

湘财证券研究所

煤炭行业研究员

邓轶 分析师

执业编号：S0500511010009

Tel: 021-68634518-8010

E-mail: dy2784@xcsc.com

核心观点：

- 一、煤炭在一次能源中有着异常重要的地位，在可预见得将来煤炭在我国能源中的支柱地位不会动摇。
- 二、供需情况。预计我国 2011 年煤炭需求较 2010 年增长约 3.7%-5%，供应增长约为 3.3%-5%。供求整体平衡，供略大于求，过剩量占 2011 年消费量不超过 3%，供求情况难以拉动煤价单边上涨，供求关系对煤价的影响主要体现在季节性的供需失衡上。
- 三、目前国际煤炭价格（BJ 煤价 122 美元/吨）和原油价格（112 美元/桶）能对国内煤价形成较强的支撑，但仍未能对国内煤价形成正面拉动，近期原油价格的上涨属于对煤价的补涨，只有其继续上行方可对国内煤价形成有效拉动。
- 四、综合考虑国内供需以及国际能源价格对我国煤价的影响，我们预计未来一段时间内煤炭价格将保持相对稳定，随着季节性的需求变化而在高位相对小的区间内震荡。煤价推动的投资机会难以出现。
- 五、估值方面。从 PE 和 PB 看当前煤炭板块整体估值水平处于历史平均水平区域，略低于历史均值，估值水平较为合理，但较低估区间有较大距离；从溢价率看上市公司估值水平整体上也处于合理区域，暂不存在估值修复的动力。
- 六、由于煤价和估值两大推动力都暂时无法对股价形成大幅拉动，我们预计煤炭板块难以出现整体性的趋势性机会，其投资机会将呈现出结构性的特点，这种机会将以单个企业的变化为契机，以高位运行的煤价为支撑。鉴于行业整合仍在继续，上市公司的外延式扩张预期较高，我们给予煤炭行业“增持”评级。从成长能力及其确定性考虑，我们推荐山煤国际；考虑到当前宏观经济较为复杂和反复，经济有可能出现波动，投资需要较高的安全边际，从安全边际和成长两方面考虑，我们推荐中国神华。
- 七、风险提示。行业风险主要是高煤价导致供需失衡以及国际能源价格下跌导致国内煤价下跌的风险。

目录:

一、煤炭在一次能源中的地位.....	4
1.1 全球.....	4
1.2 国内.....	5
二、煤炭需求	8
2.1 总需求	8
2.1.1 能源需求总量.....	8
2.1.2 煤炭消费总量.....	10
2.2 电力.....	11
2.3 钢铁.....	15
2.4 水泥.....	16
2.5 小结：煤炭需求将会明显放缓	18
三、煤炭供应	18
四、煤炭供需情况对煤价的影响.....	19
4.1 煤炭供需维持紧平衡难以拉动煤价上涨.....	19
4.2 煤炭供需与煤价的关系	20
五、国际能源价格对我国煤价的影响.....	22
5.1 国际煤价.....	22
5.2 煤、油价格	24
5.2.1 油/煤价格比.....	24
5.2.2 从金融属性看原油价格	26
5.3 小结	29
六、估值	30
6.1 PE 与 PB	30
6.2 溢价率	31
七、投资建议与风险提示	34
7.1 投资机会.....	34
7.2 风险提示.....	36

图目录:

图 1：2009 年全球能源消费结构	4
图 2：三大能源消费占比	5
图 3：煤炭产消占比	7
图 4：中国 GDP 总量与能源消费总量	8
图 5：中国 GDP 与能源消费总量增长率	9
图 6：中国 GDP 季度增速	10
图 7：三大行业耗煤占比	12
图 8：电力行业耗煤占比	12
图 9：发电量增速与工业增加值增速	13
图 10：火电发电量占总发电量比	13
图 11：供电煤耗	14
图 12：钢铁行业煤耗占比	15
图 13：生铁产量	16
图 14：水泥行业煤炭消费占比	17
图 15：煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额累计同比增长	18
图 16：国内煤价：秦皇岛山西优混价格 单位：元/吨	20
图 17：煤炭月度净进口量	21
图 18：国内外煤价对比 单位：元/吨	23
图 19：国际煤价对比（长期）单位：美元/吨	23
图 20：国际煤价对比（短期）单位：美元/吨	24
图 21：煤、油价格对比	25
图 22：油/煤单位热值价格比	26
图 23：美元与原油价格关系（长期）	27
图 24：美元与原油价格关系（短期）	28
图 25：煤炭板块 PE	30
图 26：煤炭板块 PB	31
图 27：开滦股份溢价率	32
图 28：中煤能源溢价率	32
图 29：露天煤业溢价率	33
图 30：平庄能源溢价率	33

表目录:

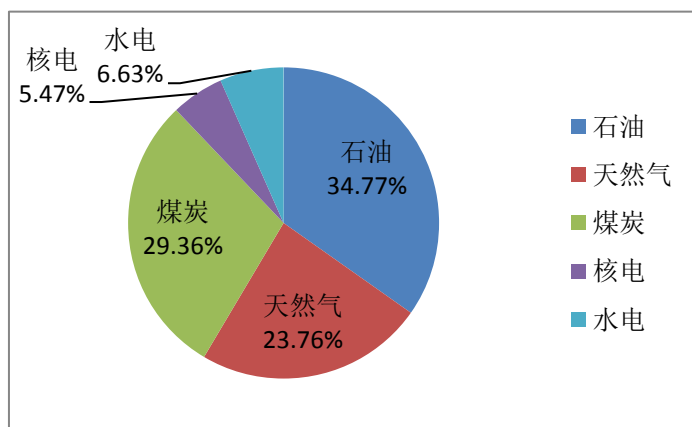
表 1：2009 年底全球主要能源储量	5
表 2：中国一次能源消费结构	6
表 3：中国一次能源生产结构	6
表 4：2009 年底中国主要能源储量	7
表 5：煤炭与能源消费增长对比	11
表 6：国内煤炭生产与消费情况	20

一、煤炭在一次能源中的地位

1.1 全球

现在世界的主要能源有石油、煤炭、天然气、水能以及核能，其它的如太阳能、风能、地热、海洋能等占比较小。图 1 中列示了 2009 年全球能源的消费结构。2009 年，全球一次能源消费共计 111.64 亿吨油当量，其中原油 38.83 亿吨，占比 34.77%，煤炭 32.78 亿吨油当量，占 29.36%，天然气 26.51 亿吨油当量，占 23.76%，三大传统能源合计占到能源消费总量的 87.89%，处于绝对主导地位，三大能源的地位一段时间内不可动摇。煤炭、石油、天然气三大能源叶形成三足鼎立之势，其中煤炭的消费量比原油低但比天然气高，煤炭占到三大能源的 1/3，煤炭的地位举足轻重。

图 1：2009 年全球能源消费结构

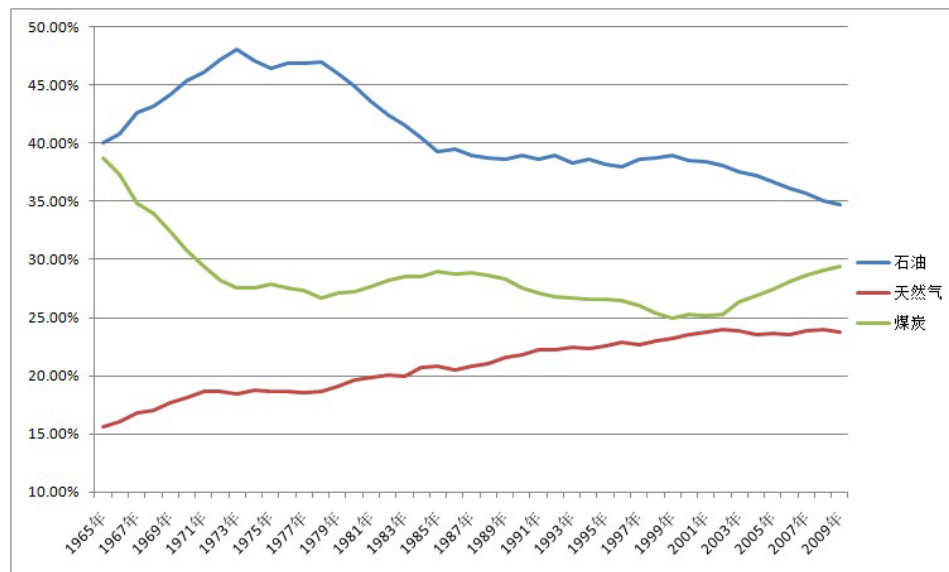


数据来源：BP，湘财证券研究所

煤炭在人类生产力发展的过程中起着异常重要的作用，2000 多年以前，我国人民就已经开始利用煤炭，到汉朝的时候煤已经被用于冶炼，但煤的真正大规模工业应用是和欧洲的工业革命同步展开的。20 世纪 60 年代以前，煤炭在能源应用上一直处于垄断地位，直至 20 世纪 60 年代初期大量的廉价的石油和天然气动摇了煤炭的地位，煤炭逐渐衰落，地位逐渐被天然气和石油取代，但 70 年代几次石油危机使得石油价格大幅上涨，煤炭在能源中的地位停止下滑，80 年代至 90 年代石油步入漫漫熊途，煤炭的地位再次回落，进入 21 世纪后，石油拉开大涨的序幕，煤炭的地位也再次随之回升（图 2）。

近几十年来煤炭在一次能源中的地位几起几落，但整体较为稳定，至今保持着异常重要的地位。

图 2：三大能源消费占比



数据来源：BP，湘财证券研究所

人们消费能源总是优先考虑最适于应用和成本最低的能源，其次才考虑他们的天然储藏的数量。从能源储量来看，截至 2009 年底，以当前产能计算，煤炭、石油、天然气的剩余可采年限分别为 119 年、46 年和 63 年，煤炭的储量明显高于石油和天然气，如果没有同量级的可替代的新型能源出现，随着石油和天然气的储量逐渐枯竭，相信煤炭的地位将会再次得到提高。

表 1：2009 年底全球主要能源储量

	储量	储采比（年）
煤炭(百万吨)	826001	119
石油（亿吨）	181.72	45.68
天然气(万亿立方米)	187.49	62.77

数据来源：BP，湘财证券研究所

1.2 国内

在国内煤炭的地位则更为重要，我国的能源消费结构长期以来一直以煤为主，这是我国能源消费的一大特征。由表 2 可见中国近年来一次能源消费总量及构成，表 3 可见中国近年来能源生产总量及构成，图 3 可见近 30 年来中国能源消费及生产中煤炭的占比变化情况。

表 2：中国一次能源消费结构

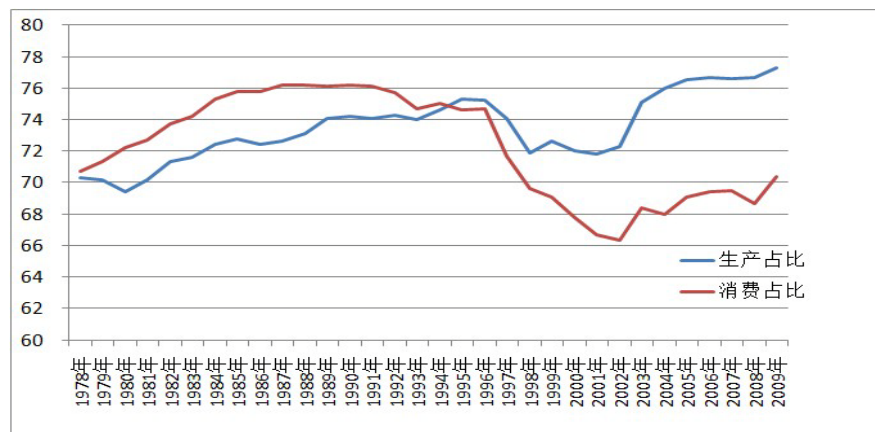
	能源消费总量(万吨标准煤)	占能源消费总量的比重			
		煤炭(%)	石油(%)	天然气(%)	水电、核电、风电(%)
1980 年	60275	72.2	20.7	3.1	4
1990 年	98703	76.2	16.6	2.1	5.1
2000 年	138553	67.8	23.2	2.4	6.7
2001 年	143199.3	66.7	22.9	2.6	7.9
2002 年	151796.59	66.3	23.4	2.6	7.7
2003 年	174990	68.4	22.2	2.6	6.8
2004 年	203227	68	22.3	2.6	7.1
2005 年	224682	69.1	21	2.8	7.1
2006 年	246270.15	69.4	20.4	3	7.2
2007 年	265583	69.5	19.7	3.5	7.3
2008 年	285000	68.67	18.68	3.77	8.89
2009 年	306647	70.4	17.9	3.9	7.8

数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

表 3：中国一次能源生产结构

	能源生产总量(万吨标准煤)	占能源生产总量的比重			
		原煤(%)	原油(%)	天然气(%)	水电、核电、风电(%)
1980 年	63735	69.4	23.8	3	3.8
1990 年	103922	74.2	19	2	4.8
2000 年	128978	72	18.1	2.8	7.2
2001 年	137445	71.8	17	2.9	8.2
2002 年	143810	72.3	16.6	3	8.1
2003 年	163842	75.1	14.8	2.8	7.3
2004 年	187341	76	13.4	2.9	7.7
2005 年	205876	76.5	12.6	3.2	7.7
2006 年	221056	76.7	11.9	3.5	7.9
2007 年	235445	76.6	11.3	3.9	8.2
2008 年	260000	76.7	10.44	3.89	8.98
2009 年	274618	77.3	9.9	4.1	8.7

数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 3：煤炭产消占比


数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

虽然我国的煤炭消费占比已经从 20 世纪 50-60 年代的 90% 以上有所下降，但近 30 年以来煤炭在能源消费中的占比始终在 70% 附近，最高是 80 年代末 90 年代初的 76% 左右，最低曾一度回落至 2002 年的 66.3%，但此后再次回升，到 2009 年煤炭占比又重新回到 70% 以上，达到 70.4%。

我国的能源生产结构上看，煤炭的主导地位更为明显，30 年来市长保持在 70% 以上，近年来甚至接近了 80%。

我国以煤炭为主的能源消费及生产结构主要由我国的资源赋存结构（表 4）决定。虽然我国的石油和天然气消费量明显低于全球水平，但从储采比来看，煤炭储量依旧是明显高于其他两者的。因此，我国的能源赋存结构素有“富煤贫气少油”的说法。

表 4：2009 年底中国主要能源储量

	全球		中国			
	储量	储采比(年)	储量	占比	储量排名	储采比(年)
煤炭(亿吨)	8260.01	119	1145	13.86%	3	38
石油(亿吨)	181.72	45.68	14.83	8.16%	14	10.7
天然气(万亿立方米)	187.49	62.77	2.46	1.31%	14	28.8

数据来源：BP，湘财证券研究所

近年来，我国迫于碳排放等压力有降低煤炭消费在一次能源中占比的意愿，并计划在“十二五”期间降低煤炭消费在一次能源中的占比，去年 7 月，能源局规划发展司司长江冰在一次关于能源十二五规划的记者招待会上表示，至 2015 年，煤炭在一次能源消费中的比重可能会从 2009 年的 70% 以上下降至 63% 左右，也有分析认为未来我国的煤炭消费占比可能会下降到 50% 左右。我们认为在油价高企的高价能源时代，煤炭消费占比的下降是比较困难的，但即使煤炭消费占比在 2015 年成功

降到 63%，未来下降到 50%，煤炭也依旧是我国最主要的能源，煤炭在我国能源结构中的支柱地位不会动摇。

所以，无论是从全球来看还是仅仅关注国内，着眼于过去、现在还是可以预见到的将来，煤炭资源的地位都异常重要，作为支柱能源，煤炭有着莫大的经济价值。

二、煤炭需求

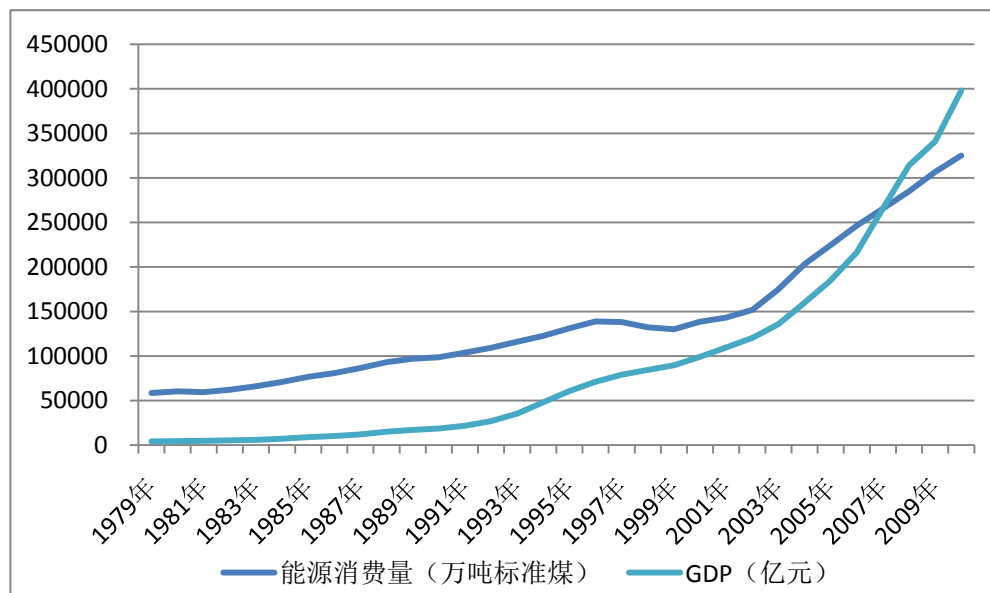
2.1 总需求

能源作为经济活动必不可少的一种生产要素，其需求和增长主要取决于经济总量、经济发展速度以及能耗情况。

2.1.1 能源需求总量

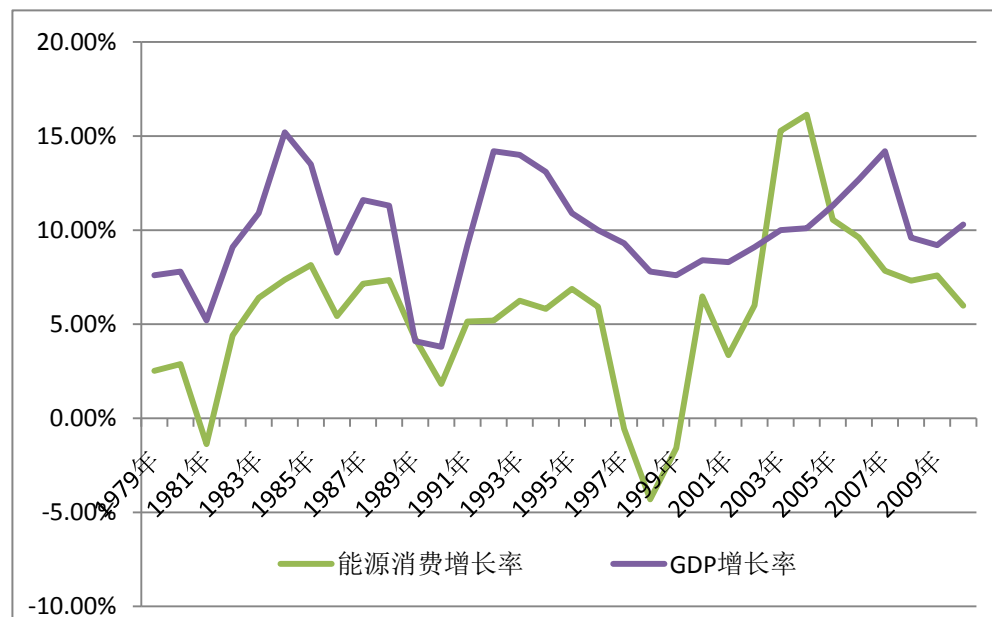
能源需求总量与经济总量密切相关（图 4），随着我国经济总量的增长，我国能源消费量也在快速增长，且能源消费量增速与 GDP 增速基本是保持正相关关系（图 5）。

图 4：中国 GDP 总量与能源消费总量



数据来源：统计局，湘财证券研究所

图 5：中国 GDP 与能源消费总量增长率



数据来源：统计局，湘财证券研究所

若不考虑能耗的变化情况，单位 GDP 能耗保持不变，能源消费增速应与 GDP 增速保持一致。

《“十二五”规划纲要》中提到“十二五”期间我国国内生产总值的年均增长目标为 7%，这一目标比“十一五”的 7.5%下降了 0.5 个百分点，中央降低经济增速的意愿已经相当明显，但由于地方政府的 GDP 冲动等原因，我们并不认为 GDP 增速真的会或者马上会回落至 7%附近，但是“十二五”期间 GDP 增速显然不会再达到“十一五”期间的 11.2%，增速平台将会有明显的下移，从图 12 中我们可以看到从 2010 年三季度起，我国的 GDP 增速已经从 2010 年上半年的 10-11%回落到了 9.5%左右，随着 CPI 的持续走高，货币政策的逐渐收紧，加息和加准备金率的负面效应将会逐渐显现，我们认为经济增速还会逐渐放缓，我们预计 2011 年 GDP 增速大约将在 9%左右。

图 6：中国 GDP 季度增速



数据来源: Wind资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

经济增速目标下调只是《“十二五”规划纲要》中的一项预期性指标，该规划中还有一项约束性指标是必须完成的，就是“单位国内生产总值能源消耗”（简称单位 GDP 能耗），《规划》指出“十二五”期间单位 GDP 能耗将降低 16%，平均每年需要降低 3.5%，温家宝总理曾说我们不惜以降低 GDP 增速为代价来实现节能减排的目标。国家发展和改革委员会在 3 月 30 日也进一步明确了今年资源节约和环境保护的主要目标，其中今年的单位 GDP 能耗下降目标正是 3.5%。通过对主要用煤行业的分析（详见下文 2.2-2.4），我们认为 3.5% 这一降耗目标是可以完成的。

根据统计局数据，2010 年，我国能源消费总量达到 32.5 亿吨标准煤，较 09 年增长 5.99%，若今年 GDP 增速下降至 9%，并实现 3.5% 的单位 GDP 降耗目标，那么今年我国能源消费总量将较 10 年增长约 5.19%，能源消费增速将较 10 年进一步放缓。

2.1.2 煤炭消费总量

表 5 可见由于煤炭地位的稳固，我国煤炭消费增长率和能源消费增长率变化方向基本同步，但是 05 年以来煤炭消费的增长整体快于能源消费增长，这主要是因为 05 年以来我国能源消费结构中煤炭的占比不断提高，可见煤炭消费占比的变化会直接影响煤炭需求增长速度。

表 5：煤炭与能源消费增长对比

日期	煤炭消费占比	煤炭消费增长率	能源消费增长率
2000 年	67.8%	4.48%	6.48%
2001 年	66.7%	1.68%	3.35%
2002 年	66.3%	5.37%	6.00%
2003 年	68.4%	18.93%	15.28%
2004 年	68%	15.46%	16.14%
2005 年	69.1%	12.35%	10.56%
2006 年	69.4%	10.08%	9.61%
2007 年	69.5%	8.00%	7.84%
2008 年	68.67%	6.03%	7.31%
2009 年	70.4%	10.31%	7.60%
2010 年	69.95	5.3%	5.99%

数据来源：统计局，湘财证券研究所

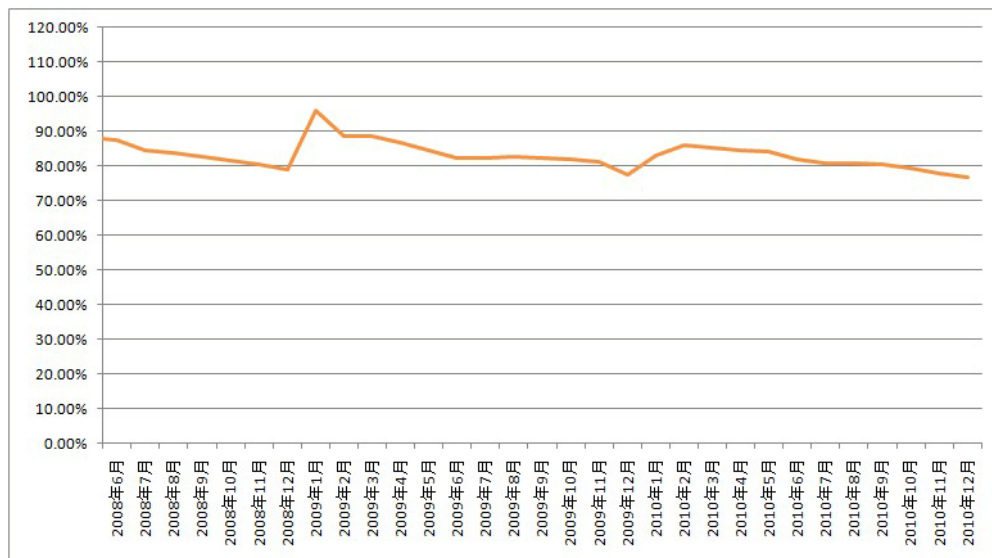
如前文所述，我国迫于碳排放等压力有降低煤炭消费在一次能源中占比的意愿，并计划在“十二五”期间降低煤炭消费在一次能源中的占比，能源局计划到 2015 年，将煤炭在一次能源消费中的比重从 2009 年的 70%以上下降至 63%左右，2010 年煤炭消费占比依旧接近 70%，平均每年降幅将超过 1 个百分点。

若 2011 年我国能源消费总量较 10 年增长 5.19%，而煤炭消费占比较 10 年下降 1 个百分点，那么煤炭消费量将较 10 年增长大约 3.7%。

2.2 电力

电力、钢铁以及水泥行业是我国最大的三个耗煤行业，历年来此三大行业的耗煤量平均达到我国耗煤总量的 80%左右（图 7）。其需求基本决定我国煤炭的总需求情况。

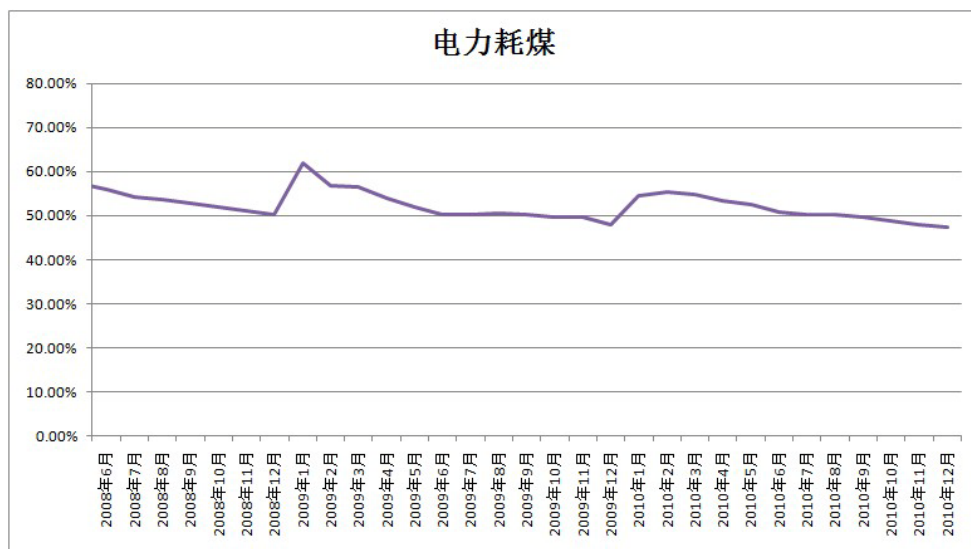
图 7：三大行业耗煤占比



数据来源：wind，湘财证券研究所

电力是我国最主要的用煤大户，其煤炭消耗量占到全国煤炭消耗量的 50%左右（图 8）。

图 8：电力行业耗煤占比



数据来源：wind，湘财证券研究所

发电量与工业增加值正相关（图 9），由于“十二五”期间我国的 GDP 增速将无法维持“十一五”期间的高速，同时增加服务业在 GDP 中的占比，我们预计“十二五”期间工业增加值增速将会比“十一五”期间略低，发电量增速也会较工业增加值增速略低。通过与业内人士交流，我们预计 2011 年发电量增速较 2010 年的 13.2%略低，约为 10%。

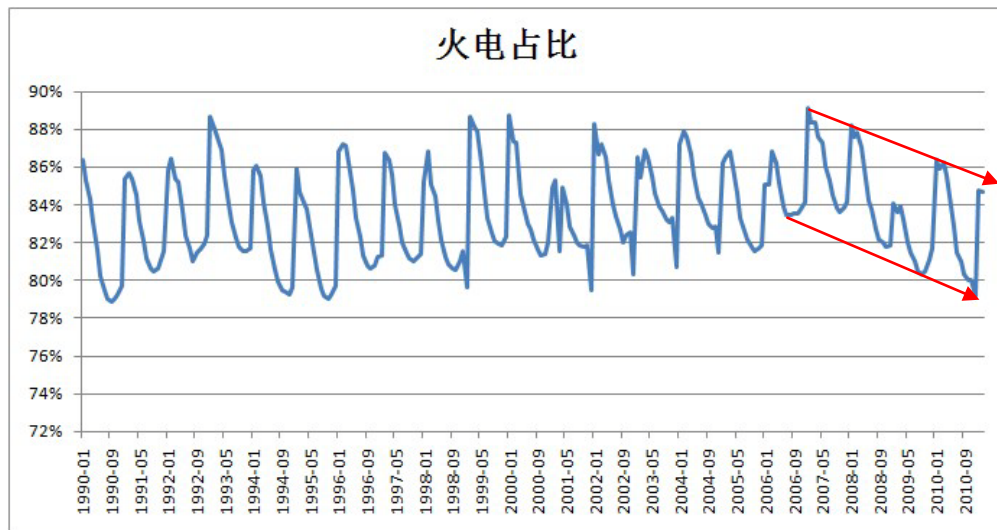
图 9：发电量增速与工业增加值增速



数据来源：wind，湘财证券研究所

2010 年我国发电总量 42065 亿千瓦时，其中火电发电量 33301 亿千瓦时，火电发电量占比达 79.17%，历年来火力发电都在我国电力供应上处于绝对主导地位，但近年来其占比呈现一定的下滑趋势（图 10），这与我国近年来大力发展水、核、风等非化石能源有关。

图 10：火电发电量占总发电量比



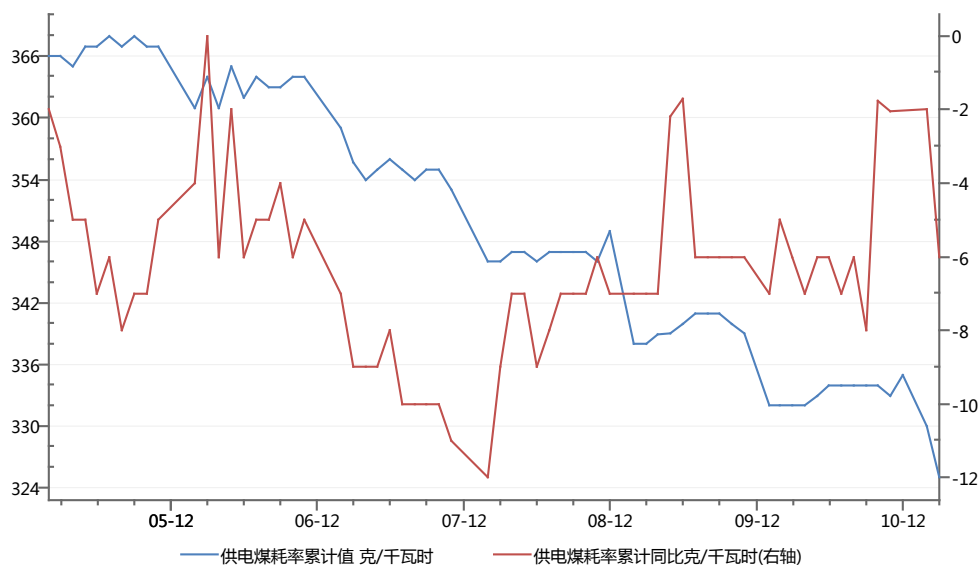
数据来源：wind，湘财证券研究所

在 2010 年全国发电装机容量 9.5 亿千瓦中，煤电占总容量的比重由 2005 年的 72.8%，下降到 2010 年的 68%，包括水电、核电以及风电、太阳能发电等新能源在内的绿色发电装机容量所占比重由 2005 年的

24.2%，上升到 2010 年的 26.7%。火电发电量占比则由 2005 年的 81.88% 下降到 2010 年的 79.17%。根据中电联《电力工业“十二五”规划研究报告》，“十二五”期间我国将坚持优先开发水电、优化发展煤电、大力发展核电、积极推进新能源发电、适度发展天然气集中发电，至 2015 年非化石能源发电装机总规模将达到 4.74 亿千瓦，占总装机容量的 33%，上升 6.3 个百分点，较“十一五”期间的 2.5 个百分点多增 3.8 个百分点，相应的火电发电量占比也将继续走低。考虑日本核电事故造成我国新增核电项目受阻，非化石能源发展有可能无法如期达成的因素，我们保守预计 2015 年火电发电量占比将降低至 74% 以下，若煤电在火电中占比保持不变，煤电发电量占比也将平均每年下降约 1 个百分点。

近年来我国火电发展实施“上大压小”的政策，关停小火电机组，上马大型机组，“十一五”期间累计关停小火电机组 7000 万千瓦。“十一五”期间，我国通过关停效率较低的小火电机组，上马效率较高的大型机组，同时加强技术降耗，成功使得我国煤电的平均供电煤耗从 2005 年的 367 克/千瓦时下降至 2010 年的 335 克/千瓦时（图 11），累计下降 8.72%，预计“十二五”期间仍将继续关停小机组，并开工建设 16 个大型煤电基地，随着大型机组在火电中占比的提高以及技术的完善，我国有望继续降低供电煤耗，我们预计“十二五”期间供电煤耗年均每年降低约 2%。

图 11：供电煤耗



数据来源:Wind资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

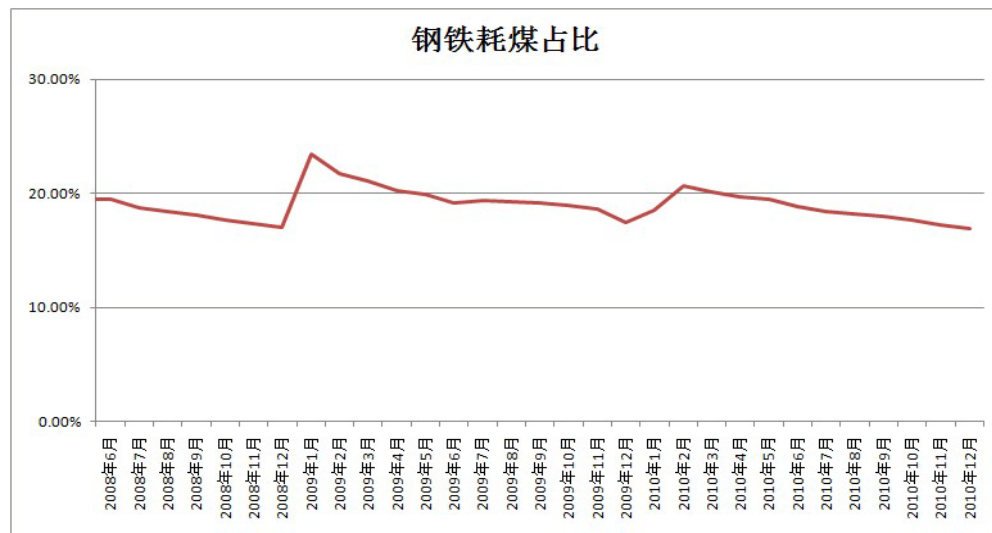
发电耗煤：若 2011 年我国发电量增长 10%，火电发电量占比由 2010

年的 79.17% 下降至 78.1%，发电煤耗平均降低 2%，则 2011 年我国电力耗煤将增加约 6.3%。

2.3 钢铁

钢铁行业耗煤量在我国居于次席，仅次于电力行业，钢铁行业耗煤量约占到总耗煤量的 17% 左右（图 8）。

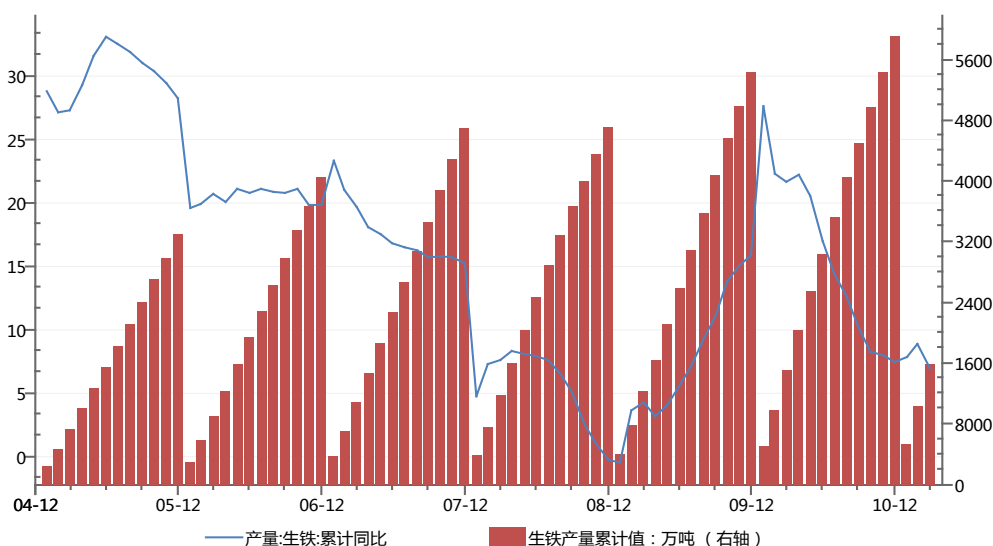
图 12：钢铁行业煤耗占比



数据来源：sxcoal，湘财证券研究所

2010 年我国粗钢产量 6.27 亿吨，同比增长 9.6%，增速较 09 年下降 3.9 个百分点，生铁产量 5.9 亿吨，同比增长 7.42%，增速较 09 年下降 8.45 个百分点，粗钢及生铁产量已经由 10 年初的 25% 左右有所回落，但增速依旧较快。根据《钢铁工业“十二五”发展战略建议》预测“十二五”期间，国内粗钢消费需求的年均增速在 2.6%~4.6%，我们认为随着 GDP 增速的逐步放缓，钢铁需求逐步放缓是可以预期的，去年以来，生铁产量增速已经呈现出逐步放缓的趋势（图 13），考虑到产量增速减缓难以一蹴而就，我们预计 2011 年生铁产量大约增加 6%。

图 13：生铁产量



数据来源:Wind资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

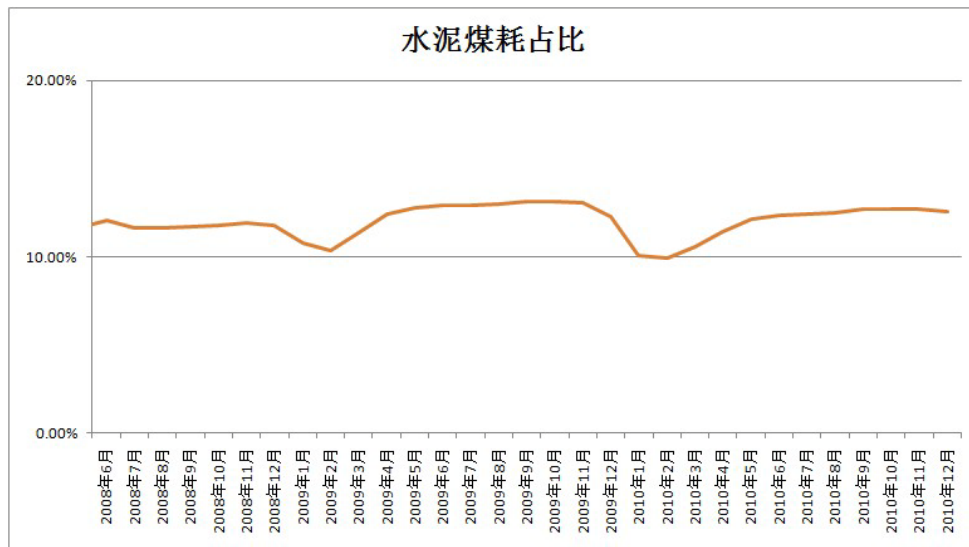
近年来我国不断加大节能减排工作力度，大力推广循环经济和节能减排新技术新工艺，同时大力淘汰落后产能，“十一五”期间我国共淘汰落后炼铁产能 11696 万吨、炼钢产能 6914 万吨，其中 2010 年淘汰落后炼铁和炼钢能力 3524 万吨和 921 万吨。一系列措施使得我国钢铁行业能耗水平持续下降：2005 年我国重点统计钢铁企业吨钢综合能耗为 741 千克标准煤，2009 年下降至 619 千克标准煤，年均下降 4.6%。今年，我国继续加大淘汰落后产能力度，按照工信部要求，2010 年底前淘汰标准为淘汰 300 立方米及以下高炉，淘汰 20 吨及以下转炉、电炉，而 2011 年淘汰标准则提升至 400 立方米及以下高炉和 30 吨及以下转炉。重点大中型企业吨钢综合能耗不得超过 580 千克标准煤。随着节能减排、淘汰落后产能工作力度的加大，“十二五”期间年均能耗下降速度会比“十一五”期间略大，能耗降速将可达到 5%-6%。

若 2011 年生铁产量较 2010 年增长 6%，而吨钢综合能耗较 2010 年下降 5%，则钢铁行业煤炭需求较 2010 年增长约 0.7%。

2.4 水泥

建材行业同样是煤炭消费大户，其中水泥行业的煤炭消费占到建材行业煤炭消费的大约 70%，占到煤炭消费总量的大约 13%（图 9）。

图 14：水泥行业煤炭消费占比



数据来源：sxcoal，湘财证券研究所

水泥产量增速通常与固定资产投资增速息息相关，根据我所建材组预测，2011 年水泥产量增速大约在 9%-10%之间。

煤耗方面水泥产业的降耗空间同样较大。“十一五”时期水泥熟料单位煤耗已经有了较大幅度的下降。2005 年吨水泥熟料标准煤耗为 146 千克标准煤，2008 年下降为 129 千克标准煤，预计 2010 年下降至 120 千克标准煤，比 2005 年下降 17.7%，年均下降约 3.8%。“十一五”时期水泥熟料单位煤耗的下降，主要是生产工艺结构的变化。

根据国务院发布的《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》：2012 年底前，淘汰窑径 3.0 米以下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥的除外）、水泥湿法窑生产线（主要用于处理污泥、电石渣等的除外）、直径 3.0 米以下的水泥磨机（生产特种水泥的除外）以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能。

根据工信部数据截至 2009 年底我国水泥行业落后产能约有 5 亿吨，除去 2010 年淘汰的落后产能，大约还有 4 亿吨落后产能需要在“十二五”期间淘汰，水泥行业通过调整生产工艺结构方式降耗的空间依旧存在且国家政策非常坚决。

我们预计 2011 年水泥产量较 2010 年增长约 9%-10%，煤耗下降 4%，则水泥耗煤将增加 4.64%-5.6%

2.5 小结：煤炭需求将会明显放缓

如前所述，按照我们的预测，电力、钢铁、水泥三大煤耗行业所耗煤炭分别约占煤炭总消耗量的 47%、17%和 13%，11 年他们的煤炭消费量将分别增长 6.3%、0.7%和 4.6-5.6%，三大行业的煤炭总需求将较 10 年增加大约 4.78-4.95%，从国家规划的角度看，煤炭消费总量增长将只有 3.7%。

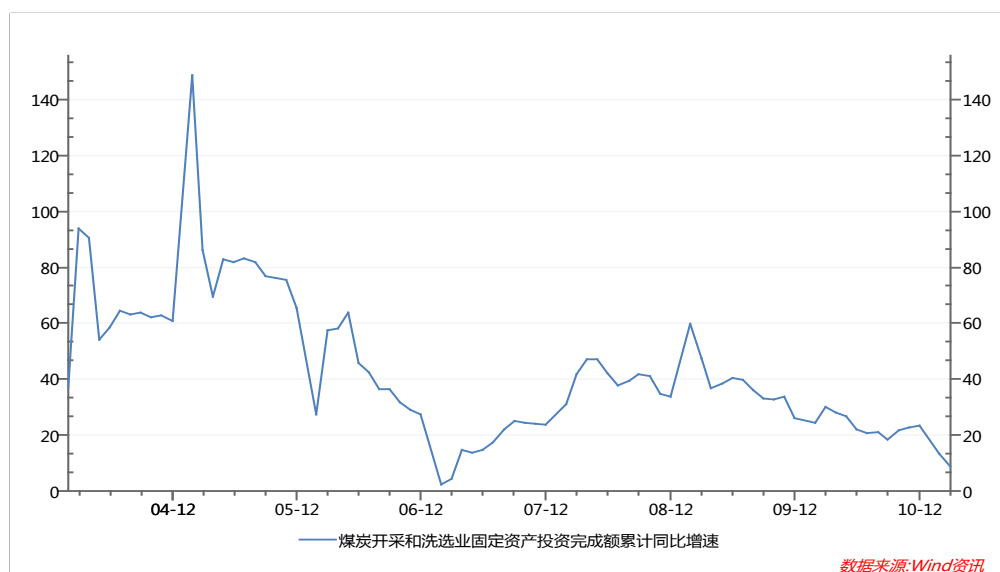
我们认为 2011 年我国煤炭需求总量增长将不足 5%，较 05 年以来年均 9%以上的增长会有明显的放缓。

三、煤炭供应

图 15 可见，近年来，我国煤炭采选业的固定资产投资完成额增长速度逐渐放缓，从 04、05 年的 60%以上逐渐回落至 25%左右，其中 2010 年煤炭采选业固定资产投资增长 23.3%，较 2009 年的 25.9%回落 2.6 个百分点，进入 2011 年之后，其增速进一步回落，2011 年 1-3 月煤炭固定资产投资增速已经滑落至个位数，仅 8.4%，较 2010 年 1-3 月的 29.9%减少 21.5 个百分点，虽然从历史经验看，每年一季度的数据存在较大的异动，其难以代表全年的增速，但煤炭业投资增速放缓的迹象已经较为明显，其将影响未来煤炭产能及产量的增长。

随着煤炭业固定资产投资增速的回落，我们预测煤炭产量将逐渐稳定，难以再现 10%以上的产量快速增长。

图 15：煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额累计同比增长



数据来源：wind，湘财证券研究所

根据中国工程院院士谢和平的研究，通过对资源储量、安全高效、水资源、生态环境等约束条件下的产能分析，我国煤炭工业可持续发展的科学产能规模不宜超过 38 亿吨。

根据煤炭工业发展“十二五”规划初稿的相关内容，“十二五”期间我国煤炭工业将“以需定供”，至 2015 年，煤炭产量大约 38 亿吨。

以 2015 年产量 38 亿吨估算，将较 2010 年 32.4 亿吨增长 17.28%，年均增长 3.3%，考虑到煤价高企导致的企业扩产冲动以及过渡开采的情况，我们预计“十二五”期间我国煤炭产量增速应不会超过 5%。增速较“十一五”期间平均约 8% 的增长速度会有明显放缓。

四、煤炭供需情况对煤价的影响

4.1 煤炭供需维持紧平衡难以拉动煤价上涨

表 6 可见近年来我国产需基本平衡，产需缺口基本都在年消费量的 2% 以内，而社会平均库存却可达到年消费量的 5.5%-6%，产需维持紧平衡状态。根据我们的预测，2011 年我国煤炭需求增长约 3.7%-5%，而供应增长约为 3.3%-5%，若需求增长 3.7%，供应增长 5%，则 2011 年我国的煤炭供大于求约 6965 万吨标准煤，若需求增长 5%，供应增长 3.3%，则供求基本相当，由此，我们预计 2011 年我国煤炭供需缺口将在 0-6965 万吨标准煤，出现小幅的供过于求，但缺口占 2011 年消费量不超过 3%，整体上应不会出现较大的产需缺口，紧平衡状态将会继续维持，这一相对稳定的供需关系也是“以需定供”模式带来的必然结果。

表 6：国内煤炭生产与消费情况

单位：万吨标准煤

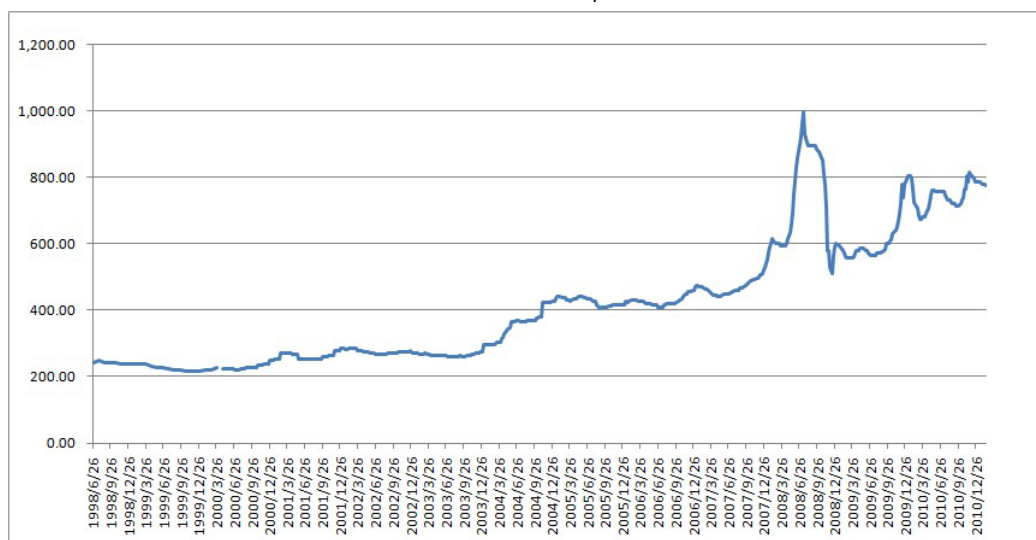
时间	能源生产总量	原煤占比	能源消费总量	煤炭占比	煤炭生产	煤炭消费	产消差	产消差比
1998 年	124250	71.90%	132214	69.60%	89335.75	92020.94	-2685.19	2.92%
1999 年	125935	72.60%	130119	69.10%	91428.81	89912.23	1516.58	-1.69%
2000 年	128978	72%	138553	67.80%	92864.16	93938.93	-1074.77	1.14%
2001 年	137445	71.80%	143199.3	66.70%	98685.51	95513.93	3171.58	-3.32%
2002 年	143810	72.30%	151796.59	66.30%	103974.63	100641.14	3333.49	-3.31%
2003 年	163842	75.10%	174990	68.40%	123045.34	119693.16	3352.18	-2.80%
2004 年	187341	76%	203227	68%	142379.16	138194.36	4184.80	-3.03%
2005 年	205876	76.50%	224682	69.10%	157495.14	155255.26	2239.88	-1.44%
2006 年	221056	76.70%	246270.15	69.40%	169549.95	170911.48	-1361.53	0.80%
2007 年	235445	76.60%	265583	69.50%	180350.87	184580.19	-4229.32	2.29%
2008 年	260000	76.70%	285000	68.67%	199420.00	195709.50	3710.50	-1.90%
2009 年	274618	77.30%	306647	70.40%	212279.71	215879.49	-3599.77	1.67%
2010 年	299000	77.3%	325000	69.95	231141.60	227321.10	3820.50	-1.68%

数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

由于供应量将略大于需求量，供求关系将难以拉动煤价单边上涨，那么供略大于求的情况是否会使得煤价下跌呢？

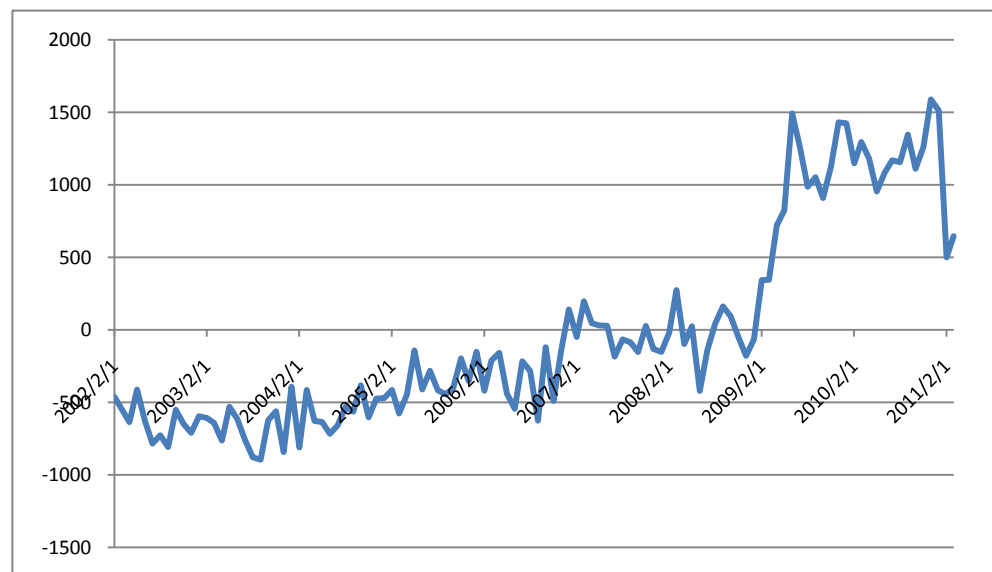
4.2 煤炭供需与煤价的关系

图 16：国内煤价：秦皇岛山西优混价格 单位：元/吨



数据来源：sxcoal, wind, 湘财证券研究所

图 17：煤炭月度净进口量



数据来源：中国海关，湘财证券研究所

我们从统计局的年度能源产销量数据（表 6）可以看到，07 至 09 年三年，我国的煤炭供需情况从供不应求转变为供过于求再变为供不应求，这三年里，煤炭价格也经历了从 07 年至 08 年上半年的大幅上涨到 08 年下半年的价格雪崩，再到 09 年的恢复性上涨三个阶段（图 16）；从煤炭进出口数据来看（图 17），09 年初开始，我国成为煤炭净进口国，至今净进口量在高位保持稳定，显示国内煤炭供应逐渐无法满足需求，需要从国外进口，国内煤炭价格也从 09 年下半年开始出现恢复性上涨，至今维持高位震荡。从这些现象我们可以发现煤炭价格基本反映了国内煤炭市场的供需情况，但我们一旦把眼光放远一点便会发现：

1、2010 年煤炭由 09 年的供不应求转变为供过于求，供求关系易位，但 2010 年煤价并没有出现下跌，而是维持在高位震荡；

2、07 年以前的 06 年，统计局数据显示我国已经出现了供需缺口，而且是从 05 年的过剩到 06 年紧缺的变化，变化较大，但 06 年煤价基本维持着盘整的状态，并未出现明显上涨；

3、01-05 年，每年的煤炭供应都大于需求，每年的供应过剩量超过 3000 万吨标准煤，至 04 年超过了 4000 万吨标准煤，直至 05 年过剩量才回落到 2000 多万吨标准煤，5 年的累计过剩量达到了年度消费量的 13.9%，01-04 年也达到了 12.46%，按理煤价应该出现下跌或者至少不应该上涨，但我们发现 04 年全年煤价出现了大幅的上扬；

4、从净进口量来看，06 年及以前我国处于煤炭净出口状态，显示

国内煤炭生产相对过剩，按理煤价应不会出现上涨或上涨幅度有限，但04年国内煤价出现了大幅上涨；07年至08年煤炭净进口量在正负之间徘徊，显示国内煤炭总供需处于相对平衡状态，按理煤炭价格应较为稳定，但却出现了07年到08年上半年的大幅上涨以及08年下半年的暴跌。

以上一些数据显示国内的煤炭的价格变化有时候并不是由国内煤炭供需变化而引起的。

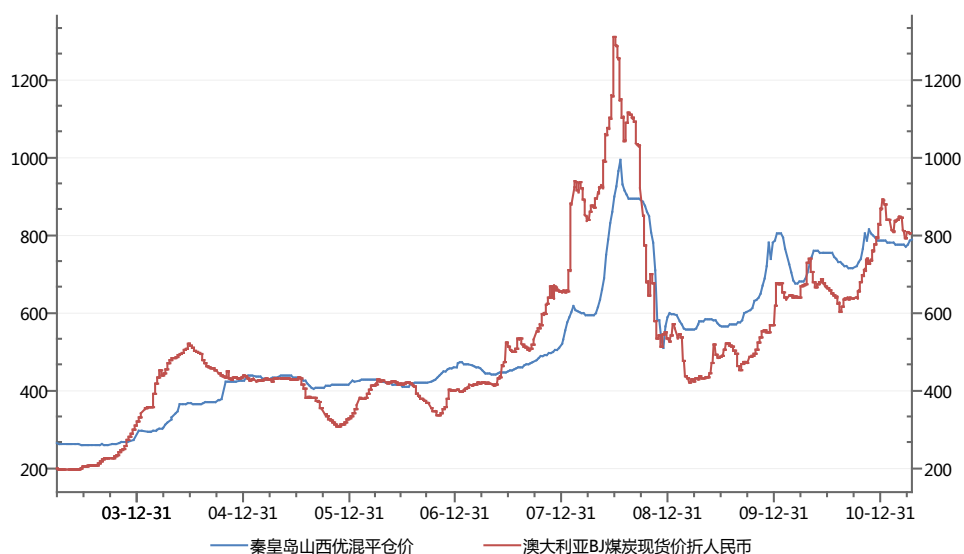
综上所述，国内的煤炭价格的变化在一定程度上是由煤炭供需变化决定的，但是仅仅研究煤炭的供求关系仍无法完美解释煤炭价格的变化。近10多年来煤炭的供应和需求是在同步增长的，而各年度的供需差值基本都很小，都在年度消费量的3.5%以内，换言之，供需缺口基本在12天的消费量之内，而国内煤炭社会总库存始终未低于过这一数字，这些供需缺口理论上是可以由库存进行平滑的，反映在价格上应该没有我们眼见的这么剧烈。所以我们认为煤炭价格并不完全由国内煤炭供需情况决定，在国际化背景下，煤炭作为一种重要的一次能源，其价格与其他能源的价格之间存在着一定程度的相互影响，在供需相对平衡的情况下，煤炭除了拥有商品属性，其还具备一定的金融属性。

五、国际能源价格对我国煤价的影响

5.1 国际煤价

我们将澳大利亚BJ煤炭现货价格按当期汇率折算成人民币计价后与国内煤价进行对比（图18）发现：近9年来，国内外的煤炭价格保持了高度的一致性，阶段性高低点的形成时间相差无几。除了价格变化趋势上的一致之外，绝对价格上也在较大程度上趋于一致。由此我们可以得出结论：国内的煤炭价格与澳洲的煤炭价格具有高度相关性。

图 18：国内外煤价对比 单位：元/吨

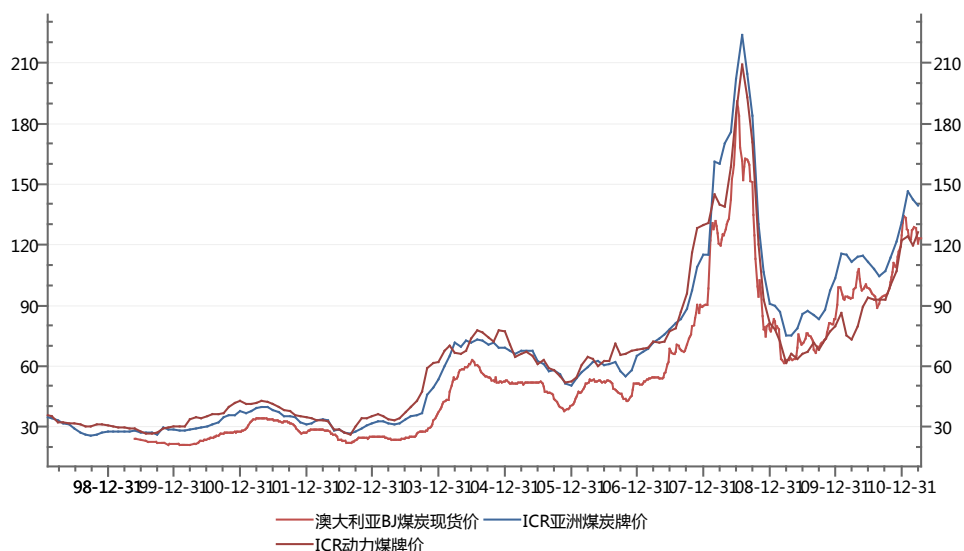


数据来源:Wind资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

研究观察国际煤炭价格（图 19、图 20）后我们发现，不仅中国煤价与澳洲煤价趋于一致，全球煤价的同质性都较强。虽然由于运输等原因，煤炭具有较强的地区性，但在国际贸易日益频繁的背景下，煤的价格并没有因为地域原因而形成独立的变化趋势。所以我们认为在全球经济一体化的背景下某一地区的煤炭价格是无法独立形成。

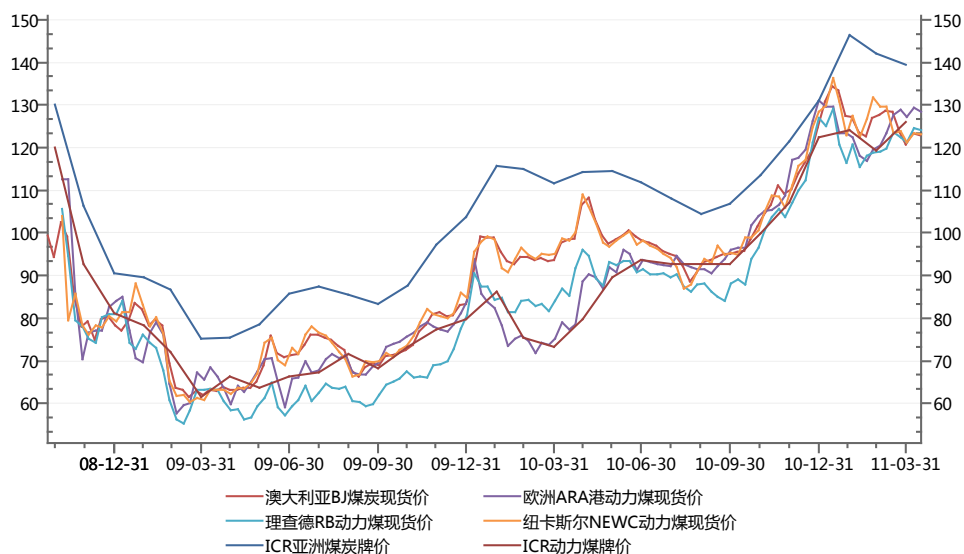
图 19：国际煤价对比（长期）单位：美元/吨



数据来源:Wind资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

图 20：国际煤价对比（短期） 单位：美元/吨



数据来源: Wind 资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

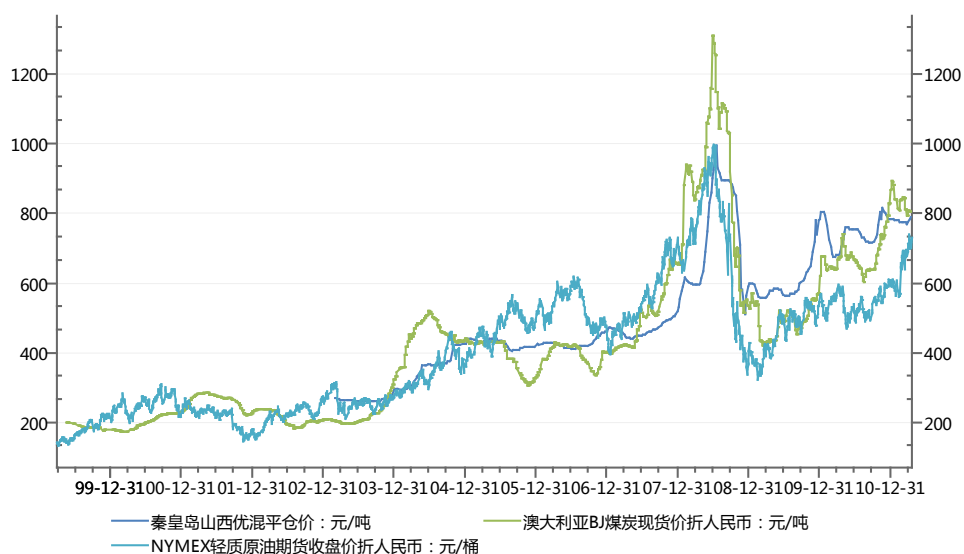
截至 4 月 28 日澳大利亚 BJ 煤炭现货价折人民币约 797 元/吨，较秦皇岛山西优混平仓价 795 元/吨高出 2 元/吨，差值极小，以当前 BJ 煤价水平暂无法对国内煤价形成拉动作用，但如其能继续维持在高位，将对国内煤价形成支撑，再次上行方有可能对国内煤价形成有效拉动。

5.2 煤、油价格

5.2.1 油/煤价格比

同为重要的一次能源，原油价格与煤炭之间也存在着正相关关系（图 21）。

图 21：：煤、油价格对比



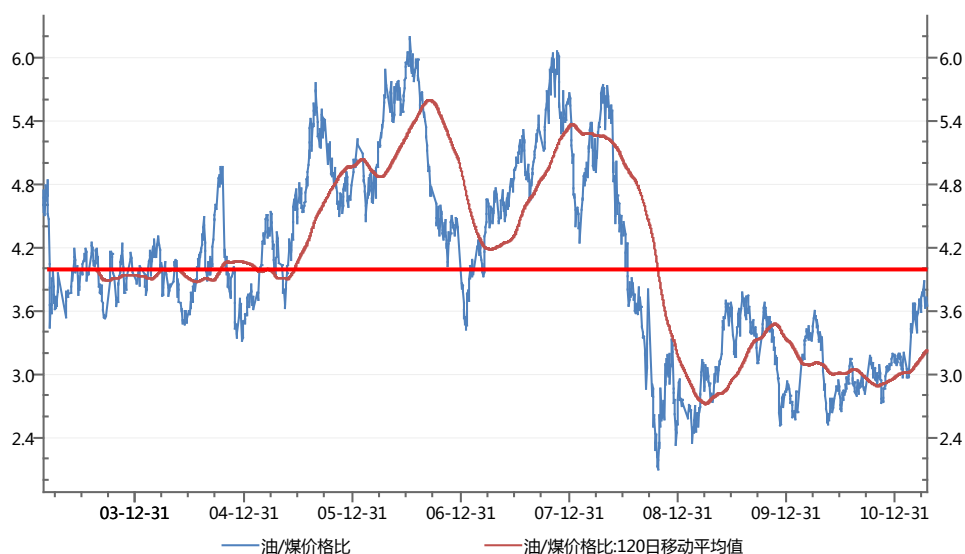
数据来源:Wind资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

在本文第一部分，叙述煤炭在一次能源中的地位的时候有提及，煤炭地位的起落与石油价格的涨跌有着正向关系，煤炭和石油之间存在着一定的可替代性，价格自然也会具备同步性。

同为发热能源煤炭和石油之间的价格有着相对稳定的关系，其单位热值价格也存在着相对稳定的比值。我们选取 Nymex 轻质原油期货收盘价以及秦皇岛山西优混（Q>5500）进行热值以及价格换算得到两种产品的单位热值价格比（图 20），从 03 年以来的历史数据看，该比值的均值为 4.05（图中横线），06 年中和 07 年底最高到达过 6 附近，最低点则出现在 08 年底的 2.3 左右，经过平滑的移动平均线的最高点和最低点则是 5.6 和 2.7，均值同样处于 4.05。

图 22：油/煤单位热值价格比



数据来源:Wind资讯

数据来源：wind，湘财证券研究所

历史经验表明，当该比值偏离均值较多时煤、油价格之间较易产生价格互动即相互影响。如 06 年中期煤价拖累油价上行、07 年下半年油价拉动煤价上行，近两年则出现了煤价拉动油价上行的特点。

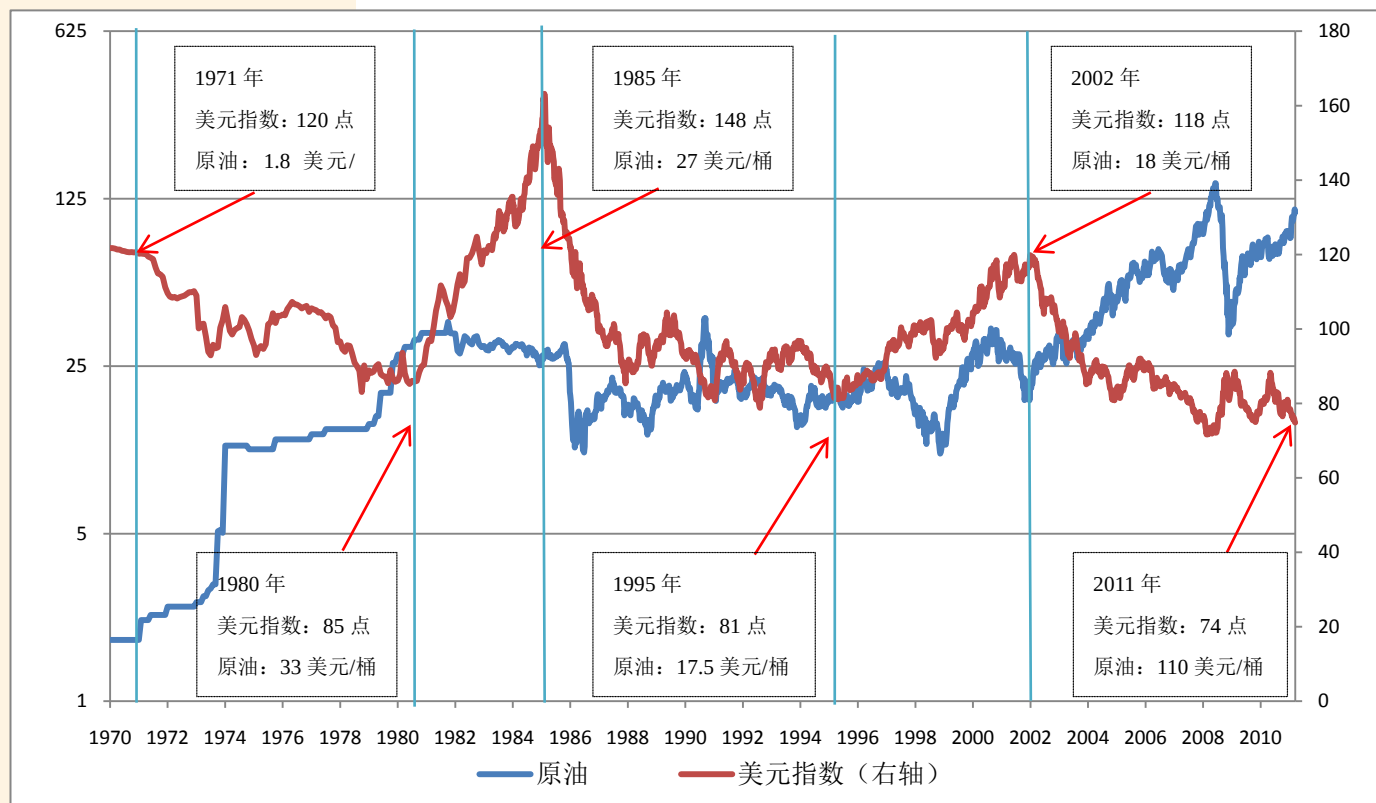
油/煤价格比的最低值出现在 08 年底，主要由油价的非理性下跌所致，过去两年来，油/煤价格比始终低于平均值，在 3 附近徘徊，主要是因为以煤为主要能源的中国、印度等新兴经济体复苏较以油为主的欧美发达经济体更为迅猛，煤炭需求增长较原油需求增长更快。随着欧美等发达经济体的经济逐渐走上正轨，复苏势头得到巩固，相信油/煤价格比会逐步向历史均值 4 附近靠拢，近期也已经有了类似的苗头，价格比已经恢复到了 3.7-3.8 的水平。但目前为止，油价的上涨暂时还未能对煤价形成拉动作用，可以看作是油价对煤价的补涨，其对煤价的正面影响暂时还停留在心理层面，但油价的逐步走高会将煤价的下行空间封杀，形成支撑作用。

5.2.2 从金融属性看原油价格

原油作为基础能源，其除了固有的商品属性也被赋予了金融职能，“石油美元”的说法正是这一佐证。

美元作为国际商品的定价货币，其对商品的价格有着较为明显的影响。历史经验表明，美元的强弱与原油价格基本呈现负相关关系(图 23、图 24)。

图 23：美元与原油价格关系（长期）



数据来源：wind，湘财证券研究所

1971-1980 年，70 年代初布雷顿森林体系瓦解，美元开始自由浮动并开始贬值，美元指数从 71 年初的 120 点下滑至 1980 年下半年的 85 点，原油从 71 年下半年的 1.8 美元/桶上涨至 33 美元/桶。

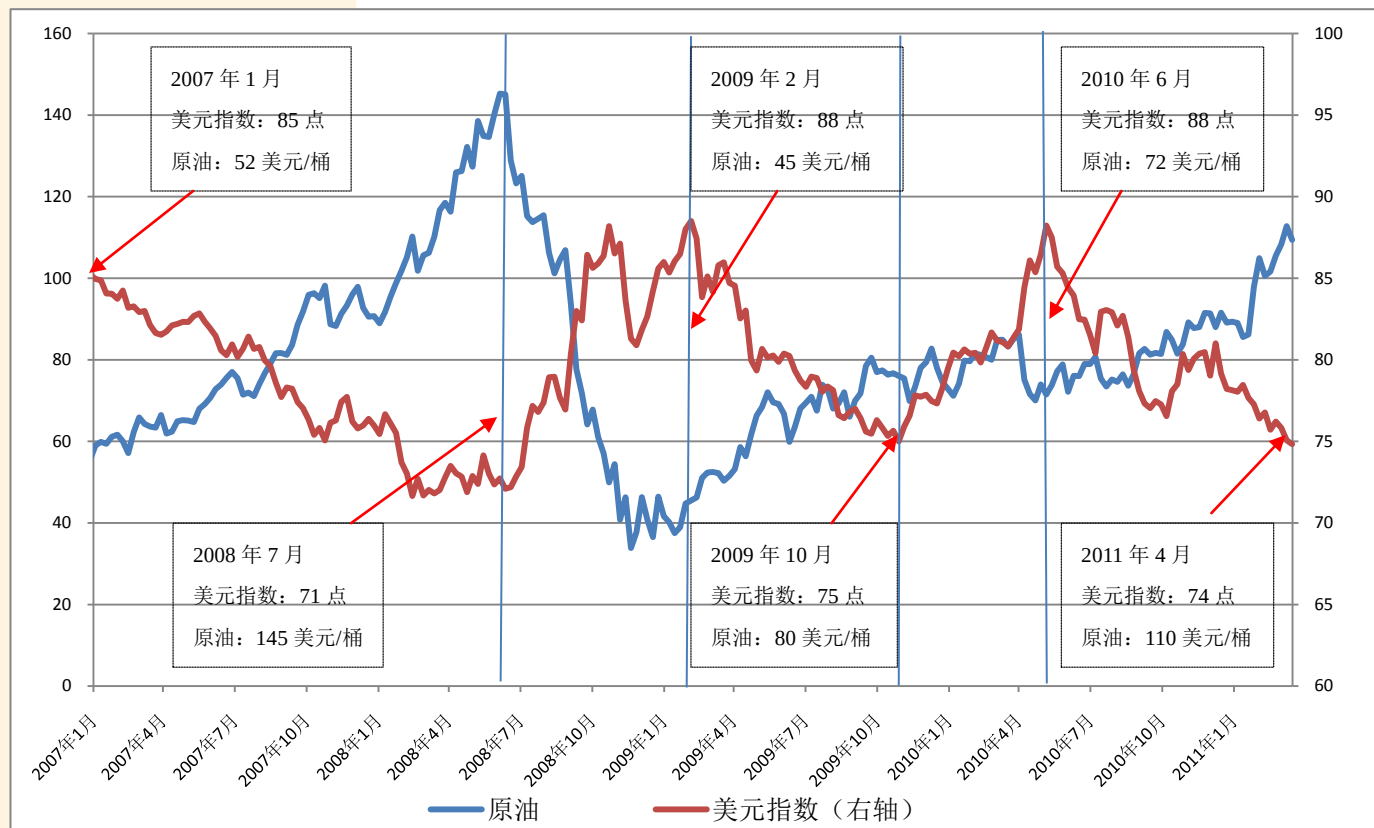
1980-1985 年，美元指数从 85 点攀升至 148 点，油价从 33 美元/桶滑落至 27 美元/桶。

1985-1995 年，美元指数从 148 点下跌至 81 点，原油从 27 美元/桶同步下滑至 17.5 美元/桶。

1995-2002 年，美元指数从 81 点上升至 118 点，原油宽幅震荡至 18 美元/桶。

2002 年至今美元指数从 118 点高位滑落至 73 点附近，原油上涨至 110 美元/桶。

图 24：美元与原油价格关系（短期）



数据来源：wind，湘财证券研究所

2007 年 1 月-2008 年 7 月，美元指数从 85 点滑落至 71 点，原油从 52 美元/桶上涨至 145 美元/桶；

2008 年 7 月-2009 年 2 月，美元指数从 71 点上涨至 88 点，原油从 145 美元/桶下跌至 45 美元/桶；

2009 年 2 月-2009 年 10 月，美元指数从 88 点下跌至 75 点，原油从 45 美元/桶上涨至 80 美元/桶；

2009 年 10 月-2010 年 6 月，美元指数从 75 点上涨至 88 点，原油从 80 美元/桶滑落至 72 美元/桶；

2010 年 6 月至今，美元指数从 88 点滑落至 73 点，原油从 72 美元/桶上涨至 110 美元/桶。

从以上两张图表我们可以看到，无论是从长期还是从短期来看，美元走弱是石油走强的必要非充分条件，即美元走弱时原油未必会走强（如 1985-1995 年原油与美元同步走弱），而一旦美元走强，原油未必会走弱，但将确定无法走强。

目前 WTI 油价 112 美元/桶，油/煤价格比 3.82，由油/煤价格比的情况我们看到目前的油价尚属于对煤价的补涨，能够对煤价形成支撑却暂时还无法对煤价形成拉动，但如果油价进一步上涨，当油价达到 120 美元/桶，油/煤价格比将超过 4，则油价有望对煤价形成拉动，其上涨需要美元继续走弱的支持。

目前为止，美元依旧处于下降通道之中，大周期是 2002 年以来的熊市，小周期则是从 2010 年 6 月以来的下跌。我们的研究表明，美元走强通常有三个原因：1、危机引发的避险需求上升，如 80 年代初的墨西哥债务危机，08 年的次贷危机，10 年初的欧债危机；2、货币收缩引起的货币供应减少，如 80 年代初美国出现恶性通胀 CPI 达到 13.5 之后主动收缩货币。3、美国的投资回报率的相对走高引起的美元需求上升，如 95 年至 2000 年出现的网络科技革命使得美国的相对投资回报率提高。

当前美元是否有走强的可能呢？先看危机，通常危机具有不可预知性，近期欧债危机有卷土重来的迹象，但是否会再次大规模爆发暂难以判断；再看美国投资回报率，近期美国经济出现了一些复苏的迹象，能否真正复苏尚不得而知，且目前尚未发现能够与网络革命相提并论的科技革命以推高美国的投资回报率；再就是货币供应，目前美国依旧没有出现明显的通胀，货币当局缺乏主动收缩货币的动力，整体上判断目前为止美元还没有出现反转的迹象，其依旧处于 2002 年以来的大的贬值周期内。

但我们留意一下眼前，10 年下半年以来的美元再次走弱的直接推手是美联储的 QE2 也就是二次量化宽松政策，该政策即将于今年 6 月份到期，美联储最新决议表明 QE2 将在 6 月底按时结束，届时如果没有新的宽松政策接力，美联储将不会继续向市场投放货币，那么货币的增量会减少，在 QE2 下滋润已久的美元就有可能反弹。考虑到目前美国民间的提防通胀的声音以及逐渐复苏的美国经济，我们认为 QE2 到期后暂时没有下文应是大概率事件，所以不久的将来美元有机会出现一波反弹，如果再伴随着欧债危机的再次爆发或者美国的通胀抬头，美元甚至有可能迎来一次幅度较大时间较长的上扬，那么原油将无法单边上扬，其对煤价的拉动作用也将较为有限。

5.3 小结

目前的国际能源价格，包括煤价以及油价都还不足以支持国内煤价单边上行，只有他们继续上行方可对国内煤价形成拉动，而他们的上行需要美元持续走弱，无论从长周期还是从短周期来看，美元目前依旧处于贬值通道中，但随着 QE2 的到期，我们预计暂不会有 QE3 推出，这将

造成美元一定幅度的升值，其将抑制国际能源价格的持续上行。

因此，我们预计年内国际能源价格难以对国内煤价形成明显拉动。煤价将保持相对稳定。

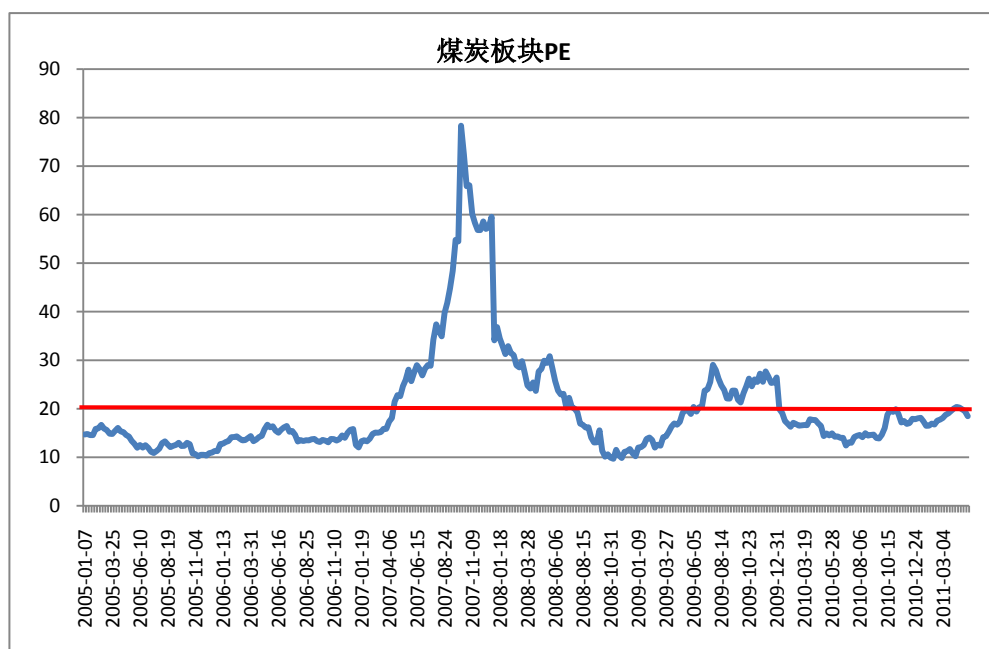
六、估值

煤炭行业上市公司股价的单边运行通常有两个推动力，其一是业绩推动，业绩推动的主要因素和经常性因素便是煤价；其二则是估值，当市场对盈利预期出现偏差时估值也会出现偏差，估值会出现修复，估值修复的过程股价也会出现单边运行。

6.1 PE 与 PB

从 PE 的情况来看（图 25），以 5 月 4 日收盘价计，煤炭行业整体 PE 为 18.56 倍，05 年以来的算术平均 PE 为 20 倍（图中横线），最低 PE 为 10 倍左右，当前 PE 基本处于历史平均区间内，略低于平均水平。

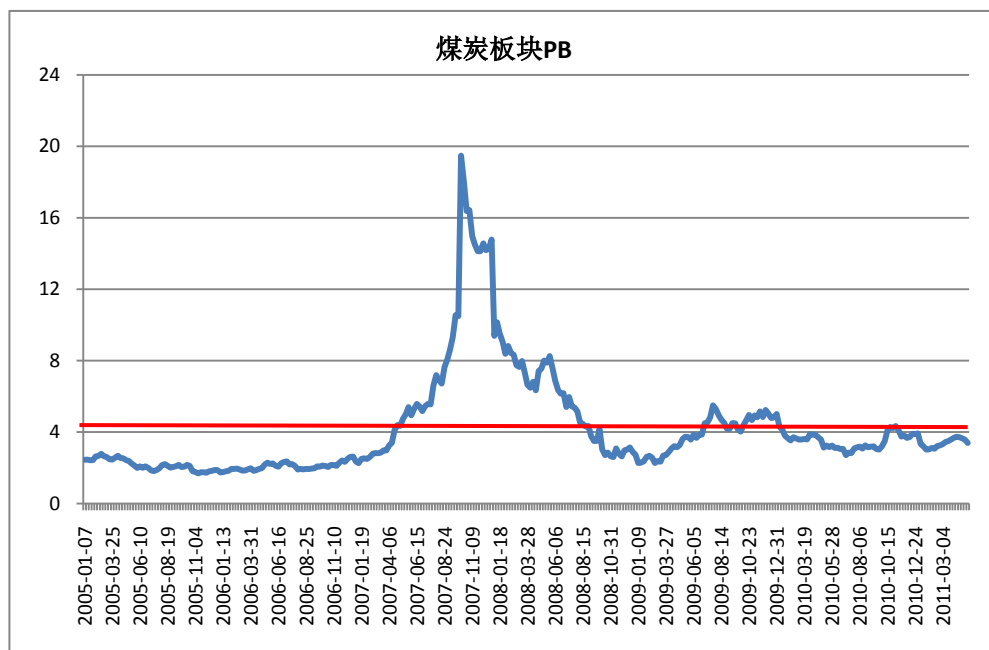
图 25：煤炭板块 PE



数据来源：wind，湘财证券研究所

从 PB 情况看（图 26），以 5 月 4 日收盘价计，煤炭行业整体 PB 为 3.4 倍，05 年以来的算术平均 PB 为 4.1 倍（图中横线），PB 最低为 1.7-2 倍，当前 PB 较历史平均水平低大约 17%，但离最低值仍有距离。

图 26：煤炭板块 PB



数据来源：wind，湘财证券研究所

无论是从 PE 还是 PB 看，目前的估值水平基本处于历史均值区域，较历史均值略低，离估值低点区域距离甚远，因此我们认为从 PE 和 PB 情况看，煤炭板块不会出现估值修复驱动的行市。

6.2 溢价率

我们认为煤炭行业有其特殊性，特别是其产品的价格波动大，周期性强，采矿权等无形资产较难评估，简单的用 PE 或者 PB 来估值都有一定的局限性。由于煤炭业上市公司的核心价值在于其资源的价值，其资源又具有不可再生性，其投资回报主要来自于其资源所能带来的盈利，所以我们可以采用现金流折现模型对其进行定价，为了能够更为直观再使用市值与其折现值进行比较得到“溢价率”评估上市公司的估值水平。

溢价率，即（采选业务市值/采选业务现金流贴现值-1）*100%。其中：采选业务市值为上市公司市值-煤炭采选业务之外业务（其他业务）市值，其他业务市值参考同业务上市公司市值水平拟定，贴现率取当期五年贷款基准利率上浮 2 个百分点，现金流为基于当期报表披露的煤炭采选业务的净利润核算的年化净利润，贴现年限为当前产能情况下，当前公司可采资源的剩余服务年限。若公司产品价格、产能或可采资源出现变化，现金流可以根据产品价格及公司成本变化基于吨煤净利等指标进行调整，服务年限也可以从现有产能及可见的产能及资源两个角度进行修正。

图 27 至图 30 可见近年来部分上市公司溢价率变化情况。

图 27：开滦股份溢价率



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 28：中煤能源溢价率



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 29：露天煤业溢价率



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 30：平庄能源溢价率



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

从溢价率的历史表现来看，其大多数时间都运行在 0 轴以上，说明二级市场上大多数时候出现溢价，出现折价的时间较少。我们认为股票作为一种流动性很好的资产，享受一定的流动性溢价是合理的，另外，由于国内的单边市格局，A 股上溢价常态化也是可以理解的。从历史经验来看，溢价率在 100% 左右是比较合理的，50%-150% 应属于合理区间，0-50% 之间应属于价值区间，0 之下为折价属于低估区间，150%-300% 之间为估值偏高区间，而 300% 以上则属于高估区间。

从当前的溢价率指标来看，国内上市公司大多处于 100% 左右，属于

合理或略高范围，估值状况并未出现明显高估或低估，煤炭行业上市公司估值水平整体合理，因此，目前市场上并不存在估值向下修复的风险或者估值向上修复的机会。在煤价将整体趋稳，难有大的涨跌的背景下，我们认为当前煤炭行业的投资机会并不来自于煤价变化和估值修复，而来自于公司的变化以及事件性影响。

综合煤炭供需状况、国际能源价格影响、行业内各公司经营情况以及估值状况，考虑到煤炭行业整合仍在继续，上市公司外延式扩张预期强烈，我们给予煤炭行业“增持”评级。

七、投资建议与风险提示

7.1 投资机会

煤价方面，我们认为今年国内煤炭供需整体上将保持平衡，供略大于求，煤炭供求关系将难以对煤价形成正面拉动，同时当前国际能源价格也尚未能对国内煤价形成有效拉动，煤价单边上行的可能性不大。同时由于国际能源价格的逐渐走高，对国内煤价形成强劲的支撑，煤炭价格下滑的风险也相对较小，因此我们预计未来一段时间内煤炭价格将保持相对稳定，随着季节性的需求变化而在高位相对小的区间内震荡，煤价推动的投资机会应不会出现。

估值方面，无论是从 PE、PB 还是溢价率的角度看，煤炭股的估值水平基本处于历史平均水平上，并不显低，估值修复带来的趋势性行情也难以出现。

因此，我们认为当前市场条件下，煤炭板块难以出现整体性的趋势性机会，其投资机会将呈现出结构性的特点，这种机会将以单个企业的变化为契机，以高位运行的煤价为支撑，我们建议关注成长性较为确定的和成长能力较强的公司。从成长能力及其确定性考虑，我们推荐山煤国际。考虑到当前宏观经济较为复杂和反复，经济有可能出现波动，投资需要较高的安全边际，从安全边际和成长两方面考虑，我们推荐中国神华。

1、山煤国际

公司 09 年底通过资产置换获得经纺煤业、凌志达煤业、大平煤业、霍尔辛赫、铺龙湾煤业五家煤炭生产企业，产能方面经坊煤矿和大平煤矿已经达产，其余三矿投产但未达产，预计 2012-2013 年将完全达产。

上述五矿以贫煤为主,共拥有煤炭储量 9.69 亿吨,可采储量 5.09 亿吨,核定产能合计共 930 万吨/年,其中公司权益储量 6.48 亿吨,权益可采储量 3.41 亿吨,权益产能 617 万吨/年。

2010 年 4 月公司授权公司控股子公司山西省经坊煤业有限公司兼并重组长治市小煤矿,整合后形成山西长治经坊庄子河煤业有限公司和山西长治经坊镇里煤业有限公司两家孙公司,合计拥有 1.2 亿吨贫煤资源,核定产能合计 210 万吨/年,目前尚未投产,预计 2012 年将可投产,公司拥有权益储量 4642 万吨,权益产能 80 万吨/年。

2010 年 10 月公司通过定向增发预案,拟以募集资金收购集团 7 个整合煤矿,7 个煤矿资源以无烟煤和炼焦煤为主,合计拥有煤炭储量 6.94 亿吨,核定产能 870 万吨,其中公司拥有权益储量 4.2 亿吨,权益产能 560 万吨。

公司 2010 年煤炭产量 607 万吨,其中权益产量大约 380 万吨,公司拥有煤炭资源 10.89 亿吨,产能 1140 万吨/年,权益储量 6.94 亿吨,权益产能 697 万吨/年。若不考虑定向增发拟收购部分,公司煤矿全部达产后产量将较 2010 年增加 88%,权益产量将增加 83.4%。若考虑定向增发拟收购部分,公司煤炭储量将达到 17.83 亿吨,增长 63.7%,核定产能达到 2010 万吨/年,增长 76%,达产后产量将较 2010 年产量增长 231%,其中权益储量将达到 11.14 亿吨,增长 60.5%,权益产能达到 1257 万吨/年,增长 80%,达产后将较 2010 年权益产量增长 231%。考虑增发摊薄,增发后现股东拥有权益储量 8.45 亿吨,增长 21.8%,权益产能 954 万吨/年,增长 37%,达产后较 2010 年产量增长 151%。

公司成长空间较大,并以内生增长为主,确定性较强。集团资产注入存在一定的不确定性,但也已有预案,较其他企业的预期拥有更大的确定性。

2、中国神华

神华是国内最大的煤炭生产和销售企业,其煤电运一体化经营模式可有效抵御各方风险,且公司各项业务的盈利能力都在行业内处于领先水平,其煤炭资源以动力煤为主。

公司 10 年年报显示至 2010 年 12 月 31 日,公司拥有煤炭储量 175.32 亿吨,可采储量 114.73 亿吨,当年商品煤产量 22480 万吨。10 年 12 月公司发布公告拟以 87 亿元收购集团资产,其中包括包头矿业、神宝公司和柴家沟矿业,此三家矿业公司拥有资源量 37 亿吨,可采储量 24.28 亿吨,核定产能 2910 万吨/年,下属煤矿 2011 年达产。根据公司公告

该部分收购资产已于 2011 年 2 月 28 日完成交割并并表经营，由此公司资源量达到 212.32 亿吨，增加 21%，可采储量达到 139.01 亿吨，增加 21%，产能将达 25390 万吨/年，增长 13%。

公司 3 月 5 日发布公告称公司接到控股股东神华集团转来国家发展和改革委员会有关批准文件，文件同意将内蒙古新街台格庙矿区开发作为国家重点项目，整装配置给神华集团公司勘查开发。集团公司出于同业竞争等方面的考虑决定由中国神华上市公司开发该矿区。新街台格庙矿区的资源储量预计达到 130 亿吨，该矿区可建设成为年产亿吨商品煤的现代化矿区。由此公司资源量达到 342 亿吨，再增长 61%，若可采储量同比例增加将达到 224 亿吨，产能以 1 亿吨/年计将达到 3.5 亿吨，增涨约 40%。公司的长期成长性无忧。

3 月 19 日公司公告显示其进入蒙古 TAVANTOLGOI 煤田 TSANKHI 矿区西区块招标短名单，境外资源拓展以及集团其他可注入资产为公司的资源获取以及后续发展提供有力保障。

估值方面，公司 11 年 PE13.3 倍，在煤炭 A 股上市公司中最低，PB2.7 倍在煤炭 A 股上市公司中仅高于中煤能源，第二低。溢价率方面，即使公司盈利不增长，以 28 元股价计，其煤炭业务溢价率仅为 19%，在煤炭 A 股上市公司中最低，虽仍没有出现绝对低估现象，但极低的溢价率使得公司处于价值区间内，辅以较为确定的成长性为公司提供了较高的安全边际。

7.2 风险提示

煤价维持高位推动各煤矿加快产能释放，宏观经济增速回落幅度高于预期造成的供求缺口扩大致使煤价下跌的风险。

QE2 到期后暂停，造成美元反弹，但欧美经济复苏不及预期造成能源需求放缓导致国际能源价格下跌从而带动国内煤价下行的风险。

资源税改革加速以及人工成本上升过快提高煤炭企业成本降低其盈利能力的风险。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。