

# 预计煤炭板块全年业绩增速略超过 20%

## ——煤炭行业 2011 年中报业绩综述

分析师: 任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 9 月 7 日

### 联系人

任宪功

010-68784237

renxiangong@hotmail.com

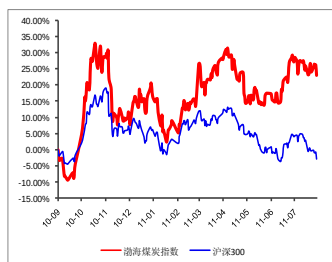
### 行业评级

煤炭行业 看好

### 重点品种推荐

|      |    |
|------|----|
| 安泰集团 | 推荐 |
| 昊华能源 | 推荐 |
| 山煤国际 | 推荐 |
| 阳泉煤业 | 推荐 |
| 西山煤电 | 推荐 |
| 兖州煤业 | 推荐 |

### 最近一年行业相对走势



### 投资要点:

#### ● 成长性分析

◇ 煤炭板块 2011 上半年营业收入合计同比增长 36.63%，归属于母公司股东的净利润合计同比增长 19.77%，实现了较高的增长率；与历史对比，煤炭板块上半年营业收入增速相对处于较高水平，净利润增速相对处于中等水平；与全部 A 股对比，上半年煤炭板块营业收入合计同比增速高于全部 A 股 9.48 个百分点；归属于母公司股东的净利润合计同比增速却低于全部 A 股 4 个百分点；

◇ 煤炭板块 2011 上半年营业成本合计同比增加 43.66%，增速较高，虽然低于一季度的 48.26%，但较 2010 年全年的营业成本合计增速 38.18%，还是高出了 5.48 个百分点；与全部 A 股对比，上半年煤炭板块成本合计增速高于全部 A 股 14.96 个百分点；在 07 年 4 季度至 11 年 2 季度这段煤炭行业成本增速波动相对较小的期间内，煤炭行业的成本增速基本上均高于全部 A 股的成本增速；

◇ 2011 上半年煤炭板块营业收入合计增速低于营业成本合计增速 7.03 个百分点，营业成本增速明显快于营业收入增速；在 07 年 4 季度至 11 年 2 季度这段期间内：07 年 4 季度至 08 年 4 季度，煤炭行业营业收入与营业成本增速基本一致；自 08 年 4 季度至 11 年 2 季度，煤炭行业的成本增速基本上均高于营业收入的增速，说明 09 年以来煤炭行业营业成本增加明显较快；

◇ 环比方面，煤炭板块 2 季度归属于母公司股东净利润环比增长 8.43%，略高于全部 A 股的 6.77%；营业收入环比增速为 12.37%，略低于营业成本的 12.98%；

◇ 个股方面：兖州煤业、昊华能源、山煤国际在上半年表现出较好的成长性。

#### ● 盈利能力分析

◇ 2011 年上半年煤炭板块毛利率为 31.21%，与 1 季度的 31.41% 基本持平，低于 2010 年全年的 33.31%；从历史上看，自 2009 年 1 季度起，煤炭板块的毛利率总体呈现明显的下降趋势；与全部 A 股对比，上半年煤炭行业毛利率高于全部 A 股 12.18 个百分点，相对其他行业来讲，煤炭行业仍具有较强的盈利能力；上半年煤炭板块 ROE 为 10.52%，与上年同期的 10.31% 基本持平；较全部 A 股的 8.33% 高出 2.19 个百分点；

◇ 个股方面：昊华能源、兖州煤业、露天煤业在盈利能力指标方面排名较靠前，综合盈利能力较强；而焦炭类企业盈利能力目前仍明显较差。

#### ● 综合以下两个方面因素，并考虑可能出现的经济增速下滑风险，我们预计 2011 年全年煤炭板块净利润合计同比增速大致将略超过 20%

◇ 从煤炭板块盈利水平的季节性因素来看：一方面：通常情况下，第 1 季度由于春节因素，第 4 季度由于年底费用结算等因素，煤炭板块在第 1 季度和第 4 季度的业绩通常在年内处于较低水平，而第 3 季度的业绩通常在年内属于最好的一个季度，其次是第 2 季度；另一方面：在 2001 至 2010 年这 10 年中，有 6 年下半年净利润同比增速高于上半年，有 4 年下半年净利润同比增速低于上半年，下半年净利润同比增速高于上半年的概率偏大；

◇ 从煤炭价格角度来看：一方面，2011 年上半年中转地秦皇岛港三种主要煤炭价格的平均涨幅为 8.32%，而在下半年截至目前的 7-8 月这两个月平均涨幅为 13.98%，下半年以来涨幅明显高于上半年；另一方面：我们认为动力煤价格将会继续高位运行并很可能在近期出现小幅上涨；钢材补库存周期的临近可能已为期不远，炼焦煤价格也存在上涨动力。

#### ● 行业估值及评级

◇ 截至 9 月 7 日，SW 煤炭开采 II 市盈率(TTM, 整体法)为 15.73 倍，自 2000 年以来的平均值为 28.93 倍；市净率(MRQ, 整体法)为 3.02 倍，自 2000 年以来的平均值为 4.77 倍；预测市盈率方面，煤炭板块 (SW 二级) 11 年、12 预测市盈率分别为 14.24 倍、12.01 倍。总体来看，煤炭板块估值已处于较低水平，期投资价值逐步显现，我们维持行业“看好”评级。

## 目 录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1. 煤炭行业 11 年上半年业绩回顾 .....   | 3  |
| 1.1 成长性分析 .....             | 3  |
| 1.2 盈利能力分析 .....            | 13 |
| 2. 煤炭行业 11 年度全年业绩增速预计 ..... | 17 |
| 3. 板块估值 .....               | 19 |
| 3.1 板块估值 .....              | 19 |
| 3.2 行业评级 .....              | 20 |

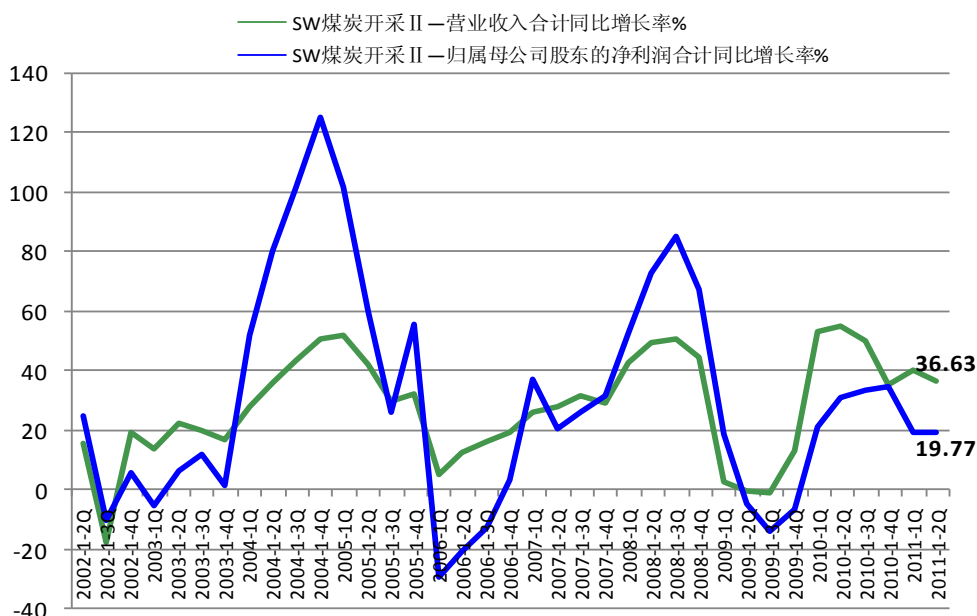
## 1.煤炭行业 11 年上半年业绩回顾

### 1.1 成长性分析

#### (1) 煤炭板块 11 年上半年营业收入及净利润同比增速

从图 1 及表 2 中可以看出,煤炭板块 2011 上半年营业收入合计同比增长 36.63%, 归属于母公司股东的净利润合计同比增长 19.77%, 实现了较高的增长率; 与历史对比, 煤炭板块 2011 上半年营业收入增速处于较高水平, 净利润增速处于中等水平。

图 1: 煤炭板块营业收入及净利润同比增长率



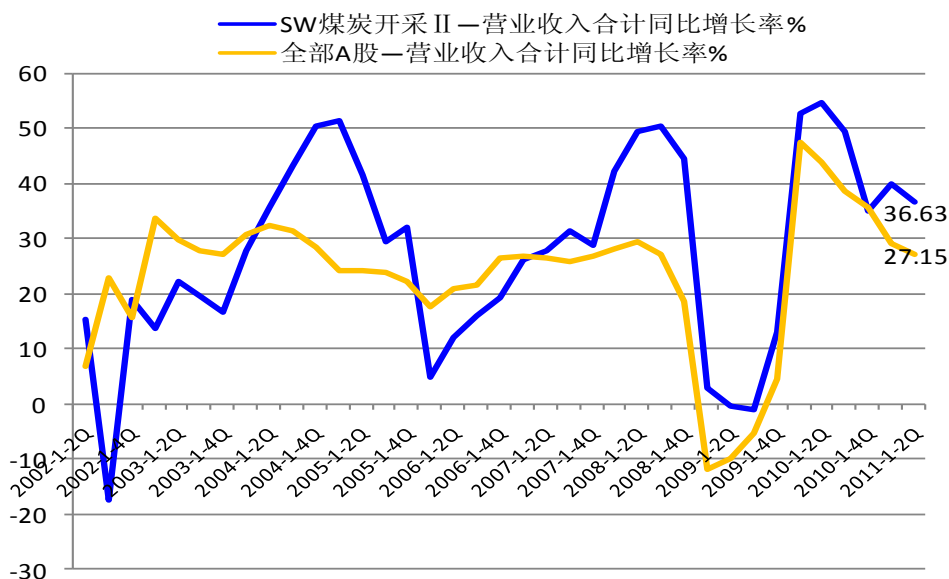
资料来源: wind、渤海证券研究所

#### (2) 煤炭板块 11 年上半年营业收入及净利润同比增速与全部 A 股对比

从图 2、图 3 和表 2 中可以看出, 2011 上半年, 煤炭板块营业收入合计同比增速高于全部 A 股 9.48 个百分点; 归属于母公司股东的净利润合计同比增速却低于全部 A 股 4 个百分点;

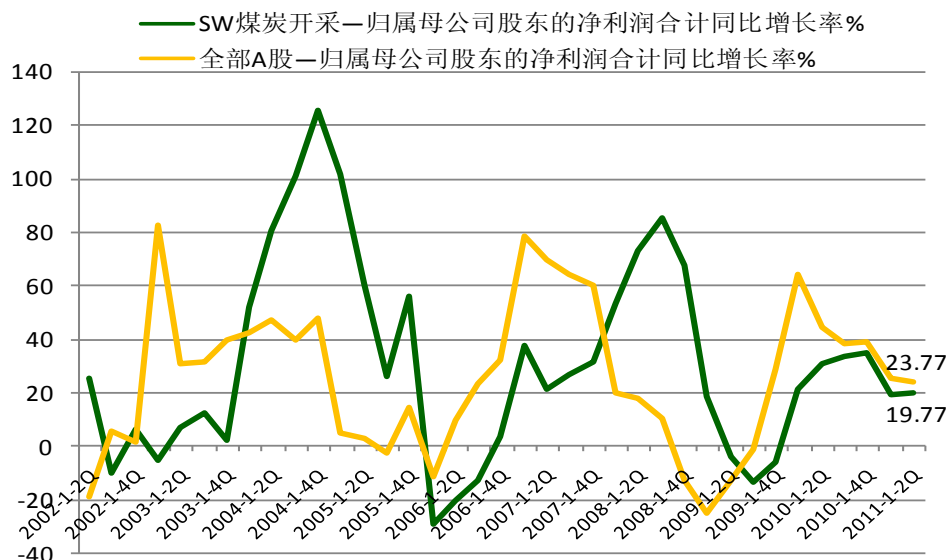
同时我们注意到, 在图 3 中, 煤炭板块的历年的净利润增速拐点在一定程度上滞后于全部 A 股。

图 2: 煤炭板块与全部 A 股营业收入增速对比



资料来源: wind、渤海证券研究所

图 3: 煤炭板块与全部 A 股净利润增速对比



资料来源: wind、渤海证券研究所

### (3) 煤炭板块 11 年上半年营业成本同比增速

从表 3 中可以看出, 煤炭板块 2011 上半年营业成本合计同比增加 43.66%, 增速较高, 虽然低于一季度的 48.26%, 但较 2010 年全年的营业成本合计增速 38.18%, 还是高出了 5.48 个百分点;

从图 4 中可以看出, 与历史对比, 在 07 年 4 季度以前, 煤炭行业营业成本增速

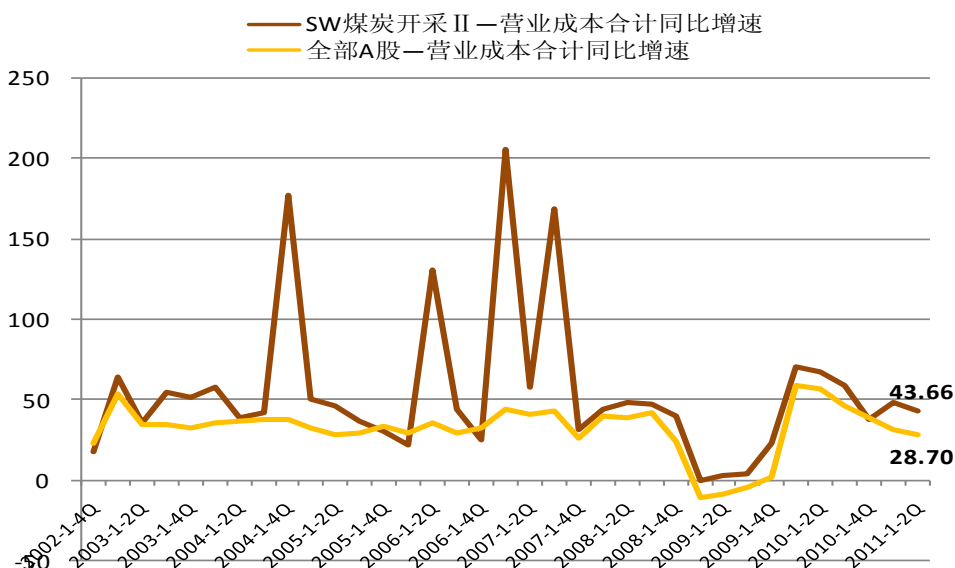
波动很大，自 07 年 4 季度起，波动相对较小（这种波动较小仅是与之前大幅波动相对而言，下同）；在 07 年 4 季度至 11 年 2 季度这段成本增速波动相对较小的期间，11 年上半年的营业成本增速相对处于较高的水平。

#### （4）煤炭板块 11 年上半年营业成本同比增速与全部 A 股对比

全部 A 股 2011 上半年营业成本合计同比增加 28.70%，煤炭板块成本合计增速高于全部 A 股 14.96 个百分点，上半年煤炭行业成本增速明显快于全部 A 股；

从图 4 中可以看出，在 07 年 4 季度至 11 年 2 季度这段煤炭行业成本增速波动相对较小的期间内，煤炭行业的成本增速也基本上均高于全部 A 股的成本增速。

图 4：煤炭板块与全部 A 股营业成本同比增速对比



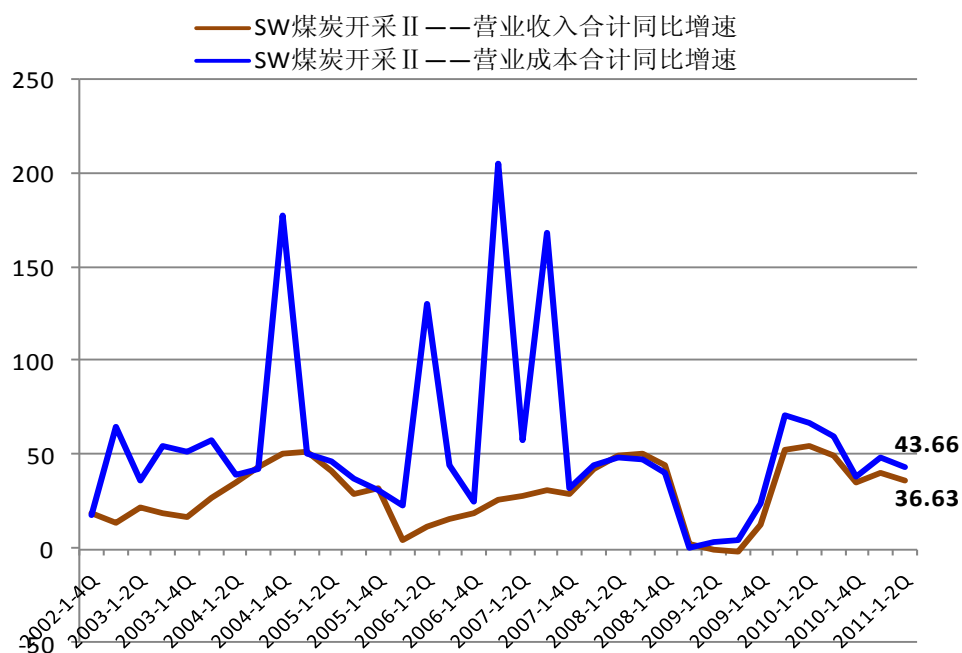
资料来源：wind、渤海证券研究所

#### （5）煤炭板块 11 年上半年营业收入与营业成本同比增速对比

2011 上半年煤炭板块营业收入合计增速低于营业成本合计增速 7.03 个百分点（=43.66%-36.63%），营业成本增速明显快于营业收入增速；

从图 5 中可以看出，在 07 年 4 季度至 11 年 2 季度这段煤炭行业成本增速波动相对较小的期间内：07 年 4 季度至 08 年 4 季度，煤炭行业营业收入与营业成本增速基本一致；自 08 年 4 季度至 11 年 2 季度，煤炭行业的成本增速基本上均高于营业收入的增速，说明 09 年以来煤炭行业营业成本增加明显较快。

图 5: 煤炭板块营业收入与营业成本同比增速对比



资料来源: wind、渤海证券研究所

#### (6) 煤炭板块 11 年 2 季度营业收入、营业成本、净利润环比增速

从表 1 中可以看出, 煤炭板块 (SW 煤炭开采 II) 2 季度归属于母公司股东净利润环比增长 8.43%, 略高于全部 A 股的 6.77%; 营业收入环比增速为 12.37%, 略低于营业成本的 12.98%;

其中, SW 焦炭加工板块 2 季度营业收入环比下降 3.65%, 营业成本环比上升 1.86%, 净利润环比大幅下降 387.44%, 表明焦炭行业盈利水平仍未见好转。

表 1: 2011 年 2 季度煤炭板块与 A 股营业收入、营业成本及净利润环比增速

|             | 营业收入合计<br>(环比增长率) | 营业成本合计<br>(环比增长率) | 归属母公司股东的净利润合计<br>(环比增长率) |
|-------------|-------------------|-------------------|--------------------------|
| SW 煤炭开采 II  | 12.37             | 12.98             | 8.43                     |
| SW 煤炭开采 III | 12.86             | 13.43             | 9.68                     |
| SW 焦炭加工     | -3.65             | 1.86              | -387.44                  |
| 全部 A 股      | 12.18             | 18.46             | 6.77                     |

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 2: 2011 年上半年煤炭板块与全部 A 股成长能力对比

|           | 营业收入合计 (同比增长率%) |        | 归属母公司股东的净利润合计 (同比增长率%) |        |
|-----------|-----------------|--------|------------------------|--------|
|           | SW 煤炭开采 II      | 全部 A 股 | SW 煤炭开采 II             | 全部 A 股 |
| 2002-1-2Q | 15.37           | 6.7    | 25.33                  | -19.14 |
| 2002-1-3Q | -17.57          | 22.72  | -10.1                  | 5.49   |
| 2002-1-4Q | 18.91           | 15.57  | 6.07                   | 1.55   |
| 2003-1Q   | 13.75           | 33.54  | -5.3                   | 82.38  |
| 2003-1-2Q | 22.28           | 29.76  | 6.73                   | 30.76  |
| 2003-1-3Q | 19.64           | 27.66  | 12.29                  | 31.32  |
| 2003-1-4Q | 16.73           | 27.08  | 1.99                   | 39.47  |
| 2004-1Q   | 27.76           | 30.68  | 51.99                  | 42.29  |
| 2004-1-2Q | 35.61           | 32.42  | 80.2                   | 46.89  |
| 2004-1-3Q | 43.11           | 31.48  | 101.18                 | 39.32  |
| 2004-1-4Q | 50.49           | 28.37  | 125.43                 | 47.85  |
| 2005-1Q   | 51.52           | 24.07  | 101.94                 | 4.98   |
| 2005-1-2Q | 41.7            | 24.18  | 60.24                  | 2.61   |
| 2005-1-3Q | 29.59           | 23.84  | 26.11                  | -2.44  |
| 2005-1-4Q | 32.11           | 22.15  | 55.81                  | 14.1   |
| 2006-1Q   | 4.88            | 17.47  | -29.04                 | -11.45 |
| 2006-1-2Q | 12.17           | 20.88  | -20.25                 | 9.8    |
| 2006-1-3Q | 15.92           | 21.59  | -12.72                 | 22.83  |
| 2006-1-4Q | 19.33           | 26.45  | 3.8                    | 32.02  |
| 2007-1Q   | 26.22           | 26.63  | 37.62                  | 78.36  |
| 2007-1-2Q | 27.85           | 26.51  | 21.11                  | 69.23  |
| 2007-1-3Q | 31.54           | 25.81  | 26.5                   | 64.25  |
| 2007-1-4Q | 28.92           | 26.78  | 31.62                  | 60.13  |
| 2008-1Q   | 42.41           | 28.19  | 53                     | 19.81  |
| 2008-1-2Q | 49.46           | 29.52  | 73.04                  | 17.87  |
| 2008-1-3Q | 50.58           | 27.1   | 85.25                  | 10.15  |
| 2008-1-4Q | 44.61           | 18.42  | 67.77                  | -12.74 |
| 2009-1Q   | 2.81            | -11.97 | 18.66                  | -25.26 |
| 2009-1-2Q | -0.36           | -10.14 | -4.12                  | -13.25 |
| 2009-1-3Q | -1.22           | -5.36  | -13.63                 | -1.4   |
| 2009-1-4Q | 12.85           | 4.37   | -6.05                  | 28.29  |
| 2010-1Q   | 52.84           | 47.48  | 21.62                  | 63.7   |
| 2010-1-2Q | 54.75           | 43.71  | 30.97                  | 44.44  |
| 2010-1-3Q | 49.6            | 38.61  | 33.43                  | 38.3   |
| 2010-1-4Q | 34.94           | 35.58  | 35.18                  | 38.77  |
| 2011-1Q   | 40.08           | 28.99  | 19.3                   | 24.95  |
| 2011-1-2Q | 36.63           | 27.15  | 19.77                  | 23.77  |

资料来源: wind、渤海证券研究所



**表 3: 2011 年上半年煤炭板块与全部 A 股营业成本合计同比增速对比**

|                  | SW 煤炭开采 II — 营业成本合计同比增速% | 全部 A 股 — 营业成本合计同比增速% |
|------------------|--------------------------|----------------------|
| 2002-1-4Q        | 17.68                    | 22.79                |
| 2003-1Q          | 64.68                    | 53.71                |
| 2003-1-2Q        | 35.65                    | 34.29                |
| 2003-1-3Q        | 54.67                    | 35.00                |
| 2003-1-4Q        | 51.64                    | 32.13                |
| 2004-1Q          | 57.66                    | 35.80                |
| 2004-1-2Q        | 38.81                    | 36.69                |
| 2004-1-3Q        | 42.19                    | 37.96                |
| 2004-1-4Q        | 177.02                   | 38.22                |
| 2005-1Q          | 50.67                    | 32.03                |
| 2005-1-2Q        | 45.91                    | 28.35                |
| 2005-1-3Q        | 37.01                    | 29.14                |
| 2005-1-4Q        | 31.14                    | 33.22                |
| 2006-1Q          | 22.70                    | 28.83                |
| 2006-1-2Q        | 130.82                   | 35.67                |
| 2006-1-3Q        | 44.25                    | 29.62                |
| 2006-1-4Q        | 24.87                    | 32.14                |
| 2007-1Q          | 205.13                   | 44.29                |
| 2007-1-2Q        | 58.03                    | 41.17                |
| 2007-1-3Q        | 168.07                   | 43.51                |
| 2007-1-4Q        | 32.06                    | 26.16                |
| 2008-1Q          | 44.18                    | 39.51                |
| 2008-1-2Q        | 48.03                    | 38.93                |
| 2008-1-3Q        | 47.59                    | 42.06                |
| 2008-1-4Q        | 40.44                    | 24.23                |
| 2009-1Q          | 0.14                     | -11.21               |
| 2009-1-2Q        | 3.23                     | -9.40                |
| 2009-1-3Q        | 4.15                     | -5.18                |
| 2009-1-4Q        | 23.65                    | 1.62                 |
| 2010-1Q          | 70.95                    | 59.15                |
| 2010-1-2Q        | 67.12                    | 56.81                |
| 2010-1-3Q        | 59.31                    | 46.38                |
| 2010-1-4Q        | 38.18                    | 38.78                |
| 2011-1Q          | 48.26                    | 30.97                |
| <b>2011-1-2Q</b> | <b>43.66</b>             | <b>28.70</b>         |

资料来源: wind、渤海证券研究所



**(7) 煤炭板块个股业绩增速比较:**

煤炭板块个股 2011 年上半年营业收入增速排名详见表 4;

煤炭板块个股 2011 年上半年净利润增速排名详见表 5;

煤炭板块个股 2011 年上半年基本每股收益增速排名详见表 6。

其中,在表 5 中,2011 年上半年归属母公司股东的净利润(扣除非经常损益)增速排名前 5 名的分别为 ST 贤成、美锦能源、山西焦化、兖州煤业、昊华能源;在表 6 中,2011 年上半年归属母公司股东的净利润(扣除非经常损益)增速排名后 5 名的分别为大有能源、安泰集团、安源股份、ST 黑化、四川圣达。

综合表 4、表 5 和表 6 来看,兖州煤业、昊华能源、山煤国际在上半年表现出较好的成长性;而部分焦炭企业由于上年基数较低(或上年同期亏损),所以净利润增速也较快。

**表 4: 2011 年上半年煤炭板块个股营业收入增速排名**

| 排名 | 上市公司  | 营业收入 (同比增长率%) |
|----|-------|---------------|
| 1  | 阳泉煤业  | 87.67         |
| 2  | 郑州煤电  | 77.54         |
| 3  | 昊华能源  | 75.90         |
| 4  | 西山煤电  | 66.89         |
| 5  | 神火股份  | 60.30         |
| 6  | 山煤国际  | 54.68         |
| 7  | 中国神华  | 40.50         |
| 8  | 盘江股份  | 38.51         |
| 9  | 兖州煤业  | 33.05         |
| 10 | 开滦股份  | 31.04         |
| 11 | 兰花科创  | 29.03         |
| 12 | 潞安环能  | 27.75         |
| 13 | 恒源煤电  | 22.57         |
| 14 | 宝泰隆   | 22.42         |
| 15 | 安泰集团  | 21.15         |
| 16 | 冀中能源  | 20.70         |
| 17 | 中煤能源  | 19.35         |
| 18 | 山西焦化  | 17.62         |
| 19 | 靖远煤电  | 17.26         |
| 20 | 平庄能源  | 16.79         |
| 21 | 四川圣达  | 14.50         |
| 22 | 国投新集  | 14.23         |
| 23 | 露天煤业  | 13.71         |
| 24 | 大同煤业  | 13.14         |
| 25 | 上海能源  | 11.42         |
| 26 | ST 贤成 | 10.44         |
| 27 | 安源股份  | 9.36          |
| 28 | 美锦能源  | 9.04          |
| 29 | ST 黑化 | 7.51          |
| 30 | 平煤股份  | 0.83          |
| 31 | 国际实业  | -3.40         |
| 32 | 煤气化   | -12.51        |
| 33 | 太工天成  | -25.44        |
| 34 | 大有能源  | —             |

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 5: 2011 年上半年煤炭板块个股净利润增速排名

| 归属母公司股东的净利润增速 |       |         | 归属母公司股东的净利润增速-扣除非经常损益 |       |         |
|---------------|-------|---------|-----------------------|-------|---------|
| 排名            | 公司    | 同比%     | 排名                    | 公司    | 同比%     |
| 1             | 美锦能源  | 731.78  | 1                     | ST 贤成 | 1535.57 |
| 2             | 山西焦化  | 138.24  | 2                     | 美锦能源  | 735.22  |
| 3             | 兖州煤业  | 91.18   | 3                     | 山西焦化  | 139.34  |
| 4             | 昊华能源  | 66.36   | 4                     | 兖州煤业  | 90.86   |
| 5             | 山煤国际  | 45.98   | 5                     | 昊华能源  | 66.10   |
| 6             | ST 贤成 | 38.17   | 6                     | 山煤国际  | 53.24   |
| 7             | 盘江股份  | 37.00   | 7                     | 盘江股份  | 37.66   |
| 8             | 潞安环能  | 32.31   | 8                     | 潞安环能  | 31.40   |
| 9             | 阳泉煤业  | 28.69   | 9                     | 阳泉煤业  | 28.37   |
| 10            | 冀中能源  | 28.29   | 10                    | 冀中能源  | 24.34   |
| 11            | 国际实业  | 18.85   | 11                    | 中国神华  | 17.90   |
| 12            | 中国神华  | 16.10   | 12                    | 中煤能源  | 16.80   |
| 13            | 靖远煤电  | 15.84   | 13                    | 靖远煤电  | 16.07   |
| 14            | 中煤能源  | 11.95   | 14                    | 国际实业  | 14.13   |
| 15            | 西山煤电  | 9.40    | 15                    | 西山煤电  | 10.03   |
| 16            | 恒源煤电  | 9.36    | 16                    | 恒源煤电  | 9.03    |
| 17            | 开滦股份  | 9.02    | 17                    | 开滦股份  | 8.74    |
| 18            | 兰花科创  | 4.83    | 18                    | 兰花科创  | 5.30    |
| 19            | 大同煤业  | 3.48    | 19                    | 大同煤业  | 4.33    |
| 20            | 平庄能源  | -3.76   | 20                    | 平庄能源  | -4.46   |
| 21            | 国投新集  | -5.56   | 21                    | 宝泰隆   | -7.01   |
| 22            | 宝泰隆   | -9.95   | 22                    | 国投新集  | -8.94   |
| 23            | 平煤股份  | -10.41  | 23                    | 平煤股份  | -11.96  |
| 24            | 神火股份  | -12.99  | 24                    | 露天煤业  | -13.04  |
| 25            | 露天煤业  | -13.35  | 25                    | 神火股份  | -14.43  |
| 26            | 上海能源  | -15.80  | 26                    | 上海能源  | -15.35  |
| 27            | 郑州煤电  | -32.69  | 27                    | 太工天成  | -19.98  |
| 28            | 太工天成  | -38.99  | 28                    | 郑州煤电  | -32.39  |
| 29            | 煤气化   | -44.91  | 29                    | 煤气化   | -44.45  |
| 30            | 四川圣达  | -66.88  | 30                    | 四川圣达  | -49.35  |
| 31            | 安源股份  | -72.82  | 31                    | ST 黑化 | -74.59  |
| 32            | ST 黑化 | -90.53  | 32                    | 安源股份  | -75.52  |
| 33            | 安泰集团  | -210.30 | 33                    | 安泰集团  | -206.45 |
| 34            | 大有能源  | -255.00 | 34                    | 大有能源  | -303.58 |

资料来源: wind、渤海证券研究所

表 6: 2011 年上半年煤炭板块个股基本每股收益增速排名

| 排名 | 公司    | 基本每股收益 (同比增长率%) |
|----|-------|-----------------|
| 1  | 美锦能源  | 800.00          |
| 2  | 山西焦化  | 138.64          |
| 3  | 兖州煤业  | 88.89           |
| 4  | 山煤国际  | 45.28           |
| 5  | 昊华能源  | 44.00           |
| 6  | ST 贤成 | 38.38           |
| 7  | 盘江股份  | 36.90           |
| 8  | 潞安环能  | 32.31           |
| 9  | 冀中能源  | 28.30           |
| 10 | 阳泉煤业  | 26.92           |
| 11 | 靖远煤电  | 18.18           |
| 12 | 国际实业  | 16.67           |
| 13 | 中国神华  | 16.05           |
| 14 | 中煤能源  | 11.76           |
| 15 | 西山煤电  | 9.41            |
| 16 | 开滦股份  | 8.82            |
| 17 | 兰花科创  | 4.83            |
| 18 | 大同煤业  | 4.00            |
| 19 | 恒源煤电  | -1.53           |
| 20 | 平庄能源  | -2.78           |
| 21 | 国投新集  | -5.71           |
| 22 | 平煤股份  | -10.40          |
| 23 | 神火股份  | -13.64          |
| 24 | 露天煤业  | -14.29          |
| 25 | 上海能源  | -16.41          |
| 26 | 宝泰隆   | -22.85          |
| 27 | 郑州煤电  | -32.74          |
| 28 | 太工天成  | -38.46          |
| 29 | 煤气化   | -44.90          |
| 30 | 四川圣达  | -66.86          |
| 31 | 安源股份  | -72.81          |
| 32 | ST 黑化 | -90.91          |
| 33 | 安泰集团  | -183.33         |
| 34 | 大有能源  | -255.21         |

资料来源: wind、渤海证券研究所

## 1.2 盈利能力分析

### (1) 煤炭板块 2011 年上半年毛利率

从图 6 及表 7 中可以看出，2011 年上半年煤炭板块毛利率为 31.21%，与 1 季度的 31.41%基本持平，低于 2010 年全年的 33.31%；

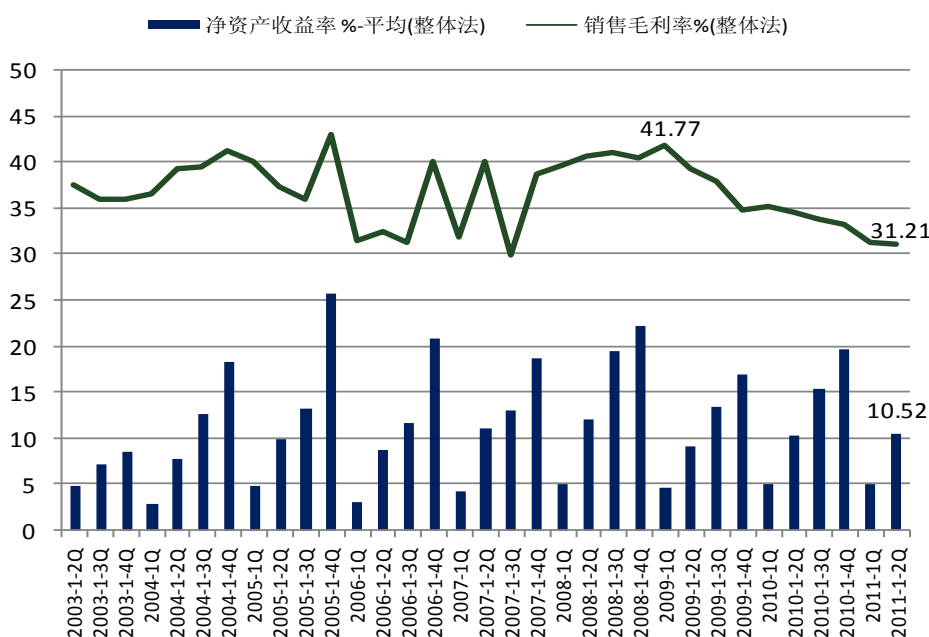
从历史上看，上半年的毛利率水平也处于煤炭板块历年相对较低的水平，从图 6 中可以看出，自 2009 年 1 季度起，煤炭板块的毛利率总体呈现明显的下降趋势，从前文分析及图 5 可知，这一阶段也正是煤炭板块营业成本增速明显快于营业收入增速的阶段；

与全部 A 股对比，11 年上半年全部 A 股毛利率为 19.03%，煤炭行业高于全部 A 股 12.18 个百分点，相对其他行业来讲，煤炭行业仍具有较强的盈利能力。

### (2) 煤炭板块 2011 年上半年 ROE

从图 6 及表 7 中可以看出，2011 年上半年煤炭板块 ROE 为 10.52%，与上年同期的 10.31%基本持平；较全部 A 股的 8.33%高出 2.19 个百分点。

图 6：煤炭板块（sw 煤炭开采 II）盈利能力



资料来源：wind、渤海证券研究所

表 7: 2011 年上半年煤炭板块与全部 A 股盈利能力对比

|           | 销售毛利率%(整体法) |        | 净资产收益率 %-平均(整体法) |        |
|-----------|-------------|--------|------------------|--------|
|           | SW 煤炭开采 II  | 全部 A 股 | SW 煤炭开采 II       | 全部 A 股 |
| 2003-1-2Q | 37.61       | 21.59  | 4.95             | 4.16   |
| 2003-1-3Q | 36.07       | 21.6   | 7.29             | 6.44   |
| 2003-1-4Q | 36.02       | 24.51  | 8.64             | 9.04   |
| 2004-1Q   | 36.63       | 21.99  | 2.96             | 2.64   |
| 2004-1-2Q | 39.23       | 21.41  | 7.8              | 5.47   |
| 2004-1-3Q | 39.41       | 21.05  | 12.62            | 8.17   |
| 2004-1-4Q | 41.16       | 24.12  | 18.33            | 16.93  |
| 2005-1Q   | 40.11       | 19.53  | 4.93             | 2.53   |
| 2005-1-2Q | 37.43       | 19.13  | 10.02            | 5.11   |
| 2005-1-3Q | 35.95       | 18.36  | 13.34            | 7.31   |
| 2005-1-4Q | 42.98       | 21.73  | 25.83            | 14.73  |
| 2006-1Q   | 31.49       | 16.41  | 3.19             | 2.11   |
| 2006-1-2Q | 32.48       | 17.48  | 8.78             | 6.2    |
| 2006-1-3Q | 31.45       | 17.23  | 11.63            | 8.9    |
| 2006-1-4Q | 40.09       | 21.23  | 20.91            | 14.6   |
| 2007-1Q   | 31.99       | 18.55  | 4.38             | 3.71   |
| 2007-1-2Q | 40.15       | 21.68  | 11.13            | 9.2    |
| 2007-1-3Q | 30.02       | 18.68  | 13.06            | 12.47  |
| 2007-1-4Q | 38.8        | 21.07  | 18.82            | 19.36  |
| 2008-1Q   | 39.73       | 19.66  | 5.16             | 4.13   |
| 2008-1-2Q | 40.73       | 18.72  | 12.05            | 8.46   |
| 2008-1-3Q | 41.14       | 18.42  | 19.5             | 11.7   |
| 2008-1-4Q | 40.56       | 18.21  | 22.34            | 13.68  |
| 2009-1Q   | 41.77       | 20.21  | 4.69             | 2.8    |
| 2009-1-2Q | 39.22       | 20.82  | 9.16             | 6.76   |
| 2009-1-3Q | 37.97       | 20.91  | 13.52            | 10.44  |
| 2009-1-4Q | 34.87       | 20.49  | 17.01            | 14.27  |
| 2010-1Q   | 35.3        | 20.05  | 4.99             | 3.89   |
| 2010-1-2Q | 34.62       | 19.83  | 10.31            | 8.38   |
| 2010-1-3Q | 33.94       | 19.72  | 15.4             | 12.32  |
| 2010-1-4Q | 33.31       | 19.87  | 19.71            | 16.14  |
| 2011-1Q   | 31.41       | 19.39  | 5.04             | 4.06   |
| 2011-1-2Q | 31.21       | 19.03  | 10.52            | 8.33   |

资料来源: wind、渤海证券研究所

### (3) 煤炭板块个股盈利能力比较

煤炭板块个股 2011 年上半年销售毛利率、销售净利率和 ROE 排名详见表 8。

其中，2011 年上半年毛利率排名前 5 位的分别为 ST 贤成、昊华能源、兖州煤业、大同煤业、兰花科创；毛利率排名后 5 位的分别为 ST 黑化、安泰集团、郑州煤电、美锦能源、太工天成；

2011 年上半年销售净利率排名前 5 位的分别为中国神华、盘江股份、兖州煤业、昊华能源、露天煤业；销售净利率排名后 5 位的分别为太工天成、ST 黑化、安泰集团、四川圣达、美锦能源；

2011 年上半年 ROE 排名前 5 位的分别为露天煤业、山煤国际、潞安环能、神火股份、西山煤电；ROE 排名后 5 位的分别为 ST 黑化、太工天成、安泰集团、大有能源、四川圣达；

总体来看，昊华能源、兖州煤业、露天煤业在以上三个盈利能力指标方面排名均较靠前，综合盈利能力较强；而焦炭类企业盈利能力目前仍明显较差。



表 8: 煤炭板块个股 2011 年上半年销售毛利率、净利率、ROE 排名

| 排名 | 公司    | 销售毛利率% | 排名 | 公司    | 销售净利率% | 排名 | 公司    | 净资产收益率 ROE%(加权) |
|----|-------|--------|----|-------|--------|----|-------|-----------------|
| 1  | ST 贤成 | 58.01  | 1  | 中国神华  | 25.29  | 1  | 露天煤业  | 17.74           |
| 2  | 昊华能源  | 48.38  | 2  | 盘江股份  | 24.39  | 2  | 山煤国际  | 16.82           |
| 3  | 兖州煤业  | 46.22  | 3  | 兖州煤业  | 24.30  | 3  | 潞安环能  | 15.07           |
| 4  | 大同煤业  | 46.01  | 4  | 昊华能源  | 22.81  | 4  | 神火股份  | 13.50           |
| 5  | 兰花科创  | 44.48  | 5  | 露天煤业  | 21.82  | 5  | 西山煤电  | 13.37           |
| 6  | 中国神华  | 43.27  | 6  | 大同煤业  | 20.15  | 6  | 阳泉煤业  | 13.30           |
| 7  | 盘江股份  | 43.02  | 7  | 兰花科创  | 18.57  | 7  | 盘江股份  | 13.26           |
| 8  | 潞安环能  | 42.88  | 8  | 平庄能源  | 18.47  | 8  | 冀中能源  | 13.18           |
| 9  | 露天煤业  | 37.56  | 9  | 国际实业  | 18.28  | 9  | 兖州煤业  | 12.74           |
| 10 | 平庄能源  | 37.15  | 10 | ST 贤成 | 17.77  | 10 | 昊华能源  | 12.54           |
| 11 | 中煤能源  | 35.30  | 11 | 潞安环能  | 17.57  | 11 | 上海能源  | 12.14           |
| 12 | 西山煤电  | 33.56  | 12 | 国投新集  | 15.20  | 12 | 平煤股份  | 11.51           |
| 13 | 国投新集  | 32.83  | 13 | 上海能源  | 14.99  | 13 | 兰花科创  | 10.89           |
| 14 | 上海能源  | 29.59  | 14 | 西山煤电  | 13.17  | 14 | 中国神华  | 10.86           |
| 15 | 国际实业  | 29.31  | 15 | 中煤能源  | 12.79  | 15 | 恒源煤电  | 10.02           |
| 16 | 安源股份  | 28.18  | 16 | 恒源煤电  | 12.68  | 16 | 靖远煤电  | 9.98            |
| 17 | 煤气化   | 27.75  | 17 | 靖远煤电  | 10.40  | 17 | 平庄能源  | 9.00            |
| 18 | 靖远煤电  | 27.73  | 18 | 平煤股份  | 9.06   | 18 | 国投新集  | 8.34            |
| 19 | 恒源煤电  | 26.38  | 19 | 冀中能源  | 8.81   | 19 | 山西焦化  | 7.64            |
| 20 | 冀中能源  | 24.28  | 20 | 煤气化   | 7.85   | 20 | 开滦股份  | 7.64            |
| 21 | 平煤股份  | 21.92  | 21 | 宝泰隆   | 7.66   | 21 | 中煤能源  | 6.62            |
| 22 | 宝泰隆   | 16.59  | 22 | 阳泉煤业  | 6.68   | 22 | 大同煤业  | 6.59            |
| 23 | 开滦股份  | 14.09  | 23 | 开滦股份  | 4.98   | 23 | ST 贤成 | 5.30            |
| 24 | 阳泉煤业  | 13.99  | 24 | 神火股份  | 4.00   | 24 | 宝泰隆   | 5.07            |
| 25 | 四川圣达  | 12.20  | 25 | 山煤国际  | 3.55   | 25 | 国际实业  | 3.80            |
| 26 | 神火股份  | 11.11  | 26 | 山西焦化  | 2.69   | 26 | 煤气化   | 3.23            |
| 27 | 山西焦化  | 9.67   | 27 | 安源股份  | 2.30   | 27 | 郑州煤电  | 2.38            |
| 28 | 山煤国际  | 9.21   | 28 | 郑州煤电  | 1.51   | 28 | 安源股份  | 2.08            |
| 29 | 太工天成  | 9.11   | 29 | 美锦能源  | 1.35   | 29 | 美锦能源  | 2.05            |
| 30 | 美锦能源  | 7.43   | 30 | 四川圣达  | 0.57   | 30 | 四川圣达  | 0.80            |
| 31 | 郑州煤电  | 6.53   | 31 | 安泰集团  | -7.25  | 31 | 大有能源  | -1.80           |
| 32 | 安泰集团  | 5.04   | 32 | ST 黑化 | -19.61 | 32 | 安泰集团  | -6.49           |
| 33 | ST 黑化 | -7.96  | 33 | 太工天成  | -23.02 | 33 | 太工天成  | -7.34           |
| 34 | 大有能源  | —      | 34 | 大有能源  | —      | 34 | ST 黑化 | -29.20          |

资料来源: wind、渤海证券研究所

## 2.煤炭行业 11 年度全年业绩增速预计

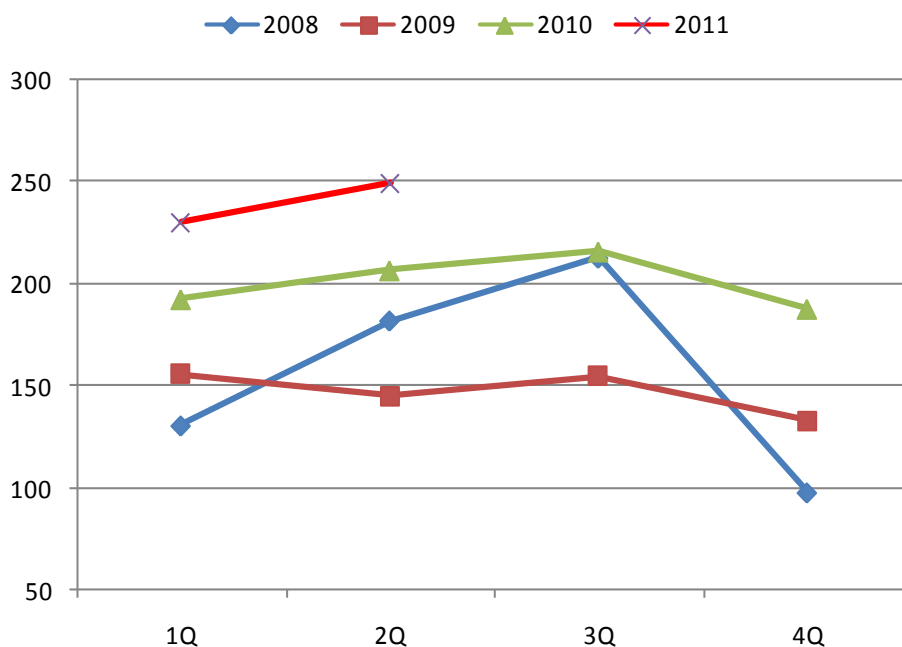
我们根据以下两个方面大致预计 11 年煤炭板块全年业绩增速：

### (1) 从煤炭板块盈利水平的季节性因素来看：

参考图 7，通常情况下，第 1 季度由于春节因素，第 4 季度由于年底费用结算等因素，煤炭板块在第 1 季度和第 4 季度的业绩通常在年内处于较低水平，而第 3 季度的业绩通常在年内属于最好的一个季度，其次是第 2 季度；根据这个季节性规律，我们大致估计下半年煤炭板块净利润与上半年净利润至少能基本持平；

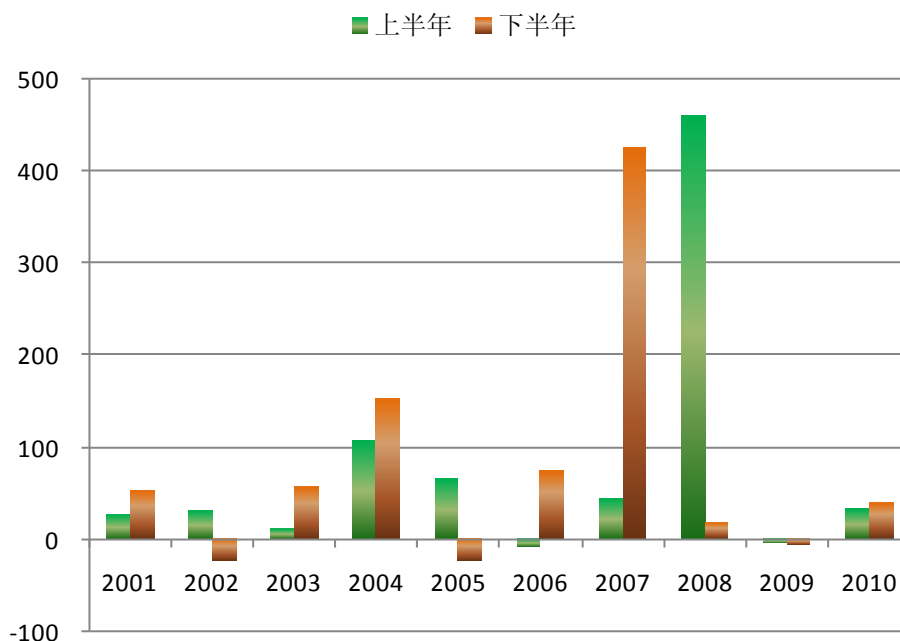
在图 8 中，我们考察近 10 年以来，煤炭板块在一个年度中，上、下半年的净利润同比增速情况。在 2001 至 2010 年这 10 年中，有 6 年下半年净利润同比增速高于上半年，有 4 年下半年净利润同比增速低于上半年，下半年净利润同比增速高于上半年的概率偏大（不过此处仅是静态的概率分析，未考虑各年度每个季节宏观经济的实际增长情况，因此结论也仅做参考）。

图 7：煤炭板块近几年归属母公司股东的净利润合计—单季度（亿元）



资料来源：wind、渤海证券研究所

图 8: 煤炭板块上、下半年的净利润合计同比增速对比 (%)



资料来源: wind、渤海证券研究所

## (2) 从煤炭价格角度来看:

一方面,以中转地秦皇岛动力煤价格为例:从表 9 和图 9 中可以看出,2011 年上半年中转地秦皇岛港三种主要煤炭价格的平均涨幅为 8.32%,而在下半年截至目前的 7-8 月这两个月平均涨幅为 13.98%,下半年以来涨幅明显高于上半年;

另一方面,对于目前至年底的煤炭价格预期,我们认为:

动力煤方面:近一个月左右港口、电厂库存出现不同程度下降,近 3 周沿海煤炭运价出现企稳回升迹象,近期产地坑口价出现小幅上涨,而截至 8 月 31 日虽然环渤海动力煤价格指数出现了连续 10 周的下跌,但是累计跌幅仅为 2.14%,此外近期南方来水偏少,水力发电不足,而 9 月大秦线又进入检修期,综合判断,我们认为动力煤价格将会继续高位运行并很可能在近期出现小幅上涨;

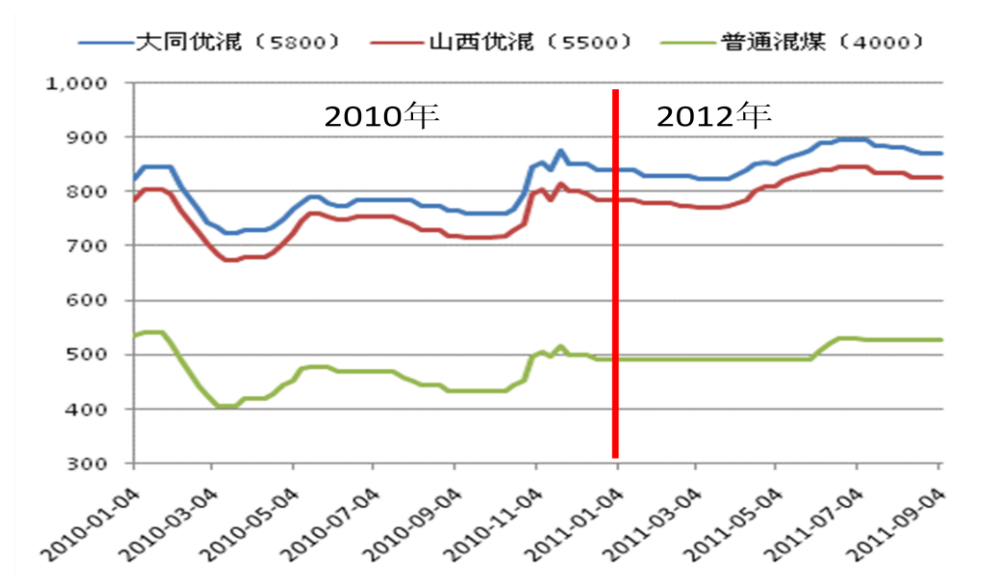
炼焦煤方面:截至 9 月 2 日螺纹钢、线材、热卷(板)、中板、冷轧较 3 月 11 日分别下降了 28.93%、58.78%、16.60%、15.15%和 6.99%。在钢材去库存的近 6 个月左右的期间,炼焦煤价格总体保持了平稳,甚至部分地区还出现了小幅的上涨,同时近期钢材产能利用率处于较高水平,我们判断钢材补库存周期的临近已为期不远,炼焦煤价格存在上涨动力。

表 9: 中转地秦皇岛港动力煤价格: 上半年与近 2 个月涨幅对比

|                | 大同优混 (5800) | 山西优混 (5500) | 普通混煤 (4000) | 平均涨幅   |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------|
| 2010 年上半年均价    | 776.60      | 736.60      | 463.80      |        |
| 2011 年上半年均价    | 850.21      | 800.63      | 495.31      |        |
| 上半年涨幅          | 9.48%       | 8.69%       | 6.79%       | 8.32%  |
| 2010 年 7-8 月均价 | 779.44      | 740.00      | 452.50      |        |
| 2011 年 7-8 月均价 | 881.67      | 833.89      | 525.56      |        |
| 近 2 个月涨幅       | 13.11%      | 12.69%      | 16.14%      | 13.98% |

资料来源: wind、渤海证券研究所

图 9: 2010、2011 年中转地秦皇岛平仓均价 (元/吨)



资料来源: wind、渤海证券研究所

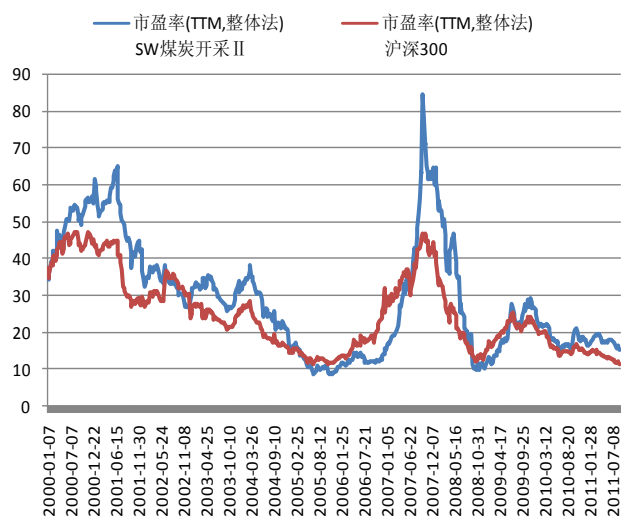
2011 年 1 季度煤炭行业归属母公司股东的净利润合计同比增速为 19.30%, 上半年为 19.77%; 综合考虑季节性和煤炭价格这两方面因素, 并考虑可能出现的经济增速下滑风险, 我们预计 2011 年全年煤炭板块净利润合计同比增速大致将略超过 20%。

## 3. 板块估值

### 3.1 板块估值

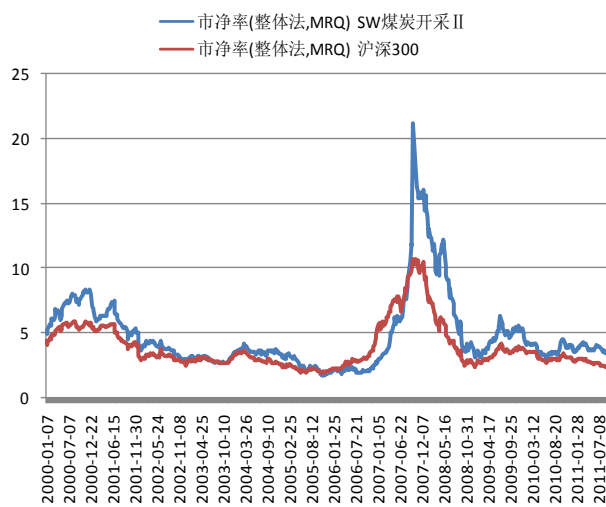
截至 9 月 7 日, SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM, 整体法) 为 15.73 倍, 自 2000 年以来的平均值为 28.93 倍; 市净率 (MRQ, 整体法) 为 3.02 倍, 自 2000 年以来的平均值为 4.77 倍; 预测市盈率方面, 煤炭板块 (SW 二级) 11 年、12 预测市盈率分别为 14.24 倍、12.01 倍。总体来看, 煤炭板块估值已处于较低水平。

图 10: 00 年截至目前煤炭板块市盈率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 11: 00 年截至目前煤炭板块市净率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

### 3.2 行业评级

由于欧美经济复苏前景仍不乐观，国内通胀压力依旧，紧缩性政策短期内难见缓解迹象，煤炭板块短期内仍存在一定风险；但考虑到板块估值已较为便宜，长期投资价值逐步显现，我们维持行业“看好”评级。

#### 推荐股票:

受益于山西省焦炭行业整合使得行业将逐步走出低谷的**安泰集团**；煤质优良、未来成长性明确的**昊华能源**；产能增速较快、二次资产注入明确的**山煤国际**；资产注入预期强烈、无烟喷吹煤龙头企业**阳泉煤业**；成长性良好、受益于稀缺资源保护性开采政策的焦煤龙头企业**西山煤电**；估值优势明显、积极收购海外资源的**兖州煤业**。

#### 投资评级说明

请务必阅读正文之后的免责条款部分

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 强烈推荐 | 未来 6 个月内绝对收益率 > 50%                 |
|        | 推荐   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 30%                 |
|        | 持有   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 10%                 |
|        | 回避   | 未来 6 个月内绝对收益率 < 10%                 |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**重要声明 1:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明 2:** 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

**渤海证券研究所机构销售团队**

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: [zhuyan.jun@bhq.com](mailto:zhuyan.jun@bhq.com)

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: [wuhuihui09@gmail.com](mailto:wuhuihui09@gmail.com)

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: [helen.newday@gmail.com](mailto:helen.newday@gmail.com)

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)