

## 2012 需求逐渐回暖，运输抑制有效供给

## 研究结论

- 2012 煤炭需求 43.8 亿吨，增速 9.7%。虽然市场对 2012 年国内和全球的经济增速预期都非常悲观，但我们认为在保障房和水利等投资的支撑下，中国 2012 年的经济情况会比市场预测的乐观，在火电 10%，粗钢 7%，水泥 10%，化肥 2% 的增速假设下，预计煤炭需求增速将从 2011 年的 12.2% 下滑至 2012 年的 9.7%，需求量由 39.9 亿吨增加到 43.8 亿吨。
- 运输瓶颈遏制产能增速，有效供给仍紧张。2012 煤炭产能有望达到 42.9 亿吨，但受制运输条件，实际有效供给 42.2 亿吨。2010 年三西地区新增的 1.9 亿吨调出量主要依靠铁路扩能，2011 年三西外运主要依靠内蒙古公路增加 1.2 亿吨，2012 年主要煤运铁路大秦、朔黄增量较少，而内蒙古公路在 11 年已接近饱和，新增运力有限，预计 12 年三西运力瓶颈 7200 万吨，实际有效供给 42.2 亿吨。
- 2012 年看好无烟煤。从资源角度，无烟煤仅占全国煤炭资源的 12%，其中优质无烟煤仅占无烟煤储量的 1/6，非常稀少。进入 2011 年以来，一方面受国际化肥价格上涨影响，无烟煤下游尿素行业盈利改善，另一方面，国内优质无烟煤供给增速非常缓慢，预计 2012 化工用优质无烟煤供需缺口仍将存在，煤价仍有望上涨。四季度和一季度也是尿素储备旺季，而无烟煤也不受发改委动力煤限价影响，值得长期看好。
- 2012 看合同动力煤，后看现货动力煤和焦煤。近年三西地区大量动力煤矿井建设投产，2011 年当地运输能力已快达到上限，2012 年的产能过剩有望被运能瓶颈抵消，动力煤整体供过于求的局面全年看并不明显，而 2012 年需求应该是逐步回升的，现货煤供需状况有望在 1 季度后逐渐偏紧。而 2012 年焦煤行业受国内需求下滑和蒙古澳洲进口焦煤的双重冲击，短期价格存在一定压力，但国内主要供应地山西的供给增量主要释放期已过，未来供给增速减缓将是大概率事件，钢铁需求恢复后焦煤稀缺性的长期投资价值有望显现。
- 煤炭行业 2011 年 PE14.3 倍，12 年 PE12 倍，估值较低。发改委近期整顿省市涉煤收费，制定最高收费无疑将减少未来政策成本上升的预期，可算重大利好。重点推荐：兰花科创（PE 今年 13 倍，明年 10 倍），平煤股份（PE 今年 14 倍，明年 12 倍），中国神华（PE 今年 13 倍，明年 11 倍），山煤国际（PE 今年 18，明年 12 倍），同时建议关注永泰能源（未评级，PE 今年 30，明年 15）

## 风险：

- 1、若 2012 年经济增速低于预期，煤炭需求增速可能受影响
- 2、发改委对港口和直达动力煤现货限价，对行业短期盈利造成负面影响，限价取消时间存不确定性

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 证券分析师

吴杰

8621-63325888 x 6068

wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210070001

## 行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

## 国家/地区

中国/A 股

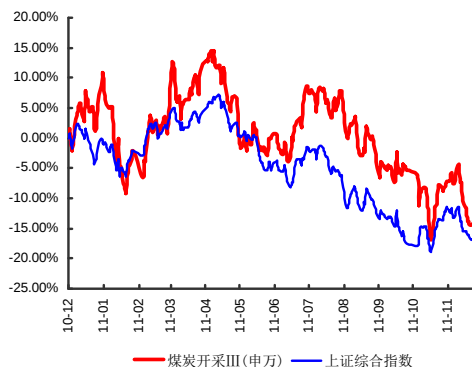
## 行业

煤炭

## 报告发布日期

2011 年 12 月 5 日

## 行业表现



资料来源：WIND

## 重点公司盈利预测及投资评级

|      | 11EP<br>S | 12EP<br>(E) | 13EPS<br>(E) | 股<br>价 | 评级 |
|------|-----------|-------------|--------------|--------|----|
| 兰花科创 | 3.00      | 4.27        | 5.36         | 40.9   | 买入 |
| 平煤股份 | 0.92      | 1.18        | 1.37         | 12.3   | 买入 |
| 山煤国际 | 1.30      | 2.00        | 3.00         | 25.2   | 买入 |
| 潞安环能 | 1.71      | 2.03        | 2.39         | 23.8   | 买入 |
| 中国神华 | 2.18      | 2.53        | 3.03         | 25.8   | 买入 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 目 录

|                                                |           |
|------------------------------------------------|-----------|
| <b>1、2012 年煤炭需求 43.8 亿吨，增速下滑至 9.7%.....</b>    | <b>4</b>  |
| 1.1. 预期 2012 年经济下滑，煤炭需求增速下滑 .....              | 4         |
| 1.2. 按照 2012 年工业增加值 11%预测煤炭需求 43.7 亿吨.....     | 4         |
| 1.3. 分行业预测 2012 年煤炭需求 43.8 亿吨.....             | 5         |
| <b>2、2012 煤炭产能 42.9 亿吨，有效产能仅 42.3 亿吨 .....</b> | <b>5</b>  |
| 2.1. 通过固定资产投资预测 2012 年煤炭供给 42.9 亿吨 .....       | 5         |
| 2.2. 新增产能中 90%仍将来自三西地区 .....                   | 7         |
| 2.3. 铁路瓶颈导致三西地区 0.72 亿吨新增产能无法调出 .....          | 8         |
| 2.3.1 铁路无新增线路，现有运能大多已经饱和 .....                 | 8         |
| 2.3.2 内蒙主要外运公路仍然要 2014 年才能建成 .....             | 10        |
| 2.3.3 三西煤炭 2012 年新增煤炭调运需求 2.34 亿吨 .....        | 11        |
| 2.3.4 三西 2012 年新增运能仅 1.62 亿吨 .....             | 11        |
| 2.4 运能缺口导致 2012 年煤炭供需基本平衡.....                 | 12        |
| 2.5 特高压（三横三纵以及新疆特高压规划）对煤炭的替代效应并不明显 .....       | 13        |
| <b>3、焦煤资源稀缺，长期看好.....</b>                      | <b>15</b> |
| 3.1 焦煤资源稀缺，已被列入保护性开采.....                      | 15        |
| 3.2 受 2012 年经济增速回落影响，焦煤需求增速下滑至 5%.....         | 15        |
| 3.3 国内焦煤供给增速 2012 年将减缓至 5.4%.....              | 16        |
| 3.4 焦煤净进口有望继续增加，2012 全年焦煤供需基本平衡.....           | 17        |
| <b>4、无烟煤公司值得长期投资.....</b>                      | <b>18</b> |
| 4.1 无烟煤储采比低于行业平均，近年供给增量非常少 .....               | 18        |
| 4.2 优质无烟煤需求仍然旺盛，2012 仍有涨价空间.....               | 19        |
| <b>5、公司推荐 .....</b>                            | <b>21</b> |
| <b>6、风险因素分析.....</b>                           | <b>23</b> |
| 1、2012 年 GDP 增速可能低于我们预期 .....                  | 23        |
| 2. 限价政策取消时间暂难确定 .....                          | 23        |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1：工业增加值对应原煤需求 .....             | 4  |
| 图表 2：以工业增加值预测原煤需求 .....            | 4  |
| 图表 3：煤炭下游各行业产量增速及预测 .....          | 5  |
| 图表 4：分行业预测煤炭需求 .....               | 5  |
| 图表 5：煤炭行业投资额和煤炭理论产量增量 .....        | 6  |
| 图表 6：吨煤投资增速和煤炭投资总额增速都很快 .....      | 6  |
| 图表 7：投资额与新增产出 .....                | 7  |
| 图表 8：吨煤投资额还将增长 .....               | 7  |
| 图表 9：投资新增煤炭产能 .....                | 8  |
| 图表 10：全国铁路规划图 .....                | 9  |
| 图表 11：三西地区外运通道运能预测 .....           | 10 |
| 图表 12：内蒙地区主要公路运输线路图 .....          | 11 |
| 图表 13：三西地区新增的外运煤炭需求 .....          | 11 |
| 图表 14：三西地区新增外运能力低于外运需求 .....       | 12 |
| 图表 15：全国供需基本平衡 .....               | 13 |
| 图表 16：三横三纵特高压对煤炭的替代效应 .....        | 13 |
| 图表 17：特高压对煤炭运输替代的年度预测 .....        | 14 |
| 图表 18：新疆特高压对煤炭运输的替代预测 .....        | 14 |
| 图表 19：各省焦煤资源占比 .....               | 15 |
| 图表 20：钢铁产量增速的明显下滑导致近期焦煤需求疲软 .....  | 16 |
| 图表 21：粗钢和焦炭预测焦煤需求量 .....           | 16 |
| 图表 22：吕梁临汾高增速未来难以持续 .....          | 17 |
| 图表 23：焦煤供给和焦煤缺口 .....              | 17 |
| 图表 24：储量较少导致无烟煤产量增长缓慢，占比不断下降 ..... | 18 |
| 图表 25：全国无烟煤资源分省占比图 .....           | 18 |
| 图表 26：各省无烟煤产量占比图 .....             | 19 |
| 图表 27：国际尿素价格带动国内尿素价格 .....         | 20 |
| 图表 28：氮肥行业利润率有所好转 .....            | 20 |
| 图表 29：尿素价格和无烟煤成本 .....             | 21 |
| 图表 30：主要上市公司 EPS 和 PE 估值表 .....    | 21 |

## 1、2012 年煤炭需求 43.8 亿吨，增速下滑至 9.7%

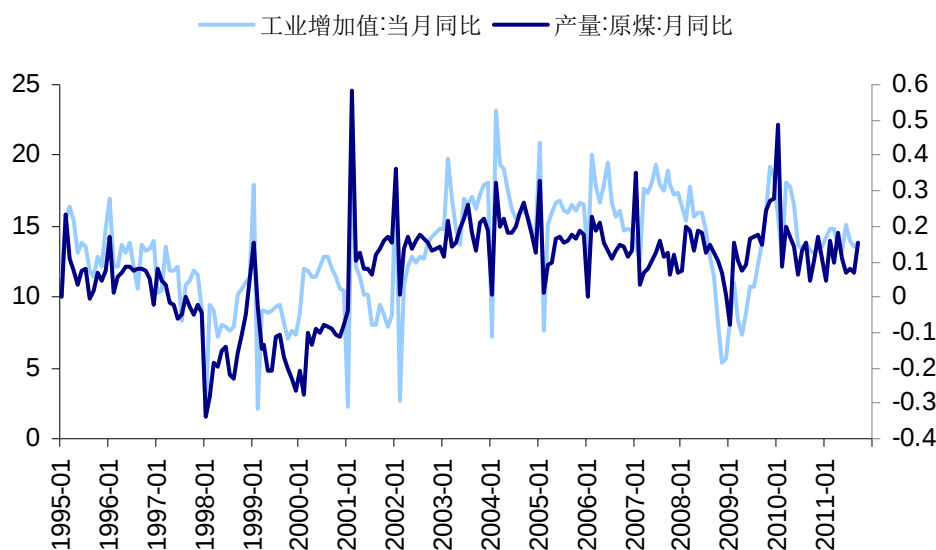
### 1.1. 预期 2012 年经济下滑，煤炭需求增速下滑

2012 年欧美经济衰退，国内经济转型，出口投资消费均难言乐观，市场一致预期 2012 年中国经济增速将较 2011 年回落，其中世行对 2011 年和 2012 年中国 GDP 增速分别为 9.1 和 8.4，我们认为：一方面，经济增速下滑已经开始被重视，政府以微调政策和保增长的讲话对应实体经济的下滑和不乐观的国际局势，可以预见偏紧的货币政策在未来放松是大概率事件。另一方面，保障房和水利基建增速可能加快，虽然 2012 年保障房计划数量可能只有 600-800 万套，低于 2011 年 1000 万套的计划，但 2011 年保障房只有 11 月底前开工的要求，实际投资金额可能非常少，2012 年整体投资可能在新政策下提速，因此，我们对中国未来经济比市场整体乐观。

### 1.2. 按照 2012 年工业增加值 11%预测煤炭需求 43.7 亿吨

由于煤炭需求量增速和工业增加值相关性较好，因此，我们按照明年 11%的工业增加值增速推测 2012 年煤炭需求分别为 43.4 亿吨，

**图表 1：工业增加值对应原煤需求**



资料来源：WIND 东方证券研究所

2011 年 10 月份，工业生产开始回落，规模以上工业增加值同比增长 13.2%，环比 9 月 13.8%明显下滑。由于政策严厉打击商品房泡沫，房地产投资增速明显下滑。预计政策调整有望带动经济增速在 2012 年 1 季度见底，2012 年全年煤炭需求增速较今年下滑，

**图表 2：以工业增加值预测原煤需求**

|        | 预测工业增加值增速 | 推算原煤需求增速 | 原煤需求量 |
|--------|-----------|----------|-------|
| 2010 年 | 15.70     | 0.15     | 35.57 |
| 2011 年 | 13.30     | 0.12     | 39.90 |

2012 年 11.00 0.09 43.67

资料来源：WIND 东方证券研究所

### 1.3. 分行业预测 2012 年煤炭需求 43.8 亿吨

煤炭行业下游主要包括火电，生铁，水泥，煤炭，化肥等五个行业，按照统计局的数据，各行业的煤炭消耗占比分别为火电 52%，生铁 19%，水泥 7%，化肥 5%，煤炭 6%。2012 年经济增速有可能整体下滑的基础下，我们预计各行业的煤炭消耗增速都将下滑。

图表 3：煤炭下游各行业产量增速及预测

|    | 2006  | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 火电 | 16.8% | 16.5% | 3.1%  | 6.7%  | 19.4% | 13.0% | 10.0% |
| 生铁 | 19.9% | 16.8% | 2.3%  | 13.5% | 10.4% | 9.0%  | 7.0%  |
| 水泥 | 16.0% | 12.5% | 2.5%  | 17.4% | 15.3% | 16.5% | 10.0% |
| 煤炭 | 7.6%  | 6.4%  | 10.9% | 6.1%  | 14.7% | 12.7% | 11.7% |
| 化肥 | 7.2%  | 4.5%  | -3.2% | 2.8%  | -3.4% | 2.0%  | 2.0%  |

资料来源：WIND 东方证券研究所

按照上表 2011 以及 2012 年各行业的产出增速，中国 2011 年和 2012 年的煤炭需求分别有望达到 39.9 和 43.8 亿吨

图表 4：分行业预测煤炭需求

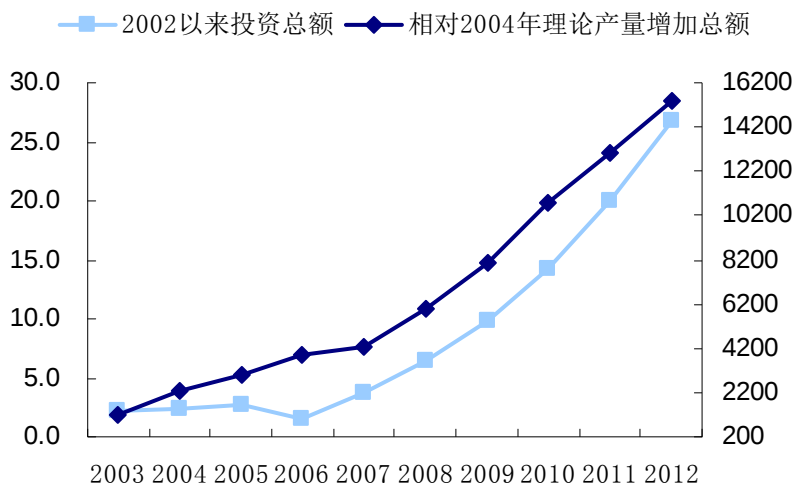
| 单位：万吨   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 电力      | 121694 | 133424 | 137896 | 147135 | 175680 | 198518 | 218370 |
| 黑色金属及炼焦 | 43863  | 48161  | 50564  | 57369  | 63341  | 69042  | 73875  |
| 非金属制品   | 16827  | 17105  | 23049  | 27058  | 31211  | 36360  | 39996  |
| 煤炭行业    | 14366  | 16518  | 18317  | 19435  | 23407  | 27695  | 32477  |
| 化工原料    | 11633  | 12272  | 15067  | 17040  | 18115  | 20325  | 22804  |
| 其他      | 30834  | 31161  | 36202  | 40908  | 44385  | 47492  | 50817  |
| 总计      | 239216 | 258641 | 281096 | 308946 | 356138 | 399432 | 438339 |
| 增速      | 10.5%  | 8.1%   | 8.7%   | 9.9%   | 15.3%  | 12.2%  | 9.7%   |

资料来源：国家统计局 东方证券研究所

## 2、2012 煤炭产能 42.9 亿吨，有效产能仅 42.3 亿吨

### 2.1. 通过固定资产投资预测 2012 年煤炭供给 42.9 亿吨

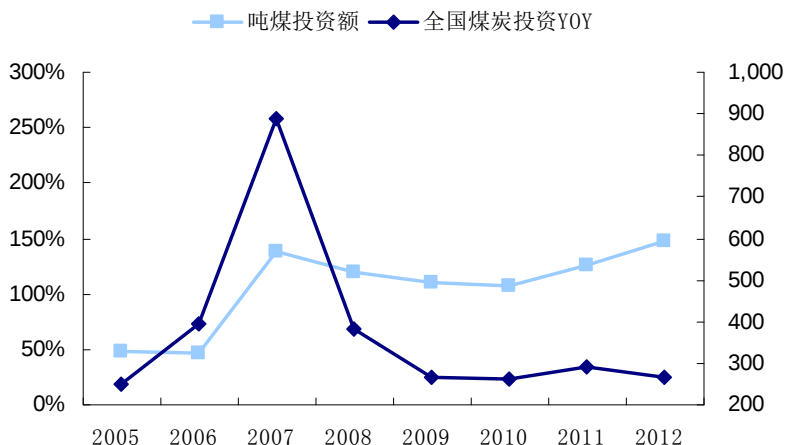
煤矿建设投资周期通常为三至四年，因此，可以利用三年前的投资额预测三年后的新增产能。由于建矿时间的波动，产能可能在之后 2 到 4 年内释放，并不均匀，因此，我们选择以 2002 年为起点，从近年的总投资预测近年的总产量增量，参考下图。

**图表 5：煤炭行业投资额和煤炭理论产量增量**


资料来源：国家统计局 煤炭资源网 东方证券研究所

使用投资额预测新增产能的另一个重要变量则是吨煤投资，从近年吨煤投资的变化看，除了 2006 到 2008 年由于关停小煤矿和大量安全建设导致吨煤投资的突然大幅提高外，该指标的主要趋势是缓幅上升的，我们分析主要理由如下：

- 1，由于矿井投资的独占性，投资少的煤矿总是先被开采，
- 2，大量小煤矿被关停，改扩建，导致产能不增加而投资增加。
- 3，建设矿井的成本费用也是逐年上升，
- 4，安全设备的投资额逐年增加，

**图表 6：吨煤投资增速和煤炭投资总额增速都很快**


注：由于 2007 年受小煤矿关停影响，涨幅较大

资料来源：国家统计局 东方证券研究所

由于以上主要因素仍将持续存在，未来吨煤投资仍将上涨，预计2012年将达到660元/吨。这样，2011，2012年全国煤炭产能有望分别增加4.3和4.5亿吨至38.4和42.9亿吨。

对照国家煤矿安全监察局公布2010年数据：当时全国共有在籍煤矿15119处，总生产能力36.91亿吨；其中在建项目有7039个，新增产能15.03亿吨。按照3—4年建设期，我们判断，15亿吨在建产能有望3—4年内释放，每年大约释放4—5亿吨。

## 2.2. 新增产能中 90%仍将来自三西地区

从各省的历年投资和对应新增产能看，2012年煤炭增量的主要来源地仍将位于三西地区（包括山西，陕西，内蒙三地）。

**图表 7：投资额与新增产出**

| 投资额（亿元） | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 山西陕西内蒙  | 405   | 581   | 761   | 1,024 | 1,326 |
| 安徽山东河南  | 358   | 379   | 459   | 539   | 614   |
| 西南      | 122   | 150   | 181   | 261   | 338   |
| 甘肃宁夏新疆  | 62    | 86    | 133   | 160   | 260   |
| 其他      | 176   | 225   | 241   | 378   | 519   |
| 总计      | 1,124 | 1,421 | 1,775 | 2,362 | 3,057 |

| 当年煤炭产出（万吨） | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 山西陕西内蒙     | 135848 | 151635 | 188843 | 229494 |
| 安徽山东河南     | 45696  | 50264  | 45946  | 48088  |
| 西南         | 32044  | 35777  | 37751  | 37423  |
| 甘肃宁夏新疆     | 13980  | 18315  | 21471  | 24607  |
| 其他         | 44014  | 48998  | 47312  | 45792  |
| 总计         | 271583 | 304989 | 341322 | 385404 |

资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

按照三年投资期对应，以2009年的投资推算2012年的产量。由于2009年整合小煤矿的投入大量增加，09年的吨煤投资相对08年会更高一些。

**图表 8：吨煤投资额还将增长**

|         | 2005 投资  | 2006 投资  | 2007 投资  | 2008 投资  | 2009 投资  |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位（元/吨） | /2008 产出 | /2009 产出 | /2010 产出 | /2011 产出 | /2012 产出 |
| 山西陕西内蒙  | 273      | 368      | 204      | 252      | 320      |
| 安徽山东河南  | 1059     | 829      | -1063    | 2517     | 2,768    |
| 西南      | -3632    | 402      | 915      | -7957    | -8,753   |
| 甘肃宁夏新疆  | 527      | 198      | 422      | 509      | 559      |

|    |      |     |       |       |        |
|----|------|-----|-------|-------|--------|
| 其他 | 8506 | 451 | -1432 | -2488 | -2,488 |
| 总计 | 584  | 425 | 488   | 536   | 666    |

资料来源：东方证券研究所

按照我们对 2008 和 2009 年吨煤投资的估算，2011 和 2012 年全国净增煤炭产能 4.4 和 4.6 亿吨。三西地区分别增加 4.06 和 4.15 亿吨。分别占到全国增量的 92%和 90%。

**图表 9：投资新增煤炭产能**

|        | 投资（亿元） |       | 产出增长（万吨） |        | 吨产出投资（元/吨） |           |
|--------|--------|-------|----------|--------|------------|-----------|
|        | 2008   | 2009  | 2011     | 2012   | 2008-2011  | 2009-2012 |
| 山西陕西内蒙 | 1,024  | 1,326 | 40,651   | 41,478 | 252        | 320       |
| 安徽山东河南 | 539    | 614   | 2,143    | 2,216  | 2517       | 2768      |
| 西南     | 261    | 338   | -328     | -387   | -7957      | -8753     |
| 甘肃宁夏新疆 | 160    | 260   | 3,136    | 4,646  | 509        | 559       |
| 其他     | 378    | 519   | -1,520   | -2,088 | -2488      | -2488     |
| 总计     | 2,362  | 3,057 | 44,082   | 45,866 | 536        | 666       |

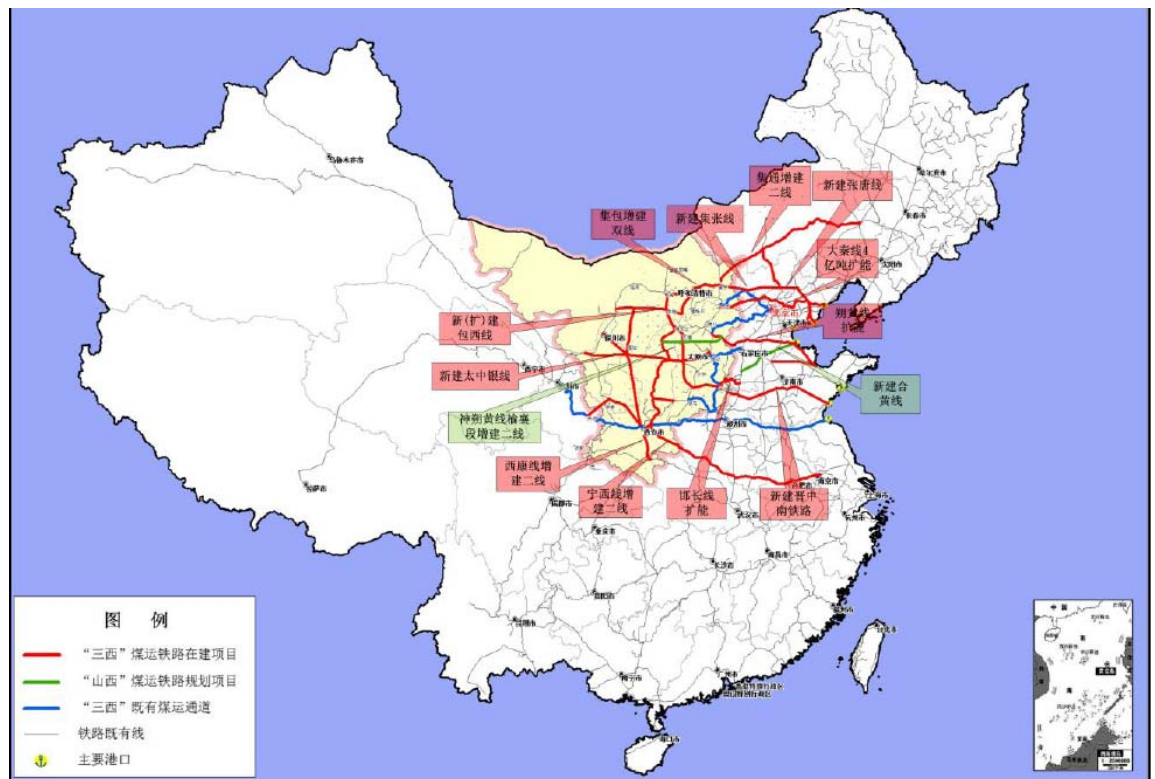
资料来源：WIND 东方证券研究所

## 2.3. 铁路瓶颈导致三西地区 0.72 亿吨新增产能无法调出

由于 2012 年的主要增量仍然集中在三西地区，虽然三西地区的道路交通建设规划很多，但短期新增线路几乎没有，无法满足外运需求的增长，预计 2012 年的运输瓶颈将非常明显。

### 2.3.1 铁路无新增线路，现有运能大多已经饱和

从目前规划和在建的铁路看，主要铁路运能扩张和释放都将在 2013 年后期到 2014 年，其中新建铁路包括集宁-张家口-唐山，中南大通道，邯黄铁路等都将在 2014 年投产，扩建的铁路包括朔黄，侯月由于集运和其他货运较多问题对煤运提升也不多，陇海，西康，宁西 2012 年以后可能陆续有增量释放。另外，由于近期铁路部门负债率较高，金融机构对其放款比较谨慎，加之高铁事故后，铁路方面的基建投资（包括各客货运专线的修建）都已减缓，未来扩能和新建的速度可能慢于预期。

**图表 10：全国铁路规划图**


资料来源：铁道部 东方证券研究所

大秦铁路：截至 11 月 10 日，大秦铁路累计运煤炭量已达到 3.76 亿吨，接近去年年运量 4 亿多吨，其中 11 月 10 日单日运量达 128.2 万吨，再创入冬煤炭运输新高。2011 年有望达到 4.3 亿吨，2012 年很难再提升，预计达到 4.5 亿吨运能。

风沙大：2014 张唐线建成后客货分流，有望扩大到 6000 万吨

集通：正在实施复线扩能，双线电气化达到后能扩至 5000 万吨以上

朔黄：3.5 亿吨运能已获批，可继续扩至 4 亿吨。截至 2011 年 11 月 8 日 18:00，朔黄铁路公司共完成运量 15109.8 万吨，完成年计划任务 1.7 亿吨的 88.9%，受集运资源影响，2012 年增量不多。

集宁—张家口—唐山：其中张家口到集宁段已经于 2011 年 4 月开通，张家口到唐山预计 2014 年建成

石太线：2009 年石太线客货分流已经形成，逐步达到 9000 万吨

邯长铁路：双线电气化预计 2012 年建成，逐步扩能到 13000 万吨

和邯黄：2010 年 4 月开工，3 年建设期，预计 2014 年建成。

太焦线：依靠牵引改进，有望实现 8500 万吨运能

侯月：运能已经达到 2 亿吨，其中煤运能力有望达到 1.5 亿吨，目前煤运量在 8000 万吨左右，主要是集运线路仍有待改进。

陇海线：2012 年郑州到徐州客运专线开通后有望缓慢增加至 5000 万吨运能，

西康铁路：2009 年底开工，预计 2012 年底双线电气化完成，有望逐步增加至 5000 万吨运能。

宁西铁路：之前规划 2012 年完工复线改造，但最新计划是 2014 年完工，有望增加 5000 万吨运能。

**图表 11：三西地区外运通道运能预测**

| 三西外运通道（万吨） | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013    | 2014    | 2015    |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 北通道        | 49,053 | 59,900 | 64,400 | 67,800 | 71,500  | 80,000  | 87,500  |
| 大秦铁路       | 31,543 | 40,000 | 43,000 | 45,000 | 47,000  | 50,000  | 50,000  |
| 风沙大铁路      | 1,190  | 2,000  | 2,000  | 2,000  | 2,000   | 3,000   | 4,500   |
| 京原铁路       | 574    | 1,000  | 1,200  | 1,300  | 1,500   | 2,000   | 2,000   |
| 集通铁路       | 802    | 900    | 900    | 1,000  | 1,000   | 1,000   | 3,000   |
| 朔黄铁路       | 14,944 | 16,000 | 17,300 | 18,500 | 20,000  | 24,000  | 28,000  |
| 集宁-张家口-唐山  |        |        |        | 500    | 1,000   | 2,000   | 4,000   |
| 中通道        | 5,947  | 8,000  | 8,500  | 9,000  | 12,000  | 15,000  | 19,500  |
| 石太铁路       | 5,000  | 7,000  | 7,500  | 8,000  | 9,000   | 9,000   | 9,000   |
| 邯长铁路       | 947    | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 3,000   | 5,000   | 9,000   |
| 和邯黄铁路      |        |        |        |        |         | 1,000   | 1,500   |
| 南通道        | 14,620 | 18,376 | 18,659 | 19,659 | 24,800  | 29,500  | 35,500  |
| 太焦铁路       | 5,328  | 6,000  | 6,000  | 6,000  | 6,500   | 7,500   | 8,500   |
| 侯月铁路       | 6,387  | 8,876  | 8,959  | 9,459  | 12,000  | 13,000  | 15,000  |
| 陇海铁路       | 1,720  | 1,700  | 1,900  | 2,200  | 3,000   | 4,000   | 5,000   |
| 西康铁路       | 153    | 500    | 500    | 700    | 1,300   | 2,000   | 3,000   |
| 宁西铁路       | 1,032  | 1,300  | 1,300  | 1,300  | 2,000   | 3,000   | 4,000   |
| 中南大通道      |        |        |        |        |         | 3,000   | 6,000   |
| 合计         | 69,620 | 86,276 | 91,559 | 96,959 | 109,300 | 129,500 | 152,500 |
| 年度增量       | 3,354  | 16,656 | 5,283  | 5,400  | 12,341  | 20,200  | 23,000  |

资料来源：铁道部 东方证券研究所

### 2.3.2 内蒙主要外运公路仍然要 2014 年才能建成

近些年，内蒙煤炭增量较多，铁路瓶颈严重制约了当地生产，因此，内蒙的公路运输就成为另一种备选方式，目前内蒙现有的运煤大通道只有京藏高速，2010 年大堵车并改扩建后，运输能力增加了很多，今年内蒙的公路煤炭出区运量有望达到 2.2 亿吨，大幅超过去年的 1 亿吨。虽然 2011—2012 年京藏高速仍在改进，但再提升的空间已经不大，目前该公路堵车已经非常频繁。内蒙 2011 年 4 月新建的煤运通道京新高速计划工期 3 年，建成预计要到 2014 年，短期无法贡献运能。

**图表 12：内蒙地区主要公路运输线路图**


注：G6 就是京藏高速

资料来源：东方证券研究所

### 2.3.3 三西煤炭 2012 年新增煤炭调运需求 2.34 亿吨

参考前面的预期产能，2012 年三西地区新增产能 4 亿吨以上，按照 2010 年和 2011 年三西地区调出量/三西地区产量的比值 57%，预计 2012 年新增 4 亿吨产能中调出需求为 2.34 亿吨，

**图表 13：三西地区新增的外运煤炭需求**

| 调出需求（万吨） | 2007    | 2008    | 2009    | 2010(1-8) | 2010    | 2011(1-8) | 2011E   | 2012E   |
|----------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|---------|---------|
| 全国产量     | 252,342 | 271,583 | 304,989 | 217,043   | 341,322 | 246,063   | 385,404 | 431,271 |
| 全国铁路运量   | 12.2    | 13.4    | 13.3    | 102,277   | 15.7    | 113,546   | 17.8    | 19.3    |
| 三西产量     | 118,028 | 132,249 | 151,635 | 117,038   | 188,843 | 143,388   | 229,494 | 270,972 |
| 三西调出量/产量 | 69%     | 65%     | 60%     | 61%       | 57%     | 60%       | 57%     | 57%     |
| 三西区调出量   | 81,044  | 85,637  | 90,852  | 71,639    | 107,432 | 86,187    | 129,859 | 153,274 |
| 三西需调出增量  | 9,886   | 4,593   | 5,215   |           | 16,580  |           | 22,427  | 23,415  |

资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

### 2.3.4 三西 2012 年新增运能仅 1.62 亿吨

从我们统计的数据看，2012 年全国铁路公路运力扩张都很少，其中全国在建铁路主要集中在 2013 年后投产（假设新建铁路不因为铁路缺钱停建），内蒙地区新建的主要煤运通道京新高速最快也要 2013 年底才能建成。

**图表 14：三西地区新增外运能力低于外运需求**

|                    | 2008   | 2009E  | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 三西调出需求增量（万吨）       | 4,593  | 5,215  | 16,580  | 22,427  | 23,415  |
| <b>1. 三西铁路运力</b>   |        |        |         |         |         |
| (1) 蒙东             | 6,000  | 8,500  | 13,000  | 17,302  | 21,604  |
| (2) 蒙西、山西、陕西       | 2008   | 2009   | 2010    | 2011    | 2012    |
| 北通道合计              | 45,745 | 49,053 | 59,900  | 64,400  | 67,800  |
| 大秦铁路               | 30,624 | 31,543 | 40,000  | 43,000  | 45,000  |
| 风沙大铁路              | 937    | 1,190  | 2,000   | 2,000   | 2,000   |
| 京原铁路               | 574    | 574    | 1,000   | 1,200   | 1,300   |
| 集通铁路               | 1,069  | 802    | 900     | 900     | 1,000   |
| 朔黄铁路               | 12,540 | 14,944 | 16,000  | 17,300  | 18,500  |
| 中通道合计              | 6,894  | 6,894  | 9,000   | 9,500   | 10,000  |
| 石太铁路               | 5,947  | 5,947  | 8,000   | 8,500   | 9,000   |
| 邯长铁路               | 947    | 947    | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| 南通道合计              | 14,574 | 14,620 | 18,376  | 18,659  | 19,659  |
| 太焦铁路               | 5,328  | 5,328  | 6,000   | 6,000   | 6,000   |
| 侯月铁路               | 6,341  | 6,387  | 8,876   | 8,959   | 9,459   |
| 陇海铁路               | 1,720  | 1,720  | 1,700   | 1,900   | 2,200   |
| 西康铁路               | 153    | 153    | 500     | 500     | 700     |
| 宁西铁路               | 1,032  | 1,032  | 1,300   | 1,300   | 1,300   |
| 中南大通道              |        |        |         | -       | -       |
| 集张铁路               |        |        |         | -       | 500     |
| <b>铁路合计</b>        | 73,213 | 79,067 | 100,276 | 109,861 | 119,563 |
| 铁路运力增量             | -1,380 | 5,854  | 21,209  | 9,585   | 9,702   |
| <b>2. 三西公路运力</b>   | 18,743 | 18,166 | 23,419  | 37,508  | 43,988  |
| 公路出区增量             | 1,000  | 1,000  | 5,253   | 14,088  | 6,481   |
| <b>3. 总计三西运能增量</b> | -380   | 6,854  | 26,462  | 23,673  | 16,183  |
| <b>需调出量-运能增量</b>   | 4,973  | -1,640 | -9,881  | -1,246  | 7,232   |

资料来源：内蒙古政府 国家经济运行调节局 铁道部 东方证券研究所

从往年的运输数据看，2010 年铁路为三西地区的调出作了主要贡献，2011 年公路为新增调出量做了大量贡献。而此两项在 2012 年的新增量都很少。参看上表：2010 年三西地区铁路调出增量主要来自大秦线 3.5 亿吨到 4 亿吨扩能（受经济危机影响 2009 年全国煤炭需求本身较弱，09 年仅运了 3.3 亿吨，给 2010 年 4 亿吨的运力留足了空间），2010 年三西地区铁路运量一共增加了 2.1 亿吨，而 2011 年运输主要依靠公路增量，其中 2011 年前 9 个月仅内蒙的公路出区量已经较 2010 年同期增加了 9000 万吨，2011 全年增量有望达到 1.2 亿吨，因此，2010 年靠铁路增量，2011 靠公路增量的煤运现状在 2012 年很可能成为煤炭供给的瓶颈。

## 2.4 运能缺口导致 2012 年煤炭供需基本平衡

运输条件制约有效供给，2012 年全国煤炭产能 42.9 亿吨，扣除 0.72 亿吨的运力瓶颈，实际有效供给 42.18 亿吨，其与 2012 年全国煤炭需求 43.84 亿吨的差额 1.66 亿吨需要靠进口来补足。

图表 15：全国供需基本平衡

|                              |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：万吨                        | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
| <b>需求</b>                    | 239216 | 258641 | 281096 | 308946 | 356138 | 399432 | 438339 |
| <b>YOY</b>                   |        | 8.1%   | 8.7%   | 9.9%   | 15.3%  | 12.2%  | 9.7%   |
| 国内供给                         | 237300 | 252600 | 280200 | 297300 | 341000 | 384261 | 429159 |
| 国内有效供给                       | 237300 | 252600 | 280200 | 297300 | 341000 | 384261 | 421928 |
| 净进口                          | -2500  | -219   | -503   | 9800   | 14600  | 15000  | 16000  |
| <b>国内有效总供给</b>               | 234800 | 252381 | 279697 | 307100 | 355600 | 399261 | 437928 |
| <b>YOY</b>                   |        | 7.5%   | 10.8%  | 9.8%   | 15.8%  | 12.3%  | 9.7%   |
| <b>社会库存</b>                  | 14448  | 14905  | 19065  | 16934  | 20631  | 23139  | 25393  |
| 库存/需求                        | 6.0%   | 5.8%   | 6.8%   | 5.5%   | 5.8%   | 5.8%   | 5.8%   |
| <b>缺口（需求-有效供给+净出口+库存增加量）</b> |        | 6717   | 5559   | -285   | 4235   | 2679   | 2665   |
| 缺口/需求                        |        | 2.6%   | 2.0%   | -0.1%  | 1.2%   | 0.7%   | 0.6%   |
| <b>秦皇岛 5800KC 煤价</b>         | 438    | 481    | 767    | 621    | 788    | 867    | 910    |
| <b>YOY</b>                   |        | 9.8%   | 59.5%  | -19.0% | 26.9%  | 10.0%  | 5.0%   |

资料来源：WIND 煤炭资源网 东方证券研究所

## 2.5 特高压（三横三纵以及新疆特高压规划）对煤炭的替代效应并不明显

随着晋东南到武汉特高压的成功建成和营运，我国拥有了首条火电交流特高压输电示范线路，在有了经验以后，国家三横三纵一环网便开始了大规模的建设。初步预计这些火电线路的建成期在 2013-2014 年。从 2009 年晋东南到武汉特高压的运营情况看，该项目最大输出功率是 2600MW，2010 年 1 月对该工程改建后该项目有望在 2012 年达到 5000MW，等效与年输送煤炭 1400 万吨。自 2009 年 1 月建成投运至今，累计送电 209 亿千瓦时。

图表 16：三横三纵特高压对煤炭的替代效应

|    | 线路    | 功率（万千瓦） |     |      | 送电量（亿度） | 等效减少煤炭运输（亿吨） |      |      |
|----|-------|---------|-----|------|---------|--------------|------|------|
|    |       | 目前      | 中性  | 乐观   |         | 目前           | 中性   | 乐观   |
| 三纵 | 锡盟-南京 | 245     | 500 | 1000 | 134.5   | 0.07         | 0.14 | 0.28 |
|    | 张北-南昌 | 245     | 500 | 1000 | 134.5   | 0.07         | 0.14 | 0.28 |
|    | 蒙西-长沙 | 245     | 500 | 1000 | 134.5   | 0.07         | 0.14 | 0.28 |
|    | 蒙西-潍坊 | 245     | 500 | 1000 | 134.5   | 0.07         | 0.14 | 0.28 |
| 三横 | 晋中-徐州 | 245     | 500 | 1000 | 134.5   | 0.07         | 0.14 | 0.28 |
|    | 雅安-皖南 | 245     | 500 | 1000 | 134.5   | 0.07         | 0.14 | 0.28 |

|        |    |     |     |      |       |      |      |      |
|--------|----|-----|-----|------|-------|------|------|------|
| 淮南—苏州— |    |     |     |      |       |      |      |      |
| 一环网    | 淮南 | 245 | 500 | 1000 | 134.5 | 0.07 | 0.14 | 0.28 |
| 合计     |    |     |     |      |       | 0.47 | 0.96 | 1.93 |

资料来源：国家电网 东方证券研究所

以特高压改建后的输电功率预期 2011，2012，2013 年的三西地区等效输煤 0.07，0.14，0.14 亿吨，对煤炭运输格局的改善并不太大。尤其 2012 年特高压的电源点处于山西晋东南，当地煤炭产能并没有积压运不出去的问题，实际替代运输的效应更不明显。假如 2015 年六条线路完全竣工并达到理论值，等效减少煤炭运输近 1 亿吨。

**图表 17：特高压对煤炭运输替代的年度预测**

| 火电线路（单位：亿吨） | 等效输煤能力 | 建成时间 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------|--------|------|------|------|------|------|------|
| 锡盟—南京       | 0.14   | 2014 |      |      |      | 0.07 | 0.14 |
| 锡盟—南京       | 0.14   | 2014 |      |      |      | 0.07 | 0.14 |
| 张北—南昌       | 0.14   | 2014 |      |      |      | 0.07 | 0.14 |
| 蒙西—长沙       | 0.14   | 2014 | 0.07 | 0.14 | 0.14 | 0.14 | 0.14 |
| 蒙西—潍坊       | 0.14   | 2014 |      |      |      | 0.07 | 0.14 |
| 晋中—徐州       | 0.14   | 2014 |      |      |      | 0.07 | 0.14 |
| 淮南—苏州—淮南    | 0.14   | 2014 |      |      |      | 0.07 | 0.14 |
| 合计          | 0.96   |      | 0.07 | 0.14 | 0.14 | 0.56 | 0.98 |

资料来源：国家电网 东方证券研究所

除了三西地区特高压建设代替煤炭输出，新疆地区十二五期间也已经规划了两条 800 千伏直流特高压，一条是从哈密到郑州，另一条是从准东到重庆，合计输送能力相当于 3000 万吨煤，除此以外，新疆还有哈密到安西 750 千伏超高压，但输电距离较近，不能转送内地，因此我们不予列出。

**图表 18：新疆特高压对煤炭运输的替代预测**

| 火电线路  | 等效输煤能力 | 建成时间 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------|--------|------|------|------|------|------|------|
| 哈密—郑州 | 0.15   | 2013 |      |      | 0.08 | 0.15 | 0.15 |
| 准东—重庆 | 0.15   | 2015 |      |      |      |      | 0.08 |
| 合计    | 0.30   |      |      |      | 0.08 | 0.15 | 0.23 |

资料来源：国家电网 东方证券研究所

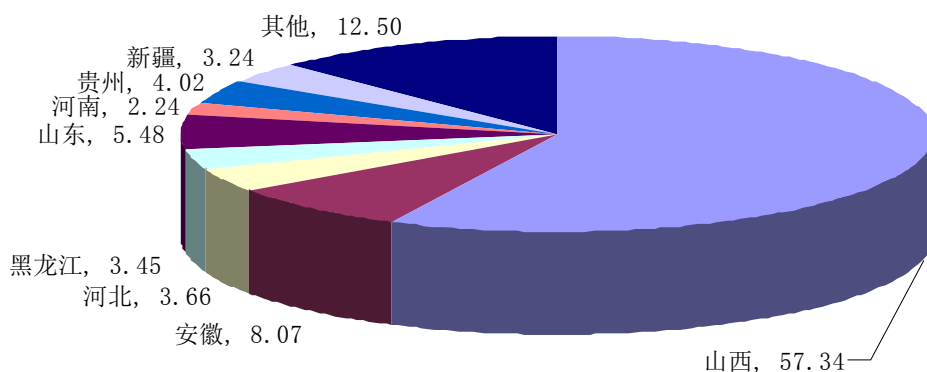
### 3、焦煤资源稀缺，长期看好

#### 3.1 焦煤资源稀缺，已被列入保护性开采

我国焦煤探明保有储量 2607.3 亿吨，占全国资源总量的 27.6%。用于炼焦的主要强粘结性品种主焦煤和肥煤尤为稀缺，其在焦煤中的占比较小，弱粘结性的气煤比例较大，各煤种比例分别为：主焦煤占 17%，肥煤占 13%，瘦煤占 12%，气煤占 56%，未分牌号的煤占 2%。

我国焦煤主要分布在山西，占比达到全国总量的 57%，政府已经开始针对焦煤资源的保护性开采，未来焦煤的资源属性将更加明显。

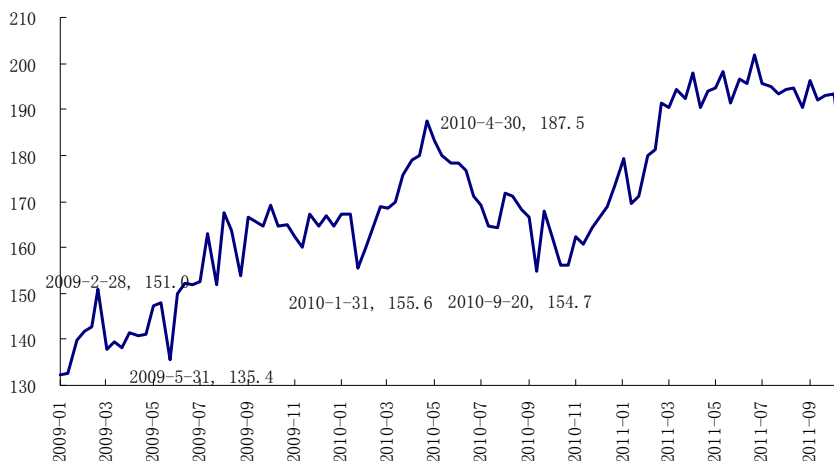
**图表 19：各省焦煤资源占比**



资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

#### 3.2 受 2012 年经济增速回落影响，焦煤需求增速下滑至 5%

近期焦煤价格略有下滑，主要是经济增速下滑导致粗钢产量从 190 万吨/天下滑至 170 万吨，打破了原有的供需平衡格局，预计随着经济回暖，焦煤价格有望在 2012 年 2 季度到 3 季度获得回升。

**图表 20：钢铁产量增速的明显下滑导致近期焦煤需求疲软**


资料来源：我的钢铁 东方证券研究所

虽然 2012 年经济增速相对 2011 年下滑，但近期李克强提到：2012 年要发挥保障房建设惠民生、稳房价、扩内需、促发展的多重作用，指出 2012 年不仅首先要努力完成今年的结转项目，使其如期竣工交付使用，各地还要根据自身实际，新开工相当数量的保障房，因此，预计 2012 年钢铁需求增速不会下滑太多，预计全年增速在 7% 左右，全年焦煤需求 6.2 亿吨，

**图表 21：粗钢和焦炭预测焦煤需求量**

|           |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位：万吨     | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
| 粗钢产量      | 41878 | 48924 | 50049 | 56784 | 62696 | 68339 | 73122 |
| 增速        | 19.9% | 16.8% | 2.3%  | 13.5% | 10.4% | 9.0%  | 7.0%  |
| 焦炭需求/粗钢产量 | 0.64  | 0.64  | 0.62  | 0.61  | 0.61  | 0.64  | 0.64  |
| 焦炭表观消费量   | 26654 | 31364 | 31146 | 34463 | 38475 | 43436 | 46477 |
| 焦煤/焦炭     | 1.47  | 1.47  | 1.46  | 1.40  | 1.41  | 1.36  | 1.33  |
| 焦煤需求量     | 39300 | 46000 | 45600 | 48242 | 54427 | 59100 | 61972 |
| 需求增速      |       | 17%   | -1%   | 6%    | 13%   | 9%    | 5%    |

资料来源：WIND 东方证券研究所

### 3.3 国内焦煤供给增速 2012 年将减缓至 5.4%

国内焦煤供给未来增长速度有望减缓，近两年国内焦煤的主要增量 50% 来自山西的吕梁和临汾，目前该地区产能已经超过 2008 年整合前的产能，未来年均 50% 的高增速未来难以持续。2012 年全年焦煤产量增速有望从 2011 年的 9.4% 下滑至 2012 年的 5.4%。

2010 年山西的吕梁和临汾两地的煤炭产出增量 1900 万吨贡献了全国增量 4900 万吨的 40%，而 2011 年前 10 个月该两地又贡献了 0.97 亿吨的产量，预计其全年有望贡献 1.28 亿吨，较 2010 年增加

2336 万吨，占全国产量增量的 50%，而 2011 年两市的产量已经大幅超越 2007 年和 2008 年整合前的产量，09 年关停小煤矿的缺口已被填平，未来两市的增长速度将明显放缓，也将影响全国焦煤产量增速。

**图表 22：吕梁临汾高增速未来难以持续**

| 单位：万吨     | 2006  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010  | 2011   | 2012   |
|-----------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 山西吕梁非重点   | 4,095 | 6,632  | 6,168  | 2,720  | 4,887 | 7,119  |        |
| 吕梁重点产量    |       |        | 311    | 389    | 486   | 457    |        |
| 山西临汾非重点   | 4,035 | 3,366  | 2,104  | 1,450  | 2,384 | 3,757  |        |
| 临汾重点产量    |       |        | 369    | 462    | 759   | 1,430  |        |
| 吕梁临汾总产量   | 8,130 | 10,331 | 8,953  | 5,021  | 8,516 | 12,764 | 14,679 |
| 吕梁临汾焦精煤产量 | 4,472 | 5,682  | 4,924  | 2,761  | 4,684 | 7,020  | 8,073  |
| YOY       | 13.3% | 27.1%  | -13.3% | -43.9% | 69.6% | 49.9%  | 15.0%  |

资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

### 3.4 焦煤净进口有望继续增加，2012 全年焦煤供需基本平衡

2011 年前九个月中国进口了蒙古焦煤 1300 万吨，大幅超过从澳洲进口的 626 万吨，进口蒙古的煤炭主要是 1/3 焦煤（配焦煤），对国内主焦煤市场冲击不算太大。但 2012 年澳洲水灾影响减小以及蒙古产量的继续增加，国内焦煤进口有可能还将增加，预计 2012 年全年有望达到 5000 万吨。

综合预计 2012 年全国焦煤供给 6.24 亿吨，略低于全国需求，由于 2012 年一季度可能处于经济低点，焦煤涨价的可能不大，但之后若经济好转，二季度焦煤供需形势有望好转。

**图表 23：焦煤供给和焦煤缺口**

| 单位：万吨             | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 吕梁临汾焦精煤产量         | 4,472  | 5,682  | 4,924  | 2,761  | 4,684  | 7,020  | 8,073  |
| YOY               | 13.3%  | 27.1%  | -13.3% | -43.9% | 69.6%  | 49.9%  | 15.0%  |
| 其他地区焦精煤产量         | 34,729 | 40,018 | 40,276 | 42,139 | 45,116 | 47,480 | 49,379 |
| YOY               |        | 15.2%  | 0.6%   | 4.6%   | 7.1%   | 5.2%   | 4.0%   |
| 全国焦煤产量            | 39200  | 45700  | 45200  | 44900  | 49800  | 54500  | 57452  |
| YOY               |        | 16.6%  | -1.1%  | -0.7%  | 10.9%  | 9.4%   | 5.4%   |
| 焦煤进口              | 500    | 600    | 700    | 3442   | 4727   | 4700   | 5000   |
| 焦煤出口              | 400    | 300    | 300    | 100    | 100    | 100    | 100    |
| 焦煤净进口             | 100    | 300    | 400    | 3342   | 4627   | 4600   | 4900   |
| 焦煤供给量<br>(产量+净进口) | 39300  | 46000  | 45600  | 48242  | 54427  | 59100  | 62352  |
| 缺口 (需求/供给-1)      | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | -0.6%  |

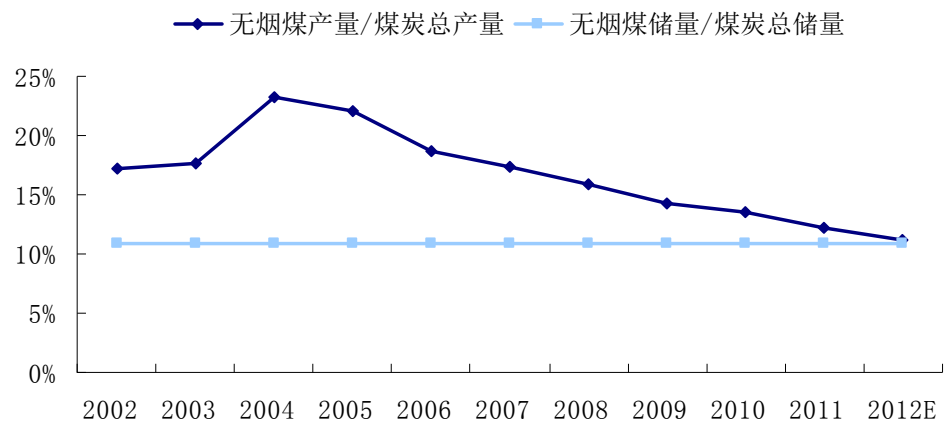
资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

## 4、无烟煤公司值得长期投资

### 4.1 无烟煤储采比低于行业平均，近年供给增量非常少

我国无烟煤总储量仅占全国煤炭储量的 11%，优质矿井大部分已经开采，新增产能较少，在煤炭总产量中比重不断下降。

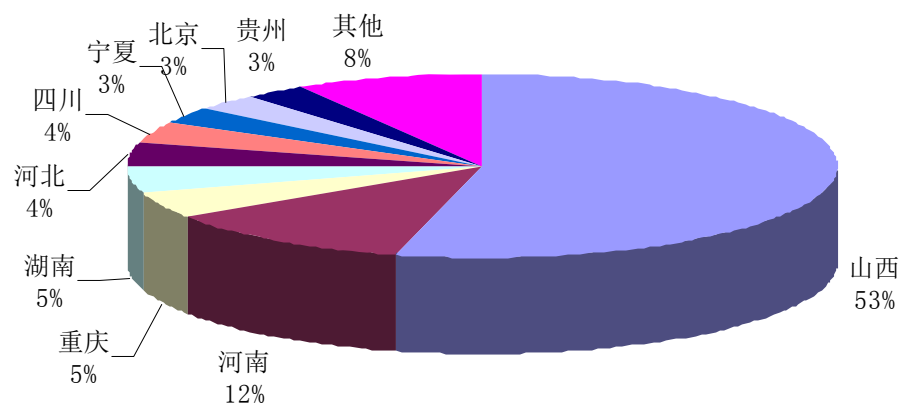
图表 24：储量较少导致无烟煤产量增长缓慢，占比不断下降



资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

我国无烟煤储量分布在山西的晋城、阳泉；河南的焦作、郑州；贵州的毕节地区等。从储量分布上看，山西地区的无烟煤储量最为丰富。

图表 25：全国无烟煤资源分省占比图

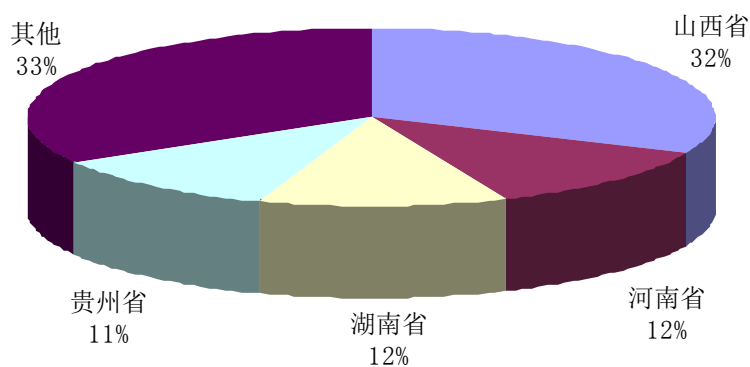


资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

无烟煤产区主要分布在山西，河南，湖南，贵州等地，全国无烟煤总产量 2009 年 4.3 亿吨，其中山西无烟煤产量 1.35 亿吨，占到全国 32%，河南贵州产量占比 12%和 11%（参见下图）。但河南

当地地质条件决定其无烟煤成块率较低，而贵州省和四川省的无烟煤多属高硫至特高硫煤，使用范围比较有限；另外，我国多数地区的无烟煤并不具备优质无烟煤的性质，像黑龙江，江西，湖南等地很多无烟煤的热值仅有 4000—5000KC，只能用于发电。优质的用于化工的无烟块煤非常稀缺，其产量远小于无烟煤总产量。山西晋城矿区、阳泉矿区；宁夏汝箕沟矿区、河南焦作矿区、永城矿区；北京京西矿区是我国优质无烟煤的六大主要矿区，近年基本没有新增矿区。预计 2009 年全国优质无烟块煤产量 7600 万吨，山西地区的优质无烟块煤大约能占到全国总量的 42%。河南贵州能占到 23%。

**图表 26：各省无烟煤产量占比图**



资料来源：煤炭资源网 东方证券研究所

## 4.2 优质无烟煤需求仍然旺盛，2012 仍有涨价空间

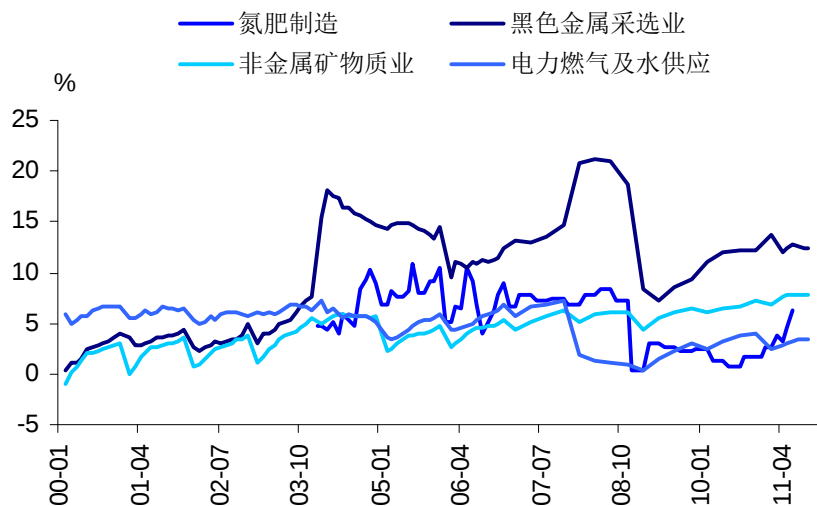
国家 2007 年开始不鼓励、不批准天然气生产化肥的项目，因此，近年煤炭生产化肥的装置投产较多，未来化工行业无烟煤需求仍存扩大空间，但另一方面，烟煤制化肥也正在发展，且成本相对较低，烟煤也有望继续替代无烟煤，

今年化肥涨价主要是高涨的国际市场化肥价格带动了国内化肥价格，2012 年国内天然气涨价预期也相当强烈，天然气制化肥成本提高也将有利于煤制化肥行业。

**图表 27：国际尿素价格带动国内尿素价格**

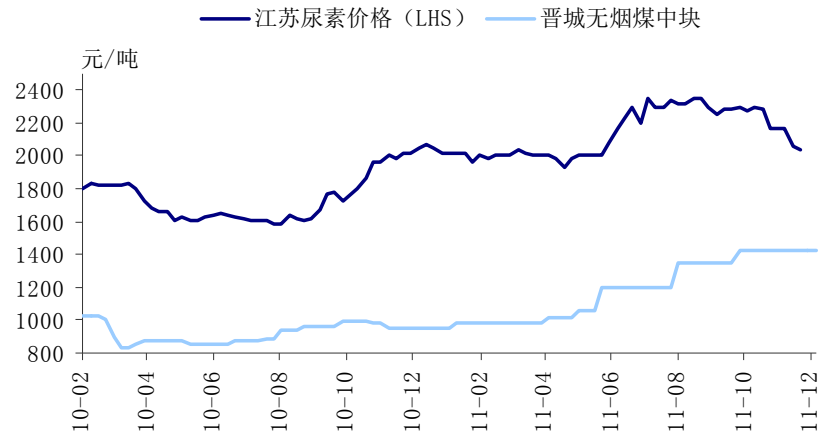

资料来源：中华商务网 东方证券研究所

由于国家不鼓励天然气制化肥，西气东输更是减弱了国内尿素用天然气的供给，天然气制化肥的产量占比有望继续降低，2012 年国内无烟煤制尿素仍有扩大市场份额的空间。

**图表 28：氮肥行业利润率有所好转**


资料来源：WIND 东方证券研究所

供给紧张导致化肥行业盈利好转，进一步为其上游无烟煤提价打开空间，从 2012 年的供需面看，无烟煤有继续提价的可能。

**图表 29：尿素价格和无烟煤成本**


资料来源：煤炭资源网 中华商务网 东方证券研究所

## 5、公司推荐

结合之前分析，2012 年我们对行业的推荐配置是：无烟煤公司和动力煤中合同比例高的公司，如果 2012 年 2 季度经济增速回升，可考虑配置焦煤和现货动力煤（若当时不再限制动力煤现货价）。

个股上看好：兰花科创（买入），平煤股份（买入），山煤国际（买入），中国神华（买入）；同时建议关注中煤能源（未评级），永泰能源（未评级）。

**图表 30：主要上市公司 EPS 和 PE 估值表**

|      |      | EPS  |      |      | PE   |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
|      | 股价   | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 炼焦煤  |      |      |      |      |      |      |      |
| 西山煤电 | 18.4 | 1.2  | 1.5  | 1.9  | 15.4 | 12.2 | 9.9  |
| 盘江股份 | 24.0 | 1.6  | 1.9  | 2.3  | 14.9 | 12.3 | 10.4 |
| 潞安环能 | 23.8 | 1.7  | 2.0  | 2.4  | 13.9 | 11.9 | 10.0 |
| 冀中能源 | 18.4 | 1.4  | 1.8  | 2.0  | 12.9 | 10.5 | 9.3  |
| 平煤股份 | 12.7 | 0.9  | 1.2  | 1.4  | 14.0 | 10.8 | 9.1  |
| 平均   |      |      |      |      | 14.2 | 11.5 | 9.7  |
| 无烟煤类 |      |      |      |      |      |      |      |
| 山煤国际 | 31.7 | 1.3  | 2.0  | 3.0  | 24.4 | 15.5 | 10.6 |
| 兰花科创 | 40.3 | 2.9  | 4.2  | 5.4  | 13.9 | 9.6  | 7.5  |
| 神火股份 | 11.7 | 0.7  | 1.1  | 1.5  | 16.7 | 10.6 | 7.8  |
| 国阳新能 | 18.0 | 1.3  | 1.5  | 1.7  | 14.1 | 12.3 | 10.9 |
| 昊华能源 | 39.9 | 1.4  | 1.7  | 1.9  | 27.6 | 23.4 | 21.1 |
| 平均   |      |      |      |      | 19.3 | 14.3 | 11.6 |

**动力煤类**

|      |      |     |     |     |      |      |      |
|------|------|-----|-----|-----|------|------|------|
| 兖州煤业 | 26.4 | 1.9 | 2.2 | 2.5 | 13.9 | 12.0 | 10.6 |
| 国投新集 | 15.3 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 21.5 | 17.1 | 13.9 |
| 中国神华 | 25.9 | 2.2 | 2.5 | 3.0 | 11.6 | 9.9  | 8.6  |
| 恒源煤电 | 16.0 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 14.1 | 12.5 | 11.7 |
| 中煤能源 | 9.45 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 13.5 | 11.3 | 9.2  |
| 大同煤业 | 14.8 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 18.5 | 15.8 | 14.0 |
| 平均   |      |     |     |     | 15.5 | 13.1 | 11.4 |

资料来源：WIND 东方证券研究所

## 6、风险因素分析

### 1、2012 年 GDP 增速可能低于我们预期

由于暂时仍看不到 2012 年明显的经济增长点，我们的根本假设是政策会微调并放松，且明年的保障性住房以及水利等投资增速会加速，达到部分替代 2012 年商品房等投资需求的下滑。如果政府并不放松偏紧的政策，2012 年的经济增速有可能低于我们预期。

### 2. 限价政策取消时间暂难确定

近期发改委出台煤炭限价政策，要求 2012 年动力煤合同价涨幅限制在 5%，2012 年港口和直达煤现货价保持在今年 4 月份的水平，准备在煤价稳定后取消，由于四月份的价格较目前的煤价低 40 元/吨，对 2012 年煤炭动力煤企业中现货煤比重较大的公司冲击会比较大。现货煤比例中：兖州煤业 75%，中国神华 50%，中煤能源 30%，大同煤业 20%，国投新集 18%，平煤股份 10%—20%，露天煤业 0%。对于限价令的取消时间，我们认为明年中期前存在较大可能。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)