

日期: 2010 年 9 月 6 日

行业: 煤炭采选业



朱洪波

021-53519888-1912

Zhuhongbo898@sina.com

执业证书编号: S0870209070157

基本数据 (H1Y10)

报告日股价 (元)	30.63
12mth A 股价格区间 (元)	23.90/47.98
总股本 (百万股)	571.2
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	17,495
每股净资产 (元)	10.42
PBR (X)	2.94
DPS (Y09, 元)	每 10 派 3 元

主要股东 (H1Y10)

山西兰花集团	45.11 %
广发基金	4.69 %
华安基金	1.39 %

收入结构 (H1Y10)

煤炭	65 %
尿素甲醇等	35 %

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

报告编号: ZHB10—CT03

首次报告日期: 2010 年 5 月 6 日

忧尿素甲醇拖累 价值显著低估

主要观点:**煤炭产量增长, 价格稳定且呈小幅上涨趋势**

除原有 570 万吨无烟煤产量稳定外, 11 年公司将新增焦煤 60 万吨, 12 年新增焦煤 90 万吨, 气煤 90 万吨。不考虑亚美大宁投资收益前提下, 我们测算归属公司净利 2010 年 13.45 亿元, 11 年 13.99 亿元, 12 年 15.57 亿元。

尿素甲醇今年亏损最大 4.93 亿元, 未来两年逐步减亏

公司部分化肥和化工生产装置停车, 导致更大损失, 今年将是公司化肥和化工亏损最严重的一年。根据我们测算 2010 年归属于兰花科创的化肥和化工亏损 4.93 亿元、2011 年亏损 2.99 亿元, 2012 年亏损 2.03 亿元。

气头改煤头、小装置退出, 尿素甲醇市场环境在转好

受天然气涨价和短缺影响, 气头尿素改用煤做原料, 抑或退出, 小装置受节能减排和成本影响, 亦要退出市场。甲醇下游用途逐渐拓宽, 加上反倾销措施, 市场环境逐渐改善。

煤炭股中最具高分配送转潜能

以母公司资产负债表看, 兰花科创具有所有煤炭股中最高每股未分配利润 7.39 元/股, 较第二位冀中能源 4.13 元/股, 高出 3.26 元/股。同时公司每股资本公积 1.20 元, 每股盈余公积 1.07 元, 与同业公司比亦处较高水平, 三项之和 9.66 元/股, 高于新近上市的昊华能源的 9.60 元/股, 因其刚上市每股资本公积 7.11 元/股。

■ 投资风险:

- 1、煤炭需求放缓风险
- 2、尿素甲醇业务停产时间超预期风险
- 3、短期股价波动风险

给予“跑赢大市”评级: 煤炭稳定增长, 尿素甲醇减亏, 6-12 月目标价: 39.81 元。

投资总结

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	4,912	5,616	6,171	7,210	8,363
变化 (%)	41	14	10	17	16
净利润 (百万元)	1,249	1,271	1,287	1,510	1,753
变化 (%)	77	2	1	17	16
每股收益 (元)	2.19	2.22	2.25	2.64	3.07
变化 (%)	77	2	1	17	16
市盈率 (倍)	14	14	14	12	10
每股经营性现金流 (元)	2.78	1.85	3.32	3.47	4.18
股价/经营性现金流 (倍)	11	16	9	9	7
EV/EBITDA (倍)	13	13	12	10	8
每股红利 (元)	0.61	0.30	0.56	0.66	0.77

报告目录

一、 估值分析.....	4
二、 A股第二大无烟煤、全国第九大尿素企业	5
三、 煤炭销售地供求、竞争对手和盈利能力分析.....	6
1、 销售地分行业煤炭需求和供给分析	6
1) 合成氨行业需求	6
2) 电力行业需求	7
3) 生铁冶炼行业需求	8
2、 与主要竞争对手比较分析	9
3、 煤炭高价格、高毛利，公司的利润基石	10
4、 亚美大宁股权有进展、争执尤在	11
四、 尿素和甲醇：严冬下的一丝春暖.....	12
1、 尿素：淘汰落后产能看到行业新希望	12
1) 长期生产成本显示当前尿素价格已是地板价	12
2) 国内外需求无法化解过剩，削减供给唯一出路	13
3) 气头和煤头小装置将是调整牺牲品	13
2、 甲醇：政府热情，企业寒冷	14
1) 国内外供过于求、国外成本优势显著	14
2) 政府发展甲醇热情、企业处境艰难	15
3) 出路：淘汰小产能、开拓需求、抵制倾销	16
五、 商品价格预测说明和财务状况分析.....	16
1、 煤炭、尿素和甲醇价格预测说明	16
2、 现金流与利润率	17
3、 煤炭股中最具高分配送转潜能	18
六、 整个市场与煤炭板块讨论.....	18
七、 投资风险分析.....	19
表汇总	
表 1： DCF 估值关键假设.....	4
表 2： DCF 折现价值.....	4
表 3： 公司煤炭资产	5
表 4： 公司尿素和化工资产	6
表 5： 合成氨耗煤量计算	6
表 6： 火电耗煤量计算	7
表 7： 生铁冶炼耗煤计算	8
表 8： 主要竞争对手简介	10
表 9： 尿素生产成本对比	12
表 10： 尿素行业结构	14
表 11： 甲醇行业结构	14
表 12： 国内外甲醇成本对比	15
表 13： 国内甲醇行业结构	15
图汇总	
图 1： 无烟煤毛利率对比	11
图 2： 无烟煤与动力煤价格对比	11
图 3： 国内外尿素价格	13

图 4: 国际天然气价格.....	13
图 5: 国内甲醇价格.....	15
图 6: 净现金与自由现金流.....	18
图 7: 毛利率与净利率.....	18
图 8: 煤炭板块 PE.....	19
图 9: 上证 A 股 PE.....	19

一、估值分析

兰花科创主营煤炭开采及其下游尿素和甲醇生产，当前拥有无烟煤产能 570 万吨（不含参股），尿素 116 万吨。煤炭是公司的利润基石，尿素甲醇业务当前严重亏损。公司未来 3 年的业绩增长来源于煤炭产量增加、煤价上涨，尿素甲醇减亏。

根据我们保守预测 10、11 和 12 年 EPS 分别为 2.25、2.64 和 3.07 元，对应目标价 39.81 元的 PE 分别为 17.7X、15.1X 和 13.0X。市场过分关注尿素甲醇对公司业绩的拖累，给予公司估值水平明显偏低，以市价 30.63 元计算，2010 年 PE 仅 14X，亦低于同类公司水平 16 倍，市场未能看到尿素甲醇业务改善可能，公司价值被显著低估。

公司经营现金流充沛，09 年 10.56 亿、我们预计 10 年 18.94 亿、11 年 19.81 亿元、12 年 23.85 亿。预计公司未来三年资本支出保持在 9 亿元。因此公司的自由现金流亦不断增长。

采用绝对估值方法，WACC9.70%，公司合理价值 39.81 元，对应 10、11 和 12 年 PE 分别为 17.7X、15.1X 和 13.0X；我们给予“跑赢大市”评级。

表 1：DCF 估值关键假设

无风险利率	5.00%
权益资本溢价	5.00%
贝塔值	1.15
权益成本	10.75%
税后债务成本	5.50%
债务/总资本	20%
WACC	9.70%

数据来源：上海证券研究所预估

表 2：DCF 折现价值

单位：百万元	FY10E	FY11E	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
FCFF	995	1,081	1,485	1,708	1,964	2,259	2,597	2,987	3,435
FCFF 折现	995	986	1,234	1,294	1,356	1,422	1,490	1,562	1,638
2018 之前折现合计	11,977								
永续终值@3%	12,005								
企业价值	23,982								
净现金	(12,43)								
权益价值	22,738								
每股价值	39.81								

数据来源：上海证券研究所预估

二、A股第二大无烟煤、全国第九大尿素企业

兰花科创主营煤炭开采及其下游尿素和甲醇生产，当前拥有无烟煤产能 570 万吨（不含参股），尿素 116 万吨。

以上市公司无烟煤产量计算，兰花科创排第二，国阳新能（2096 万吨，含其它煤种，09 年产量）；神火股份（495 万，无烟煤，产能）；昊华能源（513 万吨，无烟煤，产量）。以整个无烟煤市场计算，兰花科创产量占比微不足道，约占 09 年全国无烟煤产量 1.5% 左右。

以 09 年尿素产能统计，全国排第九位，占 09 年全国产能 6693 万吨的 1.7%。

公司地处山西晋城，晋城无烟煤储量占全国 24%，约占山西 60.49%。控股股东兰花煤炭实业集团（45.11%），实际控制人晋城市国资委；境内运输便利，拥有两条煤运主支线侯马线和太焦线，近京广线，向南紧邻河南，辐射中原。

兰花无烟煤除具有一般无烟煤低灰、低硫、高发热量特点外，还拥有机械强度高、热稳定性好、灰熔点高等独特优点，素有“白煤”、“香煤”、“兰花炭”之称，是理想的化工原料煤。

无烟煤分为无烟末煤和无烟块煤两种，其中无烟末煤多作为燃料用于电力工业、建材工业和其它工业；无烟块煤则多用作化工造气原料。中国无烟煤主要供应化肥工业，而最适合化肥工业使用的无烟煤主要产于晋城、宁夏、焦作、阳泉等四矿区。

公司的主要客户包括：湖北宜化、湖北双环化工、湖北楚星化工、宝钢股份、焦作电厂、华能沁北电厂等等。

当下兰花科创仅有无烟煤一个品种，产能 570 万吨，2011 年将新增焦煤产能 60 万吨。

表 3：公司煤炭资产

自有控股煤矿	煤质	地点	产能	公司权益	状态	备注
伯方煤矿*	无烟煤	晋城高平	180	100%	在产	
望云煤矿*	无烟煤	晋城高平	90	100%	在产	
唐安煤矿*	无烟煤	晋城高平	180	100%	在产	
大阳煤矿*	无烟煤	晋城泽州	180	100%	在产	
玉溪煤矿*	无烟煤	晋城沁水	240	57%	在建	08 年 11 月开工
参股煤矿						
亚美大宁	无烟煤	晋城阳城	400	36%	在产	停产近 3 个月
整合控股						
山阴口前煤矿	动力煤	朔州山阴	90	100%	整合技改	改造预算 2.9 亿，已投入 1 亿
兰花焦煤				80%	控股型公司	
其中：1、蒲县兰花兰兴煤业	焦煤	临汾蒲县	60	#预计 50%	整合技改	#最终属股份公司权益
2、玉生煤矿	焦煤	临汾吉县	90	#40%	整合技改	#最终归属股份公权益

数据来源：公司报告、上海证券研究所整理

表 4：公司尿素和化工资产

化肥资产(万吨)	合成氨	尿素产量	权益	联产甲醇	备注
化肥分公司	18	30			
化工分公司	8	13			7月停产，预计3个月
兰花化肥有限公司	控股公司		100%		
其中：阳成化肥公司	8	13	100%		
田悦化肥	18	30	100%		
兰花煤化工	18	30	80%		7月停产，预计3个月
合计	70	116		3	
在建					
兰花煤化工二期	30	50	80%	10	
化工资产	甲醇	二甲醚			
兰花清洁能源公司	20	10	75%		7月停产，预计3个月
丹峰化工公司	10		75%		7月停产，预计3个月
在建					
丹峰化工公司		10			

数据来源：公司年报、上海证券研究所整理

三、煤炭销售地供求、竞争对手和盈利能力分析

1、销售地分行业煤炭需求和供给分析

无烟煤主要用于化肥生产、钢铁高炉喷吹和发电；从销售地域看，主要集中在湖北、河南、江苏和安徽等地；因为我们将分析集中在上述地区的三个行业，分析其需求状况。

1) 合成氨行业需求

安徽、河南、湖北和江苏均是粮食主产区，是化肥主要生产地和消费地。合成氨是生产化肥所需的上游产品，以09年产量计算上述四个省份合成氨产量1,421.24万吨，占全国27.67%。

合成氨耗煤来源于两块：做为原料（无烟块煤，制造半水煤气，1吨氨耗煤1,150kg标煤），另外需要燃料动力煤，烧锅炉制造水蒸气。除了用无烟块煤做原料，还可以用烟煤、褐煤、天然气等做原料。据统计2006年以无烟煤为原料的合成氨占70%、烟煤、褐煤产的合成氨占5%，天然气占21.3%，其余用焦炉气、油等。

合成氨行业09年全国产量5,135.52万吨，同比增长2.81%；06年全国产量4,937.9万吨，07年5,158.87万吨，08年4,995.15万吨。受耕地面积，单位面积需肥量等条件制约，下游化肥行业需求疲软，我们预计2010年合成氨同比增长2%。

表 5：合成氨耗煤量计算

合成氨产量（万吨）	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
上海	14.37	6.15	0	0	0	0	0
江苏	290.14	310.28	316.07	316.54	322.87	329.33	335.91
安徽	236.82	231.39	224.73	249.1	254.08	259.16	264.35
河南	549.59	600.92	532.69	485.58	495.29	505.20	515.30
湖北	297.21	331.82	326	370.02	377.42	384.97	392.67
合计	1388.13	1480.56	1399.49	1421.24	1449.66	1478.66	1508.23
折合无烟煤原煤（万吨）							
上海	16.29	6.97	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
江苏	328.96	351.80	358.36	358.89	366.07	373.39	380.86
安徽	268.51	262.35	254.80	282.43	288.08	293.84	299.72
河南	623.13	681.32	603.97	550.55	561.56	572.79	584.25
湖北	336.98	376.22	369.62	419.53	427.92	436.48	445.21
合计	1573.87	1678.66	1586.75	1611.41	1643.63	1676.51	1710.04
折合所有煤种原煤（万吨）							
上海	17.52	7.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
江苏	353.72	378.28	385.33	385.91	393.63	401.50	409.53
安徽	288.72	282.10	273.98	303.69	309.76	315.96	322.28
河南	670.03	732.61	649.43	591.99	603.83	615.91	628.23
湖北	362.34	404.54	397.44	451.11	460.13	469.33	478.72
合计	1692.33	1805.01	1706.18	1732.69	1767.35	1802.70	1838.75

数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测

2) 电力行业需求

09 年五个地区火电总装机容量 15,622 万千瓦，总发电量 7,389 亿千瓦时，按每千瓦时消耗标煤 342 克计算，折合原煤 35,591 万吨，我们预计 2010 年上海、江苏、河南、安徽和湖北火电装机容量分别增长：1%、3%、6.7%、9.0% 和 10%，合计装机容量 16,494 万千瓦，同比增长 5.58%。总发电量 8,093 亿千瓦时，同比增长 9.52%，折合原煤 38,986 万吨，同比增长 9.53%。

表 6：火电耗煤量计算

火电装机容量（万千瓦）	2006	2007	2008	2009	2010E	2015E
上海	1453	1393	1652	1665	1682	1896
江苏	5190	5334	4949	5260	5418	8051
河南	3261	3847	4203	4355	4645	7689
安徽	1403	1965	2411	2705	2948	4936
湖北	1161	1304	1417	1637	1801	2522
合计	12468	13843	14632	15622	16494	25094

火电发电量（亿千瓦时）

2010 年 9 月 6 日

上海	711	736	765	768	790	891
江苏	2214	2577	2626	2762	2871	4267
河南	1512	1829	1869	1953	2183	3614
安徽	716	833	1070	1300	1474	2468
湖北	548	644	540	606	774	1084
合计	5701	6620	6869	7389	8093	12324
耗煤量(折合原煤, 万吨)						
上海	3425	3546	3686	3698	3807	4242
江苏	10665	12415	12648	13305	13831	20314
河南	7283	8811	9003	9406	10516	17204
安徽	3451	4012	5152	6263	7101	11748
湖北	2639	3104	2599	2919	3730	5162
合计	27463	31889	33087	35591	38986	58671

数据来源：中电联，上海证券整理及预测

对应 2015 年预测，我们假设 2006-2015 年上海、江苏、河南、安徽和湖北火电装机容量复合增长率分别为 3%、5%、10%、15%、9% (2006-2009 年上述地区复合增长率分别为 4.64%、0.45%、10.12%、24.46%、12.13%)。我们之所以假设河南、安徽和湖北复合增长率较高是因为：一、上述地区冶金、水泥、化工等高耗能产业比重较大；二是东部产业转移带来的增量需求。

3) 生铁冶炼行业需求

无烟煤具有特低磷、特低硫、耐磨等特征，是生铁高炉喷吹的优质原料，可以替代一部分焦炭，焦煤更为稀缺，价格更高节省成本。最早仅有无烟煤做喷吹煤，随着技术发展和无烟煤更加稀缺，贫瘦煤和烟煤也被用于高炉喷吹，和这些煤种相比无烟煤具有不会发生粉尘爆炸，热值更高等不可替代的优点。目前高炉喷吹采用混煤喷吹，由无烟煤 (42%)、贫瘦煤 (39%)、其它占 19%。采用高炉喷吹技术，具有节能环保，低成本等优势，随着我国炼钢技术提升，喷煤比 (kg/t，即生产 1 吨生铁需要多少公斤喷煤) 不断提升，我们估计 2009 年全国喷煤比 145kg/t，世界先进水平 266kg/t，还有较大提升空间。华东地区钢铁厂喷煤比要高于全国平均水平，例如宝钢喷煤比 200kg/t。

表 7：生铁冶炼耗煤计算

生铁产量 (万吨)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
上海	1,582.89	1,639.13	1,790.36	1,735.87	1,787.48	1,841.10	1,896.34	1,953.23
江苏	2,697.28	3,352.85	3,802.15	3,857.81	4,590.16	4,911.47	5,255.27	5,623.14
安徽	1,105.71	1,182.19	1,517.70	1,637.23	1,661.63	1,744.71	1,831.95	1,923.54
河南	1,064.85	1,526.34	1,974.95	1,715.98	1,944.63	2,100.20	2,268.22	2,449.67
湖北	1,453.29	1,583.16	1,679.79	1,893.36	1,956.70	2,034.97	2,116.37	2,201.02
合计	7,904.02	9,283.67	10,764.95	10,840.25	11,940.60	12,632.46	13,368.14	14,150.61
喷次比 (kg/t)	120.00	134.00	135.00	135.00	145.00	165.00	175.00	185.00
标煤使用量 (万吨)								

上海	189.95	219.64	241.70	234.34	259.18	303.78	331.86	361.35
江苏	323.67	449.28	513.29	520.80	665.57	810.39	919.67	1,040.28
安徽	132.69	158.41	204.89	221.03	240.94	287.88	320.59	355.86
河南	127.78	204.53	266.62	231.66	281.97	346.53	396.94	453.19
湖北	174.39	212.14	226.77	255.60	283.72	335.77	370.36	407.19
合计	948.48	1,244.01	1,453.27	1,463.43	1,731.39	2,084.36	2,339.42	2,617.86
折合原煤(万吨)	1,185.60	1,555.01	1,816.59	1,829.29	2,164.23	2,605.44	2,924.28	3,272.33
其中: 无烟煤(42%)	497.95	653.11	762.97	768.30	908.98	1,094.29	1,228.20	1,374.38
贫瘦煤(39%)	462.39	606.46	708.47	713.42	844.05	1,016.12	1,140.47	1,276.21
其它煤种(19%)	225.26	295.45	345.15	347.57	411.20	495.03	555.61	621.74

数据来源: SXCOAL, 上海证券整理及预测

综合火电、合成氨和生铁冶炼需求, 不考虑煤种 2010 年上述地区原煤需求量 43,358 万吨, 比较上述地区 2010 年原煤产量 41,300 万吨, 需要去外部调入 2,058 万吨, 而这是在不考虑其它行业煤炭消费情况下的结论。单就无烟煤而言, 仅合成氨和生铁冶炼行业 2010 年共计需要 2,737.92 万吨, 就接近五省市消费地尤其是华东消费地的煤炭大型企业生产量看, 焦作矿业 380 万吨, 永煤集团 1131 万吨, 神火股份 442 万吨, 皖煤集团 640 万吨(1280 万吨中一半无烟煤), 晋煤集团 3720 万吨、兰花科创 570 万吨, 合计 6,883 万吨。

按照 32% 无烟煤用于合成氨和生铁计算, 约 2,202 万吨, 加上其它企业供给, 区域内供需处于平衡状态。结论是兰花科创煤炭产品在上述地区即可被消化吸收, 产品不存在滞销风险。

2、与主要竞争对手比较分析

兰花科创最直接的竞争对手是同处晋城的晋煤集团, 两者处于同一矿区, 产品几乎完全相同。晋煤集团产能 3,720 万, 是兰花科创 570 万吨的 6.5 倍。他们生产的固定碳含量高、灰熔性高和产气量高“三高”无烟块煤, 最受合成氨化肥企业欢迎, 块煤销量占其总销量 37% 左右, 产品线以洗块煤、洗精煤和末煤为主。

阳泉煤业集团是中国无烟煤产量最大企业, 煤质优良, 广泛用于冶金、化工、电力、建材等行业, 主要销往华北地区、部分销往东北、华东和中南地区, 对华东无烟煤市场有一定影响。

焦作矿区也是著名的优质无烟煤矿区, 现在已进入衰退期, 产能 380 万吨。焦煤煤业集团交通方便, 洗精煤主要销往华东大钢厂和武钢。

神火股份和永煤集团同在河南商丘永城开采无烟煤, 09 年神火永城矿区生产 442.38 万吨。08 年永煤永城矿区产量 1131.1 万吨, 两者重点发展洗精煤, 主要用于冶金行业的高炉喷吹, 对华东市场有较大影响。

皖煤集团的无烟洗精煤绝大部分也进入华东市场, 京煤集团和宁夏煤业集团也是我国重要的无烟煤生产基地。京煤集团 2009 年生产无烟煤 513 万吨, 增产能力较小, 其国内市场主要在华北地区和辽宁省。宁夏煤业集团中的太西集团生产的无烟煤, 煤质特别优良, 受运

力限制，外运费用高。

表 8：主要竞争对手简介

最直接竞争对手	对手特征及影响	竞争差异
晋城煤业	拥有 3720 万吨产能、块煤销量占其总销量的 37% 左右，	与兰花同，用于煤化工。
次级竞争对手		
阳煤集团	拥有可采储量 79.68 亿吨，10 个在产矿、7 个兼并矿、1 个基建矿。	主要销往华北地区，
焦作煤业	进入资源枯竭期，产量较小 380 万吨/年	重点在喷吹煤
永煤集团和神火股份	矿井同处永城，优质无烟煤，接近华东市场	重点在喷吹煤
皖煤集团	生产贫瘦煤和无烟煤、1/3 焦煤。旗下恒源煤电 10 年计划产量 1280 万吨。	主要销往华东地区

资料来源：公司年报，上海证券整理

3、煤炭高价格、高毛利，公司的利润基石

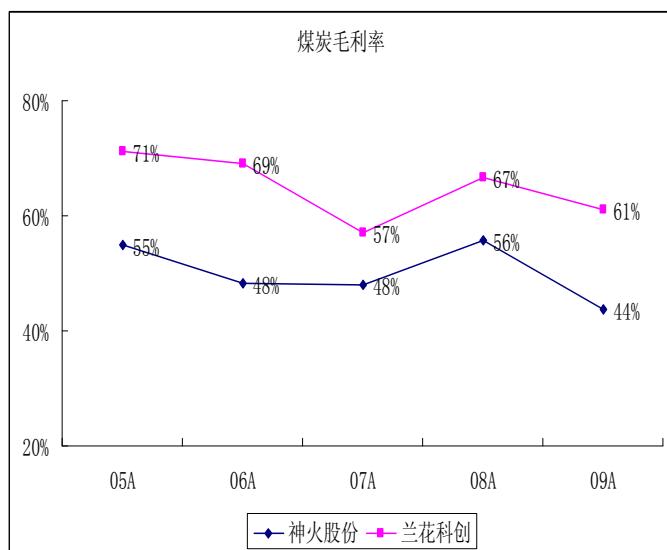
无烟煤炭开采洗选后，分为洗大块、洗中块、洗小块和沫煤。其中沫煤价格最低，但普通烟煤相比，无烟沫煤价格也更高。以 2010 年 8 月 23 日价格比较，晋城无烟末煤（坑口，不含税）564 元/吨，大同动力煤（6000 大卡，坑口不含税）465 元/吨，晋城无烟末煤价格要高出 99 元/吨，即无烟末煤也要较优质的烟煤动力煤价格高。

1H2010 年公司吨煤售价 680 元（税后），成本 275 元，毛利 405 元，公司煤炭毛利率保持在 60% 左右，显著高于动力煤毛利率水平，也高于同类可比公司毛利水平，这源于公司较好的开采条件和较低生产成本。

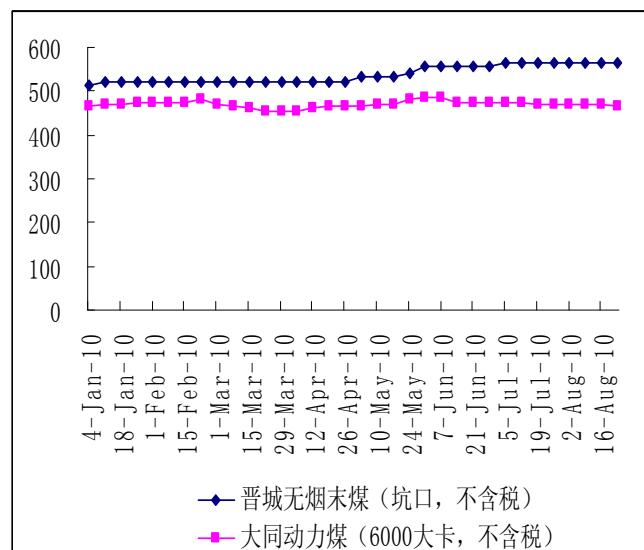
尽管煤炭业务收入占总收入的 65%，但税后净利润占总净利的 96.5%，是公司的利润基石。

公司煤炭价格稳定，且呈小幅上涨；除原有 570 万吨无烟煤产量稳定外，11 年公司将新增焦煤 60 万吨（约 50% 权益），12 年新增焦煤 90 万吨（约 50%），气煤 90 万吨（100%）。公司煤炭业务利润稳步增长，不考虑亚美大宁投资收益前提下，我们测算，归属公司净利润 2010 年 13.45 亿元，11 年 13.99 亿元，12 年 15.57 亿元。

图 1：无烟煤毛利率对比



数据来源：公司年报，上海证券研究所整理



数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测

4、亚美大宁股权有进展、争执尤在

2010 年 5 月 27 日兰花和亚美大宁香港控股达成意向协议，转让 10% 股权给兰花，如满足两个条件多转让 1% 股权：1、在 2010 年 7 月 31 日当日或之前，买方使目标公司的业务在现开采 3 号煤层的基础上，扩展到涵盖现有矿区范围内 3 号煤下层的 7 号和 15 号煤，并确保目标公司取得勘探开采该煤层的相应权利。目标公司合作各方将在目标公司取得前述权利后进行增资；2、在 2010 年 7 月 31 日当日或之前，买方使目标公司的营业期限延长 20 年至 2045 年。

若兰花取得 11% 股权，则亚美大宁矿股权结构变为 47%、亚美大宁香港控股 45%，晋城煤运 8%；

亚美大宁矿因为安全生产许可证到期从 7 月 1 日起停产，至今未能复产，原因是股权纠纷仍未能解决，兰花将在 11% 股权的对价和满足两个条件下与外资股东亚美大宁香港控股展开激烈博弈。

11% 股权对价分析和对 11 年兰花业绩影响？

亚美大宁为年产 400 万优质无烟煤的外资控股矿井，泰国万浦占 56%，兰花科创 36%，晋城煤运占 8%。2008 年泰国万浦以 4.3 亿美元收购亚美香港公司 78% 股权，成为实际控制人。则泰国万浦在亚美大宁实际权益 43.6%，2009 年亚美大宁净利润 11.77 亿元，归结为泰国万浦 5.13 亿。假设亚美香港公司没有除大宁矿其它业务，则泰国万浦可以在 5.7 年后收回投资。

若以 09 年净利润为标准，以 5.7 倍 PE，若按 11% 股份计算，对价 7.4 亿元。

我们判断 11% 股权收购最快在 2010 年年底才能完成，假设 2011 年并表，亚美大宁吨煤净利润约 300 元，400 万吨产量，净利润 12 亿元，11% 股权增加净利 1.32 亿元，按 571.2 百万股计算，增加

EPS0.23元。

对投资者而言，最重要的是这11%股权的对价，有待后续关注分析，对价大小也将显示公司管理层对未来煤炭市场的预期。

考虑到亚美大宁股权悬而未决，我们在做盈利预测时，仍然将其做为权益投资（36%）处理，待公司取得控制权，再调整合并报表。

四、尿素和甲醇：严冬下的一丝春暖

公司拥有116万吨尿素产能，新增在建50万吨；甲醇30万吨，在建10万吨；二甲醚10万吨。目前均有产能过剩现象，销售价格低于成本，出现严重亏损。拥有主要尿素产能的子公司兰花科创化肥公司，2010年上半年亏损7471万；生产二甲醚的子公司兰花清洁能源公司上半年亏损6900万。

晋城市节能减排检查，公司部分化肥和化工生产装置停车，招致更大损失，今年将是公司化肥和化工亏损最严重的一年。根据我们测算2010年归属于兰花科创的化肥和化工亏损4.93亿元、2011年亏损2.99亿元，2012年亏损2.03亿元。

1、尿素：淘汰落后产能看到行业新希望

尿素行业寒冬下的一抹春暖，因为我们看到行业供给结构转变，气头优势不在，小装置关停。尽管当前生产企业亏损者众，销售价格久处生产成本之下。

1) 长期生产成本显示当前尿素价格已是地板价

在产能利用率100%，原料煤650元、天然气1.3元，中东0.48元为前提下我们计算得出下述尿素成本，天然气每上涨0.1元，尿素上涨53元。假设煤价不变，当天然气价格上涨至1.7元/立方时，气头成本将与煤头相同。

表 9：尿素生产成本对比

尿素成本	气头制尿素	煤头制尿素	中东气头制尿素
直接原料及动力成本	731.29	927.26	376.54
设备折旧	228.30	260.70	228.30
修理费	25.00	38.46	25.00
工资及福利	22.50	30.77	153.00
其它制造费用	100.00	100.00	100.00
销管费用等	391.23	367.42	236.98
完全成本	1,498.32	1,724.61	1,119.82

资料来源：行业数据，上海证券研究所预测

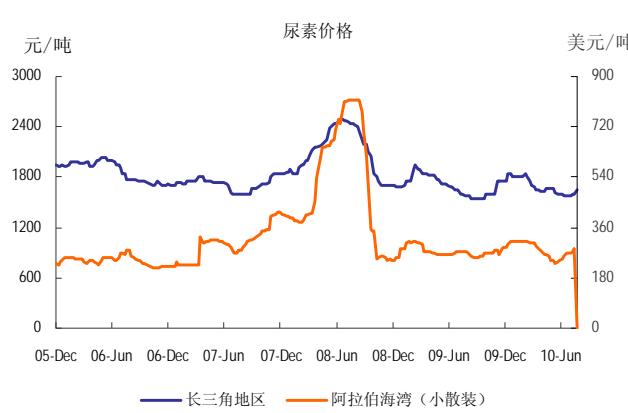
从上述数据对比中我们发现中东地区气头制尿素成本较我国煤头低约605元；国内气头成本较煤头低266元，低廉的天然气价格是

低成本的关键。

近期国内气头尿素纷纷气改煤，气头尿素原来的成本优势已不在，主要源于天然气涨价和短缺，未来天然气价仍然有较大上涨可能，国家逐步取消尿素企业的优惠气价，气头企业未雨绸缪。当前理论上气头较煤头成本低 266 元，但天然气短缺导致的低开工率增加了生产成本，实际优势并没有这样大。

当前尿素销售价格 1650 元/吨（小颗粒），而煤头完全成本 1724 元，气头 1498 元。销售价格已经久处成本以下，生产成本绝对当前已是尿素地板价，尿素装置开工率 75%，而正常状态 85%，甚至达到 95%。

图 3：国内外尿素价格



数据来源：公司年报，上海证券研究所整理



数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测

2) 国内外需求无法化解过剩，削减供给唯一出路

尿素产能过剩已是一个行业常识，2010 年产能过剩约 1700 万吨（产能-实际需求量（包含国内、国外两个市场）），2010 年产能 7000 万吨，国内农业需求 4100 万，工业 800 万吨，出口 400 万吨。

需求端：国内农业尿素年新增用量 100 万吨左右，有些地区用量甚至出现下降；工业用量：人造板年消耗量 500 万吨，三聚氰胺用量 246 万，加上其它总计约 800 万吨。

国际市场：主要进口国美国 09 年进口 430 万，印尼进口 530 万吨，越南 110 万、印度 530 万吨，孟加拉 70 万吨。进口国需求基本稳定，并无显著增长。

主要出口国俄罗斯 09 年出口 500 万吨，10 年持平；印尼出口将持续增加，阿曼新增 110 万吨出口量。国际市场的需求未见显著增长，供应进一步增长。

中国近几年尿素出口量在 350 万---450 万吨之间，难以指望国际市场消化中国过剩产能，剩下唯有压缩国内产能。

3) 气头和煤头小装置将是调整牺牲品

行业结构和原料决定气头尿素和煤头小装置将是调整牺牲品。公

司是第 8 大生产尿素生产企业，产能 120 万；最大产能是山东鲁西化工集团 185 万吨。超百万吨 17 家。前十大企业产能占全国 19.72%，尿素企业产能分散、地域分散。四川和重庆全部为气头，四川 9 家，重庆 4 家，合计产能 690 万。由于天然气价格上涨和供应紧张，气头尿素只有改换煤或者关停，四川和重庆缺煤又是一个挑战。全国产能小于 10 万吨的企业有 21 家，但单个装置小于 10 万吨数量远不止这些，例如总产能 100 万吨企业，可能也会有小于 10 万吨的单个装置，这些小装置因为生产成本较高亦是关停对象。

表 10：尿素行业结构

指标	煤头	气头	油头
企业数量	142	31	2
产能（万吨）	4695	1946	52
小于等于 10 万吨		21 家	
最大 VS 最小	185 万吨 VS 7 万吨		

数据来源：百川资讯 上海证券研究所整理

除却经济性考虑，政府节能减排要求，亦使小装置难以维持。尿素生产属高耗能、高污染行业，政府限电和惩罚性高电价更添加成本。

中石化计划 2015 年之前退出尿素市场，旗下煤头、气头和油头尿素合计 412 万吨，其中旗下金陵石化、镇海炼化合计 112 万吨已退出，中石化九江公司 52 万计划三季度退出。

2、甲醇：政府热情，企业寒冷

甲醇是一种重要的化工中间体，亦可直接做燃料使用，产业链延伸较长。生产甲醛（占甲醇消耗量 45%）、二甲醚、甲酸甲酯、甲胺、碳酸二甲酯、乙二醇等等。按比例 5%、15%、25% 和 85% 渗入汽油，称为甲醇汽油。下游二甲醚可以替代柴油。

1) 国内外供过于求、国外成本优势显著

现状是：国际市场供大于求，以伊朗、沙特等为主要出口国产能达到 2978 万吨，廉价天然气使其产品极有竞争力。

截至 2010 年上半年国内甲醇 3086 万吨，产能快速扩张，即使 09 年低点亦有 12.4% 增速。预计 2010 年国内甲醇需求量 1,415 万吨，过剩 1,671 万吨，处于严重过剩。

从下表中我们可以看到国内甲醇企业普遍规模较小，36.5% 的装置都在 20 万吨以下，导致和国外大装置相比，成本处于劣势。

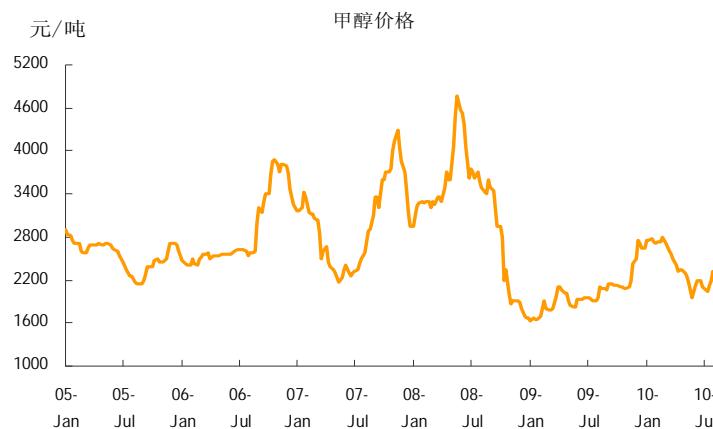
表 11：甲醇行业结构

指标	企业数量	占全国 (%)	产能	占全国 (%)
产能 ≥ 20 万吨企业	52	18.4	1961	63.5
产能 ≥ 10 万吨 < 20 万吨企业	42	14.9	502	16.3
产能 ≥ 3 万吨 < 10 万吨企业	92	32.6	484	15.7
产能 ≤ 3 万吨企业	96	34	139	4.5

数据来源：百川资讯 上海证券研究所整理

国外企业拥有巨大成本优势，但从制造成本看国外气头甲醇仅是我国的 50%，因为天然气价格便宜，0.48 元/立方。中东和马来西亚装置大多在百万吨级，生产的甲醇国内无法消耗，主要销售目标就是中国，出口到中国的到岸价不到 1,900 元/吨，而国内煤头甲醇的完全成本 2,200 元/吨，气头略低。1-7 月份国内进口 279 万吨，国内要求政府制裁国外反倾销的呼声日烈。

图 5：国内甲醇价格



数据来源：公司年报，上海证券研究所整理

甲醇当前价格 2,068 元/吨（不含税），而甲醇完全成本，煤头 2,200 元/吨，气头 2,050 元/吨。企业普遍亏损，开工率 30% 左右。

表 12：国内外甲醇成本对比

甲醇成本	煤制甲醇成本	国内气制甲醇成本	国外气头甲醇成本
原料及动力成本	1,365.67	1,340.50	564.28
设备折旧	243.75	200.00	133.00
修理费	100.00	50.00	50.00
工资及福利	100.00	100.00	111.50
其它制造费用	100.00	100.00	50.30
制造成本	1,909.42	1,790.50	909.08

资料来源：行业数据，上海证券研究所预测

2) 政府发展甲醇热情、企业处境艰难

政府发展甲醇展现现热情，以公司所在地晋城市政府为例，晋城市提出“十二五”期间，工作重点转向发展以醇醚燃料为主的碳化工，形成煤肥电和醇醚烃及精细化工并举的产业链条，形成以煤制油、煤制烯烃、煤制天然气、煤制乙二醇等为主的新型煤化工产业集群。对比其“十一五”与“十二五”规划，发现尿素 600 万目标未变，甲醇增长 200 万吨。

表 13：国内甲醇行业结构

原料	企业数	占全国%	产能(万吨)	占全国%
煤企业	229	81.2	2068	67

天然气企业	32	11.3	739	23.9
焦炉气企业	21	7.5	279	9.1

资料来源:行业数据,上海证券研究所预测

3) 出路: 淘汰小产能、开拓需求、抵制倾销

据统计 10 万吨以下产能 623 万, 占总产能 20.2%, 属于被淘汰对象(尿素联醇除外), 国内天然气制甲醇不具备成本优势, 亦属于淘汰之列。

甲醇下游广泛, 市场现在关注其下游二甲醚、甲醇汽油以及煤制烯烃。

二甲醚:

一种重要的化工原料, 可以制乙酸乙酯、乙酐、醋酸乙烯等等, 也可以直接做为燃料使用。二甲醚目前主要用于掺混石油液化气, 消费量占总消费量 80%。二甲醚的热含量只有 LPG 的 70%, 但二甲醚具有燃烧效率高等优点, 价格约是 LPG 的 80%; 目前国内二甲醚产能约有 803 万吨左右, 1 吨二甲醚消耗 1.41 吨甲醇, 总计需 1,132 万吨甲醇。

新进展: 广东和河南等地即将制定出标准, 规定二甲醚掺混 LPG 的比例标准。

甲醇汽油:

山西和陕西已推广甲醇汽油试点成功、江苏、浙江、宁夏、四川等省将要试点或准备试点, 若进展顺利, 全国将会有 15 个省推广和试点甲醇汽油, 但是因低比例甲醇掺入标准《M15 甲醇汽油国家标准》尚未出台, 不确定因素依然存在。

甲醇制烯烃:

由甲醇生产乙烯和丙烯, 每吨乙烯和丙烯消耗 3 吨甲醇, 2010 年神华包头煤制烯烃(60 万吨), 大唐多伦(46 万吨)和神华宁煤煤制烯烃(50 万吨)投产后, 煤制烯烃总产能达到 156 万吨。

其下游聚烯烃据中国石油和化工工业联合会研究称, 从 2012 年到 2016 年, 国内仍将有 500 万吨/年的缺口。

一些地方企业亦准备上马新产能, 如河南煤业化工集团和中石化签订制烯烃协议; 山西兰花集团与中石化签订协议在晋城建设 180 万吨甲醇、60 万吨烯烃项目。

若神华和大唐项目经一定时间运营, 保证装置运营稳定, 证明其在经济上确实优势, 则甲醇制烯烃将为甲醇消费打开出路。

五、商品价格预测说明和财务状况分析

1、煤炭、尿素和甲醇价格预测说明

公司生产的无烟煤广泛用于化工、火电和冶金行业, 拥有便捷的

交通条件，可以及时将煤炭付运到客户手中。公司产能较大，供应稳定，煤质有保证。无烟煤具有一定稀缺性，销售价格保持持续上涨趋势，我们预计 2010 年 670 元/吨、11 年 680 元、12 年 690 元。

尿素和甲醇进入较长的消耗过剩产能时段，伴随过剩产能下降，价格将逐渐回升，我们预计尿素 2010 年 1,680 元/吨、11 年 1,800 元、12 年 1,860 元；甲醇 2010 年 1,900 元/吨、11 年 2,136 元、12 年 2,564 元。

考虑到亚美大宁股权悬而未决，我们在做盈利预测时，仍然将其做为权益投资（36%）处理，待公司取得控制权，再调整合并报表。

2、现金流与利润率

公司总体资产负债率保持稳定，基本在 50% 以下水平。净负债率 ((现金—长短债) / 权益)，05 和 06 年净现金（即现金大于长短债），07 年净负债率 22%、08 年 26%、09 年 30%、10 年 21% 以后持续下降。07 年转为净负债，主要因为公司加大对化肥和化工等投资，06 年投资 9.96 亿、07 年 9.55 亿、08 年 7.99 亿、09 年 6.71 亿元，我们预计以后投资仍将保持在 9 亿元/年左右，但净负债率将下降，因为企业经营现金流增加、利润增加权益等。

近年来公司的自由现金流除 07 年为负以外，其余年份均为正数，这得益于公司煤炭业务所产能的强劲经营现金流，随煤炭销售量增加、资本支出保持稳定，公司的自由现金流将持续增长。我们预计 2010 年自由现金流 9.94 亿元、2011 年 10.81 亿元和 2012 年 14.85 亿元。

受化肥和化工拖累，预计 2010 年是公司总体毛利率低点，我们预计 34.5%，11 年和 12 年陆续上升，08 年公司总体毛利率达到 48.1%。

图 6: 净现金与自由现金流

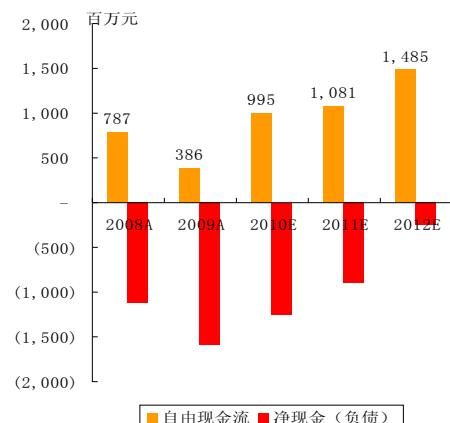
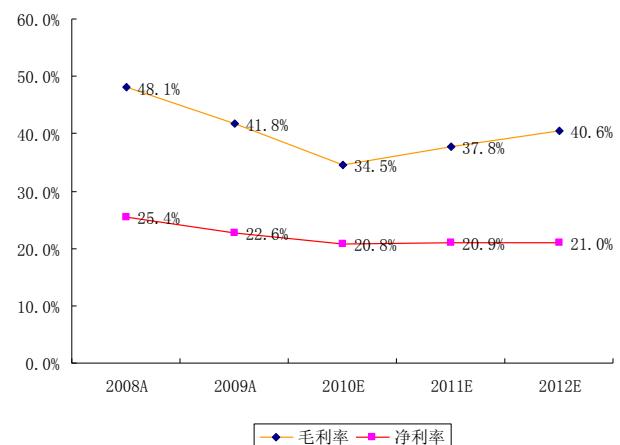


图 7: 毛利率与净利率



数据来源：公司年报，上海证券研究所整理

数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测

3、煤炭股中最具高分配送转潜能

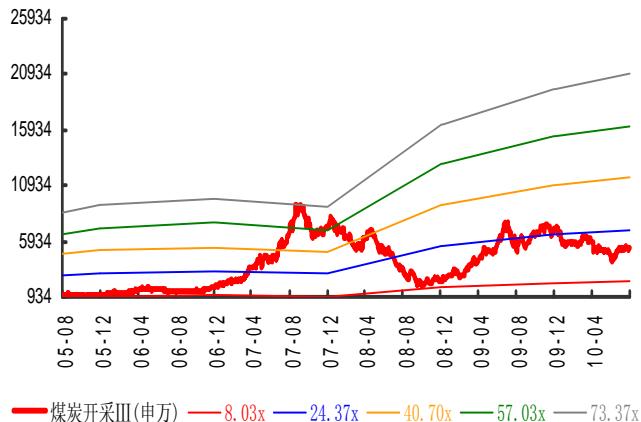
以母公司资产负债表看，兰花科创具有所有煤炭股中最高的每股未分配利润 7.39 元/股，较第二为冀中能源 4.13 元/股，高出 3.26 元/股。同时公司每股资本公积 1.20 元，每股盈余公积 1.07 元，与同业公司比也处于较高水平，三项之和 9.66 元/股，高于新近上市的昊华能源的 9.60 元/股，因其刚上市其每股资本公积 7.11 元/股。

因此兰花科创具有高分配送转的必要条件，在煤炭板块中最具高分配送转潜能

六、整个市场与煤炭板块讨论

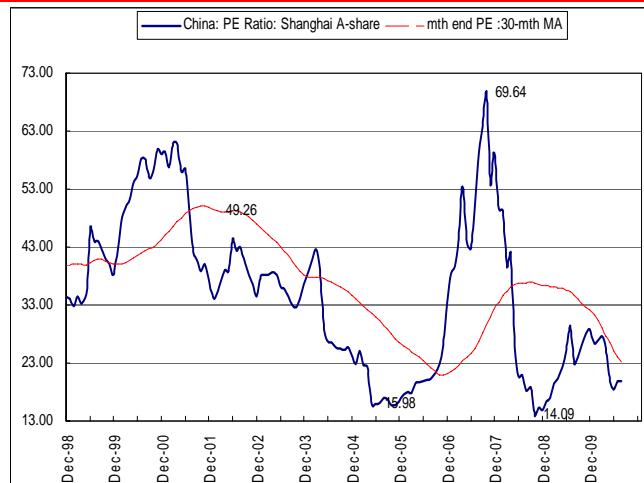
从上证 A 股整体市盈率看，当前估值水平低于历史均值，当前 PE19.95 倍，30 个月移动平均值 23.14 倍，从图形上亦可以看到这一点。因此上证 A 股并未高估，当前市场低迷主要出于对宏观调控和经济刺激政策退出后经济放缓的担忧。

图 8: 煤炭板块 PE



数据来源：公司年报，上海证券研究所整理

图 9: 上证 A 股 PE



数据来源：SXCOAL，上海证券整理及预测

从煤炭 PE BAND 看，以 24.37 倍线为分界，05 年 8 月至 07 年 4 月，煤炭估值低于此线。07 年牛市中煤炭板块估值快速上升，08 年危机后绝大部分时间低于此线，板块 2010 年动态市盈率 15 倍左右，属于可投资范围。

七、投资风险分析

1、宏观调控，煤炭需求放缓风险

煤炭需求与宏观经济紧密相连，当期国家淘汰落后产能，下游钢铁等行业需求受到影响，经济刺激政策退出，固定资产增速显著放缓，煤炭需求可能存在不确定因素。

2、公司化肥化工业务停产时间超预期风险

受晋城市节能减排检查影响，公司部分化肥和化工业务目前处于停产状态。我们在盈利预测中将停产时间假设为 3 个月，若超出此时间，公司的亏损会进一步增大。

3、短期股价波动风险

损益表(合并报表)

资产负债表

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,912	5,616	6,171	7,210	8,363	流动资产					
营业成本	(2,551)	(3,267)	(4,045)	(4,487)	(4,970)	现金	835	1,444	1,626	2,195	3,026
营运成本	(860)	(915)	(742)	(912)	(1,058)	存货	592	471	582	646	716
营业税金及附加	(55)	(74)	(73)	(90)	(105)	应收票据	101	293	322	376	437
销售费用	(211)	(215)	(195)	(240)	(278)	应收账款	41	21	23	27	32
管理费用	(594)	(626)	(474)	(582)	(676)	预付账款	479	471	517	604	701
联营合营投资收益	269	425	378	432	432	其它流动资产	111	691	759	887	1,029
非营运利润	(99)	(97)	-	-	-	固定资产	4,600	5,469	5,834	6,131	6,406
财务费用	(95)	(147)	(167)	(169)	(181)	无形资产	1,510	1,792	1,805	1,817	1,829
税前利润	1,576	1,615	1,595	2,073	2,585	长期投资	483	727	798	933	1,082
所得税	(351)	(402)	(399)	(518)	(646)	投资性地产	18	16	16	16	16
少数股东权益	24	57	90	(45)	(186)	其它长期资产	203	228	250	293	339
净利润	1,249	1,271	1,287	1,510	1,753	资产合计	8,972	11,623	12,534	13,926	15,612
EBITDA(扣除投资收益)	1,857	1,863	1,956	2,451	2,999	流动负债					
EBIT(扣除投资收益)	1,501	1,434	1,384	1,810	2,335	银行借款	721	1,740	1,435	1,548	1,638
						应付账款	676	897	1,111	1,233	1,365
主要财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	应付票据	8	8	10	12	13
同比 (%)						预收账款	751	634	785	871	965
毛利	45	(0.53)	(9.47)	28.04	24.62	其它流动负债	849	1,007	1,246	1,383	1,532
EBITDA(扣除投资收益)	45	0.30	5.03	25.27	22.37	长期借款	1,236	1,293	1,435	1,548	1,638
EBIT(扣除投资收益)	44	(4.47)	(3.45)	30.75	28.97	其它长期负债	90	155	192	212	235
利润率 (%)						负债合计	4,332	5,735	6,214	6,806	7,386
毛利	48	42	34	38	41	股本	571	571	571	571	571
EBITDA(扣除投资收益)	38	33	32	34	36	储备	3674	4739	5262	6017	6936
EBIT(扣除投资收益)	31	26	22	25	28	股东权益	4246	5310	5833	6588	7507
其它 (%)						少数股东权益	394	578	488	533	719
有效税率	22	25	25	25	25	合计					
派息率	28	13	25	25	25	营运资金	(961)	(600)	(948)	(957)	(960)
平均净资产收益率	34	27	23	24	25	净现金(负债)	(1,122)	(1,589)	(1,243)	(901)	(251)
平均总资产收益率	16	12	11	11	12	净负债 (%)	-26%	-30%	-21%	-14%	-3%
利息覆盖倍数(倍)	16	10	8	11	13						

现金流量表

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,576	1,615	1,595	2,073	2,585
所得税支出	(367)	(402)	(399)	(518)	(646)
折旧与摊销	356	429	572	640	664
营运资本减(增)	422	(361)	348	8	4
其它调整	(402)	(224)	(222)	(222)	(222)
经营现金流	1,585	1,057	1,895	1,981	2,385
资本支出	(799)	(671)	(900)	(900)	(900)
净投资	(974)	(330)	(400)	(400)	(400)
投资现金流	(1,773)	(1,001)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
负债增长(减少)	128	982	(164)	226	181
权益增长(减少)	46	50	50	50	50
股利支出	(278)	(479)	(299)	(389)	(485)
财务现金流	(104)	553	(414)	(113)	(254)
自由现金流	787	386	995	1,081	1,485
现金增加(减少)	(291)	610	181	569	831

股票名	代码	货币	国内市场估值			EPS			PE		
			股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E	10	12
中国神华	601088.	CNY	24.47	1.52	2.05	2.46	16	12	10		
中煤能源	601898.	CNY	10.08	0.50	0.70	0.85	20	14	12		
兖州煤业	600188.	CNY	18.67	0.79	1.34	2.23	24	14	8		
西山煤电	000983.	CNY	21.62	0.71	1.18	1.62	31	18	13		
平煤股份	601666.	CNY	18.55	0.78	1.28	1.38	24	15	13		
大同煤业	601001.	CNY	16.84	0.89	0.85	1.17	19	20	14		
潞安环能	601699.	CNY	37.92	1.83	2.61	2.91	21	15	13		
冀中能源	000937.	CNY	28.78	1.39	2.27	2.42	21	13	12		
开滦股份	600997.	CNY	16.03	0.67	0.80	1.10	24	20	15		
神火股份	000933.	CNY	20.47	0.57	1.19	1.66	36	17	12		
国投新集	601918.	CNY	12.57	0.45	0.75	1.08	28	17	12		
露天煤业	002128.	CNY	23.14	0.73	1.17	1.50	32	20	15		
国阳新能	600348.	CNY	16.70	0.77	1.05	1.08	22	16	16		
恒源煤电	600971.	CNY	30.78	1.41	2.15	2.23	22	14	14		
盘江股份	600395.	CNY	21.06	1.01	1.28	1.89	21	16	11		
均值							24	16	13		

数据来源：公司报告，上海证券研究所整理及预测

产品

2010E

2011E

2012E

销量(万吨)

无烟煤	570	570	570
焦煤		60	150
气煤			40
尿素	110	120	120
甲醇	14	19	19
二甲醚	9	10	10

单位收入(元)

无烟煤	670	680	690
焦煤		780	790
气煤		400	460
尿素	1,680	1,800	1,860
甲醇	1,900	2,136	2,564
二甲醚	2,800	3,000	3,419

单位成本

无烟煤	275	285	295
焦煤		285	295
气煤		285	295
尿素	1,725	1,645	1,666
甲醇	2,280	2,215	2,251
二甲醚	3,072	2,969	3,019

分析师承诺

分析师：朱洪波

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。