



煤炭

2011.07.05

煤价滞涨，估值逼近上限

煤炭行业 2011 年 7 月报

 杨立宏
 010-59312711
 yanglihong@gtjas.com
 编号 S0880511010016

本报告导读：

动力煤上升动力弱化，焦煤价格跌易涨难。煤炭股估值又达上限，突破依赖整体市场估值提升，维持中性评级。

摘要：

- **1-5 月产量净增 1.73 亿吨，来源集中于山西、内蒙。**根据煤炭运销协会公布的数据，5 月份全国原煤产量 3.15 亿吨，环比 4 月份增长 5%，同比增长 12.3%；1-5 月份累计产量 14.5 亿吨，净增 1.73 亿吨，增幅 13.5%，增量的 87.5%来自于山西、内蒙两省，由于陕西的重组，11 年的增量来源进一步向山西、内蒙两省集中。
- **电厂库存充足。**直供电厂库存天数为 17.3 天，较 4 月份增加 2.7 天，同比去年高出 1.4 天。5 月份动力煤进口量大增、6 月份南方降水明显增多，电煤紧张的情况已有明显缓解。6 月份钢铁价格表现较为疲软，钢铁库存环比下降 4.4%，较 3 月份高点下降 21.8%，去库存速度明显高于 09、10 年。
- **6、7 月份进口仍将回升。**5 月份进口煤炭 1356.7 万吨，环比增长 22.2%，同比增长 23.4%；前 5 个月累计进口煤炭 5703.1 万吨，同比减少 17.3%。6 月 27 日澳煤到岸（广州）价格较国内价格高 13.5 美元，较 2 月底的高点已回落 67.5%。国内外价差 4 月份起逐月回落，预计 6、7 月份煤炭进口量将继续回升。
- **前期动力煤价格上涨的驱动因素均现反转，动力煤上升动力弱化。**之前的上涨驱动有三：东南沿海诸省进口煤减少、电厂提前备储、华东和中南各省水电来水减少。随着国内外价差的回落，5 月份进口增加已经印证了第一个因素的消退；近两周秦皇岛煤炭调出量持续下滑，上周煤炭调出量降至近四个月最低水平，预示着电厂提前备储基本结束；6 月份南方降水明显增多、水电来水减少的瓶颈也随之解除。
- **焦煤价格跌易涨难。**6 月份以来，钢价普跌 2%。7 月份进入雨季影响建筑和房地产施工，钢铁需求进入淡季；房地产、汽车、工程机械等销售不畅也影响到钢铁需求量，预计钢价仍将震荡下行。6 月上旬钢铁行业产能利用率仍在 95%以上，价格压力下钢厂有一定的减产需求，我们预计未来 2 个月焦煤价格跌易涨难。
- **从价格表现来看，2 季度动力煤公司业绩环比应有增长。**从 2 季度的环比价格变化来看，动力煤现货价格涨幅较大外，其他煤种价格变动不大，动力煤公司的业绩有望环比提升。此外，有融资意向的公司业绩释放动力更强。
- **煤炭股估值又达上，突破依赖整体市场估值提升。**09 年以来煤炭股估值区间在 15 倍-20 倍之间窄幅波动。目前煤价已经达到 08 年以来的相对高位，短期内价格承受压力，而我们重点跟踪的公司平均估值水平达到近 19 倍，除非市场整体估值水平大幅提升，否则煤炭股整体估值将再次受压于 20 倍。维持中性评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

煤炭开采与洗选

中性

相关报告

煤炭：《动力煤二季度环比涨幅领先，蒙古项目提升神华净利 15%》

2011.07.05

煤炭：《动力煤上涨动力消退，保障房有望拉动焦煤价格》

2011.06.28

煤炭：《14 年产能翻番变煤为电，竞争格局重塑》

2011.06.23

煤炭：《焦煤的保护性开采意义不大》

2011.06.21

煤炭：《动力煤需求出现减弱迹象》

2011.06.14

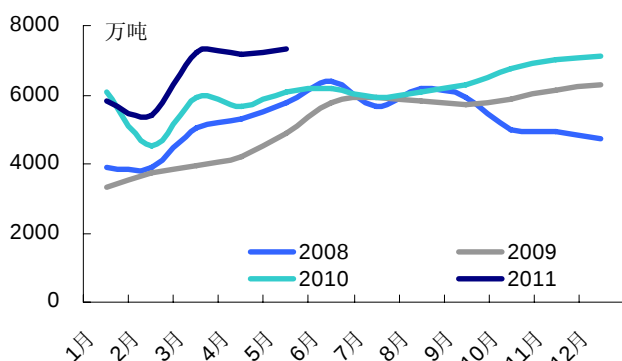
1. 5 月份国内主要产煤省生产情况

根据煤炭运销协会公布的数据，5 月份全国原煤产量 3.15 亿吨，环比 4 月份增长 5%，同比增长 12.3%；1-5 月份累计产量 14.5 亿吨，净增 1.73 亿吨，增幅 13.5%，增量的 87.5%来自于山西、内蒙两省，由于陕西的重组，11 年的增量来源进一步向山西、内蒙两省集中。

1.1. 山西 5 月份产量创历史最高水平

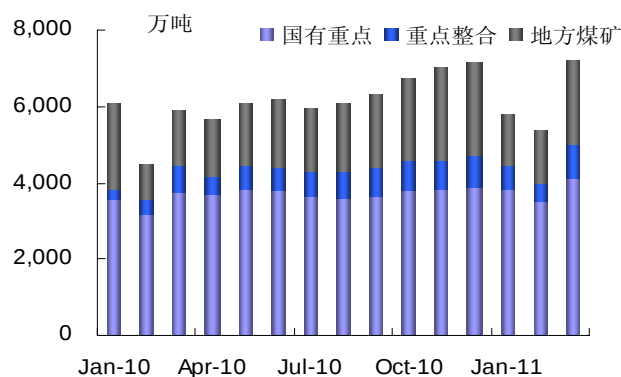
5 月份山西月度煤炭产量 7332.9 万吨，同比增长 20.8%，环比增长 2.7%，创单月最高。国有重点煤矿产量 4037.7 万吨，环比增长 1.9%；地方煤矿产量 2424.3 万吨，环比增长 5.0%；国有煤矿的整合矿井产量 870.9 万吨，环比持平。前五个月累计产量 3.3 亿吨，同比净增 0.54 亿吨。整合矿井从 11 年起释放产量，11 年释放产能约 1 亿吨。

图 1：山西月度煤炭产量



数据来源：煤炭资源网

图 2：山西煤炭月度产量结构

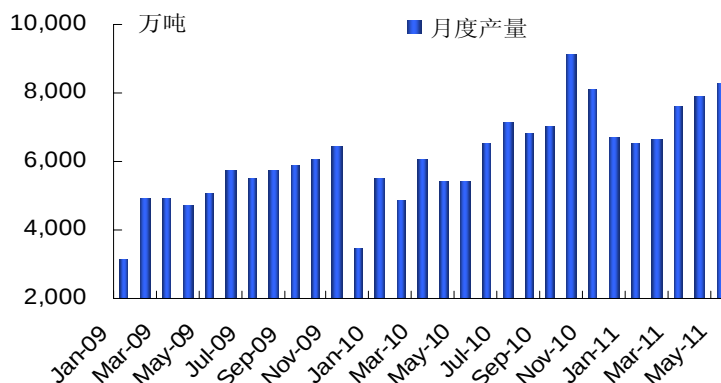


数据来源：煤炭资源网

1.2. 内蒙古 11 年前 5 个月产量逐月增加

5 月份内蒙古煤炭产量 8270 万吨，同比增长 53.0%，环比增长 5.0%。国有重点煤矿产量 2981 万吨，环比增长 2.4%，地方煤矿产量 5289 万吨，环比增长 6.6%。1-5 月全区产量 3.7 亿吨，同比净增 0.97 亿吨，占全国增量的 56.3%。

图 3：内蒙古煤炭月度产量

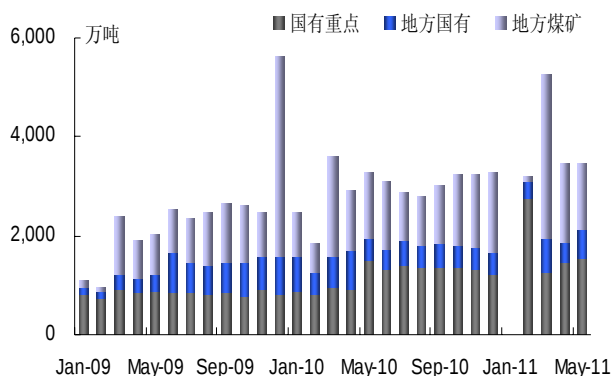


数据来源：内蒙古煤炭工业局

1.3. 11 年陕西产量增速明显放缓

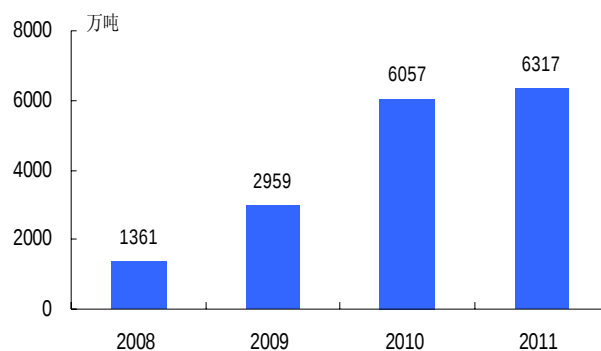
陕西 5 月份煤炭产量 3469.3 万吨，环比 4 月份基本持平。国有重点煤矿产量 1527.9 万吨，环比增长 4.7%，地方国有煤矿产量 610.8 万吨，环比增长 40.8%，地方煤矿产量 1330.6 万吨，环比减少 15.1%。从累计数据看，1-5 月份产量同比增长 8.1%，增速明显放缓，其中国有重点煤矿产量增长 38.1%，地方煤矿增长 4.3%。

图 4：陕西省煤炭月度产量结构



数据来源：陕西省煤监局

图 5：陕西省 1-5 月地方煤矿产量（2008-2011 年）



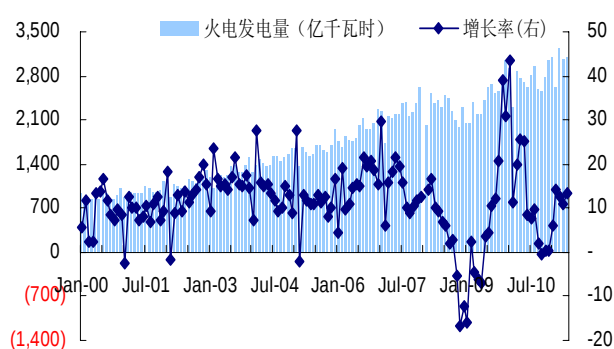
数据来源：陕西省煤监局

2. 5 月份电力及钢铁行业情况

2.1. 电煤紧张告一段落

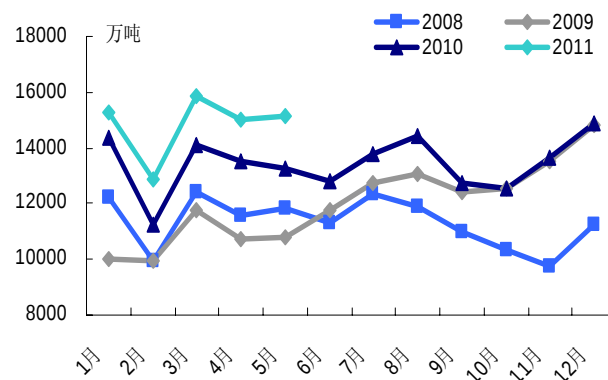
5 月火电发电量 3087.0 亿千瓦时，同比增长 13.5%，环比增长 0.5%；5 月份电力行业耗煤 1.51 亿吨，环比增长 0.5%。

图 6：火电月度发电量及增长率



数据来源：煤炭资源网

图 7：电力行业耗煤

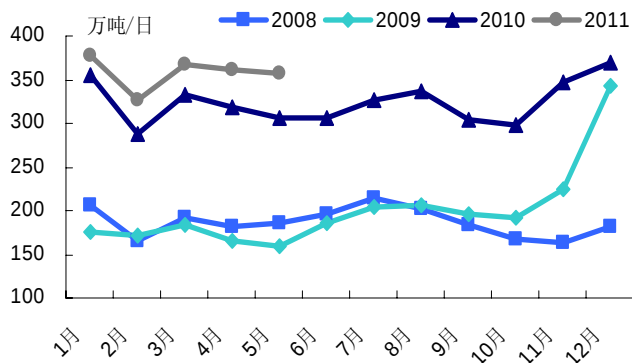


数据来源：煤炭资源网

从直供电厂数据看，2011 年 5 月耗煤量环比减少 1.3%，其中华中受旱情影响降幅较大，环比减少 7.0%。直供电厂库存天数为 17.3 天，较 4 月份增加 2.7 天，同比去年高出 1.4 天。

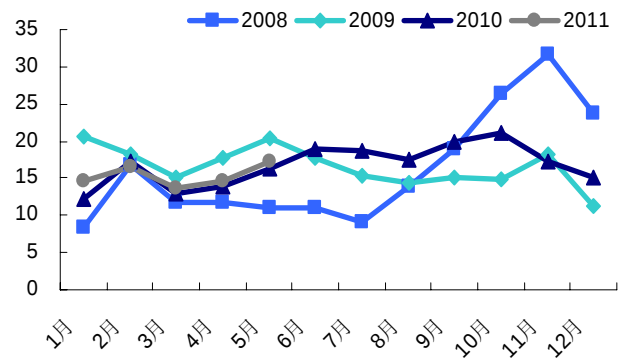
除了需求端需求旺盛的因素外，从供给端看，动力煤进口减少和水电发电不足是造成前一段时间国内电煤紧张的主要原因。5 月份动力煤进口量大增、6 月份南方降水明显增多，电煤紧张的情况已有明显缓解。

图 8: 直供电厂耗煤量



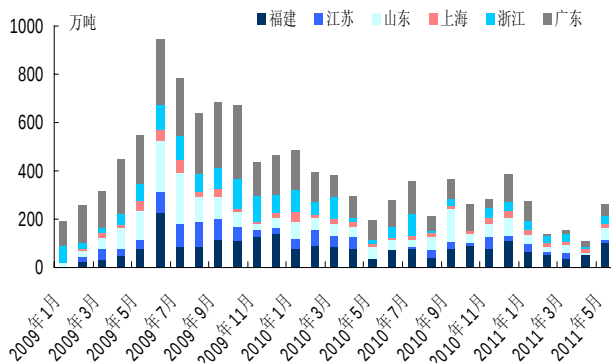
数据来源: 煤炭资源网

图 9: 直供电厂存煤天数



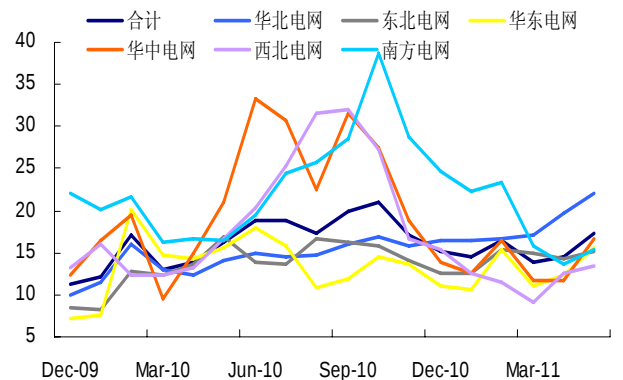
数据来源: 煤炭资源网

图 10: 沿海省份动力煤月度进口量



数据来源: 煤炭资源网

图 11: 分区域直供电厂存煤天数

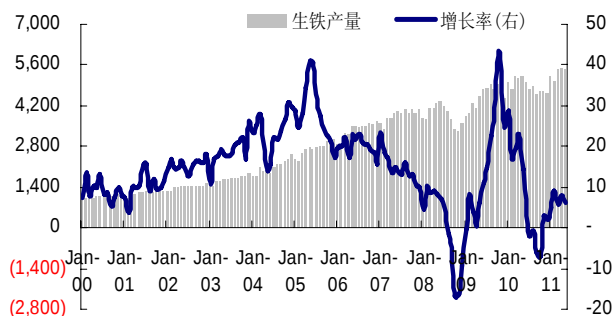


数据来源: 煤炭资源网

2.2.5 月生铁产量同比增长 6.4%

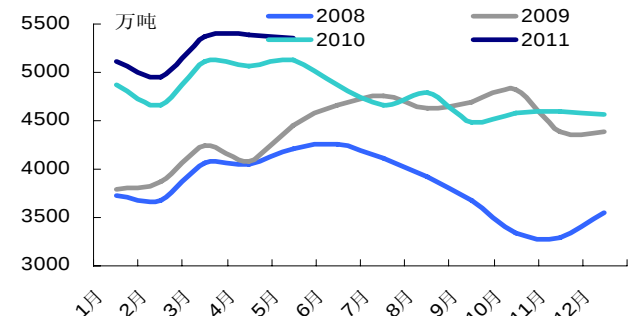
5 月份生铁产量 5457 万吨, 同比增长 6.4%, 环比减少 0.7%; 前五个月生铁累计产量 26946 万吨, 同比增长 7.3%。5 月钢铁耗煤 5348.2 万吨, 同比增长 6.4%, 环比减少 0.7%。前五个月累计耗煤 26406.9 万吨, 同比增长 7.3%。

图 12: 生铁月度产量及增长率



数据来源: 煤炭资源网

图 13: 钢铁行业月度耗煤变化

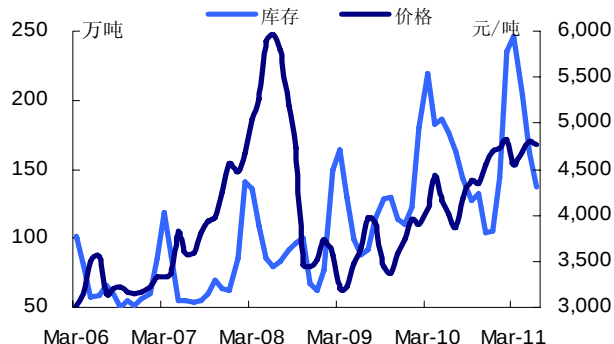


数据来源: 煤炭资源网

6 月份钢铁价格表现较为疲软, 冷轧、螺纹、热轧、线材涨幅分别为-2.1%、

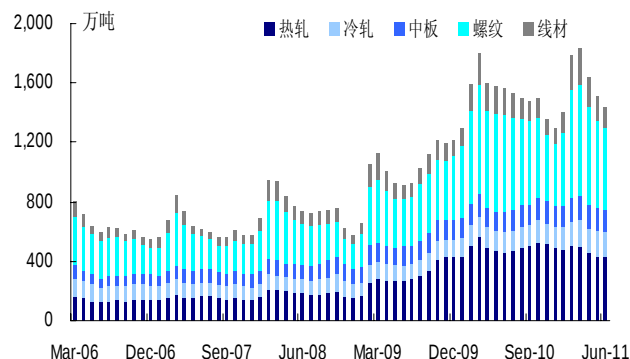
-0.8%、-0.9%、-0.7%。6 月份库存环比下降 4.4%，较 3 月份高点下降 21.8%，去库存速度明显高于 09、10 年。

图 14: 线材库存与价格



数据来源: mysteel

图 15: 钢材的库存结构

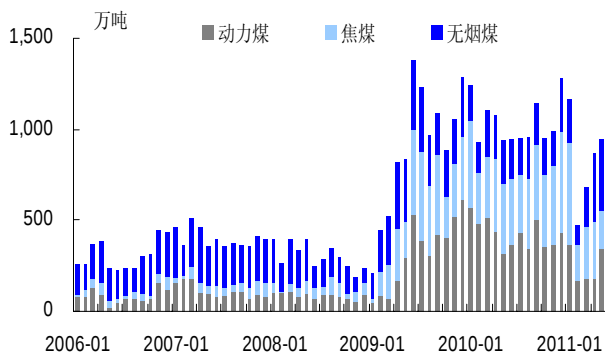


数据来源: mysteel

3. 价差持续回落，6、7 月份进口继续回升

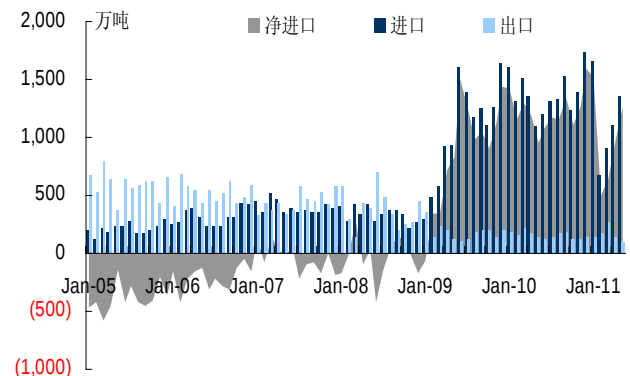
5 月份进口煤炭 1356.7 万吨，环比增长 22.2%，同比增长 23.4%。5 月份出口煤炭 88.3 万吨，环比减少 36.0%，同比减少 39.6%。前 5 个月累计进口煤炭 5703.1 万吨，同比减少 17.3%，累计出口煤炭 804.0 万吨，同比减少 9.4%。

图 16: 月度进口分煤种结构



数据来源: 煤炭资源网

图 17: 月度进口、出口与净进口



数据来源: 煤炭资源网

3 月底至今，澳洲煤价呈高位窄幅震荡行情。与此同时，秦皇岛动力煤价格持续走高。

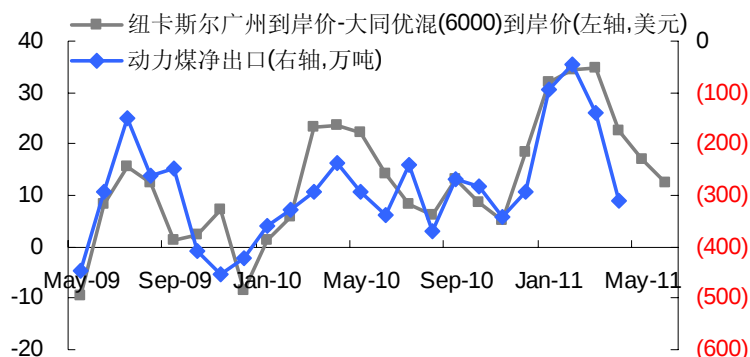
表 1: 5、6 月份国内外动力煤价格变动

	秦皇岛 6000 大 卡	澳大利亚 BJ	Globalcoal NEWC	Globalcoal RB	Globalcoal ARA
3 月底至今	7.7%	-1.4%	-0.3%	-6.1%	-5.0%

数据来源: 国泰君安证券研究

6月27日澳煤到岸（广州）价格较国内价格高13.5美元，较2月底的高点已回落67.5%。国内外价差在1-3月份价差始终高于30美元水平，4月份起逐月回落，预计6、7月份煤炭进口量将继续回升。

图 18: 国内外价差与一个月后的动力煤净进口量

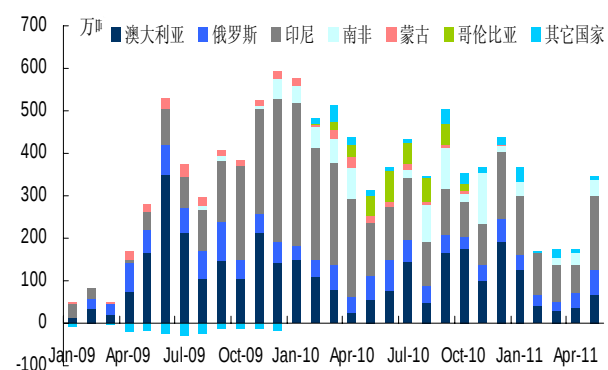


数据来源：国泰君安证券研究

分煤种看，5月份动力煤进口344.3万吨，环比增长96.3%，传统进口来源国进口量均大幅增长，印尼、俄罗斯、澳大利亚动力煤进口环比增长160.9%、82.7%、73.8%。

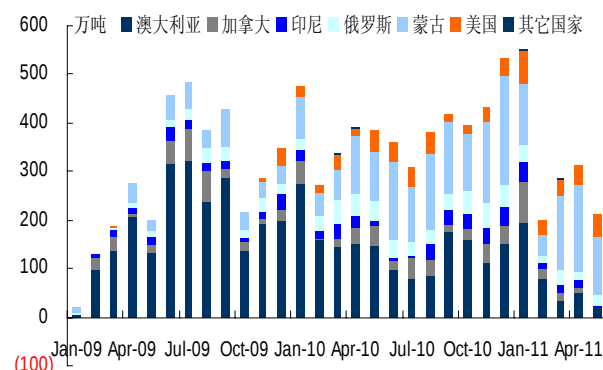
5月份进口焦煤213万吨，环比减少33.2%，主要是由于对蒙古、澳大利亚进口减少。对蒙古进口环比减少33%至120.3万吨，对澳大利亚进口继续下滑，环比减少55.3%至22.0万吨，仅为去年月均进口量的15%；5月份对美国、俄罗斯进口有所增长。

图 19: 动力煤月度进口量及来源国



数据来源：煤炭资源网

图 20: 焦煤月度进口量及来源国



数据来源：煤炭资源网

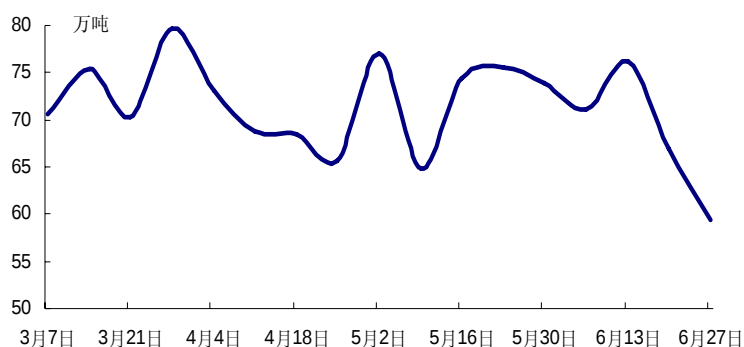
4. 我们对未来2-3个月国内煤炭价格的判断

4.1. 动力煤价格上涨的驱动因素近期消散

最近动力煤价格上涨的驱动因素有三个：东南沿海诸省进口煤减少导致对北方下水煤需求增加、电厂提前备储、华东和中南各省水电来水减少。随着国内外价差的回落，5月份进口增加已经印证了第一个因素的消退；近两周秦皇岛煤炭调出量持续下滑，上周煤炭调出量降至近四个月最低

水平，预示着电厂提前备储基本结束；6 月份南方降水明显增多、水电来水减少的瓶颈也随之解除。支持动力煤上涨的动力在近期消散。

图 21: 秦皇岛日均煤炭调出量



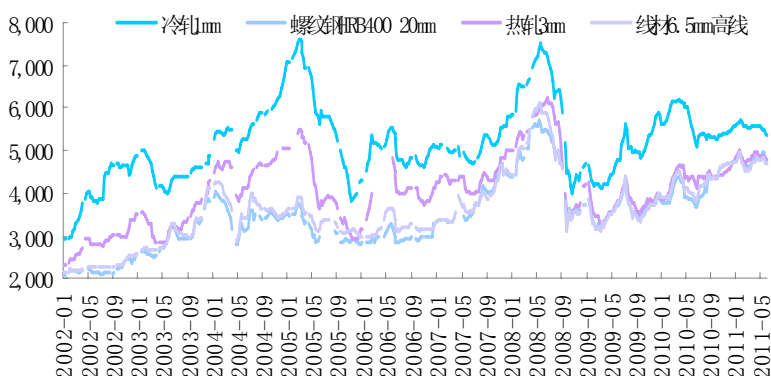
数据来源: 煤炭资源网

4.2. 焦煤价格有下调压力

根据中钢协 6 月 28 日预估, 6 月中旬全国粗钢日均产量 195.54 万吨, 较 6 月上旬减少 1.2 万吨, 环比降低 0.67%。中钢协此前数据显示, 中国 6 月上旬粗钢日均产量预估 196.74 万吨, 环比增长 2.7%。

6 月份以来, 钢价普跌 2%。7 月份进入雨季影响建筑和房地产施工, 钢铁需求进入淡季; 房地产、汽车、工程机械等销售不畅也影响到钢铁需求量, 预计钢价仍将震荡下行。6 月上旬钢铁行业产能利用率仍在 95% 以上, 价格压力下钢厂有一定的减产需求, 我们预计未来 2 个月焦煤价格跌易涨难。

图 22: 上海钢铁价格



数据来源: Mysteel

5. 行业及公司重大事件

5.1. 内蒙古“窝电”新外输通道建设列入国务院日程

在新发布的《国务院关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见》(下称《意见》)中, 加快建立电力输送通道建设已经被列入日程。《意见》中特别提到, 加快蒙西、呼伦贝尔等煤电基地至华北、华

中、华东、东北输电通道前期工作，研究论证锡林郭勒至南京等长距离大容量高电压等级输电通道建设。

点评：与华东、华南地区出现的缺电情况不同，内蒙古则呈现电力过剩的情况，大量的富余电力“窝”在省内输不出去电。截至今年4月底，蒙西电网目前装机容量达4000万千瓦，富余电源装机约640万千瓦。内蒙古当地自身用电量小，电网最高供电负荷只有约1600万千瓦，加上国家不断对高耗能产业进行调控，当地“窝电”现象相当普遍。

内蒙古距离华北电网较近，将蒙西电网的电调往华北电网，再通过华北电网调度到华中、华东地区，这种“接力棒”式的传递方式能在一定程度缓解蒙西电网的输电难题。如果富余装机的外送问题得到解决，加上锡林郭勒至南京的输电线路，通过电力外送，能够就地转化煤炭6000万吨。“窝电”问题最早也要到2013年才能解决，届时蒙煤外运的运输瓶颈有所缓解，但是对煤炭市场会形成间接的供给冲击。

5.2. 能源局拟就焦煤保护性开采出台相关办法

目前国家能源局正在就焦煤保护性开发拟定相关办法。该办法将择日出台。5月底刚刚披露的煤炭工业发展“十二五”规划征求意见稿中，也提出了“十二五”期间要对优质炼焦煤和无烟煤资源实行保护性开发。目前我国炼焦煤资源量分布不均，其中55%在山西，但在近些年过度和无序的开发中，焦煤资源受到较大损害。同时，我国焦煤的品种结构也不太合理，使得短缺更为明显。

点评：所谓保护性开采无非是控制产量，提高价格，但我们认为焦煤的保护性开采实施上有一定难度：首先，山西整合后特别是吕梁、临汾两市焦煤产能的集中度仍非常分散（具体情况可参考报告《整合尘埃定，煤花落谁家 091214》），不利于保护性开采的实施；其次，无论保护与否，中国的焦煤产能在12年中期山西技改释放后将达到产能峰值，就国内而言受资源约束已难再有大幅提升；再次，蒙古焦煤资源将在13年前后凭借低成本冲击国内市场，即使能形成所谓保护性的高价，其利恐为蒙古煤企所得。

6. 6月份煤炭跑赢指数

煤炭板块近1年跑赢指数31.83个百分点，近3个月跑赢指数3.19个百分点。6月份煤炭板块指数走势明显强于大盘，在23个行业板块中排名处于第5位。

表 2：煤炭板块市场表现

	1 年		3 个月		1 个月	
	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率
煤炭指数	46.99%	31.83%	-3.37%	3.19%	7.42%	5.36%
上证指数	15.16%	-	-6.55%	-	2.06%	-

数据来源：Wind，截至到2011年6月30日

从近3个月和1个月的表现看，热点较为散乱。近期我们重点推荐的中国神华、潞安环能、盘江股份表现位于板块前列。

表 3: 煤炭公司市场表现

序号	1 年		3 月		1 月	
	简称	阶段涨幅	简称	阶段涨幅	简称	阶段涨幅
1	山西焦化	238.30%	山西焦化	51.30%	山西焦化	33.06%
2	冀中能源	130.26%	昊华能源	22.19%	潞安环能	16.26%
3	兖州煤业	121.84%	ST 贤成	12.40%	兰花科创	14.40%
4	昊华能源	114.13%	冀中能源	10.39%	兖州煤业	13.77%
5	潞安环能	113.01%	兰花科创	7.25%	煤气化	13.64%
6	ST 贤成	97.51%	中国神华	6.84%	盘江股份	11.26%
7	平庄能源	90.61%	安泰集团	5.19%	中国神华	11.26%
8	大有能源	89.13%	山煤国际	4.06%	山煤国际	11.04%
9	盘江股份	88.91%	安源股份	2.86%	ST 贤成	10.70%
10	煤气化	86.25%	兖州煤业	2.80%	安泰集团	10.61%
11	国阳新能	85.41%	潞安环能	2.76%	冀中能源	10.46%
12	恒源煤电	80.50%	平庄能源	2.64%	平庄能源	10.42%
13	山煤国际	77.58%	煤气化	-1.82%	昊华能源	9.04%
14	兰花科创	65.55%	恒源煤电	-3.95%	恒源煤电	8.17%
15	靖远煤电	57.51%	露天煤业	-4.46%	永泰能源	7.97%
16	神火股份	46.87%	永泰能源	-5.03%	安源股份	6.71%
17	上海能源	46.04%	美锦能源	-5.31%	神火股份	6.36%
18	中国神华	44.46%	中煤能源	-5.70%	国阳新能	5.65%
19	安源股份	44.42%	大有能源	-7.09%	西山煤电	5.58%
20	平煤股份	40.94%	神火股份	-8.60%	靖远煤电	4.70%
21	西山煤电	33.26%	盘江股份	-8.79%	平煤股份	4.48%
22	露天煤业	30.83%	国阳新能	-9.04%	中煤能源	4.48%
23	四川圣达	28.61%	西山煤电	-10.50%	美锦能源	3.97%
24	安泰集团	28.07%	平煤股份	-10.71%	露天煤业	3.67%
25	郑州煤电	26.71%	四川圣达	-11.13%	上海能源	3.39%
26	大同煤业	23.43%	靖远煤电	-11.34%	郑州煤电	2.93%
27	中煤能源	23.27%	郑州煤电	-13.69%	四川圣达	2.55%
28	开滦股份	23.13%	上海能源	-14.34%	大同煤业	-1.05%
29	永泰能源	13.05%	大同煤业	-14.44%	大有能源	-1.97%
30	美锦能源	-2.64%	开滦股份	-18.33%	开滦股份	-2.74%

数据来源：Wind，截至到 2011 年 6 月 30 日

7. 投资策略：估值又将触及上限

在煤价上涨乏力的背景下，近期煤炭股却表现相对坚挺，我们认为这与中期业绩预期有关。从 2 季度的环比价格变化来看，动力煤现货价格涨幅较大外，其他煤种价格变动不大，动力煤公司的业绩有望环比提升。此外，有融资意向的公司业绩释放动力更强。

表 4：2 季度各煤种价格变化

	大同弱粘煤	柳林焦煤	阳泉末煤	晋城无烟煤	屯留喷吹煤	秦皇岛大同
2010 年 1 季度均价	467	771	744	528	883	783
2010 年 2 季度均价	471	848	748	545	908	792
2010 年 3 季度均价	468	837	760	573	955	774
2010 年 4 季度均价	499	871	846	638	1111	778
2011 年 1 季度均价	528	983	985	703	1150	834
2011 年 2 季度均价	546	1004	995	730	1150	837
11 年 1 季度环比上涨	6%	13%	16%	10%	4%	0.3%
11 年 2 季度环比上涨	3%	2%	1%	4%	0%	4%
11 年 2 季度同比上涨	16%	18%	33%	34%	27%	13%

数据来源：国泰君安证券研究

09 年以来，煤炭股大部分的估值区间在 15 倍-20 倍之间窄幅波动，造成煤炭股估值区间收窄的原因主要是煤价相对高位，波动幅度减缓。目前煤价已经达到 08 年以来的相对高位，短期内价格承受压力，而我们重点跟踪的公司平均估值水平达到近 19 倍，除非市场整体估值水平大幅提升，否则煤炭股整体估值将再次受压于 20 倍。

表 5：重点公司盈利预测与评级

公司 名称	最新 评级	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
中国神华	增持	1.87	2.00	2.15	16.6	15.5	14.5
中煤能源	谨慎增持	0.52	0.65	0.77	19.8	15.8	13.4
大同煤业	谨慎增持	0.68	0.73	0.99	26.2	24.4	18.0
露天煤业	增持	1.10	1.42	1.79	20.3	15.8	12.5
动力煤企业					20.7	17.9	14.6
西山煤电	增持	0.84	1.38	1.66	30.3	18.4	15.3
盘江股份	增持	1.25	1.58	1.98	27.8	22.0	17.6
平煤股份	增持	0.71	1.01	1.10	20.6	14.5	13.3
开滦股份	增持	0.70	0.85	0.91	24.4	20.1	18.8
炼焦煤企业					25.8	18.7	16.2
潞安环能	增持	1.49	1.87	2.11	23.5	18.8	16.7
国阳新能	增持	1.00	1.13	1.21	25.5	22.5	21.0
兰花科创	增持	2.30	2.98	3.34	18.9	14.6	13.0
兖州煤业	谨慎增持	1.83	2.04	2.14	19.8	17.8	16.9
喷吹煤、无烟煤及其他企业					21.9	18.4	16.9

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**杨立宏:**

执业资格证书编号: S0880511010016

电话: 010-59312711

邮箱: 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):

执业资格证书编号: S0880110110024

电话: 010-59312713

邮箱: 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		