



持续接力，迎来最快增长

山煤国际 (600546)

本部产量稳步提升，凌志达矿技改后投产将贡献业绩 0.19 元

2011 年凌志达矿由于原工作面枯竭，新工作面尚未运行，产量受到很大影响。全年产量约为 26 万吨，目前倒面项目已经结束，同时技改扩建工作也如期完成，核定产能提升至 150 万吨/年，预计在 2012 年就可以全面投产，比 2011 年增加近 70 万吨；煤炭收入将达 8.12 亿元左右，净利润 3.01 亿元；贡献母公司净利润约 1.9 亿元，比 2011 年提升 1.75 亿元，折合 EPS 提升 0.19 元。

霍尔新赫矿 2012 年达产带来 0.45 元新增 EPS

霍尔新赫矿 2012 年将达到核定的 300 万吨产能，增量在 150 万吨以上。由于煤矿煤质极好，平均发热量可达到 6800 大卡，预计 2012 年吨煤售价（不含税）将达 820 元，吨煤净利润约 350 元/吨，预计煤炭收入将达到 24 亿元以上；净利润 10.14 亿，比 2011 年提升 7.1 亿；贡献母公司净利润约 6.38 亿元，比 2011 年增长 4.47 亿元，折合 EPS 提升 0.45 元。

增发注入矿技改提速，12 年约贡献增量 100 万吨以上

新注入的煤矿中四个煤质较好的矿进展超预期，有望在 12 年提前释放。其中宏远矿，鹿台山矿，鑫顺矿与豹子沟矿 12 年将贡献增量 140 万吨以上。提前放量的煤矿大多在山西西南部，所产煤质较好，且部分以售价较高的地销煤为主，价格较高。因此预计增发矿产品售价将可以达到经纺矿与凌志达矿水平。剩余的长春兴，韩家洼与东古城矿预计将于 2012 年末陆续投产，到 2013 年增发注入的 7 座矿将全部投产，并释放 80% 以上的核定产能（700 万吨以上）。新建矿 12 年收入预计达到 4.76 亿元，净利润约为 1.74 亿元，贡献母公司净利润 1.33 亿元，折合 EPS 0.13 元。

贸易业务转亏，配煤中心建成后，贸易盈利水平有望提升

公司贸易业务 2011 年基本实现盈亏平衡，与 2010 年亏损比较已经大为好转。12 年公司将进一步完善贸易业务统一营销模式，将实行精细化管理，加强配煤中心建设，为全产业链经营打好基础。公司下水煤贸易采用整体运营销售，各分公司仅提供货源，由总公司以‘山煤’品牌与客户统一结算，将各个环节的利润都集中在总公司，积极树立公司品牌，提升商品定价权。现阶段贸易业务主要是保证销售规模，随着公司储煤基地逐渐成熟以及贸易规模的扩大，公司对上游资源和下游客户的控制力将逐步增强，贸易部分盈利有望提升。

坚定持有，迎接 2012、13 年高增长期

我们长期看好公司发展，预计 2011-2014 年 EPS 为 1.14, 2.07, 2.80, 3.40 元，维持买入评级，2012 年给予 15 倍估值，目标价 31 元。

维持

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

发布日期：2012 年 2 月 3 日

当前股价：25.50 元

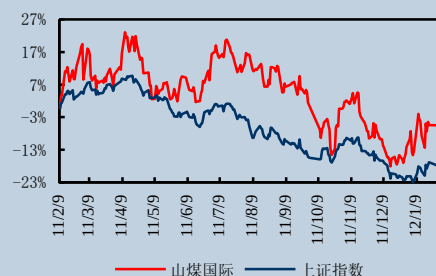
目标价格 6 个月：31 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.15/0.01	-9.09/-2.72	-11.46/5.92
12 月最高/最低价 (元)		35.68/22.0
总股本 (万股)		99122.81
流通 A 股 (万股)		18073.40
总市值 (亿元)		252.76
流通市值 (亿元)		46.09
近 3 月日均成交量 (万)		347.30
主要股东		
山西煤炭进出口集团有限公司		57.43%

股价表现



相关研究报告

12.01.20	2011 年业绩快报点评：业绩低于预期，但无碍投资价值
11.10.25	2011 三季报点评：贸易好转，霍尔辛赫放量，2012 年确定性增长
11.10.17	霍尔辛赫矿持续发力，三季度业绩超出预期



目录

公司业务概述	1
煤炭业务：2012-13 年进入高速增长期	2
资源大幅收购+产能积极扩建，1000 万吨新增产能 3 年内陆续投产	2
在产矿产量稳步提升，技改后凌志达矿 12 年增产约为 100 万吨	4
12 年霍尔辛赫矿达产，优质吨煤盈利近 400 元/吨	6
增发矿产量释放提前，12 年约贡献增量 140 万吨以上	6
集团注入：仍有约 1000 万吨可供注入，长期成长颇佳	10
贸易业务：拓展为主，打造山煤“全产业链”品牌	11
收购太行海运公司，打造‘产运销’全产业链	12
购置灵便型船舶，疏通海江运道	12
总体评价：2015 年之前的成长性清晰可见	13

图表目录

图 1：公司营业收入（百万元）	1
图 2：公司利润总额（百万元）	1
图 3：2011 年半年报中公司分业务收入（百万元）	1
图 4：2011 年半年报中公司各业务毛利率（%）	1
图 5：公司煤矿投产时间表	2
图 6：公司在产矿产能变化（万吨）	3
图 7：公司原煤产量（万吨）	3
图 8：经坊矿吨煤售价与净利率（元，%）	4
图 9：凌志达矿吨煤售价与净利率（元，%）	5
图 10：公司 2011 年收购煤矿分布及煤种	7
图 11：公司原煤产量增速预测（%，万吨）	10
图 12：贸易业务规模（万吨）	11
图 13：贸易业务盈利能力（百万元，%）	11
图 14：贸易业务吨煤盈利能力（元）	11
图 15：长江中下游的主要水道	13
表 1：公司现有煤炭资源及产能	2
表 2：经坊矿盈利能力（元）	4
表 3：凌志达矿盈利能力（元）	5
表 4：2011 年公司在产矿经营预测	6
表 5：2011 年增发新购矿达产后盈利预测	9
表 6：公司原煤产量预测（万吨）	10
表 7：集团剩余煤矿及产能	10



表 8: 贸易业务经营状况	11
表 9: 集团剩余煤矿及产能	12
表 10: 盈利预测 1	14
表 11: 盈利预测 2	16

公司业务概述

山煤国际公司前身是中油吉林化建工程股份有限公司，2009 年 12 月被山西煤炭进出口集团有限公司借壳后改名山煤国际，主业逐转为煤炭生产与煤炭贸易等煤炭相关业务，涵盖 14 家煤矿企业与 33 家煤炭贸易公司，在产煤矿 5 座，年生产能力 1000 多万吨。开通煤炭发运站 80 个，年发运能力逾亿吨，在秦皇岛、京唐港等六个主要港口设立子公司，年港口中转量 4000 多万吨。并且已在华东、华中、华南地区建立三个配煤中心，形成完善的煤炭内外贸运销体系，近年来营业收入与净利润都实现快速增长。

2011 年公司收入预计达 696.71 亿元，同比增长 80.29%；实现利润总额 23.62 亿元，同比提升 20.3%；归属于上市公司股东的净利润 11.27 亿，同比增长 49.06%，是煤炭行业内增长最快的公司之一。

图 1：公司营业收入（百万元）

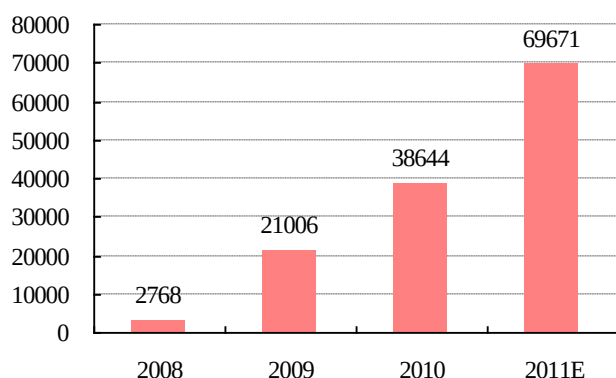
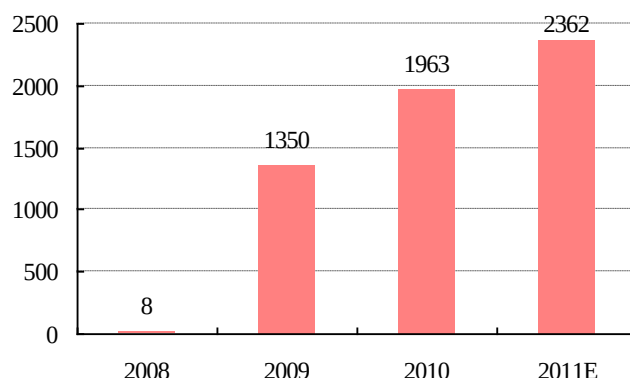


图 2：公司利润总额（百万元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

公司营业收入结构中，煤炭贸易业务占比最大，收入为 225.6 亿元，占总收入的 86%；煤炭开采业务收入占比约为 10%，约为 2.57 亿元。庞大的贸易规模有益于公司提升行业内的市场占有率，对拓展下游客户及树立企业品牌有着积极作用。但从毛利水平看，以 2011 年中报数据为例，煤炭贸易业务的毛利率仅为 2.45%（其他贸易业务毛利率为 3.22%），远低于煤炭开采业务的 61.32%。

图 3：2011 年半年报中公司分业务收入（百万元，%）

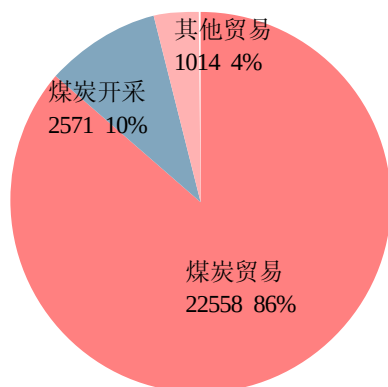
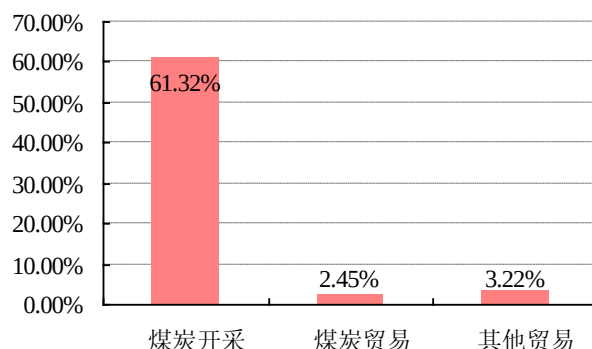


图 4：2011 年半年报中公司各业务毛利率（%）



资料来源：中信建投证券研究发展部



煤炭业务：2012-13 年进入高速增长期

资源大幅收购+产能积极扩建，1000 万吨新增产能 3 年内陆续投产

山煤国际的煤炭生产业务目前一共涵盖的 14 家煤矿，其中 9 家属于技改建设中的资源整合煤矿（7 座整合矿是 2011 年中旬新增收购的）。煤炭地质储量合计 202.23 亿吨，保有储量 180 亿多吨，核定产能约为 2100 万吨/年。公司开采的煤炭品种主要有贫煤、贫瘦煤和气煤，煤炭产品主要有原煤和洗精煤两大类。开采的煤炭主要销售给山西、山东、河南、河北等周边地区的发电站以及化工焦化厂。

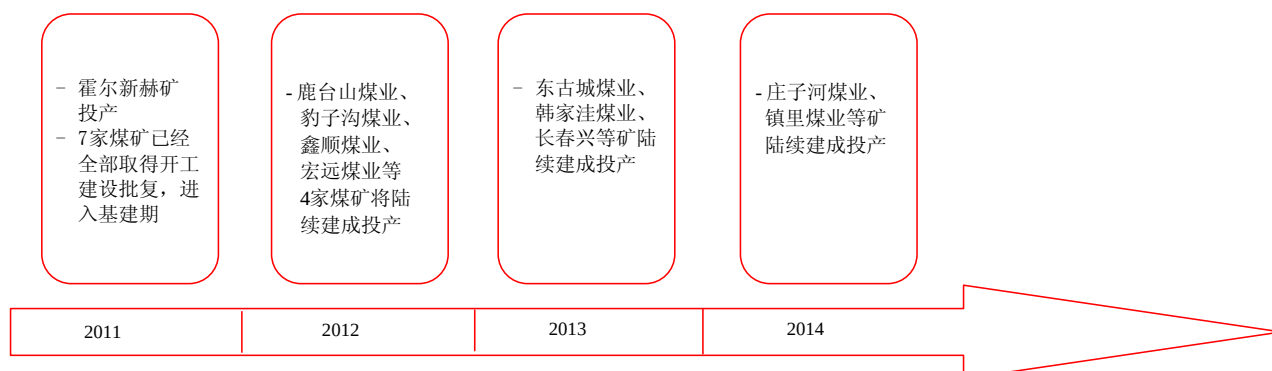
表 1：公司现有煤炭资源及产能

煤矿名称	煤种	地质储量	保有储量	可采储量	核定产能
经坊煤业（75%）	贫瘦煤	44,000	28,336	23,000	300
凌志达煤业（62.99%）	无烟煤	11,379	8,348	8,000	150
铺龙湾（100%）	气煤	11,748	6,150	5,736	120
霍尔辛赫（62.97%）	贫煤	54,530	47,410	23,620	300
大平煤业（35%）	贫瘦煤	6,500	6,618	3,327	150
经坊庄子河煤业（51%）	贫煤		8,229	8,229	120
经坊镇里煤业（51%）	贫煤		3,906	3,906	90
沁水鹿台山煤业（100%）	无烟煤	2425	2,124	2123	60
蒲县豹子沟煤业（100%）	焦煤、肥煤	7839	7,802	5133	90
左云长春兴煤业（51%）	气煤、无烟煤	37277	35,933	24515	240
左云韩家洼煤业（51%）	长焰煤	8761	8,648	4926	90
左云东古城煤业（51%）	长焰煤	10542	10,125	3789	90
左权鑫顺煤业（65%）	贫煤、贫瘦煤	2828	2,621	2621	180
左权宏远煤业（65%）	贫煤	4402	4,345	2391	120
合计		202,231	180,596	121,316	2,100

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

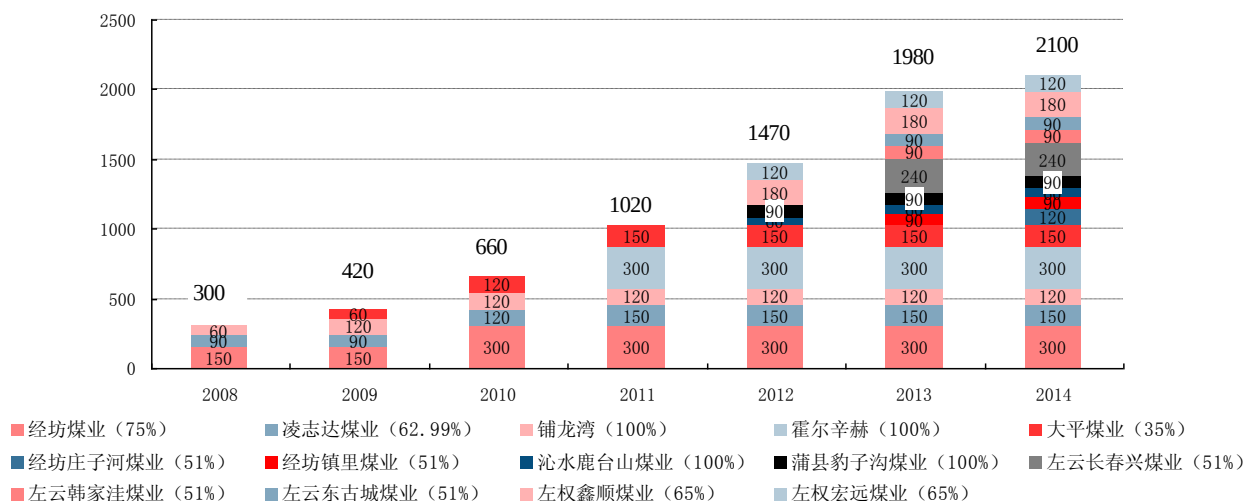
近几年公司大幅收购煤炭资源，扩大煤炭开采生产业务，尤其是在 2011 年公司增发收购的 7 座整合矿使得保有储量上升约 60%。与此同时，收购煤矿资源的建设工程也在积极展开，目前在建矿的产能高达 1080 万吨，并将在 2014 年上半年之前陆续竣工投产。

图 5：公司煤矿投产时间表



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

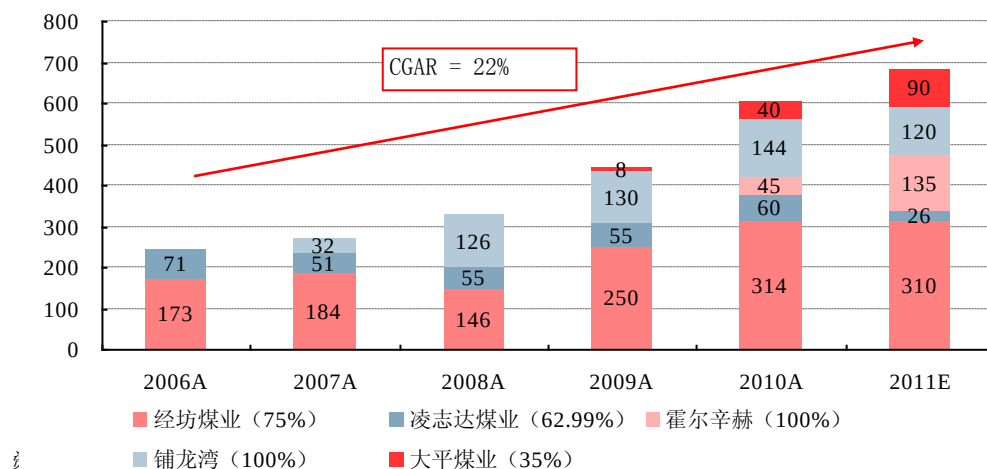
图 6：公司在产矿产能变化（万吨）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司目前在产矿有经坊，凌志达，霍尔辛赫，铺龙湾与大平煤业 5 座煤矿。其中本部的经坊煤矿，凌志达与铺龙湾在 2008 年之前已经投产放量，之后随着几次技改扩建，到 2010 年 3 座矿合计原煤产量已经超过 510 万吨，占 10 年总产量的 84%。霍尔辛赫矿自 2010 年开始试生产产量释放迅速，是公司明年在产矿中主要的增长点。2010 年公司原煤产量达到 608 万吨，同比增加 152 万吨，提升 33%；比 2006 年的原煤产量增加 365 万吨，年复合增长率约为 22%。尤其是在 2008 年，2009 年与 2010 年中，年均产量增幅达 31.86%，位居同期煤炭上市公司中产量增速最快的前 3 位。2011 年预计公司原煤产量可以达到 681 万吨，比 10 年再提升 12%。

图 7：公司原煤产量（万吨）



在产矿产量稳步提升，技改后凌志达矿 12 年增产约为 100 万吨

公司本部煤矿总体产量稳定，11 年上半年经坊倒面影响部分生产，凌志达矿搬迁，11 年下半年基本停产，但现在已经全部完工，12 年将恢复产量。

经坊煤业

山煤公司直接持有经坊煤业 75% 的股权，经坊煤业位于长治县城西，北距长治市 14 公里，是长治市重点企业之一。矿井现核定生产能力 300 万吨/年。井田内的主要煤层 3#、9# 和 15# 煤层均为全区可采的稳定煤层，煤种为贫瘦煤，原煤发热量在 20.94-34.96MJ/Kg，具有低硫、低灰分、发热量高等特点。经坊煤业生产装备机械化程度较高，配套有一个年入洗能力 120 万吨的洗煤厂。

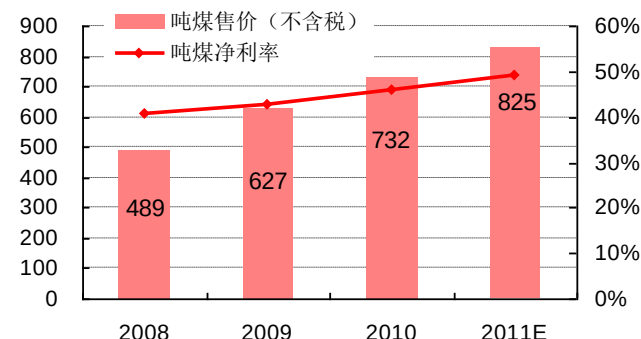
运输方面，经坊煤矿井田东部边缘与长治县城相邻，北距长治市 14 公里。太原-洛阳二级公路和长治-晋城高速公路从井田中部通过，井田东部有长治-陵川二级公路通过，西侧 4 公里处有太原-焦作铁路经过。经坊煤业自有铁路专用线 12.6 公里与太焦线小宋站接轨，年发运能力 300 万吨；自有公路专用线 2.7 公里，与 207 国道、长陵线长晋高速公路交汇，年发运量 150 万吨，交通条件极为便利。

2010 年经坊煤业生产原煤 314 万吨，全年实现销售收入 23 亿元，利润 14.53 亿元，净利润 10.65 亿元。11 年上半年产量为 145.2 万吨，全年产量约为 310 万吨左右。

表 2：经坊矿盈利能力（元）

	2008	2009	2010	2011E
原煤产量	146	250	314	310
吨煤售价（不含税）	489	627	732	825
吨煤成本	224	270	283	285
税收	66	89	112	135
吨煤净利润	199	268	337	405

图 8：经坊矿吨煤售价与净利率（元，%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

凌志达煤业

山煤公司直接持有凌志达煤业 62.99% 的股权，凌志达煤业是一座设计生产能力为 120 万吨/年的中型煤炭企业，员工近 2,000 人，2011 年技改至 150 万吨产能。矿井井田面积为 14.048 平方公里，煤炭资源保有储量为 8,348 万吨，其中可采储量为 8,000 万吨。井田内主要煤层为 3#、15# 煤层，15# 煤层为全区可采稳定型煤层，煤种为无烟煤，原煤发热量为 18.64-34.41MJ/Kg，属低瓦斯矿井。凌志达煤业的产品远销山东、河南、江苏等地，出口日本、韩国、东南亚等国家和地区。

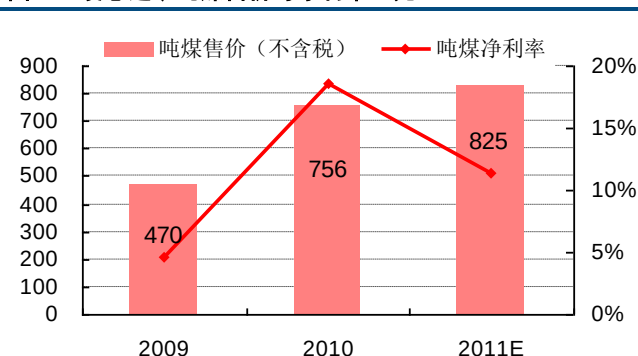
运输方面，煤田的地理位置位于长子县色头镇色头村西，距离长治县约 20 公里，距离长治市约 35 公里。凌志达煤业拥有铁路专用线，矿内有效长度 1,820 米，连接东田良站，距离 8.8 公里，矿井距太洛公路 6 公里，距长晋二级公路 10 公里，距长晋高速公路长治县入口 20 公里，交通便利。

2010 年，凌志达煤业生产原煤 60 万吨，营业收入 4.53 亿元，利润总额 1.12 亿元，净利润 0.78 亿元。2011 年凌志达矿由于原工作面枯竭，新工作面尚未运行，产量受到很大影响。全年产量约为 26 万吨（上半年生产 26 万吨，下半年没有产量），但倒面项目已经结束，同时技改扩建工作也如期完成，核定产能提升至 150 万吨/年，预计在 2012 年就可以全面投产，增产约 70 万吨。

表 3：凌志达矿盈利能力（元）

	2008	2009	2010	2011E
原煤产量	55	55	60	26
吨煤售价（不含税）	467	470	756	825
吨煤成本		441	569	700
税收		7	47	31
吨煤净利润		22	140	94

图 9：凌志达矿吨煤售价与净利率（元，%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

大平煤业

山煤公司持有大平煤业 35%的股权，除公司外前 5 大股东分别是李海水，张锦波，李爱琴，赵玉中，郭玉中 5 为自然人股东，分别持有大平煤业 10%，12%，10%，12%与 11%的股权，因此，山煤公司拥有大平煤业的主要控制权，公司业绩并表。

大平煤业现核定产能为 150 万吨/年，认定矿井井田面积为 7.93 平方公里，资源保有储量为 6,618 万吨，其中可采储量为 3,327 万吨。井田内含煤煤层共 18 层，其中可采煤层 3 层，开采的 3#煤层属结构简单。全区可采的稳定煤层，煤种为贫煤和无烟煤，原煤发热量为 27.76-30.88MJ/Kg，属高热值煤，可用于动力煤、气化煤和民用煤，煤矿属低瓦斯矿井。

运输方面，大平煤业地处山西省襄垣县城西南 10 公里处，矿区北缘有太原—焦作铁路通过，矿井距火车站 2 公里，距太长高速 2 公里，交通便利。

2010 年度公司实现营业收入 9.4 亿元，利润总额 6.02 亿元，净利润 4.4 亿元。在 11 年由于倒面停产，大平煤业全年产量不到 100 万吨，预计 2012 年产量可实现 150 万吨。

铺龙湾煤业

山煤公司持有铺龙湾煤业 100%的股权，铺龙湾煤矿位于大同市左云县城东南 20 公里处，现核定产能为 120 万吨/年。认定矿井井田面积 4.8665 平方公里，保有资源储量为 6,150 万吨，其中可采储量为 5736 万吨。井田内含煤 7 层，主要可采煤层 1#、4#、5#和 8#煤层均为全区可采的稳定煤层，煤种以低—中高灰、特低硫—中硫、中高发热量的气煤为主，个别点为 1/2 中粘煤和弱粘煤，原煤发热量为 26.44-32.93MJ/Kg，为良好的动力煤和民用煤，本矿井属于低瓦斯矿井。

运输方面，铺龙湾煤矿位于大同市左云县城东南 20 公里处，矿区东北部有左云—砂河公路穿过，向西北



25 公里达左云县成，向东南 20 公里达北同蒲铁路的金沙滩车站和大运高速公路，距山煤集团大峪口煤炭发运站仅 12 公里，交通便利。

2006 年 4 月煤矿开始技改建设以改善原有生产能力较低，回采工艺落后等问题，2008 年再次按 120 万吨/年的生产规模进行扩建改造，并于 2009 年底开始试生产，2010 年铺龙湾煤矿实现原煤产量 144 万吨。2011 年产量约为 120 万吨，受当地煤质限制（发热量不到 4000 大卡），吨煤净利仅在 30~40 元/吨左右，盈利状况一般，总体实现微利。

12 年霍尔辛赫矿达产，吨煤盈利近 400 元

山煤公司持有霍尔辛赫煤业 51% 的股权，此外凌志达煤业拥有霍尔辛赫煤业的股权比例为 19%，合计持有比例约为 63%。霍尔辛赫矿井位于长治县和长治市郊区的交接地域，核定生产能力 300 万吨/年，配套洗煤厂设计年入洗能力为 300 万吨，可以实现全部入洗。认定矿井井田面积 71.39 平方公里，资源保有储量为 47,410 万吨，其中可采储量为 23,620 万吨。井田内的主要煤层 3#、15#煤层均为全区可采的稳定型煤层，煤种为贫煤，原煤发热量为 23.26-31.87MJ/Kg，煤质为低中灰—中灰、特低硫—低硫、较高热稳定性-高热稳定性煤，生产的主要产品主要用于化工用煤，动力用煤，部分产品可作为高炉喷吹用煤。

运输方面，霍尔辛赫井田位于长子县东侧，太焦铁路及长治-太原（208 国道）、长治-晋城（207 国道）二级公路沿井田东部通过，长治-长子县级公路从井田中部穿过。矿区有 8.3 公里的铁路专用线与井田东南的西南呈站接轨，交通十分便利。

2011 年霍尔辛赫煤矿正式投产运营，第三季度产量较好，但第四季度表现一般，预计全年贡献产量约接近 135 万吨，由于煤矿煤质极好，中煤发热量达到 5500 大卡，平均发热量可达到 6800 大卡，所产的工程煤都可以卖到 800 元/吨以上，预计全年实现销售收入 11.2 亿元，利润 4.2 亿元左右。

2012 年将达到核定的 300 万吨产能，增量在 150 万吨以上。预计 2012 年吨煤售价（不含税）将在 820 元左右，煤矿的吨煤综合成本在 400 元。预计 2012 年霍尔辛赫矿将贡献净利润增量在 3.46 亿元左右，是 2012 年公司最大的亮点。

表 4：2011 年公司在产矿经营预测

煤矿名称	持股比例	煤种	吨煤售价 (不含税) 元	吨煤成本 (元)	吨煤净利润 (元)	产量 (万吨)	煤炭营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	权益净利润 (百万元)
经坊煤业	75%	贫瘦煤	825	285	405	310	2,558	1,256	942
凌志达煤业	63%	无烟煤	825	700	94	26	215	24	15
铺龙湾	100%	气煤	400	380	15	120	480	18	18
霍尔辛赫	63%	贫煤	800	500	225	135	1,080	304	191
大平煤业	35%	贫瘦煤	825	450	281	90	743	253	89
合计						681	5075	1855	1255

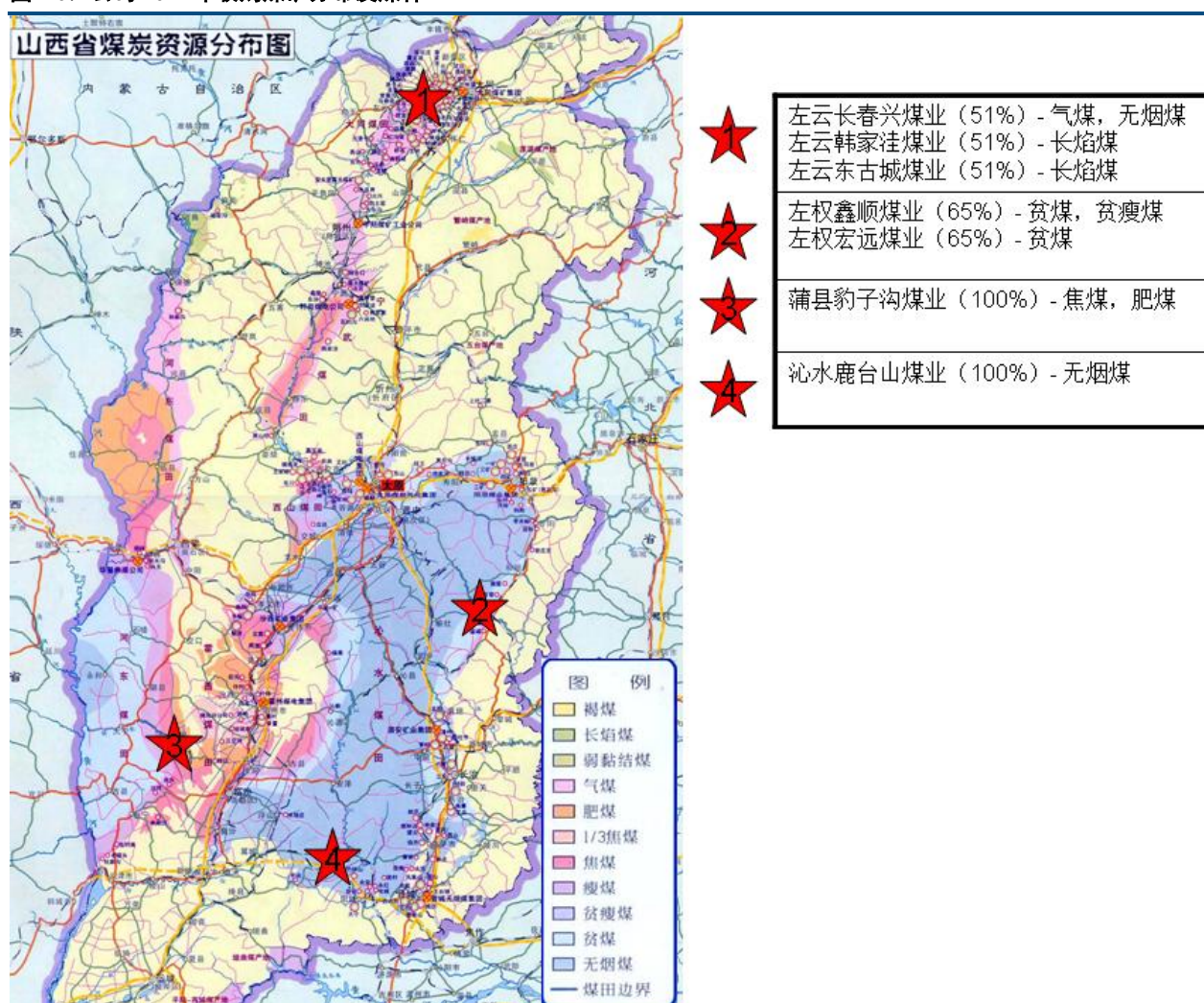
资料来源：中信建投证券研究发展部

增发矿产量释放提前，12 年约贡献增量 100 万吨以上

2011 年公司非公开发行募集的 47.25 亿元资金用于收购山煤集团拥有的 7 家整合煤矿资产权益，使公司的煤炭资源储量将由 10.9 亿吨增长为 18.31 亿吨，增幅为 1.58 倍；原煤生产能力将由 1,170 万吨/年增长至 2,040 万吨/年，增幅为 1.74 倍。预计产量将在两年内完成倍增。

公司近期由同煤集团调来的新任总经理郭海被评为‘山西省煤炭专家’，煤炭专业技术很强，十分重视煤矿开发生产。在郭的积极督促下，11 年新增发的煤矿产量有望在 12 年提前释放，其中宏远矿，鹿台山矿，鑫顺矿与豹子沟矿将在 12 年投产，全年将贡献增量 100 万吨以上。此次增发矿大多在山西省南部，所产煤质较好，其中豹子沟矿煤种为主焦煤，鹿台山煤种为无烟煤，宏远与鑫顺煤种为贫煤与贫瘦煤为主。另外，由于公司在南部的煤矿大部分以售价较高的地销煤为主（经纺矿与凌志达矿有部分产品经铁路销售），价格较高。铁销煤客户主要为电厂，而地销煤客户主要是化工炼焦厂，导致地销价格普遍高于铁销价格，因此预计增发矿产品售价将至少可以达到经纺矿与凌志达矿水平。增发矿中其余的长春兴，韩家洼与东古城矿预计将于 2012 年末陆续投产，到 2013 年增发注入的 7 座矿将全部投产，并释放 80%以上的核定产能（700 万吨以上）。

图 10：公司 2011 年收购煤矿分布及煤种



资料来源：中信建投证券研究发展部

豹子沟煤业（山煤公司持有 100%的股权）

2009 年 10 月山煤集团将山西蒲县利泰煤业有限公司，山西蒲县杨坡煤业有限公司，山西煤炭进出口集团豹子沟煤矿 3 处煤矿重组整合为 1 处，重组整合后称为山西煤炭进出口集团蒲县豹子沟煤业有限公司。截至 2009



年 12 月 31 日，豹子沟煤业的累计查明煤炭资源储量 8,058 万吨，累计动用 219 万吨，保有资源储量 7,839 万吨，煤种为 1/3 焦煤、焦煤和肥煤，可作炼焦用煤和配煤，批准开采 2#-11#煤层，开采方式为地下开采，已于 2010 年 12 月 16 日开工建设，预计投产时间为 2012 年 6 月。

截至 2011 年 4 月豹子沟煤业核定生产规模为 90 万吨/年。公司收购时评估利用的资源储量为 7,802.30 万吨，评估利用的可采储量为 5,133.13 万吨。评估原煤综合售价（不含税）约为 736.00 元/吨，评估正常生产年份总成本费用为 19,536.86 万元，折合单位原煤总成本费用为 217.08 元/吨。

鹿台山煤业（山煤公司持有 100%的股权）

鹿台山煤矿位于山西省晋城市沁水县，矿地处沁水煤田，煤质极优，每公斤发热量高达 7800 大卡，是全国最好的无烟煤。截至 2009 年 12 月 31 日，鹿台山煤业的累计查明煤炭资源储量 2,720 万吨，累计动用 295 万吨，保有资源储量 2,425 万吨，已于 2010 年 12 月 13 日开工建设，预计投产时间为 2012 年 6 月。

截至 2011 年 4 月 30 日鹿台山煤矿核定生产规模为 60 万吨/年。公司收购时评估利用的资源储量为 2,123.80 万吨，评估利用的可采储量为 1,520.48 万吨。评估原煤综合售价（不含税）约为 471.00 元/吨，评估正常生产年份总成本费用为 13,300.35 万元，折合单位原煤总成本费用为 221.73 元/吨。

长春兴煤业（山煤公司持有 51%的股权）

2009 年 7 月，山煤集团对左云长春兴煤矿，山西左云周大庄煤业有限公司和山西左云永新煤矿有限责任公司进行兼并重组，重组整合后称为山西煤炭进出口集团左云长春兴煤业有限公司。截至 2009 年 12 月 31 日，长春兴煤业的煤炭保有资源储量为 37,277 万吨，煤种为气煤、长焰煤和零星弱粘煤，可作炼焦配煤，动力及民用煤，已于 2011 年 1 月 18 日开工建设，预计投产时间为 2012 年底。

截至 2011 年 4 月 30 日长春兴煤矿核定生产规模为 240 万吨/年。公司收购时评估利用的资源储量为 35,933.40 万吨，评估利用的可采储量为 24,514.96 万吨。评估原煤综合售价（不含税）约为 308.00 元/吨，评估正常生产年份总成本费用为 38,722.02 万元，折合单位原煤总成本费用为 161.55 元/吨。

韩家洼煤业（山煤公司持有 51%的股权）

2009 年 7 月，山煤集团对左云县水窑乡大路坡村韩家洼煤矿和左云县毛官屯煤矿进行兼并重组，重组整合后称为山西煤炭进出口集团左云韩家洼煤业有限公司。截至 2009 年 12 月 31 日，韩家洼煤业的累计查明煤炭资源储量 9,506 万吨，累计消耗 745 万吨，保有资源储量 8,761 万吨，煤种为长焰煤和气煤，可作炼焦配煤、动力、气化及民用煤，已于 2010 年 10 月 29 日开工建设，预计投产时间为 2012 年底。

截至 2011 年 4 月 30 日，韩家洼煤矿核定生产规模为 90 万吨/年。公司收购时评估利用的资源储量为 8,647.80 万吨，评估利用的可采储量为 4,925.88 万吨。评估原煤综合售价（不含税）约为 293.00 元/吨，评估正常生产年份总成本费用为 15,748.35 万元，折合单位原煤总成本费用为 174.76 元/吨。

东古城煤业（山煤公司持有 51%的股权）

2009 年 7 月，山煤集团对左云县东古城煤矿进行兼并重组，重组整合后称为山西煤炭进出口集团左云东古城煤业有限公司。截至 2009 年 12 月 31 日，东古城煤业的累计查明煤炭资源储量 10,824 万吨；累计动用 282



万吨，保有资源储量 10,542 万吨，煤种为长焰煤、气煤，可作炼焦配煤、动力及民用煤，已于 2010 年 11 月 18 日开工建设，预计投产时间为 2012 年 10 月。

截至 2011 年 4 月 30 日，东古城煤矿核定生产规模为 90 万吨/年。公司收购时评估利用的资源储量为 10,125.40 万吨，评估利用的可采储量为 3,788.70 万吨。评估原煤综合售价（不含税）约为 313.00 元/吨，评估正常生产年份总成本费用为 17,985.32 万元，折合单位原煤总成本费用为 200.05 元/吨。

鑫顺煤业（山煤公司持有 65%的股权）

2009 年 11 月，山煤集团重组整合山西左权鑫顺煤业有限公司及山西左权突堤煤业有限公司，重组整合后称为山西煤炭进出口集团左权鑫顺煤业有限公司。截至 2009 年 12 月 31 日，鑫顺煤业的累计查明煤炭资源储量 2,986 万吨，累计消耗 158 万吨，保有资源储量 2,828 万吨，煤种为贫瘦煤、贫煤，可作炼焦配煤、动力及民用煤，已于 2011 年 5 月 22 日开工建设，预计投产时间为 2012 年 5 月。

截至 2011 年 4 月 30 日，鑫顺煤矿核定生产规模为 180 万吨/年。公司收购时评估利用的资源储量为 2,621.00 万吨，评估利用的可采储量为 1,740.29 万吨。评估原煤综合售价（不含税）约为 446.00 元/吨，评估正常生产年份总成本费用为 36,525.10 万元，折合单位原煤总成本费用为 204.59 元/吨。

宏远煤业（山煤公司持有 65%的股权）

2009 年 11 月，山煤集团重组整合山西左权宏远冀能煤业有限公司及山西左权寒旺煤业有限公司，重组整合后称为山西煤炭进出口集团左权宏远煤业有限公司。截至 2009 年 12 月 31 日，宏远煤业的累计查明煤炭资源储量 5,068 万吨；累计动用 666 万吨，保有资源储量 4,402 万吨，煤种为贫煤，可作动力用煤和民用煤，已于 2011 年 1 月 10 日开工建设，预计投产时间为 2012 年 6 月。

截至 2011 年 4 月 30 日，宏远煤矿核定生产规模为 120 万吨/年。公司收购时评估利用的资源储量为 4,345.20 万吨，评估利用的可采储量为 2,390.75 万吨。评估原煤综合售价（不含税）约为 428.00 元/吨，评估正常生产年份总成本费用为 22,220.62 万元，折合单位原煤总成本费用为 185.20 元/吨。

表 5：2011 年增发新购矿按评估售价及成本预测达产后盈利

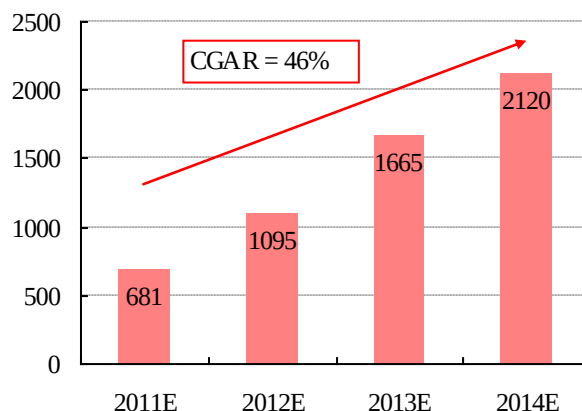
煤矿名称	持股比例	煤种	吨煤售价 (不含税)元	吨煤成本 (元)	吨煤净利润 (元)	产量 (万吨)	煤炭营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	权益净利润 (百万元)
鹿台山煤业	100%	无烟煤	471	222	187	60	283	112	112
豹子沟煤业	100%	焦煤、肥煤	736	217	389	90	662	350	350
长春兴煤业	51%	气煤、无烟煤	308	162	110	240	739	263	134
韩家洼煤业	51%	长焰煤	293	175	89	90	264	80	41
东古城煤业	51%	长焰煤	313	200	85	90	282	76	39
鑫顺煤业	65%	贫煤、贫瘦煤	446	205	181	180	803	325	211
宏远煤业	65%	贫煤	428	185	182	120	514	219	142
合计					1222	870	3546	1425	1030

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 6：公司原煤产量预测（万吨）

	2011E	2012E	2013E	2014E
经坊煤业	310	320	320	320
凌志达煤业	26	100	150	150
霍尔辛赫	135	300	300	300
铺龙湾	120	120	120	120
大平煤业	90	150	150	150
沁水鹿台山煤业		15	60	60
蒲县豹子沟煤业		10	45	90
左云长春兴煤业			160	240
左云韩家洼煤业		30	90	90
左云东古城煤业			90	90
左权鑫顺煤业		20	60	180
左权宏远煤业		30	120	120
经坊庄子河煤业				120
经坊镇里煤业				90
总产量	681	1095	1665	2120

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 11：公司原煤产量增速预测（%，万吨）


集团注入：仍有约 840 万吨可供注入，长期成长颇佳

除 2011 年已经注入的鹿台山等 7 个矿外，集团仍有 7 个煤矿约 840 万吨产能可供注入。其中包括河曲旧县露天煤业，河曲上炭水煤矿等；临汾吕梁主焦煤基地的万家庄煤业，洪洞陆成煤业，洪洞恒兴煤业等煤矿；左云草垛沟煤矿，新东西沟煤矿等；并在内蒙古乌珠穆沁旗吉林高勒浩沁煤田获得 20 亿吨探矿权。集团同时还参股了大同鹊山精煤（29.22%）与山西金海洋东升煤业（20%）2 家公司，拥有合计 140 万吨产能。在 7 家未上市的煤矿企业中，除近期新整合的新东西沟和上炭水煤业以外，其余煤矿的技改建设审批进展顺利，其中万家庄、陆成、恒兴和草垛沟四家煤矿已经开工建设。

表 7：集团剩余煤矿及产能

煤矿名称	持股比例 (%)	产能 (万吨/年)	保有储量 (亿吨)	权益产能 (万吨/年)	权益保有储量 (亿吨)	煤种	进度
山西省整合煤矿							
万家庄煤业	51%	120	0.78	61.2	0.4	焦煤	已开工建设
陆成煤业	51%	90	0.34	45.9	0.17	焦煤	已开工建设
恒兴煤业	51%	90	0.62	45.9	0.32	焦煤	已开工建设
草垛沟煤业	51%	60	0.17	30.6	0.09	动力煤	已开工建设
露天煤业	80%	300	2.64	240	2.11	动力煤	正在进行环评
上炭水煤业	65%	120	0.56	78	0.36	动力煤	正在编制地质报告
新东西沟煤业	-	60	0.82	-	-	动力煤	正在编制地质报告
鹊山精煤	29%	110	0.52	-	-	烟煤	-
金海洋东升	20%	30		-	-	气煤	-
小计		980	6.45	501.6	3.45		
其他煤矿							
内蒙古浩沁煤田	60%	1000	23.91	600	14.35	褐煤	地质勘探中
合计		1980	30.36	1101.6	17.8		

资料来源：中信建投证券研究发展部

山煤公司已与集团签订避免同业竞争承诺，按照公司与集团签订协议安排，上市公司将是山煤集团煤炭业务的唯一平台，并在将最晚在 5 年内将集团公司所有煤矿注入上市公司。当全部整合煤矿收购完成后，山煤公司将跃升为原煤年产量在 3,000 万吨以上的大型煤炭生产企业，年净利润预计将达到 40 亿元以上。

山煤集团在十二五期间的目标是在总投资、总资产、上市公司市值和销售收入四大指标上“完成四个超千亿”；到 2015 年末，要完成总投资 1102 亿元，总资产达到 1000 亿元，上市公司市值突破 1000 亿元，实现销售收入 2000 亿元，煤炭贸易量突破 2 亿吨，煤炭产能达到 5000 万吨。

贸易业务：拓展为主，打造山煤“全产业链”品牌

公司的煤炭贸易业务包括 31 家煤炭贸易公司，覆盖了山西省的煤炭主产区和环渤海地区的主要输煤港口。公司 11 年贸易业务预计突破 8000 万吨，总收入达到 500 亿规模，到十二五末突破 1 亿吨贸易规模。目前的业务定位是煤炭生产创造利润，贸易部分保证规模，也为以后公司煤炭生产产能扩张打下市场基础，贸易业务将丰富煤炭产业供应链。随着公司储煤基地逐渐成熟以及贸易规模的扩大，公司对上游资源和下游客户的控制力将逐步增强，贸易部分盈利存在提升空间。

表 8：贸易业务经营状况

煤炭贸易	2008A	2009A	2010A	2011E
贸易量合计（万吨）	4285	4327	6497	8000
吨煤贸易价格（元）	457	429	525	550
煤炭贸易业务收入（百万）	19569	18563	34141	44000
煤炭贸易业务成本（百万）	18491	18207	33478	42928
吨煤贸易成本（元）	432	421	515	537
毛利率	5.5%	1.9%	1.9%	2.4%
中间费用占比	5.0%	1.4%	2.3%	2.4%
净利润	96	88	(108)	16

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 12：贸易业务规模（万吨）

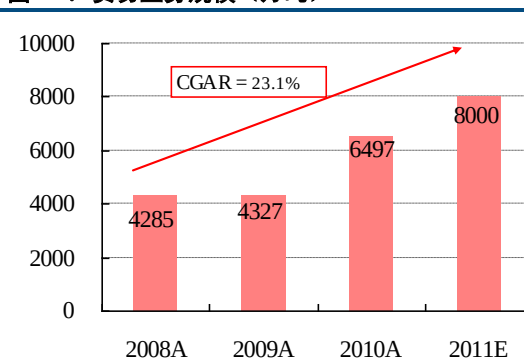
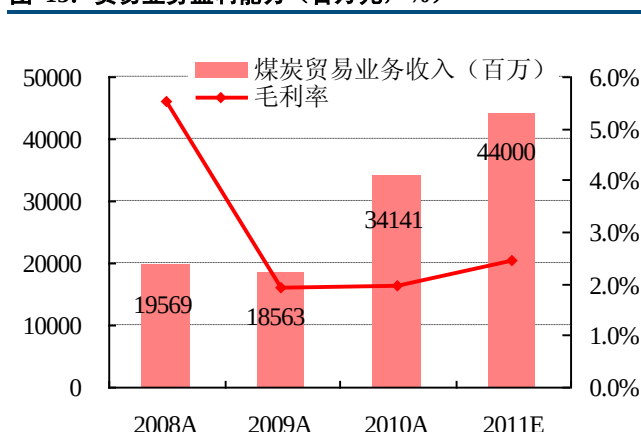
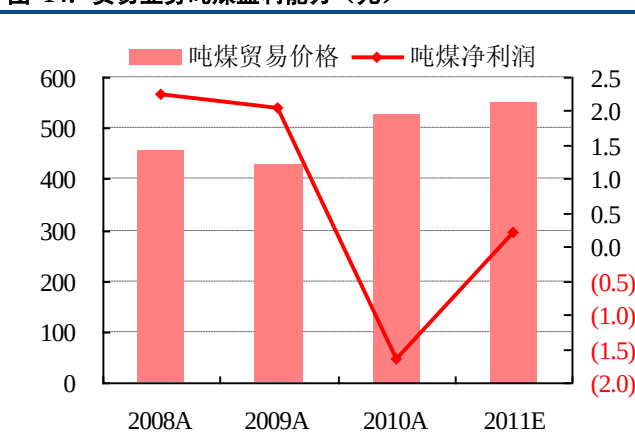


图 13：贸易业务盈利能力（百万元，%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 14：贸易业务吨煤盈利能力（元）



2011 年上半年，公司贸易量达到 3952 万吨（同比增长 40%），同时贸易业务收入录得 214 亿元（同比增长 48.86%），毛利率也同时出现环比改善由 2010 年下半年的 1.5% 回升至 2.7%。随着煤价稳中走强，公司贸易服务能力逐渐加强，议价能力也有所提升。公司贸易业务 2011 年略有盈余，与 2010 年 2 亿亏损比较已经大为好转，目前贸易业务的平均运营周期在 1 周左右（最长达 20 天）。



在 2012 年公司将进一步完善贸易业务统一营销模式，将实行精细化管理，加强配煤中心建设，为全产业链经营打好基础。公司下水煤贸易采用整体运营销售，各分公司仅提供货源，由总公司以‘山煤’品牌与客户统一结算。这种‘点对点’的全供应链模式，将各个环节的利润都集中在总公司，对于树立公司品牌，提升商品定价权都有重要意义。

收购太行海运公司，打造‘产运销’全产业链

2011 年山煤公司耗资 7732 万元收购太行海运公司 100%的股权，并增资 5.5 亿用于购买 4 艘 47500 吨级的新造船舶，主要用于扩大煤炭沿长江航线运输业务以弥补长江航线船型上的不足。

中国煤炭资源南北方分布不均，南方地区供给缺口明显，售价普遍高于北方市场，可发掘市场庞大。而内陆的铁路与公路运输又受到线路建设与运力分配额度的种种限制，扩张进度相对缓慢。因此，提高下水煤比例，发展海运运输成为大型煤炭企业未来发展的必然趋势，这将大幅提升煤炭贸易业务盈利能力。公司收购太行海运公司后，将进一步保证海运供货能力和降低航运费用，为贸易海上运输未来发展打下坚实基础。

太行海运

太行海运成立于 2009 年 9 月，已投运的船型有“长治”轮、“太行 1”轮、“太行 3”轮、“太行 6”轮、“太行 8”轮和“太行 9”轮等 6 艘大型散货船，其中，长治轮为 2.5 万吨级散装货物运输船，太行 1、3、6、8、9 轮为 7 万吨级散装货物运输船，合计运力约 40 万吨，并且已经与秦皇岛港口签署了专用堆场协议。自 2010 年 1 月起相继投入营运，主要走南北运输航线，即从北方秦皇岛，京唐，曹妃甸，黄骅，日照等港口运输煤炭到南方上海，广州，福州，温州，汕尾，舟山等港口。

2010 年，太行海运共组织 88 个航次，平均航次时间 18.2 天，完成货运量 486.96 万吨，周转量 4,841,277.67 千吨海里，营运率 100%，载重率 90.45%。

购置灵便型船舶，疏通海江运道

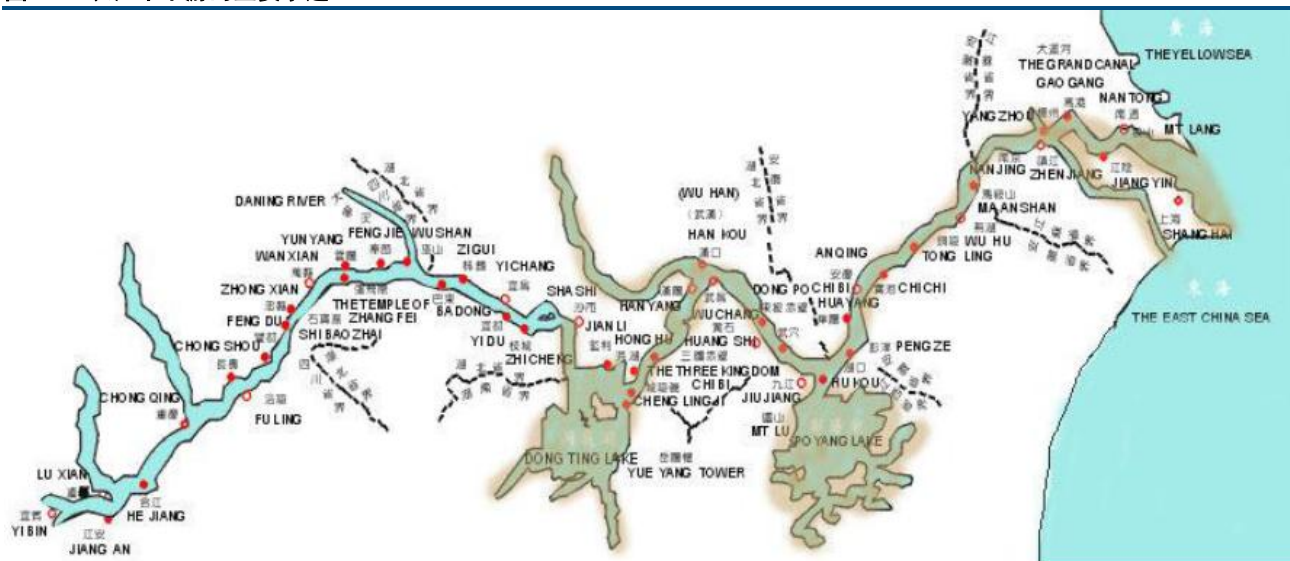
太行海运目前由 6 艘散货船，其中 5 艘为 7-7.5 万吨级巴拿马型船，主要承担北煤南运海上运输任务，而适合长江航线运输的 4.2-4.5 万吨级灵便型运力仅 1 艘 2.5 万吨型船。运力结构中，缺乏 42,000 - 52,000 载重吨的大灵便型船型，因此之前“海进江”的运力不足。在公司收购太行海运后，即新建 4 艘 47,500 载重吨，以提升太行海运的整体运输能力（从 40 万吨提升至近 60 万吨），为太行海运开辟长江航线运输业务奠定了基础。

表 9：集团剩余煤矿及产能

船型	载重（吨）	数量（艘）
灵便型	26,517	1
大灵便型	47,500	拟建 4 艘
巴拿马型	75,000	5

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 15：长江中下游的主要水道



资料来源：中信建投证券研究发展部

为了满足下游客户多样化需求和降低贸易业务成本，公司成立发煤能力共 3000 万吨 78 家发煤站点，4 个物流工业园和 7 个配煤中心，未来与国家级煤炭储备基地合并运行。目前配煤中心都在建设中，部分配煤中心将在 2012 年投产运营。

总体评价：2015 年之前的成长性清晰可见

我们认为公司未来几年业绩上升空间巨大，增长动力明确，2012 与 2013 年将是成长最快的两年。1) 霍尔新赫矿 2012 年达产，贡献产量增量 150 万吨以上，预计煤炭收入将达到 24 亿元以上；净利润 10.14 亿，比 2011 年提升 7.1 亿；贡献母公司净利润约 6.38 亿元，比 2011 年增长 4.47 亿元，折合 EPS 提升 0.45 元；2) 2011 年凌志达矿倒面项目已经结束，同时技改扩建工作也如期完成，将在 2012 年恢复生产，产量 100 万吨左右，比 2011 年增加近 70 万吨，2012 年权益产量为 63 万吨；煤炭收入将达 8.12 亿元左右，净利润 3.01 亿元；贡献母公司净利润约 1.9 亿元，比 2011 年提升 1.75 亿元，折合 EPS 提升 0.19 元；3) 新注入的煤矿中四个煤质较好的矿进展超预期，2012 年开始接续霍尔辛赫。宏远矿，鹿台山矿，鑫顺矿与豹子沟矿 2012 年将贡献增量 100 万吨以上，收入达到 4.76 亿元，净利润约为 1.74 亿元，贡献母公司净利润 1.33 亿元，折合 EPS 0.13 元。此外公司后续注入工作仍在推进，煤炭开采业务 2014 年后成长性仍然很好；贸易业务已经实现扭亏，随着未来储煤基地逐渐成熟，贸易规模将进一步扩大，公司对上游资源和下游客户的控制力将逐步增强，贸易部分盈利存在提升空间。我们长期看好公司发展，预计 2011-2014 年 EPS 分别为 1.14, 2.07, 2.80, 3.40 元，继续维持公司买入评级，2012 年给予 15 倍估值，目标价 31 元。



表 10： 盈利预测 1

煤矿生产	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
长治经坊煤业（75%）					
产量	314	310	320	320	320
销量	299	295	304	304	304
价格	732	825	812	831	836
吨煤成本及费用附加	283	285	295	300	310
吨煤成本	245	250	256	260	265
吨煤费用及附加	38	35	39	40	45
收入（万元）	229948	243495	246881	252644	254387
利润总额	145387	1594	1572	1614	1601
净利润（万元）	106499	125659	124085	127434	126348
吨煤净利润	339	405	388	398	395
贡献 EPS	0.81	0.95	0.94	0.96	0.96
凌志达煤业（62.99%）					
产量	60	26	100	150	150
价格	756	825	812	831	836
吨煤成本及费用附加	569	700	410	360	350
吨煤成本			300	250	250
吨煤费用及附加			110	110	100
收入	45332	21450	81202	124646	125467
利润总额	11187	3250	40202	70646	72967
净利润（万元）	7832	2438	30152	52985	54726
权益净利润（万元）	4933	1535	18992	33375	34472
吨煤净利润	131	94	302	353	365
贡献 EPS	0.05	0.02	0.19	0.34	0.35
大平煤业（35%）					
产量	144	90	150	150	150
价格	653	825	812	831	836
吨煤成本及费用附加	235	450	300	310	320
吨煤成本		350	200	210	220
吨煤费用及附加		100	100	100	100
收入	93997	74292	121803	124646	125467
利润总额	60164	33792	76803	78146	77467
净利润（万元）	43960	25344	57602	58610	58101
权益净利润（万元）	15386	8870	20161	20513	20335
吨煤净利润	305	282	384	391	387
贡献 EPS	0.16	0.09	0.20	0.21	0.21
铺龙湾煤业（100%）					
产量	40	120	120	120	120
价格		400	400	400	400
吨煤成本		300	260	260	260
吨煤费用及附加		80	100	100	100
吨煤净利润		15	30	30	30
权益净利润（万元）		1800	3600	3600	3600
贡献 EPS		0.02	0.04	0.04	0.04
霍尔辛赫煤业（51%+19%×62.99%）					
产量	45	135	300	300	300
价格		800	800	820	820
收入（万元）		108000	240000	246000	246000
吨煤成本		400	250	260	270
吨煤费用及附加		100	100	100	100
吨煤净利润（元/吨）		225	338	345	338



权益净利润（万元）	19127	63755	65172	63755
贡献 EPS	0.19	0.64	0.66	0.64
长治经坊庄子河煤业（75%×51%）				
产量				120
长治县贾掌镇镇里煤矿（75%×51%）				
产量				90
价格				810
吨煤成本				250
吨煤费用及附加				100
吨煤净利润				345
权益净利润（万元）				27712
贡献 EPS				0.28
	2010A	2011E	2012E	2013E
沁水鹿台山煤业（100%）				
产量			15	60
价格			850	850
吨煤成本			300	250
吨煤费用及附加			100	100
净利润（万元）			5063	22500
贡献 EPS			0.05	0.23
蒲县豹子沟煤业（100%）				
产量			10	45
价格			803	803
吨煤成本			300	250
吨煤费用及附加			100	100
净利润（万元）			3023	15303
贡献 EPS			0.03	0.15
左云长春兴煤业（51%）				
产量				160
左云韩家洼煤业（51%）				
产量			30	90
左云东古城煤业（51%）				
产量				90
价格				450
成本				250
吨煤费用及附加				100
吨煤净利润				75
权益净利润（万元）				13005
贡献 EPS				0.13
左权鑫顺煤业（65%）				
产量			20	60
左权宏远煤业（65%）				
产量			30	120
价格			538	540
成本			300	200
吨煤费用及附加			100	100
吨煤净利润			104	180
权益净利润（万元）			3375	21060
贡献 EPS			0.03	0.21
合计煤炭产量	607	681	1095	1665
				2120

资料来源：中信建投证券研究发展部



表 11: 盈利预测 2

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
煤炭开采业务收入	3711	4952	7991	11333	14443
煤炭开采业务成本	1076	1990	2781	3862	5000
毛利率	71.0%	59.8%	65.2%	65.9%	65.4%
其他业务收入	589	2200	2200	2200	2200
其他业务成本	561	1892	1892	1892	1892
毛利率	5%	14%	14%	14%	14%
煤炭贸易					
贸易量合计	6497	8000	8500	9000	10000
吨煤贸易价格	525	550	550	555	557
煤炭贸易业务收入(百万)	34141	44000	46750	49950	55700
煤炭贸易业务成本(百万)	33478	42928	45560	48735	54350
吨煤贸易成本	515	537	536	542	544
毛利率	1.9%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%
中间费用	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
净利润	(108)	16	68	16	13
贡献 EPS	-0.11	0.02	0.07	0.02	0.01
本部费用折合 EPS	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14
合计 EPS	0.76	1.14	2.07	2.80	3.40

资料来源: 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2010 年新财富煤炭行业第 8 名。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

报告贡献人

张恒维 010-85156383 zhanghengwei@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010