

煤炭行业

徐哲

010-88092288-3211

date9112003@yahoo.com.cn

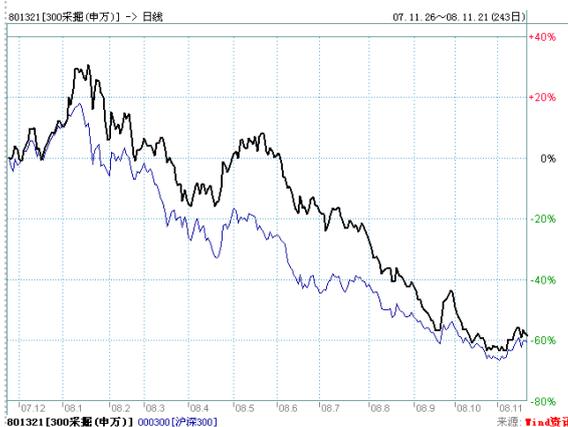
先过好“冬天”，再迎接“春天”

——煤炭行业 2009 年投资策略报告——

2008 年 12 月 2 日

跟随大市

市场表现 (07.11-08.11)



数据来源: Wind 咨询分析软件。

图表说明: 图中黑色线是煤炭板块整体走势; 蓝色线代表沪深 300 走势。近一年来该板块走势一直优于大盘, 但进入 8 月后板块整体下跌速度快于大盘。

相关报告

- 1 煤炭行业: 国家发改委电煤价格临时干预措施点评
公告发布日期: 2008.06.20
- 2 产业资产对黑金的估值: 煤炭股值多少钱?
公告发布日期: 2008.07.03
- 3 煤炭行业: 理性对待预期, 合理配置股票
公告发布日期: 2008.07.08
- 4 发改委动力煤港口限价措施点评
公告发布日期: 2008.07.25
- 5 煤炭行业: 周而复始, 不“破”不“立”
公告发布日期: 2008.09.10
- 6 趋“利”避“害”, 抓住龙头
公告发布日期: 2008.10.30

投资摘要:

- **煤炭行业大环境判断:** 煤炭在我国一次能源构成及消费结构中占据着核心地位; 从煤炭行业自身情况来看, “低迷”逐渐成为一种常态, 价格继续在下降通道中运行, 而其区域性特征越发明显, 现在判断煤炭行业见底为时过早, 最乐观估计应在 09 年 2 季度。
- **中国煤炭供给是否过剩?** 我们判断: 综合考虑 09 年供略大于求, 10 年回到紧平衡!
- **煤炭价格何时得到支撑?** 我们判断仍有“惯性”下跌空间, 但维持前期结论: 08 年的全年优质动力煤价格同比上涨 50%左右, 而 09 年将在此均价基础上出现 15%-20%的回调, 基本回到 08 年初的价格水平。焦炭价格回调幅度较最高点已经超过 50%, 未来的调整空间不大, 预计上限不会超过 20%!
- **煤炭上市公司是否已具备投资价值?** 首先, 由于 08 年合同煤价签订时间较早, 其占比较高的**龙头企业**未能充分享受煤价上涨所带来的高利润未来价格存在上涨空间, 在 09 年全行业陷入低谷时其业绩波动将不会太大, 具有更强的风险抵抗能力**值得长期持有**; 其次, 建议**短期规避冶金用煤**(焦煤、焦炭、喷吹煤)生产企业, 在下游钢铁行业普遍不景气的条件下, 现在的高增长意味着未来更快的衰退(特别是对于没有自身煤炭资源依靠来料加工的焦化企业未来一到两个季度中将面临“生死考验”); 第三, 化工用煤生产企业如**兰花科创**, 其未来取决于国家对化肥价格和出口的管制能否松动。
- **重点推荐:** 中国神华(601088)、中煤能源(601898)。

正文目录

煤炭行业大环境判断	3
一、中国能源储量与消费结构决定了煤炭的重要地位	3
二、煤炭行业或在 09 年 2 季度见底	3
(一) 宏观判断短期国际、国内形势并不乐观	3
(二) 中观判断煤炭行业见底为时过早，最乐观估计应在 09 年 2 季度	4
中国煤炭供给是否过剩?	7
一、电力行业可能带来的煤炭需求测算	8
二、钢铁行业可能带来的需求测算	9
三、水泥行业可能带来的需求测算	10
四、化肥行业可能带来的需求测算	11
五、我们判断：综合考虑 09 年供略大于求，10 年回到紧平衡!	12
煤炭价格何时得到支撑?	13
一、数据仍然不支撑油价再度走高，但我们认为亦无须过于悲观	13
二、国际煤价对国内煤价的下拉动力在消失，且中国市场具有独立性	15
三、我们判断：价格仍有“惯性”下跌空间，但维持前期结论!	16
煤炭上市公司是否已具备投资价值?	17
一、08 年业绩有保证，但行业整体已进入下行通道	17
二、煤炭行业龙头“大小非”减持压力相对较小	18
三、目前市场估值状况	19
四、我们判断：趋“利”避“害”、抓住龙头!	20
(一) 煤炭类企业价值分析思路	20
(二) 基于前述研究思路的策略及重点公司推荐	20

图表目录

图表 1 中国 GDP 增速历年走势.....	4
图表 2 中国 CPI、PPI 增速走势图.....	4
图表 3 原煤、洗煤、焦炭月度同比增速（其中焦炭增速已降至有数据统计以来的最低点）.....	5
图表 4 投资、消费与货物服务净出口对 GDP 的贡献占比.....	6
图表 5 GDP 缩减指数与 CPI（单向变化约 6 个季度）.....	7
图表 6 工业增速已处于近 5 年低点.....	7
图表 7 中国财政盈余额度（按目前的投资额度中国也有可能出现赤字）（亿元）.....	7
图表 8 发电量与 GDP 同比增速.....	8
图表 9 火电单月发电量（亿千瓦时）.....	8
图表 10 国内钢铁价格指数.....	9
图表 11 国际钢铁价格指数.....	9
图表 12 粗钢月产量与增速（万吨）.....	10
图表 13 主要城市螺纹钢价格走势（元/吨）.....	10
图表 14 水泥单月产量及增速比较（万吨）.....	10
图表 15 水泥价格运行指数.....	10
图表 16 氮肥及尿素月度产量（万吨）.....	11
图表 17 氮肥新增产能（万吨）.....	11
图表 18 固定资产投资额与增速比较（亿元）.....	12
图表 19 美国 API 原油库存量变化图.....	14
图表 20 国际油价与煤价走势图比较（美元/吨、美元/桶）.....	15
图表 21 国际煤价与油价比价走势.....	15
图表 22 国内煤价与国际煤价差.....	15
图表 23 主要动力煤价格走势（元/吨）.....	16
图表 24 主焦煤与焦炭价格对比走势图（元/吨）.....	16
图表 25 中国神华 PE bands.....	24
图表 26 中国神华 PB bands.....	24
图表 27 兰花科创 PE bands.....	24
图表 28 兰花科创 PB bands.....	24
图表 29 兖州煤业 PE bands.....	24
图表 30 兖州煤业 PB bands.....	24
图表 31 大同煤业 PE bands.....	24
图表 32 大同煤业 PB bands.....	24
表格 1 修正后供需关系预测表（亿吨）.....	13
表格 2 国内煤价预测（元/吨）.....	16
表格 3 截止第三季度煤炭上市公司业绩比较图（单位：亿元）.....	18
表格 4 煤炭上市公司大小非统计表（%/亿股）.....	19
表格 5 煤炭板块与市场整体估值状况比较.....	19
表格 6 重点煤炭公司保守估值.....	22
表格 7 重点煤炭公司保守估值.....	22
表格 8 我国主要煤炭上市公司资源占有指标估算表.....	23
表格 9 全行业区间涨幅比较示意表.....	23

煤炭行业大环境判断

一、中国能源储量与消费结构决定了煤炭的重要地位

中国能源构成中煤炭占据核心地位，目前仍然处于相对多煤，少油气的阶段，而且由于资源的不可再生特性决定了这种状况在不出现潜在可替代新能源的条件下，为维持国内经济增长将一直持续下去。

08 年 BP(英国能源公司)报告指出，中国目前的石油经济储量占世界总储量的 1.3%，储采比（指可采储量与年开采量之比反映能源的可开采年限）为 11.3，世界平均水平为 41.6；天然气占比为 1.1%，储采比为 27.2，世界平均水平为 60.3；煤炭占比 13.5%，储采比 45，世界平均水平为 45。除煤炭以外其他主要一次能源储量占比及持续开采潜力较小，这也决定了煤炭在中国能源构成中的核心地位。

能源消费中煤炭地位同样显著，数据表明中国除了煤炭资源相对较丰富以外，其他主要一次能源十分稀缺，但我国能源消费却长年居高不下，其中石油消费占世界消费总额的 9.3%，天然气占 2.3%，煤炭占 41.3%。

中国以高能耗为代价换取经济快速增长的模式短期内极难改变，其也决定了中国煤炭消费的持续增长性，但是这种增长与下游产业（电力、钢铁、水泥、化肥等）景气周期紧密相关促使了煤炭行业整体的周期性循环过程的形成。

二、煤炭行业或在 09 年 2 季度见底

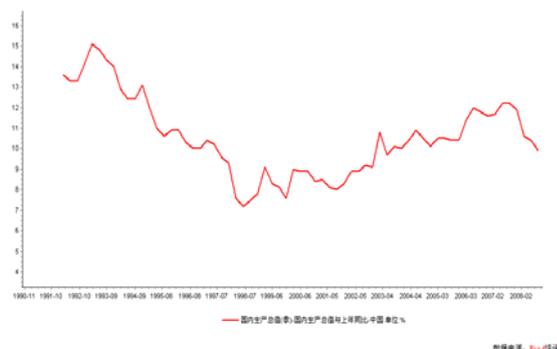
（一）宏观判断短期国际、国内形势并不乐观

在世界经济逐渐走弱的大背景下，中国经济面临着方向性选择的问题。我们的判断是在中国经济与世界经济联系日益紧密的今天，脱离世界经济运行周期中国继续保持高增长难度较大，虽然近期政府出台了多项刺激经济的政策，但是美国“次级债危机”还未完全解决，信用卡危机却呼之欲现；欧洲经济已经步入衰退边缘；日本经济再现危机等不利因素影响下使得对世界经济何时回暖难以下定论。

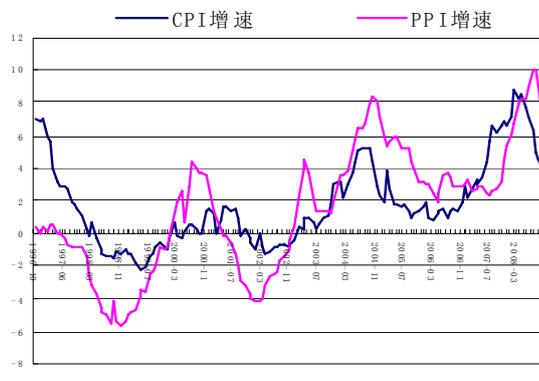
国内政策导向已由反通胀转向反通缩。中国在经历了 08 上半年的“通胀”阴影后，频繁的降息、四万亿投资刺激等政策反映出决策者政策意图已转换为考虑如何面对有可能出现的“通缩”问题。但从以下两图可以看出国内形势并不乐观：08 年第三季度我国 GDP 增速已降至 9.9%，这是自 2003 年第二季度以来的最低水平；CPI、PPI 分别回落至 4.0%和 6.69%，以前众多研究人员热议的“剪刀差”拉动问题已经发生方向性的转换。这一系列的数据表明中

国正在走向通缩，各项政策“猛药”虽已涉及根本，但政策效应必然有一个滞后期，在其发挥作用之前我们可能要面对的是更加严峻的现实。

图表 1 中国 GDP 增速历年走势



图表 2 中国 CPI、PPI 增速走势图



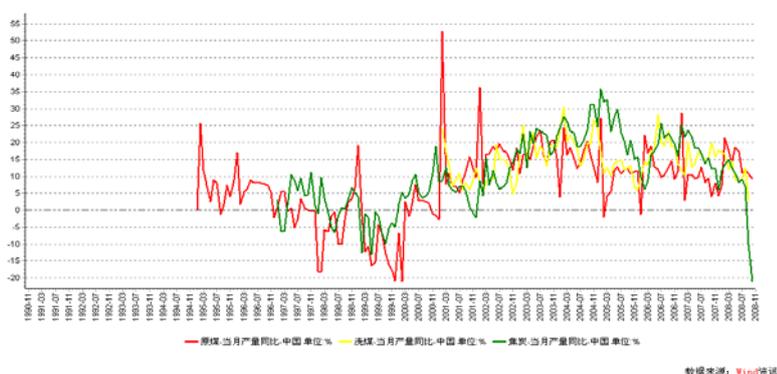
数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

（二）中观判断煤炭行业见底为时过早，最乐观估计应在 09 年 2 季度

从煤炭行业自身情况来看，低迷逐渐成为一种常态，价格继续在下降通道中运行，而其区域性特征越发明显：南方动力煤需求疲软依旧，东北、西北地区由于进入冬季采暖阶段需求较为稳定；冶金用煤生产企业虽已开始大规模限产，但市场价格仍然一路下跌，如果这些企业的既有库存不能在较短时间内在市场中得以有效“消化”，那么近两年曾风光无限的焦炭生产企业特别是小型焦化企业的大面积破产是可以预期的；化肥企业的限产也对较稳定的无烟煤需求造成压力。

而在众多数据中最令我们担忧的是煤炭出矿价格的回落，根据国家发改委的数据显示，10 月份煤炭价格出现小幅下降，主产区平均出矿价格 824 元/吨，较 9 月下降 1.27%。其中，动力煤价格为 560 元/吨（-0.70%），冶金用煤价格为 1176 元/吨（-1.63%）。我们认为价格由供需决定，而价格的传导需要一定时间，当价格回调回逼至上游终端时，真正的调整可能会在时间和空间上超出任何人的想象。

图表 3 原煤、洗煤、焦炭月度同比增速（其中焦炭增速已降至有数据统计以来的最低点）



数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

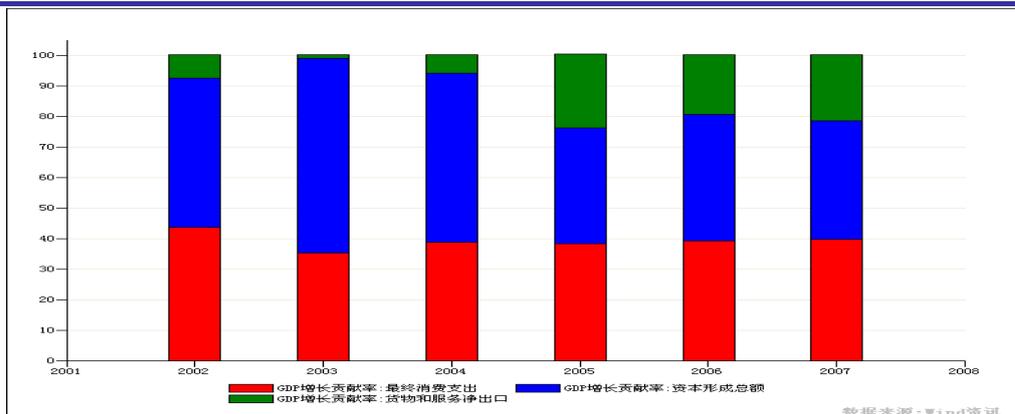
同时近段时间关于煤炭行业的产业信息反映出的利空因素也不可忽视。

首先，生产型向消费型增值税改革、矿业税率由 13% 回复至 17%。明年 1 月 1 日实施。增值税率由生产型向消费型转变，对煤炭行业而言如果按照购置设备全额抵扣的方式核算影响额度大约在 32.37 亿元左右，这是我们估计的一个上限值（注：按 08 年估算新增固定资产投资 460 亿的 50% 为设备款且全额抵扣，资金成本 10%，折旧期限 20 年计算）；矿业税率的恢复到 17%，由于我们预计 08 年是全行业未来 2-3 年的景气最高点，假设 09 年收入在诸多不确定因素影响下收入回到 06 年水平，那么全年的收入影响在 214.58 亿元左右，这是我们估计的一个下限值。两相比较可以发现，该政策负面影响远大于正面影响，对煤炭行业 09 年构成利空。

其次，1590 万吨新出口配额。08 年 3 月发改委下发的第一次配额为 3180 万吨，本次 1590 万吨的配额略高于预期。从具体情况看，神华、中煤各 655 万吨（中煤焦煤占比 14.81%、神华焦煤占比 3.36%），山西煤炭进出口集团 160 万吨（焦煤占比 25.63%），五矿 120 万吨（焦煤占比 20.00%）。我们维持前期对于出口煤的判断即其不构成对国内煤炭市场的直接影响，主要依据是首先占比太小，即使把今年的配额 4770 万吨全算上只达到全国煤炭产量的 1.74%（特别值得说明的是受需求下降影响今年部分配额延后至明年 3 月的可能性极大），需要补充的观点是煤炭供需偏紧时国家限制出口，国内煤价受国内市场供需影响价格降不下来，宽松时提高配额同样价格也升不上去，分割市场态势短期无法改变。

在坏消息接连不断的时候判断何时见底我们认为是很困难的，但是市场需要一个基本判断，那么就必须先离开煤炭行业本身分析，原因是煤炭行业占据中国主要一次能源消耗的绝大部分，同时作为上游行业的“顶端”部分要对其底部做出判断必须结合下游（具体分析可参看后几部分分析，这里只做大环境判断）。

图表 4 投资、消费与货物服务净出口对 GDP 的贡献占比



数据来源: WIND 资讯, 西南研发中心

由于中国的快速发展期长期以来依靠的是投资而非消费, 如果投资下降而消费却难以短期内跟上再加上出口的下滑, 那么经济放缓将成为必然, 日前出台的四万亿投资刺激政策正是基于这个考虑。

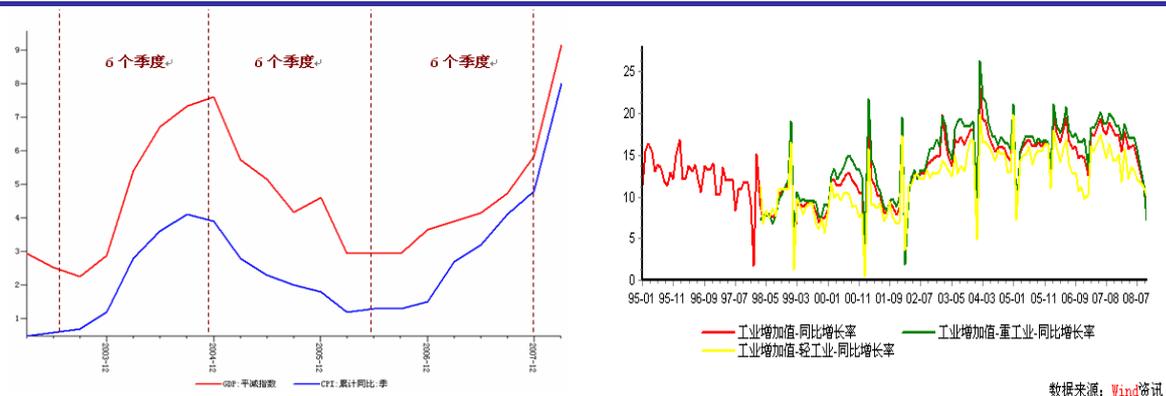
但从上图可以直观地看出 05 年以后国内由资本形成总额对 GDP 的贡献明显较 03、04 年下降, 出口在 05 年以后的 GDP 增长中贡献额增加, 而消费始终停留在 40% 上下。为什么中国会出现这样的经济增长构成呢, 我们认为由于中国长期以廉价的要素资源和劳动力补贴外国投资者以及消费者从而压制国内通胀, 通过承担全世界经济的调整成本换取市场份额是主因。在这种经济结构下, 国内企业的产业利润被明显放大, 直接刺激了企业的投资、生产欲望, 所以产品在国际上的竞争力也加强了(这必须以外国需求至少稳定作为前提)。而这种情况又会促使要素分配更加迅速地向资本、企业、政府靠拢, 从而造成政府与企业很有钱但普通居民没有钱, 因为政府是大多要素资源的最终控制者, 由政府直接或间接主导引起的投资过度以及随之而生的出口过度、消费不足、本币升值压力加大等问题将接踵而来。

而正是因为投资在中国经济的主导地位决定了“出手快、下手狠”的投资刺激会较为迅速的得到体现, 这个周期影响就有可能较预期持续的时间更短, 产生的负面影响更小, 但等这次危机消退时, “过热”也许会重新回归, 中国产业升级仍然遥遥无期。基于上述判断, 我们认为中国经济见底时间应会提前, 但不大可能出现在 09 年 1 季度之前, 如果参考 GDP 平减指数^①以及国内工业产值增速的运行规律来判断, 有可能国内经济在 09 年 2 季度出现回暖, 煤炭行业作为能源供应上游存在传导时滞, 预计在这一时间才能判断其见底。同时要对行业未来有清晰的判断还需解决以下三个问题: 中国煤炭供给是否过剩; 煤炭价格何时得到支撑; 煤炭上市公司是否已具备投资价值。

^① GDP 平减指数, 又称 GDP 缩减指数, 是指没有扣除物价变动的 GDP 增长率与剔除物价变动的 GDP 增长率之差。它的计算基础比 CPI 广泛得多, 涉及全部商品和服务, 除消费外, 还包括生产资料和资本、进出口商品和劳务等。因此, 这一指数能够更加准确地反映一般物价水平走向。

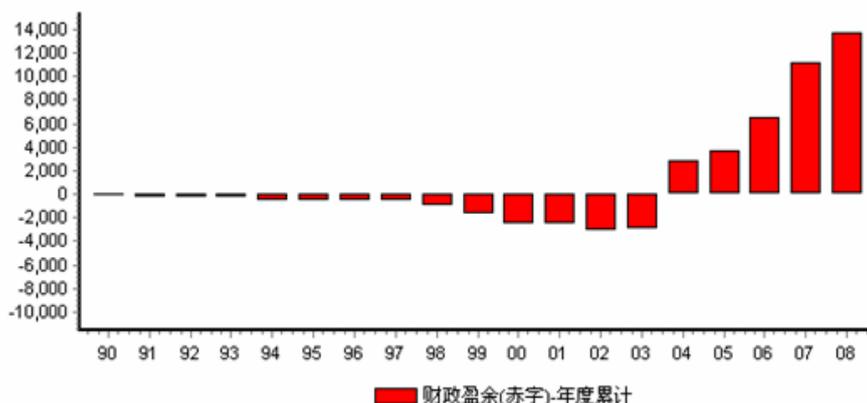
图表 5 GDP 缩减指数与 CPI（单向变化约 6 个季度）

图表 6 工业增速已处于近 5 年低点



数据来源: WIND 资讯, 西南研发中心

图表 7 中国财政盈余(按目前的投资额度中国也有可能出现赤字)(亿元)



数据来源: WIND 资讯, 西南研发中心

中国煤炭供给是否过剩?

由于近期政策措施出台十分频繁使我们不得不重新考虑中国煤炭市场的供求关系。

相关主要举措有: 11 月 9 日, 国务院公布了扩大内需、促进经济增长的十项措施, 初步匡算到 2010 年底约需投资 4 万亿元; 11 月 10 日, 国家发改委召开紧急会议, 安排今年新增的 1000 亿元中央投资工作; 11 月 12 日, 国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议。为落实中央关于扩大内需, 促进经济平稳较快增长的决策部署, 会议研究决定四项实施措施(具体包括核准审批固投资项目、提高部分产品出口退税、地震灾后重建及林业生态恢复重建); 同期 9000 亿巨资改善低收入人群居住条件、铁道部宣称新建铁路里程 2.3 万公里、投资规模超过 2 万亿元人民币等一系列的措施的实施在一定程度上改变了人们对未来经济走势的

悲观预期。而我们的煤炭供需关系修正就是基于这些政策对煤炭直接相关下游行业的影响所可能带来的需求变化，具体分析如下：

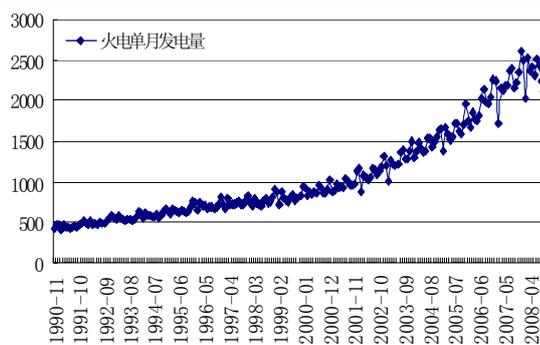
一、电力行业可能带来的煤炭需求测算

2008 年 10 月单月国内发电量出现至 1999 年 2 月以来的首度负增长。根据国家统计局的数据，1-10 月我国发电量同比增长了 8.3%（8、9、10 月份单月同比增长 5.1%、3.4%、-4.0%），增速比 07 年全年（14.51%）回落了 6.21 个百分点。其中 10 月份火电单月火电发电量为 2113.92 亿千瓦时，同比下降 5.3%；1-10 月的累积发电量为 23547.5 亿千瓦时，同比增长仅为 6.8%，这是至 2001 年 1 月以来的增速最低点。同期全国全社会用电量 28968.50 亿千瓦时，同比增长 8.27%，其中，10 月份单月用电量为 2699 亿千瓦时，同比下降 2.7%，为 2002 年 2 月以来首次出现单月电量增速同比下降，电力行业形式依然严峻。

图表 8 发电量与 GDP 同比增速



图表 9 火电单月发电量（亿千瓦时）



数据来源：Wind 资讯

数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

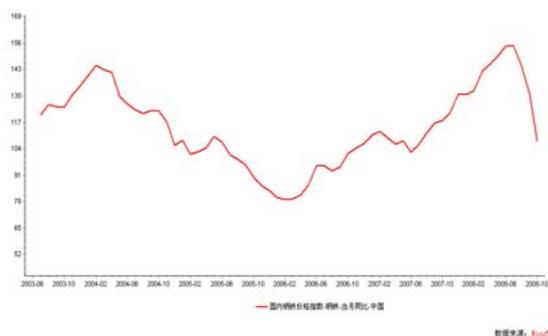
根据与电力行业研究员交流，我们认为目前影响行业发展的关键因素主要是三个：1、用电需求增长速度会回落到多少；2、煤价走势；3、电价还能上调多少。从现有的迹象来看，2008 年我国用电量增速可能回落到 8.7%左右，电力消费弹性系数略低于 1（约为 0.92）。2009 年考虑到政策刺激因素的影响 GDP 增速可以维持在 8%左右，假设电力消费弹性系数为 0.9（比前几年明显回落，主要是考虑到重工业受经济衰退影响更大），则 2009 年保守估计我国用电量增速会回落到 7.20%，火电厂的机组利用小时数同比下滑 4%；2010 年随着经济形式的转好 GDP 增速回到 9%水平，电力弹性系数回升至 1.05，用电增速达到 9.45%。

按照上述判断 09 年和 10 年火电发电量分别为 30591.01 亿千瓦时、33481.86 亿千瓦时（火电发电量约占总发电量的 80%），若按每千瓦时耗标煤 450 克核算（考虑到节能降耗以及大机组用煤量减少等因素，单位耗煤量以历史数据平均值估测），则电力行业 09 年和 10 年的实际耗标煤量分别为 13.77 亿吨、15.07 亿吨。

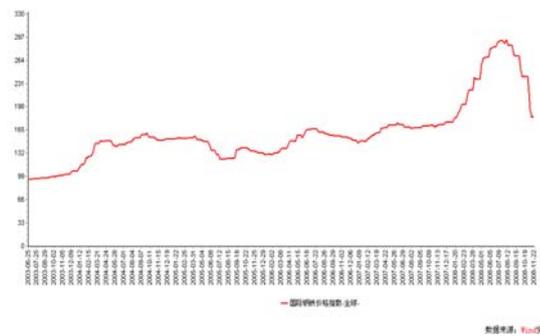
二、钢铁行业可能带来的需求测算

钢铁行业作为第二用煤大户其行业兴衰对煤炭行业有着巨大影响，而目前行业显然已处于行业下行通道：国际市场钢铁价格大幅下跌，主要钢铁企业纷纷停产；国内市场由于上半年钢价走高钢铁厂满负生产，在金融危机扩大化后下游需求出现较大回落，使得钢铁企业的库存增加，产品价格深幅回调，同时由于此前出口退税率的下调以及上调低端产品出口关税等因素的影响（出口退税新政涉及钢铁企业的仅有市场份额很小的“船用锚链”一项），09 年产品价格压力仍然较大。

图表 10 国内钢铁价格指数



图表 11 国际钢铁价格指数

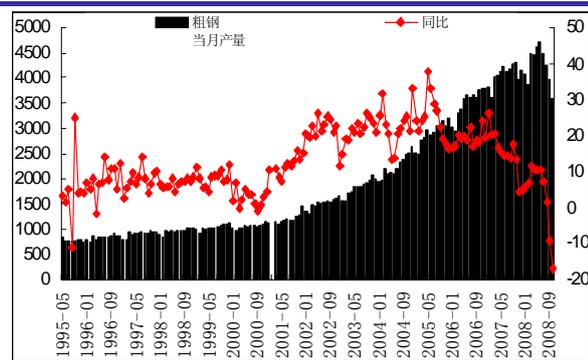


数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

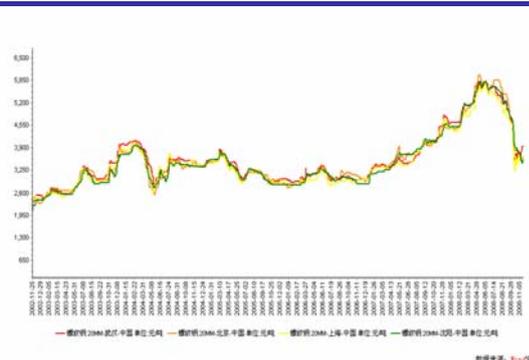
煤炭作为钢铁企业的上游其周期由下游决定，而钢铁企业作为中游行业又受到下游房地产、汽车和家电等行业的影响。从目前的情况来看，作为最大民用钢消费主体的房地产行业面对的是成交量不断下滑，销售均价普遍下降，新开工项目锐减等问题，虽然央行的降息政策在一定程度上加强购房者的购买力，但是我们认为作用有限，1-2 季度内不足以构成对钢铁行业的支撑；同时汽车、家电行业产销量的下降已经持续很长时间，机械行业如果不考虑新政刺激情况亦不乐观。

面对这种市场状况，大多数国内企业选择了 20%以上的减产，但是其限产保价的措施并没有得到市场的认可，价格仍然一路下跌，虽然近期价格下跌速度有所放缓（如建筑主要用钢螺纹钢价格），但是在可预见的未来却看不到任何反转的迹象。如果考虑 4 万亿投资可能带来的增长，按照钢铁行业业内人士分析根据 1994-2008 年前 9 个月万元固定资产投资耗钢量分析（1994 年高点 0.93 吨/万元，2008 年前 9 个月 0.41 吨/万元）平均万元固定资产投资耗钢量约为 0.52 吨，按照其估增量（考虑到基础投资、房地产、企业设备）1.75-2.03 亿吨，保守估计 09 年、10 年的钢铁拉动分别为 0.88 亿吨、0.93 亿吨。我们认为固投增加显然会拉动需求但是从趋势来看单位耗钢量有明显下滑趋势，未来两年很有可能无法达到平均数值，而且 4 万亿投资增量部分是多少现在无法统计，故上述结论可能过于乐观。综合判断修正 09 年、10 年前期预测增速为 8%、9.7%。

图表 12 粗钢月产量与增速（万吨）



图表 13 主要城市螺纹钢价格走势（元/吨）



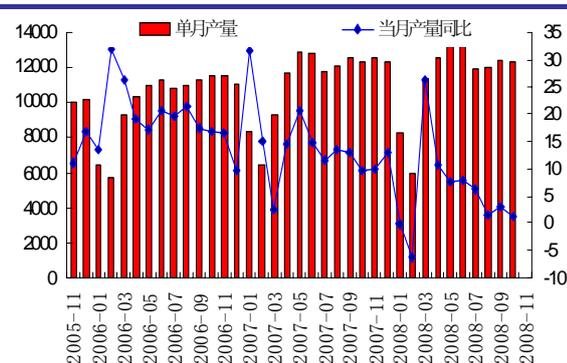
数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

综合考虑两方面的影响 09 年、10 年国内粗钢产量分别为 5.25 亿吨、5.76 亿吨，而根据我们前期研究表明单位粗钢生产耗煤量稳定在 0.60 以上，故我们判断考虑到钢铁行业受新政影响较大 09 年、10 年耗煤量估算为 3.15 亿吨、3.46 亿吨。

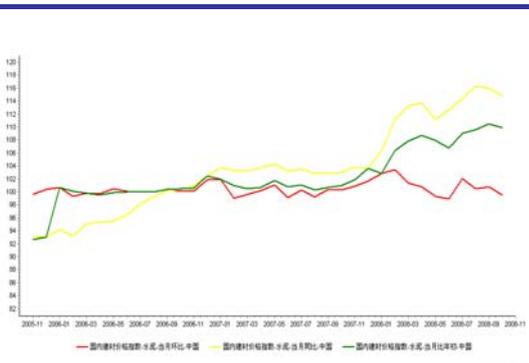
三、水泥行业可能带来的需求测算

08 年 1-10 月全国水泥累积产量 11.38 亿吨，同比增长 6.4%（08 上年增长 8.7%，07 年增长 10.06%）下滑较为明显；从单月产量分析 8、9、10 月的同比增速分别为 1.5%、3.1%、1.1%，而对应 07 年 8、9、10 单月增速 13.3%、12.8%、9.8%，形式不容乐观。从价格因素考虑目前水泥价格任然处于相对高位，虽有小幅下跌但较为稳定，说明目前市场供需状况未出现重大变化。可是业内普遍认为由于 04-05 年水泥行业固定投资过热，产能存在集中释放问题，再加之需求面临较大下滑可能性，09、10 年行业存在出现供大于求的局面。

图表 14 水泥单月产量及增速比较（万吨）



图表 15 水泥价格运行指数



数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

新政实施对水泥行业的拉动是较为明显的，按照中金研究所的估计，在铁道部 6000 亿基建投资，交通运输部 09、10 年年均 1 万亿投资规划，住房及城乡建设部 3 年 9000 亿廉租房

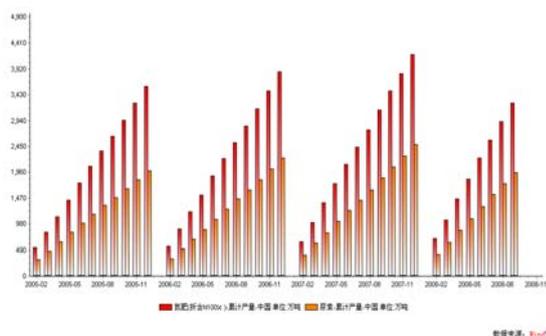
建设规划刺激下，09 年的水泥增长可达 7%，产量由于固投产能释放增长 7.6%左右。据此我们保守估计 09 年、10 年水泥产量约为 13.47 亿吨、14.55 亿吨（8%增长）。

由于该行业存在产能集中释放问题，虽然有多项政策刺激但供给大于需求的情况在未来两年仍然较为突出，而其对煤炭行业的影响主要来自其产量，所以该行业较其他用煤行业而言对煤炭行业的影响会最小。水泥生产可简单概括为“两磨一烧”（即生产磨、水泥磨和熟料烧成），在目前流行的干法烧制中生产磨和烧成磨都需要用煤，我们估算生产亿吨水泥需耗约 0.15 吨标煤，那么 09 年、10 年的耗煤量约为 2.02 亿吨、2.18 亿吨。

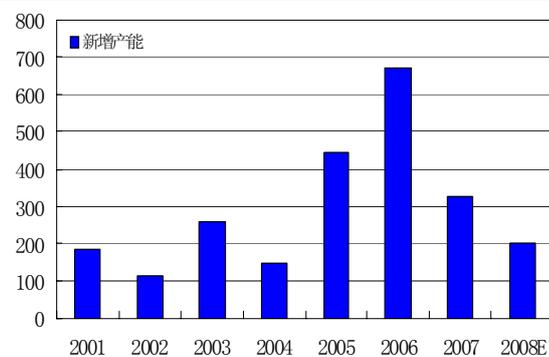
四、化肥行业可能带来的需求测算

国内氮肥生产较为分散，呈现出生产规模小、生产企业众多的特点。据相关研究显示全国合成氨生产能力为 30 万吨以上的氮肥设备只有 28 套，国际竞争力较差。从产量数据来分析 07 年氮肥（折合 N100%）产量为 4187.1 万吨，同比增长 10.7%，08 年 1-9 月产量为 3277 万吨，同比增长 5.5%；07 年尿素产量为 2485.7 万吨，同比增长 11.5%，08 年 1-9 月产量为 1953.5 万吨，同比增长 5.5%。从行业供需来看，业内普遍认为由于新建产能扩张较快产量增速超过需求增速，所以产能过剩压力较大，而国内企业寄予希望的出口在两次化肥出口关税大幅提高后受到较大影响，虽然近期出口关税有所下调，但是对出口的提振不大，行业在未来两年内将仍然处于供过于求的状态。

图表 16 氮肥及尿素月度产量（万吨）



图表 17 氮肥新增产能（万吨）



数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

我们认为由于该行业产能扩张较为迅速，09 年、10 年的产量仍然处于上升期（09 年 6%-7%、10 年 8%），对煤炭的需求增长应维持在合理范围内，预计化肥行业 09 年、10 年的煤炭需求量分别为 1.41 亿吨、1.59 亿吨。

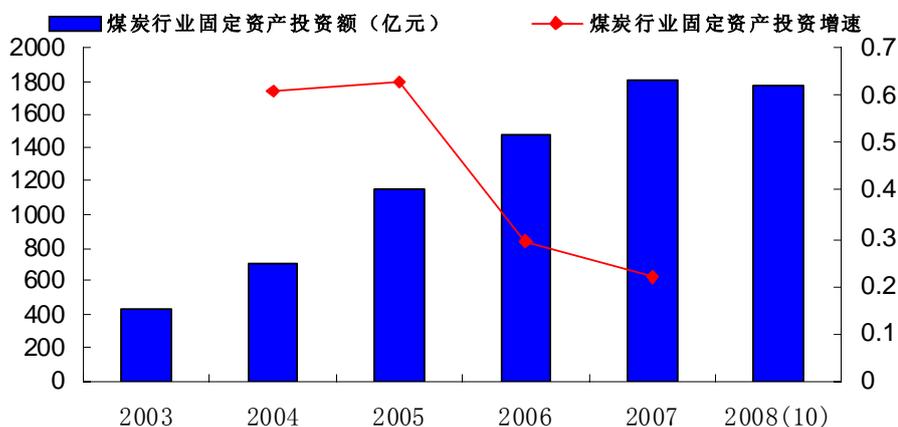
五、我们判断：综合考虑 09 年供略大于求，10 年回到紧平衡！

供给面整体判断：结合前期分析，截止 08 年 9 月我国原煤产量为 19.34 亿吨，同比增长 14%左右，预计全年的煤炭产量在 27.5 亿吨左右较 07 年增长约 8.44%，09 及 10 年考虑到行业固定资产投资增速下滑较快（小煤矿对产量的影响我们的考虑是 05 至 08 年小煤矿关停约 10800 个，合计产能减少 2.8 亿吨那么每个煤矿的实际产量约在 3 万吨左右，按照发改委 2010 年规划预计 08 至 10 年合计再关停 2500 个，则总产量减少约 0.75 亿吨，均摊到每年约 0.25 亿吨）修正为增长为 7.15%和 6.20%。

需求面整体判断：虽然有投资刺激因素作用，但是其政策效果还需时间检验，落实到煤炭行业的需求增长 09 年是得不到充分体现的（较大需求改观在 10 年后），根据前述分析由于 4 大行业在 09 年对煤炭消费高增长不构成强支撑，在考虑其他需求的基础上我们调整了前期预测分析结果。

结合供需的总体判断：经我们测算在不考虑其他因素影响条件下，2009 年我国煤炭供需将会变得较为宽松，整体表现为供给略大于需求的状况，如果考虑进出口及社会必要库存的影响其仍然表现为供略大于求，区别在于空间收窄；2010 年在宏观政策刺激下情况会有改变，同上不考虑其他因素影响则可能存在 1500 万吨的供给过剩，考虑其他因素则市场将重新回到“紧平衡”的状态下。

图表 18 固定资产投资额与增速比较（亿元）



数据来源：国家统计局，西南研发中心

表格 1 修正后供需关系预测表（亿吨）

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	08E	09E	10E
国内产量	14.41	17.67	20.00	22.10	23.89	25.36	27.25	29.20	31.01
增速(%)	-	22.62	13.19	10.47	8.12	6.15	8.44	7.15	6.20
国内消费	13.66	16.92	19.36	21.66	23.07	25.35	27.38	28.83	30.86
增速(%)	-	23.87	14.42	11.88	6.51	9.88	8.00	5.32	7.05
出口	0.84	0.94	0.87	0.72	0.63	0.53	0.35	0.50	0.50
进口	0.11	0.11	0.19	0.26	0.38	0.50	0.50	0.30	0.20
社会必要库存增加	0.07	0.10	0.07	0.07	0.04	0.07	0.07	0.06	0.07
供大于求(不考虑其他因素)	0.75	0.75	0.64	0.44	0.82	0.01	-0.13	0.36	0.15
紧平衡(综合考虑)	-0.05	-0.18	-0.11	-0.09	0.53	-0.09	-0.05	0.10	-0.22

数据来源：国家统计局、西南证券研发中心。数据测算说明：供给测算时主要考虑煤炭行业固定资产投资增速；需求测算主要参考下游行业增速。

煤炭价格何时得到支撑？

一、数据仍然不支撑油价再度走高，但我们认为亦无须过于悲观

国际油价近期波动频繁价格曾一度跌破 50 美元/桶，其从历史最高点计算下跌幅度近 70%，这也引发了对国际油价何时见底的争论。摩根大通与德意志银行认为由于全球经济的暗淡前景导致的需求萎缩，如果 OPEC 不进行大规模限产，国际油价将跌至 35 美元/桶；高盛等投行则认为由于全球范围内的经济刺激政策效应在 09 年体现国际油价仍然有可能重新站上 100 美元/桶。

我们认为影响能源价格的关键是供求关系，但其对能源价格上涨或下跌空间发挥不了主导作用，简单来说就是**供求决定的是趋势，却不能主导空间**。需要提醒投资者的是国际大行既掌握了大宗商品研究的话语权同时由于其重要参与者的身份也在一定程度上掌握着支配权。

回顾近三年的全球石油供需关系可以发现 2006 年表现为供过于求（过剩 2.46 亿桶），2007 年供小于求（缺口 1.28 亿桶），2008 年根据国际能源署（IEA）的估计 OPEC 减产前供大于需（过剩 51.6 万桶），减产后的供需大致平衡，而 2009 年也仅能维持基本平衡（不考虑进一步减产因素影响）。同时我们结合油价走势来分析，2006 年油价存在波动但空间稳定在 40-55 美元/桶范围内；07 年由于出现了供需缺口这个基本面支撑再加上主要机构在杠杆协助下资金量的激增，价格上涨超出了大多数人的想象；到了 08 年供需基本平衡了，杠杆作用产生的效应消失了（钱越来越少了），油价开始回归。

图表 19 美国 API 原油库存量变化图



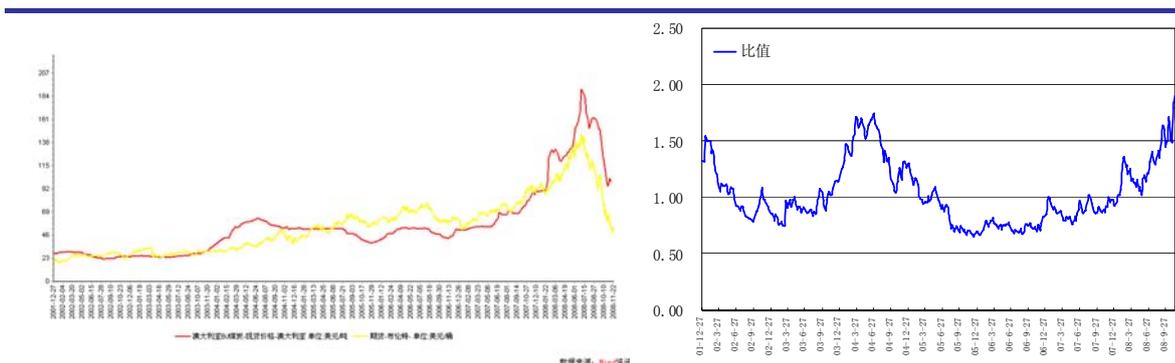
数据来源：维赛特资讯、西南证券研发中心

如果上述逻辑是成立的，那么我们可以判断至少 09 年油价已不太可能出现“暴涨”，理由是：1、基本面不支撑了；2、炒作机构没钱了。同时从美国 API 原油库存数据显示 08 年 9 月以来美国的原油库存量持续攀升，截至 11 月 21 日为止当周原油库存为 3.196 亿桶，较前周增加 50 万桶；蒸馏油库存增加 140 万桶至 1.295 亿桶；汽油库存增加 160 万桶至 2.012 亿桶，库存增加有所减少但是上升趋势并没有改变，所以现在判断油价见底还为时过早，但过分的担忧亦不可取。

如果要从成本角度来核算石油的价格支撑，有研究表明新投油气开发项目产油成本在 70-80 美元/桶，OPEC 组织成本 60 美元/桶，俄罗斯原油开采成本在 60 美元/桶左右，如果按照这个成本来看国际油价在 50 美元/桶是具有强支撑的。但考虑到伊朗总统艾哈迈迪·内贾德声称即使国际油价跌至每桶 8 美元或 5 美元其亦能承受，使我们对原油开采的真实成本表示“怀疑”。

由于煤炭与石油的资源替代性，国际煤价和国际油价间存在较大相关性，而 08 上半年国际油价的非理性上涨也促成了国际煤价的高企，故我们转换一个分析思路来探讨这个问题：从两者间的历史走势看存在着相互拉动，互相支撑的关系。回顾前期比价高点出现在 2004 年 2 季度末，当时的油价在 35-40 美元/桶附近波动，煤炭价格则在 60-65 美元/吨空间内，比价空间在 1.60-1.74 范围内。

图表 20 国际油价与煤价走势图比较(美元/吨、美元/桶) 图表 21 国际煤价与油价比价走势



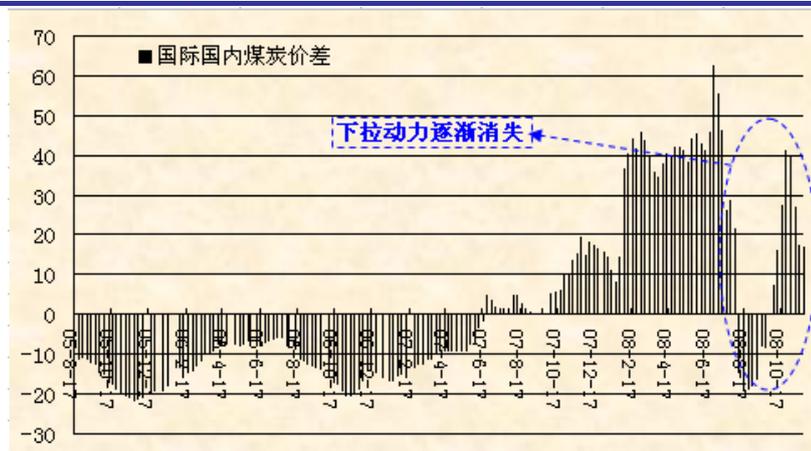
数据来源：国家统计局，西南研发中心

我们认为虽然未来走势不能完全复制过去（因为市场供需，经济形式等不同），但是在目前分析框架较为混乱，大多数研究者纷纷表示看不清的时候，可以将其作为一种参考，客观条件会有很多改变但是人性却并没有太多改变。在此基础上我们判断国际油价的底部区域在 40-50 美元/桶内，对应的国际煤价支撑位 60-70 美元/吨内。

二、国际煤价对国内煤价的下拉动力在消失，且中国市场具有独立性

05 年 8 月至 08 年 11 月期间，07 年 6 月前国内煤价一直低于国际煤炭价格，而在国内煤价超过国际煤价后表现出一种相对独立的行情，在 08 年 8 月国际煤价最后的疯狂期间国内煤价明显上涨动力不足，同时在国际煤价大幅回调时国内煤价的下跌幅度也明显较小。中国煤炭市场相对而言是一个分割的市场，基于此的判断有：首先，煤价上涨中有虚增成分，那么现在就存在一个回归过程，但由于市场的分割回调幅度会小于国际市场；其次，国内市场的分割是与垄断特征相联系的，配额制度的存在使得国内煤炭供应对国际市场冲击较小，国际煤价正如其迅速上涨后的骤跌一样，快速的下跌后会进入一个缓冲期，那么对国内煤价的下拉动力会相对较小。

图表 22 国内煤价与国际煤价差

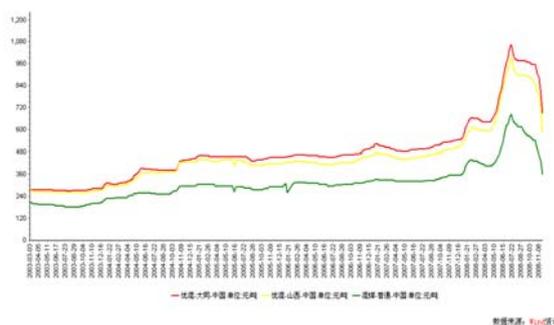


数据来源：WIND 资讯，西南研发中心。说明：国内煤价选取大同优混价格按现时汇率换算。

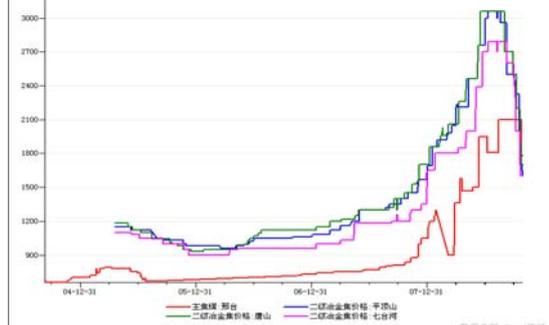
三、我们判断：价格仍有“惯性”下跌空间，但维持前期结论！

我们认为决定国内资源价格的唯一标准仍然是供求关系，脱离基本面的炒作在一定程度上会放大这种关系。前期油价疯狂上涨的过程中，国际煤炭受益于比价效应也出现了适应性上涨（国际煤价与日韩的需求联系更加紧密），国内煤价也随之而受益，在需求放缓时的价格硬撑只会造成有价无量的市场格局。

图表 23 主要动力煤价格走势（元/吨）



图表 24 主焦煤与焦炭价格对比走势图（元/吨）



数据来源：WIND 资讯，西南研发中心

在前期报告中我们曾指出“国际油价与冬季用煤高峰预期已不构成煤价再次冲高的支撑条件”，现在从市场表现来看我们仍然维持这个观点。在过去的两周时间内，普混价格由 460 元/吨下降至 360 元/吨（-21.74%）、大同优混价格由 880 元/吨降至 690 元/吨（-21.59%）、山西优混价格由 780 元/吨降至 580 元/吨（-25.65%）、主要地区焦炭价格降幅缩小至 7% 附近。

值得投资者注意的是近期动力煤价格下跌已超过焦炭的下跌幅度，我们认为焦炭价格此前已经有较为充分的回调，在焦煤价格企稳以及自身限产因素的刺激下已进入一个相对稳定期；而动力煤在短时间内却以近似自由落体的方式下跌则存在较多的不理性。从我们前一部分对 09 年的供需分析来判断，虽然分煤种价格 09 年都会有一定程度的下跌但是如目前市场表现的毫无缓冲的急跌情况应属个案，决定国内煤价的关键仍然是供需。

表格 2 国内煤价预测（元/吨）

时间	2006	2007	2008	08 上半年	08 下半年	09 年 E
市场均价	442	480	730	660	800	620
同比涨幅	-	9%	52.09%	40%	79.09%	-15%
合同电煤	5%	5%	10%	-	-	10%
价差	10%	15%	50%	-	-	30%
所占比重	25%	24%	22%	-	-	22%

数据来源：煤炭信息周刊、西南证券研发中心。测算说明：测算均价选取的是大同优混车板价进行周价格跟踪数据。

由于在前期判断中我们已较为充分的考虑到了市场的不利因素，故维持前期的价格判断：08 年的全年优质动力煤价格同比上涨 50%左右，而 09 年将在此均价基础上出现 15%-20%的回调，基本回到 08 年初的价格水平。焦炭价格回调幅度较最高点已经超过 50%，未来的调整空间不大，预计上限不会超过 20%。

煤炭上市公司是否已具备投资价值？

一、08 年业绩有保证，但行业整体已进入下行通道

我们认为煤炭上市公司前三季度的业绩增长仍然较快，但是从第三季度开始业绩出现了分化，整体情况来看具有自身优质资源的开采板块业绩增长仍然强劲，而比较依靠上游资源的焦炭加工板块业绩下滑明显。（具体分析可参看我们的三季度报告）

根据前述分析，由于经济形式的进一步恶化导致的煤炭“供需”关系变化，煤炭行业第四季度的业绩增长将明显放缓，特别是冶金用煤生产企业中无自身焦煤资源优势的企业受到的影响更大，其业绩波动将超出想象。

总体而言，今年前三季度的正面影响可以在一定程度上拉平 08 全年的业绩，结合前期研究我们仍然认为 08 年是煤炭行业历史业绩的最高峰，未来两年内预计都难以达到。

表格 3 截止第三季度煤炭上市公司业绩比较图 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	营业总收入 (亿元)	同比增长 (%)	归属母公司 股东的净利 润 (亿元)	同比增长 (%)	每股收益 EPS (元)	每股净资产 产 (元)	每股现金流 量净额 (元)
煤炭开采									
601088.SH	中国神华	198.90	775.11	29.01	219.38	47.03	1.10	7.09	0.36
601898.SH	中煤能源	132.59	421.77	54.23	57.37	35.20	0.43	4.57	0.37
600188.SH	兖州煤业	49.18	204.20	71.39	66.46	264.13	1.35	5.13	1.00
000983.SZ	西山煤电	24.24	96.55	69.24	26.69	229.18	1.10	3.28	0.28
601918.SH	国投新集	18.50	38.75	34.49	7.37	126.70	0.40	2.69	0.10
601699.SH	潞安环能	11.51	124.72	75.62	17.71	151.02	1.54	4.71	-1.19
601666.SH	平煤股份	10.75	130.91	64.54	18.75	104.89	1.75	6.92	2.86
000780.SZ	ST平能	10.14	19.10	132.39	3.58	98.12	0.35	2.03	0.43
600348.SH	国阳新能	9.62	115.57	46.01	8.74	127.59	0.91	2.88	1.58
002128.SZ	露天煤业	8.50	26.13	38.08	4.99	25.73	0.59	2.76	0.31
601001.SH	大同煤业	8.37	68.11	93.82	13.36	296.08	1.60	6.04	2.82
000937.SZ	金牛能源	7.88	70.73	84.74	18.45	309.79	2.34	6.74	0.33
600508.SH	上海能源	7.23	57.33	45.87	8.83	100.75	1.22	5.10	1.22
600121.SH	郑州煤电	6.29	34.44	25.70	1.52	-8.29	0.24	2.59	0.42
600395.SH	盘江股份	5.94	32.33	83.06	5.35	768.82	0.90	3.26	0.51
600123.SH	兰花科创	5.71	35.57	44.24	9.53	117.87	1.67	6.41	0.39
600997.SH	开滦股份	6.17	75.46	100.12	10.16	203.28	1.81	6.09	1.08
000968.SZ	煤气化	5.14	39.13	60.89	7.31	305.30	1.42	4.82	0.22
000933.SZ	神火股份	5.00	95.62	51.42	11.25	62.26	2.25	5.91	0.54
600397.SH	安源股份	2.69	7.63	-13.72	-0.10	-175.67	-0.04	2.93	0.02
000159.SZ	国际实业	2.41	6.08	35.36	1.35	226.59	0.56	4.74	0.82
600971.SH	恒源煤电	1.88	12.74	35.02	1.84	13.38	0.98	7.03	0.57
000552.SZ	靖远煤电	1.78	2.82	33.31	0.34	13.21	0.19	1.78	0.49
焦炭加工									
600408.SH	安泰集团	8.48							
600740.SH	山西焦化	5.66	43.62	103.68	0.99	23.71	0.17	3.89	-0.23
600179.SH	黑化股份	3.90	15.04	54.28	0.34	240.57	0.09	2.40	0.08
000835.SZ	四川圣达	2.35	11.23	75.52	1.27	120.54	0.54	1.71	-0.10
000723.SZ	美锦能源	1.40	13.43	166.92	0.78	83.24	0.56	3.24	1.37

数据来源: WIND 资讯、西南证券研发中心。核算说明: 数据核算皆采用整体法, 表中红色标识代表板块内最佳, 绿色标识代表板块内最差。

二、煤炭行业龙头“大小非”减持压力相对较小

就煤炭行业而言掌握股权则意味着掌握了公司控制着的煤炭资源, 国内煤炭上市公司中大多数企业是国有控股公司, 从国家能源战略的角度思考我们认为其没有“减持”动力。而非国有企业由于股改产生的“大小非”中(特别是一些半道转行生产焦炭的企业中的“大小非”), “小非”进行的“战略投资”就是为了获得“价差”收益, 在限售期结束后抛售是可以理解的, 再加之该类企业中家族特征较为明显同时并没有丰富的煤炭资源储备, 在未来的解禁浪潮中“大非”选择出局的可能性也较大。

从上表数据中我们可以发现煤炭上市公司中大部分限售股属于国有性质, 虽然龙头企业限售股数量巨大, 但是基于我们的上述的分析其限售股解禁对市场的冲击并不大, 而国有部分限售股解禁后控股股东可以通过回购及卖出操作有效避免公司股价的**暴涨暴跌**起到稳定市场的作用。

表格 4 煤炭上市公司大小非统计表 (%/亿股)

证券代码	证券简称	限售股份(国有法人持股)亿股	限售股份(境内自然人持股)亿股	限售股份(其他内资持股合计)亿股	限售股份(国家持股)亿股	限售股份合计亿股	非国有性质限售股持有比例
601088.SH	中国神华	0.00	0.00	0.00	146.91	146.91	0.00
601898.SH	中煤能源	0.00	0.00	0.00	76.27	76.27	0.00
601699.SH	潞安环能	0.12	0.00	0.00	7.56	7.68	0.00
002128.SZ	露天煤业	0.02	0.00	0.24	6.68	6.93	0.04
601001.SH	大同煤业	0.00	0.00	0.00	5.06	5.06	0.00
601666.SH	平煤股份	6.15	0.00	0.00	0.23	6.38	0.00
000552.SZ	靖远煤电	0.84	0.00	0.02	0.00	0.85	0.02
000159.SZ	国际实业	0.00	0.00	1.28	0.00	1.28	1.00
000933.SZ	神火股份	1.26	0.00	0.62	0.00	1.88	0.33
000937.SZ	金牛能源	4.15	0.00	0.00	0.00	4.15	0.00
000968.SZ	煤气化	2.03	0.00	0.00	0.00	2.03	0.00
000983.SZ	西山煤电	12.92	0.00	0.00	0.00	12.92	0.00
600121.SH	郑州煤电	2.68	0.00	0.00	0.00	2.68	0.00
600123.SH	兰花科创	2.06	0.00	0.00	0.00	2.06	0.00
600348.SH	国阳新能	5.61	0.00	0.00	0.00	5.61	0.00
600395.SH	盘江股份	3.25	0.00	0.00	0.00	3.25	0.00
600397.SH	安源股份	1.36	0.00	0.00	0.00	1.36	0.00
600508.SH	上海能源	4.51	0.00	0.00	0.00	4.51	0.00
600971.SH	恒源煤电	1.05	0.00	0.00	0.00	1.05	0.00
600997.SH	开滦股份	3.15	0.00	0.00	0.00	3.15	0.00
601918.SH	国投新集	14.98	0.00	0.00	0.00	14.98	0.00
000723.SZ	美锦能源	0.01	0.00	0.63	0.00	0.64	0.98
000835.SZ	四川圣达	0.00	0.00	0.37	0.00	0.58	0.64
600179.SH	黑化股份	1.98	0.06	0.08	0.00	2.06	0.07
600740.SH	山西焦化	1.45	0.00	0.00	0.00	1.45	0.00
000780.SZ	ST平能			6.23		6.23	1.00
600188.SH	兖州煤业	26.00	0.00	0.00		26.00	0.00
600408.SH	安泰集团		0.00	3.16		3.16	1.00

数据来源: WIND 资讯, 西南研发中心

三、目前市场估值状况

表格 5 煤炭板块与市场整体估值状况比较

板块名称	总市值(亿元)	08EPS	PE	PB(三季度)	ROE(三季度)
全部A股	153689.51	0.50	13.55	2.20	11.67
煤炭上市公司整体	6327.60	1.22	9.02	2.11	19.51
与A股整体比较	4.12%	>	<	<	>
煤炭开采板块	6230.54	1.23	8.97	2.12	19.77
与A股整体比较	4.05%	>	<	<	>
焦炭加工板块	97.06	0.81	13.81	1.51	8.41
与A股整体比较	0.06%	>	>	<	<

数据来源: WIND 资讯, 西南研发中心

08年11月26日央行公布下调定期存贷款利率108个基点后,一年期定存利率已经降至2.52%,贷款利率降至5.58%,则我们按定存利率核算的市场隐含PE为39.69,按一年期贷款利率核算的市场隐含PE为17.93。而经我们核算目前A股市场的PE水平为13.55,煤炭类上市公司整体PE水平仅为9.02,表观判断煤炭类上市公司的估值已经处于较低水平。

四、我们判断：趋“利”避“害”、抓住龙头！

（一）煤炭类企业价值分析思路

股票价格更多反映的是对未来的预期，所以仅凭静态的估值指标做出判断是缺乏支撑的，而我们认为衡量煤炭上市公司是否具备投资价值必须得有一个清晰的思路：

首先，**长期要看能源模式**。如我们第一部分分析中提到的中国是一个多煤，少油气的国家，所以我国的工业发展模式也是围绕着这个展开布局的，我们不怀疑石油或天然气在使用效率上优于煤炭（前提是技术得过关），也不否认人类有可能在未来发现新的高效便宜的替代能源，但我们认为一个能耗模式的形成时间很漫长也很昂贵，中国在产业升级“举步维艰”的时候讨论的能耗模式转变**不是要抛弃煤炭而是怎样提高煤炭的使用效率、减少煤炭使用量，同时减轻其对环境的污染**。而一家好的煤炭上市公司一定是煤炭资源的“垄断者”（或者其母公司拥有丰富的资源），没有资源或者缺少资源意味着企业的稳定发展得不到“保障”。那么在这个大判断成立的条件下，我们有什么理由不长期看好煤炭行业，特别是其中具有明显垄断特征的龙头企业。

其次，**中期要看市场供需状况**。当对煤炭行业有一个基本的大趋势判断后，必须得对煤炭市场目前的供需状况有一个基本认识，而我们对此的判断如前文分析——09 年“供”略大于“需”，10 年回到紧平衡，**特别是 09 上半年的“冬天”也许真的会很“冷”**。

最后，**短期要看煤炭上市公司的经营状况及有无“突发性”事件**。一家好的煤炭公司应该具备产量与销售价格稳步提高、经营业绩增长波动不大且具有可持续性等特点。当一家真正的龙头企业出现“突发性”事件（如产品价格波动频繁、业绩增长明显放缓等），则意味着其价格下跌的可能加大，如果投资者具有基于以上几点的价值判断底线，那么其价格跌破这个底线时就成为了一个较为合理的买点；

（二）基于前述研究思路的策略及重点公司推荐

细分策略：首先，由于 08 年合同煤价签订时间较早，其占比较高的龙头企业未能充分享受煤价上涨所带来的高利润未来价格存在上涨空间，在 09 年全行业陷入低谷时其业绩波动将不会太大，具有更强的风险抵抗能力值得长期持有；其次，**建议短期规避冶金用煤（焦煤、焦炭、喷吹煤）生产企业**，在下游钢铁行业普遍不景气的条件下，现在的高增长意味着未来更快的衰退（特别是对于没有自身煤炭资源依靠来料加工的焦化企业未来一到两个季度中将面临“生死考验”）；第三，化工用煤生产企业如兰花科创，其未来取决于国家对化肥价格和出口的管制能否松动。

重点公司推荐：中国神华（601088）、中煤能源（601898）。推荐理由是：首先，作为行业内中央直属企业，国家政策更具倾斜性；其次，在国内煤炭生产企业中煤炭储量排前两位，产量稳定增长可以得到保障且持续性较强，同时合同煤占比较高，“长协单”将控制产

品销售均价的异常波动故业绩增长更为稳定；第三，经过前期调整两公司股价下跌幅度较大，以中煤能源为例，中煤目前市价对应的吨煤储量价格仅为 8.44 元，根据我们前期报告《产业资产对黑金的估值：煤炭股到底值多少钱？》的估计以及我们的跟踪修正，我们认为矿权交易中优质动力煤吨煤交易价格亦不会低于 8.65 元/吨，那么中煤能源仅按储量核算的合理每股价值应维持在 6.81 元以上，对应其目前股价具有估值优势，同时如可以参与港股交易，两家公司优势更加明显，建议逢低吸纳长期持有。

中国神华（601088）

目前公司保有煤炭储量为 179.10 亿吨（另集团公司尚有 60 亿吨可出售煤炭资源具有强烈注入上市公司预期），可采储量 114.01 亿吨，折合每股可采储量为 0.57 吨。经测算其第 3 季度公司煤炭销售均价为 404.16 元/吨，较 08 上半年均价 353.5 元/吨上涨 50.66 元/吨（14.33%），超出我们的预期。

我们认为在煤炭行业进入下降通道时，中国神华的 3 季报业绩增长仍然明显，说明公司在营销策略和成本管理上具有优势，同时由于公司内部合同煤价与市场煤价差距仍然较大，在明年弱市条件下其合同煤价格仍然具有 10%左右的空间，在公司产量增长平稳的条件下，公司的业绩波动不会太大，**具备长期投资价值。**

按照 3 季报业绩估算 08 全年应实现 1.55 元的每股收益，09 年受全行业景气周期影响保守估计为 1.47 元；同时经我们测算公司 09 年全面摊薄的 ROE 水平可以维持在 15%-20%的区间内，股息率为 2.52%（30%分红比例条件下）估算公司的 PB 下限区域为 1.79-2.38，同时公司三季度披露公司目前的每股净资产为 7.09 元预计公司 09 年可达 8 元以上，那么对应的价格区间为 14.29-19.04 元，参照 11 月 28 日公司 A 股收盘价 17.32 元（港股折合人民币 12.76 元每股），**给予公司 A 股“持有”评级，港股“增持”评级，建议逢低吸纳。**

中煤能源（601898）

公司目前的保有煤炭储量为 103.98 亿吨，实际可采储量为 62.40 亿吨，如果按照其 1 亿吨的年开采量核算，储采比为 62.49。按照前述思路分析中煤能源业绩出现波动的可能原因有：首先，公司 3 季度毛利水平仅为 37.17%，同比下降 5.23 个百分点，而与 1-6 月的毛利（42.98%）亦相差 5.81 个百分点，故 3 季度的盈利水平拉低了 1-9 月的整体盈利水平，由于无法获知公司具体的产量数据，故我们只能推测在营收增长近 50%、营业成本增长 63.01%条件下产量增加可以确认，故销售均价至少可以判断增速已经放缓甚至无增长；其次，上半年公司焦煤占比的提高曾一度成为其业绩增长点，但随着中国经济基本面的恶化（特别是钢铁企业的大面积亏损出现），引致需求下降将成为影响公司 08、09 年整体业绩的最大不确定性因素；最后，公司目前持有的四家上市公司（中国远洋 601919、交通银行 601328、天津港 600717、连云港 601008）股权受 08 年中国股市巨幅下挫影响合计账面缩水 63.74%（09 年 3 季公司公允价值变动收益科目为 -1.87 亿元）也在一定程度上影响到其未来最终盈利水平。

作为理性的投资者应该认识到公司作为国内第二大煤炭上市公司其雄厚的资源储备以及合同煤占比较高使其业绩波动空间相对较小，风险抵抗能力更强，在国内能源政策进一步向

大国企倾斜的大背景下，公司的投资价值正在显现**具备一定投资价值**。我们运用财务估值方法估计其每股价值在 11.76 元附近，而借用产业界认同的估值方法其每股价值也应在 6.81 元以上。经测算公司 08、09 年的 EPS 分别为 0.59 元、0.53 元，11 月 28 日公司 A 股收盘价 6.50 元（港股折合人民币元 4.10 每股），**给予公司 A 股“持有”评级，港股“增持”评级，建议逢低吸纳。**

表格 6 重点煤炭公司保守估值

证券代码	证券简称	吨煤储量 市价/元	吨煤可采量 市价/元	08年EPS	09年EPS	08年PE	09年PE	PB	评级
601088.SH	中国神华	19.02	29.88	1.55	1.47	11.32	11.93	2.38	持有
601898.SH	中煤能源	8.33	13.87	0.59	0.53	11.02	12.26	2.45	持有
601001.SH	大同煤业	3.25	5.32	2.05	1.76	5.97	6.95	2.08	谨慎持有
600188.SH	兖州煤业	10.82	19.29	1.85	1.02	4.74	8.60	2.58	谨慎持有
600123.SH	兰花科创	4.21	8.67	2.03	1.62	5.80	7.27	2.18	谨慎持有

数据来源：公司招股说明书、定期公告、西南证券研发中心

表格 7 重点煤炭公司保守估值

证券代码	证券简称	11月27日 收盘价	08EPS	09EPS	08年股息率	09年股息率
601088.SH	中国神华	17.5	1.55	1.47	2.66%	2.52%
601898.SH	中煤能源	6.62	0.59	0.53	2.67%	2.40%
601001.SH	大同煤业	11.13	2.05	1.76	5.53%	4.74%
600188.SH	兖州煤业	8.79	1.85	1.02	6.31%	3.48%
600123.SH	兰花科创	11.42	2.03	1.62	5.34%	4.26%

数据来源：WIND 资讯、定期公告、西南证券研发中心

表格 8 我国主要煤炭上市公司资源占有指标估算表

证券代码	证券简称	保有储量 (亿吨)	可开采量 (亿吨)	年开采量 (亿吨)	储采比	吨煤储量 市价/元	吨煤可采量 市价/元
601088.SH	中国神华	179.10	114.01	1.8500	61.63	19.43	30.53
601898.SH	中煤能源	103.98	62.40	0.9985	62.49	8.44	14.07
600188.SH	兖州煤业	39.15	21.95	0.3680	59.65	11.04	19.70
601666.SH	平煤股份	17.11	9.61	0.2860	33.60	7.82	13.92
601699.SH	潞安环能	18.96	12.08	0.2479	48.73	6.31	9.91
600348.SH	国阳新能	24.94	11.54	0.1560	73.97	3.64	7.87
000933.SZ	神火股份	6.47	5.03	0.0550	91.45	10.07	12.95
000983.SZ	西山煤电	31.32	27.46	0.2780	98.78	7.03	8.02
600997.SH	开滦股份	4.79	4.40	0.0760	57.89	14.27	15.54
000937.SZ	金牛能源	5.66	3.27	0.1200	27.25	19.60	33.93
601001.SH	大同煤业	29.60	18.06	0.2139	84.43	3.15	5.16
600508.SH	上海能源	10.12	6.16	0.0800	77.00	6.51	10.69
000968.SZ	煤气化	7.66	3.82	0.0366	104.37	5.61	11.24
601918.SH	国投新集	27.80	10.81	0.1140	94.82	3.77	9.71
600121.SH	郑州煤电	2.26	1.14	0.0460	24.78	11.78	23.34
600123.SH	兰花科创	15.63	7.58	0.0550	137.82	4.17	8.61
600395.SH	盘江股份	17.77	8.83	0.1210	72.98	3.12	6.28
002128.SZ	露天煤业	35.29	35.29	0.5000	70.58	2.03	2.03
000780.SZ	ST平能	3.72	1.40	0.0650	21.55	12.13	32.22
600971.SH	恒源煤电	12.60	6.72	0.1175	57.19	3.67	6.88
600397.SH	安源股份	0.15	0.15	0.0100	15.00	58.15	58.15
000159.SZ	国际实业	3.00	1.50	0.0260	57.69	7.32	14.64
000552.SZ	靖远煤电	2.85	0.76	0.0180	42.33	3.11	11.62
均值						10.69	15.96

数据来源：公司招股说明书、公告，西南证券研发中心。说明：可采储量采用中国标准估算，公司排名以其主营业务收入降序排列，核算日期 08 年 11 月 27 日

表格 9 全行业区间涨幅比较示意表

板块名称	03.1-07.10 涨跌幅%	03.1-08.11 涨跌幅%
有色金属	762.80	61.89
金融服务	583.41	102.08
煤炭开采	540.50	82.54
黑色金属	485.07	93.98
食品饮料	381.50	112.74
交运设备	335.19	29.90
房地产	316.19	29.65
商业贸易	313.65	73.60
机械设备	278.07	47.50
交通运输	256.93	34.31
煤炭加工	250.76	27.67
化工	231.04	34.49
公用事业	219.35	31.59
建筑建材	216.06	38.22
家用电器	179.49	34.10
信息服务	176.16	16.40
医药生物	165.12	51.52
轻工制造	137.20	-19.67
综合	131.38	-9.75
餐饮旅游	130.97	-18.47
纺织服装	128.12	-11.97
农林牧渔	112.24	20.21
电子元器件	107.96	-28.57
信息设备	91.19	-22.14

数据来源：WIND 资讯，西南研发中心。制表说明：表格以最大区间涨幅排序。

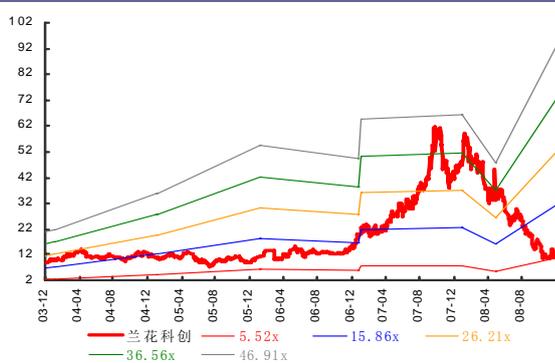
图表 25 中国神华 PE bands



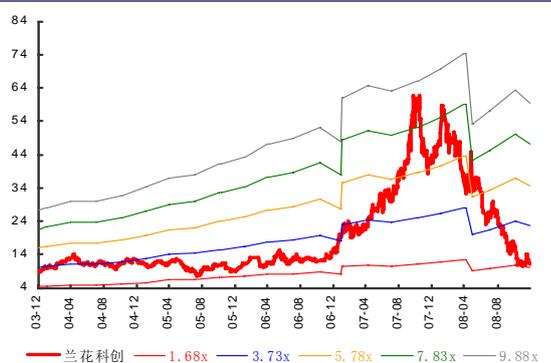
图表 26 中国神华 PB bands



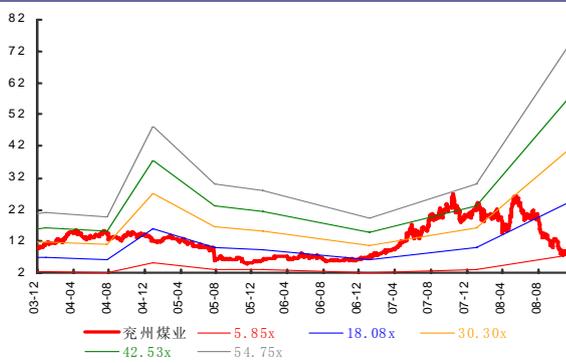
图表 27 兰花科创 PE bands



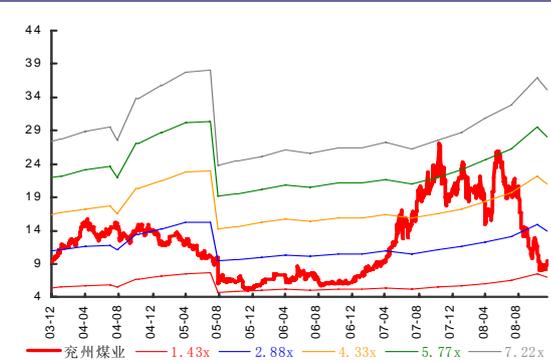
图表 28 兰花科创 PB bands



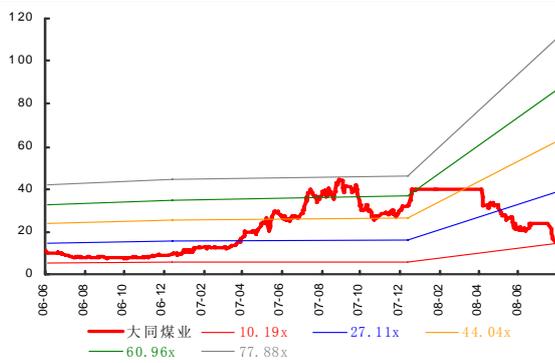
图表 29 兖州煤业 PE bands



图表 30 兖州煤业 PB bands



图表 31 大同煤业 PE bands



图表 32 大同煤业 PB bands



数据来源: WIND 资讯, 西南研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增 持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持 有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖 出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：(010) 88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>