

吨煤毛利提升，煤价上涨锁定收益

——10 年报 11 年 1 季报分析

报告要点

■ 10 年营业收入增长超 30%，毛利率基本保持稳定

2010 年，各公司收入和利润同比增速分别为 34.4%和 31.7%，平均毛利率、净利率分别为 31.9%和 14.6%，同比基本稳定；11 年 1 季度，收入继续保持高速增长，平均增速达 36.8%，但由于人员工资以及安全相关成本的增加，营业成本增速达 41.6%。

■ 产量：各公司产量增速 16%，4 公司扩产最快

各公司煤炭产销量分别上涨 16.2%和 11.7%，其中，自建矿产量增速最快公司有西山煤电、昊华能源、兖州煤业和山煤国际，产量同比增速 30%以上。分区域来看，山西、华东和全国公司扩产速度最快。

■ 盈利：吨煤毛利水平大幅提升，动力煤、无烟煤公司最为突出

2010 年各公司价格同比上涨较明显，由去年的 541 元/吨上涨至 618 元/吨，涨幅平均值达到 17.1%，其中，动力煤和无烟煤价格上涨幅度较大，分别为 20.2%和 20.1%，炼焦煤为 14.5%，兖州煤业、昊华能源和神火股份的吨煤毛利上涨 40%以上。

■ 11 年煤价上涨锁定业绩增长，期间费用控制较好

1 季度煤价走势强劲，通过调研了解到，多数公司的煤价较 10 年上涨 10%-25%，锁定 11 年部分业绩增长；1 季度各公司期间费用率为 10.0%，同比下滑 0.3 个百分点，总体控制较好。

■ 板块逐渐进入价值区间，重点推荐成长性确定的公司

短期来看，板块缺乏明显的催化剂。不过经过前期调整，煤炭开采板块动态 PE 平均下降至 17 倍，部分成长性较好的重点公司已经降至 15 倍以下，并且基本面仍有改善空间：（1）受上网电价上调、水电出力不足、电厂港口库存下降等因素影响，动力煤价格有望继续上涨，2 季度动力煤公司业绩环比可能出现明显上涨；（2）尽管短期炼焦煤需求较疲软，但中长期受益于保障房投资力度的加大、海外需求的快速增长，以及焦煤资源的相对稀缺性，炼焦煤价格仍值得看好。

重点推荐：潞安环能、神火股份、昊华能源、兖州煤业、中国神华和山煤国际。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600188	兖州煤业	推荐
601699	潞安环能	推荐
600546	山煤国际	推荐
601101	昊华能源	推荐
601088	中国神华	推荐
000933	神火股份	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

兰花科创	10A	11E	12E
PE	16.39	0.00	0.00
PB	3.03	0.00	0.00
EV/EBITDA	8.94	0.00	0.00
兖州煤业	10A	11E	12E
PE	17.25	0.00	0.00
PB	4.22	0.00	0.00
EV/EBITDA	13.36	0.00	0.00

相关研究

《深度报告：估值有压力，但仍期待 4 月旺季板块表现》2011-4-6

《煤炭行业深度报告：继续看好基本面，估值有望再提升——3 月月报》2011-3-7

《深度报告：估值待修复，看好节后需求回暖——煤炭 2 月月报》2011-2-11

联系人：

安鹏

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

分析师：

刘元瑞

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

正文目录

概览：收入增长超 30%，毛利率基本保持稳定	4
业绩概览：年报季报收入增速超 30%，1 季度毛利率同比下滑	4
营业收入：10 年收入增长 30% 以上，1 季度环比上涨 19%	5
营业成本：同比增速高于收入，1 季度成本控制较 4 季度好转	8
毛利率：2010 年煤炭业务同比上涨，1 季度环比略有提升	11
产量：各公司产量增速 16%，4 公司扩产最快	12
2010 年全国原煤产量同比增长 15.3%	12
西山煤电、昊华能源、兖州煤业和山煤国际扩产速度最快	13
分区域来看，山西、华东和全国公司扩产速度最快	13
盈利：吨煤毛利大幅提升，动力煤、无烟煤公司最为突出	15
国内煤价：动力煤炼焦煤价格小幅上涨	15
各公司煤价：10 年平均上涨 17.1%，动力煤、无烟煤涨幅超 20%	16
吨煤毛利水平大幅提升，动力煤提升幅度最大	17
费用率下降提升净利率，现金流情况较去年基本保持稳定	18
费用控制得当，管理费用率和销售费用率同比均下降	18
经营现金流量净额小幅增长，但收款情况较去年同期下降	20
11 年煤价上涨锁定业绩增长，期间费用控制较好	21
1 季度煤价同比大幅上涨，锁定全年盈利增长	21
1 季度销售回款同比略有恶化，期间费用控制较好	21
板块逐渐进入价值区间，重点推荐成长性确定的公司	22

图表目录

图 1: 10 年和 11 年 1 季度行业收入增速均在 30%以上	7
图 2: 2010 年重点上市公司煤炭业务收入平均同比增速达 31.4%	7
图 3: 重点公司营业成本增速略高于收入增长	10
图 4: 2010 年煤炭业务成本同比增长 31.2%	10
图 5: 2010 年重点公司毛利率基本保持稳定	11
图 6: 2010 年煤炭业务毛利率基本保持稳定	12
图 7: 1 季度毛利率环比略有提升	12
图 8: 2010 年全国原煤产量同比增长 17.2%	13
图 9: 重点区域中河北、山西以及华东地区上市公司产销量速度最快	15
图 10: 秦皇岛煤价均价同比上涨约 25.2%	16
图 11: 山西动力煤坑口价均价同比增长 4.4%	16
图 12: 山西炼焦煤均价同比上涨 4.7%	16
图 13: 山西无烟煤均价同比上涨 2.1%	16
 表 1: 行业重点上市公司业绩情况（单位：亿元）	4
表 2: 煤炭行业经营情况	5
表 3: 行业重点上市公司营业收入构成及同比、环比情况（单位：亿元）	6
表 4: 行业重点上市公司营业成本构成情况（单位：亿元）	8
表 5: 重点上市公司职工支付现金增长迅速（亿元）	9
表 6: 行业重点上市公司产销情况（单位：万吨）	14
表 7: 行业重点上市公司吨煤收入、吨煤成本情况（单位：元/吨）	17
表 8: 费用率情况汇总	18
表 9: 历年费用情况比较（单位：%）	19
表 10: 经营性现金流情况汇总（单位：亿元，%）	20
表 11: 1 季度重点公司财务数据	22
行业重点上市公司估值指标与评级变化	23

概览：收入增长超 30%，毛利率基本保持稳定

业绩概览：年报季报收入增速超 30%，1 季度毛利率同比下滑

2010 年全国煤炭生产延续增长势头，原煤产量达到 34.21 亿吨，同比增长 15.3%，其中内蒙古、山西和陕西产量分别为 7.82 亿吨、7.41 亿吨和 3.55 亿吨，增量继续向西部集中。2010 年受年初西南干旱、煤炭资源整合和节能减排力度加大影响，煤炭市场整体“淡季不淡、旺季不旺”。2010 年秦皇岛港动力煤价格较 09 年平均上涨约 25%，山西地区各煤种价格平均上涨约 5%，华东、华中部分地区涨幅达到 20% 以上。

年报显示，重点上市公司营业收入和利润总额同比增长迅速，平均增速分别为 34.4% 和 31.7%，平均毛利率、净利率分别为 31.9% 和 14.6%，较上年基本保持稳定，重点公司平均加权 ROE 为 21.0%，较上年提升 1.2 个百分点。

11 年 1 季度，重点上市公司营业收入继续保持高速增长，平均增速达 36.8%，但由于人员工资以及安全相关成本的增加，营业成本增速达 41.6%。平均毛利率、净利率分别为 32.1% 和 15.9%，同比略有下滑；重点平均加权 ROE 为 5.46%，同比下降 1.21 个百分点。

- 营业收入：2010 年行业重点上市公司营业收入同比大幅上涨，涨幅平均值 34.4%。其中 7 家公司的涨幅超过 40%。2011 年 1 季度以来，国内煤炭价格继续上涨，各上市公司 1 季度收入平均增长 36.8%；
- 毛利率：2010 年行业重点上市公司的平均毛利率为 31.9%，同比上升 1.0 个百分点。根据统计局的数字，2010 年(1-11 月)全行业毛利率为 28.8%，低于上市公司 3.1 个百分点。1 季度重点上市公司平均毛利率为 32.1%，同比下滑 4.3 个百分点；
- 利润总额：2010 年行业重点上市公司利润总额平均上涨 37.4%，低于全行业水平（2010 年 1-11 月全国煤炭行业利润总额达到了 2930 亿元，同比上涨达 60%）；但净利率达到 14.6%，显著高于全行业水平（2010 年 1-11 月全行业平均净利率为 10.4%）。1 季度，重点上市公司利润总额同比增速为 22.07%，增速低于收入增长；净利率为 15.9%，同比下滑 3 个百分点；
- ROE：2010 年行业重点上市公司加权 ROE 达到了 21.0%，较去年同期的 19.8% 提升 1.2 个百分点。2010 年 1-11 月全行业平均 ROE 为 17.9%，同比增长 3.2 个百分点。2011 年 1 季度重点上市公司加权 ROE 为 5.46%，同比下降 1.21 个百分点。

表 1：行业重点上市公司业绩情况（单位：亿元）

证券代码	公司简称	营业收入		营业成本		毛利率		净利率		ROE	
		2010	同比	2010	同比	2010	同比	2010	同比	2010	同比
600546.SH	山煤国际	386.4	84.0%	351.3	88.0%	9.1%	-2.0%	3.5%	-1.1%	26.2%	-1.5%
600188.SH	兖州煤业	348.4	62.1%	189.1	54.7%	45.7%	2.6%	25.9%	7.7%	27.6%	13.4%
600121.SH	郑州煤电	97.8	58.1%	90.0	61.4%	7.9%	-1.9%	1.3%	-0.2%	7.5%	0.3%
000933.SZ	神火股份	169.0	57.1%	139.5	56.6%	17.5%	0.2%	6.1%	0.6%	28.3%	9.7%
000937.SZ	冀中能源	302.9	49.6%	225.3	51.7%	25.6%	-1.0%	8.2%	0.2%	22.4%	4.1%
000552.SZ	靖远煤电	7.8	45.4%	6.2	47.4%	20.3%	-1.1%	7.3%	-2.7%	13.1%	0.4%
601918.SH	国投新集	70.1	41.6%	44.1	38.4%	37.0%	1.5%	17.8%	0.9%	19.1%	4.9%

600348.SH 国阳新能	279.4	39.7%	222.9	40.2%	20.2%	-0.3%	8.9%	-0.4%	26.3%	-2.8%
600997.SH 开滦股份	151.5	38.1%	127.4	44.2%	15.9%	-3.6%	5.8%	-2.1%	16.2%	-1.7%
000983.SZ 西山煤电	169.4	37.3%	95.9	36.5%	43.4%	0.4%	16.5%	-2.1%	23.4%	-0.6%
601898.SH 中煤能源	712.7	32.6%	474.5	37.7%	33.4%	-2.4%	10.6%	-2.6%	9.7%	-0.3%
600971.SH 恒源煤电	69.9	30.9%	50.9	26.0%	27.1%	2.8%	13.7%	3.8%	25.1%	8.5%
601101.SH 昊华能源	40.5	30.7%	19.9	5.5%	50.8%	11.7%	21.6%	6.3%	20.1%	-8.1%
601088.SH 中国神华	1520.6	25.3%	817.1	32.9%	46.3%	-3.1%	28.0%	-0.7%	20.3%	1.2%
601666.SH 平煤股份	229.0	21.5%	182.2	19.3%	20.5%	1.5%	8.0%	0.5%	21.9%	4.2%
600508.SH 上海能源	88.6	20.9%	62.3	20.0%	29.7%	0.5%	15.2%	2.0%	24.8%	3.1%
600395.SH 盘江股份	54.7	20.3%	30.3	12.2%	44.5%	4.0%	24.6%	2.8%	23.3%	1.0%
000780.SZ 平庄能源	32.3	20.0%	20.1	14.1%	37.6%	3.3%	20.1%	2.6%	19.3%	1.9%
002128.SZ 露天煤业	56.7	18.4%	33.3	3.8%	41.3%	8.2%	27.1%	5.6%	38.5%	3.4%
601699.SH 潞安环能	214.3	17.3%	127.9	4.0%	40.3%	7.6%	15.6%	3.7%	26.1%	4.8%
601001.SH 大同煤业	104.5	10.1%	56.6	22.5%	45.8%	-5.5%	19.9%	-1.1%	14.6%	-5.6%
000968.SZ 煤气化	35.2	8.5%	25.0	13.6%	29.0%	-3.2%	9.0%	-4.0%	8.1%	-6.2%
600123.SH 兰花科创	58.1	3.5%	32.2	-1.4%	44.6%	2.7%	21.3%	-0.3%	22.2%	-5.3%
均值	226.1	34.4%	148.9	38.1%	31.9%	1.0%	14.6%	0.9%	21.0%	1.2%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：煤炭行业经营情况

业绩指标	煤炭行业上市公司			全国煤炭行业		
	2010A	2009A	同比	2010M1-11	2009M1-11	同比
营业收入(总和, 亿元)	5199.94	3868.05	34.43%	21154.96	15419.74	37.19%
营业成本(总和, 亿元)	3424.02	2479.99	38.07%	15065.25	11146.8	35.15%
利润总额(总和, 亿元)	1125.26	862.81	30.42%	2930.15	1827.15	60.37%
ROE 加权(均值, %)	21.04%	19.80%	1.24%	17.88%	14.7%	3.18%
毛利率(均值, %)	31.90%	30.90%	1.00%	28.79%	27.71%	1.08%
净利率(均值, %)	14.61%	13.75%	0.86%	10.39%	8.89%	1.50%

资料来源：Wind，长江证券研究部

营业收入：10 年收入增长 30%以上，1 季度环比上涨 19%

10 年营业收入及煤炭业务收入同比增速均达到 30%以上

随着下游行业需求的复苏，2010 年煤炭行业整体呈现量价齐升的状态，上市公司营业收入同比大幅增长。年报显示，2010 年重点上市公司营业收入同比平均涨幅达 34.4%。

- 其中同比上涨最明显的是山煤国际、兖州煤业、郑州煤电和神火股份，营业收入同比增速分别达到 84.0%、62.1%、58.1%和 57.1%；
- 冀中能源、靖远煤电、国投新集、国阳新能、开滦股份以及西山煤电营业收入同比增速均超过 35%，上述公司的煤炭业务收入占比均在 80%以上；

- 兰花科创、煤气化以及大同煤业营业收入增速较慢，同比增速分别为 3.49%、8.47%和 10.10%。

煤炭业务收入增长：2010 年重点上市公司煤炭业务收入同比增速均值达到 31.4%

- 煤炭业务收入增长明显的公司有山煤国际、神火股份以及兖州煤业，其煤炭业务收入同比增幅均超过 60%，其中山煤国际煤炭开采收入同比增幅达 97.8%；
- 煤炭业务收入增长较慢的公司有煤气化、大同煤业以及兰花科创，其同比增速分别为 5.8%、9.3%和 11.9%；

1 季度营业收入维持高速增长，但部分公司环比出现下降

今年 1 季度以来，受益于煤炭价格延续强势表现，重点公司营业收入同比增速呈现加速状态。

1 季度营业收入同比增速均值达到 36.8%，环比增速为 18.5%。

- 西山煤电、郑州煤电以及国阳新能增速较快，营业收入同比增速超过 80%；其中西山煤电增长主要由于合并京唐焦化公司，扣除之后的增速为 52%；国阳新能和郑州煤电主要由于贸易量的增长；
- 营业收入同比下滑的上市公司仅上海能源，其营业收入同比下滑 6.2%；
- 环比方面：国阳新能、冀中能源以及神火股份营业收入环比增长迅速，增速均超过 70%；
- 1 季度，潞安环能、山煤国际、煤气化等公司营业收入环比下滑明显，下滑幅度分别为 35.3%、19.1%和 19.06%。

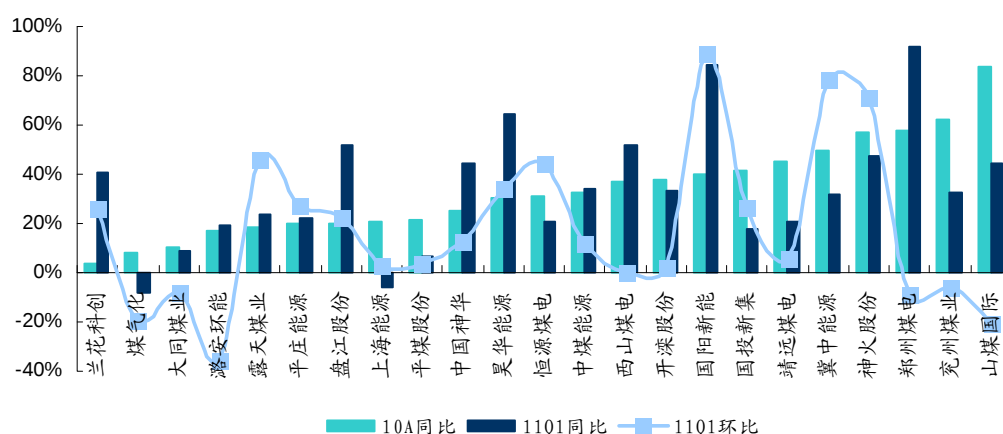
表 3：行业重点上市公司营业收入构成及同比、环比情况（单位：亿元）

股票代码	公司简称	营业收入							煤炭开采业务收入		
		09A	10A	同比	10Q4	11Q1	Q1 同比	Q1 环比	10A	同比	占比
600546.SH	山煤国际	210.1	386.4	84.0%	134.6	106.7	44.2%	-20.8%	43.6	97.8%	11.3%
600188.SH	兖州煤业	215.0	348.4	62.1%	98.9	93.4	32.8%	-5.6%	325.9	63.4%	93.5%
600121.SH	郑州煤电	61.8	97.8	58.1%	38.5	35.1	91.6%	-8.7%	20.4	19.3%	20.8%
000933.SZ	神火股份	107.6	169.0	57.1%	33.8	57.8	47.2%	70.9%	52.6	63.6%	31.1%
000937.SZ	冀中能源	202.5	302.9	49.6%	56.9	101.5	31.9%	78.4%	247.5	48.1%	81.7%
000552.SZ	靖远煤电	5.3	7.8	45.3%	2.0	2.1	21.2%	5.6%	7.7	45.7%	99.0%
601918.SH	国投新集	49.5	70.1	41.6%	16.1	20.3	17.6%	26.5%	66.0	41.2%	94.2%
600348.SH	国阳新能	200.1	279.4	39.7%	65.0	122.8	84.4%	88.9%	222.1	27.8%	79.5%
600997.SH	开滦股份	109.8	151.5	38.1%	43.0	44.0	33.3%	2.3%	51.2	34.5%	33.8%
000983.SZ	西山煤电	123.4	169.4	37.3%	-	74.9	118.8%	-	149.9	38.4%	88.5%
601898.SH	中煤能源	537.3	712.7	32.6%	187.0	209.1	34.1%	11.8%	562.7	36.4%	78.9%
600971.SH	恒源煤电	53.4	69.9	30.8%	14.4	20.8	21.0%	44.7%	64.9	29.6%	92.9%
601101.SH	昊华能源	31.0	40.5	30.7%	10.6	14.2	64.8%	34.2%	40.5	30.7%	100.0%
601088.SH	中国神华	1213.1	1520.6	25.3%	420.5	473.9	44.5%	12.7%	1258.8	26.0%	82.8%
601666.SH	平煤股份	188.5	229.1	21.5%	56.4	58.5	6.7%	3.7%	193.5	16.7%	84.5%
600508.SH	上海能源	73.3	88.6	20.9%	22.0	22.7	-6.2%	3.2%	58.9	20.2%	66.5%

600395.SH	盘江股份	45.5	54.7	20.3%	14.5	17.7	51.6%	21.9%	54.0	21.3%	98.8%
000780.SZ	平庄能源	26.9	32.3	20.0%	7.9	10.1	21.8%	27.7%	26.7	21.4%	82.8%
002128.SZ	露天煤业	47.9	56.7	18.4%	12.8	18.6	23.7%	46.0%	55.5	18.4%	97.8%
601699.SH	潞安环能	182.6	214.3	17.3%	69.8	45.2	19.5%	-35.3%	190.4	25.4%	88.9%
601001.SH	大同煤业	95.0	104.5	10.1%	29.3	26.8	8.7%	-8.4%	102.9	9.3%	98.4%
000968.SZ	煤气化	32.5	35.2	8.5%	8.8	7.1	-7.9%	-19.1%	31.9	5.8%	90.6%
600123.SH	兰花科创	56.2	58.1	3.5%	13.8	17.4	41.1%	26.1%	40.3	11.9%	69.4%
平均		168.2	226.1	34.4%	61.7	68.6	36.8%	18.5%	168.2	31.4%	74.4%

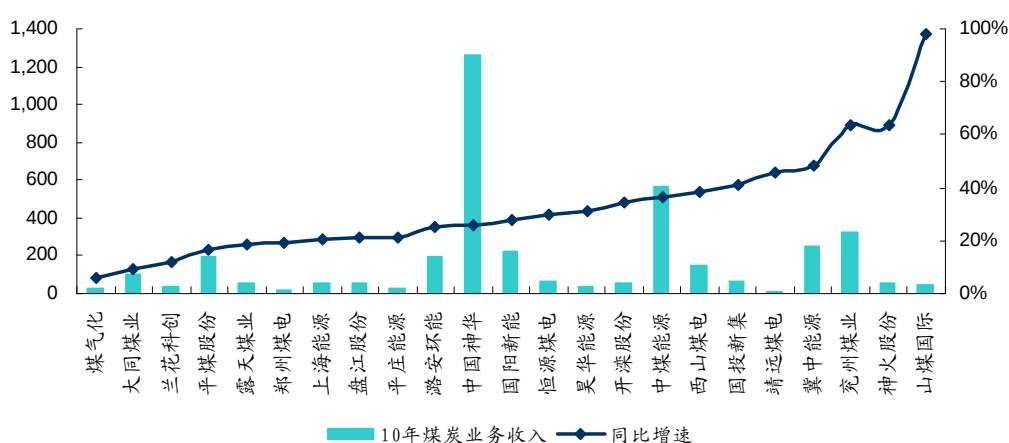
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 1：10 年和 11 年 1 季度行业收入增速均在 30%以上



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2010 年重点上市公司煤炭业务收入平均同比增速达 31.4%



资料来源：Wind，长江证券研究部

营业成本：同比增速高于收入，1 季度成本控制较 4 季度好转

2010 年营业成本同比大幅上涨，增速略高于收入增长

由于人工以及安全相关成本的增加，2010 年行业重点公司营业成本增速略高于收入增长，重点公司平均涨幅达到 38.1%。

- 同比增长最快的公司有山煤国际、郑州煤电、神火股份、兖州煤业以及冀中能源，其同比增速均超过 50%，与营业收入增长基本保持一致；
- 营业成本同比下跌的公司仅兰花科创，下滑幅度为 1.4%，其 10 年营业收入增速为 3.5%；
- 人工成本费用方面，重点公司 2010 年支付给职工以及为职工支付的现金同比增长 25.8%。

10 年上市公司煤炭业务成本同比增长的平均值为 30.5%，与煤炭业务收入增速基本持平。

- 煤炭业务成本同比上涨明显的公司依次有兖州煤业、冀中能源、靖远煤电、中煤能源、开滦股份以及神火股份，同比上涨幅度在 40%以上，煤炭业务成本增长主要是由于煤炭产销量的同幅度增长。

1 季度营业成本环比增速低于收入，成本控制较 4 季度好转

1 季度煤炭上市公司营业成本平均同比增速为 41.6%，增速略高于收入增长，但基本与产销量增长保持一致。1 季度营业成本环比增速为 17.9%，增速低于营业收入，成本控制较 4 季度好转。

- 1 季度营业成本同比增长较快的公司有：郑州煤电、国阳新能、中国神华以及神火股份，同比增速均超过 60%；
- 1 季度仅上海能源营业成本同比下滑，幅度为 1.35%，其收入同比也出现下滑；
- 1 季度营业成本环比增长较快的公司有：冀中能源、国阳新能以及神火股份，增速均超过 80%；1 季度营业成本环比出现下滑的公司有：潞安环能、煤气化以及山煤国际，下滑幅度均超过 20%；
- 1 季度重点上市公司支付给职工以及为职工支付的现金同比增长 27.8%。

表 4：行业重点上市公司营业成本构成情况（单位：亿元）

股票代码	公司简称	营业成本							煤炭业务成本		
		09A	10A	同比	10Q4	11Q1	11Q1 同比	11Q1 环比	10A	同比	占比
600546.SH	山煤国际	186.9	351.3	88.0%	124.4	96.8	42.8%	-22.2%	16.8	141.5%	4.8%
600121.SH	郑州煤电	55.8	90.0	61.4%	36.0	32.1	95.9%	-10.8%	14.6	22.9%	16.2%
000933.SZ	神火股份	89.1	139.5	56.6%	27.9	50.6	64.3%	81.2%	25.4	40.6%	18.2%
600188.SH	兖州煤业	122.2	189.1	54.7%	55.2	46.2	28.7%	-16.3%	166.2	58.8%	87.9%
000937.SZ	冀中能源	148.5	225.3	51.7%	36.0	78.5	32.7%	118.1%	173.5	50.5%	77.0%
000552.SZ	靖远煤电	4.2	6.2	47.4%	1.6	1.5	12.3%	-6.7%	6.1	47.8%	98.9%
600997.SH	开滦股份	88.3	127.4	44.2%	36.6	37.6	37.2%	3.0%	32.6	40.7%	25.6%
600348.SH	国阳新能	159.0	222.9	40.2%	53.5	107.1	94.7%	100.4%	167.5	24.6%	75.2%

601918.SH	国投新集	31.9	44.1	38.4%	10.0	13.3	17.7%	32.8%	42.6	38.1%	96.6%
601898.SH	中煤能源	344.6	474.5	37.7%	136.9	138.1	47.6%	0.9%	346.5	43.4%	73.0%
000983.SZ	西山煤电	70.3	95.9	36.5%	(3.6)	49.1	168.3%	-	76.6	30.1%	79.9%
601088.SH	中国神华	614.9	817.1	32.9%	239.3	271.5	64.5%	13.4%	811.9	28.5%	99.4%
600971.SH	恒源煤电	40.4	50.9	26.0%	12.6	15.3	21.0%	21.4%	47.5	23.2%	93.3%
601001.SH	大同煤业	46.2	56.6	22.5%	16.4	14.6	15.7%	-10.9%	55.3	21.2%	97.5%
600508.SH	上海能源	51.9	62.3	20.0%	17.1	15.9	-1.3%	-7.5%	35.4	19.8%	56.8%
601666.SH	平煤股份	152.7	182.2	19.3%	47.9	47.0	7.8%	-1.8%	146.7	12.5%	80.5%
000780.SZ	平庄能源	17.7	20.1	14.1%	5.0	6.0	9.1%	20.0%	15.9	15.1%	78.9%
000968.SZ	煤气化	22.0	25.0	13.6%	7.4	5.3	-1.4%	-27.9%	20.1	9.5%	80.4%
600395.SH	盘江股份	27.0	30.3	12.2%	8.1	10.2	55.0%	26.1%	29.8	13.3%	98.3%
601101.SH	昊华能源	18.9	19.9	5.5%	5.9	7.0	59.6%	19.4%	19.9	5.5%	100.0%
601699.SH	潞安环能	122.9	127.9	4.0%	39.6	24.7	13.2%	-37.6%	104.9	12.9%	82.0%
002128.SZ	露天煤业	32.0	33.3	3.8%	6.8	9.7	44.2%	43.5%	32.8	4.5%	98.5%
600123.SH	兰花科创	32.7	32.2	-1.4%	6.0	9.2	26.7%	53.8%	15.7	11.6%	48.6%
平均		107.8	148.9	38.1%	42.3	47.3	41.6%	17.9%	104.5	30.5%	70.2%

资料来源：Wind，长江证券研究部

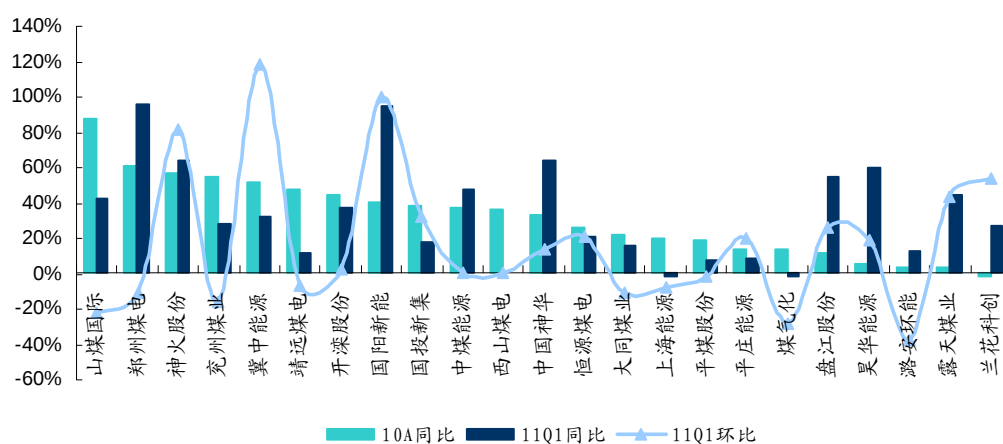
表 5：重点上市公司职工支付现金增长迅速（亿元）

股票代码	公司简称	职工现金支付			职工现金支付		
		09A	10A	同比	10Q1	11Q1	同比
600546.SH	山煤国际	3.61	6.16	70.6%	1.19	1.79	50.8%
600348.SH	国阳新能	20.55	31.86	55.0%	4.14	4.27	3.3%
000552.SZ	靖远煤电	2.72	3.90	43.4%	0.39	0.39	1.0%
000933.SZ	神火股份	11.53	16.51	43.2%	2.02	3.06	51.6%
600395.SH	盘江股份	9.98	14.18	42.0%	3.38	4.66	37.8%
000983.SZ	西山煤电	23.89	32.63	36.6%	3.40	4.79	40.7%
600188.SH	兖州煤业	50.78	68.30	34.5%	14.84	17.62	18.7%
601001.SH	大同煤业	15.57	20.84	33.8%	4.04	5.26	30.2%
600997.SH	开滦股份	13.03	17.35	33.1%	4.06	3.67	-9.8%
600971.SH	恒源煤电	16.23	21.30	31.2%	4.88	4.88	0.0%
000937.SZ	冀中能源	38.98	49.75	27.6%	9.19	12.40	35.0%
600123.SH	兰花科创	7.56	9.53	26.0%	1.89	2.35	24.1%
600121.SH	郑州煤电	7.37	9.15	24.2%	2.13	3.00	40.8%
601699.SH	潞安环能	27.75	34.37	23.9%	8.60	15.03	74.8%
601918.SH	国投新集	12.39	15.16	22.4%	3.67	4.96	35.0%
601666.SH	平煤股份	56.64	68.98	21.8%	15.91	18.71	17.6%
601101.SH	昊华能源	10.79	13.05	20.9%	2.33	2.80	20.1%

600508.SH	上海能源	16.42	19.67	19.8%	3.71	4.59	23.6%
601088.SH	中国神华	90.18	105.19	16.6%	21.97	24.17	10.0%
000780.SZ	平庄能源	8.55	9.72	13.8%	1.41	2.11	50.3%
601898.SH	中煤能源	40.55	45.81	13.0%	6.97	13.18	89.0%
002128.SZ	露天煤业	4.84	5.47	12.9%	1.01	1.42	40.6%
000968.SZ	煤气化	8.49	8.12	-4.3%	1.40	1.45	3.8%
平均		21.67	21.67	27.26	25.8%	5.33	27.8%

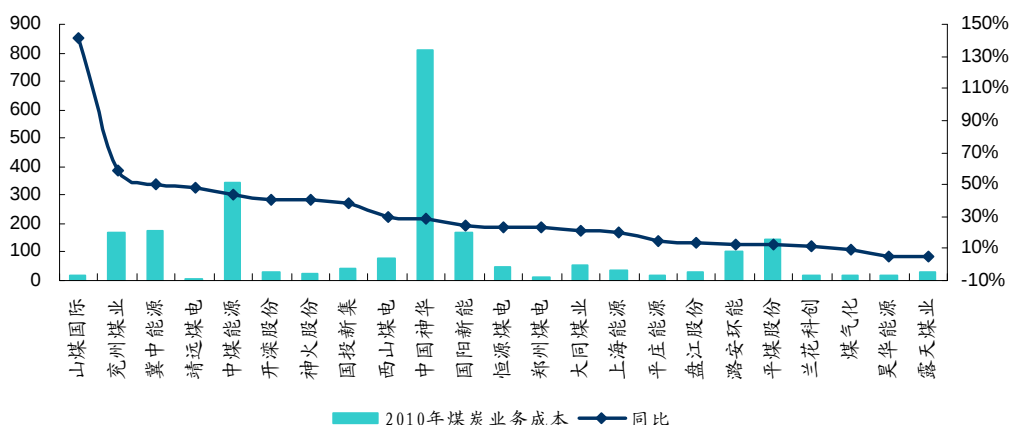
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 重点公司营业成本增速略高于收入增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 2010 年煤炭业务成本同比增长 31.2%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

毛利率：2010 年煤炭业务同比上涨，1 季度环比略有提升

2010 年煤炭业务毛利率同比上涨

2010 年煤炭行业上市公司的毛利率平均为 31.9%，同比上涨 1.0 个百分点。各公司煤炭业务的毛利率达到 39.9%，同比增长 1.31 个百分点。

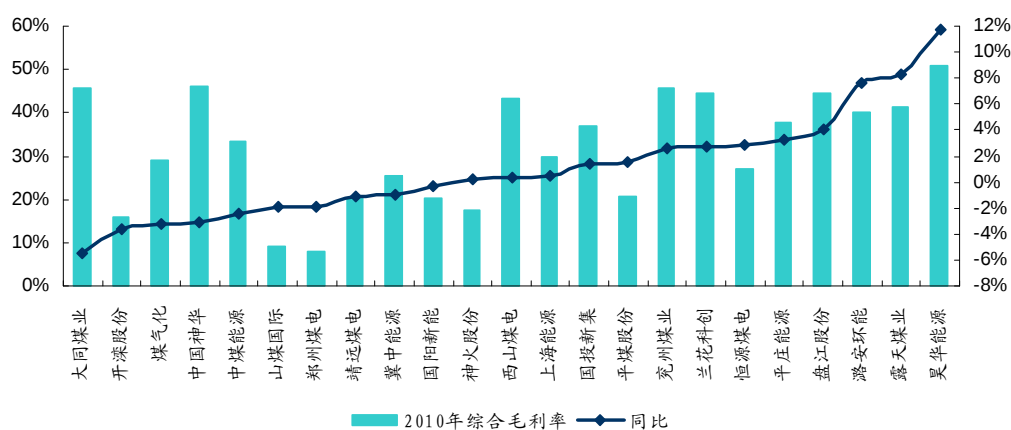
- 昊华能源、中国神华、大同煤业和兖州煤业的毛利率较高，10 年达到 45% 以上；
- 昊华能源、露天煤业、潞安环能毛利率提升较快，同别分别增长了 11.7、8.2 和 7.6 个百分点；
- 毛利率出现下滑有大同煤业、开滦股份、煤气化以及中国神华，同比分别下降了 5.5、3.6、3.2 和 3.1 个百分点。

受益于煤价上涨，1 季度毛利率环比再提升

受益于今年以来煤炭价格坚挺表现，行业重点公司毛利率环比小幅提升，1 季度毛利率均值达 31.4%，同比基本保持稳定，环比增长了 1.7 个百分点。

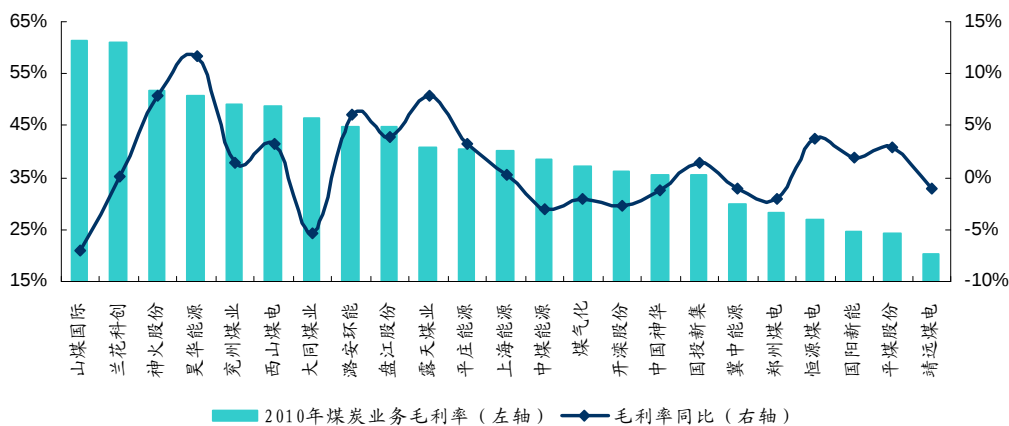
- 1 季度毛利率环比上升最明显的公司是恒源煤电，其毛利率环比上升 14.1 个百分点。除此之外，煤气化、靖远煤电、上海能源以及中煤能源，升幅均超过了 7%；
- 1 季度毛利率环比下滑最明显的公司是冀中能源，下滑幅度达 14.1 个百分点。另外，兰花科创、国阳新能以及神火股份毛利率环比下滑幅度也超过了 5 个百分点。

图 5：2010 年重点公司毛利率基本保持稳定



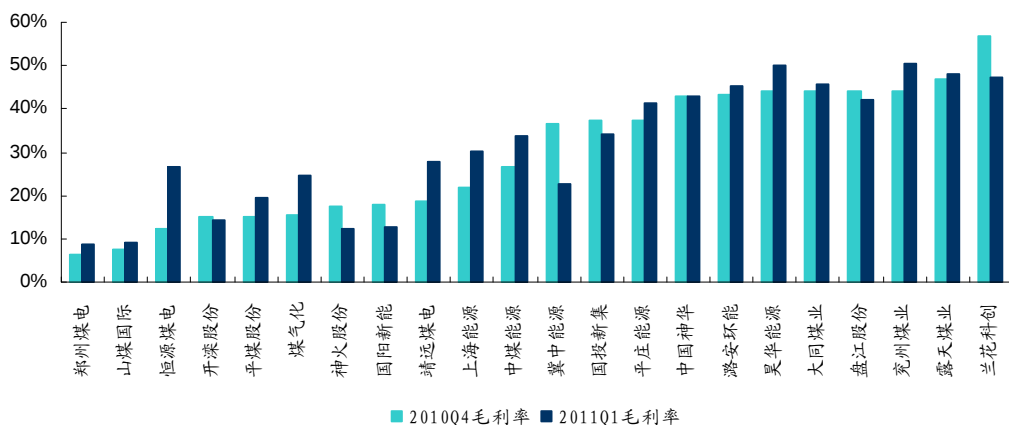
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：2010 年煤炭业务毛利率基本保持稳定



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：1 季度毛利率环比略有提升



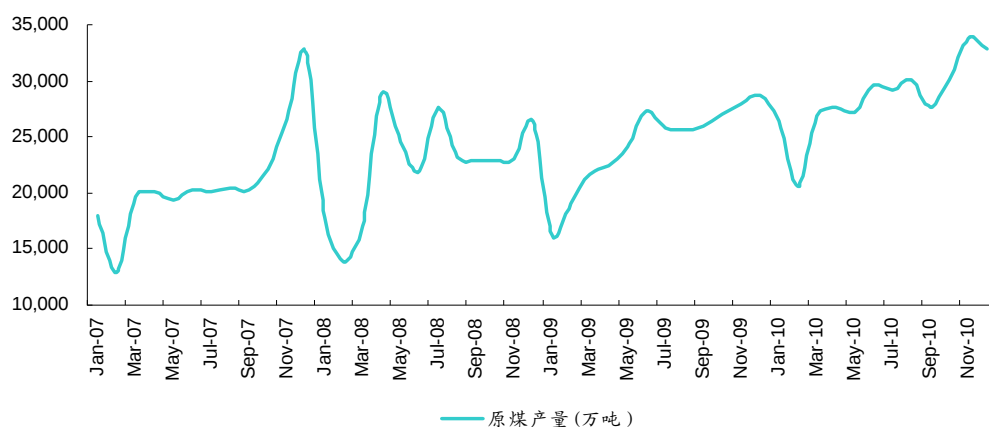
资料来源：Wind，长江证券研究部

产量：各公司产量增速 16%，4 公司扩产最快

2010 年全国原煤产量同比增长 15.3%

2010 年全国累计原煤产量 34.21 亿吨，同比增长 15.3%，其中山西，内蒙古和陕西的产量分别为 7.41 亿吨，7.87 亿吨和 3.61 亿吨，同比增速为 20.41%，30.50%和 21.00%，分别贡献增量 1.26 亿吨，1.84 亿吨和 0.63 亿吨；

图 8：2010 年全国原煤产量同比增长 17.2%



资料来源：Wind，长江证券研究部

西山煤电、昊华能源、兖州煤业和山煤国际扩产速度最快

行业重点公司商品煤产销量同别上涨 16.2%和 11.7%，增速小于行业平均增速。上市公司的产能扩张主要通过集团资产注入、自建矿投产以及整合煤矿的工程煤。

- 自建矿产量增速最快公司有西山煤电、昊华能源、兖州煤业和山煤国际，产量同比增速分别为 39.0%、37.5%、36.1%和 33.2%；
- 产销量增速达到 20%以上的有 5 家公司：国阳新能、神火股份、盘江股份、中煤能源和国投新集，产量同比增速分别为 25.0%、24.3%、22.4%、21.6%和 20.6%；
- 其中，西山煤电产量增量主要来源于新建兴县矿（产量 1240 万吨）；昊华能源的增量主要来自于高家梁矿；兖州煤业主由于收购澳大利亚 Felix 公司、菏泽能化等；山煤国际增量主要来源于霍尔辛赫和铺龙湾的工程煤；神火股份去年投产的薛湖、泉店矿是其主要增长来源；中煤能源安太堡井工矿与井东煤矿分别新增产量 428 万吨和 730 万吨；
- 另外，还有 2 家公司的产量增速在 10%以上，大同煤业、潞安环能产量增速分别为 13.6%和 10.8%。其中，大同煤业的增量主要来自于塔山矿，潞安环能的增量主要来自整合煤矿的工程煤；
- 报告期内仅平庄能源的煤炭产、销量出现下滑，同比分别下降 2.2%和 4.3%；

分区域来看，山西、华东和全国公司扩产速度最快

报告期内，重点上市公司的产量增速平均为 16.2%，同期全国原煤总产量同比增速为 17.2%。

- 行业龙头：中国神华、中煤能源产量同比增速分别为 6.9%和 21.6%；
- 2010 年华东和山西地区产量增长较快，平均增速均为 18.4%，兖州煤业、国投新集、西山煤电、山煤国际和国阳新能的增速都超过 20%；同期，华东地区和山西地区行业整体产量同比增加 2.89%和 20.4%。
- 河北地区上市公司产量增速较快，其中冀中产量同比增长 19.7%，开滦股份产量同比增长 7.5%；

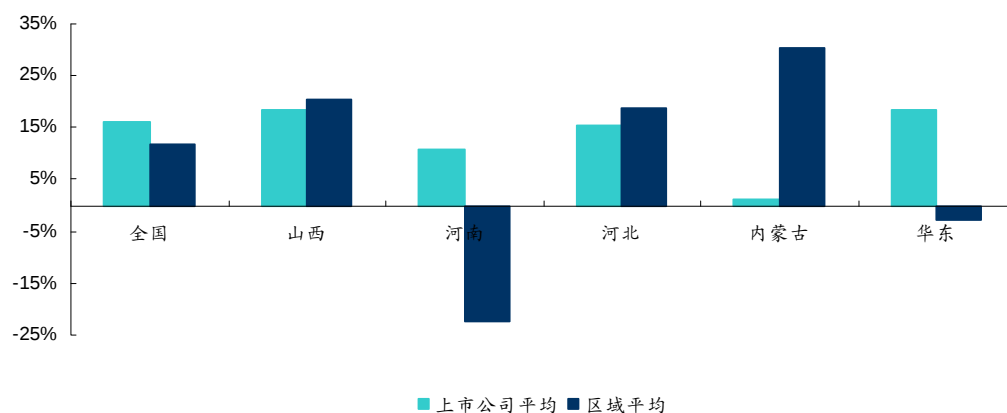
- 河南地区神火股份产量同比增长较快，增幅达 24.3%；平煤股份、郑州煤电增长较慢，同比仅分别增长 6.4%和 1.7%；
- 内蒙古的平庄能源、露天煤业产量同比增速分别为-2.2%和 4.6%，远低于全区 30.5%的产量增速。

表 6：行业重点上市公司产销情况（单位：万吨）

代码	公司简称	产量			销量		
		09A	10A	同比	09A	10A	同比
央企							
000933	中煤能源	10080	12253	21.6%	9725	11727	20.6%
601666	中国神华	21030	22480	6.9%	25430	29260	15.1%
山西省重点企业							
002128	潞安环能	2997	3322	10.8%	2671	2844	6.5%
600188	大同煤业	2579	2929	13.6%	2177	2252	3.4%
600508	国阳新能	2096	2621	25.0%	3953	4538	14.8%
601699	西山煤电	1856	2579	39.0%	1780	2111	18.6%
600348	兰花科创	559	601	7.5%	582	570	-2.0%
600546	山煤国际	456	607	33.2%	456	607	33.2%
000968	煤气化	321	320	0.0%	305	305	0.0%
内蒙古重点企业							
600395	露天煤业	4059	4245	4.6%	4234	4245	0.3%
600997	平庄能源	1005	983	-2.2%	1005	962	-4.3%
华东重点企业							
601918	兖州煤业	3630	4940	36.1%	3577	4963	38.7%
601088	国投新集	1253	1511	20.6%	1096	1331	21.4%
000780	上海能源	861	909	5.6%	861	909	5.6%
601898	恒源煤电	1100	1226	11.5%	967	1042	7.7%
河南省重点企业							
600971	平煤股份	3740	3981	6.4%	3560	3729	4.8%
601001	神火股份	572	711	24.3%	558	718	28.7%
000937	郑州煤电	481	489	1.7%	481	489	1.7%
河北省重点企业							
000983	冀中能源	2590	3190	23.2%	2230	2670	19.7%
600121	开滦股份	771	829	7.5%	-	-	-
贵州省重点企业							
600123	盘江股份	931	1140	22.4%	706	753	6.7%
北京市重点企业							
601101	昊华能源	513	705	37.5%	544	706	30.0%

资料来源：长江证券研究部

图 9：重点区域中河北、山西以及华东地区上市公司产销量速度最快

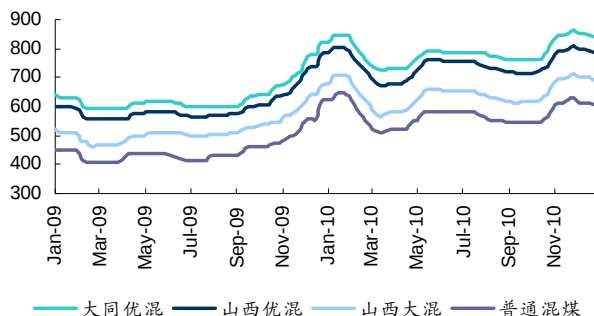


资料来源：Wind，长江证券研究部

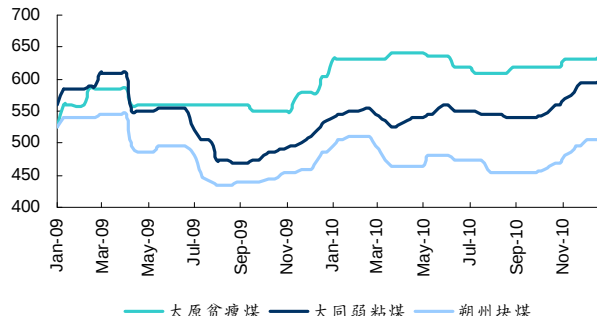
盈利：吨煤毛利大幅提升，动力煤、无烟煤公司最为突出

国内煤价：动力煤炼焦煤价格小幅上涨

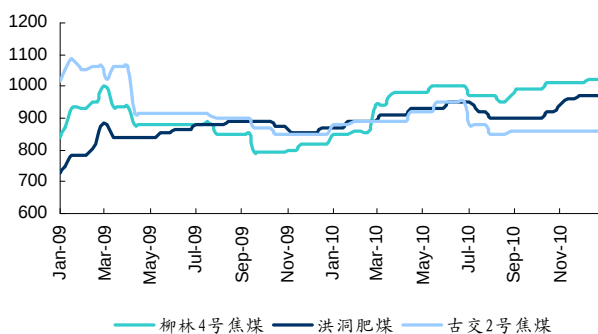
- 动力煤：2010 年秦皇岛港煤价先抑后扬，相对于 09 年全面上扬，平均涨幅约 25.2%。今年 1 季度以来，煤价不断攀升，呈现出“淡季不淡”的局面，环比涨幅达 4.89%；山西坑口价格方面，动力煤价格同比涨跌不一，但整体呈现上涨趋势，2010 年市场价格平均同比增速为 4.4%，2011 年 1 季度价格环比增速达到 7.2%；
- 炼焦煤：2010 年炼焦煤价格稳中有升，其中柳林 4 号焦煤全年均价涨幅达 11.4%，今年 1 季度均价环比上涨 19.45%；
- 无烟煤：受到化肥市场低迷的影响，2010 年无烟煤价格基本保持稳定；但今年 1 季度以来随着下游需求的好转，山西地区无烟煤价格环比增幅达到 27.5%。

图 10：秦皇岛煤价均价同比上涨约 25.2%


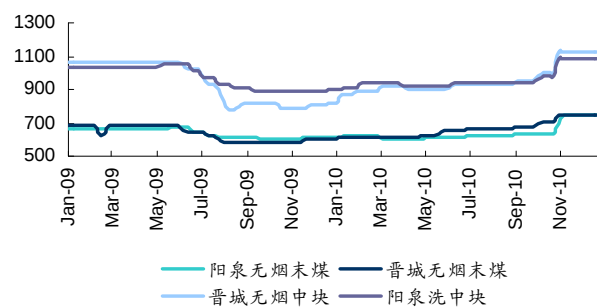
资料来源：Sxcoal，长江证券研究所

图 11：山西动力煤坑口均价同比增长 4.4%


资料来源：Sxcoal，长江证券研究所

图 12：山西炼焦煤均价同比上涨 4.7%


资料来源：Sxcoal，长江证券研究所

图 13：山西无烟煤均价同比上涨 2.1%


资料来源：Sxcoal，长江证券研究所

各公司煤价：10 年平均上涨 17.1%，动力煤、无烟煤涨幅超 20%

2010 年各公司吨煤收入同比上涨较明显，由去年的 541 元/吨上涨至 618 元/吨，涨幅平均值达到 17.1%，共有 12 公司同比上涨超过 15%。

- 吨煤价格同比增长超过 20% 的公司有兖州煤业、恒源煤电、平庄能源、山煤国际和神火股份，除神火股份外均为动力煤公司；
- 除此之外，西山煤电、露天煤业、郑州煤电、国投新集、平煤股份、潞安环能和郑州煤电的吨煤收入涨幅也在 15% 以上。

分煤种来看，炼焦煤、动力煤和无烟煤上市企业的吨煤收入平均都出现了同比增长。

- 同比上涨最大的是动力煤公司。吨煤收入同比平均上涨近 20.2%；
- 炼焦煤公司价格的涨幅为 14.5%，西山煤电、潞安环能和平煤股份涨幅超过了 15%；
- 无烟煤公司的吨煤收入同比也出现较快增长，同比平均涨幅达到 20.1%，其中神火股份和昊华能源价格涨幅达到 27.1% 和 30.7%。

表 7：行业重点上市公司吨煤收入、吨煤成本情况（单位：元/吨）

证券代码	公司简称	吨煤收入			吨煤成本			吨煤毛利		
		09A	10A	同比	09A	10A	同比	09A	10A	同比
动力煤公司										
601666	中国神华	388	427	10.0%	249	277	11.6%	139	149	7.1%
000933	中煤能源	416	456	9.6%	204	224	9.6%	212	232	9.7%
601918	兖州煤业	529	663	25.4%	264	261	-1.3%	265	403	52.0%
600188	大同煤业	433	457	5.6%	209	245	17.2%	223	212	-5.2%
601898	恒源煤电	518	623	20.4%	399	456	14.4%	119	167	40.3%
601088	国投新集	426	498	16.9%	333	374	12.3%	93	124	33.2%
600395	露天煤业	111	131	18.1%	74	77	4.2%	37	53	46.1%
600997	平庄能源	219	278	26.8%	137	165	20.3%	82	113	37.9%
600546	山煤国际	483	717	48.6%	153	277	81.4%	330	440	33.4%
动力煤平均		391	472	20.2%	225	262	18.9%	167	210	28.3%
炼焦煤、喷吹煤公司										
000983	冀中能源	1539	1395	-9.4%	1062	978	-7.9%	477	417	-12.6%
600971	平煤股份	422	488	15.7%	277	317	14.4%	145	171	18.2%
601699	西山煤电	609	730	19.9%	331	363	9.7%	278	367	31.9%
000780	上海能源	569	648	13.9%	343	389	13.5%	227	259	14.5%
600123	盘江股份	631	717	13.7%	373	396	6.2%	258	321	24.6%
002128	潞安环能	541	640	18.1%	348	369	6.1%	194	271	39.7%
000968	煤气化	989	1047	5.8%	602	659	9.5%	387	388	0.1%
炼焦煤平均（除冀中）		627	712	14.5%	379	415	9.9%	248	296	21.5%
无烟煤公司										
600508	国阳新能	440	489	11.3%	340	369	8.5%	99	120	21.0%
601001	神火股份	576	732	27.1%	324	354	9.3%	252	378	50.1%
000937	郑州煤电	355	417	17.3%	247	298	20.9%	108	118	9.2%
600348	兰花科创	620	708	14.2%	242	275	13.9%	378	433	14.4%
601101	昊华能源	553	722	30.7%	290	344	18.6%	263	378	44.0%
无烟煤平均		509	614	20.1%	289	328	14.2%	220	286	27.7%
全部平均		541	618	17.1%	324	356	13.9%	217	263	24.3%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究部（注：昊华能源仅算京西地区价格）

吨煤毛利水平大幅提升，动力煤提升幅度最大

相对而言，吨煤成本增长明显低于收入，平均上涨幅度为 13.9%，由此导致吨煤毛利同比上涨 24.3%至 263 元/吨。

分煤种，动力煤、炼焦煤和无烟煤吨煤毛利平均涨幅分别为 28.3%、21.5%和 27.7%。

- 吨煤成本涨幅较大的公司为郑州煤电、平庄能源和山煤国际，平均增幅超过 20%；
- 吨煤成本控制较好的是：兖州煤业、露天煤业、潞安环能和盘江股份，涨幅分别仅为-1.3%、4.2%、6.1%和 6.2%；
- 毛利提升最明显的是动力煤，平均上涨 28.3%，另外，西山煤电、神火股份、潞安环能和昊华能源的吨煤毛利提升也都超过 30%左右；
- 中国神华、中煤能源的吨煤毛利较去年同期仅小幅上涨，主要由于重点合同煤销售比例较高所致，大同煤业的吨煤毛利甚至下降 5.2%。

费用率下降提升净利率，现金流情况较去年基本保持稳定

费用控制得当，管理费用率和销售费用率同比均下降

2010 年各公司的期间费用略有下降，其中管理费用率、销售费用率分别为 7.62%和 2.85%，同比分别下降 0.13 和 0.27 个百分点。

- 重点上市公司的平均管理费用率为 7.62%，同比下降 1.69%；共有 16 家公司管理费用率同比下降，其中下降最明显的为兖州煤业和山煤国际，下降幅度均超过 25%；
- 重点上市公司的平均销售费用率为 2.85%，同比下降 8.69%，仅平庄能源、兖州煤业和昊华能源销售费用率同比上涨；
- 重点上市公司的平均财务费用率为 1.03%（扣除兖州煤业影响），同比基本保持稳定。

表 8：费用率情况汇总

代码	简称	管理费用率			销售费用率			财务费用率		
		09A	10A	同比	09A	10A	同比	09A	10A	同比
601699	潞安环能	13.30%	17.08%	28.44%	1.37%	1.21%	-12.07%	0.62%	1.56%	151.43%
600395	盘江股份	8.24%	9.87%	19.81%	3.85%	2.34%	-39.10%	0.40%	0.19%	-52.20%
000983	西山煤电	11.46%	13.70%	19.50%	3.68%	3.42%	-7.14%	0.93%	1.20%	28.17%
000968	煤气化	5.91%	7.03%	19.09%	7.15%	5.89%	-17.68%	0.58%	0.74%	27.37%
601666	平煤股份	6.86%	7.53%	9.74%	1.04%	0.98%	-5.04%	0.10%	0.13%	30.62%
000780	平庄能源	10.32%	11.08%	7.32%	0.40%	1.01%	154.82%	-0.12%	-0.59%	385.75%
601101	昊华能源	9.89%	10.53%	6.46%	4.11%	4.42%	7.56%	1.05%	0.98%	-6.94%
002128	露天煤业	4.91%	4.89%	-0.29%	2.70%	2.45%	-9.26%	0.15%	0.50%	241.29%
600348	国阳新能	4.79%	4.74%	-0.99%	1.31%	1.03%	-21.24%	0.45%	0.71%	55.77%
000552	靖远煤电	8.83%	8.46%	-4.20%	1.17%	0.89%	-24.22%	-0.06%	-0.09%	48.09%
601918	国投新集	5.64%	5.28%	-6.32%	1.33%	1.28%	-3.05%	5.07%	3.83%	-24.44%
601898	中煤能源	5.10%	4.67%	-8.43%	13.77%	12.67%	-7.97%	-0.84%	0.15%	-118.16%
600997	开滦股份	5.16%	4.72%	-8.50%	1.39%	1.22%	-12.33%	1.67%	1.73%	3.46%
600123	兰花科创	11.14%	10.16%	-8.79%	3.83%	3.59%	-6.11%	2.61%	2.67%	2.42%
000937	冀中能源	11.77%	10.62%	-9.72%	2.01%	1.91%	-5.20%	1.06%	0.99%	-6.12%
000933	神火股份	3.04%	2.71%	-10.72%	1.60%	1.42%	-11.32%	4.05%	3.75%	-7.25%

601088	中国神华	7.54%	6.66%	-11.60%	0.68%	0.55%	-18.67%	1.53%	1.62%	5.60%
600508	上海能源	8.49%	7.43%	-12.48%	1.52%	1.23%	-19.32%	0.65%	0.50%	-23.12%
601001	大同煤业	6.75%	5.89%	-12.77%	12.60%	9.75%	-22.58%	1.01%	0.61%	-40.14%
600971	恒源煤电	7.26%	5.83%	-19.67%	1.31%	1.15%	-11.98%	0.92%	0.59%	-35.66%
600121	郑州煤电	4.84%	3.70%	-23.63%	1.22%	0.97%	-20.28%	0.27%	0.28%	3.77%
600546	山煤国际	2.33%	1.73%	-25.58%	1.15%	1.14%	-1.24%	0.54%	0.72%	31.74%
600188	兖州煤业	14.68%	10.90%	-25.74%	2.69%	5.09%	89.49%	-0.75%	-6.36%	743.51%
平均值		7.75%	7.62%	-1.69%	3.12%	2.85%	-8.69%	1.03%	1.03%	0.54%

资料来源：长江证券研究部

表 9：历年费用情况比较（单位：%）

证券代码	公司简称	平均期间费用率			平均管理费用率		
		05A-09A	10A	变化	05A-09A	10A	变化
600395	盘江股份	8.14	12.41	52.32%	5.14	9.87	91.93%
601699	潞安环能	15.67	19.84	26.64%	12.86	17.08	32.80%
000983	西山煤电	15.95	18.31	14.78%	10.50	13.70	30.46%
000968	煤气化	12.18	13.66	12.13%	5.26	7.03	33.61%
601666	平煤股份	8.51	8.64	1.57%	7.11	7.53	5.97%
600546	山煤国际	3.57	3.59	0.66%	3.02	1.73	-42.55%
000933	神火股份	7.93	7.89	-0.54%	3.31	2.71	-18.02%
600123	兰花科创	16.71	16.43	-1.67%	11.47	10.16	-11.38%
601898	中煤能源	17.90	17.49	-2.31%	4.44	4.67	5.12%
601918	国投新集	11.33	10.40	-8.23%	5.86	5.28	-9.95%
002128	露天煤业	9.81	7.84	-20.07%	6.04	4.89	-19.00%
600508	上海能源	11.66	9.16	-21.48%	8.73	7.43	-14.87%
000937	冀中能源	17.32	13.52	-21.95%	14.59	10.62	-27.18%
600348	国阳新能	8.45	6.48	-23.28%	5.63	4.74	-15.69%
601088	中国神华	11.91	8.83	-25.86%	8.23	6.66	-19.00%
600971	恒源煤电	10.89	7.58	-30.44%	8.38	5.83	-30.36%
600997	开滦股份	11.92	7.67	-35.62%	7.89	4.72	-40.11%
601001	大同煤业	25.67	16.25	-36.71%	6.57	5.89	-10.43%
000552	靖远煤电	15.42	9.25	-39.99%	11.97	8.46	-29.33%
600188	兖州煤业	18.47	9.63	-47.85%	13.60	10.90	-19.87%
600121	郑州煤电	10.00	4.95	-50.52%	8.23	3.70	-55.02%
000780	平庄能源	24.96	11.50	-53.93%	13.49	11.08	-17.92%
平均值		13.38	10.97	-18.03%	8.29	7.49	-9.66%

资料来源：Wind，长江证券研究部

经营现金流量净额小幅增长，但收款情况较去年同期下降

2010 年各公司经营现金净额同比小幅增长 3.4%，经营现金净额与收入的比例由 09 年的 26.0% 下降至 20.8%，销售商品收到的现金与收入的比例也较去年同期下降 8.0 个百分点，收款情况总体较去年同期有所下降。

- 经营现金净额同比下降幅度最明显的公司是煤气化，平煤股份，上海能源和盘江股份，同比下滑幅度均超过 35%；
- 经营现金净额/营业收入表现最好的是：中国神华、国投新集、大同煤业、平庄能源以及露天煤业，比值均超过 30%。

表 10：经营现金流情况汇总（单位：亿元，%）

证券代码	公司简称	经营性现金流		销售收到现金 / 营业收入			经营现金净额/营业收入		
		10A	同比	09A	10A	同比	09A	10A	同比
600997	开滦股份	12.20	453.6%	105.5%	113.2%	7.7%	2.0%	8.0%	6.0%
601918	国投新集	26.45	118.4%	122.2%	118.4%	-3.8%	24.5%	37.7%	13.3%
002128	露天煤业	19.27	55.4%	120.3%	119.8%	-0.5%	25.9%	34.0%	8.1%
601101	昊华能源	8.37	54.8%	111.8%	107.9%	-4.0%	17.5%	20.7%	3.2%
000933	神火股份	19.50	47.6%	116.5%	60.0%	-56.6%	12.3%	11.5%	-0.7%
601699	潞安环能	60.53	35.6%	91.4%	95.4%	4.0%	24.4%	28.2%	3.8%
600123	兰花科创	12.95	22.5%	102.0%	105.9%	3.9%	18.8%	22.3%	3.5%
000552	靖远煤电	1.75	12.2%	113.6%	111.6%	-2.1%	29.3%	22.6%	-6.7%
000983	西山煤电	33.63	10.1%	98.6%	96.0%	-2.7%	24.8%	19.9%	-4.9%
601088	中国神华	593.77	6.2%	114.2%	115.0%	0.8%	46.1%	39.0%	-7.1%
600188	兖州煤业	62.88	1.9%	111.9%	97.2%	-14.7%	28.7%	18.0%	-10.7%
601898	中煤能源	107.36	1.5%	119.4%	114.4%	-5.1%	19.7%	15.1%	-4.6%
000780	平庄能源	10.98	-5.3%	115.4%	123.0%	7.6%	43.1%	34.0%	-9.1%
601001	大同煤业	35.92	-7.3%	114.3%	110.3%	-4.0%	40.8%	34.4%	-6.5%
600348	国阳新能	42.84	-9.6%	94.6%	115.0%	20.4%	23.7%	15.3%	-8.4%
600971	恒源煤电	13.09	-26.3%	141.7%	109.8%	-31.9%	33.3%	18.7%	-14.5%
000937	冀中能源	34.92	-29.9%	125.6%	104.2%	-21.4%	24.6%	11.5%	-13.1%
600395	盘江股份	11.48	-36.5%	109.6%	96.9%	-12.7%	39.8%	21.0%	-18.8%
600508	上海能源	11.46	-38.1%	120.3%	109.4%	-10.8%	25.3%	12.9%	-12.3%
601666	平煤股份	18.32	-41.6%	109.1%	93.0%	-16.1%	16.7%	8.0%	-8.7%
000968	煤气化	1.01	-87.4%	133.6%	107.1%	-26.6%	24.8%	2.9%	-21.9%
合计		54.22	3.4%	113.9%	105.9%	-8.0%	26.0%	20.8%	-5.2%

资料来源：Wind，长江证券研究部

11 年煤价上涨锁定业绩增长，期间费用控制较好

1 季度煤价同比大幅上涨，锁定全年盈利增长

11 年以来，下游需求复苏明显，1 季度全国粗钢、水泥产量以及发电量同比分别增长 8.7%、18.1%和 10.6%，同时国际煤价也保持在高位震荡；受国内需求和国际煤价的双重影响，1 季度煤价走势强劲，通过调研了解到，多数公司的煤价较 10 年上涨 10%-25%。

- 动力煤：1 季度受水电上游来水不足、大秦铁路检修以及下游用户储煤等影响，动力煤价格保持上涨。其中，秦皇岛港 1 季度均价环比上涨 4.89%，山西坑口价环比增长 7.16%；
- 炼焦煤：1 季度价格环比表现强劲，其中山西坑口价格环比平均上涨 8.44%；
- 无烟煤：价格 1 季度环比大幅上涨，其中山西地区价格平均上涨 27.46%。

1 季度销售回款同比略有恶化，期间费用控制较好

1 季度，重点上市公司现金流状况基本保持稳定，经营现金流量净额/营业收入同比下降 1.5 个百分点；受扩产以及涨价等因素影响，存货同比略有提升，同比增长 12.2%，扣除西煤京唐焦化合并影响后，存货同比增长 8.7%；期间费用率基本保持稳定，同比下滑 0.3 个百分点；受工资上涨等因素影响，1 季度重点公司支付给职工以及为职工支付的现金同比增长 27.8%，提升明显。

- 现金流：1 季度，重点公司经营现金流量净额/营业收入均值为 14.8%，同比下滑 1.5 个百分点。其中兖州煤业、中国神华、盘江股份以及大同煤业现金流状况较好，经营现金流量净额/营收分别为 60.0%、41.5%、35.1%和 34.5%；兖州煤业、盘江股份和昊华能源现金流状况改善最为明显，其经营现金流量净额/营收同比分别增长 39.0%、25.4%和 19.1%。平庄能源、煤气化、兰花科创以及国阳新能现金流状况下滑明显，其经营现金流量净额/营收同比分别下滑 38.6%、23.0%、20.8%和 20.3%；
- 存货：1 季度，重点公司平均存货为 16.7 亿元，同比上涨 12.2%，扣除京唐焦化合并影响，同比增长 8.7%。西山煤电、上海能源、潞安环能以及靖远煤电存货提升明显，同比分别增长 200.9%（扣除京唐焦化，增长 48.5%）、73.0%、53.6%以及 51.6%。国阳新能、兖州煤业、昊华能源以及郑州煤电库存下降明显，同比分别下滑 19.0%、12.9%、7.7%和 7.4%；
- 期间费用率：1 季度，重点公司平均期间费用率为 10.0%，同比下滑 0.3 个百分点，基本保持稳定；其中，山煤国际、郑州煤电以及国阳新能期间费用率较低，分别为 2.6%、3.5%和 4.3%。大同煤业、潞安环能和中煤能源期间费用率较高，分别为 18.6%、17.7%和 16.6%；上海能源、郑州煤电、昊华能源以及中煤能源期间费用率改善明显，同比分别下滑 5.0、3.7、3.5 和 3.5 个百分点。兖州煤业、西山煤电以及靖远煤电期间费用率增长较快，同比分别提升 3.9、2.9 和 2.8 个百分点；
- 现金支付：1 季度，重点公司支付给职工以及为职工支付的现金均值为 6.8 亿元，同比增长 27.8%，增速较快主要源于企业工资上涨。其中，中煤能源、潞安环能、神火股份、山煤国际以及平庄能源增速较快，分别为 89.0%、74.8%、51.6%、50.8%和 50.3%。

表 11: 1 季度重点公司财务数据

股票代码	公司简称	经营现金流/收入 (%)			存货 (亿元, %)			期间费用率 (%)			职工支付现金		
		10Q1	11Q1	同比	10Q1	11Q1	同比	10Q1	11Q1	同比	10Q1	11Q1	同比
000780	平庄能源	25.0	-13.6	-38.6	0.8	1.0	15.2	4.8	7.3	2.5	1.41	2.11	50.3
000968	煤气化	7.8	-15.3	-23.0	4.1	4.0	-4.2	9.4	10.5	1.1	1.40	1.45	3.8
600123	兰花科创	23.9	3.0	-20.8	7.2	7.2	0.5	16.0	14.2	-1.8	1.89	2.35	24.1
600348	国阳新能	23.7	3.4	-20.3	9.9	8.0	-19.0	5.6	4.3	-1.3	4.14	4.27	3.3
600121	郑州煤电	11.7	-3.0	-14.7	16.9	15.6	-7.4	7.2	3.5	-3.7	2.13	3.00	40.8
000937	冀中能源	10.5	-4.1	-14.6	12.1	15.0	23.7	9.6	10.2	0.6	9.19	12.40	35.0
601918	国投新集	26.9	19.8	-7.1	8.8	9.0	2.2	9.4	10.0	0.6	3.67	4.96	35.0
600997	开滦股份	12.2	6.2	-6.0	12.2	16.1	32.0	7.7	6.9	-0.9	4.06	3.67	-9.8
600546	山煤国际	3.4	-2.0	-5.3	22.4	23.3	4.2	2.9	2.6	-0.3	1.19	1.79	50.8
601699	潞安环能	23.5	20.8	-2.7	7.3	11.2	53.6	15.5	17.7	2.1	8.60	15.03	74.8
000933	神火股份	11.7	9.3	-2.4	20.1	23.7	17.9	7.6	5.8	-1.9	2.02	3.06	51.6
000552	靖远煤电	16.4	15.2	-1.2	0.5	0.7	51.6	8.2	11.0	2.8	0.39	0.39	1.0
601001	大同煤业	34.0	34.5	0.5	2.9	3.0	3.7	19.5	18.6	-0.9	4.04	5.26	30.2
601898	中煤能源	7.2	7.8	0.7	62.2	63.4	2.0	20.1	16.6	-3.5	6.97	13.18	89.0
000983	西山煤电	18.8	20.3	1.5	7.9	23.7	200.9	10.7	13.6	2.9	3.40	4.79	40.7
601088	中国神华	39.7	41.5	1.8	111.7	121.3	8.6	8.7	7.0	-1.7	21.97	24.17	10.0
601666	平煤股份	8.1	13.1	5.0	5.4	6.5	19.5	5.9	6.6	0.7	15.91	18.71	17.6
600508	上海能源	8.7	15.4	6.7	4.2	7.3	73.0	14.6	9.6	-5.0	3.71	4.59	23.6
002128	露天煤业	16.1	23.0	6.9	1.9	2.1	9.9	7.8	8.0	0.2	1.01	1.42	40.6
600971	恒源煤电	8.1	23.7	15.6	3.0	3.2	6.0	10.7	11.0	0.3	4.88	4.88	0.0
601101	昊华能源	6.1	25.2	19.1	2.4	2.3	-7.7	16.0	12.5	-3.5	2.33	2.80	20.1
600395	盘江股份	9.7	35.1	25.4	1.9	2.0	4.7	9.6	10.3	0.7	3.38	4.66	37.8
600188	兖州煤业	20.9	60.0	39.0	16.5	14.3	-12.9	9.1	13.0	3.9	14.84	17.62	18.7
平均值		16.3	14.8	-1.5	14.9	16.7	12.2	10.3	10.0	-0.3	5.3	6.8	27.8

资料来源: 长江证券研究部

板块逐渐进入价值区间, 重点推荐成长性确定的公司

短期来看, 板块仍将受制于调控压力, 缺乏明显的催化剂。不过经过前期调整, 煤炭开采板块动态 PE 平均下降至 17 倍, 部分成长性较好的重点公司已经降至 15 倍以下, 并且基本面仍有改善空间: (1) 受上网电价上调、水电出力不足、电厂港口库存下降等因素影响, 动力煤价格有望继续上涨, 2 季度动力煤公司业绩环比可能出现明显上涨; (2) 尽管短期炼焦煤需求较疲软, 但中长期受益于保障房投资力度的加大、海外需求的快速增长, 以及焦煤资源的相对稀缺性, 炼焦煤价格仍值得看好; (3) 山西省近日开展矿井关闭专项行动, 列入整合关闭的矿井将于月底全部关闭, 国内供给形势可能趋紧。综合来看, 维持行业“看好”评级, 关注具有估值优势, 成长性较好的公司。

重点推荐：（1）潞安环能：受益于资产注入和价格提升带来的业绩增厚，以及未来煤矿整合带来的规模扩张；（2）神火股份：11 年综合煤价上涨预计达 20% 左右，整合小矿从 11 年开始逐步释放，电解铝明年受益于自备电厂投产，估值较低；（3）昊华能源：11 年冶金煤价格有望上涨 25%，未来成长受益于高家梁矿；（4）兖州煤业：兖煤澳洲量价齐升带来业绩增长，内蒙陕西后备资源为未来成长性奠定基础；（5）中国神华：估值优势明显，大销售战略支撑中长期成长性；（6）山煤国际：公司成长性最好，未来三年新建矿和整合矿提供 3 倍增长空间。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	评级	股价	EPS（元）			P/E（X）			PB
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
平庄能源	000780.SZ	谨慎推荐	14.08	0.64	0.68	0.78	22.0	20.6	18.1	3.6
神火股份	000933.SZ	推荐	23.6	1.10	1.75	2.26	21.4	13.5	10.5	5.3
冀中能源	000937.SZ	推荐	41.84	2.07	2.69	3.15	20.2	15.5	13.3	3.8
煤气化	000968.SZ	谨慎推荐	25.33	0.46	0.60	0.64	55.4	42.1	39.5	4.3
西山煤电	000983.SZ	推荐	23.34	0.84	1.21	1.53	27.8	19.3	15.3	5.2
兰花科创	600123.SH	推荐	37.72	2.30	2.68	3.21	16.4	14.1	11.8	3.1
兖州煤业	600188.SH	推荐	31.59	1.83	2.00	2.26	17.2	15.8	14.0	3.9
上海能源	600508.SH	谨慎推荐	24.41	1.84	2.17	2.43	13.2	11.3	10.0	2.8
山煤国际	600546.SH	推荐	28.58	1.01	1.61	2.18	28.4	17.8	13.1	6.1
恒源煤电	600971.SH	谨慎推荐	36.64	2.17	2.41	2.62	16.9	15.2	14.0	2.9
中国神华	601088.SH	推荐	27.59	1.87	2.17	2.47	14.8	12.7	11.2	2.7
昊华能源	601101.SH	推荐	53.23	1.92	3.06	3.58	27.7	17.4	14.9	4.2
平煤股份	601666.SH	谨慎推荐	18.37	1.02	1.25	1.51	18.0	14.8	12.2	3.3
潞安环能	601699.SH	推荐	57.34	2.99	3.44	3.88	19.2	16.7	14.8	4.9
中煤能源	601898.SH	谨慎推荐	10.15	0.52	0.57	0.63	19.5	17.7	16.2	1.8

资料来源：Wind 长江证券研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。