



煤炭

2011.08.04

行业景气高位“横行”

煤炭行业 2011 年 8 月报

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

本报告导读：

行业景气在高位“横行”，通胀拐点迟迟难现，相比景气仍有恶化可能的下游行业和利润微薄的中游行业，煤炭的高景气在周期性板块中仍有相对优势，维持中性评级。

摘要：

- **1-6 月产量净增 2.05 亿吨，山西地方矿和整合矿产量出现明显增长。**根据煤炭运销协会公布的数据，6 月份全国原煤产量 3.17 亿吨，环比 5 月份增长 0.6%，同比增长 12.8%；1-6 月份累计产量 17.8 亿吨，净增 2.05 亿吨，增幅 13.0%。
- **重工业增速大幅回升，推高高耗能行业用电量。**直供电厂库存天数为 18.1 天，较 5 月份增加 0.8 天，同比去年低 0.7 天。6 月份的工业增加值同比增速为 15.1%，远高于 5 月份的 13.3%，工业回暖的主要原因是 6 月份重工业同比增速较 5 月份高出 2.1 个百分点，推高高耗能行业用电量。7 月份钢铁价格延续年初至今的盘整走势，库存环比下降 2.8%，其中线材库存降幅尤其明显。
- **进口煤价差回落至历史中值水平，进口将维持高位。**6 月份进口煤炭 1373.3 万吨，环比增长 1.2%，同比增长 13.4%；上半年累计进口煤炭 7076.4 万吨，同比减少 12.7%。8 月 1 日澳煤到岸（广州）价格较国内价格高 11.9 美元，较 6 月底减少 1.0 美元。3 月份起价差逐渐回落，近期已降至 09 年初至今的中值水平附近，预计未来两月进口仍维持高位。
- **动力煤淡季回落空间有限。**6 月份重工业的回暖打消了 5 月份公布工业数据时市场对经济下行的疑虑，近期“电荒”传闻再起，下游对电力的需求仍保持旺盛势头。由于短期内由于库存充足、水电恢复、进口高位，7 月以来国内动力煤港口价格略有回落，8 月有望持续疲弱，但下跌空间不大。尽管随后将迎来的 9 月份是夏季用电高峰和冬季取暖两个峰值间的低谷，但近年来电企通常在淡季储煤提前储煤，动力煤的淡旺季价格逐步平滑，可能继续呈现淡季不淡的走势。
- **焦煤价格有上涨潜力。**除了年初因钢铁复产带来的一波焦煤价格回升外，年内焦煤价格表现一直平淡，期间历经钢材价格的两次涨跌亦无变化。目前钢铁库存连续 4 个月下降，处于相对低位，钢价亦淡季不淡，7 月份螺纹钢和线材分别回升 1.5% 和 4.2%。随着 9 月份施工旺季的到来，钢价有望继续回升，盘久未动的焦煤有一定的上涨潜力。
- **行业景气在高位“横行”，煤炭股具有相对优势。**短期内煤价大涨大跌可能性都不大，维持高位震荡。通胀拐点迟迟难现，相比景气仍有恶化可能的下游行业和利润微薄的中游行业，煤炭的高景气在周期性板块中仍有相对优势，我们对行业维持中性评级。维持中国神华、潞安环能的核心配置，关注开滦股份、神火股份、兰花科创等非煤业务底部回升的公司，大同煤业储量市值仅有 10 元/吨，远低于近期煤炭市场的资源收购价格，年初以来表现落后，可作为近期新增的配置品种。

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：《战略相持阶段仍在继续》 2011.08.01
 煤炭：《食之无肉，弃之可惜》 2011.07.26
 煤炭：《上涨时难跌亦难》 2011.07.19
 煤炭：《煤价与估值双升的局面难现》 2011.07.11
 煤炭：《煤价滞涨，估值逼近上限》 2011.07.05

1. 6 月份国内主要产煤省生产情况

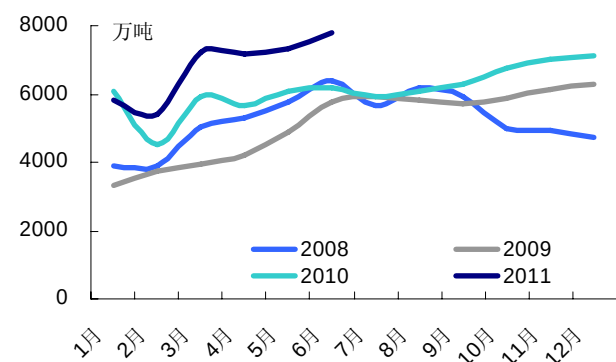
根据煤炭运销协会公布的数据，6 月份全国原煤产量 3.17 亿吨，环比 5 月份增长 0.6%，同比增长 12.8%；1-6 月份累计产量 17.8 亿吨，净增 2.05 亿吨，增幅 13.0%。

1.1. 技改矿井陆续投产，推高山西省产量

6 月份山西月度煤炭产量 7815.3 万吨，同比增长 26.2%，环比增长 6.6%，再创月度最高水平。国有重点煤矿产量 3906.7 万吨，环比减少 3.2%；地方煤矿产量 2777.4 万吨，环比增长 14.6%；国有煤矿的整合矿井产量 1131.2 万吨，环比增长 29.9%。上半年累计产量 4.11 亿吨，同比净增 0.73 亿吨。

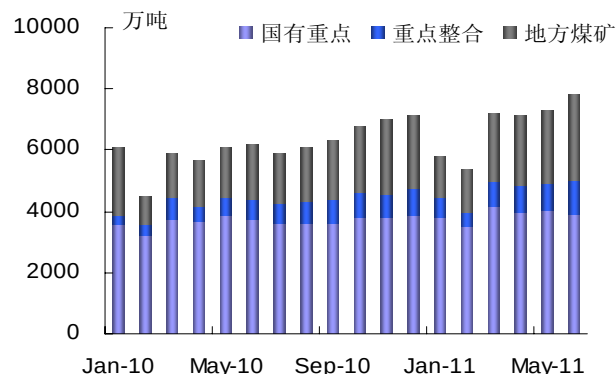
6 月份地方矿和整合矿井产量出现明显增长，主要是因为部分技改完成的矿井开始陆续释放。11 年上半年全省增量中有 53.6%来自于地方煤矿，23.5%来自于重点企业的整合煤矿。

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



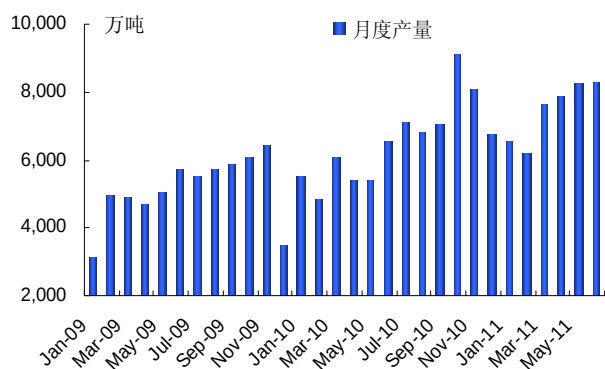
数据来源：煤炭资源网

1.2. 内蒙古 6 月份产量环比持平

6 月份内蒙古煤炭产量 8276 万吨，同比增长 33.4%，环比 5 月份持平；其中国有重点煤矿 3045 万吨，环比增长 2.2%，地方煤矿 5244 万吨，环比减少 0.9%。1-6 月全区产量 4.52 亿吨，同比净增 1.17 亿吨，同比增长 34.8%。其中国有重点煤矿产量 1.81 亿吨，增长 28.1%；地方煤矿 2.71 亿吨，增长 38.2%。

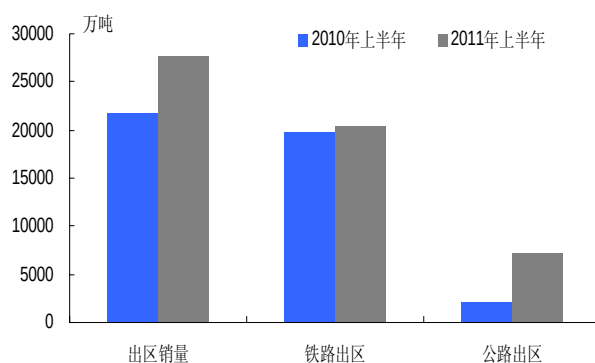
上半年出区销量同比增长了 5800 万吨，铁路运输增量仅有 660 万吨，剩下的 5000 多万吨全都要靠公路外运。近期内蒙古境内高速公路及周边省道大范围拥堵的状况印证内蒙煤炭对外销售的运输瓶颈仍在不断加剧。

图 3: 内蒙古煤炭月度产量



数据来源: 内蒙古煤炭工业局

图 4: 内蒙古煤炭对外销量分布

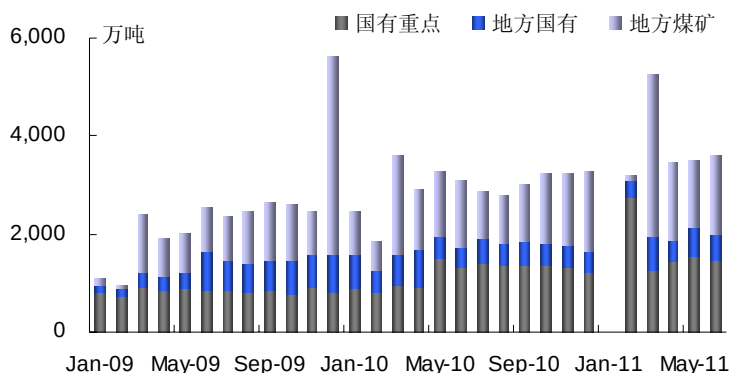


数据来源: 内蒙古煤炭工业局

1.3. 陕西省上半年同比增长 10.4%

陕西 6 月份煤炭产量 3600.2 万吨，环比 5 月份增长 2.9%。国有重点煤矿产量 1472.3 万吨，环比减少 4.3%，地方国有煤矿产量 523.0 万吨，环比减少 13.7%，地方煤矿产量 1604.9 万吨，环比增长 18.4%。从累计数据看，1-6 月份产量同比增长 10.4%，其中国有重点煤矿产量增长 32.7%，地方煤矿增长 6.9%。

图 5: 陕西省煤炭月度产量结构



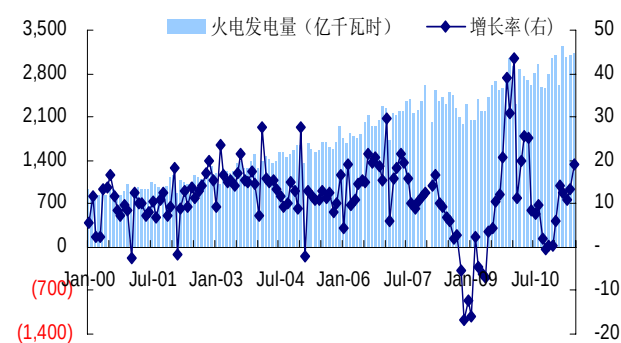
数据来源: 陕西省煤监局

2. 6 月份下游行业需求强劲回升

2.1. 重工业增速大幅回升，推高高耗能行业用电量

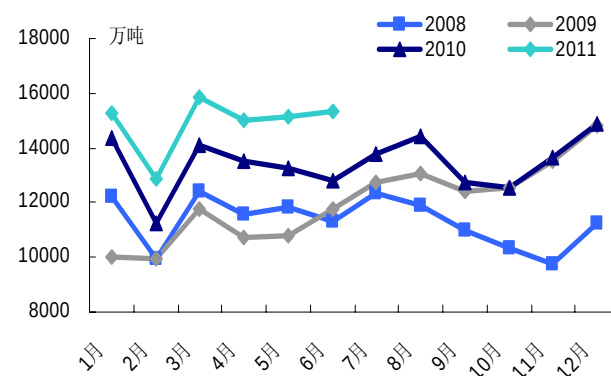
6 月火电发电量 3128.0 亿千瓦时，环比增长 1.3%，同比增长 19.0%，较 5 月份高出 5.5 个百分点，增幅较大主要是去年 6 月份开始对高耗能行业限电造成的低基数所致；6 月份电力行业耗煤 1.53 亿吨，环比增长 1.3%。从直供电厂数据看，2011 年 6 月份耗煤量环比增长 1.3%。直供电厂库存天数为 18.1 天，较 5 月份增加 0.8 天，同比去年低 0.7 天。

图 6: 火电月度发电量及增长率



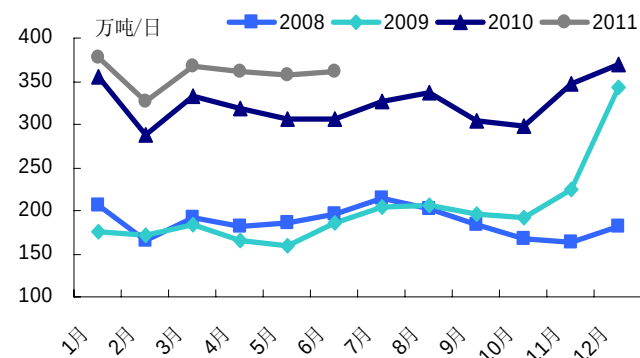
数据来源: 煤炭资源网

图 7: 电力行业耗煤



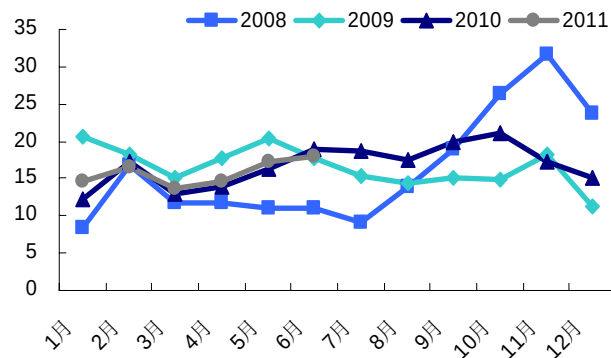
数据来源: 煤炭资源网

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

6月份的工业增加值同比增速为15.1%，远高于5月份的13.3%，这一数值也超出了市场预期。工业回暖的主要原因是6月份重工业同比增速较5月份高出2.1个百分点，重工业的回暖推高了高耗能行业的景气程度。从化工、建材、钢铁、有色这四个高耗能行业的用电量看，6月份环比增长2.4%，增速仅低于09年而高于其他年份。

表 1: 近5年四大高耗能行业用电量环比增速

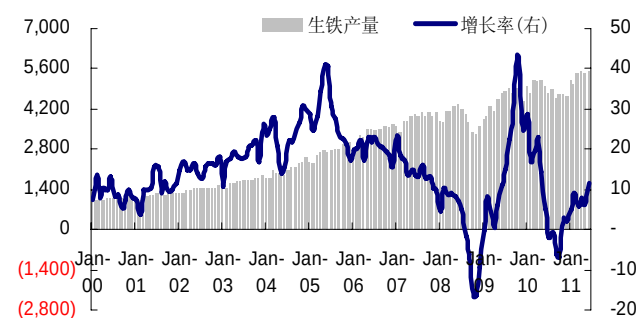
	2007	2008	2009	2010	2011
5月	6.4%	3.1%	3.3%	4.9%	1.3%
6月	0.4%	1.0%	6.7%	-0.4%	2.4%

数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 6月生铁产量同比增长11.6%

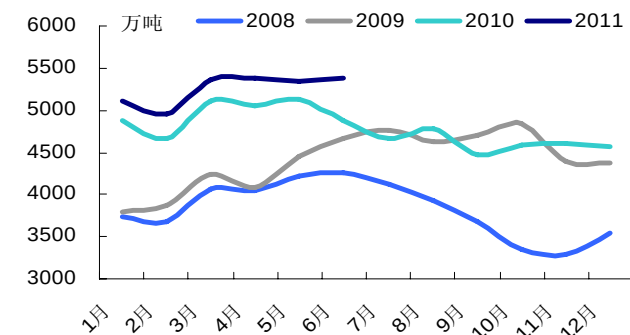
6月份生铁产量5489万吨，同比增长11.6%，环比增长0.6%；上半年生铁累计产量32458万吨，同比增长8.4%。6月钢铁耗煤5378.7万吨，同比增长11.6%，环比增长0.6%；上半年累计耗煤31808.6万吨，同比增长8.4%。

图 10: 生铁月度产量及增长率



数据来源: 煤炭资源网

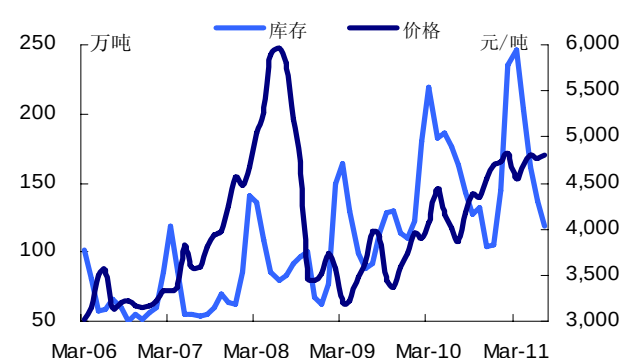
图 11: 钢铁行业月度耗煤变化



数据来源: 煤炭资源网

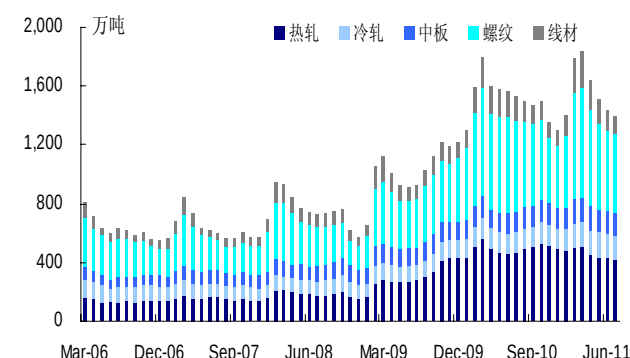
7 月份钢铁价格延续年初至今的盘整走势，冷轧、螺纹、热轧、线材涨幅分别为-1.5%、-1.0%、-0.6%、0.7%。7 月份库存环比下降 2.8%，其中线材库存降幅尤其明显。

图 12: 线材库存与价格



数据来源: mysteel

图 13: 钢材的库存结构



数据来源: mysteel

3. 价差回落至历史中值水平，进口量仍将维持高位

6 月份进口煤炭 1373.3 万吨，环比增长 1.2%，同比增长 13.4%；出口煤炭 71.3 万吨，环比减少 19.3%，同比减少 43.9%。上半年累计进口煤炭 7076.4 万吨，同比减少 12.7%；累计净进口 6201.1 万吨，同比减少 12.5%。

图 14: 月度进口分煤种结构

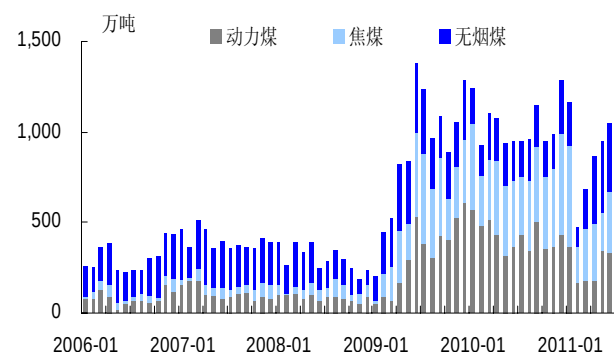
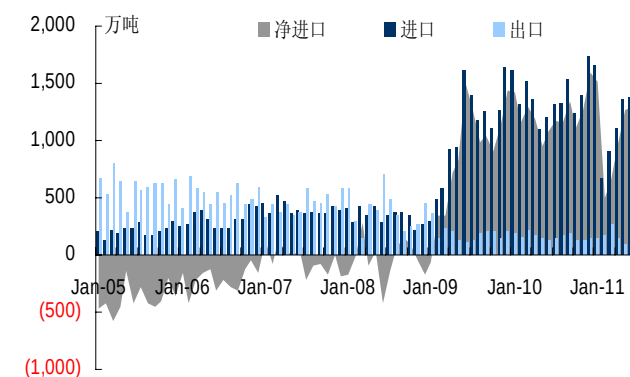


图 15: 月度进口、出口与净进口



数据来源：煤炭资源网

数据来源：煤炭资源网

7 月份，澳洲煤价呈窄幅震荡行情。与此同时，由于电厂备储周期结束，秦皇岛动力煤价格逐周小幅回落，7 月底较高点已回落 15 元。

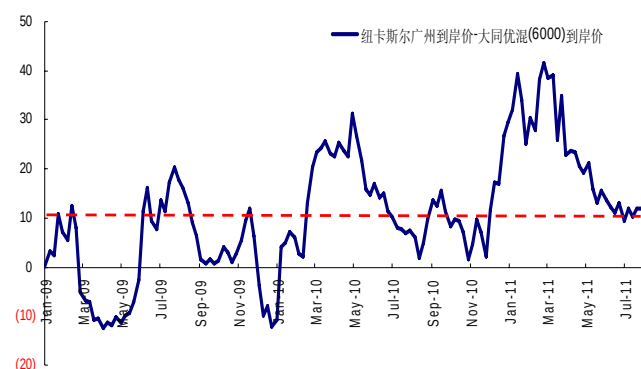
表 2：7 月份国内外动力煤价格变动

	秦皇岛 6000 大 卡	澳大利亚 BJ	Globalcoal NEWC	Globalcoal RB	Globalcoal ARA
7 月	-1.6%	-0.5%	-0.4%	0.4%	2.4%

数据来源：国泰君安证券研究

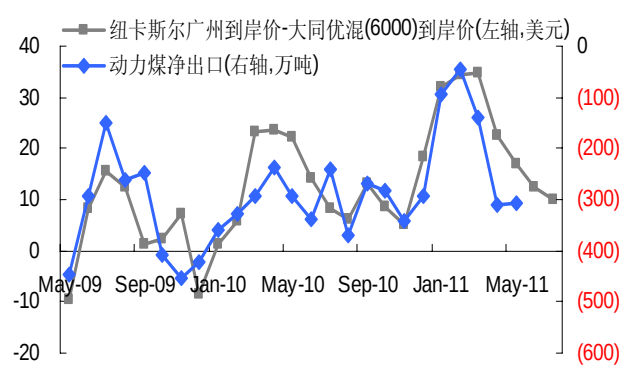
8 月 1 日澳煤到岸（广州）价格较国内价格高 11.9 美元，较 6 月底减少 1.0 美元。3 月份起价差逐渐回落，近期已降至 09 年初至今的中值水平附近，短期内价差下行空间不大，未来 2 个月进口量仍将维持高位。

图 16：澳洲煤与国内煤价差



数据来源：国泰君安证券研究

图 17：国内外价差与一个月后的动力煤净进口量



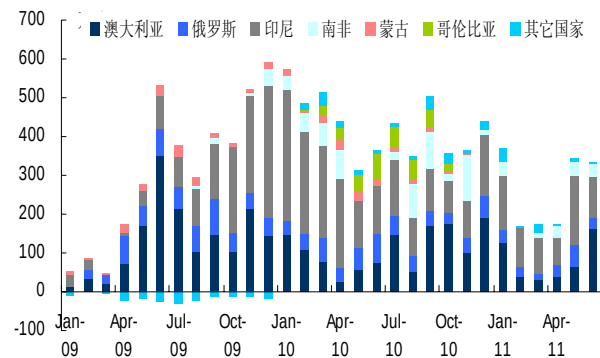
数据来源：国泰君安证券研究

6 月份澳煤进口出现大比例的恢复性增长。

6 月份动力煤进口 335.8 万吨，环比减少 2.5%，对澳大利亚进口大幅增长，环比增长 142.6%至 162.6 万吨，恢复至澳洲洪水发生前的水平；对印尼、俄罗斯、南非进口环比减少 51.7%、40.0%、9.0%。

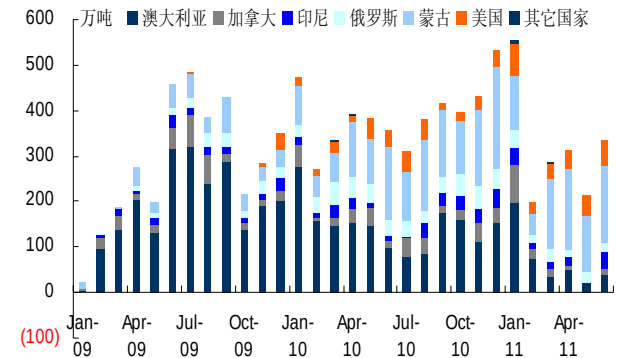
6 月份进口焦煤 333.9 万吨，环比增长 56.7%，对主要进口来源国进口量均大幅增长。对澳大利亚进口环比增长 71.7%，上半年对澳进口焦煤同比减少近六成；对蒙古进口环比增长 41.7%。

图 18: 动力煤月度进口量及来源国



数据来源：煤炭资源网

图 19: 焦煤月度进口量及来源国



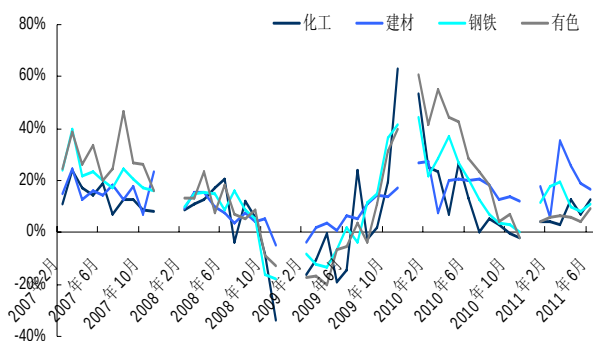
数据来源：煤炭资源网

4. 我们对未来 2-3 个月国内煤炭价格的判断

4.1. 动力煤淡季回落空间有限

6 月份重工业的回暖打消了 5 月份公布工业数据时市场对经济下行的疑虑，近期“电荒”传闻再起，下游对电力的需求仍保持旺盛势头。由于短期内由于库存充足、水电恢复、进口高位，7 月以来国内动力煤港口价略有回落，8 月有望持续疲弱，但下跌空间不大。尽管随后将迎来的 9 月份是夏季用电高峰和冬季取暖两个峰值间的低谷，但近年来电企通常在淡季储煤提前储煤，动力煤的淡旺季价格逐步平滑，可能继续呈现淡季不淡的走势；从电力需求的角度看，9、10 月份是建材和钢铁的消费旺季，近期铝价走高，也将提高电解铝行业的用电需求。

图 20: 主要高耗能行业用电量同比增速



数据来源：国泰君安证券研究

图 21: 上海期货交易所铝价

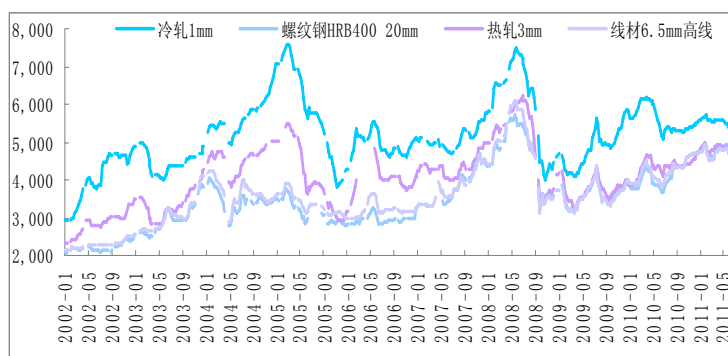


数据来源：Wind

4.2. 焦煤价格经住淡季考验，未来有上涨潜力

除了年初因钢铁复产带来的一波焦煤价格回升外，年内焦煤价格表现一直平淡，期间历经钢材价格的两次涨跌亦无变化。目前钢铁库存连续 4 个月下降，处于相对低位，钢价亦淡季不淡，7 月份螺纹钢和线材分别回升 1.5% 和 4.2%。随着 9 月份施工旺季的到来，钢价有望继续回升，盘久未动的焦煤有一定的上涨潜力。

图 22: 上海钢铁价格



数据来源: Mysteel

5. 行业及公司重大事件

5.1.9 家煤炭板块公司公布 11 年中期业绩

截至 8 月 2 日, 23 家煤炭类上市公司中已经有 5 家公布了 2011 年中期业绩, 4 家公布了业绩快报。在已公布业绩的公司中, 永泰能源增速较高是因为主营业务发生变动, 同比意义不大; 昊华能源增速较高是因为高家梁煤矿上半年投产; 国投新集、平煤股份、露天煤业等主流煤炭公司出现净利润同比下滑, 反映出煤炭行业面临持续上升的成本压力。

表 3: 2011 年煤炭板块公司中期业绩

代码	简称	10 年上半 年净利增速	二季度净利 环比增速	11 年上半年 EPS	11 年 EPS
600157	永泰能源	78.5%	-65.0%	0.21	
601101	昊华能源	62.8%	13.5%	0.72	
600546	山煤国际	46.0%	64.9%	0.77	
600971	恒源煤电	10.0%	66.7%	1.30	
600123	兰花科创	4.8%	21.7%	1.31	2.78
601918	国投新集	-5.6%	-20.5%	0.33	0.64
601666	平煤股份	-10.4%	22.8%	0.48	1.01
000933	神火股份	-13.0%	47.1%	0.38	0.99
002128	露天煤业	-13.2%	-58.8%	0.54	1.42

数据来源: 国泰君安证券研究

5.2. 山西有序推进煤炭资源整合的第二步

目前, 山西省煤炭资源整合煤矿兼并重组工作有序稳步推进, 现阶段, “整合第二步”——主体到位后整合煤矿的复工复产、改造建设、矿井关闭各项工作取得了重大成果; 上半年批准开工建设项目 222 个, 全省累计批准开工建设项目 546 个, 其中整合改造矿井 514 座。

点评: 按照整合后保留矿井数量 746 座计算, 目前开工率已达到 69%。截止至 3 月底, 已批准 11 座矿井联合试运转, 竣工验收 44 座矿井, 投产能力 4690 万吨/年。预计 11 年将有 100 座建设改造矿井投产, 新增产能约 1 亿吨。我们仍我们维持 12 年中期山西整合矿井陆续进入释放期

的判断，整合完成后产生的实际产能增量在 4-5 亿吨左右。

5.3. 国税总局：扩大资源税改革试点实施方案已上报

国家税务总局日前表示，扩大资源税改革试点方案已上报国务院。郭晓林称，资源税将按照“从量征收”改为“从价征收”方向，征收范围从石油、天然气扩展到煤炭、新能源等行业。

点评：资源税的推出时点对煤炭行业的影响将不尽相同。目前阶段如果资源税出台，煤炭供给偏紧，价格传导能力较强，资源税的推出对煤炭行业影响中性，甚至价格上涨预期可能被资本市场解读为利好，但此举将推高通胀，我们认为选择这个时点的可能性不大；从对经济的影响来看，通胀回落是资源税推出的良机，但煤炭行业影响偏空，通胀回落意味需求回落，煤炭行业的价格传导能力弱化，根据我们的测算，从价 5% 征收、完全自身消化的情况下，煤炭上市公司整体业绩将下调 18%，对具体公司的影响测算请参考我们的中期策略报告。

6. 6 月份煤炭跑赢指数

煤炭板块近 1 年跑赢指数 26.26 个百分点，近 3 个月跑赢指数 9.18 个百分点。7 月份煤炭板块指数跑赢大盘 3.65 个百分点，在 23 个行业板块中排名处于第 9 位。

表 4：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	26.52%	26.26%	1.21%	9.18%	0.74%	3.65%
上证指数	0.25%	-	-7.98%	-	-2.90%	-

数据来源：Wind，截至到 2011 年 8 月 2 日

从近 1 个月的表现看，部分综合类公司的非煤业务基本面有所改善，开滦股份、神火股份、兰花科创等，涨幅靠前。

表 5：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	153.87%	山西焦化	32.17%	开滦股份	17.63%
2	冀中能源	98.07%	恒源煤电	28.74%	恒源煤电	15.61%
3	昊华能源	93.10%	兰花科创	17.15%	神火股份	13.41%
4	兖州煤业	88.26%	冀中能源	14.88%	兰花科创	10.95%
5	恒源煤电	87.47%	神火股份	9.49%	阳泉煤业	9.03%
6	潞安环能	78.22%	昊华能源	7.63%	美锦能源	8.45%
7	阳泉煤业	77.61%	阳泉煤业	7.20%	郑州煤电	8.34%
8	大有能源	66.52%	开滦股份	5.58%	中煤能源	7.17%
9	盘江股份	65.05%	山煤国际	5.49%	大有能源	3.26%
10	煤气化	61.35%	平庄能源	4.47%	安源股份	3.26%
11	兰花科创	60.10%	中煤能源	3.36%	大同煤业	2.46%

12	山煤国际	56.53%	安源股份	3.08%	冀中能源	1.66%
13	安源股份	40.45%	中国神华	2.80%	盘江股份	0.68%
14	平庄能源	40.02%	盘江股份	2.05%	永泰能源	0.47%
15	神火股份	38.06%	潞安环能	1.57%	国投新集	0.32%
16	中国神华	26.63%	永泰能源	1.48%	平庄能源	0.31%
17	开滦股份	25.78%	郑州煤电	0.00%	山煤国际	0.25%
18	四川圣达	25.00%	安泰集团	-0.27%	安泰集团	0.00%
19	安泰集团	23.78%	美锦能源	-1.09%	煤气化	-0.39%
20	郑州煤电	19.29%	露天煤业	-3.72%	西山煤电	-1.21%
21	靖远煤电	16.60%	兖州煤业	-3.74%	靖远煤电	-2.16%
22	西山煤电	12.73%	大有能源	-4.18%	上海能源	-3.45%
23	中煤能源	10.58%	西山煤电	-4.30%	中国神华	-3.98%
24	上海能源	9.55%	上海能源	-4.89%	平煤股份	-4.76%
25	永泰能源	9.06%	靖远煤电	-5.28%	四川圣达	-4.76%
26	大同煤业	8.07%	煤气化	-5.77%	潞安环能	-4.84%
27	国投新集	3.26%	大同煤业	-6.93%	露天煤业	-5.25%
28	平煤股份	2.41%	平煤股份	-8.40%	昊华能源	-5.97%
29	露天煤业	2.39%	四川圣达	-12.54%	兖州煤业	-6.64%
30	美锦能源	-0.55%	国投新集	-12.69%	山西焦化	-9.06%

数据来源: Wind, 截至到 2011 年 8 月 2 日

7. 投资策略: 景气高位“横行”, 煤炭无绝对优势但仍具相对优势

在持续紧缩的宏观环境和先导性行业回落的背景下, 煤价上行的动力并不充分和强烈, 这不支持煤炭股出现趋势性的大机会; 同时, 短期内中游高耗能产量增长仍较强劲, 煤价暂无下跌之虞, 而成本冲击缓慢显现, 这给出了煤炭股的估值下限。行业景气在高位“横行”, 通胀拐点迟迟难现, 相比景气仍有恶化可能的下游行业和利润微薄的中游行业, 煤炭的高景气在周期性板块中仍有相对优势, 我们对行业维持中性评级。建议维持中国神华、潞安环能的核心配置, 关注开滦股份、神火股份、兰花科创等非煤业务底部回升的公司, 大同煤业储量市值仅有 10 元/吨, 远低于近期煤炭市场的资源收购价格, 年初以来表现落后, 可作为近期新增的配置品种。

表 6: 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	15.9	14.8	13.8
中煤能源	谨慎增持	0.52	0.65	0.77	21.0	16.8	14.2
大同煤业	增持	0.68	0.73	0.99	25.8	24.0	17.7
露天煤业	增持	1.10	1.42	1.79	18.3	19.5	16.0
动力煤企业					20.0	18.0	14.7
西山煤电	谨慎增持	0.84	1.38	1.66	28.5	17.4	14.4
盘江股份	增持	1.25	1.58	1.98	27.0	21.4	17.1

平煤股份	谨慎增持	0.71	1.01	1.10	19.2	13.5	12.4
开滦股份	增持	0.70	0.85	0.91	27.5	22.7	21.2
炼焦煤企业					25.6	18.7	16.3
潞安环能	增持	1.49	1.87	2.11	22.2	17.8	15.7
国阳新能	谨慎增持	1.00	1.13	1.21	26.7	23.6	22.1
兰花科创	增持	2.30	2.98	3.34	20.9	16.1	14.4
兖州煤业	谨慎增持	1.83	2.04	2.14	18.3	16.4	15.6
喷吹煤、无烟煤及其他企业					22.0	18.5	17.0

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		