

证券研究报告

煤炭开采Ⅲ



分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030007

联系人: 汪洋

021-38565599

wang_yang@xyzq.com

推荐 (维持)

大棒超预期，胡萝卜却不甜 -发改委临时价格干预点评

2011 年 12 月 1 日

投资要点

事件:

为促进经济结构调整和节能减排，保障电力供应，国家发展改革委近日发出通知，在全国范围内对发电用煤（以下简称“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。主要内容可归结为如下 4 点：

- **电煤实行临时价格干预。**1) **合同电煤：**2012 年价格涨幅不得超过上年合同价格的 5%；2) **市场交易电煤：**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，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。**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 年年底前取消；省级政府已依法设立的，最高征收标准每吨不得超过 23 元，低于每吨 23 元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。**自 2011 年 12 月 1 日起，将全国燃煤电厂上网电价平均每千瓦时提高约 2.6 分钱，将随销售电价征收的可再生能源电价附加标准由现行每千瓦时 0.4 分钱提高至 0.8 分钱；对安装并正常运行脱硝装置的燃煤电厂试行脱硝电价政策，每千瓦时加价 0.8 分钱，以弥补脱硝成本增支。
- **试行居民阶梯电价制度。**将现行单一形式的居民电价，改为按照用户消费量不同实行不同电价标准，电价随用电量增加呈阶梯式逐级递增。

点评:

整体来看，我们认为限价政策出台的目的在于主要是发改委为缓解煤电矛盾提出的组合，是“煤电联动”政策、2011 年限制合同电煤政策的延续。我们认为，政府一手用大棒（对合同煤和现货煤限价），一手用胡萝卜（提高燃煤机组上网电价和清理整顿地方煤企税费），整体上对目前煤炭板块影响偏负面：

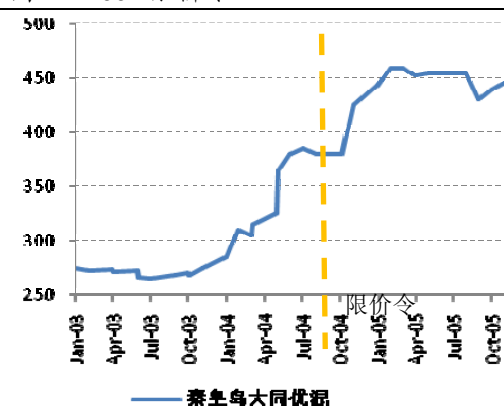
- **合同电煤限价政策背离我们的预期，而市场交易电煤限价影响较为有限。**

在《过冬的棉袄：重点电煤合同》报告中提到随着 CPI 数据回落，压制重点电煤合同价格的因素趋于弱化；另一方面，现货煤与重点电煤合同的价差持续扩大，重点电煤合同占比较大的上市煤企有较大的利益驱动调整 2012 年的价格。因此，我们明确指出重点合同电煤犹如“过冬的棉袄”，有助于高合同煤比例煤企驱寒取暖。我们预期提价幅度为 25-50 元/吨，以中国神华目前合同煤售价 450 元/吨计算，即预期提价 5%-11%，而目前发改委的政策-“2012 年煤价涨幅不超上年的 5%”，与我们的预期略有偏超。

但是，我们认为政策对市场交易电煤的约束基本无效。自 2002 年国家取消电煤指导价后，煤炭价格已经逐步市场化，尽管政府高调出台限价政策，短期具有一定约束力，但难以改变煤价整体走势。从 2004 年和 2008 年煤炭限价政策来看，供需才是决定煤炭价格的核心因素，现货煤价往往脱离政策目标。近期秦皇岛 5500 大卡平仓价已经出现 15 元/吨的高位回调，我们认为一定程度上已经反映煤炭市场需求侧较弱的现实，预计未来 1-2 个季度煤炭现货价仍然偏弱。

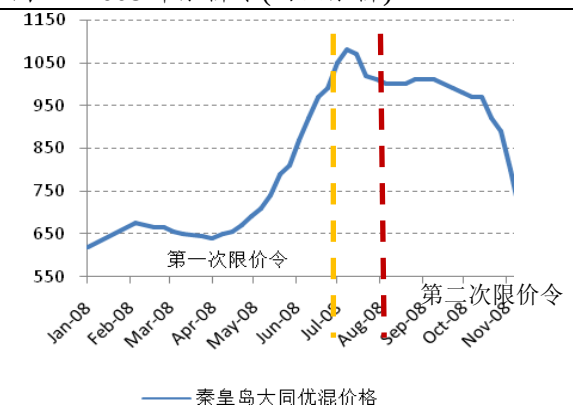
- **燃煤电厂上网电价提高，为其煤炭采购成本容忍度腾出一定空间。**按照目前燃煤电厂上网电价平均提高 2.6 分/千瓦时，据 305 克/千瓦时的发电煤耗，折煤价（采购成本容忍度）提升 70 元/吨。尽管如此，发改委并未理顺上网电价、输网电价、销售电价的关系，电价体制改革仍未有根本突破，阶段性地提高上网电价，对燃煤电厂仅是雪中送炭，对电煤企业亦仅是有限利好。
- **全面清理整顿涉煤基金和收费，对煤炭企业是真安抚还是假画饼？**类似清理，08 年也出现过，财政部、国家发展改革委于 2008 年 11 月 11 日联合下发《关于全面清理整顿涉及煤炭生产销售收费基金的通知》。通知要求地方有关部门先汇总各收费项目并初审后，报财政部、国家发展改革委，并由发改委和财政部最终提出意见和建议，最后上报国务院审定，但实际清理整顿效果并不明显，煤炭企业仍面临多重收费，甚至贵州省煤炭价格调节基金从价征收。我们认为此次清理整顿政策较为具体，划定了范围和最高征收标准，主要清理对象剑指地方支付出台的价格调节基金（“各地不得区分省内外用煤按不同标准征收基金和收费”），但事关地方和中央政府的利益分配，这根胡萝卜到底甜不甜，关键还看后续的政策效果。
- **结论：真实需求为主导，建议择机下调仓位。**在需求偏弱情况下，我们仍然维持前期观点“行业整体偏弱，但相对看好重点合同煤比例高的煤炭公司”，比如国投新集、中国神华和中煤能源。必须清醒地注意到，在煤价上涨 5%和产销量增长 8%假设下，煤炭行业净利润难超 15%，这就决定了煤炭股上涨空间受限。此外，尽管中国人民银行决定自 12 月 5 日起将存款类金融机构人民币准备金率下调 0.5 个百分点，但短期内只是“预调和微调，而不是放松”，短期难以改变大局，故建议投资者可趁机下调仓位。

图 1 2004 限价令



数据来源：兴业证券研究所

图 2 2008 年限价令(两次限价)



数据来源：兴业证券研究所

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。