

推荐(维持)

灾后重建或成国际煤价重要支撑和推动力

2011年3月24日

日本灾后重建对国际煤价影响分析

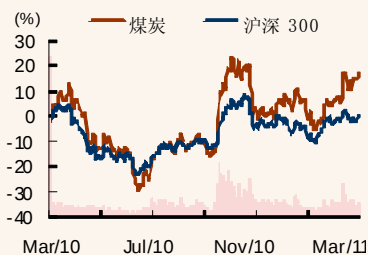
上证指数 2947

行业规模

		占比%
股票家数(只)	37	1.9
总市值(亿元)	14278	5.3
流通市值(亿元)	11680	5.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.4	38.4	16.3
相对表现	5.1	19.1	24.5



相关报告

- 1、《煤炭行业专题报告—核电政策或调整，电煤增加新需求》2011/3/21
- 2、《日本地震对煤炭行业影响分析—中短期负面，长期正面》2011/3/14

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

世界银行预测，日本此次地震及海啸造成的经济损失将达1220亿~2350亿美元，远超过1995年阪神大地震1000亿美元的经济损失。巨大的经济损失必然带来灾后重建的巨大需求。灾后重建动力煤新增需求最多可能近亿吨，成为国际煤价的重要支撑和推动力。看好三类煤炭股，短期调整是埋伏机会。

日本灾后重建新增煤炭需求最多可能近亿吨。

■ 3月11日，日本东北部发生里氏9级地震，并引发海啸。世界银行发表报告作出预测，日本此次地震及海啸造成的经济损失将达1220亿~2350亿美元。巨大的经济损失必然带来灾后重建的巨大需求。

■ 我们测算，日本灾后重建新增煤炭需求总量预计在4962万吨~9558万吨，按照两年的灾后重建期计算，年度新增动力煤需求约为2481万吨~4779万吨，其中动力煤为1610万吨~3102万吨，炼焦煤为871万吨~1677万吨。

□ 主要依靠亚太进口满足新增需求。日本煤炭消费主要依赖进口，而进口国主要是澳大利亚。而且日本进口在亚太及全球煤炭贸易中占比较大，煤炭年度进口量基本在1.8亿吨左右，占全球煤炭贸易量的20%，占亚太地区煤炭贸易量的35%。

国际煤价打开上涨空间

■ 国际动力煤价：预计大约上涨10%。澳洲洪水影响下，澳煤BJ现货价格拉升到130美元/吨左右，未来日本需求进一步增加，且重建时间至少持续两年，估计动力煤价涨幅在10%，即价格为140美元/吨左右。

■ 国际炼焦煤预计维持目前的高位，国内价格有提升空间。昆士兰洪水1400万吨供给冲击，国际焦煤价格从220美元/吨大幅飙升至320美元/吨以上(+40%)。日本灾后重建增加澳洲焦煤进口，预计在567万吨~1000万吨，预计国际焦煤价格维持目前高位。在我国炼焦煤继续进口量情况下，国内外焦煤价格可能继续收敛，即国内焦煤价格仍有提价空间。

□ 看好三类煤炭股，调整是埋伏机会。未来煤炭基本面有较强支撑，我们看好煤炭股，而短期需求下降对股价影响正是介入的机会。兖州煤业：业绩受益于国内外两个市场；昊华能源：产品基本全部出口日韩市场，价格基本跟随国际焦煤价格；业绩弹性高的炼焦煤企业：冀中能源、盘江股份。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
兖州煤业	33.18	1.61	1.79	1.85	20.6	18.5	4.8	强烈推荐-A
中国神华	29.19	1.87	2.00	2.15	15.6	14.6	2.9	强烈推荐-A
中煤能源	20.50	1.23	1.40	1.41	16.7	14.6	3.9	审慎推荐-B
山煤国际	30.07	1.01	1.53	2.31	19.7	13.0	7.0	强烈推荐-A
冀中能源	47.44	2.06	2.36	2.80	20.1	16.9	4.8	强烈推荐-B
盘江股份	37.79	1.16	1.54	1.96	24.5	19.3	6.9	强烈推荐-A
昊华能源	47.01	2.09	2.87	3.24	16.4	14.5	4.1	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、日本灾后重建新增煤炭需求最多可能近亿吨.....	3
1、日本地震经济损失最高或达 2350 亿美元	3
2、灾后重建煤炭新增需求最多可能近亿吨.....	3
二、主要依靠亚太进口满足新增需求.....	6
1、日本煤炭消费主要依赖进口	6
2、日本进口在亚太地区煤炭贸易中影响较大	6
三、日本灾后重建或再次拉高国际煤价	8
1、昆士兰洪水大幅拉高一季度国际煤价	8
2、动力煤价格：预计大约上涨 10%.....	8
3、炼焦煤价格预计维持高位	9
四、看好三类煤炭股，调整是埋伏机会	11

图表目录

表 1：汶川地震经济损失情况	3
表 2：我国房地产行业万元投资消耗水泥、钢材和耗电量测算	4
表 3：测算日本灾后重建动力煤需求量	5
表 4：日本煤炭消费主要依靠进口	6
表 5：2010 年前 11 月日本动力煤炼焦煤进口国及占比	6
表 6：日本煤炭进口量在全球和亚太煤炭贸易量中占比较大.....	7
表 7：日澳动力煤长协价格.....	9
图 1：澳煤 BJ 价格走势	10

一、日本灾后重建新增煤炭需求最多可能近亿吨

1、日本地震经济损失最高或达 2350 亿美元

3 月 11 日，日本东北部发生里氏 9 级地震，并引发海啸，给日本经济造成巨大损失。

近日，世界银行发表报告作出预测，日本此次地震及海啸造成的经济损失将达 1220 亿~2350 亿美元，远超过 1995 年阪神大地震 1000 亿美元的经济损失。

巨大的经济损失必然带来灾后重建的巨大需求。需求来自对道路、桥梁、电力设施等基础设施建设，学校、医院等非住宅用房建设以及居民住宅的重建，从而必然拉动钢材、水泥、电力需求大量增加。

我们对日本震后重建的煤炭新增需求进行测算。

2、灾后重建煤炭新增需求最多可能近亿吨

房屋等设施损失占比假定 70%

我们对 08 年中国汶川大地震的经济损失数据进行分析：

汶川地震直接经济损失 8451 亿元，其中民房和城市居民住房的损失、学校、医院和其他非住宅用房的损失以及道路、桥梁和其他城市基础设施的损失合计占比为 70%，其他经济损失占 30%。

表1：汶川地震经济损失情况

	汶川地震损失金额(亿元)	占比
直接经济损失	8451	100%
民房和城市居民住房的损失	2316	27.4%
包括学校、医院和其他非住宅用房的损失	1724	20.4%
基础设施，道路、桥梁和其他城市基础设施的损失	1851	21.9%
其它	2561	30%

资料来源：招商证券研发中心整理

房地产行业万元投资消耗水泥 1.51 吨，钢材 0.55 吨，耗电 113 千瓦时

我们对中国房地产行业万元投资的水泥、钢材、电量消耗进行了测算，以 10 年数据为例：

- 中国房地产建设面积为 40.6 亿平方米；
- 建设单位面积的耗电量为 13.4 千瓦时/平方米，水泥消耗量为 180 千克/平方米，钢材消耗量为 65 千克/平方米；
- 由此，10 年中国房地产行业消耗电量为 543 亿千瓦时，消耗水泥和钢材总量分别为 7.3 亿吨和 2.6 亿吨；
- 10 年，中国房地产行业总投资为 4.8 亿元，那么，万元投资消耗电量为 113 千瓦时，消耗水泥和钢材分别为 1.51 吨和 0.55 吨。

表2：我国房地产行业万元投资消耗水泥、钢材和耗电量测算

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
施工面积（万平方米）	166053	194786	236318	274100	319600	405500
新开工面积（万平方米）	68064	79253	95402	102553	115385	163800
竣工面积（万平方米）	53417	55831	60607	66545	70219	76000
测算建设面积（万平方米）	166053	194786	236318	274100	319600	405500
单位面积耗电量（千瓦时/平方米）	14.1	13.9	13.1	13.4	13.4	13.4
房地产耗电量(亿千瓦时)	234	271	309	367	428	543
单位面积水泥用量（千克/平方米）	180	180	180	180	180	180
水泥消耗量（万吨）	29890	35062	42537	49338	57528	72990
单位面积钢材用量（千克/平方米）	65	65	65	65	65	65
钢材消耗量（万吨）	10793	12661	15361	17817	20774	26358
房地产投资（亿元）	15909	19423	25289	30580	36232	48267
万元投资消耗水泥（吨）	1.88	1.81	1.68	1.61	1.59	1.51
万元投资消耗钢材（吨）	0.68	0.65	0.61	0.58	0.57	0.55
万元投资耗电（千瓦时）	147	140	122	120	118	113

资料来源：《中国统计年鉴》，招商证券研发中心整理

日本灾后重建新增动力煤需求量合计最多可能近亿吨，年度近 5000 万吨

根据前面计算的数据，即假定：

- 地震经济损失中，房屋等基础设施占比为 70%；
- 房地产行业万元投资消耗水泥 1.51 吨，钢材 0.55 吨，耗电 113 千瓦时。

我们分析了日本经济损失及灾后重建投资为 1220 亿美元、2000 亿美元和 2350 亿美元三种情景下，新增动力煤的需求量。以经济损失为 2000 亿美元的情景为例：

- 房屋等基础设施损失折合人民币为 9240 亿元；
- 灾后重建所需水泥、钢材总量分别为 1.4 亿吨和 5046 万吨，水泥消耗动力煤 2347 万吨，钢材消耗煤炭合计 3280 万吨，其中动力煤 425 万吨，炼焦煤 2855 万吨。
- 灾后重建房地产行业直接耗电量为 104 亿千瓦时，水泥、钢材行业新增需求增加耗电量分别为 140 亿千瓦时和 353 亿千瓦时，即合计耗电量为 597 亿千瓦时，那么耗煤量为 597 亿千瓦时*420 克/千瓦时=2507 万吨；
- 那么，水泥、钢材及电力行业耗煤量合计为 2347 万吨+3280 万吨+2507 万吨=8134 万吨，其中，动力煤 5279 万吨，炼焦煤 2855 万吨。
- 假定日本灾后重建需要两年时间，那么年度增加煤炭需求为 4067 万吨，其中动力煤 2640 万吨，炼焦煤 1427 万吨。

表3：测算日本灾后重建动力煤需求量

	情景 1	情景 2	情景 3
经济损失（亿美元）	1220	2000	2350
经济损失折合人民币（亿元）	8052	13200	15510
房屋等基础设施重建占比	70%	70%	70%
房屋等基础设施损失（亿元）	5636	9240	10857
灾后重建水泥需求量（万吨）	8523	13973	16418
水泥单位电耗（千瓦时/吨）	100	100	100
水泥耗电总量（亿千瓦时）	85	140	164
水泥单位煤耗（吨/吨）	0.168	0.168	0.168
水泥耗煤总量（万吨）	1432	2347	2758
灾后重建钢材需求量（万吨）	3078	5046	5929
钢材单位电耗（千瓦时/吨）	700	700	700
钢材耗电总量（亿千瓦时）	215	353	415
钢材单位煤耗（吨/吨）	0.65	0.65	0.65
钢材耗煤总量（万吨）	2001	3280	3854
其中：炼焦煤	1741	2855	3354
动力煤	259	425	499
灾后重建耗电量（亿千瓦时）	63	104	122
发电单位煤耗（克/千瓦时）	420	420	420
灾后重建煤炭需求量合计	4962	8134	9558
其中：动力煤	3220	5279	6203
炼焦煤	1741	2855	3354
灾后重建年度煤炭需求量合计	2481	4067	4779
其中：动力煤	1610	2640	3102
炼焦煤	871	1427	1677

资料来源：招商证券研发中心整理

根据世界银行预测的地震经济损失为 1220 亿美元~2350 亿美元，日本灾后重建新增煤炭需求总量预计在 4962 万吨~9558 万吨，其中，动力煤需求量 3220 万吨~6203 万吨，炼焦煤需求量为 1741 万吨~3354 万吨，按照两年的灾后重建期计算，**年度新增煤炭需求约为 2481 万吨~4779 万吨，其中动力煤为 1610 万吨~3102 万吨，炼焦煤为 871 万吨~1677 万吨。**

二、主要依靠亚太进口满足新增需求

1、日本煤炭消费主要依赖进口

08 年，日本年度煤炭消耗量 1.88 亿吨，其中进口 1.86 亿吨；动力煤年度消耗量为 1.33 亿吨，其中进口 1.28 亿吨；炼焦煤年度消耗量大约 0.55 亿吨，进口量约 0.57 亿吨。

表4：日本煤炭消费主要依靠进口

单位：万吨	2005	2006	2007	2008
煤炭消费量	17698	17910	18225	18750
煤炭进口量	17770	17931	18021	18560
动力煤消费量	12045	12142	12826	13265
动力煤进口	11814	12143	12826	12820
炼焦煤消费量	5653	5767	5399	5485
炼焦煤进口	5658	5767	5399	5737

资料来源：中国煤炭资源网

动力煤进口主要来自澳大利亚和印尼，两国占比分别为 65%和 23%，合计占比 88%。炼焦煤进口主要来自澳大利亚和加拿大，两国占比分别为 76%和 15%，合计占比 91%。

日本灾后重建，年度新增动力煤需求 2481 万吨~4779 万吨，其中动力煤为 1610 万吨~3102 万吨，炼焦煤为 871 万吨~1677 万吨。预计主要依靠亚太地区特别是澳大利亚和印尼来满足。

表5：2010年前11月日本动力煤炼焦煤进口国及占比

单位：万吨	炼焦煤	动力煤
澳大利亚	3677	6535
加拿大	729	210
俄罗斯	184	581
中国	18	243
印度尼西亚	8	2307
总进口量	4855	9994
各进口国占比		
澳大利亚	76%	65%
加拿大	15%	2%
俄罗斯	4%	6%
中国	0%	2%
印度尼西亚	0%	23%

资料来源：中国煤炭资源网

2、日本进口在亚太地区煤炭贸易中影响较大

日本煤炭年度进口量基本在 1.8 亿吨左右，占全球煤炭贸易量的 20%，占亚太地区煤炭贸易量的 35%。其中，动力煤进口 1.3 亿吨左右，占全球动力煤贸易量的 18%，占亚太地区动力煤贸易量的 38%；炼焦煤进口量近 0.6 亿吨，占全球炼焦煤贸易量的 25% 左右。

日本灾后重建，年度新增动力煤需求约 1610 万吨~3102 万吨，如果不考虑其他国家需

求增量，那么日本年度进口煤炭增加到大约 1.46 亿吨~1.6 亿吨，在亚太地区动力煤贸易占比中达到 41%~45%，新增煤炭进口需求占亚太贸易量比例为 5%~9%。

年度新增炼焦煤 871 万吨~1677 万吨，炼焦煤总进口量增加到 0.67 亿吨~0.74 亿吨，在全球炼焦煤贸易量中占比为 29%~33%，新增煤炭进口需求占全球贸易量比例为 4%~8%。

表6：日本煤炭进口量在全球和亚太煤炭贸易量中占比较大

单位：万吨	2005	2006	2007	2008
日本煤炭进口量	17770	17931	18021	18560
全球煤炭贸易量	81580	88240	92370	93780
日本进口量/全球煤炭贸易量	22%	20%	20%	20%
亚太地区煤炭贸易量	46709	51100	52100	
日本进口量/亚太煤炭贸易量	38%	35%	35%	
日本动力煤进口量	11814	12143	12826	12820
全球动力煤贸易量	61020	67280	69650	
日本进口量/全球动力煤贸易量	19%	18%	18%	
亚太地区动力煤贸易量	31800	35000	35428	
日本进口量/亚太动力煤贸易量	37%	35%	35%	
日本炼焦煤进口量	5658	5767	5399	5737
全球炼焦煤贸易量	20560	20960	22720	
日本进口量/全球炼焦煤贸易量	28%	28%	24%	

资料来源：中国煤炭资源网

三、日本灾后重建或再次拉高国际煤价

1、昆士兰洪水大幅拉高一季度国际煤价

10 年 12 月开始,澳大利亚重要的煤炭出口区域昆士兰州发生百年不遇洪水,洪水淹没了煤矿,当地大约 9000 万吨~1 亿吨的焦煤产能陷入瘫痪。

据澳洲银行估计,洪水影响澳大利亚焦煤出口大约 1400 万吨,约占澳焦煤年度出口量的 10%。

洪水影响下,一季度澳煤价格大幅走高:

- 澳煤 BJ 现货交易价格由洪水发生前的 110 美元/吨左右,拉升到目前的 130 美元/吨左右。
- 澳洲出口焦煤价格由洪水前的 220 美元/吨左右上涨到 320 美元/吨以上。

2、动力煤价格: 预计大约上涨 10%

历史上,日澳动力煤长协价格最高为 08 财年的 125 美元/吨,当年澳煤 BJ 现货价格最高达到 190 美元/吨。

从当时亚太煤炭贸易看:

- 07 年上半年,日本动力煤进口量月度平均为 790 万吨,下半年大幅增加到 1400 万吨,全年进口量为 1.3 亿吨。08 年 1 季度仍然保持 1000 万吨左右的月度进口量。
- 07 年、08 年中国动力煤为净出口 3193 万吨和 2594 万吨。
- 07 年、08 年,澳大利亚动力煤出口量均为 1.1 亿吨左右。
- 在日本需求量明显增加推动下,08 财年的日澳动力煤长协价格签在了 125 美元/吨,较 07 财年上涨 123%。

从目前亚太动力煤供求看,较 07 年略偏紧张,加上澳洲洪水影响,预计未来涨幅 10%~15%。

- 日本灾后重建,年度新增动力煤需求约 1610 万吨~3102 万吨,月度平均 130 万吨~260 万吨。10 年,日本月度平均进口 915 万吨,考虑新增需求后,预计日本月度平均进口将达 1000 万吨~1170 万吨(增幅 14%~28%),基本达到了进口水平较高的 07~08 年。
- 中国自 09 年下半年起开始变为净进口国,10 年累计净进口 1.46 亿吨,动力煤净进口 3750 万吨。当前中国的煤炭进口量已占到亚太煤炭贸易量的近 30%,且较高的净进口量仍维持。
- 亚太地区动力煤主要出口国为澳大利亚、印尼和俄罗斯,其中澳大利亚受洪水影响,动力煤出口有所减少,印尼出口量不是很稳定,年度出口增量在 1000 万吨~3000 万吨。
- 澳洲洪水影响下,澳煤 BJ 现货价格拉升到 130 美元/吨左右,未来日本需求进一步增加,但印尼等地增加出口可以部分弥补,我们估计涨幅在 10%左右,即价格为

140 美元/吨左右。

3、炼焦煤价格预计维持高位

历史上，日澳炼焦煤长协价格最高位为 08 财年的 300 美元/吨，当年的焦煤现货价格最高达到 365 美元/吨。

从当时亚太煤炭贸易看：

- 07 年，日本炼焦煤进口量为 8000 万吨，其中从澳洲进口 4600 万吨。
- 07 年中国炼焦煤为净进口 367 万吨。
- 澳大利亚出口量为 1.3 亿吨。

而从目前亚太地区供求状况看，供求关系较 07 年更加紧张，加上澳洲洪水对焦煤影响较大，预计国际焦煤价格维持目前高位。

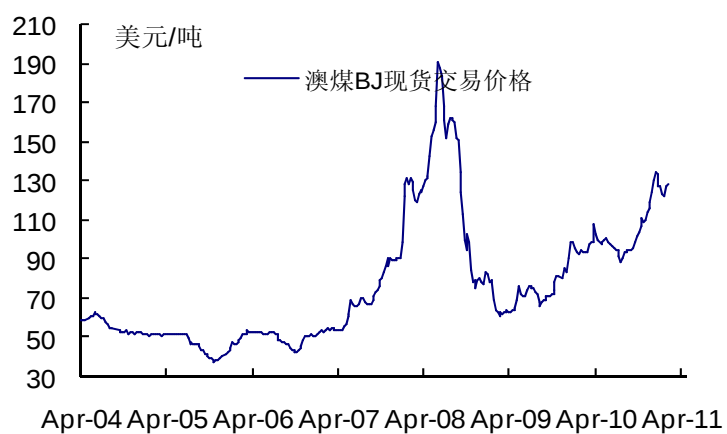
- 日本灾后重建，年度新增炼焦煤需求约 871 万吨~1677 万吨，10 年，日本进口炼焦煤 5300 万吨（其中从澳大利亚进口 3300 万吨），考虑新增需求后，预计日本进口将达 6100 万吨~6600 万吨（增幅 16%~32%），在全球焦煤贸易两种的占比将超过 30%。
- 10 年中国炼焦煤累计净进口 4613 万吨，预计 11 年维持高位。
- 澳洲洪水主要是对焦煤出口影响较大，预计影响 11 年出口 1400 万吨。10 年，澳大利亚出口优质主焦煤 1 亿吨，那么 11 年出口量约为 8600 万吨。
- 按照上面估计，1400 万吨供给冲击影响下，国际焦煤价格从 220 美元/吨大幅飙升至 320 美元/吨以上（+40%）。日本灾后重建增加从澳焦煤进口，567 万吨~1000 万吨，且持续时间长，预计国际焦煤价格维持高位。

表7：日澳动力煤长协价格

单位：美元/吨	日本澳大利亚炼焦煤长协价	日澳动力煤长协价格
2005	125	56
2006	115	52
2007	98	56
2008	300	125
2009	129	70
2010Q1	129	70
2010Q2	200	98
2010Q3	225	98
2010Q4	209	98
2011Q1	225	98
2011Q2(E)	320	120
预期涨幅	42%	23%

资料来源：招商证券研发整理

图1: 澳煤BJ价格走势



资料来源: 中国煤炭资源网

四、看好三类煤炭股，调整是埋伏机会

未来两年，日本灾后重建新增煤炭需求最多可能达到 1 亿吨，即年度新增近 5000 万吨，而新增需求主要依靠从亚太地区进口满足，在亚太地区主要出口国增量非常有限情况下必然对国际煤价形成很强的支撑和推动力。

- **动力煤价格：预计大约上涨 10%。**澳洲洪水影响下，澳煤 BJ 现货价格拉升到 130 美元/吨左右，未来日本需求进一步增加，且重建时间至少持续两年，估计动力煤价涨幅在 10%，即价格为 140 美元/吨左右。
- **炼焦煤价格：预计维持目前高位。**澳大利亚洪水 1400 万吨供给冲击影响下，国际焦煤价格从 220 美元/吨大幅飙升至 320 美元/吨以上（+40%）。日本灾后重建增加从澳焦煤进口，567 万吨~1000 万吨，且持续时间长，预计国际焦煤价格维持目前高位。在我国炼焦煤继续进口量情况下，国内外焦煤价格可能继续收敛，即国内焦煤价格仍有提价空间。

未来煤炭基本面有较强支撑，我们看好煤炭股，而短期需求下降对股价影响正是介入的机会。重点推荐公司：

- 兖州煤业：业绩受益于国内外两个市场
- 昊华能源：产品基本全部出口日韩市场，价格基本跟随国际焦煤价格
- 业绩弹性高的炼焦煤企业：冀中能源、盘江股份

分析师承诺

负责本研究报告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。

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 至 2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届最佳分析师金牛奖。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。