

# 布局后资源整合时代

## ——2010 年煤炭行业投资策略

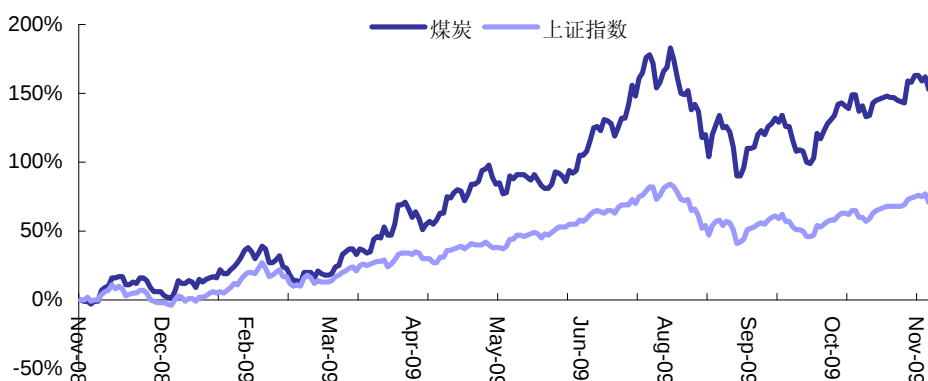
### 行业评级

增持/ 维持评级

### 相关研究

- 由于近几年煤炭行业固定资产投资增速较下游行业快很多，特别是山西整合后产能得到大幅提升，我们依然维持未来三年煤炭行业总量供求宽松的判断。但经过 2009 年的资源整合后，煤炭行业集中度大幅提升，话语权增强有利于煤炭价格的稳步提高。另外在山西整合的同时，陕西、内蒙、宁夏、新疆等地原煤产量快速增长，这使得煤炭生产重心出现了加速西移的态势，这种趋势不仅带来地区结构性供给不平衡，而且由于西部产煤多以褐煤和低变质烟煤为主，也带来了煤种结构的不平衡，稀缺的优质无烟块煤、炼焦煤价值更显珍贵。我们认为在区域和煤种两个不平衡下，未来可能出现总量供给宽松情况下的区域性、阶段性、相关煤种的价格上涨。
- 根据我们对于全球炼焦煤供求分析，我们认为 2010 年新增产量将低于需求增长，预计 10 年国际焦煤价格将可能进一步上涨，据此预计国内焦煤价格有 10%以上上涨空间，含税价有望达到 1400 元/吨；当前电煤现货价格已经较 09 年长协价 540 元/吨高 120 元/吨，我们预计动力煤合同价格有 5% 的上涨空间，有望达到 570 元/吨；化工产业结构调整升级带来重大变化将对全国煤化工产业整体发展产生深远影响，煤化工的发展必将增加化工用煤需求，我们认为无烟煤价格将呈现触底反弹态势。
- 从财务效益、资产营运、偿债能力和发展能力等诸项财务指标看，煤炭行业经营状况正处于历史最好时期，虽然业绩高峰期已随煤价的起落过去，然而较长时间的平稳经营仍然可以期待。在当前行业估值水平与市场基本同步，而盈利能力可以持续稳定的情况下，我们认为与此前周期行业的投资思路不同，买入并持有具有产能扩张及资产注入预期的上市公司是较好投资策略。重点布局资源整合受益品种以及集团参与整合、未来注入预期强烈的上市公司，西山煤电、潞安环能、国阳新能和大同煤业。
- 另外我们认为 10 年煤炭行业的投资机会更多存在于已经或即将涉及煤炭开采的其他行业公司，对此我们将在随后的公司报告中逐一把脉推荐，敬请关注！

### 最近 52 周股价表现



分析师  
孙海波  
唐宗辰  
+755-82492477  
sunhb@lhqz.com

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>煤炭行业新格局 .....</b>              | <b>3</b>  |
| 从供求紧张到总量宽松 .....                  | 3         |
| 行业迈入大矿时代.....                     | 5         |
| 产区重心继续西移.....                     | 7         |
| 煤种增速分化，结构矛盾凸显.....                | 8         |
| 由净出口到净进口，焦煤进口大增.....              | 9         |
| <b>煤炭价格新趋势 .....</b>              | <b>10</b> |
| 两个不平衡有助推升煤价 .....                 | 10        |
| 重心西移增大运输成本 .....                  | 10        |
| 煤种结构失衡增大稀缺价值.....                 | 10        |
| 需求再度成为影响价格的主要因素 .....             | 11        |
| 焦煤仍是明年最大亮点 .....                  | 12        |
| 全球焦煤需求继续增长 .....                  | 12        |
| 2010 年供给难有提高.....                 | 13        |
| 澳大利亚：产能小幅扩张，运力制约供给.....           | 14        |
| 俄罗斯：运力制约出口量.....                  | 15        |
| 美国：供给受成本制约.....                   | 15        |
| 加拿大：出口仍以存量资源为主.....               | 16        |
| 动力煤稳中趋升，无烟煤触底反弹.....              | 16        |
| <b>煤炭策略新思路 .....</b>              | <b>18</b> |
| 买入并持有，从周期品种转为价值品种 .....           | 18        |
| 重点布局资源整合受益品种——直接参与整合.....         | 20        |
| 西山煤电.....                         | 20        |
| 潞安环能.....                         | 21        |
| 重点布局资源整合受益品种——集团参与整合，未来注入预期强烈.... | 21        |
| 国阳新能.....                         | 21        |
| 大同煤业.....                         | 21        |
| 深度挖掘涉煤的其他行业公司 .....               | 22        |
| <b>风险提示： .....</b>                | <b>22</b> |

2009年4月15日，山西省政府下发《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》，并出台一系列相关配套规定，吹响了煤炭资源整合和企业兼并重组攻坚战号角。7月山西十一市整合方案全部通过审查，9月重组整合协议全部签订完成，10月全面启动证照换发工作，11月完成组织验收工作。

2009年煤炭行业的关键词就是整合。而经过资源整合和煤矿的兼并重组，煤炭行业特别是山西煤炭行业出现了新形势与新特征，我们2010年的投资思路就是在这种行业新格局与新变化中动态寻找后整合时代的投资机遇!!

## 煤炭行业新格局

### 从供求紧张到总量宽松

在高煤价和高利润推动下，近几年煤炭行业投资大幅增长，2006-2008年煤炭行业投资分别为1479亿元、1805亿元和2411亿元，增速分别为27.2%、23.7%和33.6%。从2000年以来投资增速与产量增速的关系中我们发现，投资高峰后的2-3年将出现产能的集中释放。

图 1：煤炭行业投资及增速

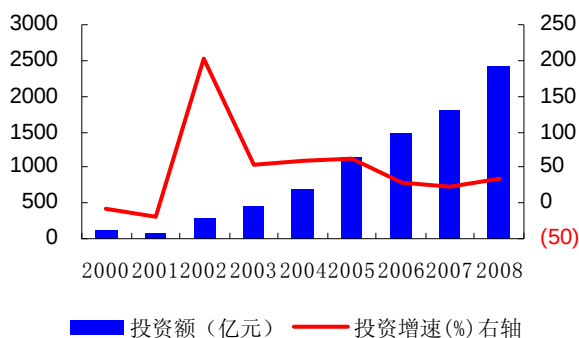
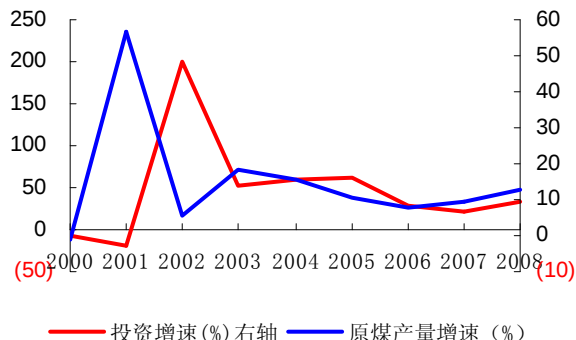


图 2：煤炭投资增速与产量增速

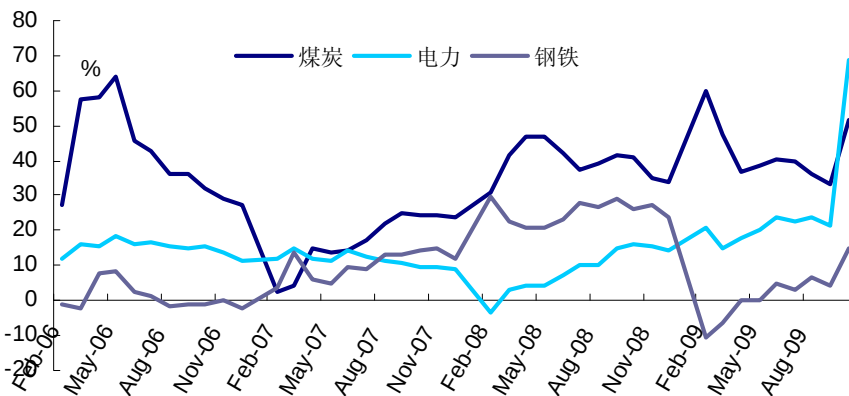


资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

相比煤炭行业近几年较高的固定资产投资增速，下游电力、钢铁的投资增速则持续处于较低水平，因此未来两年煤炭的产能释放可能要较下游产业更快。

图 3：煤炭和下游行业固定资产投资增速比较



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

据不完全统计, 目前全国在建煤矿项目 1563 个, 总规模 6.53 亿吨, 加上改扩建新增产能约 8.3 亿吨, 已超过煤炭工业“十一五”发展规划确定的建设规模, 按现有情况预计未来将形成 40 亿吨的总产能。煤炭产能未来的大幅增长从山西的整合后计划产能也可显现。经过资源整合, 山西不含五大集团和中直企业的煤炭产能从 4.6 亿吨/年增加到 6.75 亿吨/年, 增加了 2 亿多吨, 山西全部煤炭产能未来将达到近 10 亿吨/年。产能扩张不可小觑!

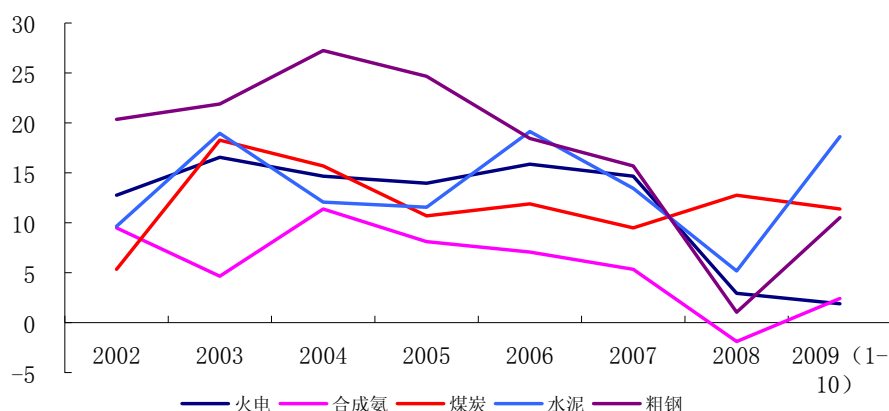
表 1: 山西资源整合前后煤矿个数与产能比较

| 城市 | 整合前煤矿数量 (个) | 整合后煤矿数量 (个) | 整合前产能 (万吨) | 整合后产能 (万吨) |
|----|-------------|-------------|------------|------------|
| 阳泉 | 53          | 33          | 1691       | 2960       |
| 临汾 | 201         | 78          | 4719       | 5901       |
| 古交 | 21          | 17          | 726        | 1155       |
| 朔州 | 80          | 44          | 4671       | 6680       |
| 大同 | 124         | 62          | 3241       | 4865       |
| 忻州 | 101         | 52          | 2799       | 5370       |
| 晋城 | 243         | 124         | 8000       | 10855      |
| 吕梁 | 178         | 81          | 5146       | 7695       |
| 晋中 | 166         | 88          | 5523       | 7620       |
| 太原 | 36          | 23          | 1560       | 2235       |
| 长治 | 193         | 118         | 7548       | 11190      |
| 运城 | 35          | 15          | 670        | 1035       |
| 合计 | 1431        | 735         | 46294      | 67561      |

资料来源: 山西煤炭工业厅, 联合证券研究所

从上下游产业增速看, 2008 年前煤炭行业的增速一般低于钢铁和火电增速, 显示存在比较明显的供求紧张, 2008 年后受金融危机影响钢铁、火电产量增速均下滑, 而煤炭仍保持了较好的产出增速, 因此我们预计未来几年煤炭供求总量宽松的局面可能成为常态。

图 4: 煤炭及下游行业产量增速比较 (2002-今)



资料来源: WIND, 煤炭资源网, 联合证券研究所

为了更好的描述未来两年煤炭行业整体供求情况, 我们根据煤炭行业固定资产投资水平以及下游行业产量增速分别预测供给与需求。根据 2007、08 年的投资水平, 考虑到关闭小煤矿的影响后, 我们推测 2009、10 年新增产能分别为 2.17 和 2.65 亿吨, 煤炭产能将达到 30.2 和 32.3 亿吨, 分别增长 5.8%和 7.1%。

**表 2：煤炭总供给量预测**

|          | 2007   | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 煤炭固定资产投资 | 1805.1 | 2410  | 2500  | 2000  | 1500  |
| 煤炭行业新增产能 | 2.60   | 2.47  | 2.17  | 2.65  | 2.75  |
| 煤炭行业关闭产能 | -0.17  | -0.7  | -0.5  | -0.5  | -0.5  |
| 煤炭行业产能   | 26.74  | 28.51 | 30.17 | 32.32 | 34.57 |
| 增速       | 10.0%  | 6.6%  | 5.8%  | 7.1%  | 7.0%  |
| 煤炭产量     | 25.23  | 27.16 | 28.66 | 30.71 | 32.84 |
| 增速       | 8.5%   | 7.7%  | 5.5%  | 7.1%  | 7.0%  |

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

伴随下游复苏，我们预计 09、10 年的煤炭需求增长 4.4% 和 8%，随着需求的逐步增大，煤炭产能过剩影响也会逐步减弱。

**表 3：煤炭供求平衡表**

|               | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 煤炭产量          | 25.23 | 27.16 | 28.66 | 30.71 | 32.84 |
| 增速            | 8.5%  | 7.7%  | 5.5%  | 7.1%  | 7.0%  |
| 业内及洗煤损耗       | -0.90 | -0.72 | -0.78 | -0.80 | -0.82 |
| 年初年末库存差额      | -0.33 | -0.41 | 0     | 0     | 0     |
| 煤炭供给总量        | 24.00 | 26.03 | 27.88 | 29.91 | 32.02 |
| 增速            | 7.4%  | 8.5%  | 7.1%  | 7.3%  | 7.1%  |
| 煤炭需求总量        | 24    | 26.03 | 27.19 | 29.35 | 31.71 |
| 增速            | 7.4%  | 8.5%  | 4.4%  | 8.0%  | 8.0%  |
| 供求缺口（正值为供大于求） | 0.00  | 0.00  | 0.70  | 0.56  | 0.31  |

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

## 行业迈入大矿时代

根据 2007 年 11 月发改委公布的《煤炭产业政策规划》，全国要建 13 个大型煤炭基地，到 2010 年底，全国年产量 1 亿吨以上、5000 万吨以上的特大型煤炭企业集团要分别达到 6-8 个和 8-10 个。2009 年 8 月，国家安监总局等 14 个部委联合下发《关于深化煤矿整顿关闭工作的指导意见》，重申力争到 2010 年把全国小煤矿数量控制在 1 万座以内。

从今年山西煤炭资源整合可以看出，煤矿数量在减少但产能在增加，资源正在逐步向大集团集中。山西五大集团和煤运、进出口集团整合煤矿原有产能 1 亿吨，整合后增加到 1.5 亿吨，大集团资源和产能更为雄厚。

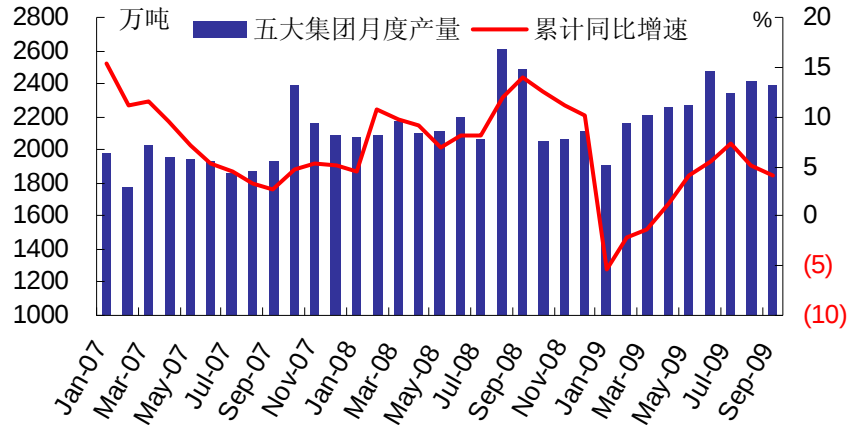
**表 4：山西资源整合中五大集团及煤运、进出口集团资源获取情况**

| 整合主体  | 整合前煤矿数量（个） | 整合后煤矿数量（个） | 整合前产能（万吨） | 整合后产能（万吨） |
|-------|------------|------------|-----------|-----------|
| 阳煤集团  | 22         | 12         | 1055      | 1400      |
| 同煤集团  | 79         | 34         | 1993      | 2505      |
| 焦煤集团  | 83         | 41         | 1864      | 2970      |
| 潞安集团  | 45         | 22         | 1248      | 2100      |
| 晋煤集团  | 83         | 38         | 1835      | 2655      |
| 煤运集团  | 275        | 139        | 7815      | 11565     |
| 进出口集团 | 59         | 26         | 2658      | 3680      |
| 合计    | 334        | 165        | 10473     | 15245     |

资料来源：山西煤炭工业厅，联合证券研究所

随着资源向大集团集中，山西五大集团产量增速大幅提升，在全省前九个月产量增速下滑 10.85% 的情况下，五大集团产量仍然保持了 4% 的增幅。

图 5：山西五大煤炭集团月度产量及累计同比增速



资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

由于对小煤矿的关闭已经上升到国家层面，在山西整合告一段落后，其他产煤大省也欲复制“山西模式”整合煤企，目前已经有河南、山东、黑龙江、河北、新疆维吾尔自治区阜康市派员赴晋考察调研。而各产煤大省整合重组的结果无疑是行业集中度的进一步提升。

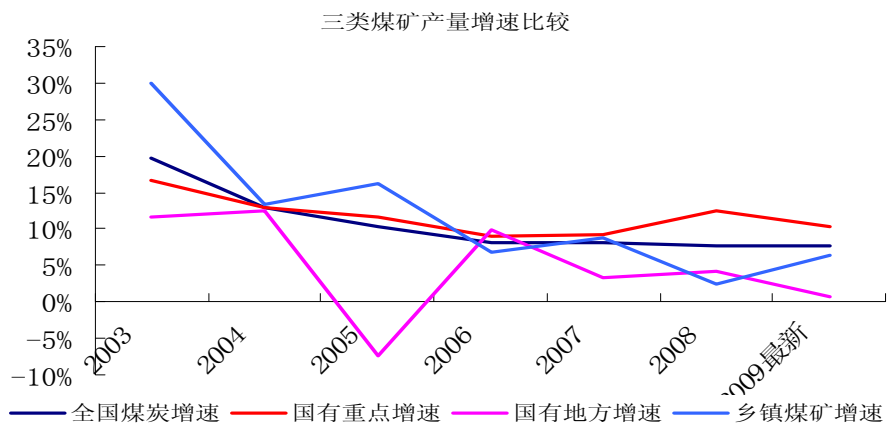
表 5：主要产煤省整合规划

| 省份  | 整合规划                                                                |
|-----|---------------------------------------------------------------------|
| 河南  | 由骨干企业对 30 万吨以下煤矿进行整合，同时推进大企业之间进行并购重组，将 6 大煤企整合为 3 家                 |
| 黑龙江 | 整合 7 个矿务局为 1 个                                                      |
| 河北  | 349 个煤矿整合为 60 个，形成“冀中”、“开滦”两大集团                                     |
| 内蒙古 | 煤炭企业控制在 200 以内，重组 4 个 5000 万吨级，7 个 2000 万吨级以上大型煤炭集团，淘汰小煤窑，全部实现正规化开采 |
| 安徽  | 优势资源向优势企业集聚，为 4 大煤矿配置煤炭资源 220 亿吨，采矿权个数由 849 个减少到 261 个              |
| 陕西  | 由陕西煤化工集团对省内煤矿进行整合                                                   |

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

通过不断的关闭和整合地方小煤矿，国有重点煤矿占全国煤炭产量的比例也从 2003 年的 47.1% 提高至 2008 年的 50.7%，提高了 3.6 个百分点。

图 6：三类煤矿产量增速比较



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

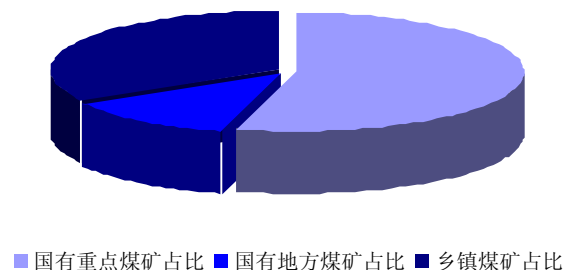
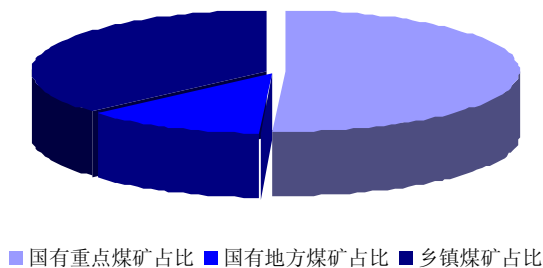
今年国有重点煤矿产量占比继续提升，2009 年前 9 月累计产量占比已经达到 54.3%，国有重点和国有地方煤矿产量占比达到 66.7%，比重大幅增加。目前我国规模以上煤炭企业产量已经占全国产量的 38%，其中年产超过千万吨企业 43 家。无论是从煤炭产量还是产出增量分布看，煤炭行业的集中度都正在大幅提高，煤炭行业已经迈入大矿时代。

图 7：三类煤矿产量比例 2008

图 8：三类煤矿产量比例 2009

三类煤矿产量比例（2008）

三类煤矿产量比例（2009）



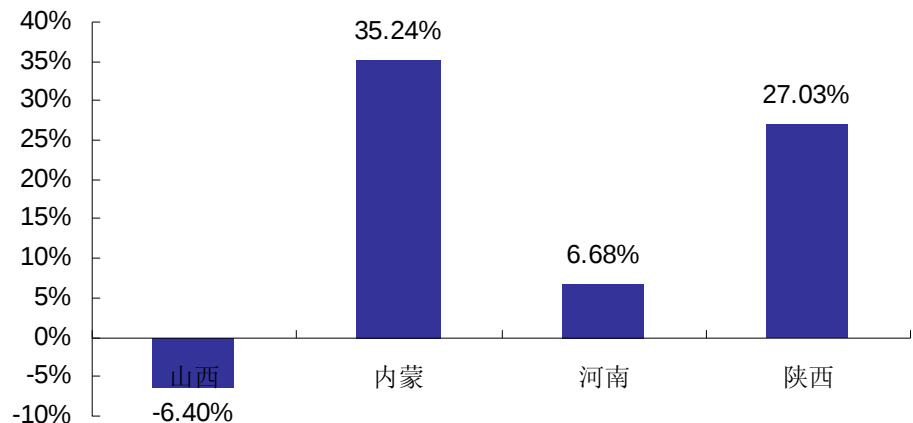
资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

### 产区重心继续西移

由于山西借金融危机造成的需求下滑加大煤炭资源整合、煤矿兼并重组力度，大量小煤矿或被关闭、或被整合，原煤产量持续下降。而陕西、内蒙、宁夏、新疆等省（自治区）却因为近年来加快大型煤炭基地建设，新增煤炭产能快速增加，原煤产量持续保持快速增长势头。

图 9：四大产煤省产量累计增速比较 2009（1-10）



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

在这种此消彼长中，山西省原煤产量占全国比重已经由 2007 年的 24.9% 降至 2008 年的 23.2%。今年 1-9 月份，山西煤炭产量比重再度下降至 19.9%；而陕西、内蒙、宁夏、新疆等省（自治区）原煤产量占全国的比重却由 2007 年的 26.5% 上升至 2008 年的 30.6%。煤炭产量的一升一降使中国的煤炭生产重心逐步西移。

图 10：主要产煤大省产量比例 2008

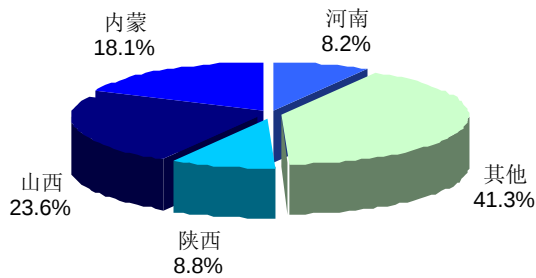
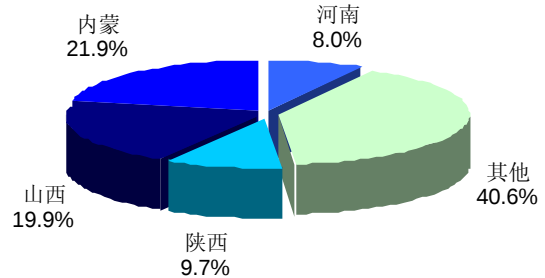


图 11：主要产煤大省产量比例 2009（1-10）

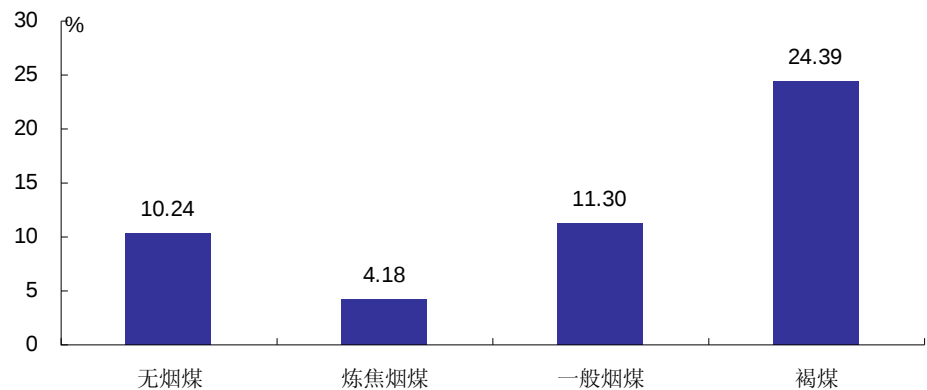


资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

### 煤种增速分化，结构矛盾凸显

煤炭生产重心加速西移带来地区结构性过剩的同时，也带来了煤种结构性过剩，优质的无烟块煤、炼焦煤、动力煤产量增长较慢，褐煤和低变质烟煤产量快速增长。内蒙古东部地区褐煤储量十分丰富，随着近年来内蒙古煤炭产业的快速发展，其褐煤产量快速增加。

图 12：各煤种累计产量增速比较 2009（1-10）



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

今年 1-8 月份，山西省无烟煤产量同比减少 885.3 万吨，炼焦煤产量同比减少 2709.6 万吨，一般烟煤产量同比减少 972.2 万吨，没有褐煤产量；而同期陕西、内蒙、宁夏、新疆等四省（自治区）无烟煤产量仅同比增加 600 万吨，炼焦煤产量同比增加 1800.1 万吨，无烟煤和炼焦煤产量的增长没有弥补山西产量下降造成的空缺，一般烟煤产量同比增加 8875.5 万吨，褐煤产量同比增加 3855.2 万吨，一般烟煤和褐煤的增加又远远高于山西省这些煤种产量的减少。对于全国煤炭市场来说，一方面造成了无烟煤、炼焦煤供求偏紧，另一方面造成了褐煤和低变质烟煤供给过剩。

图 13: 各煤种产量分布 (2008)

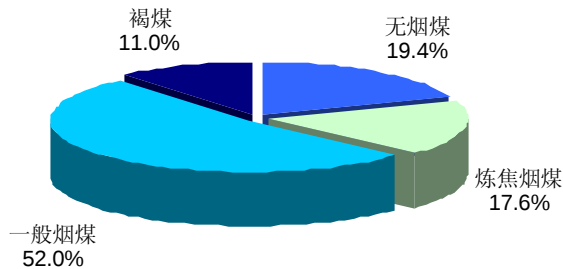
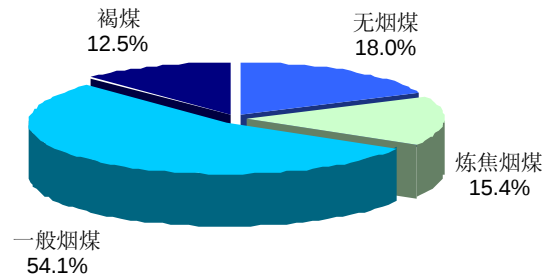


图 14: 各煤种产量分布 2009 (1-10)

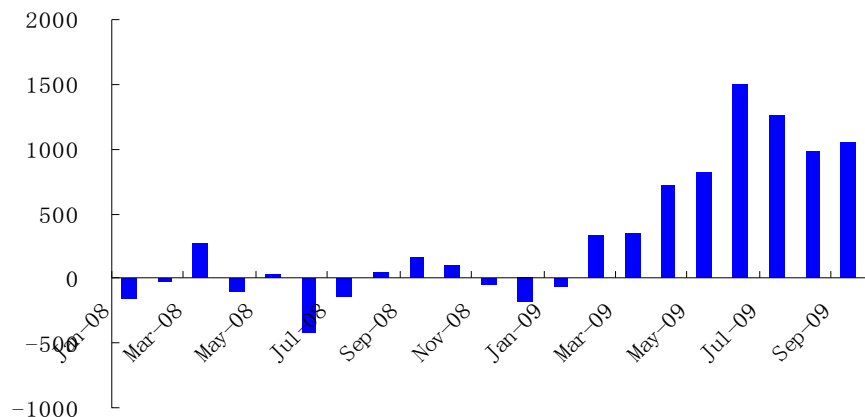


资料来源: Wind, 联合证券研究所

### 由净出口到净进口, 焦煤进口大增

由于今年煤炭产区重心西移, 煤炭运输成本提高、局部地区供求偏紧共同导致国内煤炭价格高位运行。相比之下从国际进口更具优势, 因此今年煤炭呈现净进口态势。1-9 月全国煤炭进口 8573 万吨, 增长 1.65 倍; 出口 1684 万吨, 同比下降 52.79%, 净进口 6888 万吨。

图 15: 中国煤炭月度累计净进口量 (万吨)



资料来源: WIND, 煤炭资源网, 联合证券研究所

而其中炼焦煤进口增长最为迅猛, 1-9 月累计进口 2592 万吨, 同比增长近 4 倍, 全年进口量将突破 3000 万吨。

图 16: 炼焦煤月度进口量

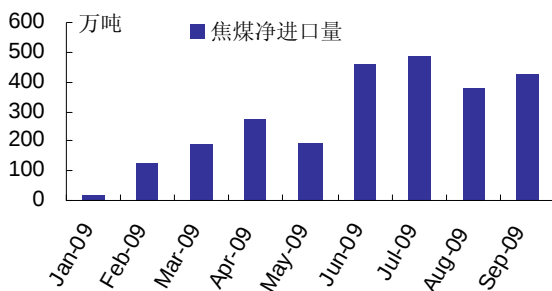
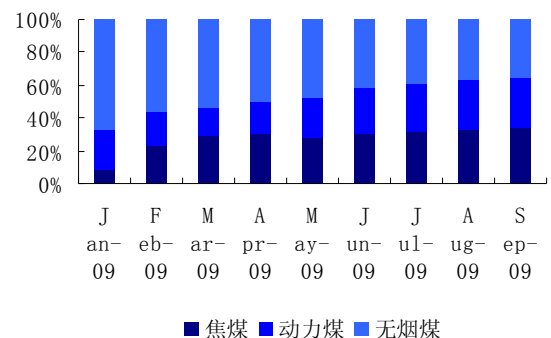


图 17: 净进口煤种分布 2009 年 10 月累计



资料来源: WIND, 煤炭资源网, 联合证券研究所

## 煤炭价格新趋势

### 两个不平衡有助推升煤价

#### 重心西移增大运输成本

中国煤炭生产的重心长期被山西占据，因此也形成了山西与华东及东南沿海地区的煤炭供求平衡圈。全球金融危机的爆发加速中国煤炭生产重心西移，原来作为主要调出区的山西省产量大幅下降，之前不是主要调出区的陕西、宁夏、内蒙东部、新疆等地区原煤产量却快速增长，这破坏了原有的山西与华东及东南沿海地区煤炭供求平衡圈，一方面带来了西北地区煤炭生产过剩，另一方面原先主要调出区和主要消费区构成的煤炭供求平衡被打破，出现供求偏紧。而且煤炭供给的区域性过剩将提高部分煤炭的运输成本，从而对整体煤炭市场价格形成支撑。

中国煤炭生产的重心正在由山西向陕西、内蒙转移，新疆在可预见的未来可能会成为中国煤炭新的生产重心，而运输成本增大将对煤价提升形成成本支撑。

图 18：中国煤炭运输通道示意

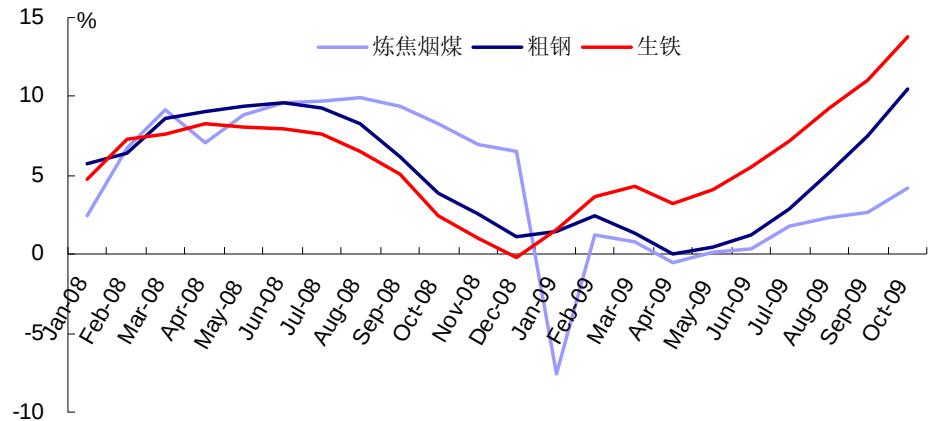


资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

#### 煤种结构失衡增大稀缺价值

1-9 月炼焦烟煤产量约 3.3 亿吨，占全部煤炭产量的 12%，同比增幅仅为 2.69%；但 1-9 月粗钢产量增速为 7.5%，生铁产量增速为 11.09%。炼焦烟煤的产量增速远远低于粗钢和生铁产量增速，呈现出较强的供不应求趋势。

图 19：焦煤与生铁、粗钢产量增速比较



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

相比之下，1-9 月一般烟煤和褐煤的产量和为 15.4 亿吨，占全部煤炭产量的 72%，1-9 月，一般烟煤产量同比增长 10.46%，褐煤产量同比增长 21.4%，两者的产量增速都高于火电发电量 0.01% 的同比增幅。1-9 月无烟煤产量约 2.64 亿吨，占比 12%，产量同比增长了 9.16%，同期合成氨产量增长 5.2%，无烟块煤的供需较为平衡。

图 20：动力煤与火电产量累计增速比较

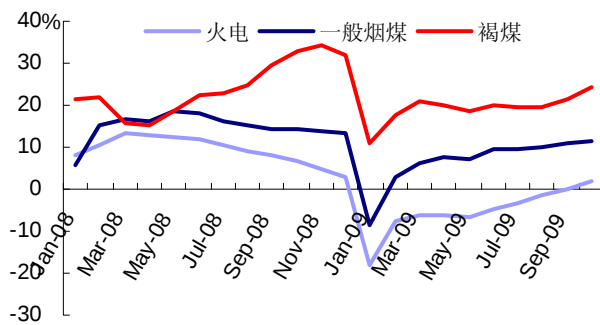
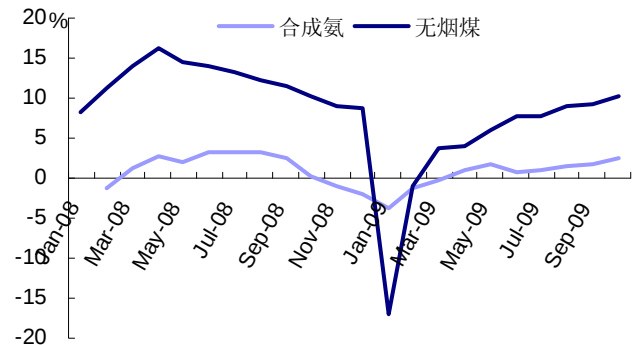


图 21：无烟煤产量与合成氨产量累计增速比较



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

综上所述，在区域和煤种两个不平衡下，未来煤炭可能出现总量供给宽松情况下的区域性、阶段性、相关煤种的价格上涨。

### 需求再度成为影响价格的主要因素

自去年金融危机以来，需求迅速萎缩，下游行业产量迅速下滑，煤炭行业维持相对景气的关键是政府和大煤矿主动进行的产能管理，换句话说今年煤炭行业和行情的关键是对供给的判断。而随着宏观经济逐步复苏，煤炭的下游需求也出现了反弹增长的迹象。

图 22: 火电产量及同比增速

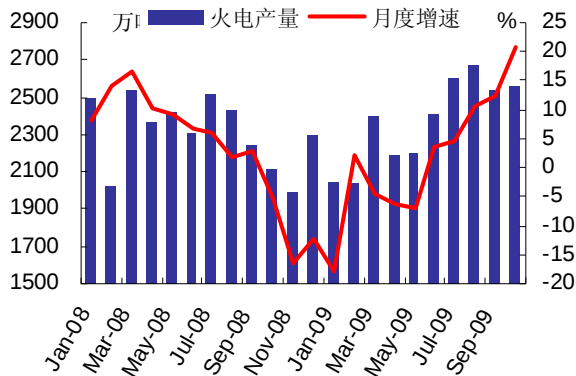
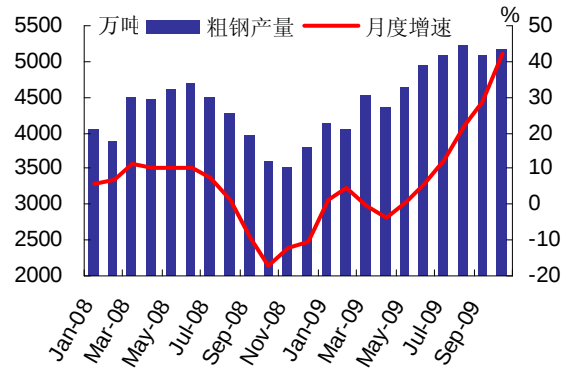


图 23: 粗钢产量及同比增速



资料来源: WIND, 煤炭资源网, 联合证券研究所

前三季度火发电量 21302 亿千瓦时, 同比上升 0.01%, 上半年同比下降 4.84%; 前三季度水泥产量 11.85 亿吨, 同比增长 18.22%, 上半年同比增长 14.86%; 前三季度粗钢产量为 4.20 亿吨, 同比增长 7.51%, 上半年同比增长 1.23%。我们认为, 未来煤炭行业和煤炭板块的关键影响因素将从供给侧再度转向需求侧, 我们跟踪的重点也着重于下游需求增长情况。

图 24: 水泥产量及同比增速

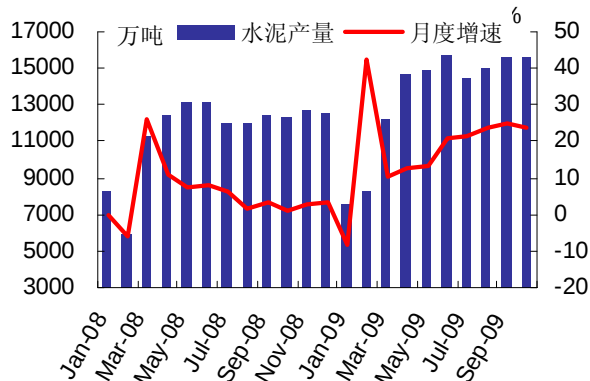
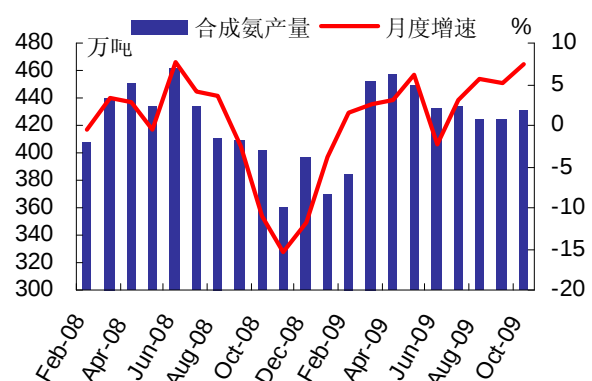


图 25: 合成氨产量及同比增速



资料来源: WIND, 煤炭资源网, 联合证券研究所

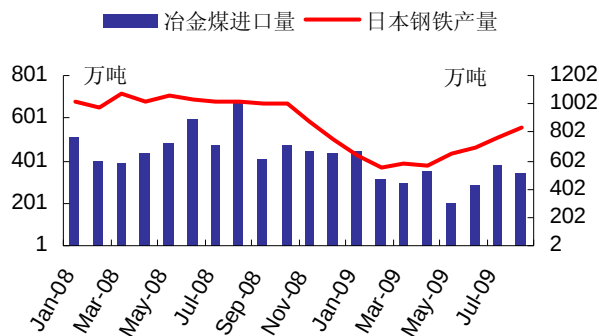
### 焦煤仍是明年最大亮点

中国炼焦煤进口今年大幅增长, 从某种意义上讲作为战略性稀缺资源的炼焦煤价格更受全球供求格局影响。而根据我们对于全球炼焦煤供求分析, 我们认为 2010 年新增产量将低于需求增长, 预计 10 年国际焦煤价格将可能进一步上涨, 据此国内焦煤价格也具有上涨动力, 我们预计 2010 年焦煤价格有 10% 以上上涨空间, 含税价有望达到 1400 元/吨。

### 全球焦煤需求继续增长

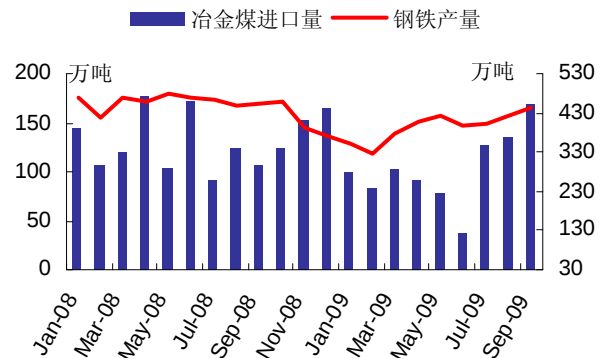
随着全球经济复苏, 日本、韩国、欧盟的钢铁产量稳步回升, 带动焦煤需求增加。8 月日本钢铁产量 831 万吨, 产能利用率 83%, 焦煤进口 337 万吨, 较危机前的月均 450 万吨低 113 万吨。韩国钢铁产量和焦煤进口量分别为 444 万吨和 169 万吨, 已经基本恢复至危机前的水平。欧盟钢铁产量 13171 万吨, 产能利用率已恢复至 72%。

图 26: 日本钢铁产量及焦煤进口量



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

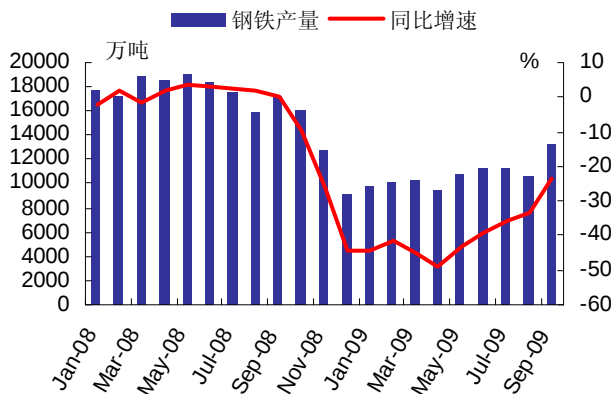
图 27: 韩国钢铁产量及焦煤进口量



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

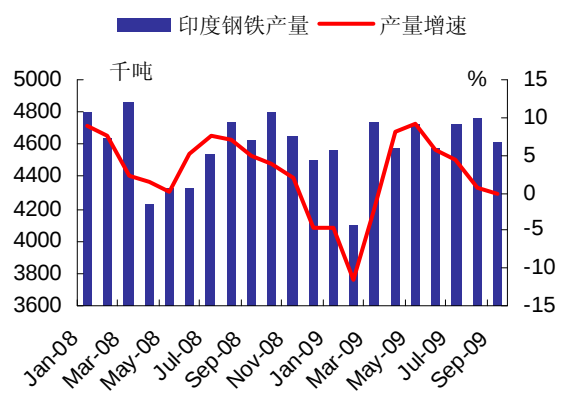
随着印度经济的快速恢复及基础设施投入的不断加大, 2010 年印度钢材将继续呈现供需两旺的局面。

图 28: 欧盟钢铁产量及同比增速



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

图 29: 印度钢铁产量及同比增速



资料来源: 煤炭资源网, 联合证券研究所

我们假设 10 年日本、欧盟的产能利用率恢复至 90%和 80%，韩国 10 年的产量与 08 年基本持平，印度钢铁产量较 09 年增长 10%，通过测算 10 年将新增焦煤需求 3200 万吨。

表 6: 10 年全球焦煤新增需求预测 (万吨)

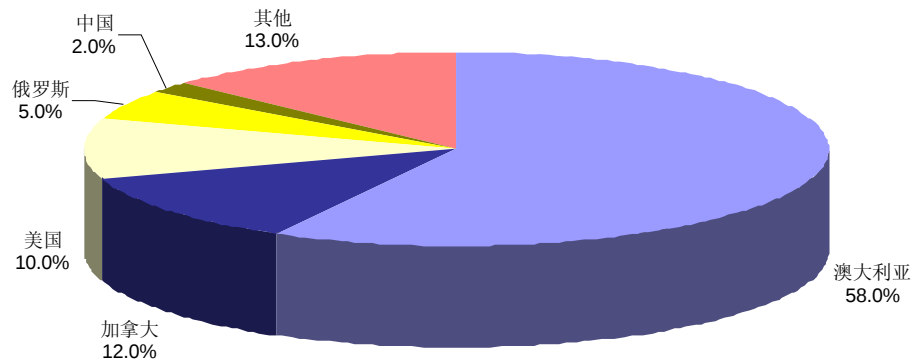
|    | 历史月度最高产量 | 目前月度产量 | 预测月度产量 | 月度新增焦煤需求 | 全年新增焦煤需求 |
|----|----------|--------|--------|----------|----------|
| 日本 | 1077.5   | 827.0  | 969.8  | 85.7     | 1027.8   |
| 韩国 | 470.1    | 444.0  | 470.1  | 15.7     | 187.9    |
| 欧盟 | 1901.5   | 1317.1 | 1521.2 | 122.5    | 1469.5   |
| 印度 | 486.5    | 462.0  | 510.8  | 43.9     | 526.7    |

数据来源: 国际钢铁协会, 联合证券研究所

### 2010 年供给难有提高

由于焦煤资源的稀缺性, 目前世界焦煤出口主要集中在澳大利亚、美国、加拿大、俄罗斯四个国家, 其中澳大利亚占出口量的 58%。

图 30：2008 年世界冶金煤主要出口国



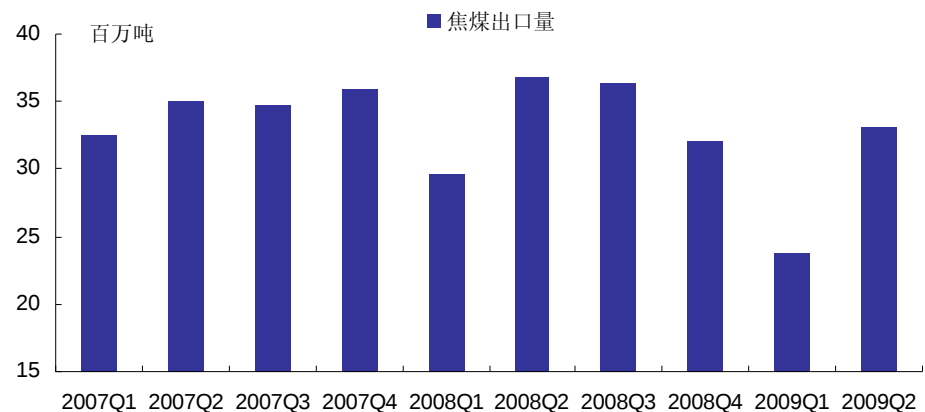
资料来源：联合证券研究所

我们对四个国家目前已有生产能力、在建产能及铁路运力进行了分析，结果表明，2010 年焦煤出口能力与 08、09 年基本持平。由于全球钢铁业触底反弹尤其是中国焦煤进口量的增加导致各国焦煤出口持续上升，焦煤闲置出口能力大幅减少，预计随着钢铁行业的进一步回暖，焦煤供应将趋紧。

#### 澳大利亚：产能小幅扩张，运力制约供给

在中国因素推动下，澳大利亚的焦煤出口量稳步上升，2 季度焦煤出口量 3300 万吨，较 08 年同期仅下降 300 万吨。由于 3 季度日、韩钢铁产量继续回升，对澳煤的进口量必然增加，预计目前月度焦煤出口量已经恢复至危机前的水平。

图 31：澳大利亚焦煤出口量



资料来源：煤炭资源网，联合证券研究所

根据澳大利亚农业及资源经济局统计，2008-2010 年将新增焦煤产能 1300 万吨左右，考虑到铁路、港口运力因素，预计 2010 年全年的焦煤出口能力将在 1.55 亿吨，较 08 年增加 2000 万吨。

**表 7：澳大利亚新增产能情况**

| 公司名称       | 新增产能(万吨) | 预计投产日期         |
|------------|----------|----------------|
| Vale       | 300      | 2009           |
| Rio Tinto  | 170      | 2012           |
| Donaldson  | 450      | 2008.5-2008.10 |
| Anglo Coal | 190      | late2008       |
| QCMM       | 400      | 2009           |

数据来源：Abare 联合证券研究所

**表 8：澳大利亚新建港口项目**

| 公司名称                             | 项目名称                                     | 新增吞吐量(万吨) | 预计投产日期   |
|----------------------------------|------------------------------------------|-----------|----------|
| North Queensland Bulk Ports      | Abbot Point Coal Terminal X50 expansion  | 2500      | 2011 年中期 |
| North Queensland Bulk Ports      | Abbot Point Coal Terminal X80 expansion  | 2500      | 2012     |
| North Queensland Bulk Ports      | Abbot Point Coal Terminal X110 expansion | 3000      | 2014     |
| Queensland Bulk Handling Xstrata | Brisbane Coal Terminal expansion         | 100       | 2010     |
|                                  | Balaclava Island coal terminal           | 3500      | 2014     |

数据来源：澳大利亚农业及资源统计局，联合证券研究所

**表 9：澳大利亚新建铁路项目**

| 公司名称                                  |                                          | 新增运力(万吨) | 预计投产日期   |
|---------------------------------------|------------------------------------------|----------|----------|
| Queensland Rail                       | Coppabella to Ingsdon rail duplication   | 150      | 2010 年中期 |
| Queensland Rail                       | Goonyella to Abbot Pt (rail) (X50)       | 2500     | 2012     |
| BMA                                   | Hay Point Coal Terminal Phase 3          | 1100     | 2014     |
| Queensland Rail                       | Moura Link - Aldoga Rail                 |          | 2013 年中期 |
| Queensland Rail/ ATECDV/ Xstrata Coal | Surat Basin Rail (Southern Missing Link) | 4200     | 2012     |
| Wiggins Island Coal Export Terminal   | Wiggins Island Coal Terminal(stage 1)    | 2500     | 2012     |
|                                       | Wiggins Island Coal Terminal(stage 2)    | 2500     | 2016     |
|                                       | Wiggins Island Coal Terminal(stage 3)    | 2000     | 2020     |

数据来源：澳大利亚农业及资源统计局，联合证券研究所

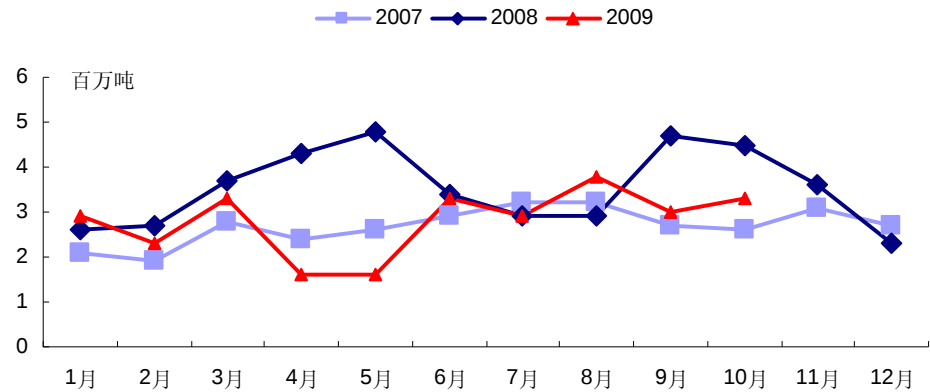
### 俄罗斯：运力制约出口量

铁路基础设施落后成为制约俄罗斯焦煤出口的主要因素，目前俄罗斯东方港由于铁路运力限制其利用率仅为 75%，同时 70%的港口吞吐能力被俄罗斯两家动力煤的生产企业所控制，焦煤出口受到制约。

### 美国：供给受成本制约

自 6 月份以来，美国焦煤出口量触底反弹，6-8 月月均出口量 330 万吨，折合年出口量 3960 万吨，仍低于 08 年全年 4240 万吨的出口量。我们假设按历史季度出口峰值测算的年出口量（5000 万吨）为美国的实际出口能力，目前美国仍有 800 万吨的闲置出口能力。

图 32：美国焦煤出口量

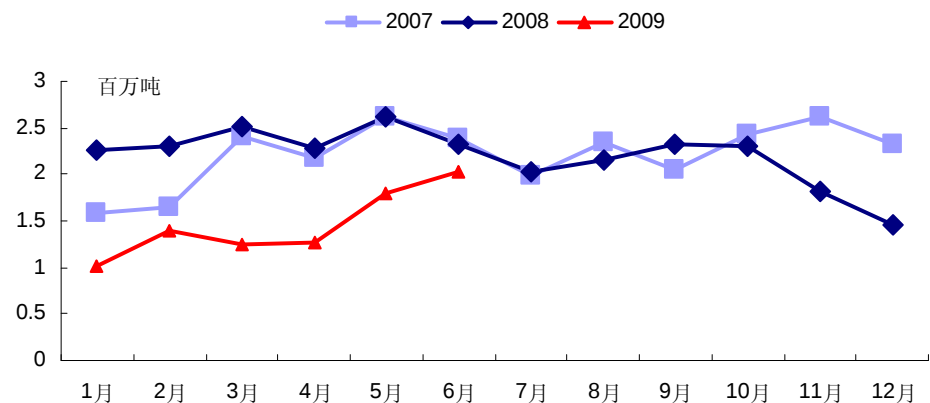


资料来源：国家统计局，煤炭资源网，联合证券研究所

### 加拿大：出口仍以存量资源为主

近年来加拿大新建焦煤项目有限，焦煤的出口量基本维持稳定，随着亚洲（占加拿大焦煤出口量的 63%）主要焦煤进口国中国、日本、韩国进口量的上升，加拿大的焦煤出口量已基本恢复至危机前的水平，预计 10 年的焦煤出口量与 08 年基本持平。

图 33：加拿大焦煤出口量

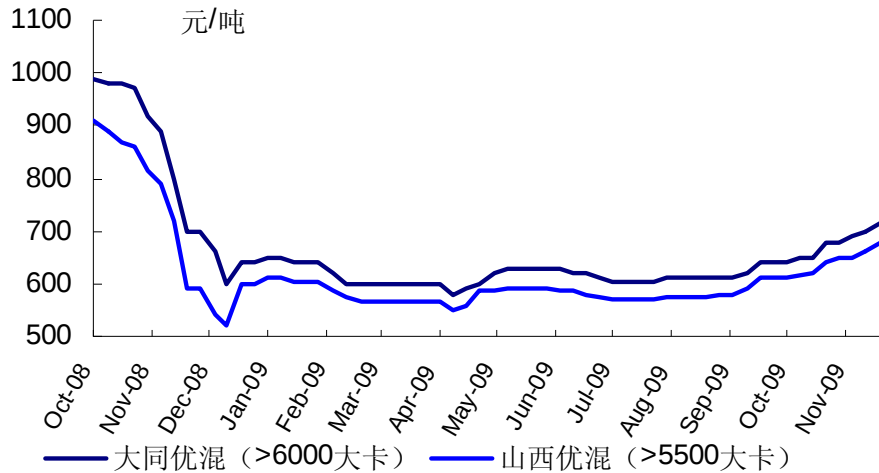


资料来源：国家统计局，煤炭资源网，联合证券研究所

### 动力煤稳中趋升，无烟煤触底反弹

在国家一系列经济刺激计划的推动下，动力煤价格（以山西优混（5500 大卡）为例）于 08 年 12 月底触底反弹，09 年 1-5 月累计上涨 70 元/吨，涨幅 13.5%；尽管 6-7 月受山西煤矿复产影响，价格出现阶段性调整，小幅下跌 20 元/吨，但在经济复苏、季节性需求旺盛的带动下，从 8 月份开煤价重拾升势，累计上涨 110 元/吨，涨幅 18.3%。

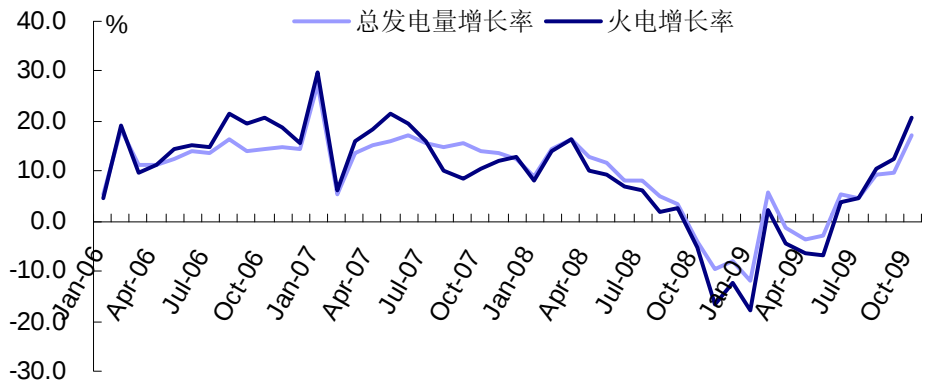
图 34：秦皇岛中转地煤价走势



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

11月19日电价上调方案落定，与其说电价上调对电企有利，不如说更有助于缓解煤电企业间的矛盾，对来年煤价的确定形成利好。从目前的煤价走势来看，明年合同煤价的上涨已有迹象。秦皇岛港煤炭价格近两个月来一直小幅上涨，发热量5500大卡/千克的山西优混平仓价已经上涨至680元/吨。当前电煤现货价格已经比其2009年长协价540元/吨高120元/吨。我们预计动力煤合同价格较2009年有5%的上涨空间，有望达到570元/吨。

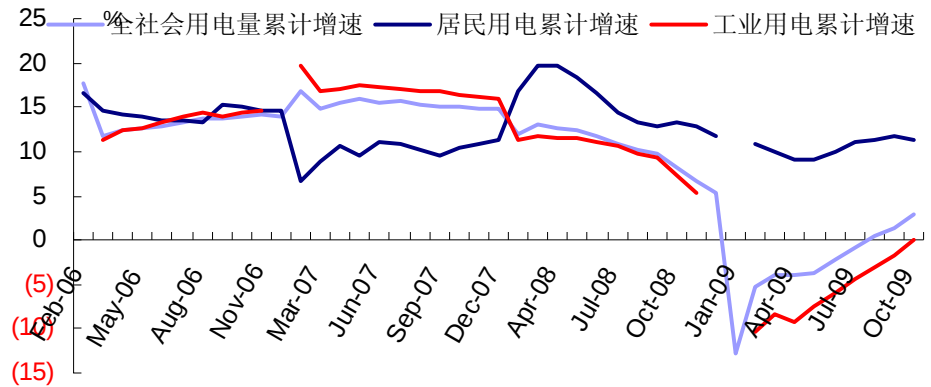
图 35：发电量增长率



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

今年下半年以来，发电量随着经济的复苏呈快速上升态势。当前煤价已经较09年全年均价高出15%左右，我们根据电力研究员对10年用电需求的分析认为市场煤价格仍有5-10%的上涨空间，有望达到650元/吨。（以5500大卡秦皇岛中转地煤价为基准）

图 36：用电量增长率



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

无烟煤价格（以晋城无烟洗中块为例）自 08 年 12 月底开始企稳，1-5 月价格基本维持在 910 元/吨。从 6 月开始，受山西部分地区小矿复产（以无烟煤为主）和化工行业持续不景气影响，价格开始下跌，6 月初-8 月中旬累计下跌 240 元/吨，跌幅 26.37%；8 月下旬以来，无烟煤价格走势基本平稳，波动区间在 680 元和 705 元之间。

根据《煤化工产业中长期发展规划》，2006 年至 2020 年，中国煤化工总计投资 1 万多亿元人民币，煤制甲醇、二甲醚、煤烯烃和煤制油在今后 15 年将获得大发展。化工产业结构调整升级带来重大变化将对全国煤化工产业整体发展产生深远影响，煤化工的发展必将增加化工用煤需求，我们认为无烟煤价格将呈现触底反弹态势。

图 37：阳泉地区无烟煤价格走势

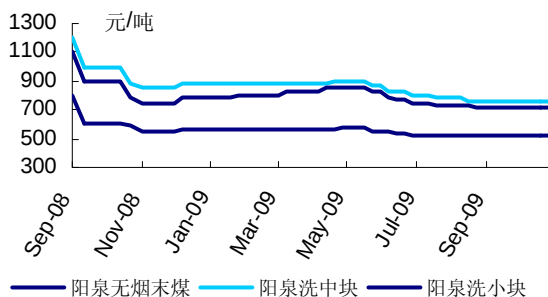
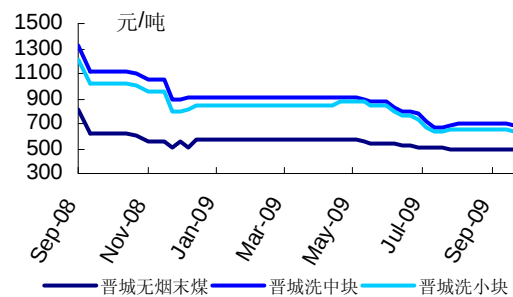


图 38：晋城地区无烟煤价格走势



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

## 煤炭策略新思路

### 买入并持有，从周期品种转为价值品种

伴随着中国重化工业进程对能源需求的日益提升，2000 年以来煤炭行业的盈利能力呈总体上升趋势。过去 3 年里，销售收入年均增长率达到 22.4%，尽管由于政策性成本的增加使得行业毛利率提升并不显著，但销售净利润率明显呈大幅上升态势；特别是净资产收益率 2006 年为 8.3%，2007 年提高到 10.90%，2008 年更是上升到 11.2% 的历史最好水平。从财务效益、资产营运、偿债能力和发展能力等诸项财务指标看，煤炭行业经营状况正处于历史最好的时期，虽然业绩高

峰期已随煤价的起落过去，然而较长时间的平稳经营，稳健的业绩表现仍然可以期待。

图 39：煤炭行业毛利率（2000-2009）

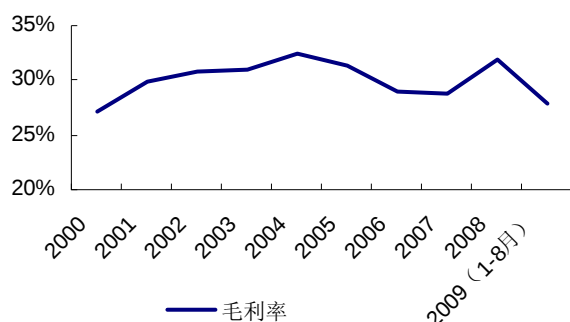
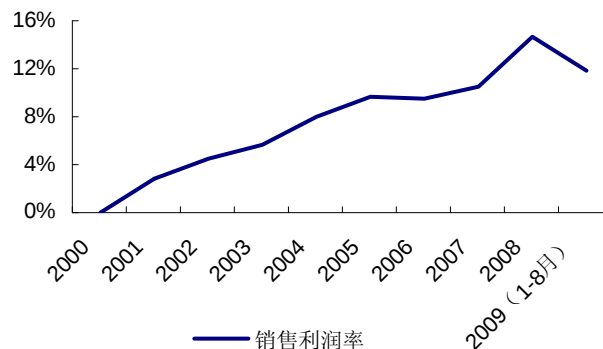


图 40：煤炭行业销售利润率（2000-2009）



资料来源：WIND，煤炭资源网，联合证券研究所

从 A 股市场各行业看，只有煤炭开采业 2000 年以来一直保持了 10% 以上的 ROE 水平（除 2003 年），特别是 2004 年以来基本保持了 20% 左右的高 ROE 水平，这一盈利能力其他行业无法匹敌。根据我们第一部分对行业基本面的分析，尽管未来煤炭呈总量供求宽松状态，但行业集中度的提升以及地区和煤种的不平衡仍然可以对煤价形成较强支撑，因此煤炭行业的高盈利能力仍可以继续。

在当前行业估值水平与市场基本同步，而盈利能力可以持续稳定的情况下，我们认为与此前周期行业的投资思路不同，买入并持有具有产能扩张及资产注入预期的上市公司是较好投资策略。

表 10：A 股市场各行业净资产收益率（2000-2009）

|       | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009<br>(1-9) |
|-------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|---------------|
| 煤炭开采  | 11.0 | 11.2 | 10.1 | 8.7  | 19.6  | 27.5 | 22.3 | 19.1 | 23.1 | 13.9          |
| 农林牧渔  | 8.7  | 6.6  | 4.5  | 6.4  | -1.2  | -2.5 | 1.2  | 7.4  | 5.1  | 5.7           |
| 化工    | 7.2  | 7.9  | 7.5  | 9.3  | 14.0  | 13.2 | 15.3 | 16.4 | 6.2  | 10.9          |
| 黑色金属  | 12.1 | 10.3 | 10.9 | 17.1 | 20.1  | 15.8 | 15.7 | 16.0 | 6.0  | 1.0           |
| 有色金属  | 9.6  | 6.4  | 5.1  | 10.8 | 16.4  | 16.3 | 28.5 | 23.3 | 4.8  | 2.6           |
| 建筑建材  | 8.2  | 4.8  | 5.5  | 5.8  | 6.7   | 6.3  | 13.7 | 16.9 | 9.3  | 9.2           |
| 机械设备  | 7.2  | 2.8  | 5.5  | 8.0  | 9.4   | 9.5  | 14.2 | 17.7 | 12.7 | 10.2          |
| 电子元器件 | 11.7 | 5.1  | 4.5  | 6.7  | 6.3   | -3.5 | -0.3 | 8.1  | -2.2 | -2.0          |
| 交运设备  | 5.0  | -1.7 | -0.1 | 12.0 | 8.7   | 4.8  | 8.4  | 15.9 | 9.7  | 9.8           |
| 信息设备  | 12.4 | 9.0  | 6.9  | 4.5  | -0.3  | -3.4 | 3.3  | 8.3  | 4.6  | 7.0           |
| 家用电器  | 3.4  | -2.8 | 3.1  | 4.1  | -3.4  | -4.4 | -0.3 | 9.2  | 9.2  | 11.7          |
| 食品饮料  | 11.8 | 8.8  | 6.4  | 3.2  | 6.5   | 7.2  | 10.1 | 14.6 | 12.0 | 16.0          |
| 纺织服装  | 10.4 | 6.3  | 0.3  | 4.6  | 0.0   | 2.3  | 5.0  | 11.4 | 6.4  | 6.7           |
| 轻工制造  | 10.0 | 1.0  | 4.7  | 3.4  | 4.6   | 5.9  | 8.2  | 14.1 | 6.1  | 5.0           |
| 医药生物  | 9.5  | 6.3  | 6.6  | 7.2  | 4.3   | 3.6  | 5.1  | 10.2 | 11.6 | 11.8          |
| 公用事业  | 13.1 | 11.7 | 10.9 | 11.4 | 11.1  | 9.1  | 10.8 | 11.4 | -0.3 | 6.8           |
| 交通运输  | 7.6  | 7.3  | 7.6  | 6.0  | 13.5  | 12.1 | 9.6  | 17.8 | 4.5  | 4.1           |
| 房地产   | 6.6  | 3.3  | 1.9  | 1.7  | 3.2   | 5.2  | 9.8  | 13.8 | 11.2 | 7.3           |
| 金融服务  | 13.5 | 6.8  | 6.1  | 5.2  | 140.0 | 23.8 | 14.9 | 18.4 | 16.6 | 14.7          |
| 商业贸易  | 8.2  | 5.0  | 4.6  | 4.4  | 6.5   | 5.3  | 9.9  | 14.0 | 11.3 | 8.5           |
| 餐饮旅游  | 4.3  | 6.4  | 4.7  | 1.0  | -0.9  | 4.3  | 5.1  | 9.1  | 6.6  | 6.3           |
| 信息服务  | 12.2 | 8.4  | 6.9  | 6.8  | 5.3   | 4.0  | 3.9  | 11.9 | 23.3 | 5.8           |

资料来源：WIND，联合证券研究所

## 重点布局资源整合受益品种——直接参与整合

多家山西上市公司参与了此次煤炭资源整合,对各自未来发展有着积极影响。例如西山煤电通过第一轮兼并重组可新增煤炭资源储量 3 亿吨以上,重建投产后有望新增产能 500 万吨以上;潞安环能通过兼并重组可新增煤炭资源储量 2 亿吨以上,重建投产后有望新增产能 400 万吨以上。而且此次整合的煤炭资源均属于稀缺的焦肥煤,对于上市公司的可持续发展能力具有较强提升作用。

**表 11: 上市公司参与山西整合**

| 整合主体 | 整合后保有资源储量 (亿吨) | 设计 (规划) 产能 (万吨/年) | 煤种     | 出资额 (万元)              | 备注                                                       |
|------|----------------|-------------------|--------|-----------------------|----------------------------------------------------------|
| 西山煤电 | 1.1257         | 120               | 1/3 焦煤 | 以 货 币 出 资<br>5100     | 成立洪洞西山光道煤业有限公司, 西山煤电占 51% 股权                             |
| 西山煤电 | 1.5786         | 330               |        | 36005.28 (未<br>涉及采矿权) | 整合山西临汾古县黑金谷煤矿等 16 座煤矿至 6 座, 其中 4 座年产能 60 万吨、2 座年产能 45 万吨 |
| 西山煤电 | 0.5007         | 90                |        |                       | 整合山西临汾尧都生胜宇祥煤矿有限公司等 7 座煤矿为 1 座                           |
| 潞安环能 | 0.35           | 60                | 肥气煤、肥煤 | 货 币 出 资<br>12000      | 成立山西潞安新良友煤业有限公司, 潞安环能占 80% 的股权                           |
| 潞安环能 | 0.71           | 90                | 肥煤     | 货 币 出 资<br>16500      | 成立山西潞安黑龙关煤业有限公司, 潞安环能占 55% 股权                            |
| 潞安环能 | 0.27           | 45                | 肥气煤    | 货币出资 7200             | 成立山西潞安开拓煤业有限公司, 潞安环能占 60% 股权                             |
| 潞安环能 | 0.25           | 45                | 肥气煤    | 货币出资 7200             | 成立山西潞安后堡煤业有限公司, 潞安环能占 60% 股权                             |
| 潞安环能 |                |                   | 肥煤     | 货 币 出 资<br>18000      | 成立山西潞安黑龙煤业有限公司, 潞安环能占 60% 股权                             |
| 潞安环能 |                |                   | 肥煤     | 货 币 出 资<br>21000      | 成立山西潞安伊田煤业有限公司, 潞安环能占 60% 股权                             |
| 潞安环能 | 0.35           | 60                | 肥煤、肥气煤 | 货 币 出 资<br>16000      | 成立山西潞安隰东煤业有限公司, 潞安环能占 80% 股权                             |

资料来源: WIND, 公司公告, 联合证券研究所

### 西山煤电

- 公司未来将沿着焦煤、焦炭产业快速发展, 产能均有大幅提升。煤炭方面: 在仅考虑兴县矿井和内蒙古巴彦高勒煤矿未来产能情况下, 到 2012 年将有望新增 3000 万吨产能; 焦炭方面: 日前公司公告投资 10 亿 (占 50%, 并表) 与首钢京唐公司共同出资设立京唐西山焦化公司, 该公司到 2009 年底即可形成 420 万吨/年焦炭生产能力, 该项目加上山西日盛与西山煤气化的焦炭项目, 公司 2010 年将形成 330 万吨左右的权益焦炭产能。公司焦化产业延伸战略初步成型。

- 未来三年确定的产能增长、焦化产业链延伸后的附加值增加以及远期的焦煤集团资产注入均会形成较高的估值溢价，我们维持增持评级。

#### 潞安环能

- 《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(目前是136千克/吨，2010~2020年喷煤比要大于或等于180千克/吨。未来需求空间较大。
- 公司每股含喷吹煤6千克(按08年产量计算)，高于国阳新能的2千克。对煤价的业绩弹性大。
- 母公司潞安集团实力雄厚，而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，为五大煤炭集团整体上市提出了时间表，未来母公司的资产注入值得期待。

#### 重点布局资源整合受益品种——集团参与整合，未来注入预期强烈

山西省煤炭资源整合和煤矿企业兼并重组，可以看作是现有资源的一次重新分配，无论是作为整合主体的大煤炭集团还是地方煤炭企业都在不遗余力扩张地盘。而为了避免集团公司与上市公司之间的同业竞争，集团公司现有的煤炭资产注入将是大势所趋。因此我们认为在价格推力有所放缓的情况下，资产注入的外延扩张将成为煤炭板块投资持久的主题和上市公司发展的主要动力。

#### 国阳新能

- 公司经营管理能力较强，在今年无烟煤价格下滑的情况下，公司增大了作为动力煤按合同销售的洗末煤比重，从而保证综合售价较去年基本持平。
- 根据我们对行业基本面分析，化肥生产逐步恢复，煤化工大发展在即，公司无烟煤价格趋好。
- 资产注入预期明确，如果通过公开增发注入，公司费用收缩动力强劲，全年业绩有望高于我们的预测。

#### 大同煤业

- 公司未来产能扩张明确。塔山矿全部达产后3个工作面合计产能1500万吨，10年可以达到2000万吨产能。设计产能都为120万吨/年的召富、华富(控股80%)09年可以完成建设，10年可以贡献产量，两矿通过技术改造未来产量都可以达到500万吨/年。另外08年公司还收购了鄂尔多斯矿业投资公司70%股权，与其共同建设色连一号矿井，技术改造后该矿井产能可达500万吨/年。
- 长远来看，同煤集团的资产注入还将为公司未来发展提供主要的增长动力。

## 深度挖掘涉煤的其他行业公司

对于目前煤炭行业上市公司，市场普遍具有较为深入的理解，我们认为 10 年煤炭行业的投资机会更多存在于已经或即将涉及煤炭开采的其他行业公司，对此我们将在随后的公司报告中逐一把脉推荐，敬请关注！

## 风险提示：

- 资源税的征收对煤炭企业盈利打击较大
- 经济复苏受阻对煤价有较大抑制作用

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。