

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

2009年5月15日

关注喷吹煤提价预期和山西省规划推进整体上市

喷吹煤近期投资策略

能源

煤炭

推荐(上调)

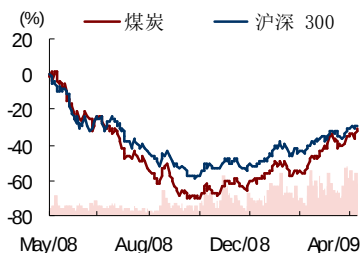
上证指数 2640

行业规模

		占比%
股票家数(只)	27	1.7
总市值(亿元)	10157	5.4
流通市值(亿元)	2932	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.8	86.0	-31.2
相对表现	1.5	42.3	-1.5



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、《潞安环能-管理费用大幅下降成为公司乐观预测的关键假设》2009/4/23
- 4、《煤炭行业专题报告(供给专题)—投资新增产能较大，关停小煤矿维持供给低速增长》2009/5/6
- 5、《煤炭行业09年二季度投资策略—供求维持低位均衡，相对看好4月份行情》2009/4/7

我们在二季度投资策略里提出看好4月份行情，在5月4日周报提出看好5月份行情，在5月6日的供给专题中提出继续看好二季度行情；在下游需求逐渐恢复和钢价上涨的趋势下，我们在推荐了炼焦煤公司之后继续推荐喷吹煤公司。行业评级上调为推荐。

- q **喷吹煤生产集中度较高，利于大企业提升盈利能力。**无烟煤协会十二个会员企业喷吹煤产量约占全国产量的一半；国阳、潞安产量合计占比23%。这样在市场需求低迷时，以销定产，抑制煤价大幅下跌，在市场旺盛时，也能防止产能盲目扩大，支撑企业盈利能力长期的稳步提升。
- q **进入壁垒较高，支撑供给刚性。**喷吹煤洗选技术相对复杂，行业壁垒较高，即便近年来喷吹煤生产企业周边新上一些洗选项目，由于缺乏煤炭资源的支持，其洗选规模非常有限。因此，短期内喷吹煤供给大量增加可能性不大。
- q **未来喷吹煤需求提升空间较大。**钢铁淘汰落后产能，对喷吹煤需求没有负面影响。我国钢厂喷煤比与国际先进水平差距明显，提高潜力巨大。
- q **近期焦炭价格上涨，喷吹煤提价预期增强。**焦炭价格上涨，喷吹煤优势逐渐凸显。我们测算，08年6月到09年6月，喷吹煤与焦炭价格比平均为0.52，最高时到达了0.79，而目前两者价格比仅为0.48，低于平均值约8%，也就是说，喷吹煤提价8%，其价格比才能达到平均水平。
- q **从每股喷吹煤产量和吨煤净利两个指标选择喷吹煤涨价业绩弹性最大的公司。**每股喷吹煤产量越高，吨煤净利越低，其弹性越大。对喷吹煤价格上涨业绩弹性最大的是潞安环能，其次是国阳新能。
- q **潞安环能：估值最为便宜**
 - ü **业绩较好，估值较低：**09年公司盈利预测为2.5元，照此计算，公司09年业绩的动态PE不到15倍，远远低于行业平均20倍PE的水平。
 - ü **盈利预测、目标价位及投资评级：**我们审慎预计09-11年EPS为2.2元，2.37元和2.69元。同比增长-11%、8%和14%。我们认为在喷吹煤价格上涨预期中，至少可按照20倍PE估值，按照公司盈利预测计算目标价位50元。较目前股价有36%的涨幅，维持强烈推荐投资评级。
- q **国阳新能：整体上市可期**
 - ü 在山西省出台规划推动整体上市的背景下，我们预计09年公司在整体上市方面将有实质性的动作。
 - ü **盈利预测、目标价位及投资评级：**预计09-11年每股收益分别为1.35元，1.45元和1.48元。同比分别增长-11%、8%和2%。考虑整体上市溢价，目标价可以看到34元（相对09年业绩25倍PE）。上调为强烈推荐投资评级。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
潞安环能	36.83	2.48	2.2	2.37	16.7	15.5	5.4	强烈推荐-A
国阳新能	25.42	0.52	1.35	1.45	18.8	17.5	8.8	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、行业呈现“两高”特征	4
1、生产集中度较高，支撑喷吹煤企业盈利能力长期稳步提升	4
2、进入壁垒高，支撑供给刚性	4
二、未来喷吹煤需求提升空间较大	5
1、钢铁淘汰落后产能，对喷吹煤需求没有负面影响	5
2、我国钢厂喷煤比与国际先进水平差距明显，提高潜力巨大	5
三、近期焦炭价格上涨，喷吹煤提价预期增强	7
1、焦炭价格上涨，喷吹煤优势逐渐凸显	7
2、喷吹煤提价预期增强	7
四、选择喷吹煤涨价业绩弹性最大的公司	9
1、潞安环能每股喷吹煤产量高	9
2、国阳新能吨煤净利低	9
3、潞安环能的弹性最大	10
五、潞安环能和国阳新能简评	11
1、潞安环能：估值最为便宜	11
2、国阳新能：整体上市可期	11

图表目录

表 1: 国阳、潞安喷吹煤产量及占全国产量比例	4
表 2: 喷煤比提高对喷吹煤需求量影响测算.....	6
表 3: 喷吹煤公司产能弹性比较	9
表 4: 喷吹煤公司吨煤净利弹性比较.....	10
表 5: 国阳新能自产和收购煤炭量比较	10
表 6: 喷吹煤公司弹性比较	10
图 1: 螺纹钢、喷吹煤与二级焦价格走势	7
图 2: 喷吹煤与焦炭价格比	8

一、行业呈现“两高”特征

1、生产集中度较高，支撑喷吹煤企业盈利能力长期稳步提升

喷吹煤主要以无烟煤为主，生产企业有阳泉、晋城、兰花、宁夏、北京、焦作、永城、神火、峰峰、邯郸、皖北等，除传统的无烟煤生产矿区以外，贫瘦煤和高挥发份煤也在被当作喷吹煤开发利用，主要是潞安的贫瘦高炉喷吹煤。据统计，无烟煤协会十二个会员企业喷吹煤产量约占全国产量的一半左右，市场集中度较高。

05 年 - 08 年，国阳新能、潞安环能两家上市公司喷吹煤产量合计由 707 万吨增加到 1077 万吨，在全国喷吹煤总产量中占比从 18% 上升到 23%，生产的年度复合增速为 15%。而与此同时，我国喷吹煤总产量由 3900 万吨增加到 4720 万吨，年度复合增速为 6.6%。两家公司的产量增速远高于全国水平，在总产量中的占比不断提高，这也表明，喷吹煤行业集中度仍在提高。

这样，喷吹煤产量基本取决于几个规模较大的生产企业，一方面，在市场需求低迷时，以销定产，抑制煤价大幅下跌；另一方面，市场旺盛时，也能防止产能盲目扩大，支撑企业盈利能力长期的稳步提升。

表 1：国阳、潞安喷吹煤产量及占全国产量比例

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
潞安环能	286	551	601	681
国阳新能	421	373	362	396
两公司合计	707	924	963	1077
全国产量	3900	4280	4570	4720
两公司占比	18%	22%	21%	23%

资料来源：招商证券研发中心

2、进入壁垒高，支撑供给刚性

喷吹煤洗选技术相对复杂，行业进入壁垒较高，即便是近年来喷吹煤的洗选技术普及程度有所提高，主要喷吹煤生产企业周边新上了一些洗选项目，由于缺乏相应煤炭资源的支持，其洗选规模非常有限。因此，喷吹煤生产随主要生产企业产量增加而稳中有增，短期内供给大量增加可能性不大。

二、未来喷吹煤需求提升空间较大

1、钢铁淘汰落后产能，对喷吹煤需求没有负面影响

(1) 钢铁产能严重过剩，相关政策加大力度淘汰落后产能

09 年 1 月，国务院审议并通过了《钢铁行业振兴规划》，明确规定：严格控制新增产能，不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目，所有项目必须以淘汰落后为前提。2010 年年底，淘汰 300 立方米及以下高炉产能 5340 万吨，20 吨及以下转炉、电炉产能 320 万吨；2011 年年底再淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉，相应淘汰落后炼铁能力 7200 万吨、炼钢能力 2500 万吨。实施淘汰落后、建设钢铁大厂的地区和其它有条件的地区，要将淘汰落后产能标准提高到 1000 立方米以下高炉及相应的炼钢产能。

近日，工信部下发《关于遏制钢铁行业产量过快增长的紧急通报》，提出各地工业主管部门要责令列入淘汰类的落后炼铁、炼钢、轧钢生产线停止生产，已经停产的严禁死灰复燃。同时大中型钢铁企业要带头停产部分不符合准入条件的产能。

(2) 对喷吹煤的需求量：短期不会减少，长期或将增加

我们认为，钢铁行业淘汰落后产能不仅是对喷吹煤几乎没有负面影响，长远来看，反而可能会增加对喷吹煤的需求：

一方面，高炉喷吹技术要求条件较高，主要在高炉容积较大、技术水平较高的大钢厂应用。我国主要在长钢、宝钢、武钢等大型钢厂使用。而钢铁行业淘汰落后，对小高炉以及不符合准入条件的产能进行限产，几乎不涉及使用喷吹煤的产能，也就不会对其需求产生负面影响。

另一方面，如果政策逐步落实到位，落后产能确实被淘汰，在经济逐步好转后，地产、汽车等钢铁下游行业的增长，必然带来对留存下来的大钢厂、大高炉需求增加，甚至产能的扩张，从而可能会拉动对喷吹煤需求的增加。

2、我国钢厂喷煤比与国际先进水平差距明显，提高潜力巨大

目前我国使用高炉喷吹技术的主要是重点大型钢铁企业，2008 年平均喷煤比 136 千克/吨，其中长钢、宝钢、武钢、太钢喷煤比较高，均在 160 千克/吨以上，部分企业喷煤比低于 100 千克/吨，少数企业没有喷煤。与此对应，国际领先的日本钢厂喷煤比最高达到 266 千克/吨，国外先进水平的高炉喷煤比平均水平为 180 - 200 千克/吨。由此可见，我国钢厂喷煤比与国际先进水平差距明显，提高潜力巨大。

《中国钢铁工业科学技术发展指南(2006 ~ 2020 年)》中提出的高炉喷煤指标：到 2010 年全国重点钢铁企业喷煤比要大于或等于 160 千克/吨，2010 ~ 2020 年喷煤比要大于或等于 180 千克/吨。

08 年，我国生铁产量 4.7 亿吨，全国大中型钢铁企业产量约占全部生铁产量的 75%，约为 3.52 亿吨，按照 136 千克/吨的平均喷煤比简单计算，08 年我国喷吹煤需求量大约为 4787 万吨。

假定生铁产量增速为 4%，我们测算了 08-12 年，喷煤比分别为 136 千克/吨、150 千克/吨、160 千克/吨、180 千克/吨和 200 千克/吨时，喷吹煤的需求量。

在生铁产量维持 08 年 4.7 亿吨的水平时（大型钢铁企业产量 3.52 亿吨），

- 1) 若喷煤比为 150 千克/吨，则喷吹煤需求量为 5280 万吨，较喷煤比为 136 千克/吨时增加 493 万吨（+10.3%）；
- 2) 喷煤比为 160 千克/吨时，喷吹煤需求量为 5632 万吨，较喷煤比为 136 千克/吨时增加 845 万吨（+17.7%）；
- 3) 喷煤比为 180 千克/吨时，喷吹煤需求量为 6336 万吨，较喷煤比为 136 千克/吨时增加 1459 万吨（+32.4%）；
- 4) 喷煤比为 200 千克/吨时，喷吹煤需求量为 7040 万吨，较喷煤比为 136 千克/吨时增加 2253 万吨（+47.1%）。

表 2：喷煤比提高对喷吹煤需求量影响测算

	生铁产量（万吨）					
		35200	36608	38072	39595	41179
喷煤比 （千克/吨）	200	7040	7322	7614	7919	8236
	180	6336	6589	6853	7127	7412
	160	5632	5857	6092	6335	6589
	150	5280	5491	5711	5939	6177
	136	4787	4979	5178	5385	5600

资料来源：招商证券研发中心

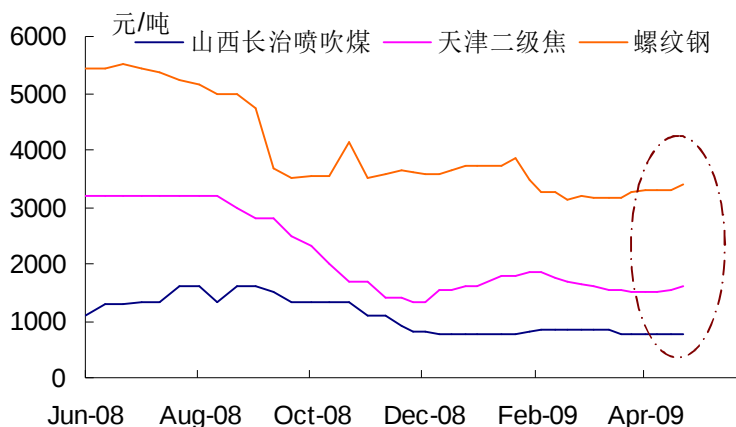
三、近期焦炭价格上涨，喷吹煤提价预期增强

1、焦炭价格上涨，喷吹煤优势逐渐凸显

4月以来，受益于钢铁行业库存持续下降，钢铁需求有所恢复，焦炭库存逐步消化，各地焦炭价格交替上涨，山西以及天津、唐山等地二级焦平均上涨约 100 元/吨。焦炭价格上涨使喷吹煤在钢厂成本节约方面的优势突出。

焦炭在高炉冶炼中主要起到发热剂、还原剂和料柱骨架的作用，喷吹煤可以在生铁冶炼环节替代其作为发热剂，替代比例大约 1: 0.8。假定喷煤比为 130 千克/吨，按照 5 月 11 日，上海喷吹煤车板价 900 元/吨，天津二级冶金焦 1600 元/吨，简单计算，用喷吹煤替代焦炭，吨钢成本节约 50 元左右。以年产 1000 万吨钢厂为例，单此一项可节约成本 5 亿元。

图 1：螺纹钢、喷吹煤与二级焦价格走势



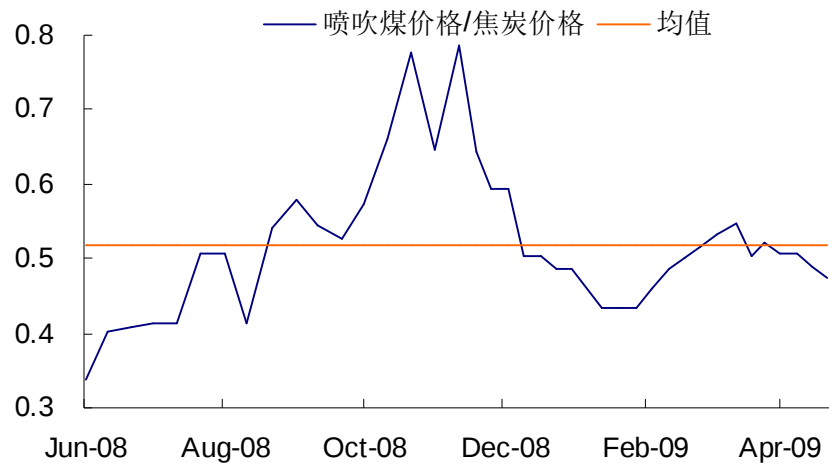
资料来源：招商证券研发中心

2、喷吹煤提价预期增强

一方面，钢价持续 4 周的上涨，钢铁生产开始恢复，拉动焦炭、冶金煤的需求增加，而在近期各地焦炭价格交替上调后，与喷吹煤的价差拉大，喷吹煤的替代优势更加突出，有能力的钢厂必然会尽量提高喷煤比，降低入炉焦比，实际上是使焦炭的部分需求转向了喷吹煤；而供给方面，主要大型煤炭企业基本是满负荷生产，同时，喷吹煤行业较高的集中度和进入壁垒决定了其供给量短期内较多释放的可能性不大。因此，喷吹煤提价预期增强。

另一方面，我们测算，08 年 6 月到 09 年 6 月，喷吹煤与焦炭价格比平均为 0.52，最高时到达了 0.79，而目前两者价格比仅为 0.48，低于平均值约 8%，也就是说，喷吹煤提价 8%，其价格比才能达到平均水平

图 2: 喷吹煤与焦炭价格比



资料来源: 招商证券研发中心

四、选择喷吹煤涨价业绩弹性最大的公司

喷吹煤上市公司有潞安环能、国阳新能、兰花科创和神火股份，其中潞安环能是烟煤喷吹，国阳新能、兰花科创和神火股份是无烟煤喷吹。由于兰花科创是煤化工（化肥、甲醇）一体化公司，神火股份是煤电铝一体化公司，我们这里只考虑潞安环能和国阳新能两个煤炭公司

我们认为可以从两个方面进行选择：**每股喷吹煤产量和吨煤净利**（或者喷吹煤吨煤毛利，虽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）。每股喷吹煤产量越高，吨煤净利越低，其弹性越大。

1、潞安环能每股喷吹煤产量高

08 年，潞安环能和国阳新能的喷吹煤销量分别为 689 万吨和 396 万吨，占公司销量的 30% 和 11%。

从每股喷吹煤产量来看，潞安环能最高，为 5.9 千克/股，高于国阳新能的 4.1 千克/股（如果国阳新能仅计算自身煤炭洗选的喷吹煤量，该数据降为 2 千克/股）。

表 3：喷吹煤公司产能弹性比较

	股本(万股)	08 年煤炭产量(万吨)	08 年煤炭销量(万吨)	08 年喷吹煤产量(万吨)	08 年喷吹煤销量(万吨)	喷吹煤销量占比	每股喷吹煤(千克/股)
潞安环能	115054	2577	2323.00	681	689	30%	5.9
国阳新能	96200	1774	3633	396	396	11%	4.1

资料来源：公司数据

2、国阳新能吨煤净利低

从吨煤净利来看，国阳新能最低，为 42 元/吨，远远低于潞安环能的 131 元/吨。

不过，国阳新能大量从母公司买煤（08 年度自身煤炭产量为 1774 万吨，仅占原煤量 3647 万吨的 49%），增加了煤炭的销售成本，从而降低了吨煤净利。如果剔除买煤部分，则吨煤净利可提升至 86 元/吨（极端情况下假设买煤部分没有盈利），还是远远低于潞安环能的吨煤净利。

此外，喷吹煤毛利也可作为参考指标，国阳新能为 505 元/吨，低于潞安的 556 元/吨（潞安环能没有公布 08 年喷吹煤的成本，我们按照 07 年数据测算）。由于涉及到各煤种之间的成本分摊问题，该数据参考意义不大。

表 4: 喷吹煤公司吨煤净利弹性比较

	潞安环能	国阳新能
股本 (万股)	115054	96200
08 年煤炭产量 (万吨)	2577	1774
08 年煤炭销量 (万吨)	2323	3633
08 年喷吹煤产量 (万吨)	681	
08 年喷吹煤销量 (万吨)	689	396
08EPS (元)	2.48	1.51
08 年净利润 (万元)	305297	151644
吨煤净利 (万元)	131	42
08 年喷吹价格 (元/吨)	836	920
08 年喷吹煤成本 (元/吨)	280	416
喷吹煤毛利 (元/吨)	556	505

资料来源: 公司数据

表 5: 国阳新能自产和收购煤炭量比较

单位: 万吨	2004	2005	2006	2007	2008
自身煤炭产量	1285	1417	1465	1287	1774
收购集团及子公司煤炭	1346	1576	1760	1561	1873
原煤量合计	2631	2993	3225	2848	3647
自身煤炭产量占比	49%	47%	45%	45%	49%
煤炭销量	2150	2422	2589	2973	3633

资料来源: 公司数据

3、潞安环能的弹性最大

我们测算了个喷吹煤上市公司业绩对喷吹煤的价格弹性 (按照目前的价格和 09 年的业绩测算, 其中, 国阳新能的喷吹煤量只计算自身煤炭产量洗选出的数据, 不包含收购煤炭洗选的喷吹煤量, 按照 08 年计算, 自身煤炭洗选的喷吹煤量大约 181 万吨):

- Ø 当喷吹煤价格上涨 1%, 潞安环能和国阳新能的 EPS 增厚 1.4% 和 0.7%。
- Ø 当喷吹煤价格上涨 10%, 潞安环能和国阳新能的 EPS 分别增厚 13.8% 和 7.1%。

综合以上因素, 对喷吹煤价格上涨业绩弹性最大的是潞安环能, 其次是国阳新能。

表 6: 喷吹煤公司弹性比较

	08 年喷吹煤销量 (万吨)	09 年喷吹煤售价 (元/吨)	09 年 EPS (元)	喷吹煤涨幅				
				1%	2%	5%	10%	15%
潞安环能	681	684	2.2	1.4%	2.8%	6.9%	13.8%	20.7%
国阳新能	181	684	1.35	0.7%	1.4%	3.6%	7.1%	10.7%

资料来源: 公司数据

五、潞安环能和国阳新能简评

1、潞安环能：估值最为便宜

业绩较好：公司在 08 年报里面预计 09 年业绩基本上与 08 年相当，即 2.5 元左右。我们认为公司通过盈余管理基本上能够实现。

估值较低：如果按照公司的盈利预测计算，公司 09 年业绩的动态 PE 不到 15 倍，远远低于行业平均 20 倍 PE 的水平。

整体上市提上议事日程：5 月 12 日，《山西省人民政府关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场 2009-2015 年发展规划》出台，规划将推进山西省五大煤业集团整体上市列为资本市场发展重点的“六大工程”之一。《规划》为五大煤业集团整体上市提出了较为明确的时间表：力争 2012 年前，有 1 到 2 家煤业集团整体上市，2015 年前山西五大煤业集团基本完成整体上市。06 年上市时母公司承诺：未来 5-10 年内，集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，使股份公司成为集团下属唯一经营煤炭采选业务的经营主体。我们认为，该规划的出台将使潞安环能的整体上市逐步提上议事日程。

盈利预测：我们审慎预计 09-11 年每股收益分别为 2.2 元，2.37 元和 2.69 元。同比分别增长-11%、8%和 14%。

目标价位及投资评级：我们认为在喷吹煤价格上涨预期中，至少可以按照 20 倍 PE 估值，按照公司的盈利预测计算目标价位 50 元。较目前股价有 36%的涨幅，维持强烈推荐投资评级。

2、国阳新能：整体上市可期

山西省政府出台规划推动整体上市：5 月 12 日，《山西省人民政府关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场 2009-2015 年发展规划》出台，规划将推进山西省五大煤业集团整体上市列为资本市场发展重点的“六大工程”之一。《规划》为五大煤业集团整体上市提出了较为明确的时间表：力争 2012 年前，有 1 到 2 家煤业集团整体上市，2015 年前山西五大煤业集团基本完成整体上市。

09 年集团整体上市可能有实质性进展，公司承诺，待阳煤集团采矿权转增资本金得到批复后，立即对阳煤集团条件成熟的矿井实施收购，采矿权转增资本金已经完成，加上山西省出台规划的推动，我们判断 09 年公司在整体上市方面将有实质性的动作。

盈利预测：预计 09-11 年每股收益分别为 1.35 元，1.45 元和 1.48 元。同比分别增长-11%、8%和 2%。

目标价位及投资评级：考虑整体上市溢价，目标价位可以看到 34 元（相对 09 年业绩 25 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、未来也将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。