

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

电煤限价点评：合同煤占比高的公司相对受益

报告要点

■ 发改委发布煤价临时干预通知，继 08 年以来发布第五次发布限价令

11 月 30 日，发改委发布《国家采取综合措施调控煤炭和电力价格》通知，主要内容包括：（1）煤价干预：12 年合同电煤价格涨幅不得超过 5%；秦皇岛等环渤海地区主要港口 5500 大卡价格不得超过每吨 800 元，其他电煤不得超过煤炭企业 2011 年 4 月底的实际结算价格；（2）全面清理整顿涉煤基金和收费：依法设立的基金最高征收标准不得超过 23 元/吨，其他在 2011 年底前取消；（3）上调电价：销售电价上调每千瓦时 3 分钱，煤电企业上网电价上调 2 分 6。

■ 价格干预措施与此前市场传闻基本一致：限价后 12 年预计合同煤涨价 5%，现货煤跌价 2.4%（较 11 年平均）

发改委限价措施及力度与此前市场传闻基本一致，12 年合同煤价涨幅不超过 5%，市场煤（5500 大卡）秦皇岛等环渤海地区主要港口价格不超过 800 元/吨，较市场现价跌幅在 5% 左右。限价后港口平均价格较目前和较 11 年均价分别下降 45 元/吨和 25 元/吨，降幅分别为 5.8% 和 2.4%。

■ 价格干预实施后，合同-市场煤价差预计将缩小至 200 元/吨；合同煤兑现率可能继续难以保障，市场煤的政策干预效果也有待观察，不过确定的是将对 12 年市场煤价格上涨形成抑制

按照发改委的要求，合同煤和市场煤的差价较目前有所回落，按照神华 11 年合同煤和秦港山西优混价格继续，合同-市场煤价差将由约 275 元/吨缩小至约 200 元/吨。这个差价仍较大，合同煤兑现率可能继续难以得到保障，同时考虑到市场煤政策性限价带来的执行成本较高，预计操作难度将较大，具体政策影响仍需要进一步观察。但是此次电煤价格临时干预措施仍对 12 年煤炭价格上涨形成一定抑制。

■ 贵州、四川、重庆等地政策性费用征收标准较高，盘江股份将受益于价格调节基金征收标准下调

根据通知，各省对煤炭企业合法征收税费项目不得超过 23 元/吨，目前煤炭价格调节基金征收标准高于山西 23 元/吨标准的省区有贵州省、四川省、重庆市、宁夏、湖南省等地区。主要上市公司中，除盘江股份外，执行的征收标准基本都在 23 元/吨以内。

■ 中性假设下 12 年电煤合同价上调 30 元/吨，电煤市场价下调 20 元/吨，按照此假设多数公司的业绩受价格因素影响将有所上涨，平均涨幅较 11 年提升 4.2%（不考虑其他因素的变化）。综合来看，合同煤占比较高的企业受益最为明显，根据我们的测算，弹性最大的是大同煤业、露天煤业、国投新集、潞安环能、恒源煤电等公司，由于价格上涨业绩分别上调 10%-26%，考虑到费用征收的取消，盘江股份也较为受益

■ 限价对煤炭企业实质影响可能小于测算结果，中间运费等相关成本或有挤压空间，目前电厂煤炭采购成本中，运费等中间环节占比约 20-30%。

第一，发改委发布煤价临时干预通知，继 08 年以来发布第五次发布限价令

11 月 30 日，发改委发布《国家采取综合措施调控煤炭和电力价格》通知，在全国范围内对电煤实施临时价格干预措施，同时适当调整电力价格，试行阶梯电价制度。同时表示待电煤价格在全国范围内基本稳定后，将及时公告解除临时价格干预措施。通知主要内容如下：

- **对电煤实行临时价格干预。**重点合同煤方面，规定 12 年合同电煤价格涨幅不得超过 5%；市场煤方面，12 年 1 月 1 日起实行最高限价，规定秦皇岛等环渤海地区主要港口 5500 大卡电煤平仓价最高不得超过每吨 800 元；通过铁路、公路运输的电煤市场交易价格，不得超过煤炭生产经营企业 2011 年 4 月底的实际结算价格。
- **全面清理整顿涉煤基金和收费。**除依法设立的基金外，省级以下地方人民政府自行设立的涉煤基金和收费项目，必须在 2011 年底前取消；省级政府已依法设立的，最高征收标准不得超过 23 元/吨，低于 23 元/吨的维持现有水平不变，没有设立的不得设立；各地不得区分省内外用煤按不同标准征收基金和收费。
- **适当提高电价。**11 年 12 月 1 日起，全国燃煤电厂上网电价平均上调 2.6 分/度，同时将可再生能源电价附加标准由现行 0.4 分/度提高至 0.8 分/度；对安装并正常运行脱硝装置的燃煤电厂每千瓦时加价 0.8 分；上述措施共影响全国销售电价每千瓦时平均提高约 3 分钱。居民生活用电试行阶梯电价制度，80%的居民户电价不作调整。

此次限价是发改委 08 年以来第五次发布限价令，其中 06 年 6 月和 7 月分别对合同电煤和北方主要港口限价，10 年 12 月和 11 年 3 月针对重点合同煤，要求 11 年重点合同煤维持上年水平不变。

表 1：08 年以来发改委历次限价回顾

时间	名称	主要内容
2008 年 6 月 19 日	第一次限价令：关于对全国发电用煤实施临时价格干预措施的公告	全国煤炭生产企业供发电用煤，包括重点合同电煤和非重点合同电煤，出矿价（车板价）均以 08 年 6 月 19 日实际结算价格为最高限价
2008 年 7 月 23 日	第二次限价令：关于进一步完善电煤价格临时价格干预措施的公告	秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过 6 月 19 日价格水平。其中秦港、天津港、唐山港 5500 大卡动力煤分别限价 860 元/吨、840 元/吨、850 元/吨。以 5500 大卡动力煤为基础，热值每增加或降低 100 大卡，价格提高或降低 16 元/吨
2010 年 12 月 10 日	第三次限价令：关于做好 2011 年煤炭产运需衔接工作的通知	2011 年产运需衔接中，年度重点电煤合同价格维持上年水平不变，不得以任何形式变相涨价
2010 年 6 月 25 日	发改委座谈	发改委先后与神华、中煤集团，以及内蒙古伊泰集团，山西同煤、晋煤、阳煤、焦煤集团，河南郑煤集团进行座谈，要求：一、年度合同煤价不能变，已涨价的煤炭企业要在 6 月底前退回；二、国有煤炭企业、行业龙头企业要带头保持市场煤价基本稳定，不能带头涨价
2011 年 3 月 28 日	第四次限价令：关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知	重申 10 年煤炭重点电煤合同价格维持上年水平不变，不得以任何形式变相涨价，指出将会同铁道部、交通部等有关部门和行业协会对 2011 年重点电煤合同履行情况进行监督检查

资料来源：发改委，长江证券研究部

第二，价格干预措施与此前市场传闻基本一致：合同煤涨幅不超过 5%；市场煤限价 800 元/吨，限价后港口价格平均较目前和较 11 年均价分别下降 45 元/吨和 25 元/吨，降幅分别为 2.8%和 5.4%

发改委限价措施及力度与此前市场传闻基本一致，12 年合同煤价涨幅不超过 5%，市场煤（5500 大卡）秦皇岛等环渤海地区主要港口价格不超过 800 元/吨，较市场现价跌幅在 5%左右。目前主要港口秦皇岛港、黄骅港、天津港、京唐港、国投京唐、曹妃甸和环渤海均价分别为 840 元/吨、840 元/吨、855 元/吨、845 元/吨、840 元/吨、850 元/吨和 847 元/吨，限价到 800 元/吨，平均跌幅在 4.8%-6.4%。限价后港口平均价格较目前和较 11 年均价分别下降 45 元/

吨和 25 元/吨，降幅分别为 5.8%和 2.4%。

表 2：环渤海主要港口 5500 大卡动力煤平仓价及限价后的影响

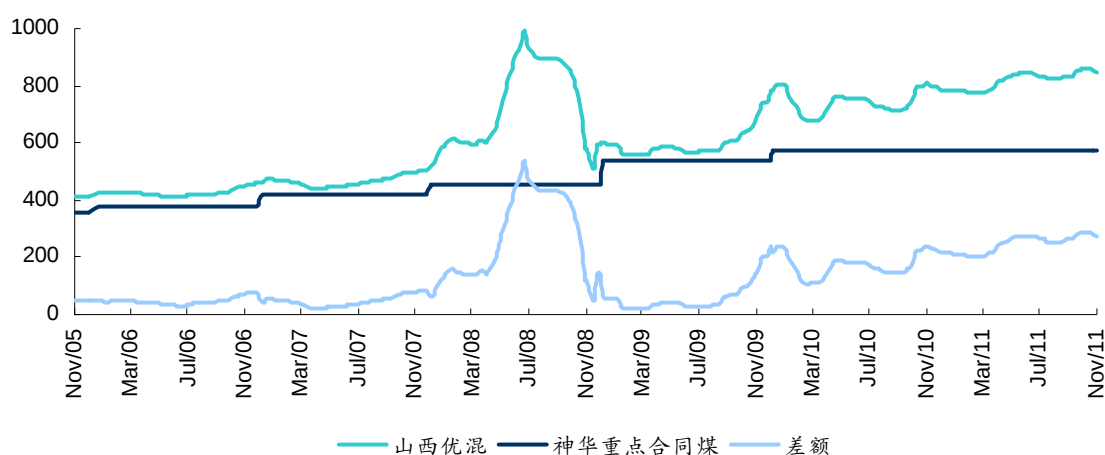
	秦皇岛港	黄骅港	天津港	京唐港	国投京唐	曹妃甸	环渤海均价	平均
10 年均价	741	751	-	746	774	735	-	
年初至今均价	813	797	859	818	836	817	827	
现价（11/28）	840	840	855	845	840	850	847	
限价较 11 均价下跌	13	-3	59	18	36	17	27	24
限价较 11 均价跌幅%	1.6%	-0.4%	6.9%	2.2%	4.3%	2.1%	3.3%	2.8%
限价较目前下跌	45	40	55	45	40	50	47	46
限价 800 跌幅%	5.3%	4.8%	6.4%	5.3%	4.8%	5.9%	5.5%	5.4%

资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

第三，价格干预实施后，合同-市场煤价差预计将缩小至 200 元/吨；合同煤兑现率可能继续难以保障，市场煤的政策干预效果也有待观察，不过确定的是将对 12 年市场煤价格上涨形成抑制

按照发改委的要求，12 年合同煤价格上涨 5%，市场煤（5500 大卡）价格被限定在 800 元/吨，合同煤和市场煤的差价较目前有所回落，按照神华 11 年合同煤和秦港山西优混价格继续，合同-市场煤价差将由约 275 元/吨缩小至约 200 元/吨。这个差价仍较大，合同煤兑现率可能继续难以得到保障，同时考虑到市场煤政策性限价带来的执行成本较高，预计操作难度将较大，具体政策影响仍需要进一步观察。但是此次电煤价格临时干预措施仍对 12 年煤炭价格上涨形成一定抑制。

图 1：市场煤与合同煤之间的价差不断扩大（11 月 28 日达到 275 元/吨）



资料来源：公司公告、Sxcoal，长江证券研究部

第四，贵州、四川、重庆等地政策性费用征收标准较高，盘江股份或受益于价格调节基金征收标准下调

目前各省上缴的政策性费用包括矿产资源补偿费、价格调节基金、可持续发展基金等。根据通知，除国务院批准设立的矿产资源补偿费、煤炭可持续发展基金，以及依法设立的对煤炭征收的价格调节基金外，省级以下地方人民政府自

行设立的附加在煤炭上征收的所有基金和收费项目，必须在 2011 年 12 月 31 日前自行取消；省级人民政府对煤炭征收的基金和收费项目，征收标准合计不得高于国务院批准的山西省煤炭可持续发展基金征收标准（每吨 23 元），并不得区分省内外用煤按不同标准征收。已依法设立的基金、收费项目征收标准合计低于每吨 23 元的，不得提高；没有设立的不得设立。

目前煤炭价格调节基金征收标准高于山西 23 元/吨标准的省区有贵州省、四川省、重庆市、宁夏、湖南省等地区。主要上市公司中，除盘江股份外，执行的征收标准基本都在 23 元/吨以内。

表 3：各省政策性费用征收情况

地区	政策性费用征收情况
山西省	可持续发展基金，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；价格调节基金按实际缴纳的增值税、消费税和营业税三税之和的 1.5% 计征
内蒙古	可持续发展基金褐煤每吨征收 8 元，无烟煤每吨征收 20 元，其他煤种每吨征收 15 元
贵州	煤炭价格调节基金按销售价格的 10% “从价征收”，低于每吨 50 元的，按 50 元征集。实行省内外差别征集煤炭价格调节基金，对出省原煤、洗混煤实行二次征收，每吨加收 200 元
陕西省	价格调节基金原煤（含洗混煤）每吨 15 元，洗精煤、焦炭每吨 25 元
安徽省	价格调节基金征收标准 20 元/吨
河南省	价格调节基金征收标准原煤 20 元/吨，洗选煤 30 元/吨，焦炭 35 元/吨
宁夏	价格调节基金征收标准 30 元/吨
湖南省	价格调节基金征收标准 30 元/吨
四川省	价格调节基金征收标准原煤（含洗混煤）40 元/吨、洗精煤 60 元/吨、焦炭 70 元/吨
重庆市	价格调节基金征收标准：出厂价 >600 元，60 元/吨；450—600 元，40 元/吨；300—450 元，30 元/吨；<300 元，20 元/吨；洗精煤，90 元/吨；焦煤 105 元/吨

资料来源：长江证券研究部

表 4：11 年中报上市公司披露的关于可持续发展基金或价格调节基金征收情况

公司	可持续发展基金
上海能源	按原煤产量 20 元/吨
大同煤业	按原煤产量 17 元/吨
潞安环能	本公司所属常村煤矿及子公司山西潞安集团余吾煤业有限公司以 18 元/吨计缴，所属王庄煤矿、五阳煤矿、漳村煤矿按原煤产量以 19 元/吨计缴，子公司山西潞安集团潞宁煤业有限公司按原煤产量以 24 元/吨、山西潞安温庄煤业有限公司按原煤产量 36 元/吨计缴。
西山煤电	按原煤产量 16-22 元/吨
中煤能源	动力煤 16 元/吨、无烟煤 18 元/吨、工程煤 40 元/吨、焦煤 23 元/吨
阳泉煤业	母公司及控股子公司新景矿公司按原煤产量以 21 元/吨计缴、控股子公司开元公司按原煤产量以 19 元/吨计缴、控股子公司平舒煤业公司按原煤产量以 18 元/吨计缴、开元公司控股子公司景福公司按原煤产量以 38 元/吨计缴。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，中性假设下合同煤价上调 30 元/吨，市场煤下调 20 元/吨，弹性较大的是大同煤业、露天煤业、国投新集、恒

源煤电、潞安环能、中煤能源等公司，考虑到费用征收的取消，盘江股份也较为受益

中性假设下 12 年电煤合同价上调 30 元/吨，电煤市场价下调 20 元/吨，按照此假设多数公司的业绩受价格因素影响将有所上涨，平均涨幅较 11 年提升 4.2%（不考虑其他因素的变化）。综合来看，合同煤占比较高的企业受益最为明显，根据我们的测算，弹性最大的是大同煤业、露天煤业、国投新集、潞安环能、恒源煤电等公司，由于价格上涨业绩分别上调 10%-26%，考虑到费用征收的取消，盘江股份也较为受益。

表 5：各公司合同煤上涨和市场煤下跌对 12 年业绩影响测算

公司名称	合同煤上涨幅度对 12 年业绩增长的影响				市场煤下跌幅度对 12 年业绩下跌的影响				合同煤上涨 30 元/吨 市场煤下跌 20 元/吨影响
	10 元	20 元/吨	30 元	40 元	10 元	20 元/吨	30 元	40 元	
大同煤业	12.1%	24.2%	36.3%	48.4%	5.2%	10.4%	15.5%	20.7%	25.9%
平煤股份	9.6%	19.2%	28.8%	38.4%	2.6%	5.2%	7.9%	10.5%	23.6%
露天煤业	6.9%	13.8%	20.6%	27.5%	0.8%	1.5%	2.3%	3.1%	20.3%
国投新集	6.8%	13.6%	20.4%	27.2%	2.9%	5.8%	8.7%	11.6%	14.6%
潞安环能	4.9%	9.8%	14.7%	19.6%	2.2%	4.4%	6.5%	8.7%	10.4%
恒源煤电	3.9%	7.8%	11.7%	15.6%	0.9%	1.7%	2.6%	3.5%	9.9%
冀中能源	5.1%	10.2%	15.3%	20.4%	3.9%	7.8%	11.7%	15.6%	7.5%
阳泉煤业	2.3%	4.6%	6.8%	9.1%	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%	6.3%
盘江股份	3.3%	6.6%	10.0%	13.3%	2.2%	4.4%	6.6%	8.9%	5.5%
中国神华	1.9%	3.9%	5.8%	7.7%	0.4%	0.9%	1.3%	1.7%	4.9%
平庄能源	2.8%	5.6%	8.3%	11.1%	2.3%	4.5%	6.8%	9.1%	3.8%
中煤能源	0.3%	0.6%	0.9%	1.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.8%
兰花科创	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	2.2%	3.3%	4.4%	-2.2%
西山煤电	1.0%	2.0%	2.9%	3.9%	2.6%	5.2%	7.8%	10.4%	-2.3%
神火股份	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	3.9%	5.8%	7.8%	-3.9%
昊华能源	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	3.9%	5.9%	7.8%	-3.9%
兖州煤业	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	3.7%	7.4%	11.1%	14.9%	-4.5%
开滦股份	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	4.9%	7.4%	9.8%	-4.9%
煤气化	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	7.6%	11.3%	15.1%	-7.6%
山煤国际	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	7.9%	11.8%	15.8%	-7.9%
上海能源	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	8.5%	12.7%	16.9%	-8.5%
平均	2.9%	5.9%	8.8%	11.8%	2.4%	4.7%	7.1%	9.4%	4.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究部；注：平庄能源、露天煤业、昊华能源煤价涨跌幅根据比例已适当调整

第六，“限价措施”对煤炭企业实质影响可能小于测算结果，中间运费等相关成本或有挤压空间

实际上，电厂煤炭采购成本中，运费等中间环节成本较高，目前电厂煤炭采购成本中，运费等中间环节占比约 20-30%。

以以下数据为例：华东电厂 5500 大同煤到厂价为 895 元/吨，秦港平仓价 845 元/吨，大同车板价为 700 元/吨。简单计算，中间环节共约 195 元/吨。发改委实行限价措施后，预计煤电产业链各环节都将承担部分限价影响，煤炭企业受到的实质影响可能小于测试结果。

表 6：11 年以来 5500 大卡动力煤产地、中转地、消费地价格情况

时间	大同南郊车板价	秦港平仓价	南通华能到厂价	石洞二厂到厂价
2011/11/20	700	845	895	895
2011/6/30	680	840	895	895
2011/1/1	625	780	820	825
各环节价差	铁运环节		水路环节	
2011/11/20	145		50	
2011/6/30	160		55	
2011/1/1	155		40	

资料来源：Sxcoal，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。