

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2009年5月13日

焦煤价格上调可期，关注受益公司

炼焦煤近期投资策略

能源

煤炭

中性（维持）

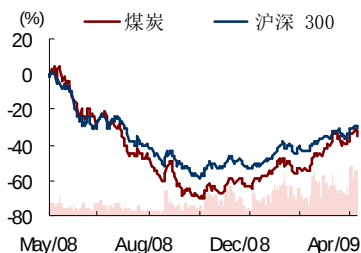
上证指数 2618

行业规模

		占比%
股票家数（只）	27	1.7
总市值（亿元）	9448	5.2
流通市值（亿元）	2659	3.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.1	91.7	-36.4
相对表现	-0.9	38.7	-6.7



相关报告

- 1、《煤炭行业价格周报—关注钢铁—焦炭—煤炭链条，继续看好煤炭股行情》2009/5/4
- 2、《煤炭行业价格周报—钢焦价格持续反弹，关注冶金煤近期走势》2009/5/10
- 3、《金牛能源—资产注入后产能翻番、业绩增厚14%》2009/3/27
- 4、《金牛能源—煤价上涨推动年业绩大幅度增长》2009/3/3
- 5、《平煤股份—关注钢铁—焦煤链条和集团资产注入》2009/5/11
- 6、《平煤股份（601666）—煤价上涨推动08年业绩增长百分之百以上》2009/1/22

在前两期的煤炭价格周报里面，我们建议投资者关注钢铁——炼焦煤链条的投资机会，并在随后推荐了炼焦煤价格上涨业绩弹性较高的金牛能源和平煤股份。此处继续深化前期的观点。

- q 关停小煤矿大幅减少炼焦煤供给。03年以来，我国炼焦煤年产量约为9-10亿吨左右，中小煤矿的产量约占40%；“十一五”前后，国家开始逐步加大安全整治力度，小煤矿复产大幅放缓，产量增速下降明显。
- q 钢焦链条持续走强，焦煤价格上调可期。
 - u 4万亿投资逐步落实，支撑钢铁需求和钢价上调。受益于国家4万亿投资计划第一轮投资项目，钢铁行业逐步恢复，预计随着整体经济景气度的上升以及国家第二轮投资计划的逐步实施，钢铁需求有望进一步恢复，从而支撑钢价继续走高。
 - u 焦煤需求正在恢复，价格上调可期。在钢-焦链条上，钢铁行业需求回升，必将带动焦煤需求的恢复，由于主要的大型焦煤生产企业前期基本没有限产，而小煤矿复产缓慢，需求增加短期不会带来产量的较大释放，也就是焦煤供给相对稳定，因此焦煤价格上调预期增强。
- q 从每股炼焦煤产量和吨煤净利两个指标选择炼焦煤涨价业绩弹性最大的公司。
 - u 金牛能源：资产注入后每股炼焦煤产量达到10千克/股，远远高于其他炼焦煤上市公司。炼焦煤价格上涨对业绩增厚最为明显。预计09-11年每股收益分别为1.95元、2.06元和2.14元。同比分别增长-22%、6%和4%。动态PE17倍，远远低于其他煤炭上市公司。目标价位40元（09年动态PE20倍），较目前股价有22%的涨幅，上调为强烈推荐投资评级。
 - u 平煤股份：吨煤净利在炼焦煤上市公司最低，炼焦煤价格上涨的业绩弹性较高，每股炼焦煤产量6.14千克/股，仅次于最高的金牛能源。预计09-11年每股收益分别为1.54元、1.69元和1.9元。同比分别增长-38%、10%和13%。目标价位35元（09年动态PE23倍），投资评级上调为强烈推荐。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
西山煤电	23.90	0.43	1.44	1.03	16.6	23.2	6.2	强烈推荐-A
平煤股份	29.50	1.02	2.48	1.54	11.9	19.2	4.3	强烈推荐-B
金牛能源	32.68	0.73	2.49	1.95	13.1	16.8	4.6	强烈推荐-B
盘江股份	23.10	0.26	1.08	1.34	21.4	17.2	7.1	审慎推荐-A
开滦股份	28.78	1.10	1.46	1.23	19.7	23.4	4.1	审慎推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、关停小煤矿大幅减少炼焦煤供给.....	4
1、中小煤矿在炼焦煤供给中占比较大.....	4
2、安全整顿对炼焦煤产量影响较大.....	4
(1) 国家安全整顿力度明显加大.....	4
(2) 小煤矿复产进度大幅放缓，产量增速下降明显.....	5
二、钢焦链条持续走强，焦煤价格上调可期.....	6
1、4 万亿投资逐步落实，支撑钢铁需求和钢价上调.....	6
2、焦煤需求正在恢复，价格上调可期.....	6
三、从每股炼焦煤产量和吨煤净利两个指标选择炼焦煤涨价业绩弹性最大的公司	7
四、金牛能源和平煤股份简评.....	8
1、金牛能源：每股炼焦煤产量最高.....	8
2、平煤股份：吨煤净利最低.....	8

图表目录

表 1: 全国及山西国有重点、中小煤矿炼焦煤产量及占比.....	4
表 2: 炼焦煤公司产能弹性比较.....	7
表 3: 炼焦煤公司吨煤净利弹性比较.....	7
图 1: 全国炼焦煤产量增速	5
图 2: 山西炼焦煤产量增速	5
图 3: 钢材、焦炭、焦煤价格拟合	6

一、关停小煤矿大幅减少炼焦煤供给

1、中小煤矿在炼焦煤供给中占比较大

我国煤炭生产的突出特点就是中小煤矿数量多，产量比例大，而这一特点在炼焦煤子行业体现的更为明显。由于前期对炼焦煤资源的高强度开采，同时与其它煤种相比，炼焦煤资源本身分布相对分散，整块的大型煤田较少，这给大型煤矿集中开采带来了困难，也促成了炼焦煤供给中中小煤矿的大量存在。

03年以来，我国炼焦煤年产量约为9-10亿吨左右，其中，中小煤矿的产量约为4亿吨，占40%左右（远高于我国煤炭总产量中中小煤矿20-30%的比例）。山西省是我国炼焦煤资源最丰富、产量最大的省份，其炼焦煤年产量约为2.4亿吨，其中，中小煤矿产量占比超过50%，这一比例最高时达到70%以上。

表 1：全国及山西国有重点、中小煤矿炼焦煤产量及占比

单位：万吨	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
全国总产量	84156	145381	91246	96107	97967
全国国有重点	44091	50233	52090	55759	59776
国有重点煤矿占比	52.4%	34.6%	57.1%	58.0%	61.0%
中小煤矿产量	40065	95148	39157	40349	38191
中小煤矿占比	47.6%	65.4%	42.9%	42.0%	39.0%
山西总产量	20990	23566	23441	24172	23419
山西国有重点	6447	7557	8609	9683	10580
山西国有重点占比	30.7%	32.1%	36.7%	40.1%	45.2%
山西中小煤矿产量	14542	16009	14832	14488	12840
山西中小煤矿占比	69.3%	67.9%	63.3%	59.9%	54.8%

资料来源：招商证券研发中心

2、安全整顿对炼焦煤产量影响较大

（1）国家安全整顿力度明显加大

“十一五”前后，国家开始逐步加大安全整治和关停不符合安全生产标准及产业政策的中小煤矿力度，07年以来整顿政策更是频繁交替出台：

2007年1月，国家发改委下发《煤炭工业发展“十一五”规划》，规划通过实施资源整合与关闭淘汰，将现有小型生产、在建煤矿生产能力由2005年的10.8亿吨，压减到2010年的7亿吨以内，小型煤矿数量由2005年的20622处压减到1万处以内。

2008年10月7日，国家发改委、国家能源局、国家安全监管总局、国家煤矿安监局又下发《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》：规划“十一五”后三年全国再减少小煤矿4117处（2007年底小煤矿数量14069处，2010年将小煤矿数控制在1万处以内），其中彻底关闭2501余处、扩能改造(包括大集团整合改造)1616余处。

2009年4月28日，发改委等四部委发布通知，针对全国30万吨及以下，基建、技改、资源整合及正常生产的小煤矿进行为期约一年半的瓦斯专项整治。

2009年5月7日，国家安监总局下发通知提出，进一步加强对地方政府煤矿安监工作

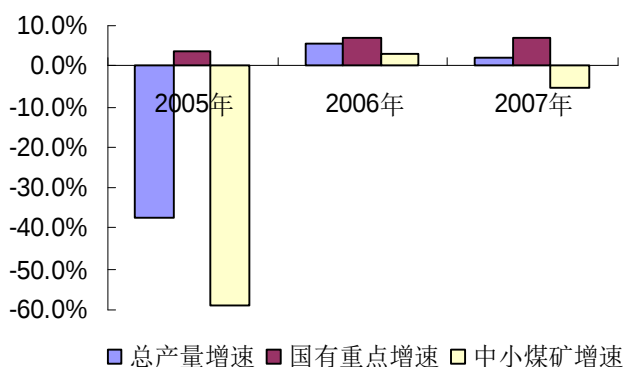
督查检查的意见,并要求各地政府制定小煤矿整顿关停规划,关闭不具备安全生产条件、不符合国家产业政策的矿井,加大矿井关闭监管和废弃矿井治理工作。

(2) 小煤矿复产进度大幅放缓,产量增速下降明显

安全整顿以及整合政策下,大型煤矿和中小煤矿产量增速分化明显,大型煤矿产量稳定增长,中小煤矿增速大幅下滑甚至出现大幅负增长,受此影响,炼焦煤产量增速放缓甚至大幅下滑。

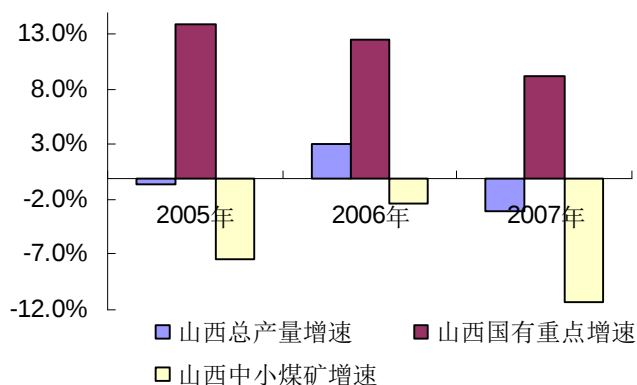
05年-07年,我国中小煤矿炼焦煤产量分别为3.9亿吨、4亿吨和3.8亿吨,增速为-58.5%、3%和-5.3%;国有重点煤矿产量分别为5.2亿吨、5.6亿吨和6亿吨,增速为3.7%、7%和7.2%;炼焦煤总体产量分别为9.1亿吨、9.6亿吨和9.8亿吨,增速为-37.2%、5.3%和1.9%。

图 1: 全国炼焦煤产量增速



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 山西炼焦煤产量增速



资料来源: 招商证券研发中心

08年4季度以来,由于下游需求低迷,国内煤炭供求关系略显宽松,这也为我国彻底解决小煤矿整顿问题提供了契机。09年以来小煤矿复产的数量和释放的产能都远低于往年水平,考虑到炼焦煤生产中小煤矿占比远高于平均水平,预计炼焦煤产量受到本轮整顿影响将更大。

此外,一直以来,部分小煤矿的产量是没有纳入统计范围的,但确实形成了实实在在的供给。近年来,国家下定决心解决安全生产问题,关停、整治小煤矿的各类相关政策交替出台,明确相关领导的安全责任,问责力度不断加大,这使得大部分之前在统计范围之外的小煤矿也被关停。因此,炼焦煤产量实际的减少量可能远大于统计数据。

二、钢焦链条持续走强，焦煤价格上调可期

1、4 万亿投资逐步落实，支撑钢铁需求和钢价上调

08 年 11 月国家出台 4 万亿投资计划，其中，投向铁路、公路、水利等基础设施建设以及保证性住房等方向的大约 2 万亿，受益于该计划的逐步实施，钢铁需求特别是建筑用钢需求有望大幅增加。

经过近半年的准备和酝酿，到 09 年 5 月，中央第一轮 1000 亿的投资项目已经陆续开工，第二轮新增 1300 亿的投资项目也正在启动。由此，政府的经济刺激政策效果必将逐步显现，并不断增强。

钢铁行业库存持续减少，支撑钢铁价格连续 4 周上涨，预计钢价上调将持续。以上海地区建筑用钢螺纹钢为例，从库存趋势上看，自 3 月 19 日以来单周环比均为下降，库存量由 3 月 19 日的 45.22 万吨下降到 5 月 8 日的 34.18 万吨，减少约 11 万吨（-24%）。价格方面，上海地区螺纹钢自 3 月底的 3170 元/吨，上涨到目前的 3400 元/吨，上涨 230 元/吨（+7.3%）。随着整体经济景气度的上升以及国家第二轮投资计划的逐步实施，钢铁需求有望进一步恢复，从而支撑钢价继续走高。

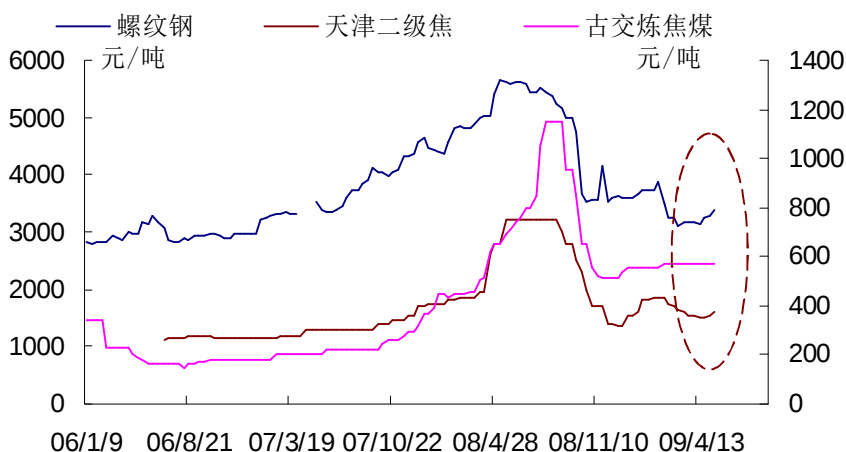
受此影响，各地焦炭库存减少，部分地区价格有所上涨。天津二级焦价格从 4 月中旬的 1500 元/吨，上涨到目前的 1600 元/吨，太原二级焦从 1450 元/吨上涨到 1500 元/吨。

2、焦煤需求正在恢复，价格上调可期

一方面，在钢-焦链条上，钢铁行业需求回升，必将带动焦煤需求的恢复，由于主要的大型焦煤生产企业前期基本没有限产，而小煤矿复产缓慢，需求增加短期不会带来产量的较大释放，也就是焦煤供给相对稳定，因此焦煤价格上调预期增强。

另一方面，从历史数据的走势看，焦煤与焦炭、钢材价格趋势一致，因此在钢材、焦炭价格交替上涨后，焦煤价格走势值得关注。

图 3：钢材、焦炭、焦煤价格拟合



资料来源：招商证券研发中心

三、从每股炼焦煤产量和吨煤净利两个指标选择炼焦煤涨价业绩弹性最大的公司

在炼焦煤价上涨预期中，如何选择弹性最大的公司呢？

我们提出从两个方面进行选择：**每股炼焦煤产量和吨煤净利**（或者炼焦煤吨煤毛利，当然这个指标可能最为准确，但是可能受到不同煤种成本分摊的影响）。

从每股炼焦煤产量来看，金牛能源和平煤股份最高，分别为 6.25 千克/股和 6.14 千克/股，如果金牛能源考虑资产注入，则每股炼焦煤产量提高到 10 千克/股。远远高于其他炼焦煤上市公司。

表 2：炼焦煤公司产能弹性比较

	股本（万股）	08 年煤炭产量（万吨）	08 年炼焦煤产量（万吨）	08EPS	09EPS	每股炼焦煤（千克/股）	资产注入增加炼焦煤（万吨）	资产注入后股本	资产注入后每股炼焦煤（千克/股）
西山煤电	242400	1619	630	1.44	1.03	2.60			
平煤股份	107472	2870	660	2.48	1.54	6.14			
开滦股份	61732	750.02	249.21	1.34	1.45	4.04			
金牛能源	78795	1166.87	492.17	2.49	1.8	6.25	699.66	118795.3	10.0
盘江股份	59408	237.12	300.87	1.08	1.4	5.06		110337	2.7

资料来源：公司数据

从吨煤净利来看，平煤股份和盘江股份最低，分别为 94.1 元/吨和 132 元/吨，盘江股份如果考虑资产注入，则吨煤净利升高至约 250 元/吨。因此，从吨煤净利的角度来看，平煤股份的弹性最高。

此外，炼焦煤毛利也可作为重要参考指标，盘江股份虽然最低，但是主要原因是 08 年购买母公司煤炭洗选拖累了毛利，如果剔除盘江股份，最低的为平煤股份和开滦股份。

综合以上因素考虑，对炼焦煤价格上涨业绩弹性最大的是金牛能源和平煤股份。

表 3：炼焦煤公司吨煤净利弹性比较

	08 年煤炭产量（万吨）	08 年煤炭销量（万吨）	08 年炼焦煤产量（万吨）	09 年炼焦煤销量（万吨）	08 年净利润（万元）	吨煤净利（元/吨）	08 年炼焦煤价格（元/吨）	08 年炼焦煤成本（元/吨）	炼焦煤毛利（元/吨）
西山煤电	1619	1617	630		353280	218.5	1182.00	446.04	735.96
平煤股份	2870	2835.21		660	266920	94.1	1272.34	658.95	613.40
开滦股份	750.02	487.51	249.21		85809	176.0	1211.43	582.96	628.47
金牛能源	1166.87	966.59	492.17		199627	206.5	1193.95	422.79	771.16
盘江股份	237.12	483.97	300.87	293.21	63907	132.0	1158.34	849.56	308.78

资料来源：公司数据

四、金牛能源和平煤股份简评

1、金牛能源：每股炼焦煤产量最高

整体上市的工作在进行中，资产注入后对业绩有 20%左右的增厚。

资产注入后每股炼焦煤产量最高，达到 10 千克/股，远远高于其他炼焦煤上市公司。炼焦煤价格上涨对业绩增厚最为明显。

盈利预测：预计 09-11 年每股收益分别为 1.95 元、2.06 元和 2.14 元。同比分别增长-22%、6%和 4%。目前估值较低，动态 PE17 倍，远远低于其他煤炭上市公司。

目标价位及投资评级：我们认为在炼焦煤价格上涨预期中，基本上可以按照 20 倍 PE 估值，目标价位 40 元。较目前股价有 22%的涨幅，上调为强烈推荐投资评级。

2、平煤股份：吨煤净利最低

煤炭产量稳定增长，09-11 年煤炭产量分别为，3030 万吨 3230 万吨和 3570 万吨、同比分别增长 6%、7%和 11%。

集团整体上市承诺渐行渐近，集团剩余煤矿有望在未来 1-2 年内注入到上市公司，集团可注入资产分为两部分：在产煤矿和在建产能，在产煤矿产能大约 1000 万吨左右。目前在建煤矿产能至少 500 万吨。

吨煤净利在炼焦煤上市公司最低，炼焦煤价格上涨的业绩弹性较高，每股炼焦煤产量 6.14 千克/股，仅次于最高的金牛能源。

盈利预测：预计 09-11 年每股收益分别为 1.54 元、1.69 元和 1.9 元。同比分别增长-38%、10%和 13%。

目标价位及投资评级：可以看到 35 元（相对 09 年业绩 23 倍 PE）。上调为强烈推荐投资评级。

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- 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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。