



稀缺煤种价值必将为市场所认可

——煤炭行业动态点评

报告日期： 2011 年 6 月 17 日

分析师

刘 斐

☎ 010- 88366060-8836

✉ lfei@cgws.com

执业证书编号： S0940510120019

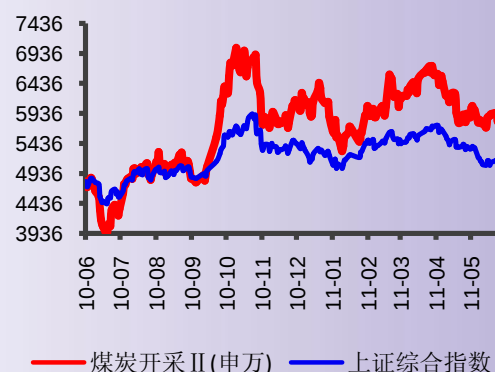
投资评级： 中性（维持）

媒体报道：国家能源局正在就焦煤等稀缺煤种的保护性开发制定相关管理办法，该办法将择机出台。

要点：

- ✚ 重新认识优质焦煤和其他稀缺煤种的价值一直为我们所倡导。
- 我们曾在《焦煤，下一个稀土》的研究报告中提出：目前市场并未充分认识到焦煤等稀缺煤种的价值，思维仍停留在“中国富煤贫油”、“煤炭产能过剩”之上，给予焦煤等稀缺煤种上市公司等同甚至低于行业的估值水平。政府正在加大保护力度，后续将趋同于稀土的保护政策，因此要重新认识焦煤、无烟煤等稀缺煤种的价值。
- 焦煤资源稀缺性远胜稀土。近年来受小煤矿的乱采滥挖、“吃肥丢瘦”、“采厚弃薄”，全国煤炭资源综合采出率仅 30% 左右，其中乡镇煤矿更低为 10~15%，国内特别是山西的优质焦煤资源已经被过度消耗；而随着上层煤的耗尽，下组煤多为高硫煤不能炼焦只能用于动力配煤。因此我们预计目前焦精煤储量实际值应为 100 亿吨、焦肥煤为 54 亿吨，应低于官方 05 年统计数据，**稀缺焦煤仅够 50 年左右的消耗**，焦煤资源的稀缺性不言而喻。
- 政府对焦煤等稀缺煤种保护政策力度持续加强；从 06 年开始政府开始限制焦煤、焦炭出口，出口关税调至 40%（焦炭）、10%（焦煤）；09 年政府首次提出加强重要优势矿产保护和开采管理；11 年年初国家能源局在山西调研，近期表示要出台稀缺煤种的保护性开发政策。
- ✚ 政策选择是关键，整合应是主要手段。
- 国家在保护稀土的政策手段主要通过行业整合、提高准入条件、限制出口、提高环保标准等，因此我们判断政府保护稀缺煤种的政策手段将主要以复制稀土为主，辅之以暂缓采矿权审批、提高回采率、入洗率等行业政策。
- 整合小煤矿应是主要手段。随着山西小煤矿的整合走上正轨，后续河南、河北、贵州等产煤大省均从年中开始进行煤矿的兼并重组，小煤矿整合全国铺开，有利于政府采取限制稀缺煤种开采。因此我们判断，**政府的主要政策手段将以整合为主，把煤炭资源集中到大集团手中，通过合理规划开采方案达到“保护性开发”的目的。**
- 上调焦煤出口关税。08 之前的焦煤出口关税均高于其他煤种，在 08 年统一上调至 10%，后续可能继续上调焦煤、特种无烟煤的出口关税。
- 我们认为，对保护性开发的最好的方式就是提高价格，通过市场化的手段将其用于合适的利用方式，避免因价差不高，稀缺煤种被直接用于发电的资源浪费情况发生。
- ✚ 将稀缺煤种的估值与动力煤分离出来。
- 虽然由于焦煤等稀缺煤种的销售链条全部在国内，价格的煤价上涨程度较难复制稀土走势，但随着政府、企业、市场对资源稀缺的认识加深，其价格将逐渐脱离动力煤走势，进入独立上升通道。
- 焦煤的升值毋庸置疑，首推主焦煤类公司**盘江股份、煤气化、永泰能源、西山煤电**以及焦煤弹性最大的**冀中能源**，其次推荐配焦煤公司**平煤股份、上海能源**和煤焦一体的**开滦股份**。
- 在焦煤之外，特种无烟煤的价值也需要充分认识。**昊华能源、兰花科创**生产国内优质、特种无烟煤，**潞安环能**采用先进技术生产烟煤喷吹取代无烟煤喷吹，均将受益于稀缺煤种价格的上涨。
- ✚ 风险提示：大盘向下破位风险加大，煤炭反弹空间有限。

公司股价表现图



相关报告

《焦煤，下一个稀土》-2011 年 3 月

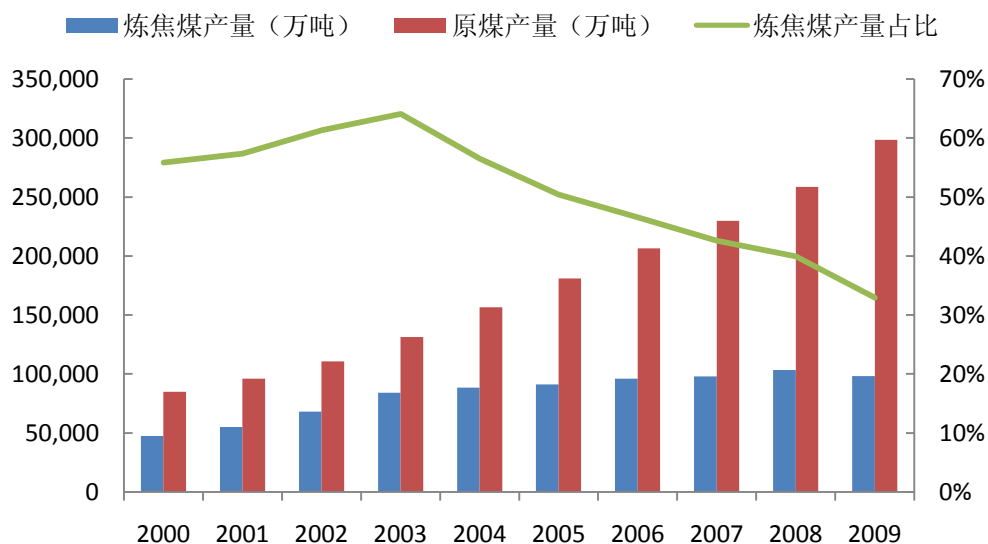


表 1：煤炭资源储量、炼焦煤资源储量

单位（亿吨）	保有储量	基础储量	资源量	查明资源量
煤炭资源储量	1842.37	3326.35	7013.22	10429.57
炼焦煤资源储量	628.5	1245.49	1532.68	2778.17
炼焦煤储量占比	34.11%	37.44%	21.58%	26.64%

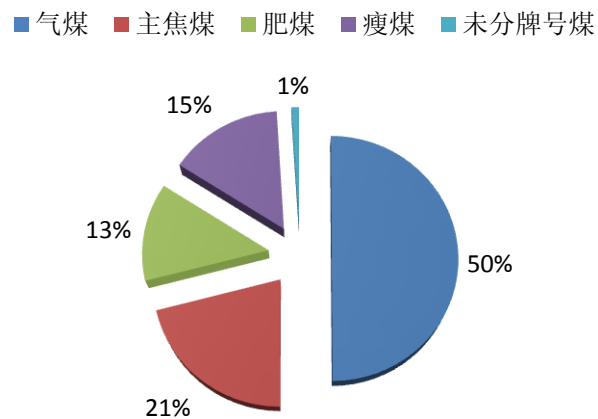
数据来源：中国煤炭资源网，长城证券研究所

图 1：炼焦煤产量在原煤产量中的占比



数据来源：中国煤炭资源网，长城证券研究所

图 2：炼焦煤资源分煤种储量占比



数据来源：中国煤炭资源网，长城证券研究所

表 2：预计国内焦精煤和肥精煤在 50 年内即将耗尽

矿区名称	查明资源储量	煤种	灰份	硫份	可用低硫比例	洗出焦精煤	洗出焦肥煤
山西							
离柳	203.1	1/3 焦、肥、焦、瘦煤	19.01-25.95	0.48-2.92	62%	15.9	10.6
乡宁	171.3	焦煤、肥煤、瘦煤	19.34-29.49	0.49-5.97	28%	6.0	4.0
西山	185.3	肥、焦、瘦、贫瘦煤	19.99-32.09	0.51-2.83	61%	14.3	9.5
霍州	266.5	1/3 焦、肥、焦、瘦、贫瘦煤	13.43-32.51	0.35-2.86	69%	18.6	10.1
霍东	91.2	焦、瘦、贫瘦煤	12.99-32.33	0.41-2.73	68%	6.2	3.4
山东							
巨野	64	肥、1/3 焦、气煤	13.13-15.57	0.54-4.06	41%	2.6	1.6
兖州	33	气、气肥煤	12.0-23.96	0.55-3.58	48%	1.3	1.1
安徽							
淮北	98.4	气、1/3 焦、肥、焦、瘦煤	6.00-39.45	0.10-6.74	29%	2.8	1.5
河北							
邯郸	53	肥、焦、瘦、贫瘦煤	14.50-28.06	0.46-2.51	75%	5.0	2.5



	开滦	66	气、1/3 焦、肥、焦煤	11.85-23.94	0.51-3.68	48%	3.2	2.6
河南	平顶山	75	气、1/3 焦、肥、焦煤	8.72-35.50	0.24-7.58	24%	1.6	0.8
贵州	盘江	102	肥、1/3 焦、气、焦、瘦煤	18.92-27.73	0.22-3.37	48%	6.2	4.1
	水城	113	气、1/3 焦、肥、焦、瘦煤	15.0-25.0	1.0-4.5	38%	5.4	3.6
黑龙江	七台河	11.5	1/3 焦、焦、瘦煤	20-30	0.27-0.50	80%	0.8	0.2
	鸡西	25.5	1/3 焦、焦煤	17.0-36.0	0.40-0.80	90%	2.3	0.5
云南	恩洪、庆云	19.4	1/3 焦、焦、瘦煤	16.02-26.20	0.19-3.65	48%	0.8	0.2
合计		1578.2					93.1	56.3
预计可采年限							59.86	52.28

数据来源：长城证券研究所，wind

表 3：历年煤炭出口关税、退税情况表

	煤炭出口	炼焦煤出口	焦炭、半焦炭
2004 年前	-13%	-13%	-15%
2004-1-1	-11%	-5%	-5%
2004-5-1	-11%	-5%	-5%
2004-5-24	-11%	0%	0%
2005-5-1	-8%	0%	0%
2006-9-15	0%	0%	0%
2006-11-1	0%	5%	5%
2007-6-1	0%	5%	15%
2008-1-1	0%	5%	25%

2008-8-20	10%	10%	40%
-----------	-----	-----	-----

数据来源：长城证券研究所，wind

注：负值为出口退税率

表 4：企业抢夺焦煤，目前焦煤收购价已经超过 40 元/吨，远高于动力煤 15-20 元/吨。

				交易总价	
时间	标的获得方	交易标的	值(万元)	煤种	
并购重组小煤矿					
1	2010-10-22	安泰集团(600408)	大安煤业 51%股权	2,550	炼焦煤
2	2010-10-21	兰花科创(600123)	朔州万鑫、平鲁永胜煤业煤业 100%股权	35,600	焦煤、贫煤、瘦煤
3	2010-4-13	煤气化(000968)	安泰煤焦、洼里煤业东胜煤矿 70%股权	47,360	焦煤、贫煤、瘦煤
4	2010-3-31	西山煤电(000983)	古县及临汾尧都区 13 个煤矿	16,234	焦煤、贫煤、瘦煤
5	2009-3-3	兰花科创(600123)	瑞兴、中立、山阴口前煤矿	101,400	焦煤、贫煤、瘦煤
6	2008-8-20	煤气化(000968)	灵石华苑煤业 70%股权	18,421	焦煤
7	2008-7-1	兰花科创(600123)	沁水县贾寨煤业投资有限公司 100%股权	21,000	焦煤、贫煤、瘦煤
8	2008-4-28	潞安环能(601699)	山西左权佳瑞煤业有限公司 90%股权	6,000	焦煤、贫煤、瘦煤
外购煤矿					
9	2009-12-24	兖州煤业(600188)	澳大利亚菲利克斯资源公司 100%股权	1,895,100	焦煤、动力煤
10	2009-1-23	ST 贤成(600381)	贵州盘县华阳森林矿业有限公司 41.5%股权	21,074	焦煤、贫煤、瘦煤
关联方煤矿					
11	2010-5-28	兰花科创(600123)	亚美大宁能源有限公司 10%股权		优质无烟煤
集团所有煤矿					
12	2010-10-26	平煤股份(601666)	牛庄井田的勘探探矿权	14,563	焦煤、贫煤、瘦煤
13	2010-10-21	山煤国际(600546)	山煤集团相关整合煤矿资产		焦煤、动力煤

14	2010-4-23	国阳新能(600348)	新景矿	228,015	喷吹煤、动力煤
15	2009-10-30	潞安环能(601699)	伊田肥煤业、黑龙强肥煤 60%股权		焦煤、动力煤
16	2009-4-27	兖州煤业(600188)	华聚能源 74%股权	59,324	焦煤
17	2009-4-18	国阳新能(600348)	寿阳开元矿业有限责任公司 100%股权	129,937	喷吹煤、动力煤
18	2008-9-25	盘江股份(600395)	新井矿	69,850	焦煤、动力煤
19	2008-4-26	国阳新能(600348)	平舒煤业有限公司 47%股权		喷吹煤、动力煤
20	2008-1-30	潞安环能(601699)	余吾煤业	190,278	喷吹煤、动力煤

集团资产注入

21	2010-8-31	安源股份(600397)	江西煤业集团资产		焦煤、无烟煤、动力煤
22	2010-4-20	平煤股份(601666)	平煤集团资产注入	101,563	焦煤、动力煤
23	2010-4-10	冀中能源(000937)	定向增发收购邯矿、张矿、峰峰煤炭资产	460,720	焦煤、动力煤
24	2009-8-29	盘江股份(600395)	集团土城、月亮湾等煤矿资产注入	517,068	焦煤、动力煤

资料来源：长城证券研究所，wind

表 5：预测 A 股主要焦煤公司细分焦煤产能

名称	代码	总股本(亿 股)	产能				每万股产能 (t/万股)			
			焦精煤	焦肥煤	1/3 焦	瘦煤	焦精煤	焦肥煤	1/3 焦	瘦煤
西山煤电	000983	31.51	240	410	0	220	7.62	13.01	-	6.98
平煤股份	601666	18.16	150	150	370	0	8.26	8.26	20.37	-
冀中能源	000937	23.12	50	200	800	0	2.16	8.64	34.60	-
盘江股份	600395	11.03	150	150	100	0	13.59	13.59	9.06	-
永泰能源	600157	5.67	380				67.02			
煤气化	000968	5.14	150	100	150	0	29.20	19.46	29.20	-

上海能源	600508	7.23	0	0	360	0	-	-	49.81	-
开滦股份	600997	12.35	0	200	100	0	0	16.20	8.10	-

资料来源：长城证券研究所，wind

注：上市公司并未详细披露细分煤种产能数据，因此上表部分为我们的预测值，可能与实际值有所偏差。

表 6：重点公司盈利预测

		EPS			股价	PE			投资评级
名称	代码	2010	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E	
焦煤									
西山煤电	000983	0.84	1.51	2.14	22.45	27	15	10	推荐_A
平煤股份	601666	1.02	1.21	1.45	17.55	17	15	12	推荐_A
冀中能源	000937	2.07	1.30	2.01	23.98	12	18	12	强烈推荐_A
盘江股份	600395	1.22	1.58	1.95	30.35	25	19	16	强烈推荐_A
煤气化	000968	0.46	0.95	1.23	23.62	52	25	19	推荐_A
永泰能源	600157	0.49	0.56	0.98	15.77	33	28	16	强烈推荐_A
开滦股份	600997	0.70	0.76	0.96	15.30	22	20	16	推荐_A
动力煤									
平庄能源	000780	0.64	0.67	0.75	14.46	23	22	19	推荐_A
露天煤业	002128	1.10	1.13	1.30	20.65	19	18	16	推荐_A
大有能源	600403	0.04	2.05	2.15	29.62	742	14	14	推荐_A
恒源煤电	600971	2.37	2.51	2.95	37.53	16	15	13	推荐_A
大同煤业	601001	0.77	0.81	1.11	16.56	22	20	15	推荐_A
中煤能源	601898	0.52	0.61	0.75	9.38	18	15	13	强烈推荐_A
中国神华	601088	1.87	2.23	2.67	28.14	15	13	11	强烈推荐_A



国投新集	601918	0.68	0.81	1.02	12.01	18	15	12	推荐_A
兖州煤业	600188	1.83	2.06	2.23	32.42	18	16	15	强烈推荐_A
无烟煤									
国阳新能	600348	1.00	1.24	1.45	23.02	23	19	16	推荐_A
潞安环能	601699	2.99	3.75	4.11	57.18	19	15	14	强烈推荐_A
昊华能源	601101	2.05	2.79	3.25	54.81	27	20	17	推荐_A
兰花科创	600123	2.30	2.87	3.23	36.04	16	13	11	推荐_A
其他									
山煤国际	600546	1.01	1.36	1.79	28.04	28	21	16	推荐_A
神火股份	000933	1.10	1.10	2.13	14.59	13	13	7	推荐_A

资料来源：长城证券研究所,wind



研究员介绍:

刘斐: 经济学硕士, 3年证券从业经历, 2011年加入长城证券, 任煤炭行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>