



2011.02.21

## 煤炭：后周期中的价值演变

### ——对话行业研究员系列之六

	<b>王成</b>	<b>钟华</b>
	021-38676820	021-38674602
	wangcheng6461@gtjas.com	zhonghua008457@gtjas.com
	S0880511010040	S0880511010056

#### 本报告导读：

与行业研究员对话煤炭行业，提炼其周期特征和投资逻辑。

#### 摘要：

- **关于《对话行业研究员》系列报告：**我们希望通过本系列报告，采用对话的形式，站在策略角度，和行业研究员进行深入交流，挖掘行业运行本质特征，建立行业及公司的投资策略基本框架和投资逻辑。我们希望国泰君安行业研究与投资策略小组通过《对话》与您共同求索行业投资真规则。本期我们关注——煤炭行业。
- **行业介绍：**煤炭是我国最重要的一次能源。根据用途，主要分为动力煤和焦煤。煤炭分布不均，主要集中在我国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区。煤炭行业的供给主要来自国有重点矿、国有地方矿和小煤矿。三者比例基本保持稳定，而乡镇煤炭产量的波动是造成了全国煤炭产量波动的主要原因。煤炭的下游行业主要是电力和钢铁，集中度比较高，两者比重接近 70%。
- **煤炭板块的性质研究：**煤炭的晚周期性，从根本上来讲是供给与需求变动不匹配所形成的，煤炭的晚周期性来源于两个方面：首先是煤炭项目建设周期较长，即使不考虑前期的勘探时间，从建设到投产也要 3 年左右的时间，对需求的变化不敏感；其次是煤炭行业位于重化产业链的最上游，对经济的变化要经过多环节的传导，相对不敏感。
- **煤炭板块的投资逻辑：**宏观层面，需要结合宏观经济周期以及流动性来对行业的投资机会进行判断。中观层面，煤价是行业景气的最重要的指标，我们一般关注几组价格数据：产地价格，这通常是小煤矿或者市场化程度较高的价格，中转地价格，比较典型的是秦皇岛价格，从数据的可获得性来看，秦皇岛库存是我们能够较紧密跟踪的库存指标。
- **选股策略：**煤炭行业是典型的周期性行业，择时远比选股重要。主要选股策略是在煤炭价格上涨阶段，超配行业，配置焦煤比重大、每股产量大的高弹性公司。在煤价下跌阶段，低配行业，配合同比例大的动力煤、产业链一体化的低弹性公司，注重现金与分红。

#### 煤炭行业行业研究员：

杨立宏

010-59312711

[yanglihong@gtjas.com](mailto:yanglihong@gtjas.com)

#### 策略研究员：

王成

021-38676820

[wangcheng6461@gtjas.com](mailto:wangcheng6461@gtjas.com)

钟华

021-38674602

[zhonghua008457@gtjas.com](mailto:zhonghua008457@gtjas.com)

江亚琴

021-38674622

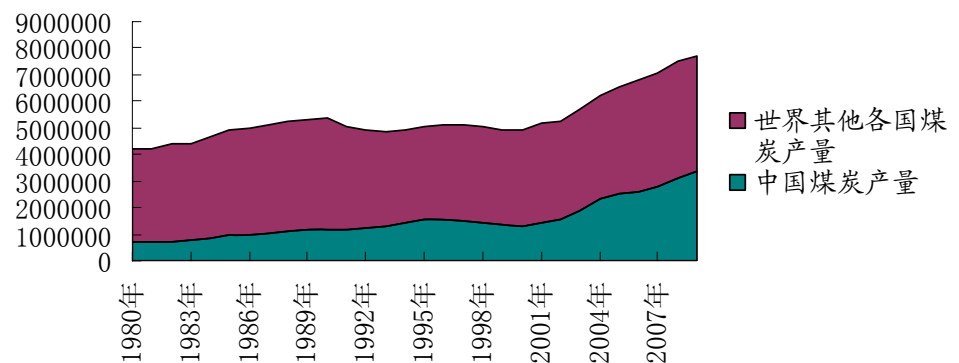
[jiangyaqin008083@gtjas.com](mailto:jiangyaqin008083@gtjas.com)

## 1. 煤炭行业的基本介绍

### 1.1. 煤炭在我国能源消费中占据支配地位

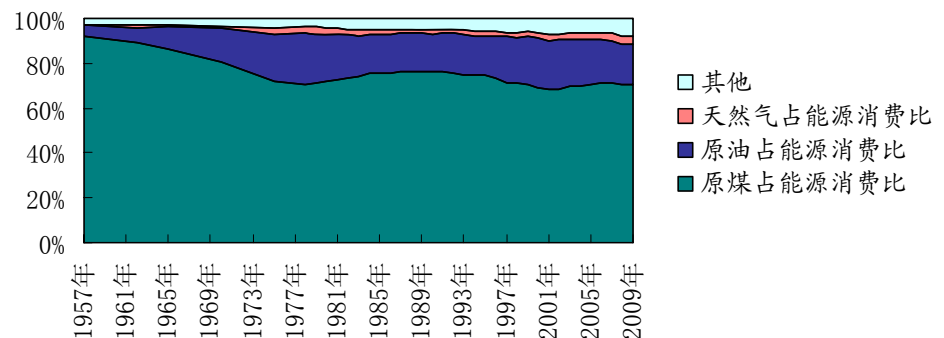
中国是世界上煤炭资源储量最丰富的国家之一，是全世界最主要的产煤国，而煤炭也是我国最主要的一次能源。占我国一次能源的消费比重为 70% 左右。煤炭在我国国民经济中占有举足轻重的地位。2009 年，国内一次性能源消费结构中，煤炭占 68.7% 的比例。与当前国际能源消费结构相比，中国的煤炭占比明显较高。

图 1：中国是世界最主要的产煤国（单位：千短吨）



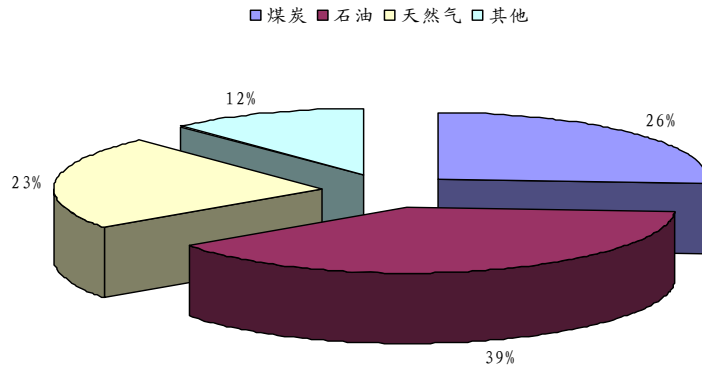
资料来源：wind，国泰君安销售交易部

图 2：虽然比重下降，但煤炭仍然是占比最大的一次性消费能源。



资料来源：wind，国泰君安销售交易部

图 3：当前国际能源消费结构

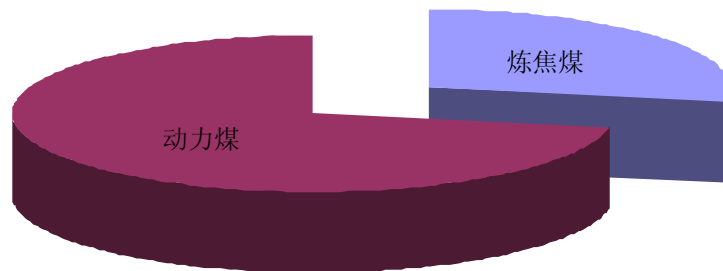


数据来源：国泰君安证券销售交易部

## 1.2. 煤炭行业的禀赋

按照用途分，煤炭主要涵盖为动力煤和炼焦煤两类。我国炼焦煤资源还相对较少，炼焦煤储量仅占我国煤炭总储量 27.65%。

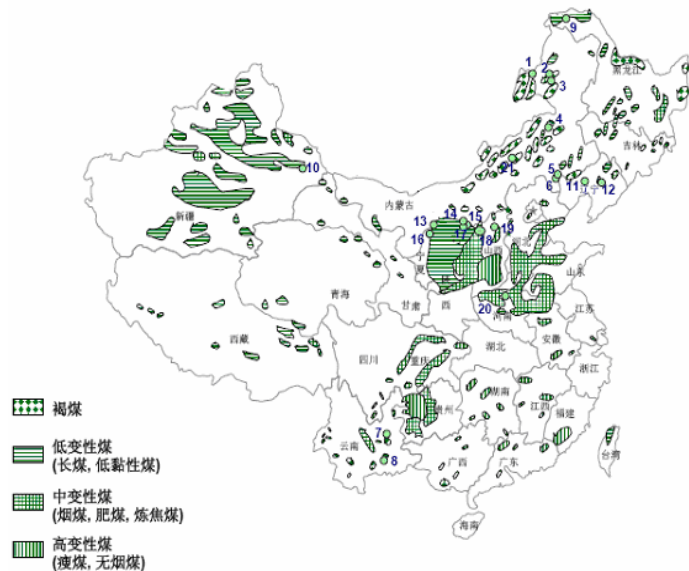
图 4：与动力煤相比，我国焦煤储量相对较少。



中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括煤炭资源量大于 1000 亿吨以上的内蒙古、山西、陕西、宁夏、甘肃、河南 6 省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其资源量占全国煤炭资源量的 50% 左右，占中国北方地区煤炭资源量的 55% 以上。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，这三省煤炭资源量之和为 3525.74 亿吨，占中国南方煤炭资源量的 91.47%。

图 5：我国煤炭资源分布不均，主要分布在西部和北部

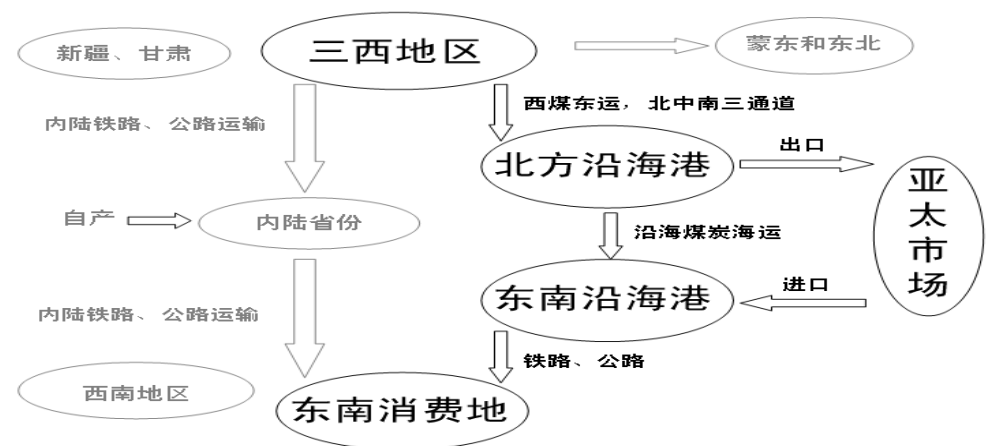
区域	分界线	资源占比	备注
北部	昆仑山-秦岭-大别山以北	90%	太行山-贺兰山之间占该区 65%
南部	秦岭-大别山以南	9.60%	川、贵、云占该区 90.4%
西部	大兴安岭-太行山-雪峰山以西	89%	
东部	大兴安岭-太行山-雪峰山以东	11%	



数据来源：国泰君安证券销售交易部

因为分布的不均，煤炭的需求省份和供给省份距离较远，运输成本是煤炭行业成本中必不可少的一环。因此煤炭所在地对煤炭成本影响较大。

图 6：我国煤炭运输路线



数据来源：国泰君安证券销售交易部

根据开采条件不同，煤矿分露天矿和井工矿。开采条件的不同对开采成本产生了比较大的影响，其中露天矿开采成本较低。

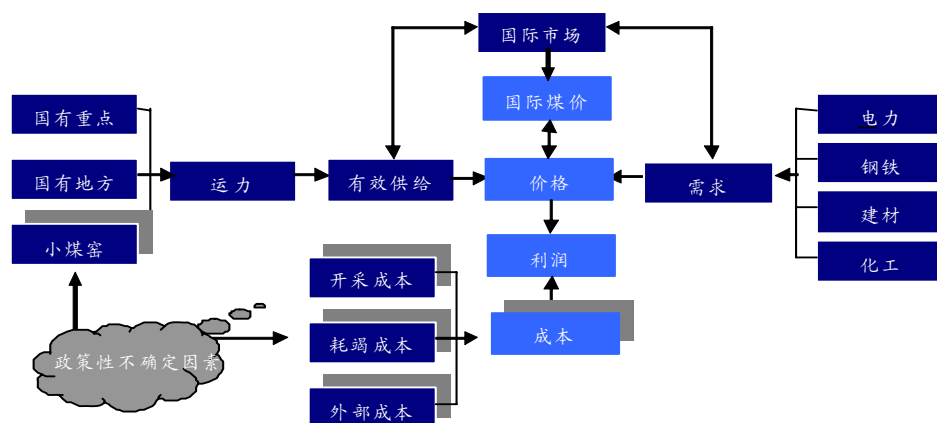
表 1：露天矿和井工矿的比较。

	特点	成本	占比
露天矿	埋藏浅，资源利用率高、产量大，安全。	高	约 5%
井工矿	埋藏深，占地少、建设周期长、安全问题突出	低	约 95%

数据来源：国泰君安证券销售交易部

### 1.3. 煤炭行业的基本框架

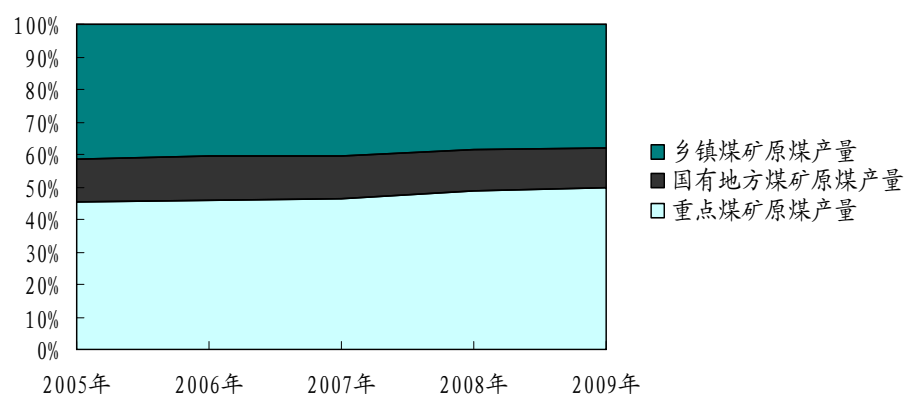
图 7：煤炭行业的基本框架



数据来源：国泰君安证券销售交易部

煤炭行业的供给主要来自国有重点矿、国有地方矿和小煤矿。三者比例基本保持稳定，三者比例为 5: 1: 4。其中，在国家小煤矿整治计划下，小煤矿所占比例逐年下降，重点煤矿所占比率逐年上升，国有地方矿比率保持不变。

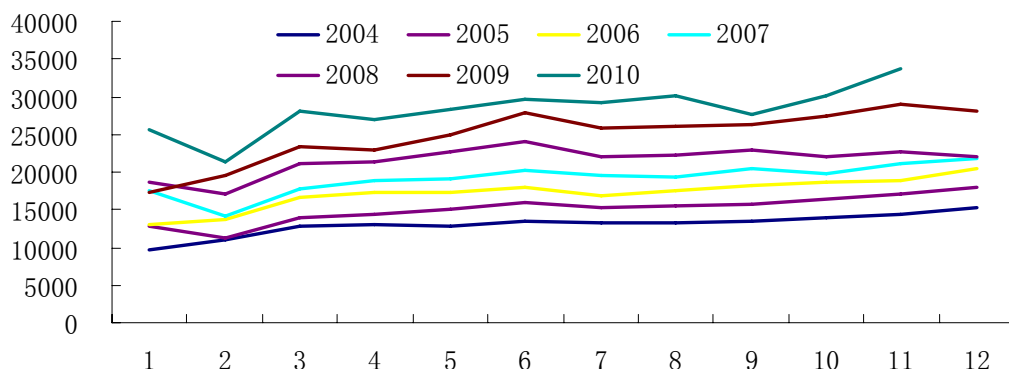
图 8：国有重点矿、国有地方矿和小煤矿所占比率



数据来源：国泰君安证券销售交易部

在历史上，国有重点矿的产能增长比较稳定，年度内的产量安排也比较均衡，而乡镇煤炭产量的波动是造成了全国煤炭产量波动的主要原因，乡镇煤矿的产量波动主要来自两个方面的原因：第一是国家对小煤矿及安全政策的变化，第二是来自小煤矿生产季节性的波动，1、2 月份通常是年内低点，11、12 月时产量高峰。

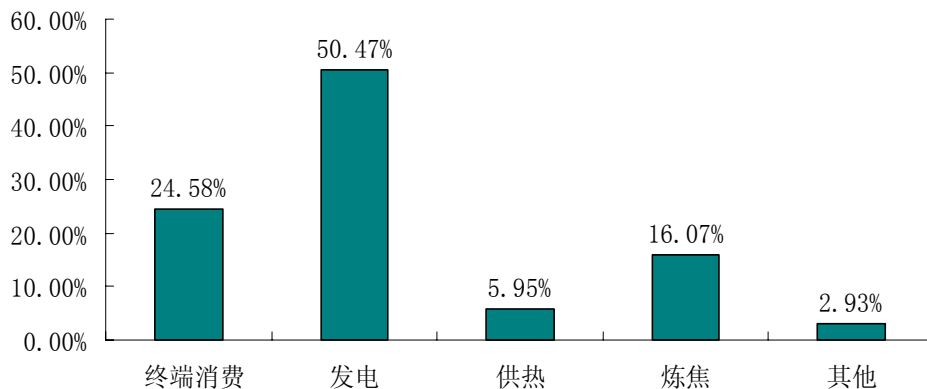
图 9：煤炭供给 1、2 月份通常是年内低点，11、12 月时产量高峰（单位：万吨）。



数据来源：国泰君安证券销售交易部

煤炭的下游行业主要是电力和钢铁，集中度比较高，两者比重接近 70%。由于其终端需求中的取暖和工厂开工因素，因此，一般煤价上涨的旺季是在历年的二季度和四季度。

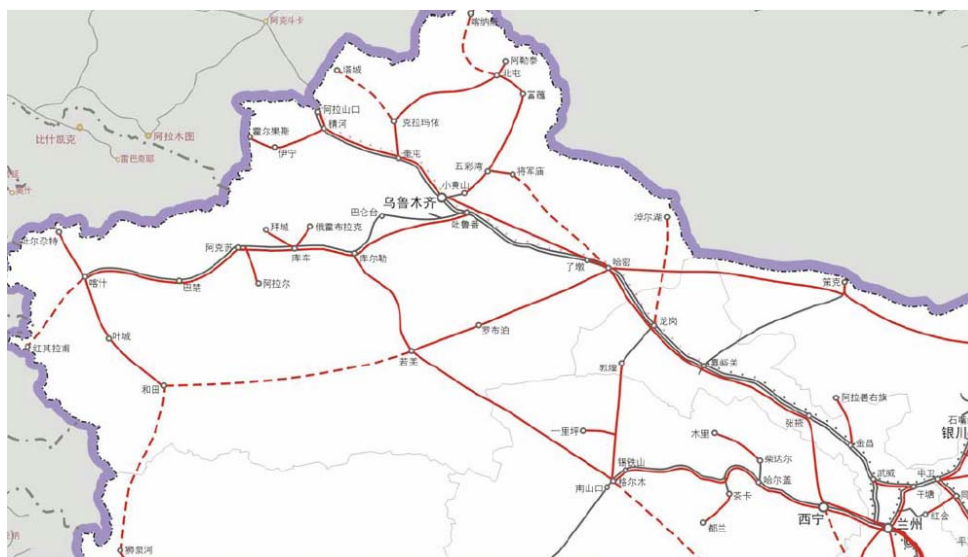
图 10：煤炭的下游消费，电力和钢铁比重接近 70%。



数据来源：国泰君安证券销售交易部

运力方面，在传统上，对煤炭供给影响较大。但目前新疆和内蒙两地的铁路建设将逐渐解决运力瓶颈问题。以新疆为例，目前新疆规划中的煤炭外运铁路主要为一体两翼。“一体”指兰新铁路客运专线，项目建成后，现有兰新铁路线将改为货运专线，用于新疆煤炭外运，兰新复线已于 2009 年 11 月 4 日开工建设，预计 2013 年底贯通；“两翼”的北翼是新疆将军庙—巴里坤—伊吾—策克（内蒙古）铁路，北翼的临策段（755 公里）已经于 09 年 12 月 26 日竣工通车，哈临段（约 750 公里）预计年底开工，临哈铁路通道不仅是新疆与华北、东北地区最便捷的通道，还将成为第二亚欧大陆桥新的辅助通道；南翼是哈密—敦煌—西宁—成都铁路，目前仍处规划状态。上述项目预计 3 年左右陆续建成，一期设计煤炭年运力达 3 亿吨。三条铁路建成后，新疆煤炭资源可以输送到甘肃、内蒙古、四川、重庆以及华中地区。

图 11：新疆铁路规划图。





数据来源：国泰君安证券销售交易部

## 1.4. 煤炭行业后周期性

煤炭行业具有典型的后周期特性。从根本上来讲是供给与需求变动不匹配所形成的，煤炭的晚周期性来源于两个方面：首先是煤炭项目建设周期较长，即使不考虑前期的勘探时间，从建设到投产也要 3 年左右的时间，对需求的变化不敏感；其次是煤炭行业位于重化产业链的最上游，对经济的变化要经过多环节的传导，相对不敏感。晚周期的特点主要体现在行业的盈利变化上。

表 2：上个周期中，和其他行业相比，煤炭行业后周期特性比较显著。

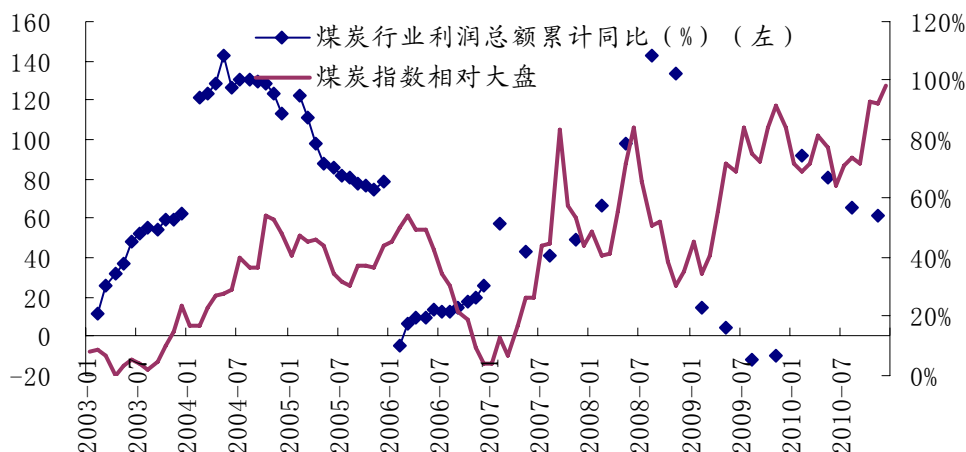
行业	景气开始调整时间	调整持续时间	调整幅度
煤炭	2005 年 3 月	12 个月	收入增速从 55% 下滑到 23%，销售利润率从 9% 下滑到 7%
黑色金属采选	2004 年 12 月	14 个月	收入增速从 125% 下滑到 15%，利润率从 18% 下滑到 10%
有色金属采选	2005 年 3 月	13 个月	收入增速从 61% 下滑到 42%，利润率从 19% 下滑到 15%
化学原料及化学制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 33% 下滑到 23%，利润率从 7% 下滑到 4%
化纤	2004 年 2 月	24 个月	收入增速从 38% 下滑到 20%，利润率从 4.6% 下滑到 1.1%
非金属矿制品	2004 年 4 月	10 个月	收入增速从 40% 下滑到 19%，利润率从 6% 下滑到 2.3%
黑色金属冶炼压延	2004 年 3 月	23 个月	收入增速从 77% 下滑到 5%，利润率从 8% 下滑到 1.6%
造纸及纸制品	2004 年 4 月	12 个月	收入增速从 27% 下滑到 21%，利润率从 5% 下滑到 3.8%
有色金属冶炼压延	2004 年 4 月	11 个月	收入增速从 55% 下滑到 33%，利润率从 5.8% 下滑到 5%
金属制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 40% 下滑到 23%，利润率从 4.8% 下滑到 3.5%

数据来源：国泰君安证券销售交易部

## 2. 煤炭行业的投资逻辑

在 09 年前，煤炭行业表现和利润相关，作为一个典型的晚周期行业，投资煤炭关键在于判断宏观经济周期所处的阶段，用三年等一回来简单地总结行业的投资机会是比较合适的。但自 09 年后，煤炭行业的表现逐渐显现出了金融属性，流动性也成为决定煤炭行业表现的最为重要因素之一。

图 12：09 年前，煤炭行业表现和利润相关，09 年后，煤炭行业表现和利润脱钩。



数据来源：国泰君安证券销售交易部

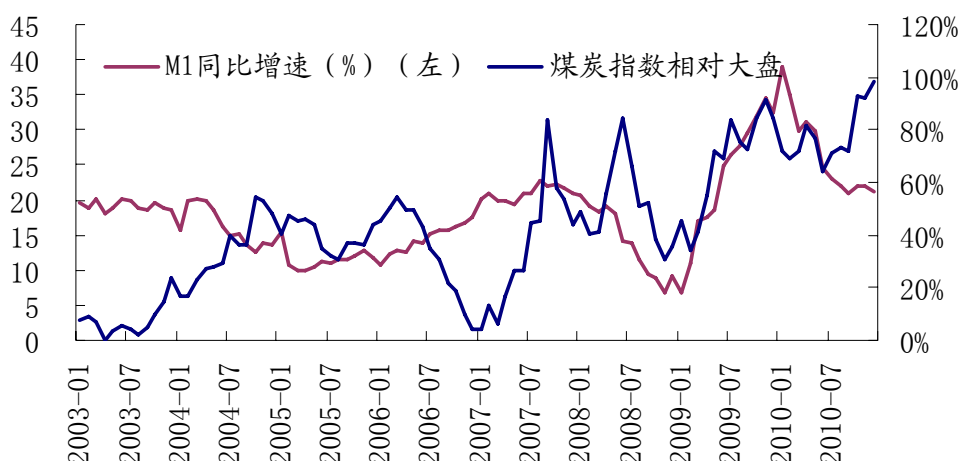
**表 3: 在 09 年前, 投资关键在于判断宏观经济周期, 用三年等一回来简单地总结行业的投资机会是比较合适的。**

时间段	经济周期	对应煤炭景气	煤炭股相对大盘表现
2003-2004	经济增长后期	毛利率上升	跑赢
2007	经济增长后期	毛利率上升	跑赢
2001-2002	经济见底回升	毛利率下降	跑输
2005-2006	经济回升	毛利率下降	跑输

数据来源: 国泰君安证券销售交易部

策略: 从 09 年以后, 煤炭股上涨逐渐和业绩脱钩, 表现超出了传统经济中的后周期特性, 我们应该如何理解? 背后的推动因素主要是什么? 是市场的学习效应所致 (预期未来煤炭价格上涨), 是超宽松的货币环境下的通胀预期推动资源股上涨? 是不是可以认为流动性将成为煤炭行业表现的的决定性因素?

**图 13: 09 年后, 流动性逐渐成为煤炭行业表现的的决定性因素之一。**



数据来源: 国泰君安证券销售交易部

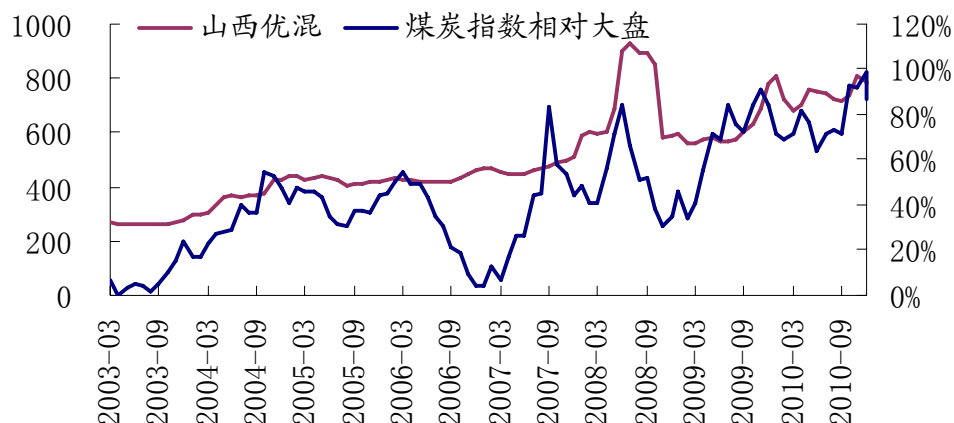
行业: 两方面的原因都有。

策略: 因此, 从宏观的角度看, 需要结合宏观经济周期以及流动性来对行业的投资机会进行判断。那么从行业的角度上, 我们可以通过什么指标进行印证呢?

行业: 从中观的层面看, 我们主要跟踪煤炭价格。由于煤炭具有的同质性特点, 使得客户只对价格敏感, 加上煤炭行业成本具有刚性, 因此煤价决定煤炭行业的景气程度。

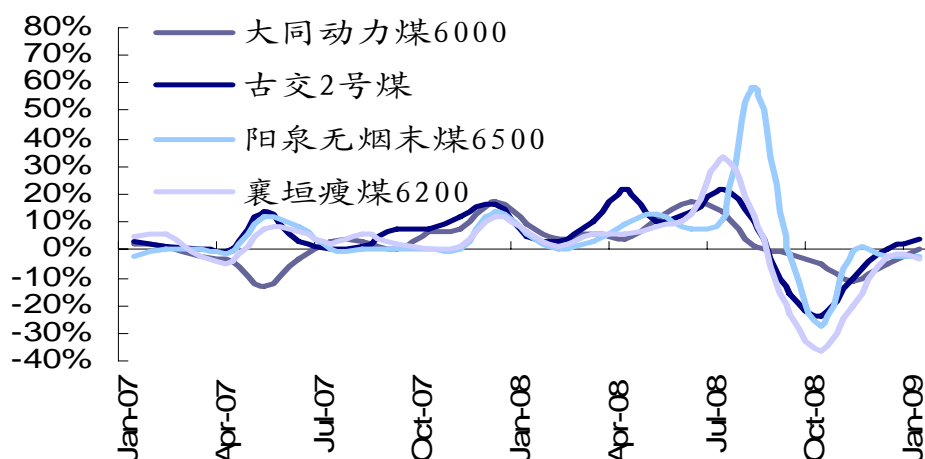
**图 14: 煤价和煤炭行业表现。**





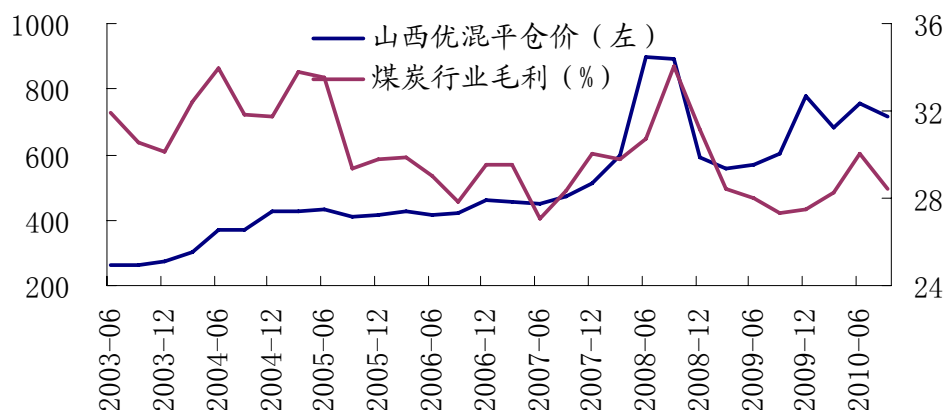
数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 15：煤炭具有同质性的特点，各煤种基本上是同涨同跌的。



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 16：煤价和煤炭行业利润关系。



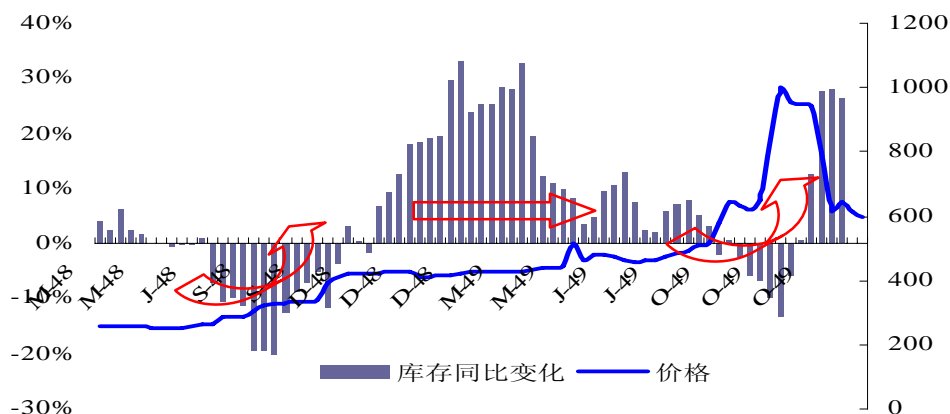
数据来源：国泰君安证券销售交易部

策略：如何跟踪煤价变动，什么是价格的先行指标？

行业：煤价是行业景气的最重要的指标，我们一般关注几组价格数据：产地价格，这通常是小煤矿或者市场化程度较高的价格，中转地价格，比较典型的是秦皇岛

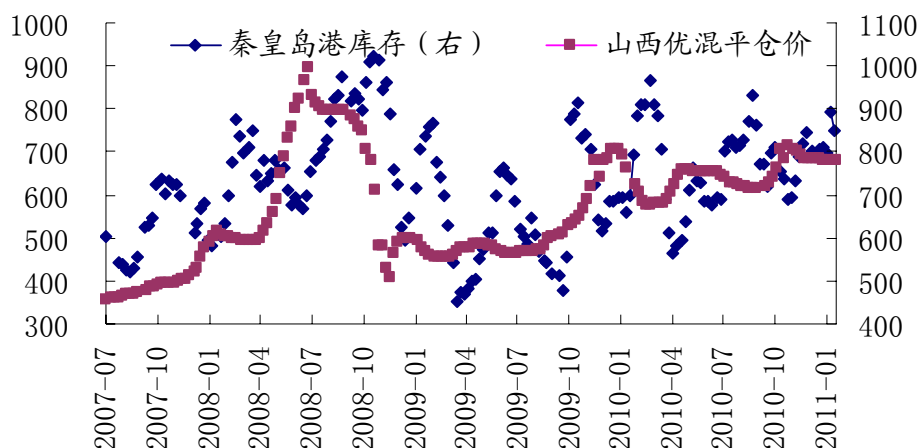
价格，从数据的可获得性来看，秦皇岛库存是我们能够较紧密跟踪的库存指标。

图 17: 煤炭库存是煤价的先行指标



数据来源：国泰君安证券销售交易部

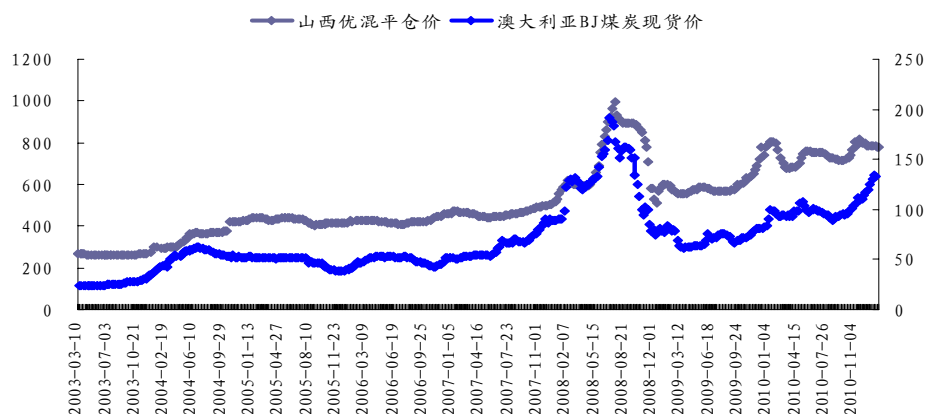
图 18: 秦皇岛库存是我们能够紧密跟踪的指标



数据来源：国泰君安证券销售交易部

策略：国内国际煤价走势基本一致，有没有谁带动谁的关系？未来几年，随着中国进口煤炭数量的增大，国际煤价对于国内煤价的影响力是否会逐步加大？

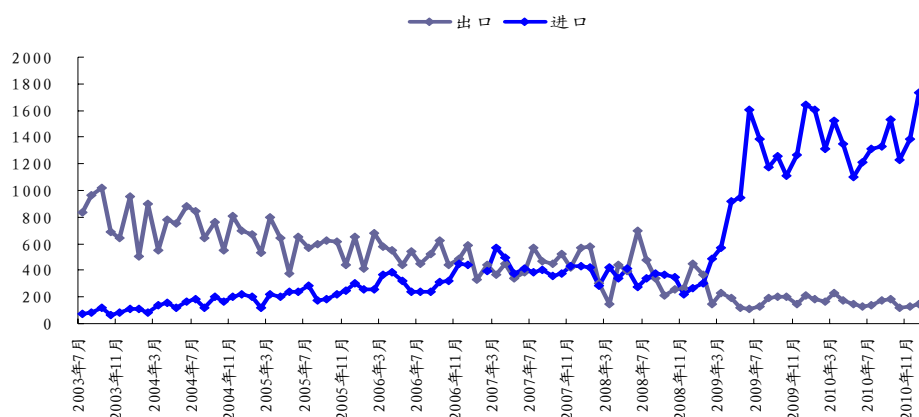
图 19: 山西优混平仓价与澳大利亚 BJ 煤炭现货价关联性较强



数据来源：国泰君安证券销售交易部

行业：2008 年煤炭进口占总产量的比重为 1.49%、出口占比 1.67%。中国在国际煤炭市场上一度充当主要出口国，2003 年中国尚是除澳大利亚和南非外的第三大出口国，近年来由于中国出少进多，由出口改变了国际煤炭贸易格局，是影响国际煤价的重要原因，另外，中国煤炭消费占全球消费的比重达近 40%，在煤炭价格上有定价权。从投资的角度我们更关注边际变化，自 2009 年下半年中国进口煤炭月度量在 1400 万吨以上，这意味着国际市场上煤炭价格变化也会成为影响国内煤炭市场的关键因素之一。

**图 20：中国月度进出口煤炭数量，单位万吨，自 2009 年 6 月份之后，中国月度进口煤炭数量开始大幅超越出口数量**



数据来源：国泰君安证券销售交易部

### 3. 周期之外：煤炭的价值演变

煤炭作为典型的周期性行业，其投资价值在很大程度上是依托于周期特质中的价格变动趋势，但是我们仍然不能忽视影响煤炭股投资价值的中长期因素，工业化中后期的特殊背景以及国际煤炭市场需求中新兴势力——印度的涌现，这些都是影响煤炭行业长期盈利水准乃至行业估值水平的重要因素。

策略：借鉴工业化发展史，韩国在经济转型之后，能源消费弹性从 1.3 降至 0.66，而日本股市中煤炭开采类板块在经济转型完成的 1980 年之后远远跑输大盘，在一定程度上也是由于能源消耗弹性系数的降低，中国依据新能源规划非化石能源消耗占比要达到 11%，这些是否预示着未来煤炭行业需求增速的降低？

行业：从趋势上来看，煤炭整体的消耗数量存在着如上趋势，但是按我们的测算短期 2011 年煤炭的供需缺口可能仍在亿吨左右。从在建项目情况来看，我们预计 11 年产量净增 2 亿吨左右，环比增速大幅回落，能够保障需求 6% 的增速。而结合宏观假设，我们预期煤炭需求增长落在 9%-10% 区间的可能性更大，这意味着煤炭供需缺口至少在 1 亿吨以上，需要依赖进口或消化库存。

**表 4：煤炭供需平衡表**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
产量	199232	220473	237300	252597	271583	304989	335000
进口量	1861	2617	3811	5102	4040	12583	16000
出口量	8666	7172	6327	5319	4543	2240	1900
库存变化	(162)	(1455)	998	(1004)	(4160)	3814	(5612)

表观消费量	192265	214462	235781	251377	266920	319145	343488
表观消费量净增	28864	22197	21319	15596	15543	52226	24343

数据来源：国泰君安证券研究

表 5: 2011 年需求情景分析

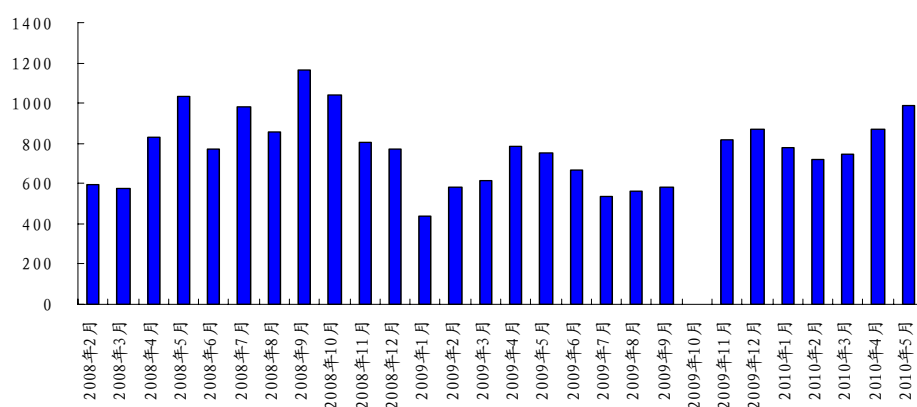
	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
需求增量	17174	20609	24044	27479	30914	34349	37784
供给缺口	-2826	609	4044	7479	10914	14349	17784

数据来源：国泰君安证券研究

策略：在国际市场上，中国已经从之前的煤炭出口国演变为进口国，这也表示国际市场上煤炭的供需变化也将影响中国国内的煤价变动，那么，目前的国际市场上煤炭供需是如何分配的格局呢？

行业：根据一些相关数据中得知，从印度的消费结构中看到，进口数量的占比一直稳步提升，从 2003 年 10% 提高到 2009 年的 17%；2003 年印度进口炼焦煤和动力煤的数量稳步上升，从 2003 年的 2500 万吨增长到 2009 年的 7500 万吨左右，由于印度本身的煤炭供给不足，对于国外的进口依赖程度稳步提升；巴西 2009 年的钢铁产量在 3000 万吨左右，而其炼焦煤的进口基本上依赖于国外进口，随着其基础设施建设的开展，预计未来对于炼焦煤的需求将会进入一个快速上升的阶段。

图 21：印度月度进口煤、焦炭及煤球等，百万美元计



数据来源：国泰君安证券研究

#### 4. 煤炭板块的选股策略

策略：作为典型的周期性行业，煤炭行业整体来看是同涨同跌的，从表现上看，煤炭公司的是不是意味着煤炭行业择时远比选股重要？

行业：可以这么说。

策略：那么，造成上市公司表现的差异主要在什么地方？煤炭行业的最佳选股策略是什么？

行业：煤种的不同会对上市公司造成影响，一般来说，焦煤弹性更大，因此焦煤占比较大的上市公司在煤炭行业景气上升的阶段受益更多。动力煤中，合同煤弹性小（每年议价一次），因此在煤炭景气下降阶段，合同煤占比较大的上市公司更

具有防御性（如中国神华、大同煤业、中煤能源）。

**表 6：煤炭行业主要上市公司煤种。**

主要上市公司	
焦煤	西山煤电、平煤股份、潞安环能、开滦股份、盘江股份、冀中能源
动力煤	中国神华、中煤能源、兖州煤业、大同煤业、兰花科创、国阳新能

简而言之，煤炭价格上涨阶段，超配行业，配置焦煤比重大、每股产量大的高弹性公司。就是在煤价下跌阶段，低配行业，配置合同比例大的动力煤、产业链一体化的低弹性公司，注重现金与分红。

**表 7：煤价变化对公司业绩影响**

排序	吨煤价格下调 10%	影响 EPS 幅度	吨煤价格下调 100 元	影响 EPS 幅度
1	郑州煤电	74.19%	露天煤业	332.92%
2	平煤股份	59.58%	郑州煤电	211.03%
3	国阳新能	49.24%	国阳新能	125.46%
4	潞安环能	48.49%	平煤股份	117.34%
5	恒源煤电	40.42%	中煤能源	96.39%
6	大同煤业	40.03%	潞安环能	93.69%
7	中煤能源	39.60%	大同煤业	92.28%
8	露天煤业	32.25%	恒源煤电	89.83%
9	冀中能源	31.79%	中国神华	61.04%
10	西山煤电	28.86%	冀中能源	48.10%
11	盘江股份	26.19%	西山煤电	47.23%
12	兖州煤业	23.57%	盘江股份	37.98%
13	中国神华	21.55%	兖州煤业	35.61%
14	兰花科创	17.58%	兰花科创	35.27%
15	开滦股份	17.46%	开滦股份	15.55%

数据来源：国泰君安证券销售交易部

策略：作为资源类公司，资产注入预期也是造成煤炭行业个股差异的原因。从这方面考虑，如何选择相应的上市公司？

行业：可以选择未来 2-3 年资产注入潜力较大的公司：开滦股份、大同煤业、国阳新能、露天煤业、兰花科创、盘江股份。前三者已为市场所熟悉和预期，后三者市场仍未预期或充分预期。

**表 8：重点煤炭公司股份与集团现有产能及在建产能**

	1H2010	2010E	集团 09 年产量	集团/股份	股份在建产能	集团在建/即将投产产能
开滦股份	409	800	4045	405.63%	590	
西山煤电	1088	2800	8079	188.54%	1000	
兰花科创	279	560	1258	124.64%	840	
大同煤业	1576	3500	7405	111.57%	740	4200+3420
潞安环能	1554	3000	5509	83.63%	1200	1248

国阳新能	1274	2500	4409	76.36%		6000
中国神华	10920	22900	32780	43.14%		
盘江股份	555	1100	1341	21.91%	720	贵州整合，有望获新资源
平煤股份	2064	3950	4581	15.97%		
兖州煤业	2289	4500	4970	10.44%	1500	
中煤能源	6226	12400	12505	0.85%		
露天煤业	2261	4500	4216			2900

数据来源：国泰君安证券研究



**作者简介:****王成:**

S0880511010040

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

**钟华:**

S0880511010056

021-38674602

honghua008457@gtjas.com

浙江大学国民经济学硕士，2006-2009 年长江证券研究部策略分析师，2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

**江亚琴（贡献作者）:**

S0880109094504

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

清华大学金融学硕士，09 年 7 进入国泰君安证券，从事策略研究。

### 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		