

推荐 (维持)

预计煤炭股估值波动上行，关注动力煤公司

2011年5月11日

煤炭行业2011年5月月报

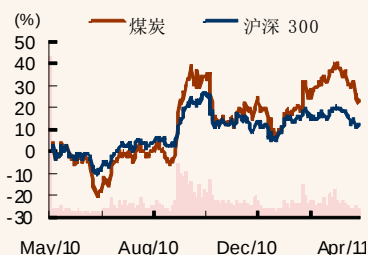
上证指数 2883

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	37	1.9
总市值 (亿元)	13530	5.2
流通市值 (亿元)	11069	5.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.7	-8.7	17.3
相对表现	-4.9	2.6	9.5



相关报告

1、《煤炭行业 2011 年二季度投资策略—调控影响下的估值并未充分反应煤价上涨预期》2011/4/6

2、《煤炭行业近期投资策略—关注动力煤公司和二季度业绩环比增长公司》2011/5/4

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

国际油价与煤价、煤炭股走势拟合较好，未来国际能源需求及价格虽在短期因素影响下可能继续波动，但总体将维持高位，未来煤炭股估值可能波动上行，建议关注动力煤公司和二季度环比正增长公司。

□ 国际油价与煤价、煤炭股走势拟合较好。我们对澳煤 BJ 价格与 Brent 原油价格，以及对国际油价和煤炭股指数走势进行拟合，走势方向一致。

□ 煤炭股估值可能波动上行，重点关注动力煤子行业。

➢ 石油和煤炭是全球最重要的能源保障，油价与煤价走势一致，主要是基于市场对未来能源需求的预期。预期能源需求紧张，其价格走高；预期能源需求减少，其价格走低。而资本市场则是对基本面预期提前反映，因此，煤炭股走势要领先于国际油价和煤价走势。

➢ 近期，在美元指数波动、游资获利回吐、中东局势依旧不明朗的情况下，国际油价大幅波动：5月5日，Brent 原油价格下跌 8.57%，到 110.8 美元/桶；6日继续下跌至 109 美元/桶；5月9日，则大幅反弹 6.2%至 115.9 美元/桶。原油等大宗商品大幅下跌主要是短期部分大宗商品出现超买，芝加哥商品交易所上调白银期货交易保证金额度，以及美联储将在 6 月份结束二次量化宽松政策等因素影响。

➢ 从国际环境看，中东和北非局势不明朗，供给面尚不确定的状况可能持续较长时间；而随着全球经济逐步走入复苏，能源需求逐步回升。因此，我们判断，能源需求及价格虽在短期因素影响下可能继续波动，但总体将维持高位。

□ 投资策略：

➢ 截至 5 月 10 日，我们重点跟踪的煤炭股平均估值 11 年 P/E 为 17.3 倍。在预期煤价上涨情况下，煤炭股估值至少应为 20 倍 P/E 以上，而在宏观调控影响下估值可能持续波动。未来一旦调控预期放松，煤炭股估值将有较大提升空间。维持对行业推荐投资评级。

➢ 建议关注动力煤公司，中国神华、兖州煤业，和二季度环比正增长公司，潞安环能、神火股份、兰花科创、昊华能源等。

□ 风险提示：宏观调控影响行业整体估值水平

重点公司主要财务指标

	股价	10E	11E	12E	11E	12E	PB	评级
西山煤电	23.49	0.84	1.30	1.71	18.1	13.7	5.3	强烈推荐-A
山煤国际	28.60	1.01	1.53	2.31	18.7	12.4	6.1	强烈推荐-A
冀中能源	42.31	2.07	2.75	3.29	15.4	12.9	3.8	强烈推荐-B
盘江股份	31.60	1.22	1.50	1.85	21.1	17.1	5.1	强烈推荐-A
昊华能源	53.95	1.92	2.87	3.20	18.8	16.9	4.2	强烈推荐-A
国阳新能	22.65	1.00	1.26	1.31	18.0	17.3	5.7	强烈推荐-A
潞安环能	58.06	2.99	3.71	4.11	15.6	14.1	5.0	强烈推荐-A
中国神华	27.79	1.87	2.10	2.51	14.9	13.2	2.7	强烈推荐-A
神火股份	23.92	1.10	1.50	1.51	21.7	15.9	5.3	强烈推荐-B
兰花科创	37.87	2.26	2.86	3.72	13.2	10.2	3.1	强烈推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、国际油价与煤价、煤炭股走势方向一致	4
1、国际油价与煤价走势	4
2、国际油价与煤炭股走势	5
3、煤炭股估值可能波动上行，重点关注动力煤子行业	5
二、上市公司盈利预测	7
附 1：煤炭供求分析	8
附 2：煤炭产量及增速	13
附 3：煤炭行业投资额及占比	15
附 4：下游行业产量及增速	16
附 5：煤炭运销数据	18
附 6：煤炭库存及天数	20
附 7：各煤种价格数据	22
附 8：煤炭进出口数据	25
附 9：上市公司盈利性及成长性比较	28

图表目录

表 1：煤炭股盈利预测及投资评级	7
表 2：煤炭月度供求测算	9
表 3：动力煤供求平衡表	10
表 4：炼焦煤供求平衡表	11
表 5：块煤供求平衡表	12
表 6：“三西”煤炭产量及增量及占比	14
图 1：澳煤 BJ 价格与 Brent 原有价格走势拟合	4
图 2：煤炭股指数走势与 Brent 原有价格拟合	5
附图 1：两组数据产量比较	13
附图 2：两组数据的产量累计增速	13
附图 3：三类煤矿产量占比	14
附图 4：三类煤矿产量增速比较	14
附图 5：煤炭行业投资额及累计增速	15
附图 6：煤炭行业投资占全国城镇固投比例	15
附图 7：煤炭及下游产量月度累计增速	16
附图 8：火电月度产量及月度累计增速	16
附图 9：生铁月度产量及累计增速	16
附图 10：钢材月度产量及累计增速	16
附图 11：水泥月度产量及累计增速	17
附图 12：焦炭月度产量及累计增速	17
附图 13：合成氨月度产量及累计增速	17
附图 14：化肥月度产量及累计增速	17
附图 17：铁路月度日均装车及累计增长	18
附图 18：铁路月度运量及累计增长	18
附图 19：煤炭产量增长与煤炭铁路运量增长比较	18
附图 20：重点港口煤炭运输及累计增长	19
附图 21：港口运量及铁路运量增速比较	19
附图 22：煤炭社会库存	20
附图 23：煤炭社会库存天数	20

附图 24: 重点港口库存天数	20
附图 25: 秦皇岛存煤天数	20
附图 26: 直供电厂存煤量	21
附图 27: 直供电厂存煤天数	21
附图 28: 冶金行业库存量	21
附图 29: 大同动力煤坑口价格走势	22
附图 30: 太原、兴县动力煤坑口价格走势	22
附图 31: 古交焦煤坑口价走势	22
附图 32: 临汾焦煤坑口价走势	22
附图 33: 阳泉、长治喷吹煤价格走势	23
附图 34: 晋城、阳泉无烟中块煤价格走势	23
附图 35: 秦皇岛煤炭价格走势	23
附图 36: 秦皇岛煤价走势与库存拟合	23
附图 37: 澳大利亚 BJ 现货价格	24
附图 38: BJ 现货与秦皇岛价格比较	24
附图 39: 月度煤炭进出口量	25
附图 40: 各煤种月度进口数量	25
附图 41: 各煤种进口价格	26
附图 42: 各煤种出口数量	26
附图 43: 各煤种出口价格	27
附表 1: 煤炭上市公司盈利性比较	28
附表 2: 上市公司费用率比较	29
附表 3: 煤炭上市公司成长性指标	30
附表 4: 主要上市公司价格及单位净利	32
附表 5: 上市公司及集团产量对比	32

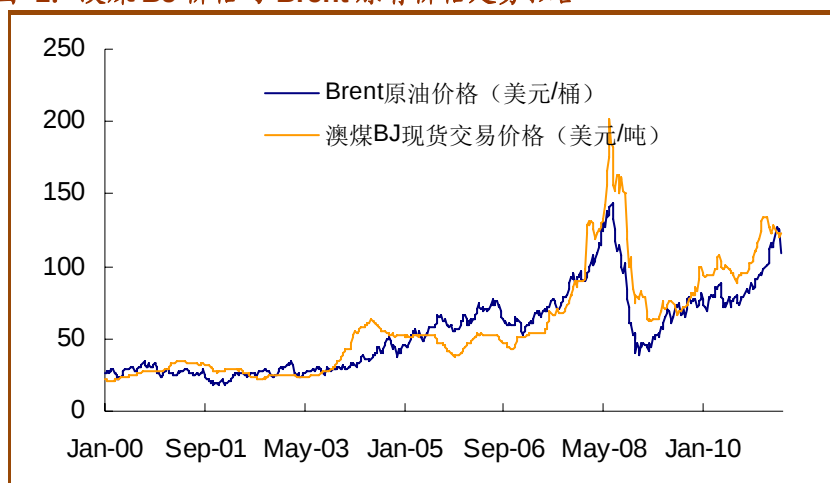
一、国际油价与煤价、煤炭股走势方向一致

1、国际油价与煤价走势

我们对 2000 年以来的澳煤 BJ 价格与 Brent 原油价格进行拟合，在大的趋势方向上基本一致，不过原油价格走势领先于煤价。

- 2000-2008 年 7 月初上涨阶段：煤价和油价从 2000 年开始上涨，中间虽有波折，但大的趋势是向上。
- 2008 年 7 月油价和煤价都达到历史高点，油价先于煤炭价格：Brent 原油价格 7 月 11 日达到 144.49 美元的高点，而澳煤 BJ 价格在 7 月 3 日达到 190.95 美元/吨的高点。秦皇岛煤价于 7 月 21 日见高点 1010 元/吨。
- 2008 年 7-2009 年 3 月份，下跌趋势中，油价先于煤价见底一个月，Brent 和 NYMEX 油价于 09 年 2 月 20 日见底 49.62 美元/吨和 48.9 美元/吨，而煤价于 09 年 3 月 19 日见底 61.9 美元/吨。而秦皇岛煤价于 09 年 2 月底见底 565 元/吨，盘整了将近 2 个月，于 4 月 13 日开始上涨。
- 2009 年 3 月-10 年 5 月，上涨趋势中，油价先于煤价达到高点。Brent 和 NYMEX 油价于 10 年 4 月 23 日和 4 月 24 日达到阶段性高点 87.21 美元/吨和 86.22 美元/吨，而澳煤 BJ 价格于 5 月 6 日达到 108.6 美元/吨的高点，秦皇岛煤价于 5 月 17 日达到 765 元/吨的高点。
- 10 年 5 月—10 年 8 月，下跌趋势中：Brent 和 NYMEX 油价于 10 年 8 月 20 日触底 74.33 美元/吨和 73.45 美元/吨，澳煤 BJ 价格于 8 月 19 日触底 88.7 美元/吨，秦皇岛煤价仍然处于下跌趋势中。
- 10 年 8 月至 11 年 4 月：受到中东、北非局势不稳定影响，油价和煤价持续上涨中。
- 11 年 5 月份以来，受美元升值等影响，油价和煤价开始走低。

图 1：澳煤 BJ 价格与 Brent 原有价格走势拟合



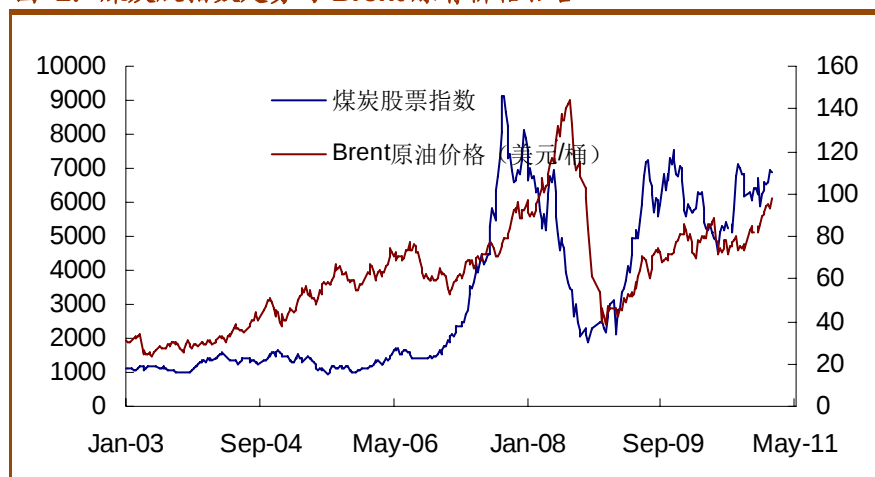
资料来源：招商证券研发中心整理

2、国际油价与煤炭股走势

对国际油价和煤炭股指数走势进行拟合，两者走势方向也是一致的。在 09 年以前，煤炭股走势领先于国际煤价的趋势非常明显，而 09 年以来两者走势逐渐同步。

- 2000 年~2006 年 12 月，煤炭股指数及国际油价走势相对平稳。
- 2007 年起煤炭股开始迅速上涨，到 9 月份达到历史高点，而随后，国际油价也从 07 年 2 月份开始上涨，到 08 年 7 月份达到历史高点。
- 2007 年 9 月份到 2008 年 10 月，煤炭股指数急剧下跌，国际油价也自 2008 年 8 月到 2009 年 2 月大幅下挫。
- 2008 年底 2009 年初至今，煤炭股和国际油价波动上行。

图 2：煤炭股指数走势与 Brent 原有价格拟合



资料来源：招商证券研发中心整理

3、煤炭股估值可能波动上行，重点关注动力煤子行业

石油和煤炭是全球最重要的能源保障，油价与煤价走势一致，主要是基于市场对未来能源需求的预期。预期能源需求紧张，其价格走高；预期能源需求减少，其价格走低。

而资本市场则是对基本面预期提前反映，因此，煤炭股走势要领先于国际油价和煤价走势。

近期，在美元指数波动、游资获利回吐、中东局势依旧不明朗的情况下，国际油价大幅波动：5 月 5 日，Brent 原油价格下跌 8.57%，到 110.8 美元/桶；6 日继续下跌至 109 美元/桶；5 月 9 日，则大幅反弹 6.2% 至 115.9 美元/桶。原油等大宗商品大幅下跌主要是短期部分大宗商品出现超买，芝加哥商品交易所上调白银期货交易保证金额度，以及美联储将在 6 月份结束二次量化宽松政策等因素影响。

从整体趋势看，大宗商品上升趋势并未结束。美联储将资产负债表维持在 3 万亿美元的水平，基准利率仍然接近零，这将使美元继续疲软，从而推高大宗商品价格。

从国际环境看，中东和北非局势不明朗，供给面尚不确定的状况可能持续较长时间；而随着全球经济逐步走入复苏，能源需求逐步回升。因此，我们判断，能源需求及价格虽

在短期因素影响下可能继续波动，但总体将维持高位。

从国内看，煤炭市场淡季不淡，近两个月中转地煤价连续上涨，而下游需求仍然旺盛，南方许多电厂的库存水平远低于警戒线，随着夏季用煤高峰期的临近，需求将进一步增加，预计煤价上涨趋势将持续。

截至5月10日，我们重点跟踪的煤炭股平均估值11年P/E为17.3倍。在预期煤价上涨情况下，煤炭股估值至少应为20倍P/E以上，而在宏观调控影响下估值可能持续波动。未来一旦调控预期放松，煤炭股估值将有较大提升空间。维持对行业推荐投资评级。

建议关注动力煤公司（淡季煤价上涨，旺季来临后电荒将呈扩大之势）和二季度环比正增长公司：

- 动力煤公司首选中国神华，其次兖州煤业。
- 关注二季度业绩环比增长公司：潞安环能、神火股份、兰花科创、昊华能源、中国神华等动力煤公司。

二、上市公司盈利预测

表 1: 煤炭股盈利预测及投资评级

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			PEG	每股净 资产 (元)	PB (×)
		10E	11E	12E	10E	11E	12E			
A 股										
炼焦煤类										
西山煤电	23.81	0.84	1.30	1.71	28.3	18.3	13.9	0.9	4.5	5.3
盘江股份	32.00	1.22	1.50	1.85	26.2	21.3	17.3	1.3	6.2	5.1
冀中能源	42.31	2.07	2.75	3.29	20.4	15.4	12.9	1.2	11.1	3.8
平煤股份	18.44	1.02	1.26	1.28	18.1	14.6	14.4	2.3	5.6	3.3
永泰能源	24.87	0.41	1.17	1.91	60.3	21.3	13.0	0.9	8.7	2.9
平均	28.29	1.11	1.60	2.01	30.68	18.2	14.3	1.3	7.2	4.1
喷吹煤类										
国阳新能	22.93	1.00	1.26	1.31	22.9	18.2	17.5	2.1	4.0	5.8
潞安环能	59.17	2.99	3.71	4.11	19.8	15.9	14.4	1.3	11.6	5.1
平均	41.05	2.00	2.49	2.71	21.4	17.1	16.0	1.7	7.8	5.4
动力煤类										
中国神华	28.08	1.87	2.10	2.51	15.0	13.4	11.2	1.4	10.3	2.7
国投新集	13.46	0.68	0.73	0.94	19.8	18.4	14.3	1.2	3.8	3.5
恒源煤电	38.27	2.17	2.56	2.61	17.6	14.9	14.7	2.7	13.3	2.9
中煤能源	10.32	0.52	0.64	0.71	19.8	16.1	14.5	1.2	5.5	1.9
兖州煤业	32.51	1.83	2.07	2.29	17.8	15.7	14.2	1.9	8.0	4.0
大同煤业	18.39	0.65	0.81	0.85	28.3	22.7	21.6	1.7	5.8	3.2
昊华能源	29.69	1.01	1.53	2.31	29.4	19.4	12.9	0.7	4.7	6.4
山煤国际	55.67	1.92	2.87	3.20	29.0	19.4	17.4	1.5	12.7	4.4
大有能源	33.01	1.73	2.14	2.30	19.8	16.0	14.9	2.0	10.3	3.2
平均	28.82	1.38	1.72	1.97	21.8	17.3	15.1	1.6	8.3	3.6
一体化公司										
神火股份	24.45	1.10	1.50	1.51	22.2	16.3	16.2	1.6	4.5	5.4
兰花科创	38.57	2.26	2.86	3.72	17.1	13.5	10.4	0.6	12.1	3.2
开滦股份	17.49	0.70	0.76	0.88	25.0	23.0	19.9	1.9	4.9	3.6
煤气化	25.99	0.46	0.50	1.32	56.5	52.0	19.7	0.9	5.8	4.5
平均	26.84	1.35	1.71	2.04	21.4	17.6	15.5	1.4	7.2	4.1
A 股平均	29.47	1.32	1.70	2.03	22.3	17.3	14.5	1.2	7.5	3.7

资料来源：招商证券研发中心整理

附 1：煤炭供求分析

1、总体供求分析及预测

(1) 供给略小于需求，整体供需略微偏紧

3 月份，煤炭表观消费量 2.9 亿吨，同比下降 2.2%，其中：

- 煤炭产量 2.8 亿吨，同比增长 0.1%；
- 进口 905 万吨，出口 259 万吨，净进口 646 万吨；

总耗煤量合计约为 3 亿吨，同比增长 12%：

- 下游四大行业耗煤量合计 2.5 亿吨，同比增长 12.1%：火电、生铁、水泥和合成氨产量分别 3232 亿千瓦时、5475 万吨、1.65 亿吨 443 万吨，分别同比增长 12.7%、5.6%、29.8%和-2%，四大行业耗煤合计 2.5 亿吨，同比增长 12%。
- 其他行业耗煤量大约为 5000 万吨。

3 月煤炭供求基本平衡，供给量小于需求量大约 1700 万吨。

(2) 预计 5、6 月份偏紧将持续

虽处传统煤炭消费淡季，煤炭供求仍然偏紧，价格更是连续走高，5、6 月份偏紧的状况将持续：

- 经济增长势头强劲，煤炭主要下游行业预计保持较快增速，需求旺盛；
- 10 年底完成十一五节能降耗目标后，对部分高耗能企业拉闸限电放松，这些企业耗电、耗煤增加；
- 高企的国际煤价将使进口水平难有大幅提升，东部沿海地区部分原进口需求转向国内，增加国内煤炭消耗；
- 气温不断升高，夏季用煤高峰临近，南方部分电厂库存水平低，已经开始为迎峰度夏积极补库存。
- 而在供给方面，内蒙和陕西两大重要的产煤省正在进行大规模的资源整合和兼并重组，产量必然受影响。

因此，在需求旺盛，而供给释放受影响的情况下，5、6 月份供求偏紧的状况可能持续。

表 2: 煤炭月度供求测算

	201008	201009	201010	201011	201012	201102	201103
煤炭月度产量 (万吨)	29829	33876.574	28945.24	29946.646	32854.45	21270	28000
产量增速	17.0%	28.7%	6.0%	3.6%	17.3%	3.1%	0.1%
出口量 (万吨)	170	185.75	120.7	127.9	145	175.8	258.8
进口量 (万吨)	1326	1532	1232.46	1388.46	1734	676	904.6
净进口 (万吨)	1156	1346	1112	1261	1589	500	646
表观消费量 (万吨)	30985	35223	30057	31207	34443	21770	28646
火电量	2951	2601	2563	2790	3041	2624	3232
火电月度增速	9.9%	2.0%	-0.6%	0.5%	0.7%	13.7%	12.7%
生铁产量 (万吨)	4884	4570	4682	4692	5051	5051	5475
生铁月度增速	-0.90%	-0.60%	-7.00%	3.00%	10.00%	10.00%	5.6%
水泥产量 (万吨)	16780	17046	17030	17658	16966	8814	16456
水泥月度增速	12.8%	10.3%	10.5%	17.3%	16.4%	12.4%	29.8%
合成氨产量 (万吨)	393	366	379	386	411	401	443
合成氨月度增速	-6.6%	-12.9%	-13.7%	-9.4%	6.0%	-0.2%	-2.0%
火电耗煤 (万吨)	14460	12744	12557	13669	14900	12858	15837
生铁耗煤 (万吨)	4786	4479	4588	4598	4572	4950	5365
水泥耗煤 (万吨)	3859	3921	3917	4061	3902	2027	3785
合成氨耗煤 (万吨)	330	307	318	324	345	336	372
四大行业耗煤合计 (万吨)	23435	21451	21380	22653	23719	20172	25359
其他行业耗煤 (万吨)	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
总耗煤量合计 (万吨)	28435	26451	26380	27653	28719	25172	30359
供给-需求 (万吨)	2550	8772	3677	3554	5725	-3401	-1713
社会库存 (万吨)	20647	20863	21053	20951	20631		
库存变化 (万吨)	-888	216	190	-102	-320		
秦皇岛 5500 大卡的煤价 (元/吨)	725	720	745	815	790	780	825
煤价变化 (元/吨)	5	-5	25	70	-25	-10	45

资料来源: 中国煤炭资源网、国家统计局注: 数据皆使用月度数据

2、动力煤供求分析及预测

(1) 淡季供求紧张, 价格持续上涨

动力煤产量基本没有增长, 进口水平较前两月再度下滑, 有效供给同比减少, 供给紧张加剧; 而需求保持较高增速, 且增速环比进一步提高。动力煤供需矛盾突出, 价格持续拉高。

3 月份, 动力煤有效供给量 2.14 亿吨, 同比下降 1.5%, 其中:

- 动力煤产量 2.13 亿吨, 同比增长 0.07%;
- 进口 174 万吨, 出口 129 万吨, 净进口 45 万吨;

动力煤总需求量约为 2.4 亿吨, 同比增长 13.6%:

- 火电、生铁、水泥和合成氨动力煤消耗量分别为 1.6 亿吨、838 万吨、4848 万吨和 239 万吨, 四大行业耗煤合计 2.2 亿吨, 同比增长 12.9%。
- 其他行业消耗动力煤量为 2230 万吨。

我们测算, 动力煤总需求量合计 2.4 亿吨, 供给小于需求 2667 万吨左右。

3、4 月份, 动力煤价格持续上涨:

- 山西地区坑口价普遍上涨 10 元/吨;

➤ 4月25日，秦皇岛5500大卡动力煤价格800元/吨，较3月初上涨20元/吨。

(2) 预计5、6月供求紧张进一步加剧，价格上涨趋势持续

在发改委设置煤炭产量天花板的情况下，供给面紧张的情况难有改善，加之山西、内蒙等产煤大省的资源整合和重组，预计动力煤产量增速将继续保持较低水平。进口方面，虽然近期国际煤价在美元强势反弹影响下有所回落，但仍处高位，进口量难有大幅增加。需求方面，下游主要行业保持稳定增长，煤炭需求旺盛可持续；同时，而随着气温升高，电厂迎峰度夏储煤可能提前开始。

因此，预计5、6月份动力煤市场供求紧张将进一步加剧，价格上涨趋势持续。

表3：动力煤供求平衡表

	201008	201009	201010	201011	201012	201102	201103
统计局原煤产量(万吨)	29829	33877	28945	29947	32854	24700	28000
动力煤产量(万吨)	22480	21115	21573	22192	22725	19924	21280
月度增速	20%	10%	9%	3%	12%	23%	0.07%
动力煤月度进口量(万吨)	938	1116	835	958	1189	478	174
月度进口增速	18%	162%	-6%	-2%	-8%	-63%	-66%
动力煤出口量(万吨)	156	177	111	123	133	122	129
动力煤月度有效供应量	23262	22054	22297	23027	23781	20280	21325
动力煤供应量月度增速	20%	11%	8%	6%	10%	17%	-1%
火电量(亿千瓦时)	2951	2601	2812	2821	3041	2624	3232
生铁(万吨)	4884	4570	4681	4692	4665	5051	5475
合成氨(万吨)	393	366	378.5	386.1	410	401	443
水泥(万吨)	16780	17046	17030	17658	16966	8814	16456
动力煤消耗量	20369	18658	19708	19947	20835	16447	21762
电力耗煤(万吨)	14460	12745	13779	13823	14901	12858	15837
冶金耗煤(万吨)	747	699	716	718	714	773	838
化工耗煤(万吨)	229	204	213	219	233	226	239
建材耗煤	4933	5010	5000	5187	4987	2590	4848
其他行业耗煤(万吨)	1983	1979	2004	2025	2096	2131	2230
动力煤消耗量合计	22352	20637	21712	21972	22931	18578	23992
供给-需求	910	1417	585	1055	850	1702	-2667
秦皇岛5500大卡的煤价	725	720	745	815	790	775	780
煤价变化	5	-5	25	70	-25	-5	5

资料来源：中国煤炭资源网、国家统计局注1：数据皆使用月度数据

3、炼焦煤供求分析及预测

(1) 需求增速稳定增长

3月份，焦煤下游主要行业保持较高增速，不过由于钢铁库存价高，钢价持续波动，焦煤价格走势相对稳定。

3月份，炼焦煤有效供给量4462万吨，同比增长4%，其中：

- 炼焦煤产量4256万吨，同比增长5.3%；
- 进口293万吨，出口87万吨，净进口206万吨；

炼焦煤总需求量约为 4900 万吨，同比增长 13%，供需缺口 1540 万吨。

炼焦煤价格：3~4 月以稳为主

3 月份炼焦煤主要产地价格均保持平稳，柳林、乡宁等前期涨幅较大的地区小幅走低。

（2）预计 5、6 月供求维持平衡

目前钢铁开工率维持较高水平，而需求方面，商品房开发积极性下降，保障房目前多处于筹建阶段，钢铁需求未有明显增加，预计这种态势仍将持续一段时间，焦煤需求难有改善，价格走势仍将较弱。

表 4：炼焦煤供求平衡表

	201008	201009	201010	201011	201012	201101	201102	201103
月度炼焦煤产量（万吨）	4526	4085	4179	4324	4250	4089	3159	4256
同比增长	-28.3	-36.4	-36.8	-34.4	-33.8	6.0	-1.3	5.3
炼焦煤月度进口（万吨）	388	417	398	431	545	558	199	293
炼焦煤月度出口量（万吨）	14	8	9	5	12	29	54	87
炼焦煤净进口（万吨）	374	409	389	426	533	529	145	206
炼焦煤有效供应量（万吨）	4900	4494	4568	4750	4783	4618	3304	4462
焦炭月度产量（万吨）	3140	3193	3196	3266	3420	3327	3223	3488
同比增长	55%	1.32	1.36	4.31	4.68	9.76	12.69	9.58
炼焦煤月度消费量（万吨）	4309	4406	4411	4523	4788	4660	4533	4813
供给-需求（万吨）	591	88	157	227	-5	-42	-1229	-351
临汾主焦煤价格（元/吨）	1400	1400	1430	1550	1550	1550	1650	1650
价格变化（元/吨）	-20	0	30	120	0	0	100	0

资料来源：中国煤炭资源网、国家统计局注 1：数据皆使用月度数据

4、块煤供求分析及预测

（1）供给受限，导致供求紧张

3 月份，块煤产量 763 万吨，同比增长 15.6%；消耗量合计 766 万吨，同比增长 14.1%。块煤供求基本平衡。

3 月份正值春耕季节，块煤供需两旺，供给需求均保持较高增速，供需基本平衡，块煤价格维持稳定。

（2）春耕过后，供求可能相对宽松

春耕过后，块煤需求逐步回落，而供给充足，供求关系可能相对宽松。

表 5: 块煤供求平衡表

	201008	201009	201010	201011	201012	201101	201102	201103
块煤月度产量 (万吨)	675	645	705	685	700	664	613	762
同比增长	5%	1%	9%	7%	9%	4%	4%	16%
下游产量								
合成氨月度产量 (万吨)	393	366	386	386	410	387	401	443.1
合成氨增速	-7%	-13%	-9%	-9%	-6%	-10%	0%	-2%
甲醇产量 (万吨)		146	137	146	146	130	144	182
甲醇增速			22%	28%	39%	1%	23%	28%
测算合成氨月度耗块煤 (万吨)	330	307	318	324	345	325	336	372.2
测算甲醇月度耗块煤 (万吨)			644	739	936	962	1211	254
化工月度耗块煤 (万吨)	523	506	573	598	636	591	621	680.34
其他行业耗块煤 (万吨)	80	91	98	153	164	148	147	85.65
块煤消耗合计 (万吨)	603	600	671	751	799	740	767	766
供给-需求 (万吨)	71	44	34	-66	-99	-75	-155	-4
阳泉中块车板含税价格 (元/吨)	940	940	980	1080	1080	1230	1230	1230
价格变化 (元/吨)	0	0	40	100	0	150	0	0

资料来源: 中国煤炭资源网、国家统计局注 1: 数据皆使用月度数据

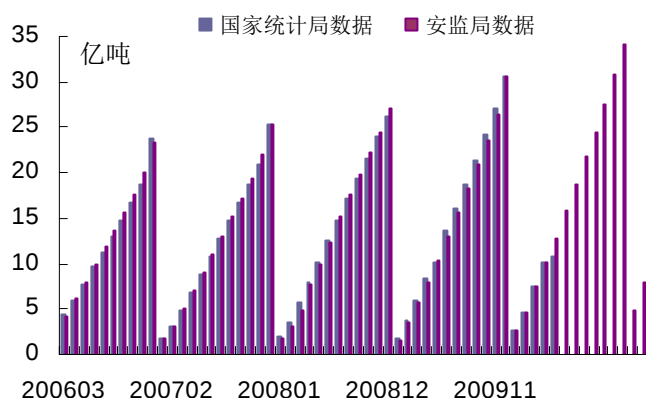
附 2：煤炭产量及增速

1、月度增速提升

3 月，全国煤炭产量为 2.8 亿吨，同比增长 0.1%。

前 3 月，累计产量为 7.92 亿吨，同比增长 8.3%，较 1~2 月 5.8% 的增速有所提高。

附图 1：两组数据产量比较



资料来源：中国煤炭资源网、国家统计局

附图 2：两组数据的产量累计增速



资料来源：中国煤炭资源网、国家统计局

2、国有重点煤矿产量占比仍有优势

(1) 国有重点累计产量增速稳定

10 年，国有重点煤矿产量 16.9 亿吨，同比增长 11.6%，增速较上期提高 1 个百分点，其约占煤炭累计总产量的 50%，仍是煤炭产量的主要来源。

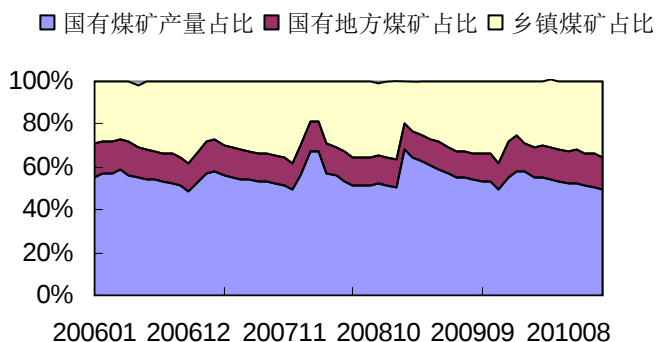
国有地方煤矿产量 5.2 亿吨，同比增长 41%，其占煤炭累计总产量比例稳定，约为 15%。

乡镇煤矿产量 12 亿吨，同比增长 3%，较上期 19% 的增速大幅下滑 16 个百分点，在煤炭总产量占比 35%。

(2) 乡镇煤矿月度增速波动较大

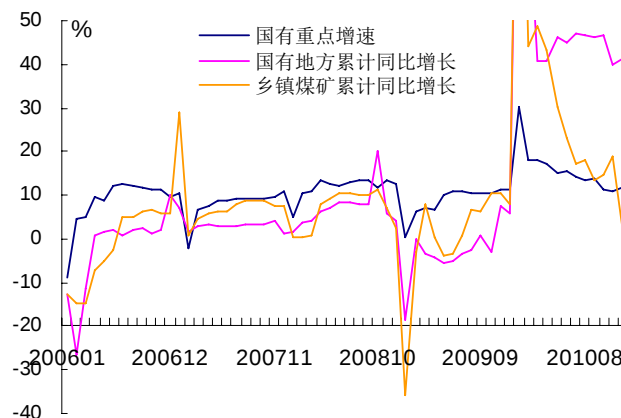
12 月份，国有重点煤矿产量增长 22.6%，较 11 月份的 7.1% 提升 15 个百分点；国有地方煤矿产量同比增幅则为 58%，较上月 -0.21% 的增速大幅提升 58 个百分点；乡镇煤矿月度产量 1.5 亿吨，同比下降 46%，较上月的 57% 大幅下滑。

附图 3: 三类煤矿产量占比



资料来源: 中国煤炭资源网

附图 4: 三类煤矿产量增速比较



资料来源: 中国煤炭资源网

3、三西煤炭产量贡献占比 70%

10 年,“三西”地区煤炭累计产量 17.8 亿吨,占全国煤炭总产量的 70%;累计增量 6.2 亿吨。

表 6: “三西”煤炭产量及增量及占比

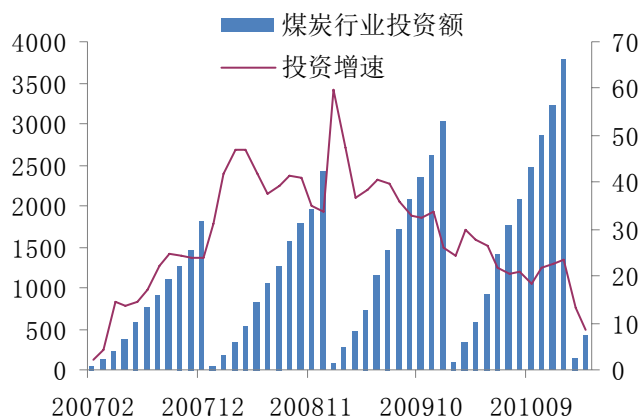
煤炭累计产量	201008	201009	201010	201011	201012
全国	217043	244644	274710	308468	341322
山西	37228	42633	48508	54805	74096
内蒙	34672	37903	44989	51063	78665
陕西	2826	21482	23658	26629	36083
神华集团	23271	26320	29463	32631	35696
中煤集团	9154	10312	11493	12643	15370
合计	107152	138650	158111	177771	239908
占比	49%	57%	58%	58%	70%
煤炭累计增量	201008	201009	201010	201011	201012
全国	30138	27602	30066	33758	32854
山西	4964	5404	5876	6297	19291
内蒙	6633	3231	7085	6074	27601
陕西	382	18655	2176	2971	9454
神华集团	3117	3048	3143	3168	3065
中煤集团	1124	1158	1180	1150	2727
合计	16219	31498	19461	19660	62138
占比	54%	114%	65%	58%	

资料来源: 中国煤炭资源网

附 3：煤炭行业投资额及占比

11 年前 3 月，煤炭行业固定资产投资 404 亿元，同比增长 8.4%。煤炭固定资产投资额占全国城镇固定资产投资比例约为 1.2%。

附图 5：煤炭行业投资额及累计增速



资料来源：国家统计局

附图 6：煤炭行业投资占全国城镇固投比例



资料来源：国家统计局

附 4：下游行业产量及增速

11 年前 3 月，全国火力发电量累计 9006.5 亿千瓦时，同比增长 10.6%。3 月份火电发电量 3232.4 亿千瓦时，同比增长 12.7%。

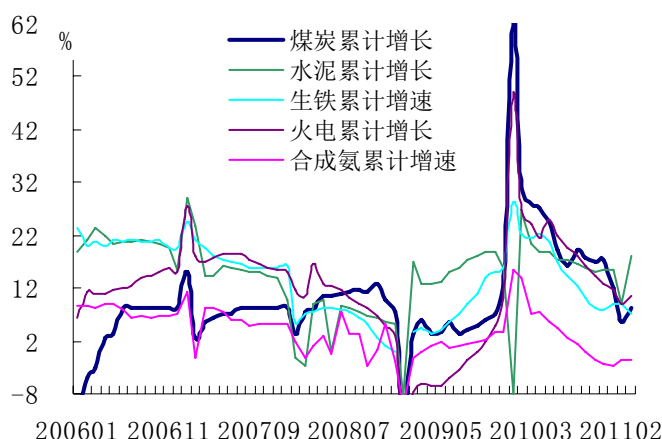
11 年前 3 月，冶金行业生铁产量 1.59 亿吨，同比增长 7%；粗钢产量 1.7 亿吨，同比增长 8.7%；钢材产量 2.1 亿吨，同比增长 13.7%。3 月单月产量，生铁 5474.7 万吨，同比增长 5.6%；粗钢 5942 万吨，同比增长 9%；钢材产量 7602 万吨，同比增长 13.7%。

11 年前 3 月，焦炭产量 1 亿吨，同比增长 12.6%。3 月单月产量为 3488 万吨，同比增长 13.3%。

11 年前 3 月，建材行业水泥产量 3.7 亿吨，同比增长 18.1%。3 月水泥月度产量为 1.65 亿吨，同比增长 29.8%。

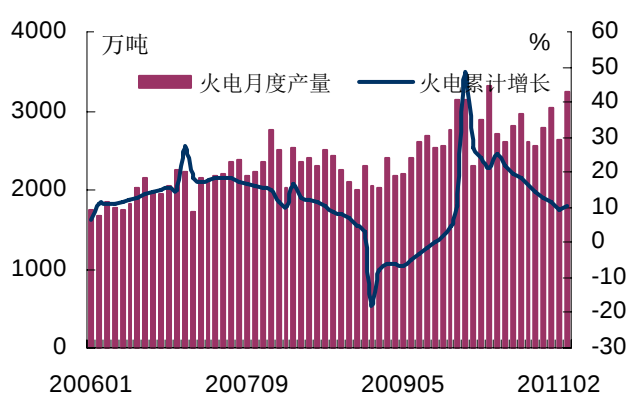
11 年前 3 月，化工行业化肥产量为 1443 万吨，同比增长 6%。3 月化肥月度产量为 547.4 万吨，同比增长 7.7%。

附图 7：煤炭及下游产量月度累计增速



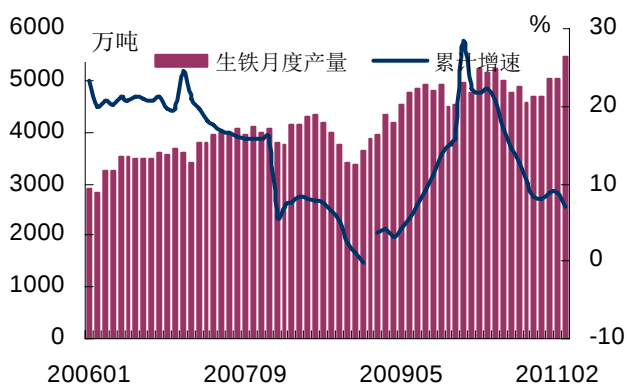
资料来源：国家统计局

附图 8：火电月度产量及月度累计增速



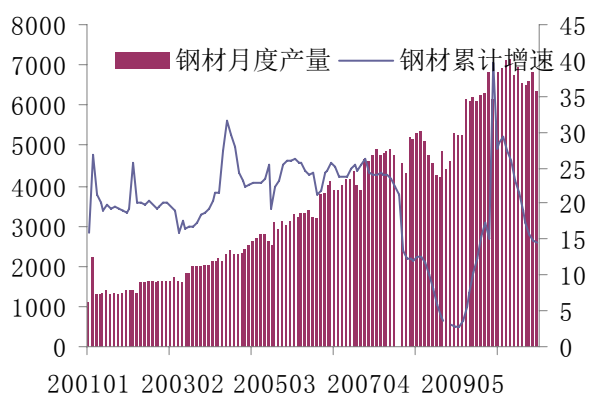
资料来源：国家统计局

附图 9：生铁月度产量及累计增速



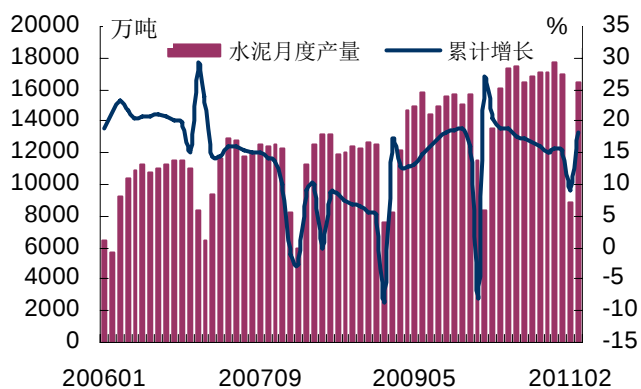
资料来源：国家统计局

附图 10：钢材月度产量及累计增速



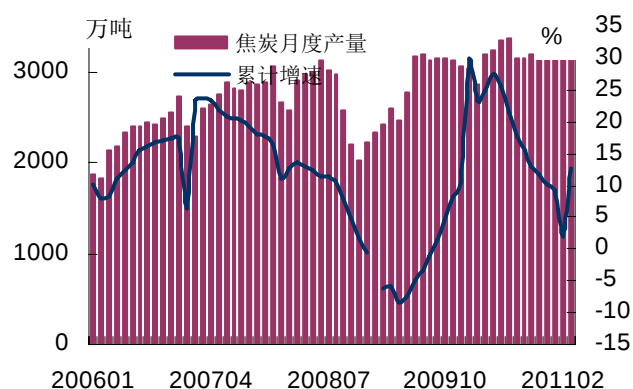
资料来源：国家统计局

图 11: 水泥月度产量及累计增速



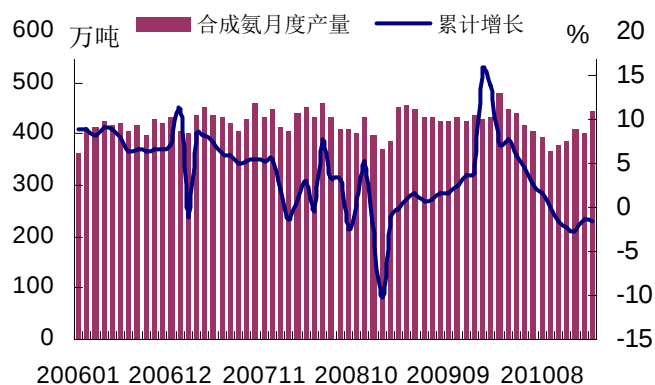
资料来源：国家统计局

附图 12: 焦炭月度产量及累计增速



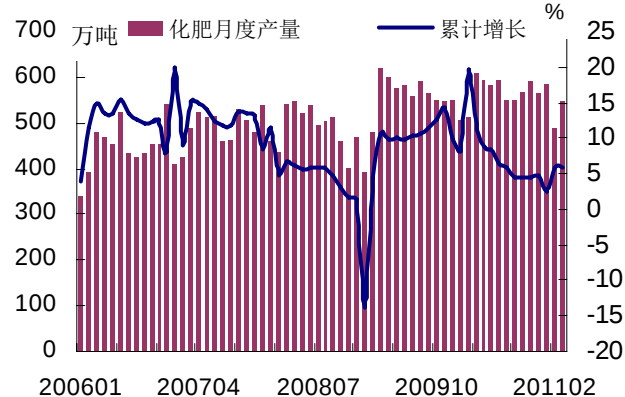
资料来源：国家统计局

附图 13: 合成氨月度产量及累计增速



资料来源：国家统计局

附图 14: 化肥月度产量及累计增速



资料来源：国家统计局

附 5：煤炭运销数据

1、国有重点煤矿销量高速增长

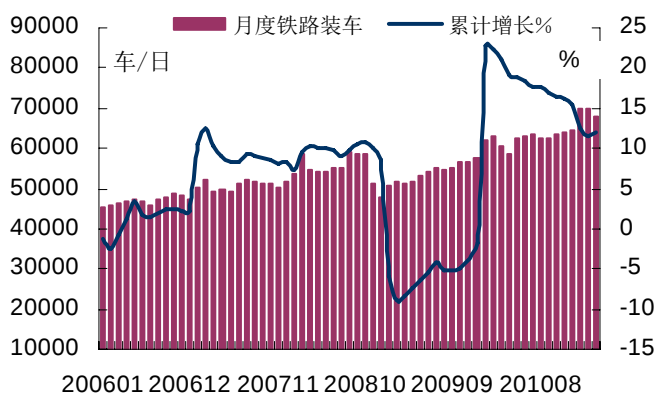
11 年 3 月，全国国有重点煤矿销售 1.7 亿吨，同比增长 29.2%。

2、铁路装车、运量同比稳定增长

11 年前 3 月，铁路累计日均装车为 6.9 万车，同比增长 11.9%。煤炭铁路运量 4.2 亿吨，同比增长 12.8%。

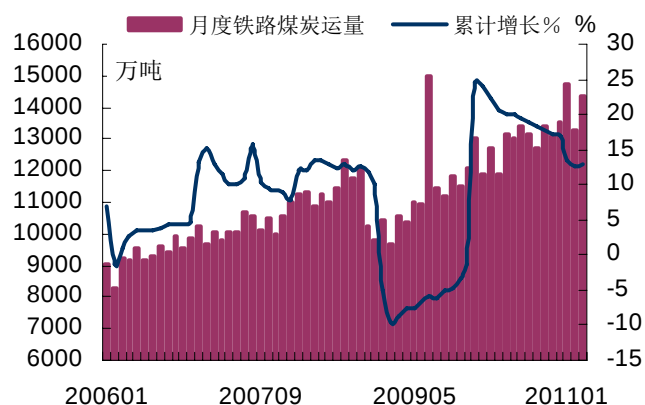
3 月份，铁路月度日均装车 6.8 万车，同比增长 12.5%。煤炭铁路运量 1.43 亿吨，同比增长 13.1%。

附图 15：铁路月度日均装车及累计增长



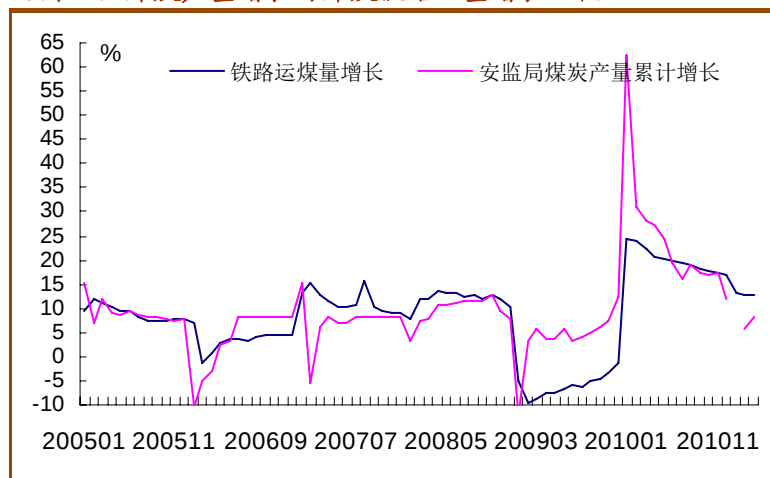
资料来源：中国煤炭资源网

附图 16：铁路月度运量及累计增长



资料来源：中国煤炭资源网

附图 17：煤炭产量增长与煤炭铁路运量增长比较



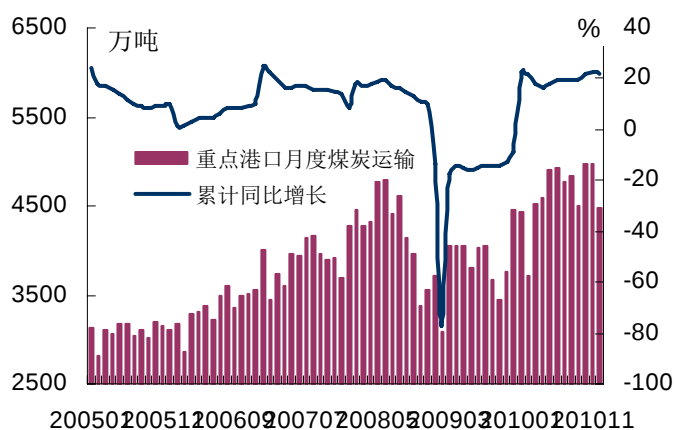
数据来源：中国煤炭资源网

3、港口运量快速增长

10 年，重点港口煤炭运输 5.6 亿吨，同比增长 21.5%，较上期增速略有下降。其中，内贸煤运量 5.4 亿吨，同比增长 24%，外贸煤运量 1810 万吨，同比增长 25%。

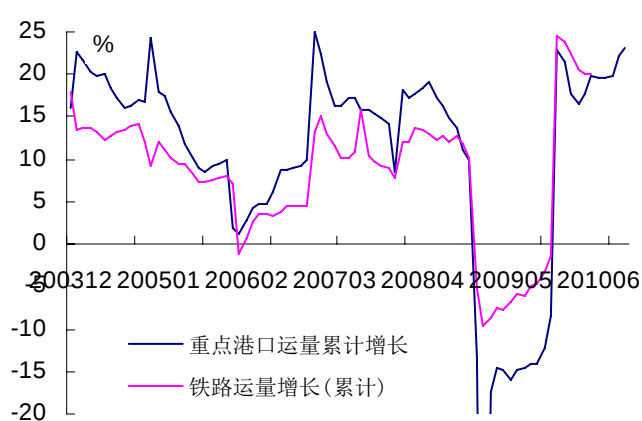
12 月份，重点港口月度运量 4484 万吨，同比增长 6.6%，较 11 月份增速下降 26 个百分点。其中，内贸煤运量 4358 万吨，同比增长 12.8%；外贸煤运量 126 万吨，同比下降 63%。

附图 18：重点港口煤炭运输及累计增长



资料来源：中国煤炭资源网

附图 19：港口运量及铁路运量增速比较



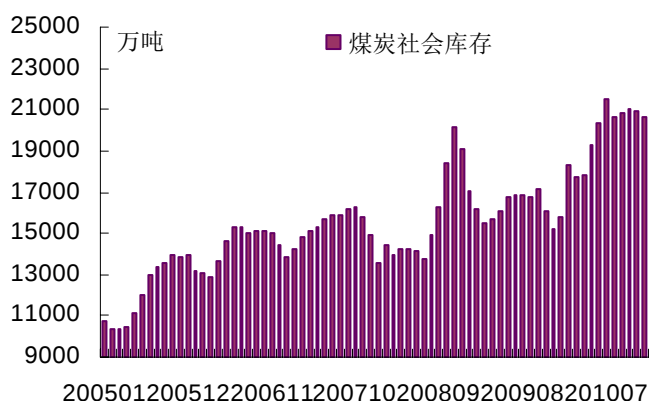
资料来源：中国煤炭资源网

附 6：煤炭库存及天数

1、社会库存

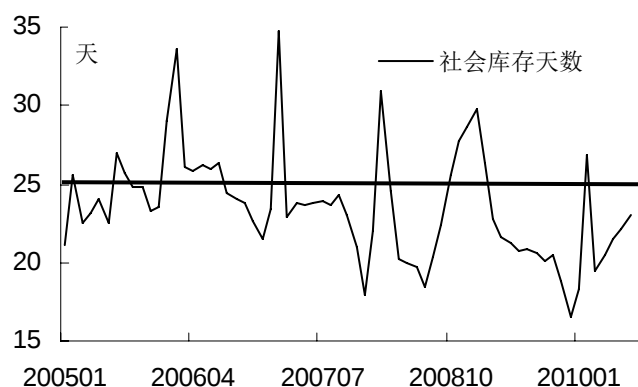
截至 10 年底，煤炭社会库存 2.1 亿吨，较 11 月底略有下降。

附图 20：煤炭社会库存



资料来源：中国煤炭资源网

附图 21：煤炭社会库存天数

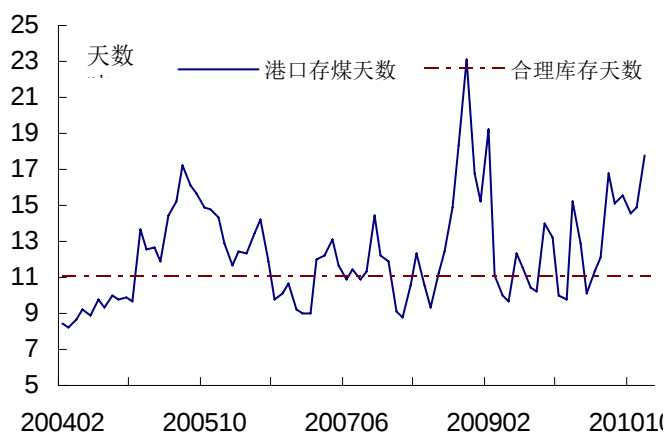


资料来源：中国煤炭资源网

2、港口库存水平较高

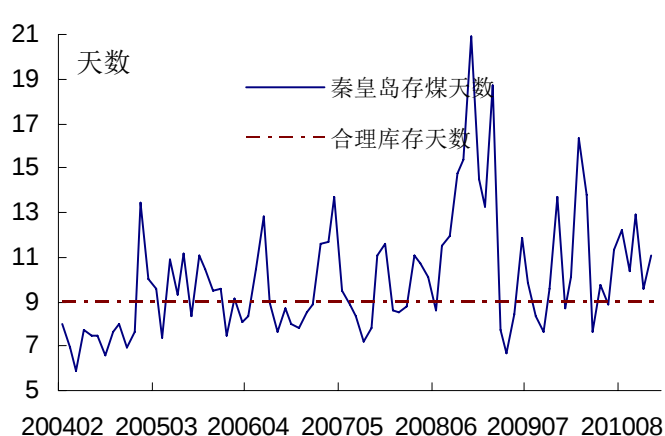
截至 10 年底，我国重点港口库存 2565 万吨，库存天数 17.8 天，高于 11 天的正常水平；秦皇岛库存 701 万吨，库存天数 11.1 天，高于 9 天的合理水平。

附图 22：重点港口库存天数



资料来源：中国煤炭资源网

附图 23：秦皇岛存煤天数



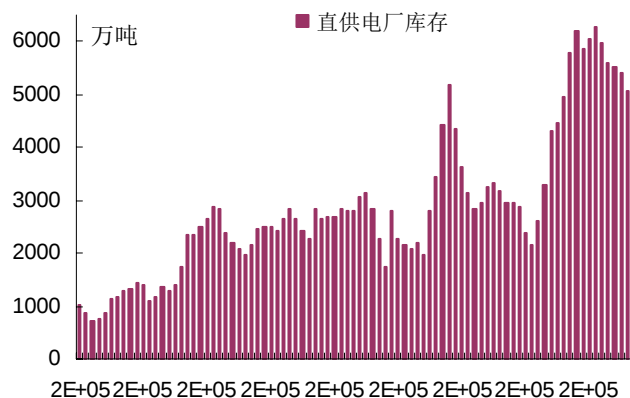
资料来源：中国煤炭资源网

3、电力库存持续下降

截至 11 年 3 月底，直供电厂库存为 5072 万吨，较 2 月底的 5386 万吨减少 314 万吨 (-5.8%)，这已经是电厂库存连续第 5 个月下降。

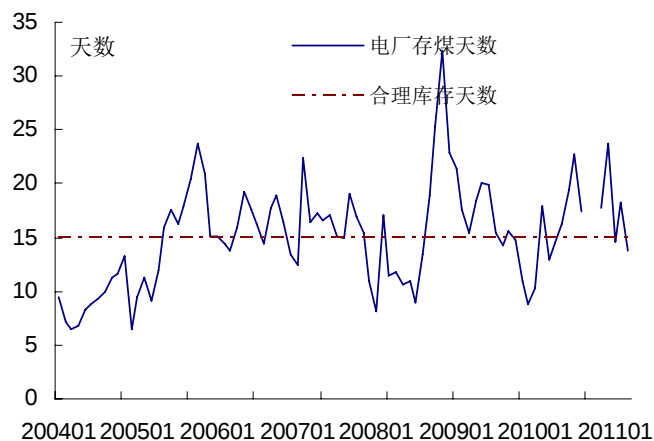
3 月份，直供电厂耗煤量为 11414 万吨，电厂存煤天数为 13.8 天，较 2 月的 18.4 天下降 4.5 天，已经低于 15 天的合理库存天数。

附图 24：直供电厂存煤量



资料来源：中国煤炭资源网

附图 25：直供电厂存煤天数

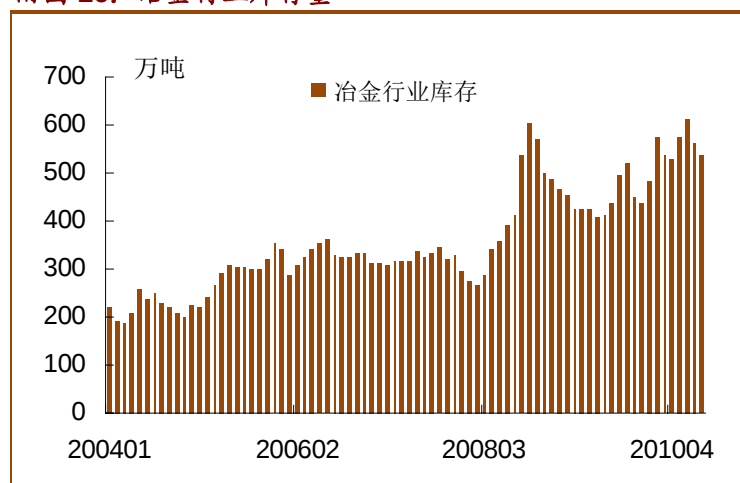


资料来源：中国煤炭资源网

4、冶金行业耗煤增加

3 月份，冶金企业耗煤 5365 万吨，较 2 月份增加 415 万吨。

附图 26：冶金行业库存量



资料来源：中国煤炭资源网

附 7：各煤种价格数据

1、坑口价

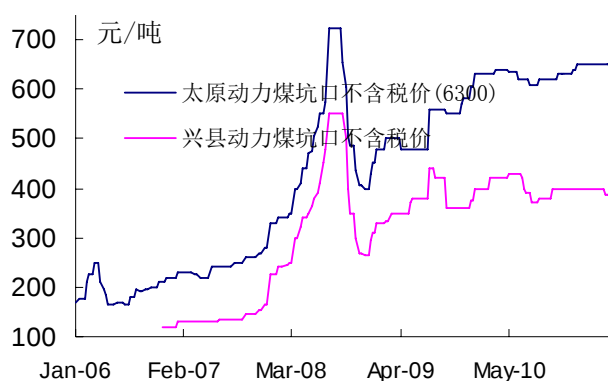
(1) 动力煤

5月9日，大同动力煤坑口价格为630元/吨，较4月同期上涨10元/吨。

太原动力煤坑口价650元/吨，与4月同期持平。

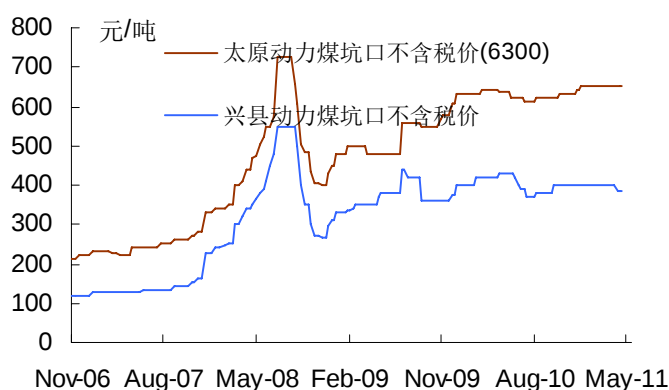
兴县动力煤坑口价385元/吨，与4月同期下降15元/吨。

附图 27：大同动力煤坑口价格走势



数据来源：中国煤炭资源网

附图 28：太原、兴县动力煤坑口价格走势



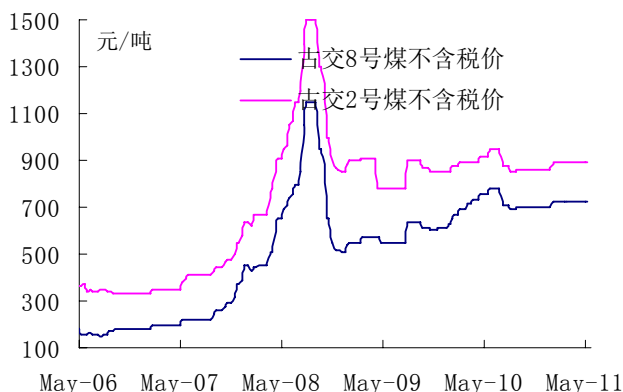
数据来源：中国煤炭资源网

(2) 炼焦煤

5月9日，古交8#和2#焦煤坑口不含税价分别为725元/吨和890元/吨，与4月同期持平。

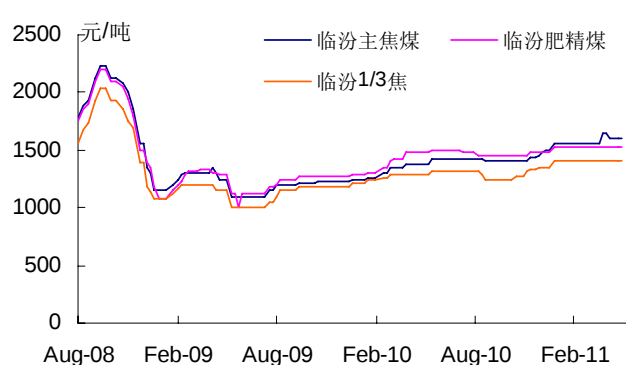
乡宁主焦煤坑口不含税价860元/吨，较4月同期持平。

附图 29：古交焦煤坑口价走势



数据来源：中国煤炭资源网

附图 30：临汾焦煤坑口价走势



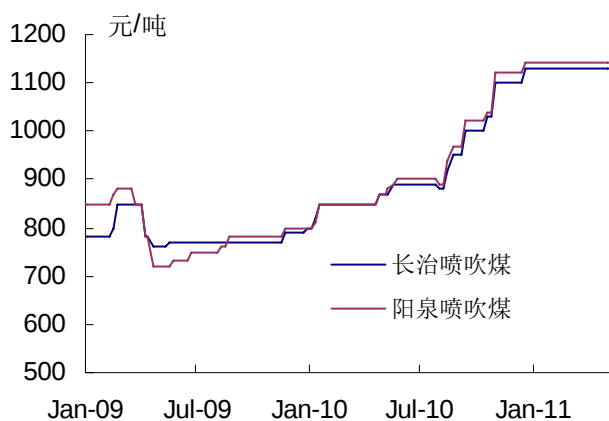
数据来源：中国煤炭资源网

(3) 无烟煤

5月9日，阳泉无烟煤末煤价格为780元/吨，与4月持平。

晋城无烟煤坑口价（不含税）850元/吨，与4月持平。

附图 31：阳泉、长治喷吹煤价格走势



数据来源：中国煤炭资源网

附图 32：晋城、阳泉无烟中块煤价格走势



数据来源：中国煤炭资源网

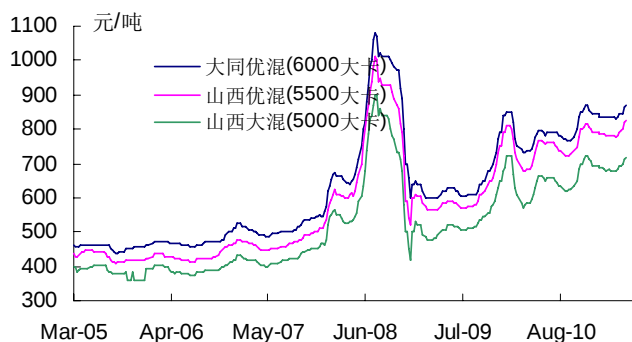
2、秦皇岛价格

5月9日，中转地秦皇岛大同优混(6000大卡)价格为870元/吨，较4月同期上涨35元/吨。

山西优混(5500大卡)价格为825元/吨，较4月同期上涨45元/吨。

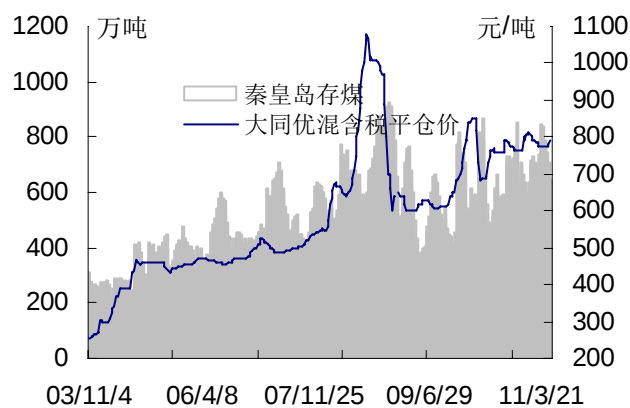
山西大混(5000大卡)价格为715元/吨，较4月同期上涨30元/吨。

附图 33：秦皇岛煤炭价格走势



数据来源：中国煤炭资源网

附图 34：秦皇岛煤价走势与库存拟合



数据来源：中国煤炭资源网

3、澳煤 BJ 价格走势

5月3日，澳大利亚 BJ 现货价格为 122.6 美元/吨。

与山西优混秦皇岛港口平仓价 820 元/吨相比，澳煤 BJ 价格低于国内 26 元/吨。

附图 35：澳大利亚 BJ 现货价格



数据来源：中国煤炭资源网

附图 36：BJ 现货与秦皇岛价格比较

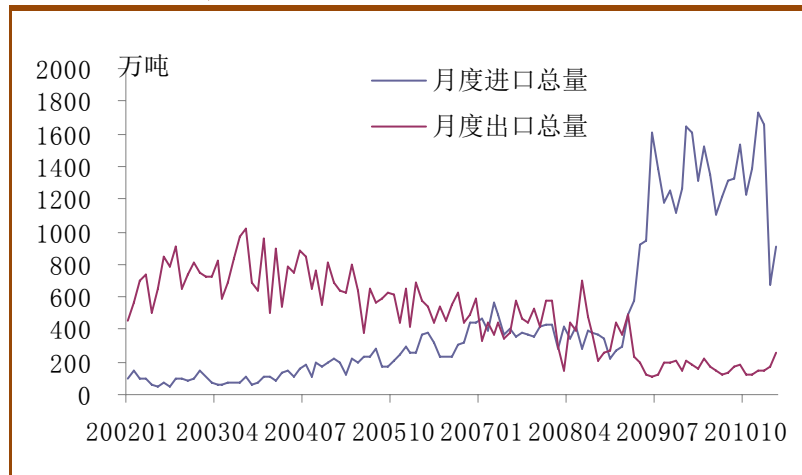


数据来源：中国煤炭资源网

附 8：煤炭进出口数据

11 年前月，我国煤炭进口 3237 万吨，出口 578 万吨，煤炭净进口 2659 万吨。

附图 37：月度煤炭进出口量



数据来源：中国煤炭资源网

1、煤炭进口分析

(1) 各煤种进口数量

3 月份动力煤进口维持低位，冶金煤和无烟煤进口增加较多。11 年前 3 月，我国进口煤炭 3237 万吨，其中 3 月份进口 905 万吨，较 2 月份的 676 万吨增加 229 万吨。其中：

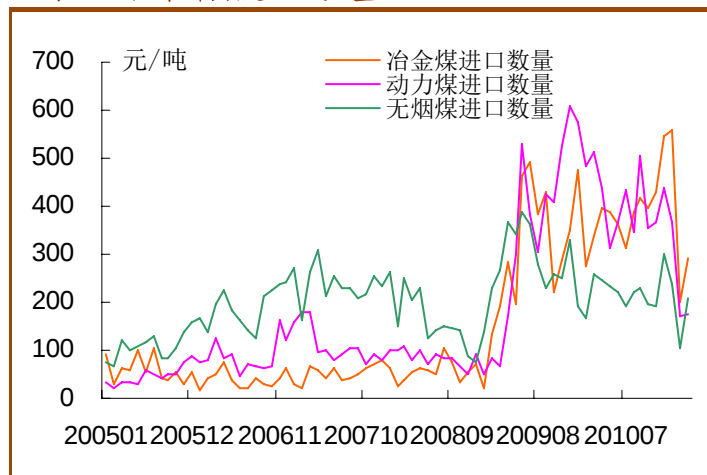
动力煤累计进口 714 万吨，3 月份进口 174 万吨，较 2 月的 171 万吨略增 3 万吨。

冶金煤累计进口 1049 万吨，3 月份进口 293 万吨，较 2 月的 199 万吨增加 95 万吨。

无烟煤累计进口 551 万吨，3 月份进口 209 万吨，较 2 月的 105 万吨增加 105 万吨。

无烟煤、冶金煤、动力煤进口数量占比分别为 23%、32%和 19%。

附图 38：各煤种月度进口数量

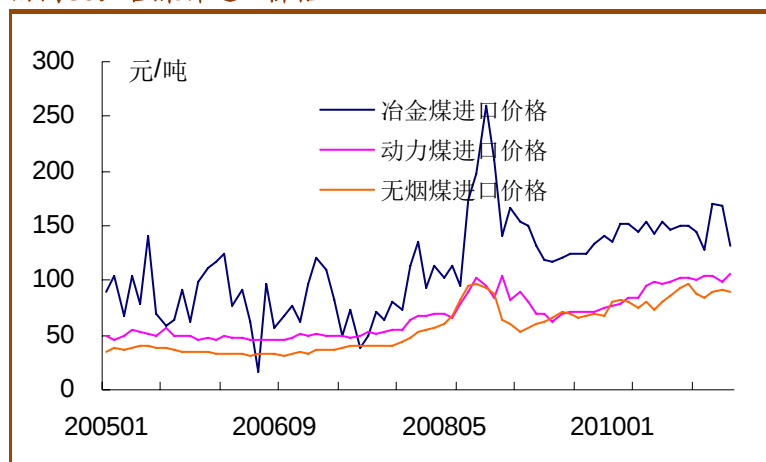


数据来源：中国煤炭资源网

(2) 各煤种进口价格

冶金煤进口价格下降，动力煤和无烟煤进口价格稳定。11 年前 3 月，冶金煤进口价格 159 美元/吨，较前 2 月累计进口价格下降 10 美元/吨。无烟煤进口价格 90 美元/吨，动力煤进口价格为 104 美元/吨，较 3 月份价格基本持平。

附图39：各煤种进口价格



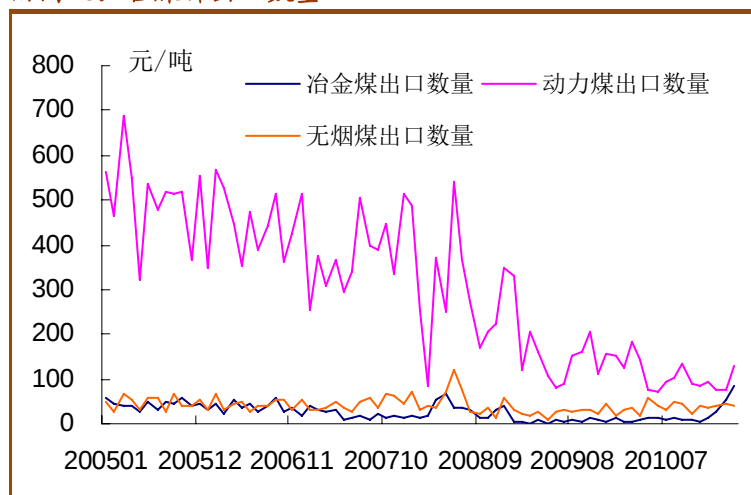
数据来源：中国煤炭资源网

2、煤炭出口分析

(1) 各煤种出口数量

冶金煤、动力煤出口增加较多。11 年前 3 月份，我国煤炭出口 578 万吨，其中，3 月份出口 259 万吨，较 2 月份的 176 万吨增加 83 万吨。其中：冶金煤出口 169 万吨，3 月份出口 87 万吨，较 2 月份的 54 万吨增加 33 万吨。无烟煤出口 124 万吨，3 月份出口 42 万吨，与 2 月份基本持平。动力煤出口 282 万吨，3 月份为 129 万吨，较 2 月份的 78 万吨增加 51 万吨。

附图40：各煤种出口数量



数据来源：中国煤炭资源网

(2) 各煤种出口价格

各煤种出口价格均有增加。11年前3月，我国煤炭累计出口综合售价为171美元/吨，较前2月的162美元/吨提高9美元/吨。其中：冶金煤累计出口价格为257美元/吨，较前2月的237美元/吨提高20美元/吨；动力煤累计出口价格为115美元/吨，较2月份的113美元/吨提高2美元/吨；无烟煤累计出口价格为179美元/吨，较2月份的176美元/吨提高3美元/吨。

附图41：各煤种出口价格



数据来源：中国煤炭资源网

附 9：上市公司盈利性及成长性比较

附表 1：煤炭上市公司盈利性比较

	毛利率								营业利润率								净利润率							
	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
炼焦煤类																								
西山煤电	35%	38%	39%	39%	41%	47%	43%	43%	15%	24%	25%	21%	20%	30%	24%	23%	11%	17%	17%	14%	13%	22%	18%	16%
金牛能源	35%	41%	44%	38%	37%	49%	27%	26%	17%	22%	25%	18%	16%	30%	11%	14%	11%	16%	17%	13%	11%	21%	8%	8%
平煤天安	22%	30%	29%	28%	22%	31%	19%	19%	12%	22%	19%	17%	15%	24%	13%	10%	8%	15%	13%	12%	10%	15%	7%	8%
盘江股份	23%	13%	13%	12%	14%	26%	41%	45%	10%	5%	5%	4%	4%	18%	26%	29%	8%	5%	3%	3%	4%	16%	22%	25%
上海能源	26%	29%	27%	28%	26%	34%	29%	30%	13%	18%	15%	15%	14%	20%	17%	19%	10%	15%	11%	11%	10%	16%	13%	15%
永泰能源								16%								9%								5%
均值	28%	30%	30%	29%	28%	37%	32%	33%	13%	18%	18%	15%	14%	25%	18%	19%	9%	14%	12%	11%	10%	18%	14%	14%
喷吹煤类																								
国阳新能	31%	23%	23%	19%	17%	19%	20%	20%	12%	10%	12%	10%	7%	7%	13%	12%	9%	7%	8%	8%	5%	5%	9%	9%
潞安环能	33%	32%	34%	36%	29%	40%	33%	40%	12%	14%	17%	20%	15%	18%	16%	19%	10%	10%	12%	13%	10%	13%	12%	16%
均值	32%	28%	29%	28%	23%	29%	27%	30%	12%	12%	15%	15%	11%	13%	14%	16%	10%	9%	10%	11%	7%	9%	10%	12%
动力煤类																								
中国神华		46%	53%	51%	48%	46%	46%	44%		30%	40%	38%	36%	34%	36%	35%		24%	33%	30%	28%	24%	25%	24%
中煤能源		44%	37%	41%	43%	38%	36%	34%		13%	15%	13%	19%	15%	17%	14%		10%	12%	10%	15%	12%	13%	10%
兖州煤业	54%	58%	54%	49%	47%	49%	43%	46%	17%	34%	31%	23%	26%	33%	25%	35%	13%	22%	20%	21%	16%	24%	18%	26%
大同煤业	59%	54%	54%	54%	44%	50%	49%	44%	17%	24%	23%	19%	17%	31%	28%	27%	11%	16%	14%	12%	10%	17%	16%	12%
恒源煤电	42%	44%	37%	39%	33%	33%	24%	27%	28%	32%	24%	25%	24%	20%	14%	18%	18%	24%	18%	17%	15%	15%	10%	14%
国投新集		33%	32%	34%	31%	42%	36%	37%		18%	20%	21%	17%	28%	22%	25%		9%	11%	13%	11%	20%	17%	18%
昊华能源				41%	41%	42%	39%	51%				21%	19%	23%	20%	29%				14%	13%	17%	15%	22%
山煤国际								9%								5%								2%
平庄能源								38%								24%								20%
露天煤业	46%	38%	45%	41%	34%	32%	33%	41%	20%	19%	32%	24%	21%	20%	23%	32%	17%	17%	28%	21%	18%	16%	20%	26%
均值	50%	45%	45%	44%	40%	41%	38%	37%	20%	24%	26%	23%	22%	25%	23%	24%	15%	17%	19%	17%	16%	18%	17%	17%
企业转型类																								
开滦股份	40%	43%	35%	36%	26%	24%	20%	16%	19%	21%	17%	20%	15%	12%	11%	8%	13%	17%	15%	14%	11%	9%	7%	6%
神火股份	40%	50%	52%	45%	27%	22%	17%	17%	30%	42%	43%	34%	19%	13%	8%	9%	20%	28%	29%	21%	10%	9%	6%	7%
兰花科创	48%	50%	54%	50%	41%	47%	41%	43%	28%	33%	37%	37%	25%	32%	31%	43%	20%	22%	25%	25%	17%	25%	23%	23%
均值	43%	48%	47%	44%	31%	31%	26%	26%	26%	32%	32%	30%	20%	19%	16%	20%	18%	22%	23%	20%	12%	15%	12%	12%
全行业均值	38%	38%	38%	36%	31%	37%	33%	33%	18%	22%	23%	21%	17%	23%	20%	21%	13%	15%	16%	15%	11%	17%	14%	15%
全行业中间值	40%	43%	37%	39%	33%	38%	33%	37%	17%	22%	23%	20%	19%	23%	20%	23%	13%	16%	17%	14%	12%	17%	15%	15%

数据来源：招商研发整理

附表 2：上市公司费用率比较

	期间费用率										营业费用率										管理费用率									
	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年						
炼焦煤类																														
西山煤电	20%	13%	13%	17%	19%	15%	16%	18%	9%	8%	9%	9%	12%	3%	4%	3%	9%	8%	9%	9%	12%	11%	11%	14%						
金牛能源	18%	19%	19%	21%	19%	15%	15%	14%	15%	15%	16%	17%	16%	2%	2%	2%	15%	15%	16%	17%	16%	13%	12%	11%						
平煤天安	11%	8%	10%	11%	8%	7%	8%	9%	7%	6%	8%	8%	7%	1%	1%	1%	7%	6%	8%	8%	7%	6%	7%	8%						
盘江股份	13%	8%	8%	8%	7%	5%	13%	13%	6%	5%	4%	5%	5%	1%	4%	2%	6%	5%	4%	5%	5%	4%	8%	10%						
上海能源	14%	12%	13%	12%	11%	11%	11%	9%	10%	9%	10%	8%	8%	2%	2%	1%	10%	9%	10%	8%	8%	9%	8%	7%						
永泰能源								8%								1%								3%						
均值	15%	12%	13%	14%	13%	11%	12%	12%	9%	9%	9%	9%	9%	2%	2%	2%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	10%						
喷吹煤类																														
国阳新能	17%	12%	10%	9%	9%	9%	7%	6%	6%	5%	3%	3%	3%	2%	1%	1%	10%	7%	6%	5%	6%	7%	5%	5%						
潞安环能	21%	18%	18%	17%	14%	16%	15%	20%	5%	3%	3%	4%	3%	2%	1%	1%	14%	14%	14%	12%	12%	13%	13%	17%						
均值	19%	15%	14%	13%	11%	12%	11%	13%	6%	4%	3%	3%	3%	2%	1%	1%	12%	10%	10%	9%	9%	10%	9%	11%						
动力煤类																														
中国神华		16%	13%	13%	12%	12%	10%	9%		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		9%	9%	9%	8%	8%	8%	7%						
中煤能源		30%	21%	27%	27%	18%	18%	17%		21%	16%	20%	19%	14%	14%	13%		6%	5%	6%	6%	5%	5%	5%						
兖州煤业	33%	22%	21%	24%	19%	15%	17%	10%	19%	12%	8%	7%	4%	3%	3%	5%	14%	11%	13%	14%	16%	11%	15%	11%						
大同煤业	42%	30%	31%	35%	27%	19%	20%	16%	33%	21%	21%	25%	21%	12%	13%	10%	8%	9%	10%	5%	5%	6%	7%	6%						
恒源煤电	15%	12%	12%	13%	9%	11%	10%	8%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	12%	11%	10%	11%	6%	8%	7%	6%						
国投新集		10%	10%	9%	13%	12%	12%	10%		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		4%	7%	4%	6%	6%	6%	5%						
昊华能源				19%	20%	16%	15%	16%				5%	6%	5%	4%	4%				13%	13%	11%	10%	11%						
山煤国际								4%								1%								2%						
平庄能源								11%								1%								11%						
露天煤业	25%	16%	11%	13%	10%	8%	8%	8%	10%	5%	2%	3%	3%	2%	3%	2%	10%	9%	7%	8%	5%	5%	5%	5%						
均值	29%	19%	17%	19%	17%	14%	14%	11%	16%	9%	7%	8%	7%	5%	5%	4%	11%	8%	9%	9%	8%	8%	8%	7%						
企业转型类																														
开滦股份	22%	21%	17%	15%	10%	10%	8%	8%	13%	15%	12%	11%	6%	2%	1%	1%	13%	15%	12%	11%	6%	6%	5%	5%						
神火股份	11%	10%	9%	10%	7%	7%	9%	8%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	6%	6%	5%	3%	3%	2%	3%	3%						
兰花科创	20%	18%	17%	14%	17%	18%	18%	16%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	15%	13%	13%	9%	12%	12%	11%	10%						
均值	17%	16%	14%	13%	11%	12%	11%	11%	7%	7%	6%	5%	3%	2%	2%	2%	11%	11%	10%	8%	7%	7%	6%	6%						
全行业均值	20%	16%	14%	15%	13%	13%	13%	11%	10%	7%	6%	6%	6%	3%	3%	3%	11%	10%	10%	9%	8%	8%	8%	8%						
全行业中间值	20%	16%	13%	14%	13%	12%	12%	11%	9%	5%	4%	5%	4%	2%	2%	2%	11%	9%	10%	9%	7%	7%	7%	7%						

数据来源：招商研发整理

附表 3：煤炭上市公司成长性指标

	主营业务收入增长率								归属母公司净利润增长率							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
炼焦煤类																
西山煤电	36%	32%	49%	23%	13%	70%	-7%	37%	47%	111%	54%	0%	8%	164%	-36%	19%
金牛能源	-8%	87%	33%	15%	43%	75%	118%	50%	-27%	179%	40%	-9%	18%	244%	-18%	49%
平煤天安		54%	45%	4%	48%	57%	8%	22%		195%	25%	-5%	28%	142%	-47%	31%
盘江股份	44%	77%	48%	-3%	-2%	70%	11%	20%	9%	5%	3%	4%	16%	562%	54%	36%
上海能源	9%	44%	50%	16%	21%	32%	6%	21%	3%	109%	11%	10%	15%		-15%	40%
永泰能源																
均值	20%	59%	45%	11%	25%	61%	27%	30%	8%	120%	27%	0%	17%	278%	-12%	35%
喷吹煤类																
国阳新能	64%	111%	52%	18%	21%	58%	17%	40%	19%	69%	67%	20%	-29%	90%	28%	30%
潞安环能		58%	36%	27%	38%	68%	10%	17%		68%	60%	19%	18%	191%	-26%	63%
均值	64%	85%	44%	23%	29%	63%	13%	29%	19%	69%	64%	20%	-6%	141%	1%	46%
动力煤类																
中国神华			33%	23%	28%	30%	13%	25%			86%	12%	20%	35%	14%	23%
中煤能源			46%	9%	30%	40%	4%	34%			-11%	-16%	90%	32%	-3%	4%
兖州煤业	8%	41%	4%	4%	25%	57%	-18%	62%	10%	145%	-8%	-30%	54%	141%	-40%	132%
大同煤业		23%	26%	24%	31%	30%	13%	10%		71%	16%	7%	4%	51%	-26%	-14%
恒源煤电	8%	86%	73%	4%	10%	57%	161%	31%	5%	145%	30%	-3%	3%	52%	70%	83%
国投新集			54%	-1%	24%	48%	-9%	42%			88%	12%	11%	193%	-31%	50%
昊华能源					10%	61%	-25%	31%					1%	115%	-34%	85%
山煤国际																
平庄能源																
露天煤业	8%	46%	80%	19%	38%	49%	23%	18%	9%	48%	197%	-13%	17%		53%	49%
均值	8%	49%	45%	12%	25%	46%	20%	32%	8%	102%	57%	-4%	25%	88%	0%	52%
企业转型类																
开滦股份	11%	48%	67%	22%	73%	72%	17%	38%	18%	89%	52%	14%	36%	34%	-1%	6%
神火股份	12%	52%	34%	19%	335%	42%	-10%	57%	45%	111%	38%	-15%	104%	40%	-48%	93%
兰花科创	35%	49%	32%	32%	55%	41%	14%	3%	106%	63%	52%	31%	3%	98%	-9%	3%
均值	19%	50%	44%	24%	154%	52%	21%	99%	56%	88%	47%	10%	47%	57%	-58%	102%
全行业均值	28%	60%	45%	17%	58%	56%	19%	31%	23%	95%	49%	6%	21%	141%	-6%	43%

数据来源：招商研发整理

附表 4:主要上市公司产量及成本

	产量 (万吨)										成本 (元/吨)									
	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	08年	091H	09年	10年	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	08年	091H	09年	10年
炼焦煤类																				
西山煤电	1201	1283	1374	1516	1612	798	1619	877	1856	2579	161	208	259	239	235	328	338	336	331	363
金牛能源	593	733	760	855	1135	613	1167	633	2590	3102	136	205	225	260	245	350	323	357	536	504
平煤天安	1460	1478	2086	2048	2624	1403	2835	1518	3740	3981	138	182	236	240	273	336	367	333	324	363
盘江股份	153	127	178	201	168	119	237	341	931	1140	186	316	458	460	449	590	616	465	373	396
上海能源	726	719	713	760	780	421	780	440	861	909	197	276	322	290	318	440	389	404	459	521
永泰能源										95										211
均值	827	868	1022	1076	1264	671	1328	762	1996	1968	164	237	300	298	304	409	407	379	405	429
喷吹煤类																				
国阳新能	1067	1285	1417	1465	1287	697	1774	932	2096	2621	124	170	229	259	264	326	334	354	340	369
潞安环能	1619	1759	1871	1970	2041	1240	2577	1476	2997	3322	108	149	189	215	238	323	289	339	323	331
均值	1343	1522	1644	1718	1664	969	2176	1204	2547	2972	116	160	209	237	251	325	312	347	331	350
动力煤类																				
中国神华	8160	10130	12140	13660	15800	8960	18570	10580	21030	22480	131	133	145	154	213	221	238	235	249	278
中煤能源		3973	5012	6649	8327	4998	8870	5267	10856	11727				176	154	197	212	222	204	224
兖州煤业	4328	3915	3466	3605	3564	1807	3608	1728	3630	4940	100	132	179	193	211	282	315	260	275	335
大同煤业	1105	1086	1018	1326	1747	1069	2026	1279	2579	2929	75	102	134	146	179	189	171	205	209	245
恒源煤电	174	226	333	340	340	183	416	387	1100	1226	118	173	216	220	266	298	340	372	399	456
国投新集		799	793	791	1010	570	1181	714	1253	1511		179	225	243	233	259	252	256	282	320
昊华能源				491	501		462	272	513	705				229	253		421		341	277
山煤国际										607										277
平庄能源										983										165
露天煤业	749	1237	1748	2060	2717	1681	3300	1895	3844	4243	39	45	49	54	62	57	75	66	81	77
均值	2903	3052	3501	3615	4251	2753	4804	2765	5600	5135	93	127	158	177	196	215	253	231	255	265
转型类																				
开滦股份	673	688	692	746	751	386	750	387	771	829	140	191	216	211	232	310	370	372	501	490
神火股份	322	336	387	409	423	261	481	286	572	711	145	168	206	217	230	285	342	334	324	365
兰花科创	375	407	404	452	519	286	548	310	559	601	53	75	93	109	177	194	204	223	242	269
均值	457	477	494	536	564	311	593	328	634	714	113	145	172	179	213	263	305	310	356	375
行业均值	1602	1881	2155	2318	2686	1621	3052	1754	3697	3763	119	165	208	217	235	290	306	295	310	321
行业中值	749	1086	1018	1091	1211	697	1478	823	2337	2066	124	169	211	219	235	285	319	333	323	326

附表 5: 主要上市公司价格及单位净利

	价格 (元/吨)										按销量计算的单位净利 (元/吨)									
	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	08年	091H	09年	10年	03年	04年	05年	06年	07年	08年1H	08年	091H	09年	10年
炼焦煤类																				
西山煤电	258	335	431	399	405	611	740	631	609	730	28	57	78	66	79	159	216	160	129	132
金牛能源	220	367	465	458	427	662	781	630	777	719	25	65	90	74	62	156	203	114	75	72
平煤天安	179	263	337	338	370	508	563	441	422	488	14	39	42	39	49	64	94	54	40	49
盘江股份	241	366	551	527	526	706	837	686	631	717	19	17	18	18	21	66	132	124	140	179
上海能源	271	408	510	466	512	812	795	686	740	845	24	51	55	62	84	139	139	99	140	185
永泰能源										619										171
均值	234	348	459	438	448	660	743	615	636	700	22	46	57	52	59	117	157	110	105	123
喷吹煤类																				
国阳新能	173	219	296	322	322	396	439	442	440	489	25	16	24	27	34	30	40	46	47	55
潞安环能	165	219	284	348	381	518	575	547	541	622	6	23	18	31	50	80	123	94	82	114
均值	169	219	290	335	352	457	507	495	490	556	15	20	21	29	42	55	81	70	64	85
动力煤类																				
中国神华	195	245	305	308	315	357	380	389	388	427		74	118	112	120	179	118	116	137	145
中煤能源		242	288	314	317	432	447	426	416	456		22	35	34	59	89	86	91	73	61
兖州煤业	216	315	386	376	433	662	664	515	529	664	28	71	77	50	65	203	173	108	103	182
大同煤业	189	232	305	334	333	434	481	426	433	457	21	36	43	41	35	81	99	68	92	93
恒源煤电	205	302	346	360	400	450	501	667	518	623	37	72	62	59	62	84	77	161	54	92
国投新集		271	340	360	359	418	458	407	426	496		26	49	50	54	78	111	78	76	94
昊华能源				392	426		733	555	561	566				55	55		128		87	124
山煤国际										717										222
平庄能源										278										67
露天煤业	72	73	90	91	94	97	115	111	121	131	14	12	26	19	18	23	23	28	27	36
均值	175	240	294	317	335	407	472	437	424	481	25	45	59	53	59	105	102	93	81	112
转型类																				
开滦股份	235	334	427	424	468	604	708	667	817	768	31	57	90	94	76	259	170	161	185	131
神火股份	243	347	434	420	443	595	774	624	576	755	50	103	126	98	161	262	231	81	106	148
兰花科创	152	218	322	335	412	498	614	624	620	699	46	69	118	124	122	213	254	217	209	217
均值	210	300	394	393	441	566	699	638	671	741	43	76	111	105	120	245	218	153	166	165
行业均值	194	272	351	359	379	503	572	511	509	564	26	46	60	56	66	116	127	99	93	119
行业中值	195	263	337	354	391	498	569	531	523	594	24	39	49	50	57	84	120	94	84	104

数据来源: 招商研发整理

附表 6: 上市公司及集团产量对比

单位: 万吨	上市公司 09 年产量	母公司 09 年产量	母公司/上市公司产量比	母公司规划
国阳新能	2096	4346	2.1	10000
潞安环能	2997	4181	1.4	10000
大同煤业	2579	7450	2.9	15000
西山煤电	1856	8079	4.4	15000
平煤天安	3740	4580	1.2	5000
中国神华	21030	32759	1.6	40000
冀中能源	2590	4000	1.5	10000
盘江股份	931	1095	1.2	3000
开滦股份	771	4045	5.2	10000
合计	38590	70537	1.8	118000

数据来源: 招商研发整理

分析师承诺

负责本研究报告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。

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 至 2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届最佳分析师金牛奖。

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 月加入招商证券。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。