

煤炭行业

行业研究/深度报告

盈利增长确定，看好通胀下煤炭收益

—煤炭行业下半年投资策略

民生精品---深度研究报告/煤炭行业

2011 年 06 月 15 日

报告摘要:

● 行业过剩无忧，煤价中长期依然看涨

假设未来 5 年中国 GDP 年均增速为 9%，单位 GDP 能耗下降达到十二五的约束性指标 16%，且煤炭在一次能源中的占比下降到 63%，我们预计到 2015 年国内煤炭需求将达到 39 亿吨左右，考虑到煤炭进口，与能源局规划的煤炭产能相当，未来供需基本平衡。若按照各省规划来看，到 2015 年产能将达到 44 亿吨，市场因此担忧未来过剩，但我们认为受资源管制、运力制约、产能集中度提高、国际煤价上涨等因素，使得有效供给远低于规划产能，过剩无忧，未来煤价依然看涨。

● 煤炭行业业绩对成本增长敏感性小

资源税改革仍将从量计征，税负增长有限，好于预期。煤炭行业盈利能力良好，近年销售净利率均保持在 17% 以上。相对于其他生产性行业来说，较高的销售净利率使得煤炭行业盈利对于人工、原材料等成本的增长弹性最小。因此未来行业业绩受成本增长侵蚀程度最小。

● 历史经验看，通胀期煤炭股盈利显著受益

作为最上游的资源，煤炭行业盈利情况显著受益通胀。2004 年煤炭行业无论从净资产收益率、总资产收益率还是销售毛利率均有大幅提升，显著好于 A 股平均水平。2007、2008 年在整个 A 股上市公司资产收益率、毛利率均有回落的情况下，煤炭行业仍实现了明显上涨。在煤价上涨的大背景下，行业的盈利增长无需担忧。

● 行业估值渐入安全区域，高通胀下看好相对收益

目前煤炭行业 PE17 倍左右，相对于 09 年以来 20 倍均值估值较为安全，与 A 股估值比较来看也处于 2009 年以来的平均水平。与其他行业横向比较来看，煤炭估值水平较低，仅次于金融、交运及化工。观察以往可以看到，实际利率与小盘股估值呈高度负相关关系，6 月份 CPI 更有可能创出年内新高，预计利率未来还可能进一步上调且年内高通胀还将延续，我们继续看好大盘低估值股票，尤其是煤炭的投资机会。

● 重点公司推荐

由资源与市值角度，看好国投新集、盘江股份、远兴能源、恒源煤电。

由未来产能增长情况，看好远兴能源、神火股份、山煤国际、盘江股份。

由业绩对煤价弹性角度，看好平煤股份、恒源煤电、国投新集、潞安环能。

同时关注外延空间广阔的潞安环能、西山煤电、平庄能源、开滦股份、盘江股份等。

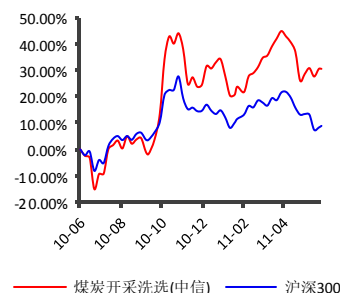
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011-6-15	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
远兴能源	8.82	0.14	0.4	0.59	63.00	22.05	14.95	推荐
盘江股份	30.59	1.22	1.55	1.83	25.07	19.74	16.72	推荐
大有能源	31.7	0.04	2.4	2.5	792.50	13.21	12.68	推荐
潞安环能	58.08	3.01	3.23	3.9	19.30	17.98	14.89	推荐
兰花科创	36.52	1.83	2.06	2.3	19.96	17.73	15.88	推荐

资料来源：民生证券研究所

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：林红垒

执业证书编号：S0260511020018

电话：(8610)8512 7892

Email: linhonglei@mszq.com

相关研究

- 1、《煤炭行业周报—焦炭止跌维稳，动力煤延续涨势》2011/04/18
- 2、《动力煤价继续走强，其他煤种平稳》2011/4/25
- 3、《动力煤价继续上涨，看好煤炭相对收益》2011/5/2
- 4、《动力煤强势，炼焦、喷吹煤价局部上涨》2011/5/09
- 5、《动力煤继续走强，炼焦煤、喷吹煤价稳定》2011/5/16
- 6、《动力煤价继续上涨，行业景气仍将延续》2011/5/23
- 7、《动力煤继续走强，炼焦煤小幅调整》2011/5/30

目录

一、行业过剩无忧，煤价中长期依然看涨	3
（一）按照煤炭十二五产能规划，未来供需基本平衡	3
（二）若按各省规划，2015年国内煤炭产能44亿吨	3
（三）资源管制、运力制约、产能集中、国际因素等使有效供给不会过剩	4
1、国家资源管制“十二五”继续延续	4
2、煤炭产能重心西移，运力将成为产能释放关键	5
3、集中度提高，煤企话语权空前增强	8
4、国际煤价上涨，煤炭进口受抑	9
二、煤炭行业业绩对成本增长敏感性小	13
（一）资源税改革好于预期	13
（二）劳动力、原材料等成本增长对煤炭行业影响相对较小	14
三、历史经验看，通胀期煤炭股盈利显著受益	15
四、行业估值渐入安全区域，高通胀下看好投资收益	16
五、重点公司推荐	18
（一）关注资源优势企业	18
（二）关注产能稳定高速增长、业绩弹性大的公司	18
（三）关注外延发展空间广阔的公司	19
六、风险提示	20
插图目录	21
表格目录	21

一、行业过剩无忧，煤价中长期依然看涨

（一）按照煤炭十二五产能规划，未来供需基本平衡

十一五期间，20%的单位 GDP 能耗下降指标基本完成，但让地方政府经历了“过山车”的过程——从忽略到重视，再到最后秋后算总账时怪招迭出。

在 2009 年的联合国大会上，胡锦涛总书记向世界承诺，到 2020 年我国能源消耗强度下降 40%—45%，可再生能源比重提高到 15% 左右。在 2009 年年底的哥本哈根气候变化大会上，温家宝总理进一步作出了承诺。具体在“十二五”期间，政府将继续加大节能减排工作力度。作为约束性的指标，政府提出到 2015 年能源消耗的强度比 2010 年要下降 16%，二氧化碳排放降低 17%，以及非化石能源占一次能源消费比重上升至 11.4% 等。

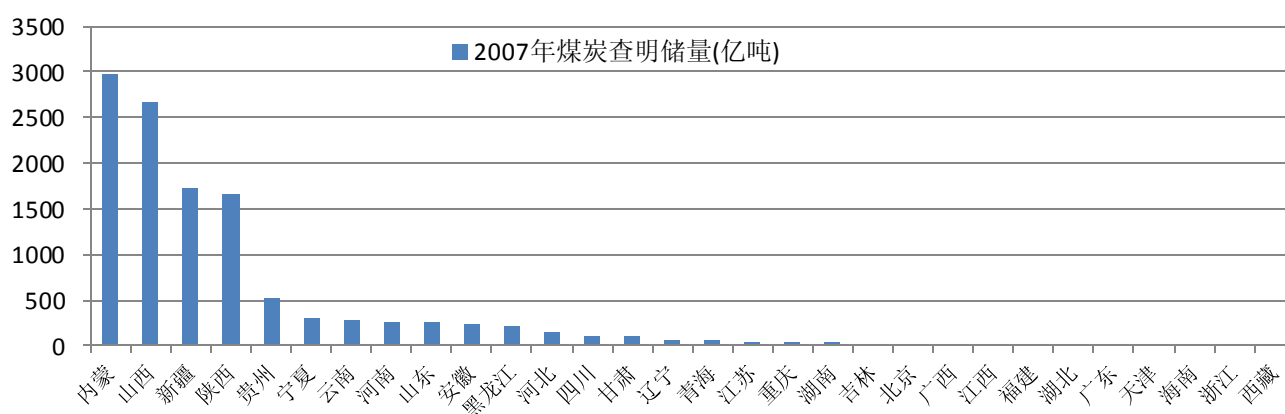
2010 年全国煤炭产量 32.4 亿吨，煤炭占一次能源中的比例为 71% 左右。假设未来 5 年中国 GDP 年均增速为 9%，单位 GDP 能耗下降达到十二五的约束性指标 16%，且煤炭在一次能源中的占比下降到规划的 63%，我们预计到 2015 年国内煤炭需求将达到 39 亿吨左右，较 10 年产量年均增长 4% 左右。

按照能源局规划，我国“十二五”新开工煤矿建设规模 5 亿吨，与“十一五”期间实际新开工煤矿建设规模 4.7 亿吨基本持平，其中东部 0.27 亿吨，约占 6%；中部 1.1 亿吨，约占 22%；西部 3.63 亿吨，约占 72%。届时 2015 年我国煤炭产能将达到 37.4 亿吨。

若考虑到目前年均 1.5 亿吨左右的净进口水平，到 2015 年末我国煤炭供需基本平衡。

（二）若按各省规划，2015 年国内煤炭产能 44 亿吨

图 1：我国煤炭储量分布（2007 年，亿吨）



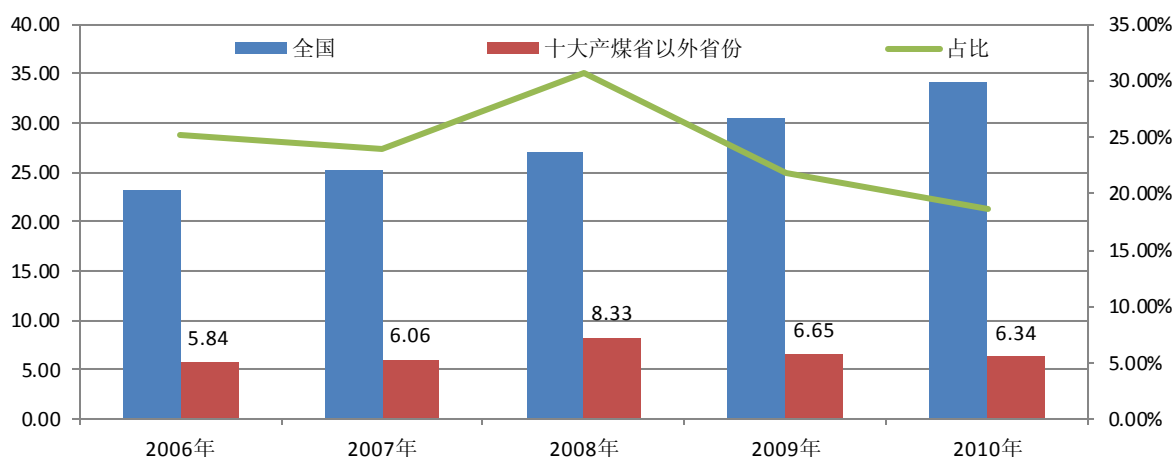
资料来源：民生证券研究所

按照各省对煤炭工业的规划，到十二五末我国前十大产煤省内蒙、河南、山东、河北、安徽、贵州、陕西、宁夏、新疆以及河北合计产能规划将近为 39 亿吨左右，目前以上十

个省、自治区占我国煤炭产量的 80%以上，约 28 亿吨。煤炭储量也占到全国查明储量的 90%以上。

十省以外的地区资源只占 9%左右（2007 年数据），2006 年产量占 25%，除 2008 年的特殊原因产量增加外，近年呈总体下滑态势，目前占比不到 19%。

图 2：十大产煤省以外省份近年煤炭产量占比下降明显



资料来源：民生证券研究所

我们根据前十个省份未来产能规划以及十省以外的地区产量变化情况大致测算，到 2015 年全国煤炭产能将达到 44 亿吨左右。

目前国土部已经颁发的采矿证煤炭产能已经超过 38 亿吨，现在已经完成勘探、正在申请采矿的产能大约有 6 亿吨以上。如果这 6 亿吨以上完成了勘探的探矿权人申请采矿权获得之后，这样产能加起来就超过 44 亿吨，与我们的预测基本一致。

（三）资源管制、运力制约、产能集中、国际因素等使有效供给不会过剩

如果按各省煤炭规划，产量相较于我们测算的 2105 年不到 39 亿吨的煤炭需求过剩明显。但因为国家资源管制、运力制约、产能集中度提高以及国际因素等影响，过剩问题不必担忧。

1、国家资源管制“十二五”继续延续

自 2007 年初开始，国土部连续暂停受理新的煤炭探矿权申请，从源头上保障我国煤炭行业可持续发展。

- 2007 年 2 月，国土资源部出台《关于暂停受理煤炭探矿权申请的通知》，截止期为 2008 年 12 月 31 日。
- 2009 年 3 月，国土资源部又发布通知：继续暂停受理煤炭探矿权相关申请，执行时

间延长到 2011 年 3 月 31 日。

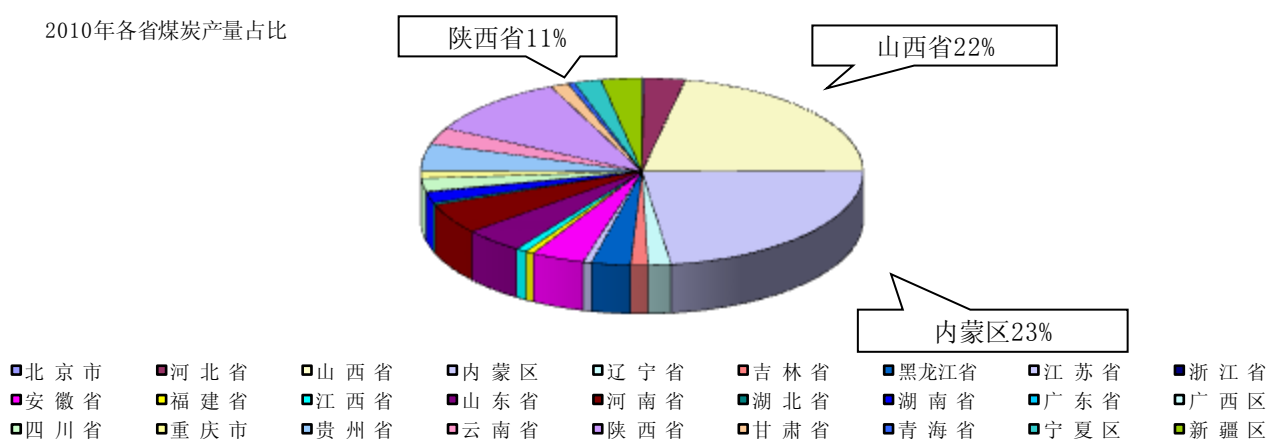
- 2011 年初，为保障我国煤炭工业健康可持续发展，防止煤炭资源勘查投资过多而出现产能过剩问题，国土部决定在 2013 年 12 月 31 日前继续在全国范围内暂停受理新的煤炭探矿权申请。

除了暂停探矿权申请，十二五期间我国还将加强对炼焦煤等特殊和稀缺煤种的管理和保护，将研究制定特殊和稀缺煤种的管理办法，对炼焦煤等特殊煤种实施保护性开发。从源头上控制煤炭过度开采。

2、煤炭产能重心西移，运力将成为产能释放关键

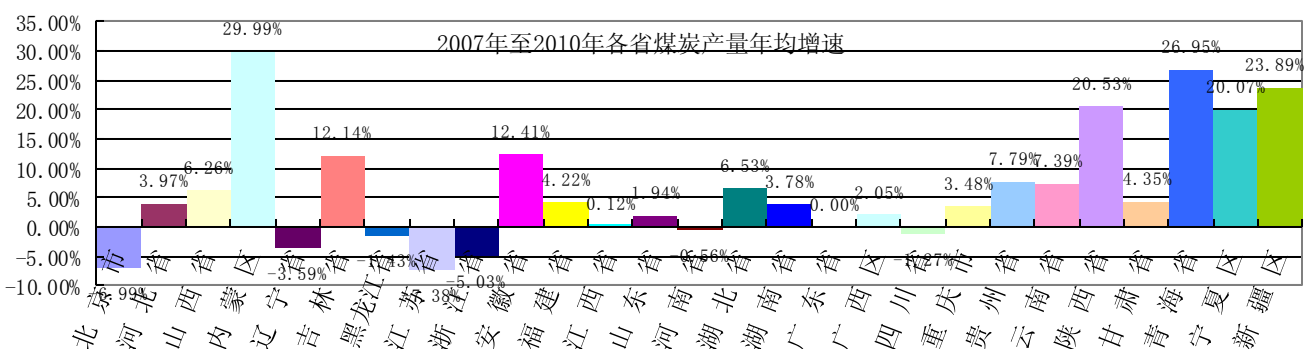
回首“十一五”，我国煤炭工业重心显著西移。2007—2010 年，内蒙、陕西、青海、宁夏、新疆煤炭产量年均增速均达到 20% 以上。其中内蒙、山西、陕西三地占全国的比重由 2005 年的 45% 提高到 56%。

图 3：2010 年我国各省煤炭产量占比



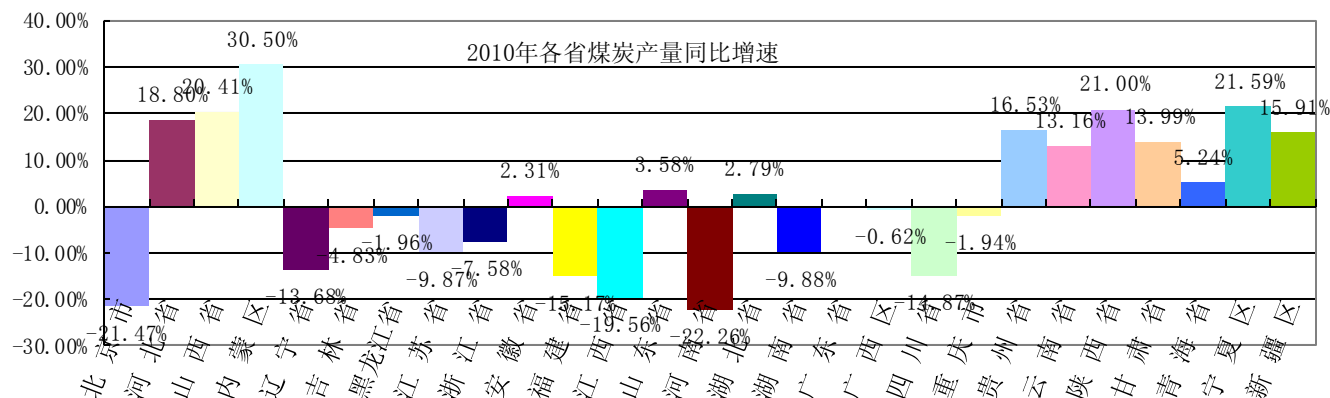
资料来源：民生证券研究所

图 4：2007—2010 年各省煤炭产量年均增速



资料来源：民生证券研究所

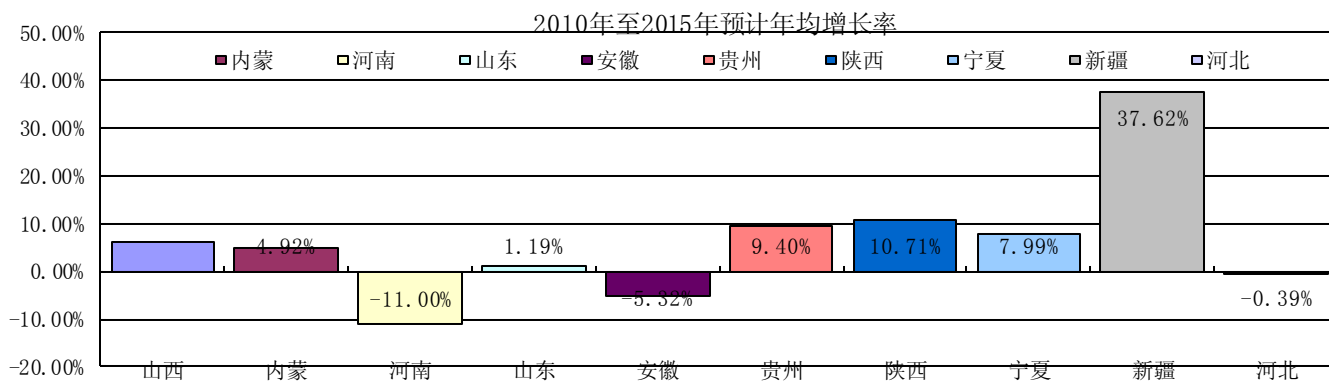
图 5：2010 年各省煤炭产量同比增速



资料来源：民生证券研究所

“十二五”时期这种重心西移的趋势将加速。未来五年，全国煤炭生产开发布局是控制东部、稳定中部、开发西部。考虑到东部人口密集、土地稀缺等因素，“十二五”规划初稿提出，东部煤矿开发深度控制在 1200 米以浅，新井建设控制在 1000 米以浅；中部山西、河南等省重点做好资源整合区补充勘探，合理规划矿区，加强整合矿井技改，逐步控制新井建设。

图 6：主产煤省十二五产量增速预测



资料来源：民生证券研究所

从主产省十二五规划来看，未来新疆、陕西、内蒙等西北地区是我国煤炭发展最为集中的地区，预计到 2015 年晋陕蒙宁新增煤炭产能 7.4 亿吨，新疆产能增加 4 亿吨。而西北地区也是我国铁路运力最为紧张的地区之一，目前煤炭均以运定产，未来铁路建设将决定该地区产能的释放进度。

从我国运力规划来看，2015 年我国三西地区铁路煤炭运力将达到 24 亿吨左右，将由目前的 11.28 亿吨增长至 16 亿吨左右，增量只有 5 亿吨左右，远低于该地区 7.4 亿吨的新

增煤炭产能。另外，考虑到新疆 4 亿吨的产能增长，运力严重不足。

表 1: 三西地区煤炭运力及 2015 年预测 (万吨)

铁路通道名称	2005 年	2010 年	2015E
全国煤炭运输	107400	199900	240000
晋陕蒙宁外运	53020	112800	161300
一、北通道	36020	66700	98700
大秦线	20000	40500	45000
丰沙大	4450	6000	6000
京原线	1450	2700	2700
集通线	520	1500	5000
朔黄线	9600	16000	40000
二、中通道	7350	17000	20000
石太线	6500	9000	12000
邯长线	850	8000	8000
三、南通道	9650	29100	42600
太焦线	4300	8000	8000
侯月线	3150	15000	20000
南同蒲	200	200	200
陇海线	1000	2400	2400
西康线	300	1000	5000
宁西线	700	2500	7000

资料来源：民生证券研究所

“十二五”开工建设的西煤东运铁路主要有准格尔到曹妃甸的第三条煤运通道以及山西中南部铁路，从建设进度来看十二五期间煤炭运力释放十分有限。

准格尔—曹妃甸铁路

分两期建设，一期为张唐铁路，二期准格尔至张家口。

张唐铁路西起张家口，重点为唐山曹妃甸港，建设工期 4 年半，预计 2014 年左右建成，建成后年输送能力近期为 1.2 亿吨，远期为 2 亿吨。

准格尔至张家口铁路全长 360.08 公里，采用国铁 I 级标准，为双线电气化铁路，远景输送能力货运 1.5 亿吨。

山西中南部铁路

横跨晋豫鲁三省，西起山西吕梁，衔接京广、京九等国家南北向主要铁路干线，东至山东日照港，设计年货运能力 2 亿吨。预计 2014 年通车，建成后山西中南部通道运煤能力 1.3 亿吨，远期能力为 2 亿吨。”

表 2: 西煤东运新建大通道

铁路名称	起点—终点	运能	建成时间
准格尔—曹妃甸铁路			
一期	张家口—曹妃甸	近期 1.2 亿吨, 远期 2 亿吨	2014 年左右
二期	准格尔—张家口	远期 1.5 亿吨	未知
山西中南部铁路	吕梁—日照	2 亿吨	2014 年左右

资料来源: 民生证券研究所

3、集中度提高, 煤企话语权空前增强

上世纪 90 年代中期, 我国小煤矿数量一度达到 7.5 万处, 到 2005 年已经减少至 20622 处, 经过十一五时期的继续淘汰落后产能, 目前小煤矿数量已经减至 1 万处以内。

2005 年我国前十大煤炭生产企业产量合计占全国产量的比重为 26.3%, 2010 年这一比例上升至 33.55%, 根据各煤炭集团的生产规划来看, 到 2015 年占比将进一步提升至 56%; 而从前 13 大企业来看, 2005 年合计占比为 30.36%, 到 2010 年上升至 37.99%, 到 2015 年预计将达到 64% 左右。

表 3: 2005 年、2010 年我国十三大煤炭企业产量占比及 2015 年预计

名次	企业	2005 年			企业	2010 年			企业	2015 年规划		
		产量	同比	累计		产量	占比	累计		产量	占比	累计
1	神华集团	14083	6.67%	6.67%	神华集团	35696	10.46%	10.46%	神华集团	64000	16.00%	16.00%
2	中煤集团	7185	3.40%	10.07%	中煤集团	15370	4.50%	14.96%	中煤集团	20000	5.00%	21.00%
3	焦煤集团	6081	2.88%	12.95%	焦煤集团	10214	2.99%	17.95%	焦煤集团	26000	6.50%	27.50%
4	同煤集团	5668	2.68%	15.63%	同煤集团	10119	2.96%	20.92%	同煤集团	20000	5.00%	32.50%
5	龙煤集团	5293	2.51%	18.13%	陕煤化	10000	2.93%	23.85%	陕煤化	20000	5.00%	37.50%
6	河南煤化	3998	1.89%	20.03%	淮南矿业	6619	1.94%	25.79%	淮南矿业	14000	3.50%	41.00%
7	兖矿集团	3697	1.75%	21.78%	河南煤化	7401	2.17%	27.96%	河南煤化	20000	5.00%	46.00%
8	阳煤集团	3245	1.54%	23.31%	潞安集团	7098	2.08%	30.04%	潞安集团	15000	3.75%	49.75%
9	中平能化	3206	1.52%	24.83%	龙煤集团	6000	1.76%	31.79%	龙煤集团	10000	2.50%	52.25%
10	淮南矿业	3102	1.47%	26.30%	兖矿集团	6000	1.76%	33.55%	兖矿集团	15000	3.75%	56.00%
11	陕煤化	3082	1.46%	27.76%	中平能化	5000	1.46%	35.02%	中平能化	10000	2.50%	58.50%
12	晋煤集团	3006	1.42%	29.18%	阳煤集团	5206	1.53%	36.54%	阳煤集团	13000	3.25%	61.75%
13	潞安集团	2501	1.18%	30.36%	晋煤集团	4932	1.44%	37.99%	晋煤集团	10000	2.50%	64.25%
	全国	211261	100%	100%		341322	100%	100%		400000	100%	100%

资料来源: 民生证券研究所

山西省于 2009 年在全国率先开展了煤炭企业重组兼并。目前, 山西省矿井数由 2598 座压减到 1053 座, 70% 的矿井规模达到年产 90 万吨以上。此外, 在国家政策的积极推动下, 山东、陕西、贵州等产煤大省的资源整合工作也相继启动。各省煤炭资源整合十二五期间将继续推进。

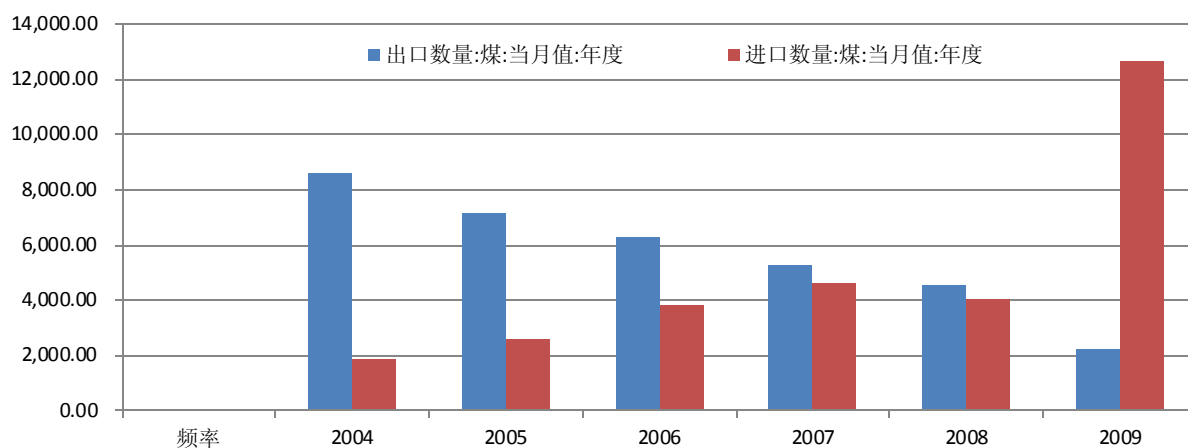
煤炭行业“多、小、散、乱”的产业格局已经发生根本性改变, 煤炭企业对煤价的控制空前增强, 98 年金融危机时众多小煤矿冲击市场致使行业连年亏损的情况一去不返。

4、国际煤价上涨，煤炭进口受抑

(1) 我国对进口煤的依赖越来越大

2004 年我国年度煤炭净出口量将近 7000 万吨，是当时主要的煤炭出口国之一。此后随着国内煤炭需求的迅速增长我国从 2009 年迅速转变为煤炭净进口国，当年煤炭净进口量达到 1 亿吨以上，占世界煤炭贸易量的 13% 左，中国进出口的变化显著影响国际煤价走势。

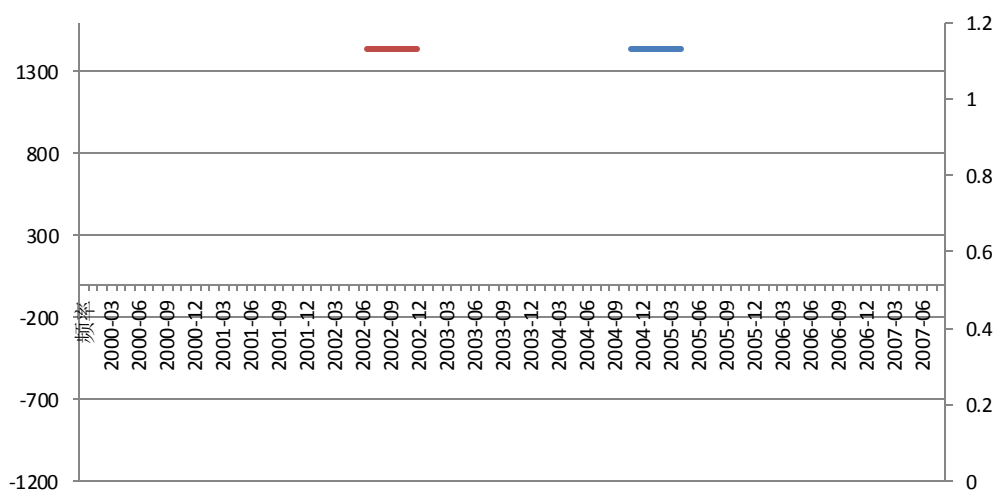
图 7：2004 年至今我国煤炭进出口情况（万吨）



资料来源：民生证券研究所

我国煤炭资源大多分布在华北、西北，而在十二五期间煤炭生产的重心仍将加速西移，由于运力的制约，煤炭消费的重要地区东南沿海只能依赖进口煤弥补供给缺口。我国煤炭进口情况与国际煤价高度相关，目前不断高涨的海外煤价使得国际煤炭竞争力不断减弱，近期国际煤价高涨使得我国煤炭进口迅速减少。

图 8：我国煤炭净进口与国内外煤炭价差高度相关

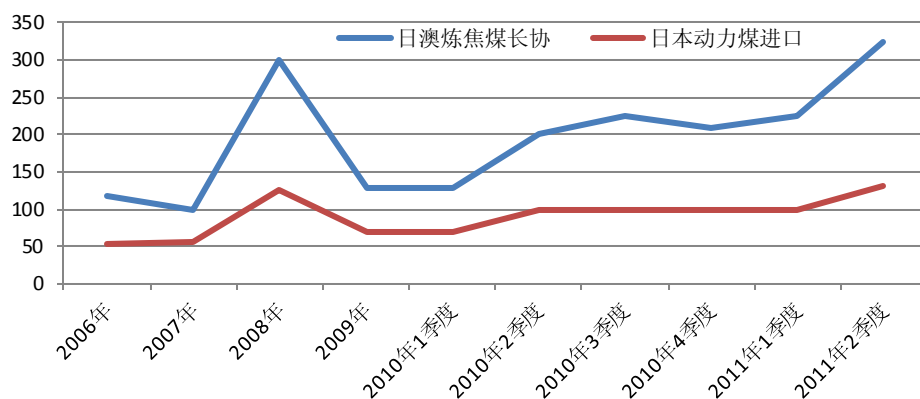


资料来源：民生证券研究所

（2）未来国际煤价将继续震荡向上

日本东京电力公司与斯特拉塔签订 2011—2012 财年年度合约，每吨价格 130 美元，较 2010—2011 财年年度的 98 美元大幅上涨 33%，创历史新高。

图 9：国际合同煤价格走势



资料来源：民生证券研究所

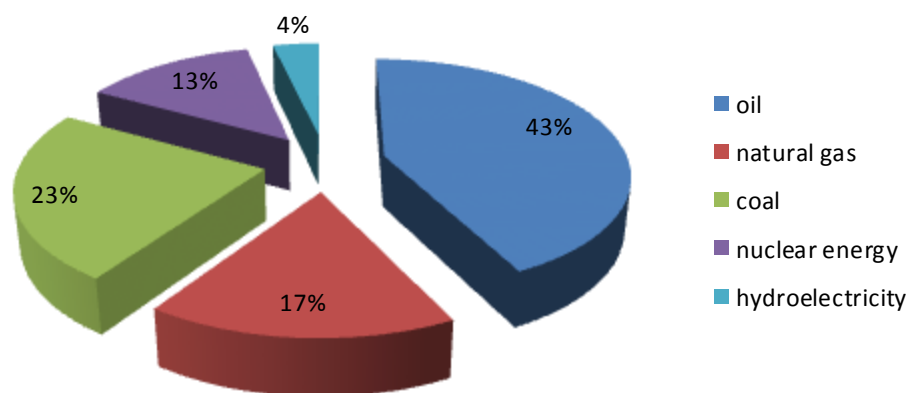
二季度国际炼焦煤合同价较一季度的 225 美元/吨大幅上涨 46% 至 330 美元，超过 2008 年的 300 美元创历史新高。

我们判断随着印度、日本等国家需求拉动未来国际煤价将继续震荡向上。

日本灾后重建将加大煤炭进口，推高中短期国际煤价

日本的能源结构中，煤炭占比为 23%，核电占 13%。2009 年日本进口煤炭 1.65 亿吨左右，占全球煤炭贸易量的 1/5，2010 年进口 1.7 亿吨以上。

图 10：日本一次能源结构



资料来源：民生证券研究所

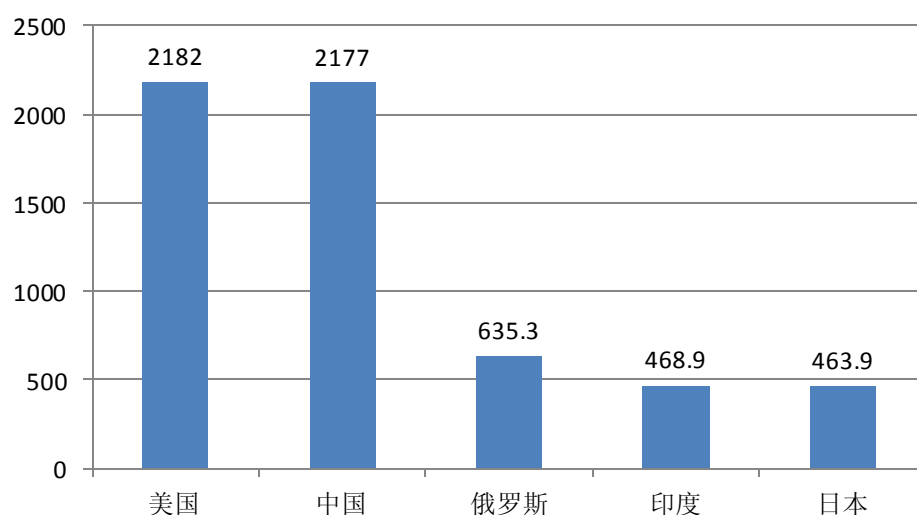
地震发生后，大概有 12.37GW 的核电厂关闭，约占日本核能的三分之一；另外还有

9.45GW 的火电关闭，占比为 7%。为应对电力紧缺和即将到来的用电旺季，日本出台紧急对策要求尽快恢复火力发电。预计火力发电机组可以尽快恢复，并最大程度的弥补核电缺口，日本煤炭进口预计将持续增加。根据相关预测，到 2012 年底日本将出现 15.7GW 的核电缺口，只能依靠煤电、气电弥补，将会继续放大煤炭、石油、天然气的进口。

印度将成为中长期国际需求的重要支撑

2009 年印度一次能源消费 468.9 百万吨油当量，超过日本成为继美国、中国、俄罗斯的第四大能源消费国。

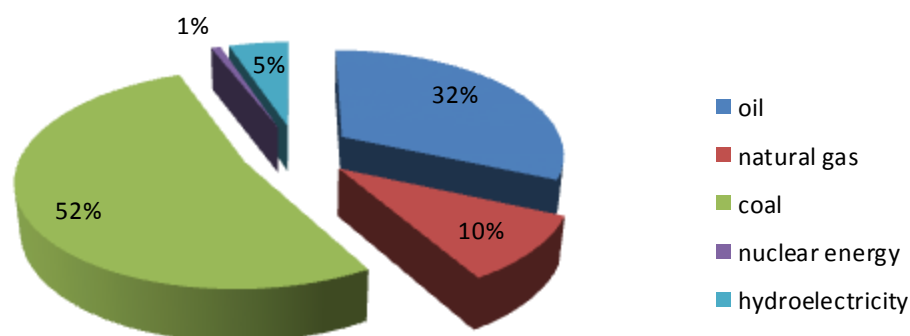
图 11：2009 年世界前五大能源消费国一次能源消费量



资料来源：民生证券研究所

与中国相似，印度富煤贫油，煤炭储量占世界总储量的 7.09%，而石油和天然气只占世界总储量的 0.46% 和 0.59%，未来印度能源消耗仍将严重依赖煤炭。

图 12：2009 年印度能源消费结构

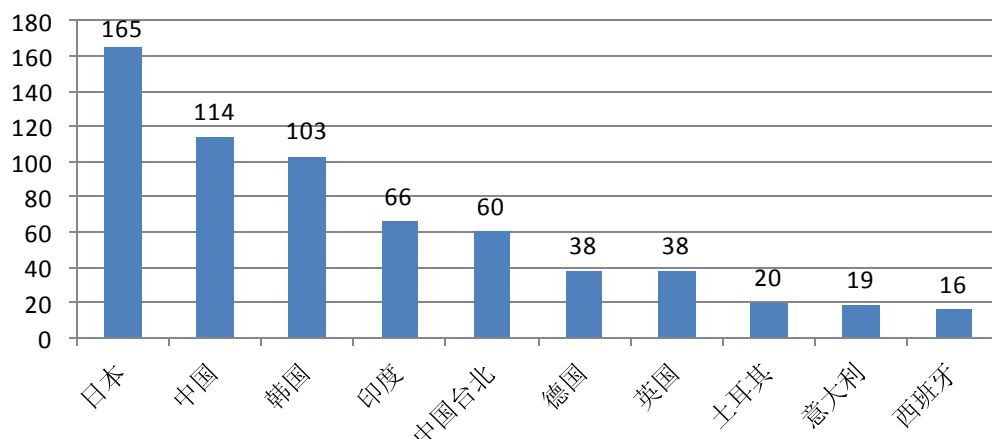


资料来源：民生证券研究所

尽管是产煤大国，但自 2004 年开始，印度煤炭进口持续增长，2004—2008 印度煤炭消费量平均高于产量 2 个百分点，09 年印度进口煤炭 6600 万吨，居世界第四位，进口煤已经占到其总需求的 14% 左右。

我们认为印度对煤炭需求的高增长才刚刚启动。2009 年印度人均工业产值 300 美元，城市人口比例为 30%，分别仅相当于中国 1996 年和 1993 年的水平。目前印度基础设施落后，印度政府为解决这一经济发展绊脚石，计划在第 11 个五年规划（2007—2012 年）投入 5150 亿美元用于基建，并在 12 个五年计划中实现投资额翻番，提高到 1 万亿美元。未来大规模的城市化进程和基建加速能源需求，考虑到国内煤炭产能的缓慢释放，只能加大海外煤炭进口，这必将对国际煤炭需求形成巨大支撑。

图 13：2009 年各国煤炭净进口量（单位：百万吨）



资料来源：民生证券研究所

表 4：2009 年各国煤炭产量及净出口量（单位：百万吨）

位次	国家及地区	2009 年煤炭产量	位次	国家及地区	2009 年净出口量
1	中国大陆	2971	1	澳大利亚	262
2	美国	919	2	印尼	230
3	印度	526	3	俄国	93
4	澳大利亚	335	4	哥伦比亚	69
5	印尼	263	5	南非	67
6	南非	247	6	美国	33
7	俄罗斯	229	7	越南	25
8	哈萨克斯坦	96	8	哈萨克斯坦	22
9	波兰	78	9	加拿大	20
10	哥伦比亚	73	10	捷克	4
	其他	253		其他	11
	总计	5990		总计	836

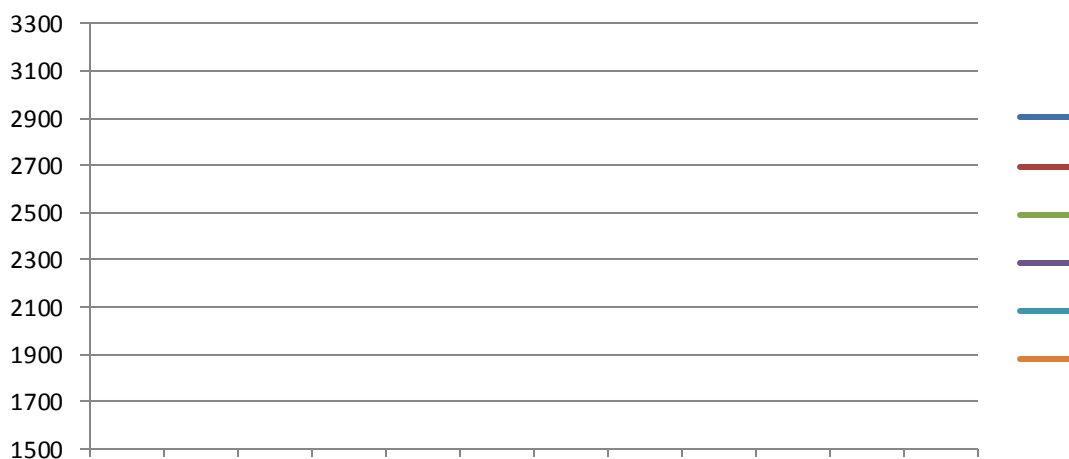
资料来源：民生证券研究所

（3）旺季来临，煤价仍将延续上涨

从 2010 年 10 月份开始，国内 CPI、PPI 加速上升，其中固定资产投资的需求推动，也有国外原材料、能源价格高涨的推波助澜，总体我们认为年内通胀仍保持高位。

动力煤价格受国际煤价高涨，进口迅速减少的影响下出现淡季不淡的特征，到了 7、8 月份随着夏季用电高峰的临近也将迎来确定上涨。

图 14：每年的 7、8 月份是火电发电量的旺季（单位：亿千瓦时）



资料来源：民生证券研究所

动力煤价格的上涨以及各地保电煤供给必然也会影响到炼焦煤的供给，随着焦炭、钢铁需求的好转，炼焦煤价格也将有进一步上涨空间。

因此，对于煤价走势，无论从长期还是短期来看，我们都持乐观态度。

二、煤炭行业业绩对成本增长敏感性小

对于煤炭企业来说，主要可变成本就是政策性成本、人工成本以及原材料成本。

（一）资源税改革好于预期

资源税若按 3%、5%征收，则行业今明两年业绩分别下滑 11%和 18%

从政策性成本来看，未来行业主要增长在于资源税改革带来的成本增长。目前行业按量征收，征收标准较低，即便是征收标准最高的炼焦煤吨煤也不到 10 元。按照之前的预期，资源税改革若从价计征，若税率 3%测算，我们跟踪的 15 只煤炭股 2011、2012 年业绩下滑幅度均在 11%左右，若按 5%测算，则 2011、2015 年业绩下滑幅度大致为 18%。

而按照最新出台的《中华人民共和国资源税暂行条例》中规定，未来煤炭资源税仍按

从量定额征收，定额也从原先的每吨 0.3 元-5 元提升为每吨 0.3 元-8 元。税负增长有限，改革方案好于之前预期。

表 5: 资源税按 3%、5% 开征后上市公司 2011—2012 年 EPS

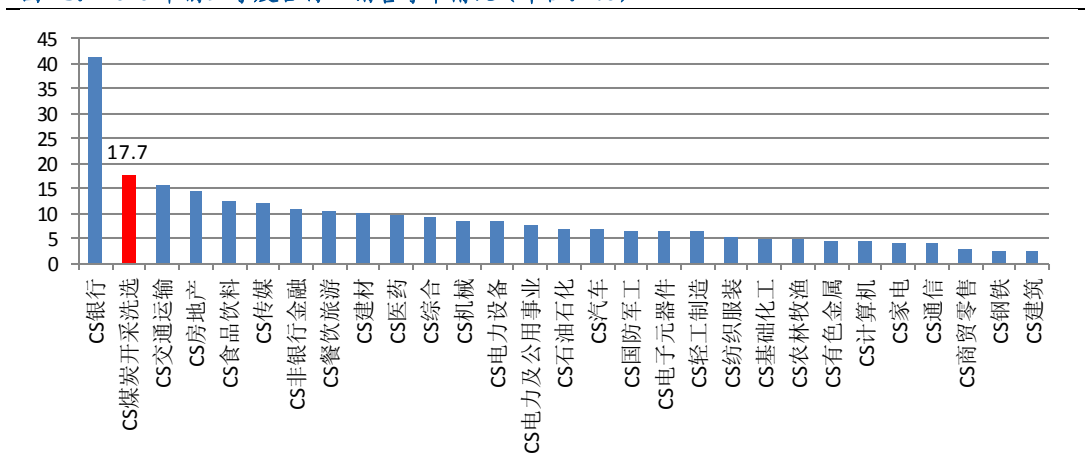
代码	公司简称	目前		资源税按 3% 开征		资源税按 5% 开征	
		2011 年	2012 年	2011 年	2012 年	2011 年	2012 年
600123.SH	兰花科创	2.98	3.70	2.80	3.48	2.67	3.34
600188.SH	兖州煤业	1.97	2.12	1.85	2.00	1.78	1.92
600395.SH	盘江股份	1.62	2.04	1.44	1.83	1.33	1.68
600546.SH	山煤国际	1.59	2.70	1.42	2.45	1.31	2.28
600971.SH	恒源煤电	2.75	3.22	2.31	2.75	2.02	2.44
600997.SH	开滦股份	0.91	1.00	0.81	0.89	0.74	0.82
601101.SH	昊华能源	2.98	3.24	2.72	2.95	2.54	2.77
601666.SH	平煤股份	1.38	1.47	1.12	1.16	0.95	0.96
601918.SH	国投新集	0.75	0.88	0.65	0.77	0.58	0.79
000780.SZ	平庄能源	0.68	0.73	0.61	0.64	0.56	0.59
000933.SZ	神火股份	1.69	2.18	1.53	1.97	1.42	1.84
000983.SZ	西山煤电	1.79	2.00	1.63	1.82	1.53	1.70
002128.SZ	露天煤业	1.26	1.51	1.13	1.36	1.05	1.27
601001.SH	大同煤业	0.86	0.99	0.76	0.88	0.69	0.80
601699.SH	潞安环能	3.69	4.25	3.22	3.70	2.92	3.36

资料来源：民生证券研究所

（二）劳动力、原材料等成本增长对煤炭行业影响相对较小

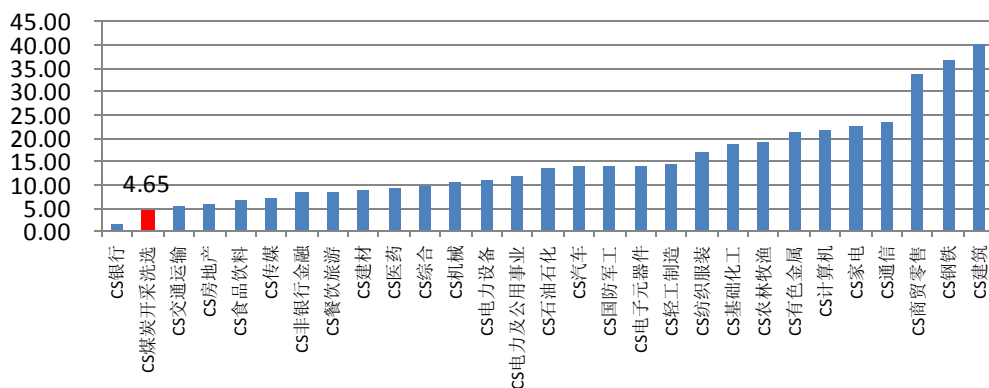
煤炭行业盈利能力良好，2006—2010 年 3 季度销售净利率均保持在 17% 以上，2010 年三季度为 17.7%，仅次于银行业。相对于其他行业来说，较高的销售净利率使得煤炭行业盈利对于人工、原材料等成本的增长弹性较小。

图 15: 2010 年前三季度各行业销售净率情况（单位：%）



资料来源：民生证券研究所

图 16: 各行业利润对成本变动的弹性

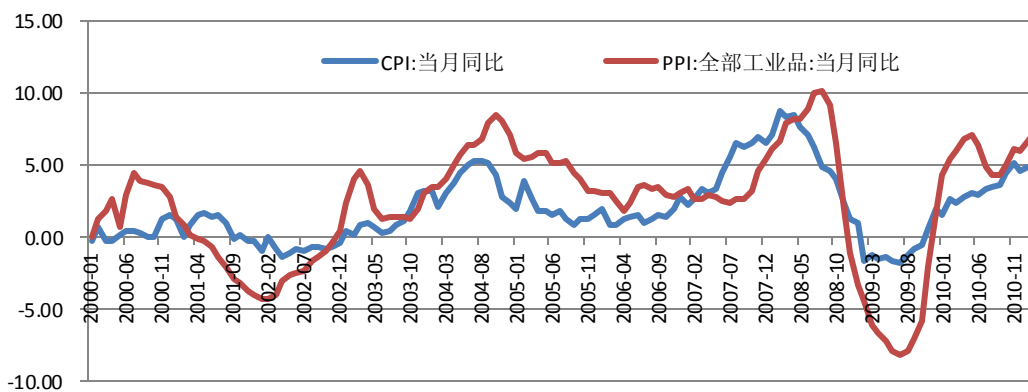


资料来源: 民生证券研究所

三、历史经验看，通胀期煤炭股盈利显著受益

过去十年有两次通胀较为显著，一次是 2004 年 3 月至 2004 年 9 月，另一次是 2007 年 5 月到 2008 年 10 月。2004 年通胀主要是由固定资产投资过热引起，随后的宏观调控使经济有效降温。2007 年通胀海外因素居多，输入性特征明显，伴随着原油、煤炭等资源、资产价格的暴涨。

图 17: 我国 CPI 及 PPI 走势



资料来源: 民生证券研究所

观察以往，作为最上游的资源，煤炭行业盈利情况显著受益通胀。2004 年煤炭行业无论从净资产收益率、总资产收益率还是销售毛利率均有大幅提升，显著好于 A 股平均水平。2007、2008 年在整个 A 股上市公司资产收益率、毛利率均有回落的情况下，煤炭行业仍实现了明显上涨。

表 6: 煤炭行业盈利显著受益通胀

时间	净资产收益率		总资产净利率		销售毛利率	
	全部 A 股	CS 煤炭开采洗选	全部 A 股	CS 煤炭开采洗选	全部 A 股	CS 煤炭开采洗选
2000	4.14	6.48	26.42	38.49	9.69	11.57

2001	2.15	6.83	25	40.26	7.41	12.3
2002	2.01	6.58	24.76	39.87	6.55	10.8
2003	1.68	5.64	24.49	36.81	8.09	9.14
2004	1.69	10.91	24.11	41.93	9.21	16.39
2005	1.66	12.02	21.73	44.03	8.46	19.33
2006	1.86	10.58	21.23	41.01	8.75	17.1
2007	2.52	10.35	21.11	39.92	10.96	17.69
2008	1.86	13.09	18.23	42.12	8.03	20.22
2009	1.94	10.13	20.5	35.92	9.81	17.15
2010	2.12	11.05	20.58	35.35	10.73	17.52

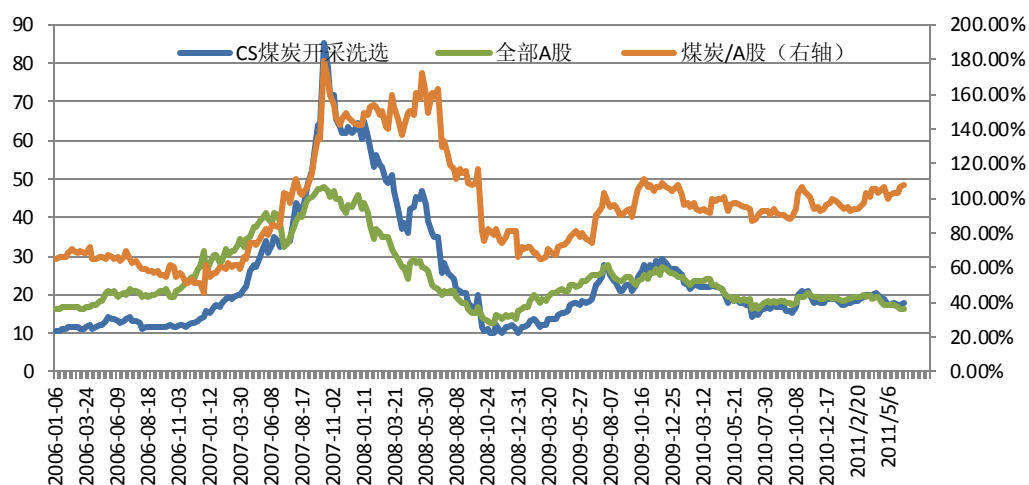
资料来源：民生证券研究所

而按我们之前分析，劳动力、原材料等成本对煤炭行业影响较小；资源税改革好于预期，就目前煤炭企业的定价能力而言也会将这部分政策成本最大限度的转嫁到下游行业。在煤价上涨的大背景下，行业的盈利增长无需担忧。

四、行业估值渐入安全区域，高通胀下看好投资收益

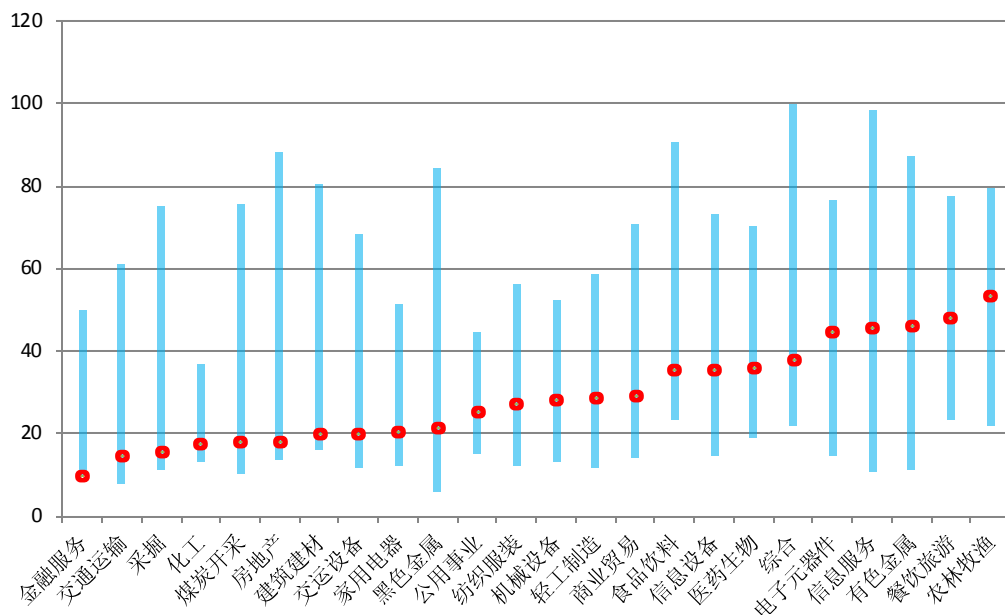
目前行业估值按 TTM 整体法计算，估值水平 17 倍左右，同期 A 股估值约 16.34 倍左右。纵向来看，目前行业估值水平低于 09 年以来 20 倍左右的估值水平，更是低于 2006 年以来 24 倍左右的平均水平。与 A 股整体比较来看，基本维持在 2009 年以来的平均水平。

图 18：煤炭板块 PE 及与 A 股比较



资料来源：民生证券研究所

图 19: 各行业估值横向比较 (最高、最低、现在)

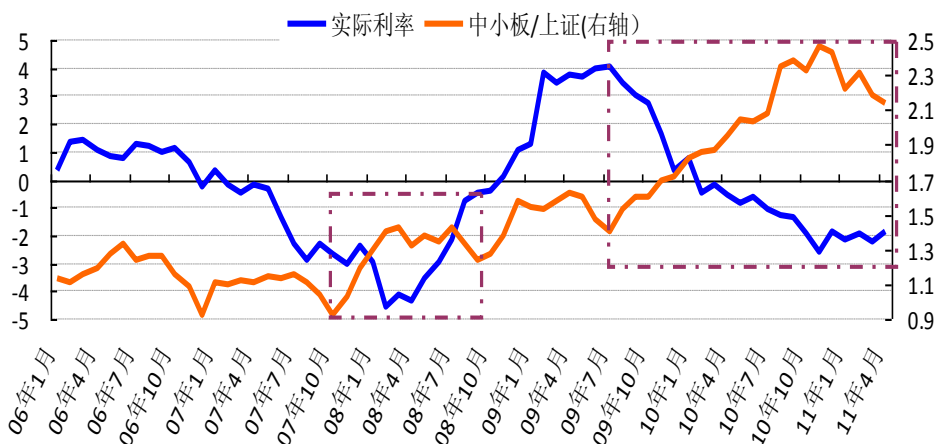


资料来源: 民生证券研究所

煤炭行业目前的估值位于 2006 年以来的估值区间的底部水平, 从各行业横向比较看, 煤炭行业仅次于金融、交运及化工行业。

观察以往实际利率与大小盘风格之间的联系, 可以看到, 实际利率与小盘股估值成负相关关系, 6 月份 CPI 更有可能创出年内新高, 而市场预期未来利率还可能进一步上调, 未来高通胀还将延续, 这样的情况下我们继续看好大盘低估值股票, 尤其是煤炭的收益。

图 20: 实际利率与小盘股估值关系



资料来源: 民生证券研究所

五、重点公司推荐

（一）关注资源优势企业

从资源与市值角度来看，国投新集、大同煤业、盘江股份、远兴能源、恒源煤电有明显的资源优势。

表 7：各上市公司市值与资源比较

公司	市值（亿元）	市值/保有	市值/可采	权益储量（亿吨）	
				权益保有储量	权益可采储量
潞安环能	668	15	27	44	25
山煤国际	226	21	57	11	4
兰花科创	215	12	24	18	9
盘江股份	337	8	16	41	21
远兴能源	66	11	15	6	4
大同煤业	294	7	26	39	11
国投新集	241	2	5	101	46
恒源煤电	172	11	24	15	7
露天煤业	287	13	16	22	18
平庄能源	156	31	49	5	3
兖州煤业	1677	27	58	62	29
西山煤电	740	21	26	35	28
平煤股份	329	16	27	21	12
开滦股份	208	21	37	10	6
神火股份	259	20	21	13	12
昊华能源	259	15	20	18	13
平均		16	28		

资料来源：民生证券研究所

（二）关注产能稳定高速增长、业绩弹性大的公司

十二五期间，在煤炭下游需求增速放缓的趋势下，预计煤炭价格难有过去五年的良好表现，因此未来煤炭企业的利润增长主要来自于自身产能的增长，因此我们看好产能稳定高速增长的公司，如远兴能源、神火股份、山煤国际、盘江股份等。

同时，在煤价增速回落的背景下，我们看好业绩对煤价弹性大的公司，如平煤股份、恒源煤电、国投新集、潞安环能、平庄能源。

表 8：上市公司产量增长及业绩弹性

公司	权益产量及增速				吨原煤净利		业绩弹性
	2010 年	2011 年	2012 年	十二五	2009A	2010A	
潞安环能	3228	5%	11%	6%	72	107	3.60
山煤国际	394	38%	47%	18%	205	236	1.70
兰花科创	737	6%	18%	12%	191	229	1.65
盘江股份	1145	14%	15%	15%	115	129	2.65
远兴能源	160	37%	43%	36%	84	92	2.90

大同煤业	1920	21%	3%	7%	83	71	2.70
国投新集	1600	3%	16%	9%	56	77	3.63
恒源煤电	1226	16%	2%	5%	48	76	4.85
露天煤业	3543	13%	5%	6%	24	36	2.80
平庄能源	963	8%	4%	2%	50	70	3.34
兖州煤业	4650	11%	3%	5%	110	138	2.35
西山煤电	2331	7%	32%	12%	123	170	2.40
平煤股份	3976	4%	12%	4%	40	49	5.10
开滦股份	787	3%	6%	3%	107	113	3.60
神火股份	666	18%	25%	25%	118	225	2.50
昊华能源	638	18%	11%	16%	86	122	2.70

资料来源：民生证券研究所

（三）关注外延发展空间广阔的公司

关注潞安环能、大同煤业、西山煤电、平庄能源、开滦股份等资产注入预期强烈且空间广阔的上市公司。

十二五煤炭行业兼并重组将继续深化，关注在整合中有地域优势的盘江股份。

表 9：上市公司与集团资源、产能比较

公司	权益储量（亿吨）		权益产量 2010 年	集团		集团与公司比	
	保有	可采		集团资源	集团产能	资源比	产能比
潞安环能	44	25	3228	590	4200	13.41	1.30
山煤国际	11	4	394	10	2000	0.91	5.08
兰花科创	18	9	737	3	220	0.17	0.30
盘江股份	41	21	1145	8	654	0.19	0.57
远兴能源	6	4	160	5	588	0.90	3.68
大同煤业	39	11	1920	250	8700	6.33	4.53
国投新集	101	46	1600	38	1000	0.38	0.63
恒源煤电	15	7	1226	23	0	1.55	0.00
露天煤业	22	18	3543	16	1775	0.74	0.50
平庄能源	5	3	963	11	2660	2.24	2.76
兖州煤业	62	29	4650	240	3970	3.87	0.85
西山煤电	35	28	2331	114	6224	3.26	2.67
平煤股份	21	12	3976	12	3400	0.57	0.86
开滦股份	10	6	787	90	5000	9.28	6.35
神火股份	13	12	666	0	0	0.00	0.00
昊华能源	18	13	638	0	0	0.00	0.00

资料来源：民生证券研究所

表 10：上市公司估值比较

证券简称	当前价	EPS			PE			相对大盘涨跌幅（%）			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	1 周内	1 月内	3 月内	6 月内
兰花科创	35.98	2.40	3.00	3.40	14.99	11.99	10.58	(3.21)	(4.41)	(8.48)	(20.32)

兖州煤业	31.94	1.83	2.00	2.30	17.45	15.97	13.89	(3.62)	4.36	5.60	11.68
国阳新能	23.47	1.08	1.22	1.30	21.73	19.24	18.05	(3.63)	6.97	(11.17)	(20.41)
盘江股份	29.40	1.22	1.55	1.83	24.10	18.97	16.07	0.03	(3.47)	(13.95)	14.57
山煤国际	28.94	1.15	1.59	2.43	25.17	18.20	11.91	(4.32)	(0.53)	(3.53)	(14.07)
恒源煤电	37.90	2.55	2.80	2.90	14.86	13.54	13.07	(1.54)	1.69	(12.98)	(23.74)
开滦股份	16.31	0.70	0.91	1.00	23.30	17.92	16.31	(4.43)	(5.70)	(16.66)	(21.06)
昊华能源	53.92	2.05	2.98	3.23	26.30	18.09	16.69	(2.29)	(1.90)	16.81	17.94
平煤股份	17.56	1.03	1.38	1.47	17.05	12.72	11.95	(2.43)	(4.99)	(12.25)	(16.75)
国投新集	12.75	0.68	0.75	0.88	18.75	17.00	14.49	(4.34)	(6.54)	(10.66)	(11.60)
平庄能源	14.46	0.64	0.78	0.88	22.59	18.54	16.43	(2.34)	4.67	6.36	(3.17)
神火股份	14.61	1.10	1.69	2.18	13.28	8.64	6.70	(3.40)	(0.80)	(6.62)	(6.40)
西山煤电	22.72	0.83	1.39	1.77	27.37	16.35	12.84	(2.66)	(2.29)	(14.07)	(11.77)
露天煤业	20.72	1.10	1.19	1.39	18.84	17.41	14.91	(2.14)	0.67	(8.80)	(10.10)
大同煤业	17.21	0.70	0.85	0.95	24.59	20.25	18.12	(2.39)	(5.20)	(14.49)	(22.95)
中国神华	27.31	1.81	2.03	2.20	15.09	13.45	12.41	3.24	4.19	4.94	16.57
潞安环能	56.81	3.01	3.69	4.22	18.87	15.40	13.46	(0.46)	(3.43)	(3.60)	2.81
average					20.26	16.10	13.99	-2.35	-0.98	-6.09	-6.99

资料来源：民生证券研究所

六、风险提示

流动新紧缩的系统性风险。

插图目录

图 1: 我国煤炭储量分布 (2007 年, 亿吨)	3
图 2: 十大产煤省以外省份近年煤炭产量占比下降明显	4
图 3: 2010 年我国各省煤炭产量占比	5
图 4: 2007—2010 年各省煤炭产量年均增速	5
图 5: 2010 年各省煤炭产量同比增速	6
图 6: 主产煤省十二五产量增速预测	6
图 7: 2004 年至今我国煤炭进出口情况 (万吨)	9
图 8: 我国煤炭净进口与国内外煤炭价差高度相关	9
图 9: 国际合同煤价格走势	10
图 10: 日本一次能源结构	10
图 11: 2009 年世界前五大能源消费国一次能源消费量	11
图 12: 2009 年印度能源消费结构	11
图 13: 2009 年各国煤炭净进口量 (单位: 百万吨)	12
图 14: 每年的 7、8 月份是火电发电量的旺季 (单位: 亿千瓦时)	13
图 15: 2010 年前三季度各行业销售净率情况 (单位: %)	14
图 16: 各行业利润对成本变动的弹性	15
图 17: 我国 CPI 及 PPI 走势	15
图 18: 煤炭板块 PE 及与 A 股比较	16
图 19: 各行业估值横向比较 (最高、最低、现在)	17
图 20: 实际利率与小盘股估值关系	17

表格目录

表 1: 三西地区煤炭运力及 2015 年预测 (万吨)	7
表 2: 西煤东运新建大通道	8
表 3: 2005 年、2010 年我国十三大煤炭企业产量占比及 2015 年预计	8
表 4: 2009 年各国煤炭产量及净出口量 (单位: 百万吨)	12
表 5: 资源税按 3%、5% 开征后上市公司 2011—2012 年 EPS	14
表 6: 煤炭行业盈利显著受益通胀	15
表 7: 各上市公司市值与资源比较	18
表 8: 上市公司产量增长及业绩弹性	18
表 9: 上市公司与集团资源、产能比较	19
表 10: 上市公司估值比较	19

表 1: 三西地区煤炭运力及 2015 年预测 (万吨)	7
表 2: 西煤东运新建大通道	8
表 3: 2005 年、2010 年我国十三大煤炭企业产量占比及 2015 年预计	8
表 4: 2009 年各国煤炭产量及净出口量 (单位: 百万吨)	12
表 5: 资源税按 3%、5% 开征后上市公司 2011—2012 年 EPS	14
表 6: 煤炭行业盈利显著受益通胀	15
表 7: 各上市公司市值与资源比较	18
表 8: 上市公司产量增长及业绩弹性	18
表 9: 上市公司与集团资源、产能比较	19
表 10: 上市公司估值比较	19

分析师与联系人简介

姓名：林红垒，采矿工程学学士，经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2010年研究小组取得《新财富》最佳分析师煤炭行业第2名、《中国证券报》金牛分析师煤炭行业第5名。2011年4月加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。