

旺季需求和保障房支撑煤价 估值提升待政策放松

——2011 中期报告

报告要点

■ 煤电矛盾凸显，动力煤炼焦煤分化，板块小幅跑赢大盘

上半年，受高耗能行业产量快速增长，煤炭主产区产量增速下降影响，煤炭市场价格快速上涨。其中，由于电荒、干旱，动力煤 6 月末价格较年初上涨 7%，炼焦煤继 1 季度整体上涨 100 元/吨后，2 季度走势整体较为平稳。受益于行业高景气，上半年煤炭行业指数跑赢沪深 300 指数 2.5 个百分点。

■ 需求：面临回落风险，短期仍受季节性因素支撑

下半年需求增速面临回落，一方面通胀形势依然严峻，政策紧缩预期仍较强烈，另一方面，为缓解电荒，国家开始对能耗行业实行大规模限电和惩罚性电价，在一定程度上影响下游需求。

不过下半年的需求仍受两方面增速支撑，一为季节性因素，一般而言下半年的火电需求量较上半年高约 9%；二为保障房执行力度的加大，按照规划 11 年全国将建设 1000 万套保障房，截至 5 月底开工率仅 32%，预计 3、4 季度新开工将提速。预计综合价格。

■ 供给：煤矿整合全面展开，中西部地区仍受制于铁路运力

十二五期间，煤炭资源整合、兼并重组仍是发展重点，山西、陕西、新疆、河南和贵州等地区的整合空间较大，另外部分地区特别是运输受限的中部地区煤炭供应可能仍然偏紧。

■ 维持行业“看好”评级

煤价上涨：2 季度内蒙古、陕西等地区动力煤价上涨，同时考虑到电价的上涨和 3 季度保障房可能迎来开工高峰，部分公司业绩有望上调；

资产注入：在各地政策支持和煤炭企业“大集团小公司”特征背景下，多个公司资产注入预期强烈，而信达问题解决可能是最重要的催化剂。

看好潞安环能、兰花科创、兖州煤业、中国神华、昊华能源、山煤国际和神火股份等。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
600123	兰花科创	推荐
600188	兖州煤业	推荐
601699	潞安环能	推荐
601088	中国神华	推荐
601101	昊华能源	推荐
000933	神火股份	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

兖州煤业	10A	11E	12E
PE	19.51	0.00	0.00
PB	4.77	0.00	0.00
EV/EBITDA	14.99	0.00	0.00
潞安环能	10A	11E	12E
PE	11.50	0.00	0.00
PB	3.10	0.00	0.00
EV/EBITDA	5.69	0.00	0.00

相关研究

《2011 年煤炭行业中期策略：旺季需求和保障房支撑煤价，估值提升待政策放松》2011-6-27
 《长期估值优势具备，短期缺乏催化剂——煤炭行业 6 月月报》2011-6-9
 《吨煤毛利提升，煤价上涨锁定收益——10 年报 11 年 1 季报分析》2011-5-9

联系人：

安鹏

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

分析师：

刘元瑞

(8621) 68751729

anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

正文目录

数据回顾：煤电矛盾凸显，动力煤炼焦煤分化	5
供需：高耗能行业快速增长，主产区煤炭产量增速下降	5
煤价：动力煤受电荒、干旱影响淡季上涨，炼焦煤弱势平衡	6
盈利：毛利率继续提升，现金流优于下游	9
板块收益：上半年略跑赢大盘，相对收益与运价紧密相关	11
需求：面临回落风险，短期仍受季节性因素支撑	12
火电：短期受季节性因素支撑，耗煤量高增长	12
钢铁：下半年受保障房开工支撑	13
库存：电厂库存仍处于相对较低的位置	14
紧缩预期仍强烈，下游需求正在回落	15
高耗能行业限电也可能抑制煤炭需求	16
供给：煤矿整合全面展开，中西部地区仍受制于铁路运力	17
原煤产量、固投增速逐步下降，晋陕蒙仍是主要增量来源	17
“十二五”煤炭行业规划重点：资源整合，兼并重组	18
分区域：晋、陕、新、豫、贵等地区整合潜力较大	19
各地整合进行时，继续影响市场供给	19
受铁路瓶颈制约，西部产量短期难以释放	20
国内外价差缩小，下半年进口冲击可能加大	21
两个催化剂：煤价维持高位和资产注入进展	22
动力煤 2 季度淡季不淡，部分公司业绩有望上调	22
电价上调，有望刺激电煤继续上涨	23
合同煤市场煤价价差扩大，电价上调长期有利于合同煤价上涨	24
“大集团，小公司”，资产注入受关注	24
信达问题解决或为整体上市重中之重	25
长期关注人工成本上涨与资源估值水平	26
维持行业“看好”评级	27

图表目录

图 1: 火电发电量、粗钢产量屡创新高	5
图 2: 1-5 月煤炭产量同比增速小幅下降	5
图 3: 干旱使 5 月水电发电量同比减少 2.9%	7
图 4: 秦港煤价淡季快速上涨	7
图 5: 山西、内蒙、陕西动力煤价均有所上涨	8
图 6: 上半年钢价走势出现反复	8
图 7: 山西焦煤坑口价格 2 季度平稳	9
图 8: 无烟煤、喷吹煤 2 季度价格基本稳定	9
图 9: 1-5 月山西煤炭企业毛利率维持高位	10
图 10: 1 季度毛利率环比略有提升	10
图 11: 1 季度煤炭板块毛利率显著高于下游行业（单位：%）	11
图 12: 煤炭行业盈利能力远高于下游行业	11
图 13: 1-6 月煤炭开采 II 板块略微跑赢大盘	12
图 14: 7-8 月火电发电量较 5-6 月平均高 10% 左右	13
图 15: 下半年火电发电量较上半年环比增长 9%	13
图 16: 上半年火电耗煤量同比增速明显增加	13
图 17: 日均粗钢产量屡创新高	14
图 18: 1-5 地产新开工面积同比增长 23.8%	14
图 19: 4 月开始电厂存煤天数由 13.6 天上升至 17 天	15
图 20: 煤炭社会库存 5 月末较年初提升 3.28%	15
图 21: 各个港口库存水平基本位于历年旺季前平均水平	15
图 22: 5 月 CPI 同比 5.5%，创 34 个月新高	16
图 23: 6 月制造业 PMI 下降到 52%，连续 2 个月回落	16
图 24: 2011 年 1-5 月煤炭开采与洗选业固定资产投资完成额同比增速放缓	18
图 25: “十二五”期间小矿产量占比将大幅度下降	19
图 26: 中西部资源条件较好的产煤省产量结构	19
图 27: 西南地区 and 消费地较近的产煤大省产量结构	19
图 28: 山西、河南两地资源整合对市场供给形成冲击	20
图 29: 煤炭铁路运量增速始终低于煤炭产量增速	21
图 30: 2011 年 1-5 月煤炭进口量同比下滑 17.5%	22
图 31: 澳大利亚 BJ 离岸价-秦皇岛港价差逐步收窄	22
图 32: 现货煤-合同煤价差不断扩大	24
图 33: 集团产量/上市公司产量比值	25
图 34: 人工成本上涨 10% 对各公司净利润的影响	26
图 35: 各公司市值/可采储量比值	26
表 1: 今夏各主要省份用电缺口估计	6
表 2: 上半年煤炭板块相对表现与基本面紧密相关	12
表 3: 历次上调电价后的影响	17

表 4: 2011 年 1-4 月全国煤炭产量增长平稳.....	17
表 5: 各省及全国产量预测 (单位: 亿吨)	18
表 6: 2008 年国内矿井数量和产能分布	18
表 7: 各地积极推进资源整合.....	20
表 8: 2010 年西部省份产量及外运量.....	21
表 9: 三西地区主要煤炭外运通道	21
表 10: 1、2 季度各公司主要煤种市场价上涨幅度	23
表 11: 本轮各地电价上调幅度.....	23
表 12: 电价上调后煤价跟涨概率较大.....	24
表 13: 部分省市推进煤炭公司整体上市政策规划.....	24
表 14: 信达间接持有上市公司股份	25
表 15: 行业重点上市公司估值指标	27

数据回顾：煤电矛盾凸显，动力煤炼焦煤分化

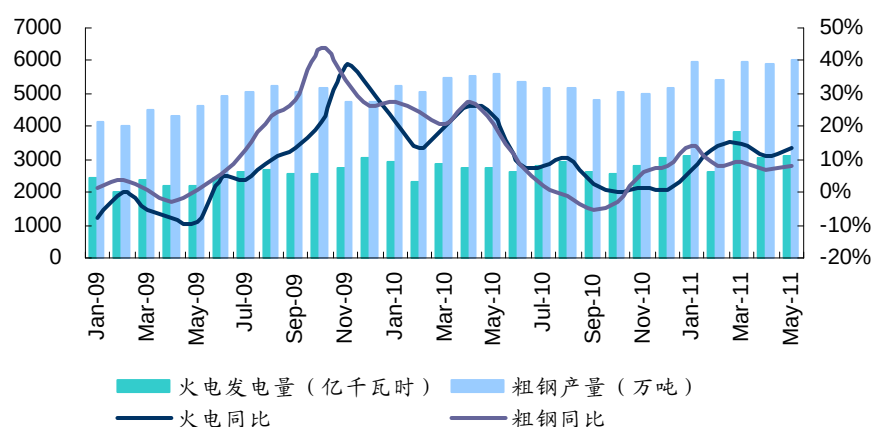
供需：高耗能行业快速增长，主产区煤炭产量增速下降

11年以来，受10年末节能减排影响，下游高能耗行业产量快速释放：1-5月火电、粗钢、水泥产量同比分别增长11.1%、8.5%和19.3%，增速较10年略有增长。

火电：火电发电量创下近年来新高，春节过后3月份产量为3830亿千瓦时，同比增长14.8%，环比增长45.96%。去年同期环比增速仅为25.4%；

钢铁：粗钢月产量也创下历史新高，除2月份受春节影响以外，1、3和4月粗钢月产量均超过5900万吨，同比增长分别为13.96%、8.98%和6.55%。

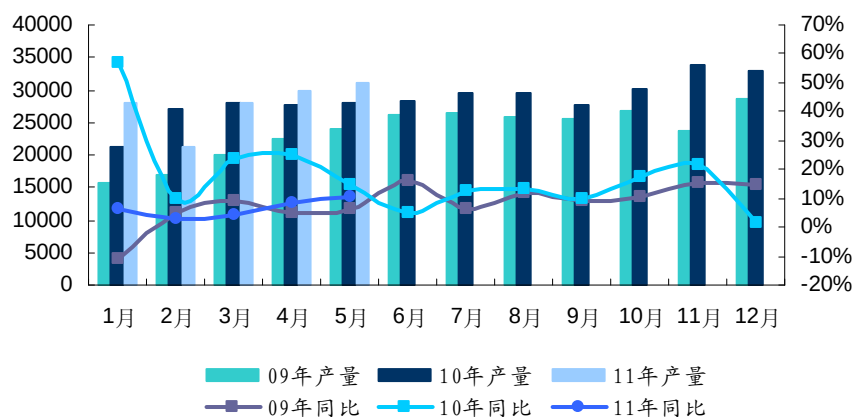
图 1：火电发电量、粗钢产量屡创新高



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

供给方面，一季度陕西等主产区开始煤矿整合，受此影响1-5月份全国原煤产量同比增速11.3%，较10年增速下降0.6个百分点。

图 2：1-5月煤炭产量同比增速小幅下降



资料来源：煤炭运销协会，长江证券研究部

煤价：动力煤受电荒、干旱影响淡季上涨，炼焦煤弱势平衡

今年3月份以来，我国多地开始出现淡季“电荒”现象。进入6月份，我国即进入了传统的夏季用电高峰期。国家电网方面预测：华北、华中、华东地区的多数省市电网电力供需形势将十分紧张，预计最大电力缺口3000万千瓦。

- 华北地区：预计今年夏天华北地区用电缺口600-800万千瓦，其中京津唐等地区用电紧张。
- 华东地区：华东地区属于我国电荒最严重的地区。华东电网有限公司预测，今夏上海及邻近4个省份的用电缺口可能达到1900万千瓦，其中江苏和浙江的电荒情况较严重。
- 华南地区：进入二季度以来，珠三角地区普遍面临用电紧张局面，南方电网电力供应偏紧，预计仅6月最大电力缺口将达到800万千瓦。
- 华中地区：由于受干旱影响，长江支流各座水电站无水可用，发电量锐减。5月以来，湖南电网最大电力缺口达456万千瓦。华中电网称，若电煤供应、水电来水等情况进一步恶化，或出现长时间极端高温天气，华中电网今夏最大电力缺口将达1200万千瓦左右。

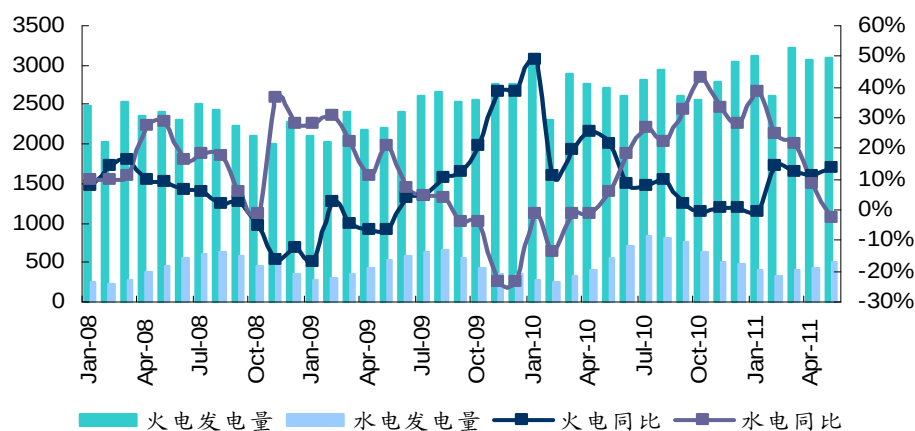
表 1: 今夏各主要省份用电缺口估计

省份	最大用电缺口
北京	300 万千瓦
天津	150 万千瓦
河北	300 万千瓦
江苏	1100 万千瓦
浙江	300 万千瓦
上海	100 万千瓦
山东	400 万千瓦
广东	300 万千瓦

资料来源：长江证券研究部

4、5月份南方地区的大范围干旱使电荒雪上加霜，华东、华中部分流域水电生产出现明显下降。4-5月份规模以上电厂水电发电量同比增速为8.3%和-2.9%，其中5月份是今年以来同比首次出现负增长，而同期火电发电量同比增速为10.9%和13.5%。

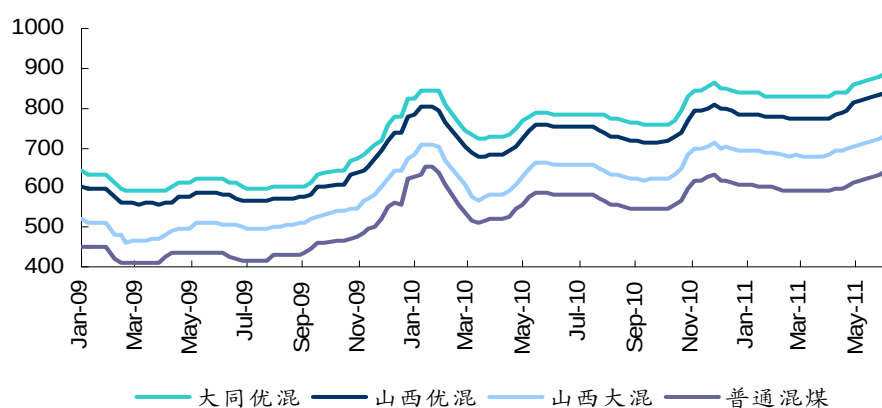
图 3：干旱使 5 月水电发电量同比减少 2.9%



资料来源：长江证券研究部

在电荒和干旱的双重影响下，今年动力煤价格淡季快速上涨。至 6 月末大同优混，山西优混，山西大混和普通混煤的吨煤价格分别为 905 元/吨，845 元/吨，740 元/吨和 645 元/吨，相比年初已分别上涨 7.7%、7.6%、7.2%和 6.6%。

图 4：秦港煤价淡季快速上涨

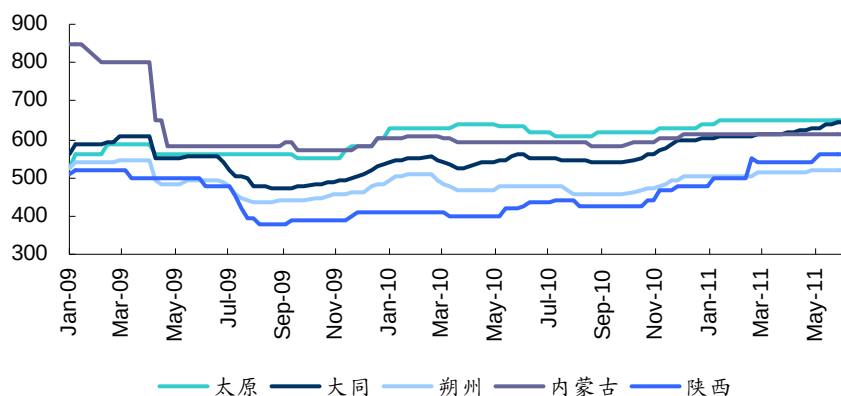


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

中转地动力煤价的淡季上涨也带动了坑口价格的上涨。

- 山西：6 月末，太原贫瘦煤，大同弱粘煤和朔州块煤坑口价分别为 650 元/吨，645 元/吨和 520 元/吨，相比年初分别上涨 1.56%，7.50%和 2.97%。
- 全国各地：6 月上旬，内蒙古东胜和陕西榆林的动力煤坑口价分别为 460 元/吨和 560 元/吨，同比分别上涨 21.05%和 17.89%。

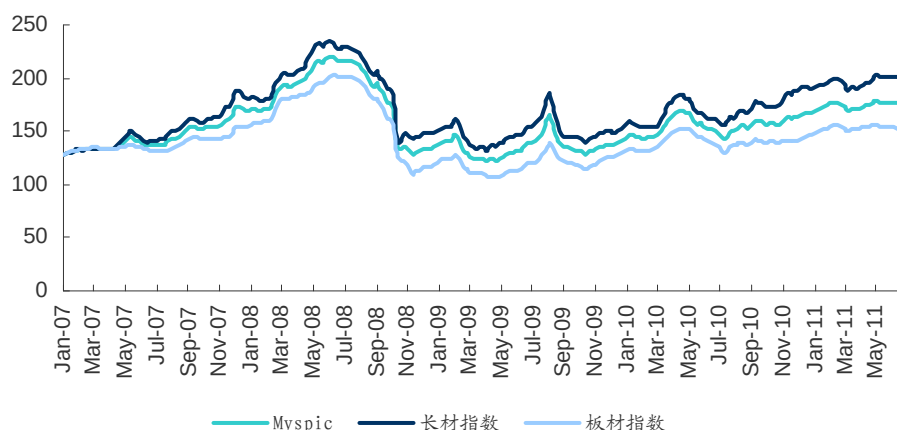
图 5：山西、内蒙、陕西动力煤价均有所上涨



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

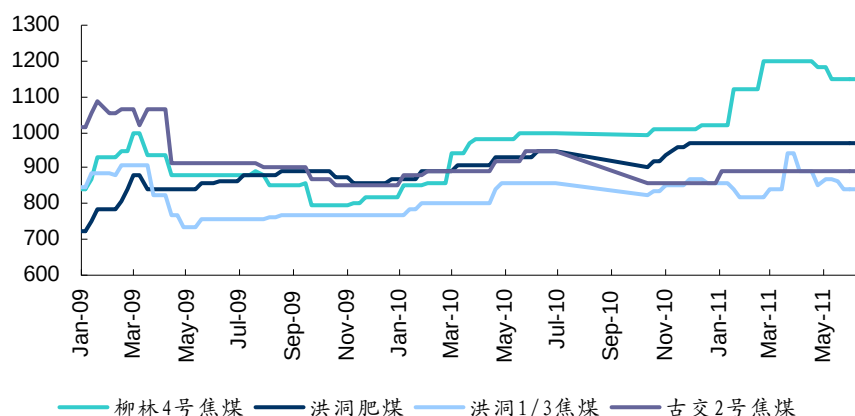
上半年焦煤价格的走势相对较弱，继 1 季度整体上涨 100 元/吨以上后，2 季度走势整体较为平稳，山西部分地区如柳林 4 号焦煤和洪洞 1/3 焦煤价格在 4 月分别回调了 15 元/吨和 40 元/吨。

图 6：上半年钢价走势出现反复



资料来源：长江证券研究部

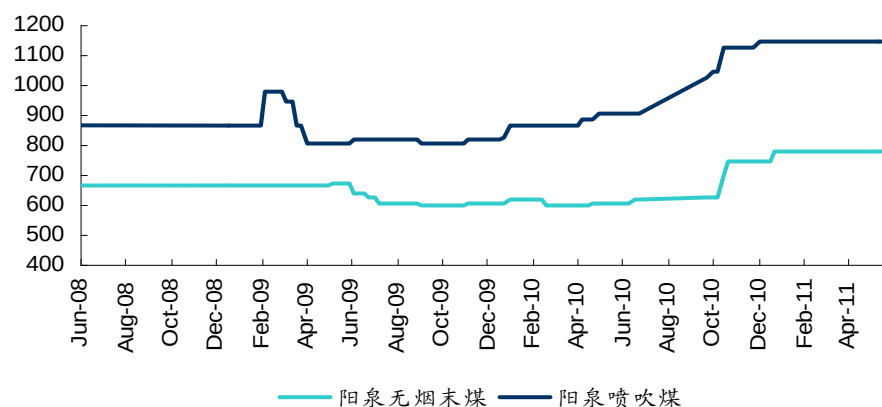
图 7：山西焦煤坑口价格 2 季度平稳



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

无烟煤和喷吹煤 2 季度的价格在 2 季度保持不变。

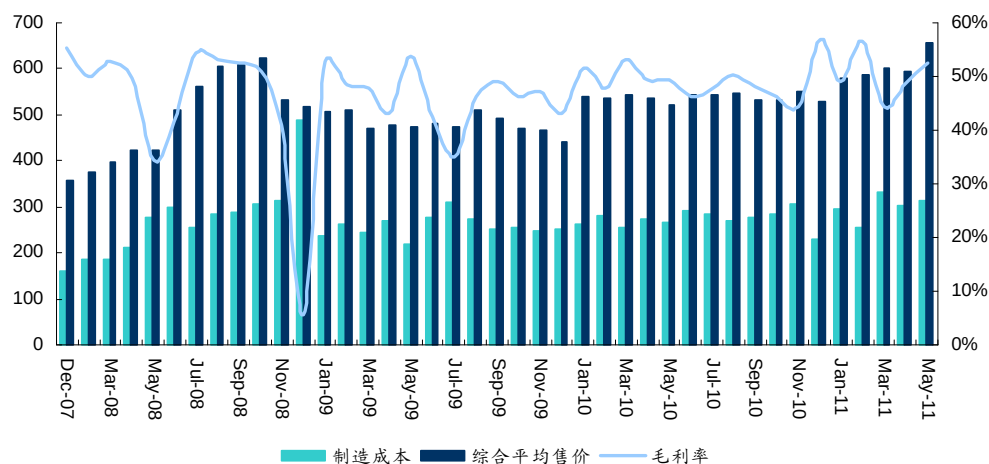
图 8：无烟煤、喷吹煤 2 季度价格基本稳定



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

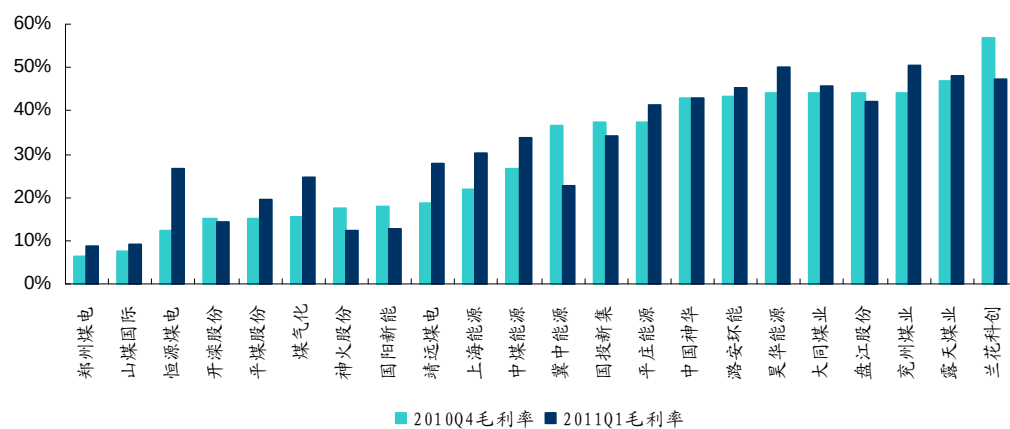
盈利：毛利率继续提升，现金流优于下游

受益于今年以来煤炭价格坚挺表现，1-5 月山西煤炭企业煤炭平均售价和制造成本分别为 656 元/吨和 313 元/吨，毛利率为 52.4%，相比去年下半年的 48.9% 上升个 3.5 百分点。

图 9：1-5 月山西煤炭企业毛利率维持高位


资料来源：山西省煤炭工业厅，长江证券研究部

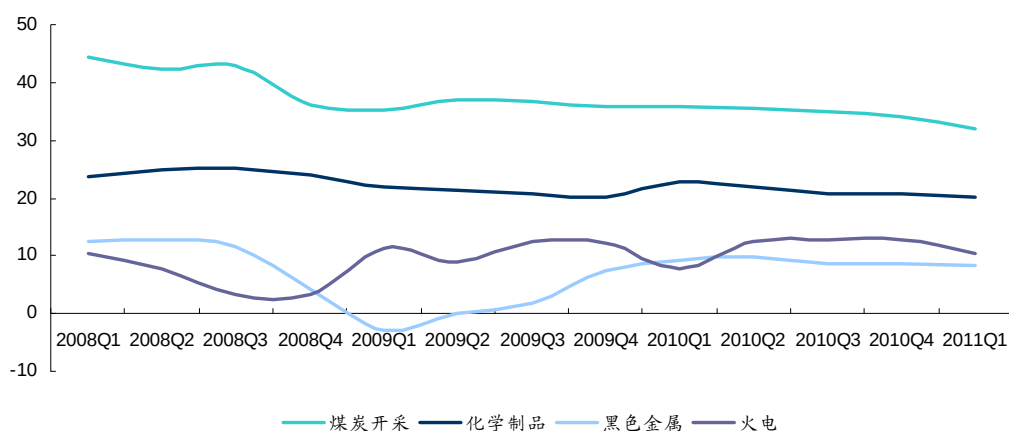
行业重点公司毛利率环比也有小幅提升，1 季度毛利率均值达 31.4%，同比基本保持稳定，环比增长了 1.7 个百分点。

图 10：1 季度毛利率环比略有提升


资料来源：Wind，长江证券研究部

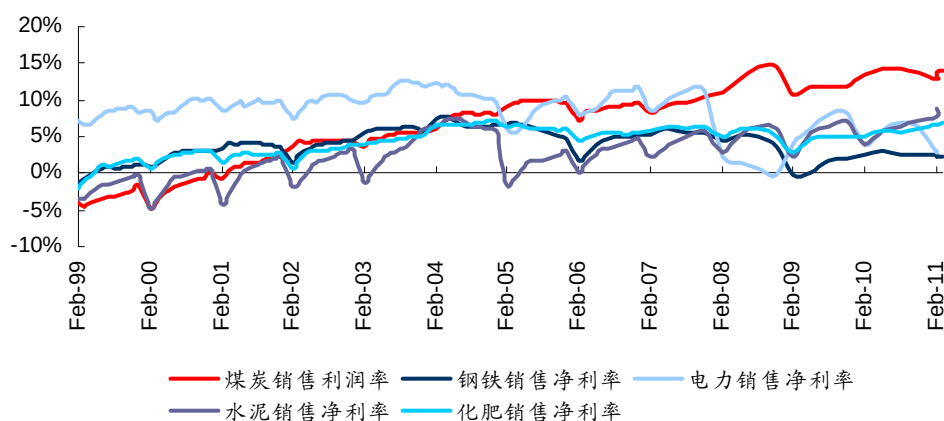
1 季度煤炭板块毛利率（整体法）为 32.06%，高于化肥板块的 20.29%，钢铁板块的 8.18%，火电板块的 10.44%。1-4 月煤炭行业销售利润率较下游的电力、钢铁、水泥和化肥行业分别高约 6-10 个百分点。

图 11：1 季度煤炭板块毛利率显著高于下游行业（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究部

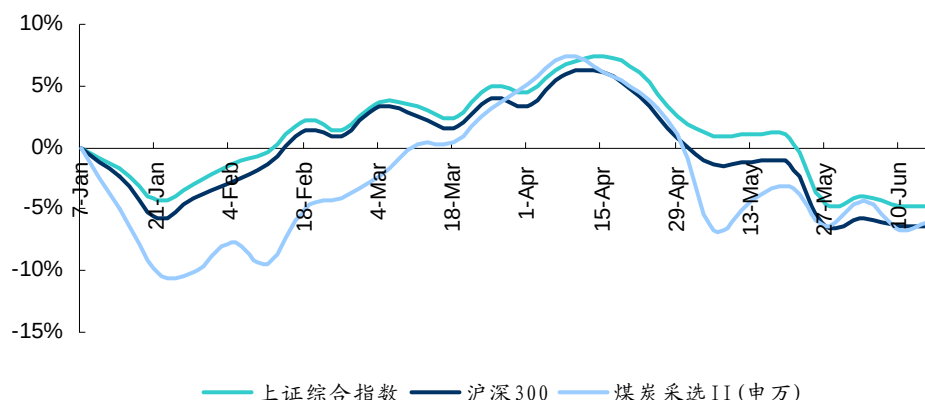
图 12：煤炭行业盈利能力远高于下游行业



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

板块收益：上半年略跑赢大盘，相对收益与运价紧密相关

受益于上半年动力煤价格的强势表现，煤炭板块小幅跑赢大盘：1-6 月煤炭开采板块下跌 0.2%，跑赢沪深 300 指数 2.5 个百分点。煤炭开采板块 2、3、5、6 月跑赢大盘，其中 3 月跑赢幅度达到 5 个百分点以上。

图 13: 1-6 月煤炭开采 II 板块略微跑赢大盘


资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们发现上半年煤炭板块相对表现与基本面紧密相关, 板块取得相对收益的主要原因是煤价上涨预期, 以及当期运价的上涨 (或触底)。

表 2: 上半年煤炭板块相对表现与基本面紧密相关

	煤价	库存	运价	相对收益
1 月	-1.19%	-5.91%	-14.96%	-7.54%
2 月	0.00%	23.50%	8.13%	1.81%
3 月	0.00%	-12.01%	20.92%	5.15%
4 月	1.20%	-24.73%	-6.08%	-2.68%
5 月	4.76%	2.04%	1.82%	0.62%
6 月	2.84%	27.69%	-2.89%	3.01%

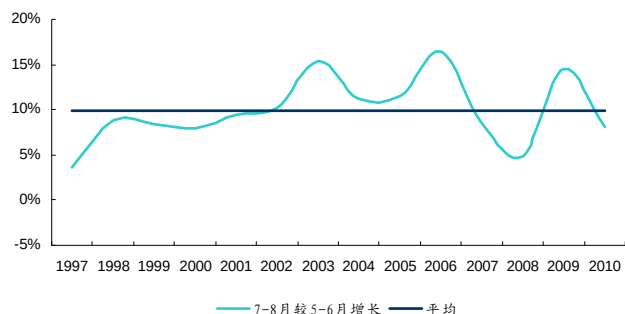
资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

需求: 面临回落风险, 短期仍受季节性因素支撑

火电: 短期受季节性因素支撑, 耗煤量高增长

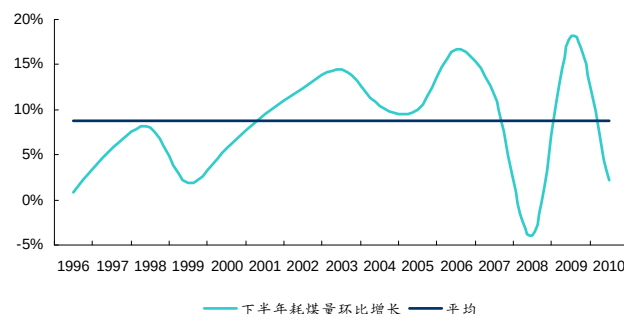
目前, 电力用煤逐渐进入旺季, 下游煤炭需求由前期补库存需求转为刚性需求。由历年的煤耗情况来看, 7, 8 月份的火电发电量较 5, 6 月份平均高 10% 以上, 而下半年环比较上半年高 9% 左右。因此, 预计短期煤炭需求将受夏季发电量增长而受到支撑。

图 14: 7-8 月火电发电量较 5-6 月平均高 10%左右



资料来源：中电联，长江证券研究部

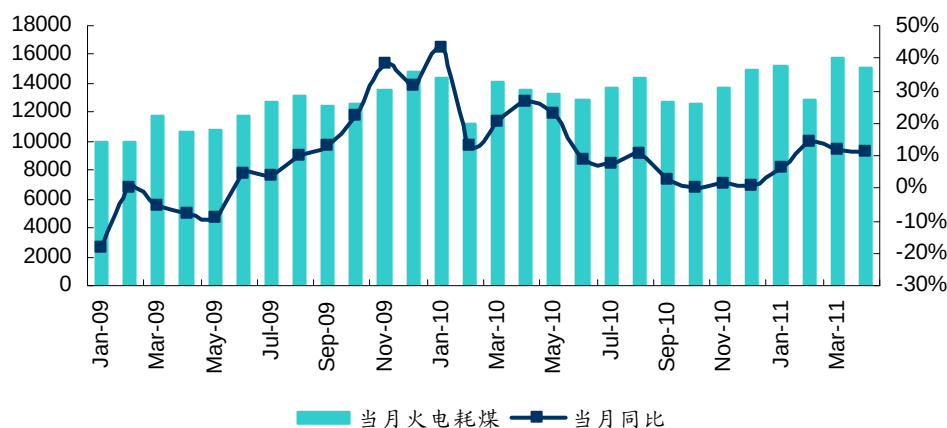
图 15: 下半年火电发电量较上半年环比增长 9%



资料来源：中电联，长江证券研究部

今年 1-4 月，全国火电耗煤量同比增涨 11%，较去年下半年增速大幅回升。预计今年下半年火电耗煤需求旺盛，继续保持今年以来的同比高增长。

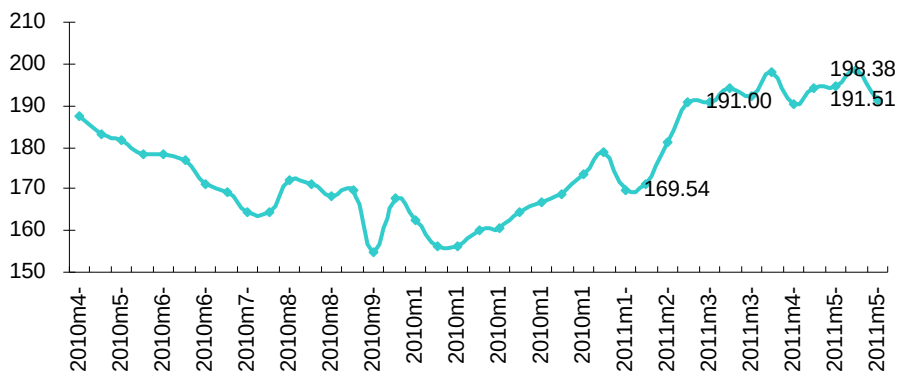
图 16: 上半年火电耗煤量同比增速明显增加



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

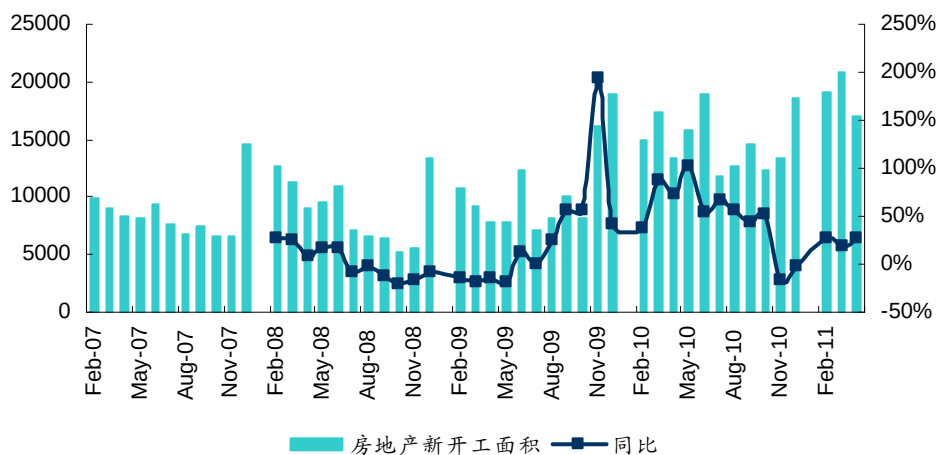
钢铁：下半年受保障房开工支撑

今年初钢铁行业的粗钢月产量创下历史新高，同比增速也从去年下半年的负增长转变为 1 月的 13.96%。日均粗钢产量也屡创新高。

图 17：日均粗钢产量屡创新高


资料来源：长江证券研究部

3 月份新开工面积为 20759.64 万平方米，创下历史新高。今年国家规划建设 1000 万套保障房，同比去年的 580 套增加 72.4%，但到 5 月底开工率仅为 32%。住建部要求各地 11 月底全面开工建设保障房，我们测算新开工面积将达到 2.52 亿平方米，增量为 15%，将对钢铁行业需求形成有力支撑。

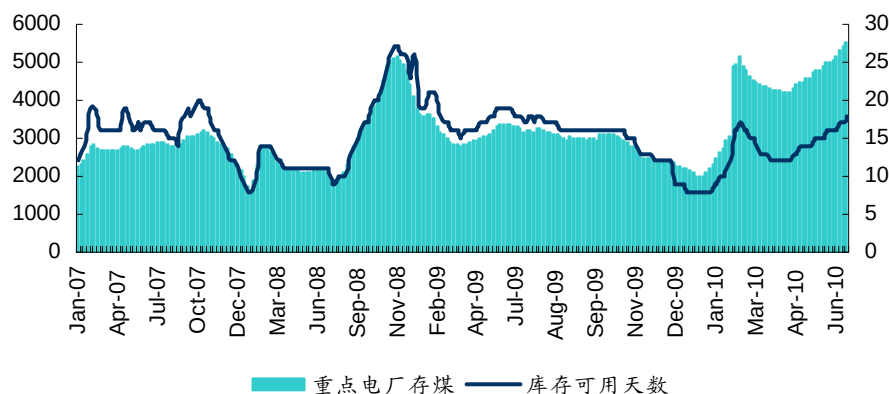
图 18：1-5 地产新开工面积同比增长 23.8%


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

库存：电厂库存仍处于相对较低的位置

下游需求的快速增长使电厂补库存意愿不断增强。4 月-5 月电厂库存缓慢回升，煤炭存煤天数由 13.6 天上升至 16 天，预计 7 月前将升至 19 天左右。

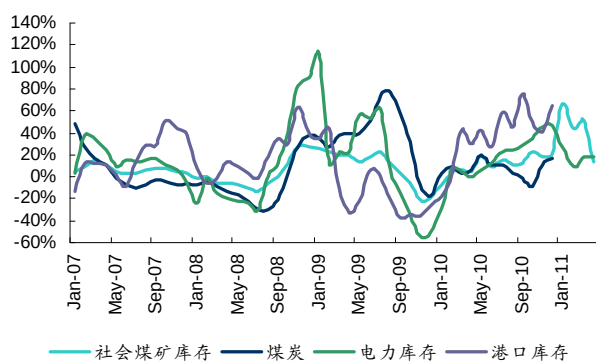
图 19：4 月开始电厂存煤天数由 13.6 天上升至 17 天



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

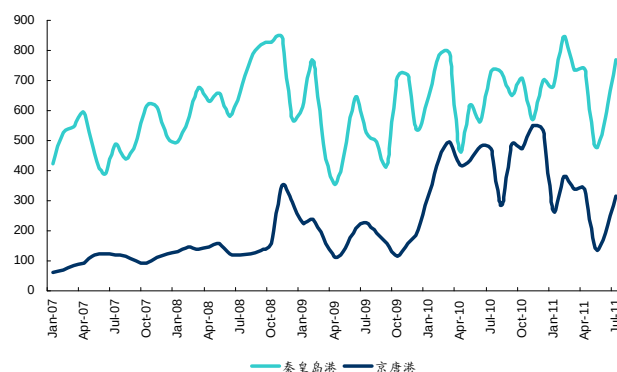
港口库存方面，7 月 7 日秦皇岛港库存下降至 739 万吨，较往年夏季水平略低。

图 20：煤炭社会库存 5 月末较年初提升 3.28%



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 21：各个港口库存水平基本位于历年旺季前平均水平



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

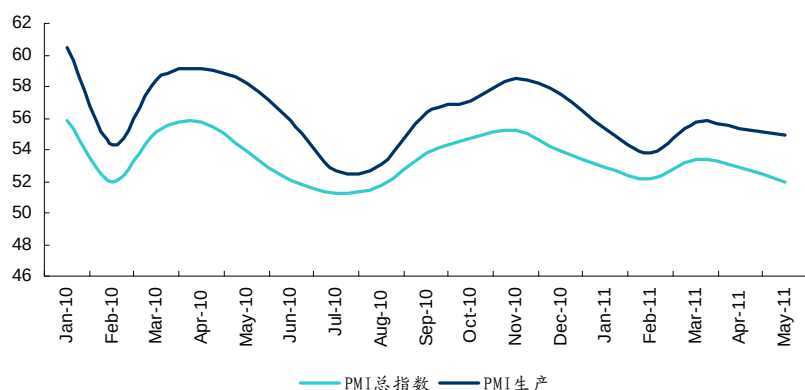
紧缩预期仍强烈，下游需求正在回落

下半年紧缩政策的预期和下游需求回落将是影响煤价走势最重要的因素。5 月份 CPI 同比为 5.5%，创下了 34 个月新高，通胀形势依然严峻，政策紧缩预期仍较强烈。

图 22：5 月 CPI 同比 5.5%，创 34 个月新高


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

在全球经济疲软的大背景下，中国经济的高增长也初露疲态。6 月内地制造业采购经理指数 (PMI) 回落至 50.9%，较 5 月时的 52% 再降 1.1 个百分点，创 28 个月新低，其中生产指数和新订单指数分别为 53.10 和 50.80，比上月回落 1.8 和 1.3 个百分点

图 23：6 月制造业 PMI 下降到 52%，连续 2 个月回落


资料来源：Wind，长江证券研究部

高耗能行业限电也可能抑制煤炭需求

由于上半年高能耗行业产量明显增加，加剧了电荒，国家开始对能耗行业实行大规模限电和惩罚性电价。

另一方面，上半年国家再次上调电价以缓解电力行业成本压力：4 月份上调山西、山东等 16 个省份火电上网电价每度约 1.2 分，5 月份上调江西、湖南、贵州等地火电上网电价每度 2 分，6 月份上调山西、青海、甘肃 15 省市非民用电价，销售电价平均每度上调 1.67 分。

我们注意到，历次电价上调后短期下游需求都会有所下降，在一定程度上影响煤炭需求。预计今年电价上调后对下游需求的负面影响将在下半年开始显现。

表 3: 历次上调电价后的影响

电价上调	粗钢产量		火电发电		水泥产量		尿素产量		地产开工	
	前一月	后三月	前一月	后三月	前一月	后三月	前一月	后三月	前一月	后三月
2004-1-1	21%	26%	14%	20%	16%	26%			22%	25%
2005-5-1	35%	37%	13%	12%	9%	13%	4%	3%	21%	15%
2006-6-30	28%	21%	17%	21%	18%	20%	13%	10%	25%	12%
2007-7-1	15%	15%	21%	13%	13%	10%	13%	10%	23%	29%
2008-7-1	11%	1%	5%	4%	4%	0%	7%	6%	17%	-8%
2008-8-20	2%	-12%	2%	-6%	-1%	0%	8%	-2%	-3%	-17%
2009-11-20	34%	26%	38%	29%	19%	23%	19%	14%	194%	27%
2011-4-10	8%	7%	12%	11%	21%	15%	1%	-8%	19%	27%

资料来源：长江证券研究部

供给：煤矿整合全面展开，中西部地区仍受制于铁路运力

原煤产量、固投增速逐步下降，晋陕蒙仍是主要增量来源

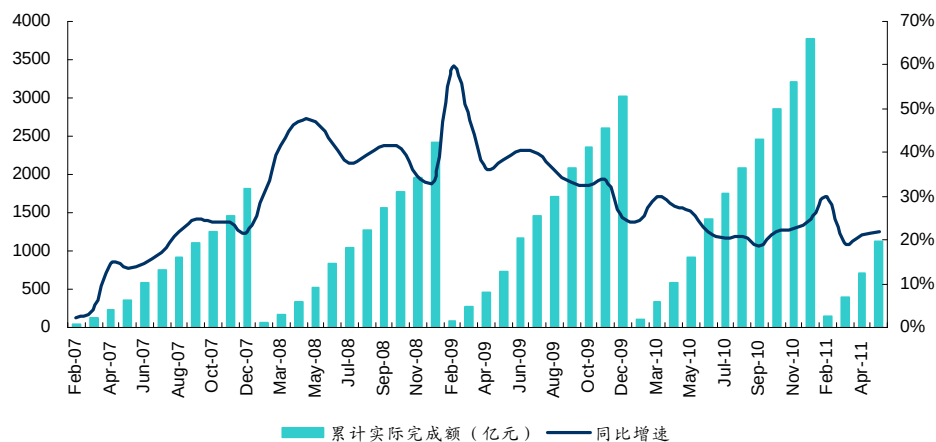
目前，煤炭资源整合正在各地逐步展开，短期将对市场供给形成一定冲击。前 5 个月，全国原煤产量增长平稳，累计产量为 14.5 亿吨，同比增加 1.73 亿吨，涨幅为 13.5%。其中山西、内蒙古、陕西累计产量分别为 3.30、3.62 和 1.54 亿吨，同比分别增长 19.6%、33.1%和 8.1%，三地区贡献产出增量合计达 1.51 亿吨，并且增长重心主要转移到山西、内蒙两地。

表 4: 2011 年 1-4 月全国煤炭产量增长平稳

产量：万吨	全国	山西省	内蒙古	陕西	河南	贵州	山东	安徽
2007	252341	64000	35218	18809	19287	10864.2	13656.6	9370
2008	271582	65735	46511	20001	20467	11798.46	13454.28	11773.89
2009	304988	61534	60280	29820	23038	13690.74	14377.72	12848.55
2010	341322	74096	78665	36082	17909	15954.03	14892.03	13144.8
11 年 1-4 月	112000	25600	27900	11900	6445	5018	4978	-
同比增速								
2007	8.5%	10.1%	27.8%	10.0%	5.3%	-8.1%	-1.0%	13.8%
2008	7.6%	2.7%	32.1%	6.3%	6.1%	8.6%	-1.5%	25.7%
2009	12.3%	-6.4%	29.6%	49.1%	12.6%	16.0%	6.9%	9.1%
2010	11.9%	20.4%	30.5%	21.0%	-22.3%	16.5%	3.6%	2.3%
11 年 1-4 月	11.1%	15.3%	27.6%	9.8%	5.0%	9.9%	3.1%	-

资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

前 5 个月，煤炭开采与洗选业共完成固定资产投资 1121.3 亿元，同比增长 21.7%，增速较 10 年下降 3.08 个百分点。考虑到资源整合逐步深入对供给的影响，预计下半年全国煤炭产量的增速将进一步放缓。

图 24：2011 年 1-5 月煤炭开采与洗选业固定资产投资完成额同比增速放缓


资料来源：Wind，长江证券研究部

表 5：各省及全国产量预测（单位：亿吨）

地区	10A	11E	增幅
全国	32.4	35	8.0%
山西	7.4	8	8.1%
内蒙古	7.8	8.8	12.5%
陕西	3.6	4	12.7%

资料来源：长江证券研究部

“十二五”煤炭行业规划重点：资源整合，兼并重组

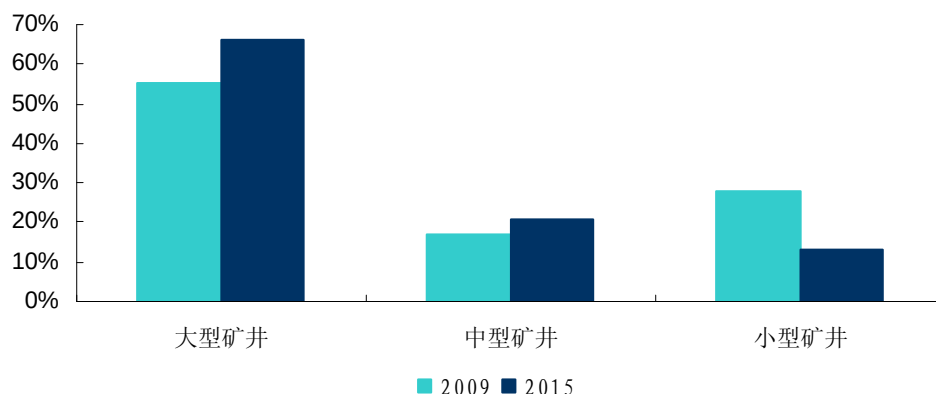
“十二五”期间煤炭的行业规划重点将围绕资源整合、兼并重组和小矿关停展开。目前山西、河南地区资源整合进度领先全国，河北、陕西、贵州、山东以及宁夏等地正在积极推进中。计划到 2015 年，全国小矿产量占比将由 09 年的 28% 下降到 13%，数量由 11,000 家下降至 4,000 家。

表 6：2008 年国内矿井数量和产能分布

所有制	矿井数量	占比	生产能力	占比
合计	18234	100%	300549	100%
国有重点煤矿	878	5%	136404	45%
国有地方煤矿	1356	7%	33645	11%
乡镇煤矿	16000	88%	130500	45%

资料来源：中国煤炭工业年鉴，长江证券研究部

图 25：“十二五”期间小矿产量占比将大幅度下降



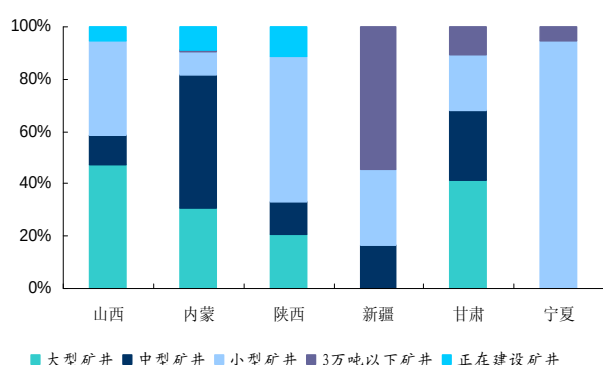
资料来源：长江证券研究部

分区域：晋、陕、新、豫、贵等地区整合潜力较大

各地煤矿规模分布不同，导致资源整合的潜力存在差异。其中，晋、陕、新、豫、贵等地区整合潜力较大。

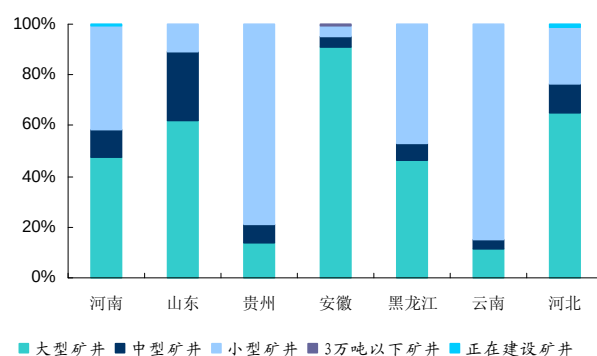
- 中西部地区：晋蒙陕新甘宁等地资源条件较好，“十二五”期间将逐步关闭 30 万吨以下小煤矿。目前，陕新宁的小矿产量占比超过 50%，山西约 36%；
- 东部地区的豫鲁皖黑冀等地小矿产量将进一步下降。目前，河南省小矿占比约 40%，其他地区小矿占比相对较低
- 西南地区：贵州、云南小矿产量占比高达 80%，“十二五”期间将采取“上大压小”整合政策

图 26：中西部资源条件较好的产煤省产量结构



资料来源：中国煤炭工业年鉴，长江证券研究部

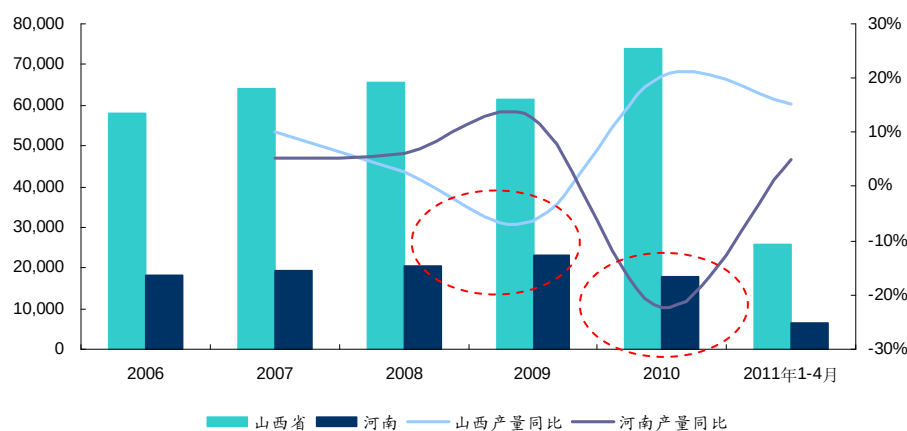
图 27：西南地区 and 消费地较近的产煤大省产量结构



资料来源：中国煤炭工业年鉴，长江证券研究部

各地整合进行时，继续影响市场供给

在山西、河南两省煤炭资源整合领先全国取得阶段成果之后，近期山东、陕西、贵州、河北、安徽等地整合大幕再次拉起。借鉴山西、河南的整合经验，“十二五”期间各地将分两阶段实施，短期将对供给形成一定冲击。

图 28：山西、河南两地资源整合对市场供给形成冲击


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

表 7：各地积极推进资源整合

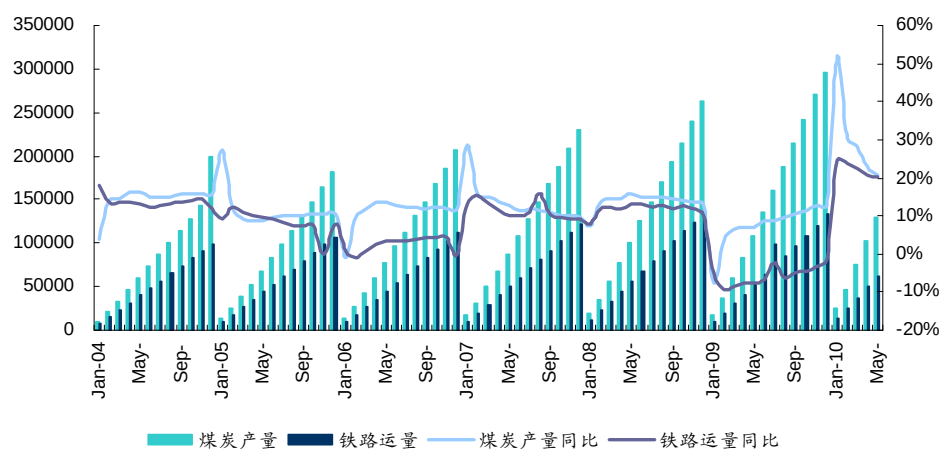
地区	各地整合规划及进展
内蒙古	2013 年底，最低生产规模门槛为 120 万吨，部分地区提高到 300 万吨。企业数量由 353 户减少到 80-100 户，形成 1-2 户亿吨级、5-6 户五千万吨级、15-16 户千万吨级的大型煤炭企业
陕西省	国家规划矿区区内新建的矿井规模必须大于 120 万吨，其它矿区的必须大于 30 万吨。现有小型煤矿原则上规模不应小于 30 万吨，全省煤矿总数控制在 600 处左右，平均单井产能达 60 万吨以上
贵州省	“十二五”期间建成 1 个年产量 5000 万吨和 2 个年产量 3000 万吨以上的大型煤炭企业集团，煤炭企业控制在 200 个以内，规模以上企业控制的煤炭资源量占 80% 以上，产量占 70% 以上
山东省	省内 6 家煤企重组成立山东能源集团，形成兖矿集团和山能集团两大煤炭主体。下一步重点整合市(县)属煤炭企业，到 2012 年，市(县)属企业的最低生产规模达到 60 万吨
河南省	2 季度初，河南省参加兼并重组的 515 处矿井中，43 处已复工复产。其中，7 处已复工（指恢复技术改造），36 处已复产占应复产总数的 10%。148 处属于关闭矿井，其中 26 处已关闭。
河北省	主要以开滦集团、冀中能源集团为整合主体，各小矿须与相邻国有大矿签订整合重组协议，逾期未签订协议的小矿一律列入关闭范围。计划今年 7 月底前集中关闭一批，年底前基本关闭到位

资料来源：长江证券研究部

受铁路瓶颈制约，西部产量短期难以释放

我国主要有五大煤运通道：“三西”外运通道、西北通道、东北通道、华东通道和中南通道。其中，“三西”地区是主要的煤炭调出区，京津冀、华东、中南则是煤炭主要净调入区。相对于“西煤东运”，目前“南煤北运”矛盾更为突出，华中鄂湘赣地区煤荒严重。预计 2013 年以后，随着部分重点线路的竣工，煤炭运输瓶颈将会有所缓解。

图 29：煤炭铁路运量增速始终低于煤炭产量增速



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

表 8：2010 年西部省份产量及外运量

	产量	外运	占比
内蒙古	7.86	4.7	59.8
山西	7.41	3.44	46.5
陕西	3.61	1.6	44.3
宁夏	0.68	0.31	45.5
新疆	1.11	0.16	14.6

资料来源：长江证券研究部

表 9：三西地区主要煤炭外运通道

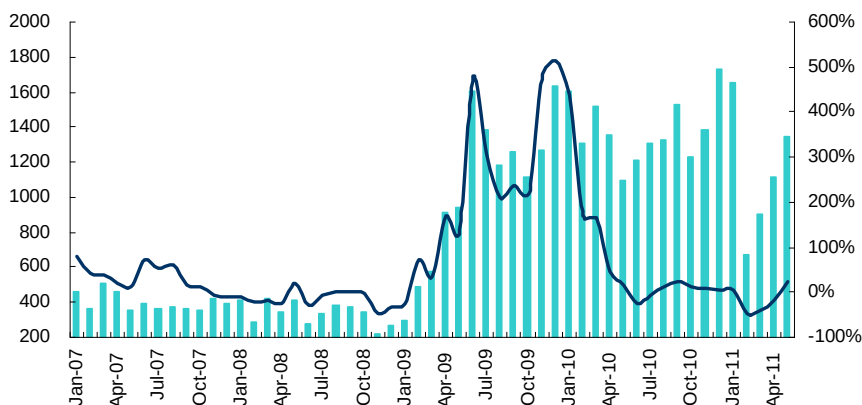
	2005	2008	规划	煤种	来源地	区域
北通道	3.53	5.44	7.12	动力煤	晋陕北、蒙东	京津冀、华北、华东
中通道	0.74	0.72	1.30	焦煤、无烟煤	晋东、晋中	华东、中南地区
南通道	1.09	1.97	3.05	焦煤、无烟煤	晋中、蒙东	中南、华东地区

资料来源：长江证券研究部

国内外价差缩小，下半年进口冲击可能加大

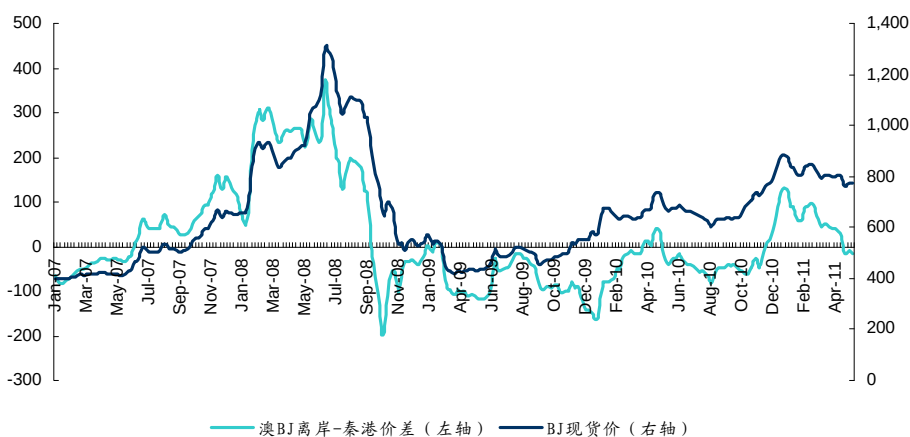
受澳洲洪灾影响，今年以来国际煤价高位运行，1-5月煤炭进口同比下滑17.5%。随着澳洲洪灾影响逐渐消退，产能逐步恢复，国际煤价面临回调。下半年，随着国内外价差的逐渐缩小，下游部分需求可能重新转向海外。

图 30: 2011 年 1-5 月煤炭进口量同比下滑 17.5%



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 31: 澳大利亚 BJ 离岸价-秦皇岛港价差逐步收窄



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

两个催化剂：煤价维持高位和资产注入进展

动力煤 2 季度淡季不淡，部分公司业绩有望上调

今年前 5 个月，电力、钢铁、水泥等下游行业耗煤量快速增长，累计同比分别增长 11.14%、6.13%和 11.53%。南方 4、5 月份持续干旱导致水电产量同比下滑，电煤需求被进一步刺激。2 季度，动力煤整体呈现淡季不淡的局面，部分公司业绩有望上调。

表 10：1、2 季度各公司主要煤种市场价上涨幅度

	2010 年			动力煤		炼焦煤		无烟煤		地区涨幅
	吨煤净利	产量	销量	1 季度	2 季度	1 季度	2 季度	1 季度	2 季度	2 季度
露天煤业	30	4245	4245	0	20	-	-	-	-	0%
平庄能源	41	983	962	10	5	-	-	-	-	0.50%
中国神华	60	22480	29260	25	30	-	-	-	-	4%
兖州煤业	155	4940	4963	0	0					4%
昊华能源	124	705	707	0	15	-	-	50	0	5%
国投新集	106	1511	1331	0	40	-	-	-	-	1%
大同煤业	120	2929	2252	10	25	-	-	-	-	1%
兰花科创	191	6001	570	0	0	50	-40	150	0	5%
中煤能源	64	12253	11727	15	15	-	-	-	-	1%
平庄能源	41	983	962	10	5	-	-	-	-	1%
国阳新能	62	2621	4538	15	0	-	-	150	0	1%
国投新集	106	1511	1331	0	40					1%
西山煤电	134	2579	2111	5	0	20	0	-	-	0.50%
神火股份	165	711	718	50	0	130	0	60	0	0%
恒源煤电	53	1226	1041	0	30	80	-10	-	-	4%
山煤国际	169	607	607	10	0	-	-	-	-	1%
上海能源	138	909	909	0	0	-	-	-	-	3%
平煤股份	63	3981	3729	0	0	50	0	-	-	0%
冀中能源	105	3102	2575	0	0	100	0			0%
盘江股份	154	1140	753	10	0	150	0			0%
潞安环能	197	3322	2844	0	0	0	0			0%

资料来源：长江证券研究部

电价上调，有望刺激电煤继续上涨

6 月 1 日起，发改委对全国 15 个省市非居民用电价格进行上调，平均涨幅 1.67 分。历史统计显示，历次电价上调往往伴随着煤价跟涨。

表 11：本轮各地电价上调幅度

	山西	青海	甘肃	江西	海南	陕西	山东	湖南
上网电价上调	3.09	3	2.68	2.62	2.53	2.52	2.45	2.39
销售电价上调	2.4	0.63	0.9	2	2.1	2.14	2.29	2
	重庆	安徽	河南	湖北	四川	河北		贵州
上网电价上调	2.28	2	2	2	1.5	1.49		1.24
销售电价上调	1.53	2	1.81	1.48	0.4	南 1.41，北 1.26		1.35

资料来源：长江证券研究部

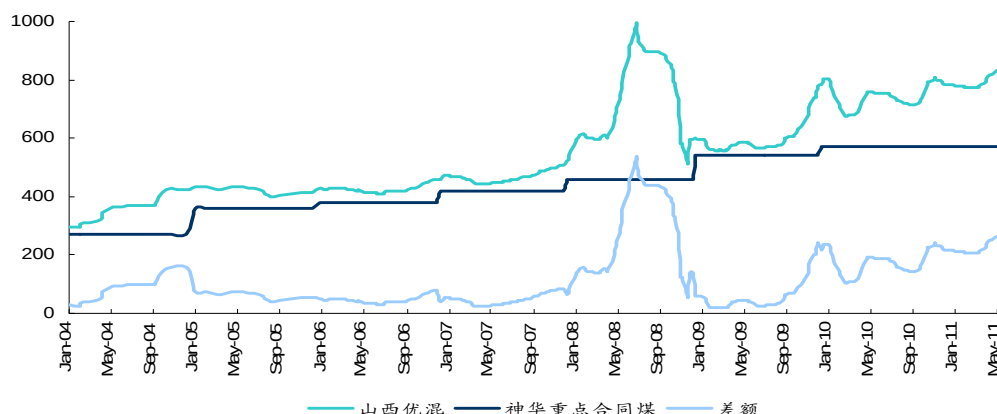
表 12: 电价上调后煤价跟涨概率较大

上调电价	煤价	三月后煤价	涨幅
04-1-1	297	305	2.52%
05-5-1	435	425	-2.30%
06-6-30	415	424	2.17%
07-7-1	450	478	6.22%
08-7-1	900	885	-1.67%
08-8-20	895	710	-20.67%
09-11-20	650	725	11.54%
11-4-10	785	840	7.01%

资料来源: 长江证券研究部

合同煤市场煤价价差扩大, 电价上调长期有利于合同煤价上涨

目前合同煤与市场煤价差约 270 元, 较年初扩大 55 元/吨。电价上调有利于煤价顺利传导, 合同煤价格上涨的可能性增大。重点公司中, 露天煤业、平庄能源、中煤能源、大同煤业、国阳新能、国投新集等公司合同煤比例较高, 合同煤价格上涨的潜在受益程度最大。

图 32: 现货煤-合同煤价差不断扩大


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

“大集团，小公司”，资产注入受关注

2010 年底, 国资委领导表示: “鼓励中央企业进行不留存续资产的整体上市; 主业资产已经整体上市的央企, 要通过多种途径实施集团层面整体上市。”煤炭企业具有典型的“大集团, 小公式”特征, 多家公司具有资产注入和整体上市预期。

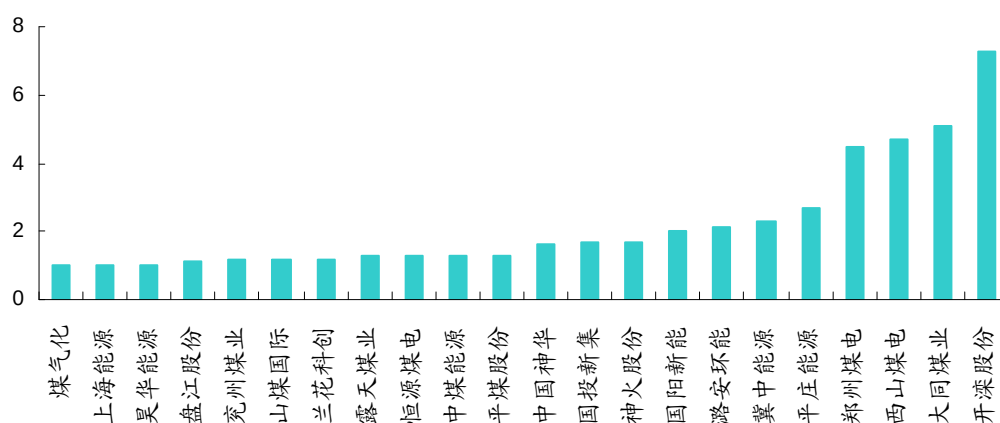
表 13: 部分省市推进煤炭公司整体上市政策规划

地区	政策规划
山西省	《山西省资本市场 2009-2015 年发展规划》提出力争 2012 年前有 1 到 2 家煤业集团整体上市, 2015 年前五大煤业集团基本完成整体上市。后续又出台七大煤炭集团整体上市规划, 加入山西煤运集团和山西煤炭进出口集团两大主体

河南省	《河南省 2011 年推进企业战略重组工作计划》中提出，支持河南煤化集团整合煤炭主业资产,实现煤炭板块改制上市
河北省	以开滦集团、金能集团、峰峰集团为依托，进一步整合省内中小煤炭企业，加快争取省外煤炭战略资源,努力打造省外煤炭产业新基地。加快推进优势煤炭企业整体上市，实现体制机制创新。鼓励和引导煤炭企业向上下游产业延伸，加快煤层气开发利用、煤化工、煤建材、煤电一体化、煤电路一体化建设步伐
安徽省	“十二五”期间，安徽省将加快推动省属企业上市融资，进一步提升资产证券化水平。目前，该省已启动了淮北矿业集团煤业公司整体上市工作

资料来源：长江证券研究部

图 33：集团产量/上市公司产量比值



资料来源：长江证券研究部

信达问题解决或为整体上市重中之重

90 年代，煤炭企业资金来源“由拨转贷”，由于当时煤价低迷以及利率高企，企业债务负担非常重，后期整个煤炭行业形成了巨额的坏账。1999 年为解决银行体系巨额不良资产，成立了信达等四大国有资产管理公司，信达对口处置建行、国开行剥离的不良资产，煤炭行业的贷款主要上述两家银行。为改善资产负债表，同时缓解还本付息的资金压力，当时各煤炭企业纷纷争取“债转股”指标，信达作为不良贷款的承接人变成了股东。

信达主要持有集团公司股份，流动性较差，股份退出涉及多方利益博弈，成功解决将扫清公司整体上市的重要障碍。冀中能源以上市公司股份作为支付对价，成功解决信达问题，整体上市进程将提速。

表 14：信达间接持有上市公司股份

	信达占集团比例	集团占上市公司比例	信达间接持有比例
阳煤集团	40.42%	58.34%	23.58%
同煤集团	30.12%	60.48%	18.22%
开滦集团	26.45%	56.73%	15.01%
靖远煤业	26.00%	47.11%	12.25%
峰峰集团	14.89%	19.86%	2.96%
煤气化集团	34.82%	49.45%	17.22%

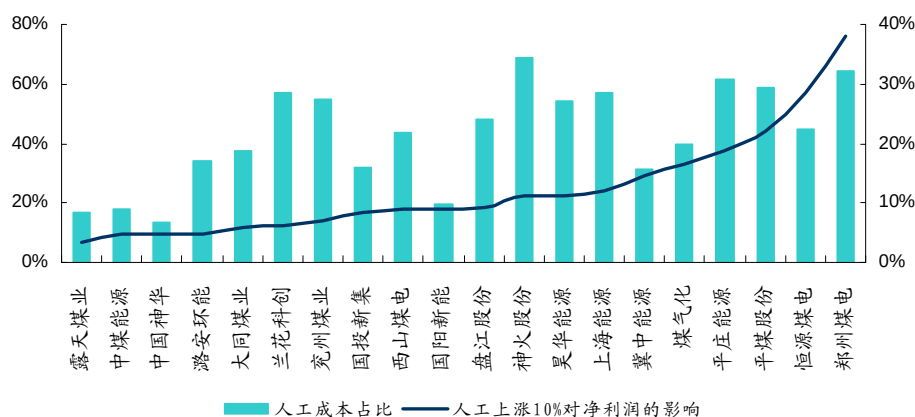
郑州煤炭	27.22%	52.62%	14.32%
平煤集团	3.86%	59.23%	2.29%
西山煤电	35.47%	54.40%	19.30%
义马煤业	29.98%	84.69%	25.39%

资料来源：长江证券研究部

长期关注人工成本上涨与资源估值水平

煤炭公司成本构成中，人工成本约占 40%，工资的持续上涨将公司经营带来明显的成本压力。但各公司生产条件存在差异，经测算，重点公司中中国神华、潞安环能、兰花科创和兖州煤业等受人工成本增加的影响可能较小。

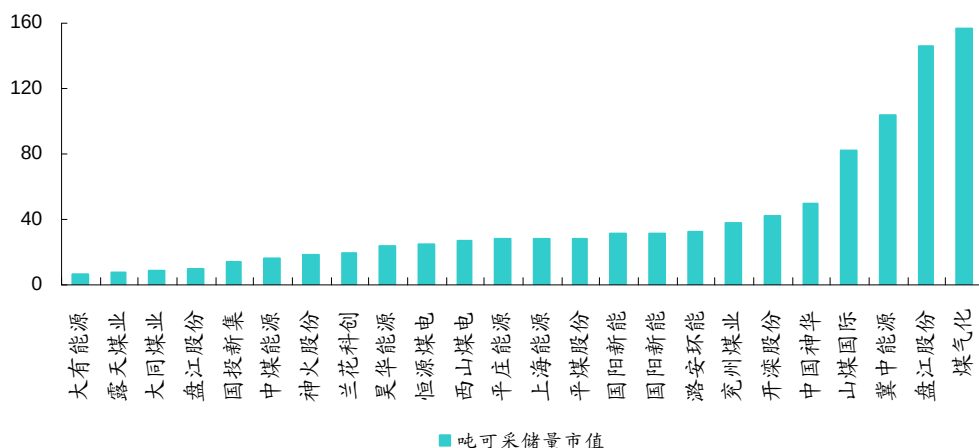
图 34：人工成本上涨 10% 对各公司净利润的影响



资料来源：长江证券研究部

资源禀赋对于煤炭企业意义重大，资源储量一定程度上可以扮演估值锚定的角色。目前，各上市公司市值/可采储量比波动范围较大，部分是因为非煤业务对估值的影响，但综合考虑煤种和盈利能力，大有能源、盘江股份、国投新集、神火股份等的资源价值可能被低估。

图 35：各公司市值/可采储量比值



资料来源：长江证券研究部

维持行业“看好”评级

预计下半年行业维持供需略偏紧的状态，煤价有望稳中有升。需求端方面，尽管短期高耗能行业增速可能面临下滑，但需求增长仍受益于季节性因素和保障房执行力度的加大，下半年有望维持高增长；供给端方面，各省市正在进行煤炭兼并重组和资源整合，部分地区特别是运输受限的中部地区煤炭供应可能仍然偏紧

下半年板块主要的看点来源于两方面：

- 动力煤价格上涨：2 季度，内蒙古、陕西等地区动力煤价上涨，同时考虑到即将到来的夏季用煤高峰和电价的上涨，部分公司业绩有望上调
- 资产注入：在各地政策支持和煤炭企业“大集团小公司”特征背景下，多个公司资产注入预期强烈，而信达问题解决可能是最重要的催化剂

重点推荐：兖州煤业、潞安环能、中国神华、昊华能源、冀中能源、山煤国际和神火股份等。

表 15：行业重点上市公司估值指标

证券代码	公司简称	评级	股价	EPS（元）			P/E（X）			PB
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
000780.SZ	平庄能源	谨慎推荐	15.98	0.64	0.72	0.78	25.02	22.16	20.59	4.1
000933.SZ	神火股份	推荐	15.21	0.69	1.04	1.32	22.05	14.63	11.52	5.7
000937.SZ	冀中能源	推荐	27.12	1.04	1.35	1.57	26.18	20.16	17.22	5.1
000968.SZ	煤气化	谨慎推荐	27.75	0.46	0.60	0.64	60.70	46.10	43.22	4.8
000983.SZ	西山煤电	推荐	24.63	0.84	1.24	1.53	29.35	19.80	16.15	5.5
600123.SH	兰花科创	推荐	43.78	2.30	3.06	3.78	19.03	14.30	11.60	3.6
600188.SH	兖州煤业	推荐	35.73	1.83	2.00	2.26	19.51	17.87	15.79	4.5
600508.SH	上海能源	谨慎推荐	25.54	1.84	1.95	2.34	13.85	13.10	10.91	2.9
600546.SH	山煤国际	推荐	32.20	1.01	1.61	2.18	31.95	20.06	14.79	6.9
600971.SH	恒源煤电	谨慎推荐	44.29	2.17	2.41	2.62	20.42	18.41	16.92	3.5
601088.SH	中国神华	推荐	31.08	1.87	2.17	2.47	16.62	14.30	12.56	3.0
601101.SH	昊华能源	推荐	29.22	0.87	1.39	1.63	33.49	21.06	17.96	5.4
601666.SH	平煤股份	谨慎推荐	14.37	0.78	0.96	1.16	18.34	15.00	12.41	3.4
601699.SH	潞安环能	推荐	34.34	1.49	1.80	2.07	22.99	19.07	16.60	6.5
601898.SH	中煤能源	谨慎推荐	10.21	0.52	0.59	0.71	19.59	17.22	14.46	1.8
601818.SH	国投新集	谨慎推荐	12.45	0.68	0.72	0.90	18.41	17.26	13.85	3.1

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。