

短期煤价企稳 关注股改行情

2005 年四季度投资策略报告

卢平

86-10-82295577-646

luping@ccs.com.cn

周期性投资品

煤炭采选业

中性(维持)

自中期策略以来,煤炭价格正如预期经历了一波下跌,我们认为短期内煤炭价格将企稳,并维持行业中性的投资策略。

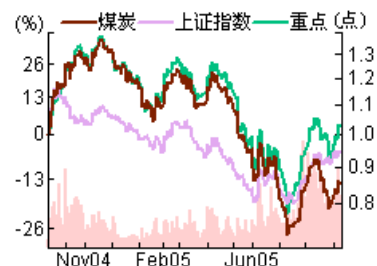
- **煤炭维持供稍大于求的低增长均衡,安全整顿将成为煤炭供给的调节器:** 受安全整顿的影响,前7个月,煤炭产量同比增长8.79%,较去年同期增速15.4%大幅下降。目前许可证颁证产量仅有15亿吨左右,远低于实际需求,安全整顿将成为国内煤炭供给的重要调节器。受下游行业的增长速度减缓影响,前7个月国内煤炭需求同比增长9.45%,较2004年的增速18.43%大幅度下滑。煤炭行业维持供稍大于求的低增长均衡态势。
- **煤炭净出口减少:** 由于国家调整相关的进出口政策,以及人民币升值,煤炭进口增加,出口减少,前7个月净出口减少了1385.91万吨。
- **煤炭库存增加:** 7月底,煤炭社会库存达到12976.96万吨,较年初增长了23.57%,社会煤炭库存的增加说明供求形势有所逆转。近期秦皇岛库存大幅度下降主要是大秦线检修、广东煤矿停产整顿需求增加等因素所致。由于大秦线扩能后将达到2亿吨,高于秦皇岛扩建后的吞吐能力1.8亿吨,未来秦皇岛的库存将持续保持高位。
- **国际国内煤炭价格走低,短期内煤炭价格将企稳:** 三季度,国内动力煤、炼焦煤、无烟煤港口价格以及中转地秦皇岛煤炭价格全面下跌,澳大利亚BJ动力煤价格跌破50美元至47美元,炼焦煤价格也跌至90美元。由于冬季储煤期即将到来,安全整顿的影响,以及BJ动力煤价格接近06年的远期价格46美元,短期内煤炭价格将企稳。
- **我们维持前期中性的投资建议,但短期内存在股改行情:** 煤炭股票估值远低于国际水平,煤价短期内企稳,股改也将一定程度上提高其投资价值,我们认为**短期内存在股改行情**。但行业周期拐点到来,煤炭价格下滑成为必然,我们给予煤炭行业**中性的长期投资评级**。
- **建议关注的煤炭上市公司:** 国阳新能(强烈推荐-A)、兰花科创(谨慎推荐-B)、神火股份(谨慎推荐-A)。

上证指数: 1189.93

行业规模 (亿元)

		占比%
股票家数	17	1.26
总市值	798	2.34
流通市值	187	1.74
#重点公司	105	0.98

市场走势



资料来源: 招商证券

相关研究

行业周期拐点到来—2005 年下半年投资策略报告

7/12/2005

如何评价煤炭行业 2005 年 1 月 32.85%高供给增长

3/9/2005

2005 年 1 月煤炭行业报告

2/2/2005

重点公司主要财务指标

重点公司	EPS04	EPS05E	EPS06E	EPS07E	PE04	PE05E	PE06E	PE07E	最新价	投资评级	变化
西山煤电	0.52	0.77	0.64	0.41	14.12	9.53	11.47	17.90	7.34	中性-A	⇌
神火股份	0.685	1.01	1.03	0.96	9.91	6.72	6.59	7.07	6.79	谨慎推荐-A	⇌
上海能源	0.91	1.38	1.14	1.04	10.99	7.25	8.77	9.62	10	中性-B	⇌
兰花科创	0.76	1.3	1.35	1.13	14.30	8.36	8.05	9.62	10.87	谨慎推荐-A	⇌
兖州煤业	0.55	0.68	0.59	0.46	11.80	9.54	10.93	14.11	6.49	中性-A	⇌
国阳新能	0.72	1.19	1.56	1.05	14.63	8.85	6.75	10.03	10.53	强烈推荐-A	⇌

正文目录

一、煤炭行业维持供稍大于求的低增长均衡	4
1、煤炭产量低速增长	4
2、煤炭需求增速大幅下降	5
3、煤炭库存逐月增加	8
二、煤炭价格下跌	10
1、国内煤炭价格走低	10
2、国际煤炭价格下跌	12
3、煤价走势预测及对煤炭上市公司的影响	13
三、安全整顿成为国内煤炭供给的调节器	14
四、矿业权重评对煤炭上市公司的影响	15
五、煤炭行业股票走势及估值的国际比较	8
1、国内煤炭板块走势弱于国际煤炭板块	8
2、国内煤炭上市公司低于国际估值水平	17
3、股改降低国内煤炭上市公司的估值水平	18
六、煤炭行业投资策略	19
七、重点公司点评	20
1、国阳新能（强烈推荐）：持续收购煤矿	20
2、神火股份（谨慎推荐）：收购煤矿+新建矿井	20
3、兰花科创（谨慎推荐）：煤矿扩产+化肥扩产	21

表目录

表 1：煤炭进出口政策调整一览	6
表 2：安全生产许可证的发放情况	14
表 3：停产整顿矿井个数	14
表 4：三类煤矿个数及产量	14
表 5：不同煤种的矿业权评估标准	15
表 6：矿业权价款缴纳期限及首次缴纳价款	15
表 7：煤炭上市公司采矿权情况	15
表 8：国际国内煤炭股票估值比较	17
表 9：煤炭上市公司送股能力及股改进展情况	18
表 10：主要煤炭上市公司送股后市盈率敏感性分析	19
表 11：煤炭行业主要上市公司业绩预测及投资评级	20

图目录

图 1: 原煤产量及增长率	4
图 2: 三类煤矿产量增速比较	4
图 3: 三类煤矿对产量的贡献率	5
图 4: 三类煤矿对产量增量的贡献率	5
图 5: 煤炭年度供求增速	5
图 6: 煤炭月度供求增速	5
图 7: 四大行业占煤炭消费量的 85%	6
图 8: 钢铁、焦炭产量增速面临回调	6
图 9: 水泥、火电、化肥增速减缓	6
图 10: 月度煤炭出口减少	7
图 11: 月度煤炭进口增加	7
图 12: 各煤种进口煤炭逐月增加	7
图 13: 各煤种进口煤价上升	7
图 14: 煤炭出口数量减少	8
图 15: 煤炭出口价格增加	8
图 16: 煤炭社会库存逐月增加	8
图 17: 煤炭企业库存逐步回升	9
图 18: 直供电厂存煤增加	9
图 19: 秦皇岛煤炭库存增加	10
图 20: 宁武动力煤和大同动力煤坑口价格走低	10
图 21: 乡宁主焦煤和柳林 4 号煤坑口价下跌	11
图 22: 无烟煤坑口价格下跌	11
图 23: 无烟煤块煤价格稳中有升	11
图 24: 秦皇岛港口煤炭（平仓）价格走低	12
图 25: 澳大利亚 BJ 动力煤现货价格跌破 50 美元/吨	12
图 26: 国际炼焦煤价格（FOB）大幅度下跌至 90 美元/吨	13
图 27: 澳大利亚电煤远期价格	13
图 28: 美国主要煤炭上市公司走势	8
图 29: 澳大利亚主要煤炭股走势	8
图 30: H 股兖州煤业、神华股份走势	8
图 31: 三地上市的兖煤股价逐步接轨	8
图 32: 2005 年国内煤炭股走势弱于大盘	17

一、煤炭行业维持供稍大于求的低增长均衡

在中期策略报告中，我们认为：由于受到下游行业增速减缓的影响，煤炭需求增速减缓，大致为 9% 左右，而煤炭生产受到安全整顿的影响，生产增速也相应降低，大致为 10%，2005 年煤炭行业维持供给稍大于需求的低增长均衡状态。三季度煤炭产销量的态势基本上印证了我们的这一观点。

1、煤炭产量低速增长

2005 年 1-7 月，煤炭产量完成 111867.29 万吨，同比增长 8.79%，较去年同期增速 15.4% 大幅下降。其中，国有重点煤矿完成产量 57822.3 万吨，同比增长 9.81%，国有地方煤矿完成产量 16408.71 万吨，同比下降 2.34%，乡镇煤矿完成产量 37636.3 万吨，同比增长 12.78%。

在煤炭产量的构成中，国有重点煤矿份额进一步提高，而国有地方煤矿和乡镇煤矿的份额下降。2005 年 1-7 月，国有重点煤矿占比 51.7%，较 2004 年提高了 4.7 个百分点，而国有地方煤矿和乡镇煤矿的产量占比分别为 14.7% 和 33.6%，较 2004 年下降了 0.4 个百分点和 4.3 个百分点。

国有重点煤矿成为煤炭产量增长的主要因素。在产量增量 8096.31 万吨的贡献中，国有重点煤矿贡献了 76.9%（6225.28 万吨），乡镇煤矿贡献了 28%（2263.3 万吨），地方煤矿贡献了 -4.8%（-392.29 万吨），国有重点煤矿成为煤炭产量增长的主要因素。

煤炭产量低速增长主要是受到安全整顿的影响(后面将详细论述)，其影响的大小应该是乡镇煤矿最大，其次是地方煤矿，国有重点煤矿受影响最小。但是从数据来看，国有地方煤矿受到的影响最大，产量呈下降趋势，从 4 月份以来一直维持负增长。主要原因是国有地方煤矿逐渐改制出售，或者部分兼并进了国有重点煤矿，所以导致了地方国有煤矿产量下降，而乡镇煤矿仍然能够保持较高的增速（但增速有较大幅度的下降，去年同期增速为 32.1%）。

图 1：原煤产量及增长率

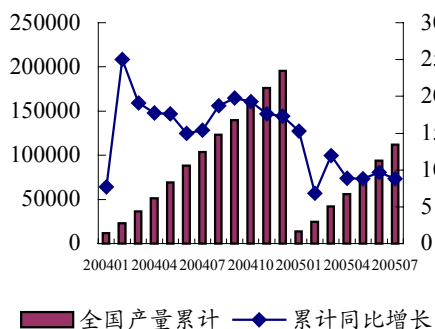
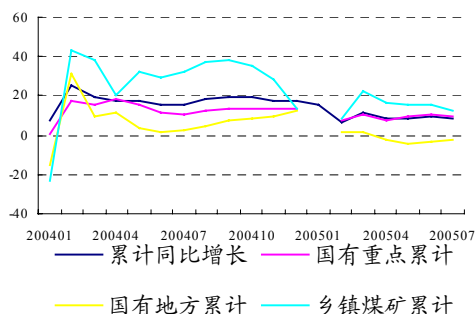
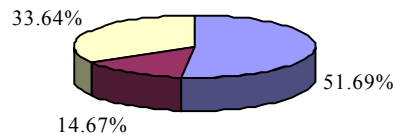


图 2：三类煤矿产量增速比较



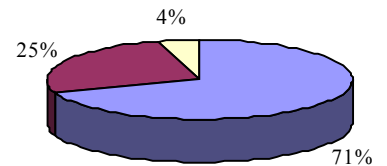
数据来源：中国煤炭资源网

图 3：三类煤矿对产量的贡献率



■ 国有重点 ■ 国有地方 ■ 乡镇煤矿

图 4：三类煤矿对产量增量的贡献率



■ 国有重点 ■ 乡镇煤矿 ■ 国有地方

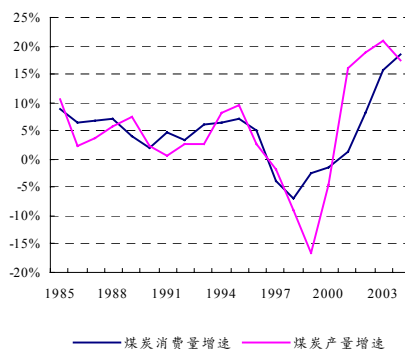
数据来源：中国煤炭资源网

2、煤炭需求增速大幅下降

国内煤炭需求增速大幅下降

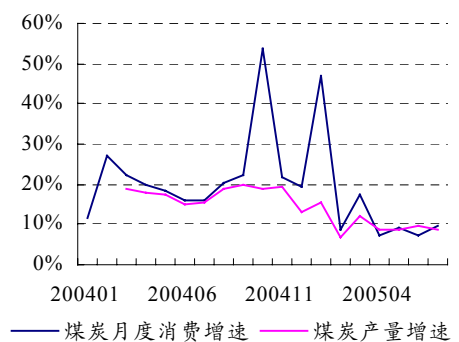
2005 年 1-7 月，国内煤炭需求为 108091.65 万吨，同比增长 9.45%，较 2004 年的增速 18.43%大幅度下滑。

图 5：煤炭年度供求增速



— 煤炭消费量增速 — 煤炭产量增速

图 6：煤炭月度供求增速

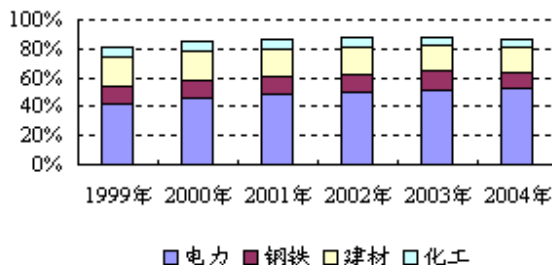


— 煤炭月度消费增速 — 煤炭产量增速

数据来源：CEIC

煤炭国内需求大幅度下降主要是下游行业的增长速度减缓所致。火电、化工、建材和钢铁四大行业占煤炭国内消费量的 85%，2005 年其增长速度都呈现不同程度的下降。火电、化肥、水泥增速已经从去年全年的 14.4%、16.2%和 16.3%分别下降至前 7 个月的 12.1%、12.5%和 9%。前 7 个月生铁、焦炭的增速达到 32.5%和 29.3%，较 2004 年的增速 24.1%和 25.8%有所提高，但是目前两行业面临较大的回调压力，预计增速将回落到 15%左右，未来将对炼焦煤的需求形成较大的压力。

图 7: 四大行业占煤炭消费量的 85%



数据来源: 中国煤炭资源网

图 8: 钢铁、焦炭产量增速面临回调

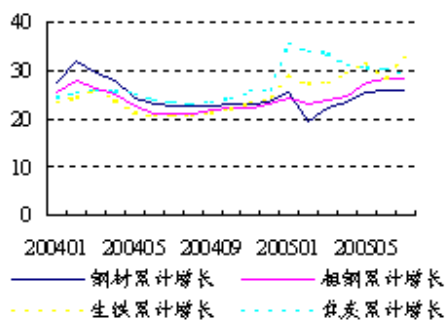
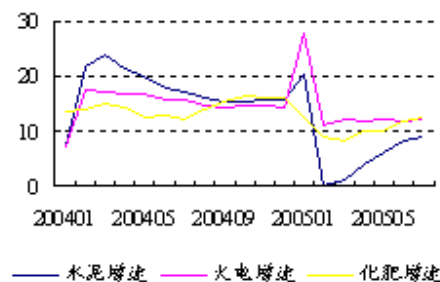


图 9: 水泥、火电、化肥增速减缓



数据来源: 国家统计局

煤炭净出口减少

为了减缓国内能源紧张局势，国家从 2004 年开始调整进出口政策，目前，动力煤出口退税率由 11% 调整为 8%，炼焦煤停止出口退税。而在进口政策方面，则将进口关税从 6% 下调为 3%。另外由于人民币升值，也在一定程度上推动了煤炭进口增加，出口减少。

2005 年前 7 个月，煤炭出口 4316.79 万吨，同比 5148.8 万吨减少了 16.16%，而进口煤炭 1495 万吨，同比 941.1 万吨增长了 58.86%。前 7 个月净出口减少了 1385.91 万吨。

表 1: 煤炭进出口政策调整一览

出口政策调整	
2004 年 1 月 1 日	煤炭出口退税率由 13% 调整为 11%，焦炭或半焦炭出口退税率由 15% 调整为 5%，炼焦煤出口退税率由 13% 调低到 5%
2004 年 5 月 24 日	对出口焦炭和炼焦煤停止出口退税
2005 年 5 月 1 日	煤炭出口退税率由 11% 调整为 8%
进口政策调整	
2005 年 4 月 1 日至年底	动力煤的进口关税从 6% 降到 3%，无烟煤进口关税维持 3%

数据来源：国家税务总局

图 10: 月度煤炭出口减少

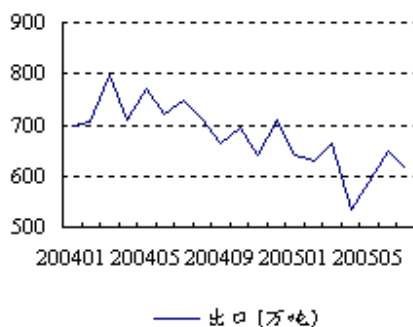
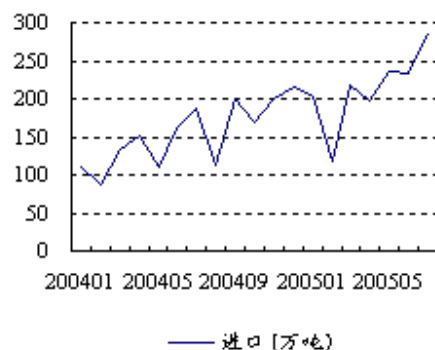


图 11: 月度煤炭进口增加



数据来源：中国煤炭资源网

进口分煤种来看，进口无烟煤较多，前7个月达到716万吨，同比增长85%，冶金煤和动力煤分别进口375.2万吨和179万吨，同比增长35%和44%。7月份无烟煤、冶金煤和动力煤的进口价格分别为38.74美元/吨、103.83美元/吨和55.43美元/吨，同比增长13.77%、42.01%和21.58%。

图 12: 各煤种进口煤炭逐月增加

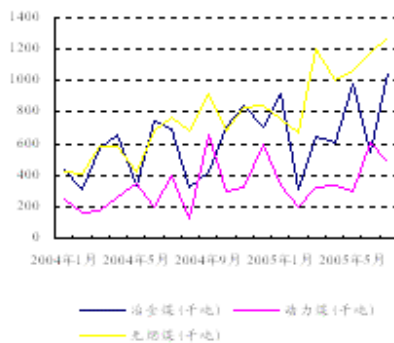
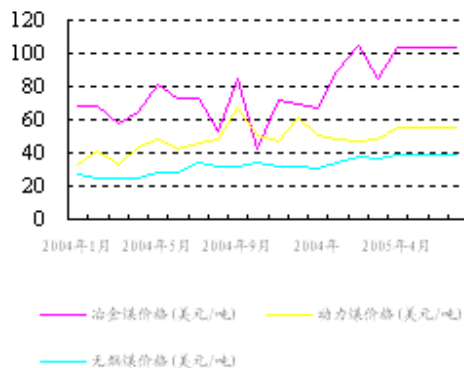


图 13: 各煤种进口煤价上升



数据来源：中国煤炭资源网

出口分煤种来看，出口动力煤较多，前7个月达到3605.4万吨，同比下降19.43%，冶金煤和无烟煤分别出口291.6万吨和340.7万吨，同比下降6.07%和18.66%。7月份无烟煤、冶金煤和动力煤的出口价格分别为89.97美元/吨、120.07美元/吨和53.29美元/吨，同比增长80.45%、17.95%和23.27%。

图 14: 煤炭出口数量减少

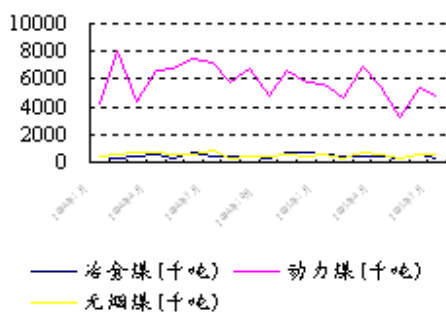
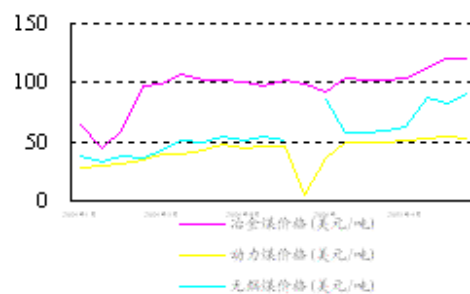


图 15: 煤炭出口价格增加



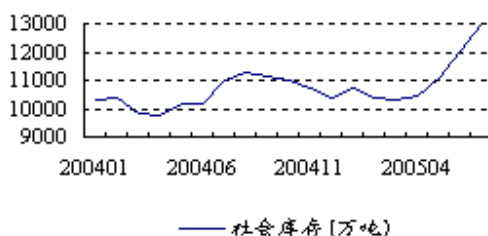
数据来源：中国煤炭资源网

3、煤炭库存逐月增加

社会库存增幅较大

2005 年 7 月底，煤炭社会库存达到 12976.96 万吨，较年初库存 10350.58 万吨增长了 23.57%。社会煤炭库存的增加说明供求形势有所逆转。

图 16: 煤炭社会库存逐月增加

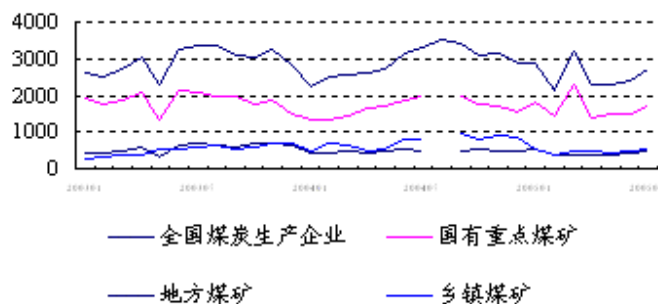


数据来源：中国煤炭资源网

煤矿库存波动较大

由于安全整顿和铁路运力的改善，煤矿的库存大幅度减少，2 月份的库存降到 2159 万吨。但是随着安全许可证的逐步发放，地方煤矿和乡镇煤矿的产能逐渐恢复，煤矿库存在 5 月份见低点 2281 万吨又逐渐增加，7 月份达到 2730 万吨。

图 17: 煤炭企业库存逐步回升

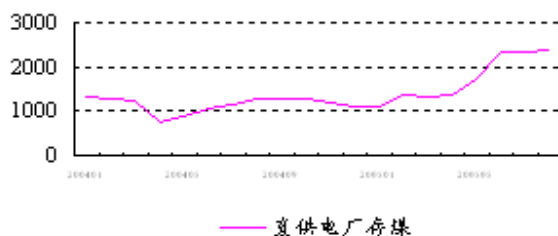


数据来源: 中国煤炭资源网

直供电厂库存逐月增加

直供电厂的火电装机容量为 1.2 亿千瓦左右, 日均耗煤约 120 万吨。正常的 15 天存煤量大约为 1800 万吨。8 月份直供电厂存煤达到 2393 万吨, 较年初 1099 万吨增加了 117.74%, 远超过正常存煤量的 1800 万吨。

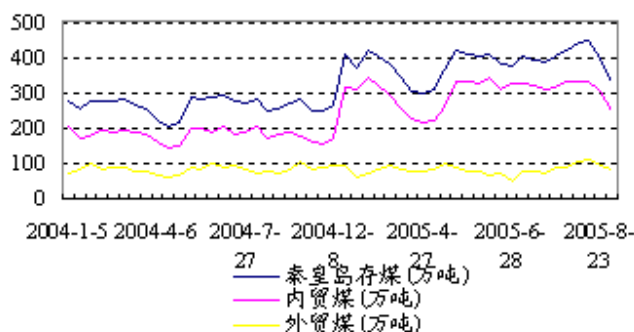
图 18: 直供电厂存煤增加



数据来源: 中国煤炭资源网

秦皇岛煤炭库存短暂下降

2005 年 8 月 31 日, 秦皇岛煤炭库存为 330.8 万吨, 较 8 月中旬的高点 446 万吨有较大的下降, 主要是大秦线检修 (20 天检修, 9 月 7 日结束)、广东煤矿全部停产整顿需求增加以及三部委加强疏港所致。由于大秦线扩能较大 (达到 2 亿吨), 而秦皇岛吞吐能力 (四期扩建和五期新建工程年底完工, 接卸能力达到 1.8 亿吨) 增加滞后, 未来秦皇岛的库存将持续保持高位。

图 19: 秦皇岛煤炭库存增加


数据来源: 中国煤炭资源网

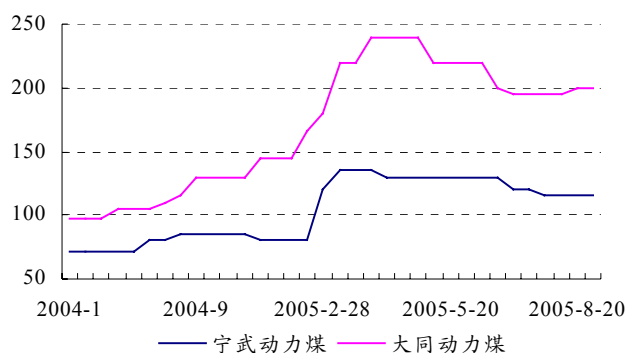
二、煤炭价格下跌

在中期策略报告中,我们认为:由于受到下游行业增速减缓的影响,“煤炭行业周期拐点到来”,煤炭价格尤其是炼焦煤价格面临较大的下调压力,“**预计炼焦煤价格和动力煤价格下调 20%和 10%**”,三季度国际国内煤炭价格的走势基本上印证了我们的这一观点。

1、国内煤炭价格走低

动力煤坑口价格下跌

受下游火电增速减缓的影响,动力煤坑口价格走低,截止到8月30日,宁武动力煤和大同动力煤坑口价格分别为115元/吨和200元/吨,较05年最高点135元/吨和240元/吨分别下跌了14.81%和16.67%。

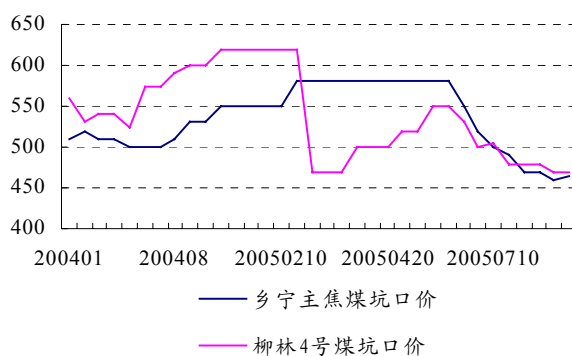
图 20: 宁武动力煤和大同动力煤坑口价格走低


数据来源: 中国煤炭资源网

炼焦煤坑口价格走低

受下游钢铁行业和焦炭行业价格下跌的影响，炼焦煤坑口价格走低。截止到 8 月 30 日，乡宁主焦煤和柳林 4 号煤坑口价分别为 465 元/吨和 468 元/吨，较 05 年最高点 580 元/吨和 620 元/吨分别下跌了 19.83% 和 24.52%。

图 21：乡宁主焦煤和柳林 4 号煤坑口价下跌

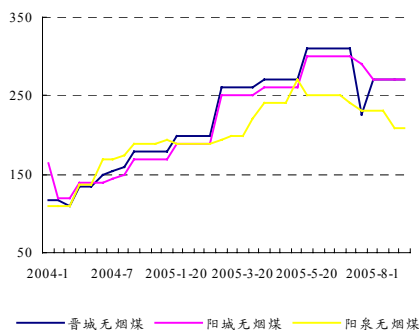


数据来源：中国煤炭资源网

无烟煤坑口价格走低

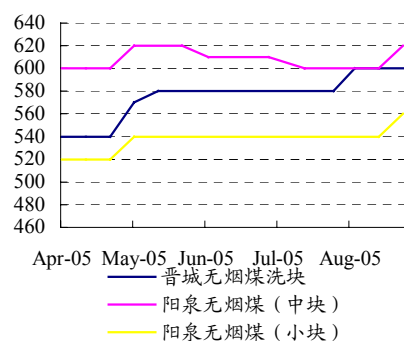
受下游钢铁价格下跌和电力增速减缓的影响，无烟煤坑口价格走低。晋城、阳城和阳泉无烟煤坑口价格为 270 元/吨、270 元/吨和 208 元/吨，较今年高点 310 元/吨、300 元/吨和 270 元/吨分别下跌了 12.9%、10% 和 22.96%。但是用于化工造气的块煤价格却保持了稳中有升，晋城无烟煤洗块、阳泉无烟煤小块和中块的价格为 600 元/吨、560 元/吨和 620 元/吨，是 2005 年的最高价位。

图 22：无烟煤坑口价格下跌



数据来源：中国煤炭资源网

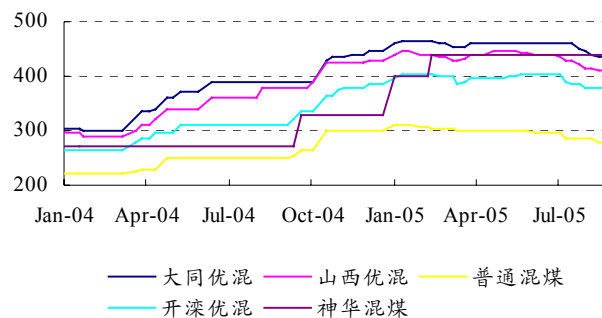
图 23：无烟煤块煤价格稳中有升



中转地秦皇岛煤炭价格走低

截止到 9 月 7 日，大同优混、山西优混、普通混煤和开滦优混的秦皇岛港口平仓价格分别为 435 元/吨、412 元/吨、280 元/吨和 380 元/吨，较 05 年最高点 465 元/吨、445 元/吨、310 元/吨和 405 元/吨分别下跌了 6.45%、7.42%、9.68%和 6.17%。

图 24: 秦皇岛港口煤炭（平仓）价格走低



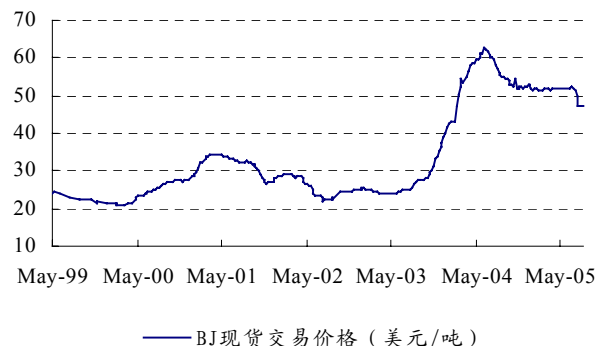
数据来源：中国煤炭资源网

2、国际煤炭价格下跌

澳大利亚 BJ 动力煤现货价格较 05 年最高点下跌 11.48%

受国际煤炭供给增多和需求减缓的影响，澳大利亚 BJ 动力煤现货价格下跌。8 月 11 日，澳大利亚 BJ 动力煤现货价格跌破 50 美元/吨至 47.15 美元/吨，9 月 1 日，BJ 动力煤现货价格为 47.05 美元/吨，较 05 年最高点 53.15 美元/吨下跌了 11.48%。

图 25: 澳大利亚 BJ 动力煤现货价格跌破 50 美元/吨

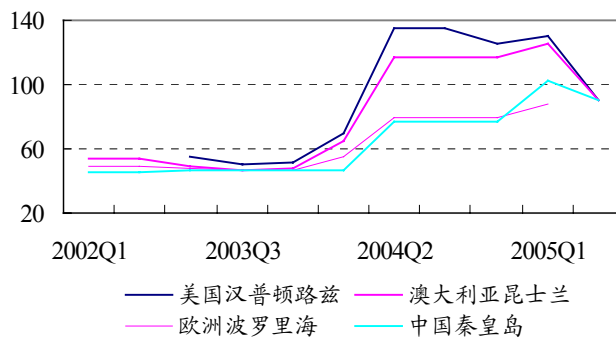


数据来源：兖州煤业网

炼焦煤价格大幅度下跌

目前国际炼焦煤的现货价格为 90 美元/吨左右，较一季度的 125 美元下跌了 28%。

图 26：国际炼焦煤价格（FOB）大幅度下跌至 90 美元/吨



数据来源：中国煤炭资源网

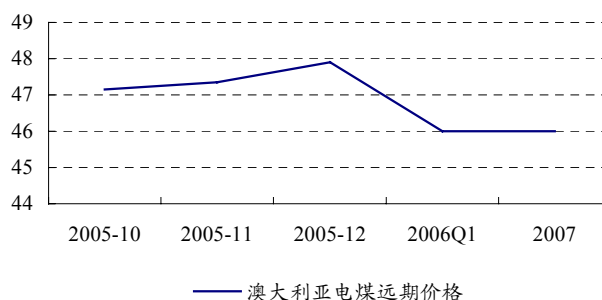
3、煤价走势预测及对煤炭上市公司的影响

国内煤炭价格经过前段时间下跌后，基本上保持了稳定，加上冬季储煤的到来，煤炭需求增加，以及安全整顿影响煤炭供给，**2005 年动力煤下跌的空间有限。由于炼焦煤的受钢铁和焦炭的影响刚刚体现，预计下跌压力较大。**

国际动力煤价格已经跌至 47.05 美元，与澳大利亚电煤远期价格（2006 年和 2007 年）为 46 美元/吨接近，目前炼焦煤价格跌破 90 美元，与 2004 年度的合同价格 86 美元基本接近，我们认为 **2005 年度余下时间国际动力煤价格和炼焦煤价格下跌空间非常有限。**

煤炭价格下跌对上市公司的影响正如我们在中期策略报告里论述的那样：煤炭上市公司签订的合同是比较稳定的，市场价格的波动不会影响到煤炭上市公司的价格调整，近期与煤炭上市公司沟通后了解到，其煤炭销售价格并没有因为前期市场煤炭价格而下调。煤炭价格下跌对上市公司业绩的影响将主要在 **2006 年**。

图 27：澳大利亚电煤远期价格



数据来源：中国煤炭资源网

三、安全整顿成为国内煤炭供给的调节器

7月13日，安全生产许可证的发放期限截止。截止到7月底，全国应办理安全生产许可证煤矿企业**25927**个，申请**20046**个，申报率为**77.3%**，全国受理安全生产许可证申请煤矿企业**17768**个，颁证数**8315**个，发证率为**46.8%**。我们测算颁证总的煤矿产能大约为**15亿吨（即安全产能）**，远远低于2005年的煤炭实际需求**21.5亿吨**。

表 2：安全生产许可证的发放情况

	煤矿数（个）	申请数（个）	颁证数（个）	颁证产能（亿吨）	发证占总煤矿比例
7月初	25927	17612	6657	12.1	25.68%
7月底	25927	20046	8315	15（E）	32.07%

数据来源：中国煤炭资源网

从7月14日起，对未提出办证申请、申请未被受理或受理后经审核不予颁证的煤矿一律停产整顿。停产整顿最后期限不得超过**2005年年底**，对超过期限仍不能达到安全生产许可证颁证标准的矿井，提请地方人民政府依法予以关闭。

7月底，未发放许可证的煤矿总数为17612个，预计产能大约为5.55亿吨。但是，从实际运行来看，这些煤矿并未全部停产整顿。

截止到8月底，国家安全生产总局公布了三批停产整顿名单，共计**7659**对矿井。9月5日国务院公布《国务院关于预防煤矿生产安全事故的特别规定》，并于2005年9月3日起施行。煤矿凡存在特别规定十五项重大安全生产隐患之一的，就必须立即停止生产，排除隐患。预计今后还会有第三批、第四批名单将公布。乡镇煤矿的安全生产条件相对较差，因此停产整顿影响最大，由于其单矿产能相对较低（单矿产能约**3.15万吨**），我们预计三批停产整顿煤矿影响的煤炭产能大约为**2.4亿吨**，但是实际影响的产能小于此数。考虑到我国经济的发展需要（追求**GDP**增长），具体执行的力度不会很严，安全整顿的力度将在相当大的程度上左右国内煤炭供给，成为国内煤炭供给的调节器。

表 3：停产整顿矿井个数

	公告日期	停产整顿矿井（对）
第一批	8月18日	1324
第二批	8月25日	4809
第三批	8月30日	1526
合计	/	7659

数据来源：中国煤炭资源网

表 4：三类煤矿个数及产量

	全国总计	国有重点煤矿	国有地方煤矿	乡镇煤矿
1995年矿井个数	81907	104	1803	80000
2004年矿井个数	25927	570	1793	23564
2004实际产量（亿吨）	19.56	9.19	2.94	7.43
单个矿井平均产量（万吨）	7.54	161.23	16.40	3.15

数据来源：中国煤炭资源网

四、矿业权重评对煤炭上市公司的影响

2005 年上半年国家发改委、财政部、国土资源部、劳动和社会保障部、环保总局与安全监督总局组成煤炭资源管理调研组在山西调研后，决定继临汾、吕梁 2004 年试点之后，2005 年下半年在大同、阳泉继续开展试点，2007 年在全国推广。采矿权按照不同煤种和不同形式的资源采取不同的收费标准。

对于不同煤种收费标准为：炼焦煤的矿业权价格为 3.5-4.05 元/吨，炼焦配煤的矿业权价格为 2.81-3.36 元/吨，无烟煤的矿业权价格为 2.98-3.53 元/吨，贫煤的矿业权价格为 2.48-3.03 元/吨，优质动力煤的矿业权价格为 1.23-1.78 元/吨，其它煤种的矿业权价格为 1.07-1.62 元/吨。

表 5：不同煤种的矿业权评估标准

煤种	矿业权价格（元/吨）
焦煤、1 / 3 焦煤、肥煤	3.5-4.05
炼焦配煤	2.81-3.36
无烟煤	2.98-3.53
贫煤	2.48-3.03
优质动力煤	1.23-1.78
其它煤种	1.07-1.62

数据来源：中国煤炭资源网

对于不同形式的资源收费标准为：对现有煤炭企业（含改制、转让的煤矿），已占有的煤炭资源和进行资源整合的煤矿，原有煤炭资源按照评估标准计算收取价款。在资源整合中被整合的空白资源、关闭矿资源和在国家规划的国有大矿后备区新设立的煤炭企业、增层扩界煤矿的新增资源，其资源价款按评估标准上浮 100 % 计算并收取价款。

矿业权价款可以分期缴纳，但最长不超过六年。

表 6：矿业权价款缴纳期限及首次缴纳价款

矿业权价款数额	缴款期	首次缴纳数额
小于 1000 万元	一次缴纳	全额
1000 ~ 2000 万元	不超过 2 年	不低于全部价款的 1 / 2
2000 ~ 3000 万元	不超过 3 年	不低于全部价款的 1 / 3
3000 ~ 4000 万元	不超过 4 年	不低于全部价款的 1 / 4
4000 ~ 5000 万元	不超过 5 年	不低于全部价款的 1 / 5
大于 5000 万元	不超过 6 年	不低于全部价款的 1 / 6

数据来源：中国煤炭资源网

由于煤炭上市公司在成立时缴纳了采矿权，因此本次采矿权收费改革不会对上市公司的业绩产生影响，相反，由于成立时的采矿权比较廉价，煤炭上市公司相对免费获得了大量采矿权的无形资产。

我们测算了煤炭上市公司的矿业权价值。煤气化的每股矿业权价值最高，达到 10.71 元/股，其次，兰花科创、国阳新能、上海能源、西山煤电的每股矿业权价值也比较高，分别达

到了 7.02 元、6.63 元、5.56 元和 4.13 元。每股矿业权价值低于 1 元的有三只股票：郑州煤

五、煤炭行业股票走势及估值的国际比较

1、国内煤炭板块走势弱于国际煤炭板块

近一年来，美国煤炭股票的走势明显强于道琼斯股票的走势，涨幅在 50%-150% 左右。同期澳大利亚煤炭股票也有将近 50%-150% 左右的涨幅。强于澳大利亚成分指数 AORD 的走势。

H 股兖州煤业（1171）弱于香港恒生指数，刚上市的神华股份（1088）走势稍微强于香港恒生指数，三地上市的兖煤股价逐渐与国际接轨，并一度出现 A 股折价现象，但受对价预期的影响，目前兖煤 A 股相对于 H 股有了 8.5% 的溢价。

国内煤炭板块受到煤炭周期见顶的影响，其走势弱于大盘。前期煤炭价格的下跌导致煤炭股票走弱，目前已经止跌企稳。

图 28：美国主要煤炭上市公司走势

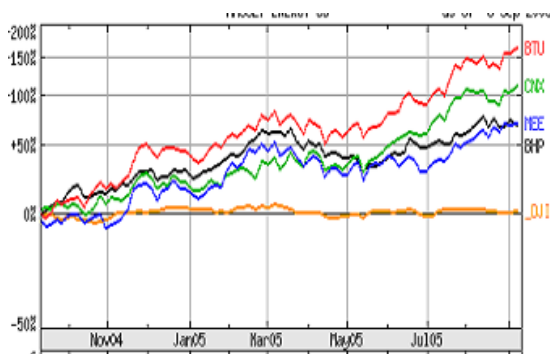
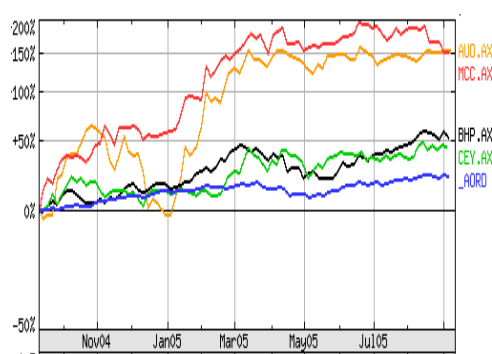


图 29：澳大利亚主要煤炭股走势



数据来源：雅虎财经、招商证券研发中心整理

图 30：H 股兖州煤业、神华股份走势

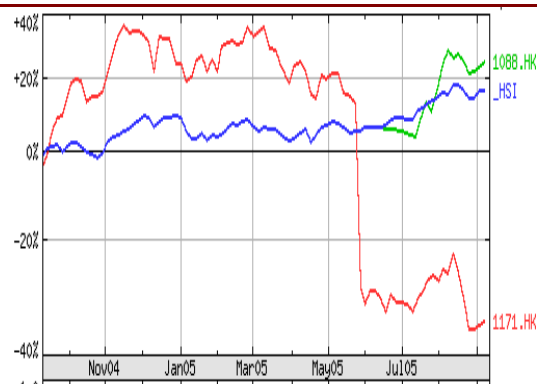
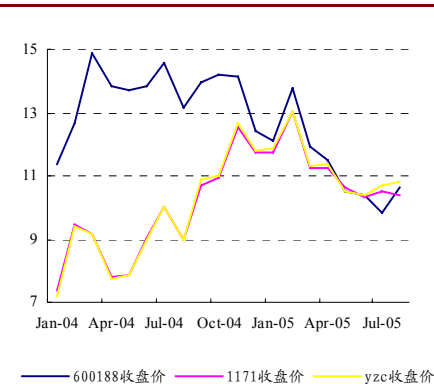
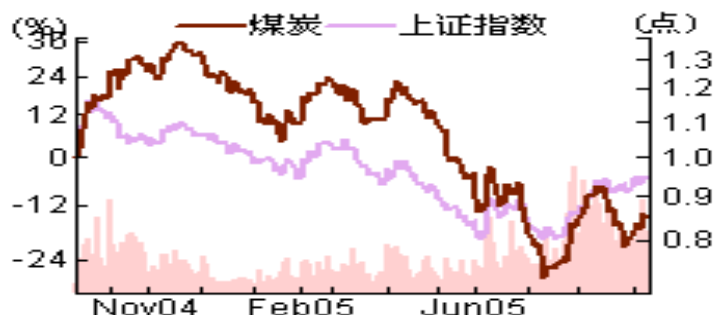


图 31：三地上市的兖煤股价逐步接轨



数据来源：雅虎财经、招商证券研发中心整理

图 32：2005 年国内煤炭股走势弱于大盘


资料来源：招商证券研发中心整理

2、国内煤炭上市公司低于国际估值水平

从美国和香港的煤炭上市公司来看，美国煤炭上市公司的平均动态市盈率为 13.86 倍，国内在香港上市的煤炭公司的平均动态市盈率为 10.13 倍，都高于国内主要煤炭上市公司的平均动态市盈率 8.65 倍。考虑到国内煤炭上市公司处于景气高峰回调和国外煤炭公司的特许

资源垄断性，国内煤炭股票的估值水平应该低于美国煤炭上市公司。

表 8：国际国内煤炭股票估值比较

美国煤炭上市公司	2004 静态市盈率	动态市盈率	市净率
PeabodyEnergycorporatio (BTU)	37.31	18.13	4.89
CONSOLEnergyInc. (CNX)	37.92	15.1	10.87
YanzhouCoalMiningCo. (YZC)	7.62	7.4	1.8
ArchCoal, Inc. (ACI)	105.04	16.08	3.55
RioTintoPLC (RTP)	17.57	10	3.05
BHPBillitonLtd (BHP)	23.15	10.55	6.76
MasseyEnergyCompany (MEE)	43.35	11.85	4.32
ALPHANATURALRES (ANR)	248.95	11.69	15.25
NaturalResourcePartnersLP (NRP)	21.49	18.79	3.78
AllianceResourcePartnersLP (ARLP)	16.41	12.04	15.13
FoundationCoalHoldingsInc (FCL)	155.94	16.97	5.36
PennVirginiaResourcePartnersLP (PVR)	31.77	17.73	4.05
平均	62.21	13.86	6.57
中值	34.54	13.57	4.61
香港煤炭上市公司			
兖州煤业 (1171)	9.34	7.67	1.81
神华股份 (1088)	16.35	12.42	2.93
平均	12.76	10.04	2.41
国内主要煤炭上市公司平均	12.34	8.65	2.06
国内低于美国同行业市盈率幅度	-80.16%	-37.61%	-68.65%
国内低于香港同行业市盈率幅度	-3.29%	-13.89%	-14.52%

数据来源：招商证券研发中心整理

3、股改降低国内煤炭上市公司的估值水平

股权分置改革即将全面展开

煤炭行业已有金牛能源（10 送 2.5 股）和郑州煤电（10 送 3.8 股）完成了股改，确认了 A 股含权的股权分置改革即将全面展开，市场预期流通对价大概为 10 送 2-3 股。

从煤炭上市公司股改意向来看，第一大股东基本上坚持对煤炭上市公司的绝对控股地位，即持股不能低于 51%。股改完成的金牛能源（控股股东控股 57.99%）和郑州煤电（控股股东控股 63.2%）仍然保持了控股股东的绝对控股地位。我们对煤炭上市公司控股股东仍然控股 51% 的送股比例进行了分析，神火股份目前控股股东的持股比例仅有 30.42%，该公司股改无法满足控股 51% 的条件。其他煤炭上市公司在满足控股 51% 的条件下，送股能力较强的公司有上海能源、兖州煤业、国阳新能和开滦股份，最大送股能力都达到 10 送 5 股以上，送股能力较差的有煤气化、兰化科创等公司，最大送股能力不到 10 送 3 股。

从煤炭上市公司股改进展情况来看，西山煤电正在推出股改方案；兰化科创正在讨论股改方案，不久也将推出；国阳新能将在完成资产收购后进行股改，预计在明年初推出；神火股份刚刚开始股改方案设计。

表 9：煤炭上市公司送股能力及股改进展情况

					控股股东仍然控股	
	总股本（万	流通股（万	第一大股东持	第一大股东持	51%的送股比例（10	股改进展情况
公司名称	股）	股）	股比例	股（万股）	送*股）	
神火股份	50000	18200	30.42%	15029.58	/	刚开始设计方案
煤气化	39519	15000	60.56%	23934	2.58	/
兰化科创	37125	14400	61.21%	22725	2.63	正在讨论方案
西山煤电	121200	43200	63.06%	76429.5	3.45	正在推出
恒源煤电	18840	6600	62.74%	11820	3.47	正在设计方案
盘江股份	37130	12000	64.64%	24000	4.42	正在设计方案
开滦股份	48800	15000	65.79%	32107.37	5.07	/
国阳新能	48100	15000	67.52%	32475.92	5.40	预计明年初
兖州煤业	491840	28800	54.33%	267200	5.69	正在设计方案
上海能源	40151	11000	68.05%	27323	6.64	正在设计方案
金牛能源	78319.91	32899.88	57.99%	45420.03	/	已完成
郑州煤电	81000	21600	63.20%	51192	/	已完成

数据来源：招商证券研发中心整理

股改将进一步降低国内煤炭上市公司的估值水平

非流通股股东支付流通股股价后，股价自然除权后将降低市盈率。金牛能源 10 送 2.5 股后市盈率为 7.18 倍，低于行业均值的 8.69 倍。

我们对支付流通对价后市盈率变化进行敏感性分析，10 送 2 股后主要煤炭上市公司的平均市盈率降低为 7.38 倍，10 送 2.5 股后平均市盈率降低为 7.09 倍，10 送 3 股后平均市盈率降低为 6.81 倍。分别低于美国煤炭上市公司的市盈率 46.74%、48.87% 和 50.84%，低于

香港煤炭上市公司的市盈率 27.13%、30.04%和 32.73%。国内煤炭上市公司的周期性风险已经得到了较大的释放。

表 10：主要煤炭上市公司送股后市盈率敏感性分析

公司名称	05 年 P/E	10 送 2 股 P/E	10 送 2.5 股 P/E	10 送 3 股 P/E
西山煤电	9.53	7.94	7.63	7.33
神火股份	6.72	5.6	5.37	5.17
上海能源	7.25	6.04	5.80	5.57
兰花科创	8.36	6.97	6.69	6.43
兖州煤业	9.54	7.95	7.64	7.34
恒源煤电	8.28	6.90	6.63	6.37
国阳新能	8.85	7.37	7.08	6.81
煤气化	10.58	8.82	8.47	8.14
开滦股份	10.18	8.48	8.14	7.83
平均	8.65	7.38	7.09	6.81
低于美国同行业市盈率幅度	-36.09%	-46.74%	-48.87%	-50.84%
低于香港同行业市盈率幅度	-12.55%	-27.13%	-30.04%	-32.73%
金牛能源 (10 送 2.5 股)	7.18	/	/	/
郑州煤电 (10 送 3.8 股)	13.68	/	/	/

资料来源：招商证券研发中心整理

六、煤炭行业投资策略

由于年初煤炭价格上涨较大，上半年煤炭行业上市公司的业绩保持了较好的增长，十二家煤炭上市公司的中期净利润合计同比增长 68.3%。虽然煤炭价格面临下滑趋势，但对 05 年业绩影响有限，预计 2005 年主要煤炭上市公司的每股收益平均仍能保持 44.56% 的增长，其负面影响将主要体现在 2006 年。预计 2006 年每股收益同比平均下降 8.18%，行业的投资风险显现。

鉴于上述理由，我们**维持中期策略给予的煤炭行业中性的投资建议**。

短期投资建议：煤炭股票估值远低于国际水平，而且冬季储煤期的到来，将对煤炭价格将形成较好的支撑，短期内煤炭股票将企稳。股权分置改革将在一定程度上提高其投资价值，我们认为**短期内存在股改行情**。

长期投资建议：行业周期拐点到来，煤炭价格下滑成为必然，我们给予煤炭行业**中性的投资评级**。

建议关注的煤炭上市公司：

国阳新能（强烈推荐-A）：持续收购煤矿

兰花科创（谨慎推荐-B）：煤矿扩产+化肥扩产

神火股份（谨慎推荐-A）：收购煤矿+新建矿井

表 11：煤炭行业主要上市公司业绩预测及投资评级

公司名称	04EPS	05EPS	06EPS	04 年 P/E	05 年 P/E	06 年 P/E	市净率	投资评级
神火股份	0.685	1.01	1.03	9.91	6.72	6.59	2.58	谨慎推荐-A
兰化科创	0.76	1.3	1.35	14.30	8.36	8.05	2.85	谨慎推荐-A
国阳新能	0.72	1.19	1.56	14.63	8.85	6.75	2.14	强烈推荐-A
恒源煤电	0.83	1.1	0.87	11.02	8.28	10.47	1.91	中性-B
西山煤电	0.52	0.77	0.64	14.12	9.53	11.47	2.18	中性-A
兖州煤业	0.55	0.68	0.59	11.80	9.54	10.93	1.97	中性-A
上海能源	0.91	1.38	1.14	10.99	7.25	8.77	2.09	中性-B
金牛能源	0.56	0.79	0.62	10.13	7.18	9.15	1.58	中性-B
煤气化	0.41	0.53	0.38	13.68	10.58	14.76	1.60	中性-B
开滦股份	0.54	0.68	0.68	12.81	10.18	10.18	1.68	中性-B
平均	0.65	0.94	0.89	11.84	8.65	9.71	2.06	中性

资料来源：招商证券研发中心整理

七、重点公司点评

1、国阳新能（强烈推荐）：持续收购煤矿

资源优势明显：公司属于我国的六大无烟煤基地之一，既有资源储量和后备储量丰富。可开采年限达 100 年以上。

公司拟用自有资金收购母公司煤矿：公司拟用自有资金 11 亿元左右收购母公司的煤矿。预计收购煤矿产能大约 500 万吨，可能在年底完成。

收购完成后公司将推出股改方案，具体方案正在设计中。

股改完成后，公司将通过再融资继续收购母公司的煤矿：公司的煤矿产能将达到 3000 万吨左右，届时将成为我国的无烟煤龙头企业。

维持前期强烈推荐—A 的投资评级：我们对公司的合理估值为 12-13.5 元，我们继续维持前期强烈推荐—A 的投资评级。

2、神火股份（谨慎推荐）：收购煤矿+新建矿井

收购新龙公司将增加即期煤炭产能：公司受让神火集团所持新龙公司 92% 股权，新龙公司设计产能为 90 万吨，可采储量为 6667 万吨，可采年限 74 年，目前该煤矿处于试生产阶段，预计 05 年生产 30 万吨，06 年完全达产。

公司投巨资进行刘河井田开发、薛湖井田开发、泉店井田开发等重点项目：刘河煤矿设计产能为 45 万吨，实际可以达到 60 万吨，开采年限为 26 年，预计 2006 年下半年将投入生产。薛湖煤矿设计生产能力为 120 万吨，可开采 56 年，2007 年将竣工投产。2008 年后泉店矿 120 万吨的产能将投入运行，届时神火股份的年产量将达到 700 万吨以上。

铸造型焦将成为公司新的利润增长点：目前公司的型煤厂已经达到设计的 38 万吨生产能力，铸造型焦厂已经形成年产 10 万吨的生产能力。公司预计在 3 年左右达到 60 万吨的产能，届时铸造型焦将成为公司新的利润增长点。

有再融资需求，9 亿元可转债方案已通过。股权分置改革方案正在设计中。

维持前期谨慎推荐—A 的投资评级

3、兰花科创（谨慎推荐）：煤矿扩产+化肥扩产

旧矿技改增加产能：旧矿技改项目主要包括伯方矿矿井实施 180 万吨/年改扩建工程、大阳、唐安两个 150 万吨/年矿井改造。目前大阳煤矿技改已完成，伯方和唐安预计 2006 年完成。同时公司建设的望云煤矿西区矿井的产能为 60 万吨，将在 2005 年 9 月份左右投产。

收购亚美大宁煤矿：公司收购了亚美大宁公司 36% 的股权，其矿井设计产能 400 万吨/年，预计 2005 年实现产量 150 万吨左右，2006 年有望达到 400 万吨。

新建玉溪煤矿：公司与莒山煤矿有限公司共同筹建玉溪煤矿公司，建成投产后可达 240 万吨/年，预计 2007 年以后投产。

化肥产能扩张：公司的 13 万吨尿素技改项目于 2005 年中期投产。公司持股 99.67% 的阳城田悦化肥公司，将投资建设年产 18 万吨合成氨 30 万吨尿素项目，建设周期为 2—3 年。预计 2006 年公司尿素产量将达到 36 万吨。预计 05 年完成尿素产量 36 万吨，同比增长 39.86%。

有再融资需求，配股方案已通过。股权分置改革方案正在讨论中，可能随时推出。

维持谨慎推荐—A 的投资评级：我们对公司的合理估值为 11 元-12.5 元之间，继续维持前期谨慎推荐—A 的投资评级。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归招商证券所有。