

推荐 (维持)

平淡中的契机

2012年12月4日

煤炭行业2013年度投资策略

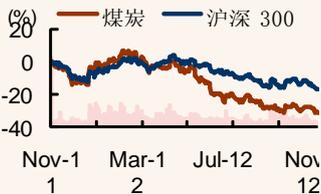
上证指数 1960

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	38	1.8
总市值 (亿元)	9292	4.6
流通市值 (亿元)	4760	3.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.6	-26.5	-31.9
相对表现	0.6	-10.6	-15.0



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 《煤炭行业 2012 年中期投资策略-调整后的投资契机》2012/6/24
- 《理解了如何去库存, 就把握了煤炭股走势》2012/6/25
- 《动力煤底部、冶金煤继续寻底》2012/8/23
- 《煤炭行业 2012 年 4 季度投资策略报告-底部再平衡》2012/9/28

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

张顺

010-57601857
zhangshun@cmschina.com.cn
S1090512050001

王培培

wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

研究助理陈超

010-57601856
chenchao9@cmschina.com.cn

预计煤炭行业平淡为主, 关注个股契机。需求侧消费增速为 4.5%, 供给侧潜在产量增速为 8%, 进口煤量将维持在高位。煤炭市场宽松, 煤走势平稳, 推荐业绩确定公司, 大有能源、中国神华、永泰能源、潞安环能、兰花科创、山煤国际。

- **经济趋稳回升, 预计煤炭消费增速为 4.5%。**预计 2013 年固定资产投资增速小幅反弹至 22.5%, GDP 增速为 8.1%, 回升 0.3 个百分点。煤炭消费弹性系数下降至 0.5~0.6 的水平, 结合下游行业需求增速, 煤炭消费增速为 4.5%。
- **预计煤炭行业潜在产量增速为 8%, 产能过剩压力依然存在。**煤炭行业固定资产投资增速较快, 以山西省为例, 2008 年以来, 行业投资复合增长率为 38.8%, 2013 年小煤矿复产压力较大, 预计增量为 1.08 亿吨。预计全年煤炭产量为 40.3 亿吨, 同比增长 8%, 其中“三西”产量占比为 87%左右水平。
- **预计煤炭进口量继续维持在较高水平, 全年进口量为 2.4 亿吨左右。**2013 年国际煤炭市场供需形势依然相对宽松, 主要进口国, 如欧洲、日本等经济低迷, 进口增速放缓, 而主要出口国, 澳大利亚、印尼出口潜力较大, 同时美国、南非等非传统供应国也加大对亚太市场的供应, 国际供应相对充足。
- **预计煤价呈平稳走势, 波动收窄, 秦皇岛山西优混 5500 大卡价格波动范围为 615~700 元/吨, 预计全年均价为 660 元/吨左右。**一方面, 产能过剩压制煤价的反弹; 另一方面, 供给的弹性收缩, 一定程度对煤价形成支撑。
- **中长期来看, 煤炭需求增速将进一步放缓。**一方面, 经济转型背景下, 能源消费增速放缓, 另一方面, 煤炭在能源消费结构中的占比逐步降低, 其他替代能源, 如天然气、水电、核能等未来增长较快, 将逐步挤压煤炭消费。
- **投资策略: 行业平淡, 个股契机。**基于对煤价的判断, 明年煤炭公司盈利改善有限。目前对应 2013 年业绩行业平均估值为 15.3 倍, 估值吸引力不大, 未来期待政策改革红利对估值的修复。
- **动力煤>>无烟煤>>炼焦煤。**推荐未来内生成长确定个股, 如大有能源、中国神华、永泰能源、潞安环能、兰花科创、山煤国际。
- **风险提示: 宏观经济回落幅度超出预期及资源税从价征收**

重点公司主要财务指标

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	12PE	13PE	PB	评级
大有能源	17.28	1.56	1.57	2.10	11.0	8.2	3.0	强烈推荐-A
永泰能源	7.76	0.18	0.47	0.66	16.7	11.8	1.8	强烈推荐-A
潞安环能	15.6	1.67	1.21	1.19	12.9	13.1	6.5	强烈推荐-A
山煤国际	14.99	1.14	0.85	1.41	17.6	10.7	1.5	强烈推荐-A
中国神华	21.57	2.25	2.37	2.30	9.1	9.4	1.9	强烈推荐-A
兰花科创	16.51	1.46	1.67	1.46	9.9	11.3	1.7	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、需求侧：经济趋稳，小幅回升.....	4
1、GDP 小幅反弹，测算煤炭消费弹性系数.....	4
2、依据下游行业需求增速，预计煤炭消费增速为 4.5%.....	5
二、供给侧：产能过剩压力依然存在.....	7
1、产能在建规模较大，预计 2013 年潜在产量增速为 8%.....	7
2、煤炭进口：国际供给量将继续维持高位.....	9
3、煤炭价格：总体平稳，窄幅波动.....	12
三、中长期行业运行更加平稳.....	17
1、煤炭行业过去的黄金十年.....	17
2、经济结构调整，煤炭需求增速放缓.....	18
3、未来铁路运力不再是瓶颈.....	20
四、行业推荐及评级.....	22
1、投资策略：行业平淡，个股契机.....	22
2、上市公司推荐.....	22

图表目录

图 1：PMI 显示经济在四季度触底趋稳.....	4
图 2：2013 年 GDP 增速预测.....	4
图 3：GDP 与煤炭消费弹性系数.....	5
图 4：GDP 增速与能源、电力消费弹性系数.....	5
图 5：城镇固定资产投资及房地产投资增速.....	5
图 6：“三西”各省煤炭行业固定资产投资增速维持较高水平.....	7
图 7：“三西”各省煤炭产量增长较快.....	8
图 8：山西省 09 年以来整合矿在逐步释放产量.....	8
图 9：我国煤炭进口量与价差负相关.....	10
图 10：亚太地区主要国家净出口量.....	10
图 11：亚太地区主要国家净进口量.....	10
图 12：中国煤炭进口量主要来源国分布.....	11
图 13：澳大利亚采矿业投资快速增长.....	12
图 14：印尼采矿业投资快速增长.....	12
图 15：美国燃煤电力装机占比逐年下降.....	12
图 16：美国煤炭消费量下降，出口量快速上升.....	12
图 17：全国煤炭产量增速放缓.....	13
图 18：煤价与煤炭月度产量增速的相关性.....	13
图 19：山西省煤炭产量增速小幅回落.....	13
图 20：内蒙古煤炭产量增速小幅回落.....	13
图 21：外购煤量的波动可调节小煤矿的产量（以中国神华为例）.....	14
图 22：秦皇岛港煤价走势.....	16

图 23: 国际煤炭价格走势	16
图 24: 钢铁盈利大幅下滑, 大面积亏损出现	16
图 25: 炼焦煤价格弱势震荡	16
图 26: 全社会固定资产投资增速保持较快增长	17
图 27: 煤炭产量年均增速 10%以上	17
图 28: 02 年以来, 煤炭价差逐步扩大	18
图 29: 煤炭行业销售净利率走势	18
图 30: 煤炭行业 ROE 见顶回落	18
图 31: 中国能源消费结构中煤炭占比高	19
图 32: 世界能源消费结构	19
图 33: 不同能源装机容量增速比较	20
图 34: 不同能源装机容量占比比较	20
图 35: 铁路运量下降, 运力趋于宽松	21
图 36: 煤炭行业历史 PEBand	24
图 37: 煤炭行业历史 PBBand	24
表 1: 煤炭下游行业煤炭需求预测	6
表 2: 煤炭行业新增产能及在建工程规模较大	7
表 3: 山西省煤炭产量预测	8
表 4: 煤炭产量增速预测	9
表 5: 煤炭市场供需平衡表	12
表 6: 秦皇岛煤价的成本费用分拆	15
表 7: 煤炭行业月度供需平衡表	15
表 8: 十二五规划中, 预期能源结构的变化	19
表 9: “三西”煤炭外通道铁路运力预测	21
表 10: 煤炭上市公司估值比较	24

一、需求侧：经济趋稳，小幅回升

1、GDP 小幅反弹，测算煤炭消费弹性系数

■ 经济已逐步企稳，预计 GDP 增速反弹至 8.1%

宏观经济在 2012 年四季度企稳。PMI 已经连续两个月回升，显示出经济在四季度已经触底。政策逐步趋于积极，“十八大”已经结束，随着领导的更替，明年新的政策思路也将逐步推出。我们认为，积极的政策将使得经济可以底部回升，总体对明年经济增速维持“前低后高”的判断。

据招商宏观预测，2013 年 GDP 增速整体将回升至 8.1%左右的水平，较 2012 年 7.8% 的 GDP 增速回升 0.3 个百分点。

图 1: PMI 显示经济在四季度触底趋稳



资料来源：CEIC、招商证券

图 2: 2013 年 GDP 增速预测



资料来源：CEIC、招商证券

■ GDP 潜在增速放缓背景下，煤炭消费弹性降低

中国已进入到工业化中后期阶段，经济面临转型，GDP 增速面临“下台阶”，即中国经济将从高速增长步入中速增长。

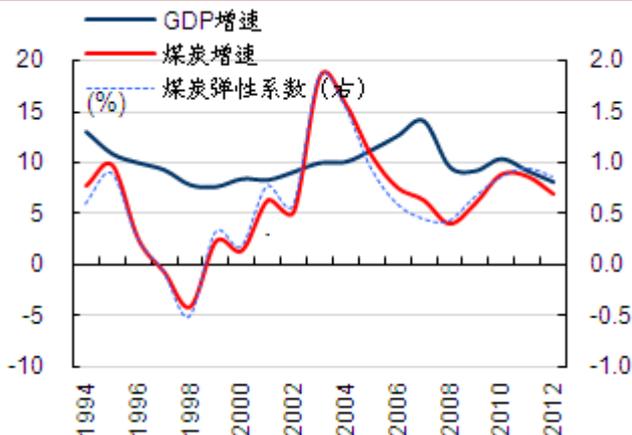
GDP 增速下台阶，最先挤出高耗能行业需求。根据近 20 年的数据统计，在 GDP 增速放缓情况下，能源需求的放缓速度要快于 GDP 的放缓，在经济不景气时，首先淘汰的是高耗能行业，能源需求快速下降，幅度超过 GDP 下滑，故而煤炭消费弹性系数下降。

以过去 20 年数据为例，分析煤炭消费弹性系数为例，可以看出：

- GDP 增速 $\geq 10\%$ ，煤炭弹性系数在 1.2 左右；
- GDP $< 10\%$ ，煤炭消费弹性系数快速回落至 1 以下，平均弹性系数回落至 0.8 左右；
- GDP $< 8\%$ ，煤炭消费弹性系数下降为 0.5 左右，如上一轮经济谷底，98 年、99 年煤炭消费弹性系数为 0.3、0.5，2004 年为 1.6，2012 年则为 0.5。

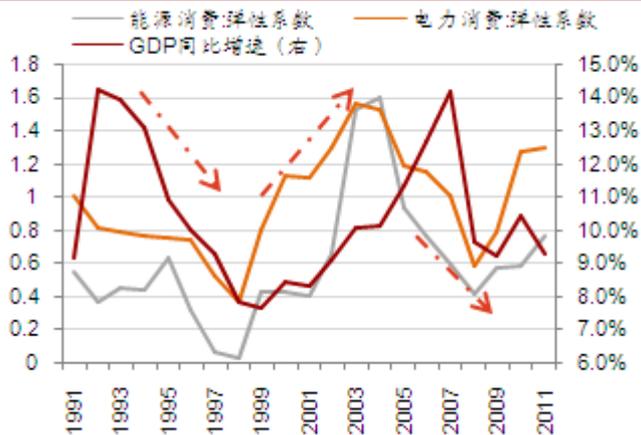
若 GDP 增长 8.3%，煤炭消费弹性系数将处在较低情形，初步判断，2013 年煤炭消费增速将在 4%~5% 的水平。

图 3: GDP 与煤炭消费弹性系数



资料来源: CEIC、招商证券

图 4: GDP 增速与能源、电力消费弹性系数



资料来源: CEIC、招商证券

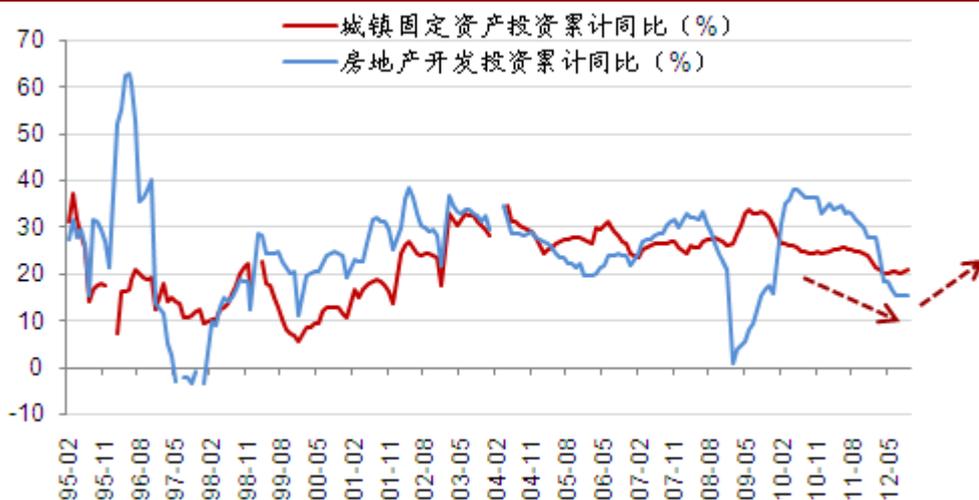
2、依据下游行业需求增速，预计煤炭消费增速为 4.5%

■ 下游行业需求增速预测

而 2012 年 1-10 月份固定资产投资增速为 20.75%，其中房地产投资增速为 15.4%，均出现显著回落，这也是经济探底的主要原因。

预计 2013 年固定资产投资增速将小幅回升，增速回升至 22.5%。由于政府投资将会进一步提高，所以 2013 年铁路、基建等投资增速将会进一步提高；房地产行业，在整体销售好转的背景下，库存下降将导致新开工在明年上半年开始恢复，因此投资也会改善。

图 5: 城镇固定资产投资及房地产投资增速



资料来源: 国家统计局、招商证券

■ 预计 2013 年耗煤总量为 39.6 亿吨，同比增长 4.5%

2013 年经济将呈“前低后高”走势，整体经济要好于 2012 年，对煤炭下游行业需求增速判断，预计 2013 年电力、钢铁、建材、化工下游增速分别为：

- 火电：受经济放缓及水电大发的影响，2012 年增速仅为 1%，2013 年有望回升至 5%的增速；

- 钢铁：行业整体产能过剩，2013 年将延续 2012 年 3%左右的产量增速；
- 水泥：受投资下滑影响，水泥行业增速放缓，2013 年仍将维持 6%的增速；
- 合成氨：相对弱周期行业，产量维持 5%的增速；

根据下游行业需求增速测算，预计 2013 年耗煤总量为 39.6 亿吨，同比增长 4.5%。

表 1：煤炭下游行业煤炭需求预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
火电量（千亿千瓦时）	33.0	38.1	38.5	40.4	42.5	44.6
火电增速	10.5%	13.9%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%
生铁产量（亿吨）	5.9	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1
生铁增速	8.5%	8.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
水泥产量（亿吨）	18.6	20.6	21.9	23.2	24.6	26.0
水泥增速	14.4%	16.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
合成氨产量（亿吨）	0.50	0.51	0.53	0.56	0.59	0.62
合成氨增速	-2.9%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
热电耗煤合计（亿吨）	16.3	18.6	18.7	19.5	20.4	21.3
生铁耗煤（亿吨）	3.89	4.17	4.29	4.42	4.55	4.69
水泥耗煤（亿吨）	2.1	2.3	2.4	2.5	2.7	2.8
合成氨耗煤（亿吨）	0.64	0.65	0.68	0.71	0.75	0.79
四大行业耗煤合计（亿吨）	25.8	28.9	29.5	30.8	32.1	33.6
四大行业耗煤增速	9.1%	11.9%	2.0%	4.4%	4.4%	4.5%
其他行业耗煤（亿吨）	7.6	8.0	8.4	8.8	9.2	9.7
总耗煤量合计（亿吨）	33.4	36.9	37.9	39.6	41.4	43.3
总耗煤量增速	10.3%	10.3%	2.7%	4.5%	4.5%	4.6%
热、电耗煤占比	49%	50%	49%	49%	49%	49%
生铁耗煤占比	12%	11%	11%	11%	11%	11%
建材行业耗煤占比	12%	12%	13%	13%	13%	13%
化工行业耗煤占比	5%	4%	4%	4%	5%	5%
四大行业耗煤占比	77%	78%	78%	78%	78%	78%

资料来源：国家统计局、招商证券

二、供给侧：产能过剩压力依然存在

1、产能在建规模较大，预计 2013 年潜在产量增速为 8%

■ 过去几年煤炭行业投资增长较快

2012 年煤炭市场的调整，凸显了供给过剩局面。过去几年，煤炭行业固定资产投资保持高增长，截至到 2011 年底，煤炭行业在建规模 17 亿吨。扣除当年投产 4.1 亿吨，尚余 13 亿吨在建产能将在未来几年逐步投产。

表 2：煤炭行业新增产能及在建工程规模较大

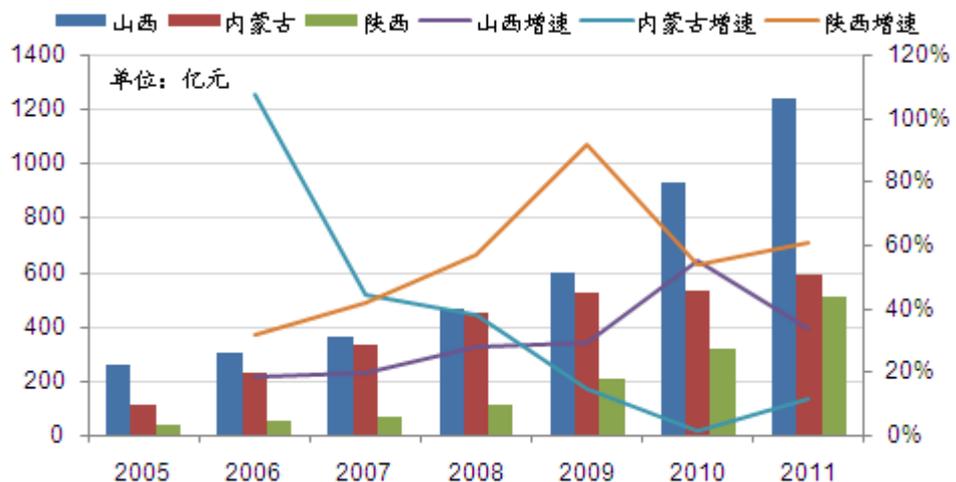
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
建设规模 (亿吨)	5.9	8.5	11.1	13.7	10.3	12.0	17.9	17.0
本年施工规模 (亿吨)	4.4	7.6	9.5	11.0	8.9	10.1	13.8	13.1
本年新开工 (亿吨)	2.7	4.1	3.9	4.3	3.4	4.8	5.7	6.1
累计新增 (亿吨)	2.0	2.2	2.8	3.4	3.2	4.6	6.0	6.0
本年新增 (亿吨)	1.2	1.8	2.3	2.7	2.3	3.2	3.9	4.1
单位新增产能投资 (元/吨)	257	282	309	368	519	555	521	735
年底建设规模 (亿吨)	4.8	6.7	8.8	11.0	8.0	8.8	14.0	12.9
单位施工规模投资 (元/吨)	437	416	487	444	736	999	910	1154

资料来源：中国煤炭资源网、招商证券

另一方面，煤炭资源整合客观上是增加了产能，比如山西、内蒙古等地整合小煤矿所推行的“关小建大”原则，截至 2009 年底山西省煤矿的平均单井年产量从 33 万吨提高到 100 万吨以上。

以“三西”为例，尤其山西省，自 2009 年推进煤炭资源整合后，行业投资快速增长，显示小煤矿在积极改扩建，其中 2011 年煤炭行业投资为 1240 亿元，同比增长 33.4%，故资本投入形成未来大量产能。

图 6：“三西”各省煤炭行业固定资产投资增速维持较高水平



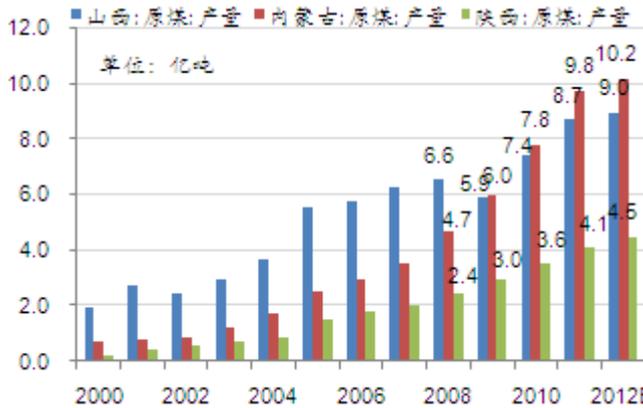
资料来源：国家统计局，招商证券

■ 煤炭产量已陆续投放

资源整合改造完毕的小煤矿已经开始复产。09 年山西煤炭资源整合以后，煤炭产量是

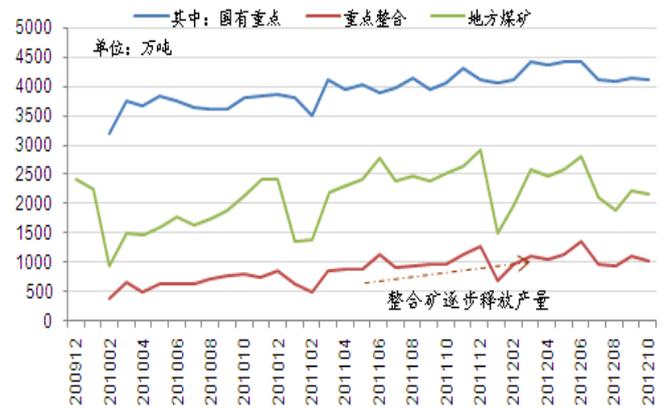
保持高速增长，比如 2010 年、2011 年煤炭产量增速为 24.7%、17.7%，内蒙古煤炭产量增长更快。过去 5 年，内蒙古从 2007 年的 3.5 亿吨提升到 2011 年的 9.8 亿吨，复合增长率为 22.6%。内蒙古更是在 09 年山西省推进资源整合期间，煤炭产量大幅增加，并一举占据第一煤炭生产大省的位置。

图 7：“三西”各省煤炭产量增长较快



资料来源: CEIC、招商证券

图 8: 山西省 09 年以来整合矿在逐步释放产量



资料来源: CEIC、招商证券

■ 2013 年小煤矿复产压力依然较大

从近期来看，煤炭旺季的到来，各地小煤矿已经开始复产，比如内蒙古 10 月份的产量反弹至 1.03 亿吨，虽然同比仍回落 0.6%，但环比 9 月份增加 3035 万吨，增长 41.6%。

2013 年各地会面临小煤矿复产所带来的供给压力。山西省的整合矿在逐步释放产量，从统计数据来看，产量释放从 09 年的 0.44 亿吨增加 2011 年的 1.08 亿吨，预计 2012 年全年为 1.22 亿吨。

表 3: 山西省煤炭产量预测

单位: 万吨	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
同煤集团	10119	11537	12982	13288	15580	16722
山西焦煤集团	10214	11006	10420	12796	14846	18684
潞安集团	5032	6189	6724	7232	7880	9852
阳泉煤业	5206	5852	6856	7384	8440	11380
晋城煤业	4932	5254	5519	5904	7085	8162
山西煤炭运销集团	2944	3824	4018	4500	5100	6000
中煤能源	12694	13794	14827	18100	18500	18600
山西煤炭进出口集团	653	771	1263	1800	2500	3000
省监管局	472	504	550	550	550	550
地方企业	21830	28498	26773	29239	36549	40610
合计	74096	87228	89932	100793	117030	133560
增速	20.4%	17.7%	3.1%	12.1%	16.1%	14.1%
8 大集团产量	51795	58226	62609	71004	79931	92400
8 大集团现有矿产量	43647	47436	50358	51121	51221	51321
8 大集团新建矿产量				4950	8650	12000
8 大集团整合矿产量	8148	10790	12251	14933	20060	29079
年度增量	12541	13132	2704	10861	16237	16530

资料来源: 中国煤炭资源网、招商证券

从 2013 年来看，山西省煤炭产量增幅较大，预计增长为 12.1%，其中整合矿以及新建矿井产能释放的压力依然较大，2012 年整合矿产能释放占比约为 40%，预计 2013 年整合矿产能释放占比为 50%，由 1.22 亿吨提升至 1.5 亿吨，同时新建矿井的产量增加为 0.5 亿吨。

同时，我们详细测算了全国各主要省份未来三年的煤炭产量，其中 2012 年、2013 年，预计全国煤炭产量为 37.3 亿吨、40.3 亿吨，同比增长 6%、8%。

表 4: 煤炭产量增速预测

单位: 万吨	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
山西	74096	87228	89932	100793	117030	133560
增速	20.4%	17.7%	3.1%	12.1%	16.1%	14.1%
内蒙古	78600	95395	101765	106065	111515	121015
增速	23.5%	21.4%	6.7%	4.2%	5.1%	8.5%
陕西	35642	40436	44800	49800	56400	60400
增速	22.7%	13.4%	10.8%	11.2%	13.3%	7.1%
“三西”产量	188338	223058	236497	256658	284945	314975
占比	55.2%	58.9%	58.4%	58.7%	60.5%	63.9%
河南	13659	15298	17137	20556	22841	23181
河北	10199	10000	10700	11400	11400	11400
山东	14892	15000	15000	15000	15000	15000
安徽	13145	17045	17835	18395	19745	20525
宁夏	7228	7800	8700	10000	10900	11500
贵州	15954	15400	16900	18400	19900	21400
九省煤炭产量合计	263415	303601	322768	350409	384731	417981
占比	81%	86%	87%	87%	88%	89%
全国煤炭产量	323500	352000	373120	402970	437194	469641
增速	11.9%	8.8%	6.0%	8.0%	8.5%	7.4%
煤炭增量	36334	28500	21120	29850	34225	32447

资料来源：中国煤炭资源网、招商证券

2、煤炭进口：国际供给量将继续维持高位

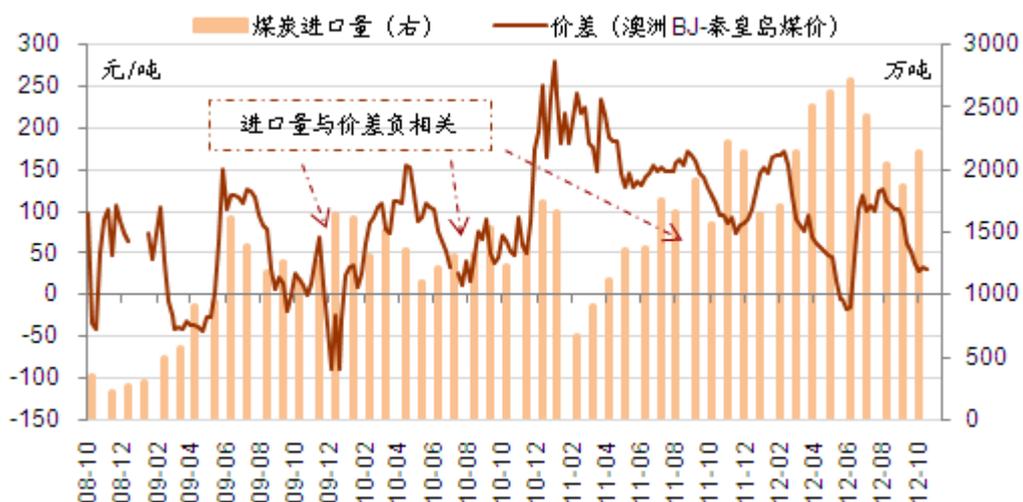
■ 2012 年国际市场供需形势宽松，进口煤大增

随着中国、印度煤炭进口量的增加，亚太地区已成为世界煤炭交易中心。供给侧，从世界范围来看，欧洲经济放缓，美国天然气挤压煤炭需求，从而使得煤炭供给向亚太集中。而亚太区需求侧，日韩经济放缓，尤其是日本经济放缓，减少对煤炭进口，从而将为中国进口腾挪较大空间。

2012 年中国煤炭进口量再创新高，1-10 月份，煤炭进口量（煤及褐煤）为 2.25 亿吨，同比增长 61.6%，预计全年进口量为 2.65 亿吨。

中国煤炭进口量主要取决于国内外价格差。进口量与国际煤价走势相互制约，国际煤价逐步被中国需求“内生”，国内、国际煤价联动性增强。

图 9: 我国煤炭进口量与价差负相关



资料来源: 国家统计局、招商证券

2012 年上半年, 亚太地区煤炭进出口宽松:

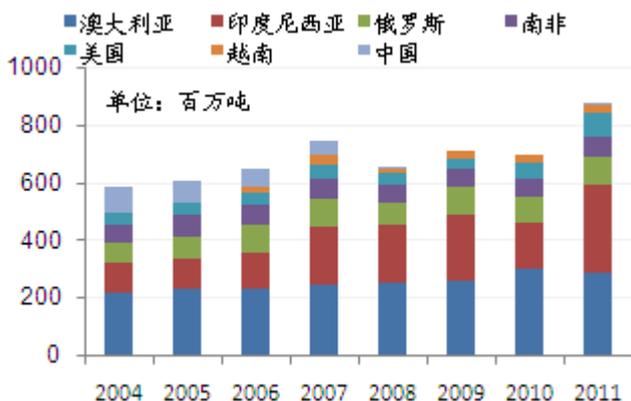
亚太地区主要煤炭出口国:

- 澳大利亚出口量为 1.47 亿吨, 同比增长 16%;
- 印度尼西亚出口量为 1.64 亿吨, 同比增长 16%;
- 俄罗斯出口量为 6000 万吨, 同比增长 17.6%;
- 美国出口量为 6010 万吨, 同比增长 25%, 其中向亚太地区出口 466 万吨, 同比增长 88%;

亚太地区主要煤炭进口国:

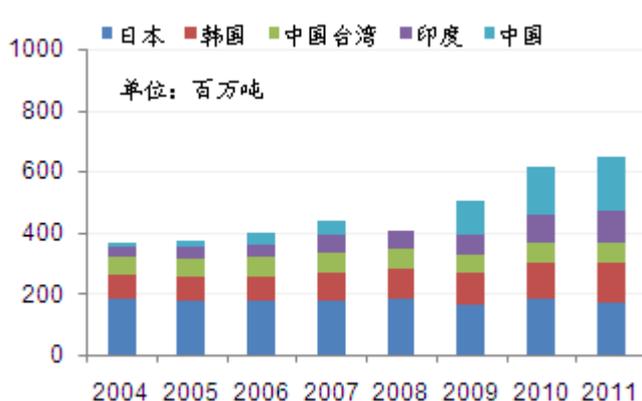
- 日本进口量 8880 万吨, 同比增长仅 2.9%;
- 印度进口量 4207 万吨, 同比下降 5.5%;
- 韩国进口量为 6200 万吨, 同比下降 0.9%;
- 中国进口量 14000 万吨, 同比大增 67.7%, 是亚太最主要的进口增量国。

图 10: 亚太地区主要国家净出口量



资料来源: IEA、招商证券

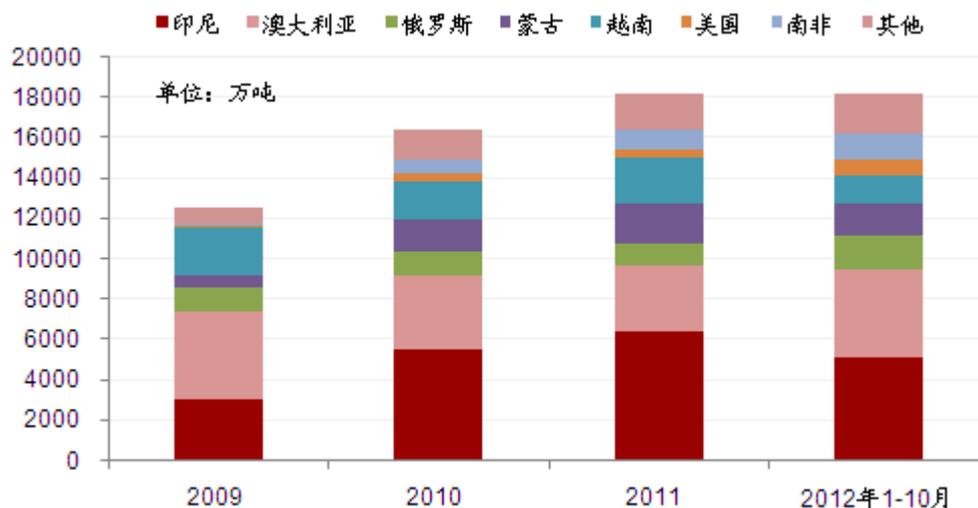
图 11: 亚太地区主要国家净进口量



资料来源: IEA、招商证券

非传统亚太煤炭供应国家增加对亚太市场的出口量，比如美国、南非等。从进口国来看，印尼、澳大利亚、蒙古为前三大进口来源，合计占比为 61.4%，较 2011 年 64.4% 的占比下降 3 个百分点。同时受美国煤炭消费下降及大西洋市场欧洲经济的放缓，美国、南非对中国的煤炭出口明显上升，前 10 个月，对中国煤炭出口量分别为 820 万吨、1250 万吨，较去年同期大幅增长 102%、118%。

图 12: 中国煤炭进口量主要来源国分布



资料来源: 海关总署、招商证券

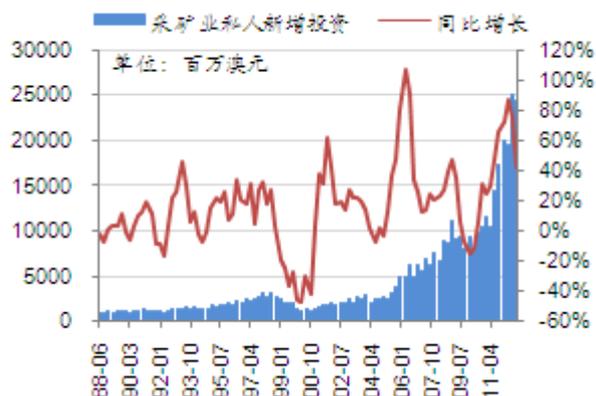
■ 预计 2013 年煤炭进口仍维持在高位，预计在 2.4 亿吨左右

分析 2013 年国际煤炭供需形势，我们认为仍维持相对宽松的市场环境，从需求来看，受世界经济放缓的影响，印度、日本、韩国经济增速放缓，煤炭进口增量较小。

从供给来看，从过去几年来看，亚太区主要煤炭出口大国，澳大利亚、印尼、蒙古等采矿业投资快速增长，大量产能的形成使得未来供给能力增加。同时欧债危机，使得大西洋市场的煤炭供给商纷纷转向亚太市场，比如美国、南非、哥伦比亚等开始增加对亚太市场的煤炭出口。其中受页岩气对美国能源消费机构的影响，美国的煤炭消费下滑、出口量一直增加，如上半年对亚太区出口增长 88%。

预计 2013 年煤炭进口量为 2.4 亿吨，平均每月进口量为 2000 万吨左右。从近期国内外价格走势来看，联动性更加紧密，价差进一步收窄，10 月份单月进口量为 2141 万吨，我们认为 2000 万吨/月的进口量对国际市场是一个相对均衡的水平，预计 2013 年进口总量为 2.4 亿吨。

图 13: 澳大利亚采矿业投资快速增长



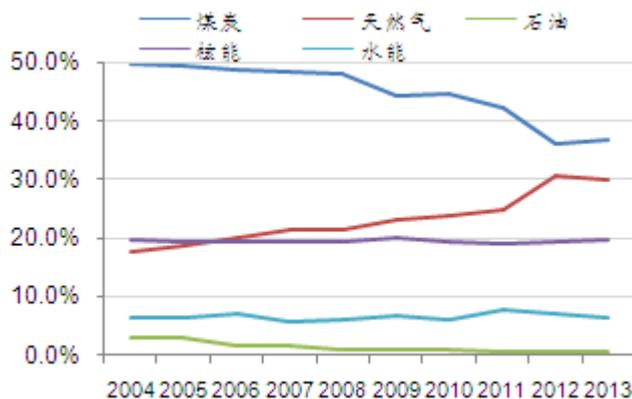
资料来源: CEIC、招商证券

图 14: 印尼采矿业投资快速增长



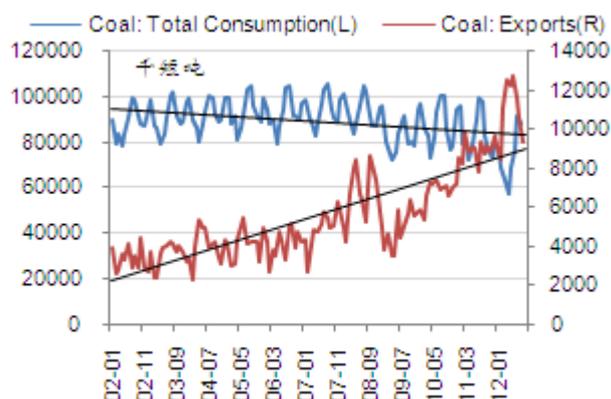
资料来源: CEIC、招商证券

图 15: 美国燃煤电力装机占比逐年下降



资料来源: EIA、招商证券

图 16: 美国煤炭消费量下降，出口量快速上升



资料来源: EIA、招商证券

3、煤炭价格：总体平稳，窄幅波动

■ 煤炭市场总体宽松，行业低位再平衡

从 2013 年来看，煤炭供需形势较 2012 年下半年有所改善。根据供需平衡表测算，明年虽然仍会面临产能过剩，但供给消费增速差在收窄，供需形势有所改善，行业在低位形成新的供需平衡。

表 5: 煤炭市场供需平衡表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭产量(亿吨)	32.4	35.2	37.3	40.3	43.7	47.0
煤炭产量增速	8.8%	8.8%	6.0%	8.0%	8.5%	7.4%
出口量(亿吨)	0.19	0.15	0.12	0.15	0.15	0.15
进口量(亿吨)	1.85	2.22	2.65	2.50	2.40	2.40
净进口(亿吨)	1.66	2.08	2.53	2.35	2.25	2.25
总供给量(亿吨)	32.2	35.3	37.6	40.2	43.4	46.4
总供给量增速	10.6%	9.3%	6.8%	6.9%	7.7%	7.0%
四大行业耗煤合计(亿吨)	25.8	28.9	29.5	30.8	32.1	33.6
四大行业耗煤增速	9.1%	11.9%	2.0%	4.4%	4.4%	4.5%
总耗煤量合计(亿吨)	31.7	35.1	36.0	37.6	39.3	41.1

总耗煤量增速	7.3%	10.6%	2.6%	4.5%	4.5%	4.6%
供给消费增速差	3.3%	-1.3%	4.2%	2.4%	3.2%	2.4%
库存增加(亿吨)	0.54	1.07	-0.02	0.25	0.29	0.27

资料来源：国家统计局、招商证券

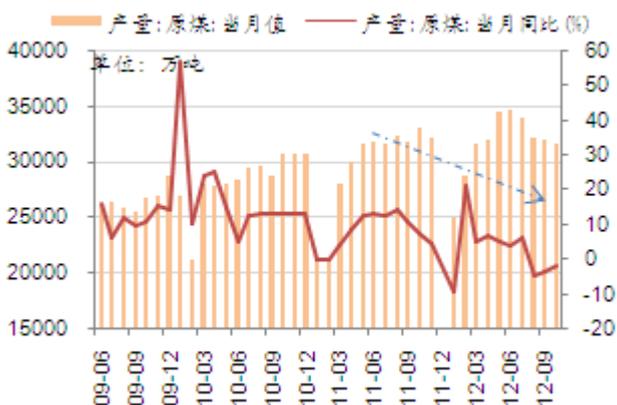
■ 煤炭供给的弹性

煤炭供给对煤价的弹性增强，这也是煤炭资源整合后，供给端更加有序的结果。自从6月份煤炭暴跌以后，7月份以后，煤炭产量开始下降，煤炭供给侧开始收缩，特别是一些小煤矿停产、减产。

根据煤炭运销协会数据，1-10月份，全国煤炭产量为32.8亿吨，同比增长4.4%，其中8月、9月、10月煤炭产量为3.22亿吨、3.19亿吨、3.16亿吨，同比增长分别为-4.7%、-3.5%、-2%，已经连续三个月增速放缓。

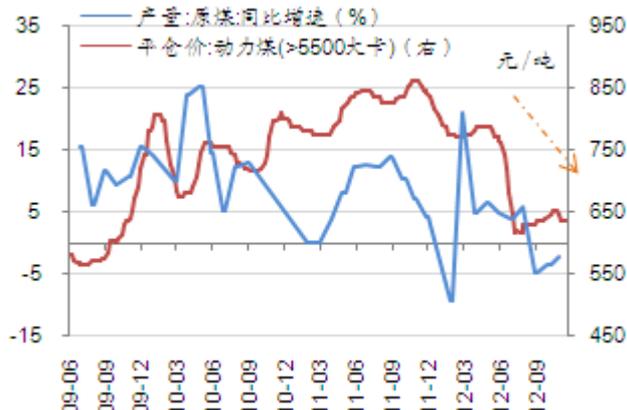
煤炭主产省份山西、内蒙古，从7月份开始，产量就连续下滑，其中10月份，山西煤炭产量为7314万吨，同比减少3.3%，内蒙古煤炭产量为10335万吨，同比减少0.6%。

图 17: 全国煤炭产量增速放缓



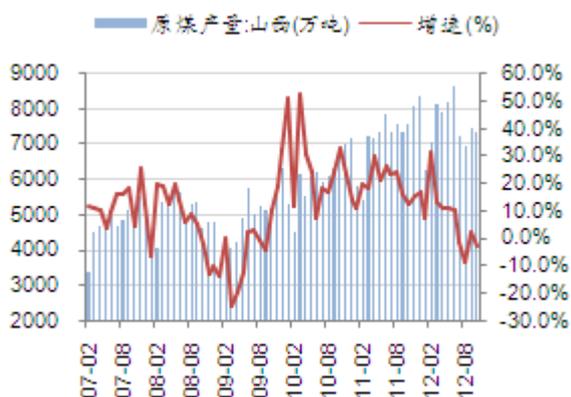
资料来源：中国煤炭资源网、招商证券

图 18: 煤价与煤炭月度产量增速的相关性



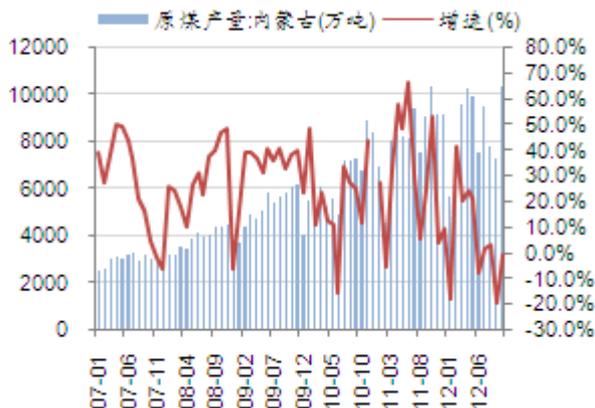
资料来源：中国煤炭资源网、招商证券

图 19: 山西省煤炭产量增速小幅回落



资料来源：CEIC、招商证券

图 20: 内蒙古煤炭产量增速小幅回落



资料来源：CEIC、招商证券

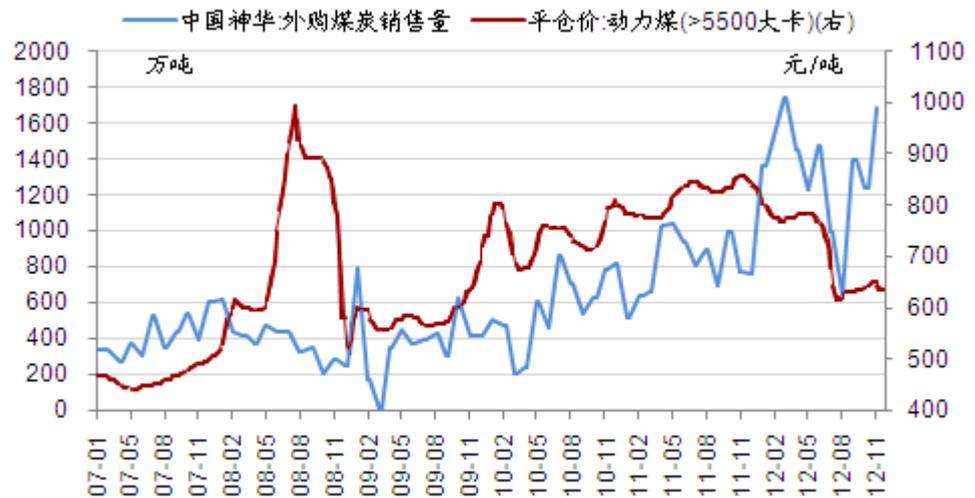
■ 小煤矿的产量释放起到调节作用

小煤矿煤炭生产对市场的调节。小煤矿市场销售体系较弱，对市场的波动比较脆弱，市场中相对弱势。小煤矿的煤炭一般以地销为主，通过两类渠道外运：一是汽运外销；二是直接销售给国有大中型煤炭企业，由大企业组织铁路运力外销。

小煤矿的产量收缩机制：当经济不好时，一方面，首先挤压贸易商的利润，汽运减少；另一方面，国有大型煤炭企业也开始减少采购小煤矿的煤炭。以上因素使得小煤矿在供应过剩中，首先被挤出市场，虽然其生产成本一般低于国有老矿。

比如中国神华、中煤能源都有大量的外购煤，利用各自强大的物流销售体系来增加外购煤占领市场，如果市场供需不旺的情况下，将减少外购煤量，优先保障自产煤的供应。这种情况下对小煤矿的影响，一方面，煤炭价格下跌降低了生产积极性，另一方面，市场逆转，市场份额的丢失。

图 21：外购煤量的波动可调节小煤矿的产量（以中国神华为例）



资料来源：公司资料、煤炭资源网、招商证券

■ 动力煤价格判断：波动范围在 615-700 元/吨，均价为区间下半段

产能过剩压制煤价向上空间。煤炭行业潜在产能较大，市场供需宽松，故而煤价向上空间受到压制。2012 年以来，煤炭社会库存大幅增加，港口中转地及消费终端库存均大幅上升，截至 11 月 20 日，直供电厂库存仍在 27 天。

煤炭供需形势在环比改善。从月度平衡表来看，煤炭供需形势最严峻的局面出现在 5 月、6 月、7 月三个月，尤其 6 月份供需失衡最为严重，煤价因此大幅跳水，秦皇岛山西优混（5500）煤价最低跌至 615 元/吨。之后，产能利用率的下降，即煤炭供给端收缩，小煤矿的收缩，虽然市场仍供过于求，但供需形势环比改善，煤价触底反弹。

此外，煤价一定程度受到成本的支撑。以山西煤炭企业生产成本为例，前期低点 615 元/吨的价格，已处于盈亏平衡状态，煤价再次创新低的可能性也不大。

煤价判断：预计 2013 年秦皇岛山西优混 5500 大卡总体相对平稳，波动范围在 615-700 元/吨，全年均价为下半段，预计在 660 元/吨左右。

表 6: 秦皇岛煤价的成本费用分析

单位: 元/吨	价格分拆 (1)	价格分拆 (2)	价格分拆 (3)
原煤开采成本	250	300	300
三项费用等	100	100	100
小计	350	400	400
运费费用	104	104	104
港杂费	22	22	22
运杂费小计	126	126	126
完全成本	476	526	526
合理利润	0	0	100
含增值税港口销售价格	557	615	732

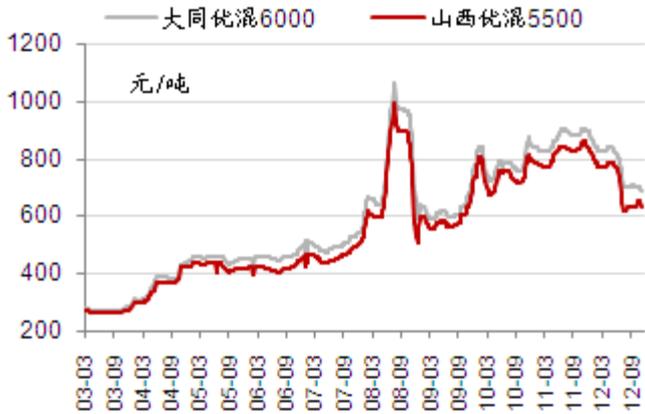
资料来源: 煤炭资源网、招商证券, 注, 合理利润假设 100 元/吨, 扣除所得税后净利润为 75 元/吨

表 7: 煤炭行业月度供需平衡表

月度数据	201201	201202	201203	201204	201205	201206	201207	201208	201209	201210
煤炭产量 (万吨)	25000	28700	31500	32000	34400	34700	34000	32200	31900	31600
产量增速	-9.2%	21.1%	4.9%	6.7%	5.1%	3.9%	5.8%	-4.7%	-3.5%	-2%
出口量 (万吨)	99	121	97	82	126	47	50	65	51	44
进口量 (万吨)	1965	2055	2140	2505	2617	2719	2427	2044	1863	2141
净进口 (万吨)	1867	1934	2044	2423	2492	2672	2377	1979	1811	2097
净进口增速	7%	224%	133%	105%	63%	63%	17%	2%	-17%	14%
总供给量 (万吨)	26867	30634	33544	34423	36892	37372	36377	34179	33711	33697
总供给量增速	-8.2%	26.1%	8.5%	10.4%	7.7%	6.7%	6.5%	-4.3%	-4.3%	-1.1%
火电量 (亿千瓦时)	2943	3146	3444	3049	3015	2953	3215	3207.9	2851.2	2925.9
火电月度增速	-5.5%	21.0%	7.3%	-0.4%	-1.5%	-4.2%	-4.5%	-6.3%	-8.2%	-1.8%
生铁产量 (万吨)	5427	5342	5751	5678	5734	5572	5632.1	5374.4	5289.6	5398.2
生铁月度增速	4.0%	3.8%	3.8%	2.7%	5.2%	1.1%	2.9%	-0.5%	1.6%	5.1%
水泥产量 (万吨)	10174	11414	17928	19666	20511	20717	19117	19555.2	20966.3	21005.8
水泥月度增速	-12.4%	4.8%	7.9%	4.0%	4.3%	6.5%	6.1%	8.70%	12.0%	11.50%
合成氨产量 (万吨)	451	434	440	456	457	458	448	458	449	463
合成氨月度增速	16.8%	13.0%	8.0%	7.0%	7.0%	4.0%	7.0%	10.0%	10.0%	10.0%
火电耗煤 (万吨)	12684	13559	14841	13141	12993	12729	13858	13826	12289	12611
生铁耗煤 (万吨)	3581	3525	3796	3747	3785	3678	3717	3547	3491	3563
水泥耗煤 (万吨)	1119	1256	1972	2163	2256	2279	2103	2151	2306	2311
合成氨耗煤 (万吨)	552	531	539	558	559	561	548	561	550	567
四大行业耗煤合计 (万吨)	17937	18871	21148	19610	19593	19246	20226	20085	18636	19051
四大行业耗煤增速	-4.5%	15.0%	5.8%	0.0%	-0.3%	-2.7%	-2.8%	-4.4%	-4.7%	0.3%
四大行业耗煤占比	58%	59%	62%	60%	60%	59%	61%	60%	59%	59%
其他行业耗煤 (万吨)	13125	13125	13125	13125	13125	13125	13125	13125	13125	13125
总耗煤量合计 (万吨)	31062	31996	34273	32735	32718	32371	33351	33210	31761	32176
总耗煤量增速	-0.7%	10.7%	5.5%	1.9%	1.8%	0.3%	0.1%	-0.9%	-0.9%	2.2%
供给-需求 (万吨)	-4195	-1362	-729	1688	4173	5001	3026	969	1951	1522
社会库存 (万吨)	30528	30670	32105	34700	36500	38000	35200	34800	37300	36800
库存变化 (万吨)	-807	142	1435	2595	1800	1500	-2800	-400	2500	-500
秦皇岛 5500 大卡的煤价	780	775	780	795	775	725	620	640	645	655
煤价变化	-45	-5	5	15	-20	-50	-105	20	5	10
库存天数	30	27	29	32	35	36	33	32	36	35
供求形势判断	供不应求	供不应求	供不应求	供过于求	供过于求	供过于求	供过于求	供过于求	供过于求	供过于求
供过于求比例	-16%	-4%	-2%	5%	11%	13%	8%	3%	6%	5%
供求增速差	-7.5%	15.4%	3.1%	8.5%	5.9%	6.4%	6.3%	-3.5%	-3.4%	-3.3%

资料来源: 煤炭资源网、招商证券

图 22: 秦皇岛港煤价走势



资料来源: 中国煤炭资源网、招商证券

图 23: 国际煤炭价格走势



资料来源: 中国煤炭资源网、招商证券

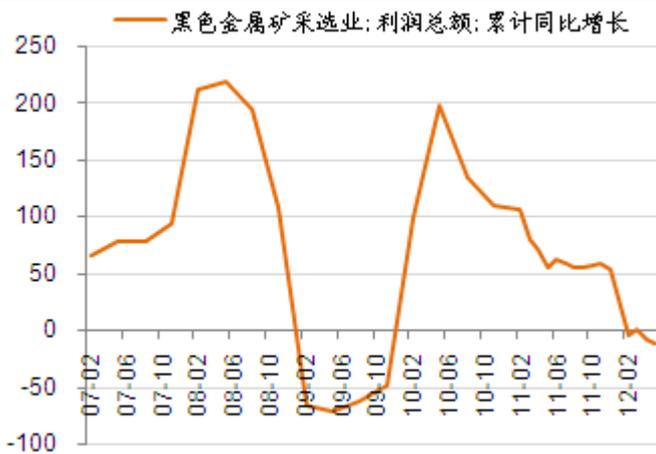
■ 炼焦煤价格将维持弱势震荡

近期虽然钢价大幅跳水, 但产量仍维持在高位, 这也是最近炼焦煤价格反弹的原因。对于后市, 炼焦煤价格反弹将难以为继:

钢铁产量已逐步趋顶, 产量增速放缓。我们认为, 随着固定资产投资的放缓, 未来钢铁行业趋势不好, 预计未来年均增速在 3% 左右。炼焦煤将面临需求难以提升局面, 但炼焦煤供给在稳步增加, 尤其小煤矿的复产及蒙古进口焦煤的涌入, 这均将制约炼焦煤价格上涨。

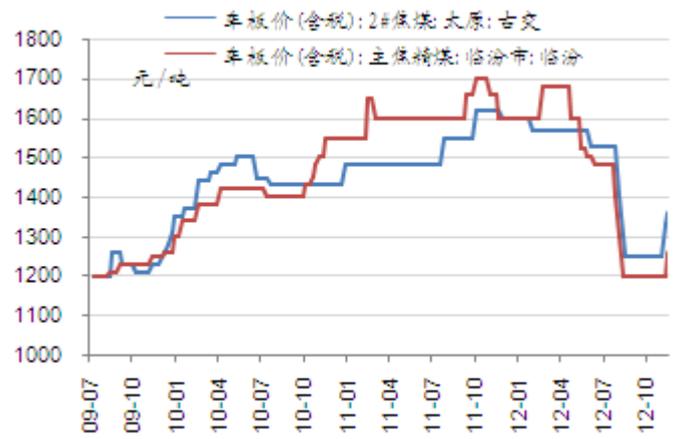
此外, 钢铁行业盈利能力较差, 对炼焦煤上涨的承受能力有限。可以通过炼钢产能利用率来调节炼焦煤市场供求, 预计焦煤价格难以反转, 继续维持弱势震荡的走势。

图 24: 钢铁盈利大幅下滑, 大面积亏损出现



资料来源: 中钢协、招商证券

图 25: 炼焦煤价格弱势震荡



资料来源: 中钢协、招商证券

三、中长期行业运行更加平稳

1、煤炭行业过去的黄金十年

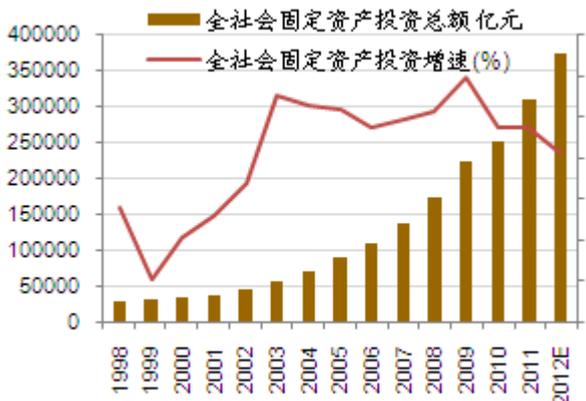
■ 经济快速增长拉动煤炭需求增加

煤炭行业过去经历了黄金十年，管理技术水平提升，盈利大增，在国民经济中的地位逐步提高。98-99 年，煤炭行业几乎全行业亏损，煤价低位，盈利大幅下滑，2001 年以后，新一轮政治、经济周期开始，伴随着房地产的启动，中国经济进入了新一轮高速增长阶段，从而带动了煤炭行业的黄金十年。

过去十余年经济快速增长。数据分析，从 2001 年开始，全社会固定资产投资增速一直维持较高的水平，年复合增长率在 23.4% 以上。

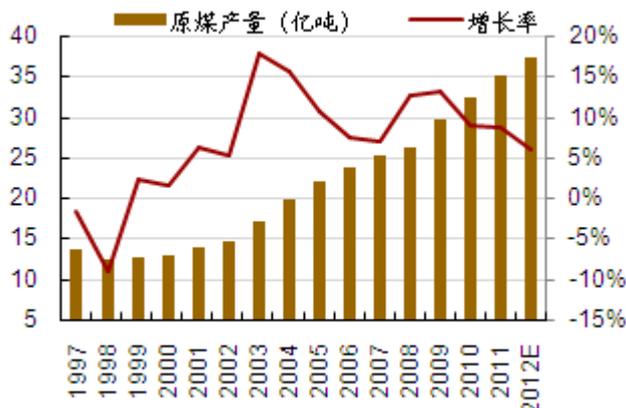
煤炭产量增长较快。投资的快速增长，拉动了上下游投资产业链，使得原煤产量在过去 10 余年增长近三倍，年复合增长率为 10%，从 2001 年的 13.8 亿吨增长至 2012 年的 37.8 亿吨。

图 26: 全社会固定资产投资增速保持较快增长



资料来源：国家统计局、招商证券

图 27: 煤炭产量年均增速 10% 以上



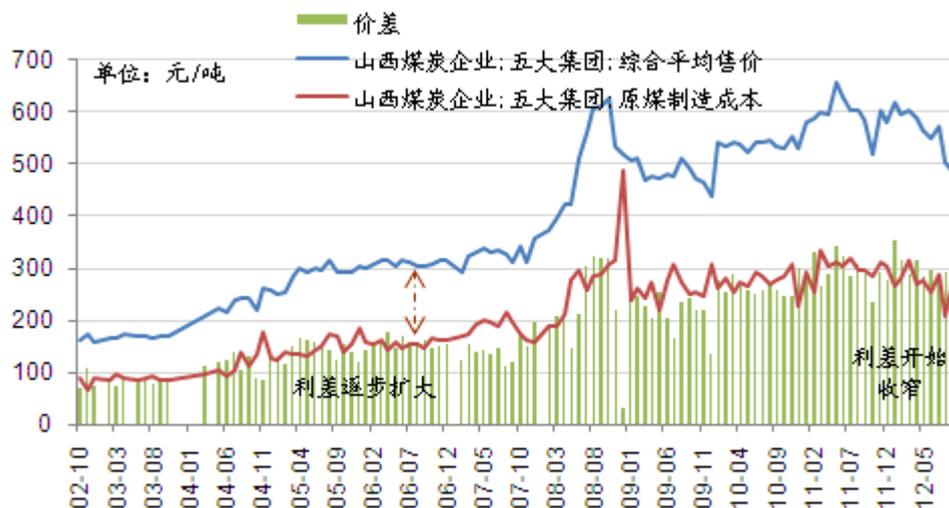
资料来源：国家统计局、招商证券

■ 行业盈利能力持续提升

商品牛市下，煤炭价格一路看涨，供需矛盾的存在使得价差在扩大。以山西省五大煤炭集团煤炭销售价格、成本作比较，在 2008 年价差的扩张达到峰值，随后价差趋于稳定，2011 年价差小幅收敛，趋势延续至 2012 年。

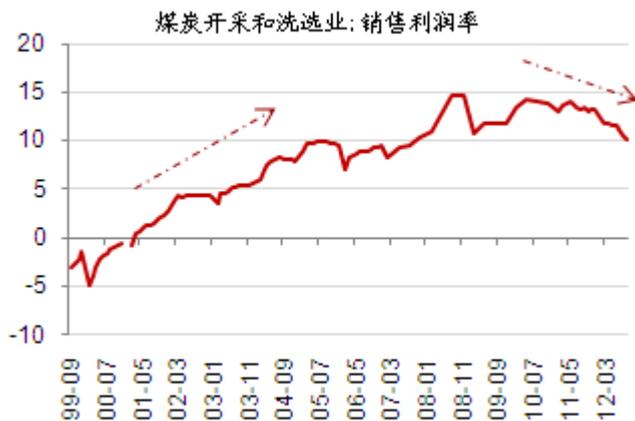
盈利能力大幅提升，2000-2008 年煤炭行业销售利润率、ROE 一直处于上升趋势，分别在 2008 年达到峰值。

图 28: 02 年以来, 煤炭价差逐步扩大



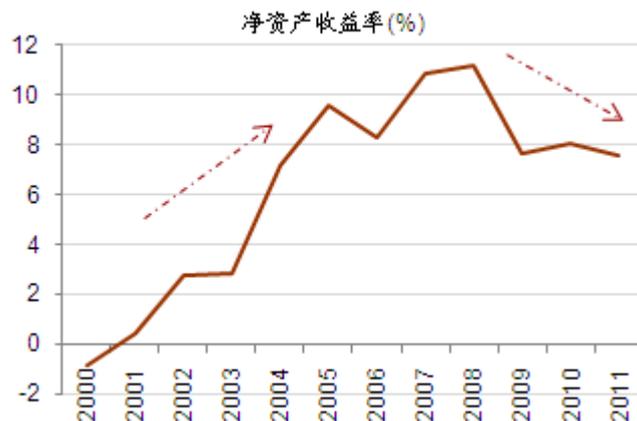
资料来源: 公司资料、煤炭资源网、招商证券

图 29: 煤炭行业销售净利率走势



资料来源: 同花顺、招商证券

图 30: 煤炭行业 ROE 见顶回落



资料来源: 同花顺、招商证券

2、经济结构调整, 煤炭需求增速放缓

■ 煤炭供需矛盾逐步消除, 行业景气见顶回落

一方面, 宏观经济增速放缓, 中国城镇化进入到中后期, 使得能源消费增速逐步放缓, 另一方面, 煤炭产能已大规模形成, 供需形势趋于宽松。通过上面分析, 可以看出, 从 2011 年开始, 随着经济的放缓, 价差开始收窄, 盈利能力下滑, 如 ROE 高位回落。

■ 中长期, 煤炭消费占比逐步降低

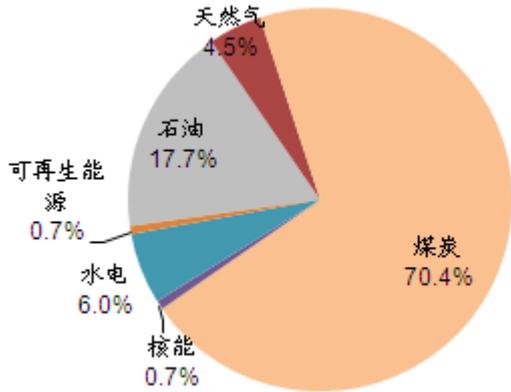
根据 IEA 的世界能源展望, 煤炭需求增速在放缓, 未来增长潜力最大的是印度。在过去十年里, 煤炭几乎占据全球能源消费增长的一半, 增长速度甚至快于所有可再生能源。对于全球煤炭供需平衡来说, 中国和印度的煤炭需求几乎占据非经合组织国家煤炭需求增长的四分之三 (经合组织国家的煤炭消费已下降)。

中长期来看, 中国进入经济转型阶段, 调整产业结构, 降低高耗能的产业占比, 能源消

费方面，降低煤炭在能源消费结构中的占比。目前中国煤炭消费占比为 70.4%，远高于世界 33.1% 的平均水平。

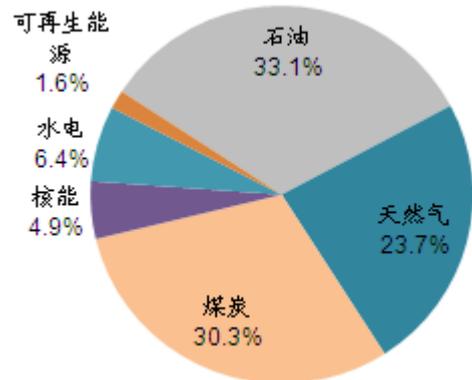
- 2020 年中国的煤炭需求将达顶峰，并将维持到 2035 年；印度的煤炭消费量继续增长，到 2025 年将超越美国成为世界第二大煤炭消费国。
- 2020 年前全球煤炭贸易将持续增长，届时印度可能发展成为最大的煤炭净进口国，但是此后随着中国煤炭进口的下降，全球煤炭贸易增长趋于平稳。

图 31：中国能源消费结构中煤炭占比高



资料来源：BP2011、招商证券

图 32：世界能源消费结构



资料来源：BP2011、招商证券

■ 未来提高天然气的消费占比

政府在能源十二五规划中，本着控制能源消费总量、控制化石能源，特别是碳排放较高的煤炭，鼓励新能源的发展，支持天然气的消费。预计到 2015 年，煤炭消费总量虽继续增加，但消费占比较 2010 年下降 3 个百分点，天然气及非化石能源消费占比均显著提高，其中天然气消费占比提高了 3.4 个百分点。

中国规划 2015 年天然气消费量达 2600 亿立方，在 2011 年 1025 亿立方米的基础上翻一倍多。同时还将加大非常规能源开发力度，提出 2015 年页岩气产量达 65 亿立方米、煤层气（煤矿瓦斯）产量达到 300 亿立方的目标。

表 8：十二五规划中，预期能源结构的变化

消费结构	2000A	2005A	2010A	2015E
煤炭	69.2%	70.8%	68.0%	65.0%
石油	22.2%	19.8%	19.0%	16.0%
天然气	2.2%	2.6%	4.4%	8.0%
非化石能源	6.4%	6.8%	8.6%	11.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
(百万标准吨煤)				
消费总量	2000A	2005A	2010A	2015E
煤炭	1,007	1,671	2,159	2,730
石油	323	467	549	672
天然气	32	61	120	336
非化石能源	93	160	239	462
合计	1,455	2,360	3,066	4,200

资料来源：国家能源局、发改委、招商证券

中长期来看，天然气进入“黄金时代”：全球需求增长确定的化石能源，其中非常规天然气到 2035 年，产量将接近全球天然气产量一半，绝大部分的增长来自中国、美国和澳大利亚。

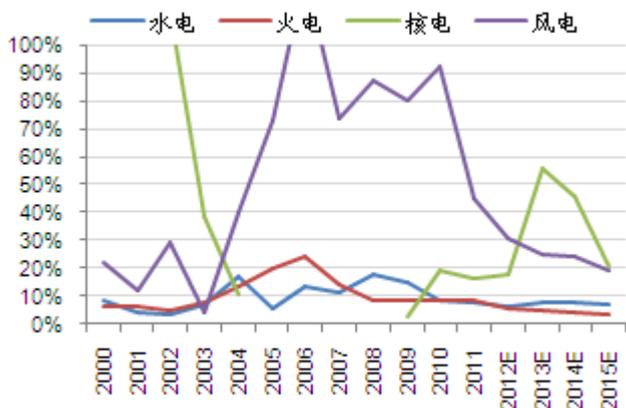
- 积极的政策支持和调控改革将推动中国天然气消费从 2011 年约 1300 亿立方米增加到 2035 年的 5450 亿立方米，增长 4 倍多，年复合增长率 6% 左右。
- 在美国，较低的价格和丰富的供应使天然气在 2030 年左右超越石油，成为能源结构中最大的能源种类。

■ 其他替代能源增速均高于煤电

其他替代能源，如水电、核电、风电，在十二五期间也将长足发展，从装机容量增速来看，水电、核电、风电十二五期间复合增长率为 7.4%、30.4%、28.8%，均高于火电 5.4% 的复合增长率。截止到十二五末，火电装机容量占比进一步降低，由 2010 年的 73% 下降至 66%。

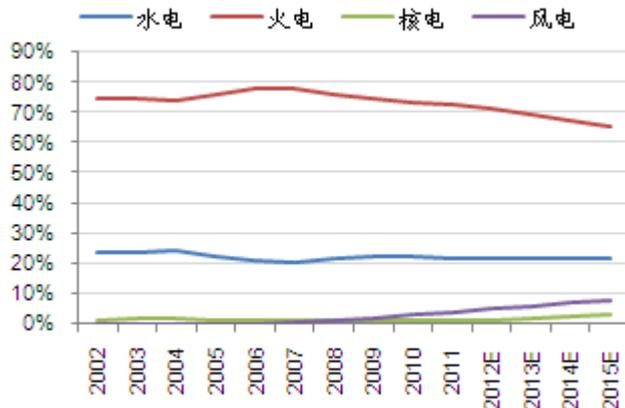
我们认为，替代能源发电具有优先调度的特点，未来发电量的快速增长将进一步挤压火电的增长空间，进而降低煤炭的需求。

图 33: 不同能源装机容量增速比较



资料来源: BP、招商证券

图 34: 不同能源装机容量占比比较



资料来源: CEIC、招商证券

3、未来铁路运力不再是瓶颈

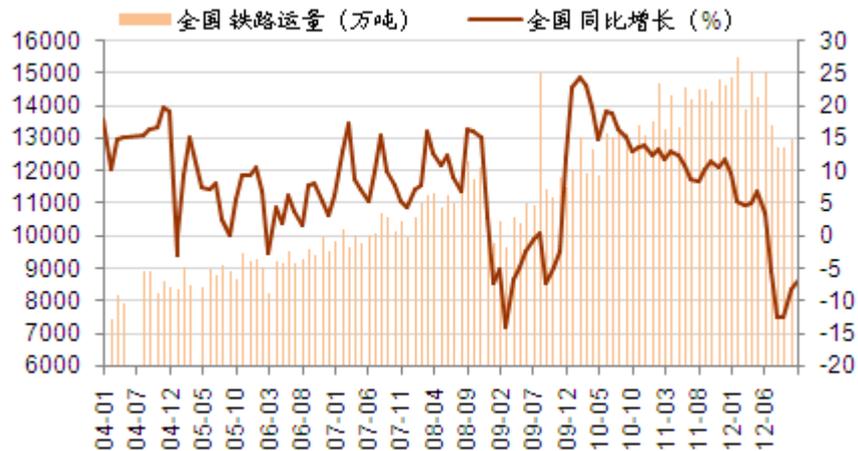
■ 需求放缓，进口增加减缓了铁路运力的压力

铁路运力已趋于相对宽松，从 7 月份开始，煤炭运量连续 4 个月同比负增长，与 2009 年情况相仿。最新数据来看，全国铁路煤炭发送量 10 月份完成 18352 万吨，同比减少 1254 万吨、下降 6.4%，1-10 月份累计完成 186845 万吨，同比减少 1172 万吨、下降 0.6%。其中，主要铁路线运量也下降，总体运力处于宽松。

- 1-10 月份大秦线完成运量 34835 万吨，同比减少 1549 万吨、下降 4.3%；
- 1-10 月份侯月线完成 14606 万吨，同比减少 714 万吨、下降 4.7%。

我们认为铁路的运力宽松，一方面原因是国内煤炭消费增速下滑，另一方面重要的原因是进口煤的增加，满足了南方电厂的需求，降低了对铁路运力瓶颈的约束。

图 35: 铁路运量下降, 运力趋于宽松



资料来源: 国家统计局、招商证券

■ 运力瓶颈逐步消除, 十二五末有望根本解决运输制约问题

随着一些铁路线逐步投入使用, 运力逐步趋于宽松, 12-15 年, 年度铁路运力增量分别为 6200 万吨、5000 万吨、3000 万吨和 8000 万吨, 未来随着新的运煤通道的修通, 运力将进一步宽松, 特别是几条大的铁路线在 2014 年以后逐步释放运力, 煤炭铁路运力紧张的局面有望彻底缓解。

表 9: “三西” 煤炭外通道铁路运力预测

单位: 万吨	运能	里程(公里)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
北通道			54055	56817	66700	72200	76200	80200	82200	83200
大秦线	20000	652	32055	33017	40500	44000	46000	48000	48000	48000
丰沙大线	6000	156	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000
京原线	1700		2000	2000	2700	2700	2700	2700	2700	2700
集通县			2000	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
朔黄线		594	12000	14300	16000	18000	20000	22000	24000	25000
太中银		755								
中通道			17000	17000	19000	21400	22400	23400	24400	26400
石太线	9000	231	9000	9000	11000	13400	13400	13400	13400	13400
邯长线			8000	8000	8000	8000	9000	10000	11000	13000
南通道			19000	23029	25800	26800	28000	28000	28000	28000
侯月线	9000	252	12000	16029	17800	18800	20000	20000	20000	20000
太焦线	300	153	7000	7000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
新建铁路										5000
吕梁——日照	20000	1260								5000
准格尔——曹妃甸	20000	1030								0
准吉线	20000	1860								0
合计			90055	96846	111500	120400	126600	131600	134600	142600
年度增量			13811	6791	14654	8900	6200	5000	3000	8000
增速 (%)			18%	8%	15%	8%	5%	4%	2%	6%

资料来源: 国家统计局、招商证券

■ 结论: 行业运行更加平稳, 盈利能力见顶回落

中长期看, 在经济转型, 产业结构调整的背景下, 中国能源消费结构将面临重大调整, 煤炭需求增速将逐步放缓, 供需矛盾将进一步缓解, 市场运行更加平稳。煤价虽然仍会缓慢向上, 但盈利能力 (ROE) 已难回此前高点。

四、行业推荐及评级

1、投资策略：行业平淡，个股契机

■ “推荐”评级，期待改革红利

预计 2013 年煤炭市场将延续相对宽松的状态，宏观经济虽然触底企稳，但从目前来看，回升幅度仍不大，煤价并没有强烈的上涨预期，基本维持在 615-700 元/吨的波动区间，且均价在 660 元/吨。

企业盈利的下滑已经在三季报确认，基于对煤价的判断，明年煤炭公司盈利难以大幅改善。从估值来看，行业整体估值仍然偏高，盈利预测调整后，对应 2012 年、2013 年行业平均估值为 14.6 倍、15.3 倍，不具备优势，吸引力不大，在预期平稳的情况下，我们认为行业合理估值为 10-15 倍。

政策红利可修复行业估值。“十八大”已经结束，新一届政府的经济政策制定、实施预计在明年 3 月份以后才能确定，市场期待进一步的改革红利。但是在今年底到 2013 年 3 月份之间，属于政策的空档期，经济将维持平稳走势。

2、上市公司推荐

■ 动力煤>>无烟煤>>炼焦煤

对动力煤，价格调整充分，三季度是阶段性低点，后续小幅弱反弹。对炼焦煤，由于钢铁产能较大，且盈利能力较差，焦煤价格走势进一步承压。无烟煤下游对应的化工行业，周期性相对较弱且更加稀缺，煤价走势相对稳健。

■ 上市公司推荐：

推荐未来内生成长确定个股，如大有能源、中国神华、永泰能源、潞安环能、兰花科创、山煤国际：

大有能源：估值最便宜的煤炭股之一，河南本部合同煤销售比例高，盈利稳定性强，收购资产义海能源 2013 年产能提升可改善盈利，未来集团再次资产注入预期较强，预计 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 为 1.57 元、2.10 元、2.23 元，对应市盈率为 10.8 倍、8.0 倍、7.9 倍，“强烈推荐-A”评级。

中国神华：煤电一体化的协同优势明显，集团资产注入逐步启动，估值水平不高，预计 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 为 2.37 元、2.30 元、2.51 元，对应市盈率为 9.2 倍、9.4 倍、8.6 倍，“强烈推荐-A”评级。

永泰能源：公司战略积极，未来成长性较好，随着财务费用的降低，可大幅企业盈利，预计 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 为 0.47 元、0.66 元、0.84 元，对应市盈率为 16.9 倍、12.0 倍、10.2 倍，“强烈推荐-A”评级。

潞安环能：整合矿逐步释放产能，资产注入将进一步推进，预计 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 为 1.21 元、1.19 元、1.37 元，对应市盈率为 12.9 倍、13.1 倍、11.4 倍，“强烈推荐-A”评级。

兰花科创：无烟煤价格走势稳定，公司盈利确定性强，整合矿逐步进入收获期，预计

2012 年、2013 年、2014 年 EPS 为 1.67 元、1.46 元、1.75 元，对应市盈率为 10.3 倍、11.8 倍、9.4 倍，鉴于最近股价调整较多，而未来业绩成长确定，上调评级至“强烈推荐-A”。

山煤国际：贸易逐步减亏，在建矿井逐步释放，未来集团进一步资产注入，预计 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 为 0.85 元、1.41 元、2.03 元，对应市盈率为 19.5 倍、11.9 倍、7.8 倍，“强烈推荐-A”评级。

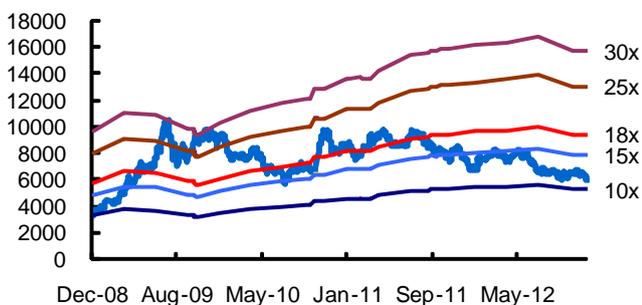
■ **风险提示：**宏观经济回落幅度超出预期及资源税从价征收

表 10: 煤炭上市公司估值比较

	最新 股价	EPS (元)				P/E				每股净资产	P/B
		2010	2011	2012E	2013E	2010	2011	2012E	2013E		
炼焦煤类											
西山煤电	10.53	0.84	0.89	0.65	0.47	12.5	11.8	16.2	22.6	4.43	2.4
盘江股份	12.56	0.81	1.03	0.81	0.56	15.5	12.2	15.5	22.4	4.19	3.0
冀中能源	9.95	1.04	1.32	0.89	0.41	9.6	7.5	11.2	24.5	5.96	1.7
平煤股份	7.34	0.78	0.78	0.40	0.22	9.4	9.4	18.2	32.8	4.79	1.5
永泰能源	7.59	0.07	0.18	0.47	0.66	108.4	42.2	16.3	11.6	4.43	1.7
平均	9.6	0.71	0.84	0.64	0.46	13.5	11.4	14.9	20.8	4.8	2.1
喷吹煤类											
阳泉煤业	11.22	1.00	1.17	0.82	0.50	11.2	9.6	13.7	22.2	4.75	2.4
潞安环能	15.38	1.49	1.67	1.21	1.19	10.3	9.2	12.7	12.9	3.46	6.5
平均	13.3	1.25	1.42	1.02	0.85	10.7	9.4	13.1	15.7	4.1	4.4
动力煤类											
中国神华	21.42	1.87	2.25	2.37	2.30	11.5	9.5	9.0	9.3	11.22	1.9
国投新集	7.6	0.68	0.73	0.68	0.65	11.2	10.4	11.1	11.6	4.23	1.8
恒源煤电	10.53	0.95	1.01	0.94	0.75	11.1	10.4	11.2	14.0	6.15	1.7
中煤能源	6.74	0.52	0.72	0.60	0.49	13.0	9.4	11.3	13.8	6.12	1.1
兖州煤业	15.43	1.83	1.75	1.00	0.53	8.4	8.8	15.4	29.0	8.58	1.8
大同煤业	7.73	0.77	0.65	0.27	0.12	10.0	11.9	28.8	63.2	6.05	1.3
山煤国际	15.38	0.76	1.14	0.85	1.41	20.2	13.5	18.0	10.9	9.74	1.6
昊华能源	10.01	0.87	1.30	0.91	0.68	11.5	7.7	11.0	14.8	6.38	1.6
大有能源	16.65	1.67	1.56	1.57	2.10	10.0	10.7	10.6	7.9	5.83	2.9
平庄能源	8.03	0.64	0.89	0.59	0.48	12.5	9.0	13.6	16.6	4.44	1.8
平均	12.0	1.06	1.20	0.98	0.95	11.9	10.1	14.0	19.1	6.9	1.7
一体化公司											
神火股份	6.04	0.61	0.60	0.24	0.46	9.9	10.1	25.2	13.1	3.25	1.9
兰花科创	16.35	1.15	1.46	1.67	1.46	14.2	11.2	9.8	11.2	9.81	1.7
开滦股份	10.53	0.84	0.89	0.65	0.47	12.5	11.8	16.2	22.6	4.43	2.4
煤气化	9.29	0.46	0.40	-0.65	0.50	20.2	23.0	-14.3	18.6	6.15	1.5
平均	10.6	0.8	0.8	0.5	0.7	14.2	14.0	22.1	14.6	5.9	1.9
总平均	11.25	0.94	1.07	0.81	0.78	12.0	10.6	14.0	14.4	5.9	2.1
中值	10.5	0.8	1.0	0.8	0.5	11.5	10.4	13.6	14.8	5.8	1.8

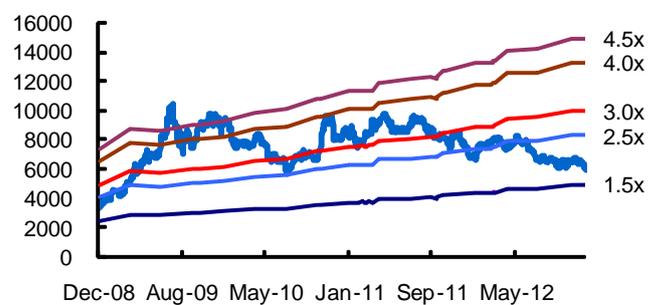
资料来源: 公司数据、招商证券

图 36: 煤炭行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 37: 煤炭行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《煤炭行业 2012 年中期投资策略—调整后的投资契机》2012/06/24
- 2、《理解了如何去库存，就把握了煤炭股走势》2012/6/25
- 3、《动力煤底部、冶金煤继续寻底》2012/8/23
- 4、《煤炭行业中报综述：行业盈利能力下滑，下半年业绩压力更大》2012/9/6
- 5、《煤炭行业四季度投资策略—底部再平衡》2012/9/28

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经历，十年证券从业经验。荣获英国《金融时报》最佳分析师“亚洲区能源行业第二名，2007~2011 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010~2011 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”，2008~2011 年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

张顺：毕业于南开大学，经济学硕士，证券从业 4 年，2012 年 5 月加入招商证券。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

陈超：毕业于武汉大学，会计学硕士。2011 年 10 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。