

供应之紧逐步缓和 要素改革适时启航

——煤炭行业 08 年中报前瞻及投资建议

中性
维持

相关研究

《税改之靴仍未落地 加仓须待时机》
2008年7月

《慎对要素价格 迎接整合时代——2008年煤炭行业中期策略》
2008年6月

《行业整合在即 切实增厚可期——资产注入系列报告之六》
2008年6月

《小煤窑生产波动过大 复产背后是更强的整合预期》
2008年5月

《动力煤上行压力增大 冶金煤更值得看好》
2008年4月

《与市场求同存异：短期更谨慎，长期更乐观》
2008年1月

《探讨煤炭资源中国定价的实现路径》
2007年12月

《煤炭行业 2007 年四季度投资策略》
2007年10月

《煤炭行业 2007 年二季度点评》
2007年7月

《煤炭行业 2007 年（一季度）点评》
2007年2月

《煤炭行业 2006 年（二季度）点评》
2006年8月

分析师

詹凌燕
(8621)63295888x345
zhanlingyan@sw108.com

联系人

李洁
(8621)63295888x425
lijie@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.sw108.com>

投资要点：

- **冶金煤占比高及煤焦一体化的公司增长最快**：位列前三的分别为开滦股份（增长 200%-220%）、兖州煤业（增长 178%）和西山煤电（增长 100%-110%）。在这三家中，兖州煤业及西山煤电增长完全来自于冶金煤价格大幅提升；而开滦股份除提价外，焦炭增产也贡献了部分新增利润。
- **两大央企增长稍慢**：中国神华增长受到发电业务拖累，预计本年售电量虽增加 30%，但电力分部利润难有增量；中煤能源中报预计增长 53%，其中已经剔除了持有中国远洋带来的公允价值变动损益，如若仅考虑核心业务，公司同比增幅可能超过 80%。
- **08 年相对估值虽已降至 19 倍，但加仓时机未到**：虽然行业的相对估值风险已经有所释放，但全行业盈利预测下调的风险依然存在。一旦资源税从价计征比例超过预期，或者 09 年煤价上涨幅度低于预期，分析师可能不得不下调 09 年盈利预测，从而使动态估值水平重新抬高。我们极端假设：资源税从价全部按照 10% 计征（可能性极小），且煤炭价格维持现有价格，那么重点公司 08 年动态 PE 在 30 倍左右，09 年 PE 在 25 倍以上，还谈不上十分安全。
- **总体认为未来 3-6 个月供需矛盾将逐步缓和，而供求平衡是限价放开及资源税改革推进的现实基础**。我们对短期价格的判断是：下游需求放缓、下游盈利变差以及国际现货下跌将制约煤炭现货价格继续上涨；一旦需求增速加速放缓，巨大的合同价与现货价价差甚至引发现货价格下跌。我们对行业政策的判断是：供需平衡是动力煤限价放开的基础，也是推行资源税改革的前提。放长视角来看，供需逐渐平衡、资源改革如期推行将有利于贪图暴利的小煤窑矿主逐步退出行业；此时，具备规模生产优势及整合实力的国有重点企业将借助外延增长契机，进一步做大；行业暴利时代终结，也必将逼迫管理粗放的煤炭企业重视“精耕细做”，提高公司治理能力，从而真正做强。
- **资源税或将终结煤炭暴利时代，但优势企业仍将享受资源溢价**。对比 Peabody 公司及中国神华的盈利及增长情况发现：在充分市场化定价及完全开采成本基础上，美国公司利润率更低、增长更慢，但这些并不妨碍煤炭行业获得超过 150% 的相对市场溢价。我们认为，暴利时代的终结并不是煤炭行业溢价终结的时代，牟取暴利者退出，而管理优异、规模显著的国有重点企业将获取更突出的比较优势，得以继续享受市场溢价。
- **维持行业“中性”评级，同时认为中国神华、西山煤电、潞安环能已具有投资价值**：鉴于下游需求增速放缓的前提假设，我们仍维持对行业的中性评级。与此同时，我们剔除 09 年价格及成本上涨因素，测算发现 2009 年重点公司产量增长带来的净利润提升幅度在 10%-20% 范围内；而其中中国神华、潞安环能、西山煤电、国阳新能及大同煤业还具备一定的外延增长空间。再结合估值，我们发现中国神华、潞安环能、西山煤电，是增长相对突出、估值相对便宜的优势品种。

投资案件

投资评级与估值

3 个月内，国内供需紧张格局延续，现货价格仍将保持高位；然而，国际煤炭现货价格将受到油价波动影响，中国经济增速下滑将对“高油价”构成杀伤力，从而直接导致国际油价、煤价下滑，最终牵制国内现货上涨动力。

6-12 个月内，中国经济减速之事实及要素价格改革的推行，将进一步修正我们对煤炭需求高增长的看法，供需从紧到松的局面可能比预期提前。为此，我们保持对行业的谨慎态度，维持中期策略以来对行业的“中性”评级。

关键假设点

中国将坚决推行要素价格改革，油价、电价、煤价、运价都将在国家宏观调控导向下，逐步实现市场化；

市场化进程将伴随资源价格上升、需求增速回落，高耗能行业得到有效抑制，资源供需体制从根本上理顺；

资源价格提升过程中，资源开采成本进一步推高，国家将分享资源价格上涨利得，煤炭行业增长模式逐步从暴利型增长向内涵与外延并重的可持续增长模式转变。

有别于大众的认识

报告发出至今，煤炭板块在限价令、资源税预期及国际煤价下跌影响下持续调整，重点公司 08 年相对估值从 6 月中旬的 25 倍降至 19 倍，09 年仅 15 倍。部分投资者认为：基本面的诸多不确定性已在估值中充分反应。

对此我们认为：动态分析，煤炭行业盈利预测下调风险并未完全释放。一旦资源税从价计征比例超过预期，或者 09 年煤价上涨幅度低于预期，分析师可能不得不下调 09 年盈利预测，从而使动态估值水平重新抬高。加仓须待三项事实逐步明确：第一，下游盈利状况好转而非恶化；第二，供需从吃紧到偏松，限价放开同时资源税推出，煤炭暴利时代终结；第三，小煤窑自然淘汰，大企业真正迈开整合步伐。只有以上三点同时满足，行业的增长才是健康而可持续的。

我们再次强调：煤炭行业 08 中报及年报一定亮丽，但加仓时机未到，尚需等待供需格局及行业政策进一步明朗，短期仍维持中性评级。

股价表现的催化剂

3-6 个月内煤炭库存上升，供需逐渐偏松，现货价格应声回落；资源税从价计征方案明确；要素价格改革坚决推行，供需基本平衡的同时，电价煤价逐步市场化。

核心假设风险

中国要素价格进程放缓，全球大宗商品价格进一步上涨。

六月中旬，我们对行业的看法是：

3-6 个月内，国内供需紧张格局延续，现货价格仍将保持高位；然而，国际煤炭现货价格将受到油价波动影响，中国经济增速下滑将对“高油价”构成杀伤力，从而直接导致国际油价、煤价下滑，最终牵制国内现货上涨动力。

6-12 个月内，中国经济减速之事实及要素价格改革的推行，将进一步修正我们对煤炭需求高增长的看法，供需从紧到松的局面可能比预期提前。为此，我们保持对行业的谨慎态度，将投资评级从“看好”降至“中性”。

报告发出至今，煤炭板块在限价令、资源税预期及国际煤价下跌影响下持续调整，重点公司 08 年相对估值从 6 月中旬的 25 倍降至 19 倍，09 年仅 15 倍。部分投资者认为：基本面的诸多不确定性已在估值中充分反应。

对此我们认为：动态分析，煤炭行业盈利预测下调风险并未完全释放。加仓须待三项事实逐步明确：第一，下游盈利状况好转而非恶化；第二，供需从吃紧到偏松，限价放开同时资源税推出，煤炭暴利时代终结；第三，小煤窑自然淘汰，大企业真正迈开整合步伐。只有以上三点同时满足，行业的增长才是健康而可持续的。

我们再次强调：煤炭行业 08 中报及年报一定亮丽，但加仓时机未到，维持中性评级。

1. 供需紧张局面仍在 上下游分化加剧

通过供需分析价格变动走势，是行业研究的正常逻辑。然而这一点运用到煤炭行业身上却并不容易。

近三个月，我们看到供应量增速不断提高，下游需求增速却不断减小，正常的判断一定是：供需正在由紧张向宽松过渡；但事实却是，电厂存煤天数不升反降，煤价涨势非常坚挺。现实与判断的大相径庭，不禁催人思索：除了直观数据，还有哪些没考虑到的“隐情”？

1.1 国内现货价格继续冲高 库存天数仍处低位

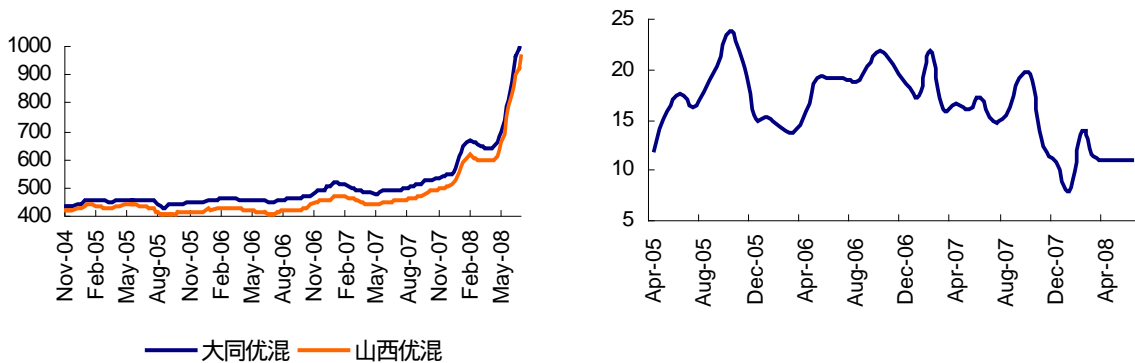
跟踪数据显示：秦皇岛现货价格继续高位上冲，大同优混平仓价首次突破 1030 元/吨，同比涨幅超过 100%，与澳大利亚 BJ 现货价格已十分接近。从环比涨幅看，5 月份以来现货价格周环比涨幅接近 5%，涨幅之高、速度之快确实史无前例。

我们同时看到，巨大的涨价惑下，煤炭供应依然不充足，煤炭库存天数仍处在历史平均水平（17 天）以下，目前维持在 11 天左右的库存水平，而华北、华东库存更低。

“涨价+低库存”的简单判断是：煤炭供不应求，偏紧局面延续。

图 1：秦皇岛煤炭现货平仓价（单位：元/吨）

图 2：直供电厂库存天数低位持平（单位：天数）



资料来源：CCTD，申万研究

资料来源：CCTD，申万研究

1.2 供需格局扑朔迷离 高位现价令人担忧

我们继续分析供不应求的缘由：究竟是供给增长不足还是需求增长过快？接下来，这样的格局又会如何变化？

1.2.1 直观数据：供给增速加快 需求增速放缓

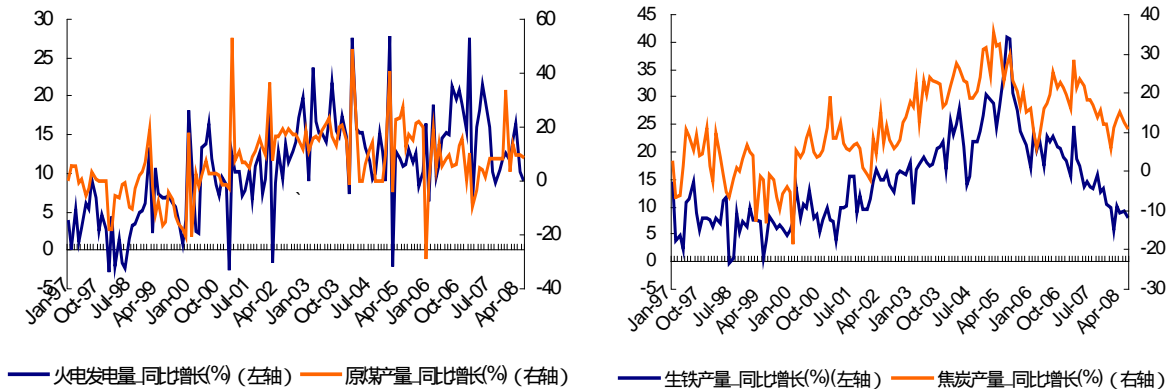
从相对长期的一段数据来看：我们发现从 2004 年至 2007 年，煤炭的产量增速持续低于耗煤量增速，使得全行业供需逐步从宽松到紧张，整个过程历经 4 年之久（详细分析见 08 年中期策略报告）。

但是 08 年的情况却有所相同，统计数据显示：电厂不堪煤价重负，发电量增速及装机投入明显减少，截至 08 年 5 月累计发电量同比增速仅为 12.3%（07 年同期增速高达 18.4%）；而炼铁业受制于铁矿石及焦煤成本挤压，扩产谨慎，前五个月累计产量增长也仅达到 8.1%（07 年同期为 17.5%）。

需求增速下降同时，煤炭供应却频频告急。于是，国家敦促大企业及复合安全生产条件的小煤窑开足马力生产。在政策号召下，煤炭累计产量增速达到 10.7%，高于去年同期 6.6% 的同比增速。

以此判断：在运输通畅，煤质不变的前提下，未来供需格局的变化应该是从紧到松，重回平衡。

图 3：小煤窑产量增速开始下滑（单位：万吨） 图 4：生铁及焦炭产量增速同比回落（单位：%）



资料来源：华通人，申万研究

资料来源：华通人，申万研究

1.2.2 潜在变化：平均发热量下降 统计漏出缩小

再进一步追问，对于供需的分析是不是如此简单呢？恐怕还不是。我们提示值得注意的两点：

第一，不可忽视煤炭质量逐年变差。统计局的数据仅仅统计了原煤产量，而没有统计原煤发热量的变化。我们可以想一想 08 年的增产大户们的煤质变化情况：本年，神华主要增产来自于胜利矿（增产 600 万吨）和万利矿（增产 1000 万吨），二者热值分别在 3300 大卡/吨及 4800 大卡/吨，皆低于神东矿区 6000 大卡/吨的发热水平；中煤能源平朔矿区增产 1500-2000 万吨，发热量也在 4800 大卡/吨；大同煤业增产 500 万吨，发热量在 5000 大卡/吨左右，而优质的侏罗纪煤（6600 大卡以上）却进一步减产；还有增产较大的内蒙古霍林河，年增产超过 800 万吨，是发热量为 3300 大卡的褐煤。以上不可细数，总结一句：我们看到全社会煤耗水平下降的同时，煤炭质量下降事实同样不能忽视——这恐怕也是加剧供应紧张的潜因之一。

第二，不可忽视统计误差逐年缩小。为了校验统计数据准确性，我们做了如下对比：利用公布的“煤炭产量-煤炭出口量+煤炭进口量”，得出“计算的国内表观消费量”；用这个“计算表观消费量”与公布的年耗煤量做比较发现：统计公布的年耗煤量总是高于“计算的表观消费量”，这部分视为统计漏出的产量。进一步观察发现，04 年之 07 年，统计漏出量逐年减少（从 1 亿吨左右下降到 5000 余万吨）。我们认为漏出量减少有统计工作改进的贡献；更关键的是，那些不纳入统计范围的偷开小煤窑由于关闭而减少。过往，我们对这部分减量可能有所忽略了。

考虑到以上两个因素，我们可以得出的结论是：煤炭产量折算成标煤后，实际增长幅度低于统计公布数。当然，对于市场担心的“屯煤”风险无法从数据上印证。

表 1：煤炭产量的校验分析（单位:万吨）

年份	原煤产量	产量增长绝对值	煤炭出口	煤炭进口	计算的表观消费量	实际消费量	统计误差
1997	132525						
1998	123251	(9274)					
1999	104363	(18888)					
2000	99917	(4446)	5499	212	94629	132000	37371
2001	110559	10642	9075	249	101733	135000	33267
2002	139335	28776	8384	1080	132031	141601	9569
2003	172800	33465	9389	1077	164488	169232	4744
2004	195600	22800	8656	1858	188802	193596	4794
2005	211000	15400	7167	2614	206447	216723	10276
2006	232526	21526	6324	3824	230026	239216	9190
2007	252300	19774	5317	5098	252081	258000	5919
2008E	274633	22333	5000	3500	276133	279198	3065
2009E	295564	20930	5000	3500	297064	298590	1526
2010E	317967	22403	5000	3500	316467	316967	500
2011E	334629	16662	5000	3500	333129	333629	500

资料来源：华通人，申万研究

1.2.3 上下游盈利进一步分化 现货上涨后劲不足

研究供需不能得出令人信服的清晰结论。我们只好转而从对上下游盈利变动角度，进一步分析下游对继续涨价的接受能力是增强还是减弱。

1-5 月份工业企业经营数据显示，煤炭全行业收入增长超过 50%，而净利润增速高达 97.8%，是全社会增长最显著的行业之一。拆分来看，收入增长中仅有 10%来自于产量增长，而其余 30%以上则来自于煤价上涨。那么我们继续分析涨价的主要接收者：火电企业及炼铁企业。

火电行业的情况是：08 年火电企业承受了平均 30%以上的电价上涨，而销售电价受限不动；最终结果是全行业利润大幅收窄，盈利减少幅度超过 100%。受此影响，火电企业现金链吃紧，只得依靠政府担保贷款来勉强维持发电业务，库存天数处于不安全低位。虽然 08 年 6 月 19 日，国家同时提高电价并临时性限制煤价，但企业采购成本并未实质性降低，亏损状况更未得到根本改善。

炼铁行业的情况似乎好一些：受成本大幅上涨、焦煤吃紧等情况影响，08年部分小钢厂停产，生铁产量增速明显下降。由于需求依然相对旺盛，钢铁企业顺利将成本转嫁为快速上涨的钢价，全行业收入增长超过50%，净利润增长接近70%。钢铁行业的良好增长为08年焦煤多次提价培育了基础；而钢材畅销也使得大型钢厂开足马力生产的意愿日益强烈。如果我们再进一步看钢材价格的接收者们呢？房地产、基建、汽车、造船、机械……在宏观经济增速放缓之时，除了基建，我们对其他行业难言乐观。申万钢铁行业研究员认为未来6-12个月钢价将面临考验，而这正是制约焦煤价格进一步上涨的关键。

综上所述，我们认为动力煤价格继续上涨的后劲已经不足，现货价格将在08年9-10月份面临考验；高钢价仍能确保焦煤价格维持高位，但钢价掉头之日也将成为焦煤及喷吹煤涨势刹车之时，对此还需谨慎跟踪。

图5：火电行业收入及利润同比增速

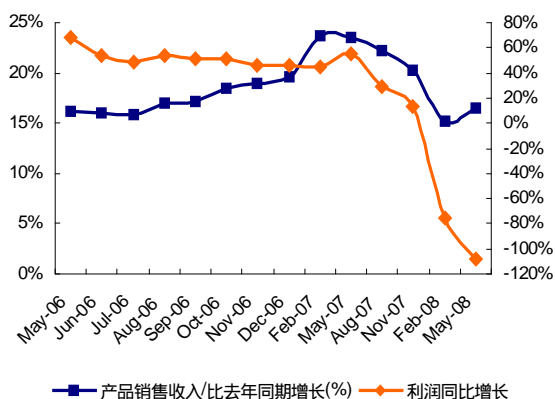
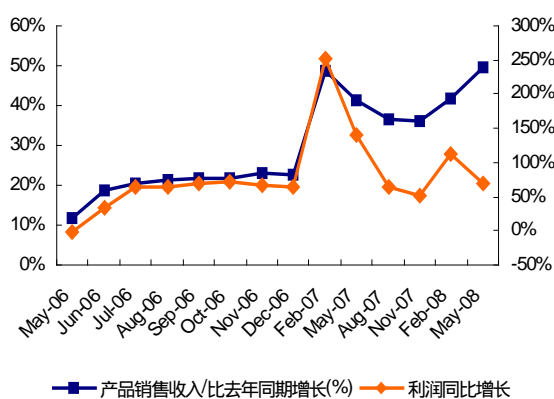


图6：炼铁行业收入及利润同比增速



资料来源：华通人，申万研究

资料来源：华通人，申万研究

1.3 国际国内价格接轨 外围压力正在变大

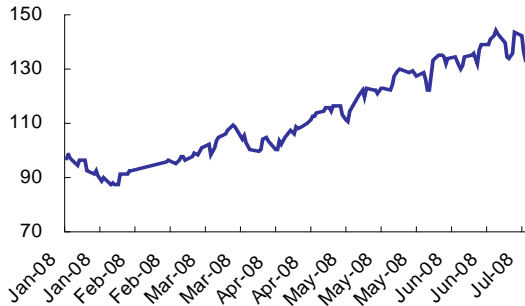
我们曾在08年中期策略报告中分析过现货油价与煤价以及现货煤价与煤炭股股价的相关关系。研究发现：油价走势与国际煤价走势高度相关；而现货价格又对股价表现影响显著。

在报告中我们同时指出：中国要素价格改革将引发全球大宗商品价格调整，而近两周原油及澳煤价格下跌正暗合了我们当日的判断。我们认为：国内煤炭现货价格已经与澳煤价格趋同，但价格跟随下跌可能滞后。

我们也许没有忘记：7月初，美国对欧洲出口价格下跌，直接导致全球煤炭股票大幅调整。当时还有一个关键因素是，美国煤炭库存量明显上升，过剩现象明显。而从中国目前情况看，电煤库存仍低，煤炭企业也还没有库存积压的情况，供需格局尚未显著变化，秦皇岛价格（即便有炒作因素）仍有支撑。

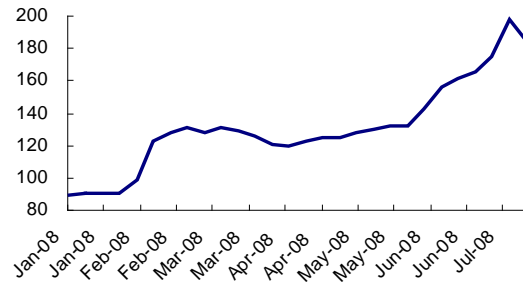
但同时需要明确的是：一旦外围跌势确立、需求增速进一步放缓，国内现货下跌也难以避免。当然这需要进一步跟踪未来两个月的经济发展数据来确认。

图 7：布伦特原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，申万研究

图 8：澳大利亚 BJ 现货价格（单位：美元/吨）



资料来源：CCTD，申万研究

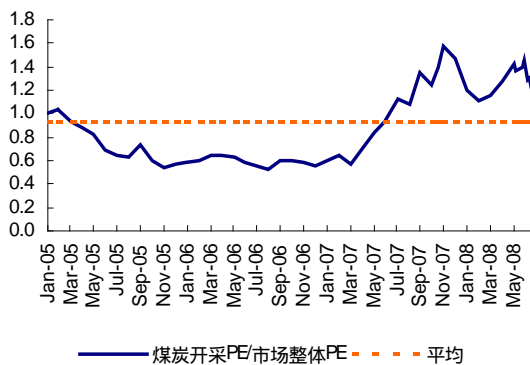
1.4 行业不确定性增强 股价或将继续调整

鉴于宏观经济增长的不确定性增强，同时受限价、资源税改革预期及国际煤价下跌影响，近期煤炭行业加速调整：煤炭行业相对市场整体 PE 溢价幅度从 60% 降至 17%；而相对大盘获得的超额回报也明显收窄。

对此我们的看法是：虽然行业的相对估值风险已经有所释放，但全行业盈利预测下调的风险依然存在。一旦资源税从价计征比例超过预期，或者 09 年煤价上涨幅度低于预期，分析师可能不得不下调 09 年盈利预测，从而使动态估值水平重新抬高。

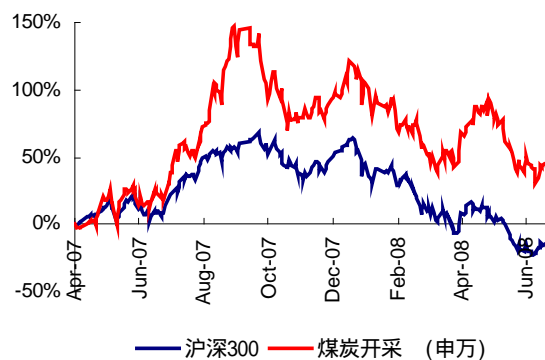
我们极端假设：资源税比例全部按照 10% 计征（可能性极小），且煤炭价格维持现有价格，那么重点公司 08 年动态 PE 在 30 倍左右，09 年 PE 在 25 倍左右，还谈不上十分安全，股价仍有继续下调之可能。

图 9：煤炭开采 PE 相对市场整体 PE 比值变动



资料来源：Wind，申万研究

图 10：煤炭开采业股价相对沪深 300 表现



资料来源：Wind，申万研究

2. 行业格局改变 对大企业是“危”更是“机”

上文提到的诸多因素对短期股价上行构成压力；但从更长远的行业视角来看，供需逐渐平衡、资源改革如期推行将有利于贪图暴利的小煤窑矿主逐步退出行业；此时，具备规模生产优势及整合实力的国有重点企业将借助外延增长契机，进一步做大；行业暴利时代终结，也必将逼迫管理粗放的煤炭企业重视“精耕细做”，提高公司治理能力，从而真正做强。

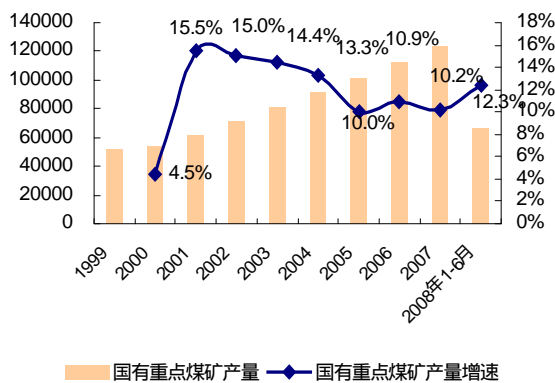
2.1 供需从紧到松是限价放开的前提

跟踪近几个月的供应量变化发现：1-4 月份，小煤窑处于生产淡季，全国主要煤炭增量由国有重点企业贡献；而进入 5 月份后，小煤窑复产顺利，产量及增速都已恢复到正常水平，国有重点企业产量增速仍维持在 12% 左右。

结合需求数据，我们认为，随着有效供给增多而相对需求增速回落，供需格局将逐步向宽松过渡；而供需平衡的重新实现正是动力煤限价放开的前提。限价放开后，重点企业优质合同煤价格有补涨需求（根据测算，09 年开采成本涨幅将接近 8-10%，再考虑资源税成本涨幅将超过 15%，该涨幅或将成为合同价格谈判的底线。）与此同时，较高的现货价格将经受考验，甚至出现下跌。

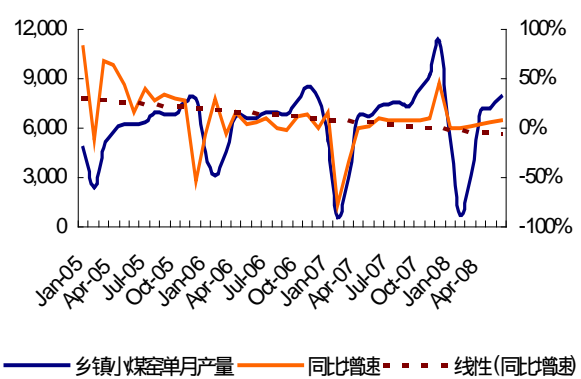
由此看来，供需偏松对大企业是危更是机。

图 11：国有重点企业产量增速快于去年同期



资料来源：CCTD，申万研究

图 12：乡镇小煤窑生产恢复正常水平



资料来源：CCTD，申万研究

2.2 资源税终结行业暴利时代 企业分化加剧

限价放开的前提是供需由紧到偏松，最终实现平衡，同样这也是资源税改革的前提。

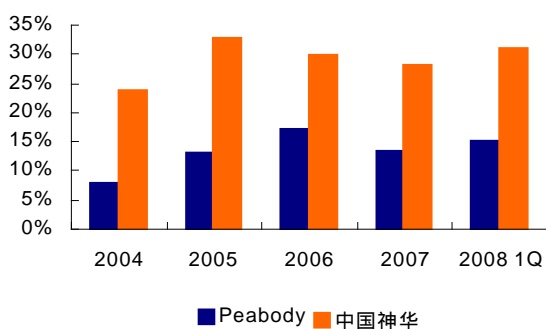
透过全球顶尖煤炭开采公司 Peabody 的盈利情况及市场表现我们发现：在过去五年间，Peabody 公司为投资者带来了数倍的超额收益，其资源属性得到了市场的充分估值。从增长来看，Peabody 公司五年来的收入复合增长率在 20% 左右，利润增速最高达到 110%，但 07 年同比出现回落（受澳洲矿开采成本大幅上升影响）。从盈利能力看，公司毛利率基本稳定在 25% 左右的水平，净利润率水平在 10%-15% 范围内波动。

就开采效率及规模水平而言，中国神华与 Peabody 公司实力相当，甚至从经营指标看更加优异：近年来，中国神华的毛利率水平稳定在 50% 以上（含电力业务）、净利润率接近甚至超过 30%；而从增长看，公司收入及利润复合增长率维持在 30% 左右，均高于 Peabody 公司。

再从两者估值上来看，依据分析师一致预期，Peabody 公司 08 年动态 PE 为 25 倍，而中国神华为 22 倍（A/H 股基本趋同）。为什么国际市场没有给予盈利能力更强、增长更快的中国神华以更高估值呢？我们认为，资本市场倾向于用市场化程度较高、资源开采成本相对完全的 Peabody 公司为参照标尺。对比结果发现：**中国神华之所以获得比 Peabody 更高的净利润水平及增速，不是因为更突出的管理能力或者更优异的开采条件，而是因为神华的资源开采成本相对更低。**中国神华的低成本光不仅体现在人工成本上，更体现在资源税率上（美国资源税税率高达 12.5%，中国只有 2%）。我们认为，未来两年人工及资源使用成本上涨必将挑战中国所有炭企业；其中部分企业可以通过提高效率及规模增长来维持利润增长，而部分企业则或将遭遇负增长。

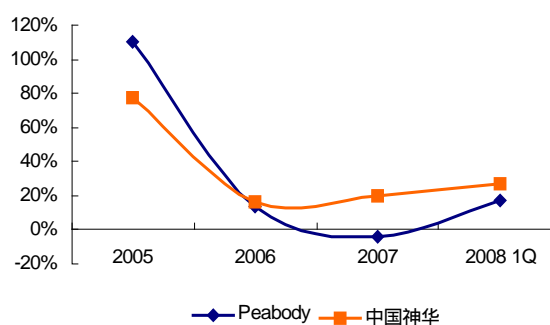
长远来看：在充分市场化定价及完全开采成本基础上，美国煤炭行业获得了超过 150% 的相对市场溢价幅度（近 28 年数据，详见 08 年中期策略报告），其中优质公司的超额收益更加显著。**我们认为，暴利时代的终结并不是煤炭行业溢价终结的时代；牟取暴利者退出，而管理优异、规模显著的国有重点企业将获取更突出的比较优势，得以继续享受市场溢价。**

图 13：中国神华的净利率是 Peabody 的两倍多



资料来源：CCTD，申万研究

图 14：中国神华的净利润增长也高于 Peabody



资料来源：CCTD，申万研究

2.3 外延与内涵增长双优者才是价值投资之选

如果对于 2009 煤价及成本上升存在争议，我们可以用更静态眼光去看待重点公司增长。

我们剔除了价格及成本涨幅后，我们发现 2009 年重点公司产量增长带来的净利润提升幅度在 10%-20% 范围内（高于行业平均水平）；而其中中国神华、潞安环能、西山煤电、国阳新能及大同煤业还具备一定的外延增长空间。

再结合估值，我们发现中国神华、潞安环能、西山煤电，是增长相对突出、估值相对便宜的优势品种。

表 2：重点公司 2009 年增长情况分析

简称	2009 年内涵增长预测	2009 年外延增长预测	内涵增长幅度判断
中国神华	煤炭产量增长 15% 左右；售电量增长超过 20%	收购集团煤炭及煤制油资产	20%
中煤能源	煤炭产量增长 15%-20%；煤炭开采成本有望进一步降低	-	20%
潞安环能	喷吹煤产量增长 20% 左右	收购长治地区小煤矿	15%
西山煤电	兴县一期投产，增产气煤 300-500 万吨（产量提升 20% 左右）	集团焦煤资产注入；收购古交地区焦煤小煤矿	20%
国阳新能	石太复线通车，煤炭外运能力增强，提价能力增强	收购集团资产，减少关联交易	10%-15%
平煤天安	焦煤增产 15% 左右；	-	10% - 15%
兖州煤业	甲醇项目达产，贡献净利润增长 15%；赵楼矿贡献 5% 左右新增产量	-	20%
大同煤业	权益产量增加 10%	收购集团矿井	10%-15%

资料来源：申万研究

3. 中报增长虽亮丽 仍维持中性评级

结合行业及公司基本面判断，我们对重点公司盈利预测调整后发现：

2008 年中报及年报增长最显著的公司是冶金煤占比高及煤焦一体化国内公司，增幅位列前三的分别是开滦股份、兖州煤业和西山煤电。在这三家中，兖州及西山煤电增长完全来自于冶金煤价格大幅提升；而开滦股份除提价外，焦炭增产也贡献了部分新增利润。

增长最慢的是两家央企：其中中国神华增长受到电价不调拖累，预计本年售电量虽增加 30%，但电力分部利润难有增量；中煤能源中报预计增长 53%，其中已经剔除了持有中国远洋带来的公允价值变动损失，如若仅考虑核心业务，公司同比增幅可能超过 80%。

结合当前估值及 09 年预计增速，我们认为重点公司估值与预计增长基本匹配；但短期内，股价还将面临三项考验：动力煤限价持续、资源税改革及需求增速下降引致的现货价格下跌。

维持对行业的“中性”评级，等待供需格局与政策动向进一步明朗。

表 3：相对估值及盈利预测表

简称	代码	评级	07EPS	08EPS	09EPS	7-18日 收盘价	07P/E	08P/E	09P/E	08年中 期预测	07年中 报	预计增 幅	08年盈利 预测调整
中国神华	601088	增持	1.070	1.480	1.980	32.44	30	22	16	0.72	0.54	33%	下调
中煤能源	601898	中性	0.393	0.640	0.850	14.00	36	22	16	0.29	0.19	53%	维持
潞安环能	601699	增持	1.530	1.750	2.460	31.97	21	18	13	0.75	0.72	88%	上调
西山煤电	000983	增持	0.860	2.300	3.036	42.94	50	19	14	0.99	0.49	103%	上调
国阳新能	600348	中性	0.550	1.020	1.200	20.18	37	20	17	0.47	0.28	66%	上调
平煤天安	601666	中性	1.040	1.950	2.100	29.99	29	15	14	0.90	0.55	64%	上调
兖州煤业	600188	增持	0.520	1.310	1.700	19.16	37	15	11	0.64	0.23	178%	上调
大同煤业	601001	增持	0.610	0.920	1.180	23.77	39	26	20	0.46	0.29	59%	维持
开滦股份	600997	中性	1.100	2.350	2.825	35.58	32	15	13	1.12	0.37	203%	上调
平均							34	19	15			94%	

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

分析师承诺

詹凌燕：煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。