



煤炭

2011.06.23

评级:

中性

上次评级:

中性

14 年产能翻番变煤为电，竞争格局重塑

省域煤炭行业研究系列报告之四—甘肃



杨立宏

010-59312711

yanglihong@gtjas.com

S0880511010016

本报告导读:

2014 年甘肃煤炭产量翻番；陇东基地以电力输出为主，对内地煤炭供需影响很小；

上调靖远煤电 11 年 EPS 至 0.37 元，维持中性评级

摘要:

- 甘肃作为“十二五”期间产量增速仅次于新疆的省份，成为我们省域煤炭研究之四的研究对象。
- 全省目前在产矿井共 182 座，产能合计 4636 万吨。其中华亭煤业集团、靖远煤业集团和窑街煤电集团三家公司产能近 3500 万吨，占全省在产产能的 3/4；同时省内小煤矿林立，15 万吨以下煤矿共 135 座，占全省矿井数量的 74.1%，产能仅占全省的 10.7%。由于资源和产能集中在东部，省际调度呈东部调出、河西走廊五市是省内主要调入区、全省总体净调入的态势。
- 2009 年起，甘肃进入煤炭资源集中开发期，以陇东煤炭基地开发作为发展重点，全省新建产能共计 4350 万吨，其中庆阳市 3360 万吨。预计 2011 年产量为 4860 万吨，较 10 年增长 7.3%，12-14 年每年增量都在千万吨以上，2014 年产量将达 9700 万吨，是 2010 年产量的 2.14 倍。
- 未来甘肃省煤炭调出的增量全部来自陇东，但陇东的动力煤距港口距离遥远，作为下水煤毫无价格竞争力，与邻省宁夏的煤炭相比，价格上也处于劣势。随着新疆哈密地区的产能释放，疆煤将对甘肃省内市场形成极大的冲击，按照现价计算，加上运费，哈密地区的烟煤比平凉当地的动力煤仍然要低 55 元，所幸受运输条件的限制，冲击的时点要等到 2014 年兰新第二双线通车后。
- 考虑到陇东煤炭外送并无价格优势，陇东煤炭基地采取建设坑口电厂、实现煤炭就地转化的能源输出方式。通过电力输出，陇东对内地煤炭市场将产生间接影响，而煤炭外运量仅为 400 万吨，对煤炭供需的影响很小。
- 随着甘肃煤炭资源开发和整合工作的日益推进，甘肃省内的竞争格局也发生了变化：主导方由华亭、靖远、窑街三大集团变为华能集团和甘肃能源集团。
- 靖远煤电：预计 11 年产量较 10 年增长 6%，处于达产水平，未来公司产能提升空间有限；11 年合同煤比例降至一半以下，合同煤限价对公司的影响有所降低；公司人工成本占吨煤成本比例位居各煤炭上市公司之首，成本近乎刚性。调高公司 11 年、12 年 EPS 至 0.37 元、0.41 元，动态 PE 分别为 44 倍和 40 倍，维持“中性”评级。公司风险点：2014 年兰新第二双线通车后疆煤冲击甘肃省内煤炭市场、安全生产费用、资源税上调进一步增大成本压力。

相关报告

煤炭：《动力煤需求出现减弱迹象》

2011.06.14

煤炭：《无为胜有为，无为即有为》

2011.06.08

煤炭：《预计动力煤价格见顶时间在 7-8 月份》

2011.06.07

煤炭：《进口增值税下调的心理冲击大于实质》

2011.06.03

煤炭：《景气回落只是时间问题》

2011.05.30

目 录

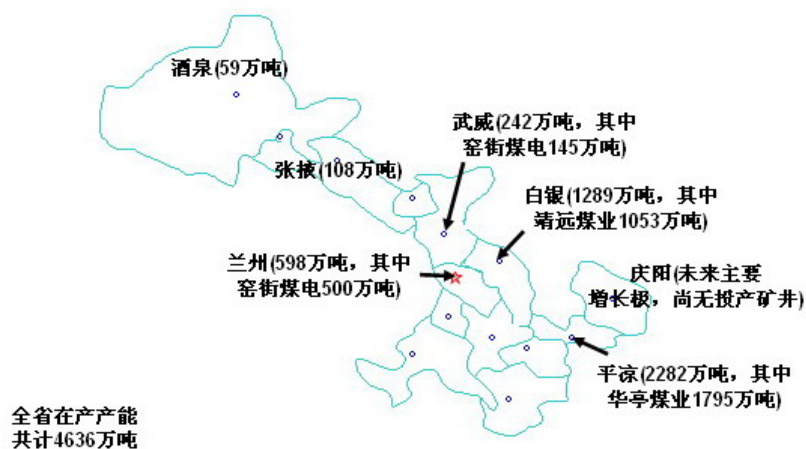
1. 甘肃煤炭行业现状.....	3
1.1. 煤炭资源分布不平衡.....	3
1.2. 省内竞争格局：三大煤企垄断省内市场，众多小煤矿林立	3
1.3. 省内煤炭供应略小于需求.....	4
2. “十二五”大规模开发，2014 年产量翻番	5
2.1. 省内在建及规划建设矿井情况.....	5
2.1.1. 庆阳是未来十年的主要增长极	5
2.1.2. 平凉仍有开发潜力	5
2.1.3. 西部在建矿井 11-12 年陆续投产	6
2.2. 小煤矿关闭影响有限，11-13 年整合和改扩建矿井释放产能	6
2.3. 2014 年全省产量近亿吨.....	7
3. 煤价无优势，煤炭变电力	7
3.1. 前有宁煤，后有疆煤.....	7
3.2. 煤炭外送改为电力外送，间接影响内地煤炭市场	8
4. 未来省内竞争格局：主导者发生变化	9
4.1. 庆阳煤电公司成立，掌控资源近 70 亿吨.....	9
4.2. 未来省内格局由华能与甘肃能源集团主导	9
5. 靖远煤电：产能增长潜力有限，成本压力近乎刚性	9
5.1. 未来几年公司产能增长潜力有限.....	9
5.2. 现货比例提升，合同煤限价影响减小	10
5.3. 人力成本比重激增，公司面临较大成本压力	10
5.4. 母公司入股甘肃能源集团的形式意义大于实质意义	10
5.5. 上调 11 年盈利预测至 0.38 元，仍维持中性评级	11

1. 甘肃煤炭行业现状

1.1. 煤炭资源分布不平衡

甘肃省已开发煤炭资源集中在中东部的平凉华亭、白银、兰州三地，分别是省内三家大型煤炭集团华亭煤业集团、靖远煤业集团和窑街煤电集团的生产基地，全省产能的 73% 集中在以上三地。东部煤种以长焰煤、不粘煤等低变质煤为主，发热量为 5000-5500 大卡。西部武威、张掖、酒泉有少量产能，煤种较为复杂，长焰煤、气煤、焦煤以及无烟煤均有分布。

图 1：甘肃省在产产能地域分布



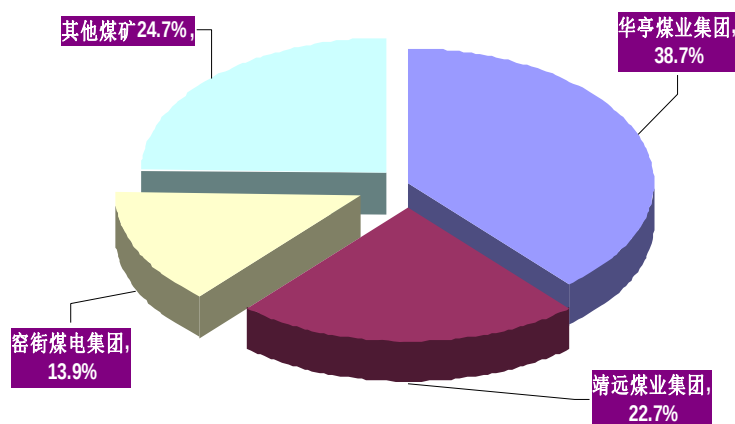
数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 省内竞争格局：三大煤企垄断省内市场，众多小煤矿林立

全省目前在产矿井共 182 座，产能合计 4636 万吨；在建矿井 14 座，另有 123 处矿井处于资源整合阶段，整合矿井均为小煤矿。

甘肃省内三家大型煤企合计矿井共 26 座，在产产能近 3500 万吨，占全省在产产能的 3/4。与此同时，省内小煤矿林立，15 万吨以下煤矿共 135 座，占全省矿井数量的 74.1%，产能仅占全省的 10.7%。

图 2：省内主要煤炭企业产能占比



数据来源：国泰君安证券研究

表 1: 甘肃省在产煤矿产能情况分布

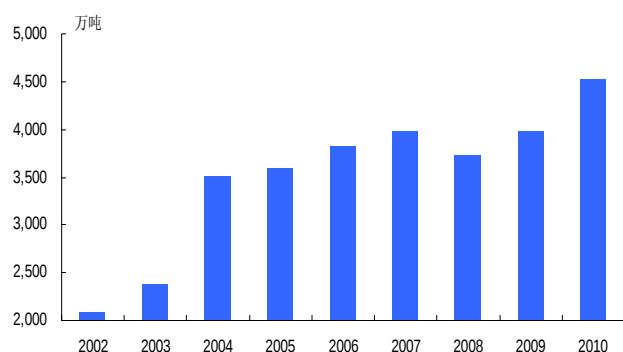
煤矿产能	数量	合计产能	数量占比	产能占比
6 万吨以下 (不包括 6 万吨)	100	251	54.9%	5.4%
6 万吨-15 万吨以下 (不包括 15 万吨)	35	248	19.2%	5.3%
15 万吨-30 万吨以下 (不包括 30 万吨)	19	327	10.4%	7.1%
30 万吨及 30 万吨以上	28	3810	15.4%	82.2%

数据来源: 国泰君安证券研究

1.3. 省内煤炭供应略小于需求

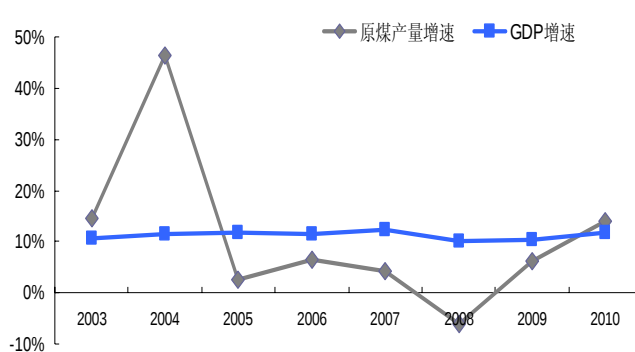
甘肃省 02 年生产原煤 2089.2 万吨, 02-04 年由于华亭煤业集团产量翻番, 全省煤炭产量增长较快, 此后五年, 全省产量基本维持在 3500-4000 万吨水平。10 年有所增长, 为 4532.2 万吨, 02-10 年复合增长率为 10.2%, 低于全国同期的 11.9%。近几年, 全省 GDP 保持两位数以上的增速, 煤炭供应略小于需求。

图 3: 甘肃省原煤产量



数据来源: 煤炭资源网

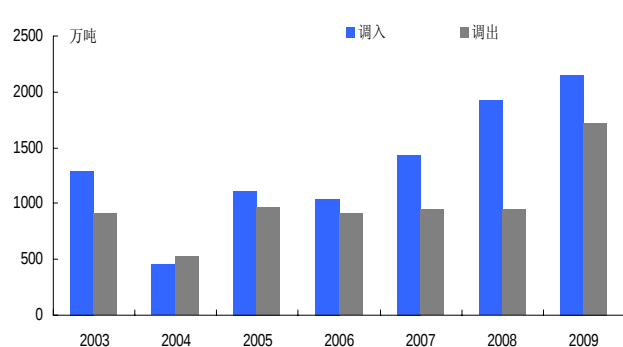
图 4: 甘肃省原煤产量增速和 GDP 增速对比



数据来源: 煤炭资源网

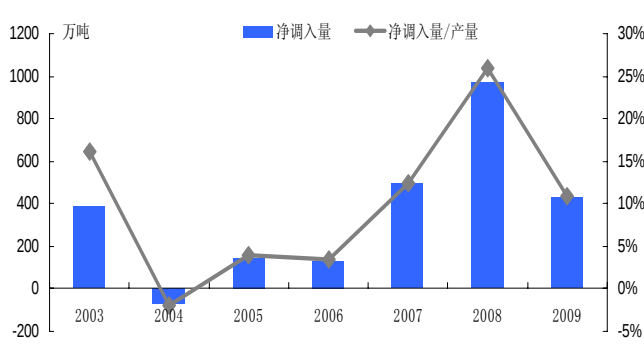
由于资源和产能集中在东部, 省际调度呈东部调出、河西走廊五市是省内主要调入区、全省总体净调入的态势。

图 5: 甘肃省煤炭调入调出量



数据来源: 中国能源统计年鉴

图 6: 甘肃省煤炭净调入量情况



数据来源: 中国能源统计年鉴

2. “十二五”大规模开发，2014 年产量翻番

2009 年起，甘肃进入煤炭资源集中开发期，以陇东煤炭基地开发作为发展重点，全省新建产能共计 4350 万吨。考虑到小煤矿关停和整合矿井释放产能的综合影响，2014 年全省原煤产量将达到 9700 万吨，与 10 年的 4500 万吨相比翻番。

2.1. 省内在建及规划建设矿井情况

2.1.1. 庆阳是未来十年的主要增长极

庆阳地区由于煤炭资源埋藏较深，一直未被开发，煤种多为低灰、中硫、高热值的长焰煤、不粘煤，发热量为 5000-5500 大卡。庆阳地区已查明煤炭资源量 123 亿吨，可建设亿吨级煤炭基地。庆阳目前有三个矿区已经进入开发阶段，在建产能 3360 万吨，2013 年底前全部投产；另外有四个矿区处于规划阶段，产能释放至少要到 2015 年之后实现。

表 2: 庆阳市在建煤矿情况

开发主体	矿井	生产能力	所在矿区	可采储量	煤种	投产时间
华能集团	刘园子煤矿	90	沙井子矿区	6,032	长焰煤	2011 年 7 月
华能集团	核桃峪煤矿	1200	宁正矿区	129,173	不粘煤	2012 年
华能集团	新庄煤矿	800	宁正矿区	76,500	不粘煤	2012 年
甘肃万胜集团	甜水堡煤矿	30	甜水堡矿区	14,816		
甘肃万胜集团	甜水堡南煤矿	240	甜水堡矿区			
华能集团	马福川煤矿	500	沙井子矿区	66,903	长焰煤	2013 年
华能集团	毛家川煤矿	500	沙井子矿区	42,848	长焰煤	2013 年
		3360		336,272		

数据来源：国泰君安证券研究

注：甜水堡煤矿和甜水堡南煤矿合计可采储量 14,816 万吨

表 3: 庆阳市规划中矿区情况

矿区	生产能力	地质储量
宁县中部煤田	2000	372,000
宁县南部煤田	600	129,800
罗川煤矿	90	10,600
合水南煤田	1000	187,600
镇原北部煤田	600	130,000
	4290	830,000

数据来源：国泰君安证券研究

2.1.2. 平凉仍有开发潜力

平凉华亭煤田目前是省内最重要的煤炭基地，全省煤炭供应的半数出自该矿区。平凉有三座在建煤矿，产能共计 450 万吨，2012 年底之前投产。灵台矿区和赤城矿区均处于项目前期工作阶段，年内有望开工，到 2015 年，平凉地区产能将达到 3800 万吨，较 10 年增长近 70%。

表 4: 平凉市在建及规划中煤矿情况

开发主体	矿井	生产能力	所在矿区	地质储量	煤种	投产时间
华能	邵寨煤矿	180	灵台矿区	24,300	不粘煤	2012 年底
华亭煤业集团	大柳煤矿	240	安新矿区	32,500	长焰煤、不粘煤	2011 年底
宁夏生海绒业	黄庄煤矿	30		1,339		2011 年 10 月
中国水电建设集团	唐家河煤矿	400	灵台矿区	129,800		未开工
中国水电建设集团	南川河煤矿	300	灵台矿区			未开工
华亭煤业集团	赤城煤矿	120	赤城矿区	13,771	不粘煤	未开工
酒泉钢铁集团	赤城南煤矿	240	赤城矿区	25,000	不粘煤	未开工
		1510		226,710		

数据来源: 国泰君安证券研究

注: 唐家河煤矿和南川河煤矿合计储量 129,800 万吨

2.1.3. 西部在建矿井 11-12 年陆续投产

河西地区资源分布较少, 而且主要集中在武威、张掖两市, 两市的产能合计也仅有 350 万吨。年产 240 万吨的红沙岗煤矿一号井在近期投产, 其他在建矿井也将在 2012 年之前陆续投产。另外, 窑街煤电集团计划开发吐鲁—红沙梁煤田, 规划产能 500 万吨。预计到 2013 年, 河西五市煤炭产能将达到 1000 万吨, 是目前产能的 2.2 倍。

表 5: 平凉市在建矿井情况

开发主体	矿井	生产能力	所在地区	地质储量	煤种	投产时间
内蒙古太西煤集团	红沙岗煤矿一号井	240	武威	16,628	长焰煤	近期
内蒙古太西煤集团	红沙岗煤矿二号井	150	武威	13,700	长焰煤	2012 年上半年
窑街煤电集团	长山子煤矿	90	张掖	7,767	弱粘煤	2011 年底
九条岭煤业	青苔泉二号井	30	武威	3,330	长焰煤	2011 年底
华腾矿业	红柳园煤矿	30	张掖	4,000		
		540		45,425		

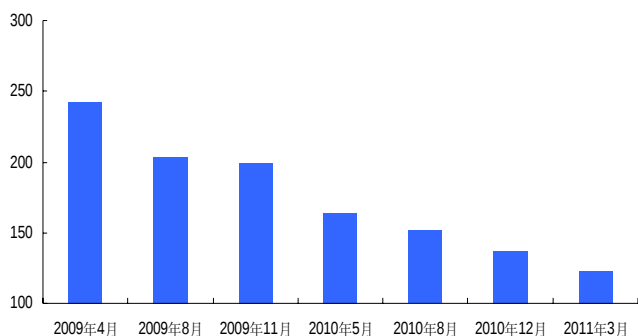
数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 小煤矿关闭影响有限, 11-13 年整合和改扩建矿井释放产能

甘肃省自 2005 年开始小煤矿的清理关闭工作, 05-07 年共关闭了 300 余家, 由于省内煤炭供应偏紧, 08 年甘肃保留了 120 家年产 3 万吨的小煤矿。未来如果将 6 万吨以下煤矿全部关闭, 则产能将减少 251 万吨, 仅占在产产能的 5.4%, 对产量影响很有限。

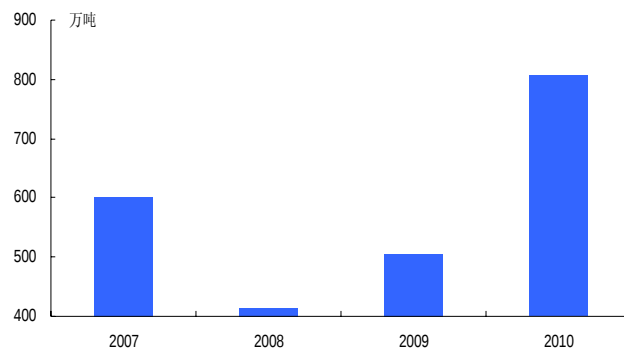
整合与小煤矿关闭的工作同步进行, 目前, 处于资源整合阶段的矿井有 123 座, 较 09 年 4 月减少 120 家, 随着整合矿井的复工, 乡镇煤矿产量从 09 年下半年起同比回升, 10 年乡镇煤矿产量较 09 年增长 300.2 万吨, 占 10 年全省增量的 59.4%。

图 7：甘肃省整合煤矿数量



数据来源：甘肃省煤监局

图 8：甘肃省乡镇煤矿产量



数据来源：甘肃省煤监局

根据对部分整合矿井的统计，整合后平均单井产能增量为 13 万吨，假设每两座矿井整合为一座，预计整合和改扩建矿井带来的产能增量共 800 万吨，在 11-13 年间释放。

2.3. 2014 年全省产量近亿吨

综合考虑东部庆阳、华亭地区和陇西的开发进程，以及小煤矿关停、整合矿井产能释放的影响，预计 2011 年产量为 4860 万吨，较 10 年增长 7.3%，12-14 年每年增量都在千万吨以上，2014 年产量将达 9700 万吨，是 2010 年产量的 2.14 倍。

表 6：2011-2014 年全省煤炭产量预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
产量	4860	5960	8300	9700

数据来源：国泰君安证券研究

3. 煤价无优势，煤炭变电力

3.1. 前有宁煤，后有疆煤

未来甘肃省煤炭调出的增量全部来自陇东，但陇东的动力煤距港口距离遥远，作为下水煤毫无价格竞争力，与邻省宁夏的煤炭相比，价格上也处于劣势。

随着新疆哈密地区的产能释放，疆煤将对甘肃省内市场形成极大的冲击，按照现价计算，加上运费，哈密地区的烟煤比平凉当地的动力煤仍然要低 55 元，所幸受运输条件的限制，冲击的时点要等到 2014 年兰新第二双线通车后。目前国家重点建设的河西能源基地，煤源以疆煤为主，即使采用公路运输，河西比陇东电厂的煤炭到厂价也要低 100 元。

表 7：不同运输方式下酒泉地区疆煤与平凉动力煤价格对比

运输方式	距离（哈密-酒泉）	运费单价	产地坑口价	站台使用费及代理费	酒泉地区价格	平凉动力煤价格	价差
铁路	591	0.12	195	65	331	506	-175
公路	591	0.35	195		402	506	-104

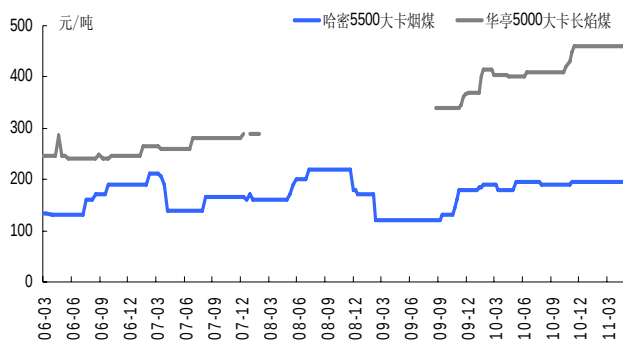
数据来源：国泰君安证券研究

表 8: 宁煤、陇煤与下水煤价格对比

生产地	港口	距离	运费	产地车板价	到港车板价	港口实际车板价	价差
宁夏灵台	秦皇岛	1665	200	445	645	715	-70
甘肃平凉	秦皇岛	2084	250	480	730	715	15

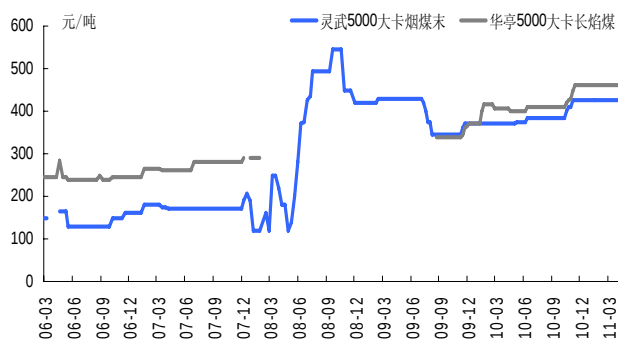
数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 疆煤与省内煤炭价格对比



数据来源: 煤炭资源网

图 10: 宁煤与省内煤炭价格对比



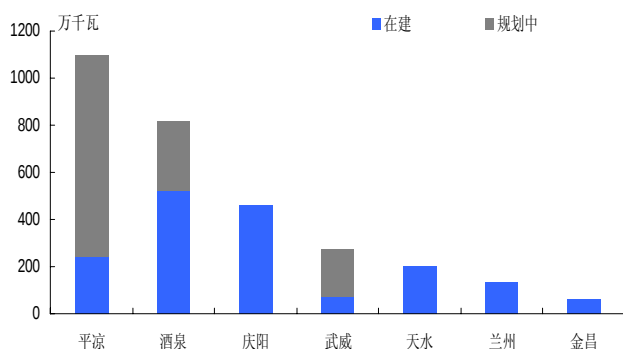
数据来源: 煤炭资源网

3.2. 煤炭外送改为电力外送, 间接影响内地煤炭市场

考虑到陇东煤炭外送并无价格优势, 陇东煤炭基地采取建设坑口电厂、实现煤炭就地转化的能源输出方式。甘肃中东部地区在建火电装机容量为 1040 万千瓦, 煤源来自庆阳、平凉的新开发煤矿, 2013 年上半年前投产; 河西走廊五市在建火电装机容量 650 万千瓦, 煤源以疆煤为主、少部分来自当地新建矿井, 2012 年底前投产。西部新建机组 2015 年将消费疆煤近 2000 万吨。

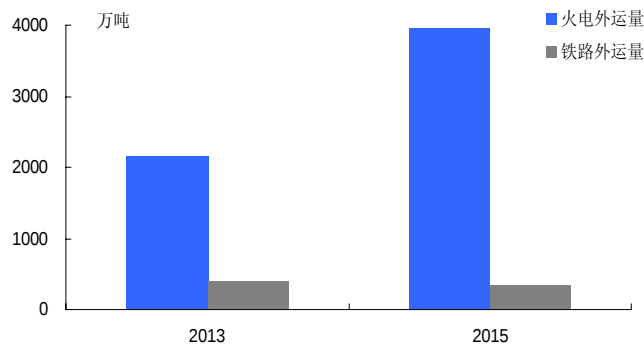
按照煤炭发热量 5300 大卡、发电煤耗 315 克标煤/千瓦时、火电机组平均利用小时数 5000 小时的假设, 陇东 2013 年新增煤炭产能的就地转化率 85%, 2015 年达到 90%。通过电力输出, 陇东对内地煤炭市场将产生间接影响, 而煤炭外运量仅为 400 万吨, 对煤炭供需的影响很小。

图 11: 甘肃省在建和规划中火电机组容量



数据来源: 国泰君安证券研究

图 12: 陇东新增产能外运分布



数据来源: 国泰君安证券研究

4. 未来省内竞争格局：主导者发生变化

4.1. 甘肃能源集团成立，掌控资源近 70 亿吨

2011 年 4 月，甘肃能源集团成立，由甘肃省电力投资集团（出资 51%）、靖远煤业集团（出资 25%）、华能甘肃公司（出资 16%）、庆阳市政府（出资 8%）共同出资设立。甘肃能源集团庆阳煤电公司将采取煤炭与坑口电厂联营的经营模式，是甘肃能源集团目前最核心的资产。同时，甘肃能源集团积极力争在甘肃河西地区以及邻近的新疆地区加快煤炭和电力项目的规划开发工作。

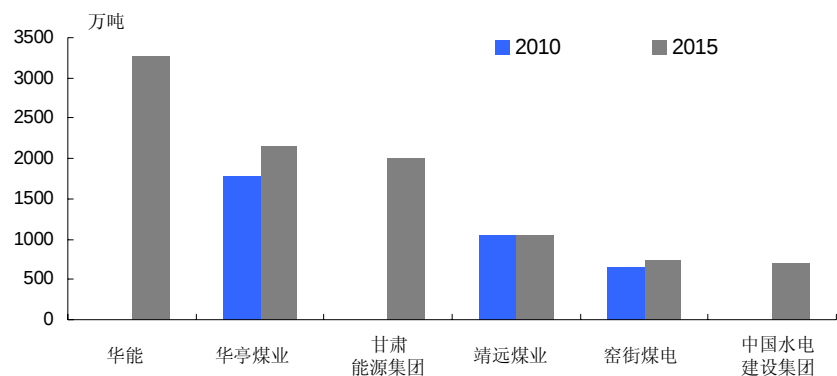
庆阳煤电将在年内开工建设 2000 万吨/年的宁中煤矿，规划建设装机容量 200 万千瓦的宁中坑口电厂一期工程，另外，庆阳煤电公司还握有合水县煤田、镇原北部煤田的探矿权，全部项目投产后的产能将达到 3360 万吨。

4.2. 未来省内格局由华能与甘肃能源集团主导

随着甘肃煤炭资源开发和整合工作的日益推进，甘肃省内的竞争格局也发生了变化：主导方由华亭、靖远、窑街三大集团变为华能集团和甘肃能源集团。

由于近几年三大集团在省内资源扩张并无大的斩获，而华能集团通过收购华亭集团 49% 股权、大规模开发庆阳地区煤炭资源，一举成为甘肃省最大的煤炭集团。甘肃省支持的甘肃能源集团的控股权归于甘肃省电力投资集团，原来的三大集团处于逐渐被边缘化的境地。从甘肃能源集团的发展思路和股权构成看，甘肃能源集团兼并靖远和窑街、形成像山东能源集团那样一个省内航空母舰的可能性不大。

图 13：省内主要煤炭企业产能情况（2010 年和 2015 年）



数据来源：国泰君安证券研究

5. 靖远煤电：产能增长潜力有限，成本压力近乎刚性

5.1. 未来几年公司产能增长潜力有限

公司旗下只有王家山一座矿井，09 年底公司通过收购集团部分矿井资产，原有三个工作面的产能由 190 万吨提升至 260 万吨，10 年受地质因素影响未能达产，生产原煤 245 万吨，预计 11 年达产。基于现有技术，未来公司产能提升空间有限。

母公司另有五座在产矿井，但由于集团矿井的采矿权费用一直没有缴纳，成为注入公司的最主要障碍。甘肃省在无偿划拨采矿权的国有矿井缴纳采矿权费用这方面的配套政策迟迟未出，在配套政策出台之前，通过资产注入做大产能规模的这条路基本被堵死。

5.2. 现货比例提升，合同煤限价影响减小

公司省内销售对象主要是靖远发电公司、靖远第二发电公司、兰州热电厂、西固热电厂。前几年公司合同煤比例都在 70% 以上，11 年合同煤比例降至一半以下，合同煤限价对公司的影响有所降低。

近年来，宁夏煤凭借价格优势，对白银当地煤炭市场冲击较大，公司对靖远当地电厂有专用的铁路通道，煤质也优于宁夏煤，在当地仍保持较强的竞争力。靖远当地电厂机组利用率有所提高，兰州热电厂、西固热电厂近两年均有新建机组投产，预计 12、13 年公司合同煤比例会高于 11 年水平。

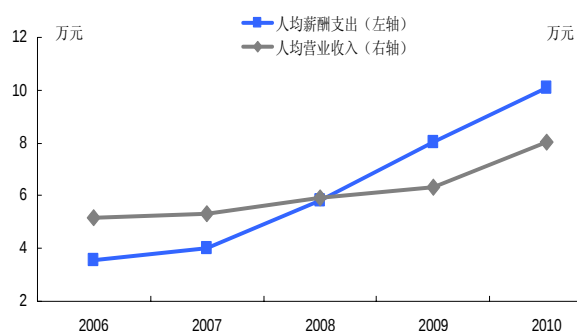
受运输条件的限制，疆煤对甘肃省煤炭市场的影响主要局限在河西地区，目前公司当地尚无疆煤，随着 14 年兰新第二双线通车，疆煤将对公司的销售情况形成极大冲击。

5.3. 人力成本比重激增，公司面临较大成本压力

从 07 年起，公司员工人数大幅增加，增速明显超过煤炭产量增速，另外员工工资水平从 07 年起迅速上升，人数与工资水平两者叠加，人工成本占吨煤成本的比例由 07 年的 51.2% 增至 10 年的 67.0%，位居各煤炭上市公司之首。

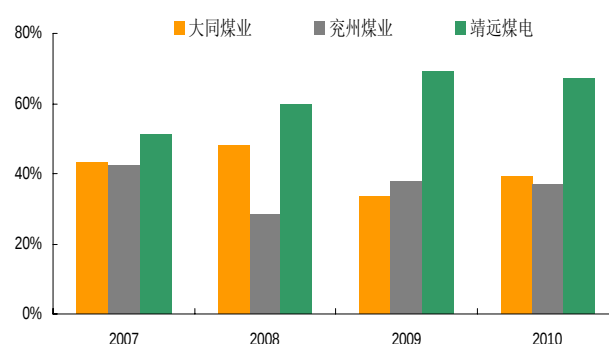
目前公司的安全生产费用为 20 元/吨，集团为 25 元/吨，公司安全生产费存在上调压力。若资源税上调，公司吨煤成本将增加 15 元，对应 EPS 降幅超过 40%。

图 14: 公司人均薪酬支出增速明显高于人均营业收入



数据来源：国泰君安证券研究

图 15: 各公司职工薪酬支出占营业成本比重



数据来源：国泰君安证券研究

5.4. 母公司入股甘肃能源集团的形式意义大于实质意义

华亭煤业、窑街煤电都握有省内未开发资源，而靖远煤业却并无新建和远期规划矿井，能够入股甘肃能源集团或许是省政府出于兼顾考虑做出的决定。但靖远煤电集团并无庆阳煤电的控股经营权，对集团对外扩张

的形式意义大于实质意义。

5.5. 上调 11 年盈利预测至 0.37 元，仍维持中性评级

基于公司 11 年合同煤比例下降，产量较 10 年有所增长的估计，调高公司 11 年、12 年 EPS 至 0.37 元、0.41 元，动态 PE 分别为 44 倍和 40 倍，维持“中性”评级。

作者简介:

杨立宏:

S0880511010016

010-59312711

yanglihong@gtjas.com

毕业于东北财经大学，经济学硕士，2003 年起至今先后从事纺织、钢铁、煤炭行业研究，2008 年加入国泰君安证券任煤炭行业研究员，2009、2010 年入围新财富煤炭行业最佳分析师，2010 年水晶球煤炭开采行业第 5 名。

尹西龙（贡献作者）:

S0880110110024

010-59312713

yinxilong008743@gtjas.com

毕业于中央财经大学金融学院，经济学硕士；2010 年 7 月进入国泰君安，从事煤炭行业的研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		