

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

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

多因素延缓小矿复产，大公司受益行业整合

报告要点

近日，我们与山西省煤炭行业监管部门及多家上市公司进行了交流，并深入太原、晋中、长治和大同地区，与多家中小煤矿、煤炭销售企业及焦化企业进行了深入交流，形成如下观点：

■ 继 2008 年 9 月出台煤炭企业兼并重组实施意见后，山西省再度加大调控力度，大幅度提高了行业整合标准

根据《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》，“到 2010 年底，省内煤矿企业规模不低于 300 万吨/年，矿井个数控制在 1500 座以内，在全省形成 2-3 个年生产能力亿吨级的特大型煤炭集团，3-5 个年生产能力 5000 万吨级以上的大型煤炭企业集团，使大集团控股经营的煤炭产量达到全省总产量的 75%以上”。

新近召开的全省煤炭工作会议明确：（1）全省煤矿个数进一步压缩至 1000 座以内，30 万吨及以下的煤矿将全部被整合（目前 15 万吨以下的煤矿基本被关停）；（2）大力克服兼并重组过程中可能遇到的阻力，进一步明确了各市煤矿数量，从而明确了市级行业管理部门的权责；（3）对兼并整合主体资质进行了明确：所属煤矿近 3 年未发生重大及以上事故，地方骨干企业年生产规模在 300 万吨以上，且至少有一个年产在 120 万吨以上机械化开采矿井的，可以作为煤矿兼并重组整合主体。

表 1 山西省主要产煤市兼并重组目标任务分解表

市名	参加兼并重组矿井（处）	2008-2010 年兼并重组矿井			2010 年底保留矿井及产能	
		小计	大集团兼并	地方重组	小计	产能（万吨）
太原	89		56	33	87	7040
大同	128		80	48	134	11910
阳泉	108		68	40	74	6307
长治	178		111	67	138	10306
晋城	259		161	98	179	12985
朔州	118		74	44	111	9870
忻州	126		79	47	106	5334
晋中	226		141	85	188	10635
吕梁	261		164	97	153	7987
临汾	321		201	120	209	10419
运城	40		26	14	35	1445
小计	1854	1854	1161	693	1414	94238

数据来源：山西省煤炭工业局、长江证券研究部搜集整理

而 4 月 17 日太原市制定的煤矿兼并重组整合具体实施方案，则提出将通过重组整合把现有的煤矿数量从 130 座缩减到 50 座，比 2008 年计划减少 9 座；未被列入兼并重组整合之列的地方小煤矿，太原市政府将退还相应储量的资源价款，按标准和时限完成关闭任务后，每座煤矿将可获得转产资金 500 万元。煤矿兼并重组过程中需要关闭的煤矿，年

底前将被全部关闭，太原市将提前一年完成整合任务。

■ 行业调整周期中大公司 will 充分获益

根据《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》，山西省内 10 家煤炭企业将成为整合的主体，行业整合周期中大公司将从以下几个方面充分获益：

- (1) 以合适的价格获得更多煤炭资源，实现快速外延式扩张；
- (2) 龙头公司是政府保护的对象，需求低迷期间可能在政府保护下获得更多市场份额；
- (3) 以五大煤炭集团为代表的寡占型竞争结构有助于改善煤炭行业的竞争秩序，提升煤企应对危机的能力。

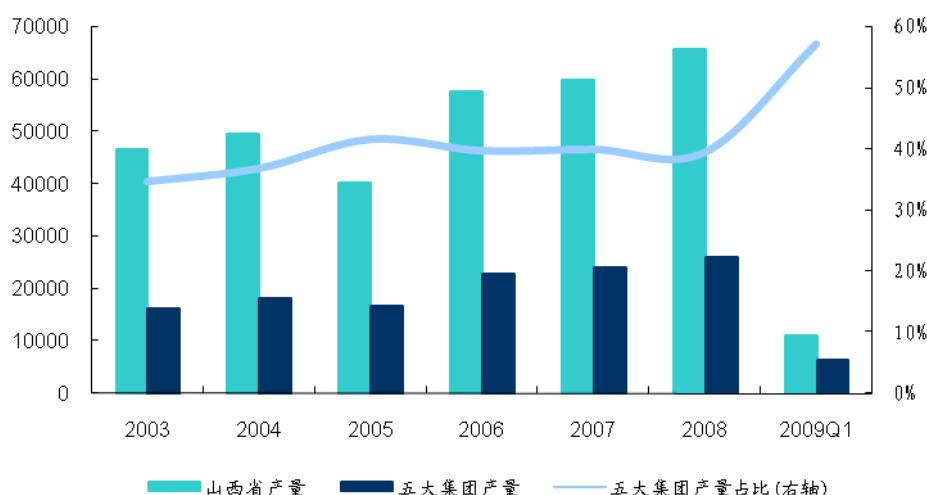
表 2 山西省煤炭集团兼并重组目标任务分解表

企业名称	参加兼并重组的矿井	2010 年底保留矿井			
		小计	大集团保留	大集团兼并	地方矿井
同煤	48	169	35	134	
焦煤	51	321	44	277	
阳煤	15	159	10	149	
潞安	12	91	12	79	
晋煤	11	115	10	105	
平朔	4	65	4	61	
煤气化	9	7	7		
监管局	8	8	8		
重点企业小计	158	935	130	805	
全省合计	158	1414	130	805	479

数据来源：山西省煤炭工业局、长江证券研究部

数据显示，山西省五大产煤集团原煤产量及占比不断提高，2008 年全省原煤产量 6.56 亿吨，其中五大集团产量 2.59 亿吨，占全省产量的 39.47%，而 2009 年 1 季度这一比例提高到了 57.02%，季度平均产量与 2008 年相比没有明显下降，大公司在需求低迷期间挤占了更多市场份额。

图 1：2003~2009 年 1 季度山西省五大集团原煤产量及占比



资料来源：中国煤炭资源网，长江证券研究部

■ 多因素博弈至小矿复产进度可能继续低于预期

从我们走访的太原、大同、晋中及长治等地的情况来看，自年初以来的小矿停、限产至今仍在继续。尽管3月底4月初政府有关部门向小煤矿发出通知，要求30万吨及以上的符合安全生产条件的中小煤矿准备相关材料，准备复产，但实际进度非常慢。长治市境内共有各类煤矿近300座，除国有重点和国有地方矿外，目前仅有14座左右的乡镇煤矿恢复了生产。

事实上，目前各方就中小煤矿复产问题的博弈进入非常微妙的状态：

- （1）日趋严厉的安全问责制使政府主管部门对中小煤矿复产持消极态度；
- （2）整合主体希望以尽可能低的价格收获尽可能多的资源，或在达到绝对控股的条件下与符合安全生产条件的中小煤矿进行股权合作；
- （3）对待整合的中小煤矿而言，出售资源（含股权合作）、挂靠大矿、整合其他中小矿做大这三种方式中，由于出售资源（资源售价难以达成一致）和整合他人都存在较大障碍，积极与大矿展开合作、挂靠大矿进行生产是比较可行的整合方式。

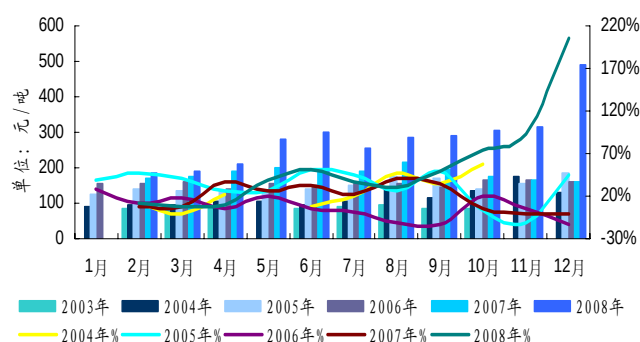
因此，参与整合各方的预期目前还存在较大差异，预计小矿产能快速释放还存在一定难度。

据统计，到2007年年底，全省现有生产煤矿1937座，产能为59404万吨/年。按矿井规模划分：90万吨/年以上大型煤矿197座，30~60万吨/年中型煤矿697座，30万吨以下小型煤矿（不含30万吨/年）1926座。因此，小矿兼并整合对省内产能影响很大。

■ 兼并重组引致安全生产条件提高，小矿成本向大矿趋同，煤价底部支撑上移

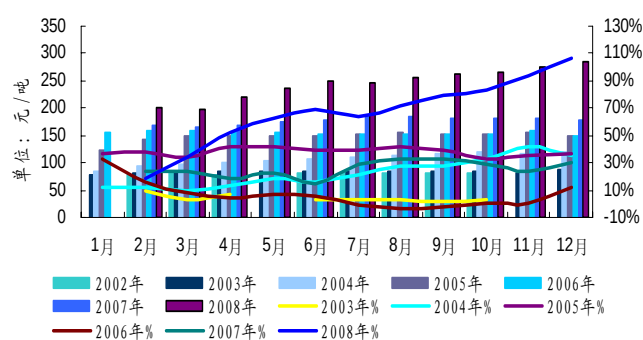
兼并重组的重要着眼点是对安全隐患的整改，30万吨及以下的煤矿将全部被整合，而30万吨以上的小矿要想恢复生产，基本上要达到机械化综采的水平。根据我们了解的情况来看，年产30万吨小矿的吨煤制造成本达到200元/吨左右。实际生产过程中，由于小矿在同政府谈判中的议价能力弱于大矿，其隐性费用要大于大矿（每吨上交“五统办”80~100元），生产总成本已经基本上与大矿成本持平（根据中国煤炭资源网数据，2008年山西省五大集团吨煤生产成本亿达285.78元）。

图 2：2003~2008 年山西五大集团月度采煤成本及增速



资料来源：长江证券研究部

图 3：2003~2008 年山西五大集团逐月采煤成本及增速



资料来源：长江证券研究部

小矿生产成本与大矿趋同，对供给宽松状态下维持煤炭市场的价格秩序显得异常重要，煤炭价格的持续下滑可能影响小矿的生产积极性，从而使煤炭市场达到新的供需均衡。

- 结论：总体而言，由于小矿复产进度可能延缓，动力煤短期供需均衡局面将得以维持，而得到运力保障的大公司将在行业整合过程中增获市场份额，我们继续维持对“中国神华”和“大同煤业”的推荐评级。

分析师介绍

邹振松，华中科技大学财务金融硕士，从事煤炭行业研究，重点覆盖和跟踪的上市公司包括：中国神华、中煤能源、西山煤电、国阳新能、潞安环能、大同煤业、兰花科创、平煤股份。

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。