

静观经济演变，择优低位潜伏

增持维持

投资要点:

- 4 季度以结构性反弹为主，经济“调整期”趋势性机会可期
- 供需弱势平衡，煤价高位盘整，但升势有限，关注公司量能扩充
- 一体化公司与蜕变型公司蕴含投资机会

报告摘要:

- 经济由“动荡年”驶向“调整年”。单纯从经济角度，4 季度出现较大行情的概率偏低，但后期应在观察美国经济刺激政策的市场效果基础上，寄希望于国内通胀缓解，经济放缓悲观情绪消化后，货币政策调整预期重燃，市场流动性改善，大盘触底反弹。
- 供需弱势平衡，煤价高位盘整。煤炭供需保持平衡偏紧，短期内山西朔州矿难、冬季储煤期来临、下游补库使动力煤价稳中有升，小拐点隐现，焦煤、无烟煤价保持稳定，但整体上行的空间有限，同时行业成本较快上升，业绩稳定增长，预计今年增速会在 15%-20% 之间。
- 处于产量扩充周期，关注“小公司大集团”。在谨慎看待煤价的前提下，相对看好整合效率高，且拥有高吨煤利润、煤种稀缺煤矿的公司以及外延式扩张动力足或资产注入预期强的公司。
- 一体化与蜕变型公司蕴含机会。以神火股份和兰花科创为代表的体化公司的附属业务盈利好转，明年更可看高一线，而以永泰能源和大有能源为代表的蜕变型企业中长期具备高成长性，不乏股价催化剂。
- 维持行业“增持”评级。板块估值处于合理区间，建议 4 季度前半段防御为主，后半段如经济有所改观，市场底部显现，可考虑布局，推荐兰花科创、兖州煤业、神火股份、冀中能源和永泰能源组合。

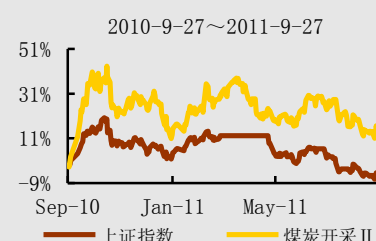
分析师:

王京乐 (S1180511080003)

电话: 010-88085230

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	38
总市值 (亿元)	42980.6
流通市值 (亿元)	31030
重点公司 (家)	14
重点公司占行业市值比重	81.9%

相关研究

- 1 《宏源证券 * 调研简报 * 山煤国际: 高成长可持续, 贸易业务回暖 * 600546 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2011.9
- 2 《宏源证券 * 调研报告 * 潞安环能: 资产注入后再看蒲县焦煤量产 * 601699 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2011.9
- 3 《宏源证券 * 行业周报 * 煤炭行业: 煤价小幅上扬, 关注宏观演变 * 煤炭行业 * 王京乐》, 2011.9
- 4 《宏源证券 * 行业专题研究 * 炼焦煤行业: 黑金之王, 难掩光芒 * 煤炭行业 * 王京乐》, 2011.9

重点公司	股价	11EPS	12EPS	13EPS	PEG	评级
兰花科创	43.77	2.93	3.9	4.55	0.62	买入
兖州煤业	28.51	1.95	2.25	2.53	1.2	买入
神火股份	14.52	0.99	1.36	1.67	0.39	买入
冀中能源	23.91	1.43	1.81	2.01	0.59	买入
永泰能源	14.02	0.45	1.1	1.68	0.62	买入
潞安环能	28.45	1.83	2.07	2.6	1.01	买入
昊华能源	24.38	1.45	1.85	2.1	0.65	买入
盘江股份	29	1.58	1.96	2.4	0.75	买入

目录

一、经济由“动荡年”驶向“修整年”	5
(一) 国际：局势复杂化，静观美国经济刺激效果	5
(二) 国内：流动性改善 VS 经济增速放缓	5
(三) 经济“修整期”板块趋势性机会可期	6
二、供需弱势平衡，煤价高位盘整	7
(一) 煤炭供需保持平衡偏紧的状态	7
1、供给端：低速增长，冲击有限	7
2、需求：增速放缓，仍有支撑	9
3、煤炭供需保持弱势平衡	9
(二) 煤价驱动力减弱，稳中小涨是主基调	10
1、各煤种价格表现不一，4 季度高位运行	10
2、动力煤合同价与市价价差较大	11
三、处于产量扩充周期，关注“小公司大集团”	12
(一) 整合技改矿始放产，外延扩张彰显实力	12
(二) 资产注入预期下，关注“小公司大集团”	14
四、成本上行，侧重控制能力	15
五、一体化与蜕变型公司蕴含机会	17
(一) 一体化公司：煤炭强支撑，附属业务迎拐点	17
(二) 蜕变型公司：脱胎换骨，演绎成长传奇	18
六、行业估值与投资建议	19
(一) 行业估值	19
(二) 投资建议与重点公司	20
七、风险提示	23

插图

图 1: 美元指数、原油价格与煤炭指数走势	5
图 2: 美国 QE1、QE2 后板块表现	5
图 3: CPI 与煤指相关性	6
图 4: 流动性指标与煤指相关性	6
图 5: GDP、工业增加值增速与煤指	6
图 6: 煤炭板块历史表现一览	6
图 7: 全国原煤产量月度增速	7
图 8: 煤炭行业固定资产投资增速	7
图 9: 我国煤炭进口量月度变化	8
图 10: 国际煤炭运价触底回升	8
图 11: 钢铁、电力行业产量增速与 GDP 变化	9
图 12: 水泥、合成氨产量增速与 GDP 变化	9
图 13: 秦皇岛港动力煤价走势	10
图 14: 澳大利亚 BJ 价格走势	10
图 15: 港口库存及电厂存煤天数变化	10
图 16: 主要产煤地焦煤坑口价变化	11
图 17: 阳泉无烟煤及喷吹煤价变化	11
图 18: 煤价与煤指的相关性	11
图 19: 煤价相关影响因素分析	11
图 20: 动力煤合同价具备上调空间	12
图 21: 西山煤电焦煤合同价与全国焦煤均价比较	12
图 22: 2012 年各煤炭上市公司产量增速预测	13
图 23: 煤炭行业收入及成本增速变化	15
图 24: 煤炭行业毛利率及净利率变化	15
图 25: 煤炭行业平均税率变化	16
图 26: 山西五大集团职工人数及工资增速变化	16
图 27: 电解铝产量增速及铝价变化	17
图 28: 神火股份各项业务业绩贡献预测	17
图 29: 尿素产量增速、销售均价变化	18
图 30: 兰花科创各项业务业绩贡献预测	18
图 31: 永泰能源产能年复合增长 41.2%	18
图 32: 焦煤上市公司售价及吨煤成本比较	18
图 33: 煤炭板块历史 PE (TTM) 变化	19
图 34: 煤炭板块估值与全部 A 股历史比较	19
图 35: 煤炭行业 PE (TTM) 与其它行业比较	20

表格

表 1: 国内主要产煤省煤炭产量增速变化	7
表 2: “三西”煤炭外运通道运量预测	8
表 3: 未来几年煤炭供求形势预测	10
表 4: 2012 年煤炭上市公司主要增产煤矿一览	13

表 5: 部分煤炭上市公司拟注入资产情况.....	14
表 6: 资产注入型煤炭公司与集团生产规模比较.....	15
表 7: 煤炭上市公司售价、成本、毛利率变动.....	16
表 8: 永泰能源与大有能源比较.....	19
表 9: 重点煤炭上市公司估值表.....	20

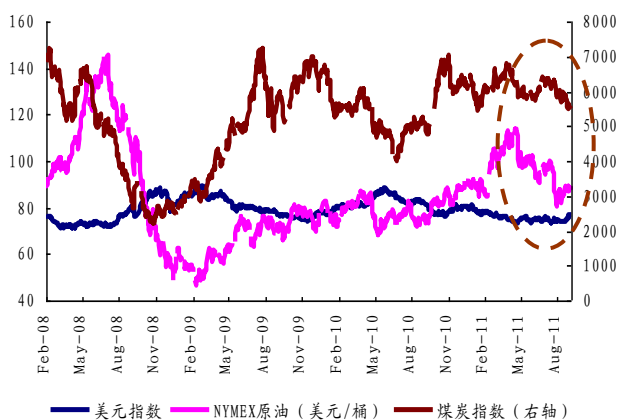
一、经济由“动荡年”驶向“修整年”

（一）国际：局势复杂化，静观美国经济刺激效果

在即将过去的 2011 年里，全球经济在高通胀的背景下愈显动荡，复苏缓慢，各国货币政策调控难度加大，整体收缩的基调下市场流动性较前两年趋弱。短期来看，欧债危机担忧加深，市场避险情绪升温，而反向指标美元指数出现强劲反弹，一定程度上抑制煤炭板块的表现，但美国经济已连续两个季度低于预期增长率，3 季度以来失业率、消费数据等指标表现不佳，9 月下旬美国推出买长债卖短债方式以刺激经济，QE3 预期在减弱。展望 4 季度，即使 QE3 未能推出，预计美国的经济刺激措施也有助于经济恢复，或将提振全球市场，投资者信心可能改善，但有阶段性反复，欧元区的问题也仍会有负面效应。

即使 QE3 能够推出，我们谨慎看待其实际效果。根据历史经验，前两次量化宽松政策推出前后，A 股煤炭板块分别上涨了 195% 和 28%，跑赢沪深 300 指数 89% 和 13%，煤价也较为坚挺，但 QE1 推出正值危机后经济谷底，板块估值处于历史低位，QE2 推出则迎合了“千年极寒”题材。

图 1：美元指数、原油价格与煤炭指数走势



资料来源：宏源证券

图 2：美国 QE1、QE2 后板块表现



资料来源：宏源证券

（二）国内：流动性改善 VS 经济增速放缓

与其它国家类似，我国经济也处于抗通胀与保增长的两难境地，4 季度在 CPI 回落，经济增速放缓趋势基本明确的前提下，央行货币政策能否及何时转向是市场最为关注的。根据以往经济指标与煤炭指数的拟合性，我们分析认为：

- 8 月份 CPI 同比为 6.2%，较上月小幅下降 0.3%，但仍处于较高水平，说明通胀的压力依然严峻，因此短期央行货币政策难言放松，预计转向时点将推至今年年末或明年。此外，经济由滞胀转为温和通胀，煤炭指数不会出现大幅调整，行情开展可期。

- M2 增速、贷款余额增速回落至 09 年以来低位，银行间同业拆借利率降至 4% 以下，流动性环比改善有望延续，有助于资源品板块表现。
- 经济不会“硬着陆”，但 4 季度及明年增速放缓明确，将影响相关行业对煤炭的需求，近期市场对此负面影响已有一定消化。且从大经济周期来看，目前仍处于复苏阶段，虽然时间延长，反复性加大，中长期景气上升的基础仍在。

图 3: CPI 与煤指相关性

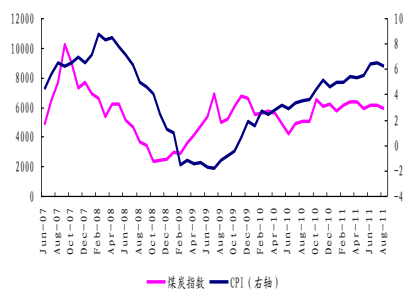


图 4: 流动性指标与煤指相关性

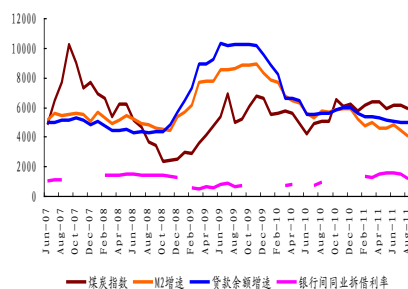
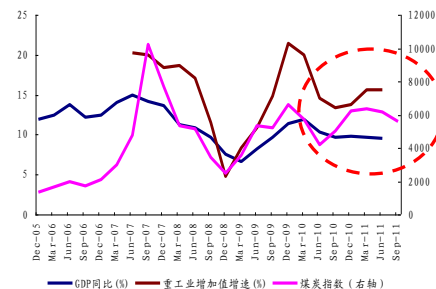


图 5: GDP、工业增加值增速与煤指



资料来源：宏源证券

（三）经济“调整期”板块趋势性机会可期

我们对近两年煤炭板块出现左侧介入机会时所处的经济环境进行了分析，发现在 GDP 增速平稳或回升，流动性相对宽松，且市场极度悲观后，预期改善的背景下，板块大幅反弹的概率偏高，而目前 GDP 预期放缓，流动性难言放松，市场悲观预期正处于消化阶段，因此单纯从经济的角度，4 季度出现较大行情的概率偏低。

不可否认，全球经济在复苏过程中暴露的问题较多，对资本市场的影响愈加复杂化，但我们寄希望于经济的“调整期”，把握未来煤炭板块的机会应在观察美国经济刺激政策的市场效果基础上，期待国内通胀缓解，经济放缓悲观情绪消化后，货币政策调整预期重燃，市场流动性改善，大盘触底反弹（大盘上涨，煤炭板块可获得更高的超额收益）。

图 6: 煤炭板块历史表现一览



资料来源：宏源证券

二、供需弱勢平衡，煤价高位盘整

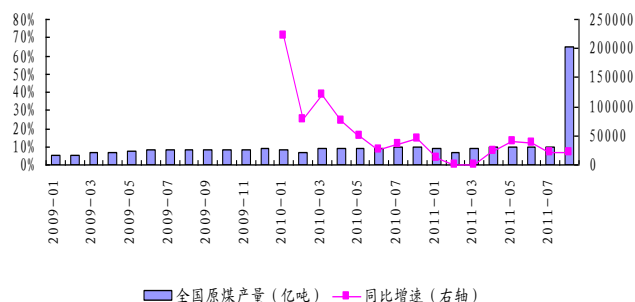
（一）煤炭供需保持平衡偏紧的状态

1、供给端：低速增长，冲击有限

今年 1-7 月，全国原煤产量为 20.2 亿吨，同比增长 6.5%，动力煤增速快于焦煤、无烟煤，而各主要产煤省中山西、内蒙仍是主要的增量来源，增速均超过 20%，陕西、河南和贵州则明显放缓。未来几年，预计煤炭产量增长对供给端难有较大的冲击，原因在于：

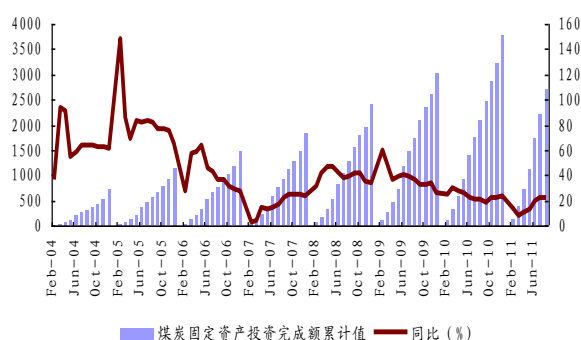
- 虽然山西煤炭整合已度过第一阶段，但人员、资金、证照等方面的问题导致整合技改速度慢于预期，产量集中释放预计推至十二五中后期。同时，今年内蒙、河北和陕西加快整合进程，提高准入门槛，可能也会在一定程度上影响供给。
- 国家层面不会使煤炭产量释放过快，在需求放缓下有望限产保价，2013 年底之前不会放开新的探矿权的审批，同时会加强开采权管理和安全检查，对稀缺煤种的保护性开发也存在预期。
- 各产煤地正鼓励产业转型，提高就地转化效率，限制资源出省。

图 7：全国原煤产量月度增速



资料来源：国家统计局、宏源证券

图 8：煤炭行业固定资产投资增速



资料来源：WIND、宏源证券

表 1：国内主要产煤省煤炭产量增速变化

省份	2008	2009	2010	2011 年 1-5 月
山西	2.7%	-6.4%	20.4%	26.2%
内蒙古	32.1%	29.6%	31%	44.2%
陕西	6.3%	49.1%	21%	8.5%
河南	6.1%	12.6%	-22.3%	-10.6%
贵州	8.6%	16%	16.5%	7.6%

资料来源：国家煤矿安监局、宏源证券

2013 年之前，铁路运力不足，运输网络关键节点不畅，对主要产煤区煤炭外运继续形成限制。目前“三西”煤运通道分为北、中、南三条，其中北线压力较大，今年 1 月份太中银线正式通车，但周边集煤站尚待建设，基础配套能力不足，朔黄线和集通线扩能也需要时间，而中线运量仅有小幅增加，南线增量取决于西康线和宁西线的双线电气化扩能，明年整体可能新增 3000 万吨左右，我们测算明后两年“三西”铁路运量分别新增 7800 万吨、5600 万吨，仍维持紧张态势，但 2013 年后各线扩能结束，张唐线和中南大通道建成，形势将明显改观。此外，由于兰新线二期仍在建设期，且疆煤外运路线长、成本高，短期难成规模。

表 2：“三西”煤炭外运通道运量预测

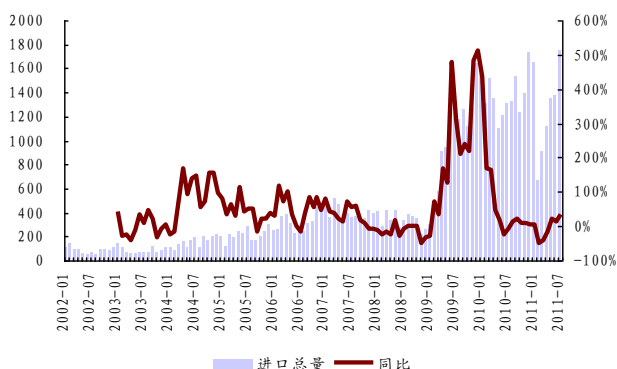
项目	具体线路	2010	2011E	2012E	2013E
北线	大秦线	40500	45000	45000	45000
	朔黄线	16000	17000	19000	20000
	京原线	2300	2500	2500	2500
	丰沙大线	2000	2500	3000	3500
	集通线	1000	1000	1400	1500
	太中银	-	1100	1500	2000
新增运量		-	7300	3300	2100
中线	邯长线	11000	12000	13000	13000
	石太线	8000	8000	8500	9000
新增运量		-	1000	1500	500
南线	太焦线	8000	8000	8000	8000
	侯月线	15000	16000	17000	17000
	陇海线	3000	3000	3000	4000
	西康线	500	800	1500	2500
	宁西线	800	1200	2500	3500
新增运量		-	1700	3000	3000
合计新增		-	10000	7800	5600

资料来源：宏源证券

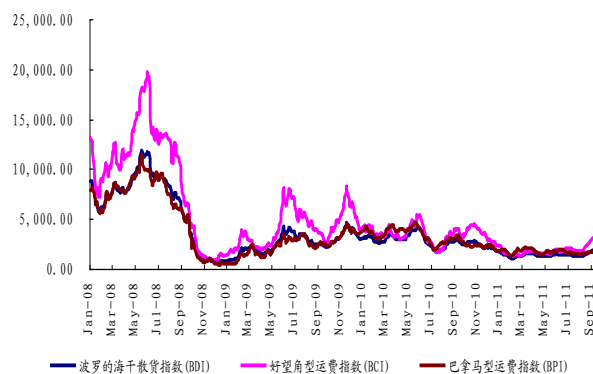
此外，今年 1-7 月我国煤炭进口量为 8830 万吨，同比下降 17.8%，主要源于 1 季度国际煤价快速上涨，进口价格优势下降，但近期有所改善，7 月进口量环比增长 27.6%，同比增长 34%，预计全年将维持高位。4 季度及明年来看，国内外价差较难继续拉大，且据悉发改委正酝酿下调煤炭进口增值税以及港口相关费用，预计煤炭进口意愿回升，进口量可能还会增加，影响供给的同时抑制国内煤价进一步上涨，但我们也看到，国际运价触底回升可能影响对远途出口国的煤炭进口，国际资源争夺加剧。

图 9：我国煤炭进口量月度变化

图 10：国际煤炭运价触底回升



资料来源：煤炭运销协会、宏源证券

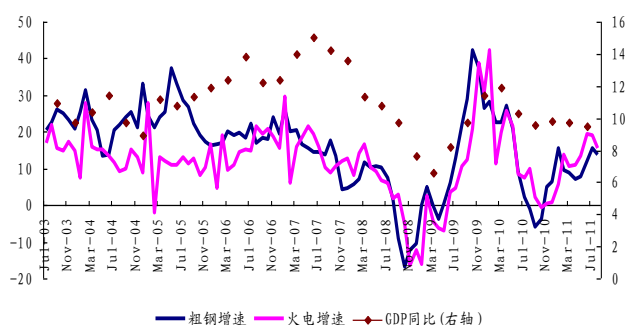


资料来源：宏源证券

2、需求：增速放缓，仍有支撑

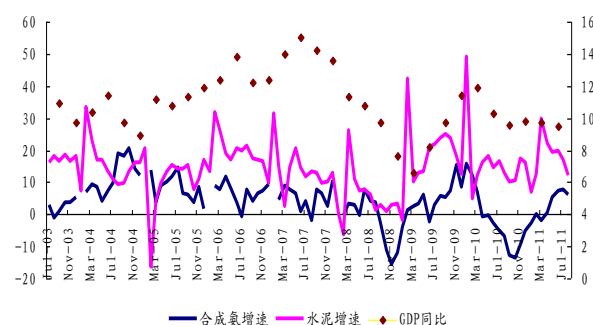
在经济增速放缓的前提下，煤炭下游行业的产量增速也将出现一定回落，成为未来行业最直接的负面因素。其中，电力行业占煤炭需求的 50%以上，今年前 8 个月全社会火电发电量为 2.5 万亿千瓦时，同比增长 14.3%，受电荒加剧，南方干旱影响，电煤需求持续偏紧，煤价出现较快上涨，预计明年火电量增速可能回落至 8% 左右，电荒形势依然严峻。其次是钢铁行业占煤炭需求约 15%，今年前 8 个月全国粗钢产量为 4.8 亿吨，同比增长 10.4%，预计未来两年将回落至 5% 左右，下游房地产、汽车的调控力度难言放松，但工业化和城镇化进程加速，保障房、水利交通设施建设，西部大开发推进会对钢铁需求形成有力支持。

图 11：钢铁、电力行业产量增速与 GDP 变化



资料来源：宏源证券

图 12：水泥、合成氨产量增速与 GDP 变化



资料来源：宏源证券

3、煤炭供需保持弱势平衡

综合以上分析，我们认为近两年煤炭供给缓慢释放，需求小幅回落，整体保持平衡偏紧的状态，经测算 11-13 年缺口将分别为 1759 万吨、2912 万吨和 2788 万吨。

表 3：未来几年煤炭供求形势预测

单位: 万吨	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总供给量	307644	338580	359763	380414	398937
YOY	10.0%	10.1%	6.3%	5.7%	4.9%
其中: 煤炭产量	297300	324000	346032	365064	382587
进口量	12583.4	16483.3	15329.469	17000	18000
YOY	211.5%	31.0%	-7%	11%	6%
出口量	2239.5	1903	1598.52	1650	1650
YOY	-50.7%	-15.0%	-16%	3%	0%
净进口	10343.9	14580.3	13730.949	15350	16350
总耗煤量	311457	333200	361522	383326	401725
YOY	13.0%	7.0%	8.50%	6.03%	4.80%
火电发电量(亿千瓦时)	29814.2	32958.3	37572.5	40578.3	43215.8
YOY	7.0%	10.5%	14%	8%	7%
水泥产量	162898	186390	208756.8	225457.3	238984.8
YOY	17.3%	14.4%	12%	8%	6%
钢铁产量	54375	59022	63744	66931	70277
YOY	15.6%	8.5%	8.0%	5.0%	5.0%
合成氨产量	6656	6729	6863.6	6966.5	7071.0
YOY	2.8%	1.1%	2%	2%	2%
火电耗煤量	101965	108762	122862	131879	138291
水泥耗煤量	30136.1	34482.2	38202.5	40582.3	43017.3
钢铁耗煤量	36975	40135	43346	45513	47789
化工耗煤量	11981	12112	12354	12540	12728
四大行业耗煤量	181056.5	195491.7	216764.6	230514.5	241824.5
YOY	8.0%	8.0%	10.9%	6.3%	4.9%
其他行业耗煤	130400.5	137708.3	144757	152811	159901
YOY	20.8%	5.6%	5.1%	5.6%	4.6%
总供给-总耗煤	-3813	5380	-1759	-2912	-2788

资料来源: 宏源证券

(二) 煤价驱动力减弱, 稳中小涨是主基调

1、各煤种价格表现不一, 4 季度高位运行

由于 4、5 月份各地出现电力紧张的情况, 且大秦线检修、南方大旱水电出力不足推波助澜, 上半年动力煤价快速上涨, 而 3 季度随着夏季用电高峰接近尾声, 进口回升, 港口、电厂库存升至高位, 秦皇岛港山西优混价较 7 月份年内高点调整 20 元/吨, 山西等产煤地坑口价则保持平稳, 我们认为 4 季度动力煤价出现小拐点的概率较大, 因为目前港口和电厂库存明显低于去年同期, 下游冬季储煤陆续展开, 且 9 月下旬大秦线再度检修影响 300 万吨运量, 后期存在补库存的空间, 但鉴于目前已处于相对高位, 下游电厂面临压力, 预计上行空间不超过 5%, 明年 1 季度季节性行情结束, 可能出现调整。

图 13: 秦皇岛港动力煤价走势

图 14: 澳大利亚 BJ 价格走势

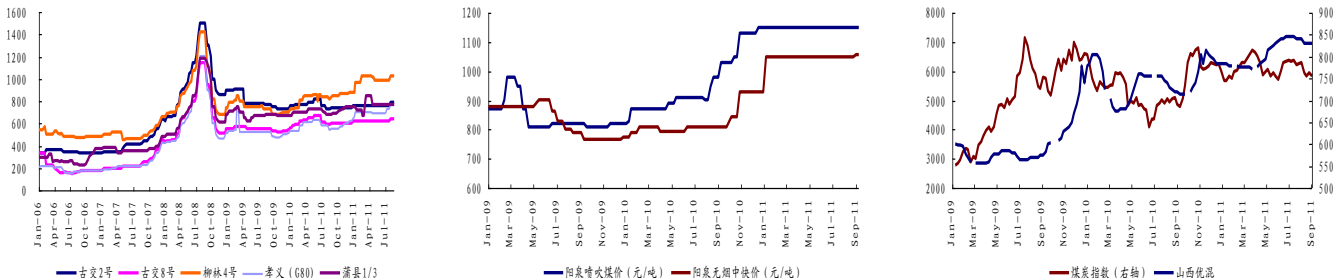
图 15: 港口库存及电厂存煤天数变化



资料来源：宏源证券

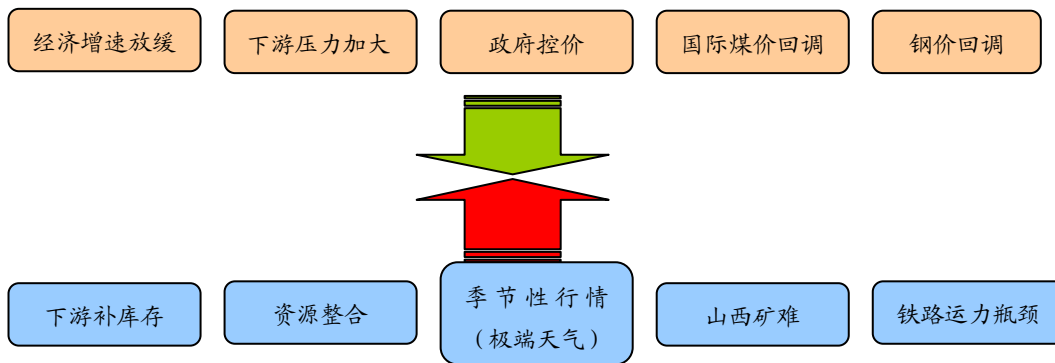
今年国内焦煤价格涨势可观，截止到 9 月 12 日，全国主焦煤、肥煤、瘦煤和 1/3 焦煤均价分别较年初上涨了 10%、4.4%、17.3%和 7.4%，尤其是 1 季度受澳洲洪灾影响，国内焦煤价大体上涨 30-120 元不等，相关上市公司如冀中能源、盘江股份等也纷纷上调合同价格，而 3 季度受下游焦炭钢铁提价、保障房效应等影响，山西、黑龙江等部分产地煤价阶段性小幅上涨，但 9 月份下游钢铁行业旺季不旺，库存上升，且近期澳洲产量恢复，国际煤价出现回调限制了年内焦煤价上涨的空间。相比之下，无烟煤的下游化肥行业运行稳定，全年煤价将继续保持平稳。

图 16: 主要产煤地焦煤坑口价变化 图 17: 阳泉无烟煤及喷吹煤价变化 图 18: 煤价与煤指的相关性



资料来源：宏源证券

图 19: 煤价相关影响因素分析



资料来源：宏源证券

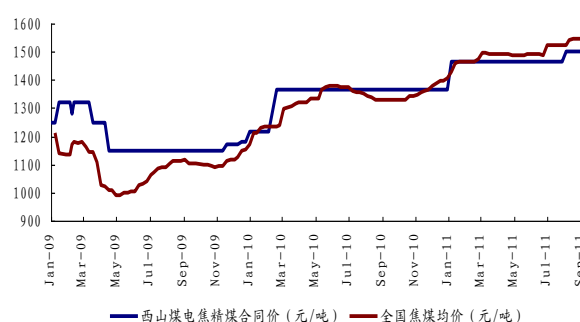
2、动力煤合同价与市价价差较大

经比较，我们发现目前神华下水合同煤价低于秦皇岛山西优混价格约 260 元/吨，较去年价差扩大 40 元/吨，存在一定的上调空间，但国家正严控电煤合同价上涨，电价即使再度上调也实际形成利空，而近几年西山煤电焦煤合同价基本伴随着市价逐步走高，目前价差仅为 46 元/吨，如明年市价仍可上涨才具备提价可能，在下游钢厂产量增速放缓，转嫁能力不足的背景下，我们对此同样谨慎看待。

然而，随着各地煤矿整合的推进，行业集中度逐步提高，资源向国有大型企业转移，其议价能力再度增强，中长期煤价仍将呈现易涨难跌的趋势。

图 20：动力煤合同价具备上调空间


资料来源：宏源证券

图 21：西山煤电焦煤合同价与全国焦煤均价比较


资料来源：宏源证券

三、处于产量扩充周期，关注“小公司大集团”

售价与产量是影响公司收入两个最重要的因素，今年煤价较好的表现对行业的业绩增长发挥了积极作用，未来能否继续上涨取决于煤炭供求、下游承受力等市场化因素的演变，而产量变化则是落实到企业层面，取决于煤矿经营效率、战略规划等。总之，在目前煤价高位运行，上升空间有限的前提下，企业量能释放的效果值得重点观察。

（一）整合技改矿始放产，外延扩张彰显实力

自 2012 年开始，一些人员配备齐全、经营效率高的煤炭上市公司所拥有的整合技改矿井开始释放产量，并有望于 2013 年实现集中量产，这有助于摊薄单位成本，增厚公司业绩，成为未来两年行业的一大看点，但明年释放的基本以工程煤为主，实际业绩贡献将弱于成熟矿，各企业的建设速度也存在差异。对此，我们更加看重整合效率高，且拥有高吨煤利润、煤种稀缺煤矿的公司，其中包括兰花科创、山煤国际、潞安环能和盘江股份。

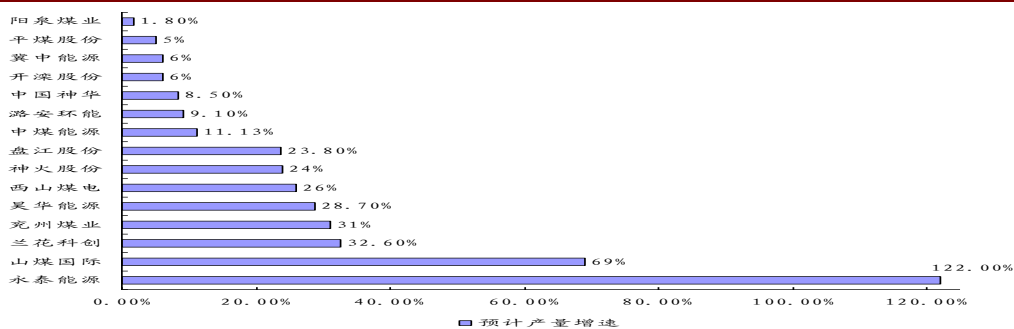
同时，外延式扩张也是公司产量快速提升的推力之一，目前山西资源划分已基本明确，内蒙、新疆仍有较大的拓展空间，部分企业正加速布局，我们相对看好企业战略明晰、扩张动力充足的冀中能源、昊华能源和兖州煤业。

表 4：2012 年煤炭上市公司主要增产煤矿一览

上市公司	煤矿	煤种	新增产量	备注
冀中能源	妩媚牛煤矿 (51%)	不粘煤	120	收购
	乾新煤矿 (51%)	长焰煤	60	收购
	山西冀中整合矿 (80%)	-	-	收购
中煤能源	平朔矿区东露天矿 (100%)	动力煤	1000	在产
	平朔小回沟矿 (55%)	贫瘦煤、无烟煤	100	技改
	离柳矿区沙曲矿、王家岭等矿	焦煤、瘦煤	300	在建、技改
	陕西采草沟矿 (50%)	气煤	100	技改
开滦股份	加拿大盖森煤矿 (51%)	焦煤	50	在建
兰花科创	亚美大宁 (41%)	无烟煤	250	2011 年 9 月复产
	兰花百盛、平鲁永胜等整合技改矿	焦煤、气煤、动力煤	220	整合技改
平煤股份	整合煤矿	-	200	技改
昊华能源	高家梁煤矿	动力煤	250	在产
永泰能源	金泰源、孙义等第二批整合矿	肥煤、焦煤、气煤等	225	技改
兖州煤业	榆树湾煤矿 (41%)	不粘煤	400	在建
	菲利克斯资源公司	焦煤、动力煤	770	在产
西山煤电	兴县斜沟 (75%)	气煤、1/3 焦煤	700	铁路扩能改造、二期期待投产
中国神华	黄玉川煤矿 (51%)	动力煤	1000	在建
	准格尔能源公司 (57%)	动力煤	1000	在产
山煤国际	霍尔辛赫矿 (63%)	动力煤	150	在建扩产
	增发收购 7 矿	贫煤、焦煤、无烟煤等	265	增发中
盘江股份	本部六矿	焦煤、肥煤、1/3 焦煤	215	技改
	松河煤业 (35%)	主焦煤	110	在产
潞安环能	潞宁整合矿	气煤	140	技改
	蒲县整合矿	肥煤、主焦煤	120	技改
神火股份	梁北矿	贫瘦煤	80	改扩建
	整合小矿	无烟煤为主	110	复产

资料来源：公司资料、宏源证券

图 22：2012 年各煤炭上市公司产量增速预测



资料来源：宏源证券

(二) 资产注入预期下，关注“小公司大集团”

随着资源向大型国有煤炭企业集中，各上市公司受益集团资产注入的预期愈加强烈。今年市场关注的焦点集中在信达股权问题的解决上，认为在信达管理层换届，筹划上市的背景下，煤企集团与信达的股权关系有望重新梳理，资产注入的障碍消除，冀中能源也因此开创先河。我们对此进行分析，认为：

- 问题的解决最终取决于双方的博弈，信达意在在当前行业景气度较高时享有资产升值溢价，而煤企集团则意在加快整体上市步伐，以充分发挥资本市场平台效用。
- 冀中能源率先解决存在一定原因：1) 股权结构特殊；2) 信达持股比例偏低，仅为 14.89%，而山西煤企则需要创新性方案，且阳泉煤业、大同煤业涉及股权比例较高。
- 信达问题赋予相关公司两次股价催化剂，山西企业可能优先受益。不涉及信达问题的公司如冀中能源、潞安环能、山煤国际等资产注入道路顺畅，时点更加临近。

总之，我们建议应率先把握不涉及信达股权公司的注入机会，并同时考虑提前布局信达问题可能率先破冰的山西煤企阳泉煤业。

表 5：部分煤炭上市公司拟注入资产情况

上市公司	煤矿	权益	煤种	新增产量	备注	吨煤净利	新增 EPS	预期时点
潞安环能	司马矿	52%	气肥煤	300	在产	433	0.29	2011 年
	郭庄矿	70%	贫瘦煤	180	在产	90	0.05	
盘江股份	响水矿	36%	主焦煤、瘦煤、无烟煤	400	办证照	100	0.13	2011-2012 年
山煤国际	豹子沟等 7 矿 (一次注入)	64%	贫煤、焦煤、无烟煤等	870	在产	184	1.37	2011 年
	万家庄等 7 矿 (二次注入)	-	焦煤、动力煤	920	完善手续、技改	-	-	2014-2015 年
冀中能源	九龙矿	100%	主焦煤	150	在产	300	0.2	2012 年
阳泉煤业	五矿	100%	无烟煤	770	在产	220	0.7	2013 年
恒源煤电	麻地梁煤矿	38.8%	贫煤	500	技改	-	-	-
	临汾三矿	51%	主焦煤	200	技改完成	-	-	
大有能源	新疆义煤昆仑	50%	长焰煤	-	权属需完善，探矿	-	-	2012-2013 年
	新疆大黄山豫新煤业	49%	气煤	60	参股矿，在产	-	-	
	新义矿业	55%	贫煤	120	在产	-	-	
开滦股份	唐山矿区	-	主焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤	2020	在产	-	-	2013-2014 年
平庄能源	元宝山露天矿	-	褐煤	1100	扩能改造	-	-	-
	白音华露天矿	-	褐煤	600	扩能改造	-	-	

资料来源：宏源证券

此外，我们也对各煤炭集团与旗下上市公司的产量规模进行了比较，其中符合“小公司大集团”模式的包括开滦股份、大同煤业、山煤国际和阳泉煤业，十二五末这些集团的规划产量均是目前上市公司的 5 倍以上，预示着广阔的想象空间，但其中仅山煤国际不涉及信达股权问题，资本运作难度最低，因此也是未来高成长路径最为明确的公司。

表 6: 资产注入型煤炭公司与集团生产规模比较

单位: 万吨	集团产量	集团“十二五”目标	公司产量	集团/公司比例	集团/公司比例 (十二五末)
开滦股份	5000	10000	829	6.0	12.1
大同煤业	9800	20000	3000	3.3	6.7
山煤国际	1920	5000	607	3.2	8.2
阳泉煤业	8000	13000	2621	3.0	5.0
冀中能源	7332	15000	3102	2.4	4.8
潞安环能	7098	12000	3322	2.1	3.6
大有能源	3300	7000	1700	1.9	4.1
平庄能源	1645	-	1047	1.6	-
盘江股份	1600	5000	1140	1.4	4.4

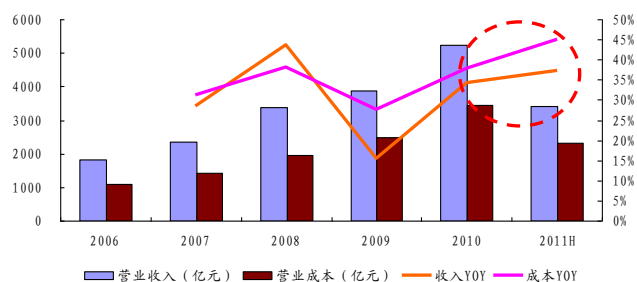
资料来源: 宏源证券

四、成本上行，侧重控制能力

受益于量价齐升的高景气度，行业上半年营业收入增速 37.2%，但同时营业成本大幅增长了 45%，使得盈利能力出现下滑，毛利率、净利率分别较去年底下降了 2.3% 和 1.2%。进一步分析，成本增加来自几个方面：1）高通胀使得材料成本提高，但预计明年将有一定改善；2）大量整合技改项目启动，企业规模扩充加大员工需求，同时工资水平也明显上升，企业支付职工现金较去年同期上涨 34%；3）部分矿井地质复杂化，开采成本逐步增加；4）可持续发展基金、安全费等地方政策性成本上调。总之，预计明年人力成本仍有上涨可能，但整体有望保持稳定。

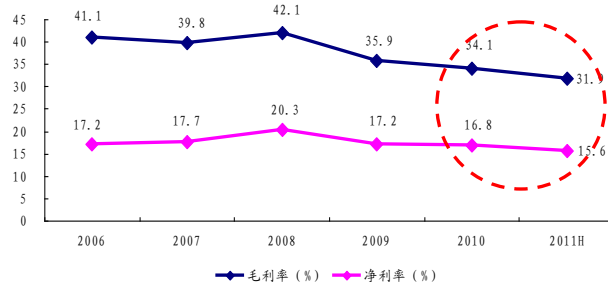
此外，今年企业安全费税收政策有所调整，即未使用的部分不能直接计入税后计量，使得行业平均税率较去年也提高了近 3%。

图 23: 煤炭行业收入及成本增速变化



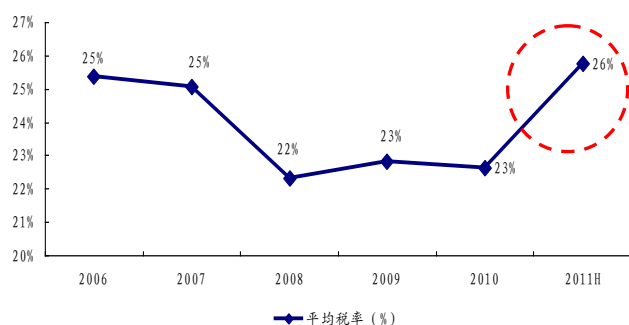
资料来源: 煤炭运销协会、宏源证券

图 24: 煤炭行业毛利率及净利率变化



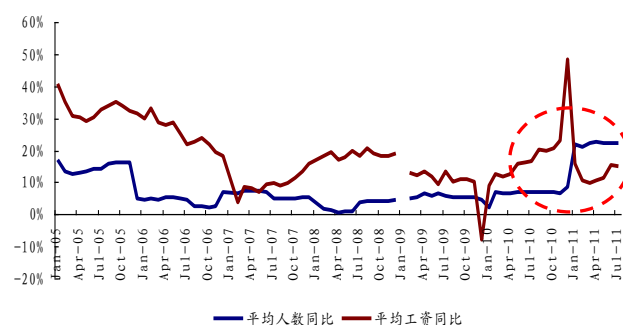
资料来源: 宏源证券

图 25: 煤炭行业平均税率变化



资料来源: 煤炭运销协会、宏源证券

图 26: 山西五大集团职工人数及工资增速变化



资料来源: 宏源证券

在此情况下,我们建议重点关注成本控制较好,产品结构优化或历史负担较轻的公司,包括潞安环能、冀中能源、兖州煤业和平庄能源等。

表 7: 煤炭上市公司售价、成本、毛利率变动

公司	综合售价				吨煤成本				毛利率			
	10A	10H	11H	同比	10A	10H	11H	同比	10A	10H	11H	变动
兰花科创	708	681	917	34.70%	275	276	296	7.20%	61.2%	59.5%	67.7%	8.25%
平庄能源	278	262	296	13.00%	165	167	178	6.60%	40.6%	36.3%	39.9%	3.61%
冀中能源	926	911	984	8.00%	649	667	687	3.00%	29.9%	26.8%	30.2%	3.40%
潞安环能	640	623	713	14.40%	369	355	389	9.60%	42.3%	43.0%	45.4%	2.42%
上海能源	648	636	729	14.60%	389	257	287	11.70%	40.0%	59.6%	60.6%	1.04%
西山煤电	730	716	809	13.00%	363	333	376	12.90%	50.3%	53.5%	53.5%	0.03%
阳泉煤业	489	475	527	10.90%	369	358	398	11.20%	24.5%	24.6%	24.5%	-0.15%
兖州煤业	663	632	725	14.70%	261	318	370	16.40%	60.6%	49.7%	49.0%	-0.72%
中煤能源	456	463	494	6.70%	224	210	228	8.60%	50.9%	54.6%	53.8%	-0.80%
平煤股份	488	484	541	11.90%	317	302	343	13.60%	35.0%	37.6%	36.6%	-1.00%
煤气化	368	381	420	10.20%	171	162	183	13.00%	53.5%	57.5%	56.4%	-1.05%
恒源煤电	623	647	676	4.50%	456	465	495	6.50%	26.8%	28.1%	26.8%	-1.35%
盘江股份	717	684	774	13.00%	396	382	444	16.20%	44.8%	44.2%	42.6%	-1.52%
神火股份	732	708	910	28.50%	354	328	447	36.30%	51.6%	53.7%	50.9%	-2.79%
大同煤业	457	439	501	14.10%	245	222	268	20.70%	46.4%	49.4%	46.5%	-2.92%
中国神华	427	406	429	1.60%	277	259	291	12.30%	35.1%	36.2%	32.2%	-4.04%
昊华能源	566	738	771	4.50%	344	344	398	15.70%	39.2%	53.4%	48.4%	-5.01%
国投新集	498	496	520	4.80%	374	365	410	12.40%	24.9%	26.4%	21.2%	-5.26%
露天煤业	131	135	145	7.40%	77	77	91	18.20%	41.2%	43.0%	37.2%	-5.72%
山煤国际	611	484	754	55.8%	177	134	292	117.9%	71.0%	72.3%	61.3%	-11.0%

资料来源: 宏源证券

五、一体化与蜕变型公司蕴含机会

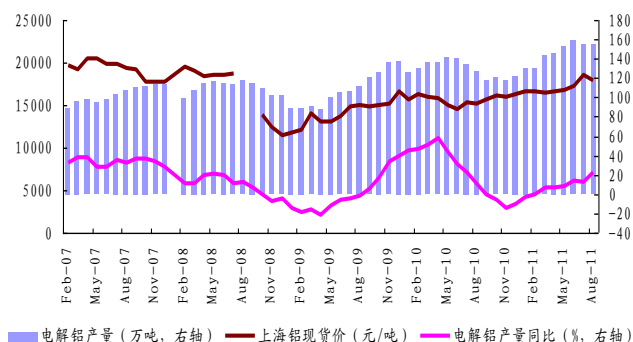
(一) 一体化公司：煤炭强支撑，附属业务迎拐点

值得关注的是，今年下半年以神火股份和兰花科创为代表的一体化公司的附属业务经营出现好转，业绩拖累程度大幅降低，结合煤炭业务较高的景气度，明年更可看高一线，同时一体化公司凭借其资源优势，对煤炭市场波动的防御能力较强。

对于神火股份，电解铝业务改善的预期源于：1) 下半年产品阶段性供不应求，铝价回升，并维持在盈亏平衡点之上；2) 生产线陆续复产，重启费用减少，单位成本下降；3) 60 万千瓦时的大机组可能年内试产，自供比例将超过 75%，同时明年氧化铝产能扩至 90 万吨，自供比率升至 50% 以上，我们预计明后两年可贡献 EPS 为 0.16 元和 0.22 元。

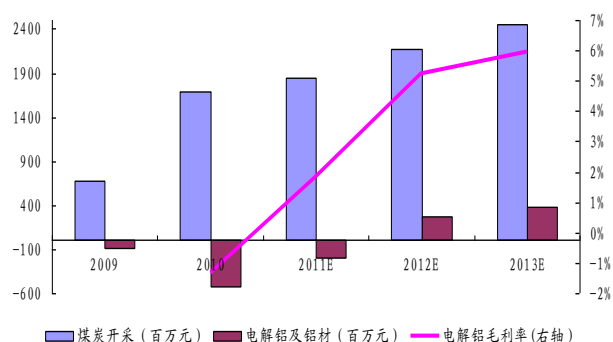
在此基础上，公司的煤炭业务也不乏亮点，梁北矿技改有望取得进展，而整合矿在复工验收后也很快能量产，预计新增产量约 100 万吨以上。

图 27：电解铝产量增速及铝价变化



资料来源：WIND、宏源证券

图 28：神火股份各项业务业绩贡献预测

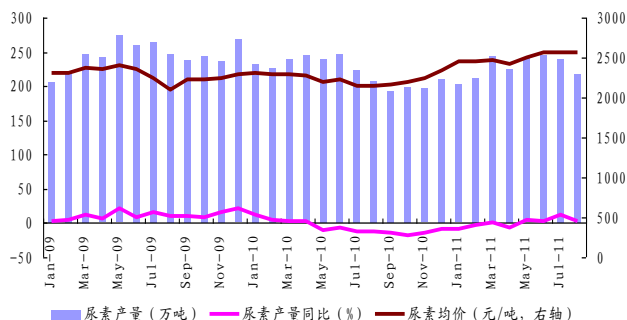


资料来源：宏源证券

对于兰花科创，尿素业务出现明显扭亏迹象，源于：1) 尿素价格持续上涨，目前已升至 2340 元/吨，高于盈亏平衡点，而无烟煤价格保持平稳；2) 尿素产销量提高，摊薄单位成本，我们预计明年此项业务可实现盈利，贡献 EPS 约 0.03 元。

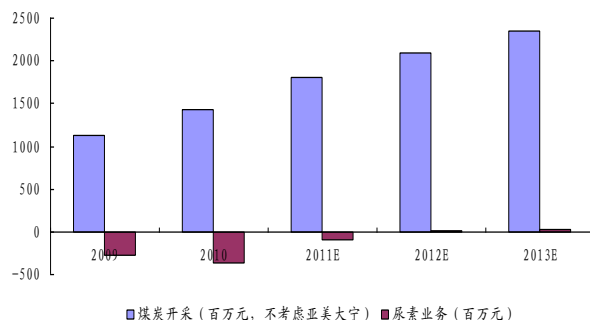
相比之下，公司煤炭业务更具看点，煤质最好、盈利能力最强的亚美大宁矿持股比例升至 41% 后，又于 9 月份正式复产，且整合矿新增约 150 万吨产量，两者合计增厚 EPS 约 0.75 元。

图 29: 尿素产量增速、销售均价变化



资料来源: WIND、宏源证券

图 30: 兰花科创各项业务业绩贡献预测



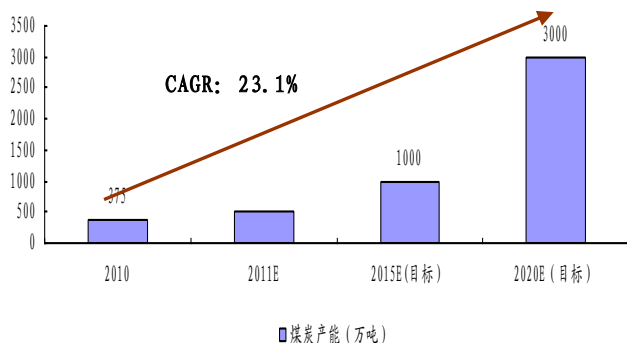
资料来源: 宏源证券

(二) 蜕变型公司: 脱胎换骨, 演绎成长传奇

此外, 近两年也有公司通过资产剥离、置换等方式实现了向煤炭企业的转型, 体现出较高的成长能力和市场契合力, 中长期股价催化剂充足, 主要以永泰能源和大有能源为代表, 而太工天成则是存在一定预期。

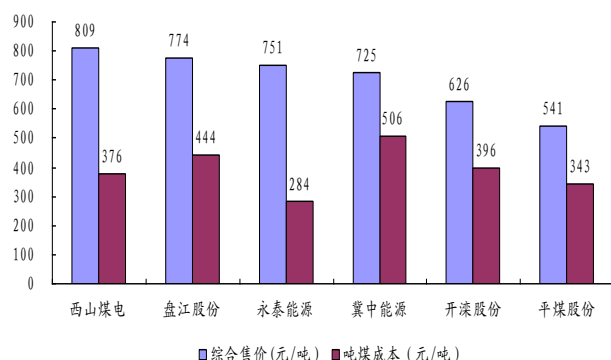
永泰能源是冉冉升起的焦煤新星, 核心看点来自: 1) 公司目标远大, 未来 2-3 年产能目标 1000 万吨以上, 10 年内产能目标 3000 万吨, 年复合增长超过 20%; 2) 山西、陕西和新疆三地扩张, 灵石地区仍有进一步整合预期; 3) 售价较高, 吨煤成本偏低, 产品结构最优 (基本为焦煤), 转型后净利率升至 20% 以上; 4) 民营企业机制灵活, 煤电、贸易一体化模式推进。

图 31: 永泰能源产能年复合增长 41.2%



资料来源: WIND、宏源证券

图 32: 焦煤上市公司售价及吨煤成本比较



资料来源: 宏源证券

大有能源则将成为河南义煤集团的唯一的资本运作平台, 核心看点来自: 1) 大股东实力雄厚, 多地整合资源, 计划 2014 年产量达到 7000 万吨, 未来 5 年建成 6 个千万吨基地, 因此公司想象空间巨大; 2) 预期两年内两次资产注入, 第二次基本都为稀缺煤种 (焦煤、无烟煤)。

表 8：永泰能源与大有能源比较

项目	永泰能源	大有能源
控股股东	永太投资控股公司	义煤集团（河南第三大煤炭集团）
企业性质	民营	国有
转型前业务	油品、地产、建材等	通信工程、系统集成等
煤种	焦煤、肥煤	长焰煤、焦煤
保有储量（亿吨）	13.45	10.23
产能（万吨）	1260	1720
产量（万吨）	173	1800
远景目标	未来 2-3 年产能目标 1000 万吨以上，10 年内产能目标 3000 万吨	集团 2014 年产量达到 7000 万吨，未来 5 年建成 6 个千万吨基地
资产注入预期	无	1 年内注入新疆义煤昆仑等 3 家公司，2 年内注入铁生沟煤矿等 8 家公司
外延式扩张区域	山西、陕西、新疆	新疆、青海、内蒙、蒙古国、山西、河南、澳洲、朝鲜
潜在风险	费用高企，资金面偏紧，煤矿收购成本增加，增发摊薄业绩	煤质一般，内生成长力不足，后续动作尚待时日

资料来源：宏源证券

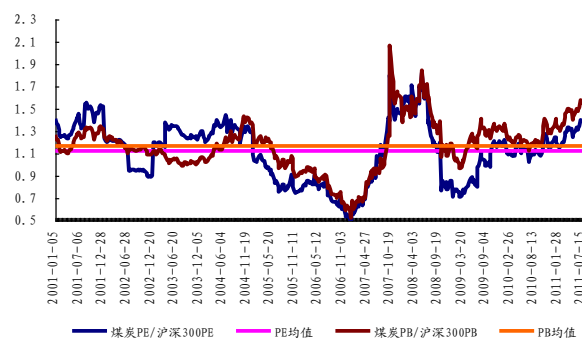
六、行业估值与投资建议

（一）行业估值

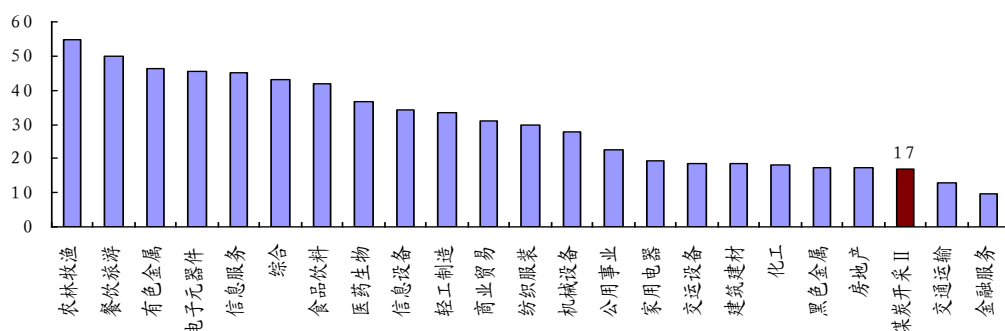
从估值上来看，目前板块 PE（TTM）为 16 倍，PB（整体法）为 3.2 倍，均明显低于 25 倍和 3.3 倍的历史平均水平（已剔除 07-08 年特殊区间），而相对于大盘估值则处于历史均值之上，说明板块前期表现较为抗跌。展望明年，在经济预期减速的背景下，目前估值难言明显低估，基本处于合理区间，部分 PE 在 13 倍及以下的公司安全边际较高，但假如有其他刺激因素（国家投资加大、政策转向等）提振大盘，板块估值的参照意义弱化。

图 33：煤炭板块历史 PE（TTM）变化


资料来源：宏源证券

图 34：煤炭板块估值与全部 A 股历史比较


资料来源：宏源证券

图 35：煤炭行业 PE（TTM）与其它行业比较


资料来源：宏源证券

（二）投资建议与重点公司

从宏观层面来看,我们认为 4 季度市场出现较大行情的概率偏低,但随着经济进入“修整期”,把握煤炭板块后期的机会应是在跟踪美国经济刺激政策市场效果的基础上,期待国内通胀缓解,经济放缓悲观情绪消化后,货币政策调整预期重燃,市场流动性改善,大盘触底反弹。

而从微观层面看,煤炭供需将保持平衡偏紧的态势,短期内山西朔州矿难、冬季储煤期来临、下游补库使得动力煤价稳中有升,小拐点隐现,焦煤、无烟煤价有望保持稳定,但下游采购压力加大,钢铁业旺季不旺,国际煤价回调等因素也抑制了整体煤价上行的空间,同时行业成本较快上升,但预计后期有望趋于稳定,业绩仍可保持较快增长,预计今年保持在 15%-20%之间。

综合以上分析,我们建议 4 季度前半段仍将以防御为主,后半段如经济环境有所改观,市场严重超跌,底部显现,可考虑积极布局,推荐**兰花科创、兖州煤业、神火股份、冀中能源和永泰能源组合**,风险偏好者可关注**大有能源**,把握两条主线:

- 3 季报业绩表现较好,成本控制力较强的公司,如**兰花科创、兖州煤业、潞安环能、昊华能源和冀中能源**。
- 受益煤价小拐点,现货比例较高的动力煤企业,如**兖州煤业**。

同时,也应开始考虑对明年进行布局,投资主线包括:

- 在预期煤价上涨空间有限的前提下,关注处于量能释放周期,整合效率高,且拥有高吨煤利润、煤种稀缺煤矿的公司,如**兰花科创、山煤国际、潞安环能和盘江股份**。
- 外延式扩张动力充足或资产注入预期强烈的公司,如**冀中能源、昊华能源、潞安环能和阳泉煤业**。
- 附属业务现拐点,煤炭主业不乏亮点的一体化公司,如**神火股份、兰花科创**。

表 9：重点煤炭上市公司估值表

公司名称	收盘价 (9 月 26 日)	EPS			P/E			PB	评级
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
兰花科创	43.77	2.93	3.9	4.55	15	11	10	3.8	买入
兖州煤业	28.51	1.95	2.25	2.53	15	13	11	3.5	买入
神火股份	14.52	0.99	1.36	1.67	15	11	9	5.0	买入
冀中能源	23.91	1.43	1.81	2.01	17	13	12	4.2	买入
永泰能源	14.02	0.45	1.1	1.68	31	13	8	3.0	买入
潞安环能	28.45	1.83	2.07	2.6	16	14	11	5.1	买入
昊华能源	24.38	1.45	1.85	2.1	17	13	12	4.2	买入
盘江股份	29	1.58	1.96	2.4	18	15	12	4.9	买入
山煤国际	28.76	1.42	1.98	2.56	20	15	11	6.1	增持
中国神华	25.52	2.18	2.53	2.87	12	10	9	2.5	增持
阳泉煤业	23.51	1.25	1.49	1.65	19	16	14	5.5	增持
中煤能源	8.86	0.63	0.77	0.87	14	12	10	1.5	增持
西山煤电	20.7	1.26	1.53	1.84	16	13	11	4.2	增持
恒源煤电	45.78	2.58	2.88	3.1	18	16	15	3.3	增持
开滦股份	16.75	0.83	0.94	1.09	20	18	15	3.3	增持
国投新集	11.77	0.77	0.97	1.1	15	12	11	3.0	增持
大同煤业	15.93	0.84	1.02	1.39	19	16	11	3	增持
露天煤业	17.08	1.2	1.39	1.54	14	12	11	5.8	中性
平煤股份	13.5	0.94	1.1	1.25	14	12	11	3.1	中性
平均					17	13	11	4.0	-

资料来源：WIND 一致预期、宏源证券

重点公司：

1、兰花科创（600123）

- **亚美大宁如期复产，投资收益大幅提升。**公司原持有亚美大宁 36%股权，今年增持至 41%，此矿盈利能力极佳，9 月份更换证照后正式复产，预计今明两年贡献投资收益所对应的 EPS 分别为 0.27 元和 1.06 元。
- **附属业务化工逐步扭亏。**由于尿素价格上涨，产销量增加，化工业务盈利好转，预计明年可贡献 EPS 约 0.03 元。
- **整合矿将陆续释放产量。**公司之前整合的煤矿大约 540 万吨核定产能，其中宝欣、口前和永胜三矿预计在今年年底前投产，兰兴等矿预计在 2012 年底前投产，但进度上可能有所延后。
- **给予公司“买入”评级。**估值上，预计未来 3 年 EPS 为 2.93 元、3.9 元和 4.55 元，对应 PE 仅为 11 倍，具备估值优势。

2、兖州煤业（600188）

- **具备极强的资源扩充能力。**今年公司完成对澳洲新泰克项目的收购，新增产能 1600 万吨，未来在内蒙、澳洲等地仍有较大的拓展空间。
- **“十二五”目标远大，产量翻倍增长。**公司十二五规划目标远大，力争实现煤炭产量 1.5 亿吨，增长两倍以上，销售收入也将超过千亿元，而短期增量主要来自莫本拉煤矿、鄂尔多斯能化和菏泽能化，2012 年新增产量约 900 万吨。
- **澳洲洪水影响逐步消除。**今年上半年，受去年底澳洲大水影响，兖煤澳洲有所减产，明年上半年将受益于低基数效应。
- **4 季度动力煤价迎来小拐点。**公司煤炭现货比例在 80%以上，动力煤价上涨下具备较好的业绩弹性。
- **给予公司“买入”评级。**估值上，预计未来 3 年 EPS 为 1.95 元、2.25 元和 2.53 元，对应 PE 仅为 12 倍，具备估值优势。

3、神火股份（000933）

- **梁北矿断层影响消除，整合矿复产。**梁北矿生产恢复正常，预计贡献利润约 3.4 亿元，而整合煤矿复工验收后即可量产，预计今明两年增量为 90 万吨和 210 万吨。
- **铝价有支撑，电解铝有起色。**6 月以来电解铝业务减亏显著，神火铝业和沁澳铝业均已在盈亏平衡点之上，后期铝价仍具备较强支撑，复产费用减少，业绩超预期概率加大，预计未来 3 年贡献 EPS 为 -0.11 元、0.16 元和 0.21 元。
- **强化成本掌控力以减少盈利波动。**60 万千瓦时的大机组有望年内试产，年发电量升至约 48 亿千瓦时，自供比例也将超过 75%。此外，氧化铝第二条线改建后产能提至 48 万吨，明年合计产量升至 90 万吨，自供比例升至 50%以上。
- **维持公司“买入”评级。**估值上，预计未来 3 年 EPS 为 0.99 元、1.36 元和 1.67 元，对应 PE 仅为 11 倍，具备估值优势。

4、冀中能源（000937）

- **上半年业绩略超预期。**公司上半年实现营业收入 194 亿元，同比增长 21%，归属母公司净利润 16.7 亿元，同比增长 33%，EPS 0.72 元。业绩超出预期源于煤炭业务量价齐升，毛利率提升近 3%。
- **外延式扩张动力充足。**上半年公司收购了内蒙古乾新煤业和武媚牛各 51%的股权，增加资源储量 1.45 亿吨，增加产能 180 万吨，近期收购的“山西冀中”明后两年累计增厚 EPS 0.13 元，未来在内蒙、山西和河北仍有进一步扩张的可能。

- **信达股权问题解除,集团资产注入预期增强。**公司是国内第一家解决信达问题的煤企,迎来了双赢局面,未来峰峰集团的九龙矿在恢复生产后可能优先注入,新增产量 150 万吨,磁西矿(300 万吨肥煤)也存在可能,而今年集团也提出了产量超过 1 亿吨的目标,是目前公司的 3 倍,带来巨大的想象空间。
- **增量来自“段王”等整合矿。**段王煤化现产能 180 万吨,未来将扩产至 500 万吨,而西庞矿在技改完成后同东庞矿合计将形成 500 万吨产能。此外,今年 7 月下旬河北煤炭资源整合启动,公司有望直接受益。
- **给予公司“买入”评级。**估值上,预计未来 3 年 EPS 为 1.43 元、1.81 元和 2.01 元,对应 PE 仅为 13 倍,具备估值优势。

5、永泰能源(600157)

- **剑指稀缺焦煤资源,完成华丽转型。**公司前身是鲁润股份,主营油品生产销售、房地产等业务,09 年 7 月开始涉足煤炭业务,逐步收购优质焦煤资源,并同时剥离原有业务实现脱胎换骨。
- **低基数高成长,产量成倍放大。**短期山西整合矿产量率先释放,洗煤厂建设有所提速,盈利能力具备提升空间,中长期陕西、新疆地区整合矿也将陆续释放 600 万吨和 120 万吨产量,公司未来 5 年产量年复合增长率有望保持在 50%以上,5 年目标成为千万吨级焦煤企业,10 年目标成为 3000 万吨的行业龙头,外延式扩张想象空间巨大。
- **强化一体化和终端销售优势。**公司依照煤电联营、热电联供、坑口发电的电力产业发展思路正加快电力领域布局,同时也在推动煤炭贸易业务,充分发挥煤炭产销、煤电一体的协同效应。
- **给予公司“买入”评级。**估值上,预计未来 3 年 EPS 为 0.45 元、1.1 元和 1.68 元,对应 PE 仅为 13 倍,具备估值优势。

七、风险提示

- 1) 国内外经济不振,下游需求放缓速度加快
- 2) 成本继续上升
- 3) 集团资产注入进程慢于预期
- 4) 国际煤价、钢铁价格回调

分析师简介:

王京乐: 煤炭行业研究员，东北财经大学金融学硕士，2 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：冀中能源、盘江股份、潞安环能、西山煤电、中国神华、神火股份、阳泉煤业、中煤能源、山煤国际等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。