

经济下行中的周期性行业

——2009 年煤炭行业投资策略

采掘-煤炭行业 评级：中性（维持）

深度报告

2008 年 12 月 18 日 星期四

重点摘要

□ **周期性行业特质充分展现。**2008 年煤炭行业不到一年时间里表现出“冰火两重天”的巨大反差，从上半年的煤荒和价格连破新高到下半年需求快速萎缩、冬储煤旺季煤价却快速下跌。这种看似与历史和常识背离的现象，我们认为根本原因在于经济结构重型化和煤炭价格日益市场化下，周期性行业随宏观经济波动而必然有的起伏。在经济下行过程中，有必要通过对宏观经济整体运行趋势和行业自身特点来把握煤炭行业在下行中的投资机会。

□ **在内外三重因素迭加下，中国经济正面临着一个深度调整的过程。**99 年以来的本轮投资驱动型经济增长模式在长期具有内在不可持续性。在全球性经济危机导致外需急速萎缩、国内经济周期回落和经济结构调整压力三重因素迭加下，中国经济正面临着一个深度调整的过程。

□ **经济下行时期，把握煤炭行业在周期和产业链上利润分配的相对位置。**对于经济深度下滑中的周期性行业，我们着重把握煤炭行业在周期与产业链利润分配上的相对位置。煤炭行业通过电力和钢铁等转化形式深深根植于经济，因而也滞后于宏观经济，目前整个行业尚处于刚越过拐点不久随经济下行而向下的过程中，需要等待经济的探底，煤炭行业才能到达底部并重新开始向上。

经济周期的不同阶段，利润在上下游行业间有不同分配。随着中国经济市场化程度加深和煤价市场化，经济运行已成为煤炭行业景气的决定性因素，行业与下游利益分配也更趋于经济手段。截止到 08 年 11 月，煤炭行业利润占工业总利润创下 8.31% 的历史最高水平，火电行业则下降到 1%，两者与历史常态和平均水平均不符。在经济下行的新形势下，煤炭与下游行业利益有重新分配的要求，从 89 年和 98 年经济下滑的历史看，煤炭行业未来将不得不向下游让渡部分利润。

□ **煤炭行业会否重复 98 年时期的困境？**从供需来看，预计 09-10 年分别有 0.8 和 1.5 亿吨的供给剩余，煤价到 2010 年都将面临供给面投产高峰和需求面萎缩后的过剩压力。而从行业来看，虽存在行业集中度提高、国家定位发生变化，以及煤炭企业财务状况和经营效率大幅改观的积极因素，但小煤矿产量占比高达 32%，依然是最大的不确定因素。政府目前推出的 4 万亿刺激政策也不足以改变经济向下趋势。总体而言，行业能否避免上个周期的困境根本还是要看经济下滑的时间和幅度。政府须严厉行业秩序和与推出更有效的经济激励措施，必要时加大对小煤矿的关闭减产，而煤炭行业自身也需严肃行业纪律，真正能落实限产保价。

□ **历史数据分析显示，煤价是煤炭行业利润最主要的影响因素。**从 08 年煤炭价格构成看，煤价中由流动性过剩和投机因素形成的“虚价”部分太大，煤价将不可避免的回落。从 02 年以来煤价保持温和上涨，以及 02 年以来价格上涨中有近 70% 来自于成本的推动，我们预测到 2010 年，经过两年时间的调整后，全行业吨煤平均价格将与 07 年可比均价基本持平，考虑到成本的上涨，吨煤利

谷三剑

021-50586660-8627/8621

gsj@longone.com.cn（邮件）

联系人：白雅萱

021-50586660-8967

dhresearch@longone.com.cn

行业指数

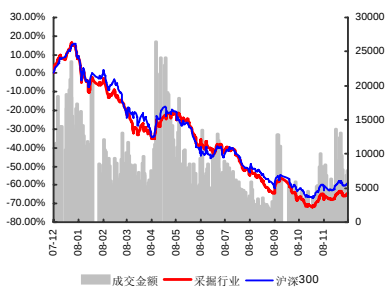
绝对涨幅(%) 相对涨幅(%)

1 个月 12.87 3.94

3 个月 0.31 -2.91

6 个月 -44.76 -24.27

行业相对沪深 300 走势图



润则接近于 06 年和 07 年水平的平均值（经所得税因素调整）。

□ 具体而言，我们预计 09-10 年动力煤重点合同价变动幅度为 0-3%、-5%；秦皇岛动力煤现价回落 24%、7%；山西炼焦煤坑口现货价分别回落 35%、18%。09 年全行业盈利比 08 年下降 48%，吨煤净利下降 51%。2010 年全行业盈利微增 2.6%，吨煤利润下降 5.7%。

□ 可能推出的资源税改“从量计征”为“从价计征”并提高税率，在需求下降行业不景气时，以税率 5% 计，如果增加的资源税不能向下转移，平均对上市公司 09 年 EPS 影响幅度为 15.6%。

□ 我们维持对行业中性的评级，虽然煤炭板块经历了较大幅度的下跌，但从 PB 看，比 05 年的历史低点仍高出约 50%，煤价也还有不小的下跌空间。行业周期下行中，我们建议从两个方面选择公司：1. 选取对煤价敏感性低，资源优势突出，具有较强定价权和煤种优势的公司；2. 选取资金实力强，能安然渡过行业低谷且有望借机获得并购整合机会的行业龙头性公司。综合考虑给予中国神华、西山煤电以增持和中煤能源、盘江股份谨慎增持的评级。

尽管 09 年上半年趋势性投资机会较少，但我们认为交易性机会相对较多。油价的反弹和部分公司资产注入将提供阶段性投资机会。而由于保增长大背景下，09 年货币政策将趋于宽松，主要经济体都在大幅降息，利率处于下降通道。未来市场将重新面临流动性充裕的局面，估值水平的变化将有望推动股价。

目 录

1. 宏观经济下行，面临深度调整	5
1.1 月度经济数据显示，经济处于快速下滑中	5
1.2 经济深度调整原因	6
增长模式困境与过度工业化的局限	7
三重因素的迭加决定本轮经济下滑的深度特性	8
1.3 本轮经济调整与上个周期的对比	8
2. 经济深度下滑中的周期性行业	9
2.1 煤炭行业的驱动因素	9
政策是塑造行业竞争格局的基本力量	9
煤炭市场自由化后，经济运行成为行业景气的决定因素	10
2.2 经济下行与煤炭行业：把握煤炭行业在周期与产业链利润分配上的相对位置	11
煤炭行业目前在周期上的位置	11
经济下行时煤炭行业在产业链上利润分配中的相对位置	11
80 年代和 90 年代经济下滑期，煤炭行业在利润分配中处于不利位置，这次呢？	12
3. 煤炭行业是否会重现上个周期的困境	13
3.1 2009-2010 年煤炭行业供需平衡分析	13
3.2 行业内部的变化：有积极的因素	14
行业层面：市场集中度提高，小矿扰乱市场能力有所下降	14
微观主体的企业：煤炭企业财务状况和经营效率大为改观	15
小煤矿变量：行业整合时机渐成熟，但短期最大不确定变量依然系小煤矿	15
3.3 外部因素：4 万亿经济刺激政策不足以改变经济向下趋势	15
4. 行业盈利预测	16
4.1 价格是行业利润的主要影响因素	16
4.2 煤炭价格回落区间的预测	16
4.3 行业盈利预测	18
4.4 资源税调整对煤炭行业上市公司盈利的影响	18
5. 行业投资策略	19
5.1 维持行业中性的评级	19
5.2 行业下行过程中对公司的选择和依据	19
5.3 把握交易性机会	20

图表目录

图 1：08 年下半年以来主要工业产品生产大幅下降	6
图 2：煤炭最主要的需求火电和生铁产量快速回落	6
图 3：08 年下半年以来重工业下滑快于其他行业	6
图 4：此次宏观经济急转直下的机理	7
图 5：98 年以来轻、重工业增加值累计增速对比	8
图 6：98 年以来重工业增加值占比不断提升	8
图 7：主要机构不断下调对 G3 经济的预测	8
图 8：中国对外贸易占 GDP 比重仅次于德国	8

图 9: 中国对外依存度比 98 年翻番	8
图 10: 98 年以来重工业增速连续高于 GDP 增速	10
图 11: 煤炭行业利润与 GDP 走势	10
图 12: 煤炭行业周期和宏观经济周期	11
图 13: PPI 增速从 11 月开始再次低于 CPI	11
图 14: ‘PPI-CPI’与上下游利润分配关系	11
图 15: 上下游产业季度销售毛利率	12
图 16: 上下游产业营业净收入增速	12
图 17: 煤炭和电力、钢铁行业销售利润率的涨消	12
图 18: 煤炭和电力、钢铁行业利润占工业总利润比例变化	13
图 19: 行业成本费用利润率和销售利润率快速上升	15
图 20: 煤炭行业人均销售额增长	15
图 21: 煤炭行业 08 年中期吨煤成本已接近 07 年中期的售价	18
图 22: 煤炭板块 PE、PB 历史走势	19
表 1: 08 年上半年、下半年主要经济指标显示经济快速下行中	5
表 2: 不同时期国家对煤炭行业不同定位下的行业情况	10
表 3: 1989 年与 1998 年开始的两轮经济下滑	13
表 4: 2009 - 2010 年煤炭供需平衡表 (亿吨)	14
表 5: 煤炭消费的敏感性分析	14
表 6: 煤炭行业利润贡献因素分析	16
表 7: 2002 年以来的吨煤价格、成本和利润情况	17
表 8: 2008 - 2010 年煤炭行业利润预测表	18
表 9: 资源税征收变动对重点公司盈利的影响	19
表 10: 重点公司对煤价的敏感性分析	20
表 11: 重点公司估值与评级	20

08年以来,煤炭行业上、下半年经历迥异。上半年出现“煤荒”和煤炭价格“淡季不淡”、连创新高;继而下半年煤炭面临需求萎缩、库存高企,价格开始大幅跳水,甚至冬储煤旺季也不能阻止煤价快速下跌的局面。这种看似扑朔迷离、与历史和常识相背离的情况之所以在短短不到一年时间内相继出现,我们认为这是煤炭行业周期性的充分展现,根本原因在于经济结构重型化和煤炭价格日益市场化下,周期性行业随宏观经济波动而必然有的起伏。

与在世界发达国家中扮演的角色有所不同的是,煤炭长期以来占据着中国一次性能源生产和消费70%左右的水平,并且在未来可见的相当长一段时间里,其它能源尚无法取代煤炭在国民经济运行中的位置。在中国煤炭消费中,火力发电耗煤超过一半,而火电占整个电力生产80%。钢铁是煤炭消费第二大行业,07年消费量占17%,仅火电与钢铁两行业耗煤合计就接近70%(07年火电、钢铁、建材和化工四大耗煤行业合计占87.5%)。通过电力与钢铁的直接间接传导,煤炭以不同转化形式深深渗入国民经济的各个角落。由此,我们认为,对未来煤炭行业可能运行情况和投资机会的分析,需建立在对整体经济运行分析的基础之上。在经济下行过程中,有必要通过经济宏观基本面和经济整体运行趋势来把握周期性行业的投资机会。

1. 宏观经济下行,面临深度调整

1.1 月度经济数据显示,经济处于快速下滑中

2008年,中国经济在上半年与下半年表现出“冰火两重天”的巨大反差。上半年,主要经济指标显示需求依旧旺盛,主要工业品产量延续快速增长。并一度出现能源和电力短缺,经济面临巨大的通胀压力,CPI、和PPI快速上升并创近年新高。与此对应的是国内出现煤荒,“淡季不淡”,煤价快速上涨并频创新高。最终7月份秦皇岛煤价创下1080元的历史最高纪录,引发政府对动力煤的临时最高限价。

进入下半年后,经济形势急转直下,特别是9月以后。在国外次贷引起的金融风暴等多因素作用下,国内经济面临越来越明显的压力,GDP、出口增速、工业增加值和发电量等主要经济指标下滑明显。其中,GDP增长率连续第5个季度下滑,从一季度的10.6%跌至三季度的9%。发电量累计同比增速则由上半年的两位数增长(12.9%)跌至前11个月的个位数(6.8%),10月、11月当月同比增速甚至连续两月出现负值,由6月份的8.3%跌至-4%和-9.6%,创造了1999年以来的新低,出口和工业增加值增速表现出同样的快速回落趋势。

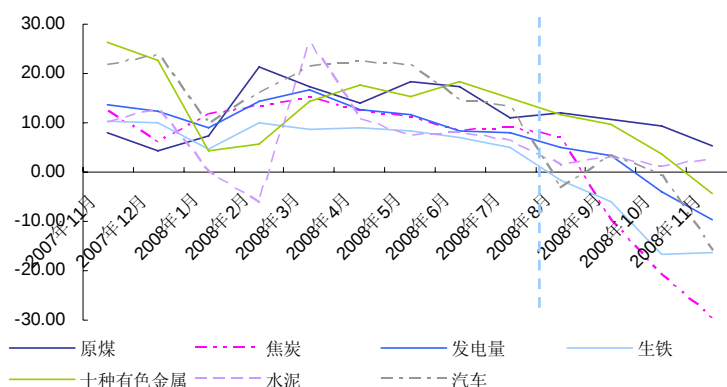
受到经济下行和需求减少的影响,煤炭库存高企,价格在高位短暂盘整后开始回落,甚至冬季取暖用煤高峰也并没能阻止煤价的下跌。仅11月单月,秦皇岛港口煤价就下降超过260元。秦皇岛6000大卡以上和5500大卡动力煤分别从最高点已回落至当前的690、580元,降幅高达27-31%,炼焦煤回落45%以上。由于用煤企业采购热情不足,库存居高不下,行业陷入“旺季不旺”的状况。

表1: 08年上半年、下半年主要经济指标显示经济快速下行

	11月	6月
GDP	9%(3季度)	10.1%(2季度)
CPI	2.4%	7.1%
PPI	2.0%	8.84%
发电量增速: 当月同比	-9.6%	8.3%
规模以上工业增加值: 当月同比	5.4%	16%
出口增速: 当月同比	-2.2%	17.2%

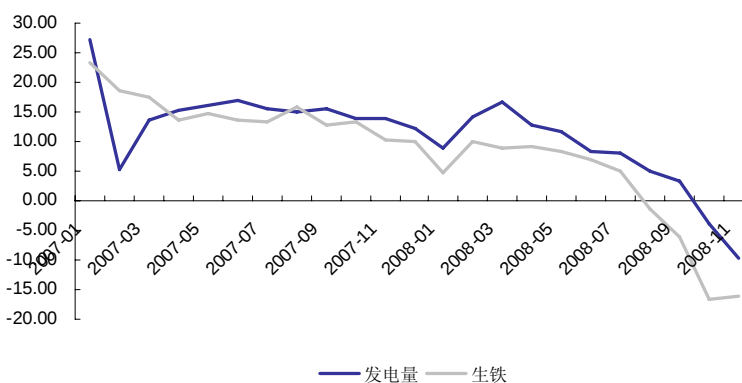
资料来源：国家统计局

图 1：08 年下半年以来主要工业产品生产大幅下降



资料来源：WIND、东海证券研究所

图 2：煤炭最主要的需求火电和生铁产量快速回落

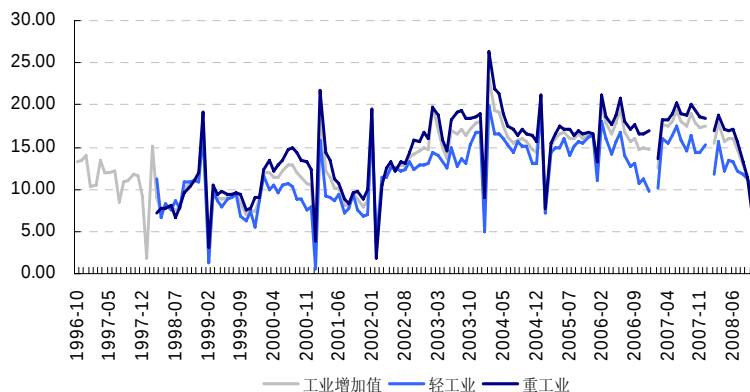


资料来源：WIND，东海证券

1.2 经济深度调整原因

总体来看，08 年经济下滑主要由制造业为主的第二产业，特别是高耗能的重工业的全面下滑主导。

图 3：08 年下半年以来重工业下滑快于其他行业



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

对这种急转直下的态势，我们认为在内部结构因素和外部冲击共同作用下，中国经济正面临着一个深度调整的过程。

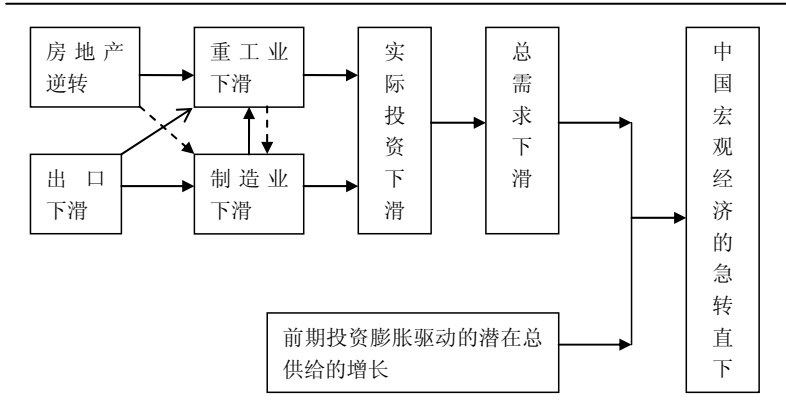
1.2.1 增长模式困境与过度工业化的局限

上世纪 90 年代，中国经济由进口替代转变为出口导向型的赶超战略，工业化开始加速，制造业得到大发展。98 年亚洲金融危机，政府为走出危机和防止经济过度下滑实施了扩张性的财政货币政策。在政府直接投资和大量基础设施建设带动下，重工业化 and 城市化进程明显加速，也由此拉开了本轮经济“投资-出口”驱动模式下的增长序幕。

到 2002 年，在进一步大量固定投资的引领下，总需求进入加速提升的状态，并于 2005 年进入总需求与总供给基本平衡的状态。但是这种平衡具有强烈的不稳定性——以往大规模的投资所创造的新增供给需要新的需求消化，此时期大规模的出口和进一步的投资填补了这种需求的缺口。由此经济演化为“为出口而投资”、“为投资而出口”以及“为投资而投资”的扩张模式，基础产业的投资扩张成为没有最终消费的情况下的扩张。

这种投资驱动型增长模式长期具有不可持续性。在最终消费增长没有跟上的情况下，短期的总需求终将无法弥补中期总供给的膨胀，宏观经济必然会走到二者逆转的“拐点”，出现短期总需求加速消失和中期总供给加速提升的反向加速收缩机制。2008 年下半年就是这样的拐点，外需减少和国内房地产市场的逆转启动了这个反向收缩机制。在外需消失和房地产市场持续调整的预期引导下，“为出口而投资”、“为投资而出口”以及“为投资而投资”模式的自我循环机制被打破，总供给和总需求形势发生改变。

图 4：此次宏观经济急转直下的机理



资料来源：东海证券研究所

长期以来中国的经济增长主要是建立在高耗能、高资源使用上的粗放增长。本轮经济增长更是以重工业投资为核心，重工业在全部工业中的比重达 70%，超过世界上已完成工业化的几乎全部主要经济体，也超过日本重工业过程中的最高点，过度工业化环境和可持续发展的负面影响也逐渐在显现。

图 5：98 年以来轻、重工业增加值累计增速对比

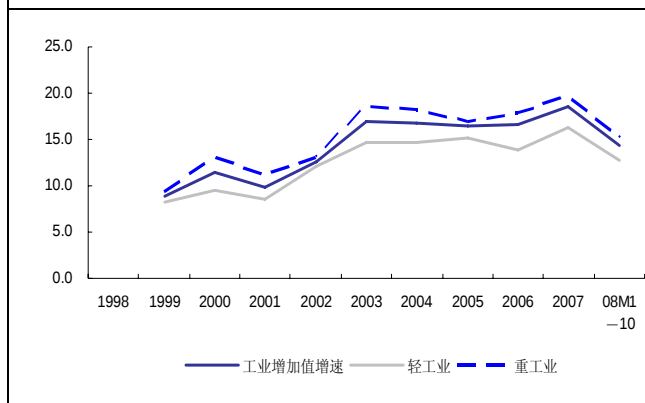
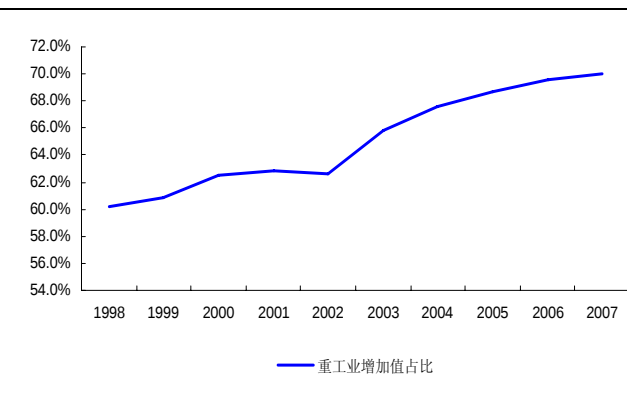


图 6：98 年以来重工业增加值占比不断提升



资料来源：CEIC，东海证券研究所

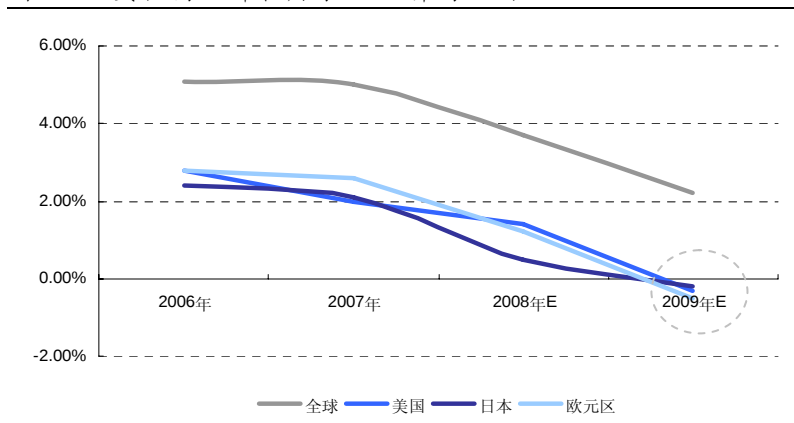
1.2.2 三重因素的迭加决定本轮经济下滑的深度特性

此次经济下滑面临国内外三重因素的挑战：全球性经济危机导致外需急速萎缩、国内经济周期性回落和经济的结构性调整要求。结合上面对经济增长模式和经济结构的演变分析，可以看出三重因素的迭加使经济回落承受着更大的压力，决定了中国经济深度下滑的特性。

1.3 本轮经济调整与上个周期的对比

外需恶化更甚于 98 危机：此次危机由发达国家引起，G3 经济体同时出现衰退，而 G3 经济体均是我国产品的主要出口地。与 98 年相比，目前对外贸易占经济的比重和出口依存度都已翻番。对外贸易额占 GDP 的比重从 98 年的 34% 上升到 07 年 68%，出口额占 GDP 由 18% 上升到 37%，外需减少对经济的冲击会将更大。

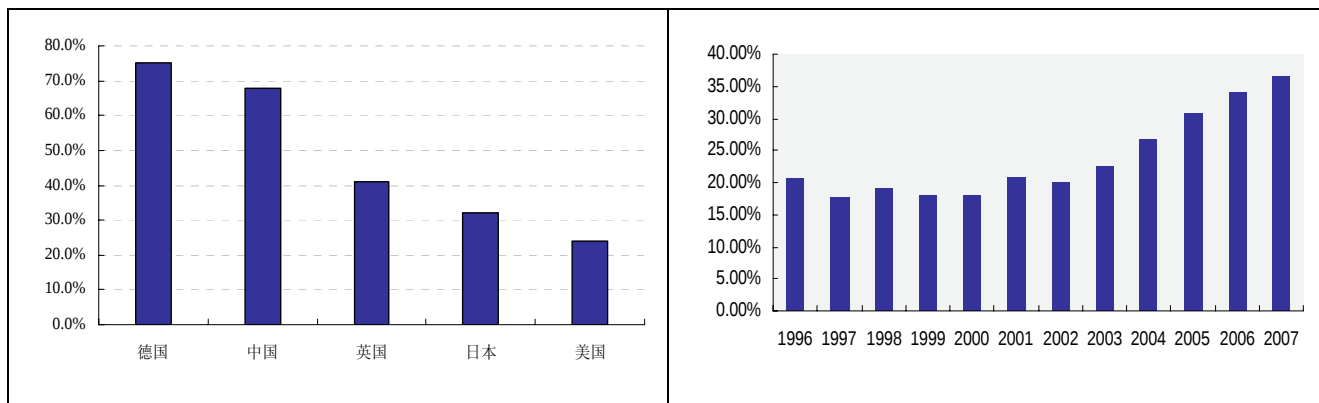
图 7：主要机构不断下调对 G3 经济的预测



资料来源：CEIC，东海证券研究所

图 8：中国对外贸易占 GDP 比重仅次于德国

图 9：中国对外依存度比 98 年翻番



资料来源: CEIC, 国家统计局

政府基建与固定资产投资拉动作用减小: 98 年时, 政府基建和投资带动了大量社会资本, 但现在情况已经发生了变化。一方面, 经过近十年的建设, 中国基础设施已较完备, 高速公路领域甚至已开始逐步清退民营和私人资本。另一方面, 目前房地产投资占固定资产投资比例已达 24%, 房地产抵押贷款占 GDP 比例也从 98 年 0.2% 上升到 11%, 而不少地区的房价依然要高于居民的购买力。从房地产销售面积和销售价格指数都出现全面回调来看, 明年房地产投资和需求下滑已成定局。

2. 经济深度下滑中的周期性行业

分析完宏观经济情况, 我们从行业角度着手来梳理行业的发展。

2.1 煤炭行业的驱动因素

2.1.1 政策是塑造行业竞争格局的基本力量

煤炭在国内能源供给上具有基础性地位, 但在经济发展的不同时期, 国家对煤炭行业予以不同的认识和定位。对行业的定位和由此制定的产业政策直接决定了煤炭行业大的竞争格局和发展空间。

◆ 高度计划经济时代: 煤炭作为生产资料不被看作是商品, 各矿务局在国家指令计划下开展生产和销售, 国家实现单一计划价格。行业基本处于亏损 - 补贴 - 调价 - 微利 - 再到亏损的循环。

◆ 改革开放后到 90 年代末: 在“大中小并举”的宏观政策指导下, 鼓励地方和社会资本加入煤矿开发, 实现增产和繁荣地方经济。乡镇、集体和个体煤矿迅速增加, 95 年后一直在 40% 以上。行业发展从“有水快流”发展到“有水乱流”。93 年底取消统一计划, 放开除电煤外的煤炭价格, 但行业很大程度仍受政府指导。小煤矿频频低价冲击和扰乱市场, 98 年开始的亚洲金融危机, 更是把全行业重新带入亏损的境地, 煤炭价格从 98 年开始连续 3 年下跌。

◆ 本世纪以来, 国家在改革开放和经济发展中, 对煤炭行业赋予新的定位与要求。煤炭行业成为国有资本必须绝对控股的七大行业之一, 国家扶持大型煤炭企业发展, 提高行业集中度。02 年煤炭市场化交易进一步加深, 煤价越发由市场化调节。在煤炭行业盈利好转情况下, 国家开始试点推行征收可持续发展基金等, 煤炭成本向完全成本靠拢。05 年严格制定和实施小煤矿三年关停政策, 08 年 11 月出台“十一五”后两年关停计划。在行业秩序好转和经济高速发展中, 行业盈利水平和价格大幅上升, 创下历史新高。

从上述各时期煤炭行业发展历程可以看出, 国家政策这有形之手始终是行业发展

和竞争格局形成的主导力量。

随着国家对煤炭行业的重新定位，在政府有形之手塑造的最新行业格局中，优势正向国有重点煤矿倾斜。通过扶持大型煤炭企业和煤炭基地，持续关停小煤矿，煤炭行业的集中度得到大幅提高，国有大型煤矿实力显著增强，抗风险能力明显提高。我们认为，在国家未来出台相关的产业政策时，无论是从保证国内能源供应的角度，还是从国有资本保值增值的角度，都会更多地考虑到煤炭行业的合理利益诉求，保证煤炭行业的持续健康发展。

表 2：不同时期国家对煤炭行业不同定位下的行业情况

历史时期	国家指导思想与定位	竞争格局	煤炭价格	行业盈亏
高度计划经济	生产资料不被认为是商品，煤炭价格是国民收入分配再分配手段	计划经济下的指令生产，基本无竞争	单一计划价格	长时间处于亏损
上世纪 80-90 年代	“大中小并举”，竞争性行业下发地方	乡镇小煤矿异军突起，行业集中度低，	93 年底除电煤价格放开之后，价格日益市场化	随经济形势盈亏互现
本世纪以来	7 个国有资本绝对控股的行业之一	关停整合小煤矿，市场集中度提高，大型煤炭企业受扶持	除重点合同电煤受指导，煤价进一步市场化。但特殊情况下国家依然会干预市场煤价	盈利创下纪录，受宏观经济影响更加明显

资料来源：东海证券研究所整理

2.1.2 煤炭市场自由化后，经济运行成为行业景气的决定因素

重化工业化下煤炭行业景气与经济波动联系更加紧密，行业间利益分配更多转向经济手段

经济结构重型化，经济发展对能源依赖性加强。重工业化和城市化是 90 年代特别是 98 年后经济高速发展的主要推动力。重工业增长速度 99 年开始大幅高于 GDP 增长速度，其增加值占整个工业增加值的比例也从 98 年 60.2% 增加到 07 年的 70.0%，9 年间增加 10 个百分点。经济体系重化工业化明显。

在重化工业化大背景下，经济发展对能源依赖性不断加强，煤炭行业走势与国家整体经济状况的联系越来越紧密。由此，经济运行成为煤炭行业景气的决定性因素。而随着煤炭价格在 1993 年的逐步放开，和经济体系市场化程度也日渐加深，煤炭行业与相关下游行业之间的利益分配也更多转向于经济手段。

图 10：98 年以来重工业增速连续高于 GDP 增速

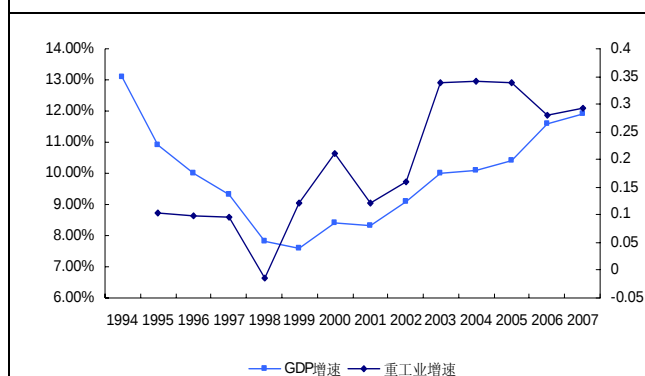
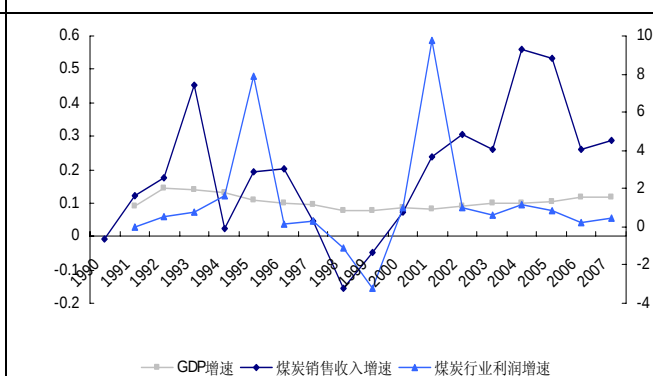


图 11：煤炭行业利润与 GDP 走势



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

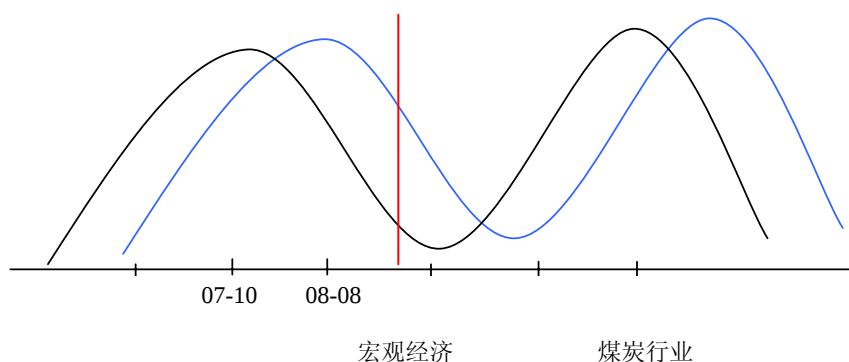
2.2 经济下行与煤炭行业：把握煤炭行业在周期与产业链利润分配上的相对位置

2.2.1 煤炭行业目前在周期上的位置

总体上，我国煤炭行业周期与经济周期趋势上表现一致。但在经济短周期中，由于煤炭处于经济最上游并需经过电力和钢铁等部门传导到经济体的末端，其间存在一定的时滞，煤炭行业景气与经济并不完全同步，而是存在6个月到1年左右的时间差。这种时滞也反映在本轮经济下行中，宏观经济自去年三季度开始下滑，而煤炭行业到08年8月景气才出现明显的反转，同时煤炭行业销售收入和利润在08年还创下新高。

从周期的位置考虑，我们判断目前行业尚处于刚越过拐点，随经济周期下行而向下的过程中。只有在经济探底后，煤炭行业才将到达底部并开始向上反弹。

图 12：煤炭行业周期和宏观经济周期



资料来源：东海证券研究所

2.2.2 经济下行时煤炭行业在产业链上利润分配中的相对位置

通常在经济周期的不同时期，往往意味着利润在上下游行业间的不同分配结果。这既是源于经济体自身应对周期变化而作出的调整，也源于政府的调控措施。

从 PPI 与 CPI 关系角度考察上下游行业间利润分配演变，历史数据显示，每当 $PPI > CPI$ 的阶段，上游行业更能受益于 PPI 的上涨，反之也是。现今 PPI 月增速从 8 月的 10.06% 快速回落到 11 月的 2.0%，增速由高于 CPI 到再次变为低于 CPI。

图 13：PPI 增速从 11 月开始再次低于 CPI

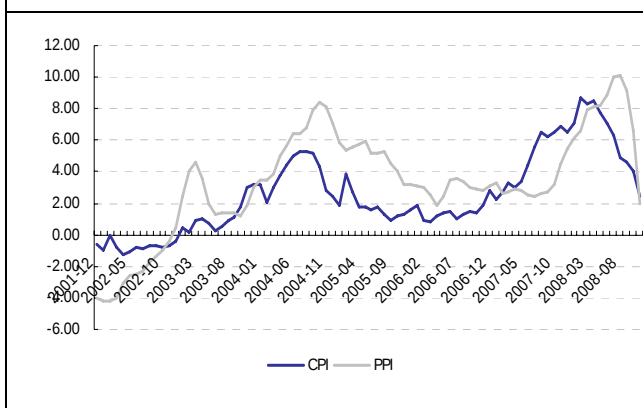
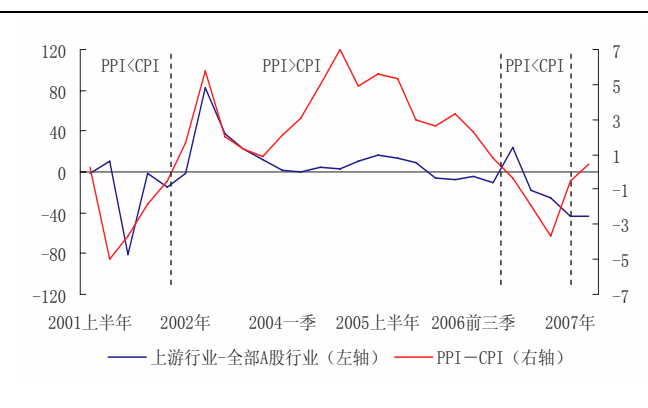


图 14：‘PPI-CPI’与上下游利润分配关系

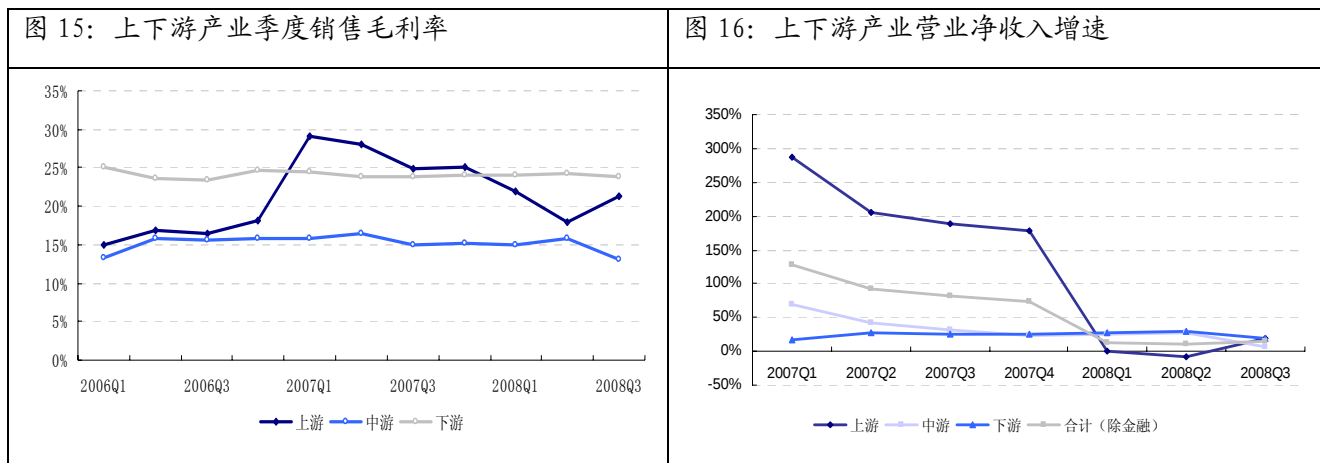


资料来源：WIND，东海证券研究所

在 02 年以来的周期上升过程中，经济的快速发展带动了需求的快速增长。能源和原

材料等上游要素价格受需求牵动和国际大宗商品价格影响出现大幅上涨，行业利润率随之攀升，煤炭等上游行业充分受益于需求拉动和要素价格改革。

但在经济下行的过程中，由于下游行业受到经济萎缩和前期累积起来的成本压力的两头阻击，下游行业的生产和盈利难以为继。在上下游无法自发协调解决价格和利润分配的情况下，下游行业就只能通过减产和减少需求来逐层向上倒逼。从下图我们可以看到上游行业的销售毛利和营业净收入现都已处于下降通道中。

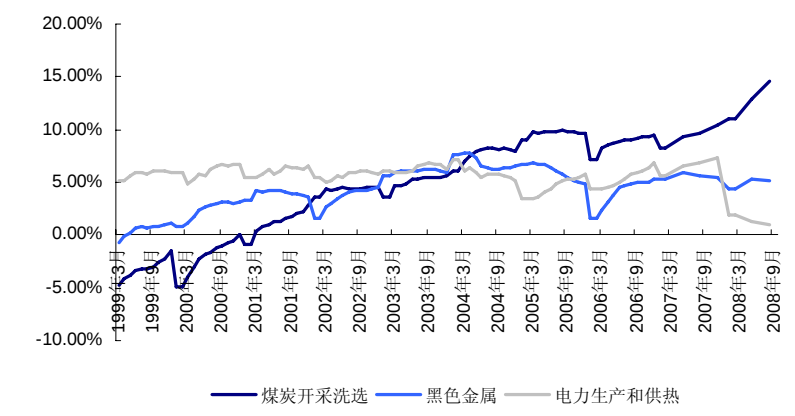


资料来源: WIND, 东海证券研究所

煤炭与下游行业在新形势下的利益重新分配

对比煤炭和电力、钢铁行业的利润率走势，从 02 年以来数据分析，电力和钢铁在经济上行和煤价上涨过程中，当煤炭价格处于正常区域时，两行业能够通过自身消化成本和提升价格来应对利润下滑的压力。但随着宏观经济形势的逆转，以及煤炭价格的持续上涨，两个行业利润均开始下降，特别是定价未完全市场化的电力行业影响更大。截止到 08 年 9 月，煤炭行业销售利润上升到 14.66% 的新高，而电力生产和供热业则由 07 年底的 7.26% 大幅下降到 1.03% 的水平，已经濒临全行业亏损的局面。

图 17: 煤炭和电力、钢铁行业销售利润率的涨消



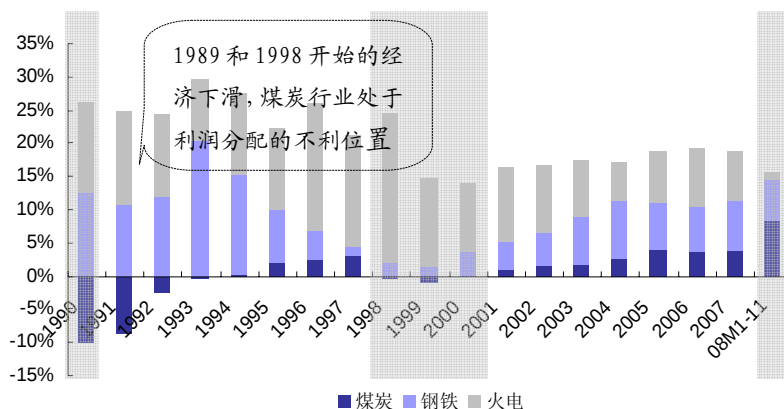
资料来源: CEIC, 东海证券研究所

2.2.3 80 年代和 90 年代经济下滑期，煤炭行业在利润分配中处于不利位置，这次呢？

如果结合上世纪 1989 年和 1998 年开始的两次经济下行来看煤炭行业利润在分配所处的位置，我们可以发现在 1989 - 1991 年和 1998 - 2001 年间，煤炭行业都处于亏

损状态，在利润分配中处于不利的位置。截止到 08 年 11 月，煤炭行业利润在整个工业利润中比重达到 8.31% 的历史最高水平，而火电行业则下降到仅 1%，两者均不符合历史水平和两个行业在经济中的比例。我们认为在未来经济下滑调整的过程中，煤炭行业将不得不向下游让渡部分利润。

图 18: 煤炭和电力、钢铁行业利润占工业总利润比例变化



资料来源：中经网，东海证券研究所

表 3: 1989 年与 1998 年开始的两轮经济下滑

持续的长度	调整模式	关键年份	核心宏观指标		
			CPI (%)	GDP 增速 (%)	工业增加值增速 (%)
2 年下行期	大 V 型	1988	18.8	11.3	15.3
		1989	18	4.1	5.1
		1990	3.1	3.8	3.4
1 年复苏期		1991	3.4	9.2	14.4
3 年下行期	小 V 型	1996	11.4	10	12.5
		1997	8.3	9.3	11.3
		1998	1.7	7.8	8.9
2 年调整期		1999	1.7	7.6	8.5
		2000	4.8	8.4	9.8
		2001		8.3	

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3. 煤炭行业是否会重现上个周期的困境

3.1 2009-2010 年煤炭行业供需平衡分析

煤炭行业在 05-08 年的景气时期固定资产投资快速增长，经过 2-3 年的建设期后，现已陆续开始进入投产高峰期。在需求面临考验的情况下，这显然对行业不是一个好消息。

综合考虑经济刺激政策干预下的下游需求，我们假设 08-10 年下游主要耗煤行业：

- 火电 08-10 年分别增长 7.5%、5.5%、6.5%
- 钢铁 08-10 年分别增长 6.4%、5.0%、4.0%
- 水泥 08-10 年分别增长 6.0%、7.5%、7.0%

以下我们来分析 2009 - 2010 年煤炭行业供需平衡的情况。

表 4: 2009 - 2010 年煤炭供需平衡表 (亿吨)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总产量预测	17.3	19.9	22.1	23.71	25.23	27.20	29.20	31.35
需求量预测	16.91	19.38	21.67	23.91	25.84	27.10	28.40	29.86
煤炭出口量	0.94	0.87	0.72	0.63	0.53	0.50	0.45	0.45
煤炭进口量	0.11	0.19	0.26	0.38	0.51	0.50	0.45	0.45
净出口	0.83	0.68	0.46	0.25	0.02	0	0	0
供需缺口	-0.53	-0.12	-0.08	-0.44	-0.62	0.10	0.80	1.49

资料来源: 东海证券研究所

对下游主要耗煤行业的产量变动进行敏感性分析, 我们注意到:

- 1% 的火电发电量变化将导致煤炭消费量 09 年变动 0.53%, 2010 年变动 0.52%
- 1% 的钢铁产量变化将导致 09 年和 2010 年煤炭消费各自变动 0.17%
- 1% 的水泥和建材产量变化将导致 09 年和 2010 年煤炭消费各自变动 0.15%

表 5: 煤炭消费的敏感性分析

1% 下游产量变动	2008E	2009E	2010E
火电	0.52%	0.53%	0.52%
钢铁	0.17%	0.17%	0.17%
水泥	0.15%	0.15%	0.15%

资料来源: 东海证券研究所

从以上分析, 总体而言未来两年中, 整个行业都将面临供给过剩的压力, 2009 - 2010 年将分别大约有 0.8 亿吨和 1.5 亿吨的供给剩余。如此, 到 2010 年煤价的下调压力都主要来自于供给面投产高峰和需求面萎缩后的供给过剩。

在这种供大于求的环境和行业利润有下移的要求下, 煤炭行业是否会重现 98 年时期的困境呢, 我们从煤炭行业的内部和外部分析着手。

3.2 行业内部的变化: 有积极的因素

3.2.1 行业层面: 市场集中度提高, 小矿扰乱市场能力有所下降

回顾 98 年经济下滑煤炭行业全行业性亏损, 最主要的原因在于小煤矿。小煤矿凭借在安全设施、人力成本和税费上的空白和偷逃, 成本远低于正规国有煤矿。在当时市场需求不足和市场集中度极为低下的无序竞争这样一个大背景下, 小煤矿的低成本让煤炭的市场价格始终低廉, 无法在市场上真实反映出煤炭行业国有重点煤矿的生产成本。

05 年开始的小煤矿三年关停整顿, 到 2007 年底行业累计关停小煤矿 11555 处, 减少产能约 2.5 亿吨, 三年累计关停量占 07 年产量的 10%, 小煤矿产量占比也从 1997 年的 43% 下降到 07 年末的 38%。根据“十一五”后三年关停整合规划, 到 2010 年末, 小煤矿数量将从现有的 14000 处控制在 1 万处以内, 预计进一步淘汰落后产能 1.5 亿吨。

随着国家对大型煤炭企业的支持, 经过 98 年底和 05 年中以来的两轮整合, 小煤矿产量下降, 市场集中度得到较快提升并有加大的趋势, 前四家企业市场份额从 1994 年的 6.7% 提高到 2007 年的 21%。在安全生产形势依旧严峻、各级政府问责压力加

大的形势下，小煤矿低价倾销、扰乱市场能力比以前有所下降。

3.2.2 微观主体的企业：煤炭企业财务状况和经营效率大为改观

煤炭企业成本控制力加强、盈利能力和生产率提升，现金流充沛。从目前的煤炭企业主要指标来看，与 98 年相比已有巨大的进步。首先主要煤炭企业凭借 02 年后高速增长的固定资产投资，基本弥补了历史安全欠账，并更新了生产设备，提升了机械化水平和生产效率。其次，主要企业在本轮行业景气时期都积累了较为充裕的盈余和资金储备。根据我们测算，2009 年主要重点公司经营性现金流要大于其资本支出，主要公司的财务健康程度大为改观。此外，行业的盈利能力和成本控制也有长足进步，表现在成本费用利润率和销售利润率得到较大提升，期间费用占销售收入比例连续下降。在未来利率下降过程中，企业的财务费用压力将减小。

图 19：行业成本费用利润率和销售利润率快速上升

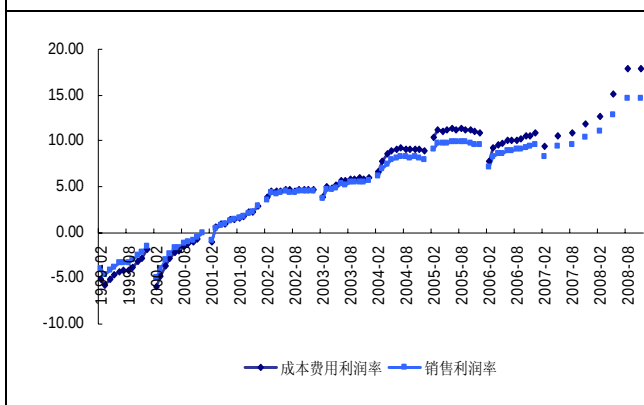
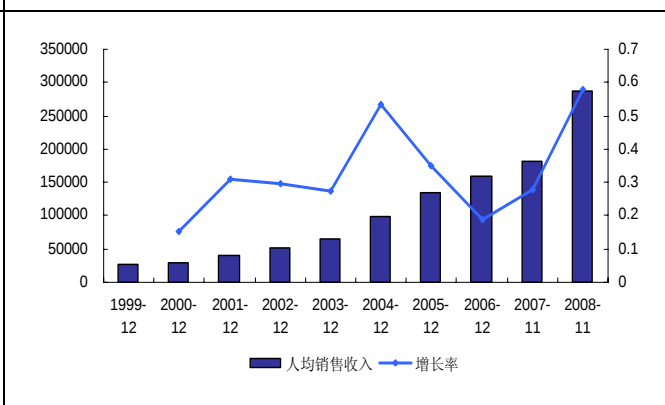


图 20：煤炭行业人均销售额增长



资料来源：WIND，东海证券研究所

3.2.3 小煤矿变量：行业整合时机渐成熟，但短期最大不确定变量依然系小煤矿

关闭工作继续，安全生产下的政府问责制力度加大。从 07 年山西洪洞特大煤矿爆炸到 08 年襄汾尾矿溃坝事故，各地方政府面临的安全问责压力明显加大。在安全问责压力下，已有多个省份开始清退官员与小煤矿的利益联系，强化对小煤矿安全生产的监管。事实上，随着各级政府思路的转变，地方政府关闭整合小煤矿的动力也在逐步加。

另一方面，随着全球经济和大宗商品价格深度回调，国内煤炭行业景气拐点已经到来。在行业景气时期，小煤矿或不愿被整合，或开价很高，出于整合成本考虑，大型煤矿难有实质性动作。但随着煤价的下跌，过去的阻力在变小，行业整合时机在日趋成熟。未来大型国有重点煤炭集团之间的竞争，很可能就是从本轮行业低迷时期的整合中拉开的序幕。

虽然有以上积极因素，但小煤矿 08 年头 10 个月 6.59 亿吨产量和 32% 的占比还是太高，况且这里还不包括未纳入统计范围的非法小煤矿的产量。供给过剩的大环境下低价出售仍然是小煤矿不二选择，只要有利可图小煤矿仍会生产，而国有重点煤矿则将面对成本的考验。小煤矿依然是行业低迷时期最大不确定因素和挑战。

这种情况下短期内对小煤矿的主要约束还是在于政府对小煤矿的关停整合和安全监管力度。从历史上看，在 98 年行业困难时期，政府出台关闭压缩小煤矿产能对行业进行支持。不过我们认为，经过两轮关停整合后进一步压缩小煤矿产量难度在加大，而且关停也只能带来短期的支撑作用，根本上还是在于经济恢复增长带动下需求。

3.3 外部因素：4 万亿经济刺激政策不足以改变经济向下趋势

与 98 年时期类似，政府为应对经济下滑已推出总额达 4 万亿人民币的经济刺激计划，

地方推出的配套计划累计达 18 万亿。但我们认为对行业的影响，关键在于经济刺激政策的落实、生效的时间与效果，以及经济刺激政策最终能在多大程度转化为对煤炭的需求和拉动。从以前的经验来看，财政刺激需要时间。而从本文第一部分对本轮经济调整和上个周期的对比我们可以知道，现在政府投资和基础设施建设对经济的拉动作用已经变小。同时，如果政府投资和信贷政策的受益者还是主要以国有和垄断企业为主，民营企业特别是中小企业很难从中受益的话，则经济结构上的不匹配还可能加剧，也很难产生最终有效需求。因此目前的 4 万亿只能暂缓经济的快速下滑，并不足以改变经济下行的趋势，这需要后续的跟进政策和结构调整。

总的来看，行业是否会重蹈 98 年时期的覆辙，根本还是要看经济下滑持续的时间和幅度。在经济下滑中，政府须推出有效的经济激励措施并严厉行业秩序，必要时加大对小煤矿的关闭减产。煤炭行业自身也需严肃行业纪律，让限产保价真正能落实。

4. 行业盈利预测

4.1 价格是行业利润的主要影响因素

纵观历史，价格与成本是影响煤炭行业盈利的主要因素，价格成本利润贡献率多数年份维持在 80% 以上，远高于产量因素对煤炭行业盈利的影响。在价格成本因素中，价格的影响力又远大于成本，因此，在煤炭非政策性成本渐趋稳定与完善的情况下，对未来煤价走势和区间的判断是分析煤炭行业盈利状况的根本所在。

表 6: 煤炭行业利润贡献因素分析

	销售 收入	成本	行业 利润	产量	平均 煤价	% YOY change					产量利 润贡献	价格与 成本利 润贡献
						销售 收入	成本	行业利润	产量	平均 煤价		
1995	1118.61	829.94	34.61	12.92	86.57							
1996	1346.51	957.53	39.64	13.74	97.99	20.37%	15.37%	14.53%	6.34%	13.20%	43.61%	56.39%
1997	1406.77	1016.60	50.60	13.25	106.15	4.48%	6.17%	27.65%	-3.55%	8.32%	-12.85%	112.85%
1998	1191.02	886.74	-4.26	12.33	96.63	-15.34%	-12.77%	-108.42%	-7.00%	-8.97%	6.45%	93.55%
1999	1132.37	837.66	-18.10	10.44	108.50	-4.92%	-5.53%	-324.88%	-15.32%	12.28%	4.72%	95.28%
2000	1213.77	894.44	0.50	9.99	121.48	7.19%	6.78%	102.76%	-4.26%	11.96%	-4.15%	104.15%
2001	1503.15	1054.20	41.83	11.06	135.96	23.84%	17.86%	8266.0%	10.65%	11.92%	0.13%	99.87%
2002	1960.75	1357.27	84.81	13.93	140.76	30.44%	28.75%	102.75%	26.00%	3.53%	25.30%	74.70%
2003	2474.70	1714.83	140.07	17.28	143.21	26.21%	26.34%	65.16%	24.05%	1.74%	36.91%	63.09%
2004	3858.08	2607.74	306.92	19.56	197.24	55.90%	52.07%	119.12%	13.19%	37.73%	11.08%	88.92%
2005	5912.45	4040.22	561.00	21.51	274.87	53.25%	54.93%	82.78%	9.97%	39.36%	12.04%	87.96%
2006	7461.15	5226.32	690.54	23.31	320.08	26.19%	29.36%	23.09%	8.37%	16.45%	36.24%	63.76%
2007	9593.08	6609.03	1022.18	25.23	380.23	28.57%	26.46%	48.03%	8.24%	18.79%	17.15%	82.85%
08M1-8	9476.35	6433.46	1389.48	15.96	593.76	63.64%	55.07%	150.84%	7.31%	56.16%	4.85%	95.15%

资料来源：中经网，东海证券研究所

4.2 煤炭价格回落区间的预测

煤炭价格的构成：从煤炭价格构成看，煤价可以分为由实价和虚价两部分，即煤价 = 实价 + 虚价。

“实价”包括勘探成本、生产销售成本和费用、各种资源税费、运输流通环节费用，以及煤炭公司的正常情况下的合理利润和服务费等。除却这些，价格的其他部分即为“虚价”，而从 08 年国内外煤价动辄 100% - 200% 的涨幅来看，08 年“虚价”部分尚且不小。

煤价回落的第一个区间：在经济周期下行中，由流动性泛滥和来自于投机等因素形成的“虚价”将首先被挤去。“实价”将成为煤炭价格回落的第一个可能区间，从目前国内外煤炭价格已经历深幅调整，基本跌回 07 年末、08 年初的水平，从这一角度讲，目前煤价（事实上，国际原油价格也如此）在成本上升中已经在向合理的价格回归。

煤价回落的第二个区间：但由于目前全球主要经济体，包括中国经济都处于从周期顶峰的高位回落阶段，且次贷危机引发的经济危机的危害程度已经并很可能继续超出市场的预期。因此，实体经济的调整和投资者的信心恢复都需要较长一段时间，煤价在其间将很可能会随短期经济形势经历一个波动起伏的“超调”过程。成本成为煤价的第二个回落区间。

这里的成本又随形势的变化分为维持盈亏点的企业生产成本和极端情况下的维持简单再生产的可变成本，也即现金成本。这是因为**悲观情形下，大量的过剩供应可能需要通过价格的大幅下跌引发的减产来得到解决**。维持盈亏平衡的生产成本和可变成本是考验企业是否决定继续生产的两个临界点，特别是后者。不过，我们认为，由于煤炭在中国能源供应的特殊角色，国有重点煤矿即使出现亏损依然将会维持生产，但对于“市场化”下的乡镇煤矿而言，将基本完全选择停止生产。

如果在极度悲观的情况下，国内外宏观经济衰退程度和持续时间如果严重超出预期的话，煤炭需求将面临严重不足，市场的出清将完全依赖于价格的下跌，煤价将会跌破可变成本，煤炭市场将会在低于生产企业可变成本的情况下运行。此时严重恶化的需求需要出现这种情形才能使市场重新平衡，尽管这种情况出现的概率很小。

我们对 2009 - 2010 年煤价的预测：

结合前面部分对宏观经济、行业和经济刺激政策干预下的分析，对于 2009 - 2010 年，中性情境下我们预测随着外围经济的逐渐好转和国内经济日渐走出下降阶段，经过两年时间的调整后，到 2010 年煤炭价格将逐步向“实价”回归，并在其附近的区间进行波动。从煤价走势与吨煤利润走势可以看出，在经济 02 年进入上升通道后，煤价一直到 07 年末都保持较温和的平稳上涨态势，且自 02 年以来价格上涨中约有 65% 以上是来自于成本的推动。截止到现在 08 年 8 月，煤炭行业吨煤综合成本 377 元已非常接近 07 年 5 月 375 元的吨煤综合售价。

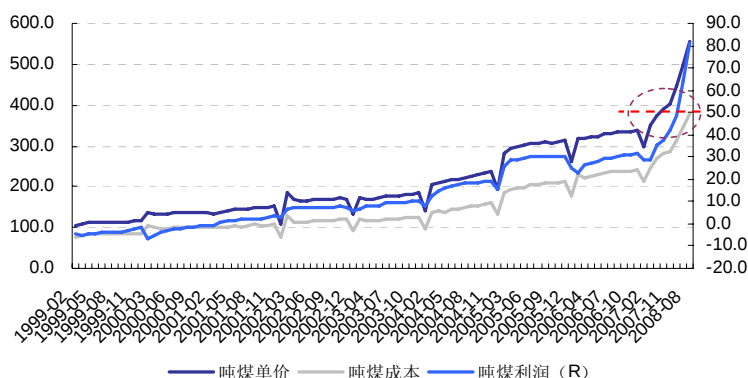
因此，我们认为在行业周期下行过程中，煤价回落到 07 年的平均可比价格是比较合理的，煤炭企业在此价格下的利润也是符合其行业属性和产业位置的。**我们预测到 2010 年，经过两年的调整后吨煤平均价格将与 07 年可比均价基本持平，考虑到成本有所上涨，吨煤利润则接近于 06 年和 07 年水平的平均值（经所得税因素调整）。**

表 7：2002 年以来的吨煤价格、成本和利润情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	08M1 - 10
吨煤价格	131.43	142.25	193.68	260.58	298.88	379.77	570.29
吨煤成本	91.02	98.20	130.91	178.72	212.12	261.64	388.86
吨煤利润	3.93	5.34	10.28	16.69	19.04	26.99	83.74
成本上涨占价格上涨比例：当年对当年		66.4%	63.6%	71.5%	87.2%	61.2%	66.8%
成本上涨占价格上涨比例：自 02 年累计		66.4%	64.1%	67.9%	72.3%	68.7%	67.9%

资料来源：东海证券研究所

图 21: 煤炭行业 08 年中期吨煤成本已接近 07 年中期的售价



资料来源: WIND, 东海证券研究所

具体来讲, 以不含税价计:

- 动力煤重点合同价预计 09 年将有 0-3% 的涨幅, 均价 410-420 元, 2010 年下降 5% 至 390-400。
- 动力煤港口市场价格 09 年将下降 22-25%, 全年均价 440-460 元, 2010 年继续下降 6-8% 至 410-420 元。
- 炼焦煤现货价 (山西古交地区坑口价) 09 年下降 33-36% 至 550-570, 2010 年下降 16-20% 至 450-470 元。

4.3 行业盈利预测

根据上述煤价的假设, 我们测算出 09-10 年全行业盈利指标与增速如下, 其中 2009 年全行业盈利将比 08 年下降约 48%, 吨煤净利润下降 51%。2010 年全行业利润比 09 年微增 2.6%, 吨煤利润比 09 年下降 5.7%。

表 8: 2008-2010 年煤炭行业利润预测表

指标名称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
利润总额	85.7	137.7	306.9	551.7	677.3	1022.2	2090.9	1079.6	1107.7
利润增速	105.4%	60.7%	122.8%	79.7%	22.8%	50.9%	104.6%	-48.4%	2.6%
销售净利率	4.48%	5.62%	7.96%	9.60%	9.55%	10.66%	14.43%	8.07%	8.55%
原煤产量	14.55	17.22	19.92	22.05	23.73	25.26	27.2	29.20	31.35
吨煤净利润	3.93	5.34	10.28	16.69	19.04	26.99	57.65	28.10	26.50

资料来源: WIND, 东海证券研究所

4.4 资源税调整对煤炭行业上市公司盈利的影响

目前现行煤炭的资源税实行从量计征, 标准大致为动力煤每吨 2.4-4.2 元, 炼焦煤每吨 8 元, 以 07 年价格计多数企业折合税率甚至不到 1%, 与国际上 8-10% 的税率相差较大。由于标准的过低, 未能有效反映资源的价值, 也未能起到保护资源开发的作用。此次资源税改革, 主要将改“从量计征”为“从价计征”并提高税率。但我们认为, 由于煤炭在能源供给中的主导性地位和煤炭行业景气的下降, 一次性与国际接轨的可能性较小, 逐次调升税率将是稳妥的选择。在需求下降行业不景气时, 如果增加的资源税不能向下转移, 以税率 5% 计算, 对上市公司 09 年 EPS 平均影响幅度为 15.6%。

表 9: 资源税征收变动对重点公司盈利的影响

	现行资源税	5% 资源税对 09EPS 的影响
兰花科创	3.2	8.90%
中国神华	2.5 - 3.2	9.09%
开滦股份	3.0	9.37%
兖州煤业	3.6	13.11%
西山煤电	3.2 - 8.0	13.71%
盘江股份	2.6	14.97%
国阳新能	3.2	15.76%
中煤能源	2.5 - 8.0	16.32%
金牛能源	3.0	16.87%
大同煤业	3.2	20.33%
潞安环能	3.2	22.07%
平煤天安	4.0	26.22%
平均	-	15.56%

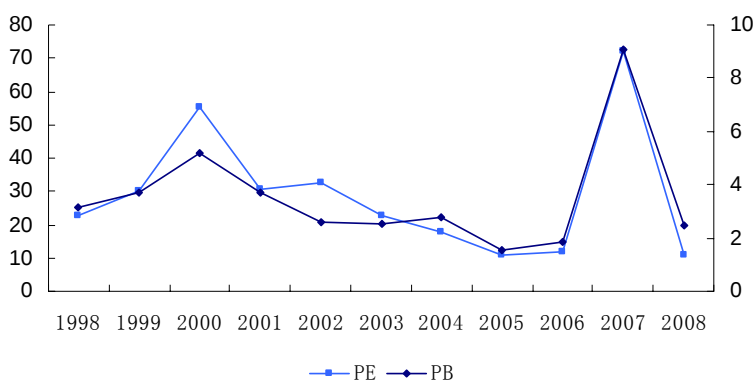
资料来源: 上市公司公告, 东海证券研究所

5. 行业投资策略

5.1 维持行业中性的评级

虽然煤炭行业已经经历了较大幅度的下滑, 但从目前煤炭行业 PB 来看, 估值水平并未达到历史低点。目前板块 PB 为 2.46 倍 (以 08 年 12 月 10 日收盘数据), 较 05 年的历史低点高出约 50%。而从煤炭价格来看, 未来依然有不小的下跌空间, 因此, 我们维持对行业中性的评级。

图 22: 煤炭板块 PE、PB 历史走势



资料来源: WIND, 东海证券研究所

5.2 行业下行过程中对公司的选择和依据

资源类公司价值归根于资源的价值, 即有效成本控制和财务安全下对资源获取、开发加工创造价值。在经济下行过程中, 我们建议以下两点作为选股的重点依据。

- 行业周期下行中, 建议选取对煤价敏感性低, 资源优势突出, 具有较强定价权和煤种优势的公司

表 10: 重点公司对煤价的敏感性分析

排序	煤价下调 10%	2009 % EPS
1	中国神华	-15.8%
2	兰花科创	-18.9%
3	盘江股份	-25.4%
4	西山煤电	-28.1%
5	中煤能源	-31.0%
6	兖州煤业	-34.7%
7	金牛能源	-35.3%
8	大同煤业	-38.1%
9	开滦股份	-42.6%
10	国阳新能	-45.7%
11	潞安环能	-49.6%
12	平煤天安	-62.7%

资料来源: 东海证券研究所

□ 资金实力强，能安然渡过行业低谷且有望借机获得并购整合机会的行业龙头性公司

综合以上两点，我们选择并给予对中国神华、西山煤电以增持和中煤能源、盘江股份谨慎增持的评级。

5.3 把握交易性机会

尽管煤炭行业滞后于经济，宏观经济乐观估计最早要到 09 年下半年才到谷底，由此 09 年趋势性投资机会较少，但我们认为交易性机会却较多。我们认为，油价的反弹和部分公司资产注入将提供阶段性投资机会。

此外，由于保增长大背景下，09 年货币政策将趋于宽松，国内外主要经济体都已大幅降息，利率正处于下降通道。未来市场将重新面临流动性充裕的局面，估值水平的变化将有望推动股价。

此外，从长期角度看，此次国内外经济体为抗击衰退很多中央银行猛烈地放宽了货币政策和大幅降息，为市场注入大量流动性。在世界经济调整走出衰退后，商品和能源市场又将面临流动性充裕和新兴市场国家消费增长等几乎所有促成之前商品大牛市的因素，从长期角度看，能源和煤炭价格依然有很大上升潜力。

表 11: 重点公司估值与评级

代码	公司名称	08EPS	09EPS	推荐理由	评级
601088	中国神华	1.52	1.4	综合实力最强的行业龙头，将在国内行业整合中受益，并将是海外资产收购与扩张的代表；合同价格低，对煤价敏感性低，产业链完善，抗周期性能力最强。	增持
000983	西山煤电	1.35	0.85	炼焦煤龙头，煤种有较大优势，具有较强定价权，且价格政策稳健。未来两年兴县项目完成，产量将有大幅上涨。焦煤集团拥有大量优质资产。	增持

601898	中煤能源	0.59	0.5	第二大煤炭上市公司，两家央企之一。合同煤占比较大，煤价处在较低水平。公司煤化工项目未来值得长期期待	谨慎增持
600395	盘江股份	1.05	1.29	资产注入与整体上市带来的机会	谨慎增持

资料来源：东海证券研究所

附注:

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路 989 号中达广场 13 楼

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：(86-21) 50586660 转 8959

传真：(86-21) 50586660 转 8973

邮编：200122