



证券研究报告·行业动态

年报及一季报综述：分化延续，焦煤喷吹类公司表现最好

2010 年全年煤炭行业量价提升，业绩高增长

全年涨幅由高到低的煤种分别为喷吹煤、炼焦煤、动力煤与无烟煤，全年几何平均增幅分别为 17%、17%、10%与 4%。我们统计的 2010 年煤炭上市公司营业总收入与营业利润大幅上涨至 5192 亿元与 1124.15 亿元，同比增速分别为 34.4%与 30.4%。公司平均毛利率为 32.7%，净利率为 15.2%，ROE 为 21.9%，表现均好于 2009 年水平，同比上升 2.23%，5.97%与 8.375%。动力煤公司吨煤毛利平均为 208 元，同比增速为 28.4%；炼焦煤公司吨煤毛利平均为 308 元，同比增长 17.11%；无烟煤公司吨煤毛利平均为 311 元，同比上升 27.46%。

2011 年一季度继续向好，成本上涨压低毛利率

2011 年第一季度行业公司营业总收入同比上升 40.7%，净利润上升 18.2%，ROE 与 ROA 同比下降 9.4%与 0.8%。毛利率与净利率比较 2010 年同期有所下降，平均毛利率，净利率同比分别下降 6.1%与 12.8%，其原因主要是由于营业成本上升较快。

分公司看，山煤、神火量价增幅较大

分公司产量来看，西山煤电，兖州煤业，山煤国际 2010 年产量上升最为明显，上涨幅度分别达到 38.95%，36.09%与 33.11%。平庄能源，昊华能源煤炭产量较 2009 年有所下降。我们统计的上市公司全部产量为 71874 万吨，占全国总产量的 21%，增幅为 12.4%，上升幅度低于行业总水平。2010 年吨煤平均价格为 619 元，同比上升 18%；其中增长最快的前 5 位公司是山煤国际，冀中能源，神火股份，平庄能源与兖州煤业，涨幅分别为 48.45%，29.22%，28.5%，26.94%与 25.33%。

净利润增速：一季度延续分化态势

从净利润增速看，2010 年全年增速最快的分别为兖州煤业、神火股份、昊华能源，增速分别为 132.2%、92.9%、84.9%。2011 年一季度昊华能源增速最快，达到 94.5%，其次为山煤国际，达到 91.1%。潞安、盘江利润增速分别为 36.1%、32.3%。煤气化、郑州煤电、神火股份一季度同比下降，幅度分别为 44.5%、44.5%、36.6%。大同煤业已连续 5 个季度业绩负增长，一季度同比下降 12.5%。

近期观点及重点公司推荐

我们维持在年度策略报告《逢低布局一季度，下半年进入中期反转》中的观点，继续提示上周周报中提出的短期海外流动性（关注近期美元走势）和国内通胀见顶回落的风险，但下半年仍可看好煤炭股。二季度继续推荐公司为中国神华、潞安环能和冀中能源。中期推荐成长股为“泰山组合”：永泰能源、山煤国际。

煤炭开采

维持评级

增持

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

联系人：张恒维

zhanghengwei@csc.com.cn

010-85156383

发布日期：2011 年 5 月 12 日

市场表现



相关研究报告

11.05.03	每周回顾及观点：全年仍看好，短期回调风险来自海外流动性和国内通胀见顶
11.04.25	煤炭价格数据周报：国内港口煤价上升，国际煤价继续小幅下调
11.04.11	煤炭价格数据周报：秦皇岛煤价上升，港口运价继续回调，国际煤价全面上涨



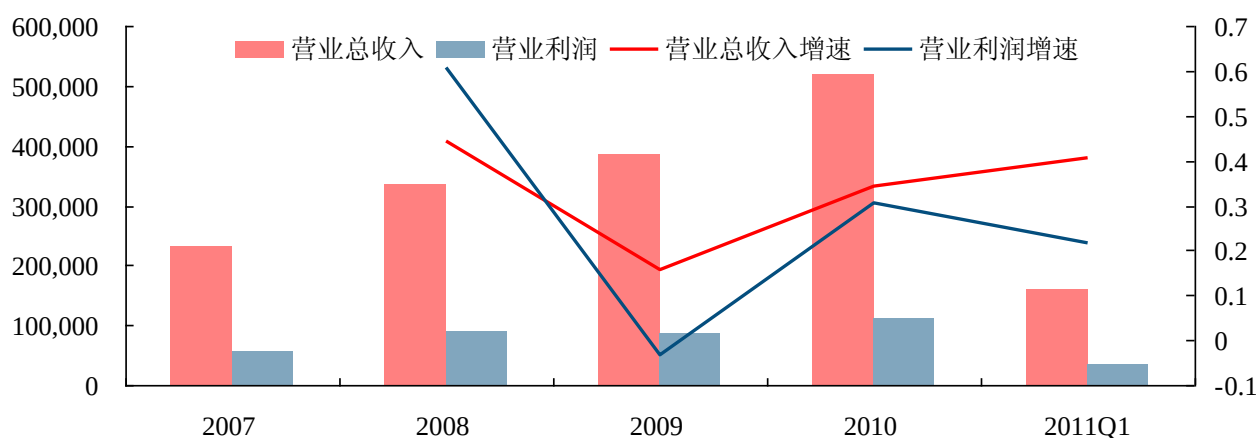
2010 年报总结：量价齐升，业绩高增长

2010 年全国煤炭总产量达到 341322.14 万吨，同比增速为 11.9%。与此同时，受国内交通运力的限制，区域和季节性偏紧情况依然存在，旺盛需求与趋紧的运输条件共同作用下，各地区煤炭价格也实现了稳步上升。总体来看，受益于经济基本面的复苏，煤炭行业 2010 年出现量价同升的利好局面。2010 年煤炭上市公司营业总收入与营业利润大幅上涨至 5192 亿元与 1124.15 亿元，同比增速分别为 34.4%与 30.4%。公司平均毛利率为 32.7%，净利率为 15.2%，ROE 为 21.9%，表现均好于 2009 年水平。

表格 1：煤炭行业整体业绩表现

	2009 年	同比增速	2010 年	同比增速
营业总收入	386271	15.60%	519218	34.40%
营业总成本	301421	22.70%	407904	35.30%
其他经营收益	1369	169%	1101	-20.00%
营业利润	86220	-3.10%	112415	30.40%
利润总额	86229	-1.90%	112458	30.40%
净利润	66538	-2.40%	87023	30.80%
归属于母公司的净利润	60493	-4.20%	79449	31.30%
净资产收益率 ROE(%)	21.5	-30.9%	22.2	3.25%

图表 1：行业营业收入与营业利润变化及增速（亿）

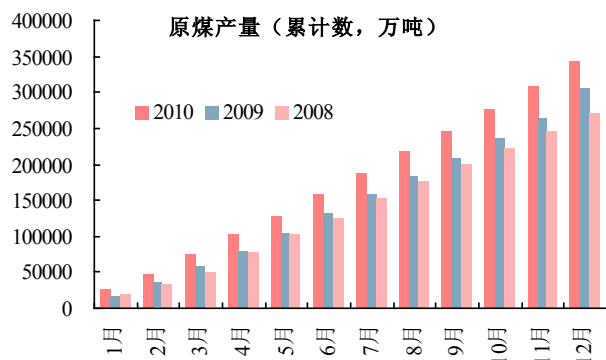


资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

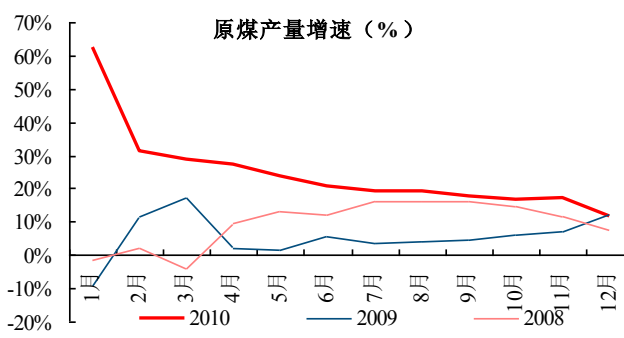
产销量齐升加大市场供给量

按煤炭资源网统计，2010 年全国原煤产量为 341322 万吨，同比上升 11.9%。其中上半年产量增长尤为明显，1~6 月份全国原煤产量达到 157714 万吨，同比提高 20.6%。上市公司中，西山煤电，兖州煤业，山煤国际煤炭产量上升最为明显，上涨幅度分别达到 38.95%，36.09%与 33.11%。国阳新能、中煤能源，国投新集，神火股份，盘江股份同比上涨也都超出 21%。平庄能源，昊华能源煤炭产量较 2009 年有所下降。上市公司全部产量为 61939 万吨，占全国总产量的 18%，增幅为 13.3%，上升幅度低于行业总水平。兖州煤业，昊华能源销量涨幅分别为 30.06%与 29.6%。神火股份，国投新集，山煤国际，西山煤电，中国神华销量同比上涨也都超过 15%。

图表 2：全国原煤产量



图表 3：全国原煤产量增速



表格 2：上市原煤产销量增速

		产量			销量		
		2009	2010	同比增速	2009	2010	同比增速
内蒙古	平庄能源	1005	962	-4.28%	1005	962	-4.28%
北京	昊华能源	513	500	-2.53%	544	705	29.60%
内蒙古	露天煤矿	4250	4243	-0.16%	4234	4245	0.26%
山西	兰花科创	559	577	3.22%	582	570	-2.06%
华东	上海能源	861	909	5.57%	861	909	5.57%
央企	中国神华	21200	22480	6.04%	25400	29300	15.35%
河南	平煤股份	3740	3981	6.44%	3560	3729	4.75%
河北	开滦股份	771	829	7.52%	771	829	7.52%
山西	国阳新能	2096	2621	25.00%	3953	4299	8.75%
山西	潞安环能	2997	3322	10.84%	2671	2990	11.94%
山西	大同煤业	2579	2929	16.32%	2177	2253	3.49%
河北	冀中能源	2590	3102	19.77%	1967	2276	15.17%
华东	国投新集	1253	1511	20.59%	1096	1331	21.44%
央企	中煤能源	10080	12253	21.56%	7897	8975	13.65%
河南	神火股份	572	711	24.30%	558	718	28.67%
贵州	盘江股份	931	1140	22.45%	705	753	6.81%
山西	山煤国际	456	607	33.11%	243	291	19.75%
华东	兖州煤业	3630	4940	36.09%	3816	4963	30.06%
山西	西山煤电	1856	2579	38.95%	1780	2111	18.60%
合计数		61939	70196	13.3%			

煤炭价格：行业煤价平均上涨 16%，无烟煤喷吹煤价格上涨幅度最大

2010 年煤炭价格涨幅结构与往年基本相同，国内各地煤价都有不同程度的增长。通过对上市公司所在地煤炭的价格的分析，全年涨幅由高到低的煤种分别为喷吹煤，炼焦煤。动力煤与无烟煤，全年几何平均增幅分别为 17%，17%，10%与 4%。

表格 3：上市公司所在地煤炭价格变化

煤炭种类			2009-12	2010-12	同比增速
潞安环能	喷吹煤	长治喷吹煤车板含税价（6000—6300 大卡）	800	1130	41.25%
	炼焦煤	山西长治襄垣瘦精煤车板含税价	920	1050	14.13%
	动力煤	山西长治县动力煤车板价	605	670	10.74%
国阳新能	无烟煤	阳泉无烟煤洗中块车板含税价（7000 大卡）	935	1180	26.20%
	喷吹煤	阳泉喷吹煤车板含税价（7200—7500 大卡）	820	1150	40.24%
兰花科创	无烟煤	晋城无烟中块煤车板含税价（6800 大卡）	885	1200	35.59%
	无烟煤	山西晋城末煤车板价	695	830	19.42%

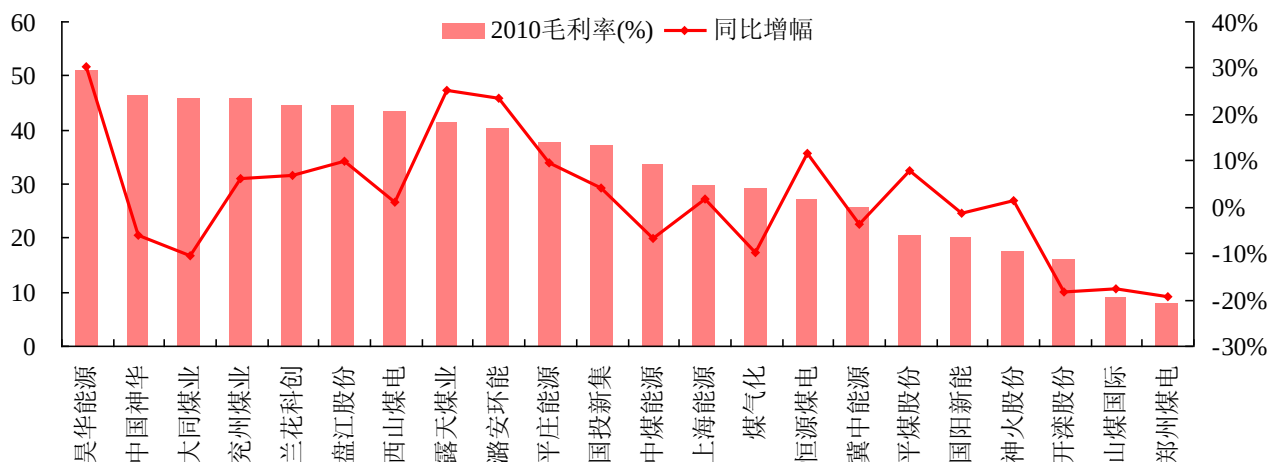


冀中能源	炼焦煤	邢台焦精煤出厂含税价	1250	1450	16.00%
西山煤电	炼焦煤	太原本部焦精煤车板价	1180	1365	15.68%
	炼焦煤	吕梁市柳林(兴县斜沟矿)4#焦煤车板价	1380	1525	10.51%
	炼焦煤	临汾焦煤车板价	1300	1550	19.23%
	炼焦煤	临汾 1/3 焦精煤车板价	1260	1400	11.11%
平煤股份	炼焦煤	平顶山地区主焦煤价格出厂含税价	1300	1550	19.23%
	动力煤	平顶山动力煤车板价	640	780	21.88%
盘江股份	炼焦煤	六盘水 1/3 焦精煤车板价	950	1150	21.05%
	动力煤	六盘水混煤车板价	550	625	13.64%
	炼焦煤	六盘水焦精煤(G86)出厂价	1080	1380	27.78%
昊华能源	无烟煤	北京无烟末煤车板价	790	950	20.25%
	动力煤	鄂尔多斯动力块煤坑口价	500	520	4.00%
永泰能源	炼焦煤	灵石 2#肥煤车板价	1330	1520	14.29%
	炼焦煤	灵石 9#肥煤车板价	1160	1300	12.07%
煤气化	炼焦煤	古交焦煤坑口价 (右轴)	640	680	6.25%
	焦炭	太原二级冶金焦出厂含税价	1650	1720	4.24%
	炼焦煤	临汾主焦精煤车板价	1260	1550	23.02%
	炼焦煤	临汾 1/3 焦精煤车板价	1240	1400	12.90%
大同煤业	动力煤	大同弱粘煤 6000 大卡不含税坑口价	460	520	13.04%
	动力煤	大同左云 6000 大卡动力煤车板价	645	655	1.55%
中煤能源	动力煤	朔州动力煤 (>5200 大卡) 车板含税价	525	570	8.57%
中国神华	动力煤	陕西神木矿区 6000 大卡烟煤末车板含税价	500	560	12.00%
恒源煤电	动力煤	宿州动力煤 4500 大卡车板含税价	530	630	18.87%
	炼焦煤	宿州 1/3 焦精煤车板价	1100	1400	27.27%
	动力煤	宿州烟煤出厂价	575	670	16.52%
国投新集	动力煤	淮南动力煤 5500 大卡含税车板价	765	820	7.19%
兖州煤业	动力煤	山东兖州动力块煤 6000 大卡车板含税价	800	980	22.50%
山煤国际	炼焦煤	长治郊区瘦精煤车板价	945	1080	14.29%
	动力煤	山西长治县动力煤车板价	605	670	10.74%
露天煤业	动力煤	霍林郭勒褐煤坑口价	175	200	14.29%
大有能源	动力煤	义马长焰煤车板价	500	540	8.00%
	动力煤	义马长焰块煤车板价	600	620	3.33%
安源股份	炼焦煤	萍乡 1/3 焦精煤车板价	1150	1350	17.39%
	炼焦煤	萍乡焦精煤车板价	1230	1480	20.33%
神火股份	无烟煤	永城无烟精煤车板含税价 (7000 大卡)	900	1100	22.22%
	炼焦煤	许昌瘦精煤车板价	1030	1150	11.65%
开滦股份	动力煤	开滦地区 4500 大卡动力煤出厂含税价	450	455	1.11%
	炼焦煤	开滦焦精煤出厂含税价	1200	1450	20.83%
	炼焦煤	肥精煤出厂含税价	1240	1480	19.35%
	炼焦煤	1/3 焦精煤出厂含税价	1080	1330	23.15%
	焦炭	唐山二级冶金焦出厂含税价	1780	1820	2.25%

资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

毛利率：无烟煤公司盈利最高，动力煤公司增长突出

2010 年上市公司整体毛利率为 32.68%，同比上升 2.23%。上市公司中，昊华能源，中国神华，大同煤业，兖州煤业，兰花科创，盘江股份，西山煤电，露天煤矿以及潞安环能的毛利率均超过 40%；平庄能源，国投新集，中煤能源，上海能源，煤气化，恒源煤电，冀中能源，平煤股份，国阳新能毛利率超过 20%。全年毛利率涨幅最高的公司是昊华能源，露天煤业，潞安环能与恒源煤电，涨幅分别为 30.02%，24.93%，23.34%与 11.54%。

图表 4：上市公司毛利率变化


资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

得益于煤炭价格的上涨，公司煤炭业务整体利润水平得到大幅提高。2010 年吨煤平均价格为 619 元，同比上升 18%；其中增长最快的前 5 位公司是山煤国际，冀中能源，神火股份，平庄能源与兖州煤业，涨幅分别为 48.45%，29.22%，28.5%，26.94%与 25.33%。分煤种来看，动力煤公司吨煤价格涨幅最大，平均增长 21.12%；炼焦煤公司吨煤价格涨幅其次，平均增长 16.09%；无烟煤公司吨煤平均价格增加 14.06%。另一方面，吨煤成本的增幅均低于收入增幅，2010 年上市公司吨煤平均成本为 357 元，增幅为 14%，其中增幅最大的公司是山煤国际，冀中能源与中煤能源，增幅分别为 81.05%，31.61%与 19.68%。在价格上升与成本减少的共同作用下，吨煤毛利水平得到显著提升，全年平均毛利为 263 元，同比上升 24%。按照煤种来看，动力煤公司吨煤毛利平均为 208 元，同比增速为 28.4%；炼焦煤公司吨煤毛利平均为 311 元，同比增长 18.25%；无烟煤公司吨煤毛利平均为 311 元，同比上升 27.46%。

表格 4：上市公司吨煤盈利

公司名称	吨煤价格			吨煤成本			吨煤毛利		
	2009	2010	2010 增速	2009	2010	2010 增速	2009	2010	2010 增速
动力煤公司									
大同煤业	433	457	5.6%	209	245	17.2%	224	212	-5.55%
中煤能源	427	483	13.11%	249	298	19.68%	178	185	3.93%
中国神华	387.9	430	10.85%	249	277	11.24%	139	153	10.15%
国投新集	426	498	16.90%	282	325	15.25%	144	173	20.14%
山煤国际	483	717	48.45%	153	277	81.05%	330	440	33.33%
露天煤业	113	131	15.93%	75	77	2.67%	38	54	42.11%
兖州煤业	529	663	25.33%	292	343	17.47%	237	320	35.02%
恒源煤电	518	623	20.37%	399	456	14.29%	119	217	82.35%
平庄能源	219	278	26.94%	167	165	-1.20%	52	113	117.31%
平均数	393	476	21.12%	231	274	18.61%	162	208	28.40%
炼焦煤公司									
开滦股份	1128	1251	10.90%	666	768	15.32%	462	483	4.55%
盘江股份	631	717	9.19%	373	396	2.95%	258	321	24.6%
潞安环能	541	643	18.82%	323	360	11.46%	218	263	20.64%
西山煤电	609	710	16.58%	326	363	11.35%	283	347	22.61%
冀中能源	842	1088	29.22%	579	762	31.61%	263	326	23.95%
平煤股份	422	488	15.64%	324	363	12.04%	98	125	27.55%
平均数	696	808	16.09%	433	500	15.47%	263	308	17.11%

无烟煤公司									
兰花科创	620	708	14.19%	242	275	13.64%	378	433	14.55%
上海能源	569	648	13.88%	343	389	13.41%	226	259	14.60%
国阳新能	440	489	11.34%	340	369	8.5%	100	120	20.00%
昊华能源	561	567	1.07%	341	278	-18.48%	220	289	31.36%
神火股份	621	798	28.50%	324	354	9.26%	297	444	49.49%
平均数	562	641	14.06%	318	329	3.46%	244	311	27.46%

资料来源：中信建投证券研究发展部

费用控制得当，公司净利润显著提升

2010 年上市公司平均营业费用占总收入比例下降到 2.96%，同比下降 9.4%。盘江股份，大同煤业，国阳新能，郑州煤电的营业费用占比分别较 2009 年水平下降 39.1%，22.6%，21.2%与 20.3%。增幅最大的公司包括平庄能源，兖州煤业与昊华能源，经营费用占比同比增加 154.8%，89.5%与 7.6%。管理费用方面，公司 2010 年平均占总收入比下降到 7.73%，同比下降 1.2%。管理费用降幅最大的公司包括山煤国际，兖州煤业与郑州煤电，降幅都超过 20%；中国神华，大同煤业，上海能源，恒源煤电降幅也都超过 10%。

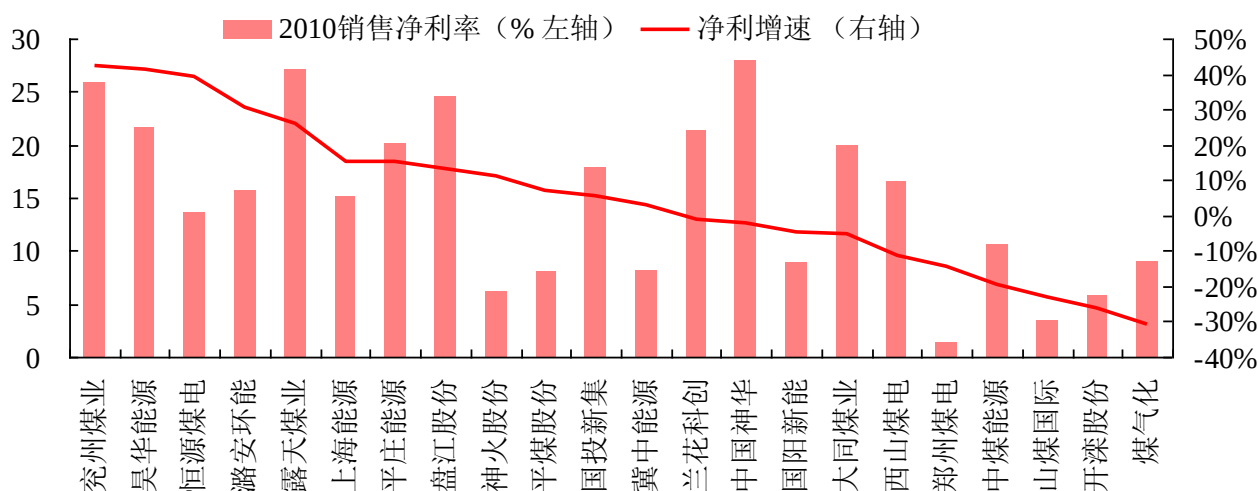
表格 5：上市公司费用率情况变化

	营业费用 / 营业总收入(%)			管理费用 / 营业总收入(%)		
	2009	2010	同比增速	2009	2010	同比增速
中国神华	0.68	0.55	-18.66%	7.54	6.66	-11.6%
西山煤电	3.68	3.42	-7.1%	11.46	13.70	19.5%
大同煤业	12.60	9.75	-22.6%	6.75	5.89	-12.8%
平煤股份	1.04	0.98	-5.0%	6.86	7.53	9.7%
开滦股份	1.39	1.22	-12.3%	5.16	4.72	-8.5%
山煤国际	1.15	1.14	-1.2%	2.33	1.73	-25.6%
上海能源	1.52	1.23	-19.3%	8.49	7.43	-12.5%
煤气化	7.15	5.89	-17.7%	5.91	7.03	19.1%
恒源煤电	1.31	1.15	-12.0%	7.26	5.83	-19.7%
国投新集	1.33	1.28	-3.0%	5.64	5.28	-6.3%
兰花科创	3.83	3.59	-6.1%	11.14	10.16	-8.8%
昊华能源	4.11	4.42	7.6%	9.89	10.53	6.5%
盘江股份	3.85	2.34	-39.1%	8.24	9.87	19.8%
神火股份	1.58	1.42	-10.0%	3.00	2.71	-9.4%
冀中能源	2.01	1.91	-5.2%	11.77	10.62	-9.7%
平庄能源	0.40	1.01	154.8%	10.32	11.08	7.3%
潞安环能	1.37	1.21	-12.1%	13.30	17.08	28.4%
兖州煤业	2.69	5.09	89.5%	14.68	10.90	-25.7%
露天煤业	2.63	2.45	-6.8%	4.78	4.89	2.4%
中煤能源	13.77	12.67	-8.0%	5.10	4.67	-8.4%
国阳新能	1.31	1.03	-21.2%	4.79	4.74	-1.0%
郑州煤电	1.22	0.97	-20.3%	4.84	3.70	-23.6%
平均数	3.2	2.9	-9.4%	7.7	7.6	-1.2%

资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

兖州煤业，昊华能源与恒源煤电净利率上升幅度最为显著，同比分别上涨 42.36%，41.33%与 39.07%；其次，潞安环能，露天煤业，上海能源，平庄能源，盘江股份，神火股份净利率涨幅均超过 10%，属于增长第二梯队。总体来看，行业内上市公司全年净利率上升至 15.2%，同比上涨 5.97%。

图表 5：上市公司销售净利率变化（%）



资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

2010 年上市公司应收账款周转天数平均下降 25.3%。其中下降最快的公司有神火股份，国投新集与开滦股份，其下降幅度均超过 60%。库存天数同比略为上升，涨幅为 3.2%，其天数上涨最快的有潞安环能，恒源煤电与露天煤业，涨幅均在 30%以上；国阳新能，平庄能源，开滦股份，兰花科创，神火股份，国投新集，冀中能源与昊华能源涨幅也超过 10%。

表格 6：上市公司营运周期变化

应收账款周转天数(天)				存货周转天数(天)			
	2009	2010	增速		2009	2010	增速
神火股份	12	2	-83.4%	大同煤业	24	17	-28.5%
国投新集	15	5	-68.7%	上海能源	26	22	-16.5%
开滦股份	14	5	-61.7%	中煤能源	48	42	-11.1%
郑州煤电	10	5	-53.8%	郑州煤电	64	58	-9.0%
兰花科创	2	1	-50.9%	中国神华	46	42	-8.7%
平煤股份	5	2	-48.3%	煤气化	63	58	-7.8%
昊华能源	26	14	-47.0%	盘江股份	24	22	-6.5%
潞安环能	12	7	-42.0%	兖州煤业	25	24	-4.0%
恒源煤电	12	7	-40.7%	西山煤电	21	21	1.0%
西山煤电	16	11	-33.9%	山煤国际	15	16	6.0%
煤气化	48	32	-33.3%	平煤股份	10	11	7.3%
兖州煤业	7	5	-32.8%	昊华能源	35	39	10.8%
中煤能源	26	20	-23.5%	冀中能源	15	17	10.9%
平庄能源	33	28	-17.1%	国投新集	50	56	11.3%
中国神华	22	19	-14.6%	神火股份	35	39	11.4%
山煤国际	20	17	-12.0%	兰花科创	57	66	16.4%
国阳新能	14	13	-10.9%	开滦股份	24	28	19.1%
露天煤业	30	27	-7.7%	平庄能源	9	12	26.3%
盘江股份	16	15	-7.7%	国阳新能	10	12	26.7%
冀中能源	20	18	-7.5%	露天煤业	13	17	35.2%
上海能源	4	5	8.0%	恒源煤电	10	17	63.3%
大同煤业	17	25	41.3%	潞安环能	6	13	110.7%
平均数	17	13	-25.3%	平均数	28.6	29.5	3.2%

资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部



一季报情况

煤炭行业上市公司第一季度营业总收入同比上升 40.7%，净利润上升 18.2%，ROE 与 ROA 同比下降 9.4% 与 0.8%。毛利率与净利率比较 2010 年同期有所下降，平均毛利率，净利率同比分别下降 6.1% 与 12.8%，其原因主要是由于营业成本上升较快，从环比增速来看，毛利率与净利率仍处于缓慢向下阶段。费用控制方面进展顺利，销售费用，管理费用与财务费用占总收入比例同比分别下降 30.4%，12.3% 与 7.9%。

表格 7：煤炭行业整体业绩变化

上市公司利润表汇总(百万元)	S/09	D/09	M/10	J/10	S/10	D/10	M/11	2011-Q1 同比增速
一、营业总收入	255720	386271	113626	247480	382432	519218	159859	40.7%
营业收入	255720	386271	113626	247480	382349	519218	159859	40.7%
二、营业总成本	191422	301421	86397	190840	295220	407904	126317	46.2%
营业成本	155964	247580	72335	159306	249298	341783	108595	50.1%
营业税金及附加	5501	7693	2104	4408	6551	8835	2599	23.5%
销售费用	9451	13332	3770	7880	12122	16721	4918	30.4%
销售费用率	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%	-7.3%
管理费用	18378	29130	7211	14623	23561	36203	8898	23.4%
管理费用率	7.2%	7.5%	6.3%	5.9%	6.2%	7.0%	5.6%	-12.3%
财务费用	2040	3204	782	3877	2750	3277	1014	29.5%
财务费用率	0.8%	0.8%	0.7%	1.6%	0.7%	0.6%	0.6%	-7.9%
资产减值损失	88	483	132	632	663	1085	178	35.1%
三、其他经营收益	1078	1369	362	819	1181	1101	54	-85.1%
公允价值变动净收益	-70	-187	60	104	225	162	-55	-192.2%
投资净收益	1149	1556	303	716	956	939	109	-64.0%
四、营业利润	65377	86220	27592	57459	88388	112415	33596	21.8%
加：营业外收入	472	1235	92	610	832	1755	189	104.8%
减：营业外支出	594	1226	156	464	764	1712	186	19.2%
五、利润总额	65255	86229	27528	57604	88456	112458	33599	22.1%
减：所得税	14363	19690	6068	13069	20543	25435	8237	35.7%
加：未确认的投资损失								
六、净利润	50892	66538	21460	44535	67913	87023	25362	18.2%
减：少数股东损益	4137	6045	2010	4351	6221	7574	2456	22.2%
归属于母公司的净利润	46583	60493	19450	40184	61692	79449	22906	17.8%
净资产收益率 ROE(%)	15.3	21.5	6.0	12.6	18.1	22.2	5.4	-9.4%
总资产报酬率 ROA(%)	11.0	14.4	4.0	8.2	11.7	14.8	4.0	-0.8%

资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

毛利率下降最大的公司有神火股份，西山煤电与国阳新能，同比跌幅均超过 20%；中国神华，开滦股份，上海能源，煤气化，露天煤业，中煤能源与郑州煤电跌幅也都在 10% 以上。平庄能源，兰花科创，山煤国际，潞安环能与兖州煤业毛利率在第一季度实现增长，同比涨幅分别是 20.1%，14.6%，10%，7.1% 与 3.3%。



表格 8：上市公司销售毛利率变化（%）

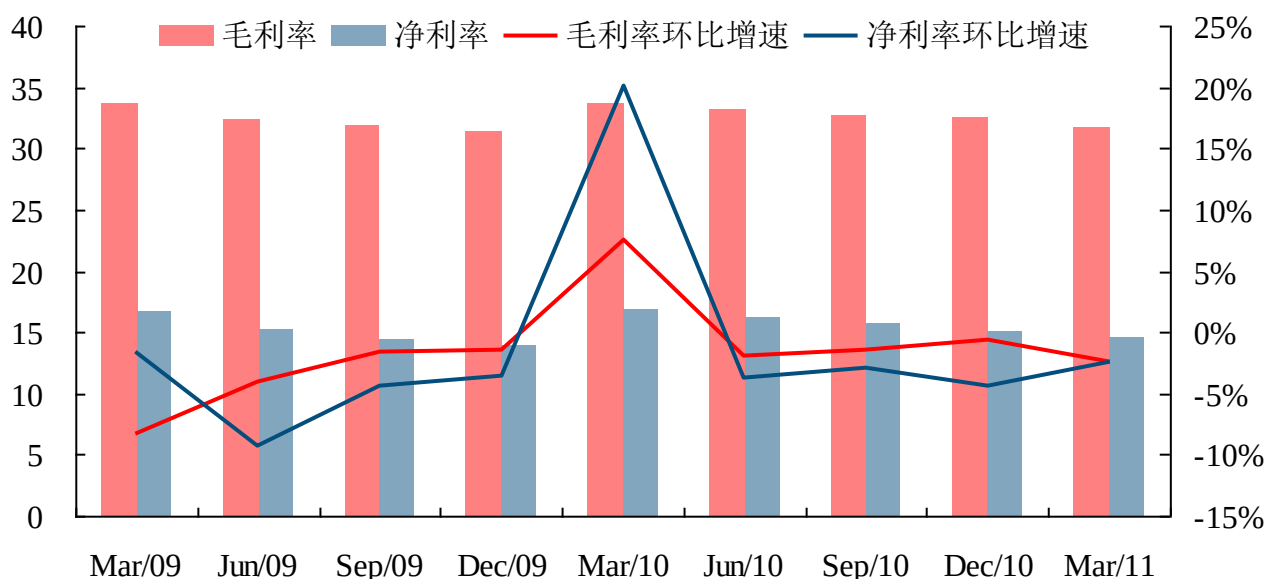
销售毛利率(%)	D/08	M/09	J/09	S/09	D/09	M/10	J/10	S/10	D/10	M/11	2011Q1 同比增速
神火股份	22.1	11.0	16.6	17.3	17.3	21.5	18.2	17.5	17.5	12.4	-42.4%
国阳新能	22.8	16.8	19.4	19.7	20.5	17.3	20.4	21.0	20.2	12.7	-26.6%
西山煤电	46.8	51.5	44.1	43.8	43.1	46.6	39.9	36.3	43.4	34.5	-25.9%
郑州煤电	17.6	17.2	11.5	10.3	9.8	10.6	8.5	8.9	7.9	8.6	-19.0%
煤气化	38.9	33.9	29.6	31.7	32.2	29.6	30.1	31.4	29.0	24.6	-16.9%
中煤能源	42.0	42.4	40.4	37.7	35.9	40.0	37.3	35.8	33.4	34.0	-15.1%
开滦股份	24.2	27.8	25.1	22.1	19.5	16.9	16.4	16.3	15.9	14.5	-14.4%
中国神华	49.5	53.4	52.4	51.9	49.3	49.7	49.2	47.5	46.3	42.7	-14.0%
露天煤业	31.9	57.2	40.9	35.0	33.1	55.3	42.6	39.7	41.3	47.9	-13.4%
上海能源	33.9	27.8	25.0	25.7	29.2	33.5	37.0	32.3	29.7	30.1	-10.1%
大同煤业	64.2	63.7	51.0	49.5	51.3	48.8	48.8	46.5	45.8	45.5	-6.7%
平煤股份	32.1	26.9	21.6	19.3	19.0	20.4	23.0	22.2	20.5	19.6	-4.0%
盘江股份	26.2	25.4	32.4	37.2	40.5	43.5	43.6	44.7	44.5	42.2	-2.9%
冀中能源	49.2	40.1	30.8	29.7	26.7	23.1	23.5	23.0	25.6	22.7	-2.0%
恒源煤电	32.7	28.5	26.9	31.4	24.3	26.6	28.1	31.0	27.1	26.5	-0.2%
国投新集	41.8	46.0	37.6	34.9	35.6	34.4	37.2	36.9	37.0	34.3	-0.1%
昊华能源	42.4	0.0	42.3	40.9	39.1	48.6	53.3	53.3	50.8	50.2	3.3%
兖州煤业	49.8	46.8	45.8	44.7	43.2	49.0	46.6	46.3	45.7	50.6	3.3%
潞安环能	41.1	38.1	30.9	32.2	32.7	42.3	40.9	38.9	40.3	45.3	7.1%
山煤国际	6.7	8.2	7.2	7.5	11.0	8.4	9.4	9.9	9.1	9.2	10.0%
兰花科创	52.0	37.9	44.2	43.0	41.8	41.1	37.9	40.8	44.6	47.1	14.6%
平庄能源	40.3	41.0	36.1	34.7	34.3	34.4	35.9	37.6	37.6	41.3	20.1%
平均数	36.7	33.7	32.4	31.8	31.3	33.7	33.1	32.6	32.4	31.7	-6.1%

表格 9：上市公司销售净利率变化（%）

销售净利率(%)	D/08	M/09	J/09	S/09	D/09	M/10	J/10	S/10	D/10	M/11	2011Q1 同比增速
神火股份	9.6	-0.9	3.7	4.9	5.5	11.2	7.8	7.0	6.1	4.1	-63.9%
西山煤电	22.5	32.1	23.2	22.0	18.6	25.7	19.5	17.3	16.5	14.5	-43.6%
煤气化	15.0	12.9	8.9	10.9	13.0	13.2	11.8	10.7	9.0	8.8	-33.4%
国阳新能	8.9	8.3	9.7	9.7	9.3	8.0	9.8	9.8	8.9	5.7	-28.1%
露天煤业	17.0	36.7	25.6	20.5	21.5	37.9	29.0	26.1	27.1	28.9	-23.7%
开滦股份	9.1	12.1	10.4	9.1	7.8	6.1	6.0	5.9	5.8	4.9	-20.1%
中国神华	27.8	33.6	31.8	31.7	28.6	30.9	30.9	29.7	28.0	25.7	-16.7%
兰花科创	28.0	19.5	22.7	22.0	21.6	21.3	22.7	20.7	21.3	18.1	-15.2%
平煤股份	15.4	14.1	10.7	8.3	7.5	9.7	10.6	9.4	8.0	8.3	-14.6%
中煤能源	14.9	19.5	16.4	13.9	13.2	13.8	13.9	12.6	10.6	11.8	-14.5%
盘江股份	15.6	16.2	17.7	20.1	21.8	26.5	24.8	25.5	24.6	23.2	-12.6%
兖州煤业	24.8	18.8	20.0	19.9	18.2	30.0	16.9	25.3	25.9	26.5	-11.4%
大同煤业	32.3	33.0	20.6	20.5	21.1	20.1	19.4	17.7	19.9	18.4	-8.3%
恒源煤电	15.1	11.6	10.3	13.0	9.8	10.9	14.2	15.7	13.7	10.4	-5.3%
冀中能源	21.5	16.7	12.0	10.4	8.0	8.6	8.2	7.8	8.2	8.2	-3.9%
国投新集	19.7	25.0	18.6	15.7	16.9	16.6	18.5	18.3	17.8	16.6	0.0%
平庄能源	19.8	23.6	19.6	18.5	17.4	21.3	22.4	21.9	20.1	21.9	2.8%
上海能源	15.7	11.4	13.5	13.0	13.2	12.6	20.0	15.8	15.2	13.3	5.5%
潞安环能	18.3	18.2	14.2	14.0	11.9	18.8	17.9	16.4	15.6	21.2	12.9%
昊华能源	17.3	0.0	20.6	17.3	15.3	20.4	24.4	24.4	21.6	24.4	20.0%
山煤国际	0.1	0.7	0.6	0.6	4.5	2.9	4.1	4.1	3.5	3.6	26.8%
郑州煤电	4.1	3.7	1.9	1.9	1.5	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	34.1%
平均数	16.9	16.7	15.1	14.4	13.9	16.7	16.1	15.6	14.9	14.6	-12.8%

资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

图表 6：上市公司销售毛利率与净利率变化（%）



资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

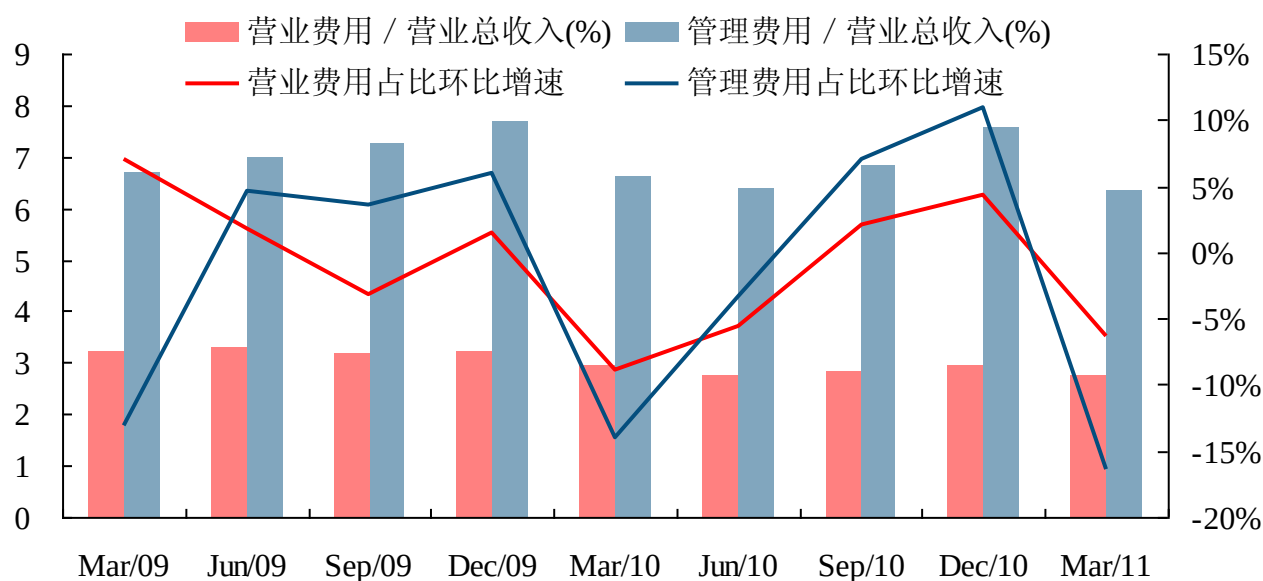
费用方面，营业费用与管理费用占比第一季度都实现下降。营业费占比同比上升最快的公司包括西山煤电，兖州煤业，盘江股份与中国神华，增长幅度分别为 65.2%，64.9%，56.2%与 37.1%。相反，神火股份，露天煤业，郑州煤电营业费用同比下降均超过 40%。上市公司平均营业费用占比下降 5.7%。管理费用占比上升最快的前三位公司是潞安环能，平庄能源与西山煤电，增幅分别是 45.5%，44.7%与 21%。占比下降最快的是郑州煤电，上海能源与中煤能源，降幅为 50.5%，38.7%与 28.6%。上市公司平均管理费用占比下降 4.1%。

表格 10：上市公司费用变化（%）

营业费用 / 营业总收入(%)	D/08	M/09	J/09	S/09	D/09	M/10	J/10	S/10	D/10	M/11	2011Q1 同比增速
神火股份	1.1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	0.7	-54.7%
露天煤业	2.3	2.1	3.0	3.0	2.6	2.5	2.1	2.1	2.4	1.4	-44.1%
郑州煤电	1.4	1.7	1.5	1.3	1.2	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9	-43.9%
平庄能源	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	1.0	0.2	-32.5%
潞安环能	1.6	4.9	2.6	1.9	1.4	3.5	1.8	1.5	1.2	2.4	-32.1%
昊华能源	4.7	0.0	3.5	3.8	4.1	4.5	4.3	4.4	4.4	3.7	-18.2%
山煤国际	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.0	0.9	1.1	1.1	0.9	-14.7%
大同煤业	11.6	16.2	15.1	13.3	12.6	11.1	11.2	10.8	9.8	9.5	-14.1%
中煤能源	14.0	15.3	15.1	14.5	13.8	14.3	13.0	13.1	12.7	12.3	-14.1%
兰花科创	4.3	3.7	3.6	3.2	3.8	4.0	3.3	3.5	3.6	3.5	-11.0%
国投新集	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.0	1.2	1.2	1.3	1.0	-4.5%
煤气化	5.9	6.5	7.1	6.6	7.2	5.5	5.5	5.6	5.9	5.4	-3.0%
恒源煤电	2.1	0.9	0.8	1.3	1.3	0.9	1.0	1.1	1.2	0.9	-2.1%
平煤股份	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0	0.7	-0.4%
开滦股份	1.5	1.5	1.4	1.6	1.4	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1	6.7%
上海能源	1.6	1.3	1.6	1.6	1.5	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3	8.5%
国阳新能	2.2	1.2	1.3	1.3	1.3	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9	12.2%
冀中能源	1.8	2.0	1.9	1.9	2.0	1.1	1.3	1.4	1.9	1.3	19.3%
中国神华	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	37.1%
盘江股份	1.5	3.7	3.7	3.7	3.8	1.0	1.6	1.8	2.3	1.6	56.2%

兖州煤业	2.6	2.5	2.4	2.7	2.7	3.9	4.2	4.8	5.1	6.5	64.9%
西山煤电	2.9	2.8	2.7	3.0	3.7	2.4	2.2	2.1	3.4	3.9	65.2%
平均数	3.0	3.2	3.3	3.2	3.2	2.9	2.8	2.8	2.9	2.8	-5.7%
管理费用 / 营业总收入(%)	D/08	M/09	J/09	S/09	D/09	M/10	J/10	S/10	D/10	M/11	2011Q1 同比增速
郑州煤电	7.7	9.0	6.0	5.2	4.8	5.1	4.2	4.6	3.7	2.5	-50.5%
上海能源	9.1	8.3	6.0	6.1	8.5	12.8	7.2	7.8	7.4	7.8	-38.7%
中煤能源	5.0	5.7	4.8	4.8	5.1	5.9	4.2	4.3	4.7	4.2	-28.6%
国阳新能	6.7	3.0	3.4	3.6	4.8	3.9	4.0	4.4	4.7	3.0	-23.8%
开滦股份	6.2	5.9	6.1	5.4	5.2	4.8	4.5	4.6	4.7	3.9	-19.2%
中国神华	7.7	7.8	6.9	7.2	7.5	6.6	5.8	5.8	6.7	5.4	-19.1%
神火股份	2.2	2.7	4.0	3.3	3.0	2.0	2.2	2.4	2.7	1.7	-13.8%
昊华能源	10.7	0.0	7.6	9.8	9.9	9.5	8.6	8.9	10.5	8.2	-12.8%
兖州煤业	11.1	17.0	16.0	14.9	14.7	10.5	10.8	10.6	10.9	9.4	-10.9%
兰花科创	12.2	11.5	14.7	12.5	11.1	9.3	8.1	8.4	10.2	8.3	-10.4%
煤气化	7.4	7.3	7.6	6.4	5.9	3.3	5.9	7.0	7.0	3.0	-8.6%
山煤国际	2.6	4.6	3.1	3.7	2.3	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8	-3.6%
恒源煤电	8.1	10.1	9.1	9.8	7.3	9.9	6.6	7.2	5.8	9.6	-2.1%
冀中能源	12.8	14.0	11.4	12.1	11.8	7.9	8.0	8.2	10.6	7.9	0.7%
露天煤业	5.0	6.6	5.5	5.4	4.8	5.4	4.0	4.8	4.9	5.5	1.4%
盘江股份	3.7	2.0	5.5	6.9	8.2	8.3	9.3	9.7	9.9	8.7	4.5%
国投新集	6.3	4.9	5.7	6.5	5.6	4.9	5.0	5.1	5.3	5.4	10.8%
大同煤业	6.5	4.2	4.4	4.8	6.7	7.2	8.2	8.6	5.9	8.1	12.1%
平煤股份	5.7	5.0	4.7	5.7	6.9	5.0	6.3	6.9	7.5	5.7	13.6%
西山煤电	11.1	5.9	8.4	9.5	11.5	6.9	8.0	7.8	13.7	8.3	21.0%
平庄能源	8.4	4.6	5.8	6.4	10.3	5.5	6.4	8.8	11.1	7.9	44.7%
潞安环能	13.2	7.3	7.4	9.8	13.3	9.0	11.3	12.4	17.1	13.1	45.5%
平均数	7.7	6.7	7.0	7.3	7.7	6.6	6.4	6.8	7.6	6.3	-4.1%

资料来源: Wind 咨询, 中信建投证券研究发展部

图表 7: 上市公司营业费用与管理费用环比增速


资料来源: Wind 咨询, 中信建投证券研究发展部



从营业周期来看，主要受季节因素影响，第一季度库存周转天数有所上升，上市公司平均库存周转天数达到 31.5 天，同比上升 4.4%。但随着夏天需求旺季的到来，销售数量的提升，周转天数将会逐渐下降。第一季度，存货周转天数上升最快的公司是潞安环能，平庄能源，山煤国际，上海能源与西山煤电，对应增幅均超过 40%。中国神华，郑州煤电与国阳新能库存周转天数同比下降，降幅分别为 20.3%，38%与 22.9%。

从净利润增速看，2011 年一季度昊华能源增速最快，达到 94.5%，其次为山煤国际，达到 91.1%。潞安、盘江利润增速分别为 36.1%、32.3%。煤气化、郑州煤电、神火股份一季度同比下降，幅度分别为 44.5%、44.5%、36.6%。大同煤业已连续 5 个季度业绩负增长，一季度同比下降 12.5%。

另一方面，公司应收款周转天数第一季度实现同比下降，平均下降幅度为 11%，说明期间内煤炭下游企业运营状况稳定，对价格接受能力好于去年同期水平。这对煤炭公司未来进一步提高产品价格提供有利空间。

表格 11：上市公司营业周期变化（天）

存货周转天数 (天)	D/08	M/09	J/09	S/09	D/09	M/10	J/10	S/10	D/10	M/11	2011Q1 同比 增速
郑州煤电	56.4	87.8	79.7	70.7	64.0	73.5	75.7	83.7	58.3	45.6	-38.0%
盘江股份	13.6	26.7	24.5	26.0	23.6	25.1	22.4	22.6	22.1	17.4	-30.8%
国阳新能	9.4	8.9	9.8	10.1	9.9	9.8	14.4	10.2	12.5	7.5	-22.9%
中国神华	47.2	58.8	55.1	54.7	45.6	48.4	43.2	44.2	41.6	38.6	-20.3%
中煤能源	45.9	68.1	58.6	50.8	47.8	50.2	43.6	44.0	42.5	40.9	-18.5%
大同煤业	40.6	48.6	29.5	28.9	23.9	20.1	21.3	21.1	17.1	18.3	-9.2%
露天煤业	15.4	24.1	19.1	18.8	12.7	19.9	15.6	15.5	17.1	18.6	-6.5%
平煤股份	8.9	18.9	9.7	8.6	9.9	11.9	11.0	11.5	10.6	11.4	-3.9%
冀中能源	20.6	24.2	20.0	23.8	15.0	16.1	15.7	15.6	16.6	15.6	-3.2%
昊华能源	25.2	0.0	28.9	26.1	34.8	30.3	36.0	33.6	38.6	29.9	-1.3%
煤气化	42.7	67.3	58.3	61.7	62.9	67.5	57.2	61.3	58.0	68.4	1.2%
兰花科创	68.0	51.4	63.9	69.8	57.1	67.7	47.2	43.7	66.5	70.4	4.0%
开滦股份	17.3	25.1	27.0	25.3	23.9	31.1	28.9	30.0	28.4	33.9	8.9%
神火股份	32.3	41.0	43.1	37.8	34.8	34.2	32.0	32.6	38.8	38.9	13.7%
兖州煤业	17.3	28.0	25.3	25.0	25.1	23.9	22.6	25.8	24.1	30.0	25.5%
恒源煤电	10.5	22.8	30.3	28.6	10.4	14.4	15.1	16.2	17.0	18.2	26.3%
西山煤电	21.5	25.2	25.1	22.0	20.7	20.3	39.6	34.4	20.9	29.0	42.9%
上海能源	30.7	26.1	26.2	26.4	26.3	22.7	24.4	24.9	22.0	32.7	43.7%
山煤国际	99.7	192.1	115.0	120.5	14.8	14.4	15.6	19.0	15.7	21.2	47.8%
平庄能源	8.4	9.5	16.3	12.7	9.3	9.0	11.1	10.7	11.8	13.8	52.6%
国投新集	43.8	51.8	45.0	46.0	49.9	38.6	41.9	53.2	55.5	60.0	55.4%
潞安环能	7.7	10.9	9.7	9.1	6.3	15.3	13.2	11.3	13.4	33.7	120.0%
平均数	31.0	41.7	37.3	36.5	28.6	30.2	29.4	30.2	29.5	31.5	4.4%
应收账款周转 天数(天)	D/08	M/09	J/09	S/09	D/09	M/10	J/10	S/10	D/10	M/11	2011Q1 同比 增速
郑州煤电	14.2	18.0	21.0	22.9	9.8	7.0	6.9	5.8	4.5	2.5	-63.5%
国投新集	18.3	25.6	24.0	22.5	15.0	12.3	11.7	7.3	4.7	4.8	-60.8%
神火股份	9.8	27.5	19.3	17.6	11.6	4.3	3.2	2.7	1.9	1.9	-55.4%
冀中能源	21.5	33.2	27.6	35.3	19.9	29.3	26.1	23.9	18.4	17.8	-39.4%
潞安环能	8.1	17.4	15.5	13.5	12.1	14.9	12.2	11.1	7.0	9.1	-38.9%
盘江股份	10.9	17.3	17.2	12.1	16.2	18.8	16.8	17.0	14.9	13.5	-28.1%
山煤国际	68.7	128.6	85.0	83.3	19.6	23.5	32.3	28.3	17.3	17.0	-27.6%
上海能源	3.3	3.4	3.9	3.4	4.3	6.6	6.9	6.2	4.7	5.3	-19.8%
平庄能源	33.9	35.5	47.0	49.2	33.4	43.4	41.4	39.7	27.7	36.6	-15.6%
恒源煤电	20.2	34.0	34.7	14.5	11.8	9.2	6.7	6.8	7.0	8.0	-13.0%
中国神华	22.5	22.6	21.8	23.0	22.4	21.9	20.8	20.8	19.1	19.6	-10.5%



中煤能源	27.6	41.8	35.4	32.5	25.8	26.8	23.2	23.6	19.8	24.4	-9.2%
兰花科创	2.4	4.2	4.1	3.2	2.0	1.4	1.7	1.9	1.0	1.3	-9.0%
煤气化	25.8	61.2	56.1	50.0	47.8	41.7	36.1	34.3	31.9	38.6	-7.4%
西山煤电	12.8	19.4	21.4	21.8	15.9	19.6	11.4	36.1	10.5	18.3	-6.9%
兖州煤业	3.7	9.3	7.5	6.0	7.1	6.0	4.8	5.5	4.8	5.8	-2.9%
露天煤业	31.5	44.4	33.9	39.2	29.7	32.8	29.9	29.9	27.4	38.5	17.4%
大同煤业	7.9	13.5	13.3	10.8	17.4	17.0	14.6	16.0	24.6	21.3	25.5%
国阳新能	15.8	18.8	17.0	14.3	14.1	9.7	13.0	9.7	12.6	12.8	32.7%
开滦股份	14.5	25.0	29.6	20.2	14.3	6.4	8.0	7.7	5.5	8.6	33.1%
昊华能源	21.8	0.0	33.0	30.8	26.1	13.7	18.4	18.7	13.8	18.5	35.1%
平煤股份	4.2	8.0	7.0	5.4	4.7	2.1	1.7	2.2	2.4	3.6	69.8%
平均数	18.2	27.7	26.1	24.2	17.3	16.7	15.8	16.1	12.8	14.9	-11.0%

资料来源: Wind 咨询, 中信建投证券研究发展部

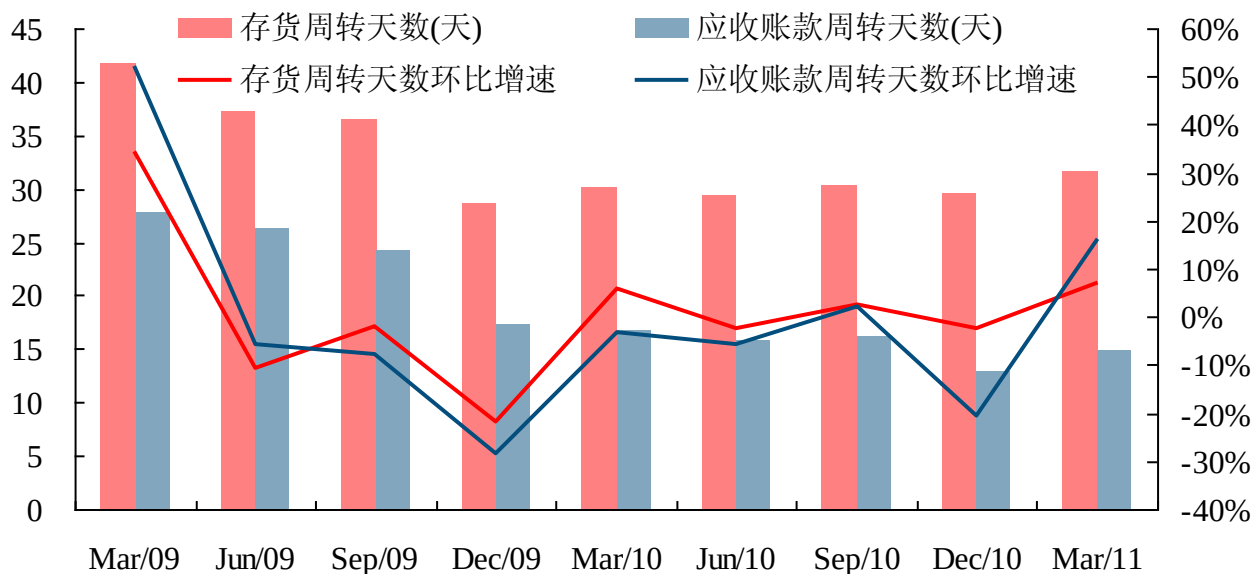
表格 12: 煤炭行业公司归属母公司净利润增速

利润增速	Dec-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11
煤气化	117.8	-30.6	-68.5	-68.9	-40.2	14.1	44.6	-8.4	-38.1	-44.5
郑州煤电	-27.1	93.7	-47.9	-48.5	-3.8	-3.9	45.3	20.5	13.0	-44.5
神火股份	37.0	-89.0	-68.6	-64.4	-46.8	1264.5	241.4	148.1	92.9	-36.6
大同煤业	170.7	218.6	28.0	-15.1	2.5	-17.9	-13.1	-22.7	-13.7	-12.5
平煤股份	79.3	-30.0	-13.8	-51.3	-47.2	98.9	44.5	44.4	31.3	-4.6
露天煤业	49.5	13.0	31.3	25.6	53.3	75.6	68.5	70.7	48.9	-2.0
上海能源	78.9	-14.1	-26.8	-29.5	-8.3	87.1	122.9	65.7	40.3	2.5
开滦股份	32.7	-13.2	-37.9	-39.0	1.4	-8.3	4.2	3.4	5.6	3.0
恒源煤电	20.4	-10.5	0.1	59.4	-13.8	88.5	128.7	112.5	82.8	14.1
中煤能源	17.7	-3.6	-0.5	-13.9	18.1	42.7	26.4	22.9	4.3	15.9
国投新集	120.6	77.7	21.7	-21.2	-23.2	11.7	32.2	69.8	50.2	16.4
西山煤电	130.1	44.0	5.6	-27.9	-24.7	16.6	30.9	33.7	18.6	17.2
中国神华	29.7	17.1	12.9	12.7	16.6	16.9	16.6	14.7	22.8	17.3
兖州煤业	101.4	-48.5	-49.7	-54.7	-38.6	190.8	38.3	108.5	132.2	17.9
兰花科创	98.3	22.4	15.3	1.0	1.7	14.1	5.2	1.9	3.4	19.6
平庄能源	160.4	76.3	39.0	1.3	-9.4	20.7	25.6	30.8	38.2	25.3
冀中能源	182.4	0.6	-27.6	-59.0	-39.2	34.1	39.9	43.8	43.2	28.2
国阳新能	83.8	5.1	80.9	56.4	99.6	168.3	41.9	45.8	30.0	28.5
盘江股份	441.2	454.8	142.4	27.3	83.2	73.0	59.1	50.2	35.9	32.3
潞安环能	96.4	30.4	35.5	-1.0	0.4	46.9	27.3	30.9	63.0	36.1
山煤国际	-48.1	-28.1	-0.0	-5.5	43.0	23.5	33.5	16.0	22.9	91.1
昊华能源	114.8	0.0	0.0	-35.6	-34.0	6.7	29.7	73.9	84.9	94.5

资料来源: Wind 咨询, 中信建投证券研究发展部



图表 8: 上市公司营业周期环比变化(天)



资料来源: Wind 咨询, 中信建投证券研究发展部



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。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2010 年新财富煤炭行业第 8 名。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。

研究服务

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



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。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。