

煤炭类上市公司中报综述

——毛利率创历史低点 焦煤企业仍有风险

报告摘要：

营业收入仍保持增长：2012 年上半年，全国煤炭企业累计销售收入 1.64 万亿，同比增长 17.55%。上市公司表现优于行业整体水平：以煤炭开采为主业的上市公司营业收入平均增长 20.6%（剔除资产总量通过融资大幅扩张的永泰能源），但中位数仅为 9.23%，说明板块内部不同公司营收增速分化严重。

各煤种公司表现分化：上半年动力煤企业营收增速达到 13.9%，在各个煤种中增幅最快；无烟煤和喷吹煤类公司营收增速仅次于动力煤企业，上半年达到 13%；焦煤企业今年承压最大，上半年营收增速明显低于其他煤种，仅为 6.28%。如将上下游一体化公司单独抽离出来，会发现煤炭企业向下游拓展恐非明智之举。此类公司营收平均增速仅为 5.9%。相比煤焦一体和煤化一体类企业，煤电铝类公司营收下降更为明显。

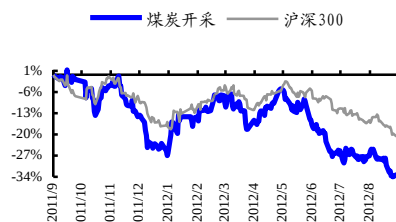
大面积出现净利下滑：上半年煤炭企业盈利情况不佳，仅有 7 家公司出现净利润同比增长，而净利下滑的公司却达到 19 家，所有公司净利润平均增幅为 -6.86%，中位数为 -7.82%。分煤种考察上市公司利润变动，规律与营收变动相类似，仍是焦煤企业同比下滑最为明显，达到 -31%；动力煤企业表现最好，同比下滑幅度仅为 3.36%；无烟煤喷吹煤类公司尽管平均利润下滑幅度较低，但仅有兰花科创一家公司同比增长且增幅较大，其他公司利润均明显下滑。

当前毛利率处于低点：煤炭类上市公司上半年销售毛利率平均值为 25.93%，比去年年末的 29.6% 下滑 3.69 个百分点。传统高毛利企业如兰花科创、潞安环能、盘江股份、平庄能源仍保持 40% 以上的较高毛利水平。从可比公司历史情况来看，当前煤炭板块毛利已经达到过去近十年的最低值。

投资建议：7 月全国煤炭行业销售收入增幅已由 6 月的 17.55% 下滑至 13%，说明煤炭价格下降的后续影响仍在延续。近期全国矿难频发，内蒙、吉林都已开始明确加大中小煤矿整治力度，客观上将进一步缩减煤炭供给，有利于对动力煤价格形成支撑。我们判断动力煤价格已基本见底，上周内蒙部分坑口价格已经反弹，但最近两周煤炭仍有小幅下跌可能，价格反弹需着眼本月底或下月初。焦煤价格风险仍需继续释放，短期看空焦煤价格。配置上看，我们持续推介的公司基本都是高毛利的稳健品种，如兰花科创、国投新集、平庄能源等，我们相对更看好价格先行反弹的蒙东地区两家公司：平庄能源和露天煤业。中国神华半年度业绩超预期，也可进行长期配置。

风险提示：煤炭价格持续下跌，超出预期；宏观经济继续下滑。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-9.03%	-22.13%	-34.95%
相对收益	-2.68%	-8.27%	-13.57%

重点公司

投资评级

相关报告

《煤炭行业 8 月月报》

2012-09-03

《煤炭行业 7 月月报》

2012-07-30

《隐含对煤炭行业发展路径的指示——发改委《煤炭矿区总体规划管理暂行规定》解析》

2012-07-04

《煤炭行业 2012 年下半年投资策略——美国煤出口中国影响 是滔天巨浪还是一波涟漪？》

2012-06-28

证券分析师：王师

执业证书编号：S0550511030001

(021)20361109 wangs@nesc.cn

1. 煤炭板块上半年营业收入总体仍保持增长

2012 年上半年，全国煤炭企业累计销售收入 1.64 万亿，同比增长 17.55%。上市公司表现优于行业整体水平：以煤炭开采为主业的上市公司营业收入平均增长 20.6%（剔除资产总量通过融资大幅扩张的永泰能源），但中位数仅为 9.23%，说明板块内部不同公司营收增速分化严重。

营收增速前四位分别是永泰能源、大同煤业、山煤国际和郑州煤电。其中永泰能源通过多次融资扩大了资产规模；大同煤业、山煤国际和郑州煤电都有占比非常大的煤炭贸易业务，该业务体量较大但营业利润率较低。

表 1: 煤炭类上市公司 2012 年上半年营业收入同比增幅

证券代码	证券简称	营业总收入(同比增长率)%
600157.SH	永泰能源	475.87
601001.SH	大同煤业	167.07
600546.SH	山煤国际	106.33
600121.SH	郑州煤电	48.55
600188.SH	兖州煤业	37.20
600397.SH	安源煤业	35.82
600348.SH	阳泉煤业	33.33
600395.SH	盘江股份	21.77
000968.SZ	煤气化	20.15
601088.SH	中国神华	20.09
601101.SH	昊华能源	16.65
601918.SH	国投新集	14.65
600997.SH	开滦股份	10.67
600971.SH	恒源煤电	9.23
中位数		9.23
600792.SH	云煤能源	8.74
600403.SH	大有能源	8.70
601898.SH	中煤能源	5.36
000983.SZ	西山煤电	4.02
600123.SH	兰花科创	3.65
601666.SH	平煤股份	3.24
000780.SZ	平庄能源	0.13
000552.SZ	靖远煤电	-0.55
600508.SH	上海能源	-1.45
000933.SZ	神火股份	-1.61
002128.SZ	露天煤业	-2.86
601699.SH	潞安环能	-7.22
000937.SZ	冀中能源	-14.44
平均数		20.61

数据来源: wind 东北证券

动力煤价格虽然从5月起有较大幅度下降，但相对于其他煤种，此类公司产量增速较为明显，且部分公司明显受益于合同煤价格同比上涨5%。上半年动力煤企业营收增速达到13.9%，在各个煤种中增幅最快，仅有靖远煤电和露天煤业两家公司出现营收同比微幅下降。

表 2: 动力煤类上市公司 2012 年上半年营业收入同比增幅

动力煤	证券代码	证券简称	营业总收入(同比增长率)
	600121.SH	郑州煤电	48.55
	600397.SH	安源煤业	35.82
	600403.SH	大有能源	8.70
	600971.SH	恒源煤电	9.23
	000552.SZ	靖远煤电	-0.55
	600546.SH	山煤国际	106.33
合同煤			
	601001.SH	大同煤业	167
	601088.SH	中国神华	20.09
	601918.SH	国投新集	14.65
	601898.SH	中煤能源	5.36
褐煤			
	000780.SZ	平庄能源	0.13
	002128.SZ	露天煤业	-2.86
平均值			13.91

数据来源: wind 东北证券

注: 在计算平均值时剔除了大同煤业和山煤国际, 因为二者今年均有较高比例的煤炭贸易业务。

无烟煤和喷吹煤价格年初较坚挺, 二季度末期下滑, 但价格下跌在各公司中报中体现并不明显。无烟煤和喷吹煤类公司营收增速仅次于动力煤企业, 上半年达到13%。

表 3: 无烟煤、喷吹煤上市公司 2012 年上半年营业收入同比增幅

无烟煤 喷吹煤	证券代码	证券简称	营业总收入(同比增长率)
	600123.SH	兰花科创	3.65
	600348.SH	阳泉煤业	33.33
	600188.SH	兖州煤业	37.20
	601699.SH	潞安环能	-7.22
	000933.SZ	神火股份	-1.61
平均值			13.07

数据来源: wind 东北证券

焦煤企业今年承压最大, 上半年营收增速明显低于其他煤种, 仅为6.28%。除了价格下跌影响, 焦煤企业今年产量增速也非常有限。我们认为焦煤价格下行风险

并未完全释放，建议短期谨慎对待焦煤类企业。

表 4: 炼焦煤上市公司 2012 年上半年营业收入同比增幅

证券代码	证券简称	营业总收入(同比增长率)
600157.SH	永泰能源	475.87
600395.SH	盘江股份	21.77
000968.SZ	煤气化	20.15
600997.SH	开滦股份	10.67
000983.SZ	西山煤电	4.02
601666.SH	平煤股份	3.24
600508.SH	上海能源	-1.45
000937.SZ	冀中能源	-14.44
	平均值	6.28

数据来源: wind 东北证券

注: 永泰能源近两年多次融资扩大规模, 与其他公司可比性不足, 故在计算平均值时予以剔除

如果将从事上下游一体化的公司单独抽离出来, 会发现煤炭企业向下游拓展恐非明智之举。此类公司营收平均增速仅为 5.9%。相比煤焦一体和煤化一体类企业, 煤电铝类公司营收下降更为明显。

表 5: 上下游一体化类煤炭企业 2012 年上半年营业收入同比增幅

上下游 一体化	证券代码	证券简称	营业总收入(同比增长率)	业务类型
	000968.SZ	煤气化	20.15	煤、焦
	600997.SH	开滦股份	10.67	煤、化工
	000983.SZ	西山煤电	4.02	煤、焦
	600123.SH	兰花科创	3.65	煤、化肥
	600508.SH	上海能源	-1.45	煤电铝
	000933.SZ	神火股份	-1.61	煤电铝
	平均值		5.91	

数据来源: wind 东北证券

2. 煤炭板块上半年利润呈下降态势

上半年煤炭企业盈利情况不佳, 仅有 7 家公司出现净利润同比增长, 而净利下滑的公司却达到 19 家, 所有公司净利润平均增幅为-6.86%, 中位数为-7.82%。分煤种考察上市公司利润变动, 规律与营收变动相类似, 仍是焦煤企业同比下滑最为明显, 达到-31%; 动力煤企业表现最好, 同比下滑幅度仅为 3.36%; 无烟煤喷吹煤类公司尽管平均利润下滑幅度较低, 但仅有兰花科创一家公司同比增长且增幅较大, 其他公司利润均明显下滑。

表 6: 煤炭板块上市公司 2012 年上半年净利润同比增幅

证券代码	证券简称	净利润(同比增长率)
600157.SH	永泰能源	220.01

601918.SH	国投新集	52.49
600123.SH	兰花科创	46.43
600395.SH	盘江股份	15.36
601088.SH	中国神华	14.66
600397.SH	安源煤业	6.87
000780.SZ	平庄能源	4.07
600188.SH	兖州煤业	-2.45
601898.SH	中煤能源	-4.12
600546.SH	山煤国际	-4.18
600997.SH	开滦股份	-5.28
600971.SH	恒源煤电	-5.64
601101.SH	昊华能源	-7.01
601699.SH	潞安环能	-7.63
002128.SZ	露天煤业	-9.99
000552.SZ	靖远煤电	-10.14
000983.SZ	西山煤电	-11.16
600403.SH	大有能源	-12.08
000937.SZ	冀中能源	-13.86
600348.SH	阳泉煤业	-16.99
000933.SZ	神火股份	-18.08
600508.SH	上海能源	-24.59
601666.SH	平煤股份	-27.03
601001.SH	大同煤业	-30.21
600121.SH	郑煤煤电	-42.10
000968.SZ	煤气化	-151.80
算术平均		-6.86
中位数		-7.62

数据来源: wind 东北证券

表 7: 炼焦煤类上市公司 2012 年上半年净利润同比增幅

证券代码	证券简称	净利润(同比增长率)
600157.SH	永泰能源	220.01
600395.SH	盘江股份	15.36
600997.SH	开滦股份	-5.28
000983.SZ	西山煤电	-11.16
000937.SZ	冀中能源	-13.86
600508.SH	上海能源	-24.59
601666.SH	平煤股份	-27.03
000968.SZ	煤气化	-151.80
平均		-31.19

数据来源: wind 东北证券

表 8: 动力煤类上市公司 2012 年上半年净利润同比增幅

动力煤	证券代码	证券简称	净利润(同比增长率)
-----	------	------	------------

	600397.SH	安源煤业	6.87
	600546.SH	山煤国际	-4.18
	600971.SH	恒源煤电	-5.64
	000552.SZ	靖远煤电	-10.14
	600403.SH	大有能源	-12.08
	600121.SH	郑州煤电	-42.10
褐煤	000780.SZ	平庄能源	4.07
	002128.SZ	露天煤业	-9.99
合同煤	601918.SH	国投新集	52.49
	601088.SH	中国神华	14.66
	601898.SH	中煤能源	-4.12
	601001.SH	大同煤业	-30.21
平均数			-3.36

数据来源: wind 东北证券

表 9: 无烟煤、喷吹煤类上市公司 2012 年上半年净利润同比增幅

证券代码	证券简称	净利润(同比增长率)	
无烟煤 喷吹煤	600123.SH	兰花科创	46.43
	600188.SH	兖州煤业	-2.45
	601699.SH	潞安环能	-7.63
	600348.SH	阳泉煤业	-16.99
	000933.SZ	神火股份	-18.08
平均数			0.26

数据来源: wind 东北证券

表 10: 上下游一体化类上市公司 2012 年上半年净利润同比增幅

上下游一体	证券代码	证券简称	净利润(同比增长率)
	600123.SH	兰花科创	46.43
	600997.SH	开滦股份	-5.28
	000983.SZ	西山煤电	-11.16
	000933.SZ	神火股份	-18.08
	600508.SH	上海能源	-24.59
	000968.SZ	煤气化	-151.80
平均数			-27.41

数据来源: wind 东北证券

3. 煤炭板块毛利率与净利率处于历史低点

煤炭类上市公司上半年销售毛利率平均值为 25.93%，比去年年末的 29.6% 下滑 3.69 个百分点。传统高毛利企业如兰花科创、潞安环能、盘江股份、平庄能源仍保

持 40%以上的较高毛利水平；毛利下降最为明显的是今年新合并贸易业务的大同煤业，较去年年末下滑 25 个百分点。

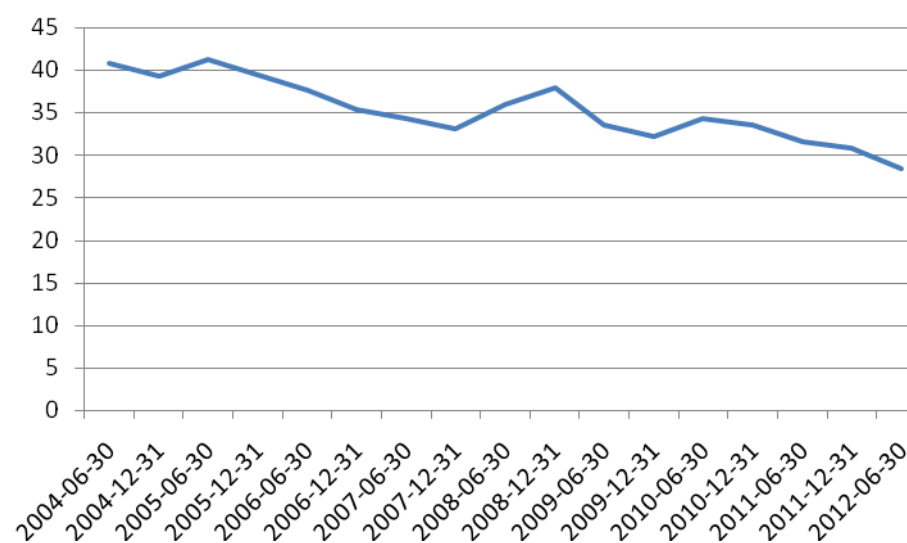
表 11: 煤炭类上市公司 2012 年上半年销售毛利率 %

证券代码	证券简称	销售毛利率% 2012 1H	销售毛利率% 2011	毛利率变动 百分点
600123.SH	兰花科创	48.36	46.42	1.94
600395.SH	盘江股份	46.92	44.71	2.21
600157.SH	永泰能源	45.86	59.30	-13.44
601699.SH	潞安环能	43.27	45.12	-1.85
601101.SH	昊华能源	40.81	43.62	-2.81
000780.SZ	平庄能源	40.17	41.30	-1.13
601918.SH	国投新集	39.24	35.35	3.89
601088.SH	中国神华	37.45	41.09	-3.64
002128.SZ	露天煤业	35.64	38.10	-2.46
601898.SH	中煤能源	34.33	33.62	0.71
600403.SH	大有能源	34.10	36.05	-1.95
000983.SZ	西山煤电	31.72	30.27	1.45
000937.SZ	冀中能源	29.63	24.92	4.71
600188.SH	兖州煤业	27.24	40.61	-13.37
600508.SH	上海能源	27.11	29.28	-2.17
600971.SH	恒源煤电	23.47	29.29	-5.82
000552.SZ	靖远煤电	22.70	24.08	-1.38
601666.SH	平煤股份	21.13	20.76	0.37
000968.SZ	煤气化	18.93	27.02	-8.09
601001.SH	大同煤业	14.70	39.81	-25.11
600997.SH	开滦股份	14.00	12.85	1.14
000933.SZ	神火股份	11.32	10.92	0.40
600397.SH	安源煤业	10.35	27.66	-17.31
600348.SH	阳泉煤业	10.31	13.70	-3.39
600546.SH	山煤国际	5.72	7.38	-1.66
600792.SH	云煤能源	4.22	7.02	-2.81
600121.SH	郑州煤电	3.77	6.08	-2.31
平均值		25.93	29.61	-3.69

数据来源：wind 东北证券

随着多家煤炭企业向下游延伸或增加煤炭贸易业务，煤炭类上市公司的总体毛利水平逐年下滑。从可比公司历史情况来看，当前煤炭板块毛利已经达到过去近十年的最低值。

图 1: 煤炭板块历史销售毛利率变动 %



数据来源: 东北证券, Wind

各公司上半年销售净利润率与去年年末相比变化并不明显: 由 12.26% 下滑 0.82 个百分点至 11.46%。高净利率企业基本上与高毛利企业重合, 除了兰花科创和中国神华外, 净利润率超过 20% 的上市公司盘江股份、露天煤业、平庄能源和国投新集都是纯粹的煤炭开采企业, 并未涉足其他行业。说明煤炭业务毛利目前仍明显高于相关产业链上的其他行业。

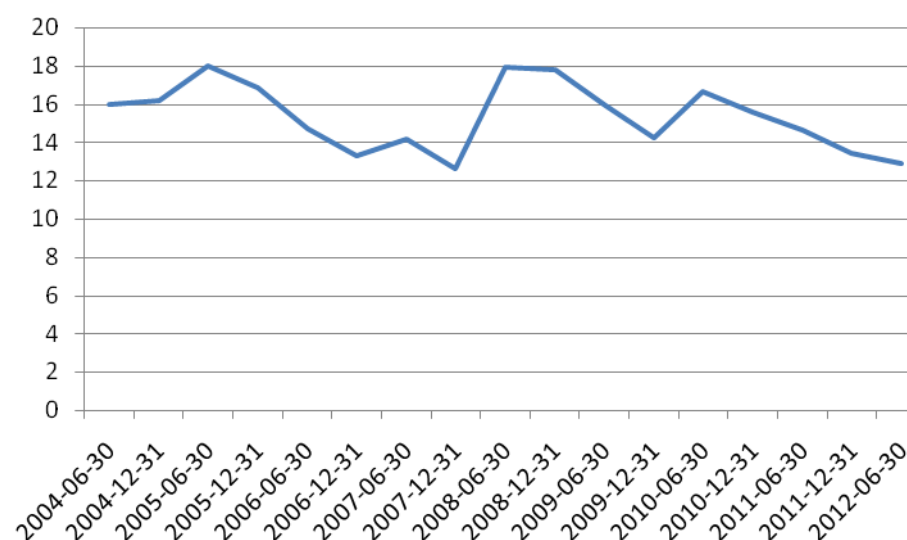
表 12: 煤炭类上市公司 2012 年上半年销售净利润率 %

证券代码	证券简称	销售净利润率%	销售净利润率%	净利率变动 百分点
		2012 1H	2011	
600123.SH	兰花科创	25.29	20.61	4.68
601088.SH	中国神华	24.04	24.74	-0.70
600395.SH	盘江股份	23.52	23.03	0.48
002128.SZ	露天煤业	21.91	25.47	-3.56
000780.SZ	平庄能源	21.00	22.88	-1.88
601918.SH	国投新集	20.23	16.69	3.53
601101.SH	昊华能源	18.54	18.93	-0.40
601699.SH	潞安环能	17.09	14.89	2.20
600188.SH	兖州煤业	16.85	17.72	-0.88
600403.SH	大有能源	16.05	14.82	1.23
600157.SH	永泰能源	14.34	16.15	-1.80
600508.SH	上海能源	11.58	14.21	-2.63
000983.SZ	西山煤电	11.46	9.89	1.57
601898.SH	中煤能源	11.16	11.60	-0.43
600971.SH	恒源煤电	10.96	12.27	-1.31
000552.SZ	靖远煤电	9.40	6.88	2.52
000937.SZ	冀中能源	9.22	8.11	1.11
601666.SH	平煤股份	6.94	7.08	-0.14

600997.SH	开滦股份	4.59	4.07	0.52
601001.SH	大同煤业	4.47	15.78	-11.31
600348.SH	阳泉煤业	3.95	5.35	-1.40
000933.SZ	神火股份	3.44	3.62	-0.18
600397.SH	安源煤业	3.13	2.33	0.80
600546.SH	山煤国际	1.99	2.39	-0.41
600121.SH	郑州煤电	0.19	1.11	-0.93
600792.SH	云煤能源	-0.99	2.68	-3.67
000968.SZ	煤气化	-1.05	8.06	-9.11
平均值		11.46	12.27	-0.82

数据来源：东北证券，Wind

图 2: 煤炭板块历史销售净利率变动 %



数据来源：东北证券，Wind

4. 投资建议

7 月全国煤炭行业销售收入增幅已由 6 月的 17.55% 下滑至 13%，说明煤炭价格下降的后续影响仍在延续。近期全国矿难频发，内蒙、吉林都已开始明确加大中小煤矿整治力度，客观上将进一步缩减煤炭供给，有利于对动力煤价格形成支撑。我们判断动力煤价格已基本见底，上周内蒙部分坑口价格已经反弹，但最近两周煤炭仍有小幅下跌可能，价格反弹需着眼本月底或下月初。焦煤价格风险仍需继续释放，短期看空焦煤价格。配置上看，我们持续推介的公司基本都是高毛利的稳健品种，如兰花科创、国投新集、平庄能源等，我们相对更看好价格先行反弹的蒙东地区两家公司：平庄能源和露天煤业。中国神华半年度业绩超预期，也可进行长期配置。

5. 风险提示

煤炭价格持续下跌，超出预期；宏观经济继续下滑。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760