

卢平 86-10-88087949
luping@cmschina.com.cn
王培培 86-10-88086945
wangpp@cmschina.com.cn

2009年6月22日

小矿复产短期形成压力，旺季足以消化

煤炭行业点评

能源

煤炭

推荐（维持）

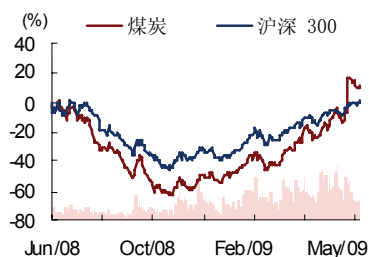
上证指数 2896

行业规模

		占比%
股票家数（只）	27	1.7
总市值（亿元）	10162	5.1
流通市值（亿元）	2966	3.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	24.9	125.4	19.4
相对表现	17.2	75.0	13.5



相关报告

本文对山西省整顿、整合小矿的相关政策，小矿复产的情况及其可能产生的影响进行了分析。我们认为，小矿复产短期的供给增加可能与需求增加在时间上不匹配，对煤炭市场形成了压力，煤炭股可能面临继续调整。但随着需求的逐步增加到位，小矿复产新增供给完全能够被新增需求逐步消化，旺季煤价预期将上涨，建议调整后介入煤炭股，维持行业推荐的投资评级。

- **山西省出台煤矿兼并、整合新政策。**08年9月和09年4月，山西省出台了关于加快煤矿企业兼并、整合新政，进一步明确了产业整合和发展的目标。同时明确，山西省30万吨以下煤矿一律关闭，30万吨以上机械化开采煤矿，拟与大矿进行整合的经验收合格后可以复产。
- **山西小矿复产新增供给合计约1050万吨/月，短期煤价有压力。**09年5月，统计范围内山西省中小矿产量合计1705万吨，如果其产能增加到2450万吨（3200万吨减去30万吨以下产能750万吨），则产能释放约750万吨；此外，漏报产量中，小矿复产将增加供给约300万吨/月。而目前下游需求增加尚不明显，我们判断，近期煤价面临一定压力。
- **未来两月新增需求预计超过1300万吨/月，进口转内需成为关键因素。**旺季新增需求约800万吨/月；进口煤炭转向国内预计增加需求450万吨/月；此外，国家自08年底以来陆续出台的保增长措施，效果会逐步显现，下游部分行业生产降幅有所收窄，部分行业增速提高。下游行业生产逐步恢复将进一步增加煤炭需求。保守估计，未来两月煤炭新增需求超过1300万吨/月。不过，进口转内需的量和时间成为影响需求的关键因素。
- **结论：**小矿复产短期的供给增加可能与需求增加在时间上不匹配，对煤炭市场形成了压力，煤炭股可能面临继续调整。但随着需求的逐步增加到位，旺季煤价预期将上涨，建议调整后介入煤炭股，维持行业推荐的投资评级。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
西山煤电	26.75	1.44	1.03	1.49	26.0	18.0	7.0	强烈推荐-A
潞安环能	35.61	2.48	2.00	2.39	17.8	16.8	5.2	强烈推荐-A
国投新集	15.28	0.65	0.75	0.99	20.4	15.4	5.0	强烈推荐-A
国阳新能	24.36	1.51	1.35	1.45	18.0	16.8	5.1	强烈推荐-A
盘江股份	24.86	1.08	1.33	1.78	18.7	14.0	4.7	强烈推荐-A
中国神华	27.41	1.34	1.48	1.53	18.5	17.9	3.7	审慎推荐-A
中煤能源	11.90	0.52	0.59	0.65	20.2	18.3	2.5	审慎推荐-B
恒源煤电	24.33	1.62	1.56	1.48	15.6	16.5	2.8	审慎推荐-B
平煤股份	37.09	2.48	1.54	1.69	24.1	21.9	4.3	强烈推荐-B
金牛能源	33.40	2.49	1.95	2.06	17.1	16.2	4.7	强烈推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、山西省整顿、整合小煤矿新政策	3
二、山西小矿复产新增供给 1050 万吨，短期煤价有压力	4
1、统计范围内小矿复产新增产能约 750 万吨/月	4
2、预计漏报产量中小矿复产将增加供给 300 万吨/月	5
3、短期煤价有压力	6
三、预计旺季新增需求超过 1300 万吨/月	6
1、旺季新增需求约 800 万吨/月	6
2、进口煤炭转向国内预计增加需求 450 万吨/月	6
四、新增需求足以消化小矿复产释放产能	7

图表目录

表 1：山西省各市及国有重点煤炭企业保留矿井数量	3
表 2：08 年山西省中小煤矿月度产量	4
表 3：09 年 1-4 月份山西省中小煤矿月度产量	4
表 4：山西省 30 万吨以下小煤矿数量和产量	5
表 5：山西省煤炭产、销量数据对比	5
表 6：下游四大行业 7-8 月份煤耗量较 6 月份增加情况	6
表 7：新增产能及需求平衡表	8
图 1：08 年、09 年山西省中小煤矿月度产量	4
图 2：广州港与澳煤到岸价走势	7
图 3：广州港与澳煤到岸价价差	7
图 4：大量进口煤炭的趋势可能扭转	7

08 年下半年以来，由于下游需求大幅下滑导致煤炭供求相对宽松，秦皇岛煤价下降一半。09 年以来，尽管下游需求有所恢复，但仍然相对低迷，而煤价却呈现稳中有升的态势，究其原因主要就是小煤矿关停整顿，降低了煤炭有效供给，从而使供求维持相对平衡。每年 2 月份以后，各地小矿复产就会逐步增多，在 09 年供求关系相对脆弱的情况下，小矿复产问题成为关注的焦点。本文对山西省整顿、整合小矿的相关政策，小矿复产的情况及其可能产生的影响进行了分析。我们认为，考虑到旺季因素，进口煤需求转向国内采购，四万亿投资效果逐步显现等影响，小矿复产新增供给完全能够被新增需求逐步消化，继续看好旺季煤价。

一、山西省整顿、整合小煤矿新政策

08 年 9 月，《关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》：

- ✓ 坚持“总量适度、优化布局、改善结构、提升水平”和“关小上大、产能置换、有序建设”的原则，以市、县（市、区）为单位整合重组，全省保持产能基本平衡；
- ✓ 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。

09 年 4 月，《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》：

- ✓ 调整和再次明确了兼并重组整合目标：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。各市保留矿井数量分别为：太原市 50 座，大同市 71 座，阳泉市 50 座，长治市 95 座，晋城市 118 座，朔州市 65 座，忻州市 63 座，晋中市 110 座，吕梁市 100 座，临汾市 127 座，运城市 18 座。国有重点煤炭集团公司保留矿井 133 座。

表 1：山西省各市及国有重点煤炭企业保留矿井数量

地区	个数
太原	50
大同	71
阳泉	50
长治	95
晋城	118
朔州	65
忻州	63
晋中	110
吕梁	100
临汾	127
运城	18
国有重点煤矿	133
合计	1000

资料来源：招商证券

- ✓ 确定兼并整合主体：大力支持大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组整合中小煤矿、控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。允许山西煤炭运销集团公司、山西煤炭进出口集团公司等省属煤炭生产经营企业作为主体兼并重组整合地方中小煤矿，建立煤源基地。现已具备 300 万吨/年生产规模,且至少有一个 120 万吨/年机械化开采矿井的地方骨干煤炭企业，也可作为兼并重组的主体。其他作为兼并重组整合主体的地方骨干煤炭企业(矿井)，由各市人民政府提出，原则上应有一个生产规模在 90 万吨/年及以上矿井作支撑，兼并重组整合后企业生产规模应不低于 300 万吨/年,所属矿井至少有一个规模不低于 120 万吨/年。

按照相关规定，山西省 30 万吨以下煤矿一律关闭，30 万吨以上机械化开采煤矿，拟与大矿进行整合的经验收合格后可以复产。

二、山西小矿复产新增供给 1050 万吨，短期煤价有压力

1、统计范围内小矿复产新增产能约 750 万吨/月

山西省中小煤矿逐步复产，产量仍低于 08 年同期水平。09 年以来，山西省符合安全生产条件及其它相关标准的中小煤矿逐步复产，4 月份，国有地方煤矿产量 743.2 万吨，乡镇煤矿产量 422.7 万吨，前 4 月，中小煤矿合计产量 3756 万吨，较 08 年的 5306 万吨同比下降 29%。

表 2：08 年山西省中小煤矿月度产量

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
国有地方	1035	1060	1608	1604	1931	1883	1448	1609	1469	1303	1254	1904
乡镇煤矿	568	518	1173	1296	1924	2268	1009	1099	1261	894	1230	1204
合计	1603	1578	2780	2900	3854	4151	2458	2708	2731	2197	2484	3108

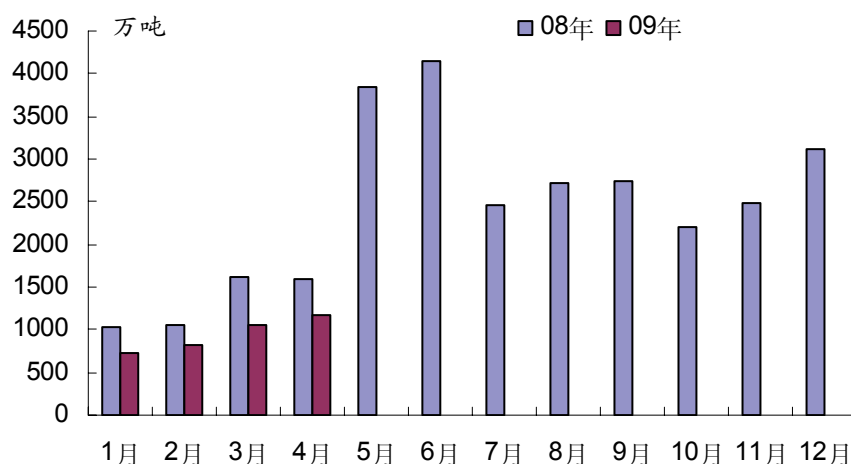
数据来源：招商证券

表 3：09 年 1-4 月份山西省中小煤矿月度产量

	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月
国有地方	576	593	735	743
乡镇煤矿	153	221	313	423
合计	729	814	1048	1166

数据来源：招商证券

图 1：08 年、09 年山西省中小煤矿月度产量



数据来源：招商证券

我们测算，09 年山西省中小煤矿复产可能释放产能 750 万吨/月，测算过程如下：

- ✓ 05 年，山西省 30 万吨以下的小矿数量为 3124 个，产能为 1.84 亿吨/年，则单矿产能约为 6 万吨。
- ✓ 07 年，山西省 30 万吨以下的小矿数量为 1702 个，如果按照单井产能 6 万吨计算，合计产能为 1.02 亿吨/年。
- ✓ “十一五”后三年山西省计划关闭小煤矿（30 万吨以下）500 个，扩建改造或大矿托管小煤矿 102 个，我们测算 08 年关停约 200 个，即剩余 1500 个，以单井产能 6 万吨计算，产能合计 9000 万吨，月度平均产量约 750 万吨。这些煤矿预计 09 年起全部关停。
- ✓ 08 年山西省国有地方和乡镇煤矿产能合计约 3 亿吨，月度产量平均为 2500 万吨，考虑审慎选择月度较高产量 3200 万吨作为标准，扣除 30 万吨以下产能 750 万吨（30 万吨以下一律关停），那么 30 万吨以上的中小煤矿月度产量为 2450 万吨。
- ✓ 09 年 5 月，山西省国有地方和乡镇煤矿产量合计 1705 万吨（4 月份产量为 1165 万吨），如果该类煤矿产能增加到 2450 万吨，那么产能释放约 750 万吨。

表 4：山西省 30 万吨以下小煤矿数量和产量

	30 万吨以下小煤矿数量（个）	30 万吨以下小煤矿产量（万吨）
2005 年	3124	18400
2007 年	1702	10212
2008 年	1500	9000

数据来源：招商证券

2、预计漏报产量中小矿复产将增加供给 300 万吨/月

山西省煤炭省内煤炭消耗主要是火电、水泥、生铁和合成氨四大领域，据此我们对山西省煤炭产量进行倒算：

山西省煤炭销量 = 省内火电、水泥、生铁和合成氨的耗煤量 + 出省焦炭耗煤量 + 铁路、公路调出煤炭量

05 年 - 08 年，山西省煤炭销售量分别约为 6 亿吨、6.7 亿吨、7.6 亿吨和 7.7 亿吨，而安监局统计的产量数据则分别为 5.6 亿吨、5.8 亿吨、6.4 亿吨和 6.6 亿吨，差额为 0.4 亿吨、0.8 亿吨、1.2 亿吨和 1.1 亿吨。

我们认为，产、销量数据的差异或表明产量统计中，部分小煤矿（主要是 30 万吨以下煤矿）存在漏报现象。

表 5：山西省煤炭产、销量数据对比

单位：万吨	省内耗煤量				调出量		销量总计	安监总局统计产量数据	销量 - 产量
	火电耗煤量	水泥耗煤量	生铁耗煤量	合成氨耗煤量	出省焦炭耗煤量	铁路公路调出量			
2005 年	6264.1	445.0	2447.5	616.2	7387.7	43282.4	60442.9	56513.0	3929.9
2006 年	7220.2	499.3	3022.2	714.7	8483.1	46640.9	66580.5	58118.0	8462.5
2007 年	8309.8	520.5	3427.2	780.8	9428.1	53600.9	76067.3	64000.0	12067.3
2008 年	8664.7	477.3	2781.2	875.0	8670.0	55297.7	76765.8	65735.9	11029.9

资料来源：招商证券

由于我们无法核实漏报产量中 30 万吨以下中小煤矿所占比例，我们假定这一比例为 70%，那么，08 年 1.1 亿吨的漏报产量中，30 万吨以上中小煤矿产量 3000 万吨，月度平均产量约为 300 万吨左右。

3、短期煤价有压力

根据上述测算，近期小矿（统计范围内和漏报产量）复产合计增加有效供给约 1050 万吨/月，而目前下游需求增加尚不明显，我们判断，近期煤价面临一定压力。然而随着 7、8 月份旺季的到来，以及在国际煤价攀高压力的下，进口煤需求逐步转向国内，小矿复产释放产能将被新增需求消化。

三、预计旺季新增需求超过 1300 万吨/月

1、旺季新增需求约 800 万吨/月

7-8 月份是煤炭的传统旺季，主要夏季民用电力增加，一般火电的需求都有相应的提升。根据以前的数据测算，火电新增 7、8 月份较 6 月份新增需求大约 1000 万吨/月，虽然其他三个行业在 7-8 月份对煤炭的需求是下降的，但是总体来看，7-8 月份新增煤炭需求大约 800 万吨/月左右（大约相当于月度产量的 3.5%）。

表 6：下游四大行业 7-8 月份煤耗量较 6 月份增加情况

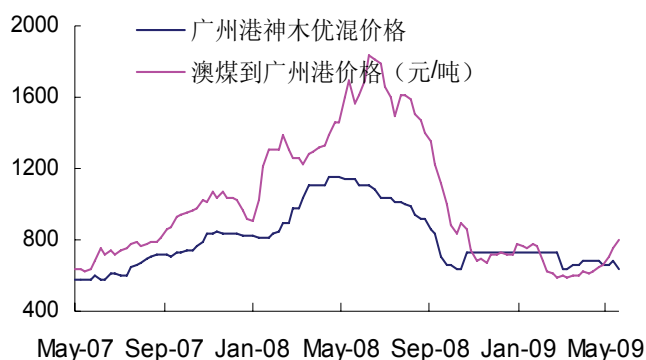
单位：万吨	火电耗煤 增加	钢铁耗煤 增加	化肥耗煤 增加	水泥耗煤 增加	合计
200707	1032.36	-56.48	-11.29	-204.9	759.69
200708	1131.04	6.31	-88.97	-73.03	975.35
200807	1021.25	-189.12	-48.36	-284.75	499.02
200808	622.3	-327.93	-89.76	-274.94	-70.33

资料来源：招商证券整理，注：08 年 8 月份受奥运停产影响，煤炭需求负增长。

2、进口煤炭转向国内预计增加需求 450 万吨/月

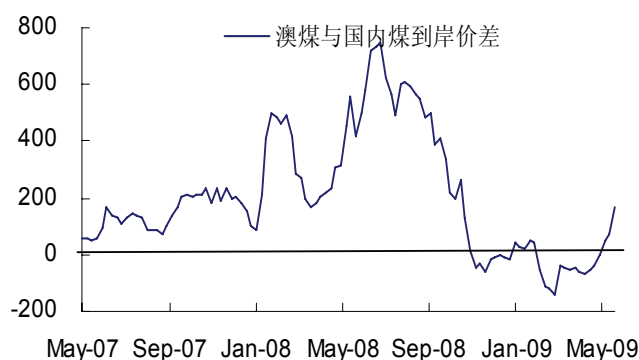
近期澳煤价格上涨和海运费上涨后，国际进口煤价已经高于国内煤价。我们以广州港的到岸煤价为参照比较：目前广州港神木优混（5500 大卡）含税价格为 630 元/吨；澳煤 BJ 的 FOB 价格为 71.9 美元/吨，澳洲到广州港运费大约 16.5 美元/吨，那么澳煤到广州港的含税价格为 800 元/吨，比国内的价格高出 73 元/吨。

图 2: 广州港与澳煤到岸价走势



资料来源: 招商证券研发中心

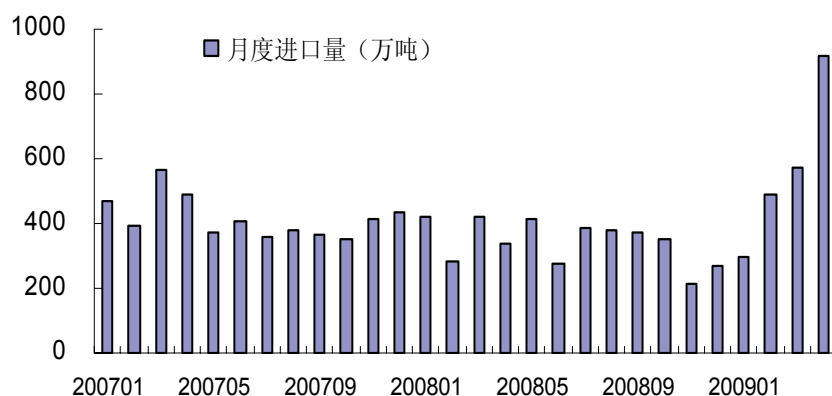
图 3: 广州港与澳煤到岸价价差



资料来源: 招商证券研发中心

进口煤炭需求转向国内预计增加需求 450 万吨。国际煤价高于国内煤价, 并有继续走高趋势, 促使大量进口煤炭需求转向国内市场。前期大量进口国际煤炭的格局有可能在 7-8 月份得以扭转。如果 4 月份进口煤炭 916 万吨的 50% 转向国内, 将新增国内煤炭需求大约 450 万吨 (相当于月度产量的 2%)。

图 4: 大量进口煤炭的趋势可能扭转



资料来源: 煤炭资源网

此外, 国家自 08 年底以来陆续出台的保增长措施, 效果会逐步显现, 下游部分行业生产降幅有所收窄, 部分行业增速提高。下游行业生产逐步恢复将进一步增加煤炭需求。保守估计, 未来两个月煤炭新增需求超过 1300 万吨/月。

四、新增需求足以消化小矿复产释放产能

根据上述分析:

- ✓ 小矿复产新增供给包括: 纳入统计的 750 万吨 + 漏统计的 300 万吨, 合计约 1050 万吨/月。
- ✓ 新增需求包括: 旺季新增需求 800 万吨 + 进口需求转向国内约 450 万吨 + 四万亿投资拉动需求增加, 保守估计, 未来两月煤炭新增需求超过 1300 万吨/月。不过, 进口转内需的量和时间成为影响需求的关键因素。

表 7：新增产能及需求平衡表

单位：万吨		2009 年月度 E（万吨）
新增供给	统计范围内新增供给	750
	漏统计新增供给	300
合计		1050
新增需求	旺季新增需求	800
	进口需求转向国内增加需求	450
合计		1250

资料来源：招商证券

小矿复产短期的供给增加可能与需求增加在时间上不匹配,对煤炭市场市形成了压力,煤炭股可能面临继续调整。但随着需求的逐步增加到位,小矿复产增量完全能够被新增需求逐步消化,旺季煤价预期将上涨,建议调整后介入煤炭股,维持行业推荐的投资评级。

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。