

2011 年 9 月 07 日

无烟煤稀缺性突显 整体行业向好

——无烟煤行业分析

投资要点:

- I **无烟煤稀缺性突显 国内国际供给受限:** 中国探明煤炭储量占世界总量的 13.3%，采储比仅为 35，远低于世界煤炭采储比 118。无烟煤储量仅占我国煤炭储量 10.9%，产量占我国煤炭产量比例超 16%，稀缺性突显。据统计，十二五期间将新增无烟煤产能 7000 万吨左右，复合增长率仅为 2.6%，70%以上新增产能需到 13 年才开始释放，国内新增产能有限。中国无烟煤第一大进口国越南逐步减少出口量，并寻求向煤炭进口国的转变，其出口量占产量比例由 07 年的 79%下降到 11 年的 39%。如越南政府在短期内迅速降低煤炭出口量，对中国无烟煤进口市场将造成冲击。
- I **无烟煤市场供需偏紧状态难改:** 在化肥化工行业未来五年 2%的低平均增速下，无烟块煤供需缺口将达 600 万吨左右。在生铁产量未来 5 年 3%的平均增速，喷吹煤应势发展平均喷吹比以每年 4kg/t 的速度增长，无烟喷吹占比以每年 2%降幅逐渐下降的情况下，无烟喷吹煤市场容量并不被挤占，在供给增长受限的情况下，供需偏紧状态很难改变。随着产无烟煤大省山西、河南等积极发展煤化工行业，必将提高产煤区的自耗率，加剧局部地区的供需紧张态势。
- I **价格刚性、成本上行促无烟煤高价运行格局不改:** 无烟煤的稀缺性和供给增长的受限造就了无烟煤价格的强刚性。下游化肥化工行业旺季需求的上升以及 10 年下半年以来天然气价格的持续走高，推动无烟煤价格上涨，价格涨幅居各煤种之首，晋城无烟块煤 10 年初以来价格涨幅达 60%以上。无烟煤产能高集中度与下游化肥化工行业产能低集中度形成对比，这种上下游产能分布的不匹配必将加强上游无烟煤产商的议价能力和成本转嫁能力。煤炭成本上升将在煤价中得以体现，以成本计，预计十二五末无烟煤平均价格将突破 1400 元/吨，无烟煤高价运行格局不改。
- I **给予行业“看好”评级，并利用“选股五要素”，重点关注上市公司的资源禀赋和未来内生外延成长能力，推荐兰花科创、昊华能源和阳泉煤业。** 随着亚美大宁复产，小矿改扩建及玉溪矿建设，兰花科创 14 年将实现产量翻番。预计公司 11、12 年业绩 2.90 元/股，3.90 元/股，对应公司 11 年动态 PE 估值 14.3 倍（低于行业平均估值），与公司高成长性不匹配，给予公司 12 年 15 倍估值，对应目标价 60 元，重申“买入”评级。昊华能源内蒙规划 1200 万吨新增产能，近期又新获鄂尔多斯 10 亿吨优质动力煤资源，并建立昊华能源香港公司，蓄势海外。预计公司 11、12 年业绩 1.45 元/股和 1.93 元/股，11 年估值 16.7 倍，低于行业平均水平，鉴于公司未来的高成长性和高议价能力，给予公司 12 年 17 倍估值，对应目标价 33 元，重申“买入”评级。阳泉煤业 11、12 年业绩 1.29 元/股和 1.48 元/股，对应 11 年动态估值 19.3 倍，如不考虑集团资产注入，其成长性一般，鉴于中长期集团资产注入预期仍存，如集团资产全部注入，公司产能有望翻两番，我们重申“增持”评级。

看好

维持

相关研究

《煤炭行业分析月报(2011 年 7 月): 资源税改革从价计征条件尚不成熟》
2011 年 7 月

《煤炭行业分析月报(2011 年 5 月) & 2010 年报及 2011 一季报业绩回顾: 经济放缓风险释放 逐步配置优质品种》
2011 年 5 月

《煤炭行业分析月报(2011 年 3 月): 需求尚不明确 估值优势不在》
2011 年 3 月

《煤炭行业分析月报(2011 年 2 月) & 煤炭重点公司 2010 年报业绩前瞻: 追踪年报季报 期待需求确认》
2011 年 2 月

《煤炭行业分析月报(2011 年 1 月): 四季度数据超预期 上市公司年报可期》
2011 年 1 月

《2011 年煤炭行业投资策略: 运力与需求匹配 增产主力转战蒙陕》
2010 年 12 月

证券分析师

詹凌燕 A0230210010492

zhanly@swsresearch.com

研究支持

刘晓宁

(8621)23297415

liuxn@swsresearch.com

联系人

章薇薇

(8621)23297425

zhangww@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号

电话: (8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

投资案件

投资评级与估值

给予行业“看好”评级。未来 3-6 个月，我们维持对**兰花科创**、**昊华能源**的推荐，给予“买入”评级，对**阳泉煤业**的推荐，给予“增持”评级。预计**兰花科创** 11、12 年业绩 2.90 元/股、3.90 元/股，对应 11 年动态 PE 估值 14.3 倍，鉴于公司在未来三年内产量将翻番，给予公司 12 年 15 倍估值，**对应目标价 60 元**。预计**昊华能源** 11、12 年业绩 1.45 元/股、1.93 元/股，11 年估值 16.7 倍，鉴于公司未来的高成长性和高议价能力，给予公司 12 年 17 倍估值，**对应目标价 33 元**。**阳泉煤业** 11、12 年业绩 1.29 元/股、1.48 元/股，对应 11 年动态估值 19.3 倍，鉴于中长期集团资产注入预期仍存，我们重申“增持”评级。

关键假设点

化肥化工行业维持未来五年每年 2% 的产量增速，无烟煤头产化肥化工产品比例由现在的 50% 下降到 45%。生铁冶炼继续能维持未来五年 3% 的产量增速，平均喷吹比保持每年 4kg/t 的增速，无烟喷吹比以每年 2% 的速度降低。随着机采率的上升，无烟煤产块率将由现在的 15% 逐渐下降到 13%。矿井建设速度维持 2-3 年的建设周期，国家煤炭开采审批政策继续紧缩，国家保护性开发无烟煤资源政策将持续。

有别于大众的认识

自 10 年以来无烟煤价格一路高歌猛进，价格涨幅居各煤种之首，不免有人怀疑无烟煤的高价位是否具有可持续性，是否还能上涨？但是，我们认为无烟煤的稀缺性和供给增长的有限性，造就了无烟煤价格具有强刚性，成本上升将在价格中得到体现，十二五无烟煤平均价格突破 1400 元/吨轻而易举。主要逻辑如下：

无烟煤储量有限，预期国家将出台相关保护性开发政策，无烟煤供给大量增加恐难实现，预计十二五期间新增产能仅 0.7 亿吨。另外，我国第一大无烟煤进口国越南正在逐步减少煤炭出口量，如在短期内迅速减少煤炭出口量，对中国无烟煤进口市场将造成冲击，推动国内无烟煤价格上涨。

在供给增加有限的情况下，下游化肥化工行业保持低速平稳增长，块煤供需缺口将进一步加大；无烟喷吹煤市场需求不减，供需偏紧状态恐难改变。随着产煤大省积极发展煤化工行业，必将提高产煤区的自耗率，加剧局部地区的供需紧张态势。

产无烟煤省份产能分布集中，产商集中度也较高；下游化肥化工行业产能分布较为分散，化肥产商集中度低。这种上下游产能分布的不匹配必将加强上游无烟煤产商的议价能力和成本转嫁能力。

主要风险点

全球及中国宏观经济出现较大的周期性衰退。

目 录

1. 无烟煤稀缺性突显 国内国际供给受限	6
1.1 中国煤炭采储比仅 35 无烟煤储量仅占比 11%	6
1.2 十二五国内无烟煤新增产能有限仅 0.7 亿吨	7
1.3 国际供给受限供需紧张趋势加剧	8
1.3.1 无烟煤进口随需求同向波动 受政策影响出口下滑	8
1.3.2 越南煤炭出口下降对中国无烟煤进口造成冲击	9
2. 无烟煤市场供需偏紧状态难改	11
2.1 化肥行业低速增长 但无烟块煤缺口难补	11
2.1.1 化肥行业国内国外需求互补 产量保持低速增长	11
2.1.2 十二五无烟块煤需求缺口达 600 万吨	13
2.2 煤化工促煤炭就地转化率提高 加剧局部地区供需紧张	14
2.2.1 无烟煤产能集中度高 下游化肥行业产能分散	14
2.2.2 产无烟煤大省提高就地转化率加剧局部地区供需紧张	16
2.3 喷吹煤应势发展 无烟喷吹占比下降并不挤占市场容量	18
2.3.1 炼焦煤价涨 喷吹煤替代作用明显促价格不断上涨	18
2.3.2 无烟喷吹煤占比下降 但无烟喷吹市场容量不改	21
3. 价格刚性、成本上行促无烟煤高价运行格局不改	22
3.1 无烟煤价格刚性显著促煤价一路上涨	23
3.2 以成本计 十二五无烟煤车板含税价将超 1400 元	24
3.3 总结：价格刚性难改 高位价格仍将坚挺	25
4. 看好无烟煤行业 关注企业成长性	25
4.1 关注无烟煤公司五大选股要素	25
4.1.1 内生增长性好——兰花 昊华 神火	26
4.1.2 煤种稀缺 储量优势明显——兰花 昊华 神火	26
4.1.3 外部资产注入预期强——阳泉	27
4.1.4 现货比例高 盈利能力强——兰花 昊华	27

4.2 投资思路：持优势煤种 看内生外延成长性	28
4.2.1 兰花科创——内生增长性好，估值与成长性不相匹配	28
4.2.2 昊华能源——拓展内蒙 蓄势海外	29
4.2.3 阳泉煤业——外延成长性好 资产注入预期仍存	30

图表目录

图 1: 世界煤炭资源分布图	6
图 2: 中国各煤种储量占比	6
图 3: 中国无烟煤产量占比超过无烟煤储量占比	7
图 4: 中国无烟煤产量及增速预测 (单位: 百万吨, %)	7
图 5: 无烟煤出口受政策影响呈下滑趋势(单位: 万吨, %)	9
图 6: 无烟煤进口量随国内需求量变化呈同向大幅度波动(单位: 百万吨, %)	9
图 7: 我国无烟煤进口分国别情况	10
图 8: 我国无烟煤进口分省情况	10
图 9: 越南煤炭产量及出口情况 (单位: 万吨, %)	10
图 10: 越南煤炭出口量占产量比例	10
图 11: 从越南、朝鲜进口无烟煤量及增速(单位: 万吨, %)	11
图 12: 我国氮肥产量及增速情况 (单位: 万吨, %)	12
图 13: 我国氮肥进出口量情况 (单位: 万吨, %)	12
图 14: 氮肥出口平滑国内需求缺口 (单位: 万吨, %)	12
图 15: 氮肥月出口量情况(单位: 万吨)	13
图 16: 氮肥产量与无烟煤产量及增速对比图 (单位: 万吨, %)	13
图 17: 中国无烟煤产量分省情况	15
图 18: 中国合成氨产量分省情况	15
表 11: 兰花科创自耗 20%以上无烟块煤(单位: 万吨%)	17
图 19: 各省合成氨产量占比与无烟煤产量占比对比图	18
图 20: 中国炼焦煤储量占比 27%	19
图 21: 历年生铁、焦炭和炼焦煤产量和增速 (单位: 百万吨, %)	19
图 22: 炼焦煤价格不断推高焦炭价格(单位: 元/吨)	19
图 23: 09 年后喷吹煤与炼焦煤保持 150-500 元/吨的价差 (单位: 元/吨)	20
图 24: 喷吹煤、生铁产量和增速对比(单位: 百万吨, %)	20
图 25: 平均喷吹比及增速情况 (单位: kg/t, %)	20
图 26: 炼焦煤价格上涨推动喷吹煤价格不断上行(单位: 元/吨)	21
图 27: 贫煤、贫瘦煤与无烟末煤价差情况 (单位: 元/吨)	21
图 28: 无烟喷吹煤占比由 03 年 80%下降至 08 年 43%	21
图 29: 十二五期间无烟喷吹煤需求平稳(单位: 百万吨, %)	22
图 30: 供需缺口推高无烟块煤价格上涨(单位: 万吨、元/吨)	23
图 31: 山西晋城无烟煤坑口不含税价 (单位: 元/吨)	23
图 32: 合成氨产量变动及无烟煤价格走势对比图 (单位: 万吨, 元/吨)	23
图 33: 天然气价格指数走势 (单位: %)	24
图 34: 山西省无烟煤车板含税均价情况 (单位: 元/吨)	24
图 35: 重点公司未来五年权益产量复合增长率	26
图 36: 重点公司 2010 年产量与 2015 年对比(单位: 万吨)	26
图 37: 重点公司市值/权益可采储量比(单位: 元/吨)	27
图 38: 重点公司吨煤净利(单位: 元/吨)	28
图 39: 兰花科创产量增长情况 (单位: 万吨)	28
图 40: 兰花科创权益产量增长情况(考虑亚美大宁)(单位: 万吨)	28

图 41: 昊华能源产量增长情况(单位: 万吨)	29
图 42: 昊华能源权益产量增长情况(单位: 万吨)	29
图 43: 不考虑外部资产注入下阳泉煤业产量增长情况(单位: 万吨)	30
图 44: 不考虑外部资产注入下阳泉煤业权益产量增长情况(单位: 万吨)	30
图 45: 煤炭行业相对 PE	31
图 46: 煤炭行业相对 PB	31
表 14: 重点无烟煤公司盈利预测 (单位: 元/股、倍)	31

表 1: 十二五中国无烟煤新增产能 (单位: 万吨)	8
表 2: 中国不断上调无烟煤出口关税, 下调无烟煤进口关税	9
表 3: 无烟块煤需求预测 (单位: 万吨, %)	14
表 4: 无烟块煤供给预测 (单位: 万吨, %)	14
表 5: 56%的无烟块煤产自山西、河南两省(单位: 万吨, %)	15
表 6: 无无烟煤配套矿井前十大尿素产商集中度仅 20%(单位: 万吨, %)	15
表 7: 山西三大无烟煤产商块煤产量占比 34%(单位: 万吨, %)	16
表 8: 山西自耗无烟块煤比例达 20%-22%, 河南省自耗比例超 55% (单位: 万吨, %)	16
表 9: 晋城煤业自耗 55%以上无烟块煤 (单位: 万吨, %)	17
表 10: 阳泉集团自耗 45%以上无烟块煤 (单位: 万吨%)	17
表 12: 十二五期间无烟喷吹煤需求预测 (单位: 吨, kg/t, %)	22
表 13: 重点煤炭公司投资吸引力打分表	26

“十二五”期间国家将对稀缺煤种实行保护性开采政策，作为稀缺煤种之一的无烟煤在这种大背景下未来行业走向如何，正是这篇报告要回答的问题。我们从供给、需求和无烟煤价格未来走势三个角度对无烟煤行业进行了剖析，并认为在未来五年无烟煤供给增长有限，需求将保持平稳，供需偏紧状态恐难改变；无烟煤价格由于供给增长有限而具有强刚性，未来价格高位运行态势不改。具体分析参见下文：

1. 无烟煤稀缺性突显 国内国际供给受限

无烟煤（英文名称 anthracite），俗称白煤或红煤，是煤化程度最大的煤。无烟煤固定碳含量高，挥发分产率低，密度大，硬度大，燃点高，发热量很高，可达25000-32500KJ/kg。无烟煤根据其块度大小，可以分为无烟中块、无烟小块和无烟末煤。无烟中块一般为2cm-4cm，小块为1cm-2cm，末煤则小于1cm。无烟块煤主要应用于化肥化工、陶瓷、机械制造、锻造等行业；无烟末煤主要应用在冶金行业，用于高炉喷吹，还可以作为电煤的配煤。由于各地无烟煤质不同，产块率也存在一定差异，全国无烟煤产块率一般维持在10%-16%之间，其中山西晋城地区，由于抗碎强度最好，产块率可以达到30%以上。

1.1 中国煤炭采储比仅35 无烟煤储量仅占比11%

根据最新公布的《2011BP 世界能源统计》，中国探明煤炭储量为1145亿吨，占世界总量的13.3%，采储比仅为35，远低于世界煤炭采储比118。无烟煤储量仅占我国煤炭储量10.9%，稀缺性突显。且我国无烟煤一直被过度开采，02-10年间无烟煤产量占煤炭产量比例保持在16%以上，高于我国无烟煤储量占比，进一步加剧了该煤种的稀缺性。

图1：世界煤炭资源分布图

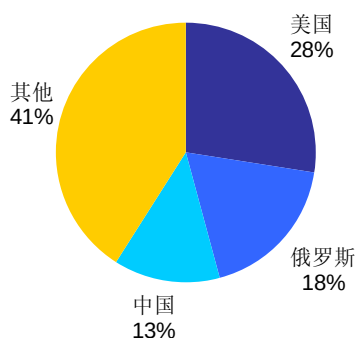
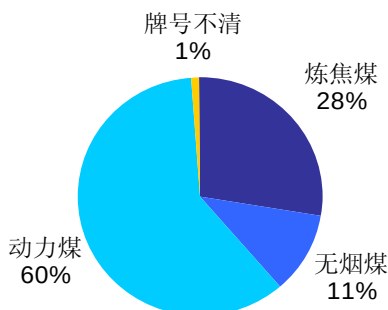


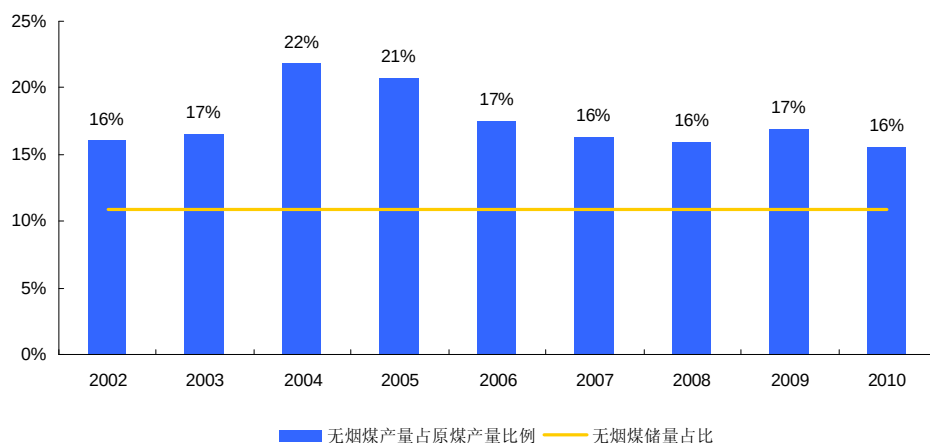
图2：中国各煤种储量占比



资料来源：2011BP 世界能源统计、申万研究

资料来源：煤炭工业统计年鉴提要、申万研究

图3: 中国无烟煤产量占比超过无烟煤储量占比



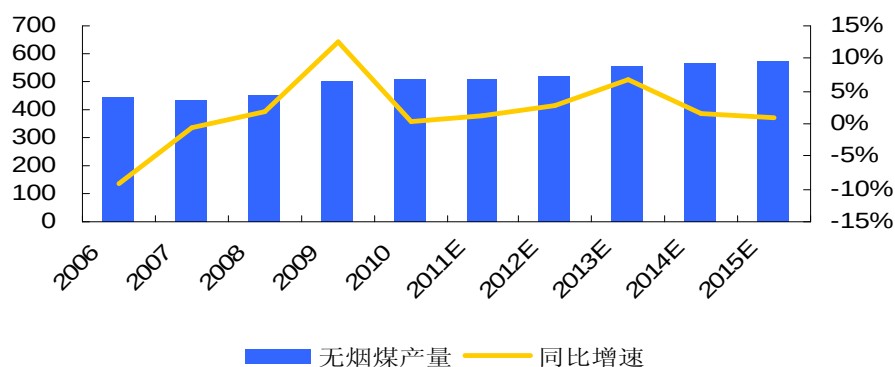
资料来源: 中国煤炭资源网、申万研究

1.2 十二五国内无烟煤新增产能有限仅 0.7 亿吨

从无烟煤历年产量来看, 由于煤种稀缺, 无烟煤产量增长有限, 06、07 年甚至出现负增长, 09 年产量有所提升后, 10 年产量保持平稳。

通过分析十二五期间无烟煤新增矿井情况, 预计十二五期间将新增无烟煤产能 6900 万吨, 复合增长率仅为 2.6%, 70%新增产能需到 13 年才能开始释放。

图4: 中国无烟煤产量及增速预测 (单位: 百万吨, %)



资料来源: 中国煤炭资源网、申万研究

表 1：十二五中国无烟煤新增产能 (单位：万吨)

	产能	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
新建矿						
寺家庄煤矿	500	0	0	200	500	500
七元矿	800	0	300	600	800	800
泊里矿	800	0	0	300	600	800
晋城矿区的东大矿	500	0	0	500	500	500
郑庄矿	400	0	0	400	400	400
胡底矿	400	0	0	0	0	400
玉溪煤矿	300	0	50	240	300	300
田湾矿井	45	30	45	45	45	45
桐梓县吉源煤矿	120	60	120	120	120	120
官仓煤矿	60	30	60	60	60	60
大运矿井	60	0	30	60	60	60
庙新煤矿	45	45	45	45	45	45
纳雍县新春煤矿	120	0	60	120	120	120
后寨矿井	30	30	30	30	30	30
昆寨煤矿	30	0	30	30	30	30
金沙玉天成煤矿	60	60	60	60	60	60
大方县白布煤矿	60	60	60	60	60	60
桐梓县大河煤矿	60	60	60	60	60	60
金沙县源村乡田湾煤矿	45	45	45	45	45	45
徐广楼煤矿	90	0	60	90	90	90
赵固二矿	180	100	180	180	180	180
红柳煤矿	800	0	200	800	800	800
麦垛山煤矿	800	0	200	800	800	800
枣泉煤矿西井	300	0	100	300	300	300
矿井整合						
沙坪煤矿	30	0	30	30	30	30
晋城两整合矿井	240	30	120	240	240	240
薛湖煤矿	30	30	30	30	30	30
合计	6905	580	1915	5445	6305	6905

资料来源：公开资料、申万研究

1.3 国际供给受限供需紧张趋势加剧

1.3.1 无烟煤进口随需求同向波动 受政策影响出口下滑

我国无烟煤资源稀缺，一直保持着净进口地位。无烟煤出口量占我国无烟煤产量的 1%左右，进口量占我国无烟煤消费量的 4%-6%。中国政府自 04 年起通过不断调低进口关税调高出口关税，以鼓励无烟煤的进口并抑制其出口。08 年后，出口关税

升至 10%，导致近年无烟煤出口呈现下滑态势。由于国内无烟煤产量增长空间有限，无烟煤进口量随着国内需求量变化呈同向大幅度波动，以平滑供给缺口。

表 2：中国不断上调无烟煤出口关税，下调无烟煤进口关税

出口关税	旧税率	新税率	进口关税	旧税率	新税率
2004 年 5 月 24 日	-13%	-11%			
2005 年 5 月 1 日	-11%	-8%	2005 年 4 月 1 日	6%	3%
2006 年 9 月 15 日	-8%	0%	2006 年 11 月 1 日	3%	1%
2008 年 8 月 20 日	0%	10%	2007 年 6 月 1 日	1%	0%

资料来源：商务部、申万研究

图5：无烟煤出口受政策影响呈下滑趋势(单位：万吨，%)

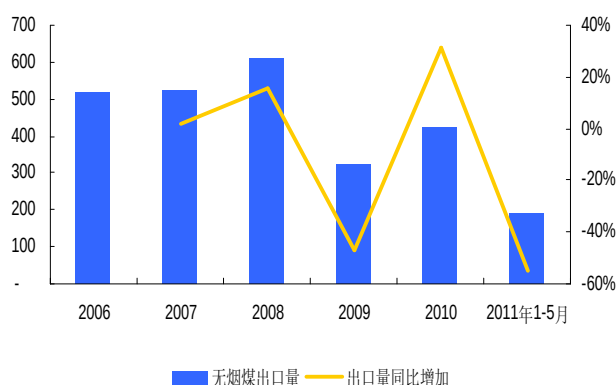
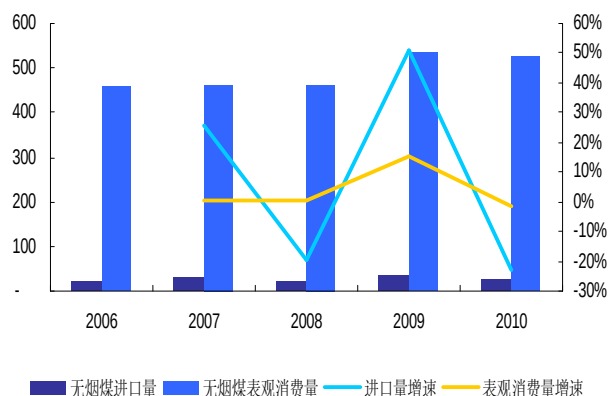


图6：无烟煤进口量随国内需求量变化呈同向大幅度波动(单位：百万吨，%)



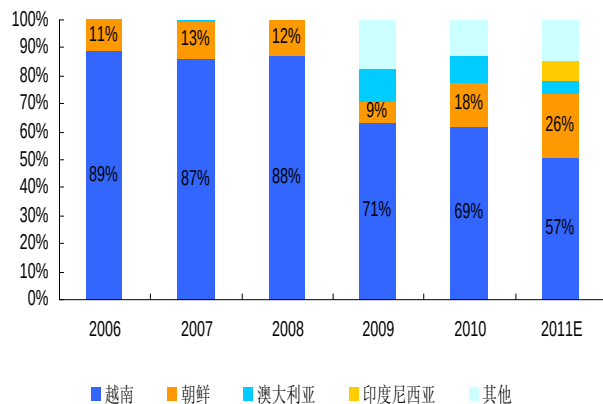
资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

1.3.2 越南煤炭出口下降对中国无烟煤进口造成冲击

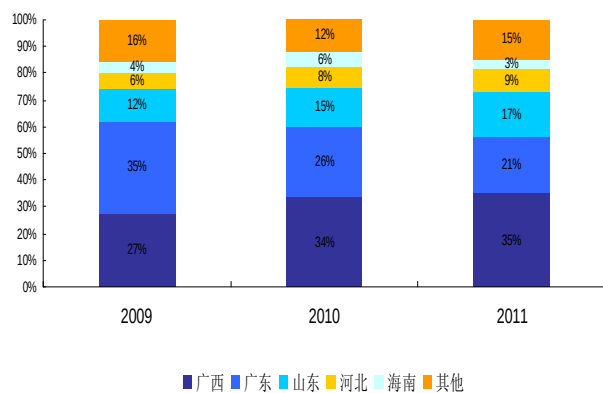
我国超过 80%无烟煤进口量来自越南、朝鲜两国，其中向越南的进口量更是长期占据了我国进口总量的半壁江山。从我国无烟煤进口省份来看，广西、广东和山东三省为我国无烟煤进口大省，三省合计进口量占比在 75%左右，广西、广东两省主要从越南进口，山东则主要从朝鲜进口。

图7：我国无烟煤进口分国别情况



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

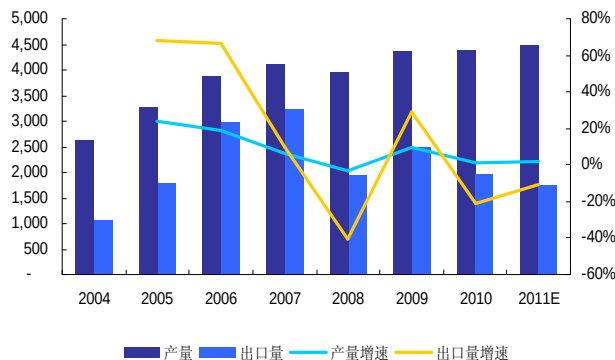
图8：我国无烟煤进口分省情况



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

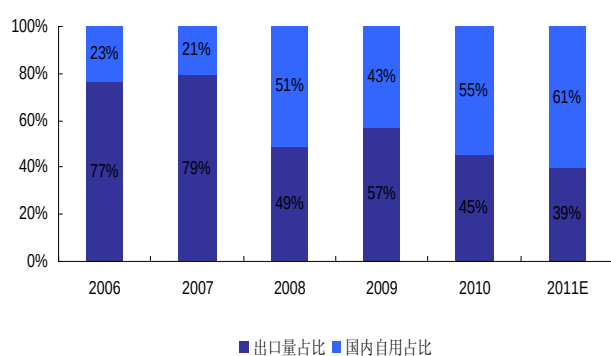
越南煤炭产量逐渐不能满足自身发展需求，正在逐渐减少煤炭出口量，并积极寻求 12 年由煤炭出口国向进口国的转变。除 09 年略有回升外，06 年后越南煤炭出口量呈负增长态势，出口量占比也呈下降趋势，由 07 年的 79% 下降到 11 年的 39%。越南 11 年前 7 月煤炭出口量同比下降 11%，随着下半年煤炭出口关税由原 15% 上调至 20%，预计未来出口量将进一步萎缩。根据越南工贸部预计，2012 年越南将进口 1000 万吨煤炭，到 2020 年进口量将达 1 亿吨。

图9：越南煤炭产量及出口情况 (单位：万吨，%)



资料来源：CEIC、申万研究

图10：越南煤炭出口量占产量比例



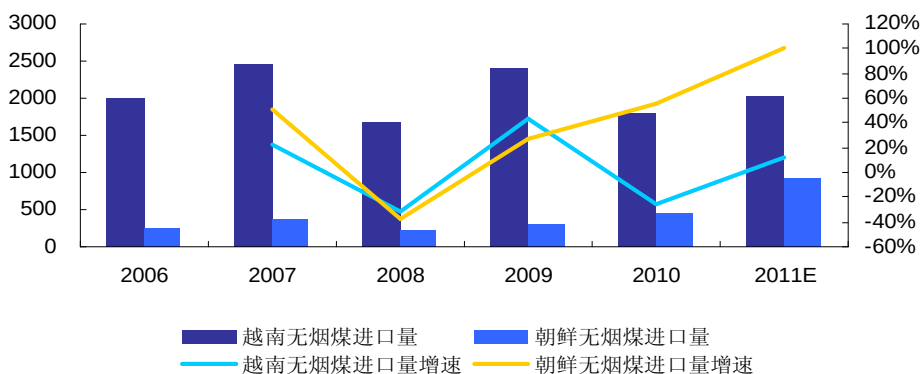
资料来源：CEIC、申万研究

越南煤炭出口量下降对我国无烟煤进口市场造成一定的冲击，对两广地区影响尤甚。越南无烟煤进口量占我国无烟煤进口总量的比例已逐步由 06 年的 89% 下降至 11 年的 57%。10 年越南无烟煤出口同比下降 25% 的情况下，广西无烟煤进口量同比下降 5%，广东省降幅更是高达 41%。

越南煤炭出口量的下降，使中国对朝鲜无烟煤进口的依赖度加大，向朝鲜进口的无烟煤量占无烟煤进口总量比例已由 06 年的 11% 上升至 11 年的 26%，09、10 年朝鲜无烟煤进口量增速分别达 27% 和 56%，11 年上半年进口量已超过 10 年全年进口总量。

但是不难发现，相比于越南无烟煤进口量，朝鲜无烟煤进口量基数偏小(10 年越南无烟煤进口量是朝鲜的 4 倍)，如越南在短期内迅速降低煤炭出口量，这未必不可能，从越南工贸部公布的未来煤炭进口计划也可窥见一斑，那么对中国无烟煤进口市场将造成冲击，无法弥补的供给缺口可能进一步加剧国内无烟煤的供需紧张，推动国内无烟煤价格上涨。

图11: 从越南、朝鲜进口无烟煤量及增速(单位: 万吨, %)



资料来源: 中国煤炭资源网、申万研究

2. 无烟煤市场供需偏紧状态难改

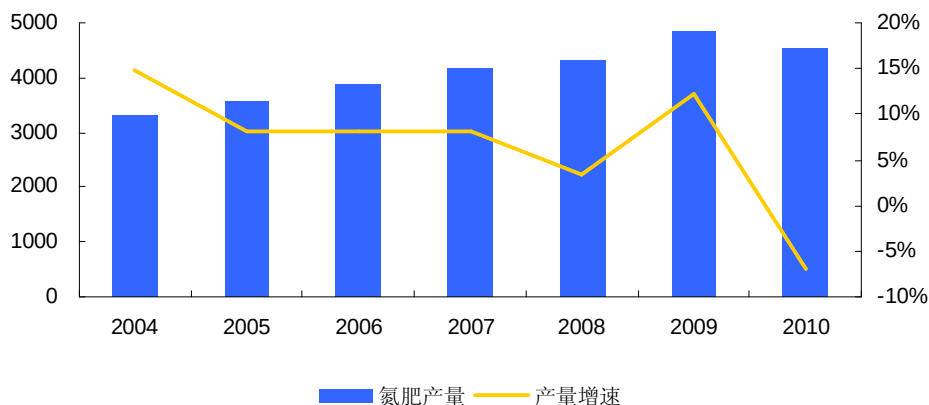
在无烟煤供给受限的情况下，我们预计无烟煤需求发生下滑的概率较小，无烟煤市场供需偏紧状态难改。其中化肥化工行业将保持低速增长；喷吹煤将应势发展，在无烟喷吹比下降的作用下，我们认为无烟喷吹煤市场需求变化不大。另外，由于无烟煤产地与消费地产能分布的不均以及产地无烟煤自耗率的上升，必将进一步加剧局部地区的供需紧张。

2.1 化肥行业低速增长 但无烟块煤缺口难补

2.1.1 化肥行业国内国外需求互补 产量保持低速增长

04 年以来，我国氮肥产量保持低速增长，除 08 年由于出口量下滑 25%，10 年由于西南 5 省大干旱国内消费量大幅下滑导致产量下滑外，我国氮肥产量保持低速平稳增长。

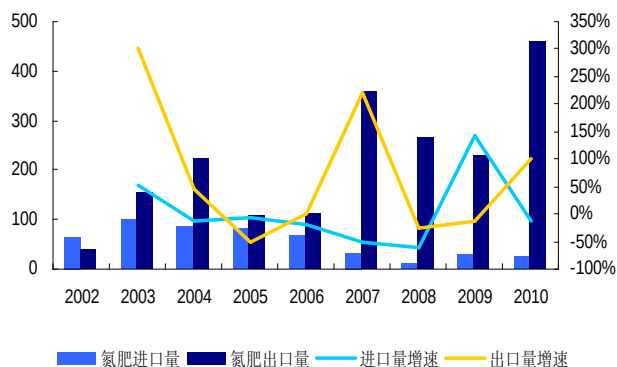
图12: 我国氮肥产量及增速情况 (单位: 万吨, %)



资料来源: 中国石油和化学工业协会、申万研究

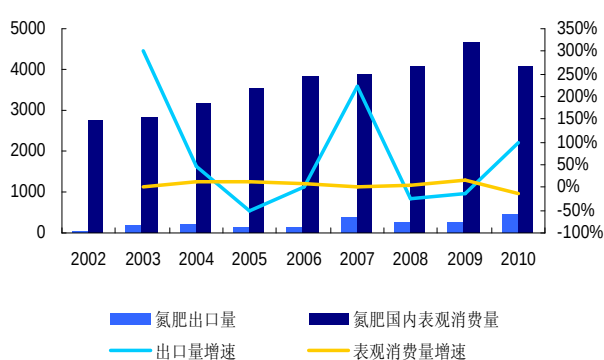
由于我国氮肥产能过剩，03年以来，我国氮肥保持净出口国地位，而出口量随着国内氮肥消费量的波动而反向波动，起到平滑国内需求缺口的作用。08、09年，国内氮肥消费量出现回暖时，氮肥出口量呈现负增长，10年国内氮肥消费量受干旱影响大幅下降12%的情况下，我国氮肥出口量逆势而上，同比增长了101%，对国内需求缺口起到了很好的平滑作用。

图13: 我国氮肥进出口量情况 (单位: 万吨, %)



资料来源: 中国石油和化学工业协会、申万研究

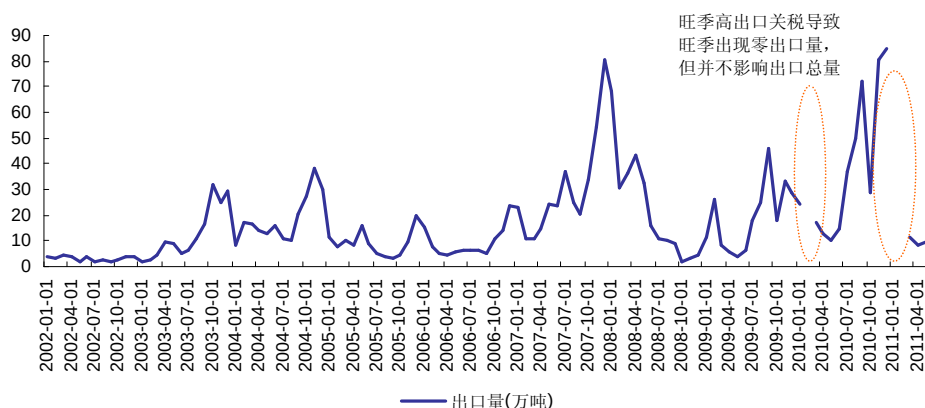
图14: 氮肥出口平滑国内需求缺口 (单位: 万吨, %)



资料来源: 中国石油和化学工业协会、申万研究

中国从2009年12月开始实行氮肥淡旺季出口关税政策(旺季实行110%的出口高关税，淡季时实行7%出口低关税)，通过观察发现出口淡旺季关税政策并未对氮肥出口总量产生明显冲击，主要影响是使得的氮肥出口的季节性更加突显。10年氮肥出口量同比上涨101%，超过60%的出口量集中在10年淡季出口，相比于2009年同期出口量占比52%上升了8个百分点，且10年、11年首次出现了氮肥旺季零出口量的情况。因此我们认为氮肥出口关税政策并不会对我国氮肥出口总量产生实质性影响。

图15: 氮肥月出口量情况(单位: 万吨)

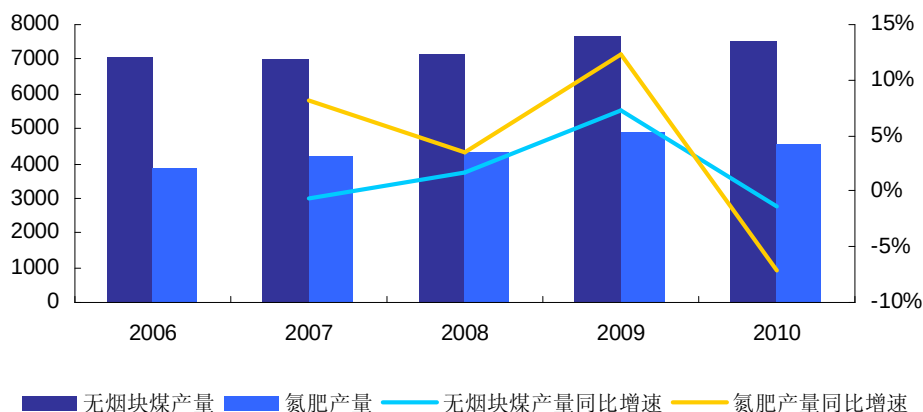


资料来源: 中国石油和化学工业协会、申万研究

2.1.2 十二五无烟块煤需求缺口达 600 万吨

经测算发现, 我国无烟块煤供给量处于窄幅震荡状态, 08、09 年分别同比低速增长 2%和 7%后, 10 年出现负增长。除 10 年两者均负增长外, **氮肥产量增速均高于无烟块煤产量增速**, 表明我国无烟块煤产量增长难以满足化肥化工行业需求增长, 整体供需偏紧。

图16: 氮肥产量与无烟煤产量及增速对比图 (单位: 万吨, %)



资料来源: 中国煤炭资源网、申万研究

根据申万化工预测, 十二五期间我国化肥化工行业将保持低速增长, 增速保持在 2%左右; 现 50%的氮肥及甲醇产量采用无烟块煤作原料, 25%采用天然气生产, 25%采用烟煤等其它煤种生产。受天然气涨价影响, 大型天然气头化肥生产企业正逐步向煤头生产进行转移, 同时考虑到, 部分煤头化工企业正逐步采用新的生产工艺,

以增加烟煤等低成本煤种的用量，降低高价无烟块煤的依赖程度，预计到十二五期末无烟煤生产占比将降为 45%。经测算到十二五末，无烟块煤需求量将达 8100 万吨左右。

表 3：无烟块煤需求预测（单位：万吨，%）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
氮肥产量	4864	4521	4612	4704	4798	4894	4992
氮肥无烟块煤需求量	4221	3924	3922	3919	3914	3907	3899
无烟煤需求增速	12%	-7%	0%	0%	0%	0%	0%
甲醇产量	1133	1574	1622	1670	1720	1772	1825
甲醇无烟块煤需求量	663	921	949	927	903	877	849
无烟煤需求增速	1%	39%	3%	-2%	-3%	-3%	-3%
其他需求	2861	3020	3080	3142	3205	3269	3334
无烟块总需求	7745	7864	7951	7988	8022	8053	8082
总需求增长速度		2%	1%	0%	0%	0%	0%

资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

我国无烟煤产块率不高，一般维持在 10%-16% 的低水平，山西晋城地区无烟煤抗碎强度最好，产块率可以达到 30% 以上。随着煤炭行业资源整合力度加大，机采率将提高，预计无烟煤产块率将也下降。根据煤炭行业“十二五”规划，全行业机采率将提升至 75% 以上，预计块煤产率将降至 13% 左右。另外，考虑十二五期间无烟煤新增 6900 万吨产能的释放，经测算，截止到十二五期末，无烟块煤供给量 7450 万吨左右，供需缺口将达 600 万吨左右。

表 4：无烟块煤供给预测（单位：万吨，%）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
无烟煤原煤产量	50280	50400	50980	52315	55845	56705	57305
无烟煤产块率假设	15%	15%	15%	14.5%	14%	13.5%	13%
无烟块煤供求量预测	7666	7560	7647	7586	7818	7655	7450
无烟块煤供给量增速	7%	-1%	1%	-1%	3%	-2%	-3%
供需缺口	80	304	304	402	204	398	632

资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

2.2 煤化工促煤炭就地转化率提高 加剧局部地区供需紧张

2.2.1 无烟煤产能集中度高 下游化肥行业产能分散

我国无烟煤生产集中度高，61% 无烟煤集中产自山西、河南、贵州三省，生产优质无烟块煤的地区则更是屈指可数，主要集中在山西晋城地区和河南永城地区。通

过测算，56%的无烟块煤产自山西、河南两省，山西晋城地区的块煤产量更是占到全国总产量的31%。

无烟块煤下游化肥化工行业产能分布较为分散。除了化肥生产大省山东产量占比超过10%外，其他各省合成氨产量占比均小于10%，产能分布较为分散。

图17：中国无烟煤产量分省情况

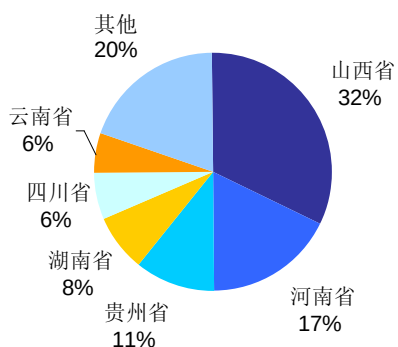
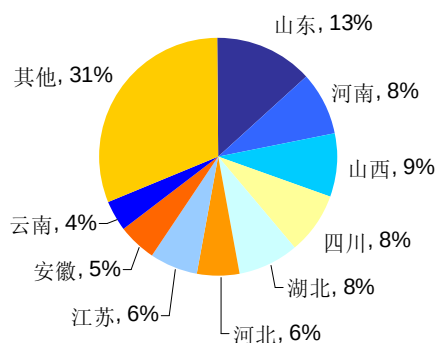


图18：中国合成氨产量分省情况



资料来源：中国煤炭资源网，申万研究

资料来源：中国煤炭资源网，申万研究

表5：56%的无烟块煤产自山西、河南两省(单位：万吨，%)

	2008 年产量	出块比例	2008 块煤产量
晋城地区产量	8680	27%	2343
山西其他地区产量	5774	16%	924
河南地区原煤产量	7749	12%	930
山西、河南块煤产量			4197
无烟块煤产量			7500
山西、河南块煤占比			56%
晋城地区块煤占比			31%

资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

从个体产商层面看，无烟煤下游化肥产商产能分布分散，09 年无无烟煤配套矿井的前十大尿素产商产能占比仅 20%，最大企业产能仅占 3%。与此形成对比的是，无烟煤产商产量集中度高，山西省三大无烟煤产商晋城煤业、阳泉集团和兰花科创无烟块煤产量就已占全国块煤产量的 34%，晋城煤业产量占比更是高达 23%。

表6：无无烟煤配套矿井前十大尿素产商集中度仅 20%(单位：万吨，%)

	2009 产能	占全国产能比
湖北宜化	200	3%
泸天化	160	2%

中石油乌鲁木齐	150	2%
山东联盟化工	120	2%
山西丰喜肥业	120	2%
江苏灵谷化工	150	2%
辽宁华锦化工	150	2%
河南心连心肥业	110	2%
内蒙鄂尔多斯联合化工	104	2%
山东华鲁恒升	100	1%
前十大产商尿素产能	1364	20%
全国合计	6700	100%

资料来源：公司公告、申万研究

表 7：山西三大无烟煤产商块煤产量占比 34%(单位：万吨，%)

	块煤产量	占全国产量比
晋城煤业	1726	23%
阳煤集团	520	7%
兰花科创	320	4%
块煤产量合计	2566	34%
块煤总产量	7560	100%

资料来源：公司公告、申万研究

继山西省完成煤炭资源整合后，山东、河南、陕西、安徽、河北、内蒙古等全国主要产煤省区，陆续启动了各自的煤炭资源整合计划。按照《煤炭工业发展“十二五”规划（草案）》，到 2015 年，大型煤矿煤炭产量要占全国煤炭总产量 60%以上。依据各省出具的煤炭整合计划，预计到 2015 年，大型企业的煤炭产量将占到全国煤炭总产量的 65%以上，基本形成 1~2 个或 3~4 个大企业控制 1 个省区煤炭资源的格局。届时，煤炭企业的集中度预计将进一步加强。

2.2.2 产无烟煤大省提高就地转化率加剧局部地区供需紧张

山西、河南等无烟煤产煤大省抓住自身无烟煤资源优势，不断深化自身煤炭产业链的发展，大力发展煤化工产业，力争提高煤炭产地转化率。以山西省为例，截止到十一五，全省化肥生产企业 44 家，化肥行业产能居全国第 3。通过测算，山西省自用 20%以上自产无烟块煤，河南省自耗比例超 55%。

表 8：山西自耗无烟块煤比例达 20%-22%，河南省自耗比例超 55% (单位：万吨，%)

	山西			河南		
	2008	2009	2010	2006	2007	2008
氮肥	863	783	689	864	1033	1016
甲醇	70	52	104	133	176	168

耗煤-氮肥	419	381	335	350	418	411
耗煤-甲醇	70	52	104	107	141	134
耗煤-其他	200	200	200	100	100	100
用煤量	690	633	639	556	659	646
山西省块煤产量	3267	2936	3201	1016	1004	930
自用比例	21%	22%	20%	55%	66%	69%

资料来源：华通人、申万研究

从山西省主要无烟煤生产商层面上看，晋城煤业 10 年无烟煤产量达 5000 万吨左右，预计块煤产量达 1700 万吨。晋城煤业近几年通过兼并重组、收购参股或投资建厂，不断扩张化工产品生产规模，预计其 10 年合成氨产量达到 660 万吨，甲醇产量也已突破 150 万吨。通过测算，我们预计 **10 年晋城煤业无烟块煤自耗比例已达到 55% 以上**，自耗量已超过外销量。经测算，另两大主要无烟煤生产商阳泉集团和兰花科创的化工部门自耗无烟块煤比例分别达到了 45% 以上和 20% 以上。

表 9：晋城煤业自耗 55% 以上无烟块煤（单位：万吨，%）

晋城煤业	2010
无烟原煤产量	4932
产块率假设	35%
无烟块煤产量	1726
合成氨产量	660
甲醇	150
合成氨耗煤量	535
甲醇耗煤量	75
其他化工产品耗煤	406
耗无烟块煤总量	1016
自耗占比	59%

资料来源：公司公告、申万研究

表 11：兰花科创自耗 20% 以上无烟块煤（单位：万吨）

表 10：阳泉集团自耗 45% 以上无烟块煤（单位：万吨%）

阳泉集团	产量
无烟块煤产量	520
尿素产量	500
尿素耗煤量	243
自耗量占比	47%

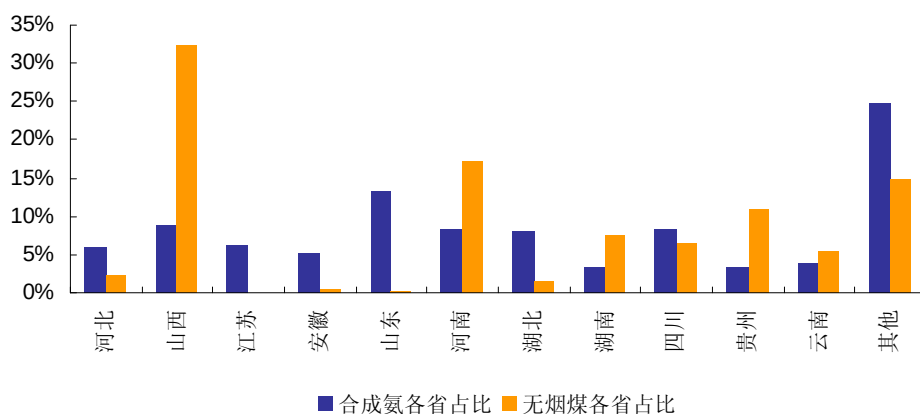
资料来源：公司公告、申万研究

兰花科创	产量
无烟块煤产量	320
尿素产量	140
尿素耗煤量	68
自耗占比	21%

资料来源：公司公告、申万研究

随着山西、河南等产无烟煤大省自耗率的上升，必将进一步加剧需依靠外调以满足生产需求的省份的局部供需紧张。

图19：各省合成氨产量占比与无烟煤产量占比对比图



资料来源：中国煤炭资源网，申万研究

2.3 喷吹煤应势发展 无烟喷吹占比下降并不挤占市场容量

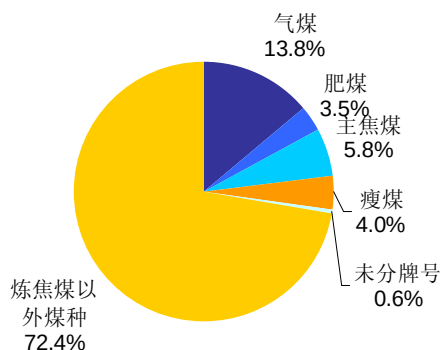
高炉喷吹煤粉是从高炉风口向炉内直接喷吹磨细了的无烟煤粉或烟煤粉，或者二者的混合煤粉，代替焦炭在冶金过程中起到提供热量和还原剂的作用。国内喷吹煤在很长时期内主要以无烟煤为主，随着喷吹煤技术的不断发展，可选煤种不断增多，也由单一的喷吹无烟煤向喷吹无烟煤、贫瘦煤和高挥发份的烟煤混喷发展。

2.3.1 炼焦煤价涨 喷吹煤替代作用明显促价格不断上涨

作为焦炭生产原料的炼焦煤，由于其资源稀缺，产量增长有限，需求拉动下价格不断上涨，并高筑焦炭生产成本。相较于炼焦煤，高炉喷吹煤具有明显的价格优势，市场需求不断上升，并推高喷吹煤价格不断上涨。

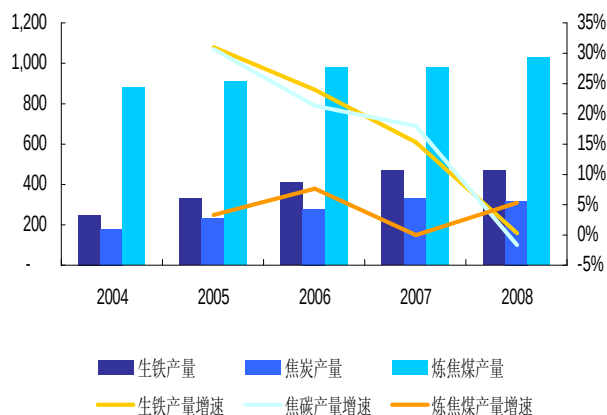
据统计我国炼焦煤资源仅占全部煤炭储量的 27%，其中高品质的主焦煤和肥煤只占到了 9%。资源的稀缺性也限制了炼焦煤产量的增长性。在我国基础设施迅速发展的情况下，除 08 年外，炼焦煤产量增速明显低于生铁的产量增速，面对冶金行业的需求增长其供给显得捉襟见肘。

图20：中国炼焦煤储量占比27%



资料来源：煤炭工业统计年鉴提要、申万研究

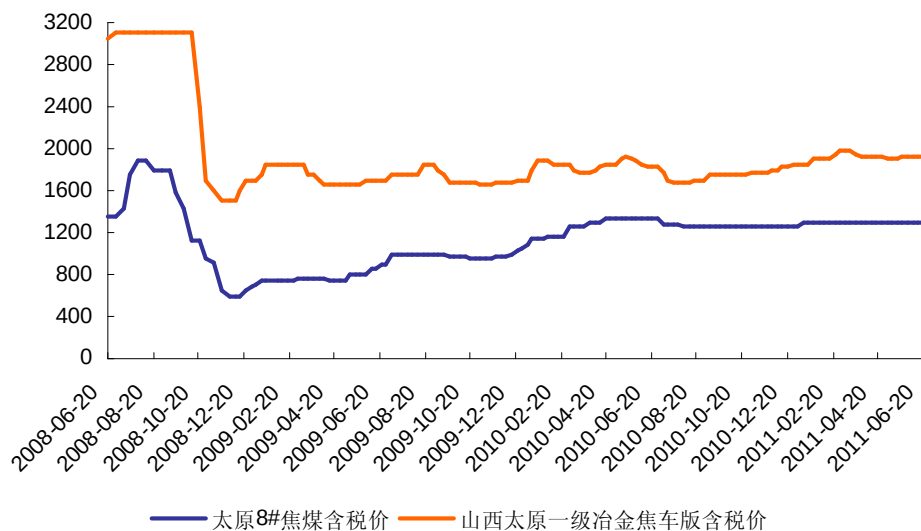
图21：历年生铁、焦炭和炼焦煤产量和增速（单位：百万吨，%）



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

在需求拉动下，炼焦煤价格不断上涨，并高筑焦炭生产成本。10年太原古交8#焦煤车版含税价同比上涨20%，11年较10年底上涨3%；推高10年山西太原一级冶金焦车版含税价同比上涨9%，11年上涨4%。

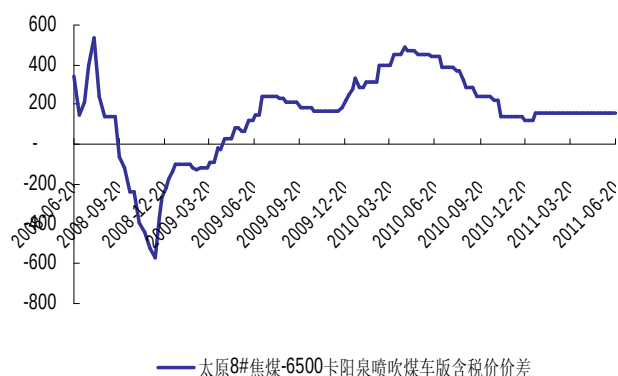
图22：炼焦煤价格不断推高焦炭价格(单位：元/吨)



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

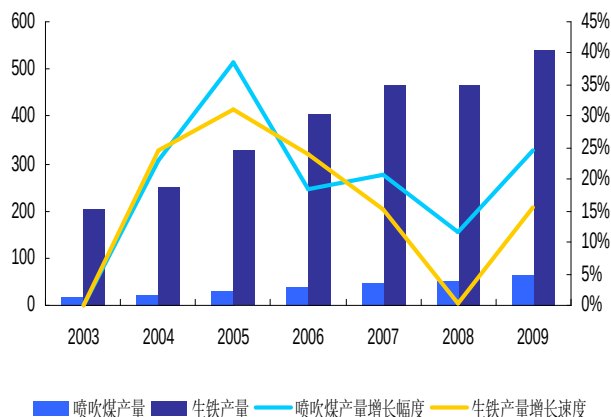
相较于炼焦煤，高炉喷吹煤价格优势明显。09年下半年以来阳泉6500大卡阳泉喷吹煤车板含税价与山西太原8#焦煤含税价保持150-500元/吨的价格差，正是这种价格优势，市场对高炉喷吹煤的需求不断上升。据统计，04年以来，喷吹煤产量保持12%以上的增速，07年以来，其增速更是明显高于生铁产量增速。相应的平均喷吹比在07-09年间保持了5%的增长水平，由07年的99kg/t增长到119kg/t的水平。

图23: 09年后喷吹煤与炼焦煤保持150-500元/吨的价差（单位：元/吨）



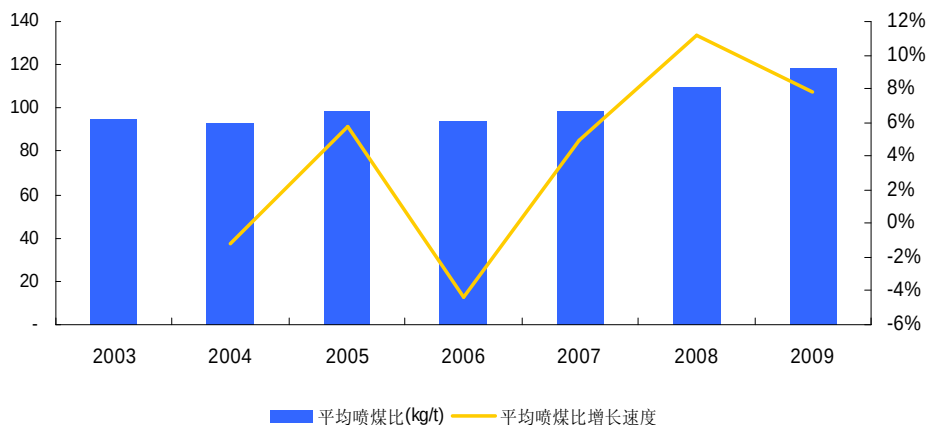
资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

图24: 喷吹煤、生铁产量和增速对比(单位：百万吨, %)



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

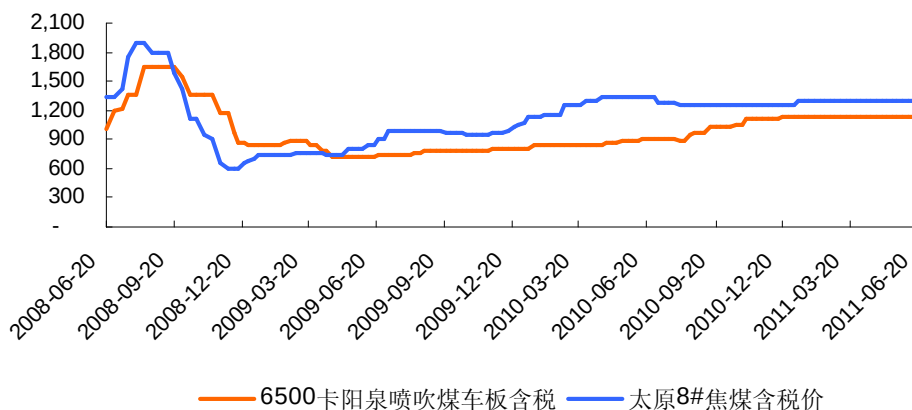
图25: 平均喷吹比及增速情况 (单位：kg/t, %)



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

炼焦煤价格的上涨带动喷吹煤价格上行空间加大。10年太原古交8#焦煤车板含税价同比上涨20%的情况下，6500卡阳泉喷吹煤车板含税同比上涨43%。

图26：炼焦煤价格上涨推动喷吹煤价格不断上行(单位：元/吨)



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

2.3.2 无烟喷吹煤占比下降 但无烟喷吹市场容量不改

随着喷吹煤技术的不断发展,可选煤种不断增多,也由单一的喷吹无烟煤向喷吹无烟煤、贫瘦煤和高挥发份的烟煤混喷发展。相比于无烟煤,贫煤、贫瘦煤具有价格优势,08年以来,大同6000大卡动力煤车板含税价较阳泉6500大卡无烟末煤车板含税价一直保持50-200元的价差。因此,无烟喷吹煤占比在逐年下降,由03年的80%下降到08年的43%。

图27：贫煤、贫瘦煤与无烟末煤价差情况 (单位：元/吨)

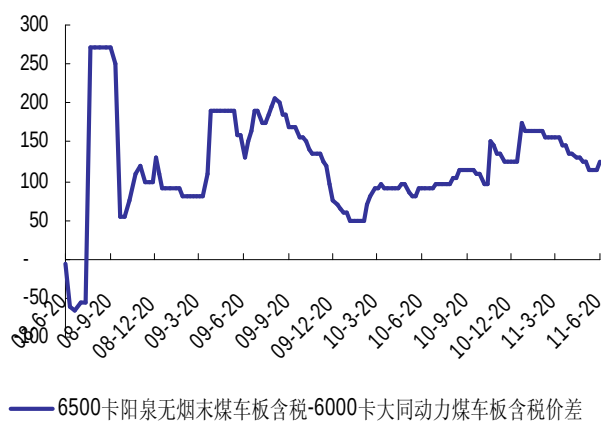
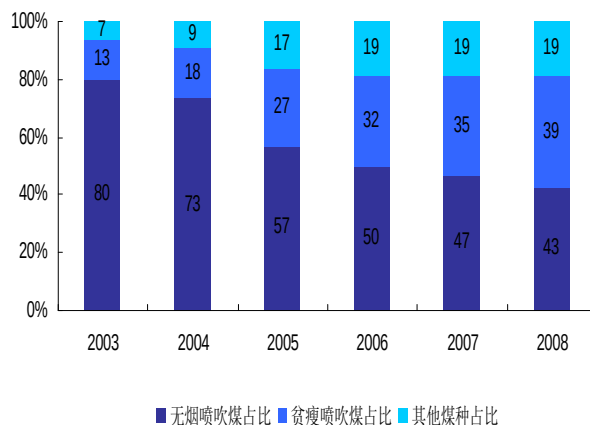


图28：无烟喷吹煤占比由03年80%下降至08年43%



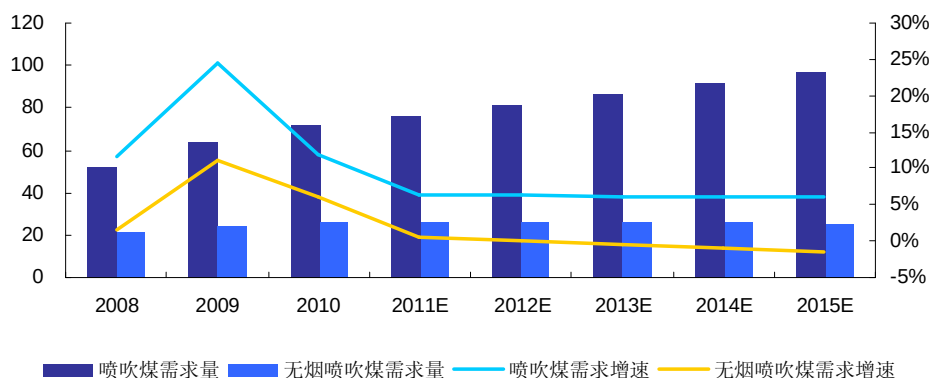
资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

在喷吹煤市场保持高增长(04 年后保持 12%高增长率)与无烟喷吹煤占比逐渐下降同时并存的情况下,经测算发现无烟喷吹煤需求总量保持平稳,无烟煤喷吹比下降并不挤占无烟喷吹市场容量。

假设十二五期间生铁产量保持 3%低速增长,平均喷吹比保持每年 4kg/t 的增量,现无烟煤喷吹比已保持较低水平,保守假设十二五期间无烟喷吹比以每年 2%的速度降低。经过测算,喷吹煤需求量 10-15 年间保持 6%的中速增长;10-13 年间无烟喷吹煤需求平稳,虽 14、15 年间分别小幅度下降 1%和 2%,但整体需求平稳。十二五期间在无烟煤供给增长有限,需求未发生明显变化的背景下,供需关系并不会发生明显变化。

图29：十二五期间无烟喷吹煤需求平稳(单位：百万吨，%)



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

表 12:十二五期间无烟喷吹煤需求预测 (单位：吨，kg/t,%)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
生铁产量	46831	54061	58556	60312	62122	63985	65905	67882
平均喷吹比 kg/t	110	118	122	126	130	134	138	142
喷吹煤需求量	5146	6405	7172	7628	8105	8605	9126	9672
无烟喷吹占比	42.6	38.0	36.0	34.0	32.0	30.0	28.0	26.0
无烟喷吹煤需求量	2192	2434	2582	2594	2594	2581	2555	2515
喷吹煤需求增速	12%	24%	12%	6%	6%	6%	6%	6%
无烟喷吹煤需求增速	1%	11%	6%	0%	0%	0%	-1%	-2%

资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

3.价格刚性、成本上行促无烟煤高价运行格局不改

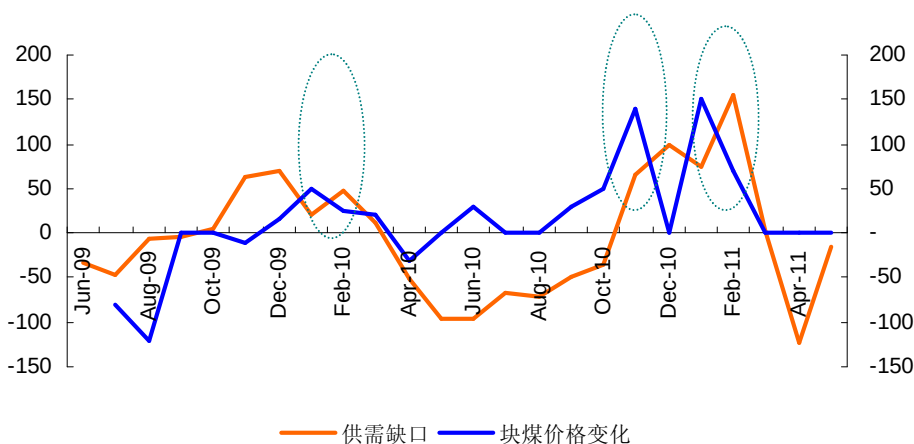
无烟煤价格刚性促使 10 年初到现在无烟块煤价格涨势明显,以晋城无烟块煤车板含税价为例,10 年初至今涨幅超 60%。我们认为未来无烟煤价格的刚性很难被改变,高位价格仍将坚挺。

3.1 无烟煤价格刚性显著促煤价一路上涨

10-11 年间无烟煤价格大幅上涨。以晋城无烟中块/小块/末煤坑口不含税价为例，10 年分别同比上涨 38%/38%/24%；11 年分别同比上涨 18%/17%/13%，我们认为，主要有以下原因造成无烟煤价格大幅上涨：

1>无烟煤供给增长空间的有限性使得无烟煤价格具有很强的刚性。当无烟煤市场需求上涨时，易出现供需缺口，价格的刚性将推高无烟煤价格；另一方面，价格的刚性也使得无烟煤价格在需求减弱的情况下，仍能保持坚挺。10 年至今，除了 10 年 4 月份出现价格小跌 30 元外，价格一路上行，高价格局很难撼动。

图30： 供需缺口推高无烟块煤价格上涨(单位：万吨、元/吨)

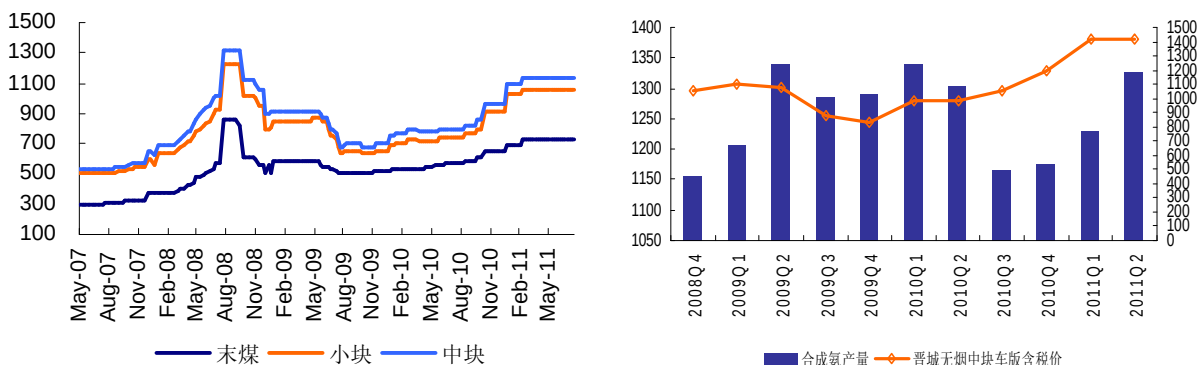


资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

化肥需求旺季 1、4 季度，无烟块煤需求上涨，但无烟煤供给增长有限，供需缺口往往推高无烟块煤价格走强。10 年和 11 年 1 季度，合成氨产量分别环比上涨 4% 和 5%，推动晋城无烟中块车版含税价分别环比上涨 18%和 18%。

图32： 合成氨产量变动及无烟煤价格走势对比图（单

图31： 山西晋城无烟煤坑口不含税价（单位：元/吨）位：万吨，元/吨)

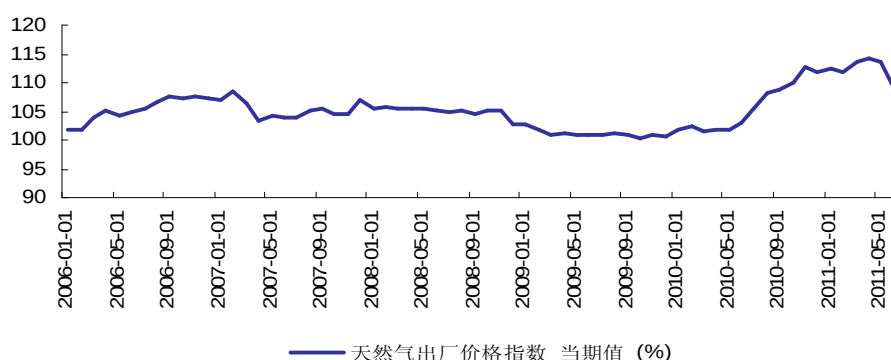


资料来源：中国煤炭资源网，申万研究

资料来源：中国煤炭资源网，申万研究

2>10 年下半年以来天然气价格走高，促使气头生产企业逐渐向煤头生产进行转型，加大了无烟煤需求压力，推动其价格上涨。10 年下半年国家发改委上调每立方米天然气出厂基准价 0.23 元和天然气管道运输价格 0.08 元，按照生产每吨尿素耗天然气 600 立方米计算，生产吨尿素成本上升 186 元/吨，形成 10 年下半年无烟煤价格上涨的重要驱动力之一（10 下年晋城中块/小块坑口不含税价分别上涨了 195/185 元/吨）。

图33：天然气价格指数走势（单位：%）

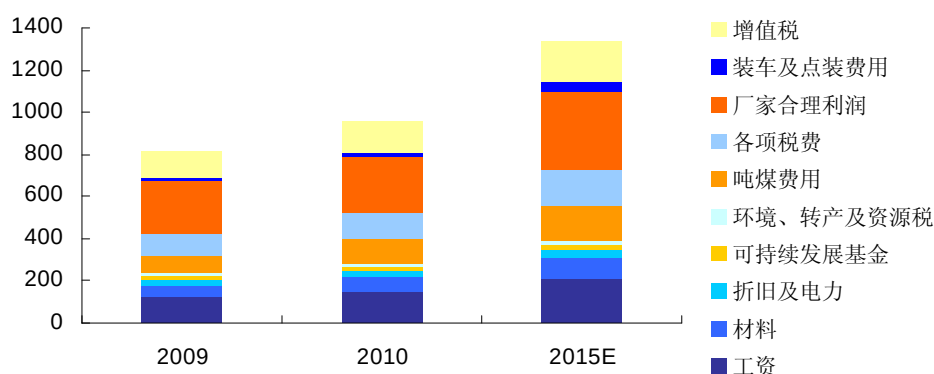


资料来源：华通人，申万研究

3.2 以成本计 十二五无烟煤车板含税价将超 1400 元

在供需偏紧前提下和无烟煤价格刚性的推动下，煤炭成本上升将在煤价中得以体现。首先，预计无烟煤主要产地山西地区无烟煤吨生产成本将从 330 元上涨至 460 元左右；同时考虑最低物流成本及厂商的合理利润，“十二五”末，无烟煤车板含税价将从 10 年末的 1000 元左右（块煤和末煤的算术平均价格）上涨至十二五末 1400 元左右，绝对涨价超过 400 元，年均上涨超 80 元，对应不含税价上涨超 65 元。11 年无烟煤均价已达 1180 元，十二五末无烟煤平均价格突破 1400 元/吨轻而易举。

图34：山西省无烟煤车板含税均价情况（单位：元/吨）



3.3 总结：价格刚性难改 高位价格仍将坚挺

总结以上部分论述，我们对“十二五”期间无烟煤行业供需和价格走势看法大致如下：

- 1> 无烟煤储量有限，预期国家将出台相关的稀缺煤种保护性开发政策，无烟煤供给大量增加恐难实现，预计十二五期间无烟煤国内新增产能仅 0.7 亿吨。
- 2> 国际供给受限加剧国内供需紧张。我国第一大无烟煤进口国越南正在逐步减少煤炭出口，并寻求从煤炭出口国向进口国的转变，越南政府如在短期内迅速降低煤炭出口量，对中国无烟煤进口市场将造成冲击，无法弥补的进口缺口可能进一步加剧国内无烟煤的供需紧张，推动国内无烟煤价格上涨。
- 3> 在供给增加有限的情况下，下游化肥化工行业保持低速平稳增长，无烟喷吹煤市场需求不减，供需偏紧状态恐难改变。
- 4> 无烟煤产能集中，主要集中在山西、河南等产无烟煤大省，且无烟煤产商集中度也较高；下游化肥行业产能分布较为分散，化肥企业集中度低。除产煤大省其他省份需靠从省外调入无烟煤来满足生产需求，这种上下游产能分布的不匹配将加强上游无烟煤产商的议价能力和成本转嫁能力。
- 5> 产煤大省积极发展煤化工行业，必将提高无烟煤自耗率，在供需本已偏紧的情况下，必将加剧局部地区的供需紧张态势。

因此，我们认为，在这些因素的综合作用下，未来无烟煤价格的刚性仍将维持，价格将维持高位坚挺。

4.看好无烟煤行业 关注企业成长性

4.1 关注无烟煤公司五大选股要素

国内无烟煤市场的供需偏紧和无烟煤价格的刚性是我们看好无烟煤板块的基础。在无烟煤板块公司中，我们认为产量增速、煤种及储量优势、资产注入及资源收购预期、价格弹性以及公司对于股价的态度五大要素可以作为投资者精选个股的标准。

表 13：重点煤炭公司投资吸引力打分表

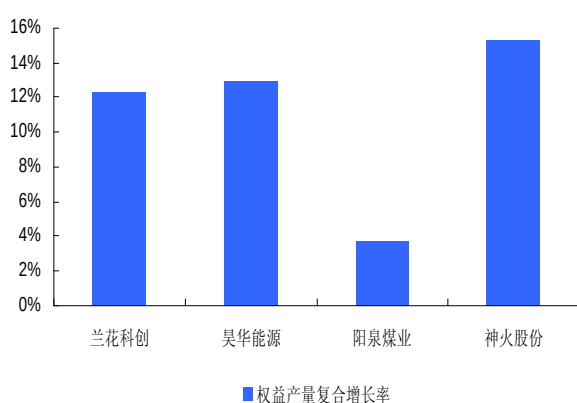
	简称	产量增长快	煤种稀缺、储量优势明显	资产注入吸引力大或资源获取能力强	价格弹性大	公司对股价影响正面	合计分数
1	兰花科创	★	★	—	★	★	4
2	昊华能源	★	★	—	★	★	4
3	阳泉煤业	—	—	★	★	—	2
4	神火股份	★	★	—	★	—	3

资料来源：申万研究

4.1.1 内生增长性好——兰花 昊华 神火

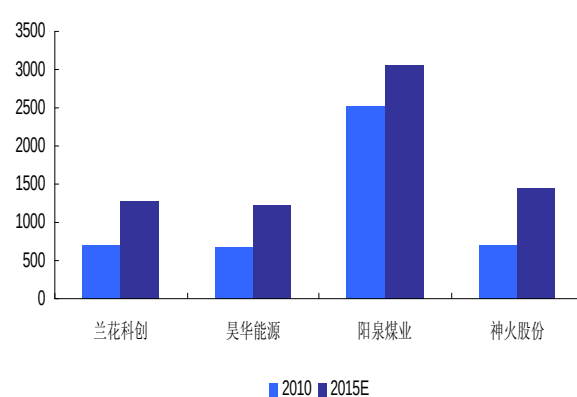
根据公司公告，兰花科创(600123)、昊华能源（601101）、神火股份(000933)三家公司内生增长速度居前。兰花科创增产取决于亚美大宁复产、小矿改扩建及玉溪矿建设，借此公司 14 年将实现产量翻番，主要关注进度是关键；昊华能源“十二五”规划 2000 万吨，未来 5 年产量增长 2 倍，并将控股开发鄂尔多斯呼吉尔特矿区巴彦淖尔井不少于 10 亿吨煤炭资源，规划建设 800 万吨矿井，主要关注高家梁矿的达产情况和红庆梁矿、巴彦淖尔井的建设进度；神火股份产量增加主要看地方煤矿整合和梁北矿技改。

图35：重点公司未来五年权益产量复合增长率



资料来源：公司公告，申万研究

图36：重点公司2010年产量与2015年对比(单位：万吨)



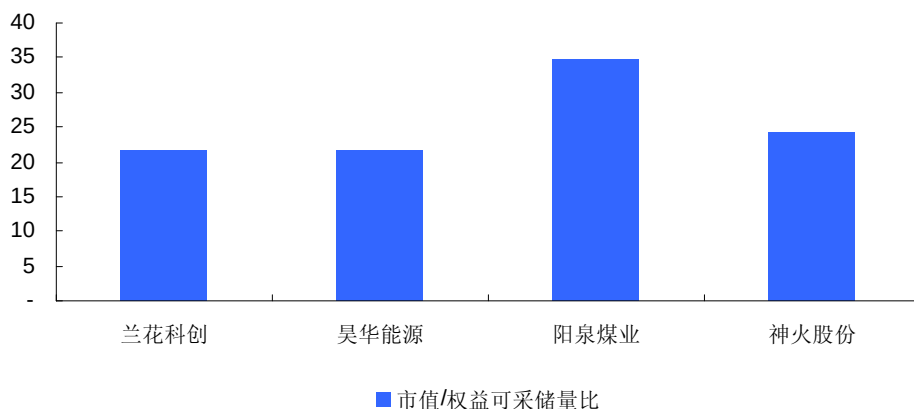
资料来源：公司公告，申万研究

4.1.2 煤种稀缺 储量优势明显——兰花 昊华 神火

无烟煤煤种稀缺，我们通过吨权益储量市值来比较各公司的储量优势。兰花科创、昊华能源吨权益储量市值最低，神火股份次之，阳泉煤业最高。这表明兰花、昊华资

源价值被市场低估，其中兰花又以其储量中稀缺煤种的比例更高，更突显其资源储量价值被市场低估。综合资源质量及数量，我们认为兰花科创(600123)、昊华能源(601101)和神火股份(000933)优势突出。

图37：重点公司市值/权益可采储量比(单位：元/吨)



资料来源：公司公告，申万研究

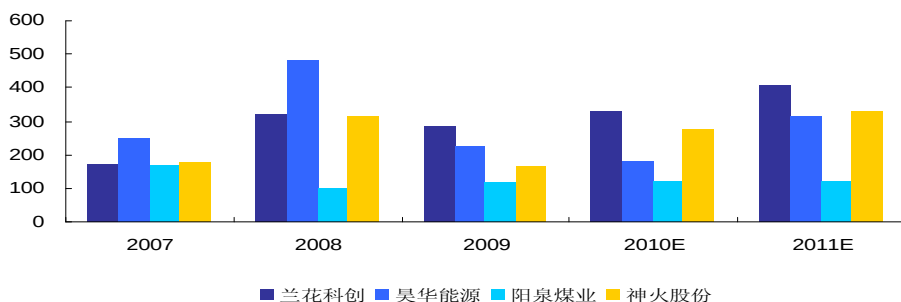
4.1.3 外部资产注入预期强——阳泉

公司现有核定产能 2940 万吨，权益产能 2810 万吨。今年 7 月 8 日，公司名称由“山西国阳新能股份有限公司”变更为“阳泉煤业（集团）股份有限公司”，突显了集团拟通过上市公司做大做强煤炭业务的积极信号，集团将煤炭资产注入上市公司的预期仍存。阳泉集团现有产能 2090 万吨，十二五期间通过新建矿和改扩建矿方式集团有望新增产能 5500 万吨，若集团资产注入顺利，公司产能有望翻两番。

4.1.4 现货比例高 盈利能力强——兰花 昊华

兰花科创现货销售比例达 100%，昊华能源 60%全部国内现货销售、40%海外销售，阳泉煤业现货销售比例只占 20%，因此，兰花和昊华价格更具有弹性，更能享受到无烟煤价上涨带来的利好，其中昊华能源本部 500 万吨优质无烟煤煤种当中 40%用于出口，其余 60%现货内销，通过调节国内国际销量公司将获得更高的议价能力。

图38：重点公司吨煤净利(单位：元/吨)



资料来源：公司公告，申万研究

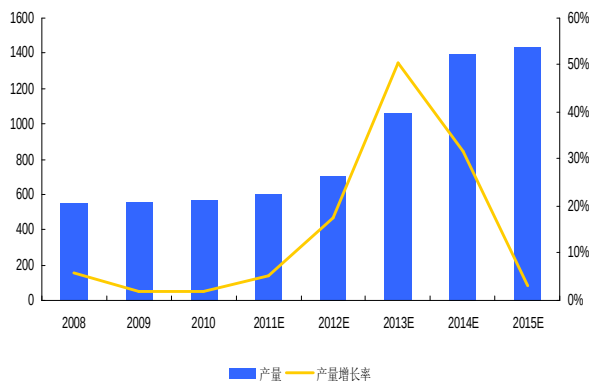
4.2 投资思路：持优势煤种 看内生外延成长性

我们对该板块的投资思路是：关注煤种占有优势的公司，即以无烟煤种为主的公司；同时，我们更要关注在煤种占优势的基础上，未来产量通过内生或者外延方式增速明显的公司。因此，我们推荐同时满足这两个条件的兰花科创、昊华能源和阳泉煤业。

4.2.1 兰花科创——内生增长性好，估值与成长性不相匹配

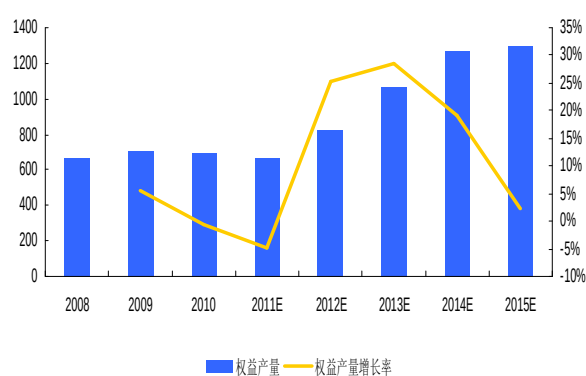
公司具备高成长性，预计 14 年产量实现翻倍。兰花科创本部现有产能 540 万吨，全部是无烟煤种。兰花科创未来增长点则主要取决于亚美大宁复产、小矿改扩建及玉溪矿建设。亚美大宁复产后保守估计将贡献 400 万吨产能，合计权益产能 164 万吨。小扩改建矿产能 630 万吨，合计权益产能 430 万吨，预计 12-14 年逐步达产；另有新建 240 万吨玉溪矿，预计 13 年下半年投产，15 年达产，借此公司 14 年将实现产量翻番。

图39：兰花科创产量增长情况 (单位：万吨)



资料来源：公司公告，申万研究

图40：兰花科创权益产量增长情况(考虑亚美大宁)(单位：万吨)



资料来源：公司公告，申万研究

公司的无烟煤和喷吹煤全部现货销售，现货价上涨受益最多。公司本部矿井位于晋城地区，以无烟煤为主，销售结构中主要是块煤、喷吹煤与末煤。09 年以来喷吹煤和无烟煤价格连续上涨，公司现货销售价格上涨受益最为明显。

主要风险：小矿整合的进度和玉溪矿的建设进度可能慢于预期。

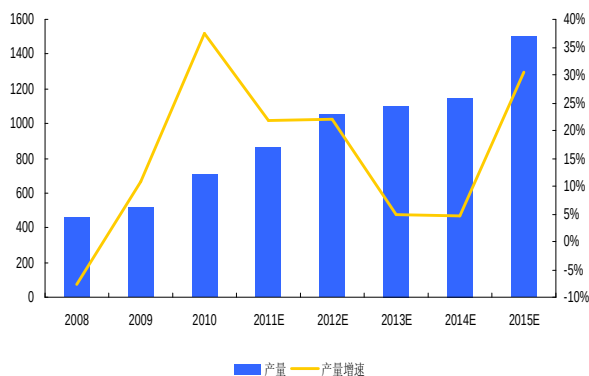
预计公司 11 年业绩至 2.90 元/股，12 年业绩 3.90 元/股，13 年业绩 4.42 元/股，对应公司 11 年动态 PE 估值 14.3 倍（低于行业平均估值），与公司高成长性不匹配，鉴于公司在未来三年内产量将翻番，且在供需偏紧的基础上具持续提价能力，公司股本小提价业绩弹性较大，所以给予公司 12 年 15 倍估值，对应目标价 60 元，重申“买入”评级。

4.2.2 昊华能源——拓展内蒙 蓄势海外

公司十二五规划 2000 万吨 未来 5 年增两倍。公司现有产能 600 万吨左右，在内蒙已规划 1200 万吨新增产能，其中已投产的高家梁煤矿 600 万吨产能未来三年逐步达产，红庆梁项目规划产量 600 万吨，预计 11 年有望开工建设，14 年可建成投产。

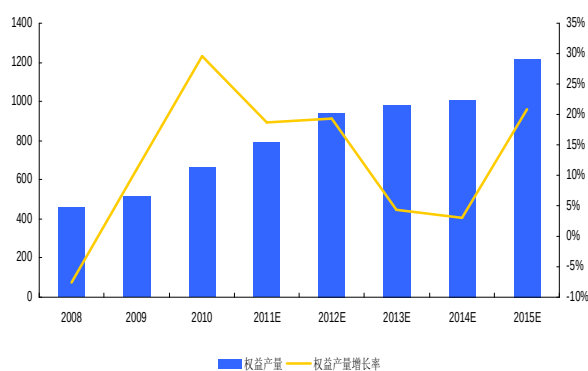
公司将控股开发鄂尔多斯呼吉尔特矿区巴彦淖尔井不少于 10 亿吨煤炭资源，规划建设 800 万吨矿井，属优质动力煤，预计发热量在 7000 大卡左右。该煤矿项目属“十二五”规划项目，由鄂尔多斯政府负责提供各级核准或审批便捷通道，并确保尽快办理采矿权证，尽快达到开工建设条件。

图41：昊华能源产量增长情况(单位：万吨)



资料来源：公司公告，申万研究

图42：昊华能源权益产量增长情况(单位：万吨)



资料来源：公司公告，申万研究

另外，公司建立昊华能源香港公司，11 年拟增资 1 亿元蓄势海外扩张。昊华作为全国最大的无烟煤出口企业涉及国际市场也已多年，预计公司将利用香港公司这个投资平台实现海外资源拓展之路。

公司无烟煤 60%国内销售全部为现货销售，40%出口，提价能力强。公司生产的无烟煤是优质的环保性清洁冶金煤，近几年呈现供不应求状况，具备持续提价能力。去年曾提价 11 次，国内销售价格去年同比涨幅 21%。公司是中国最大的无烟煤出口企业，40%无烟煤销往日韩和东南亚国家，公司可通过比较国内外两个市场价格安排销售策略，以增加自己的议价能力。

主要风险：新增矿井建设进度慢于预期。

预计公司 11 年业绩 1.45 元/股，12 年业绩 1.93 元/股，13 年业绩 2.31 元/股，11 年估值 16.7 倍，低于行业平均水平。同时鉴于公司未来的高成长性和高议价能力，公司股本小提价业绩弹性较大，所以给予公司 12 年 17 倍估值，对应目标价 33 元，重申“买入”评级。

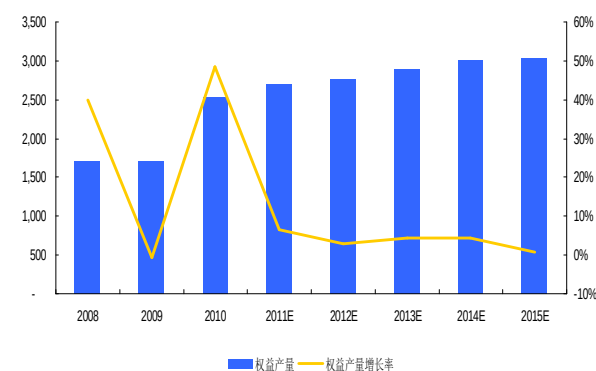
4.2.3 阳泉煤业——外延成长性好 资产注入预期仍存

公司现有煤矿产量稳定,公司整合矿将新增产能 510 万吨，权益产能 200 万吨，预计 12-13 年间投产。公司现有核定产能 2940 万吨，权益产能 2810 万吨，除平舒矿、景福矿正在进行 500 万吨(原产能 300 万吨)和 90 万吨（原产能 45 万吨）改扩建外，其他矿产量基本保持平稳。公司通过子公司国阳天泰参与平定 12 矿、榆树坡煤矿和翼城煤矿三处矿井的资源整合，预计 12-13 年间投产，将新增产能 510 万吨，合计权益产能 200 万吨。

图43: 不考虑外部资产注入下阳泉煤业产量增长情况 (单位: 万吨) 图44: 不考虑外部资产注入下阳泉煤业权益产量增长情况(单位: 万吨)



资料来源：公司公告，申万研究



资料来源：公司公告，申万研究

集团资产注入预期仍存，如全部注入，公司产能有望翻两番。7 月 8 日，公司名称由“山西国阳新能股份有限公司”变更为“阳泉煤业（集团）股份有限公司”，突显了集团拟通过上市公司做大做强煤炭业务的积极信号，集团将煤炭资产注入上市

公司的预期仍存。阳泉集团现有产能 2090 万吨，十二五期间通过新建矿和改扩建矿方式集团有望新增产能 5500 万吨，若集团资产注入顺利，公司产能有望翻两番。

主要风险：集团资产注入慢于预期。

公司 11 盈利预测 1.29 元/股， 12 年盈利预测 1.48 元/股，13 盈利预测 1.67 元/股。对应 11 年动态估值 19.3 倍，鉴于中长期集团资产注入预期仍存，我们重申“增持”评级。

图45：煤炭行业相对PE

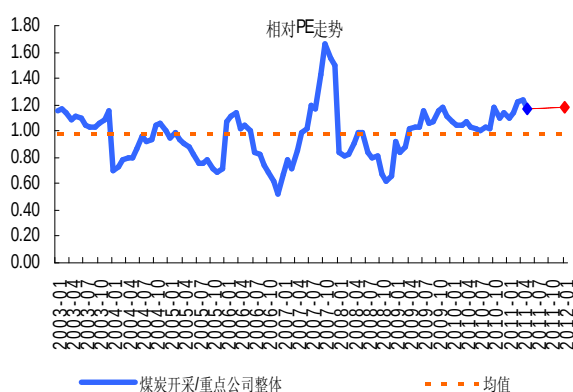
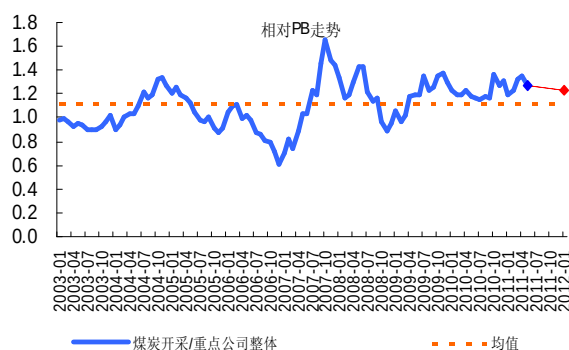


图46：煤炭行业相对PB



资料来源：申万研究

资料来源：申万研究

表14：重点无烟煤公司盈利预测（单位：元/股、倍）

简称	代码	评级	2011-9-6 收盘价	10 EPS	11 EPS	12 EPS	13 EPS	10 P/E	11 P/E	12 P/E	13 P/E	静态 PB
阳泉煤业	600348	增持	24.86	1.00	1.29	1.48	1.67	24.8	19.3	16.8	14.9	5.7
兰花科创	600123	买入	41.46	2.30	2.90	3.90	4.42	18.0	14.3	10.6	9.4	3.3
昊华能源	601101	买入	24.23	0.87	1.45	1.93	2.31	27.8	16.7	12.6	10.5	4.1
神火股份	000933	增持	14.50	0.69	1.00	1.40	2.00	21.0	14.5	10.4	7.3	5.0

资料来源：Wind 申万研究

信息披露

证券分析师承诺

詹凌燕：煤炭行业。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。