



朱洪波
021-53519888-1912
Zhuhongbo@sigchina.com
执业证书编号: S0870209070157

基本数据 (Q1Y10)

报告日股价 (元)	8.37
12mth A 股价格区间 (元)	7.60/14.40
总股本 (百万股)	629
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	5,266
每股净资产 (元)	2.74
PBR (X)	3.05
DPS (Y09, 元)	无

主要股东 (Q1Y10)

郑煤集团	52.62%
社保 602	0.36%
王林怀	0.21%

收入结构 (Y09)

物资流通	68.39%
煤炭	27.61%
电力	3.31%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZHB10—CT03

基本面有支撑、静待资产注入

主要观点:

区域内需求旺盛, 2010 年煤价 YOY 增长 9%, 遗憾产量无增

公司生产贫瘦煤, 河南、湖北和湖南三地的电厂和水泥厂是其需求主力。2010 年区域内煤炭缺口 2,576 万吨。煤价恢复到相对高位, 我们预计 2010 年公司煤价 430 元, YOY 增长 9%; 因公司没有新矿井开采, 既有矿井资源量有限, 产量不会有增长。

房地产业务 2010 年开始贡献正收益, 预计净利 2900 万

08、09 年房地产业务均录得小幅亏损, 究其原因是产品低价售于内部职工。现在开始全面市场化, 我们预计 10 年公司销售均价 4000 元/平方 (内有小部分职工优惠), 税后净利润 2900 万。2011 年公司销售价格完全市场化, 预计 4200 元/平方。

资本支出减少, 自由现金流转正

我们预计 2010 年资本支出将下降到 4 亿元, 同时受煤价上升影响, 公司经营现金流会有较大幅度增长, 预计达到 8 亿元, 2010 年自由现金流转正达到 4.35 亿元。

静待资产注入大幕重新开启

阻碍 08 年资产注入的因素大部分已经消除, 仅余杨河煤业控制权争端。当下煤炭股价低迷, 正是资产注入良机。09 年郑煤集团权益产量 1,836 万吨 (含上市公司), 郑州煤电产量 481 万吨, 是后者 3.8 倍, 同业竞争亟待解决。郑州煤电现有资源有限, 米村煤矿资源近枯竭, 产量将曾逐年下降趋势, 需要大股东支持其后续发展。

■ 投资风险:

1、资源税开征风险 2、宏观经济调控风险 3、安全事故风险 4、资产注入时间不确定

给予“跑赢大市”评级: 煤炭景气持续, 资产注入预期, 给予“跑赢大市”评级。

投资总结

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	4,539	6,184	6,321	6,588	6,862
变化 (%)	23	36	2	4	4
净利润 (百万元)	119	115	157	217	297
变化 (%)	-54	-4	37	38	37
每股收益 (元)	0.19	0.18	0.25	0.34	0.47
变化 (%)	-54	-4	37	38	37
市盈率 (倍)	44	46	33	24	18
每股经营性现金流 (元)	1.10	0.26	1.27	1.07	1.34
股价/经营性现金流 (倍)	8	32	7	8	6
EV/EBITDA (倍)	25	24	18	15	12
每股红利 (元)	0.10	0.00	0.10	0.10	0.10

报告目录

一、估值分析	4
二、郑州煤电——富豪家的穷公子	5
1、郑州煤电资源储备有限,煤炭产量有减无增.....	5
2、大股东郑煤集团资源储备丰富.....	5
3、区域内交通发达、运输便利.....	6
三、煤炭产品供给和需求分析	7
1、河南、湖北和湖南电厂和水泥厂是需求主力.....	7
1) 三省火电耗煤分析.....	7
2) 水泥生产的耗煤状况.....	8
2、三个省区的原煤产量分析.....	9
3、煤价保持高位运行、毛利率回升.....	9
四、房地产 2010 开始贡献正收益	10
1、08、09 年服务内部人,房地产录得微亏.....	10
2、10 年房地产恢复正常盈利.....	11
五、电力业务亏损加剧、铁路运输减亏	12
六、静待资产注入大幕重启	12
1、资产注入迫在眉睫之原因.....	12
1) 08 年资产注入未成功,但趋势已定.....	12
2) 受制同业竞争,资本平台作用未充分发挥.....	12
3) 河南省国资委主导旗下企业整合.....	13
4) 经营业绩落后于省内其它两家煤炭上市公司.....	13
2、08 年资产注入失败原因剖析.....	14
3、资产注入障碍大部分已清除、杨河煤业留悬疑.....	14
1) 解除和中国煤化合作、曲线注入质疑解除.....	14
2) 杨河煤业控制权争端尤在.....	15
4、资产注入对价和时间点讨论.....	15
5、资产注入对公司未来业绩影响讨论.....	17
七、商品价格预测说明和财务状况分析	18
1、煤炭和房地产价格预测说明.....	18
2、现金流和利润率.....	18
八、整个市场与煤炭板块讨论	19
九、投资风险分析	20
表汇总	
表 1: DCF 估值关键假设.....	4
表 2: DCF 折现价值.....	4
表 3: 郑州煤电的煤炭和电力资产.....	5
表 4: 河南资源整合主体列示.....	6
表 5: 火电耗煤量计算.....	7
表 6: 水泥生产耗煤量计算.....	8
表 7: 三个省区原煤产量及预测.....	9
表 8: 其它煤炭企业资产注入评估溢价.....	16
表 9: 拟注入资产的变化.....	16
表 10: 拟注入股权对应标的介绍.....	17

表 11: 08 年时间点资产注入对上市公司的影响	17
---------------------------------	----

图汇总

图 1: 郑州贫瘦煤车板价	9
图 2: 秦皇岛港口价格	9
图 3: 煤炭生产成本	10
图 4: 煤炭毛利率	10
图 5: 阳光花苑外售价格	11
图 6: 净利率对比	14
图 7: 摊薄 ROE 对比	14
图 8: 现金流	18
图 9: 毛利率与净利率	18
图 10: 上海 A 股 PE	19
图 11: 煤炭板块 PE	19

一、估值分析

公司煤炭业务景气持续，同时房地产业务已恢复正常，开始贡献利润。我们预计公司 2010 年 EPS0.25 元，采用绝对估值方法公司合理价值 12.20 元，对应 2010 年 PE48.8 倍，这个估值水平远高于可比公司的 2010 年整体 PE13 倍。我们分析认为有两个原因：1、煤炭板块价值被低估。2、PE 估值未反应公司未来自由现金流变化，低估公司长远价值。

08 年失败的资产注入必将重启，我们认为其主要障碍业已清除，矛盾核心应在杨河煤业控制权上，09 年郑煤集团权益产量 1836 万吨（含上市公司），为上市公司 09 年 481 万吨的 3.8 倍，一旦资产注入将大大提升公司的盈利能力。

同时大股郑煤集团又是郑州地区煤炭资源整合的唯一主体，其取得的煤炭资产亦有可能注入上市公司。

结合公司基本面以及资产注入预期，我们给予公司“跑赢大市”评级，6-12 个月目标价 12.20 元，对应 10、11 年 PE48.8 倍和 35.9 倍。

表 1: DCF 估值关键假设

无风险利率	5.00%
权益资本溢价	5.00%
贝塔值	1.36
权益成本	11.80%
税后债务成本	5.50%
债务/总资本	20%
WACC	10.54%

数据来源：上海证券研究所预估

表 2: DCF 折现价值

单位：百万元	FY10E	FY11E	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
FCFF	435	302	465	535	615	708	814	936	1,076
FCFF 折现	435	273	381	396	412	429	446	464	483
2018 之前折现合计	3,719								
永续终值@2%	5,540								
企业价值	9,260								
净现金	(113)								
权益价值	9,147								
每股价值	12.20								

数据来源：上海证券研究所预估

二、郑州煤电——富豪家的穷公子

1、郑州煤电资源储备有限,煤炭产量有减无增

郑州煤电主营煤炭开采,同时拥有电力、贸易和房地产业务,公司利润核心来源于煤炭开采,从 09 年收入结构看,煤炭收入仅占 27.6%,确贡献超过 100%的收益。09 年公司原煤产量 481 万吨,占 09 年河南省 23,037 万吨的 2.1%,在河南 A 股上市的三家煤炭公司中处于末席,平煤股份 09 年 3740 万吨、神火股份 09 年 572 万吨;郑煤集团 09 年原煤权益产量 1,836 万吨(包含上市公司),占河南省 8%;占郑州地区 6660 万吨的 27.6%。

郑州煤电有三对矿井,米村煤矿、超化煤矿、告成煤矿,煤质为优质动力煤,热值在 5800—6000 大卡,和集团矿井煤炭产品处于同一个销售平台,主要供应河南、湖北、湖南等地电厂,水泥厂等。

由于没有新增矿井,并且现有 3 个在产矿井中,米村矿(120 万吨/年)资源近枯竭,超化矿(230 万吨/年)可采年限较短,因此煤炭产量非但没有增长,产量将逐步减少。

表 3: 郑州煤电的煤炭和电力资产

矿井名称	地点	产量(万吨)	权益	可采年限(年)	煤炭种类
米村煤矿	郑州新密	120	100%	近枯竭	贫瘦煤
超化煤矿	郑州新密	230	100%	15	贫瘦煤
告成煤矿	郑州登封	130	100%	95	贫瘦煤
电厂	地点	装机容量	权益	发电量	电价(税后)
东风电产	郑州新密	2X25MW	100%	4 亿千瓦时	0.438

数据来源:公司年报,上海证券整理

2、大股东郑煤集团资源储备丰富

郑州包括荣巩、登封、新密、新郑、三李五个矿区,查明资源储量 53 亿吨,保有资源储量 46 亿吨,其查明和保有资源储量均处于河南省第一位,煤炭种类以无烟煤和贫瘦煤为主。

郑煤集团是郑州矿区内的唯一大型国有煤炭生产企业,并且是郑州矿区内唯一的资源整合主体,09 年产量 1836 万吨(权益产量),占 09 年郑州地区 6660 万吨的 27.6%。

在四大煤田之一的新密煤田,已经探明的煤炭资源储量 24.48 亿吨中,郑煤集团占 16.96 亿吨,占 69.3%,新密市占 7.52 亿吨,占 30.7%。

在郑州地区除郑煤集团以外的大型煤炭生产企业较少,仅有国投新登(产能 170 万吨/年)少数等大型企业,其余多为要被整合之小煤矿。

表 4：河南资源整合主体列示

整合主体名称	划定整合矿区
中平能化集团	平顶山矿区、韩梁矿区、临汝矿区、禹州矿区、郑县矿区；
河南煤化集团	永夏矿区、鹤壁矿区、安阳矿区、焦作矿区、济源矿区、新乡矿区；义煤集团：义马矿区、陕浥矿区、新安矿区、偃龙矿区、宜洛矿区、汝阳矿区；
郑煤集团：	新密矿区、登封矿区、荥巩矿区、新郑矿区、三李矿区；
神火集团	永夏矿区、禹州矿区；
省煤层气开发利用有限公司：	可利用自身技术力量优势，兼并重组中小煤矿
整合时间表	
2010 年 2 月—3 月	调查全省境内所有煤矿现状、制定兼并重组方案
2010 年 4 月—2011 年 3 月	组织实施、资产评估，签订相关协议办理相关产权、证照变更或过户手续
2011 年 4 月—6 月	对兼并重组后的企业进行检查验收

数据来源：媒体报导，上海证券整理

2010 年河南煤炭资源整合：兼并重组目标是生产规模 15-30 万吨煤矿（含 15 和 30 万吨，不包括年生产规模 100 万吨以上煤炭企业所属矿井），2010 年整合目标：年底建成 3 个年产 5,000 万吨的特大型煤炭企业；省骨干煤炭企业控制的煤炭资源量占全省占用煤炭资源量的 85%以上，产量占全省总产量的 75%以上；单个矿井生产规模不低于 15 万吨/年。年生产规模 100 万吨以上的煤炭企业可兼并重组中小煤矿。兼并重组主体企业在所兼并重组煤矿中所占股权比例不得低于 51%。省骨干煤炭企业或年生产规模 100 万吨以上的煤炭企业已兼并重组的小煤矿原隶属关系不变。

郑州矿区的资源整合，由郑煤集团出面进行，已经同 124 对整合矿井签订了框架协议，截至 6 月底已经有 10 对矿井通过技改和验收。后续仍有大量矿井需要进行资源评估，决定对价，进行技术改造和验收。具体整合资源储量和矿井生产能力现在尚未清晰，但从当前郑煤集团产量仅占郑州地区产量 27.6%，可以知道整合资源潜力较大。

3、区域内交通发达、运输便利

郑煤集团和郑州煤电的矿井均处于郑州地区，铁路动脉京广线和陇海线在此交会，拥有 3 个铁路特等站，郑州北站是亚洲最大的列车编组站，郑州东站是全国最大的零担货物中转站，郑州车站是全国最大的客运站之一；郑州是全国 7 个公路主枢纽城市之一，国道 107 线和 310 线以及境内 18 条公路干线。通过京广线可以将煤炭运往华中和华南地区湖北和湖南等省的重点客户，通过陇海线运往华东地区，另外可以通过便捷的公路系统运送到客户。

三、煤炭产品供给和需求分析

1、河南、湖北和湖南电厂和水泥厂是需求主力

郑州煤电的煤炭和郑煤集团其它矿的煤炭产品同处于一个销售平台。煤质主要为贫瘦煤，热值在 5,800—6,600 大卡/千克，主要客户是河南、江西、湖北和湖南等地的电厂；主要大客户包括河南华能沁北电厂装机容量 240 万千瓦，目前新建 200 万千瓦，全部达产后总装机 440 万千瓦；南阳鸭河口电厂当前总装机 190 万千瓦，大唐信阳华豫电厂当前总装机 192 万千瓦；湖北省电厂主要包括国电长源荆门热电厂当前总装机 184 万千瓦，华能阳逻电厂总装机当前总装机 240 万千瓦，目标总装机 440 万千瓦；湖南省大唐湘潭发电厂当前总装机 180 万千瓦、大唐华银株洲电厂当前总装机 87 万千瓦、大唐耒阳电厂当前总装机 100 万千瓦；江西省包括九江电厂当前总装机 110 万千瓦，目标总装机 230 万千瓦等。郑煤集团（含上市公司）是上述这些企业的主要供应商之一，以上述企业当前总装机容量计算 1,523 万千瓦，按年发电 5,000 小时，每千瓦时 300 克标煤计算，折合年耗原煤 3,198 万吨。这些电厂在当初建厂设计时已经选定公司产品做为燃料，因此这些客户需求稳定，合作关系持久。

因郑州煤电产品主要销售于河南、湖南和湖北等省，我们重点研究三个省区的煤炭生产和销售状况，火力发电是最主要耗煤行业，其次水泥生产。

1) 三省火电耗煤分析

在预测电力装机容量和煤耗时，我们结合历史数据和 2010 年各省的政府工作报告，2006—2009 年间，湖南省火电装机 CAGR14.27%，河南省 CAGR 10.12%，湖北省 CAGR 12.13%。2005—2009 年间，湖南省火电发电量 CAGR11.4%，河南省 CAGR 9.7%，湖北省 CAGR7.9%；2010 年预测我们假设湖南和湖北省火电装机增长 10%，根据河南 10 年政府工作报告计算，当年装机增长 6.7%；2015 年预测我们假设自 2006—2015 年湖南、河南和湖北火电装机容量 CAGR 分别为 10%、10%和 9%；之所以有这样高的增长率，主要是考虑到东部产业转移带来的增量需求，湖北省增长落后于其它两省主要是因为当地煤炭资源有限，河南省承担部分电力输出任务，同时也符合煤炭就地转化的发展趋势。

表 5：火电耗煤量计算

火电装机容量（万千瓦）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2015E
湖南	1348	1431	1589	1748	1923	2511
河南	3847	4203	4355	4645	5017	7689
湖北	1304	1417	1637	1801	1981	2522
合计	6499	7051	7581	8194	8920	12722

火电发电量（亿千瓦时）

湖南	548	524	619	699	788	1055
河南	1829	1869	1953	2183	2358	3614
湖北	644	540	606	774	852	1084
合计	3021	2932	3177	3657	3998	5753

耗煤量(折合原煤, 万吨)

湖南	2638	2522	2979	3368	3797	5080
河南	8811	9003	9406	10516	11357	17204
湖北	3104	2599	2919	3730	4103	5162
合计	14553	14124	15304	17614	19257	27447

数据来源：中电联，上海证券整理及预测

2) 水泥生产的耗煤状况

下述计算为水泥生产过程中的直接煤耗，不包括电力折算的煤耗。08 年之前按照每吨水泥耗煤 180KG 计算，08 及其之后按照 150KG 计算。三个省区均是水泥生产和耗用大省，以 09 年为例河南省产量 1.17 亿吨，仅次于山东和江苏，居全国第三；三省合计产 2.62 亿吨占全国总产量 16.29 亿吨的 16.1%。三个省区城市化进程相对滞后，而且都是人口大省，其中河南省是全国人口第一大省，三个省区城市化进程中将生产和消费大量水泥，未来依然有较大增长潜力。

表 6：水泥生产耗煤量计算

水泥产量（万吨）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2015E
湖南	5,683.28	6,043.88	7,539.00	8,292.90	8,956.33	13,452.39
河南	9,471.36	10,227.04	11,710.67	12,647.52	13,279.90	19,554.12
湖北	5,638.85	6,169.31	6,983.77	8,031.34	8,834.47	10,179.57
合计	20,793.49	22,440.23	26,233.44	28,971.76	31,070.70	43,186.08
耗煤量(折合原煤, 万吨)						
湖南	1022.99	906.58	1130.85	1243.94	1343.45	2017.86
河南	1704.84	1534.06	1756.60	1897.13	1991.98	2933.12
湖北	1014.99	925.40	1047.57	1204.70	1325.17	1526.94
合计	3742.83	3366.03	3935.02	4345.76	4660.61	6477.91

数据来源：SXC0AL，上海证券整理及预测

从历史数据看 2002—2009 年，湖南、河南和湖北水泥 CAGR 分别为 16%、15% 和 13%；结合当下经济形式和前五个月产量数据，我们预计 2010 年 YOY 增长率分别为 10%、8% 和 15%；2011 年 YOY 增长率分别为 8%、5% 和 10%；湖北省水泥产量增速快于其它两省，主要因为其工业增长和基础建设速度较快有关，湖北省在投资上更为激进。我们假设 2002—2015 年湖南、河南和湖北 CAGR 分别为 13%、12% 和 10%。

2、三个省区的原煤产量分析

河南省是全国重要煤炭生产省份之一，以 09 年产量计算，排全国第四，占比 7.9%；而湖南和湖北相对缺乏煤炭资源，尤其是紧邻河南的湖北省，两省是河南煤炭南下的主要需求方。

2002—2009 年湖南、河南和湖北煤炭产量的 CARG 分别为 9.31%、12.80% 和 9.72%；我们判断煤炭产量较高增长阶段已经过去，我们预计未来几年三个省区的煤炭产量增速都将下降。

表 7：三个省区原煤产量及预测

时间	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2015E
湖南	5344	5414.9	5311.04	6879.98	7223.98	7585.18	7868.29
河南	18312	19287.2	20467.87	23037.92	23959.44	25157.41	26970.15
湖北	1117	1106.8	952.72	1399.45	1469.42	1542.89	1559.30
合计	24773.00	25808.90	26731.63	31317.35	32652.84	34285.48	36397.74

数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测

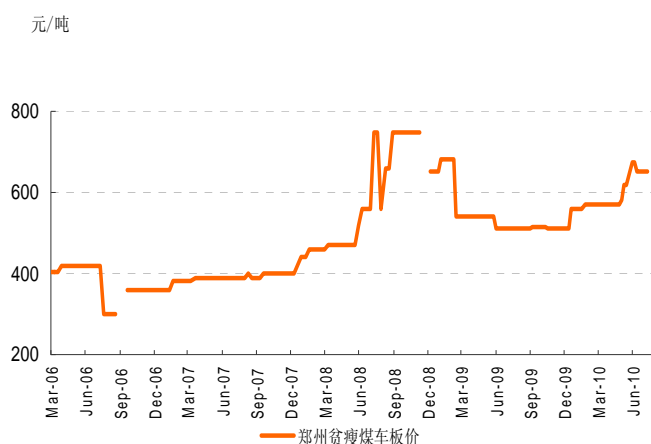
假设上述三省的电力耗煤比例和全国平均水平类似，为 50%，以 2010 年为例说明，三个省份火电耗煤合计 17,614 万吨，占总耗煤 50%，则总煤炭消费量 35,228 万吨，而三个省份 2010 年合计总产量 32,652 万吨，之间缺口为 2,576 万吨。

3、煤价保持高位运行、毛利率回升

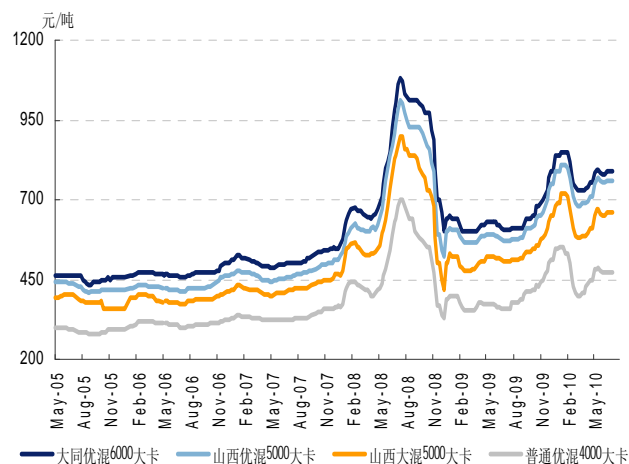
经济在经历危机后持续恢复，煤价亦从 09 年初的低谷逐步回升，目前保持历史相对高位，从下图秦皇岛港口价格可见。

受益经济大环境，郑州地区贫瘦煤价亦保持相对高位，另外从前面的需求分析中我们可以看到，区域内煤炭需求旺盛，存在一定需求缺口，这也反应在当前煤价之上。

图 1：郑州贫瘦煤车板价 图 2：秦皇岛港口价格



数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测



数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测

煤炭生产成本未有大幅增长，公司煤炭产品毛利率恢复上升。

图 3: 煤炭生产成本

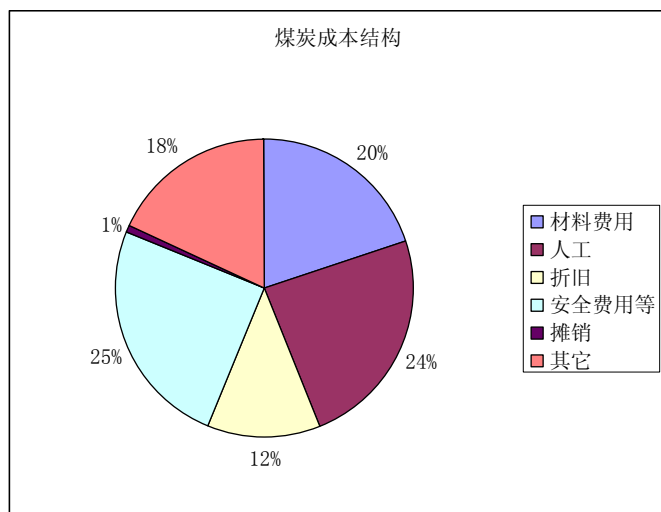
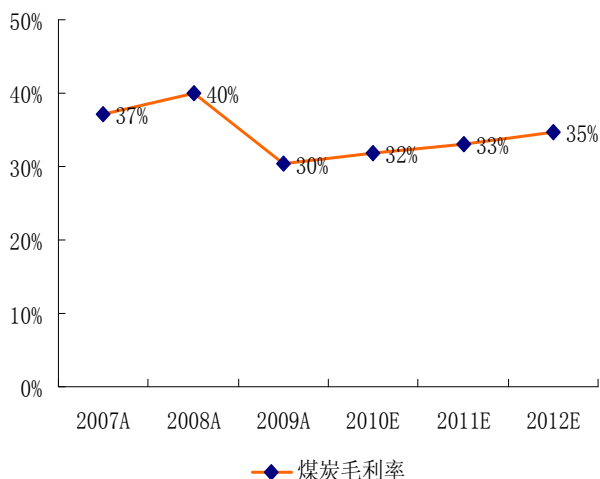


图 4: 煤炭毛利率



数据来源: 公司年报, 上海证券整理及预测

数据来源: 公司年报, 上海证券整理及预测

四、房地产 2010 开始贡献正收益

1、08、09 年服务内部人，房地产录得微亏

公司借用办公地点搬迁时机，（从新密市搬迁到郑州市区中原西路），在公司办公地附近取得了一块土地，用于解决职工住房，公司 06 年成立郑州煤电长城房地产开发有限公司成立，目前公司持有长城房地产（51%）、世纪长城置业持有（36%）、金苑置业（13%）。该小区开发楼盘名为阳光花苑，前后分为两期，其中一期住宅 1,896 套，建筑面积 103,696 平米，平均每套 55 平米，商用房 42 套，建筑面积 12,400 平米，一期在 2008 年 8 月 22 日取得预售许可证，内部配售给郑煤职工，价格在 3,500 元，低于市场价 1,000 元左右。阳光花苑的二期总住宅建筑面积 161,811 平米，总套数 1,791 户，平均每套 90 平米，其中 90 平米以下住房占开发建设总面积的 53.8%；二期开发分为两个阶段第一阶段，住宅建筑面积 73,865.9 平米，932 套，平均每套 79 平米，商用房 7,741.04 平米，5 套；二期第一阶段 932 套房源，在 09 年 9 月份取得预售许可证，目前基本已经销售完毕。二期第二阶段 859 套房源，住宅建筑面积 87,945 平米，平均每套 102 平米，预计在 8-9 月份开始销售。

由于阳光花苑第 1 期 1,896 套直接是内部职工认购，08 年 8 开售，收入应已经在 08 年和 09 年确认，第二期的第 1 阶段 932 套虽然对外开售，但仍然有相当比例由内部职工折扣认购。内部职工认购价 3,500 元/平米，较市场价折扣约 1,000 元。二期第 1 阶段部分房源收入应当已经在 09 年确认收入。从郑州煤电 08 年和 09 年年报中我们可以看到，子公司郑州煤电长城房产开发投资公司 08 年亏损 612 万，09 年亏损 759 万，由此我们可以推算 3,500 元/平米的均价使得公司略

有亏损，我们推断 3,600 元/平米均价将是房地产公司处于盈亏平衡点上。

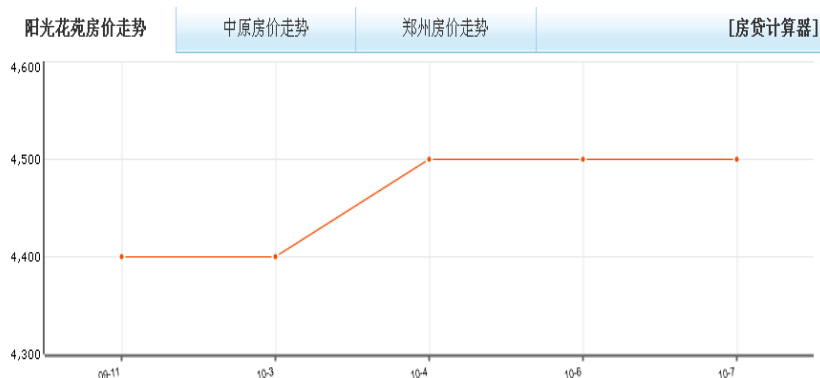
2、10 年房地产恢复正常盈利

从 09 年年报中，预收账款较 08 年增加 7.1 亿元，公司解释主要是子公司长城房地产开发公司预收房款增加所致。存货较 08 年增加 4.71 亿元，公司解释主要子公司长城房地产开发公司开发成本增加所致。结合公司是在 09 年 9 月份取得预售许可证，我们判断第二期第 1 阶段开发的住宅建筑面积 73,865.9 平米，932 套，平均每套 79 平米，商用房 7,741.04 平米，5 套；应该在 09 年没有结算，若按照住宅 4,000 元/平米，计算 2.95 亿元。若按 3,600 元/平米综合造价计算，其总成本 2.66 亿元。从比例上看 2.95 亿元/7.1 亿元，占 41.5%。2.66 亿元/4.71 亿元，占 56.5%；预计税后净利润 0.29 亿元。（商铺只租不售）

第二期第 2 阶段，二期第 2 阶段 859 套房源，住宅建筑面积 87,945 平米，平均每套 102 平米，预计在 8-9 月份开始销售。当前尚未取得预收许可证，公司声称二期第 2 阶段房源，将全部对外出售，我们预计这部分销售收入将在 10 年的预收账款中得以体现，确认收入要等到 2011 年年报，按照税后净利润 10% 计算，按照 4,200 元/平米计算，预计税后净利润 3,694 万元。

子公司长城房地产的后续土地储备有限，借公司搬迁之际从政府手上取得相对廉价土地行将开发完毕，未来依靠招挂拍取得土地储备。

图 5：阳光花苑外售价格



数据来源：搜房网，上海证券整理及预测

公司另有一间房地产开发子公司郑州鼎盛置业有限公司，权益 51%，主要开发郑州城中村改造项目。该公司成立于 08 年 3 月。2010 年 6 月该公司以每亩 134.6 万元价格取得了管城区尚庄城中村改造二期 269.95 亩土地，总价格 3.63 亿元，该项目用于建设住宅，预计开工建设时间为 2011 年 6 月，预计竣工时间为 2013 年 12 月。因此该

公司在未有商品房出售情况下，预计仍将处于微亏状态。

五、电力业务亏损加剧、铁路运输减亏

公司拥有 100% 权益的东风电厂，原有装机 4X25MW，年发电量 8 亿千瓦时，09 年中关停 2 台机组。电厂业务的独立核算，其采用外购煤发电，09 年毛利率-11%。

10 年仅余 2 台机组后，规模减少，同时下游电价无法提升，煤价保持高位，预计亏损会增加。

子公司河南郑新铁路有限责任公司，郑州煤电占权益 51%，中州铁路控股占 42.97%，河南铁路集团占 6.03%；拥有新郑至马寨段铁路权益，直线距离约 9 公里。08 年公司处于建造时期，09 年 4 月份开始通车运行，当年公司亏损 3,110 万。预计 2010 年可以做到亏损减少一半。

在对郑新铁路业务预测时，考虑到属于新增业务，收入等尚未有历史数据，信息披露不完善，同时该公司盈利对总体影响不大。我们预测时，并不将其并表，而是采用权益法，按郑州煤电的权益，将其归结在联营合营投资收益中。

六、静待资产注入大幕重启

1、资产注入迫在眉睫之原因

我们认为大股东资产注入已经是迫在眉睫的原因，主要有四点。1、经营效率落后于省内其它两家煤炭上市公司，同业竞争是其中的重要原因。在资本市场上，郑州煤电可谓起了个大早，赶了个晚集。2、公司在 08 年曾经尝试进行资产注入，未获成功，但整体煤炭资源上市已不可逆转 3、郑煤集团外部整合煤炭资源，需要郑州煤电这个融资平台，但因同业竞争无法有效发挥。4、河南省国资委的政策导向

1) 08 年资产注入未成功，但趋势已定

公司曾在 08 年尝试进行资产注入，当时待注入资产评估价值 35 亿元，发行价格每股 15.46 元，未获成功的原因是 1、媒体报道郑煤集团曲线资产注入，涉嫌利益输送。2、当时股价较高，并且股价处于下跌趋势之中，河南省国资委认为在该时点定向增发不划算。

2) 受制同业竞争，资本平台作用未充分发挥

郑煤集团外部整合煤炭资源，需要郑州煤电这个融资平台，但因

同业竞争无法有效发挥。

按照河南省规划郑煤集团是郑州地区煤炭资源整合的唯一主体，124 对矿井待整合，按照要求必须至少取得 51% 控股权，需要对其进行技术改造，待验收合格后方可投入生产。无论是取得控股权的对价，还是技术改造，都需要巨大资金。而上市公司郑州煤电是良好的资本平台，但因为有较严重的同业竞争，限制了这个资本平台作用。

郑煤集团只有依靠银行借款和发债来满足发展所需资金，09 年郑煤集团分别发行了 1 年期短债 10 亿元和 7 年期长债 10 亿元。另外银行也给予郑煤集团以巨额授信，仅建设银行就给予 73 亿元，因此郑煤集团完成资源整合资金并不缺乏，但后果是背负巨大的利息成本，10 年 1 季度仅利息支出就有 1.03 亿元。

从郑煤集团 2010 年 1 季度报告看，现金 47.40 亿元，短债 15.51 亿元，长债 44.62 亿元，权益 44.30 亿元，净负债率 29.2%，资产负债率 68.1%；1 季度郑煤集团亏损 7 亿元，亏损原因在于郑煤集团多元化策略中煤炭以往业务产能大量亏损。

3) 河南省国资委主导旗下企业整合

从最终实际控制人河南省国资委来讲，河南省国资委对旗下企业的整合从未停止，比较显著的例子有 1、平煤集团和神马集团合并成中平能化集团，平煤股份成为其唯一的煤炭业务平台。2、整合永煤集团、焦煤集团、鹤煤集团、中原大化集团、省煤气化集团创建河南煤业化工集团，永煤集团股份公司正在谋求整体上市。3、义煤集团借壳欣网视讯，将煤炭资产装入其中。

从上述事实中我们可以解读出四则讯息。1、河南省国资委期望组建大型煤炭集团，大吃小，强并弱。2、国资委支持煤炭资产证券化，达到保值和增值目的。3、若想避免被整合命运，只有放手一搏，义煤借壳欣网视讯避免了和郑煤集团整合的可能。4、上市公司将是整个集团唯一的煤炭资产平台。

4) 经营业绩落后于省内其它两家煤炭上市公司

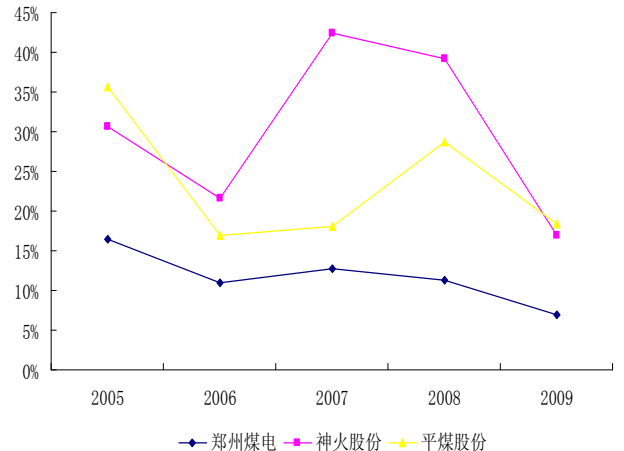
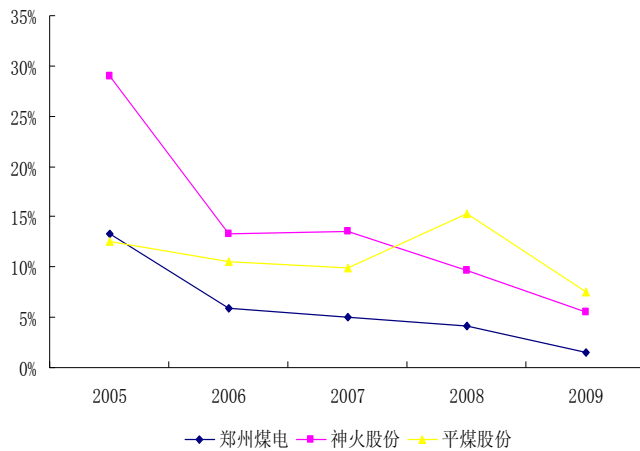
郑州煤电是 A 股中第一支国有煤炭上市公司（1998 年），但在毛利率和股东回报上要低于省内神火股份（1999 年）和平煤股份（2006 年），从下图中我们可以看到其在经营效率和股东回报上的差异。我们认为其中一个很重要的原因是郑州煤电不曾是郑煤集团的唯一煤炭业务平台，受大股东支撑不够。而神火股份和平煤股份均是其集团的唯一煤炭业务平台，只有平煤股份的大股东中平能化有一些煤电联营项目下的煤矿尚未装入上市公司。

而按照 09 产量计算，郑煤集团权益产量 1,836 万（包含上市公司），郑州煤电产量 481 万吨，可注入产能是当前郑州煤电产量的 2.8 倍。做为资源性企业公司郑州煤电在无法获得大股东的有效支持情况下，未有新资产可以开采，当前持有的矿井产量亦有衰减迹象，其中一对

主力矿井米村矿资源接近枯竭。

图 6: 净利率对比

图 7: 摊薄 ROE 对比



数据来源: 公司年报, 上海证券整理及预测

数据来源: 公司年报, 上海证券整理及预测

2、08 年资产注入失败原因剖析

公司曾在 08 年尝试进行资产注入, 当时待注入资产评估价值 35 亿元, 发行价格每股 15.46 元, 未获成功的原因是 1、媒体报道郑煤集团曲线资产注入, 涉嫌利益输送。2、当时股价较高, 并且股价处于下跌趋势之中, 河南省国资委认为在该时点定向增发不划算。

在 08 年郑州煤电资产注入计划公告后, 21 世纪经济报道曾经以《郑煤集团整体上市幕后疑云》质疑郑煤集团在将矿产资源注入前的匪夷所思行为, 1、先以矿产控制权 (赵家寨和白坪煤矿) 和中国煤化集团 (外资) 设立合资公司, 然后将合资公司的股权曲线注入到上市公司, 这样等于将部分矿产未来收益转移给予后期给了后期进入的中国煤化集团。2、杨河煤业控制权, 杨河煤业核心是旗下的裴沟煤矿, 最初郑煤集团 40%, 凯迪控股 30%, 中盈长江国际信用担保 30%, 其中凯迪电力和中盈长江是一致行动人。郑煤集团拥有优先购买权利, 但郑煤集团却放弃购买, 将控股权拱手想让, 同期以廉价将裴沟煤矿采矿权卖给了杨河煤业。目前杨河煤业股权情况是郑煤集团 40% 股权, 凯迪电力 60% 股权。

凯迪电力通过一系列资本运作取得杨河煤业 60% 控股权, 在 09 年报中提到维护公司在杨河煤业的影响力和控制权。

3、资产注入障碍大部分已清除、杨河煤业留悬疑

1) 解除和中国煤化合作、曲线注入质疑解除

2010 年 4 月 14 日郑州煤电公告称, 接大股东郑煤集团通知, 郑煤集团将解散和中国煤化集团合资注册的三家公司, 分别是中原煤

化、赵家寨化工和白坪物流。

2) 杨河煤业控制权争端尤在

尽管凯迪电力控股 60%，但对杨河实际影响力有限，郑煤集团依然控制着杨河煤业，从公司名称上可以看出端倪，杨河煤业正式名称依然是郑煤(集团)杨河煤业有限公司。凯迪电力和郑煤集团的争端尤在，09 年杨河煤业没有煤炭销售许可证，必须办理分公司，郑煤集团不同意办理。在凯迪电力 09 年年报中，并没有单独列示杨河煤业的利润状况。

09 年 6 月郑煤集团募集债券说明书中，对杨河煤业的表述是郑煤集团杨河煤业有限公司，控股权和表决权 40%，第一大股东，列为控股子公司。对于杨河煤业的控制权表述是郑煤集团 40%，凯迪控股 30%和中盈长江国际信用担保 30% 股权。而在 08 年郑州煤电公布的资产注入说明书上的表述是郑煤集团 40% 股权，凯迪电力 60% 股权。

杨河煤业的核心资产是裴沟煤矿，裴沟煤矿范围包括裴沟井田、杨河井田、和樊寨井田三个部分。凯迪电力 09 年报中提到围绕杨河煤业 31、42 采区接替，完成两个首采面安装，做好采区转移，提到加快樊寨井田开发（裴沟煤矿包括的三个井田之一）。而在 09 年郑煤集团募债说明书中提到，公司未来矿井投资中，裴沟樊寨矿可采储量 6245 万吨，设计产能 150 万吨，服务年限 40 年，贫煤，项目总投资 105000 万元，开工时间 2009 年，预计完成时间 2012 年，对于矿井介绍远较凯迪电力详细，该对矿井的控制权尚不清楚。

在 09 年报中凯迪电力提到加快选煤厂建设，09 年 10 月下旬项目所在地新密市才书面认可《洗选煤项目投资协议》，年报称力争 2010 年底实现选煤厂投产。该洗煤厂项目计划投资超过 2 亿元，在 08 年已经是当地政府重点工程，但迟迟不见开工，另外在 09 年郑煤集团募债说明书中也未提及该项目，在 08 年 8 月股份公司郑州煤电公告称出资 3000 万，占股权 50%，与凯迪电力一起组建郑州金信精煤有限公司进行选煤厂建设，并由郑州煤电并表。但在郑州煤电 08 和 09 年年报中均未提及该公司，在在建工程一栏中也未有该项目。根据最新的 2010 年郑州招商引资项目汇总表中我们又发现了该项目，投资方表述为凯迪电力和郑煤集团，但是建设项目选址意见书，建设用地规划许可证，建设工程规划许可证三类均为空白，而表上所列其它项目已有资料显示。

我们判断由于凯迪电力和郑煤集团之间的矛盾，洗煤厂和后续矿井建设均受到影响。

4、资产注入对价和时间点讨论

资本注入主要涉及两个问题，1、待注入资产价值评估，主要是土地使用权和采矿权的增值，因为 08 年已经做过类似尝试，这个过程

确定待注入资产对价。2、董事会公告确定定向增发的每股价格。

其中第一个阶段资产价值评估，相对比较客观，其溢价程度取决于土地使用权和采矿权增值。因完全是向大股东定向增发，因此确定每股价格尤为重要，一般是董事会决议前 20 个交易日平均价格，平均价格越低，对大股东越有利，在资产价格一定的情况下，可以获得更大份额股权。而当前煤炭股正处于价格低迷期间，因此在这个阶段进行资产注入对大股东颇为有利，大股东亦更有动力去做。

评估资产增值幅度是否合理，评判是否值得投资第一步。以往其它煤炭上市公司的资产注入有重要的参考意义。

煤炭上市公司资产注入评估增值率

表 8：其它煤炭企业资产注入评估溢价

参考对象	注入标的	评估增值率	交易方式	备注说明
恒源煤电	任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿、及煤炭生产辅助单位	95.57%	50% 现金、50% 股票	无
冀中能源	峰峰集团、邯矿集团和张矿集团	66.05%	股票收购	无
盘江股份	4 个煤矿及相关经营资产	301.84%	股票收购	大幅增值因最初账面价值中不包括四项采矿权和六宗土地使用权价格
平煤股份	二矿资产和 4 个公司股权	14.25%	现金收购	无

数据来源：公司报告，上海证券整理

盘江股份之所以资产评估增值幅度最大，主要原因是盘江集团最初的采矿权和六宗土地系划拨取得，其价值未记入账面价值。

第二点就是资产注入时间点和支付对价方式，对股东来讲通常来讲希望在股价低迷时刻注入可以获得更多股份，若完全是现金收购就不存在上市问题。对投资者而言，采用股票对价支付最为有利，减少上市公司的现金支出。

拟注入资产的变化

表 9：拟注入资产的变化

08 年拟收购资产	未来收购资产	变化原因	资产说明
郑煤集团煤炭业务相关资产	郑煤集团煤炭相关资产	不变	无
杨河煤业 40% 股权	杨河煤业 40% 股权	不变	有
赵家寨化工 51% 股权	新郑煤电 51% 股权	解除和中国煤化合作	有
白坪物流 51% 股权	白坪煤矿 51% 股权	解除和中国煤化合作	有
金龙煤业 70% 股权	金龙煤业 70% 股权	不变	有
教学二矿 51% 股权	教学二矿 51% 股权	不变	有
颖青化工 68% 股权	颖青化工 68% 股权	不变	有

数据来源：公司报告，上海证券整理

拟注入股权对应主要标的介绍

表 10: 拟注入股权对应标的介绍

煤矿	保有储量	可采储量	核定产能	煤质	法人主体	郑煤集团权益
裴沟煤矿	23466	16071	230	贫煤	杨河煤业	40%
赵家寨煤矿	38756	20424	300	贫煤	新郑煤电	51%
白坪煤矿	16440	11416	180	贫煤	白坪煤业	51%
金龙煤矿	19910	11180	180-200	贫煤	金龙煤业	60%
教学二矿	1254	999	46	贫煤	教学二矿	51%
化工	产能					郑煤集团权益
颍青化工	18 万吨合成氨、22 万吨尿素、6 万吨甲醇、4 万吨甲醛					68%

数据来源: 公司报告, 上海证券整理及预测

尽管当前我们无法准确知道注入资产的量, 但透过 08 年失败的资产注入, 一窥资产注入对上市公司的影响。

08 年时间点资产注入对上市公司的影响

表 11: 08 年时间点资产注入对上市公司的影响

项目	当前情况	收购注入资产后	增幅
可采储量 (万吨)	11, 437	71, 527	525. 40%
权益可采储量 (万吨)	9, 319	32, 597	249. 79%
年产量 (万吨)	530	1, 486	180. 38%
权益产量 (万吨)	422	806	90. 99%

数据来源: 公司报告, 上海证券整理及预测

5、资产注入对公司未来业绩影响讨论

在我们的业绩预测中, 我们并未考虑资产注入对公司业绩的影响。在这里我们简要讨论资产注入对公司影响, 这个影响主要体现在两个方面: 1、注入资产产量增加所带来的当期收益之增长, 主要是损益表中净利润变动。2、资产注入带来的可采储量增长, 关乎公司长远发展。

我们简要评估对注入当期收益的影响。假设 1、资产注入发生 11 年 1 月 1 日 2、资产注入评估价值较 08 年未有重大变化 3、郑煤集团所有在上市公司外的煤炭资产注入上市公司。

预计郑煤集团 2011 年权益产量 2545 万吨 (含上市公司), 郑州煤电 430 万吨, 则注入产量 2115 万吨, 按照 475 元/吨, 则总收入 100. 46 亿元, 按 10% 净利率计算, 对应净利 10. 05 亿元。

假设资产注入评估价值未有重大变化, 08 年初评估值 35 亿元, 按 ROE20% 回报计算, 2011 年初总价值约为 $35 \times 1. 728 = 60. 48$ 亿元。假设股价持续低迷, 公司注入对应每股价格 8. 5 元, 则增加股本 7. 115 亿股。

则 2011 年底, 注入资产盈利 10. 05 亿元, 郑州煤电自身盈利 2. 17 亿元, 总计 12. 22 亿元, 新增股本 7. 115 亿股, 加上原有 6. 29 亿股, 合计 13. 405 亿股, 对应 2011 年 EPS0. 912 元, 我们目标价格 12. 20

元，对应注入后 11 年 PE13.4 倍。

由上述分析可知，资产注入将显著改善公司的盈利能力，同时增加公司资源储量，提升公司价值，有利长远发展。

七、商品价格预测说明和财务状况分析

1、煤炭和房地产价格预测说明

受益经济增长，煤炭价格保持在历史相对高位，针对郑州煤电而言，区域内煤炭需求较为旺盛，我们预计公司 2010 年煤价 430 元/吨

公司的地产项目均在郑州市，郑州是河南省会，经济发展要好于省内其它城市，每年均有大量人口移居郑州，住房需求非常旺盛，考虑到房地产市场目前正受到政策调控，同时公司有小部分房源售于内部职工，我们预计公司 2010 年均价 4,000 元/平米。

2、现金流和利润率

07、08 年公司的净现金（现金 - 长债 - 短债 - 一年内到期长债）均为正数。09 年因为郑新铁路建设、地产开发等原因，债务增加，净现金变为负数，我们预计 2010 年仍然为负数，11 年开始转正。

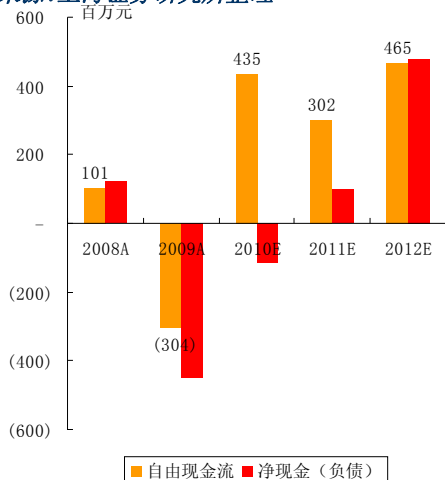
09 年受煤价下跌拖累，公司经营现金流出现较大幅度下滑，而同期郑新铁路建设，总资本开支较大（4.78 亿元），09 年自由现金流 -3.03 亿元，07 年和 08 年均为正数，我们预计 2010 年公司经营现金流会有较大幅度增长，同时资本开支减少到 4 亿元，我们预计 2010 年自由现金流为 4.35 亿元。

2010 年煤炭价格上升，房地产业务开始贡献收益，铁路运输减亏，表现在公司的毛利率和净利率均有小幅提升。

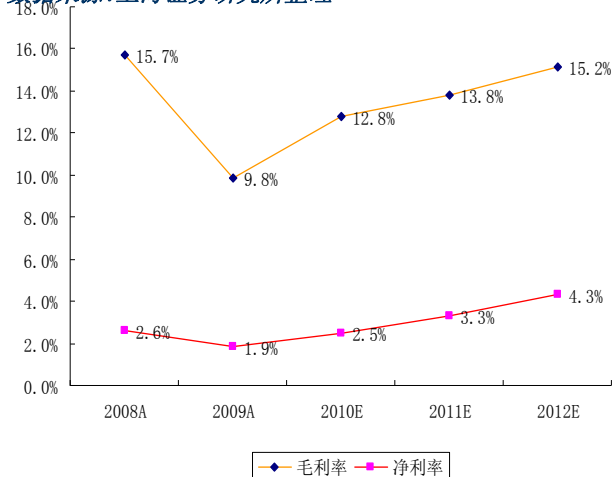
图 8：现金流

图 9：毛利率与净利率

数据来源：上海证券研究所整理



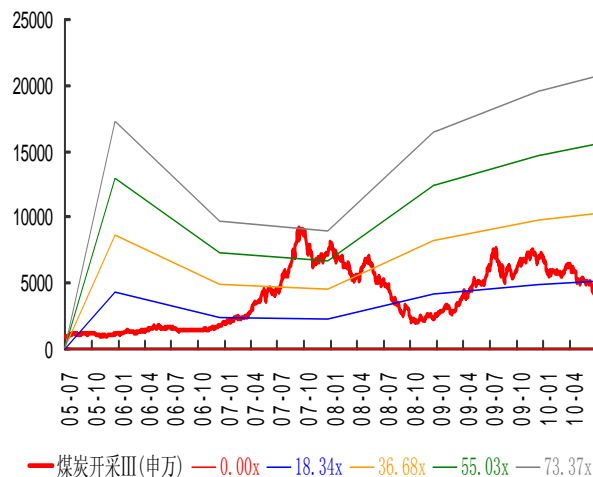
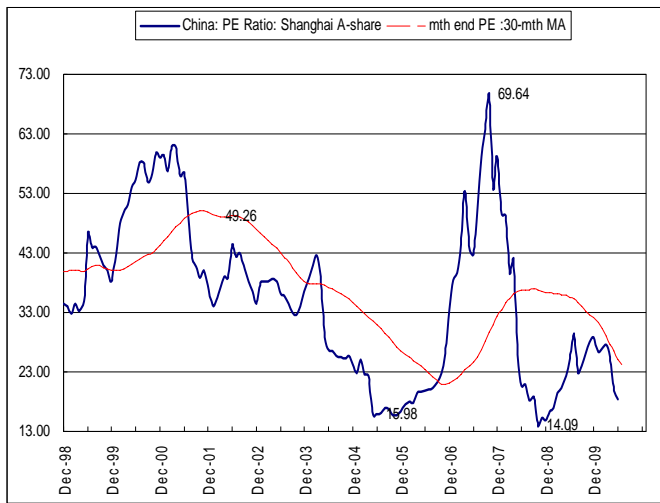
数据来源：上海证券研究所整理



八、整个市场与煤炭板块讨论

煤炭板块与整个市场表现紧密，具有更高贝塔值，我们简要探讨整体市场，从估值上看当前上海 A 股对应 19.16 倍 PE，30 个月移动平均 PE 25.10 倍，对应历史看上海 A 股并未出现高估。

图 10: 上海 A 股 PE 图 11: 煤炭板块 PE



数据来源:Wind 上海证券研究所整理计算

数据来源:Wind 上海证券研究所整理计算

煤炭板块在 05 年牛市开始初期 (05 年 7 月到 07 年 1 月), PE 水平低于 18.34, 另外在 08 年 7 月到 09 年 5 月这段时间低于 18.34 倍, 当下煤炭静态估值再次低于 18.34 倍, 未出现高估, 未来仍有提升空间, 因此煤炭股仍有投资价值。

九、投资风险分析

1、资源税从价征收风险

郑州煤电现有资源税 4 元/吨，按照 3% 从价税计征，我们预测减少公司每股收益 0.04 元，对公司盈利有重大负面影响。

2、宏观经济政策调整风险

煤炭需求与宏观经济关系密切，具有较强周期性。利率提升和信贷紧缩都会加深市场对产品需求前景的担忧，公司业绩将会受到影响，同时股价波动也会更剧烈。

3、煤矿事故风险

煤炭采掘属高风险行业，矿难将中断企业生产，赔偿、整改。若发生煤炭安全事故将会影响公司产量，即使神火股份保持安全生产，矿井所在地其它企业煤炭事故也会影响公司生产。

4、资产注入时间不确定风险

损益表(合并报表)

资产负债表

（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,539	6,184	6,321	6,588	6,862	流动资产					
营业成本	(3,826)	(5,576)	(5,511)	(5,677)	(5,822)	现金	1,000	964	1,152	1,213	1,522
营运成本	(518)	(418)	(537)	(560)	(583)	存货	756	1,227	1,213	1,249	1,281
营业税金及附加	(38)	(42)	(63)	(66)	(69)	应收票据	50	101	104	108	113
销售费用	(62)	(75)	(95)	(99)	(103)	应收账款	187	149	173	180	188
管理费用	(347)	(300)	(379)	(395)	(412)	预付账款	345	387	398	415	432
其它营运利润	(72)	(1)	(8)	-	3	其它流动资产	105	107	126	132	137
非营运利润	(9)	(34)	-	-	-	固定资产	1,526	1,991	1,958	2,036	1,942
财务费用	(23)	(17)	(45)	(38)	(31)	无形资产	157	134	110	86	62
税前利润	161	141	219	313	428	长期投资	373	233	340	264	274
所得税	(46)	(47)	(55)	(78)	(107)	其它长期资产	2	2	2	2	2
少数股东权益	4	21	(7)	(18)	(25)	资产合计	25	25	25	25	25
净利润	119	115	157	217	297	流动负债	4,525	5,318	5,602	5,710	5,979
EBITDA（扣除投资收益）	363	387	511	617	749	银行借款					
EBIT（扣除投资收益）	194	191	272	351	457	应付账款	579	685	585	485	385

应付票据	403	517	498	513	526
预收账款	415	45	45	47	48
其它流动负债	402	1,113	866	902	940
长期借款	1,358	1,190	1,102	1,135	1,164
其它长期负债	300	730	680	630	660
负债合计	-	-	-	-	-
股本	2,879	3,595	3,777	3,713	3,724
储备	629	629	629	629	629
股东权益	933	1031	1126	1280	1513
少数股东权益	1562	1660	1755	1909	2143
合计	85	63	70	88	113
营运资金	1,647	1,723	1,825	1,997	2,255
净现金（负债）	(556)	(209)	(497)	(513)	(527)
净负债（%）	121	(451)	(113)	98	477

主要财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
同比（%）					
毛利	(9)	(15)	33	13	14
EBITDA(扣除投资收益)	(21)	7	32	21	21
EBIT(扣除投资收益)	(48)	(2)	42	29	30
利润率（%）					
毛利	16	10	13	14	15
EBITDA(扣除投资收益)	8	6	8	9	11
EBIT(扣除投资收益)	4	3	4	5	7
其它（%）					
有效税率	28	34	25	25	25
派息率	53	0	40	29	21
平均净资产收益率	8	7	9	11	14
平均总资产收益率	3	2	3	4	5
利息覆盖倍数（倍）	8	12	6	9	15

现金流量表

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税前利润	161	141	219	313	428
所得税支出	46	47	55	78	107
折旧与摊销	169	196	239	266	293
营运资本减（增）	618	(347)	288	16	14
其它调整	(302)	125	-	-	-
经营现金流	691	163	802	673	842
资本支出	(607)	(478)	(400)	(400)	(400)
净投资	(2)	141	-	-	-
投资现金流	(609)	(337)	(400)	(400)	(400)
负债增长（减少）	309	266	(150)	(150)	(70)
权益增长（减少）	-	-	-	-	-
股利支出	(26)	(128)	(63)	(63)	(63)
财务现金流	283	138	(213)	(213)	(133)
自由现金流	101	(304)	435	302	465
现金增加（减少）	366	(36)	189	60	309

产品	1H10E	2H10E	1H11E	2H11E	1H12E	2H12E
煤炭						
商品煤销量 （万吨）	194	238	194	238	194	238
销 售 价 格 （元/吨）	430	430	475	475	520	520
单位成本	293	293	318	318	340	340
房地产						
结 算 面 积 （平米）	33,240	40,626	39,575	48,370	40,500	4,950
销 售 价 格 （元/平米）	4,000	4,000	4,200	4,200	4,500	4,500
单位成本	3,127	3,127	3,283	3,283	3,775	3,775

国际估值				EPS			PE		
股票名	代码	货币	股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E
COAL ENERGY	1898	HKD	10.2	0.59	0.74	0.88	17	14	12
YANZHOU	1171	HKD	15.62	0.84	1.48	1.73	19	11	9
SHENHUA	1088	HKD	29	0.53	1.91	2.13	55	15	14
香港市场均值							30	13	11
Bumi Resources	BUMI.JK	IDR	1900	102.	162	243.7	19	12	8
Peabody	BTU US	USD	43.13	1.66	3.08	4.65	26	14	9
Consol	CNX US	USD	37.08	2.95	2.91	4.19	13	13	9
Centennial	CEY AU	AUD	5.93	0.19	0.16	0.4	31	37	15
国际估值							22	19	10

数据来源：Bloomberg，上海证券研究所整理

国内市场估值				EPS			PE		
股票名	代码	货币	股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E
中国神华	601088.	CNY	21.77	1.52	2.05	2.46	14	11	9
中煤能源	601898.	CNY	8.66	0.50	0.70	0.85	17	12	10
兖州煤业	600188.	CNY	16.8	0.79	1.78	2.23	21	9	8
西山煤电	000983.	CNY	19.7	0.71	1.28	1.62	28	15	12
平煤股份	601666.	CNY	14.75	0.78	1.28	1.38	19	12	11
大同煤业	601001.	CNY	27.44	1.78	2.19	2.34	15	13	12
潞安环能	601699.	CNY	32.25	1.83	2.61	2.91	18	12	11
冀中能源	000937.	CNY	24.19	1.39	2.27	2.42	17	11	10
开滦股份	600997.	CNY	13.14	0.67	0.80	1.10	20	16	12
神火股份	000933.	CNY	17.08	0.57	1.19	1.66	30	14	10
国投新集	601918.	CNY	11.01	0.45	0.75	1.08	24	15	10
露天煤业	002128.	CNY	17.69	0.73	1.17	1.50	24	15	12
国阳新能	600348.	CNY	13.7	0.77	0.84	1.08	18	16	13
兰花科创	600123.	CNY	26.48	2.22	2.50	3.10	12	11	9
恒源煤电	600971.	CNY	22.28	1.41	1.85	2.23	16	12	10
盘江股份	600395.	CNY	18.46	1.01	1.28	1.89	18	14	10
均值							19	13	10

数据来源：公司报告，上海证券研究所整理及预测

分析师承诺

分析师：朱洪波

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。