



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

业绩预览

2009 年 7 月 24 日

煤炭行业

研究部

韩永 CFA

分析员

hanyong@cicc.com.cn

下游复苏带动煤炭需求回升 —2009 年煤炭公司中期业绩预览

2009 年上半年业绩预测：

中国神华、西山煤电、天地科技的 09 年中期业绩预计会有 8.3%~30.8% 的增长；中煤能源、平煤股份、兰花科创的业绩将会基本持平；而兖州煤业、神火股份、开滦股份的业绩将会有 41.2%~70.5% 的显著下降。

关注要点：

安全费会计处理调整将降低 A 股公司利润。2009 年 6 月，财政部宣布变更安全费的会计处理，这将减少煤炭 A 股公司的会计利润。其中，对山西煤炭公司影响较大（山西省特有的环境基金、转产基金也将采取类似处理方式）。

山西小煤矿复产对煤炭市场冲击有限。目前，山西省政府工作的重中之重是资源整合，而且在 60 周年国庆时也会更重视安全生产，因此仍会坚持严格的复产标准，小煤矿不会全面复产。

房地产带动煤炭需求恢复，调升 10 年煤价假设。随着销售量的持续回暖，房地产投资也在回升，09 年 6 月当月房地产投资同比增长 18.1%，远高于 1~5 月份 6.8% 的累计增速。这将带动下游的钢铁、建材、有色等高耗能产品的产量增长，从而间接拉动煤炭需求。我们将 09 年煤炭需求增速从 1.3% 上调至 3.7%，10 年增速从 3.2% 上调至 5.3%。我们将 2010 年焦煤价格涨幅从 -5% 调升为 5%，将 2010 年动力煤价格涨幅从 -5% 上调为 0%。

盈利预测调整：上调中国神华、开滦股份、平煤股份、神火股份、天地科技的 09 年业绩预测 6%~32%；小幅下调中煤能源 A 股、西山煤电的业绩预测 8%~11%。上调中国神华、开滦股份、平煤股份的业绩预测，是由于煤炭产量和价格高于原预期；上调神火股份的盈利预测，是由于电解铝业务由亏转盈；上调天地科技的盈利预测，是由于煤炭装备增速高于预期。下调中煤能源 A 股、西山煤电的盈利预测，主要是由于安全费会计政策调整对其负面影响较大。

估值与建议：

A 股公司：中金覆盖煤炭公司 09 年 PE 为 28.1 倍，估值水平已然不低；但由于通胀预期和政策扶持未变，建议继续持有，寻找有相对估值优势的公司。一是龙头公司中国神华，09 年 PE 为 26.2 倍，且公司计划大规模开发新街矿区、榆神矿区，未来 5 年煤炭产量翻番。二是资产注入类公司（平煤、开滦、国阳、大同等）中的大同煤业，具有较大资产注入空间，09 年 PE 为 26.0 倍。三是焦煤子行业（西煤、平煤、开滦、盘江等）中的盘江股份，09 年 PE 为 26.4 倍。四是兰花科创，09 年 PE 为 22.8 倍，目前公司尿素业务盈利不佳被市场忽略；未来尿素复苏时将迎来重估机会。

H 股公司：总体估值处于合理范围，并相对看好福山能源和中煤能源。一是看好福山能源，是由于公司受益于焦煤行业的较高景气度，并可能通过收购和新建煤矿实现扩张，目标价 HK\$5.1。二是看好中煤能源，是由于其估值较低，在度过 2009 年的低速期之后，2010 年~2011 年将陆续有王家岭、平朔东露天矿投产，目标价 HK\$11.3。

风险：

煤炭 A 股的 09 年 PE 已超过 28 倍，不少公司股价创新高，估值压力逐步显现，投资者可能也在关注：游戏何时结束？

回顾 2008 年和 2004 年煤炭板块的两次大幅调整，主要的触发因素包括：一是通胀预期转变，2008 年煤炭股价见顶回落的重要触发因素，正是大宗商品价格见顶，市场预期由通胀转为通缩。二是产业政策打压，如 2008 年国家对电煤价格的管制；三是政府的宏观调控，如 2004 年密集宏观调控政策导致当年 11 月份煤炭板块见顶回落。

安全费的会计处理变更减少会计利润

2009 年 6 月 11 日，财政部发布了《关于印发企业会计准则解释第 3 号的通知》，规定“高危行业企业按照国家规定提取的安全生产费，应当计入相关产品的成本或当期损益，同时记入‘4301 专项储备’科目”；同时规定“企业提取的维简费和其他具有类似性质的费用，比照上述规定处理。”

与 2008 年报的会计处理方式相比，企业会计准则解释第 3 号的规定，将减少煤炭 A 股公司的会计利润。

可以从 2007 年报数据的追溯调整来看安全费的影响程度。2007 年年报数据中，各公司提取安全费时，直接计入成本费用，减少当期利润；而在各家企业公布 2008 年年报时，安全费的计提并不直接进入成本费用，而是在实际使用时才进入成本费用，同时按照此种处理方式对 2007 年度数据进行了追溯调整。因此，从前后 2007 年度的数据可以大致看出安全费的会计政策调整对各家公司的净利润影响。

图表 1：2007 年安全费会计处理变更对各公司的影响

(百万元)	调整前净利润	调整后净利润	差异	变化幅度
平煤股份	1,103	1,485	382	34.6%
兰花科创	579	710	131	22.5%
西山煤电	1,093	1,337	243	22.3%
兖州煤业	2,691	3,217	526	19.5%
中煤能源	5,455	6,149	694	12.7%
中国神华	23,148	23,933	785	3.4%
开滦股份	650	655	5	0.8%
神火股份	1,147	1,153	6	0.5%

资料来源：Wind，中金公司研究部

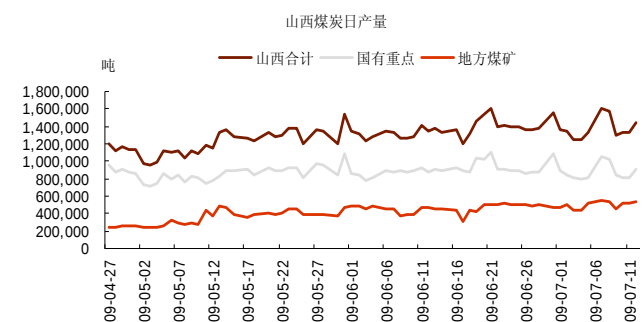
山西小煤矿复产影响如何？对煤炭市场冲击有限

我们认为，山西小煤矿复产对煤炭市场冲击有限。

一方面，安全生产要求限制了小煤矿复产的进度。山西省目前在全力推进煤炭资源整合，复产的要求仍然相对较高。另外，山西省政府也清楚煤炭供需处于弱平衡的状态，如果小煤矿大面积复产，将会对煤炭市场造成冲击，从而影响政府的财政收入，因此对小煤矿的复产也会持审慎态度。根据山西煤监局的统计信息，今年上半年山西省共有复产矿井 430 个，其中国有重点煤矿复产矿井 95 个，占国有重点生产矿井的 75%，国有地方煤矿复产矿井 87 个，占国有地方生产矿井的 32%，乡镇集体煤矿复产矿井 221 个，占乡镇煤矿生产矿井的 16.6%。

另一方面，煤炭等大宗商品的价格走势更多地由需求变化决定。我们可以在钢铁、电解铝等行业看到类似现象，随着需求回暖这些行业的开工率也在提升，但最终的结果仍然是产品价格逐步提升，开工率的提高并没有导致产品价格下跌。因此，在下半年需求回暖的情况下，煤炭价格有望实现小幅上升。

图表 2：山西省日均商品煤产量变化

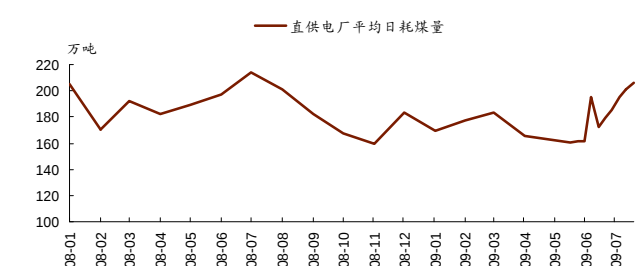


资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

近期煤炭需求已经明显回升

电厂的耗煤量显著回升。6 月份直供电厂日均耗煤 185 万吨，7 月前 19 天达到 207 万吨，环比上升 12%。

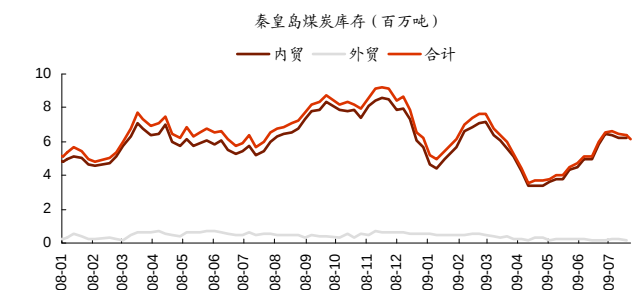
图表 3：直供电厂日均耗煤量回升



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

煤炭库存明显下降。7 月 22 日秦皇岛煤炭库存下降到 617 万吨。

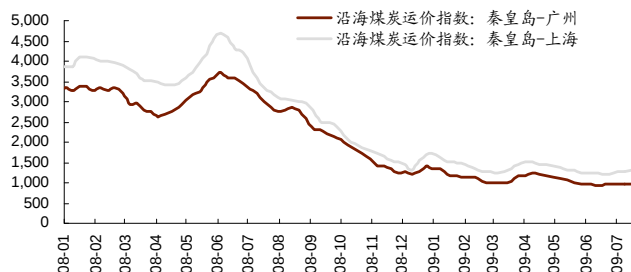
图表 4：秦皇岛煤炭库存下降



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

沿海煤炭运价指数止跌回升。如秦皇岛-广州的煤炭运价指数从6月10日的942.9回升到7月15日的973.0。

图表 5: 沿海煤炭均价指数止跌回升



资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

2010 年煤炭市场如何? 房地产将带动需求回暖

2009 年以来, 房地产销售明显恢复。1~6 月份我国房地产销售面积达到 3.41 亿平方米, 同比上升 31.7%。其中 6 月份销售面积达到 0.95 亿平方米, 同比上升 50.9%。

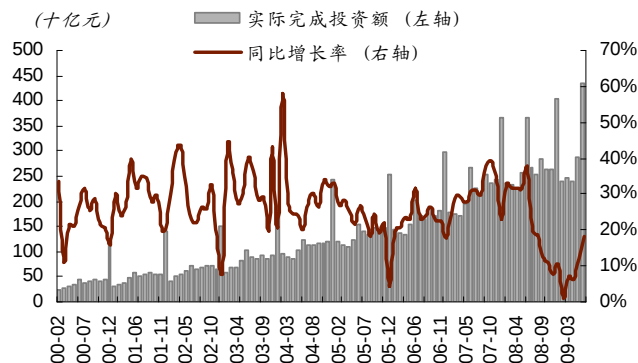
图表 6: 2009 年以来房地产销售量大幅上升



资料来源: Wind, 中金公司研究部

房地产销售回暖, 带动房地产投资出现明显回升。2009 年 1~6 月份房地产投资累计完成 14505 亿元, 同比增加 9.9%; 其中, 6 月份投资 4340 亿元, 同比增长 18.1%。

图表 7: 房地产投资也明显恢复



资料来源: Wind, 中金公司研究部

在此带动作用下, 钢铁、水泥、有色金属等高耗能产品市场明显回暖, 中金公司的行业分析师也显著上调了这些产品的 2009~2010 年产量增速。我们也相应上调煤炭消费增速: 2009 年消费增速从 1.3% 上调到 3.7%, 2010 年消费增速从 3.2% 上调到 5.3%。

图表 8: 煤炭消费需求预测调整

单位: 百万吨	火电	钢铁	建材	化工	其他	总计	增速
2008 年煤炭消费量	1,515	425	362	151	287	2,740	3.0%
2009 年煤炭消费增长预测							
下游产品产量增速 yoy %	1.0%	8.7%	17.9%				
节能减排导致单位能耗下降	1.0%	1.0%	1.0%				
煤炭消费增长率 yoy %	0.0%	7.7%	16.9%	5.0%			
新增煤炭消费量 (亿吨)	0	33	61	8	0	101	
2009 年煤炭消费量	1,515	458	423	158	287	2,841	3.7%
2010 年煤炭消费增长预测							
下游产品产量增速 yoy %	5.0%	7.8%	13.2%				
节能减排导致单位能耗下降	1.0%	1.0%	1.0%				
煤炭消费增长率 yoy %	4.0%	6.8%	12.2%	5.0%			
新增煤炭消费量 (亿吨)	61	31	52	8	0	151	
2010 年煤炭消费量	1,576	489	475	166	287	2,993	5.3%

资料来源: 中金公司研究部

下面为煤炭供需关系的预测。可以看出, 2009 年煤炭行业的产能利用率有所下降; 而 2010 年煤炭供给和需求的增速基本平衡, 产能利用率也企稳。

图表 9: 煤炭供需关系预测

	2008	2009E	2010E
新建煤矿规模 (百万吨)	260	279	304
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	184
实际产能 (百万吨)	2,793	2,952	3,136
增速	4.1%	5.7%	6.2%
国内消费增量 (百万吨)	80	101	151
增速	3.0%	3.7%	5.3%
国内消费量 (百万吨)	2,740	2,841	2,993
净出口 (百万吨)	5	-55	-35
总消费量	2,745	2,786	2,958
过剩产能 (百万吨)	48	166	178
产能利用率	98.3%	94.4%	94.3%

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

炼焦煤市场好于整个煤炭行业。预计 2010 年炼焦煤的需求增速达到 6.8% 左右, 明显快于煤炭行业 5.3% 左右的增速; 而由于资源约束, 2010 年焦煤产能增长将慢于煤炭行业 6.2% 的增速, 估计在 4%~5% 左右。因此, 炼焦煤的供需关系将明显好于煤炭行业的整体水平。

提高 2010 年煤价预期

由于 2010 年煤炭需求回暖, 而且通胀可能上升, 煤炭价格将好于预期。我们将 2010 年动力煤价格涨幅从 -5% 调整为 0%, 将 2010 年冶金煤价格涨幅从 -5% 调整为 +5%。

图表 10：2009~2010 年煤价假设

	元/吨	现价	FY08	FY09	FY10	FY09%	FY10%
动力煤:							
秦皇岛山西优混煤现货价(不含税)	483	617	492	492	-20%	0%	
秦皇岛山西优混煤现货价(含税)	565	697	575	575	-17%	0%	
神华合同煤(黄骅港, 不含税)	462	410	462	462	13%		
炼焦煤:							
古交矿区肥原煤现货价(不含税)	780	1,000	824	865	-18%	5%	
山西焦煤的肥精煤报价(含税)	1,090	1,310	1,113	1,168	-15%	5%	
山西焦煤的肥精煤报价(不含税)	932	1,159	951	998	-18%	5%	

资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

调整煤炭公司业绩预测

统一的调整主要包括：将资源税改革的启动时间从 09 年下半年调整到 10 年初；将 2010 年动力煤价格涨幅从 -5% 调整为 0%，将 2010 年冶金煤价格涨幅从 -5% 调整为 +5%。另外，根据各公司的实际情况对安全费进行了调整。

上调中国神华、平煤股份、开滦股份、神火股份和天地科技的 09 年业绩预测。

- 中国神华 (601088.CH)：2009 年上半年中国神华自产商品煤实际产量 1.06 亿吨，同比增长 17.6%。因此，我们将 2009 年公司自产商品煤产量从 2.01 亿吨上调为 2.08 亿吨。同时，我们将 2009 年的出口煤价从 70 美元/吨上调为 78.5 美元/吨。
- 平煤股份：我们将 09 年公司综合煤价从 452 元/吨调整为 460 元/吨。
- 开滦股份：我们将公司 09 年精煤价格从 934 元/吨调整 970 元/吨；同时将 09 年焦炭价格从 1422 元/吨调整为 1477 元/吨。
- 神火股份：上调了 09 年和 10 年的电解铝价格和毛利率假设。09 年电解铝价格从 13000 元/吨上调为 13500 元/吨，10 年为 14500 元/吨。电解铝业务的 09 年贡献从 0.20 元的亏损变为基本持平，10 年为 0.12 元的盈利。
- 天地科技：由于煤炭行业投资增速高于预期，上半年实际达到了 40.5%，预计全年也在 30% 以上。我们将 2009 年公司的煤炭开采装备销售收入增速从 25% 上调至 30%，2010 年增速从 10% 上调至 25%。

下调中煤能源 A 股、西山煤电的 09 年盈利预测。主要是由于它们受安全费会计政策调整的影响更大（它们都位于山西地区，需要同时调整安全费、维简费、环境治理恢复保证金和转产发展基金等四项）。

各公司业绩调整的幅度可以参考下表。

图表 11：煤炭公司盈利预测调整表

	现预测		原有预测		变化	
(元)	09E	10E	09E	10E	09E	10E
神火股份	0.97	1.52	0.74	0.95	31.5%	60.8%
开滦股份	0.52	0.70	0.43	0.52	20.7%	33.5%
平煤天安	1.12	1.37	0.99	1.02	13.1%	33.9%
天地科技	0.95	1.14	0.87	0.93	9.0%	22.1%
中国神华	1.44	1.54	1.36	1.38	6.0%	12.2%
兰花科创	1.90	2.07	1.90	1.66	0.0%	24.8%
兖州煤业	0.74	0.72	0.75	0.70	-1.5%	3.7%
西山煤电	1.10	1.63	1.20	1.51	-8.4%	8.1%
中煤能源	0.51	0.58	0.57	0.56	-11.4%	1.8%
Shenhua H	1.49	1.60	1.36	1.38	9.8%	16.1%
Yanzhou Coal H	0.80	0.77	0.75	0.70	6.9%	10.8%
China Coal H	0.62	0.69	0.60	0.59	4.0%	15.6%
Fushan Energy (HK\$)	0.30	0.36	0.30	0.36	0.0%	0.0%

资料来源：中金公司研究部

调整之后，我们的预测与市场预测对比如下表所示。可以看出，A 股公司中，我们对神火、西煤、天地的预期高于市场，对中煤、兖煤、开滦和平煤的预期则低于市场。市场预期总体高于我们的原因，估计是对安全费的影响没有进行及时调整。H 股公司中，我们对中煤能源的预测高于市场，对兖州煤业的预测低于市场。

图表 12：中金公司与市场的盈利预测对比表

	现预测		市场预测		差异	
(元)	09E	10E	09E	10E	09E	10E
神火股份	0.97	1.52	0.93	1.29	4.4%	17.9%
西山煤电	1.10	1.63	1.08	1.44	2.1%	13.4%
天地科技	0.95	1.14	0.93	1.15	2.0%	-1.2%
兰花科创	1.90	2.07	1.95	2.08	-2.6%	-0.1%
中国神华	1.44	1.54	1.49	1.63	-3.1%	-5.3%
中煤能源	0.51	0.58	0.60	0.71	-15.4%	-18.7%
兖州煤业	0.74	0.72	0.94	0.98	-21.1%	-26.1%
开滦股份	0.52	0.70	0.67	0.91	-22.6%	-23.1%
平煤天安	1.12	1.37	1.52	1.48	-26.3%	-7.7%
China Coal H	0.62	0.69	0.56	0.63	10.4%	9.7%
Shenhua H	1.49	1.60	1.46	1.62	2.4%	-1.7%
Fushan Energy (HK\$)	0.30	0.36	0.31	0.36	-3.2%	0.4%
Yanzhou Coal H	0.80	0.77	0.90	0.97	-11.3%	-20.9%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

由于目前煤炭行业的产能利用率处于 90% 以上的高位，因此供需关系的变化对煤价影响也将比较显著。下面为 2009 年~2010 年各公司的盈利预测对煤价的敏感性分析。

图表 13：各公司盈利对煤价的敏感性分析

	净利润 09E			净利润 10E		
	现预测	煤价+1%	变化	现预测	煤价+1%	变化
平煤股份	1,569	1,662	5.98%	1,913	2,018	5.49%
神火股份	729	752	3.17%	1,143	1,176	2.88%
兖州煤业	3,638	3,750	3.08%	3,548	3,663	3.24%
中煤能源	6,720	6,908	2.79%	7,625	7,860	3.09%
开滦股份	640	657	2.63%	863	879	1.95%
中国神华	28,634	29,295	2.31%	30,698	31,420	2.35%
西山煤电	2,673	2,729	2.10%	3,946	4,046	2.51%
兰花科创	1,087	1,105	1.63%	1,185	1,203	1.54%
Fushan Energy (HK\$)	1,478	1,511	2.24%	1,804	1,841	2.04%
Yanzhou Coal	3,924	4,036	2.85%	3,791	3,906	3.03%
China Coal	8,224	8,411	2.28%	9,092	9,327	2.59%
Shenhua	29,680	30,341	2.23%	31,745	32,467	2.28%

资料来源：中金公司研究部

我们对各公司 09 年上半年的业绩预测值, 以及同比变动幅度如下。可以看出天地科技、西山煤电和中国神华的业绩有所上升, 开滦股份、兖州煤业和神火股份的业绩有较大幅度下降, 而平煤股份、兰花科创和中煤能源的业绩大致持平。

图表 14: 各公司 09 年上半年业绩预览

(元)	1H09	1H08	变化
天地科技	0.35	0.27	30.8%
西山煤电	0.58	0.51	14.0%
中国神华	0.77	0.71	8.3%
兰花科创	1.04	1.04	0.3%
中煤能源	0.26	0.27	-2.8%
平煤股份	0.58	0.64	-8.9%
开滦股份	0.31	0.53	-41.2%
兖州煤业	0.32	0.76	-58.2%
神火股份	0.27	0.92	-70.5%
Fushan Energy (HK\$)	0.15	(0.01)	n.a
Shenhua H	0.80	0.74	6.9%
China Coal H	0.32	0.32	-2.4%
Yanzhou Coal H	0.35	0.80	-56.1%

资料来源: Wind, 中金公司研究部

煤炭公司投资分析

纵向比较如何? 目前煤炭 A 股公司的 09 年 PE 为 28.1 倍, 比历史中值高 67%。H 股公司 PE 中值 13.9 倍, 比历史中值高 19%, 处于合理范围之内。

图表 15: 煤炭公司 PE 的纵向比较

	09-7-23		历史 PE		距离中值 PE 的 空间
	PE	中值	最高	最低	
开滦股份*	44.74	12.37	45.15	5.71	262%
平煤股份*	30.96	11.96	31.48	5.29	159%
西山煤电*	28.31	13.85	50.69	5.41	104%
神火股份*	25.62	14.80	47.72	5.33	73%
兖州煤业*	27.87	17.42	35.49	8.28	60%
兰花科创*	21.73	14.31	509.56	5.34	52%
中煤能源*	28.22	21.76	47.59	12.14	30%
中国神华*	25.19	20.31	72.59	11.84	24%
中值	28.05	14.56	47.66	5.56	67%
均值	29.08	15.85	105.03	7.42	95%
兖州煤业* (H)	12.81	7.93	14.65	2.45	62%
神华能源* (H)	17.02	14.35	42.70	5.07	19%
中煤能源* (H)	13.87	16.86	52.32	4.25	-18%
中值	13.87	14.35	42.70	4.25	19%
均值	14.57	13.05	36.56	3.93	21%
Peabody	16.14	16.45	46.86	6.97	
Arch Coal	16.80	26.80		14.27	
Consol	9.29	14.70		5.27	
Massey	15.33	24.16		4.90	
中值	15.73	20.31	46.86	6.12	
均值	14.39	20.53	46.86	7.85	

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

横向比较如何? 目前, 全部煤炭 A 股公司的 09 年 PE 为 29.8 倍, 比沪深 300 指数有 16.2% 的溢价; 而煤炭 H 股公司的 09 年 PE 为 15.8 倍, 比恒生国企指数有 3.5% 的折价。而美国煤炭公司的 09 年 PE 为 21.2 倍, 比标普 500 有 32.7% 的溢价。

图表 16: 煤炭公司与大盘指数的对比

	2009E P/E		2009 P/E	煤炭股P/E/大盘指数P/E-1
A股煤炭股	29.8	沪深300	25.7	16.2%
H股煤炭股	15.8	香港国企指数	16.4	-3.5%
美国煤炭股	21.2	标普500指数	16.0	32.7%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

在中金覆盖 A 股公司中, 煤炭行业的 09 年 PE 为 28.1 倍, PB 为 4.3 倍; 而类似的通胀受益板块中, 有色金属行业的 09 年 PE 为 85.7 倍, PB 为 5.6 倍, 房地产板块的 09 年 PE 为 35.1 倍, PB 为 4.2 倍。可见, 其他类似板块的估值相对更高。

图表 17: 中金覆盖公司的行业估值对比

行业	PE (x)		PB (x)	
	09E	10E	09E	10E
银行	15.2	12.3	2.6	2.3
家电及相关	20.3	17.5	3.8	3.2
造纸包装	23.4	16.2	1.5	1.4
建筑	23.8	18.7	2.6	2.4
机械	25.1	21.8	3.5	3.1
建材	25.1	21.3	3.0	2.6
交通基础设施	25.4	22.7	2.6	2.4
汽车及零部件	25.7	21.6	3.3	2.9
电力	26.9	22.7	2.8	2.6
石油天然气	27.2	20.6	3.5	3.2
石化	28.1	41.1	9.7	9.7
煤炭	28.1	25.3	4.3	3.8
软件及服务	28.2	23.8	4.2	3.7
技术硬件及设备	28.7	23.3	3.9	3.4
化工	29.8	20.6	4.4	3.8
食品饮料	29.9	24.1	6.8	5.7
钢铁	30.1	13.3	1.9	1.7
医疗保健	30.3	24.3	4.9	4.3
证券	30.9	28.7	4.4	4.0
小盘股	32.0	20.6	4.3	3.7
零售	32.7	27.4	4.6	4.0
电信服务	33.9	47.8	2.2	2.1
服装及纺织品	34.7	28.7	3.1	2.8
房地产	35.1	30.2	4.2	3.7
保险	37.0	32.9	4.8	4.0
农业	39.5	32.0	4.0	3.7
酒店旅游	39.8	32.1	6.4	5.7
电子元器件	40.4	33.2	2.7	2.6
电气设备	41.8	34.2	6.7	5.7
城市公用事业	48.3	25.8	3.3	2.9
传媒	57.1	46.0	4.4	4.0
有色金属	85.7	68.2	5.6	5.3
交通运输	125.2	50.1	3.6	3.4
合计	23.7	18.9	3.3	2.9

资料来源: 中金公司研究部

如何投资? 趋势未变前继续持有。正如我们在下半年煤炭行业策略报告《休整之后再出发》中提到的, 下半年支持煤炭板块上涨的因素主要有三个方面, 一是通胀预期的大环境; 二是政府对煤炭行业的政策支持; 三是房地产拉动煤炭需求好转。在这三个因素没有发生根本转变的情况下, 对煤炭板块可以继续持有。

A股公司

在煤炭板块总体估值不低的情况下，主要从如下几个方面，选择具有相对估值优势的公司：

- 一是中国神华。中国神华的09年PE约26.2倍，低于煤炭行业的平均水平；公司计划在未来5年实现产能翻番，预计实际增速将显著快于行业平均水平。而且今年以来其累计涨幅为115%，显著低于煤炭行业总体200%的涨幅，在煤炭板块中的涨幅最低。
- 二是焦煤行业公司。主要是有西山煤电、平煤股份、开滦股份、盘江股份等公司。其中，盘江股份的09年PE为26.4倍，在这类公司中估值较低。
- 三是具有资产注入预期的公司。主要有平煤股份、开滦股份、大同煤业、国阳新能等公司。在这类公司中，大同煤业的估值较低，09年PE为26.0倍。
- 四是其他分部业务价值被忽略的公司。兰花科创具有无烟煤和尿素两大块业务。其中尿素产能超过100万吨，但由于目前尿素业务相对低迷，处于盈亏平衡点附近，市场对其定价中基本没有考虑这项业务的价值。如果未来尿素市场好转，这部分资产将会获得重估。这类似于6月中旬我们推荐神火股份的逻辑。

H股公司

在目前估值水平下，我们相对看好福山能源与中煤能源。

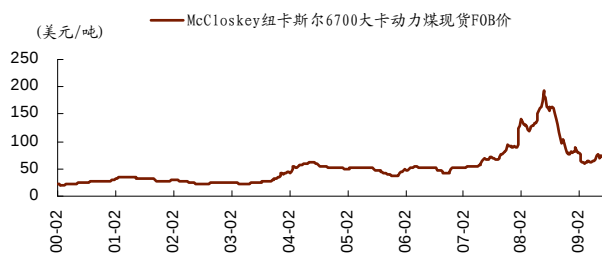
- 福山能源 (0639.HK)：公司拥有优质主焦煤资源，受益于焦煤市场的向好；福山能源有望借助山西省煤炭资源整合的机会进行扩张，并计划申请建设400万吨的联山煤矿。09年EPS预计为0.30港币，按照17倍PE来估算，目标价为HK\$5.10，投资评级审慎推荐。
- 中煤能源 (1898.HK)：虽然今年公司煤炭产量增速较低，大约增长600万吨左右；但后面增长有望加速，明年安太堡井工矿继续增产，并有600万吨焦煤产能的王家岭矿投产，预计2010年自产原煤产量增长超过1000万吨；而2011年则有设计能力2000万吨的平朔东露天矿投产。09年EPS预计为0.62元，按照16倍的PE来估算，目标价上调为HK\$11.30(原HK\$10.23)，投资评级审慎推荐。
- 中国神华 (1088.HK)：09年EPS从1.36元上调为1.49元，按照18倍PE估算，目标价上调为HK\$30.50(原HK\$28)。考虑到公司在煤炭行业的龙头地位，以及未来的发展空间，维持推荐的评级。
- 兖州煤业 (1171.HK)：我们将09年EPS从0.75元上调为0.80元；按照13倍PE估算，目标价为HK\$11.70 (HK\$10.23)，维持中性的评级。

风险分析：游戏何时结束？

2009年以来，煤炭板块远远超越大盘，不少煤炭公司股价已经创出历史新高。这反映了证券市场对于煤炭行业的发展前景有着良好预期。如果这种预期不能兑现，可能导致煤炭板块出现显著回调。从历史表现来看，煤炭上市公司的Beta值明显高于1，在证券市场处于上升周期时，煤炭公司的上涨幅度往往高于整个大盘指数；而在下跌过程当中，煤炭板块的跌幅也往往大于大盘指数。因此，随着估值水平的不断提升，风险也在逐步积累，投资者需密切关注如下变化：

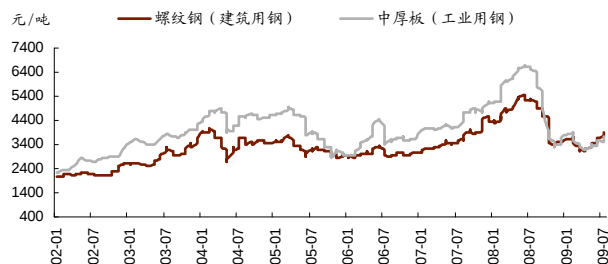
- 关注市场对通胀预期的变化。2008年中期，煤炭板块见顶回落的一个主要外部环境，是以石油为代表的大宗商品价格见顶回落。支撑和推动2009年煤炭板块上涨的一个主要因素，也正是市场对未来通胀的强烈预期。成也萧何，败也萧何。如果市场的这种通胀预期发生了转折，也就预示着煤炭股价的转折点到来。
- 关注产业政策变化。如2008年5月份之后，山东省政府和国家发改委先后出台电煤价格管制政策，使得2008年6~8月份虽然煤炭价格还在走高，但煤炭股价已经在5月底开始见顶回落。
- 关注政府的宏观调控政策。2004年煤炭板块经历过一次显著上涨之后，也于当年11月见顶回落，而当时的触发因素则是2004年中国政府的宏观调控政策，导致市场对煤炭需求的预期发生转向。

图表 18: 澳大利亚 NEWC 港口动力煤现货价格



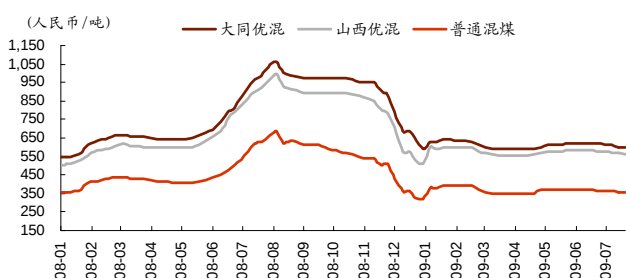
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 22: 国内市场钢材价格走势 (含税)



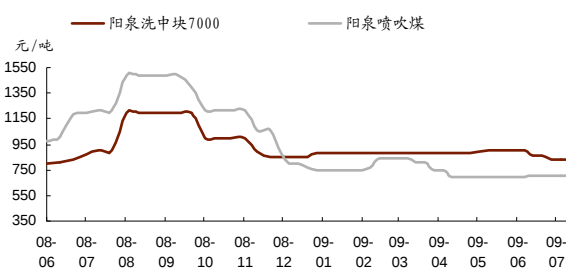
资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

图表 19: 秦皇岛混煤价格 (含税)



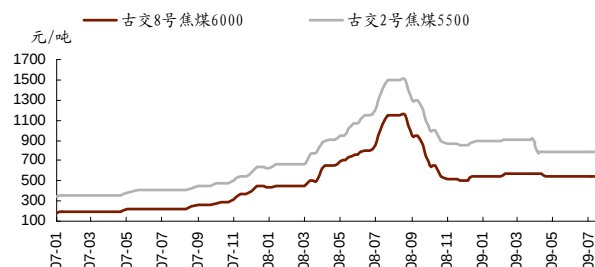
资料来源: 中国煤炭市场网, 中金公司研究部

图表 23: 阳泉无烟煤、喷吹煤价格 (不含税)



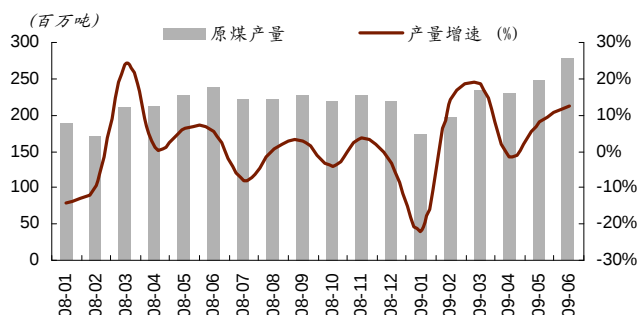
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 20: 古交炼焦煤价格 (不含税)



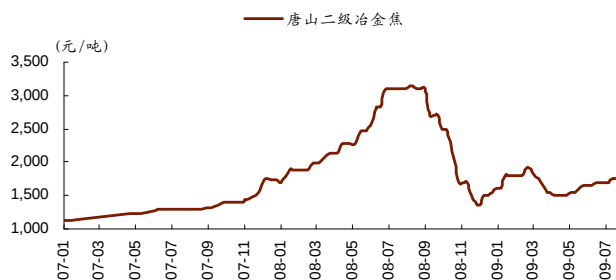
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 24: 全国煤炭产量及增速



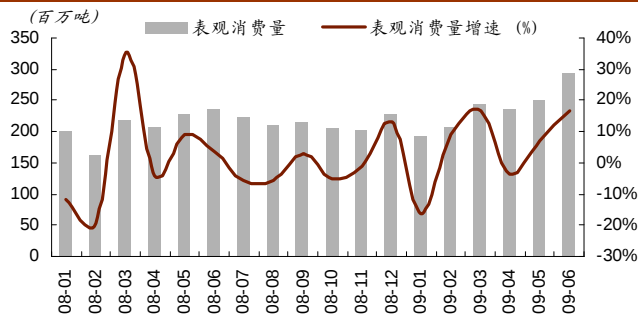
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 21: 唐山焦炭价格 (含税)



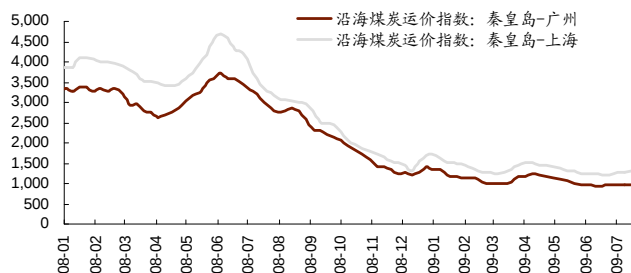
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 25: 全国煤炭表观消费量



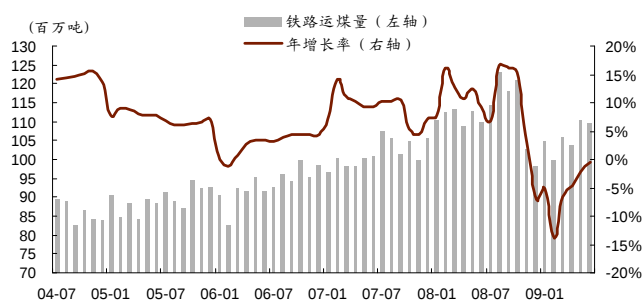
资料来源: CEIC, 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 26：沿海运价指数



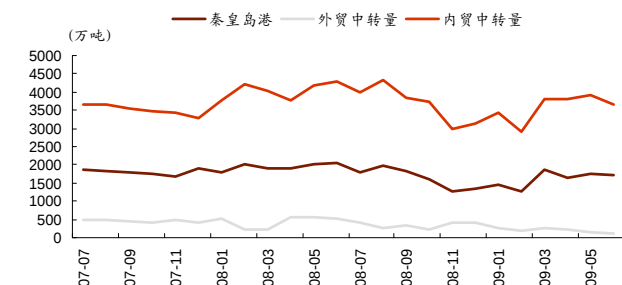
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 27：全国铁路运煤量



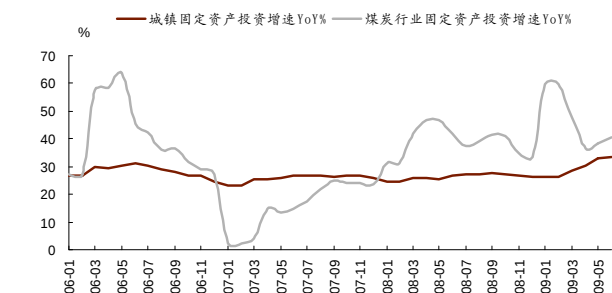
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 28：全国港口吞吐量



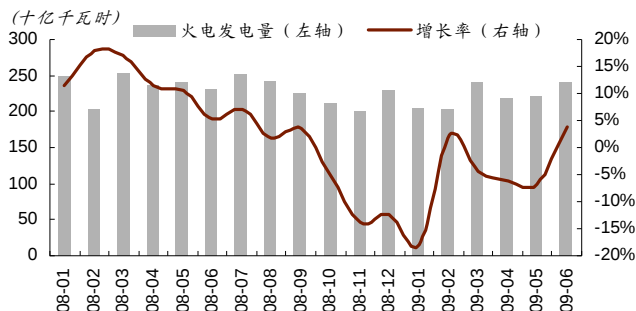
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 29：城镇与煤炭行业固定资产投资增速



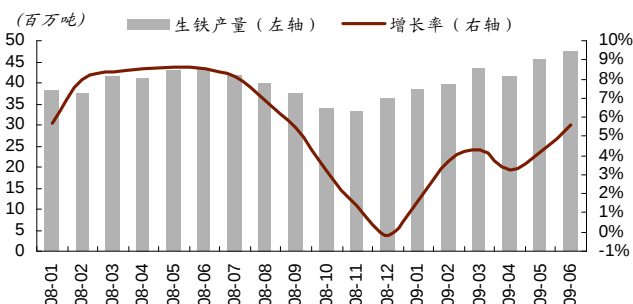
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 30：火电发电量及增速



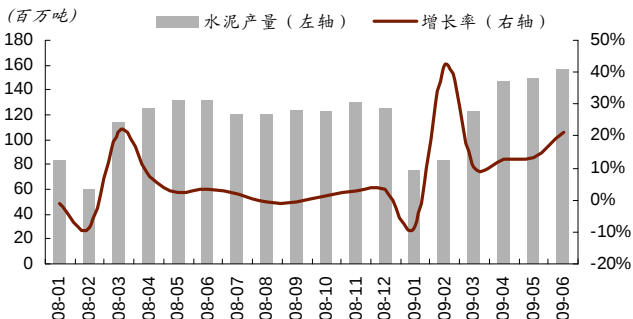
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 31：生铁产量及增速



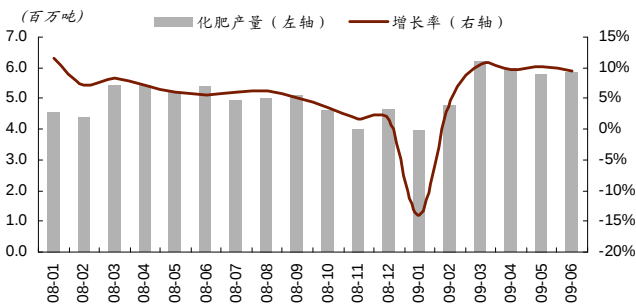
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 32：水泥产量及增速



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 33：化肥产量及增速



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 34：可比公司估值

	Price 09-7-23	EPS				P/E (x)				P/B (x)			
		2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
A/B 煤炭公司	(Rmb)	(Rmb)											
焦煤公司													
西山煤电*	39.53	0.53	1.44	1.10	1.63	74.49	27.46	35.84	24.28	14.97	10.30	8.68	7.04
平煤股份*	39.02	1.38	2.48	1.12	1.37	28.26	15.76	34.76	28.50	5.89	4.53	5.18	4.67
开滦股份*	27.70	0.51	0.67	0.52	0.70	54.81	41.30	53.43	39.65	11.07	7.93	7.20	6.40
金牛能源	46.66	0.73	2.49	1.77	1.96	64.36	18.72	26.42	23.76	10.13	6.27	5.84	4.22
煤气化	26.82	0.68	1.33	0.81	1.08	39.62	20.14	33.19	24.90	5.93	5.40	4.54	4.09
盘江股份	35.10	0.32	1.08	1.33	1.62	110.38	32.62	26.37	21.72	14.37	n.a	n.a	n.a
中间值 - 焦煤		59.59	23.80	33.97	24.59	10.60	6.27	5.84	4.67				
无烟煤公司													
兰花科创*	43.43	1.24	2.45	1.90	2.07	35.10	17.70	22.82	20.94	7.85	5.64	4.91	4.30
神火股份*	32.81	1.12	1.53	0.97	1.52	29.32	21.41	33.76	21.53	12.57	8.40	7.16	5.81
国阳新能	45.95	0.52	1.51	1.30	1.43	88.37	30.43	35.26	32.04	6.25	8.92	8.10	6.86
中间值 - 无烟煤		35.10	21.41	33.76	21.53	7.85	5.64	4.91	4.30				
其他煤炭公司													
中国神华*	37.72	1.03	1.34	1.44	1.54	36.60	28.22	26.20	24.44	5.71	5.04	4.44	3.94
兖州煤业*	20.33	0.65	1.32	0.74	0.72	31.06	15.42	27.49	28.18	4.75	3.79	3.48	3.22
中煤能源*	15.38	0.49	0.51	0.51	0.58	31.18	29.94	30.34	26.74	5.42	3.21	2.99	2.76
大同煤业	51.28	0.89	2.40	1.97	2.23	57.62	21.37	26.04	23.00	11.16	6.23	6.08	4.40
上海能源	27.66	0.71	1.54	1.22	1.43	39.01	17.96	22.67	19.34	7.00	4.62	4.53	n.a
恒源煤电	39.34	1.07	1.35	1.49	1.63	36.84	29.14	26.35	24.19	6.57	5.24	4.64	4.03
潞安环能	53.90	1.53	2.48	1.95	2.14	35.23	21.73	27.58	25.23	7.62	7.25	7.01	n.a
露天煤业	31.01	0.74	0.65	0.76	0.84	41.91	47.43	40.59	36.74	9.81	12.72	n.a	n.a
郑煤煤电	10.20	0.30	0.30	0.14	0.24	34.00	34.00	72.86	42.50	4.35	3.74	n.a	n.a
国投新集	20.83	0.27	0.65	0.70	0.95	76.03	32.05	29.84	21.97	9.09	6.44	5.63	n.a
中间值 - 其他煤		36.72	28.68	27.54	24.84	6.78	5.14	4.59	3.94				
中间值		39.01	27.46	29.84	24.44	7.62	5.93	5.40	4.30				
H 股 能源类公司	(HKD)	(Rmb)											
神华能源*	29.50	1.03	1.34	1.49	1.60	26.80	19.00	17.38	16.75	4.25	3.43	3.07	2.78
兖州煤业*	11.22	0.66	1.32	0.80	0.77	16.06	7.33	12.36	13.19	2.42	1.78	1.71	1.62
中煤能源*	10.18	0.51	0.54	0.62	0.69	18.65	16.30	14.43	13.45	4.00	1.99	1.84	1.72
福山能源*	4.69	-0.01	0.10	0.26	0.33	n.a	41.23	15.84	12.97	29.55	1.88	1.50	1.36
恒鼎实业	7.38	0.37	0.49	0.29	0.48	19.89	15.15	25.80	15.41	2.83	2.60	2.52	2.22
中间值		19.27	16.30	15.84	13.45	4.00	1.99	1.84	1.72				
国际可比公司	(USD)	(USD)											
综合煤公司													
Rio Tinto	47.09	5.69	2.26	2.57	2.92	10.11	25.45	22.35	19.72	2.98	4.53	2.98	2.87
BHP Billiton	30.39	2.29	2.75	1.76	1.51	16.20	13.48	21.03	24.54	7.08	5.33	5.13	4.74
Anglo American	31.02	5.58	4.34	1.33	1.85	3.36	4.33	14.14	10.14	1.12	1.25	1.03	0.82
XSTRATA	12.39	5.78	2.12	0.71	0.96	1.30	3.53	10.58	7.81	0.31	0.56	0.71	0.66
中间值		6.74	8.90	17.58	14.93	2.05	2.89	2.01	1.85				
纯煤炭公司													
印尼													
Bumi	0.20	0.04	0.03	0.02	0.02	4.75	6.08	8.52	10.76	2.84	2.22	2.07	1.79
美国													
Peabody	31.85	1.00	3.55	1.52	2.33	31.85	8.97	20.95	13.66	3.41	2.36	2.37	2.04
Arch Coal	16.04	1.23	2.47	0.39	1.40	13.04	6.49	41.66	11.42	1.50	1.32	1.31	1.25
Consol	32.66	1.47	2.43	3.67	3.39	22.22	13.44	8.89	9.63	4.90	3.52	2.85	2.23
Massey	21.54	1.17	0.69	1.00	1.72	18.41	31.22	21.50	12.50	2.20	1.57	1.53	1.39
中间值		20.31	11.21	21.23	11.96	2.81	1.97	1.95	1.72				
中间值		14.62	11.21	20.99	11.96	2.59	1.97	1.95	1.72				
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。