

湘财证券研究所

煤炭行业

研究员 王师

Tel: 021-68634518-8228

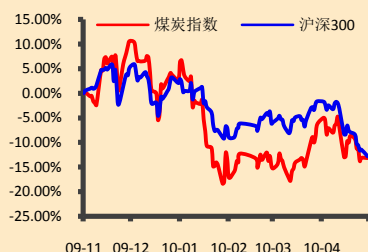
ws2978@xcsc.com

研究员 朱毅

Tel: 021-68634510-8638

Zy2831@xcsc.com

煤炭板块相对指数表现



数据来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

《短期处于供需弱平衡 底部基本面可期——维持行业增持评级》

《短期标下滑符合预期 中长期涨价预期依然强烈——维持行业增持评级》

事件

近期，国家发改委会同国家能源局、国家安监总局和国家煤矿安监局共同发布了《关于进一步加强煤矿建设项目安全管理的通知》。通知中最核心内容为如下两点：1. 严格履行煤矿项目建设程序。新建、改扩建、技术改造（产业升级）和资源整合（兼并重组）煤矿项目投产后5年内，不得通过能力核定提高生产能力。生产煤矿通过能力核定提高生产能力后5年内，也不得再次通过能力核定提高生产能力。2. 全面开展煤矿建设项目大检查。省级煤炭行业管理部门、投资主管部门、煤矿安全监管机构立即组织有关煤矿企业开展煤矿建设项目大检查。

事件影响与简析

- 首先，我们认为此次通知将使去年被整合的煤炭资源短期内难以释放，对煤炭行业的整体供需环境将起到有益作用。在分析该通知之前，我们将结合最近4年煤炭行业的其他政策对二级市场的影响，来判断现时点推出该《通知》将对煤炭行业产生何种影响。
- 从时间节点上看，煤炭板块变动周期与行业景气度变动基本重合，且略微领先，这是由于资本市场更看重煤炭行业未来的发展状况，即预期。因此，行业政策的解读，应该结合所在时点的煤炭供需情况来看，进而推断政策对行业运行态势的影响。鉴于此，我们结合产业政策变动，将2007年初至今的煤炭板块行情分为4个时段，即2007年1-11月的牛市、2008年震荡市与熊市、2009年牛市与2009年8月至今的震荡市。通过对2007年至今出台的，作用于煤炭企业、煤炭供给和煤炭价格的各项政策进行重新梳理，我们发现直接作用于煤炭价格的行业政策对二级市场影响最大。
- 2009年下半年至今，行业政策面相对平静，近期最明显事件即为发改委的安全生产通知和资源税传言的交织。对扩张产能的限制，将使去年山西省的主要资源整合主体不会盲目地将原有的整合矿进行改造并投产；其他省份的煤炭企业再新建矿井之前也会先思而后动，不敢轻易确定产能。总体上看，这相当于对煤炭供给进行压缩，只要煤炭需求继续保持，煤炭价格上涨预期将再度形成，对二级市场也较为有利。
- 尽管控制供给提振了市场信心，但资源税推出的传闻短期内也给予市场较大冲击。近期，由于澳洲酝酿高额资源税和国内某些企业再度放出资源税即将调整的传闻，煤炭板块受到一定冲击。关于资源税的问题，我们的观点是年内推出的可能性非常大。如果按从价计征，税率在5%的范围内，市场可以承受；如果一步调整至8-10%，将使煤炭行业出现行业性亏损，负面影响极大。以煤炭企业所承担的社会责任和行业规模来看，我们认为年内直接调整至8-10%的可能性微乎其微。在目前的供需环境下，5%的调整幅度容易向下游转移，具体影响可参见2007年山西“三金”征收时的情况。
- 总体来看，管理层近几年对煤炭行业的各项政策尽管施力方向不同，但真正影响到二级市场变动的政策，一定是影响煤炭价格变动预期的政策。2010年，管理层从电煤合同谈判合同中基本抽身，所颁布的政策也没有控制煤炭价格的意向。我们认为目前整体的政策环境是比较有利的，故维持行业“增持”评级。在具体投资品种上，我们建议关注有确定性的资源扩张预期的公司，近期建议配置兖州煤业（600188）、开滦股份（600997）、大同煤业（601001）、国投新集（601918）和兰花科创（600123）。

一、事件

近期，国家发改委会同国家能源局、国家安监总局和国家煤矿安监局共同发布了《关于进一步加强煤矿建设项目安全管理的通知》。通知中最核心内容为如下两点：

1. 严格履行煤矿项目建设程序

所有新建项目、改扩建项目、生产能力提高一个标准设计档次（不含一个标准设计档次）以上的技术改造（产业升级）项目和净增生产能力 60 万吨/年及以上的资源整合（兼并重组）项目，必须履行项目核准、初步设计和安全设施设计审查程序。省级有关部门在规定权限内作出的项目核准、初步设计审查批准文件须抄报国家发展改革委、国家能源局。

新建、改扩建、技术改造（产业升级）和资源整合（兼并重组）煤矿项目投产后 5 年内，不得通过能力核定提高生产能力。生产煤矿通过能力核定提高生产能力后 5 年内，也不得再次通过能力核定提高生产能力。

2. 全面开展煤矿建设项目大检查

省级煤炭行业管理部门、投资主管部门、煤矿安全监管部门、煤矿安全监察机构要按照《国务院安委会关于立即开展全国安全生产大检查的通知》（安委明电〔2010〕1 号）和本通知要求，立即组织有关煤矿企业开展煤矿建设项目大检查。

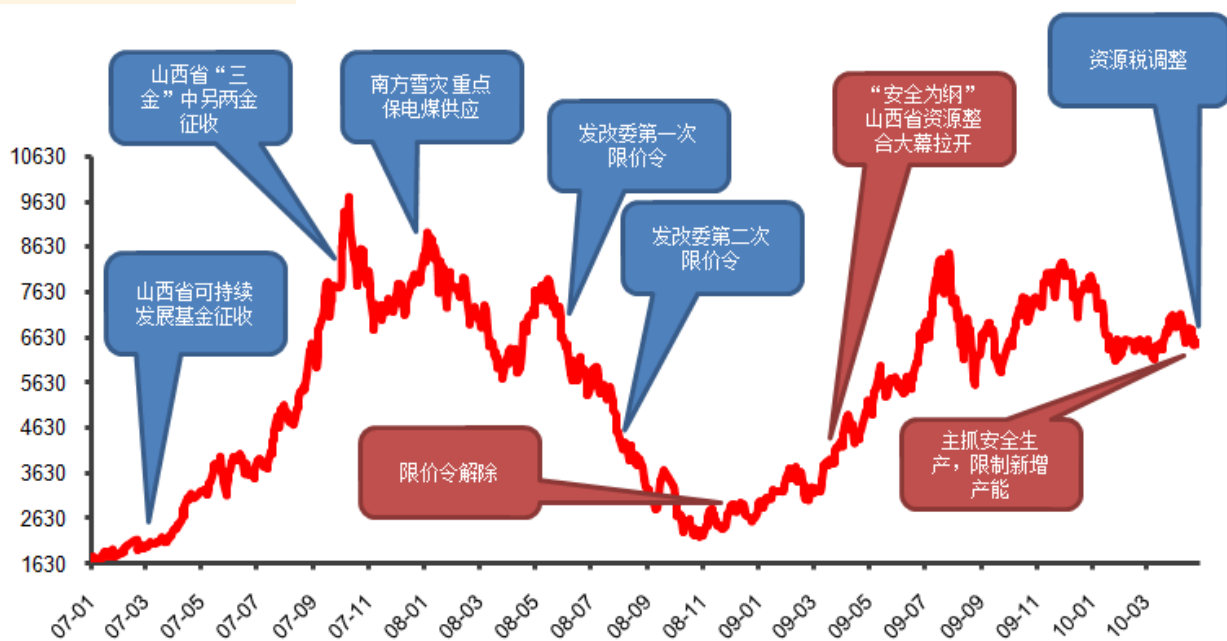
二、事件影响及简析

首先，我们认为此次通知将使去年被整合的煤炭资源短期内难以释放，对煤炭行业的整体供需环境将起到有益作用。在分析该通知之前，我们将结合最近 4 年煤炭行业的其他政策对二级市场的影响，来判断现时点推出该《通知》将对煤炭行业产生何种影响。

从时间节点上看，煤炭板块变动周期与行业景气度变动基本重合，且略微领先，这是由于资本市场更看重煤炭行业**未来的发展状况**，即**预期**。因此，行业政策的解读，应该结合所在时点的煤炭供需情况来看，进而推断政策对行业运行态势的影响。鉴于此，我们结合产业政策变动，将 2007 年初至今的煤炭板块行情分为 4 个时段，即 2007 年 1-11 月的牛市、2008 年震荡市与熊市、2009 年牛市与 2009 年 8 月至今的震荡市。

通过对 2007 年至今出台的，作用于煤炭企业、煤炭供给和煤炭价格的各项政策进行重新梳理，我们发现直接作用于煤炭价格的行业政策对二级市场影响最大。

图 1：发改委颁布的与煤炭行业相关政策（蓝色为利空 红色为利好）



数据来源：湘财证券研究所

阶段一：2007年1月-11月：山西试点推行政策增支政策 未改变行业趋势

2007年全年，针对煤炭行业的主要政策即山西“三金”的征收。当年3月，山西“煤炭可持续发展基金”率先征收，征收标准为动力煤14元/吨、无烟煤18元/吨、焦煤20元/吨。基金将主要用于企业难以解决的区域生态环境治理、扶持资源型城市转型和重点接替产业发展、解决因采煤引起的社会问题。当年第四季度，山西“三金”中的“矿山环境治理保证金”和“煤矿转产发展基金”开始征收，征收额度为吨煤15元。

2007年山西“三金”的征收，使山西省5家煤炭类上市公司归属股东净利润同比下降0.83%，大幅低于行业平均水平。然而，由于当年市场对煤炭价格未来上涨和成本向下游转移的预期十分强烈，因此煤炭板块表现依然强劲。

阶段二：2008年震荡市与熊市：政策风向转变 直接控制价格

2008年初，南方诸多省份遭受雪灾影响，电厂库存严重不足。发改委发布《关于做好当前煤炭和电力生产供应工作的紧急通知》，要求大型煤炭集团加强煤炭生产，全力保障电煤供应，推迟矿井检修和春节休假；另一方面，恢复符合安全生产条件的停产煤矿。

该通知明确提出“保电煤”，直接作用于煤炭供给端，使部分煤炭生产企业在销售上不得不将市场煤转化为电煤；另一方面，部分小煤矿重新复产也导致煤炭供给量短期内迅速增长。尽管在当时的条件下，短期煤炭供给增长并不对煤炭市场形成大的冲击，但是，由于煤炭企业和电力企业长久以来相互争利，管理层此次要求的“保电煤”实质上已经将政策风向偏向于电力行业，只是由于当时煤炭供给趋紧，资本市场对煤价上涨的预期仍在，因此煤炭板块仍保持较为强势的地位。

2008年6月和8月，在煤炭价格持续上涨并连连刷新历史新高的背景下，发改委连续两次限制煤炭坑口销售价格和港口销售价格，给煤炭价格明确地设置了天花板。在煤炭价格上涨无望的预期下，煤炭板块二级市场经历了强势调整。笔者于发改委首次发布限价令的当晚即调低煤炭板块与上市公司投资评级，就是基于政策调整会使煤炭价格上涨预期的消失的判断。因此，尽管当年煤炭企业利润绝对量和增速均为历史最高，但煤炭板块大幅跑输大盘。

阶段三：2009 年初至 8 月：放开价格管制 行业内部结构调整

2009 年 1 月 1 日起，发改委解除煤炭限价令，煤炭价格天花板消失。当年第二季度，山西省在矿难频发的背景下，启动了山西省内煤炭资源整合。此次整合明确了完成时间、被整合主体（单产规模小于 90 万吨的矿井）、整合主体（省内五大集团+两大运输企业）。此次资源整合，无论从整合规模、整合力度上看均是建国以来煤炭行业内部最大的一次结构调整，而结果就是山西省从事煤炭行业的经营主体数量被压缩了 60% 左右，行业集中度大大加强；山西煤炭产量也因整合而有所下降。

价格管制撤销、煤炭供给被压缩，煤炭价格上涨预期再度形成，煤炭板块在二级市场的表现也随之向好。

阶段四：2009 年 8 月至今：控制供给 政策性增支

2009 年下半年至今，行业政策面相对平静，近期最明显事件即为发改委的安全生产通知和资源税传言的交织。

此次发改委的安全生产通知，最核心的内容就是：**新建、改扩建、技术改造（产业升级）和资源整合（兼并重组）煤矿项目投产后 5 年内，不得通过能力核定提高生产能力。生产煤矿通过能力核定提高生产能力后 5 年内，也不得再次通过能力核定提高生产能力。**

对扩张产能的限制，将使去年山西省的主要资源整合主体不会盲目地将原有的整合矿进行改造并投产；其他省份的煤炭企业在新建矿井之前也会先思而后动，不敢轻易确定产能。总体上看，这相当于对煤炭供给进行压缩，只要煤炭需求继续保持，煤炭价格上涨预期将再度形成，对二级市场也较为有利。

尽管控制供给提振了市场信心，但资源税推出的传闻短期内也给予市场较大冲击。近期，由于澳洲酝酿高额资源税和国内某些企业再度放出资源税即将调整的消息，煤炭板块也受到一定冲击。

关于资源税的问题，我们的观点是年内推出的可能性非常大。如果按从价计征，税率在 5% 的范围内，市场可以承受；如果一步调整至 8-10%，将使煤炭行业出现行业性亏损，负面影响极大。以煤炭企业所承担的社会责任和行业规模来看，我们认为年内直接调整至 8-10% 的可能性微乎其微。在目前的供需环境下，5% 的调整幅度容易向下游转移，具体影响可参见 2007 年山西“三金”征收时的情况。

三、投资建议

总体来看，管理层近几年对煤炭行业的各项政策尽管施力方向不同，但真正影响到二级市场变动的政策，一定是影响煤炭价格变动预期的政策。2010 年，管理层从电煤合同谈判合同中基本抽身，所颁布的政策也没有意图控制煤炭价格的意向。我们认为目前整体的政策环境是比较有利的，故维持行业“增持”评级。

在具体投资品种上，我们建议关注有确定性的资源扩张预期的公司，近期建议配置兖州煤业（600188）、开滦股份（600997）、大同煤业（601001）、国投新集（601918）和兰花科创（600123）。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。