

煤炭行业双周报（2.1—2.16）：电煤向左，焦煤向右

中性（维持）

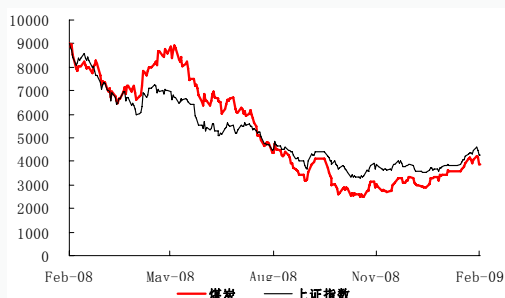
煤炭行业

报告日期：2009 年 2 月 18 日

行业指数与相关市场指数比较

指数名称	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数（煤炭）	3871	12.71
天相流通指数	2446	20.99
上证指数	2209	13.07

行业指数近一年走势图



天相煤炭电力组

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **动力煤：需求下降，价格下跌。**2月9日，澳洲BJ现货价格降至78.06美元/吨，较两周前83.15美元/吨下跌5.09美元，跌幅为6.12%。中转地及消费地煤炭库存增加，各煤种价格开始下降。2月14日，秦皇岛存煤738.3万吨，保持在饱和线之上；5800大卡大同优混价格跌至590元/吨，较两周前下跌35元。全国用电量下降，且后期北方供暖将结束，对动力煤需求将继续减少，预计未来价格还将继续走低。
- **炼焦煤：企稳回升。**2月13日，全国配精煤市场交易价格升至1159.6元/吨，较上周上涨20元/吨；焦肥煤市场交易平均价格升至1183.6元/吨，较上周回升6.6元/吨。近期煤矿继续限产以及钢企复产增加，带动焦煤价格企稳回升。
- **无烟煤：化肥产能恢复，价格上涨。**2月13日，全国无烟煤、块煤市场交易平均价格分别为536.38元/吨、924.88元/吨，较上周上涨0.16元和-0.2元。同期，山西阳泉地区无烟煤价格较上周持平，其中无烟末煤、洗中块、洗小块分别为550元/吨、850元/吨、750元/吨。目前进入春耕时期，化肥产能得到恢复，带动无烟煤价继续上涨。
- **焦炭：行业最坏时期已经度过。**2月13日，太原2级冶金焦出厂价回升至1750元/吨，近一个月内价格持平。近期山西焦协对限产放宽至40-50%，河北等省上调指导价格50-100元/吨，量价回升，企业产能利用率开始回升，行业的最坏时期已经度过。
- **短期关注煤电博弈，年内关注煤炭重组。**近期煤电博弈升级，电力企业寻求扩大煤炭进口，煤企继续在地方政府的支持下限产保价，预计最终煤价将上调5%-8%。政府要求加快推动煤炭行业整合进程，我们判断09年煤炭行业并购重组活动将大幅增加，建议投资者重点关注山西板块、省内煤炭资产整合板块、以及央企整合板块的相关上市公司。
- **投资评级。**动力煤库存增加，市场价格有进一步下跌的可能；焦煤、焦炭、无烟煤受需求增加影响，价格开始企稳回升，与动力煤价格走势出现明显分化。目前相对看好拥有稀缺焦煤资源的西山煤电（000983）、业绩预计稳定增长的煤气化（000968）。
- **风险提示。**行业内利空因素有限，提请关注用电量下降、国际油价下跌等系统性风险的影响。

目 录

1、动力煤：用电量下降，价格下跌	3
1.1 国际煤价	3
1.2 坑口价格	4
1.3 港口、中转地价格	4
1.4 到厂价格	5
2、炼焦煤：企稳回升	6
3、无烟煤：化肥产能恢复，价格上涨	7
4、焦炭：最坏的时期已经度过	8
5、行业动态要闻	9
5.1 一月份煤炭出口量同比下降 36%	9
5.2 煤电博弈：“进口煤”或成后续谈判筹码	9
5.3 煤电博弈：发改委建议电煤合同价上调 5%-8%	9
5.4 煤电博弈：陕煤官方价大涨 105 元，强龙难压地头蛇	10
5.5 中国煤炭交易中心筹建，两大难题困扰煤炭市场化进程	10
5.6 煤炭储备将上马	11
5.7 煤炭业整合潮起，关注三大整合概念带来的投资机会	11
6、投资策略	12
7、风险提示	13

图表目录

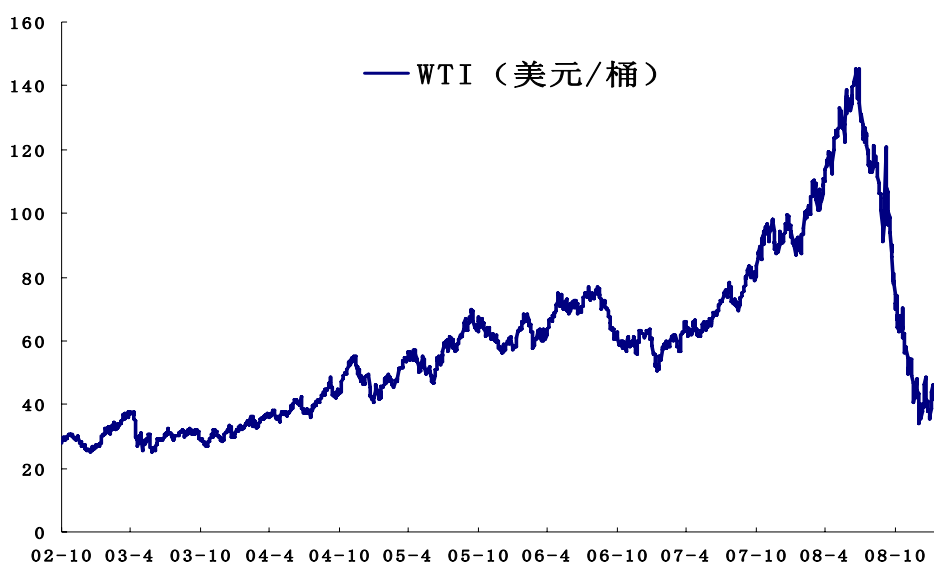
图表 1：原油期货价格走势	3
图表 2：澳洲BJ煤炭价格走势	3
图表 3：大同动力煤价格走势	4
图表 4：沿海煤炭运价指数及港口存煤量走势	4
图表 5：秦皇岛各主要动力煤种平仓价	5
图表 6：近期江苏地区主要煤种到厂价格走势	6
图表 7：全国配精煤、焦肥煤平均市场价（元/吨）	6
图表 8：山西主要焦煤价格走势（元/吨）	7
图表 9：全国无烟煤市场交易平均价（元/吨）	7
图表 10：阳泉无烟煤价格走势	8
图表 11：太原二级冶金焦价格走势（元/吨）	8
图表 12：重点公司EPS预测和投资建议（按截止到 2 月 17 日股价计）	12

1、动力煤：用电量下降，价格下跌

1.1 国际煤价

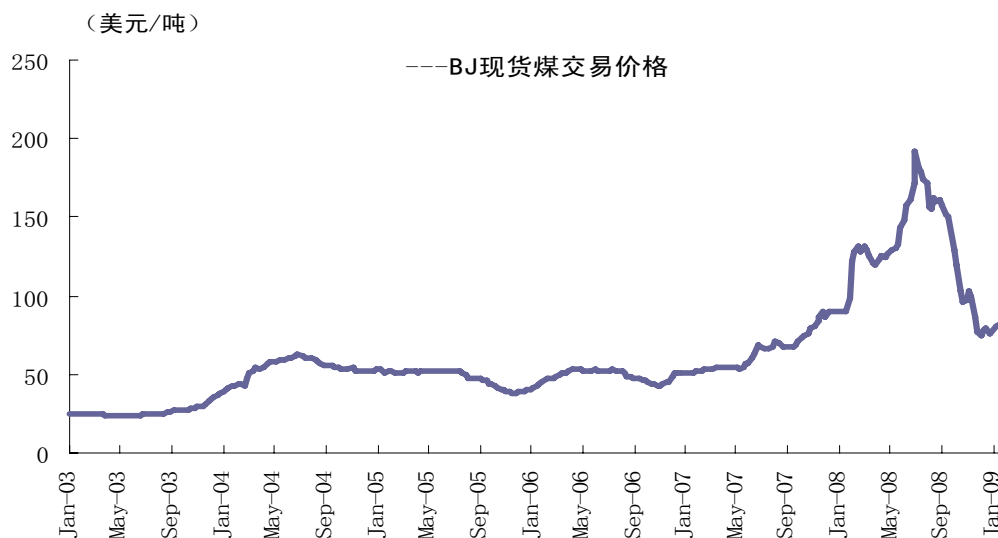
近期受美国金融市场动荡的影响，WTI 主力原油期货价格震荡走低。2 月 17 日，纽约商品交易所原油期货 WTI 价格跌至 34.93 美元/桶，较两周前下跌 16.2%。

图表 1：原油期货价格走势



数据来源：Bloomberg、天相投资顾问有限公司

图表 2：澳洲 BJ 煤炭价格走势



数据来源：中国煤炭市场网、天相投资顾问有限公司

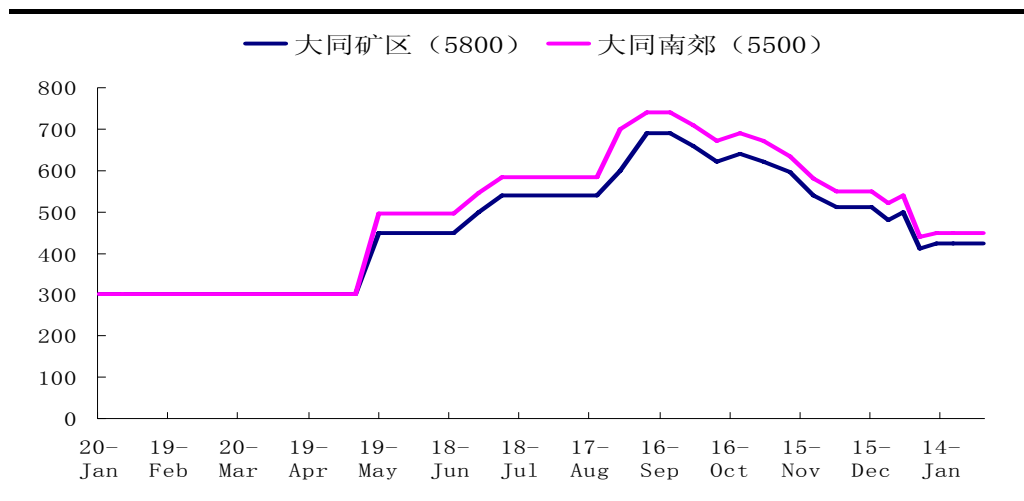


国际煤炭价格受原油价格拖累在低位持续震荡。2月9日，澳大利亚纽卡斯尔港BJ国际标准动力煤现货 FOB 价格为 78.06 美元/吨，较两周前 83.15 美元/吨下跌 5.09 美元，跌幅为 6.12%；较最高点（7月7日 192.00 美元/吨）下跌 116 美元/吨，6 个月下跌 59.34%。国际金融危机影响在持续加深，越南、印尼等国纷纷加大煤炭出口力度，随着国际煤炭供给量的增加，预计国际煤价将继续在低位震荡。

1.2 坑口价格

近期，动力煤行业进入季节性低谷期，煤炭需求下降，库存增加，在持续限产的情况下煤炭坑口价格持平。2月1日，山西大同矿区 5800 大卡动力煤价格为 425 元/吨，大同南郊 5400 大卡动力煤价为 450 元/吨，较上周持平。

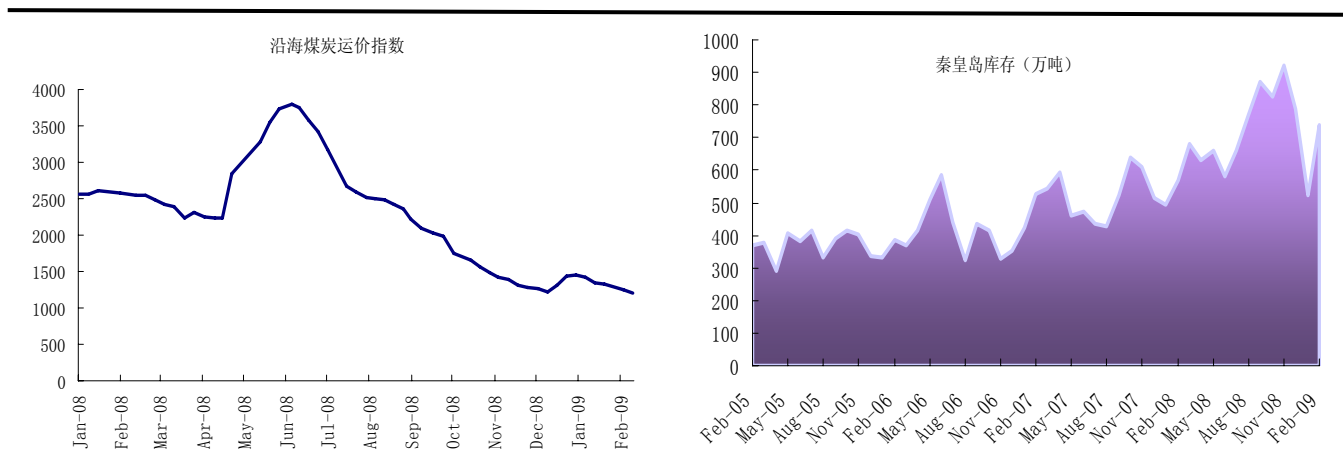
图表 3：大同动力煤价格走势



数据来源：中国煤炭市场网、天相投资顾问有限公司

1.3 港口、中转地价格

图表 4：沿海煤炭运价指数及港口存煤量走势

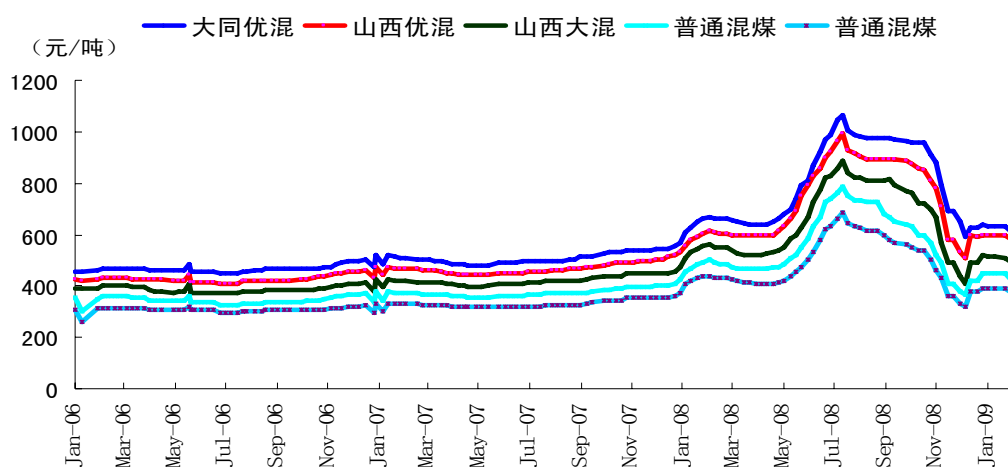


数据来源：中国煤炭市场网、天相投资顾问有限公司

国内沿海散货运输市场本周仍呈弱势运行格局，煤炭运价指数再创新低。2月11日，沿海煤炭货种运价指数报收于1209.56点，较上周下跌3.64%，为2004年以来的最低。经济危机带来的煤炭需求下降仍未见底，长期运输合同谈判僵持局面有所松动，但仍有许多合同未定。市场煤运输需求持续低落，各航线运价不同程度下降，秦皇岛至上海、秦皇岛至宁波航线市场运价分别较上周下跌2元/吨、3元/吨，为30元/吨、32元/吨，运价指数分别报于1344.47点、1206.36点，较上周下跌5.01%、4.88%。

煤炭需求减少，港口库存压力开始提升。2009年2月14日，秦皇岛港务集团共存煤炭738.3万吨，其中：内贸煤炭库存683.7万吨，外贸煤炭库存54.6万吨，煤炭库存继续升至饱和水平之上。

图表 5：秦皇岛各主要动力煤种平仓价



数据来源：中国煤炭市场网，天相投资顾问有限公司

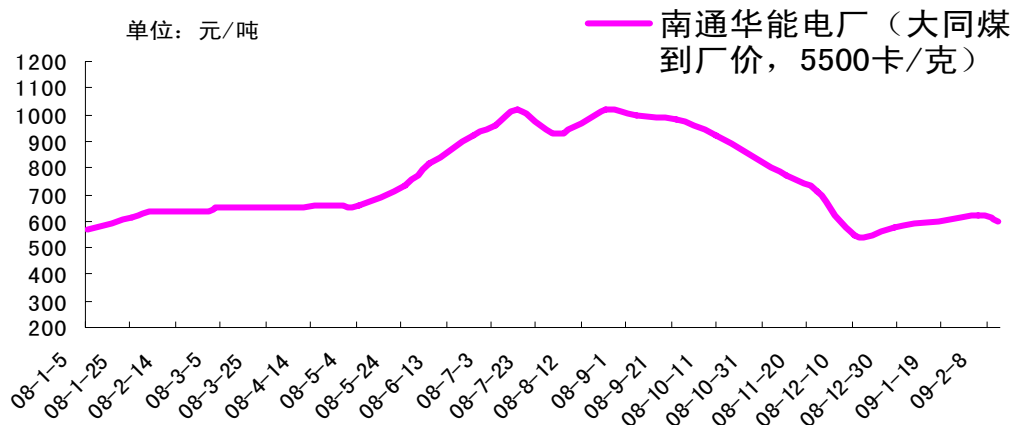
节后动力煤需求减少，电厂、港口煤炭库存量回至饱和水平，秦皇岛各煤种市场价格开始下跌。2月16日，5800大卡大同优混价格降至595元/吨，较两周前下跌35元，其余各煤种也下降30元左右。每年2-4月份是用煤的低谷期，在3月份北方供暖结束将对动力煤需求将更加降低，预计未来动力煤市场价格还将保持下降的态势。

1.4 到厂价格

受1月份发电量下降的影响，近期动力煤到厂价格小幅下跌。2月14日，南通华能电厂沿江5500大卡大同煤平仓接收价降至570元/吨，到厂接收价降至600元/吨，均较月初下降20元/吨。



图表 6：近期江苏地区主要煤种到厂价格走势

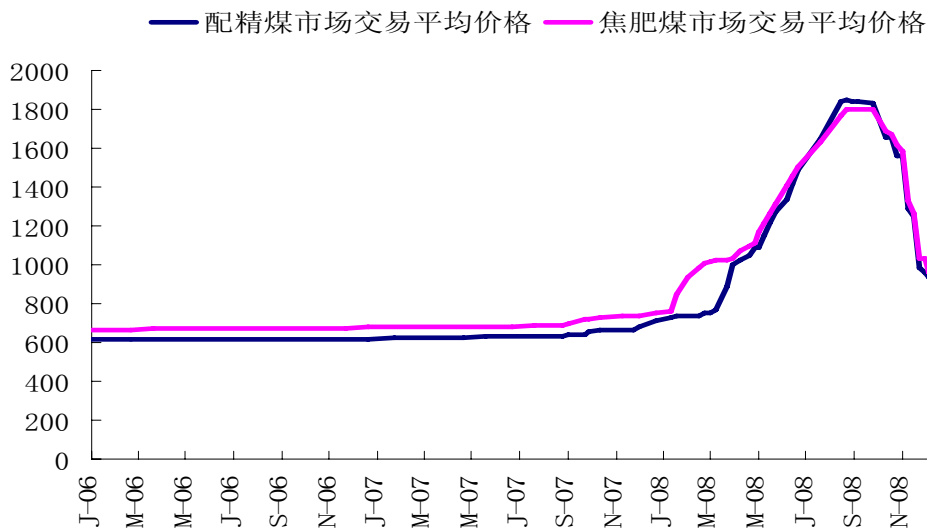


数据来源：煤炭市场网、天相投资顾问有限公司

2、炼焦煤：企稳回升

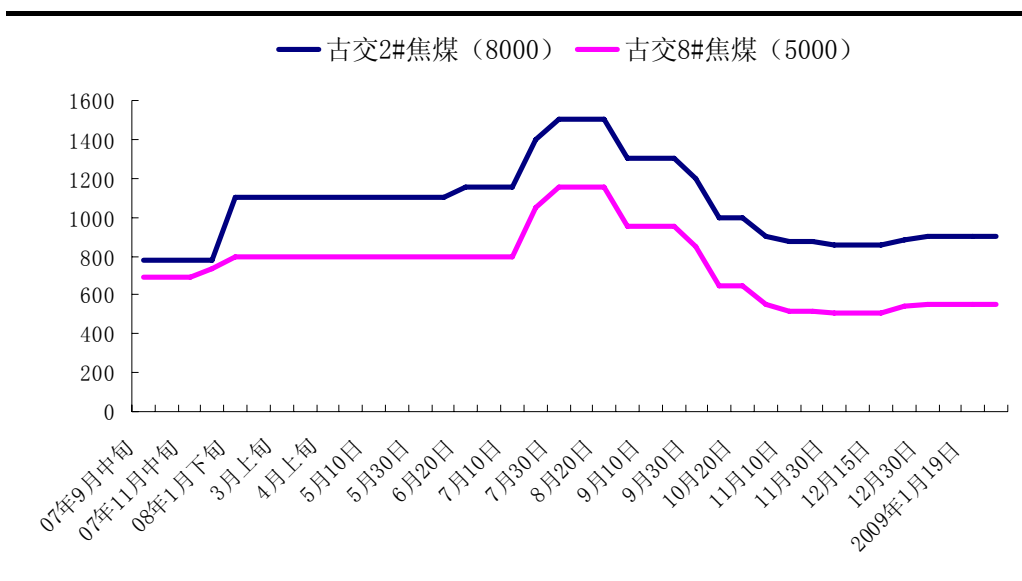
炼焦煤受钢铁、焦炭行业回暖拉动，行情出现走稳回升迹象。2月13日，全国配精煤市场交易价格升至1159.6元/吨，较上周上涨20元/吨；焦肥煤市场交易平均价格升至1183.6元/吨，较上周回升6.6元/吨。

图表 7：全国配精煤、焦肥煤平均市场价（元/吨）





图表 8：山西主要焦煤价格走势（元/吨）

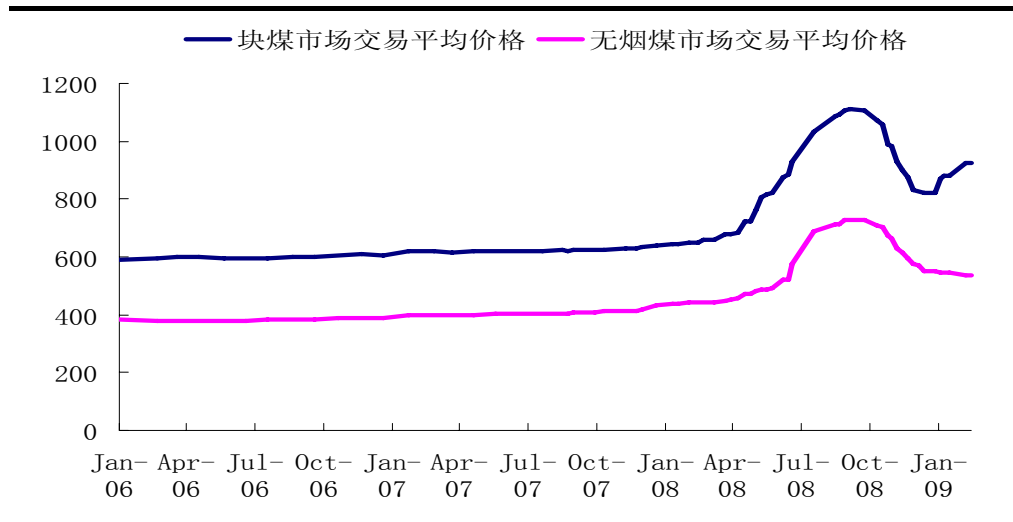


数据来源：煤炭市场网、天相投资顾问有限公司

3、无烟煤：化肥产能恢复，价格上涨

春耕临近，化肥产能逐渐恢复，块煤市场供求活跃，市场价格有所上涨。河北南部炼焦煤市场走好，下游用户库存下降，部分地区市场价格出现不同程度上扬。2月13日，全国无烟煤、块煤市场交易平均价格分别为536.38元/吨、924.88元/吨，较上周上涨0.16元和-0.2元。

图表 9：全国无烟煤市场交易平均价（元/吨）

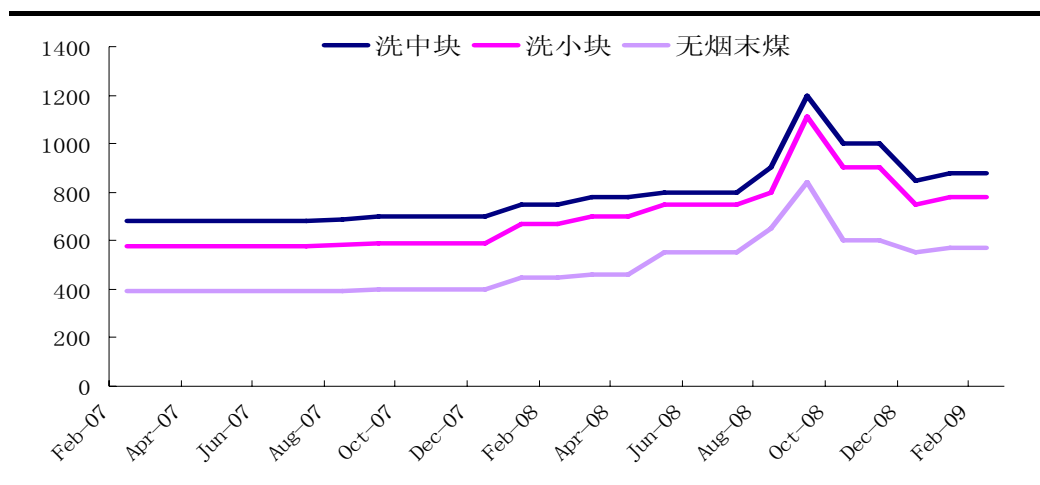


数据来源：中国煤炭市场网、天相投资顾问有限公司

2月13日，山西阳泉地区无烟煤价格较上周持平，无烟末煤、洗中块、洗小块分别为550元/吨、850元/吨、750元/吨。



图表 10: 阳泉无烟煤价格走势

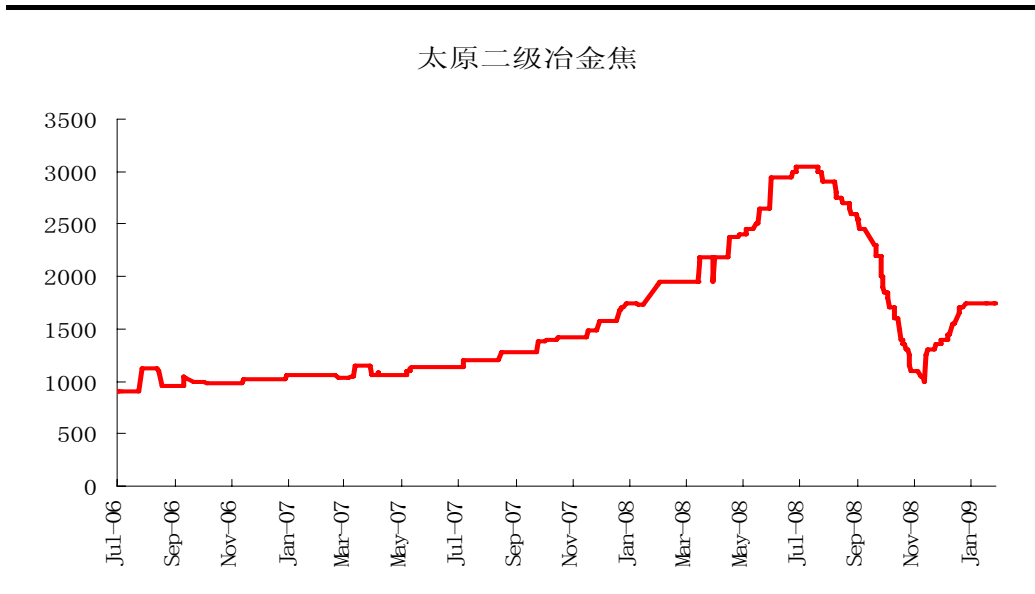


数据来源: 中国煤炭市场网、天相投资顾问有限公司

4、焦炭: 最坏的时期已经度过

2月16日, 太原2级冶金焦出厂价升至1750元/吨, 较上周持平, 较11月28日1000元/吨的年内最低点上涨750元, 涨幅为75%。近日, 山西省焦炭协会要求将60%-70%的焦炭限产放宽至40%-50%, 河北、山西等省将焦炭指导价格上调50-100元/吨, 焦炭企业量价回升。并且下游钢铁行业复产对焦炭需求增加, 焦炭行业最坏时期或许已经度过, 下游行业的利好因素将支持焦炭行业开始反转。

图表 11: 太原二级冶金焦价格走势 (元/吨)



数据来源: 中国煤炭市场网, 天相投资顾问有限公司

5、行业动态要闻

2009年年初国内外煤炭价格逆差加大，煤炭出口减少，一月份我国煤炭出口量同比下降36%。煤电双方博弈升级，电力企业积极寻求拓展海外低价煤进口量，煤炭企业继续在地方政府的支持下限产保价。我们认为，海外进口煤炭产量小，煤炭品质不一，难以大规模替代国内煤炭；另一方面地方煤企对当地GDP构成重大贡献，将受到当地政府的偏袒，在煤电谈判中将出现“强龙难压地头蛇”的情况出现，预计09年合同煤价将上调5%-8%。而对于煤炭行业的中长期发展，政府近期通过加强行业整合、建立煤炭交易中心、建立煤炭储备机制等措施来实现行业的稳定发展，09年建议重点关注煤炭企业整合带来的投资机会。

5.1 一月份煤炭出口量同比下降 36%

2月19日，据中国证券报报道，1月份中国出口煤炭366万吨，比去年同期减少36.3%；出口焦炭及半焦炭8万吨，比去年同期大幅减少92%。

评论：2009年我国第一批煤炭出口配额已经下发，共计2600万吨，而去年的首批配额是3180万吨，今年首批配额量下降18.2%。2008年我国共出口煤炭4543万吨，比上年同期下降14.6%。在国内外煤价出现逆差的情况下，政府仍在继续加大限制煤炭出口力度，预计2009年全年煤炭出口将继续下降，或将出现净进口的局面。

虽然煤炭出口量出现下降，但出口价格较大幅度增长，煤炭企业出口利润仍然增加。煤炭出口均价则由去年同期的70.3美元/吨提高到131.8美元/吨，同比涨幅达到87.5%。煤炭出口金额由去年同期的4.04亿美元增长至4.82亿美元，增长19.3%。煤炭出口量的下降并不会对中国神华（601088）、中煤能源（601898）等企业利润造成明显负面影响，继续维持公司“增持”的投资评级。

5.2 煤电博弈：“进口煤”或成后续谈判筹码

2月3日，据中国证券报报道，春节刚过，电力企业在继续准备同煤炭企业接触的同时，也将目光瞄准海外煤炭市场。尽管进口煤数量不会太大，受地理制约，大部分电厂仍需使用国内电煤，但进口煤挤占国内市场或将影响合同煤价的谈判。

评论：1月份，澳洲BJ现货煤价格在70-80美元/吨，印尼煤5800大卡的煤只要58、59美元一吨，国内外煤价逆差加大。加之国内煤炭企业继续加大限产保价力度，部分企业停止供应合同煤，电力企业为解“燃煤之急”，开始寻求扩大煤炭进口。我们认为，我国煤炭进口量不足消费的2%，加之受地域的影响较大，对整体煤炭供求格局影响不大，煤炭市场的稳定还将最终取决于未来合同煤价谈判的结果。但低价海外煤炭的扩大输入，将挤占国内煤炭市场份额，拉低市场煤价，降低煤炭企业的谈判话语权，增加电力企业一方的谈判筹码，成为煤电博弈中对煤企不利的第三方力量。

5.3 煤电博弈：发改委建议电煤合同价上调 5%-8%

2月10日，据中国证券报报道，国家发改委已经在前期调研的基础上形成了书面文件报给国务院，建议电煤合同价格在去年的基础上上调5%-8%。



评论：在煤炭订货会谈崩之后，发改委并没有完全“袖手旁观”，而是不断在进行摸底调研、协调电煤价格。黑龙江省政府1月4日率先推出临时价格方案，重点合同煤价上涨50元/吨；河南省政府也由去年年初的8分钱/大卡上涨到9分钱/大卡；此外，贵州、重庆、湖南等省市也出面组织电力和煤炭企业，先协调出一个临时价格。煤电双方对09年合同煤价都有合理的利益诉求，在完全市场化的条件下较难达成一致，因此国家发改委的协调能够及时稳定煤炭市场，是非常必需以及必要的。

此前市场普遍预计，在电价上调难以实现的情况下，09年电煤合同价将上调5%左右，即价格调整以抵消增值税上调4个百分点的影响，保持08年的合同煤价水平。若上调至5%-8%，将超出市场预期，给予市场煤价上调的信号，将会抬高09年整体动力煤价水平，提高相关企业的盈利能力。

5.4 煤电博弈：陕煤官方价大涨 105 元，强龙难压地头蛇

2月13日，据上海证券报报道，陕西省要求在省内电煤合同未签订之前，省煤化集团所属煤企所供电煤暂执行385元/吨的临时价格，较去年上涨105元，涨幅逾37%。

评论：在09年煤炭订货会上因煤企要求上涨50元/吨而谈判破裂，此次陕西省制定临时合同价上涨105元，远远出乎市场预料。究其深层次的原因，我们发现，虽然五大电力集团规模庞大，而煤炭企业普遍规模小，经营分散，在谈判中似乎处于不对等的状态。但煤炭企业均为当地纳税大户，对当地GDP具有突出的贡献作用，而电力企业税收大部分将收归中央。因此，在煤电博弈中，地方政府将会对煤企有一定的偏袒，这在近期山西、内蒙等重点产煤大省继续加大限产保价政策力度中就可以看出。内蒙经济委员会近期表示，为适应煤炭市场需求的疲软形势，09年自治区将适当控制煤炭产量，初步计划原煤产量控制在4.7亿吨，和上年基本持平，并计划将技改和新上煤炭项目的新增产能控制在1亿吨之内，减缓新增产能释放对产量控制带来的压力。

对于09年合同煤价的谈判，或将出现各个击破的现象，即在地方政府的支持下，地方煤炭企业将得到符合预期的合同煤价。近期，山东淄矿集团与华电、国电集团签订煤炭合同百万吨，价格为530元/吨，同比上涨13%，煤电谈判僵局逐渐被打破，09年合同煤价上涨或将高于预期。

5.5 中国煤炭交易中心筹建，两大难题困扰煤炭市场化进程

2月11日，经历了2008年供需逆转的震荡之后，全国性煤炭交易中心筹建提上日程，中国煤炭运销协会等作为发起方，正联络投资机构在北京组建中国煤炭交易中心。

评论：09年煤炭订货会再次以谈崩结束，这是继05、06年之后的再次谈破案破裂，煤电双轨制的矛盾继续升级，市场化改革已经日益急迫。全国煤炭交易中心的建设是煤炭行业推进市场化改革最重要的一环，能够通过煤电双方的大宗交易将改变合同价格严重滞后以及背离市场需求的情况出现；

但交易中心的建立仍有两个问题亟待解决：铁路运力和价格双轨制。对于此，政府的解决方案是：

1、对铁路运力实施市场化管理。要求铁路部门在承担煤炭运输业务时，以企业身份参与交易，与煤炭企业签订承运合同并履行市场责任；并对现行铁路运力进行结构



分析，把有限的铁路运力分为可保证运力和不确定性运力两部分，前者的配置权与控制权交给煤炭行业组织进行市场化配置，重点煤炭与铁路运力捆绑，从而消除煤炭交易过程中的运力约束。

2、而对电煤价格双轨制，政府希望电力体制改革同步跟进。在电价尚未放开时，可以考虑建立煤电价格联运机制，形成重点电厂消化煤炭价格上涨的渠道，同时强化对电厂电价的监管，计算出合理的煤价作为联动的基础价格。

但我们认为，这两个方案都是比较难以实施的。铁路部门的市场化改革本身就更加困难，“铁老大”的地位不容挑战，更别说其中涉及的“寻租”利益；而建立煤电联动更是在早些年就已经提出，但取得效果甚微，甚至成为一时的应急之策。因此政府预计的在2010年建成全国煤炭交易中心，实现市场化改革之路仍然艰难，我们期待政府对此作出切实、详细的解决办法。

5.6 煤炭储备将上马

2月6日，21世纪经济报道，国务院发展研究中心正在研究国家煤炭储备体系的方案，一张全国范围内的煤炭储备网或将铺开。预计煤炭储备将采用现货储备的方式，将采用市场化运作，既保障国家能源安全，又实现营利。

评论：在2008年8月19日，国家能源局制订的《煤炭法规体系架构方案》中，就包括了建立煤炭储备机制的内容。此前，在山东、浙江等煤炭消耗大省就已经出现了政府主导、企业参与的煤炭储备试点，政府通过保障运力、财政拨款、税收减免或者财政贴息的方式对企业经营储备基地予以支持。目前经济增速明显放缓，资源价格走低，使得煤炭储备计划在全国和各省层面得以全面提速。

煤炭储备机制的建立对稳定国内煤炭市场，平抑价格波动，建立煤电缓冲地带有着重要的作用：1) 煤炭企业选择需求量大的煤炭储备基地作为稳定“下家”，减少了目前我国煤炭产能过剩带来的价格风险，加之采用现货储备的方式，不影响煤炭企业生产；2) 许多需要用煤的中小企业若直接与煤炭企业签订合同，与需求量大的电厂相比无法获得资源保障和价格优势，煤炭储备基地在这方面或能起到一定作用；3) 煤炭储备基地作为第三方，与双方利益不发生直接冲突，储备基地可以缓解煤电冲突。

国家煤炭储备体系对煤炭市场的稳定发展具有长期利好，不仅为煤炭生产企业提供了稳定的销售渠道，也为经营企业增加机会。但计划的制定、实施是一个较长时间的过程，短期内对公司影响不大。

5.7 煤炭业整合潮起，关注三大整合概念带来的投资机会

2月7日，据证券日报报道，国务院正大力整合煤炭资源，按照全国建设13个大型煤炭基地的产业规划，加快形成5000万吨级或亿吨级以上规模的大型煤炭集团。

评论：国家能源局局长张国宝日前表示，2009年要通过规划和政策支持，促进煤矿企业兼并重组。2009年新年伊始，国家关于煤炭行业整合的政策频频出台，显示政府加强煤炭行业管理，加快推进煤炭企业大型化、国有化建设的决心。目前，部分煤炭股价已跌至重置成本以下，市净率处于历史低位，大股东注资整合或者收购整合都具有较好的时机。因此2009年，在国资委等有关部门鼓励煤电联营和行业重组的大环

境下，在煤炭企业自身利益驱动下，煤炭企业并购重组将不再是个案，或将逐渐形成全行业整合的浪潮，带动起煤炭行业的投资机会。在煤炭行业中重点关注，以中国神华（601088）为代表的央企整合，以大同煤业（601001）等为代表的山西五大集团整体上市，以安源股份（600397）等为代表的全省煤炭资源整合等概念。以上这些公司整合目标较为明确，值得投资者在2009年重点关注。

6、投资策略

关注煤价以及国际油价波动。动力煤与焦煤、无烟煤价格走势开始出现分化。目前全国用电量下降，而随着北方供暖的结束，动力煤需求将进入季节性低谷期，市场煤价将保持下降趋势；而近期钢铁企业开始逐步复产，化肥企业开工增加，焦煤、焦炭、无烟煤需求回升，价格企稳上涨。

年内重点关注煤炭重组，短期关注煤电博弈结果。近期煤炭政策频出，政府筹建全国煤炭交易中心，建立煤炭储备机制，加大推动煤炭行业整合力度，协调煤电谈判。通过分析政府近期的动作，我们认为，煤炭作为我国重要的一次能源，将受到政府保护性开发，长期价格将保持上涨趋势；短期内，煤炭合同价有可能上涨5%-8%，煤企盈利将获得增长；年内煤炭企业并购重组活动将增加，建议重点关注。

在近期发布的《2009年煤炭行业并购重组更具“天时、地利、人和”——煤炭行业专题研究报告》中，我们详细的分析09年煤炭行业重组所带来的投资机会。我们认为，以**五大煤炭集团整体上市为核心的山西板块、省内煤炭资产整合板块、以及央企整合等板块**的煤炭企业在09年都有较强的并购重组预期。上市公司中，金牛能源（600971）、恒源煤电（600971）母公司资产注入计划将在09年继续稳步推进，西山煤电（000983）、国阳新能（600348）等公司09年有较大的整体上市可能，建议投资者重点关注，并维持“增持”的投资评级。另外，安源股份（600397）、大同煤业（601001）等公司在09年对并购重组也有较强的紧迫性、可能性，也提请投资者予以关注。

近期，动力煤库存增加，市场价格有进一步下跌的可能；焦煤、焦炭、无烟煤受需求增加影响，价格开始企稳回升，与动力煤价格走势出现明显分化。目前相对看好拥有稀缺焦煤资源的西山煤电（000983）、业绩预计稳定增长的煤气化（000968）。

图表 12.：重点公司 EPS 预测和投资建议（按截止到 2 月 17 日股价计）

代码	公司简称	每股收益（元）			市盈率（倍）			投资评级
		2007 年	2008 年（E）	2009 年（E）	2007 年	2008 年	2009 年（E）	
000937	金牛能源	0.72	2.87	2.08	30	8	11	增持
600971	恒源煤电	1.07	1.33	1.23	17	13	15	增持
000983	西山煤电	0.43	1.37	1.05	38	12	16	增持
600348	国阳新能	0.52	1.14	0.88	30	14	18	增持
601001	大同煤业	0.6	2.08	1.52	27	8	11	增持
600397	安源股份	0.06	-0.08	-0.51	100	N/A	N/A	中性
000968	煤气化	0.52	1.28	1.01	28	12	15	中性

资料来源：天相投顾研究整理



7、风险提示

宏观经济运行持续放缓，用电量继续下降，原油等能源需求萎缩等因素都将影响市场信心，导致煤炭行业股价的下跌。建议投资者规避国际油价下跌、用电量减少等因素带来的系统性风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014