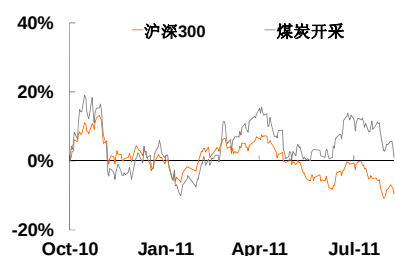


国际煤炭贸易专题研究报告之三：印度尼西亚

出口高点已现，未来潜力不足

推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

2011.10.10 接力中国，未来国际煤炭市场的大买家——国际煤炭贸易专题报告之一：印度篇

2011.10.11 煤炭出口潜力巨大，继续主导国际市场——国际煤炭贸易专题研究报告之二：澳大利亚篇

证券分析师

张顺 S1150209110154
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 印尼煤炭生产概况：以低灰、低硫次烟煤为主

印尼煤炭特点以相对洁净的低灰、低硫次烟煤为主，煤矿煤层厚，埋藏浅，煤质较硬，低热值和高水份，挥发份少、低硫，其在国际市场上大量出口，广泛被使，大部分煤矿以露天开采为主。

印尼煤炭储量丰富，但实际探明储量有限，R/Pratio 仅为 17，潜在储量尚需进一步探明，探明煤炭资源的区域相对集中，主要分布在卡里曼丹岛（Kalimantan）和苏门答腊岛（Sumatra）。

■ 煤炭产量增长迅速，过去十年产量翻了三番

印尼煤炭产量保持快速增长，在过去十年翻了三番，复合增长率为 13.9%，产量集中在 Kalimantan 岛和 Sumatra 岛，且生产集中度较高，国内煤炭企业总体呈现一定的垄断行业特征，少数几家大的煤炭公司控制着印尼国内的煤炭产出总体情况。煤印尼运输基础设施建设不足，以水运为主。

■ 煤炭需求，出口量占比 2/3 以上，国际市场占据主导

受印尼石油主导的能源消费结构影响，其国内煤炭需求相对不足，占比一直在 30%以下的水平，从 2010 年来看，消费占比更下滑为 18.5%。国际市场占据主导，印尼目前是世界上最大的动力煤出口国，占世界动力煤总出口量的四分之一以上，在全球贸易中地位举足轻重。

■ 综上作为本报告研究的核心：印尼的煤炭出口潜力在未来增长有限，从印尼石油出口贸易的历史演化可以看到煤炭出口贸易的未来。

- 未来煤炭产量增速放缓。印尼煤炭生产未来面临投资资金压力及运输瓶颈，未来产量增速将放缓，预计增速将降至10%以内。
- 国内煤炭需求快速启动。国内煤炭消费在政府的强力推动以及政策的倾斜下增长更快，毕竟基数较低，这将是未来煤炭产量增长的直接推动力。
- 煤炭出口量已趋于阶段性“顶点”。对于印尼煤炭出口前景，我们倾向于认为当前煤炭出口量正面临历史性“顶点”，不同研究机构均表示了对印尼煤炭出口增长的担忧，对出口预测都倾向于保守，认为当前出口量占比已高达80%以上，已处于生产能力及贸易条件的顶点。随着国内需求的启动及产量增长的放缓，预计未来煤炭出口量将逐步回落。

■ 印尼煤炭出口的见顶，将影响未来国际煤炭市场供给增量

印尼煤炭出口“见顶”将影响未来国际煤炭市场供给，一定程度上支撑了国际煤价走高。

对中国而言，研究印尼煤炭出口的变化有利于推动中国煤炭进口贸易的发展，中国目前是印尼煤炭第一大煤炭进口国，2010年从印尼进口煤炭5500万吨，占进口总量1/3，未来印尼煤炭出口量的缩减将影响中国煤炭进口需求，故应积极向内向外寻求新的供给增长点，摆脱对印尼煤炭的过分依赖。

正文目录

正文目录	2
图表目录	2
前 言	5
一、印度尼西亚煤炭概况	6
二、印度尼西亚煤炭生产供应	8
2.1 煤炭产量在过去 15 年翻了三番，复合增长率为 13.9%	8
2.2 印尼煤炭生产集中度较高：主要煤炭公司生产占比较高	9
2.3 印尼煤炭运输：水运为主，基础设施不足	10
三、煤炭需求：国际市场占据主导地位	12
3.1 国内煤炭消费量占比不足总量的 1/3	12
3.2 煤炭出口：世界最大的动力煤出口国	13
四、未来印度尼西亚煤炭行业运行趋势分析	16
4.1 未来煤炭生产分析：投资不足&政策法规的不确定性制约产量增长	16
4.2 未来印尼国内煤炭需求分析：政策大力推进，需求将迎来快速增长	20
4.3 未来煤炭出口分析：煤炭出口逐步迎来“顶点”	24
五、结论：印尼煤炭出口潜力有限	25

图表目录

图表 1 印尼及世界其他主要国家的煤炭储量	6
图表 2 印尼及世界其他主要国家的煤炭生产	6
图表 3 印尼储煤煤种状况	6
图表 4 印尼储煤煤质状况	6
图表 5 印尼各省煤炭资源与储量（百万吨）	7
图表 6 印尼煤炭资源储量分布图	7
图表 7 2006-2009 年印尼各主要省份煤炭产量情况（单位：百万吨）	8
图表 8 1996-2010 年印尼煤炭产量	8

图表 9	印尼产煤分煤种情况（2008 年）	9
图表 10	各类型公司的煤炭产量占比	9
图表 11	印尼前六大煤炭公司的产销量（单位：百万吨）	10
图表 12	印尼煤炭运输的两种主要方式	10
图表 13	印尼煤炭水运	11
图表 14	2009 年印尼出口运力结构分布（单位：百万吨）	11
图表 15	印尼主要港口年吞吐量（单位: Mt）	12
图表 16	印尼近十年 GDP 增速稳健增长	12
图表 17	印尼国内能源消费占比较低	13
图表 18	印尼国内能源消费结构	13
图表 19	印尼国内煤炭消费情况	13
图表 20	2009 年全球主要煤炭进出口国（单位：百万吨）	14
图表 21	印尼出口煤种构成（2008 年）	14
图表 22	世界主要动力煤炭出口国占比	14
图表 23	印尼煤炭出口量主导国内煤炭产量	15
图表 24	2004~2010 年印度尼西亚按国别煤炭出口量（单位：千吨）	15
图表 25	1996~2010 年印尼煤炭生产、出口和国内消费量（单位：百万吨）	16
图表 26	印尼煤炭资源总量中各煤质情况（2007 年）	17
图表 27	Arutmin、Adaro、Kideco 低阶煤六年生产计划（2008 年，单位：万吨）	17
图表 28	2009 年以来各煤质印尼煤库提价（元/吨）	17
图表 29	世界主要煤炭价格指数 09 年以来变化情况	17
图表 30	外商投资在印尼煤炭行业投资占比较高	18
图表 31	印尼投资在各能源之间的分配情况	18
图表 32	印尼国内金融市场结构	19
图表 33	截至 2009 年 6 月 PLN“crash”计划工程进展情况	19
图表 34	印尼煤炭产量预测	20
图表 35	印尼煤炭自给率	21
图表 36	印尼国内能源消费结构变化	21
图表 37	2006 年印尼五年能源结构改造计划	22

图表 38	2000~2009 年燃煤火电厂装机容量情况	22
图表 39	2000~2009 年印尼火电厂耗煤数量情况	22
图表 40	截至 2009 年 6 月 PLN“crash”计划工程进展情况.....	23
图表 41	未来五年印尼国内煤炭需求情况预测（单位：Mt）	23
图表 42	印尼六大煤炭生产商内陆运输安排情况	24
图表 43	印尼煤炭运输成本情况	24
图表 44	印尼煤炭出口量“顶点”已现.....	25
图表 45	1965~2009 年印尼石油生产和消费量.....	26
图表 46	中国煤炭进口分国别情况（2010）	26

前言

从 2009 年以来，国际煤炭市场与中国煤炭市场联动性逐渐增强，中国从国际市场大量进口煤炭，从规模上来看，目前进口量仅次于日本，东南部沿海进口煤消费占比增高，故对国际煤炭市场，尤其是亚太区煤炭市场，做供需结构分析就显得十分必要。我们选取了亚太地区三个煤炭贸易重要国家，两个出口国，澳大利亚、印尼；一个进口国印度，来尝试分析未来国际煤炭贸易运行格局。

总体上，主要煤炭进口国，印度、中国的需求不断上升，而煤炭出口国，印尼出口已近拐点，澳大利亚虽然出口潜力巨大，但短期仍面临基础设施的制约，同时澳洲相关产业政策（如矿业资源暴利税、碳排放）一定程度上制约了采矿业产能投资，推升了国际煤价。其他煤炭出口国，如加拿大、美国、俄罗斯短期难以大规模出口，未来国际市场将呈现相对紧平衡态势。

印度尼西亚

众所周知，印尼目前已跃居世界第一大动力煤出口国，在亚太地区煤炭贸易市场有着举足轻重的地位。本报告的目的是为了深入研究印尼的煤炭工业状况，揭示未来印尼动力煤出口发展趋势对亚太市场动力煤市场的影响。

研究得出，印尼的煤炭出口量即将迎来顶点，当前的煤炭出口存在透支未来的情形：

首先，印尼的煤炭储量并不丰富，根据 BP2011 能源统计，储采比仅为 17；

其次，印尼工业化相对落后，未来随着经济的发展，对能源（煤炭）的需求越来越大；

第三，随印尼新矿业法规的颁布，加大了对森林、绿地等环境的保护，未来将在煤炭开采方面影响煤炭产量。

另一方面，从印尼的石油工业的发展来看，亦可以作为未来煤炭工业的“前车之鉴”。

根据 BP 统计，曾经一度印尼是石油生产大国，但随着石油开采后劲不足，印尼的石油工业面临产出不足的尴尬局面，从 2003 年起原油自给不足，被迫在 2008 年退出 OPEC 组织，前后地位角色的转变让人感叹。从中也可以看出，对国家来讲，制定一个稳定长远的战略是非常重要的。

印尼的煤炭工业显然是逐步接受了石油工业的教训，煤炭工业过去过度开发的状况有望扭转，这将在未来对印尼煤炭的生产、出口供应产生一定影响。总体判断，煤炭出口的高点已经出现，未来出口量将逐步趋稳。

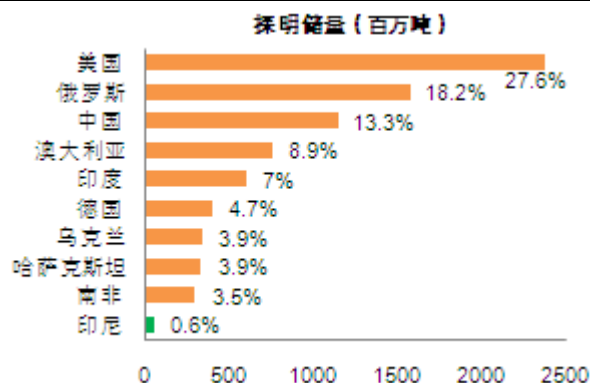
一、印度尼西亚煤炭概况

■ 煤质以低灰、低硫次烟煤为主

印度尼西亚地处东南亚，横跨赤道，矿产资源丰富。煤炭以相对洁净的低灰、低硫次烟煤为主。煤矿煤层厚，埋藏浅，煤质较硬，低热值和高水份，挥发份少、低硫，其在国际市场上大量出口，广泛被使用。印尼大部分煤矿目前均为露天开采，但随着地面煤矿被不断开采，其未来也面临着枯竭的忧虑。

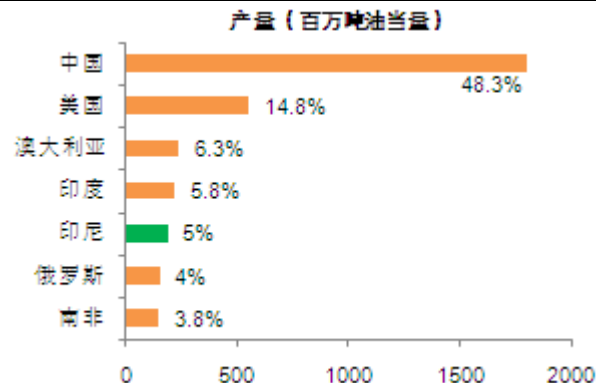
但是印度尼西亚的煤炭出口从 1990 年开始以来，一直位居世界前列，并于 2005 年首次超越澳大利亚，成为第一大动力煤出口国。单根据 BP2011 年能源统计，印度尼西亚探明的煤炭储量位列世界第 16 位，煤炭总储量不高，仅占到世界总储量的 0.6%，印尼以仅占世界 0.6% 的煤炭资源，生产世界 5% 的煤炭，但其中大部分又用来供给他国，国内消费仅占世界的 1.1%。

图表1 印尼及世界其他主要国家的煤炭储量



资料来源：BP 能源统计2011，平安证券研究所

图表2 印尼及世界其他主要国家的煤炭生产

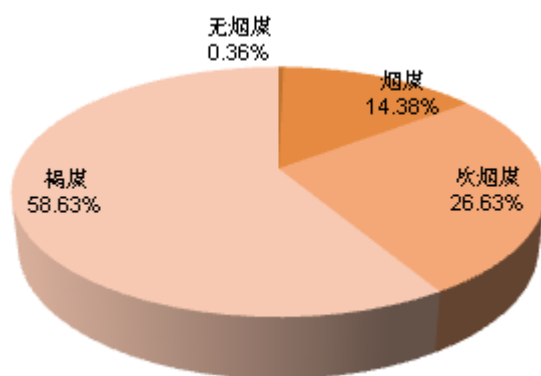


资料来源：BP 能源统计2011，平安证券研究所

■ 印度尼西亚煤炭资源探明储量有限，潜在储量尚未探明

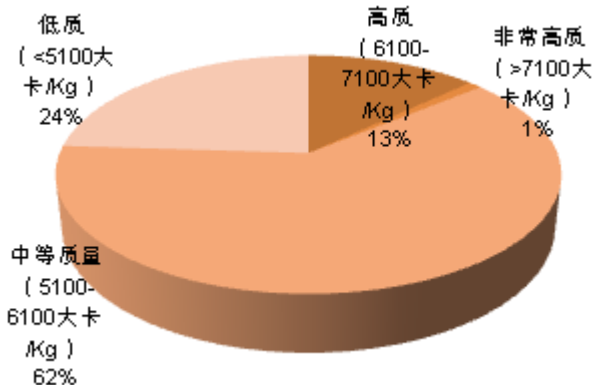
根据 BP 世界能源 2010 年统计，印度尼西亚已探明的煤炭储量为 43.28 亿吨，煤炭质量优质。其中含无烟煤和烟煤 17.21 亿吨，次烟煤和褐煤 26.07 亿吨。目前 R/Pratio 仅为 17，即其按照目前的速度开采已探明储量仅可以维持 17 年，远低于世界 120 的储采比水平。但随着勘探技术的改进，将有更多的煤炭被勘探出来。印度尼西亚政府估计其潜在的煤炭资源储量仍有 900 亿吨左右。

图表3 印尼储煤煤种状况



资料来源：平安证券研究所

图表4 印尼储煤煤质状况



资料来源：平安证券研究所

■ 煤炭储量集中在加里曼丹岛、苏门答腊岛

印度尼西亚共有 30 个一级行政区，探明煤炭资源的区域相对比较集中，主要分布在加里曼丹岛（Kalimantan）和苏门答腊岛（Sumatra），其余地在爪哇岛（Jawa）、苏拉威西（Sulawesi）、马鲁古（Malaku）和巴布亚省（Papua）也有零星分部。其中以东加里曼丹岛出产的煤销量最好，这里的煤矿煤层厚，品质高。

苏门答腊岛出产的煤炭大部分是用来满足国内需求的，因其靠近人口密集的爪哇岛，爪哇岛分布着大型电力设备。

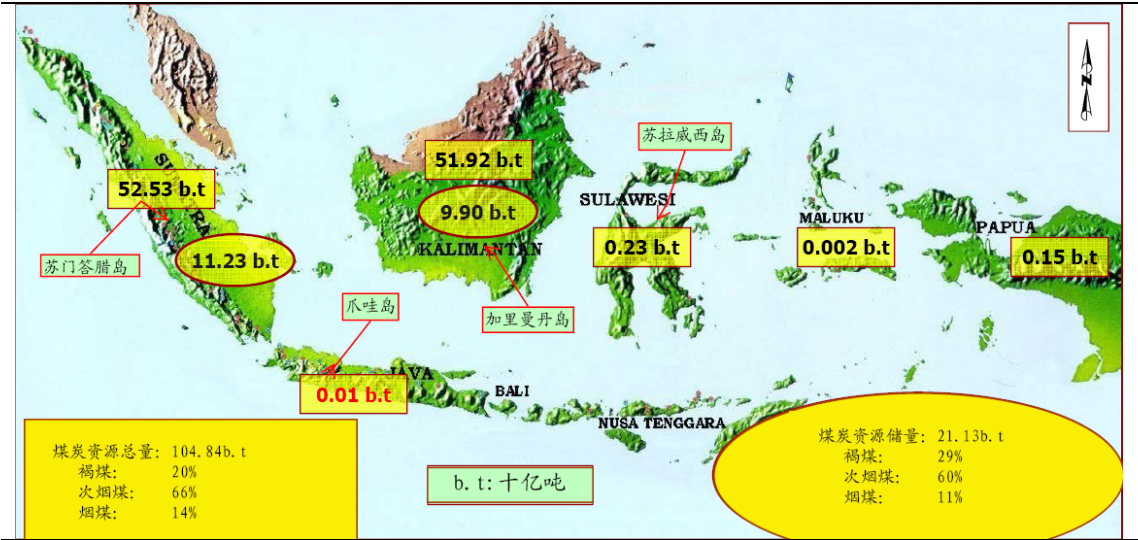
这一集中的煤炭资源分布情况能够形成规模效应，有利于煤炭公司集中开采，集中运输。这也节约了煤炭运输基础设施的建设费用，形成了极大优势。

图表5 印尼各省煤炭资源与储量（百万吨）

岛屿	Hypothetic (假定量)	Inferred (推定量)	Indicated (探明量)	Measured (可采储量)	总计
Jawa	5.5	6.65	0	2.1	14.2
Sumatra	20148.5	13949.3	10734.4	7699.2	52531.3
Kalimantan	3389.3	21028.9	2893.8	13156.0	40468.1
Sulawesi	-	146.9	33.1	53.1	233.1
Malaku	-	2.1	-	-	2.13
Popua	89.4	64.0	-	-	153.4
总计	23632.6	335197.9	13661.29	20910.4	93402.2

资料来源：IEA，平安证券研究所

图表6 印尼煤炭资源储量分布图



资料来源：Geological Agency, 2010，平安证券研究所

二、印度尼西亚煤炭生产供应

2.1 煤炭产量在过去 15 年翻了三番，复合增长率为 13.9%

■ 煤炭产量集中在 Kalimantan 岛和 Sumatra 岛

煤炭行业作为印尼的支柱产业之一，伴随着煤炭市场价格不断走高和国内外煤炭需求迅速增长，印度尼西亚近年来的煤炭生产量、消费量和出口量都出现了一定的幅度的增长。

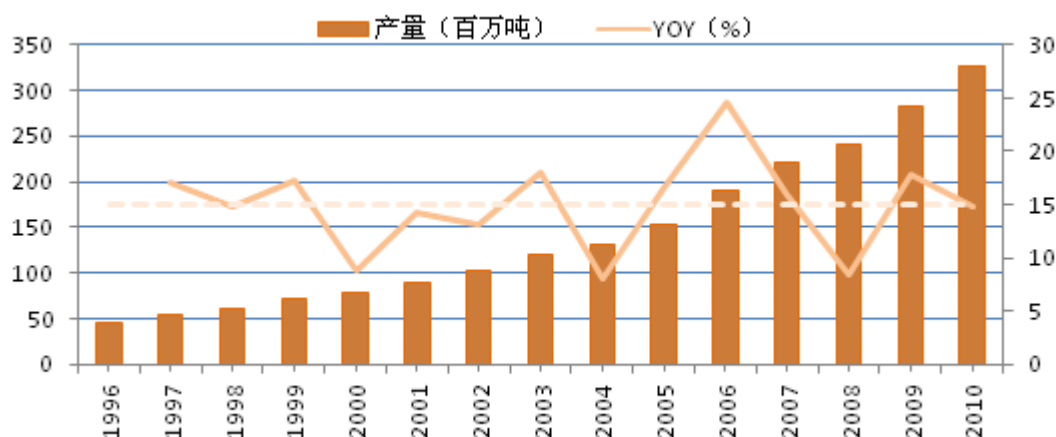
据印尼能矿部统计，2006 年至 2008 年，印尼的煤炭产量分别为 1.83 亿吨、2.15 亿吨和 2.40 亿吨；2009 年进一步升至 2.54 亿吨，其中 78% 的产量（近 2 亿吨）用于出口；2010 年印尼生产了 3.25 亿吨煤炭，其中 2.65 亿吨用于出口，6000 万吨用作国内消费；2011 年印尼煤炭产量预计为 3.35-3.50 亿吨，而出口预测将达到 2.70-2.85 亿吨。从 1996-2010 年的 15 年间，印尼煤炭产量翻了近三番，平均增速达 15.03%，复合增长速度达 13.9%，增长势头明显。

图表7 2006-2009年印尼各主要省份煤炭产量情况（单位：百万吨）

省份	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
East Kalimantan	96.8	99.6	107.6	127.1
South Kalimantan	63.9	65.1	70.9	80.1
Central Kalimantan	1.4	0.8	1.4	1.5
Jambi	0.1	0.9	1.3	4
Riau	0.9	0.7	0.6	1.5
Bengkulu	Na	Na	0.05	0.4
总计	163.1	167.1	181.85	214.6
印尼全国总计	190.48	221.1	240	283
占比(%)	85.63	75.58	75.77	75.83

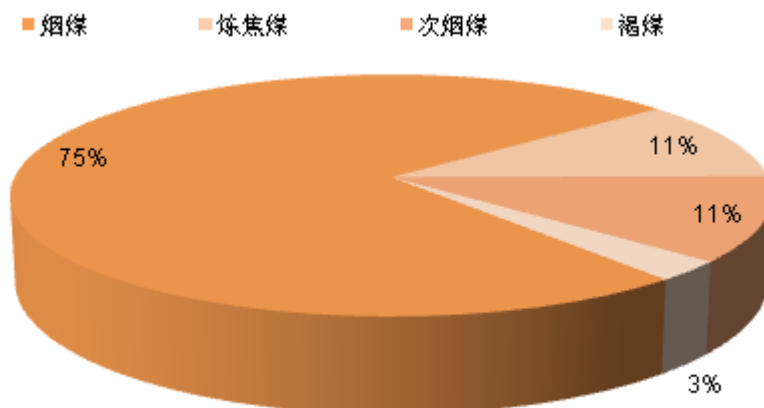
资料来源：印尼能矿部，平安证券研究所

图表8 1996-2010年印尼煤炭产量



资料来源：Indonesian Coal Outlook，平安证券研究所

图表9 印尼产煤分煤种情况（2008年）



资料来源：IEA，平安证券研究所

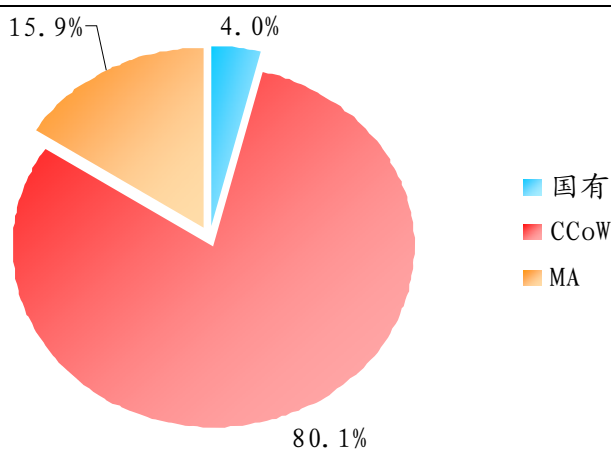
2.2 印尼煤炭生产集中度较高：主要煤炭公司生产占比较高

印度尼西亚的煤炭公司总量有一百多家。主要分三种类型：国有煤炭公司、国内私营煤炭公司以及国外煤炭公司，分别有 1 家、63 家以及 18 家。

在印尼，煤炭生产需要有政府授予的牌照，政府发放两种类型的牌照，Mining Authorization Holder (MA)以及 Coal Contract of Work (CCoW)。拥有 MA 牌照的公司一共有 442 家，其中 169 家公司已经处于生产阶段，还有余下的 273 家仍处于调研与勘探阶段；拥有 CCoW 牌照的公司共有 81 家，其中 35 家公司已经进入生产阶段，余下 46 家公司仍旧在调研勘探或者建设阶段。一些新的煤炭企业也陆续成立，企业总量的增加有助于印尼煤炭产量的进一步提高。

印尼煤炭的大部分产量是由持煤矿开采授权（CCoW 牌照）的企业生产出来的，其产量占到了国内总产量的五分之四，国有资本控制着印尼煤炭生产的命脉。且印尼国有的能源企业普遍存在内部人控制、一股独大和公司治理结构不规范等问题。不过，印尼政府已经在着手进行国有能源企业的产权制度改革，加快发展混合所有制经济。

图表10 各类型公司的煤炭产量占比



资料来源：Indonesian Coal Industry Outlook，平安证券研究所

印尼煤炭生产集中度较高，国内煤炭企业总体呈现一定的垄断行业特征，少数几家大的煤炭公司控制着印尼国内的煤炭产出总体情况。目前大型煤炭公司有布米（Bumi）资源公司、阿达罗（Adaro）公司、基泰扩加瓦阿贡（KidecoJayaAgung）公司、班普（Banpu）公司和国营（PTBA）煤炭公司，这 5 家公司的煤炭产量占印度尼西亚总产量的 75%，印度尼西亚的 10 大煤炭生产企业占据着 57.19%的煤炭出口量。

图表11 印尼前六大煤炭公司的产销量（单位：百万吨）

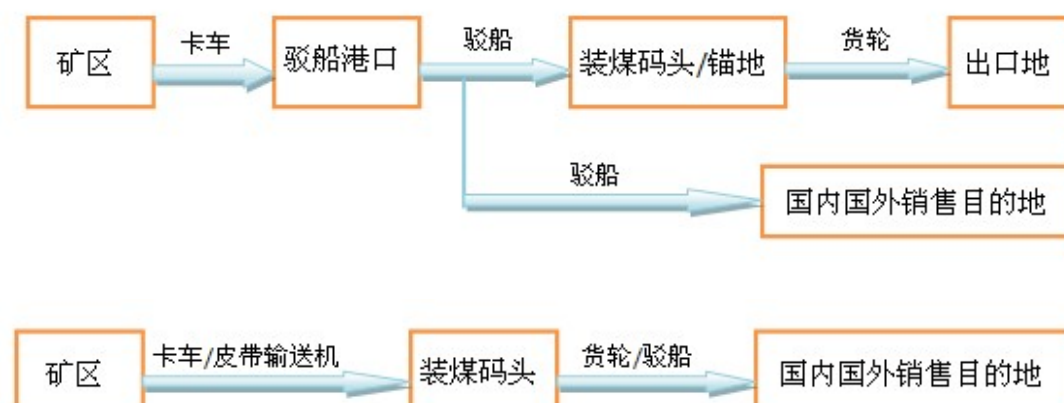
公司	产量		出口	
	2008	2009	2008	2009
Bumi	52.8	57.5	46.3	52.9
Adaro	34.5	40.6	30.2	31.6
Kideco	21.6	24.4	15.9	19.2
Banpu	19.8	21.5	19.5	21.6
Berau	12.9	11.3	8.1	10.1
Bukit Asam	10	10.8	4.3	4.4
总计	151.6	166.1	124.3	139.8
印尼全国总计	255	280	202	230

资料来源：ICMA（Indonesian Coal Mining Association），平安证券研究所

2.3 印尼煤炭运输：水运为主，基础设施不足

印度尼西亚的煤矿几乎都是露天开采，并广泛使用分包公司来承包采掘、拖拉和运输。印尼国内河流众多，水系发达，正在开采的煤炭，大部分位于内陆水系地区、沿海地区或者其周边，方便装运。开采出的煤矿一般经由专用的托运路线从矿区运向堆场、内河码头，然后再经驳船装载转运到装煤码头或者锚地，由大船装载运往销售目的地。

图表12 印尼煤炭运输的两种主要方式



资料来源：公开资料，平安证券研究所

图表13 印尼煤炭水运



资料来源：IEEJ，平安证券研究所

印尼目前在加里曼丹岛（Kalimantan）拥有 6 大深水港口，年处理容量为 2.68 亿吨，可容纳 6 到 18DWT（载重吨）的载重货轮装载。苏门答腊也有不错的煤炭运输能力，有许多为小型船舶设计的离岸装卸设施。

此外，全国有 10 多条运煤终端，年运载能力有 0.8~1 亿吨。并且印尼在国内近年来加快了其煤炭运输系统的建设，在加里曼丹岛和苏门答腊岛南部这两大产煤区，建立起了煤矿开采地和运输终端的链接，使得运力有所提升。

图表14 2009年印尼出口运力结构分布（单位：百万吨）

地 区	设 施	运 力
东加里曼丹岛（East-Kalimantan）	4 个港口	142
	4 个离岸装卸设施	13
南加里曼丹岛（South-Kalimantan）	2 个港口	126
	8 个离岸装卸设施	23
苏门答腊（Sumatra）	2 个港口	27
	5 个离岸装卸设施	23
港口总计	-	295
离岸装卸设施总计	-	59
总计	-	354

资料来源：煤炭进口商协会，平安证券研究所

图表15 印尼主要港口年吞吐量（单位: Mt）

港 口	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Adang Bay	12	12	13	15	21	21
Banjarmasin	10	6	7	10	33	37.6
Kotabaru	10	14	15	16	16.5	9.2
Pulau Laut	10	22	30	30	12	22.9
Tanjung Bara	20	28	34	37	35	35.9
Tarahan	14	2	3	3	3	4.5
小计	76	84	102	111	120.5	131.1
其余	50	50	75	78	81.5	98.9
合 计	126	134	177	189	202	230

资料来源：VDKI（煤炭进口商协会），平安证券研究所

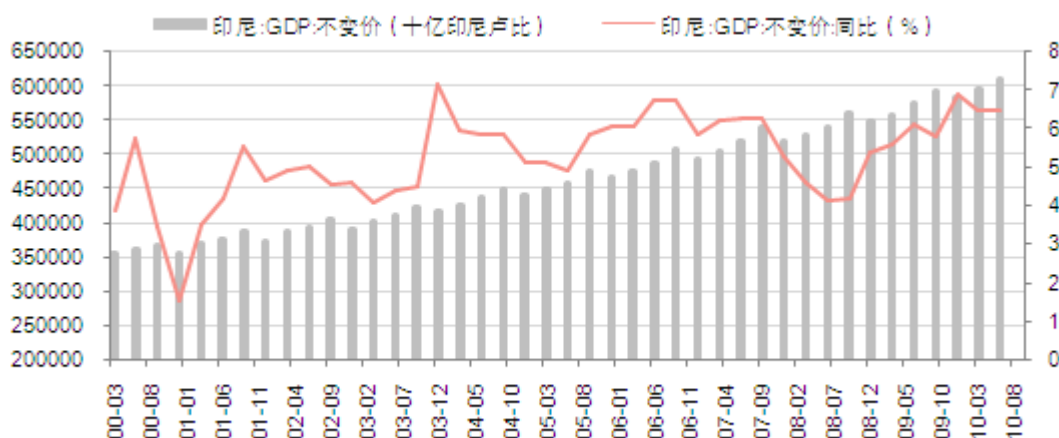
巨大的装载能力意味着更强劲的出口机会。目前，印尼国内已经建立起了一套内陆河流与海岸港口相连接的交通运输系统。长期看来，印尼的出口持续增长还依赖于远离海岸的一些诸如铁路之类的交通基础设施的进一步改善。

三、煤炭需求：国际市场占据主导地位

3.1 国内煤炭消费量占比不足总量的 1/3

印度尼西亚目前处于发展中国家行列，近十年来，印尼 GDP 平均增速保持在 5.3% 的水平，这为煤炭消费提供了增长基础。虽然印尼国内煤炭消费增长较快，自 1996 年以来，国内煤炭消费量增长了近 5 倍，复合增长率 12.04%，增速较快。

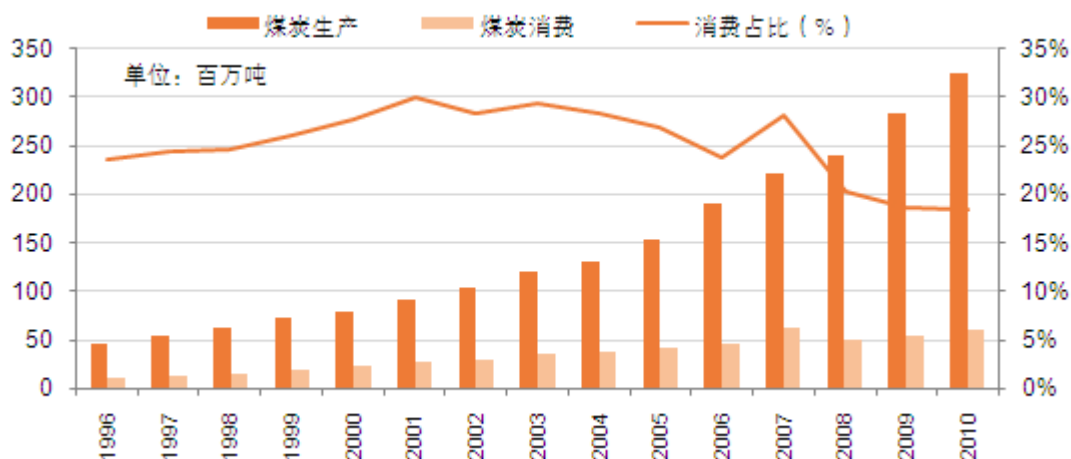
图表16 印尼近十年GDP增速稳健增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

但煤炭消费量相对其产量而言一直不高，煤炭消费占比一直在 30% 以下的水平，且从 2010 年来看，消费占比进一步下滑为 18.5%。这与印尼国内经济的发展状况以及其能源政策有较大的关系。

图表17 印尼国内能源消费占比较低



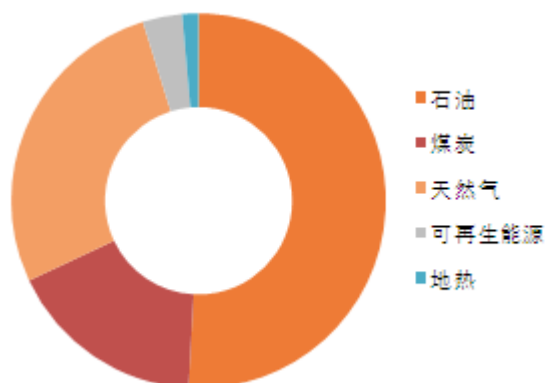
资料来源：IEA，平安证券研究所

■ 印尼能源消费结构，石油消费主导

印尼国内的能源消费目前以石油为主导，石油消费占到了国内能源消费的一半以上。煤炭消费占到了国内能源消费的将近六分之一。但是随着印尼国内政策的向煤炭消费的倾向以及大量火电设备的建设投产，印尼国内的煤炭消费的比例将进一步地扩大。

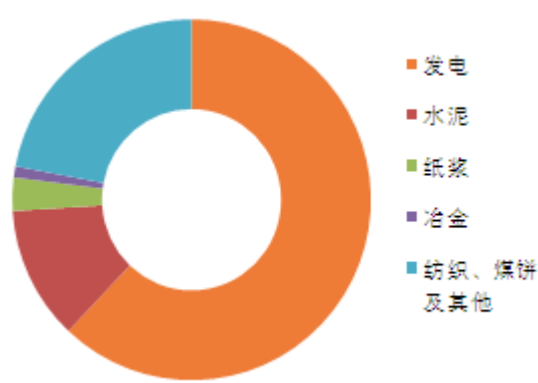
国内煤炭消费主要用于以下几个产业：发电、水泥、冶金、纸浆、纺织和煤饼制造等。发电所消耗的煤炭占据了印尼国内煤炭消费的主要部分，且未来印尼政府将加大国内火力电厂的建设，发电占煤炭消费的比例在未来的趋势将不断加大。

图表18 印尼国内能源消费结构



资料来源：IEA，平安证券研究所

图表19 印尼国内煤炭消费情况



资料来源：IEA，平安证券研究所

3.2 煤炭出口：世界最大的动力煤出口国

印尼主要生产与出口的煤炭为动力煤，其动力煤出口量位居世界第一，以2010年为例，出口量达到了2.65亿吨，占世界动力煤总出口量的四分之一以上，在全球动力煤市场供应中起着举足轻重的作用。印尼煤炭出口总量位居全球第二，紧随澳大利亚之后。

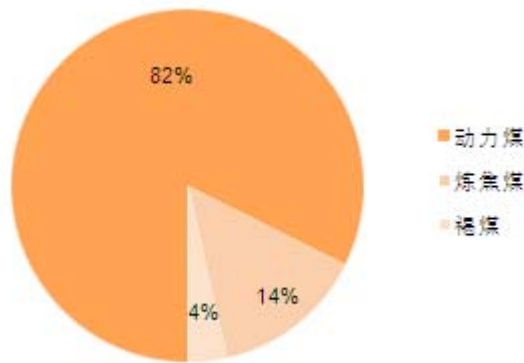
印度尼西亚煤炭出口历史较短，但增长十分迅速。印尼煤炭出口在 1990 年仅为 500 万吨，2006 年迅速攀升至 1.45 亿吨，首次超过澳大利亚成为全球动力煤第一大出口国，并保持至今。

图表20 2009年全球主要煤炭进出口国（单位：百万吨）

排名	煤炭出口				煤炭进口			
	国家	总计	动力煤	焦炭煤	国家	总计	动力煤	焦炭煤
1	澳大利亚	259	134	125	日本	165	113	52
2	印度尼西亚	230	200	30	中国	137	102	35
3	俄罗斯	116	105	11	韩国	103	82	21
4	哥伦比亚	69	69	-	印度	67	44	23
5	南非	67	66	1	台湾	60	57	3
6	美国	53	20	33	德国	38	32	6
7	加拿大	28	7	21	英国	38	33	5

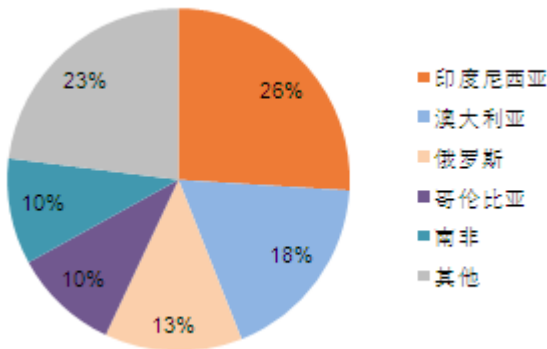
资料来源：IEA(2010)，平安证券研究所

图表21 印尼出口煤种构成（2008年）



资料来源：IEA，平安证券研究所

图表22 世界主要动力煤炭出口国占比

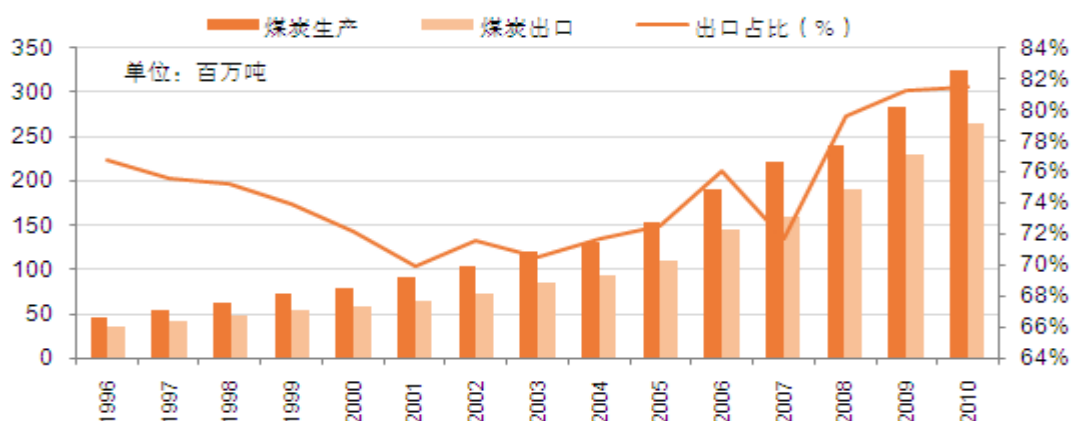


资料来源：IEA，平安证券研究所

由于国内煤炭消费有限，印尼煤炭生产绝大部分用于出口。煤炭出口量占本国煤炭生产量的比重一直维持在高位，占比达到了 70%以上，2009 年更是高达 80.37%。以 2010 年为例，印尼共出口煤炭 2.65 亿吨，较 09 年增加 0.35 亿吨，同比增长 15.2%。

印尼煤炭大量出口主导了国内煤炭产量。近 15 年，印尼煤炭产量的年复合增长率达到了 14.8%，国内煤炭消费的年复合增长率达到了 13.8%，煤炭出口的年复合增长率高达 15.12%，有效拉动了国内煤炭生产。

图表23 印尼煤炭出口量主导国内煤炭产量



资料来源: BP 世界能源统计报告2010, 平安证券研究所

■ 中国已超过日本成为印尼煤炭第一大煤炭进口国

印尼周边亚洲国家对煤炭的需求量巨大, 成为印度尼西亚的主要煤炭消费国, 共吸收了印尼煤炭出口总量的 70%以上, 其次为欧洲和美洲。印尼煤炭在亚洲的主要出口对象是印度、日本、中国、韩国和台湾等, 2008 年之前, 日本一直以来是印度尼西亚最大的煤炭进口国, 之后, 中国煤炭进口逐年递增, 取代日本跃居成为印度尼西亚的第一大煤炭进口国, 印度维持其第二位煤炭进口国的地位, 日本目前为印度尼西亚的第三大煤炭出口消费国。

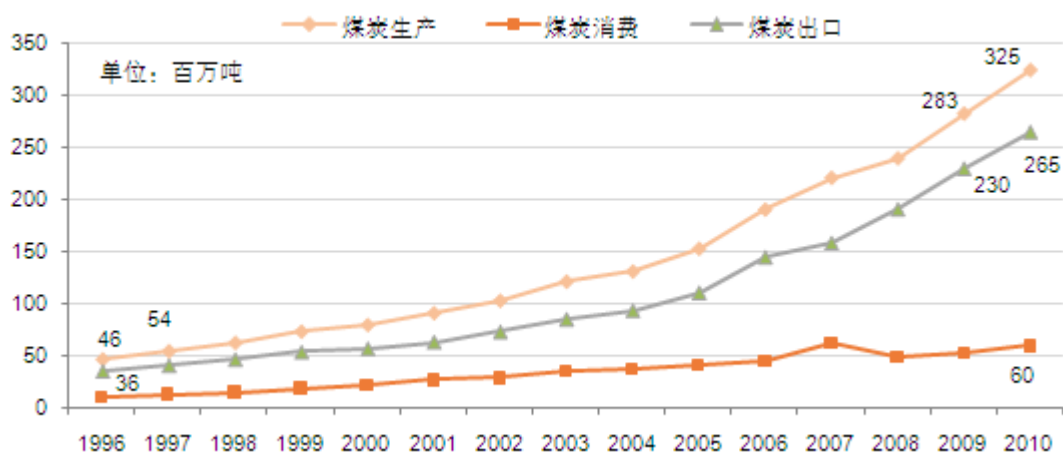
- 中国煤炭消费以国内自给为主, 国际进口为补充, 并以现货煤为主, 注重进口价格优势。中国华南地区经济发达但是煤炭资源匮乏, 长期以来一直依赖国内铁路调入, 运输成本较高且受运输瓶颈制约, 北煤南运成本高企。而相邻的东南亚国家煤炭资源丰富, 如进口印尼煤炭, 通过铁路或海运到广西、广东、福建等省份, 可解决当地煤炭资源缺乏、电力不足和国内铁路运力不足的问题。
- 其他区域, 如日本、韩国和中国台湾, 对印度尼西亚的煤炭进口需求一直保持相对稳定。

图表24 2004~2010年印度尼西亚按国别煤炭出口量 (单位: 千吨)

国 家	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*	占比 (%)
印度	10,674	16,255	20,742	25,179	26,328	39,109	43,432	16.7
中国	1,473	2,503	6,657	14,122	15,674	38,658	42,931	16.51
韩国	11,669	14,377	21,314	27,372	26,287	33,418	37,112	14.27
日本	22,612	27,313	35,296	35,199	36,260	32,218	35,779	13.76
台湾	17,766	17,896	26,724	24,863	24,670	24,723	27,457	10.56
马来西亚	6,113	7,400	8,783	9,377	11,104	12,483	13,863	5.33
泰国	4,787	6,405	8,475	11,963	12,823	11,229	12,471	4.8
香港	7,367	9,409	10,985	11,236	10,497	10,714	11,899	4.58
菲律宾	3,603	3,906	5,818	6,024	6,338	7,518	8,349	3.21
意大利	5,198	6,286	7,638	6,194	5,593	5,797	6,438	2.48
西班牙	2,776	3,317	4,445	4,309	4,387	4,808	5,340	2.05
荷兰	1,106	2,139	5,691	1,267	3,741	3,385	3,759	1.44
美国	1,960	2,050	3,741	4,558	3,994	2,082	2,312	0.90
其它	8,526	9,790	17,701	14,126	13,328	7,976	8,858	3.41
总计	105,630	129,044	184,009	195,786	201,022	234,119	260,000	100

资料来源: Indonesia coal outlook, 平安证券研究所

图表25 1996~2010年印尼煤炭生产、出口和国内消费量（单位：百万吨）



资料来源：Indonesian Coal Outlook，平安证券研究所

四、未来印度尼西亚煤炭行业运行趋势分析

4.1 未来煤炭生产分析：投资不足&政策法规的不确定性制约产量增长

■ 印尼煤炭产量增长主要受两方面的因素：

- 一方面，国内煤炭需求逐步启动，未来印尼政府加大对坑口电厂的建设，比如，印尼PLN（印尼国家电力公司）“crash”10000MW、IPP（第三方发电商）4350MW电站项目，
- 另一方面，国际煤价的上涨进一步刺激煤炭出口。国际煤价自2008年金融危机高点跌落以来，一路回升，目前处于历史高位，进一步推动煤炭供给。早在2009年印尼三大煤炭公司Bumi、Adaro、Kideco就已经宣布生产计划，在2015年底将产量提高1.04亿吨。

■ 未来印尼将加大低阶煤的开采

印尼政府推动坑口电厂的建设将拉动国内煤炭需求，特别是低阶煤（主要是褐煤和低发热量次烟煤）的需求。低阶煤在印尼储量丰富、开采利用较少，占煤炭资源储量85%以上而只占煤炭产量的15%不到，未来开发潜力巨大。

鉴于此，预计未来将新增10~12个低阶煤生产厂商，同时印尼各大煤炭公司也已经宣布了低阶煤生产计划，其中Arutmin，Adaro，Kideco三家公司计划在2014年底向国内提供2500万吨低阶煤，预计印尼国内低阶煤产量将在2013年达到4400万吨，2015年达到6100万吨，年复合增长率20%以上。

图表26 印尼煤炭资源总量中各煤质情况（2007年）

煤质种类		资源总量（百万吨）	占比（%）	
低阶煤	褐煤	26436	23.58	86.13
	次烟煤	70123	62.55	
烟煤		15555	13.87	
总计		112114	100	

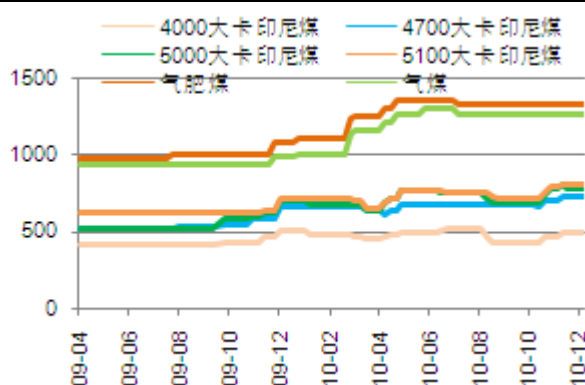
资料来源：Indonesia Coal Book，平安证券研究所

图表27 Arutmin、Adaro、Kideco低阶煤六年生产计划（2008年，单位：万吨）

	合同类型	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
国内	即期	37.2	200.5	51.3	71.3	70.9	70	70
	远期	142.5	456	1044	1380	1826	2235	2400
国内合计		179.7	656.5	1095.3	1451.3	1896.9	2305	2470
出口	即期	165.8	403.1	408.2	485.8	523.5	587.1	603.3
	远期	613.6	598	936.6	1193.3	1545.1	2346.4	2729.8
出口合计		779.4	1001.1	1344.8	1679.1	2068.6	2933.5	3333.1
总计		959.1	1657.6	2440.1	3130.4	3965.5	5238.5	5803.1

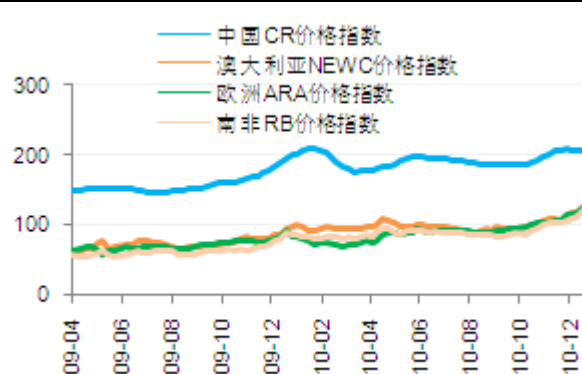
资料来源：Indonesia Coal Book PESD（哈佛大学能源可持续发展研究中心），平安证券研究所

图表28 2009年以来各煤质印尼煤库提价（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

图表29 世界主要煤炭价格指数09年以来变化情况



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

■ 未来产量增长的制约因素之一：投资资金的匮乏

在良好的下游支撑和强势市场的推动下，印尼煤炭市场的产量在未来应该是有很大的增长空间的，但一大变数在于投资能否跟上步伐，尤其是在法律和规章不确定的环境下，国外直接投资（FDI）能否持续稳定地得到保证。

外国直接投资在煤炭行业投资中占比较大。自印尼煤炭行业在1989进入十年腾飞阶段以来，印尼不仅加大了对煤炭开采产业的国内投资，而且开放了外资进入矿产领域开发，使得煤炭产量从1989年的443万吨增长到1999年的8089万吨，再增长到2009年的3.25亿吨，实现了数个数量级的跨越，CAGR高达24%。

外资资金的不确定性也是制约产量增长的因素之一。近年来，印尼煤炭行业外国投资实现了较快增长，外资主要来自于澳大利亚、印度和中国。除去2008年（金融危机影响），从06年到09年，煤炭项目的直接投资保持较快增长，并使得外商直接投资无论是项目数还是投资额在整个印尼煤炭行业投资的占比都较大。

印尼煤炭行业的发展过于依赖外商的资金支持，这种“一只脚走路”的融资模式也是PLN10000MW发电增长计划大部分工程进度始终落后预期的重要原因——外商资金无法顺利到位。虽然印尼政府也一直努力改善这一状况，积极引导国内资本进入，但鉴于印尼国内金融市场的规模以及效率，在短期内印尼煤炭行业的资金来源大部分还是得依靠外商直接投资，这就使得未来印尼煤炭产量增长存在一定的变数。

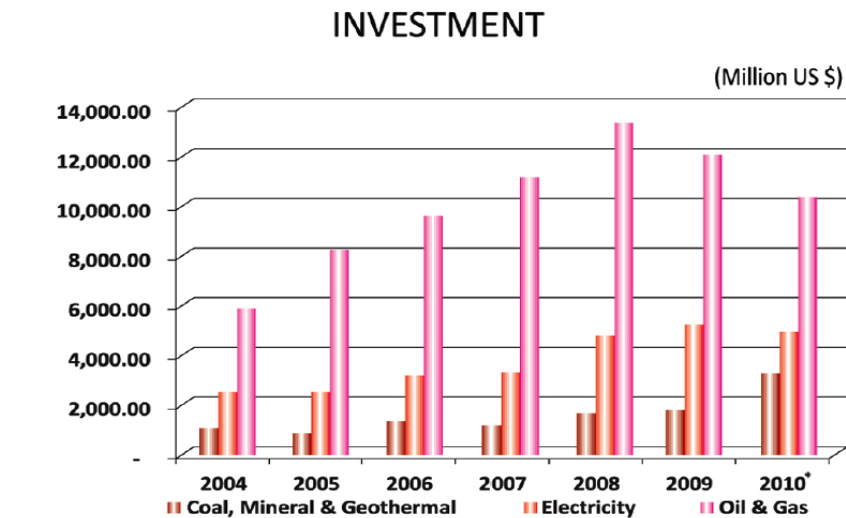
图表30 外商投资在印尼煤炭行业投资占比较高

年份	国内直接投资 项目数	国内直接投资投资额 (十亿印尼卢比)	外国直接投资 项目数	外国直接投资投资额 (百万美元)	外商直接投资 占比(%)
2006	1	21	13	98	97.56
2007	8	691.4	34	309.8	79.3
2008	6	519.2	41	181.4	74.92
2009	7	1,794.00	36	332.7	61.32

资料来源: Wind, 平安证券研究所

另外，从印尼过去能源投资结构来看，更多的重视对石油行业的投资。国内煤炭业开采条件较好，以露天开采为主，相比其他能源（油气、电力等），煤炭行业固定资产投资及相关基础设施投资严重不足。随着未来政府倾向于能源消费结构的调整（降低石油消费比重，加大煤炭消费比重），对煤炭的投资将得到倾斜。

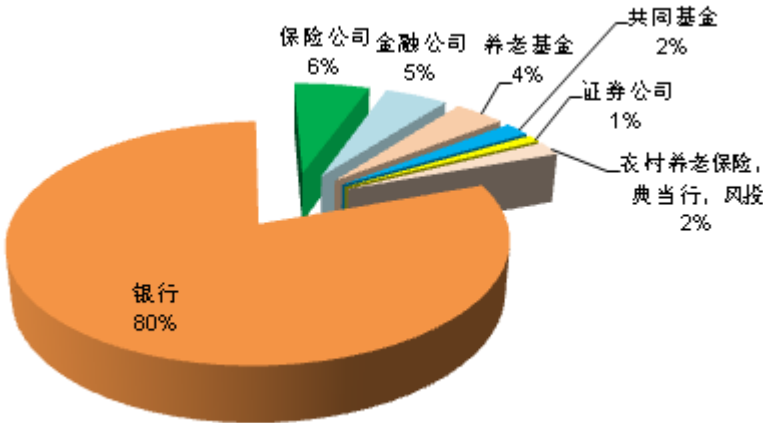
图表31 印尼投资在各能源之间的分配情况



* Temporary Data

资料来源: 印尼能矿部, 平安证券研究所

图表32 印尼国内金融市场结构



资料来源: Bank Indonesia, Bapepam-LK, and World Bank, 平安证券研究所

图表33 截至2009年6月PLN“crash”计划工程进展情况

工程所在地	美元部分 (百万)	银行	卢比部分 (十亿)	银行
Java-Bali 岛内				
1 Labuan,Banten	289	印尼国家银行	1189	亚洲中央银行
2 Rembang,Jateng	262	中国国家开发银行/ 巴克莱银行	1911	印尼独立银行
3 Indramayu,Jabar	592	中国国家开发银行	1273	印尼国家银行
4 Suralaya,Bantem	284	中国进出口银行	735	Mega
5 Pacitan,Jatim	293	暂缺	1046	印尼 Bukopin 银行
6 Paiton,Jatim	331	中国进出口银行	601	Mega
7 Teluk Naga,Bantem	455	中国银行	1607	印尼 Bukopin 银行
8 Pelabuhan Ratu,Jabar	482	中国进出口银行	1874	Mega
9 Tanjung Awar,Jatim	372	暂缺	1155	印尼国家银行
10 Adipala,Jateng	468	暂缺	1890	暂缺
岛内合计	3828		13281	
Java-Bali 岛外				
1 Meulaboh,NAD	124	中国进出口银行	614	印尼地方建设银行
2 Pangkalan Susu,Sumut	209	暂缺	781	Mega
3 Tarahan,Lampung	119	暂缺	460	Mega
4 Susel,Barru	52	印尼人民银行	380	印尼人民银行
5 Kalteng 1,Pulang Pisau	62	印尼地方建设银行	414	Mega
6 Teluk Sirih,Sumbar	138	暂缺	521	印尼地方建设银行
7 Kalsel,Asam-asam	84	SRI	313	SRI
8 Katbar 1,Pant Baru(L01)	62	暂缺	111	暂缺
9 Others(15 small plants<100MW)	254	n/a	2456	n/a
岛外合计	1104		6050	

资料来源: Energy Publishing,“Indonesian Coal and Power Report.”, 平安证券研究所

■ 未来产量增长的制约因素之二：新矿业法规对煤炭生产的影响

此外，2009年印尼通过了新的矿产开采法案和相关配套补充条例，对煤炭开采行业重新布局立法，在煤炭生产厂商和投资者尤其是国外投资者中造成了不小的担忧。具体而言，主要有以下几点变化会对印尼未来的煤炭生产造成影响：

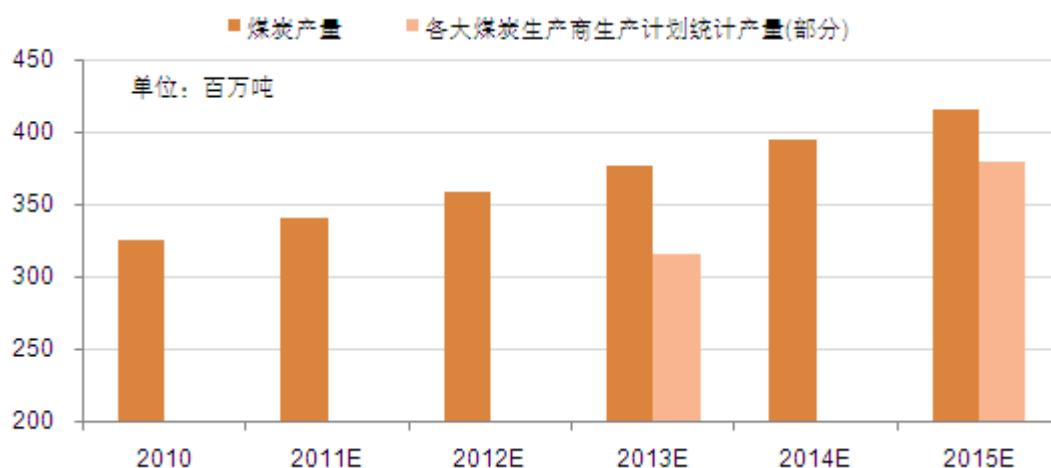
- 限制了采煤区域必须在政府指定的范围内，例如禁止在林区露天采矿，这使得一些签订了合同的矿业项目也因此受到影响，不得不放弃原有的生产计划，加大了投资的政策性风险；
- 采用了新的采矿授权方式，即用IUP（普通矿业许可证）代替了原有的CcoW（标准工作合同制）和KP模式。新形式下探矿权和采矿权实行了分离，只有在充分履行了探矿合约下义务后才能够得到采矿权。而且新形式下矿区的可能最大面积也受到了限定（小于15000公顷），远低于原有形式下的水平（25000~100000公顷）；
- 地方政府将获得更多的权利，例如全权发放省内煤矿开采许可证等；
- 取得煤矿探采权的外国投资公司必须在9年的商业生产时间内将至少20%的已发行股本剥离并转移给印尼国民。

由于这些不确定和偏向性的法律和规章条款，许多矿业公司尤其是国外资本延迟了他们的新的矿业项目投资和项目扩大计划，甚至已经暂停了勘查和开发活动，这无疑给印尼煤炭生产的前景笼罩了一层阴影。

结论：

综上所述，在正反两方面因素的影响下，预计未来印尼煤炭将进入产量增长平稳期，CAGR将会保持在4%~8%的水平，并在2015年左右实现4亿吨的产量突破。

图表34 印尼煤炭产量预测



资料来源：印尼能矿部，平安证券研究所

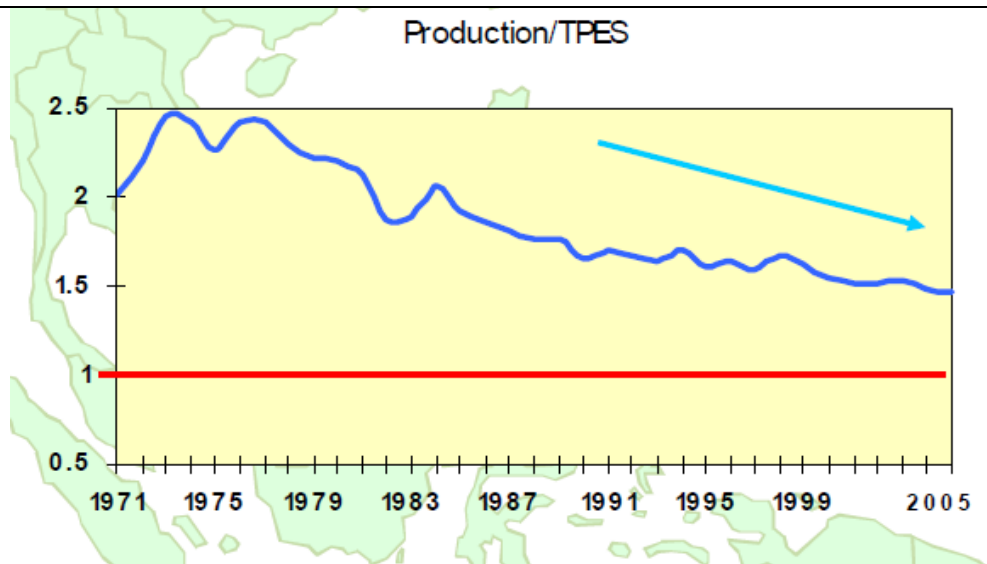
4.2 未来印尼国内煤炭需求分析：政策大力推进，需求将迎来快速增长

■ 政策方面：强调煤炭生产首先满足国内需求，提高煤炭消费的比例

根据印尼政府的长期规划以及2009年通过的新采矿法，未来煤炭生产必须优先满足国内需求，同时提出要加大国内煤炭占能源消耗比例。

- 一方面是由于印尼国内经济尤其是电力、工业快速发展的客观需要，印尼国内煤炭需求自给率虽然一直保持在1以上，但近三四十年以来一直呈下降趋势；
- 另一方面也是为了避免煤炭重蹈石油行业覆辙，提高煤炭对国家经济发展的贡献度以及资源利用的可持续性，印尼目前的煤炭资源储采比仅为17，远低于世界120的平均水平，资源利用的可持续性堪忧。

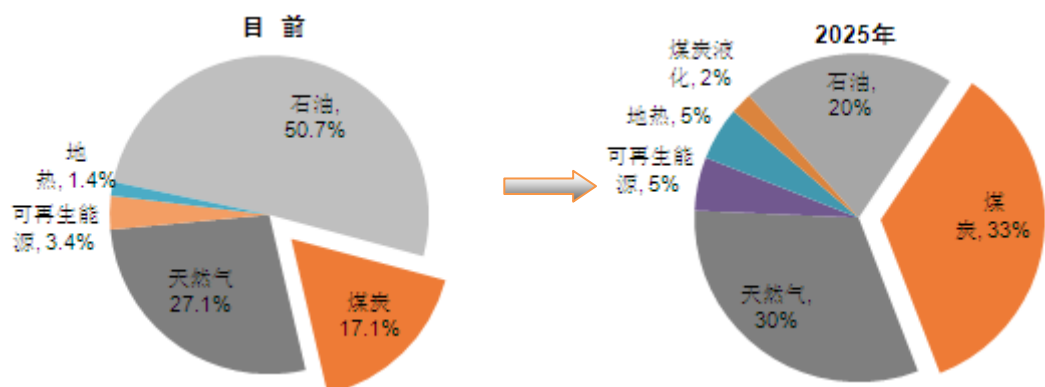
图表35 印尼煤炭自给率



资料来源：印尼能矿部，平安证券研究所

具体而言，目前印尼国内的石油储量相对较少而消费相对较大，印尼政府打算将印尼的石油消费占能源消耗的份额，从目前的超过50%逐步降低到2025年的20%；提高其他能源的使用比例，尤其是煤炭的消费比例，从目前的17%逐步上升至2025年的33%。

图表36 印尼国内能源消费结构变化



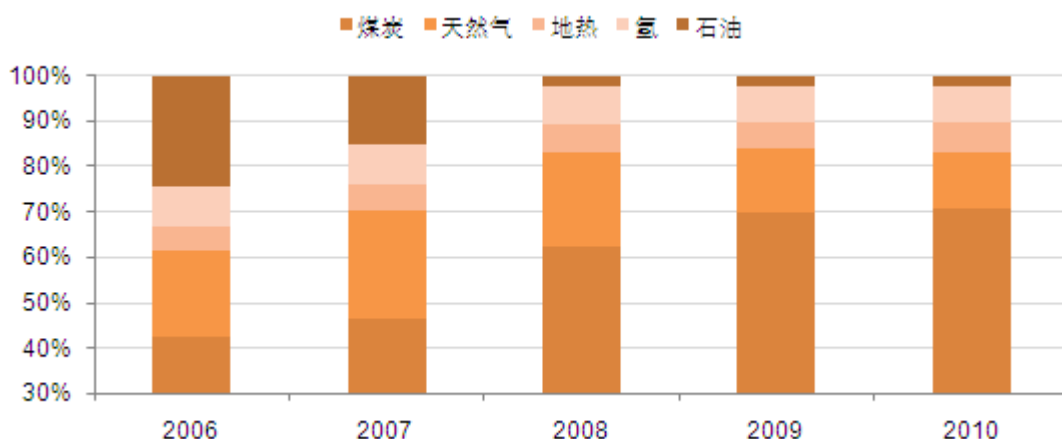
资料来源：Indonesia Coal Industry Outlook，平安证券研究所

■ 运营方面：加大煤电的建设投入

为实现这一目标，印尼政府制定了一系列具体措施和计划，煤炭下游最大的需求来自于电力行业，根据印尼国营电力公司的统计数据，当前印尼国内发电厂消费能源中47%左右来自煤炭，达到约2160万吨，占比最大。

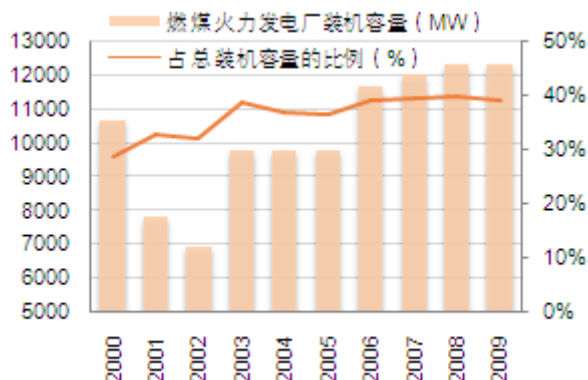
印尼能矿部更是在之前预测这一比例将在5年时间内使得煤电装机占比达到70%，按照这种测算，即使不考虑未来印尼火力发电厂在量上的增长，仅仅是这一比例的提高就会增加1000多万吨的煤炭硬性需求。

图表37 2006年印尼五年能源结构改造计划



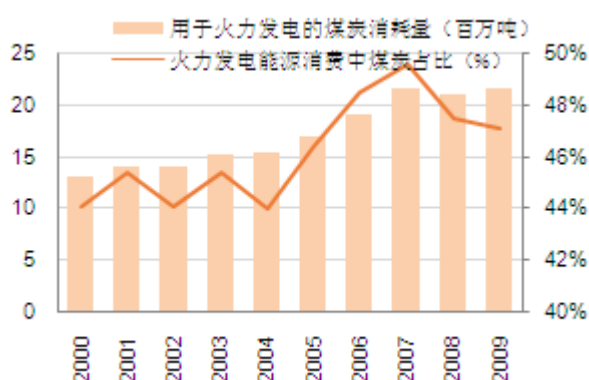
资料来源：印尼能矿部，平安证券研究所

图表38 2000~2009年燃煤火电厂装机容量情况



资料来源：PLN Statistics，平安证券研究所

图表39 2000~2009年印尼火电厂耗煤数量情况



资料来源：PLN Statistics，平安证券研究所

■ 从政府层面到企业层面均加大对燃煤电厂的投入，国内煤炭消费爆发式增长

根据每生产1000万千瓦电力需消耗约4000吨煤炭的简单测算，估计未来5年印度尼西亚的国内煤炭消费量将轻松翻倍，并在2015年由目前的6000万吨增长到1.51亿吨，实现爆发式增长：

- 印尼政府早在2006年就已经宣布了涉及33座燃煤发电厂建设、总装机容量高达9483MW的“fast track program”。该计划原计划2009年底完工并进入商业投产阶段，但由于技术、资金等各方面原因，工程进度一直较慢，预计将在2011到2015年间陆续进入商业投产阶段。经测算，如果

这一计划顺利完工并完全投产，会在未来带来3000~4000万吨的低阶煤需求。

- 其次，独立发电商（IPP）提供的装机总容量约4350MW的燃煤发电厂也会预计在2013年年底进入商业投产阶段，预计带动1500万吨左右的煤炭需求。
- 再考虑到7753MW柴油火电厂到燃煤火电厂的改造以及印尼国内水泥、冶金、纸浆等其他行业的发展。

图表40 截至2009年6月PLN“crash”计划工程进展情况

工程所在地		装机容量（MW）	工程进度（%）	预计完工时间
序号	Java-Bali 岛内			
1	Labuan,Banten	630	95	2010
2	Rembang,Jateng	630	87	2011
3	Indramayu,Jabar	990	78	2012
4	Suralaya,Bantem	625	76	2012
5	Pacitan,Jatim	630	72	2012
6	Paiton,Jatim	660	59	2013
7	Teluk Naga,Bantem	945	43	2013
8	Pelabuhan Ratu,Jabar	1050	39	2014
9	Tanjung Awar,Jatim	700	2	2015
10	Adipala,Jateng	660	0	2015
岛内合计		7520		
序号	Java-Bali 岛外			
1	Meulaboh,NAD	220	25	2014
2	Pangkalan Susu,Sumut	400	25	2014
3	Tarahan,Lampung	200	21	2015
4	Susel,Barru	100	9	2015
5	Kalteng 1,Pulang Pisau	120	2	2015
6	Teluk Sirih,Sumbar	224	1	2015
7	Kalsel,Asam-asam	130	1	2015
8	Katbar 1,Pant Baru(L01)	100	0	2015
9	Others(15 small plants<100MW)	469	n/a	2015
岛外合计		1963		

资料来源：Energy Publishing,“Indonesian Coal and Power Report.”，平安证券研究所

图表41 未来五年印尼国内煤炭需求情况预测（单位：Mt）

煤炭市场国内需求	2010	2012E	2013E	2015E
发电厂	37	55	80	105
其他行业	23	36	39	46
总国内需求	60	91	119	151

资料来源：“Power Project-Status: Eurocham Infrastructure Group”，UBS，平安证券研究所

4.3 未来煤炭出口分析：煤炭出口逐步迎来“顶点”

受未来印尼国内煤炭需求大幅增长和产量增量有限的预期影响，未来印尼的煤炭出口前景堪忧，可能出现波动行进的态势。印尼煤炭出口将受到法律、政治等因素的影响。

■ 政策对煤炭出口逐步收紧

印度尼西亚政府2009年通过了新的矿产开采法案，并于2010年1月出台了一些辅助性的当地市场规范，明确要求当地的煤炭供应商必须优先满足印度尼西亚本土的煤炭需求，然后才能考虑出口，国内需求的数量由印尼能矿部每年确定，煤炭生产商必须按照规定额度完成，如果未能实现，来年的配额产量直接会被削减一半（DMO规定）。

同时印尼政府也正在起草“指导价格”的相关规定，要求由印尼能矿部根据本国煤炭价格指数制定煤炭市场指导价格，交易双方必须按照这一价格实现买卖（CRP规定）。且印尼政府计划自2014年开始禁止热量值低于5600大卡的煤炭出口。

这些政策的出台将会制约煤炭出口的增长，使得国外煤炭进口商为了规避价格及信用风险转而寻找其他替代市场，印尼煤炭出口量因此可能受到一定抑制。

■ 运输瓶颈依然是制约煤炭出口的重要因素

另外，印度尼西亚的国内交通运输基础设施还在存在很大的缺陷，主要表现在内陆运输系统过分依赖卡车，而汽油价格的巨幅变动对煤企而言造成了不小的出口压力。而随着印尼煤炭的产量尤其是低阶煤产量的提升，交通运输能力会越来越成为印尼煤炭出口的一大瓶颈。

图表42 印尼六大煤炭生产商内陆运输安排情况

公司名称	2009年产量 (Mt)	2009年出口量 (Mt)	矿址到驳船码头距离 (Km)	驳船码头到装船码头/锚地距离 (Km)	说明
KPC	38.2	35.3	13 (传输带)	1/9 (传输带)	齿轮传动/无传动设备的
Adaro	40.6	31.6	79 (卡车)	250/450 (驳船)	Taboneo 锚地/IBT
Kideco	24.7	19.2	39 (卡车)	58 (驳船)	经由 8-12KT 驳船从 TMCT 到 FC
Arutmin	19.3	17.2	7-18(卡车)	124/199 (驳船)	皮带输送联合装船机/通过 3.5-7KT 的驳船从 Satui 港到 NPLCT
Berau	14.3	10.1	13 (卡车)	74 (驳船)	从 Lati 到 Muara Pantai
Indominco	12.4	13.1	35 (卡车)	0/9 (传输带)	从驳船码头到 Bontang 煤码头

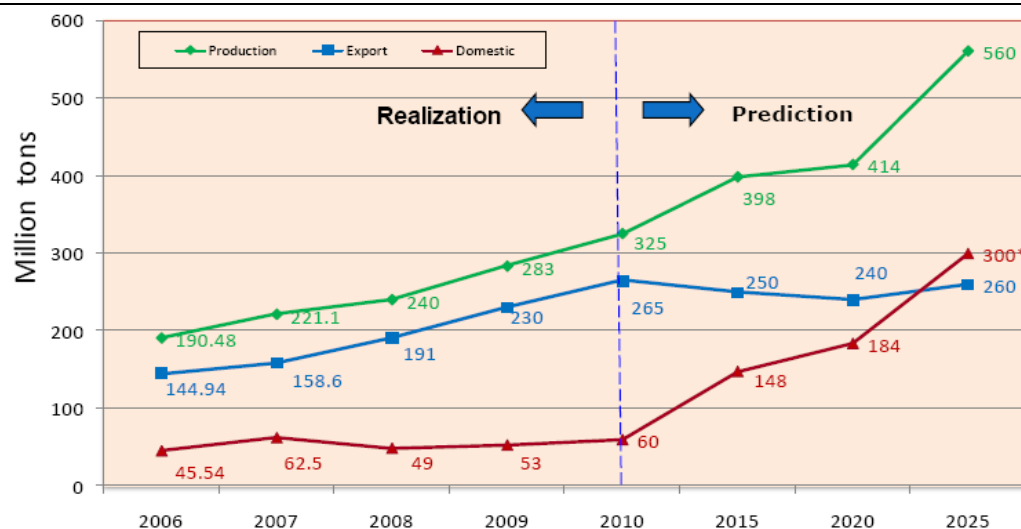
资料来源：印尼能矿部，其他资料来源于行业公开资料，平安证券研究所

图表43 印尼煤炭运输成本情况

运输成本 (US \$ /ton-km)		装卸成本 (US \$ /t)	
卡车	0.07	驳船	0.75
驳船	0.005-0.01	铁路	0.75
铁路	0.02-0.023	转船装运	1.8
传输带	0.015	装煤码头	2.25

资料来源：IEEJ, 2002, 平安证券研究所

图表44 印尼煤炭出口量“顶点”已现



资料来源：Indonesian Coal Outlook 2010，平安证券研究所

五、结论：印尼煤炭出口潜力有限

■ 5.1 结论综述

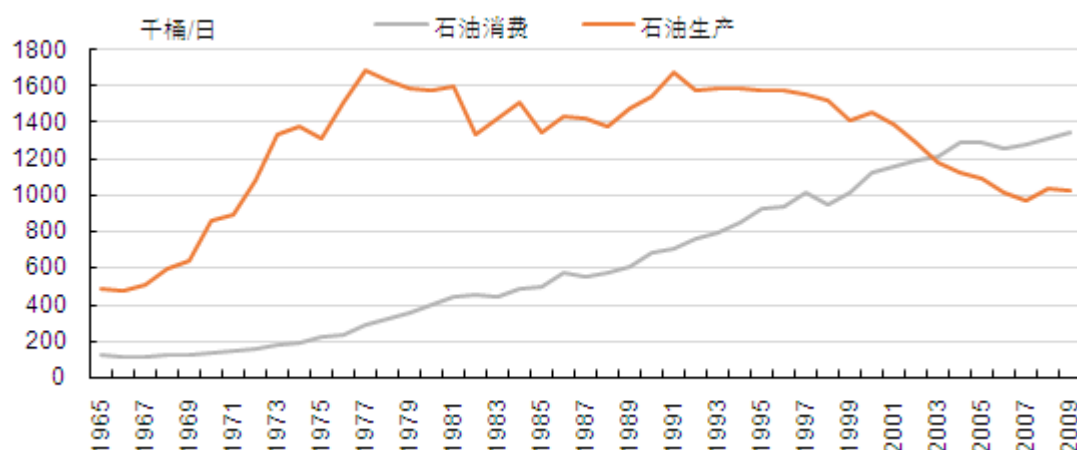
综上作为本报告研究的核心：印尼的煤炭出口潜力在未来增长有限，或许从印尼石油出口贸易的历史演化可以看到煤炭出口贸易的未来。

- **未来煤炭产量增速放缓。**印尼煤炭生产未来面临投资资金压力及运输瓶颈，未来产量增速将放缓，预计增速将降至10%以内。
- **国内煤炭需求快速启动。**国内煤炭消费在政府的强力推动以及政策的倾斜下增长更快，毕竟基数较低，这将是未来煤炭产量增长的直接推动力。
- **煤炭出口量已趋于阶段性“顶点”。**对于印尼煤炭出口前景，我们倾向于认为当前煤炭出口量正面临历史性“顶点”，上文也已经分析到，不同研究机构均表示了对印尼煤炭出口增长的担忧，出口预测都倾向于保守，认为当前出口量占比已高达80%以上，已处于生产能力及贸易条件的顶点。随着国内需求的启动及产量增长的放缓，预计未来煤炭出口量将逐步回落。

■ 5.2 印尼石油出口的“前车之鉴”

印尼曾是欧佩克亚太地区唯一的成员国，但在2008年宣布正式退出欧佩克（OPEC），原因是石油产量自2003年起自给不足，已经从石油出口国变为石油进口国。印尼的石油勘探、开发、炼油等环节都严重依赖外国投资，而政局动荡不稳影响了外来投资，加之油井老化，缺乏油气领域勘探和开采新增投资，导致石油产量近年来不断下降，日产量从1977年的顶峰时期到2009年已经滑落了49%。

图表45 1965~2009年印尼石油生产和消费量



资料来源：BP Energy Statistical Review 2010，平安证券研究所

对照印尼的煤炭行业，其目前的煤炭产量逐年攀升，达到历史峰值，但是印尼现在的采储比仅为17，同样在煤炭开采行业投资当中，外资占比较高。未来煤炭进出口贸易的情况是否会重蹈石油进出口贸易的覆辙？这已经引起印尼政府及市场的关注。

研究印尼煤炭出口的变化有利于推动中国煤炭进口贸易的发展。中国目前已经是印尼煤炭第一大煤炭进口国，未来印尼煤炭出口量的缩减将在一定程度上影响中国煤炭进口需求，故应尽早研究建立应对措施，向内向外寻求新的供给增长点，摆脱对印尼煤炭的过分依赖。

图表46 中国煤炭进口分国别情况（2010）

国家	数量(百万吨)	金额(亿美元)	数量占比(%)
印度尼西亚	55.03	43.63	33.39
澳大利亚	36.96	54.45	22.42
越南	18.05	13.2	10.95
蒙古	16.59	10.14	10.07
俄罗斯联邦	11.59	15.04	7.03
南非	7	6.9	4.25
加拿大	5.2	8.91	3.15
美国	4.77	7.63	2.89
朝鲜	4.64	3.94	2.82
哥伦比亚	3.78	4.11	2.29
进口总计	164.83	169.35	—

资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257