



煤炭

2011.03.14

评级:

增持

上次评级:

增持

外取资源，内合六国

省域煤炭行业研究系列报告之三—山东



杨立宏



010-59312711



yanglihong@gtjas.com



S0880511010016

本报告导读:

山东省未来 2-3 年年均净增调入 2000 万吨左右，14 年铁路修好后作为过境省份调入量可能激增；山东能源集团

摘要:

- 我们在省域煤炭研究之一和二探讨煤炭未来供给的增长路径，本报告则重在讨论资源枯竭省份煤炭调入量变化及省内整合趋势。
- 06 年底山东省煤炭可采储量为 39.26 亿吨，仅够开采 18.9 年。04-08 年煤炭产量呈负增长，02-09 年的年复合增长率仅为 1.6%，远低于全国同期 11.8% 的水平，在全国各省产量的排名也从 02 年的第三位跌落到 10 年的第六位。
- 近年来省内产业对煤炭的需求增长迅速，调入量激增，2009 年煤炭净调入量为 2.06 亿吨，较 08 年增长 8.1%，04-09 年复合增长率达 40.1%。净调入量居首。
- 在山东省内可采资源量有限的形势下，七大集团从 2002 年起赴省外寻找煤炭资源，截止到 2010 年底，七大集团在省外（包括海外）获取的煤炭资源储量为 483.6 亿吨，其中可采储量 234.4 亿吨，是七大集团省内可开采量的 6.5 倍；省外在产、在建和规划中的煤矿产能达 2.35 亿吨，是七大集团 09 年产量总和的近 2 倍。
- 未来 3 年内省内煤炭产量增量主要来自巨野煤田，预计年均增量在 400 万吨左右，2013 年全省原煤产量为 1.62 亿吨。根据我们对需求的假设，13 年前净调入仍维持年增长 2000 万吨左右；14 年后随着铁路贯通，山东省过境调入量可能出现激增。
- 山东省煤炭竞争格局为：兖州矿业独立发展，新汶矿业、淄博矿业、枣庄矿业、肥城矿业、龙口矿业、临沂矿业合六为一，成立山东能源集团。
- 合并后的山东能源集团的收入 1027 亿元，将排在全国第 3 位，产量 6937 万吨，居第 6 位。山能集团在贵州、云南、陕西、新疆、内蒙、山西，在建项目在 2013 年底之前基本都能投产，届时集团产能将达到 1.5 亿吨。整合完成后不排除借壳上市，我们整理了山东国资委可供选择的“壳”资源供参考。
- 兖州煤业近年来通过省内建设、省外获取资源、海外并购，突破了成长瓶颈，预计公司 2010 年产量为 4800 万吨，2013 年产量达 5650 万吨，09-13 年复合增长率为 11.6%。公司的风险点：内蒙古收购价格偏高；澳洲业务增大了业绩波动性。维持对公司的谨慎增持评级。

相关报告

煤炭：《煤价滞涨抑制估值提升空间》

2011.03.07

煤炭：《油价上涨，煤价未必》

2011.03.01

煤炭：《供给约束到极限，中期需求现隐忧》

2011.02.21

煤炭：《澳洲洪水影响显现，继续看好焦煤价格》

2011.02.15

煤炭：《涨价预期&估值修复支撑 2 月股价表现》

2011.01.28

目 录

1. 省内产能增长乏力，对外省调度依赖度逐年提高	3
1.1. 省内煤田进入开采后期，产能增长乏力	3
1.1.1. 省内可采储量仅够支持不足 20 年	3
1.1.2. 省内已开发煤田情况	3
1.1.3. 近年来产量增长乏力	4
1.2. 对外省煤炭的依存度逐年提高	4
1.2.1. 煤炭净调入量已居各省之首	4
1.3. 七大集团掌控省外资源量近 500 亿吨	5
2. 12 年产量微幅增长，净调入年增 2000 万吨左右	6
2.1. 巨野煤田是增量产量的贡献者	6
2.1.1. 巨野煤田进入产能释放期，2012 年产量超 2000 万吨	6
2.1.2. 黄河北煤田短期内开发的可能性不大	7
2.1.3. 不考虑老矿核销，未来三年产量年均增 2000 万吨左右	7
2.2. 13 年前年净调入增量维持 2000 万吨，14 年之后可能激增	8
2.2.1. 2013 年净调入量较 09 年增加 8000 万吨	8
2.2.2. 14 年山西南通道修好后，经山东下水煤量激增	8
3. 省内竞争格局：非常 6+1	9
4. 山东能源集团	9
4.1. 新矿未来将达亿吨规模	11
4.2. 枣矿、淄矿、临矿未来增量相当	11
4.3. 肥矿、龙矿扩张速度相对滞后	12
4.4. 山能集团近期成立，但内部的整合过程难免漫长	13
5. 兖州矿业（600188）：突破成长瓶颈	13
5.1. 省内产量稳定，澳洲提供成长动力	13
5.1.1. 本部产量将稳定在 3300 万吨水平	13
5.1.2. 兖煤澳洲将成为公司未来五年最重要增长点	14
5.1.3. 鄂尔多斯是 14 年后的增长动力	15
5.2. 公司的风险点	15
5.2.1. 内蒙古矿井收购价格偏高	15
5.2.2. 业绩受澳元汇率影响波动性增大	15
5.3. 维持谨慎增持评级	16

1. 省内产能增长乏力，对外省调度依赖度逐年提高

1.1. 省内煤田进入开采后期，产能增长乏力

1.1.1. 省内可采储量仅够支持不足 20 年

山东省作为煤炭产量及消费量大省，储量却并不与之匹配，06 年底全省可采储量为 39.26 亿吨，假设全省煤炭回采率达到 80% 的水平，则 09 年底的可采储量为 34.1 亿吨，仅够开采 18.9 年。

表 1: 山东省煤炭资源储量（2006 年）

可采储量	基础储量	资源储量	查明储量
39.26	91.11	160.67	251.78

数据来源：《煤炭工业统计提要》，2008 年

1.1.2. 省内已开发煤田情况

山东省内一共有十块主要煤田：新汶煤田、肥城煤田、莱芜煤田、济宁和兖州煤田、巨野煤田、汶上宁阳煤田、枣滕煤田、淄博和济东煤田、龙口煤田、黄河北煤田。新汶、肥城、莱芜、淄博和济东、龙口为老煤田，可采年限普遍为 20-25 年，80 年代至 90 年代，济宁兖州煤田和枣滕煤田进入了集中开发期，由于开发强度过大，这两块省内的主力煤田的可采年限仅有 20 年。而 2000 年后开发的汶上宁阳煤田和巨野煤田的可采年限超过 65 年。

表 2: 省内已开发煤田基本情况

煤田	已投产矿井可采储量	已投产矿井生产能力	可采年限	开发主体	开发时间
新汶煤田	23,382	810	23	新汶矿业	60 年代，1993 年投产一座矿井
莱芜煤田	9,141	263	28	新汶矿业	60-80 年代，2007 年投产一座矿井
肥城煤田	7,670	281	22	肥城矿业	60 年代中期和 80 年代初
淄博和济东煤田	无数据	249		淄博矿业	60 年代前期
龙口煤田	16,999	673	20	龙口矿业 枣庄矿业	70 年代中期至 92 年 2007 年
济宁和兖州煤田	189,572	6,432	24	兖州矿业 淄博矿业 临沂矿业、新航集团 济宁矿业、宏河矿业、天安矿业、裕隆矿业	70 年代中期至 80 年代、90 年代后期 90 年代后期至 2006 年 2000 年之后 80 年代和 2000 年之后
枣滕煤田	51,129	2,561	20	枣庄矿业 新航集团	80 年代末至 2005 年 80 年代初至 2002 年

				微山湖矿业、丰源煤电	80年代初和2000年左右
巨野煤田	132,236	1,470	72	新汶矿业	2008年
				肥城矿业	2005年底
				兖州矿业	2009年底
				鲁能集团	2006年、2009年
汶上宁阳煤田	38,915	475	66	新汶矿业	1959年
				济宁矿业、裕隆矿业、鲁能	2000年之后
黄河北煤田	20,866	210	79	新汶矿业、临沂矿业	2003年之后
合计	504,266	13,424	30		

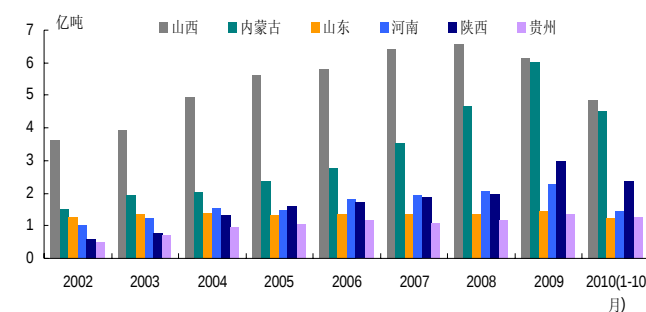
数据来源：国泰君安证券研究

注：受限于资料来源，统计中仅计算了省内的七大煤炭集团（兖矿、新矿、淄矿、枣矿、肥矿、龙矿、临矿）和部分产量排名靠前的省重点和地方国有煤炭企业（齐鲁新航集团、鲁能集团、济宁矿业、裕隆矿业、宏河矿业、天安矿业），回采率集中假设为80%

1.1.3. 近年来产量增长乏力

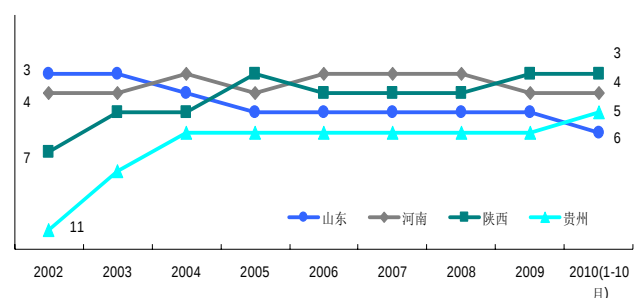
山东省在近几年煤炭产量基本处于徘徊不前的状态，04-08年甚至呈负增长，02-09年的年复合增长率仅为1.6%，远低于全国同期11.8%的水平，在全国各省产量的排名也从02年的第三位跌落到10年的第六位。

图1：各省2002-2010年煤炭产量



数据来源：煤炭资源网

图2：各省煤炭产量排名变动情况



数据来源：煤炭资源网

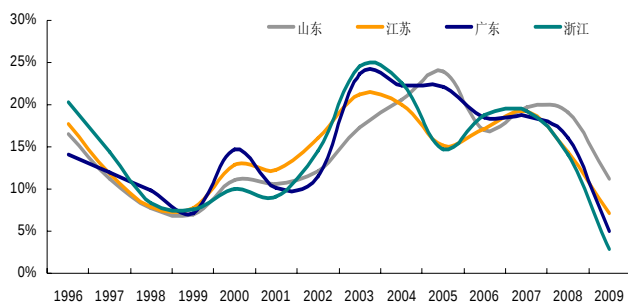
1.2. 对省外煤炭的依存度逐年提高

1.2.1. 煤炭净调入量已居各省之首

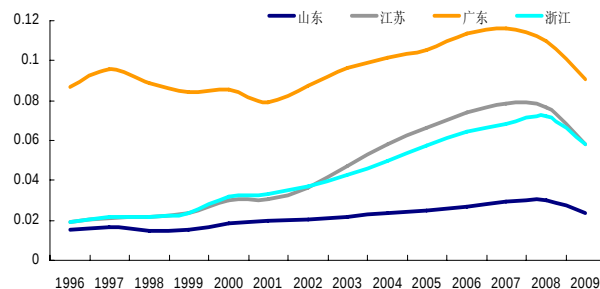
作为国内GDP排名第三的工业大省，与其他沿海省份的产业结构相比，山东省的产业结构多为投资拉动的上游行业，如水泥、化肥、钢铁等，对出口贸易的依赖性相对较低。近年来省内产业对煤炭的需求增长迅速，虽然山东省的煤炭资源禀赋相对于广东江苏等省已算丰富，但省内煤炭生产远远不能满足需求，导致山东省煤炭调入量激增，2009年煤炭净调入量为2.06亿吨，较08年增长8.1%，04-09年复合增长率达40.1%，净调入量在各省之中排名第一。

图3：各沿海省份工业产值增速

图4：各沿海省份GDP对出口依赖程度



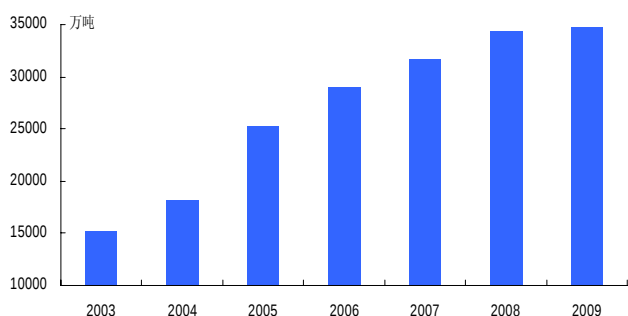
数据来源: Wind



数据来源: Wind

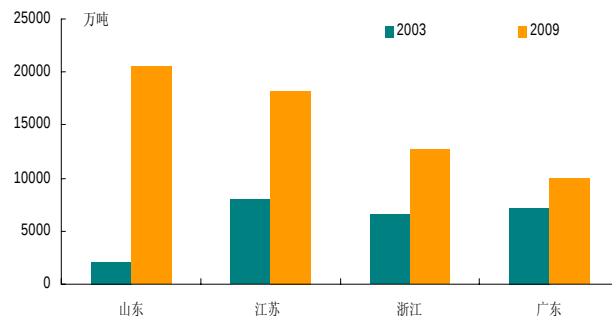
注: 出口额仍以美元为单位, 未转换成人民币

图 5: 山东省煤炭消费量



数据来源: 中国能源统计年鉴

图 6: 各沿海省份煤炭净调入量



数据来源: 中国能源统计年鉴

1.3. 七大集团掌控省外资源量近 500 亿吨

在山东省内可采资源量有限的形势下, 七大集团从 2002 年起赴省外寻找煤炭资源, 第一座省外并购煤矿陕西亭南煤矿于 2005 年投产。截止到 2010 年底, 七大集团在省外(包括海外)获取的煤炭资源储量为 483.6 亿吨, 其中可采储量 234.4 亿吨, 是七大集团省内可开采量的 6.5 倍; 省外在产、在建和规划中的煤矿产能达 2.35 亿吨, 是七大集团 09 年产量总和的近 2 倍。

从省外资源的地域分布看, 内蒙、新疆的占比最大, 其次是贵州和陕西, 另外, 兖矿在澳大利亚通过收购 Felix 增加了 2520 万吨产能。

表 3: 七大集团省外项目产能统计 (单位: 万吨)

	规划中产能	在产产能	在建产能	合计
内蒙古	4420	585	3880	8885
新疆	3500	150	1690	5340
贵州	120	1180	1335	2635
陕西	1300	525	800	2625
澳大利亚		1170	1350	2520
山西	180	195	300	675
河北			399	399
安徽	150		45	195
云南		45	105	150
宁夏			60	60

总计	9670	3850	9964	23484
----	------	------	------	-------

数据来源：国泰君安证券研究

表 4：七大集团省外项目可采储量统计（单位：万吨）

	规划中项目储量	在产项目储量	在建项目储量	合计
新疆	479230	11358	346089	836677
内蒙古	481537	34407	315276	831219
陕西	160800	25787	124600	311187
贵州		107852	112722	220574
澳大利亚	33125	20080	35680	88885
山西	4265	11576	12289	28131
河北			9312	9312
云南		2505	4976	7481
安徽	4713		2661	7373
宁夏			3360	3360
总计	1163669	213566	966965	2344200

数据来源：国泰君安证券研究

2. 12 年产量微幅增长，净调入年增 2000 万吨左右

2.1. 巨野煤田是增量产量的贡献者

2.1.1. 巨野煤田进入产能释放期，2012 年产量超 2000 万吨

巨野煤田位于山东省西南部，地域上包括菏泽的巨野县、鄄城县及济宁市嘉祥县（梁宝寺矿区），另外其北部和东南部尚有两块小型煤田——梁山和单县煤田，该区域内煤田地质储量总计 60.89 亿吨，可采储量总计 21.40 亿吨，该煤田焦煤、肥煤、1/3 焦煤较为丰富，将成为未来省内焦煤的主产区。2002 年起巨野煤田进入开发阶段，2005 年该煤田第一座煤矿梁宝寺煤矿建成投产。目前，巨野煤田开发规划已经完成，处于开发实施阶段，建成投产煤矿有 6 座，产能 1470 万吨（龙固、赵楼、郭屯尚未达产），在建煤矿 9 座，产能 930 万吨。

表 5：巨野煤田开发情况

开发主体	煤矿	生产能力(万吨/年)	状态	可采储量	煤种	投产时间
新汶矿业集团	龙固煤矿	600	生产	70,778	肥煤、1/3 焦煤	2008 年 10 月
肥城矿业集团	梁宝寺能源公司	240	生产	12,070	气煤	2005 年 12 月
肥城矿业集团	杨营煤矿	45	在建	3,150	瘦煤、焦煤	2011 年
肥城矿业集团	梁宝寺二号井	120	在建	12,423	气煤、中煤	2012 年
肥城矿业集团	陈蛮庄煤矿	90	在建	5,076	焦煤	2012 年
淄博矿业集团	新河煤矿	30	生产	282	气煤	
兖矿集团	赵楼煤矿	300	生产	28,863	1/3 焦煤、气肥煤、气煤	2009 年 12 月
兖矿集团	万福煤矿	180	在建	10,300	焦煤、气肥煤	2012 年

鲁能集团	彭庄煤矿	60	生产	3,242	气煤	2006 年 8 月
鲁能集团	郭屯煤矿	240	生产	17,000	气煤	2009 年 9 月
齐鲁新航集团	郛城煤矿	240	在建	29,600	1/3 焦煤、气肥煤、气煤，局 部为天然焦	2011 年
山东丰源煤电 公司	张集煤矿	120	在建	12,362		
	龙祥煤矿	45	在建	3,665		
山东宏河矿业 集团	红旗煤矿	45	在建	2,537		2011 年
江苏新光集团	大营煤矿	45	在建	2,623	1/3 焦煤、贫煤、无烟煤及天 然焦	
合计		2,400		213,972		

数据来源：国泰君安证券研究

相对于省内其他已开发煤田，巨野煤田储量巨大，占其他煤田储量总和的近 60%，而开发强度并不高，尤其是煤田内大型煤矿。全部煤矿投产后产能也只有 2400 万吨，龙固、郛城、赵楼等大型煤矿未来产能仍有继续增长的潜力。

2.1.2. 黄河北煤田短期内开发的可能性不大

黄河北煤田是山东省内最后一块未被开发的煤田，煤种主要以中低变质的气肥煤为主，东部主要包括济南市长清区和济阳县、德州市齐河县，西部包括聊城市茌平县、东阿县和阳谷县，该煤田目前尚未进入大规模开发阶段，目前投产煤矿有 3 座，产能仅为 210 万吨，无在建煤矿。

表 6：黄河北煤田目前在产煤矿

开发主体	煤矿	生产能力(万吨/年)	可采储量	煤种	投产时间
新汶矿业集团	赵官煤矿	90	8,285	无烟煤、贫煤、焦煤	2009 年 10 月
临沂矿业集团	邱集煤矿	75	3,885	烟煤	2003 年 12 月
新汶矿业集团	济阳煤矿	45	8,696	焦用煤、炼焦配煤、无烟煤及天然 焦	2008 年 1 月
合计		210	20,866		

数据来源：国泰君安证券研究

目前黄河北煤田的开发尚未提上日程，从已公布的信息看，鲁西化工参股成立的聊城昌润投资发展有限公司将与新汶矿业集团共同开发阳谷茌平煤田。根据新汶矿业对黄河北煤田的开发计划，仅新矿在该煤田规划矿井的产能就达到了 1680 万吨。

由于近年来省内将巨野煤田列为主要开发对象，出于资源保护的考虑，短期内开发黄河北煤田的可能性不大。位于菏泽境内的曹县煤田也是如此，虽然曹县煤田 2009 年勘探的地质储量达 30 亿吨，但是由于埋藏较深，最浅的煤层也有 1100 米深，短期内也不会列入开发议程。

2.1.3. 不考虑老矿核销，未来三年产量年均增 2000 万吨左右

目前，全省在建煤矿共 13 座，其中济宁兖州煤田 2 座、汶上宁阳煤田 1

座、枣滕煤田 1 座、巨野煤田 9 座，另外，龙固、赵楼、郭屯煤矿尚未达产，未来 3 年内省内煤炭产量的增量基本来源于此，预计年均增量在 2000 万吨左右。考虑到未来 3-5 年会有部分国有重点老旧煤矿被注销，注销产能规模在 200 万吨以上，由此测算，2013 年全省原煤产量为 1.62 亿吨，而山东省煤炭工业局提出 2015 年省内煤炭产量控制在 1.58 亿吨以内。

表 7：未来三年全省煤炭产量预测

	单位	2010E	2011E	2012E	2013E
在建及未达产煤矿产量	万吨	1,100	1,650	2,200	2,540
全省产量	亿吨	1.50	1.56	1.61	1.64

数据来源：国泰君安证券研究

注：该测算未统计国有重点老旧煤矿注销的影响

2.2. 13 年前年净调入增量维持 2000 万吨，14 年之后可能激增

2.2.1. 2013 年净调入量较 09 年增加 8000 万吨

09 年山东省煤炭净调入量为 2.06 亿吨，位居全国各省第一位，山东省的经济结构决定了全省在未来一段时间内仍保持着对煤炭的旺盛需求，粗略测算，预计 2013 年山东省煤炭净调入量将达到 2.87 亿吨，较 09 年净增 8000 万吨。

表 8：未来三年全省煤炭消费量及调入量预测

年份	生产量 (万吨)	消费量 (万吨)	调入量 (万吨)	GDP (亿 元)	每万元 GDP 耗 煤 (吨)	净调入量 (万吨)
2005	14030	25248	11218	18367	1.37	11459
2006	14059	29001	14942	21900	1.32	15313
2007	14737	31703	16966	25777	1.23	17368
2008	14701	34390	19689	30933	1.11	19057
2009	14378	34795	20417	33897	1.03	20594
2010E	15000	38438	23438	39416	0.98	23614
2011E	15600	40431	24831	42964	0.94	25007
2012E	16100	42527	26427	46830	0.91	26604
2013E	16200	44732	28532	51045	0.88	28709

数据来源：国泰君安证券研究

注：条件假设：2010 年能耗水平降低 5%；2011-2013 年 GDP 增长率为 9%，能耗水平逐年降低 3.5%

2.2.2. 14 年山西南通道修好后，经山东下水煤量激增

与山东发达的高速公路交通网相比，近十年山东的铁路建设相对落后。十二五期间，山东省将建设省内“四纵四横”铁路网，其中“两横”远期将释放超过 2.5 亿吨的下水煤运力：从龙口和烟台入海的德龙烟能源通道远期运力为 6000 万吨，从日照入海的山西中南部煤炭通道远期运力为 2 亿吨。

表 9：山东省在建煤炭运输铁路

铁路	辐射矿区	近期运力	远期运力	预计建成时间
黄大铁路	神东矿区	1000 万吨	4000 万吨	2011 年
德龙烟能源通道	山西中部	2000 万吨	6000 万吨	2012 年
山西中南部煤炭通道	山西南部焦煤、 山东巨野煤田		2 亿吨	2014 年

数据来源：国泰君安证券研究

3. 省内竞争格局：非常 6+1

山东省小煤矿已经基本退出市场，08 年乡镇煤矿产量 350 万吨，09、10 年乡镇煤矿整改全部停产。

表 10：山东、河南省 2009 年煤炭产量

	全省总产量	国有重点	国有地方	乡镇煤矿
山东	14377.72	9383.28	4994.44	0
河南	23037.92	12860.42	1386.97	8790.53

数据来源：中国煤炭工业统计年报

省内的竞争格局基本是大煤矿之间的竞争。山东省国资委下有七家重点煤炭企业：兖州矿业、新汶矿业、淄博矿业、枣庄矿业、肥城矿业、龙口矿业、临沂矿业，这七家煤企营业收入均位于全国煤企前 50 名之列，五家公司产量居全国前 50 名。

山东能源集团的概念早在 2008 年底的《山东省省管企业改革发展和国资监管工作三年规划》中就已提出，原先的市场预期为以省内最大的煤企兖矿牵头，整合其他六家集团。但是到了 2010 年下半年，“七合一”的规划改成了兖矿独立发展，其他六家企业成立山东能源集团。

花开两朵，各表一枝。

4. 山东能源集团

若按照山东省政府“六合一”成立山东能源集团的计划，将除兖矿之外的六家企业合并，合并后的山东能源集团的收入将排在第 3 位，产量将排在第 6 位。

图 7：山东能源集团收入排名

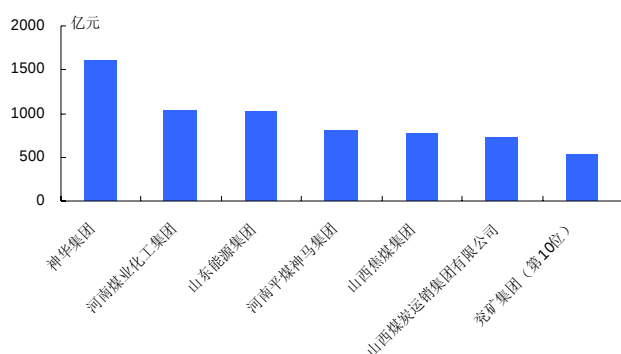
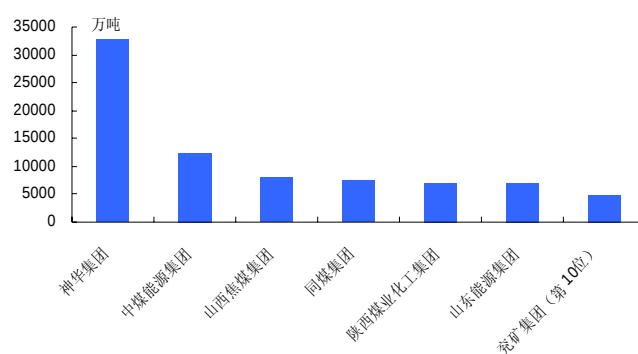


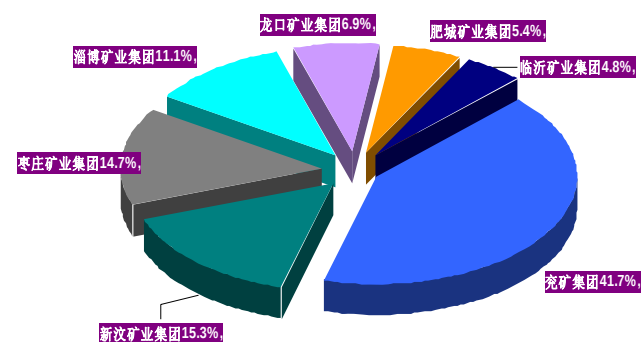
图 8：山东能源集团产量排名



数据来源：中国煤炭工业协会

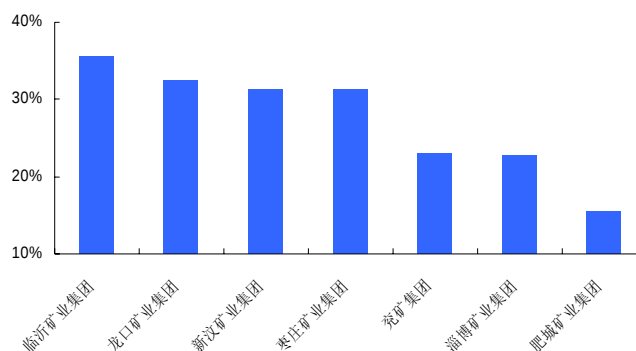
数据来源：中国煤炭工业协会

图 9：七大集团产量占比



数据来源：中国煤炭工业协会

图 10：七大集团 03-09 年收入增速



数据来源：中国煤炭工业协会

从未来的成长性来看，尽管在本部面临成长乏力的现实，但山能集团旗下各企业均在省外整合了大量的资源，其中在贵州、云南、陕西、新疆等地的矿井分布集中于同一矿区之内，整合较为方便，内蒙、山西的矿井分布相对较为散乱。山能在建项目在 2013 年底之前基本都能投产，届时集团产能将达到 1.5 亿吨。

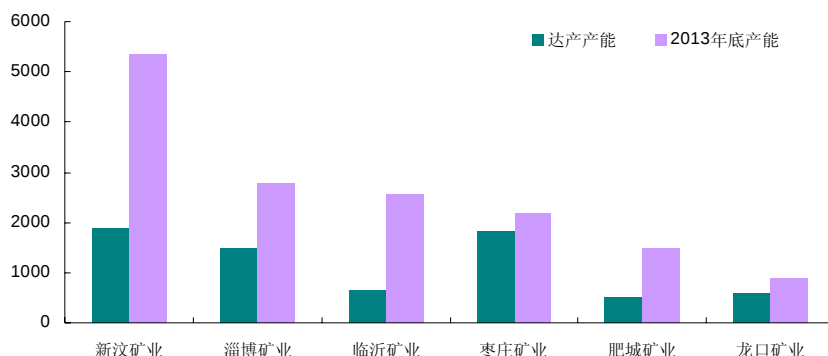
表 11：山东能源集团在产和在建项目产能（单位：万吨）

	分布	生产	在建	合计
安徽	萧县		45	45
贵州	毕节	180	1095	1275
河北	张家口		399	399
内蒙古	鄂尔多斯、乌兰察布、锡林郭勒、呼伦贝尔	585	4080	4665
宁夏	宁县		60	60
山东		5829	255	6084
山西	晋中、忻州、朔州	75	300	375
陕西	彬长矿区		525	525
新疆	伊犁		1660	1660
云南	富源县	45	105	150
总计		6714	8524	15238

数据来源：国泰君安证券研究

目前集团内部新汶矿业和枣庄矿业规模相当。从未来发展来看，新汶是增长最快的。

图 11：各集团目前产能及 2013 年底产能

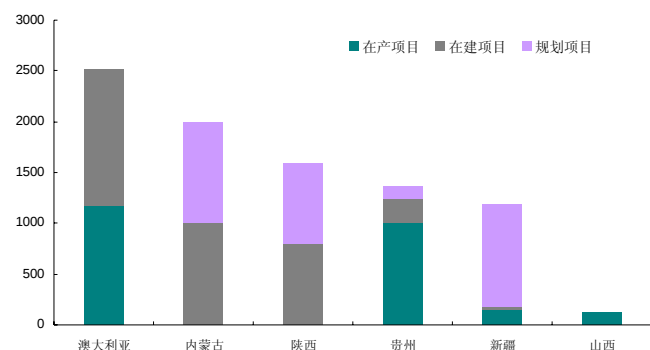


数据来源: 国泰君安证券研究

4.1. 新矿未来将达亿吨规模

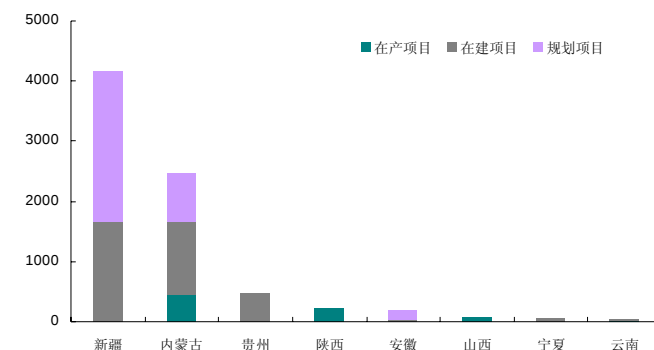
新矿在省内的产能规模仅为兖矿的 1/4, 而近年来新矿的省外扩张速度惊人。在鄂尔多斯一举成为上海庙矿区的开发主体, 开发规模近 2000 万吨/年, 新矿还是新疆伊犁矿区的开发主体, 未来规模超过 4000 万吨/年。新矿 07 年产量还处于全省第四、比枣矿少 670 万吨, 09 年产量超过了淄矿和枣矿居全省第二。集团目前产能为 1885 万吨, 在建规模达 3455 万吨, 省外规划产能为 3470 万吨, 到十二五末, 新矿产能将达 7000 万吨以上。从可采储量上看, 新矿拥有的省外储量为 92 亿吨, 甚至超过了兖矿, 其省外项目的成长性更强。

图 12: 兖矿省外项目产能及在建情况



数据来源: 国泰君安证券研究

图 13: 新矿省外项目产能及在建情况



数据来源: 国泰君安证券研究

4.2. 枣矿、淄矿、临矿未来增量相当

淄矿作为最先开发省外资源的企业, 近几年省外有四个在建项目, 一个筹划中项目, 在建和筹划中项目产能 1785 万吨, 分布在贵州、内蒙、陕西、云南四省, 其在建项目将在 2011 年底之前陆续投产, 产能在 2012 年释放, 到 2015 年, 淄矿的权益产能将超过 2200 万吨。

临矿作为七大集团中产量最低的公司, 近年将主要精力放在了内蒙古地区的开发上, 在鄂尔多斯与中烟集团合作开发的榆树井煤矿已经在 2010 年下半年投产, 另外 400 万吨规模的上海庙一号矿井在建, 1200 万吨规模的上海庙二号矿井处于开展前期工作阶段。到 2015 年, 临矿的权益产能将达 1600 万吨, 是当前在产产能的 2.5 倍。

枣矿的很多省外项目尚处于谈判阶段，不确定性较大。在内蒙古的 800 万吨江岸煤田项目和 600 万吨西胡里吐煤田项目已经与当地政府签订协议，锡林郭勒和新疆的项目尚在谈判阶段，其真正在省的省外产能只有 75 万吨。预计集团在 2015 年的产能将达到 3600 万吨。

表 12: 淄矿、临矿、枣矿未来产能比较 (单位: 万吨)

	在产产能	2015 年产能	2015 年权益产能	产能增量	权益产能增量
淄博矿业	1490	2775	2209	1285	719
临沂矿业	661	2561	1611	1900	950
枣庄矿业	2120	3595		1475	

数据来源: 国泰君安证券研究

表 13: 淄矿、临矿、枣矿省外可采资源量 (单位: 万吨)

	所在省份	规划中	在产	在建	总计
临沂矿业	内蒙古	142300		59972	202272
	贵州		9292	2895	12187
枣庄矿业	内蒙古	246210	4170		250380
	新疆				
	云南		1932	1190	3122
枣庄矿业总计		246210	15395	4085	265689
	贵州			25817	25817
淄博矿业	内蒙古			84182	84182
	陕西	59800	18429		78229
	云南			1976	1976
淄博矿业总计		59800	18429	111975	190204

数据来源: 国泰君安证券研究

注: 枣矿未统计谈判中项目

4.3. 肥矿、龙矿扩张速度相对滞后

相对而言，肥矿和龙矿在省外的扩张速度要落后于其他集团，肥矿在河北省和贵州省对部分地市的地方煤矿进行整合，整合后产能为 729 万吨，预计 2013 年达产。龙矿是山东省唯一参与山西省资源整合的大型煤企，已整合产能为 300 万吨，整合项目尚未开工，另外龙矿有意收购忻州市的两个整合煤矿，整合后产能均为 90 万吨。

肥矿与龙矿的主要问题在于其省外煤矿的可采储量较低，服务年限太短。肥矿在河北、贵州两省获得的地质储量为 2.12 亿吨，可采储量仅 1.36 亿吨，龙矿在山西省整合煤矿的可采储量总和也只有 1.66 亿吨。粗略计算，肥矿省外项目的可采年限只有不足 15 年，龙矿的年限为 27.6 年，无法达到续接省内煤井的要求。

肥矿和龙矿都参与了蒙东地区煤炭资源的开发，肥矿与中化化肥合作开

发呼山煤田，龙矿与华润电力合作开发五间房矿区。蒙东地区的开发尚需时日，但是对肥矿和龙矿的影响要更加积极和深远。

4.4. 山能集团即将成立，但内部的整合过程难免漫长

依靠行政手段的整合最大的问题在于人员安置和管理融合。新矿无疑是六家煤企中产能规模最大的企业，但是新矿最初在山能集团整合主体的地位却并未得到确立，山能集团最初的领导班子为：原淄矿董事长马厚亮出任山能董事长，出身肥矿系统的原省煤炭工业局局长卜昌森出任山能总经理。后因马厚亮遭举报调查，山能集团的领导班子重新调整，调整后的领导班子为：董事长（法定代表人）：卜昌森；副董事长兼新汶矿业集团董事长、党委书记：李希勇；外部董事：王和先，山东省国资委原党委副书记（正厅级）、纪委书记、监察专员；外部董事：李新常，神华集团原总经济师；外部董事：董丕久，胜利石油管理局原党委书记，中国石化胜利油田有限公司副董事长；外部董事：温燕明，济南钢铁集团（总厂）原副总经理（副厂长）、党委副书记；外部董事、财务总监：刘德华。据媒体报道：山能集团将在两会后正式成立。

山东省政府相关人士明确表示过要推动省管企业整体上市。目前 6 大集团均无上市平台，考虑到 IPO 的复杂和漫长，借“壳”上市的可能性不可排除。我们梳理了山东省国资委及省内地方国资委下属可能成为“壳”资源公司，可以保持关注。

表 14：山东省潜在“壳”公司

	实际控制人	第一大股东	控股比例	08 年 EPS	09 年 EPS	10 年 Q3EPS	扣除现金的净资产
S*ST 华塑	山东省国资委	济南鑫银投资	25.17	(0.57)	(0.17)	(0.05)	(2881.40)
鲁银投资	山东省国资委	莱芜钢铁集团	14.52	0.12	0.17	0.19	(5770.16)
ST 科龙	青岛市国资委	青岛海信空调	45.22	(0.23)	0.15	0.35	(82775.27)
*ST 德棉	德州市国资委	山东德棉集团	54.65	(0.30)	(0.67)	(0.13)	17963.77
青岛碱业	青岛市国资委	青岛海湾集团	34.26	0.11	(0.65)	(0.25)	90237.74
新华医疗	山东省国资委	淄博矿业集团	29.00	0.22	0.31	0.32	52184.41
华阳科技	宁阳县国资委	华阳农药化工集团	33.33	(0.48)	0.03	(0.11)	24130.50
*ST 鲁北	无棣县国资委	山东鲁北企业集团	29.70	(1.92)	(0.14)	(0.16)	101677.62

数据来源：国泰君安证券研究

5. 兖州矿业（600188）：突破成长瓶颈

兖矿集团是山东省内煤企的翘楚，但由于近几年在省外资源扩张上屡屡受挫，丧失了发展的良机。近两年公司明显加快了扩张的步伐。2010 年初出资近 200 亿元收购澳大利亚 Felix 公司。另外，公司在鄂尔多斯已获得两个千万吨级项目，60 万吨甲醇项目处于建设阶段。集团十二五末产能过亿吨应无悬念，基本解决了之前制约公司的成长之虞。

5.1. 省内产量稳定，澳洲提供成长动力

5.1.1. 本部产量将稳定在 3300 万吨水平

公司本部煤矿的六个矿井分布在济宁和兖州煤田，均为成熟矿井，与该煤田的整体现状相似，公司本部的可采资源量有限，09 年底本部的可采

储量为 7.23 亿吨，可采年限在 20 年之内。预计本部产量未来几年内产量稳定在 3300 万吨的水平。

表 15: 兖州煤业本部产量

	生产能力	可采储量	09 年产量	10 年产量	11 年产量	12 年产量	投产时间
南屯煤矿	400	7071	376	360	350	350	1973 年 12 月
兴隆庄煤矿	660	13715	660	690	650	650	1981 年 12 月
鲍店煤矿	640	4839	574	600	600	600	1986 年 6 月
东滩煤矿	750	14790	748	750	750	750	1989 年 12 月
济宁二号煤矿	500	11676	359	420	400	400	1997 年 11 月
济宁三号煤矿	700	20221	620	580	550	550	2000 年 12 月
本部六矿合计	3650	72311	3337	3400	3300	3300	
济宁兖州煤田内其他国有重点矿井	2567	113666					

数据来源：国泰君安证券研究

公司在菏泽建设的赵楼煤矿已于 2009 年底投产，2010 年预计产量 150 万吨，2011 年达产。菏泽能化下的赵楼煤矿和万福煤矿煤种以焦煤、气肥煤为主，销售价格比本部高 10% 以上，随着赵楼煤矿的达产，其吨煤盈利能力将超过本部。

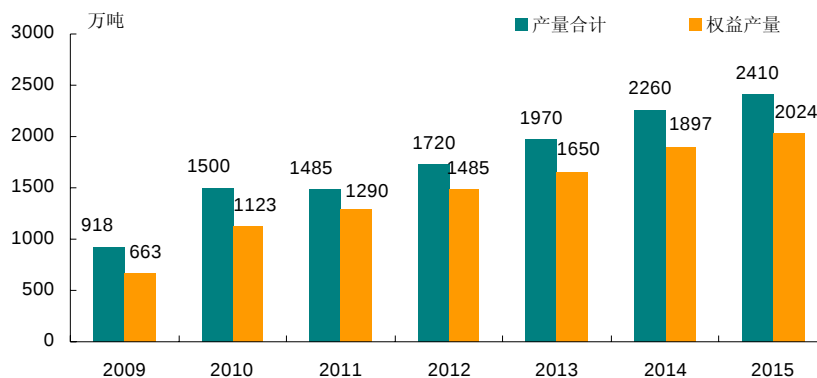
5.1.2. 兖煤澳洲将成为公司未来五年最重要增长点

兖煤澳洲旗下现有四个生产煤矿、一个在建煤矿和三个勘探中煤矿，随着莫拉本煤矿的逐步达产和艾诗顿、雅若碧扩产项目的推进，兖煤澳洲将在未来五年内保持产销量持续增长的趋势，权益产量在 2015 年将超过 2000 万吨，是 09 年 Felix 未被收购时产量的 3 倍。兖煤澳洲将成为公司最重要的增长点。

公司收购 Felix 后，持有纽卡斯尔港第三码头 15.4% 的股份，这将解决附近的澳思达、艾诗顿、莫拉本煤矿的出口瓶颈。随着产能达 1000 万吨的莫拉本于 2010 年 8 月投产，未来两到三年内兖矿澳洲的产量将稳步增至 1650 万吨。

公司已经将艾诗顿东南部露天开采矿区开发和雅若碧煤矿扩建的前期准备列为公司 2011 年工作的重点。由于两座煤矿均为露天煤矿、改扩建不会对现有产能产生影响，而且露天煤矿改扩建周期较短，预计 2013 年底之前两座煤矿的改扩建工程就会完工。莫拉本地下煤矿也将在 2013 年投入运营。三座煤矿将增加 690 万吨产能，预计 2015 年兖煤澳洲的权益产量将超过 2000 万吨。

图 14: 兖煤澳洲产量



数据来源: 国泰君安证券研究

5.1.3. 鄂尔多斯是 14 年后的增长动力

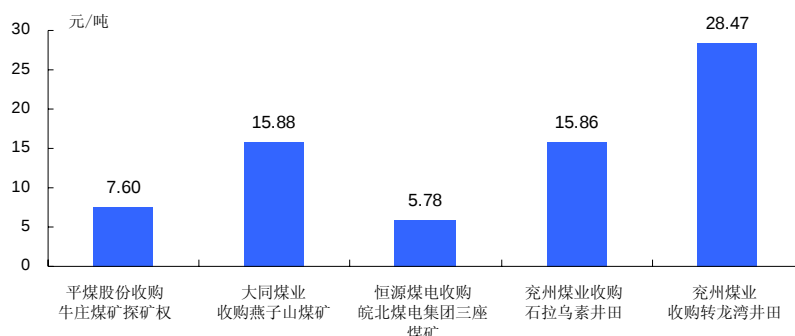
公司作为鄂尔多斯市确定的煤炭资源整合主体, 近两年在鄂尔多斯地区频繁出手, 陆续拿下了营盘壕井田、石拉乌素井田两个 1000 万吨级项目和 500 万吨级的转龙湾井田项目。另外, 公司参股 25%, 与集团联合开发榆神矿区的金鸡滩煤矿。以上煤矿将为公司新增 2210 万吨权益产能, 但 2014 年之前都不会为公司带来赢利贡献。

5.2. 公司的风险点

5.2.1. 内蒙古矿井收购价格偏高

公司 10 年下半年在内蒙古鄂尔多斯地区拿下了石拉乌素井田和转龙湾井田。按照可采储量的标准, 与同期内其他公司收购矿井的作价相比, 石拉乌素井田的作价略高于正常水平, 而转龙湾井田价格明显偏高。公司收购显示出公司不惜代价、不计成本的决心, 但根据我们对 14 年后行业供给出现过剩格局的判断, 届时公司可能将面临成本劣势。

图 15: 各公司收购矿井作价比较



数据来源: 国泰君安证券研究

注: 兖矿收购项目可采储量假设为资源量的 50%

5.2.2. 业绩受澳元汇率影响波动性增大

公司在收购 Felix 时通过银团贷款 30.4 亿美元, 这笔贷款通过澳元兑美元汇率的变动对公司业绩产生很大影响。10 年中报中, 汇兑损失尚为 10.6 亿元, 拖累公司 EPS 0.17 元。2010 年下半年澳元兑美元汇率单边

上涨，汇兑损益对公司业绩的影响由负变正，2010 年 12 月 31 日澳元兑美元汇率为 1.0228，较 6 月 30 日升值 20.0%，预计 10 年汇兑收益为公司贡献 EPS 0.385 元。增加澳洲业务后，美元贷款使公司业绩的波动性增强，可预测性变弱。

表 16: 兖州煤业业绩对汇率变动的敏感性分析

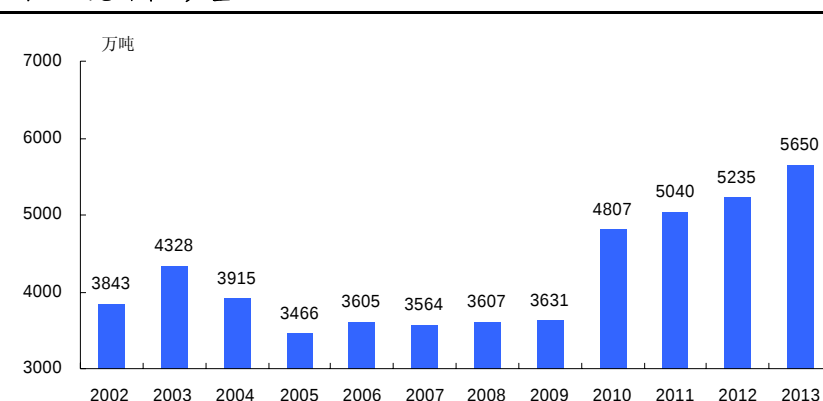
澳元兑美元变动	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
澳元兑美元汇率	6.29	6.36	6.42	6.49	6.56	6.62	6.69	6.76	6.82	6.89	6.95
EPS 绝对变动	-0.15	-0.12	-0.09	-0.06	-0.03	0.00	0.03	0.06	0.09	0.12	0.15
EPS 相对变动	-7.93%	-6.34%	-4.76%	-3.17%	-1.59%	0.00%	1.59%	3.17%	4.76%	6.34%	7.93%

数据来源：国泰君安证券研究，以 10 年 12 月 31 日汇率为基础，10 年业绩预测为基数计算

5.3. 维持谨慎增持评级

公司近年来通过省内建设、省外获取资源、海外并购，走出了成长的瓶颈期，未来几年公司的对外投资将贡献收益。预计公司 2010 年产量为 4800 万吨，2013 年产量达 5650 万吨，09-13 年复合增长率为 11.6%，高于行业水平。

图 16: 兖州煤业产量



数据来源：国泰君安证券研究

预计公司 10 年 EPS 为 1.90 元（其中汇兑损益贡献 0.385 元），11 年、12 年 EPS 分别为 1.68 元、1.82 元（未考虑汇兑损益），动态 PE 分别为 18 倍、19 倍和 18 倍，维持谨慎增持评级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		