



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011年10月11日

煤炭

研究部

蔡宏宇¹ CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010051

caihy@cicc.com.cn

4Q11 投资策略

震荡中以防御为主, 重点配置动力煤股

投资建议:

3Q 回顾: 走势符合预期, 跌幅超出预期, A/H 分化明显。受到欧债问题困扰、美国经济放缓、国内通胀高企以及政策持续偏紧等因素的影响, 3 季度 A 股煤炭板块震荡下行, H 股则大幅下跌。A 股中万煤炭指数-9.5%, 我们推荐的组合中兰花科创+3.7%, 表现最好, 跑赢上证综指的-14.6%; H 股煤炭公司平均-40.1%, 其中三家动力煤公司平均-30.3%, 除中国神华-16.3%体现出良好的防御性外, 均跑输恒生国指的-29.1%。自 7 月 15 日高点至今, A 股中万煤炭指数-13.1%, 我们推荐的组合中兰花科创-3.8%, 表现最好, 跑赢上证综指的-16.3%; H 股煤炭公司平均-39.0%, 其中三家动力煤公司平均-30.1%, 除中国神华-1m8.6%外, 均跑输恒生国指的-27.5%。

4Q 展望: 短期存在技术性反弹的可能, 但宏观压力仍然存在, 板块将以震荡为主。海外方面, 随着意大利成功发行国债、ECB 注入更多流动性以及德国议会批准升级版 EFSF, 短期欧债危机有所缓解, 但 10 月份仍有大量债务集中到期, 2012 年还将卷土重来, 而目前尚难找到彻底解决方案。尽管近期数据显示美国经济不会立即陷入衰退, 但延续了此前放缓态势, 同时失业率维持在 9.1% 的高位, “扭曲操作”的效果有待观察。国内方面, 通胀有望缓慢回落但仍将维持高位 (中金宏观组预计 9 月 CPI 将维持在 6.2%-6.4%), 而房价尚未出现显著松动, 近期政策放松概率较小。而受到持续紧缩的影响, 各项数据显示国内经济继续放缓: 9 月 PMI 虽季节性回升但升幅大幅低于历史均值; 部分中小企业出现资金链断裂, 经营状况日趋恶化; 房地产成交量大幅萎缩, 投资快速下降。此外, 新股发行节奏并未放缓, 央票到期量处于地量水平, 短期资金面呈现偏紧格局。尽管自 4 月高点以来, A 股煤炭指数已下跌 17.6%, H 股煤炭股平均下跌 42.2%, 部分超跌个股短期可能技术性反弹 (尤其是 H 股), 但宏观压力的继续存在将制约其反弹高度。在政策尚未转向的情况下, 我们预计煤炭板块将在季节性和宏观压力的交互作用下总体呈现以震荡为主的格局, 建议 A 股投资者标配煤炭板块, 并侧重动力煤股; H 股投资者持有防御性个股, 风险较高的投资者采取多空匹配性交易策略。

行业关注焦点: 重点电煤合同谈判、资源税改革、节能减排。在煤电关系尚未理顺以及通胀高企的情况下, 国家对电煤合同的调控尚不会完全放开。但如果到 12 月电煤合同谈判展开时, 国内通胀压力有所减轻, 预计国家对电煤合同价的调控将放松, 也可能同时启动讨论多年的资源税改革: 1) 若电煤合同价上涨 5%, 资源税从价计征税率为 5%, 则对动力煤公司影响基本中性, 对焦煤公司盈利产生负面影响; 2) 若电煤合同价上涨 5%, 资源税改革暂不出台, 则利好动力煤公司, 对焦煤公司影响基本中性; 3) 若合同煤价格维持不变, 资源税从价计征税率为 5%, 则对所有煤炭公司影响均为负面 (表 1)。此外, 从上半年节能减排完成情况以及近期一系列政策信号来看, 年底节能减排力度可能加大, 而房地产投资、铁路建设等均出现放缓趋势, 未来钢铁产量将受到一定影响, 焦煤需求和价格将面临压力, 预计四季度焦煤价格难以走强。动力煤方面, 由于调控导致终端需求放缓, 预计今年四季度的季节性现货涨价将弱于往年, 但相对于直接受到基建和地产行业放缓影响的焦煤子板块来说, 动力煤子板块基本面略胜一筹。

A 股选股策略: 建议标配, 侧重动力煤公司, 组合顺序为中国神华 (首选) 和兖州煤业; 等待中煤能源负面因素充分消化; 其次选择无烟煤子板块中的兰花科创。中国神华一体化继续深化、内外扩张加快、执行力不断提高、资产注入值得期待, 估值优势明显, 2011 年 P/E 仅 12.0 倍, 接近历史最低的 10.8 倍; 兖州煤业对外扩张持续推进、中长期增长可期, 高现货比例受益于煤价季节性上涨, 三季度业绩有望环比改善, 2011 年 P/E 为 15.2 倍; 中煤能源五个停产并工矿中已有两个早于预期复产, 占停产产能的 56%, 但负面因素尚未完全消化, 2011 年 P/E 为 13.9 倍; 兰花科创化工业务扭亏和大宁矿复产将大幅改善业绩, 4Q 化工用无烟煤价格有望季节性上涨, 2011 年 P/E 14.2 倍。

H 股选股策略: 建议继续持有中国神华 (首选); 风险偏好高的投资者买入兖州煤业; 等待中煤能源负面因素的充分消化。中国神华将长期稳健增长, 资产注入值得期待, 具有攻防兼备的特征, 2011 年 P/E 为 12.1 倍; 兖州煤业长期增长点充分, 目前估值便宜, 投资价值显著, 2011 年 P/E 仅 7.0 倍。近期港股市场对兖煤突然收购加拿大钾矿项目和可能收购澳洲 New Hope 公司有较大担忧, 风险偏好低的投资者可待事件明朗后再介入。

¹ 报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

本周数据点评：

国际动力煤价格继续小幅下跌，焦煤价格继续下跌。纽卡斯尔港动力煤（6000 大卡/千克）离岸价继续小幅下跌 1.1% 至 121.1 美元/吨；昆士兰优质硬焦煤离岸价继续下跌 0.2% 至 276.4 美元/吨。考虑增值税、海运费等因素后，澳洲进口动力煤价格仍高于国内 86 元/吨，而澳洲进口焦煤价格则高出 499 元/吨。

港口动力煤价格继续上涨，生产地基本平稳；炼焦煤价格平稳；无烟煤价格有所上涨。1) 秦皇岛山西优混（5500 大卡/千克）继续上涨，两周共上涨 15 元/吨至 850 元/吨；河北张家口、广东部分地区动力煤上涨 5-30 元/吨，其余地区基本平稳。2) 全国各地区炼焦煤价格与前一周持平。3) 河南永城无烟中块、无烟精煤分别上涨 60 元/吨和 30 元/吨，焦作无烟末煤上涨 10 元/吨，其余各地保持平稳。

国际国内海运费涨跌急转。达林普湾码头至龙口煤炭海运费在连续 6 周上涨后转跌，两周累计跌 4.7% 至 15.25 美元/吨；秦皇岛至广州海运费两周下跌 6.7% 至 56 元/吨，秦皇岛至上海海运费两周共下跌 5 元/吨或 10.4% 至 43 元/吨。

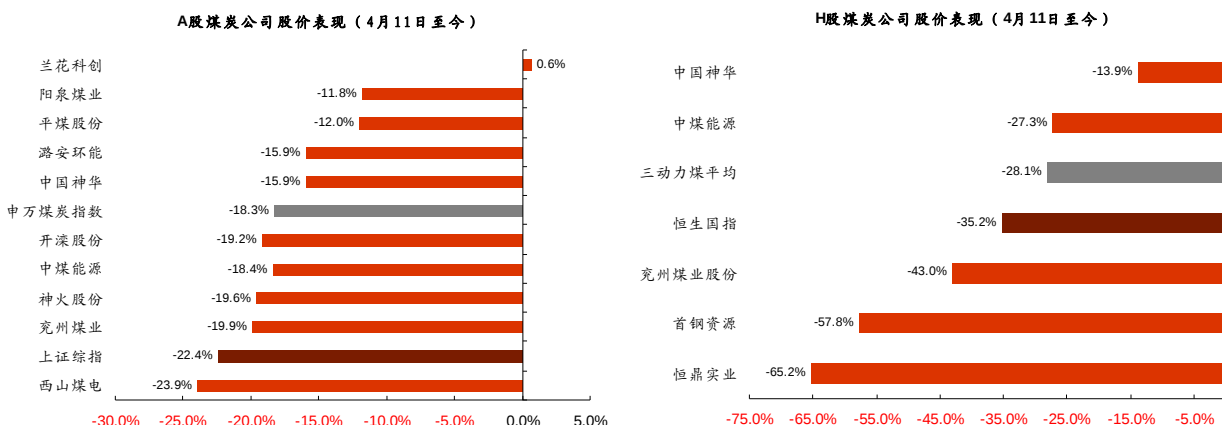
秦皇岛库存大幅下降，两周跌 21.3% 至 441 万吨；重点电厂库存逐步上升，目前已位于历史中值水平以上。受到大秦线检修和中煤井工矿停产的影响，秦皇岛库存两周累计大幅下降 21.3% 至 441 万吨，但 10 月 2 日检修结束后库存已呈现逐步回升趋势。经过前期抢运电煤后，电厂库存也已显著回升，全国重点电厂库存已超过历史中值水平的 15 天，而六大电力集团沿海电厂库存已达到 20 天。

钢材价格涨跌互现，焦炭价格基本平稳，港口铁矿石价格止跌。上海螺纹钢、热轧板上涨 0.4%-0.6%，中厚板价格与上周持平，冷轧板继续下跌 0.4%；全国焦炭价格基本平稳；港口铁矿石价格止跌，与上周持平于 1470 元/吨。

风险：

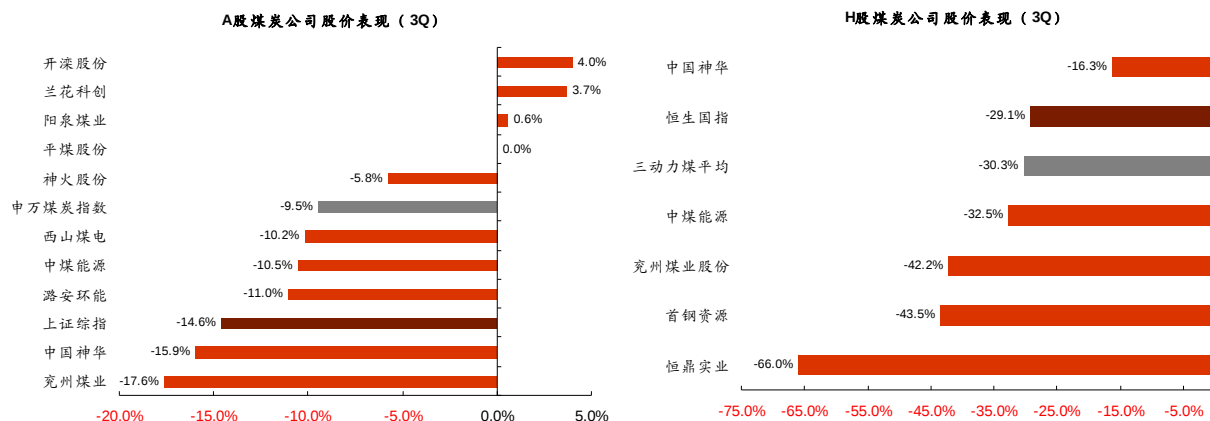
紧缩政策持续；经济放缓幅度超预期；节能减排力度超预期；煤炭资源税改革超预期；欧债危机恶化。

图表 1：中金覆盖公司 4 月 11 日至今股票表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：中金覆盖公司三季度股票表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 3: 中金覆盖公司当前估值与历史估值低点比较

	PE			PB		
	2008年低点区间平均	目前估值	上行/下行空间	2008年低点区间平均值	目前估值	上行/下行空间
A股						
中国神华A	11.57	11.75	-2%	2.07	2.19	-5%
中煤能源A	13.21	11.85	11%	1.30	1.39	-6%
兖州煤业A	9.35	13.70	-32%	1.43	2.58	-45%
兰花科创	5.06	11.87	-57%	1.25	2.61	-52%
潞安环能	5.08	14.55	-65%	1.29	4.09	-68%
开滦股份	7.92	20.32	-61%	1.33	2.79	-52%
神火股份	8.90	11.84	-25%	1.77	3.52	-50%
阳泉煤业	4.90	17.19	-71%	1.52	4.22	-64%
平煤股份	7.28	13.66	-47%	1.49	2.67	-44%
西山煤电	8.23	15.29	-46%	1.97	4.28	-54%
H股						
中国神华H	7.23	10.80	-33%	1.34	2.00	-33%
中煤能源H	6.68	7.82	-15%	0.78	0.95	-18%
兖州煤业H	3.77	6.66	-43%	0.59	1.34	-56%
恒鼎实业	4.25	3.87	10%	0.35	0.42	-17%
首钢资源	6.71	6.07	11%	0.42	0.60	-30%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表目录

图表 1: 中金覆盖公司 4 月 11 日至今股票表现.....	2
图表 2: 中金覆盖公司三季度股票表现.....	2
图表 3: 中金覆盖公司当前估值与历史估值低点比较.....	3
图表 4: 资源税改革对煤炭上市公司盈利的影响.....	5
图表 5: H 股公司目标价.....	6
图表 6: 过去一周 A 股煤炭公司股价表现.....	6
图表 7: 过去一周 H 股煤炭公司股价表现.....	6
图表 8 澳大利亚动力煤价格继续小幅下跌.....	6
图表 9: 秦皇岛动力煤价格平稳.....	6
图表 10: 国际煤炭海运费开始下跌.....	7
图表 11: 国内煤炭海运费开始下跌.....	7
图表 12: 国际原油价格有所回升.....	7
图表 13: 煤油价格有较强的相关性.....	7
图表 14: 秦皇岛煤炭库存大幅下跌至历史低位.....	7
图表 15: 重点电厂库存处正常水平.....	7
图表 16: 无烟末煤价格保持平稳.....	8
图表 17: 无烟块煤价格保持平稳.....	8
图表 18: 国际焦煤价格继续下跌.....	8
图表 19: 柳林地区焦煤价格保持平稳.....	8
图表 20: 天津港焦煤库存回升.....	8
图表 21: 焦炭价格保持平稳.....	8
图表 22: 钢材价格涨跌互现.....	9
图表 23: 唐山铁矿石价格止跌.....	9
图表 24: 8 月中国日均粗钢产量连续 10 个月同比上升但环比小幅下降.....	9
图表 25: 8 月海外日均粗钢产量同比温和增长但环比小幅下降.....	9
图表 26: 煤炭公司估值历史比较.....	9
图表 27: 煤炭上市公司所在地煤价情况.....	10
图表 28: 9 月 PMI 虽环比上升但升幅远低于历史均值.....	11
图表 29: 8 月 FAI 累计增速环比小幅下降.....	11
图表 30: 8 月 VAI 同比增速小幅回落.....	11
图表 31: 8 月 CPI 虽见顶回落但仍处高位.....	11
图表 32: 可比公司估值.....	12

宏观要闻：

【国内宏观】中国物流与采购联合会 10 月 1 日发布的数据显示，中国 9 月份 PMI 为 51.2%，环比季节性回升 0.3 个百分点。尽管 9 月份 PMI 延续了 8 月的季节性上升趋势，但升幅大幅低于历史均值，显示内外需同时放缓。（来源：中国物流与采购网）

【欧债危机】欧洲央行 10 月 6 日宣布以 400 亿欧元上限购买欧洲有担保债券，且重启对银行提供 12-13 个月期不限额度的再融资操作；英国央行同日宣布推出规模 750 亿英镑的 QE2。此外，两大央行分别决定维持 1.5% 和 0.5% 的利率水平不变。（来源：路透社）

【美国宏观】20 城市标普 Case-Shiller 房价指数 7 月同比下跌 4.1%，高于市场预期的 -4.4%；美国消费者信心指数从 8 月的 45.2 上升至 9 月的 45.5，略低于市场预期的 46；8 月美国耐用品新订单数经季调后环比下降 0.1%，较市场预期的 -0.2% 好；9 月份美国新增就业 10.3 万人，好于市场预期，但失业率依然维持在 9.1% 的高位。（来源：路透社）

煤炭行业要闻：

【煤炭政策】权威人士透露，由国家能源局牵头制定的稀缺煤种保护性开发管理办法基本制定完毕，有望近期出台。稀缺煤种主要指优质炼焦煤和优质无烟煤。针对稀缺煤种，该办法将明确提出总量控制原则，可能意味着以后对矿权审批更加严格、对采矿生产标准更加严格，因此可能对今后焦煤本已经有限的供给增长更加雪上加霜。（来源：中国煤炭资源网）

煤炭企业动态：

【中煤能源】中煤能源 10 月 2 日公告，于 10 月 1 日其所属在山西省的平朔安家岭 1#井工矿和安家岭 2#井工矿已经山西省地方有关部门验收合格，恢复正常生产，其所属在山西省的另外三座井工矿正在积极开展安全检查工作。（来源：香港联交所）

【兖州煤业】兖州煤业 9 月 27 日公告，其子公司奥斯达公司拟以 2.968 亿澳元收购澳洲上市公司西农公司间接持有的普力马煤矿公司和西农木炭公司 100% 股权。普力马煤矿公司主营普力马露天煤矿，煤种以低灰低硫电煤为主，储量 1.38 亿吨，产能为 500 万吨/年。兖州煤业又在 9 月 30 日公告，其子公司兖煤加拿大资源有限公司以 2.6 亿美元收购拿大萨斯喀彻温省 19 项钾矿资源探矿权，包括德文涅钾肥公司的 11 项矿权和北大西洋钾肥公司的 8 项矿权。有关交易已获得中国和加拿大政府主管机关批准，兖煤加拿大资源有限公司已完成探矿权变更登记程序。（来源：上海证券交易所）

图表 4：资源税改革对煤炭上市公司盈利的影响

公司名称	2012年净利润（假设无资源税改革）	2012年净利润（假设资源税从价计征，税率为5%）	净利润变动幅度
平煤股份	2,564	1,977	-22.9%
潞安环能	4,686	3,818	-18.5%
开滦股份	1,230	1,007	-18.1%
神火股份	2,430	2,134	-12.2%
阳泉煤业	4,515	3,970	-12.1%
西山煤电	5,121	4,515	-11.8%
兖州煤业A	9,680	8,682	-10.3%
中煤能源A	11,313	10,246	-9.4%
兰花科创	2,290	2,112	-7.8%
中国神华A	51,347	48,145	-6.2%
恒鼎实业	956	843	-11.8%
兖州煤业H	10,127	9,129	-9.9%
中煤能源H	12,002	10,935	-8.9%
首钢资源	2,383	2,200	-7.7%
中国神华H	53,018	49,816	-6.0%

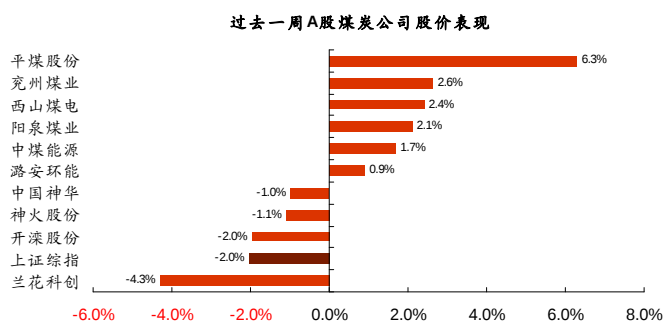
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: H 股公司目标价

公司	彭博代码	目标价(港币)	目前价格(港币)	上涨空间	评级	估值方法
动力煤						
中国神华H	1088.HK	42.3	31.0	36.5%	推荐	历史P/E中值+0.5倍标准差 (15.0倍2012P/E)
中煤能源H	1898.HK	12.7	7.6	66.2%	审慎推荐	历史P/E中值 (13.0倍2012P/E)
兖州煤业H	1171.HK	35.4	16.5	115.1%	审慎推荐	扩张期PE中值+0.5倍标准差 (13.3倍2012P/E)
炼焦煤						
首钢资源	639.HK	5.4	2.5	116.9%	审慎推荐	历史P/E中值 (13.0倍2012P/E)
恒鼎实业	1393.HK	6.2	2.5	146.0%	推荐	历史P/E中值 (11.0倍2012P/E)

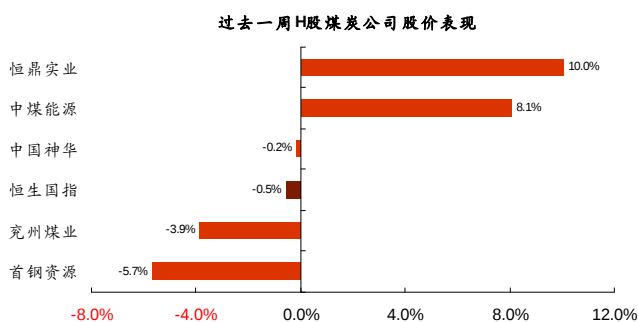
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 过去一周 A 股煤炭公司股份表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 过去一周 H 股煤炭公司股份表现



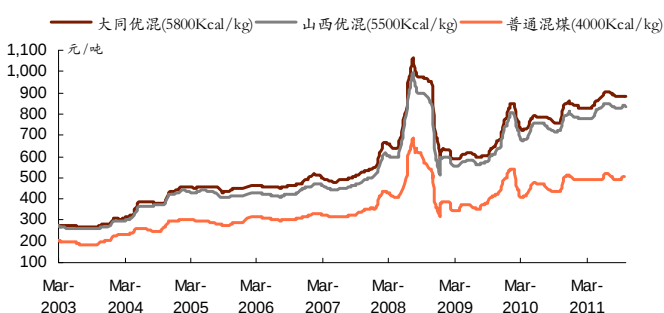
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8 澳大利亚动力煤价格继续小幅下跌



资料来源：Globalcoal，中金公司研究部

图表 9: 秦皇岛动力煤价格平稳



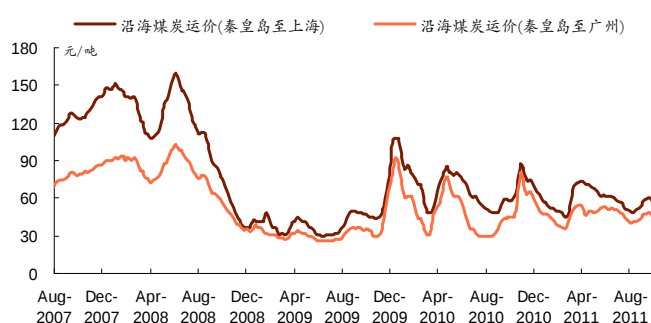
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 10: 国际煤炭海运费开始下跌



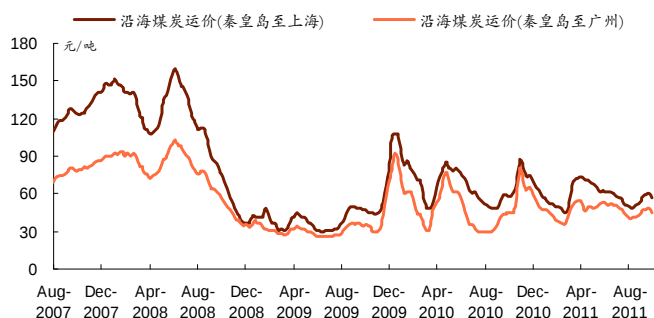
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 11: 国内煤炭海运费开始下跌



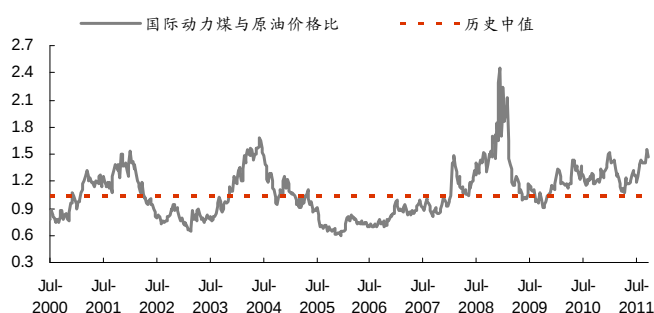
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 12: 国际原油价格有所回升



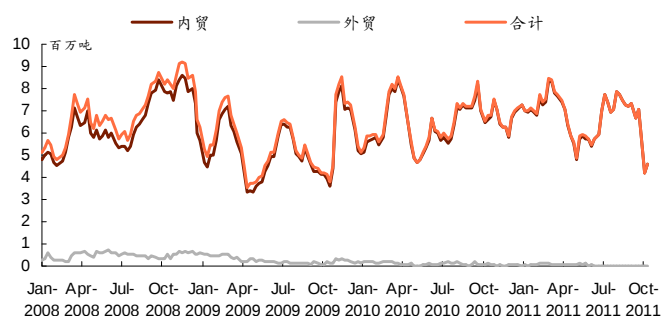
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 13: 煤油价格有较强的相关性



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 14: 秦皇岛煤炭库存大幅下跌至历史低位



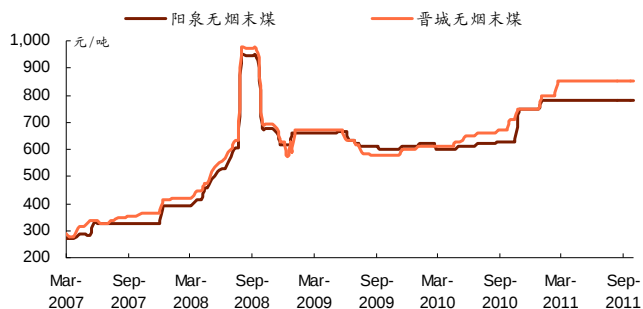
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 15: 重点电厂库存处正常水平



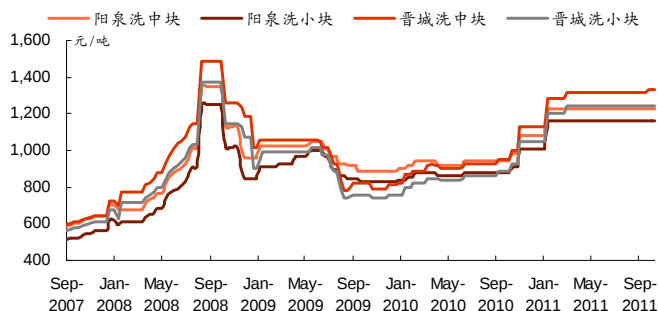
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 16: 无烟末煤价格保持平稳



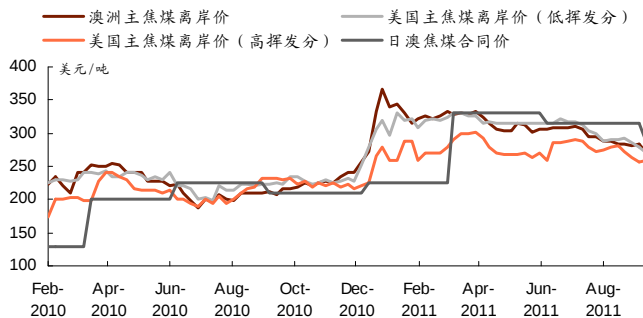
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 17: 无烟块煤价格保持平稳



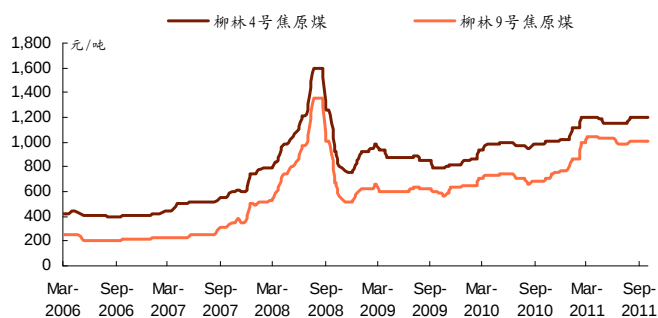
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 18: 国际焦煤价格继续下跌



资料来源：McCloskey，中金公司研究部

图表 19: 柳林地区焦煤价格保持平稳



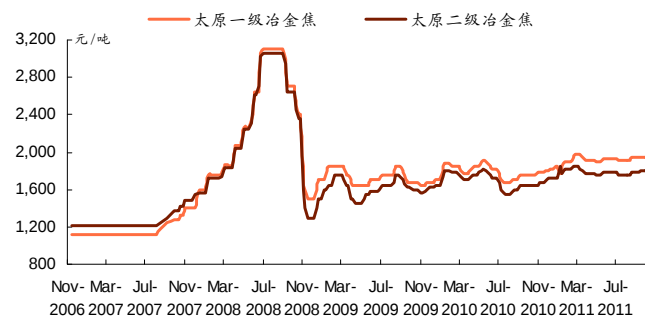
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 20: 天津港焦煤库存回升



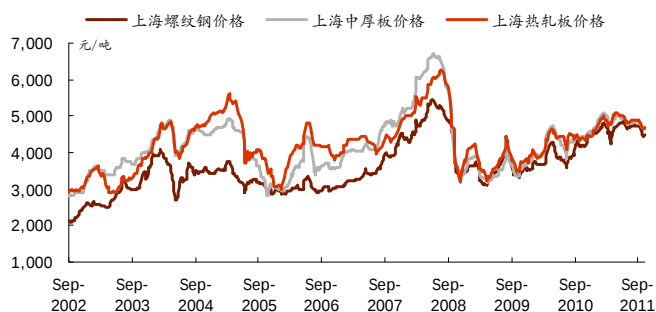
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 21: 焦炭价格保持平稳



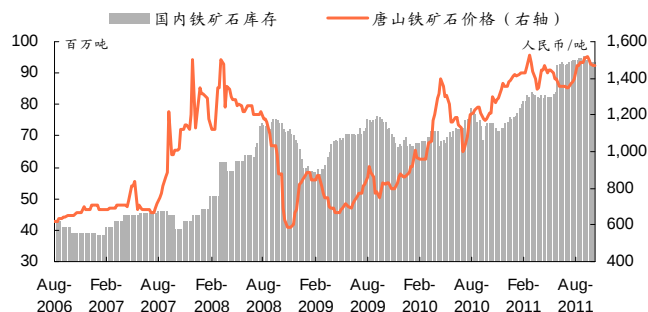
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 22: 钢材价格涨跌互现



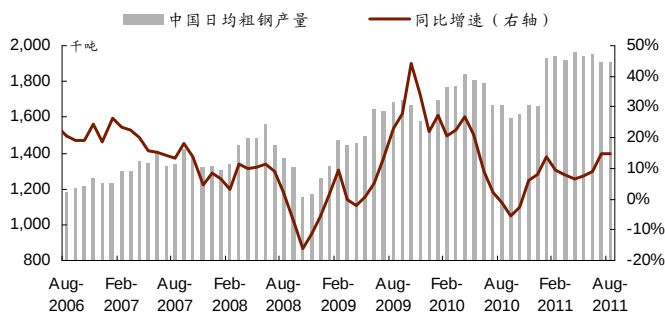
资料来源：钢之家，中金公司研究部

图表 23: 唐山铁矿石价格止跌



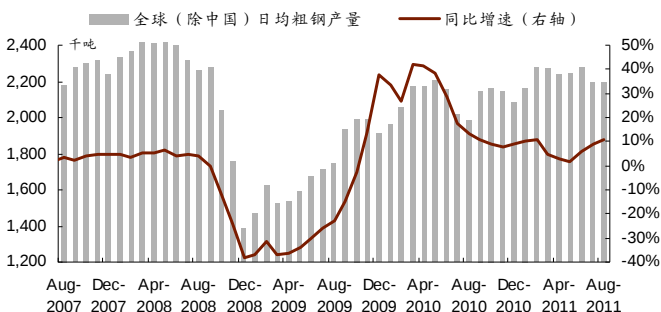
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 24: 8 月中国日均粗钢产量连续 10 个月同比上升但环比小幅下降



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 25: 8 月海外日均粗钢产量同比温和增长但环比小幅下降



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 26: 煤炭公司估值历史比较

上市以来P/E	西山煤电	平煤股份	开滦股份	神火股份	兰花科创	阳泉煤业	潞安环能	兖州煤业A	中国神华A	中煤能源A	兖州煤业H	中国神华H	中煤能源H	首钢资源	恒鼎实业
最高	66.4	43.7	42.5	40.7	54.9	36.5	31.0	38.4	78.1	49.8	18.4	43.9	51.0	64.2	38.2
最低	4.7	3.8	6.6	4.8	4.0	5.8	4.6	6.7	10.8	11.0	2.3	5.0	4.5	5.3	1.8
中值	20.2	17.9	20.2	17.1	14.7	15.0	16.3	18.1	15.6	19.2	9.0	14.4	16.6	14.3	16.9
平均值	21.5	18.9	19.5	18.0	16.5	15.4	15.9	19.6	20.1	21.3	8.5	16.0	18.4	17.7	17.7
目前水平	16.7	14.6	20.3	12.2	12.7	20.7	15.5	15.0	11.8	13.6	6.6	11.4	9.0	6.4	6.1
相对中值	-17.4%	-18.2%	0.5%	-28.9%	-13.6%	37.9%	-4.9%	-17.3%	-24.3%	-29.2%	-26.9%	-20.6%	-45.6%	-55.1%	-63.9%
相对均值	-22.4%	-22.4%	4.4%	-32.2%	-22.9%	34.3%	-2.6%	-23.6%	-41.3%	-36.3%	-22.4%	-28.5%	-50.9%	-63.7%	-65.5%

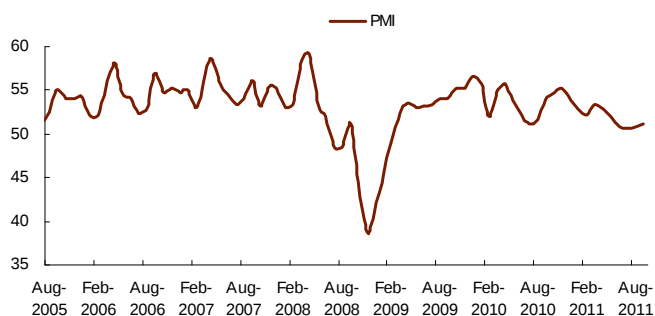
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 27：煤炭上市公司所在地煤价情况

单位：元/吨										
动力煤	价格类型	现价	一周前价格	一月前价格	去年全年均值	一周涨跌幅	一月涨跌幅	年初至今涨跌幅	比去年同期均值涨跌	比去年全年均值涨跌
中国神华 (A+H)										
东胜原煤5200	坑口价	460	460	460	314	0.0%	0.0%	21.1%	44.4%	37.1%
包头38块煤6200	出厂价	580	580	580	519	0.0%	0.0%	5.5%	10.0%	9.0%
中煤能源 (A+H)										
朔州动力煤 (>5200)	含税车板价	585	585	585	536	0.0%	0.0%	2.6%	9.0%	7.9%
兖州煤业 (A+H)										
兖州动力块煤6000	含税车板价	1140	1140	980	825	0.0%	16.3%	16.3%	23.2%	20.3%
兖州混煤5000	含税车板价	940	940	910	687	0.0%	3.3%	25.3%	18.8%	16.5%
大同煤业										
大同弱粘煤(6000)	含税坑口价	665	665	655	552	0.0%	1.5%	10.8%	16.3%	14.7%
大同南郊弱粘煤(5500)	含税坑口价	635	635	625	535	0.0%	1.6%	11.4%	14.1%	12.7%
炼焦煤										
A股										
西山煤电										
古交8号焦原煤	含税坑口价	750	750	750	716	0.0%	0.0%	3.4%	1.5%	2.2%
古交2号焦原煤	含税坑口价	920	920	920	885	0.0%	0.0%	3.4%	0.6%	1.4%
兴县气煤	含税坑口价	410	410	385	403	0.0%	6.5%	2.5%	(2.3%)	(2.0%)
古交8号焦精煤	车板含税价	1380	1380	1380	1263	0.0%	0.0%	9.5%	4.4%	4.4%
古交2号焦精煤	车板含税价	1550	1550	1550	1435	0.0%	0.0%	8.4%	4.1%	4.2%
开滦股份										
配焦煤	出厂价	1480	1480	1480	1428	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	3.7%
焦精煤	出厂价	1480	1480	1480	1378	0.0%	0.0%	2.1%	8.3%	7.4%
1/3焦精煤	出厂价	1350	1350	1350	1256	0.0%	0.0%	1.5%	8.4%	7.5%
平煤股份										
平顶山主焦煤	出厂价	1160	1160	1160	1456	0.0%	0.0%	(25.2%)	(7.2%)	(8.3%)
盘江股份										
六盘水焦精煤(G>80)	含税出厂价	790	790	790	1223	0.0%	0.0%	(39.2%)	(4.3%)	(5.0%)
煤气化										
古交8号焦原煤	含税坑口价	750	750	750	715	0.0%	0.0%	3.4%	1.6%	2.2%
古交2号焦原煤	含税坑口价	920	920	920	885	0.0%	0.0%	3.4%	0.7%	1.4%
蒲县1/3焦精煤	含税车板价	1530	1530	1500	1317	0.0%	2.0%	7.7%	13.0%	11.6%
古交8号焦精煤	车板含税价	1380	1380	1380	1263	0.0%	0.0%	9.5%	4.4%	4.4%
古交2号焦精煤	车板含税价	1550	1550	1550	1435	0.0%	0.0%	8.4%	4.1%	4.2%
H股										
首钢资源										
柳林4号焦原煤	含税坑口价	1,200	1,200	1,200	967	0.0%	0.0%	17.6%	22.1%	20.5%
柳林9号焦原煤	含税坑口价	1,010	1,010	1,010	712	0.0%	0.0%	28.7%	40.7%	38.9%
柳林4号焦精煤	车板含税价	1,700	1,700	1,700	1350	0.0%	0.0%	11.5%	27.1%	23.6%
柳林9号焦精煤	车板含税价	1,580	1,580	1,580	1372	0.0%	0.0%	17.0%	13.0%	14.6%
恒鼎实业										
六盘水焦精煤(G>80)	含税出厂价	790	790	790	1223	0.0%	0.0%	(39.2%)	(4.3%)	(5.0%)
喷吹煤										
A股										
潞安环能										
潞城喷吹煤(6700-7000)	车板含税价	1140	1140	1140	947	0.0%	0.0%	0.0%	26.6%	20.8%
屯留喷吹煤(6800-7000)	车板含税价	1170	1170	1170	963	0.0%	0.0%	1.7%	25.8%	20.3%
长治喷吹煤(6000-6300)	车板含税价	1190	1190	1190	932	0.0%	0.0%	5.3%	28.4%	22.5%
阳泉煤业										
阳泉喷吹煤(7200-7500)	车板含税价	1140	1140	1140	955	0.0%	0.0%	(0.9%)	26.1%	20.3%
阳泉喷吹煤(6500-7000)	车板含税价	1150	1150	1150	941	0.0%	0.0%	0.9%	27.4%	21.3%
无烟煤										
A股										
兰花科创										
晋城无烟末煤5800	含税坑口价	850	850	850	659	0.0%	0.0%	13.3%	31.7%	27.2%
晋城洗中块6800	含税坑口价	1330	1330	1320	955	0.0%	0.8%	17.7%	43.1%	37.0%
晋城洗小块6300	含税坑口价	1240	1240	1240	886	0.0%	0.0%	18.1%	44.8%	38.6%
阳泉煤业										
阳泉无烟末煤6200	含税坑口价	780	780	780	638	0.0%	0.0%	4.0%	26.8%	22.2%
阳泉洗中块7000	含税坑口价	1230	1230	1230	960	0.0%	0.0%	13.9%	31.5%	27.8%
阳泉洗小块7000	含税坑口价	1160	1160	1160	898	0.0%	0.0%	14.9%	32.4%	28.7%
神火股份										
永城无烟末煤5500	车板价	820	820	820	708	0.0%	0.0%	5.1%	16.0%	13.4%
永城无烟中块7000	车板价	1620	1560	1530	1167	3.8%	5.9%	20.0%	32.1%	27.4%
永城无烟精煤7000	车板价	1340	1310	1280	995	2.3%	4.7%	21.8%	31.8%	28.9%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 28: 9 月 PMI 虽环比上升但升幅远低于历史均值



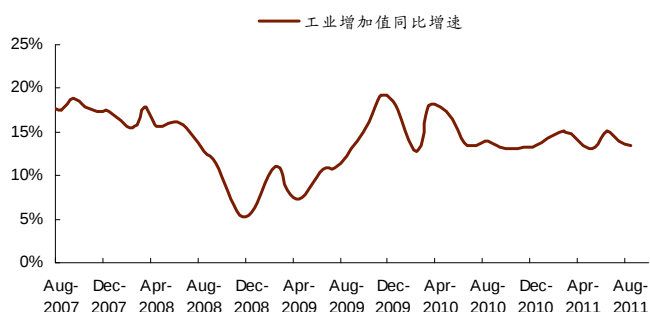
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 29: 8 月 FAI 累计增速环比小幅下降



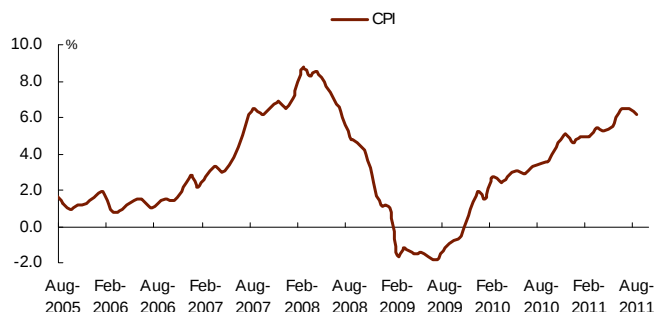
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 30: 8 月 VAI 同比增速小幅回落



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 31: 8 月 CPI 虽见顶回落但仍处高位



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 32: 可比公司估值

A股煤炭公司		投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2011-10-10	Upside	YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)		
							2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
焦煤公司																					
西山煤电*	审慎推荐	66,805	21.20		(21%)	0.84	1.23	1.43	19%	46%	17%	25.3	17.3	14.8	4.01	4.51	5.09	5.3	4.7	4.2	
平煤股份*	中性	33,883	14.35		(12%)	0.78	0.93	1.09	31%	19%	17%	18.3	15.4	13.2	3.96	4.71	5.58	3.6	3.0	2.6	
开滦股份*	中性	20,273	16.42		(18%)	0.70	0.78	0.82	6%	11%	4%	23.3	21.0	20.1	4.67	5.34	6.04	3.5	3.1	2.7	
潞安环能*	审慎推荐	66,064	28.71		(4%)	1.49	1.76	2.04	63%	18%	16%	19.2	16.3	14.1	5.17	6.13	7.28	5.6	4.7	3.9	
冀中能源		53,173	22.99		15%	1.04	1.43	1.74	(25%)	38%	22%	22.2	16.0	13.2	5.66	6.05	7.20	4.1	3.8	3.2	
煤气化		9,807	19.09		(26%)	0.46	0.79	1.07	(38%)	73%	36%	41.8	24.2	17.8	5.96	5.72	6.29	3.2	3.3	3.0	
上海能源		16,312	22.57		(20%)	1.84	2.00	2.26	40%	9%	13%	12.3	11.3	10.0	9.31	10.07	12.05	2.4	2.2	1.9	
盘江股份		33,300	30.18		(7%)	1.22	1.58	1.99	36%	30%	26%	24.8	19.1	15.2	5.93	6.63	8.10	5.1	4.6	3.7	
中间值 - 焦煤																					
无烟煤公司																					
兰花科创*	审慎推荐	23,922	41.88		(11%)	2.30	2.95	3.70	3%	28%	25%	18.2	14.2	11.3	11.46	13.91	16.68	3.7	3.0	2.5	
神火股份*	审慎推荐	24,125	14.36		(8%)	0.69	1.01	1.27	93%	47%	25%	20.8	14.2	11.3	2.68	3.39	4.28	5.4	4.2	3.4	
阳泉煤业*	审慎推荐	57,744	24.01		(16%)	1.00	1.28	1.43	30%	28%	12%	23.9	18.7	16.8	3.55	4.70	5.99	6.8	5.1	4.0	
昊华能源		25,530	25.53		19%	0.93	1.39	1.60	(10%)	49%	15%	27.4	18.4	16.0	5.39	8.42	9.98	4.7	3.0	2.6	
中间值 - 无烟煤																					
动力煤公司																					
中国神华*	推荐	502,672	25.27	2%		1.87	2.11	2.31	23%	13%	9%	13.5	12.0	11.0	9.90	11.24	12.73	2.6	2.2	2.0	
兖州煤业**	审慎推荐	112,905	29.26	3%		1.83	1.92	2.17	132%	5%	13%	16.0	15.2	13.5	7.47	8.80	10.30	3.9	3.3	2.8	
中煤能源*	审慎推荐	108,053	9.01	(17%)		0.52	0.65	0.77	4%	24%	19%	17.3	13.9	11.7	5.54	5.99	6.54	1.6	1.5	1.4	
伊泰B股		7,319	31.73	(30%)		3.45	4.07	4.53	61%	18%	11%	9.2	7.8	7.0	9.77	11.90	15.00	3.2	2.7	2.1	
大同煤业		27,114	16.20	(23%)		0.77	0.83	1.03	(14%)	8%	23%	21.0	19.4	15.8	5.92	4.03	4.57	2.7	4.0	3.5	
恒源煤电		17,670	17.67	(22%)		1.04	1.04	1.16	(12%)	0%	11%	17.0	16.9	15.2	5.94	6.38	7.40	3.0	2.8	2.4	
露天煤业		23,350	17.60	(31%)		1.10	1.10	1.30	49%	0%	18%	16.0	16.0	13.5	2.96	3.41	4.41	5.9	5.2	4.0	
郑煤集团		6,562	10.43	(16%)		0.21	0.26	0.30	15%	24%	15%	49.7	40.1	34.8	3.03	n.a.	n.a.	3.4	n.a.	n.a.	
国投新集		22,371	12.09	(14%)		0.68	0.74	0.96	51%	9%	30%	17.8	16.3	12.6	3.89	4.47	5.13	3.1	2.7	2.4	
安源股份		3,538	13.14	(25%)		0.16	n.a.	n.a.	103%	n.a.	n.a.	82.1	n.a.	n.a.	2.68	n.a.	n.a.	4.9	n.a.	n.a.	
靖远煤电		2,951	16.59	(22%)		0.32	0.42	0.55	7%	31%	30%	51.8	39.5	30.4	2.87	n.a.	n.a.	5.8	n.a.	n.a.	
大有能源		3,669	28.78	(15%)		0.04	2.10	2.35	(77%)	n.a.	12%	n.a.	13.7	12.3	2.46	n.a.	n.a.	11.7	n.a.	n.a.	
山煤国际		19,290	25.72	(26%)		1.01	1.38	2.01	23%	36%	46%	25.5	18.7	12.8	4.80	5.15	7.05	5.4	5.0	3.6	
平庄能源		14,251	14.05	(8%)		0.64	0.73	0.83	39%	14%	14%	22.0	19.3	16.9	3.95	4.22	4.92	3.6	3.3	2.9	
远兴能源		5,835	7.60	(17%)		0.14	0.28	0.37	(88%)	100%	32%	54.3	27.1	20.5	2.98	n.a.	n.a.	2.5	n.a.	n.a.	
中间值 - 动力煤																					
中间值 - A股煤炭																					
H股煤炭公司																					
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 2011-10-10	YTD		EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)			
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
中国神华*	推荐	616,217	31.00	36.5%	(5%)	1.92	2.18	2.39	20%	14%	10%	14.1	12.1	11.0	9.97	11.40	13.05	2.7	2.3	2.0	
目标价			42.30											15.0							
兖州煤业**	审慎推荐	138,409	16.46	115.1%	(31%)	1.89	2.00	2.25	125%	6%	13%	7.6	7.0	6.2	7.59	8.92	10.47	1.9	1.6	1.3	
目标价			35.40											13.3							
中煤能源*	审慎推荐	132,461	7.64	66.2%	(37%)	0.56	0.70	0.82	1%	25%	18%	11.8	9.2	7.8	5.58	6.12	6.73	1.2	1.1	0.9	
目标价			12.70											13.0							
首钢资源* (HKD)	审慎推荐	13,398	2.49	116.9%	(53%)	0.34	0.39	0.42	60%	17%	6%	7.4	6.4	6.0	3.65	3.86	4.22	0.7	0.6	0.6	
目标价			5.40											13.0							
恒鼎实业*	推荐	5,205	2.52	145.2%	(62%)	0.34	0.36	0.48	72%	8%	31%	6.5	5.9	4.5	3.50	3.80	4.20	0.7	0.7	0.6	
目标价			6.18											11.0							
中间值																					
中间值 - H股煤炭																					
国际可比公司																					
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2011-10-10	YTD		EPS(USD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(USD)			P/B(x)			
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
综合性公司																					
BHP Billiton	澳大利亚	182,203	36.78	(18%)		4.29	4.56	4.72	305%	6%	4%	8.6	8.1	7.9	10.72	14.05	17.56	3.4	2.6	2.1	
Rio Tinto	澳大利亚	102,167	66.81	(21%)		7.31	9.15	9.44	165%	25%	3%	9.2	7.4	7.1	32.26	36.37	43.60	2.1	1.8	1.5	
Anglo American	英国	31,011	36.69	(30%)		5.43	5.51	6.28	169%	2%	14%	4.3	4.3	3.7	28.07	33.30	38.57	1.3	1.1	1.0	
XSTRATA	瑞士	26,739	14.12	(40%)		1.61	2.20	2.56	544%	37%	16%	5.6	4.1	3.5	14.67	15.72	17.88	1.0	0.9	0.8	
中间值																					
印尼煤炭公司																					
Bumi		4,452	0.21	(37%)		0.02	0.02	0.03	62%	36%	41%	13.2	9.7	6.9	0.05	0.08	0.10	4.0	2.6	2.1	
Indo Tambora		4,703	4.15	(27%)		0.18	0.41	0.55	(40%)	128%	34%	23.1	10.1	7.6	0.79	0.90	1.16	5.3	4.6	3.6	
Tambang Batubara		3,580	1.55	(40%)		0.10	0.17	0.21	(11%)	74%	22%	15.9	9.1	7.5	0.33	0.42	0.52	4.7	3.7	3.0	
中间值																					
美国煤炭公司																					
Peabody		9,384	34.65	(46%)		2.88	4.02	5.71	71%	39%	42%	12.0	8.6	6.1	19.26	21.22	26.39	1.8	1.6	1.8	
Arch Coal		3,269	15.34	(29%)		0.98	1.52	3.17	250%	55%	109%	15.7	10.1	4.8	16.73	18.43	19.55	0.9	0.8	0.9	
Consol		8,167	36.02	(26%)		1.61	2.89	4.20	(46%)	80%	45%	22.4	12.5	8.6	14.20	15.22	18.57	2.5	2.4	2.5	
Alpha		4,164	18.39	(69%)		0.80	1.92	2.44	25%	140%	27%	23.0	9.6	7.5	37.14	44.91	40.04	0.5	0.4	0.5	
中间值																					
澳大利亚煤炭公司																					
		Market Cap (USD Mn)	Price(AUD) 2011-10-10	YTD		EPS(AUD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(AUD)			P/B(x)			
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
Coal & Allied		10,621	123.75	3%		8.13	7.04	8.92	20%	(13%)	27%	15.2	17.6	13.9	18.76	21.09	25.77	6.6	5.9	6.6	
New Hope		5,135	6.24	29%		0.61	0.28	0.30	(75%)	(54%)	8%	10.3	22.2	20.5	2.80	2.87	2.95	2.2	2.2	2.2	
Aquila		2,108	5.68	(42%)		-0.18	0.04	-0.02	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(270.5)	0.98	1.02	1.39	5.8	5.6	5.8	
Whitehaven		2,892	5.90	(12%)		0.02	0.36	0.55	(97%)	1720%	51%	295.0	16.2	10.7	2.11	2.29	2.58	2.8	2.6	2.8	
中间值																					
中间值 - 澳大利亚煤炭																					

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为中国神华提供过投资银行服务。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

