

2009 年行业策略报告

煤炭采选业

下游萎缩 需求疲软

我国 10 月份发电量四年来首次出现同比下降,下降幅度 4%,其中燃煤发电量较上年同期下滑 5.2%,高于全国发电量降幅。钢铁行业拐点突出,生铁产量连续 3 个月负增长,10 月份产量同比减少 16.8%。水泥产量增速 5 月份开始增速跌入个位数区间,10 月份水泥产量增速只有 1.5%,显著低于去年同期 9.8%的水平。

秦皇岛港的库存 9 月份之后攀升至 800 万吨以上的高位,尤其最近已经超过 900 万吨,基本达到完全饱和状况。10 月份我国港口煤炭发运量同比下降 3.1%,首次出现环比负增长这些进一步表明了市场需求量明显放缓。

价格松动 加速下行

澳大利亚 BJ 现货煤价格由 7 月份最高时的 190.95 美元/吨回落至 103 美元/吨,较最高点回调 46%。11 月 10 日,秦皇岛各煤种的车板价较 2 周前下跌 50-80 元,明显出现加速下跌的态势。

'十项措施'对煤炭需求拉动有限

根据中信建投分析师的预测,我国明年粗钢产量小幅增长 1.4%,相应的生铁产量为 47,975 万吨,则钢铁行业耗煤小幅增长 1%;水泥的产量大体增长 9.63%,达到 16 亿吨左右,而随着落后产能的淘汰和新型干法水泥占比的提升,水泥单位耗煤将进一步下降,水泥行业耗煤为 2 亿吨左右,今年相比没有明显增长;预计我国明年发电量增长为 6%,带动煤炭需求增长 4.5%,耗煤量约 14.9 亿吨。

景气已过 等待回暖

从明年的情况看,煤炭下游行业增速下滑明显,对煤炭的需求增长显著放缓,而煤炭产能的稳定增长将改变目前供需偏紧的格局,动摇高煤价的基础;国际能源价格的整体大幅下调亦将压制国内煤价。在煤价的下滑通道中,煤炭企业的利润空间必然受到挤压,此时不是投资煤炭企业的良好时机,我们已经在前期报告中将煤炭行业下调至中性评级。

虽然前期中央提出了一系列针对提振经济的政策,但是我们认为至少明年前两个季度煤炭行业出现全行业的复苏机会很小。接下来应当密切关注宏观经济和关键下游行业的指标,在下游行业出现复苏迹象后,煤炭行业的情况亦将随后好转。

我们认为,对于弱势中的强周期行业,重置成本将是重要的投资看点。在煤炭股不断的下跌过程中,目前已经有 15 家公司的股价跌破重置成本,但这其中,应当适当回避焦煤、焦炭类公司和质地不好的公司。

维持

中性

张广宇

zhangguangyu@csc.com.cn

010-8513 0575

殷亦峰

yinyifeng@csc.com.cn

010-8513 0977

分析日期: 2008 年 11 月 18 日

股价表现



下游萎缩 需求疲软

2008年我国煤炭行业在火与冰中穿行，几个月前煤炭企业还在一边看着不断攀升的煤价欣喜，一边开足马力满足市场需求；而眼下，他们正试图从市场的深渊中爬出，一边面对下挫的煤价无可奈何，一边希望通过减产措施缓解困境。而除了先前流通环节非理性的炒作因素，这种剧烈的变化来自于宏观经济形势骤然改变所造成的下游行业需求疲软。

电力行业变化明显，我国10月份发电量四年来首次出现同比下降，下降幅度4%，其中燃煤发电量较上年同期下滑5.2%，高于全国发电量降幅。近年来，我国电力行业始终保持快速发展，然而最近几个月却出现增长下滑趋势。从月度发电量增长看，第一季度除了1月份受雪灾影响外，2、3月份的增长达到18.03%和17.15%，第二季度开始出现明显回落，尤其5月份开始增速回落到个位数增长，8、9月份的增长只有1.8%和3.54%。剔除掉奥运前后对个别地区、个别行业限产造成电力需求部分下降的影响外，奥运之后电力产需并无提升，还出现了进一步的萎缩，10月份发电量甚至出现了四年来首次出现同比下降，燃煤发电量同比下降5.2%。

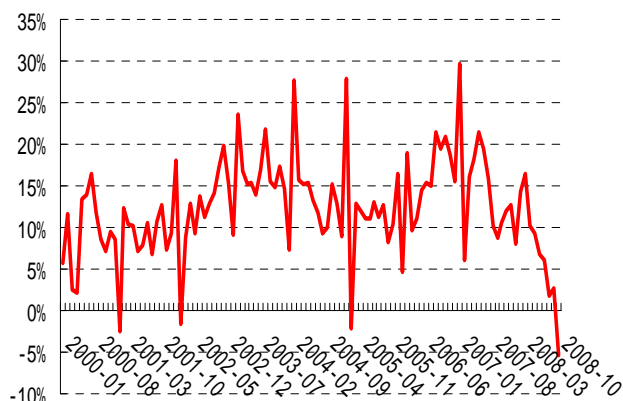
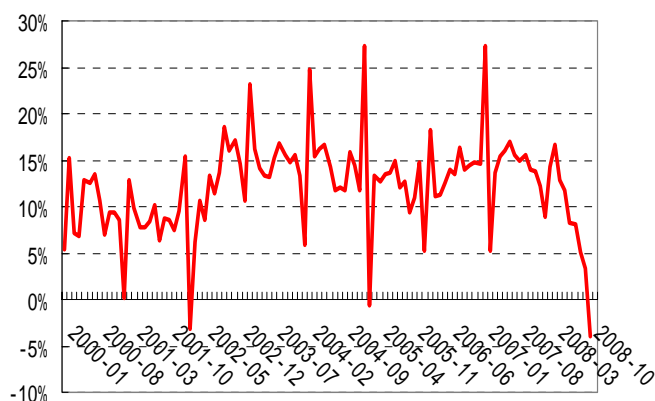
发电量的下降主要来自于需求的减少，随着来自美国、欧洲及其他重要出口市场的订单增长放缓，制造企业用电量逐步减少。对于发电企业最直接的影响是导致设备利用小时数的下降，今年前9个月，全国火电设备累计平均利用小时数为3805小时，同比减少165小时。虽然近期政府计划促进多个基础设施项目建设，进而催生电力需求，但其实现需要一定的时间，且目前尚不能量化，因此未来数月我国的发电量可能会进一步下降。

图1：全国月度发电量同比增速

单位：%

图2：全国月度火电发电量同比增速

单位：%



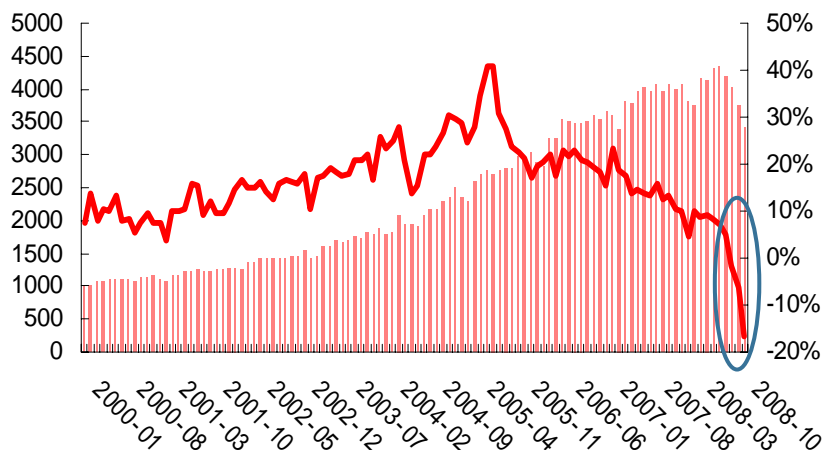
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

钢铁行业拐点突出，生铁产量连续3个月负增长，10月份产量同比减少16.8%。今年前10个月，我国生铁累计生产3.99亿吨，较去年前10个月略增3.15%。从单月产量来看，下降趋势十分明显。从7月份开始，月度产量开始转向下跌，8、9、10三个月出现同比负增长，比率分别为-1.46%、-6.13%和-16.8%。10月份产量较年内最高峰6月份的产量减少了超过900万吨，约20%。

作为上游行业，钢铁行业的景气下降完全由房地产、机械等下游行业的需求减缓所导致。未来宏观经济景气度下行，钢铁行业产量或将持续萎缩，钢铁行业对煤炭的需求将。

图 3：生铁月度产量及同比增速

单位：万吨 /%

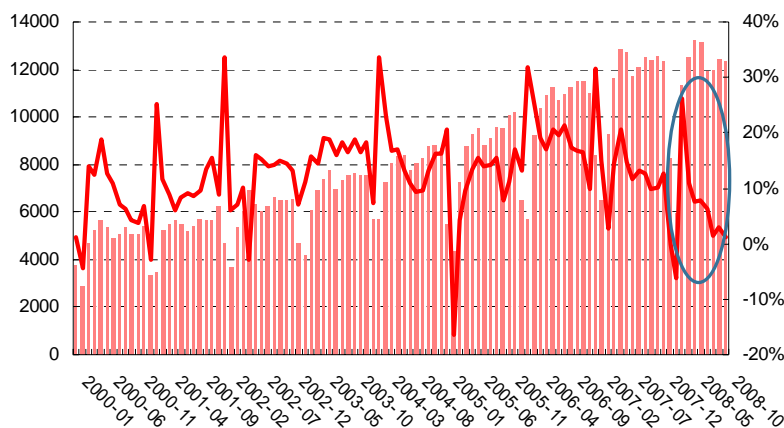


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

相对电力、钢铁两个行业，以目前的数据看，水泥行业受影响较小，但水泥生产增速亦明显小于之前几年。水泥行业的增长季节性因素十分明显，增速曲线呈现规律的波动。今年水泥行业的需求相对稳定，但是从增速曲线中看出，其波动区间明显下移，今年各月增速低于去年，5 月份开始增速跌入个位数区间，10 月份水泥产量增速只有 1.5%，显著低于去年同期 9.8%的水平。

图 4：水泥月度产量及同比增速

单位：万吨 /%



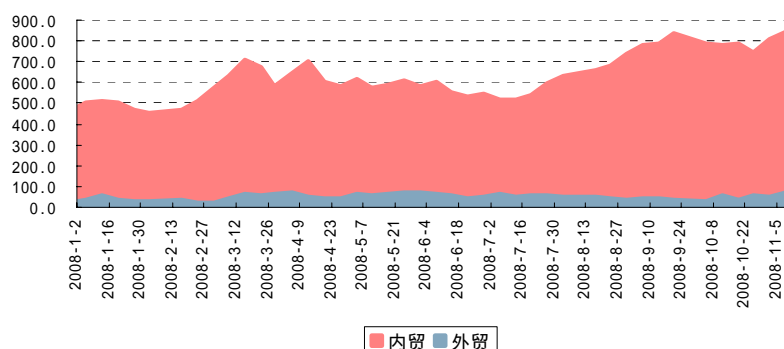
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

煤炭行业的景气下行从社会煤炭库存中可见一斑。一方面，下游各行业的需求出现疲软；另一方面，当煤炭价格出现松动时，市场的观望气氛浓郁，中间商明显放缓了进货，买方则希望首先消耗掉前期的囤货，采买十分克制。

秦皇岛港的库存进入 9 月份之后攀升至 800 万吨以上的高位，尤其最近已经超过 900 万吨，基本达到完全饱和状况。另外，10 月份我国港口煤炭发运量预计完成 3800 万吨，同比下降 3.1%，而环比则首次出现负增长，增幅较上月减少 7.6 个百分点，下降幅度为近年少有。这些进一步表明了市场需求量明显放缓。

图 5：秦皇岛港煤碳库存

单位：万吨

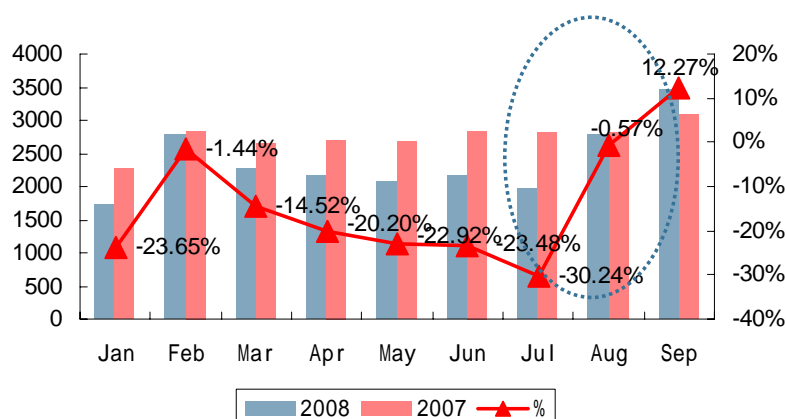


资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

与此同时，由于电厂发电增长放缓、设备利用小时数减少，煤炭需求的增长减少，近期电厂存煤明显提升。8月份，全国电厂存煤已经由7月份的同比减少30%上升至同比持平的水平，而9月份则同比上升了12.27%，存煤量达到3450万吨。

图 6：直供电厂存煤

单位：亿千万时



资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

煤炭运销环节表现出明显的颓势。内蒙古产煤基地鄂尔多斯市附近的一县以煤炭洗选、运销为经济支撑，上半年每天的煤炭入洗量在1万吨左右，发货量在7,000吨左右，然而最近发货量低于3,000吨，县里各小型洗煤厂货物囤积严重，整个运销环节的节奏骤然放缓。这虽然是无法量化的表象，但具有很强的代表性，较为有利的说明整个煤炭行业陷入疲软的情况。

价格松动 加速下行

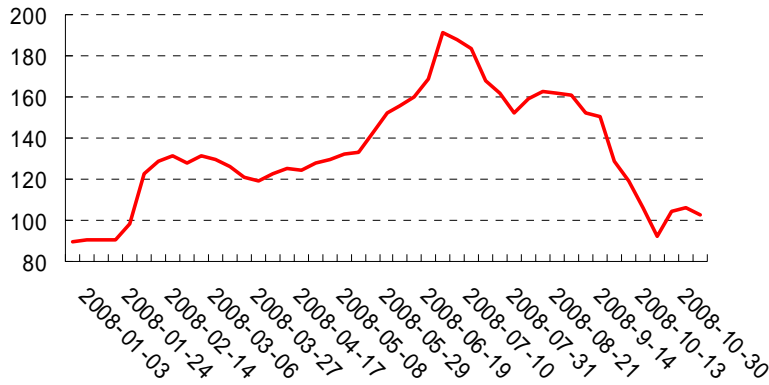
近期，国内、国际煤炭价格出现了普遍下跌，海外各主要煤炭市场的价格下跌幅度较大，国内煤价的下调相对温和，但呈现加速下跌趋势。

今年澳大利亚 BJ 现货煤价格波动幅度非常大，年初价格只有 89.7 美元/吨，7 月份最高时价格达到 190.95

美元/吨,涨幅达到 112%;近期 BJ 现货煤价格出现快速下跌,11 月 6 日价格为 103 美元/吨,较最高点回调 46%,但仍较年初上涨 15%。

图 5：澳大利亚 BJ 现货煤价格

单位：\$/吨

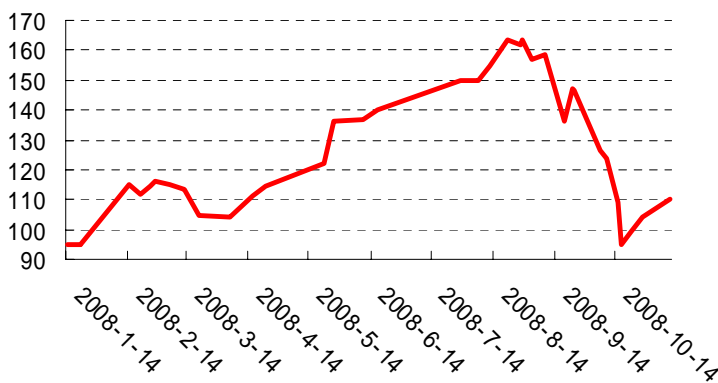


资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

南非煤炭价格的下行趋势更为明显，年初价格为 95 美元/吨，最高时达到 163.5 美元/吨，涨幅超过 70%，最新的价格 110 美元/吨，接近年初水平。

图 6：南非动力煤 FOB 价格

单位：\$/吨

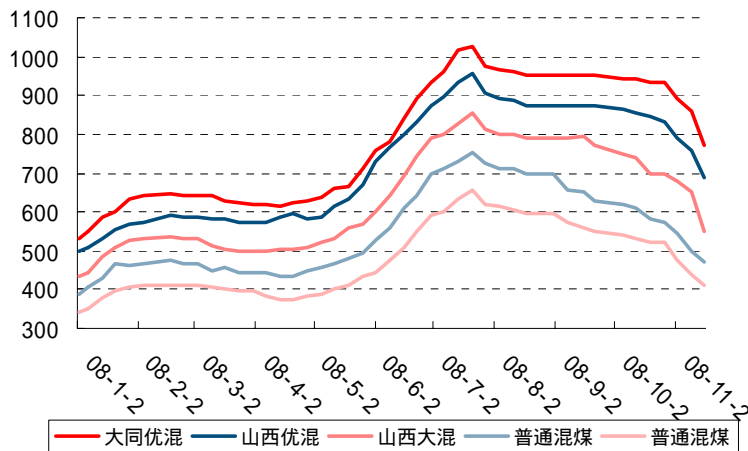


资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

纵观今年的秦皇岛煤炭价格走势,总体上呈现前 4 月稳步上涨、5 月至 7 月加速上涨、8 月之后回落的态势。前 4 个月,秦皇岛 5 种主要煤种的价格涨幅区间在 13%-18%间;煤价暴涨发生在 5 月份之后,5 月 5 日到 7 月 21 日间,大同优混车板价上涨了 387.5 元,达到 1025 元/吨,期间涨幅 60%,其他主要煤种的期间其涨幅在 63%至 68%,而这时的价格已经较年初上涨超过 90%。针对煤炭价格飞涨,发改委先后两次颁布了限价措施,此后煤炭价格逐步得到平抑。但是作为国内煤价风向标的秦皇岛中转地价格并没有马上掉头向下,而是保持相当长时间的坚挺,其间回调幅度有限,但是最近价格一步松动,出现了加速下滑。

图 6：秦皇岛车板价格

单位：人民币元/吨



资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

11月10日，秦皇岛各煤种的车板价较2周前下跌50-80元，明显出现加速下跌的态势。尽管煤价出现了下跌，但是全年来看，仍有很大涨幅，各煤种较年初均有较大幅度上涨，其中大同优混上涨330元/吨，山西优混和山西大混分别上涨260元/吨和216元/吨。

表 1：秦皇岛车板价

单位：元/吨

	大同优混	山西优混	山西大混	普通混煤	普通混煤
2008-1-2	525-535	495-505	430-440	390-390	335-345
2008-7-21	1010-1040	940-970	840-870	740-770	640-670
2008-11-10	850-870	750-770	640-660	490-510	430-450

资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

‘十项措施’ 拉动有限

11月5日，国务院常务会议研究部署措施以面对严峻的内外经济形势。会议确定采取灵活审慎的宏观经济政策，实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台更加有力的措施扩大国内需求，加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建，提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平，促进经济平稳较快增长。

国务院的经济刺激方案中各项涉及安居工程、基础设施建设的措施将直接影响钢铁、建材、基建、电力等行业。煤炭为一次能源行业，是社会经济的上游，其变化相对于下游行业一定是滞后的。“十项措施”将通过以上一些行业传导至煤炭行业，对其形成间接拉动作用。十条措施中对未来煤炭行业构成影响的主要有：

- ◇ 加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。
- ◇ 加快农村基础设施建设。加大农村沼气、饮水安全工程和农村公路建设力度，完善农村电网，加快南水北调等重大水利工程建设和病险水库除险加固，加强大型灌区节水改造。加大扶贫开发力度。
- ◇ 加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路，完

善高速公路网，安排中西部干线机场和支线机场建设，加快城市电网改造。

◇ 加快地震灾区灾后重建各项工作。

从此次国务院公布的措施来看，影响最大的是固定资产投资额项目。按照规划，国家到 2010 年底约需投资 4 万亿元，今年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，明年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模 4000 亿元。中信建投宏观经济分析师预测 2009 年我国全社会固定资产投资将保持 21.8%左右的增速水平。

钢铁行业

我国钢材整体消费中建筑用钢材占 50%左右；进一步细分，建筑类钢材的 45%左右用于城镇居民住宅类房地产开发，25%左右用于工业厂房、医院、学校等非住宅类建筑，30%左右用于铁路、公路、桥梁等国家基础设施建设。“十项措施”主要影响的是对建筑用钢材、铁道用钢材的需求，对机械用钢有间接的影响，对家电、汽车用热冷轧产品影响不大。

将近 10 年来固定资产投资实际增速（固定资产投资增速扣除价格因素后所得）与螺纹线材表观消费量增速进行对比，可以发现二者具有正相关性。若 09 年全社会固定资产投资累计增速为 21.8%，考虑到 09 年固定资产投资价格指数必定低于 08 年水平，则 09 年固定资产投资实际增速将高于 08 年水平，我们可以认为 09 年以螺纹、线材为代表的建筑钢材表观消费增速相比 08 年将有所提升。此次国家的“十项措施”的实施将对 09-10 年建筑钢材的消费起到较强的支撑作用。根据中信建投证券行铁行业分析师的预测，我国明年粗钢产量小幅增长 1.4%，相应的生铁产量为 47,975 万吨。参照我国钢铁行业耗煤状况，预计明年我国钢铁行业耗煤小幅增长 1%，即 46,823.6 万吨。

表 2：2009 年钢铁产量，钢铁行业耗煤量

	2007	增速	08 年 1-10 月	增速	2008E	增速	2009 年 E	增速
粗钢表观消费量(万吨)	43486.4	13.10%	38445.8	5.70%	45351.5	4.30%	46497	3.00%
粗钢产量(万吨)	48924.1	15.70%	42728.8	3.90%	49800	1.80%	50500	1.40%
钢材产量(万吨)	56460.8	22.70%	48791.1	5.90%	57500	1.80%	58500	1.70%
生铁产量(万吨)	46691.83	15.17%	39856.09	3.15%	47310	1.32%	47975	1.41%
钢铁行业耗煤	NA	NA	39149.45	2.5%	46363.8	--	46823.6	1%

资料来源：中信建投证券公司研发部

水泥行业

中信建投证券建材行业研究员判断明年水泥基本能保持一种供需平衡。但这取决于落后产能淘汰速度是否如计划中安排，且水泥上半年可能受季节因素需求不旺，而且基建项目前期审批勘测还学要 5-6 月，到明年下半年水泥需求会启动，供需恢复平衡。

“十一五”期间计划淘汰落后产能 2.5 亿吨，07 年水泥市场景气度较高导致落后产能淘汰速度较慢，工信部近日公布的《2008 年应予淘汰落后水泥产能的企业名单》涉及 26 个省、自治区、683 家水泥企业的 946 条湿法窑、中空窑及机立窑生产线，预计将达到 6000 万吨。伴随水泥需求的部分回落，未来落后产能的淘汰速度还

将加快。08 年新增的 2.15 亿吨产能在 09 年释放，除去淘汰的落后产能，09 年大约新增有效产能 1.4 亿吨。

明年全国水泥的需求量大体增长 9.63%，达到 16.05 亿吨左右。而随着落后产能的淘汰和新型干法水泥占比的提升，水泥单位耗煤将进一步下降至 125kg/吨，预计明年水泥行业耗煤为 2 亿吨左右，与今年相比没有明显增长。

表 3：2009 年钢铁产量，钢铁行业耗煤量

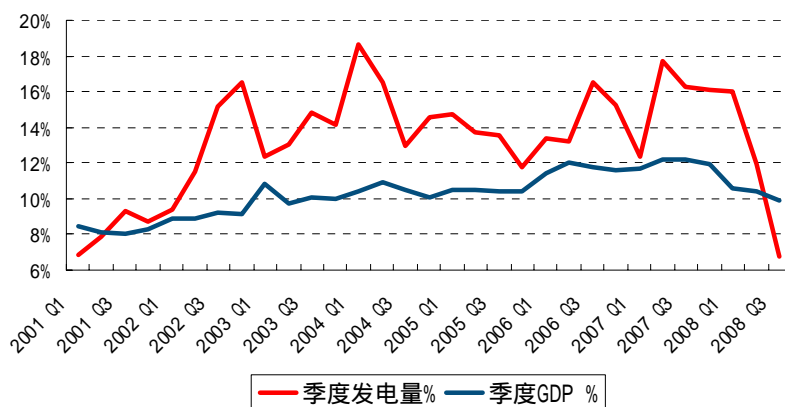
	2007	增速	2008E	增速	2009 年 E	增速
水泥需求量 (万吨)	136118	10.00%	146400	7.55%	160500	9.63%
新增水泥产能 (万吨)	14630	29.41%	21500	46.96%	24500	20.93%
淘汰产能 (万吨)	-6000	-	-6000	-	-6000	-
水泥总产能 (万吨)	144235	-	159735	-	179735	-
水泥行业耗煤	NA	--	19800		20062.5	1.33%

资料来源：中经网，数字水泥，中信建投研发部

电力行业

发电量的增长和 GDP 的增长保持较高的同向趋势，但是在时间轴上，其变化较 GDP 的变化有一定的提前，且波动区间更为明显。中信建投证券宏观研究员预测明年 GDP 增幅为 8.3%，在此假设前提下，预计我国明年发电量增长为 6%，带动煤炭需求增长 4.5%，达到 14.9 亿吨。

图 7：季度 GDP 增幅与季度发电量增幅



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

综上，明年煤炭的主要下游行业都将经历增速明显放缓的阶段，煤炭的需求增长也将出现大幅下降。

景气已过 等待回暖

煤炭价格下行空间打开

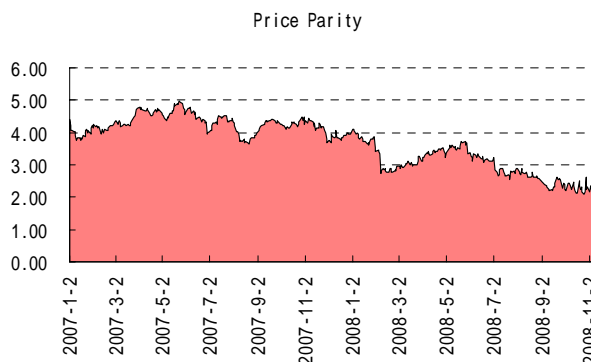
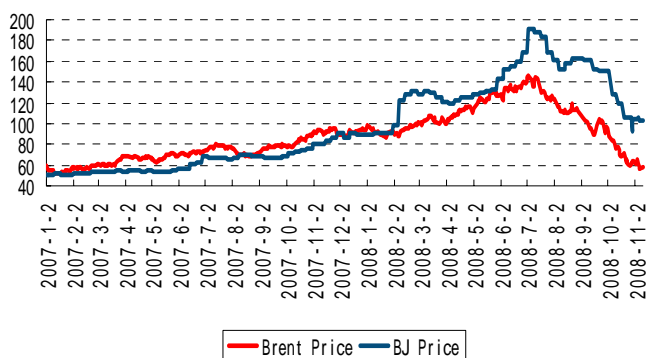
国际石油和煤炭价格有极强的相关性。从历史数据看，原油和煤炭的价格相互咬合上涨，但年中一度煤炭价格大幅高于原油价格。纽约商品交易所轻质原油期货价格从最高的 147.27 美元急速下落至 50 美元左右，由

此也拉动了国际煤炭价格的快速下跌。但煤炭价格仍不及原油价格回调的幅度深，二者的价格茬口张开较大。从等热值的原油和煤炭的对价关系上看，现在原油价格已经从原先高点接近 5 倍的水平下跌至最近的 2.11 倍，煤炭相对原油的价格优势明显减弱。因此后期二者的价格开口必将收窄，煤炭价格有进一步下跌的空间。而国际煤炭价格的走低必然形成对国内煤价的压力。

图 8 :Brent 原油和 BJ 现货煤炭价格走势对比

单位 :USD

图 9 : 等热值 Brent 原油和 BJ 现货煤炭对价关系



资料来源：中国煤炭资源网，Bloomberg，中信建投证券研究发展部

除了国际煤价的外部因素外，我国煤炭供需关系转至偏松的格局也将动摇煤炭价格高企的基础。据国家安监总局数据，截至 2007 年底，我国共关闭小煤矿 11,155 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；20 个产煤省(自治区、直辖市)中，共有 8,821 个煤矿参与了资源整合，整合后将形成 3,747 个矿井，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。综合考虑关闭小煤矿和煤炭固定资产投资的情况，预计明年我国煤炭产能将提高 2 亿吨左右，而相对于有限的需求上涨，显然煤炭供需偏紧的格局有一定程度的变化。预计重点合同煤价格依然稳固，将有 3%-5%的涨幅空间，然后现货煤价格将在目前的水平上进一步下跌，二者的开口缩窄。

关注下游行业指标和重置成本

从明年的情况看，煤炭下游行业增速下滑明显，对煤炭的需求增长显著放缓，而煤炭产能的稳定增长将改变目前供需偏紧的格局，动摇高煤价的基础；国际能源价格的整体大幅下调亦将压制国内煤价。在煤价的下滑通道中，煤炭企业的利润空间必然受到挤压，此时不是投资煤炭企业的良好时机，我们已在前期的报告中讲煤炭行业的评级下调至中性。

虽然前期中央提出了一系列针对提振经济的政策，但是我们认为至少明年前两个季度煤炭行业出现全行业的复苏机会很小。接下来应当密切关注宏观经济和关键下游行业的指标，在下游行业出现复苏迹象后，煤炭行业的情况亦将随后好转。

我们认为，对于弱势中的强周期行业，重置成本将是重要的投资看点。在煤炭股不断的下跌过程中，目前已经有 15 家公司的股价跌破重置成本，但这其中，应当适当回避焦煤、焦炭类公司和质地不好的公司。

表 4：煤炭股重置成本

证券代码	证券简称	每股重置成本	股价(2008-11-25)	Ratio	PB
000159.SZ	国际实业	9.28	7.16	1.30	1.81
000552.SZ	靖远煤电	5.03	3.10	1.62	2.76
000723.SZ	美锦能源	7.95	9.77	0.81	2.46
000780.SZ	ST 平能	4.56	3.93	1.16	2.17
000835.SZ	四川圣达	5.91	3.34	1.77	3.37
000933.SZ	神火股份	13.76	31.73	0.43	2.15
000937.SZ	金牛能源	14.08	13.96	1.01	2.09
000968.SZ	煤气化	8.67	10.03	0.86	1.72
000983.SZ	西山煤电	9.54	6.41	1.49	2.76
002128.SZ	露天煤业	8.71	5.10	1.71	3.02
600121.SH	郑州煤电	4.5	6.29	0.72	1.71
600123.SH	兰花科创	12.62	16.14	0.78	1.89
600179.SH	黑化股份	4	4.88	0.82	1.52
600188.SH	兖州煤业	9.05	6.37	1.42	1.70
600348.SH	国阳新能	10.03	9.76	1.03	3.41
600395.SH	盘江股份	9.49	5.00	1.90	2.82
600508.SH	上海能源	9.41	9.89	0.95	1.78
600652.SH	爱使股份	3.5	9.55	0.37	1.81
600740.SH	山西焦化	4.97	10.39	0.48	1.20
600971.SH	恒源煤电	11.67	24.47	0.48	1.59
600997.SH	开滦股份	12.41	17.26	0.72	2.04
601001.SH	大同煤业	12.09	15.91	0.76	1.96
601088.SH	中国神华	17.92	13.41	1.34	2.45
601666.SH	平煤股份	12.86	13.84	0.93	1.81
601699.SH	潞安环能	11.43	13.77	0.83	2.28
601898.SH	中煤能源	7.1	7.07	1.00	1.48

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

重点上市公司

中国神华（601088）：稳健增长

2008 年上半年，神华煤炭业务营业收入 410.58 亿元，同比增长 32.3%；实现利润 136.68 亿元，同比增长 66.3%。煤炭业务增长得益于商品煤产销量和销售价格的同步提升。神华发电业务实现营业收入 139.1 亿元，同比增长 19.2%；而利润同比下降 25.38%，为 24.25 亿元；主要原因是煤炭价格上涨造成营业成本较上年大幅增长 40.39%。期间，神华下属燃煤电厂总装机容量达到 17,591 兆瓦，较去年底增加 2,500 兆瓦，增幅 16.57%；同期总发电量达到 474.0 亿千瓦时，总售电量 441.6 亿千瓦时，分别比上年同期增长 24.4%和 24.6%。除上述煤、电两项业务外，公司的路、港业务也有一定增长。铁路周转量达到 742 亿吨公里，同比增长 7.8%。该部分营业收入 87.7 亿元，同比增长 10.6%；但同期营业成本上升 15.4%，高于收入增长，因此毛利率略微下降 1.4 个百分点，但仍达到 67%。港口下水煤达到 6,840 万吨，同比增长 6.7%；该业务营业收入 9.93 亿元，增长 4.6%；毛

利率上升 3.1 个百分点至 40.2%。

根据公司最新公布的 10 月份运营状况，公司依然保持较快增长。10 月生产商品煤 1,620 万吨，高于 9 月份的 1590 万吨，同比增加 270 万吨，增长 20%。当月商品煤销量 1,900 万吨，高于 9 月份的 1790 万吨，同比增加 160 万吨，增长 9.2%。从公司产量增速明显高于销量增速一点看，公司也受到了社会煤炭需求增长放缓、社会库存充裕的影响。公司 10 发电量和销售电量分别为 71.9 亿千瓦和 66.5 亿千瓦，同比分别增长 13.8% 和 13.7%，而同期全国发电量发生了近年来首次同比下降，降幅 4%，火电同比下降 5.3%。神华的情况明显的强于全国平均情况。中国神华各项业务均有增长，业绩符合我们年初对公司的预期。

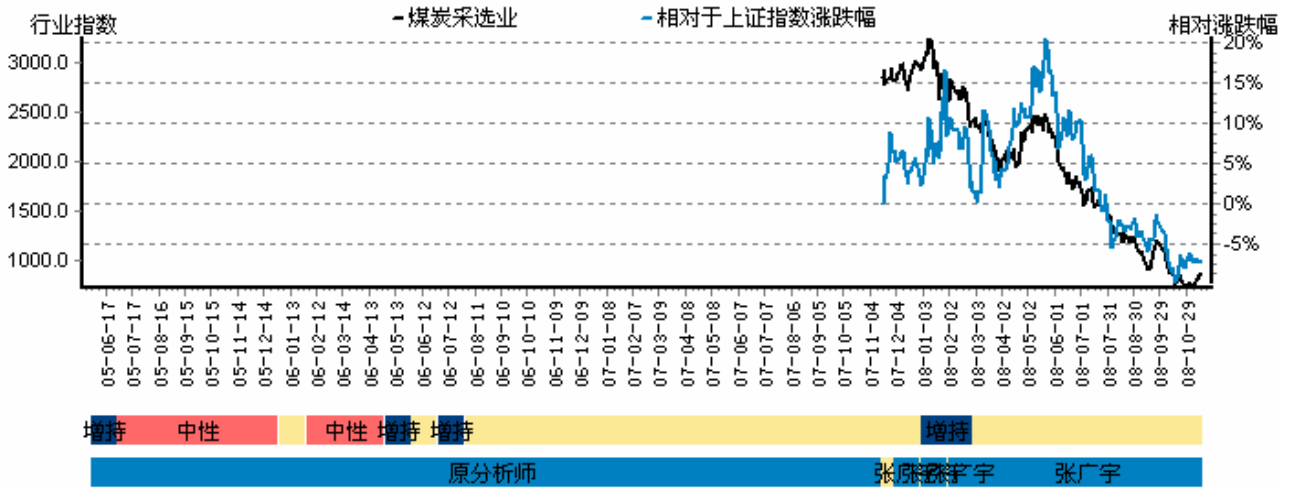
预计今年第四季投产的准格尔矿区哈尔乌素露天矿项目设计产能 2,000 万吨，将成为中国神华 2009 年的主要增长点。

中国神华的重点合同销售比重非常高，因此公司受现货煤市场价格波动的影响微乎其微。目前虽然现货煤市场价格出现了大幅度下调，但是重点合同价格仍要远低于市场价格，预计明年的重点合同煤仍有一定的涨价空间。因此，在煤炭行业处于下行通道的时点，我们认为中国神华仍能够稳定增长，是优秀的防御品种，维持增持评级。

预测和比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入（百万）	82,107	92,506	120,257	139,858
主营收入增长率	27.81%	30%	20%	16.3%
净利润（百万）	19,766	28,309	36,858	41,583
净利润增长率	20.26%	19.82%	30.20%	12.7%
EPS	1.066	1.4233	1.8531	2.09

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站 of 的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点
张广宇 煤炭行业研究员 里昂高等商学院(EM Lyon)管理学硕士(ESC)
殷亦峰于 1998 年 02 月开始关注和研究电力行业

作者简介

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010