

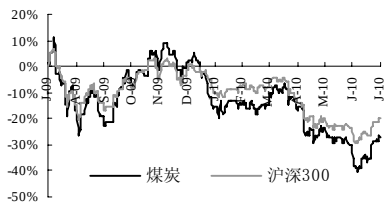


煤炭

Coa 1

2010年7月29日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
煤炭行业	7.1%	-13.2%	-26.8%
沪深 300	5.3%	-6.7%	-19.6%

代码	名称	6m%	YTD	评级
000983	西山煤电	-29.3%	-38.9%	买入
600348	国阳新能	-59.4%	-64.4%	增持

执业证书号:

s1030200010028

陆勤

(010)51757576

lugin@cisco.com.cn

分析师声明

陆勤，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

短期弱势 长期资源偏紧

—煤炭行业之炼焦煤篇

评级: 强于大市

- **我国的炼焦煤储量低，优质资源稀缺。**我国炼焦煤的储量仅为 2,758 亿吨，占全国查明煤炭资源储量的 27%。其中，气煤占我国煤炭总资源量的 13.75%、肥煤占 3.53%，主焦煤占 5.81%，瘦煤占 4.01%。去除高灰、高硫、难洗选、不能用于炼焦的部分，优质的焦煤和肥煤的资源稀缺，占查明煤炭资源储量的比例不足 6%和 3%。
- **下游需求低迷。**钢铁行业是消耗炼焦煤的最大行业，约占目前全国炼焦煤消耗量的 85%。2010 年 4 月粗钢日均产量达到了历史最高的 184.7 万吨，5 月份随着钢材市场价格的下跌，日均产量小幅回落到了 181.1 万吨。6 月份进一步回落至 179.2 万吨。粗钢和钢材产量月同比增速已经连续 2 个月回落。钢铁行业的产量增速回落也导致了焦炭行业的低迷。
- **炼焦煤市场短期出现弱势。**由于山西等炼焦煤生产省份产量增加，5 月份炼焦精煤产量为 4251.68 万吨，环比增加 4.65%。炼焦煤进口量小幅度下滑，达到 385.80 万吨，环比降幅 2.66%。5 月份炼焦精煤供给量为 4637.48 万吨。国内炼焦煤消费量为 4619.32 万吨，进口炼焦煤为 13.69 万吨。总需求量为 4633.01 吨。由于下游需求量的下降，炼焦煤供给过剩 4.47 万吨。供过于求促使炼焦煤价格下跌。炼焦煤市场短期出现弱势。
- **投资建议。**短期，因为目前国内钢材市场的低迷，炼焦煤的需求减弱。中期，全国整合煤矿的新增产能将在今后 2~3 年内逐步释放，2010 年下半年炼焦煤增量有限。长期来看，由于国内炼焦煤资源的有限性导致供应增量有限，优质炼焦煤供应将相对偏紧。给予行业“强于大市”的评价。可积极关注本身具有竞争优势，而且具有集团整体上市、注入资产预期较强的上市公司，如炼焦煤的龙头企业西山煤电和喷吹煤的龙头企业潞安环能。
- **风险提示。**宏观经济调控超出预期导致需求严重下降。

炼焦煤基本概念

煤炭的主要分类

煤炭按照其用途，主要分为动力煤和炼焦煤。

动力煤是以发电、机车推进、锅炉燃烧等为目的，产生动力而使用的煤炭。动力煤包括发电用煤、蒸汽机车用煤、建材用煤、一般工业锅炉用煤、生活用煤、冶金用动力煤。

动力用煤的煤种主要有褐煤、长焰煤、不粘结煤和贫煤

褐煤是由泥炭经成岩作用形成的腐殖煤，煤化程度最低，呈褐色、黑褐色或黑色，一般暗淡或呈沥青光泽，不具粘结性。

长焰煤是高挥发分的微粘结或弱粘结性煤。

不粘结煤是低到中等变质程度煤，是成煤初期的原始物质受强烈氧化作用而形成。其特征是煤中含氧较高，加热时没有粘结性。

贫煤对是烟煤中变质程度最高的煤种。贫煤挥发分低，一般无粘结性。

炼焦煤的煤种主要包括肥煤、焦煤、1/3 焦煤、瘦煤、气煤、气肥煤

炼焦煤的主要用途是炼焦炭。焦炭由焦煤或混合煤高温冶炼而成，一般 1.3 吨左右的焦煤可炼一吨焦炭。主要的煤种包括肥煤(fat coal)、焦煤(coking coal)、1/3 焦煤(1/3 coking coal)、瘦煤(lean coal)、气煤(gas coal)、气肥煤(gas-fat coal)。

肥煤是煤化度中等、粘结性极强的烟煤。肥煤加热时产生大量胶质体，可使焦炭熔融良好，从而提高焦炭的耐磨强度，并为配加粘结性差的煤或瘦化煤创造条件，是炼焦配合煤中的重要组分。

焦煤是煤化度较高、结焦性能好的烟煤。焦煤具有中等挥发分和较好的粘结性，是典型的炼焦煤。在加热时能形成热稳定性很好的胶质体，但是收缩度小，膨胀压力大。

1/3 焦煤是介于焦煤和气煤之间的烟煤。

瘦煤是煤化度较高的烟煤。瘦煤在加热时产生的胶质体少，能单独结焦。在炼焦配合煤中，瘦煤可以起到骨架和缓和收缩应力，是配合煤中的重要组分。

气煤是煤化度较低的烟煤。气煤在加热时，产生的胶质体热稳定性差。在配合煤中配入气煤后，可以降低炼焦过程中的膨胀压力，增加焦

饼收缩度，并能增加煤气和炼焦化产品的产率，是炼焦配合煤中的组分之一。

气肥煤是介于气煤和肥煤之间的烟煤。气肥煤的煤化程度低，煤的粘结性强，加热时能产生大量煤气和胶质体。所得的焦炭强度不高。

另外，无烟煤是变质程度最高的煤种。无烟煤是较好的民用燃料，也可以做动力燃料，又是合成氨和碳化学产品的重要原料。低灰、低硫无烟煤是制造碳素材料和活性炭的原料。变质程度较低的不烟煤还可以做高炉喷吹燃料，以代替部分焦炭。

我国煤炭行业基本情况

煤炭是我国最重要的基础能源。由于我国“富煤、贫油、少气”的地质条件和能源结构，在相当长的时期内，煤炭作为我国能源规划和国民经济持续稳定发展中的最重要基础能源的战略地位不可动摇。

我国煤炭生产和需求的地理分布不均衡，煤炭行业产业集中度较低，正处于行业整合阶段。山西的煤矿资源整合已经基本完成，而内蒙古、河南等地已开始仿效“山西模式”进行矿产资源整合，新疆、甘肃、云南等地，也将参照“山西模式”进行整合。

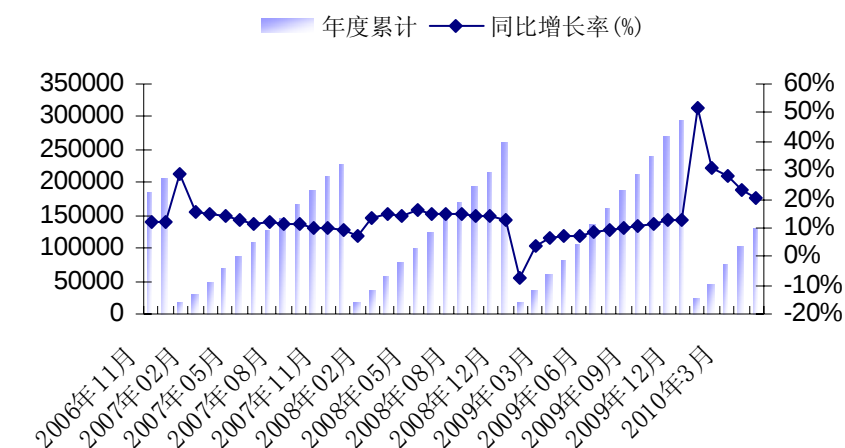
从消费地理分布情况看，近年来，我国沿海省份的煤炭需求量一直很大。但我国约 90%的煤炭资源和生产能力分布在西部和北部地区，中国煤炭运输呈现“西煤东运”和“北煤南运”的格局。从运力状况来看，煤炭供应仍将受到铁路运力相对不足的瓶颈制约。在我国，煤炭供应主要集中在晋陕蒙宁产地区，而随着京津冀、东北、华东、中南地区的煤炭需求量的持续增加，“北煤南运、西煤东调”的压力也持续增加。我国跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的 1/3。

2009 年，全国煤炭铁路运量为 1,326 百万吨，同比下降 1.4%。其中，大秦线运量为 330 百万吨，同比减少 10 百万吨。从煤炭装车变化趋势看，1-5 月国家铁路煤炭日均装车分别完成 62192 车、62866 车、60396 车、58724 车、62419 车。主要煤运通道中，1-5 月大秦线累计完成运量 16393 万吨，同比增加 3948 万吨、增长 31.7%，6 月份安排大秦线日均运量 122 万吨、必保 120 万吨；侯月线累计完成 7321 万吨，同比增加 1231 万吨、增长 20.2%。

近年来，我国煤炭产量和消费量都呈较快增长趋势。2010 年，全国煤炭产量仍然保持强势增长。据煤炭工业协会统计，5 月份，全国原煤产量完成 28000 万吨，同比增加 3596 万吨，增长 14.7%，其中，国有重

点煤矿产量完成 14584 万吨, 同比增加 1895 万吨, 上升 14.9%。1-5 月份累计完成 128811 万吨, 同比增加 25236 万吨, 增长 24.4%, 其中, 国有重点煤矿累计产量完成 70260 万吨, 同比增加 11196 万吨, 上升 19%。

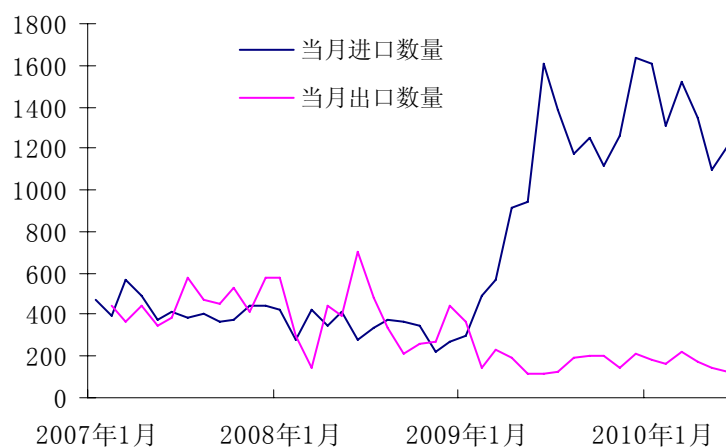
Figure 1 煤炭产量 万吨



资料来源: 国家统计局 世纪证券研究所

全国煤炭出口仍低迷。2008 年我国的净出口煤炭为 5.03 百万吨, 2009 年转变为净进口煤炭 103.43 百万吨。2010 年 1-5 月份完成出口 837 万吨, 同比增加 66 万吨, 增长 8.6%。其中, 5 月份全国煤炭出口依然低迷, 仅完成 135 万吨, 同比增加 21 万吨, 上升了 18.8%; 环比增加 8 万吨, 上升 6.5%。

Figure 2 当月进出口量 万吨



资料来源: WIND 世纪证券研究所

我国的炼焦煤储量低 优质资源稀缺

据统计,全国已查明煤炭资源储量为 10,210.56 亿吨,居世界第二位。烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。

我国炼焦煤的储量仅为 2,758 亿吨,占全国查明煤炭资源储量的 27%。其中,气煤占我国煤炭总资源量的 13.75%、肥煤占 3.53%,主焦煤占 5.81%,瘦煤占 4.01%。去除高灰、高硫、难洗选、不能用于炼焦的部分,优质的焦煤和肥煤的资源稀缺,占查明煤炭资源储量的比例不足 6%和 3%。

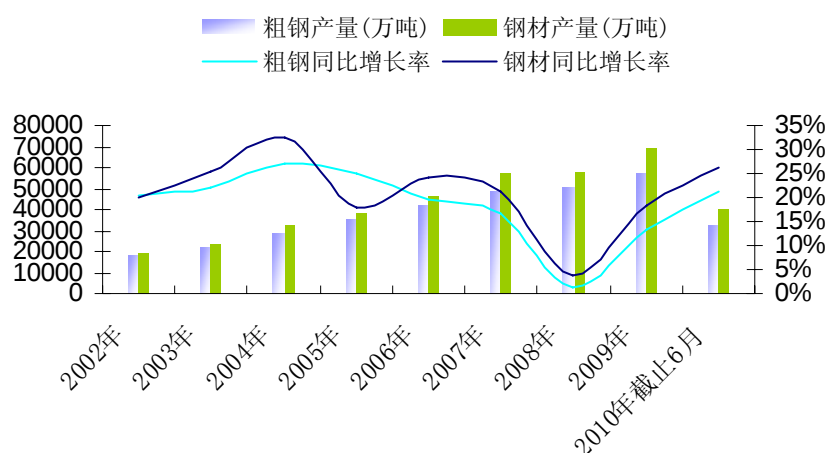
我国炼焦煤在地区上分布不平衡,四种主要炼焦煤种中,主焦煤、肥煤有二分之一左右集中在山西。其它的炼焦煤分布在黑龙江、贵州、河南等地方。

下游需求低迷

炼焦煤的下游需求主要包括钢铁行业和焦炭行业。钢铁行业是消耗炼焦煤的最大行业,约占目前全国炼焦煤消耗量的 85%。

近十年来,我国钢铁行业经历了产能迅速扩张,产量迅速增长的高速发展阶段。2002 年我国粗钢产量仅为 1.82 亿吨,而 09 年增加到 5.68 亿吨,复合增长率达到 15.3%。

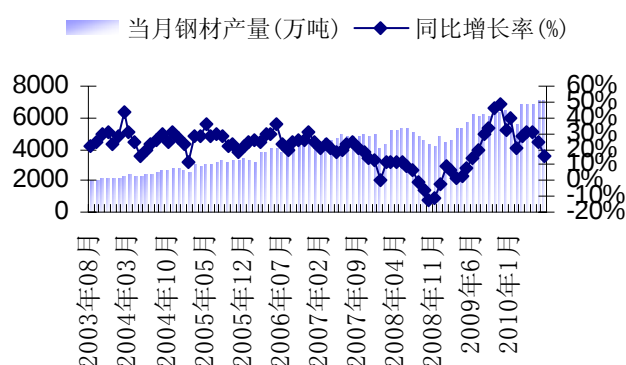
Figure 3 钢铁产量增长迅速



资料来源: MYSTEEL 世纪证券研究所

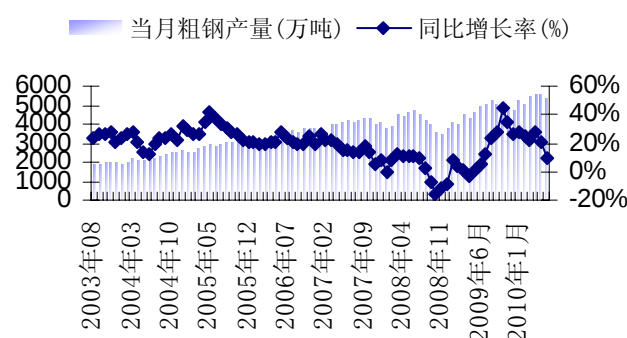
今年 1-6 月份,我国粗钢和钢材生产继续快速增长,增幅高达 21.1% 和 26.1%。今年 1 月、3 月、4 月和 5 月,我国的粗钢产量都创造了历史新高,其中 5 月份的粗钢和钢材产量达到了 5614 万吨和 7121 万吨。因为钢价的下跌,6 月份钢铁企业减产导致粗钢产量略有下降,但是钢材产量还略有上升。6 月份的粗钢和钢材产量分别达到了 5376 万吨和 7143 万吨。粗钢和钢材产量月同比增速已经连续 2 个月下降。

Figure 4 2003-2010 年各月钢材产量及增长率



资料来源: mysteel 世纪证券研究所

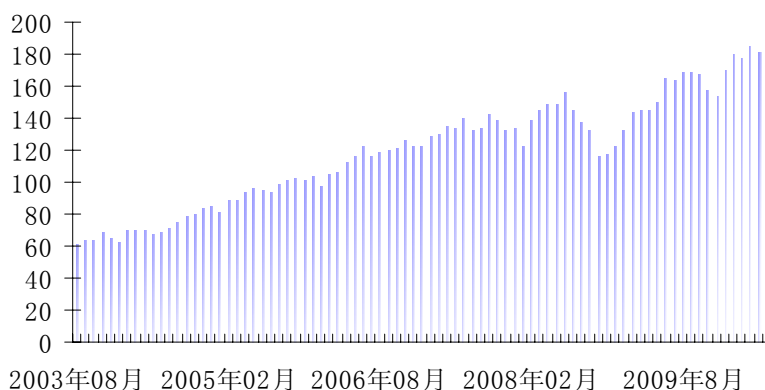
Figure 5 2003-2010 年各月粗钢产量及增长率



资料来源: mysteel 世纪证券研究所

我国日均粗钢产量在 2008 年 10 月创出了近几年来最低的 115.8 万吨以后,2009 年和 2010 年保持较快的增长并不断创出新高。其中,2010 年 4 月粗钢日均产量达到了历史最高的 184.7 万吨,较 2009 年日均 155 万吨的粗钢产量增长了 19%。5 月份随着钢材市场价格的下落,日均产量小幅回落到了 181.1 万吨。6 月份进一步回落至 179.2 万吨。

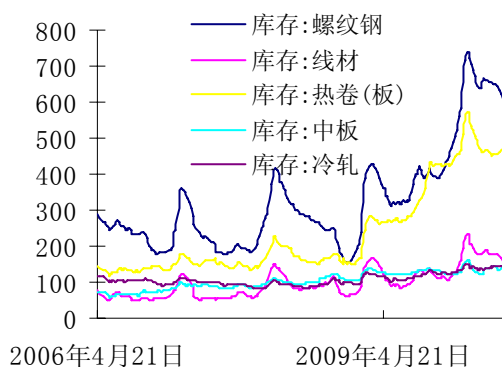
Figure 6 日均粗钢产量



资料来源: mysteel 世纪证券研究所

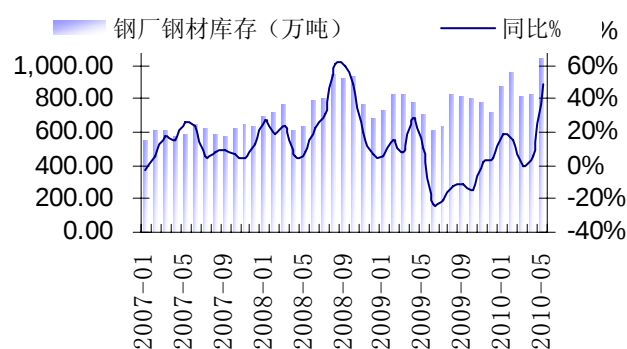
总体来说，我国钢铁行业产能过剩。而钢厂对盈利的追求导致钢价下跌则减产，价格上涨后立即复产、扩产、库存增加。2008 年-2009 年，因为全球金融危机导致钢价急剧下挫，钢厂减产而完成的去库存化随着宏观经济形式的好转、需求增加而结束。随着钢价的回升，钢厂恢复产能，库存迅速回升。2010 年的库存水平高企。中短期来看，随着钢厂减产，去库存化仍在延续，去库存化的历程将制约钢价，同时国内钢铁产量的增幅将继续回落。

Figure 7 社会库存



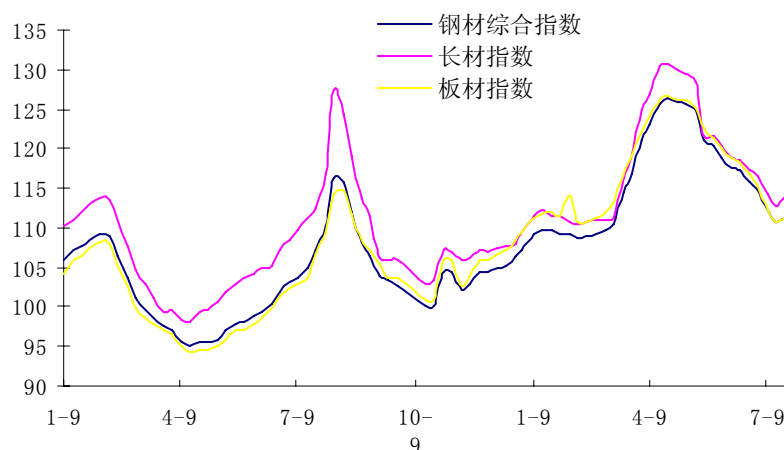
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 8 钢材库存



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 9 国内钢材综合价格走势



资料来源: 中国钢铁业协会 世纪证券研究所

钢铁行业的产量增速回落也导致了焦炭行业的低迷。各地钢厂对焦炭需求减弱，导致焦炭滞销现象严重，焦化厂整体亏损。

我们认为，随着国内钢铁产量的增幅回落，焦炭市场需求低迷，炼焦煤需求萎缩。5、6 月可能成为年内炼焦煤市场的高点。

炼焦煤市场短期出现弱势

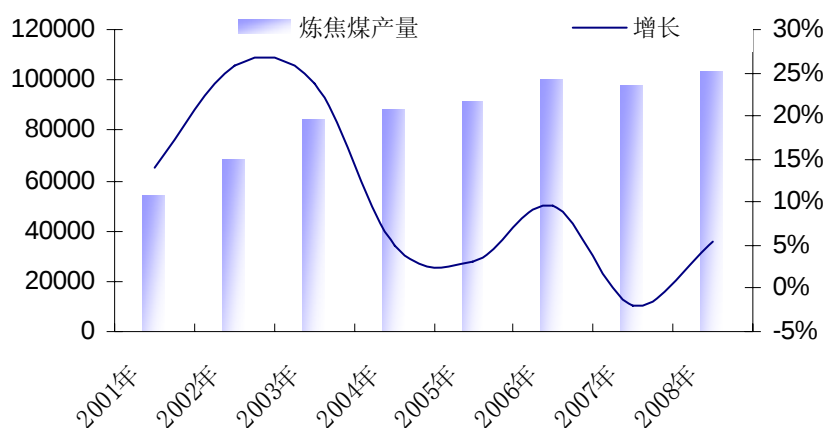
2001~2008 年，我国的炼焦煤产量几乎每年都在不断增加，年复合增长率达到 8%。

Figures 10 历年我国炼焦煤产量数据 万吨

	炼焦煤产量	增长	原煤产量	占比
2001 年	54050	13.97%	138,100	39.14%
2002 年	67970	25.75%	145,500	46.71%
2003 年	84156	23.81%	172,200	48.87%
2004 年	88428	5.08%	199,200	44.39%
2005 年	91246	3.19%	182,424	50.02%
2006 年	99975	9.57%	206,599	48.39%
2007 年	97967	-2.01%	229,468	42.69%
2008 年	103299	5.44%	262,183	39.40%

资料来源：煤炭运销协会 世纪证券研究所

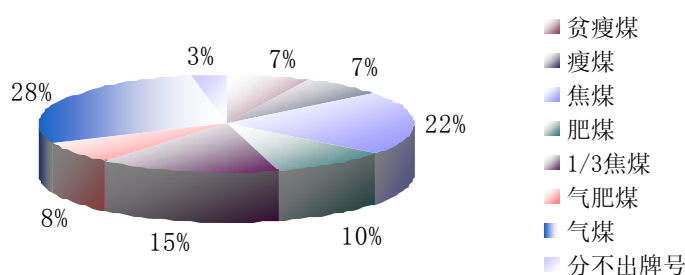
Figure 11 炼焦煤产量及增长 万吨



资料来源：煤炭运销协会 世纪证券研究所

2008 年，炼焦煤各品种中，气煤的产量最大，为 29400 万吨，占比 28.4%。其次是焦煤，为 22299 万吨，占比为 21.6%。1/3 焦煤的产量为 15854 万吨，占比为 15.3%。

Figure 12 08 年炼焦煤各品种产量占比



资料来源：煤炭运销协会 世纪证券研究所

山西省炼焦煤产量最大，占全国炼焦煤产量的 23.2%。安徽和山东的炼焦煤产量都在 11% 左右。

炼焦煤市场短期出现弱势

由于山西等炼焦煤生产省份产量增加，5 月份炼焦精煤产量为 4251.68 万吨，环比增加 4.65%。

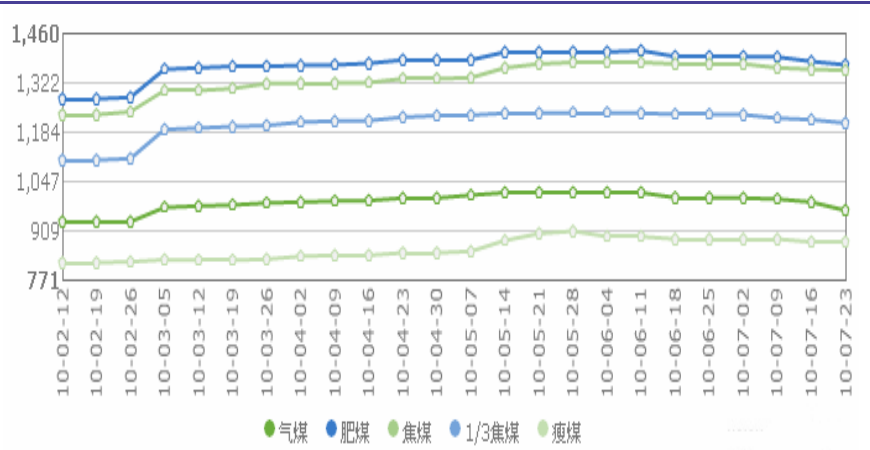
炼焦煤进口量小幅度下滑，达到 385.80 万吨，环比降幅 2.66%。主要进口来源国中，澳大利亚炼焦煤依旧是进口炼焦煤的主要来源，从澳大利亚进口 146 万吨，环比下降 6 万吨；从蒙古进口 100 万吨，环比下降 23 万吨。从印度尼西亚进口的炼焦煤量下降明显，环比下降了 13.7 万吨，为 11 万吨。

产量加上进口数量，5 月份炼焦精煤供给量为 4637.48 万吨。

5 月份国内炼焦煤消费量为 4619.32 万吨。出口量环比增长近一倍，出口炼焦煤为 13.69 万吨。所以，总需求量为 4633.01 吨。

总之，由于下游需求量的下降，炼焦煤供给过剩 4.47 万吨。供过于求促使炼焦煤价格下跌。炼焦煤市场短期出现弱势。

Figure 13 炼焦煤价格



资料来源：中煤资源网 世纪证券研究所

投资建议及重点公司介绍

短期，因为目前国内钢材市场的低迷，炼焦煤的需求减弱。中期，全国整合煤矿的新增产能将在今后 2~3 年内逐步释放，2010 年下半年炼焦煤增量有限。长期来看，由于国内炼焦煤资源的有限性导致供应增量有限，优质炼焦煤供应将相对偏紧。给予行业“强于大市”的评价。

炼焦煤上市公司主要包括西山煤电 (000983)、开滦股份 (600977)、平煤天安 (601666)、冀中能源 (000937)、潞安环能 (601699)、国阳新能 (600348) 等。其中，西山煤电主要生产焦煤和肥煤，开滦股份主要生产肥煤，平煤股份主要生产 1/3 焦煤，冀中能源生产 1/3 焦煤和焦煤，潞安环能 (601699)、国阳新能 (600348) 生产无烟煤、喷吹煤。

可积极关注本身具有竞争优势，而且具有集团整体上市、注入资产预期较强的上市公司，如炼焦煤的龙头企业西山煤电和喷吹煤的龙头企业潞安环能。

Figure 14 炼焦煤上市公司对比

股票代码	股票名称	主要煤种	销售毛利率 %	销售净利率%
000983.SZ	西山煤电	焦煤、肥煤	45.7	18.6
601666.SH	平煤股份	1/3 焦煤、焦煤、肥煤	21.3	7.5
601699.SH	潞安环能	无烟煤、喷吹煤	40.4	11.9
600977.SH	开滦股份	肥煤	37.1	7.8
600348.SH	国阳新能	无烟煤、喷吹煤	20.5	9.3
000937.SZ	冀中能源	焦煤、1/3 焦煤	31.0	7.9

资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 15 炼焦煤行业股票池

名称	评级	市价 (元)		EPS		PE		
		2010-7-28	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
西山煤电	买入	21.57	0.7076	1.25	1.75	30.48	17.26	12.33
平煤股份	增持	17	0.776	1.4	1.63	21.91	12.14	10.43
潞安环能	增持	36.41	1.833	2.46	2.72	19.86	14.80	13.39
开滦股份	增持	14.77	0.6666	0.8	0.95	22.16	18.46	15.55
国阳新能	增持	14.81	0.7719	1.01	1.1	19.19	14.66	13.46
冀中能源	增持	26.81	1.3892	2.01	2.25	19.30	13.34	11.92

资料来源：世纪证券研究所

重点公司介绍:

西山煤电 (000983)

- 炼焦煤行业龙头企业。公司具有得天独厚的煤炭资源优势，拥有合计 26.77 亿吨的资源储量。公司开采的主焦煤、肥煤是稀缺资源。公司目前煤炭产品主要用户为宝钢、鞍钢、首钢等国内各大著名钢铁企业及部分大型焦化企业。
- 煤炭主业将迎来高速增长期。公司目前的煤炭产量主要来自西曲矿、镇城底矿、马兰矿、西铭矿和在建的兴县斜沟矿等 5 座矿井。斜沟矿井及选煤厂在 2009 年基本完工，2010 年将释放产能。预计公司 2010 年原煤产量 2780 万吨，提高近 50%。公司也将加快推进二期工程，最终兴县项目将形成 3000 万吨/年生产能力。公司未来还将建设内蒙古巴颜高勒矿区项目，产能 400 万吨/年。整合的山西小煤矿也将于 2011 年开始贡献产量。整合完成后，临汾古县将增加产能 330 万吨。临汾尧都区 11 号井田将增加产能 90 万吨。西山光道煤业将增加产能 120 万吨。
- 未来集团通过公司实现整体上市可期。根据，山西省的相关规划，争取 2012 年前实现同煤集团、焦煤集团、潞安集团、晋城煤业集团、阳煤集团五大集团中的一至两家集团整体上市，2015 年前五大煤业集团基本完成整体上市。
- 我们预计 2010、2011、2012 年公司每股收益为 1.25 元、1.75 元和 2.12 元。维持“买入”评级。

潞安环能 (601699):

- 公司的资源整合取得重大成果。公司参与了临汾、忻州等地的煤炭资源整合和企业兼并重组，实现了资源品种、储量和产能

规模的快速扩张。共整合煤矿 52 座，整合资源 10 亿吨，整合产能 1200 万吨/年，形成了 15 座主体矿井，以主焦煤和配焦煤为主。预计明年下半年陆续贡献产量。

- 公司 2010 年煤炭产量的增加主要是来自屯留矿的达产增加 150 万吨，温庄、上庄以及姚佳山技改完成后增加 195 万吨产量。
- 未来集团注入煤矿资产的预期较大。
- 预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 2.46、2.72 元，维持公司的“增持”评级。

风险提示

宏观经济调控超出预期导致需求严重下降。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.