，无论是山西还是全国，乡镇煤矿产量翘尾现象突出，通常1、2月份产量较低，随后逐步走高，且10月份过后产量加速增长。预计下半年乡镇煤企的市场份额仍将持续增加。

图 3：山西地方煤矿月度产量



数据来源：煤炭资源网

图 4：山西地方煤矿分月度产量占比变化



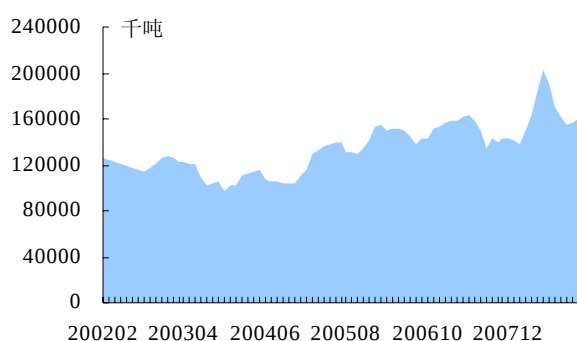
数据来源：煤炭资源网

1.2. 库存从下游向中转地转移，预计已达峰值

截至5月底，社会库存合计1.61亿吨，同比增长13.00%，较年初下降15.71%，环比上月上升3.21%。

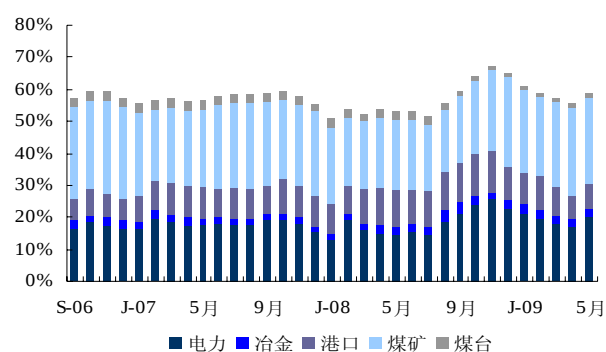
库存的增加主要来自电力企业。电力企业库存结束了2008年12月以来连续5个月下降的趋势，5月份出现环比回升，占社会库存的比重由上个月的16.83%提高3个百分点到20.10%。其他环节的库存基本保持稳定。

图 5: 社会库存变化趋势



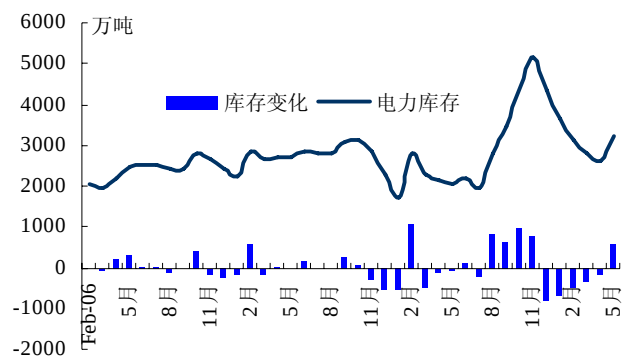
数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 6: 各环节库存比重



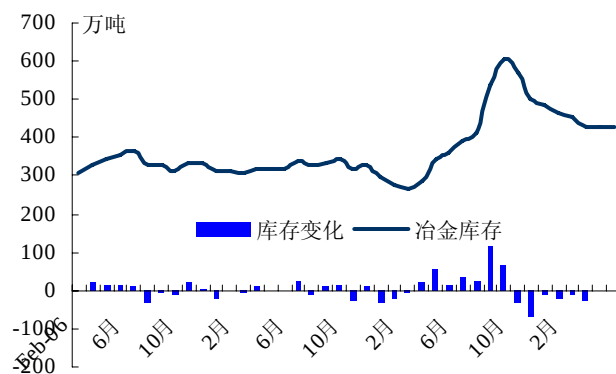
数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 7: 电力企业月度库存与环比变化



数据来源：煤炭资源网

图 8: 钢铁企业月度库存与环比变化



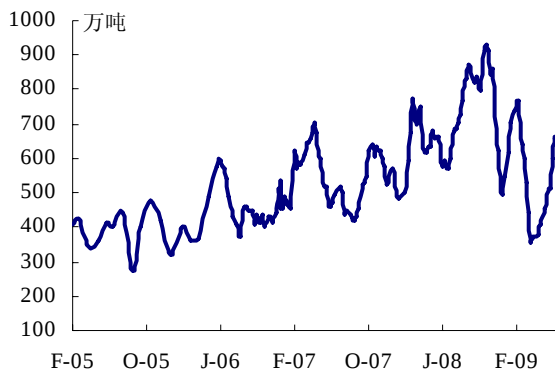
数据来源：煤炭资源网

上述库存数据有一定的滞后性，从实时更新的秦皇岛港口的库存来看，6月份库存已经从电力企业转为中转地库存，截至7月4日，秦皇岛煤炭库存为662万吨，同比上月增长29.09%。电力企业在夏季高峰到来前库存比较充足，而山西、内蒙及进口到港增加是造成中转地库存较高的原因。

关于目前库存是否合理的问题，我们认为所谓合理应当是库存与港口的吞吐量保持较稳定的配比，而非以库存绝对数据衡量。2002-2008年库存/港口吞吐在2.2%-2.8%之间波动（剔除04年由于铁路瓶颈造成的异常值），平均值为2.55%。上半年平均库存水平占秦皇岛吞吐量（按照1-5月份数据年化计算）的比重为2.36%，尚属历史低位，除非下半年库存一直维持在750万吨水平，否则库存占吞吐量的比例仍将低于08年水平。另外，我们的判断中转地库存已经接近短期峰

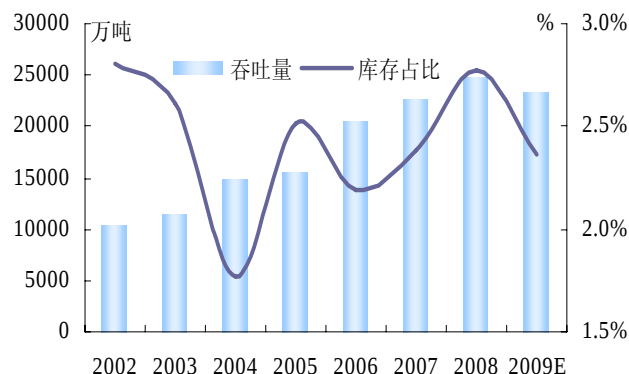
值，原因一方面预计 1-2 个月后进口势头将得缓解，另一方面，7 月份夏季用煤高峰已经到来，电力耗煤将增加。

图 9: 秦皇岛库存



数据来源: 煤炭资源网

图 10: 秦港煤炭库存占港口吞吐量的比重

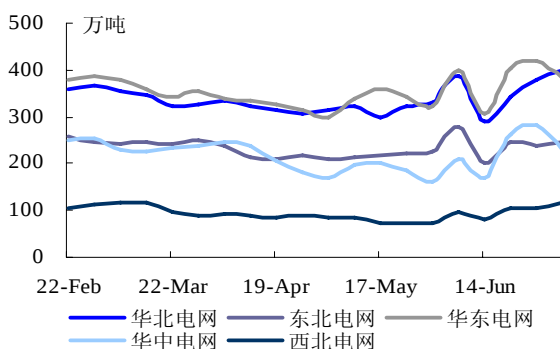


数据来源: 煤炭资源网

1.3. 电力、钢铁产能利用率持续提升

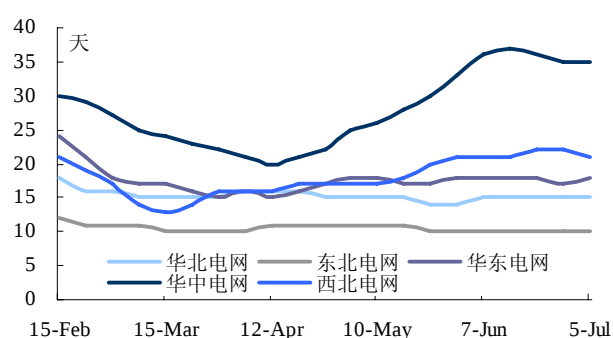
据国家电力调度通信中心数据，6 月份全国发电量 3093.28 亿千瓦时，同比增长 3.59%，表明经济回暖的趋势已经确立。6 月份中旬开始随着夏季用煤高峰的到来，电力煤耗逐步回升，直供电厂库存天数维持 19 天左右，较为充裕。进入 7 月初，华北、东北、西北等北方省区电力煤耗较 6 月底大幅回升，华东与华中电网耗煤则略有回落。

图 11: 直供电厂周耗煤



数据来源: 国泰君安煤炭行业数据库

图 12: 直供电厂存煤天数

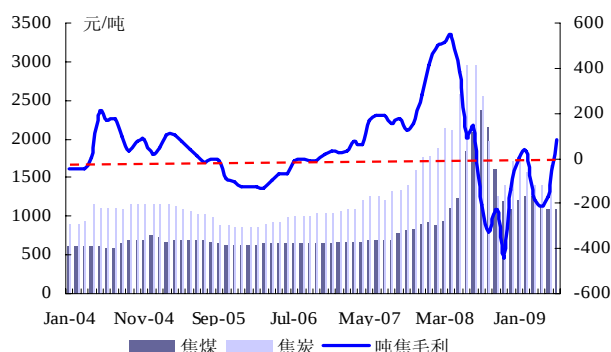


数据来源: 国泰君安煤炭行业数据库

6 月份钢铁行业实现价量齐升，钢材价格连续 12 周反弹后维持高位稳定，5 月份，全国粗钢产量达到 4649.4 万吨，较 2008 年最高的 6 月的 4649.4 万吨低 38.5 万吨；而生铁、钢材产量则分别达到近一年来的最高点。钢、铁、材日均产量也分别达到或接近一年来最高水平，6 月份继续维持较高的产能利用率，根据中国钢铁工业协会最新产量旬报，6 月下旬其会员大中型钢铁企业粗钢产量为 1194 万吨，全国估算值 1519 万吨。当月全国粗钢产量为 4538.7 万吨，日均产量为 151.29 万吨，为今年以来最高水平，仅次于去年 6 月。

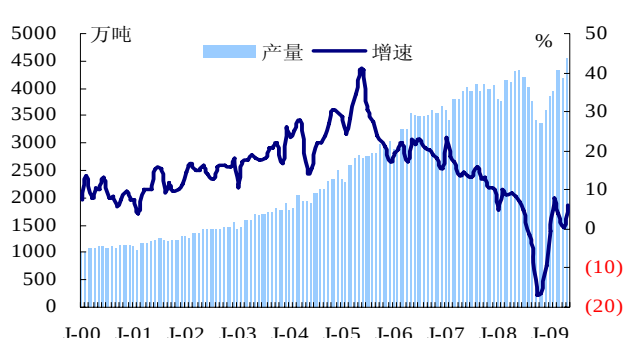
5 月份焦炭产量同比仍是负增长，幅度为-7.55%，山西焦炭协会 6、7 月份继续限产 50%，7 月份提价 60 元/吨。

图 13: 焦炭、焦煤价格及焦炭毛利



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 14: 生铁月度产量及增长率

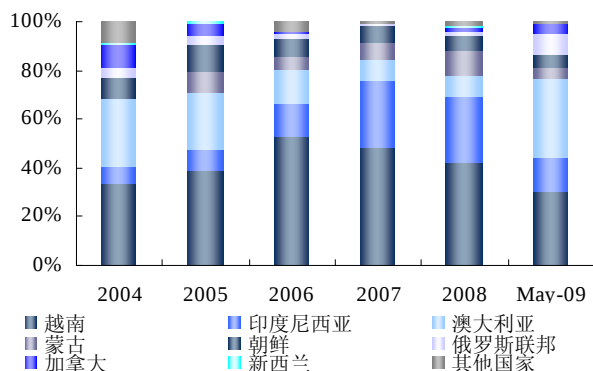


数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

1.4. 澳煤、海运价格高位震荡，进口套利空间消失

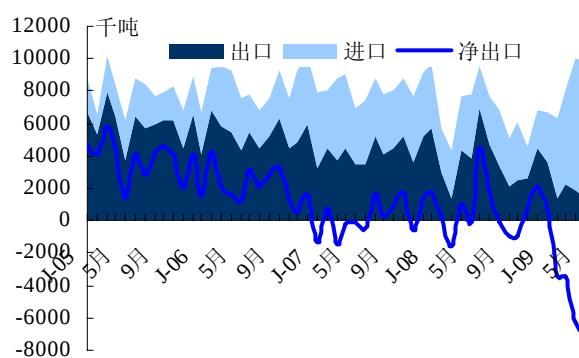
1-5 月份我国进口煤炭 3013.9 万吨，出口万吨 1061.33 万吨，净进口 1951.52 万吨，其中 5 月份创下历史单月进口最高值及出口最低值。从进口国别来看，澳煤已经成为我国进口煤的最重要的来源，前 5 个月来自该国的进口量已经是 08 年全年的 2.96 倍，1-5 月份澳煤占我国进口煤总量的比重达到 32.53%，比重较上年提高 24 个百分点，取代越南成为我国第一大进口来源国。

图 15: 我国进口煤炭各来源国占比



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

图 10: 中国月度煤炭进出口及净出口趋势



数据来源：国泰君安煤炭行业数据库

澳煤价格在 6 月初突破 70 美元/吨后波动幅度加大，在 6 月 10 日冲高至 77.19 美元/吨后迅速回落，6 月 24 日回落至 67.33 美元/吨，随后回升并稳定在 70 美元/吨左右。截至 7 月 6 日，Global Coal 纽卡斯尔价格为 72.25 美元/吨。

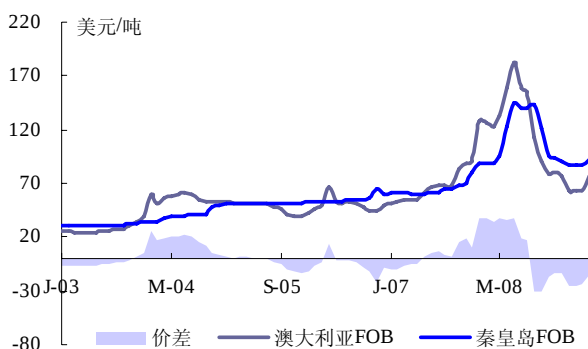
本月海运费价格在上月的大幅上涨后维持稳定，澳大利亚纽卡斯尔-日本（7 万吨）维持在 18 美元/吨左右。按照目前的价格澳煤到广州完税价格 719 元/吨，较秦皇岛运抵高 80 元/吨左右，预计 1-2 个月后进口套利将被进口替代趋势取代。

表 1:主要出口国煤炭到港价格及价差

	印尼 (卡利曼丹)	澳大利亚 (纽卡斯尔)
FOB 价格(美元)	64.98	72.25
发热量(大卡)	5900	6000
折算为 6000 大卡价格(美元)	66.08	72.25
FOB 价格(人民币元)	451	493
运距(海里)	1600	4000
海运费(元/吨)	31	122.94
保险费(元/吨)	2.65	3.39
增值税(元/吨, 税率 17%)	82	105
运抵广州港价格(元/吨)	567	725
秦皇岛-广州运费	31	31
澳煤折算到秦皇岛价格	598	694
秦皇岛实际价格	605	605
国际煤炭到岸价-秦皇岛价	-7	89

数据来源: 国泰君安证券

图 11: BJ 动力煤与秦皇岛动力煤价差



数据来源: 国泰君安煤炭行业数据库

图 12: 澳西-日本月度运价均值及环比涨幅



数据来源: 国泰君安煤炭行业数据库

2. 我们对近期煤价的判断

2.1. 动力煤价格下调及上调幅度都有限

进口的激增趋势仍需 1-2 个月左右的时间消化和缓解, 港口高库存是山西部分小煤矿复产+进口累积高峰的双重力量下的暂时现象。随着需求持续复苏和进口势头缓解, 北煤南运量有望增加, 秦港库存不会维持高位, 同时动力煤的供给较为充裕, 预计价格下跌和上涨空间都有限。

2.2. 焦煤价格上涨趋势已经确立

据中国钢铁工业协会产量旬报, 6 月当月全国粗钢产量为 4538.7 万吨, 日均产量为 151.29 万吨, 为今年以来最高水平, 仅次于去年 6 月。河北、山东、上海、江

苏、安徽等地焦炭产能已经由 50%提升到 95%以上，山西产能利用率由 50%提高到 70%-80%，并在 7 月份提价 60 元/吨。下游行业价量齐升为焦煤价格上涨打开空间，山西临汾、古交、河南平顶山、河北开滦、贵州六盘水等地区的焦煤价格纷纷上调，逐步小幅上调仍是未来几个月的焦煤价格趋势。

3. 本月行业公司重大事件点评

3.1. 内蒙古自 7 月 1 日起征收价格调节基金

6 月 18 日，内蒙古自治区人民政府下发了《内蒙古自治区煤炭价格调节基金征收使用管理办法》，内蒙古从 7 月 1 日开始征收煤炭价格调节基金。

价格调节基金是地方与中央、与企业利益的博弈。由于内蒙古煤炭产量大部分出自央企或其它外省企业的分、子公司，地方政府独资、控股、参股企业少，地方政府的收益与行业的发展严重不匹配，例如年 1-4 月份内蒙古煤炭产量 1.7 亿吨，其中神华集团约占 35%左右，根据税收分配原则，央企所得税中央占 60%，地方占 40%，增值税中央占 75%，地方占 25%；除央企外，内蒙古投资的大型能源企业总部注册地大都不在内蒙古，造成企业所得税被转移到区外。这与山西形成鲜明对比，山西省、市、县直属国有控股和参股煤炭企业产能占全省的一半左右，09 年 1 季度尽管山西煤炭行业遭遇停产重创，产量首次落后于内蒙古，但山西煤炭行业税收仍高达 106.88 亿元，而内蒙古仅为 30 亿元左右。

价格基金的增收将夯实动力煤价格底部。从开采成本来看，内蒙古凭借良好的赋存条件是仅次于新疆地区的成本洼地。在行业供需最差的情况下，成本最低的地区往往决定了煤炭价格的底限，从这个角度看，内蒙古提高政策性成本夯实了动力煤的价格底部。

3.2. 会计解释 3 号出台

6 月 3 日，财政部正式公布《企业会计准则解释第 3 号》。

处理方式基本回到调整前。根据本次解释，煤炭安全费用、维简费、转产、环保基金等项目计提可以直接计入成本与费用，转为固定资产可以一次计提折旧，这几乎完全回到了调整前的状态，与调整前的唯一区别仅在于贷项由负债项下转为权益项下。

对上市公司业绩的影响幅度在 2%-25%左右。根据解释，2009 年的会计利润将调低。根据我们测算，对盈利影响幅度较大的前 5 家公司分别为潞安环能、平煤股份、国阳新能、大同煤业和盘江股份，见下表。

表 2: 会计调整对重点上市公司 2008 年 EPS 的影响

项目	08 年产量	维简、安全费	转产、环保基金	维简费	安全费	所得税影响	降低幅度
				影响	影响		
				EPS	EPS	EPS	合计
中国神华	18750	7.5		-0	-0.06	0.01	-0.04
							-3.17%

中煤能源	9149	25	15	-0.02	-0.00	0.01	-0.01	-2.12%
大同煤业	2026	21	15	-0.16	-0.31	0.16	-0.32	-13.19%
兖州煤业	3608	14		-0.04	-0.05	0.03	-0.06	-4.63%
西山煤电	1619	39	15	-0.04	-0.17	0.06	-0.15	-10.11%
盘江股份	237	55		-0.03	-0.16	0.06	-0.14	-12.77%
潞安环能	2577	56	15	-0.13	-0.71	0.24	-0.59	-23.99%
平煤股份	2835	41		-0.15	-0.67	0.24	-0.58	-23.25%
国阳新能	1774	41	15	-0	-0.36	0.09	-0.27	-17.86%
开滦股份	750	21		-0	-0.08	0.02	-0.06	-4.37%
兰花科创	549	25	15	-0.00	-0.08	0.02	-0.06	-2.38%
神火股份	481	15		-0.07	-0.04	0.05	-0.07	-2.83%
金牛能源	1167	24		-0.00	-0.34	0.08	-0.25	-10.22%
国投新集	1181	25		-0.00	-0.11	0.00	-0.11	-17.44%

数据来源：国泰君安

3.3. 山西小煤矿整合进入攻坚阶段

我们注意到近期山西小煤矿的整合呈现两大特点：五大集团舍近求远，运销、山煤集团“饥不择食”。大同周边的小煤矿由煤运集团整合，而古交周边的小煤矿由同煤集团整合，焦煤集团对临汾、吕梁市的小煤矿感兴趣。运销集团、山煤集团的整合面则遍布大同、忻州、太原、晋城、吕梁、临汾等。

山西除河东煤田开发程度较低外，其他五大煤田的开发程度比较高，加上小煤矿的私采乱挖，资源破坏较严重，缺乏整装资源。5 大集团现有资源比较丰富，对可整合的资源在煤种、储量等方面要求相对较高，出手谨慎，同时由于对周边小煤矿非常熟悉，不愿参与其整合；运销集团、山煤集团由低毛利的贸易逐步转型为生产企业，资源量相对匮乏，本次被允许作为主体参与整合，因而圈煤的积极性很高。运销集团、山煤集团有可能借本次整合机会提升自己的资源地位，建议关注中油化建。

3.4. 山西酝酿将 9 家国有焦企重组为 1 家

焦炭业务亏损拖累山西经济。除了产煤大省，山西也是焦炭大省，2007 年之前山西的市场份额在全国的 30% 左右，2008 年下降到 25.45%，产量占比高于排名第二位的河北省 13 个百分点。受需求萎缩和省内小焦煤企业停产的双重影响，山西焦炭产能利用率维持在 60% 左右，亏损严重，2009 年前 5 个月产量占比下滑至 20.03%，目前全省共有 270 余户焦化企业，焦炭产能 200 万吨以上的只有 10 户。而位居第三的山东省在年初联合 45 家焦化企业组建山东省焦化企业集团，09 年 5 月份市场份额提升 1.5 个百分点至 10.39%。山西扶持、整合焦炭行业、恢复其盈利能力是形势所迫。

整合、减税、保证原料供应三管齐下。本次整合与前期出台的《山西省焦化产业调整和振兴规划》是一脉相承的，规划提出的淘汰目标：2011 年淘汰技术装备落后的焦化产能 2000 万吨左右；2015 年再分批淘汰达不到准入条件的焦化产能 4000

万吨左右。整合目标为：培育一批采用国际先进炉型产能达 1000 万吨级和 500 万吨级的特大型焦化企业，焦化企业数减少到 60 户以内，全省前 10 位焦化企业产能占全省产能比例达到 60%以上；除此而外，山西省也出台了关于减轻重点焦化企业政府基金和收费负担的方案。根据方案，从 7 月 1 日起，除继续执行水资源补偿费和水资源费政策外，省政府对各项收费分别采取降低、免缴(收)、暂免收取、缓缴等政策。采取这项政策后，全省重点焦化企业最多可减少 91.4 元/吨焦，最少也可减少 53.4 元/吨焦；在政府的协调下，山西焦煤集团将在 2009 年向省内焦化企业供应 1200 万吨炼焦煤，扶持其恢复生产。6 月上旬，潞宝集团、阳光焦化集团等 38 家省内焦化企业先后与山西焦煤签订合同，获得炼焦煤供应。

整合效果值得期待。尽管我们认为企业之间实质性的重组仍存在较大困难和变数，但形成类似山西焦煤集团或山东焦化企业集团等价格联盟依然可期，焦炭行业散乱竞争格局改善有利于行业议价能力的提高。

4. 煤炭板块市场表现

近期煤炭板块在二级市场继续跑赢大盘。1 个月以来煤炭指数的绝对收益率为 23.09%，相对大盘的收益率为 6.62%；3 个月以来煤炭指数的绝对收益率为 45.39%，相对大盘的收益率为 38.05%。

表 3: 煤炭板块市场表现

	1 年		3 月		1 月	
	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率
煤炭指数	23.09	6.62	65.39	38.05	18.32	4.96
上证指数	16.47	-	27.34	-	13.36	-

数据来源：Wind，截至到 2009 年 07 月 03 日，按区间成交额加权

近一个月表现最好的前 5 名煤炭上市公司分别为神火股份、国阳新能、开滦股份、中国神华和平煤股份，我们重点推荐的盘江股份、开滦股份、大同煤业在 3 个月和年度表现位列前茅。

表 4: 煤炭公司市场表现

序号	1 年		3 月		1 月	
	简称	阶段涨幅	简称	阶段涨幅	简称	阶段涨幅
1	盘江股份	92.9	开滦股份	110.8	神火股份	47.5
2	大同煤业	91.4	平煤股份	99.0	国阳新能	37.3
3	国投新集	77.1	露天煤业	96.4	开滦股份	29.2
4	国阳新能	76.7	大同煤业	92.7	中国神华	26.8
5	ST 平能	75.7	西山煤电	77.4	平煤股份	25.8
6	露天煤业	65.1	盘江股份	73.6	煤气化	21.7
7	西山煤电	61.4	国阳新能	71.0	西山煤电	20.2
8	兰花科创	50.5	金牛能源	68.4	盘江股份	18.4
9	平煤股份	33.0	兰花科创	55.8	金牛能源	16.6
10	开滦股份	27.7	潞安环能	52.4	潞安环能	14.7

11	潞安环能	26.5	中国神华	49.6	上海能源	14.1
12	上海能源	19.5	煤气化	48.9	中煤能源	13.7
13	恒源煤电	18.0	神火股份	47.5	大同煤业	12.4
14	郑州煤电	9.9	郑州煤电	43.0	兰花科创	11.5
15	神火股份	8.0	ST 平能	42.6	兖州煤业	9.5
16	金牛能源	7.7	国投新集	40.6	国投新集	4.6
17	中国神华	4.8	中煤能源	37.7	露天煤业	4.0
18	煤气化	-0.8	上海能源	35.6	恒源煤电	3.7
19	中煤能源	-5.7	恒源煤电	33.5	郑州煤电	2.2
20	兖州煤业	-12.9	兖州煤业	18.7	ST 平能	-0.8

数据来源: wind, 截至到 2009 年 7 月 8 日

5. 维持行业增持评级, 根据会计解释调整上市公司盈利预测

目前经济已经进入复苏阶段, 由于山西小煤矿等落后产能的退出使煤炭价格、景气见底时间与经济周期的时滞缩短, 目前价格底部已经确立, 一轮周期一次的行业趋势性投资机会已经来临, 在煤价上涨动力开始衰竭前, 我们看好煤炭板块的观点不变。

根据企业会计准则解释第 3 号, 我们相应调整了公司的盈利预测。需要说明的是, 部分安全费用计提标准较高的公司存在下调的可能性, 实际对业绩的影响幅度小于我们的测算, 我们将根据中报情况做进一步的修正。

表 5: 2008、2009 年重点公司调整前后的 EPS 及 PE

项目	2008 年				2009 年			
	调整前 EPS	调整后 EPS	调整前 PE	调整后 PE	调整前 EPS	调整后 EPS	调整前 PE	调整后 PE
中国神华	1.34	1.29	24.66	20.12	1.43	1.39	23.11	23.78
中煤能源	0.52	0.51	26.25	22.83	0.5	0.49	27.30	27.86
大同煤业	2.4	2.08	16.98	17.24	2.00	1.68	20.37	24.25
兖州煤业	1.32	1.26	12.37	11.99	0.78	0.72	20.94	22.68
西山煤电	1.44	1.29	23.43	20.98	1.04	0.89	32.44	37.91
盘江股份	1.08	0.94	29.50	27.17	1.23	1.09	25.90	29.23
潞安环能	2.48	1.89	16.96	20.10	1.77	1.18	23.76	35.64
平煤股份	2.48	1.9	13.83	17.98	1.67	1.09	20.54	31.48
国阳新能	1.51	1.24	24.20	21.58	1.12	0.85	32.63	42.99
开滦股份	0.67	0.64	36.13	27.95	0.83	0.80	29.17	30.26
兰花科创	2.45	2.39	15.67	14.77	1.93	1.87	19.89	20.52
金牛能源	2.49	2.24	17.43	16.12	-	-	-	-
国投新集	0.65	0.54	27.46	28.21	0.75	0.64	23.80	27.89

数据来源: 国泰君安证券

相对我们更看好焦煤子行业。受资源瓶颈与产能释放的制约, 焦煤子行业供给缺乏弹性, 需求几乎成为影响价格的唯一变量, 焦炭、钢铁产能利用率逐步回升, 焦煤价格的上涨趋势已经确立, 焦煤类公司盈利预测存在上调的空间。根据我们测算, 焦煤含税价格上调 100 元 (对应喷吹调价 75 元), 对冶金煤公司的业绩提

升幅度在 20%-30%，调整后除西山煤电等个别公司外，大部分的估值水平回落至 25 倍以下，而截至 2009 年 7 月 29 日，全部 A 股按总股本加权计算市盈率（剔除亏损）为 25.66 倍，意味着在焦煤提价 100 元的预期下，焦煤板块仍未高估。

表 6：冶金煤提价对相关上市公司的影响

		08 年商品煤 销量	08 年焦煤/喷吹煤 销量	占比	提价 100 元增加 EPS	09 原 EPS	提升幅度
000983	西山煤电	1617	600	37.11%	0.16	0.89	17.73%
600348	国阳新能	3647	396	10.86%	0.20	0.85	23.15%
600395	盘江股份	584	364	62.33%	0.24	1.09	21.87%
600997	开滦股份	500	249	49.80%	0.13	0.80	16.25%
600188	兖州煤业	3756	1187	31.60%	0.15	0.72	21.37%
000937	金牛能源	967	492	50.92%	0.40	-	-
601699	潞安环能	2323	957	41.20%	0.40	1.18	33.70%
601666	平煤天安	2835	700	24.69%	0.32	1.09	29.30%

数据来源：各公司年报，国泰君安证券，假设喷吹煤提价幅度为焦煤的 75%，盘江股份按整体上市后的煤炭产量估算

动力煤的价格影响则受到供给和需求的双变量影响，底部已经确立，但上涨空间和下跌空间都不大，因此我们仍相对看好有产能扩张速度较快的大同煤业、国投新集和中国神华。

6. 国际煤炭上市公司估值情况

表 7：国际煤炭上市公司估值情况

公司简称	PE			PB	PEG	EV/EBITDA	市场表现			
	2008A	2009E	2010E				1 Week	1 Month	3 Month	6 Month
港股										
中国神华	19.09	17.51	15.70	3.45	1.05		3.76	6.03	43.21	57.44
中煤能源	15.55	14.09	12.68	1.83	1.07	10.66	-2.13	-7.73	35.35	22.53
兖州煤业	7.25	11.78	10.67	1.76	1.11	5.64	1.69	-3.57	60.53	59.82
国际综合性企业										
BHP Billiton		17.14	16.47		1.88		0.09	-7.89	10.97	7.25
Rio Tinto		14.52	14.92				-1.10	-15.37	23.54	39.91
Xstrata	5.03	15.38	11.48	0.79		5.11	-3.15	-8.11	27.04	30.48
国际煤炭生产企业										
Peabody	7.63	13.42	11.22	2.34	1.18	5.35	-2.25	-15.10	8.49	5.52
Arch Coal	6.94	36.58	10.21	1.22	4.88	5.45	-2.31	-17.45	4.67	-24.68
Consol nergy	11.34	8.43	9.11	3.39	0.39	5.89	-5.47	-16.25	23.48	-7.43
Massey nergy	6.42	16.56	10.48	1.33	1.00	3.45	-4.06	-20.60	58.99	4.53
Anglo American		25.87	19.18				-2.04	1.02	50.20	8.05
国际煤变油企业										
Sasol		8.00	7.51		0.53		7.67	-3.21	21.53	6.35

数据来源：国泰君安（截止 7 月 3 日价格）

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com