

强烈推荐-A (维持)**山煤国际**600546.SH

目标估值: 30 元

当前股价: 21.96 元

2010 年 9 月 27 日

煤炭产量增速高，资产注入预期强**基础数据**

上证综指	2592
总股本(万股)	75000
已上市流通股(万股)	18073
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	35.4
资产负债率	80.5%
主要股东	山西煤炭进出口集团
主要股东持股比例	75.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-18	-9
相对表现	6	-5	-2

**相关报告**

- 1、《新矿逐步投产助推业绩增长》2010/8/12
- 2、《关注山西未来巨额投资需求带来的机会——煤炭行业 9 月份月报》2010/9/9

卢平

010-57601856
 luping@cmschina.com.cn
 S1090208050203

王培培

010-57601857
 wangpp@cmschina.com.cn
 S1090210030002

公司业务包括煤炭产销和煤炭贸易业务两类，煤炭产量成长性较好，且存在较强的资产注入预期，煤炭贸易板块盈利一般，但有可能有较高的业绩弹性。维持强烈推荐投资评级。

- **煤炭权益产量三年复合增速 42%:** 随着新建煤矿的逐步投产和在产煤矿的技改，未来公司的煤炭产量将保持较高的增长。我们预计公司 10-12 年煤炭产量分别为 640 万吨、940 万吨和 1230 万吨，同比分别增长 40%、47%和 31%，三年复合增速 39%。10-12 年权益煤炭产量分别为 446 万吨、691 万吨和 813 万吨，同比分别增长 57%、55%和 18%，三年复合增速 42%。
- **资产注入预期强。**借壳时，山煤集团承诺将与上市公司同业竞争的资产逐步注入到上市公司，集团可注入的煤炭资产主要是两块：
 - **山西省整合的 1910 万吨煤炭资产:** 山西省整合的煤矿资产需要时间完善各项产权手续和技改。如果进展顺利，年底就可能有部分煤炭资产满足注入的条件。根据已经进行的山西省整合煤炭权益情况分析，山煤集团整合的矿井权益至少 51%以上，也就是整合的煤炭资产权益产能至少大约 1000 万吨。
 - **内蒙古新建的 1000 万吨煤矿资产:** 可能需要等到建设完成后注入（新建矿井大约需要 3 年左右）。
- **煤炭贸易业务或具有较高的业绩弹性:** 公司每年大约拥有 3000 万吨的铁路运力指标，由于我国一直存在铁路瓶颈，铁路指标含金量一直很高。公司还每年拥有大约 500 万吨煤炭出口配指标，现在含金量稍差。目前煤炭贸易的吨煤净利大约 2 元/吨。我们认为，该块业务可能具有较高的业绩弹性。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:** 我们预计，公司 10-12 年每股收益为 1.15 元、1.66 元和 2.03 元，同比增长 40%、45%和 20%。维持公司强烈推荐的投资评级，主要理由是：本身业务具有较好的成长性，10-13 年权益产量复合增速 36%，EPS 复合增速 23%；资产注入预期强，集团承诺注入资产，年底或明年初就有部分整合的资产可能满足注入条件。煤炭贸易业务或具有较高的业绩弹性。
- **风险提示:** 资产注入进度低于预期，煤炭价格风险

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	21470	21006	31203	32627	34112
同比增长	634%	-2%	49%	5%	5%
营业利润(百万元)	1018	1381	1693	2469	3314
同比增长	14194%	36%	23%	46%	34%
净利润(百万元)	430	615	860	1249	1528
同比增长	6106%	43%	40%	45%	22%
每股收益(元)	0.57	0.82	1.15	1.66	2.04
PE	38.3	26.8	19.2	13.2	10.8
PB	9.2	6.5	5.2	4.0	3.1

资料来源：招商证券

正文目录

一、煤炭权益产量三年复合增速 42%	3
二、资产注入预期强	4
1、集团承诺资产注入	4
2、可注入煤炭资产分析	4
三、煤炭贸易板块或有较高业绩弹性	6
四、盈利预测和投资评级	7
1、盈利预测	7
2、投资评级	7

图表目录

表 1: 煤炭产量预测	3
表 2: 山西煤炭进出口集团尚未注入煤矿	5
表 3: 公司铁路运力指标	6
表 4: 公司出口配额指标	6
表 5: 煤炭贸易板块盈利情况	6
表 6: 公司盈利情况分解	7
表 7: 煤炭上市公司估值对比表	8

附：财务预测表	9
---------------	---

一、煤炭权益产量三年复合增速 42%

公司下辖五个煤业公司，核定产能（设计产能）1200 万吨（14 年技改后将达到 1380 万吨），随着新建煤矿的逐步投产和在产煤矿的扩能技改，未来公司的煤炭产量将保持较高的增长。

我们预计公司 10-12 年煤炭产量分别为 640 万吨、940 万吨和 1230 万吨，同比分别增长 40%、47%和 31%，三年复合增速 39%。

10-12 年权益煤炭产量分别为 446 万吨、691 万吨和 813 万吨，同比分别增长 57%、55%和 18%，三年复合增速 42%。

- 持股 75%的经坊煤业设计产能 240 万吨，正在逐步技改到 300 万吨，预计 10-12 年煤炭产量分别为 280 万吨、300 万吨和 300 万吨，
- 经坊煤业新近整合了庄子河煤业（51%）和镇里煤业两个公司（51%），设计产能 120 万吨和 90 万吨，预计 11 年仍处技改期，12 年有望达产。
- 持股 62.99%的凌志达煤业核定产能 120 万吨，由于工作面搬家，10-11 年煤炭产量低于产能，12 年有望达产，预计 10-12 年煤炭产量分别为 60 万吨、70 万吨和 120 万吨。
- 持股 51%的霍尔辛赫煤业（持股 62.99%的凌志达煤业也持有其 19%的股权）设计产能 300 万吨，预计 10 年 10 月份投产，预计 10-12 年煤炭产量分别为 100 万吨、300 万吨和 300 万吨，
- 持股 100%的铺龙湾煤业设计产能 120 万吨，也将在 10 年投产，预计 10-12 年煤炭产量分别为 70 万吨、120 万吨和 120 万吨，

表1：煤炭产量预测

单位：万吨	权益	煤种	保有储量	核定能力	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
经坊煤业	75%	贫瘦煤	28336	300	240	280	300	300	300
经坊庄子河煤业公司	51%	贫煤	8229	120				120	120
经坊镇里煤业公司	51%	贫煤	3906	90				90	90
凌志达煤业	62.99%	贫煤、无烟煤	8348	120	72	60	70	120	120
大平煤业	35%	贫煤	6618	150	130	130	150	180	180
霍尔辛赫煤业	51%	贫煤	47410	300	5.5	100	300	300	300
铺龙湾煤业	100%	气煤	6150	120	8.5	70	120	120	120
合计			108997	1200	456	640	940	1230	1230
产量同比增长					40%	40%	47%	31%	0%
权益量			79028	822	284	446	691	813	813
权益产量增速					51%	57%	55%	18%	0%

资料来源：招商整理，注：持股 75%的经坊煤业持有庄子河煤业和镇里煤业的股权皆为 51%。上市公司持有两个煤矿的权益按照 75%*51%=38.25%计算。

二、资产注入预期强

1、集团承诺资产注入

山煤集团业务主要分成三个板块：煤炭业务、高铁轮对和金融投资。

集团承诺可注入的资产主要是煤炭业务板块。而集团的煤炭业务主要是新近整合的山西省的地方煤矿和内蒙古新获得的煤炭资源。

借壳时，山煤集团承诺将与上市公司同业竞争的资产逐步注入到上市公司，承诺要点：

- 自重组完成后两年内完善 5 家托管公司瑕疵土地、资产的权属，并由上市公司根据其业务经营发展需要收购上述五家公司资产或股权（主要是煤炭贸易公司）；
- 在宁武洗煤厂建成投产、开展正常经营活动后，由上市公司根据业务经营发展需要收购其股权，如自本次重组完成后三年内，宁武洗煤厂仍无法正常开展经营活动，或虽正常经营但未能产生稳定的利润、难以满足注入上市公司的条件，山煤集团将采取关闭宁武洗煤厂或将其转让给独立第三方等措施，不再继续经营宁武洗煤厂；
- 在取得兼并重组煤矿的所有权、所购煤矿完成必要的改扩建建设、取得全部经营资质和资格、具备生产能力、建立了稳定的盈利模式、能够产生稳定利润或上市公司认为适当的时候，由上市公司根据其业务经营发展需要选择采取收购、委托经营或其他合法方式将该等煤矿资产或业务纳入上市公司或由上市公司经营管理；
- 在内蒙古华兴工贸公司煤田探明储量、取得了《采矿许可证》、煤矿矿山建设完成、取得全部经营资质和资格、具备生产能力、建立了稳定的盈利模式、能够产生稳定利润或上市公司认为适当的时候，由上市公司根据其业务经营发展需要选择采取收购、委托经营或其他合法方式将山煤集团持有的 60% 股权纳入上市公司或由上市公司受托行使相关权；
- 在本次重组完成后，上市公司认为获得大同鹤山精煤有限责任公司等 6 家山煤集团参股公司的股权对其经营发展有利，在其提出要求时，山煤集团将以合法、适当的方式将该等企业股权注入上市公司。履行情况：该承诺正在履行中，山煤集团正在积极完善 5 家托管公司的权属手续，正在按照山西省委、省政府的部署，积极推进煤矿兼并重组工作。

2、可注入煤炭资产分析

山煤集团的煤炭业务集产、运、销一体，拥有煤炭出口专营权、国内煤炭销售权和铁路运输计划单列权，并在 2009 年被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的七家主体之一，是山西省最大的煤炭企业集团之一。

在资源整合与兼并重组中，山煤集团共整合地方中小煤矿（不含上市公司）42 座，将建成近 15 座现代化的高效矿井。整合完成后，预计 3 年内整个集团可建成年产能 3000 万吨的动力煤、半无烟煤、焦煤、无烟煤四大煤炭生产基地，5 年内产能可达 5000 万吨。

- 山煤集团积极推进对大同左云地区 16 座矿井公司、忻州河曲地区 8 座矿井、长治地区 17 座矿井、临汾地区 11 座矿井、晋城沁水地区 1 座矿井等的整合，总共保有资源储量为 26.16 亿吨，集团整合的煤炭产能达到 1910 万吨（不含上市公司）。
- 另一方面，山煤集团获取了内蒙古自治区西乌珠穆沁旗吉林高勒浩沁煤田矿区的探矿权，正在进行勘探和办理相关开发手续，该矿区主要开采煤层估算资源量为 23.91 亿吨，设计建设年产 1000 万吨煤矿一座，煤种为褐煤。

集团可注入的煤炭资产主要是上述两块：

- 山西省整合的 1910 万吨煤炭资产
- ✓ **部分资产注入的时间大约在年底或明年：**山西省整合的煤矿资产需要时间完善各项产权手续和技改。我们判断，如果进展顺利的话，年底就可能有部分煤炭资产满足注入的条件。
- ✓ **权益产量大约 1000 万吨：**根据已经进行的山西省整合煤炭权益情况分析，山煤集团整合的矿井权益至少 51% 以上，也就是整合的煤炭资产权益产能至少约 1000 万吨。
- 内蒙古新建的 1000 万吨煤矿资产：可能需要等到建设完成后注入（新建矿井大约需要 3 年左右）。该矿煤种是褐煤，盈利能力低于公司目前的煤炭资产。

表2：山西煤炭进出口集团尚未注入煤矿

	整合后产能（万吨）	储量（亿吨）
一、山西省整合的煤炭资源		
1、蒲县万家庄煤业	120	
2、洪洞陆成煤业	90	
3、洪洞恒兴煤业	90	
4、左云高家窑煤业	150	
5、左云韩家洼煤业	90	
6、左云长春兴煤业	240	
7、左云东古城煤业	90	
8、山西铺龙湾煤业	120	
9、大同鹊山精煤公司	110	
10、左云草垛沟煤业	60	
11、左权鑫顺煤业	180	
12、左权宏远冀能煤业	120	
13、蒲县豹子沟煤业	90	
14、山西河曲山煤露天煤业	300	
15、鹿台山煤业	60	
小计	1910	26.16
二、内蒙吉林高勒浩沁煤田	1000	23.91
合计	2910	50.07

资料来源：招商整理，煤炭工业信息网

三、煤炭贸易板块或有较高业绩弹性

除了煤炭生产业务外，公司还有一块煤炭贸易业务，这是从前山煤国际集团的主业。

- 公司每年大约拥有 3000 万吨的铁路运力指标，由于我国一直存在铁路瓶颈，尤其是铁路一直是制约山西煤炭产量增长的主要因素，铁路指标含金量一直很高。
- 公司还每年拥有大约 500 万吨煤炭出口配指标，该指标以前含金量很高，现在含金量稍差。

公司每年煤炭的贸易量大约 4000-5000 万吨，煤炭贸易板块业务盈利能力一般，吨煤毛利大约在 10-30 元之间波动，而贸易的吨煤净利大约在 2 元/吨。每年对公司的净利润贡献大约仅有 1 个亿左右。

我们认为，该块业务可能具有较高的业绩弹性。即使按照保守的 10 元/吨出售铁路运力指标，也能获得 3 亿元的净利润。

表3：公司铁路运力指标

	2006	2007	2008	2009	2010E
铁路计划量（万吨）	3355	3435	3810	3000	3000

资料来源：招商整理

表4：公司出口配额指标

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年第一批
神华集团	2637	2590	2180	2100	1045
中煤集团	3813	3180	2180	2100	1045
山煤集团	1150	780	540	520	265
五矿集团	400	450	400	380	195
合计	8000	7000	5300	5100	2550
山煤配额占比	14%	11%	10%	10%	10%
出口销售量（万吨）	532	505	416	152	
完成配额比例（%）	46%	65%	77%	29%	

资料来源：招商整理

表5：煤炭贸易板块盈利情况

	2007	2008	200906	2009	201006
煤炭贸易收入（万元）	1312894	2404694	427680	2235015	1468115
煤炭贸易成本（万元）	1256606	2283095	393483	2164391	1432135
煤炭贸易毛利（万元）	56288	121599	34197	70624	35981
煤炭贸易净利润（万元）	11738	9625		8779	
上市公司净利润	42595	71177	46952	95409	66068
煤炭贸易净利润占比	28%	14%		9%	
煤炭贸易量（万吨）	4113	4285	1245	4327	2815
煤炭贸易价格（元/吨）	319	561	344	517	522
煤炭贸易成本（元/吨）	306	533	316	500	509
煤炭贸易毛利（元/吨）	13.7	28.4	27.5	16.3	12.8
煤炭贸易吨煤净利（元/吨）	2.9	2.2		2.0	

资料来源：招商整理

四、盈利预测和投资评级

1、盈利预测

我们预计，公司 10-12 年每股收益为 1.15 元、1.66 元和 2.03 元，同比增长 40%、45% 和 20%。其中：

- 煤炭业务 10-12 年每股收益为 1.01 元、1.53 元和 1.9 元，同比增长 44%、51% 和 24%。
- 煤炭贸易业务 10-12 年每股收益为 0.13 元、0.13 元和 0.3 元

表6：公司盈利情况分解

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
煤炭贸易净利润（万元）	4597	11738	9625	8779	9865	9865	9865
煤炭生产净利润（万元）	30380	34724	61552	93590	116591	174785	237390
煤炭产量（万吨）	249	266	327	456	640	940	1230
煤炭销量（万吨）	268	283	355	456	640	940	1230
煤炭贸易量（万吨）	3667	4113	4285	4327	5000	5000	5000
贸易吨煤净利（元/吨）	1.3	2.9	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
按产量算吨煤净利（元/吨）	122	130	189	205	182	186	193
按销量算吨煤净利（元/吨）	113	123	173	205	182	186	193
煤炭 EPS	-0.05	0.31	0.45	0.70	1.01	1.53	1.90
煤炭贸易 EPS	0.06	0.16	0.13	0.12	0.13	0.13	0.13
EPS 合计	0.02	0.47	0.57	0.82	1.15	1.66	2.03

资料来源：招商整理

2、投资评级

维持公司强烈推荐的投资评级。

公司具有较好的成长性，10-13 年权益产量复合增速 42%，三年 EPS 复合增速 23%。

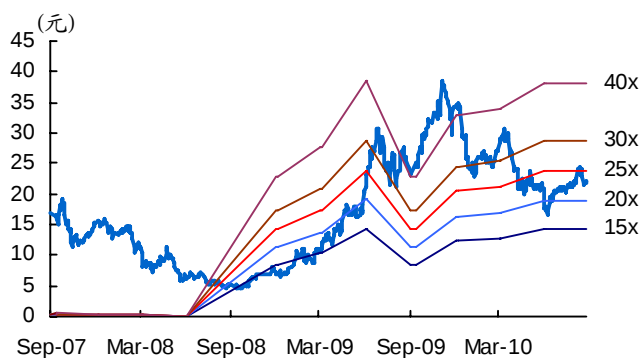
资产注入预期强，集团承诺注入资产，年底或明年初就有部分整合的资产可能满足注入条件。

煤炭贸易业务或具有较高的业绩弹性。

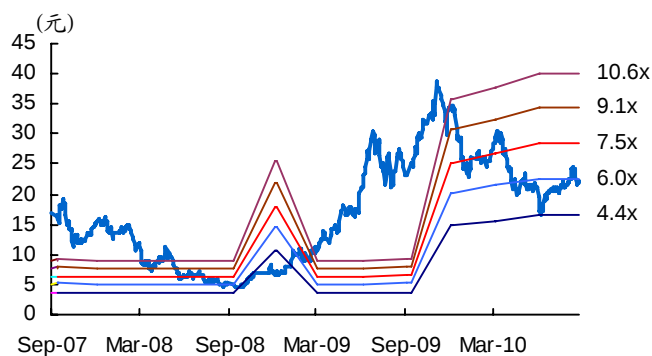
表 7：煤炭上市公司估值对比表

	股价 (元)	EPS (元)			P/E (×)			10-13 年复 合增速	PEG	每股净资 产 (元)	P/B (×)
		09A	10E	11E	09A	10E	11E				
炼焦煤类											
西山煤电	19.39	0.71	1.22	1.75	27.4	15.9	11.1	25%	0.6	3.8	5.2
盘江股份	19.32	0.89	1.33	1.45	21.7	14.5	13.3	20%	0.7	5.1	3.8
冀中能源	25.61	1.39	2.36	2.44	18.4	10.8	10.5	7%	1.7	9.3	2.8
平煤股份	16.95	0.77	1.39	1.41	21.9	12.2	12.0	1%	11.1	5.1	3.3
平均	20.32	0.94	1.57	1.76	22.4	13.4	11.7	13%	4	6	3.5
喷吹煤类											
国阳新能	15.04	0.77	1.10	1.18	19.5	13.7	12.8	3%	4.3	3.1	4.9
潞安环能	33.86	1.83	2.59	3.37	18.5	13.1	10.1	10%	1.3	8.9	3.8
平均	24.45	1.30	1.84	2.27	19.0	13.4	11.4	7%	3	6	4
动力煤类											
中国神华	22.56	1.52	1.77	1.90	14.8	12.8	11.9	8%	1.6	10.4	2.2
国投新集	11.35	0.45	0.59	0.67	25.2	19.3	16.9	19%	1.0	3.5	3.2
恒源煤电	28.86	1.14	2.20	1.90	25.3	13.1	15.2	-4%	-3.5	9.3	3.1
中煤能源	9.39	0.50	0.69	0.84	18.8	13.5	11.1	11%	1.3	5.4	1.7
兖州煤业	17.25	0.79	1.61	1.79	21.8	10.7	9.7	7%	1.5	6.1	2.8
大同煤业	15.42	0.89	1.00	1.18	17.3	15.4	13.0	12%	1.3	5.2	3.0
山煤国际	21.96	0.82	1.15	1.66	26.8	19.2	13.2	21%	0.9	3.8	5.8
昊华能源	32.19	1.04	1.97	2.63	31.1	16.3	12.2	12%	1.3	11.0	2.9
平均	19.87	0.89	1.37	1.57	22.6	15.0	12.9	11%	1	6.8	3.1
企业转型											
神火股份	19.10	0.57	1.42	1.82	33.4	13.5	10.5	12%	1.2	3.9	5.0
兰花科创	29.23	2.22	2.27	3.15	13.2	12.9	9.3	25%	0.5	10.4	2.8
开滦股份	14.41	0.67	0.69	0.76	21.5	21.0	19.0	15%	1.4	4.3	3.3
平均	20.91	1.15	1.46	1.91	22.7	15.8	12.9	17%	1.0	6.2	3.7
总平均	21	1.0	1.5	1.8	22.2	14.6	12.5	12%	1.7	6.4	3.5
中值	19.3	0.8	1.4	1.8	21.7	13.5	12.0	12%	1.3	5.2	3.2

资料来源：招商证券

图 1：山煤国际历史 PEBand


资料来源：招商证券研发中心

图 2：山煤国际历史 PBBand


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6104	9155	9655	10240	10665
现金	1017	1930	200	200	649
交易性投资	0	1	0	0	0
应收票据	339	870	1026	1166	1186
应收款项	1391	1737	2394	2568	2662
其它应收款	566	300	4141	4492	4499
存货	885	826	1266	1282	1306
其他	1906	3490	576	552	575
非流动资产	4147	5578	5676	5614	5484
长期股权投资	89	93	92	93	92
固定资产	953	1275	1827	2390	2591
无形资产	2025	2482	2399	2319	2242
其他	1080	1727	1358	812	559
资产总计	10251	14732	15331	15853	16150
流动负债	5581	7868	7755	7171	6621
短期借款	1250	2870	1560	784	50
应付账款	1550	1693	2466	2538	2571
预收账款	632	1749	2069	2298	2271
其他	2150	1557	1643	1557	1787
长期负债	2123	3296	2894	2494	1643
长期借款	1053	2018	1618	1218	618
其他	1070	1278	1275	1276	1025
负债合计	7704	11164	10648	9665	8264
股本	750	750	750	750	750
资本公积金	128	79	79	79	79
留存收益	920	1699	2344	3281	4427
少数股东权益	749	1040	1444	2042	2994
母公司所有者权益	1798	2529	3173	4110	5256
负债及权益合计	10251	14732	15331	15853	16150

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(702)	(373)	975	1951	2587
净利润	430	615	860	1249	1528
折旧摊销	0	0	333	419	477
财务费用	0	0	166	116	66
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(823)	(445)	(148)
其它	0	0	445	600	679
投资活动现金流	(979)	(1207)	(429)	(357)	(348)
资本支出	0	0	(450)	(350)	(350)
其他投资	0	0	21	(7)	2
筹资活动现金流	1305	2493	(2276)	(1595)	(1790)
借款变动	0	0	(1885)	(1177)	(1134)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(215)	(312)	(382)
其他	0	0	(169)	(116)	(317)
现金净增加额	(376)	913	(1730)	0	449

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	21470	21006	31203	32627	34112
营业成本	19029	18686	28164	28662	29144
营业税金及附加	136	84	172	186	201
营业费用	461	242	405	447	492
管理费用	548	489	603	746	894
财务费用	152	114	166	116	66
资产减值损失	148	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	5	0	0	0
营业利润	1018	1381	1693	2469	3314
营业外收入	17	18	10	10	14
营业外支出	35	48	17	17	21
利润总额	1000	1350	1686	2462	3307
所得税	288	396	422	615	827
净利润	712	954	1265	1846	2480
少数股东损益	282	339	405	598	952
母公司所有者净利润	430	615	860	1249	1528
EPS (元)	0.57	0.82	1.15	1.66	2.04

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	634%	-2%	49%	5%	5%
营业利润	14194%	36%	23%	46%	34%
净利润	6106%	43%	40%	45%	22%
获利能力					
毛利率	11.4%	11.0%	9.7%	12.2%	14.6%
净利率	2.0%	2.9%	2.8%	3.8%	4.5%
ROE	23.9%	24.3%	27.1%	30.4%	29.1%
ROIC	15.3%	11.7%	17.8%	22.1%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	75.1%	75.8%	69.5%	61.0%	51.2%
净负债比率	28.1%	37.1%	23.3%	15.2%	7.9%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	2.1	1.4	2.1	2.1	2.0
存货周转率	26.8	24.6	29.8	25.6	26.4
应收帐款周转率	22.6	13.4	15.1	13.2	13.0
应付帐款周转率	4.5	2.9	3.4	2.9	2.9
每股资料(元)					
每股收益	0.57	0.82	1.15	1.66	2.04
每股经营现金	-0.94	-0.50	1.30	2.60	3.45
每股净资产	2.40	3.37	4.23	5.48	7.01
每股股利	0.00	0.20	0.29	0.42	0.51
估值比率					
PE	38.3	26.8	19.2	13.2	10.8
PB	9.2	6.5	5.2	4.0	3.1
EV/EBITDA	22.2	17.2	12.5	9.7	8.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度和 2009 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。