

煤炭行业 2015 年投资策略

周期低点，向左还是向右？

● 2015：下一个周期起点？

14 年以来煤炭市场延续前期跌势，目前煤价已接近 07 年初水平，而盈利能力已回落至 00-02 年最低水平。预计 15 年行业供需有望改善：需求方面：尽管受高位库存影响煤价上半年可能受到压制，不过目前下游相关行业盈利已逐步好转（一般领先煤炭 3 季度），且受基数效应影响下半年火电增速有望改善。供给方面：4 季度产量和进口量已有明显下滑，预计 15 年仍将维持低位。

● 政策：以史为鉴，脱困政策能否有效？

7 月底以来政府连续出台救市政策，主要目标为化解产能过剩、严格控制超产、加强进出口管理等方面，我们认为核心在于对行业的整顿而非干预。回顾上一轮救市，在 90 年代末行业低谷期，政府出台系列政策整顿行业，推动小煤矿产量迅速减少，企业盈利逐步改善。而从本次救市效果来看，产量、进口量、价格已有改善，等待后续继续落实。

● 供给：供给收缩或超预期，实现供需平衡会提前么？

根据各煤矿产能登记，全国 26 个省级单位在产煤矿产能合计 31.3 亿吨（拟投产煤矿产能 4.2 亿吨，产能共计约 35.5 亿吨），而 2013 年 26 省原煤产量达到 40.3 亿吨，超产幅度达到 29%。新建矿方面，预计 17 年前尚待投产产能约 8 亿吨，不过由于限产政策的执行，13-17 年累计新增产能下降至 3.6 亿吨。而需求方面，预计 14-17 年耗煤增幅分别为 0.8%、2.6%、2.0% 和 1.9%。综合测算，预计 16-20 年行业供需基本维持平衡（较 14 年中期测算已提前）。

● 热点关注：国企改革和价格弹性

国企改革：部分煤炭公司已成为国企改革试点企业，包括：国投新集、平煤股份、冀中能源、盘江股份等。预计 15 年国企改革主体仍将成为热点，而煤炭改革或以注入集团资产，整合上市平台为主。关注试点企业改革方向以及山西、山东等未公布试点名单的省份。

价格弹性：如果 15 年煤价维持 14 年前 3 季度水平，由于吨煤净利回落各公司 15 年 PE 较高（约 50 倍）。考虑到港口动力煤价格 15 年上涨 20 元/吨和 50 元/吨两种情形（港口动力煤 20 元/吨，对应其他煤种涨幅 10-30 元/吨），则 15 年 PE 分别降至 33 倍和 18 倍。

● 观点总结：行业评级上调为“买入”，关注国企改革和高弹性品种

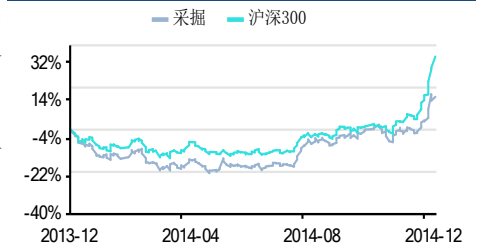
综上，我们认为煤炭行业脱困政策的执行力度 15 年将延续，其中控制企业超产规模以及限制进口将成为基本面改善的重要来源。在经过近 5 年的下跌之后，煤炭板块的资源价值逐步体现，行业评级上调为“买入”。

公司选择方面，我们延续两条主线：国企改革和价格弹性。重点推荐公司包括西山煤电（近 5 年跌幅较大、资源价值显现、价格弹性较大）、阳泉煤业（价格弹性较大，估值优势明显）、盘江股份（国企改革标的，集团体外资产盈利好）、中国神华（龙头公司价值低估、近 5 年跌幅较大）。

● 风险提示：政策面供给收缩力度低于预期，或执行效果低于预期。

行业评级	买入
前次评级	持有
报告日期	2014-12-12

相对市场表现



分析师：安鹏 S0260512030008
 021-60750610
 anpeng@gf.com.cn
 分析师：沈涛 S0260512030003
 010-59136693
 shentao@gf.com.cn

相关研究：

- 煤炭行业跟踪点评：维持行业观点，重申对神华、潞安和冀中的推荐 2014-12-05
- 煤炭行业跟踪点评：降息，煤炭能涨么？ 2014-11-24
- 煤炭行业跟踪点评：进口关税上调，供给收缩预期继续加强 2014-10-10
- 煤炭行业跟踪报告：资源税改革+清理税费，煤企影响总体不大 2014-09-30
- 煤炭行业寻底系列报告之六：煤炭行业税费还能降多少？ 2014-09-22
- 煤炭行业中报总结：上半年业绩同比降 52%，吨煤盈利仅 14 元 2014-09-01
- 煤炭行业深度报告：供给控制超预期，煤炭该如何选股？ 2014-08-03

联系人：郑思恩 021-67050631
 zhengsien@gf.com.cn

目录索引

2014: 煤炭经历十年新低, 煤价股价继续双杀	5
股价: 年度累计涨幅 23%, 自 7 月低反弹上涨 43%	5
煤价: 均价较 13 年回落 16%, 3 季度以来有所改善	6
盈利: 亏损面继续扩大, 吨煤盈利仅 11 元	6
2015: 下一个周期起点?	7
煤价: 此轮调整较深, 企业盈利已低于十年前	7
需求: 库存压制短期煤价, 下半年同比有望改善	10
供给: 4 季度进口量和产量已现回落, 预计 15 年维持低位	12
下游: 相关行业盈利已逐步好转	16
政策: 以史为鉴, 脱困政策能否有效?	16
此次救市: 是整顿而不是干预	17
上一次救市: 90 年代末行业低谷期, 政府出台系列政策整顿行业	17
政策效果: 小煤矿产量迅速减少, 企业盈利逐步改善	19
此次救市: 产量进口量价格已有改善, 等待后续继续落实	21
供给: 供给收缩或超预期, 实现供需平衡会提前么?	22
国家发改委 8 月发文, 显示煤矿限产强烈决心	22
分地区: 26 个省市共超产 9.0 亿吨, 晋陕蒙新超产严重	22
分煤种: 动力煤和炼焦煤超产幅度达到约 34% 和 45%	23
在建产能: 预计仍有 8 亿吨产能待投产, 供需平衡有望提前至 16 年	24
估值: 股价处于 09 年初水平, 资源价值是否在显现?	26
纵向比较: PB 处于历史低位, 吨储量市值也不高	26
横向比较: 盈利整体优于国外, 估值水平并不高	28
股价较高点跌幅达到 70%, 资源价值在显现	30
热点关注: 国企改革和价格弹性	32
国企改革风起, 煤炭或迎来机遇, 相关标的有望受益	32
煤价上涨预期仍在, 关注部分高弹性低估值品种	36
观点总结: 供需面有望好转, 关注国企改革和高弹性品种, 行业评级上调为“买入”	37
风险提示	37

图表索引

图 1: 11-14 年煤炭开采板块连续 4 年跑输大盘 (%)	5
图 2: 年初以来永泰、安源、大同、盘江、国投等表现相对较好.....	5
图 3: 港口和产地动力煤价格已回落至 07 年初水平	8
图 4: 产地炼焦煤和无烟煤价格也回落至 07 年初水平	8
图 5: 煤炭板块销售毛利与净利率均回落至历史最低水平	9
图 6: 行业亏损面和毛利率水平是三个周期底部中跌幅最深的	9
图 7: 四家煤炭公司盈利回落至 03 年水平, 冀中冤煤甚至降至 90 年代末水平	9
图 8: 目前六大电厂库存水平与去年同期高 14%	11
图 9: 目前秦港库存水平较去年同期高 53%	11
图 10: 11 月下旬以来六大电厂日耗同比降幅有所收窄	12
图 11: 2014 年前 10 月我国煤炭 (含褐煤) 进口结构 (分煤种)	13
图 12: 2014 年前 10 月我国煤炭 (含褐煤) 进口结构 (分国别)	13
图 13: 2014 年前 10 月我国传统动力煤进口量占比 (其他烟煤、其他煤以及型煤)	14
图 14: 14 年除煤炭行业外, 下游火电、钢铁、水泥毛利率均有恢复.....	16
图 15: 煤炭板块 ROE (整体法) 降至接近历史低水平	16
图 16: 1999-2003 年煤炭出口数据逐步提升	19
图 17: 96-00 全国煤矿年产减少 27.28%	19
图 18: 3 万吨以下矿井 (露天) 减少五成	19
图 19: 97 年以来产能增速大幅放缓, 单井煤矿产量也明显上升	20
图 20: 神华、秦港 5500 大卡煤价自 8 月以来累计涨幅达到约 50 元/吨	21
图 21: 超产数量中动力煤、炼焦煤合计占比 96%	24
图 22: 板块 PE 水平在 14 年 3 月跌至历史低位, 下半年以来略有修复	26
图 23: 重点个股平均 PB 水平为 1.6 倍, 主要由于盈利回落撬动 PE 被动提升 ..	27
图 24: 重点个股平均 PE 为 45 倍, 主要由于盈利较低	27
表 1: 各煤种价格年初至今表现, 产地煤价累计跌幅 10%-40% (元/吨)	6
表 2: 各公司吨煤净利变动情况 (单位: 元/吨)	7
表 3: 全国煤炭行业单月吨煤利润 (单位: 元/吨)	7
表 4: 早期上市煤炭公司历史产量及吨煤净利润 (单位: 万吨、元/吨)	10
表 5: 14 年水电发电量快速增长挤占了火电需求	11
表 6: 14 年水电发电量占比为过去五年最高水平	12
表 7: 10 月国有重点煤矿产量环比回升明显	15
表 8: 全国及各省煤炭产量 (单位: 百万吨)	15
表 9: 14 年下半年煤炭行业救市政策	17
表 10: 90 年代末、20 世纪初煤炭脱困政策一览	18
表 11: 90 年代末、20 世纪初煤炭企业经营状况逐步好转 (单位: 亿元)	20
表 12: 8 月以来全国煤炭产量明显回落, 进口数据也有所下降	21
表 13: 各省份 2013 年超产情况及排名 (单位: 万吨)	23

表 14: 分煤种 2013 年超产情况 (单位: 万吨)	23
表 15: 主要省份产能情况 (单位: 亿吨)	24
表 16: 我国主要煤炭集团新建项目情况 (单位: 万吨)	25
表 17: 煤炭供需预测, 预计 16 年起煤炭供需有望进入平衡期.....	25
表 18: 早期上市企业吨储量市值历史比较	27
表 19: 国外重点煤炭企业估值绝对水平比较	28
表 20: 国内外公司吨储量市值和吨煤净利比较.....	29
表 21: 重点煤炭企业股价相对历史高点比较	30
表 22: 各公司吨产量和吨可采储量市值.....	31
表 23: 各省规定的采矿区最低交易价格.....	31
表 24: 央企“四项改革”先行先试.....	32
表 25: 各省(市)国资国企改革方案	32
表 26: 中央及地方国企改革进展情况	34
表 27: 上市公司所属集团业务经营情况.....	35
表 28: 15 年若港口动力煤价格上涨 20 元/吨 (各煤种涨幅 10-30 元/吨) PE 将回落至 20 倍附近.....	36

2014：煤炭经历十年新低，煤价股价继续双杀

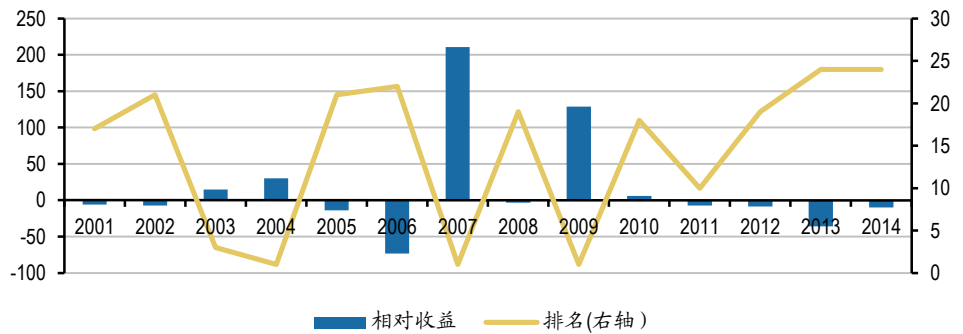
股价：年度累计涨幅 23%，自 7 月低反弹上涨 43%

14年至今中信煤炭指数上涨23%（同期上证综合指数和沪深300分别上涨35%和33%），在29个中信一级行业分类中涨幅排名24位（11-13年收益率分别为-25.5%、-3.43%、和-40.3%，排名分别为10、19和24）。

7月以来，受益于地产、货币政策放松、沪港通、改革预期等因素，大盘和煤炭板块底部上涨，涨幅分别为39.4%和43.4%，尽管煤炭行业陆续推出限产限进口等政策利好，3季度以来煤价累计涨幅达到约5%或25元/吨，但并未明显跑赢大盘。

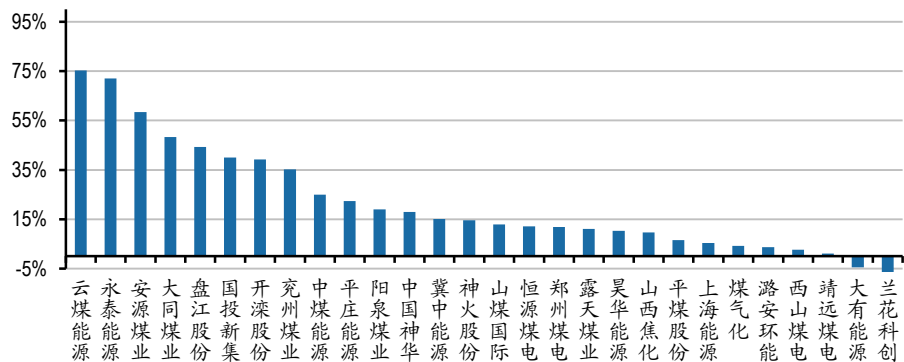
公司方面，年初以来表现较好的公司包括：永泰能源、盘江股份、国投新集等，累计涨幅超过50%，而兰花科创、大有能源、西山煤电、潞安环能等表现相对较差，累计涨幅10%以下甚至有所下跌。

图1：11-14年煤炭开采板块连续4年跑输大盘（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：年初以来永泰、安源、大同、盘江、国投等表现相对较好



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

煤价：均价较 13 年回落 16%，3 季度以来有所改善

前三季度由于供需维持宽松，煤价持续下跌，各煤种累计最高跌幅均达到20-25%，3季度以来由于行业脱困政策的逐步落实，港口动力煤、产地动力煤、炼焦煤和无烟煤累计上涨幅度约45元/吨、5元/吨、20元/吨和30元/吨。

动力煤：累计跌幅约19%，14年均价下跌约15%：其中，港口煤价4季度以来快速回升，年初至今累计跌幅为15%，均价较去年全年下跌约11%，而产地方面降幅更为明显，年初以来累计和均价分别下跌23%和18%。其中陕西、内蒙和山西累计跌幅分别达到20%、25%和34%。

炼焦煤：累计跌幅约为21%，14年均价下跌约19%：其中山西下跌最为明显，累计跌幅达到30%以上，而河北等地区跌幅较小，约15%。

无烟煤：累计跌幅约为17%，14年均价下跌14%：无烟煤是三个煤种中煤价跌幅最小的，其中山西地区累计下跌21%

表 1：各煤种价格年初至今表现，产地煤价累计跌幅 10%-40%（元/吨）

产地	煤种	年初价格	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	当前价格	年初至今涨幅	去年均价	今年均价	跌幅
港口煤价										
秦港 5500	动力煤	615	525	512	485	520	-15.5%	588	517	-11.8%
环渤海指数	动力煤	610	530	528	482	521	-14.6%	590	524	-10.9%
产地煤价										
大同南郊	弱粘煤	435	400	350	348	350	-19.5%	456	375	-17.9%
鄂尔多斯	动力块煤	420	400	355	320	335	-20.2%	430	365	-15.1%
霍林郭勒	褐煤	200	175	145	105	125	-37.5%	196	148	-24.5%
榆林	动力块煤	470	330	300	300	315	-33.0%	509	321	-36.9%
太原古交	2#焦煤	1160	1040	930	745	770	-33.6%	1195	918	-23.2%
吕梁柳林	4#焦煤	1150	1060	810	750	800	-30.4%	1137	876	-23.0%
河北唐山	焦精煤	1055	995	925	890	910	-13.7%	1132	938	-17.1%
山东兖州	气精煤(A9)	830	745	725	644	645	-22.3%	898	711	-20.8%
晋城	无烟中块	1070	1000	880	830	855	-20.1%	1123	910	-18.9%
河南永城	无烟中块	1230	1150	1010	950	950	-22.8%	1276	1046	-18.0%
贵州安顺	无烟中块	890	860	785	780	820	-7.9%	871	813	-6.7%
宁夏大武口	无烟中块	1020	1020	920	885	880	-13.7%	1029	945	-8.2%

数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

盈利：亏损面继续扩大，吨煤盈利仅 11 元

全行业来看，煤炭行业前三季度毛利率和利润率分别为16.4%和3.6%，而上市公司

毛利率和利润率分别为24.8%和10.4%（整体法）。其中，3季度全行业和上市公司的毛利率分别下降至15.0%和23.6%，盈利水平较上半年继续下滑。

吨煤盈利方面，前三季度重点上市公司吨煤净利平均仅11元/吨。其中3季度吨煤净利降至9元/吨，较上半年12元/吨的吨煤净利继续下降。而全国来看，13年和14年上半年吨煤利润分别为17元和9元，而7-8月单月分别回落至5元和4元，9月起伴随价格企稳回升，9-10月吨煤净利分别回升至7元和12元。预计4季度开始，受煤价小幅提升影响，各公司盈利情况将有所改善。

表 2: 各公司吨煤净利变动情况 (单位: 元/吨)

项目	2013A	2014Q3
重点上市公司平均	31	11
中国神华	64	57
西山煤电	35	16
冀中能源	31	2
潞安环能	41	24
兰花科创	163	40
盘江股份	49	44
永泰能源	38	13

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 全国煤炭行业单月吨煤利润 (单位: 元/吨)

时间	全国单月吨煤净利
2013A	17.3
2014H	8.5
2014M7	5.1
2014M8	3.8
2014M9	7.2
2014M10	11.9

数据来源: 国家统计局、运销协会、广发证券发展研究中心

2015: 下一个周期起点?

煤价: 此轮调整较深, 企业盈利已低于十年前

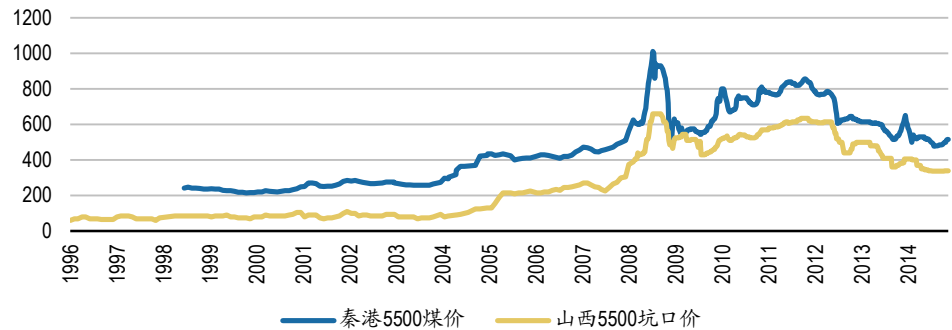
1、煤价: 回落至07年水平, 炼焦煤跌幅更为明显

动力煤: 截至2014年12月初, 秦港、产地煤价今年以来累计跌幅分别约为15%和23%, 今年均价较13年全年均价分别下跌11%和18%。虽然四季度以来动力煤价格小幅回升, 但整体已回落至2007年初的煤价水平。

炼焦煤和无烟煤: 产地煤价今年累计跌幅分别为21%和17%, 今年均价较13年全年

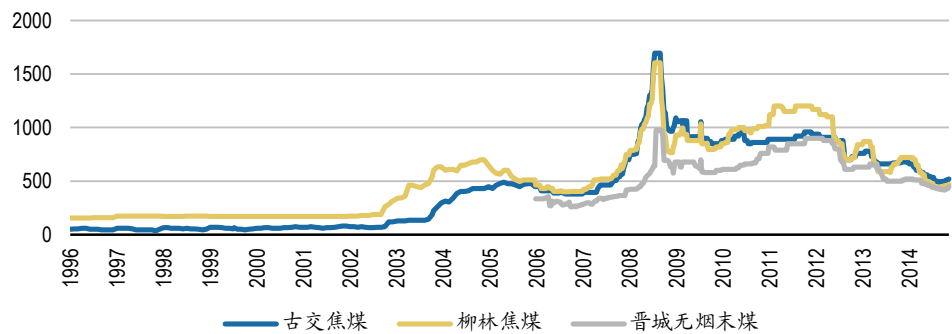
均价分别下跌19%和14%。13年以来，焦炼煤价格下跌更为明显，目前已跌至07年初价格水平，而无烟煤价格跌幅相对较小。

图3：港口和产地动力煤价格已回落至07年初水平



数据来源：煤炭资源网，广发证券发展研究中心

图4：产地炼焦煤和无烟煤价格也已回落至07年初水平



数据来源：煤炭资源网，广发证券发展研究中心

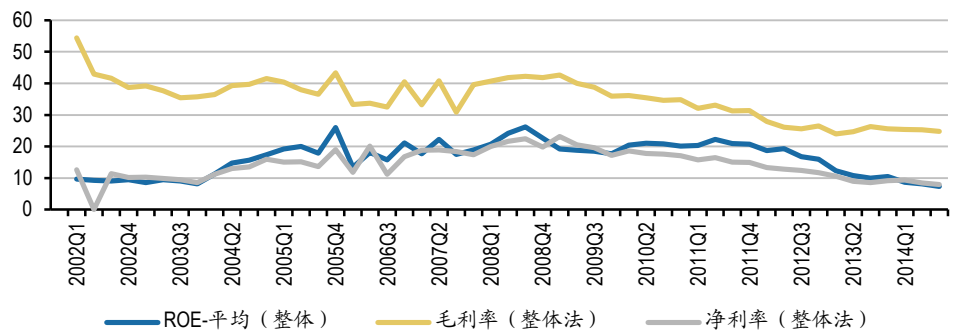
2、盈利水平：回落至上个周期低点

99年以来煤炭行业大致经历三轮周期：99-06年，06-09年，09-14年，其中周期低点分别在00年、06年和14年，其中14年前三季度上市公司（算数平均）和全行业的毛利率已下降至20.9%和16.4%，均低于过去15年的最低水平，而年化ROE也已降至7.1%（仅高于03年的5.7%）。

事实上，过去15年的三轮周期低点中，煤炭行业毛利率分别为27.2%、29%和16%，而亏损面分别为27.6%、11.5%和29.5%，目前比前两轮周期企业盈利跌幅更深。

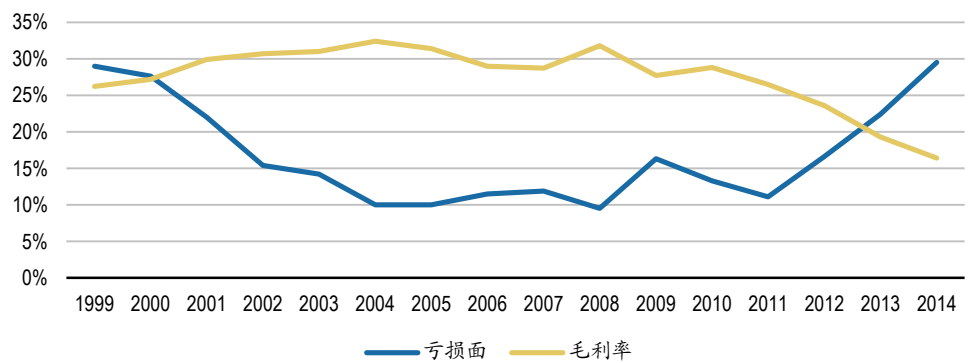
而从上市公司的盈利来看，兖州煤业、西山煤电、盘江股份和冀中能源平均净利润回落至03年水平，其中冀中能源前三季度亏损，比最差的90年代末期盈利更低，而兖州煤业不考虑一次性收益盈利也降至90年代末水平。

图5：煤炭板块销售毛利与净利率均回落至历史最低水平



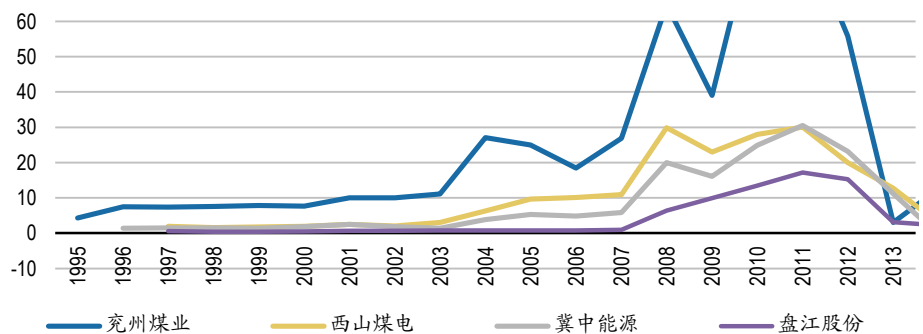
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6：行业亏损面和毛利率水平是三个周期底部中跌幅最深的



数据来源：煤炭资源网，广发证券发展研究中心

图7：四家煤炭公司盈利回落至03年水平，冀中兖煤甚至降至90年代末水平



数据来源：煤炭资源网，广发证券发展研究中心

3、吨煤净利：目前吨煤盈利水平低于00年水平

从2014年前3季度情况来看，目前早期上市的上市公司平均吨煤净利已降至11元的

历史新低。而历史上看，98-00年平均吨煤净利分别为38元/吨、37元/吨和21元/吨，此后01年随着煤炭价格好转，各公司平均吨煤净利润提升至26元/吨，02-04年平均吨煤净利润分别达到30元/吨、32元/吨、56元/吨。其中，2000年是盈利水平低点，平均吨煤净利为21元。

表 4： 早期上市煤炭公司历史产量及吨煤净利润（单位：万吨、元/吨）

公司 名称	2014		2004		2003		2002		2001		2000		1999	
	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润
郑州煤电	839	-9	566	28	564	15	505	16	486	16	384	31	300	60
兖州煤业	5505	24	3675	74	4328	26	3843	26	3402	23	2745	27	2400	33
兰花科创	526	40	407	69	380	46	375	22	221	18	215	4	223	31
神火股份	707	-50	336	102	322	51	300	37	303	33	305	25	303	26
冀中能源	2645	2	733	52	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
西山煤电	2054	16	1283	49	1201	25	1065	19	983	25	920	21	-	-
盘江股份	847	44	127	61	153	48	105	65	161	43	-	-	-	-
上海能源	838	8	719	51	726	24	668	24	707	23	-	-	-	-
阳泉煤业	2334	18	1285	27	1067	19	-	-	-	-	-	-	-	-
恒源煤电	1113	4	226	69	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
开滦股份	658	20	688	38	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
平均	1642	11	913	56	1093	32	980	30	895	26	914	21	806	37
上涨占比		0%		100%		57%		86%		60%		0%		67%

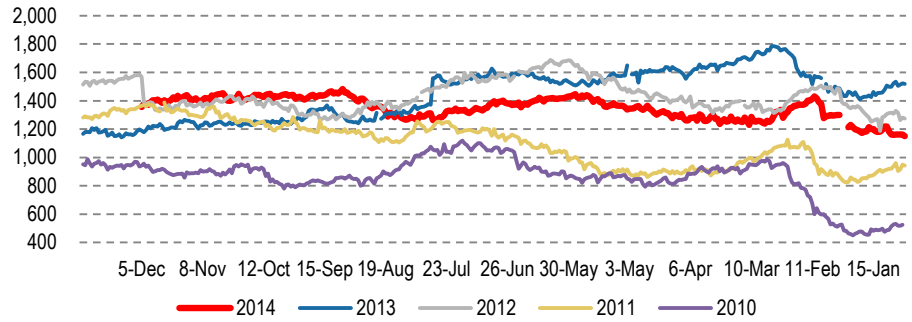
数据来源：广发证券发展研究中心，“-”表示年报未披露或该年度公司尚未上市

需求：库存压制短期煤价，下半年同比有望改善

1、电厂和港口存煤水平仍不低，煤价上半年将受到压制

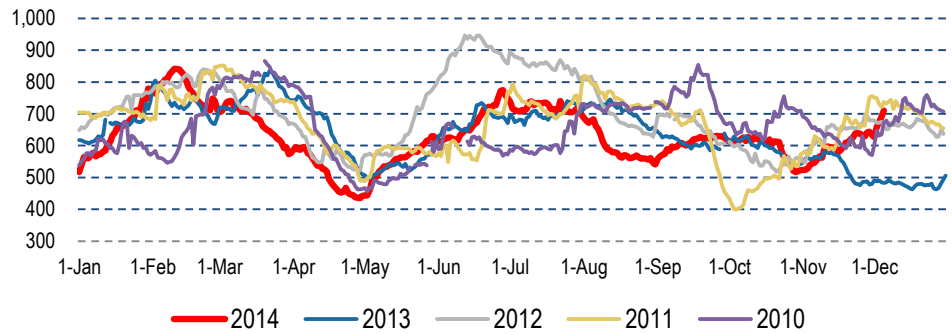
4季度以来，由于政策和供给收缩因素煤价企稳回升，不过需求改善整体低于预期。短期来看，库存仍是制约煤价上涨的主要因素。截止12月初，六大电厂库存1355万吨，较去年同期高13.9%，可用天数约22天，而全国重点电厂10-11月存煤天数始终维持30天左右的高位。港口方面，12月9日秦皇岛港已达到738万吨，较去年同期高53%，预计受高位库存影响15年上半年煤价可能受到压制。

图 8: 目前六大电厂库存水平与去年同期高 14%



数据来源: 煤炭资源网、广发证券发展研究中心

图 9: 目前秦港库存水平较去年同期高 53%



数据来源: 煤炭资源网、广发证券发展研究中心

2、下半年火电需求同比增速有望改善

14年由于来水较好,水电出力充足,一定程度挤占了火电需求。截止14年前10月,水电发电量累计增速高达22.3%,远高于10-13年间历史平均水平(9.3%),而其占发电结构比重高达18.0%,而10-13年间水电平均发电占比仅为15.0%。预计15年水电增速将放缓,支撑火电需求,事实上11月以来六大电厂耗煤量同比降幅已明显收窄。

表 5: 14 年水电发电量快速增长挤占了火电需求

月份	2014	2013	2012	2011	2010	10-13 平均
累计增速						
合计	4.2	7.0	3.9	12.3	14.9	7.7
火电	0.1	6.9	(0.4)	14.3	14.4	6.9
水电	22.3	3.1	27.1	(2.2)	16.2	9.3
当月增速						
合计	1.9	8.4	6.4	9.3	5.9	8.0
火电	(5.8)	10.5	(1.8)	14.5	(0.6)	7.7

水电	34.7	(3.4)	52.9	(15.2)	43.0	11.4
环比增速						
合计	(2.1)	(0.1)	(0.2)	(5.7)	(4.5)	(2.6)
火电	1.9	2.2	2.6	(5.0)	(1.5)	0.8
水电	(15.5)	(11.3)	(12.1)	(11.8)	(16.6)	(22.3)

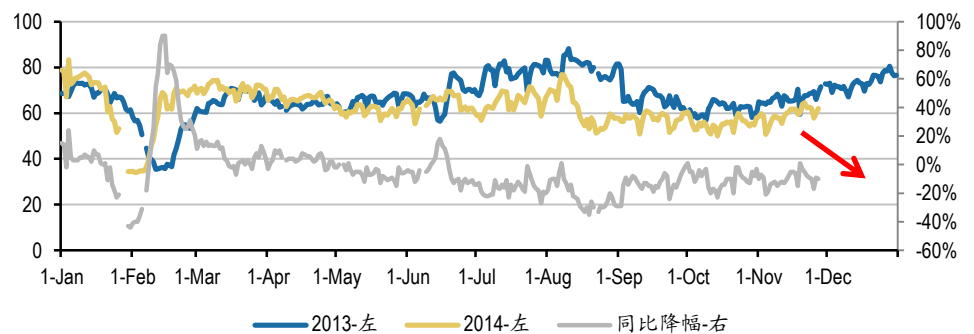
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表 6: 14 年水电发电量占比为过去五年最高水平

月份	2014	2013	2012	2011	2010	10-13 平均
累计结构						
火电	76.5	80.3	78.2	82.6	80.0	80.4
水电	18.0	15.2	16.3	13.6	16.5	15.0
当月结构						
火电	72.1	78.9	75.1	82.1	77.0	78.7
水电	21.7	16.1	19.0	13.8	18.9	16.3

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 10: 11 月下旬以来六大电厂日耗同比降幅有所收窄



数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

供给：4 季度进口量和产量已现回落，预计 15 年维持低位

1、关税上调及进口煤限制一定程度影响供给量

为缓解进口煤冲击，海关总署自2014年10月15日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤以及型煤等煤种的零进口暂定税率，分别恢复实施3%、3%、6%、5%、5%的最惠国税率。

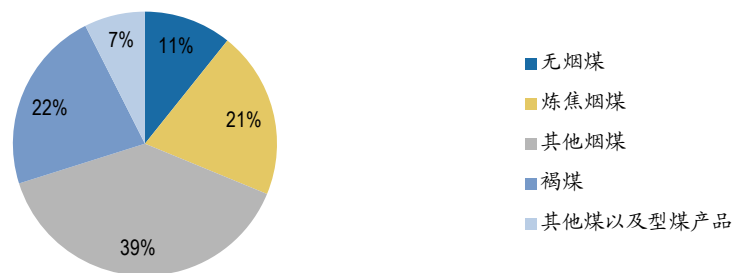
另一方面，2014年9月16日，国家发改委等六部委联合颁发了《商品煤质量管理暂行办法》，并将于2015年1月1日起施行。《办法》对商品煤硫分和灰分等进行了较为严格的规定，有望对劣质煤进口形成限制。

(1) 分煤种：动力煤影响较大，炼焦煤相对较小

根据海关总署的统计数据，2014年前10月我国累计进口煤炭（含褐煤）2.43亿吨，同比减少7.7%。其中炼焦煤、无烟煤以及褐煤的进口量分别为4977万吨、2608万吨和5447万吨，占比分别为20.5%、10.7%和22.4%，而其他烟煤、其他煤以及型煤产品进口量分别为9454万吨和1810万吨，占比分别为38.9%和7.5%，两者占煤炭进口总量46.4%。

本次关税上调对传统动力煤（进口占比47%）影响较大，税率由0%提升至5-6%，炼焦煤影响其次，税率由0%提升至3%。

图 11: 2014 年前 10 月我国煤炭（含褐煤）进口结构（分煤种）



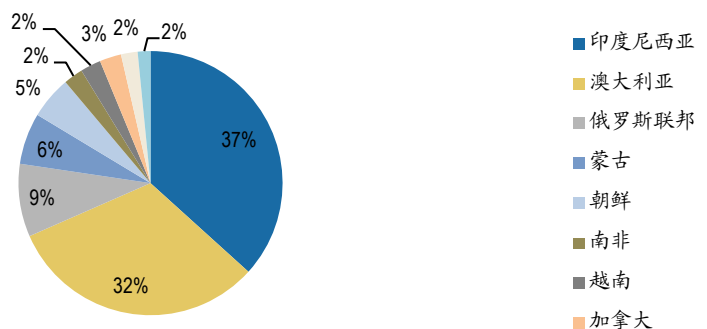
数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

（2）分国别：印尼暂不受影响，澳洲动力煤影响较大

根据海关总署统计数据显示，2014年前10月我国累计进口煤炭（含褐煤）2.43亿吨，同比减少7.7%，其中来自印尼的进口煤炭（含褐煤）总量为8914万吨，同比减少11.3%，其在我国煤炭进口总量的比重也由去年同期的38.8%下降至37.5%。此外，来自澳大利亚、俄罗斯、蒙古、朝鲜等国的进口量占比分别为31%、9%、6%和5%。

来自印尼进口煤由于受东盟贸易协定约束不受关税上调影响，而根据11月17日签订的中澳自由贸易协定，协议生效的即日起，中国进口澳大利亚焦煤的关税将从3%降为零；而中国进口澳大利亚动力煤的关税将在两年内降至零。但本次关税上调或将显著压缩来自其他国家的煤炭进口。

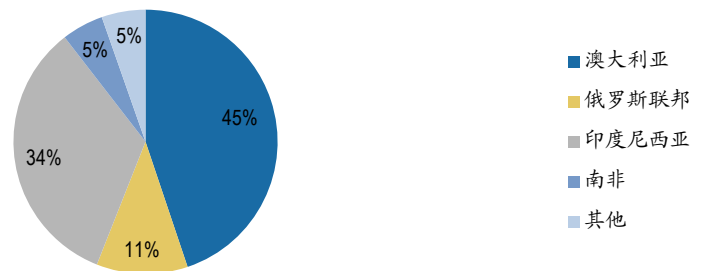
图 12: 2014 年前 10 月我国煤炭（含褐煤）进口结构（分国别）



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

根据海关总署统计数据显示，2014年前10月，我国进口的传统动力煤（其他烟煤、其他煤以及型煤产品）合计约11264万吨，同比回落8.3%，其中来自印尼的进口量约为3775万吨，占总量的34%，而其余进口则主要来自于澳大利亚、俄罗斯和南非等国。预计伴随本次关税上调后，上述国家动力煤进口将受到较大冲击。

图 13: 2014 年前 10 月我国传统动力煤进口量占比 (其他烟煤、其他煤以及型煤)



数据来源：广发证券发展研究中心

(3) 8月以来进口量已有明显回落

14年8-10月，全国煤炭进口量分别为1886万吨、2116万吨和2013万吨，较1-7月的月均进口量2617万吨下降23%，预计15年受关税上调、劣质煤限制等因素将继续维持低位。

2、4季度煤炭产量已有下降，中小煤矿降幅更为明显

产量: 14年7月开始，伴随发改委严控超产政策的逐渐落实，各地产量环比收缩明显。根据运销协会统计数据显示，2014年9月和10月全国原煤产量分别为29200万吨和29100万吨，同比减少2200万吨和2700万吨，同比回落7.0%和8.5%，较8月分别回落3.3%和3.6%。

结构: 从产量结构来看，在限产实施首月9月，国有重点煤矿产量环比大幅回落9.0%，其占产量比重也由8月的54.6%下滑至51.3%。而进入10月以后，伴随超产检查的深入，地方煤矿产量环比大幅回落6.4%，而国有煤矿产量环比则增长5.4%。预计后期伴随安监部门对地方煤矿超产检查的深入，其产量有望进一步压缩。

分省: 从各省产量来看，山西、内蒙、贵州9月煤炭产量分别为7209、7368、1600万吨，同比下降11%、14%和24%；山东、新疆、云南等省份产量也出现了普遍下滑；仅陕西、河南两省产量有所增加。

企业: 企业方面，各大煤企主动限产，其中中国神华9月和10月产量分别为2490万吨和2350万吨，环比8月（2720万吨）分别回落8.4%和13.6%，而中煤能源9月和10

月产量分别为926万吨和904万吨，环比8月（1017万吨）分别回落8.9%和11.1%。

综合来看，按照9-10月限产幅度，预计14年和15年煤炭产量分别约为35.1亿吨和34.9亿吨，同比分别下降5.2%和0.4%（未考虑新增产能），而实际上预计15年限产力度较有所加大，在产矿井的产能收缩可能更为明显。

表 7: 10 月国有重点煤矿产量环比回升明显

	本月产量 万吨	国有重点 万吨	地方煤矿 万吨	国有重点占比 %
10 月	29100	15810	13290	54.3%
9 月	29200	14994	14206	51.3%
8 月	30200	16478	13722	54.6%
7 月	30100	16536	13564	54.9%
6 月	29800	16841	12959	56.5%
5 月	30000	16840	13160	56.1%
4 月	30100	16533	13567	54.9%
3 月	30500	17166	13334	56.3%
2 月	24500	15145	9355	61.8%
1 月	29000	17364	11636	59.9%

数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

表 8: 全国及各省煤炭产量（单位：百万吨）

	全国	山西	内蒙	陕西	贵州	河南	山东	安徽	新疆	神华	中煤	山西 五大	
2013	Q1	865	215.4	219.0	90.8	42.0	37.6	36.1	32.2	29.6	79.9	29.7	97.2
	Q2	885	251.6	218.3	132.9	47.7	39.4	37.9	37.5	35.3	78.4	29.8	101.4
	Q3	915	229.9	253.9	130.9	47.3	36.9	38.2	38.9	36.5	78.5	29.3	96.1
	Q4	1035	261.3	287.4	136.6	54.0	39.6	39.0	41.1	44.1	81.3	30.0	105.4
2014	Q1	840	219.3	223.0	93.1	43.8	34.4	38.1	34.5	31.3	79.9	30.0	96.2
	Q2	899	258.8	231.1	118.2	54.4	35.3	40.0	37.7	34.2	75.1	30.5	100.5
	7 月	301	84.7	84.1	45.3	14.8	14.8	13.1	12.3	11.2	26.9	10.2	32.4
	8 月	302	79.1	79.9	50.4	14.0	14.6	12.9	12.1	11.0	27.2	9.3	31.8
	9 月	292	72.1	73.7	46.8	16.0	20.3	11.0	13.3	12.1	24.9	9.3	29.9
	同比	-7.3%	-10.6%	-14.3%	11.8%	-23.8%	68.9%	-18.0%	5.2%	-10.4%	-4.6%	-5.4%	-9.6%
	10 月	291	81.43	74.51	45.53	15	13.97	11	11.64	10.56	23.5	9.04	36.37
	同比	-9.1%	0.1%	-10.5%	9.5%	-11.8%	7.4%	-14.5%	-9.1%	-26.0%	-13.9%	-12.7%	10.3%
13A	3700	958.2	978.6	491.2	191.0	153.5	151.2	149.7	145.5	318.1	118.8	400.1	
14E	3507	958.3	915.3	490.4	188.0	161.3	148.1	144.8	131.5	304.5	116.4	399.9	
同比	-5.2%	0.0%	-6.5%	-0.2%	-1.6%	5.1%	-2.1%	-3.3%	-9.6%	-4.3%	-2.0%	0.0%	
15E	3492	977.2	894.1	546.4	180.0	167.6	132.0	139.7	126.7	282.0	108.5	436.4	
同比	-0.4%	2.0%	-2.3%	11.4%	-4.3%	3.9%	-10.9%	-3.5%	-3.6%	-7.4%	-6.8%	9.1%	

数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

下游：相关行业盈利已逐步好转

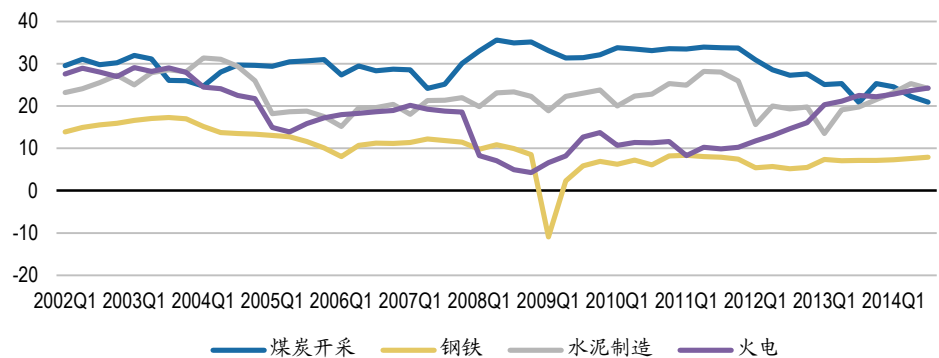
与下游行业相比来看，除煤炭行业外，相关行业如火电、钢铁和水泥等下游行业14年盈利均有恢复。

毛利率方面，前3季度火电、钢铁和水泥行业毛利率分别为和24.2%、7.9%和24.2%，较去年同期分别上涨1.7，0.8和4.4个百分点。

ROE方面，今年前三季度和火电、钢铁和水泥行业ROE(整体法)年化分别为15.4%、1.1%和12.7%，其中钢铁和水泥较去年均有提升，而火电13年以来也有明显上涨。

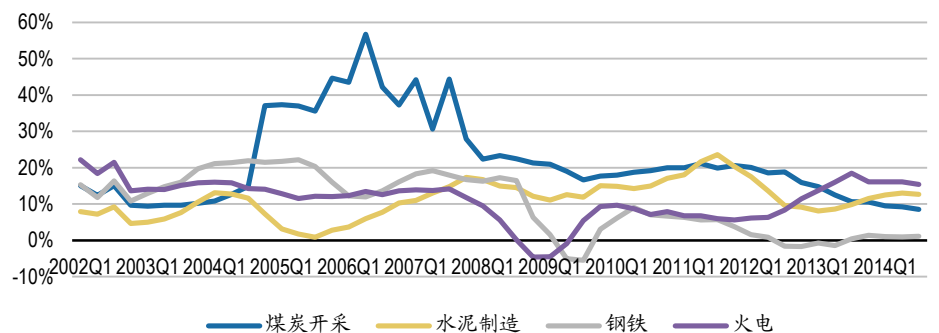
从行业周期看，历史上，钢铁、水泥、火电三个下游行业大约领先煤炭板块3个季度，下游行业的盈利逐步好转有助于带动上游煤炭板块的复苏。

图 14：14 年除煤炭行业外，下游火电、钢铁、水泥毛利率均有恢复



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 15：煤炭板块 ROE (整体法) 降至接近历史低水平



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

政策：以史为鉴，脱困政策能否有效？

此次救市：是整顿而不是干预

由于煤炭行业景气严重下滑，企业亏损面较高（据工业协会统计，上半年达到70%），7月开始政府逐步推出煤炭脱困政策，发改委主持召开煤炭行业脱困会议，研究讨论化解产能过剩、严格控制超能力生产、加强煤炭进出口管理、加强金融支持等具体措施，商定了煤炭脱困工作近期重点任务，开启了本轮煤炭行业救市周期。此次政策方向主要以整顿行业超产、劣质煤进口等方面为主，我们认为更多是对行业的监管、整顿而非干预市场。

表 9：14 年下半年煤炭行业救市政策

时间	政策方向	主要内容
2014 年 11 月 14 日	清查违规建设煤矿	全面清查和坚决制止煤矿违法违规建设生产，进一步明确地方政府在煤炭行业脱困工作中的主体责任，加强组织协调和监督检查。
2014 年 11 月 03 日	清查违规建设煤矿	开展在建煤矿项目有关情况调查摸底河煤矿建设秩序专项监管工作。
2014 年 10 月 28 日	清查违规建设煤矿	全面清理未按规定取得项目核准文件的煤矿建设项目，已开工的违规项目一律停建，已经投入生产的违规项目一律停产，履行项目核准手续。
2014 年 10 月 10 日	减免税费	12 月 1 日起煤炭矿产资源补偿费率降为零，停止征收煤炭价格调节基金
2014 年 10 月 09 日	限制进口	10 月 15 日起，开征煤炭进口关税，税率 3%-6% 不等
2014 年 10 月 03 日	清查违规建设煤矿	煤炭行业脱困会议要求强化地方政府在治理违法违规建设和生产、推进煤炭行业脱困中的责任；加大对违法违规煤矿生产建设整治力度
2014 年 09 月 29 日	减免税费	12 月 1 日起煤炭资源税从价计征，同时清理各项涉税税费。
2014 年 09 月 16 日	质量管理	15 年 1 月 1 日起施行《商品煤质量管理暂行办法》
2014 年 08 月 28 日	煤电配合	发改委要求电企配合煤企脱困，进一步压缩国内煤炭产能，限制进口，鼓励煤电双方签订中长期协议。
2014 年 08 月 28 日	限制进口	发改委协调央企，要求 9-12 月进口煤减少 4000 万吨。
2014 年 08 月 15 日	限制产能	遏制合法生产煤矿超生产能力，所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿一律停产。
2014 年 08 月 01 日	减免税费	8-10 月，陕西省对运输本省生产煤炭的所有货运车辆减半征收高速公路通行费
2014 年 07 月 31 日	限制产能	全国煤炭脱困工作会议要求严格控制超能力生产
2014 年 07 月 29 日	限制产能	全国明年底前将关闭 2000 处小煤矿，原则上 9 万吨及以下煤与瓦斯突出矿井要全部关闭退出。
2014 年 07 月 24 日	限制进口	京津冀、长三角、珠三角等重点区域不能进口和使用灰分大于 16%、硫份大于 1% 的产品。

数据来源：广发证券发展研究中心搜集整理

上一次救市：90 年代末行业低谷期，政府出台系列政策整顿行业

与此次政策救市类似的，90年代末由于多年来乡镇煤矿发展经营管理粗放，不符合生产经营条件、两证不全的小煤窑过于泛滥，导致煤炭供需严重不平衡，煤价大幅下跌，煤炭企业亏损严重。为扭转煤炭行业低迷形势，政府出台了一系列救市政策，从关井限产、鼓励出口、金融支持、企业成本等多方面入手进行改革。

表 10: 90 年代末、20 世纪初煤炭脱困政策一览

内容	过程与形式	初步结果
关井限产、结构调整		
国务院关于关闭非法和布局不合理煤矿有关问题的通知	1997 年 1 月 1 日前在国有煤矿矿区范围内开办的各类小煤矿，凡“两证”不全的，一律予以关闭。关井压产任务计划到 1999 年底前完成，关闭非法和布局不合理煤矿 2.58 万处，压减产量 2.5 亿吨。	到 2000 年末，全国共关闭非法及布局不合理煤矿 4.73 万处。小煤矿乱采滥挖、遍地开花现象得到初步遏制。煤价下跌趋势得到遏制，重点企业亏损而有所减少。
国务院办公厅下发了《关于关闭国有煤矿矿办小井和乡镇煤矿停产整顿的紧急通知》（2001）	对国有煤矿矿办小井、国有煤矿矿区范围内的小煤矿、不具备基本安全生产条件的小煤矿、“四证”不全以及生产高硫高灰煤炭的小煤矿采取一律关闭措施，对所有乡镇煤矿一律停产整顿。	全国累计关闭各类小煤矿 5.8 万处，占原有小煤矿总数的 73%，连续 3 年将原煤产量控制在 10 亿吨左右。
鼓励出口		
关于提高煤炭钢材水泥及船舶出口退税率的 通知（1998）	为缓解行业生产经营的困难，经国务院批准，决定适当调高煤炭等四类产品的出口退税率，煤炭出口退税率调为 9%。	退税率从 3% 上调至 13%，极大刺激煤炭企业的出口积极性，煤炭出口量从 1998 年的 3230 万吨迅速上升至 2001 年 9012 万吨。
关于出口煤炭有关退（免）税问题的通知（1999）	自 1999 年 4 月 1 日起，将煤炭出口退税率由 9% 提高到 13%。	到 2006 年逐步取消煤炭出口退税政策。
金融支持		
发展与利用资本市场	进入 20 世纪 90 年代后期，银行的间接融资已难以满足国有企业改革巨大的资金需求，从而迫使国企开始参与资本市场的直接融资	从 1990 年至 2001 年初，我国境内上市公司由 14 家增加到 1063 家，境内上市公司市价总值达 46061.78 亿元。
改善国企经营效率	中央推出兼并重组、主辅分离及债转股等多项政策，来改善国企经营效率。该期间成立的四家金融资产管理公司，就是为了对符合条件的重点困难企业实施债权转股权改革。	国有企业的资产负债率明显下降，实施债转股企业的资产负债率由原来的 70% 以上下降到 50% 以下。而全国煤炭行业资产负债率由 1999 年的 63.21% 下降到 2003 年的 56.66%
企业成本、税费政策		
1994 年国家实行工商税制改革，建立新增值 税机制同时照顾煤炭 行业	煤炭企业增值税率由原定 17% 降至 13% 的最低税率，并对实行新税制多增收的 17.1 亿元税金采取补贴的方式返还煤炭企业。1995、1998 年中央财政在原有基础上两次增加 10 亿元煤炭企业亏损补贴。	2004 年比 1993 年，在原煤产量、工业总产值、销售总收入分别提高 31.8%、458.9% 和 381.2% 的情况下，抵扣财政补贴后实际 交纳税金提高 969.8%，实际税率提高 150.75%。补贴并非全行业平均发放，主要集中原煤炭部属大型国企，而大型国企也并

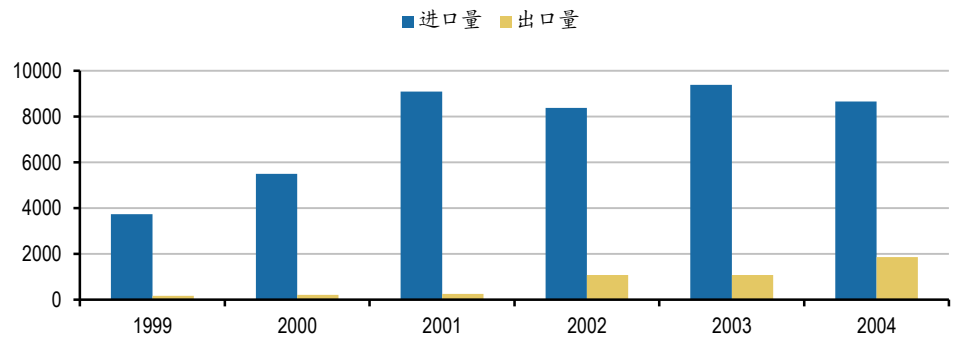
非每年得到中央财政补贴款。此外，补贴也并非足额发放。

数据来源：国家能源局、中国煤炭资源网

政策效果：小煤矿产量迅速减少，企业盈利逐步改善

煤价上涨，需求回升。经过国家大幅度的煤炭行业调整，煤炭行业整体有所好转。煤炭价格也有所回升，以大同南郊弱粘煤（坑口价）为例，自96年到03年煤价走势虽有所震荡，但煤价整体为上扬的趋势，煤价由96年初的60元/吨上涨到03年末的90元/吨，上涨幅度为50%。同时，受出口退税利好政策影响，煤炭出口量自96年到03年大幅上涨，03年煤炭出口量达9388万吨，较1999年上涨150%。

图 16： 1999-2003 年煤炭出口数据逐步提升

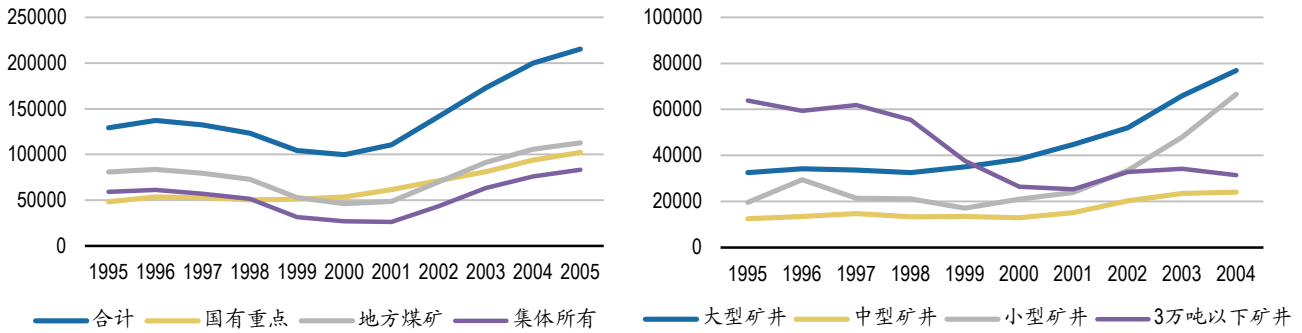


数据来源：煤炭工业协会、广发证券发展研究中心

小煤矿产量迅速减少。从不同矿井的原煤产量来看，关井压产工作成效明显。煤炭产量整体减少，全国煤炭年产量由1996年13.74亿吨下降至2000年9.99亿吨，降幅达到27.3%，主要受地方煤矿及集体所有制煤矿产量大幅下跌所致。2000年地方煤矿与集体所有制煤矿产量分别为4.6亿吨和2.7亿吨，较1996年最高点8.4亿吨和6.1亿吨分别下降44.6%和56.2%。而国有重点煤矿产量却相对保持平稳，自1996到2001年，国有重点煤矿在煤炭总量的比重由40%提升至56%，结构逐步趋向合理。从产量规模来看，3万吨以下矿井降幅最为明显，97-01年累计下降59%，占比由47%下降至23%。

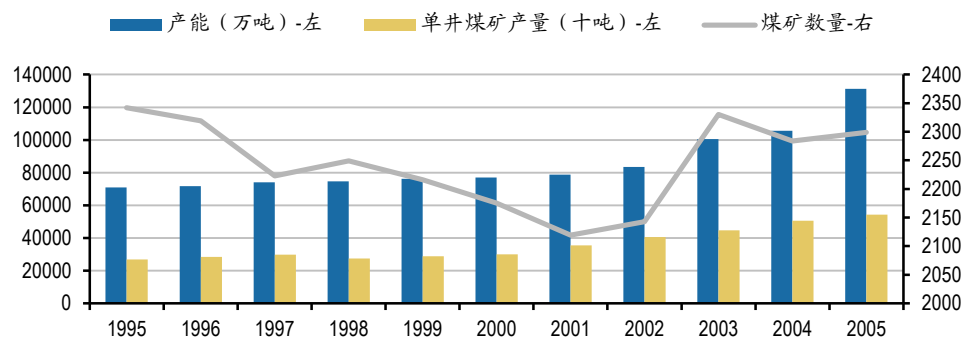
图 17： 96-00 全国煤矿年产减少 27.28%

图 18:3 万吨以下矿井（露天）减少五成



数据来源：煤炭工业协会、广发证券发展研究中心

图 19： 97 年以来产能增速大幅放缓，单井煤矿产量也明显上升



数据来源：煤炭工业协会、广发证券发展研究中心

企业盈利逐步改善。从企业盈利来看，1999-2003年全国煤炭行业亏损企业数量逐年减少，亏损企业占比逐年下降。亏损总额由99年的48.0亿元下降到03年的7.3亿元，累计下降了85%。销售收入与销售成本5年内均上涨了大约一倍，毛利率由26.2%上涨到31.0%，5年内增加了4.7个百分点。而利润总额由原来的亏损到03年的137.7亿元，增长较为显著，净利率5年内上涨7个百分点至5.6%。行业资产负债率由63.2%下降到56.7%。

表 11： 90 年代末、20 世纪初煤炭企业经营状况逐步好转（单位：亿元）

	亏损企业数量	亏损企业占比	亏损企业亏损总额	销售收入	销售成本	利润总额	毛利率	净利率	资产负债率
1999	885	29.0%	48.0	1132.8	836.0	-16.6	26.2%	-1.5%	63.2%
2000	754	27.6%	33.4	1198.1	872.1	0.0	27.2%	0.0%	64.6%
2001	570	22.0%	17.0	1485.7	1041.3	41.7	29.9%	2.8%	64.8%
2002	404	15.4%	11.0	1912.3	1324.4	85.7	30.7%	4.5%	57.0%
2003	418	14.2%	7.3	2449.6	1691.0	137.7	31.0%	5.6%	56.7%

数据来源：国家能源局、中国煤炭资源网、广发证券发展研究中心

此次救市：产量进口量价格已有改善，等待后续继续落实

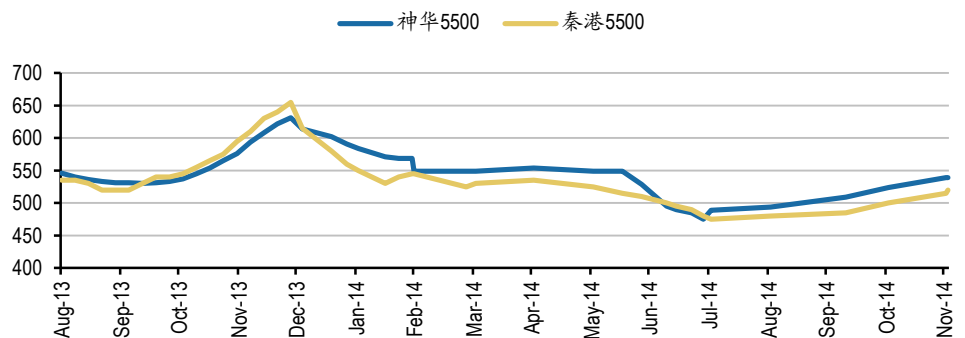
14年8月以来经过一系列煤炭行业政策调整，煤炭产量和进口量稳步下降。其中，9、10月单月产量同比分别下滑7.0%和8.5%，而1-8月单月同比降幅均约1-2%；进口量方面，1-7月进口量月均约2617万吨，而8-10月下降至月均2005万吨，降幅达到23%。煤炭价格方面，自8月以来神华、中煤、大同和伊泰四大家煤企累计提价5次，涨幅达到55元/吨，秦皇岛港5500大卡煤价也有7月最低475元/吨上升至目前的520元/吨，产地价格亦有小幅上涨，动力煤和炼焦煤平均涨幅分别约10元/吨和20元/吨。

表 12: 8 月以来全国煤炭产量明显回落，进口数据也有所下降

	产量	同比	进口数量
2014-01	29000	-6.5%	3591
2014-02	24500	2.1%	2282
2014-03	30500	2.1%	2529
2014-04	30100	-1.3%	2710
2014-05	30000	-2.3%	2401
2014-06	29800	-2.0%	2504
2014-07	30100	-1.6%	2302
2014-08	30200	-1.0%	1886
2014-09	29200	-7.0%	2116
2014-10	29100	-8.5%	2013

数据来源：煤炭资源网，广发证券发展研究中心

图 20: 神华、秦港 5500 大卡煤价自 8 月以来累计涨幅达到约 50 元/吨



数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

供给：供给收缩或超预期，实现供需平衡会提前么？

国家发改委 8 月发文，显示煤矿限产强烈决心

2014年8-9月，国家发改委连续发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》（发改电[2014]226号）、《关于进一步做好煤矿生产能力登记公告工作的通知》（发改电[2014]284号）两个文件，要求各省级煤炭行业管理部门按属地原则，将所有已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，上报国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局，并通过国家能源局、国家煤矿安监局、中国煤炭工业协会门户网站进行产能公示。产能登记公告工作应于9月30日前完成，逾期未完成的，暂停核增生产能力，并依法依规限制生产。

同时，《通知》对煤矿超产行为及处罚方式做出明确而严格的规定。

1. 所有煤矿要按照登记公布的生产能力和承诺事项组织生产，合理安排年度、季度、月度生产计划。煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力，**月度原煤产量不得超过月均计划的110%；无月度计划的，月产量不得超过登记公布生产能力的1/12**。2014年上半年煤炭产量已超过登记公布生产能力50%的煤矿，下半年要合理安排生产计划，确保年度煤矿不超能力生产。
2. **所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产**。企业集团公司不得向所属煤矿下达超过登记公布生产能力的生产计划及相关经济指标，不得向未核准、未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿下达生产计划。
3. 对违规超能力生产的煤矿责令停产整顿、暂扣安全生产许可证和矿长安全资格证，**并对煤矿处50万元以上200万元以下的罚款，对煤矿企业负责人处3万元以上15万元以下罚款**。
4. 各地煤炭行业管理部门、煤矿安全监管部门、发展改革委和煤矿监察机构要建立联合执法机制，成立煤矿超能力生产联合监督执法办公室，**定期开展联合执法，查处煤矿超能力生产和违规组织生产行为**。

此次，国家发改委将产能登记和承诺书全部进行社会公开，并明确了超产的主体责任以及具体处罚方式，显示了对煤矿限产的强烈决心。预计将对目前供过于求的煤市产生一系列积极的影响。

分地区：26个省市共超产9.0亿吨，晋陕蒙新超产严重

截至10月上旬，共有26个省级行政单位（包括新疆生产建设兵团）公示了产能，统计结果显示，我国“两证”齐全的煤矿共计6816处，产能合计31.3亿吨（此外处于联合试运或验收阶段的煤矿约4.2亿吨，产能共计约35.5亿吨），而2013年这26个省级行政单位的原煤产量总计达到40.3亿吨，共超产9.0亿吨，超产幅度达到29%（即使考虑拟投产煤矿，超产幅度也达到13.5%）。

分省份来看，超产的省份有12个。其中，内蒙、山西、陕西和新疆超产分别达到3.9亿吨、2.2亿吨、2.2亿吨和0.8亿吨，而云南和湖南超产幅度也达到3000万吨以上。

表 13: 各省份 2013 年超产情况及排名 (单位: 万吨)

	产能	2013 年产量	超产数量	超产幅度
内蒙古	64024	103000	38976	61%
山西	74495	96257	21762	29%
陕西	27737	49300	21563	78%
新疆	5513	13878	8365	152%
云南	7366	10500	3134	43%
湖南	5628	8673	3045	54%
贵州	16198	19100	2902	18%
河北	8038	9271	1233	15%
青海	789	2000	1211	153%
宁夏	7772	8732	960	12%
福建	1414	1915	501	35%
江西	2141	2590	449	21%
北京	520	500	-20	-4%
湖北	1116	1000	-116	-10%
广西	760	632	-128	-17%
江苏	2152	2003	-149	-7%
重庆	4549	4343	-206	-5%
安徽	15444	14793	-651	-4%
甘肃	5133	4153	-980	-19%
吉林	3618	2329	-1289	-36%
辽宁	6830	5375	-1455	-21%
河南	16916	15331	-1585	-9%
山东	16840	15200	-1640	-10%
四川	6102	4000	-2102	-34%
黑龙江	11463	7662	-3801	-33%
合计	312558	402537	89979	29%

数据来源: 能源局、广发证券发展研究中心

分煤种: 动力煤和炼焦煤超产幅度达到约 34%和 45%

根据公示产能, 动力煤、炼焦煤和无烟煤产量分别为16.9亿吨、9.4亿吨和4.9亿吨, 而2013年三煤种产量分别达到21.8亿吨、14.3亿吨和5.3亿吨, 超产幅度分别达到29.1%、51.7%和8.4%。

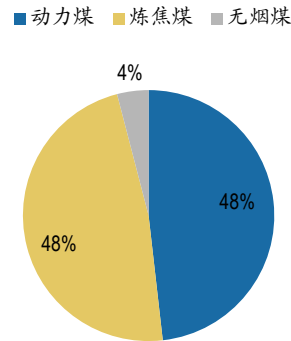
表 14: 分煤种 2013 年超产情况 (单位: 万吨)

	产能	13 年产量	超产	超产幅度
动力煤	169167	218406	49239	29.1%

炼焦煤	94301	143086	48785	51.7%
无烟煤	49090	53226	4136	8.4%

数据来源：中国煤炭资源网、广发证券发展研究中心

图 21：超产数量中动力煤、炼焦煤合计占比 96%



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

在建产能：预计仍有 8 亿吨产能待投产，供需平衡有望提前至 16 年

根据各大集团在公告中披露的信息，我国目前在建煤矿约 181 处，产能合计约 5.2 亿吨（拟建煤矿 110 处，产能合计 3.1 亿吨），按照重点集团占比 80% 测算，全国在建产能约 6.5 亿吨。

而根据工业协会的统计，全国新增产能未来来自三方面：

- （1）改扩建新增：4.4 亿吨。其中山西、陕西、内蒙和贵州分别约 2.1 亿吨、0.5 亿吨、0.5 亿吨和 0.3 亿吨，山西和贵州主要来自整合煤矿的改扩建。
- （2）新建已开工：7.0 亿吨（这与根据集团在建产能估计的全国数量相仿）。其中，内蒙、山西、新疆、贵州新建矿产能较大，分别达到 1.9 亿吨、1.6 亿吨、0.8 亿吨和 0.7 亿吨。
- （3）新建未开工和规划矿井：6.4 亿吨。主要来自新疆、陕西和内蒙。

表 15：主要省份产能情况（单位：亿吨）

省份	全国		各状态矿井产能				
	生产能力	矿井个数	正常生产	改扩建新增	新建已开工	新建未开工	规划矿井
全国	55.3	11611	37.4	4.4	7.0	2.0	4.5
山西	13.3	1053	9.4	2.1	1.6	0.3	
内蒙古	11.2	578	7.6	0.5	1.9	1.2	
陕西	6.0	528	3.3	0.5	0.4	0.2	1.6
新疆区	4.0	394	1	0.1	0.8	0.04	2.1

贵州	3.3	1654	2.2	0.3	0.7	0.1	
河南	2.3	529	2.0	0.2	0.1	0.04	
安徽	1.8	112	1.5		0.2		0.1
山东	1.7	207	1.6	0.1	0.1	0.02	
四川	1.4	1065	1.0	0.3	0.1	0.01	
黑龙江	1.4	789	1.1	0.1	0.2		

数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

表 16: 我国主要煤炭集团新建项目情况 (单位: 万吨)

	拟建项目		在建项目		合计	
	矿井数量	产能	矿井数量	产能	矿井数量	产能
新疆	14	3070	15	8080	29	11150
内蒙古	12	4960	24	13530	36	18490
宁夏	0	0	3	135	3	135
陕西	12	5600	6	3130	18	8730
山西	23	11750	56	17585	79	29335
河北	2	650	3	300	5	950
河南	11	1720	22	1305	33	3025
山东	0	0	2	360	2	360
贵州	14	1830	13	1266	27	3096
安徽	4	980	13	2655	17	3635
黑龙江	0	0	4	920	4	920
辽宁	0	0	2	330	2	330
江西	0	0	3	141	3	141
云南	8	120	0	0	8	120
吉林	4	600	3	750	7	1350
四川	6	0	7	615	13	615
甘肃	0	0	2	430	2	430
福建	0	0	3	66	3	66
合计	110	31280	181	51598	291	82878

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

综上，由于部分在建产能已在14年投产（约4.2亿吨），预计17年前尚待投产产能约8亿吨，不过由于限产政策的执行，13-17年累计新增产能下降至3.6亿吨（据我们测算此前约3亿吨超产）。而需求方面，预计14-17年耗煤增幅分别为0.8%、2.6%、2.0%和1.9%。综合测算，预计13-16年累计新增供给和需求分别约3.6亿吨，而17-20年行业供需基本维持平衡（较我们中期测算的约17年实现供需平衡已提前）。

表 17: 煤炭供需预测，预计 16 年起煤炭供需有望进入平衡期

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
需求端								

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

新增需求量	1.2	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
增速	2.8%	0.8%	2.6%	2.0%	1.9%	1.5%	1.0%	1.0%
自 13 年累计新增	1.2	1.6	2.7	3.6	4.5	5.2	5.7	6.1
供给端								
新增在建矿产能	2.0	1.8	1.8	1.8	1.2	1.2	1.0	1.0
新增整合矿产能	1.2	1.0	1.0	1.0	0.6	0.4	0.2	0.2
淘汰落后产能	1.8	1.2	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
不符合证照煤矿限产		1.0	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
新增供给量	1.4	0.6	-0.2	1.8	0.8	0.8	0.4	0.4
自 13 年累计新增	1.4	2.0	1.8	3.6	4.4	5.2	5.6	6.0

数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

估值：股价处于 09 年初水平，资源价值是否在显现？

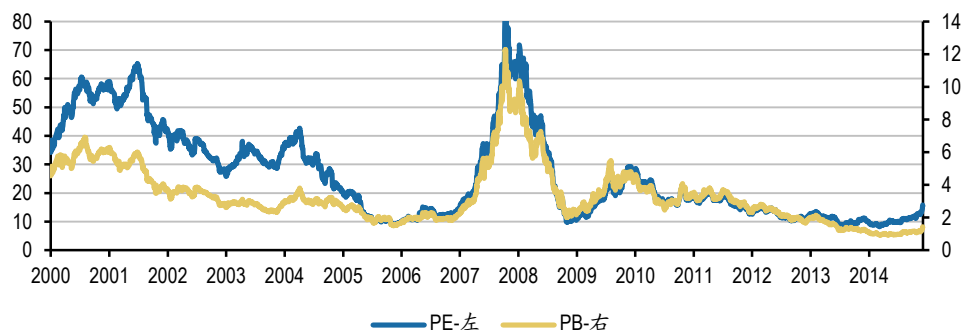
纵向比较：PB 处于历史低位，吨储量市值也不高

1、目前板块PE和PB估值水平已降至历史低点，下半年以来略有修复

从板块估值情况来看，其估值水平在2014年3月跌至历史点，下半年受益于大盘整体估值修复行情，估值水平有所回升。

- 从PE方面来看，2014年3月，板块平均PE（整体法，TTM）跌至8.3倍的历史低点，而下半年开始受益于大盘估值修复行情，至12月9日，板块平均PE水平回升至14.6倍。
- 从PB方面来看，板块平均PB（整体法）跌至0.92倍的历史低点，而11月开始受益于大盘估值修复行情，至12月9日，板块平均PB水平回升至1.3倍。

图 22：板块 PE 水平在 14 年 3 月跌至历史低位，下半年以来略有修复

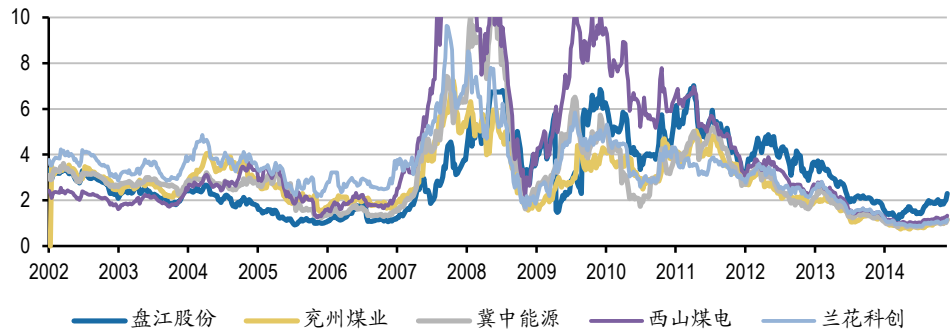


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2、个股PB估值水平也已降至历史低点，盈利回落致PE被动提升

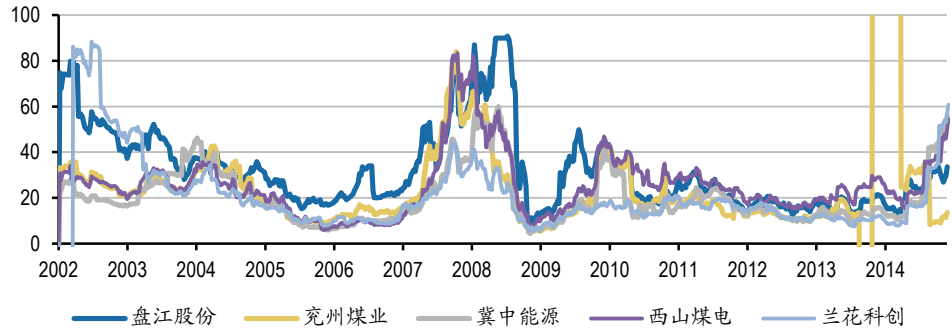
从个股估值情况来看，以上市较早的典型煤企冀中能源、西山煤电、兖州煤业和盘江股份和兰花科创为例。经过下半年以来估值修复，目前4家公司的平均PB和PE分别为45和1.6倍。与上两个低点相比，目前PB低于03年初2.0倍的水平，但高于05年末约1.3倍的水平，而PE由于盈利下滑处于历史中位水平（不过PE参考意义不大）。

图 23: 重点个股平均 PB 水平为 1.6 倍，主要由于盈利回落撬动 PE 被动提升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 24: 重点个股平均 PE 为 45 倍，主要由于盈利较低



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3、目前吨储量市值水平也不高，与02-04年低点水平相近，而实际资源价格已有大幅上涨

02年和04各公司吨煤可采储量市值分别为11元/吨和16元/吨，而目前水平为11元/吨（不过近十年各公司扩张明显，新增煤矿品质和盈利能力可能低于IPO时的煤矿）。事实上，近十年煤矿资源价格已有数倍增长。

表 18: 早期上市企业吨储量市值历史比较

吨储量市值	2002	2004	最新
-------	------	------	----

兖州煤业	12	19	16
兰花科创	3	5	10
神火股份	22	29	11
冀中能源	14	16	20
西山煤电	4	11	5
盘江股份	11	10	7
上海能源	7	8	11
阳泉煤业		6	9
恒源煤电		45	11
开滦股份		10	14
平均	11	16	11

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

横向比较: 盈利整体优于国外, 估值水平并不高

1、国内PB略高于国外, 主要由于无形资产账面价值低估, 且企业盈利较好

与国外煤炭公司相比, 国内的市净率整体高于国外, 最新国外平均水平约为0.9倍, 较国内低40%左右, 不过由于国内多数煤炭企业无形资产按照账面价值记账, 实际折算资源市场价格的PB与国外水平相近, 而国内煤企整体盈利能力高于国外。

具体来看, 澳洲煤炭公司估值水平最低, 平均仅为0.43倍, 而美国市场估值相对较高, 估值水平约为1.29倍。港股市场方面, 中国神华、中煤能源和兖州煤业三家A-H两地上市公司平均市净率约为0.99倍, 较三家公司A股市净率略有溢价。

而按照14年预测EPS测算(已剔除负值和市盈率高于100的异常值), 目前国外主流公司平均市盈率水平约为22.2倍, 不过由于盈利能力差异较大, PE总体参考价值不大。

表 19: 国外重点煤炭企业估值绝对水平比较

	EPS 13n	EPS 14n(E)	EPS 15n(E)	PE 13n	PE 14n(E)	PE 15n(E)	PB
A 股煤炭企业							
中国神华	2.30	1.97	2.09	6.72	7.82	7.40	1.07
中煤能源	0.27	0.10	0.12	18.19	48.33	41.75	0.75
兖州煤业	0.26	0.47	0.47	34.58	18.87	18.87	1.09
A-H 平均				19.83	25.01	22.67	0.97
西山煤电	0.34	0.19	0.19	23.18	40.57	41.15	1.25
冀中能源	0.51	0.09	0.13	17.64	105.61	71.27	1.06
盘江股份	0.29	0.28	0.30	37.72	39.45	36.58	2.23
A 股平均				27.32	63.25	50.95	1.51
港股煤炭企业							

中国神华	2.46	2.27	2.33	9.55	10.35	10.09	1.31
中煤能源	0.67	0.47	0.47	7.72	11.07	11.05	0.62
兖州煤业	1.26	0.33	0.45	5.44	21.08	15.09	1.03
A-H 两地上市股平均				7.57	14.17	12.07	0.99
美国煤炭企业							
Cloud Peak Energy Inc	2.89	0.78	1.01	3.70	13.67	10.60	0.60
CONSOL Energy	1.71	0.43	1.49	21.52	86.59	24.68	1.61
Hallador Energy Co	0.84	0.77	0.77	12.96	14.14	14.20	1.71
Sun Coke Energy	1.41	0.42	0.60	13.70	45.57	32.47	2.66
Westmoreland Coal Co	(0.61)	0.54	1.04	-	62.87	32.64	4.72
Peabody	(2.19)	0.11	0.60	-	81.56	14.79	0.67
平均				12.97	50.73	21.56	1.29
澳洲煤炭企业							
Cockatoo Coal Limited	0.02	(0.01)	(0.00)	0.88	-	-	0.13
Whitehaven Coal Limited	0.11	(0.06)	0.00	11.51	-	627.50	0.40
New Hope Coal Limited	0.20	0.14	0.14	12.09	18.00	17.61	1.02
平均				8.16	18.00	17.61	0.43
印尼煤炭企业							
Bumi	(0.03)	(0.01)	(0.00)	-	-	-	10.88
Adaro	0.01	0.01	0.01	5.22	7.90	6.32	0.78
平均				5.22	7.90	6.32	5.83
国外平均				8.31	22.20	14.93	0.89

数据来源: wind、bloomberg、广发证券发展研究中心

2、国内外按可采储量折算吨煤市值水平基本相当，而国内盈利更好

从储量估值方面来看，目前国外与国内吨储量市值水平基本相当（均已折算至人民币口径），但国外企业均以处于亏损状态，而国内企业尚有盈利。

表 20: 国内外公司吨储量市值和吨煤净利比较

	市值	吨储量市值 元/吨	吨煤净利 元/吨
国外企业	百万美元		
Peabody	24104	35.6	-14.7
Alpha	4055	11.5	-23.1
Arch Coal	3800	8.7	-16.9
国内企业	亿元人民币		
平庄能源	59	22	4
中国神华	3570	12	64
兖州煤业	660	24	16
陕西煤业	739	7	30

中煤能源	801	6	28
潞安环能	269	8	41
兰花科创	115	12	163
永泰能源	173	17	38
阳泉煤业	199	11	31

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

股价较高点跌幅达到 70%，资源价值在显现

由于煤炭行业景气度回落，近五年来多数公司市值快速回落，煤炭开采指数较07年和09年高点累计跌幅分别达到68%和61%。其中，西山煤电、中国神华、上海能源、神火股份和平煤股份等公司累计跌幅较大，据07年高点累计跌幅超过70%。

表 21：重点煤炭企业股价相对历史高点比较

公司名称	据 07 年高点跌幅	据 09 年高点跌幅	据 10-13 年高点跌幅
平庄能源	-65.3%	-63.3%	-67.7%
神火股份	-71.7%	-65.6%	-70.1%
冀中能源	-41.2%	-61.0%	-68.0%
煤气化	-65.4%	-68.3%	-71.1%
西山煤电	-72.2%	-76.2%	-75.2%
露天煤业	-65.6%	-63.2%	-64.9%
兰花科创	-48.8%	-50.6%	-59.1%
永泰能源		46.5%	-27.8%
兖州煤业	-48.8%	-46.1%	-65.0%
阳泉煤业	-38.0%	-54.2%	-72.7%
盘江股份	67.3%	-48.8%	-54.3%
大有能源	-13.4%	13.1%	-61.6%
上海能源	-71.9%	-59.1%	-69.3%
山煤国际		-68.3%	-69.5%
恒源煤电	-59.3%	-50.5%	-64.3%
开滦股份	-68.0%	-71.1%	-68.3%
大同煤业	-58.1%	-65.0%	-66.8%
中国神华	-75.6%	-46.4%	-37.3%
昊华能源			-65.7%
陕西煤业			
平煤股份	-71.9%	-74.0%	-69.2%
潞安环能	-48.9%	-55.9%	-66.0%
中煤能源		-60.1%	-52.9%
国投新集	-46.9%	-61.8%	-53.9%
煤炭开采 III	-67.6%	-61.1%	-59.9%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

随着股价回落，部分公司资源价值逐步显现，按照13年产量和可采储量数据，各公司吨产量和吨可采储量市值平均分别为725和11元/吨，部分公司仍被严重低估。

按照各省份规定的煤炭采矿区最低交易价格，吨储量市值被低估的公司包括：中煤能源、西山煤电、昊华能源、山煤国际、潞安环能等。此外，从产量和产能来看，平煤股份、大同煤业、恒源煤电等吨产量市值低于600元/吨，也明显低于重建成本。

表 22: 各公司吨产量和吨可采储量市值

		市值(亿元)	吨产量市值(元/吨)	吨储量市值(元/吨)
601918.SH	国投新集	148.7	747	3.71
601898.SH	中煤能源	790.2	505	4.05
000983.SZ	西山煤电	235.7	800	5.81
601001.SH	大同煤业	146.3	462	6.17
601101.SH	昊华能源	97.1	837	7.05
600546.SH	山煤国际	111.4	838	8.16
601699.SH	潞安环能	261.4	706	8.33
600395.SH	盘江股份	171.0	1781	8.75
601666.SH	平煤股份	132.7	369	10.20
600348.SH	阳泉煤业	201.8	656	11.68
600123.SH	兰花科创	111.6	1771	11.85
600971.SH	恒源煤电	80.3	541	13.63
600508.SH	上海能源	77.5	811	13.63
000933.SZ	神火股份	107.0	1390	13.90
600157.SH	永泰能源	163.7	1514	17.51
600997.SH	开滦股份	96.5	1103	22.18
601088.SH	中国神华	3558.3	1119	23.53
600188.SH	兖州煤业	599.6	812	24.50
000937.SZ	冀中能源	232.4	620	24.76
000780.SZ	平庄能源	57.7	596	32.73
	中位数	中位数	656	11.68
	平均数	平均数	899	13.61

数据来源：广发证券发展研究中心

表 23: 各省规定的采矿区最低交易价格

省份	主焦煤	肥煤	气煤	1/3焦	无烟煤	贫煤	瘦煤	长焰煤	弱粘煤	不粘煤	褐煤
河北省	15	10	10	10	8	6	6	5	5	5	2
贵州省	6	6	6	6	3	3	6	3	3	3	3
山西省	7.6	7.6	3	7.6	6.6	5.4	6.2	2.6	3	2.6	2.6
内蒙古	15	15	15	15	17	11	15	6	6	6	3
河南省	4.2	3.5	3.5	3.7	4	4	4	3.6	3.5	3.5	3.5

数据来源：各省煤炭工业协会、广发证券发展研究中心

行业观点：上调评级为“买入”，关注国企改革和高弹性品种

国企改革风起，煤炭或迎来机遇，相关标的有望受益

1、央企：四项改革先行先试，央企改革稳步推进

继去年11月三中全会决定指明国企改革方向之后，14年7月，国资委推出“四项改革”试点，内容涵盖改组国有资本投资公司、发展混合所有制经济、董事会授权试点以及派驻纪检组试点四项内容，并选择国家开发投资公司、中粮集团有限公司等六家央企作为首批试点企业。8月底，《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》的出台明确了薪酬改革的核心是实现高管薪酬差异化管控。央企改革从多个层面展开试点，预期后续将继续稳步推进。

表 24：央企“四项改革”先行先试

改革内容	试点对象	改革目的
改组国有资本投资公司	国家开发投资公司 中粮集团有限公司	探索以管资本为主的加强国有资产监管体制模式
发展混合所有制经济试点	中国医药集团总公司 中国建筑材料集团公司	探索发展混合所有制经济的有效路径
开展董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点	新兴际华集团有限公司 中国节能环保集团 中国医药集团总公司 中国建筑材料集团公司	探索完善国有企业公司法人治理结构的工作机制
派驻纪检组试点	国资委管理主要负责人的中央企业中 选择 2 到 3 家	探索对国企负责人重点监督的纪检监察方式

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

2、地方国企：改革方案逐步出台

伴随央企改革的稳步推进，今年以来，地方国企改革的步伐也大大加快。截至目前，已有包括上海、北京、广东、河北在内的20多个省份先后出台了国资国企改革方案。其核心内容主要包括：对国有企业实施分类监管，优化国资布局、将国资集中于战略性新兴产业和公共服务领域，积极发展混合所有制经济，健全现代企业制度，完善以“管资本”为核心的国有企业监督管理制度等。

表 25：各省（市）国资国企改革方案

时间	省份	改革方案
----	----	------

2013年12月17日	上海	关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见
2014年7月7日	上海	关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）
2014年1月22日	新疆	自治区国有经济2014年-2020年的发展思路
2014年2月25日	黑龙江	黑龙江省人民政府关于进一步完善全省国资管理体制深化国企改革的指导意见
2014年3月14日	贵州	贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划
2014年3月24日	天津	关于进一步深化国资国企改革的实施意见
2014年4月3日	湖南	关于进一步深化国有企业改革的意见
2014年5月8日	重庆	中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见
2014年5月14日	四川	关于深化国资国企改革促进发展的意见
2014年5月30日	湖北	关于深化国有企业改革的意见
2014年6月18日	江西	关于进一步深化国资国企改革的意见
2014年6月26日	山西	关于深化国资国企改革的实施意见
2014年6月30日	山东	关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见
2014年7月8日	云南	关于全面深化国有企业改革的意见
2014年7月10日	江苏	关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见
2014年8月5日	北京	关于全面深化市属国资国企改革的意见
2014年8月18日	广东	关于全面深化国有企业改革的意见
2014年11月11日	广东	关于深化省属国有企业改革的实施方案
2014年8月20日	安徽	2014年深化全省国资国企改革的意见安排
2014年9月2日	陕西	关于省属企业实施分类管理的意见
2014年9月10日	甘肃	关于进一步深化国资国企改革促进企业发展的意见
2014年9月29日	浙江	关于进一步深化国有企业改革的意见
2014年10月9日	河南	《省管企业发展混合所有制经济试点工作方案》 《省管企业市场化选聘职业经理人试点工作方案》
2014年10月21日	江苏	省属企业深化改革实施细则
2014年11月11日	广西	关于全面深化我区国资国企改革的意见

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

3、煤企改革：中央和地方逐步推进，河北、贵州等走在前列

央企：在国资委实际控制的7家煤炭央企中，国投新集所属上市公司国家开发投资公司被纳入第一批央企改革试点单位，将开展改组国有资本投资公司试点。

地方企业：在各省现已公布的国企改革首批试点企业中，盘江股份、大有能源、平煤股份、冀中能源、开滦股份位列其中，改革方向主要为发展混合所有制经济、完善现代企业制度，与央企改革方向基本一致。其中，河南、河北两省公布的试点单位侧重于能源、钢铁等重工业企业，不仅包括了多家煤炭企业，部分钢铁、水泥等下游企业也成为此次改革的重点。此外，贵州国企改革方案中明确提出盘江控股将通过引进战略投资者进行股权改造，发展成为以煤炭开采及深加工为主、相关产业多元化的企业。

表 26: 中央及地方国企改革进展情况

省份	改革内容	试点企业	煤炭上市公司
中央	四项改革	六家央企	平庄能源、露天煤业、黑化股份、上海能源、中国神华、中煤能源、 国投新集
山西	深化产权改革，推动企业整体上市或核心业务上市；发展混合所有制经济；完善法人治理结构、激励约束机制；探索国企分类监管，成立国有资本投资运营公司，加强资本预算管理。	未公布试点企业	煤气化、西山煤电、阳泉煤业、山煤国际、山西焦化、大同煤业、潞安环能、兰花科创
河南	发展混合所有制经济和市场化选聘职业经理人；确定 8 家省管企业试点。	河南能源化工集团、中国平煤神马集团、安钢集团、河南投资集团、河南航投公司、郑煤机集团、洛阳单晶硅集团、河南国控集团	神火股份、郑州煤电、 大有能源 、 平煤股份
河北	2020 年所有省属国企百分之百为混合所有制企业；分类实施混合所有制、董事会授权、改组改建国有资本投资公司、股权激励四项改革；煤炭、钢铁等能源企业均被划分为竞争性国企，将不再设定国有持股比例限制。	河北钢铁集团、冀中能源集团、开滦集团、河北港口集团、河北建投集团或首批试点	冀中能源 、 开滦股份
贵州	产权改革为核心；国企改革分类推进，竞争性企业积极引进战略投资者，推进产权多元化，发展混合所有制。	功能性企业 3 户；公共服务性企业 2 户；竞争性企业 15 户；参股企业 8 户。	盘江股份
山东	推进国企产权多元化改革，重要矿产资源、基础设施、公共服务等领域中少数骨干企业仍保持国有资本控股；完善现代企业制度；基本建立以管资本为主的国有资产监管模式；组建国有资本投资运营公司。	未公布试点企业	兖州煤业
江西	发展混合所有制经济，5 年内达到 70%；优化国资布局结构；推进开放型市场化战略重组；完善国资管理体制；健全现代企业制度。	江铜集团、江中集团、江西省建材集团、盐业集团	安源煤业
云南	绝大多数国企发展为混合所有制企业；健全现代企业制度；国有资产监管以管资本为主；实施分类监管。	天化集团、云南煤化工集团、锡业集团、物流集团、世博旅游控股集团、机场集团、投资控股集团、城投集团、建工集团	云煤能源
安徽	加大省属企业主业整合重组；将 90% 的国有资本整合到能源、交通、原材料、先进制造业及现代服务业板块。	安徽省投资集团、安徽国贸集团、国元集团、海螺集团、江淮汽车、安徽叉车集团	恒源煤电

北京	深化董事会建设，完善现代企业制度；在用人权、考核评价机制、薪酬分配、董事会四个方面进行改革。	首旅集团、京投集团、地铁公司	昊华能源
甘肃	加快公司制股份制改革；健全法人治理结构；建立长效激励约束机制；国有企业实施分类监管。	酒钢集团、省公航旅集团、省国投集团、八冶集团	靖远煤电
陕西	省属企业分为竞争类、公共服务类、功能类三大类，实施分类管理。	未公布试点企业	陕西煤业

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

4、煤炭集团优质资产，以化工、电力为主

对比上市煤企与所属集团14年前三季度以及集团分业务的经营数据，煤炭集团体外资产收入占比较高的包括化工、电力、贸易等资产。其中，体外资产占比较高或盈利较好的公司包括：

煤炭业务规模较大的公司：开滦股份、平庄能源、大同煤业、西山煤电、冀中能源、潞安环能等，上市公司体外煤炭产量均超过上市公司。

其他业务规模较大的公司：露天煤业、冀中能源、兖州煤业、盘江股份、阳泉煤业等，所属集团除煤炭业务外其他业务收入或盈利规模也较大。

表 27：上市公司所属集团业务经营情况

上市公司	所属集团	14Q3			最新报告期		其他业务二	最新报告期		剩余煤炭业务产量	剩余煤炭业务在建产能
		营收占比	净利占比	其他业务一	收入占比	毛利占比		收入占比	毛利占比		
平庄能源	国电集团	1.2%	股份亏损	电力	83.8%	82.0%	新能源	7.7%	7.5%	5882	-
神火股份	神火集团	92.3%	均亏损	电解铝	26.5%	-6.1%	氧化铝	5.3%	5.7%	0	555
冀中能源	冀中集团	10.2%	均亏损	物流	36.9%	5.9%	医药	10.0%	11.6%	8603	990
西山煤电	焦煤集团	9.3%	集团微利	贸易服务	65.5%	5.1%	焦炭化工	7.7%	9.8%	7353	11401
露天煤业	蒙东能源	2.8%	8.1%	铝业	49.3%	5.8%	电业	15.4%	20.9%	-	2900
兰花科创	兰花集团	75.6%	均亏损	尿素产品	35.4%	9.2%	其他产品	5.9%	8.2%	0	1005
兖州煤业	兖矿集团	55.9%	集团微利	煤化工	5.2%	2.6%	电解铝	3.8%	3.2%	0	3720
阳泉煤业	阳泉集团	12.2%	集团微利	化工	19.4%	4.8%	铝业	15.2%	-0.6%	3803	2190
盘江股份	盘江集团	26.6%	66.5%	煤焦化	46.0%	1.7%	水泥	13.0%	3.6%	400	2310
大有能源	义煤集团	32.5%	集团亏损	化工	16.2%	22.6%	氧化铝	7.7%	-2.6%	739	-
山煤国际	山煤集团	61.7%	集团微利	金融投资	25.6%	3.5%	其他	11.1%	9.0%	182	3000
恒源煤电	皖北煤电	23.6%	集团亏损	煤炭物流	47.0%	4.7%	煤化工	13.9%	18.3%	435	1340
开滦股份	开滦集团	16.9%	集团亏损	物流	73.2%	6.9%	焦化化工	12.4%	16.5%	8425	1880
大同煤业	同煤集团	4.2%	集团亏损	煤炭贸易	72.6%	5.8%	高岭土	0.1%	-0.4%	12026	5600
中国神华	神华集团	76.9%	93.0%	电力	31.2%	30.7%	铁路	8.2%	16.2%	17740	7280
昊华能源	京煤集团	23.9%	62.4%	汽车贸易	21.3%	0.5%	房地产	13.5%	17.7%	37	600
陕西煤业	陕煤集团	26.3%	集团微利	钢铁产品	15.0%	0.4%	化工产品	13.4%	10.9%	1151	2500

平煤股份	平煤集团	13.5%	集团亏损	贸易	45.2%	-2.2%	化工	26.7%	29.7%	868	2540
潞安环能	潞安矿业	7.2%	集团亏损	非煤产品	87.7%	41.6%	其他业务	3.0%	1.4%	5178	1300
国投新集	国投公司	6.3%	股份亏损	电力	38.6%	56.3%	贸易	25.7%	4.4%	1141	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

煤价上涨预期仍在, 关注部分高弹性低估值品种

如果15年煤价维持14年前3季度水平, 由于吨煤净利回落各公司15年PE较高(约50倍), 仅少数公司PE在50倍以下。考虑到港口动力煤价格15年上涨20元/吨和50元/吨两种情形(港口动力煤20元/吨, 对应其他煤种涨幅10-30元/吨), 则15年PE分别降至33倍和18倍。其中, 价格弹性较高估值优势明显的公司包括: 西山煤电、阳泉煤业、中国神华、平煤股份和潞安环能。

表 28: 15 年若港口动力煤价格上涨 20 元/吨 (各煤种涨幅 10-30 元/吨) PE 将回落至 20 倍附近

公司名称	2014Q1-3		涨价预期			市盈率		
	吨煤净利	EPS	港口动力煤 20 元/吨	港口动力煤 50 元/吨	维持 14 年价	目前价格	涨 20 元/吨	涨 50 元/吨
平庄能源	-2	0.00	10	25	-	-	98	35
神火股份	30	-0.18	30	75	52	52	30	19
冀中能源	2	0.02	30	75	-	-	30	12
西山煤电	16	0.11	30	75	53	53	23	13
露天煤业	7	0.14	10	25	50	50	23	13
兰花科创	40	0.02	25	63	49	49	34	23
永泰能源	13	0.11	30	75	-	-	53	26
兖州煤业	24	0.40	20	50	37	37	23	15
阳泉煤业	18	0.18	25	63	39	39	20	11
盘江股份	44	0.22	30	75	41	41	27	18
上海能源	8	0.10	25	63	-	-	36	18
山煤国际	3	0.04	25	63	-	-	44	19
恒源煤电	4	0.04	25	63	-	-	28	12
开滦股份	20	0.11	20	50	64	64	36	22
大同煤业	-33	0.34	20	50	-	-	-	-
中国神华	57	1.49	15	38	10	10	9	8
昊华能源	17	0.12	25	63	54	54	27	15
平煤股份	3	0.04	25	63	-	-	19	8
潞安环能	24	0.28	30	75	32	32	16	10
中煤能源	4	0.05	15	38	-	-	51	24
大有能源	9	0.05	20	50	85	85	32	16
陕西煤业	11	0.09	15	38	65	65	32	18
国投新集	-72	-0.42	15	38	-	-	-	-

数据来源: 广发证券发展研究中心

总结：行业评级上调为“买入”，关注国企改革和高弹性品种

综上，我们认为煤炭行业脱困政策的执行力度15年将延续（政策效果可参考90年代末政府对资源整合产量控制的效果），其中控制企业超产规模以及限制进口将成为基本面改善的重要来源。在经过近5年的下跌之后，煤炭板块的资源价值逐步体现，行业评级上调为“买入”。

公司选择方面，我们延续两条主线：国企改革和价格弹性。其中，国企改革的标的较多，建议关注地方国资改革试点企业以及未公布试点企业的省份，如山西、山东等省。价格弹性方面，建议关注价格弹性较高估值优势明显的公司（详见表28）。综上，我们重点推荐公司包括西山煤电（近5年跌幅较大、资源价值显现、价格弹性较大）、阳泉煤业（价格弹性较大，估值优势明显）、盘江股份（国企改革标的，集团体外资产盈利好）、中国神华（龙头公司价值低估、近5年跌幅较大）。

风险提示

政策面供给收缩力度低于预期，或执行效果低于预期。

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名；2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名，2012 年煤炭行业新财富第五名、水晶球第二名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名；2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名，2012 年煤炭行业新财富第五名、水晶球第二名。
- 郑思恩：研究助理，上海交通大学会计硕士，ACCA 准会员，CPA 会员，2013 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。