

短期趋势仍难明朗，关注通胀行情

——2009年四季度煤炭行业投资策略

分析师

赖礼辉

☎ (86-10) 88366060—8877

✉ lailh@cgws.com

要点:

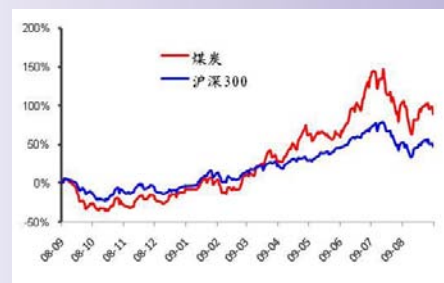
- **煤炭趋势投资策略:** 煤炭股的超额收益机会来自于行业趋势和大盘趋势的向好。在当前市场对大盘走势分歧较大的时候，行业趋势更为重要。但三季度行业趋势并没有选择明确方向，我们测算的煤炭四大直接下游行业单月耗煤量8月份创出历史新高，但净进口大幅增加以及蒙陕豫产量的大幅增加，使得供给也小幅增加，结果是动力煤价格窄幅波动。对于后期煤炭行业的趋势，我们判断未来几个月供求双方都没有足够力量改变当前趋势。理由是：需求侧的钢企可能减产，已增长迅速的新增固定资产投资不能期望未来有很大的增量。正在恢复的房地产开发投资对钢材、水泥等高耗能产业的新增需求量也不能太乐观。夏季用电高峰之后的四季度煤炭需求环比继续增长可能性和空间不大。供给侧：后期净进口对煤炭供给的增量冲击有限，最为关键的山西煤矿整合复产进度也可能没有市场原来期望的快。
- **通胀行情值得期待:** 在行业趋势不明朗的情况下，煤炭股当前与整个市场基本相对的估值水平难以得到有效提升。通胀可能成为未来煤炭股再次出现超额收益的触发因素。随着全球经济，特别是美国经济的缓慢复苏，大宗商品可能由前期的流动性推动价格上涨，改变为需求推动，这将使得全球投资机构对资源、资产类商品和相关股票的关注程度提高。在真实通胀初期，煤炭板块相对超额收益值得期待，且目前煤炭板块在通胀投资主题相关的板块中，估值最低，具有较高的安全边际。预期煤炭股的通胀行情可能到四季度后期开始出现。
- **选择产量增长确定、估值有优势的企业:** 鉴于我们对短期大盘趋势和煤炭行业趋势都不太明朗的判断，以及更长时期通胀行情的期待，我们暂时维持煤炭板块“**谨慎推荐**”的投资评级。坚持前期投资思路，在短期不能期待行业趋势向好、煤价上涨来提升业绩时，选择产量增长确定，估值有优势的企业。建议重点关注的组合是，焦煤里面的金牛能源、西山煤电和盘江股份，无烟煤中的神火股份，以及动力煤中的中国神华和兖州煤业。同时可以适当关注国阳新能和开滦股份的资产收购情况。
- **风险提示:** 最大的投资风险是经济继续复苏的步伐低于预期，以及其他政策因素引发的煤价回落。

投资评级：**谨慎推荐（维持）**

重点公司业绩及评级

名称	09EPS	09PE	PB	投资评级
中国神华	1.62	19.7	4.1	推荐
金牛能源	1.80	18.2	4.2	推荐
兖州煤业	0.81	22.1	3.3	推荐
盘江股份	0.98	25.2	5.6	推荐
西山煤电	1.17	28.4	8.6	推荐
平煤股份	1.42	20.0	5.1	谨慎推荐
国阳新能	1.75	22.4	7.6	谨慎推荐
国投新集	0.63	23.8	4.7	谨慎推荐
兰花科创	2.21	16.8	4.5	谨慎推荐

行业表现



近期报告

- 《ROE 下滑，等待趋势预期再次向好-煤炭行业 2009 年半年报综述》，2009-9-7
- 《等待调整后的长线投资机会-2009 年下半年煤炭行业投资策略报告》，2009-6-19
- 《经济复苏、通胀预期下的低估值板块-2009 年二季度投资策略》，2009-3-25

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，通过合理判断并得出结论，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

一、四季度煤炭股的投资逻辑.....	1
前期市场走势符合我们上一期策略报告观点.....	1
煤炭股的趋势投资逻辑.....	1
二、未来行业趋势仍有待突破.....	2
三季度需求的大幅回升没有改善行业趋势.....	2
供给小幅增量来自于净进口和蒙陕豫产量增长.....	5
动力煤价格窄幅波动是行业趋势稳定的表现.....	8
未来几个月供求仍难推动行业趋势改变.....	9
特别关注：焦煤价格短期面临小幅回调压力.....	12
从 ROE 角度看煤炭行业趋势未来难有大改善.....	13
三、通胀：煤炭股未来超额收益可期待的触发因素	14
四、投资策略：维持行业“谨慎推荐”评级.....	15
估值最具优势的资源周期类板块.....	15
行业趋势不明朗下的投资策略：产量增长和估值优先.....	16
风险提示.....	17



图表目录

图 1、八月份总发电量创新高	3
图 2、八月份火电发电量创新高	3
图 3、6-8 月钢材产量维持高位	3
图 4、八月份十种有色金属产量创新高	3
图 5、八月份生铁产量创新高	4
图 6、三季度水泥产量维持高位	4
图 7、合成氨行业缓慢复苏	4
图 8、八月份下有四大行业耗煤量创新高	4
图 9、统计局数据可能高估原煤产量增长	5
图 10、安监总局调度数显示的产量增长依然较快	5
图 11、重点产煤省原煤月度产量回升、增长迅速	6
图 12、中国煤炭累计净进口大幅增加	6
图 13、全国铁路煤炭运量并未见显著增长	6
图 14、重点港口煤炭运量同比下滑	7
图 15、上游煤矿库存增加显著	7
图 16、山西煤炭运量未见恢复	7
图 17、动力煤价格窄幅波动	9
图 18、近期港口库存继续回落	9
图 19、八月份第三产业城镇居民贡献用电增量	9
图 20、九月至今电厂耗煤量环比回落	9
图 21、长材库存接近前期高点，价格持续回落	10
图 22、板材库存创新高，价格持续回落	10
图 23、新增固定资产投资大幅增长	10
图 24、近期房地产开发投资恢复性增长	10
图 25、澳洲动力煤离岸价近期有所回落	11
图 26、澳煤到岸价再次低于国内煤	11
图 27、焦炭价格下跌，盈利空间有限	12
图 28、6-8 月焦炭产量超 08 年最高水平	12
图 29、08 年煤炭行业 ROE 已远超整个工业行业	13
图 30、前期大宗商品价格上涨主要受美元贬值影响	14
图 31、通胀投资主题下各板块估值比较，煤炭板块最具优势	15
图 32、煤炭股滚动 PE 估值处历史均值之下	16
图 33、煤炭股 PB 估值与历史均值基本相当	16
表 1、煤炭板块 ROE 远高于市场平均	13
表 2、煤炭板块估值与整个市场对比（按 9 月 22 日收盘价）	15
表 3、主要煤炭上市企业煤炭历史产量和未来预测	17
表 4、主要煤炭上市企业盈利预测及评级	18



一、四季度煤炭股的投资逻辑

前期市场走势符合我们上一期策略报告观点

我们在上一期的下半年煤炭行业投资策略报告中指出，鉴于煤炭股上涨较快，煤价短期回调风险和其他政策性因素影响，下调了行业投资评级至“谨慎推荐”，建议投资机构标配煤炭股。

三季度至今煤炭板块的实际走势与我们预期基本上是一致的，6月底至9月22日，整个煤炭板块涨幅为7%，同期上证综指下跌2%，煤炭板块超越大盘指数约8个百分点，符合我们“谨慎推荐”的评级。

回顾今年以来煤炭股的几波行情，08年底到09年2月份是超跌反弹行情，3月份到5月中旬是大宗商品价格上涨、通胀预期行情，6月底到7月底是资产注入升温 and 半年报预期较好的行情。

而8月份的大幅调整是由以下几个因素共同造成的，一是实际半年报并没有出现普遍的超预期，市场有所失望，二是7月份煤炭板块涨幅过大估值偏高，三是市场对8月份宏观数据以及流动性，甚至对未来宏观经济复苏的担忧。

9月初以来，截止9月22日，大盘和煤炭板块出现震荡行情，煤炭股8月份大幅下挫之后已累计反弹了14%，后期走势如何，我们提出了煤炭的趋势投资理论分析框架。

煤炭股的趋势投资逻辑

煤炭由于其强周期行业的特性，板块最佳投资策略是趋势投资。把握煤炭股趋势投资的两个最关键要素是趋势的判断和趋势中的投资安全边际。

影响煤炭股价格走势的有两个趋势，一是煤炭行业自身的趋势，另一个是二级市场的趋势。确切的说，影响煤炭股价格走势的是市场对上述两个趋势的预期。对于后一个趋势，借鉴我们策略组的观点：四季度行情先抑后扬，短期可能面临继续调整，但四季度后期到明年初，仍有值得期待的行情。当前市场对于大盘分歧较大，短期来看，大盘趋势的不明朗难以对煤炭股价格形成正面刺激。大盘趋势不是我们这里讨论的重点，具体参见长城证券研究所策略组报告。

煤炭行业趋势并不明朗

对于煤炭行业的趋势，我们从当前煤炭行业状况出发，试图从刚刚过去的两三个月数据的变化中找到未来趋势的脉络。8月份总发电量、火电发电量，以及下游钢铁、有色等行业都创出了历史新高，水泥产量保持高位，我们测算的煤炭四大直接下游行业单月耗煤量在8月份也达到历史高点。但尽管如此，6-8月份的动力煤价格仅小幅波动，并没有出现趋势向好的迹象。

其中原因是煤炭供给也在迅速增加，包括6-8月各月1000多万吨的净进口增量，内蒙、陕西、河南等地合计产量同比30%多的增长，以及山西部分小煤矿的复产。但我们依然认为国家统计局公布的数据高估了煤炭产量增速。我们从山西和全国煤炭运



量等较可靠的数据还原出 6-8 月实际有效供给增量与需求增量基本相当，这可以解释上半年煤价的走势：淡季不淡，旺季不旺，缺乏有效刺激。

对于后期煤炭行业的趋势，尽管短期港口价格出现一定上涨，但我们认为这仅是国庆维稳期间的短期波动，未来几个月供求双方都没有足够力量改变当前趋势。钢价的持续回落和库存持续上升，后期可能面临的是钢企大面积减产。新增固定资产投资额已经达到前两年同期两倍多的增速，对于未来增长空间不宜乐观。可能值得期待的是房地产开发投资的继续回升，但对其拉动的钢材、水泥等高耗能产业的新增需求量也不能太乐观。而 8 月份之后的第三产业和城镇居民用电高峰回落是不可避免的，总体来说，四季度的煤炭需求环比继续增长可能性和空间不大。

供给方面，净进口对煤炭供给的最大冲击应该已经在 6、7 月份显现，未来可能还会出现较高的净进口，但不会产生新的增量。供给最关键的是看山西煤矿整合部分，产能的释放时间和释放的量。从最近山西省政府的公开信息来看，整合复产的进度可能没有市场原来期望的快。因此我们判断未来一两个季度，供求两侧都难以推动行业趋势性变化。

在行业趋势不明朗的情况下，煤炭股当前与整个市场基本相对的估值水平难以得到有效提升。未来煤炭股出现超额收益的触发因素应该是通胀，尽管通胀主题在二季度已经被市场挖掘。我们认为，随着全球经济，特别是美国经济的缓慢复苏，大宗商品可能由前期的流动性推动价格上涨，改变为需求推动，这将使得全球投资机构对资源、资产类商品和相关股票的关注程度提高。在真实通胀初期，煤炭板块相对超额收益值得期待，且目前煤炭板块在通胀投资主题相关的板块中，估值最低，具有较高的安全边际。不过，借鉴我们宏观策略的观点，煤炭股的通胀行情可能要到四季度后期才会出现。

鉴于我们对短期大盘趋势和煤炭行业趋势都不太明朗的判断，以及更长时期通胀行情的期待，我们暂时维持煤炭板块“谨慎推荐”的投资评级。我们依然坚持前期的投资思路，在短期不能期待行业趋势向好、煤价上涨来提升业绩时，选择产量增长确定，估值有优势的企业，建议重点关注的组合是焦煤里面的金牛能源、西山煤电和盘江股份，无烟煤中的神火股份，以及动力煤中的中国神华和兖州煤业。同时可以适当关注国阳新能和开滦股份的资产收购情况。

二、未来行业趋势仍有待突破

三季度需求的大幅回升没有改善行业趋势

国家统计局最新公布的 8 月份工业产量数据显示，煤炭的四大直接下游行业中，除需求占比最小（3-4%）的化工（主要为合成氨）行业外，火电、钢铁产量均创出新高，水泥保持高位。由于金融危机对我国的影响从 08 年 8 月份开始显著体现，同比数据没有太大意义，我们后文重点分析产量环比增长的潜力和可能性。

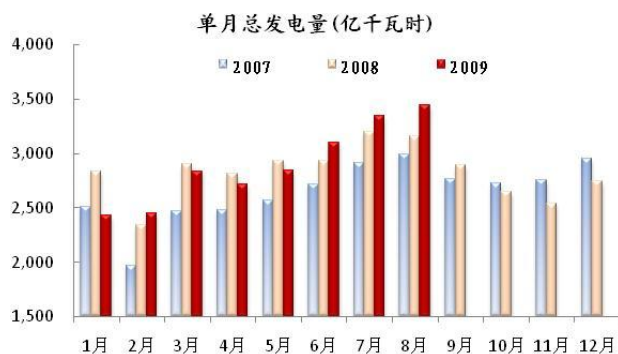
发电量已恢复增长，火电受水电挤出效应低于预期

我们先看全社会总发电量，7、8 月份的增长有所超预期，7 月份总发电量环比大幅增加 7.9%，达到 3345 亿度，创出历史新高。8 月份再创新高，环比增长 2.9%。而水电对火电的挤出效应没有我们此前想象的大，7、8 月份水电发电量同比仅增长 4%

左右，低于预期。

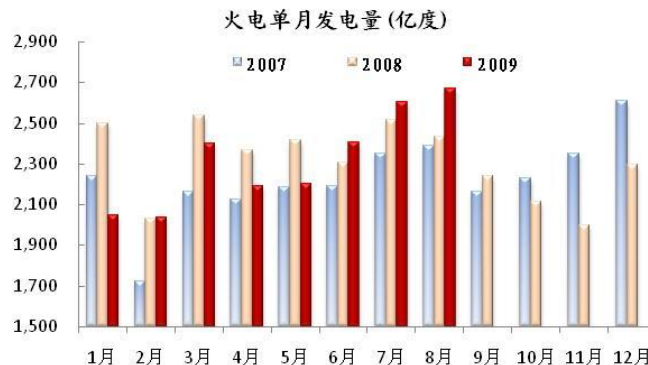
由此导致火电发电量在7、8月份均出现较高增长，自7月份火电发电量环比大幅提升8.3%之后，8月份环比再增长了2.5%，达到2672亿千瓦时，首次超过此前08年12月份的历史高点。7、8月份火电发电量的回升和增长幅度略微超出了我们此前预期。

图 1、八月份总发电量创新高



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 2、八月份火电发电量创新高

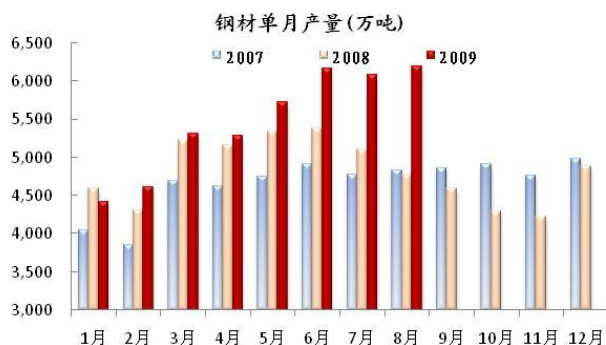


数据来源：国家统计局，长城证券研究所

火电发电量的回升得益于夏季城镇居民和第三产业用电高峰，以及部分下游高耗能行业的持续复苏和高增长。7、8月份工业用电分别比6月增加了220和160亿度，8月份城镇居民和第三产业用电量比6月份增加了200亿度，两者合计使得8月份全社会用电量比6月份增长了12%。

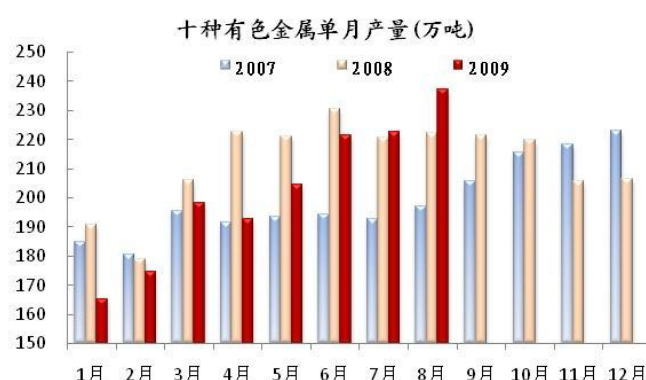
8月份非工业用电的增长主要受季节影响，而工业用电增长主要是钢铁和有色产量的增长，8月份这些行业产量均已恢复并创出历史新高。其中，粗钢和钢材8月份产量分别达到5233万吨和6198万吨，同比增长显著，环比有所增长。钢材6月以来产量就一直保持在6000万吨以上的高位。而十种主要有色金属的产量8月份同比和环比均增长7%左右，也创出了历史新高。尽管第四大工业用电行业——建材中的水泥，8月份产量没有超过6月份的历史新高，但自4月份以来一直保持在1.45亿吨的单月产量，比08年同期高点还高出了13%左右。

图 3、6-8月钢材产量维持高位



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 4、八月份十种有色金属产量创新高



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

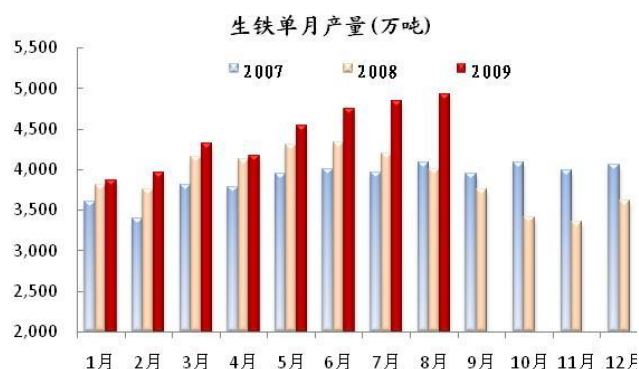
煤炭四大直接下游单月耗煤量创新高



除了上述所说的煤炭第一大下游行业——火电 8 月份耗煤量创出新高之外，第二大耗煤行业——钢铁中的生铁，8 月份也创历史新高。自 5 月份以来，生铁产量环比逐月增长，到 8 月份产量已经达到 4931 万吨，比 08 年最高峰还高出了 14%。

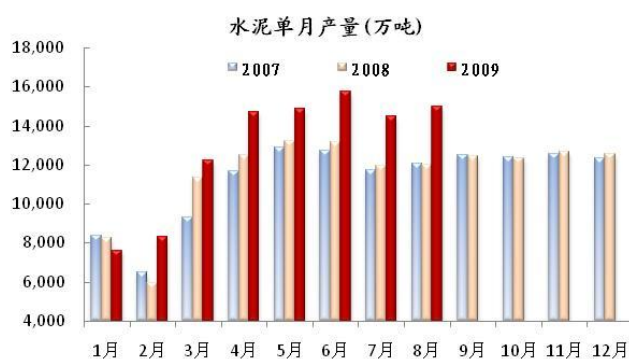
第三大耗煤行业——水泥，8 月份产量环比略为增长 3%，尽管低于今年 6 月份创出的高点，但仍保持在高位。

图 5、八月份生铁产量创新高



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 6、三季度水泥产量维持高位



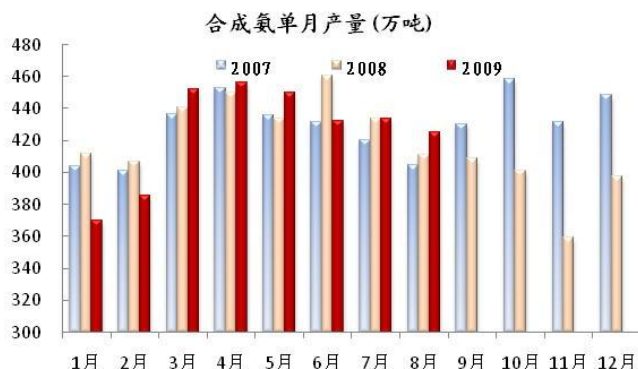
数据来源：国家统计局，长城证券研究所

第四大耗煤行业——化工，主要为合成氨行业，二季度是下游化肥行业的淡季，8 月份产量环比有所下降，比 08 年和 09 年的高点下降了 7%。但由于化工行业用量占总用量的比重较小，对需求总量太大影响。

综合来看，根据我们的测算，前四大耗煤行业自 09 年 4 月开始环比逐月增长，6-8 月更是不断创出历史新高。到 8 月份，这四大行业总耗煤量达到 2.1 亿吨，同比已经增长了 11% 左右。前 8 个月合计耗煤量也超出了 08 年同期，同比增长了 1.3%，而我们知道，金融危机对我国经济和煤炭需求真正产生影响的是从 08 年 8 月份开始的，8 月份之前的经济增长还比较稳定。

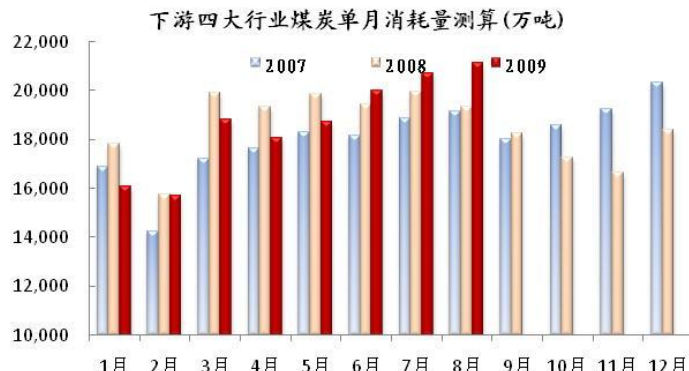
而上述四大行业耗煤量约占全国煤炭总需求量的 82% 左右，这部分用量的回升基本反映了全国总需求已经回升。从单月需求量来看，四大行业耗煤量已经恢复到金融危机产生影响前的水平，并有较大增长。应该说 7、8 月份的煤炭需求比市场预期要好，也好于我们此前的预期。

图 7、合成氨行业缓慢复苏



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 8、八月份下游四大行业耗煤量创新高



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所



但为何至今市场仍不敢下结论说，煤炭行业的趋势已经比较明确向好了呢？我们认为主要原因是，尽管需求已回升甚至同比、环比增长均显著，但这个没有刺激煤价出现显著上涨趋势。一方面受到煤炭供给也同样增长迅速的影响，供求关系并未因需求增长而紧张。另一方面，对于后期煤炭需求能否保持如此高位，是否还能增长，还具有一定的担忧，特别是对经济复苏的路径是否通畅还无法乐观。

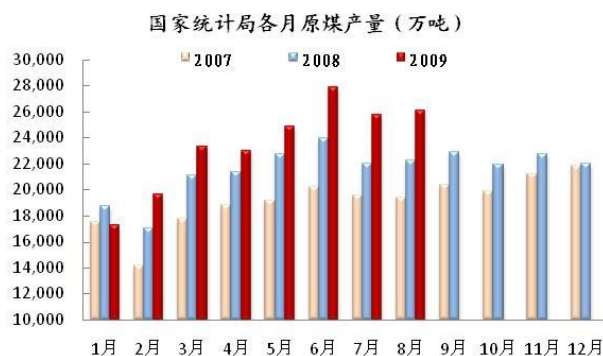
供给小幅增量来自于净进口和蒙陕豫产量增长

统计数据可能高估了煤炭供给的增长

国家统计局公布的数据显示，6月份我国原煤产量达到2.79亿吨的历史高点，7、8月份有小幅回落，但依然远高于上年同期，1-8月份煤炭总产量达到18.7亿吨，同比增长10%。

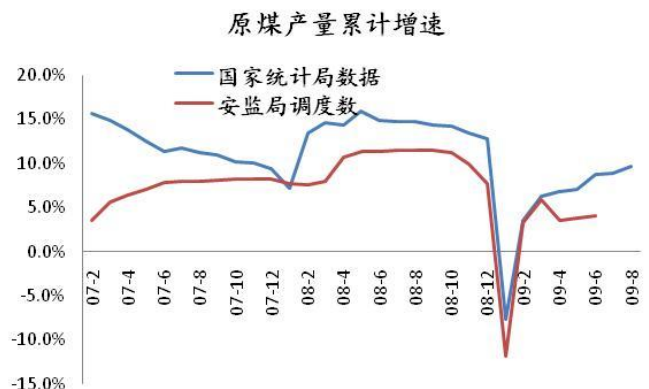
对于煤炭产量统计数据，我们一向来认为准确度欠佳，只能反映趋势，我们倾向于认为统计局数据可能高估了产量增长。另一个数据源——安监总局的数据则显示，上半年我国原煤产量增幅在4%左右，这一增幅相对来说可能更为合理些。

图 9、统计局数据可能高估原煤产量增长



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 10、安监总局调度数显示的产量增长依然较快



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

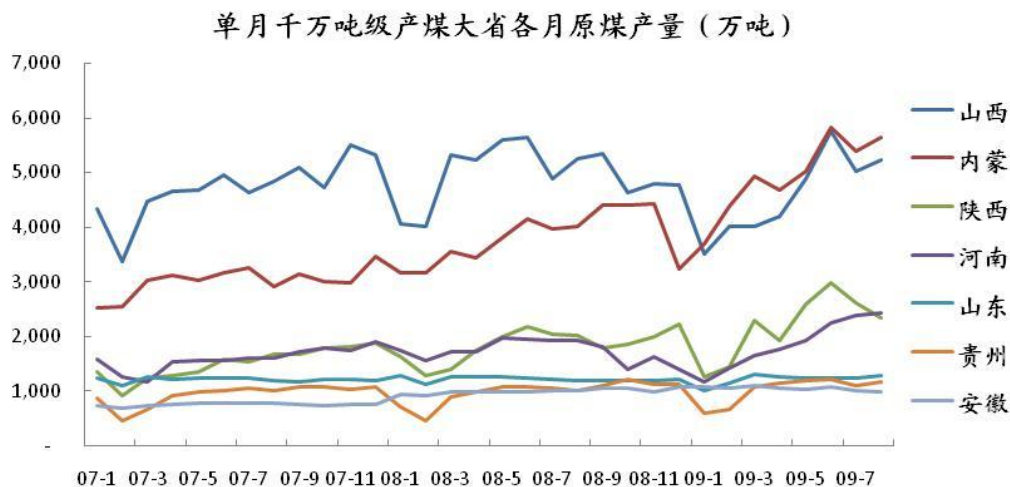
尽管煤炭产量的统计数据绝对值值得怀疑，但我们可以从各省的数据，大致判断出产量增长趋势。

从各月原煤产量来看，单月产量超过1000万吨的前七大产煤大省中，内蒙古、山西、河南和陕西今年以来复苏步伐较快。其中，内蒙古产量增长最为显著，自6月份开始，已经超过山西省成为第一大产煤省。而山西因小煤矿整合，年初单月产量大幅回落之后，随着6月份开始的部分小煤矿复产，产量恢复得较快，6-8月份统计范围内的山西产量已恢复到08年同期水平。

陕西和河南省原煤产量也已经恢复到金融危机前的水平，其中河南产量逐月增加，已经创出新高，而陕西省则在6月创下新高之后，7、8月份有小幅回落。而山东、贵州、安徽等其他三个省份产量在金融危机开始之后，单月产量一直保持相对平稳。

综合来看，产量恢复和增长较迅速的内蒙、陕西、河南三省，贡献了产量增量的大部分。6、7、8三个月，这三省份单月原煤产量合计均超过一亿吨，各月同比增量在2500万吨左右，占同期全国总产量增量的60%多，同比增速达到30%多。而山西基本保持在08年同期水平。

图 11、重点产煤省原煤月度产量回升、增长迅速



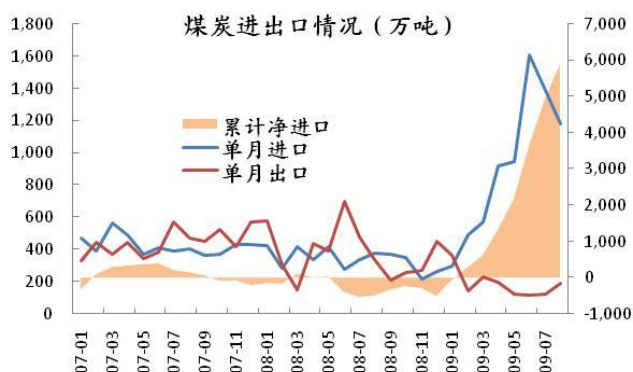
数据来源：国家统计局，长城证券研究所

产量增长中的疑问

对于上述统计的煤炭产量数据，我们存在以下几个疑问：

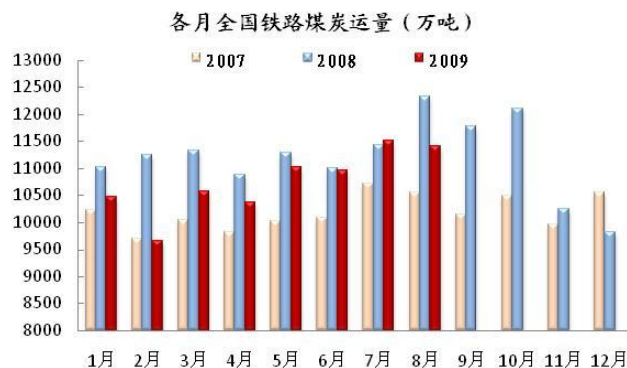
- 1、如果真如统计局数据所示的原煤累计产量增幅达到 10%，而数据相对准确的煤炭累计消耗量增幅仅在 2% 以内，考虑到前 8 个月煤炭累计净进口 5900 万吨，而去年同期为净出口 500 万吨，则国内原煤供给与消耗量之差同比大约增加 2 亿吨，如此大的增量，足以使煤价再回落到下一个台阶。但实际上煤价并没有大幅波动。
- 2、产量增长必然伴随运量的相应增长，而实际上，最近几个月铁路和港口煤炭运量都没有显著增加，除了 7 月份铁路运量同比有 0.6% 的小幅增长之外，09 年其他月份均同比下降，8 月份降幅甚至达到 7.4%。5-8 月份铁路煤炭运量基本保持在 1.1 亿吨的水平。而港口运量同比下滑幅度更大，重点港口 5-8 月份各月煤炭运量同比下滑 15% 左右。1-8 月份，全国铁路和重点港口煤炭运量同比分别下降了 5500 万吨和 5200 万吨，降幅分别达到 6% 和 14%。

图 12、中国煤炭累计净进口大幅增加



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

图 13、全国铁路煤炭运量并未见显著增长

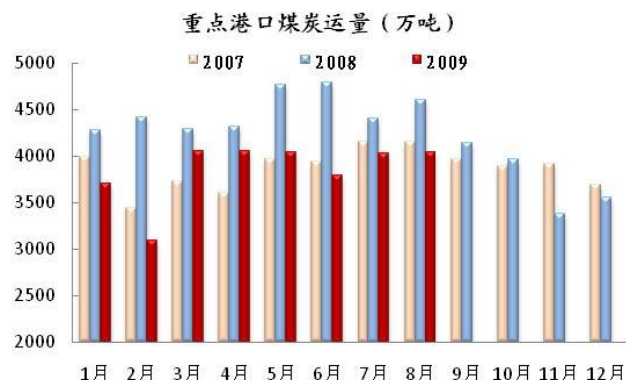


数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

- 3、铁路和港口煤炭运输没有同步增长的情况下，如果煤炭产量大幅增加，则社会库存，特别是上游煤矿企业和中间商的库存将会急剧增加，理论上增量应该与年内

累计该运出但实际未运出的量，按历史产运比重计算，这部分量大约在 8000 万吨。但实际上，社会库存和煤矿企业库存确实有所增加，但增量仅在 2000-2500 万吨左右。

图 14、重点港口煤炭运量同比下滑



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

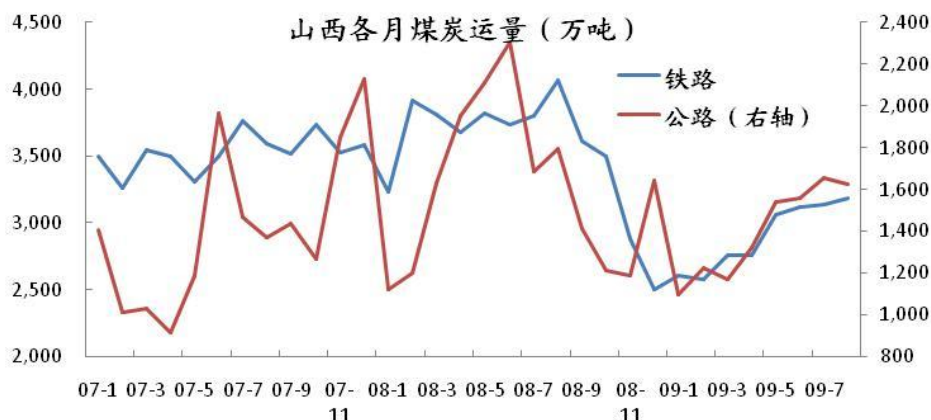
图 15、上游煤矿库存增加显著



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

4、如果山西煤炭产量已经恢复到接近 08 年同期水平，则山西省的煤炭运量应该基本与上年持平。但实际情况是，山西省无论是铁路还是公路运量至今仍比 08 年同期相差较大。6-8 月份各月铁路和公路运量合计平均比 08 年同期下降 1000 万吨，降幅在 18%-20%。这些数据很能说明，此前山西煤炭产量统计数据中很大一部小煤矿的产量没有纳入统计范围。

图 16、山西煤炭运量未见恢复



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

对 6-8 月份煤炭真实供求的还原

我们的结论是，由于统计口径和范围的问题，国家统计局数据显示的 09 年 2 月份以来煤炭产量持续快速增长可能夸大了事实，较为准确的铁路和港口运输数据更能反映煤炭供给情况。那么 09 年至今，我国煤炭供给增长情况到底如何呢？

我们仍然以 6-8 月份为分析重点，分析的步骤如下：

1、山西的运量基本反应了其实际产量变化，6-8 月份山西各月煤炭运量同比平均下降 1000 多万吨，这表明即使考虑到煤矿企业库存的增加，山西省的各月煤炭实际产量同比至少下降了 1000 万吨。可见，6 月份以来的山西小煤矿复产，仍还有很多



已关闭、正在整合和改扩建中的小煤矿没有复产，这部分量未来可释放出的单月增量在 2000 万吨以上。

- 2、内蒙、陕西、河南等其他主要产煤大省产量确实在增长，加上其他非主要省份，合计单月产量同比增量在 3000 万吨左右。扣除山西省的产量下降，实际各月产量增量在 1000 万吨左右。
- 3、6-8 月份我国煤炭进口大幅增加，各月平均净进口 1200 多万吨，而上年同期为平均净出口 170 多万吨，进出口对我国各月煤炭供给产生的增量在 1350 万吨左右。
- 4、库存的增加减轻了供给增加对运输的压力，煤矿库存最近两个月每月平均增加约 500 万吨。
- 5、产量增长、净进口以及库存增加三项合计，对国内煤炭供给的影响是单月同比增加 2000-2500 万吨供给，但 8 月份供给环比增加并不明显。
- 6、8 月份夏季用电高峰和钢铁、有色等行业产量创出新高，导致煤炭四大主要下游行业耗煤量同比增加 2100 万吨左右，加上其他行业的增量，同比增加在 2300 万吨以内。但环比下降 500 万吨左右。

因此我们还原煤炭供给的结果是：7、8 月份的煤炭需求旺季增量基本上被包括进口增加和内蒙、陕西、河南等省份产量增长等因素在内的供给增加所覆盖。煤炭供求，特别是动力煤供求与二季度相比没有出现显著变化。由此导致的结果是 2、3 季度动力煤价格窄幅波动。

动力煤价格窄幅波动是行业趋势稳定的表现

近期港口价上涨难以确定为趋势性变化

动力煤以 5500 大卡的山西优混为例，09 年初至今，秦皇岛港平仓价在 550-600 元/吨之间波动，波幅 10%以内，广州港到岸价格在 630-710 元之间，二季度波动区间减小到 630-670 元/吨之间，波幅也在 10%以内。只有生产地山西大同坑口价波动幅度较大些，在 370-450 元/吨之间，且 7 月份之后，这一价格下了一个台阶，这主要是受山西部分小煤矿复产的影响。

另外我们可以看到在煤炭需求同比和环比增长较显著的 8 月份，动力煤价格除了港口价受库存影响有 1-2%的波动之外，整个 8 月份几乎没有什么变化。由于缺乏推动力，煤炭行业并没有在需求回升增长的情况下，行业趋势出现根本性好转变化。

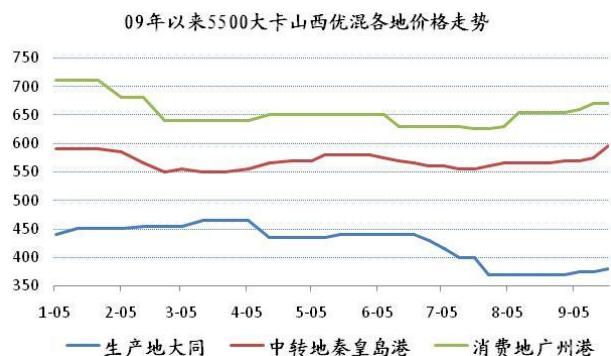
不过 9 月份以来，各地动力煤价格又有小幅上涨，特别是最近一周秦皇岛港的价格出现年内单周最大涨幅。截至 9 月 21 日，秦皇岛港各动力煤种平仓价比 9 月初普遍上涨了 5%左右。广州港的价格也略上涨了 2%左右。

价格上涨的原因我们还是更倾向于认为是国庆前后煤矿维稳和港口库存下降引起的。由于 9 月初河南平顶山煤矿事故，以及国庆前后各地政府加强对煤矿安全的监督管理，部分小煤矿再次被关停，供给受到一定影响。同时不排除煤炭中间商借着国庆维稳和 10、11 月份冬季取暖用煤储备期将来临的机会，屯煤炒作的可能。另外，近期秦皇岛港和广州港的库存再次回落到较低水平，对港口价格走强也起了一定的推动作用。基于下面的分析，我们认为近期这种上涨不能判断为煤价的趋势性上涨，也不能



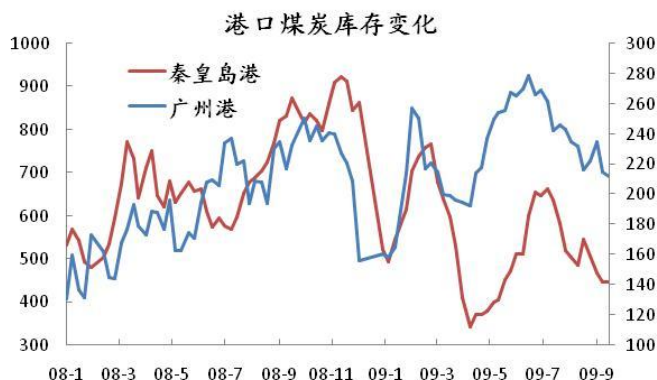
判断为煤炭行业的趋势性向好。

图 17、动力煤价格窄幅波动



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

图 18、近期港口库存继续回落



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

未来几个月供求仍难推动行业趋势改变

我们再次回到需求侧来看，由于第二产业即工业用电占全社会总用电量的70-80%，第三产业和城镇居民用电合计占20-25%，剔除后者的季节性变化，看工业用电的变化趋势和增长潜力，是判断下游电煤需求的关键点。

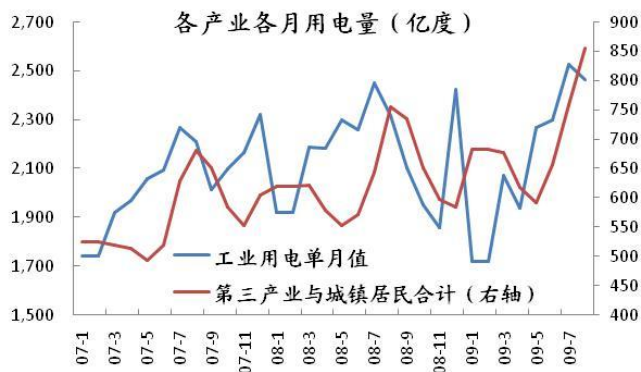
第三产业和城镇居民用电受季节影响很明显，通常7-9月份和1-3月份是高峰，如果剔除这种影响，总体趋势是平稳增长。我们在前文中提到，8月份全社会用电量创历史单月新高，环比增加了40亿度，其中第三产业和城镇居民用电增加了100亿度。而尽管8月份钢铁和有色等部分高耗能行业产量创新高，但实际上8月份工业用电量环比下降50多亿度，降幅达2.5%。

那么随着9、10月份第三产业和居民用电的回落，后期我们期待什么来维持电煤需求量的增长或保持目前较高水平呢？

经济继续复苏对煤炭需求增量不容乐观

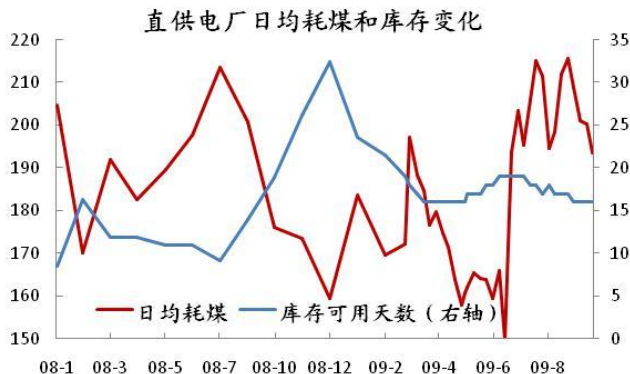
实际上，9月中下旬发电量已经有所回落，这可以从直供电厂的耗煤情况看出。最近一周直供电厂日均耗煤量已经回落到6月下旬的水平，比7、8月份的高点回落了

图 19、八月份第三产业城镇居民贡献用电增量



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

图 20、九月至今电厂耗煤量环比回落



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

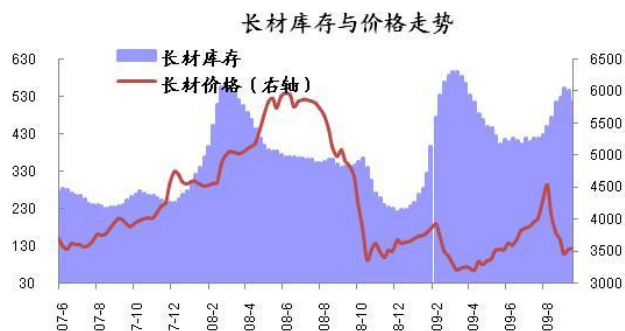


10%左右。这其中除了第三产业和城镇居民用电的季节性回落之外，工业用电量也应该在回落。

我们看到由于前期钢铁企业产能的释放、钢铁产量不断创新高，到9月下旬，钢材库存已有大幅增加，板材库存创出历史新高，长材库存稍好些，但也逼近年初高点。伴随的是钢材价格持续六周回落，不少钢铁企业再次陷入亏损困境。这说明，实际上经济复苏对钢材的需求远没有钢铁企业预期的大，创出新高的钢铁产量没有得到下游需求的支撑。

按照我们钢铁行业研究员的观点，后期钢铁企业必然面临减产保价、再次去库存化的局面。我们很难期望年内钢铁产量能再次创出新高。而钢铁是电力的第一大需求行业，也是煤炭的第二大直接需求行业。钢铁的减产，不可避免将导致煤炭需求难以维持8月份的高位。

图 21、长材库存接近前期高点，价格持续回落



数据来源：mysteel，长城证券研究所

图 22、板材库存创新高，价格持续回落



数据来源：mysteel，长城证券研究所

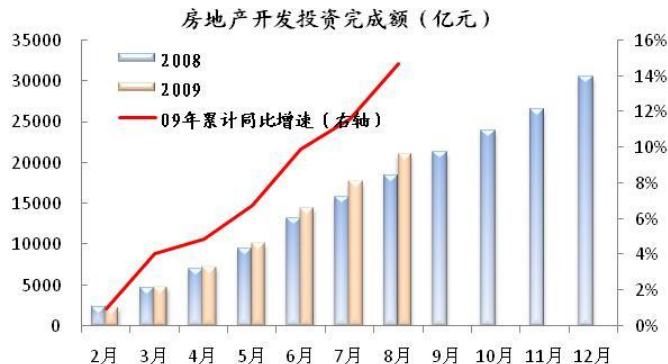
除了钢铁，其他高耗能和耗煤行业后期的增长关键还是看固定资产投资。在国家宏观政策的刺激下，前8个月我国新增固定资产投资大幅增加，累计同比增速已经达到70%，而上年同期仅为29%。应该说政府的调控政策对投资的拉动作用已经显现了，那后期还能期待更快速的投资增长吗？

图 23、新增固定资产投资大幅增长



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 24、近期房地产开发投资恢复性增长



数据来源：Wind，长城证券研究所

我们认为，基建投资后续难以期待更高增长，而房地产投资可能还值得期待，前8个月房地产开发投资完成额累计同比增速从年初的1%提升到14.7%，而07-08年均



在 30%左右。

因此，水泥和钢铁的需求维持高位还需看房地产投资，但对房地产投资能带来的水泥钢铁需求增量，我们认为不能太乐观。

供给侧关键看山西煤矿整合后的产能释放

煤炭进口影响难以超越前期高点

由于 3-6 月份，加上增值税和运费的国际动力煤（以澳煤为例）到广州港等港口的价格比国内煤低，上半年我国煤炭进口逐月激增，而出口减少，到 6 月份高峰时当月净进口高达 1000 多万吨，7、8 月份有所回落，但仍在高位。

6、7 月份国际煤价反弹之后，国内与国际价差一度下降到负值，但 8、9 月份由于国际海运费的下跌、国内海运费的上涨，以及国际价格的再次回调，国内动力煤价格再次高于国际到岸价。由于海外进出口从下订单到实际到岸有两三个月的时差，我们预期 10 月份之后的进口煤可能再次反弹，但大幅超越 6 月份高点的可能性很小。

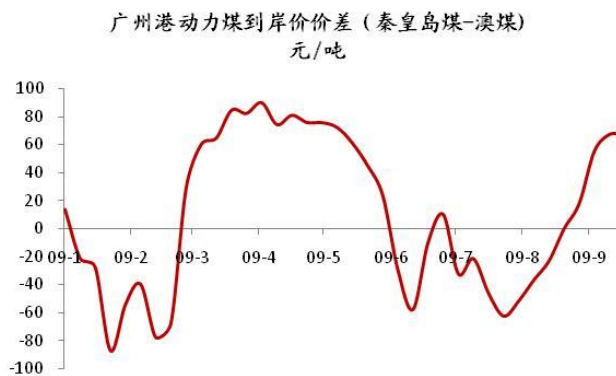
也就是说，煤炭进出口对国内煤炭供给带来的增量应该很有限了。

图 25、澳洲动力煤离岸价近期有所回落



数据来源：globalcoal，长城证券研究所

图 26、澳煤到岸价再次低于国内煤



数据来源：长城证券研究所

而除山西省之外的其他重点产煤省，河南可能短期会受平顶山矿难的影响，供给小幅回落，内蒙、陕西煤炭产量可能还将保持高位，但短期内继续大幅增加的可能性不大。国内供给的增量部分关键看山西小煤矿整合后的产能释放。

按照山西省煤炭整合的规划，到 2010 年底全省煤矿将整合缩减到 1000 处，单井产能不低于 90 万吨，如果考虑到许多国有大矿的单井规模在 90 万吨以上，则保守估计整合后的山西煤炭产能在 10 亿吨以上。如果产能释放 90%，则每个月的产量也将达到 8000 万吨左右，比目前山西省统计范围内的 7、8 月份单月产量还将增加近 3000 万吨，或 50%以上。这部分增量是很惊人的。

不过，山西小煤矿整合进度可能没有市场预期的那么顺利，整合复产对市场供给的冲击也可能延后。按照山西省煤炭企业重组规划，“2009 年 8 月底，将全部完成兼并重组的协议签订工作；9 月，新的企业主体要入场开工，新建扩建矿井全面推开”。但最近山西省煤炭工业厅官方网站上发布的消息称，目前，山西省完成的 90%的协议签订仅仅是意向协议，而非真正的交易协议。由于利益分配存在分歧，煤炭资源重组

并没有市场预期的顺利。

我们预期，山西整合部分的煤矿产能释放最早从2010年中期开始。短期来看，国庆维稳还将继续。而从主要产煤大省最近三个月的产量情况来看，未来几个月增量也不大。故09年剩下几个月，全国煤炭单月供给不会比8月份有显著增加。

因此，我们判断，未来几个月，无论是煤炭的供给还是需求，都难以推动当前煤炭行业趋势产生重大变化。

特别关注：焦煤价格短期面临小幅回调压力

受钢材价格连续走弱的影响，近期焦炭价格纷纷下调。唐山地区二级冶金焦含税价9月份已累计下调了130元/吨，至1650元/吨，环比降幅达8.3%。山西焦化协会则两次下调其9月份焦炭指导价，累计下调160元/吨，且限产幅度从8月份的30%提高到9月份的60-70%。

部分地区焦煤价格也有松动，9月下旬，山西柳林地区4#焦煤车板含税价下调了60元，至1285元/吨，9#焦煤下降了20元，灵石2#肥煤价格也下跌了20元。而临汾地区的焦煤价格基本还维持在前期水平。

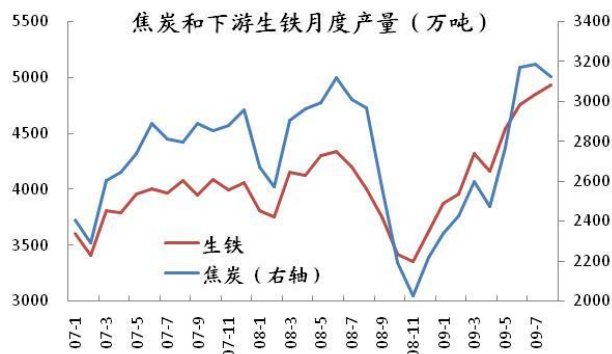
对于焦煤企业来说，最不愿意看到的是焦炭量价齐跌，在这种情况下焦煤价格下跌是难以避免的。焦炭产量走势基本上与生铁的产量走势一致，我们现在看到的统计数据显示6-8月份焦炭产量均超过了08年最高水平。但9月份之后的产量数据可能没有那么乐观，按照我们对钢铁行业后期减产预期较强的判断，焦炭的产量也将回落。

图 27、焦炭价格下跌，盈利空间有限



数据来源：煤炭资源网，长城证券研究所

图 28、6-8月焦炭产量超08年最高水平



数据来源：国家统计局，长城证券研究所

焦煤价格后期走势面临两难抉择，一面是国内下游行业价格回调之后，焦炭、钢铁盈利能力下降，后期焦煤价格面临回调压力；另一面是国际焦煤价格上涨之后，已经高于国内到岸价，国际价格对国内价格形成正面刺激作用。我们的观点是国内的需求和提价能力应该是决定焦煤价格未来走势的关键，国际价格与国内价格价差大小的波动并不能对国内价格起到实质决定作用，动力煤价格受国内外价差影响较小就是很好的佐证。

国庆维稳和对煤矿安全重视程度空前提高，可能会影响到焦煤的供给，但若下游量价齐跌，焦煤市场价继续小幅回落的可能性比较大。下跌的空间关键看钢材价格回落的空间。



按照我们钢铁研究员的判断，后期钢铁企业将再次减产，钢价大幅回落的空间已不大。因此，可以说焦煤年内也不会出现太大下滑。特别是钢材再次去库存化之后，价格可能会有所反弹。我们依然认为，焦煤后期的价格变化更多的是看钢材和焦炭价格走势，焦炭产量的短期小幅波动不会对焦煤价格产生很大影响。对于2010年焦煤价格，我们持谨慎乐观态度，理由是钢价触底反弹，钢企盈利能力有望部分恢复，焦煤价格可能还会有小幅提价空间。

从 ROE 角度看煤炭行业趋势未来难有大改善

从上市煤炭企业已经公布的半年报可以看到，煤炭企业的净资产盈利能力依然强于整个煤炭行业和 A 股市场。

前5个月整个煤炭行业的 ROE 为 6.2%，预期上半年的 ROE 不会超过 8%。而煤炭上市企业 09 年上半年的平均 ROE 达到 9.5%，高于行业平均 1.5 个百分点。而整个 A 股市场综合 ROE 为 6.62%，比煤炭上市企业平均低了近 3 个百分点。非银行上市企业的平均 ROE 4.92%，比煤炭上市企业平均低了 4.6 个百分点。

表 1、煤炭板块 ROE 远高于市场平均

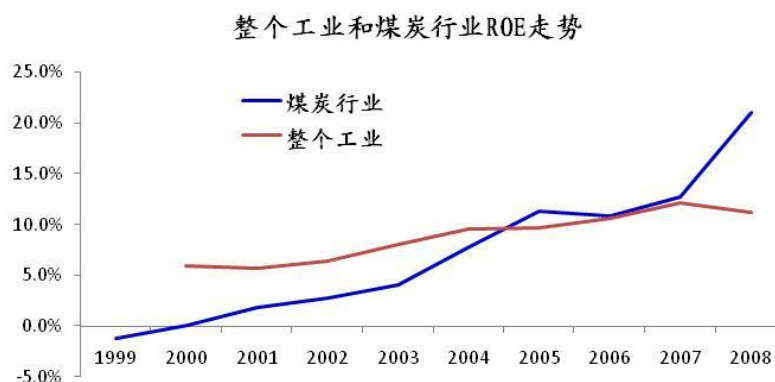
板块名称	08H1	09H1	增减百分点
全部 A 股	8.44%	6.62%	-1.82%
非银行 A 股	6.90%	4.92%	-1.98%
煤炭上市企业	11.30%	9.50%	-1.80%

资料来源：Wind，长城证券研究所

煤炭行业和煤炭上市企业目前较高的 ROE 水平能保持住吗？我们认为从历史的角度和工业企业的平均收益率角度来看，可能存在一定的困难，至少难有继续提高的空间，**回落是大势所趋。**

在过去的十年，煤炭行业处于一个上升周期，ROE 从 99 年的负值逐步上升到 08 年最高 20% 多。而整个工业行业 ROE 水平则从 2000 年的 6% 上升到 2007 年最高 12.1%，08 年则开始掉头向下。在这十年中，工业行业的平均 ROE 为 8.8%，目前处于历史均值之上。最近十年煤炭行业的 ROE 均值为 7.1%，最近五年则位 12.7%。当前煤炭行业的 ROE 无论是纵向比较还是与工业行业的平均和当前值比较都较高。

图 29、08 年煤炭行业 ROE 已远超整个工业行业



数据来源：Wind，长城证券研究所



煤炭开采行业属于资本密集型行业，具有一定的资金壁垒，同时随着国家对中小煤矿的整顿和产能向国有大矿集中，单井规模要求的提高，未来煤炭开采的壁垒还将提高。但我们认为这个行业难以实现如电信运营商一样的寡头垄断格局，即使考虑未来的行业整合，最终煤炭行业还将形成众多开发主体的垄断竞争格局，行业的长期 ROE 应该会向整个工业行业平均水平靠拢，当然在较长的一段时期内，煤炭行业的相对较高的 ROE 可能还会维持，但高出的幅度应该会逐步下降。因此，从实业资本的利用效率角度来看，煤炭行业 08 年的这种超高 ROE 可能难以逾越。

从更长远的角度来看，煤价可能会有所上涨，但随着国家对煤炭开采成本的完全化改革，煤炭的单位利润可能会因政策成本的上升而保持在一个合理的范围，难以再次出现 08 年中期那样过高的水平。

因此，从这个角度来说，煤炭行业趋势难有大的改善。

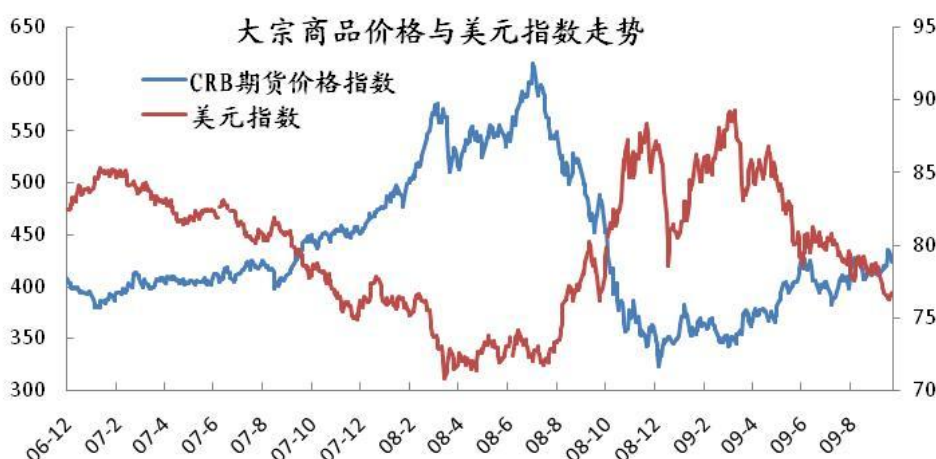
三、通胀：煤炭股未来超额收益可期待的触发因素

对于通胀和通胀预期下的煤炭股可作为优选标的，09 年 3 月到 6 月的那一波行情可以佐证。在通胀初期煤炭股的收益率高于其他非资源、非资产类股票，我们在以前的报告中已经有过阐述。如果说二季度的那一波行情仅仅是通胀预期所致，距离真实通胀还为时尚远的话，那么现在，通胀应该离我们更近了。

我们在前期报告中分析过，煤炭股特别是国际资本市场的煤炭股价格走势与 CRB 指数为代表的国际大宗商品价格走势密切相关，尽管实际上煤价走势与 CRB 指数可能还存在较大的差异。

如果我们用 CRB 指数作为通胀的观测指标的话，今年二季度通胀预期提升的市场表现为大宗商品价格的大幅上涨。那一波价格的上涨主要还是由于美元走软，美元指数回落。这种价格的上涨更多的是资金推动型，是泛滥的流动性流入商品市场的结果。

图 30、前期大宗商品价格上涨主要受美元贬值影响



数据来源：Wind，长城证券研究所

自 7 月份之后，流动性推动的大宗商品价格小幅上涨并没能刺激国内煤炭股走强，除了与大宗商品价格密切相关的有色金属板块跟随 CRB 指数由较大幅度波动之外，煤炭股的表现更多是跟着大盘走。这主要是由于通胀预期的减弱。

我们说的后期煤炭股的通胀行情，可能更多是来自于真实需求推动的通胀。当全球经济复苏到足以刺激大宗商品价格出现实质性上涨时，全球市场包括国内市场对资源类商品、资产和相关股票的关注程度会再次升温。煤炭股的通胀行情将来临。

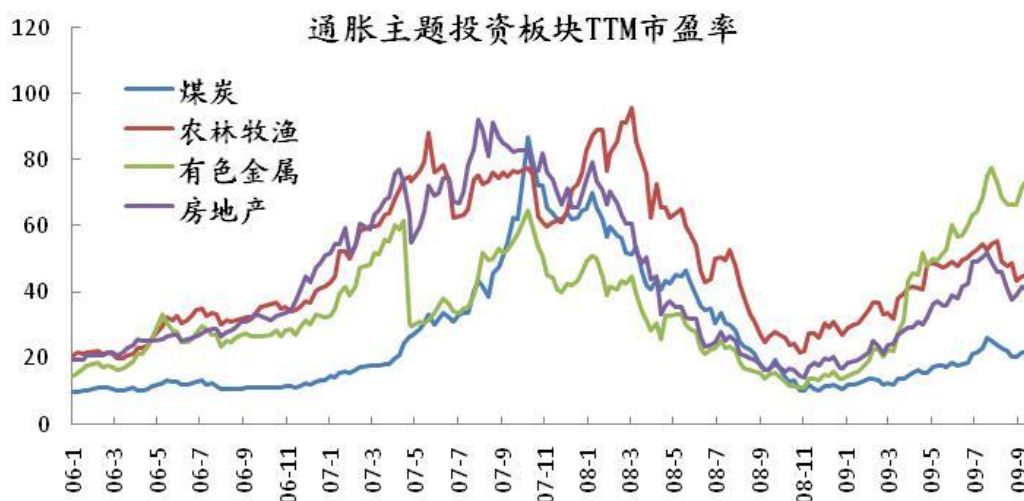
另外，当国内 CPI 和 PPI 转正的时刻，也许国内市场对通胀会更为关注。根据我们宏观组的预测，通胀主题下的投资行情可能需要等到四季度后期。

四、投资策略：维持行业“谨慎推荐”评级

估值最具优势的资源周期类板块

与农林牧渔、有色金属、房地产等其他资源、资产类主要通胀投资板块相比，煤炭板块的估值最低，以滚动市盈率为例，煤炭 PE 为 21 倍，房地产为 39 倍，农林牧渔 43 倍，有色金属 72 倍。在通胀投资主题下，煤炭板块最具有安全边际。

图 31、通胀投资主题下各板块估值比较，煤炭板块最具优势



数据来源：Wind，长城证券研究所

煤炭板块与市场平均估值水平略有优势

无论是静态市盈率，还是动态市盈率，还是滚动市盈率，目前煤炭板块估值均略低于全部 A 股和非银行的 A 股企业平均值，但煤炭板块 PB 略高些。

截至到 9 月 22 日，煤炭板块 09 年动态 PE 平均为 21.5 倍，低于整个 A 股市场 22 的对应 PE，但按 09 年半年报的净资产计算的市净率，当前煤炭板块达 4.1 倍，略高于非银行 A 股企业平均值，也高于 A 股平均。

表 2、煤炭板块估值与整个市场对比（按 9 月 22 日收盘价）

板块名称	08 年 PE	TTM PE	09 年 PE	PB
全部 A 股	30.0	33.5	22.0	3.3
非银行 A 股	40.5	48.7	26.8	3.6
煤炭	21.5	20.9	21.5	4.1

资料来源：Wind，长城证券研究所



对于目前低于历史均值和整个 A 股市场的市盈率估值，以及高于 A 股市场和略高于历史均值的市净率估值，我们认为有其合理性。由于目前整个煤炭行业较高的 ROE，可以支撑较高的 PB。我们可以看到： $PB=PE \times ROE$ ，由于目前煤炭上市企业和煤炭行业的 ROE 处于历史相对较高位置，尽管我们预期未来可能将逐步下降至工业行业平均水平，但中短期内还将高于整个工业行业和 A 股平均水平。09 年上半年煤炭上市企业 ROE 均值比整个 A 股市场高出了 43%，比非银行的 A 股市场平均高出了 90%，而且煤炭作为资源型企业，净资产中的资源价值是远远被低估的。综合来看，目前煤炭上市企业较高的 PB 是由其较高的 ROE 支撑着，有一定的合理性。

纵向比较，当前整个煤炭板块滚动市盈率为 20.9 倍，低于历史均值 30 倍，而市净率则略高于历史均值 3.9 倍。

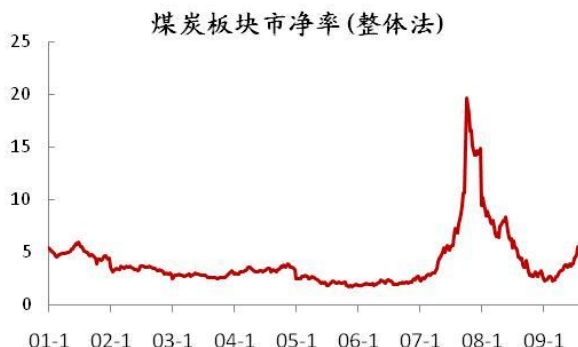
对于当前的估值，我们认为，煤炭行业趋势难有改善的判断下，与整个市场基本相当的估值水平是合理的，只有当行业趋势明显向好，或者对于通胀的投资主题开始受市场普遍关注时，煤炭才具有享受估值溢价的条件。因此，在当前市场对整个 A 股未来走势都缺乏明确方向的时候，无论是行业趋势还是大盘趋势，都难以使市场形成对煤炭股趋势向好的投资预期。

图 32、煤炭股滚动 PE 估值处历史均值之下



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 33、煤炭股 PB 估值与历史均值基本相当



数据来源：Wind，长城证券研究所

行业趋势不明朗下的投资策略：产量增长和估值优先

按照我们的煤炭趋势投资逻辑，在前文分析了未来几个月煤炭行业趋势并不明朗、整个 A 股市场也缺乏明朗的趋势时，煤炭股的估值水平难以提升，应该基本上与大盘保持一致，那么股价的推动力将更多来自于业绩的提升。

根据我们对煤炭行业长期资产收益率可能难再有提升，煤炭的单位收益率或者吨煤利润也将难以提升，我们不能过于指望煤价的上涨来推动公司业绩的增长，而应该从煤炭产销量的增长来挖掘公司的业绩增长潜力。

在我们跟踪的主要煤炭上市企业中，2010 年西山煤电、神火股份、盘江股份、大同煤业和金牛能源的成长比较显著，均在 14%以上，特别是西山煤电权益产量有望大幅增加 45%以上。而中国神华、国投新集、中煤能源则继续保持稳定增长。

我们的投资策略是，结合当前估值水平和未来一两年成长性，选择具有安全边际

的企业，重点推荐焦煤里面的金牛能源、西山煤电和盘江股份，无烟煤中的神火股份，以及动力煤中的中国神华和兖州煤业。同时可以继续关注国阳新能的资产收购情况。

表 3、主要煤炭上市企业煤炭历史产量和未来预测

证券名称	2007 并 表产量	2008A		2009 预测			2010 预测			注释
		并表 产量	权益 产量	并表 产量	权益 产量	增速	并表 产量	权益 产量	增速	
西山煤电	1500	1619	1560	1800	1700	9.0%	2800	2500	47.1%	内生性成长
神火股份	423	481	474	600	604	27.4%	780	803	32.9%	内生性成长
盘江股份	168	210	210	1130	1130	-	1360	1400	23.9%	内生性成长
大同煤业	1326	2026	1522	2550	1765	16.0%	3120	2020	14.4%	内生性成长
金牛能源	1135	1167	1045	2600	2535	-	3025	2900	14.4%	考虑了本次增发资产收购
恒源煤电	340	416	416	1100	1100	164.4%	1240	1240	12.7%	考虑了本次增发资产收购
中国神华	15800	18570	16930	21100	19000	12.2%	23400	21160	11.4%	内生性成长
潞安环能	2041	2577	2470	2760	2680	8.5%	3070	2970	10.8%	内生性成长
国投新集	1010	1181	1181	1400	1400	18.5%	1550	1550	10.7%	2011 年产量有爆发性增长
兖州煤业	3564	3608	3580	3550	3520	-1.7%	3880	3850	9.4%	没有考虑收购澳洲煤矿
中煤能源	8327	9149	8686	10850	10360	19.3%	11500	11000	6.2%	内生性成长
平煤天安	2440	2870	2870	3500	3500	22.0%	3740	3600	2.9%	考虑了本次增发资产收购
国阳新能	1287	1774	1680	1760	1660	-1.2%	1800	1690	1.8%	没有考虑资产收购
兰花科创	510	549	680	540	684	0.6%	540	684	0.0%	
上海能源	780	780	780	780	780	0.0%	780	780	0.0%	
开滦股份	751	750	750	750	750	0.0%	750	750	0.0%	没有考虑资产收购

资料来源：公司公告，长城证券研究所

风险提示

最大的投资风险是经济继续复苏的步伐低于预期，导致煤炭需求从 8 月份高点出现较大回落。特别是焦煤下游一旦形成量价齐跌的趋势，焦煤价格回调幅度可能超出预期。

其次，市场有传闻国家可能下调上网电价，这对动力煤和电力都将是同样的打击，这可能拖累动力煤价格向下调整，但我们认为下调电价的概率比较小。

第三，资源税改革是个一致未变的话题，临近年底，政策出台的预期越来越强烈。尽管市场早有预期，我们的业绩预测也都考虑了上调影响，但出台之时仍将对整个煤炭板块产生较大负面影响。

最后是大盘回落的系统性风险，短期调整的可能性还是较大。

表 4、主要煤炭上市企业盈利预测及评级

代码	股票名称	前一收盘价 (元)	EPS (元)			PE			PB	投资评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010		
601088	中国神华	31.94	1.34	1.62	1.78	23.9	19.7	17.9	4.1	推荐
000937	金牛能源	32.75	2.49	1.80	2.25	13.1	18.2	14.6	4.2	推荐
600188	兖州煤业	17.91	1.32	0.81	0.99	13.6	22.1	18.1	3.3	推荐
600395	盘江股份	24.74	1.08	0.98	1.38	23.0	25.2	17.9	5.6	推荐
000983	西山煤电	33.20	1.44	1.17	1.72	23.1	28.4	19.3	8.6	推荐
601898	中煤能源	12.06	0.52	0.58	0.65	23.2	20.8	18.6	2.4	谨慎推荐
601666	平煤股份	28.35	2.48	1.42	1.65	11.5	20.0	17.2	5.1	谨慎推荐
600348	国阳新能	39.20	1.51	1.75	1.70	26.0	22.4	23.1	7.6	谨慎推荐
601918	国投新集	14.98	0.65	0.63	0.75	23.0	23.8	20.0	4.7	谨慎推荐
600123	兰花科创	37.23	2.45	2.21	2.36	15.2	16.8	15.8	4.5	谨慎推荐
600971	恒源煤电	29.55	1.62	1.51	1.65	18.2	19.6	17.9	3.6	谨慎推荐
600997	开滦股份	23.54	1.46	0.73	0.85	16.1	32.2	27.7	6.4	谨慎推荐
601699	潞安环能	40.87	2.48	1.98	2.14	16.5	20.6	19.1	5.8	谨慎推荐
600508	上海能源	21.10	1.54	1.20	1.35	13.7	17.6	15.6	3.6	谨慎推荐
000933	神火股份	26.06	2.30	1.14	1.71	11.3	22.9	15.2	6.4	谨慎推荐
601001	大同煤业	39.05	2.40	1.80	2.00	16.3	21.7	19.5	4.5	谨慎推荐

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，近三年煤炭行业研究经历。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。