

## 煤炭开采

## 2003年以来深度复盘：

——什么在推动煤价以及煤炭股的涨跌？

评级：增持（维持）

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

### 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评 级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
陕西煤业	8.36	0.28	1.04	1.10	1.24	29.9	8.0	7.6	6.7	1.63	买入
中国神华	20.0	1.14	2.26	2.21	2.40	17.5	8.8	9.1	8.3	1.22	买入
潞安环能	7.45	0.29	0.93	1.01	1.08	25.7	8.0	7.4	6.9	0.93	买入
淮北矿业	10.1	0.34	0.41	1.70	1.75	29.9	24.8	6.0	5.8	1.43	买入
开滦股份	6.28	0.35	0.33	0.88	0.92	17.9	19.0	7.1	6.8	0.97	买入
山西焦化	8.69	0.06	0.12	1.02	1.19	150.6	72.4	8.5	7.3	1.28	买入
兖州煤业	9.32	0.42	1.38	1.48	1.56	22.2	6.8	6.3	6.0	0.92	买入

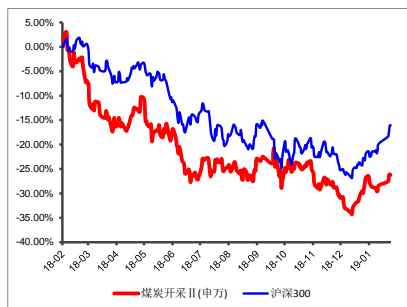
### 投资要点

- **复盘概述：**历史复盘可以让我们更好地把握煤价走向和煤炭股投资机会。我们把2003年以来的年份分成四个特征明显的区间，分别为：2003-2008年，行业量价齐升；2009-2011年，行业继续量价齐升；2012-2015年，行业产能过剩；2016-2018年，供给侧结构性改革。十六年内，煤炭股共取得7轮明显的绝对收益（6轮相对收益），其中4轮主要依赖估值端推动。
- **一、2003-2008年：**经济高速增长，固定资产投资年均增速达27%，火电、生铁、水泥产量年均增速达到13%、19%、13%，煤炭产量年均增速10.5%，价格中枢逐步上移。复盘发现，第一次绝对收益区间（2003.9-2004.11）处于通胀上升期，流动性收紧，股票上涨全部来自盈利端贡献。第二次绝对收益区间（2005.7-2007.9），煤炭股迎来大牛市，板块戴维斯双击，且由于焦煤定价市场化、业绩弹性大，神火股份、西山煤电、开滦股份等冶金煤标的领涨板块，且涨幅在12倍以上。
- **二、2009-2011年：**政府为应对全球金融危机出台“四万亿”刺激计划，稳住了经济增长速度，固定资产投资年均增速达26%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为11%、11%、17%，煤炭行业延续量价齐升。复盘发现，第三、四次绝对收益（2008.11-2009.8、2010.7-2010.10）皆主要来自PE估值端的推动（分别贡献104%、92%），前者是受益于四万亿刺激计划的出台，后者是受益于2010年7月中央政治局会议的稳增长定调。这两次上涨区间，市场主要青睐冶金煤标的和有资产注入预期的标的。
- **三、2012-2015年：**刺激政策退潮，经济增速面临回落，固定资产投资年均增速降至16.5%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别降至1.1%、1.7%、3.5%，煤炭行业产能过剩问题突显，煤价大方向持续向下。复盘发现，第五次绝对收益（2014.3-2015.6）盈利端贡献-13%，估值端贡献+113%，股价上涨全都得益于估值提升，该区间处于大盘的“资金杠杠牛”阶段，煤炭板块涨幅居于市场的中下游水平，未取得相对收益，且市场主要青睐高负债率以及有转型预期的标的。
- **四、2016-2018年：**2016年以来经济有所复苏，房地产及制造业投资增速持续缓慢回升，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为4.4%、1.8%、1.8%，煤炭行业以淘汰产能的供给侧结构性改革为特征，煤价迅速回升至中高位。复盘发现，第六、七次绝对收益（2016.6-2016.11、2017.5-2017.9）皆主要来自盈利端的推动（分别贡献+108%、+69%），市场出于对周期行业盈利持续性的担忧打压估值水平，好在公司业绩的增长速度明显大于估值的回落速度。第六次绝对收益区间内，市场主要青睐冶金煤标的，而在第七次绝对收益区间内，市场主要青睐业绩兑现程度高、估值低标的。
- **复盘启示：**（1）经历了量价齐升、产能过剩和产能淘汰等阶段，煤炭行业进入了供需低增长的状态，供需逐渐走向均衡，目前煤价处于历史中枢水平（2003-2018年平均煤价为560元/吨），预计较长时间内会维持中高位水平。（2）煤炭股相对收益区间基本包含在绝对收益区间内，这可能与周期股行情展开迅猛有关，且每轮板块行情启动，市场更青睐冶金煤股票；（3）随着行业盈利能力可能性见顶，板块机会更多来自估值端的提升，这依赖于财政政策和货币政策的放松，这将有利于产量有扩张或长协占比高的业绩稳健公司（**神华、陕煤等**），以及低估值弹性冶金煤标的（**潞安、淮矿、开滦等**）的表现。
- **风险提示：**经济增速不及预期；政策调控力度过大；可再生能源持续替代。

### 基本状况

上市公司数	36
行业总市值(百万元)	765,942
行业流通市值(百万元)	189,140

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

<<煤炭行业定期报告 20190210：产地&港口煤价分化持续，后续需关注煤矿复产情况>>2019.02.10

<<煤炭行业周报 20190127：陕西将强化煤矿安检力度，短期产地&港口煤价走势分化>>2019.01.28

<<12月份产出和消费皆增加，库存有所消化，动力煤价旺季不旺>>2019.01.28

## 内容目录

概述：煤价以及煤炭股的涨跌节奏划分 .....	- 5 -
<b>2003-2008 年：煤炭行业量价齐升，股票大牛市 .....</b>	<b>- 8 -</b>
行业概况：国内经济发展火热，煤炭行业供需两旺 .....	- 8 -
煤价复盘：继续探索市场化道路，价格整体稳中上涨 .....	- 11 -
煤炭股复盘：2005 年至 2007 年大牛市，板块戴维斯双击 .....	- 12 -
<b>2009-2011 年：“四万亿”计划出台，煤炭行业继续量价齐升 .....</b>	<b>- 15 -</b>
行业概况：“四万亿”刺激计划稳住经济增长，煤炭产能继续扩张 .....	- 15 -
煤价复盘：价格波动较为平稳，整体中枢上移 .....	- 17 -
煤炭股复盘：两次绝对收益，皆主要来自估值端的推动 .....	- 18 -
<b>2012-2015 年：产能过剩问题突出，煤价持续向下 .....</b>	<b>- 20 -</b>
行业概况：国内经济增速面临回落，行业产能过剩问题凸显 .....	- 20 -
煤价复盘：煤价大方向持续向下 .....	- 21 -
煤炭股复盘：资金杠杆牛市，绝对收益全部来自估值端贡献 .....	- 22 -
<b>2016-2018 年：供给侧改革，煤价回升至中高位 .....</b>	<b>- 24 -</b>
行业概况：供给侧结构性改革为特征 .....	- 24 -
煤价复盘：行业产能利用率回升，价格回升至中高位 .....	- 27 -
煤炭股复盘：两次绝对收益，皆主要来自盈利端的推动 .....	- 28 -
风险提示 .....	- 30 -

## 图表目录

图表 1：2003 年以来煤炭行业经历 4 个阶段 .....	- 5 -
图表 2：2003 年以来动力煤价格走势 .....	- 6 -
图表 3：2003 年以来煤炭股有 7 轮明显上涨阶段 .....	- 7 -
图表 4：2003 年以来煤炭开采 II（申万）指数走势 .....	- 7 -
图表 5：2003 年以来煤炭股有 6 轮明显的相对收益 .....	- 8 -
图表 6：2003 年以来煤炭开采 II（申万）指数/万得全 A 指数的走势图 .....	- 8 -
图表 7：2003-2008 年 GDP 平均增速 11.4% .....	- 9 -
图表 8：2003-2008 年工业增加值平均增速高达 16.4% .....	- 9 -
图表 9：2003-2008 年城镇固定资产投资增速年均达约 27% .....	- 9 -
图表 10：2003-2008 年房地产、基建、制造业等固定资产投资年均增速皆在 20% 以上 .....	- 9 -
图表 11：煤炭下游需求结构（2018 年前三季度数据） .....	- 10 -
图表 12：2003 年-2008 年火电产量快速增长 .....	- 10 -
图表 13：2003-2008 年生铁及水泥产量快速增长 .....	- 10 -
图表 14：2003 年以来我国原煤产量及增速情况 .....	- 11 -
图表 15：2003 年以来我国煤炭净进口量情况 .....	- 11 -

图表 16: 我国煤炭定价机制经历 4 个阶段.....	- 11 -
图表 17: 秦皇岛港山西优混平仓价 (年度) 走势.....	- 12 -
图表 18: 2003-2008 年煤炭价格稳步上涨.....	- 12 -
图表 19: 2003-2008 年煤炭采选业利润率稳步上升.....	- 12 -
图表 20: 2003-2008 年煤炭行业实现利润总额稳步增加.....	- 12 -
图表 21: 煤炭板块上涨归因分析 (2003 年-2008 年) .....	- 13 -
图表 22: 煤炭板块取得相对收益阶段分析 (2003 年-2008 年) .....	- 13 -
图表 23: 2003.9-2004.11 全社会通胀压力较大.....	- 14 -
图表 24: 2005.7-2007.9 货币供应大幅扩张.....	- 14 -
图表 25: 煤炭个股涨跌幅 (2003.9-2004.11) .....	- 14 -
图表 26: 煤炭板块个股涨跌幅 (2005.7-2007.9) .....	- 14 -
图表 27: 煤炭板块上涨阶段领涨股的归因分析 (2003.9-2004.11) .....	- 15 -
图表 28: 煤炭板块上涨阶段领涨股的归因分析 (2005.7-2007.9) .....	- 15 -
图表 29: “四万亿计划”重点投向资金测算.....	- 15 -
图表 30: 2008 年下半年贷款利率有所下调.....	- 16 -
图表 31: 2008 下半年起全社会融资规模快速扩张.....	- 16 -
图表 32: 2009-2011 火电产量增速维持高位.....	- 16 -
图表 33: 2009-2011 生铁和水泥产量增速维持高位.....	- 16 -
图表 34: 2009-2011 原煤产量年均复合增速为 9.0%.....	- 17 -
图表 35: 2009-2011 煤炭净进口量大幅增长.....	- 17 -
图表 36: 2009-2011 年煤价中枢整体上移.....	- 17 -
图表 37: 2009-2011 年煤炭价格稳步上涨.....	- 17 -
图表 38: 2009-2011 年煤炭采选业利润率高位持稳.....	- 18 -
图表 39: 2009-2011 年煤炭行业持续实现较高盈利.....	- 18 -
图表 40: 煤炭板块两次上涨归因分析 (2009-2011 年) .....	- 18 -
图表 41: 煤炭个股涨跌幅 (2008.11-2009.8) .....	- 19 -
图表 42: 煤炭个股涨跌幅 (2010.7-2010.10) .....	- 19 -
图表 43: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2008.11-2009.8) .....	- 19 -
图表 44: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2010.7-2010.10) .....	- 20 -
图表 45: 2012-2015 年城镇固定资产投资增速年均降至 16.5%.....	- 20 -
图表 46: 2012-2015 年房地产、基建、制造业等固定资产投资增速回落.....	- 20 -
图表 47: 2012-2015 火电产量平均增速仅为 1.1%.....	- 21 -
图表 48: 2012-2015 生铁和水泥产量增速下台阶.....	- 21 -
图表 49: 2012-2015 原煤产量年均复合增速为 1.2%.....	- 21 -
图表 50: 2014-2015 年煤炭净进口量有所回落.....	- 21 -

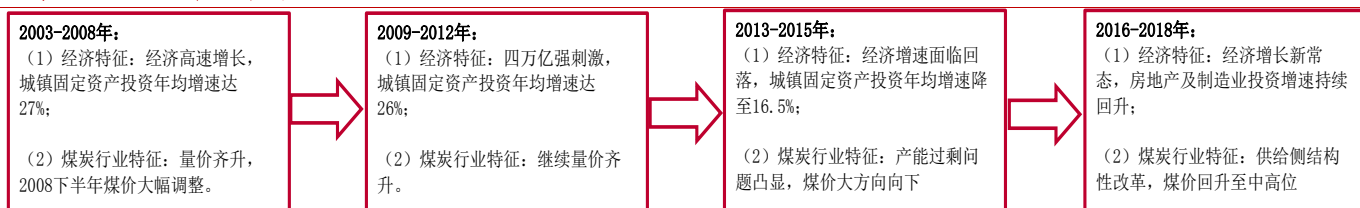
图表 51: 2012-2015 年煤价中枢整体下移	- 22 -
图表 52: 2012-2015 年煤炭价格大方向向下	- 22 -
图表 53: 2012-2015 年行业利润率持续下滑	- 22 -
图表 54: 2012-2015 年行业资产负债率持续上升	- 22 -
图表 55: 2012-2015 年行业亏损企业数量持续增加	- 22 -
图表 56: 2012-2015 年亏损企业亏损额持续加剧	- 22 -
图表 57: 煤炭板块上涨归因分析 (2014.3-2015.6)	- 23 -
图表 58: 2015 年国内贷款利率有明显下滑	- 23 -
图表 59: 2014 至 2015 年煤炭板块涨幅居于中下游	- 23 -
图表 60: 煤炭个股涨跌幅 (2014.3-2015.6)	- 24 -
图表 61: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2014.3-2015.6)	- 24 -
图表 62: 2016 年 9 月前煤炭供给侧改革主要政策梳理	- 25 -
图表 63: 2016 年开始煤炭落后产能加速淘汰 (亿吨)	- 25 -
图表 64: 2016-2018 年原煤产量缓慢回升	- 26 -
图表 65: 2016-2018 年煤炭净进口量持续增加	- 26 -
图表 66: 2016-2018 年城镇固定资产投资增速年均降至 7.1%	- 26 -
图表 67: 2016-2018 年房地产、制造业等固定资产投资增速持续回升	- 26 -
图表 68: 2016-2018 火电产量平均增速升至 4.4%	- 27 -
图表 69: 2016-2018 生铁产量增速回升至 1.83%	- 27 -
图表 70: 供给侧改革下煤炭行业产能利用率逐步回升	- 27 -
图表 71: 2016-2018 年煤价中枢整体上移	- 28 -
图表 72: 2016-2018 年煤价中高位震荡	- 28 -
图表 73: 2016-2018 年行业利润率达到较高位置	- 28 -
图表 74: 2016-2018 年行业资产负债率持续下滑	- 28 -
图表 75: 煤炭板块上涨归因分析 (2016 年-2018 年)	- 29 -
图表 76: 煤炭个股涨跌幅 (2016.6-2016.11)	- 29 -
图表 77: 煤炭个股涨跌幅 (2017.5-2017.9)	- 29 -
图表 78: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2016.6-2016.11)	- 29 -
图表 79: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2017.5-2017.9)	- 30 -



## 概述：煤价以及煤炭股的涨跌节奏划分

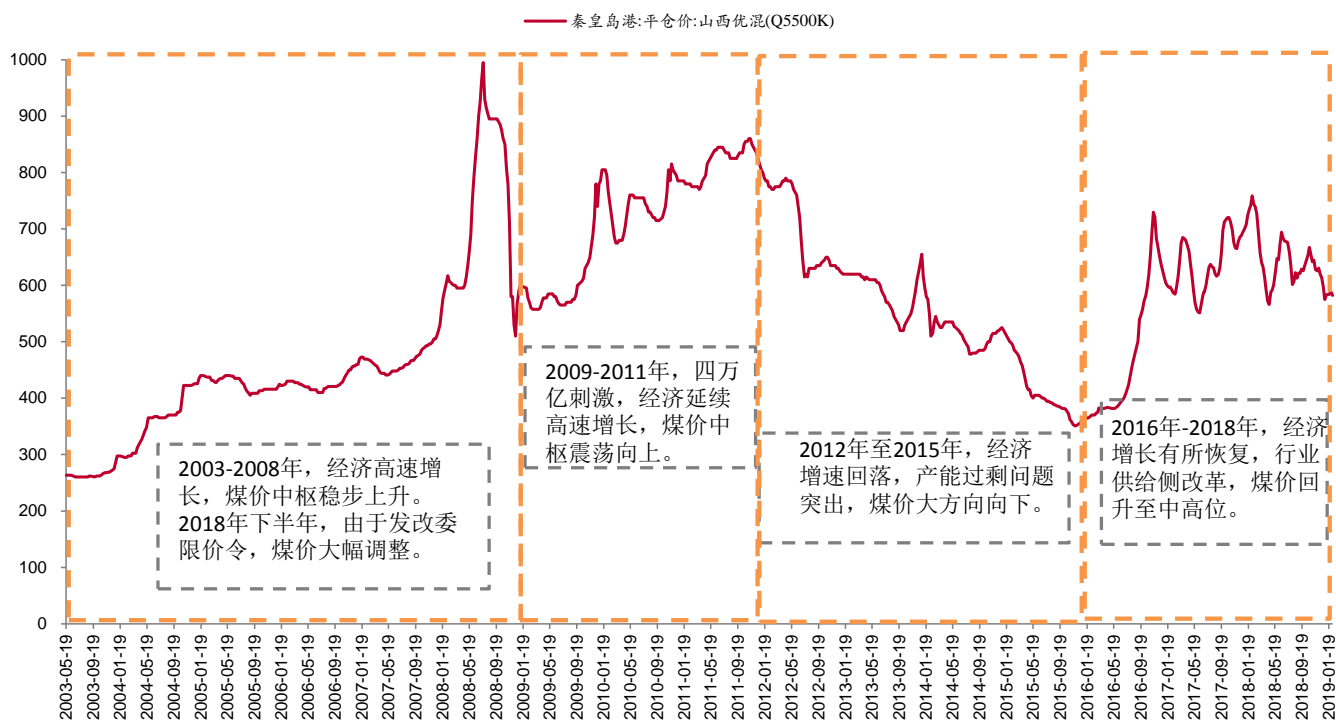
- 通过对煤炭行业的深度复盘，我们一方面可以去探寻各轮经济短周期中行业供需、价格、利润等变化因素，另一方面可以去深入解读每一个阶段煤炭板块及个股的涨跌驱动因素，做到以史为鉴，为我们更好的把握煤炭行业供需格局变化及判断煤价走势提供帮助，也为我们做投资策略提供一定支持。
- 煤炭作为国内最主要的一次能源，其行业供需格局、价格、盈利的变化与国内宏观经济环境有着非常密切的关联。为了更好地研究煤炭行业的变动趋势，我们把 2003 年以来的年份分成 4 个区间（2003 年开始公布秦港 5500 大卡动力煤数据），分别是：2003-2008；2009-2011；2012-2015；2016-2018。
  - （1）2003-2008 年，该区间的特征是经济高速增长，城镇固定资产投资年均增速达 27%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为 13%、19%、13%，煤炭行业处于量价齐升阶段，其中 2018 年下半年因为限价干预和全球金融危机爆发，煤价经历大幅调整；
  - （2）2009-2011 年，为了应对 2008 年发生的金融危机，我国政府推出“四万亿”财政刺激计划，经济恢复快速增长，城镇固定资产投资年均增速达 26%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为 11%、11%、17%，三年内煤炭价格整体震荡向上，产量继续扩张；
  - （3）2012-2015 年，刺激政策退潮，经济增速面临回落，城镇固定资产投资年均增速降至 16.5%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别降至 1.1%、1.7%、3.5%，煤炭行业产能过剩问题突显，煤价大方向持续向下；
  - （4）2016-2018 年，经济增长有所复苏，房地产和制造业投资增速缓慢回升，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为 4.4%、1.8%、1.8%，煤炭行业供给侧结构性改革背景下，落后产能加速淘汰、违法及超产矿的生产得到抑制，煤价迅速企稳回升，企业盈利水平大幅上涨。

图表 1：2003 年以来煤炭行业经历 4 个阶段



来源：中泰证券研究所

图表 2: 2003 年以来动力煤价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

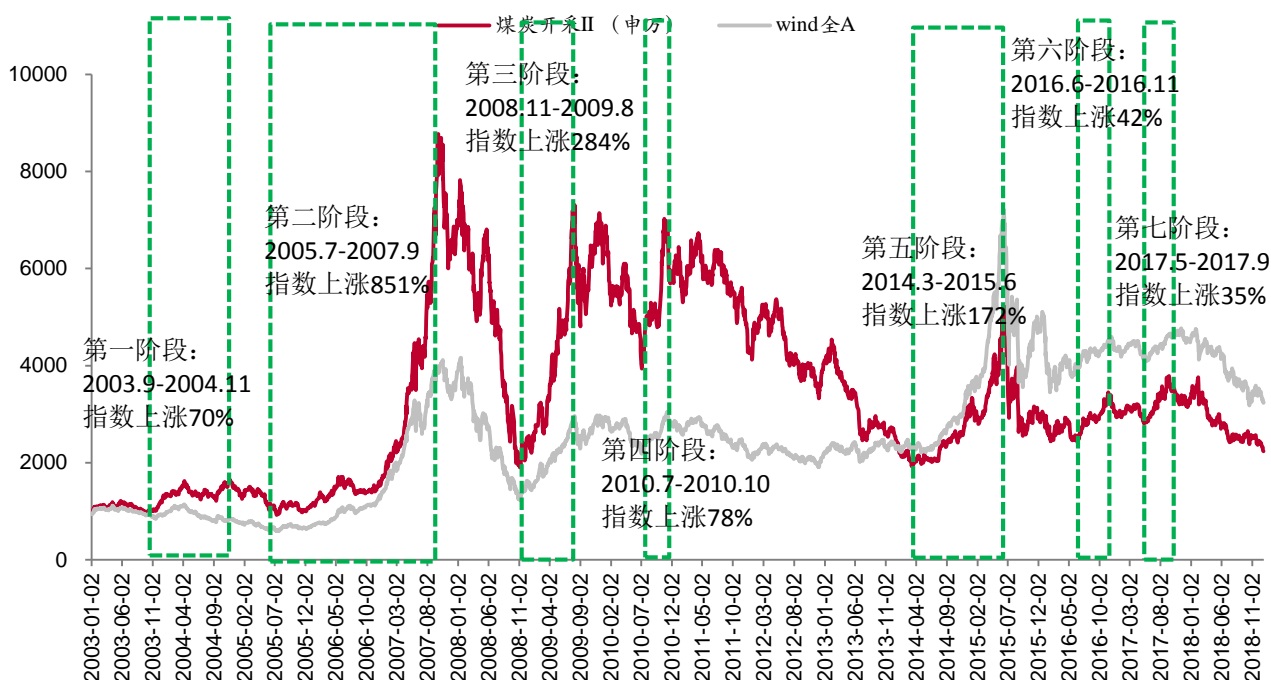
■ 复盘 2003 年以来煤炭股的表现, 我们发现共有 7 轮明显的上涨 (未考虑下跌周期中的短期反弹), 分别是:

- (1) 2003.9.29-2004.11.18, 时间跨度长达 1 年零 2 个月, 煤炭开采 II (申万) 指数从 973 点涨到 1655 点, 涨幅高达 70%;
- (2) 2005.7.11-2007.9.24, 时间跨度长达 2 年零 2 个月, 煤炭开采 II (申万) 指数从 922 点涨到 8770 点, 涨幅高达 851%;
- (3) 2008.11.4-2009.8.4, 时间跨度达 9 个月, 指数从 1906 涨到 7311, 涨幅高达 284%;
- (4) 2010.7.5-2010.10.25, 时间跨度约 3 个多月, 指数从 3936 涨至 7023, 涨幅高达 78%;
- (5) 2014.3.10-2015.6.12, 时间跨度约 1 年零 3 个月, 指数从 1929 涨至 5241, 涨幅高达 172%;
- (6) 2016.6.14-2016.11.14, 时间跨度约 5 个月, 指数从 2425 涨至 3451, 涨幅达 42%;
- (7) 2017.5.11-2017.9.13, 时间跨度约 4 个月, 指数从 2803 涨至 3790, 涨幅达 35%;

**图表 3: 2003 年以来煤炭股有 7 轮明显上涨阶段**

上涨阶段	起点日期	终点日期	时间跨度	指数起点	指数高点	涨幅
一	2003-09-29	2004-11-18	1 年零 2 个月	973	1,655	70%
二	2005-07-11	2007-09-24	2 年零 2 个月	922	8,770	851%
三	2008-11-04	2009-08-04	9 个月	1,906	7,311	284%
四	2010-07-05	2010-10-25	3 个多月	3,936	7,023	78%
五	2014-03-10	2015-06-12	1 年零 3 个月	1,929	5,241	172%
六	2016-06-14	2016-11-14	5 个月	2,425	3,451	42%
七	2017-05-11	2017-09-13	4 个月	2,803	3,790	35%

来源: wind、中泰证券研究所

**图表 4: 2003 年以来煤炭开采 II (申万) 指数走势**


来源: wind、中泰证券研究所

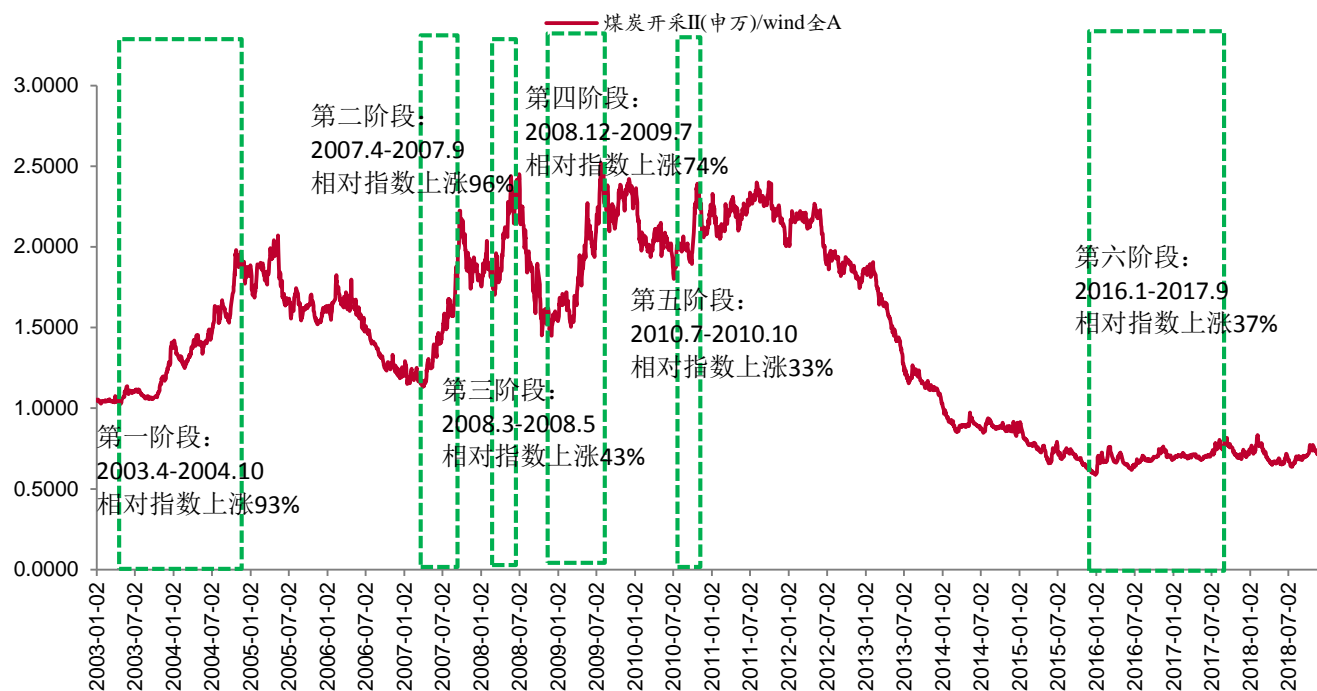
- 2003 年以来, 煤炭股一共有 6 轮明显的相对收益阶段, 分别是:
  - (1) 2003.4.25-2004.10.25, 时间跨度 1 年零 6 个月, 相对指数 (煤炭开采 II (申万) /wind 全 A) 从 1.03 点涨到 1.98 点, 涨幅高达 93%;
  - (2) 2007.4.2-2007.9.24, 时间跨度 5 个多月, 相对指数 (煤炭开采 II (申万) /wind 全 A) 从 1.13 点涨到 2.22 点, 涨幅高达 96%;
  - (3) 2008.3.6-2008.5.22, 时间跨度达 2 个多月, 相对指数从 1.70 涨到 2.44, 涨幅高达 43%;
  - (4) 2008.12.1-2009.7.24, 时间跨度约 9 个多月, 相对指数从 1.45 涨至 2.52, 涨幅高达 74%;
  - (5) 2010.7.5-2010.10.25, 时间跨度约 3 个月, 相对指数从 1.80 涨至 2.39, 涨幅高达 33%;

- (6) 2016.1.4-2017.9.1, 时间跨度约 1 年零 8 个月, 相对指数从 0.60 涨至 0.82, 涨幅达 37%。
- 可以发现, 煤炭股获得相对收益的时间区间基本包含在获得绝对收益的区间内, 这可能与周期股行情展开比较迅猛有一定关系。

**图表 5: 2003 年以来煤炭股有 6 轮明显的相对收益**

上涨阶段	起点日期	终点日期	时间跨度	指数起点	指数高点	涨幅
一	2003-04-25	2004-10-25	1 年零 6 个月	1.03	1.98	93%
二	2007-04-02	2007-09-24	5 个多月	1.13	2.22	96%
三	2008-03-06	2008-05-22	2 个多月	1.70	2.44	43%
四	2008-12-01	2009-07-24	约 9 个月	1.45	2.52	74%
五	2010-07-05	2010-10-25	3 个多月	1.80	2.39	33%
六	2016-01-04	2017-09-01	1 年零 8 个月	0.60	0.82	37%

来源: wind、中泰证券研究所

**图表 6: 2003 年以来煤炭开采 II (申万) 指数/万得全 A 指数的走势图**


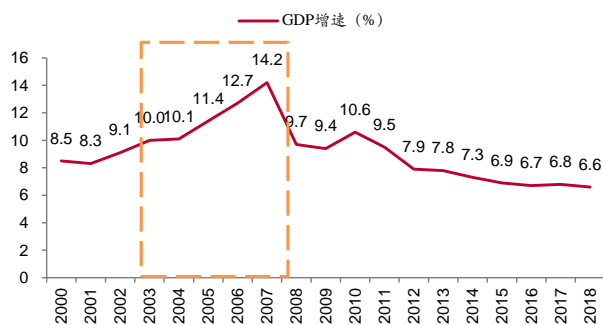
来源: wind、中泰证券研究所

## 2003-2008 年: 煤炭行业量价齐升, 股票大牛市

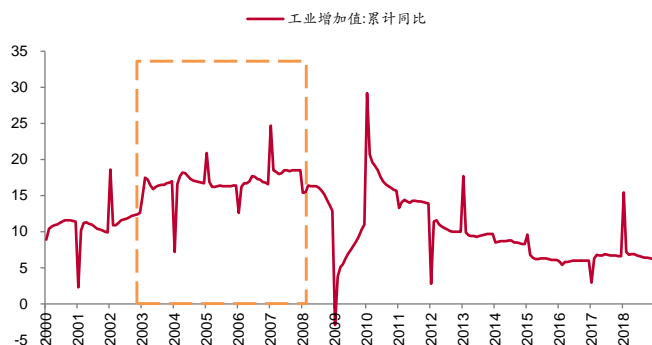
行业概况: 国内经济发展火热, 煤炭行业供需两旺

- 国内经济增长火热。2000 年以后, 随着我国成功加入 WTO, 国内经济进入了高速增长的黄金时期, 逐渐成为全球制造业高地, 其中发生全球金融危机的 2008 年是一个重要时间节点, 2003 年至 2008 年的 5 年内 GDP 年均增速高达 11.4%, 工业增加值年均增速高达 16.4%, 国民经济呈现火热增长的势头。



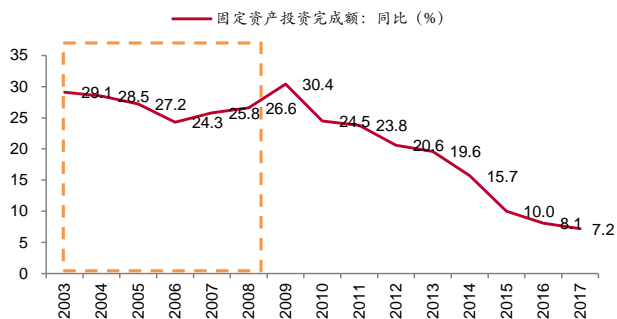
**图表 7: 2003-2008 年 GDP 平均增速 11.4%**


来源: wind、中泰证券研究所

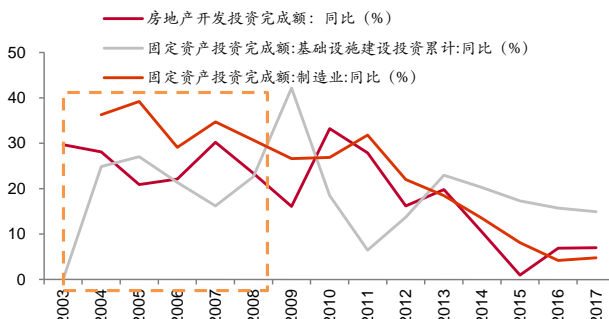
**图表 8: 2003-2008 年工业增加值平均增速高达 16.4%**


来源: wind、中泰证券研究所

- 固定资产投资增速年均达约 27%。**从经济的需求端来看, 2003 年-2008 年期间, 驱动经济增长的三驾马车(投资、消费和净出口)皆保持了快速增长, 其中城镇固定资产投资达到了年均约 27% 的高速度, 房地产投资、基础设施建设投资、制造业投资年均增速分别为 25.7%、22.4%、34.0% (后两者时间区间为 2004-2008 年)。

**图表 9: 2003-2008 年城镇固定资产投资增速年均达约 27%**


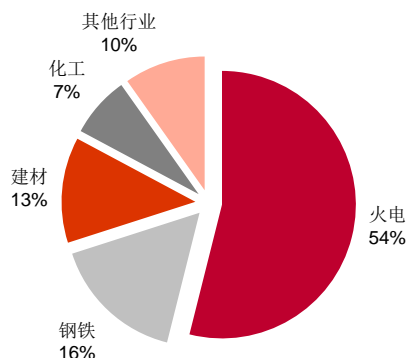
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 10: 2003-2008 年房地产、基建、制造业等固定资产投资年均增速皆在 20% 以上**


来源: wind、中泰证券研究所

- 煤炭四大下游需求。**煤炭作为国民经济基础性能源, 用途广泛, 其主要需求分别是火电、钢铁、建材、化工等四大行业, 随着产业结构升级以及环保要求日趋严厉, 四大行业耗煤量占比呈现逐渐增加的趋势。根据中煤协的统计, 2018 年前 9 个月, 电、钢、建材、化工等四大行业耗煤量占比分别为 54%、16%、13% 和 7%, 合计占比高达 90%。

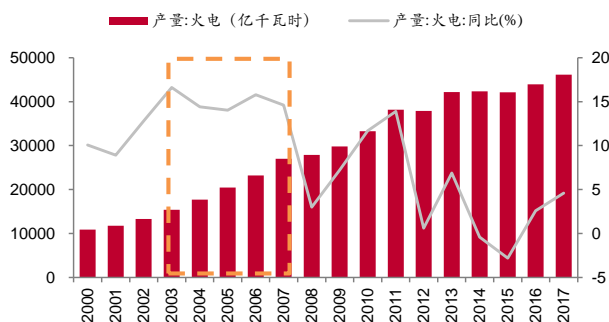
图表 11: 煤炭下游需求结构 (2018 年前三季度数据)



来源: 中国煤炭工业协会、中泰证券研究所

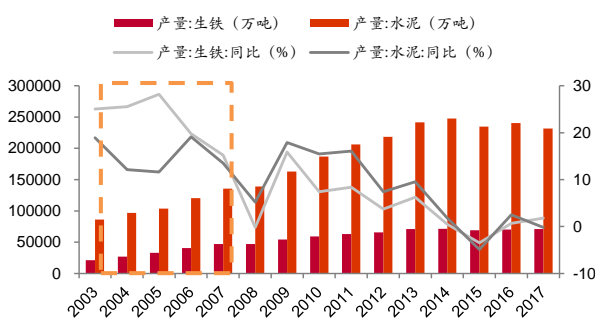
- **火电、生铁、水泥等产量平均增速皆在两位数。**2003 年-2008 年，主要耗煤产业中的火电、生铁、水泥产量皆呈现快速上升势头，其中火电产量年均增速达到约 13.1% (2008 年为 3.0%)，生铁产量年均增速约为 18.9% (2008 年为-0.2%)，水泥产量年均增速约为 13.4% (2008 年为 5.2%)。2003-2007 年，火电、生铁、水泥产量年均增速达到约 15%、23%、15%。

图表 12: 2003 年-2008 年火电产量快速增长



来源: wind、中泰证券研究所

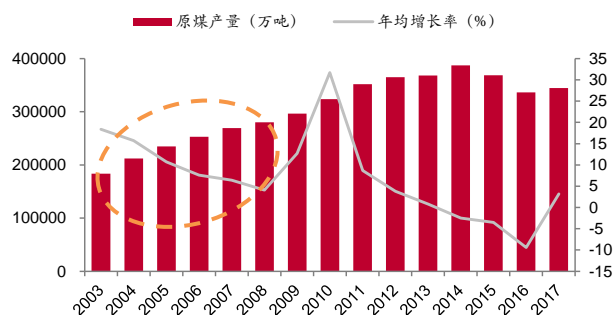
图表 13: 2003-2008 年生铁及水泥产量快速增长



来源: wind、中泰证券研究所

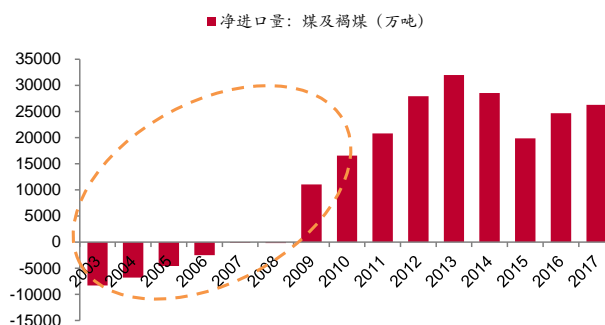
- **煤炭开采行业的供给情况。**2003 年至 2008 年，由于行业处于高景气状态，大量社会资本涌入进来，行业产能持续扩张，国内煤炭产量逐步增加，原煤产量从 2003 年的 18.4 亿吨涨至 2008 年的 28.0 亿吨，年度平均增速为 10.5%，但是我们可以看到原煤产量增速不及下游需求端的产量增速，这也导致煤炭净出口量呈现不断下滑的状态，净出口量从 2003 年的 8310 万吨下滑至 2008 年的 177 万吨。

图表 14: 2003 年以来我国原煤产量及增速情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 2003 年以来我国煤炭净进口量情况

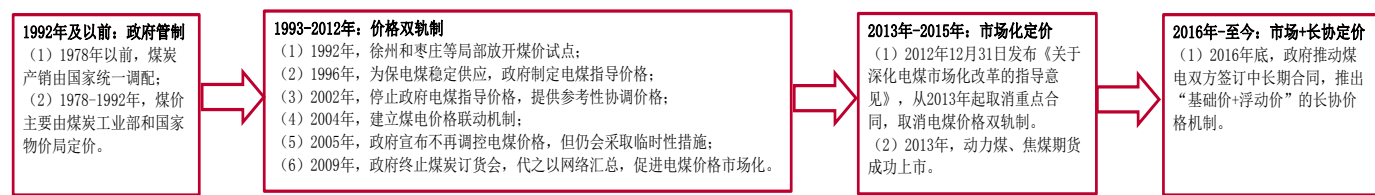


来源: wind、中泰证券研究所

### 煤价复盘: 继续探索市场化道路, 价格整体稳中上涨

- 我国煤炭定价机制经历了 4 个阶段, 分别是 1992 年及以前的政府管制阶段、1993-2012 年价格双轨制阶段、2013-2015 年市场化定价阶段、2016 年-至今“市场化+长协”定价阶段。
- (1) 1992 年及以前: 煤价完全由政府管制。1978 年以前, 煤炭产销由国家统一调配; 1978-1992 年, 煤价基本由政府制定, 主管部门是煤炭工业部和物价局。
- (2) 1993-2012 年: 价格双轨制阶段。1993 年, 国家决定放开煤炭价格, 由市场自主定价, 这标志着我国煤炭市场化改革开始实现重要突破, 但由于随后煤电争端比较严重, 为了保证电煤供应, 1996 年开始国家对电煤制定指导价格。2002 年起, 政府停止发布电煤指导价格, 但在每年的煤炭订货会上仍会发布一个参考性的协调价格。2004 年, 建立了煤电价格联动机制, 理顺了传导机制。2005 年, 政府宣布不再对电煤价格进行调控, 但仍会采取临时性干预措施。
- (3) 2013-2015 年: 市场化定价阶段。2012 年 12 月 31 日, 国务院发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》, 要求从 2013 年开始, 取消重点合同, 取消电煤价格双轨制, 这标志着煤炭价格完全实现了市场化定价。
- (4) 2016 年-至今: 为了应对 2016 年下半年持续大涨的煤价, 政府推动煤电双方签订中长期合同, 采取“基础价+浮动价”的定价机制, 这对稳定煤价和保证煤炭供应发挥了一定作用。

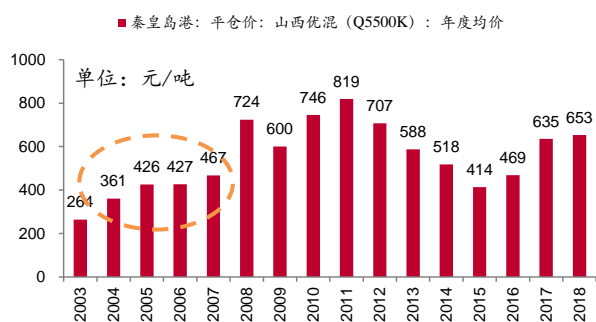
图表 16: 我国煤炭定价机制经历 4 个阶段



来源: 中泰证券研究所

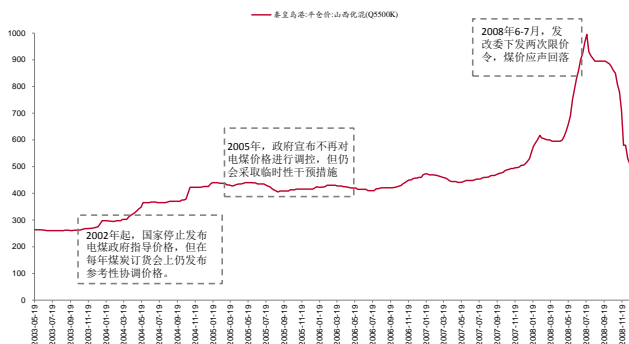
- **2003年-2008年，动力煤市场价呈现稳中上涨的态势。**秦皇岛港山西优混（Q5500K）平仓价，从2003年264元/吨的均价涨至2008年724元/吨的均价，涨幅高达174%。其中，从2007年下半年开始，煤价呈现快速上涨的态势，最高涨至2008年7月的995元/吨的历史极值，电力企业亏损严重，发改委先后发布两次限价令叠加全球金融危机爆发，煤价应声大幅回落。
- **行业利润弹性大于价格弹性。**由于煤炭是个重资产行业，煤价的涨幅大于成本端的上涨幅度，行业利润弹性远大于煤价的弹性，煤炭行业利润呈现稳步增加的态势，行业销售利润率从2003年5.07%涨至2008年的13.3%，行业利润总额从2003年138亿元大幅提升至2008年2182亿元（2008年仅公布前11个月的数值，我们对其进行年化处理），年均复合增长率74%。

**图表 17：秦皇岛港山西优混平仓价（年度）走势**



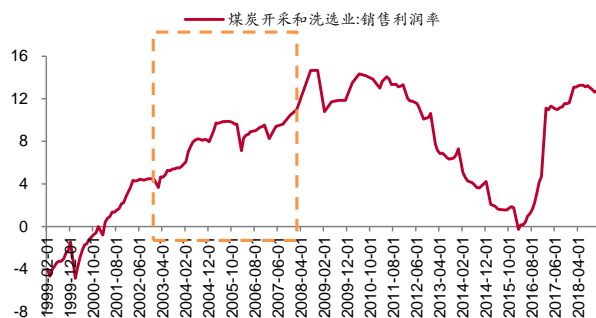
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 18：2003-2008年煤炭价格稳步上涨**



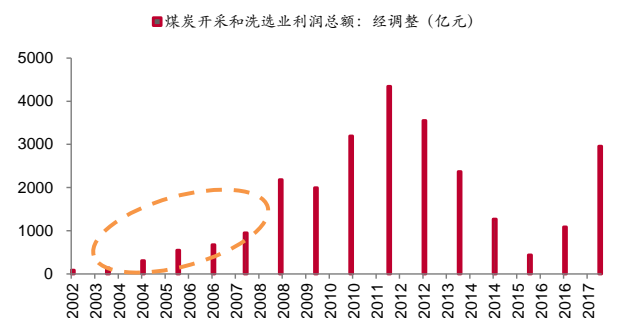
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 19：2003-2008年煤炭采选业利润率稳步上升**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 20：2003-2008年煤炭行业实现利润总额稳步增加**



来源：wind、中泰证券研究所

**煤炭股复盘：2005年至2007年大牛市，板块戴维斯双击**

- **从煤炭股的表现来看，2003-2008年，煤炭板块有两次明显的绝对收益区间，**分别是2003年9月至2004年11月、2005年7月至2007年9月

月，煤炭开采 II (申万) 指数分别上涨 70% 和 851%。2003 年 4 月至 2004 年 10 月、2007 年 4 月至 2007 年 9 月、2008 年 3 月至 2008 年 5 月等三个时间区间内，煤炭股相对大盘皆跑出了可观的相对收益，煤炭开采 II (申万) /wind 全 A 点数分别上涨 93%、96% 和 43%。

- **从驱动因素角度来看**，在 2003.9-2004.11 区间内，我们跟踪了 14 家煤炭公司（2003 年之前上市），合计实现归属母公司股东净利润（TTM）同比增加 116%，PE 估值（TTM）从 26 倍降至 20 倍，下滑了 22%，对于该区间煤炭股的上涨，盈利端贡献+123%，估值端贡献-23%，股价的上涨主要是由盈利端推动。
- 在 2005 年 7 月至 2007 年 9 月区间内，煤炭股票迎来 2 年多的大牛市，我们跟踪的 16 家煤炭公司（2005 年之前上市），实现归属母公司股东净利润（TTM）同比上升 8%，PE 估值（TTM）从 9 倍提升到 59 倍，大幅提升了 532%，煤炭股享受戴维斯双击效果，对于该区间煤炭股的上涨，盈利端正贡献 1%，估值端正贡献 99%，股价的上涨主要是由估值端推动的。

**图表 21：煤炭板块上涨归因分析（2003 年-2008 年）**

上涨阶段	时间区间	成分股	区间归母净利润 (TTM) 增长率	估值 (TTM) 增长率	煤炭开采 II (申万) 指数增长率	股价上涨分析
一	2003/9/29-2004/11/18	14家2003年以前上市的煤炭股	116%	-22%	70%	盈利端贡献123%，估值端贡献-23%
二	2005/7/11-2007/9/24	16家2005年以前上市的煤炭股	8%	532%	851%	盈利端贡献1%，估值端贡献99%

来源：中泰证券研究所

备注：（1）区间归母净利润（TTM）增长率=区间上沿归母净利润（TTM）/区间下沿归母净利润（TTM）-1；（2）盈利端贡献率=盈利端增长率/（盈利端增长率+估值端增长率），估值端贡献率算法类似，下同。

**图表 22：煤炭板块取得相对收益阶段分析（2003 年-2008 年）**

相对收益阶段	时间区间	煤炭开采 II (申万) / wind 全 A 低点	煤炭开采 II (申万) / wind 全 A 高点	涨幅
一	2003/4/25-2004/10/25	1.03	1.98	93%
二	2007/4/2-2007/9/24	1.13	2.22	96%
三	2008/3/6-2008/5/22	1.70	2.44	43%

来源：wind、中泰证券研究所

- **煤炭股取得绝对收益和相对收益原因分析：**
- （1）在 2003.9-2004.11 区间内，受益于煤价上升，煤炭公司盈利能力持续增强，但由于通货膨胀率持续攀升，CPI 同比从 2003 年 7 月的 0.5% 大幅上涨至 2004 年 8 月的 5.3%，全社会流动性有所收紧，权益市场的估值受到压制，好在这个时间区间内盈利上涨的速度大于估值下降的速度，煤炭板块取得了较可观的绝对收益。
- （2）在 2005 年 7 月至 2007 年 9 月区间内，国内经济增长势头强劲，并且融资环境宽松，M1、M2 月均增速分别高达 16%、18%，全社会融资规模也大幅扩张，2005-2007 年社融规模存量平均增速达到约 18%。基于这样的背景，A 股同期也经历了一场波澜壮阔的大牛市行情，上证综指上涨了 442%，整体 PE (ttm) 从 16.5 倍涨到 50.4 倍，涨幅高达 205%。对于煤炭而言，由于国内经济增长势头十分强劲，市场对其未来需求表现出非常好的预期，煤炭股在此区间享受到了戴维斯双击，绝对



收益和超额收益都表现明显。

图表 23: 2003.9-2004.11 全社会通胀压力较大



来源: wind、中泰证券研究所

图表 24: 2005.7-2007.9 货币供应大幅扩张

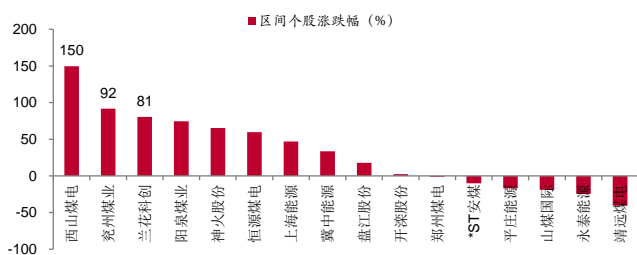


来源: wind、中泰证券研究所

■ 领涨公司分析:

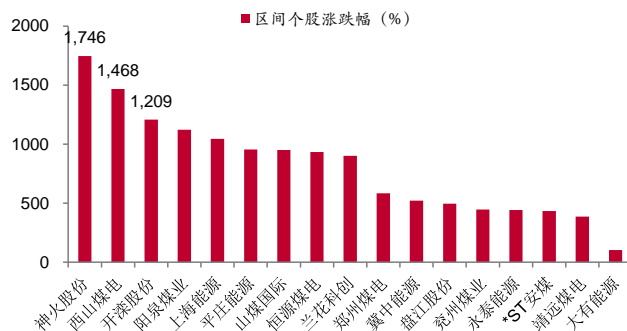
- (1) 在 2003.9-2004.11 区间内, 14 只样本标的中, 以西山煤电、兖州煤业、兰花科创等业绩兑现能力强的个股取得了更高涨幅, 区间内分别上涨了 150%、92%、81%。通过股价上涨归因分析, 我们发现正如板块所表现的一样, 领涨股主要是由盈利端推动的, 估值端皆为负贡献。
- (2) 2005 年 7 月至 2007 年 9 月的区间内, 以神火股份、西山煤电、开滦股份等为代表的冶金煤标的取得了更高涨幅, 区间内分别涨了 17.5 倍、14.7 倍和 12.1 倍。由于焦煤下游是钢铁行业, 整个产业链定价比较市场化, 价格传导机制相对动力煤比较顺畅, 价格弹性和公司业绩弹性都比较大, 在经济需求和市场预期都比较好的时候, 市场更愿意配置冶金煤方面的标的。通过股价上涨归因分析, 我们发现正如板块所表现的一样, 领涨股享受戴维斯双击, 盈利端和估值端都有推动作用, 但估值端的提升是推动股价上涨的最大因素, 如神火股份区间内归母净利润 (TTM) 增长了 36%, PE (TTM) 上涨了 879%, 对股价上涨的贡献, 盈利端+4%, PE 估值端+96%。

图表 25: 煤炭个股涨跌幅 (2003.9-2004.11)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 煤炭板块个股涨跌幅 (2005.7-2007.9)



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 27: 煤炭板块上涨阶段领涨股的归因分析 (2003.9-2004.11)**

领涨股名称	时间区间	区间归母净利润 (TTM) 增长率	PE估值TTM增长率	区间个股涨幅 (%)	股价上涨归因
西山煤电	2003/9/29-2004/11/18	152%	-2%	150%	盈利端贡献101%, PE估值端贡献-1%
兖州煤业	2003/9/29-2004/11/18	166%	-23%	92%	盈利端贡献116%, PE估值端贡献-16%
兰花科创	2003/9/29-2004/11/18	104%	-12%	81%	盈利端贡献113%, PE估值端贡献-13%

来源: 中泰证券研究所

**图表 28: 煤炭板块上涨阶段领涨股的归因分析 (2005.7-2007.9)**

领涨股名称	时间区间	区间归母净利润 (TTM) 增长率	PE估值TTM增长率	区间个股涨幅 (%)	股价上涨归因
神火股份	2005/7/11-2007/9/24	36%	879%	1746%	戴维斯双击, 盈利端贡献4%, PE估值端贡献96%
西山煤电	2005/7/11-2007/9/24	12%	1011%	1468%	戴维斯双击, 盈利端贡献1%, PE估值端贡献99%
开滦股份	2005/7/11-2007/9/24	33%	650%	1209%	戴维斯双击, 盈利端贡献5%, PE估值端贡献95%

来源: 中泰证券研究所

## 2009-2011 年: “四万亿” 计划出台, 煤炭行业继续量价齐升

行业概况: “四万亿” 刺激计划稳住经济增长, 煤炭产能继续扩张

- **2008 年下半年煤价大幅调整。**2008 年全球爆发金融危机, 国内产品出口面临严峻考验, 经济增长压力骤增, 2008 年第四季度单季国内 GDP 增速大幅跌至 7.1%, 创 2000 年以来季度新低, 全球大宗商品价格发生暴跌, 国内煤炭价格也没另外, 叠加政府 6、7 月份连发两道限价令, 国内动力煤价从高点 2008 年 7 月份最高点 995 元/吨跌至 2008 年 12 月份的 510 元/吨, 5 个月内大幅下跌 95%, 煤价几乎腰斩。
- **2008 年 11 月出台“四万亿” 刺激计划。**为了应对经济增长回落的压力, 2008 年 11 月, 温家宝总理主持国务院常务会议部署确定了扩大内需、促进经济增长的十项措施, 决议要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建等, 促进经济平稳较快增长, 这一揽子措施后来被简称为“四万亿计划”。

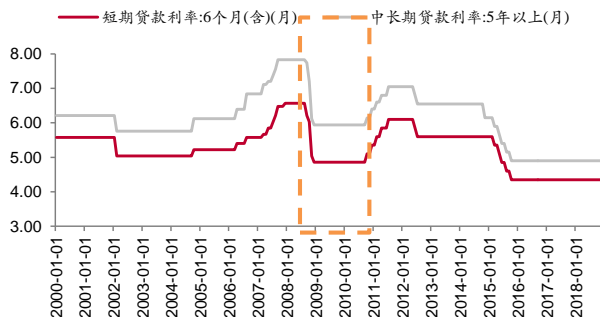
**图表 29: “四万亿计划” 重点投向资金测算**

重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4000亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3700亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15000亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约1500亿元
节能减排和生态工程	约2100亿元
自主创新和结构调整	约3700亿元
灾后恢复重建	约10000亿元
合计	约40000亿元

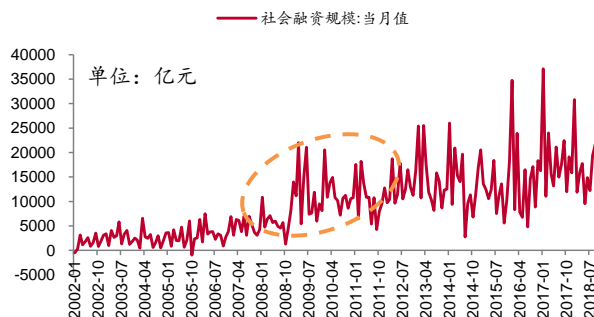
来源: 发改委、中泰证券研究所

- **宽松的政策环境刺激全社会固定资产投资继续大幅上升。**“四万亿” 刺激计划下, 货币政策得到放松, 贷款利率有所下调, 央行发布的短期贷款利率 (6 个月) 及中长期贷款利率 (5 年以上) 分别自 2008 年 8 月的 6.57%、7.83% 高位降至 2008 年末的 4.86%、5.94%, 下调后的低利率水平一直延续到 2010 年三季度末。低利率背景下, 全社会融资规模出现快速的扩张, 2008 年全社会融资规模新增 6.98 万亿元, 而到 2010 年竟高达 14 万亿元, 两年内新增社会融资规模增幅高达 101%, 社融总

额快速膨胀，进一步支撑房地产、基建、制造业等固定资产投资继续扩张。

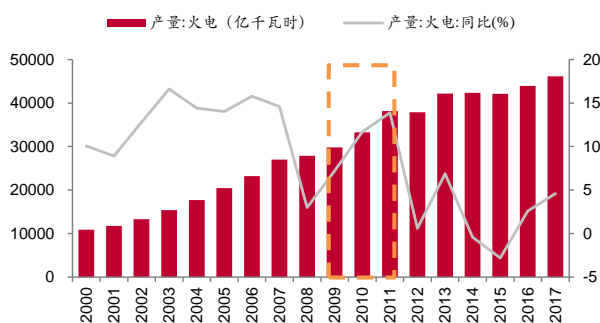
**图表 30: 2008 年下半年贷款利率有所下调**


来源: wind、中泰证券研究所

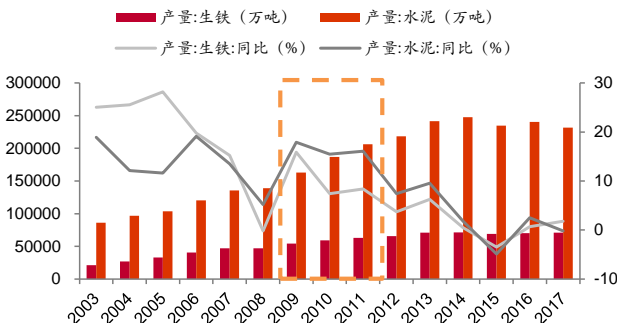
**图表 31: 2008 下半年起全社会融资规模快速扩张**


来源: wind、中泰证券研究所

- 在政府强刺激下，国内经济稳住了增长速度。国内 2009 至 2011 年 GDP 增速分别为 9.4%、10.6%、9.5%，皆低于 2003-2008 年均增速 11.4%；三年内工业增加值增速分别为 11%、15.7%、13.9%，皆低于 2003-2008 年均增速 16.35%，经济增速虽然略有下滑，但依然保持了强劲的增长势头。2009 年-2011 年，国内固定资产投资年均增速为 26.2%，略低于 2003-2008 年均增速 26.9%，其中房地产投资年均增速 25.7%，与 2003-2008 年均增速 25.7%基本持平，基建投资年均增速 22.4%，与 2004-2007 年均增速 22.4%基本持平，制造业投资年均增速 28.4%，略低于 2004-2007 年均增速 34%。
- 煤炭下游产量延续两位数增长。经历了 2008 年底的强刺激，2009 年-2011 年主要工业品产出恢复了快速增长，其中火电、生铁、水泥产量年均增速分别为 10.9%、10.6%、16.5%。

**图表 32: 2009-2011 火电产量增速维持高位**


来源: wind、中泰证券研究所

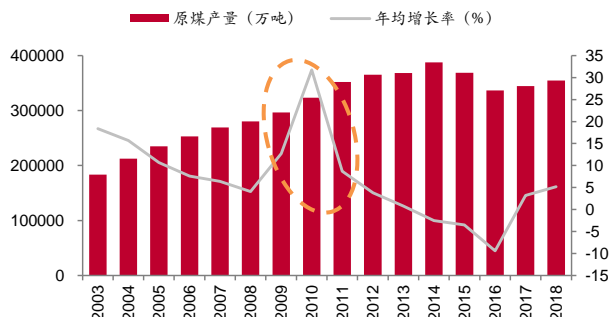
**图表 33: 2009-2011 生铁和水泥产量增速维持高位**


来源: wind、中泰证券研究所

- 煤炭开采行业供给情况。2009 年至 2011 年，国内煤炭产能继续扩张，原煤产量从 2008 年的 28.0 亿吨涨至 2011 年的 35.2 亿吨，年均复合增长率为 9.0%，产量增速低于下游产品的产出增速，需求缺口继续增加(以

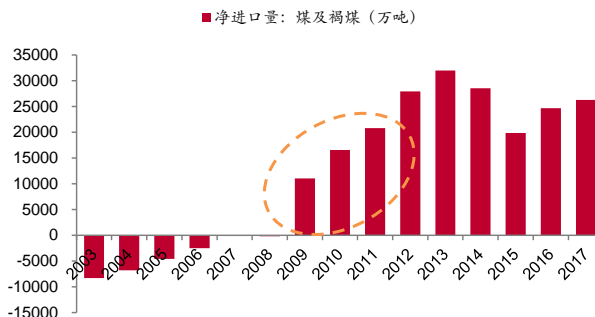
净进口量为代表),国内煤炭净进口量从2008年的-177万吨大幅增加到2011年的2.1亿吨。

**图表 34: 2009-2011 原煤产量年均复合增速为 9.0%**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 35: 2009-2011 煤炭净进口量大幅增长**

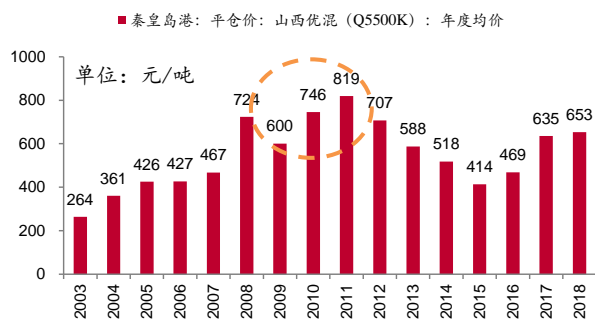


来源: wind、中泰证券研究所

**煤价复盘: 价格波动较为平稳, 整体中枢上移**

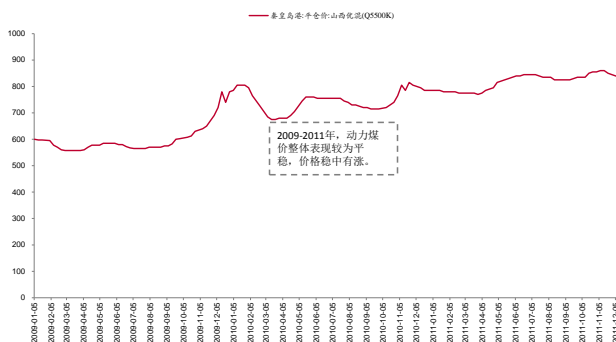
- **2009-2011 年, 煤价中枢整体上移。**动力煤价在 2008 年 7 月出现 995 元/吨的历史高点之后, 随着发改委限价令的出台和全球金融危机爆发, 煤价从高点持续跌至 12 月中旬的 510 元/吨低点。由于“四万亿”计划的出台, 国内经济稳住了增长的步伐, 煤炭行业继续呈现供需两旺的局面, 2009/2010/2011 年动力煤年度均价分别为 600、746、819 元/吨, 三年内煤价中枢整体上移, 且 2011 年度均价达到历史极值。同时, 由于政府干预手段的减少, 市场化调节下的煤价整体波动幅度较小。
- **行业盈利强劲。**由于煤价处于高位, 行业盈利能力非常强劲, 行业销售利润率 2009/2010/2011 年平均分别为 11.56%、13.96%、13.47%, 行业利润率高位持稳且产出持续扩张, 行业利润总额呈现不断上涨的态势, 从 2009 年 1993 亿元大幅提升至 2011 年 4342 亿元(2009 年公布前 11 个月的数值, 我们对其进行年化处理), 年均复合增长率 48%。

**图表 36: 2009-2011 年煤价中枢整体上移**

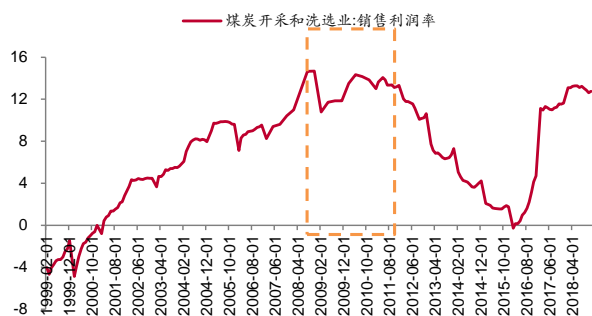


来源: wind、中泰证券研究所

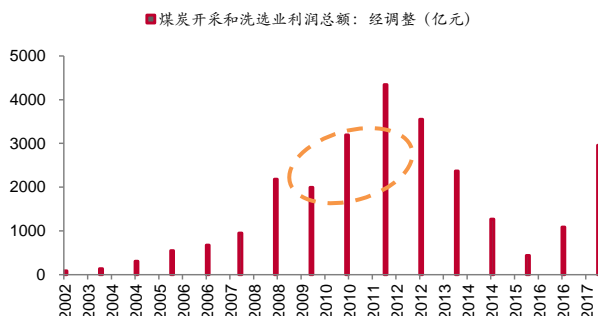
**图表 37: 2009-2011 年煤炭价格稳步上涨**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 38: 2009-2011 年煤炭采选业利润率高位持稳**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 39: 2009-2011 年煤炭行业持续实现较高盈利**


来源: wind、中泰证券研究所

### 煤炭股复盘: 两次绝对收益, 皆主要来自估值端的推动

- 从煤炭股的表现来看**, 2009-2011 年, 煤炭股有两次明显上涨的时期, 分别是 2008 年 11 月至 2009 年 8 月、2010 年 7 月至 2010 年 10 月, 煤炭开采 II (申万) 指数涨幅分别为 284%、78%。与此同时, 有两个阶段, 分别是 2008 年 12 月至 2009 年 7 月、2010 年 7 月至 2010 年 10 月, 煤炭股相对大盘跑出了可观的相对收益, 煤炭开采 II (申万)/wind 全 A 点数区间内分别上涨 74%和 33%。
- 从驱动因素来分析**, 我们结合着具体煤炭标的, 在第三、四绝对收益区间内 (即 2008 年 11 月至 2009 年 8 月、2010 年 7 月至 2010 年 10 月) 归属母公司股东净利润 (TTM) 分别下降了 8%、上升 5%, PE 估值 (TTM) 分别提升了 235%、62%。对于第三区间内煤炭股的上涨, 盈利端和估值端分别贡献 -4%、104%, 对于第四区间内煤炭股的上涨, 盈利端和估值端分别贡献 8%、92%, 可以看出这两个区间内股价上涨主要来自估值端的推动。

**图表 40: 煤炭板块两次上涨归因分析 (2009-2011 年)**

上涨阶段	时间区间	成分股	区间归母净利润 (TTM) 增长率	估值 (TTM) 增长率	行业指数增长	股价上涨分析
三	2008/11/4-2009/8/4	23家2008年以前上市的煤炭股	-8%	235%	284%	盈利端贡献-4%, 估值端贡献104%
四	2010/7/5-2010/10/25	24家2010年以前上市的煤炭股	5%	62%	78%	盈利端贡献8%, 估值端贡献92%

来源: 中泰证券研究所

- 煤炭股取得绝对收益和相对收益原因分析。**
- (1)** 2008 年 11 月国常会决议通过了四万亿刺激计划, 稳住了经济增长预期, 煤炭行业受益于保障性住房建设、民生工程、基础设施建设、灾后重建等一系列政策措施, 2008 年 11 月至 2009 年 8 月的上涨阶段, 虽然煤炭上市公司业绩有所下滑, 但市场信心得到大幅提振, 估值端的大幅修复推动了板块获得可观的绝对和相对收益。
- (2)** 在 2010 年 7 月至 2010 年 10 月的上涨区间内, 对市场形成明显提振的是 2010 年 7 月 22 日中央政治局会议的论调, 这次会议上, 温总

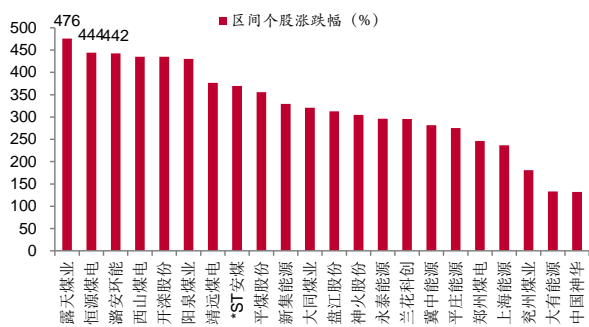


理提出：“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳快速发展的前提下进行”，这一论述提振了市场信心，并产生了对当年5-6月紧缩货币政策有所松动的预期，叠加区间内煤炭上市公司业绩有所提升，戴维斯双击推动了板块获得可观的绝对和相对收益。

■ **两次绝对收益区间内的领涨公司分析。**

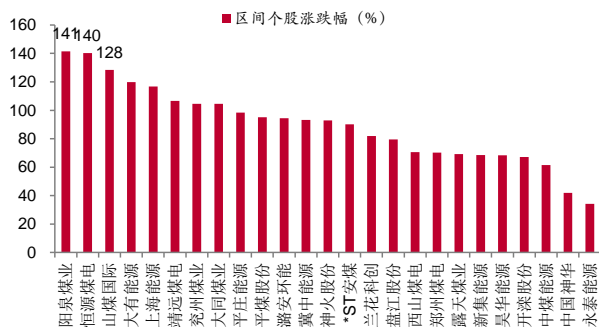
- (1) 从个股来看，2008年11月至2009年8月的上涨阶段，以露天煤业(+476%)、恒源煤电(+444%)、潞安环能(+442%)、西山煤电(+435%)、开滦股份(+435%)等为代表的个股取得了更高收益，露天煤业有资产注入预期(公司于2010年收购了1500万吨扎哈淖尔煤矿)，其他标的皆是冶金煤标的，我们认为理由如前面所述，在市场比较好的时候，由于冶金煤价格和公司业绩弹性比较大，更容易受到市场的青睐。在该区间内，领涨股主要得益于盈利端和估值端双重推动，如区间内露天煤业归母净利润(TTM)增长了36%，PE(TTM)大幅上涨了879%，对于股价上涨，盈利端贡献5%，估值端贡献95%。
- (2) 在2010年7月至2010年10月的上涨区间内，以阳煤(+141%)、恒源煤电(+140%)、山煤国际(+128%，备注：山煤国际2009年12月底实现完成重组上市)等为代表的个股取得了更高收益。在2010年，上述三家公司有一个共同特征，就是集团资产注入的预期非常强烈，优质资产的注入有利于增厚每股收益，提升上市公司资产质量。在该区间内，领涨股普遍业绩同比下滑，但由于估值端的大幅提升，使得股票领涨行业，如阳煤归母净利润(TTM)下降了4%，但PE(TTM)大幅上涨了157%，对于股价上涨，盈利端贡献-3%，估值端贡献+103%。

图表 41: 煤炭个股涨跌幅 (2008.11-2009.8)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 42: 煤炭个股涨跌幅 (2010.7-2010.10)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 43: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2008.11-2009.8)

领涨股名称	时间区间	区间归母净利润(TTM)增长率	PE估值TTM增长率	区间个股涨幅 (%)	股价上涨归因
露天煤业	2008/11/4-2009/8/4	20%	376%	476%	戴维斯双击, 盈利端贡献5%, PE估值端贡献95%
恒源煤电	2008/11/4-2009/8/4	36%	338%	444%	戴维斯双击, 盈利端贡献10%, PE估值端贡献90%
潞安环能	2008/11/4-2009/8/4	-1%	456%	442%	盈利端贡献0%, PE估值端贡献100%

来源: 中泰证券研究所

**图表 44: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2010.7-2010.10)**

领涨股名称	时间区间	区间归母净利润 (TTM) 增长率	PE估值TTM增长率	区间个股涨幅 (%)	股价上涨归因
阳泉煤业	2010/7/5-2010/10/25	-4%	157%	141.38%	盈利端贡献-3%，PE估值端贡献103%
恒源煤电	2010/7/5-2010/10/25	-13%	180%	140.24%	盈利端贡献-8%，PE估值端贡献108%
山煤国际	2010/7/5-2010/10/25	-37%	276%	128.43%	盈利端贡献-15%，PE估值端贡献115%

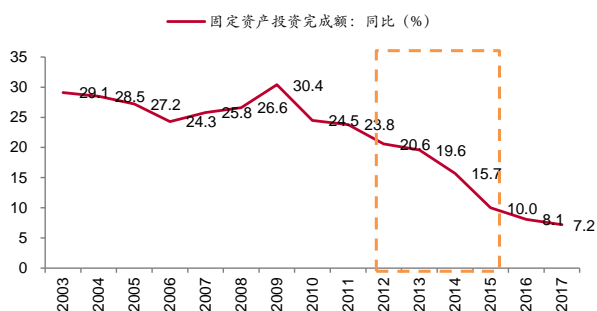
来源：中泰证券研究所

## 2012-2015 年：产能过剩问题突出，煤价持续向下

行业概况：国内经济增速面临回落，行业产能过剩问题凸显

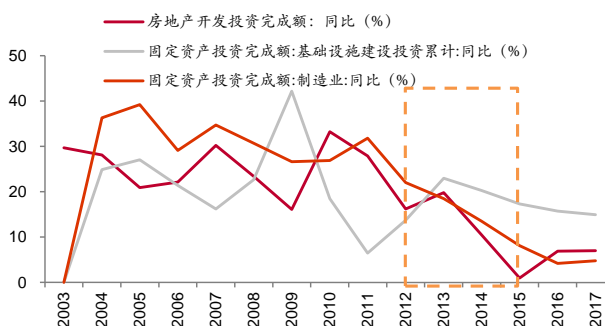
- **经济增速下台阶。**2012 年开始，随着 4 万亿刺激计划的潮水退去，国内经济增速面临回落，而工业企业由于前期投入了巨额的资本开支，新增产能却不断释放，全社会产能过剩的问题逐渐突显。2012-2015 年均 GDP 增速降至 7.5%，相比 2009-2011 年均增速 9.8%，明显下了台阶。2012-2015 年均工业增加值增速降至 8.5%，较 2009-2011 年均增速 13.5%，出现明显回落。
- **固定资产投资增速下台阶，基建稳增长作用提升。**从投资端来看，2012 年-2015 年，国内固定资产投资年均增速为 16.5%，大幅低于 2009-2011 年均增速 26.2%，其中房地产投资年均增速 11.9%，大幅低于 2009-2011 年均增速 25.7%，基建投资年均增速 18.6%，略低于 2009-2011 年均增速 22.4%，制造业投资年均增速 15.5%，大幅低于 2009-2011 年均增速 28.4%。可以看出，在经济压力比较大的时期，政府主导的逆周期调控措施—基建固定资产投资，对稳定经济增长发挥了一定作用。

**图表 45: 2012-2015 年城镇固定资产投资增速年均降至 16.5%**



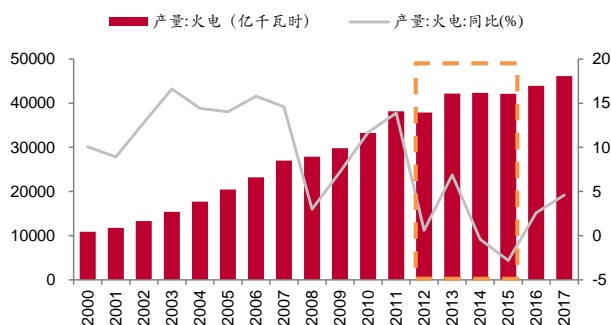
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 46: 2012-2015 年房地产、基建、制造业等固定资产投资增速回落**

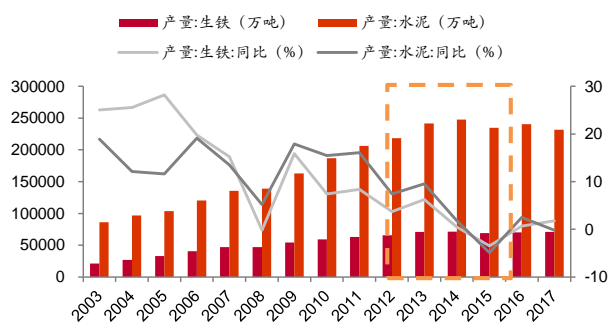


来源：wind、中泰证券研究所

- **煤炭下游产出增速下滑。**由于经济增速的回落，煤炭下游主要需求产业火电、生铁、水泥等产量增速也呈现下滑状态，2012-2015 年火电、生铁、水泥产量年均增速分别为 1.1%、1.73%、3.47%，相较 2009 年-2011 年年均增速 10.9%、10.6%、16.5%，出现明显下滑。

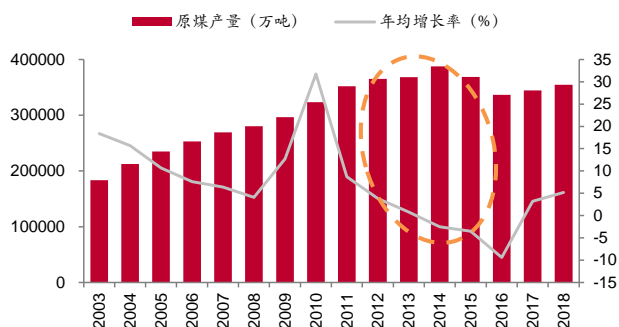
**图表 47: 2012-2015 火电产量平均增速仅为 1.1%**


来源: wind、中泰证券研究所

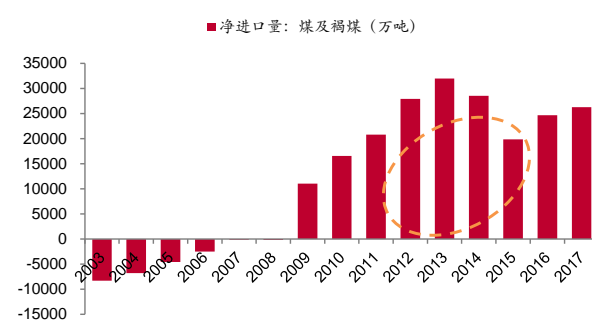
**图表 48: 2012-2015 生铁和水泥产量增速下台阶**


来源: wind、中泰证券研究所

- 煤炭开采行业供给情况。**由于前期投入了大量的资本开支，2012 年至 2015 年，国内煤炭产量依然小幅扩张，原煤产量从 2011 年的 35.2 亿吨涨至 2015 年的 36.8 亿吨，年均复合增长率为 1.2%，其中 2014 年产量为 38.7 亿吨，达到历史峰值。2012-2015 年国内煤炭净进口量分别为 2.8/3.2/2.9/2.0 亿吨，净进口量在 2013 年达到历史峰值后，虽然有所回落，但整体仍处于高位状态。

**图表 49: 2012-2015 原煤产量年均复合增速为 1.2%**


来源: wind、中泰证券研究所

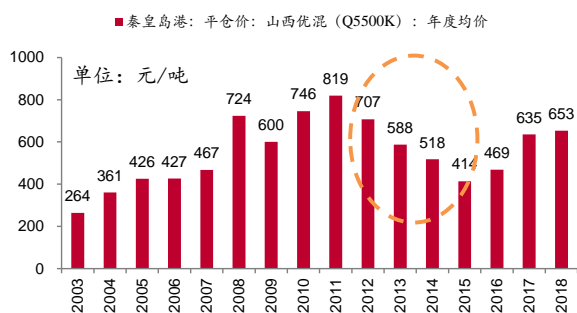
**图表 50: 2014-2015 年煤炭净进口量有所回落**


来源: wind、中泰证券研究所

### 煤价复盘: 煤价大方向持续向下

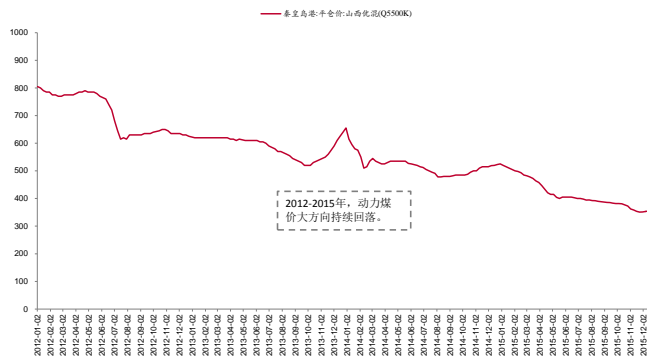
- 煤价大方向持续向下。**2012-2015 年为行业产能过剩阶段，动力煤价大方向整体向下，2015 年动力煤价均价仅为 414 元/吨，相比 2012 年 707 元/吨的均价大幅下跌 41%。其中，2015 年 11 月的 351 元/吨为历史极值。
- 行业盈利能力持续下滑。**面对持续下行的煤价，行业盈利能力持续削弱，2016 年初全行业达到普遍亏损的状态，销售利润率降至-0.29%，相比 2012 年初的 12.04%，下滑达到 12.3 个 pct；行业资产负债率也逐年攀升，2016 年初资产负债率高达 69.6%，相比 2012 年初的 58.6%，增加了 11.0 个 pct；行业亏损企业个数也从 2011 年末的 845 家增加到 2015 年末的超过 2000 家，亏损企业亏损额 2015 年末达到 973 亿元，相比 2012 年 240 亿元增加 305%。

**图表 51: 2012-2015 年煤价中枢整体下移**



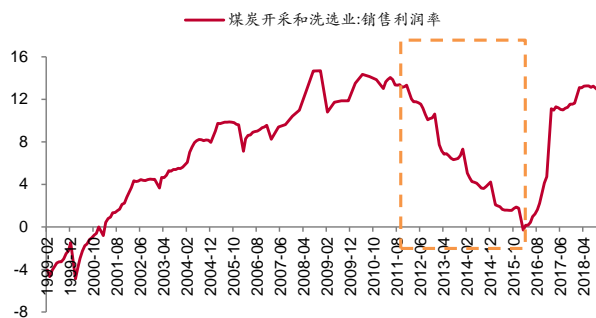
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 52: 2012-2015 年煤炭价格大方向向下**



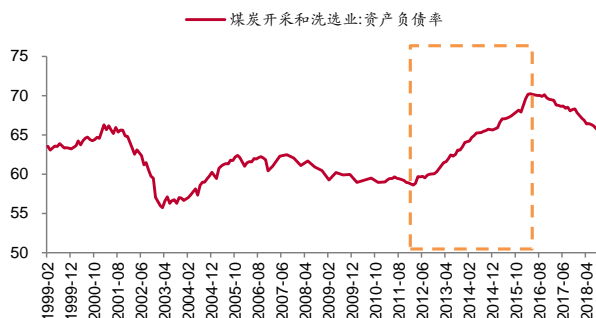
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 53: 2012-2015 年行业利润率持续下滑**



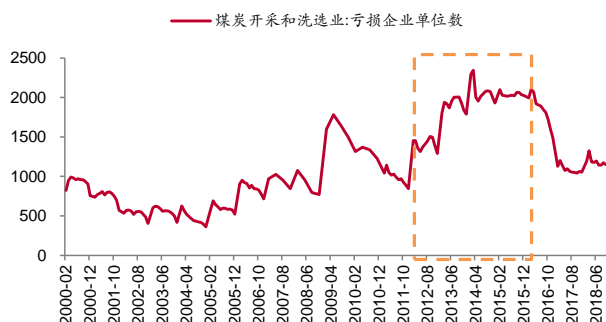
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 54: 2012-2015 年行业资产负债率持续上升**



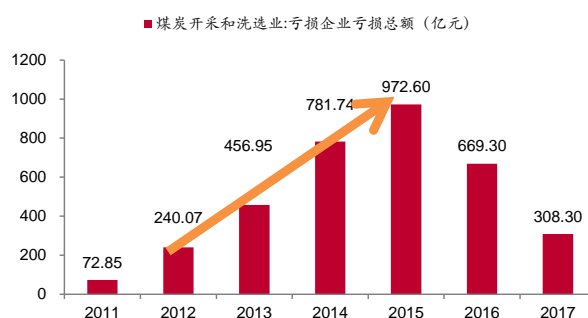
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 55: 2012-2015 年行业亏损企业数量持续增加**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 56: 2012-2015 年亏损企业亏损额持续加剧**



来源: wind、中泰证券研究所

**煤炭股复盘: 资金杠杆牛市, 绝对收益全部来自估值端贡献**

- 从煤炭股的表现来看, 2012-2015 年煤炭股有一次明显上涨的时期, 即 2014 年 3 月至 2015 年 6 月, 煤炭开采 II (申万) 指数涨幅为 172%。此阶段, 相对大盘, 煤炭股没有取得相对收益。

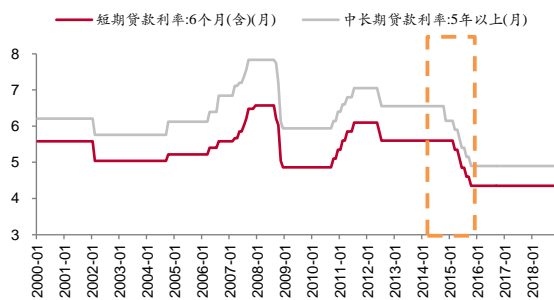
- **从驱动因素来分析**，结合具体煤炭标的，在该绝对收益区间内归属母公司股东净利润（TTM）下降了 57%，PE 估值（TTM）提升了 482%，该区间内煤炭股的表现，盈利端贡献-13%，估值端贡献 113%，股价上涨都是来自估值端的推动。

**图表 57：煤炭板块上涨归因分析（2014.3-2015.6）**

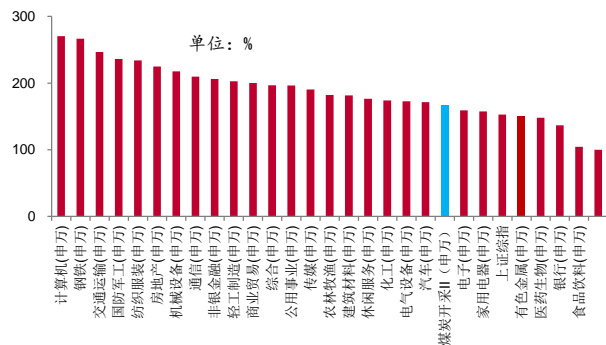
上涨阶段	时间区间	成分股	区间归母净利润 (TTM) 增长率	估值 (TTM) 增长率	行业指数增长	股价上涨分析
五	2014/3/10-2015/6/12	25家2014年以前上市的煤炭股	-57%	482%	172%	盈利端贡献-13%，估值端贡献113%

来源：中泰证券研究所

- **煤炭股（未）取得绝对收益和相对收益原因分析**。2014 年至 2015 年股票市场的牛市行情有诸多启动因素，其中“资金杠杠牛”的特征非常明显，央行通过多次降准降息，提振了市场的投资热情，上证综指 PE (TTM) 估值由 2014 年 3 月的 9.1 倍大幅提升至 2015 年 6 月的 23 倍，期间上涨最好的弹性最大板块是计算机，而业绩持续下滑的煤炭开采 II 板块主要依赖市场估值的提升，其涨幅居于市场中下游水平，未取得相对收益。

**图表 58：2015 年国内贷款利率有明显下滑**


来源：wind、中泰证券研究所

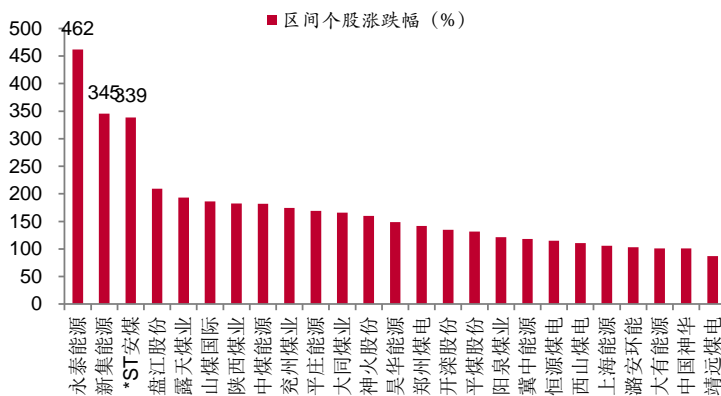
**图表 59：2014 至 2015 年煤炭板块涨幅居于中下游**


来源：wind、中泰证券研究所

- **领涨公司分析**。从个股来看，该区间内以永泰能源、新集能源、\*ST 安煤等为代表的个股取得了更高收益，分别上涨了 4.62、3.45、3.39 倍。永泰能源（2014 年末资产负债率为 73.8%）、新集能源（2014 年末资产负债率为 75.9%）等高负债公司在市场风险偏好明显提升的背景下受到了青睐，\*ST 安煤展开产业转型的预期（煤炭交易中心和煤层气开发等）等也受到了市场的关注。
- 通过股价上涨归因分析，我们发现，领涨股普遍业绩下滑，股价的上涨主要受益于估值端的大幅提升，如区间内新集能源归母净利润（TTM）增亏 673%，但股价上涨 345%，全都是依赖估值端的提升。



**图表 60: 煤炭个股涨跌幅 (2014.3-2015.6)**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 61: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2014.3-2015.6)**

领涨股名称	时间区间	区间归母净利润 (TTM) 增长率	PE估值TTM增长率	区间个股涨幅 (%)	股价上涨归因
永泰能源	2014/3/10-2015/6/12	55%	817%	462%	盈利端贡献0%, PE估值端贡献94%
新集能源	2014/3/10-2015/6/12	亏损增加673%	-	345%	盈利端负贡献, PE估值端正贡献
*ST安煤	2014/3/10-2015/6/12	-117%	-	339%	盈利端负贡献, PE估值端正贡献

来源: wind、中泰证券研究所

## 2016-2018 年: 供给侧改革, 煤价回升至中高位

行业概况: 供给侧结构性改革为特征

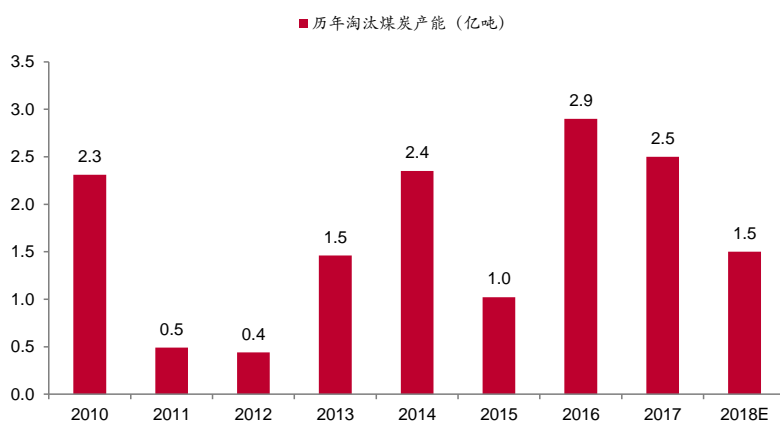
- **2016 年 2 月开始供给侧结构性改革。**煤炭行业供给侧结构性改革标志性文件是 2016 年 2 月份国务院印发的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，文件要求从 2016 年开始，用 3-5 年时间退出产能 5 亿吨、减量重组 5 亿吨，同时所有煤矿执行 276 个工作日生产（注：276 减量生产制度在 2017 年退出）。随后，相关部委就人员分流安置、严禁新增产能、专项奖补资金管理、企业兼并重组等方面出台了相应配套政策。

**图表 62: 2016 年 9 月前煤炭供给侧改革主要政策梳理**

时间	政策文件	主要内容
2016年1月22日	财政部印发《关于征收工业企业结构调整专项资金有关问题的通知》	明确用于支持钢铁、煤炭等行业去产能。资金根据全社会发电量计算。按照2015年的发电量测算，全国年度征收专项资金约为467亿元，从今年1月1日起实施。如果该政策执行三年，工业企业结构调整专项资金的总规模将超过1000亿元。
2016年2月5日	国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	从2016年开始，用3年至5年的时间，退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，全国所有煤矿执行276个工作日生产。
2016年2月29日	人社部：钢铁煤炭去产能涉及180万职工分流安置	中央财政将拿出1000个亿奖补资金，主要用于职工的安置。同时，失业保险和就业专项资金对其中符合条件也要予以相应支持。共涉及到180万职工的分流安置，其中煤炭系统130万人，钢铁系统50万人。
2016年4月5日	发改委、人社部、国家能源局和国家煤炭安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以0.84（276天除以原规定工作日330天）的系数后取整，作为新的合规生产能力。
2016年4月14日	国土资源部：《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	对钢铁、煤炭行业新建项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目，一律不予受理用地预审。
2016年4月15日	安监局《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	坚持淘汰落后产能和遏制重特大事故相结合、化解过剩产能和提高安全生产保障能力相互促进、产业结构和安全生产要素同步优化、行业发展水平和夯实安全生产基础同步提高的原则
2016年4月21日	央行、银监会、证监会、保监会联合印发《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	支持企业在资本市场融资和兼并重组鼓励证券公司、资产管理公司、股权投资基金以及产业投资基金等参与企业兼并重组；加快股债、债债结合产品和绿色债券创新。
2016年5月10日	财政部：《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》	明确中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，规模1000亿元，按照“早退多奖”的原则，分为基础奖补资金（80%）和梯级奖补资金（20%），由地方和央企主要用于国有企业职工分流安置，也可统筹用于符合条件的非国有企业职工分流安置。

来源：政府官网等、中泰证券研究所

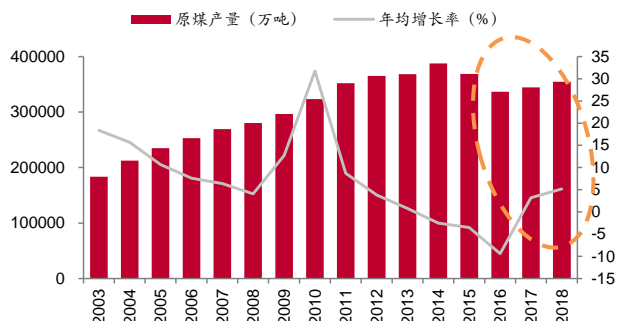
- 2016-2018 三年淘汰落后产能合计约 7 亿吨。**得益于部级联席会议推动、督察组的密集督查、违法违规矿的专项治理及奖补资金的推动，2016 年煤炭去产能任务提前超额完成，共淘汰落后产能 2.88 亿吨，2017 年完成任务 2.5 亿吨，2018 年预计完成 1.5 亿吨，5 年计划的大部头在前三年基本上得以完成落地。

**图表 63: 2016 年开始煤炭落后产能加速淘汰 (亿吨)**


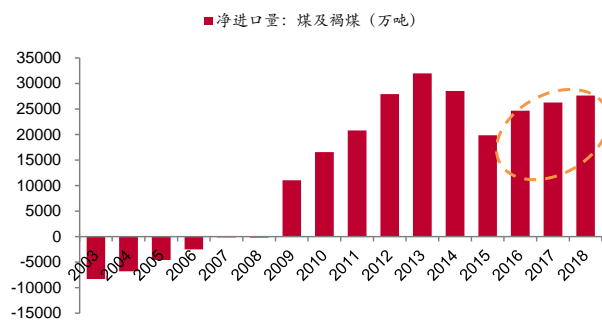
来源：工信部、中煤协、中泰证券研究所

- 煤炭产量释放缓慢。**随着煤炭行业大幅淘汰落后产能，违法及超产矿的生产得到有效抑制，2016 年整个行业产量明显回落，该年产量为 33.6 亿吨，同比大幅下滑 9.4%，虽然在政策鼓励下优质产能加速释放，但受制于行业固定资产投资不足以及企业对中长期悲观需求预期，2017 年起原煤产量缓慢释放，整体仍在预期之内，2017 年、2018 年产量分别为 34.5 亿吨、35.5 亿吨，同比分别+3.2%、+5.2%。
- 进口煤量大幅上涨。**由于国内煤炭产量释放缓慢，进口煤的补充地位有

所提升，2016-2018 年进口煤量持续增加，2016、2017、2018 年煤炭进口量分别为 2.6/2.7/2.8 亿吨。

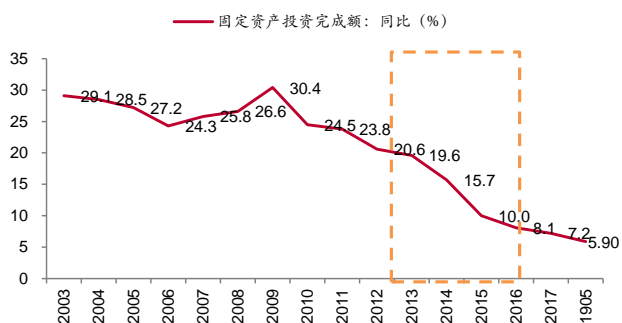
**图表 64: 2016-2018 年原煤产量缓慢回升**


来源: wind、中泰证券研究所

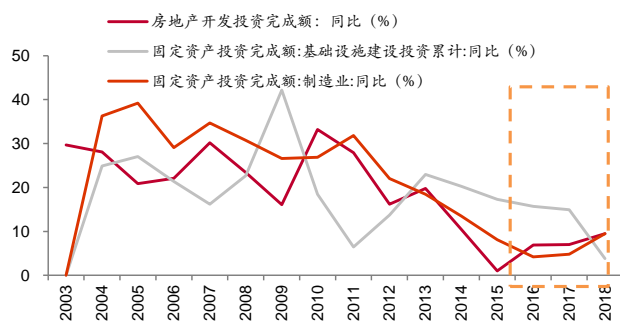
**图表 65: 2016-2018 年煤炭净进口量持续增加**


来源: wind、中泰证券研究所

- **经济增速新常态，地产和制造业投资持续回升。**2016-2018 年均 GDP 增速降至 6.7%，相比 2012-2015 年均增速 7.5%，略有下滑，国内经济增长进入中高速的新常态。2016-2018 年均工业增加值增速降至 6.3%，较 2012-2015 年均增速 8.5%，也有所回落。
- 从投资端来看，2016-2018 年国内固定资产投资年均增速为 7.1%，低于 2012-2015 年均增速 16.5%。其中，房地产投资年均增速 7.8%，低于 2012-2015 年均增速 11.9%，基建投资年均增速 11.5%（2018 年数据不含电力），低于 2012-2015 年均增速 18.6%，制造业投资年均增速 6.2%，低于 2012-2015 年均增速 15.5%。但是，我们看到在 2016-2018 年，房地产投资增速分别为 6.9%、7.0%、9.5%，制造业投资增速 4.2%、4.8%、9.5%，房地产、制造业等固定资产投资增速持续回升。

**图表 66: 2016-2018 年城镇固定资产投资增速年均降至 7.1%**


来源: wind、中泰证券研究所

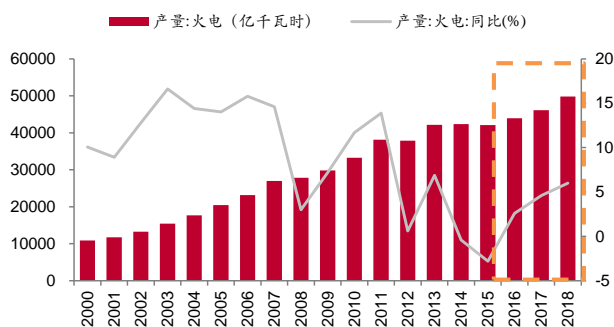
**图表 67: 2016-2018 年房地产、制造业等固定资产投资增速持续回升**


来源: wind、中泰证券研究所

- **火电、生铁、水泥等产量增速有所上升。**煤炭下游主要需求产业火电、生铁、水泥等产量增速呈现上升态势，2016-2018 年火电、生铁、水泥产量年均增速分别为 4.4%、1.83%、1.77%，相较 2012 年-2015 年年

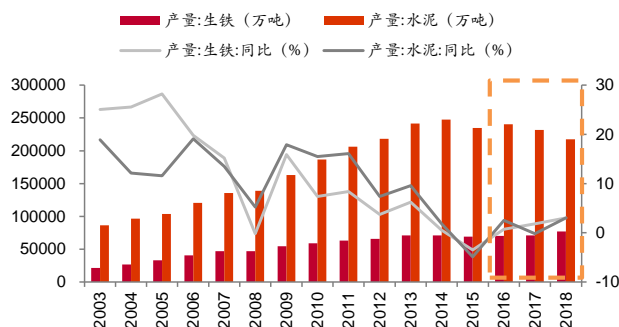
均增速 1.1%、1.73%、3.47%，呈现一定的回升。

**图表 68: 2016-2018 火电产量平均增速升至 4.4%**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 69: 2016-2018 生铁产量增速回升至 1.83%**

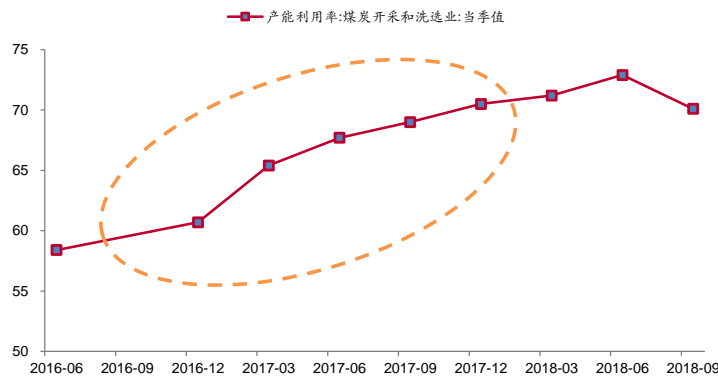


来源: wind、中泰证券研究所

### 煤价复盘: 行业产能利用率回升, 价格回升至中高位

- **供给侧改革下煤炭行业产能利用率逐步回升。** 无形的手叠加有形的手, 2016 年以来煤炭行业加快了落后产能的淘汰, 在下游需求相对平稳的背景下, 行业产能利用率得到有效提升, 煤价迅速企稳回升, 盈利能力快速好转。煤炭行业产能利用率从 2016 年 6 月份的 58.4%, 提升至 2018 年 6 月的 72.9%。

**图表 70: 供给侧改革下煤炭行业产能利用率逐步回升**

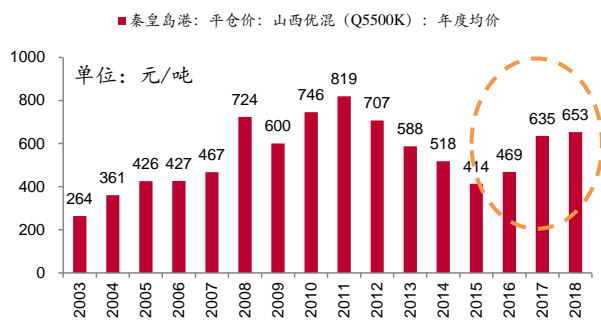


来源: wind、中泰证券研究所

- **价格中枢上移。** 2016 年下半年以来, 煤价迅速企稳回升, 截至 2018 年煤炭价格始终在中高位运行, 2016/2017/2018 年动力煤平均价格分别达到 469、635、653 元/吨, 相比 2015 年 414 元/吨的均价实现了明显上涨。
- **行业盈利能力大幅回升。** 由于煤价的回升, 行业盈利能力持续恢复, 行业销售利润率 2016/2017/2018 年平均分别为 1.68%、11.25%、13.05%, 2018 年的利润率水平介于 2011 年与 2012 年之间, 行业利润率高位持稳且产出有所增加, 行业利润总额呈现不断上涨的态势, 从 2016 年 1091 亿元大幅提升至 2018 年 2888.2 亿元, 介于 2012 年与 2013 年之间。
- **行业资产负债率下滑。** 随着行业供需格局逆转, 尤其 2016 年三季度以

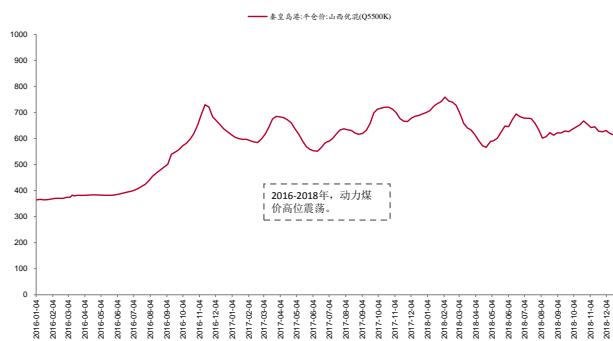
后煤价上升显著，资产负债率开始逐步回落。截至 2018 年 12 月，煤炭行业平均资产负债率降至 65.7%，相对 2016 年 4 月高点 70.2% 下降了接近 4.5 个百分点，供给侧改革成果显著。

**图表 71：2016-2018 年煤价中枢整体上移**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 72：2016-2018 年煤价中高位震荡**



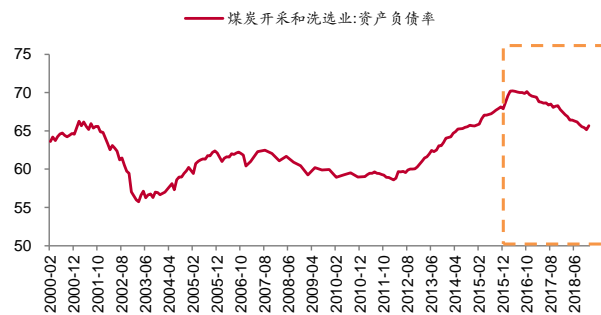
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 73：2016-2018 年行业利润率达到较高位置**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 74：2016-2018 年行业资产负债率持续下滑**



来源：wind、中泰证券研究所

### 煤炭股复盘：两次绝对收益，皆主要来自盈利端的推动

- 从煤炭股的表现来看，2016 年至今，煤炭股有两次明显上涨的时期，分别为 2016 年 6 月至 2016 年 11 月、2017 年 5 月至 2017 年 9 月，煤炭开采 II (申万) 指数涨幅分别为 42%、35%。相对大盘，煤炭股取得一定的相对收益，2016 年 1 月至 2017 年 9 月，煤炭开采 II (申万) /wind 全 A 点数区间内上涨 37%。
- 从驱动因素来分析，结合具体煤炭标的，在这两次绝对收益区间内归属母公司股东净利润 (TTM) 分别上涨了 1184%、18%，PE 估值 (TTM) 分别下降了 89%、上涨 8%，可以看出两个区间内的煤炭股上涨，主要是来自盈利端的推动。对于股价的上涨，在第一个收益区间内，盈利端贡献 108%，估值贡献-8%，在第二个收益区间内，盈利端贡献 69%，估值贡献 31%。



**图表 75: 煤炭板块上涨归因分析 (2016 年-2018 年)**

上涨阶段	时间区间	成分股	区间归母净利润 (TTM) 增长率	估值 (TTM) 增长率	行业指数增长	股价上涨分析
六	2016/6/14-2016/11/14	26家2016年以前上市的煤炭股	1184%	-89%	42%	盈利端贡献108%, 估值端贡献-8%
七	2017/5/11-2017/9/13	26家2016年以前上市的煤炭股	18%	8%	35%	盈利端贡献69%, 估值端贡献31%

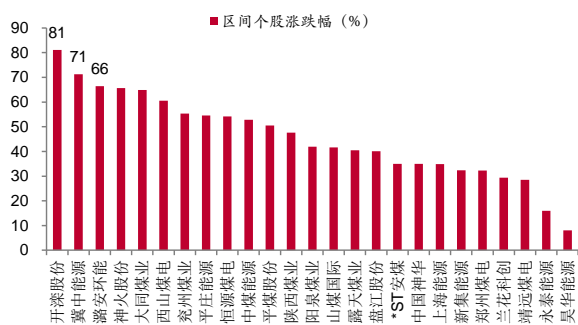
来源: 中泰证券研究所

■ **煤炭股取得绝对收益和相对收益原因分析。** 供给侧结构性改革, 加快了行业落后产能的出清, 行业产能周期拐点加速向下, 在下游需求相对稳定的条件下, 煤价出现了快速上扬的态势, 煤炭企业的盈利水平大幅好转, 但是市场担忧周期行业需求端的持续性, 大幅压缩了周期股的估值水平, 好在, 上市公司业绩的增长速度明显大于估值的回落速度, 供给侧改革背景下煤炭股取得了不错的绝对收益和相对收益。

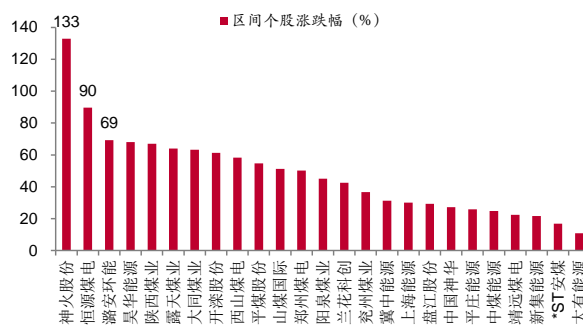
■ **领涨公司分析:**

■ (1) 在 2016 年 6 月至 2016 年 11 月的上涨区间内, 以开滦股份、冀中能源、潞安环能、神火股份 (主要弹性是铝产品)、西山煤电等为代表的冶金煤标的涨幅居前, 正如前面分析, 冶金煤价格传导机制顺畅, 煤价弹性以及上市公司的业绩弹性相对更大, 市场主要焦点也在它们身上。在该区间内, 领涨股主要得益于盈利端的推动, 如潞安环能归母净利润 (TTM) 增长了 1990%, 但 PE (TTM) 下降了 92%, 对于股价的上涨, 盈利端贡献 105%, PE 估值端贡献-5%。

■ (2) 但是在 2017 年 5 月至 2017 年 9 月的上涨区间内, 上市公司业绩开始逐渐兑现的背景下, 则以神火股份、恒源煤电、潞安环能、陕西煤业等为代表的个股取得了更高收益, 这类个股普遍特征是业绩释放能力强, 估值水平更低。在该区间内, 领涨股普遍受到盈利端和估值端的双重推动, 如潞安环能归母净利润 (TTM) 增长了 37%, PE (TTM) 也上涨了 24%, 对于股价的上涨, 盈利端贡献 60%, PE 估值端贡献 40%。

**图表 76: 煤炭个股涨跌幅 (2016.6-2016.11)**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 77: 煤炭个股涨跌幅 (2017.5-2017.9)**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 78: 煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析 (2016.6-2016.11)**

领涨股名称	时间区间	区间归母净利润 (TTM) 增长率	PE估值TTM增长率	区间个股涨幅 (%)	股价上涨归因
开滦股份	2016/6/14-2016/11/14	扭亏为盈	-	81%	盈利端正贡献
冀中能源	2016/6/14-2016/11/14	-31%	155%	71%	盈利端贡献-25%, PE估值端贡献125%
潞安环能	2016/6/14-2016/11/14	1990%	-92%	66%	盈利端贡献105%, PE估值端贡献-5%

来源: 中泰证券研究所

**图表 79：煤炭板块上涨阶段的领涨股归因分析（2017.5-2017.9）**

领涨股名称	时间区间	区间归母净利润（TTM）增长率	PE估值TTM增长率	区间个股涨幅（%）	股价上涨归因
恒源煤电	2017/5/11-2017/9/13	43%	33%	90%	戴维斯双击，盈利端贡献57%，PE估值端贡献43%
潞安环能	2017/5/11-2017/9/13	37%	24%	69%	戴维斯双击，盈利端贡献60%，PE估值端贡献40%
昊华能源	2017/5/11-2017/9/13	20%	40%	68%	戴维斯双击，盈利端贡献33%，PE估值端贡献67%

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

- **（1）经济增速不及预期风险。**国内经济去杠杆，为的是防范化解重大风险，但是压缩了货币与财政政策空间，同时与美国贸易摩擦，都有可能引发国内经济需求不及预期的风险。
- **（2）政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **（3）可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

**■ 投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。