

卢平 86-10-88087949
luping@cmschina.com.cn
王培培 86-10-88086945
wangpp@cmschina.com.cn

2009年6月15日

短期盘整不改行业长期上升趋势

煤炭行业2009年中期投资策略

能源

煤炭

推荐(维持)

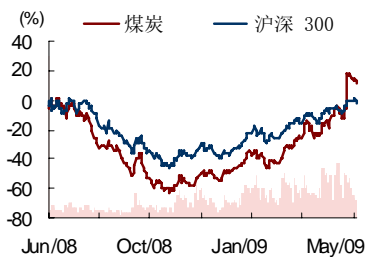
上证指数 2790

行业规模

		占比%
股票家数(只)	27	1.7
总市值(亿元)	10095	5.2
流通市值(亿元)	2951	3.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	30.8	129.5	6.5
相对表现	26.6	81.2	12.3



相关报告

- 1、《供求维持低位均衡,相对看好4月份行情—煤炭行业09年二季度投资策略》2009/4/7
- 2、《煤价下跌周期中寻找超跌反弹机会—煤炭行业近期投资策略》2008/10/28
- 3、《蓄芳待来年—09年煤炭行业投资策略报告》2008/12/18
- 4、《从计提到实报实销,业绩平均增厚17%—煤炭行业关于安全费、维简费会计处理变更的影响分析》2009/1/9
- 5、《煤炭行业资产注入专题报告-产业资本PK金融资本》2008/12/22
- 6、《会计变更影响损益,回调将是介入良机—企业会计准则3号-征求意见稿分析》2009/5/25

看好旺季煤价以及由此带来的估值水平提升,行业垄断化,国有化趋势进一步增强,整体上市对上市公司业绩增厚明显,维持对行业的推荐的投资评级,但考虑到短期受到小矿复产,二季度业绩可能低于市场预期,短期煤炭股可能面临调整。

- **看好旺季煤价:** 7-8月份是煤炭的旺季,预计新增煤炭需求大约800万吨/月相当于月度产量的3.5%,以及大量进口煤炭可能转向国内,如果按照4月份进口量的50%计算,则相当于国内产量的2%,两者合计新增需求相当于月度产量的5.5%。这个新增的需求量完全能够推动国内的煤价上涨;
- **煤价上涨预期提升估值水平:** 煤炭估值水平取决于对煤价的预期。预期煤价稳定可以给与行业15-20倍PE的估值,如果预期煤价上涨,则可以给与20倍以上的估值水平。如果预期煤价上涨10%,则可以给与29倍的PE水平。
- **行业垄断化,国有化趋势进一步增强,铁矿石公司的股价走势可资借鉴。** 煤炭行业通过关闭不合格的中小煤矿,以及组建大型煤炭企业,使得煤炭资源、产量逐步掌握在国有大型煤矿手中,行业逐渐从分散走向垄断。2000年后,铁矿石大量兼并收购后,三大巨头垄断了铁矿石的定价权,加之需求好转,BHP、RTP和VALE三大铁矿石公司的股价远远超越大盘。
- **整体上市将逐渐全面展开,预期业绩有较高的增幅,我们看好未来整体上市带来的投资机会:** 按照目前集团煤炭产量计算,并考虑母公司盈利能力低于上市公司,我们测算,整体上市对上市公司业绩增厚幅度:西山煤电、开滦股份、大同煤业、国阳新能和潞安环能整体上市后业绩增厚幅度分别为219%、170%、92%、51%和34%。
- **维持行业推荐的投资评级:** 短期受到小煤矿复产、二季度业绩可能低于预期,以及资源税传言的影响,我们判断短期煤炭股可能会调整。但是由于旺季煤价上涨预期以及未来资产注入预期,我们继续看好煤炭行业,维持行业推荐的投资评级。
- **公司选择:** 3-5年可以长期看好的煤炭公司:自身较高的成长性+背后故事:西山煤电、国投新集、盘江股份。预期1-2年整体上市类股票:国阳新能、开滦股份。预期煤价上涨业绩弹性较大的公司:金牛能源、平煤股份、潞安环能。预期近期可能部分资产注入类股票:中国神华、大同煤业、潞安环能、平煤股份。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
西山煤电	25.69	1.44	1.03	1.49	24.9	17.2	6.7	强烈推荐-A
潞安环能	34.34	2.48	2.20	2.37	15.6	16.8	5.0	强烈推荐-A
国投新集	15.38	0.65	0.75	0.99	20.5	15.5	5.0	强烈推荐-A
国阳新能	24.32	1.51	1.35	1.45	18.0	16.8	5.1	强烈推荐-A
盘江股份	24.43	1.08	1.33	1.78	18.4	13.7	4.6	强烈推荐-A
中国神华	26.15	1.34	1.48	1.53	17.7	17.1	3.5	审慎推荐-A
中煤能源	11.39	0.52	0.59	0.65	19.3	17.5	2.4	审慎推荐-B
恒源煤电	24.03	1.62	1.56	1.48	15.4	16.3	2.8	审慎推荐-B
平煤股份	32.99	2.48	1.18	1.30	27.8	25.4	3.8	强烈推荐-B
金牛能源	32.95	2.49	1.95	2.06	16.9	16.0	4.6	强烈推荐-B

资料来源:招商证券

正文目录

一、煤炭行业投资策略	4
1、策略回顾	4
2、09 年度中期投资策略	4
二、看好旺季煤价	6
1、关停小煤矿导致 4-5 月份淡季不淡	6
2、旺季新增需求大约 800 万吨/月	8
3、大量进口煤炭的趋势将逆转	8
4、继续看好旺季煤价	10
三、煤价上涨预期提升估值水平	11
1、煤炭股估值取决于煤价预期	11
2、煤价预期上涨 10%，P/E 可提升至 29 倍	11
四、行业垄断化，国有化趋势进一步增强	14
1、关停小煤矿，组建大集团，垄断化国有化趋势进一步增强	14
2、国有化、垄断化增强下的投资机会——以铁矿石为例	17
五、整体上市将逐渐全面展开，预期业绩有较高的增幅	19
1、整体上市将逐渐全面展开	19
2、业绩增厚幅度较高	20
六、政策性成本增加并不构成对股票的重大打击	22
1、未来预期增加的政策性成本	22
2、对业绩的影响取决于供求关系	23
3、历次增加政策性成本对股票的影响	23

图表目录

图 1: 火电月度产量及累计增速.....	6
图 2: 生铁月度产量及累计增速.....	6
图 3: 水泥月度产量及增速.....	7
图 4: 合成氨月度产量及增速.....	7
图 5: 煤炭月度产量及累计增速.....	7
图 6: 煤炭及下游产量增速比较.....	7
图 7: 煤炭社会库存.....	8
图 8: 煤炭库存天数.....	8
图 9: 澳煤 BJ 离岸价格走势.....	9
图 10: 澳洲到中国铁矿石运费.....	9
图 11: 广州港与澳煤到岸价走势.....	9
图 12: 广州港与澳煤到岸价价差.....	9
图 13: 大量进口煤炭的趋势可能扭转.....	10
图 14: 秦皇岛山西优混煤价与合理利润和盈亏平衡下的煤价比较.....	10
图 15: 小煤矿数量从约 2 万处下降到约 1 万处.....	14
图 16: 小煤矿产量从约 10 亿吨下降到 7 亿吨.....	14
图 17: 六大煤炭集团产量占比.....	17
图 18: 三大铁矿石供应商产量占比.....	17
图 19: 年度铁矿石谈判价格情况.....	18
图 20: BHP、RTP 和 VALE 三大铁矿石公司的股价走势.....	18
图 21: 增加政策性成本对股票的影响.....	24
表 1: 安全费用未调整前煤炭上市公司估值.....	5
表 2: 安全费用调整后煤炭上市公司估值.....	5
表 3: 下游四大行业 7-8 月份煤耗量较 6 月份增加情况.....	8
表 4: 秦皇岛山西优混淡旺季煤价涨幅.....	10
表 5: 煤价预期涨幅对 P/E 的影响.....	11
表 6: 煤炭上市公司销售净利率比较.....	12
表 7: 煤炭上市公司期间费用率.....	13
表 8: 各省份小煤矿数量关闭进展情况.....	15
表 9: 6~8 个亿吨级煤炭企业.....	16
表 10: 三类煤矿产量占比变化趋势.....	16
表 11: 主要上市公司集团整体上市承诺.....	19
表 12: 50%资产负债率假设下业绩增厚幅度.....	21
表 13: 母公司吨煤盈利能力变化的业绩增厚敏感性分析.....	21
表 14: 反映资源稀缺程度和环境损害成本的税收.....	22
表 15: 开采阶段即燃烧阶段的外部成本及预防成本.....	22
表 16: 拟征收的税收.....	22
表 17: 2004 年来增加的政策性成本.....	23
表 18: 上市公司计提费用标准及变化.....	24

一、煤炭行业投资策略

1、策略回顾

08 年底我们发布的 09 年度投资策略《蓄芳待来年》，提出煤炭股票超跌，可以寻求超跌反弹机会。09 年二季度投资策略我们提出煤炭供求维持低增长，相对看好四月份的煤炭行情。5 月份的我们提出继续看好煤炭行业二季度行情。

2、09 年度中期投资策略

维持行业推荐的投资评级

短期受到小煤矿复产、二季度业绩可能低于预期，以及资源税传言的影响，我们判断短期煤炭股可能会调整。

但是由于旺季煤价上涨预期以及未来资产注入预期，我们继续看好煤炭行业，维持行业推荐的投资评级。

推荐组合

3-5 年可以长期看好的煤炭公司：自身较高的成长性+背后故事：西山煤电、国投新集、盘江股份。

预期 1-2 年整体上市类股票：国阳新能、开滦股份。

预期煤价上涨业绩弹性较大的公司：金牛能源、平煤股份、潞安环能。

预期近期可能部分资产注入类股票：中国神华、大同煤业、潞安环能、平煤股份。

表1: 安全费用未调整前煤炭上市公司估值

	股价 (元)	EPS (元)			P/E (x)			每股净资产 (元)	P/B (x)	投资评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E			
炼焦煤类										
西山煤电	26.24	1.44	1.03	1.49	18.2	25.5	17.6	4.22	6.2	强烈推荐-A
盘江股份	25.94	1.08	1.33	1.66	24.0	19.5	15.6	5.27	4.9	强烈推荐-A
金牛能源	33.40	2.49	1.95	2.06	13.4	17.1	16.2	7.14	4.7	强烈推荐-B
平煤股份	33.82	2.48	1.54	1.69	13.6	22.0	20.0	9.01	3.8	强烈推荐-B
平均	29.85	1.87	1.46	1.73	17.3	21.0	17.3	6.41	4.9	
喷吹煤类										
国阳新能	25.17	1.51	1.35	1.45	16.7	18.7	17.3	2.88	8.7	强烈推荐-A
潞安环能	35.13	2.46	2.20	2.37	14.3	16.0	14.8	6.83	5.1	强烈推荐-A
平均	30.15	1.99	1.77	1.91	15.5	17.3	15.8	4.86	6.9	
动力煤类										
中国神华	26.24	1.34	1.48	1.53	19.7	17.7	17.2	7.49	3.5	审慎推荐-A
国投新集	15.61	0.65	0.75	0.99	24.0	20.8	15.8	3.05	5.1	强烈推荐-A
中煤能源	11.46	0.51	0.59	0.65	22.5	19.3	17.7	4.79	2.4	审慎推荐-B
恒源煤电	24.45	1.35	1.56	1.47	18.1	15.7	16.6	7.18	3.4	审慎推荐-B
兖州煤业	14.95	1.32	0.68	0.86	11.3	21.9	17.3	4.55	3.3	中性-A
大同煤业	34.15	2.25	1.85	2.29	15.2	18.5	14.9	5.94	5.7	审慎推荐-A
平均	21.14	1.24	1.15	1.30	18.5	19.0	16.3	5.50	3.9	
企业转型类										
神火股份	27.56	2.46	0.92	1.76	11.2	29.9	15.6	5.86	4.7	审慎推荐-B
兰花科创	33.54	2.45	2.01	2.06	13.7	16.7	16.3	7.71	4.4	审慎推荐-B
开滦股份	16.83	0.67	0.62	0.69	25.1	27.3	24.4	3.68	4.6	审慎推荐-B
平均	25.98	1.86	1.18	1.50	16.7	24.6	17.3	5.75	4.5	
A股平均	25.63	1.63	1.32	1.53	17.4	20.4	16.7	5.71	4.7	

资料来源: 公司公告

表2: 安全费用调整后煤炭上市公司估值

	股价 (元)	EPS (元)			P/E (x)			每股净资产 (元)	P/B (x)	投资评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E			
炼焦煤类										
西山煤电	26.24	1.44	0.97	1.44	18.2	27.0	18.3	4.22	6.2	强烈推荐-A
盘江股份	25.94	1.08	1.25	1.58	24.0	20.8	16.4	5.27	4.9	强烈推荐-A
金牛能源	33.40	2.49	1.70	1.81	13.4	19.6	18.4	7.14	4.7	强烈推荐-B
平煤股份	33.82	2.48	1.25	1.40	13.6	27.1	24.2	9.01	3.8	强烈推荐-B
平均	29.85	1.87	1.46	1.73	17.3	23.6	19.3	6.41	4.9	
喷吹煤类										
国阳新能	25.17	1.51	1.08	1.18	16.7	23.3	21.3	2.88	8.7	强烈推荐-A
潞安环能	35.13	2.46	1.82	1.99	14.3	19.3	17.6	6.83	5.1	强烈推荐-A
平均	30.15	1.99	1.77	1.91	15.5	21.3	19.5	4.86	6.9	
动力煤类										
中国神华	26.24	1.34	1.42	1.46	19.7	18.5	18.0	7.49	3.5	审慎推荐-A
国投新集	15.61	0.65	0.70	0.94	24.0	22.3	16.7	3.05	5.1	强烈推荐-A
中煤能源	11.46	0.51	0.55	0.60	22.5	20.9	19.0	4.79	2.4	审慎推荐-B
恒源煤电	24.45	1.35	1.36	1.28	18.1	17.9	19.1	7.18	3.4	审慎推荐-B
兖州煤业	14.95	1.32	0.64	0.82	11.3	23.4	18.3	4.55	3.3	中性-A
大同煤业	34.15	2.25	1.55	1.99	15.2	22.0	17.1	5.94	5.7	审慎推荐-A
平均	21.14	1.24	1.15	1.30	18.5	20.8	18.0	5.50	3.9	
企业转型类										
神火股份	27.56	2.46	0.92	1.76	11.2	29.9	15.6	5.86	4.7	审慎推荐-B
兰花科创	33.54	2.45	1.91	1.96	13.7	17.5	17.1	7.71	4.4	审慎推荐-B
开滦股份	16.83	0.67	0.62	0.69	25.1	27.3	24.4	3.68	4.6	审慎推荐-B
平均	25.98	1.86	1.18	1.50	16.7	24.9	19.0	5.75	4.5	
A股平均	25.63	1.63	1.32	1.53	17.4	22.5	18.8	5.71	4.7	

资料来源: 公司公告

二、看好旺季煤价

1、关停小煤矿导致 4-5 月份淡季不淡

每年的 7-8 月份，煤炭销售进入旺季，现货煤价基本上都有一定程度的涨幅。而每年的 4-5 月份属于煤炭行业的淡季。尽管 09 年 1-4 月份产量增速大于下游需求增速，但是由于漏统计小矿停产的原因，库存处于持续下降的通道中。09 年 4-5 月份的煤炭行情表现出淡季不淡的特性，中转地秦皇岛山西优混从 4 月份的 565 元/吨上涨到 6 月初的 590 元/吨。

下游需求仍然低迷

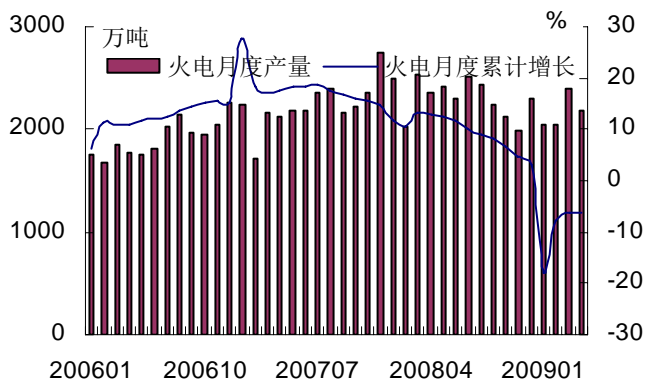
09 年 1-4 月份，占煤炭需求约 90% 的下游四大行业产量增速较低

- ✓ 占煤炭需求 51% 的火电产量为 8728.86 亿千瓦时，同比增长 -6.3%
- ✓ 占煤炭需求 19% 的生铁产量 16378.64 万吨，同比增长 3.2%
- ✓ 占煤炭需求 16% 的水泥产量 42890.69 万吨，同比增长 13%
- ✓ 占煤炭需求 4% 的合成氨产量为 1680.5 万吨，同比增长 0.9%，

除了水泥保持了较高的增速外，其他三个行业增速较低，尤其是占煤炭需求 51% 的火电行业增速为 -6.3%。

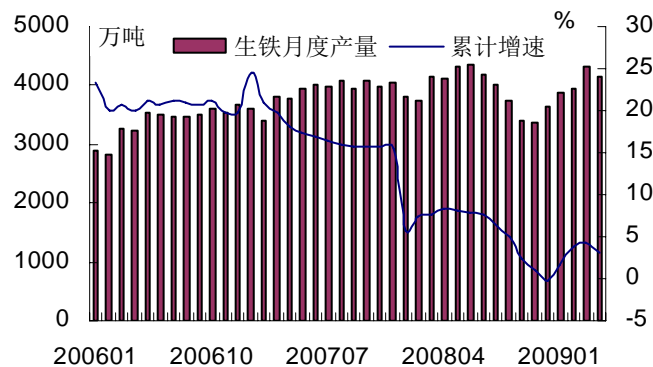
09 年 1-4 月份，四大行业煤耗量合计 71292.5 万吨，同比下降了 3.1%。

图 1：火电月度产量及累计增速



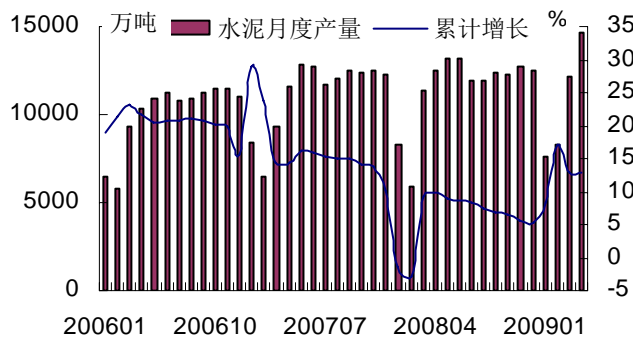
资料来源：招商证券研发中心

图 2：生铁月度产量及累计增速



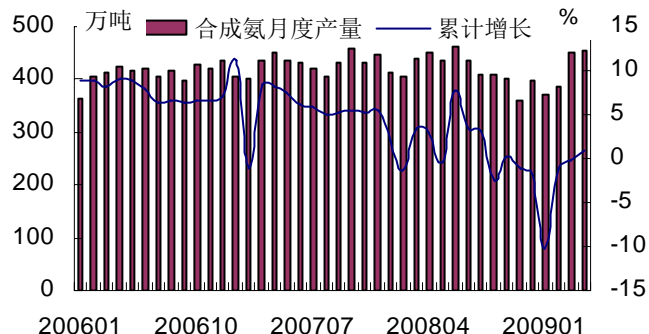
资料来源：招商证券研发中心

图 3: 水泥月度产量及增速



资料来源：招商证券研发中心

图 4: 合成氨月度产量及增速

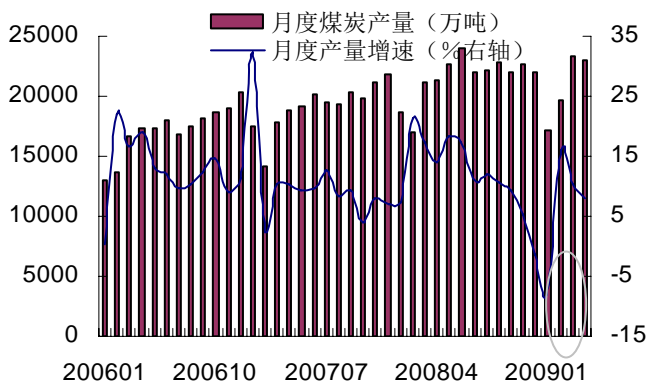


资料来源：招商证券研发中心

原煤产量保持较高的增速

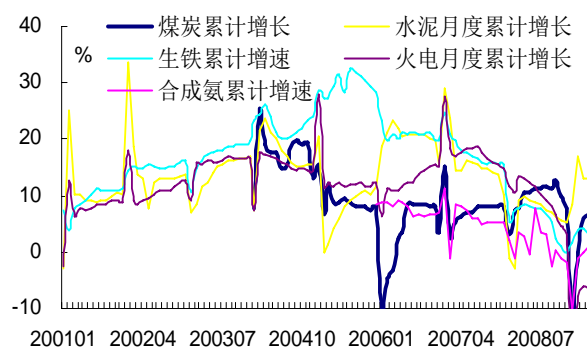
2009 年 1-4 月份，全国原煤产量 82780 万吨，同比增长 6.81%，其中，国有重点煤矿产量为 47990.6 万吨，同比增长 6.82%，国有地方煤矿产量为 9839.16 万吨，同比增长 -4.11%。乡镇煤矿产量为 21633.2 万吨，同比仅增长 0.2%。

图 5: 煤炭月度产量及累计增速



资料来源：招商证券研发中心

图 6: 煤炭及下游产量增速比较

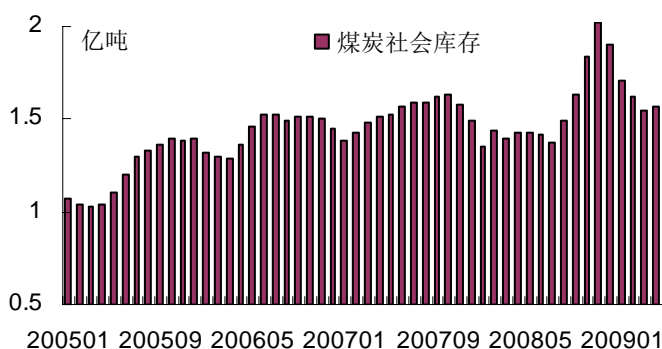


资料来源：招商证券研发中心

库存处于持续下降通道

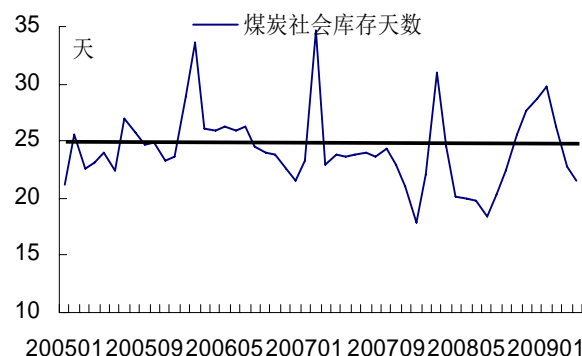
煤炭产量保持了较高的正增长，而下游需求增速较低，且净进口为 1341 万吨，同比增加 1335.4 万吨，但是煤炭库存却是一直处于下降通道，从年初的 19064.96 万吨下降至 4 月份的 15643.9 万吨，库存天数从年初的 30 天下降至 22 天（低于合理的 25 天）。

图 7: 煤炭社会库存



资料来源: 招商证券研发中心

图 8: 煤炭库存天数



资料来源: 招商证券研发中心

漏统的小煤矿被停产整顿导致数据的不匹配

产需数据极度的不匹配, 主要是两个方面的原因: 以前产量漏统计和目前的停产整顿。以前漏统计的至少 2 亿吨在 09 年初被停产了, 而在数据上无法显示停产整顿小煤矿的产量下降, 所以导致了产量增长, 进口增长, 需求下降, 而库存却持续减少的矛盾中。

2、旺季新增需求大约 800 万吨/月

7-8 月份是煤炭的传统旺季, 主要夏季民用电力增加, 一般火电的需求都有相应的提升。根据以前的数据测算, 火电新增 7、8 月份较 6 月份新增需求大约 1000 万吨/月, 虽然其他三个行业在 7-8 月份对煤炭的需求是下降的, 但是总体来看, 7-8 月份新增煤炭需求大约 800 万吨/月左右 (大约相当于月度产量的 3.5%)。

表 3: 下游四大行业7-8月份煤耗量较6月份增加情况

单位: 万吨	火电耗煤 增加	钢铁耗煤 增加	化肥耗煤 增加	水泥耗煤 增加	合计
200707	1032.36	-56.48	-11.29	-204.9	759.69
200708	1131.04	6.31	-88.97	-73.03	975.35
200807	1021.25	-189.12	-48.36	-284.75	499.02
200808	622.3	-327.93	-89.76	-274.94	-70.33

资料来源: 招商证券整理, 注: 08 年 8 月份受奥运停产影响, 煤炭需求负增长。

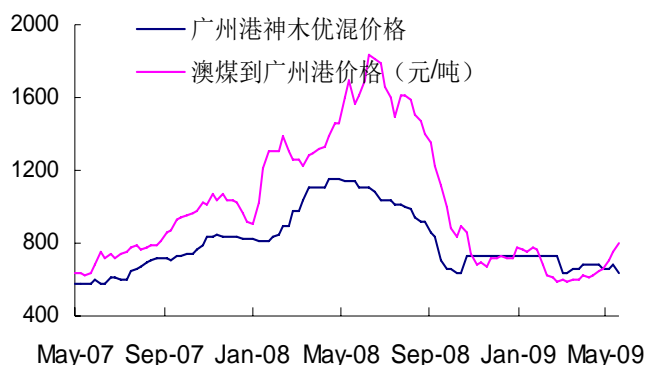
3、大量进口煤炭的趋势将逆转

国际煤价高于国内煤价

近期澳煤价格上涨和海运费上涨后, 国际进口煤价已经高于国内煤价。

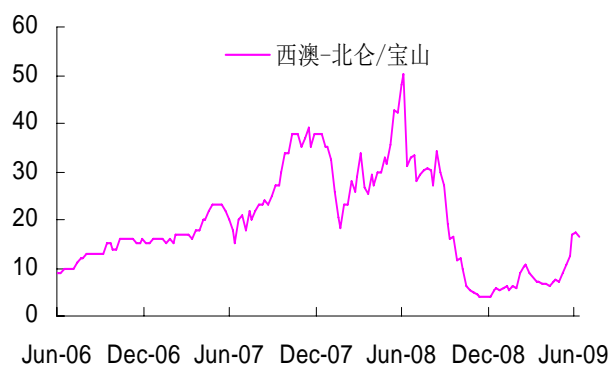
我们以广州港的到岸煤价为参照比较。目前广州港神木优混 5500 大卡的广州港含税价格为 630 元/吨, 澳煤 BJ 的 FOB 价格为 75.9 美元/吨, 澳洲到国内的运费大约 16.5 美元/吨, 澳煤到广州港的含税价格为 800 元/吨, 比国内的价格高出 170 元/吨。

图 9: 澳煤 BJ 离岸价格走势



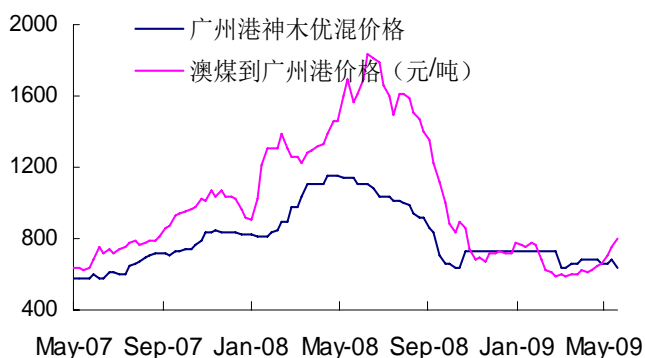
资料来源: 招商证券研发中心

图 10: 澳洲到中国铁矿石运费



资料来源: 招商证券研发中心

图 11: 广州港与澳煤到岸价走势



资料来源: 招商证券研发中心

图 12: 广州港与澳煤到岸价价差



资料来源: 招商证券研发中心

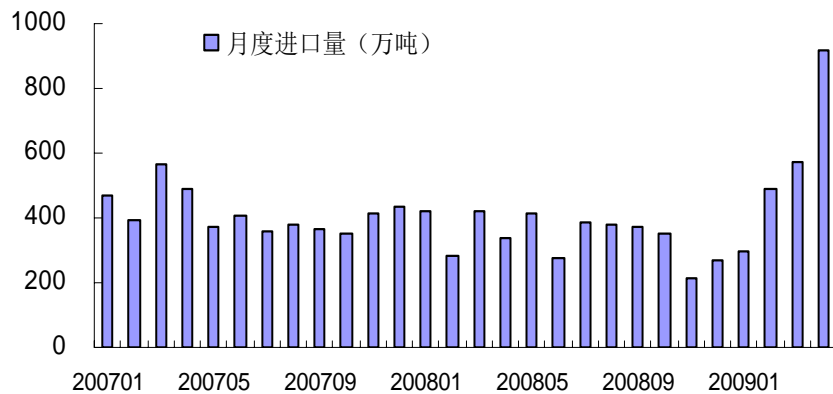
大量进口煤炭趋势将逆转

前期由于澳煤价格到国内价格便宜, 国内大量进口煤炭。1-4 月份进口煤炭 2276.84 万吨, 同比增长 55%, 而出口煤炭 933.83 万吨, 同比下降 36%。煤炭净进口 1343 万吨, 增加 1335 万吨。

目前国际煤价已经高于国内煤价, 前期大量进口国际煤炭的格局有可能在 7-8 月份得以扭转。

如果 4 月份进口煤炭 916 万吨的 50% 转向国内, 将新增国内煤炭需求大约 450 万吨(相当于月度产量的 2%)。

图13: 大量进口煤炭的趋势可能扭转



资料来源: 煤炭资源网

4、继续看好旺季煤价

7-8月份旺季新增煤炭需求大约800万吨/月, 相当于月度产量的3.5%, 以及大量进口煤炭可能转向国内, 相当于国内产量的2%, 两者合计新增需求相当于月度产量的5.5%。这个新增的需求量完全能够推动国内的煤价上涨。

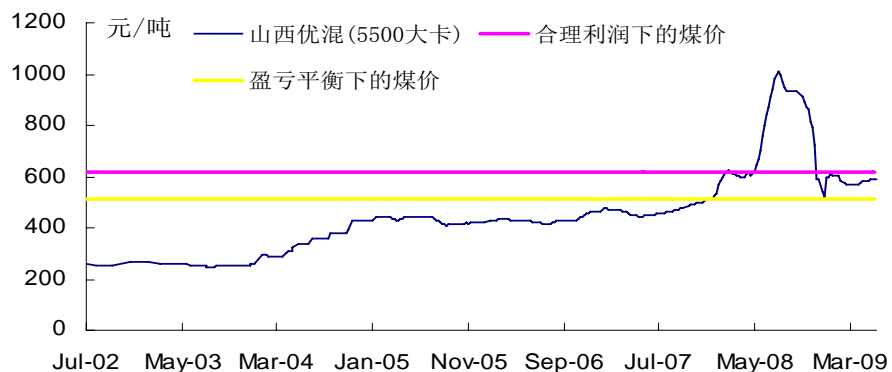
在08年底的09年度投资策略里我们分析, 山西优混的盈亏平衡点为511元/吨, 08年在该煤价回落到500-520元后开始反弹, 我们认为山西优混价格至少应该回到我们预测的合理利润下的616元/吨, 即620元/吨左右。该价格较目前煤价需上涨6%。

表4: 秦皇岛山西优混淡旺季煤价涨幅

单位: 元/吨	4-5月低点煤价	7-8月份高点	旺季涨幅
2003	260	250	-4%
2004	300	380	27%
2005	433	440	2%
2006	420	425	1%
2007	445	470	6%
2008	640	1010	58%
平均	416	496	15%
2009	565	620	10%

资料来源: 招商证券统计

图14: 秦皇岛山西优混煤价与合理利润和盈亏平衡下的煤价比较



资料来源: 招商证券

三、煤价上涨预期提升估值水平

1、煤炭股估值取决于煤价预期

在 09 年二季度投资策略里我们提出：

煤炭行业的估值水平波动较大，07-09 年经历了从 10 倍 P/E 以下到 50 倍 P/E 以上的变化（当然也取决于整个证券市场的投资氛围），我们认为，煤炭行业合理的估值水平主要取决于对未来煤价的预期。我们得出的经验数据大约是：

预期煤价下跌只能给 10 倍以下的 P/E。

预期煤价稳定可以给 15-20 倍左右的 P/E。

预期煤价上涨可以给 20 倍以上的 P/E。

这里我们再详细分析煤价上涨预期下的具体的煤炭合理估值水平

煤价上涨预期推动煤炭估值水平（P/E）上升，然后才是煤价上涨推动 EPS 的上升，从而将 P/E 降低到原来的水平（比如 20 倍 P/E）。之后再对煤价的预期，煤炭股的估值水平基本围绕价格预期而变化。

2、煤价预期上涨 10%，P/E 可提升至 29 倍

我们从销售净利率出发，推算煤价上涨预期下的估值变动情况（假设煤价稳定预期下的合理 P/E 为 20 倍）。

以 09 年一季度的销售净利率平均 20% 为基数，煤价上涨中扣除三项费率（按照 08 年/09 年 1Q 的平均 12% 扣除），我们测算煤价上涨预期而引起 P/E 变动情况（按照未涨价前的 EPS 计算）。

- 预期煤价上涨 1%，EPS 增加 4.4%，P/E 可以提升到 21 倍。
- 预期煤价上涨 5%，EPS 增加 22%，P/E 可以提升到 24 倍。
- **预期煤价上涨 10%，EPS 增加 44%，P/E 可以提升到 29 倍。**
- 预期煤价上涨 15%，EPS 增加 66%，P/E 可以提升到 33 倍。

表5：煤价预期涨幅对P/E的影响

	煤价预期涨幅					
	0%	1%	5%	10%	15%	20%
EPS 变动幅度	0%	4.4%	22%	44%	66%	88%
合理 P/E	20	21	24	29	33	38

资料来源：招商证券

表6: 煤炭上市公司销售净利率比较

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1Q09
炼焦煤类							
西山煤电	11%	17%	17%	14%	13%	26%	31%
盘江股份	8%	5%	3%	3%	4%	16%	16%
金牛能源	11%	16%	17%	13%	11%	21%	16%
上海能源	10%	15%	11%	11%	10%	16%	12%
平煤天安	8%	15%	13%	12%	10%	15%	14%
无烟煤类							
国阳新能	9%	7%	8%	8%	5%	9%	8%
动力煤类							
大同煤业	11%	16%	14%	12%	10%	24%	27%
兖州煤业	13%	22%	20%	21%	16%	25%	19%
潞安环能	10%	10%	12%	13%	10%	17%	18%
恒源煤电	18%	24%	18%	17%	15%	15%	11%
伊泰 B 股	4%	14%	20%	19%	30%	32%	24%
靖远煤电	6%	19%	20%	17%	16%	22%	19%
露天煤业	17%	17%	28%	21%	18%	19%	33%
中国神华		24%	33%	30%	28%	25%	29%
中煤能源		10%	12%	10%	15%	15%	19%
国投新集		9%	11%	13%	11%	22%	25%
均值	10%	15%	16%	15%	14%	20%	20%
中间值	10%	16%	17%	14%	13%	19%	19%

资料来源: 公司报告

表7: 煤炭上市公司期间费用率

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1Q09
炼焦煤类							
西山煤电	20%	13%	13%	17%	19%	15%	10%
开滦股份	22%	21%	17%	15%	10%	10%	10%
盘江股份	13%	8%	8%	8%	7%	5%	6%
金牛能源	18%	19%	19%	21%	19%	15%	16%
上海能源	14%	12%	13%	12%	11%	11%	11%
平煤天安	11%	8%	10%	11%	8%	7%	6%
无烟煤类							
国阳新能	17%	12%	10%	9%	9%	9%	5%
动力煤类							
大同煤业	42%	30%	31%	35%	27%	19%	22%
兖州煤业	33%	22%	21%	24%	19%	15%	19%
潞安环能	21%	18%	18%	17%	14%	16%	13%
恒源煤电	15%	12%	12%	13%	9%	11%	12%
伊泰 B 股	66%	51%	39%	42%	18%	14%	16%
靖远煤电	23%	17%	23%	17%	13%	13%	13%
露天煤业	25%	16%	11%	13%	10%	8%	9%
中国神华		16%	13%	13%	12%	12%	9%
中煤能源		30%	21%	27%	27%	18%	16%
国投新集		10%	10%	9%	13%	12%	11%
均值	24%	19%	17%	18%	14%	12%	12%
中间值	20%	16%	13%	15%	13%	12%	11%

资料来源: 公司报告

四、行业垄断化，国有化趋势进一步增强

1、关停小煤矿，组建大集团，垄断化国有化趋势进一步增强

煤炭行业通过关闭不合格的中小煤矿，以及组建大型煤炭企业，使得煤炭资源、产量逐步掌握在国有大型煤矿手中，行业逐渐从分散走向垄断。

(1) 关闭不合格的小煤矿和停批小煤矿

大量关闭小煤矿

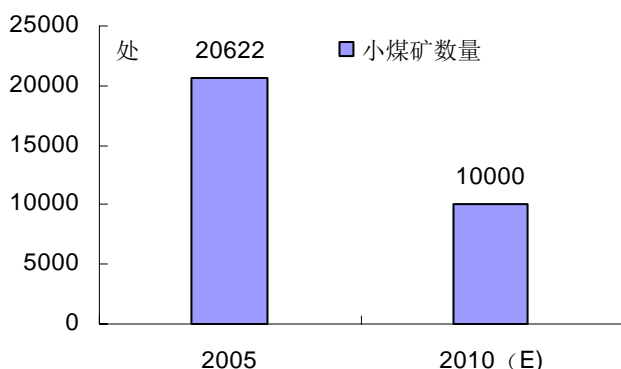
2005年初以来，国务院确定“争取用三年左右的时间解决小煤矿问题”的工作目标，国家安监总局、国家煤监局积极协调有关部门，指导推动各地广泛开展煤矿整顿关闭三年“攻坚战”。

2007年10月，煤炭工业十一五发展规划明确要求：小型煤矿数量控制在1万处，产量控制在7亿吨以内，比重占22%（2005年小煤矿数量20622处，产量10.05亿吨，比重占47%）。

截至2007年底，全国共打击取缔非法生产煤矿、非法采煤窝点1.7万处次；共关闭小煤矿11155处，约占2005年初全国小煤矿数量的45%，淘汰落后生产能力2.5亿吨；煤炭资源整合工作全面实施。在开展资源整合工作的20个产煤省（自治区、直辖市）中，共有8821个煤矿参与了资源整合，整合后将形成3747个矿井；煤炭产业集中度有所提高，小煤矿平均单井能力由2005年的3.2万吨/年，提高到2007年底的6万吨/年。

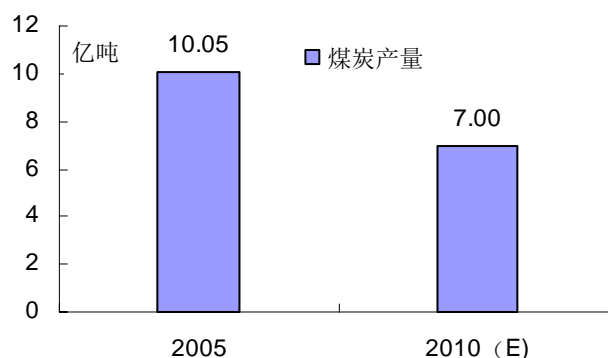
2008年10月7日，国家发改委、国家能源局、国家安监总局、国家煤监局联合印发了《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，“十一五”后三年深化煤矿整顿关闭目标是通过深化煤矿整顿关闭工作，将现有小煤矿淘汰关闭一批、扩能改造一批、大集团整合改造一批，力争到“十一五”期末把生产能力在30万吨/年以下的小煤矿数量控制在1万处以内。规划“十一五”后三年全国再减少小煤矿4000余处，其中彻底关闭2500余处、扩能改造(包括大集团整合改造)1500余处。

图 15: 小煤矿数量从约 2 万处下降到约 1 万处



资料来源：招商证券研发中心

图 16: 小煤矿产量从约 10 亿吨下降到 7 亿吨



资料来源：招商证券研发中心

表8: 各省份小煤矿数量关闭进展情况

	2005 年小煤矿数量 (个)	2005 年小煤矿产量 (万吨)	2007 年底小煤矿数量 (个)	2010 年底保留小煤矿数量 (个)
全国	20622	100547	14069	9952
北京	52	550	33	
河北	600	2630	463	273
山西	3124	18400	1702	1100
内蒙古	602	12651	40	
辽宁	939	1685	547	397
吉林	370	965	299	188
黑龙江	1330	4262	1116	646
江苏	18	361		
浙江	4	50	1	
安徽	265	970	146	110
福建	397	1750	312	272
江西	767	1987	606	460
山东	188	2426	21	
河南	698	10800	516	457
湖北	691	600	484	400
湖南	1646	5619	966	966
广东	18	400		
广西	55	550	136	36
重庆	1287	2848	1009	806
四川	1975	6440	1437	1281
贵州	2143	8630	1449	1012
云南	1806	4505	1420	833
陕西	769	6990	608	250
甘肃	340	883	313	200
青海	29	140	34	23
宁夏	97	140	67	40
新疆	412	3315	344	250
合计			14069	10000

资料来源: 招商证券统计

停批小煤矿

新开办煤矿的企业必须达到国家制定的晋陕蒙一类产煤地区的准入标准(甲级标准: 煤炭企业生产规模不低于 1000 万吨/年, 所属煤矿至少有一个规模不低于 180 万吨/年; 乙级标准: 煤炭企业生产规模不低于 300 万吨/年, 所属煤矿至少有一个规模不低于 120 万吨/年)。

在“十一五”期间一律停止审批(核准)新建 30 万吨/年及以下的煤矿。对 3 万吨/年及以下的在建项目要立即停止施工。对于已经停建的 3 万吨/年及以下煤矿, 具备资源整合条件的可纳入整合范围或进行扩能改造, 否则必须提请关闭。

(2) 组建大型煤炭企业

“十一五”期间, 以煤炭整合、有序开发为重点。对中小煤矿实施整合改造, 鼓励大型煤炭企业整合重组和上下游产业融合, 提高产业集中度。形成 6~8 个亿吨级和 8~10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团, 煤炭产量占全国的 50%以上。其中, 大型煤矿产量比

重占 56%。中型煤矿产量占比 17%，小型煤矿产量占比 27%。

目前亿吨级的煤炭企业有三个：中国神华、中煤集团和同煤集团。

近期，山西省提出了煤炭产业调整和振兴规划，到 2011 年，形成三个亿吨级和四个 5000 万吨级的大型煤炭企业集团，大集团煤炭产量占到全省的 75% 以上。到 2015 年，大集团煤炭产量达到全省的 80% 以上，积极培育大同煤矿、山西焦煤、平朔煤业、阳泉煤业、潞安矿业、晋城煤业、山西煤销等企业成为亿吨级和 5000 万吨级的大型煤炭企业集团。

表9：6~8个亿吨级煤炭企业

已组建煤炭集团	整合内容	08年产量(亿吨)	10年目标产量	下属上市公司
中国神华	整合内蒙古小煤矿	2.82	4亿吨	中国神华(H股)
中煤集团	整合晋北小煤矿	1.14	1.5亿吨	中煤能源、上海能源、煤气化
同煤集团	以晋北大同煤矿为基地，整合9个市营煤矿以及附近的煤运公司	0.69	2亿吨	大同煤业
山西焦煤集团	西山煤电、汾西矿业、霍州煤电	0.8	1.2亿吨	西山煤电、山西焦化
龙煤集团	鸡西、鹤岗、双鸭山、七台河	0.55	1亿吨	
陕西煤业集团	铜川矿务局、蒲白矿务局、澄合矿务局、韩城矿务局、黄陵矿业有限责任公司、陕北矿管局和陕西彬长矿区	0.6	1亿吨	

数据来源：招商研发整理

(3) 国有化、垄断化逐渐增强

国有煤矿占比提高

我们预计，国有重点煤矿产量占比从 04 年的 47% 提高到 2010 年 66%（如果考虑国有地方，其比例将从 04 年的 63% 提高到 77%），乡镇煤矿产量占比将从 04 年的 37% 下降到 23%。

表10：三类煤矿产量占比变化趋势

	2004	2005	2006	2007	2008	200903	2010E
国有重点占比	47%	48%	48%	48%	51%	63%	66%
国有地方占比	16%	14%	14%	13%	13%	12%	11%
乡镇煤矿占比	37%	39%	38%	38%	37%	25%	23%

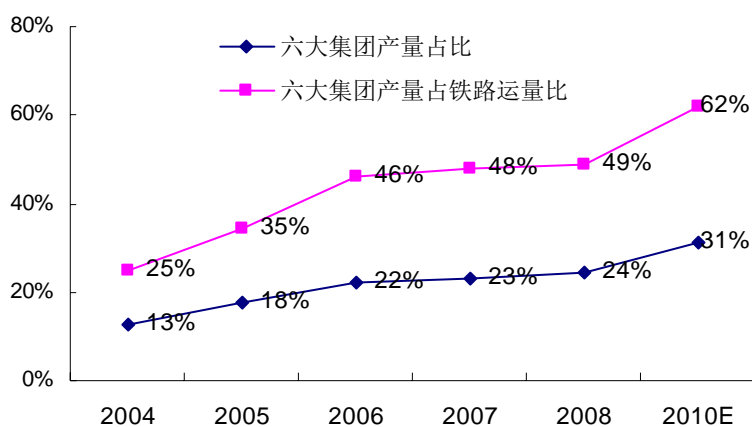
数据来源：招商研发整理

产业集中度提升

以前面提及的六大煤炭集团为例，其产量占比逐渐提升，2008 年达到 24%，占全国煤炭铁路调运量的 29%，到 2010 年，预计六大集团煤炭产量占全国产量超过 20%，占铁路运量的比例也将超过 60%。随着行业产业集中度的增加，煤炭行业的定价话语权也将大幅度提高。

《关于印发山西省煤炭产业调整和振兴规划的通知》要求产业集中度大幅度提高。到 2011 年，山西省将形成三个亿吨级和四个 5000 万吨级的大型煤炭企业集团，大集团煤炭产量占到全省的 75% 以上。到 2015 年，大集团煤炭产量达到全省的 80% 以上。

图17: 六大煤炭集团产量占比

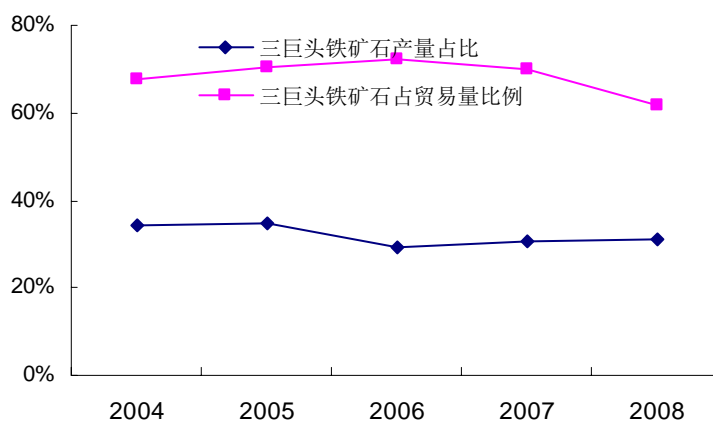


数据来源: 招商研发整理

2、国有化、垄断化增强下的投资机会——以铁矿石为例

近年世界范围内的铁矿企业兼并收购,使世界铁矿石贸易日益集中,控制在几家大的采矿公司手中。目前已形成巴西 CVRD 公司、澳大利亚 Rio Tinto 公司、BHP 公司三巨头垄断铁矿石市场的格局。2008 年,三巨头的产量超过 5.6 亿吨,约占市场全球产量的 31%,占世界铁矿石海运贸易 62%的份额。三巨头直接垄断了市场,在每年的铁矿石谈判中拥有较强的话语权。

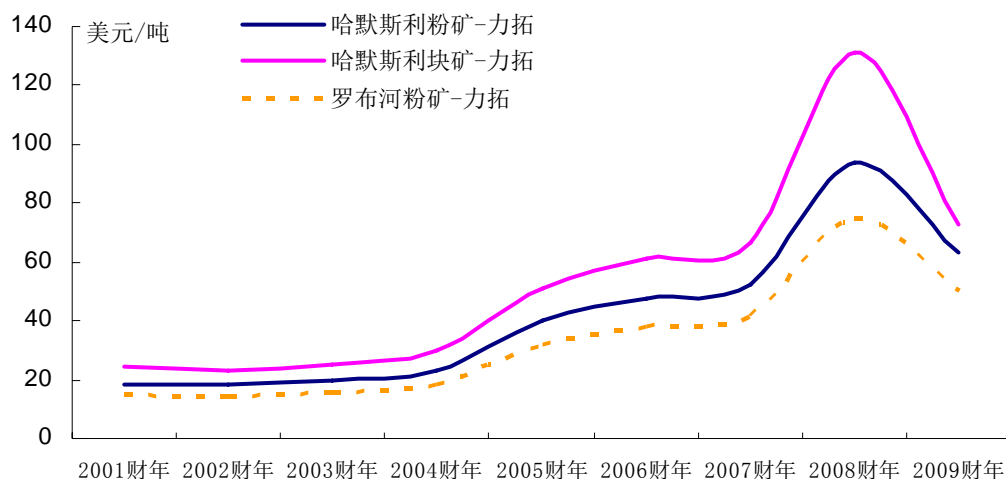
图18: 三大铁矿石供应商产量占比



数据来源: 招商研发整理

2000 年以来,世界铁矿石长期协议价格 (FOB) 增长了 5 倍,澳大利亚哈默斯利粉矿从 2000 年的 27.35 美分/干吨度上涨到 2008 年的 201 美分/干吨度,巴西淡水河谷公司的球团矿从 2001 年的 50 美分左右上涨至 2008 年的 220 美分。印度铁矿石价格指数从 1994 年至 2003 年基本维持在 100-200 之间,2004 年起大幅上扬,从 127 美分暴涨直 2008 年 8 月的 1293.7,涨幅超过十倍,目前虽有回落,但仍处于 1176 的高位。与此形成鲜明对比的是 CRU 的全球钢材价格指数,2000 年 1 月为 90,2008 年 8 月份曾触及 292.8 的最高位,目前已回落至 150。可见,铁矿石价格上涨幅度明显较大。

图19: 年度铁矿石谈判价格情况

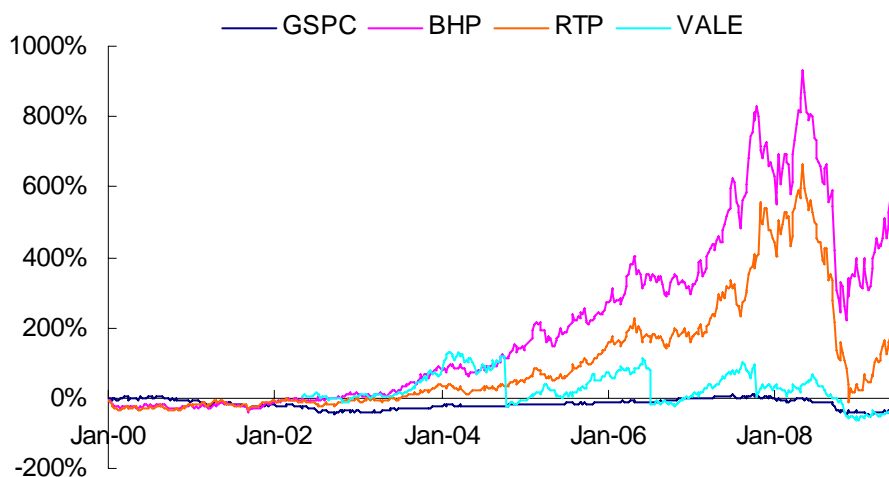


数据来源: 招商研发整理

在 2000 年前, 铁矿石的走势和大盘基本同步, 但是到 2000 年后, 铁矿石大量兼并收购后, 三大巨头垄断了铁矿石的定价权, 加之需求好转, BHP、RTP 和 VALE 三大铁矿石公司的股价走势远远超越大盘。

- ✓ 2009 年 6 月 8 日, 标普 500 指数为 946 点, 较 2000 年 1 月 3 日下跌 34%。
- ✓ BHP 股价为 60.21 美元, 较 2000 年 1 月 3 日上涨了 5.8 倍。
- ✓ RTP 股价为 204.44 美元, 较 2000 年 1 月 3 日上涨了 2 倍。
- ✓ VALE 股价为 20.07 美元, 较 2002 年 3 月 21 日下降了 23%。

图20: BHP、RTP和VALE三大铁矿石公司的股价走势



数据来源: 招商研发整理

五、整体上市将逐渐全面展开，预期业绩有较高的增幅

1、整体上市将逐渐全面展开

目前，上市公司已经有三个（盘江股份、金牛能源、恒源煤电）已经实现或正在实施整体上市，上市公司的集团基本上都承诺未来要实现整体上市，山西省已经推出了未来的整体上市时间表。

2009年5月中旬，山西省出台了《关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场2009年—2015年发展规划》明确提出，“力争2012年前，有1到2家煤业集团整体上市，2015年前五大煤业集团基本完成整体上市。山西省有关部门要积极研究影响整体上市采矿权的资产化问题，土地评估和手续问题，历史形成与银行的特定贷款问题，以及非经营性资产剥离问题，尽快拿出策性规范意见。五大煤业集团要善于把握煤炭市场和资本市场的发展趋势，制订好整体上市方案、维护好国家利益、把握好整体上市时机，通过资本市场实现跨越式发展”。

另外，开滦集团的计划是两年内（2010年前）完成整体上市。

我们预期未来1-2年内，国阳新能和开滦股份有可能实现整体上市。

表11：主要上市公司集团整体上市承诺

单位：万吨	上市公司 08年产量	母公司08 年产量	母公司/上市公 司产量比	母公司十一 五规划	母公司承诺
国阳新能	1774	3729	2.1	6000	待阳煤集团采矿权转增资本金得到批复后，立即对阳煤集团条件成熟的矿井实施收购
潞安环能	2577	4209	1.6	10000	未来5-10年内，根据股份公司的资金实力，市场时机、战略规划和发展需求，集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，使股份公司成为集团下属唯一经营煤炭采选业务的经营主体
大同煤业	2026	6891	3.4	15000	大同煤业及同煤集团将根据自身的资金实力，发展需求和市场时机，利用多种持续融资手段，采取大同煤业主动收购或其他合法有效的方式，逐步将同煤集团全部煤炭生产经营性优质资产投入大同煤业，5-10年内（不迟于2014年），使大同煤业成为同煤集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体。
西山煤电	1619	8029	5.0	15000	集团已经把整体上市攻坚作为十一五任务
中国神华	18570	28007	1.5	40000	给与中国神华对神华集团内对现有及未来可能的竞争性业务的优先交易及选择权、优先受让权和优先收购权
恒源煤电	416	1260	3.0	2000	在2010年之前母公司逐步淡出煤炭主业，由恒源煤电根据自身发展需要和市场时机，收购集团下属优质矿井及煤炭业务相关部门，成为皖北煤电集团下属企业中从事煤炭采选业的唯一主体。
金牛能源	1167	3560	3.1	5000	保证逐步将与金牛能源存在同业竞争的优良煤业资产纳入上市公司，消除同业竞争
盘江股份	237	1190	5.0	2000	不在中国境内外，以任何方式从事任何直接或间接与公司的业务构成竞争或可能构成竞争的业务或活动，在适当的时候确保公司以公允的价格购买或以承包、租赁、托管等方式经营盘江煤电集团与本公司可能构成竞争的资产和业务
开滦股份	750	3286	4.4	5000	计划是两年内完成整体上市

资料来源：煤炭资源网

2、业绩增厚幅度较高

我们测算几个主要上市公司整体上市对业绩提升幅度的影响。关键的假设如下：

- 集团注入的价格按照 400 元/吨的产能计算。
- 采矿权按照 30 年期限，5 元/吨的可采储量计算。
- 资产负债率 50%。
- 股权融资按照目前股价计算。
- 以上上市公司和母公司 08 年的产量为基准计算。
- 集团剩余产能盈利与上市公司相当。

我们测算，

- 西山煤电整体上市后业绩增厚幅度 279%，
- 开滦股份整体上市后业绩增厚幅度 219%。
- 大同煤业整体上市后业绩增厚幅度 124%。
- 国阳新能整体上市后业绩增厚幅度 69%。
- 潞安环能整体上市后业绩增厚幅度 45%。

如果考虑到母公司的资产盈利能力可能不如上市公司，我们做了敏感性分析，假设母公司的煤炭只有上市公司煤炭资产盈利能力的 80%，则上述上市公司业绩增厚幅度分别为：

- 西山煤电整体上市后业绩增厚幅度 219%，
- 开滦股份整体上市后业绩增厚幅度 170%。
- 大同煤业整体上市后业绩增厚幅度 92%。
- 国阳新能整体上市后业绩增厚幅度 51%。
- 潞安环能整体上市后业绩增厚幅度 34%。

此外，如果考虑到集团十一五规划的产量全部注入的话，业绩增厚幅度将更高。我们看好未来整体上市带来的投资机会。

表12: 50%资产负债率假设下业绩增厚幅度

单位: 万吨	股本 (万 股)	上市公司 08年产 量	母公司 08年产 量	母公司 剩余产 量	购买价 款	需要增 加股本	上市公司 每股产量	注入资产 每股产量	注入后 每股产 量	增厚 幅度
国阳 新能	96200	1774	3729	1955	596424	23696	18.4	82.5	31.1	69%
潞安 环能	115054	2577	4209	1632	497821	14171	22.4	115.2	32.6	45%
大同 煤业	83685	2026	6891	4864	1483663	43445	24.2	112.0	54.2	124%
西山 煤电	242400	1619	8029	6410	1955081	74508	6.7	86.0	25.3	279%
开滦 股份	123464	750	3286	2536	773480	45958	6.1	55.2	19.4	219%

资料来源: 上市公司, 招商证券

表13: 母公司吨煤盈利能力变化的业绩增厚敏感性分析

	50%	60%	70%	80%	90%	100%
国阳新能	24%	33%	42%	51%	60%	69%
潞安环能	17%	23%	29%	34%	40%	45%
大同煤业	45%	61%	76%	92%	108%	124%
西山煤电	128%	158%	188%	219%	249%	279%
开滦股份	96%	121%	145%	170%	195%	219%

资料来源: 招商证券

六、政策性成本增加并不构成对股票的重大打击

1、未来预期增加的政策性成本

煤炭行业政策性成本增加将是未来一段时间的主题。2008年9月，天则经济研究所、发改委等联合发表了《煤炭的真实成本》的报告，主要是将煤炭外部成本内部化，详细地论证了煤炭应该增加的成本，主要增加的成本为提高矿区使用费（资源税）、能源税、二氧化硫税和二氧化碳税。该报告迅速的被官方接纳和运用。

在2008年12月国家发展改革委在《关于做好2009年跨省区煤炭产运需衔接工作的通知》中提出了“煤炭价格继续实行市场定价，由供需双方企业协商确定，完善反映市场供求关系、资源稀缺程度和环境损害成本的煤炭价格形成机制。”

煤炭行业拟增加的成本主要有资源税从价改革和能源税，按照该报告的说法是09年提高资源税，2010年增加30元/吨的能源税（二氧化硫税和二氧化碳税则是针对煤炭消费企业征收）。

表14：反映资源稀缺程度和环境损害成本的税收

	目的	征收项目	实施时间表
完善煤炭资源有偿使用制度	合理反映煤炭资源价值，提高回采率，避免滥采滥挖和对环境的破坏，同时使煤炭企业合理负担资源成本	提高矿区使用费标准	2009年提高
征收能源税、环境税	减少温室气体，二氧化硫的排放和其他环境污染，刺激减少能源消费，增加节能，改善能源结构和提高能源使用效率	征收能源税	2010年起征
		征收二氧化硫税	2009年，将二氧化硫费改为二氧化硫税，并开始征收
		征收二氧化碳税	2009年确定征税方案，从2012年起征100元/吨，2020年和2030年进一步提高税率至150元/吨和200元/吨

资料来源：《煤炭的真实成本》

表15：开采阶段即燃烧阶段的外部成本及预防成本

单位：元/吨	外部成本	预防成本	现有补偿和预防措施的成本	剩余外部成本
开采阶段的环境成本	69.47	34.74	水土流失补偿费0.7（0.5-0.8），林业建设基金/育林基金0.2，矿上环境治理保证金10，煤炭可持续发展基金17（14-20）	6.84
合计	69.47	34.74	27.9	6.84
燃烧阶段的环境成本	91.7	45.85	二氧化硫排污费12.6元	
合计	91.7		12.6	79.1

资料来源：《煤炭的真实成本》

表16：拟征收的税收

单位：元/吨	征收标准	征收对象
能源税	30	生产企业
二氧化硫税	9%（44.8）	煤炭消费企业
二氧化碳税	10.4%（100）	煤炭消费企业

资料来源：《煤炭的真实成本》

2、对业绩的影响取决于供求关系

增加政策性成本对业绩造成的影响取决于行业的供求形势，如果行业供小于求，增加的政策性成本完全能够转嫁到下游，如果供大于求，可能大部分会成为煤炭行业自己的负担。

国家出台政策性成本的本意是完善煤炭的缺失成本，通过提高煤价转嫁到下游，从而达到节能降耗的目的。因此国家的政策含义还是让下游承担增加的政策性成本。

资源税改革一直迟迟未能出台，主要考虑的还是时机问题，即下游的承受能力，而不是让煤炭企业自己承担。

3、历次增加政策性成本对股票的影响

自 2002 年以来，煤炭行业增加了很多作政策性成本，恢复提取维简费，出台安全费用标准，征收可持续发展基金，转产基金和环保基金。我们从历年的煤炭股走势来看政策性成本对股票走势的影响。

除了 07 年 10 月 1 日计提转产基金和环保基金，从而煤炭股形成历史高点，进而急转直下外（主要是大盘从高位下跌，而煤价在 08 年 9 月份以后才开始下跌），其他两次，基本上延续了前期的走势。

总体判断，征收政策性成本对煤炭股的走势影响不大，不改变原有的煤炭股大趋势。

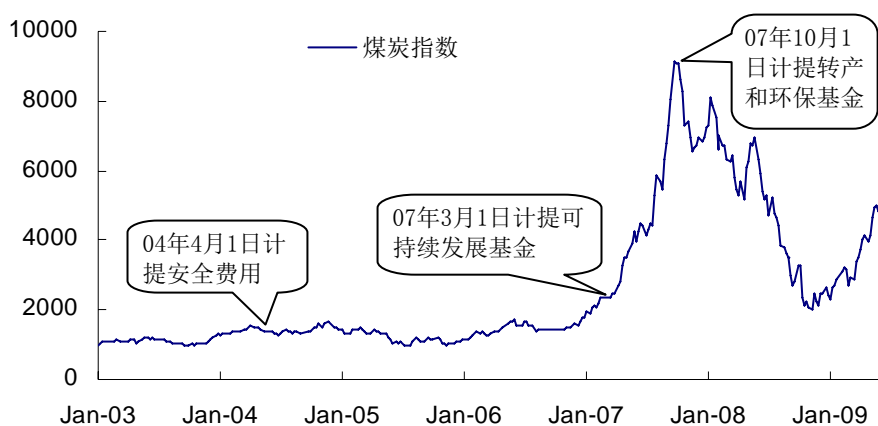
因此，未来拟进行的资源税改革和可能征收能源税，基本上也不会影响到煤炭股的趋势。

表17：2004年来增加的政策性成本

单位：元/吨	征收标准	征收时间	备注
维简费	6	2004年4月1日	企业自留
安全费用	15-50	2004年4月1日	企业自留
可持续发展基金	14-20	2007年3月1日	国家征收
煤矿转产发展基金	5	2007年10月1日	企业自留
矿上环境恢复治理保证金	10	2007年10月1日	企业自留
合计	68		

资料来源：招商研发

图21: 增加政策性成本对股票的影响



资料来源: wind, 招商整理

表18: 上市公司计提费用标准及变化

单位: 元/ 吨	07 年计提标准					08 年计提标准					09 年计提标准				
	维简 费	安全 费	可持 续发 展基 金	转 产 基 金	环 保 基 金	维简 费	安全 费	可持 续发 展基 金	转 产 基 金	环 保 基 金	维简 费	安全 费	可持 续发 展基 金	转 产 基 金	环 保 基 金
国阳新能	6	35	15	1.3	2.5	6	35	18	5	10	6	35	18	5	10
西山煤电	6	15	17	1.3	2.5	6	30	20	5	10	6	30	20	5	10
潞安环能	6	30	12	1.3	2.5	6	45	14	5	10	6	50	14	5	10
大同煤业	6	15	12	1.3	2.5	6	30	14	5	10	6	30	14	5	10
兰花科创	10	15	15	1.3	2.5	10	15	18	5	10	10	15	18	5	10
平煤股份	15	30				15	30				15	30			
金牛能源	6	15				6	25				6	25			
盘江股份	6	30				6	45				6	15			
中煤能源	6-8.5	6-35				6-8.5	6-35				6-8.5	6-35			
中国神华	6	6-15				6	6-15				6	6-15			
兖州煤业	6	8				6	8				6	8			
国投新集	6	25				6	25				6	25			
恒源煤电	11	16				11	20				11	20			
平均	7.5	21.3	14.0	1.3	2.5	7.5	28.0	16.8	5.0	10.0	7.5	25.8	16.8	5.0	10.0

资料来源: 上市公司公告

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007年7月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。