

煤炭行业 2011年2季度报告

评级：增持 维持评级

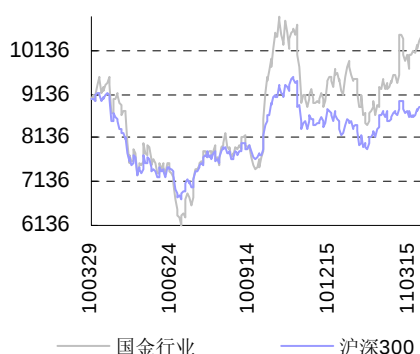
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

沿着投资拉动的逻辑，坚持自下而上选股；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	43.12
市场优化平均市盈率	29.70
国金煤炭指数	10461.63
沪深300指数	3264.93
上证指数	2948.48
深证成指	12845.53
中小板指数	7377.30



相关报告

- 1.《选择具有明显估值优势的个股》，2011.3.27
- 2.《焦炭期货终获批,行业发展拐点初现》，2011.3.23
- 3.《焦炭期货成为催化剂、维持个股推荐》，2011.3.20

郝征

分析师 SAC 执业编号: S1130511030014
 (8610)66215599
 haoz@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**继2月份月报推荐煤炭板块估值修复机会后，2季度我们继续维持对板块的推荐。我们认为，由涨价预期主导的自上而下的板块机会可能出现在季度中，判断依据下游（钢价、库存）释放的积极信号。而基于震荡行情下个股的估值修复和由事件性刺激带来的行情将贯穿季度始末。
- **推荐组合：**推荐组合上，我们维持对煤气化的特别推荐，除此之外，短期延续推荐基本面获得支撑的动力煤和“煤+铝”模式：煤气化、中国神华、兖州煤业、神火股份、上海能源、潞安环能

二季度关注：哪些可能超预期、哪些可能有风险

- **国内炼焦煤涨价预期可能在二季度中期开始出现：**1000万套保障性住房建设拉动投资增长，二季度本身正是炼焦煤需求旺季。预计4月份钢价将重回上升通道，炼焦煤价上涨的预期将在二季度中期开始出现。
- **日本地震的定量分析结论——短期影响中性，中期正面：**国际煤价方面上涨趋势可延续。我们定量分析了日本地震的短期、中期影响。灾后重建需求很可能增强对亚太炼焦煤、动力煤的需求。目前现货价的走势印证了我们短期影响中性的观点。
- **基本面风险主要在汛期动力煤的价格压力，目前出现一些积极信号：**目前江浙一带电厂存煤告急，上电存煤天数持续低于10天，环渤海动力煤指数3月下旬止跌反弹。除了近年火电机组建设的落后与发电意愿不足的原因外，也反映下游需求的真实复苏好于预期。预计二季度初这一现象仍将存在，下游需求持续复苏及大秦线检修能对汛期动力煤价格产生有力支撑。

一季度基本面综述

- 一季度基本面亮点有二：1、2011年国内炼焦煤合同价的超预期上涨；2、洪水外因刺激下，亚太煤炭价格短期内暴涨提升日澳新财年合同价预期。
- 煤炭价格方面煤种分化：活跃程度依次为炼焦煤、无烟煤、动力煤。截止3月底，炼焦煤受累于钢价而下跌，动力煤已经筑底企稳。
- 上市公司一季度经营业绩仍将维持增长，个股略有分化：焦煤类公司受益于合同煤价的提高业绩同比增长明显，纯动力煤公司则主要依赖产量扩张（内蒙地区公司）。

一季度行业公司大事记

- 《山西省焦化行业兼并重组指导意见》下发，将通过兼并重组，到2011年底保留独立焦化企业150户左右。3月17日焦炭期货在大连商品期货交易所上市已得到国务院批复。目前存在焦炭业务的煤气化、山西焦化等公司，也存在被上下游公司兼并整合的潜在投资机会。
- 大秦线预计将在4月1-30日进行“开天窗”检修。点评：1、2月份大秦线煤炭运量合计达到7186万吨。目前港口发运量处于较高水平、动力煤价格压力不大是促进大秦线检修日期的延长和推后的重要原因。
- 1月6日国家能源会议召开。我们认为，此次会议的基调符合我们之前十二五煤炭产业政策导向的判断：1、清洁煤产业概念的形成。2、产量控制与份额管理。“41亿吨标准煤”为产量天花板，并不断提高大中型煤炭集团的市场份额。

风险提示

- 资源税政策风险；1系统性风险

敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供国信证券股份有限公司使用

图表1：重点煤炭行业估值表

股票代码	股票名称	收盘价(元)	流通A股 (百万股)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2011EPS (元)	2012EPS (元)	EPS 10%09	EPS 11%10	EPS 12%11	2009PE	2010PE	2011PE	2012PE	PB最新	投资 评级
		2011-3-28														
000983	西山煤电	27.510	3,151.20	0.920	0.980	1.651	1.886	7%	68.47%	14%	29.91	28.07	16.66	14.59	6.691	买入
000937	冀中能源	48.100	1,156.44	1.388	2.152	2.702	3.200	55%	25.56%	18%	34.66	22.35	17.80	15.03	4.8337	买入
600997	开滦股份	20.330	1,234.64	0.670	0.717	1.076	1.3441	7%	50.07%	25%	30.34	28.35	18.89	15.13	4.5096	持有
601699	潞安环能	64.140	1,150.54	1.833	2.990	3.450	3.789	63%	15.38%	10%	34.99	21.45	18.59	16.93	6.419	买入
601088	中国神华	29.590	19,889.62	1.522	1.870	2.134	2.488	23%	14.12%	17%	19.44	15.82	13.87	11.89	2.9887	买入
600971	恒源煤电	44.590	438.47	1.410	2.370	2.594	2.782	68%	9.45%	7%	31.62	18.81	17.19	16.03	3.569	买入
600123	兰花科创	41.220	571.20	2.224	2.336	2.715	3.547	5%	16.22%	31%	18.53	17.65	15.18	11.62	3.5977	买入
600348	国阳新能	27.370	2,405.00	1.930	1.101	1.250	1.404	-43%	13.53%	12%	14.18	24.86	21.90	19.49	7.758	买入
000933	神火股份	27.270	1,050.00	0.799	1.100	1.796	2.482	38%	63.27%	38%	34.13	24.79	15.18	10.99	6.3635	买入
600188	兖州煤业	34.940	4,918.40	0.790	1.613	2.062	2.320	104%	27.84%	13%	44.23	21.66	16.94	15.06	4.680	买入
601001	大同煤业	20.370	1,673.70	1.780	0.783	1.100	1.232	-56%	40.49%	12%	11.44	26.02	18.52	16.53	3.7880	持有
600508	上海能源	28.420	722.72	1.310	1.780	2.107	2.244	36%	18.37%	7%	21.69	15.97	13.49	12.66	3.5642	买入
600546	山煤国际	31.170	750.00	1.000	1.010	1.509	2.366	1%	49.41%	57%	31.17	30.86	20.66	13.17	7.204	买入
601898	中煤能源	10.990	13,258.66	0.500	0.520	0.610	0.750	4%	17.31%	23%	21.98	21.13	18.02	14.65	1.9842	买入
002128	露天煤业	24.050	1,326.69	0.880	1.107	1.319	1.657	26%	19.15%	26%	27.33	21.73	18.23	14.51	8.450	买入
601101	昊华能源	49.120	454.00	0.500	2.048	2.924	3.652	310%	42.77%	25%	98.24	23.98	16.80	13.45	4.1375	买入
000968	煤气化	26.800	513.75	0.739	0.457	1.080	1.800	-38%	140.70%	64%	36.28	58.64	24.36	14.89	4.698	买入
平均值								35.81%	37.18%	23.37%	31.78	24.83	17.78	14.51	5.01	

来源：国金证券研究所、2011-3-28

图表2：短期继续推荐动力煤和“煤+铝”模式为主

代码	推荐股票	盈利预测			股价 20110328	PE			推荐理由
		2010	2011E	2012E		2010	2011	2012	
000968	煤气化	0.460	1.080	1.850	26.80	58.26	24.81	14.49	1、成长性好，2010-2013年煤炭产能从367万吨增长至1263万吨；2、定向增发用于增资龙泉矿，未来股权比例将会进一步提高，为公司带来实质性贡献。龙泉矿吨煤净利润达到300以上，为优质配焦煤。
601088	中国神华	1.870	2.134	2.488	29.59	15.82	13.87	11.89	1、动力煤龙头公司，享受亚太地区长协煤价上涨带来的业绩增厚；2、估值明显低估，2011年12.21x处于行业平均水平以下；3、最新公告国家发改委同意将内蒙古新街台格庙矿区开发作为国家重点项目，整装配置给神华集团公司勘查开发，初期预计储量130亿吨，是神东矿区周边尚未开发的大型整装煤田，预计未来这一地区将成为神华公司产量的重要增长点，同时由于其地处鄂尔多斯市境内，交通运输条件便利，商品煤程度高，对公司未来业绩发展贡献程度高。
600188	兖州煤业	1.613	2.062	2.320	34.94	21.66	16.94	15.06	公司未来主要产量增量来自澳洲，3月份正值亚太地区煤价重新谈判之际，合同价格的同比大幅增长将对公司业绩带来实质性增厚。
601699	潞安环能	2.596	3.494	4.089	64.14	24.71	18.36	15.69	1、高送转预期；2、业绩稳定增长，目前具有低估优势；司马郭庄两矿具备注入的预期和所得税率下调的业绩增厚刺激因素。
600508	上海能源	1.780	2.004	2.244	29.61	16.63	14.78	13.19	1、公司一季度销售量、价均明显增长；2、“煤+铝”模式下公司电解铝业务开始贡献利润，目前吨铝净利润贡献200元左右，10万吨电解铝业务合计贡献约0.15元/股，公司估值面临修复机会。
000933	神火股份	1.182	1.796	2.482	27.27	23.07	15.18	10.99	1、无烟煤进入3月份涨幅明显，带动公司价量较去年同期明显增长；2、“煤+铝”模式下公司电解铝业务开始贡献利润，目前吨铝净利润贡献200元左右，10万吨电解铝业务合计贡献约0.15元/股，公司估值面临修复机会。

来源：国金证券研究所

内容目录

投资策略	4
维持行业推荐评级不变，坚持自下而上的选股	4
二季度关注——日本能否成为中、印后第三增量国？	4
关注部分地区缺电严重对二季度初沿海动力煤价格的刺激	4

二季度展望：关注两个点——亚太长协、保障房进度	5
亚太长协价格未来走势分析：二季度继续上涨是大概率	5
国内保障房大规模建设开始，拉动煤炭需求	6
传统核电发展受阻、日本能否成为中、印之后第三增量国？	8
日本强震对亚太地区焦煤谈判的影响	8
日本灾后重建对火电需求增量的假设分析	10
假设分析：极端情况下增加 2760 万吨动力原煤需求，占其进口量的 25%	10
煤炭基本面之动力煤篇：价格遭遇下行压力、供给不足保坑口价坚挺	11
煤炭基本面之冶金、化工煤篇：价格持续活跃、3 月份现颓势	13

图表目录

图表 1：重点煤炭行业估值表	2
图表 2：短期继续推荐动力煤和“煤+铝”模式为主	2
图表 3：全国装机容量增速 2006 年达到高点后回落	5
图表 4：2010 年用电增速与装机增速缺口重新扩大	5
图表 5：火电装机占总装机比例逐年下降	5
图表 6：国际焦煤价格短时间内迅速上涨	6
图表 7：2009-2011 各省廉租房计划任务分解表（单位：万套）	7
图表 8：日本钢厂主要分布在南部	8
图表 9：2011 年 1 月日本粗钢产能利用率预计 89%	9
图表 10：2011 年 2 月下旬中国粗钢产能利用率达 92%	9
图表 11：中国对日出口煤炭数量、金额（吨、美元）	9
图表 12：2010 年日本煤炭进口总量 1.7 亿吨，电煤 65%	9
图表 13：日本发电量结构调整的本意：通过核电摆脱对燃煤、燃油的依赖 ..	10
图表 14：日本电力装机结构：规划中核电比例将大幅增加	10
图表 15：动力煤坑口价不降反跌	11
图表 16：炼焦煤、无烟煤坑口价阶梯式上升	11
图表 17：环渤海动力煤价格指数 1 月份开始持续走低（5500 大卡）	11
图表 18：直供电厂库存水平（万吨）	12
图表 19：各地区重点电厂库存波动，华中较明显	12
图表 20：秦皇岛库存水平维持合理水平上下（百万吨）	13
图表 21：港口吞吐量波动幅度大	13
图表 22：1/3 焦煤价格出现滞涨情况，焦精煤影响小	13
图表 23：西本钢材价格指数 2 月中旬之后持续下跌	13
图表 24：炼焦煤现货价格从 1 月份开始阶梯式上涨	14
图表 25：焦炭价格自 1 月下旬开始上涨	14
图表 26：无烟煤价格经历一波快速上涨时期，幅度 80-100 元/吨不等	14

投资策略

维持行业推荐评级不变，坚持自下而上的选股

- 回顾一季度，基本面的亮点在于 1、2011 年国内炼焦煤合同价的超预期上涨；2、洪水外因刺激下，亚太煤炭价格短期内暴涨提升日澳新财年合同价预期。
- 二季度行业投资策略我们继续维持推荐评级，主要逻辑有以下三点：
 - 国内保障房建设拉动投资复苏，炼焦煤需求可以保证。二季度恰逢炼焦煤需求旺季，4 月份钢价预计将重回上升通道，煤价上涨的预期将在二季度中期开始出现。
 - 国际煤价方面，定量上分析日本地震的短期影响中性，中期灾后重建需求很可能增强对亚太炼焦煤、动力煤的需求。
 - 基本面风险主要在汛期动力煤的价格压力，目前出现一些积极信号：目前江浙一带电厂存煤告急，上电存煤天数持续低于 10 天，环渤海动力煤指数 3 月下旬止跌反弹。除了近年火电机组建设的落后与发电意愿不足的原因外，也反映下游需求的真实复苏好于预期。预计二季度初这一现象仍将存在，下游需求的持续复苏及大秦线检修能对汛期动力煤价格产生有力支撑。
- 推荐组合上，我们维持对煤气化的特别推荐，除此之外，短期延续基本面获得支撑的动力煤和“煤+铝”模式：煤气化、中国神华、兖州煤业、神火股份、上海能源、潞安环能。

二季度关注——日本能否成为中、印后第三增量国？

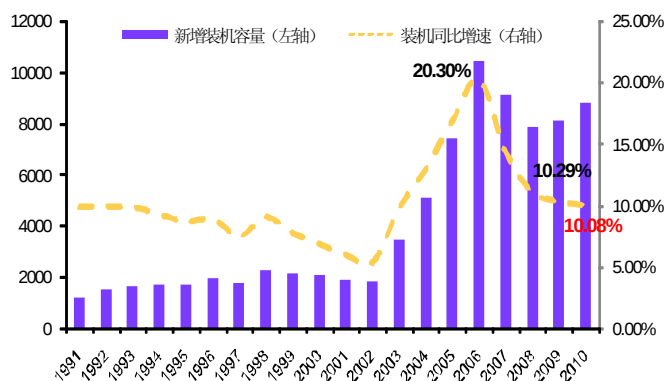
- 日本地震之后，市场对亚太煤价趋势产生质疑。从市场反应来看，除了亚太长协谈判暂缓外，市场现货价格并未出现明显下调。相反，澳洲动力煤和炼焦煤价格还维持前期小幅上涨态势。
- 总体来看，日本此次地震影响中性，中长期伴随核电需求的部分转移以及灾后重建推进，煤炭需求影响正面。
 - 我们测算了日本地震对炼焦煤的负面影响，最严重影响炼焦煤进口 560 万吨左右，占日本 2010 年炼焦煤进口量的不足 10%。
 - 东京电力的核电缺口在最乐观情况下，会促使日本进口动力煤提升 25%。

关注部分地区缺电严重对二季度初沿海动力煤价格的刺激

- 我国发电装机容量增速自 2006 年达到近 10 年高点 20.3% 之后一路回落，最低达到 2009 年的 10.26%。2010 年总装机容量 96219 万千瓦，新增 8812 万千瓦，同比增长 10.08%。
- 近期江浙地区电厂存煤下降较快，上海电厂煤炭库存可用天数持续一直在 10 天及以下的地位运行。经过和电力行业小组交流，火电装机容量的持续下滑和火电亏损造成发电意愿不足是主要原因。
 - 从新增火电装机容量上看，自 2005 年开始用电增速与装机增速的供过于求缺口扩大导致 2006 年之后装机增速逐步下滑。火电装机容量占当年总装机比例从 2006 年的 92% 下降到 2010 年的 64%。
- 二季度初水电不足，火电需求持续紧张，带来电价上调预期。相应的环渤海动力煤指数有望继续企稳并反弹。3 月 16-22 日环渤海动力煤价格指数小幅反弹 5 元/吨，已经部分反映了这一情况。

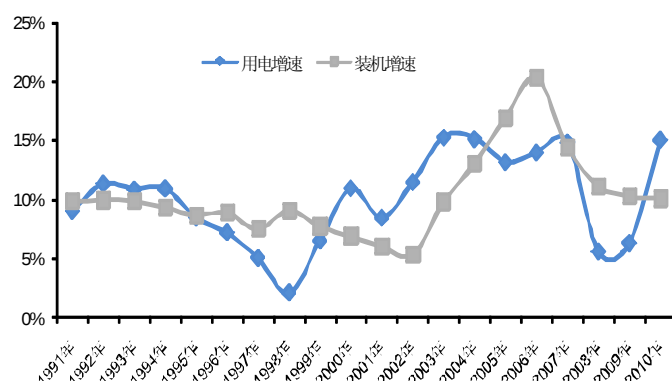
江浙、贵州等部分地区近期电厂煤炭库存告急，推动环渤海动力煤价格指数企稳并反弹。

图表3：全国装机容量增速 2006 年达到高点后回落

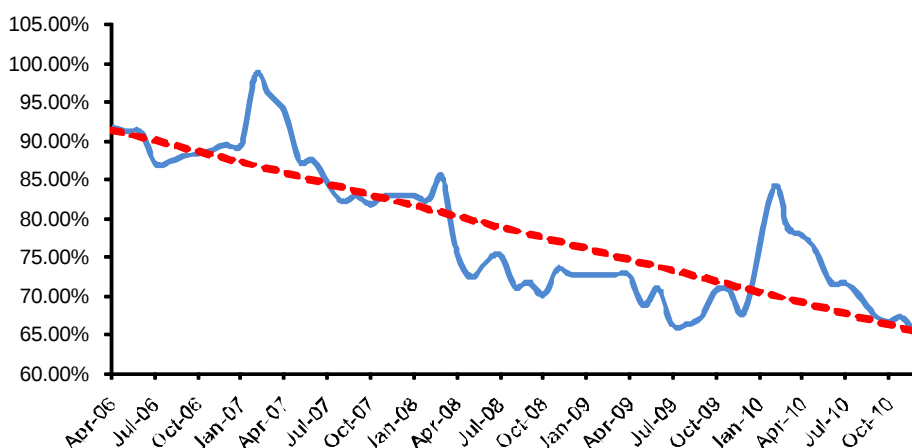


来源：国金证券研究所

图表4：2010 年用电增速与装机增速缺口重新扩大



图表5：火电装机占总装机比例逐年下降



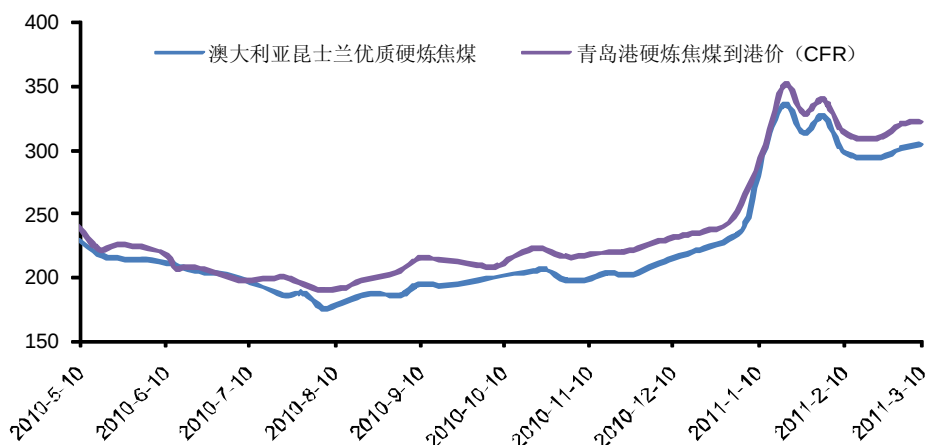
来源：国金证券研究所

二季度展望：关注两个点——亚太长协、保障房进度

亚太长协价格未来走势分析：二季度继续上涨是大概率

- 时值亚太长协谈判的敏感时期，日本强震导致合同谈判暂缓。回顾 2010 年 12 月份至今，亚太炼焦煤价格持续上涨，澳大利亚 FOB 现货价格最高达到 370-380 美元，而我国青岛港硬炼焦煤到港价 (CIF) 从 2010 年 12 月底的 230 美元左右在一个多月的时间内迅速上涨至最高 350.5 美元。
- 日本地震之前，包括东京电力在内的少数发电企业已经和斯特拉塔签订了 115 美元/吨的部分 2011 年度合同。
- 日本震后，亚太长协煤价谈判暂缓，市场开始担忧国际煤价短期内下调进而对长协价格产生不利影响。

图表6：国际焦煤价格短时间内迅速上涨



来源：国金证券研究所

- 我们将在后文就地震对亚太长协价格的影响做定量分析，短期影响中性，中长期影响偏正面：
 - 亚太炼焦煤角度：日本受灾地区钢厂停产将对一定时期的日本焦煤进口量产生负面影响，但是由于主要钢厂分布在南部地区所以总体影响不大，最大影响产量预计 6 万吨/日，考虑 6 个月建设期，总计约 1080 万吨，减少亚太地区煤炭贸易采购 561 万吨，占 2010 年日本进口炼焦煤量的 10%。经过沟通，实际中南部地区的主要钢厂可能会通过加大采购和出口弥补这部分进口量的负面影响。
 - 我国炼焦煤价格和国内钢铁厂商的开工率密切相关：根据国金钢铁研究员的预测，由于高端钢铁的出口替代效应，最乐观的影响将提升国内钢铁厂商开工率 2.8%。如果能够在目前 92%左右的开工率基础上继续提升，对煤炭的需求将实质性增加。
 - 动力煤角度：我们主要从传统能源对核电的替代性角度进行了测算。以公开资料显示的东电集团所拥有的核电装机容量作为测算起点，如果全部由火电替代，则会增加日本动力煤进口需求 2760 万吨，占其 2010 年进口量的 25%。这一假设分析的逻辑在于说明，如果核电需求部分向传统燃煤发电转向，则会真实拉动亚太煤价的趋势。

国内保障房大规模建设开始，拉动煤炭需求

国内保障性住房投资拉动对煤炭的影响最早请见国金煤炭行业 2010 年 8 月份月报《保障住房+西部大开发，双轮驱动促煤价触底》。

- 关于国内保障房建设对投资的拉动最早见于我们 2010 年 8 月煤炭行业月报《保障住房+西部大开发，双轮驱动促煤价触底》。
 - 政策回顾：根据 2010 年初国务院发布的通知，要求力争 2012 年前解决 1540 户居民住房改善。2009-2011 年，累计投资 9000 亿元，共建设 200 万套廉租房、400 万套经适房。其中 2010 年目标建设廉租房 180 万套，经济适用房 130 万套，各类棚户区改造住房 280 万套、危房改造 120 万套。
 - 2011 年全国计划建设保障性住房和各类棚户区改造住房 1000 万套。十二五期间建成 3600 万套。

根据国金宏观组的预测，2010 年我国各类保障房开工套数比例 45%，可以对冲 26%的商品房投资下滑，扣除地价后可以对冲 36%的商品房投资下滑。

- 保障性住房投资将拉动国内煤炭需求：不考虑危房改造和棚户区建设，2011 年 1000 万套的保障性住房（其中经济适用房、限价房 295 万套；公租房、廉租房 335 万套）将新增住房面积为 4.06 亿平方米，占到了 2010 年住宅施工面积 31.49 亿平米的 13%，占新开工住宅施工面积 12.94 亿平米的 31.34%。
- 前提假设：根据国金房地产研究组的整理，保障性住房中的居住面积分别为：经济适用房 60 平米左右，限价房 90 平米以下，公租房 60 平米以下，廉租房 50 平米以下。我们选取平均值模拟测算。
- 按照每平方米使用水泥 170 公斤计算，仅次一项将带动水泥需求约为 6902 万吨，占到 2010 年水泥需求总量 12 亿吨的 6%左右。（ $170 \times 4.06 \times 10$ ）
- 保障性住房建设用钢按照每平方米消耗 50 公斤钢材的比例折算，4.06 亿平米住房面积累计耗钢 2030 万吨，约占 2010 年粗钢表观消费量 5.96 亿吨的 3.4%。
- 综上：2011 年保障性住房双轨制建设将可以弥补商品房建设下滑的影响，对煤炭需求产生正向拉动。
- 保守按照下游需求占比计算，若建材需求提高 6%、钢铁需求提高 3.4%的情况下，约拉动煤炭需求提高近 1%，而根据统计局公告，2010 年我国共消费 32.5 亿吨标煤，煤炭消费增长 5.3%。

图表7：2009-2011 各省廉租房计划任务分解表（单位：万套）

省（区、市）	合 计		2009年		2010年		2011年		当年租赁补贴户数（上报）
	新增廉租房套数	新增租赁补贴户数	新增廉租房套数	新增租赁补贴户数	新增廉租房套数	新增租赁补贴户数	新增廉租房套数	新增租赁补贴户数	
全 国	518.44	190.64	177.30	82.52	179.86	64.89	161.28	43.23	372.4
北京	2.40	0.90	1.00	0.30	0.40	0.30	1.00	0.30	2.4
天津	6.80	4.40	2.50	1.01	2.50	2.89	1.80	0.50	6.4
辽宁	15.50	7.00	5.40	3.40	5.40	2.40	4.70	1.20	10.3
上海	2.90	1.90	0.90	0.70	1.20	0.40	0.80	0.80	5.9
江苏	2.40	1.20	1.20	0.60	1.20	0.60	0.00	0.00	4.0
浙江	1.45	1.55	0.35	0.65	0.50	0.50	0.60	0.40	3.5
福建	10.00	3.00	2.50	1.00	3.50	1.00	4.00	1.00	3.2
山东	12.00	2.32	4.50	0.90	4.00	0.80	3.50	0.62	5.4
广东	3.47	2.32	1.30	1.70	1.20	0.50	0.97	0.12	3.3
河北	15.50	2.60	5.60	0.90	5.20	0.90	4.70	0.80	7.1
山西	22.75	5.70	10.35	2.00	7.90	2.00	4.50	1.70	19.2
吉林	34.40	8.60	12.00	4.00	12.00	3.00	10.40	1.60	22.3
黑龙江	35.64	15.07	11.39	5.49	11.91	5.28	12.34	4.30	36.2
安徽	28.50	7.10	9.30	3.30	9.60	2.40	9.60	1.40	16.7
江西	17.70	6.90	5.90	3.40	5.90	2.40	5.90	1.10	17.2
河南	27.30	11.20	7.20	7.20	10.70	2.70	9.40	1.30	18.4
湖北	12.00	31.90	5.00	12.00	3.80	10.90	3.20	9.00	47.4
湖南	28.40	7.10	9.90	3.50	9.90	2.50	8.60	1.10	14.3
海南	2.44	0.60	0.44	0.20	1.00	0.20	1.00	0.20	1.7
内蒙古	16.50	11.70	5.00	4.90	5.00	3.90	6.50	2.90	11.1
广西	9.47	6.49	2.75	2.96	3.35	2.27	3.37	1.26	9.3
重庆	20.40	3.70	7.10	1.30	7.10	1.30	6.20	1.10	7.1
四川	33.60	9.80	10.00	5.80	12.60	2.60	11.00	1.40	10.0
贵州	22.60	5.60	7.90	2.00	7.90	2.00	6.80	1.60	13.1
云南	31.50	10.30	11.00	4.60	11.00	3.60	9.50	2.10	22.9
西藏	0.82	0.62	0.42	0.30	0.20	0.20	0.20	0.12	0.6
陕西	26.00	4.00	9.00	1.40	8.60	1.40	8.40	1.20	10.8
甘肃	20.80	5.29	7.30	1.81	7.30	1.87	6.20	1.61	12.2
青海	9.80	2.30	3.40	0.80	3.40	0.80	3.00	0.70	5.4
宁夏	5.40	1.38	2.00	0.60	1.90	0.48	1.50	0.30	6.9
新疆	24.40	6.10	8.50	3.10	8.50	2.10	7.40	0.90	12.7
兵团	15.60	2.00	6.20	0.70	5.20	0.70	4.20	0.60	5.4

来源：国金证券研究所

传统核电发展受阻、日本能否成为中、印之后第三增量国？

日本强震对亚太地区焦煤谈判的影响

日本钢厂主要集中在南部。综合信息显示，此次强震影响 4 家钢铁制造商，合计产能影响不超 25%，粗钢产量影响 6 万吨/天，合 1080 万吨。

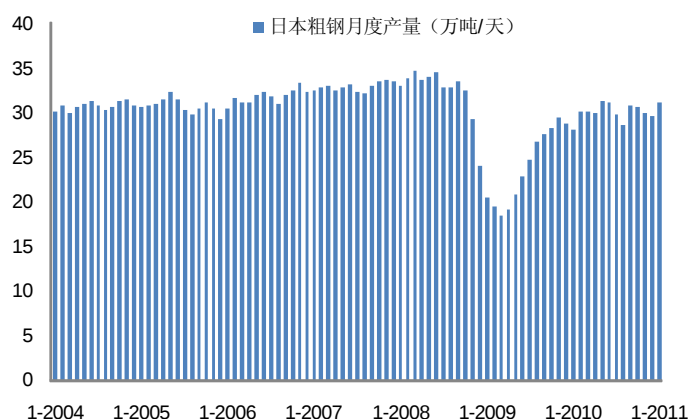
- 根据国金钢铁行业研究员的预测，此次对中国钢铁的生存环境构成一定的正面影响，对宝钢等高附加值产品占比高的钢企利好程度偏大，有望一定比例的提升中国粗钢产能利用率：1) **强震对日本粗钢产能比重的影响预计不超过 25%，对日本粗钢产量的综合影响为 6 万吨/天，按 6 个月计算为 1080 万吨。**2) 日本是粗钢净出口大国，其粗钢产量的缺口有望被中、韩取代，乐观估计提升我国钢铁产能利用率 2.9%。
- 根据总部位于伦敦的钢材价格信息供应商 TSI (The Steel Index) 提供的数据（新日铁等 3 家钢铁制造商的 5 个钢厂停产可能达 6 个月，预计影响 2200 万吨铁矿石采购量）以及受损明显的日本第二大钢厂 JFE（占日本粗钢产量的 28%、东部粗钢产能 800 万吨）合计判断，此次地震影响对日本粗钢产能比重的影响不超过 25%。
- 日本是粗钢净出口大国，其钢铁 43% 用于出口、36% 用于净出口，只有约占产量 11% 左右的作为表观消费量。**日本粗钢产量减少的直接效应就是中国粗钢产能利用率的提升（乐观估计提升 2.9%）。**

图表8：日本钢厂主要分布在南部



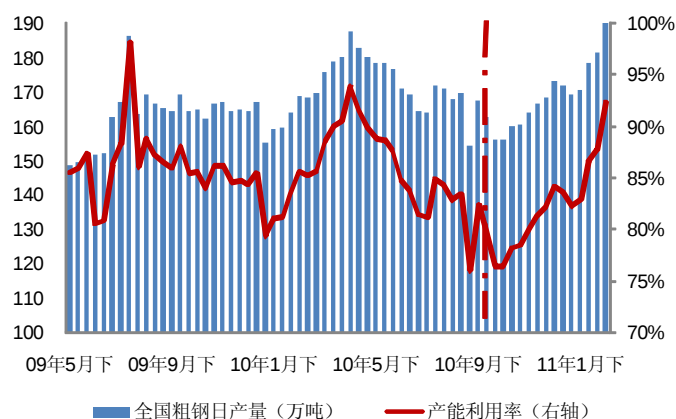
来源：国金证券研究所、钢铁行业报告、中国联合钢铁网

图表9：2011 年 1 月日本粗钢产能利用率预计 89%



来源：国金证券研究所、钢铁行业报告、中国钢铁工业协会

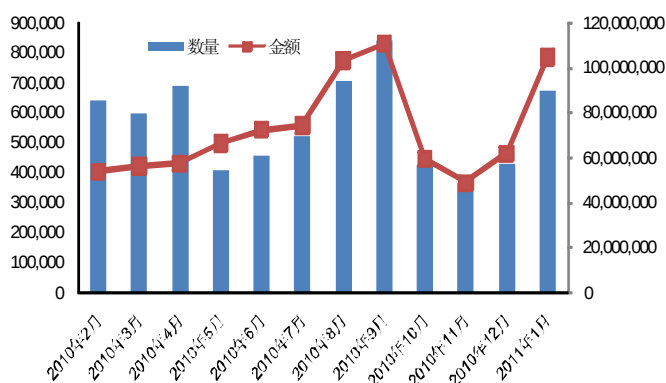
图表10：2011 年 2 月下旬中国粗钢产能利用率达 92%



2010 年世界煤炭贸易量约 11 亿吨，亚太占比 60-65%。日本煤炭进口量 1.7 亿吨，占亚太地区贸易量的 20%。

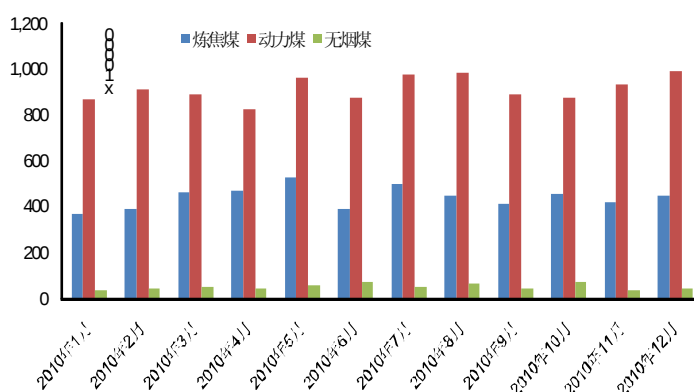
- 日本是煤炭的净进口国，对亚太地区煤炭贸易价格产生重要影响的实体。强震的影响首先表现为钢铁耗煤需求的减量，但是经过我们的测算，实际影响有限：
 - 日本是亚太地区重要的煤炭进口国，2010 年累计进口煤炭约 1.69 亿吨。其中炼焦煤 5304.93 万吨、动力煤 1.1 亿吨、无烟煤 623.3 万吨。
 - 考虑日本钢铁耗煤比例较国内低（吨生铁耗焦炭 0.37、吨焦耗煤 1.4）为 0.52，而我国这一比例达到 0.6 甚至以上。假设未来半年钢铁产量减少 1080 万吨，其耗煤需求全部来自进口（实际日本煤炭自给率约为 2.8%），则将减少亚太地区煤炭贸易采购 561 万吨，占 2010 年日本进口炼焦煤量的 10%。
- 需要指出的是，我们以上“日本将减少 10%焦煤需求”的测算是考虑未来半年的时长。由于此次灾情并未损伤日本主力钢厂，考虑到其本国钢厂之间的出口替代效应，实际对焦煤原料的采购减少程度可能会小于上述测算。

图表11：中国对日出口煤炭数量、金额（吨、美元）



来源：国金证券研究所、SXCOAL

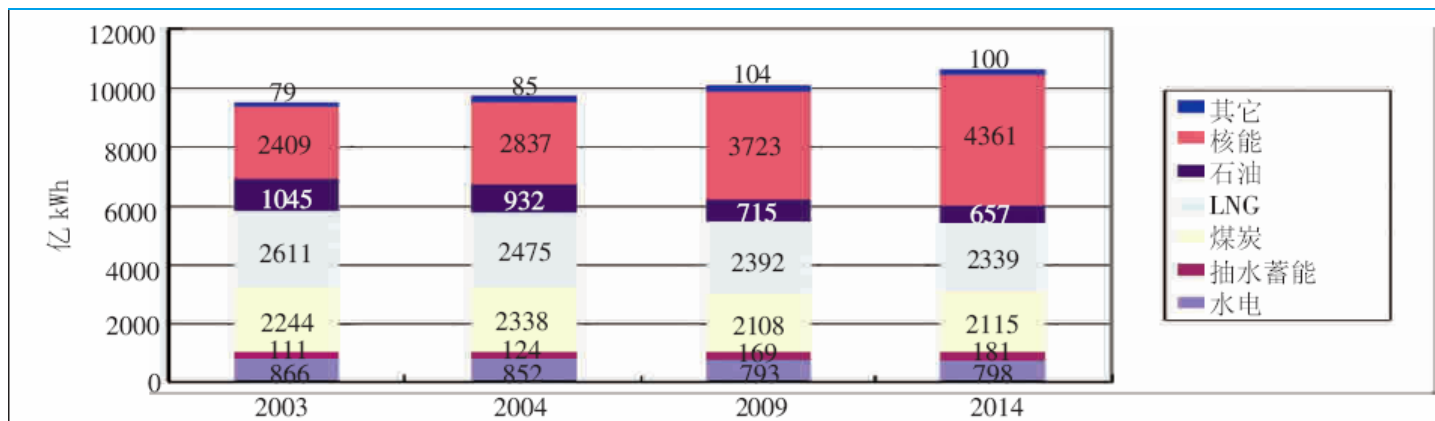
图表12：2010 年日本煤炭进口总量 1.7 亿吨，电煤 65%



日本灾后重建对火电需求增量的假设分析

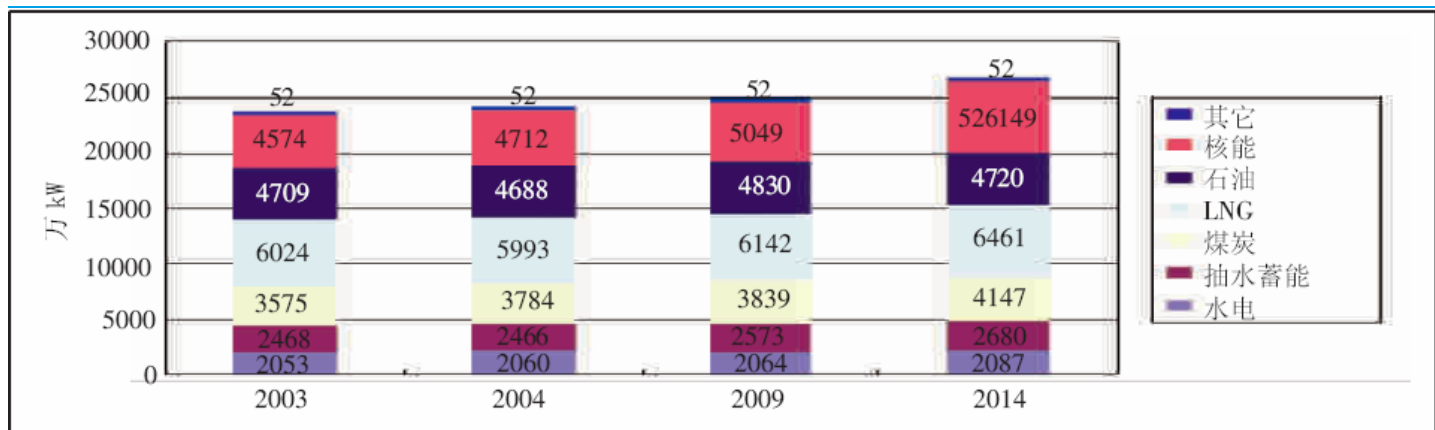
- 日本的电源结构比较完善，其中液化天然气发电装机容量占 25%左右、石油发电装机容量占 18%、煤炭发电装机容量占 16%，其余为新能源。
- 20 世纪 50 年代日本发电以燃煤为主，后来逐渐发展燃油、燃气替代，燃煤发电比重不断下降。至 2009 年，燃煤发电量占比 21%，而核电发电经过快速发展，占比达到 37%左右。
- 京都议定书生效之后，日本加大了核电发展规划，以降低对石化燃料的需求。按照预计，2005 年到 2014 年日本核能发电量将从 2837 亿千瓦时增加到 4361 亿千瓦时。

图表13：日本发电量结构调整的本意：通过核电摆脱对燃煤、燃油的依赖



来源：国金证券研究所、日本海外电力调查会 by 《日本电力工业概况》，2009、2014 年为预测值

图表14：日本电力装机结构：规划中核电比例将大幅增加



来源：国金证券研究所、日本海外调查会 by 《日本电力工业概况》，2009、2014 年为预测值

假设分析：极端情况下增加 2760 万吨动力原煤需求，占其进口量的 25%

东京电力的核电缺口在最乐观情况下，会促使日本进口动力煤提升 25%。

- 我们仅就东京电力核电装机发电量全部停产，所需发电量全部转移至煤炭需求做一情景分析，供参考。
- 根据公开资料显示，2005 年东京电力公司拥有 5 台 110 万千瓦的沸水堆（BWR）机组和 2 台 135.6 万千瓦的改进型沸水堆（ABWR）机组，总容量 821.2 万千瓦。
- 我们按照核电 8000 小时/年的稳定运行时间计算，耗煤系数采用目前较低的 300 克/千瓦时标准，同时折算原煤。我们这一假设下，东京电力的所有

核电需求全部转向火电耗煤会增加 2760 万吨的动力煤需求，占其 2010 年动力煤进口量的 25%。

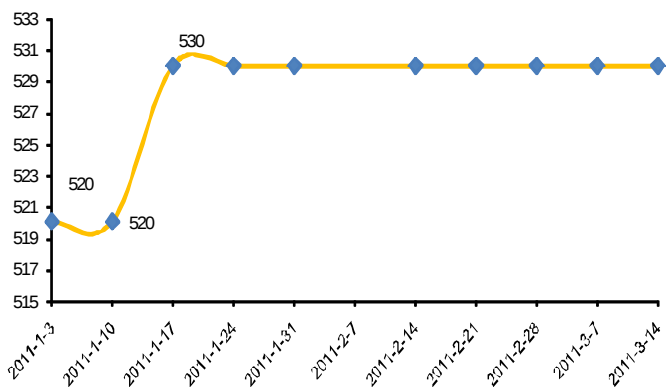
- $821.2 \text{ 万千瓦} \times 8000 \text{ 小时/年} = 656.96 \text{ 亿千瓦时/年}$
- $657 \text{ 亿千瓦时} \times \text{标煤耗 } 0.3 \text{ 千克/千瓦时} / 0.714 = 2760 \text{ 万吨原煤}$

一季度行业基本面回顾

煤炭基本面之动力煤篇：价格遭遇下行压力、供给不足保坑口价坚挺

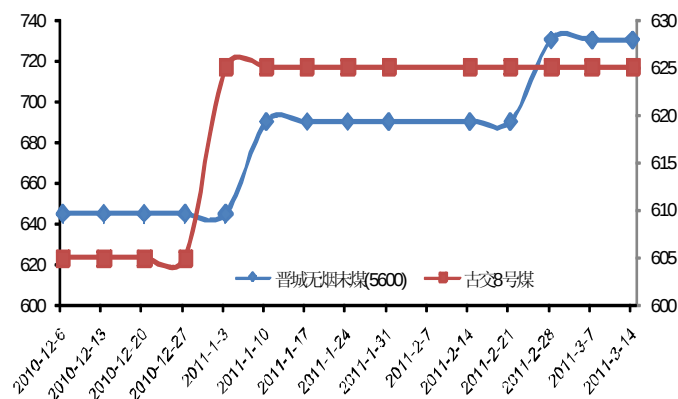
- 1 季度行业价格：动力煤坑口价坚挺造成中转地价格压力大
 - 一季度煤炭供给不足、使得动力煤坑口价稳中有升，而终端电厂煤炭库存一直处于合理水平之上，因而积压贸易商利润空间，造成环渤海动力煤价格（反应主要港口动力煤平均价格走势）持续走低。进入 3 月份，伴随着秦大秦铁路检修期临近，电厂补库存需求提升，港口动力煤价格相应止跌企稳。

图表15：动力煤坑口价不降反跌

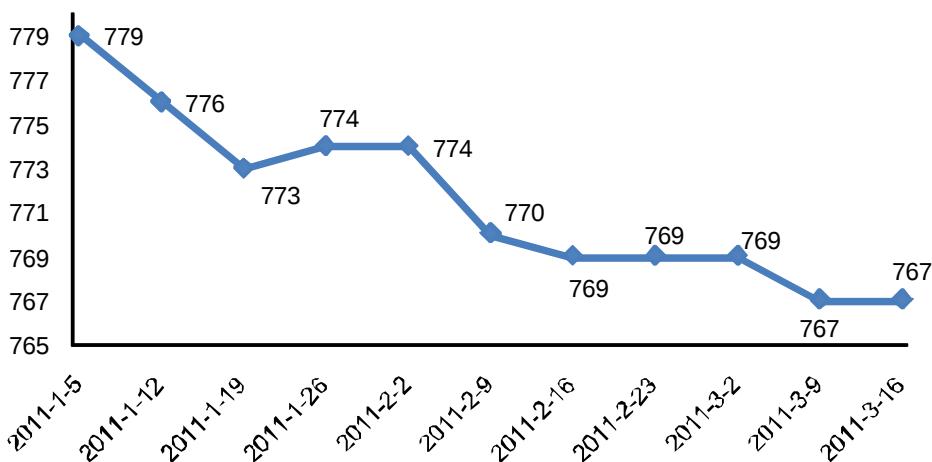


来源：国金证券研究所、SXCOAL

图表16：炼焦煤、无烟煤坑口价阶梯式上升



图表17：环渤海动力煤价指数 1 月份开始持续走低（5500 大卡）

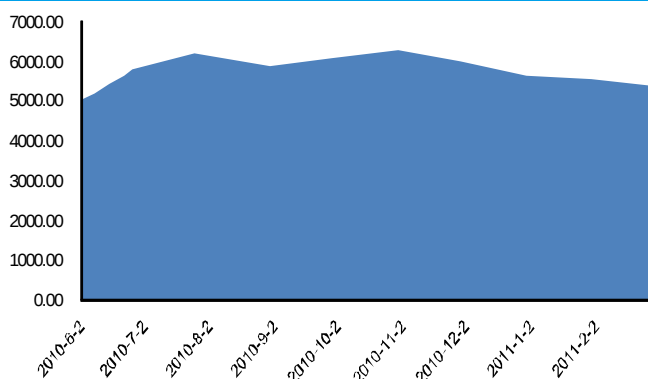


来源：国金证券研究所

■ 重点电厂煤炭库存一波三折，江浙水平相对偏低：

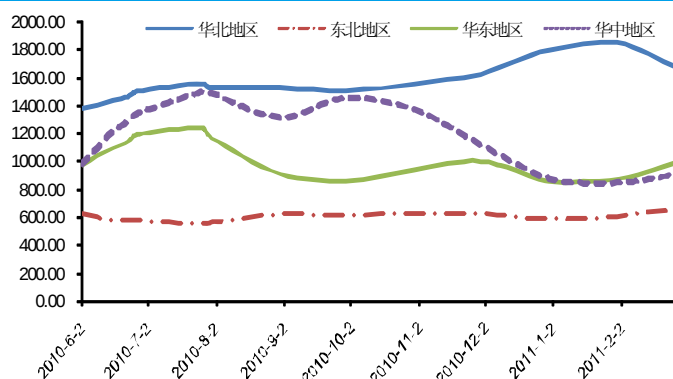
- 2010 年 12 月底，上电、浙电、粤电、国电、华能、大唐六家电厂存煤可用天数分别为 17、21、24、21、16、10 天，其中大唐处于平均水平之下。
- 1 月月初到月末库存逐步下降，但是港口与坑口煤价分化：进入 1 月份，春节即将到来，沿海地区很多工厂面临停产放假，煤炭消耗将急剧减少，电力负荷降低。因此，1 月初电厂虽然增加了船舶拉煤，但由于铁路调进充足，港口运输加快，北方港口没有出现大量压船的现象，煤炭价格和海运费没有出现上扬迹象。
- 1 月份我国中部地区江苏、上海、浙江等地气温下降较快，一些地区出现雨雪天气，民用电增加，电厂依靠一定数量的进煤数量和较高的库存满足了当地的用煤需求。1 月中旬大型电力企业上电、浙电、粤电存煤可用天数分别为 11.2、15.5、20.1 天。到了月底 26 日，三大电厂存煤可用天数分别为 8.7、15.8、12 天，存煤量和可用天数呈下降趋势。
- 春节期间电厂耗煤量将大幅降低，很多电厂日耗将下降 2-3 倍，以浙能为例，高峰时浙能旗下沿海 13 个电厂日耗总量为 11-12 万吨，而春节期间电厂日耗一般只有 4 万吨。北方港口库存高攀，煤炭吞吐量急剧下降。
- 2 月份春节后，日耗煤数不断增加、港口煤价相应企稳：至 2 月下旬，全国重点电厂存煤数量仍然保持在 5600-5700 万吨的较高水平，存煤可用天数在 15 天左右。而沿海电厂方面，随着日耗煤数量的增加，浙能电厂存煤降到 246 万吨，存煤可用天数为 22.3 天；上电集团存煤呈下滑态势，存煤 42 万吨，存煤可用天数为 9.7 天；其余国电、大唐、华能电力集团沿海电厂日耗基本恢复到了正常水平，存煤可用天数最低的大唐电厂存煤可用天数为 14.1 天。
- 3 月份电厂可用天数变动趋于平稳：进入 3 月份，受电厂日耗回升，调进调出平衡等影响，电厂存煤比较稳定，沿海地区三大地方电厂上电、浙能、粤电存煤可用天数分别为 7.6、22.4、16.3 天，除上电集团今年以来进煤数量相对少一些以外，其余两家电厂存煤处于合理水平。五大电力中的国电、大唐、华能沿海电厂存煤数量分别为 211、70、298 万吨，存煤可用天数分别为 21.7、11.2、14.7 天，基本都处于安全警戒线以上。

图表18：直供电厂库存水平（万吨）

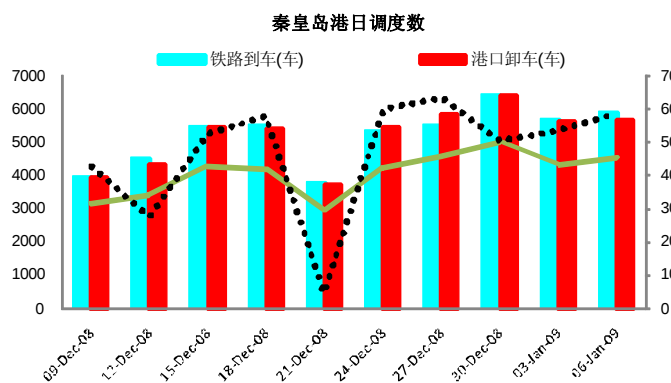


来源：国金证券研究所、SXCOAL

图表19：各地区重点电厂库存波动，华中较明显

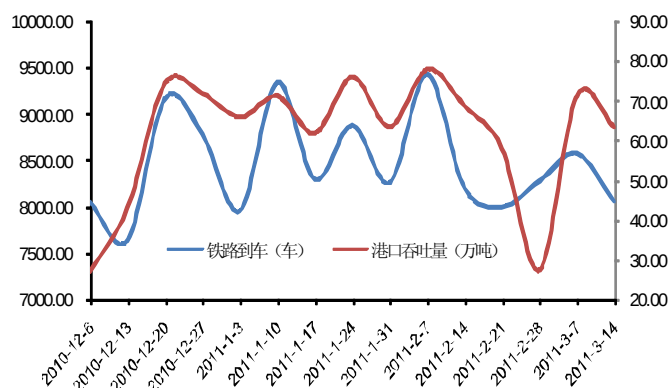


图表20: 秦皇岛日调度数



来源: 国金证券研究所、SXCOAL

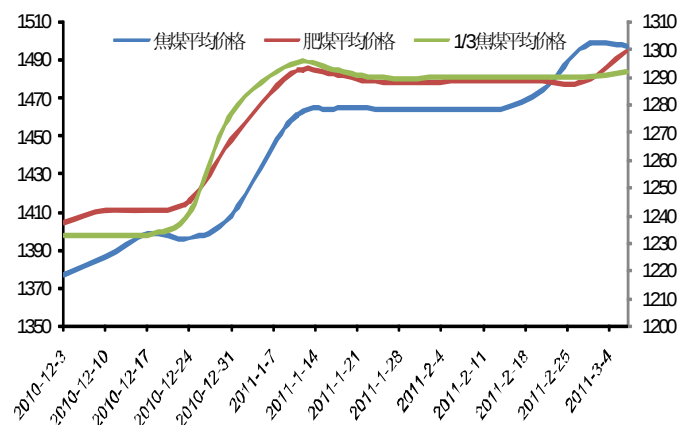
图表21: 港口吞吐量波动幅度大



煤炭基本面之冶金、化工煤篇: 价格持续活跃、3月份现颓势

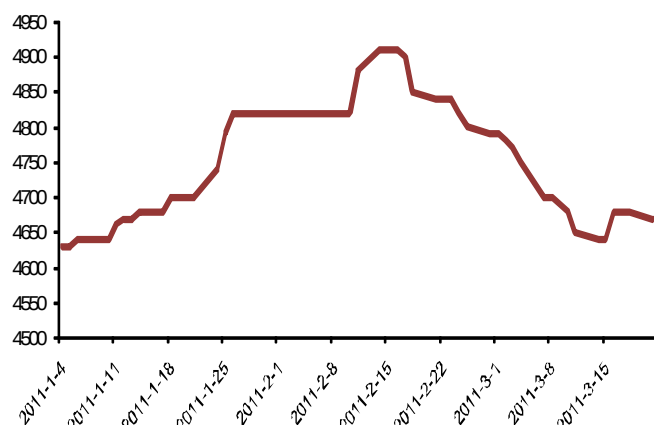
- 受益于下游钢价的持续上涨, 焦炭带动焦煤现货价攀升: 自1月下旬开始, 钢铁价格上涨带动焦炭价格上涨200元/吨左右, 相应炼焦煤现货价累计涨幅100元/吨左右。
- 进入3月以后, 由于钢价持续四周回落, 炼焦煤企业普遍反映销售遇到回款困难, 部分销售需要承兑。沿海地区部分含硫份较高的配焦煤品种现货价格遭受压力。
- 截止3月底钢厂库存目前相对处于高位: 钢厂煤炭库存多数在15-20天, 个别达到30天以上, 3月份唐山地区焦炭价格下跌30元。首钢曹妃甸库存36天以上, 承钢20天以上。部分煤炭地销大幅下降, 与合同价差缩小。
- 无烟煤下游需求稳定, 价格波动幅度一般不大。2月中旬开始, 供给侧释放进度的持续不畅和春耕备货提前带动无烟煤现货价格的明显走强。春耕临近, 国家出台政策支持重点地区春耕抗旱, 提高旱灾地区的化肥需求, 下游需求旺盛。目前河南焦煤集团小幅上调其无烟煤价格, 幅度在20-50元/吨左右, 晋城地区无烟煤普遍上涨。晋城地区无烟煤价格普涨50-70元/吨。

图表22: 1/3焦煤价格出现滞涨情况, 焦精煤影响小

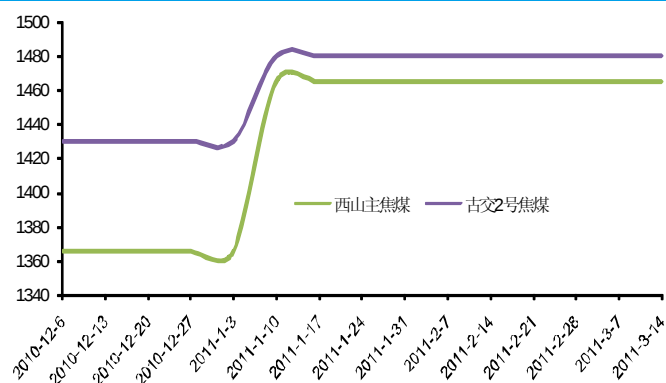


来源: 国金证券研究所、CCTD、西本新干线

图表23: 西本钢材价格指数2月中旬之后持续下跌

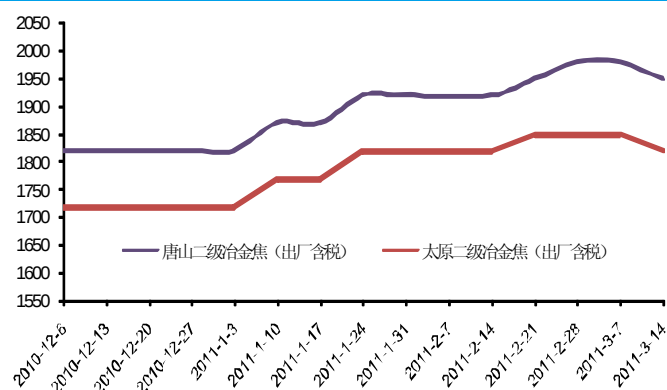


图表24：炼焦煤现货价格从1月份开始阶梯式上涨

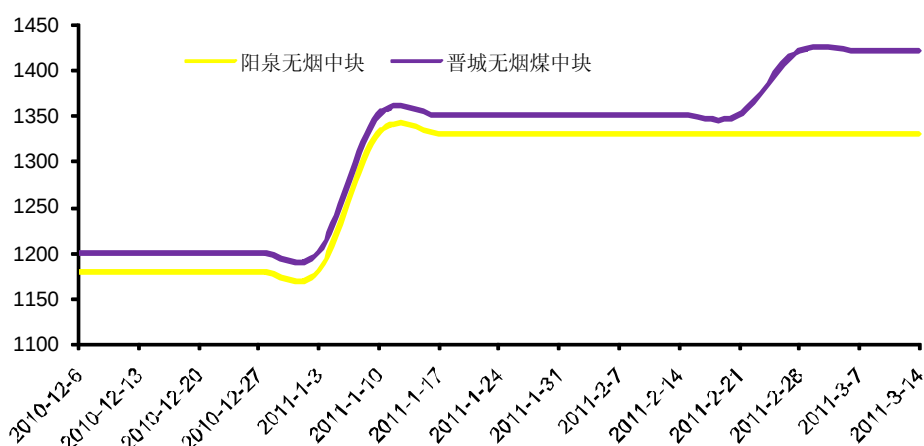


来源：国金证券研究所、CCTD

图表25：焦炭价格自1月下旬开始上涨



图表26：无烟煤价格经历一波快速上涨时期，幅度80-100元/吨不等



来源：国金证券研究所、CCTD

季度行业大事记

- 1月6日，国家能源会议召开。会议指出，“十二五”时期，煤炭、石油等化石能源仍将是我国能源供应的主体，特别是煤炭在保障我国能源安全中，仍将起着基础性作用。对于煤炭行业未来的政策要求：1、十二五期间一是要有序推进14个大型煤炭基地建设。力争“十二五”末，大型煤炭基地产量占到全国总产量的90%，基地内大中型煤矿生产能力占到90%。2、加快推进煤矿企业兼并重组。打破地域、行业和所有制界限，鼓励各类所有制煤矿企业以产权为纽带、以股份制为主要形式进行兼并重组。“十二五”期间，要形成10个亿吨级和10个5000万吨级特大型煤炭企业。3、推进煤炭清洁高效利用和综合利用。提高煤炭洗选比例。在特大型矿区内建设低热值燃料综合利用发电项目。结合煤质、水资源及生态环境条件，合理规划煤制烯烃等煤化工项目。在“十二五”末把能源消费总量控制在41亿吨标准煤。4、扎实做好煤矿安全生产工作。
- 简评：我们认为，此次国家能源会议的基调符合我们之前对十二五期间煤炭产业政策导向的判断：1、清洁煤产业概念的形成。通过清洁高效利用和煤化工业务的规划促进煤炭产业的清洁使用和循环利用，从而减轻碳排放和节能减排的压力。2、产量控制与份额管理。即通过能

源消费总量控制在“41 亿吨标准煤”设置产量的天花板，并不断提高大中型煤炭集团的。

- 根据行业信息显示，河南省电煤合同签订：2010 年 12 月 6 日至 10 日，由省工信厅牵头组织的 2011 年河南省煤电企业供需衔接会在开封市召开。根据煤电双方确立的三大原则，省内资源须优先保障省内供应，煤电双方须签订量价齐全的年度供需合同，2011 年重点电煤合同价格按照国家要求执行，维持在 2010 年的水平最终经过煤电双方共同协商，本次衔接会共签订供需合同 8553 万吨，约占省内电煤需求量的 95%。从绝对数量看，签约量较 2010 年度增加了 1093 万吨，增幅约为 15%。其中，国有重点煤炭企业签订 6105 万吨，较 2010 年增加 1745 万吨，增幅为 40%。
- 简评：2010 年河南省内签订的合同电煤价格回顾：河南省政府确定的 2010 年合同煤价格 440 元（5000 大卡），郑煤集团签订了 550 元的价格（同比+135 元）、平煤签订了 481 元/吨，上涨了 70 元/吨。河南省外的山西晋煤集团和潞安集团电煤价格上涨 40 元-50 元/吨，黑龙江龙煤集团上涨 50 元左右。预计 2011 年河南省内重点电煤合同价格基本不变。
- 山西省煤炭工业厅表示，2011 年煤炭大省山西煤炭产量初步定为 7.8 至 8 亿吨。煤炭出省销量 5.5 亿吨，铁路外运量 4.5 亿吨。2011 年中国煤炭资源供求总量将比 2010 年增加 3 亿吨左右。在国际市场，澳大利亚、印尼、越南、俄罗斯等国将继续加大对中国的煤炭出口，预测全年煤炭进口量将略高于 2010 年的水平。
- 简评：根据我们的最新跟踪，2011 年山西省内重点电煤合同价格保持稳定，炼焦煤价格涨幅空间要高于市场之前预期。同时，华南、华东地区的部分电厂仍然需要相对廉价的进口动力煤作为补充，因此，2011 年进口量仍将维持 2010 年的趋势。
- 新疆成为我国十二五期间“第十四个煤炭基地”：在全国能源会议上，国家能源局局长张国宝表示，“十二五”期间，我国将有序推进 14 个大型煤炭基地的建设，其中，新疆将从原来的储备煤炭基地，正式成为我国的第十四个大型煤炭基地，力争“十二五”我国大型煤炭基地产量占到煤炭总产量的 90%。
- 根据安全监管局的数据，2010 年，新疆累计生产原煤 1 亿吨，同比增产 1260 万吨，增长 14.42%。新疆 2010 年计划完成煤炭产量 1.1 亿吨。2010 年 12 月，山西省煤炭产量达 7300 多万吨，再创全省月产量历史新高。2010 年山西完成煤炭产量 7.41 亿吨，较 2009 年增加 1.26 亿吨。从内蒙古煤矿安全监察局了解到，2010 年，全区煤炭产量达 7.82 亿吨，同比增产 1.814 亿吨，百万吨死亡率 0.063，成为全国第一个煤炭产量突破 7 亿吨的省区市
- 简评：“十一五”期间，我国重点建设十三大煤炭基地，其中包括：蒙东、神东、陕北、鲁西、河南、云贵、两淮等。2010 年这十三个大型煤炭基地的煤炭总产量达到 28 亿吨，约占全国煤炭产量的 87.5%。此次加入新疆，凸显了未来 10 年新疆的煤炭增长潜力。我们曾在 2010 年初的专题报告《黄金十年大幕开启、新疆乌金熠熠生辉》中详尽阐述了新疆能源产业的现状和发展。铁路运力方面的制约预计在 2015 年才能有所突破，综合预测，2010-2015 年新疆煤炭产量将从 1.14 亿吨上升至 1.9 亿吨，调出量从 3000 万吨上升至 1 亿吨（占比 52%）。
- 11 日，太（原）中（卫）银（川）铁路正式通车，这条穿越中国煤炭重要产区的铁路将有助于缓解当前“西煤东运”的运输压力。太中银铁路年货运设计能力达 6000 万吨，不仅结束山西煤炭大市吕梁市煤炭外运没有铁路的历史，也使陕北、宁东的煤炭有了一个更加快捷的运输通道。这条铁路将通过石太线、胶济线等铁路与青岛、烟台等港口连接，推进宁夏、陕北地区“西煤东运”的速度。

- 简评：为了缓解煤炭铁路运输瓶颈制约，中国加快了包括山西在内的能源产区铁路枢纽建设速度。2010 年，煤炭能源基地山西铁路建设完成投资 505 亿元，铁路营运里程达到 3752 公里，大秦铁路则通过扩能改造，年煤炭运量由 2005 年的 2 亿吨提高到 4 亿吨。2011 年煤炭外运仍然主要依赖大秦线，预计增能 5000 万吨，达到 4.5 亿吨。运力造成的供需失衡仍将集中在中部、蒙东、蒙西和陕西部分地区。
- 自太原路局的消息，铁路部门已经将大秦线春季例行检修推迟在下月开始，计划于 4 月 1-30 日对大秦线进行“开天窗”检修。点评：1、2 月份大秦线煤炭运量合计达到 7186 万吨。目前港口发运量处于较高水平、动力煤价格压力不大是促进大秦线检修日期的延长和推后的重要原因。预计未来动力煤价格压力还将进一步减轻，煤价下跌风险不大。
- 国家能源局正研究制定特殊和稀缺煤种管理办法，对炼焦煤等特殊和稀缺煤种实施保护性开发。25 日记者获悉，国家能源局正在组织开展全国炼焦煤资源调研，将结合煤炭工业发展“十二五”规划，确定“十二五”期间国家炼焦煤资源开发布局。
 - 我们认为，炼焦煤作为稀缺矿产资源未来的重视长度将得到进一步提升。十二五期间将从国家产业政策的角度加大对资源力度的保护，相应的炼焦煤品种价格将保持在持续上升的通道中。相关离岸焦煤类企业价值将得到进一步增值。
- 《山西省焦化行业兼并重组指导意见》近日下发，将通过兼并重组，到 2011 年底保留独立焦化企业 150 户左右。此外，同样于近期下发的《山西省钢铁行业重组整合实施方案》则显示，山西将依托大型钢铁联合企业推进重组，主要整合主体为太钢集团和首钢长钢集团。
 - 我们认为，继煤炭行业兼并重组浪潮之后，焦炭行业与钢铁行业的兼并重组将陆续展开。除钢铁行业个股面临兼并重组机会之外，目前存在焦炭业务的煤气化、山西焦化等公司，也存在被上下游公司兼并整合的潜在投资机会。
- 澳大利亚农业资源经济局(ABARE)近日最新发布 2011 年第一季度报告称，2011 年世界冶金煤出口量预计将增加 4%至 2.64 亿吨。到 2016 年，世界冶金煤出口量将增至 3.41 亿吨。澳大利亚农业资源经济局认为，因遭受严重洪灾及基础设施受损，这段时期煤炭出口损失约 1500 万吨，其中焦煤损失约 1000 万吨，尽管昆士兰州的洪水对冶金煤的生产带来了干扰，但预计 2011 年全年澳大利亚冶金煤的出口量仍将增加 3%，至 1.63 亿吨。受昆士兰州沿海岸港口容量和铁路运量扩张的支撑，未来 5 年，澳大利亚冶金煤出口量将实现年复合增长 5%，到 2016 年达到 2.19 亿吨。
 - 预计到 2016 年，全球动力煤贸易量将维持 4%的增长至 9.62 亿吨（推算 2011 年大约 8 亿吨左右），2016 年冶金煤贸易量将年均增长 5%达到 3.41 亿吨。2011 年全球冶金煤贸易量将增长 4%到 2.64 亿吨。则
- 山西省财政厅印发了《关于 2011 年煤炭可持续发展基金煤种征收标准的通知》，将生产矿井生产原煤基金煤种中的 12 种煤质征收标准提高 3 元，原矿井核定产能规模调节系数维持不变。2011 年调整后的适用煤种征收标准为：动力煤最高每吨 18 元，无烟煤最高每吨 23 元，焦煤最高每吨 23 元，提高煤炭可持续发展基金征收标准增加的基金收入用于解决引黄入晋工程及配套工程建设，规定自今年 3 月 1 日起施行。
 - 我们认为，继 2007 年山西省作为首批试点开征煤炭可持续发展基金后，十二五可持续发展基金再次上调。生产矿井 3 元/吨的成本提升属于企业可承受范围内，不会对山西省内企业业绩产生太大的负面影响。
- 近日，省国资委主任视察了晋煤集团和西山煤电集团合作实施的古交市煤层气地面开发项目，煤层气井点火成功。西山煤层气地面开发项目于 2010 年 10 月 13 日开工，截止到 2010 年底，已钻煤层气井 11 口、压裂 16 层、投运煤层气井 6 口，施工井场 60 个，施工道路 70 公里，架设输电线

路五公里。气井投运后，位于屯兰矿南五采区的 XST-009、XST-007 井分别于 2011 年 1 月 20 号、21 号开始产气，其中 XST-007 井井口套压最高达到 1.6MPa。西山矿区煤层气项目预计将累计施工煤层气井 2000 口，实现煤层气年产能 10 亿立方米、年产量 8.5 亿立方米。2011 年项目计划在古交矿区施工 400 口煤层气井，年底形成日产煤层气 50 万立方米的产气规模，同时施工煤层气集输管网和煤层气压缩站，争取实现年底向太原市供气的目标。

- 我们一直强调，十二五期间山西省的发展策略“气化山西”首先“气化太原”。目前太原西山矿区作为首批试点目前已顺利点火。未来气化太原战略的进一步实施将有效带动相关煤炭开采集团和管网公司（煤气化.000968.sz）经营的重大转型。
- 按照铁道部发展规划，2008-2012 年是三西外运通道集中大规模建设时期。“三西”煤运通道分北、中、南三大通道。北通道由大秦、丰沙大、京原、集通和朔黄 5 条线组成。中通道由石太和邯长 2 条线组成，南通道由太焦、侯月、陇海、西康和宁西等 5 条线组成。目前，“三西”地区铁路运输能力处于饱和状态。到 2012 年，山西中南部仍处于建设期，“三西”地区煤炭外运量的增长将集中在大秦、丰沙大、侯月、陇海等线。2010 年大秦线运量达 4.05 亿吨，2011 年目标 4.5 亿吨。朔黄线运能达 3.5 亿吨—4 亿吨。集通线运能 5000 万吨以上。侯月线目前煤运能力为 1.5 亿吨。我们认为，目前三西地区煤炭运力已处于饱和。未来 2 年将逐步进行增产扩能，而期间的煤炭运输仍将出现局部紧张状态。
- 按照铁道部发展规划，2008-2012 年是三西外运通道集中大规模建设时期。“三西”煤运通道分北、中、南三大通道。北通道由大秦、丰沙大、京原、集通和朔黄 5 条线组成。中通道由石太和邯长 2 条线组成，南通道由太焦、侯月、陇海、西康和宁西等 5 条线组成。目前，“三西”地区铁路运输能力处于饱和状态。到 2012 年，山西中南部仍处于建设期，“三西”地区煤炭外运量的增长将集中在大秦、丰沙大、侯月、陇海等线。2010 年大秦线运量达 4.05 亿吨，2011 年目标 4.5 亿吨。朔黄线运能达 3.5 亿吨—4 亿吨。集通线运能 5000 万吨以上。侯月线目前煤运能力为 1.5 亿吨。我们认为，目前三西地区煤炭运力已处于饱和。未来 2 年将逐步进行增产扩能，而期间的煤炭运输仍将出现局部紧张状态。
- 17 日媒体报道，焦炭期货在大连商品期货交易所上市已得到国务院批复。具体上市日期还需再次批复。我们认为，一旦焦炭期货产品上市，山西、河北主要焦炭产需省份的定价权将得到强化，同时山西省正在推进焦炭业重组，企业生存形态将面临拐点。相应股票为：煤气化、开滦股份、ST 山焦。

季度重点报告回顾

- 《国资委首提重组、气化太原重头戏推进》：看好公司业务的逐步改善、维持推荐评级。
- 1、2 月 23 日公司举行了 2010 年度股东大会，我们在会后与公司董事长等高管就公司近期业务的新动态进行了交流，除了公司煤炭控制产量在十二五期间翻番，进入快速成长期之外；我们还进一步了解了海鑫集团与集团公司合作的动态；尤其令人欣慰的是，作为“气化山西”的重头戏，“气化太原”已然展开，煤气化集团目前已经在古交矿区和晋煤集团煤层气业务展开了合作，初期十口矿井成功出气，远期将逐步置换太原市焦炉煤气以及替代部分天然气。
- 2、2 月 20 日，原晋煤集团董事长，现山西省国资委党委书记、主任朱晓明在省国资委各部门述职测评大会上做了讲话，首次在官方文稿中肯定了煤气化集团股东重组的思路和策略：即在“加快推进省属企业联合重组”以及“加快推进“气化山西”工程，尤其要在率先“气

化太原”上做文章”两个战略思路的指导下，“2011 年重点推进重组的两个项目：国药集团和省医药集团、晋煤和煤气化，都是省里高度关注的项目”。

- 《发改委正式批复矿区建设，再造神华可期》：中国神华（601088.sh）于近日发布公告，公司取得国家发改委批复核准文件，文件同意将内蒙古新街台格庙矿区开发作为国家重点项目，整装配置给神华集团公司勘查开发。
 - 新街矿区将成为神华股份公司未来产量增长的主力军，新增资源储量相当于“再造神华”；
 - 新街矿区预计资源储量达到 130 亿吨，股份公司现有煤炭可采储量为 116 亿吨（2010H），新增资源储量相当于“再造神华”；
 - 3、十二五期间产量增速将明显提高：公司目前商品煤产量 2.1 亿吨左右，按照公司目前现有矿区出煤进度，2011-2015 年年均复合产量增速有望达到 10-12%左右。如果考虑新街矿区的逐步贡献，公司未来五年产量复合增长速度可能达到 15%左右。按照 15%的复合增速测算，2015 年神华股份公司自产商品煤将达到 4 亿吨水平，占我国煤炭总产量的规模有望达到 10%左右份额。
- 《板块面临估值修复,建议增持煤炭股——2 月份行业月报》：
 - 1 月份回顾：总市值加权平均下板块整体较 12 月份明显跑输 9%，与同期沪深 300 走势持平。我们重点推荐的组合中只有冀中、西山、昊华跑赢或持平，其余均为负收益率。我们认为原因有三方面，具体请见后文。
 - 2 月份我们继续维持对行业的推荐，“原因三方面、个股两条线”。我们强调的是 2 月份基本面平稳的情况下，板块面临估值修复的机会，宏观紧缩预期导致煤炭板块估值严重低于历史平均水平。
 - 基础品种的选择为：西山煤电、国阳新能、兰花科创、潞安环能、昊华能源、冀中能源。投资组合选择侧重两条线——焦煤品种、年报确定性增长以及可能存在股价催化剂的个股。较 1 月份我们加入了国阳新能和兰花科创，主要基于公司年报业绩的确定性增长以及相对涨幅优势考虑。同时强调我们全年特别推荐的主要品种：煤气化。
 - 风险提示：资源税推出时间和税率风险；超越基本面的系统性风险。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室