

煤炭行业寻底系列报告之二

盈利距离底部还有多远?

● 12年以来煤炭行业盈利能力大幅下滑

13年前5月煤炭亏损面和毛利率分别为23.7%和22%，均为2001年以来最差水平。由于煤价下跌，预计2、3季度行业盈利继续回落。

● 产业链利润分配：12年以来煤炭盈利占比回落

04年至今煤炭盈利整体高于下游，但近期火电利润已明显超过动力煤，而焦煤盈利在煤焦钢产业链中占比下滑幅度不明显（产业链总体盈利大幅收窄）：（1）煤电网：盈利占比平均为53%，25%和22%。全产业链盈利自09年开始逐步上涨，其中12年和13年前5月利润同比涨幅分别为14%和9%，而其中煤炭盈利逐步下降，从12年61%下降至13年前5月的33%，发电和电网的盈利占比达到45%和22%；（2）煤焦钢：盈利占比平均分别为51%，4%和45%。全产业链的盈利自12年开始有明显下滑，12年和13年前5月同比分别下降36%和22%，同时13年1-5月煤炭行业盈利占比下降至58%。

● 国内企业 ROE 比较：煤炭低于火电高于钢铁，1 季度均大幅回落

从上市公司来看，自01年以来上游煤炭行业盈利能力总体超过中游电力、焦化和钢铁行业。其中，动力煤和火电行业平均年化 ROE 分别为14.84%和7.24%。而13年1季度动力煤和火电年化 ROE 分别为12.24%和12.40%，动力煤已经低于火电。而炼焦煤、焦炭和钢铁的平均 ROE 为18.88%、2.56%和9.36%，1季度回落至年化 ROE 分别为10.72%、4.64%和1.76%。

● 美国借鉴：煤炭平均盈利水平与国内相似，整体高于中游

由于能源结构以及市场化程度不同，美国上市公司煤电和煤焦钢盈利与国内有所区别。不过从盈利平均水平来看，99年以来美国煤炭、电力、焦化和钢铁行业的 ROE 平均分别为15.53%、15.13%、10.14%和15.58%，其中煤炭 ROE 与国内平均水平基本相当（国内动力煤为14.48%，焦煤为18.88%），而电力、焦化和钢铁行业 ROE 均高于国内平均水平。

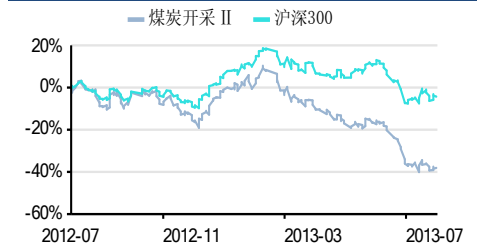
● 结论：盈利大幅低于均值，未来有望逐步回归

12年以来由于煤价下跌行业盈利大幅回落。从产业链来看：（1）煤电网：前5月煤炭行业利润占比在产业链中大幅回落，煤炭上市公司的 ROE 也低于火电行业，2、3季度下跌的趋势仍然延续，但历史以及美国的数据表明，煤炭作为上游资源行业 ROE 和利润占比均衡状态至少与火电持平，未来行业盈利能力向上空间大于向下空间；（2）煤焦钢：相比动力煤，炼焦煤在产业链中利润占比回落并不明显，但由于钢价下跌全产业链的盈利12年以来都有大幅收缩，未来回升与否取决于钢铁终端需求和钢铁的上涨幅度，不过由于煤种稀缺性，焦煤 ROE 水平中长期将回升至至少与动力煤持平的水平（12年和13年1季度低于动力煤）。

● 风险提示：经济增速继续下行，煤炭需求进一步低于预期。

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2013-07-28

相对市场表现



分析师：	安 鹏 S0260512030008
	021-60750610
	anpeng@gf.com.cn
分析师：	沈 涛 S0260512030003
	010-59136693
	shentao@gf.com.cn

相关研究：

煤炭行业寻底系列报告之一：	2013-07-14
市净率创新低，“破净”是否能上涨	
煤炭行业月度分析报告：煤价	2013-07-03
以弱势为主，关注季节性改善和供给收缩	
煤炭行业中报业绩前瞻：煤价	2013-06-27
下跌致2季度业绩环比继续大幅下跌	
煤炭行业下半年投资策略：需求难超预期，关注供给和领先指标变化	2013-06-25
煤炭开采行业：煤炭资源税从价计征影响几何？	2013-06-19
煤炭行业年报和1季度总结分析：12年盈利大幅回落，1季度环比改善	2013-05-06
煤炭行业跟踪报告：焦煤期货上市点评	2013-03-22

目录索引

12 年以来煤炭行业盈利能力大幅下滑	4
煤炭全行业：亏损面和毛利率降至 01 年水平	4
上市公司-煤电产业链盈利：火电明显上涨，电煤小幅回落	4
上市公司-煤焦钢产业链盈利：焦煤大幅回落，钢铁略有回升	5
产业链：煤炭盈利占比回落	6
煤电网：产业链盈利稳步提升，煤炭 12 年来占比逐步下降	6
煤焦钢：产业链盈利 12 年开始大幅下滑，煤炭占比也持续下降	7
国内上市公司：煤炭低于火电高于钢铁，1 季度均大幅回落	8
煤电：煤炭盈利平均水平高于火电，但 1 季度 ROE 已低于火电	8
煤焦钢：煤炭盈利一般高于钢焦行业，全产业链 13 年均大幅回落	10
美国上市公司：煤炭平均盈利水平与国内相似，整体高于中游	11
煤电：电力行业盈利基本稳定，煤炭行业波动明显	12
煤焦钢：煤炭 ROE 高于焦钢，12 年以来下滑明显	13
结论：盈利大幅低于均值，未来有望逐步回归	14
风险提示	15

图表索引

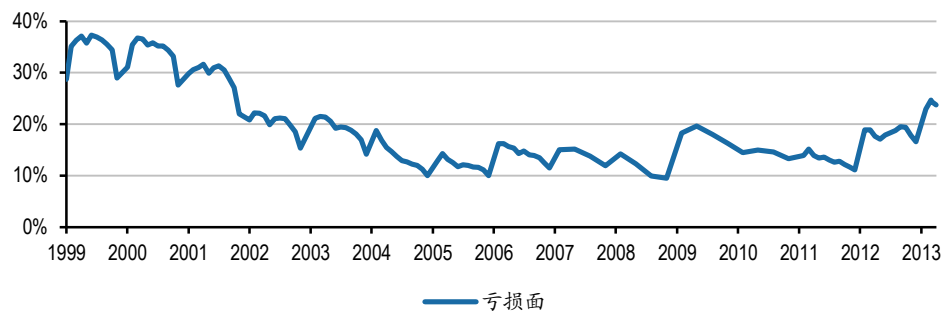
图 1: 13 年 1-5 月煤炭亏损面高达 23.7%，达到 01 年的水平	4
图 2: 2013 年 1-5 月毛利率为 19.8%，创历史新低	4
图 3: 煤电网产业链中煤炭盈利占比 12 年以来逐步回落	6
图 4: 煤电网产业链盈利 12 年和 13 年稳定回升	7
图 5: 煤焦钢产业链煤炭盈利占比小幅回落	8
图 6: 煤焦钢产业链盈利 12 年开始大幅下滑	8
图 7: 国内动力煤公司 ROE 一般高于火电，但 1 季度火电高于动力煤	9
图 8: 平均来看国内动力煤公司净利率也高于火电	9
图 9: 国内动力煤公司毛利率明显高于火电公司	10
图 10: 煤焦钢产业链中 ROE 煤炭几乎始终处于最高水平	10
图 11: 煤焦钢产业链中净利率煤炭也是最高，不过 1 季度同比明显回落	11
图 12: 煤焦钢产业链中煤炭毛利率明显高于其他两行业	11
图 15: 2012 年 Consol、Peabody、Alpha 收入结构	12
图 13: 美国煤炭行业 ROE 相比电力行业波动较大，整体高于电力	12
图 14: 美国煤炭与传统电力企业净收益比图	13
图 16: 美国煤焦钢产业链中焦炭 ROE 相对稳定，煤炭和钢铁波动较大	13
图 17: 美国煤焦钢产业链各行业上市公司净收益	14
表 1: 2012 年至今煤电产业链 ROE、毛利率及其同比情况表	5
表 2: 2012 年至今煤焦钢产业链 ROE、毛利率及其同比情况表	5
表 3: 煤电行业盈利的六个阶段情况表	9

12 年以来煤炭行业盈利能力大幅下滑

煤炭全行业：亏损面和毛利率降至 01 年水平

受宏观经济增速放缓影响，下游企业煤炭需求萎缩，加之行业内产能严重过剩，煤炭价格持续走低，煤炭经济形势依旧严峻。从煤炭企业亏损面来看，13年1-5月煤炭亏损面高达23.7%，超过01年的22%。从毛利指标来看，2013年1-5月毛利率为19.8%，为1999年来最低。

图1: 13年1-5月煤炭亏损面高达23.7%，达到01年的水平



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图2: 2013年1-5月毛利率为19.8%，创历史新低



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

上市公司-煤电产业链盈利：火电明显上涨，电煤小幅回落

12年下半年开始由于煤炭下游增速放缓，行业供给逐步释放，煤价经历快速下跌。受此影响，煤炭行业盈利能力大幅回落。从煤电产业链来看，2012年全年动力煤毛利率和ROE为27.67%和14.76%，同比下滑5.43和3.18个百分点；火电则为17.87%和7.13%，同比上涨了6.30和4.82个百分点。

1季度动力煤和火电行业的毛利率分别为25.98%和21.9%，ROE分别为3.06%和3.1%。其中，动力煤毛利率和ROE同比分别回落3.34和1.29个百分点，而火电分别上涨8.25和2.21个百分点。相比2012年全年，动力煤毛利率下降1.69个百分点，而火电上涨4.03个百分点。

2季度由于行业供需面维持宽松，煤价环比继续下跌。其中，港口5500大卡和晋蒙陕产地煤炭2季度均价较1季度环比分别下滑2.2%和11.0%。预计2季度动力煤毛利率将回落至约20%的水平。

表 1: 2012 年至今煤电产业链 ROE、毛利率及其同比情况表

	ROE (%)		ROE 同比 (百分比)		毛利率 (%)		毛利率同比 (百分比)	
	火电	动力煤	火电	动力煤	火电	动力煤	火电	动力煤
2012Q1	0.89	4.35	0.65	(0.34)	13.65	29.32	3.33	(7.02)
2012Q2	1.61	4.46	0.24	(0.78)	16	25.2	3.34	(10.46)
2012Q3	2.47	3.24	1.90	(1.83)	19.5	26.6	8.52	(6.52)
2012Q4	2.59	3.38	2.37	(0.80)	21.55	29.71	9.61	1.35
2012	7.13	14.76	4.82	(3.18)	17.87	27.67	6.30	(5.43)
2013Q1	3.1	3.06	2.21	(1.29)	21.9	25.98	8.25	(3.34)

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

上市公司-煤焦钢产业链盈利: 焦煤大幅回落, 钢铁略有回升

而从煤焦钢产业链来看, 由于价格全面下跌, 产业链盈利也明显收缩。12年全年焦煤毛利率和ROE分别回落0.5和7.64个百分点至28.02%和12.6%, 焦炭毛利率和ROE分别回落2.64和11.63个百分点至8.32%和-11.73%, 普钢毛利和ROE同比下降1.85和5.98个百分点至5.17%和-3.95%。

1季度, 由于钢铁需求预期向好, 加上钢焦煤库存位于低位, 焦煤价格环比略有提升, 不过同比仍有明显下降。1季度焦煤毛利率和ROE同比回落3.71和2.42个百分点至26.65%和2.68%。焦炭毛利率和ROE同比上升0.89和0.14个百分点至10.49%和-1.14%, 亏损小幅收窄。钢铁行业虽然产能存在大量过剩, 但由于上游铁矿石、焦炭等原材料价格下跌, 普钢盈利指标略有回升, 毛利率和ROE同比增长2.44和0.98个百分点至7.23%和0.44%。

2季度焦煤需求不及预期, 价格快速下跌。以山西地区为例, 2季度主要煤种均价较1季度平均下跌幅度达到10.9%, 预计2季度焦煤毛利率也将回落至约21%左右的水平。

表 2: 2012 年至今煤焦钢产业链 ROE、毛利率及其同比情况表

	ROE (%)			ROE 同比 (百分点)			毛利率 (%)			毛利率同比 (百分点)		
	焦煤	焦炭	普钢	焦煤	焦炭	普钢	焦煤	焦炭	普钢	焦煤	焦炭	普钢
12Q1	5.1	-1.28	-0.54	(0.76)	(1.94)	(2.05)	30.36	9.6	4.79	2.37	(2.96)	(3.12)
12Q2	4.14	-1.02	-0.55	(1.85)	0.03	(1.99)	29.98	11.16	5.81	0.58	(0.12)	(1.44)
12Q3	1.95	-2.66	-1.61	(3.00)	(4.00)	(2.53)	26.2	8.54	4.17	(0.52)	(2.92)	(2.52)
12Q4	1.32	-6.43	-1.2	(2.64)	(5.30)	0.71	25.15	3.46	5.86	(4.83)	(6.49)	(0.36)
2012	12.6	-11.73	-3.95	(7.64)	(11.63)	(5.98)	28.02	8.32	5.17	(0.50)	(2.64)	(1.85)

13Q1 2.68 -1.14 0.44 (2.42) 0.14 0.98 26.65 10.49 7.23 (3.71) 0.89 2.44

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

产业链: 煤炭盈利占比回落

煤电网: 产业链盈利稳步提升, 煤炭 12 年来占比逐步下降

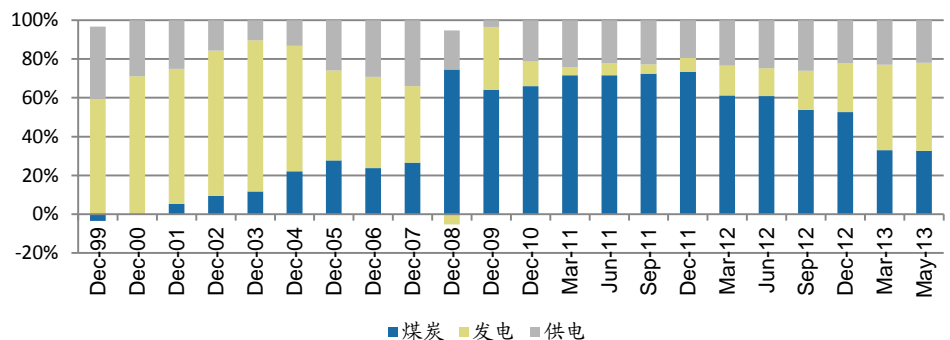
99年至今, 煤炭(估算电煤部分)、火电和电网(估算火电部分)盈利分别占全产业链比重为44%, 35%和23%。而04年(煤价逐步市场化)至今, 三个环节的盈利占比平均分别为53%, 25%和22%。全产业链的盈利自09年开始逐步上涨, 其中12年和13年前5月利润同比涨幅分别为14%和9%, 而其中煤炭行业的盈利逐步下降, 从12年全年的61%下降至13年前5月的33%。

煤炭: 煤电产业链中煤炭利润占比大致可分为三个阶段: (1) 99年至07年。该阶段煤炭利润由亏损转为盈利, 伴随着我国经济快速增长以及煤炭价格的逐步放开, 煤炭利润率稳步提升, 到2007年煤炭利润占比达到27%; (2) 08年至11年。该阶段随着煤价高企, 电煤分得了产业链中的大块蛋糕, 年均利润占比为72%, 最高为08年的83%。(3) 12年至今, 煤炭利润占比迅速回落, 从12年61%下降至13年前5月33%, 已经降至07年之前的水平。

火电: 企业则经历了高利润占比、利润占比下降和利润占比逐年增长的三个阶段。由于煤价不断上涨, 而电价却受到政府管制, 尽管05年、06年的煤电两次联动, 但是电价仍然无法弥补电煤成本的上涨, 火电企业利润逐年压缩, 从03年78%的高占比下降至07年的39%, 08年甚至出现了亏损。11年以后, 随着煤价回落, 火电利润空间增大, 利润占比逐年回升, 从11年的7%增长至13年前5月的45%。

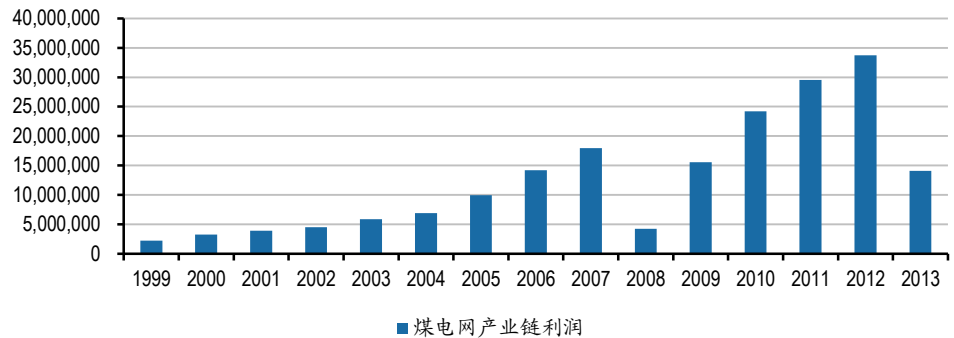
供电: 相比煤炭和发电企业, 供电企业的盈利占比相对稳定。99年以来利润占比平均为23%。其利润占比自99年开始下滑, 从40%下降至03年的10%。04年起, 供电企业利润稳步增长, 到2007年增长至00年来的最高点34%。09年又暴跌至最低占比4%, 10年以后占比基本保持在20%左右。

图3: 煤电网产业链中煤炭盈利占比12年以来逐步回落



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图4：煤电网产业链盈利12年和13年稳定回升



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

煤焦钢：产业链盈利 12 年开始大幅下滑，煤炭占比也持续下降

从煤焦钢产业链中各行业利润占比来看，99年以来煤炭（估算焦煤部分）、炼焦和钢压延加工利润占比平均分别为40%、4%和56%；而04年（煤价逐步市场化）至今，三个环节的盈利占比平均分别为51%、4%和45%。全产业链的盈利自12年开始有明显下滑，12年和13年前5月同比分别下降36%和22%，同时13年1-5月煤炭行业盈利占比下降至58%。

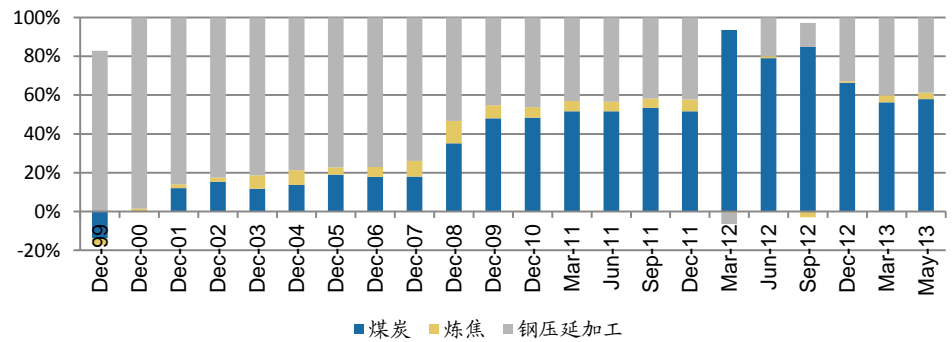
煤焦钢产业链中煤炭利润占比大致可分为三个阶段：

（1）99年至08年。煤炭行业：转亏为盈，利润占比从-21%上升至35%，平均占比为12%；钢铁行业：利润逐年压缩，从126%下降至53%，平均占比83%；炼焦行业：利润处于震荡波动状态，99年占比为-5%，08年增长至99年以来的最高点12%，平均占比为4%。

（2）09年至11年。煤炭、炼焦以及钢压延加工利润占比维持着相对平衡，三者平均利润占比分别为51%、6%和44%。

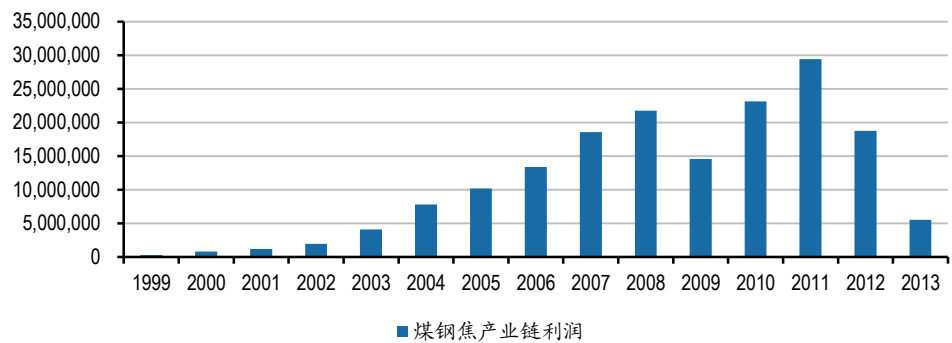
（3）12年至今。煤炭行业：利润开始回落。12年1季度煤炭利润占比为107%，之后迅速下滑，13年5月利润占比下降至为58%，这一阶段煤炭平均利润占比为76%；钢压延加工行业：12年1季度利润占比为-7%，12年以后其占比不断增长，13年5月占比上升至39%，平均利润占比为23%。炼焦行业：在此阶段的利润进一步压缩，平均利润占比仅为1%。

图5：煤焦钢产业链煤炭盈利占比小幅回落



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图6：煤焦钢产业链盈利12年开始大幅下滑



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

国内上市公司：煤炭低于火电高于钢铁，1 季度均大幅回落

煤电：煤炭盈利平均水平高于火电，但 1 季度 ROE 已低于火电

自01年以来，上游煤炭行业盈利能力总体超过中游电力行业。01年至13年1季度，动力煤和火电行业平均ROE分别为3.71%和1.81%（年化为14.84%和7.24%），净利率分别为15.02%和11.17%，毛利率分别为38.22%和19.95%。而13年1季度动力煤ROE、净利率和毛利率分别降至3.06%、12.25%和25.98%，同期电力分别为3.10%、9.49%和21.90%。动力煤ROE水平已经低于火电。

总体来看，01年以来根据煤电两个行业的盈利水平，大致可以划分为6个阶段。其中，动力煤盈利最差的阶段为01Q3-03Q1，主要由于煤价尚未完成市场化，煤价总体水平较低，ROE、净利率和毛利率分别为2.01%、11.65%和42.62%；而05Q3-07Q2阶段的盈利能力也不高，ROE、净利率和毛利率分别为2.60%、12.00%和35.99%。

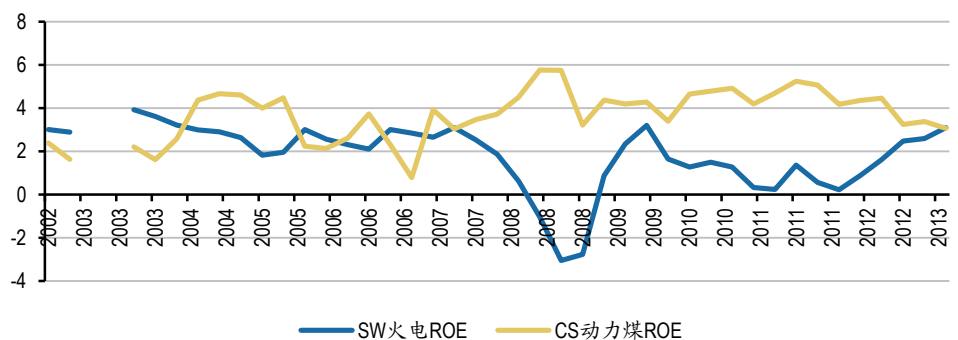
同期，火电行业盈利能力为：ROE2.95%、净利率24.76%、毛利率30.23%，以及ROE2.70%、净利率12.72%、毛利率21.66%。而1季度已下降至历史较低水平。

表 3: 煤电行业盈利的六个阶段情况表

	平均 ROE (%)		平均净利率 (%)		平均毛利率 (%)	
	火电	动力煤	火电	动力煤	火电	动力煤
01Q3-03Q1	2.95	2.01	24.76	11.65	30.23	42.62
03Q2-05Q2	2.88	3.56	16.55	11.44	25.52	40.00
05Q3-07Q2	2.70	2.60	12.72	12.00	21.66	35.99
07Q3-08Q4	(0.31)	4.40	1.35	21.27	11.22	44.87
09Q1-11Q4	1.24	4.50	4.78	13.60	13.60	37.39
12Q1-13Q1	2.13	3.70	7.13	13.27	18.52	27.36

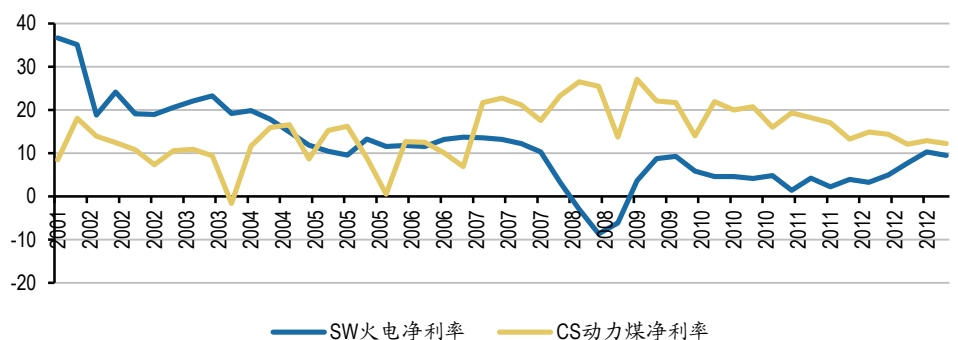
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7: 国内动力煤公司ROE一般高于火电，但1季度火电高于动力煤



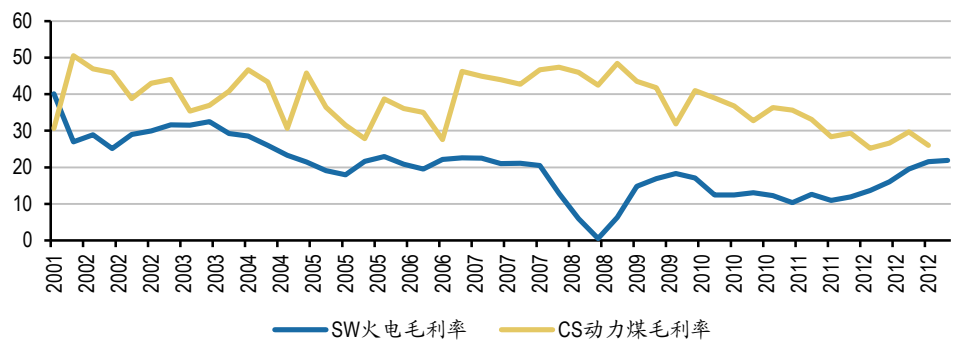
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8: 平均来看国内动力煤公司净利率也高于火电



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9: 国内动力煤公司毛利率明显高于火电公司



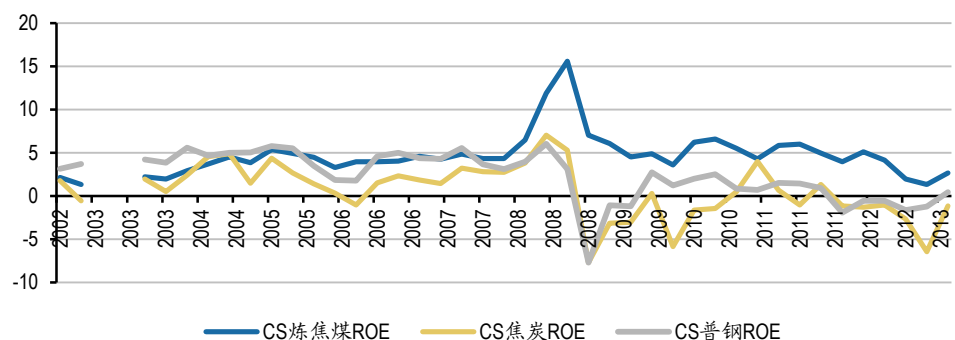
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

煤焦钢: 煤炭盈利一般高于钢焦行业, 全产业链 13 年均大幅回落

从盈利指标来看, 炼焦煤行业ROE、净利率和毛利率表现均优于焦钢行业, 焦炭与钢铁行业变动趋势表现出强正相关关系。从02年Q1到13年Q1, 煤炭行业平均ROE、净利率、毛利率分别为4.73% (年化18.88%)、10.85%和30.65%, 焦炭行业自01年Q1到13年Q1平均ROE、净利率和毛利率分别为0.64% (年化2.56%)、2.18%和16.73%, 普钢为2.34% (年化9.36%)、4.37%和11.88%。

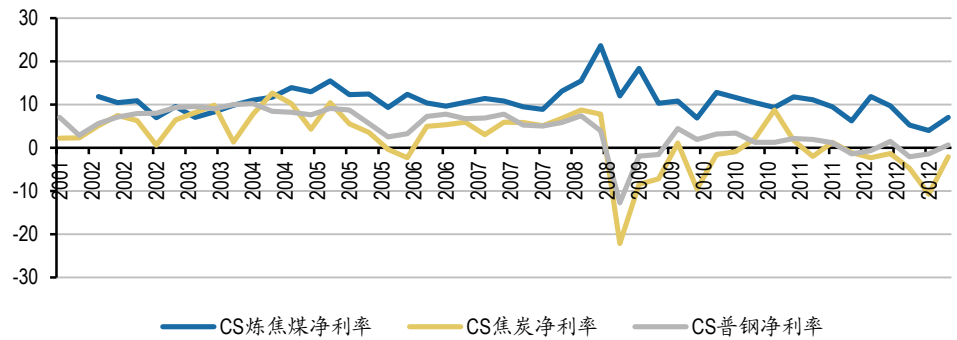
相比煤电产业链, 煤焦钢三个行业的盈利波动相对较小。11年以来基本处于: 焦煤>钢铁>焦炭的状态。其中13年1季度, 煤焦钢ROE分别为2.68%、-1.14%和0.44% (年化分别为10.72%、4.64%和1.76%)。

图10: 煤焦钢产业链中ROE煤炭几乎始终处于最高水平



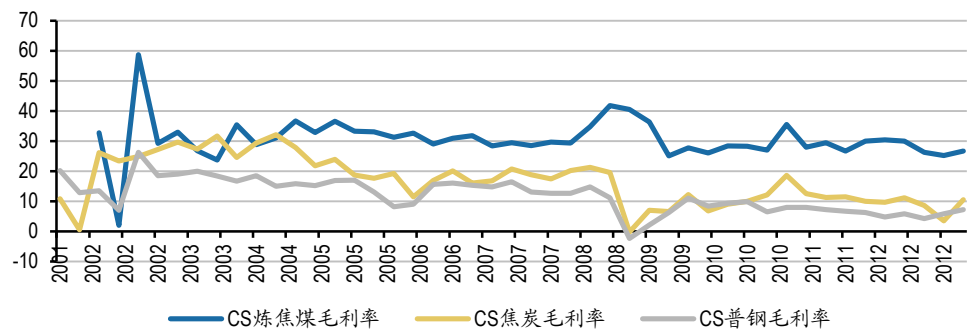
数据来源: WIND数据库, 广发证券发展研究中心

图11: 煤焦钢产业链中净利率煤炭也是最高, 不过1季度同比明显回落



数据来源: WIND数据库, 广发证券发展研究中心

图12: 煤焦钢产业链中煤炭毛利率明显高于其他两行业

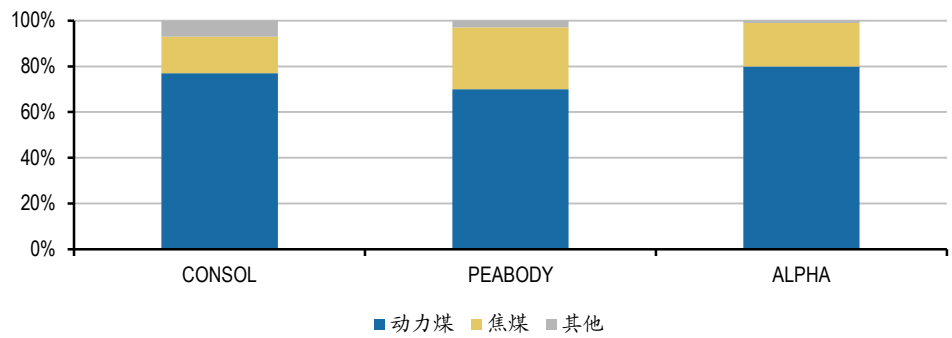


数据来源: WIND数据库, 广发证券发展研究中心

美国上市公司: 煤炭平均盈利水平与国内相似, 整体高于中游

报告选取了三家美国煤炭上市公司Peabody Energy, Consol Energy以及Alpha Natural Resources., 三家企业动力煤收入占比为77%、70%和80%, 焦煤为27%、16%以及19%。

图13: 2012年Consol、Peabody、Alpha收入结构



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

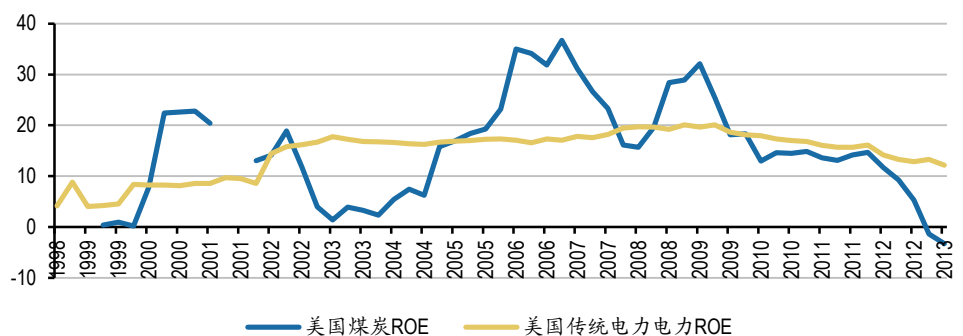
煤电: 电力行业盈利基本稳定, 煤炭行业波动明显

美国的煤炭与火电企业相关指标却没有表现出明显的相关关系。因为美国的煤炭储量丰富, 煤炭和电力高度市场化, 加之运输业的集约化和市场化又规避了电煤运输瓶颈, 因此美国的电价波幅较小。

根据彭博数据, 02年以后美国火电企业ROE保持在10%到20%之间, 从99年Q2至今季度平均年化ROE为15.13%。同时, 美国火电企业净收益率除在12年暴跌之外, 其他年份基本平缓, 季度平均年化为10.17%。

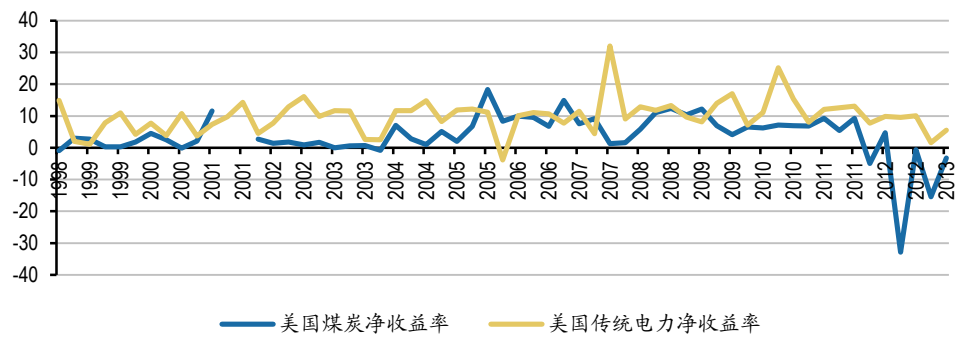
相较而言, 煤炭企业ROE变动幅度较大, 最高为2006年年底的36.69%, 最低为当前的-3.24%, 季度平均年化为15.53%。此外, 煤炭企业的净收益率总体上低于电力行业净收益比率, 表现为小幅震荡, 季度平均收益率为3.81%。

图14: 美国煤炭行业ROE相比电力行业波动较大, 整体高于电力



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: 美国煤炭与传统电力企业净收益比图

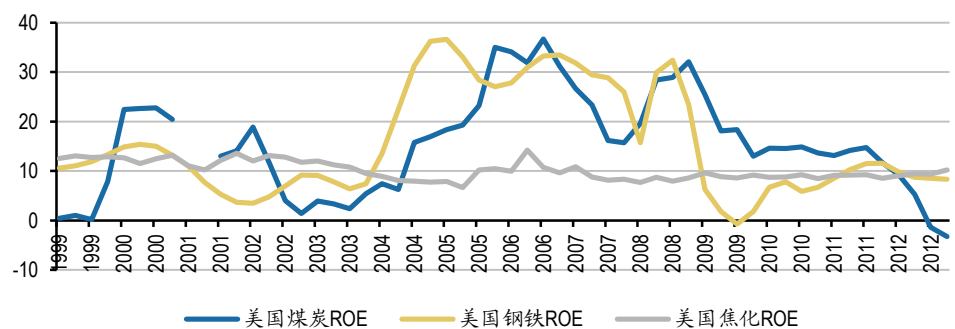


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

煤焦钢: 煤炭 ROE 高于焦钢, 12 年以来下滑明显

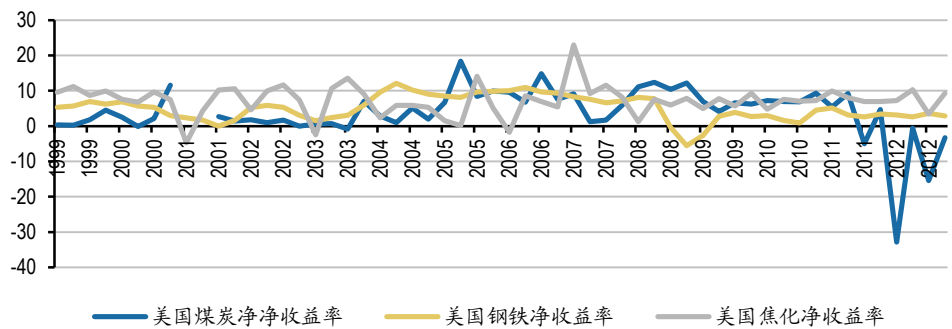
从美国煤焦钢产业链的盈利指标来看, 焦化企业ROE以及净收益率变动幅度较小, 99年Q2至今的季度平均年化ROE和净收益率分别为10.14%和7.25%。煤炭企业和钢铁企业ROE在04年和08年底分别出现两次高峰, 09年以后盈利大幅下滑, 季度平均年化ROE分别为15.53%和15.58%。从净收益率来看, 煤炭和钢铁平均净收益率分别为3.93%和5.05%。

图16: 美国煤焦钢产业链中焦炭ROE相对稳定, 煤炭和钢铁波动较大



数据来源: Bloomberg数据库, 广发证券发展研究中心

图17: 美国煤焦钢产业链各行业上市公司净收益



数据来源: Bloomberg数据库, 广发证券发展研究中心

结论: 盈利大幅低于均值, 未来有望逐步回归

1、由于12年来煤价快速下跌, 煤炭行业盈利达到01年以来的最低水平。由于煤价下跌, 预计2、3季度行业盈利继续回落。不过, 受成本支撑, 产量回落等因素影响, 预计行业整体盈利水平进一步下滑的空间已不大。

从全行业来看, 企业亏损面13年1-5月为24%, 超过01年的22%; 而从毛利率来看, 1-5月毛利率下降至19.8%, 为99年以来的最低水平。

从上市公司来看:

(1) 煤电: 12年动力煤和火电ROE分别为14.76%和7.13%, 同比下滑3.18和上涨4.82个百分点; 而13年1季度延续这个趋势, 动力煤和火电的年化ROE分别为12.24%和12.40%, 毛利率也分别降至25.98%和21.90%。

(2) 煤钢焦: 12年全年焦煤、焦炭和普钢ROE分别为12.60%、-11.73%和-3.95%, 同比分别下降7.64、11.63和5.98个百分点; 而13年1季度除焦煤外, 焦炭和普钢的ROE较12年均有所改善, 各环节年化ROE为9.68%、-4.56%和1.76%。

2、从产业链角度看, 12年以来煤炭在煤电网和煤钢焦中盈利占比也有明显回落。而目前从煤电网产业链来看, 中游火电行业利润占比已超过动力煤(1-5月火电和动力煤占比分别为33%和45%)。相比动力煤, 近两年炼焦煤在产业链中的盈利占比下降幅度并不明显, 但由于钢价的回落, 实际上煤焦钢盈利都在大幅收窄。

预计未来一段时间尽管煤炭盈利难以大幅好转, 但动力煤作为上游资源行业盈利占比提升至与火电行业相似可能是大概率事件, 而焦煤盈利及在产业链中利润的占比是否提升则取决于需求和钢价能否维持平稳增长。

煤电网: 全产业链盈利上升, 煤炭占比大幅回落

04年(煤价逐步市场化)至今, 三个环节的盈利占比平均分别为53%、25%和22%。全产业链的盈利自09年开始逐步上涨, 其中12年和13年前5月利润同比涨幅分别为14%和9%, 而其中煤炭行业的盈利逐步下降, 从12年全年的61%下降至13年前5月

的33%，而发电和电网的盈利占比达到45%和22%。

煤焦钢：全产业链盈利大幅回落，煤炭占比亦小幅下降

04年至今，三个环节的盈利占比平均分别为51%，4%和45%。全产业链的盈利自12年开始有明显下滑，12年和13年前5月同比分别下降36%和22%，同时13年1-5月煤炭行业盈利占比下降至58%。

3、从上市公司来看，自01年以来上游煤炭行业盈利能力总体超过中游电力、焦化和钢铁行业。其中，动力煤和火电行业平均年化ROE分别为14.84%和7.24%。而13年1季度动力煤和火电ROE分别为12.24%和12.40%，动力煤盈利水平已经低于火电，2、3季度由于煤价的持续下滑这个差距继续拉大，预计未来动力煤作为上游资源行业ROE可能至少提升至与电力持平的水平。

而炼焦煤、焦炭和钢铁的平均ROE为18.88%、2.56%和9.36%，1季度回落至年化ROE分别为10.72%、4.64%和1.76%，除焦化行业外，焦煤和钢铁盈利均有大幅下滑，主要由于焦炭价格相比焦煤下跌幅度较小。此外，由于煤种较动力煤更为稀缺，预计未来焦煤ROE或也将回升至与动力煤至少持平的水平。

4、由于能源结构以及市场化程度不同，美国上市公司煤电和煤焦钢盈利与国内有所区别。不过从盈利平均水平来看，99年以来美国煤炭、电力、焦化和钢铁行业的ROE平均分别为15.53%、15.13%、10.14%和15.58%，其中煤炭ROE与国内平均水平基本相当（国内动力煤为14.48%，焦煤为18.88%），而电力、焦化和钢铁行业ROE均高于国内平均水平。

5、综上，12年以来由于煤价下跌行业盈利大幅回落。从产业链来看：（1）煤电：前5月煤炭行业利润占比在产业链中大幅回落，煤炭上市公司的ROE也低于火电行业，2、3季度下跌的趋势仍然延续，但历史以及美国的数据表明，煤炭作为上游资源行业ROE和利润占比均衡状态至少与火电持平，未来行业盈利能力向上空间大于向下空间；（2）煤焦钢：相比动力煤，炼焦煤在产业链中利润占比回落并不明显，但由于钢价下跌全产业链的盈利12年以来都有大幅收缩，未来回升与否取决于钢铁终端需求和钢铁的上涨幅度，不过由于煤种稀缺性，焦煤ROE水平中长期将回升至至少与动力煤持平的水平（12年和13年1季度低于动力煤）。

风险提示

经济增速继续下行，煤炭需求进一步低于预期。

广发煤炭行业研究小组

安 鹏： 分析师，上海交通大学金融学硕士，4年煤炭行业研究经验，2012年煤炭行业新财富第五名、水晶球第二名。

沈 涛： 分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，5年煤炭行业研究经验，2012年煤炭行业新财富第五名、水晶球第二名。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

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

免责声明

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

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

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

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