

经济复苏、通胀预期下的低估值板块

——2009年二季度煤炭行业投资策略报告

分析师

赖礼辉

☎ (86-10) 88366060 - 8877

✉ lailh@cgws.com

要点:

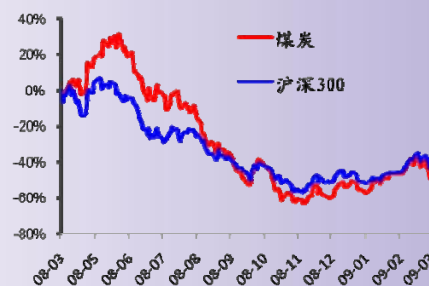
- 3月份以来铁路和港口的煤炭运量在回升,煤企、港口和电厂库存都有显著回落,下游电力发电量3月份也延续了2月份以来的回升趋势,表明工业生产和整个经济有企稳、复苏的迹象。二季度经济刺激政策效应逐步显现之后,经济回暖现象可能较为明显。
- 08年3季度初是煤炭行业从景气周期高点向低谷的转折点,到08年底,煤炭市场价格已经跌到了近期低点。09年前两月煤炭市场价有小幅波动,3月份走势平稳。对09年后期的煤炭行业不必过于悲观,最糟糕的时期可能已经过去,经济缓慢复苏最终将推动煤炭行业在较晚些时候也开始回暖。但二季度煤炭需求和价格存在一定的回落风险,由于前两月钢铁产量回升迅猛,库存再创新高,上游生产资料行业可能出现二次去库存化。二季度焦炭价格可能跟随钢材价格出现较明显的波动,而焦煤由于小煤矿复产继续推迟,目前供给并不过量,价格有望得到支撑。动力煤市场价可能因再次去库存化而有所回落,但下跌空间有限。而电煤重点合同价二季度有望最终确定,市场信息表明合同价正向市场价靠拢,相比08年均价上涨的可能性较大。但若煤企与五大发电集团最终无法谈拢,而由国家协调,则结果可能是合同价保持在08年的水平,或5%以内的上涨。
- 3月18日美国数量型货币放松政策引发资源价格及资源股的一波上涨,美元贬值、资源价格再次上涨的预期刺激煤炭股反弹。回顾过去的30年,煤炭价格与美元走势相关性并不明显,但与通胀水平具有强相关性。当前全球宽松的信贷环境,在未来全球经济复苏之后,很可能将再次出现全球性通胀,大宗商品价格的新一轮上涨可以期待,但为时尚早。煤炭与原油价格差价和比值目前相对合理,因煤价总是滞后油价,原油受通胀影响价格真正回升之后可以重点关注煤炭。
- 目前煤炭板块估值仅低于银行业,比整个市场PE估值折价20%左右。由于行业真正复苏时期尚难确定,短期折价可能难以消除。鉴于对煤炭行业回暖可能性大于再次恶化的判断,煤炭板块长线布局风险相对较小。二季度可以重点关注电煤合同价上涨预期下的重点电煤企业,如国投新集、兖州煤业和中煤能源、中国神华。一旦行业复苏,优先选择冶金煤企业,如西山煤电、平煤股份、潞安环能和盘江股份等,因冶金煤价格回升阻力相对较小。

投资评级: 谨慎推荐(上调)

重点公司业绩及评级

名称	08EPS	08PE	PB	投资评级
西山煤电	1.44	11.5	4.3	推荐
平煤股份	2.46	8.0	2.9	谨慎推荐
兖州煤业	1.51	8.3	2.5	谨慎推荐
潞安环能	2.48	9.8	3.6	谨慎推荐
中国神华	1.34	15.4	2.8	谨慎推荐

行业表现



近期报告

- 1、《增加煤炭进口难以解决煤电之争-能源研究内参第一期》,2009年3月19日
- 2、《盈利提升难消股价下行压力-煤炭行业08年半年报综述》,2008年9月3日
- 3、《财政部上调煤炭焦炭出口关税税率的动态点评》,2008年8月18日
- 4、《发改委临时干预电煤价格的动态点评》,2008年6月30日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



目 录

引言：三因素刺激 09 年以来的煤炭板块走势较强.....	1
一、从煤电消耗看经济基本面：初显复苏迹象.....	1
2 月份 PMI 指数反弹的背后是库存回归正常的过程.....	1
钢铁 2 月份的再库存化还难代表需求的回升	2
3 月份港口煤炭运量和发电量的回升初显经济复苏迹象.....	3
二、二季度煤炭行业可能再次探底.....	5
钢铁行业是否复苏对煤炭的直接和间接影响最大	5
自下而上的分析结果：二季度焦炭回落压力大，焦煤相对好些	6
焦煤价格走势关键还看小煤矿复产情况	7
较低的国际焦煤价格对国内焦煤市场价影响有限	8
动力煤价格有一定回落压力，但下跌空间有限	9
电煤重点合同价向市场价靠拢的可能性增大	11
若政府干预，合同价可能维持在 08 年水平，或略有提高	12
煤炭行业基本面总结：最糟糕时期可能已经过去	13
三、美元贬值、新一轮通胀引发煤价大幅上涨的时机尚远.....	13
美国数量型货币放松政策引发资源价格及资源股的一轮上涨	13
煤价与通胀水平相关性较强，与美元走势相关性弱	13
从国际原油价格来看国际煤价处于合理区间	14
四、板块估值优势仍在，长期投资可以布局.....	15
煤炭板块 PE 估值比整个市场低 20%左右.....	15
长期投资可以布局，上调行业评级至“谨慎推荐”	15



图目录

图 1、09 年以来煤炭板块走势强于大盘	1
图 2、2 月份煤炭主要下游行业耗煤量有所回升	1
图 3、1-2 月制造业采购经理人指数现经济回暖迹象	2
图 4、2 月份粗钢产能利用又有回落迹象	3
图 5、经销商钢材库存大幅上升、钢材综合价格指数再次回落	3
图 6、3 月份秦皇岛港煤炭下水量增加	3
图 7、中转地煤炭库存再次下降	3
图 8、2 月份全国总发电量现企稳回升迹象	4
图 9、直供电厂耗煤上升、库存大幅下降	4
图 10、煤炭消费结构	5
图 11、电力消费结构	5
图 12、粗钢和钢材产量的回升难具持续性	6
图 13、钢材净出口难度加大	6
图 14、焦炭产量小幅回升，出口大幅下降	7
图 15、焦炭价格再次回落	7
图 16、焦煤价格近期小幅回落	8
图 17、山西省各月焦精煤和乡镇煤矿产量	8
图 18、日澳焦煤长协价格大幅回落	9
图 19、5500 大卡山西优混各地价差在收窄	9
图 20、煤炭海运费大幅下降之后最近小幅回升	9
图 21、主要进口国煤炭到岸价持续低于国内价格	11
图 22、09 年前两个月进口反弹显著	11
图 23、澳洲煤价与美元指数的相关性较弱	14
图 24、澳洲煤价增速与通胀水平的相关性较强	14
图 25、国际煤价与国际油价的价差变化	14
图 26、原煤价格与原油价格的比率变化	14
图 27、当前煤炭板块 PE 估值仅高于银行业	15
图 28、从历史 PE 走势来看，煤炭处于相对低点	15



引言：三因素刺激 09 年以来的煤炭板块走势较强

2008 年底，由于预期 09 年上半年国内煤炭价格回升乏力，而回落的压力加大，我们并不看好上半年二级市场煤炭板块的走势。

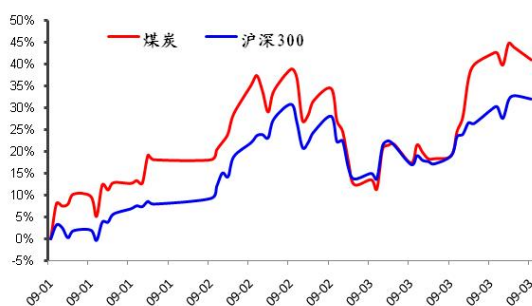
但 09 年以来的实际走势确是：2 月下旬之前，煤炭板块强于大盘，2 月上旬曾一度跑赢沪深 300 十多个百分点。但此后开始迅速回落，下跌的幅度也大于大盘。3 月 3 日开始煤炭板块再度开始走强，到 3 月 20 日，已领先大盘 13 个百分点。

3 月上中旬煤炭板块良好表现无外乎受如下三个因素的刺激：

- 经济复苏、煤炭行业基本面开始向好、煤价回升的预期，
- 美元贬值，新一轮通胀、资源价格再次大幅上涨的预期，
- 板块估值低，安全边际高。

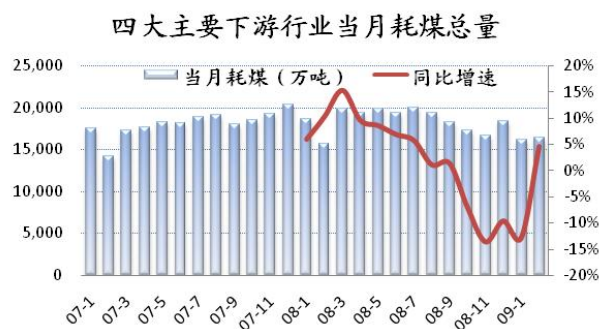
果真如此吗？我们一一来回顾并展望上述三个因素。

图 1、09 年以来煤炭板块走势强于大盘



数据来源：Wind

图 2、2 月份煤炭主要下游行业耗煤量有所回升



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

需求侧变化是决定当前煤炭行业基本面的主要因素

行业基本面追根究底是由供求关系决定，在当前经济变化瞬息万变的时期，煤炭的需求侧是行业基本面的最主要决定因素，而煤炭产能相对稳定，产量将随需求而变化。煤炭需求又是由宏观经济是否复苏、主要下游行业是否复苏决定的。

在过去的 5 个月里，煤炭行业的需求持续疲软，四个主要下游行业：火电、钢铁、建材和化工当月耗煤量除 09 年 2 月之外，其它月份同比均下滑，其中 08 年 11 月份和 09 年 1 月份同比降幅都在 10% 以上。耗煤量同比增长 4.7% 的 09 年 2 月份，真的是需求回升的开始吗？

一、从煤电消耗看经济基本面：初显复苏迹象

2 月份 PMI 指数反弹的背后是库存回归正常的过程

从制造业的采购经理人指数来看，工业生产有见底回升的迹象，新订单和生产指数在 08 年 11 月份达到最近 3 年以来最低点之后，随后三个月持续反弹，到 2 月份已



再次回到了经济扩张与收缩分界点 50 之上,但这并不一定意味着制造业已经开始真正复苏。因为最近几个月原材料和产成品库存指数的回升也说明,近期制造业生产订单的增加以及实际生产的增加,有部分转化为了库存。

图 3、1-2 月制造业采购经理人指数现经济回暖迹象



数据来源: Wind, 长城证券研究所

由于受金融风暴的影响,国内外宏观经济突变,中国工业品需求从 08 年上半年开始萎缩,到 10 月份,国内产成品库存指数达到了最近四年来的高点。随着需求的萎缩,价格回落,企业纷纷限产减产,以消耗高库存,这就是所谓的去库存化。

在库存降低到低于正常水平时,价格会开始回升,企业开工率也相应提高,所产产品一方面满足低迷的实际需求,另一方面补充库存,导致库存回升到正常水平甚至再一次出现高库存,这就是所谓的再库存化。

钢铁 2 月份的再库存化还难代表需求的回升

以钢铁行业为例,由于全球钢材市场需求极大的受到金融危机影响,从 08 年下半年开始,国内外钢材价格开始暴跌,钢材企业减产普遍。由于需求过于萎靡,钢材价格与库存同时回落,钢铁行业正经历去库存化,钢铁生产处于近年来的最低迷时期。到 11 月份,粗钢全行业的产能利用率甚至不到 65%,经销商钢材库存也降到了 08 年以来的最低水平。

到 11 月底,政府发布了四万亿的经济刺激方案,相关受益行业产品价格有企稳的迹象,正值此时钢材库存处于较低水平,钢材价格开始了小幅反弹,越来越多的钢铁企业开始复产、产能利用率开始回升,产量增加。但实际上,钢铁下游需求并没有显著回升,产量的逐渐恢复一方面满足了并不旺盛的需求,另一方面使得库存直线上升,再库存化开始。一直到 2 月份,经销商钢材库存创下了近三年来的新高,这又导致钢材价格回落,企业开始减产,粗钢产能利用率在 1 月份再次回升到 75%之后,2 月份又有所下降。

实际上,最高点的 2 月份经销商钢材库存比最低点的 08 年 11 月底高出了 570 万吨,或高出了一倍。其中 1 月和 2 月份分别增加 220 和 250 万吨库存。而钢厂 1、2 月份的库存增量可能比经销商库存增量还要大,如果从当月产量中剔除增加的库存,则实际上 1、2 月份粗钢由真实需求支撑的产能利用率要下降 5-8 个百分点,实际产能利用率与 11 月份的低点相当。因此,2 月份钢铁产量的增加还难以代表钢铁行业的复苏已经到来。



图 4、2 月份粗钢产能利用又有回落迹象



数据来源: Wind, 长城证券研究所

图 5、经销商钢材库存上升、钢材综合价格指数回落



数据来源: Mysteel, 长城证券研究所

从截至 2 月份的制造业采购经理人指数来看, 生产与库存同步回升, 表明其他主要工业行业最近半年的情形也与钢铁行业类似: 去库存化后的再库存化。因此, 09 年 1、2 月份有所恢复的生产数据并不能表示经济已企稳复苏, 再库存化之后可能会出现二次去库存化。

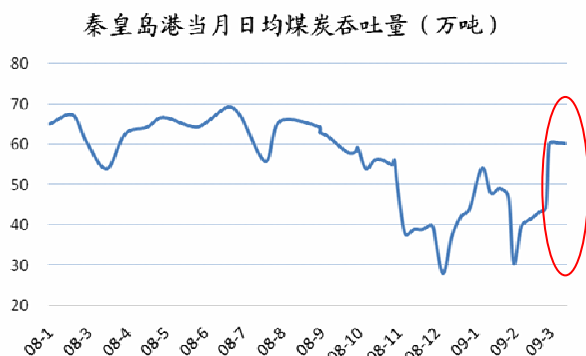
3 月份港口煤炭运量和发电量的回升初显经济复苏迹象

煤炭运量增加、库存下降, 表明需求回升

3 月份以来, 煤炭和电力行业的基本面出现了更为明显的积极信号, 秦皇岛港的煤炭日均船运量比前两个月有较大回升。08 年 11 月份以来, 秦皇岛港当月日均煤炭发运量基本上都在 50 万吨/天以下, 1、2 月份甚至降到 45 万吨/天左右。但 3 月份的发运量有明显回升, 秦皇岛港当月日均煤炭发运量自月初以来持续保持在 60 万吨/天的水平, 比 11 月-2 月份的日均运量增加了 30%多, 已逐步恢复到 08 年上半年的水平。3 月份以来的全国铁路煤炭运量也大幅增加, 电煤日均装车 13.4 万车, 接近 08 年煤炭需求高峰时的运量。

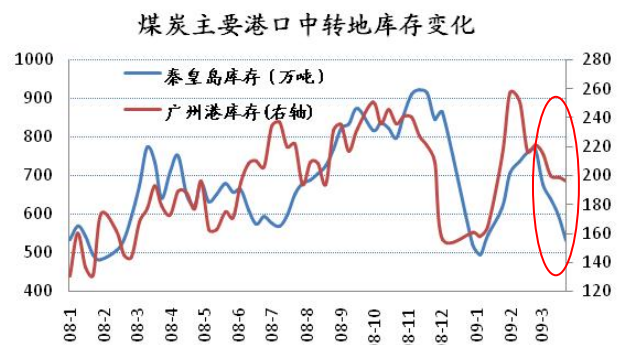
同时, 主要运煤港等中转地的煤炭库存 3 月份以来却持续回落, 其中, 秦皇岛港的下水煤库存已经从 2 月下旬这波再库存化结束时近 800 万吨的最高水平, 回落到 3 月底的 530 万吨, 降到了合理水平的下线。广州港煤炭库存比 2 月中旬的高点下降了 20%多。目前两个港口的煤炭库存已接近 08 年中期煤炭行业景气度较高时的库存水平。

图 6、3 月份秦皇岛港煤炭下水量增加



数据来源: 秦皇岛煤炭网, 长城证券研究所

图 7、中转地煤炭库存再次回落



数据来源: 煤炭资源网, 长城证券研究所



3 月份发电量回升的反复表明经济复苏并不那么顺利

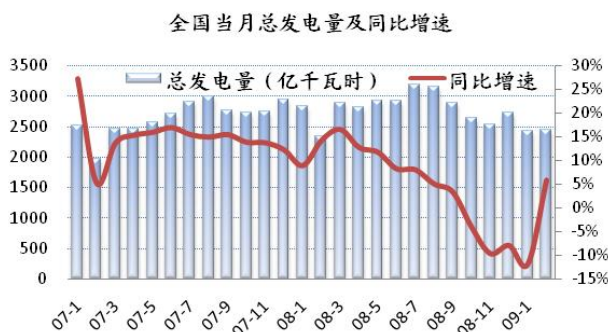
而从最能反映整个经济活动状况的发电、用电量数据来看，2 月份全国总发电量有止跌的迹象，尽管上年同期基数低导致发电量同比增速达到 5.9%，但环比也略有增加，总体来说，处于回升趋势。由于 3 月份的数据还未出来，从中电联透露出的情况来看，3 月上旬全国发电量延续了这种趋势，同比上升了 1%，环比则有较大幅度的提升。

结合最近半个多月电厂煤炭库存和港口运量和库存的变化也可以看出发电量确实在回升：3 月份直供电厂的煤炭库存下降到 16 天，而 1 月底和 2 月底分别为 21 天和 18 天，这可能也代表了整个火电行业 3 月份的煤炭库存都仍处下降趋势。而前文提到，港口的煤炭运量在回升，港口库存在下降，可见电煤的真实消耗量在回升，发电量显然也在回升中。

直供电厂的数据也验证了这一点，3 月上旬直供电厂的日均耗煤量达到 187 吨/天，比 2 月上旬增加了 10%，表明发电量确实仍在回升。用电量基本上与发电量同步，这说明 3 月份工业企业的生产在增加，但如钢铁行业面临的同样问题是，工业品的库存也可能在继续增加，随后的一两个月可能会出现再次库存下降、回归正常水平的过程。从美国上世纪 30 年代大萧条之后的库存回归正常的历史经验来看，我国的工业品也可能需要经历多次去库存化和再库存化，但后续库存偏离正常水平的幅度会越来越小，之后经济将进入复苏时期。

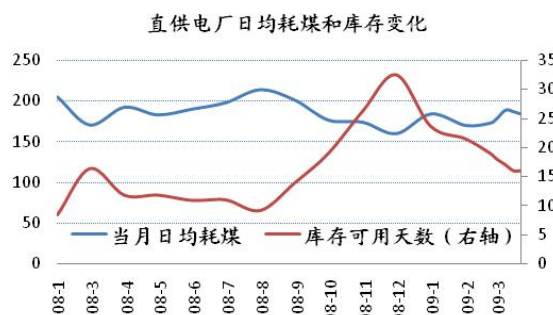
实际上，到 3 月下旬，直供电厂的日均耗煤量又有所回落，全国的总发电量也是自 3 月 17 日开始有所回落。这可能意味着二次去库存化已经悄悄开始了。

图 8、2 月份全国总发电量现企稳回升迹象



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 9、直供电厂耗煤上升、库存大幅下降



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

煤炭的运量、库存以及发电量数据表示整个经济确有企稳的迹象，虽然 3 月后期，以及二季度前一两个月，工业经济还可能出现因库存正常化引发的生产波动，但此后每次库存和生产偏离正常水平的幅度会越来越小。总体来说，经济可能确实已经在缓慢复苏中，尽管其真实性还有待于 3 月份的经济数据来验证，且可持续性还有待于随后几个月的观察。

我们的宏观组倾向于认为 09 年一季度，特别是前两个月是近期中国经济调整的底部区域，09 年后期经济可以相对乐观些。因为二季度开始，经济刺激政策效应将开始逐步显现，经济复苏的现象可能会更为明显，煤炭需求的回升也将真正开始。

二、二季度煤炭行业可能再次探底

钢铁行业是否复苏对煤炭的直接和间接影响最大

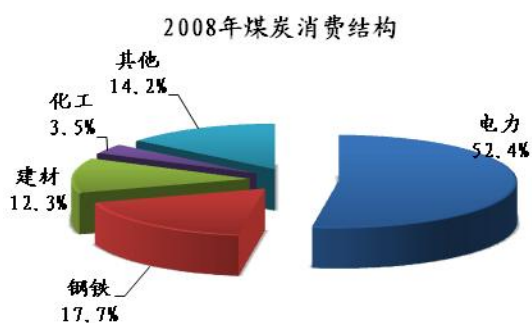
火电是煤炭直接需求的最主要行业

煤炭的直接下游需求行业是火电、钢铁、建材和化工等四大行业，2008年这四大行业消耗的煤炭占全国煤炭总需求的85.8%。其中电力即火电行业用电量占52.4%，钢铁行业用电量占17.7%，建材和化工分别为12.3%和3.5%。

钢铁是煤炭直接和间接需求之和的最主要行业

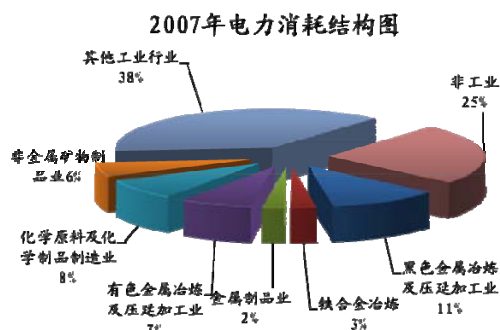
如果将各行业消耗的电力还原为一次能源，可以计算出四大行业对煤炭的间接需求。在电力需求结构中，钢铁、有色金属、化工以及非金属矿物制品业等四大行业是近几年主要的电力消费行业。2007年，这四大高耗能行业用电量占全国用电总量的33%，占工业用电量的43%。

图 10、煤炭消费结构



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

图 11、电力消费结构



数据来源：Wind，长城证券研究所

而其中用电量最大的是黑色金属冶炼及压延加工业，即钢铁行业，07年其用电量占总用电量的11.4%。如果再考虑到主要用于钢铁行业的铁合金冶炼2.7%的用电量，则钢铁行业用电量约为全国总用电量的14%。按照08年电力行业耗煤占煤炭需求比重为52.4%计算，钢铁对煤炭的间接需求占煤炭总需求的7.4%。合计，钢铁对煤炭的直接和间接需求占总需求比重为25.1%，是所有煤炭的最大需求行业。

同样，建材和化工对煤炭的直接和间接需求之和占煤炭总消耗量的比重分别为15.2%和7.9%，这三个行业07年耗煤量占全国煤炭总需求的近半数，共计48.2%。

表 1、下游行业对煤炭的直接和间接需求

	直接需求 (08年数据)	间接需求(07年数据)		合计
		电力	转化为煤炭	
钢铁	17.70%	14.10%	7.39%	25.09%
建材	12.25%	5.70%	2.99%	15.24%
化工	3.45%	8.40%	4.40%	7.85%
合计	33.41%	28.20%	14.77%	48.18%

资料来源：煤炭资源网、国家统计局，长城证券研究所



由于钢铁行业对煤炭需求的直接和间接影响占总需求的四分之一，09 年后期钢铁行业能否复苏，会对煤炭行业全年的走势起极大的影响。

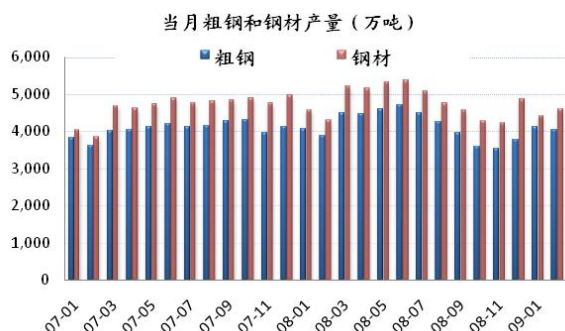
自下而上的分析结果：二季度焦炭回落压力大，焦煤相对好些

冶金煤包括焦煤和喷吹煤，主要用于生铁、铁合金和部分有色金属的冶炼过程。其中焦煤用于焦化生成焦炭，再用到生铁冶炼中，而喷吹煤直接用于冶炼高炉中。

冶金煤和焦炭的需求主要由钢铁行业决定，这也是钢铁对煤炭直接需求的主要影响部分。但 09 年钢铁行业整体不乐观，08 年中国钢材产量分别为 5.8 亿吨，其中净出口 4480 万吨，国内表观消费量约为 5.37 亿吨。但 09 年前两个月，钢材净出口仅 151 万吨，比上年同期大幅下降 75%。3 月份，国内外同类型钢材价格甚至出现倒挂，全年钢材出口很不乐观。近期国内焦煤、铁矿石等钢铁原材料价格高于国际价格，在未来一段时期内，国内的钢材仍难具价格优势，预计全年的钢材净出口可能下降到 1000 万吨左右，仅出口一项就将拖累钢材需求下降 6%。若考虑到国内需求的疲软，09 年我国钢材表观消费量预计将比 08 年下降 10%至 5.2 亿吨。

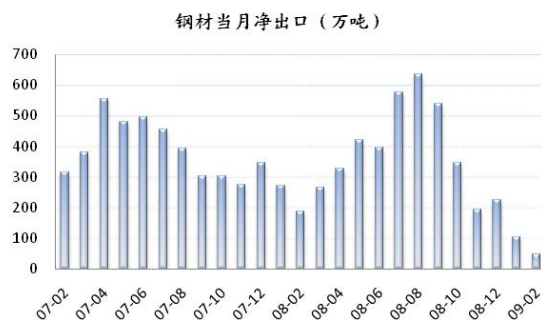
08 年全年我国生铁和粗钢产量分别为 4.7、5 亿吨，按照 3 月 20 日国务院发布的《钢铁产业调整与振兴规划》，09 年我国粗钢的规划产量是 4.6 亿吨，比 08 年下降 8%，从钢材的消费量预测来看，这一规划目标基本合理。按此规划，粗钢月均产量应在 3800 万吨左右，而 09 年前两月全国共生产粗钢 8199 万吨，月均 4100 万吨，日均产量 139 万吨，已高于去年日均 136.7 万吨的水平。据此判断，09 年后期单月粗钢产量难以保持目前水平，整体不容乐观，特别是在二季度，新一轮去库存化可能开始，钢铁产量的下降将导致二季度的冶金煤和焦炭需求略显疲软。

图 12、粗钢和钢材产量的回升难具持续性



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 13、钢材净出口难度加大



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

当前焦炭产量不过剩，但受钢材价格影响显著

08 年全年我国焦炭产量为 3.22 亿吨，其中出口 1211 万吨，表观消费 3.1 亿吨。09 年前两个月不含中国在内的国际钢铁产量大幅下降 40%左右，国际焦炭贸易量大幅萎缩，1-2 月中国焦炭出口量仅 11 万吨，同比大幅下降 94%。由于高达 40%的出口关税税率，以及国际需求的不足，预计 09 年全年焦炭出口会大幅下降。

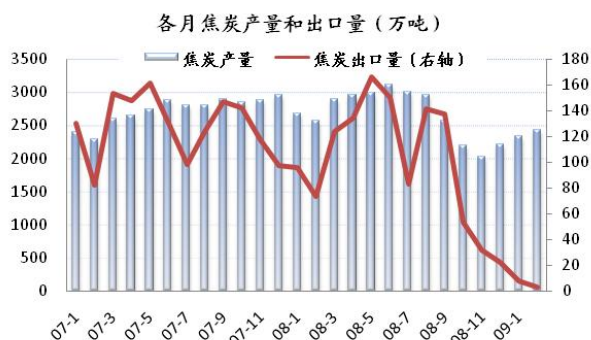
若按国家规划的 09 年粗钢产量下降 8%计算，09 年国内焦炭需求也可能下降 6-8%，约为 2.9 亿吨，加上出口部分，总需求不超过 3 亿吨，若按 2.9 亿吨计算，相当于每月需求 2415 万吨。09 年前两个月焦炭月均产量为 2380 万吨，与需求量相差不大，后



期月均产量有望基本保持在这一水平。

而焦炭价格的走势一方面受焦炭供求关系、焦炭库存变化等因素影响，另一方面还受到下游钢材价格的影响。08年7月到11月的价格暴跌除了受焦炭去库存化过程的影响外，钢材价格同期暴跌也是重要影响因素。在上一轮去库存化的后期08年11月份，整个焦化行业的产能利用率降到了65%，山西部分焦炭主产地限产范围甚至达到70%。而11月份下旬到2月中下旬的再库存化时期，焦炭产能利用率回升到70%多，产量与价格均随钢材价格一起出现反弹。按照我们前面对焦炭需求的预测，2、3月份的产量回升并不会导致焦炭库存如钢材库存一样大幅增加，更不会远超过前期库存高点，但3月初至今，焦炭价格还是难免回落，这主要是受同期钢材价格回落的影响。

图 14、焦炭产量小幅回升，出口大幅下降



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 15、焦炭价格再次回落



数据来源：wind，长城证券研究所

因此，我们的观点是相比于前两个月，09年后期货焦炭月均销量不会出现太大回落，若整个焦化行业能保持目前的产能利用率，或者限产的范围继续保持目前水平，则后期焦炭价格受供求关系影响再次大幅回落的可能性不大。

但焦炭价格可能会受钢材价格的影响而波动，特别是在预期钢铁行业可能还将经历几轮去库存化、再库存化过程，直至库存回归合理水平为止，钢材价格可能会出现较大波动，焦炭价格的波动也在所难免。按目前焦煤和焦炭价格，整个焦炭行业处于盈亏平衡状态，若价格再次回落，又可能出现亏损。

焦煤价格走势关键还看小煤矿复产情况

09年以来的焦煤价格走势较平稳，主焦煤出厂含税价从1月到3月中旬基本维持在1300元/吨左右，但3月下旬出现了4-5%的小幅回落，目前在1250元/吨的水平。尽管比08年下半年相比有较大幅度回落，但比08年一季度仍有30%左右的涨幅。总体来说，09年以来焦煤价格走势相比于焦炭和钢材价格要稳定，后期走势主要受三个因素的影响：

- 小煤矿的复产情况，这是主要影响因素
- 焦炭和钢材价格继续回落的幅度
- 国际焦煤价格

小煤矿何时复产对焦煤供求关系影响较大

若按照前文对下游的分析，焦炭后期月均产销量不会出现显著下滑，则焦煤的需求也将能基本保持在1、2月份的水平。影响焦煤后期价格走势的主要是供给侧的变化。



由于全国范围的焦精煤月度产量无法获得，以有统计的山西省数据来分析。山西焦原煤产量占全国比重达 25%，而不可或缺的重要煤种——焦煤和肥煤产量占全国比重达 40%多。由于山西省小煤矿产量一直统计不全，而焦煤资源集中的山西中南部也是小煤矿集中的区域，山西焦煤产量实际占全国比重可能更高。

从已纳入统计的乡镇煤矿产量可以很明显的看到山西小煤矿停产、复产情况，每年一季度小煤矿停产待复工，与到二、三季度复产之后的产量相比，波动很大。09 年 1 月份也如此，产量比 08 年 12 月份大幅下降近 90%，这从侧面反映整个山西省小煤矿限产、停产范围依然很广。2 月 22 日屯兰矿难之后，政府对小煤矿复产更加谨慎，预计 09 年一季度复产产量较少。

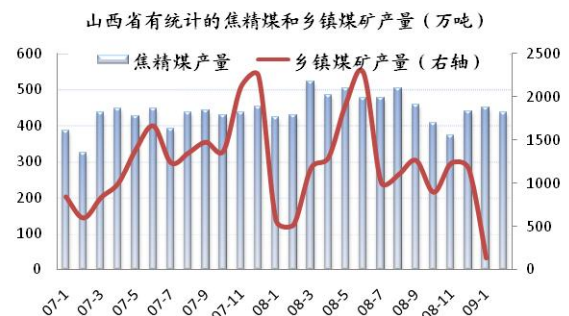
而 08 年 12 月到 09 年 2 月份山西省纳入统计的焦精煤产量相比 08 年 10、11 月份需求最低迷时期有所恢复，略高于 07 年的月均水平，尽管下游需求已经下降，但前两个月的焦精煤销售状况依然良好。可见，在小煤矿没有复产之前，目前的精煤产量基本满足下游需求。

图 16、焦煤价格近期小幅回落



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

图 17、山西省各月焦精煤和乡镇煤矿产量



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

实际上，06-08 年山西直属企业焦精煤产量仅增长了 10%，比同期全省煤炭总产量增速和全国焦炭产量增速都低，焦精煤的供给能力增长相对需求而言要缓慢些。若政府在预期到 09 年全年煤炭需求不旺的情况下，继续限制小煤矿的复产，国有和地方大中型焦煤企业保持现有产量，则全年的焦精煤供求能够保持基本平衡，价格受供求关系的波动会比较小。

焦煤短期可能受下游价格的影响出现小幅回调，但幅度会较小

下游焦炭价格的回落可能会一定程度上拖累焦煤价格。按照当前的焦煤、焦炭价格，整个焦炭行业处于盈亏亏损。由于钢材库存高、产能过剩严重，钢材价格可能还将回落，焦炭价格也可能跟随，焦煤价格也面临来自下游的价格回调压力。

较低的国际焦煤价格对国内焦煤市场价影响有限

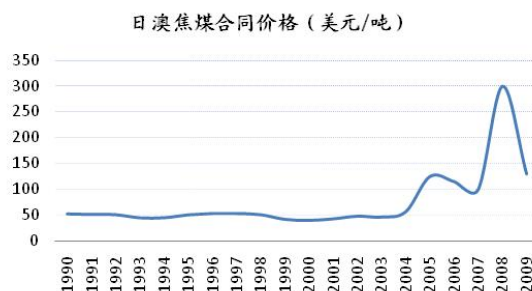
据金融时报 3 月 24 日消息，新日铁公司和澳日合资 BMA 公司率先就始于 4 月 1 日的 2009-10 年度炼焦煤达成每吨 128-129 美元的价格，而日澳 2008-09 年度的焦煤长协价格为 300 美元/吨。按此价格，加上海运费和增值税，澳洲到我国沿海港口的价格折合人民币约为 1150 元/吨。与西山煤电集团 1 月份让利之后的焦煤到港口价格基本一致，比山西焦精煤按市场价销售到天津港等港口的价格要低 150-200 元/吨。因此



焦精煤市场价可能会面临来自国际焦煤价格的压力。

但我国钢铁产能有很大一部分分布在内地城市，且焦煤行业与钢铁行业之间还有独立焦化企业作为缓冲，尽管国际焦煤长协价格相对于国内焦煤市场价稍便宜，国内价格下跌空间也较为有限。

图 18、日澳焦煤长协价格大幅回落



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

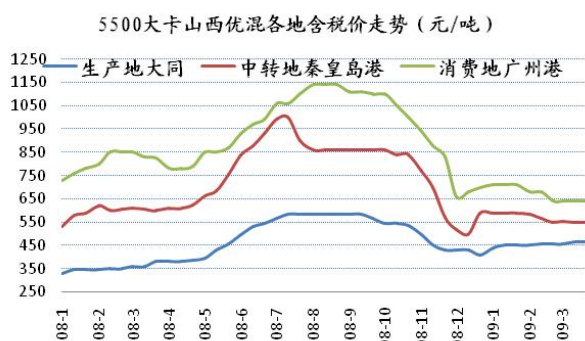
动力煤价格有一定回落压力，但下跌空间有限

动力煤市场价格走势相对于焦煤来说，更为微妙。与 08 年的大幅波动不同，09 年动力煤市场价格走势较为平稳，但生产地、中转地和消费地三地价格走势出现了一定的分化，以 5500 大卡的山西优混为例：

- 09 年以来生产地价格呈小幅持续上涨趋势，坑口含税价从年初的 440 元/吨上涨到 3 月底的 465 元/吨，涨幅为 5%，比上年同期上涨了 22%。
- 中转地秦皇岛港平仓价年初以来有过 7% 左右的下跌，最低报价从 590 元/吨下跌到 2 月底的 550 元/吨，比上年同期下跌了 8%，但 2 月底到 3 月份价格基本稳定。
- 卸煤港广州港到岸价格年初以来下跌幅度更大，达到 10%，从 710 元/吨降到 2 月底的 640 元/吨，比上年同期下降幅度也最大，达 22%。2 月底到 3 月份的价格也是稳定的。

目前，山西优混从生产地到广州港之间的价差已经缩小到 175 元/吨，而 08 年最高时曾超过 500 元/吨。其中原因之一是海运费的大幅下降，秦皇岛到广州港的运费从 08 年最高时的 120 多元/吨下降到目前的 40 元/吨。海运费的下降部分缓解了煤炭和电力企业之间的矛盾，对煤炭企业来说是有利的。

图 19、5500 大卡山西优混各地含税价走势



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

图 20、煤炭海运费大幅下降之后最近小幅回升



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所



生产地价格相对强势而中转地和卸煤港价格疲软的另一个重要原因是煤炭库存变化

1、2月份山西的煤炭运输情况可以反映出煤炭需求的变化。09年前两个月山西省煤炭铁路运量同比大幅下降了27%，其中2月份同比下降34%，环比略有下降。由于铁路运输中93%是运往省外，且有近一半运输到秦皇岛等港口再海运到东南沿海。铁路运量的大幅下降表明2月份南方电厂需求疲软，这是导致秦皇岛港和广州港2月份煤价回落的主要原因。

但前两个月山西公路煤炭运量基本与上年持平，且2月份环比大幅增加11%。公路运输主要满足省内需求，08年省内煤炭需求占山西总销量的三分之一。公路运量的回升表明省内电煤、电力需求开始回升，这是导致生产地坑口价持续小幅回升的主要原因。此外，近两个月煤炭企业的库存不断下降也是推动坑口价上涨的因素之一，1月份煤矿库存大幅下降18%，而2月22日的屯兰矿难使得持续到3月中旬的山西高瓦斯煤矿停工整顿进一步推动2月份煤矿企业库存大幅下降11%，目前煤矿企业库存意境回落到07年底的水平，也就是08年上半年需求开始激增初期库存水平。

同样，3月份港口运量的回升和库存下降，支撑了港口煤价，而并没有延续1、2月份的下跌趋势。

基于以下两个原因，我们判断**二季度动力煤市场价后期走势是：可能有所回落，但下跌空间较小。**

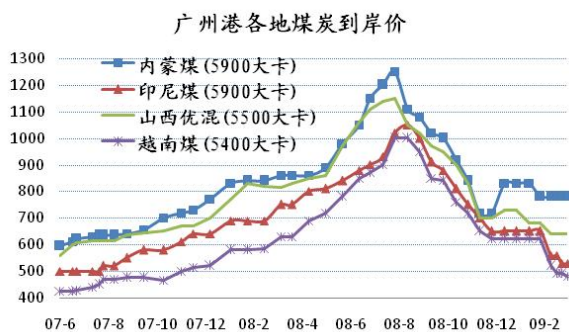
一是按照我们前面的分析，由于目前钢铁等工业生产资料和其他工业品的库存相对于前两个月有较大增加，在经济刺激政策实际发挥效应之前，全社会面临新一轮去库存化，二季度前期工业生产可能再次回落，用煤需求回落可能拖累煤价。但由于目前的煤炭库存不高，特别是电厂和港口库存已有较大回落，而煤企库存在经过山西2月底矿难之后的停工整顿，也下降不少，库存的下降对未来两、三个月煤价起到了一定支撑作用。

第二，国际煤炭价格短期可能对国内煤价产生一定冲击。近一个月澳洲动力煤FOB价在60-65美元/吨波动，以目前的海运价格，到我国沿海城市的到岸价格在600-640元/吨之间，比秦皇岛港同煤种到上海港、广州港等地的价格便宜50-100元/吨。而占中国70%煤炭进口量的越南和印尼，电煤价格确实比国内价格有竞争优势，到广州港的同煤种比国内价格每吨低了100元左右。目前国际动力煤的价格优势确实导致了09年前两个月我国进口的大幅反弹，2月份进口量甚至接近04年以来当月高点。进口增长短期对国内动力煤价格形成了一定压力。但2008年我国电煤消耗量是全球动力煤贸易量的2.1倍，而煤炭进口量仅为全球贸易量的6-8%。若中国继续大幅增加进口，则对国际煤价和海运价格都会有较强的刺激。因此，受国际煤价较低的影响，国内价格短期可能小幅回落，但难以大幅回落至与国际价格一致。

而国际动力煤长协价格对未来煤价走势起了一定的支撑作用。从目前谈判情况来看，下一年度国际动力煤长协价格大幅回落已成定局，媒体报道瑞士矿业公司Xstrata和日本能源公司Chubu就2009-10年度动力煤价格达成70美元/吨的谈判结果。全球经济最糟糕的时期可能已经过去，这一谈判价格可能成为未来国内外煤价的参考标准，大幅向下偏离这一价格的可能性不大。



图 21、主要进口国煤炭到岸价持续低于国内价格



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

图 22、09 年前两个月进口反弹显著



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

电煤重点合同价向市场价靠拢的可能性增大

关于重点电煤合同价谈判，五大发电集团与煤炭企业至今仍僵持着。从五大发电集团的角度来看，由于经济形势的严峻，受国家管制的电价上调年内希望渺小，电力企业为避免亏损，只能寄希望于原料成本的降低了。

而在煤炭企业看来，在上一轮煤炭牛市中，电煤重点合同价与市场价相差甚远，特别是在 08 年市场价达到顶峰时期，按重点合同价销售的企业已向电力企业让利丰厚。煤炭企业有很强的意愿缩小电煤重点合同价和市场价之间的差距。煤炭企业 09 年的开采成本还面临上升风险，一是政府从煤炭行业征收的税费可能增加，包括增值税上调、可能上调的资源税、山西省之外的其他主产煤省可能开始征收“三项基金”等。

虽然增值税属价外税，但 09 年增值税率从 13% 上调到 17%，若按 08 年重点合同价计算，企业的实际吨煤收入将下降 4.6%。此外，近期有消息称内蒙古将从 09 年开始征收山西省正在试点的“三项基金”，重点合同量较大的中国神华和内蒙古伊泰集团等企业合同煤都面临成本大幅增加的风险。

而资源税改革从 08 年以来一直是煤炭行业悬而未落的靴子，3 月底，财政部已经上调了新疆煤炭的资源税，每吨 3 元，相当于煤炭坑口价的 2%，是目前各省相对较高的征收比率。资源税上调是否会就此全面开始，现在还难以确定。

另一方面，按国家的要求，09 年的煤炭行业人员收入还需保持增长，在效率没有相应提高的情况下，企业的吨煤人工成本可能增加。

如果将电煤开采和火电发电看成一个行业，在电价限定的情况下，整个行业的总利润只取决于总销量、要素成本、效率和政府从中摄取的利益。经济疲软的情况下，总销量即火电销量按预期会下降，而要素成本中，09 年原材料价格可能会小幅下降或保持在上年水平，人工成本可能小幅上升，单位成本总体小幅上升。而效率总体来说是不断改善，但 09 年当年的效率提升不会很明显。

销量的下降和成本的持平或小幅上升，再没有政府的影响下，整个行业的原始总利润应该是下降的。而政府通过增值税、可能提高的资源税和其他政策性税费又从原始总利润中分去了不小的一块，剩余利润在整个行业中的煤炭和火电两个组成部分内分配，在过去的几年里，电煤重点合同量占电煤总销量的 50% 多，电煤重点合同价理



所当然成为了调节两者利益的重要工具。

因此，当前的煤电之争实际上应该说是煤炭、电力和政府三者之间的利益纷争。这种纷争最终结果无外乎有如下三种：

- 政府将从这个大行业中多分得的那一杯羹，拿出一部分用于补贴因为受政策限制无法调价的电力行业，缓和煤电之间的矛盾。这种政策实施起来最为简单，对煤炭行业来说，存在的风险是，政府加大对煤炭行业的税费征收，进一步消减煤炭行业的利润。
- 第二种结果是，政府改革上网电价的定价机制，让电力行业能获得合理的利润。这是政府正在推进的改革，国家能源局、国务院的政府工作报告中都提到了这一点，但从政策制定到实施需要较长时间，远水难解近渴。如果改革成功，对煤炭和电力行业来说都将是利好。
- 第三种结果是，市场价向重点合同价逐步靠近后，重点合同价的作用渐渐被淡化，两个价格逐渐并轨。重点合同电煤产生的背景是铁路运力不足，签订的重点合同电煤所需运力能得到政府保证。实际上，每年的电煤重点合同兑现率并不高，特别是在市场价大幅高出重点合同价时。以往，政府可以通过来年不分配铁路运力的方式要挟兑现率低的煤炭企业，但从 08 年四季度开始，国内铁路运力，特别是煤炭所需运力，由于需求的下降，已变得不那么紧张，煤炭企业并不迫切需要通过签订重点合同以保障运力。08 年电煤市场价大幅回落之后，煤企更倾向于进一步缩小重点合同价与市场价的差距，甚至希望以长协合同替代重点合同。

从目前市场的信息来看，**重点合同价向市场价并轨的可能性增大，且重点合同价有小幅上涨趋势：**

一是重点合同价确定之前的煤电双方暂定价更靠近市场价。实际上，尽管五大发电集团和煤炭企业至今未签订重点合同价，但这并没有影响到煤炭的正常采购和供应，煤电之间按暂定价进行交易。据了解，这一暂定价比 08 年重点合同价有所提高，与当前秦皇岛 5500 大卡下水煤 550 元/吨的市场最低报价相差更小了。

其次，此前各地方发电企业跟随五大发电集团迟迟未确定合同价，但最近已有不少地方电企逐步接受合同价的上涨。最近召开的山西省煤炭工作会议上透露，3 月份山西省内的煤炭订货会上，地方电企已与煤炭企业签订了 450 元/吨的电煤直达车板价，比 08 年底合同价有所提高，而 3 月份底山西大同地区 5500 大卡动力煤市场价在 465 元/吨。

如果完全按照市场行为最终确定了合同价，我们预期，合同价会在 08 年底的水平，而比 08 年初价格会有一定的上涨。

若政府干预，合同价可能维持在 08 年水平，或略有提高

若二季度煤电之争仍无结果，则国家很可能再一次干预重点合同价的形成。09 年 1-2 月，电力行业利润下降了 77%，其中火电行业盈利 13 亿，同比下降 47%，但与 08 年前 11 个月火电共亏损 392 亿相比，09 年前两个月的盈利已经表明 09 年一季度的电煤价格已经进入了火电企业的可承受区间。

而 09 年前两个月煤炭行业利润同比增加了 15%，从政府调节两行业的利润失衡角



度来看，不太可能大幅提高 09 年合同价。但由于 09 年煤炭增值税的提高，以及准备推出的其他税费改革，政府也不太可能降低合同价，保持在 08 年水平，可能是三方博弈的最佳结果，即使会有偏离，幅度也会较小。

煤炭行业基本面总结：最糟糕时期可能已经过去

08 年 3 季度初是煤炭行业从景气周期高点向低谷的转折点，到 08 年底，煤炭市场价格已经跌到了近期的低点。09 年前两个月煤炭市场价有小幅波动，3 月份以来动力煤和焦煤价格都较为平稳。

从钢铁行业等主要生产资料行业 3 月份生产和库存情况来看，二季度整个社会可能面临二次去库存化，煤炭需求可能受一定的负面影响，煤价可能面临一定的回落压力。但由于目前全社会煤炭库存较前期已有大幅回落，对煤价会有一定的支撑。

而电煤重点合同价二季度有望能最终确定，从目前市场的情况来看，合同价相比 08 年均价有所上涨的可能性较大。但若煤企与五大发电集团最终无法确定价格，而由国家进行协调，则可能的结果是，合同价保持在 08 年的水平，即使出现偏离，幅度也会较小。

总结而言，对 09 年后期煤炭市场不必过于悲观，最糟糕的时期可能已经过去，经济的缓慢复苏最终将推动煤炭行业在稍晚些时候也开始进入回升通道。

三、美元贬值、新一轮通胀引发煤价大幅上涨的时机尚远

美国数量型货币放松政策引发资源价格及资源股的一轮上涨

3 月 18 日，美联储宣布维持 0 至 0.25% 的现行基准利率不变，同时在未来 6 个月购买 3,000 亿美元长期国债，并将抵押贷款支撑证券的收购规模进一步提高至 7,500 亿美元；这意味着美联储为改善信贷市场环境，开始实施数量宽松的货币政策。此举被市场解读为，美国为刺激经济增长，已把抗击短期通缩、刺激经济作为首要目标，而把以后可能出现的中长期恶性通胀的风险放在第二位。全球通胀预期增强，甚至滞胀的风险增加，美元低利率、狂发美元将使得美元贬值不可避免。

从市场反应来看，该消息引发美元大幅下挫，10 年期国债收益率当日大跌 53 个基点，创出 1987 年以来的最大单日跌幅。当日股市以及大宗商品价格均出现大幅反弹，黄金等贵金属和铜、原油等大宗商品价格均大幅上涨，原油价格从 30 多美元反弹到 50 多美元/桶。

尽管煤炭价格没有出现相应大涨，但美国的数量型放松货币政策也引发了煤炭板块的一波显著上涨行情。预期美元贬值、全球通胀会刺激大宗商品之一的煤炭价格走强是引发板块上涨的主要原因。

煤价与通胀水平相关性较强，与美元走势相关性弱

但实际上，在过去的 30 年里，煤炭价格与美元走势并没有很明显的相关性，1980-1984 年和 1996-2002 年美元走强的两个时期，澳大利亚煤炭出口价格都没有相应上涨，甚至同期价格还回落了。



而煤价与通胀水平有较强的相关性，以澳大利亚煤价增速与美国 CPI 当月同比变化数据（近似看作为全球通胀水平）作比较，可以看到，通胀水平的上升和回落，与煤价同比上升和回落走势较为一致，但时间上煤价走势通常略滞后通胀几个月。

可以预期，未来全球新一轮通胀的到来很可能再次大幅推高包括煤炭在内的全球资源品的价格。但在当前全球经济尚未摆脱困境之前，通胀的到来为时尚远，而且理论上煤价的回升还将略滞后通胀的到来。

图 23、澳洲煤价与美元指数的相关性较弱



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 24、澳洲煤价增速与通胀水平的相关性较强



数据来源：Wind，长城证券研究所

从国际原油价格来看国际煤价处于合理区间

由于受资金关注的程度以及各种政治影响程度不一样，同为化石能源的煤炭和原油价格并不一定是同涨同跌，往往煤炭在时间上有滞后，但总体趋势是，煤价跟随原油价格走势。

从等热值的角度来看，燃烧一吨 6000 大卡的原煤相对于 1.9 桶原油所发热量。按照布伦特原油价格，以及澳大利亚纽卡斯尔动力煤离岸价格计算，目前 1.9 桶原油价格比一吨澳洲动力煤价格高出了 30 多美元。而在过去的 20 年中，这一价差主要分布在 20-80 美元之间。

从澳洲动力煤与布伦特原油价格的比率来看，在过去的 20 年中，这一比率集中在 0.7-1.5 的区间内。而目前煤价是油价的 1.2 倍，处于历史中值水平。

图 25、国际煤价与国际油价的价差变化



数据来源：中国海关，长城证券研究所

图 26、原煤价格与原油价格的比率变化



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

故综合来看，相对于当前原油价格，国际动力煤价格基本处于合理区间。而原煤价格与原油价格价差和比率的波动反应了煤价的变化总是滞后原油价格。由于原油受资金关注程度更强，对通胀水平反应的价格变化更敏感，在通胀到来之时会油价会首先反应出来，煤价在跟随。因此对于全球通胀对未来煤价走势的影响，可以密切关注原油价格，二级市场的投资则可以与油价变化同步。

四、板块估值优势仍在，长期投资可以布局

煤炭板块 PE 估值比整个市场平均低 20%左右

由于煤炭受金融危机影响的时间比诸如钢铁、有色、化工等其他主要周期性行业晚一些，尽管 08 年下半年煤价大幅回落，但全年平均煤价比 07 年有提升显著，08 年整个煤炭行业的业绩仍保持了增长，且增幅不小。按照 08 年收益计算的静态市盈率，目前煤炭板块的市盈率水平仅略高于银行业，比沪深 300 和全部 A 股市盈率低了 15-25%。

从历史 PE 走势来看，煤炭板块目前处于相对较低的估值区间。作为强周期性行业，煤炭板块的估值很多时候要低于整个 A 股市场平均估值水平。但在行业景气度向好的时期，煤炭板块还能享受到一定的估值溢价。在经济下滑初期，由于煤炭作为最上游的原材料、燃料，行业景气度下滑的步伐总是慢于整个经济，这个时期煤炭板块依然享有一定的估值优势。相反，在经济开始复苏的初期，煤炭行业复苏的步伐也会晚于整个经济，在这个时期，煤炭板块估值仍低于整个市场估值水平也是可以理解的，而现在正是处于这样一个时期。因此，煤炭板块的相对低估值并不意味着会很快消失。

图 27、当前煤炭板块 PE 估值仅高于银行业



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 28、从历史 PE 走势来看，煤炭处于相对低点



数据来源：Wind，长城证券研究所

长期投资可以布局，上调行业评级至“谨慎推荐”

基于对煤炭行业最坏时期已经过去，但全行业回暖还需要时间的基本面判断，我们认为，对于二级市场的煤炭板块不必过于悲观。从长期的角度来看，全球经济复苏之后，通胀很可能很快会到来，煤炭等资源类行业新一轮牛市还是值得期待的，布局煤炭板块的长期风险不大。上调整个板块的投资评级至“谨慎推荐”。

但如下几个主要因素可能会影响着煤炭板块短期的走势：



- 二季度电煤重点合同价最终可能确定，若合同价高于 08 年，可能刺激动力煤上市公司的股价上涨，而中国神华、中煤能源等权重股的上涨，将带动整个板块的上涨。
- 原油价格经历 3 月份从 30 多美元到 50 多美元的大幅反弹之后，二季度可能会有较大波动，煤炭板块 08 年下半年以来走势与原油价格具有较强的相关性，油价的回落可能拖累煤炭股价格。
- 二季度全社会可能出现二次去库存化，煤炭需求的暂时回落也可能导致股价的回落。

对于个股的选择，二季度可以重点考虑以下两方面进行阶段性操作：

一是煤炭行业回暖受益最大的企业，主要是冶金煤生产企业，包括西山煤电、平煤股份、盘江股份和潞安环能等，一旦行业回暖，冶金煤的价格回升压力较小。

二是电煤合同价上涨预期下，合同量占比较高的动力煤企业，包括国投新集、中煤能源、中国神华等，以及兖州煤业。但值得注意的是，目前的股价已经部分反应了合同价的上涨。由于煤电双方一季度重点合同煤暂定价格比 08 年均价高，这些企业以季报超预期的可能性更大些。

表 2、主要煤炭上市企业盈利预测及评级

代码	股票名称	股价 (09/3/31)	2008EPS	2009EPS	2010EPS	2008PE	2009PE	2010PE	PB	投资评级
000983	西山煤电	16.62	1.44	1.26	1.60	11.5	13.2	10.4	4.3	推荐
601088	中国神华	20.70	1.34	1.31	1.51	15.4	15.8	13.7	2.8	谨慎推荐
601666	平煤股份	19.76	2.46	1.99	2.60	8.0	9.9	7.6	2.9	谨慎推荐
600188	兖州煤业	12.58	1.51	1.20	1.48	8.3	10.5	8.5	2.5	谨慎推荐
600395	盘江股份	16.52	1.12	1.00	1.54	14.8	16.5	10.7	5.1	谨慎推荐
600971	恒源煤电	21.23	1.62	1.69	2.02	13.1	12.6	10.5	2.5	谨慎推荐
601699	潞安环能	24.40	2.48	2.00	2.15	9.8	12.2	11.3	3.6	谨慎推荐
600348	国阳新能	18.61	1.47	1.32	1.50	12.7	14.1	12.4	5.3	谨慎推荐
000968	煤气化	14.19	1.33	0.82	1.40	10.7	17.3	10.1	2.8	中性
600997	开滦股份	20.33	1.46	1.10	1.42	13.9	18.5	14.3	2.9	中性
600508	上海能源	13.30	1.54	1.10	1.37	8.6	12.1	9.7	2.3	中性

资料来源：长城证券研究所

研究员介绍及承诺

赖礼辉，管理学硕士，06年底加入长城证券研究所，从事煤炭行业研究。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。