

推荐 (维持)

供求维持低位均衡，铁路瓶颈成制约因素

2010 年 11 月 30 日

煤炭行业 2011 年度投资策略

上证指数

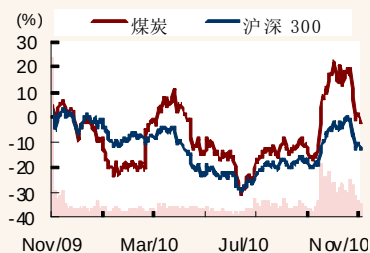
2820

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	27	1.6
总市值 (亿元)	11246	4.8
流通市值 (亿元)	8647	5.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16.4	12.3	-4.9
相对表现	-8.3	0.0	10.3



相关报告

1、《煤炭行业 2010 年四季度投资策略--明年行业好于预期,近 10 年旺季投资成功率 70%》2010/10/8

2、《煤炭行业专题报告-铁路运输瓶颈将致区域供求紧张》2010/9/27

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

在经济转型的大背景下,消费量增速减缓,同时国家也将控制煤炭产量,预计十二五期间煤炭供求将维持低位均衡。行业集中度将大幅提升,铁路也将面临瓶颈,明年现货煤价稳中看涨,近期需要关注发改委是否限价,维持行业推荐评级。短期需要注意宏观政策再次收紧的风险。

- **煤炭供求维持低位均衡:** 在经济转型和降低碳排放的驱动下,国家将通过开发新能源减少煤炭消费量和控制煤炭产量(拟设置产量天花板),煤炭需求和供给增速将成双下降趋势,我们预计十二五期末消费量达到 40.8 亿吨,年度复合增速为 4.5%;十二五期末煤炭产量达到 39.8 亿吨,年度复合增速 4.4%。再考虑进口和库存变动,十二五期间煤炭供求基本维持低位均衡。
- **产业集中度将大幅提升,定价能力增强:** 十二五期间,煤矿总数控制在 4000 家以内,较 10 年下降 56%。规划建成 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级煤炭企业。煤炭行业 CR4 和 CR8 将提高到 33%和 46%,较 09 年分别提高 13 和 22 个百分点。煤炭行业将从竞争型过渡到寡占型,行业定价能力增强。
- **煤炭重心进一步西移,铁路瓶颈凸显:** 10 年三西煤炭产量占全国的 53%,增量占全国的 88%。十二五期间将进一步开发西部。这将加大西煤东运的铁路压力。我们预计 10 年三大通道外运增量 1.5 亿吨,而 11 年、12 年和 13 年外运增量只有 1.04 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨,14 年后随着新铁路建成,铁路瓶颈才有所缓解。
- **煤价稳中看涨,关注发改委是否限价:** 重点合同电煤价格预期上涨,电煤现货价将继续抬高波动区间,炼焦煤价格至少稳定,发改委是否限价值得关注。
- **维持行业推荐投资评级:** 在低增速下维持供求平衡。而短期煤炭遭遇铁路瓶颈,在十二五的前半段煤炭将呈现供不应求的局面,继续维持行业推荐的投资评级。白马中选择内生性产能增长较快的煤炭公司(西山煤电、山煤国际、兰花科创、盘江股份、昊华能源)和资产注入预期强的煤炭公司(国阳新能、大同煤业、开滦股份、潞安环能)。黑马中选择两个太工天成和煤气化。地域上优选山西煤炭上市公司:再造山西及山西大企业集团的整合概念。
- **风险因素:** 国家是否对煤炭限价,宏观政策可能进一步收紧。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
西山煤电	24.09	0.71	1.10	1.69	21.9	14.3	6.4	强烈推荐-A
山煤国际	29.44	1.00	1.09	1.61	27.0	18.3	7.8	强烈推荐-A
兰花科创	42.69	2.22	2.27	3.15	18.8	13.6	4.1	强烈推荐-B
盘江股份	24.44	1.02	1.33	1.45	18.4	16.9	4.8	强烈推荐-A
昊华能源	43.73	1.04	2.09	2.77	20.9	15.8	4.0	强烈推荐-A
大同煤业	21.50	0.89	0.77	0.79	27.9	27.2	4.1	强烈推荐-A
开滦股份	19.08	0.67	0.69	0.76	27.7	25.1	4.4	强烈推荐-A
国阳新能	26.03	0.77	1.08	1.16	24.1	22.4	8.4	强烈推荐-A
潞安环能	48.30	1.83	2.65	3.10	18.2	15.6	5.4	强烈推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、煤炭产量平稳增长	4
1、巨额投资带来大量产能释放压力	4
2、关闭小煤矿减少产能释放压力	6
3、十二五煤炭产量预测	8
二、煤炭消费量在转型中增速下降	9
1、经济转型降低碳排放将减少煤炭需求增速	9
2、四大行业单位能耗下降	10
3、煤炭消费量预测	11
三、煤炭供求维持低位均衡	14
四、产业集中度大幅度提升，定价能力增强	15
1、煤矿企业数量下降为 4000 家	15
2、大型煤矿产量占比提升至 65%	15
3、煤炭行业过渡到寡占型，定价能力提升	16
五、煤炭产量重心进一步西移，铁路瓶颈凸现	17
1、煤炭产量重心西移	17
2、铁路瓶颈制约煤炭有效供给	18
六、煤价稳中看涨，关注是否限价	20
1、电煤价格：预期看涨，关注发改委是否限价	20
2、炼焦煤价格：至少稳定	22
七、投资策略	24
1、维持行业推荐评级	24
2、股票选择	24
3、风险提示	24

图表目录

图 1: 近 6 年煤炭固定资产投资及增速	4
图 2: 近三个五年计划期间煤炭固定资产投资比较	4
图 3: 煤炭行业新增产能大幅度增加	5
图 4: 煤炭行业近三个五年计划期间新增产能比较	5
图 5: 吨煤投资额逐年大幅度增加	5
图 6: 按 05 年不变价格计算十一五期间万元 GDP 能耗下降 20%	9
图 7: 煤炭企业数 2015 年下降至 4000 家以内	15
图 8: 2015 年煤炭行业 CR4 和 CR8 提高到 33%和 46%.....	16
图 9: 国内现货与长协价格价差较大	20
图 10: 澳大利亚长协与现货基本接轨	20
图 11: 国内现货与长协价差远高于剔除 08 年异常值后的均值	21
图 12: 秦皇岛现货价格与年度均价比价	22
图 13: 澳煤 BJ 现货价格走势	22
图 14: 日澳炼焦煤合同基准价	23
图 15: 西煤主焦煤合同价低于现货 135 元/吨	23
图 16: 西煤肥精煤合同价高于现货 30 元/吨	23
表 1: 煤炭产量规划与实际比较	4
表 2: 煤炭行业在建规模较大	6
表 3: 十二五新增煤炭产能预测	6
表 4: 十一五关闭小煤矿情况	6
表 5: 十一五、十二五关闭小煤矿计划	7
表 6: 煤炭产量预测	8
表 7: 万元 GDP 能耗下降幅度	9
表 8: 煤炭占一次性能源消费比例下降 6 个百分点	10
表 9: 下游四大行业煤炭单耗逐年下降	10
表 10: 生铁单耗基本维持稳定	11
表 11: 水泥单耗逐年下降	11
表 12: 电力结构调整及火电增速预测	12
表 13: 下游四大行业产量预测	12
表 14: 煤炭消费量预测	13
表 15: 煤炭供求维持低位均衡	14
表 16: 近三个五年规划大型煤炭企业个数比较	16
表 17: 大型煤炭企业占比提升至 65%.....	16
表 18: 我国煤炭产量进一步西移	17
表 19: 煤炭铁路运量占煤炭产量大约 50%.....	18
表 20: 三西煤炭的外调量达 10 亿吨	18
表 21: 三西三大运煤通道铁路运力增量有限	19
表 22: 国内煤价远低于澳煤价格	21
表 23: 国内国际炼焦煤长协价格比较	23
表 24: 内生性成长较快公司	24
表 25: 煤炭上市公司估值对比表	25

一、煤炭产量增速下降

十二五，在经济转型、降低碳排放的大背景下，发改委能源局领导欲设置天花板控制煤炭产量，规划 2015 年煤炭产量 38 亿吨，我们后面分析的结论是煤炭产量可能再次超出发改委的产量规划。

表 1: 煤炭产量规划与实际比较

单位: 万吨	九五	十五	十一五	十二五
时间段	1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015
规划前一年产量	13	10	22	32
煤炭产量规划	14.5		26	38
规划年均产量增长	0.30		0.82	1.2
规划期末实际产量	10	22	32	40
规划期末年均实际产量增长	-0.6	2.4	2	2
最新调整后实际产量	14	24	32	40
超规划产量	-0.7		5.9	2

资料来源：国家统计局，注 1、十二五的数据为我们预测数。注 2，统计局最新调整后的 05 年产量为 23.5 亿吨，这里 05 年数据仍沿用当时做规划时报出的产量数据 22 亿吨。

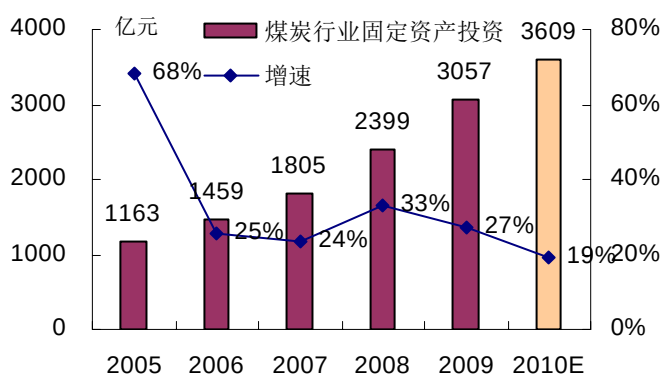
1、巨额投资带来大量产能释放压力

固定资产投资大幅增加

在行业景气度不断攀升的情况下，煤炭行业固定资产投资大幅增加，从 2005 年的 1163 亿元增加到 09 年的 3057 亿元，10 年前 9 个月投资 2461 亿元，同比增长 18.4%，预计 10 年全年投资 3609 亿元，同比增长 19%。

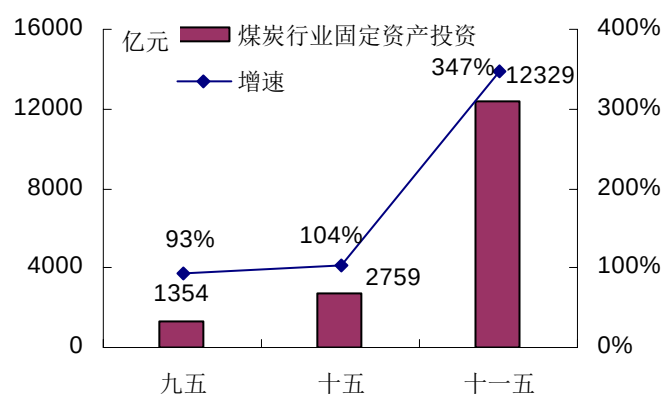
十一五期间煤炭行业固定资产投资大约 12329 亿元，较十五的 2759 亿元增长 347%。

图 1: 近 6 年煤炭固定资产投资及增速



资料来源：国家统计局

图 2: 近三个五年计划期间煤炭固定资产投资比较



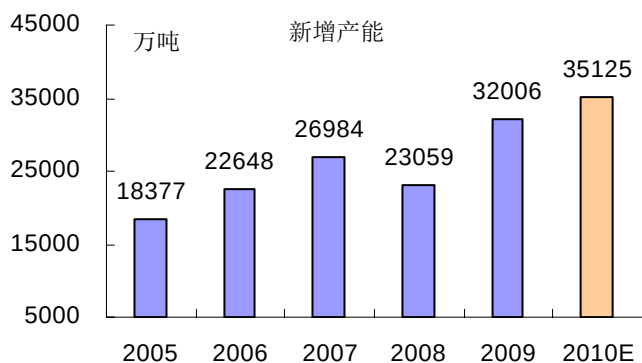
资料来源：国家统计局

新增产能较大

煤炭行业吨煤投资大幅度攀升（从 2006 年的 309 元/吨上升到 09 年的 555 元/吨），但是大量的固定资产投资仍然带来了大量的新增产能。

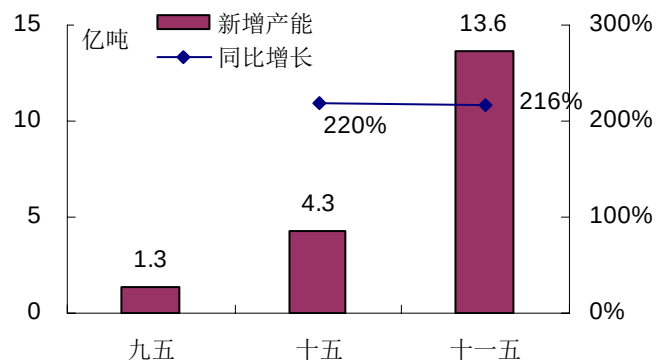
十一五期间，煤炭行业新增产能 13.6 亿吨，较十五的 4.3 亿吨增长 216%。

图 3: 煤炭行业新增产能大幅度增加



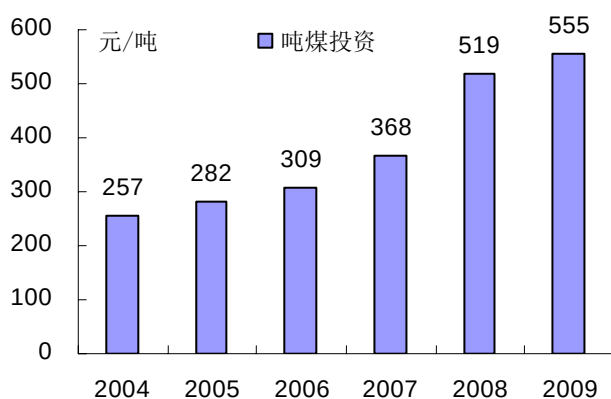
资料来源: 国家统计局

图 4: 煤炭行业近三个五年计划期间新增产能比较



资料来源: 国家统计局

图 5: 吨煤投资额逐年大幅度增加



资料来源: 国家统计局

目前在建产能较大, 未来有较大的产能释放压力

据统计局数据, 截止 09 年底, 煤炭在建总规模 12 亿吨, 09 年施工规模 10 亿吨, 其中, 09 年新开工 4.8 亿吨。减去 09 年新投产产能后, 09 年底在建产能 6.9 亿吨。

十二五规划新开工煤矿建设规模 5 亿吨, 部分结转至十三五, 按照 50%左右结转计算, 十二五大约新增产能 2.5 亿吨。

十二五期间总投产的产能大约 9.4 亿吨, 每年新增产能大约 1.9 亿吨。较十一五期间的平均 2.7 亿吨大幅度下降。

在建产能续建需要大量投资, 我们预计未来五年固定资产投资前高后低, 相应的煤炭产能释放也呈前高后低态势。我们预计, 十二五期间累计新增产能 9.7 亿吨 (高于前面 9.4 亿吨的数据), 其中, 10-15 年每年新增煤炭产能 3.3 亿吨、2.1 亿吨、2 亿吨、1.93 亿吨、1.85 亿吨和 1.78 亿吨。

表 2: 煤炭行业在建规模较大

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
建设总规模 (亿元)	1905	3146	4639	4873	6590	10090
在建总规模 (亿元)	1847	2665	3904	3848	5307	8287
在建净规模 (亿元)	846	1433	2081	1789	2437	4494
建设规模 (万吨)	59331	85001	110709	136745	102845	119584
本年施工规模 (万吨)	43625	75656	95265	109746	89493	101008
本年新开工 (万吨)	26955	41029	39402	43304	33978	48249
本年新增产能 (万吨)	11608	18377	22648	26984	23059	32006

资料来源: 国家统计局

注: 建设总规模是指在报告期内所有施工项目的计划总投资。这个指标和施工项目相对应。在建总规模是指在报告期末所有在建项目的计划总投资。在建净规模是指报告期末所有在建项目建成投产尚需的投资总量。在建净规模 = 在建总规模 - 未投产项目 (期末在建) 累计完成投资。

表 3: 十二五新增煤炭产能预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭行业投资 (亿元)	1459	1805	2399	3057	3653	2664	2664	2664	2664	2664
固定资产投资增速	25.5%	23.7%	33.0%	27.4%	19.5%	-27.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
煤炭行业新增固定资产 (亿元)	699	993	1197	1777	2009	1332	1332	1332	1332	1332
固定资产交付使用率	48%	55%	50%	58%	55%	50%	50%	50%	50%	50%
新增产能 (万吨)	22648	26984	23059	32006	33486	21143	20182	19304	18500	17760
吨煤投资 (元/吨)	309	368	519	555	330786	351929	372111	391415	409915	427675

资料来源: 国家统计局

2、关闭小煤矿减少产能释放压力

十一五期间, 关闭小煤矿 4 亿吨

- 2005 年, 国务院确定争取用三年左右的时间解决小煤矿问题。
- 2007 年初, 《煤炭工业发展“十一五”规划》明确提出整合改造中小煤矿, 到 10 年小型煤矿数量从 2005 年的 20622 处下降到 2010 年的 1 万处, 产量从 05 年的 10 亿吨下降为 10 年的 7 亿吨。
- 08 年 10 月, 《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》, 提出今后 3 年关闭小煤矿 2501 处, 扩建改造或大矿托管小煤矿 1616 处。

2006—2009 年, 全国共关闭不具备安全生产条件、不符合产业政策、浪费资源、污染环境的小煤矿 7466 处, 淘汰落后产能约 3 亿吨/年。2010 年计划关闭矿井 1539 处, 关闭产能 12167 万吨, 截止到 9 月份, 全国已公告关闭小煤矿名单 1611 个, 淘汰落后产能 13459 万吨 (已超额完成计划数)。

经过近五年的努力, 十一五期间小煤矿减少大约 10000 个, 减少产能 4 亿吨。

表 4: 十一五关闭小煤矿情况

	2006	2007	2008	2009	201001-09	截止 10 年 9 月已关闭合计	2010E
关闭煤矿数量 (个)	1571	4982	1031	1000	1611	10195	1611
关闭煤矿产能 (万吨)	3532	11160	4891	7000	13459	40041	13459
小煤矿单矿产能 (吨)	2.2	2.2	4.7	7	8.4	3.9	8.4

资料来源: 招商证券

十二五期间将关闭小煤矿 2 亿吨

十二五期间将继续延续十一五的关闭小煤矿政策，根据相关媒体报道，分区域采取不同的政策将 30 万吨的小煤矿逐渐关停。

- **山西、内蒙古、宁夏、甘肃和新疆六省**将以整合改造为重点，将 30 万吨以下的小煤矿退出生产领域；
- **云南和贵州**采取上大压小、整合改造和关闭淘汰相结合的方式减少小煤矿数量。
- **辽宁、吉林、黑龙江、河北、河南和安徽六省**由于靠近煤炭主产区，小煤矿十二五期间或大幅减少；
- **江苏、福建、江西、湖北、湖南、广西、四川、重庆 8 省区市**的小煤矿也将逐步关闭和淘汰。

根据规划的目标，我们预计到 2015 年：

- 30 万吨以下小煤矿产能降为 2.6 亿吨，
- 整合改造煤矿产能大约 2.5 亿吨，
- 总体计算，关停小煤矿减少产能大约 2 亿吨。则平均每年减少产能 4000 万吨

表 5：十一五、十二五关闭小煤矿计划

	2005		2010E		2015E	
	数量	产量	数量	产量	数量	产量
全国	20622	100547	10000	70000	4166	25810
北京	52	550	0	0		
河北	600	2630	300	1500	300	1500
山西	3124	18400	1100	11500	0	0
内蒙古	602	12651	200	7500	0	0
辽宁	939	1685	300	1100	120	440
吉林	370	965	200	800	80	320
黑龙江	1330	4262	600	3400	240	1360
江苏	18	361	18	200	9	100
浙江	4	50	0			
安徽	265	970	100	600	40	240
福建	397	1750	300	1500	150	750
江西	767	1987	400	1500	200	750
山东	188	2426	100	1500	100	1500
河南	698	10800	500	6500	200	2600
湖北	691	600	200	600	100	300
湖南	1646	5619	1100	5000	550	2500
广东	18	400				
广西	55	550	30	400	15	200
重庆	1287	2848	700	2200	350	1100
四川	1975	6440	1300	6000	910	4200
贵州	2143	8630	1000	6000	300	1800
云南	1806	4505	757	3500	227	1050
陕西	769	6990	250	5000	250	5000
甘肃	340	883	200	700	0	0
青海	29	140	25	100	25	100
宁夏	97	140	70	100	0	0
新疆	412	3315	250	2800	0	0

资料来源：招商证券

3、十二五煤炭产量预测

前面从两个方面分析了煤炭产能情况，这里我们继续预测未来五年煤炭产量情况。

预计 10-15 年煤炭产量分别为 32 亿吨、33.6 亿吨、35.2 亿吨、36.8 亿吨、38.4 亿吨和 39.8 亿吨，同比分别增长 7.7%、4.9%、4.9%、4.4%、4.4%和 3.6%。

十二五期间新增产量 7.75 亿吨(平均 1.55 亿吨)，较十一五的 8.5 亿吨(平均 1.7 亿吨)下降 9%。

十二五期间煤炭产量年度复合增速 4.4%，较十一五的 6.4%下降 2 个百分点。

表 6：煤炭产量预测

单位：万吨	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭行业投资（亿元）	2399.25	3056.93	3653	2664	2664	2664	2664	2664
新增固定资产（亿元）	1197	1777	2009	1332	1332	1332	1332	1332
新增产能	23059	32006	33486	21143	20182	19304	18500	17760
关闭产能	4891	7000	13459	4000	4000	4000	4000	4000
煤炭产能	277092	302098	322125	339268	355450	370754	385254	399014
煤炭产量	280200	297300	320123	335840	352214	367694	383804	397638
年度新增产量	11000	17100	22823	15717	16374	15480	16111	13834
产量增速	4.1%	6.1%	7.7%	4.9%	4.9%	4.4%	4.4%	3.6%

资料来源：国家统计局、招商证券

二、煤炭消费量在转型中增速下降

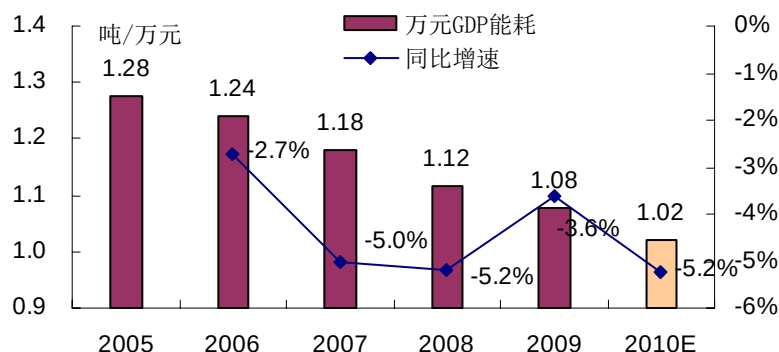
1、经济转型降低碳排放将减少煤炭需求增速

未来五年将是经济转型、节能降耗至关重要的五年。

09 年 11 月 26 日，我国对外宣布，到 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%—45%。非化石能源占比将提高到 15%。

到 2015 年，非化石能源提高到占比 11%，煤炭占一次性能源消费比例将下降 6 个百分点至 63%。

图 6：按 05 年不变价格计算十一五期间万元 GDP 能耗下降 20%



资料来源：国家统计局、招商证券

不考虑新能源占比提高，则需要在 2006-2010 年降低万元 GDP 能耗 20%的基础上，2011-2020 年下降 31%。

分解到未来 2 个五年计划之内，需要各下降 17%，年度复合下降 3.7%即可完成总体下降 45%的目标。

表 7：万元 GDP 能耗下降幅度

	万元 GDP 能耗下降幅度	年度复合下降幅度
2006-2010	-20%	-4.4%
2011-2015	-17%	-3.7%
2015-2020	-17%	-3.7%
2006-2020	-45%	-3.9%

资料来源：国家统计局、招商证券

表 8: 煤炭占一次性能源消费比例下降 6 个百分点

	能源消费总量(万吨标准煤)	同比增长	占能源消费总量的比重(%)				原煤消费量(万吨)	原油消费量(万吨)	天然气消费量(亿立方米)
			原煤	原油	天然气	水电、核电、风电			
2001	150406	3.3%	68.3	21.8	2.4	7.5			
2002	159431	6.0%	68.0	22.3	2.4	7.3			
2003	183792	15.3%	69.8	21.2	2.5	6.5	157900	25200	
2004	213456	16.1%	69.5	21.3	2.5	6.7	187000	29000	415
2005	235997	10.6%	70.8	19.8	2.6	6.8	214000	30000	500
2006	258676	9.6%	71.1	19.3	2.9	6.7	237000	32000	556
2007	280508	7.8%	71.1	18.8	3.3	6.8	258000	34000	673
2008	291448	4.0%	70.3	18.3	3.7	7.7	274000	36000	807
2009	306647	5.2%	70.4	17.9	3.9	7.8	302000	38000	887
2015E	422818	5.5%	63.0	17.7	8.3	11.0	380536	50198	2600
复合增速	5.5%						3.9%	4.7%	19.6%

资料来源：国家统计局、招商证券

2、四大行业单位能耗下降

煤炭行业下游四大行业：火电、钢铁、水泥和石化，占煤炭消费量接近 80%。近几年四大行业单位能耗皆有不同程度的下降。

- 2005-2010 年，供电标煤单耗累计下降了 40 克/千瓦时，年均下降 8 克/千瓦时，预计未来仍能小幅下降，预计每年下降大约 4 克/千瓦小时左右。
- 2005-2010 年，生铁单耗下降幅度只有 0.04 吨/吨，生铁的能耗下降幅度极其有限，钢铁行业主要在于用价格较低的喷吹煤替代价格较高的焦炭，以获取较高的经济效益（而该过程对单位能耗下降幅度贡献极其有限）。
- 水泥行业的能耗下降主要在于能耗较低的新型干法水泥替代湿法，从 05 年的 39.5%提高到 09 年的 69.3%。而两者的能耗差距大约 60 千克/吨（新型干法水泥和立窑耗煤分别为 168 千克/吨和 224 千克/吨）。十二五期间，新型干法水泥的占比将从 10 年的 70%提高到 90%，预计水泥综合单耗将从 10 年的 185 千克/吨继续下降至 15 年的 174 千克/吨。

表 9: 下游四大行业煤炭单耗逐年下降

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
供电标煤单耗（克/千瓦时）	374	366	356	349	342	334	330	326	322	318	314
生铁单耗（吨/吨）	0.72	0.71	0.71	0.71	0.69	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
水泥单耗（千克/吨）	186	178	195	189	185	185	183	180	178	176	174
合成氨单耗（吨/吨）	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8

资料来源：国家统计局，招商证券

表 10: 生铁单耗基本维持稳定

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
重点钢铁企业喷煤比 (吨/吨生铁)	0.135	0.145	0.148	0.148	0.148	0.148	0.148	0.148
重点钢铁企业入炉焦比 (吨/吨生铁)	0.396	0.374	0.369	0.369	0.369	0.369	0.369	0.369
重点大中型企业生铁占比	76%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%
小型企业生铁占比	24%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
小型企业生铁入炉焦比 (吨/吨生铁)	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
吨生铁耗煤 (吨/吨生铁)	0.71	0.69	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
重点钢铁企业喷煤比 (吨/吨生铁)	0.69	0.67	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
重点钢铁企业入炉焦比 (吨/吨生铁)	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77
重点钢铁企业耗煤 (吨/吨生铁)	0.69	0.67	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
小型钢铁企业耗煤 (吨/吨生铁)	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77

资料来源: 我的钢铁网, 招商证券

表 11: 水泥单耗逐年下降

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
新型干法水泥产量占比	62%	69%	70%	74%	78%	82%	86%	90%
新型干法吨水泥煤耗 (千克/吨)	168	168	168	168	168	168	168	168
湿法立窑水泥耗煤 (千克/吨)	224	224	224	224	224	224	224	224
吨水泥耗煤 (千克/吨)	189	185	185	183	180	178	176	174

资料来源: 招商证券

3、煤炭消费量预测

火电: 调结构中增速下降

随着国家政策对新能源的支持, 风电、核电等装机容量大幅度增长, 到 2015 年电力装机容量有了较大的改变, 预计到 2015 年电力装机容量为 14.4 亿千瓦, 其中:

- 火电装机容量 9.25 亿千瓦, 占比 64% (较 09 年的 75% 下降 11 个百分点),
- 火电发电量 4.6 万亿千瓦时, 占比 75% (较 09 年的 82% 下降 7 个百分点)。
- 未来五年全社会总发电量年度复合增速 8.3%, 与 GDP 弹性低于 1, 与经济转型大致匹配, 火电量年度复合增速 6.4%, 与降低化石能源比重相匹配。

表 12: 电力结构调整及火电增速预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
发电量合计 (亿千瓦时)	34047	36506	40576	45738	49154	52987	56810	60382
发电量增速	4%	7%	11%	13%	7%	8%	7%	6%
火电电量	27857	29828	33801	36848	39270	41820	44115	46155
火电增速	3.3%	6.9%	13.3%	9.0%	6.6%	6.5%	5.5%	4.6%
水电电量	5277	5127	5640	7368	7896	8424	8952	9480
核电电量	684	700	715	772	938	1393	2093	2797
风电电量	128	269	420	750	1050	1350	1650	1950
电量占比结构								
火电电量占比	82%	82%	83%	81%	80%	79%	78%	76%
水电电量占比	15%	14%	13.9%	16.1%	16.1%	15.9%	15.8%	16%
核电电量占比	2%	2%	1.8%	1.7%	1.9%	2.6%	3.7%	5%
风电电量占比	0.4%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%
装机								
火电装机 (万千瓦)	60132	65205	70000	74500	79500	84500	88500	92500
水电装机 (万千瓦)	17152	19679	21000	22500	24000	25500	27000	28500
核电装机 (万千瓦)	885	908	1016	1190	1490	2490	3490	4500
风电装机 (万千瓦)	894	1613	3000	4500	6000	7500	9000	10500
装机合计 (万千瓦)	79063	87405	99816	108130	117070	126710	135350	144000
火电装机占比	76%	75%	70%	69%	68%	67%	65%	64%
水电占比	22%	23%	21%	21%	21%	20%	20%	20%
核电占比	1%	1%	1%	1%	1%	2%	3%	3%
风电占比	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	7%
发电小时								
火电小时	4885	4865	5000	5100	5100	5100	5100	5100
水电小时	3589	3328	3200	3200	3200	3200	3200	3200
核电小时			7600	7600	7600	7600	7600	7600
风电小时			2000	2000	2000	2000	2000	2000

资料来源: 国家统计局, 招商证券

钢铁和水泥: 与投资相关的品种, 增速较十一五下降

在经济转型的大背景下, 提升消费占 GDP 的比重, 降低固定资产投资占 GDP 的比重呈必然趋势, 与固定资产投资相关钢铁和水泥增速将面临下降趋势, 不过仍能维持一定的增长。我们假设

- 生铁 10 年增速 10%, 11 年及之后生铁 5% 的增速;
- 水泥行业 10 年 15%, 11 年 8% 的增速, 之后假设 6% 的增速;

合成氨: 10 年增速为 0%, 11 年后假设增速为 3%

表 13: 下游四大行业产量预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
火电量 (亿千瓦时)	27013	27901	29828	33801	36848	39270	41820	44115	46155
火电增速	16.5%	3.3%	6.9%	13.3%	9.0%	6.6%	6.5%	5.5%	4.6%
生铁产量 (万吨)	46945	47067	54375	59812	62803	65943	69240	72702	76337
生铁增速	16.2%	0.3%	15.5%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
水泥产量 (万吨)	135412	138838	162898	187333	202319	214458	227326	240965	255423
水泥增速	12.5%	2.5%	17.3%	15.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
合成氨产量 (万吨)	5159	4995	5136	5136	5290	5448	5612	5780	5953
合成氨增速	4.5%	-3.2%	2.8%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源: 国家统计局, 招商证券

综合前面的分析,

- 预计 10—15 年煤炭下游四大行业耗煤量分别为 24.9 亿吨、26.6 亿吨、28.1 亿吨、29.6 亿吨、31 亿吨和 32.3 亿吨, 同比分别增长 11.1%、7.1%、5.4%、5.4%、4.8% 和 4.3%。
- 预计 10—15 年煤炭总消费量分别为 32.8 亿吨、34.9 亿吨、36.6 亿吨、38.1 亿吨、39.5 亿吨和 40.8 亿吨, 同比分别增长 5.3%、6.5%、4.7%、4.1%、3.7%和 3.4%。11-15 年年度复合增速为 4.5%。较十一五期间的 7.7%下降 3.2 个百分点。年均新增消费量为 1.6 亿吨, 较十一五期间的 2.03 亿吨下降 20.7%。

表 14: 煤炭消费量预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
热、电耗煤 (万吨)	139888	143010	149546	166180	179377	189733	200563	210258	218877
生铁耗煤 (万吨)	33211	33341	37374	40865	42908	45054	47306	49672	52155
水泥耗煤 (万吨)	6686	6474	6656	6933	7141	7355	7576	7803	8037
合成氨耗煤 (万吨)	206131	209118	223743	248597	266361	280813	295927	310103	323410
四大行业耗煤合计 (万吨)	206131	209118	223743	248597	266361	280813	295927	310103	323410
四大行业耗煤增速	16.6%	1.4%	7.0%	11.1%	7.1%	5.4%	5.4%	4.8%	4.3%
其他行业耗煤 (万吨)	45521	66419	87714	79514	83000	85000	85000	85000	85000
总耗煤量合计 (万吨)	251651	275537	311457	328111	349361	365813	380927	395103	408410
总耗煤量增速	7.0%	9.5%	13.0%	5.3%	6.5%	4.7%	4.1%	3.7%	3.4%
火电耗煤占比	56%	52%	48%	51%	51%	52%	53%	53%	54%
生铁耗煤占比	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	13%	13%
水泥耗煤占比	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
合成氨耗煤占比	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
四大行业耗煤占比	82%	76%	72%	76%	76%	77%	78%	78%	79%

资料来源: 国家统计局, 招商证券

三、煤炭供求维持低位均衡

综合前面的分析:

- 预计 10-15 年煤炭产量分别为 32 亿吨、33.6 亿吨、35.2 亿吨、36.8 亿吨、38.4 亿吨和 39.8 亿吨, 同比分别增长 7.7%、4.9%、4.9%、4.4%、4.4%和 3.6%。十二五期间年均新增产量 1.55 亿吨, 较十一五的 1.7 亿吨下降 9%。**年度复合增速 4.4%**。较十一五的 6.4%下降 2 个百分点。
- 预计 10—15 年煤炭总消费量分别为 32.8 亿吨、34.9 亿吨、36.6 亿吨、38.1 亿吨、39.5 亿吨和 40.8 亿吨, 同比分别增长 5.3%、6.5%、4.7%、4.1%、3.7%和 3.4%。十二五期间年均新增消费为 1.6 亿吨, 较十一五期间的 2.03 亿吨下降 20.7%。年度复合增速为 4.5%。较十一五期间的 7.7%下降 3.2 个百分点。
- 再考虑进出口和库存变动, 十二五期间煤炭供求基本均衡。

表 15: 煤炭供求维持低位均衡

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭产量 (万吨)	280200	297300	320123	335840	352214	367694	383804	397638
产量增速	4.1%	6.1%	7.7%	4.9%	4.9%	4.4%	4.4%	3.6%
出口量 (万吨)	4543	2240	1900	2000	2000	2000	2000	2000
进口量 (万吨)	4040	12583	15500	15500	15500	15500	15500	15500
净进口 (万吨)	-503	10343	13600	13500	13500	13500	13500	13500
总供给量 (万吨)	279697	307643	333723	349340	365714	381194	397304	411138
总供给量增速	4.5%	10.0%	8.5%	4.7%	4.7%	4.2%	4.2%	3.5%
火电量 (亿千瓦时)	27901	29828	33801	36848	39270	41820	44115	46155
火电增速	3.3%	6.9%	13.3%	9.0%	6.6%	6.5%	5.5%	4.6%
生铁产量 (万吨)	47067	54375	59812	62803	65943	69240	72702	76337
生铁增速	0.3%	15.5%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
水泥产量 (万吨)	138838	162898	187333	202319	214458	227326	240965	255423
水泥增速	2.5%	17.3%	15.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
合成氨产量 (万吨)	4995	5136	5136	5290	5448	5612	5780	5953
合成氨增速	-3.2%	2.8%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
热电耗煤合计 (万吨)	143010	149546	166180	179377	189733	200563	210258	218877
生铁耗煤 (万吨)	33341	37374	40865	42908	45054	47306	49672	52155
水泥耗煤 (万吨)	26293	30167	34618	36935	38670	40481	42370	44341
合成氨耗煤 (万吨)	6474	6656	6933	7141	7355	7576	7803	8037
四行业耗煤合计 (万吨)	209118	223743	248597	266361	280813	295927	310103	323410
四大行业耗煤增速	1.4%	7.0%	11.1%	7.1%	5.4%	5.4%	4.8%	4.3%
其他行业耗煤 (万吨)	66419	87714	79514	83000	85000	85000	85000	85000
总耗煤量合计 (万吨)	275537	311457	328111	349361	365813	380927	395103	408410
总耗煤量增速	3.1%	13.0%	5.3%	6.5%	4.7%	4.1%	3.7%	3.4%
供给-需求 (万吨)	4160	-3814	5612	-21	-99	266	2201	2728
库存增加 (万吨)	4160	-3814	5612	-21	-99	266	751	1352
热、电耗煤占比	52%	48%	51%	51%	52%	53%	53%	54%
生铁耗煤占比	12%	12%	12%	12%	12%	12%	13%	13%
水泥耗煤占比	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
合成氨耗煤占比	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
四大行业耗煤占比	76%	72%	76%	76%	77%	78%	78%	79%

资料来源: 国家统计局, 招商证券

四、兼并重组仍是主题，产业集中度大幅度提升

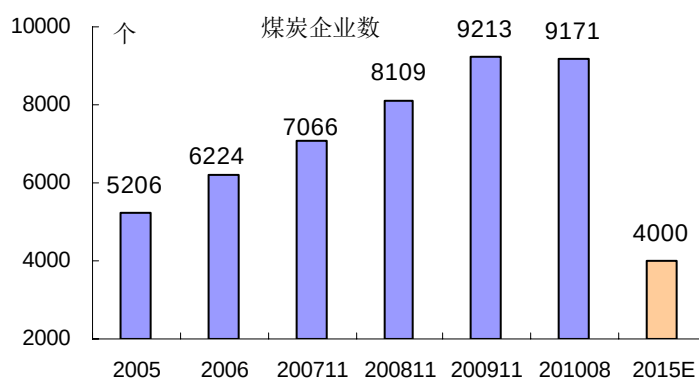
1、煤矿企业数量下降为 4000 家

十一五期间，煤炭企业数量并未有控制目标，只是将小煤矿数量从 05 年 20622 处降低到 1 万处以内。

2010 年 10 月 10 日，发改委发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》，主要目标是：通过兼并重组，全国煤矿企业数量特别是小煤矿数量明显减少，形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业集团，煤矿企业年均产能提高到 80 万吨以上，特大型煤矿企业集团煤炭产量占全国总产量的比例达到 50%以上。

十二五期间，提出煤矿总数控制在 4000 家以内，较 10 年的 8 月份的 9171 家下降 56%。

图 7：煤炭企业数 2015 年下降至 4000 家以内



资料来源：wind，招商证券

2、大型煤矿产量占比提升至 65%

“十二五”期间，煤炭生产将以大型煤炭企业、大型煤炭基地和大型现代化煤矿为主。

- 2015 年形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业；全国煤矿采煤机械化程度达到 75%以上，千万吨级煤矿达到 60 处
- 根据“十二五”煤炭工业规划，晋北、晋东、陕北、黄陇、蒙东、神东、云贵、新疆、鲁西、两淮、冀中等 14 个大型煤炭基地是国家经济命脉主要的能量来源。目前有 10 个基地已经超过亿吨，其中，神东基地达到了 4 亿吨，晋北和蒙东基地超过 3 亿吨。从 2003 年到 2009 年，大型基地产量由 13.1 亿吨提高到 25 亿吨，增加了 11.9 亿吨。

十一五期间规划 6-8 个亿吨级煤炭企业，8-10 个 5000 万吨级企业，实际上只完成了 2 个亿吨级煤炭企业和 7 个 5000 万吨级煤炭企业。

十二五期间规划 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级煤炭企业，从目前的情况来看，预计亿吨级和 5000 万吨级煤炭企业都将达到 12 个以上。

表 16: 近三个五年规划大型煤炭企业个数比较

单位: 个	十五	十一五	十二五
规划亿吨级煤炭企业	1-2	6-8	10
规划 5000 万吨级煤炭企业	5-6	8-10	10
实际亿吨级煤炭企业	2	2	12
实际 5000 万吨级煤炭企业	3	7	12

资料来源: 招商证券

根据规划的目标, 到 2015 年, 30 万吨以下的小煤矿产量将减少为 5 亿吨, 占全国煤炭总产量的 13%。大型煤矿占 25 亿吨, 占比从 09 年的 31% 提高到 65%, 大型煤矿进一步成为产煤主导 (较《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》高 15 个百分点)。

表 17: 大型煤炭企业占比提升至 65%

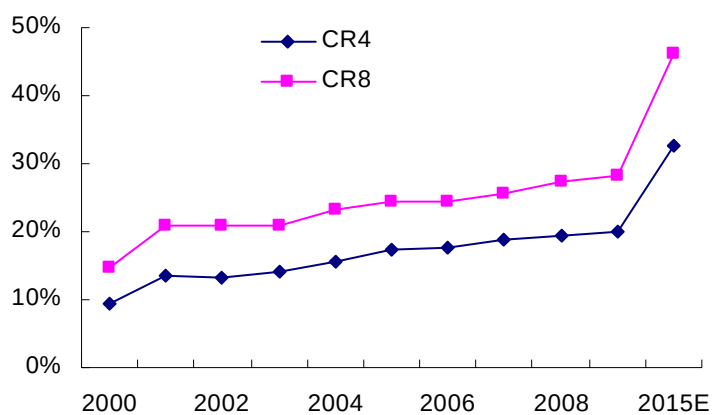
单位: 万吨	2009	2015E
5000 万吨级以上煤企数量 (个)	9	20
5000 万吨级以上煤企产量	91330	250000
全国产量	297300	380000
5000 万吨级煤企产量占比	31%	65%

资料来源: 招商证券

3、煤炭行业过渡到寡占型, 定价能力提升

煤炭行业产业集中度大幅度提高。2015 年煤炭行业 CR4 和 CR8 提高到 33% 和 46%, 较 09 年分别提高 13 个百分点和 22 个百分点。

根据贝恩的产业集中度划分法, 煤炭行业将从竞争型过渡到寡占型, 行业定价能力增强。

图 8: 2015 年煤炭行业 CR4 和 CR8 提高到 33% 和 46%


资料来源: 招商证券

五、煤炭产量重心进一步西移，铁路瓶颈凸现

1、煤炭产量重心西移

十一五期间，产业布局以区域生产为主。根据煤炭资源、区位、市场等情况划分煤炭调入区、煤炭调出区和煤炭自给区三个区域。其中调入区为京津冀、东北、华东、中南四个规划区，调出区为晋陕蒙宁规划区，自给区为西南、新甘青两个规划区。

十二五期间全国煤炭生产开发布局将变为：控制东部、稳定中部，开发西部。在建设方面，东部将接续建设，中部适度建设，西部重点建设。

- 东部煤矿开发深度控制在 1200 米以浅，新井建设控制在 1000 米以浅；
- 中部山西、河南等省应重点做好资源整合区补充勘探，合理规划矿区，加强整合矿井技改，逐步控制新井建设；
- 西部蒙、陕、宁和新疆等省区主要运煤通道正在加快建设，应扩大生产规模，增大调度量，同时做好环境保护；四川、贵州、云南应加大大中型煤矿生产规模。

“十二五”新开工煤矿建设规模 5 亿吨，较“十一五”期间实际新开工煤矿建设规模 4.7 亿吨小幅增加，其中东部 0.27 亿吨，约占 6%；中部 1.1 亿吨，约占 22%；西部 3.63 亿吨，约占 72%。

到十二五末，东部煤炭产量控制在 5 亿吨以内，占比 13%，中部煤炭产量 13 亿吨，占比 34%，西部煤炭产量 20 亿吨，占比 53%。届时，“北煤南运、西煤东调”的规模将进一步扩大。

表 18：我国煤炭产量进一步西移

单位：亿吨	2005	2006	2007	2008	2009	2015E
东部产量	3.49	3.55	3.47	3.34	3.50	5
中部产量	10.42	10.90	11.54	12.26	11.90	13
西部产量	8.12	9.28	10.27	12.28	14.11	20
全国产量	22.03	23.73	25.28	27.88	29.51	38
东部占比	16%	15%	14%	12%	12%	13%
中部占比	47%	46%	46%	44%	40%	34%
西部占比	37%	39%	41%	44%	48%	53%
全国产量增速	39%	8%	7%	10%	6%	29%
东部增速	6%	2%	-2%	-4%	5%	43%
中部增速	41%	5%	6%	6%	-3%	9%
西部增速	56%	14%	11%	20%	15%	42%
东部增量	0.19	0.06	(0.08)	(0.13)	0.16	1.50
中部增量	3.05	0.48	0.64	0.72	(0.36)	1.10
西部增量	2.93	1.16	0.99	2.01	1.83	5.89
东部增量占比	3%	4%	-5%	-5%	10%	18%
中部增量占比	49%	28%	41%	28%	-22%	13%
西部增量占比	47%	68%	64%	77%	112%	69%

资料来源：国家统计局，招商证券，注，东部煤炭产量控制到 5 亿吨，我们认为应该更少，疑媒体报道有误。

2、铁路瓶颈制约煤炭有效供给

50%的煤炭需要铁路运输

由于我国煤炭产地结构和销售地的不匹配,煤炭铁路运输一直是制约煤炭有效供给的主要因素。我国铁路运煤量占煤炭产量的比例接近 50%。

随着我国煤炭产地大幅度西移,铁路运输压力进一步加大,未来 2-3 年内铁路将再次成为煤炭供给的瓶颈。

表 19: 煤炭铁路运量占煤炭产量大约 50%

	2005	2006	2007	2008	2009	201009
煤炭产量 (万吨)	220500	238200	253600	280200	297300	244644
铁路煤炭运量 (万吨)	107082	112029	122110	134477	132570	114891
铁路煤炭运量占产量比	49%	47%	48%	48%	45%	47%

资料来源: 国家统计局, 煤炭资源网

三西铁路外运通道面临瓶颈

我国煤炭的主产区在三西, 10 年三西煤炭产量占全国的 53%, 增量占全国的 88%。预计 10 年三西煤炭外运量高达 10 亿吨, 西煤东运的三大运输通道至关重要。

十二五规划西部煤炭增量 3.63 亿吨, 约占 72%, 进一步加大了西煤东运的铁路压力。

我们预计, 10 年三大通道外运增量 1.5 亿吨, 而 11 年、12 年和 13 年外运增量只有 1.04 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨, 较前期增量大幅度下降, 2014 年后随着三西新修的铁路外运通道的建成, 铁路瓶颈才会有所缓解。

表 20: 三西煤炭的外调量达 10 亿吨

单位: 万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
内蒙产量	20198	23667	27549	35218	50473	60280	73000
山西产量	49297	56513	58118	64000	65577	61535	70000
陕西产量	13223	15809	17098	18810	21249	29820	35000
三西产量合计	82717	95989	102765	118028	137299	151635	178000
三西产量占比	42%	45%	44%	47%	50%	50%	53%
全国产量	195593	211261	232527	252342	274857	304989	335000
内蒙增量	811	3469	3882	7669	15254	9807	12720
山西增量	10182	7216	1605	5882	1577	-4042	8465
陕西增量	5253	2586	1289	1712	2440	8571	5180
三西增量合计	16245	13272	6776	15263	19271	14336	26365
全国增量	34780	15668	21266	19815	22516	30131	30011
三西增量占比	47%	85%	32%	77%	86%	48%	88%
内蒙调出	8452	12160	16000	22388	26562	33000	40000
山西调出	35654	42081	51504	53628	54091	44220	50000
陕西调出	12329	8602	6799	7728	6808	8000	10000
三西调出合计	56435	62842	74304	83744	87462	85220	100000
内蒙调出占比	42%	51%	58%	64%	53%	55%	55%
山西调出占比	72%	74%	89%	84%	82%	72%	71%
陕西调出占比	93%	54%	40%	41%	32%	27%	29%
三西调出占产量比	68%	65%	72%	71%	64%	56%	56%

资料来源: 国家统计局, 煤炭资源网

表 21: 三西三大运煤通道铁路运力增量有限

单位: 万吨	里程 (公里)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
北通道		54055.34	56817	66200	73200	75200	75200	75200	75200
大秦线	652	32055	33017	40000	45000	45000	45000	45000	45000
丰沙大线	156	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000
京原线		2000	2000	2700	2700	2700	2700	2700	2700
集通县		2000	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
朔黄线	594	12000	14300	16000	18000	20000	20000	20000	20000
太中银	755								
中通道		17000	17000	19000	21400	21400	21400	21400	21400
石太线	231	9000	9000	11000	13400	13400	13400	13400	13400
邯长线		8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
南通道		19000	19000	23000	24000	25000	25000	25000	25000
侯月线	252	12000	12000	15000	16000	17000	17000	17000	17000
太焦线	153	7000	7000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
新建铁路							5000	15000	25000
吕梁——日照								5000	10000
内蒙——曹妃甸							5000	10000	15000
合计		90055.34	92817	108200	118600	121600	126600	136600	146600
年度增量		13811	2762	15383	10400	3000	5000	10000	10000
增速		18%	3%	17%	10%	3%	4%	8%	7%

资料来源: 煤炭资源网, 招商证券整理

六、煤价稳中看涨，关注是否限价

十二五期间，在经济转型的大背景下，国家控制煤炭产量，以求与转型下的消费增速减缓相匹配，即在低增速下维持煤炭供求平衡。而短期煤炭遭遇铁路瓶颈，在十二五的前半段煤炭将呈现供不应求的局面，未来煤价仍然继续看涨。不过在国内 CPI 高位的情况下，需要关注发改委是否限价。

1、电煤价格：预期看涨，关注发改委是否限价

重点合同煤价格预期上涨，发改委是否限价值得关注

国内重点合同电煤价格与现货价格差距较大，目前神华的重点合同煤（5500 大卡）价格为 570 元/吨，而秦皇岛山西优混（5500 大卡）的价格为 805 元/吨，重点合同煤低于现货 235 元/吨。

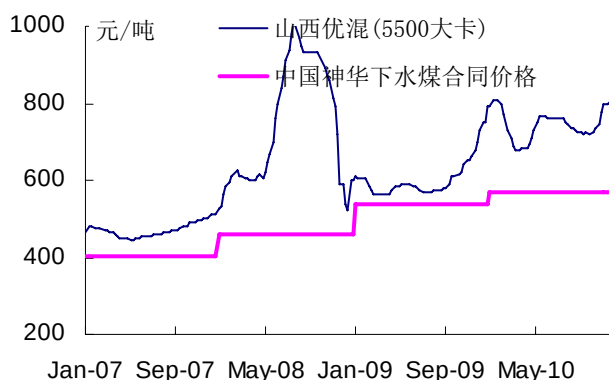
国际上大宗商品逐渐采取与现货接轨的定价方式。澳大利亚铁矿石从年度定价模式改为季度定价模式，以求逼近现货价格，日澳煤炭长协价格虽然是年度定价模式，但早就与现货基本接轨。

国际上，日澳签订的 2010 年 10 月-2011 年 9 月的价格为 97.75 美元，运抵广州港到岸价格高于神华长协价格 322 元/吨。国内长协煤价折价幅度 50%。

我们判断，国内重点合同煤价格也将与现货逐步接轨（当然也会存在合理的价差），从而导致重点合同煤价格稳步上涨，我们预计 11 年重点合同煤涨幅可能 30-50 元/吨，与现货价差仍然高达 185-205 元/吨。

不过，鉴于国内 CPI 高位，发改委限制各种价格，11 年的煤价可能受限，需要跟踪年底的煤价谈判动向。

图 9：国内现货与长协价格价差较大

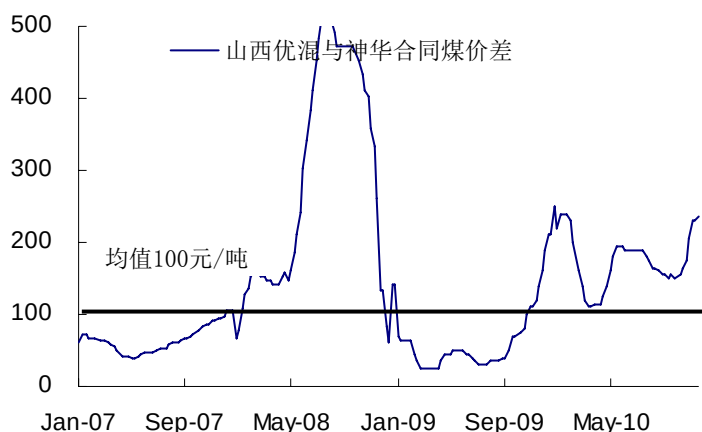


资料来源：煤炭资源网

图 10：澳大利亚长协与现货基本接轨



资料来源：煤炭资源网

图 11: 国内现货与长协价差远高于剔除 08 年异常值后的均值


资料来源: 煤炭资源网

表 22: 国内煤价远低于澳煤价格

	长协煤价比较		现货煤价	
	神华动力煤	日澳动力煤	秦皇岛煤价	澳大利亚 BJ 价格
发热量	5500K	5500K	5800K	5800k
FOB 价格 (美元/吨)		97.75		111.25
汇率 (美元/人民币)		6.70		6.7
FOB 价格 (元/吨)	570	655	865	745
FOB 国内煤价价差	-85		120	
FOB 国内煤价折价幅度	-15%		14%	
海运费 (美元/吨)		21.8		21.8
海运费 (元/吨)	74	146	74	146
增值税率	17%	17%	17%	17%
运抵广州港价格 (元/吨)	644	966	939	1043
国内国际价差 (元/吨)	322	322	104	104
国内煤价折价幅度	-50%		-11%	

资料来源: 煤炭资源网, 注 1: 都测算运至广州的到岸价, 注 2: 国内 FOB 价格为含税价格, 国际价格则为不含税价格, 注 3: 运抵广州价格皆为含税价。

现货价格预计继续抬高波动区间

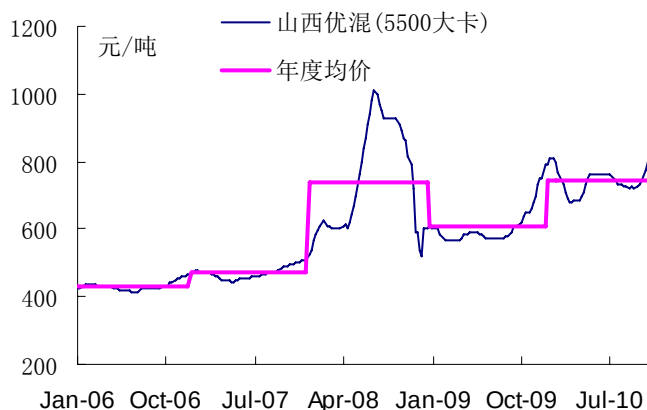
在节能降耗和经济放缓的双重压力下, 10 年国内现货价格逐步下降, 秦皇岛 5500 大卡煤价从年初的最高点 810 元/吨下降至 9 月份的 720 元/吨, 目前反弹至 805 元/吨。

目前澳煤 BJ 价格为 111.25 美元, 运抵广州港到岸价格高于国内现货价格 104 元/吨。国内现货煤价折价幅度 11%。

我们认为, 煤炭需求最差的时期已经过去, 预期 11 年煤价稳中看涨。

我们预计, 5500 大卡的秦皇岛现货煤价预计在 750-850 元/吨区间波动 (10 年主要波动区间在 700-750 元/吨之间, 均价为 745 元/吨)。

图 12: 秦皇岛现货价格与年度均价比价



资料来源: 煤炭资源网

国际动力煤价格稳中看涨

稍长时期看，澳煤价格看涨。

全球经济正处于复苏中，未来将与中国成为进口煤炭的竞争者。

另外，美元贬值，澳大利亚将于 2012 年 7 月 1 日开征矿产资源租赁税 30%（按照利润征收 30%，取消按产量征收的特许开采税，其税率介于 2%~10%之间，）都将推高澳煤价格。

图 13: 澳煤 BJ 现货价格走势



资料来源: 煤炭资源网

2、炼焦煤价格：至少稳定

炼焦煤预计至少维持稳定，西山煤电 10 年的主焦煤 1365 元/吨，肥精煤 1510 元/吨，在 10 年 7-8 月份和目前最差需求的时候都没有降价，预计 10 年炼焦煤价格至少稳定。

目前，西煤的主焦煤合同家低于临汾主焦煤车板价 135 元/吨，而肥精煤高于临汾现货 30 元/吨。焦煤价格基本上与现货接轨，11 年是否继续接轨看发改委干预程度。

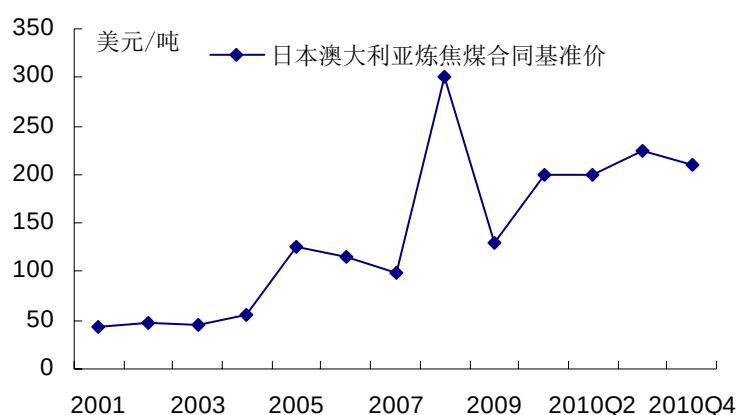
2010 年二季度日澳炼焦煤价格为 200 美元/吨，三季度上涨至 225 美元/吨，四季度下降至 209 美元/吨，目前价格高于国内 206 元/吨。国内合同价格折价 12%。

表 23: 国内国际炼焦煤长协价格比较

	西山煤电主焦煤	日澳四季度主焦煤
FOB 价格 (美元/吨)		209
汇率 (美元/人民币)		6.7
FOB 价格 (元/吨)	1485	1360
海运费 (美元/吨)		21.8
海运费 (元/吨)	74	148
增值税率	17%	17%
运抵广州港价格 (元/吨)	1559	1765
国内国际价差 (元/吨)	-206	206
国内煤价折价	-12%	

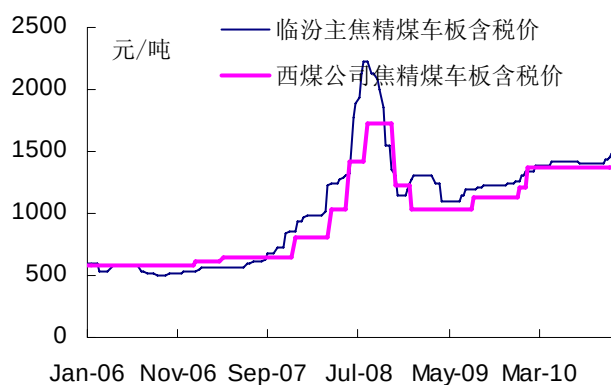
资料来源: 煤炭资源网, 注 1: 都测算运至广州的到岸价, 注 2, 国内 FOB 价格为含税价格, 而国际价格则为不含税价格。

图 14: 日澳炼焦煤合同基准价



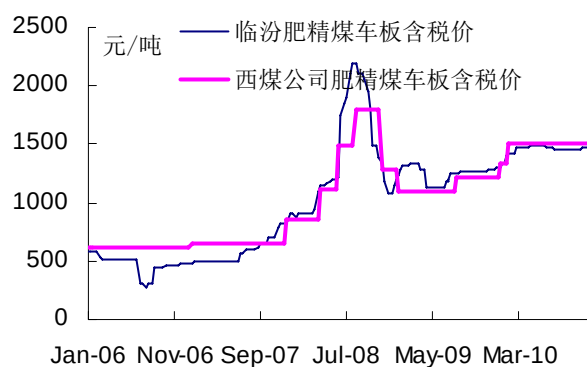
资料来源: 煤炭资源网

图 15: 西煤主焦煤合同价低于现货 135 元/吨



资料来源: 煤炭资源网

图 16: 西煤肥精煤合同价高于现货 30 元/吨



资料来源: 煤炭资源网

七、投资策略

1、维持行业推荐评级

十二五期间，在经济转型的大背景下，国家控制煤炭产量，以求与转型下的消费增速减缓相匹配，即在低增速下维持煤炭供求平衡。而短期煤炭遭遇铁路瓶颈，在十二五的前半段煤炭将呈现供不应求的局面，继续维持行业推荐的投资评级。

2、股票选择

继续坚持前期的思路，白马中选择内生性产能增长较快的煤炭公司和资产注入预期强的煤炭公司。黑马中选择两个公司。

地域上优先选择山西煤炭上市公司：再造山西以及山西大的企业集团之间的整合。

白马中煤炭股选择两类公司

- 内生性增长较快的公司：西山煤电、山煤国际、兰花科创、盘江股份、昊华能源
- 资产注入预期强的公司：国阳新能、大同煤业、开滦股份、潞安环能

黑马中选择两个公司

煤气化、太工天成。

3、风险提示

发改委可能限价，为抑制 CPI 宏观政策可能收紧。

表 24：内生性成长较快公司

单位：万吨	煤炭总产量						煤炭权益产量						3 年权益复合增速
	10E	11E	12E	13E	14E	15E	10E	11E	12E	13E	14E	15E	
西山煤电	2530	4120	4815	4815	4815	4815	2234	3480	3980	3980	3980	3980	
山煤国际	640	940	1230	1230	1380	1380	402	586	717	717	717	717	
昊华能源	710	820	1120	1120	1120	1720	672	760	1000	1000	1000	1360	
兰花科创	900	1220	1595	2020	2020	2020	689	851	988	1188	1188	1188	
盘江股份	1170	1620	2280	2880	2880	2880	1131	1374	1892	2356	2356	2356	
西山煤电	36%	63%	17%	0%	0%	0%	28%	56%	14%	0%	0%	0%	21%
山煤国际	40%	47%	31%	0%	12%	0%	42%	46%	22%	0%	0%	0%	21%
昊华能源	38%	15%	37%	0%	0%	54%	31%	13%	32%	0%	0%	36%	14%
兰花科创	-6%	36%	31%	27%	0%	0%	-2%	24%	16%	20%	0%	0%	20%
盘江股份	26%	38%	41%	26%	0%	0%	21%	21%	38%	25%	0%	0%	28%

资料来源：招商证券

表 25: 煤炭上市公司估值对比表

	股价 (元)	EPS (元)			P/E (×)			10-13 年复 合增速	PEG	每股净资产 (元)	P/B (×)
		09A	10E	11E	09A	10E	11E				
炼焦煤类											
西山煤电	24.17	0.71	1.10	1.69	34.2	22.0	14.3	28%	0.8	4.1	5.9
盘江股份	24.12	0.89	1.33	1.45	27.1	18.1	16.6	20%	0.9	5.5	4.4
冀中能源	31.80	1.39	2.06	2.33	22.9	15.4	13.6	10%	1.5	10.0	3.2
平煤股份	19.90	0.77	1.23	1.25	25.7	16.1	15.9	1%	27.3	5.5	3.6
永泰能源	23.2	0.08	0.41	1.17	273.3	56.3	19.8	67%	0.8	2.3	10.0
平均	24.64	0.77	1.23	1.58	76.6	25.6	16.1	25%	6.3	5.5	5.4
喷吹煤类											
国阳新能	26.56	0.77	1.11	1.27	34.4	23.9	20.8	8%	3.2	3.5	7.5
潞安环能	47.00	1.83	2.65	3.10	25.7	17.8	15.2	12%	1.4	10.0	4.7
平均	36.78	1.30	1.88	2.19	30.0	20.8	18.0	10%	2	6.8	6.1
动力煤类											
中国神华	25.21	1.52	1.77	1.90	16.6	14.3	13.3	8%	1.8	9.5	2.7
国投新集	13.82	0.45	0.64	0.65	30.7	21.7	21.2	13%	1.6	3.7	3.7
恒源煤电	44.48	1.14	2.42	2.12	39.0	18.4	21.0	-4%	-5.2	9.3	4.8
中煤能源	11.12	0.50	0.60	0.64	22.2	18.6	17.4	11%	1.7	5.5	2.0
兖州煤业	26.47	0.79	1.61	1.79	33.5	16.4	14.8	7%	2.3	6.9	3.8
大同煤业	21.49	0.89	0.77	0.79	24.1	27.8	27.2	14%	2.0	5.4	4.0
山煤国际	29.73	0.82	1.15	1.66	36.3	25.9	17.9	21%	1.2	4.1	7.3
昊华能源	42.30	1.04	2.09	2.67	40.9	20.2	15.9	13%	1.5	11.6	3.6
平均	26.83	0.89	1.38	1.53	30.4	20.4	18.6	11%	1	7.0	4.0
企业转型											
神火股份	24.86	0.57	1.27	1.68	43.5	19.5	14.8	12%	1.6	4.1	6.0
兰花科创	42.71	2.22	2.27	3.15	19.2	18.8	13.6	25%	0.8	10.9	3.9
开滦股份	17.48	0.67	0.69	0.76	26.1	25.4	23.0	15%	1.7	4.5	3.9
平均	28.35	1.15	1.41	1.86	29.6	21.3	17.1	17%	1.3	6.5	4.6
总平均	27.58	0.95	1.40	1.67	29.1	20.0	17.4	13%	2.6	6.5	4.4
中值	25.2	0.8	1.3	1.7	27.1	18.8	15.9	12%	1.6	5.5	3.9

资料来源：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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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，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 年度和 2009 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 月加入招商证券。

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

免责条款

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。