



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

行业动态  
研究报告

2010 年 6 月 28 日

煤炭

研究部

韩永 CFA CPA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070057

hanyong@cicc.com.cn

蔡宏宇 CFA CAIA

联系人

caihy@cicc.com.cn

## 发改委要求保持煤价稳定

短期对股价造成压力, 但对企业实质影响有限

### 行业近况:

根据 6 月 25 日发改委网站消息, 发改委要求国内主要煤炭企业维持煤炭价格稳定: 一是保持年度合同煤价不变, 已调整的企业要在 6 月底前退回; 二是带头保持市场煤价稳定, 不能带头涨价。发改委表示, 如果煤企擅自提高合同煤价, 发改委将按《价格法》予以查处。

### 评论:

国家干预煤价的行为反映了对下游行业经营业绩恶化和通胀上升的双重担忧。煤炭的主要下游行业包括电力、钢铁、化工和建材, 而这些行业经营业绩都不容乐观。对电力企业, 电价一直受到管制, 政府出于管理通胀的目的, 短期内上调电价可能性不大, 煤炭价格上升将直接导致成本增加和业绩恶化。对钢铁和焦化企业, 一方面是钢材价格持续回调, 另一方面却是焦煤价格始终坚挺。

本次干预煤价的行为对煤炭行业的心理影响大于实质影响。对比 2008 年 6 月 19 日和 7 月 24 日国家两次强有力的煤价限制行为, 本次力度明显缓和很多。2008 年国家发改委正式发布通知, 直接设定全国主要港口的动力煤最高价格 (包括合同煤和现货煤), 而本次仅针对主要大型企业召开座谈会, 且仅指出不能带头上涨现货价, 这就意味着在其它中小企业普遍涨价的情况下大型煤炭企业也可以适当涨价。但对股票市场而言, 投资者心理将在短期内受到负面影响, 如 2008 年两次发布价格干预措施后几个交易日, 煤炭股都显著跑输大盘。

国家干预煤价将对煤炭企业盈利产生一定负面影响, 但影响有限。由于国家的干涉, 预计煤炭企业现货价格将基本稳定, 上调空间受到抑制。但由于神华、中煤、同煤等合同比例高达 70% 左右, 因此受到的影响相对有限。对焦煤企业而言, 目前本身不具备上调价格的可能, 因此影响极小。

反过来看, 干预煤价的行为也说明近期动力煤价面临上涨压力。由于房地产的调控, 下游行业开始走弱, 钢材、焦炭等价格连续回落, 市场普遍担心煤炭需求下降及煤价下跌。但从发改委的这种限价行为来看, 煤炭企业仍处于比较强势的地位。目前正处于传统的“迎峰度夏”时点, 近期秦皇岛库存重新回落到 600 万吨以下, 而电厂在积极备煤, 库存上升到 18 天, 加上前期平顶山事故对煤炭供应的影响, 预计未来一段时间动力煤煤价基本保持稳定甚至小幅上涨。

### 估值与建议:

此次干预对煤炭板块的负面影响有限, 但也缺乏上涨的催化剂。预计发改委对煤价进行干预的消息将会对煤炭板块造成负面影响, 但下跌幅度有限; 目前 A 股煤炭企业 PE 中值为 14.7 倍, 比历史中值低 10~30%。受到房地产调控效应逐渐显现, 宏观经济增速放缓预期的影响, 近期煤炭板块缺乏上涨的催化剂, 维持行业中性的评级。

### 风险提示:

房地产调控效应超预期; 欧洲债务危机进一步恶化。

### 近來事件

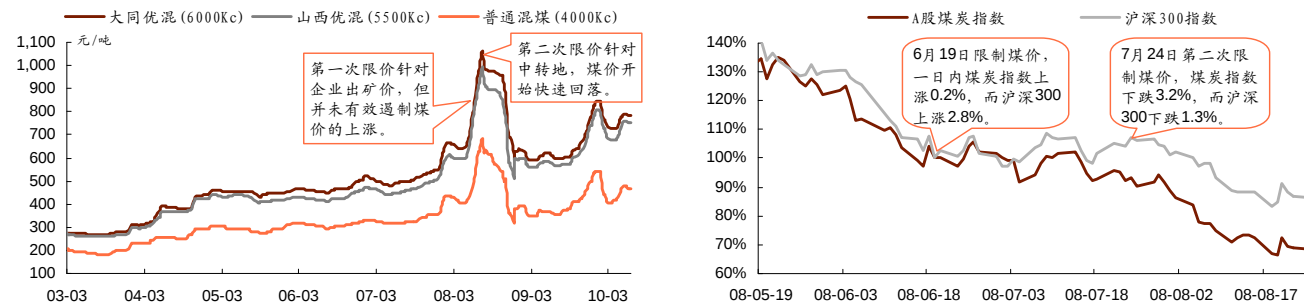
6/25/2010 发改委刊文要求主要煤炭企业保持煤价稳定

### 此次干预煤价造成的心理影响大于实质影响

对比 2008 年限价行为，本次力度明显缓和。发改委曾于 2008 年 6 月和 7 月先后两次对电煤价格进行了行政干预，2008 年 6 月 19 日规定 2008 年 12 月 31 日前全国煤炭生产企业电煤出矿价（包括合同煤和现货煤）不得高于 6 月 19 日实际结算价格，7 月 24 日再次规定港口电煤平仓价不得高于 6 月 19 日水平。本次发改委仅通过座谈会的形式要求主要煤炭企业维持合同煤价不变并不带头上涨现货煤，力度明显缓和。

此次干预将在短期内对投资者心理产生负面影响。2008 年发改委干预煤价后，煤炭股票在随后几天均明显跑输大盘，预计本次干预也将对股价造成一定的压力。

图表 1：2008 年发改委限价政策对煤炭价格和煤炭指数的影响



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：2008 年发改委限价政策对煤炭公司股价的影响

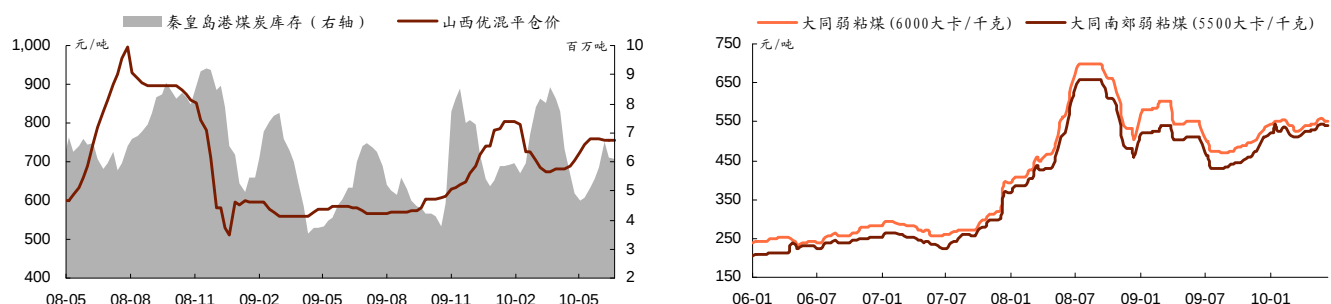
| 08年干预煤价后股票表现 | 西山煤电  | 平煤股份   | 开滦股份  | 神火股份  | 兰花科创  | 兖州煤业A | 中国神华A | 中煤能源A | 煤炭指数  | 沪深300 | 兖州煤业H  | 中国神华H | 中煤能源H | 福山能源   | 恒生国指  |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
| 第一次限价后一日     | 1.1%  | 1.7%   | -1.4% | 0.8%  | 4.1%  | 1.9%  | -4.2% | 0.0%  | 0.2%  | 2.8%  | -7.4%  | -4.2% | -3.7% | 0.0%   | -0.7% |
| 第一次限价后两日     | -1.5% | -3.1%  | -6.1% | -2.6% | 1.1%  | -5.6% | -6.4% | -0.9% | -2.9% | 0.6%  | -10.2% | -5.7% | -6.3% | -1.0%  | -1.6% |
| 第一次限价后一周     | 9.3%  | 9.9%   | 9.7%  | 6.0%  | 12.7% | 3.9%  | -2.0% | 4.0%  | 5.9%  | 7.5%  | -5.6%  | -5.7% | -7.5% | 18.8%  | -2.7% |
| 第二次限价后一日     | -2.9% | -3.5%  | -3.0% | -2.1% | -4.3% | -2.9% | -3.1% | -2.9% | -3.2% | -1.3% | -6.2%  | -6.9% | -3.6% | -3.5%  | -2.6% |
| 第二次限价后两日     | -0.7% | -2.3%  | -1.5% | -0.1% | -1.7% | 0.7%  | -0.7% | -0.5% | -1.5% | -0.6% | -3.5%  | -6.0% | -3.1% | -11.3% | -2.8% |
| 第二次限价后一周     | -4.3% | -10.2% | -6.2% | 0.1%  | -0.4% | -1.5% | -4.4% | -3.0% | -4.6% | -5.8% | -0.3%  | -6.4% | -2.5% | -7.1%  | -2.0% |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

### 煤炭数据表明，近期煤价将基本稳定

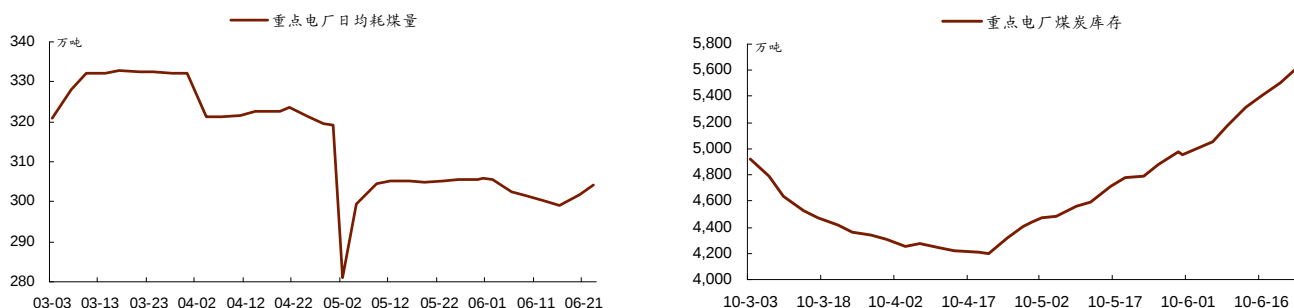
近期港口煤炭库存小幅下降，电厂库存回升，预计近期煤炭价格维持高位。6 月份以来电厂备煤明显增加，库存天数达到 18 天左右；秦皇岛煤炭库存开始小幅下降，重新回落到 600 万吨以下（正常范围 500~700 万吨），秦皇岛山西优混煤（5500 大卡/千克）平仓价维持在 755 元/吨的水平，大同地区动力煤坑口价也保持在 540-550 元/吨的水平。预计 7~8 月份，秦皇岛煤炭价格将基本保持目前的高位或者小幅上升。

图表 3：近期秦皇岛煤炭库存小幅下降，价格维持高位



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

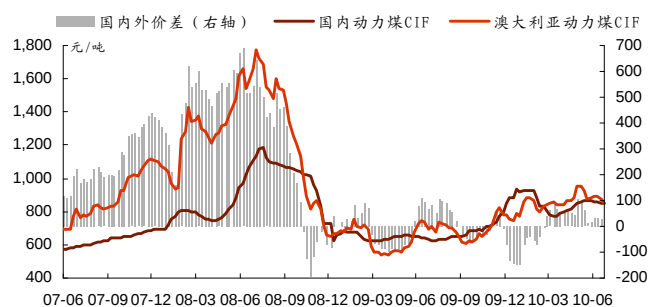
图表 4: 电厂备煤增加, 日均耗煤量开始回升



资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 5: 国内外煤炭价差缩窄

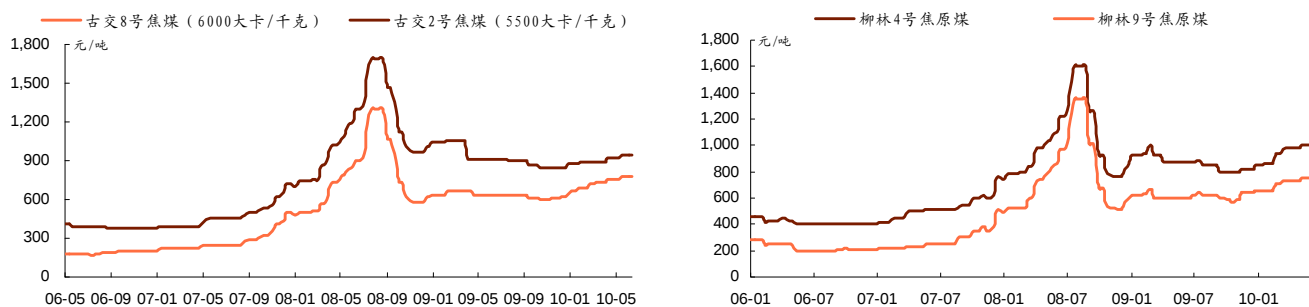
| 国内外煤价对比 (2010.6.25)          |  | 动力煤       | 焦煤          |
|------------------------------|--|-----------|-------------|
| <b>进口</b>                    |  |           |             |
| 澳洲离岸价                        |  | US\$97    | US\$221     |
| 运费                           |  | US\$10    | US\$10      |
| 增值税                          |  | 17%       | 17%         |
| 汇率                           |  | 6.79      | 6.79        |
| 到岸价 = (离岸价 + 运费) × (1 + 17%) |  | ¥849      | ¥1,832      |
| <b>国内</b>                    |  |           |             |
| 离岸价                          |  | ¥785      | ¥1,510      |
| 国内运费                         |  | ¥63       | ¥63         |
| 到岸价                          |  | ¥848      | ¥1,573      |
| <b>差价 (进口 - 国内)</b>          |  | <b>¥1</b> | <b>¥259</b> |



资料来源: 彭博资讯, Coalportal, 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

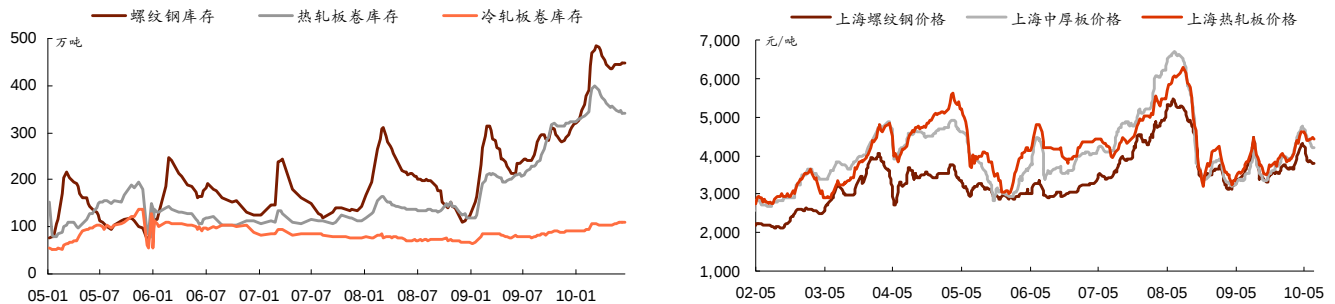
近期焦煤价格保持坚挺, 但具有下调压力。古交地区 2 号和 8 号焦原煤价格分别为 950 元/吨和 780 元/吨, 柳林地区 4 号和 9 号焦原煤价格分别为 1000 元/吨和 750 元/吨, 连续 5 周维持在这一水平。而近期各品种钢材价格分别下跌 10% 左右, 焦炭也普遍下跌, 如果这种状态持续, 焦煤价格也将面临下调压力。

图表 6: 焦煤价格保持坚挺



资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 7：钢铁行业基本面变弱对焦煤价格形成压力



资料来源：钢之家，中金公司研究部

### 煤炭板块估值合理，但缺乏上涨催化剂

此次干预对煤炭板块的负面影响有限，但近期煤炭股票也缺乏上涨的催化剂。从 2008 年经验来看，国家发改委的干预对煤炭市场的实质性影响有限，但对煤炭股票会造成压力。由于此次干预的力度显著低于 2008 年，而且市场预期即使没有国家干预煤价上涨空间也不大，因此此次干预对股票市场的负面影响较小。目前主要煤炭公司 6 个月 Forward PE 较中值普遍折价 10-30%，具备一定安全边际。但由于目前房地产调控政策效应还需观察，宏观经济存在放缓的风险，煤炭板块缺乏明显上涨的动力。

图表 8：主要煤炭公司估值已低于中值 20%左右

| 上市以来P/E | 西山煤电   | 平煤股份   | 开滦股份  | 神火股份   | 兰花科创   | 兖州煤业A  | 中国神华A  | 中煤能源A  | 兖州煤业H | 中国神华H  | 中煤能源H  | 福山能源   |
|---------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 最高      | 67.8   | 44.2   | 42.8  | 41.1   | 55.6   | 39.7   | 82.2   | 51.5   | 18.8  | 44.9   | 51.9   | 67.2   |
| 最低      | 4.8    | 3.9    | 6.7   | 4.8    | 4.0    | 6.9    | 11.7   | 11.4   | 2.3   | 5.1    | 4.6    | 5.7    |
| 中值      | 19.4   | 18.0   | 15.6  | 16.9   | 15.1   | 19.7   | 20.0   | 22.2   | 8.7   | 15.8   | 19.6   | 19.7   |
| 平均值     | 21.3   | 19.4   | 18.4  | 17.9   | 17.1   | 20.7   | 25.1   | 24.1   | 8.3   | 17.1   | 20.3   | 20.9   |
| 目前水平    | 16.0   | 11.4   | 17.9  | 15.6   | 12.7   | 13.2   | 13.4   | 14.8   | 10.3  | 14.5   | 13.6   | 12.3   |
| 相对中值    | -17.7% | -36.3% | 14.6% | -7.5%  | -16.0% | -33.3% | -32.9% | -33.6% | 18.6% | -8.3%  | -30.9% | -37.7% |
| 相对均值    | -25.1% | -41.1% | -2.8% | -13.1% | -25.5% | -36.4% | -46.4% | -38.8% | 22.9% | -15.0% | -33.1% | -41.3% |

资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 9: 可比公司估值

| A股煤炭公司           | 国家名  | Market Cap<br>(RMB Mn) | Price(RMB)<br>2010-6-25 | 2009A | EPS(RMB)<br>2010E | 2011E | 2009A | P/E(x)<br>2010E | 2011E |
|------------------|------|------------------------|-------------------------|-------|-------------------|-------|-------|-----------------|-------|
| <b>焦煤公司</b>      |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
| 西山煤电*            | 中国   | 65,955                 | 20.93                   | 0.71  | 1.33              | 1.64  | 29.6  | 15.8            | 12.8  |
| 平煤股份*            | 中国   | 27,226                 | 14.99                   | 0.78  | 1.32              | 1.53  | 19.3  | 11.3            | 9.8   |
| 开滦股份*            | 中国   | 18,668                 | 15.12                   | 0.67  | 0.85              | 1.09  | 22.7  | 17.8            | 13.9  |
| 冀中能源             | 中国   | 30,738                 | 26.58                   | 1.39  | 2.34              | 2.64  | 19.1  | 11.4            | 10.1  |
| 煤气化              | 中国   | 8,030                  | 15.63                   | 0.74  | 1.02              | 1.38  | 21.1  | 15.4            | 11.3  |
| 盘江股份             | 中国   | 22,663                 | 20.54                   | 1.01  | 1.43              | 1.74  | 20.3  | 14.3            | 11.8  |
| 中间值-焦煤           |      |                        |                         |       |                   |       | 20.7  | 14.9            | 11.6  |
| <b>无烟煤公司</b>     |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
| 兰花科创*            | 中国   | 16,074                 | 28.14                   | 2.22  | 2.22              | 2.84  | 12.7  | 12.7            | 9.9   |
| 神火股份*            | 中国   | 19,751                 | 18.81                   | 0.57  | 1.25              | 1.44  | 32.9  | 15.1            | 13.1  |
| 国阳新能             | 中国   | 34,848                 | 14.49                   | 0.77  | 1.01              | 1.17  | 18.8  | 14.4            | 12.4  |
| 中间值-无烟煤          |      |                        |                         |       |                   |       | 18.8  | 14.4            | 12.4  |
| <b>其他煤炭公司</b>    |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
| 中国神华*            | 中国   | 478,626                | 23.49                   | 1.52  | 1.76              | 2.05  | 15.4  | 13.4            | 11.4  |
| 兖州煤业*            | 中国   | 83,170                 | 18.30                   | 0.79  | 1.40              | 1.57  | 23.2  | 13.1            | 11.6  |
| 中煤能源*            | 中国   | 124,523                | 9.21                    | 0.50  | 0.63              | 0.78  | 18.4  | 14.7            | 11.9  |
| 大同煤业             | 中国   | 27,507                 | 32.87                   | 1.78  | 2.11              | 2.43  | 18.5  | 15.6            | 13.6  |
| 上海能源             | 中国   | 13,732                 | 19.00                   | 1.31  | 1.65              | 1.89  | 14.5  | 11.5            | 10.1  |
| 恒源煤电             | 中国   | 10,025                 | 25.42                   | 1.41  | 1.62              | 1.95  | 18.0  | 15.7            | 13.0  |
| 潞安环能             | 中国   | 38,992                 | 33.89                   | 1.83  | 2.43              | 2.87  | 18.5  | 14.0            | 11.8  |
| 露天煤业             | 中国   | 24,172                 | 18.22                   | 0.73  | 1.07              | 1.51  | 24.8  | 17.0            | 12.1  |
| 郑州煤电             | 中国   | 5,662                  | 9.00                    | 0.18  | 0.25              | 0.31  | 50.0  | 36.3            | 29.0  |
| 国投新集             | 中国   | 20,391                 | 11.02                   | 0.45  | 0.69              | 0.96  | 24.5  | 16.0            | 11.4  |
| 中间值-其他煤          |      |                        |                         |       |                   |       | 18.5  | 15.1            | 11.9  |
| 中间值-A股煤炭         |      |                        |                         |       |                   |       | 19.3  | 14.7            | 11.8  |
| <b>H股煤炭公司</b>    |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
|                  |      | Market Cap<br>(RMB Mn) | Price(HKD)<br>2010-6-25 | 2009A | EPS(RMB)<br>2010E | 2011E | 2009A | P/E(x)<br>2010E | 2011E |
| 中国神华*            | 中国   | 478,626                | 30.75                   | 1.59  | 1.86              | 2.16  | 17.0  | 14.0            | 11.7  |
| 兖州煤业*            | 中国   | 83,170                 | 16.96                   | 0.84  | 1.45              | 1.63  | 17.9  | 9.9             | 8.6   |
| 中煤能源*            | 中国   | 124,523                | 11.22                   | 0.59  | 0.73              | 0.89  | 16.7  | 13.1            | 10.4  |
| 福山能源*            | 中国   | 22,037                 | 4.69                    | 0.21  | 0.39              | 0.42  | 19.9  | 10.3            | 9.2   |
| 恒鼎实业             | 中国   | 10,866                 | 6.04                    | 0.20  | 0.46              | 0.68  | 27.2  | 11.2            | 7.3   |
| 平均值              |      |                        |                         |       |                   |       | 19.7  | 11.7            | 9.4   |
| 中间值              |      |                        |                         |       |                   |       | 17.9  | 11.2            | 9.2   |
| <b>国际可比公司</b>    |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
|                  |      | Market Cap<br>(USD Mn) | Price(USD)<br>2010-6-25 | 2009A | EPS(USD)<br>2010E | 2011E | 2009A | P/E(x)<br>2010E | 2011E |
| <b>印尼煤炭公司</b>    |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
| Bumi             | 印尼   | 4,048                  | 0.21                    | 0.01  | 0.02              | 0.03  | 20.7  | 11.6            | 7.2   |
| Adaro            | 印尼   | 7,149                  | 0.22                    | 0.02  | 0.01              | 0.02  | 14.8  | 16.5            | 11.6  |
| Indo Tambangraya | 印尼   | 4,714                  | 4.17                    | 0.30  | 0.28              | 0.41  | 13.9  | 14.9            | 10.1  |
| Tambang Batubara | 印尼   | 4,425                  | 1.92                    | 0.13  | 0.13              | 0.17  | 14.7  | 15.2            | 11.5  |
| 中间值              |      |                        |                         |       |                   |       | 14.8  | 15.0            | 10.8  |
| <b>美国煤炭公司</b>    |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
| Peabody          | 美国   | 11,400                 | 42.41                   | 1.68  | 3.10              | 4.69  | 25.2  | 13.7            | 9.0   |
| Arch Coal        | 美国   | 3,539                  | 21.78                   | 0.28  | 1.17              | 2.42  | 77.8  | 18.6            | 9.0   |
| Consol           | 美国   | 8,335                  | 36.93                   | 2.99  | 2.88              | 4.17  | 12.4  | 12.8            | 8.9   |
| Massey           | 美国   | 3,159                  | 30.68                   | 1.23  | 2.02              | 4.82  | 24.9  | 15.2            | 6.4   |
| Alpha            | 美国   | 4,461                  | 36.88                   | 0.64  | 3.32              | 4.88  | 57.6  | 11.1            | 7.6   |
| 中间值              |      |                        |                         |       |                   |       | 25.2  | 13.7            | 8.9   |
| <b>澳大利亚煤炭公司</b>  |      |                        |                         |       |                   |       |       |                 |       |
| Coal & Allied    | 澳大利亚 | 6,994                  | 80.78                   | 6.76  | 7.52              | 10.07 | 13.9  | 12.5            | 9.3   |
| New Hope         | 澳大利亚 | 3,278                  | 3.96                    | 2.40  | 0.23              | 0.24  | 1.9   | 20.3            | 18.9  |
| Energy Resources | 澳大利亚 | 2,294                  | 12.03                   | 1.43  | 0.78              | 1.31  | 9.8   | 18.0            | 10.7  |
| Aquila           | 澳大利亚 | 2,372                  | 7.36                    | -0.10 | -0.02             | 0.13  | n.a.  | n.a.            | 64.3  |
| Whitehaven       | 澳大利亚 | 2,133                  | 4.32                    | 0.61  | 0.13              | 0.25  | 8.3   | 40.2            | 19.8  |
| 中间值              |      |                        |                         |       |                   |       | 9.0   | 19.1            | 18.9  |

注: 标注\*的公司为中金公司预测, 其余为市场一致预期

数据来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

## 北京

### 中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

## 上海

### 中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

## 香港

### 中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

## 香港

### 中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

## 新加坡

### 中国国际金融（新加坡）有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。