

卢平 86-10-88087949
luping@cmschina.com.cn
王培培 86-10-88086945
wangpp@cmschina.com.cn

2009年12月6日

分享产能扩张和煤价上涨带来的业绩提升

煤炭行业2010年度投资策略

能源

煤炭

推荐(维持)

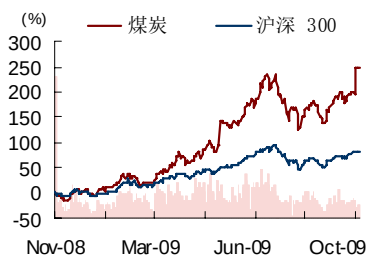
上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数(只)	27	1.7
总市值(亿元)	13256	5.6
流通市值(亿元)	4775	3.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	29.1	88.5	263.9
相对表现	19.1	63.5	176.1



相关报告

- 1、《追寻渐次展开的三重机会—煤炭行业 2009 年四季度投资策略》2009/10/19
- 2、《供求维持低位均衡,相对看好 4 月份行情—煤炭行业 09 年二季度投资策略》2009/4/7
- 3、《煤价下跌周期中寻找超跌反弹机会—煤炭行业近期投资策略》2008/10/28
- 4、《蓄芳待来年—09 年煤炭行业投资策略报告》2008/12/18
- 5、《煤炭行业 2009 年中期投资策略—短期盘整不改行业长期上升趋势》2009/6/15

09~10 年国内供求大致均衡,通胀预期、国际煤价上涨将推升国内煤价,新均衡下形成新的煤价。我们判断 10 年国内动力煤长协价格涨幅接近 10%,冶金煤近期小幅提价后未来仍有提价空间。维持行业推荐评级,建议关注内生性产能扩张类、预期资产注入类和业绩弹性大的冶金煤公司。

□ **国内煤炭供求大致均衡:** 09 年煤炭可供消费量 29.2 亿吨,需求量 29.3 亿吨,10 年可供煤炭消费量为 31.7 亿吨,需求量为 31.7 亿吨,供求均大致平衡。

□ **10 年国际长协煤价大幅攀升,必然拉升国内煤价**

✓ **可供出口增量极其有限,对国际煤价上涨有支撑。**不考虑中国进出口影响,10 年亚太区出口下降量 307 万吨,而进口增量 3155 万吨,扣除中国因素,亚太区域煤炭将呈现供不应求态势。

✓ **钢铁行业强劲复苏,主要进口国焦煤需求增加明显。**10 年日本、韩国、台湾和印度增加炼焦煤进口量超过 1000 万吨,中国可进口的数量减少。

✓ **供不应求、美元走软支持国际煤价上涨。**亚太区煤炭供不应求,资源在经济复苏中起到的强势作用将支持资源品价格上涨;澳大利亚连续加息,资源国的货币将持续强势,可以合理预计以美元计价的国际资源品价格必然上涨。

✓ **预计国际长协煤价呈上涨趋势带动国内煤价上涨。**预计 10 年国际动力煤、炼焦煤长协价格涨幅分别为 20%和 40%。这将促使我国部分进口转向国内,同时出口企业增加出口,减少国内供给,必然会在一定程度上拉升国内煤价。

□ **国内煤价判断:** 预计 10 年动力煤长协价格涨幅接近 10% (30-50 元/吨);冶金煤价短期小幅上涨,预期未来仍有上涨空间。

□ **维持煤炭行业推荐评级,短期看好动力煤,中期看好冶金煤,优先选择山西上市公司。公司选择:** 内生性扩张类:西山煤电、潞安环能、神火股份、盘江股份、国投新集、大同煤业;资产注入类:国阳新能、开滦股份、大同煤业、盘江股份;业绩弹性大的冶金煤公司:金牛能源、潞安环能、平煤股份。

□ **风险因素:资源税改革可能出台。**我们对资源税从价改革的影响进行了静态测算:大致每增加一个百分点,对业绩的影响比例为 4 个点。**资源税改革并不构成行业实质利空,只是影响短期走势而已,不会改变行业大的趋势。**

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
西山煤电	40.96	1.44	1.06	1.65	38.6	24.8	10.6	强烈推荐-A
潞安环能	55.00	2.46	2.10	2.50	26.2	22.0	7.9	强烈推荐-A
国投新集	18.98	0.65	0.65	0.89	29.2	21.3	6.0	强烈推荐-A
国阳新能	47.60	1.51	1.90	1.95	25.1	24.4	9.2	强烈推荐-A
盘江股份	30.26	1.08	0.93	1.41	32.5	21.5	6.9	强烈推荐-A
中国神华	35.45	1.34	1.60	1.80	22.2	19.7	4.6	强烈推荐-A
平煤股份	32.19	1.91	1.13	1.29	28.5	25.0	5.8	强烈推荐-B
金牛能源	43.17	2.49	1.95	2.28	22.1	18.9	5.5	强烈推荐-B
神火股份	35.20	2.46	0.84	1.53	41.9	23.0	8.6	强烈推荐-A
兰花科创	43.60	2.45	2.10	2.16	20.8	20.2	5.3	强烈推荐-B
开滦股份	25.41	0.67	0.73	0.90	34.8	28.2	6.9	强烈推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、煤炭行业投资策略	4
1、09 年策略回顾	4
2、维持行业推荐评级，看好三类公司	4
二、国内煤炭供求大致均衡	5
1、供给分析	5
2、需求分析	7
3、供求大致基本平衡	10
三、国际煤价将大幅攀升	12
1、可供出口增量极其有限，对国际煤价上涨有支撑	12
2、钢铁行业强劲复苏，主要进口国焦煤需求增加明显	13
3、供不应求、美元走软双重因素支持国际煤价上涨	14
4、预计国际煤价呈上涨趋势，带动国内煤价上涨	15
5、国际价格与国内价格比较	16
四、国内煤价判断	17
1、预计 10 年动力煤长协价格涨幅接近 10%	17
2、冶金煤价短期小幅上涨，预期未来仍有上涨空间	17
五、维持煤炭行业推荐评级	18
1、维持行业推荐评级	18
2、短期看好动力煤，中期看好冶金煤，优先选择山西上市公司	19
3、公司选择	19
六、风险因素：资源税改革可能出台	22

图表目录

表 1: 煤炭固定资产投资、新增固定资产和新增产能及增速	6
表 2: 关闭小煤矿个数及产能	6
表 3: 煤炭行业产量预测	7
表 4: 四大行业耗煤占比	8
表 5: 四大行业产量及增速假设	8
表 6: 煤炭需求测算	10
表 7: 煤炭供求大致基本平衡	11
表 8: 09-10 年亚太区域煤炭出口量预计	13
表 9: 亚太区域主要煤炭生产国、进口国 GDP 增速及预测	13
表 10: 亚太区域煤炭进口量测算	13
表 11: 世界钢协对钢铁表观消费量及增速预测	14
表 12: 日本、韩国、台湾焦煤需求预测	14
表 13: 日澳历年长协价格及 10 年价格预测	16
表 14: 国际与国内煤炭到广州港价格比较	16
表 15: 主要煤炭上市公司煤炭产量增长情况	19
表 16: 主要上市公司集团整体上市承诺	20
表 17: 动力煤上市公司业绩弹性测算 (09 年中期数据)	21
表 18: 冶金煤上市公司 10 年每股精煤产量及业绩弹性	21
表 19: 资源税从价征收对上市公司业绩影响测算	22
表 20: 资源税从价征收对上市公司业绩影响测算	23
图 1: 煤炭行业固定资产投资及增速	5
图 2: 煤炭行业固投与全国固投增速比较	5
图 3: 08 年和 09 年山西国有地方和乡镇煤矿产量比较	7
图 4: 08 年和 09 年河南省乡镇煤矿产量比较	7
图 5: 火电月度发电量及累计增速	9
图 6: 生铁月度产量及累计增速	9
图 7: 水泥月度产量及累计增速	9
图 8: 合成氨月度产量及累计增速	9
图 9: 我国煤炭进出口变化情况	12
图 10: 美元指数走势	15
图 11: 国际油价与美国煤炭股走势拟合	15
图 12: 澳煤 BJ 现货价格与日澳长协价格比较	15
图 13: 中国神华长协价格与秦皇岛山西优混价格比较	17
图 14: 煤炭行业动态 P/E 估值与煤价走势比较	18
图 15: 政策性成本对煤炭股走势影响	23
附表 1: 重点上市公司盈利预测	24

一、煤炭行业投资策略

1、09 年策略回顾

在 09 年中期投资策略里，我们提出在煤价预期看涨的情况下，煤炭股可以看到 30 倍 P/E（这个在 09 年 8 月份和近期得以实现）。

在四季度投资策略中，我们的提出在未来的半年时间内，煤炭股存在渐次展开的三重投资机会：油价上涨趋势确立，预期钢价触底回升，煤价面临上涨。这三重机会正在逐步兑现中。

2、维持行业推荐评级，看好三类公司

维持行业推荐评级

我们测算：10 年煤炭行业供求大致均衡（通过进口弥补国内缺口 5000 万吨，），煤价可能达到一个新的均衡价格。

从目前的态势来看，国内国际煤价都面临上涨趋势。我们判断国内重点合同动力煤有接近 10%左右的涨幅，冶金煤短期提价 5%后，再次提价可能要等到明年钢铁旺季到来以及明年较高的国际冶金煤长协价格带动。

在这两个煤种之间，短期动力煤基本面更好，不过稍长时间来看，我们更倾向于市场化程度较高的冶金煤（提价空间更大，提价时间间隔更短，能更好的为上市公司带来业绩贡献）。

历史数据显示，每年的 11 月到次年 5 月基本上是投资煤炭股的黄金时期。

我们继续维持对行业推荐的投资评级。

上市公司选择

上市公司选择，我们看好三类公司：内生性成长快的公司、资产注入预期强的公司、以及提价预期业绩弹性大的煤炭公司。

投资煤炭品种地域选择：优先选择山西省的煤炭上市公司。

- 内生性产能扩张快的上市公司：西山煤电、潞安环能、国阳新能、神火股份、盘江股份、国投新集、大同煤业。
- 预期资产注入预期强的上市公司：国阳新能、开滦股份、盘江股份、大同煤业。
- 提价预期下业绩弹性大的冶金煤公司：金牛能源、潞安环能、平煤股份。

二、国内煤炭供求大致均衡

1、供给分析

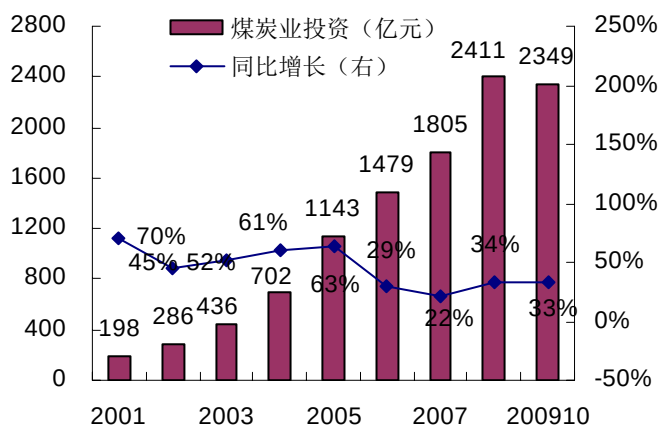
大量固定资产投资带来新增产能较多

煤炭行业固定资产投资持续高增长。

煤炭投资额从 2001 年的 198 亿元上升到 2008 年的 2411 亿元，年均增速 45%。全国固投从 2001 年的 37213 亿元上升到 2008 年的 172291 亿元，年均增速 24%。超过全国固投增速主要是前几年煤炭行业的恢复性投资、弥补行业安全欠账、以及高额利润等因素所驱使。

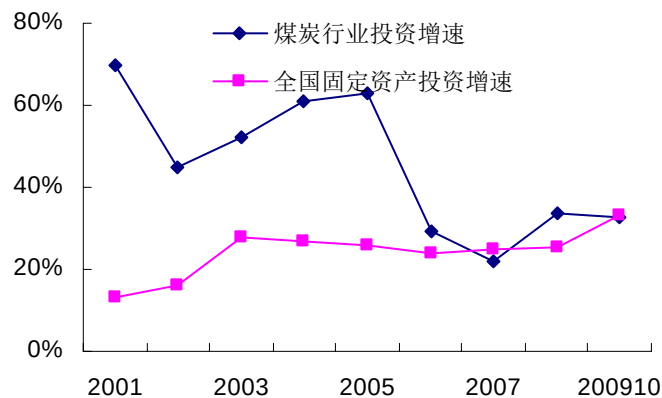
09 年煤炭行业投资继续沿延续了高增长。1-10 月份，煤炭行业投资额为 2348.77 亿元，增速 32.5%（全国城镇固投 15071 亿元，增速 33.1%）。09 年全年煤炭行业投资额预计将达到 3000 亿元。同比增长 25%。

图 1：煤炭行业固定资产投资及增速



资料来源：国家统计局

图 2：煤炭行业固投与全国固投增速比较



资料来源：国家统计局

固定资产投资高增长必然带来新增固定资产及未来产能的高增长。

大量固定资产投资必然到来较高的新增产能释放。05-08 年煤炭行业完成投资 6825.8 亿元，其中，新增固定资产 3407.6 亿元（固定资产交付使用率 50%），新增煤炭产能 91068 万吨，较 04 年产量 199200 万吨增长了 46%。

08 年底煤炭行业在建规模为 79786 万吨，如果在未来三年释放，则每年平均新增产能 26595 万吨。

为了测算未来每年煤炭增量，我们根据历史数据做如下假设：

假设 1：煤炭行业固定资产交付使用率 50%；

假设 2：吨煤投资额 520 元/吨（08 年的吨煤投资标准）。

我们测算：

➢ 09 年煤炭行业新增产能 28846 万吨，较 08 年产量增长 10.4%，

➤ 10 年煤炭行业新增煤炭产能 31731 万吨，较 09 年产量增长 11.2%。

表 1: 煤炭固定资产投资、新增固定资产和新增产能及增速

单位: 万元	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
固定资产投资	436	690	1163	1459	1805	2399	3000	3300
固定资产投资增速	52%	58%	68%	25%	24%	33%	25%	10%
固定资产交付使用率	62%	43%	45%	48%	55%	50%	50%	50%
新增固定资产	270	298	518	699	993	1197	1500	1650
新增固定资产增速		11%	74%	35%	42%	21%	25%	10%
单位投资额 (元/吨)	362	193	282	309	368	519	520	520
新增产能 (万吨)	7443	15441	18377	22648	26984	23059	28846	31731

资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

关停小煤矿减少产量

➤ 关闭小煤矿减少实际产能

自 05 年关闭小煤矿以来，安监总局规划累计关闭小煤矿 13447 个（到 08 年底已经关闭约 12000 个），小煤矿数量将从 04 年底的 25224 个下降到 10 年底的 9952 个，小煤矿产能预计将从 05 年底的 10.05 亿吨下降到 7 亿吨左右。

我们预计：

- 09 年关闭小煤矿约 1000 处，关闭产能 3500 万吨，
- 10 年关闭小煤矿约 447 处，关闭产能约 1565 万吨。

表 2: 关闭小煤矿个数及产能

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
关闭数量 (个)		4602	1571	4982	1054	1000	447
累计关闭数量 (个)		4602	6173	11155	12000	13000	13447
关闭产能 (万吨)		10308	3532	11160	5000	3500	1565
累计关闭产能 (万吨)		10308	13840	25000	30000	33500	35065
整合改造小煤矿 (个)							1616
整合改造小煤矿产能 (万吨)							5791
年底小煤矿数量 (个)	25224	20622	19051	14069	13015	12015	9952
年底小煤矿产能 (万吨)		100547	97015	85856	80856	77356	70000
单矿产能 (万吨/个)		5	5	6	6	6	7

资料来源: 国家安监总局

➤ 停产整顿影响年度产量

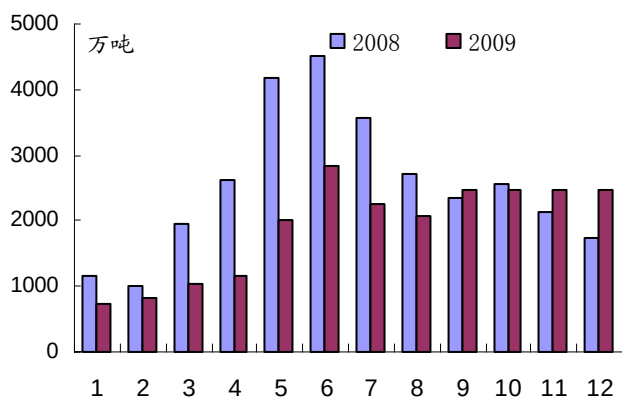
08 年中期以来，山西实施了大规模的停产整顿，对煤炭产量影响较大。截止到 09 年 10 月份，山西国有地方煤矿产量和乡镇煤矿产量分别为 9338.8 万吨和 8545.18 万吨，同比下降 6.1% 和 38.67%，两项合计 17883.98 万吨，同比下降 8736.42 万吨，下降幅度 33%。

此外，河南省也对煤矿进行了系列的停产整顿。截止到 09 年 10 月份，河南省国有地方煤矿产量和乡镇煤矿产量分别为 1140.32 万吨和 3926.42 万吨，同比下降 21.76% 和 38.67%，两项合计 5066.74 万吨，同比下降 2201.09 万吨，下降幅度 30%。

我们保守预计，09 年全国停产整顿对 09 年的煤炭产量影响数至少在 6000 万吨以上。

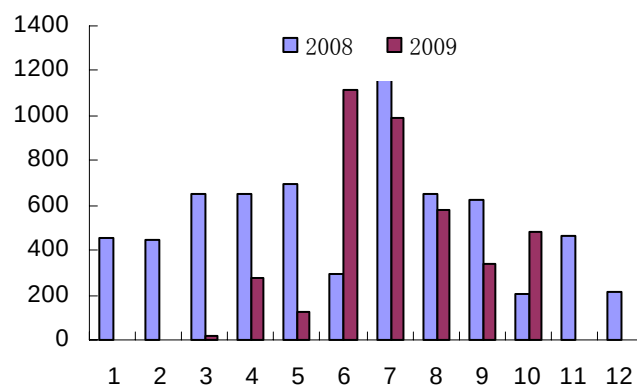
各省正在逐步的向山西学习实施煤炭资源整合，我们谨慎预计该项政策在其他省份实施对 10 年煤炭产量影响 3000 万吨左右。

图 3: 08 年和 09 年山西国有地方和乡镇煤矿产量比较



资料来源: 煤炭资源网

图 4: 08 年和 09 年河南省乡镇煤矿产量比较



资料来源: 煤炭资源网

煤炭供给总结

根据前面的测算，我们预计 09-10 年煤炭产量分别为 28.4 亿吨和 31.4 亿吨，同比增长 0.5 亿吨和 3.08 亿吨，增速分别为 1.7%和 10.8%。

表 3: 煤炭行业产量预测

单位: 万吨	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
煤炭行业投资	1163	1459	1805	2399	3000	3300
新增产能	18377	22648	26984	23059	28846	31731
关闭产能	10308	3532	11160	5000	3500	1565
煤炭产能	235032	243100	258924	276983	302329	332496
停产整顿影响产量					6000	3000
煤炭产量	220500	238200	252600	278800	283656	314412
年度新增产量	21300	17700	14400	26200	4856	30756
产量增速	10.7%	8.0%	6.0%	10.4%	1.7%	10.8%

资料来源: 招商研发整理

2、需求分析

四大行业耗煤量占比 82%

我国煤炭行业的需求主要来自下游四大行业，08 年四大行业耗煤合计占比达到 82%，其中火电、钢铁、水泥和合成氨分别占煤炭消费量的 50%、17%、12%和 3%。

表 4: 四大行业耗煤占比

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
火电耗煤比例	46%	46%	46%	48%	51%	50%
钢铁耗煤比例	12%	14%	16%	17%	18%	17%
水泥耗煤比例	12%	11%	11%	11%	12%	12%
合成氨耗煤比例	4%	4%	3%	4%	4%	3%
四大行业耗煤比例合计	74%	75%	77%	81%	84%	82%

资料来源：招商研发整理

煤炭需求预测

基本假设

在宏观经济复苏，GDP 增速逐渐走高的预期下（IMF 预计我国 09-10 年的 GDP 增速分别为 8.5%和 9%），我们对煤炭下游四大行业 09—10 年基本假设如下：

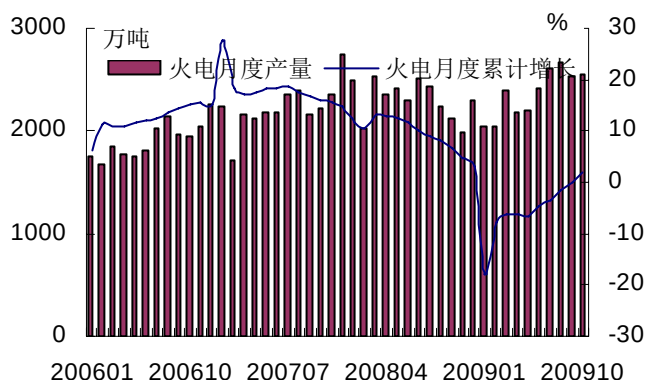
- ✓ 09-10 年火电增速分别为 4%和 8%。
- ✓ 09-10 年生铁增速分别为 13.8%和 10%。
- ✓ 09-10 年水泥增速分别为 18%和 10%。
- ✓ 09-10 年合成氨增速分别为 2%和 3%。
- ✓ 其他行业耗煤量较 08 年略有增加，分别为 5.2 亿吨、5.5 亿吨和 5.5 亿吨（增量主要是考虑煤化工增加的煤耗）。

表 5: 四大行业产量及增速假设

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
火电量（亿千瓦时）	15800	18073	20473	23696	27218	27857	28972	31289
火电增速	17.7%	14.4%	13.3%	15.7%	14.9%	2.3%	4.0%	8.0%
生铁产量（万吨）	21367	26831	34375	41245	47652	47067	53563	58919
生铁增速	25.1%	25.6%	28.1%	20.0%	15.5%	-1.2%	13.8%	10.0%
水泥产量（万吨）	86208	96682	106885	123676	136000	138838	163829	180212
水泥增速	18.9%	12.1%	10.6%	15.7%	10.0%	2.1%	18.0%	10.0%
合成氨产量（万吨）	3823	3910	4135	4937	5159	4995	5095	5248
合成氨增速	4.0%	2.3%	5.8%	19.4%	4.5%	-3.2%	2.0%	3.0%
GDP 增速	10.0%	10.1%	10.4%	11.6%	11.9%	9.0%	8.50%	9%

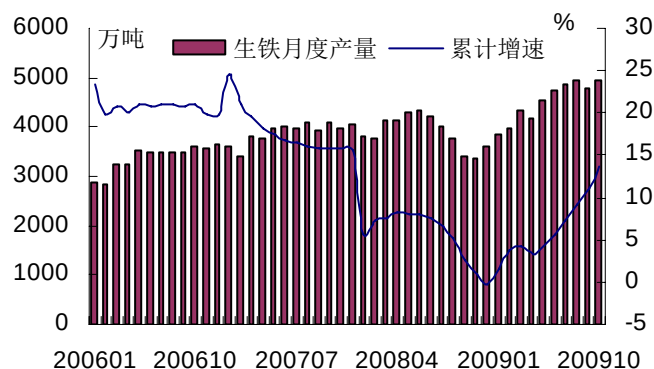
资料来源：招商研发整理

图 5: 火电月度发电量及累计增速



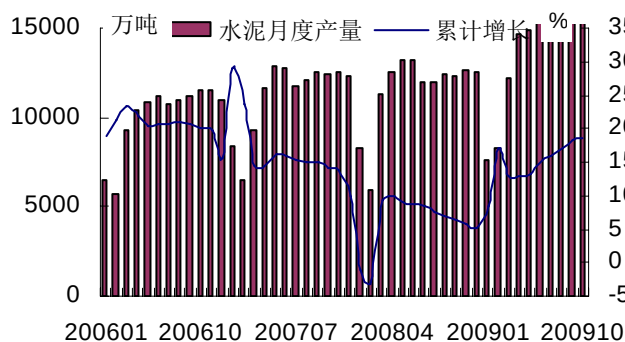
资料来源：煤炭资源网

图 6: 生铁月度产量及累计增速



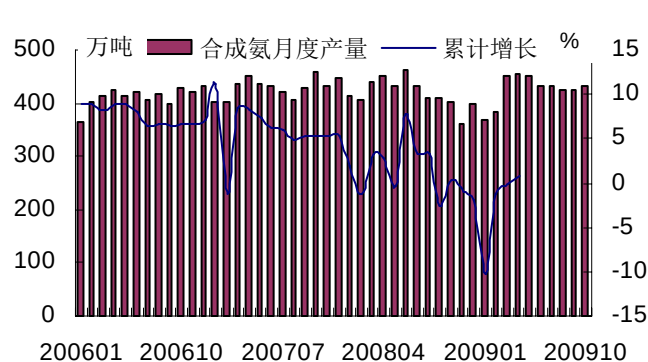
资料来源：煤炭资源网

图 7: 水泥月度产量及累计增速



资料来源：煤炭资源网

图 8: 合成氨月度产量及累计增速



资料来源：煤炭资源网

09-10 年煤炭需求增速分别为 7%和 8.1%

- ✓ 09—10 年，四大行业耗煤量合计为 24.1 亿吨和 26.2 亿吨，同比分别增长 7.9%、和 8.6%。
- ✓ 09-10 年煤炭行业需求分别为 29.3 亿吨和 31.7 亿吨，年度增量分别为 1.93 亿吨和 2.36 亿吨，同比分别增长 7%和 8.1%。

表 6: 煤炭需求测算

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
火电量 (万千瓦时)	15800	15800	18073	20473	23696	27218	27857	28972
火电增速	17.7%	14.4%	13.3%	15.7%	14.9%	2.3%	4.0%	8.0%
火电单耗 (克/千瓦时)	490	490	490	489	487	490	490	490
火电耗煤 (万吨)	77420	88558	100319	115874	132553	136501	141961	153318
生铁产量 (万吨)	21366.68	26831	34375	41245	47652	47067	53563	58919
生铁增速	25.1%	25.6%	28.1%	20.0%	15.5%	-1.2%	13.80%	10%
生铁单耗 (吨/吨)	0.99	0.99	0.99	0.99	0.97	0.98	0.98	0.98
生铁耗煤 (万吨)	21153	26563	34031	40833	46222	46126	52491	57741
合成氨产量 (万吨)	3822.65	3910	4135	4937	5159	4995	5095	5248
合成氨增速	4.0%	2.3%	5.8%	19.4%	4.5%	-3.2%	2.00%	3%
合成氨单耗 (吨/吨)	1.8	1.8	1.8	1.76	1.78	1.8	1.8	1.8
合成氨耗煤 (万吨)	6881	7037	7443	8689	9183	8991	9171	9446
水泥产量 (万吨)	86208.11	96682	106885	123676	136000	138838	163829	180212
水泥增速	18.9%	12.1%	10.6%	15.7%	10.0%	2.1%	18%	10%
水泥单耗 (吨/吨)	0.23	0.23	0.23	0.22	0.22	0.23	0.23	0.23
水泥耗煤 (万吨)	19827.8653	22237	24584	27209	29920	31933	37681	41449
四行业耗煤合计 (万吨)	125282	144394	166378	192604	217878	223551	241304	261954
四大行业耗煤增速	18.4%	15.3%	15.2%	15.8%	13.1%	2.6%	7.9%	8.6%
四大行业耗煤占比	76%	75%	78%	82%	86%	82%	83%	83%
其他行业耗煤 (万吨)	43950	49202	50345	46613	40763	50449	52000	55000
煤炭消费量合计 (万吨)	169232	193596	216723	239217	258641	274000	293304	316954
煤炭消费量增速	23.9%	14.4%	11.9%	10.4%	8.1%	5.9%	7.0%	8.1%

资料来源: 招商证券研发中心

3、供求大致基本平衡

综合前面的分析, 我们认为,

- 09 年可供煤炭消费量为 29.2 亿吨, 需求量为 29.3 亿吨, 供求大致平衡 (如果不考虑净进口 9000 万吨, 则 09 年国内煤炭供给缺口为 9000 万吨)。
- 10 年可供煤炭消费量为 31.7 亿吨, 需求量为 31.7 亿吨, 供求大致平衡 (如果不考虑净进口 5000 万吨, 则 10 年国内煤炭供给缺口 5000 万吨)。

表 7: 煤炭供求大致基本平衡

单位: 万吨	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
煤炭产量	172200	199200	220500	238200	252600	278800	283656	314412
年度新增产量	26700	27000	21300	17700	14400	26200	4856	30756
产量增速	18.4%	15.7%	10.7%	8.0%	6.0%	10.4%	1.7%	10.8%
进口	1062	1881	2562	3527	5102	4040	11500	8000
出口	9388	8672	7107	6299	5317	4543	2500	3000
净出口	8326	6791	4545	2772	215	503	-9000	-5000
表观消费量	163874	192409	215955	235428	252385	278297	292656	319412
表观消费量增速	18.7%	17.4%	12.2%	9.0%	7.2%	10.3%	5.2%	9.1%
库存	10937	10351	13974	14448	14905	19065	19698	21834
库存天数	23	19	23	22	21	25	25	25
年初年末库存差额	820	587	-3623	-475	-457	-4160	-633	-2136
可供消费量	164693	192996	212332	234953	251928	274137	292023	317277
可供消费量增速	19.3%	17.2%	10.0%	10.7%	7.2%	8.8%	6.5%	8.6%
四大行业耗煤合计	125282	144394	166378	192604	217878	223551	241304	261954
四大行业耗煤占比	76.1%	74.8%	78.4%	82.0%	86.5%	81.5%	82.6%	82.6%
四大行业耗煤增速	18.4%	15.3%	15.2%	15.8%	13.1%	2.6%	7.9%	8.6%
其他行业耗煤	43950	49202	50345	46613	40763	50449	52000	55000
总需求量	169232	193596	216723	239217	258641	274000	293304	316954
需求增速	23.9%	14.4%	11.9%	10.4%	8.1%	5.9%	7.0%	8.1%
可供消费量-需求量	-4539	-601	-4390	-4263	-6713	137	-1282	323

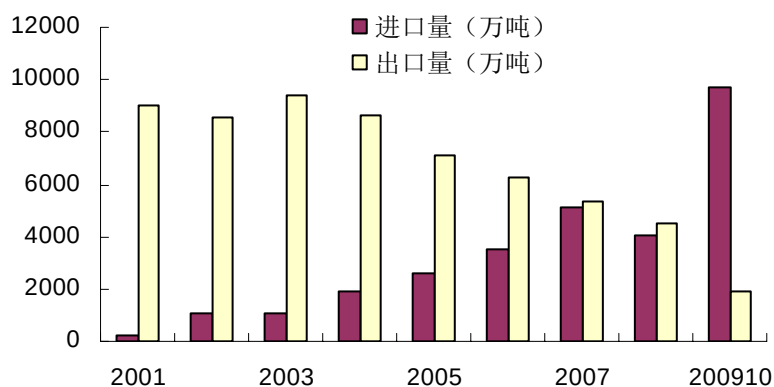
资料来源: 招商证券研发中心

三、国际煤价将大幅攀升

09 年，由于主要煤炭产地山西实施大规模的资源整合，国内煤炭供给缺口增大，我国开始大量进口国际煤炭。

- 09 年前 10 个月我国煤炭进口 9686.8 万吨，同比增长 166%，出口 1889.6 万吨，同比下降 51%，我们预计 09 年我国煤炭进口 11500 万吨，出口 2500 万吨，净进口 9000 万吨。
- 随着 10 年国际经济复苏，国际上可供出口的煤炭较少，我国进口煤炭将大幅度下降，预计我国 10 年煤炭进口 8000 万吨，出口 3000 万吨，净进口 5000 万吨。较 09 年下降 4000 万吨。

图 9：我国煤炭进出口变化情况



资料来源：招商证券研发中心

1、可供出口增量极其有限，对国际煤价上涨有支撑

亚太区出口国主要是澳大利亚、中国、印尼和越南，10 年的出口较 09 年增加大约 193 万吨。其中，澳大利亚、印尼、越南三国 10 年的煤炭出口下降大约 307 万吨。

澳大利亚增量极其有限：预计 09-10 年出口分别为 25779 万吨和 26440 万吨，10 年出口增量仅 693 万吨。

印尼 10 年增量 500 万吨：作为世界上最大的动力煤出口国，印尼政府预计 2010 年出口 2.20-2.25 亿吨煤炭，较 2009 年 2.15 亿吨的煤炭出口量增加 500 万吨。

越南 10 年出口可能大幅度下降：越南煤炭产量较小（09 年预计 4300 万吨），主要出口目的地为中国，近期越南将 09 年出口量上调至 2500 万吨。由于国内经济发展的需要，越南政府将逐步限制煤炭出口，该国政府预计到 2012 年成为煤炭净进口国。越南政府预计 10 年越南煤炭产量大约 4700 万吨，国内消费约 3700 万吨，出口预计 1000 万吨，较 09 年出口减少 1500 万吨。

中国：我们预计 10 年出口量 3000 万吨，较 09 年增加 500 万吨。

表 8: 09-10 年亚太区域煤炭出口量预计

单位: 万吨	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	10 年增量	10 年增速
澳大利亚	23402	23800	24700	25220	25779	26472	693	3%
印尼	10700	12597	16200	18450	21500	22000	500	2%
越南	1800	3000	3200	2070	2500	1000	-1500	-60%
小计	43009	45696	44100	45740	49779	49472	-307	-1%
中国	7107	6298.8	5316.7	4543	2500	3000	500	20%
合计	50116	51994.8	49416.7	50283	52279	52472	193	0.4%

资料来源: 招商证券研发中心整理

亚太地区主要进口国为日本、韩国、台湾、印度, 以及 09 年进口爆增的中国。根据 IMF 对各国 GDP 增速的预测, 10 年亚太地区经济逐步恢复, 我们测算, 日本、韩国、台湾及印度等 09 年、10 年煤炭进口量合计 4 亿吨和 4.32 亿吨。10 年较 09 年增加进口 3155 万吨 (增速 8%)。

表 9: 亚太区域主要煤炭生产国、进口国 GDP 增速及预测

	2004	2005	2006	2007	2008 年	2009E	2010E
日本	2.7%	1.9%	2.4%	2.1%	-0.7%	-5.4%	1.7%
韩国	4.7%	4.2%	5.1%	5.0%	5.0%	-1.0%	3.6%
台湾	6.2%	4.2%	4.8%	5.7%	0.1%	-4.1%	3.7%
印度	7.9%	9.1%	9.8%	9.3%	6.1%	5.4%	6.4%
印尼	5.0%	5.7%	5.5%	6.3%	6.1%	4.0%	4.8%
越南	7.8%	8.4%	8.2%	8.5%	6.2%	4.6%	5.3%
中国	10.0%	10.1%	10.4%	11.6%	9.0%	8.5%	9.0%
澳大利亚	3.9%	2.8%	2.7%	4.2%	2%	0.7%	2.0%

资料来源: IMF 招商证券研发中心整理

表 10: 亚太区域煤炭进口量测算

单位: 万吨	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	10 年增量	10 年增速
日本	17770	17931	18021	18560	17738	18039	302	2%
韩国	7680	8000	8624	9960	9462	9803	341	4%
台湾	6140	6200	6542	6610	5812	6028	215	4%
印度	3710	4000	4985	5980	7000	9298	2298	33%
小计	35300	36131	38172	41110	40012	43167	3155	8%
中国	2562	3527	5102	4040	11500	8000	-3500	-30%
合计	37862	39658	43274	45150	51512	51167	-345	-1%

资料来源: 招商证券研发中心整理

综上所述: 不考虑中国进出口的影响, 10 年亚太区域主要煤炭出口国出口下降为 307 万吨, 而进口增量为 3155 万吨。出口不能满足进口数为 3462 万吨, 也就说扣除中国因素, 亚太区域煤炭将呈现供不应求局势。

在亚太区域 (不含中国) 供不应求的形势下, 国际煤价面临上涨态势, 此外中国可供进口的量也大幅度较少, 我们预计中国煤炭出口将从 09 年的 2500 万吨上升至 10 年 3000 万吨, 煤炭进口将从 09 年的 11500 万吨下降至 8000 万吨。10 年煤炭净进口从 09 年的 9000 万吨下降至 5000 万吨。

2、钢铁行业强劲复苏, 主要进口国焦煤需求增加明显

亚太区钢铁行业强劲复苏。根据世界钢铁协会预测, 10 年亚太区除中国外, 钢铁表观消费量增速为 13.7%, 而在 09 年则同比下降 17.6%, 日本、韩国、台湾增速均超过 15%。

表 11: 世界钢协对钢铁表观消费量及增速预测

	表观消费量 (万吨)			同比增长率 (%)		
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
中国	44200	52600	55300	2.70%	18.80%	5.00%
日本	7600	5300	6100	-4.00%	-31.30%	15.80%
韩国	5900	4600	5300	6.10%	-21.30%	15.70%
台湾	1700	1100	1300	-7.40%	-32.60%	16.70%
印度	5100	5600	6300	-0.20%	8.90%	12.10%
亚洲-太平洋 (扣除中国)	26600	21900	24900	0.40%	-17.60%	13.70%

资料来源: 招商证券研发中心整理

日本、韩国、台湾 10 年炼焦煤进口量增加 716 万吨。按照上述预测, 我们对日本、韩国、台湾三个经济体 (炼焦煤完全依赖进口) 10 年焦煤需求量进行测算 (假定 09、10 年吨钢所需焦煤与 08 年水平持平): 09 年, 焦煤需求量合计 9982 万吨; 10 年, 焦煤需求量合计 10698 万吨; 10 年较 09 年增加 716 万吨。

表 12: 日本、韩国、台湾焦煤需求预测

	吨钢所需炼焦煤 (吨/吨)	钢铁表观消费量		焦煤需求量		焦煤需求增量
		09E	10E	09E	10E	
日本	0.74	9979	10378	7337	7630	293
韩国	0.43	4600	5300	1973	2273	300
台湾	0.61	1100	1300	673	795	122
合计		15679	16978	9982	10698	716

资料来源: 招商证券研发中心整理

印度炼焦煤进口需求增加 200~300 万吨。印度钢铁协会预测, 到 2020 年前印度钢铁每年保持 10% 以上的增速根据, 而印度适合炼钢的焦煤资源较少, 因此每年新增炼焦煤进口需求大约 200~300 万吨。

中国炼焦煤净进口预计减少 1000 万吨。根据测算, 我国生铁耗煤 09 年增量为 6000 万吨左右, 10 年基本与此持平。09 年我国焦煤净进口预计为 3000 万吨左右, 由于目前国际焦煤价格已经达到 180~200 美元/吨 (折合人民币 1224~1360 元/吨), 高于 09 财年的长协价格 (129 美元/吨) 和国内炼焦煤价格 (西山煤电主焦煤 1125 元/吨), 如果国际焦煤价格持续高企, 加之日、韩等国钢铁复苏, 争抢炼焦煤资源, 预计我国部分炼焦煤进口需求会转向国内, 净进口大约减少 1000 万吨左右。

根据上述计算, 10 年日本、韩国、台湾和印度增加炼焦煤进口需求 1000 万吨左右, 中国净进口将可能减少 1000 万吨。

3、供不应求、美元走软双重因素支持国际煤价上涨

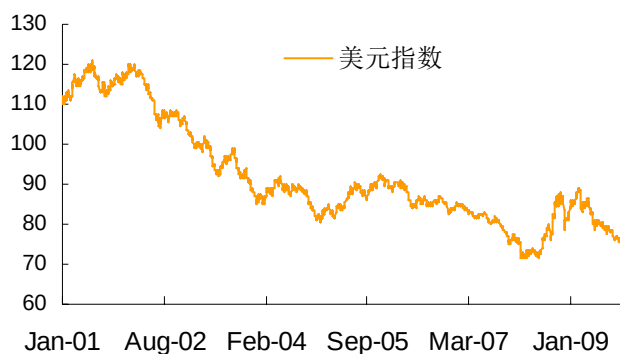
在亚太区域煤炭供不应求的情况下, 资源在经济复苏中起到的强势作用也将支持资源品价格上涨。

10 月份以来, 澳大利亚已经连续加息三次, 这表明了其对未来亚太区乃至全球经济和资源品需求实质复苏的判断, 同时促使澳元将继续对美元升值, 我们认为, 资源国的货币将持续强势, 因此可以合理预计原油、煤炭、铁矿石等以美元计价的国际资源品价格必然上涨。

从近期大宗商品走势看，全球经济基本度过了最困难的时候，对原油的需求也成上升态势，市场普遍调高对油价的预期。欧佩克预测，世界经济恢复将刺激 10 年原油需求较明显增长，明年世界原油需求将达到日均 8493 万桶，比 09 年增长 0.83%，即每天增加 70 万桶。在此基础上，市场预期油价将达到 100 美元/桶，甚至更高。

国际油价和煤价走势一致，从这一角度看，煤价也有上涨要求。

图 10: 美元指数走势



资料来源：招商证券研发中心

图 11: 国际油价与美国煤炭股走势拟合

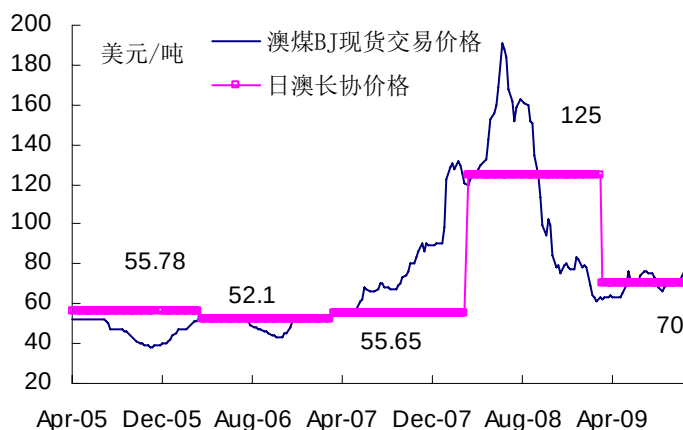


资料来源：招商证券研发中心

4、预计国际煤价呈上涨趋势，带动国内煤价上涨

预计国际动力煤长协价格涨幅超过 20%。截止 11 月 26 日，澳煤 BJ 现货价格已经达到 81 美元/吨，而日澳动力煤价格谈判将在次年的 4 月份敲定，我们预计 10 财年长协价格将有 20%左右的涨幅（从 09-10 财年的 70 美元/吨上涨至 85 美元/吨左右），国内到岸含税价接近 800 元/吨，高于秦皇岛 5500 大卡动力煤约 100 元/吨。

图 12: 澳煤 BJ 现货价格与日澳长协价格比较



资料来源：招商证券研发中心整理

预计日澳炼焦煤长协价格涨幅 40%以上。国际炼焦煤现货价格已经达到 180 美元/吨左右，预计明年 4 月份签订的国际炼焦煤价格可能至 180-200 美元/吨左右，较 09-10 年财年的 129 美元/吨上涨 40-55%。

表 13: 日澳历年长协价格及 10 年价格预测

单位: 美元/吨	日本澳大利亚炼焦煤长协价	日澳动力煤长协价格
2005	125	55.78
2006	115	52.1
2007	98	55.65
2008	300	125
2009	129	70
2010	180	85
10 年涨幅	40%	21%

资料来源: 招商证券研发中心整理

5、国际价格与国内价格比较

随着中国大量的进口煤炭, 中国煤炭价格与国际价格的联动性逐步增强, 目前国内炼焦煤与国际价差 25%, 动力煤与国际价差 44%。

10 年国际长协煤价大幅攀升, 一方面将促使我国部分进口转向国内, 增加国内需求, 另一方面, 出口企业增加出口, 减少国内供给, 这样必然会在一定程度上拉升国内煤价。

表 14: 国际与国内煤炭到广州港价格比较

	西山煤电炼焦煤	神华动力煤	国际炼焦煤	国际动力煤
预期 10 年 FOB 价格 (美元/吨)			180	85
汇率 (美元/人民币)			6.8	6.8
FOB 价格 (元/吨)	1245	540	1224	578
海运费 (美元/吨)			18.4	18.4
海运费 (元/吨)	74	70	124.9	124.9
保险费 (元/吨)	10	10	20	20
增值税率	17%	17%	17%	17%
运抵广州港价格 (元/吨)	1343	634	1651	872
国际煤炭-国内煤价 (元/吨)	308	238		
与国际煤价差距幅度	25%	44%		

资料来源: 招商证券研发中心整理, 注: 西山煤电出厂价目前为 1125 元/吨, FOB 价为出厂价+运费+港杂费

四、国内煤价判断

前面我们分析，10 年国内煤炭供求基本均衡。我们认为在新的均衡下，国内煤炭价格将达到一个新的均衡价格，而且加之通胀预期，在 10 年国际长协煤价预期上涨的推动下，国内煤价将较 09 年有一定程度的上升。

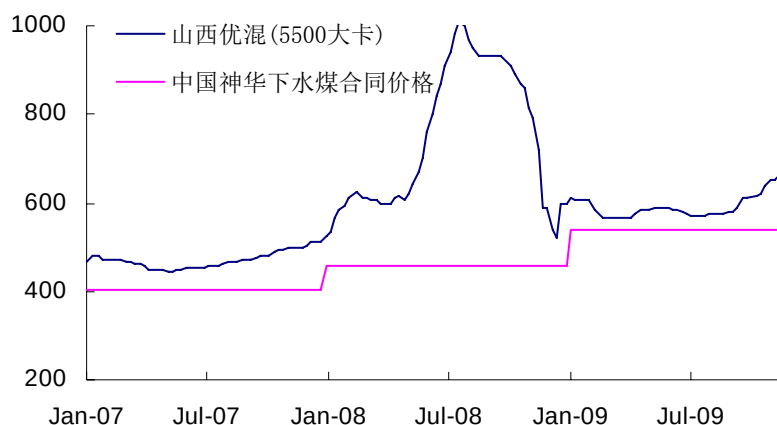
1、预计 10 年动力煤长协价格涨幅接近 10%

12 月，国内将进入 10 年的煤电价格谈判，在目前现货价格较高的推动下，预期国内重点电煤价格将有一定程度的上涨。

以中国神华的下水煤 540 元/吨计算，目前其与秦皇岛现货煤价（700 元/吨）差距达到了 160 元/吨。如此高的价差将推动长协电煤价格上涨。

我们判断，如果国家不干预的话，预期 10 年的合同煤价格将有 30-50 元/吨的涨幅，涨幅接近 10%，与现货价格仍然保持 100 元/吨左右的价差。

图 13：中国神华长协价格与秦皇岛山西优混价格比较



资料来源：招商证券研发中心

2、冶金煤价短期小幅上涨，预期未来仍有上涨空间

冶金煤价格近期相对稳定，预期未来在钢铁复苏以及国际煤价带动下将有上涨

目前钢铁行业处于淡季，但是来自钢铁行业的煤炭需求仍然旺盛。目前华东、华北地区冶金煤价格都有不同程度的上涨（从 12 月 1 日起，开滦提价 60 元/吨，金牛提价 50 元/吨，平煤提价 50 元/吨，预期西煤不久也将提价）。

由于冶金煤的价格签订不像重点合同电煤那样签订一年，年内可以随市场变动而调价。我们判断随着明年初旺季的到来，以及固定资产投资所需钢铁的量进一步加大，未来国内冶金煤价格仍将有一定程度的上涨预期。上涨的路径可能是国际煤价带动，以及中国原来大量进口冶金煤的受到日本、韩国、台湾进口恢复的冲击。

五、维持煤炭行业推荐评级

1、维持行业推荐评级

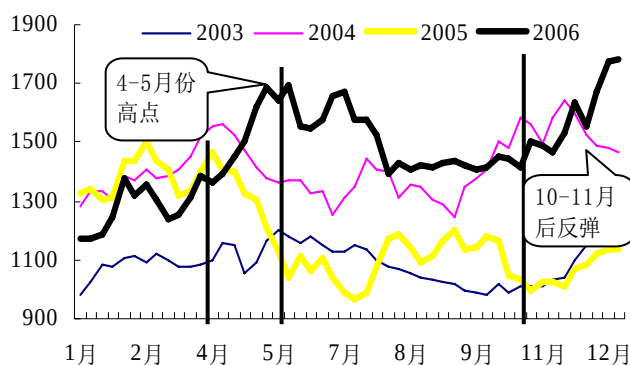
在煤价上涨预期下，基本上可以按照 10 年预测业绩的 30 倍 P/E 给予煤炭股估值，煤炭股大致仍有 40% 左右的空间（09 年 10 月份的四季度策略提出有 50% 的上涨空间，近期煤炭股稳步上涨后，按照未提价测算的 10 年业绩大致尚有 20% 左右的空间，如果考虑年底提价因素，股价大致仍有 40% 左右提升空间）。

历史数据显示，每年的 11 月到次年 5 月基本上是投资煤炭股的黄金时期。

- 每年 11 月到次年 2 月是我国冬季储煤阶段，煤炭需求旺盛，煤价走强。04 年 - 08 年，冬季日均耗煤均值 158 吨，大于全年日均耗煤 146 吨的水平，同时也大于夏季消费高峰的 152 吨/日。冬季储煤推动需求增加，会对煤价形成较强支撑。
- 3~5 月份虽然是我国用煤淡季，但是两会期间小煤矿的停产整顿和煤炭的一季报业绩较好，因而支撑了 3~5 月份的煤炭股行情。

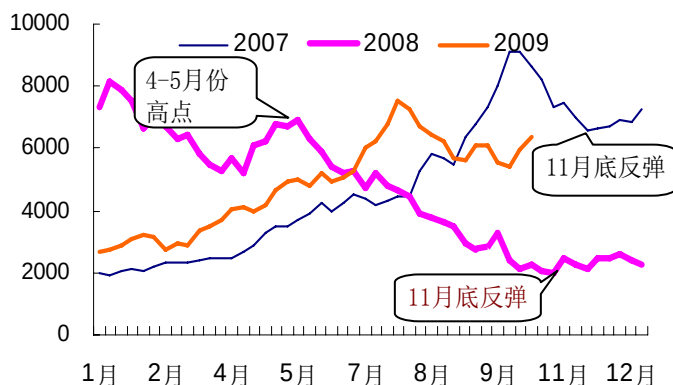
我们继续维持对行业推荐的投资评级。

图 14: 2003-2006 年煤炭股走势



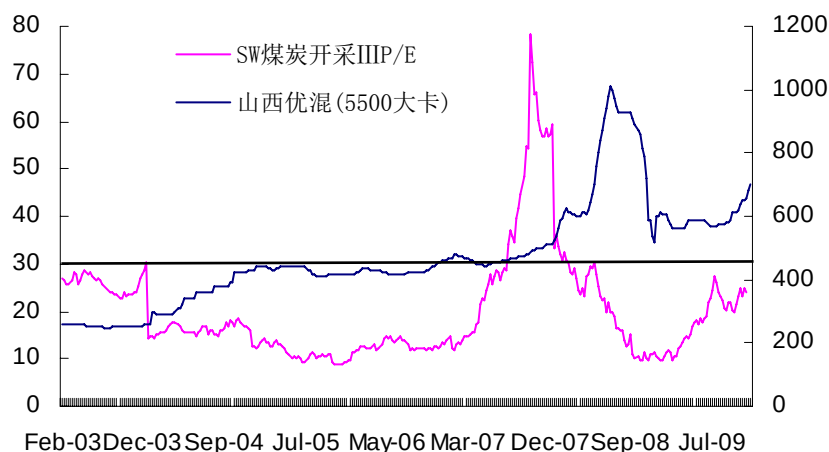
资料来源：招商证券研发中心

图 15: 2007-2009 年煤炭股走势



资料来源：招商证券研发中心

图 16: 煤炭行业动态 P/E 估值与煤价走势比较



资料来源：招商证券研发中心

2、短期看好动力煤，中期看好冶金煤，优先选择山西上市公司

冬储煤因素影响下，短期看好动力煤；考虑到明年年初钢铁行业的复苏，以及冶金煤较高的市场化程度和提价空间，我们更倾向于选择冶金煤。

09 年，山西省进行全面的资源整合和兼并重组，上市公司均为整合主体，既增加了资源储备，又增强了产量的控制能力和话语权，因此优先选择山西省的煤炭上市公司。

3、公司选择

内生性产能扩张较快的公司和资产注入预期强的上市公司

上市公司的成长性包括两个方面，一方面是内生性产能扩张，另一方面是集团资产注入预期，综合考虑以上两因素，建议重点关注下面几个内生性成长性快的上市公司和资产注入预期强的上市公司

内生性产能扩张较快的上市公司：西山煤电、潞安环能、神火股份、盘江股份、国投新集、大同煤业。

资产注入预期强的上市公司：国阳新能、开滦股份、大同煤业、盘江股份。

表15：主要煤炭上市公司煤炭产量增长情况

	煤炭产量（万吨）				产量增速		
	2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011
西山煤电	1619	1800	3000	3800	11%	67%	27%
神火股份	481	665	1065	1340	38%	60%	26%
潞安环能	2577	2840	3170	5045	10%	12%	59%
盘江股份	237	1110	1245	1535	368%	12%	23%
国投新集	1181	1440	1855	2355	22%	29%	27%
金牛能源	1167	2480	2600	2600	113%	5%	0%
中煤能源	8870	9795	10570	15070	10%	8%	43%
兰花科创	548	615	720	720	12%	17%	0%
国阳新能	1774	1870	2270	2370	5%	21%	4%
大同煤业	2026	2500	3120	3180	23%	25%	2%
恒源煤电	416	995	1085	1175	139%	9%	8%
中国神华	18570	21270	24320	25880	15%	14%	6%
开滦股份	750	810	870	970	8%	7%	11%
平煤股份	2835	3585	3785	4125	26%	6%	9%
平均	2936	3485	4141	4844	51%	21%	18%

资料来源：招商证券研发中心

表16: 主要上市公司集团整体上市承诺

单位: 万吨	上市公司 08 年产量	母公司 08 年产量	母公司/上市公司产量比	母公司十一五规划	母公司承诺及进展
国阳新能	1774	3729	2.1	6000	待阳煤集团采矿权转增资本金得到批复后,立即对阳煤集团条件成熟的矿井实施收购
潞安环能	2577	4209	1.6	10000	未来 5-10 年内 (不迟于 2015 年), 集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司,
大同煤业	2026	6891	3.4	15000	不迟于 2014 年完成整体上市
西山煤电	1619	8029	5.0	15000	山西规定 2015 年前完成整体上市
中国神华	18570	28007	1.5	40000	给与 中国神华对神华集团内对现有及未来可能的竞争性业务的优先交易及选择权、优先受让权和优先收购权
恒源煤电	416	1260	3.0	2000	已完成整体上市。
金牛能源	1167	3560	3.1	5000	基本上完成整体上市
盘江股份	237	1190	5.0	2000	已完成整体上市, 未来集团仍有注入
开滦股份	750	3286	4.4	5000	计划两年内完成整体上市

资料来源: 煤炭资源网

煤价上涨业绩弹性大的冶金煤公司: 金牛能源、潞安环能、平煤股份

吨煤净利是判断公司业绩弹性的可靠指标

$$\text{业绩弹性} = \text{每股产量} \times \text{提价} / \text{每股产量} \times \text{吨煤净利} = \text{提价} / \text{吨煤净利}$$

从公式看, 业绩弹性与每股产量无关, 在提价幅度相同的情况下 (提价部分全部为净利润), 吨煤净利越低, 业绩弹性越大, EPS 提升幅度越大。因此, 吨煤净利是判断公司业绩弹性的可靠指标。但是如果是公司部分煤种提价 (比如冶金煤公司, 仅考虑了冶金煤提价因素), 则依赖于每股冶金煤产量指标。

相对于动力煤, 冶金煤市场化程度较高, 煤价提升空间较大, 因此我们优先选择冶金煤 (后面测算的显示动力煤和冶金煤弹性相差无几, 主要原因是我们大致都按照价格的 6-8% 涨幅在测算, 而且冶金煤涨价幅度没有考虑充分, 另外测算冶金煤公司没有考虑它们的动力煤涨价因素部分)。

➤ 动力煤公司：吨煤净利低的弹性大

动力煤上市公司中，中国神华和兖州煤业的吨煤净利较高，业绩弹性远低于其它上市公司。我们测算：业绩弹性最大的几个动力煤上市公司分别为：恒源煤电（43%）、国投新集（28%）、中煤能源（27%）、大同煤业（26%）。

表 17：动力煤上市公司业绩弹性测算（09 年中期数据）

	原煤产量 (万吨)	总股本(万 股)	09 年中期 EPS (元)	按产量计算的吨 煤净利 (元/吨)	每股产量年化 (千克)	煤价上涨 (元/吨)	增厚 EPS 年化 (元)	增厚 EPS 幅 度
中国神华	10580	1988962	0.80	171	11	30	0.27	12%
中煤能源	5267	1325866	0.27	71	7	30	0.20	27%
兖州煤业	1728	491840	0.39	112	8	30	0.18	17%
国投新集	714	185039	0.26	69	8	30	0.20	28%
露天煤业	1895	110557	0.45	28	24	5	0.15	12%
大同煤业	1279	83685	0.87	73	30	30	0.78	26%
恒源煤电	307	45571	0.70	44	22	30	0.35	43%
平均	3110	604503	0.53	81	16	26	0.30	24%

资料来源：招商证券研发中心

➤ 冶金煤公司：每股冶金煤产量高的弹性大

由于冶金煤公司产品结构差异较大，精煤的产销量在总量中占比不同，而不同产品提价不同步，这样，仅仅根据公司整体的吨煤净利判断业绩弹性就会出现偏差。我们认为，对于冶金煤提价的业绩弹性，应参照每股冶金煤产量。

根据 10 年预测数据（不考虑洗选精煤剩余的混煤涨价因素），炼焦煤公司中，每股炼焦煤产量最高的是金牛能源（6.9 千克），其次是平煤股份（4.7 千克）；喷吹煤公司中，潞安环能每股喷吹煤产量最高为 10.4 千克。

在预期煤价上涨时，建议重点关注每股冶金煤产量大、业绩弹性较大的公司：金牛能源（28%）、潞安环能（26%）平煤股份（23%）。

表 18：冶金煤上市公司 10 年每股精煤产量及业绩弹性

	10 年 EPS (元)	10 年冶金煤产量 (万吨)	总股本(万 股)	每股精煤 产量(千克 /股)	冶金煤含税价 格(元/吨)	提价 100 元/吨增厚 EPS (元)	业绩增厚 幅度
炼焦煤							
金牛能源	1.56	800	115644	6.9	1180	0.44	28%
平煤股份	1.29	660	139714	4.7	1180	0.30	23%
盘江股份	1.15	360	110337	3.3	1150	0.21	18%
西山煤电	1.65	630	242400	2.6	1125	0.16	10%
考虑兴县 300 万吨	1.65	930	242400	3.8	930	0.24	15%
开滦股份	0.84	250	123464	2.0	1260	0.13	15%
喷吹煤							
潞安环能	2.52	1200	115054	10.4	800	0.66	26%
国阳新能	2.10	400	96200	4.2	760	0.26	14%
仅考虑自产煤	2.10	181	96200	1.9		0.12	6%

资料来源：招商证券研发中心

六、风险因素：资源税改革可能出台

我们对资源税从价改革的影响进行了静态测算（以 09 年中期数据为基准）：大致每增加一个百分点，对业绩的影响比例为 4 个点（（新资源税从价比例-原资源税从价比例平均 0.8%）*4）

- ✓ 若从价比例为 2%，那么对上市公司 EPS 影响基本在-5%；
- ✓ 若从价比例为 3%，那么对上市公司 EPS 影响基本在-9%；
- ✓ 若从价比例为 5%，那么对上市公司 EPS 影响基本在-17%；

假如按照 5%比例征收的话，对业绩影响较大的公司为平煤股份（-25%）、神火股份（-25%）、大同煤业（-20%）、上海能源（-20%）、潞安环能（-19%）、金牛能源（-19%）、

资源税改革并不构成行业实质利空，只是影响短期走势而已，不会改变行业大的趋势。在煤炭供求紧张的局势下，政策性成本的增加都将通过价格转移到下游（09 年资源税一直在“择机出台”）。历史上，政策性成本增加对煤炭股票只是形成短期负面影响，并不改变其长期走势。

表 19：资源税从价征收对上市公司业绩影响测算

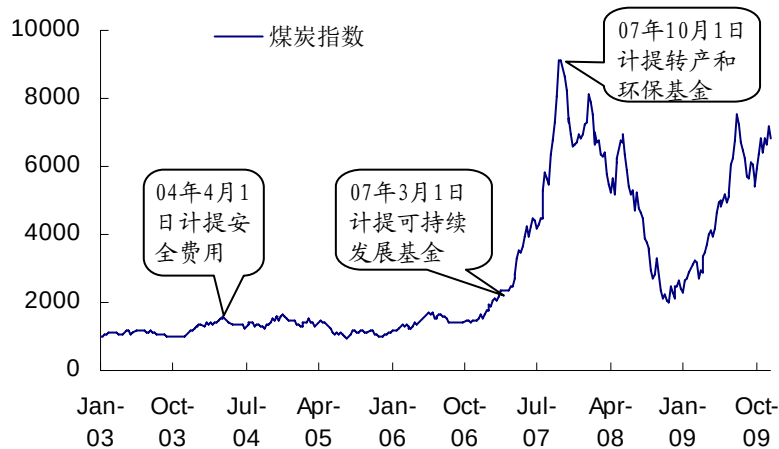
	原煤产量	煤炭销量	综合煤价	综合成本	原资源税标准（元/吨）	09 年中期从价比例	从价征收提高吨煤成本（元/吨）			
							2%	3%	5%	10%
中国神华	10580	12310	389	235	2.5-3.2	0.8%	8	12	19	39
中煤能源	5267	4113	426	222	2.5-8	0.6%	9	13	21	43
兖州煤业	1728	1766	515	260	3.6	0.7%	10	15	26	52
西山煤电	868	811	631	336	3.2-8	1.3%	13	19	32	63
国投新集	714	623	407	256	2	0.5%	8	12	20	41
潞安环能	1476	1251	547	339	3.2	0.6%	11	16	27	55
平煤股份	1518	1448	441	333	4	0.9%	9	13	22	44
国阳新能	932	1914	442	354	3.2	0.7%	9	13	22	44
露天煤业	1895	1854	111	66	3.2	2.9%	2	3	6	11
大同煤业	1279	1054	426	205	3.2	0.8%	9	13	21	43
金牛能源	633	511	630	357	3	0.5%	13	19	32	63
上海能源	440	352	686	404	2.5	0.4%	14	21	34	69
开滦股份	387	252	667	372	3	0.4%	13	20	33	67
盘江股份	341	324	686	465	2.5	0.4%	14	21	34	69
兰花科创	310	297	623	223	3.2	0.5%	12	19	31	62
神火股份	286	265	614	334	4	0.7%	12	18	31	61
恒源煤电	307	223	566	372	2	0.4%	11	17	28	57
平均	1704	1728	518	302	3	0.8%	10	16	26	52

资料来源：招商证券研发中心整理

表 20: 资源税从价征收对上市公司业绩影响测算

	从价征收影响 EPS 年化(元/股)				EPS 影响幅度			
	2%	3%	5%	10%	2%	3%	5%	10%
中国神华	-0.05	-0.09	-0.17	-0.38	-3%	-6%	-11%	-24%
中煤能源	-0.03	-0.05	-0.09	-0.19	-5%	-9%	-16%	-35%
兖州煤业	-0.04	-0.06	-0.12	-0.26	-5%	-8%	-15%	-33%
西山煤电	-0.03	-0.06	-0.13	-0.31	-2%	-6%	-12%	-29%
国投新集	-0.03	-0.05	-0.09	-0.2	-6%	-10%	-18%	-37%
潞安环能	-0.13	-0.22	-0.39	-0.84	-6%	-11%	-19%	-41%
平煤股份	-0.07	-0.14	-0.28	-0.62	-7%	-13%	-25%	-56%
国阳新能	-0.08	-0.15	-0.27	-0.60	-5%	-8%	-15%	-33%
露天煤业	0.03	0	-0.07	-0.23	3%	0%	-7%	-25%
大同煤业	-0.1	-0.18	-0.34	-0.74	-6%	-10%	-20%	-43%
金牛能源	-0.09	-0.15	-0.28	-0.58	-6%	-10%	-19%	-39%
上海能源	-0.08	-0.13	-0.23	-0.48	-7%	-11%	-20%	-41%
开滦股份	-0.03	-0.05	-0.09	-0.19	-5%	-8%	-14%	-30%
盘江股份	-0.05	-0.08	-0.14	-0.29	-5%	-8%	-14%	-29%
兰花科创	-0.07	-0.12	-0.22	-0.46	-3%	-5%	-9%	-19%
神火股份	-0.04	-0.08	-0.14	-0.31	-8%	-13%	-25%	-54%
恒源煤电	-0.07	-0.11	-0.19	-0.4	-5%	-8%	-14%	-28%
平均	-0.06	-0.11	-0.21	-0.45	-5.0%	-9.0%	-17.0%	-37.1%

资料来源: 招商证券研发中心整理

图 17: 政策性成本对煤炭股走势影响


资料来源: wind, 招商证券研发中心整理

附表 1: 重点上市公司盈利预测

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			每股净 资产 (元)	PB (×)	投资评级
		08	09E	10E	08	09E	10E			
A 股										
炼焦煤类										
金牛能源	46.33	2.49	1.95	2.28	18.6	23.8	20.3	7.8	5.9	强烈推荐-B
西山煤电	42.81	1.44	1.06	1.65	29.7	40.4	25.9	3.9	11.1	强烈推荐-A
平煤股份	34.79	1.91	1.13	1.29	18.2	30.8	27.0	5.5	6.3	强烈推荐-B
盘江股份	32.19	1.08	0.93	1.41	29.8	34.6	22.8	4.4	7.3	强烈推荐-A
喷吹煤类										
国阳新能	49.01	1.51	1.90	1.95	32.5	25.8	25.1	5.2	9.5	强烈推荐-A
潞安环能	56.62	2.46	2.10	2.50	23.0	27.0	22.6	7.0	8.1	强烈推荐-A
动力煤类										
中国神华	36.63	1.34	1.60	1.80	27.3	22.9	20.4	7.8	4.7	强烈推荐-A
国投新集	19.49	0.65	0.65	0.89	30.0	30.0	21.9	3.2	6.1	强烈推荐-A
恒源煤电	37.22	1.35	1.41	1.80	27.6	26.4	20.7	8.1	4.6	审慎推荐-B
中煤能源	14.59	0.51	0.52	0.59	28.6	28.1	24.7	5.0	2.9	审慎推荐-A
兖州煤业	24.07	1.32	0.84	1.12	18.2	28.7	21.5	5.4	4.5	中性—A
大同煤业	48.28	2.25	1.78	2.01	21.5	27.1	24.0	8.6	5.6	强烈推荐-A
转型类										
神火股份	37.01	2.46	0.84	1.53	15.0	44.1	24.2	4.1	9.0	强烈推荐-A
兰花科创	44.46	2.45	2.10	2.16	18.1	21.2	20.6	8.2	5.4	强烈推荐-B
开滦股份	27.95	0.67	0.73	0.90	41.7	38.3	31.1	3.7	7.6	强烈推荐-A
A 股平均	36.76	1.59	1.30	1.59	25.3	29.9	23.1	5.8	6.6	

数据来源: 招商证券研发整理

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。