



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 11 月 29 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

2012 年煤炭行业投资策略

运力瓶颈继续支撑煤价; 估值弹性提供操作空间

投资提示:

随着调控效果显现, 下游投资增速将逐渐放缓, 同时未来节能减排力度可能加大, 预计 2012 年煤炭需求增速将从“十一五”期间复合增速的 7.0% 回落至 5.3%。尽管近期基本面转弱, 煤价出现松动, 但在运力瓶颈的支撑下, 2012 年均价总体仍将同比小幅上涨(预计焦煤同比持平), 吨煤盈利有望维持高位, 盈利主要驱动因素继续逐步从价格上涨转移到产量扩张、成本控制等执行层面。作为高贝塔板块, 煤炭行业估值将随宏观及政策变化宽幅波动, 从而为投资者提供充分的波段操作机会。按照低估值+增长确定性+具有事件催化剂的选股思路, A 股首选中国神华和中煤能源, 其次选择兰花科创、兖州煤业和阳泉煤业。H 股首选中煤能源和中国神华, 其次选择兖州煤业。

理由:

煤炭需求增速放缓, 但绝对年增量仍接近 2 亿吨。随着房地产和基建投资增速下降, 下游钢铁、建材增速将明显回落, 同时节能减排力度可能加大, 预计 2012 年煤炭需求增速将回落至 5.3%。但由于基数庞大, 年需求增长仍接近 2 亿吨。由于用电量呈现较高刚性, 动力煤需求相对更有保障, 化工用无烟煤和喷吹煤次之, 炼焦煤压力最大。

行业集中度继续提升, 供给控制进一步加强。煤炭生产继续向西部转移, 晋陕蒙地区煤炭产量将继续较快增长, 宁甘新等地区进入加速阶段, 西部地区龙头企业将具有更大的发展空间, 并在资源配置、运力分配、煤转化核准、税收优惠等方面获得更多的政策支持。另外, 各地资源整合继续推进, 深层次兼并重组有望逐步展开, 行业集中度将持续上升(“十二五”煤炭企业数量下降近 50%)。在建设大煤矿、大集团、大基地的政策导向下, 大型煤炭企业将显著受益。

铁路瓶颈将持续至 2014 年, 率先改善区域的龙头将受益。“三西”地区 2012 年铁路运力增长仅 5200 万吨, 明显少于外运需求量(约 8000 万吨), 从而将对煤价形成有力支撑。2013 年运力将有所改善, 2014 年则有望大幅改善。分地区看, 2012 年陕西运力将率先改善, 2013 年山西中部地区和蒙东地区运力将改善, 2014 年山西中南部和蒙西地区运力将改善。局部运力改善将大幅提升煤炭销价, 一般通过铁路外运的煤炭可以获得 100 元/吨左右的额外净利润。

国际煤价将显著回落, 国内煤价均价仍将同比小幅上涨。受到印度进口需求强劲、亚太其它国家进口小幅增长以及高油价的支撑, 预计国际动力煤价格同比下降 10% 左右; 由于澳洲焦煤复产、各国钢厂减产等因素, 焦煤供应紧张程度将大大缓解, 预计国际焦煤价格将同比下降 20% 左右。国内方面, 由于运输瓶颈支撑以及需求惯性增长, 预计煤价仍将小幅上涨, 其中动力煤、焦煤和无烟煤涨幅分别为 5%、0% 和 5%; 通胀回落及电价的可能调整将为动力煤合同价上涨提供一定空间, 但由于电力行业亏损, 国家可能继续干预, 预计合同价同比上涨 20 元/吨或 3.5% (A/H 股煤炭公司 2012 年净利润平均下调 7% 和 6%, 见表 3; A/H 股盈利对煤价的敏感性系数分别平均为 3.4 和 2.0, 见表 46)。

估值与建议:

选择低估值和确定性, A 股排序依次为中国神华、中煤能源、兰花科创、兖州煤业和阳泉煤业, H 股排序依次为中煤能源、中国神华和兖州煤业。考虑到近期基本面转弱, 政策微调的边际效应下降, 海外不确定性仍然较大, 短期维持谨慎观点, 并认为 2012 年上半年因增长继续放缓和欧债再次集中到期而压力大于下半年。中期来看, 若国内政策出现显著放松或海外取得一定进展, 板块估值的高弹性将为投资者提供充分的波段操作空间。目前 A/H 股煤炭板块 2012 年 P/E 分别为 13.8x 和 7.9x, 而 P/E 历史波动区间分别为 9-25x 和 7-20x, H 股安全边际相对高一些。历史经验表明, 如果通胀随经济大幅回落, 板块和大盘都难有良好表现, 但若经济不出现硬着陆、通胀不出现显著下滑, 则板块继续下行的空间相对有限, 而随经济逐步企稳, 明年下半年有望迎来反弹机会。总体来看, 建议按照“低估值+增长确定性+具有个股催化剂”的选股思路筛选股票, 密切关注政策变化, 灵活把握投资节奏(政策大幅放松将提供交易机会)。

下调恒鼎实业评级至“审慎推荐”, 下调首钢资源评级至“中性”。考虑到焦煤需求显著放缓, 焦煤价格面临压力, 恒鼎实业业绩增长动力将主要来自产量上升。而首钢资源短期缺乏产量增长, 业绩将小幅下降。

风险: 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; 欧债危机显著恶化。

¹ 报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

目录

煤炭需求将保持惯性增长	5
预计“十二五”煤炭需求年均增长约 2 亿吨.....	5
动力煤需求相对更有保障.....	5
随着投资减速，炼焦煤需求将显著放缓.....	6
行业集中度继续提升，供给控制力进一步增强	8
“十二五”行业集中度将进一步提高.....	8
中西部供应占比将进一步上升.....	9
政策红利推动大型企业受益.....	10
运力逐步改善，但瓶颈仍将持续	11
“三西”铁路瓶颈将持续至 2014 年.....	11
随着货源西移，煤炭运输难度加大.....	12
随着局部运力改善，部分公司盈利将显著提升.....	13
特高压输电将缓解煤炭运输压力，但建设进度慢于预期.....	14
未来两年煤价将继续温和上涨	15
国内煤炭供需预测：供需同步放缓，运力支撑价格.....	15
全球海运市场煤炭供需预测：供给恢复，需求放缓.....	16
印度将成为海运煤炭需求主力.....	17
选股策略：震荡中把握波段，选择低估值和确定性	18
全球经济增速放缓的背景下，关注海内外宏观因素对市场情绪的影响.....	18
煤炭股盈利驱动力转弱，但估值弹性犹在.....	19
选股策略：把握节奏，布局低估值和确定性.....	20
中国神华（601088.SH+1088.HK，维持推荐）：增长稳健、攻防兼备	22
中煤能源（601898.SH+1898.HK，维持审慎推荐）：执行力逐步提高、中长期增长确定	23
兖州煤业（600188.SH+1171.HK，维持审慎推荐）：扩张仍将持续，但业绩面临压力	24
兰花科创（600123.SH，维持审慎推荐）：短期业绩确定，长期增长有保障	25
阳泉煤业（600348.SH，维持审慎推荐）：内生平稳增长，注入值得期待	26
首钢资源（639.HK，下调至中性）：业绩缺乏增长动力	27
恒鼎实业（1393.HK，下调至审慎推荐）：长期前景良好但短期缺乏催化剂	28

图表

图表 1：中金公司宏观指标及价格预测.....	4
图表 2：中金覆盖 H 股煤炭公司目标价.....	4
图表 3：中金覆盖煤炭公司盈利预测调整.....	4
图表 4：受投资放缓影响，2012 年煤炭消费增速将放缓至 5.3%.....	5
图表 5：历史经验表明发电量增速与 GDP 增速相当.....	6
图表 6：火电在发电结构中一直占据主导地位.....	6
图表 7：国家规划“十二五”煤电装机容量年均增长 7.5%.....	6
图表 8：电力消费与国民经济高度相关.....	6
图表 9：随着投资放缓，钢铁产量增速将显著下降.....	7
图表 10：“十一五”期间入炉焦比年均下降 2.2%.....	7
图表 11：煤炭企业平均产能将提升至 100 万吨以上.....	8
图表 12：煤炭行业生产集中度进一步提高.....	8
图表 13：国有煤炭企业产量占比将进一步提高.....	9
图表 14：整合后山西大型国企煤炭产量占比大幅上升.....	9
图表 15：晋陕蒙煤炭调出量占比持续上升.....	9
图表 16：晋陕蒙宁甘新六省区煤炭产量占比达到约 64%.....	9
图表 17：各地规划煤炭产量之和远超国家目标.....	10
图表 18：能源金三角地区煤炭产量增速远高于行业水平.....	10
图表 19：2014 年前运力瓶颈仍将存在并继续支撑煤价.....	11
图表 20：“三西”地区煤炭通道示意图.....	12

图表 21: 随着货源西移, 煤炭运输平均运距不断拉长	12
图表 22: 山西公路煤炭运量大幅上升凸显铁路运力不足	12
图表 23 “十二五” 期间陕西铁路运力将大幅改善	13
图表 24: 运力增加和褐煤提质将提升蒙东煤炭资源价值	13
图表 25 西南地区铁路运力将长期紧张	13
图表 26 新疆运力释放需要等到 2014 年以后	13
图表 27: 通过铁路外运的煤炭售价远高于生产地售价	14
图表 28: 特高压规划量巨大, 但进度相对缓慢, 短期尚难对煤炭市场构成冲击	14
图表 29: 2012 年煤炭产量增长主要来自“三西”地区, 进口基本平稳	15
图表 30: 钢铁和焦炭产量增速将显著下降, 2012 年焦煤价格上涨动力大幅减弱, 预计标杆均价同比持平	16
图表 31: 日本动力煤需求有所恢复, 印度渐成主力	16
图表 32: 澳洲焦煤供应恢复, 下游需求放缓	16
图表 33: 印度城市化正处于加速阶段	17
图表 34: 印度人均用电量和粗钢产量具有极大提升空间	17
图表 35: 煤炭占印度一次能源消费的 50% 以上	17
图表 36: 印度煤炭进口需求 (尤其是动力煤) 快速上升	17
图表 37: CPI 同比增速将继续回落 (左图); GDP 环比年化 4Q11 见底, 之后逐季回升 (右图)	18
图表 38: 欧元区 PMI 已经下滑至 50 临界线以下 (左图); 2012 年 2-4 月迎来债务到期新高峰 (右图)	18
图表 39: 美国经济温和复苏, GDP 增速前低后高 (左图); 美国就业市场缺乏明显改善 (右图)	19
图表 40: 2004-05 年煤炭板块随通胀下行而下跌	20
图表 41: 2007-08 年煤炭板块随通胀下行而下跌	20
图表 42: 煤炭板块具有高贝塔属性, 估值波动范围大于其它行业 (目前大部分低于历史中值)	20
图表 43: 煤炭产量增速比较 (仅考虑内生增长)	21
图表 44: 关注煤炭公司的资产注入	21
图表 45: 煤炭公司业务结构比较	21
图表 46: 煤炭公司业绩对煤价的敏感性分析	21
图表 47: 中金覆盖 A 股煤炭公司关键假设	29
图表 48: 中金覆盖 H 股煤炭公司关键假设	30
图表 49: 可比公司估值	31

图表 1: 中金公司宏观指标及价格预测

中金主要宏观指标及商品价格预测	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
宏观经济指标										
中国GDP同比增速 (%)	10.0%	10.1%	11.3%	12.7%	14.2%	9.6%	9.1%	10.3%	9.2%	8.4%
中国CPI同比增速 (%)	1.2%	3.9%	1.8%	1.5%	4.8%	5.9%	-0.7%	3.3%	5.5%	4.0%
中国VAI同比增速 (%)	17.0%	16.7%	16.4%	16.6%	18.5%	12.9%	11.0%	15.7%	13.8%	12.3%
中国FAI同比增速 (%)	29.5%	27.6%	27.2%	24.5%	25.8%	26.1%	30.5%	24.5%	23.6%	18.8%
全球GDP同比增速 (%)	3.6%	4.9%	4.5%	5.1%	5.2%	3.0%	-0.6%	5.0%	4.0%	4.0%
美元兑人民币汇率	8.28	8.28	8.19	7.97	7.61	6.95	6.83	6.77	6.47	6.27
动力煤										
国内现货价 (元/吨, 含增值税)	264	356	426	427	466	723	600	745	820	861
同比增速 (%)		34.8%	19.6%	0.3%	9.2%	55.0%	-17.0%	24.3%	10.0%	5.0%
国内长单价 (元/吨, 含增值税)	236	270	360	380	420	460	540	570	570	590
同比增速 (%)		14.4%	33.3%	5.6%	10.5%	10.0%	17.4%	5.6%	0.0%	3.5%
亚太地区动力煤合同价 (美元/吨)	27	42	53	52	56	125	70	98	130	117
同比增速 (%)		56.7%	26.2%	-2.2%	7.3%	124.0%	-44.0%	39.6%	32.8%	-10.0%
焦煤										
亚太地区炼焦煤合同价 (美元/吨)	46	57	125	115	98	300	129	191	289	231
同比增速 (%)		22.5%	120.8%	-8.0%	-14.8%	206.0%	-57.0%	47.9%	51.4%	-20.0%
西山煤电精煤价格 (元/吨, 含增值税)			658	664	716	1,337	1,160	1,505	1,660	1,660
同比增速 (%)				0.9%	7.8%	86.6%	-13.2%	29.7%	10.3%	0.0%
钢铁										
代表品种 (元/吨, 2.75mm热轧板)			4,163	3,837	4,179	4,938	3,590	4,150	4,482	4,706
同比增速 (%)				-7.8%	8.9%	18.2%	-27.3%	15.6%	8.0%	5.0%
铁矿石										
铁矿石 (元/吨, 青岛港现货)				642	1,007	1,254	691	1,200	1,320	1,122
同比增速 (%)					56.9%	24.5%	-44.9%	73.7%	10.0%	-15.0%

注：国内宏观及美元汇率预测来自中金宏观组；钢材和铁矿石价格预测来自中金钢铁组；全球GDP预测来自IMF

资料来源：中国煤炭资源网, McCloskey, 钢之家, 中金公司研究部

图表 2: 中金覆盖 H 股煤炭公司目标价

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	46.2	32.4	42.6%	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	12.6	8.6	46.0%	审慎推荐	历史P/E中值 (12.0倍2012P/E)
兖州煤业H	1171.HK	22.4	17.4	28.7%	审慎推荐	扩张期PE中值-0.5倍标准差 (10.0倍2012P/E)
炼焦煤						
首钢资源	639.HK	3.1	2.8	8.2%	中性	历史P/E中值-1.0倍标准差 (8.0倍2012P/E)
恒鼎实业	1393.HK	3.1	2.5	24.0%	审慎推荐	历史P/E中值-1.0倍标准差 (6.0倍2012P/E)

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 3: 中金覆盖煤炭公司盈利预测调整

每股收益 (元)	中金原来预测				中金最新预测			调整幅度		同比增速		
公司名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
兰花科创	2.22	2.30	2.95	3.70	2.30	2.95	3.62	0.0%	-2.1%	3.4%	28.3%	22.7%
神火股份	0.36	0.69	0.68	0.94	0.69	0.68	0.78	0.0%	-16.9%	93.3%	-1.9%	15.6%
恒鼎实业	0.20	0.34	0.36	0.48	0.34	0.36	0.42	0.0%	-11.9%	65.5%	7.7%	15.4%
中煤能源-A	0.50	0.52	0.70	0.83	0.52	0.70	0.80	-0.1%	-3.3%	4.3%	34.7%	14.1%
中煤能源-H	0.59	0.56	0.76	0.88	0.56	0.76	0.85	-0.1%	-3.3%	-4.7%	34.8%	11.6%
西山煤电	0.71	0.84	0.95	1.16	0.84	0.95	1.05	0.0%	-9.6%	18.6%	13.5%	10.5%
中国神华-H	1.59	1.92	2.29	2.51	1.92	2.29	2.49	0.0%	-0.9%	20.3%	19.2%	9.0%
中国神华-A	1.52	1.87	2.21	2.42	1.87	2.21	2.40	0.0%	-1.0%	22.8%	18.0%	8.7%
阳泉煤业	0.77	1.00	1.15	1.26	1.00	1.15	1.25	0.0%	-0.5%	30.0%	14.6%	9.1%
潞安环能	0.92	1.49	1.63	1.87	1.49	1.63	1.74	0.0%	-6.7%	63.0%	9.0%	7.1%
兖州煤业-A (扣除账面汇兑收益)	0.79	1.46	1.71	1.88	1.46	1.69	1.73	-0.7%	-7.9%	85.4%	15.8%	2.1%
兖州煤业-H (扣除账面汇兑收益)	0.84	1.52	1.79	1.97	1.52	1.78	1.82	-0.7%	-7.6%	81.5%	17.1%	2.1%
兖州煤业-H	0.84	1.89	1.79	1.97	1.89	1.78	1.82	-0.7%	-7.6%	125.4%	-5.7%	2.1%
兖州煤业-A	0.79	1.83	1.71	1.88	1.83	1.69	1.73	-0.7%	-7.9%	132.2%	-7.5%	2.1%
开滦股份	0.67	0.70	0.70	0.74	0.70	0.70	0.71	0.0%	-3.9%	5.6%	-0.0%	1.2%
首钢资源 (港币)	0.21	0.34	0.39	0.42	0.34	0.39	0.38	-0.7%	-8.1%	59.8%	15.9%	-1.7%
平煤股份	0.60	0.78	0.93	1.08	0.78	0.93	0.91	0.0%	-15.7%	31.3%	18.7%	-2.2%

资料来源：公司数据, Bloomberg, 中金公司研究部

煤炭需求将保持惯性增长

预计“十二五”煤炭需求年均增长约 2 亿吨

2012 年四大耗煤行业增速将温和放缓。随着紧缩调控效应继续显现，2012 年房地产和基建投资增速将出现显著下降，而房地产和基建是拉动煤炭需求的最大动力。根据中金分析员的预测，2012 年火电、钢铁、建材和化工产量增速分别为 10%、6%、7%和 4%。考虑到节能减排的影响，我们预计上述四大行业耗煤增速较产量增速分别低 2 个百分点，2012 年全国煤炭总消费量将同比增加 5.3%，增速较 2011 年下降 4.5 个百分点。

未来几年煤炭需求年均增长 2 亿吨左右。长期来看，由于节能减排硬性指标的约束和结构转型的推进，煤炭消费增速将逐步放缓，我们预计增速将由“十一五”期间的年均 7.0%下降到“十二五”的 5.6%。尽管增速仅为个位数，但由于基数庞大（2011 年煤炭消费量将超 35 亿吨），未来几年煤炭消费量将年均增长约 2 亿吨。

2015 年煤炭消费量超过 40 亿吨是大概率事件。基于我国富煤、贫油、少气的能源禀赋特点，未来相当长一段时间内煤炭仍将在一次能源消费中占主导地位，而城市化和工业化的继续推进将为能源消费增长提供持续动力。尽管国家提出“十二五”期末煤炭消费总量 40 亿吨的控制指标，但总量目标是指导性而非指令性的，从以往经验来看，实际消费量均会超出目标。

图表 4：受投资放缓影响，2012 年煤炭消费增速将放缓至 5.3%

下游行业煤炭需求 (Mt)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	煤炭消费增量(mt)			
										2010	2011E	2012E	2013E
消费总量	2,727	2,811	2,958	3,256	3,577	3,766	3,952	4,123	4,276	298	321	189	187
消费总量同比增速	6.9%	3.1%	5.2%	10.1%	9.8%	5.3%	5.0%	4.3%	3.7%				
火电	1,337	1,367	1,449	1,616	1,826	1,972	2,130	2,279	2,416	167	210	146	158
钢铁	441	466	497	544	591	602	611	621	627	48	46	12	9
建材	242	269	278	317	352	361	367	372	376	40	35	9	5
化工	167	177	177	187	193	197	199	199	199	10	6	4	2
其他	541	532	558	591	615	633	646	652	659	33	24	18	13
煤炭消费总量增速	6.9%	3.1%	5.2%	10.1%	9.8%	5.3%	5.0%	4.3%	3.7%	煤炭消费增量占比(%)			
火电	10.4%	2.3%	6.0%	11.5%	13.0%	8.0%	8.0%	7.0%	6.0%	56%	66%	77%	83%
钢铁	4.9%	5.7%	6.6%	9.6%	8.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.0%	16%	14%	6%	5%
建材	-1.2%	11.0%	3.2%	14.4%	11.0%	2.5%	1.5%	1.5%	1.0%	13%	11%	5%	3%
化工	4.6%	6.1%	0.1%	5.6%	3.0%	2.0%	1.0%	0.0%	0.0%	3%	2%	2%	1%
其他	5.1%	-1.7%	4.9%	6.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%	11%	7%	10%	7%

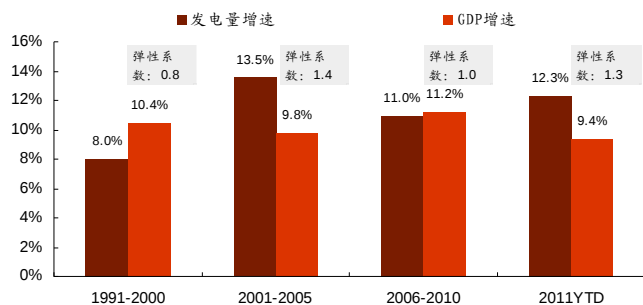
资料来源：中国煤炭资源网，国家煤矿安监局，CEIC，中金公司研究部

动力煤需求相对更有保障

发电量增速与 GDP 增速高度相关，需求将保持平稳增长。电力与国民经济整体运行状况高度相关，“十五”和“十一五”期间，发电量对 GDP 的弹性系数分别为 1.4 倍和 1.0 倍。由于部分高能耗行业的反弹，2011 年该系数回升到 1.3 倍。中金宏观组预测 2012、2013 年 GDP 增速分别为 8.4%和 9.0%，假设发电量对 GDP 的弹性系数下降至 1.1 倍，则发电量增速将分别达到 9.2%和 9.9%。

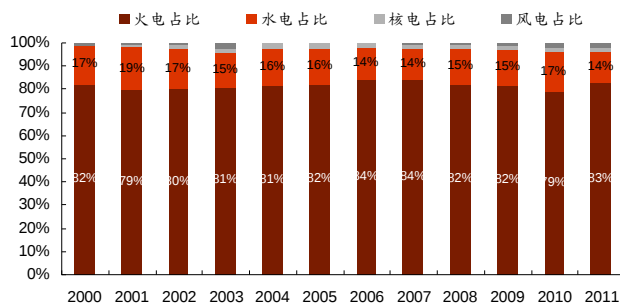
煤电在发电结构中将长期占据主导地位。2010 年火电装机占国内总装机容量的 73%，其中煤电装机占 68%，根据国家“十二五”规划，2015 年火电装机占比将下降至 67%，但煤电装机占比仍将达到 65%，煤电装机容量将年均增长 7.5%。这一方面由于中国煤炭资源相对丰富、保障能力强，另一方面由于煤价相对低廉，具有较强的经济性。

图表5：历史经验表明发电量增速与GDP增速相当



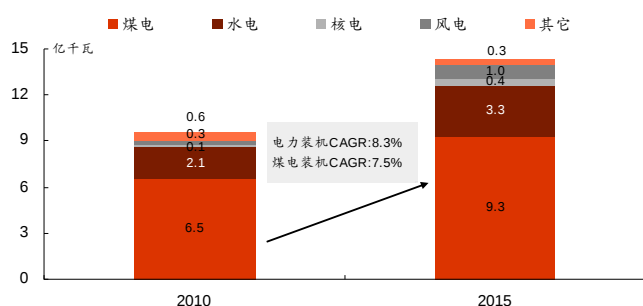
资料来源：CEIC，WIND，中金公司研究部

图表6：火电在发电结构中一直占据主导地位



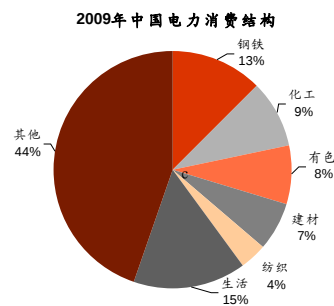
资料来源：CEIC，WIND，中金公司研究部

图表7：国家规划“十二五”煤电装机容量年增长7.5%



资料来源：中电联，中金公司研究部

图表8：电力消费与国民经济高度相关



资料来源：CEIC，WIND，中金公司研究部

新能源发展较快但规模较小，短期尚难形成明显冲击。目前水电是国内电力的第二大来源，但容易受到季节性因素的影响，例如冬季通常为枯水期。长期来看，新能源具有较大的发展潜力，但目前规模太小，即使以30%的速度增长，也难以对煤电形成明显冲击。另外新能源处于发展初期，仍面临各种尚未解决的问题，例如核电的安全保障要求高，风电天生具有不稳定性，光伏发电的价格问题尚未解决等。

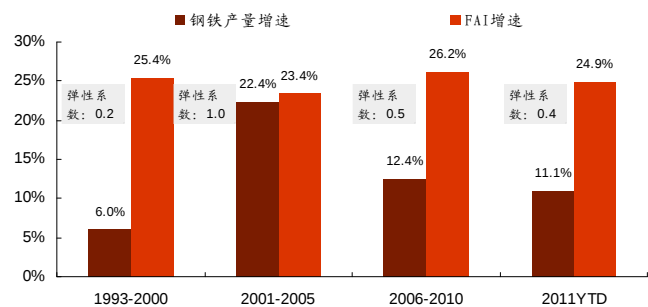
随着投资减速，炼焦煤需求将显著放缓

由于投资减速，焦煤需求增速将显著放缓。随着调控效应的显现，近期房地产和基建投资增速已经出现小幅放缓，预计这种趋势将延续至2012年，而房地产和基建分别占钢铁消耗量的37%和17%。随着投资减速，钢铁企业开工率将下降，预计2012年钢铁产量增速将从9.5%下降至4.0%，焦煤需求增速因此也将出现显著放缓。

节能减排是焦煤需求面临的另一压力。钢铁行业占中国能源总消费的18%，在所有行业中耗能最高，因此也是节能减排工作的重点。钢铁行业“十二五”规划提出，2015年单位工业增加值能耗和碳排放将较2010年分别下降18%，意味着年均下降3.9个百分点。同时还提出重点钢铁企业吨钢综合能耗低于580千克标准煤，较2010年水平下降6.2%以上，年均下降1.3个百分点。由于90%的焦煤用于钢铁行业，因此焦煤需求和价格将承受压力。

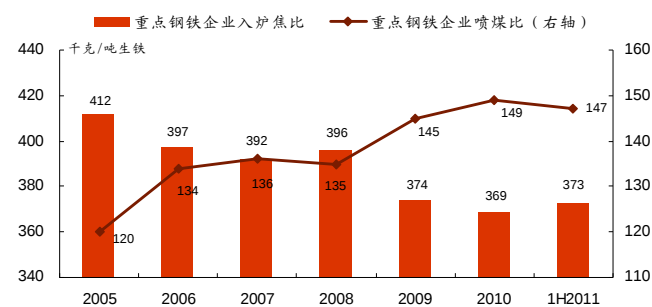
高炉大型化推动焦比持续下降。“十一五”期间喷煤比（吨生铁所需喷吹煤量）由120千克上升至149千克，年均上升4.4%，但仍远低于国际先进水平的190千克。入炉焦比（吨生铁所需焦炭量）则由412千克下降至369千克，年均下降2.2%。随着高炉大型化进程推进，喷煤比将呈继续上升趋势，而焦比则继续下降。

图表 9：随着投资放缓，钢铁产量增速将显著下降



资料来源：CEIC，WIND，中金公司研究部

图表 10：“十一五”期间入炉焦比年均下降 2.2%



资料来源：中钢协，中金公司研究部

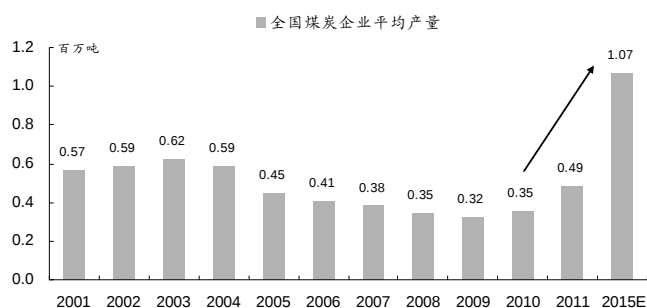
行业集中度继续提升，供给控制力进一步增强

“十二五”行业集中度将进一步提高

全国煤炭企业数量将大幅减少，平均产能将翻倍。在山西、河南、陕西、贵州等省兼并重组的推动下，煤炭企业平均产能由 2009 年的 32 万吨大幅提升至目前的 49 万吨。国家规划 2015 年煤炭企业数量将控制在 4000 家以内，按照我们预测的 2015 年煤炭产量 42.7 亿吨计算，煤炭企业平均年产能将翻倍至 100 万吨以上。

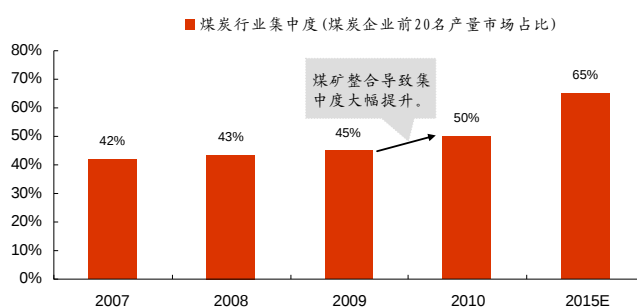
大型煤炭企业产量占比将大幅上升。“十二五”规划指出将以大型煤炭基地、大型煤炭企业和大型现代化煤矿为主，形成 60 个千万吨级矿井，10 个 5000 万吨级企业和 10 个亿吨级企业。根据主要煤炭企业的规划情况，预计前 20 大煤炭企业产量占比将由 2010 年的 50% 提升至 65% 左右。

图表 11: 煤炭企业平均产能将提升至 100 万吨以上



资料来源：中国煤炭资源网，CEIC，中金公司研究部

图表 12: 煤炭行业生产集中度进一步提高

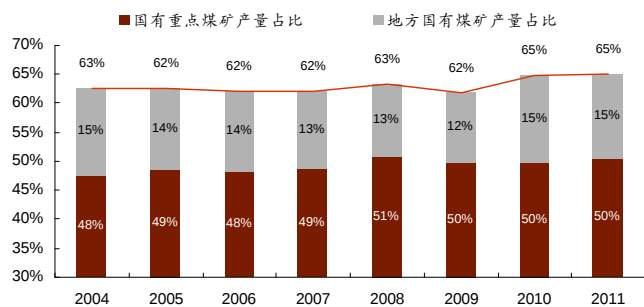


资料来源：中国煤炭工业协会，中金公司研究部

- **山西：煤矿数量减少 60%，煤炭企业数量减少 95%。**山西已完成第一阶段的整合，矿井数量由 2598 个减少至 1053 个，办矿主体由 2200 多家减少至 130 家，70% 的矿井规模达到年产 90 万吨以上，年产 30 万吨以下的煤矿全部淘汰。2010 年七大省属煤炭集团以及平朔公司煤炭产量占全省 67%。随着上述八大整合主体所属整合矿井陆续投产，产量占比将达到 80% 以上。
- **内蒙：煤炭企业数量减少 70%。**内蒙提出 2013 年底前将煤炭企业数量由 353 家减少至 80-100 家，在地方煤炭企业中形成 1-2 家亿吨级、5-6 家 5000 万吨级、15-16 家 1000 万吨级大型企业，生产规模 120 万吨以下的煤炭企业将全部退出市场。“十二五”末期，120 万吨及以上井工矿、300 万吨及以上露天矿产能占总产能 70%。
- **陕西：煤炭企业数量减少 80%。**陕西目前已将全省 522 家煤炭企业缩减为 120 家，未来将进一步扩大企业规模。“十二五”形成 2 个亿吨级、5 个 1000 万吨级的大型企业，产量占全省 60% 以上，年产 120 万吨以上矿井产量占全省总产量的 70% 以上。
- **河南煤炭企业数量减少 95%。**河南已基本完成第一阶段的整合，矿井数量由 793 个减少至 600 个左右，煤炭企业数量由 500 家大幅减少至 31 家，省属煤炭企业产量占全省产量 75% 以上，矿井规模最低 15 万吨。
- **贵州：煤炭企业数量减少 90%。**2012 年煤炭企业数量将由目前的 1660 家减少至 300 家左右，2013 年进一步减少至 180 家左右，“十二五”形成 1 个 5000 万吨级、2 个 3000 万吨级、3 个 1000 万吨级以及 10 个 500 万吨级大型企业，产量占比达到 60% 以上。
- **河北：形成冀中和开滦两大开发主体。**河北提出到 2015 年末，两大省属集团的煤炭产量占全省煤炭产量的 90% 以上。

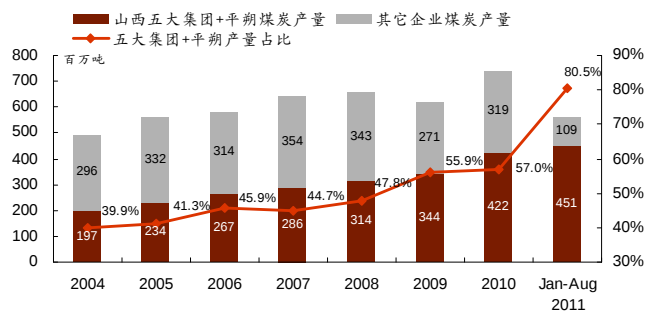
国有企业煤炭产量占比将进一步上升。2011 年上半年国有煤矿产量占比约为 65%，乡镇煤矿占比为 35%。由于乡镇煤矿整合多由国有煤炭企业主导，随着整合小矿陆续投产，国有占比将进一步上升。

图表 13: 国有煤炭企业产量占比将进一步提高



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 14: 整合后山西大型国企煤炭产量占比大幅上升



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

中西部供应占比将进一步上升

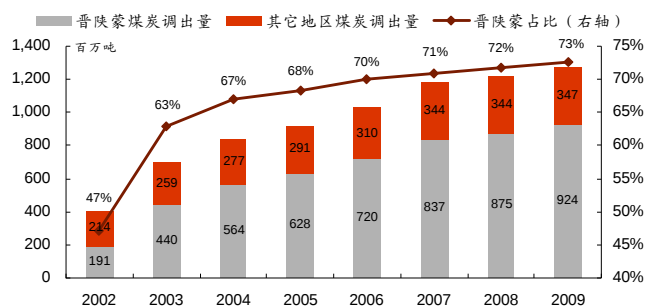
“十二五”煤炭开发将以西部为主。考虑到东部地区煤炭资源逐步枯竭，中部地区煤炭产能接近饱和且环境承载能力下降，西部地区煤炭资源丰富且开发时间较短，国家提出“十二五”期间煤炭开发的总体思路为“控制东部、稳定中部、发展西部”，各区域定位分别为“东部接续建设、中部适度建设、西部重点建设”。同时，国家规划了山西、鄂尔多斯、蒙东、西南、新疆五大能源基地，上述基地煤炭资源量占全国总量的 90%以上。除蒙东基地外，其余四大基地均位于中西部地区，其中晋、陕、蒙、宁、甘、新发展潜力较大，将成为“十二五”煤炭增长的主要来源。

晋陕蒙将成为未来煤炭产量增长的主要来源。过去几年煤炭生产持续向西部转移，中西部地区产量和调出量占比不断上升，铁路运距不断拉长。2002-2010 年，晋陕蒙煤炭产量占比从 41% 上升至 55%，今年 1-8 月占比进一步上升至 58%；2002-2009 年，晋陕蒙煤炭调出量占全国调出量的比重从 47% 上升至 73%。从上述三省区“十二五”规划来看，山西和内蒙煤炭产量将分别增加至 10 亿吨，陕西将增加至 6 亿吨，合计新增产量 7.3 亿吨。而事实上，今年前 3 季度内蒙煤炭产量已经达到 7.2 亿吨，年化后即达到 9.6 亿吨，意味着未来产量可能远远超过 10 亿吨。

宁甘新地区也具有极大的增产潜力。新疆规划“十二五”期间煤炭产量将增加 3.3 亿吨，宁夏和甘肃分别增加 0.6 亿吨和 0.7 亿吨，合计新增 4.6 亿吨。当然，由于新疆“一主两翼”通道建设和特高压电网建设速度较慢，预计新疆难以实现增产 3.3 亿吨的目标。

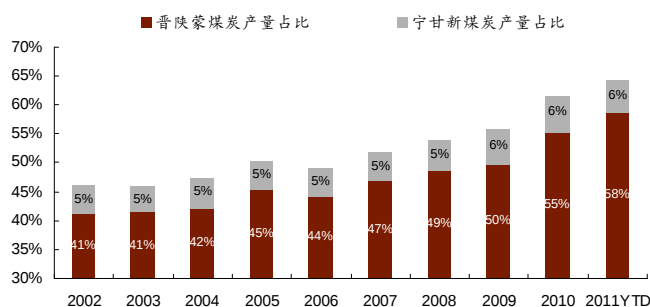
配套大型运煤通道建设将有力保障中西部煤炭开发。过去几年“三西”地区铁路运力持续紧张，而“三西”以西地区运力更加紧张。但随着 2008 年以来铁路进入大规模建设期，以及近期铁道部将工作重心放在货运通道建设上，“十二五”期间煤炭铁路运力将逐步增加，为西部地区煤炭资源开发提供有力保障。

图表 15: 晋陕蒙煤炭调出量占比持续上升



资料来源：国家安监局，中金公司研究部

图表 16: 晋陕蒙宁甘新六省区煤炭产量占比达到约 64%



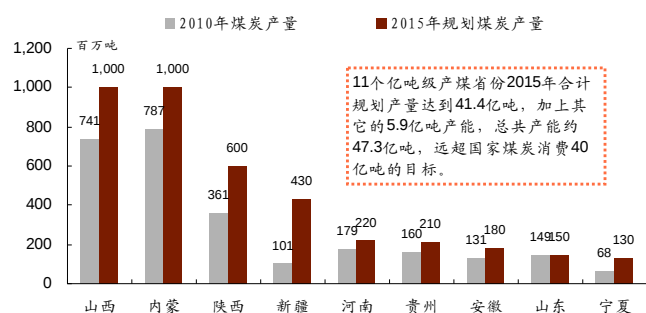
资料来源：中国煤炭资源网，CEIC，中金公司研究部

政策红利推动大型企业受益

煤炭“十二五”规划利好西部龙头企业。规划提出 2015 年煤炭产量控制在 40 亿吨左右，但各省规划产量之和远高于这一目标，且增产主要来自西部地区。另外，规划指出将重点培育大型煤炭企业、加快煤运通道建设、适度开展新型煤化工示范项目等，总体来看，这些政策将利好西部地区尤其是晋陕蒙地区的大型煤炭企业，如**中国神华**、**中煤能源**、**兖州煤业**、**潞安环能**，以及**蒙陕地区**的龙头企业。

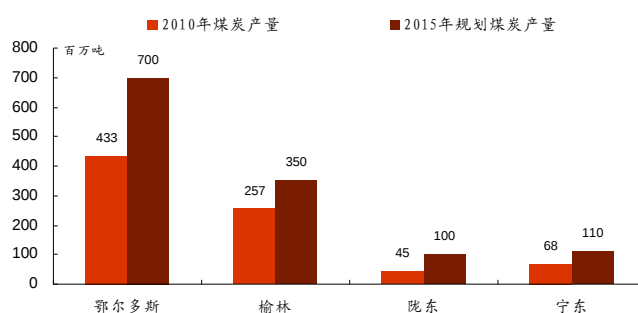
“能源金三角”规划将为蒙陕地区煤炭企业提供重要契机。“能源金三角”包括宁东、陇东、鄂尔多斯和榆林，合计探明煤炭储量 3100 亿吨，占全国总量的 43%。按照现有规划，2015 年该地区煤炭产量将达到 12.6 亿吨，年均复合增长 9.4%，中国神华、中煤能源、兖州煤业、远兴能源、靖远煤电等企业将具有较大的发展空间。

图表 17：各地规划煤炭产量之和远超国家目标



资料来源：中国煤炭资源网，CEIC，中金公司研究部

图表 18：能源金三角地区煤炭产量增速远高于行业水平



资料来源：中国煤炭资源网，各地政府网站，中金公司研究部

煤炭深加工将适度开展，具有先发优势的企业将获得更多支持。根据煤炭深加工示范项目规划，未来将在煤炭调出区安排示范项目。其中煤制油、煤制合成氨以及低阶煤提质将开展大规模工程化示范，煤制气和煤制烯烃将开展技术升级示范，煤制乙二醇和煤制芳烃将开展新技术示范。拥有资金、技术、地理优势的企业将获得更多的政策支持，例如**中国神华**、**兖州煤业**，以及**蒙陕地区**的龙头企业。

稀缺煤种保护性开发将提升相应公司资源价值。“十二五”期间国家将对优质炼焦煤和无烟煤资源实行保护性开发，具体措施可能包括总量控制、鼓励兼并重组、限制出口、提高准入门槛、提高回采率标准、控制矿权审批节奏等。焦煤、无烟煤资源的价值将得到提振，相关公司包括西山煤电、开滦股份、平煤股份、兰花科创、阳泉煤业、盘江股份和冀中能源。

运力逐步改善，但瓶颈仍将持续

我国煤炭生产主要集中在中西部地区，而消费则集中在东部沿海地区，煤炭产销不平衡决定了“西煤东运”、“北煤南运”的煤炭运输格局。由于前期铁路投资不足，运力瓶颈长期制约煤炭供应，形成了“以运定产”的煤炭供应格局。尽管“十一五”中后期以来，国家加大了煤炭运输通道的建设力度，但主要通道预计要到 2014 年左右才能建成。此外，煤炭生产逐步向西转移且日益集中，运距不断拉长，一些传统调出区转变为调入区，加大了煤炭的运输难度，未来两年煤炭供应将继续呈现偏紧格局。

“三西”铁路瓶颈将持续至 2014 年

2012 年运力提升主要来自大秦线和朔黄线，但增长空间缩小。目前主要运煤通道中，大秦线 2011 年运量将达到 4.4 亿吨，逐步达到极限运力，预计未来两年煤炭运量年均增长 2000 万吨左右。朔黄线目前运力 1.8 亿吨，正在进行 3.5 亿吨扩能改造，未来增长潜力极大，但由于作为喂给线的神朔线扩能困难，在另一条喂给线准池线建成之前，朔黄线运力不能充分发挥，预计未来两年煤炭运量年均增长 2000 万吨左右。

扩能改造线路投运初期运力增长有限。2012 年扩能改造完成的线路主要包括邯长线和西康线。邯长线目前运力 1900 万吨，未来将逐步增加至 1.5 亿吨；西康线目前运力 1000 万吨，未来将逐步增加至 5000 万吨以上。但上述线路在改造完成初期运力增量有限。

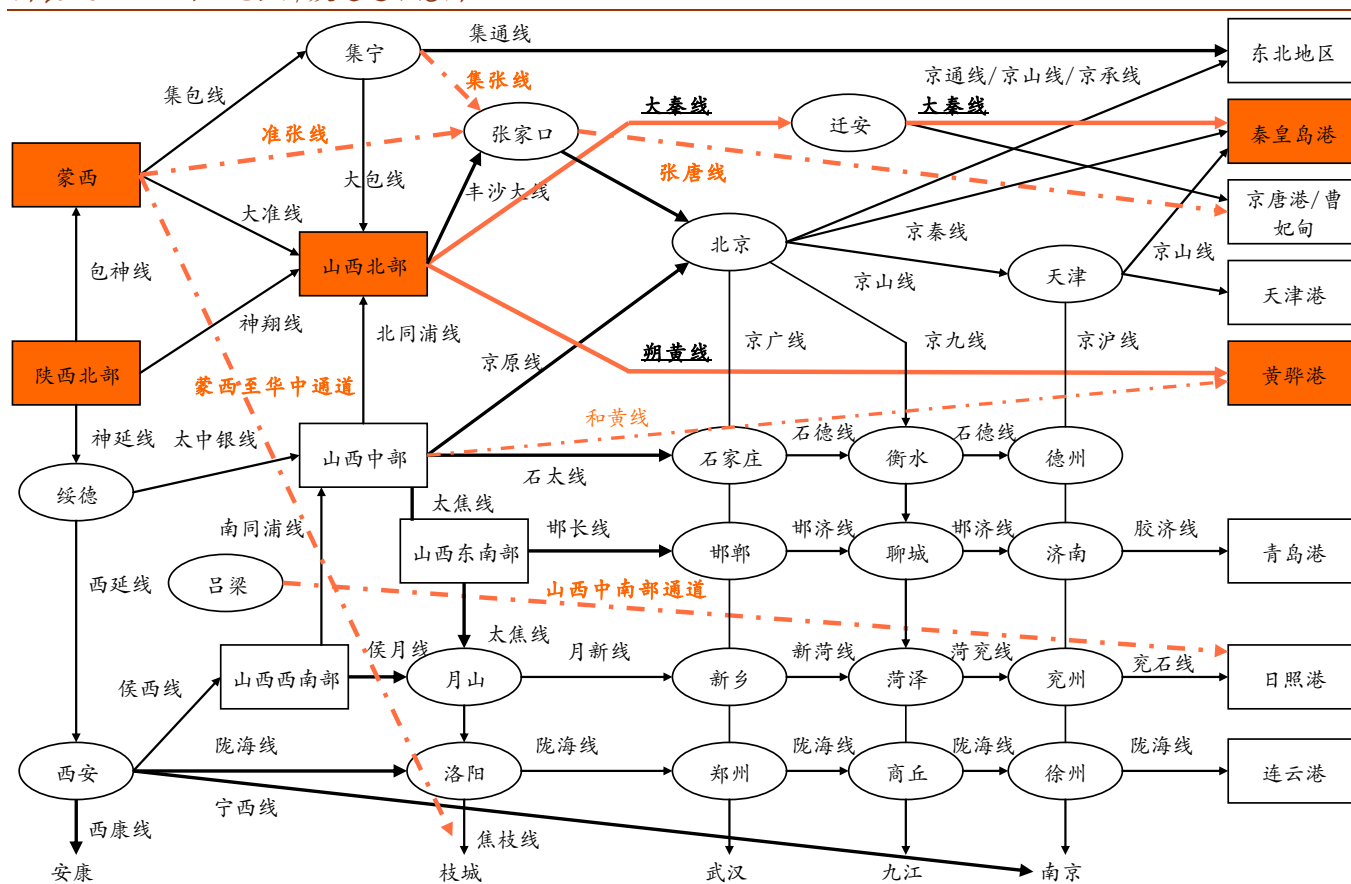
2013 年瓶颈将有所改善，2014 年将显著改善。2008 年以来，“三西”地区运输通道进入大规模建设时期，从合理工期来看，大部分项目将在 2013 年或之后建成。主要包括：1) 集包线增建双线、集通线增建二线、新建集张线、新建张唐线，形成内蒙古准格尔地区直达东北地区和曹妃甸港口的通道；2) 新建晋中南通道，形成山西中南部焦煤产区直达日照港的下水通道；3) 新建准池线和巴准线，改造包神线和朔黄线，形成 3.5 亿吨下水通道；4) 新(扩)建包西线、宁西线增建二线、西康线增建二线、陇海线客货分流，形成陕西省煤炭外运通道。

图表 19: 2014 年前运力瓶颈仍将存在并继续支撑煤价

铁路运力 (百万吨)	货源	线路长度 (公里)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
北通道			396	466	526	576	586	663	723	763	809	869	979
大秦线	山西、蒙西、陕西	653	200	250	300	350	350	400	440	460	480	480	480
丰沙大线	山西、蒙西	389	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
朔黄线	蒙西、陕西、宁夏	594	100	120	130	130	140	160	180	200	220	270	320
集通线	蒙西、宁夏	417	17	17	17	17	17	24	24	24	30	40	50
京原线	山西	419	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
张唐线*	蒙西	890	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50
中通道			79	79	79	79	84	94	109	115	150	170	200
石太线	山西	243	60	60	60	60	65	75	90	90	90	90	90
邯长线	山西	219	19	19	19	19	19	19	19	25	60	80	100
和邯黄线*	山西	432	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10
南通道			195	215	257	306	320	325	330	340	390	505	600
太焦线	山西	434	45	45	45	45	50	55	60	65	70	75	80
侯月线	山西、陕西	252	100	120	160	200	200	200	200	200	200	200	200
陇海线	陕西、宁夏	1,083	40	40	40	45	50	50	50	50	70	90	100
西康线	陕西	261	5	5	6	8	10	10	10	15	30	50	60
宁西线	陕西	1,030	5	5	6	8	10	10	10	10	20	40	60
山西中南部通道*	山西	1,260	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50	100
运力合计			670	760	862	961	990	1,082	1,162	1,218	1,349	1,544	1,779
运力增量				90	102	99	29	92	80	56	131	195	235
煤炭运力合计			578	663	754	841	865	952	1,027	1,079	1,187	1,346	1,534
煤炭运力增量				85	92	87	24	87	75	52	108	159	189

资料来源：铁道部，国家发改委，CEIC，中金公司研究部

图表 20：“三西”地区煤炭通道示意图



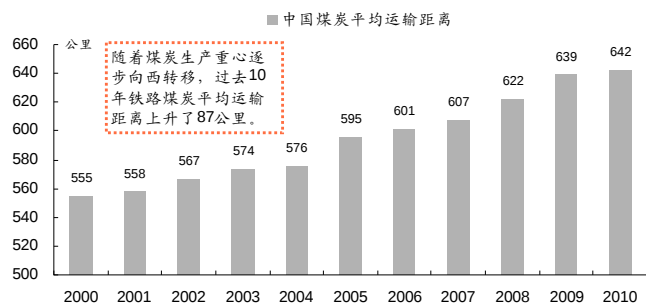
资料来源：铁道部，中金公司研究部

随着货源西移，煤炭运输难度加大

能源基地西移导致煤炭运输距离不断拉长。过去 10 年全国煤炭铁路运输的平均距离上升了 87 公里，2010 年达到 642 公里。按照 0.15 元/吨公里的铁路运费计算，煤炭铁路运输的平均成本约 96 元/吨。随着内蒙、陕西、甘肃、宁夏、新疆等煤炭产区开发速度加快，煤炭运输距离和运输成本呈现持续上升的趋势。

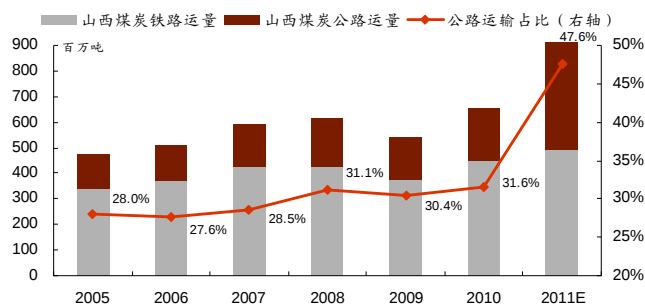
部分传统调出区逐渐转变为调入区。受到资源整合的影响，2010 年第四大产煤省份河南省转变为煤炭净调入区。而随着安徽地区经济快速发展，安徽能源消耗大幅增加，预计 2011 年煤炭产量和需求量分别为 1.18 亿吨和 1.26 亿吨，供需缺口为 800 万吨。以往河南煤炭主要供应湖北、湖南等地区，而安徽主要供应上海、江西、江苏等地区。今后，煤炭长距离运输组织的难度和供应风险将加大，为煤价提供一定的支撑。

图表 21：随着货源西移，煤炭运输平均运距不断拉长



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 22：山西公路煤炭运量大幅上升凸显铁路运力不足



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

随着局部运力改善，部分公司盈利将显著提升

“十二五”期间陕西铁路运力将显著改善。陕西现有东西方向出省铁路主要包括神朔线、太中银线、陇海线、侯西线，南北方向主要包括包西线、宁西线、西康线和襄渝线。2011 年太中银线已建成通车，包西复线已经改造完成。而陇海客货分流、西康复线、宁西复线、襄渝复线以及黄韩侯线的建设均在进行，预计将于 2012 年和 2013 年陆续建成。根据国家及陕西省铁路规划，“十二五”陕西将建成“两纵五横八辐射一城际”铁路网，货运运力将提高 4.3 倍，其中出省铁路运力几乎翻倍，**陕西省煤炭龙头企业将成为最大受益者。**

蒙东褐煤产区铁路运力将大幅增加。蒙东地区主产褐煤，由于经济性不强，外运动力相对较弱。但随着东北老工业基地煤炭需求的上升、资源逐步枯竭，以及褐煤提质工艺的推广，外运量有望显著增加。发改委预计“十二五”蒙东煤炭产量将从 2.8 亿吨增加至 4.8 亿吨，外运量从 1.6 亿吨增加至 2.6 亿吨。随着蒙东外运量的增加，**中国神华、平庄能源和露天煤业**等公司将受益。

蒙西和山西运力瓶颈将延续至 2014 年。2012 年蒙西和山西运力增长主要来自大秦线和朔黄线，2013 年将主要来自大秦线、朔黄线、邯长线以及集通线等。总的来看，2014 年前北通道增加不明显，中通道仅有所缓解（过去超负荷太严重）。

西南地区铁路运力将长期紧张。西南地区煤炭以自给为主，少量供应湖南和两广等周边省区。同时由于地理条件较为复杂，该地区煤炭通道建设力度远低于其它地区，因此煤炭跨省铁路运力一直较为紧张。“十二五”期间该地区主要煤炭通道项目为南昆线复线扩能，预计 2015 年完成，在此之前煤炭铁路运力增加有限。

新疆运力释放需要等到 2014 年以后。新疆规划了“一主两翼”煤炭外运通道，“一主”为既有兰新铁路，“两翼”为北翼的哈临线和南翼的大南湖-敦煌-西宁-成都线路。但受到外运经济性和铁路资金的困扰，目前建设进度慢于预期。预计兰新第二双线将于 2013 年底建成，2014 年开始释放运力；北翼线路的临策线已投运，哈临线预计 2014 年建成；南翼线路尚未开工，预计建成要到 2015 年以后。

图表 23 “十二五”期间陕西铁路运力将大幅改善

陕西铁路运力（百万吨）	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
神朔线	140	160	180	200	220	220	220	220
太中银线	0	0	0	10	30	30	30	30
侯西线	16	16	16	16	16	16	16	16
陇海线	45	50	50	50	50	70	90	100
宁西线	8	10	10	10	10	20	40	60
西康线	8	10	10	10	15	30	50	60
黄韩侯线	0	0	0	0	0	0	10	30
神延-西延线*	30	30	30	50	80	100	100	100
西平线*	0	0	0	0	5	20	30	30
运力合计（不含标注*的线路）	217	246	266	296	341	386	456	516
运力增量		29	20	30	45	45	70	60
煤炭运力合计	194	220	240	267	305	336	385	427
煤炭运力增量		26	20	27	38	32	49	42

资料来源：铁道部，陕西发改委，西安铁路局，中金公司研究部

图表 25 西南地区铁路运力将长期紧张

铁路运力（百万吨）	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
湘黔线	60	60	60	60	60	60	60	60
黔桂线	5	5	10	16	16	16	16	20
川黔线	16	16	16	16	16	16	16	16
贵昆线	16	16	16	16	16	16	16	16
南昆线	16	16	16	16	16	16	16	16
襄渝线	17	17	30	40	40	40	40	40
运力合计	130	130	148	164	164	164	164	168
运力增量		0	18	16	0	0	0	4
煤炭运力合计	91	91	104	115	115	115	115	118
煤炭运力增量		0	13	11	0	0	0	3

资料来源：铁道部，昆明铁路局，成都铁路局，中金公司研究部

图表 24：运力增加和褐煤提质将提升蒙东煤炭资源价值

煤炭运力（百万吨）	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
蒙东（锡盟+赤峰）								
赤大白-锦赤线	0	0	10	10	12	20	30	35
赤绥线	0	0	0	0	0	0	10	40
巴新-阜锦线	0	0	0	0	5	10	12	12
锡乌线	0	0	0	0	10	30	30	30
锡桑-桑蓝-蓝丰线	8	8	15	25	25	25	25	40
运力合计	8	8	25	35	52	85	107	157
运力增量		0	17	10	17	33	22	50
煤炭运力合计	7	7	23	32	47	77	96	141
煤炭运力增量		0	15	9	15	30	20	45

资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 26 新疆运力释放需要等到 2014 年以后

铁路运力（百万吨）	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
新疆（一主两翼）								
兰新线（一主）	30	30	30	30	30	30	50	100
哈策-临策线（北翼）	0	0	0	0	0	0	0	10
大南湖-成都（南翼）	0	0	0	0	0	0	0	0
运力合计	30	30	30	30	30	30	50	110
运力增量		0	0	0	0	0	20	60
煤炭运力合计	21	21	21	21	21	21	35	77
煤炭运力增量		0	0	0	0	0	14	42

资料来源：铁道部，兰州铁路局，中金公司研究部

铁路外运的经济性远高于当地销售。由于运输瓶颈的存在，煤炭消费地的售价远高于生产地售价。理论测算表明，与坑口销售相比，通过铁路外运可以额外获得约 100 元/吨的净利润。该部分净利润主要来自两个方面，一是从其它运输方式转向铁路运输或者运输距离缩短后运输成本将下降，二是铁路瓶颈打开后中间环节费用减少。

图表 27: 通过铁路外运的煤炭售价远高于生产地售价

外运经济性测算 (元/吨)	坑口价	地方铁路运费	站台费	国铁运费	运杂费及港口费用	坑口价+运输成本	目的地售价	额外净利润
山西 (以邯长线-邯济线-胶济线)								
长治-邯郸-济南-胶州-青岛	490	10	20	125	35	680	750	70
陕西 (西延线-侯西线-侯月线-月新线-新菏线)								
黄陵-张桥-韩城-侯马-月山-新乡-菏泽	560	15	25	130	5	735	840	105
蒙西 (呼准线-大包线-大秦线)								
准格尔-呼和浩特-大同-秦皇岛	405	30	20	120	35	610	755	145

资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

特高压输电将缓解煤炭运输压力，但建设进度慢于预期

中长期来看，特高压将缓解煤炭运输压力。根据国家电网的规划，“十二五”期间将投资超过 5000 亿元，建成“三纵三横一环”特高压交流网和 10 项特高压直流输电工程。“三纵三横一环”网建成后，锡盟、蒙西、张北、陕北等地煤电和风电将通过三个纵向通道向华北、华中和华东地区输送，北部煤电和西南水电将通过三个横向通道向华北、华中和长三角地区输送。此外，将配合西南水电、西北华北煤电和风电基地开发，建设锦屏-江苏等 11 回特高压直流输电工程，总输电容量将达到 1.3 亿千瓦左右。根据我们的测算，规划的特高压全部投入运行后，相当于输送煤炭 3 亿吨左右，届时将极大缓解煤炭运输压力。

图表 28: 特高压规划量巨大，但进度相对缓慢，短期尚难对煤炭市场构成冲击

特高压交流	电源	线路长度 (公里)	电压等级	输送容量 (万千瓦)
“十二五”特高压交流 (三纵三横一环网)				
三纵				
锡盟-南京	煤电	1,550	1000KV	650
张北 (乌兰察布)-南昌	风电	1,800	1000KV	600
陕北 (蒙西)-长沙	煤电+风电	900	1000KV	600
三横				
蒙西 (陕北)-潍坊	煤电+风电	900	1000KV	600
靖边-连云港	煤电	2,300	1000KV	600
雅安-皖南	水电	2,100	1000KV	600
一环				
淮南-上海-淮南	煤电	1,300	1000KV	790
特高压直流				
		线路长度 (公里)	电压等级	输送容量 (万千瓦)
向家坝-上海	水电	1,900	±800KV	640
糯扎渡-江门 (南方电网)	水电	1,600	±800KV	500
“十二五”新建特高压直流 (14 条，以下为已公布线路)				
锦屏-苏南	水电	2,100	±800KV	720
溪洛渡-浙西	水电	1,700	±800KV	750
哈密-郑州	煤电	2,400	±800KV	750
宁东-绍兴	煤电	1,700	±800KV	720
酒泉-株洲	煤电+风电	2,400	±800KV	750
准东-重庆	煤电	2,900	±1100KV	1,000
蒙西-江苏	煤电	1,700	±800KV	720
陇东-江西	煤电	1,800	±800KV	750
呼盟-山东	煤电	1,600	±800KV	720
锡盟-南京	煤电	1,700	±800KV	720
合计				13,180

资料来源：国家电网，中金公司研究部

特高压电网可行性尚存争议，总体进度慢于预期。目前交流特高压技术尚不成熟，而用交流特高压将区域电网联系起来后，存在大范围停电的风险，也有专家指出交流特高压的经济性并不如铁路输煤，因此关于交流特高压的争议不断，目前投入运行的仅有晋东南-荆门交流试验示范工程，且输送功率尚未达到设计标准。而直流特高压在安全性和经济性上具有明显优势，审批进度明显更快，目前投入运行的有向家坝-上海和糯扎渡-江门两条线路。但其余线路中大多数均处于前期工作阶段，进展相对缓慢，加上一旦建设周期为 2-3 年，预计大规模投入运行需要等到 2015 年左右。

未来两年煤价将继续温和上涨

国内煤炭供需预测：供需同步放缓，运力支撑价格

2011 年回顾：需求大幅反弹，产量远超预期。受到投资快速增长、高耗能行业反弹、水电出力减少等因素的影响，2011 年煤炭需求大幅反弹，拉动产量快速增长。1-10 月份内蒙产量 8.1 亿吨，同比增长 28.2%；山西 7.1 亿吨，同比增长 19.9%；陕西 3.3 亿吨，同比增长 14.5%。由于铁路运力紧张，公路运输占比快速上升。

2012 年煤炭供需将同步放缓。由于投资放缓、减排压力增加（前 3 季度单位 GDP 能耗仅下降 1.6%，远低于目标的 3-3.5%），预计 2012 年煤炭需求增速将回落。根据自下而上的分析，我们预计需求增速将从 2011 年的 9.8%回落至 5.3%。而受制于铁路和公路运输均已高度紧张，预计 2012 年产量增速将从 9.3%显著回落至 4.5%。增产主力主要来自晋陕蒙地区，预计分别增产 5000 万吨、6000 万吨和 3000 万吨。

进口小幅上升，出口小幅下降。2006-2009 年东部地区煤炭消费年均增长 8000 万吨左右，在运力不足的情况下主要通过进口来弥补。随着国际煤价回落，进口动力煤已具有微小的价格优势。但是进口量不会出现大幅上升，主要由于在印度需求拉动下，国际动力煤价格仍具有较强的支撑，而中国进口增加将推高国际煤价并反过来制约进口。因此总的看来，我们预计 2012 年进口量将小幅上升，同时出口小幅下降。

预计 2012 年秦皇岛动力煤现货均价上涨 5%，合同价同比上涨 3.5%。在运力瓶颈的支撑下，预计煤炭价格难以出现显著下降。2012 年将呈现前低后高的态势，全年均价同比温和上涨 5%左右。通胀回落以及电价可能上调将为动力煤合同价提供上涨空间，但受到电力行业运营状况恶化的影响，国家可能继续对电煤合同价格进行干预，我们预计合同价将同比小幅上涨 20 元/吨或 3.5%。

图表 29: 2012 年煤炭产量增长主要来自“三西”地区，进口基本平稳

单位：百万吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭产量	2,529	2,692	2,802	2,973	3,200	3,518	3,667	3,854	4,044	4,249
增速 %	7.6%	6.4%	4.1%	6.1%	7.6%	9.9%	4.2%	5.1%	4.9%	5.1%
山西	801	827	817	723	741	845	895	958	1,016	1,076
内蒙古	298	354	465	601	787	960	1,017	1,078	1,143	1,212
陕西	183	204	226	296	361	397	429	480	538	602
河南	195	193	213	230	179	184	193	205	215	226
其他地区	1,052	1,113	1,080	1,123	1,132	1,132	1,132	1,132	1,132	1,132
消费量	2,551	2,727	2,811	2,958	3,256	3,577	3,766	3,952	4,123	4,276
增速 %	10.0%	6.9%	3.1%	5.2%	10.1%	9.8%	5.3%	5.0%	4.3%	3.7%
净出口量	25.2	2.2	5.1	-103.4	-147.2	-160.0	-167.0	-159.0	-150.0	-140.0
进口量	38.1	51.0	40.3	125.8	166.2	175.0	180.0	170.0	160.0	150.0
出口量	63.3	53.2	45.4	22.4	19.0	15.0	13.0	11.0	10.0	10.0
全社会库存增加	4.7	4.6	41.6	-21.3	37.0	101.3	68.6	60.5	71.3	112.9
全社会库存量	144.5	149.0	190.6	169.3	206.3	307.6	376.2	436.7	508.0	620.9
库存天数	20.7	19.9	24.8	20.9	23.1	31.4	36.5	40.3	45.0	53.0
秦皇岛山西优混煤（5500大卡/千克）	427	466	723	600	745	820	861	895	922	950
涨跌幅	0.3%	9.2%	55.0%	-17.0%	24.3%	10.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%
秦皇岛电煤合同价（5500大卡/千克）	390	420	460	540	570	570	590	620	644	664
涨跌幅		7.7%	9.5%	17.4%	5.6%	0.0%	3.5%	5.0%	4.0%	3.0%

资料来源：中国煤炭资源网，CEIC，国家煤监局，中金公司研究部

预计 2012 年焦煤价格同比持平。考虑到焦煤需求放缓幅度更大，预计焦煤价格缺乏上涨动力，但由于国内增量有限，进口焦煤价格仍缺乏明显优势，国内价格下跌的概率不大，预计全年均价同比基本持平。

预计 2012 年无烟煤价格同比上涨 5%。与焦煤一样，无烟煤也属于国家实行保护性开采的稀缺煤种。由于下游行业主要为尿素、冶金（喷吹）、电力等，需求有较强保障，预计全年均价同比上涨 5%。

图表 30：钢铁和焦炭产量增速将显著下降，2012 年焦煤价格上涨动力大幅减弱，预计标杆均价同比持平

单位：百万吨	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
粗钢产量	489.3	503.1	572.2	627.0	686.5	714.0	739.0	764.8	787.8
钢铁产量增速	16.7%	2.8%	13.7%	9.6%	9.5%	4.0%	3.5%	3.5%	3.0%
钢铁的焦炭消费量	245.8	254.8	271.9	292.0	313.3	319.4	323.9	328.5	331.6
钢铁的焦炭消费占比	84.3%	85.2%	85.4%	85.4%	85.4%	85.4%	85.4%	85.4%	85.4%
单位粗钢耗焦炭	0.50	0.51	0.48	0.47	0.46	0.45	0.44	0.43	0.42
焦炭产量	313.1	323.1	342.4	387.6	401.0	414.1	419.4	424.8	428.5
焦炭产量增速	5.2%	3.2%	6.0%	13.2%	3.5%	3.3%	1.3%	1.3%	0.9%
焦炭消费量	291.7	299.0	318.5	342.0	367.0	374.1	379.4	384.8	388.5
焦炭净出口	15.3	12.2	0.4	3.2	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
焦炭出口	15.3	12.2	0.6	3.3	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
焦炭进口	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
焦炭库存增加	6.9	11.0	22.4	39.0	30.0	35.0	35.0	35.0	35.0
炼焦精煤消费量	438.3	452.4	479.4	542.6	561.4	579.7	587.2	594.8	599.8
炼焦精煤消费增速	5.8%	2.7%	5.9%	12.6%	4.4%	3.3%	1.3%	1.3%	0.9%
炼焦精煤进口量	6.2	6.9	34.5	47.3	42.0	40.0	40.0	40.0	40.0
炼焦精煤出口量	0.1	3.5	0.6	1.1	4.0	2.0	2.0	2.0	2.0
炼焦精煤净出口量	-6.1	-3.4	-33.9	-46.1	-38.0	-38.0	-38.0	-38.0	-38.0
炼焦精煤产量	438.1	461.2	449.4	489.9	529.1	550.2	566.7	583.7	601.2
炼焦精煤产量增速	5.2%	5.3%	-2.6%	9.0%	8.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
炼焦精煤库存增加量	6.0	12.2	3.9	-6.6	5.6	8.5	17.6	27.0	39.4
西山煤电肥精煤车板价（含税，元/吨）	716	1,337	1,160	1,505	1,660	1,660	1,743	1,813	1,867
涨跌幅	7.8%	86.6%	-13.2%	29.7%	10.3%	0.0%	5.0%	4.0%	3.0%
西山煤电肥精煤价格（不含税，元/吨）	634	1,183	992	1,286	1,419	1,419	1,490	1,549	1,596
涨跌幅	7.8%	86.6%	-16.2%	29.7%	10.3%	0.0%	5.0%	4.0%	3.0%

资料来源：中国煤炭资源网，CEIC，国家煤监局，中金公司研究部

全球海运市场煤炭供需预测：供给恢复，需求放缓

澳洲煤矿已基本恢复，2012 年出口将显著回升。8、9 月份澳洲煤炭出口量分别达到 2630 万吨和 2500 万吨，远高于上半年月均 2120 万吨的水平。如果不出现洪灾等极端天气，预计 2012 年澳洲焦煤供应量将同比显著回升。

日本煤炭需求将略有恢复，印度将成为亚太地区主力。受到地震的影响，2011 年日本动力煤和焦煤进口均同比下降，2012 年将恢复正常，但由于日本正着力发展新能源（减少碳排放），核电替代对动力煤拉动有限。另一方面，印度的煤炭产量远落后于其火电和钢铁等的产量增速，未来进口将持续上升。

预计 2012 年国际动力煤和焦煤价格分别同比下降 10%和 20%。随着澳洲焦煤生产逐步恢复正常以及全球钢铁产量增速显著放缓，预计焦煤年均价格将同比下降 20%左右。动力煤需求也将有所放缓，但受到印度进口和高油价的支撑，预计跌幅将小于焦煤价格跌幅，为 10%左右。

图表 31：日本动力煤需求有所恢复，印度渐成主力

国际动力煤供需预测 (mt)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2011年增量	2012年增量
进口	719	725	771	806	855	35	49
中国	34	92	119	133	140	14	7
北亚*	271	254	282	280	290	-3	10
印度	34	49	60	77	92	17	15
欧盟	234	207	187	194	199	7	5
其他	146	123	122	122	134	0	11
全球除中国外	685	632	652	673	715	21	42
出口	719	725	771	806	855	35	49
澳洲	126	139	142	146	162	3	16
中国	42	22	18	11	11	-7	0
印尼	198	233	270	280	294	10	14
俄罗斯	80	84	87	90	92	3	2
其他	272	247	254	280	296	26	17

资料来源：McClosekey，中金公司研究部

图表 32：澳洲焦煤供应恢复，下游需求放缓

国际焦煤供需预测 (mt)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2011年增量	2012年增量
进口	233	210	257	259	266	2	7
日本	54	45	53	51	55	-2	4
印度	25	23	26	29	32	3	3
欧盟	52	41	46	48	49	2	1
韩国	24	15	19	23	26	5	3
巴西	12	9	11	13	14	2	1
台湾	6	4	6	6	7	0	1
中国	7	34	47	42	40	-5	-2
其他	53	39	50	47	43	-3	-4
全球除中国外	226	176	210	217	226	7	9
全球出口	233	210	257	259	266	2	7
澳洲	135	135	159	135	150	-24	15
美国	34	34	51	62	60	11	-2
加拿大	29	22	25	25	25	0	0
俄罗斯	20	13	17	20	21	3	1
其他	15	6	5	17	10	12	-7

资料来源：McClosekey，中金公司研究部

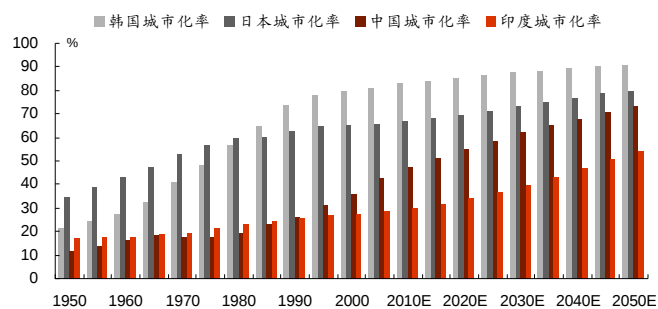
印度将成为海运煤炭需求主力

印度经济持续较快增长。印度经济近年来快速发展，2005年以来（除2008年外）GDP同比增速维持在8-10%左右。金融危机后，印度经济复苏势头强劲，2010年GDP增速高达10.4%。IMF预测印度2011/2012年GDP将分别增长7.8%和7.5%。

印度工业化和城市化加速将拉动煤炭需求快速增长。2010年印度工业产值仅为中国的1/6；城市化率仅为30%左右，远低于中国的47.5%；人均用电量仅为734千瓦时/人，约为中国的1/13；人均粗钢产量仅为57千克/人，约为中国的1/6，这意味着印度的工业化和城市化还有巨大的提升空间。印度政府预计2012-2017年间增加电力装机1亿千瓦，电力需求从9000亿千瓦时增加至1.4万亿千瓦时，年均增长9.2%；钢铁产能从7800万吨增加至1.45亿吨，年均增长13.2%。

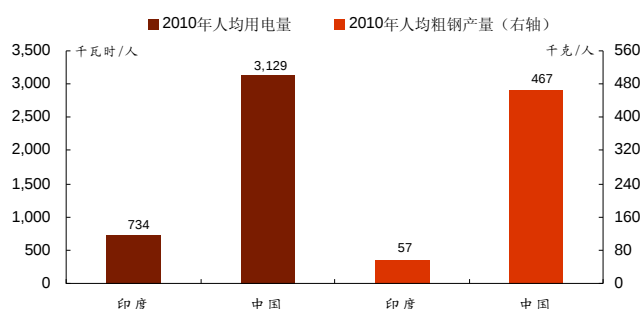
印度煤炭产量增速落后于需求增速。尽管印度煤炭资源丰富，但大多位于森林密集地区，环境限制严格，拿到开采许可耗时较长，导致产能增长有限，远不能满足经济发展对能源的需求。2005-2010年期间印度煤炭进口年均增长16%（动力煤和焦煤分别年均增长24%和5%），进口依存度从9%上升至15%，未来几年进口上升的势头还将延续。

图表 33：印度城市化正处于加速阶段



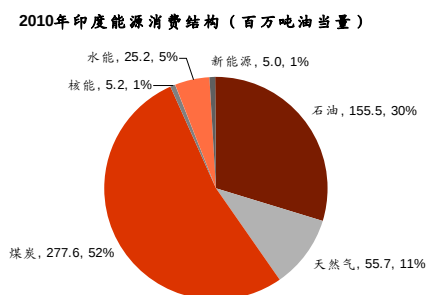
资料来源：联合国，中金公司研究部

图表 34：印度人均用电量和粗钢产量具有极大提升空间



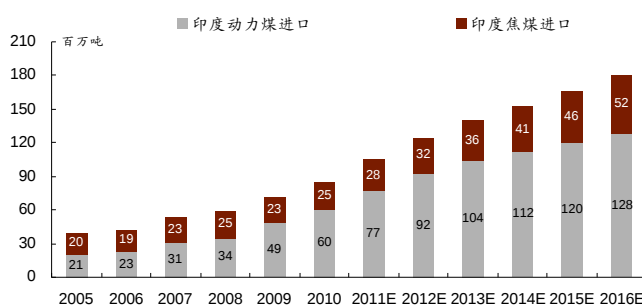
资料来源：CEIC, ABARE, 中金公司研究部

图表 35：煤炭占印度一次能源消费的50%以上



资料来源：BP 世界能源统计，中金公司研究部

图表 36：印度煤炭进口需求（尤其是动力煤）快速上升



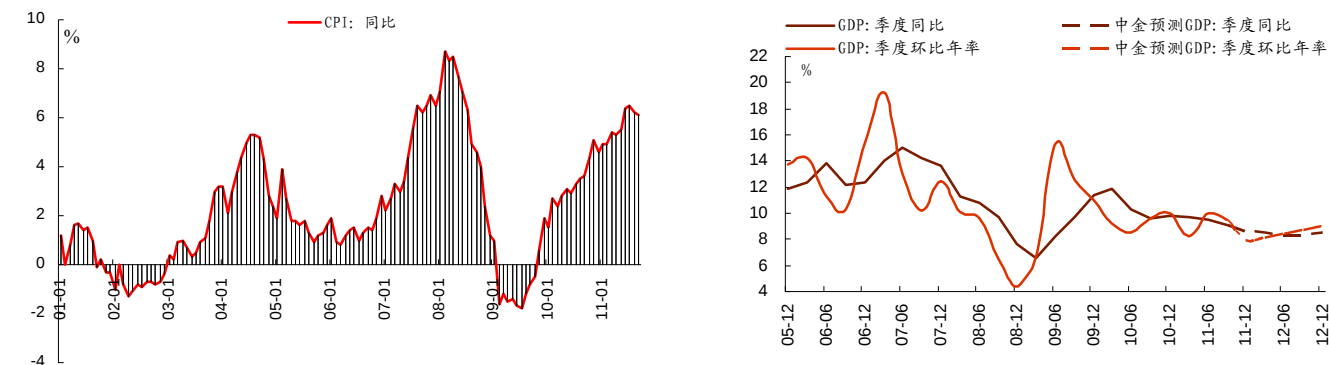
资料来源：ABARE, BP 世界能源统计，中金公司研究部

选股策略：震荡中把握波段，选择低估值和确定性

全球经济增速放缓的背景下，关注海内外宏观因素对市场情绪的影响

国内方面，经济增速前低后高，通胀逐步回落。由于今年四季度经济增长仍将受到前期政策紧缩累积效应的影响，且考虑到四季度节能减排压力较大，中金宏观组预计 GDP 环比年化增速于 4Q11 见底，而随着上述负面影响逐步减小及定向宽松，明年 GDP 季度环比年化增速将前低后高，逐季改善；同时，GDP 明年同比增长 8.4%，比今年的 9.2% 有所放缓，季度同比增速有望于 2Q12 见底，VAI 分别放缓至 12.3%（11 年为 13.8%）；此外，受全球经济增长放缓影响，输入型通胀压力有所缓解，中金宏观组预计明年全年 CPI 同比 4.0%，较 11 年的 5.5% 有所回落。

图表 37: CPI 同比增速将继续回落（左图）；GDP 环比年化 4Q11 见底，之后逐季回升（右图）



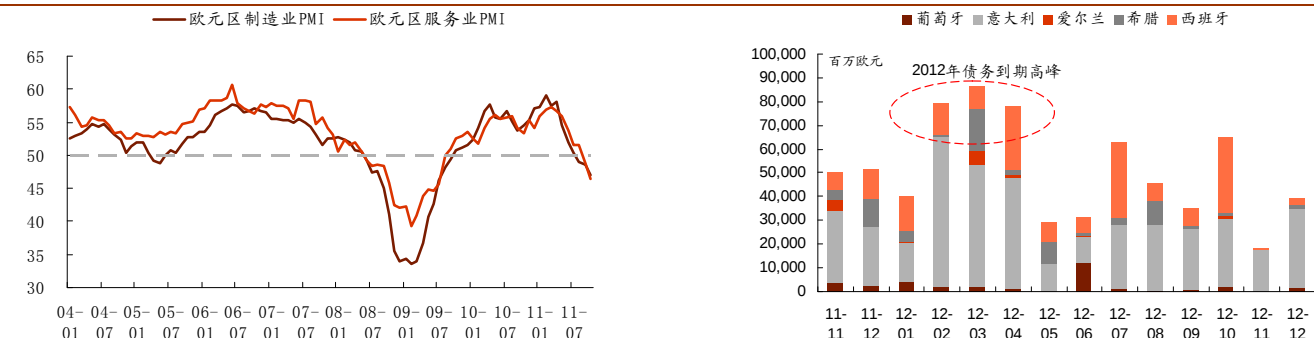
资料来源：Wind，中金公司研究部

全面放松概率较小，微调将以定向宽松为主。政府于今年四季度出台系列政策微调，通过财政的结构性调整，同时配合公开市场操作为主的货币政策微调，保证小微企业、保障房、水利和铁路等基础设施等对民生和就业有举足轻重影响的行业领域的资金需求。虽然目前通胀已步入下行通道，但其反弹风险犹存，而经济增长总体依然较为稳健，且房地产和高耗能产业的调控尚未达到预期的效果，因此政策面全面放松的基础并不存在。

欧元区经济将面临进一步下滑风险。欧元区领先指标 PMI 指数今年以来一路下滑，目前已降至 50 的临界线以下，欧元区经济下滑趋势逐渐确立，2012 年将面临进一步下滑或陷入衰退的风险。根据中金宏观组的预测，欧元区 2011 年实际 GDP 同比增长 1.5%，2012 年增长仅为 0.3%。由于欧债危机解决最终还需要依靠经济增长，欧元区黯淡的经济前景将不利于债务危机的解决。

2012 年 2 至 4 月份 PIIGS 国家迎来债务到期新高峰。2012 年 2、3、4 月份 PIIGS 国家债务到期量分别为 793.25 亿、863.66 亿、和 776.85 亿欧元，如果届时 EFSF 资金仍未落实，PIIGS 国家将再现巨大融资压力。目前 EFSF 的规模已经扩充到 1 万亿欧元，理论上这部分资金能够覆盖未来两年 PIIGS 国家全部的到期国债，但 EFSF 能否发挥其应有作用依然存在较大的不确定性，其不确定性主要来自资金来源、意大利政局变化以及欧元区的经济前景等因素。

图表 38: 欧元区 PMI 已经下滑至 50 临界线以下（左图）；2012 年 2-4 月迎来债务到期新高峰（右图）

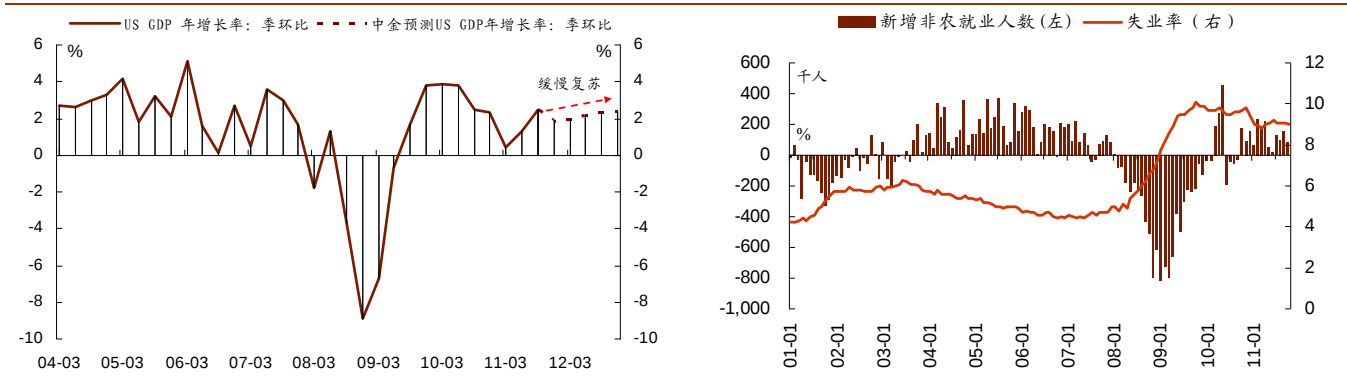


资料来源：Wind，Bloomberg，中金公司研究部

美国经济温和复苏，通胀有望回落，就业市场缺乏改善。美国经济复苏温和且脆弱，中金宏观组预测 2011 年美国 GDP 增长 1.7%，2012 年增长 2.0%，各季度同比增长也呈前低后高的趋势。受大宗商品价格回落等影响，CPI 有望回落，但失业率仍保持在 9% 以上且下降缓慢（FOMC 最新预测 2013 年底失业率仍将高于 8.2%），就业市场仍缺乏显著改善，尚未恢复到危机前的水平。

房地产市场总体依然疲弱，刺激方案有望出台。目前房屋开工数和建造许可开发数量均处于历史低位，房价和房屋销售数在底部徘徊的势头没有明显改变，房贷的支付情况总体在改善，但仍然不容乐观。在这种形势下，美国房地产市场仍然是美国经济复苏的主要拖累之一，亟需进一步的刺激方案。美联储和美国政府已经使用了一些支持房地产市场的政策选项，中金宏观组认为在未来还会有进一步的举措出台。

图表 39：美国经济温和复苏，GDP 增速前低后高（左图）；美国就业市场缺乏明显改善（右图）



资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

煤炭股盈利驱动力转弱，但估值弹性犹在

盈利增速通常随着通胀回落而下降

历史经验表明，随着经济和通胀回落，板块通常跑输大盘。从 2004-2005 年以及 2007-2008 年的两轮经济周期来看，CPI 见顶后的 1-2 个月内煤炭板块因政策放松预期或价格回落滞后的支持会出现短暂反弹。但伴随通胀回落，经济增速一般也出现下降，煤炭公司盈利增长动力削弱，板块后续随大盘下跌，通常跑输大盘。

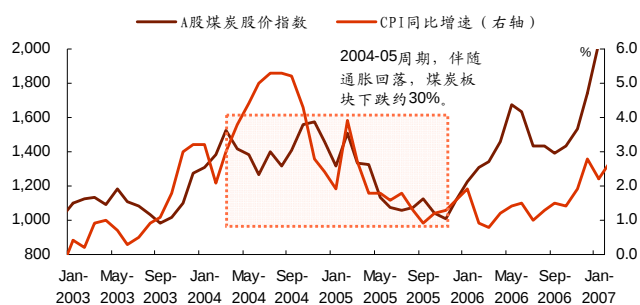
2012 年通胀回落但仍维持相对高位，预计板块跌幅有限。根据中金宏观组的判断，2012 年通胀虽将回落，但仍将维持在 3.5% 的相对高位，经济增速也不会出现大幅下滑。这种背景下，煤炭公司盈利增速仅温和下降，板块下行压力有限，将以震荡为主。若政策明显放松，甚至有望小幅向上的可能。

盈利驱动力转向产量增长和成本控制

内外生产量增长为板块长期投资主线。长期来看，通过新建项目、资源整合、资产注入、收购兼并等实现产量快速扩张的公司将胜出，而扩张的进度也体现了公司的执行力。

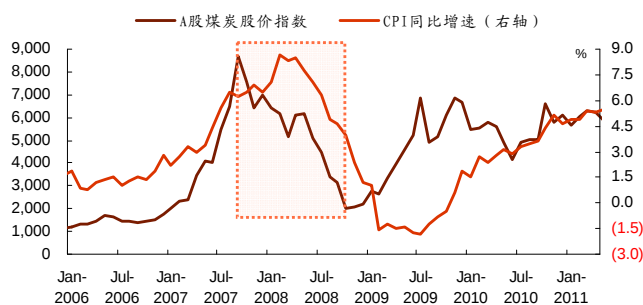
成本控制是公司执行力的另一体现，也是业绩能否兑现的重要因素。中长期来看，人工成本、安全成本以及政策性成本上升压力将持续存在。能否有效控制成本，是决定业绩兑现的重要因素。

图表 40: 2004-05 年煤炭板块随通胀下行而下跌



资料来源：彭博资讯，WIND，中金公司研究部

图表 41: 2007-08 年煤炭板块随通胀下行而下跌



资料来源：彭博资讯，WIND，中金公司研究部

估值高弹性提供充分操作空间

板块具有高贝塔属性，估值波动提供操作空间。由于煤炭板块对经济、政策、流动性等较为敏感，估值波动区间较大，因此具有充分的投资机会。

图表 42: 煤炭板块具有高贝塔属性，估值波动范围大于其它行业（目前大部分低于历史中值）

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	10.7	11.0	2.3	5.0	4.5	5.4	1.8
中值	21.7	17.6	20.8	17.9	14.8	15.3	16.7	18.6	15.0	18.8	9.1	14.1	16.4	14.1	16.7
平均值	21.8	18.8	19.7	18.4	16.5	15.4	16.1	19.7	19.7	20.8	8.5	15.8	18.0	17.4	17.3
目前水平	20.9	13.8	20.0	17.0	11.9	16.6	14.6	16.8	11.2	12.8	8.4	11.3	9.3	7.5	6.3
相对中值	-3.9%	-21.4%	-3.4%	-5.3%	-19.2%	8.4%	-12.4%	-9.9%	-25.2%	-31.9%	-7.1%	-20.0%	-43.1%	-46.4%	-62.5%
相对均值	-4.5%	-26.2%	1.7%	-7.8%	-27.6%	7.4%	-9.0%	-14.9%	-43.3%	-38.4%	-1.4%	-28.8%	-48.1%	-56.6%	-63.8%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

选股策略：把握节奏，布局低估值和确定性

把握国内政策与欧债演变的节奏，适时进行波段操作。随着调控效应逐步显现以及外需持续疲弱，国内经济呈现逐步放缓态势，政府持续通过定向宽松进行微调，而房价松动以及通胀回落也为政策宽松提供了一定的空间。但是由于 2012 年 CPI 仍将维持较高水平，政策过度放松将可能导致房价和 CPI 再次上行，因此，政策依旧在“保增长、控通胀、调结构”的博弈中寻求平衡。海外方面，欧债到期高峰集中在 2、3、4、7 与 10 月，届时外围市场可能带来一定压力；美国经济增长缓慢，复苏之路困难又使得出台量化宽松不无可能。因此，建议把握国内经济放缓与政策变化的节奏以及欧债演变的进程，适时进行波段操作，灵活把握投资节奏。

按照“低估值+增长确定性+个股催化剂”的思路筛选股票。1) 根据之前的分析，动力煤和无烟煤基本面将略好于焦煤，因此相对偏好动力煤和无烟煤公司。2) 部分公司结构性变化或者运力改善带来的价格和盈利提升值得关注，如中煤能源将受益于现货比例提升，陕西龙头企业将受益于运力改善。3) 结合产量扩张进度、确定性和执行力等选择内外生成长良好的公司，例如中国神华、中煤能源、兖州煤业、阳泉煤业、开滦股份和神火股份。4) 从成本控制来看，执行较好的公司主要为行业龙头，例如中国神华、兖州煤业以及内蒙陕西的龙头企业，另外，中煤煤质好转将推动成本继续改善。

综合来看，A 股首选中国神华和中煤能源，其次选择兰花科创、兖州煤业和阳泉煤业；H 股首选中煤能源和中国神华，其次选择兖州煤业。中国神华一体化继续深化、各业务稳健增长、执行力不断提高，集团资产注入和海外并购值得期待，估值优势明显；中煤能源产量增长和资产注入确定，成本控制良好，煤质持续改善，现货比例继续提高；兖州煤业面临煤价回落和成本上升的风险，但公司对外扩张持续推进，澳洲上市值得期待；兰花科创大宁矿将推动盈利快速增长；阳泉煤业产量将稳步增长，资产注入空间大，目前估值已具备一定吸引力。

图表 43: 煤炭产量增速比较 (仅考虑内生增长)

煤炭产量 (Mt)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	CAGR (2012-13)	2012 YoY
神火股份	4.2	4.8	5.7	7.1	7.4	9.4	12.8	31.5%	27.0%
恒鼎实业	2.9	2.8	2.8	4.2	4.2	5.0	7.0	29.1%	17.9%
阳泉煤业	12.9	17.7	21.0	26.2	28.9	33.8	37.9	14.5%	17.0%
西山煤电	16.1	16.2	18.6	25.8	30.0	35.0	42.0	18.3%	16.7%
中煤能源	83.3	91.5	100.8	122.5	126.1	141.7	173.2	17.2%	12.4%
兖州煤业	33.3	33.9	35.8	45.5	50.5	56.1	60.5	9.5%	11.0%
潞安环能	20.4	25.8	30.0	33.2	33.8	37.4	44.3	14.5%	10.7%
平煤股份	26.7	34.5	37.4	39.8	39.0	43.1	46.8	9.6%	10.5%
兰花科创	5.2	5.5	5.6	6.0	6.5	7.0	7.7	8.8%	7.7%
中国神华	158.0	185.7	210.3	224.8	277.9	293.0	315.8	6.6%	5.4%
开滦股份	7.5	7.5	7.7	8.3	8.5	8.9	10.4	10.6%	4.7%
首钢资源	5.1	2.5	6.2	6.2	6.3	6.3	6.3	0.0%	0.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 44: 关注煤炭公司的资产注入

集团名称	公司名称	集团 (含上市公司)	上市公司	集团/上市公司	集团 (含上市公司)	上市公司	集团/上市公司
河北开滦集团	开滦股份	1,979	462	428%	60.9	8.3	734%
山西焦煤集团	西山煤电	7,819	2,590	302%	101.3	25.8	393%
潞安集团	潞安环能	15,700	5,665	277%	71.0	33.2	214%
阳煤集团	国阳新能	7,968	1,806	441%	52.1	26.2	199%
神华集团	中国神华	18,536	11,306	164%	352.0	224.8	157%
中平能化集团	平煤股份	1,840	1,246	148%	50.0	38.4	130%
中煤能源集团	中煤能源	11,900	6,161	193%	154.0	122.5	126%
山东兖矿集团	兖州煤业	2,118	2,118	100%	60.1	49.4	122%
山西兰花集团	兰花科创	1,165	1,013	115%	6.8	6.0	113%
河南神火集团	神火股份	1,651	1,326	125%	7.1	7.1	100%
首钢集团	首钢资源	624	624	100%	6.2	6.2	100%
三钢投资	恒鼎实业	721	721	100%	4.2	4.2	100%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 45: 煤炭公司业务结构比较

公司名称	收入结构	煤炭销量结构	毛利结构	毛利率	2011年煤炭现货比例
中国神华	煤炭64%、电力23%、铁路11%、港口航运2%	动力用煤100%	煤炭64%、电力16%、铁路18%、港口航运1%	煤炭36%、电力25%、铁路61%、港口航运28%	55%
中煤能源	煤炭77%、煤焦化7%、煤矿装备10%、其他6%	动力用煤99%、炼焦精煤1%	煤炭91%、煤焦化2%、煤矿装备6%、其他1%	煤炭38%、煤焦化7%、煤矿装备20%、其他8%	45%
兖州煤业	煤炭96%、甲醇2%、铁路运输2%	动力用煤85%、冶金煤12%、化工用煤3%	煤炭99%、甲醇-1%、铁路运输1%	煤炭49%、甲醇-15%、铁路运输39%	76%
西山煤电	煤炭90%、电力7%、煤焦化3% (不含京唐焦化)	动力用煤53%、炼焦精煤47%	煤炭101%、电力1%、煤焦化-2% (不含京唐焦化)	煤炭49%、电力4%、焦化-29%	94%
平煤股份	煤炭94%、其他6%	动力用煤84%、炼焦精煤16%	动力用煤54%、炼焦精煤45%	动力用煤23%、炼焦精煤29%	100%
开滦股份	煤炭30%、煤焦化70%	动力用煤60%、炼焦精煤40%	动力用煤11%、炼焦精煤65%、煤焦化25%	动力用煤26%、炼焦精煤39%	100%
神火股份	煤炭41%、电解铝59%	喷吹煤60%、化工用煤8%、动力用煤32%	煤炭101%、电解铝-1%	煤炭52%、电解铝-0.4%	100%
兰花科创	煤炭54%、化肥43%、其他3%	化工用煤	煤炭98%、化肥-2%、其他4%	煤炭61%、化肥-1%	100%
阳泉煤业	煤炭99%、电力1%	化工用煤11%、喷吹煤12%、动力用煤77%	化工用煤32%、喷吹煤38%、动力用煤30%	煤炭25%、电力24%	100%
潞安环能	煤炭96%、焦炭4%	喷吹煤36%、化工用煤11%、动力用煤50%	煤炭100%	煤炭47%、焦炭3.2%	51%
首钢资源	煤炭100%	炼焦用煤100%	煤炭100%	煤炭74%	100%
恒鼎实业	煤炭57%、焦炭/焦油43%	炼焦用煤100%	煤炭60%、焦炭/焦油40%	煤炭73%、焦炭/焦油64%	100%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 46: 煤炭公司业绩对煤价的敏感性分析

单位: 百万元	2012E净利润 (基本假设 下)	2012E净利润 (假设现货煤 价多上涨1%)	2012E净利润 (假设现货与合 同煤价多上涨1%)	净利润变化 (假设现货煤价 多上涨1%)	净利润变化% (假设现货与合 同煤价多上涨1%)
平煤股份	2,147	2,298	2,298	7.0%	7.0%
阳泉煤业	3,016	3,132	3,132	3.8%	3.8%
开滦股份	879	912	912	3.8%	3.8%
西山煤电	3,316	3,441	3,441	3.8%	3.8%
神火股份	1,314	1,363	1,363	3.7%	3.7%
潞安环能	4,014	4,119	4,156	2.6%	3.6%
中煤能源-A	10,619	10,798	10,926	1.7%	2.9%
兖州煤业-A	8,508	8,690	8,748	2.1%	2.8%
兰花科创	2,068	2,103	2,103	1.7%	1.7%
中国神华-A	47,699	48,110	48,273	0.9%	1.2%
中煤能源-H	11,235	11,414	11,542	1.6%	2.7%
兖州煤业-H	8,941	9,125	9,183	2.1%	2.7%
恒鼎实业	834	851	851	2.0%	2.0%
首钢资源(百万港币)	2,057	2,086	2,086	1.4%	1.4%
中国神华-H	49,550	49,960	50,123	0.8%	1.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国神华（601088.SH+1088.HK，维持推荐）：增长稳健、攻防兼备

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	中国神华	H股(港币)	A股(元)
主营业务收入	107,133	121,312	152,063	205,299	229,051	股票代码	1088.HK	601088.CH
(+/-%)	30%	13%	25%	35%	12%	当前股价	32.40	25.55
主营业务利润	49,405	56,040	66,617	80,720	88,208	日成交量(百万股)	9.33	8.50
(+/-%)	22%	13%	19%	21%	9%	52周最高价/最低价	40.2/27.1	32.48/22.81
营业利润	36,601	44,189	53,634	66,068	71,790	发行股数(百万股)	3,399	16,491
(+/-%)	18%	21%	21%	23%	9%	其中：流通股(百万股)	3,399	1,800
净利润	25,959	30,276	37,187	43,897	47,699	主要股东(持股比例)	神华集团(72.96%)	
(+/-%)	27%	17%	23%	18%	9%			
每股盈利(元)	1.31	1.52	1.87	2.21	2.40			
(+/-%)	27%	17%	23%	18%	9%			
每股股利(元)	0.46	0.53	0.75	0.77	0.84			
市盈率(X)	19.6	16.8	13.7	11.6	10.7			
每股净资产(元)	7.4	8.5	9.9	11.3	12.9			
市净率(X)	3.5	3.0	2.6	2.3	2.0			
EV/EBITDA(X)	13.5	11.2	9.2	7.6	6.8			
资产收益率	9.4%	9.8%	11.0%	11.7%	11.4%			
净资产收益率	15.1%	15.4%	16.3%	16.7%	15.8%			
ROCE	17.4%	18.1%	20.0%	21.3%	20.5%			
分红收益率	1.4%	1.6%	2.3%	2.4%	2.6%			
每股经营现金流(元)	2.2	2.8	3.0	2.9	3.7			
股价/每股经营现金(X)	11.5	9.1	8.6	8.7	6.9			

资料来源：公司数据，中金公司研究部



投资要点

2012 年煤炭产量将稳步增长。黄玉川煤矿设计产能 1000 万吨/年，预计 2012 年一季度投产；李家壕煤矿 2012 年有望达产至 600 万吨/年；印尼南苏煤矿将达产至 200 万吨/年；哈尔乌素、黑岱沟、锦界等煤矿将继续实施扩能改造。上述项目将确保公司产量增长 8% 左右。

电力业务加速扩张，确保长期可持续发展。公司趁电力低迷之际加快电力业务布局，已先后收购了孟津电厂、设立了神皖能源，同时还在四川、江西、福建等多个省区进行优质电源点收购。由于收购主要针对高参数、大容量的新机组，同时凭借其一体化优势，公司电力业务盈利总体良好。长期来看，电力扩张有利于保障公司煤炭销售，而盈利有望随着电价改革逐步改善，有利于公司可持续发展。

煤炭中长期增长点充分。府谷矿区郭家湾、青龙寺等合计产能 1100 万吨/年，预计 2013 年投产；胜利矿区 2015 年产能将达到 5000 万吨/年，较目前增加 3000 万吨/年；神宝矿区 2015 年产能将达到 5000 万吨/年，较目前增加 2500 万吨/年；新街矿区勘探工作接近尾声，未来将建成亿吨级矿区，预计 2015 年陆续投产；沃特马克项目已完成露天矿勘探和可研报告，设计产能 1000 万吨/年，预计 2015 年投产。

海外扩张积极推进。考虑到公司的资金技术优势、铁路运输优势和市场优势等，最终获得 TT 煤矿的概率较大。此外，公司在俄罗斯参与多个煤炭项目前期工作，进展顺利，部分项目有望于 2015 年左右投产。

集团资产注入值得期待。除 8 月 27 日公告即将注入的部分煤电资产外，神华集团还有拥有大量煤炭、煤化工、风电等优质资产，有望逐步注入至上市公司。神新、神宁、乌海等煤炭资产 2010 年产量约为上市公司的 50%，资源量约为上市公司的 2 倍。集团鄂尔多斯 108 万吨/年直接液化项目、包头 60 万吨/年煤制烯烃项目等均已投产，盈利良好，宁东 52 万吨/年煤制烯烃项目正在进行装置调试，预计 2012 年投产。此外，集团还有装机容量约 200 万千瓦的风电资产，盈利非常良好，税前利润率高达 50%。

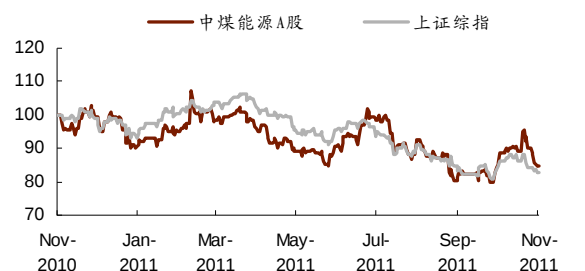
估值便宜，攻防兼备。公司 A/H 股 2012 年 P/E 分别为 10.8 倍和 10.7 倍，A 股估值优势非常明显，H 股估值已较安全。考虑到其独特的一体化优势、较强的执行力、持续稳健的增长，维持“推荐”评级。

中煤能源（601898.SH+1898.HK，维持审慎推荐）：执行力逐步提高、中长期增长确定

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		H股(港币)	A股(元)
业务收入	52,283	53,730	71,268	86,586	97,467	股票代码	1898.HK	601898.CH
(+/-%)	45%	3%	33%	21%	13%	当前股价	8.63	9.26
业务利润	18,708	18,350	22,644	27,775	30,982	目标价	12.60	
(+/-%)	19%	-2%	23%	23%	12%	日成交量(百万股)	28.22	10.56
经营收益	7,974	9,026	9,850	13,098	14,608	52周最高价/最低价	13.08/6.59	11.98/8.48
(+/-%)	2%	13%	9%	33%	12%	发行股数(百万股)	4,106.66	9,159.51
净利润	5,606	6,622	6,909	9,254	10,619	其中：流通股(百万股)	4,106.66	1,525.33
(+/-%)	-3%	18%	4%	34%	15%	主要股东(持股比例)	中煤能源集团公司(56.51%)	
每股盈利(元)	0.42	0.50	0.52	0.70	0.80			
(+/-%)	-14%	18%	4%	35%	14%			
每股股利(元)	0.15	0.15	0.15	0.21	0.24			
市盈率(X)	21.9	18.5	17.8	13.2	11.6			
每股净资产(元)	4.8	5.2	5.5	6.0	6.6			
市净率(X)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4			
净资产收益率	10.0%	10.4%	10.3%	12.5%	12.6%			
ROCE	9.7%	9.6%	9.7%	12.1%	11.5%			
分红收益率	1.7%	1.6%	1.6%	2.3%	2.6%			
每股经营现金流(元)	0.8	0.8	0.8	0.9	1.3			
股价/每股经营现金流(X)	12.3	11.6	11.4	10.2	7.1			

资料来源：公司数据，中金公司研究部



投资要点

2012 年内生增长确定。东露天煤矿设计产能 2000 万吨/年，2012 年产量将达到 1000 万吨，增产 800 万吨；和草沟煤矿属于 1/3 焦煤，设计产能 300 万吨/年，预计 2012 年上半年投产，贡献产量 150 万吨；王家岭煤矿属于 1/3 焦煤，设计产能 600 万吨/年，预计 2012 年下半年投产，贡献产量 150 万吨。另外，东坡煤矿有望增产 200 万吨，平朔地区在产矿井也有望进一步增产。公司预计 2012 年原煤产量增加 1500 万吨左右。

中长期增长点充分，五年产量翻番有保障。除了东露天、王家岭和和草沟外，公司还有小回沟煤矿（300 万吨/年）、纳林河二号井（800 万吨/年）、母杜柴登矿（600 万吨/年）、中天合创项目（2000 万吨/年）、新疆 106 煤矿（180 万吨/年）、大南湖煤矿（1000 万吨/年）等，五年产量翻番有较强的保障。

资产注入确定性强。集团承诺将在 2012 年底前将全资子公司中煤进出口公司的资产或股权注入上市公司，2015 年前将控股子公司中煤金海洋、中煤龙化的股权注入上市公司。中煤进出口公司在朔州和大同地区共整合了 8 个煤矿，设计产能 1610 万吨/年，2011 年产量预计 1000 万吨左右；中煤金海洋在朔州拥有 8 个煤矿，合计产能 1020 万吨/年；中煤龙化核定产能 260 万吨/年，社会负担较重。此外，集团还拥有朔南矿区探矿权，地质储量约 40 亿吨，未来也将注入上市公司。

煤炭产量增长、现货比例提高和成本有效控制将确保业绩增长。公司未来煤炭增量将全部用于现货销售，意味着现货比例将提高至 50% 左右。公司现货价格较合同价格平均高出 160 元/吨（不含税）左右，现货比例每提升 1 个百分点，公司盈利将相应增加 1.1%。此外，随着煤质好转，公司成本将继续得到有力控制，因此上述因素将确保 2012 年业绩增长。

增长确定、估值便宜。公司 A/H 股 2012 年 P/E 分别为 11.7 倍和 8.4 倍，具有较强的估值吸引力。考虑到公司执行力不断提高、煤质逐步好转、增长确定性强，维持“审慎推荐”评级。

兖州煤业（600188.SH+1171.HK，维持审慎推荐）：扩张仍将持续，但业绩面临压力

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		H股(港币)	A股(元)
营业收入	26,353	21,500	34,844	44,803	48,073	股票代码	1171.HK	600188.CH
(+/-%)	59%	-18%	62%	29%	7%	当前股价	17.40	26.33
毛利润	12,553	8,987	15,559	18,522	19,009	日成交量(百万股)	14.55	3.02
(+/-%)	56%	-28%	73%	19%	3%	52周最高价/最低价	32.95/13.72	39.5/23.29
营业利润	8,644	5,406	12,104	11,283	11,685	发行股数(百万股)	1,958.40	2,959.96
(+/-%)	77%	-37%	124%	-7%	4%	其中：流通股(百万股)	1,958.40	359.96
净利润	6,324	3,880	9,009	8,334	8,508	主要股东(持股比例)		兖矿集团(52.86%)
(+/-%)	96%	-39%	132%	-7%	2%			
每股盈利(元)	1.29	0.79	1.83	1.69	1.73			
(+/-%)	96%	-39%	132%	-7%	2%			
每股净资产(元)	5.40	5.77	7.47	8.57	9.79			
(+/-%)	26%	7%	29%	15%	14%			
每股股利(元)	0.40	0.25	0.59	0.51	0.52			
市盈率(X)	20.5	33.4	14.4	15.5	15.2			
市净率(X)	4.9	4.6	3.5	3.1	2.7			
EV/EBITDA(X)	11.9	19.7	11.4	9.3	8.5			
资产收益率	19.2%	6.2%	12.4%	10.5%	9.9%			
净资产收益率	23.8%	13.7%	24.5%	19.8%	17.7%			
ROCE (%)	32.0%	10.5%	19.5%	16.7%	15.8%			
分红收益率	1.5%	0.9%	2.2%	1.9%	2.0%			
每股经营现金流(元)	1.46	1.25	1.28	1.67	2.09			
股价/每股经营现金流(X)	18.0	21.0	20.6	15.7	12.6			



资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资要点

内生产量增长 11% 左右，但新增产量盈利能力较低。公司 2012 年产量增长主要来自内蒙和澳洲，其中文玉煤矿产量有望达到 500 万吨，增产约 280 万吨；澳洲 Moolarben 煤矿商品煤产量有望达到 600 万吨（原煤产量 800 万吨），增产约 150 万吨；新泰克煤矿增产约 100 万吨。但由于文玉煤矿吨煤毛利仅 100 元/吨左右（远低于公司平均的 350 元/吨），而新泰克盈利贡献极其微小，因此新增产量对利润的贡献有限。

澳洲开征资源税和碳税，生产成本面临一定上升压力。澳洲将从 2012 年下半年开始征收矿产资源租赁税和碳税，矿产资源租赁税对澳洲业务净利润影响约 10%，而澳洲业务净利润约占公司净利润 1/4，因此对公司净利润的影响约为 2.5%，相当于所得税率上升 2 个百分点。而征收碳税将导致澳洲吨煤生产成本增加 2 澳元/吨或 3%，影响相对有限。

由于澳元走弱，2012 年底汇兑收益具有较大不确定性。由于全球经济复苏步伐放缓，大宗商品价格面临下跌压力，预计在经济形势好转前澳元兑美元汇率将维持弱势。于公司美元贷款将于 2012 年底开始偿还本金，若澳元兑美元汇率下降的趋势持续至 2012 年底并低于 2009 年借款时的 0.899，将导致真实而非账面的汇兑损失。当然，如果公司考虑贷款展期或者汇率对冲，这种风险将得到消除。

由于国内外煤价走弱，公司盈利驱动力将下降。公司国内煤炭现货销售比例约为 75%，国内现货煤价每下降 1 个百分点，公司净利润将下降 2.0%。另外，随着全球经济放缓和澳洲煤矿复产，预计 2012 年澳洲煤价将同比下降。澳洲煤价每下降 1 个百分点，公司净利润将下降 0.7%。

公司具有较强的并购能力，对外扩张将持续。公司 2010 年先后收购石拉乌素煤矿、转龙湾煤矿、安源煤矿和营盘壕煤矿，2011 年以来先后收购文玉煤矿、新泰克煤矿、普力马煤矿以及加拿大钾矿项目，体现了较强的并购能力。未来公司还将在内蒙和澳洲开展收购，并积极准备澳洲上市，长期增长有一定保障。

短期尚待负面因素充分消化。公司 A/H 股 2012 年 P/E 分别为 15.3 倍和 7.9 倍，反映了投资者对煤价下跌的担忧。考虑到公司执行力较强、长期增长前景良好，维持“审慎推荐”评级。但短期来看，由于煤价走弱、成本上升、盈利下滑的负面因素尚未充分消化，建议耐心等待更好的介入时机。

兰花科创（600123.SH，维持审慎推荐）：短期业绩确定，长期增长有保障

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股(元)	
主营业务收入	4,912	5,616	5,812	7,827	8,474	股票代码	600123.CH
(+/-%)	41%	14%	3%	35%	8%	当前股价	40.09
主营业务利润	2,306	2,274	2,511	3,305	3,290	日成交量(百万股)	3.81
(+/-%)	46%	-1%	10%	32%	0%	52周最高价/最低价	50/34.8
营业利润	1,596	1,686	1,881	2,248	2,795	发行股数(百万股)	571.20
(+/-%)	54%	6%	12%	19%	24%	其中：流通股(百万股)	571.20
净利润	1,249	1,271	1,314	1,686	2,068	主要股东(持股比例)	山西兰花煤炭实业集团(45.11%)
(+/-%)	77%	2%	3%	28%	23%		
每股盈利(元)	2.19	2.22	2.30	2.95	3.62		
(+/-%)	77%	2%	3%	28%	23%		
每股净资产(元)	7.43	9.30	11.46	13.91	16.62		
每股股利(元)	0.61	0.30	0.50	0.91	1.00		
市盈率(X)	18.3	18.0	17.4	13.6	11.1		
市净率(X)	5.4	4.3	3.5	2.9	2.4		
EV/EBITDA(X)	12.0	10.2	8.4	7.0	5.5		
资产收益率	13.9%	10.9%	9.7%	11.4%	13.3%		
净资产收益率	29.4%	23.9%	20.1%	21.2%	21.8%		
ROCE	28.4%	25.0%	23.2%	23.6%	24.4%		
分红收益率	1.5%	0.7%	1.2%	2.3%	2.5%		
每股经营现金流(元)	2.8	1.9	2.3	4.3	4.3		
股价/每股经营现金流(X)	14.4	21.7	17.7	9.4	9.3		



资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资要点

大宁矿将成为 2012 年业绩增长主要动力。参股大宁矿核定生产能力 400 万吨/年，未来可能扩建至 600 万吨/年，吨煤净利润高达 400 元以上，按照 2012 年产量 450 万吨，公司持股 41% 计算，该矿将贡献 EPS0.97 元，占我们预测的 2012 年净利润的 27%。

2015 年前产量将至少翻番。公司在朔州、临汾和晋城整合了 6 个煤矿，合计产能 540 万吨/年。口前矿有望在 2012 年投产，其余矿井将在 2013 年以后陆续投产。此外，公司在建玉溪矿产能 240 万吨/年，预计 2013 年底投产。上述项目合计产能 780 万吨/年，为目前产能（570 万吨/年）的 1.4 倍，因此 2015 年煤炭产量将至少翻番。

尿素业务有待进一步改善。公司拥有尿素产能 120 万吨/年，由于尿素价格较 2010 年大幅上涨，以及公司采取体制改革和管理强化等有力措施，2011 年尿素业务已大幅减亏。近期尿素价格有所回落，公司尿素业务再次回到盈亏平衡状态。尿素年均价每上涨 1%，公司净利润将上升 0.9%（目前我们假设 2012 年尿素业务盈亏平衡）。

短期业绩确定，长期增长有保障。公司 2012 年 P/E 为 11.1 倍，低于行业中值。公司资源禀赋优良、成本控制良好，短期业绩较为确定，长期具有较大增长空间，维持“审慎推荐”评级。

阳泉煤业 (600348.SH, 维持审慎推荐): 内生平稳增长, 注入值得期待

主要财务, 股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股(元)
营业收入	17,033	20,005	27,941	34,213	41,208	股票代码 600348.CH
(+/-%)	66%	17%	40%	22%	20%	当前股价 18.77
毛利润	3,674	3,820	5,168	5,876	6,683	日成交量(百万股) 9.22
(+/-%)	123%	4%	35%	14%	14%	52周最高价/最低价 34.99/18.41
营业利润	1,955	2,515	3,319	3,794	4,274	发行股数(百万股) 2,424.00
(+/-%)	169%	29%	32%	14%	13%	其中: 流通股(百万股) 1,132.44
净利润	1,455	1,856	2,412	2,764	3,024	主要股东(持股比例)
(+/-%)	193%	28%	30%	14.6%	9.4%	阳煤集团(58.34%)
每股盈利(元)	0.60	0.77	1.00	1.15	1.26	
(+/-%)	193%	28%	30%	15%	9%	
每股净资产(元)	1.92	2.49	3.55	4.58	5.71	
每股股利(元)	0.18	0.15	0.10	0.11	0.13	
市盈率(X)	31.7	24.9	19.1	16.7	15.3	
市净率(X)	10.0	7.7	5.4	4.2	3.4	
EV/EBITDA(X)	21.6	16.2	11.1	10.0	8.7	
资产收益率	21.8%	15.6%	16.7%	16.8%	15.4%	
净资产收益率	31.5%	31.0%	28.3%	25.1%	22.0%	
ROIC (%)	43.4%	39.4%	62.0%	47.2%	47.8%	
分红收益率	0.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	
每股经营现金流(元)	1.49	1.97	1.78	2.34	1.64	
股价/每股经营现金(X)	12.8	9.7	10.8	8.2	11.7	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

投资要点

公司内生产量将小幅增长。公司温家庄矿改扩建预计 2012 年完成, 产能将从 300 万吨/年增加至 500 万吨/年。另外, 公司在临汾、晋中、忻州、阳泉等地整合了多个煤矿, 合计产能 570 万吨/年, 占公司目前产能的 20%, 预计将于 2013 年后陆续投产。

集团资产注入值得期待。随着集团在建煤矿陆续投产, 公司关联交易额快速上升, 解决关联交易的需求上升。另外, 在山西推动煤炭集团整体上市和信达公司加快上市步伐的背景下, 信达债转股问题谈判有望加快。集团存续资产盈利良好, 2010 年产量约为上市公司的 1 倍, 储量约为上市公司的 3 倍, 资产注入空间巨大。

目前估值具有一定吸引力。公司 2012 年 P/E 为 15.0 倍, 与历史中值相当, 对板块的估值溢价已不再显著。公司无烟煤需求有较强保障, 短期产量平稳增长, 中长期资产注入值得期待, 维持“审慎推荐”评级。

首钢资源（639.HK，下调至中性）：业绩缺乏增长动力

主要财务，股票信息

(港币百万)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,897	4,261	5,543	6,691	6,913
(+/-%)	12497%	125%	30%	21%	3%
毛利润	1,237	3,087	4,092	4,725	4,735
(+/-%)	66761%	150%	33%	15%	0%
经营收益	1,025	2,271	2,977	2,985	2,799
(+/-%)	2507%	122%	31%	0%	-6%
净利润	568	1,126	1,803	2,093	2,057
(+/-%)	828%	98%	60%	16%	-2%
每股盈利(港币)	0.11	0.21	0.34	0.39	0.38
(+/-%)	828%	98%	60%	16%	-2%
每股股利(港币)	0.00	0.19	0.10	0.12	0.11
市盈率(X)	26.7	13.5	8.4	7.3	7.4
BPS	2.3	3.2	3.6	3.9	4.2
市净率(X)	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
资产收益率	2.9%	5.0%	6.9%	7.5%	6.8%
净资产收益率	4.6%	6.5%	9.2%	10.1%	9.1%
ROCE (%)	6.9%	11.4%	13.1%	12.5%	10.9%
分红收益率	0.0%	6.9%	3.5%	4.1%	4.1%
每股经营现金流(元)	2.15	2.92	4.02	5.76	5.70
股价/每股经营现金(X)	1.3	1.0	0.7	0.5	0.5

	H股(港币)
股票代码	639.HK
当前股价	2.82
日成交量(百万股)	13.4
52周最高价/最低价	6.28/1.98
发行股数(百万股)	5380.56
其中：流通股(百万股)	2,877.24
主要股东(持股比例)	首钢集团 (27.04%)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资要点

短期产量稳定，长期增长主要来自联山项目和山西小矿整合。公司兴无矿、金家庄矿和寨崖底矿均为成熟矿，产能稳定在 630 万吨左右。联山项目若能核准，公司资源储量和长期增长前景将大幅改善。山西 12 个小煤矿目前正由大股东邢利斌负责整合，整合完成后将由公司收购。

2012 年盈利缺乏增长动力。由于下游需求放缓，未来焦煤价格上涨概率较低，由于成本刚性上升，预计 2012 年盈利将小幅下降。

下调评级至“中性”。受到宏观不确定性和行业基本面转弱的影响，公司股价大幅回调。目前股价对应的 2012 年 P/E 为 7.4 倍，低于行业中值和历史中值。但考虑到业绩缺乏增长动力，而联山项目核准仍存在不确定性，山西小矿整合进度低于预期，市场对其中长期增长前景存在较大疑虑，股价上涨动力较为有限，需等待切实的增长兑现来提升市场信心。下调评级至“中性”。

恒鼎实业（1393.HK，下调至审慎推荐）：长期前景良好但短期缺乏催化剂

主要财务，股票信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	H股(港币)
营业收入	1,495	2,437	2,924	3,482	5,154	1393.HK
(+/- %)	-40%	63%	20%	19%	48%	当前股价
毛利润	871	1,693	1,992	2,278	3,328	2.50
(+/- %)	-44%	94%	18%	14%	46%	目标价
营业利润	515	1,063	1,266	1,461	2,116	6.20
(+/- %)	-53%	106%	19%	15%	45%	日成交量(百万股)
净利润	404	670	723	834	1,174	5.60
(+/- %)	-60%	66%	8%	15%	41%	52周最高价/最低价
每股盈利(元)	0.20	0.34	0.36	0.42	0.59	8.1/1.83
(+/- %)	-60%	66%	8%	15%	41%	发行股数(百万股)
每股股利(元)	0.10	0.07	0.07	0.08	0.12	1990.51
市盈率(X)	10.1	6.1	5.6	4.9	3.5	其中：流通股(百万股)
BPS	3.2	3.5	3.8	4.1	4.7	1,986.05
市净率(X)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	主要股东(持股比例)
资产收益率	3.7%	4.6%	4.6%	5.0%	6.2%	三联投资 (53.1%)
净资产收益率	6.4%	9.6%	9.6%	10.1%	12.7%	
ROCE (%)	5.5%	5.2%	5.3%	5.8%	7.5%	
分红收益率	4.1%	2.6%	2.9%	3.4%	4.7%	



资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资要点

长期增长前景良好。公司在攀枝花地区拥有 14 个在产煤矿，正在整合为 5 个煤矿，合计产能 150 万吨/年；在富源、盘县共整合了 30 个煤矿，合计产能 1200 万吨/年。上述项目将在 2015 年前全部达产，届时公司产量将较目前增长 2 倍以上。此外，公司已被列为贵州煤炭整合的主体之一，未来还有一定的扩张空间。

2012 年产量增长 18% 左右。公司云贵地区已有 11 个煤矿建成投产，年底前将达到 13 个，而 2012 年还有 11 个煤矿将陆续建成。公司预计 2012 年原煤产量达到 500 万吨，同比增长 18%。

受制于煤矿条件和政策因素，生产风险相对较大。公司矿井规模整体较小、地质条件较差，投产进度不确定性较大。另外，由于云贵地区安全生产形势一直不好，若发生重大矿难，政府可能要求该地区所有煤矿进行安全检查，公司生产容易受到牵连。

下调评级至“审慎推荐”。考虑到宏观不确定性和行业基本面转弱的影响，公司股价大幅回调。目前股价对应的 2012 年 P/E 为 4.8 倍，估值优势明显。但考虑到行业短期缺乏催化剂，而公司尚须通过切实有效的产量和盈利增长逐步恢复市场的信心，下调评级至“审慎推荐”。

图表 47: 中金覆盖 A 股煤炭公司关键假设

平均煤价 (元/吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	平均煤价YoY	2009	2010	2011E	2012E
西山煤电	740	609	730	799	824	西山煤电	-18%	20%	10%	3%
平煤股份	540	422	488	545	566	平煤股份	-22%	16%	12%	4%
开滦股份	864	817	837	899	874	开滦股份	-5%	2%	7%	-3%
潞安环能	568	541	639	692	726	潞安环能	-5%	18%	8%	5%
兰花科创	614	620	658	832	882	兰花科创	1%	6%	26%	6%
神火股份	774	576	732	899	914	神火股份	-26%	27%	23%	2%
阳泉煤业	439	440	489	531	561	阳泉煤业	0%	11%	9%	6%
中国神华	379	388	427	444	463	中国神华	2%	10%	4%	4%
兖州煤业	667	507	663	704	701	兖州煤业	-24%	31%	6%	0%
中煤能源	447	416	456	501	522	中煤能源	-7%	10%	10%	4%
单位煤炭成本 (元/吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	单位煤炭成本YoY	2009	2010	2011E	2012E
西山煤电	338	331	363	422	457	西山煤电	-2%	10%	16%	8%
平煤股份	308	324	363	410	439	平煤股份	5%	12%	13%	7%
开滦股份	452	499	534	589	602	开滦股份	10%	7%	10%	2%
潞安环能	281	323	340	374	400	潞安环能	15%	5%	10%	7%
兰花科创	204	242	275	303	324	兰花科创	18%	14%	10%	7%
神火股份	342	324	354	446	482	神火股份	-5%	9%	26%	8%
阳泉煤业	354	340	369	410	437	阳泉煤业	-4%	9%	11%	7%
中国神华	191	207	211	230	245	中国神华	9%	2%	9%	6%
兖州煤业	292	267	293	321	344	兖州煤业	-8%	10%	10%	7%
中煤能源	221	192	224	242	261	中煤能源	-13%	17%	8%	8%
自产煤产量 (百万吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	自产煤产量YoY	2009	2010	2011E	2012E
西山煤电	16.2	18.6	25.8	30.0	35.0	西山煤电	15%	39%	16%	17%
平煤股份	34.5	37.4	39.8	39.0	43.1	平煤股份	8%	6%	-2%	10%
开滦股份	7.5	7.7	8.3	8.5	8.9	开滦股份	3%	8%	2%	5%
潞安环能	25.8	30.0	33.2	33.8	37.4	潞安环能	16%	11%	2%	11%
兰花科创	5.5	5.6	6.0	6.5	7.0	兰花科创	2%	7%	8%	8%
神火股份	4.8	5.7	7.1	7.4	9.4	神火股份	19%	24%	4%	27%
阳泉煤业	17.7	21.0	26.2	28.9	33.8	阳泉煤业	18%	25%	10%	17%
中国神华	185.7	210.3	224.8	277.9	293.0	中国神华	13%	7%	24%	5%
兖州煤业	36.1	36.3	49.4	54.8	60.9	兖州煤业	1%	36%	11%	11%
中煤能源	91.5	100.8	122.5	126.1	141.7	中煤能源	10%	22%	3%	12%
煤炭销量 (百万吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	煤炭销量YoY	2009	2010	2011E	2012E
西山煤电	16.2	17.8	21.1	24.1	26.4	西山煤电	10%	19%	14%	9%
平煤股份	34.5	37.4	39.8	39.0	43.1	平煤股份	8%	6%	-2%	10%
开滦股份	4.0	4.7	6.1	6.3	6.7	开滦股份	17%	31%	3%	6%
潞安环能	23.2	26.7	28.4	28.9	32.0	潞安环能	15%	6%	2%	11%
兰花科创	5.4	5.8	5.7	6.5	7.0	兰花科创	7%	-2%	14%	8%
神火股份	5.0	5.6	7.2	7.4	9.4	神火股份	12%	29%	3%	27%
阳泉煤业	36.3	39.5	45.4	51.5	59.4	阳泉煤业	9%	15%	13%	15%
中国神华	232.7	254.3	292.8	376.9	413.0	中国神华	9%	15%	29%	10%
兖州煤业	291.7	267.0	292.7	320.8	344.3	兖州煤业	-8%	10%	10%	7%
中煤能源	74.1	79.0	89.8	97.2	108.2	中煤能源	7%	14%	8%	11%
吨煤毛利润 (元/吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	吨煤毛利润YoY	2009	2010	2011E	2012E
西山煤电	402	278	367	378	367	西山煤电	-31%	32%	3%	-3%
平煤股份	231	98	125	135	127	平煤股份	-58%	27%	8%	-6%
开滦股份	413	319	303	310	272	开滦股份	-23%	-5%	2%	-12%
潞安环能	287	219	299	318	325	潞安环能	-24%	37%	6%	2%
兰花科创	410	378	382	529	558	兰花科创	-8%	1%	38%	5%
神火股份	432	252	378	453	432	神火股份	-42%	50%	20%	-5%
阳泉煤业	85	99	120	121	123	阳泉煤业	17%	21%	1%	2%
中国神华	188	181	216	214	218	中国神华	-4%	19%	-1%	2%
兖州煤业	375	240	371	383	356	兖州煤业	-36%	54%	3%	-7%
中煤能源	226	224	232	259	260	中煤能源	-1%	4%	11%	1%
吨煤净利润 (元/吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	吨煤净利润YoY	2009	2010	2011E	2012E
西山煤电	200	125	145	131	126	西山煤电	-37%	16%	-9%	-4%
平煤股份	81	40	49	60	57	平煤股份	-51%	24%	23%	-5%
开滦股份	140	105	111	112	102	开滦股份	-25%	6%	1%	-9%
潞安环能	128	80	116	124	128	潞安环能	-37%	45%	7%	3%
兰花科创	181	149	168	234	235	兰花科创	-18%	13%	39%	0%
神火股份	249	119	178	180	182	神火股份	-52%	49%	1%	1%
阳泉煤业	65	85	89	92	89	阳泉煤业	30%	5%	4%	-3%
中国神华	106	110	130	123	120	中国神华	4%	19%	-6%	-3%
兖州煤业	189	105	167	173	160	兖州煤业	-45%	60%	3%	-7%
中煤能源	89	81	77	96	92	中煤能源	-9%	-5%	25%	-5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 48：中金覆盖 H 股煤炭公司关键假设

平均煤价（元/吨）	2008	2009	2010	2011E	2012E	平均煤价YoY	2009	2010	2011E	2012E
中国神华	379	388	427	444	463	中国神华	2%	10%	4%	4%
国内长单价	336	362	385	340	360	国内长单价	8%	6%	-12%	6%
国内现货价	438	421	466	522	543	国内现货价	-4%	11%	12%	4%
出口价格	577	552	567	719	659	出口价格	-4%	3%	27%	-8%
兖州煤业	661	506	654	697	690	兖州煤业	-24%	29%	7%	-1%
国内长单价	405	420	488	520	516	国内长单价	4%	16%	7%	-1%
国内现货价	675	522	680	687	729	国内现货价	-23%	30%	1%	6%
出口价格	569	594	736	784	706	出口价格	4%	24%	7%	-10%
中煤能源	447	416	456	501	522	中煤能源	-7%	10%	10%	4%
国内长单价	365	402	410	408	423	国内长单价	10%	2%	0%	3%
国内现货价	612	417	521	580	609	国内现货价	-32%	25%	11%	5%
出口价格	694	522	662	796	741	出口价格	-25%	27%	20%	-7%
首钢资源						首钢资源				
原煤价格	671	550	715	857	866	原煤价格	-18%	30%	20%	1%
焦精煤价格	1,320	1,197	1,458	1,575	1,591	焦精煤价格	-9%	22%	8%	1%
恒鼎实业						恒鼎实业				
焦精煤价格	1,312	870	1,132	1,371	1,374	焦精煤价格	-34%	30%	21%	0%
单位销售成本（元/吨）	2008	2009	2010	2011E	2012E	单位销售成本YoY	2009	2010	2011E	2012E
中国神华	195	207	216	228	242	中国神华	6%	4%	6%	6%
兖州煤业	292	267	293	321	344	兖州煤业	-8%	10%	10%	7%
中煤能源	293	283	320	357	383	中煤能源	-3%	13%	12%	7%
首钢资源（原煤）	131	154	187	221	238	首钢资源（原煤）	17%	21%	18%	8%
首钢资源（精煤）	271	311	370	430	463	首钢资源（精煤）	14%	19%	16%	8%
恒鼎实业（原煤）	130	159	143	163	172	恒鼎实业（原煤）	22%	-10%	14%	6%
恒鼎实业（精煤）	517	356	319	400	397	恒鼎实业（精煤）	-31%	-10%	25%	-1%
自产煤产量（百万吨）	2008	2009	2010	2011E	2012E	自产煤产量YoY	2009	2010	2011E	2012E
中国神华	186	210	225	278	293	中国神华	13%	7%	24%	5%
兖州煤业	34	36	46	51	56	兖州煤业	5%	27%	11%	11%
中煤能源	91	101	123	126	142	中煤能源	10%	22%	3%	12%
首钢资源（原煤）	2	6	6	6	6	首钢资源（原煤）	151%	1%	1%	0%
首钢资源（精煤）	0	1	2	2	2	首钢资源（精煤）	231%	62%	13%	10%
恒鼎实业（原煤）	3	3	4	4	5	恒鼎实业（原煤）	0%	50%	-1%	18%
恒鼎实业（精煤）	2	1	2	2	2	恒鼎实业（精煤）	-11%	34%	-3%	26%
煤炭销量（百万吨）	2008	2009	2010	2011E	2012E	煤炭销量YoY	2009	2010	2011E	2012E
中国神华	233	254	293	377	413	中国神华	9%	15%	29%	10%
国内	212	241	282	372	409	国内	14%	17%	32%	10%
国内长单	164	172	155	167	182	国内长单	5%	-10%	8%	9%
国内现货	48	69	128	205	227	国内现货	45%	85%	60%	11%
出口	21	14	10	5	4	出口	-36%	-24%	-48%	-26%
内销现货比例	23%	29%	45%	55%	56%	内销现货比例	6%	17%	10%	0%
兖州煤业	34	36	44	51	56	兖州煤业	7%	23%	14%	11%
国内	32	34	36	41	45	国内	8%	6%	14%	9%
国内长单	7	8	10	9	9	国内长单	13%	21%	-10%	1%
国内现货	24	26	26	32	36	国内现货	7%	1%	23%	11%
出口	2	2	8	9	11	出口	-5%	370%	14%	21%
内销现货比例	77%	76%	72%	78%	80%	内销现货比例	-1%	-4%	6%	2%
中煤能源	74	79	90	97	108	中煤能源	7%	14%	8%	11%
国内	66	76	87	95	107	国内	16%	15%	9%	13%
国内长单	55	56	62	53	53	国内长单	1%	11%	-14%	1%
国内现货	11	21	26	42	53	国内现货	91%	25%	64%	27%
出口	7	1	1	1	1	出口	-80%	8%	-43%	0%
内销现货比例	16%	27%	30%	44%	50%	内销现货比例	11%	3%	15%	6%
首钢资源	2.2	5.7	5.0	5.0	4.8	首钢资源	159%	-12%	-1%	-3%
原煤	1.9	4.7	3.4	3.2	2.8	原煤	147%	-27%	-8%	-10%
焦精煤	0.3	1.0	1.6	1.8	2.0	焦精煤	231%	62%	13%	10%
恒鼎实业	0.9	0.6	1.5	1.8	2.3	恒鼎实业	-33%	145%	15%	29%
原煤	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	原煤	-76%	1222%	-70%	18%
焦精煤	0.9	0.6	1.3	1.7	2.2	焦精煤	-29%	113%	31%	29%
吨煤毛利（元/吨）	2008	2009	2010	2011E	2012E	吨煤毛利YoY	2009	2010	2011E	2012E
中国神华	184	181	211	216	221	中国神华	-2%	17%	2%	2%
兖州煤业	370	239	361	376	346	兖州煤业	12%	51%	4%	-8%
中煤能源	155	133	136	144	138	中煤能源	-14%	2%	6%	-4%
首钢资源（原煤）	540	396	528	637	628	首钢资源（原煤）	-27%	33%	21%	-1%
首钢资源（精煤）	1,048	887	1,088	1,144	1,128	首钢资源（精煤）	-15%	23%	5%	-1%
恒鼎实业（精煤）	795	514	813	971	976	恒鼎实业（精煤）	-35%	58%	19%	1%
吨煤净利润（元/吨）	2008	2009	2010	2011E	2012E	吨煤净利润YoY	2009	2010	2011E	2012E
中国神华	108	114	134	127	124	中国神华	5%	17%	-5%	-3%
兖州煤业	192	106	176	181	166	兖州煤业	-45%	65%	3%	-8%
中煤能源	97	90	83	105	97	中煤能源	-6%	-8%	27%	-8%
首钢资源（原煤）	308	185	286	331	318	首钢资源（原煤）	-40%	54%	16%	-4%
首钢资源（精煤）	599	414	589	595	571	首钢资源（精煤）	-31%	42%	1%	-4%
恒鼎实业（精煤）	320	138	225	248	250	恒鼎实业（精煤）	-57%	63%	10%	1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 49: 可比公司估值

A股煤炭公司		投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2011-11-28	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		58,203	18.47		(31%)	0.84	0.95	1.05	19%	13%	11%	22.0	19.4	17.6	4.01	4.40	4.82	4.6	4.2	3.8
平煤股份*	中性		29,892	12.66		(22%)	0.78	0.93	0.91	31%	19%	(2%)	16.2	13.6	13.9	3.96	4.71	5.44	3.2	2.7	2.3
开滦股份*	中性		17,038	13.80		(20%)	0.70	0.70	0.71	6%	(0%)	1%	19.6	19.6	19.4	4.67	5.27	5.89	3.0	2.6	2.3
潞安环能*	审慎推荐		54,881	23.85		(31%)	1.49	1.63	1.74	63%	9%	7%	16.0	14.6	13.7	5.17	6.00	6.93	4.6	4.0	3.4
冀中能源			42,788	18.50		(8%)	1.04	1.42	1.72	(25%)	37%	21%	17.9	13.0	10.7	5.96	6.05	7.20	3.1	3.1	2.6
煤气化			8,872	17.27		(34%)	0.46	0.66	0.87	(38%)	44%	32%	37.8	26.3	19.9	6.11	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.
上海能源			15,271	21.13		(25%)	1.84	1.91	2.19	40%	4%	15%	11.5	11.1	9.6	9.80	10.07	12.05	2.2	2.1	1.8
盘江股份			26,876	24.36		(25%)	1.22	1.58	1.92	36%	30%	21%	20.0	15.4	12.7	6.47	6.49	7.85	3.8	3.8	3.1
中间值 - 焦煤										25%	16%	13%	18.7	15.0	13.8				3.1	3.1	2.6
无烟煤公司																					
兰花科创*	审慎推荐		23,385	40.94		(13%)	2.30	2.95	3.62	3%	28%	23%	17.8	13.9	11.3	11.46	13.91	16.62	3.6	2.9	2.5
神火股份*	审慎推荐		19,320	11.50		(27%)	0.69	0.68	0.78	93%	(2%)	16%	16.7	17.0	14.7	2.68	3.15	3.70	4.3	3.6	3.1
河南能源	审慎推荐		45,214	18.80		(34%)	1.00	1.15	1.25	30%	15%	9%	18.7	16.4	15.0	3.55	4.58	5.71	5.3	4.1	3.3
复星能源			21,300	21.30		(0%)	0.93	1.42	1.67	(10%)	52%	18%	22.9	15.0	12.8	6.26	9.65	9.56	3.4	2.2	2.2
中间值 - 无烟煤										17%	21%	17%	18.3	15.7	13.7				3.9	3.3	2.8
动力煤公司																					
中国神华*	推荐		517,634	25.81		4%	1.87	2.21	2.40	23%	18%	9%	13.8	11.7	10.8	9.90	11.30	12.86	2.6	2.3	2.0
兖州煤业**	审慎推荐		107,027	26.49		(7%)	1.83	1.69	1.73	132%	(7%)	2%	14.5	15.6	15.3	7.47	8.57	9.79	3.5	3.1	2.7
中煤能源*	审慎推荐		115,519	9.41		(13%)	0.52	0.70	0.80	4%	35%	14%	18.1	13.4	11.7	5.54	6.03	6.59	1.7	1.6	1.4
伊泰B股			7,954	34.69		(24%)	3.45	4.07	4.53	61%	18%	11%	10.1	8.5	7.7	10.87	11.90	15.00	3.2	2.9	2.3
大同煤业			24,854	14.85		(29%)	0.77	0.81	0.96	(14%)	5%	18%	19.3	18.3	15.5	6.18	n.a.	n.a.	2.4	n.a.	n.a.
恒源煤电			16,050	16.05		(30%)	1.04	1.36	1.69	(12%)	30%	24%	15.4	11.8	9.5	6.36	6.38	7.40	2.5	2.5	2.2
露天煤业			20,670	15.58		(39%)	1.10	1.08	1.27	49%	(2%)	18%	14.2	14.5	12.3	3.13	3.41	4.41	5.0	4.6	3.5
郑州煤电			6,562	10.43		(13%)	0.21	0.17	0.21	15%	(21%)	27%	49.7	63.2	49.7	3.16	n.a.	n.a.	3.3	n.a.	n.a.
国投新集			23,833	12.88		(8%)	0.68	0.72	0.89	51%	6%	23%	18.9	17.8	14.4	4.09	4.27	4.94	3.1	3.0	2.6
安源股份			3,912	14.53		(18%)	0.16	n.a.	n.a.	103%	n.a.	n.a.	90.8	n.a.	n.a.	2.77	n.a.	n.a.	5.2	n.a.	n.a.
靖远煤电			2,951	16.59		(18%)	0.32	0.43	0.55	7%	33%	28%	51.8	39.0	30.4	2.97	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
大有能源			24,159	28.98		(15%)	0.04	2.01	2.29	(77%)	n.a.	14%	n.a.	14.4	12.6	6.22	n.a.	n.a.	4.7	n.a.	n.a.
山煤国际			18,878	25.17		(27%)	1.01	1.48	2.11	23%	47%	43%	24.9	17.0	11.9	5.52	5.79	7.85	4.6	4.3	3.2
平庄能源			13,064	12.88		(16%)	0.64	0.73	0.84	39%	13%	15%	20.1	17.7	15.4	4.20	4.22	4.92	3.1	3.1	2.6
远兴能源			5,743	7.48		(18%)	0.14	0.28	0.36	(88%)	100%	29%	53.4	26.7	20.8	3.02	n.a.	n.a.	2.5	n.a.	n.a.
中间值 - 动力煤										23%	18%	18%	19.1	16.3	13.5				3.2	3.0	2.6
中间值 - 无烟煤/焦煤										23%	18%	17%	18.8	15.5	13.8				3.2	3.0	2.6
H股煤炭公司																					
			Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 2011-11-28	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		631,978	33.05	39.8%	1%	1.92	2.29	2.49	20%	19%	9%	15.0	12.1	10.7	9.97	11.51	13.22	2.9	2.4	2.0
目标价				46.20											15.0						
兖州煤业**	审慎推荐		130,669	17.84	25.6%	(25%)	1.89	1.78	1.82	125%	(6%)	2%	8.2	8.4	7.9	7.59	8.80	10.08	2.0	1.7	1.4
目标价				22.40											10.0						
中煤能源*	审慎推荐		141,036	8.74	44.2%	(28%)	0.56	0.76	0.85	1%	35%	12%	13.5	9.6	8.4	5.58	6.18	6.79	1.4	1.2	1.0
目标价				12.60											12.0						
宝钢资源* (HKD)	中性		15,926	2.96	3.0%	(44%)	0.34	0.39	0.38	60%	16%	(2%)	8.8	7.6	7.7	3.65	3.86	4.19	0.8	0.8	0.7
目标价				3.05											8.0						
恒鼎实业*	审慎推荐		5,205	2.52	23.0%	(62%)	0.34	0.36	0.42	72%	8%	15%	6.5	5.8	4.9	3.50	3.80	4.15	0.7	0.7	0.6
目标价				3.10											6.0						
中间值										60%	16%	9%	8.8	8.4	7.9				1.4	1.2	1.0
国际可比公司																					
			Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2011-11-28	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		172,769	34.44		(23%)	4.29	4.31	4.54	305%	0%	5%	8.1	8.1	7.7	10.72	13.49	16.91	3.2	2.6	2.0
Rio Tinto	澳大利亚		98,773	62.53		(26%)	7.31	8.80	8.98	165%	20%	2%	8.7	7.2	7.0	32.26	36.09	42.84	1.9	1.7	1.5
Anglo American	英国		30,146	35.36		(32%)	5.43	5.26	6.00	169%	(3%)	14%	4.2	4.3	3.8	28.07	33.56	38.62	1.3	1.1	0.9
XSTRATA	瑞士		27,750	14.53		(38%)	1.61	2.08	2.43	544%	23%	16%	5.8	4.5	3.9	14.67	15.64	17.70	1.0	0.9	0.8
中间值										237%	10%	10%	7.0	5.8	5.5				1.6	1.4	1.2
印尼煤炭公司																					
Bumi			4,614	0.22		(33%)	0.02	0.02	0.03	62%	30%	48%	13.7	10.6	7.2	0.05	0.08	0.10	4.3	2.8	2.2
Indo Tambangraya			4,684	4.15		(26%)	0.18	0.42	0.54	(40%)	135%	28%	23.0	9.8	7.7	0.79	0.88	1.11	5.3	4.7	3.8
Tambang Batubara			4,233	1.84		(27%)	0.10	0.16	0.20	(13%)	69%	23%	19.2	11.3	9.2	0.36	0.40	0.51	5.1	4.6	3.6
中间值										(27%)	97%	32%	21.1	11.0	8.5	0.21	0.24	0.31	5.2	4.6	3.7
美国煤炭公司																					
Peabody			8,879	32.78		(49%)	2.88	4.01	5.33	71%	39%	33%	11.4	8.2	6.2	19.53	20.84	25.62	1.7	1.6	1.7
Arch Coal			2,884	13.63		(61%)	0.98	1.19	2.66	250%	21%	124%	13.9	11.5	5.1	16.70	18.10	19.19	0.8	0.8	0.8
Consol			8,005	35.29		(28%)	1.61	2.95	3.69	(46%)	83%	25%	21.9	12.0	9.6	15.11	15.41	18.69	2.3	2.3	2.3
Alpha			4,135	18.81		(69%)	0.80	2.05	1.84	25%	156%	(10%)	23.5	9.2	10.2	37.48	45.92	39.52	0.5	0.4	0.5
中间值										48%	61%	33%	17.9	10.3	7.9				1.2	1.2	1.2
澳大利亚煤炭公司																					
			Market Cap (USD Mn)	Price(AUD) 2011-11-28	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			10,652	124.49		4%	8.13	6.80	8.98	20%	(16%)	32%	15.3	18.3	13.9	18.76	21.17	26.08	6.6	5.9	6.6
New Hope			4,849	5.91		25%	0.61	0.28	0.30	(75%)	(53%)	6%	9.8	20.9	19.7	2.80	2.84	2.92	2.1	2.1	2.1
Aquila			2,205	5.96		(39%)	-0.18	0.02	-0.03	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.98	1.03	0.88	6.1	5.8	6.1
Whitehaven			2,590	5.30		(21%)	0.02	0.33	0.51	(97%)	1535%	55%	265.0	16.2	10.5	2.11	2.27	2.57	2.5	2.3	2.5
中间值										(75%)	(16%)	32%	15.3	18.3	13.9				4.3	4.1	4.3

注：1) 标注*的公司为中金公司预测，其余为市场一致预期；2) 剔除Felix账面汇兑收益后，兖煤2010年A/H股EPS为Rmb1.45/1.50元，对应2011年业绩增速为18%

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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。

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

Singapore

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市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

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

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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

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

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

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

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

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

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

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

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

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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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



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