



挟“能源”以令诸侯

投资要点:

- 政策对新疆能源转化思路两大转变
- 新疆能源转化重点为煤炭煤电煤化工、油气、天然气
- 关注三类投资机会

报告摘要:

- 根据中国煤炭工业发展研究中心预测,2010年到2020年中国能源消费弹性系数在0.4左右,以此推断,未来能源需求年均增速超过3%。我国能源结构以煤炭为主,“富煤少气”。随着需求的不断增长,对能源资源丰富地区的转化利用和长远规划不仅关系到地区的经济增长也是关系到全国经济的可持续增长。
- 政策对新疆能源转化思路两大转变:全面开启新疆能源资源的大开发;培育新疆当地龙头能源公司。
- 煤炭开发利用主要依托四大煤炭基地:哈密煤炭基地主要用于疆煤东运,准东基地以煤电为主,伊犁基地以发展煤制烯烃、煤制天然气、煤制油等现代煤化工产品为主,库一拜焦化基地以发展耗水量较少的煤焦化产品为主,并作为南疆地区主要的能源和煤炭供应基地。
- “一主两翼”打通疆煤东运:我们粗略估算,到2012年,“一主两翼”外运煤炭能力将超过1亿吨/年,2015年,将超过5亿吨/年。根据相关规划,2020年新疆预计10亿吨的煤炭产量中将有一半外运。疆煤东运价格优势明显。
- 新疆电力装机规模2015年末将达到6000万千瓦,其中,内用为3400万千瓦,外送2600万千瓦,“十二五”末外送比例将达43%。我们粗略估算,将带动电煤需求达1.34亿吨。
- 政策给煤化工松绑,煤制天然气发展空间更大。
- 石化产业重在延伸下游产业链;打通油气输送管道,重点在“疆气东输”和“气化新疆”。
- 按照预期政策的规划思路,寻找三类能源转化投资机会:第一类,是未来有望成为政府主导的、进行资产注入或者并购重组的公司;第二类是目前具有一定规模,未来有望成长为拥有完善产业链、具备全行业竞争力的公司;第三类目前没有能源类业务,但是大股东拥有能源资源,有可能成为大股东注入优势资源对象,实现主营业务转化的公司。

分析师

金春萍

电话: 010 88085955

Email: jinchunping@hysec.com

相关研究

新疆: 迎来基建投资高峰期 2010062

政策定基调,未来大发展 20100524

新疆部分上市公司调研纪要
20100524

政策助推新疆: 未来的经济增长极
20100507

新疆优势和投资选择 20100426

目录

前言	4
一、新疆能源转化“新思路”	4
1.1 新经济增长周期带来能源需求较快增长	4
1.2 新疆能源转化新思路	5
二、能源转化路径	7
2.1 依托四大基地，实现煤炭资源转化	7
2.2 疆煤东运”	8
2.3 煤电转化迎来新时期	10
2.4 政策放松支持煤化工	12
2.5 石油石化—延伸下游产业链	15
2.6 “疆气东输”与“气化新疆”	16
三、国际比较看新疆能源未来发展空间	17
四、分步走把握能源转化过程中的投资机会	18
4.1 新疆能源相关上市公司状况及地区比较	18
4.2 跟随政策思路，寻找投资机会	20

插图

图 1: 09 年煤炭首次净进口	5
图 2: 石油对外依赖度不断提高	5
图 3: 山西和新疆煤炭产量	5
图 4: 2009 年山西和新疆煤炭外调量以及外调比例	5
图 5: 新疆四大煤炭、煤电、煤化工基地	8
图 6: 疆煤东运“一主两翼”路线图	9
图 7: 今年以来新疆发电量增速快于全国	10
图 8: 新疆九大风区分布图	11
图 9: 西气东输二线	16
图 10: 阿拉契亚工业区共包含 9 个州	17

表格

前言

4 月份以来，我们在对新疆进行连续的深度调研的基础上，对新疆板块的投资机会进行了较为全面的分析，通过对新疆相关政府部门以及新疆当地上市公司的调研，我们从新疆未来发展的优势和路径角度，深度剖析新疆板块的投资机会，推出新疆板块投资策略研究系列。

一、新疆能源转化“新思路”

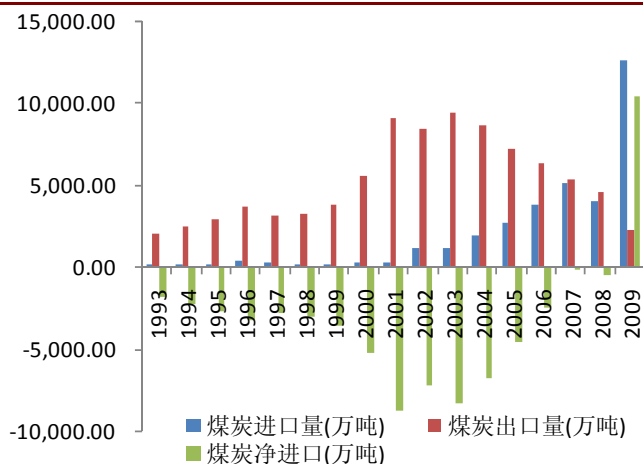
1.1 新经济增长周期带来能源需求较快增长

党的十七大确定未来的经济增长目标，到 2020 年实现人均 GDP 比 2000 年翻一番，按照这一目标，预计 GDP 年均增速在 7%-8% 之间。经济高速增长推动能源需求，根据中国煤炭工业发展研究中心预测，2010 年到 2020 年中国能源消费弹性系数在 0.4 左右，以此推断，未来能源需求年均增速超过 3%。

国际能源署近期发布报告，2009 年中国能源消费达 22.52 亿吨油当量（约合 32.2 亿吨标准煤），而美国的这一数据为 21.7 亿吨油当量（约合 31.1 亿吨标准煤）。根据国家统计局统计，2009 年中国能源消费总量达 31 亿吨标准煤，比 2005 年高出 8.7 亿吨，国家统计局的数据虽然比国际能源署的数据少了 1.2 亿吨煤，但是也反映出中国经济高速增长带动能源需求的强劲增长。

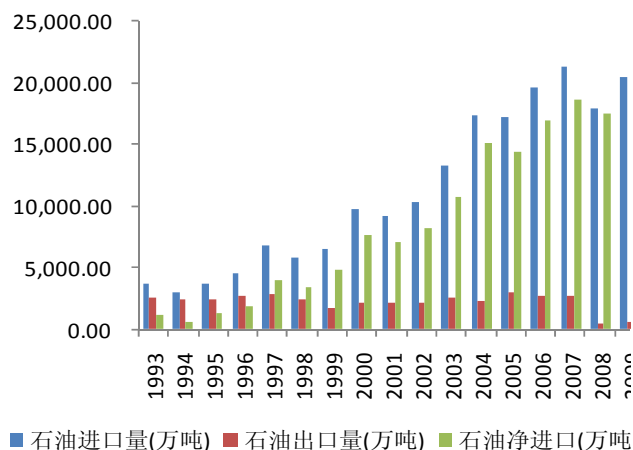
中国以煤炭为主的能源消费结构，“富煤少气”。2009 年能源消费结构中，化石能源消费占比接近 93%，其中，煤炭、石油、天然气消费的比重分别为 69.6%、19.2% 和 3.8%；非化石能源消费比重不足 10%。具体来看，石油对外依存度较高，根据中国石油和化学工业联合会的数据，09 年底我国石油对外依存度已经高达 53%，今年上半年，该数据继续上升至 54.8%；煤炭方面，历史上我国是煤炭生产、消费和出口大国，但是从 2009 年开始首次成为煤炭净进口国，国家能源局的数据显示，2009 年我国累计进口煤 1.26 亿吨，同比增长超过 210%，出口煤 2240 万吨，同比下降超过 50%，全年净进口 1.03 亿吨，对外依存度大约为 3%。

图 1: 09 年煤炭首次净进口



资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 石油对外依赖度不断提高



资料来源: wind, 宏源证券

能源储量方面，我国煤炭资源储量丰富，截至 2007 年底，我国煤炭保有探明资源储量为 11800 亿吨，其中基础储量 3260 亿吨，资源量 8540 亿吨；国土资源部的数据，2009 年在新疆、山西、内蒙古等省（区）探获煤炭资源量近 1500 亿吨。如果静态计算，现有煤炭资源可用 70 年以上，但是如果动态考虑经济增长和能源需求增长，可利用年限将大打折扣；石油方面，截至 2004 年底，中国累计探明包括原油和凝析油在内的石油地质储量为 248.44 亿吨，目前我国石油资源储量仍然处于增长阶段，但是增速较慢。

总体上，随着需求的不断增长，未来能源战略也是影响我国经济增长的核心课题，而对于能源资源丰富地区的能源资源转化利用和长远规划不仅关系到地区的经济增长也是关系到全国经济的可持续增长。

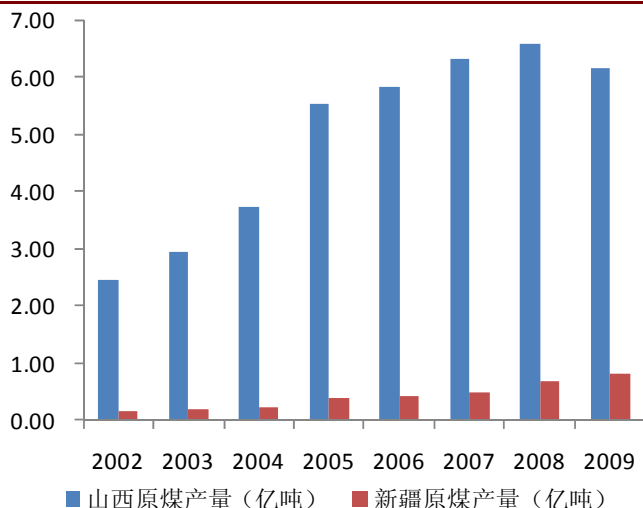
1.2 新疆能源转化新思路

新疆拥有丰富的煤炭资源，煤炭地层面积预计为 30.7 万平方公里，煤炭预测资源量 2.19 万亿吨，占全国的 40%，居全国之冠；已探明的储量约 170 多亿吨，在全国名列第 8 位，在西北地区名列第 2 位；石油资源量 300 亿吨，占全国陆上石油资源量 940 亿吨的 1/4 强，石油保有储量居全国第 3 位，未动用的石油储量居全国之首；天然气资源量为 10.8 万亿立方米，占全国陆上天然气资源量 30 万亿立方米的 34%。未来新疆跨越式发展的重要依托便是三大能源资源的转化，其中煤炭资源转化是重中之重。

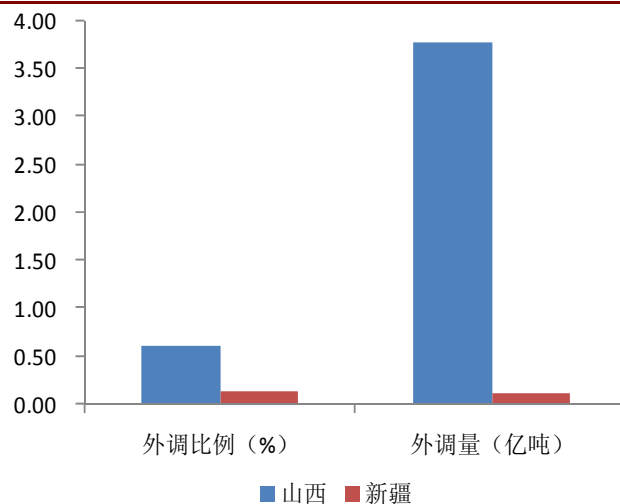
在此次中央扶持新疆进入跨越式发展之前，新疆的定位更多的是承担边疆的稳定与民族团结的重任，新疆能源定位是作为国家重要的能源战略储备基地，基本上处于不开发状态或开发程度有限。以煤炭为例，山西省国土资源厅 2003 年的数据显示，山西的煤炭资源储量 655198 亿吨，仅为新疆煤炭储量的 30%，但是山西煤炭的开发利用程度远远超过新疆。2009 年山西原煤产量达 6.15 亿吨，同期新疆原煤产量仅为 0.87 亿吨，仅为山西的 13%，从外调情况来看，整个“十五”期间，山西煤炭的外调量达 16.2 亿吨，占总产量的 76%，而新疆 2009 年的外调量仅为 1200 万吨，占当年产量的比重为 13.7%。

图 3: 山西和新疆煤炭产量

图 4: 2009 年山西和新疆煤炭外调量以及外调比例



资料来源：wind，宏源证券



资料来源：wind，宏源证券

与此同时，非新疆本地大型企业集团凭借其规模和实力拥有新疆较多的能源资源，新疆当地企业包括上市公司拥有的当地资源相对有限。

表格 1：和新疆本地公司相比，大集团在新疆占有丰富资源

大集团在新疆拥有丰富资源，新疆当地公司拥有资源相对不足	
国家开发投资公司	4 月份，国投公司在新疆伊犁煤电基地奠基。该产业基地主要由 2×330MW 煤电一体化热电厂工程、年产 90 万吨露天煤矿扩建工程等组成。预计 3 年内，国投伊犁能源公司上述各项目在伊犁累计投资将达 50 亿元。
鲁能集团	和丰公司：和丰鲁能煤电化开发有限公司位于塔城地区和丰县境内，采取煤电一体化模式进行开发，电源规划容量 3240 MW，分二期建设。准东项目：准东项目筹建处位于昌吉州准东煤电化产业带，采取煤电一体化模式进行开发。 哈密公司：哈密鲁能煤电化开发有限公司位于哈密市境内，采取煤电一体化模式进行开发。电厂规划容量 11240 MW。 阜康电厂：阜康电厂位于昌吉回族自治州阜康市境内，规划容量 6900 MW，分三期建设，即 2×150+2×300+6×1000MW。 上述项目大部分近 1-3 年内投产。
国电	将建新疆最大煤电项目准东煤电一体化项目一期 2×1000MW 工程。位于准东煤电煤化工产业带奇台县将军庙的中心区域，是大型坑口电厂，也是迄今为止准东煤电煤化工产业带最大的煤电一体化项目，一期初步估算投资将达 75.23 亿元，计划 2011 年 5 月开工，2013 年 10 月第一台机组投入运行，2013 年 12 月第二台机组投入运行。
华能集团	在新疆形成以准东、哈密两大煤电基地为核心，轮台热电、托克逊风电等项目为支撑的能源开发及相关产业全面发展的格局。
开滦集团	开滦集团从 2004 年就开始参与新疆煤炭资源的开发，通过合资合作、收购股权等方式，分别在准东、伊犁地区进行资源开发和项目建设，已累计投入资金 3.54 亿元，并

	于今年 4 月与新疆维吾尔自治区人民政府签订了框架协议。华能阜康热电联产工程是华能集团在新疆投资建设的第一个大型热电工程，一期建设规模为 2*135MW，为国产双抽凝汽式燃煤发电机组，工程计划总投资约 14.5 亿元。二期规划 2*300MW 燃煤发电机组。工程投产后，主要为新疆阜康市提供工业热源和民用采暖热源，对阜康市环境状况的改善和能耗水平的提高作出贡献。同时还能新疆昌吉回族自治州东部经济的快速发展提供电力支持，对准东电网的安全稳定运行具有重要意义。
华电集团	华电集团所属煤业公司与新疆天合矿业公司共同注资成立的新疆昌吉英格玛煤电投资公司开发建设，规划规模为年产 1500 万吨原煤和 4×66 万千瓦+4×100 万千瓦电源工程。
广汇股份	目前公司拥有哈密地区伊吾县淖毛湖区 8 个区块 240 平方公里的优质煤田独家开采权，该矿区合计煤炭储量 48 亿吨。

此次政策扶持新疆跨越式发展，要依托新疆能源优势转化为经济优势，对新疆能源开发的思路转变主要是两个方面：一方面是全面开启新疆能源资源的大开发，另一方面，要求拥有新疆当地能源的非新疆本地企业集团包括央企在内，通过在新疆设立子公司的形式参与新疆的能源开发利用，使得新疆当地能够分享外来企业在新疆开发资源的成果，同时政策扶持新疆当地优势能源企业做大做强，培育能源行业的本地龙头集团公司。从政策层面，对新疆的能源转化注重对新疆当地经济带来强劲拉动作用。

二、能源转化路径

2.1 依托四大基地，实现煤炭资源转化

根据规划，到 2020 年新疆煤炭产量将达到十亿吨，占全国煤炭总产量的比重将超过 20%。

煤炭开发利用主要依托四大煤炭基地，包括吐哈、准东、伊犁、库拜四大煤炭基地。根据相关规划，四大基地煤炭的主要开发利用方向依据地理位置、地区资源优势等各有不同。

哈密煤炭基地主要用于疆煤东运。哈密地区的煤炭预测资源量达 6600 亿吨，占新疆总预测量的 26%，是全疆煤炭资源最丰富的地区。2009 年哈密地区原煤产量达 1177.2 万吨，其中外调 610 万吨，占比 51.8%。目前，哈密地区生产矿井总规模可达 3200 万吨，亿吨级煤炭基地建设规模进展迅速。预计今年全年煤炭产量可达 3200 万吨，到 2013 年煤炭年产能可以达到 1.97 亿吨，到 2015 年该数字可达 3 亿吨。

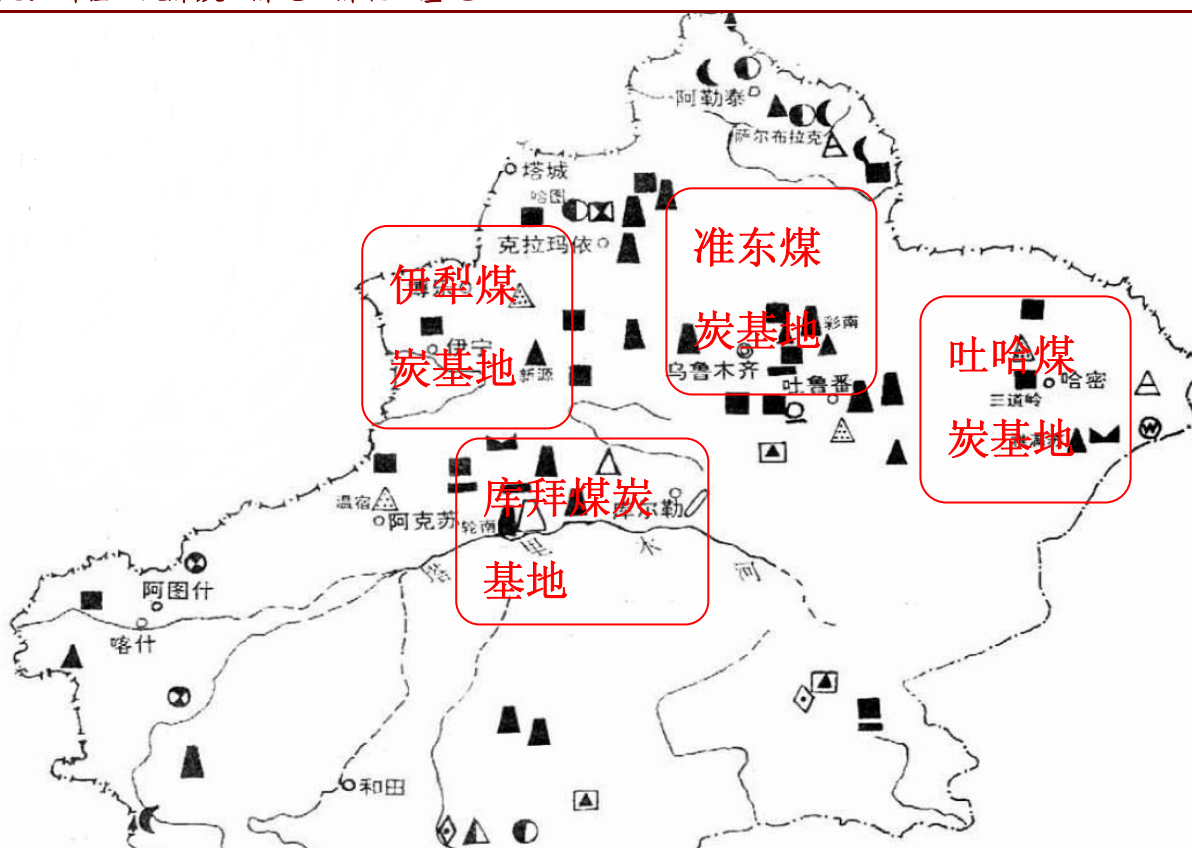
准东煤电煤化工基地定位为以煤电为主的综合煤电煤化工基地，主要规划发展煤炭、煤电、煤制油、煤制烯烃、煤制天然气等产品，并依据周边农业生产对合成氨、尿素的需要，适当发展煤制合成氨、尿素产品。准东煤田面积约 13000 平方公里，预测煤炭资源储量 3900 亿吨。

伊犁煤化工煤电基地以发展煤制烯烃、煤制天然气、煤制油等现代煤化工产品为主，

并根据农业生产需求，建设大型煤制合成氨、尿素生产装置。伊犁地区煤炭预测储量约 4700 亿吨，2009 年底，已探明煤炭储量为 292 亿吨。

库一拜焦化基地以发展耗水量较少的煤焦化产品为主，并作为南疆地区主要的能源和煤炭供应基地，同时依托当地天然气资源与煤炭资源，适度发展煤制烯烃产品。库拜估算及预测总资源量 333.3 亿吨，其中探明储量 21.8 亿吨，该基地规划煤炭年产 1180 万吨。

图 5：新疆四大煤炭、煤电、煤化工基地



资料来源：宏源证券

2.2 “疆煤东运”

此次政策推动新疆大发展之前，新疆煤炭外运量有限。2009 年，新疆煤炭产量 8740 万吨，其中调出量占 1200 万吨，占 13.7%，相比之下，同样拥有丰富煤炭资源的内蒙古，2009 年前三季度煤炭产量 45572.08 万吨，其中出省煤炭 25000 万吨，占煤炭产量的 54.9%。

运力问题一直是富煤省区煤炭资源转化的主要瓶颈因素。山西是煤炭外运大省，山西省境内有京包、大秦、丰沙大、朔黄、京原、北同蒲、南同蒲、石太、太焦、邯长、侯西、侯月等十二条铁路干线，阳涉、孝柳、两沁、武墨、神宁五条地方铁路和宁苛、太岚、忻河、介西等十余条铁路支线。运力规模与市场供给关系上，山西北通道相对平衡，中通道、南通道的运输能力与实际需求相差较大。山西中南部铁路运力紧张状况较为突出。

目前用于新疆与外省连接的铁路干线主要是兰新线，铁路运输的 95% 以上的出疆物资

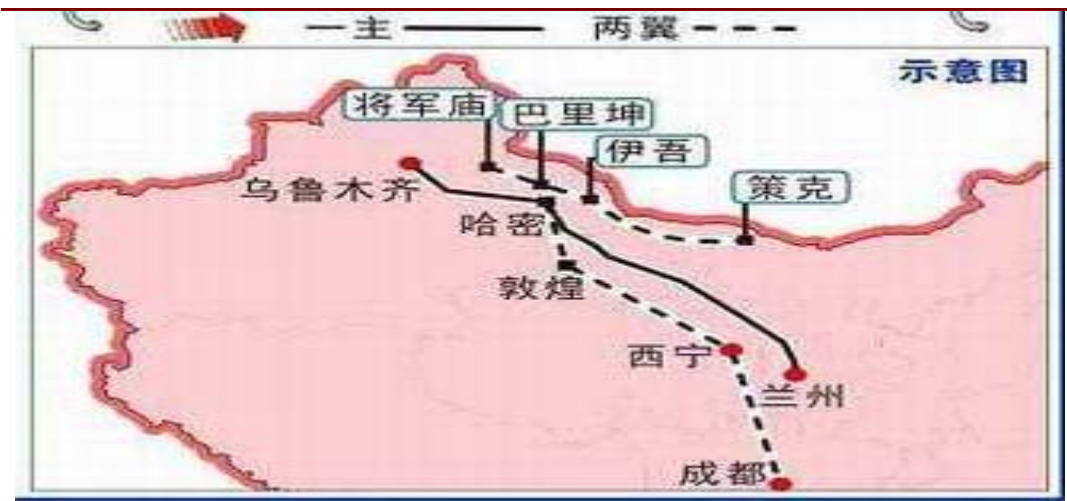
和 90% 的进出疆人员都依靠这条铁路。另外，兰新线主要是客运线，货运指标非常有限，有限的货运指标也通常以农产品为优先安排外运。因此，运输运力是制约新疆煤炭外运的主要瓶颈。

打通运输渠道，未来“疆煤东运”提速。随着新疆煤炭大开发时代的到来，政府为主导进行的铁路建设也积极推进，针对煤炭外运的铁路规划主要是“一主两翼”。“一主”指现有的兰新铁路线。兰新线是连接新疆和其他省区的主要干线，由甘肃兰州，经武威、张掖、嘉峪关、柳园、哈密、吐鲁番等，到新疆乌鲁木齐，全长 1892 公里。兰新线东接陇海铁路，形成横贯我国东西的大动脉，同时又与包兰、兰青铁路相交，形成华北到西北和西藏的主要通道。2009 年 11 月开始建设兰新二线，兰新二线建成之后，现有的兰新线将改为专门的货运专线，新疆与内陆省区联系的主构架完全形成，出疆通道增加至 4 条。未来运力方面，2011 年兰新线电气化改造工程完工后，煤炭输送能力将达到 7000 万吨/年，2014 年兰新二双线建成后，煤炭输送能力将达到 3 亿吨/年。

“两翼”分为北翼和南翼。其中北翼指新疆将军庙—巴里坤—伊吾—策克（内蒙古）铁路，预计明年开工建设；南翼指哈密—敦煌—西宁—成都铁路。未来运力方面，2012 年北翼临哈线建成后，煤炭输送能力达到 3000 万吨/年，远期双线电化后可达到 1.2 亿吨/年；南翼建成之后煤炭输送能力将达到 1 亿吨/年。

根据“一主两翼”建设的时间表以及未来预计的煤炭输送能力，我们粗略估算，近到期到 2012 年，“一主两翼”外运煤炭能力将超过 1 亿吨/年，2015 年完全建成之后，输送能力将超过 5 亿吨/年。根据相关规划，2020 年新疆预计 10 亿吨的煤炭产量中将有一半外运。

图 6：疆煤东运“一主两翼”路线图



资料来源：宏源证券

价格方面，新疆煤炭拥有明显的价格优势，目前哈密地区电煤坑口价为 163.8 元/吨；考虑到运输成本，由于哈密比准东等其他煤炭基地距离内地的距离近 800 公里，可以节省运输成本 40 元/吨左右，以鄯善-秦皇岛为例，两地运输距离为 2700 公里，运费 300 元/吨，加上两头装卸费用，按 100 元/吨测算，最终到岸价格不到 600 元/吨，而根据山西省商务厅的数据，山西上半年煤炭平均价格为 692 元/吨，动力煤 638 元/吨，并且新疆动力煤品质高于如内蒙古等产煤区，目前内地针对新疆煤炭的买家基本上锁定在热量

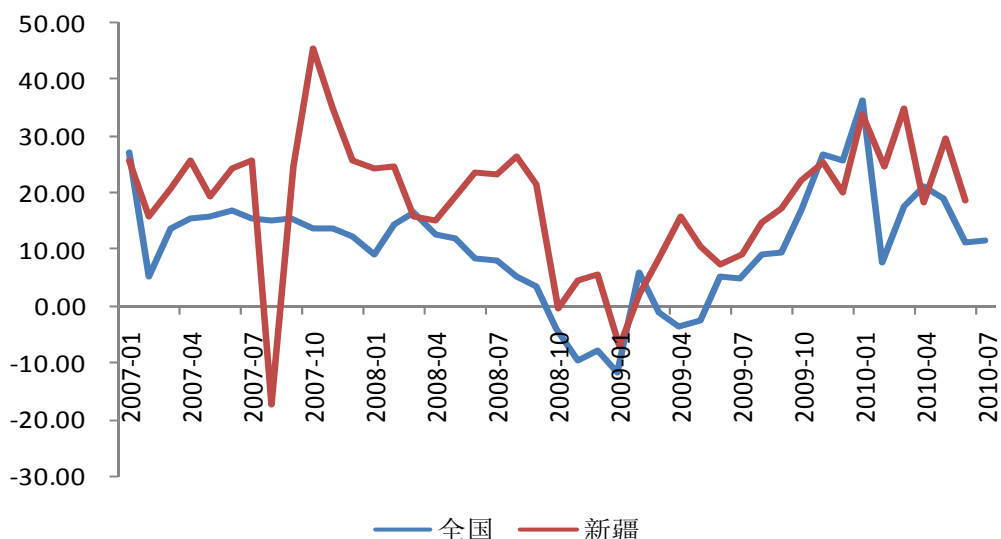
6000 大卡及以上的优质动力煤上，而秦皇岛 5500 大卡发热量动力煤价格为 735-745 元/吨，因此，新疆外运煤拥有极高的价格优势，未来 2-3 年随着“一主两翼”建设的逐步完工，运输瓶颈的缓解将极大促进“疆煤东运”的转化。

2.3 煤电转化迎来新时期

发展煤电是新疆煤炭资源转化的又一重要途径，准东基地煤炭主要用于发展煤电。

新疆电力需求将保持高速增长，装机容量不断扩大。2009 年新疆装机容量达到 1280 万千瓦，预计 2010 年将达到 1480 万千瓦。随着新疆各项投资项目的逐步开展，未来新疆电力需求将保持强劲增长。2010 年 1 季度，新疆电网联网运行的发电总装机容量达到 1193.7 万千瓦，总发电量完成 130.4 亿度，同比增长 26.7%，2 季度电力需求也保持在 20%以上的增速。总体上，新疆电力需求增速远高于全国。

图 7：今年以来新疆发电量增速快于全国



资料来源：CEIC, WIND, 宏源证券

疆电东送。7 月 21 日，作为新疆与西北电网联网最重要工程之一的 750 千伏乌-吐-哈 II 回输电线路降压 220 千伏运行，预计 10 月底可升压 750 千伏运行，新疆正式并入西北电网，实现“疆电东送”。

按最新规划草案，“十二五”期间，新疆将开工建设两条特高压电网线路：一是哈密至郑州的 $\pm 800\text{KV}$ 线路，计划 2012 年建成；二是 2015 年建成一条准东至重庆的 $\pm 800\text{KV}$ 线路。全疆电力装机规模 2015 年末将达到 6000 万千瓦，其中，内用为 3400 万千瓦，外送 2600 万千瓦，“十二五”末外送比例将达 43%。“十三五”期间，规划建成三条通往华东、华中和西南的特高压线路，分别是哈密至山东的 $\pm 800\text{KV}$ 线路、准东至江西的 $\pm 1000\text{KV}$ 线路、伊犁至四川的 $\pm 1000\text{KV}$ 线路，“十三五”末，新增对外输电能力将最高达 2650 万千瓦。

根据我们粗略的估算，按照“十二五”规划，“十二五”末全疆装机容量达到 6000

万千瓦，假设全年发电小时数为 5000 小时，每度电需要煤炭 320 克，则“十二五”末电煤需求为 9600 万吨标煤，按照目前出疆煤炭热量在 6000 大卡的标准进行换算（调整之后采用换算系数 1.4），则“十二五”末电煤需求将带动新疆煤炭开发规模达 1.34 亿吨。

哈密地区电网建设是重要的“疆电东送”的枢纽，2006 年以来，新疆电力公司先后投资 41.7 亿元建设哈密电网，建设了 750 千伏乌吐哈输变电工程、750 千伏哈密-安西双回路输电工程、220 千伏山北输变电工程、110 千伏南部工业园等 18 项输变电工程。未来哈密地区电网将成为 750KV 电网的关键支撑点。

风电。新疆是国内风力资源最丰富的省区之一，风力资源主要分布在 9 大风区，包括额尔齐斯河谷西部风区、准噶尔盆地风区、哈密北戈壁风区、吐鲁番西部风区、阿拉山口风区、达坂城谷地风区、罗布泊风区、百里风区。

图 8：新疆九大风区分布图



资料来源：宏源证券

新疆路上风能资源占全国近 40%。九大风区可开发利用的风区总面积达 13.5 万平方千米，可装机容量达 1.24 亿千瓦。新疆风能资源品质较好，风频分布较合理，破坏性飓风十分少见，风电发展具有独特优势。

表格 2：新疆 9 大风区的风能资源估计值(10 米高程)

序号	风 区	面积 (平方千米)	有效风功率密度 (千瓦时/平方米)	年均风速 (米/秒)	可利用时间 (小时/年)	可装机容量 (万千瓦)
1	达坂城谷地	1500	350-500	5.0-6.2	5500-6500	420
2	吐鲁番西部	1000	200-350	4.0-5.0	4500-5500	200
3	百里	3000	200-350	4.5-5.5	4500-6000	740
4	哈密南戈壁	33200	150-250	4.5-5.5	5500-6500	1350
5	哈密北戈壁	16800	300-400	5.0-6.2	5500-6000	1670

6	准葛尔西部	14000	100-250	4.0-5.0	4500-5500	2000
7	额尔齐斯河西部	12000	150-250	4.0-5.5	5000-6700	500
8	阿拉山口	3000	350-450	6.0	5500-6000	850
9	罗布泊	50000	100-250	5.0	4500-6000	4700
合计		134500				12430

数据来源：宏源证券。

根据新疆的中长期风电发展目标，2010 年风电装机占新疆电力装机总规模的比例预计将超过 5%，到 2020 年实现新疆风电规模外送。2010 年将首先建成达坂城、哈密两个风电基地，装机容量达到千万千瓦。

今年 4 月份，乌鲁木齐出台了《关于加快达坂城风区风电基地建设带动我市风电产业快速发展的实施意见》，推进风能开发利用，扩大达坂城等大型风电基地建设规模。达坂城风电基地近期目标，到 2015 年达坂城区风电最低装机规模达到 170 万千瓦，力争达到 270 万千瓦以上，风机设备制造能力达到 325 万千瓦；风机装备制造业将创收达 500 亿元，相关服务业创收将达 10 亿元。远期目标，力争到 2020 年，达坂城风区风电装机规模达到 1000 万千瓦；2020 年乌市风机设备制造能力达到 1900 万千瓦；自主研发 2.5 兆瓦及以上风电整机和轴承、控制系统等关键零部件，并推进风电装备制造产业化；到 2020 年乌市风机装备制造业及相关服务业创收争取达 900 亿元。

我们认为，从长远来看，新疆风电未来的发展空间巨大，尤其是哈密被纳入国家风电规划，将在 2020 年建成千万千瓦风电基地，和酒泉、河北、吉林、江苏沿海、蒙东、蒙西风电基地共占据全国风电总装机容量的比重将达到 60%左右，并且 2020 年实现“风电东送”之后，风电发展的速度将更上一个新台阶。

2.4 政策放松支持煤化工

2.4.1 全国范围内煤化工政策趋紧

煤化工发展的主要制约因素是水资源和环境。由于煤化工发展要求有较多的煤炭资源、水资源、生态资源、环境等要求，资源和环境的承载能力都比较大，目前国内部分煤化工项目如煤焦化等处于总体产能过剩阶段，因此最近几年政策对于煤化工总体是趋紧和限制的方向。2010 年 6 月 19 日国家发改委出台了《规范煤制天然气产业发展》的有关事项通知，将煤制天然气项目的审批统一由国家发改委审批，进一步加强了对于煤制天然气的管控。

表格 3：煤化工政策趋紧

日期	政策	主要内容
2006 年 7 月	《关于加强煤化工项目建设管理促进产业健康发展的通知》	明确煤化工发展中存在的问题，进一步加强煤化工的发展管理。通过产业规划、合理产业布局、确定发展重点等方面加强行业管理和风险防范。
2007 年 10 月	《电石行业准入条件	从生产企业布局、规模、工艺与装备、能源消耗

	(2007年修订)》	和资源综合利用、环境保护等方面规定行业准入条件。
2008年12月	《焦化行业准入条件(2008年修订)》	对原《焦化行业准入条件》进行了修订,进一步提高了行业准入水平。
2009年5月	《石化产业调整和振兴规划》	坚决遏制煤化工盲目发展势头,积极引导煤化工行业健康发展。今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目,原则上不再安排新的煤化工试点项目。
2009年9月	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》	要严格执行煤化工产业政策,遏制传统煤化工盲目发展,今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目。
2010年04月	《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	焦炭行业:2010年底前淘汰炭化室高度4.3米以下的小机焦(3.2米及以上捣固焦炉除外)。
2010年8月	18行业淘汰落后产能企业名单	涉及企业数较多的行业有:水泥762家,造纸279家,印染201家,焦炭192家,炼铁175家,铁合金143家,制革84家。

虽然全国范围内国家对于煤化工行业是限制、从紧的政策导向,但是我们认为区域性的调控仍然有差别,尤其是传统产业结构由东部地区向西部转移以及促进新疆跨越式发展的大背景下,国家的政策更倾向采取差别化的调控方式,对较发达地区、东部地区落后产能加快淘汰力度,适当放宽新疆等资源转化地区的政策限制和准入标准。

2.4.2 政策给新疆煤化工松绑

根据国家《煤化工产业中长期发展规划》(以下简称“规划”),计划在全国构建七大煤化工产业区,分别是黄河中下游、蒙东、黑东、苏鲁豫皖、中原、云贵和新疆。“规划”中,新疆作为全国重要的煤化工产业战略接续区,规划利用10-20年时间,形成大型石油替代产品基地。根据公开信息报道,为了支持新疆实现跨越式发展,国家发改委、工信部拟对新疆的特色产业出台差别化的产业政策,将适当放宽钢铁、水泥、有色、煤化工、多晶硅等行业准入标准和条件。8月份,庆华集团在新疆投资建设的煤制天然气(SNG)项目获得国家发改委核准。目前国内还有另外三个煤制气项目,分别是大唐内蒙古赤峰40亿立方米/年项目、大唐辽宁阜新40亿立方米/年项目和汇能内蒙古鄂尔多斯16亿立方米/年项目。

我们认为新疆发展煤化工的优势在于丰富的煤炭资源,但是最大的制约因素是水资源的匮乏和环境压力过重,典型的特征是煤炭丰富、适合发展煤化工的地区水资源相对匮乏,而水资源丰富的地区,又缺乏煤炭资源的储备。

新疆水资源状况。新疆水资源总量为 882 亿立方米，占全国水资源的 3%，用水结构严重失衡，农业用水比例过重，占用水总量的 70%。从地域分布上看，由于降水主要在山区，导致地区之间的水资源分布极度不均衡，西北部地表水资源占全疆水资源量的 93%，而东南部仅占 7%，伊犁、阿勒泰地区水资源充裕，乌鲁木齐、哈密、吐鲁番等地区水资源最为紧缺。水资源区域分布不均，而新疆地区之间距离跨度大，降水季节性强，且水利工程建设相对滞后，给水资源的调度带来较大阻碍。

由于用水浪费以及工业发展速度加快，新疆水资源利用状况恶化，乌鲁木齐、昌吉、石河子、伊宁、阿克苏等地区水资源都有不同程度污染，水污染治理也没有得到有效治理。

从目前新疆煤化工上市公司状况看，广汇、新疆天业煤化工项目所在地处于水资源较为丰富的地区（新疆天业在石河子地区、广汇化工项目在南淖湖等水资源相对充裕地区）。

从政策规划上看，目前煤化工方面受政策支持最大的是煤制天然气，煤制天然气目前在国内技术较为成熟，而煤制油等煤化工存在技术因素制约。根据规划，伊犁主要是作为煤化工基地，伊犁地区是水资源相对丰富，相对于其他煤炭基地拥有发展煤化工的水资源优势，同时准东和库拜煤炭基地也进行一些煤化工产品的生产。煤化工主要规划是以伊犁的 55 亿方的煤制气项目为龙头，总规划投资额约 400 亿元，同时建 4 条输气管线。8 月 5 日，伊犁年产 55 亿方煤制天然气项目已获国家发改委批准，成为第 4 个经国家核准的煤制天然气项目。

2007 年开始，新汶集团已经开始在新疆规划建设大型煤化工基地，根据规划，新汶矿业集团公司新疆伊犁矿区煤化工总体规划，新汶矿业集团在伊犁地区形成以煤炭生产为基础产业，以煤炭加工、转化为核心，形成煤—甲醇—烯烃、煤—液化—油品等多元化产业链。

新疆伊犁矿区划分为 7 个井田和 4 个勘查区，建设总规模暂定 3110 万吨/年。其中：伊犁一矿 1000 万吨/年，伊犁二矿 1000 万吨/年，伊犁四矿 600 万吨/年，阿尔玛勒一矿 120 万吨/年，阿尔玛勒二矿 150 万吨/年，阿尔玛勒三矿 150 万吨/年，阿尔玛勒四矿 90 万吨/年。伊犁一矿和四矿后备勘查区、伊犁三矿和五矿勘查区待进一步勘查后确定开发方式。

伊犁煤化工基地规划为伊南液化区和伊北液化区，其中，伊南化工区油品规模为 600 万 t/a，烯烃规模为 120 万 t/a（折合甲醇能力 360t/a），总投资 790 亿元，分四期建设：一期启动工程，甲醇 180 万 t/a，化烯烃 60 万 t/a，建设时间为 2008 年~2010 年；二期烯烃工程和 F-T 示范工程，甲醇 180 万 t/a，烯烃 60 万 t/a，油品规模 100 万 t/a，建设时间为 2011 年~2015 年；三期 F-T 工程，油品规模 200 万 t/a，建设时间为 2016 年~2020 年；四期 F-T 工程，油品规模 300 万 t/a，建设时间为 2021 年~2025 年。伊北化工区直接液化区油品规模 450 万 t/a，总投资 487 亿元，分三期建设：一期示范工程，油品规模 50 万 t/a，建设时间为 2007 年~2012 年；二期工程，油品规模 200 万 t/a，建设时间为 2013 年~2020 年；三期工程，油品规模 200 万 t/a，建设时间为 2021 年~2025 年。（以上数据信息来自新汶集团公司公布信息）

2.5 石油石化—延伸下游产业链

新疆石油资源量 300 亿吨，占全国陆上石油资源量 940 亿吨的 1/4 强，现石油保有储量居全国第 3 位，未动用的石油储量居全国之首。09 年新增石油探明地质储量 3.19 亿吨。石油化工行业是工业的重要支撑。新疆石油化工工业产出占新疆工业总产出的比重达 60%，而整个工业产出的比重占新疆整个经济的比重近一半，石化行业占新疆经济的比重达 30%。

表格 4：新疆主要油田

新疆主要的油田以及原油生产能力	
克拉玛依油田	地处新疆克拉玛依市，拥有 792 万吨原油配套生产能力（稀油 603.1 万吨，稠油 188.9 万吨）。
塔里木油田	位于新疆南部的塔里木盆地，已探明 9 个大中型油气田、26 个含油气构造，累计探明油气地质储量 3.78 亿吨，具备年产 500 万吨原油生产能力；100 万吨凝析、25 亿立方米天然气的生产能力。
吐哈油田	位于新疆吐鲁番、哈密盆地境内，截止 1995 年底，共发现鄯善、温吉桑等 14 个油气油田和 6 个含油气构造探明含油气面积 178.1 平方公里，累计探明石油地质储量 2.08 亿吨、天然气储量 731 亿立方米。

根据新疆《乙烯下游产业项目规划》的资料显示，新疆石油和石化产业发展的主要特点是大型、高技术，产业分布全部集中于央企驻疆企业，主导产品包括：石油、天然气、油品、合成材料和化肥等，这些产品具有较好的市场前进，技术结构方面，石油和石化企业坚持实行高技术原则，具有较现代化的技术装备和一定的技术创新实力。

在产业结构方面存在的主要问题是：1、一体化协调的发展机制尚未形成，不利于更有效的优化资源配置，形成更大的竞争优势；2、在生产规模、技术水平等方面仍然适应不了参与国际市场竞争的需要；3、在产品结构上需要进一步提高产品档次和增加品种，特别是基本有机化工原料的生产严重不足，已成为当地化学工业发展和产品结构调整方面的重要的制约因素。

未来新疆石化行业未来的规划是，依托独一克、乌鲁木齐、南疆、吐哈四大石化基地，发展以石油、天然气为原料的大乙烯、大芳烃、大聚酯、大化肥等石化产业，以结构调整和产业升级为主线，延伸石化下游产业链。

根据中石油的规划，未来十年中石油将在新疆构建“四大基地、一条通道”，“四大基地”分别是全国最大的油气生产基地、重要的炼油化工基地、石油储备基地、工程技术服务保障基地，“一条通道”是指引进中亚—俄罗斯油气资源战略通道。按此规划，到 2020 年新疆油气产能将达到 6000 万吨以上；炼油能力达到 3050 万吨，建设独山子等 6 个石油储备库群，形成西部重要石油储备基地；以西部钻探、东方物探为主，建成服务新疆、辐射中亚的工程技术服务保障基地；2020 年，西气东输一线、二线等天然气管线，中哈原油管道一线、二线等原油管线全部投产后，跨国管道年进口油气输送能力将达到亿吨。

2010 年新建石油化工行业将投资 530 亿元，重点建设石油炼化、油气化工和煤化工的一大批大型项目。鄯善、库车、克拉玛依等 13 家自治区级石化工业园区建设速度加快，形成上中下游一体化发展格局。

2.6 “疆气东输”与“气化新疆”

随着清洁能源需求所形成的巨大天然气市场，新疆拥有的丰富的天然气资源正面临巨大的发展机遇。新疆天然气资源量为 10.8 万亿立方米，占全国陆上天然气资源量 30 万亿立方米的 34%。准噶尔、塔里木、吐哈三大盆地是新疆油气储量最为丰富的地区。在发展低碳经济和节能减排的宏观背景下，西部大开发战略的实施和西气东输工程的建设正推动新一轮大规模油气勘探开发建设正全速推进，形成了由东到西、由北到南三大盆地油气勘探开发全面展开的态势，新疆已成为我国石油天然气工业最大的战略接替区。

天然气两大方向：“疆气东输”和“气化新疆”。“西气东输”二线西起新疆霍尔果斯口岸，工程设计总投资约 1420 亿元，2009 年底西段建成投产、2011 年前全线贯通。与拟建的中亚天然气管道相连，工程建成投运后，可将我国天然气消费比例提高 1 至 2 个百分点，优化能源消费结构。“西三线”以中亚地区国外进口气和煤制气为气源，干线西起新疆霍尔果斯；“西三线”分为东西两段，西段从新疆霍尔果斯到宁夏中卫已在建设中。西段预计在 2012 年完工，东段计划于 2012 年初开工建设，2014 年将建成投运。

图 9：西气东输二线



资料来源：宏源证券

08 年确定 5 年期气化新疆工程目标：通过与中石油、中石化的合作，争取西气东输

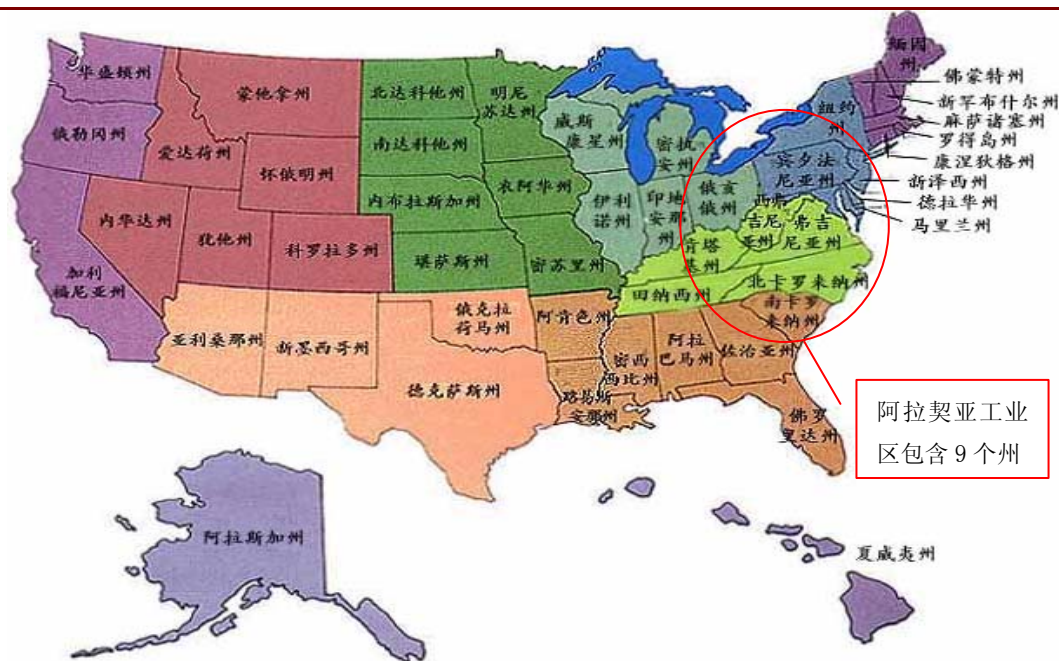
二线在疆留 50—60 亿立方米天然气，力争“十二五”期间新疆 70% 以上城镇使用天然气。

三、国际比较看新疆能源未来发展空间

世界各国在经济发展过程中，都存在区域经济发展不平衡的问题，因此各国都曾经根据国内不同地区的资源特点制定不同的区域经济发展战略和规划，对于资源优势地区进行资源转化，促进地区经济，同时也为国家经济增长提供资源支持。从美国的情况看，历史上也经历过西部大开发时代，一共三个阶段，以农业为主的初步开发时期，以工业为主的综合开发时期，以高新技术为主的深度开发时期。其中，第二个阶段中对于阿巴拉契亚煤炭资源的开发利用和转化对目前推动新疆的能源资源转化利用有相似和可供借鉴之处。

美国阿巴拉契亚区位于美国东部阿巴拉契亚山地和阿巴拉契亚高原地带，沿阿巴拉契亚山脉从北向南纵贯 9 个州，是美国发现最早、开采时间最长、在美国煤炭工业发展史上最重要的煤炭产区，煤炭资源储量非常丰富，1991 年总资源量为 3107 亿吨，其中探明储量 938 亿吨，可采储量约 499 亿吨。阿巴拉契亚煤田是美国传统的炼焦煤和动力煤主要产地，20 世纪初，其煤炭产量占全美煤炭产量比重超过 70%，70、80 年代仍占 60%-50% 以上，1997 年，总产量为 421.5 百万吨，占美国总产量的 42.7%。从美国建国后到本世纪中期，当地煤炭优势资源的转化有力地支持了美国的工业发展。

图 10：阿巴拉契亚工业区共包含 9 个州



资料来源：宏源证券

具体来看，从 20 世纪 60 年代美国政府开始对该地区煤炭工业重振规划，最重要的两点是：

1、加强基建投资，打通煤炭资源外运通道。阿巴拉契亚区地处山区及高原地带，交通运输系统及其匮乏，煤炭资源运输不畅，针对这种状况，政府强力推动该地区铁路、公路以及水路投资，规划建设了 5300 千米公路加强区内重要城市之间和城市与区外的联系通道，政府投入资金到公路建设的比重超过总额的 75%；铁路方面，建成 5 万千米以上铁路，运煤能力达到每年 2 亿吨以上；水运方面，形成密西西比河、俄亥俄河、田纳西河等重要的煤炭运输通道，运煤能力达到年 1 亿吨以上；同时为了加强煤炭的水陆联运，在东部和南部建设了汉普顿罗兹、巴尔的摩、新奥尔良等特大型煤港，成为煤炭运输的重要交通枢纽。

2、调整产业结构，扩大区域内煤炭资源转化。政府采取综合发展产业的经济战略，发展区内钢铁、电力、轻工、食品、商业、旅游等各个产业，扩大区域内自身对于煤炭资源的需求规模，推动区域内煤炭资源的转化，同时也改变了区域内产业结构单一的特点。

我们认为，新疆资源转化的途径，主要在于两个方面，一方面是资源向内地输送，需要大量的基建配套设施支持，另外一方面，是靠新疆区域内经济规模和产业多元化发展，形成完善的产业链供需系统，推动疆内能源资源的转化。

四、分步走把握能源转化过程中的投资机会

4.1 新疆能源相关上市公司状况及地区比较

从能源资源上市公司数量看，新疆能源资源相关上市公司 11 家，分布在石油、煤炭、化工、热电等行业，按照 2009 年期末的数据，11 家能源资源上市公司总资产规模达 166752.37 百万元，总营收 87027.92 百万元，平均 EPS0.29 元。总体上最近几年新疆能源资源类上市公司规模不断扩大，盈利能力有所增强。

表格 5：新疆能源资源类上市公司概况

新疆能源资源类上市公司概况								
证券代码	证券简称	总股本 (百万股)	总市值 (百万元)	资产总计 (百万元)	营业收入 (百万元)	营业利润 (百万元)	EPS (元)	预测 PE
000159.SZ	国际实业	481.1	6798.5	2302.1	517.5	136.5	0.6	0.0
002207.SZ	准油股份	99.5	2273.6	681.6	288.7	15.4	0.1	88.9
600721.SH	ST 百花	141.7	1679.0	957.4	63.6	2.3	0.1	0.0
000813.SZ	天山纺织	363.5	4197.9	516.3	248.9	-51.9	-0.1	0.0
002092.SZ	中泰化学	769.6	14606.2	7477.2	3326.5	80.8	0.2	26.6
600075.SH	新疆天业	438.6	5263.1	4645.1	3241.8	4.4	0.0	51.5
600251.SH	冠农股份	362.1	7481.0	1772.3	533.7	22.2	0.1	23.6
600256.SH	广汇股份	1238.5	36200.4	9209.7	3100.8	638.3	0.6	33.2
600339.SH	天利高新	525.6	4856.5	3717.8	891.1	-50.8	0.0	18.8
600419.SH	ST 天宏	80.2	868.9	458.2	373.5	-46.9	-0.3	0.0
600509.SH	天富热电	655.7	7035.6	6532.9	1649.3	93.0	0.1	33.3

我们比较同样具有丰富能源储备的山西省上市公司与新疆能源资源类上市公司，新疆地区在能源资源类上市公司数量、上市公司规模以及行业地位、盈利能力等方面都相对较弱。

从能源资源上市公司数量看，新疆能源资源相关上市公司占新疆板块上市公司总量的 30%，山西能源资源相关上市公司 15 家，占山西上市公司总数的 52%；从上市公司总市值看，按照 2010 年 8 月 13 日收盘数据，新疆板块能源类上市公司市值占板块市值比重为 30%，而山西这一数字为 52%；从总资产看，按照 2009 年期末数据，新疆能源资源类上市公司总资产规模仅占当地上市公司的 23%，山西的这一数字为 44%；从盈利能力看，根据 2009 年期末数据，新疆能源类上市公司 EPS 平均为 0.13 元，远低于新疆板块所有上市公司的平均水平，也远低于山西的能源资源类上市公司的水平，同时山西能源资源类上市公司盈利能力较强，远高于当地上市公司整体盈利水平。

表格 6：新疆与山西能源资源类上市公司比较

	新疆			山西		
	地区内全部上市公司	能源资源类上市公司	占比%	地区内全部上市公司	能源资源类上市公司	占比%
上市公司数量（家）	34	11	30	15	29	52
总市值（合计，百万元）	305477.61	91260.89	30	446805.92	232572.69	52
总资产规模（合计，百万元）	166752.37	38270.4	23	304263.79	134157.93	44
总营收（合计，百万元）	87027.92	14235.35	16	223082.43	102325.56	46
营业利润（合计，百万元）	8618.73	1128.42	13	23242.70	13556.80	58
EPS（算术平均，元）	0.29	0.13	-	0.34	0.73	-

数据来源：wind，宏源证券。

新疆地区目前缺乏优势资源行业龙头公司，对大企业大集团战略的支撑作用不强，难以发挥规模经济效应，对当地产业化发展和产业结构升级的带动作用还有待提高。2009 年底，新疆石油煤炭相关上市公司营业收入总额 48.6 亿，而山西煤炭相关上市公司营业收入总额达 1056.9 亿，是新疆的 21 倍。全国范围来看，整个煤炭行业中营业收入超过 200 亿的上市公司有 5 家；新疆地区营业收入最多的广汇股份仅为 31 亿；山西有两家，分别是山煤国际和国阳新能，营业收入总额都超过 200 亿，在行业内形成较强的市场竞争力，并带动当地行业形成产业化经营模式。因此，我们可以发现，在山西的煤炭转化和产业化形成过程中，伴随着大型的相关能源资源类公司的崛起，我们认为新疆在政策主导下未来也有望出现大型的具有全国性行业竞争力、带动区域产业化经营的巨型公司。

表格 7：山西能源资源类上市公司概况

山西能源上市公司概况

证券代码	证券简称	总股本（百万股）	总市值（百万元）	资产总计（百万元）	营业收入（百万元）	营业利润（百万元）	EPS（元）	预测 PE
601699.SH	潞安环能	1150.54	41212.41	21730.04	18261.09	2960.75	1.83	13.05
000723.SZ	美锦能源	139.60	2473.70	992.81	868.90	-4.66	-0.03	0.00
000983.SZ	西山煤电	3151.20	65923.10	23270.08	12337.03	2996.45	0.92	13.37
600123.SH	兰花科创	571.20	16833.26	11622.66	5615.63	1686.46	2.22	10.82
600348.SH	国阳新能	2405.00	38552.15	17384.47	20004.82	2515.26	1.93	14.62
601001.SH	大同煤业	1673.70	27666.26	15184.07	9494.75	2695.03	1.78	15.05
600408.SH	安泰集团	1006.80	5698.49	6674.53	3740.37	-410.74	-0.46	-95.57
000755.SZ	山西三维	469.26	3505.41	4614.43	2269.97	-12.55	0.02	26.93
600780.SH	通宝能源	872.94	5482.07	2747.69	1908.15	7.38	0.01	-1657.41
000767.SZ	漳泽电力	1323.73	5612.59	11316.17	4034.81	19.73	0.01	43.61
600546.SH	山煤国际	750.00	15390.00	14732.42	21006.28	1380.59	1.00	13.87
600281.SH	太化股份	514.40	4223.24	3888.58	2783.78	-294.89	-0.50	0.00

4.2 跟随政策思路，寻找三类投资机会

我们认为此次政策开发新疆能源的思路转变，将使得新疆当地享受更多的能源转化带来的收益，通过资本市场促进能源的转化和能源产业化经营是重要的途径。我们预计政府将积极通过资本市场推动新疆本地能源资源类上市公司做大做强，成为具有规模和成长优势的本地、行业内、直至全国性的龙头公司。按照预期政策的规划思路，我们将新疆本地上市公司未来成长为龙头公司的路径选择分为三类，分别把握不同类型成长途径的投资机会，第一类，是未来有望成为政府主导的、进行资产注入或者并购重组的公司、第二类是目前具有一定规模，未来有望成长为拥有完善产业链、行业竞争力的公司；第三类目前没有能源类业务，但是大股东拥有能源资源，有可能成为大股东注入优势资源对象，实现主营业务转化的公司。

第一类投资机会：资产并购重组下的投资机会。新疆 A 股上市公司近年来有 11 家通过股权收购、无偿划拨、资产置换等方式实现上市公司实际控制人变更（如宏源证券、新疆众和、中粮屯河、汇通集团、啤酒花、新天国际、天山股份、国际实业、八一钢铁、香梨股份、中泰化学等），占到全部上市公司的 32%。通过重大资产重组，促进了产业转型和产业整合，推动上市公司的快速发展。考虑到未来政策较大可能重点扶持当地上市公司成长为行业龙头公司，我们按照这个思路，从大股东的角度，选择未来可能具有资产注入或者并购重组可能的公司。

第二类投资机会：受益于政策放开新疆能源开发和能源转化，具有良好成长前景的上市公司。

第三类上市公司：公司集团或实际控制人拥有一定能源资源，未来有可能会对控股上市公司进行资产注入等，扶持其实现业务转型和高增长。

表格 8：重点关注能源资源类上市公司

重点关注能源转化相关上市公司					
	大股东	行业	8月13日收盘价（元）	预测 PE	预测 EPS（2010A）

第一类重点关注上市公司					
新疆天业	新疆天业(集团)有限公司	化工	11.86	51.46	0.20
第二类重点关注上市公司					
天富热电	新疆天富电力(集团)有限责任公司	公用事业	10.63	33.33	0.27
国际实业	新疆对外经济贸易(集团)有限责任公司	采掘	14.08	0.00	
中泰化学	新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会	化工	18.96	26.63	0.48
广汇股份	新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	化工	29.17	33.25	0.54
第三类重点关注上市公司					
新农开发	阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司	农林牧渔	16.1	0.00	
新赛股份	新疆艾比湖农工商联合企业总公司	农林牧渔	12.4	0.00	
ST 香梨	新疆融盛投资有限公司	农林牧渔	9.95	0.00	

分析师简介:

金春萍: 宏源证券研究所策略研究员, 中国人民大学经济学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究领域: 新疆板块、宏观经济、区域经济、新兴产业。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。