

分析师： 邹振松、虞亚新、李兴 021-63217846 zouzs@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

安全整顿力度加大，焦煤价格获强支撑

报告要点

■ 2月27日，山西省政府根据此前发布的《关于转发全省煤矿安全生产专项整治工作方案的通知》，决定从3月1日起，在全省国有重点煤矿和地方骨干煤矿（市、县营煤矿）开展为期一年的煤矿安全生产专项整治工作。与此同时，“2.22矿难”后内蒙、河南、陕西及黑龙江等产煤大省纷纷发布通知，要求辖区内各产煤集团立即采取措施，严格开展安全检查和整顿工作。

我们认为，此次山西等省份开展的煤矿安全检查和整顿工作有以下几个方面的内容值得关注：

- （1） **整改的目标**：明确提出对列入关闭的煤矿，各地政府要加大关闭力度，对存在重大安全隐患、安全无保证的矿井一律停产整顿，对证照齐全且具备安全生产条件的，加强日常监管，依法组织生产，以实现全省煤矿安全生产工作的稳定好转；
- （2） **专项整治检查的内容**：《通知》对煤炭企业、各级政府分别规定了检查的内容，对煤炭企业而言，要求列入关闭名单的煤矿彻底、尽快实施关闭，停产整顿的煤矿要彻底整改，同时对合法生产的矿井（含辖区内国有重点矿）明确规定了需要重点检查的16个方面的内容；对各级政府则着重从事故责任认定、监督管理等方面进行了明确；
- （3） **整顿的组织形式**：在省政府层面，成立了以山西省煤炭局局长为组长的煤矿安全生产专项整治领导小组；各市、县分布成立若干个检查工作组，对本行政区内的各类煤炭企业进行全面检查，明确责任到个人。
- （4） **专项整治工作的时间跨度**：从通知发布之日起一年之内，分4个阶段进行安全整顿，对问题突出的市、县，将责令延长专项整治期限并追究有关负责人的责任。

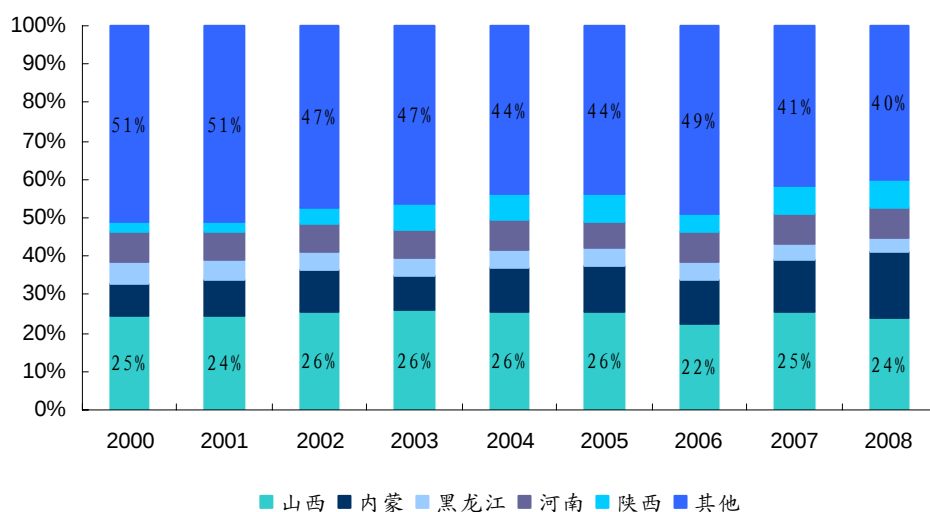
■ **整顿势必影响煤炭供应，炼焦煤价格将获较强支撑。**

- （1）山西省在我国煤炭市场的地位举足轻重

2008年全年山西省完成原煤产量65736万吨，占全国原煤产量的24.2%；作为我国的产煤大省，其原煤产量一直稳定在全国原煤产量的四分之一的水平，远远高于其它省份，而此次拟进行安全整顿的产煤大省山西、内蒙、河南、陕西和黑龙江五省的产量占到了全国原煤产量的一半以上。

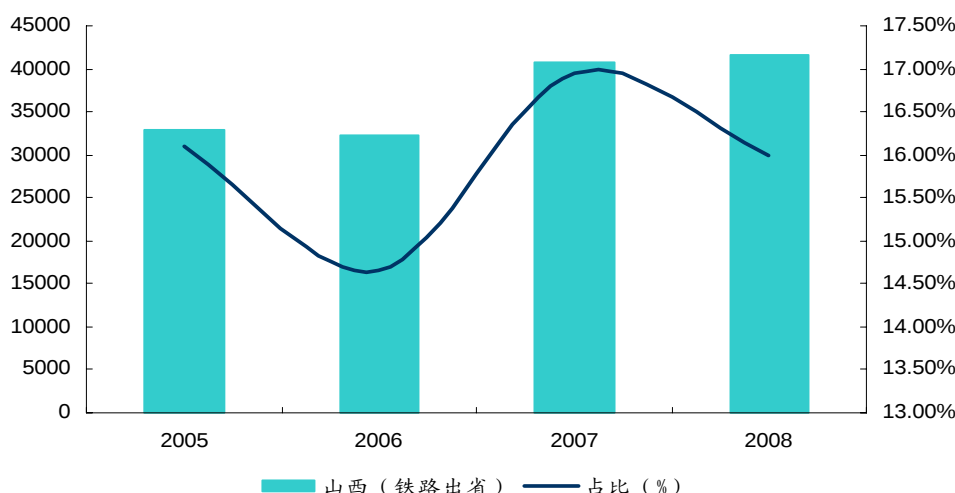
从销量情况来看，山西是我国最主要的煤炭调出区之一，2006年山西煤炭调出量占全国总调出量的42.89%，从2005年以来，山西铁路外销煤量基本稳定在4亿吨以上的规模，2008年铁路外销煤量占全国煤炭总销量的比例达到了16%以上。

图 1 拟进行安全整顿的 5 省区原煤产量占比超过 50%



数据来源：中国煤炭工业协会、长江证券研究部

图 2 山西铁路出省煤炭销量占全国煤炭总销售量的 15% 以上



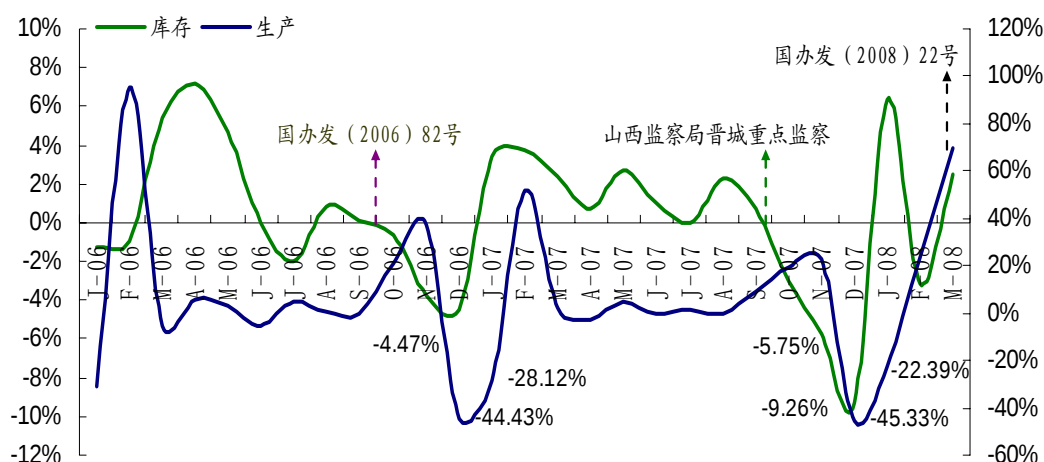
数据来源：国家统计局、长江证券研究部

（2）从历史经验上，安全整顿往往带来煤炭产量的大幅下滑

从历史经验来看，国办发（2006）82 号文件和山西监察局晋城重点监察文件的出台都不同程度的引起了煤炭产量和库存的大幅下降。然而，国办发（2008）22 号文件出台对煤炭行业影响相对比较有限，其主要原因是：（1）当时煤炭供应紧张，发改委下发了加快小煤矿复产验收的通知；（2）2008 年上半年煤价不断创出新高，煤炭企业复产积极性极高。

就目前情况而言，一方面，2008 年煤炭供大于求的局面短期内不会改变，实施产业结构调整 and 加快对中小煤矿的整合已经被提到了前所未有的高度，政府对中小煤矿关停力度不断加大。另一方面，秦皇岛中转地煤价由高点下滑至目前的 595 元/吨的水平，部分煤矿生产积极性有所下降，我们了解到，在政府严令安全整顿乃至复产无望的情况下，部分中小煤矿被大企业收购的意愿有所加强。大型煤炭企业在完成中小煤矿的收购后，往往会对其进行技术改造，增加安全设施投入和产能扩建，部分产能并不会立即释放。因此，我们认为，此次以山西为代表的煤矿安全生产专项整治工作将对煤炭产量增长形成较强的抑制作用。

图 3 历次安全整顿的政策效应



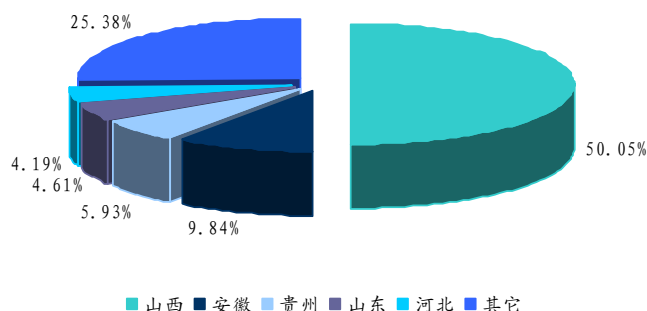
数据来源：中国煤炭资源网、长江证券研究部

（3）炼焦煤价格将获强支撑、而动力煤价格上涨仍待需求回暖

山西炼焦煤资源量和产量居前，而乡镇小矿至今仍是山西炼焦煤生产的主力，矿难及由此导致的安全整顿或将严重影响炼焦煤产量；

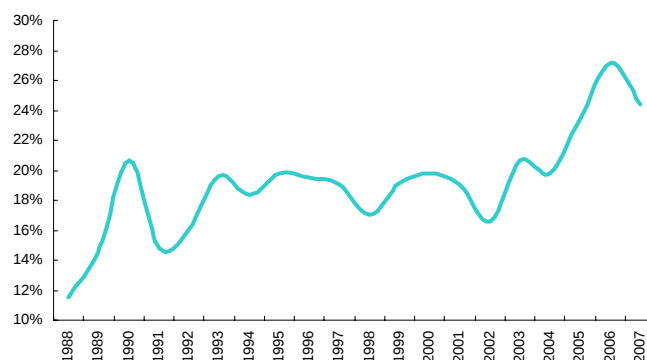
根据有关统计资料，山西炼焦煤经济可采储量达到 330 亿吨以上，占全国经济可采量的 50%左右。与此相对应，2007 年山西炼钢用焦精煤产量达到了 4369.67 万吨，占全国总产量的 24.38%。

图 4：山西炼焦煤经济可采储量占比达 50%



资料来源：长江证券研究部

图 5：山西省炼焦用洗精煤产量占比近 25%

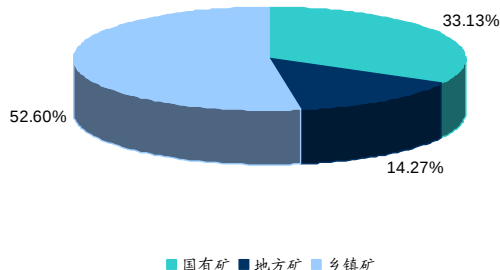


资料来源：国家统计局、长江证券研究部

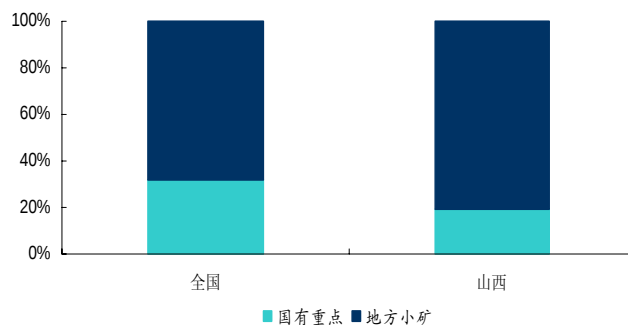
而根据我们对山西省各类型煤矿资料的整理，目前乡镇小矿仍是山西煤炭企业的主体，国有矿和地方国有矿生产能力仅占全省煤炭产能的 47.4%。

炼焦煤生产领域的小矿主体地位更甚，根据中国煤炭运销协会统计，2007 年全国国有重点煤矿的炼焦煤产量只占全国产量的 31.66%，而地方小煤矿的炼焦煤产量占到了全国的 68.34%，山西省地方煤矿的炼焦煤产量占山西省炼焦煤产量的比例更为突出，据不完全统计，2006 年山西省的焦炭产量为 9200 万吨，折合炼焦煤 1.3 亿吨，外销炼焦煤 3400 万吨，全年炼焦煤产量为 1.64 亿吨，其中重点煤矿产量只有 3100 万吨，只占全省炼焦煤产量的 18.9%。

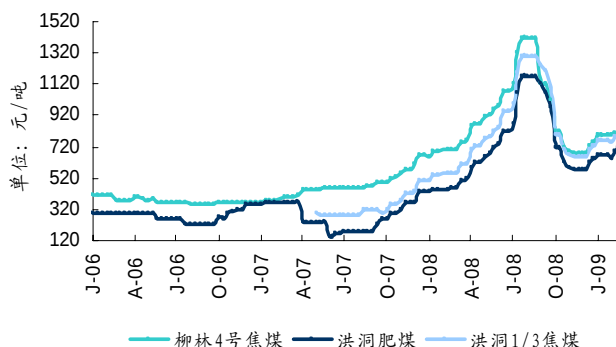
可以设想，在屯兰矿这种安全设施和生产条件相对完备的矿井发生严重事故后，监管层对目前仍严重缺乏安全生产条件的中小煤矿的监督管理将更趋严厉，从而不可避免地影响炼焦煤产量。因此，综合考虑钢铁行业景气度及供给受限，我们预计炼焦煤价格将获得较强支撑。

图 6：乡镇矿仍是山西煤炭企业的主体


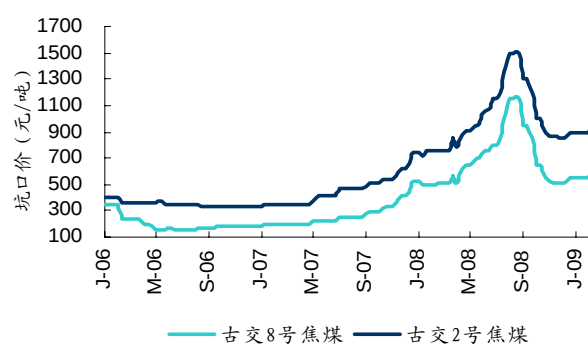
资料来源：长江证券研究部

图 7：而地方小矿是炼焦煤生产的主力


资料来源：长江证券研究部

图 8：炼焦煤坑口不含税价格


资料来源：中国煤炭资源网、长江证券研究部

图 9：西山煤电古交矿区焦煤坑口价


资料来源：中国煤炭资源网、长江证券研究部

◆ 动力煤价格上涨仍待需求回暖，但安全整顿及限产有利于形成供需双方均可接受的价格预期

我们在长江证券煤炭行业 2009 年度投资策略报告中详细分析了煤炭行业供需状况，并判断行业产能过剩不可避免，而小矿整合和地方政府支持下的企业主动限产将有助于形成新的供需均衡。随着节后部分企业复产，投资者对煤炭供需及价格产生了担忧，而煤电顶牛及电力企业海外购煤等举动更使投资者恶化了对动力煤企业基本面的预期。

我们认为，电力企业海外购煤难以对电煤价格形成过度冲击，安全整顿及限产导致的供给减少将有助于使供需双方形成合理的价格预期。

■ 需求淡季及资源税等政策性利空仍可能使煤炭股股价承受压力，维持行业“中性”评级。

自 2008 年底市场反弹至今，煤炭行业大部分重点公司股价均经历了较大的上涨幅度，鉴于需求淡季将至及资源税等政策性利空仍可能使煤炭股股价承受一定压力，我们维持对煤炭行业的“中性”评级。

我们继续看好中国神华的盈利前景，尽管疲弱的下游需求可能使中国神华 2009 年煤炭销量同比下滑，但具有更高盈利能力的自产煤产销量增长 1500 万吨左右，具有产运销一体化优势的中国神华仍将实现盈利增长，我们维持对中国神华的“推荐”评级。

鉴于供给量显著下滑的可能性，我们修正了对炼焦煤价格的预期，认为焦煤价格将获得较强支撑，考虑到较强的定价能力和良好的成长性预期，我们上调西山煤电投资评级为“推荐”。

附：山西省政府《全省煤矿安全生产专项整治工作方案》可通过以下网址查询：

山西省政府网 <http://www.shanxigov.cn/jsp/red2/browser/view.jsp?id=2794>

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
000983	西山煤电	12.70	0.434	1.17	1.045	29.28	10.85	12.16	5.22	3.7	2.94	谨慎推荐	推荐
600348	国阳新能	12.41	0.515	1.33	0.742	24.09	9.33	16.72	3.59	2.67	2.33	谨慎推荐	谨慎推荐
601088	中国神华	17.54	0.994	1.469	1.615	17.65	11.94	10.86	2.72	2.28	1.93	推荐	推荐
601898	中煤能源	7.39	0.390	0.584	0.623	18.95	12.65	11.87	3.16	2.61	2.20	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邹振松，华中科技大学财务金融硕士，从事煤炭与电力行业研究，重点覆盖和跟踪的上市公司包括：长江电力、粤电力、国投电力、国电电力、桂冠电力、大唐发电、华能国际、中国神华、中煤能源、西山煤电、国阳新能。

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加入长江证券研究部，担任煤炭与电力行业助理分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。