

# 山西、河北等地区煤炭、钢铁、电力调研纪要 行业调研报告

## 报告关键点：

- 供给：山西省供给收敛结束，未来产量缓慢释放
- 需求：趋势向上
- 维持煤炭行业领先大市-A投资评级

## 报告摘要：

- 调研目的：上周，我们调研了山西省、河北省等地区煤炭、钢铁、电力行业的相关情况，主要对象包括政策部门、中介机构、上市公司、下游企业等，考察煤炭、钢铁、电力等行业的相关情况，现形成纪要，主要涉及煤炭行业的供需。
- 供给—山西省供给收敛结束，未来产量缓慢释放：山西省煤炭资源整合实质是政府主导下的资源所有权再分配，国有大集团成为最大的受益方，私人资本基本退出；山西煤炭的垄断程度将提高，山西省政府对煤炭资源的控制和对国内煤价的影响力也将因此提升。山西省基于安全性的供给收缩基本结束，但是在安全性以及其他因素的约束下，煤炭产量将会进入缓慢释放的过程。
- 需求—趋势向上：从调研的情况看，由于今年国家基建项目增多和中游行业需求的恢复，煤炭企业开工率都处于高位，煤炭进口对国内的供给产生了较大的影响，尤其是钢铁企业对2010年1-2季度较有信心。同时钢铁行业普遍看好2010年钢铁需求，认为即使面临短期亏损，也不会考虑减产，因此钢产量增长会对煤炭需求形成保证，上下游企业都对煤价未来走势比较乐观。

煤炭

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2009-11-16

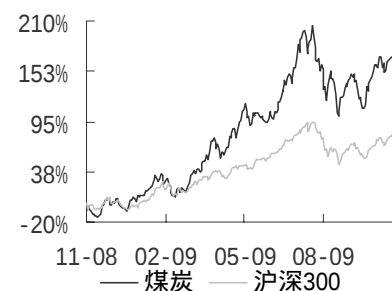
首选股票

目标价

评级

000983 西山煤电 45 增持-A

## 12 个月行业表现



## 研究员

李大刚

高级行业分析师

021-68765917

lidg@essence.com.cn

赵志成

首席行业分析师

021-68765859

zhaozc@essence.com.cn

张龙

首席行业分析师

021-68766113

zhanglong@essence.com.cn

## 前期研究成果

煤炭：煤炭价格平稳以及国外钢铁仍在扩张

2009-11-03

煤炭：海外需求回暖

2009-08-03

煤炭：进口冲击或将消失

2009-07-02

## 前言

上周，我们调研了山西省、河北省等地区煤炭、钢铁、电力行业的相关情况，主要对象包括政策部门、中介机构、上市公司、下游企业等，考察煤炭、钢铁、电力等行业的相关情况，现形成纪要，主要涉及煤炭行业的供需。

## 1. 供给层面的相关调研情况

### 1.1. 山西省调研情况

#### 1.1.1. 调研对象：山西省煤炭工业局政策研究人员

##### 1.1.1.1. 煤炭整合的动力以及延续性

- 山西省煤炭整合的动力来自于三个方面：a：整合主要是出于生产安全的考虑，并试图以此控制非法开采和小煤矿的非安全生产；b：本身经济结构调整的压力，由于山西省经济增长主要来自于煤炭以及重工业，具有较强的周期性，不利于经济的稳定增长；c：经济增长和财富分配的不协调，不利于和谐社会的宗旨。
- 第一轮整合(2005-2006 年)：关闭了年产 9 万吨以下的小煤矿，并将煤矿总数量由 5000 个缩减至 2600 个。第二轮整合(2008 年~)：关闭年产 30 万吨以下的小煤矿，通过合并将剩余的小煤矿根据地域、品类整合成若干年产 300 万吨，单井 90 万吨以上的大矿，煤矿总数量缩减至 1000 个。第三轮整合(未来)：据闻政府有意向在十二五将单井产能继续扩大至 120 万吨，煤矿数量由 1000 减至 800 个。
- 煤炭整合的动力依然存在，同时，山西省煤炭资源整合得到中央层面的支持，其政策的延续性能够得到保证。

##### 1.1.1.2. 煤炭整合的程序以及目前的进程

- 山西省整合主体（五大集团以及煤运和进出口）划片区进行整合，首先，和当地政府签署整合意向；其次，和相关企业签署整合协议；最后，签署相关的交易合同。目前，这一过程已经基本完成
- 整合的方式：主要的方式有三种，a：现金购买；b：折价入股；c：成立新公司

##### 1.1.1.3. 煤炭整合过程中的问题

- 山西省的煤炭资源整合主要的两个问题：a：被整合的小煤矿：利益诉求的不到满足；b：整合主体：资金、人员等存在紧张情况。
- a：被整合的小煤矿：利益诉求的不到满足，主要体现在两个方面：1、资源价款的补偿不足，达不到预期；2、相关煤炭资产价值无法达到明确的确认，主要的分歧来自于资产的专用性，改扩成大矿后，原有资产不具有价值，同时，很多资产缺乏相关的发票，无法得到足够的价值确认。
- b：整合主体：资金、人员等存在紧张情况。主要体现在下列的方面：1、资源补偿价款以及交易合同中的隐形补偿，大集团本身负担较重，资金方面呈现出一定的压力；2、整合煤矿的安全责任从小矿主转移到集团层面上，需要相关的安全技术人员，在人员方面存在一定的压力。

##### 1.1.1.4. 煤炭整合过程中的产量变化

- 基于当地政府 GDP 的压力以及整合集团资金层面的压力，山西省政府允许符合条件的整合煤矿在保证安全的前提下进行过渡性生产，过渡性生产在 6、7 月份部

分地区已经开始，从山西省小煤矿的月度产量增加可以观察到，过渡性生产面临最大的问题是：安全性生产能否保证，由于被整合的煤炭较多以及对于相关生产情况缺乏了解，整合集团缺乏足够的安全手段保证生产的安全性；同时，在山西省过渡性生产中的安全责任政策中：1、监管责任三年不变；2、当地政府和整合企业的安全责任跑不掉。

- 过渡性生产中，最大的障碍是安全性问题，如果整合的煤矿出现安全事故，将会对于整个山西省煤炭资源整合产生巨大的压力，因为关闭小煤矿最主要的理由来自于安全问题，而且外界舆论将会成为重大的影响。
- 过渡性生产将会持续到 2010 年年底，预计山西省 2010 年的煤炭产量在 7 亿吨左右。同时表示，山西省本身对于煤炭产能有比较强的调控能力。

## 1.2. 山西省调研情况

### 1.2.1. 调研对象：山西省某律师事务所（合伙人及相关律师），

调研对象简介：该律师事务所参与了 30%左右的山西省煤炭资源整合中的法律事务

#### 1.2.1.1. 煤炭资源整合的一般流程

- 本次山西省煤炭资源整合操作成面的一般流程如下：a：签订框架协议；b：签订交易协议；c：煤炭证照变更；d：公司设立；e：领取营业执照；f：新矿开工。目前处于煤炭证照变更阶段，从整合到新矿建成投产，预计需要 2-3 年的时间。

#### 1.2.1.2. 资源整合的主要方式

- 山西省本次煤炭资源整合的方式分为以下几种：a：直接并购；b：参股；c：股权收购，吸收合并。由于受资金压力和补偿标准的问题，大部分采取的是股权收购和吸收合并，即小矿出资产，大矿出现金，成立新公司，采取部分现金加股权的方式进行对小矿的吸收合并，在政策方面，采取的是一矿一策，比较灵活，取决于整合资源的具体情况和谈判结果。

#### 1.2.1.3. 本次整合的主要障碍以及相关协议

- 本在资源整合的主要障碍在于整合的交易价格，交易价格主要分为两部分组成：a：煤炭生产资料的评估、审计价值；b：煤炭资源价款的评估。交易价格的主要障碍来自于本次整合是省政府层面推动的非市场化行为，交易价格基本上是按照省政府的价格敲定死的，不可更改。
- 具体表现如下：a：煤炭资产的评估由山西省的中介机构进行评估，报批国资委，很多前期的煤炭设备投资在改扩建后不具有相关的价值，这是小煤矿主争论的一个焦点；b：煤炭资源价款的补偿标准由省政府确定，06 年以前的按照 1.5 倍的标准补偿，06 年以后的按照 2 倍补偿，这个补偿标准和小煤矿主在购买时的价格相差甚远，不达预期。
- 但是，由于价格和资源储量基本上已经定死，整合主体本身不能随意更改交易价格，不能够在设立新公司的时候随意增加小煤矿主的股权，否则会造成国有资产流失，这是国有大矿不愿意承担的责任。所以就产生了交易合同外的隐形协议，即通过其他方式进行补偿，例如：分期支付部分现金，或者承诺整合煤炭资源的部分利润转移给被整合对象。

#### 1.2.1.4. 整合资金层面的情况

- 整合主体在整合过程中实际需要的资金可能要达到 3000 亿左右，目前的情况来看，主要的方式是银行贷款，存在较大的压力；同时，我们拜访了某银行煤炭事业部的总经理，得到信息是很多被整合的煤炭通过质押采矿证进行贷款，以满足

相关的资金需求。

### 我们的判断—山西省供给收敛基本结束，未来产量缓慢释放

- 本次整合实质是政府主导下的资源所有权再分配，国有大集团成为最大的受益方，私人资本基本退出；山西煤炭的垄断程度将提高，山西省政府对煤炭资源的控制和对国内煤价的影响力也将因此提升。山西省基于安全性的供给收缩基本结束，但是在安全性以及其他因素的约束下，煤炭产量将会进入缓慢释放的过程。

## 2. 需求层面的相关调研情况

### 2.1. 山西省、河北省需求调研情况：在山西主要拜访了西山煤电、漳泽电力、太钢不锈，在河北省主要调研了开滦股份、唐山地区的一家小钢厂。

#### 2.1.1. 西山煤电调研纪要      调研对象：西山煤电 宁总

- **产量及开工率**：股份公司 1-10 月份累计产量为 1400 万吨左右，去年同期 1100 万吨，预计 2009 年产量达到 1800 万吨；其中，10 月份产量达到 159 万吨，环比上升 10%；煤炭产能基本满产。
- **焦煤价格**：目前比较平稳，预计 2010 年一季度焦煤价格上涨的可能性较小，原因在于钢铁价格较低，表示看好 2010 年炼焦煤价格。
- **小矿整合的信息**：首先，煤炭资源整合是一个漫长的过程；其次，资源价款无法改变，是由专家委员会认定的，谈判比较困难，很多资产缺少发票，产量不会大规模释放。西山煤电公司共整合了 1100 万吨左右的炼焦煤产量，明年释放的产量预计在 200 万吨左右。
- **兴县矿区**：兴县矿区的产量预计今年达到 500 万吨左右，8 月底开始的铁路外运，洗煤厂年底投产，明年新增产量 1000 万吨左右。

#### 2.1.2. 太钢不锈调研纪要      调研对象：太钢不锈 总会计师 董秘 企业简介：国内最大的不锈钢生产企业

- **产量及季度变化率**：1-9 月不锈钢 187 万吨产量，全球第一。10 月份不锈钢销量 20 万吨，产量 18 万吨。最好的是 8 月份产量 25 万吨。一季度月产 15 万吨，二季度月产 18-19 万吨，三季度月产 20 万吨。预计 11-12 月份大体也在 20 万吨的水平。
- **下游需求情况**：钢铁大的趋势是向上，明年钢铁产量会有所增加，从太钢不锈本身的情况来看，在自身的产品种类中，**房地产电梯用的不锈钢需求较好，订单较多**；其他结构性不锈钢，诸如机械等行业，需求较为一般，没有明显变化。
- **对原材料尤其是炼焦煤的看法**：感觉煤炭尤其是炼焦煤的价格行情不会差，山西省小矿的产量放不出来，预计明年中国进口炼焦煤的产量可能减少，前一段时间，西山焦煤集团试图涨价，但是未遂。煤炭企业和钢铁企业签署的协议价格约束力不大，可以根据市场情况提高煤炭的价格。

### 2.1.3. 漳泽电力调研纪要      调研对象：漳泽电力 董秘 燃料事业部经理

#### 企业简介：太原当地的电力企业

- **发电量及明年预计**：1-9 月份共发电 118 亿度，和 08 年同比出现下降，主要原因是山西省工业下降较快，预计 2010 年发电利用小时和 09 年持平
- **当前煤炭价格**：目前动力煤煤炭价格比上半年均价便宜 30 元/吨，主要的原因在于公司加大了对陕西、内蒙的煤炭价格采购，造成了成本的下降。
- **对明年动力煤价格的判断**：存在分歧，董秘认为价格会有所下降，主要是因为小煤矿的复产；燃料事业部经理认为价格会小幅上升。

## 2.2. 河北省需求调研情况

### 2.2.1. 开滦股份调研纪要      调研对象：董秘侯总，证代张总

- **焦煤需求**：近期唐山地区下游大型钢铁企业没有限产的意愿，对煤的需求也不会下降。因此开滦销售情况良好，肥煤明显紧张。
- **焦煤价格**：8 月份焦煤提价后，尽管钢铁价格有所回落，但公司认为目前焦煤需求量大，不会向下调整价格。只是考虑到对口长期合作的大型钢铁企业承受能力，没有继续提价。对明年焦煤价格，开滦总体比较乐观，认为价格会维持稳中有升。
- **产能和库存**：开滦一直处于满产状态，目前唐山地区小煤矿只有 20 多家，且规模很小不能形成威胁。公司未来担心新焦煤资源不好找，集团在内蒙古和新疆的项目都是动力煤，所以积极推进在加拿大拿矿（主焦煤）的意愿。不过公司对山西小矿复产的进度较为关心。目前唐山地区焦煤库存较少，公司客户中大钢厂也没有太多库存。
- **整体上市**：公司认为整体上市是一种趋势，省政府及集团对资产注入态度也是比较支持的，目前方案正在推进，不过也遇到几方面的障碍：
  - 1、集团是债转股公司，信达资产态度比较重要。
  - 2、采矿权外置需要国土资源部评审，评审需要交 20% 的评估费，有资金压力
  - 3、存续企业的生存问题需要考虑（上市公司员工 1.2 万人，集团 6.8 万人，退休职工 7.6 万人），一定程度会拖延进度。

### 2.2.2. 唐山某钢铁企业调研纪要      调研对象：公司副总，销售和采购人员

**企业简介**：唐山民营中小钢铁代表性公司（产能 300 万吨），是河北民营百强企业。公司生产带钢为主（唐山地区有 70-80 条带钢线）。

带钢用途广泛为热轧卷板替代品种，下游对应五金行业（焊管，龙骨，小风扇，自行车，钮扣，家具等）。因五金行业复产需求增加，近期热轧和带钢销售情况较好。其他钢铁品种中受益基建需求的螺纹钢销量最大，唯一尚未转好是“型材”，应与厂房、机械设备相关的工业投资未恢复有关。

- **钢铁需求**：销售人员表示三季度销售明显好于二季度，目前已处于零库存的状态。公司并不担心未来 2 个季度的销售，因为从 7 月份开始，下游企业订单明显增加，根据订单排产已经可以维持到明年 1 季度。同时根据下游的反馈，企业认为下游可以承受轻微涨价。
- **毛利和未来产能情况**：目前每吨钢的毛利大约 200 元，净利约 100 元，尽管利润减少，但公司表示由于降价后销量大，公司不但不会减产相反在 2010 年会有小

幅增产的计划。就公司所了解的同业情况：虽然河北地区环保政策审批执行已较为严格，但因高炉“小换大”以及做产业配套等原因，预计唐山地区 2010 年钢铁产能仍会继续扩大（钢铁厂附近的一个镇，明年就将有 500 万吨新增产能）。

- 上游原材料价格：据采购人员反映，近期唐山地区小矿焦煤价格已有上涨，澳大利亚进口主焦煤的价格唐山地区售价在 1400 多元/吨。对明年焦煤价格，公司认为由于明年进口煤价格可能上涨（**一个重要的细节：唐山地区的炼焦煤供给中，澳大利亚的进口量焦煤已经占到了 40%**），明年焦煤价格可能会继续上升。

#### 我们的判断—需求趋势向上

- 从调研的情况看，由于今年国家基建项目增多和中游行业需求的恢复，煤炭企业开工率都处于高位，煤炭进口对国内的供给产生了较大的影响，尤其是钢铁企业对 2010 年 1-2 季度较有信心。同时钢铁行业普遍看好 2010 钢铁需求，认为即使面临短期亏损，也不会考虑减产，因此钢产量增长会对煤炭需求形成保证，上下游企业都对煤价未来走势比较乐观。

## 行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-16

| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 上次<br>评级 | 最新<br>评级 | 每股收益(元) |       |       | 市盈率(X) |       |       | ROE(%) |       |       | 现价    | 目标价   |
|----------|----------|----------|----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|          |          |          |          | 2008    | 2009E | 2010E | 2008   | 2009E | 2010E | 2008   | 2009E | 2010E |       |       |
| 煤炭       |          |          |          |         |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |
| 601666   | 平煤股份     | 增持-A     | 增持-A     | 1.90    | 1.22  | 1.78  | 16     | 25    | 17    | 28.7%  | 15.0% | 18.0% | 30.40 | 40.00 |
| 000983   | 西山煤电     | 增持-A     | 增持-A     | 1.44    | 1.18  | 1.80  | 26     | 32    | 21    | 37.5%  | 24.0% | 31.0% | 37.91 | 45.00 |
| 601898   | 中煤能源     | 增持-A     | 增持-A     | 0.51    | 0.51  | 0.59  | 27     | 27    | 23    | 10.7%  | 10.0% | 10.0% | 13.76 | 20.00 |
| 600188   | 兖州煤业     | 增持-A     | 增持-A     | 1.32    | 0.81  | 0.98  | 16     | 26    | 22    | 24.6%  | 14.0% | 15.0% | 21.40 | 25.00 |
| 600997   | 开滦股份     | 增持-A     | 增持-A     | 0.67    | 0.71  | 1.17  | 36     | 34    | 21    | 19.2%  | 16.0% | 18.0% | 24.15 | 30.00 |
| 601088   | 中国神华     | 增持-A     | 增持-A     | 1.34    | 1.60  | 1.90  | 27     | 22    | 19    | 17.9%  | 17.0% | 17.0% | 35.50 | 40.00 |
| 000933   | 神火股份     | 买入-A     | 买入-A     | 1.53    | 0.92  | 1.74  | 20     | 33    | 18    | 39.3%  | 19.0% | 30.0% | 30.50 | 39.50 |
| 601699   | 潞安环能     | 增持-A     | 增持-A     | 2.48    | 2.19  | 2.56  | 19     | 21    | 18    | 36.3%  | 27.0% | 27.0% | 46.04 | 55.00 |
| 000159   | 国际实业     | 买入-A     | 买入-A     | 0.61    | 1.21  | 1.86  | 27     | 13    | 9     | 22.0%  | 32.0% | 35.0% | 16.24 | 24.00 |

## 作者简介

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

### 朱贤

021-67865293

### 梁涛

021-68766067

### 南方

021-68765206

### 周蓉

010-66581676

### 李昕

010-66581689

### 张茜萍

0755-82558089

### 李瑾

0755-82558084

### 上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

### 上海联系人

liangtao@essences.com.cn

### 上海联系人

nanfang@essence.com.cn

### 北京联系人

zhourong@essence.com.cn

### 北京联系人

lixin@essence.com.cn

### 深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

### 深圳联系人

lijin@essence.com.cn

### 凌洁

021-68765237

### 李国瑞

021-68763872

### 张勤

021-68763879

### 马正南

010-66581668

### 潘琳

0755-82558268

### 王远洋

0755-82558087

### 上海联系人

lingjie@essence.com.cn

### 上海联系人

ligr@essence.com.cn

### 上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

### 北京联系人

mazn@essence.com.cn

### 深圳联系人

panlin@essence.com.cn

### 深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034