



SHANXI SECURITIES CO., LTD.
山西证券股份有限公司

政策护航，期待整合更大进展

——09年煤炭行业下半年投资策略

山西证券研究所
张红兵

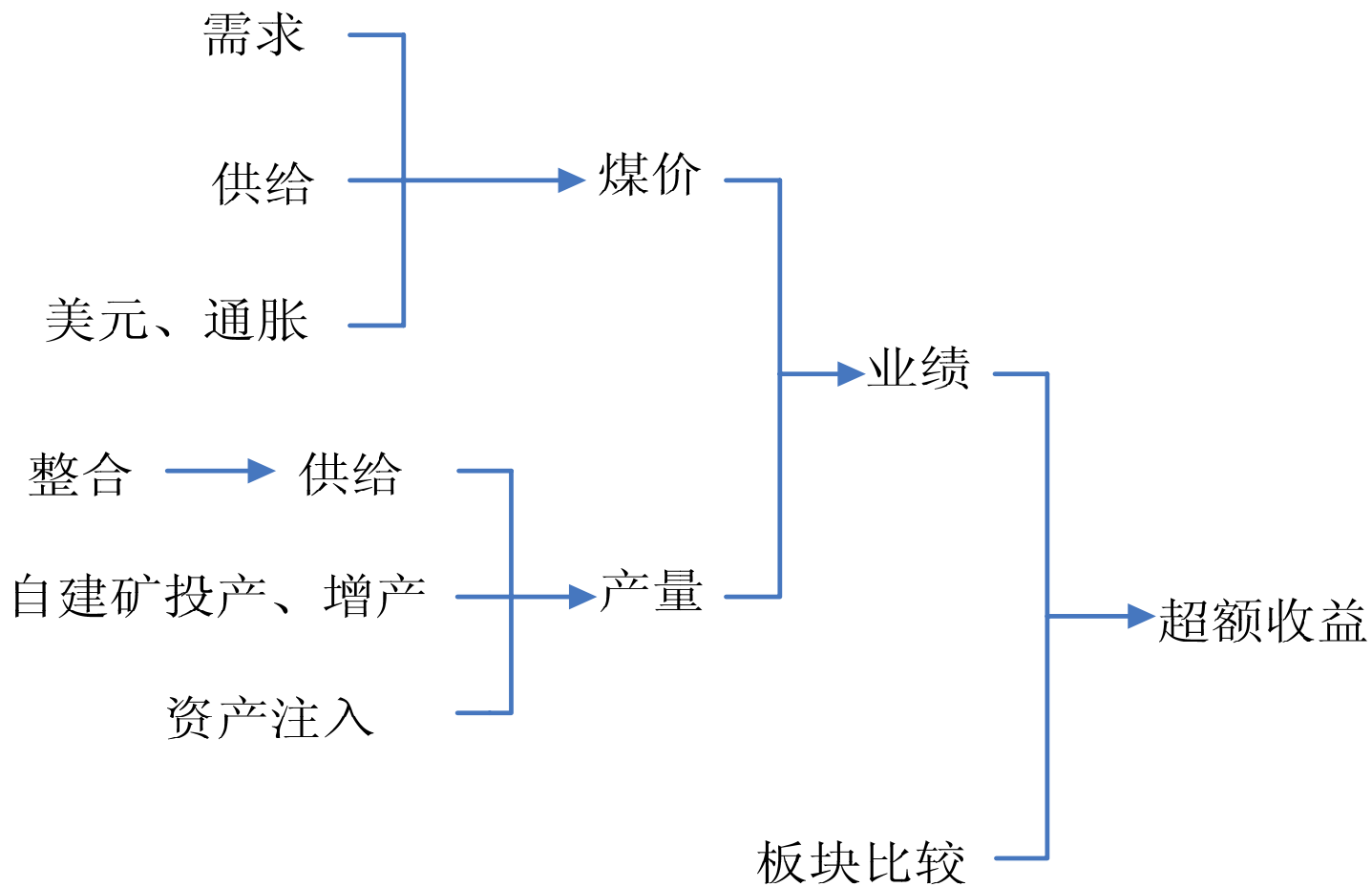


引言

表：自去年年底以来我们行业观点

| 日期 | 报告标题 | 主要观点 |
|--------|---------------------------|--|
| 081121 | 需求下滑，未来前景堪忧 | 国际煤价回落到65—70美元/吨，关注煤炭股的超跌反弹 |
| 081212 | 年关将至，整合却越演越烈 | 关注有整合预期的企业，尤其是山西企业 |
| 081219 | 树欲静而风不止——09年投资策略 | 6000大卡动力煤价格底部在580元/吨，关注有整合预期及高分红的公司 |
| 090105 | 限产报价VS需求萎缩，谁主沉浮？ | 短期煤价呈振荡整理格局，供给增速将理性回调 |
| 090110 | 三九四九冰上走，需求萎缩中的曙光——一季度投资策略 | 煤炭阶段价格底部已经形成，会计科目调整，煤炭行业有交易性机会，关注焦煤及焦炭类个股 |
| 090228 | 淡季不淡，把握波动机会 | 短期供给形势仍很乐观，继续关注焦煤及无烟煤以及高分红公司，看好年报及一季报催生的行情 |
| 090324 | 需求有好转迹象，把握不同煤种投资机会 | 4月动力煤坑口价将回调，炼焦煤价格短期走软，优先配置无烟煤股票 |
| 090326 | 消费淡季，抑或还是投资时机？——二季度投资策略 | 地方矿复产进度会低于往年，二季度煤炭行业依然是绝佳的投资品种，看好无烟煤公司 |
| 090412 | 组织山西能源研讨会 | 联合调研了兰花科创、潞安环能、山西进出口集团、西山煤电 |
| 090424 | 山西整合力度加大，或冲淡复产冲击预期 | 对复产冲击持乐观态度，5月煤价保持平稳，看好中国神华及焦煤类公司 |
| 090520 | 夏至来临，带来新一轮上攻？ | |

投资逻辑



主要内容

- ✓ 需求走上上升通道
- ✦ 煤炭供给在管制中平稳增长
- ✦ 煤价走势判断
- ✦ 下半年煤炭行业投资策略
- ✦ 风险因素

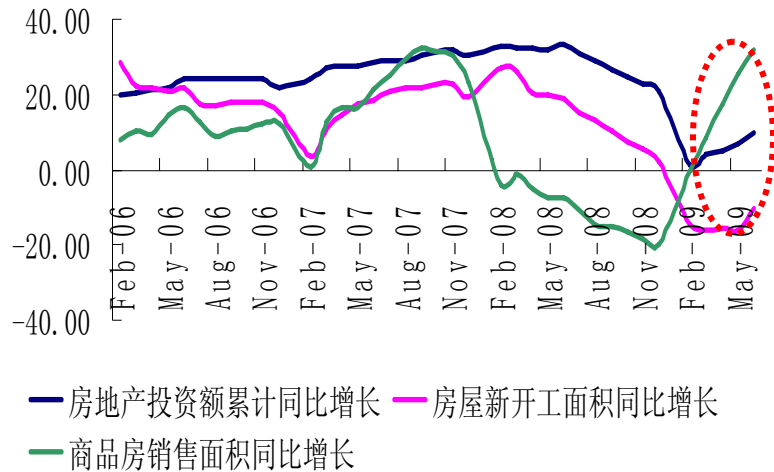




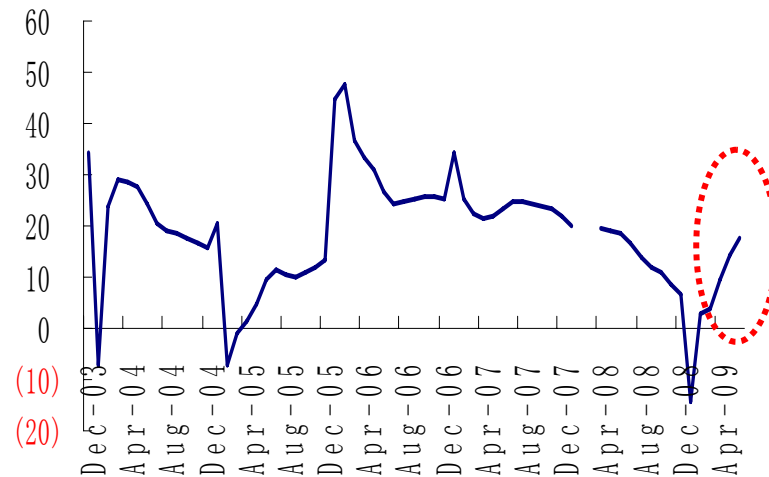
终端需求率先回暖

- ▶六月份房地产新开工面积终于实现正增长，累计新开工面积同比降幅收窄。
- ▶六月汽车销量环比继续增长4.18%，连续四个月上百万辆水平，中国是世界最大的汽车市场。
- ▶汽车、房地产回暖的影响正在扩散到其他行业。

房地产市场回暖明显



汽车销量屡创新高



资料来源：山西证券研究所，wind

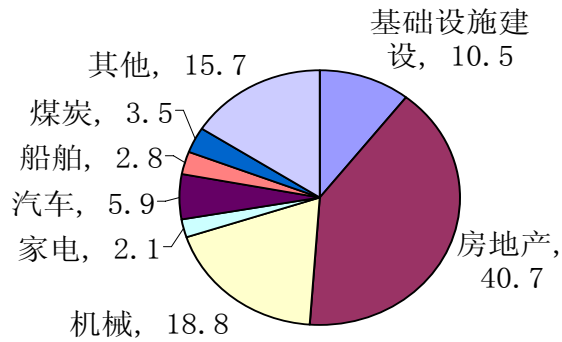


生铁产量屡创新高

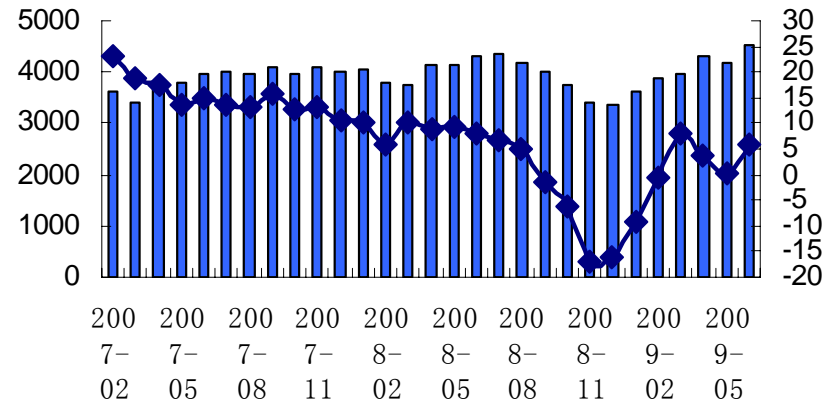
▶六月份生铁产量4753万吨，同比增长11%。1—6月累计增长5.56%。

▶08年9月份后焦炭/生铁比例一致在下降，焦炭库存消耗殆尽，焦炭产量有望逐渐恢复。

钢铁各行业需求

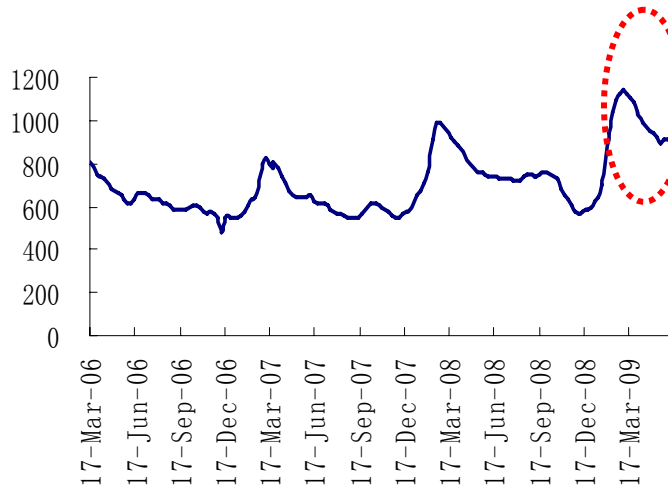


生铁产量创新高

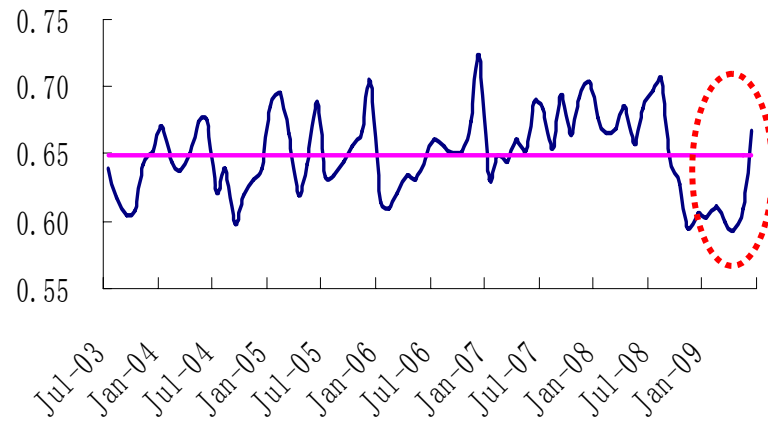


生铁当月产量 同比增速

钢材库存



焦炭/生铁比例



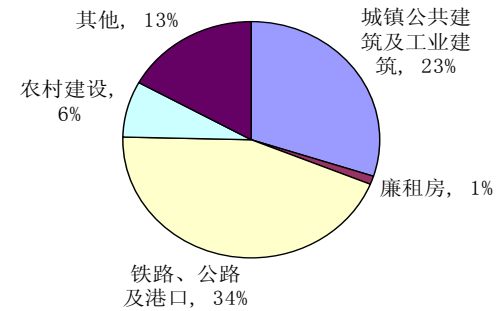


水泥增速依然维持高位

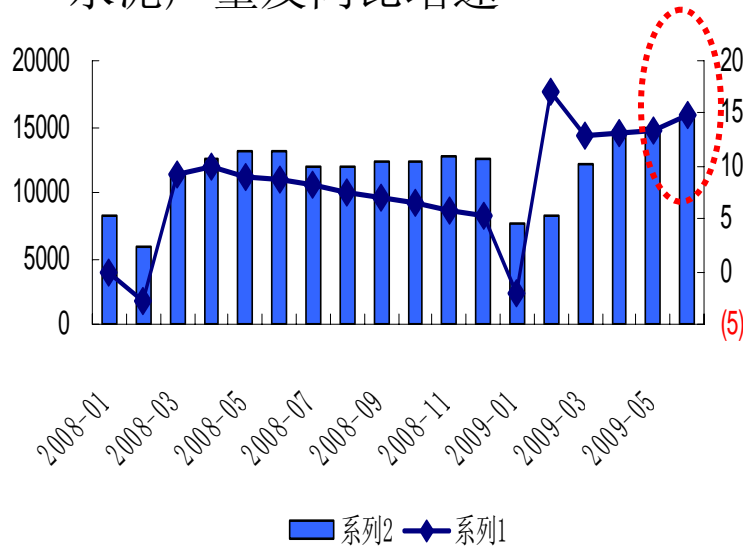
►6月份水泥产量继续创新高，1—6月累计同比增长14.86%。

►上半年水泥市场的繁荣一定程度上抵消了电力等行业需求的疲软。

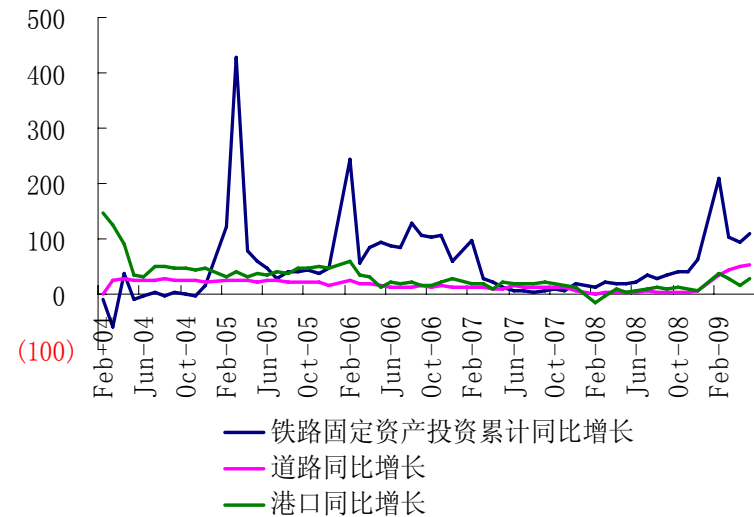
水泥分行业需求



水泥产量及同比增速



基建投资增速



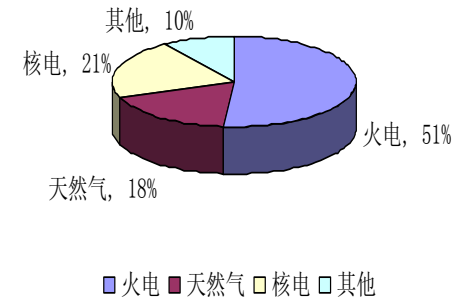
资料来源：山西证券研究所，wind



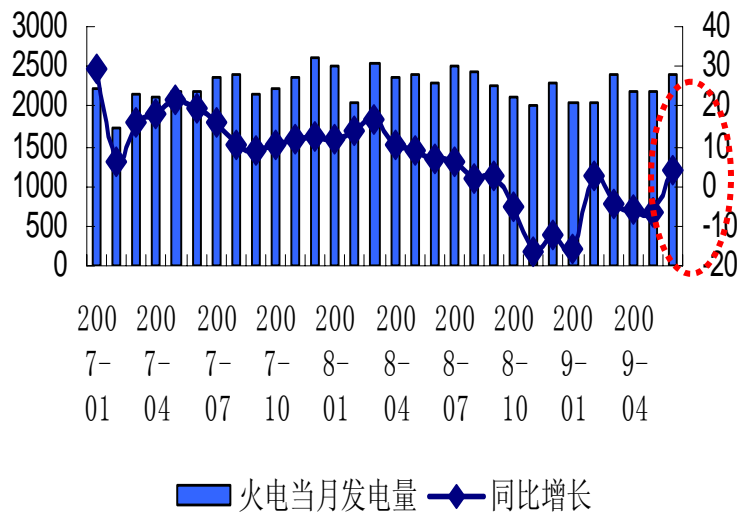
电力行业下半年实现正增长

- ▶6月份火电产量2407亿千瓦时，终实现正增长，同比增长3.7%，环比增长9.3%。
- ▶预计全年火力发电增速在2%左右，即6—12月同比增长8%，月均发电2450亿千瓦时。
- ▶6月发电量同比增长5.2%，主要省份发电量增速在8%左右。

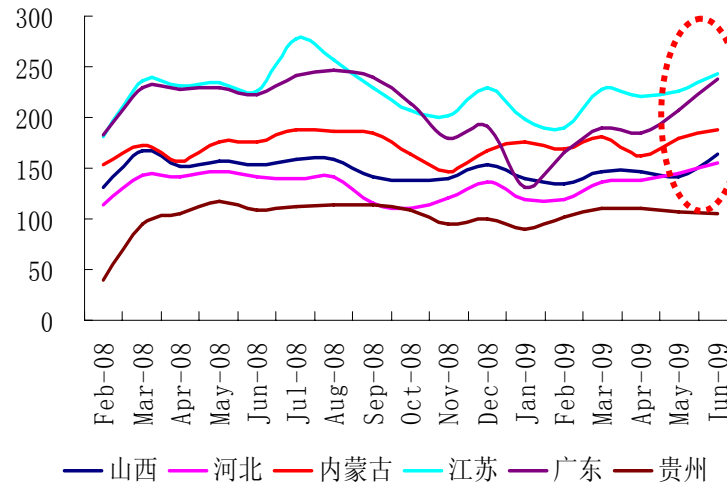
美国各类型发电占比



火电发电量及同比增长



主要省份发电量



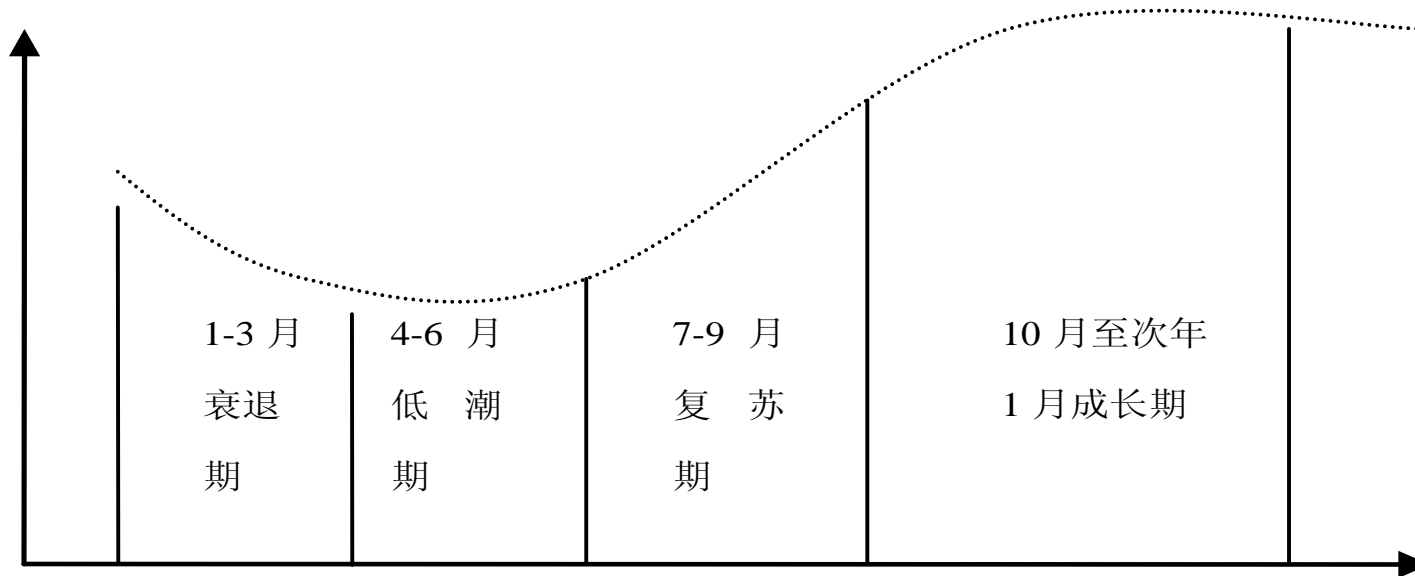
资料来源：山西证券研究所，wind



下半年煤市进入旺季

- 煤市也有生命周期
- 煤价度过了一年最难过的时候。

煤市一年淡旺季走时图



资料来源：山西证券研究所



需求合计

- ▶上文我们主要分析了钢铁、水泥及电力行业的需求，三大行业09年增量在9000万吨左右，2010年增量在13000万吨左右。
- ▶剔除09年1—5月的需求增量，6—12月的需求增量在11800万吨左右（由于火电在上半年增速为负），我们这里还没有考虑新型煤化工以及化工行业对煤炭的需求。

| | 08年产量 | 09增长率 | 10增长率 | 09年增量 | 10年增量 | 09年1—5月累计值 | 08年1—5月累计值 | 09年6—12月增量 | 耗煤增量 |
|----|--------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|-------|
| 火电 | 27857 | 2.00% | 5% | 557 | 1421 | 10929 | 11921 | 1549 | 7420 |
| 生铁 | 47067 | 5% | 5% | 2353 | 2471 | 20987 | 20300 | 1666 | 2332 |
| 水泥 | 138838 | 13% | 10% | 18049 | 15689 | 57335 | 51438 | 12152 | 2042 |
| 合计 | | | | | | | | | 11794 |

数据来源：山西证券研究所（因电力行业1—5月份增速为负，导致6—12月增量有所增加）



主要内容

- ❖ 煤炭需求走上上升通道
- ✓ 煤炭供给在管制中平稳增长
- ❖ 煤价走势判断
- ❖ 下半年煤炭行业投资策略
- ❖ 风险因素

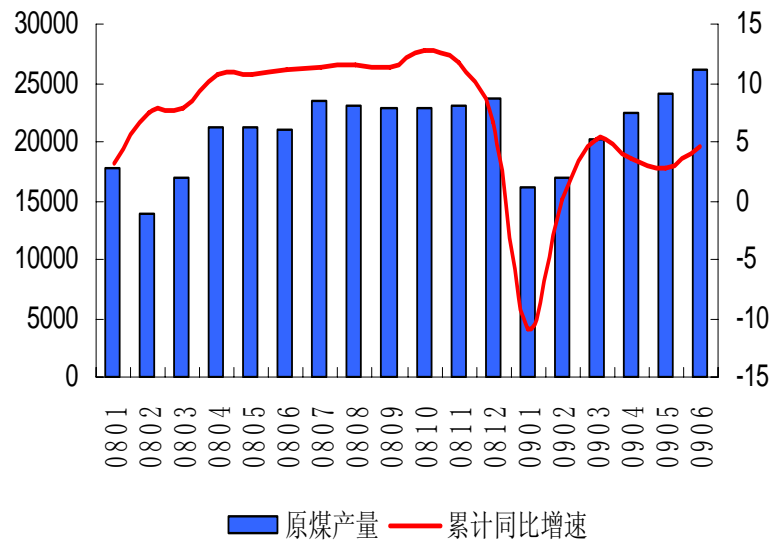


全国产量平稳增长

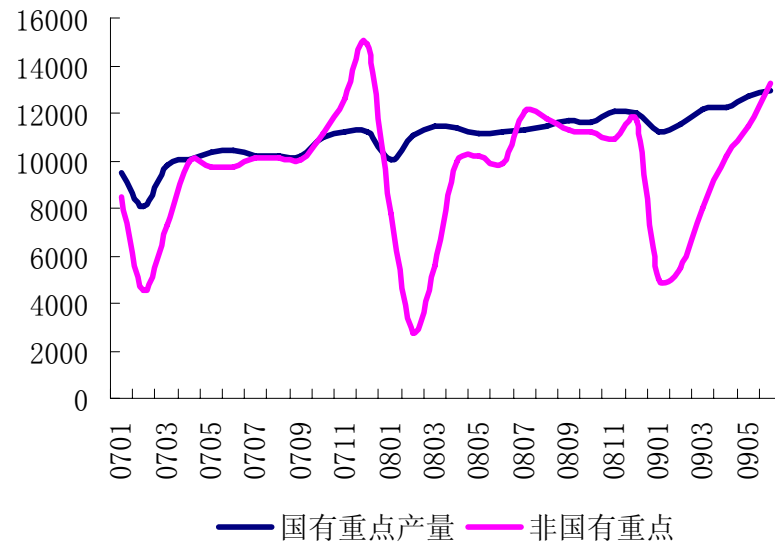
▶6月份原煤产量2.6亿吨，同比增长15.7%，1—6月累计产量13亿吨，累计同比增长4.5%。

▶非国有重点矿6月产量1.3亿吨，环比增长15.6%，当月国有重点矿占总产量比例下降到49.45%。

原煤产量及同比增速



国有重点及非国有重点产量



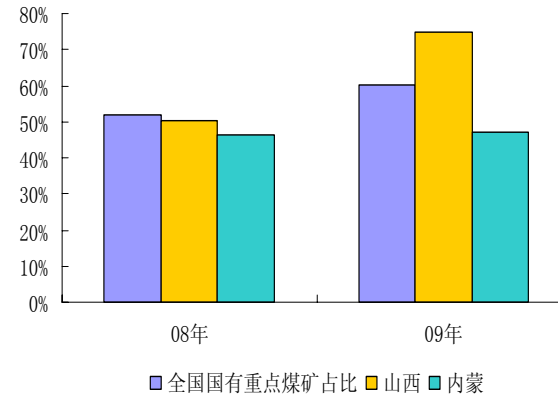


小矿复产仍在可控之中

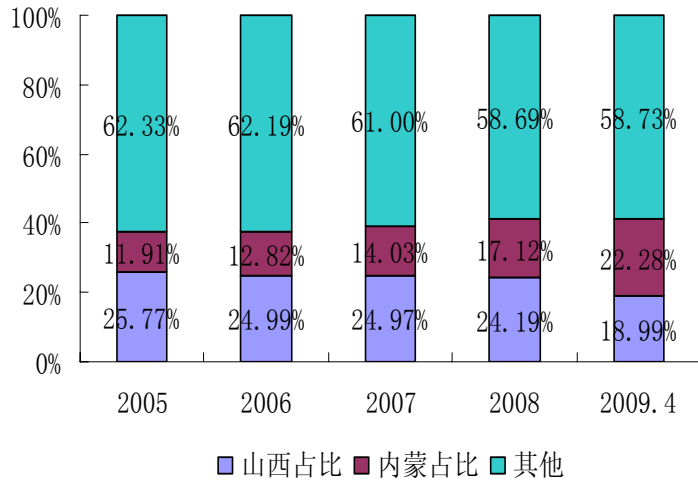
►1-6月，山西累计下降16%，山西6月份除六大集团产量外产量2489万吨，环比增加714万吨，环比增长40%，占全国非国有矿增产的40%。

►内蒙增速不可能一直维持在30%以上的增速。

国有重点占比变动

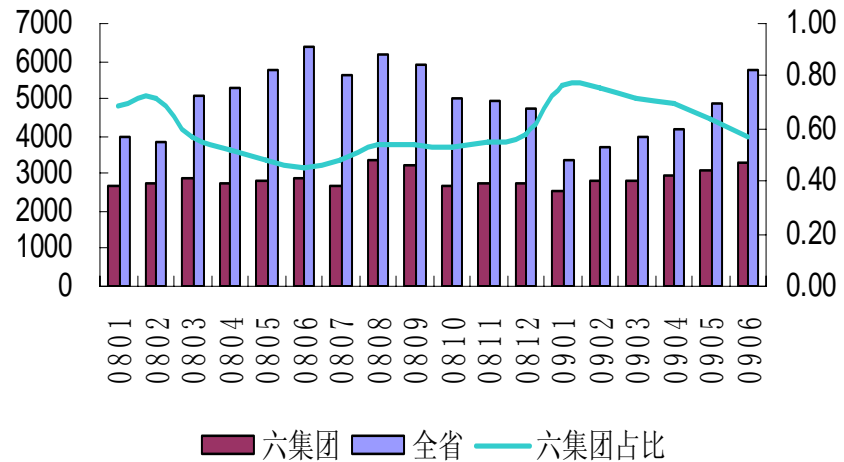


主产省份占比变动



资料来源：山西证券研究所

山西六大集团产量占比



资料来源：山西证券研究所



小矿复产影响有多大？

►08年6月份山西省非重点煤矿产量达到峰值，我们以此测算复产力度。

►观察5月份以及6月份的数据，复产的力度在我们预测范围之内，但六大集团增产的力度稍超我们预期。悲观情景下5—12月小煤矿将多贡献9376万吨，在4月份静态情景下，09年产量26.76亿吨左右，基本与08年持平。再动态考虑其他省份的增产，08年供给严重供过于求的局面基本不会出现。

山西小煤矿复产情景假设

| | 0806 | 0902 | 0903 | 0904 | 相比0806 产能释放比例 | 释放 产能 | 合计 |
|------|------|------|------|------|------------------|----------|------|
| 六大集团 | 2890 | 2821 | 2828 | 2918 | — | 2900 | — |
| 其他 | 3518 | 899 | 1124 | 1291 | 37% | — | — |
| 乐观 | — | — | — | — | 50% | 1759 | 4659 |
| 谨慎 | — | — | — | — | 60% | 2111 | 5011 |
| 悲观 | — | — | — | — | 70% | 2463 | 5363 |

山西6月产量折算
全年是6.8亿吨

实际情况

| | 0905 | 0906 |
|------|---------|---------|
| 六大集团 | 3122.39 | 3303.07 |
| 其他 | 1774.95 | 2489.13 |
| 总产量 | 4897.34 | 5792.2 |

资料来源：山西证券研究所



产业调整与振兴规划看未来两年增长

- ▶ 山西省的规划：08年底山西省生产能力为9.4亿吨，经过整顿2010年生产能力控制在9亿吨/年，生产能力压缩4%，可以预见这两年山西省的产量基本和08年相当。
- ▶ 贵州省的规划：08年贵州省原煤产量1.18亿吨，规划中2010年煤炭产量要达到1.5亿吨，复合增长率达到13%，年均增加产量1600万吨。
- ▶ 神华集团提出了五年实现经济总量翻番的战略目标，2008年集团生产原煤2.82亿吨，完成商品煤销售3.2亿吨，计划到2013年原煤产量达到5.3亿吨，
- ▶ 山西省未来两年产量基本稳定，全国煤炭产量增量主要看内蒙、陕西以及新疆。

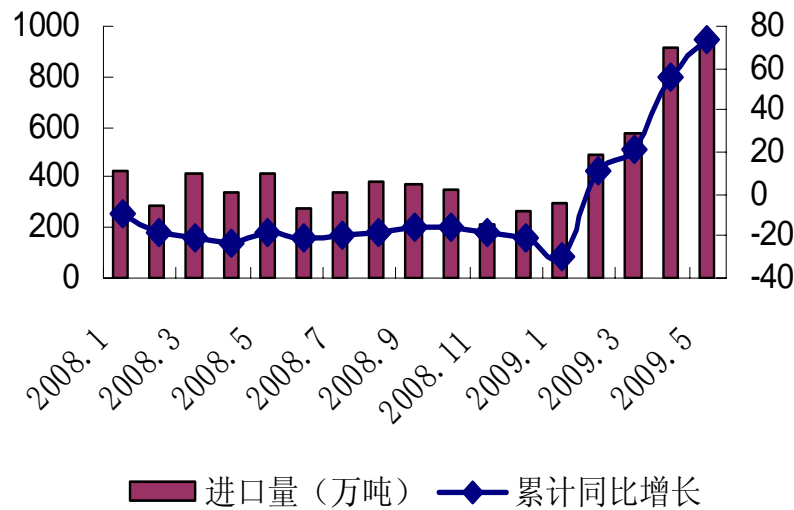
| | 投资 (亿元) | 新增产能 | 淘汰小煤矿 | 新增产量 | 统计局统计新增产能 | 增速 |
|-------|------------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| 2005 | 1143 | | | | 18376 | |
| 2006 | 1479 | | | | 22648 | |
| 2007 | 1805 | | | | 26983 | |
| 2008 | 2410 | 13716 | 4000 | 9716 | | 3.85% |
| 2009E | | 17748 | 4000 | 13748 | | 5.06% |
| 2010E | | 21660 | 4000 | 17660 | | 6% |



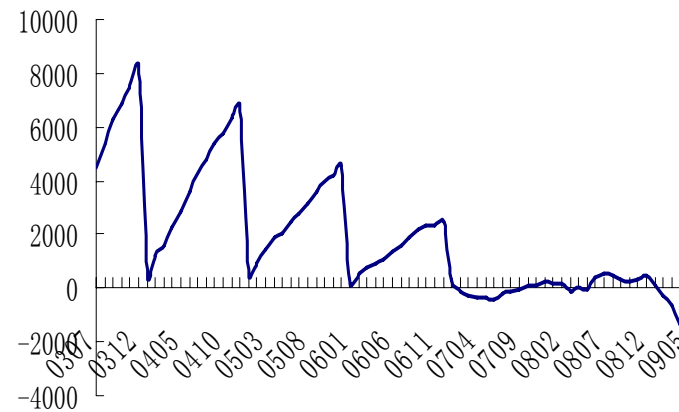
进口市场异常火爆，但不可持续

- ▶6月我国煤炭进口量创新高，达1607万吨，1-6月累计进口4827万吨，同比增长126%。
- ▶随着中国进口的增加，以及石油价格的上涨，国际煤价也将平稳回升，我们认为每月进口维持在400万吨左右比较合理，今年的净进口量在3500万吨左右是大概率事件。

进口及同比增速



净出口变化趋势



资料来源：山西证券研究所，海关总署



政策及事件推动

► 标志性事件：瓦斯检查，国庆60周年



| 时间 | 内容 | 部门 |
|-----------|----------------------------|-------|
| 2009.2.10 | 2009年煤炭安全工作要点 | 安监局 |
| 2009.3.3 | 关于加强煤矿班组安全生产建设的指导一件 | 总工会 |
| 2009.3.10 | 组织开展重点矿区煤层气抽采利用规模化建设工作的通知 | 能源局 |
| 2009.3.25 | 山东煤矿安全监察局安全闭合工作机制 | 山东安检局 |
| 2009.4.1 | 生产安全事故应急预案管理办法 | 安监局 |
| 2009.4.3 | 安全生产治理行动实施方案的通知 | 国务院 |
| 2009.4.7 | 安徽煤矿安全监察局行政执法监督办法 | 安徽安检局 |
| 2009.4.8 | 关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知 | 安监局 |
| 2009.4.23 | 关于进一步加强煤矿班组长安全培训工作的通知 | 安监局 |
| 2009.4.23 | 关于切实加强对地方政府煤矿安全监管工作监督检查的意见 | 安监局 |
| 2009.5.14 | 关于深入持久开展煤矿安全质量标准化工作的指导意见 | 安监局 |
| 2009.5.26 | 关于调查中央企业煤矿安全生产情况的通知 | 安监局 |
| 2009.6.16 | 关于开展国有重点煤矿安全生产执法检查的通知 | 安监局 |

资料来源：山西证券研究所，各部门网站



内蒙增产对焦煤及无烟煤几无影响

- ▶内蒙焦煤及无烟煤资源缺乏
- ▶焦煤山西国有重点只占36.2%
- ▶无烟煤山西国有重点占比46%

无烟煤及国有重点占比

| | 无烟煤 | 各省份占比 | 重点煤矿产量 | 重点煤矿占比 |
|----|----------|-------|----------|--------|
| 全国 | 43923.23 | | 12175.26 | 27.7% |
| 山西 | 13330.78 | 30.4% | 6111.99 | 45.8% |
| 福建 | 2060.43 | 4.7% | | 0.0% |
| 湖南 | 2969.86 | 6.8% | 322.46 | 10.9% |
| 河南 | 8365.8 | 19.0% | 2360.13 | 28.2% |
| 贵州 | 4865.72 | 11.1% | 225.72 | 4.6% |
| 云南 | 2269.21 | 5.2% | | 0.0% |
| 四川 | 2486.18 | 5.7% | 186.44 | 7.5% |

主要产煤省份炼焦烟煤产量及占比（万吨）

| | 炼焦烟煤 | 其中 | | | 炼焦烟煤 | 各省份各煤种占比 | | |
|----|-------|-------|------|-------|--------|----------|--------|--------|
| | | 焦煤 | 肥煤 | 1/3焦煤 | | 焦煤 | 肥煤 | 1/3焦煤 |
| 全国 | 97967 | 22156 | 9419 | 13578 | | | | |
| 山西 | 23419 | 9500 | 3257 | 508 | 23.90% | 42.88% | 34.58% | 3.74% |
| 山东 | 12714 | 74 | 574 | 1633 | 12.98% | 0.33% | 6.09% | 12.03% |
| 安徽 | 8625 | 604 | 538 | 1025 | 8.80% | 2.73% | 5.71% | 7.55% |
| 河南 | 6789 | 1673 | 609 | 2472 | 6.93% | 7.55% | 6.47% | 18.21% |
| 贵州 | 4677 | 2234 | 1100 | 46 | 4.77% | 10.08% | 11.68% | 0.34% |
| 云南 | 3567 | 1451 | 98 | 262 | 3.64% | 6.55% | 1.04% | 1.93% |

资料来源：山西证券研究所,煤炭工业统计年鉴



供需维持弱均衡

- ▶ 山西小矿复产有冲击，但基本能被消耗，近期煤价小幅回调。
- ▶ 进口维持高增长不可持续。

图：供需平衡表

| | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 产量（亿吨） | 25.23 | 27.16 | 28.52 | 30.23 |
| | 8.24% | 7.65% | 5% | 6% |
| 消费（亿吨） | 25.86 | 27.40 | 28.54 | 30.12 |
| | 9% | 5.96% | 4.16% | 5.95% |
| 进口 | 5102 | 4040 | 6000 | 5500 |
| 出口 | 5317 | 4544 | 2500 | 3000 |
| 净出口 | 215 | 504 | -3500 | -2500 |

资料来源：山西证券研究所,wind



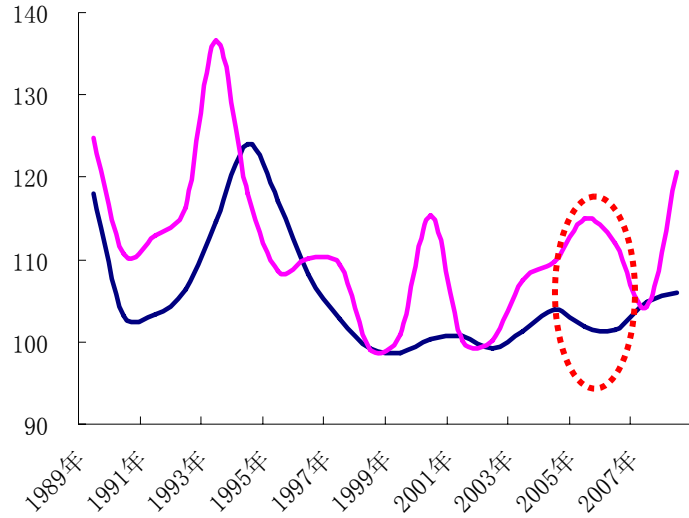
主要内容

- ❖ 煤炭需求走上上升通道
- ❖ 煤炭供给在管制中平稳增长
- ✓ 煤价走势判断
- ❖ 煤炭行业下半年投资策略
- ❖ 风险因素

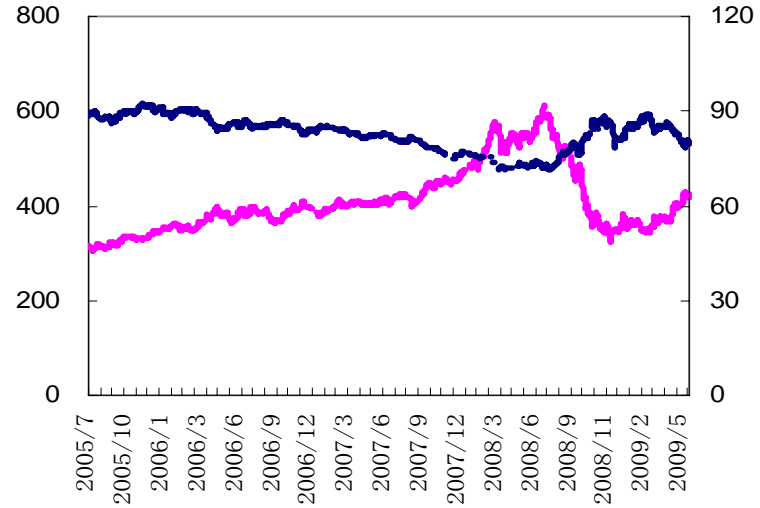


煤价与通货膨胀

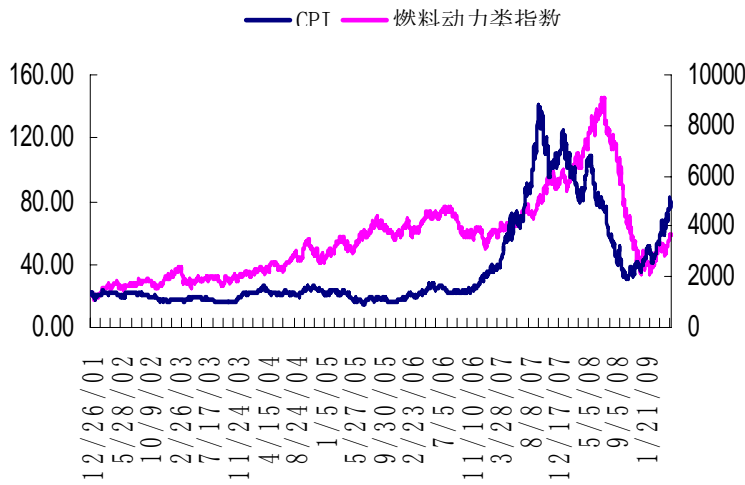
CPI及燃料动力类指数走势



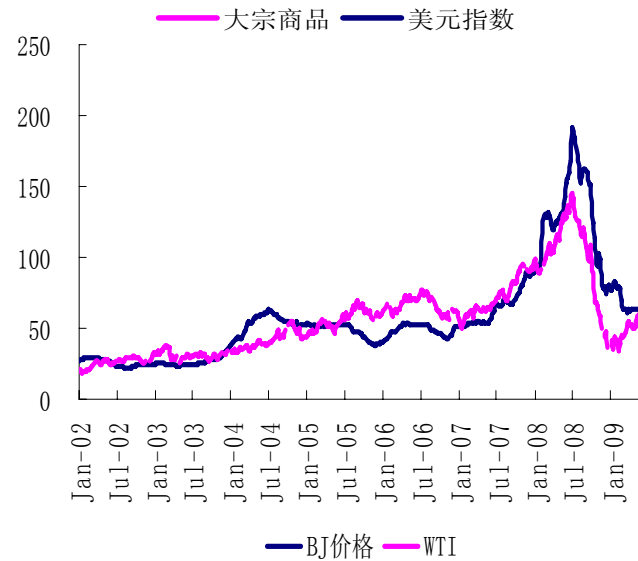
美元指数与大宗商品走势



石油价格与煤炭指数走势



WTI与BJ价格走势



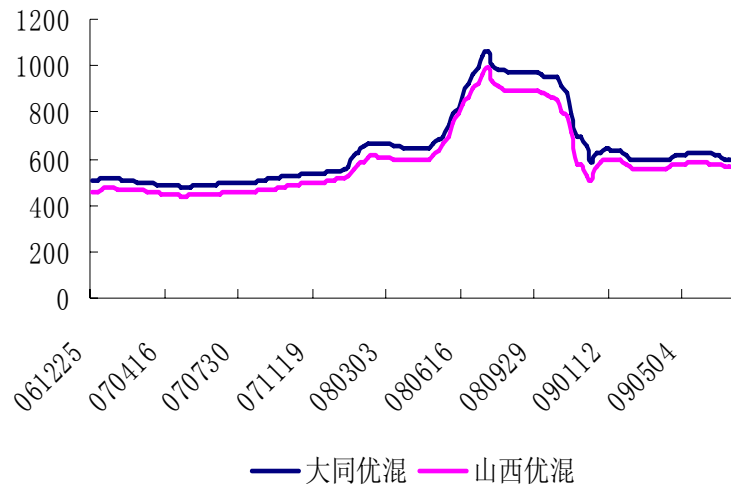
数据来源: CCTD, 统计局, 山西证券研究所



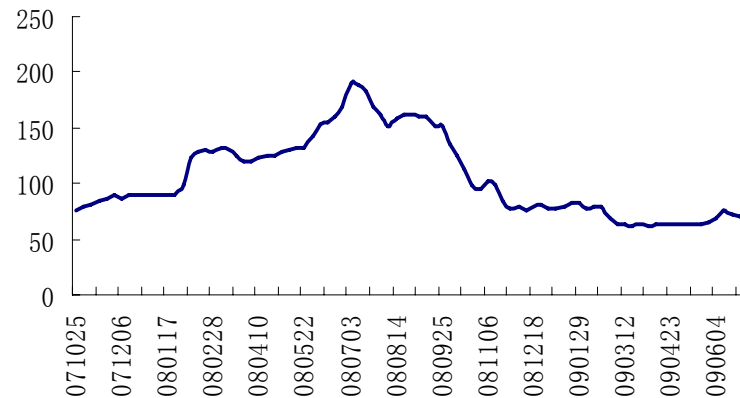
下半年煤价走势判断

- ▶动力煤：大同优混平仓价将在620元/吨左右波动。
- ▶炼焦煤及无烟煤：通过我们上面对焦煤及无烟煤的供给分析，焦煤及无烟煤的价格稳定的基础更大，下跌的概率很小，平稳及向上的概率较大，但也都不具备大幅上涨的条件，波动幅度在50元/吨左右。
- ▶国际煤价：国际煤价跟随石油价格更紧一点，下半年均价能维持在70-75美元/吨左右。

秦皇岛煤价



澳大利亚BJ走势图



资料来源：山西证券研究所，CCTD



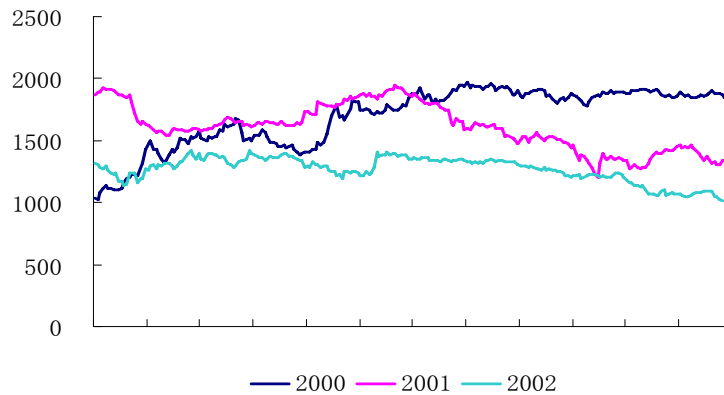
主要内容

- ❖ 煤炭需求走上上升通道
- ❖ 煤炭供给在管制中平稳增长
- ❖ 煤炭价格判断
- ✓ 煤炭行业下半年投资策略
- ❖ 风险因素

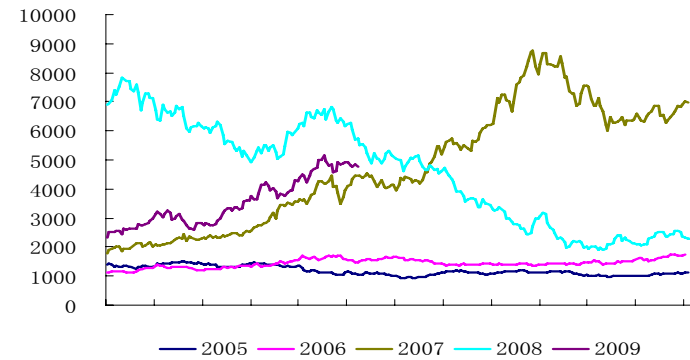


估值在合理水平

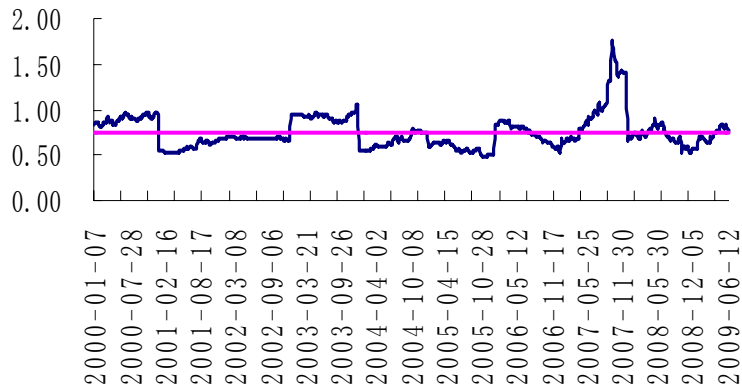
2000—2002煤炭股走势



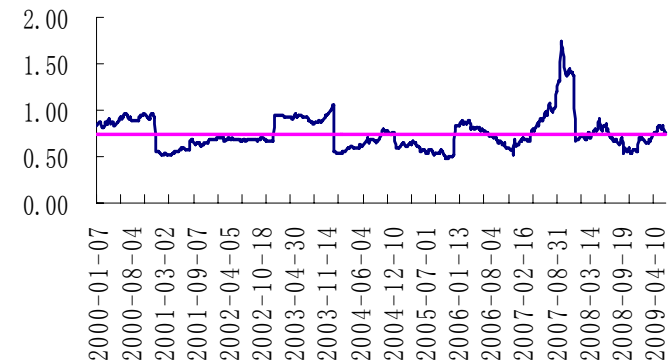
2003—2009煤炭股走势



市盈率相对A股估值比较



市净率相对A股估值比较



资料来源：山西证券研究所，CCTD



资源整合、整体上市将是热点

➤ 山西省明确了资源整合的目标

到**2010**年底,全省矿井数量控制目标由原来的**1500**座调整为**1000**座,兼并重组整合后煤矿企业规模原则上不低于**300**万吨/年,矿井生产规模原则上不低于**90**万吨/年,且全部实现以综采为主的机械化开采。

➤ 山西省明确了整体上市的目标

要力争在**2010**年内实现晋煤的蓝焰股份上市。力争**2012**年前,有**1**到**2**家煤业集团整体上市,**2015**年前五大煤业集团基本完成整体上市。要通过五大煤业集团的整体上市,提升中国股市的“山西板块”,形成中国股市的“煤焦板块”,争得国际煤炭市场的话语权。

➤资源整合以及整体上市给市场提供了炒作的题材,这将是未来几年的投资热点,尤其关注山西,整合不仅仅来自煤炭,也来自焦炭。



整合案例情景分析

- ▶ 恒源模式可能成为主流
- ▶ 有条件的先现金收购
- ▶ 国阳新能发行14亿公司债：
 - 可能收购一个煤矿
 - 会动用现金30—40个亿
 - 增厚公司资产，为将来增发准备
 - 增厚今年公司业绩，半年业绩在0.2元以上

| 可收购煤矿 | 可采储量（亿吨） | 十一五规划产量 | 状态 |
|-------|----------|---------|----|
| 五矿 | 3.66 | 800 | 达产 |
| 新景矿 | 1.6 | 800 | 达产 |



投资策略

➤具体到个股，我们看好：

□一是看好产量增速较快能抵御风险的企业如中国神华、国投新集、潞安环能等企业；

□二是因钢铁行业受益于房地产复苏以及投资拉动，而从中收益的炼焦煤子行业，如西山煤电、金牛能源；

□三是有整合以及资产注入的企业，尤其关注山西省内的上市公司，如国阳新能、大同煤业，这条投资主线值得长期关注。

➤同时建议投资者关注山西焦炭企业，其催化剂来自：

□受益于钢铁行业，业绩恢复，焦炭企业弹性比较大

□山西焦炭行业整合，

□资产注入



潞安环能 (601699)

- 煤种的多样性，公司产品有混煤、洗精煤、喷吹煤和洗块煤
- 公司混煤目前不含税价格**410元/吨**，比**08年**平均售价上涨**10%**
- 其他煤种价格相对比较稳定
- 资产注入及整合的预期

潞安环能
产销量

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008.6 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------|------|------|------|--------|------|------|------|
| 原煤产量 | 1871 | 1970 | 2041 | 1240 | 2577 | 2840 | 3000 |
| 销售量 | 1794 | 1864 | 1953 | 1078 | 2323 | 2596 | 2700 |
| 产销率 | 0.96 | 0.95 | 0.96 | 0.87 | 0.90 | 0.91 | 0.90 |
| 混煤 | 1266 | 993 | 982 | 543 | 1337 | 1550 | 1600 |
| 洗精煤 | 130 | 200 | 181 | 92 | 187 | 220 | 224 |
| 喷吹煤 | 277 | 545 | 602 | 393 | 689 | 700 | 750 |
| 洗块煤 | 57 | 71 | 77 | 36 | 81 | 94 | 94 |
| 其他洗煤 | 65 | 56 | 110 | 12 | 30 | 34 | 34 |



安泰集团 (600408)

- 民营企业，较强的成本控制能力。
- 现已形成**180**万吨的焦炭生产能力，另有**60**万吨年底具备投产条件。
- 积极参与山西煤炭企业整合，和汾西矿业集团关系紧密，参股汾西瑞泰，将形成**1000**万吨左右的生产规模。
- 焦炭行业的龙头企业，未来可参与焦炭行业的整合。
- 收益于钢铁行业的好转，目前限产规模下降到**30%**左右，现已实现微利。
- 公司致力于下游产业炼的延伸。

中国神华 (601088)

- 业务的多样性：集煤、电、港口、铁路于一体；
- 整合能力：现金充沛及政府政策支持；
- 成本优越性：高产高效吨煤成本低；
- 业绩比较确定的增长；
- 已签订合同价顺利上涨；
- 资产注入的可能性





主要上市公司盈利预测

表:盈利预测表

| | 2009/7/18 | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 08P/E | 09P/E | 10P/E | 投资评级 |
|------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|------|
| 中国神华 | 34.33 | 1.34 | 1.44 | 1.71 | 25.6 | 23.8 | 20.1 | 增持 |
| 中煤能源 | 14.53 | 0.51 | 0.55 | 0.62 | 28.5 | 26.4 | 23.4 | 中性 |
| 西山煤电 | 36.20 | 1.32 | 1.05 | 1.3 | 27.4 | 34.5 | 27.8 | 增持 |
| 兖州煤业 | 18.21 | 1.20 | 0.76 | 0.82 | 15.2 | 24.0 | 22.2 | 中性 |
| 大同煤业 | 42.84 | 2.40 | 2.1 | 2.2 | 17.9 | 20.4 | 19.5 | 增持 |
| 潞安环能 | 46.98 | 2.48 | 2.11 | 2.26 | 18.9 | 22.3 | 20.8 | 增持 |
| 国阳新能 | 42.46 | 1.51 | 1.28 | 1.46 | 28.1 | 33.2 | 29.1 | 增持 |
| 兰花科创 | 40.00 | 2.45 | 2.02 | 2.13 | 16.3 | 19.8 | 18.8 | 增持 |
| 金牛能源 | 46.79 | 2.49 | 1.64 | 1.89 | 18.79 | 28.53 | 24.76 | 增持 |
| 神火股份 | 32.20 | 2.30 | 1.10 | 1.34 | 14.00 | 29.27 | 24.03 | 增持 |
| 盘江股份 | 33.50 | 1.08 | 1.24 | 1.34 | 31.02 | 27.02 | 25.00 | 增持 |
| 安泰集团 | 8.19 | 0.01 | 0.02 | 0.19 | 819.00 | 409.50 | 43.11 | 增持 |

数据来源：山西证券研究所（未考虑资源税及安全费调整的影响）



主要内容

- ❖ 煤炭需求走上上升通道
- ❖ 煤炭供给在管制中平稳增长
- ❖ 煤炭价格判断
- ❖ 煤炭行业下半年投资策略
- ✓ 风险因素



风险因素

- ▶资源税的征收或成为政策成本最后一只靴子
- ▶下游需求的恢复低于预期
- ▶小矿复产程度超出预期

资源税征收影响

| | 收入 | 利润总额 | 5% | 10% |
|---------|-------------|----------|----------|----------|
| 2006-12 | 70,923,487 | 6772666 | 3226492 | -319682 |
| 2007-02 | 11,055,057 | 911558 | 358805.3 | -193948 |
| 2007-05 | 32,842,998 | 3085699 | 1443549 | -198601 |
| 2007-08 | 57,585,823 | 5539271 | 2659980 | -219311 |
| 2007-11 | 83,658,279 | 8718818 | 4535904 | 352990.3 |
| 2008-02 | 15,929,747 | 1750456 | 953968.3 | 157480.9 |
| 2008-05 | 50,568,111 | 6482311 | 3953905 | 1425500 |
| 2008-08 | 94,763,514 | 13894835 | 9156659 | 4418483 |
| 2008-11 | 136,210,324 | 20000127 | 13189611 | 6379095 |
| 2009-02 | 19,093,338 | 2059879 | 1105212 | 150545.1 |
| 2009-05 | 57,890,462 | 6782243 | 3887720 | 993196.4 |

数据来源：统计局，山西证券研究所



SHANXI SECURITIES CO., LTD.
山西证券股份有限公司

谢 谢!

欢迎交流!

山西证券研究所

张红兵

010-82190365