

推荐(维持)

股价低于重置成本反应煤价预期不同

2011年8月11日

煤炭行业2011年8月月报

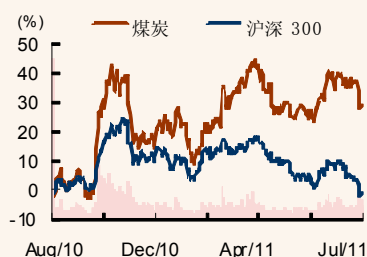
上证指数 2582

行业规模

		占比%
股票家数(只)	38	1.9
总市值(亿元)	13585	5.7
流通市值(亿元)	11042	6.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.9	12.2	29.0
相对表现	1.3	21.2	29.3



相关报告

1、《煤价上涨助推中报增长，三类公司业绩增长最快——煤炭行业中报业绩前瞻》2011/7/4

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

按照目前盈利能力测算的采矿权价格低于目前成交的采矿权价款，这反映出了实业界对未来煤炭价格继续看涨，而股票大部分也低于重置成本，证券市场和实业界的看法分歧源于受调控影响和长短期煤价预期不同，长期看煤价将延续上涨趋势，我们继续维持行业推荐评级，重点推荐六只股票。

□ **采矿权实际成交价远高于测算价款。**近期上市公司收购煤炭资源的采矿权价款较高，按资源储量和可采储量计算，兖煤收购转龙湾动力煤采矿权价格分别为 14 元/吨和 31 元/吨。永泰能源收购炼焦煤采矿权价款平均 28 元和 43 元/吨。而我们根据煤炭的盈利能力，按照 30 年 10% 贴现出来的采矿权价款远远低于市场成交价款。这反映了两个层面不同重要的信息：目前煤炭的盈利能力还是相对较低，或者说新收购的采矿权价格较高。从目前煤炭市场来看，我们更倾向于前者，也就是说未来煤炭价格继续看涨（实业界的行为艺术表达出了这种看法）。

□ **多数煤炭上市公司的成本低于股价：**我们测算了重点跟踪的 19 家煤炭上市公司的重置成本，大部分上市公司的股价低于重置成本。目前煤炭上市公司的估值在 15-20 倍 P/E 之间，估值基本处于合理区域，但合理估值下的煤炭股票价格却低于重置成本，这说明了煤炭的盈利能力还不够高，即实业界预期未来煤炭价格应该进一步看涨。而证券市场对未来煤炭价格基本看平。

□ **维持行业推荐评级，重点推荐六只股票：**实业界和证券市场差异的主要原因在于受到宏观调控的影响以及对市场短期和长期的分歧。证券市场，短期，受调控影响，煤炭价格维持稳定，煤炭估值在 15-20 倍 P/E 之间波动。实业界，长期，煤炭价格将延续上涨趋势，煤炭盈利能力将继续提升，我们更倾向于实业界的看法，认为十二五期间，煤炭价格继续看涨，目前的煤炭估值水平并未反应这种上涨预期，一旦宏观调控放松，煤炭股的估值将有较大的提升空间。继续维持行业推荐投资评级，重点推荐：一体化公司，非煤业务面临拐点：兰花科创、神火股份。资产注入类公司：潞安环能、冀中能源、大有能源、盘江股份、山煤国际。动力煤类公司：中国神华、兖州煤业。

□ **风险因素：**宏观经济下滑超预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
中国神华	27.43	1.87	2.31	2.88	14.7	11.9	2.7	强烈推荐-A
兖州煤业	30.40	1.83	2.10	2.21	16.6	14.5	3.8	强烈推荐-A
神火股份	16.20	0.69	1.00	1.57	23.5	16.2	5.8	强烈推荐-B
兰花科创	46.55	2.30	2.93	4.59	15.9	10.1	3.8	强烈推荐-B
潞安环能	32.32	1.49	1.80	1.87	18.0	17.3	5.6	强烈推荐-A
冀中能源	27.90	1.04	1.46	1.75	27.0	19.1	5.0	强烈推荐-B
大有能源	33.70	1.73	2.14	2.30	16.0	14.9	3.3	强烈推荐-A
盘江股份	32.28	1.22	1.50	1.85	21.5	17.4	5.2	强烈推荐-A
山煤国际	30.61	0.76	1.12	2.26	27.3	13.5	6.6	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、股价低于重置成本反应出煤价预期不同	4
1、固定资产投资因地而异	4
2、采矿权因煤而异，实际成交价远高于测算价款	5
3、股价低于重置成本反应了煤价看涨预期	6
4、维持行业推荐评级，重点推荐六只股票	7
二、上市公司盈利预测	8
附 1：煤炭供求分析	9
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
1、社会库存	20
2、港口库存	20
3、电力库存回升	20
4、冶金行业耗煤增加	21
附 7：各煤种价格数据	22
1、坑口价	22
2、秦皇岛价格	23
3、澳煤 BJ 价格走势	24
附 8：煤炭进出口数据	25
1、煤炭进口分析	25
2、煤炭出口分析	26
附 9：上市公司盈利性及成长性比较	28

图表目录

表 1：上市公司近年煤矿投资	4
表 2：近期煤炭公司收购采矿权价款	5
表 3：按照煤炭盈利能力测算的采矿权价款	6
表 4：上市公司重置成本测算	6
表 5：煤炭股盈利预测及投资评级	8
表 6：煤炭月度供求测算	10
表 7：动力煤供求平衡表	11
表 8：炼焦煤供求平衡表	12
表 9：块煤供求平衡表	12
表 10：“三西”煤炭产量及增量及占比	14

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、股价低于重置成本反应出煤价预期不同

1、固定资产投资因地而异

我们对重点跟踪的 19 家煤炭上市公司的重置成本进行测算，多数公司股价均低于重置成本。

煤炭上市公司的重置成本包括煤炭部份和其他两部分。而煤炭部份的重置成本主要分为固定资产投资和采矿权价款两部分。

由于煤炭埋藏的地质条件差异，越往东部，吨煤固定资产投资越多。但是东部更接近消费低，运费较少，即西部具有资源禀赋优势，而东部具有接近消费地优势（从目前上市公司的盈利来看，西部资源禀赋优势更好）。

参照近期煤炭上市公司投资成本，我们假设：

- 内蒙露天矿投资 200 元/吨。
- 山西固定资产投资 500 元/吨。
- 河南、河北固定资产投资 700 元/吨。
- 山东、安徽固定资产投资 1000 元/吨。

表 1：上市公司近年煤矿投资

	煤矿	投资（万元）	产能（万吨）	吨产能投资（元/吨）
内蒙古				
露天	哈拉沟煤矿项目	169300	1000	169
	布尔台煤矿建设项目	344815	2000	172
	哈尔乌素露天煤矿项目	538600	2000	269
	黄玉川煤矿	249000	1000	249
平均				215
井工	鄂尔多斯母杜柴登煤矿	498994	600	832
	鄂尔多斯纳林河二号井煤矿	645387	800	807
平均				819
贵州				
	松河煤矿	94000	240	392
	盘江马依煤矿一期	244800	480	510
	盘江恒普煤业耳矿二期	204000	500	408
平均				437
河南				
	首山一矿	168386	240	702
	泉店煤矿	115590	120	963
	薛湖煤矿建设工程	68954	120	575
	李岗煤矿	112900	120	941
	刘河煤矿	21172	45	470
平均				730
山西				
	潞宁孟家窑煤业	91176	120	760
	平朔东露天煤矿	1057000	2000	529
	山西乡宁王家岭	516800	600	861
	平朔小回沟煤业	216800	300	723
	霍尔辛赫煤矿建设项目	269192	300	897
平均				754

安徽			
板集煤矿	249496	300	832
口孜东煤矿	374271	500	749
刘庄煤矿二期	279836	500	560
钱营孜煤矿	181616	180	1009
卧龙湖煤矿	113728	90	1264
五沟煤矿	97881	60	1631
平均			1007
山东			
赵楼矿井项目	231789	300	773
平均			773

资料来源：公司公告、招商证券研发中心整理

2、采矿权因煤而异，实际成交价远高于测算价款

采矿权测算相对复杂，近期可参考的有兖州煤业竞拍转龙湾采矿权和永泰能源收购煤矿的采矿权。

- ✓ 动力煤：兖煤 78 亿元拍得鄂尔多斯转龙湾井田 5.48 亿吨资源采矿权，煤种为动力煤，单位采矿权价格 14 元/吨。
- ✓ 炼焦煤：永泰能源近期大量收购了炼焦煤煤矿，按资源储量和可采储量计算的采矿权价款平均分别为 28 元/吨和 43 元/吨。

表 2：近期煤炭公司收购采矿权价款

收购公司	煤矿	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	采矿权价 款(亿元)	按资源储量计算 采矿权(元/吨)	按可采储量计算 资源储量(元/吨)
兖州煤业	转龙湾煤矿	动力煤	5.48	2.5	78	14.23	31.20
	荡荡岭公司	焦煤	0.12	0.08	3.14	26.22	39.30
	冯家坛公司	焦煤	0.10	0.08	3.24	32.11	43.05
	华瀛金泰源	焦煤	0.36	0.22	6.97	19.25	32.02
	灵石孙义煤业	肥煤、焦煤和 1/3 焦煤	0.32	0.22	7.90	24.38	35.29
永泰能源	昕益致富煤业	焦煤、瘦煤和贫瘦	0.27	0.19	5.64	20.69	30.47
	华瀛集广煤业	焦煤与贫瘦煤	0.30	0.20	8.59	29.02	43.66
	华瀛柏沟煤业	肥煤和焦煤	0.35	0.22	9.93	28.06	45.68
	银源安苑煤业	焦煤、贫瘦煤和瘦煤	0.25	0.13	7.94	31.75	60.05
	银源新生煤业	肥煤和焦煤	0.21	0.15	10.48	50.75	71.74

资料来源：公司公告、招商证券研发中心整理

而不同公司的吨煤盈利能力相差较大，为了反映这种差距，我们按照吨煤净利 30 年 10% 贴现，换算为按储量计算的采矿权价款。测算得出的数据远远低于目前成交的采矿权价款数。

这反映了两个层面不同重要的信息：目前煤炭的盈利能力还是相对较低，或者说新收购的采矿权价格较高。从目前煤炭市场来看，我们更倾向于前者，也就是说未来煤炭价格继续看涨（实业界的行为艺术表达出了这种看法）。

为了便于测算，我们假设按资源储量计算的采矿权价款分别为：

- 炼焦煤 30 元/吨。
- 无烟煤 20 元/吨。
- 动力煤 15 元/吨。

表 3: 按照煤炭盈利能力测算的采矿权价款

	2010 年按产量算吨煤净利 (元/吨)	贴现年数	年金现值系数	可采储量/产量系数	资源储量/可采储量系数	资源储量/产量系数	按储量计算采矿权价款 (元/吨)
西山煤电	108	30	9.426	1.4	1.6	2.2	15
盘江股份	118	30	9.426	1.4	1.6	2.2	17
冀中能源	80	30	9.426	1.4	1.6	2.2	11
平煤股份	46	30	9.426	1.4	1.6	2.2	6
永泰能源	171	30	9.426	1.4	1.6	2.2	24
阳泉煤业	95	30	9.426	1.4	1.6	2.2	13
潞安环能	101	30	9.426	1.4	1.6	2.2	14
中国神华	139	30	9.426	1.4	1.6	2.2	20
国投新集	83	30	9.426	1.4	1.6	2.2	12
恒源煤电	78	30	9.426	1.4	1.6	2.2	11
中煤能源	62	30	9.426	1.4	1.6	2.2	9
兖州煤业	182	30	9.426	1.4	1.6	2.2	26
大同煤业	71	30	9.426	1.4	1.6	2.2	10
山煤国际	222	30	9.426	1.4	1.6	2.2	31
昊华能源	124	30	9.426	1.4	1.6	2.2	17
大有能源	96	30	9.426	1.4	1.6	2.2	13
神火股份	211	30	9.426	1.4	1.6	2.2	30
兰花科创	241	30	9.426	1.4	1.6	2.2	34
开滦股份	106	30	9.426	1.4	1.6	2.2	15
煤气化	103	30	9.426	1.4	1.6	2.2	12

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心整理, 注: 一体化公司神华、神火、兰花、开滦和煤气化的吨煤净利按照煤炭部分测算, 这里的数据与公司净利润/产量数据有较大的差异。

3、股价低于重置成本反应了煤价看涨预期

按照前面的假设, 我们测算出煤炭上市公司的重置成本, 从下表可看出, 大部分煤炭上市公司的重置成本低于目前的股价。

目前煤炭上市公司的估值在 15-20 倍 P/E 之间, 估值基本处于合理区域, 但合理估值下的煤炭股票价格低于重置成本, 这说明了煤炭的盈利能力还不够高, 即实业界预期未来煤炭价格应该进一步看涨。而证券市场对未来煤炭价格看平。

表 4: 上市公司重置成本测算

	总股本 (万股)	权益资源储量 (亿吨)	采矿权价格 (元/吨)	权益产能 (万吨)	吨产能固定资产投资 (元/吨)	固定资产投资 (亿元)	采矿权价款 (亿元)	重置成本 (亿元)	其他重置成本 (亿元)	单位重置成本 (元/股)	股价 (元)	股价低于重置成本幅度
西山煤电	315120	48.26	30	4385	500	219	1448	1667		53	21.8	-59%
盘江股份	110337	46.27	30	2677	500	134	1388	1522		138	32.28	-77%
冀中能源	231288	74.8	30	2564	700	179	2244	2423		105	27.9	-73%
平煤股份	236117	22.28	30	3052	700	214	668	882		37	12.14	-68%
永泰能源	56765	1.81	30	322	500	16	54	70		12	15.86	28%
阳泉煤业	240500	39.72	20	3759	500	188	794	982		41	25.75	-37%
潞安环能	230108	35.43	20	4875	500	244	709	952		41	32.32	-22%
中国神华	1988962	435.07	15	29310	200	586	6526	7112	992	41	27.43	-33%
国投新集	185039	68.71	15	4655	1000	466	1031	1496		81	12	-85%
恒源煤电	43847	15.03	15	1280	1000	128	225	353		81	47.71	-41%
中煤能源	1325866	87.16	15	8978	500	449	1307	1756		13	9.77	-26%
兖州煤业	491840	83.3	15	6208	1000	621	1249	1870		38	30.4	-20%
大同煤业	167370	20.09	15	3820	500	191	301	492		29	16.13	-45%

山煤国际	75000	10.73	15	1362	500	68	161	229		31	30.61	0%
昊华能源	100000	13.4	20	1000	700	70	268	338		34	26.14	-23%
大有能源	83365	7.32	15	1555	700	109	110	219		26	33.7	28%
神火股份	168000	24.37	20	1984	700	139	487	626	62	41	16.2	-60%
兰花科创	57120	13.42	20	1294	500	65	268	333	39	65	46.55	-28%
开滦股份	123464	14.23	30	1225	700	86	427	513	38	45	18.48	-59%
煤气化	51375	4.87	30	789	700	55	146	201	12	42	22.3	-46%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心整理

4、维持行业推荐评级，重点推荐六只股票

煤炭重置成本低于目前股价反映了不同的预期差异。主要源于受到宏观调控的影响以及对市场短期和长期的分歧。

- 证券市场，短期，受调控影响，煤炭价格维持稳定，煤炭估值在 15-20 倍 P/E 之间波动。
- 实业界，长期，煤炭价格将延续上涨趋势，煤炭盈利能力将继续提升，

我们更倾向于实业界的看法，我们认为十二五期间，煤炭价格继续看涨，目前的煤炭估值水平并未反应这种上涨预期，一旦宏观调控放松，煤炭股的估值将有较大的提升空间。

继续维持行业推荐投资评级，重点推荐六只股票：

- 一体化公司，非煤业务面临拐点：兰花科创、神火股份
- 资产注入类公司：潞安环能、冀中能源、大有能源、盘江股份、山煤国际。
- 动力煤类公司：中国神华、兖州煤业

二、上市公司盈利预测

表 5：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			
炼焦煤类										
西山煤电	21.80	0.84	1.31	1.71	26.0	16.6	12.7	0.9	4.5	4.9
盘江股份	32.28	1.22	1.50	1.85	26.5	21.5	17.4	1.3	6.2	5.2
冀中能源	27.90	1.04	1.46	1.75	27.0	19.1	15.9	1.4	5.5	5.0
平煤股份	12.14	0.78	0.86	0.89	15.6	14.1	13.6	3.5	4.3	2.8
永泰能源	15.86	0.22	0.56	1.15	72.1	28.3	13.8	0.9	8.7	1.8
平均	22.00	0.82	1.14	1.47	26.9	19.3	15.0	1.6	5.8	4.0
喷吹煤类										
国阳新能	25.75	1.00	1.30	1.35	25.8	19.8	19.1	2.2	4.0	6.5
潞安环能	32.32	1.49	1.80	1.87	21.7	18.0	17.3	1.6	5.8	5.6
平均	29.04	1.25	1.55	1.61	23.3	18.7	18.0	1.9	4.9	6.0
动力煤类										
中国神华	27.43	1.87	2.31	2.88	14.7	11.9	9.5	0.9	10.3	2.7
国投新集	12.00	0.68	0.78	1.02	17.6	15.4	11.8	1.1	4.0	3.0
恒源煤电	47.71	2.17	2.50	2.54	22.0	19.1	18.8	2.8	13.3	3.6
中煤能源	9.77	0.52	0.66	0.86	18.8	14.8	11.4	0.7	5.8	1.7
兖州煤业	30.40	1.83	2.10	2.21	16.6	14.5	13.8	1.9	8.0	3.8
大同煤业	16.13	0.65	0.81	0.85	24.8	19.9	19.0	1.5	5.8	2.8
昊华能源	30.61	0.76	1.12	2.26	40.3	27.3	13.5	0.6	4.7	6.6
山煤国际	26.14	0.87	1.32	1.47	30.0	19.8	17.8	1.6	5.8	4.5
大有能源	33.70	1.73	2.14	2.30	19.8	16.0	14.9	2.0	10.3	3.3
平均	25.99	1.23	1.53	1.82	21.1	17.0	14.3	1.5	7.6	3.5
一体化公司										
神火股份	16.20	0.69	1.00	1.57	23.5	16.2	10.3	0.5	2.8	5.8
兰花科创	46.55	2.30	2.93	4.59	20.2	15.9	10.1	0.6	12.1	3.8
开滦股份	18.48	0.70	0.76	0.88	26.4	24.3	21.0	2.0	4.9	3.8
煤气化	22.30	0.46	0.46	0.82	48.5	48.5	27.2	1.0	5.8	3.8
平均	27.08	1.23	1.56	2.35	22.0	17.3	11.5	1.0	6.6	4.5
A 股平均	25.27	1.09	1.38	1.74	23.2	18.3	14.5	1.0	6.4	3.9

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）需求同比负增长，幅度环比收窄

6 月份，煤炭表观消费量 3.3 亿吨，同比增长 7.2%，其中：

- 煤炭产量 3.17 亿吨，同比增长 12.8%；
- 进口 1373 万吨，出口 71 万吨，净进口 1302 万吨；

总耗煤量合计约为 2.66 亿吨，同比减少 1.3%：

- 下游四大行业耗煤量合计 2.2 亿吨，同比下降 1.6%：火电、生铁、水泥和合成氨产量分别 3128 亿千瓦时、5489 万吨、1.98 亿吨和 449 万吨，分别同比增长 13.5%、11.6%、19.9%和 11%，四大行业耗煤合计 2.2 亿吨，同比下降 1.3%。
- 其他行业耗煤量大约为 5000 万吨。

6 月雨水仍然较多，一方面水电出力大幅增加，弥补部分煤炭需求缺口，另一方面部分工程因天气影响停工，需求减弱，6 月份供给量大于需求量大约 6400 万吨，煤炭社会库存继续增加。

（2）预计 8 月份需求将旺盛

预计三季度下游需求将明显增加，主要基于以下因素：

- 传统旺季到来，电厂耗煤量持续增加。
- 按照 11 月底前全部开工的要求，保障房开工将提速，3 季度应该集中开工期，全年增加煤炭需求 5683 万吨，3、4 季度大约三千多万吨。

在供给稳定情况下，8 月份需求增加，预计供求关系较 7 月份紧张。

表 6: 煤炭月度供求测算

	201004	201005	201006	201104	201105	201106
煤炭月度产量 (万吨)	25667.71	28000	29692	30000	31500	31700
产量增速	11.70%	14.70%	8%	8.2%	12.30%	12.80%
出口量 (万吨)	171	146.1482	126.99	138	88.3	71.3
进口量 (万吨)	1352	1099.7589	1210.65	1110	1356.7	1373.3
净进口 (万吨)	1181	953.6107	1083.66	972	1268	1302
表观消费量 (万吨)	26849	28954	30776	30972	32768	33002
火电量	2764	2709.3	2616.6	3070	3087	3128
火电月度增速	25.60%	21.60%	8.60%	10.90%	13.50%	13.50%
生铁产量 (万吨)	5162	5226.3	4976.6	5497	5457.3	5488.5
生铁月度增速	22.20%	0.143	4.8	7.70%	6.40%	11.60%
水泥产量 (万吨)	16115	17357.6	17448.3	18555.6	19628.3	19795
水泥月度增速	16.10%	18.00%	14.60%	22.40%	19.20%	19.90%
合成氨产量 (万吨)	417.3	439.5	417.6	428.2	439.3	449
合成氨月度增速	1.60%	-0.003	-2.60%	0.50%	5.40%	11.00%
火电耗煤 (万吨)	13544	13274	12823	16000	11052	10850
生铁耗煤 (万吨)	5059	5121	4877	5387	5348.2	5378
水泥耗煤 (万吨)	3706.3	3992.2	4013.1	4268	4514.5	4553
合成氨耗煤 (万吨)	239	238	234	659	790.7	808.2
四大行业耗煤合计 (万吨)	22548	22625	21947	26314	21705.4	21589.2
其他行业耗煤 (万吨)	4500	5000	5000	5000	5000	5000
总耗煤量合计 (万吨)	27048	27625	26947	31314	26705	26589
供给-需求 (万吨)	-200	1328	3829	-342	6063	6413
社会库存 (万吨)	17846	19280.2	20390.8	20223	27248	28753
库存变化 (万吨)	103	1434	1111	-6570	7025	1505
秦皇岛 5500 大卡的煤价 (元/吨)	710	765	760	840	840	840
煤价变化 (元/吨)	25	55	-5	15	0	0

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) 供求基本平衡, 价格维持高位

6 月份动力煤供需两旺, 供给需求均保持较高增速, 供求关系相对宽松:

6 月份, 动力煤有效供给量 2.4 亿吨, 同比上涨 12.5%, 其中:

- 动力煤产量 2.41 亿吨, 同比增长 12.1%;
- 进口 336 万吨, 出口 27 万吨, 净进口 309 万吨;

动力煤总需求量约为 2.3 亿吨, 同比增长 15.1%:

- 火电、生铁、水泥和合成氨动力煤消耗量分别为 1.5 亿吨、840 万吨、4553 万吨和 240 万吨, 四大行业耗煤合计 2.1 亿吨, 同比增长 10.8%。
- 其他行业消耗动力煤量为 2035 万吨。

我们测算, 动力煤总需求量合计 2.3 亿吨, 供给大于需求 1400 万吨左右。

6、7 月份, 动力煤价格小幅波动:

- 山西地区坑口价基本稳定;
- 7 月 25 日, 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 840 元/吨, 较 6 月初下跌 5 元/吨。

(2) 预计 8 月供求将平衡，价格或维持高位

8 月份仍是夏季用电用煤高峰，电厂耗煤量预计保持较高水平，动力煤供求将由 7 月份的供求宽松转变为平衡。动力煤价格也将保持高位。

表 7：动力煤供求平衡表

	201004	201005	201006	201104	201105	201106
统计局原煤产量 (万吨)	25667.71	27210.78	29692	30000	31500	31700
动力煤产量 (万吨)	21128	21560	22552	22800	23940	24100
月度增速	40%	35%	11%	8.21%	6.99%	12.10%
动力煤月度进口量 (万吨)	955	713.2	847	175	344	336
月度进口增速	455%	-4%	60%	-60%	-44%	-6%
动力煤出口量 (万吨)	164	132	114	37	34	27
动力煤月度有效供应量	21919	22141	23285	22938	24250	24409
动力煤供应量月度增速	45%	33%	12%	7%	12%	13%
火电量 (亿千瓦时)	2764.3	2709	2617	3070	3087	3128
生铁 (万吨)	5162.3	5226	4976	5497	5457	5489
合成氨 (万吨)	447.3	439	418	428	439	449
水泥 (万吨)	16114.5	17358	17448	18556	19628	19795
动力煤消耗量	19333	19395	18924	21515	21872	20960
电力耗煤 (万吨)	13544	13274	12823	15043	15126	15327
冶金耗煤 (万吨)	790	800	761	841	835	840
化工耗煤 (万吨)	239	238	234	236	238	240
建材耗煤	4760	5083	5106	5395	5673	4553
其他行业耗煤 (万吨)	2000	1975	1958	2144	2046	2035
动力煤消耗量合计	21333	21370	20882	23659	23918	22995
供给-需求	586	771	2403	-721	332	1414
秦皇岛 5500 大卡的煤价	710	765	760	800	840	840
煤价变化	25	55	-5	20	40	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

3、炼焦煤供求分析及预测

(1) 需求增速稳定增长

6 月份，炼焦煤供求稳定：

6 月份，炼焦煤有效供给量 4974 万吨，同比增长 3%，其中：

- 炼焦煤产量 4640 万吨，同比增长 0.54%；
- 进口 334 万吨，出口 11.2 万吨，净进口 323 万吨；

炼焦煤总需求量约为 5219 万吨，同比增长 4.05%，供需缺口 2097 万吨。

炼焦煤价格：6 月以稳为主

6 月份炼焦煤主要产地价格均保持平稳。

(2) 预计 8 月供求将进一步趋紧

一方面是进入传统旺季，煤炭供求整体趋紧；另一方面保障房必须在 11 月底之前全部开工，预计三季度将使开工较为集中的时期，将进一步拉动钢焦链条的需求。而供给方面，炼焦煤生产大省河北省自 7 月中旬开始进行煤炭资源整合，部分小矿关停，产量受到影响。

表 8：炼焦煤供求平衡表

	201004	201005	201006	201104	201105	201106
月度炼焦煤产量 (万吨)	4063	4251.68	4582	4437	4615	4640
同比增长	-21%	-22%	-25%	9.2	8.55	0.5
炼焦煤月度进口 (万吨)	396	386	364	319	213	334
炼焦煤月度出口量 (万吨)	7	14	12.9	62	20.8	11
炼焦煤净进口 (万吨)	390	372	351	257	192	323
炼焦煤有效供应量 (万吨)	4452	4624	4933	4694	4828	4974
焦炭月度产量 (万吨)	3245	3353	3366	3503	3664	3798
同比增长	32%	21%	6%	7.96	9.28	3.66
炼焦煤月度消费量 (万吨)	4469	4619	4620	4819	4995	5208
供给-需求 (万吨)	-17	4	314	-125	-167	-234
临汾主焦煤价格 (元/吨)	1380	1420	1420	1650	1650	1650
价格变化 (元/吨)	0	40	0	0	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

4、块煤供求分析及预测

6 月份整体看，无烟煤块煤供给与需求同步小幅增长，供求基本平衡。块煤产量 771 万吨，同比增长 9.5%；消耗量合计 675 万吨，同比增长 24.3%。供给小于需求累计 211 万吨。预计 7 月份块煤供求将维持平衡态势。

表 9：块煤供求平衡表

	201004	201005	201006	201104	201105	201106
块煤月度产量 (万吨)	680	717	704	893.6	758.4	771.23
同比增长	11%	15%	11%	35%	12%	9.50%
下游产量						
合成氨月度产量 (万吨)	447	439	418	428	439	449
合成氨增速	2%	-2%	-3%	1%	5%	11%
甲醇产量 (万吨)	134	139	142	177	169	172
甲醇增速	36%	39%	30%	28%	-4%	21%
测算合成氨月度耗块煤 (万吨)	376	369	351	659	369	377
测算甲醇月度耗块煤 (万吨)	188	195	199	248	237	240
化工月度耗块煤 (万吨)	564	563	543	690	662	617
其他行业耗块煤 (万吨)	60	58	65	81	80	80
块煤消耗合计 (万吨)	624	602	608	771	742	755
供给-需求 (万吨)	56	115	96	123	16	16
阳泉中块车板含税价格 (元/吨)	980	960	920	1230	1230	1230
价格变化 (元/吨)	0	-20	-40	0	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

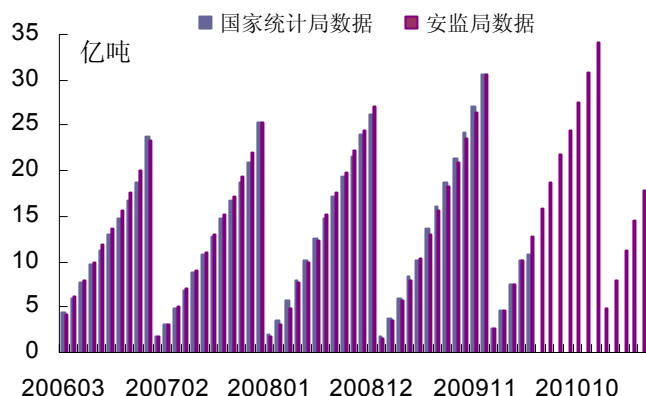
附 2：煤炭产量及增速

1、月度增速提升

6 月，全国煤炭产量为 3.17 亿吨，同比增长 12.8%。

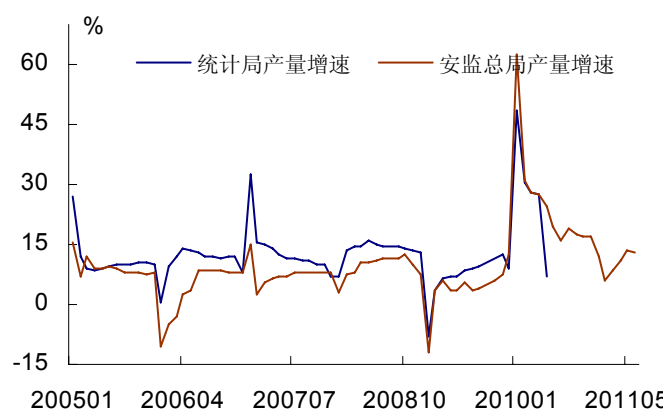
前 6 月，累计产量为 17.8 亿吨，同比增长 13%，较 1~5 月 13.5% 的增速略有下降。

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。

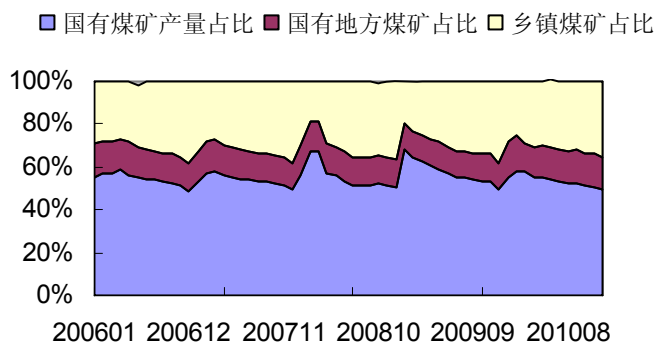
国有地方煤矿产量 5.2 亿吨，同比增长 41%，其占煤炭累计总产量比例稳定，约为 15%。

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

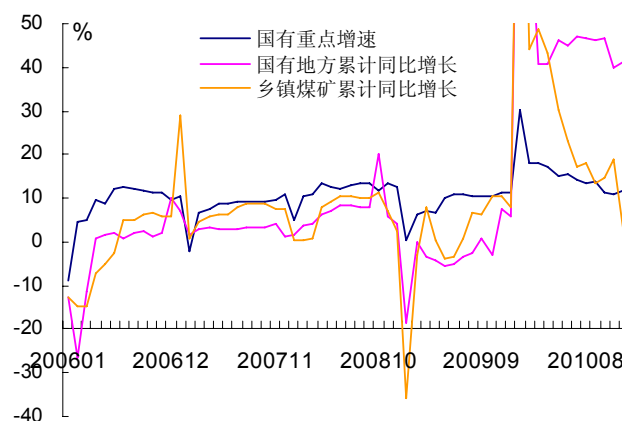
12 月份，国有重点煤矿产量增长 22.6%，较 11 月份的 7.1% 提升 15 个百分点；国有地方煤矿产量同比增幅则为 58%，较上月 -0.21% 的增速大幅提升 58 个百分点；乡镇煤矿月度产量 1.5 亿吨，同比下降 46%，较上月的 57% 大幅下滑。

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 10: “三西”煤炭产量及增量及占比

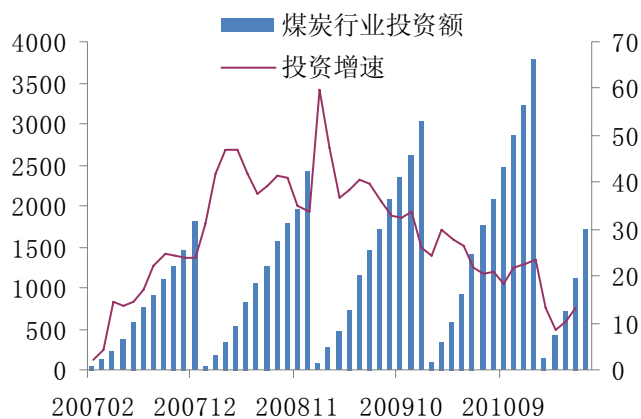
煤炭累计产量	201008	201009	201010	201011	201012
全国	217043	244644	274710	308468	341322
山西	37228	42633	48508	54805	74096
内蒙	34672	37903	44989	51063	78665
陕西	2826	21482	23658	26629	36083
神华集团	23271	26320	29463	32631	35696
中煤集团	9154	10312	11493	12643	15370
合计	107152	138650	158111	177771	239908
占比	49%	57%	58%	58%	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 6 月，煤炭行业固定资产投资 1709 亿元，同比增长 19.5%。煤炭固定资产投资额占全国城镇固定资产投资比例约为 1.4%。

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 6 月，全国火力发电量累计 22166 亿千瓦时，同比增长 16.2%。6 月份火电发电量 3968 亿千瓦时，同比增长 13.5%。

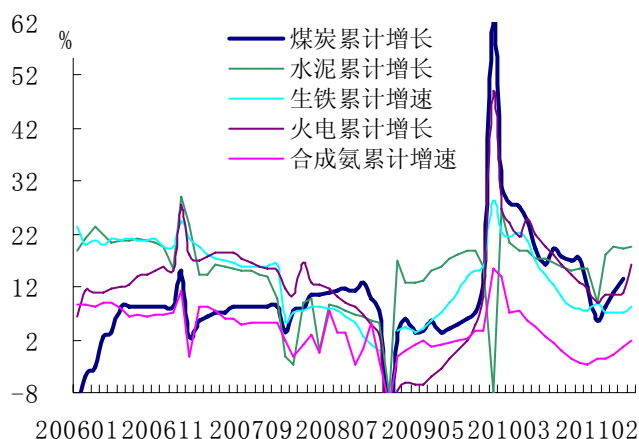
11 年前 6 月，冶金行业生铁产量 3.2 亿吨，同比增长 8.4%；粗钢产量 3.5 亿吨，同比增长 9.6%；钢材产量 4.4 亿吨，同比增长 12.8%。6 月单月产量，生铁 5489 万吨，同比增长 11.6%；粗钢 5993 万吨，同比增长 11.9%；钢材产量 7873 万吨，同比增长 14.8%。

11 年前 6 月，焦炭产量 2.1 亿吨，同比增长 11.7%。6 月单月产量为 3798 万吨，同比增长 14.9%。

11 年前 6 月，建材行业水泥产量 9.5 亿吨，同比增长 19.6%。6 月水泥月度产量为 1.98 亿吨，同比增长 19.9%。

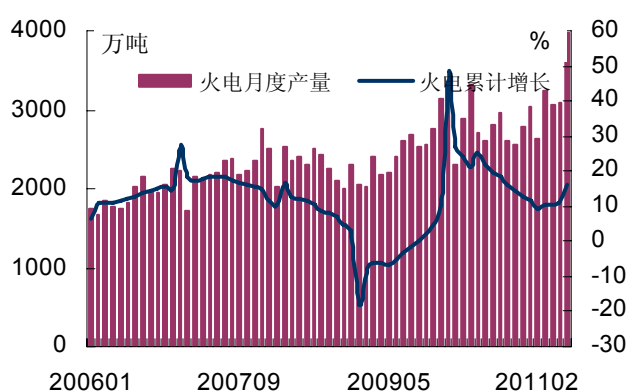
11 年前 6 月，化工行业化肥产量为 3062 万吨，同比增长 8.3%。6 月化肥月度产量为 601 万吨，同比增长 18.7%。

附图 7：煤炭及下游产量月度累计增速



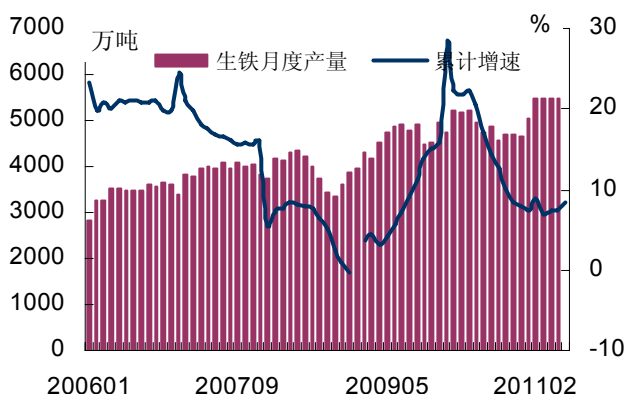
资料来源：国家统计局

附图 8：火电月度产量及月度累计增速



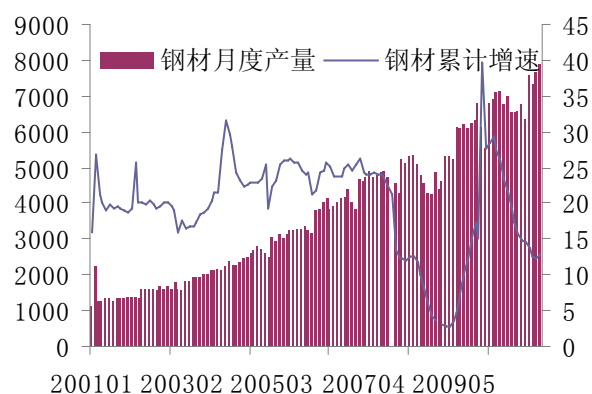
资料来源：国家统计局

附图 9：生铁月度产量及累计增速



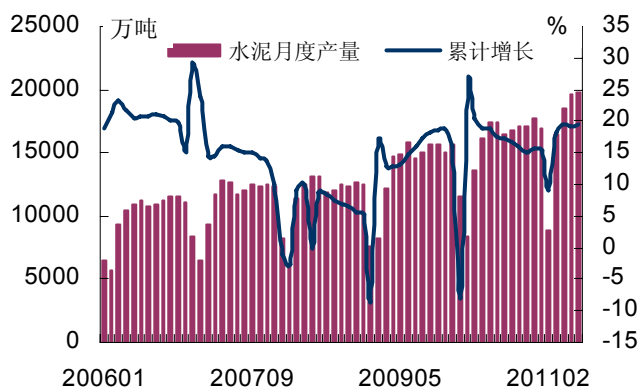
资料来源：国家统计局

附图 10：钢材月度产量及累计增速



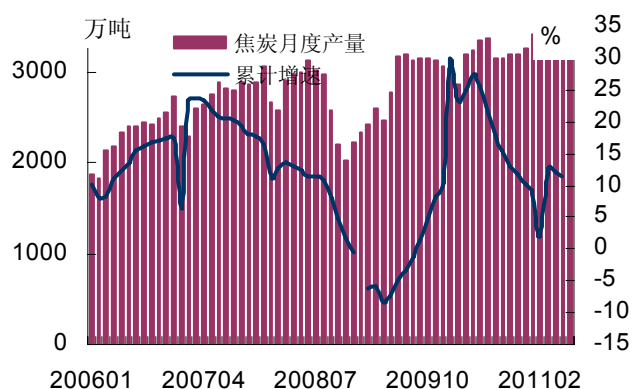
资料来源：国家统计局

附图 11: 水泥月度产量及累计增速



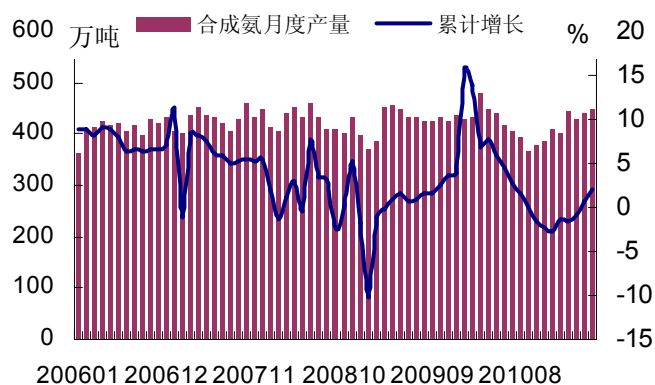
资料来源: 国家统计局

附图 12: 焦炭月度产量及累计增速



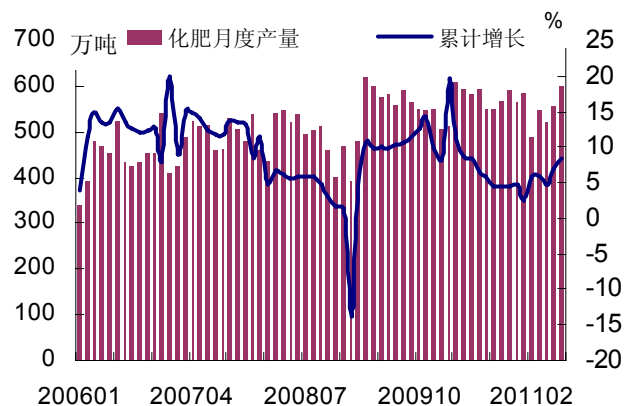
资料来源: 国家统计局

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

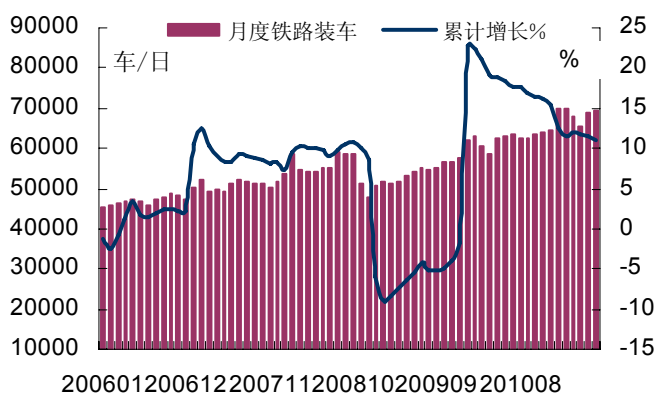
11 年 3 月，全国国有重点煤矿销售 1.7 亿吨，同比增长 29.2%。

2、铁路装车、运量同比稳定增长

11 年前 6 月，铁路累计日均装车为 6.8 万车，同比增长 11%。煤炭铁路运量 8.4 亿吨，同比增长 11.7%。

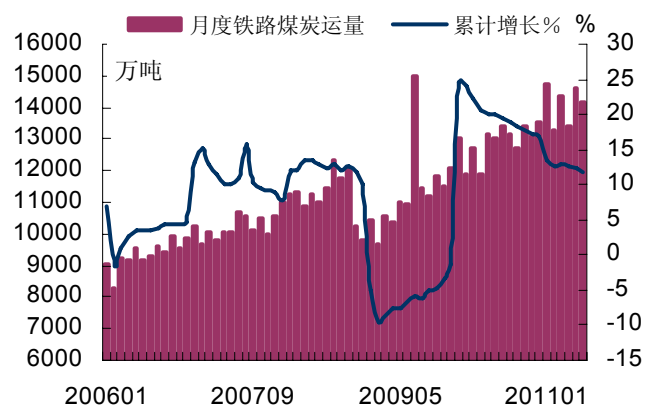
6 月份，铁路月度日均装车 6.9 万车，同比增长 8.3%。煤炭铁路运量 1.42 亿吨，同比增长 8.9%。

附图 15：铁路月度日均装车及累计增长



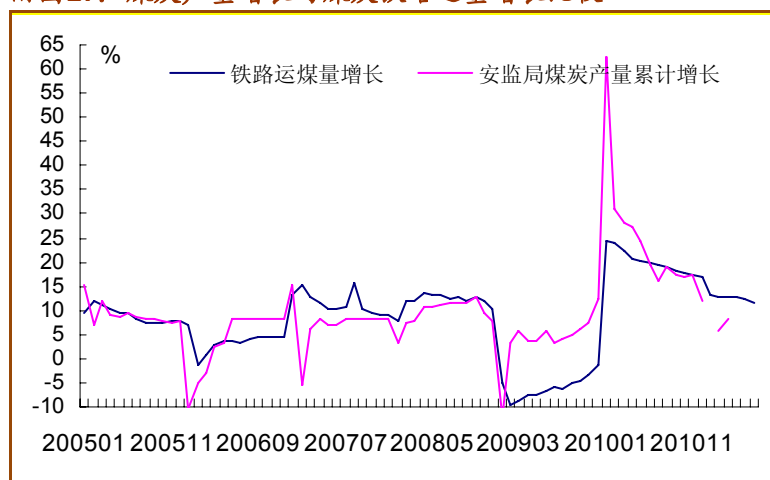
资料来源：中国煤炭资源网

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



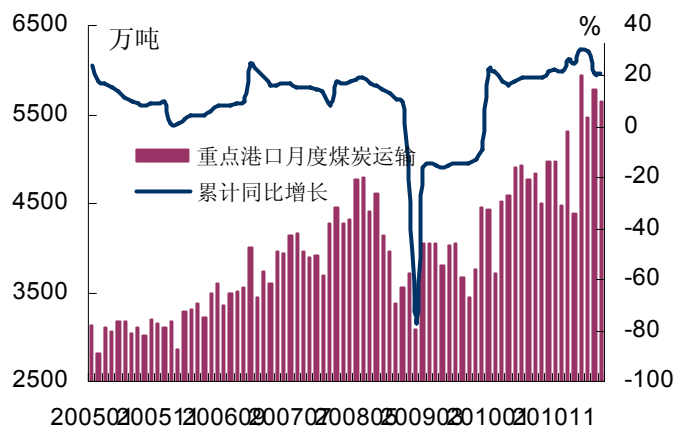
数据来源：中国煤炭资源网

3、港口运量快速增长

11 年前 6 月，重点港口煤炭运输 3.25 亿吨，同比增长 20.9%。

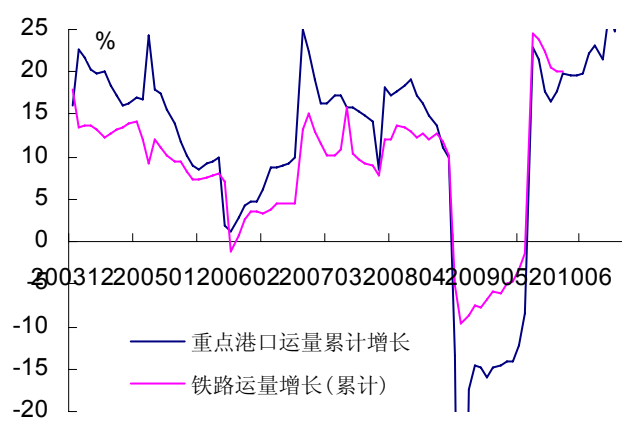
6 月份，重点港口月度运量 5636 万吨，同比增长 14.5%。

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



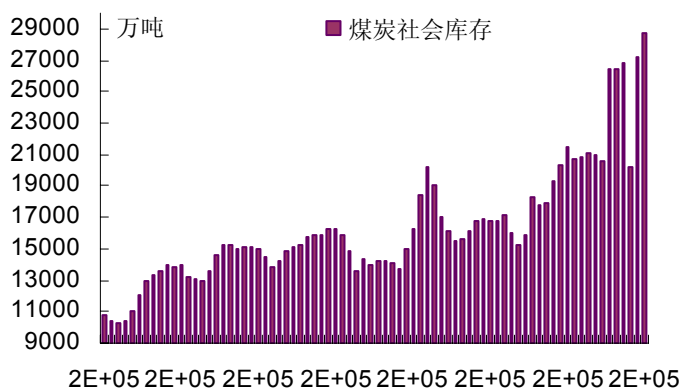
资料来源：中国煤炭资源网

附 6：煤炭库存及天数

1、社会库存

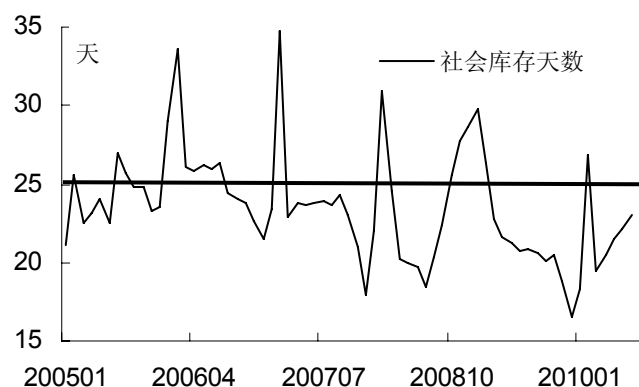
截至 11 年 6 月，煤炭社会库存 2.9 亿吨，较 5 月份的 2.7 亿吨增加 1500 万吨。

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

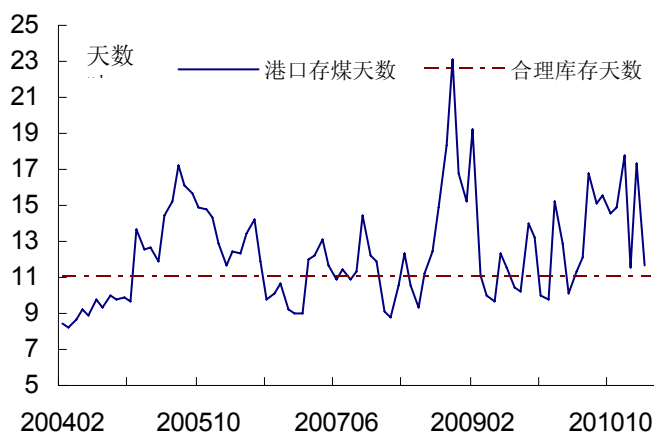


资料来源：中国煤炭资源网

2、港口库存

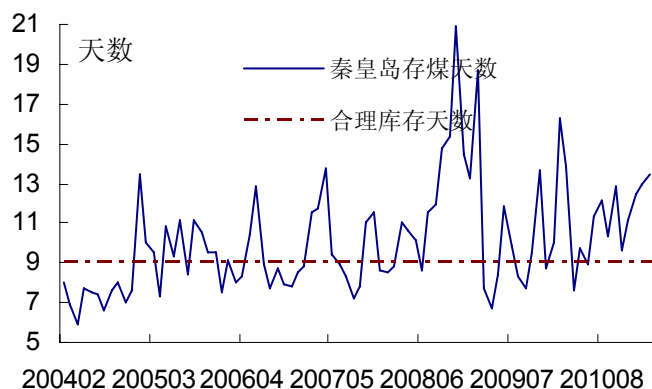
截至 11 年 3 月，我国重点港口库存 2233 万吨，库存天数 11.6 天，基本处于 11 天的正常水平；秦皇岛库存 733 万吨，库存天数 13.4 天，高于 9 天的合理水平。

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



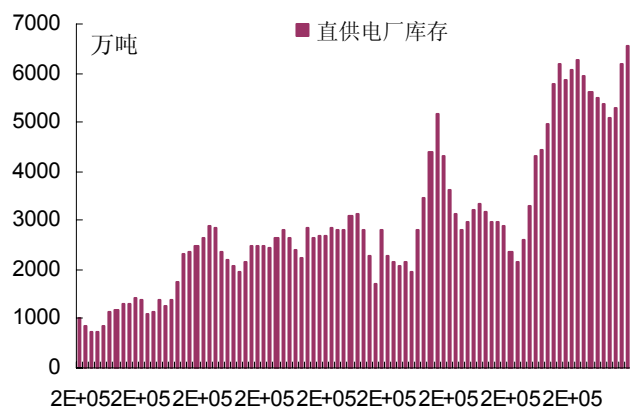
资料来源：中国煤炭资源网

3、电力库存回升

截至 11 年 6 月底，直供电厂库存为 6536 万吨，较 5 月底的 6171 万吨增加 365 万吨。

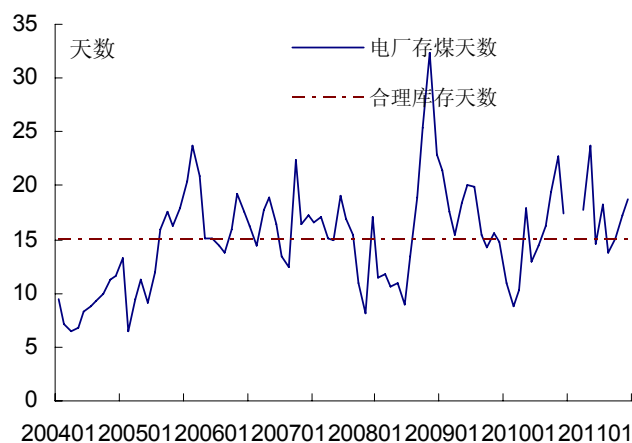
6 月份，直供电厂耗煤量为 10850 万吨，电厂存煤天数为 18.7 天，高于 15 天的合理库存天数。

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

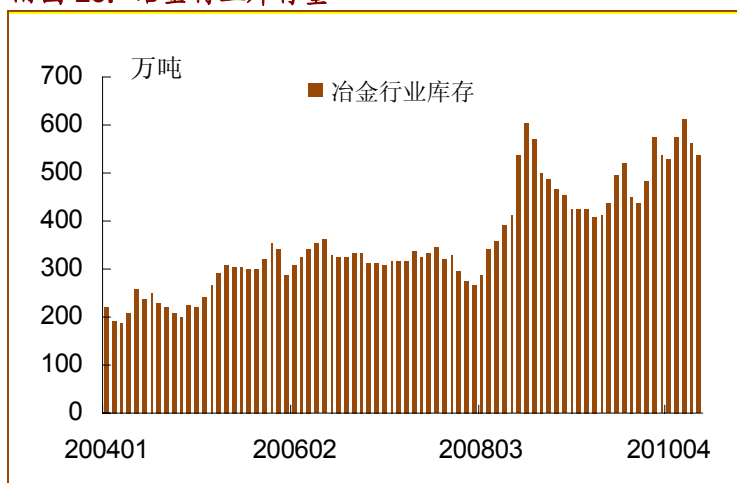


资料来源：中国煤炭资源网

4、冶金行业耗煤增加

6 月份，冶金企业耗煤 5379 万吨，同比增长 10.3%。

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

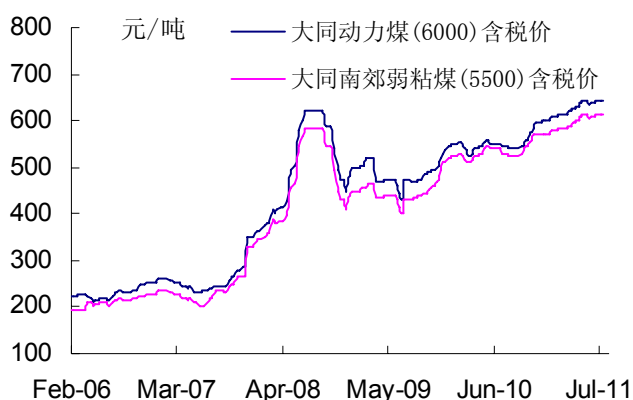
(1) 动力煤

8月8日，大同动力煤坑口价格为 645 元/吨，较 7 月同期上涨 5 元/吨。

太原动力煤坑口价 650 元/吨，与 6 月同期持平。

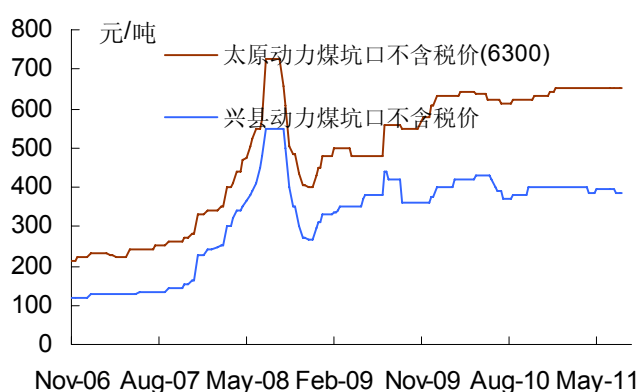
兴县动力煤坑口价 395 元/吨，与 6 月同期持平。

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



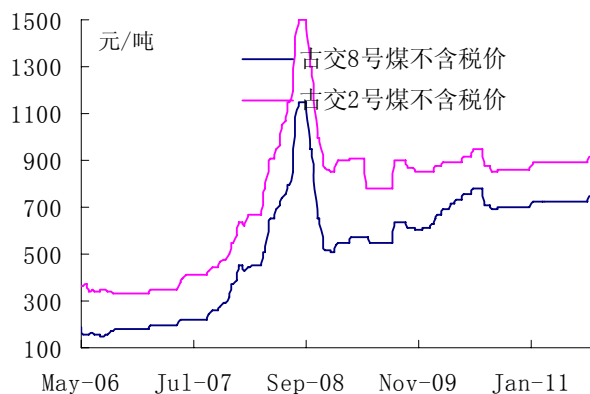
数据来源：中国煤炭资源网

(2) 炼焦煤

8月8日，古交 8#和 2#焦煤坑口不含税价分别为 750 元/吨和 920 元/吨，较 7 月同期上涨 25 元/吨和 30 元/吨。

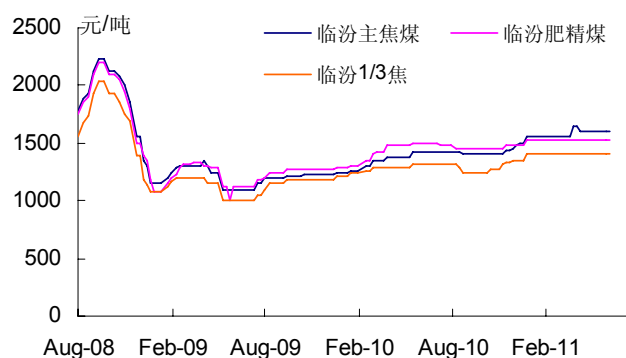
乡宁主焦煤坑口不含税价 860 元/吨，较 7 月同期持平。

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



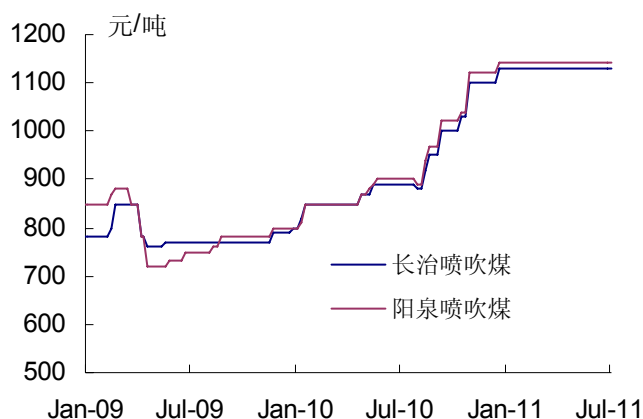
数据来源：中国煤炭资源网

(3) 无烟煤

8月8日，阳泉无烟煤末煤价格为780元/吨，与7月持平。

晋城无烟煤坑口价（不含税）850元/吨，与7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

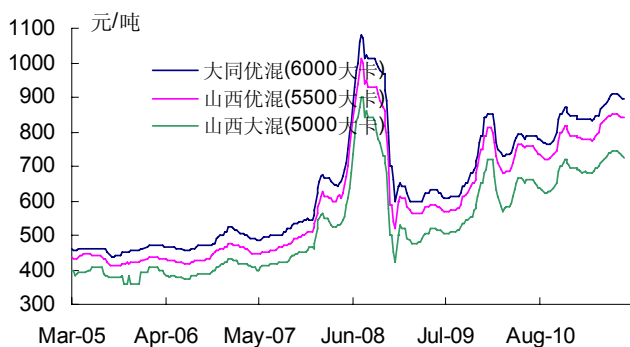
2、秦皇岛价格

8月8日，中转地秦皇岛大同优混(6000大卡)价格为895元/吨，较7月同期下跌15元/吨。

山西优混(5500大卡)价格为840元/吨，较7月同期下跌10元/吨。

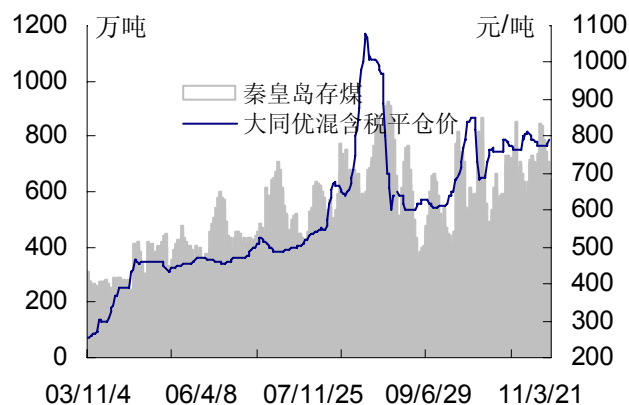
山西大混(5000大卡)价格为725元/吨，较7月同期下跌20元/吨。

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

8月1日，澳大利亚 BJ 现货价格为 120.35 美元/吨，较 7 月 4 日下跌 0.55 美元/吨。

与山西优混秦皇岛港口平仓价 840 元/吨相比，澳煤 BJ 价格低于国内 58 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

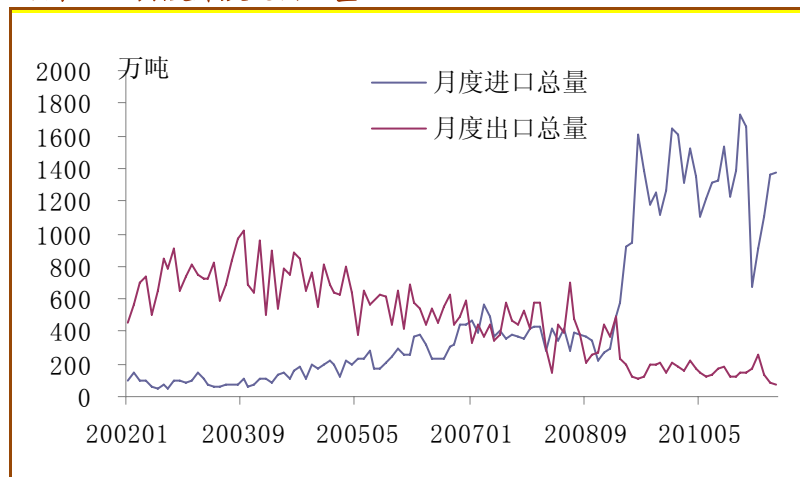


数据来源：中国煤炭资源网

附 8：煤炭进出口数据

11 年前 6 月，我国煤炭进口 7049 万吨，出口 875 万吨，煤炭净进口 6173 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

6 月份各煤种进口量维持高位。11 年前 6 月，我国进口煤炭 7049 万吨，其中 6 月份进口 1373 万吨，较 5 月份的 1358 万吨增加 17 万吨。其中：

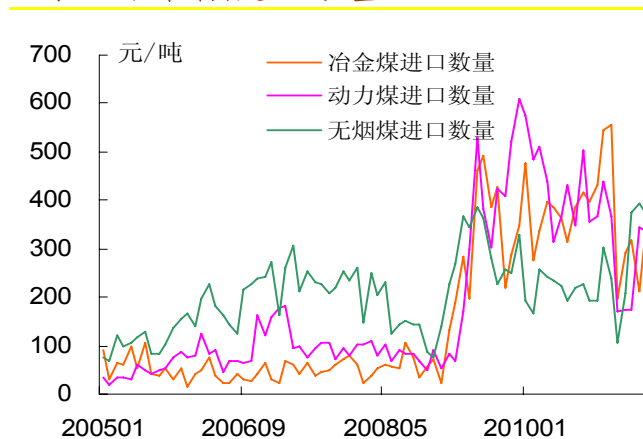
动力煤累计进口 1584 万吨，6 月份进口 336 万吨，较 5 月份略减少 8.5 万吨。

冶金煤累计进口 1915 万吨，6 月份进口 334 万吨，较 5 月的 213 万吨大幅增加 120 万吨。

无烟煤累计进口 1694 万吨，6 月份进口 375 万吨，较 5 月的 392 万吨减少 17 万吨

无烟煤、冶金煤、动力煤进口数量占比分别为 27%、24%和 24%。

附图 38：各煤种月度进口数量

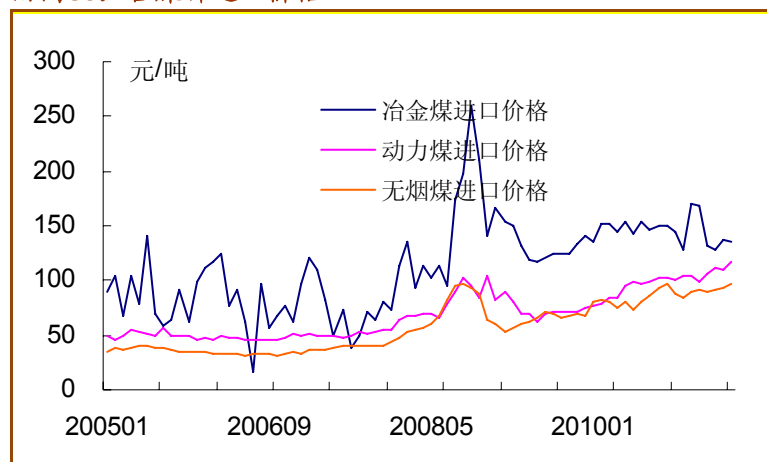


数据来源：中国煤炭资源网

(2) 各煤种进口价格

各煤种进口价格分化。11年前6月，冶金煤进口价格147美元/吨，较前5月累计进口价格下降2美元/吨。无烟煤进口价格93美元/吨，环比微涨1美元。动力煤进口价格为109美元/吨，较4月份上涨2美元/吨。

附图39：各煤种进口价格



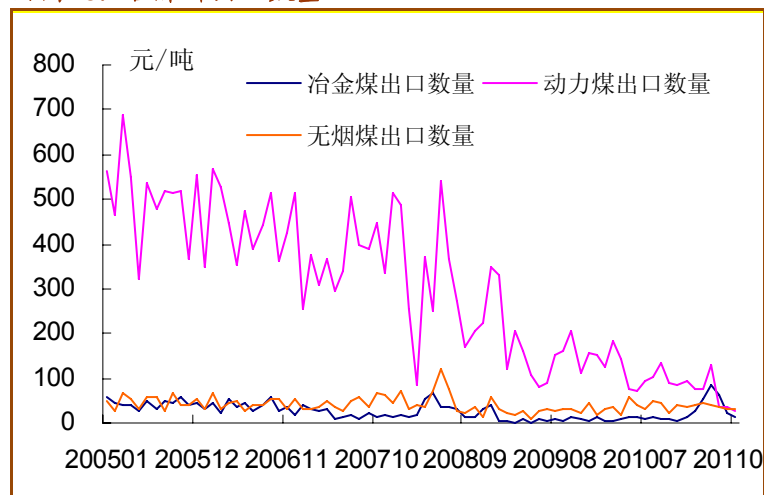
数据来源：中国煤炭资源网

2、煤炭出口分析

(1) 各煤种出口数量

月度出口继续减少。11年前6月份，我国煤炭出口885万吨，其中，6月份出口71万吨，较5月份的88万吨减少17万吨。其中：冶金煤出口264万吨，6月份出口11万吨，较5月份的21万吨减少10万吨。无烟煤出口225万吨，6月份出口32万吨，与上月持平。动力煤出口380万吨，6月份为28万吨，较5月份的34万吨减少6万吨。

附图40：各煤种出口数量

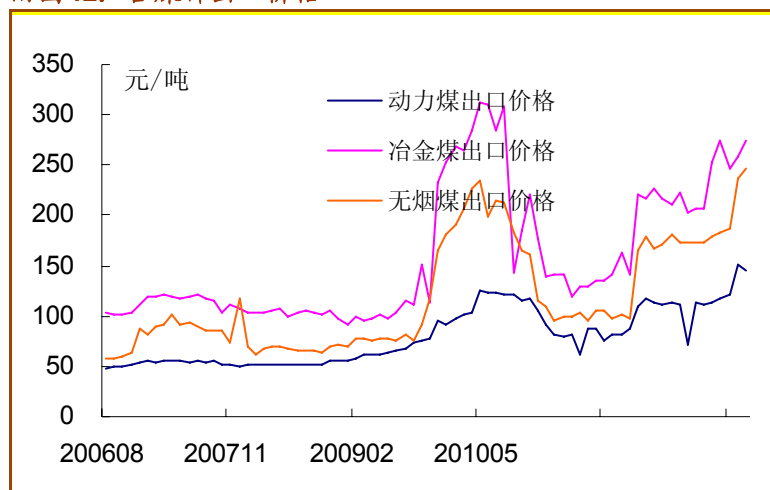


数据来源：中国煤炭资源网

(2) 各煤种出口价格

各煤种出口价格维持高位。11年前6月，我国煤炭累计出口综合售价为182美元/吨，较前5月的179美元/吨提高3美元/吨。其中：冶金煤累计出口价格为254美元/吨，基本稳定；动力煤累计出口价格为121美元/吨，较前5月的119美元/吨上涨2美元/吨；无烟煤累计出口价格为197美元/吨，较前5月的193美元/吨上涨4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 10 年产量	母公司 10 年产量	母公司/上市公司 产量比	母公司规划
国阳新能	2621	5206	2.0	10000
潞安环能	3322	5032	1.5	10000
大同煤业	2929	10118	3.5	15000
西山煤电	2579.02	10214	4.0	15000
平煤天安	3980.97		0.0	5000
中国神华	22480		0.0	40000
冀中能源	3102	7332	2.4	10000
盘江股份	1140	1600	1.4	3000
开滦股份	829	5000	6.0	10000
合计	42983			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。本报告基于合法取得的信息，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。