

采掘

2010年12月06日

行业研究

行业专题

投资评级：短期_推荐，长期_A

翘首以待“十二五寡头垄断时代”的到来

煤炭行业 2011 年投资策略

核心观点

1. 一、11 年煤炭产量和铁路运力增量不大。

11 年整合小煤矿力度还将加强，乡镇煤矿、国有地方矿产量将保持稳定、国有重点矿将成为产能增长的主力。预计全年新增产量 1.5 亿吨，达 33.8 亿吨。西煤外运的三通道运力 11 年并无明显增强，预计仅增长 4000 万吨，铁路运力的紧张将继续制约产能释放、维持煤价高企。

2. 下游需求小幅增长。

预计 11 年 GDP 增长 9.6%、固定资产投资增长 15%，由此预测明年电力耗煤将增长 8%、钢铁行业耗煤增加 0.23 亿吨、建材和化工行业耗煤小幅增长，共耗煤 35 亿吨，增长 6%。

3. 11 年煤炭供求形势好于 09、10 年。

受国内能源需求增长、海外需求不旺的影响，预计 11 年中国将净进口煤炭 1.3 亿吨。在下游需求增长的带动下，11 年国内煤炭市场供求形势将好于前两年。

4. 煤、电、政府、进口商四方博弈煤炭价格，11 年煤价小幅上涨。

亏损的电厂和需要抑制通胀政府均希望维持煤价的稳定，煤企希望缩小市场-合同煤价差，三方博弈的情况下预计合同煤价至多上涨 5%；而进口贸易商的介入使得市场煤价波动更加平滑，预计 11 年市场煤价底部将有所提升，市场煤均价上涨 5%。

5. “十二五”期间煤炭行业将进入寡头垄断时期。

国家规划在十二五期间建立 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级煤炭集团，届时国内煤炭行业将进入寡头垄断的时代。大煤炭集团将放缓产能增速、维持煤价的稳定上涨，其话语权的不断增强是保障未来盈利能力的的关键。虽然煤炭大集团建设将带来上市公司资产注入的机会，但受理顺股权关系、达到上市公司盈利水平等条件的限制，11 年发生大规模重组的可能性不大，未来小规模收购将成为主流。以企业内生增长能力为主、获取集团煤矿能力为辅将是煤炭行业选股的主要思路。

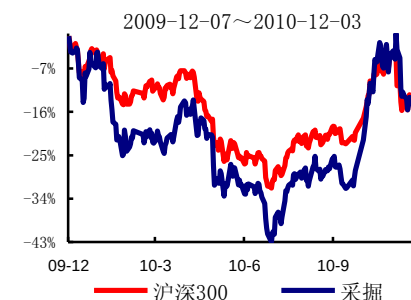
6. 看好 11 年煤炭行业的投资机会。

十二五期间煤炭行业将进入寡头垄断的时期，未来的煤炭供求格局将较之前的预期更为乐观；而在紧缩政策的环境下也可能出现“保增长的逆袭”，带来煤炭行业的交易性机会，因此我们不应 11 年煤炭投资机会过于悲观。在煤价保持稳定的前提下，企业的销量增长将是我们选股的首要条件：第一推荐高成长的公司如西山煤电、国投新集、山煤国际、兰花科创；第二推荐受益于蒙陕甘宁大开发的中国神华、中煤能源、远兴能源等；第三推荐重组较为确定的安源股份等公司。

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			PEG	评级
			10E	11E	12E	10E	11E	12E		
西山煤电	000983	24.44	1.08	1.57	2.14	23	16	11	0.88	强烈推荐-A
昊华能源	601101	45.54	2.23	2.85	3.46	33	20	16	1.30	强烈推荐-A
兰花科创	600123	43.22	2.25	3.20	3.56	19	14	12	1.16	推荐-A
山煤国际	600546	31.45	1.16	1.65	2.04	27	19	15	1.31	强烈推荐-A
国投新集	601918	13.72	0.71	1.03	1.22	19	13	11	0.98	推荐-A
中国神华	601088	25.16	1.81	2.01	2.23	14	13	11	1.93	推荐-A

行业表现对比图



相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业回顾与展望-采掘:经济转型之痛》 2010-06-07
- 2.《国都证券-行业研究-行业回顾与展望-采掘:紧缩之下难有行业性机会，电煤价格上涨或带来惊喜》 2010-05-07

研究员: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号: S0940210080002

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、	11 年煤炭产量及运力增量较小.....	4
1.	11 年煤炭供应增量不大	4
2.	预计 11 年“三西”煤炭外运增长 4000 万吨	6
二、	11 年煤炭需求小幅增长	7
1.	火电：耗煤增长 8.1%.....	7
2.	钢铁：耗煤增长 0.23 亿吨.....	8
3.	建材：耗煤 5.9 亿吨。	9
4.	化工：合成氨稳定、甲醇大幅增长	9
三、	11 年煤炭行业景气度将好于 09、10 年.....	10
1.	11 年净进口煤量将基本持平	10
2.	11 年煤炭行业景气度攀升	11
四、	煤、电、进口商、政府四方博弈：11 年合同煤价涨 5%。	12
1.	电厂：上调电价、压制煤价诉求强烈	12
2.	煤炭企业：要求缩小合同煤、市场煤价差	12
3.	通胀压力不断加大，发改委明确要求限定煤价上涨	13
4.	11 年煤价判断：内地好于港口、焦煤好于电煤	13
五、	“十二五”：寡头垄断时代已经到来	14
1.	加快推进煤矿企业兼并重组	14
2.	煤炭行业总量控制在 37 亿吨。	14
3.	提高行业集中度，未来煤价易涨难跌。	14
4.	十四个亿吨级煤炭集团提升资产注入预期。	15
5.	但 11 年较为确定的煤炭资产注入标的不多。	16
六、	11 年煤炭行业投资策略：继续看好煤炭行业的投资机会.....	18
1.	紧缩的市场环境下也可能出现“保增长的逆袭”。	18
2.	11 年煤炭合理估值区间为 20-25 倍	20
3.	重点公司推荐	20

图表目录

图 1: 全国重点省份县镇企业煤炭产量	4
图 2: 全国国有地方煤矿产量	4
图 3: 乡镇煤矿、国有地方矿、国有重点矿产煤占比	5
图 4: 全国国有重点煤矿产量	5
图 5: 侯月线铁路运量	6
图 6: 大秦线煤炭运量	6
图 7: 二、三产业用电量图	7
图 8: 电力行业耗煤量 (万吨)	7
图 9: 国内生铁产量增速快速下降	8
图 10: 粗钢产量持续下降	8
图 11: 水泥产量保持稳定增长	9
图 12: 合成氨产量大幅下降	9
图 13: BDI 运价指数	10
图 14: 澳洲-日本煤炭海运价格	10
图 15: 动力煤进口量价图	11
图 16: 无烟煤进口量价图	11
图 17: 冶金煤进口量价图	11
图 18: 冶金煤进口煤占 20%以上	11
图 19: 发电企业上市公司中期净资产收益率	12
图 20: 市场煤价高出长协煤价 200 元/吨	13
图 21: 美元近期小幅反弹	18
图 22: 10 月热钱较 9 月增加 1.4 倍	19
图 23: CPI 快速上涨	19
图 24: 工业品出厂价格指数	19
图 25: 一年期存款利率	19
图 26: 存款准备金率已达历史新高	19
 表 1: 重点煤炭上市公司产能增长表	5
表 2: 预计 11 年产煤 33.8 亿吨, 增产 1.6 亿吨	6
表 3: 11 年三西地区煤炭运力依然紧张	7
表 4: 预计 11 年火电耗煤 19 亿吨	8
表 5: 预计 11 年钢铁行业耗煤 5.65 亿吨	9
表 6: 预计 11 年建材行业耗煤 5.2 亿吨	9
表 7: 预计 11 年化工行业耗煤 1.2 亿吨	10
表 8: 预计 11 年煤炭供求形势好于 09、10 年	12
表 9: 2010 年煤炭 20 强企业表	15
表 10: 亿吨俱乐部提升资产注入预期	16
表 11: 08 年至今煤炭上市公司并购重组案例	17
表 12: 煤炭企业并购重组的可能性分析	18
表 13: 重点公司盈利预测与评级	20
表 14: 蒙陕甘宁“金三角”受益公司	21

一、 11 年煤炭产量及运力增量较小

1. 11 年煤炭供应增量不大

1.1 乡镇煤矿、国有地方矿产能基本保持稳定

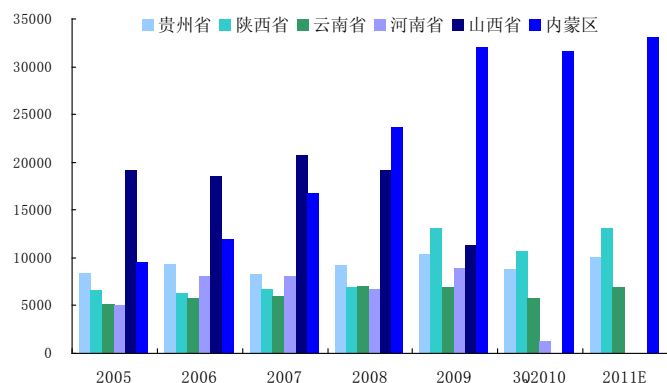
乡镇煤矿：10 年山西、河南停产整顿，内蒙大幅上升。

截至 10 年 9 月份，全国乡镇煤矿共生产原煤 7.87 亿吨，同比增长 31%。乡镇煤矿产量出现差异，受小煤矿整合的影响，山西、河南乡镇煤矿产量迅速下降，山西产煤量由 08 年的 2 亿吨下降至零，河南由年产 8791 万吨下降至前三季度生产 1127 万吨。另一方面内蒙乡镇煤矿产能快速增长，前三季度共生产 3.16 亿吨，同比增长 74%，产量已经接近 09 年全年产量总和；其他小煤矿产能占比较大的如贵州、云南等省产能基本保持稳定。

国有地方矿：山西、陕西、贵州产量快速增长。

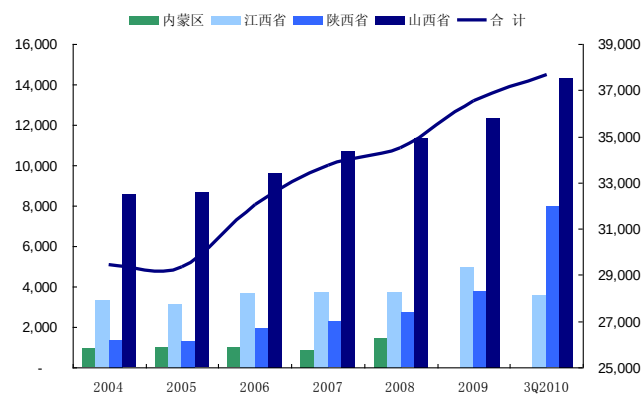
截至 10 年 9 月，全国国有地方煤矿共生产原煤 3.77 亿吨，同比增长 46%；其中山西省生产 1.43 亿吨，同比增长 75%；陕西生产 0.79 亿吨，同比增长 219%。而内蒙基本无国有地方煤矿煤炭产量。

图 1：全国重点省份县镇企业煤炭产量



资料来源：煤炭资源网、国都证券

图 2：全国国有地方煤矿产量



资料来源：煤炭资源网、国都证券

11 年山西省小煤矿将集中进入技改期，以两年的建设期结算，山西乡镇煤矿将在 13 年释放产能，而此前乡镇转国有地方矿的产能也不会有明显释放。

10 年河南省对全省小煤矿进行整合，以山西的经验来看 11 年将是收购、整合、技改期，期间产能大幅释放的可能性不大。

贵州省在“十二五”期间，将对设计生产能力 30 万吨的具有煤与瓦斯突出危险的煤矿，一律暂停审批，对现有年设计生产能力 30 万吨以下，含 30 万吨的煤与瓦斯突出矿井，或按煤与瓦斯突出管理的矿井，实施整改、兼并重组或关闭。

同时内蒙、陕西、云南等省也规划在 11 年加大对小煤矿的整合力度。

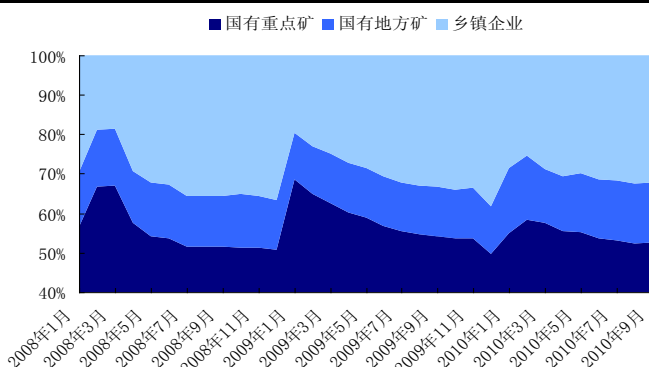
因此，我们预计 11 年国内乡镇煤矿、国有地方矿新增煤炭产能不大，全年煤炭产量将基本维持在 14 亿吨的水平。

1.2 预计重点矿 11 年增产 1.5 亿吨

截至 9 月份, 全国国有重点煤矿生产原煤 12.8 亿吨, 同比增长 14%, 继续保持稳定增长的态势。其中山西省和河南省分别同比增长 35% 和 29%, 整合小煤矿的效果已经得到显现; 中煤和神华集团分别增长 12% 和 6%, 产量达 1 亿吨和 2.6 亿吨。

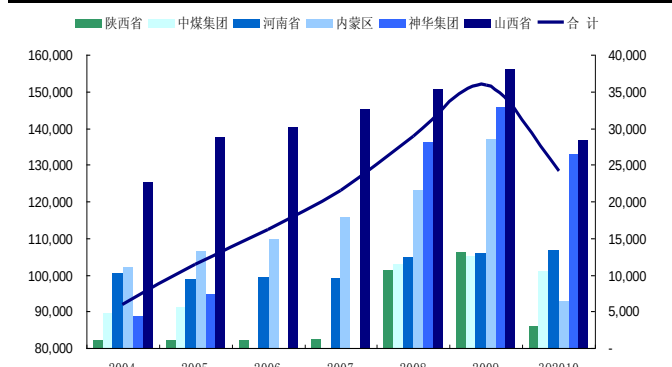
在整合小煤矿、兼并重组的推动下, 国有重点煤矿产煤占比达 52%、国有地方矿达 15%、乡镇煤矿占 32%。我们预计未来国有地方矿产量将保持稳定, 而乡镇煤矿产量将承下降趋势, 煤炭新增产能将主要来自国有大矿的产能释放。

图 3: 乡镇煤矿、国有地方矿、国有重点矿产煤占比



资料来源: 煤炭资源网、国都证券

图 4: 全国国有重点煤矿产量



资料来源: 煤炭资源网、国都证券

11 年 17 家重点煤炭上市公司将新增产能 1.18 亿吨, 较 10 年 8998 万吨的增量更进一步, 增长率也由 16% 提升至 18%。煤炭上市公司是重点煤炭企业产能增长的主力, 预计国有重点煤炭企业 11 年将新增煤炭产量 1.5 亿吨左右。

表 1: 重点煤炭上市公司产能增长表

名称	代码	产量预测 (单位: 万吨)			产量增长		11 年主要增量来源
		2009	2010E	2011E	2010E	2011E	
开滦股份	600997	780	820	850	5%	4%	
昊华能源	601101	544	710	900	31%	27%	高家梁煤矿投产
山煤国际	600546	456	640	1,170	40%	83%	收购集团煤矿以及霍矿投产
恒源煤电	600971	995	1,175	1,175	18%	0%	
兰花科创	600123	559	970	1,190	74%	23%	兰花焦煤投产
盘江股份	600395	952	1,260	2,040	32%	62%	投资的恒普煤业 等煤矿投产
国投新集	601918	1,440	1,572	2,155	9%	37%	口孜东矿投产
西山煤电	000983	1,800	2,300	2,700	28%	17%	兴县煤矿投产
国阳新能	600348	2,096	2,535	2,805	21%	11%	开元矿投产
潞安环能	601699	2,557	2,997	3,280	17%	9%	技改小煤矿投产
冀中能源	000937	2,433	3,277	3,347	35%	2%	段王矿投产
大同煤业	601001	2,568	3,481	3,751	36%	8%	燕子山矿投产
平煤股份	601666	3,735	3,825	3,974	2%	4%	09 年收购煤矿投产
兖州煤业	600188	2,740	2,935	4,100	7%	40%	赵楼煤矿投产
露天煤业	002128	4,059	4,260	4,480	5%	5%	现有煤矿产能释放
中煤能源	601898	10,080	11,415	13,270	13%	16%	东露天煤矿投产
中国神华	601088	19,700	22,320	27,150	13%	22%	黄玉川矿投产
新增煤炭产量			8,998	11,845	16%	18%	

资料来源: 国都证券研究所

1.3 预计 11 年产煤 33.8 亿吨，多增 1.6 亿吨。

由于 11 年山西、河南将继续小煤矿整合、技改，而内蒙、陕西、贵州、云南等省也将开始小煤矿整合，因此我们预计 11 年乡镇煤矿和国有地方矿产能变化不大，与今年基本保持平衡。

而国有大矿将保持增长态势，主要出于三西地区的 17 家煤炭上市公司 11 年增产 1.2 亿吨，蒙东地区电厂投资建设煤矿也将陆续投产，预计国有重点煤矿 11 年将产煤 18.7 亿吨，全国原煤产量 33.7 亿吨，将继续较 10 年增长 1.6 亿吨，增幅低于之前水平。考虑到从 12 年开始山西、河南小煤矿将逐步复产，国有大矿如神华、中煤、山西五大煤炭集团以及电厂投资煤矿在十二五期间产能将大幅扩张，相较于前后 5 年产能增量，11 年增量不大。

表 2: 预计 11 年产煤 33.8 亿吨，增产 1.6 亿吨

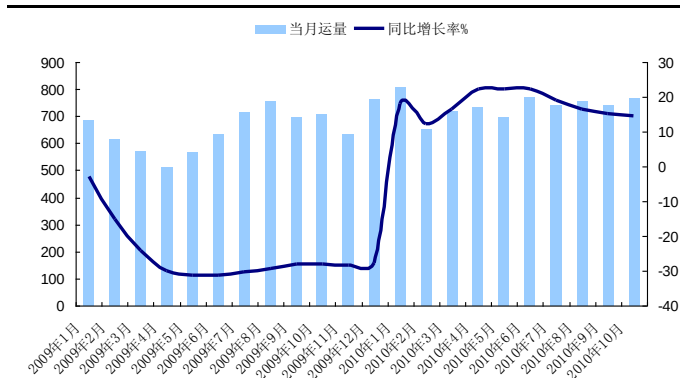
	2006	2007	2008	2009	3Q2010	2010E	2011E
乡镇煤矿	88,309	95,659	99,399	116,616	78,677	100,689	98,675
国有地方矿	32,040	33,752	34,485	36,553	37,676	50,235	51,742
国有重点矿	112,177	122,931	137,699	151,819	128,311	171,081	187,664
其中：17 家煤炭上市公司				57,494		66,492	78,336
全国原煤产量	232,526	252,342	271,583	304,989	244,664	322,005	338,081
增量	21,265	19,816	19,241	33,406	36,516	17,017	16,076

资料来源：国都证券研究所

2. 预计 11 年“三西”煤炭外运增长 4000 万吨

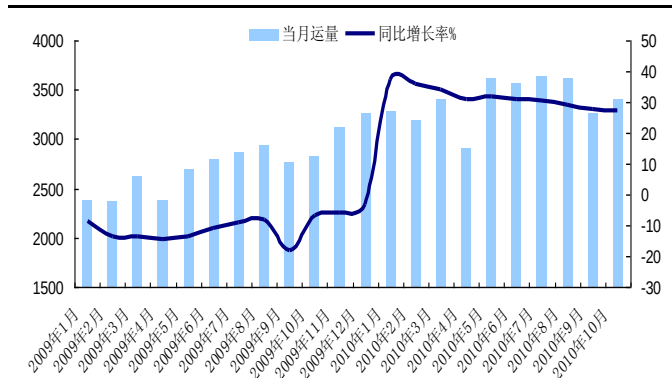
10 年 10 月，侯月线煤炭铁路运量达 769 万吨，同比增长 14%；同期大秦线煤炭运量为 3408 万吨，同比增长 27%。大秦线经过扩容目前年运送能力可达 4 亿吨，而侯月线目前也基本可达 8500 万吨的煤炭运量。

图 5: 侯月线铁路运量



资料来源：煤炭资源网、国都证券

图 6: 大秦线煤炭运量



资料来源：煤炭资源网、国都证券

“三西”煤炭外运运力增长最少的一年

10 年，“三西”地区煤炭外运三大通道运煤量大约增加 1.57 亿吨，总运煤量达到 11 亿吨。11 年大秦线、朔黄线和石太线运量基本无变化，预计三通道运量合计增加 4000 万吨，为近几年来运力增长最少的一年。在需求增长的背景下，运力的不足仍将制约煤炭供应、推高煤炭价格的重要因素。

表 3: 11 年三西地区煤炭运力依然紧张

线路	起点	终点	2009	2010E	2011E	2012E
北通道			61,517	71,200	73,200	83,200
大秦线	大同	秦皇岛	33,017	39,000	40,000	49,000
神朔黄	朔州	黄骅	14,300	16,000	17,000	18,000
集通线	集宁	通辽	1,200	1,500	1,500	1,500
丰沙大	丰台	大同	6,000	6,000	6,000	6,000
京原线	北京	原平	2,000	2,700	2,700	2,700
京包线	北京	包头	5,000	6,000	6,000	6,000
中通道			17,000	17,000	19,000	19,000
石太线	石家庄	太原	8,800	9,000	11,000	11,000
邯长线	邯郸	长治	8,000	8,000	8,000	8,000
南通道			19,000	25,000	25,000	25,000
太焦线	修文	月山	7,000	8,000	8,000	8,000
侯月线	侯马	月山	12,000	17,000	17,000	17,000
合计			97,517	113,200	117,200	127,200
增量			7,462	15,683	4,000	10,000

资料来源：国都证券研究所

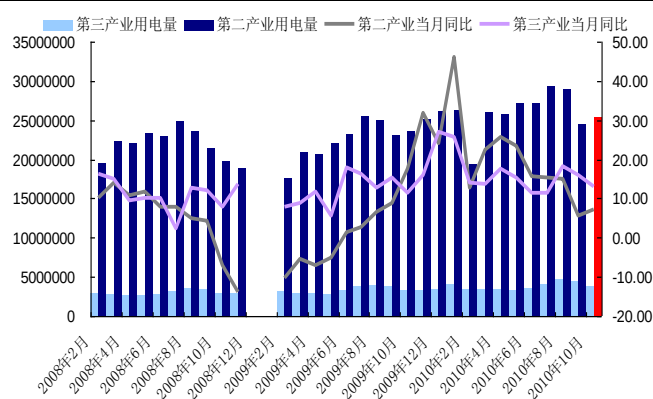
二、11 年煤炭需求小幅增长

1. 火电：耗煤增长 8.1%

10 月份，全社会用电量 3400 亿千瓦时，1-10 月，全社会用电量 34846 亿千瓦时。分类看，第一产业用电量 841 亿千瓦时，第二产业 25926 亿千瓦时，第三产业 3768 亿千瓦时，城乡居民生活 4311 亿千瓦时。

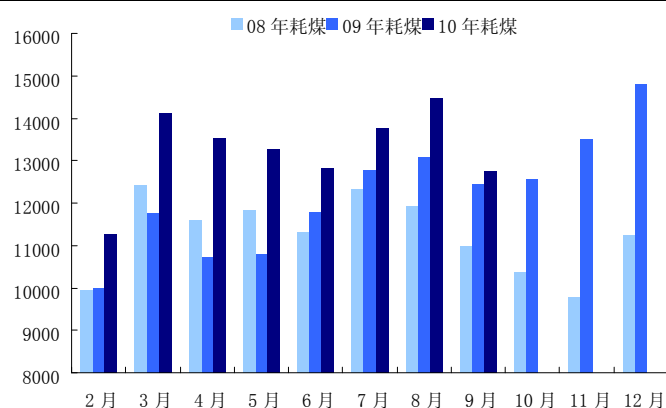
其中，十月当月第二产业耗电 2526 亿千瓦时，同比增长 7%；第三产业 369.1 亿千瓦时，同比增长 12.9%。

图 7: 二、三产业用电量图



资料来源：wind、国都证券

图 8: 电力行业耗煤量（万吨）



资料来源：煤炭资源网、国都证券

10 年 9 月，电力行业耗煤 1.27 亿吨，同比增长 2%；前三季度累计耗煤 11.3 亿吨，同比增长 21%。但随着年底节能减排任务的加重，发电量特别是火电增速的放缓，电力行业耗煤增速已经从年初的 26% 快速下降至 2%。

而在 11 年虽然仍有减排的压力，但作为十二五的第一年，预计在新增固定资产投

资以及经济复苏的带动下将带来用电量的增长，将推动用煤量的增加。

我们假设：

1、10、11、12 年 GDP 增速分别为 10%、9.6%和 9.2%。

2、水电发电量每年增长 10%左右。

3、标煤单耗为 345g/度，耗煤量为 5000 大卡原煤。

在此情况下，我们预计 11 年火电发电量增长 8.1%，消耗原煤 17.7 亿吨。

表 4：预计 11 年火电耗煤 19 亿吨

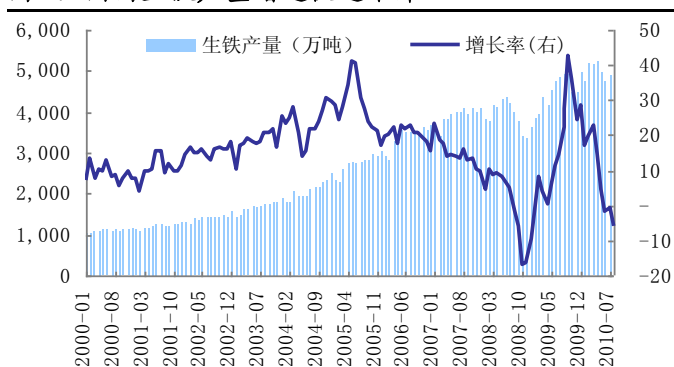
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
GDP	11.90%	9.00%	8.70%	10.00%	9.60%	9.20%
电力需求量(亿千瓦时)	32,087	34,047	36,506	41,022	44,862	48,765
电力需求增速		6.11%	7.22%	12.37%	9.36%	8.70%
水电发电量(亿千瓦时)	4,343	5,277	5,545	6,488	7,136	8,135
火力发电量(亿千瓦时)	27,013	27,857	29,814	34,189	36,971	39,817
火电增速			3.1%	14.7%	8.1%	7.7%
标煤单耗(g/度)				345	343	341
标煤需求量				117,952	126,810	135,776
电力行业煤炭消费量(万吨)	130,549	135,352	148,182	165,133	177,534	190,086

资料来源：国都证券研究所

2. 钢铁：耗煤增长 0.23 亿吨

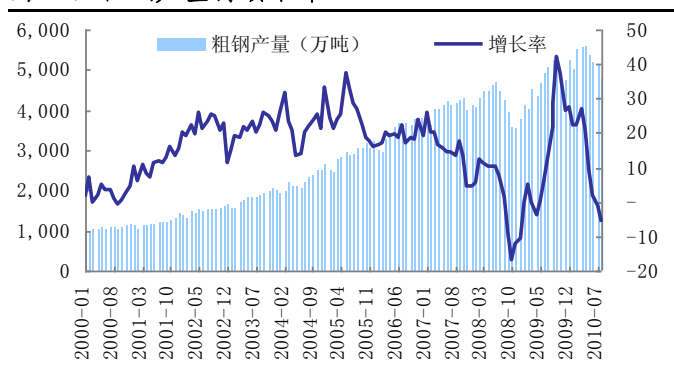
受国内地产调控以及制造业景气度下降的影响，在经历了 08 年底至 09 年底的反弹后，10 年国内钢铁产量增速快速下降。截至 10 年 9 月，国内生铁产量为 4570 万吨，同比下降 6%；粗钢产量 4795 万吨，同比下降 5.9%。

图 9：国内生铁产量增速快速下降



资料来源：wind、国都证券

图 10：粗钢产量持续下降



资料来源：wind、国都证券

考虑到近期政府抑制通胀的强硬态度，预计明年将延续偏紧的货币政策，明年对房地产的调控力度或许将继续加大；而同时如果明年进入加息周期，则以出口为导向的装备制造业产销量将会有所下降，均会影响对钢铁的需求，预计粗钢产量增速将有所下降。

因此我们假设：

1、10、11 年的 GDP 增速为 10%和 9.6%

2、11、12 年粗钢的产量增长 6.8%和 5.2%。

3、焦炭 80%用于冶金煤。

基于以上假设条件，我们预计 11 年冶金行业将消耗焦煤 5 亿吨、喷吹煤 0.7 亿吨，合计消耗冶金煤 5.6 亿吨，较 10 年增长 2274 万吨。

表 5: 预计 11 年钢铁行业耗煤 5.65 亿吨

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
GDP		11.90%	9.00%	8.70%	10.00%	9.60%	9.20%
粗钢产量	40,540	48,763	49,790	56,639	61,453	65,632	69,045
粗钢增长率		20.28%	2.11%	13.76%	8.50%	6.8%	5.2%
生铁产量	42,146	48,763	49,790	54,400	59,024	63,038	66,316
入炉焦比 (kg/t)	502	487	473	459	446	431	420
焦炭	26,445	29,706	29,448	31,238	32,906	33,962	34,816
炼焦精煤	38,610	43,371	42,995	45,607	48,043	49,584	50,831
平均喷吹比 (kg/g)	94.90	98.00	100.20	102.00	104	109	110
高炉喷吹煤	4,000	4,779	4,989	5,549	6,138	6,871	7,295
冶金煤合计	42,610	48,150	47,983	51,156	54,181	56,455	58,126

资料来源：国都证券研究所

3. 建材：耗煤 5.9 亿吨。

由于水泥的 70%将用于基建，30%用于房地产。因此虽然近期受到政府紧缩政策影响，房地产开工率有所影响，但国内水泥产量仍保持稳定增长。9 月，国内生产水泥 1.7 亿吨，同比增长 10.3%。

预计 11 年固定资产投资同比增长 15%，由此带动水泥产量同比增长 7%，带动建材行业耗煤 5.9 亿吨。

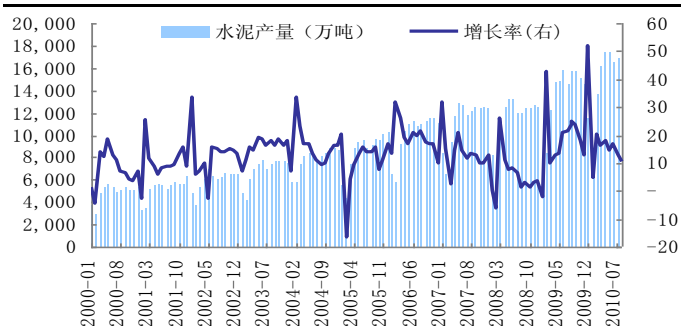
表 6: 预计 11 年建材行业耗煤 5.2 亿吨

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
固定资产投资增速	19.50	29.6%	18.4%	23.00%	15.00%	15.00%
水泥产量	135,031	138,285	163,725	185,009	197,960	207,858
水泥产量增速		2.41%	18.40%	13.00%	7.00%	5.00%
水泥耗煤	30,000	31,250	33,800	40,702	43,551	45,729
建材行业耗煤	41,100	42,800	46,300	55,755	59,657	62,640

资料来源：国都证券研究所

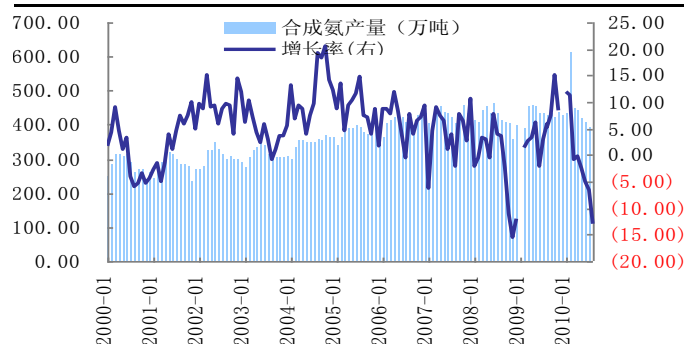
4. 化工：合成氨稳定、甲醇大幅增长

图 11: 水泥产量保持稳定增长



资料来源：wind、国都证券

图 12: 合成氨产量大幅下降



资料来源：wind、国都证券

由于 10 年春季南方干旱导致春耕面积大幅下降，全国化肥用量下降。9 月国内合成氨生产 365 万吨，同比下降 12.9%，产量增速达到近年来的最低水平。

我们认为，如果 11 年不出现极端天气则合成氨的产量将有所恢复，预计将较今年增长 2% 左右。同时带各地煤炭就地转化政策的推动下，预计明年煤制甲醇的产量将大幅增长，预计可达 2000 万吨左右。在合成氨、甲醇产量提升的情况下，预计 11 年化工行业耗煤可达 1.2 亿吨，较今年增长 5.6%。

表 7：预计 11 年化工行业耗煤 1.2 亿吨

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合成氨（万吨）	5,159	5,013	5,120	5,049	5,150	5,230
合成氨增速	4.50%	-2.83%	2.13%	-1.39%	2.01%	1.55%
合成氨耗煤	5,665	5,504	5,622	5,544	5,655	5,743
甲醇产量	1,013	1,110	1,133	1,600	2,000	2,400
煤炭消耗	1,248	1,384	1,412	2,000	2,520	3,024
其他耗煤	3,800	3,800	3,700	3,700	3,700	3,700
化工行业耗煤	10,713	10,688	10,734	11,244	11,875	12,467

资料来源：国都证券研究所

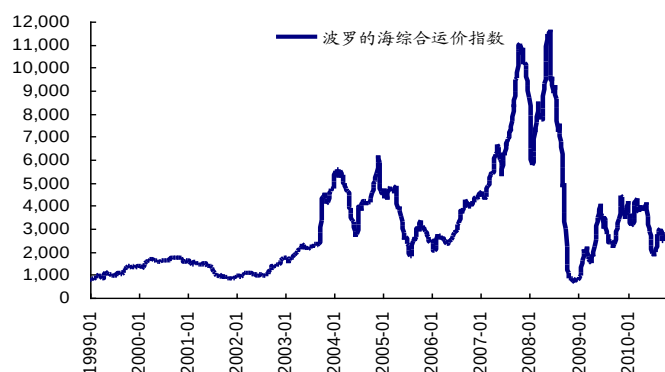
三、 11 年煤炭行业景气度将好于 09、10 年

1. 11 年净进口煤量将基本持平

09、10 年，国内在经济振兴政策的推动下，率先摆脱国际金融危机的负面影响，在美国、欧洲仍深陷泥潭的情况下，宏观经济实现快速复苏。在国际能源消费力不足，油价持续低迷的背景下，国际能源加速流入中国。我们认为除中国经济一枝独秀外，国际海运费价格的长期低迷也是今年国内煤炭进口量大增的一个原因。

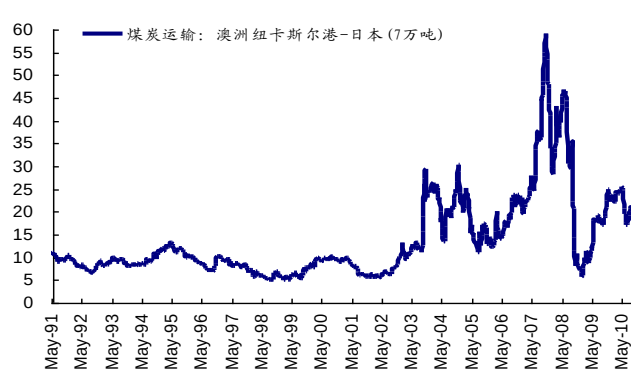
11 月 5 日，澳洲纽卡斯尔港运抵日本 7 万吨货船煤炭运价为 18.6 美元/吨，澳西运抵日本 16.5 万吨货船煤炭运价为 10.65 美元/吨，波罗的海综合运价指数为 2.495 点，国际海运价格均处于 03 年以来的低位。

图 13：BDI 运价指数



资料来源：wind、国都证券

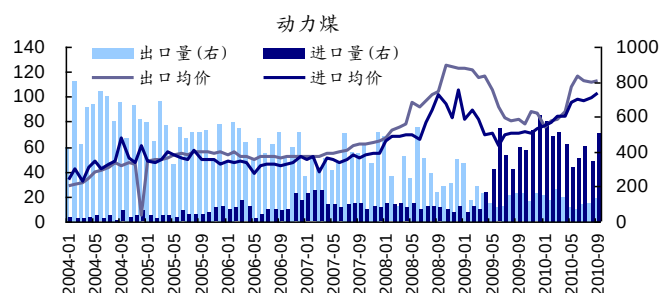
图 14：澳洲-日本煤炭海运价格



资料来源：wind、国都证券

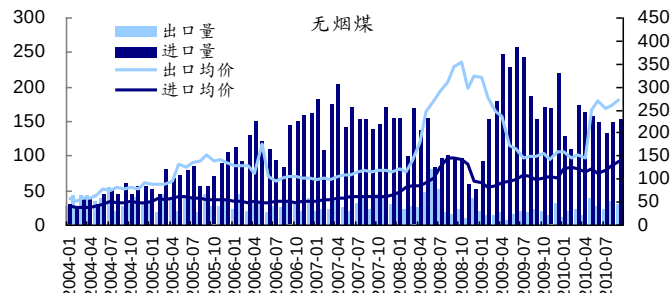
国内需求旺盛、海外煤低运费、低成本，导致在 09 年金融危机之后国内进口煤量大幅增长。10 年 9 月，国内进口动力煤 505 万吨，同比增长 20%；进口无烟煤 227 万吨，与去年持平；进口冶金煤 416 万吨，出口 8.3 万吨，净进口 408 万吨，与去年同期基本持平。

图 15: 动力煤进口量价图



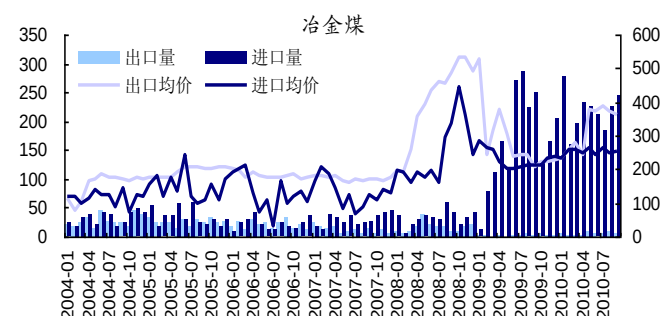
资料来源：煤炭资源网、国都证券

图 16: 无烟煤进口量价图



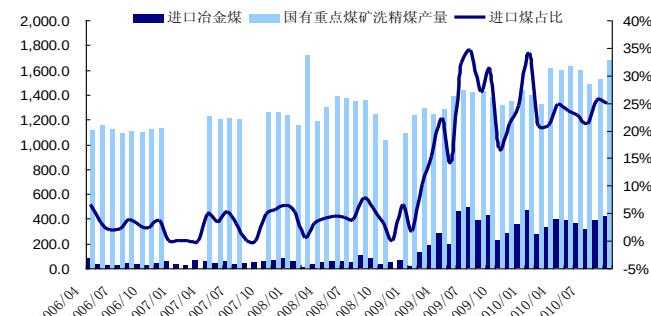
资料来源：煤炭资源网、国都证券

图 17: 冶金煤进口量价图



资料来源：煤炭资源网、国都证券

图 18: 冶金煤进口煤占 20%以上



资料来源：煤炭资源网、国都证券

我们预计 11 年中国将进口煤炭 1.5 亿吨，出口 0.21 亿吨，煤炭净进口 1.3 亿吨，较 10 年略有下降，近 3 年煤炭进口量维持在 1 亿吨以上。虽然煤炭进口仅占 3% 左右，但能够撬动国内煤炭市场供求格局，影响国内煤炭市场价格：

1. 进口煤绝对数量虽然不大，但已经成为影响国内煤炭供求平衡的一个重要砝码，如果不考虑进口煤，国内市场煤炭供求基本平衡。
2. 进口煤炭主要消费地为东南沿海地区，节省了国内煤炭运力，在国内运力紧张的背景下有助于平抑市场煤价的大幅波动。
3. 进口煤中冶金煤、无烟煤所占比例较高，动力煤占比不到 40%，特别是随着蒙古国塔旺陶勒盖等煤矿的开发，后期自策克口岸进口的焦煤量将继续扩大，导致国内焦煤、无烟煤价格的上涨缺乏动力。
4. 煤炭进口量的大幅增长将成为影响市场煤价、影响下年度合同煤价的重要因素。

预计 11 年全球经济将开始得到好转，对能源的需求增加，推高国际油价、煤价、海运费，进口煤成本增加，国内进口煤量将不会大幅增加。

2. 11 年煤炭行业景气度攀升

我们预计 11 年：

- 国内原煤生产量可达 33.8 亿吨。
- 进口煤 1.59 亿吨、出口煤 0.22 亿吨，净进口 1.3 亿吨。
- 煤炭消费量为 34.9 亿吨，其中：电力耗煤 17.7 亿吨、钢铁耗煤 5.6 亿吨、

建材耗煤 5.9 亿吨、化工耗煤 1.2 亿吨、生活耗煤 1 亿吨。

煤炭行业供过于求 0.66 亿吨，低于 10 年的 0.97 亿吨。

表 8：预计 11 年煤炭供求形势好于 09、10 年

指标名称	2007	2008	2009	2010E	2011E
生产量	252,597	280,200	304,989	322,005	338,081
加：进口量	5,102	4,034	10,745	15,654	15,967
减：出口量	5,319	4,543	2,234	2,157	2,182
加：年初年末库存差额	-1,004	-4,630	-3,421	3000	4000
减：煤炭消费量	258,641	281,096	302,000	328,747	349,228
1、生活消费：	8,101	9,148	9,422	10,176	10,481
2、非工业终端消费：	5,268	6,374	6,565	6,894	7,100
3、煤炭工业消费：	245,273	265,574	278,324	311,677	331,647
其中：工业终端消费：	50,203	65,567	55,611	66,998	71,532
建材	41,100	42,800	46,300	55,755	59,657
化工	10,713	10,669	9,311	11,244	11,875
其中：中间消费	195,069	200,007	222,713	244,679	260,115
火电	130,549	135,352	148,182	165,133	177,534
钢铁	41,559	41,462	51,156	54,181	56,455
供热	15,394	15,029	15,151	16,666	17,166
制气	1,392	1,227	1,264	1,390	1,432
洗选损耗	5,955	6,758	6,961	7,309	7,528
煤炭平衡差额	-7,265	-6,035	8,078	9,756	6,637

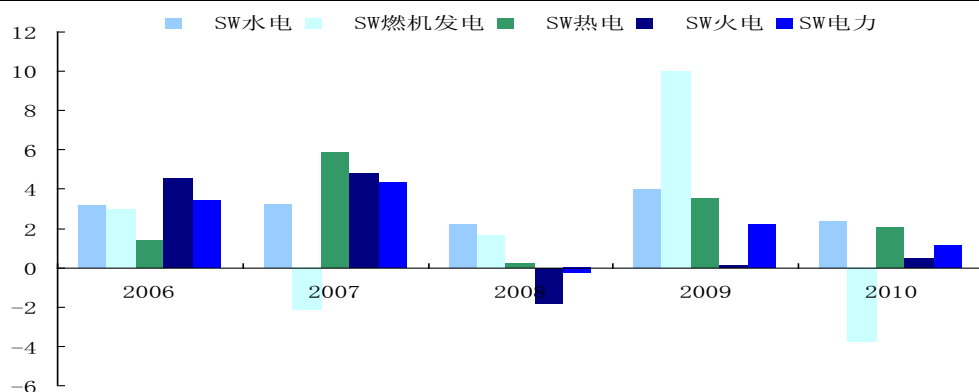
资料来源：国都证券研究所

四、煤、电、进口商、政府四方博弈：11 年合同煤价涨 5%。

1. 电厂：上调电价、压制煤价诉求强烈

受到近年来煤价大幅上涨的影响，电力企业特别是火电企业盈利能力持续下降。10 年中期申万行业火电上市公司平均净资产收益率为 0.49%，连续三年基本处于亏损的边缘。因此电力企业迫切要求上调电价、抑制煤价的快速上涨。

图 19：发电企业上市公司中期净资产收益率

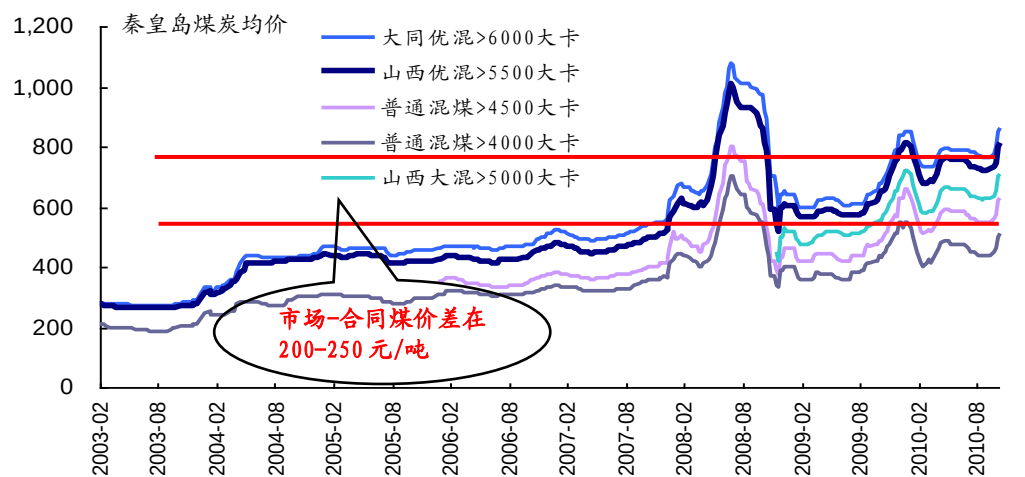


数据来源：国都证券

2. 煤炭企业：要求缩小合同煤、市场煤价差

以 5500 大卡港口下水煤为例计算，11 月 8 日，秦皇岛市场煤价为 810 元/吨，而年初中国神华签订的合同煤价为 540 元/吨，市场煤价高出合同煤价 270 元/吨、50%；如果以市场煤均价 743 元/吨，则市场煤价高出合同煤价 200 元/吨、38%。因此，近期重点煤炭企业强烈要求缩小合同煤和市场煤价差距。

图 20：市场煤价高出长协煤价 200 元/吨



数据来源：国都证券

3. 通胀压力不断加大，发改委明确要求限定煤价上涨

11 月 26 日发改委撰文论述价格调控，要求：企业特别是国有大中型企业要承担必要的社会责任，配合政府做好保供稳价的工作。石油企业要采取经济和技术手段提高生产负荷，合理安排检修，确保成品油供应；煤炭企业要加强价格自律，稳定煤炭特别是电煤价格；粮食企业要严格遵守粮食经营者最高库存的限定，自觉维护市场收购秩序，加强粮食收购资金监管，做到不抢购、不抬价、不囤积；生产流通企业要严格遵守国家的价格政策和法律法规，不得趁物价上涨之机，投机炒作，哄抬价格，牟取暴利。

12 月 3 日，发改委价格司司长曹长庆要求煤炭企业增加生产、保障供应、保持煤价稳定。

4. 11 年煤价判断：内地好于港口、焦煤好于电煤

我们认为，影响煤价的主要因素是：供求、运力、国际煤价以及政府有形之手的干预。

从供求以及运力角度而言：明年由于进口煤比例的加大，东部地区煤炭供应仍然偏宽松；而中部以及中南、西南部地区由于铁路运力的紧张以及整治小煤矿导致煤炭供应不足，预计煤价将继续保持高企。

国际煤价将继续支撑国内煤价：国际煤价以澳洲出口煤价为基准，11 年美元贬值、澳元升值为大概率事件，由此将推动国际煤价的上涨。与国际煤价联系紧密的焦煤、无烟煤（冶金用）价格因此具备上涨动力，同时进口煤价的上涨也使得国内外煤炭价差扩大，推动港口地区动力煤价的上涨。

虽然政府明年要求 11 年煤炭合同价保持稳定，但在政府有形之手的控制下，煤价的走势可能出现逆向走势。煤企特别是重点煤企出于政府的要求控制煤炭价格，但出于对盈利的要求，将会降低执行力度或者在合同规定之外加大市场煤价销售的力度，由此

推高市场煤价；而电厂需求增加且合同煤供应不足，只能加大进口煤或者市场煤的采购力度，反而进一步加大了市场煤-合同煤价差。因此政府要求严控 11 年合同煤价反而将有可能推高市场煤价，由此市场煤占比较高的企业如恒源煤电、兖州煤业、平庄能源等公司将从中收益。

因此我们预计：

-  **动力煤：**合同煤价基本保持稳定，至多上涨 5%；市场煤价格底部上涨，整体价格区间将上涨 50 元。
-  **焦煤：**11 年铁矿石价格将较 10 年出现明显下降，钢铁企业盈利能力较今年有所好转，明年焦煤价格具备上涨动力，且涨幅可能将超预期。
-  **无烟煤：**块煤价格受尿素上调出口关税的影响上涨动力不足；喷吹煤价格将跟随焦煤价格小幅上涨。

五、“十二五”：寡头垄断时代已经到来

虽然目前煤炭行业以及山西、内蒙等省“十二五”发展规划尚未出台，但我们根据近期国务院、发改委、煤炭工业局所出台的文件、官员的表态可以大致理出在“十二五”期间煤炭行业发展的方向，既是以大型集团为核心加速推进煤炭行业的整合，提高行业集中度，放慢产能增长速度，推动行业的稳定、健康发展。不容质疑的是，煤炭行业寡头垄断的时代已经来临。

1. 加快推进煤矿企业兼并重组

2010 年 10 月 16 日，国务院办公厅下发《关于加快推进煤矿企业兼并重组的若干意见》。在意见中明确提出兼并重组的目标：**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。**

山西、内蒙古、河南、陕西等重点产煤省（区），要坚决淘汰落后小煤矿，大力提高煤炭产业集中度，促进煤炭资源连片开发。黑龙江、湖南、四川、贵州、云南等省，要加大兼并重组力度，切实减少煤矿企业数量。

在山西小煤矿整合试点完成情况良好的情况下，在“十二五”期间将会有全国范围内的煤炭行业兼并重组，煤炭开采将会更加健康、有序。

2. 煤炭行业总量控制在 37 亿吨。

根据国家能源局局长张宝国规划，截止 2015 年，将严格设定总量控制规模 37 亿吨左右。而“十一五”期间，这一数字是 26 亿吨。事实上 10 年煤炭产量已经达到 31 亿吨左右，远远超于此前规划的水平。而就 37 亿吨的规划量来看，未来 5 年煤炭产能仅有 6 亿吨的增长空间，平均每年 1.2 亿吨。而是事实上，根据目前各主要产煤省份对十二五期间煤炭基地建设的规划初步计算得出，我们认为这一数字最终可能将超过 40 亿吨。也就是说如果政府严控产能，设置煤炭产能的天花板，则在十二五期间部分煤炭企业的增速将被迫放缓。

3. 提高行业集中度，未来煤价易涨难跌。

近期国家能源局局长张国宝表示，“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，到 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。”其中，在大型煤炭企业数量确定上，亿吨级煤炭企业从“6-8 个”调整为 10 个，5000 万吨以上煤炭企业则从“10 个以上”调整为 10 个。

表 9：2010 年煤炭 20 强企业表

名次	企业名称	09 年煤炭产量	占比	保守预计 15 年产量	占比
1	神华集团	32,780	10.75%	60,000	16.22%
2	中煤能源集团	12,505	4.10%	22,000	5.95%
3	山西焦煤集团	8,079	2.65%	10,000	2.70%
4	山西大同煤矿集团	7,450	2.44%	10,000	2.70%
5	陕西煤业化工集团	7,100	2.33%	10,000	2.70%
6	安徽淮南矿业	6,715	2.20%	10,000	2.70%
7	山东能源集团（筹建）	5,968	1.96%	10,000	2.70%
8	河南煤业化工集团	5,698	1.87%	10,000	2.70%
9	山西潞安矿业（集团）	5,509	1.81%	15,260	4.12%
10	黑龙江龙煤集团	5,494	1.80%	10,000	2.70%
前十强小计		97,298	31.90%	167,260	45.21%
11	山东兖矿集团	4,970	1.63%	5,000	1.35%
12	平煤神马能源化工集团	4,581	1.50%	5,000	1.35%
13	山西阳泉煤业（集团）	4,409	1.45%	13,000	3.51%
14	山西晋城无烟煤集团	4,261	1.40%	5,000	1.35%
15	河北冀中能源集团	4,237	1.39%	5,000	1.35%
16	露天煤业	4,216	1.38%	5,000	1.35%
17	开滦集团	4,045	1.33%	5,000	1.35%
18	伊泰集团	3,666	1.20%	5,000	1.35%
19	内蒙古蒙泰煤电集团	2,884	0.95%	5,000	1.35%
20	安徽淮北矿业	2,734	0.90%	5,000	1.35%
前二十强小计		137,301	45.02%	225,260	60.88%
前五强小计		184,855	60.61%	273,709	73.98%

资料来源：国都证券

如上表可知，目前前十强煤炭集团产量占比可达 32%，前二十强原煤产量占比可达 45%。

如果按照国家能源局的“双十”规划，则前十煤炭产量可达 16.7 亿吨，增长 72%，以国家能源局 37 亿吨的总量控制计算，前十强产煤占比可达 45%，较 09 年提升 13 个百分点；前 50 强煤炭企业原煤产量至少可达 27 亿吨，较 09 年增加近 10 亿吨；产煤占比可达 74%，较 09 年提升 14 百分点。

“十二五”期间，煤炭集团市场份额将不断加大，话语权也将不断加强，与下游行业、海外贸易商的博弈能力也将不断增强，一方面能够控制煤炭供求平衡，避免因产能快速扩张所导致的煤价下跌，确保煤炭企业盈利能力的不断增强；另一方面，煤炭大集团与下游电力、钢铁集团将探索长期煤价签订机制，稳定煤炭市场，避免因煤价暴涨暴跌所带来的煤炭行业不健康发展。

4. 十四个亿吨级煤炭集团提升资产注入预期。

在煤炭工业局提出 10 个亿吨、10 个 5000 万吨煤炭集团发展规划后，6 个产煤大省也提出了适合自身的发展规划。

- **山西省：**提出组建 4 个年生产能力亿吨级企业、3 个 5000 万吨级以上大型煤炭企业集团、11 个 1000 万吨级以上大型煤炭企业集团。
- **内蒙古自治区：**计划到 2015 年重组 2 个亿吨级以上煤炭企业、9 个 5000 万吨级煤炭企业、19 个千万吨级以上煤炭企业。届时，内蒙古煤炭产能达到 10 亿吨，占全国煤炭产能的 25%。
- **山东省：**正在酝酿组建“山东能源集团有限公司”，意在将其培养成为该省首个亿吨级煤炭集团；同时兖煤集团未来产能也可突破亿吨。
- **甘肃省：**“十二五”煤炭发展的目标，是形成 1 个亿吨级、3-4 个千万吨级大型煤炭企业集团。
- **河南省：**计划在“十二五”期间组建 1 到 2 个亿吨级的煤炭集团；
- **陕西省：**将陕西煤业化工集团打造成该地亿吨级煤炭航母。

仅上述 6 个资源省份，即已规划超过 10 个亿吨级煤炭企业。如果再加上神华、中煤两个早已超过亿的煤炭“大鳄”，到“十二五”末国内“亿吨级煤炭俱乐部”成员将超过 14 个，5000 万吨以及多个千万吨级煤炭集团也将超过 16 个，目前煤炭行业普遍存在“大集团、小公司”的格局，且多数上市公司上市之初集团均作出集团整体上市的承诺，因此在此“十二五”期间多数煤炭上市公司均存在集团资产注入的可能。

表 10：亿吨俱乐部提升资产注入预期

省市	亿吨级煤炭集团			5000 万吨级煤炭集团		
	数量	集团	上市公司	数量	集团	上市公司
山西	5	焦煤集团	西山煤电	3	晋煤集团	
		同煤集团	大同煤业		山西煤运	太工天成
		潞安集团	潞安环能		山煤集团	山煤国际
		阳煤集团	国阳新能			
		中煤能源	中煤能源			
内蒙	2	神华集团	中国神华	9	露天煤业	露天煤业
					伊泰集团	伊泰 B
山东	2	山东能源集团	新华医疗			
		兖煤集团	兖州煤业			
陕西	1	陕西煤业化工集团				
河南	2	河南煤业化工				
		平煤神马能源化工	平煤股份			
河北	1	冀中能源集团	冀中能源		开滦集团	开滦股份
甘肃	1					
安徽				4	淮北矿业集团	
					淮南矿业集团	芜湖港
					国投集团	国投新集
					皖北煤炭	恒源煤电
合计	14			16		

资料来源：国都证券

5. 但 11 年较为确定的煤炭资产注入标的不多。

从 08 年至今的三年时间内，煤炭行业共发生了 38 项较大规模的并购重组事件，其中收购小煤矿 8 起、外购煤矿 5 起、收购关联方煤矿 2 起、收购集团下属煤矿 16 起、集团资产注入 6 起，另外尚有山煤集团借壳中油化建、山西煤运借壳太工天成、义煤集团借壳欣网视讯等借壳上市事件。可以看到对煤炭上市公司影响最大的是集团资产大规模的注入，而发生最多的是收购集团下属小煤矿和并购重组小煤矿。

表 11：08 年至今煤炭上市公司并购重组案例

序号	公告日期	标的获得方	交易标的	交易总价值(万元)
并购重组小煤矿				
1	2010-10-22	安泰集团(600408)	山西大安煤业投资有限公司 51%股权	2550.0
2	2010-10-21	兰花科创(600123)	朔州万鑫、平鲁永胜煤业 100%股权	35600.0
3	2010-04-13	煤气化(000968)	安泰煤焦、洼里煤业东胜煤矿 70%股权	47360.0
4	2010-03-31	西山煤电(000983)	古县及临汾尧都区 13 个煤矿	16234.4
5	2009-03-03	兰花科创(600123)	瑞兴、中立、山阴口前煤矿	101400.0
6	2008-08-20	煤气化(000968)	灵石华苑煤业 70%股权	18421.0
7	2008-07-01	兰花科创(600123)	沁水县贾寨煤业投资有限公司 100%股权	21000.0
8	2008-04-28	潞安环能(601699)	山西左权佳瑞煤业有限公司 90%股权	6000.0
外购煤矿				
9	2010-08-25	昊华能源(601101)	杭锦旗西部能源 60%股权	108520.0
10	2009-12-24	兖州煤业(600188)	澳大利亚菲利克斯资源公司 100%股权	1895100.0
11	2009-01-23	ST 贤成(600381)	贵州盘县华阳森林矿业有限公司 41.5%股权	21074.1
12	2009-01-13	中国神华(601088)	力拓矿业 PLC (RIO) 76%股权	372000.0
13	2008-02-05	大同煤业(601001)	召富、华富煤矿	29491.0
关联方煤矿				
14	2010-05-28	兰花科创(600123)	亚美大宁能源有限公司 10%股权	
15	2010-04-23	中煤能源(601898)	远兴能源蒙大矿业 51%股权	149536.2
集团所有煤矿				
16	2010-10-26	平煤股份(601666)	牛庄井田的勘探探矿权	14562.9
17	2010-10-21	山煤国际(600546)	山煤集团相关整合煤矿资产	
18	2010-09-04	大同煤业(601001)	燕子山矿	218446.0
19	2010-06-18	露天煤业(002128)	扎哈淖尔露天矿	112155.8
20	2010-06-08	大同煤业(601001)	同煤鄂尔多斯矿业 70%股权	
21	2010-04-23	国阳新能(600348)	新景矿	228014.6
22	2010-03-23	靖远煤电(000552)	王家山煤矿部分资产	3912.3
23	2009-10-30	潞安环能(601699)	伊田肥煤业、黑龙江强肥煤 60%股权	
24	2009-04-27	兖州煤业(600188)	华聚能源 74%股权	59324.3
25	2009-04-18	国阳新能(600348)	寿阳开元矿业有限责任公司 100%股权	129937.3
26	2009-03-30	中煤能源(601898)	中煤东坡煤业有限公司 100%股权	133151.0
27	2008-09-25	盘江股份(600395)	新井矿	69850.3
28	2008-07-24	郑州煤电(600121)	赵家寨煤矿	
29	2008-04-26	国阳新能(600348)	平舒煤业有限公司 47%股权	
30	2008-03-25	恒源煤电(600971)	五沟、龙湖煤矿	
31	2008-01-30	潞安环能(601699)	余吾煤业	190278.0
集团资产注入				
32	2010-08-31	安源股份(600397)	江西煤业集团资产	
33	2010-04-20	平煤股份(601666)	平煤集团资产注入	101563.0
34	2010-04-10	冀中能源(000937)	定向增发收购邯矿、张矿、峰峰煤炭资产	460720.0
35	2009-08-29	盘江股份(600395)	集团土城、月亮湾等煤矿资产注入	517067.8
36	2009-08-19	恒源煤电(600971)	定向增发收购集团煤炭资产	306748.7
37	2008-04-10	平庄能源(000780)	定向增发收购集团煤炭资产	98800.0
借壳上市				
38	2009-06-06	山煤国际(600546)	借壳中油化建	62018.3

资料来源：wind、国都证券

之前三年大规模的集团资产注入已经基本完成，后续有良好标的、产权明晰、对上市公司利润构成重大贡献的资产注入标的较少。我们认为，11 年煤炭行业大规模的资产注入可能性不大，将以小规模收购集团煤矿为主，其中山煤国际、中国神华等公司

获得集团资产注入的可能性较大；而潞安环能、国阳新能等公司收购集团煤矿的可能性较大。

表 12：煤炭企业并购重组的可能性分析

代码	公司名称	实际控制人	并购重组的可能性分析
600123	兰花科创	兰花煤炭集团	公司将在 11 年继续争夺亚美大宁矿的控制权，且将继续整合山西小煤矿。
600546	山煤国际	山西煤炭进出口集团	集团在 09 年完成借壳上市、10 年持续注入煤炭资产，目前集团尚存 1000 多万吨煤炭资产，预计 11 年注入的可能性较大。
600997	开滦股份	开滦集团	集团煤炭产量 3286 万吨，是公司目前产能的 4.4 倍，假设一次性全部注入上市公司，将为公司业绩带来大幅增长。
600397	安源股份	江煤集团	集团年中提交资产注入方案，目前正处于审批阶段，预计 11 年可完成资产注入。
601088	中国神华	神华集团	神华集团承诺将于近期向上市公司注入煤炭资产，虽然盈利能力不高，但我们可以看成是集团注入的第一步，以集团 2.6 亿吨的产能来看，上市公司未来产能扩张的空间较大。
000983	西山煤电	山西焦煤集团	山西省曾明确五大煤炭集团整体上市时间表，计划在 2015 年之前全部整体上市。但由于历史遗留问题，短期内实现集团资产注入的可能性不大，但收购集团成熟煤矿的可能性较大。
601001	大同煤业	同煤集团	
601699	潞安环能	潞安集团	
600348	国阳新能	阳煤集团	

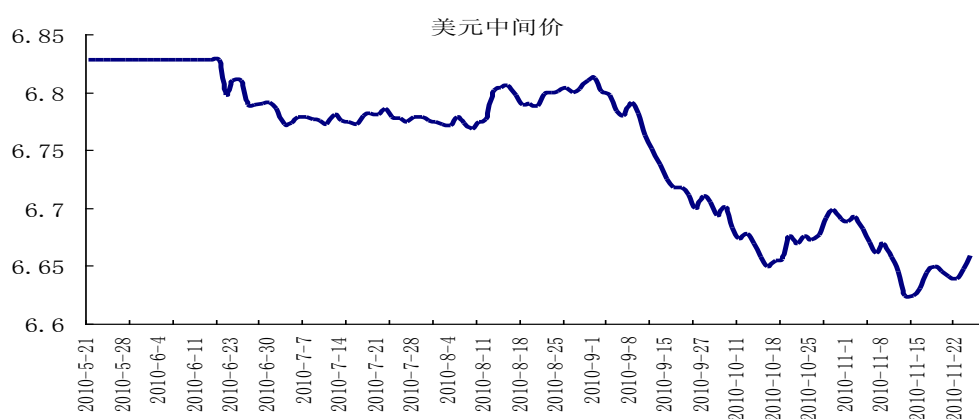
资料来源：国都证券

六、 11 年煤炭行业投资策略：继续看好煤炭行业的投资机会

1. 紧缩的市场环境下也可能出现“保增长的逆袭”。

近期受到爱尔兰债务危机以及朝鲜危机的影响，美元指数再次上涨，截至 11 月 24 日，升至 6.6589。但我们认为明年美元继续贬值的可能性较大，由此将推动大宗商品价格的上涨。

图 21：美元近期小幅反弹



数据来源：wind、国都证券

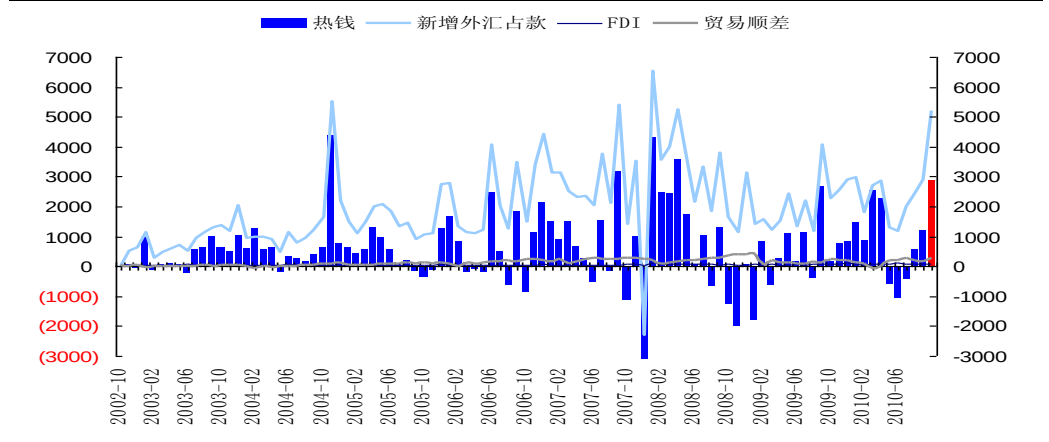
“热钱”来袭

我国 10 月新增外汇占款高达 5190.47 亿元人民币，刷新 30 个月以来的最高记录，仅次于 2008 年 4 月的 5251 亿元。

我们以“新增外汇占款 - 贸易顺差 - FDI”残差法大致估算“热钱”规模。据商务部数

据,10月贸易顺差和FDI之和为348亿美元,与新增外汇占款之差为428亿美元,2867亿元人民币,较9月增加1.4倍。

图 22: 10 月热钱较 9 月增加 1.4 倍

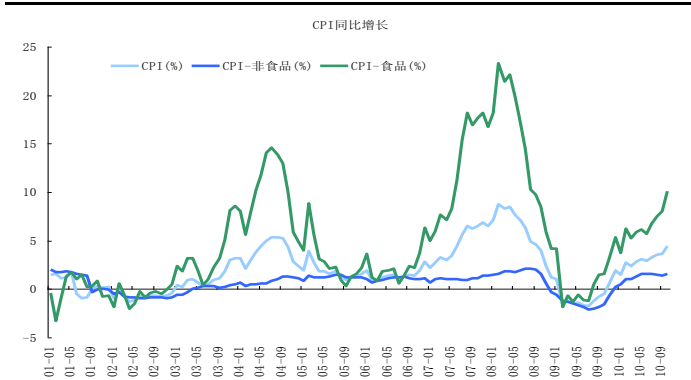


数据来源: wind、国都证券

近期国内通货膨胀率再次提升,10月国内CPI同比上涨4.4%,超出市场之前3%的预期。我们预计年内国内CPI将超过4%,明年为3.6左右。

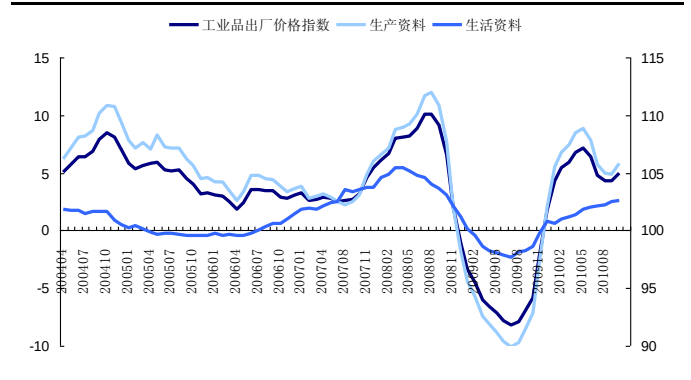
主要工业品出厂价格也快速上涨,10月份工业品出厂价格指数升至5,生产资料价格指数升至105.8、生活资料价格指数升至111.8,从09年经济复苏后连续16个月出现上涨。

图 23: CPI 快速上涨



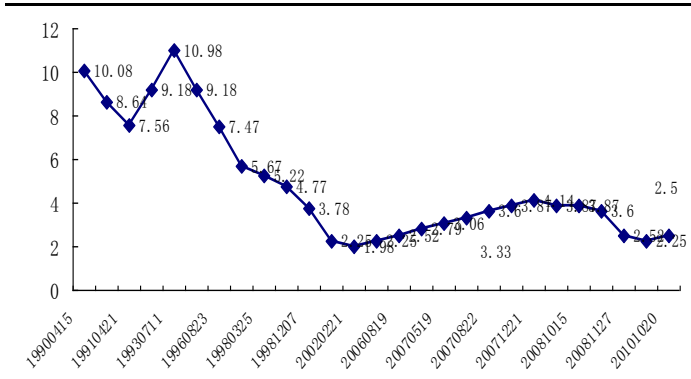
资料来源: wind、国都证券

图 24: 工业品出厂价格指数



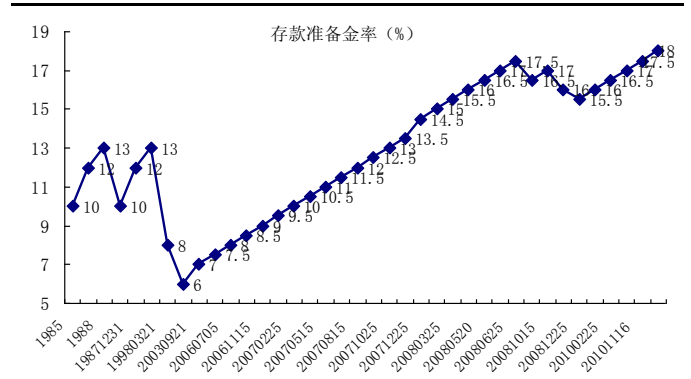
资料来源: wind、国都证券

图 25: 一年期存款利率



资料来源: wind、国都证券

图 26: 存款准备金率已达历史新高



资料来源: wind、国都证券

为对抗通胀，年内央行四次上调存款准备金率，并且在 11 月 16 日时隔 13 天再次上调 50 个基点，目前已经达到 18%，到达历史最高的水平；同时也在 08 年之后首次加息 25 个基点。

在通胀压力不断增强的背景下，11 年政府将继续加大紧缩的力度，目前存款准备金率和加息均尚存一定的调整空间，我们预计 11 年央行可能有 2-3 次加息、上调 75 个基点。

但政府同样将面临“保增长”的压力。在十二五的第一年，如果人民币继续升值、央行紧缩银根，则可能导致以出口为导向的制造业面临生存大考，失业率上升，届时为保障就业、促进经济增长，届时紧缩政策将有可能有所松动。如果政府不再抑制房地产行业，则市场对水泥、钢材的需求将再度出现增长，再次出现能源需求紧张局面，带来煤炭行业的交易性机会，我们称之为“保增长的逆袭”。

2. 11 年煤炭合理估值区间为 20-25 倍

从历史经验上来看，煤炭行业的估值底部为 15 倍，而此前煤炭行业持续快速增长的 PE 中轴为 40 倍。考虑到 11 年煤炭行业仍将面临供过于求的压力，我们认为 30 倍的估值将是上限。

流动性是支撑煤炭行业股票上涨的基础，出于对明年流动性的乐观，我们认为 11 年煤炭行业合理估值区间为 20-25 倍。对应于目前行业平均 17 倍的估值，11 年煤炭行业存在继续上涨的空间，维持行业“推荐_A”的评级。

3. 重点公司推荐

3.1 第一推荐高成长公司

由于 11 年煤炭行业进行大规模的并购重组可能性不大，因此内生性的增长将是选股的重要条件，在煤炭上市公司中：西山煤电、国投新集、山煤国际、昊华能源、兰花科创等公司 PEG 在 1 左右，11 年 PE 也在 15 倍之下，成长性较高、且目前估值较低，建议可逢低买入。

表 13：重点公司盈利预测与评级

名称	代码	EPS			11 月 26 日 股价	PE		PEG	投资评级
		2010E	2011E	2012E		2010E	2011E		
焦煤									
西山煤电	000983	1.08	1.57	2.14	24.44	23	16	0.88	强烈推荐-A
平煤股份	601666	1.32	1.46	1.63	20.82	16	14	2.17	推荐-A
冀中能源	000937	2.15	2.55	2.65	32.42	15	13	2.09	推荐-A
盘江股份	600395	1.30	1.65	1.79	25.17	19	15	1.72	推荐-A
动力煤									
露天煤业	002128	0.90	1.13	1.30	23.66	26	21	2.02	推荐-A
恒源煤电	600971	2.23	2.65	2.95	46.60	21	18	2.14	推荐-A
开滦股份	600997	0.70	0.71	0.78	18.73	27	26	7.28	推荐-A
大同煤业	601001	0.85	1.03	1.50	21.98	26	21	1.24	推荐-A
中煤能源	601898	0.64	0.86	0.98	11.08	17	13	1.13	推荐-A
中国神华	601088	1.81	2.01	2.23	25.16	14	13	1.93	推荐-A
国投新集	601918	0.71	1.03	1.22	14.16	20	14	1.01	强烈推荐-A
兖州煤业	600188	1.50	1.51	1.57	27.49	18	18	11.96	推荐-A

喷吹煤									
国阳新能	600348	1.08	1.16	1.28	27.46	25	24	4.36	推荐-A
潞安环能	601699	2.61	3.05	3.16	48.50	19	16	2.82	推荐-A
其他									
昊华能源	601101	2.23	2.85	3.46	43.39	19	15	1.18	推荐-A
兰花科创	600123	2.25	3.20	3.56	43.22	19	14	1.16	推荐-A
煤气化	000968	0.82	1.05	1.29	20.90	25	20	1.56	推荐-A
山煤国际	600546	1.16	1.65	2.04	31.45	27	19	1.31	强烈推荐-A
神火股份	000933	1.45	1.89	1.92	24.81	17	13	1.74	推荐-A

资料来源：国都证券

3.2 第二推荐受益于“十二五”发展规划的公司

2010年11月，由国家能源局牵头，会同国家有关部委、单位和内蒙古、陕西、甘肃、宁夏四省区，在调查研究的基础上，提出《蒙陕甘宁“金三角”能源综合开发指导意见》报国务院审定。

能源化工“金三角”经济区的核心区包括宁夏宁东能源化工基地、内蒙古鄂尔多斯市、陕西榆林市，甘肃陇东地区，区域面积13.38万平方公里；依托区包括宁夏沿黄城市带，内蒙古河套地区，陕西延安市，面积34.65万平方公里。2009年，这一区域内原煤产量占全国的20%，天然气产量占全国的25%，油气当量占全国的近八分之一。

蒙陕甘宁金三角能源规划的战略定位为，努力将能源化工“金三角”经济区建设成为国家能源安全保障区、西部大开发战略新高地、国家能源资源低碳利用技术示范区、生态文明先行区、内陆开放型经济示范区。从“十二五”开始，中国将逐步形成山西、鄂尔多斯盆地、西南和内蒙古、新疆五个综合能源基地，预计到2030年，西部的五个综合能源基地的一次能源的供应能力将占到新增能力的85%，构成中国一次能源的基本框架与格局。

蒙陕甘宁“金三角”地区将是煤炭能源十二五发展的重点地区，地处该地的中国神华、中煤能源、远兴能源、靖远煤电等公司将在此次规划中受益，这是我们第二推荐的公司。

表 14：蒙陕甘宁“金三角”受益公司

		公司	项目
宁夏	宁东能源化工基地	神华集团宁煤公司	
内蒙	鄂尔多斯	中国神华	神东矿区煤矿、电厂，集团煤制油。
		中煤能源	4000万吨煤炭开采和350万吨煤制甲醇
		远兴能源	煤炭开采+170万吨气头、60万吨煤头甲醇
陕西	榆林	中国神华	榆林亿吨煤矿
		中煤能源	榆林煤化工基地
		兖州煤业榆林能化	800万吨榆树湾煤矿
甘肃	陇东	靖远煤电	

资料来源：国都证券

3.3 第三推荐重组较为确定的公司

我们认为虽然“10个亿吨、10个5000万吨”煤炭集团的建设将带来上市公司获得资产注入的机会，但受到股权关系复杂、达到上市公司盈利水平等条件的限制，11年大规模的资产注入可能性不大。预计山煤国际、中国神华获得资产注入的可能

性较大；而**安源股份**集团资产注入将实施完毕，届时上市公司盈利能力将出现根本性改变；山西 5 大煤炭集团由于股权关系的原因，虽然实施大规模集团资产注入的可能性不大，但小规模收购也将带来交易性机会，其中**国阳新能**、**潞安环能**、**大同煤业**的机会较大。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com