



依然震荡向上

煤炭行业全年供需紧平衡，动力煤前紧后松，焦煤全年偏紧

我们对煤炭行业全年供需的判断是基本平衡，动力煤前略紧后略松，焦煤全年供给依然偏紧张；在供需基本平衡以及紧缩调控政策宏观背景下，煤炭股全年将表现为政策松紧下估值的上下波动，但煤炭股的业绩今年仍会增长，因此全年煤炭股基本走势将是宽幅震荡向上；

二季度依然震荡向上，行业估值下限有望抬升至 18 倍 PE

在过去一个季度中，煤炭股于 2 月份筑底，并在 3 月份中下旬开始出现一轮急涨行情，煤炭行业自身的估值水平已经由最低的 15PE 上升到目前接近 20PE，并在再次出现的调控政策预期下转而出现小幅下跌；在基于二季度宏观经济形势判断下和不会出现严厉调控政策的基本判断下，我们认为二季度煤炭股的底线估值水平将由一季度的 15PE 抬升到 17-18 倍左右，目前来看煤炭股的估值下降空间是有限的；

目前经济形势并不具备出现 15 倍之下的极端估值

实际上，我们自 3 月初以来推荐煤炭股的核心理由也是基于估值见底的判断，15 倍的估值水平在经济恢复期已经很低了。而煤炭股低于 15PE 的估值水平在 2000 年以来出现过 2 次，第一次是 05-06 年，第二次是 08 年年底，前者由于漫漫熊市中心度和资金的极度缺失，后者由于全球性金融危机，显然目前的宏观条件不具备支持 15 倍以下的极端估值水平的出现；

一季度估值修复 20%后，二季度煤炭股将调整后再向上

在前期上涨 20%估值修复后，煤炭股进入了从估值修复到业绩推动的中间阶段；之所以称之为中间阶段是由于现在依然看不到上市公司业绩上调的条件，而在仅由估值修复推动的行情中也极易受到政策的打压/预期而休整。我们认为，煤炭股在消化政策利空之后，依然会震荡向上。

上市公司业绩依然增长将对股价形成有利支撑

我们前期调研了部分上市公司，部分公司业绩有一定下调风险，但这并非来自于行业因素，而是由公司自身经营情况决定，部分公司的产量可能会低于预期，但仍会增长；盈利的增长将对股价形成强有力的支撑；

继续推荐有资产注入预期以及焦煤公司

基于以上判断，我们认为今年煤炭股机会仍是波段性的。重点推荐有资产注入预期和估值优势的公司：国阳新能、开滦股份、兰花科创、大同煤业、中国神华；继续推荐焦煤：西山煤电、冀中能源；关注重组潜力股：红阳能源。

煤炭采选业

维持

增持

李俊松

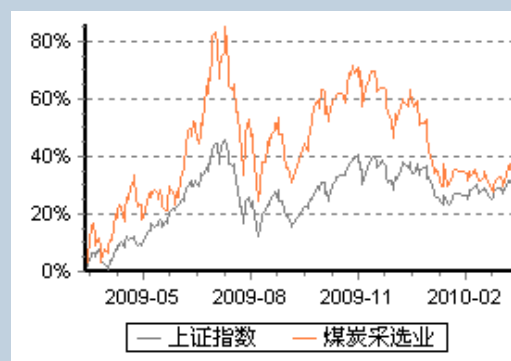
lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

发布日期：2010 年 04 月 22 日

股价表现



相关研究报告

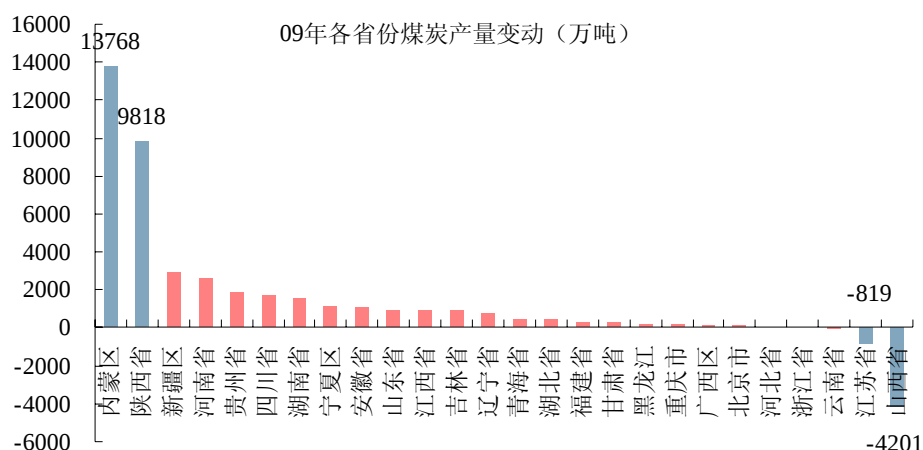
2009 年 12 月 15 日 2010 年煤炭行业投资策略：《供需紧平衡，价格仍上涨》



煤炭行业 09 年回顾：政策刺激下的行业反转

2009 年我国共产原煤 30.5 亿吨，其中最大的增量来自内蒙、陕西，两者分别较 08 年增加了 1.4 亿吨和接近 1 亿吨水平，而山西由于煤炭资源整合使得其煤炭产量较上一年减少了 4201 万吨，其余省份基本保持平稳，但从地区来看，河南、新疆、贵州、四川等中西部地区增量明显，其他地区产量平稳。

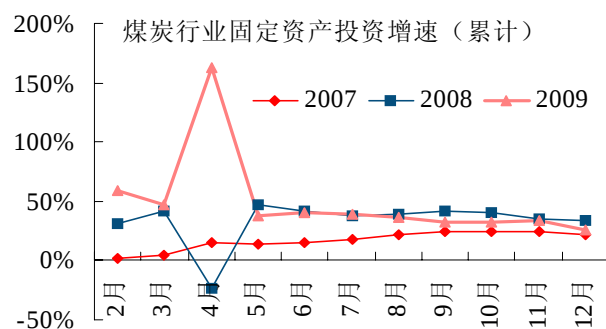
图 1：09 年煤炭产量变动



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

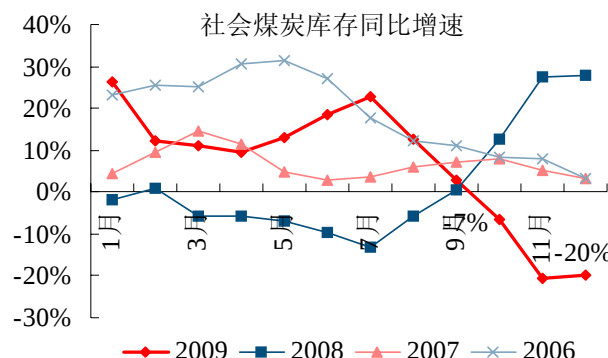
我国煤炭行业自 2002 年开始固定资产投资年年高速增长，从 2002 年的 112 亿元猛增到 2008 年的 2411 亿元，2009 年行业固定资产投资达到 3021 亿元，最近 3 年来，煤炭行业固定资产投资增速一直维持 30% 以上水平，固定资产投资的大幅增长也带来了煤炭产能的大幅增长，我国煤炭行业产能从 2002 年的 8.3 亿吨猛增到 08 年的 28.1 亿吨，2009 年达到 30.5 亿吨。

图 2：煤炭行业历年固定资产投资增速



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

图 3：煤炭社会库存变动

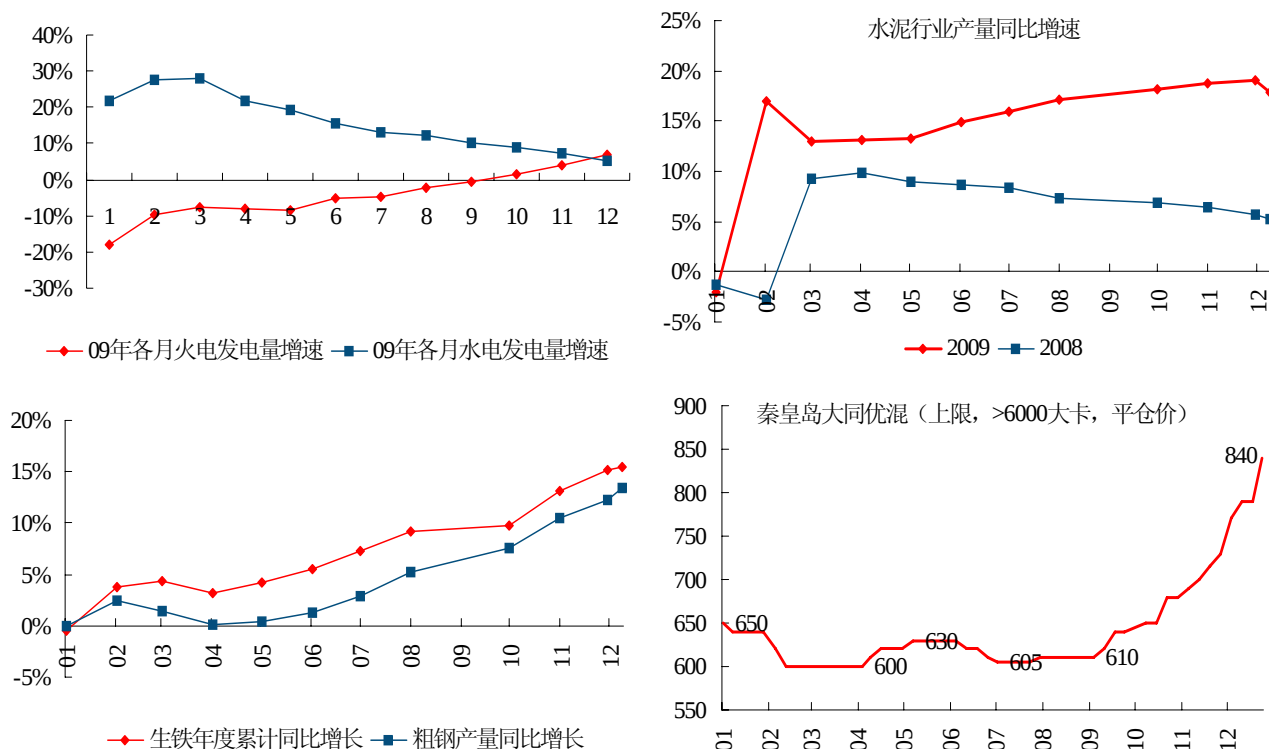


资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

09 年煤炭行业库存在下半年开始出现了持续回落，主要是由于下半年以来的干旱和经济持续回升带来的煤炭需求，在这种情况下，煤价也出现了一轮较高幅度的上涨，观察下游的需求发现，煤炭下游的钢铁、电力、化工等行业在 09 年持续回升。



图 4：煤炭行业下游需求与煤价回顾



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

对煤炭行业 2010 年的基本判断

维持煤炭行业全年紧平衡判断

山西省煤矿整合目前已经接近尾声，但我们预计产量不会大幅放量，主要是由于小煤矿整合的后续问题依然需要时间解决，技改后放量也需要一段时间，因此我们对 2010 年煤炭供需维持紧平衡的判断。按照我们在煤炭供需模型中的假设，我们认为煤炭行业 2010 年依然维持紧平衡。

利用固定资产投资与产能扩张之间的对应关系测算，煤炭行业 2010 年全年产量为 32.5 亿吨，而同期煤炭消耗量为 33.18 亿吨，净进口 8000 万吨，库存净增加 1000 万吨，供需基本平衡。在煤炭消耗结构中，冶金行业耗煤 5.8 亿吨，耗喷煤量 7000 万吨，化工行业耗煤 9700 万吨，建材行业耗煤 4.17 亿吨，火电消耗 16 亿吨电煤。但由于供需季节性以及 09 年以来的干旱等因素，上半年煤炭供给偏紧，下半年逐渐偏松。



表 1: 煤炭行业供需分析

冶金行业	2008	2009	2010E	2011E
粗钢产量	49790	56784	62560	68226
产量增速	2.1%	14.0%	10.2%	9.1%
钢铁行业耗煤量	46126	53287	58181	62768
耗煤量同比增速	-0.2%	15.5%	9.2%	7.9%
生铁耗喷煤量	5645	6395	7045	7683
生铁耗喷煤量增速	0.2%	13.3%	10.2%	9.1%
建材行业	2008	2009	2010E	2011E
水泥产量	138285	162898	182446	195034
水泥产量增速	2.4%	17.8%	12.0%	6.9%
水泥行业耗煤量	31933	37467	41750	44630
化工行业	2008	2009	2010E	2011E
合成氨产量	5015	5166	5424	5695
产量增速	-2.7%	3.0%	5.0%	5.0%
化肥行业耗煤量	8991	9244	9706	10191
电力行业	2008	2009	2010E	2011E
火电发电量(亿千瓦时)	27743	29814	32796	35747
火电发电量增速	3.9%	7.5%	10.0%	9.0%
火电耗煤量(万吨)	136501	146090	160699	175162

资料来源: 煤炭资源网, 中信建投证券研究发展部

表 2: 煤炭行业供需分析

合计	2008	2009	2010E	2011E
四大耗煤行业合计	223551	252482	277380	300434
四大行业耗煤量增速	2.4%	12.9%	9.9%	8.3%
其他行业耗煤量	50449	49518	54470	59372
全国煤炭产量	271583	304989	325336	368143
社会库存变动	4160	(3814)	1016	668
进出口净增量	(503)	10344	8000	5000
全国煤炭总供给	266920	319146	332320	372476
全国煤炭消费量	274000	302000	331850	359806
煤炭消费量增速	5.9%	10.2%	9.9%	8.4%
供给模型	2008	2009	2010E	2011E
煤炭行业投资(亿元)	2411	3021	3263	3426
净新增产能(亿吨)	2.3	2.6	2.5	3.3
年末产能(亿吨)	28.1	30.7	33.2	37.2
产量(亿吨)	27.2	30.5	32.5	36.8
产能利用率	97%	99%	98%	99%
增速	7.6%	12.3%	6.7%	13.2%

资料来源: 煤炭资源网, 中信建投证券研究发展部

分省市来看, 08 年山西整合后, 90 万吨以上矿井 197 座, 30-60 万吨矿井 699 座, 30 万吨以下矿井 1701 座; 09 年整合后的山西矿井个数由 2600 座减少到 1053 座, 70% 的矿井生产规模达到 90 万吨以上, 30 万吨以下煤矿全部淘汰。受煤矿整合较大的地方集体企业 09 年较 08 年减少 7537 万吨煤, 较 07 年减少近 5000 万吨, 小煤矿在整合之前有加大挖煤冲动, 煤矿整合减少产量约在 7500 万吨。我们测算整合后如果山西煤矿全面复产, 最保守估计产能在 8 亿吨以上。而 08 年全省矿井产能估计在 7.1 亿吨, 产能至少较整合前增加约 1 亿吨产能。根据小煤矿复产进度, 我们测算 10 年山西煤炭产量超 7 亿吨。

表 3: 山西各大集团煤炭产量

公司名称	07 年产量(万吨)	08 年产量(万吨)	09 年产量(万吨)	产量变动(万吨)
大同集团	6550	6891	7450	560
焦煤集团	7237	8029	8026	-3
阳泉集团	3303	3729	4346	617
潞安集团	3578	3488	4181	693
晋城集团	3221	3744	4261	517
省监管局	843	574	530	-44
地方全民企业	10702	11618	12227	609
地方集体企业	16657	19110.9	11574	-7537
中直企业	7704	8393	9057	664
全省合计	59796	65577	61653	-3124

资料来源: 煤炭资源网, 中信建投证券研究发展部

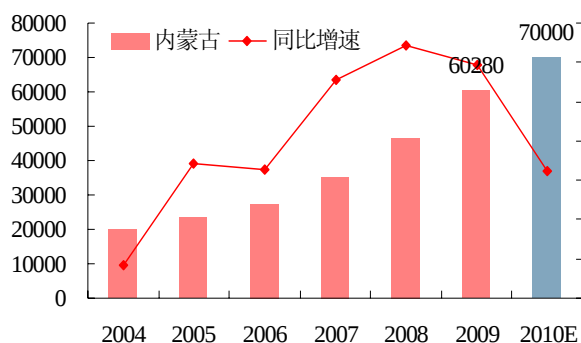
09 年底内蒙有煤矿 501 座, 单井产能在 100 万吨以上。2009 年内蒙古新建煤矿竣工投产 26 个, 新增生产能力 13520 万吨, 平均单井(矿)生产能力 520 万吨/年; 整合技改煤矿完成技改工程 150 处, 净增生产能力 3100 万吨;

2009 年末内蒙尚有在建未投产煤矿产能 6880 万吨, 平均矿井生产能力超过 120 万吨/年; 核准 9 个新建煤矿项目, 设计生产能力 6350 万吨/年, 其中: 露天煤矿 4 个, 设计生产能力 3350 万吨/年, 平均单矿生产能力



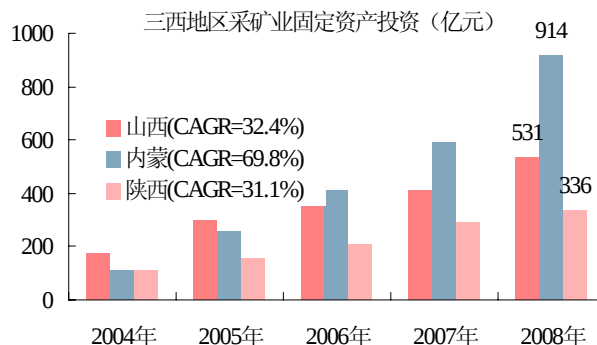
837 万吨/年；井工煤矿 5 个，设计生产能力 3000 万吨 / 年，平均单井生产能力 600 万吨/年。我们测算内蒙 2010 年可新增煤炭产量 1 亿吨，产量达到 7 亿吨。

图 5：内蒙煤炭产量



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

图 6：三西地区固定资产投资增速

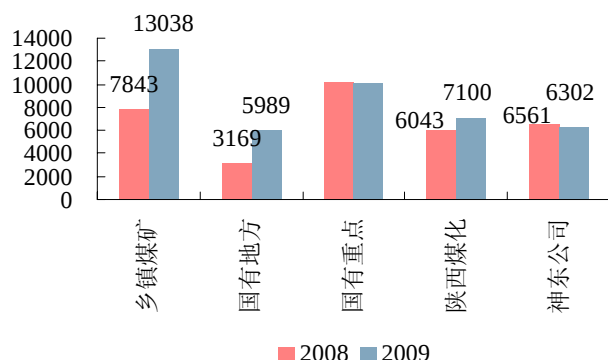


资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

陕西省煤矿企业兼并重组整合换发采矿许可证工作于 09 年 10 月份开始，全省资源整合保留煤矿 1064 个。陕西乡镇、地方煤矿自 09 年开始放量增长，陕西 09 年 7800 万吨增量中有 5194 万吨来自乡镇煤矿，国有煤矿基本与 08 年持平。2010 年 1 至 2 月，全省累计生产原煤 4118.37 万吨，同比增加 2131.18 万吨，增长 107.25%。其中省属煤矿产量 3402.97 万吨，同比增加 2380.79 万吨，增长 232.91%。神东公司在陕煤矿产量 715.40 万吨，同比减少 249.61 万吨，下降 25.87%。

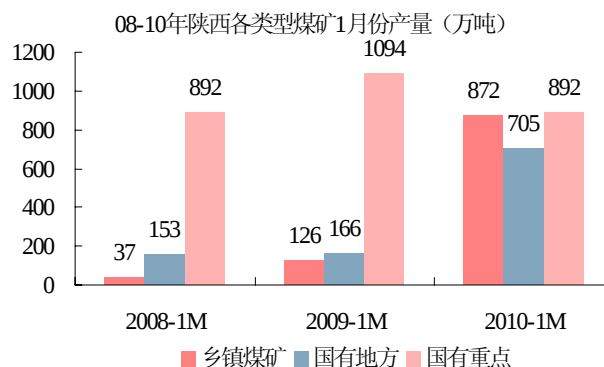
陕西这两年最主要的增量来自乡镇和地方煤矿的放量，国有重点矿产量变动不大。由于去年山西整合后造成山西很多煤炭企业去陕西买煤，使得陕西煤炭产量大幅增加。目前，限制陕西煤炭产量的主要因素是运力瓶颈，我们认为今年山西煤炭产量恢复之后，陕西的煤炭增量会大幅减少。

图 7：陕西地区各类型企业煤炭产量



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

图 8：陕西分性质企业 1 月份产量

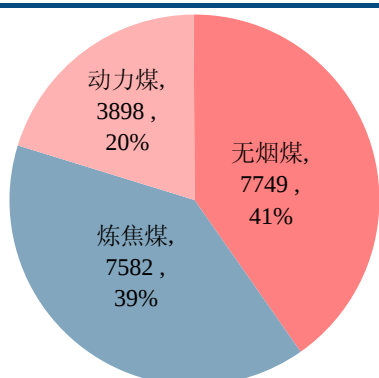


资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

河南省现有各类煤矿 793 处，平均规模不足 30 万吨，且有 670 处是小煤矿，占总数的 84.5%。《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》提出，到 2010 年底全省建成 3 个年产 5000 万吨的特大型煤炭企业；实现省骨干煤炭企业控制煤炭资源量占全省资源量的 95%以上、产量占全省总产量的 80%以上；省内煤炭企业数量减少到 70 家左右，单个矿井生产规模不低于 15 万吨/年。此次兼并的重点是全省年生产规模在 15—30 万吨的小煤矿。整个整合工作到 2011 年年中完成。我们测算河南省煤矿整合可能影响炼焦煤产能 3429 万吨；影响无烟煤产能 3600 万吨，按 50%炼焦煤用于钢铁行业，则河南煤矿整合可能影响钢铁行业焦煤供给约 1700 万吨。

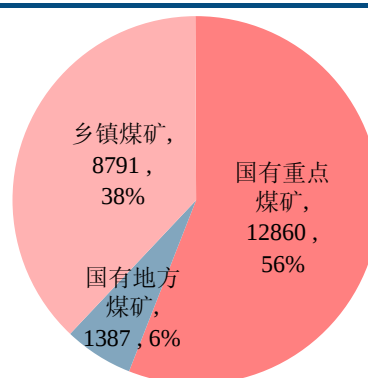


图 9：河南煤种结构



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

图 10：河南煤矿类型结构

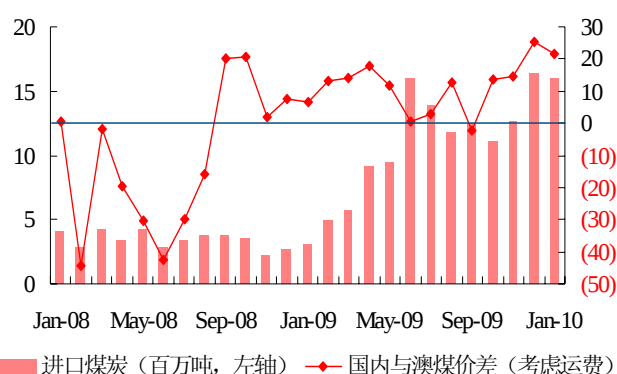


资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

国内外价差逐渐消失，今年进口缩量

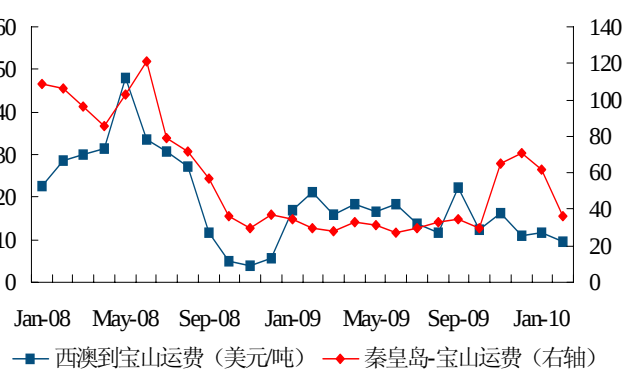
2009 年之前我国煤炭一直处于净出口，2006 年净出口 2542 万吨，07、08 年净出口维持在 500 万吨水平，自 08 年 10 月份开始，由于我国采取的煤矿整合措施有效抑制了供给放大，导致国内煤价下跌幅度远远低于国际煤价。以澳煤和我国秦皇岛煤比较，08 年 10 月份，澳煤价格在 99.5 美元/吨，同期我国秦皇岛煤价为 120 美元/吨，同期澳大利亚到上海宝山的运费仅仅为 4.97 美元/吨，如果算上入港杂费、相关税费等合计 50 元左右，按汇率 6.83，同期澳煤到上海价格仅仅为 114 美元/吨左右，较国内煤价便宜 40 元/吨。在这种价格倒挂情形下，我国用煤大户开始大批进口国际煤，随着 2 月份以来，国内航线运价大幅下降以及港口煤价开始季节性回调，国内外煤价差逐渐消失。秦皇岛港口动力煤价格较 1 月底的最高峰已回调 11%-21% 不等。国内航线运价在国际航线价格回调后 3 个月开始回落，目前较最高峰下跌了 44%-65% 不等。截至 3 月 19 日，澳煤到中国各港口主焦煤价格在 1600-1700 元/吨之间，国内主焦煤坑口价在 1400-1500 元之间，考虑到运费，国内、国际焦煤价格基本接轨；受此影响，2 月份中国煤炭进口量缩减为 925.4 万吨，其中炼焦煤 274 万吨。

图 11：煤炭进口量与国内外价差



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

图 12：煤炭国内外运费变动



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

2010 年进出口净额将较今年有所回落，主要考虑到国内外煤炭价差将收窄，尤其是炼焦煤，这将抑制煤炭进口量。国内炼焦煤资源主要集中在山西、山东、黑龙江等靠近东部省份，而这些区域增产幅度十分有限，加上还有煤矿整合的压力，将对炼焦煤供给产生一定压力，炼焦煤将更依赖进口，这样国内外煤价差将不会太大。而国际上，作为炼焦煤主要供应商的澳大利亚增产幅度也不会很大，加上全球经济复苏亚太地区国家和欧洲国家对炼焦煤需求将进一步提高，增加炼焦煤的需求。

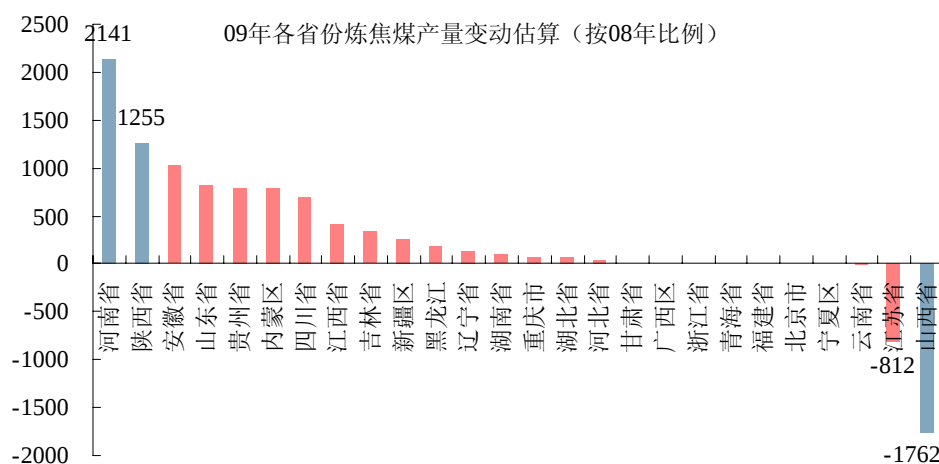


炼焦煤：2010 年依然偏紧

受运输条件、煤质和保证电煤供应等因素影响，炼焦煤中每年大约仅有 45%-50% 用于钢铁行业消费，09 年全年炼焦煤增量为 6521 万吨，用于钢铁行业的为 2934-3260 万吨；09 年钢铁行业消耗炼焦煤约 5.28 亿吨（不算喷吹煤），较 08 年增加了 6683 万吨。这其中 3000 多万吨缺口由进口来满足，09 年净进口炼焦煤 3379 万吨，占增量需求的 50%。

09 年炼焦煤供给最大的增量来自河南和陕西，安徽、贵州、山东次之，山西和江苏炼焦煤供给出现了 1762 万吨及 812 万吨的减少。山西煤炭整合造成了炼焦煤供给的紧张，也造成了国内煤炭价格回调幅度低于国际煤价。

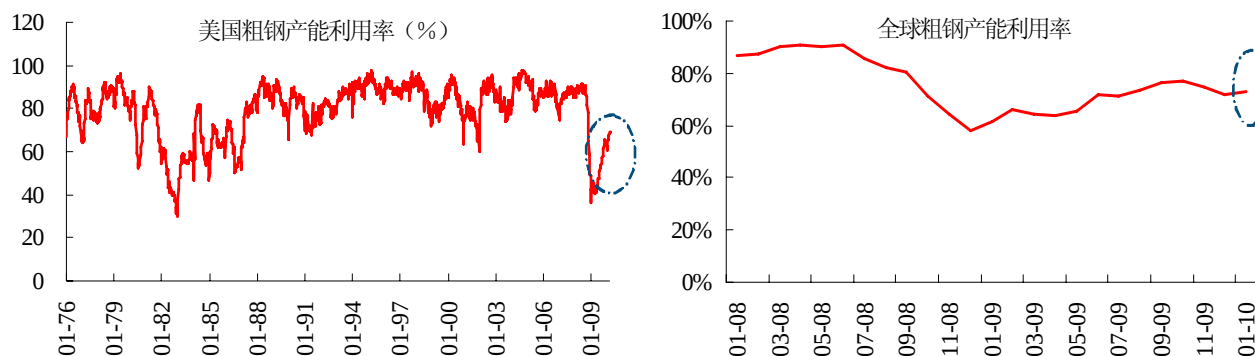
图 13：各省 09 年炼焦煤产量变动估算

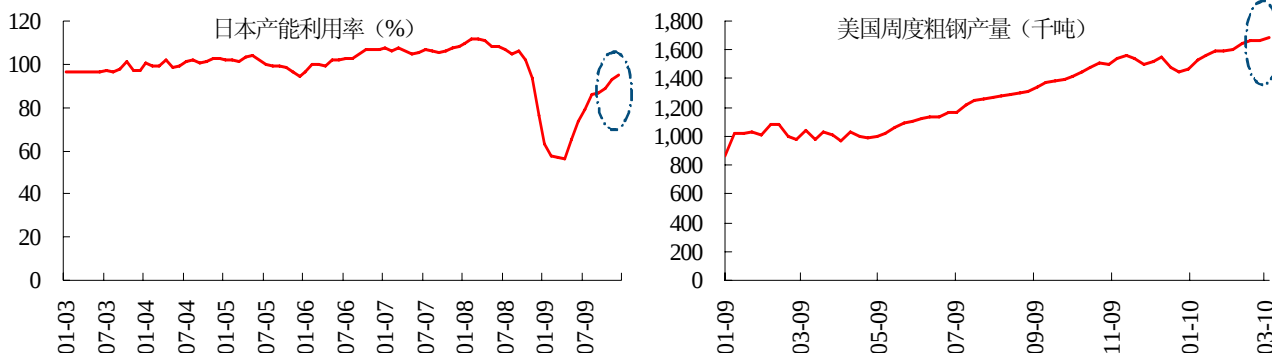


资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

从全球来看，炼焦煤下游的钢铁行业目前产能利用率依然有较大提升空间，全球产能利用率目前在 70% 左右，低于金融危机之前的接近 90% 产能利用率，美国的产能利用率也尚未恢复到金融危机之前，目前约在 60% 附近，而历史常态在 85% 左右，日本钢铁企业产能利用率恢复较为迅速，但仍未达到历史常态。

图 14：全球钢铁产能利用率





资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

我们测算 09 年新增炼焦煤需求约 6000 万吨，山西可贡献 1887 万吨，陕西可贡献 600-700 万吨，安徽 500-600 万吨，山东 400-500 万吨，内蒙 500-600 万吨，河南 500 万吨左右（考虑到煤矿整合，仍有不确定性），其他净贡献 1000 万吨。总体测算新增需求中仍有约 500 万吨左右需要进口，则 10 年需要进口冶金煤将攀升至 3800-3900 万吨左右。炼焦煤供给依然紧俏。

表 4：冶金行业 2010 年煤炭需求

冶金行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
生铁产量（万吨）	24998	32731	40540	46692	46831	54375	60175	64815
生铁产量增速	24.5%	30.9%	23.9%	15.2%	0.3%	16.1%	10.7%	7.7%
粗钢产能（万吨）	35694	43169	49467	61013	66000	71200	78200	82200
粗钢产量	26930	34806	42146	48763	49790	56784	63342	68226
产能利用率	75.4%	80.6%	85.2%	79.9%	75.4%	79.8%	81.0%	83.0%
产量增速	22.8%	29.2%	21.1%	15.7%	2.1%	14.0%	11.5%	7.7%
主要假设参数：								
生铁产量/粗钢产量	0.93	0.94	0.96	0.96	0.94	0.96	0.95	0.95
焦比	0.70	0.70	0.69	0.70	0.69	0.69	0.69	0.69
吨粗钢耗喷煤量	0.11	0.11	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11
钢铁行业耗煤量	24848	32594	39276	46219	46126	53287	59441	64024
耗煤量同比增速	27.9%	31.2%	20.5%	17.7%	-0.2%	15.5%	11.5%	7.7%
吨钢耗煤量				0.95	0.93	0.94	0.94	0.94
生铁耗喷煤量	3022	3965	4850	5633	5645	6395	7133	7683
生铁耗喷煤量增速	24.5%	31.2%	22.3%	16.2%	0.2%	13.3%	11.5%	7.7%

资料来源：中信建投证券研究发展部

动力煤：全年基本平衡，但上半年需求更加旺盛

中电联 1 月 26 日发布的 2009-2010 年度全国电力供需与经济运行形势分析预测报告预计，今年电力消费同比增长 9%，达到 39700 亿千瓦小时左右。1-2 月累计用电量增速为 25.95%，其中火电 26.8%，水电 7.2%，2 月份单月发电量同比降低 13.6%，同期火电增长 13.6%。

按上半年火电发电量增速 10% 保守测算，10 年上半年火电发电量约在 14731 亿千瓦小时左右，由此测算上半年耗原煤约为 7.22 亿吨；而上半年电煤供应可能仅为 7.08 亿吨。由于南方旱情以及去年基数效应，全年火电将呈现“前高后低”走势，水电呈现“前低后高”走势，替代需求将加大上半年电煤供给紧张局势。



我国自 2002 年开始的重工业化和城镇化进程加快；重工业化使得我国火电增速对 GDP 弹性系数波动性明显加大。其中枯水年份的 02、03 年，06 和 07 年消耗弹性系数更大。10 年 1 月份重工业耗电贡献耗电量增量比重超过 70%。

考虑到我国正从 08、09 年金融危机中走出，以及 09 年下半年以来至今仍偏枯水，我们认为 10 年火电消耗弹性系数恢复至大于 1 的可能性非常大，温总理在《政府工作报告》中提出 10 年 GDP 保 8 目标，我们测算增速有望达到 10%，乐观预测可达到 12%。

图 15：煤炭行业上半年发电量占比及弹性系数

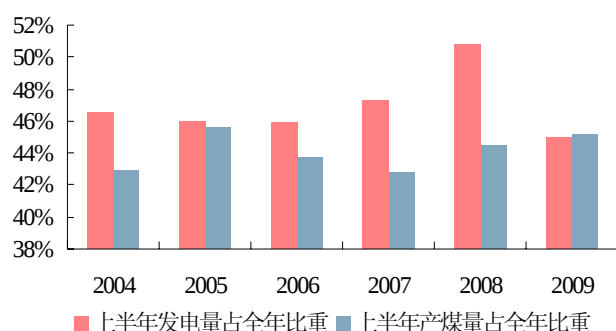
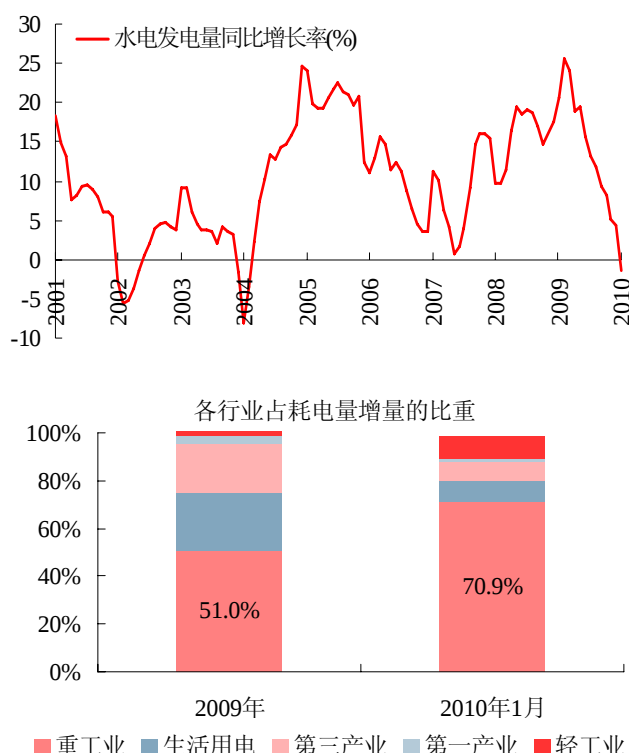


图 16：火电发电量及各行业耗电比例



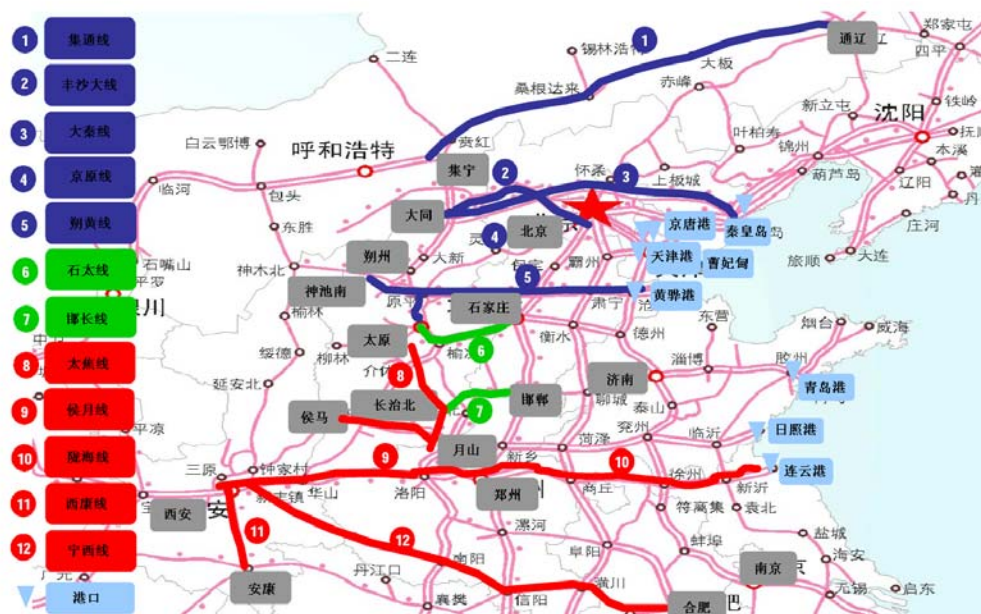
资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

运力依然紧张，新增运力基本被新增产量消化

我国煤炭运输主要通过铁路运输，2008 年我国铁路运输煤炭 13.4 亿吨，占同期煤炭产量的 49.5%。“铁路+水路”联运的方式已经成为我国煤炭长距离运输的最主要方式，而输往东北、京津冀、华中地区主要依靠铁路运输，去往东南沿海主要依靠“铁路+水运”方式。联运系统主要有大秦线、丰沙大线、集通线和神朔黄线组成的北通道；石太线、邯长线组成的中通道；太焦线、侯月线、陇海线、西康线和宁西线组成的南通道，加上与上述三条通道连接的“北方七港”：秦皇岛港、天津港、京唐港、黄骅港、青岛港、日照港、连云港。北通道，主要运输大同、平朔、准格尔、河保偏、神府、东胜、乌达、海勃湾等矿区和宁夏的煤炭，在秦皇岛、天津港下水；中通道主要运输西山、阳泉、晋中和吕梁地区的炼焦煤和无烟煤，以及潞安、晋城和阳泉等矿区的煤炭，在青岛港下海；南通道则主要是日照港、连云港。

图 17：我国煤炭运输的主要铁路线



资料来源：UBS，铁道部，中信建投证券研究发展部

北通道铁路运输扩张：大秦线进行 4 亿吨牵引供电、集疏运配套扩能改造后，2008 年运输煤炭量达到 3.4 亿吨，09 年大约运输煤炭 3.3 亿吨，2010 年达到 4 亿吨；朔黄线扩能改造后，有望在 2010 年形成 2 亿吨运输能力，朔黄线 09 年煤炭运输量有望达到 1.42 亿吨；京原线电气化改造后，可实现太原北、石景山南机车交路贯通，提高列车牵引质量，运输能力有望从 1700 万/年提高到 2700 万吨/年。由此计算北通道合计新增运能 1.38 亿吨，共有运能 7 亿吨。

表 5：各煤运通道产能扩张情况

各通道运能（亿吨）	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	新增运能
北通道				4.2		5.6	5.68	7.02	1.34
集通线				0.1		0.2	0.15	0.15	0.00
丰沙大线				0.4		0.6	0.60	0.60	0.00
大秦线	1.2	1.5	2.0	2.5	3.0	3.4	3.30	4.00	0.70
朔黄线	0.7	0.7	0.9	1.1	1.3	1.2	1.43	2.00	0.57
京原线				0.1		0.2	0.20	0.27	0.07
中通道				1.5		1.7	1.70	2.00	0.30
石太线	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.9	0.90	1.20	0.30
邯长线				0.8	0.8	0.8	0.80	0.80	0.00
南通道				1.8		1.9	1.90	2.30	0.40
太焦线				0.7	0.7	0.7	0.70	0.80	0.10
侯月线	0.5	0.5	1.0	1.1	1.2	1.2	1.20	1.50	0.30

资料来源：中信建投证券研究发展部

中路通道铁路运输扩张：石太线 3000 万吨、太焦线 900 万吨，合计新增运能 3900 万吨/年，共 3.1 亿吨/年。其中石太线已于 09 年 4 月 1 日改造完成，释放 3000 万吨货运能力。

南通道铁路运输扩张：为缓解山西能源输出省铁路运能不能适应运量需求的局面，铁道部作出对侯月线



增流的重大决策。计划对侯西线实施复线及电气化改造。将侯西、侯月、新(乡)焦(作)、新(乡)石(石臼所)线建成类似于大秦铁路大能力、高标准的重载煤运主通道,输送能力达到 15000 万吨以上。南同蒲线扩能改造:为更好地发挥侯月线大通道作用、完成侯月线增流及今后运能储备的任务,将南同蒲线到发线延长至 1050 米,南同蒲线改造后的设计能力 8000 万吨,提高 1500 万吨。到 2010 年完成南同蒲线榆次西~侯马北段电气化改造和南同蒲线东镇~华山 171 公里增建二线和电气化改造。改造完成后,南通道综合外运能力由 10000 万吨提高到 1.5 亿吨,新增运能 5000 万吨。

煤炭行业二季度依然震荡向上

长期视角下的煤炭需求：依然强劲

石油作为世界主要的能源品种,其价格对其他能源品种的价格具有很强的影响力。从历史上看,虽然石油价格在过去 30 年中波动的幅度要远远大于煤炭价格,但是总体趋势来看,煤炭、石油价格基本上遵循着同涨同跌这一规律。

煤炭作为石油主要的替代能源,其在全球消耗的比重往往随着石油价格的攀升,其需求量开始增大。我们对全球过去 60 年的历史数据研究发现,煤炭占全球能源消耗比重和油价基本遵循着对数指数关系,而且当石油价格突破 20 美元之上时,煤炭需求开始稳步增加,其在全球能源消耗比重将有所提高。

图 18: 长期视角下的煤炭需求—油价与煤炭需求分析

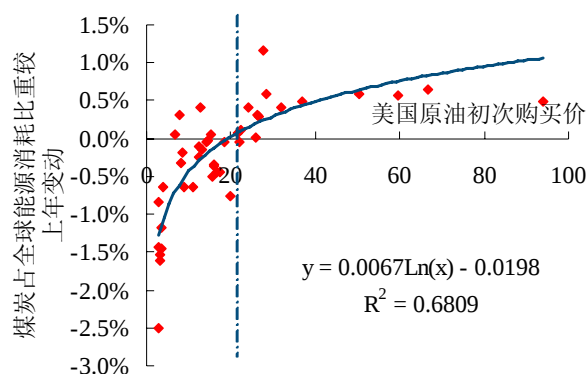
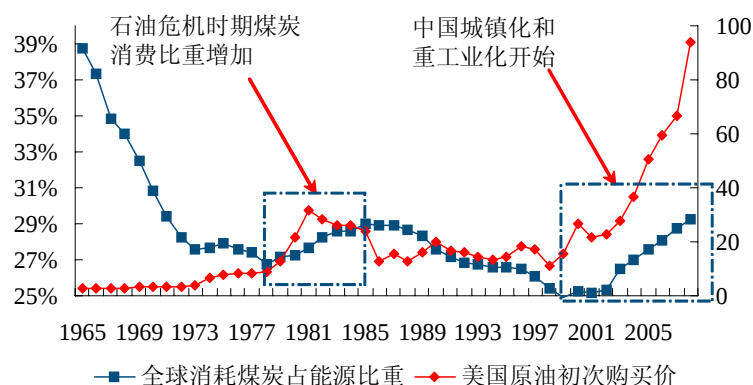
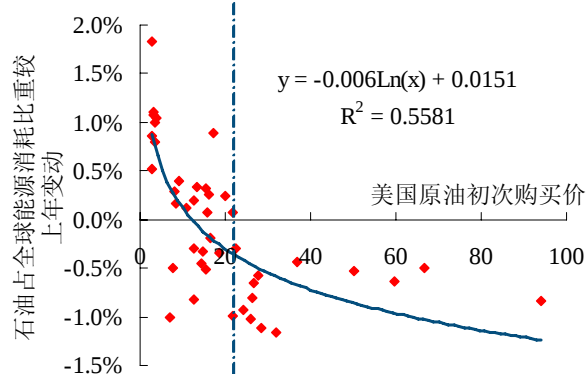


图 19: 长期视角下的煤炭需求—油价与煤炭需求分析



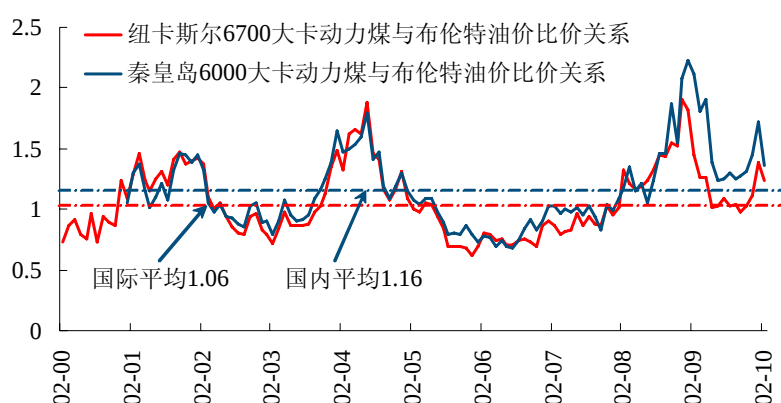
资料来源: CEIC, 中信建投证券研究发展部

同样的道理,石油消耗在石油价格突破 20 美元之上时,其在全球能源消耗占比往往有所下降。因此,我们

认为目前的相对高油价将对全球煤炭需求构成支撑，部分由于高油价而转化来的煤炭需求将支撑煤炭需求。新兴国家的崛起而带来的对相对低廉的煤炭资源需求是煤炭价格的重要支撑力量。

从煤价和油价简单比价关系来看，秦皇岛 6000 大卡动力煤 FOB 价格与布伦特原油价格在 2 月中仅略高于历史平均，08、09 年由于山西整合带来的影响，使得国内煤价回调幅度小于国际煤价，国内煤价与油价比价关系回调到历史均值上方后即开始反弹。在经过 3 月份以来的国内煤价回调以后，我们认为未来煤价回调的空间已十分有限，预计未来煤价仍有上涨空间；即使在 08 年全球性金融危机时刻，国际煤价与原油比价关系下调幅度也仅仅是在历史均值附近。因此，价格回调空间已不大。

图 20：油价与煤价的简单比价关系

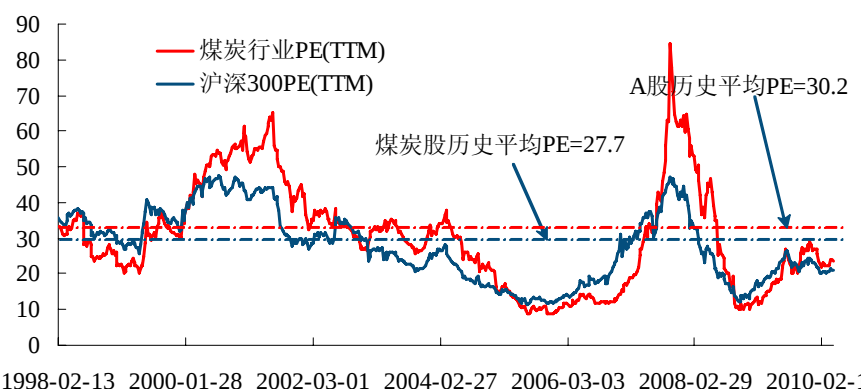


资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

继续关注通胀和煤炭股的估值优势

在过去一个季度中，煤炭股于 2 月份筑底，并在 3 月份中下旬开始出现一轮急涨行情，煤炭行业自身的估值水平已经由最低的 15PE 上升到目前接近 20PE，并在再次出现的调控政策预期下转而出现小幅下跌；在基于二季度宏观经济形势判断下和不会出现严厉调控政策的基本判断下，我们认为二季度煤炭股的底限估值水平将由一季度的 15PE 抬升到 17-18 倍左右，目前来看煤炭股的估值下降空间是有限的；

图 21：沪深 300PE 与煤炭行业 TTM PE 比较



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

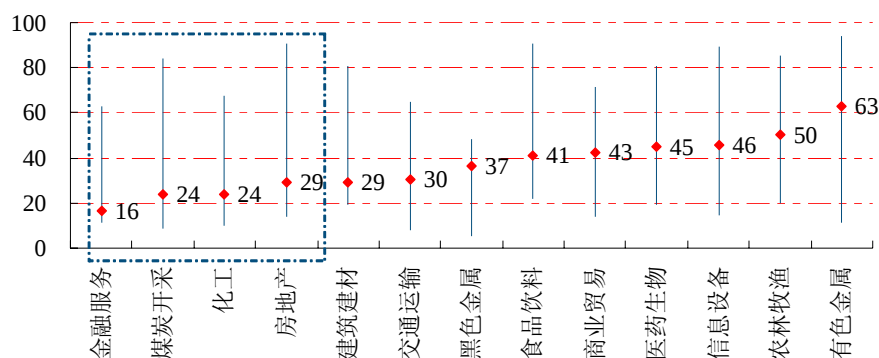
我们自 3 月初以来推荐煤炭股的核心理由也是基于估值见底的判断，15 倍的估值水平在经济恢复期已经很



低了。而煤炭股低于 15PE 的估值水平在 2000 年以来出现过 2 次，第一次是 05-06 年，第二次是 08 年年底，前者由于漫漫熊市中信心和资金的极度缺失，后者由于全球性金融危机，显然目前的宏观条件不具备支持 15 倍以下的极端估值水平的出现。

基于我们对煤炭行业全年供需基本平衡的判断，在供需基本平衡以及紧缩调控政策宏观背景下，煤炭股全年将表现为政策松紧下估值的上下波动，但煤炭股的业绩今年仍会增长，因此全年煤炭股基本走势将是宽幅震荡向上；

图 22：煤炭行业估值水平与其他行业比较



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

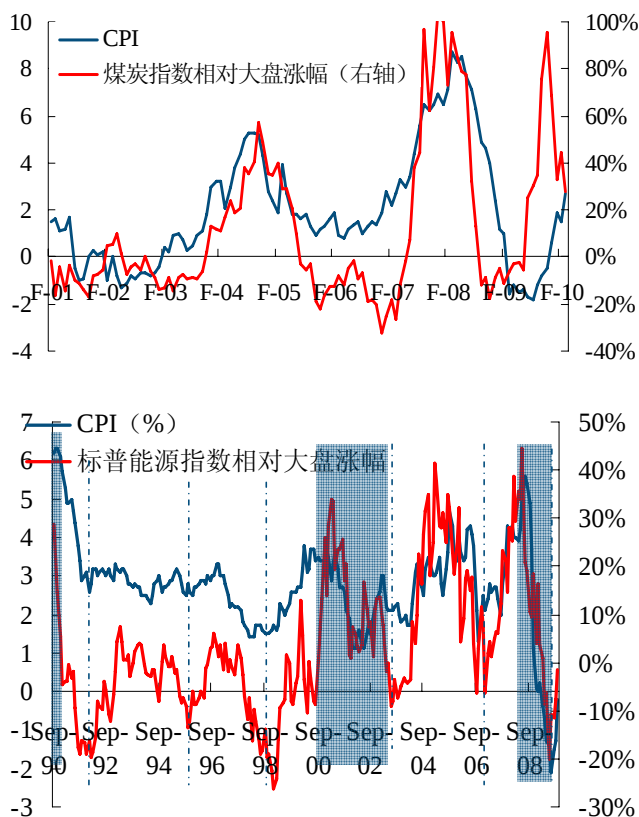
通胀走势对煤炭股投资价值具有相当的启示意义。我们对美国过去 20 年来能源指数相对大盘走势与 CPI 走势分析表明，物价见顶回落或者见底回升与煤炭股相对大盘走势基本相同。时间点上，CPI 启动与煤炭股启动不没有明显的领先指标关系，有时煤炭股启动要早于 CPI 启动，而有时 CPI 启动则早于煤炭股，但可以肯定的是在物价的一个上升周期中，煤炭股毫无意外的也处于上升周期中。

我们对 A 股煤炭指数与大盘的关系做的分析也表明了这一关系的成立。自 2001 年以来，我国经历了四次煤炭上涨周期，第一次是在 02 年，当时 CPI 处于下行周期中，这次煤炭上涨周期持续时间短，相对涨幅小；第二次是在 03 年-05 年，这一次 CPI 先于煤炭股上升，煤炭股真正启动是在 03 年上半年，而 CPI 早在 02 年底就见底回升；第三次是在 06 年，当时煤炭股相对大盘走出 W 低后，与 06 年底开始一轮相对涨幅超过 100% 的上涨周期，这一次 CPI 开始上涨起始于 06 年下半年；第四次煤炭上涨周期是从 09 年年初开始的，并且持续到今天，这一次是煤炭股早于 CPI 启动，煤炭股于 08 年底开始上涨，而 CPI 真正见底则在 09 年上半年。

政策转变后煤炭股估值下降后只是阶段性现象：自上调存款准备金率为标志的本轮宏观政策转向以来，包括煤炭股在内的周期类板块经历了流动性收紧预期下的估值下移过程；历史上看，这种复苏进程中政策转向带来的估值下移过程在 02-03，05-06 年都存在，是市场对调控初期的合理反应。我们认为本轮估值下移仅仅是一个插曲，随着二季度经济的逐渐恢复，煤炭股的配置优势逐渐显现。

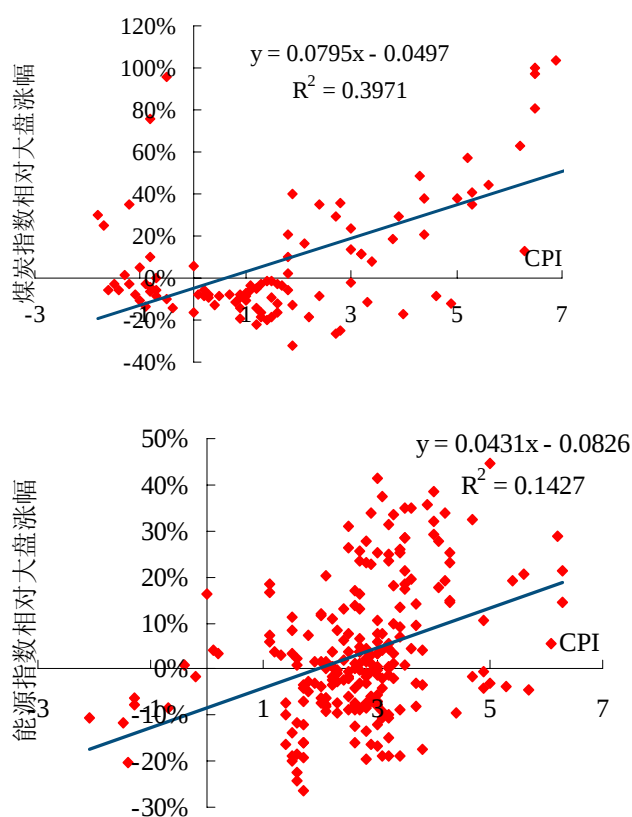


图 23：通胀对煤炭等能源股估值水平的推升作用



资料来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 24：通胀对煤炭等能源股估值水平的推升作用



资料来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

盈利依然向上将对股价构成强力支撑

从上市公司业绩来看, 2010 年上市公司业绩依然确定性增长, 虽然部分公司盈利下调的风险, 但这并非来自于行业基本面, 而是由公司自身经营情况决定, 部分公司的产量可能会低于预期, 业绩的增长将使得煤炭股的股价不会出现大幅下跌的风险。

图 25：上市公司盈利预测与股价

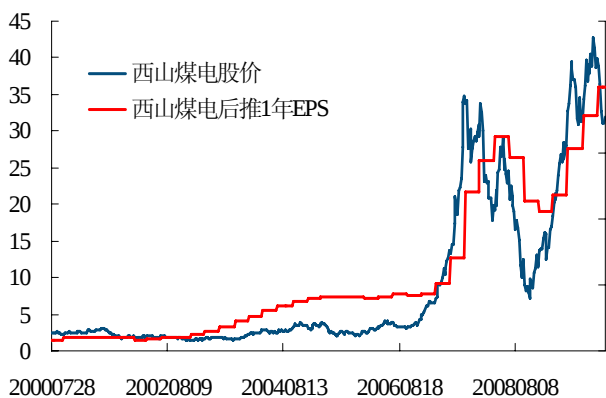


图 26：上市公司盈利预测与股价





资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

关注整合上市和资产注入预期——国阳新能

国阳新能在山西五大集团中整体上市进程最快, 阳煤集团目前新建+改扩建+整合矿+现有产能达到 1.6 亿吨, 未来外延式增长空间巨大; 增资天泰引入信达资产, 信达资产利益得以补偿, 未来整体上市将更为顺利; 今年仍有可能注入煤矿。预计 10 年 EPS2.44 元, 目前 PE 仅 17 倍, 给予公司买入评级。

表 6: 国阳新能业绩预测

单位: 万吨	2007A	2008H	2008A	2009H	2009E	2010E	2011E
煤炭产量	1287	697	1774	932	1900	2720	2800
收购母公司煤炭量	1561	739	1873	1025	2100	1680	1700
煤炭销量	2973	1561	3633	1914	4000	4400	4500
其中: 洗块煤	424	209	435	234	489	538	550
喷粉煤	362	200	396	218	456	501	513
末煤	2120	1120	2737	1403	2932	3225	3299
煤泥	66	32	65	59	123	136	139
煤炭综合价格	322	392	439	442	452	475	489
收购母公司煤炭价格	323	384	378	409	410	435	435
煤炭业务收入	9563	6184	15959	8468	18097	20902	22018
煤炭业务毛利率	17.9%	17.8%	23.9%	20.1%	20.3%	23.6%	24.7%
吨煤成本 (元/吨)	264	326	334	354	360	363	368
营业收入	10776	7040	17033	9290	19287	22154	23330
营业成本	8492	5802	13153	7491	15478	17081	17725
毛利率	21.2%	17.6%	22.8%	19.4%	19.7%	22.9%	24.0%
归属于母公司净利润	792	484	1455	876	1758	2344	2592
EPS	0.82	0.503	1.51	0.91	1.83	2.44	2.69

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

关注整合上市和资产注入预期——开滦股份

集团资产注入可能在下半年启动, 可能注入的资产是本部现有的几个煤矿。集团目前拥有煤炭可采储量 17.84 亿吨。此外, 集团在内蒙古拥有 6.9 亿多吨的探矿权, 在新疆有 46 亿多吨的探矿权。虽然集团资产庞大, 但负担很重, 08 年集团提取的管理费用高达 26.7 亿, 而毛利仅 56.15 亿, 在册职工人数 67296 人, 2008 年集团净利润仅为 3.07 亿。

公司现有焦炭产能 550 万吨, 其中迁安中化煤化工 330 万吨, 三期 110 万吨在试生产, 中润煤化工 220 万



吨，二期 09 年中期投产。公司的煤焦油、甲醇、纯苯已经开始盈利，煤化工业务整体盈利能力开始回升。公司联手义棠煤业，成为介休整合主体，接受约 987 万吨产能，将来扩大到 1410 万吨，公司权益产能 338 万吨，按吨煤 110 元净利润计算，完全达产后可增加 EPS0.3 元。

不考虑资产注入预计 10 年 EPS0.82 元，如果集团采用股份+现金注入方式，假设 2/3（约 60 亿）发行股份，1/3（约 30 亿）通过自身和发债解决，按 20 元增发价，注入本部矿后应 10 年 EPS1.62 元，对应 PE13 倍。

表 7：开滦股份业绩预测

集团本部煤矿	煤种	权益	可采储	投产时间	产量
林南仓矿业分公司	气煤		1.06	1985	>100
荆各庄矿业分公司	气煤		0.48	1979	<100 赵各庄选煤厂
东欢坨矿业分公司	气煤		1.18	2001	150, 300万续建
唐山矿业分公司	1/3焦煤		1.32	1878	>400 唐山矿选煤厂
钱家营矿业分公司	肥煤		1.70	1988	>550 钱家营选煤厂
开滦（集团）赵各庄矿业有限公司	肥煤	100.0%	0.37	1908	已破产，但仍在出煤
唐山开滦林西矿业有限公司	焦煤	34.0%	0.50	1902	已破产，但仍在出煤
开滦（集团）蔚州矿业有限责任公司	长焰煤	36.0%	9.14		980
河北蔚州能源综合开发有限公司	长焰煤	50.0%	10.86	持有蔚州矿业30%股权	
内蒙古开滦投资有限公司	不粘结	100%			2950
新疆地区矿井	煤种	权益	69.55		1740

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

关注低估值的行业龙头——中国神华

2009 年公司生产商品煤 210.3 百万吨，同比增加 2460 万吨，增长 13.2%。

表 8：中国神华业绩预测

煤炭销量细分（百万吨）	2008A	2009A	2010E	2011E
长约合同销量	163.9	171.6	188.8	203.9
现货市场销量	47.6	69.1	86.4	99.3
出口	21.2	13.6	14.3	14.9
合计销量	232.7	254.3	289.4	318.0
销量综合均价	378.6	387.9	413.5	430.9
煤炭收入（内部抵消后）	75215	85754	103089	118452
毛利率	26.3%	26.3%	28.8%	29.6%
电力业务分部	2008A	2009A	2010E	2011E
总售电量（亿千瓦时）	901	974	1163	1303
收入合计（内部抵消后）	29886	33407	40241	45714
毛利率	27.2%	29.8%	28.3%	28.5%
铁路业务分部	2008A	2009A	2010E	2011E
收入（百万元，内部抵消后）	1950	2003	2223	2446
毛利率	61.9%	62.6%	68.0%	69.0%
港口业务分部	2008A	2009A	2010E	2011E
收入（百万元，内部抵消后）	82	148	160	168
毛利率	39.6%	35.8%	38.0%	38.0%
营业收入（内部抵消后）	107133	121312	145713	166780
毛利率	49.5%	49.3%	50.0%	51.0%
归属母公司净利润	26588	30276	36214	41380.7
EPS	1.34	1.52	1.82	2.08

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

主要增产量来自：1）锦界能源同比增加 500 万吨，达到 1270 万吨，主要是由于锦界能源公司 09 年疏通了



外运铁路瓶颈，产能得到大幅释放；2）哈尔乌素分公司同比增加 750 万吨，达到 1410 万吨。09 年哈尔乌素露天矿和配套的洗煤厂、设备维修中心等主要生产系统顺利完工，公司加快产能释放进度，未来使准格尔矿区建成亿吨级矿区。3）布尔台矿同比增加 410 万吨，达到 940 万吨；这三者共占据增量的 67%。此外，柳塔矿、补连塔、唐公沟矿均通过技术改进，提高了产量。未来主要增量来自现有矿区改造和新矿区初期开发，布尔台、哈尔乌素、锦界、黄玉川以及准格尔矿区改造是新增产量的主要来源。

公司一季度生产原煤 6000 万吨，同比增加 7%，完成年度计划 25%（按照计划完成 24%就算完成全年指标了）。销售 7000 万吨，同比增长 20%，完成全年计划的 26%。发电量 300 亿千瓦时，同比增长 50%，完成全年计划的 25%，实现协调增长。综合来看，今年一季度好于历年一季度完成情况。预测 2010 年公司营业收入 1457.13 亿元，同比增加 20.1%；净利润 362.14 亿，折合 EPS1.82 元，目前股价对应 10 年 EPS15 倍，估值具备优势，给予买入评级。

关注业绩改善空间大，风险较小——兰花科创

公司现有煤矿产能已无扩张空间，未来最大的三个看点在于亚美大宁煤矿股权问题的解决、公司整合山西地区小煤矿资源情况以及尿素产品价格回升带来的减亏。从我们此次调研情况来看，现阶段最大的期待点还是后两个因素，目前尿素产品需求依然不旺，国内尿素产能过剩现象依然存在，由于南方旱情影响播种带来的尿素旺季不旺现象影响了尿素价格，使得公司尿素业务回暖预期减弱，目前唯一亮点在于公司整合煤炭资源较为顺利，但面临资金瓶颈，但需要注意的是焦煤资源将是公司业绩的潜在增长点。

表 9：兰花科创业绩预测

单位：万吨/百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	营业收入	5616	5990	6364	7271
动力煤产量	50	110	150		毛利率	41.8%	42.4%	43.6%	43.3%
权益净利润（百万元）	23	54	79		吨煤费用及附加	157	172	177	183
折合EPS	0.04	0.09	0.14		投资净收益	425	488	499	449
焦煤产量	150	320	540		明细：亚美大宁收入(36%)	2342	2589	2665	2744
权益净利润（百万元）	45	202	421		产量	400	400	400	400
折合EPS	0.08	0.35	0.74		吨煤价格	585	647	666	686
无烟煤产量	559	567	587	647	完全成本	249	260	270	270
无烟煤销量	582	567	587	647	亚美大宁税后净利润	1177	1355	1387	1248
无烟煤均价（元/吨）	620	679	690	700	贡献净利润	424	488	499	449
煤炭产品收入	3605	3849	4050	4529	折合EPS	0.74	0.85	0.87	0.79
煤炭产品成本	1405	1418	1497	1682	营业利润	1686	1871	2044	2188
吨煤成本（元/吨）	242	250	255	260	归属于母公司	1271	1438	1543	1631
毛利率	61.0%	63.2%	63.0%	62.9%	本部现有资产EPS	2.22	2.52	2.70	2.85
尿素销量（万吨）	143	145	145	160	在建矿公司EPS		0.12	0.45	0.88
尿素价格（元/吨）	1600	1600	1650	1700	EPS		2.64	3.15	3.73
化肥板块收入	3439	3570	3743	4170	股本	571.2	571.2	571.2	571.2

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

我们测算兰花朔州动力煤 2010-2012 年将贡献 EPS0.04、0.09、0.14 元；焦煤资源将贡献 EPS0.08、0.35、0.74；本部现有煤矿和尿素业务将合计贡献 2.52、2.7、2.85 元，其中尿素业务今年暂时看不到扭亏迹象，09 年拖累 EPS0.62 元，预计今年将减亏。基于估值优势，维持对公司买入评级，建议关注公司煤炭整合资源进展、尿素业务回暖以及可能的融资需求。

高弹性高成长炼焦煤——西山煤电



预计公司一季度本部生产原煤 327 万吨，兴县生产 212 万吨，共 539 万吨原煤，其中西铭矿 88.2 万吨，西曲矿 85.5 万吨，镇城底矿 50.3 万吨，马兰矿 103.4 万吨，兴县矿 211.6 万吨。兴县项目由于 1000 万吨工作面支架工作不稳定，造成达产时间拖后，预计 5、6 月份兴县项目可大量出煤，同时早期投产的 500 万吨工作面今年仍贡献 500-600 万吨原煤，维持对兴县项目全年 1500 万吨原煤的预期；公司目前的价格在 1 月份上调之后暂时未动，按此价格估算一季度公司业绩约为 0.38 元，全年 EPS 为 1.73 元。

表 10：西山煤电业绩预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
煤炭产量（万吨）	1619	1856	2850	3600
煤炭销量（万吨）	1617	1780	2320	2860
兴县项目				
煤炭产量		581	1500	2000
气精煤产量			260	700
洗混煤产量			780	900
原煤产量			200	
煤炭销售价格（元/吨）	740	609	678	667
兴县项目煤炭价格				
综合平均价格			331	449
煤炭收入合计	11965	10835	15737	19079
煤炭业务成本合计	6094	5801	6899	7699
毛利率	49.1%	46.5%	56.2%	59.6%
煤炭业务成本（元/吨）	377	326	297	269
兴县项目成本（元/吨）			140	150
兴县项目成本			2100	3000
兴县项目毛利率			57.7%	66.6%
营业收入	13255	12337	17471	20813
营业成本	6432	7026	8296	9096
毛利率	51.5%	43.1%	52.5%	56.3%
吨煤费用及附加	123	117	122	120
归属于母公司净利润	3489	2230	4202	5464
EPS	1.44	0.92	1.73	2.25

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

估值低，精煤比例高——冀中能源

公司 09 年销售 2590 万吨商品煤，其中洗精煤 1308 万吨，但仅销售洗精煤 1085 万吨，与我们预测的 1317 万吨精煤销量差了 222 万吨，这是公司 EPS 偏离我们之前测算 1.46 元的主要原因；化工业务 09 年收入 21.44 亿元，较 08 年的 7.15 亿大幅提升，主要是报告期内公司持股 50%的金牛天铁煤焦化有限公司投产，增加了收入 9.95 亿。公司化工业务并表后毛利率大幅下降，从中报并表前的 19.3%下降到 5.3%，主要是由于金牛化工股份（30.29%，有实际控制力）和天铁焦化公司均亏损，报告期内化工业务整体亏损 8700 万，仅 20 万吨甲醇项目盈利了 1200 万元；

公司还准备以段王煤化公司为主体整合附近的 6 个煤矿，分别为天泰、泰祥、北河坡、友众、宗艾和平安煤炭，整合完成后将分别持有这几个公司 80%、100%、100%、51%、51%（宗艾煤矿是友众煤炭的全资子公司，按权益计算公司持有 51%股权）和 51%，其中天泰为贫煤，2010 年技改至 90 万吨，泰祥煤矿蕴藏 767.5 万吨焦煤和 619.4 万吨贫煤，产能仅 15 万吨，北河坡 21 万吨，正在进行 30 万吨技改，友众煤矿有 45 万吨产能，宗艾煤矿有 21 万吨产能，平安煤矿为贫煤，有 90 万吨产能，加上邢北煤矿的 30 万吨，共有 330 万吨产能。这些资产公司净投入 3.43 亿元。同时，公司还准备收购国投邢台能源（隶属国投煤炭公司）100%股权，下属资产有



40 万吨气肥煤产能（西庞煤矿）以及邢东热电厂（1.44 亿度发电量，60 万吨热产量），收购价为 2.6 亿，该煤矿资源储量较少，盈利能力也不佳。

10 年和 11 年的增量主要来自（1）东庞矿井技术改造，可新增产能 220 万吨；（2）段王煤化（76%）90 万吨技改为 180 万吨，新增 90 万吨，天泰煤业（80%）18 万吨技改为 90 万吨，新增 72 万吨；（3）注入资产中峰峰集团下几个煤矿可新增 200 万吨。由此可累计新增产能 500 万吨左右。预测 2010 年产量可达到 3000 万吨。

公司 1 月份产量本部+资产注入差不多能到 300 万吨。目前公司精煤价格是 1200 多元（含税价），精煤比例高使得公司业绩弹性非常大，预计 10 年 EPS2.25 元，PE16 倍，给予买入评级。

表 11：冀中能源业绩预测

	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010E	2011E
商品煤（万吨）	937	517	967		2590	3000	3200
商品煤综合售价（元/吨）	427	647	748	630	640	691	710
煤炭收入（百万元，内部扣除后）	4252	3418	7549	3222	16566	20742	22720
吨煤成本（元/吨）	250	350	323		445	449	454
毛利率（%）	44.9%	47.2%	58.6%	43.4%	31.3%	35.1%	36.1%
建材收入（百万元，内部扣除后）	723	382	758	260	710	850	900
毛利率（%）	18.1%	19.7%	15.3%		7.4%	10.0%	10.0%
化工业务收入（百万元，内部扣除后）	0	165	715	637	2144	2500	2700
毛利率（%）			-5.9%	19.3%	5.3%	8.0%	8.0%
营业收入	5302	4482	9276	4881	20246	25842	28070
毛利率	39.8%	38.4%	49.2%	30.8%	26.7%	29.5%	30.5%
吨煤费用及附加	111	116	153		117	128	130
归属于母公司净利润	695	806	1964	583	1606	2603	3034
EPS			1.70		1.39	2.25	2.62

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资产重组，潜力股——红阳能源

大股东股改时承诺在适合时间注入优质资产，可能注入红阳能源煤研石热电厂（2*30 万千瓦），也可能是沈煤下属的煤矿资产，目前红阳能源主要资产是总装机容量 48MW 热电厂。

表 12：沈煤集团主要经营情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2008	2009
原煤产量（万吨）		598	910	1100	1340	1080	1107
其中：沈阳矿区						660	662
盛隆公司						420	445
收入（亿元）	12	13	22	32	33	86	103
其中：沈阳矿区						75	90
盛隆公司						11	13
企业效益（亿元）	(0.1)	0.0	0.2	0.2	0.6	7.2	7.9
其中：沈阳矿区						6	6
盛隆公司						1	2
净利润率	-1%	0%	1%	1%	2%	8%	8%

资料来源：中信建投证券研究发展部

我们判断：不能排除沈煤集团借助红阳能源整体上市的可能。首先：如果集团单独 IPO 则无法解决与红阳大量关联交易问题；第二：集团目前连股份公司都没有成立，IPO 时间将过长，借壳上市将是集团实现快速上



市的最便捷途径；第三：目前红阳能源董事长与沈煤集团董事长为同一个人，此外总经理和财务总监均为沈煤集团委派，无法保证红阳能源的独立性。

假设不注入煤炭资产而是煤矸石热电厂，那么目前 13 元股价依然不高。简单测算，现有上市公司 48MW 净利润为 2100 万，则注入的 600MW 净利润应在 2.5 亿左右（假设关联交易继续存在），由此测算市值应在 50-60 亿之间，按 600MW30 亿净资产，增发 2 亿股计算，注入后总股本 3.66 亿，股价应在 16 元附近。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

李俊松，煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。