

价格快速上涨，毛利率有所下滑

——煤炭行业中报总结分析

报告要点

■ 收入增长受益煤价上涨，成本压力拖累毛利率

煤炭上市公司上半年营业收入和利润总额同比分别增长 35.3% 和 20.0%，其中，2 季度环比分别上涨 17.8% 和 13.5%。各公司平均毛利率为 31.7%，净利率为 13.9%，ROE 为 10.9%，同比均略有下滑，主要由于成本的上涨。

■ 产销量：上市公司增速低于全行业，多数公司产量基本稳定

各公司商品煤产销量同别上涨 9.2% 和 9.6%，增速小于行业平均增速，多数公司产销量同比基本持平。增长主要通过集团资产注入、自建矿投产以及整合煤矿的工程煤。上半年，产量增速较快的公司有昊华能源、西山煤电、中国神华、恒源煤电。

■ 盈利：无烟煤价格提升最大，炼焦煤吨煤盈利提升最大

上半年各公司吨煤收入由去年的 553 元/吨上涨至 629 元/吨，涨幅平均值达到 12.9%。其中，兰花科创和神火股份均价涨幅超过 25%，另外兖州煤业、大同煤业、潞安环能和上海能源涨幅也在 14% 以上；从吨煤毛利来看，各公司平均上涨 11.6% 至 276 元/吨，其中动力煤、炼焦煤和无烟煤吨煤毛利平均涨幅分别为 1.4%、14.1% 和 8.7%，兰花科创、平庄能源、神火股份和潞安环能吨煤毛利的提升幅度均在 20% 以上。

■ 各企业费用控制出色，现金流情况较去年基本保持稳定

上半年各公司费用控制较好，期间费用率同比下降 0.6 个百分点；各公司经营性现金净额总和同比增长 33.6%，与收入比例同比下降 1.3 个百分点，销售收到现金与收入的比例较去年同期下降上涨 0.5 个百分点。各公司收款情况差异较大，其中兖州煤业、盘江股份、中国神华和大同煤业较好。

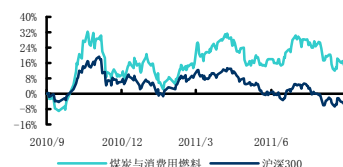
■ 下半年煤价有望稳中有升，费用率提高可能影响业绩

9 月开始预计受益于冬储煤的陆续启动和保障房建设进入开工旺季，煤价有望稳中有升，支撑各公司下半年业绩，不过期间费用的提升可能影响业绩。关注潞安环能、神火股份、永泰能源、兰花科创、兖州煤业、中煤能源和中国神华。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601699	潞安环能	推荐
000933	神火股份	推荐
600157	永泰能源	推荐
600123	兰花科创	推荐
600188	兖州煤业	推荐
601898	中煤能源	推荐
601088	中国神华	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

西山煤电	10A	11E	12E
PE	24.46	0.00	0.00
PB	4.59	0.00	0.00
EV/EBITDA	11.90	0.00	0.00
兖州煤业	10A	11E	12E
PE	15.43	0.00	0.00
PB	3.78	0.00	0.00
EV/EBITDA	12.05	0.00	0.00

相关研究

《9 月补库存需求和开工旺季支撑煤价——煤炭行业 9 月月报》2011-9-4

《煤价或维持震荡，板块具备安全边际——煤炭行业 8 月月报》2011-8-8

《11 年中期报告：旺季需求和保障房支撑煤价，估值提升待政策放松》2011-7-7

联系人：

安鹏

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

分析师：

刘元瑞

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

正文目录

概览：收入增长受益煤价上涨，成长压力拖累毛利率	4
业绩概览：收入利润同比快速增长，毛利率净利率均有下滑	4
营业收入：上半年同比增速达到 35.5%，2 季度环比增速达 17.8%	5
营业成本：工资增长压力大，成本涨幅略高于收入增长	8
毛利率：上半年同比及 2 季度环比均出现下滑	10
产量：上市公司增速低于行业，多数公司产量基本稳定	12
上半年全国原煤产量同比增长 13%	12
西山煤电、中国神华、昊华能源扩产速度最快	13
分区域来看，山西地区公司及央企产量增长较快	13
盈利：无烟煤价格提升最大，炼焦煤吨煤盈利提升最大	15
国内煤价：动力煤炼焦煤价格小幅上涨，无烟煤上涨明显	15
各公司煤价：上半年平均上涨 12.9%，无烟煤涨幅最大	15
吨煤毛利水平提升明显，炼焦煤增长幅度最大	17
各企业费用控制出色，收款情况基本持平，各公司差异大	17
费用控制得当，销售费用率和财务费用率同比均下降	17
经营现金流快速增长，收款较去年基本持平，但各公司差异大	18
下半年煤价有望稳中有升，费用率提高可能影响业绩	19
价格：3 季度动力煤价格略有下跌，炼焦煤小幅提升	19
下半年费用率或提升，平庄、兖煤、大同、神火等费用控制好	20
下半年需求环比或有提升，看好下半年煤价表现	21

图表目录

图 1: 上半年各公司收入同比保持较快增长, 2 季度部分公司收入环比出现下滑	7
图 2: 煤炭业务收入平均同比增速达到 26.15%	7
图 3: 重点公司营业成本增速略高于收入增长	10
图 4: 2011H 煤炭业务成本同比增长 34.3%	10
图 5: 11H1 毛利率同比略有下降	11
图 6: 11H1 煤炭业务毛利率同比小幅下滑	12
图 7: 11Q2 毛利率环比小幅下滑	12
图 8: 上半年全国原煤产量同比增长 13%	13
图 9: 重点区域中山西以及贵州地区上市公司产量增长最快	15
图 10: 秦皇岛各煤种均价同比上涨约 8.5%	16
图 11: 山西动力煤坑口价均价同比增长约 7.8%	16
图 12: 山西炼焦煤均价同比上涨约 8.8%	16
图 13: 山西无烟煤均价同比上涨 34.9%	16
 表 1: 行业重点上市公司业绩情况 (单位: 亿元, 百分点)	4
表 2: 煤炭行业经营情况	5
表 3: 行业重点上市公司营业收入构成及同比、环比情况 (单位: 亿元, %)	6
表 4: 行业重点上市公司营业成本构成情况 (单位: 亿元)	8
表 5: 重点上市公司职工支付现金增长迅速 (亿元)	9
表 6: 行业重点上市公司产销情况 (单位: 万吨)	14
表 7: 行业重点上市公司吨煤收入、吨煤成本情况 (单位: 元/吨)	16
表 8: 费用率情况汇总	18
表 9: 经营性现金流情况汇总 (单位: 亿元, %)	19
表 10: 历年费用情况比较 (单位: %)	20
表 11: 主要煤炭开采上市公司盈利预测与估值	21

概览：收入增长受益煤价上涨，成长压力拖累毛利率

业绩概览：收入利润同比快速增长，毛利率净利率均有下滑

上半年高耗能行业快速增长，煤炭需求继续保持旺盛态势，尤其在进入 2 季度以后，由于电厂积极补库存以及水电出力同比减少，煤炭价格明显上扬，其中，环渤海动力煤综合均价环比增长约 6.33%。受益于煤价上涨，上半年各公司收入利润保持快速增长，同时由于通胀水平较高，各公司普遍面临成本压力，盈利增速以及毛利率均出现不同程度的下滑。

中报显示，行业内重点上市公司上半年营业收入和利润总额保持较快增长，同比增速分别达到 **35.32%**和 **19.97%**，其中，2 季度营业收入、利润总额环比平均涨幅分别为 **17.77%**和 **13.54%**。上半年各公司平均毛利率为 **31.73%**，净利率为 **13.87%**，ROE 为 **10.90%**，同比均略有下滑。

- 营业收入：上半年，行业重点上市公司营业收入同比增长迅速，平均涨幅达 35.32%。其中 8 家公司涨幅超过 40%；
- 毛利率：上半年，行业重点上市公司的平均毛利率为 31.73%，同比下降 1.72 个百分点。主要由于各公司人工、材料以及部分公司的政策成本普遍增长较快，导致绝大多数公司毛利率同比出现下滑。根据统计局的数字，上半年，全行行业毛利率为 27.59%，低于上市公司 4.14 个百分点；
- 利润总额：上半年，行业重点上市公司利润总和上涨 24.30%（总和的涨幅，非平均涨幅），全行业实现利润总额 2012.56 亿元，上涨 32.96%；上半年，重点上市公司平均利润率达到 21.01%，同比下降 2.23 个百分点，但是仍显著高于全行业 13.84% 的水平，上市公司平均净利率为 14.21%，同比下降 1.65 个百分点；
- ROE：报告期内，重点上市公司的加权 ROE 平均为 10.90%，同比平均下降 1.29 个百分点。

表 1：行业重点上市公司业绩情况（单位：亿元，百分点）

证券代码	公司简称	营业收入		营业成本		毛利率		净利率		ROE	
		2011H	同比	2011H	同比	2011H	同比	2011H	同比	2011H	同比
600348.SH	国阳新能	251.9	87.7%	216.6	102.8%	14.0%	-6.4	6.7%	-3.1	13.3%	-0.8
600157.SH	永泰能源	5.3	84.7%	2.2	60.0%	58.2%	6.5	22.0%	-	10.4%	-
600121.SH	郑州煤电	70.8	77.5%	66.1	81.3%	6.5%	-2.0	1.5%	0.0	2.4%	-1.4
601101.SH	昊华能源	32.1	75.9%	16.6	94.4%	48.4%	-4.9	22.8%	-1.6	12.5%	-0.2
000983.SZ	西山煤电	150.8	66.9%	100.2	84.6%	33.6%	-6.4	13.2%	-6.3	13.4%	-2.0
000933.SZ	神火股份	150.5	60.3%	133.8	74.2%	11.1%	-7.1	4.0%	-3.8	13.5%	-5.5
600546.SH	山煤国际	251.5	54.7%	228.3	55.0%	9.2%	-0.2	3.5%	-0.5	16.8%	2.1
601088.SH	中国神华	1006.9	44.4%	571.3	61.4%	43.3%	-6.0	25.3%	-5.6	10.9%	0.1
600395.SH	盘江股份	35.6	38.5%	20.3	39.9%	43.0%	-0.6	24.4%	-0.4	13.3%	1.9
600188.SH	兖州煤业	207.6	33.0%	111.6	34.1%	46.2%	-0.4	24.3%	7.4	12.7%	3.9
600997.SH	开滦股份	93.8	31.0%	80.5	34.6%	14.1%	-2.3	5.0%	-1.1	7.6%	-0.5
600123.SH	兰花科创	38.2	29.0%	21.2	15.3%	44.5%	6.6	18.6%	-4.1	10.9%	-1.7

601699.SH 潞安环能	109.7	27.7%	62.7	23.5%	42.9%	2.0	17.6%	-0.3	15.1%	-0.2
600971.SH 恒源煤电	44.8	22.6%	33.0	25.5%	26.4%	-1.7	12.7%	-1.5	10.0%	-5.6
000937.SZ 冀中能源	193.9	20.7%	146.8	19.4%	24.3%	0.8	8.8%	0.6	13.2%	1.1
601898.SH 中煤能源	424.4	19.4%	274.6	23.1%	35.3%	-2.0	12.8%	-1.1	6.6%	0.3
000552.SZ 靖远煤电	4.4	17.3%	3.2	10.5%	27.7%	4.5	10.4%	-0.1	10.0%	0.7
000780.SZ 平庄能源	19.0	16.8%	11.9	14.5%	37.1%	1.2	18.5%	-3.9	9.0%	-2.4
601918.SH 国投新集	39.8	14.2%	26.7	22.1%	32.8%	-4.3	15.2%	-3.3	8.3%	-1.7
601001.SH 大同煤业	58.4	13.1%	31.5	19.2%	46.0%	-2.8	20.2%	0.8	6.6%	-0.7
002128.SZ 露天煤业	34.3	12.6%	21.4	22.6%	37.6%	-5.1	21.8%	-7.1	17.7%	-5.4
600508.SH 上海能源	52.3	11.4%	36.8	24.4%	29.6%	-7.4	15.0%	-5.0	12.1%	-5.7
601666.SH 平煤股份	119.7	0.8%	93.4	2.3%	21.9%	-1.1	9.1%	-1.6	11.5%	-3.3
000968.SZ 煤气化	15.7	-12.5%	11.3	-9.5%	27.8%	-2.4	7.8%	-3.9	3.2%	-2.9
均值	148.1	35.3%	100.9	39.0%	31.7%	-1.7	13.9%	-2.0	10.9%	-1.3

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：煤炭行业经营情况

业绩指标	煤炭行业上市公司				全国煤炭行业			
	2010H	2010A	2011H	同比	2010H	2010A	2011H	同比
营业收入(总和, 亿元)	2481.38	5205.82	3411.27	37.47%	10428.9	21154.9	14542.1	39.44%
营业成本(总和, 亿元)	1595.91	3426.03	2322.29	45.51%	7349.4	15065.3	10529.4	43.27%
利润总额(总和, 亿元)	576.50	1127.70	716.57	24.30%	1513.7	2930.2	2012.6	32.96%
净资产利润率(均值, %)	12.80	22.87	13.64	0.83	14.58	23.84	14.94	0.36
毛利率(均值, %)	32.65	33.32	31.73	-0.93	29.53	28.79	27.59	-1.94
利润率(均值, %)	23.23	21.66	21.01	-2.23	14.51	13.85	13.84	-0.67

资料来源：Wind，长江证券研究部

营业收入：上半年同比增速达到 35.5%，2 季度环比增速达 17.8%

贸易业务增长和销售量价齐升，上半年收入同比快速增长

上半年由于各上市公司煤炭产销量和销售价格水平大幅上涨，营业收入同比平均涨幅达到 35.3%。其中，

- 收入增速超过 70%的包括：阳泉煤业、永泰能源、郑州煤电和昊华能源，同比增速分别达到 87.7%、84.7%、77.5%和 75.9%。其中，阳泉煤业和昊华能源收入增长主要来源于贸易煤增量，郑州煤电来源于物流业务，永泰能源来自煤矿产量的逐步释放；
- 收入增速超过 50%的包括：西山煤电、神火股份和山煤国际。其中，西山煤电增长来源于焦化业务规模扩大，以及煤炭业务的量价齐升；而神火股份和山煤国际则主要来自于贸易业务扩张以及煤价上涨；
- 收入增速超过 25%的且煤炭业务收入占比 80%以上的包括：中国神华、盘江股份、兖州煤业、潞安环能、恒源煤电和冀中能源，主要受益于价格上涨和产销量扩大。

- 煤气化是报告期内唯一一家营业收入出现同比下滑的公司（下滑幅度为 12.51%），主要是由于煤炭销量和焦化业务下滑所致。

上半年，各公司煤炭业务收入增长稳定，重点上市公司同比上涨的平均值达 27.9%。

- 煤炭业务收入同比上涨明显的公司有昊华能源、山煤国际和转型公司永泰能源，其同比上涨幅度都在 70%以上，主要收益于新建煤矿产能释放，产量同比增长较快；
- 煤炭业务收入增长低于 15%的公司包括：煤气化、平煤股份、郑州煤电、平庄能源、冀中能源、大同煤业、国投新集、露天煤业，主要是由于产量基本无增长，或电煤价格上涨受限。

受益于 2 季度电煤价格上涨，各公司收入环比多数有小幅增长

受益煤价上涨，2 季度除露天煤业、平庄能源、冀中能源和国投新集外，重点上市公司营业收入环比均出现增长，行业平均环比增速达 17.8%。

- 环比涨幅明显的公司有神火股份、潞安环能、山煤国际和上海能源，环比收入增长均超过 30%。其中，神火股份主要由于铝价上涨，潞安环能和山煤国际分别受益于销量增长和贸易煤增加，上海能源则主要受益于价格上涨；
- 露天煤业、平庄能源、冀中能源和国投新集等公司营业收入环比出现下滑，分别下滑 16.05%、13.12%、8.99%和 3.79%。

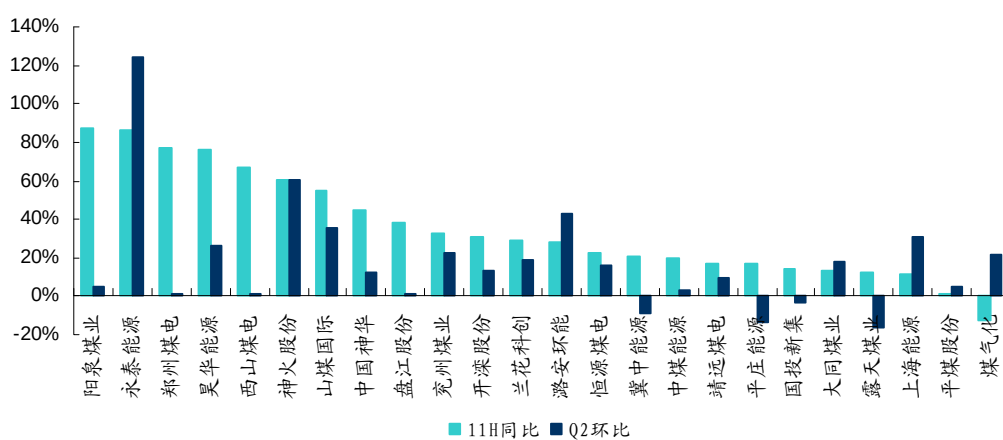
表 3：行业重点上市公司营业收入构成及同比、环比情况（单位：亿元，%）

股票代码	公司简称	营业收入							煤炭开采业务收入		
		10H	10A	11H	同比	11Q1	11Q2	环比	11H	同比	占比
600348.SH	国阳新能	134.2	279.4	251.9	87.7%	122.8	129.1	5.2%	134.6	30.1%	53.5%
600157.SH	永泰能源	2.9	27.9	5.3	84.7%	1.6	3.7	124.4%	4.9	113.4%	92.4%
600121.SH	郑州煤电	39.9	97.8	70.8	77.5%	35.1	35.7	1.6%	10.6	1.9%	15.0%
601101.SH	昊华能源	18.2	40.5	32.1	75.9%	14.2	17.9	26.5%	31.8	76.6%	99.2%
000983.SZ	西山煤电	90.3	169.4	150.8	66.9%	74.9	75.9	1.3%	91.4	37.7%	60.6%
000933.SZ	神火股份	93.9	169.0	150.5	60.3%	57.8	92.7	60.4%	32.4	26.6%	21.5%
600546.SH	山煤国际	162.6	386.4	251.5	54.7%	106.7	144.9	35.8%	25.7	71.2%	10.2%
601088.SH	中国神华	697.3	1520.6	1006.9	44.4%	473.9	533.0	12.5%	843.3	39.5%	66.3%
600395.SH	盘江股份	25.7	54.7	35.6	38.5%	17.7	17.9	1.2%	35.5	40.2%	99.6%
600188.SH	兖州煤业	156.0	348.4	207.6	33.0%	93.4	114.2	22.2%	193.3	33.7%	93.1%
600997.SH	开滦股份	71.5	151.5	93.8	31.0%	44.0	49.7	13.0%	26.6	15.3%	28.3%
600123.SH	兰花科创	29.6	58.1	38.2	29.0%	17.4	20.7	19.0%	23.8	26.9%	62.3%
601699.SH	潞安环能	85.9	214.3	109.7	27.7%	45.2	64.5	42.8%	102.3	27.4%	93.3%
600971.SH	恒源煤电	36.6	69.9	44.8	22.6%	20.8	24.1	15.8%	40.5	17.7%	90.3%
000937.SZ	冀中能源	160.7	302.9	193.9	20.7%	101.5	92.4	-9.0%	149.0	11.8%	76.8%
601898.SH	中煤能源	355.6	712.7	424.4	19.4%	209.1	215.3	3.0%	340.4	21.2%	80.2%
000552.SZ	靖远煤电	3.7	7.8	4.4	17.3%	2.1	2.3	9.3%	4.3	17.5%	99.3%
000780.SZ	平庄能源	16.2	32.3	19.0	16.8%	10.1	8.8	-13.1%	15.8	11.8%	83.2%

601918.SH	国投新集	34.9	70.1	39.8	14.2%	20.3	19.5	-3.8%	37.2	13.3%	93.5%
601001.SH	大同煤业	51.6	104.5	58.4	13.1%	26.8	31.6	18.0%	57.0	12.9%	97.6%
002128.SZ	露天煤业	30.5	56.7	34.3	12.6%	18.6	15.6	-16.0%	34.1	13.8%	99.6%
600508.SH	上海能源	46.9	88.6	52.3	11.4%	22.7	29.6	30.4%	37.4	15.8%	71.6%
601666.SH	平煤股份	118.7	229.0	119.7	0.8%	58.5	61.2	4.5%	102.5	4.5%	85.7%
000968.SZ	煤气化	17.9	35.2	15.7	-12.5%	7.1	8.6	21.4%	14.3	-11.6%	91.2%
均值		103.4	217.8	142.1	35.3%	66.8	75.4	17.8%	99.5	27.9%	74.2%

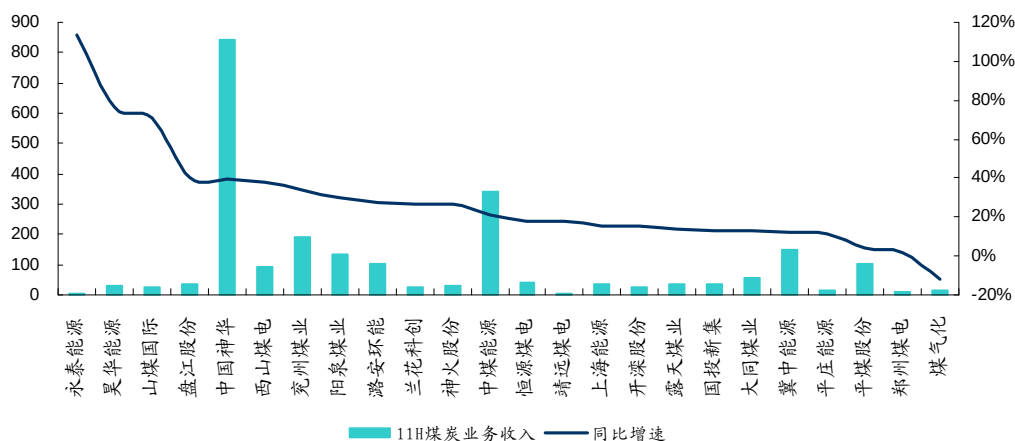
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 1：上半年各公司收入同比保持较快增长，2 季度部分公司收入环比出现下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：煤炭业务收入平均同比增速达到 26.15%



资料来源：Wind，长江证券研究部

营业成本：工资增长压力大，成本涨幅略高于收入增长

上半年营业成本同比增长 39%，高于收入增速

报告期内各公司营业成本同比均出现上涨（除煤气化），平均涨幅达 39.0%。一方面，成本增长是由于企业经营规模扩张所致；另一方面，通胀背景下，材料、人工等成本增长较快，各公司普遍面临成本压力。

- 营业成本同比上涨比较明显的公司是阳泉煤业、昊华能源、西山煤电、郑州煤电、中国神华和永泰能源，与营业收入增长基本一致；
- 人工成本是各公司成本增长的重要来源，上半年重点公司支付给职工以及为职工支付的现金同比增长 34.1%。

上半年，重点上市公司煤炭业务成本同比增长的平均值为 34.3%，略高于煤炭业务收入的增长幅度。

2 季度成本环比平均上涨 20.8%，也高于收入增长

2 季度，煤炭重点上市公司营业成本环比上升的平均幅度达 20.8%，略高于营业收入环比涨幅（17.8%）。

- 2 季度，成本环比上升较明显的公司神火股份、潞安环能、兖州煤业、山煤国际和上海能源，涨幅均超过 30%；
- 2 季度，成本环比下跌最明显的公司是冀中能源，其成本环比下降 13.0%，超过收入下滑幅度。另外盘江股份、平煤股份和中煤能源等公司成本环比小幅下降 1%左右；
- 2 季度，重点上市公司支付给职工以及为职工支付的现金环比增长 20.1%。

表 4：行业重点上市公司营业成本构成情况（单位：亿元）

股票代码	公司简称	营业成本							煤炭开采业务成本		
		10H	10A	11H	同比	11Q1	11Q2	环比	11H	同比	占比
600348.SH	国阳新能	106.8	279.4	216.6	102.8%	107.1	109.5	2.2%	101.7	30.4%	47.0%
601101.SH	昊华能源	8.5	40.5	16.6	94.4%	7.0	9.5	34.9%	16.4	95.6%	99.1%
000983.SZ	西山煤电	54.3	169.4	100.2	84.6%	49.1	51.1	4.1%	42.5	37.6%	42.4%
600121.SH	郑州煤电	36.5	97.8	66.1	81.3%	32.1	34.0	6.1%	8.4	17.7%	12.7%
000933.SZ	神火股份	76.8	169.0	133.8	74.2%	50.6	83.2	64.2%	15.9	34.2%	11.9%
601088.SH	中国神华	354.0	1520.6	571.3	61.4%	271.5	299.8	10.5%	556.8	47.2%	97.5%
600157.SH	永泰能源	1.4	27.9	2.2	60.0%	0.7	1.5	111.9%	1.8	124.4%	83.3%
600546.SH	山煤国际	147.4	386.4	228.3	55.0%	96.8	131.5	35.8%	9.9	140.0%	4.4%
600395.SH	盘江股份	14.5	54.7	20.3	39.9%	10.2	10.1	-1.6%	20.4	44.0%	100.3%
600997.SH	开滦股份	59.8	151.5	80.5	34.6%	37.6	42.9	13.9%	16.8	18.9%	20.9%
600188.SH	兖州煤业	83.2	348.4	111.6	34.1%	46.2	65.5	41.8%	98.7	36.0%	88.4%
600971.SH	恒源煤电	26.3	69.9	33.0	25.5%	15.3	17.7	16.3%	29.6	19.9%	89.8%
600508.SH	上海能源	29.6	88.6	36.8	24.4%	15.9	20.9	32.1%	22.8	41.4%	61.9%
601699.SH	潞安环能	50.7	214.3	62.7	23.5%	24.7	38.0	53.7%	55.8	22.0%	89.1%

601898.SH	中煤能源	223.1	712.7	274.6	23.1%	138.1	136.5	-1.1%	205.2	26.8%	74.7%
002128.SZ	露天煤业	17.5	56.7	21.4	22.6%	9.7	11.7	20.5%	21.3	24.5%	99.7%
601918.SH	国投新集	21.9	70.1	26.7	22.1%	13.3	13.4	0.7%	25.5	20.3%	95.5%
000937.SZ	冀中能源	123.0	302.9	146.8	19.4%	78.5	68.3	-13.0%	104.1	6.6%	70.9%
601001.SH	大同煤业	26.5	104.5	31.5	19.2%	14.6	16.9	16.1%	30.5	19.1%	96.6%
600123.SH	兰花科创	18.4	58.1	21.2	15.3%	9.2	12.0	30.0%	7.7	1.3%	36.2%
000780.SZ	平庄能源	10.4	32.3	11.9	14.5%	6.0	6.0	0.0%	9.5	5.9%	79.7%
000552.SZ	靖远煤电	2.9	7.8	3.2	10.5%	1.5	1.6	9.3%	3.1	9.8%	98.3%
601666.SH	平煤股份	91.3	229.0	93.4	2.3%	47.0	46.4	-1.3%	76.2	7.7%	81.6%
000968.SZ	煤气化	12.5	35.2	11.3	-9.5%	5.3	6.0	12.1%	9.3	-7.2%	81.7%
均值		66.6	217.8	96.8	39.0%	45.3	51.4	20.8%	62.1	34.3%	69.3%

资料来源：Wind，长江证券研究部

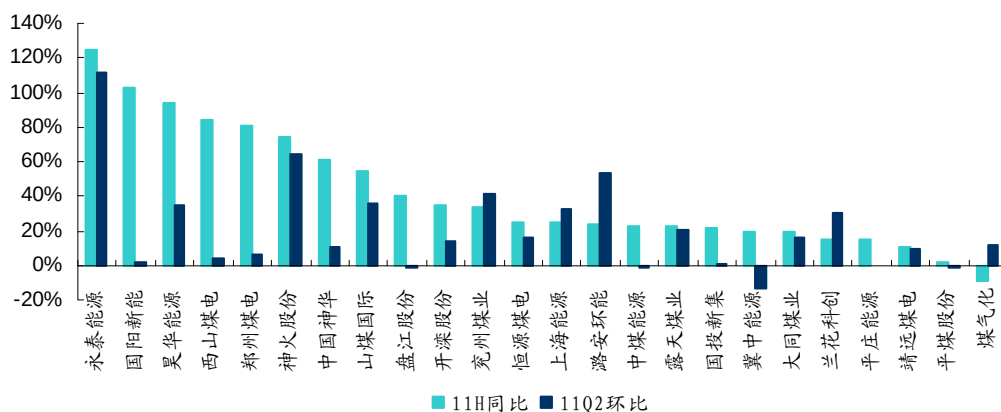
表 5：重点上市公司职工支付现金增长迅速（亿元）

股票代码	公司简称	职工现金支付半年度比较				职工现金支付单季度比较		
		2010H	2010A	2011H	同比	2011Q1	2011Q2	环比
600157.SH	永泰能源	0.2	0.6	0.6	155.7%	0.2	0.4	58.4%
600971.SH	恒源煤电	6.5	21.3	12.3	87.8%	4.9	7.4	51.3%
000983.SZ	西山煤电	8.2	32.6	11.9	44.8%	4.8	7.1	48.7%
002128.SZ	露天煤业	2.0	5.5	2.9	41.3%	1.4	1.5	3.0%
601918.SH	国投新集	7.1	15.2	10.0	41.3%	5.0	5.0	1.9%
601088.SH	中国神华	40.8	105.2	57.1	40.1%	24.2	33.0	36.4%
600121.SH	郑州煤电	4.1	9.2	5.8	39.9%	3.0	2.8	-8.3%
600546.SH	山煤国际	2.4	6.2	3.3	39.0%	1.8	1.6	-13.1%
601001.SH	大同煤业	8.8	20.8	12.2	39.0%	5.3	6.9	31.3%
000933.SZ	神火股份	5.4	16.5	7.1	32.5%	3.1	4.1	32.8%
000937.SZ	冀中能源	19.5	49.8	25.5	30.4%	12.4	13.1	5.2%
600395.SH	盘江股份	6.9	14.2	8.9	29.0%	4.7	4.3	-8.3%
000780.SZ	平庄能源	3.4	9.7	4.2	24.7%	2.1	2.1	-0.9%
601101.SH	昊华能源	5.2	13.0	6.5	23.8%	2.8	3.7	30.3%
600123.SH	兰花科创	4.4	9.5	5.4	21.9%	2.3	3.0	28.1%
600188.SH	兖州煤业	29.4	68.3	35.6	21.1%	17.6	18.0	1.9%
601699.SH	潞安环能	16.8	34.4	19.9	18.4%	15.0	4.9	-67.5%
000552.SZ	靖远煤电	1.3	3.9	1.5	17.4%	0.4	1.2	195.4%
601898.SH	中煤能源	22.8	45.8	26.4	15.9%	13.2	13.2	0.3%
601666.SH	平煤股份	32.4	69.0	37.3	15.0%	18.7	18.6	-0.7%
600348.SH	国阳新能	8.0	31.9	9.1	12.5%	4.3	4.8	11.9%
000968.SZ	煤气化	3.3	8.1	3.6	10.7%	1.5	2.2	49.7%

600508.SH	上海能源	7.6	19.7	8.4	10.6%	4.6	3.8	-16.6%
600997.SH	开滦股份	7.4	17.3	7.7	4.6%	3.7	4.1	10.9%
均值		10.6	26.1	13.5	34.1%	6.5	6.9	20.1%

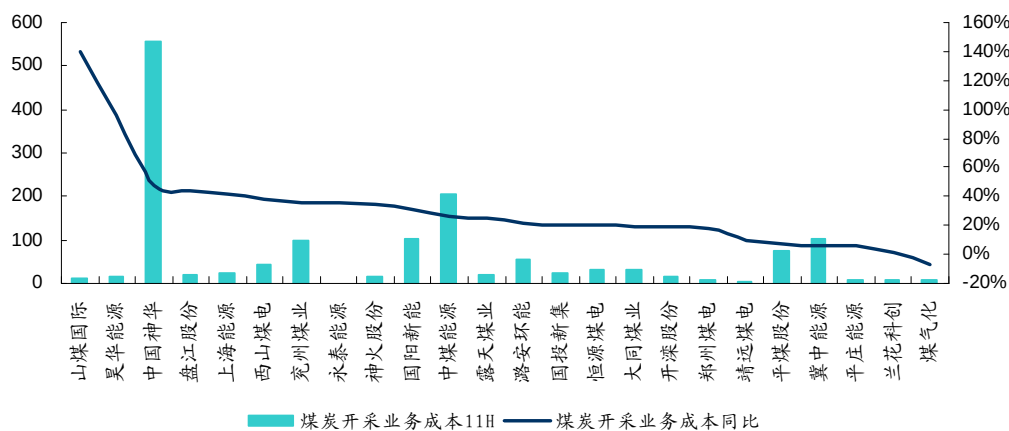
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 重点公司营业成本增速略高于收入增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 2011H 煤炭业务成本同比增长 34.3%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

毛利率: 上半年同比及 2 季度环比均出现下滑

上半年毛利率同比平均略有下滑, 仅少数几家公司有所上涨

上半年煤炭行业上市公司的毛利率平均为 31.7%，同比下降 1.7 个百分点。各公司煤炭业务的毛利率达到 40.73%，同比下滑 2.06 个百分点。

- 兰花科创、神火股份和昊华能源的煤炭业务毛利率较高，上半年均达到 45% 以上；
- 毛利率同比上涨最明显是兰花科创，涨幅超过 6 个百分点，主要是由于公司的煤炭和化肥业务业绩均出现回升；

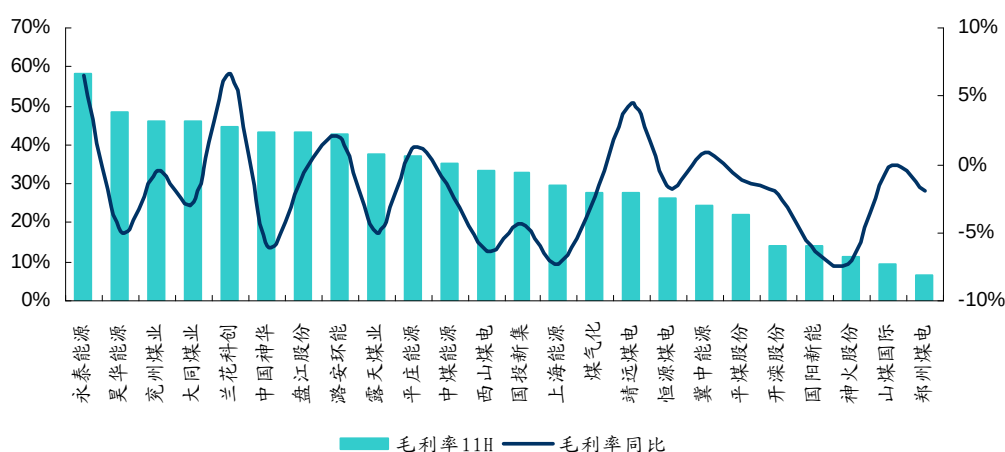
- 煤炭开采业务毛利率上升明显的还有冀中能源、平庄能源以及潞安环能等公司，涨幅 2-3 个百分点，主要由于煤价的上涨以及良好的成本控制；
- 毛利率同比下滑较明显的有上海能源、神火股份、阳泉煤业、西山煤电、中国神华、露天煤业和昊华能源等公司，降幅在 5 个百分点左右。其中，神火、阳泉、神华和昊华主要是由于贸易收入比例提高所致；西山煤电毛利率下滑则主要源于新增焦化业务影响；
- 煤炭开采业务毛利率下滑明显的公司有山煤国际、上海能源、郑州煤电、露天煤业和昊华能源，降幅也均在 5 个百分点以上，主要由于成本同比增长较快所致。

2 季度毛利率环比小幅下滑

2 季度各上市公司成本压力依然较大，营业成本环比涨幅略微超过收入涨幅，毛利率由 1 季度的 31.5% 下降至 29.7%。

- 2 季度毛利率环比上升最明显的公司是煤气化，其毛利率环比上升 5.79 个百分点。除此之外，平煤股份和冀中能源，升幅也均超过了 3 个百分点。
- 2 季度毛利率下滑最明显的公司是露天煤业，下滑幅度达 22.65%。另外，平庄能源、兖州煤业、兰花科创、潞安环能和郑州煤电毛利率降幅均超过 4 个百分点。

图 5：11H1 毛利率同比略有下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6: 11H1 煤炭业务毛利率同比小幅下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 11Q2 毛利率环比小幅下滑



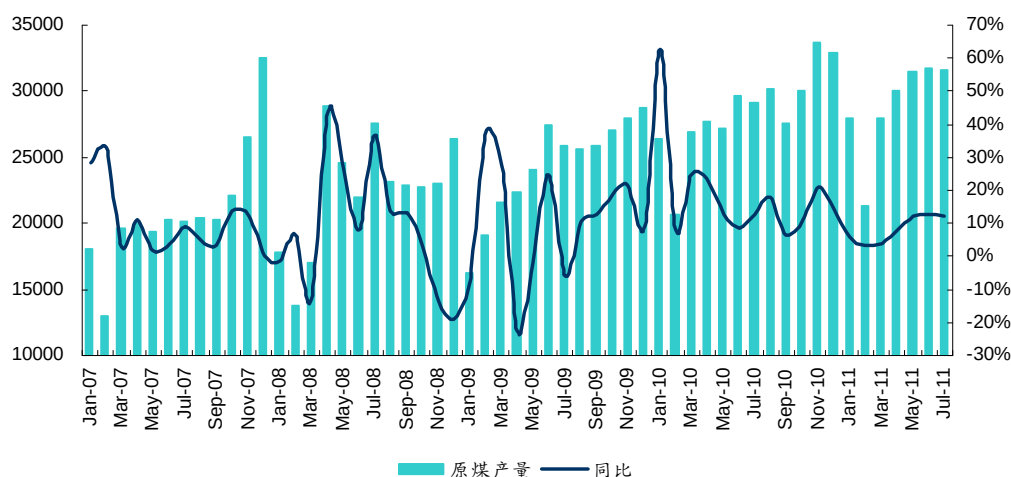
资料来源: Wind, 长江证券研究部

产量：上市公司增速低于行业，多数公司产量基本稳定

上半年全国原煤产量同比增长 13%

上半年，全国累计原煤产量 17.8 亿吨，同比增长 13%。其中，山西，内蒙古和陕西的产量分别为 4.1 亿吨，4.5 亿吨和 1.94 亿吨，同比分别增长 21.53%，34.80%和 12.51%，“三西”地区累计贡献产出增量达 2.1 亿吨。

图 8：上半年全国原煤产量同比增长 13%



资料来源：Wind，长江证券研究部

西山煤电、中国神华、昊华能源扩产速度最快

行业重点公司商品煤产销量同别上涨 9.2%和 9.6%，增速小于行业平均增速。上市公司的产能扩张主要通过集团资产注入、自建矿投产以及整合煤矿的工程煤。

- 上半年，产量增速较快的公司昊华能源、西山煤电、中国神华、恒源煤电，同比增速分别为 69.26%、32.08%、18.38%、14.19%；
- 另外，产销量增速超过 10%的公司有阳泉煤业、兖州煤业、兰花科创、冀中能源、潞安环能和山煤国际，同比增速分别为 12.72%、12.51%、12.19%、10.83%、10.81%和 10.00%；
- 昊华能源的增量主要来自于高家梁矿；西山煤电产量增量主要来源于新建兴县矿（产量 1240 万吨）；中国神华产量增量主要来自于收购集团煤炭资产；兖州煤业增量来自于兖煤澳洲、菏泽能化以及内蒙产能的释放；
- 报告期内，平煤股份、上海能源、大同煤业、神火股份和平庄能源产销量同比出现下滑，其中产量同比分别下滑 7.27%、4.56%、2.09%、1.10%和 0.93%。

分区域来看，山西地区公司及央企产量增长较快

报告期内，重点上市公司的产量增速平均为 9.2%，同期全国原煤总产量同比增速为 13%。

- 行业龙头：中国神华、中煤能源产量同比增速分别为 18.38%和 6.48%；
- 上半年，山西和贵州地区上市公司产量增长较快，平均增速分别达到 15.81%和 20.36%。其中，西山煤电、盘江股份、永泰能源产量增速均超过 20%。同期，山西和贵州地区煤炭总产量同比分别增长 21.5%和 26.1%；
- 另外，河北地区上市公司产量增速也较快。其中，冀中能源产量同比增长 10.8%，开滦股份产量同比增长 3.9%；

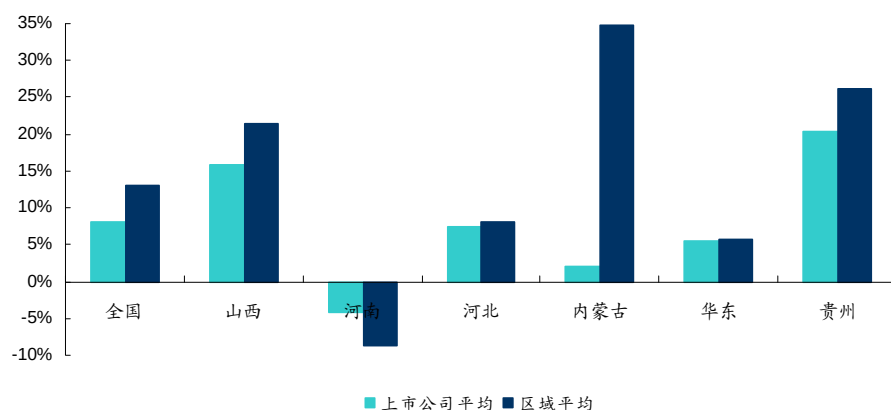
- 河南地区上市公司产量同比均出现下滑，其中平煤和神火同比分别下降 7.3%和 1.1%；
- 内蒙古的平庄能源、露天煤业产量同比增速分别为-0.9%和 4.9%，远低于全区 34.8%的产量增速。

表 6：行业重点上市公司产销情况（单位：万吨）

		产量				销量			
		10A	10H	11H	同比	10A	10H	11H	同比
央企									
000933	中煤能源	12253	4875	5191	6.5%	11727	5933	6507	9.7%
601666	中国神华	22480	11860	14040	18.4%	29260	14580	19120	31.1%
山西省重点企业									
002128	潞安环能	3322	1554	1722	10.8%	2844	1289	1435	11.3%
600188	大同煤业	2929	1576	1543	-2.1%	2252	1152	1139	-1.1%
600508	国阳新能	2621	1274	1436	12.7%	4538	2179	2557	17.3%
601699	西山煤电	2579	1088	1437	32.1%	2111	927	1129	21.8%
600348	兰花科创	601	279	313	12.2%	570	275	259	-5.8%
600546	山煤国际	607	310	341	10.0%	607	310	341	10.0%
000968	煤气化	320	133	108	-18.8%	305	133	108	-18.8%
内蒙古重点企业									
600395	露天煤业	4245	2368	2483	4.9%	4245	2230	2357	5.7%
600997	平庄能源	983	538	533	-0.9%	962	538	533	-0.9%
华东重点企业									
601918	兖州煤业	4940	2287	2573	12.5%	4963	2286	2666	16.6%
601088	国投新集	1511	783	781	-0.3%	1331	666	716	7.5%
000780	上海能源	909	504	481	-4.6%	909	504	481	-4.6%
601898	恒源煤电	1226	585	668	14.2%	1042	531	599	12.8%
河南省重点企业									
600971	平煤股份	3981	2064	1914	-7.3%	3729	1945	1774	-8.8%
601001	神火股份	711	362	358	-1.1%	718	361	356	-1.4%
000937	郑州煤电	489	247	243	-1.6%	489	247	243	-1.6%
河北省重点企业									
000983	冀中能源	3190	1579	1750	10.8%	2670	1350	1515	12.2%
600121	开滦股份	829	409	425	3.9%	829	409	425	3.9%
贵州省重点企业									
600123	盘江股份	1140	555	668	20.4%	753	370	459	24.1%
北京市重点企业									
601101	昊华能源	705	244	413	69.1%	706	244	413	69.1%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：重点区域中山西以及贵州地区上市公司产量增长最快



资料来源：Wind，长江证券研究部

盈利：无烟煤价格提升最大，炼焦煤吨煤盈利提升最大

国内煤价：动力煤炼焦煤价格小幅上涨，无烟煤上涨明显

- 动力煤：上半年，秦皇岛港煤价走势坚挺，同比平均涨幅约 8.5%。进入 2 季度以后，在水电出力不足以及下游需求复苏强劲的背景下，煤价不断攀升，环比涨幅达 4.59%；山西坑口方面，上半年价格同比平均增长约 7.8%，2 季度环比增长约 2.0%；
- 炼焦煤：上半年，炼焦煤价格总体稳中有升，同比涨幅约 8.8%，2 季度价格环比基本持平；
- 无烟煤：受益于下游尿素价格不断上涨，上半年无烟煤价格走势强劲。其中，山西地区无烟煤价格同比增幅达 34.9%，2 季度环比增长 2.06%。

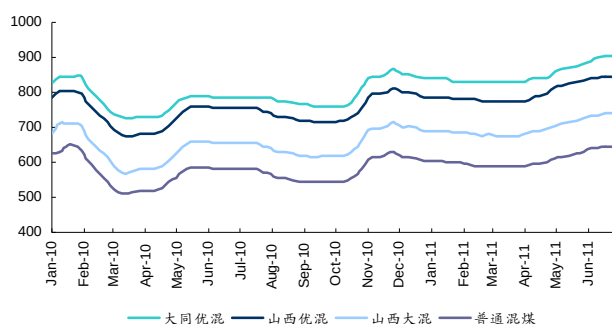
各公司煤价：上半年平均上涨 12.9%，无烟煤涨幅最大

受益于煤价高企，上半年各公司吨煤收入同比上涨较明显，由去年的 553 元/吨上涨至 629 元/吨，涨幅平均值达到 12.9%。

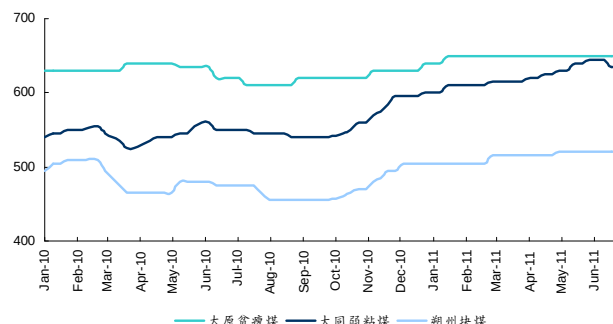
- 吨煤价格同比增长超过 25% 的公司有兰花科创和神火股份，均为无烟煤公司；
- 除此之外，兖州煤业、大同煤业、潞安环能和上海能源的吨煤收入涨幅也在 14% 以上，其中兖煤和同煤为动力煤公司，潞安和上海能源分别为喷吹煤和炼焦煤公司。

分煤种来看，炼焦煤、动力煤和无烟煤上市企业的吨煤收入平均都出现了同比增长。

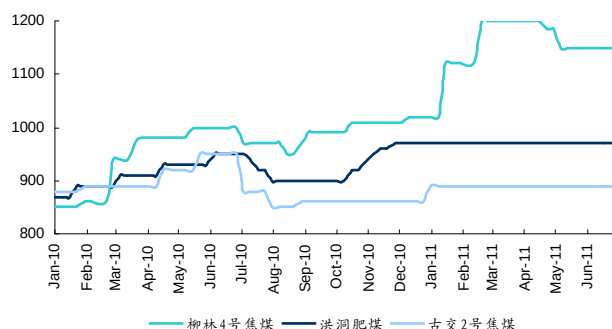
- 同比上涨最大的是无烟煤公司，吨煤收入同比平均上涨 24.7%；
- 动力煤公司吨煤收入同比平均增长 8.8%。其中，兖州煤业和大同煤业价格涨幅较高；
- 炼焦煤和喷吹煤公司价格的涨幅为 12.2%。其中，潞安环能吨煤收入上涨达 14.4%；

图 10: 秦皇岛各煤种均价同比上涨约 8.5%


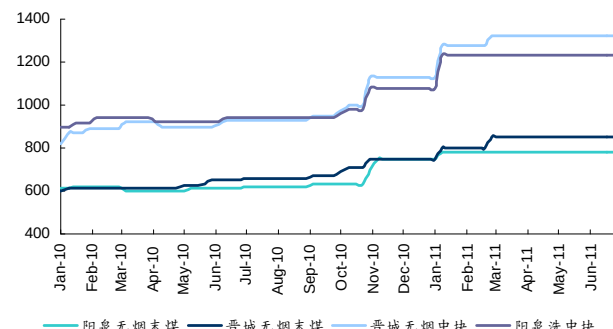
资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 11: 山西动力煤坑口均价同比增长约 7.8%


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 12: 山西炼焦煤均价同比上涨约 8.8%


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 13: 山西无烟煤均价同比上涨 34.9%


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

表 7: 行业重点上市公司吨煤收入、吨煤成本情况 (单位: 元/吨)

		吨煤收入				吨煤成本				吨煤毛利			
		10A	10H	11H	同比	10A	10H	11H	同比	10A	10H	11H	同比
动力煤公司													
601666	中国神华	427	406	429	1.6%	277	259	291	12.3%	150	147	137	-6.6%
000933	中煤能源	456	463	494	6.7%	224	210	228	8.6%	232	253	266	5.1%
601918	兖州煤业	663	632	725	14.7%	261	318	370	16.4%	402	314	355	13.1%
600188	大同煤业	457	439	501	14.1%	245	222	268	20.7%	212	217	233	7.4%
601898	恒源煤电	623	647	676	4.5%	456	465	495	6.5%	167	182	181	-0.5%
601088	国投新集	498	496	520	4.8%	374	365	410	12.4%	124	131	110	-16.0%
600395	露天煤业	131	135	145	7.4%	77	77	91	18.2%	54	58	54	-6.9%
600997	平庄能源	278	262	296	13.0%	165	167	178	6.6%	113	95	118	24.2%
动力煤平均		442	435	473	8.8%	260	261	291	12.7%	182	175	182	2.5%
炼焦煤、喷吹煤公司													
000983	冀中能源	926	911	984	8.0%	649	667	687	3.0%	277	244	297	21.7%

600971	平煤股份	488	484	541	11.9%	317	302	343	13.6%	171	182	198	9.2%
601699	西山煤电	730	716	809	13.0%	363	333	376	12.9%	367	383	433	13.0%
000780	上海能源	648	636	729	14.6%	389	257	287	11.7%	259	379	442	16.6%
600123	盘江股份	717	684	774	13.0%	396	382	444	16.2%	321	302	330	8.9%
002128	潞安环能	640	623	713	14.4%	369	355	389	9.6%	271	268	324	20.9%
000968	煤气化	368	381	420	10.2%	171	162	183	13.0%		219	237	8.2%
炼焦煤、喷吹煤平均		645	676	758	12.2%	379	351	421	11.4%	266	282	337	14.1%
无烟煤公司													
600508	国阳新能	489	475	527	10.9%	369	358	398	11.2%	120	117	129	10.3%
601001	神火股份	732	708	910	28.5%	354	328	447	36.3%	378	380	463	21.8%
600348	兰花科创	708	681	917	34.7%	275	276	296	7.2%	433	405	621	53.3%
601101	昊华能源	566	738	771	4.5%	344	344	398	15.7%	222	395	374	-5.3%
无烟煤平均（除昊华）		643	621	785	24.7%	333	321	380	18.2%	310	301	404	28.5%
全部平均		565	553	629	12.9%	327	314	353	13.1%	238	239	276	11.6%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

吨煤毛利水平提升明显，炼焦煤增长幅度最大

由于成本增速较快，上半年重点公司吨煤毛利增速低于收入增长，同比平均上涨 11.6%至 276 元/吨。

分煤种，动力煤、炼焦煤和无烟煤吨煤毛利平均涨幅分别为 1.4%、14.1%和 8.7%。

- 吨煤成本涨幅较大的公司为神火股份、大同煤业、露天煤业，分别上涨 36.3%、20.7%、18.2%和 16.4%；
- 吨煤成本控制较好的是：冀中能源、恒源煤电和平庄能源，涨幅分别仅为 3.0%、6.2%和 6.6%；
- 吨煤毛利提升最明显的是炼焦煤，平均上涨 14.1%；另外，兰花科创、平庄能源、神火股份和潞安环能吨煤毛利的提升幅度均在 20%以上；
- 中国神华、国投新集、露天煤业、昊华能源吨煤毛利同比下降，其中神华和昊华受新增矿质量低于平均水平，以及贸易煤规模扩大影响，露天煤业和国投新集主要受电煤价格限制。

各企业费用控制出色，收款情况基本持平，各公司差异大

费用控制得当，销售费用率和财务费用率同比均下降

上半年各公司期间费用控制较好，销售费用率和财务费用率同比平均分别下降 0.1 个百分点和 0.5 个百分点。

- 重点上市公司的平均管理费用率为 6.54%，同比略增 0.07 个百分点；共有 12 家公司管理费用率同比上升，其中上升最明显的为永泰能源和潞安环能，同比分别增长 12.5 个和 3.9 个百分点；

- 重点上市公司的平均销售费用率为 2.58%，同比下降 0.10 个百分点，仅兖州煤业、西山煤电、山煤国际、冀中能源等公司销售费用率同比出现上涨；
- 重点上市公司的平均财务费用率为 0.78%，同比下降 0.53 个百分点。其中，兖州煤业由于受汇兑损益影响，财务费用率同比下降 11.9 个百分点。

表 8：费用率情况汇总

证券代码	公司简称	管理费用率			销售费用率			财务费用率		
		10A	10H	11H	10A	10H	11H	10A	10H	11H
601699.SH	潞安环能	17.1%	11.3%	15.2%	1.2%	1.8%	1.5%	1.6%	2.0%	1.1%
000552.SZ	靖远煤电	8.5%	8.4%	10.3%	0.9%	0.8%	1.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
600188.SH	兖州煤业	10.9%	10.8%	9.2%	5.1%	4.2%	5.7%	-6.4%	7.9%	-4.0%
600395.SH	盘江股份	9.9%	9.3%	8.6%	2.3%	1.6%	1.4%	0.2%	0.3%	0.4%
000983.SZ	西山煤电	13.7%	8.0%	8.6%	3.4%	2.2%	4.2%	1.2%	1.4%	1.6%
600123.SH	兰花科创	10.2%	8.1%	8.3%	3.6%	3.3%	2.6%	2.7%	2.6%	1.9%
000780.SZ	平庄能源	11.1%	6.4%	8.3%	1.0%	0.2%	0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.7%
000937.SZ	冀中能源	10.6%	8.0%	8.1%	1.9%	1.3%	1.5%	1.0%	0.7%	1.3%
601101.SH	昊华能源	10.5%	8.6%	7.1%	4.4%	4.3%	3.8%	1.0%	1.5%	0.8%
000968.SZ	煤气化	7.0%	5.9%	7.1%	5.9%	5.5%	5.2%	0.7%	0.6%	2.1%
600508.SH	上海能源	7.4%	7.2%	7.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.5%	0.4%	0.3%
601001.SH	大同煤业	5.9%	8.2%	7.1%	9.8%	11.2%	9.5%	0.6%	1.0%	0.6%
601666.SH	平煤股份	7.5%	6.3%	6.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.1%	0.1%	0.2%
600971.SH	恒源煤电	5.8%	6.6%	6.1%	1.2%	1.0%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
601088.SH	中国神华	6.7%	5.8%	5.5%	0.5%	0.5%	0.5%	1.6%	1.9%	0.9%
601918.SH	国投新集	5.3%	5.0%	5.2%	1.3%	1.2%	1.0%	3.8%	3.7%	3.8%
601898.SH	中煤能源	4.7%	4.2%	4.6%	12.7%	13.0%	12.1%	0.2%	0.0%	0.0%
002128.SZ	露天煤业	4.9%	4.0%	4.5%	2.4%	2.1%	1.2%	0.5%	0.0%	1.2%
600997.SH	开滦股份	4.7%	4.5%	3.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.7%	1.8%	1.7%
600348.SH	国阳新能	4.7%	4.0%	2.9%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.3%
600121.SH	郑州煤电	3.7%	4.2%	2.5%	1.0%	1.1%	0.7%	0.3%	0.4%	0.2%
600546.SH	山煤国际	1.7%	1.8%	1.6%	1.1%	0.9%	1.2%	0.7%	0.0%	1.1%
000933.SZ	神火股份	2.7%	2.2%	1.6%	1.4%	1.3%	0.7%	3.8%	3.2%	2.8%
平均		7.6%	6.5%	6.5%	2.9%	2.7%	2.6%	0.7%	1.3%	0.8%

资料来源：WIND，长江证券研究部

经营现金流快速增长，收款较去年基本持平，但各公司差异大

上半年，各公司经营性现金净额总和同比增长 33.6%，销售商品收到的现金与收入的比例较去年同期上涨 0.5 个百分点，经营性现金净额与收入的比例由去年同期的 20.4% 下降至 19.1%，收款情况总体情况较去年持平，但各公司差异较大。

- 经营现金流净额/营业收入来看，现金流转好的是兖州煤业、盘江股份和中国神华；

- 经营性现金流量净额同比下降幅度最明显的公司是平庄煤业、冀中能源、山煤国际、郑州煤电，同比下滑幅度均超过 70%；
- 经营现金流量净额/营业收入表现最好的是：兖州煤业、中国神华、大同煤业和盘江股份，比值均超过 40%。

表 9：经营性现金流情况汇总（单位：亿元，%）

公司简称	经营现金流净额				销售收到现金/营业收入				经营现金净额/营业收入			
	10A	10H	11H	同比	10A	10H	11H	同比	10A	10H	11H	同比
兖州煤业	62.9	22.8	134.9	490%	97.2%	98.3%	145.9%	47.6	18.0%	14.6%	65.0%	50.3
平煤股份	18.3	3.8	11.9	211%	93.0%	86.0%	95.5%	9.5	8.0%	3.2%	10.0%	6.7
昊华能源	8.4	2.5	6.6	167%	107.9%	94.3%	104.5%	10.2	20.7%	13.5%	20.5%	7.0
盘江股份	11.5	5.5	14.0	155%	96.9%	103.6%	108.7%	5.1	21.0%	21.3%	39.3%	17.9
西山煤电	33.6	13.0	22.8	76%	96.0%	92.2%	127.4%	35.2	19.9%	14.4%	15.1%	0.7
中国神华	593.8	305.6	533.8	75%	115.0%	115.3%	112.9%	-2.4	39.0%	43.8%	53.0%	9.2
恒源煤电	13.1	5.3	8.5	61%	109.8%	111.5%	122.3%	10.9	18.7%	14.5%	18.9%	4.5
兰花科创	12.9	4.1	5.8	41%	105.9%	95.8%	81.8%	-14.0	22.3%	14.0%	15.3%	1.3
大同煤业	35.9	16.8	23.5	40%	110.3%	108.0%	118.9%	11.0	34.4%	32.6%	40.2%	7.6
中煤能源	107.4	47.3	61.7	30%	114.4%	109.4%	114.4%	5.0	15.1%	13.3%	14.5%	1.2
开滦股份	12.2	5.7	7.2	28%	113.2%	111.8%	101.1%	-10.7	8.0%	7.9%	7.7%	-0.2
神火股份	19.5	14.8	17.5	18%	60.0%	107.9%	78.1%	-29.8	11.5%	15.7%	11.6%	-4.1
露天煤业	19.3	7.8	8.6	10%	119.8%	108.0%	106.8%	-1.1	34.0%	25.6%	25.0%	-0.6
上海能源	11.5	8.4	9.1	8%	109.4%	93.5%	88.6%	-4.8	12.9%	17.9%	17.4%	-0.6
潞安环能	60.5	30.6	25.8	-15%	95.4%	105.7%	104.1%	-1.6	28.2%	35.6%	23.6%	-12.0
国投新集	26.4	11.4	6.2	-46%	118.4%	112.0%	101.1%	-10.9	37.7%	32.8%	15.5%	-17.3
国阳新能	42.8	27.2	13.6	-50%	115.0%	93.8%	106.9%	13.1	15.3%	20.3%	5.4%	-14.9
靖远煤电	1.8	1.8	0.8	-55%	111.6%	123.1%	97.7%	-25.4	22.6%	48.5%	18.8%	-29.7
平庄能源	11.0	7.0	1.9	-72%	123.0%	104.5%	71.7%	-32.9	34.0%	43.2%	10.2%	-33.0
郑州煤电	4.6	1.9	-0.2	-112%	89.5%	93.1%	84.2%	-8.9	4.7%	4.7%	-0.3%	-5.0
山煤国际	11.2	8.0	-3.0	-137%	80.5%	96.3%	90.9%	-5.5	2.9%	4.9%	-1.2%	-6.1
冀中能源	34.9	10.8	-8.8	-182%	104.2%	91.5%	102.3%	10.7	11.5%	6.7%	-4.5%	-11.3
平均值	52.4	25.5	41.0	33.6%	103.9%	102.5%	103.0%	0.5	20.0%	20.4%	19.1%	-1.3

资料来源：WIND，长江证券研究部

下半年煤价有望稳中有升，费用率提高可能影响业绩

价格：3 季度动力煤价格略有下跌，炼焦煤小幅提升

由于前期下游电厂储煤积极，电力库存水平处于较高位置，加上后期南方大范围降雨导致水电出力增加，进入 3 季度以后，秦港动力煤各煤种价格普遍下跌。

- 动力煤价格 3 季度环比出现下跌：其中，秦皇岛各煤种跌幅在 20-30 元/吨；山西坑口价

格基本稳定；全国其他地区除陕西和安徽略有增长外，其他地区价格基本保持稳定；

- 炼焦煤价格 3 季度环比略有上涨：其中，山西坑口价格稳中有升，部分地区涨幅在 30-50 元/吨；其他地区如河南、河北、贵州、黑龙江等地略有上涨，涨幅在 20 元/吨左右；
- 无烟煤价格 3 季度局部环比略有上涨：其中，山西地区价格基本保持稳定；河南永城地区无烟煤价格上涨 20 元/吨左右。

下半年费用率或提升，平庄、兖煤、大同、神火等费用控制好

考虑到公司的部分费用，特别是管理费用一般会放在年终第 4 季度进行结算，观察 2006 年-2010 年的期间费用率和管理费用率，各公司全年的平均期间费用率较上半年高 1.3 个百分点，其中，管理费用率较上半年高 1.0 个百分点。

- 下半年期间费用率较高的公司主要有昊华能源、中煤能源和西山煤电，全年平均费用率较上半年均超过 4 个百分点；
- 平庄能源、兖州煤业和大同煤业等公司，下半年的费用情况较好，过去五年的期间费用率在下半年平均有所下降。

表 10：历年费用情况比较（单位：%）

证券代码	公司简称	平均期间费用率			平均管理费用率		
		06-10H	06-10A	变化	06-10H	06-10A	变化
601101.SH	昊华能源	5.2	17.3	12.1	3.2	11.6	8.3
601898.SH	中煤能源	16.1	21.4	5.3	4.1	5.4	1.3
000983.SZ	西山煤电	12.8	17.0	4.2	8.3	11.4	3.2
601088.SH	中国神华	7.5	11.1	3.6	5.2	7.8	2.6
002128.SZ	露天煤业	6.5	9.2	2.7	3.7	5.6	1.9
601666.SH	平煤股份	6.1	8.3	2.1	5.0	7.0	2.0
601699.SH	潞安环能	14.1	16.1	2.1	10.9	13.5	2.6
000937.SZ	冀中能源	14.2	16.3	2.0	11.8	13.5	1.7
601918.SH	国投新集	9.5	11.4	1.9	4.7	5.5	0.9
600395.SH	盘江股份	7.3	9.1	1.8	5.0	6.3	1.4
600348.SH	国阳新能	6.2	7.8	1.6	4.0	5.4	1.3
000552.SZ	靖远煤电	11.9	12.6	0.7	9.6	10.5	0.9
600997.SH	开滦股份	9.5	10.1	0.6	5.9	6.5	0.6
600157.SH	永泰能源	3.9	4.3	0.4	2.1	2.3	0.1
600546.SH	山煤国际	3.3	3.2	0.0	2.6	2.4	-0.2
600971.SH	恒源煤电	10.1	10.0	-0.1	8.0	7.6	-0.4
600123.SH	兰花科创	16.9	16.5	-0.4	11.7	10.9	-0.9
600508.SH	上海能源	11.3	10.9	-0.5	8.9	8.2	-0.7
000933.SZ	神火股份	8.4	7.7	-0.6	3.3	2.8	-0.5
000968.SZ	煤气化	13.5	12.8	-0.7	6.1	5.8	-0.3

600121.SH	郑州煤电	9.6	8.5	-1.1	7.6	6.6	-1.0
601001.SH	大同煤业	24.7	22.6	-2.0	6.2	5.7	-0.5
600188.SH	兖州煤业	18.5	16.2	-2.3	13.1	13.2	0.1
000780.SZ	平庄能源	24.3	21.9	-2.5	12.9	13.3	0.4
平均		11.3	12.6	1.3	6.8	7.9	1.0

资料来源：WIND，长江证券研究部

下半年需求环比或有提升，看好下半年煤价表现

进入3季度，动力煤价格在2季度涨幅较大后稍有回落，但8月下旬开始，由于各地进行安全大检查，原煤产量受到影响，加之西南等地区干旱影响了水电出力，港口价格已企稳。预计9月开始随着大秦线检修、冬储煤的陆续启动，以及保障房建设及水利建设进入开工旺季，动力煤和炼焦煤需求将有所支撑，价格有望稳中有升。预计下半年上市公司总体继续维持量价齐升的态势。

重点推荐：（1）潞安环能：受益于喷吹煤价格上涨和资产注入带来的业绩提升，以及未来煤矿整合带来的规模扩张；（2）神火股份：预计电解铝盈利下半年大幅改善，未来成本下降受益于自备电厂投产，整合煤矿产量逐步释放，估值较低；（3）永泰能源：煤炭产量成长性最好，3年有望增长7倍，长期看好；（4）兰花科创：2季度尿素业务逐步扭亏，自建矿加整合矿带来权益产能翻番；（5）兖州煤业：受益于内蒙和澳洲产量的增长，以及国内动力煤和国际煤价的上涨，成长性较好；（6）中煤能源：近三年产量复合增长率达到15%，估值优势明显，资产注入预期强烈；（7）中国神华：估值优势明显，大销售战略支撑中长期成长性。

表 11：主要煤炭开采上市公司盈利预测与估值

证券代码	公司简称	评级	股价	EPS（元）			P/E（X）			PB
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
000933.SZ	神火股份	推荐	14.50	0.69	1.03	1.40	21.02	14.02	10.36	5.0
000937.SZ	冀中能源	推荐	23.06	1.04	1.35	1.57	22.26	17.14	14.65	4.1
000968.SZ	煤气化	谨慎推荐	20.70	0.46	0.60	0.64	45.28	34.39	32.24	3.5
000983.SZ	西山煤电	推荐	20.35	0.84	1.21	1.54	24.25	16.79	13.22	4.7
600123.SH	兰花科创	推荐	41.46	2.30	3.13	3.89	18.02	13.11	11.01	3.3
600157.SH	永泰能源	推荐	14.48	0.23	0.42	0.90	62.24	34.84	16.03	3.2
600188.SH	兖州煤业	推荐	27.77	1.83	1.93	2.23	15.16	13.89	12.27	3.5
600508.SH	上海能源	谨慎推荐	22.46	1.84	2.08	2.32	12.18	10.81	9.68	2.4
600546.SH	山煤国际	推荐	28.86	1.01	1.51	2.23	28.64	19.09	12.93	6.0
600971.SH	恒源煤电	谨慎推荐	45.29	2.17	2.42	2.73	20.88	18.71	16.60	3.3
601001.SH	大同煤业	谨慎推荐	15.49	0.77	0.78	0.91	20.14	19.88	17.08	2.6
601088.SH	中国神华	推荐	25.65	1.87	2.16	2.50	13.72	11.85	10.28	2.5
601101.SH	昊华能源	推荐	24.23	0.87	1.45	1.73	27.77	16.72	14.03	4.1
601666.SH	平煤股份	谨慎推荐	11.82	0.78	0.92	1.02	15.09	12.90	11.65	2.7
601699.SH	潞安环能	推荐	28.98	1.49	1.79	2.02	19.40	16.09	14.01	5.1

601898.SH	中煤能源	推荐	9.49	0.52	0.72	0.88	18.21	13.11	13.44	1.6
601918.SH	国投新集	谨慎推荐	11.24	0.68	0.69	0.83	16.62	15.59	12.73	2.9

资料来源：WIND，长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

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

投资评级说明

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

重要声明

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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

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