

投资评级

**买入**

 首次  
 覆盖

# 央企煤电联营+煤炭资产整合，低估值中煤值得期待

**股票数据**

6个月内目标价(港元)	4.93
06月16日收盘价(港元)	3.68
52周股价波动(港元)	3.28-4.88
总股本/流通H股(百万股)	13259/4107
总市值/流通市值(港元)	73605/15113

**主要估值指标**

	2016	2017E	2018E
市盈率	21.0	10.6	9.5
市净率	0.5	0.5	0.5
市销率	0.70	0.59	0.56
EV/EBITDA	9.6	7.2	6.2
分红率(%)	—	—	—

**相关研究**
**投资要点:**

- 神华集团、国电集团如果合并，中煤能源有望转型成为公用事业公司。** 中国神华、国电电力5日齐停牌，据彭博新闻社消息，国家准备合并神华集团与国电集团，目前商谈处于初步阶段，最终未必合并，国资委及两集团均未回应寻求评论的请求。此前国资委6月2日已提出相关构想。神华国电若合并，则意味着央企煤电联营的开始，作为煤炭唯一剩下的央企——中煤能源很可能和其他的电企合并，否则剩下的电厂和煤企都无法和煤电联营的中国神华做公平竞争，因此，我们认为，中煤能源和电力公司的整合可以预期。
- 央企煤炭资产整合推进。** 16年7月成立央企煤炭资产整合平台——国源煤炭资产管理有限公司，煤炭资源整合方面由中煤集团主要负责，16年8月国投煤炭资产无偿划入平台公司（国投划转潜在增加产能5000余万吨，其中，新集能源产能2395万吨），拉开整合序幕，17年5月保利能源无偿划转中煤集团（产能2485万吨，其中焦煤795万吨），持续推进整合。我们认为，国家重视央企煤炭资产整合，未来中煤集团及中煤能源或持续受益。
- 公司煤矿产能置换获批。** 公司是我国第二大煤炭央企，资源储备丰富，拥有五大煤炭生产基地，产能超1亿吨。据公司年报，母杜柴登煤矿（600万吨），纳林河二号井（800万吨），大海则煤矿（1500万吨）等产能置换均已获发改委批复，同时，葫芦素煤矿（1200万吨）、门克庆煤矿（1300万吨）首采工作面投入试运转。另外，公司仍有在建矿：小回沟煤矿（300万吨，我们预计17年底-18年初投产）、玉泉煤矿（150万吨）、106煤矿（120万吨）。
- 盈利与估值。** 神华集团、国电集团或合并已经开启煤电联营模式，而地方煤炭企业几乎不可能和央企电厂整合，下一个最有可能的就是央企中煤能源。一旦成为公用事业公司，中煤能源盈利的稳定性和竞争力完全有望比肩中国神华，港股0.5倍PB也将缩小和中国神华估值的价差，最后有望形成类似神华AH股的估值关系。我们预计公司17-19年EPS分别为0.30/0.34/0.38元。港股煤炭行业可比公司2017Q1平均PB估值为0.8倍，中煤H股17Q1净资产为6.6元（即7.59港元），我们给予中煤H股17Q1净资产0.65倍的PB估值，对应6个月目标价4.93港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：** 经济下行风险，煤价大幅下跌，行业政策变化风险，央企改革推进不达预期。

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:s0850515120001

分析师:李焱

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@htsec.com

证书:S0850516030001

联系人:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@htsec.com

**主要财务数据及预测**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	59270.87	60631.61	72363.13	76527.49	79342.20
(+/-)YoY(%)	-16.12%	2.30%	19.35%	5.75%	3.68%
净利润(百万元)	-2520.09	2026.53	4010.51	4501.97	5038.04
(+/-)YoY(%)	-428.70%	180.42%	97.90%	12.25%	11.91%
全面摊薄EPS(元)	-0.19	0.15	0.30	0.34	0.38
毛利率(%)	31.34%	33.50%	35.18%	34.59%	34.36%
净资产收益率(%)	-3.02%	2.36%	4.46%	4.77%	5.06%

资料来源: 公司年报(2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 大型煤炭央企，资源储量丰富 .....	5
2. 年产能超 1 亿吨，产能置换有序推进 .....	6
3. 煤价回升，盈利好转 .....	7
4. 煤化工量缩价升，煤制烯烃是主要盈利点 .....	9
5. 煤炭行业复苏，煤机或将受益 .....	11
6. 央企改革推进，中煤看点多 .....	13
6.1 央企煤炭资产整合平台 .....	13
6.1.1 平台成立，中煤集团受托管理 .....	13
6.1.2 16 国投新集+17 保利能源，央企煤炭资产整合拉开序幕 .....	13
6.2 神华集团、国电集团若合并，中煤整合或可期 .....	14
6.3 多措并举解决同业竞争 .....	15
7. 盈利与估值 .....	15
8. 风险提示 .....	16
财务报表分析和预测 .....	18

## 图目录

图 1	股权结构图 .....	5
图 2	主营收入占比 (2016 年) .....	5
图 3	煤价 16 年显著回升, 17 年高位震荡 .....	7
图 4	公司营业收入及归母净利润变化 (2013-2017Q1) .....	8
图 5	公司及全国煤炭产量情况 (2012-2016) .....	8
图 6	公司吨煤收入、成本、净利的变化情况 (2012-2017Q1, 元/吨) .....	9
图 7	近年聚乙烯产量与单位盈利情况 .....	10
图 8	近年聚丙烯产量与单位盈利情况 .....	10
图 9	近年尿素产量与单位盈利情况 .....	11
图 10	近年甲醇产量与单位盈利情况 .....	11
图 11	近三年煤炭行业主营业务收入情况 .....	12
图 12	近三年煤炭行业利润总额情况 .....	12
图 13	近三年盈亏煤企数量情况 .....	12
图 14	近三年煤炭行业资产负债率 .....	12
图 15	近三年公司煤矿装备业务数据 .....	12
图 16	港股煤炭公司 H/A 价格比率 .....	15

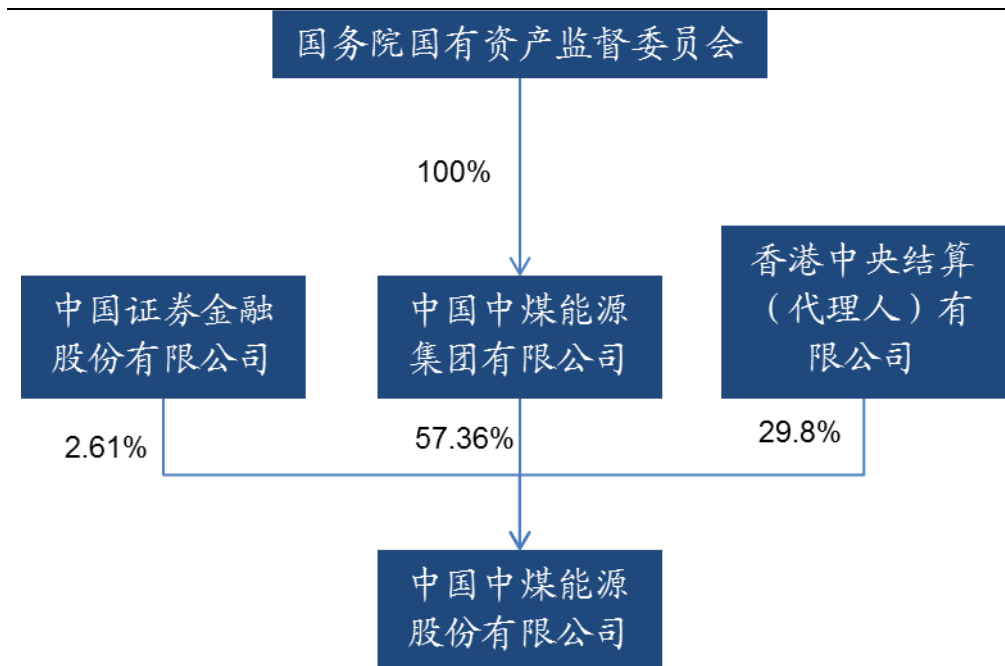
## 表目录

表 1	矿区储量列表（2016） .....	6
表 2	公司在产产能及分布情况（2016） .....	6
表 3	公司煤化工各产品产能产量情况（2016 年） .....	9
表 4	保利能源与新集能源煤炭产能划转情况 .....	14
表 5	2017 年国企改革推进案例 .....	14
表 6	港股煤炭公司 A/H 价差情况（2017-6-16） .....	16
表 7	公司业绩弹性测算 .....	16
表 8	盈利预测关键假设 .....	16
表 9	港股煤炭板块主要公司估值比较 .....	17

## 1. 大型煤炭央企，资源储量丰富

中国中煤能源股份有限公司是我国第二大煤炭央企——中煤集团控股的公司，于2006年8月22日发起设立，同年12月，公司在香港成功上市，并于2008年2月回归A股上市。公司是以煤炭、煤化工、电力及煤矿装备为核心业务的大型能源企业，拥有我国最大的煤矿装备业务。

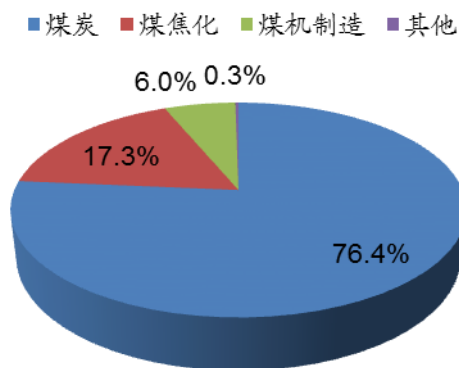
图1 股权结构图



资料来源：公司年报，海通证券研究所

目前，公司煤炭业务收入占比较高（76%），其次是煤焦化（即煤化工，占比17.3%）和煤机装备业务（占比6%）。

图2 主营收入占比（2016年）



资料来源：公司年报，海通证券研究所

公司是我国第二大上市煤炭企业（仅次于中国神华），资源储量丰富，拥有五大矿区基地（山西、蒙陕、江苏、黑龙江、新疆），主要煤种为动力煤和炼焦煤，资源储量236亿吨，可采储量139亿吨。

表 1 矿区储量列表 (2016)

矿区名称	资源储量/亿吨	可采储量/亿吨
山西	75.63	39.89
蒙陕	143.05	91.49
江苏	7.67	2.83
新疆	6.56	3.67
黑龙江	3.08	1.36
合计	235.99	139.24

资料来源: 公司 2016 年报, 海通证券研究所

## 2. 年产能超 1 亿吨, 产能置换有序推进

公司年产能为 1.3 亿吨, 权益产能 1.2 亿吨, 受 276 限产及去产能影响, 公司 16 年原煤产量 8099 万吨, 其中动力煤产量 7127 万吨, 炼焦煤 972 万吨。同时, 公司也是我国最大的煤炭贸易服务提供商之一, 16 年贸易量达 4820 万吨。

表 2 公司在产产能及分布情况 (2016)

地区	子公司	煤矿	煤种	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
山西	平朔公司	中煤平朔集团有限公司安太堡露天矿	动力煤	2000	2000
		中煤平朔集团有限公司安家岭露天矿	动力煤	3000	3000
		中煤平朔集团东露天煤矿	动力煤	2000	2000
		中煤平朔集团有限公司井工一矿	动力煤	1000	1000
		中煤平朔集团有限公司井工二矿	动力煤	1000	1000
		中煤平朔集团有限公司井工三矿	动力煤	1000	1000
	中煤华晋	中煤华晋能源公司王家岭煤矿	1/3 焦煤	600	306
		中煤华晋韩咀煤业有限公司韩咀矿	焦煤	120	61
		华宁焦煤有限公司崖平煤矿	焦煤	300	153
		东坡矿业	烟煤	270	270
唐山沟煤业	动力煤	120	96		
陕西	南梁矿业	动力煤	120	66	
	榆林能源化工	禾草沟煤矿	气煤	500	500
	江苏	上海大屯 (上海能源)	中煤大屯能源股份有限公司姚桥煤矿	1/3 焦煤和气肥煤	445
中煤大屯能源股份有限公司孔庄煤矿			1/3 焦煤和气肥煤	180	112
中煤大屯能源股份有限公司徐庄煤矿			1/3 焦煤和气肥煤	180	112
中煤大屯能源股份有限公司龙东煤矿			1/3 焦煤和气肥煤	120	75
合计				12955	12030

资料来源: wind, 海通证券研究所

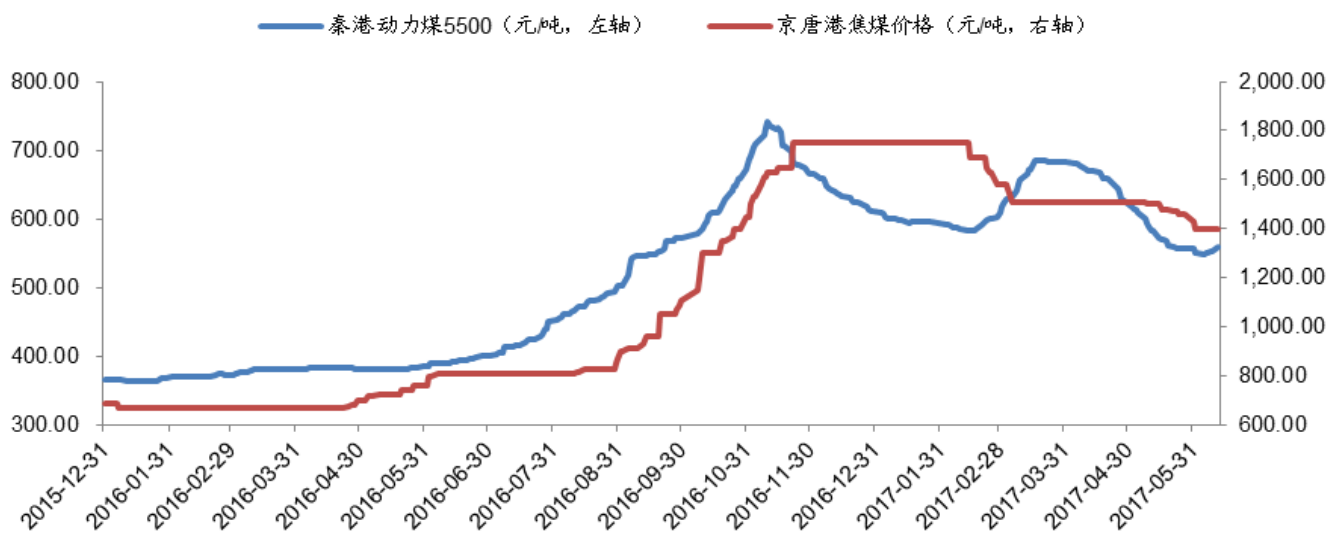
据公司年报, 公司所属母杜柴登煤矿 (600 万吨), 纳林河二号井 (800 万吨), 大海则煤矿 (1500 万吨) 等产能置换均已获发改委批复, 前期工作稳步推进, 同时, 中天合创 (公司占比 39%) 下属的葫芦素煤矿 (1200 万吨)、门克庆煤矿 (1300 万吨) 首

采工作面投入试运转。另外，公司仍有在建矿：小回沟煤矿（300万吨，我们预计17年底-18年初投产）、玉泉煤矿（150万吨）、106煤矿（120万吨）。

### 3. 煤价回升，盈利好转

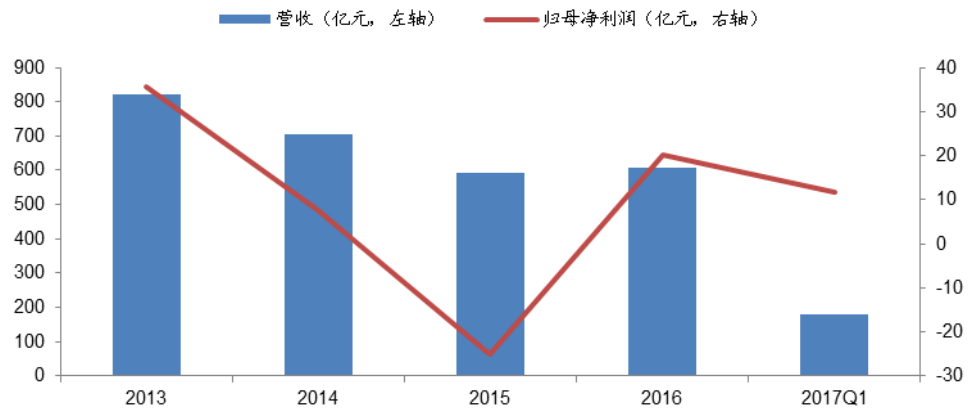
2016年国家积极推进煤炭行业的供给侧改革，受益276限产和煤炭去产能的有效执行（总理政府工作报告：全年去产能2.9亿吨，超额完成2.5亿吨的年度目标），16年全国煤炭产量33.6亿吨（wind数据），同比-10.2%，而煤价一改12年以来持续下跌的态势，实现触底回升，并在三季度末开启快速上涨（秦港动力煤5500KC一度上涨至740元/吨），秦港动力煤（5500KC）全年均价达475元/吨，同比+15.5%，焦煤16年均价达969元/吨，同比+18.5%。

图3 煤价16年显著回升，17年高位震荡



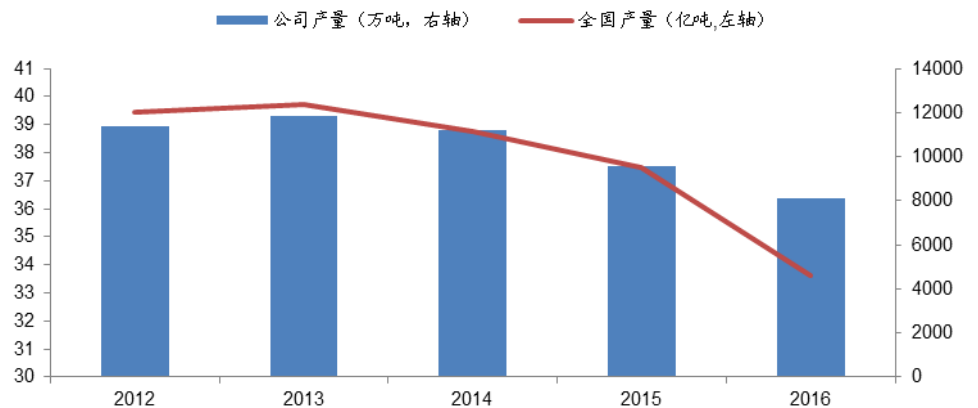
资料来源：wind数据，海通证券研究所

受煤价回升影响，公司16年营业收入606亿元，同比+2.3%，归母净利润20.3亿元，同比增加45.5亿元，大幅扭亏，17Q1公司营业收入178.6亿元，同比+43%，环比Q4+19%；归母净利润11.7亿，同比增加13.9亿，扣非后为10.9亿，同比增加13.7亿。

**图4 公司营业收入及归母净利润变化 (2013-2017Q1)**


资料来源：公司年报（2013-2016）及 2017 一季报，海通证券研究所

公司 16 年原煤产量 8099 万吨，同比-15%，贸易量达 4820 万吨，同比+33.6%，总销量达 1.32 亿吨，同比-3.9%。

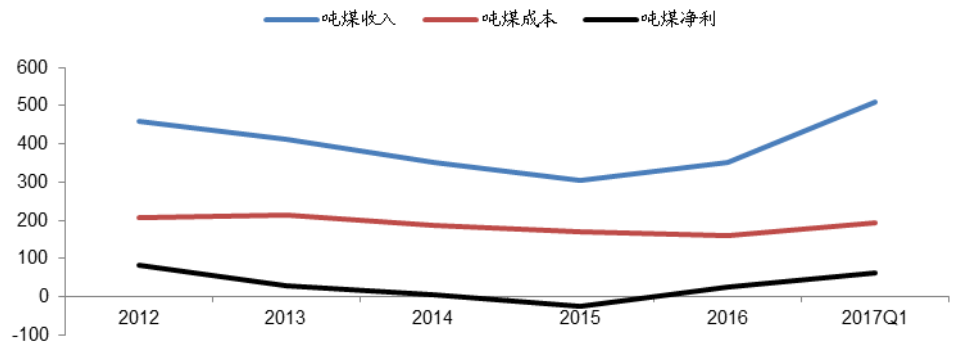
**图5 公司及全国煤炭产量情况 (2012-2016)**


资料来源：公司年报，海通证券研究所

16 年公司自产煤吨煤售价为 350 元/吨，同比+19%，吨煤成本 157 元/吨，同比-6%，吨煤净利润（归母）25 元/吨，同比增加 51 元/吨。其中 Q4 原煤产量 2092 万吨，同比-12.4%，吨煤净利润（归母）约达 54 元/吨。2017 年计划生产原煤 8000 万吨，较 16 年实际产量微幅下降。

17Q1 完成煤炭产量 1926 万吨，同比-6%，煤炭销量 2787 万吨，同比-8%。自产煤吨煤售价为 510 元/吨，同比+232 元/吨（84+%），吨煤成本 195 元/吨，同比+55 元/吨（+39%），按产量口径，吨煤净利润（归母）达 60.8 元/吨，同比增加 71.7 元/吨，环比 Q4 增加 6.8 元/吨，较 16 年全年均值增加 35.8 元/吨。我们认为，17 年煤价将高位震荡，较 16 年仍将有显著涨幅，因而虽成本有所上涨，公司业绩仍将持续改善。



**图6 公司吨煤收入、成本、净利的变化情况 (2012-2017Q1, 元/吨)**


资料来源: 公司年报 (2012-2016), 公司 2017 一季报, 海通证券研究所

#### 4. 煤化工量缩价升, 煤制烯烃是主要盈利点

因化工产品售价同比下降, 2016 年, 公司煤化工业务营业收入 105.49 亿元, 同比 -11.6%, 销量方面, 甲醇同比 -49.7%, 烯烃同比小幅上涨, 尿素同比 +22.6%。煤化工综合成本同比 -9.3%。公司计划 2017 年实现烯烃产品产销量 100 万吨, 尿素产销 185 万吨, 分别较 16 年实际产销量 +41%/-6.3%。16 年以来, 多个煤化工项目获批, 行业发展势头良好, 后续随着公司陕蒙基地重点项目陆续投产, 公司煤化工业务规模扩张可期。

**表 3 公司煤化工各产品产能产量情况 (2016 年)**

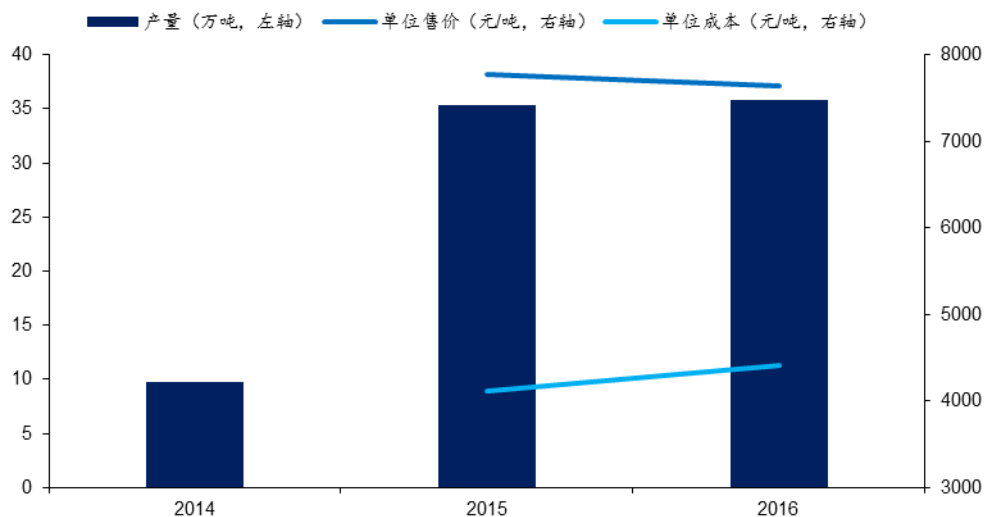
产品	地点	权益占比	产能 (万吨)	产量 (万吨)	备注
聚乙烯	陕西榆林	100%	30	35.8	
聚丙烯	陕西榆林	100%	30	35.3	
聚烯烃	鄂尔多斯蒙大	100%	60		试生产不计入销量
尿素	鄂尔多斯图克	100%	175	197.5	
	山西灵石	100%	30		不再计入
甲醇	鄂尔多斯远兴	100%	60	65.1	
	黑龙江	100%	25		

资料来源: 公司 2016 年报, 海通证券研究所

目前, 公司煤制烯烃发展稳定, 成为煤化工板块的利润主要贡献, 据 2016 年报披露, 16 年末, 鄂尔多斯蒙大的 60 万吨烯烃项目已成功试运营, 预计 17 投产可显著提升烯烃产能。

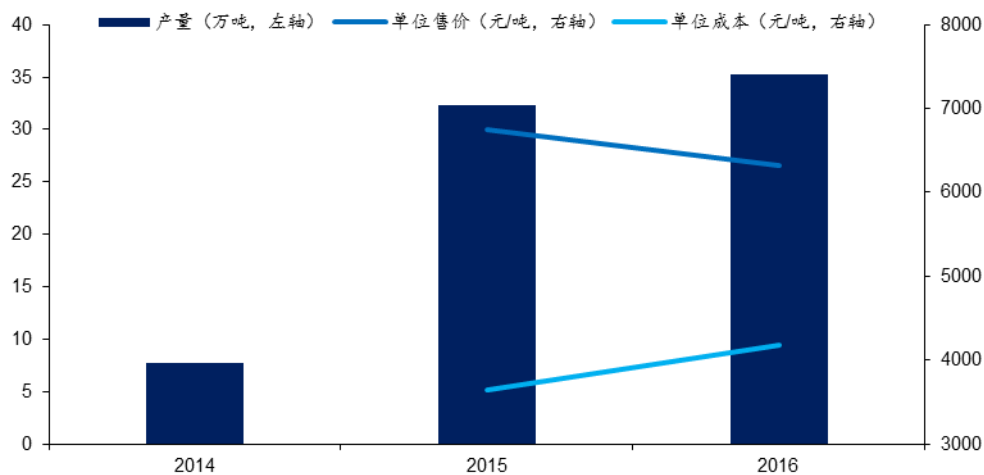
16年,公司烯烃产品营业收入49.7亿元,同比+0.9%,营业成本30.5亿元,同比+15.9%,尽管毛利率下滑8个百分点至38.6%,仍贡献毛利19.2亿元,是煤化工板块毛利的主要贡献点。

图7 近年聚乙烯产量与单位盈利情况



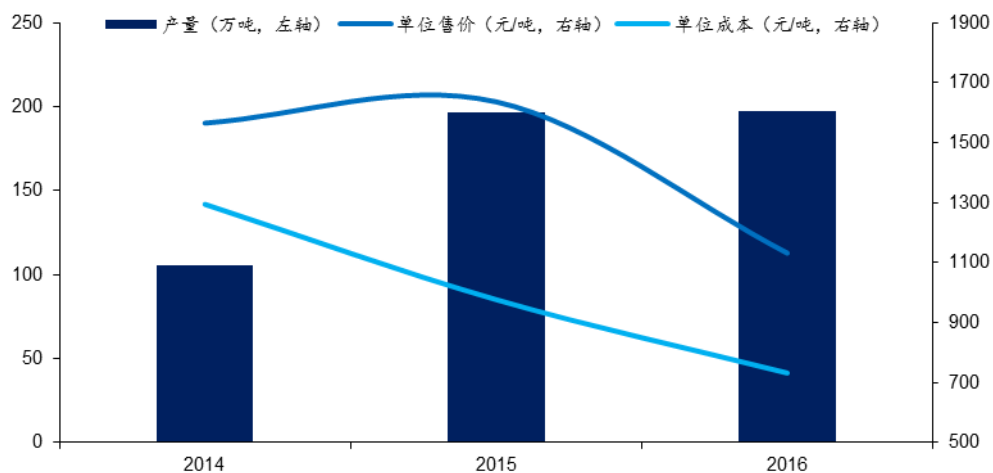
资料来源:公司年报(2014-2016),海通证券研究所

图8 近年聚丙烯产量与单位盈利情况



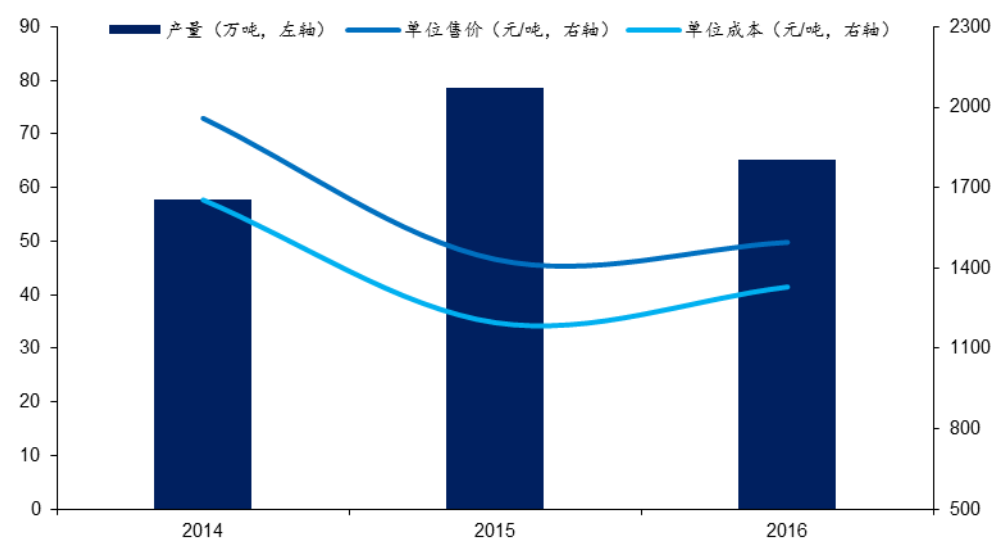
资料来源:公司年报(2014-2016),海通证券研究所

公司尿素产品16年营业收入22.4亿元,同比-21.9%,营业成本14.5亿元,同比-15.5%,毛利率下滑5个百分点至35.3%,贡献毛利7.9亿元。考虑16年公司转让了其山西灵石的尿素项目(年产能30万吨),我们认为,17年尿素产量或将进一步下滑。

**图9 近年尿素产量与单位盈利情况**


资料来源：公司年报（2014-2016），海通证券研究所

公司甲醇产品 16 年营业收入 5.98 亿元，同比-47.5%，营业成本 5.32 亿元，同比-44.1%，毛利率仅为 11%，贡献毛利 0.7 亿元。

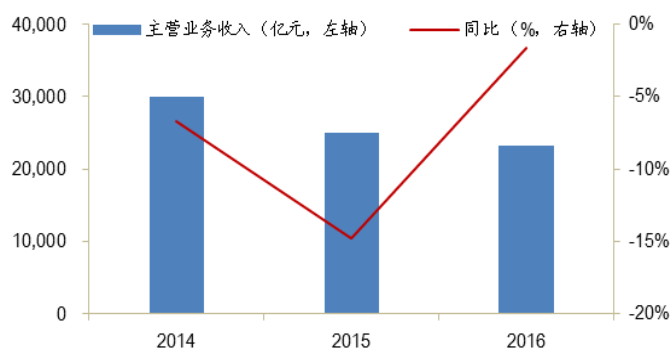
**图10 近年甲醇产量与单位盈利情况**


资料来源：公司年报（2014-2016），海通证券研究所

## 5. 煤炭行业复苏，煤机或将受益

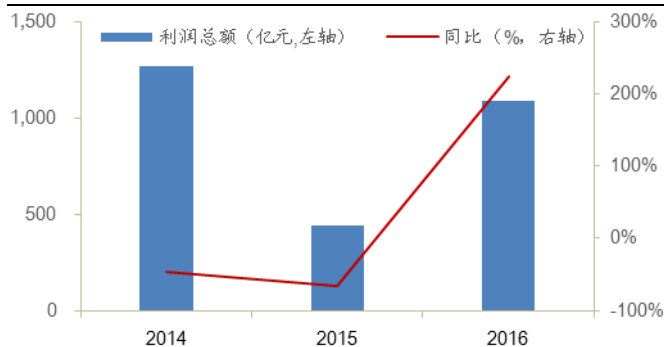
受益煤价上涨，16 年煤炭行业利润总额显著上升，同比增速超 200%，行业亏损面持续下降，资产负债率开始下降。

图11 近三年煤炭行业主营业务收入情况



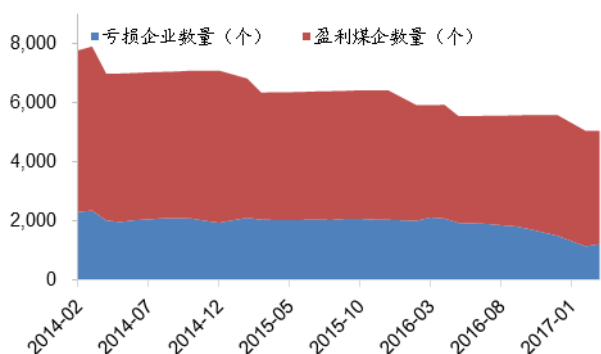
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 近三年煤炭行业利润总额情况



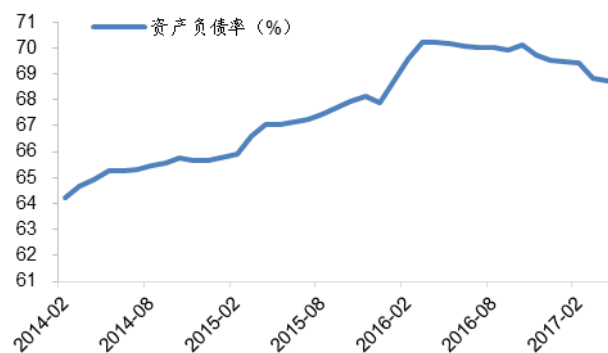
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 近三年盈亏煤企数量情况



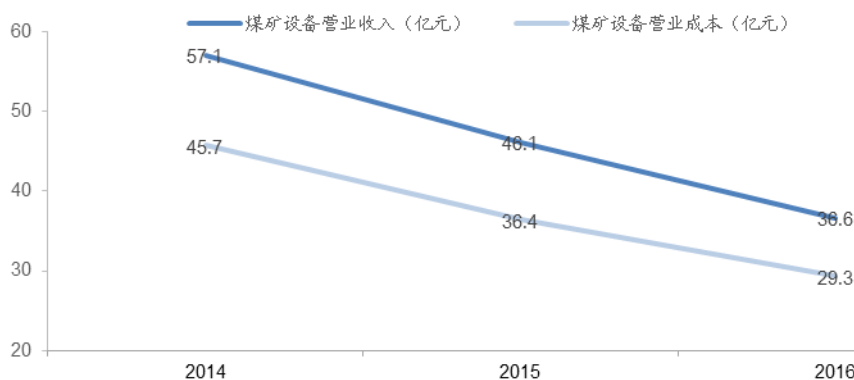
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 近三年煤炭行业资产负债率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 近三年公司煤矿装备业务数据



资料来源: Wind, 海通证券研究所

17Q1 公司煤机营业收入 12 亿元, 同比+55.8%。随着 16 年下半年煤炭行业盈利开始好转, 且煤价处于高位盘整, 考虑煤机 3-5 年的更换周期, 上一个煤价高峰为 2012 年, 一方面, 未来煤炭行业更换煤机设备需求将增加, 另一方面, 煤价高位盘整将带来煤炭行业盈利持续好转, 煤企资金将逐渐宽裕, 煤机行业的应收账款回款或将加速, 因此, 我们认为, 煤机或将迎来发展机遇。

## 6. 央企改革推进，中煤看点多

### 6.1 央企煤炭资产整合平台

#### 6.1.1 平台成立，中煤集团受托管理

16年7月，央企整合平台-国源煤炭资产管理有限公司成立（国资委网站消息），平台由两大央企资产平台-中国国新、诚通集团，以及两大龙头煤企-中煤集团、神华集团出资组建。该平台资产规模预计达千亿级别，核心职能为配合涉煤央企煤炭资源整合，促进涉煤央企“瘦身健体”、“提质增效”、“结构调整”以及“改革脱困”。国源成立后，不以煤炭为主业的涉煤央企的煤炭资源将划入旗下，由其进行管理。国源未来将由中国国新主导，而煤炭资源整合方面由中煤集团主要负责。

涉煤央企共计18家企业，被划分为专业煤炭企业、电煤一体企业、其他涉煤企业三类（凤凰财经消息）。据我们统计，当前涉煤央企共计拥有210个在产煤矿，涉及产能共计约8.5亿吨，除去专业煤企神华集团和中煤集团（合计产能5.5亿吨），潜在需要整合的产能约为3亿吨。我们认为，此次央企整合的展开，将显著提升煤炭行业集中度，在煤炭价格持续上涨的背景下，参与整合平台的神华集团、中煤集团（中煤能源已有产能划转）或将显著受益。

#### 6.1.2 16国投新集+17保利能源，央企煤炭资产整合拉开序幕

根据《国投新集能源股份有限公司股份无偿划转协议》，国投公司剥离了全部煤炭资产，将国投新集（现已更名为新集能源）移交给中煤集团，国投煤炭其他资产移交给国源公司，委托中煤集团进行管理。根据新集能源16年8月17日公告，截至2016年3月底，国投公司已建成煤炭矿井16对，核定生产能力3693万吨，在建煤矿3对，核定生产能力约1200万吨。其中，新集能源目前实际产能2395万吨，批复产能3590万吨。我们认为，由于新集直接划入中煤集团，国投公司划入国源平台的其他煤炭资产也将在治理工作完成后，将有经营能力的继续划入中煤集团，因此，国投的划转将潜在增加中煤集团煤炭产能近5000万吨，超过中煤集团现有煤炭产能（1.4亿吨）的30%。

17年5月，中煤集团和保利集团两家公司就保利旗下保利能源控股有限公司（下称“保利能源”）签署股权无偿划转协议。同日，保利能源发布消息称保利能源将整体划转至中煤集团旗下。保利能源目前拥有11个煤矿，主要位于山西和新疆。其中山西主要产炼焦煤，核定产能795万吨/年；新疆产主要产长焰煤，核定产能1690万吨/年。

表 4 保利能源与新集能源煤炭产能划转情况

时间	地区	煤矿	主产煤种	产能 (万吨/年)
保利能源	山西	铁新煤业	高硫主焦煤	90
		金庄煤业	肥煤和 1/3 焦煤	60
		合盛煤业	主焦煤	120
		合盛公司水峪矿	低硫主焦煤	45
		荣欣煤业	柳林 4#主焦煤	300
		裕丰煤业	主焦煤	90
		平山煤业	无烟煤	90
	新疆	和翔煤业别斯库都克露天煤矿	长焰煤	300
		和翔煤业吉郎德煤矿	长焰煤	300
		同和煤矿	气肥煤	90
	其他	长焰煤	1000	
新集能源	安徽	新集二矿	气煤和 1/3 焦煤	290
		刘庄煤矿	气煤和 1/3 焦煤	1140
		东孜煤矿	气煤和 1/3 焦煤	500
		新集一矿 (暂停生产)	气煤和 1/3 焦煤	390
		板集煤矿 (在建)	气煤和 1/3 焦煤	300
		杨村煤矿 (在建)	气煤和 1/3 焦煤	500
		合计		5515

资料来源: wind, 海通证券研究所

按此类推, 潜在需要整合的剩余 2.5 亿吨产能或将陆续划入中煤集团 (或中煤能源) 和神华集团, 这将显著扩大这两家公司的煤炭业务规模。

## 6.2 神华集团、国电集团若合并, 中煤能源整合或可期

2017 年, 国资委强调深入推动央企重组, 非专业涉煤央企退出煤炭行业, 鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游央企进行重组。6 月 2 日国资委的新闻吹风会上, 国资委副秘书长彭华岗表示, 央企混改速度加快, 下一步需要继续推进中央企业集团层面重组。稳妥推进煤电、重型装备制造、钢铁等领域重组, 推动中央企业以优势龙头企业和上市公司为平台, 鼓励央企并购重组, 提高产业集中度。

表 5 2017 年国企改革推进案例

案例	时间	主要内容
中核集团、中国核建集团重组	2017.3	3 月 18、19 日, 中核集团、中国核建集团旗下 3 家上市公司中核科技、中国核电、中国核建先后公告称两大集团正筹划战略重组事宜, 重组方案尚未确定, 方案确定后尚需获得有关主管部门批准。
鞍钢集团、东北特殊钢集团重组	2017.5	5 月 9 日消息, 据彭博报道, 鞍钢集团准备参与东北特殊钢集团的重组, 占股比例预计为 51%。5 月 12 日在谈判阶段, 鞍钢未与东北特钢就接盘条件达成一致
光明食品、上海水产重组	2017.5	5 月 18 日光明食品 (集团) 有限公司与上海水产 (集团) 总公司 5 月 18 日宣布联合重组, 自此上海水产集团将成为光明食品集团的子公司。
神华集团、国电集团重组	2017.6	6 月 4 日, 国电电力和中国神华齐发公告称, 自 6 月 5 日起公司停牌, “拟筹划重大事项”。在 2017 年国企改革大背景下, 据彭博新闻社消息, 神华集团和国电集团或可能重组, 目前商谈处于初步阶段, 最终未必合并, 国资委及两集团均未回应寻求评论的请求。

资料来源: wind, 海通证券研究所

中国神华、国电电力 6 月 5 日齐停牌, 据彭博新闻社消息, 国家准备合并神华集团与国电集团, 若合并, 总规模将达 1.8 万亿人民币, 目前商谈处于初步阶段, 最终未必合并, 国资委及两集团均未回应寻求评论的请求。

神华集团、国电集团若合并，则意味着央企煤电联营的开始，我们认为，作为煤炭唯一剩下的央企——中煤能源很可能会和其他的电企合并，否则剩下的电厂和煤企都无法和煤电联营的中国神华做公平竞争，因此，我们认为，中煤能源和电力公司的整合可以预期。

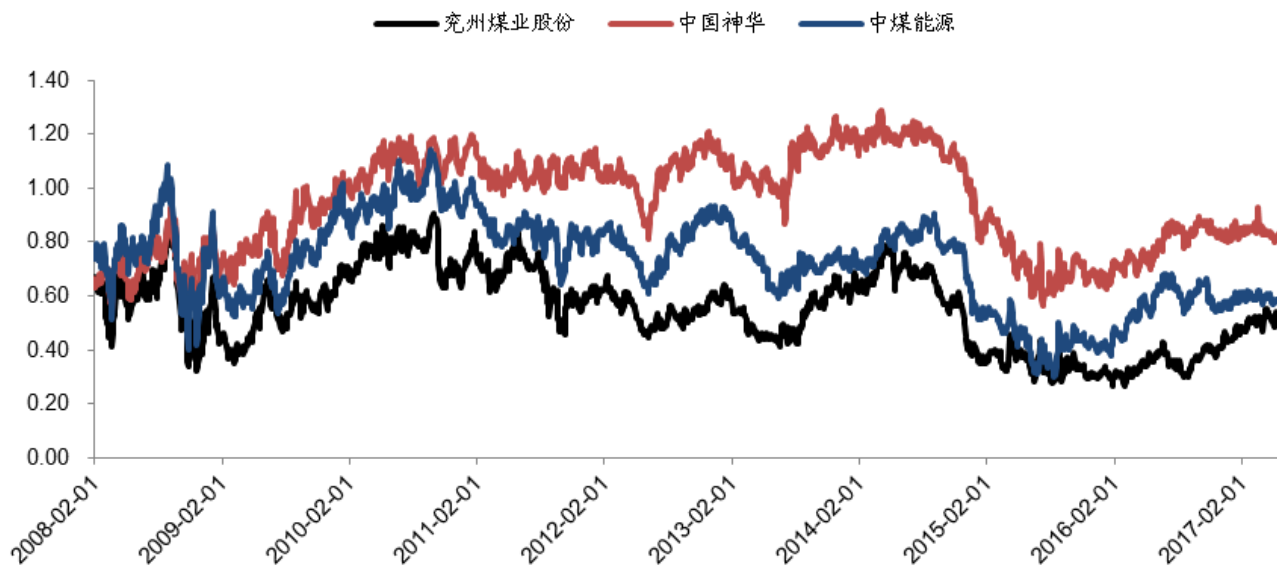
### 6.3 多措并举解决同业竞争

中煤集团本来下属中煤能源和上海能源两家上市公司，中煤能源矿井主要位于陕西和内蒙古，以高硫的动力煤为主，而上海能源矿井主要位于江苏，煤种主要为焦煤。16年收购的新集能源矿井主要位于安徽，煤种主要为低硫动力煤。三家公司在煤种以及业务区域上都有所区别，不存在明显的同业竞争。但中煤集团在收购时指出，将积极运用资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，尽可能减少双方的业务重合问题，为后续运作打开想象空间。

## 7. 盈利与估值

神华集团、国电集团或合并已经开启煤电联营模式，而地方煤炭企业几乎不可能和央企电厂整合，下一个最有可能的就是央企中煤能源。一旦成为公用事业公司，中煤能源盈利的稳定性和竞争力完全有望比肩中国神华，港股 0.5 倍 PB 也将缩小和中国神华估值的价差，最后有望形成类似中国神华 AH 股的估值关系。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.30/0.34/0.38 元。港股煤炭行业可比公司 2017Q1 平均 PB 估值为 0.8 倍，中煤 H 股 17Q1 净资产为 6.6 元（即 7.59 港元），我们给予中煤 H 股 17Q1 净资产 0.65 倍的 PB 估值，对应 6 个月目标价 4.93 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图16 港股煤炭公司 H/A 价格比率



资料来源：wind 数据，海通证券研究所



表 6 港股煤炭公司 A/H 价差情况 (2017-6-16)

公司	H 股价格 (元) 2017-6-16 收盘价	A 股价格 (元) 2017-6-16 收盘价	H/A 价格比值 2017-6-16
兖州煤业	5.58	11.60	0.48
中国神华	16.87	22.29	0.76
中煤能源	3.21	5.57	0.58

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 7 公司业绩弹性测算

证券名称	2017-6-16 收盘价	2017E	2017E	当均价同 比下跌 100 元	当均价同 比下跌 50 元	当均价同 比上涨 50 元	当均价同 比上涨 100 元	当均价同 比下跌 100 元	当均价同 比下跌 50 元	当均价同 比上涨 50 元	当均价同 比上涨 100 元
	总市值 (亿港元)	销量 万吨	吨煤 净利润 元/吨	吨煤 净利润 元/吨	吨煤 净利润 元/吨	吨煤 净利润 元/吨	吨煤 净利润 元/吨	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)
中煤能源	736.05	8099	50	-5	12	42	55	-4.2	9.9	34.2	44.3

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 8 盈利预测关键假设

		2016	2017E	2018E	2019E
煤炭	收入 (亿元)	179.45	463.06	530.82	566.47
	YOY (%)	9.97%	14.63%	6.72%	3.01%
	毛利率 (%)	34.3%	37.2%	37.3%	37.1%
煤焦化	收入 (亿元)	104.94	115.43	115.43	121.21
	YOY (%)	-12.05%	10.0%	0.0%	5.0%
	毛利率 (%)	31.8%	38.0%	34.9%	34.9%
煤矿装备	收入 (亿元)	36.63	54.95	65.93	72.53
	YOY (%)	-26.45%	50.0%	20.0%	10.0%
	毛利率 (%)	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%
其他	收入 (亿元)	24.38	22.43	20.19	19.18
	YOY (%)	-23.02%	-8.0%	-10.0%	-5.0%
	毛利率 (%)	12.2%	9.3%	7.3%	7.3%
总计	营业总收入 (百万元)	<b>60631.61</b>	<b>72363.13</b>	<b>76527.49</b>	<b>79342.20</b>
总计	归母净利润 (百万元)	<b>2026.53</b>	<b>4010.51</b>	<b>4501.97</b>	<b>5038.04</b>

资料来源: 公司年报 (2015 - 2016), 海通证券研究所

## 8. 风险提示

经济下行风险。

煤价大幅下跌。



行业政策变化风险。

央企改革推进不达预期。

表 9 港股煤炭板块主要公司估值比较

证券代码	证券简称	2017-6-16 收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)		PB (倍) 2017Q1
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017Q1		
01088.HK	中国神华	16.87	1.25	1.69	1.56	13	10	11	16.59	1.0	
01171.HK	兖州煤业股份	5.58	0.34	1.10	0.96	16	5	6	9.30	0.6	
	平均					15	8	8		0.8	
01898.HK	中煤能源	3.21	0.15	0.30	0.34	21	11	9	6.60	0.5	

注：收盘价均用即时汇率 1 港币：0.8715 人民币折算；可比公司所有数据均取自 Wind 预测中值，资料来源：Wind、海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>60631.61</b>	<b>72363.13</b>	<b>76527.49</b>	<b>79342.20</b>
每股收益	0.15	0.30	0.34	0.38	营业成本	40320.96	46906.60	50058.95	52082.32
每股净资产	6.48	6.79	7.13	7.51	毛利率%	33.50%	35.18%	34.59%	34.36%
每股经营现金流	0.91	1.33	1.31	1.40	营业税金及附加	1900.13	2267.78	2398.29	2486.50
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	8761.30	9407.21	9565.94	9521.06
P/E	21.00	10.61	9.45	8.45	营业费用率%	14.45%	13.00%	12.50%	12.00%
P/B	0.50	0.47	0.45	0.43	管理费用	3517.08	3618.16	3443.74	3411.71
P/S	0.70	0.59	0.56	0.54	管理费用率%	5.80%	5.00%	4.50%	4.30%
EV/EBITDA	9.60	7.16	6.23	5.51	EBIT	6132.15	10163.38	11060.57	11840.60
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	3742.68	3522.17	3464.81	3390.78
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	6.17%	4.87%	4.53%	4.27%
毛利率	33.50%	35.18%	34.59%	34.36%	资产减值损失	599.81	-91.31	45.74	8.09
净利润率	4.84%	8.02%	8.51%	9.19%	投资收益	1642.72	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	2.36%	4.46%	4.77%	5.06%	<b>营业利润</b>	<b>3432.37</b>	<b>6732.52</b>	<b>7550.02</b>	<b>8441.72</b>
资产回报率	0.84%	1.60%	1.73%	1.86%	营业外收支	-61.44	-61.44	-61.44	-61.44
投资回报率	3.23%	5.30%	5.72%	6.13%	<b>利润总额</b>	<b>3370.93</b>	<b>6671.09</b>	<b>7488.58</b>	<b>8380.28</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	12441.64	16106.36	17693.85	18642.94
营业收入增长率	2.30%	19.35%	5.75%	3.68%	所得税	439.23	869.23	975.75	1091.93
EBIT 增长率	458.48%	65.74%	8.83%	7.05%	有效所得税率%	13.03%	13.03%	13.03%	13.03%
净利润增长率	242.03%	97.90%	12.25%	11.91%	少数股东损益	905.18	1791.35	2010.86	2250.31
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2026.53</b>	<b>4010.51</b>	<b>4501.97</b>	<b>5038.04</b>
资产负债率	57.8%	57.1%	56.2%	55.1%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>2985.14</b>	<b>5855.29</b>	<b>6566.27</b>	<b>7341.78</b>
流动比率	0.72	0.75	0.85	0.96	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	0.58	0.60	0.69	0.81	货币资金	15268.40	17428.14	23629.52	31981.39
现金比率	0.67	0.76	1.03	1.40	应收款项	8184.09	6962.26	7586.04	7633.74
<b>经营效率指标</b>					存货	7497.79	8603.52	9181.71	9552.84
应收帐款周转天数	55.24	33.00	34.00	33.00	其它流动资产	2543.61	2543.61	2543.61	2543.61
存货周转天数	66.01	66.01	66.01	66.01	流动资产合计	44541.34	50355.21	58610.88	67977.11
总资产周转率	0.24	0.29	0.30	0.30	长期股权投资	14183.99	14183.99	14183.99	14183.99
固定资产周转率	0.71	0.87	0.93	1.00	固定资产	125515.31	130515.31	134515.31	137515.31
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	在建工程	42877.05	46046.51	49215.97	52385.43
净利润	2931.71	5801.86	6512.83	7288.35	无形资产	40155.55	41215.00	41793.06	42364.54
折旧摊销	6309.49	5942.98	6633.27	6802.34	非流动资产合计	197307.45	200593.37	202189.01	202615.58
营运资金变动	148.14	2067.73	238.44	482.00	<b>资产总计</b>	<b>241870.33</b>	<b>251020.96</b>	<b>260872.27</b>	<b>270665.06</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>12067.76</b>	<b>17610.23</b>	<b>17305.10</b>	<b>18505.59</b>	短期借款	6623.87	6674.71	6674.71	6674.71
固定资产投资	0.00	-5000.00	-4000.00	-3000.00	应付账款	18113.86	21610.76	23063.11	23995.31
无形资产投资	0.00	-1059.45	-1059.45	-1059.45	预收账款	2368.89	2827.24	2989.94	3099.92
资本支出	7540.44	9290.35	8290.35	7290.35	其它流动负债	7216.37	7216.37	7216.37	7216.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>10575.47</b>	<b>-9290.35</b>	<b>-8290.35</b>	<b>-7290.35</b>	流动负债合计	61466.58	66815.36	69153.83	70658.28
债务变化	-17315.47	-2000.00	1000.00	1000.00	长期借款	43496.93	44496.93	45496.93	46496.93
股票发行	248.99	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	34904.70	31904.70	31904.70	31904.70
<b>融资活动现金流</b>	<b>-23945.12</b>	<b>-6160.15</b>	<b>-2813.38</b>	<b>-2863.38</b>	非流动负债合计	78401.63	76401.63	77401.63	78401.63
现金净流量	-1301.88	2159.74	6201.38	8351.87	<b>负债总计</b>	<b>139868.20</b>	<b>143216.98</b>	<b>146555.46</b>	<b>149059.90</b>
公司自由现金流	11194.18	8070.38	8353.69	10369.41	实收资本	13258.66	13258.66	13258.66	13258.66
股权自由现金流	8792.75	-295.69	2930.62	4999.98	普通股股东权益	85961.22	89971.73	94473.70	99511.74
					少数股东权益	16040.91	17832.25	19843.12	22093.42
					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>241870.33</b>	<b>251020.96</b>	<b>260872.27</b>	<b>270665.06</b>

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 16 日

资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 煤炭行业  
李淼 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 山煤国际,神火股份,美尚生态,\*ST 平能,阳泉煤业,蓝焰控股,陕西煤业,天地科技,南京公用,盈峰环境,万邦达,露天煤业,中国神华,金通灵,上海能源,兖州煤业,山西焦化,科达洁能,兰花科创,众合科技,潞安环能,冀中能源,清新环境,盘江股份,云投生态,中煤能源,西山煤电,长青集团,瑞茂通

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 klijiang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
联系人  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
史霄安 sxa11398@htsec.com  
张振岗 021-23154386 zzg11641@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenya@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com  
联系人  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
联系人  
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
李影 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

### 汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
联系人  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

### 公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
联系人  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

### 互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
联系人  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
唐宇 ty11049@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com  
联系人  
金晶 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

## 电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
联系人  
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
张天闻 ztw11086@htsec.com  
尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

## 基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com  
联系人  
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

## 非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
联系人  
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com  
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

## 建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com  
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com  
冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
联系人  
周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

## 建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com  
联系人  
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

## 军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com  
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
联系人  
张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com  
张宇轩 zyx11631@htsec.com

## 家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
联系人  
李阳 ly11194@htsec.com  
朱默辰 zmc11316@htsec.com

## 煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
联系人  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

## 计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com  
联系人  
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
鲁立 ll11383@htsec.com  
洪琳 hl11570@htsec.com

## 交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
联系人  
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

## 机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com  
联系人  
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

## 农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com  
联系人  
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com  
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

## 银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com  
联系人  
林瑾璐 ljl11126@htsec.com  
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

## 造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com  
赵洋 zy10340@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com  
联系人  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

## 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
联系人  
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com  
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

## 纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com  
唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com  
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
联系人  
马榕 23219431 mr11128@htsec.com

## 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
联系人  
刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

## 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com  
戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

## 社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com  
联系人  
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
顾熹阁 021-23154388 gxm11214@htsec.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
蒋炯 jj10873@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com  
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
张明 zm11248@htsec.com  
吴尹 wy11291@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
陈铮茹 czr11538@htsec.com  
陆铂锡 lbx11184@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com