

**能源结构持续优化，供给侧改革助推高质量发展**

**——4月行业动态报告**

**煤炭行业**

**推荐 维持评级**

**核心观点：**

- **煤炭是中国能源体系的支柱。**我国煤炭资源的可靠性、价格的低廉性、利用的可洁净性，决定了我国“煤为基础，多元发展”的能源战略方针不会改变。煤炭占我国一次性能源消费总量的 60.4%，煤炭提供了 70%左右的能源和 60%以上的化工原料。煤炭作为我国能源结构中的主导性能源和基础性能源为国民经济持续发展发挥了重要作用。
- **中国能源结构持续改进，煤炭占比不断下降。**煤炭在中国能源结构中占比由十年前的 73.6%和 2016 年的 62%降至 2018 年的 59%，创历史新低，但仍显著高于世界平均水平 27.6%，未来趋势仍以下降为主，但中短期内煤炭仍为中国第一大能源支柱，重要性不可低估。
- **供给侧改革反转行业景气度。**从 2013 年起，受制于产能的持续大幅扩张和需求增长的明显放缓，经历了黄金十年发展的煤炭行业步入景气下行通道，并在 2016 年陷入全行业亏损的困境。但是始于 2016 年的供给侧改革却令行业景气度发生了反转，并将景气度维持至今。
- **行业杜邦分析：**将 ROE 分解为销售净利率、总资产周转率及权益乘数来看，权益乘数受到资产负债率的影响，自 2015 年起逐年下降，2018 年煤炭行业的权益乘数已回落至 2 倍以内。但 ROE 走势主要受销售净利率、总资产周转率拉动的特征显著，2018 年销售净利率为 12.68%，总资产周转率为 0.38 次，虽未回复至历史高点，但上升趋势较为明朗。
- **总体来看，煤炭市场供需实现基本平衡。**2018 年略偏紧，预计 2019 年与 2018 年持平或总体略宽松。预计 2019 年煤炭消费将保持基本平稳，增量有限，国内煤炭产能释放加快，主要煤炭铁路运输通道能力加强，煤炭供应能力进一步增加，全国煤炭市场供需向宽松方向转变。

**投资建议：**行业需求端，电力用煤受水电同比下滑影响，火电持续发力，用煤需求超预期增长；另外下游非电用煤需求拉动强劲，水泥等行业煤炭采购积极，煤炭市场淡季不淡特征明显。此前陕西榆林地区受停产整顿影响的煤矿逐步复产，但超产受到限制，预计产量难有大幅增长。此外，大秦线正处于春季检修期间，预期短期供给端偏紧，导致沿海煤炭市场价格上行动力较强。继续看好低估值的动力煤龙头陕西煤业（601225.SH）、兖州煤业（600188.SH）。

**核心组合涨幅与估值（股价为 2019 年 4 月 16 日）**

证券代码	证券简称	月涨幅	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
601225.SH	陕西煤业	5.16%	8.5	948
600188.SH	兖州煤业	14.42%	7.5	602

**● 风险提示**

煤炭价格大幅下跌风险，行业内国企改革不达预期风险。

**分析师**

潘玮 煤炭行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

**特别鸣谢**

王秋蓓

☎：(8610) 8357 4699

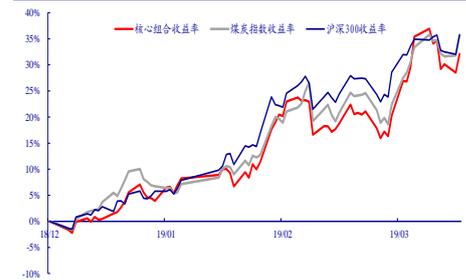
✉：wangqiuhe\_yj@chinastock.com.cn

**相对沪深 300 表现图**



资料来源：中国银河证券研究院

**核心组合表现图**



资料来源：中国银河证券研究院

**相关研究**

## 目 录

<b>一、全球及中国能源结构优化转型中，供给侧改革令行业景气度回升</b>	<b>1</b>
(一) 煤炭行业仍为中国能源体系的支柱，经济对其依赖度仍较大	1
(二) 全球能源结构转型效果显著，中国能源结构持续改进	1
1、全球能源结构调整效果显著，煤炭占比不断下降	1
2、煤炭在中国能源结构中的占比创历史新低	1
(三) 从全行业亏损到景气反转，供给侧改革是重要驱动因素	2
(四) 财务分析：营收增长稳健，去杠杆效果明显，ROE 上行	3
1、利润表：营收增长稳健，净利润增速见顶回落	3
2、资产负债表：总资产规模稳中有升，行业去杠杆效果显著	4
3、现金流量表：货币资金快速增长，筹资活动现金流持续流出	4
4、杜邦分析：ROE 位于上行通道，销售盈利能力拉动作用突出	5
<b>二、煤炭行业产能释放可控，整体和结构存优化空间</b>	<b>5</b>
(一) 改革开放 40 年，煤炭工业实现了历史性的跨越	5
1、煤炭高质量供给能力显著增强	5
2、科技创新驱动力大幅提升，达到国际先进水平	7
3、体制机制的保障作用显著增强，煤炭市场化改革取得实质进展	7
4、单井规模大幅提高，产业集中度显著提升，行业转型升级取得新进展	7
5、煤炭开发布局发生深刻变革，生产重心向高竞争力地区集中	8
(二) 煤炭市场供需实现基本平衡	8
1、需求端，煤炭消费实现小幅增长	8
2、供给端，产量和煤炭运转量均增加，库存发生结构性变化	8
3、煤炭价格保持在合理区间波动	10
(三) 煤炭经济体制改革进入新阶段	11
1、多家大型煤炭能源集团的成立提升了行业集约化程度和生产水平	11
2、煤炭企业上下游深度融合不断取得新突破	11
<b>三、行业面临的问题及建议</b>	<b>11</b>
(一) 现存问题	11
1、行业发展理念与新时代不相适应	11
2、产能过剩态势没有改变，行业发展不平衡、不充分问题突出	11
3、煤矿安全生产和矿工职业健康水平亟待提升	11
4、行业亟待增进社会对煤炭的理解和认识	11
(二) 建议及对策	12
1、建立竞争有序的煤炭市场体系	12
2、完善清洁生产机制，推动行业向清洁能源战略转型	12
3、建立国际化发展体系，培育有国际影响力的品牌产品	12
4、健全和完善煤炭产业政策保证体系	12
<b>四、煤炭行业在资本市场中的发展状况</b>	<b>12</b>
(一) 煤企融资受限，再融资节奏放缓，港股上市节奏平淡	12
1、股权融资逐渐收紧，IPO 几近停滞，再融资节奏放缓	13
2、港股上市煤企数量比 A 股略少，上市节奏较平淡	14
(二) 煤炭行业 PE 处于历史较低水平	14



1、煤炭行业市盈率向上还有一定修复空间.....	14
2、国际估值比较来看，A股煤炭板块估值处于历史低位，具有较大修复空间.....	15
(三) 煤炭板块持仓比例持平，成长龙头偏好明显.....	15
1、2018Q4 基金煤炭持仓处于历史较低水平.....	15
2、四季度延续低配态势，趋势有所缓解.....	16
3、配置风格偏好成长龙头，兖州、中煤配置力度减弱.....	16
<b>五、投资建议及股票池.....</b>	<b>18</b>
(一) 投资建议.....	18
(二) 股票池.....	19
<b>六、风险提示.....</b>	<b>19</b>
<b>插图目录.....</b>	<b>20</b>
<b>表格目录.....</b>	<b>21</b>

## 一、全球及中国能源结构优化转型中，供给侧改革令行业景气度回升

### （一）煤炭行业仍为中国能源体系的支柱，经济对其依赖度仍较大

我国煤炭资源的可靠性、价格的低廉性、利用的可洁净性，决定了我国“煤为基础，多元发展”的能源战略方针不会改变。从国家能源安全发展战略出发，在今后较长时期内，致力于做好我国煤炭这篇文章，发挥主体能源的作用，既是我国富煤缺油少气的能源资源赋存决定的，也是我国经济社会发展最现实、最经济的选择，煤炭作为我国主体能源的地位和作用难以改变。

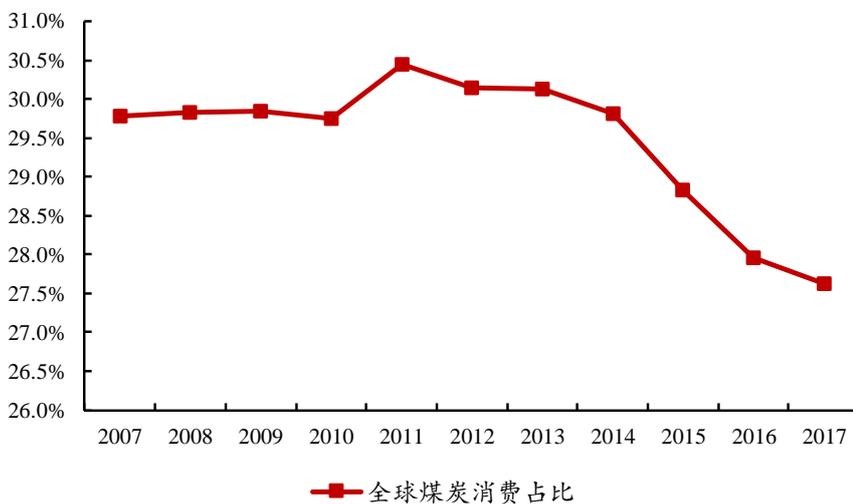
煤炭是中国能源体系的支柱。煤炭占我国一次性能源消费总量的 60.4%，煤炭提供了 70% 左右的能源和 60% 以上的化工原料。煤炭产品的直接市场主要是电力、钢铁、建材、化工四大行业及生活服务和出口。煤炭作为我国能源结构中的主导性能源和基础性能源为国民经济持续发展发挥了重要作用。

### （二）全球能源结构转型效果显著，中国能源结构持续改进

#### 1、全球能源结构调整效果显著，煤炭占比不断下降

全球能源结构调整效果显著。根据 BP 的数据，2017 年全球一次能源消费强劲增长，主要由天然气和可再生能源引领，煤炭在能源结构中的占比持续下降。2017 年全球来看，煤炭在一次能源中占比下降至 27.6%，为 2004 年以来的最低水平。全球能源结构调整效果显著。

图 1：全球煤炭消费占一次能源消费的比例



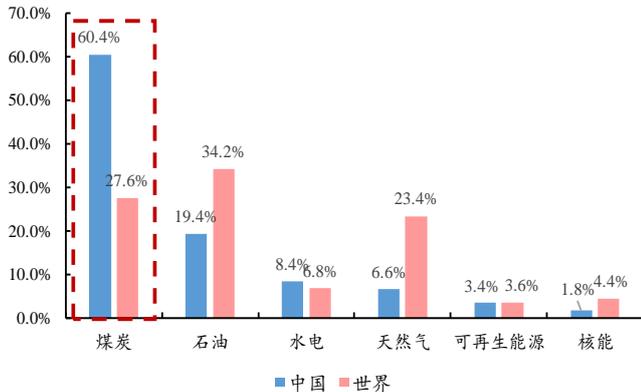
资料来源：2018 版《BP 世界能源统计年鉴》，中国银河证券研究院

#### 2、煤炭在中国能源结构中的占比创历史新低

中国能源结构持续改进，煤炭占比不断下降。2017 年，中国占全球能源消费量的 23.2% 和全球能源消费增长的 33.6%，连续 17 年稳居全球能源增长榜首。2017 年，中国能源消费增长 3.1%，2016 年增速为 1.2%，但仍落后于过去 10 年的平均增速（4.4%）。在连续三年下降后，

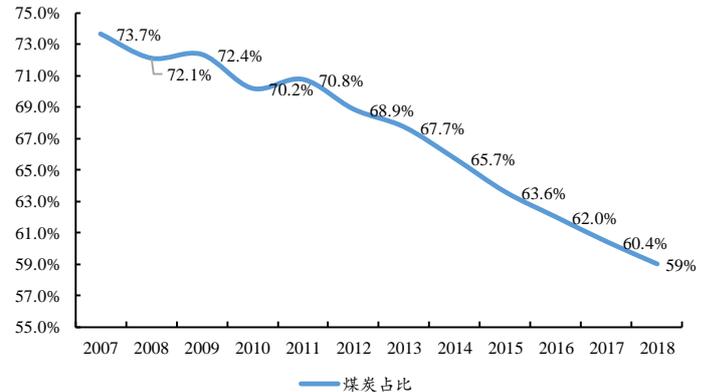
煤炭消费出现反弹 (+0.2%)。中国的能源结构持续改进，煤炭在中国能源结构中的占比由十年前的 73.6% 和 2016 年的 62% 降至 2018 年的 59%，创历史新低，但仍显著高于世界平均水平 27.6%，未来趋势仍以下降为主，但中短期内煤炭仍未中国第一大能源支柱，重要性不可低估。

图 2: 全球和中国一次能源消费中各类型占比 (2017 年数据)



资料来源: BP, 中国银河证券研究院

图 3: 2007-2018 年煤炭占中国一次能源消费量的比重变化



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

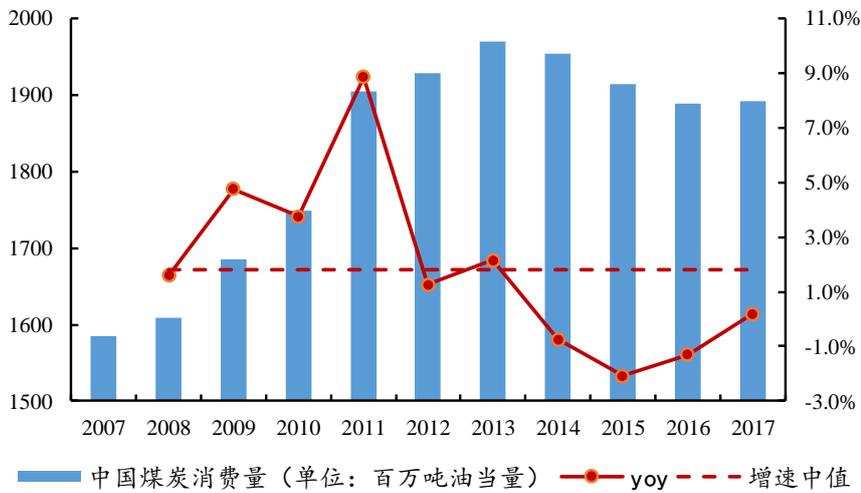
### (三) 从全行业亏损到景气反转，供给侧改革是重要驱动因素

2007 年至今，中国煤炭消费量经历了快速增长然后逐步下降，近两年又略有增长的过程。2007 至 2013 年，中国煤炭消费量快速增长，2013 到 2016 年开启了下降之路，2017 年重回微幅增长势头，在连续三年下降之后出现反弹。

从 2013 年起，受制于产能的持续大幅扩张和需求增长的明显放缓，经历了黄金十年发展的煤炭行业步入景气下行通道，并在 2016 年陷入全行业亏损的困境。但是始于 2016 年的供给侧改革却令煤炭行业景气度发生了反转，并将景气度维持至今。

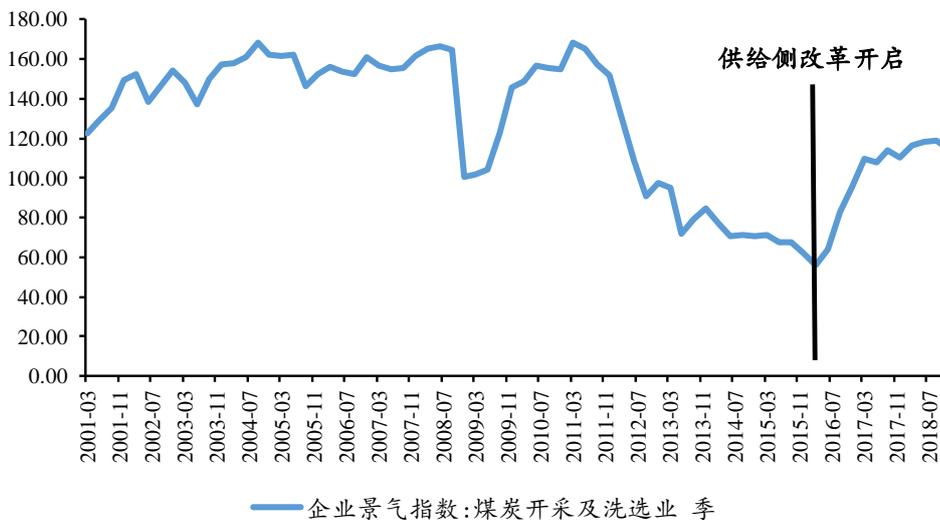
2016 年 2 月，国务院发布纲领性文件《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发 7 号文)，指出行业困境源于“供给能力持续过剩”，去产能作为重要举措已势在必行，确定后续工作目标为“从 2016 年开始，用 3 到 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能”。2016 年 12 月，发改委印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，首次将去产能目标明确为 8 亿吨。2017 年 8 月，发改委刊发《推动煤炭去产能工作再上新台阶》，提到“上半年共退出煤炭产能 1.11 亿吨，完成全年任务的 74%。加上去年的 2.9 亿吨，累计退出煤炭产能超过 4 亿吨，占“十三五”8 亿吨目标任务的 50%”。至此，去产能 8 亿吨目标成为政府和行业共识。

图 4: 2007-2017 年中国煤炭消费量



资料来源: 2018 版《BP 世界能源统计年鉴》, 中国银河证券研究院

图 5: 2001-2019 年煤炭行业企业景气指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 财务分析: 营收增长稳健, 去杠杆效果明显, ROE 上行

##### 1、利润表: 营收增长稳健, 净利润增速见顶回落

2018 年三季度煤炭行业营业收入达 7,096.81 亿元, 同比上涨 6.39%, 增速在 2017 年见顶后回落至个位数。扣除非经常损益的归母净利润为 743.17 亿元, 利润增速走势与营业收入一致, 同比增长 12.97%, 较 2017 年三季度增速近 370% 大幅回落, 但保持稳定增长。一方面受价格影响, 煤炭价格从 2011 年起持续下跌, 直至 2015 年随国际原油价格开启了新一轮上升期, 煤价维持高, 利润随之增长; 另一方面煤炭在我国能源结构中的主导地位长期不会改

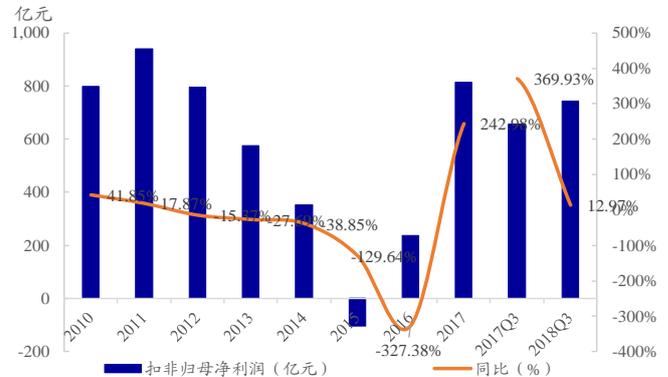
变，在供给侧改革、行业整合之后，煤炭企业的盈利情况较为乐观。

图 6: 煤炭板块历年营收(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 7: 煤炭板块历年扣非归母净利润(亿元)及同比增速(%)

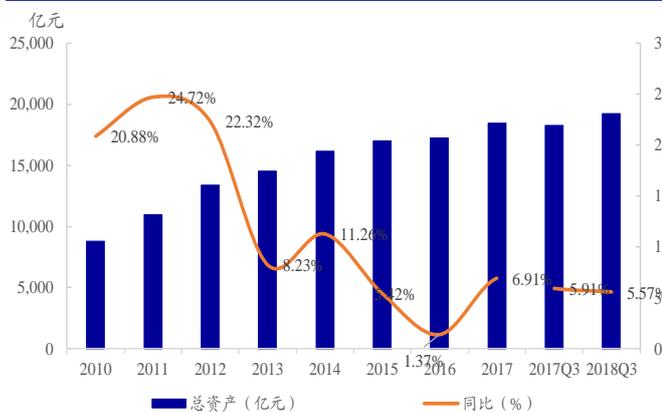


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 2、资产负债表: 总资产规模稳中有升, 行业去杠杆效果显著

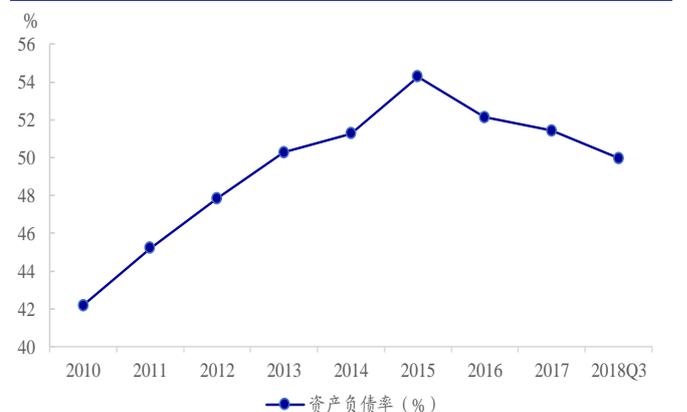
煤炭行业总资产规模于 2018 年三季度达 19,262.95 亿元, 同比增长 5.57%, 2012 年之前, 总资产年均增长率均高于 20%, 处于快速扩张阶段, 近几年呈稳定上涨态势, 同比增速稳定在 5% 左右。截至 2018 年 9 月, 行业资产负债率为 49.97%, 延续了 2015 年以来的下降趋势, 煤炭企业降杠杆效果显著。政策引导下, 煤炭企业尝试债转股等市场化手段积极降低债务率, 债务负担解决、企业经营状况逐步好转、产业结构优化升级有益于煤企进一步发展

图 8: 煤炭板块历年总资产(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 9: 煤炭板块历年资产负债率(%)

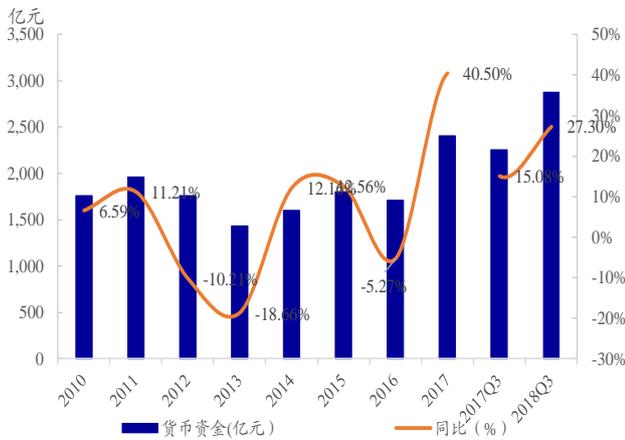


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 3、现金流量表: 货币资金快速增长, 筹资活动现金流持续流出

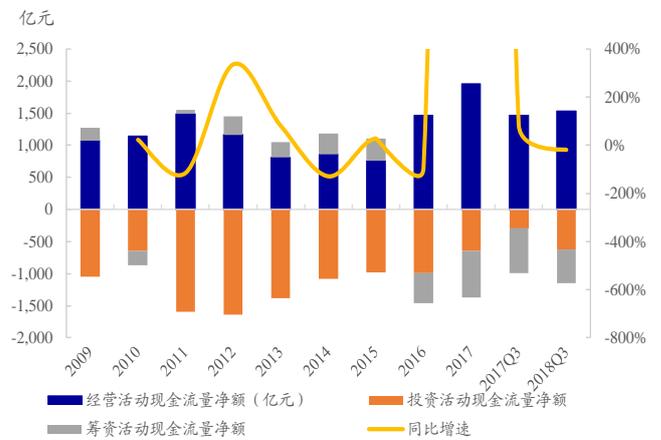
2018 年第三季度煤炭行业的货币资金创历史, 达到 2,876.48 亿元, 同比增速 27.30%。现金流净额为 385.05 亿元, 同比下降 19.692%, 分类来看, 经营活动现金流净流入 1533.63 亿元, 同比增长 4.5%, 主要源于煤炭行业仍处于景气周期; 投资活动净流出 619.51 亿元, 维持在历史平均水平; 筹资活动净流出 529.07 亿元。15 年之后, 受去杠杆政策影响, 筹资活动产生的现金流净额由正转负。

图 10: 煤炭板块历年货币资金(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 11: 煤炭板块历年现金流净额(亿元)及同比增速(%)

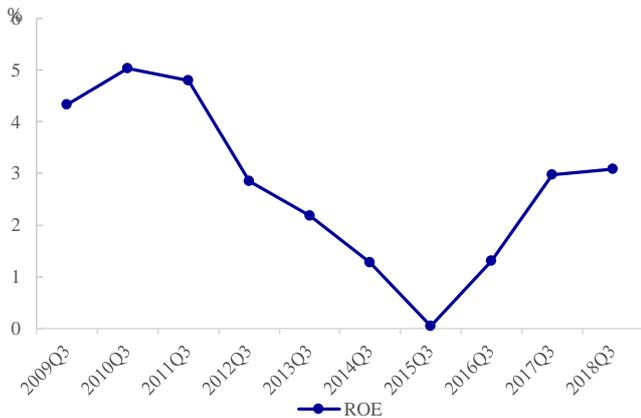


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

#### 4、杜邦分析: ROE 位于上行通道, 销售盈利能力拉动作用突出

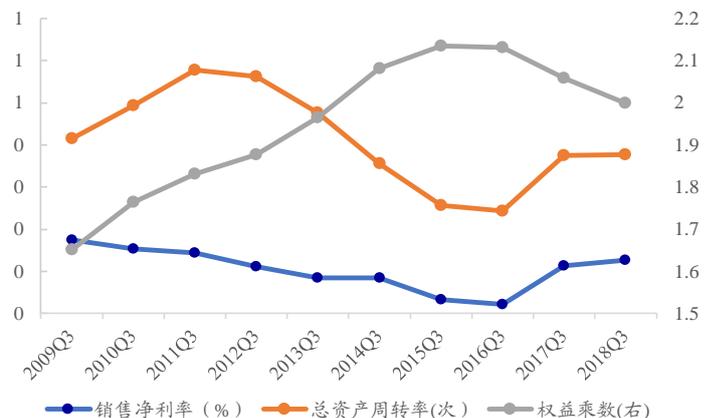
2018 年第三季度, 房地产行业的净资产收益率为 3.08%, 同比增长 3.36%, ROE 在 2015 年出现明显转折, 由一路下滑到 0.04% 后快速反弹上升。将 ROE 分解为销售净利率、总资产周转率及权益乘数来看, 权益乘数受到资产负债率的影响, 自 2015 年起逐年下降, 2018 年煤炭行业的权益乘数已回落至 2 倍以内。但 ROE 走势主要受销售净利率、总资产周转率拉动的特征显著, 2018 年销售净利率为 12.68%, 总资产周转率为 0.38 次, 虽未回复至历史高点, 但上升趋势较为明朗。

图 12: 煤炭板块净资产收益率 ROE



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 13: 煤炭板块 ROE 杜邦分解



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 二、煤炭行业产能释放可控, 整体和结构存优化空间

### (一) 改革开放 40 年, 煤炭工业实现了历史性的跨越

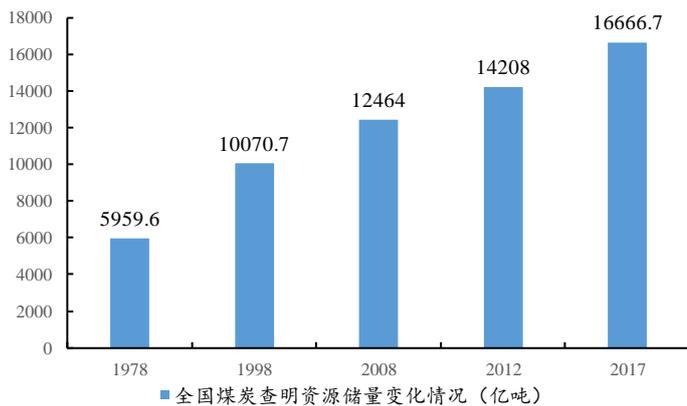
#### 1、煤炭高质量供给能力显著增强

全国煤炭查明资源储量从 1978 年的 5960 亿吨增加到 2017 年的 1.67 万亿吨。累计新增煤炭生产能力 44.4 亿吨/年, 建成了年产 120 万吨及以上的大型煤矿 1200 余处, 产量比重提高

到 80%以上（其中，千万吨级煤矿 42 处，产能 6.73 亿吨/年；在建和改扩建千万吨级煤矿 37 处，产能 4.71 亿吨/年）；全国煤炭产量由 1978 年的 6.2 亿吨增加到 2000 年的 13.84 亿吨、2018 年的 36.8 亿吨，累计生产煤炭 773 亿吨。

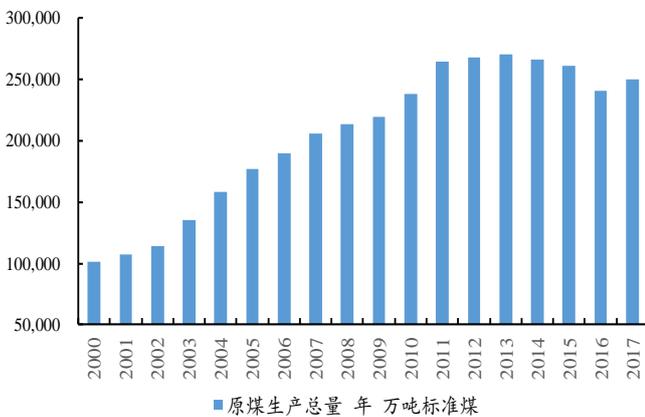
煤炭运输方面，建成了大秦、朔黄、蒙冀、瓦日、集通等主要煤炭铁路运输通道，全国铁路煤炭运量达到 23.8 亿吨；建成了秦皇岛、京唐港、曹妃甸、黄骅和南京、武汉等一批沿海、沿江煤炭中转港口，煤炭转运能力大幅提升。全国煤炭生产供应保障能力显著增强。

图 14: 全国煤炭查明资源储量变化情况 (亿吨)



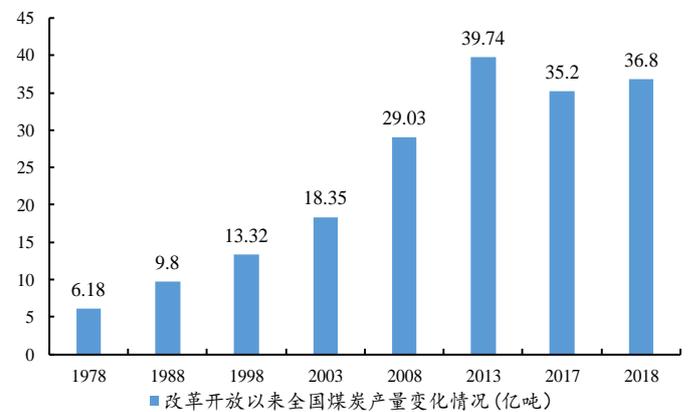
资料来源: 国家能源局, 中国银河证券研究院

图 15: 历年原煤生产总量 (万吨标准煤)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 16: 改革开放以来全国煤炭产量变化情况 (亿吨)



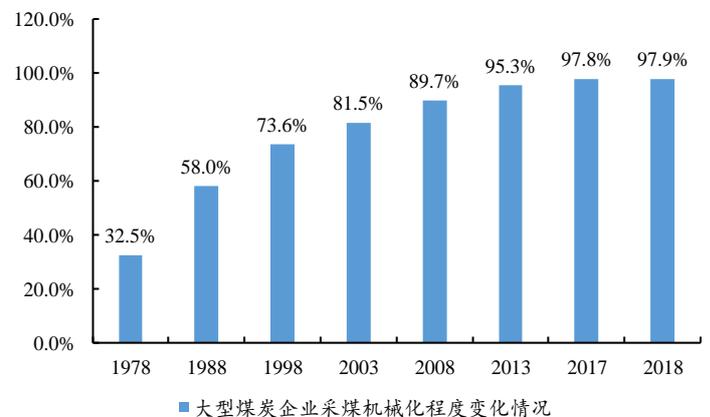
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 17: 2012-2018 全国煤炭铁路发运量 (亿吨)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 18: 改革开放以来大型煤炭企业采煤机械化程度变化情况



资料来源: 中国煤炭工业协会, 中国银河证券研究院

## 2、科技创新驱动力大幅提升, 达到国际先进水平

大功率采煤机、输送机、大采高电液控制支架、物联网、新型智能传感器等关键设备与零部件国产化能力显著增强, 有力支撑了我国大型现代化煤矿建设, 建成了 145 个智能化采煤工作面, 煤炭生产方式正在由粗放向集约高效现代化方向转变。大型煤炭企业采煤机械化程度由 1978 年的 32.34% 提高到 2018 年的 96.1%, 掘进机械化程度由 14.5% 提高到 54.1%; 全国煤矿人均生产效率由 137 吨/年提高到 1000 吨/年, 增长了 6.3 倍, 处于国际先进水平。

## 3、体制机制的保障作用显著增强, 煤炭市场化改革取得实质进展

从 1992 年煤炭价格改革试点到取消由政府部门主导的年度煤炭订货, 从煤炭价格双轨制到 2013 年取消重点电煤合同价格并轨、炼焦煤与动力煤期货上市, 煤炭市场化改革取得实质进展。2017 年以来建立的“中长期合同”制度和“基础价+浮动价”的定价机制, 为煤炭市场平稳运行提供了制度保障。全国煤炭交易体系、价格指数体系逐步健全完善, 市场在配置资源重的决定性作用显著增强。

## 4、单井规模大幅提高, 产业集中度显著提升, 行业转型升级取得新进展

**单井规模大幅提高。**全国煤矿数量由上世纪 80 年代的 8 万多处减少到目前的 5800 多处, 全国平均单井规模由不足 5 万吨/年提高到 90 万吨/年以上。年产量超 2000 万吨的企业由 2 家发展到 28 家(其中, 亿吨级企业 7 家), 前 8 家大型企业原煤产量 14.9 亿吨, 占全国的 40.5%, 同比提高 0.2 个百分点, 产业集中度显著提升。

**行业转型升级取得新进展。**煤炭上下游产业融合发展, 煤电、煤焦、煤化、煤钢一体化发展趋势明显; 煤炭由单一的燃料向燃料与原料并重转变。2018 年, 煤制油、煤制烯烃、煤制气、煤制乙二醇产能分别达到 1138 万吨/年、1112 万吨/年、51 亿立方米/年、363 万吨/年。部分大型煤炭企业非煤产业比重超过 60%。煤炭行业转型升级不断取得新进展。

## 5、煤炭开发布局发生深刻变革，生产重心向高竞争力地区集中

煤炭生产重心继续向晋陕蒙新等资源禀赋好、竞争能力强的地区集中。2018年，内蒙古、山西、陕西、新疆、贵州、山东、河南、安徽等8个亿吨级（省区）规模以上企业原煤产量31.2亿吨，占全国的88.1%，同比提高0.9个百分点；其中，晋陕蒙新四省（区）原煤产量占全国的74.3%，同比提高1.8个百分点。

### （二）煤炭市场供需实现基本平衡

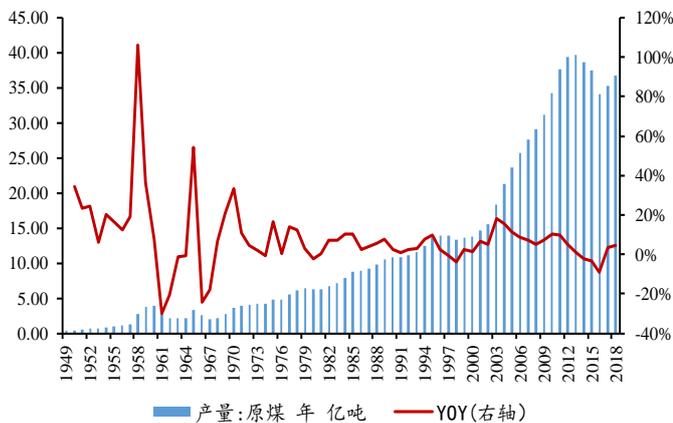
#### 1、需求端，煤炭消费实现小幅增长

2018年全国煤炭消费量同比增长0.2%。从主要耗煤行业看，电力行业全年耗煤21亿吨左右，钢铁行业耗煤6.2亿吨，建材行业耗煤5亿吨，化工行业耗煤2.8亿吨，其他行业耗煤减少约6000万吨。

#### 2、供给端，产量和煤炭运转量均增加，库存发生结构性变化

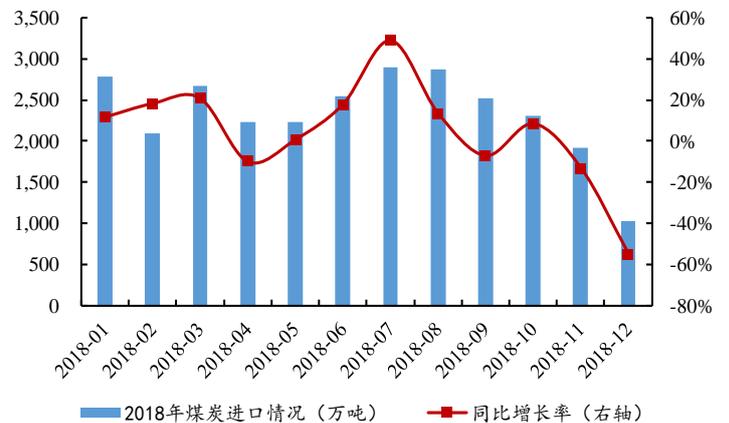
2018年，全国原煤产量36.8亿吨，同比增长4.5%；进口量2.81亿吨，同比增长3.9%；出口量493.4万吨，同比下降39%；净进口2.76亿吨，同比增长5.2%，为近四年来最高水平。煤炭转运量增加，2018年全国铁路累计煤炭运输量完成23.8亿吨，同比增长10.3%，主要港口发运煤炭8.1亿吨，同比增长7.5%。

图 19：1949-2018 年中国原煤产量及同比变化（亿吨）



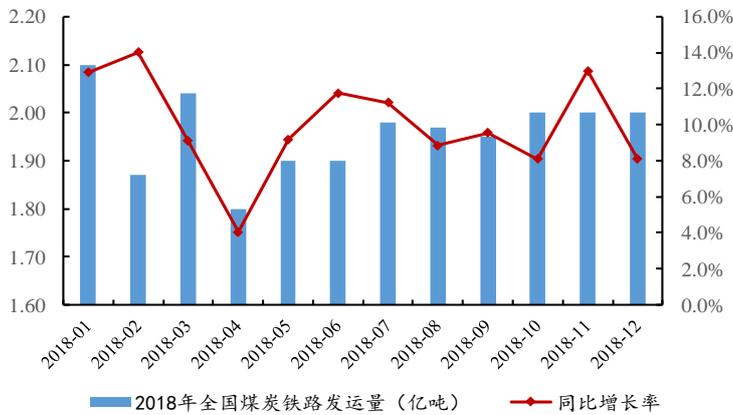
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 20：2018 年各月份全国煤炭进口情况及同比变化（万吨）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

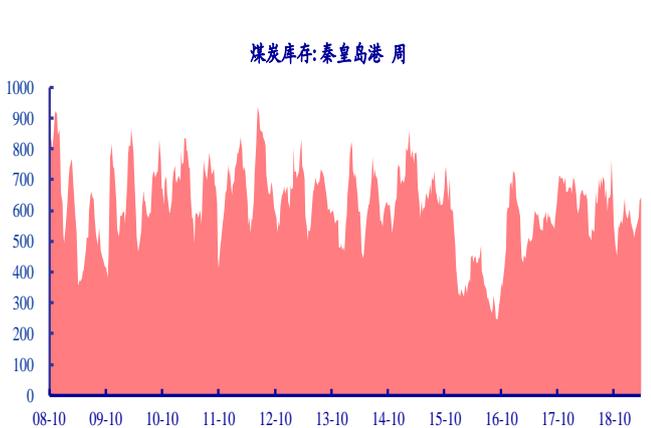
图 21: 2018 年全国煤炭铁路发运量 (亿吨) 及同比增长率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

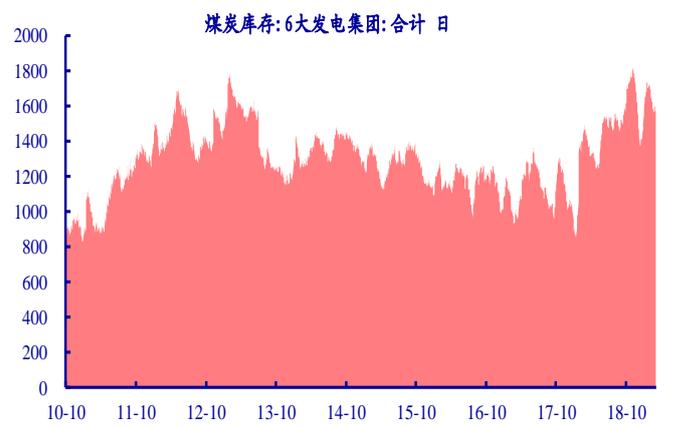
2018 年末, 重点煤企存煤 5500 万吨, 同比减少 609 万吨, 下降 10%, 处于较低水平; 全国统调电厂存煤 1.31 亿吨, 同比增加 2395 万吨, 增幅 22.4%, 可用天数 21 天, 存煤由产地向终端用户转移。

图 22: 秦皇岛港煤炭库存 (周度, 万吨)



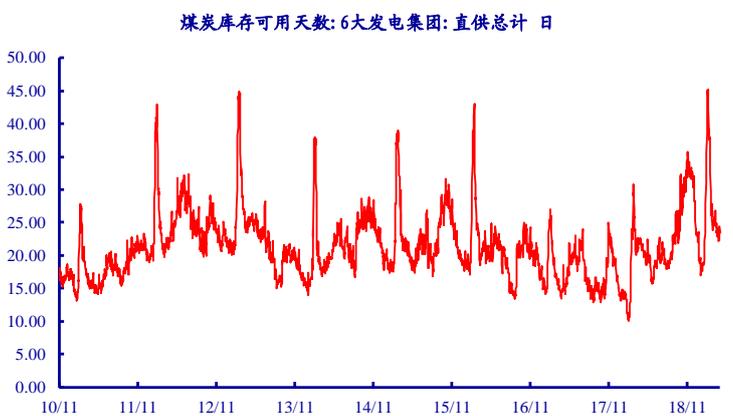
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 23: 6 大发电集团煤炭库存合计 (日, 万吨)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 24: 煤炭库存可用天数, 6 大发电集团总计 (天数)

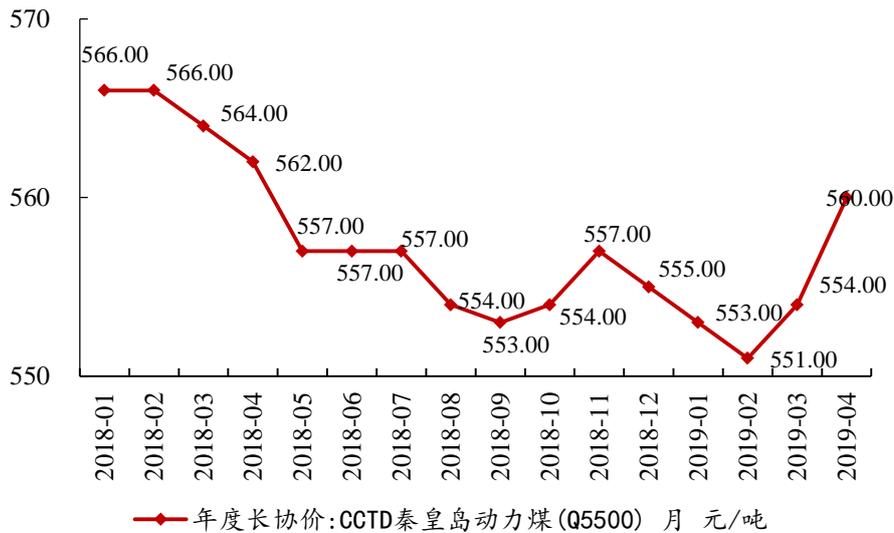


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 3、煤炭价格保持在合理区间波动

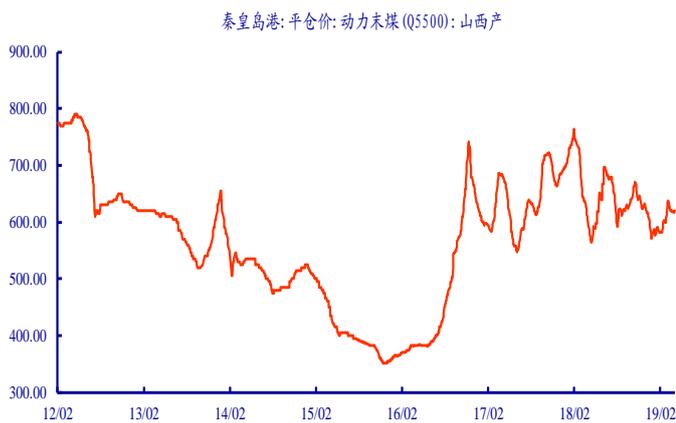
2018年动力煤中长期价格（5500大卡下水煤）稳定在绿色区间，全年均价558.5元/吨，比上年下降9.5元/吨。现货价格受市场预期影响波动较大，价格总水平保持稳定。秦皇岛5500大卡下水煤市场平仓价年内最高770元/吨，最低570元/吨；但全年均价比上年仅增加9元/吨。山西产京唐港主焦煤综合售价全年平均1764元/吨，比上年均价上涨209元/吨。

图 25: 2018-2019 年秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价格变动情况（月度变动）



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 26: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤现货平仓价



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 27: 山西产京唐港主焦煤价格变动趋势



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

总体来看，煤炭市场供需实现基本平衡，2018年略偏紧，预计2019年与2018年持平或总体略宽松。预计2019年煤炭消费将保持基本平稳，增量有限，国内煤炭产能释放加快，主要煤炭铁路运输通道能力加强，煤炭供应能力进一步增加，全国煤炭市场供需向宽松方向转变。

### （三）煤炭经济体制改革进入新阶段

#### 1、多家大型煤炭能源集团的成立提升了行业集约化程度和生产水平

2000 年以来，在国家相关政策的指导下，煤炭上下游企业之间、各区煤炭企业之间、中央企业与地方煤炭企业之间开始了新一轮的企业兼并重组和资源整合，宁夏煤业集团、陕西煤业化工集团、冀中能源集团、黑龙江龙煤集团、山东能源集团、贵州盘江煤电集团、河南能源化工集团相继组建成立，提高了煤炭生产的集约化程度和生产水平。

#### 2、煤炭企业上下游深度融合不断取得新突破

近年来，煤炭企业上下游深度融合案例频出。神华集团与国电集团合并重组成立国家能源投资集团；中煤能源兼并重组国投、保利和中铁等企业的煤矿板块，提高了煤炭产业集中度；中煤平朔、山西大同煤矿、晋能集团 3 家煤炭企业与大唐、中电国际、江苏国信等发电企业合作共同组建苏晋能源公司；这些兼并重组和资源整合推动了煤电一体化发展的进程，煤炭经济体制改革进入了新阶段，迈上了新台阶。

## 三、行业面临的问题及建议

### （一）现存问题

#### 1、行业发展理念与新时代不相适应

煤炭行业的改革发展面临许多深层次的困难和挑战，行业发展的理念和新时代的高质量发展要求还不相适应，建设现代化煤炭经济体系的思路、目标和重点任务还有待深入研究。

#### 2、产能过剩态势没有改变，行业发展不平衡、不充分问题突出

全国煤炭产能目前在 40 亿吨/年左右，在建和改扩建煤矿产能 11 亿吨/年左右，进口 2.5 亿吨左右，但与全国煤炭消费 40 亿吨相比，煤炭产能过剩态势没有改变。

市场供需平衡的基础还比较脆弱，行业发展不平衡不充分的问题突出，煤炭行业生产力发展不平衡，小煤矿众多，落后产能退出难等问题突出；非煤产业结构有所改善，新兴产业发展速度较快，但还未成为行业经济增长的主要动能，产业结构调整 and 转型升级任务依然艰巨。

从煤炭企业利润分布看，利润主要集中在前 20 家企业，多数企业盈利水平低，少数企业仍处于亏损状态，相当一部分企业扭亏尚未脱困，个别企业拖欠职工工资的现象依然存在，拖欠税费等问题也没有得到根本解决。

#### 3、煤矿安全生产和矿工职业健康水平亟待提升

部分煤矿安全发展理念不牢固，超能力生产，违法违规行屡禁不止，有些煤矿安全生产投入不足，采掘失调，管理滑坡，人才流失；煤矿尘肺病防治工作形势严峻，煤矿安全和职业健康工作仍面临严峻挑战。

#### 4、行业亟待增进社会对煤炭的理解和认识

增进全社会对煤炭的理解和认识是行业一个比较迫切的问题。特别是，增强全社会对煤

炭作为基础能源的理解,提高对煤炭是可以清洁高效利用的认识,对推进煤炭由燃料向燃料和原料并重转变取得的显著成就,煤炭产业转型升级取得的重要进展等的宣传力度还有待提升。煤炭行业改革发展依然任重道远。

## (二) 建议及对策

### 1、建立竞争有序的煤炭市场体系

完善煤炭现货市场,发展期货市场;建立全国煤炭生产、供应、消费大数据平台,健全煤炭应急保障机制。健全完善“中长期合同制度”和“基础价+浮动价”定价机制,建立中长期合同监督、评价和考核机制。

### 2、完善清洁生产机制,推动行业向清洁能源战略转型

完善清洁生产机制,鼓励原煤全部洗选,推进煤炭绿色开采,推进对采煤塌陷区的生态保护和修复。大力度支持燃煤电厂超低排放技术改造,高效煤粉型工业锅炉、煤炭的深加工和低阶煤分级分质技术发展。促进煤炭全产业链清洁高效利用,推动煤炭由传统能源向清洁能源的战略转型。

### 3、建立国际化发展体系,培育有国际影响力的品牌产品

坚持以“一带一路”主要产煤国为重点,支持煤企开展国际化经营,鼓励企业到境外开展产能合作、专业化合作、技术服务,培育参与国际竞争与合作的新优势。以煤炭产能合作为契机,促进国内煤机装备、技术、标准和服务走向国门,并培育一批有国际影响力的品牌产品。

### 4、健全和完善煤炭产业政策保证体系

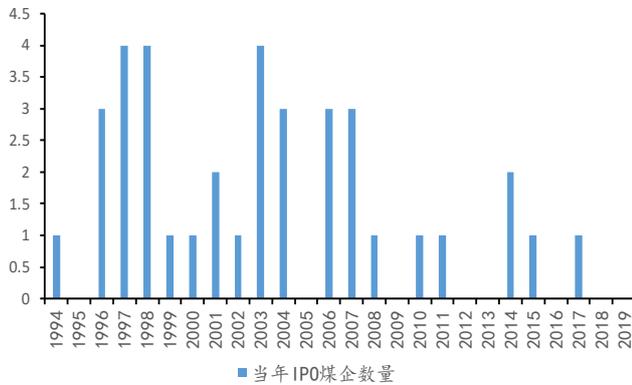
深入推进煤炭行业供给侧结构性改革,贯彻落实国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》文件精神,淘汰落后产能、发展先进产能,推动结构优化调整,实现供需基本平衡和行业效益的提升,转型升级取得实质性进展。减轻企业税费负担,提高企业发展能力。

## 四、煤炭行业在资本市场中的发展状况

### (一) 煤企融资受限,再融资节奏放缓,港股上市节奏平淡

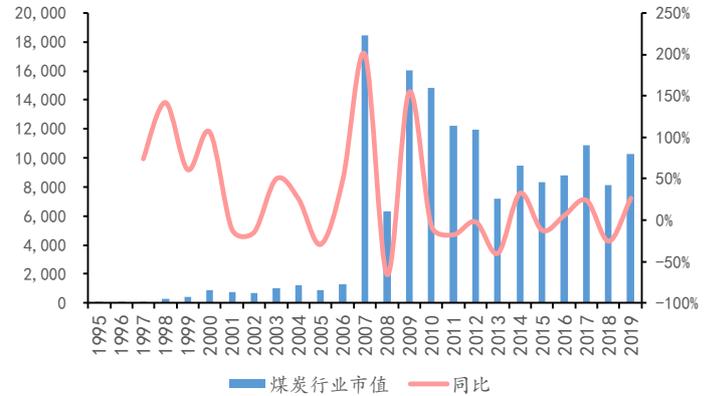
A股上市煤炭企业大约38家。1994年,市场迎来第一家煤炭上市企业靖远煤电,1996-1998年是一波煤炭企业上市潮,每年均有3-4家煤炭企业上市。1999年到2004年煤炭企业也有序上市,2005年无煤炭企业上市,2006-2008年又迎来一小波煤企上市潮,之后的年份,只有2010、2011、2014、2015和2017年有煤炭企业上市。值得一提的是,2007年巨无霸中国神华上市,煤炭行业整体市值得到大幅提升。这从煤炭行业历年市值变化也可以看出来。2007年之前,煤炭行业总市值在千亿左右徘徊,2007年当年中国神华、露天煤业、新集能源三家优质煤炭公司上市,当年又赶上A股牛市,出现“煤飞色舞”行情,煤炭行业市值大幅飙升至1.8万亿元,随后每年有所波动,但2008-2019年的市值中枢维持在1万亿元。截止到2019年4月4日,A股上市煤炭企业总市值为10244亿元,A股总市值为64.07万亿元,行业总市值占A股总市值的1.6%,在29个中信一级行业中排名倒数第七。

图 28: A 股当年 IPO 煤企数量



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 29: 煤炭行业市值变化



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

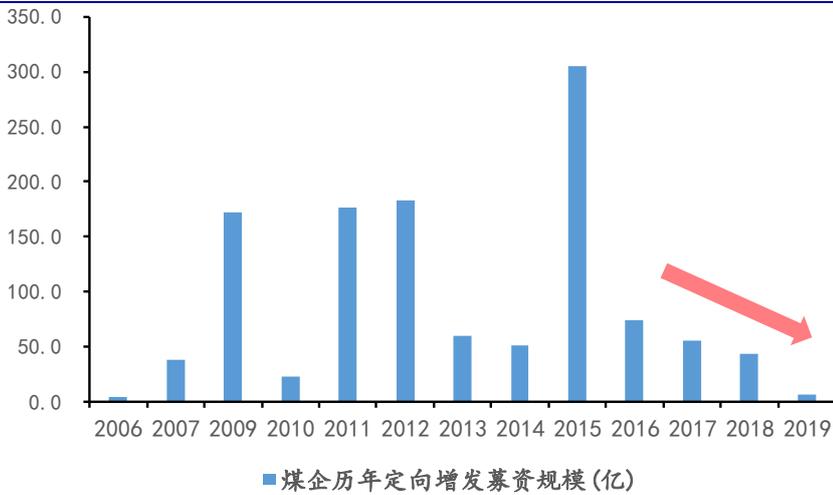
### 1、股权融资逐渐收紧，IPO 几近停滞，再融资节奏放缓

2017 年 2 月，证监会表示，将通过审核工作积极推动经济发展转方式、调结构，坚决贯彻落实国家产业政策和中央“三去一降一补”的决策部署，严格限制钢铁、煤炭企业 IPO 和再融资，防止不符合国家宏观调控政策的企业利用资本市场扩大产能。

IPO 方面，从图中可以看出，2008 年以后 IPO 数量明显下了一个台阶。2009、2012、2013、2016、2019 年都没有煤企获得 IPO。2017 年，仅金能科技一家煤炭企业获得 IPO，2018 年，淮北矿业通过与雷鸣科化的重大资产重组与关联交易实现了集团煤炭资产的整体上市，即淮北矿业的上市。这种状况与国家近年来不断进行供给侧改革，淘汰落后煤炭产能，限制煤炭企业的数量有关。

再融资方面，节奏也在逐步放缓。我们梳理了 2006-2019 年的再融资过程发现，2006 年-2019 年 4 月，煤炭上市企业通过资本市场定向增发（再融资）共获得 1191.3 亿元资金。其中，2009、2011-2012、2015 年获得的再融资金额较高。2009、2011-2012 年历年再融资总额接近 200 亿元，2015 年再融资总额超过 300 亿元。但从 2016 年开始，再融资金额下滑明显，并呈现逐年下降趋势，2016-2019 年（截止到 4 月）的再融资金额分别是 74、56、43、6 亿元，并且 2017 年 2 月份证监会表态限制煤企 IPO 和再融资之后，煤企中成功获得再融资的企业都是煤炭化工行业企业，比如宝泰隆、陕西黑猫和山西焦化。传统的煤炭开采洗选行业企业无一家获得再融资。

图 30: 煤企历年定向增发募资规模

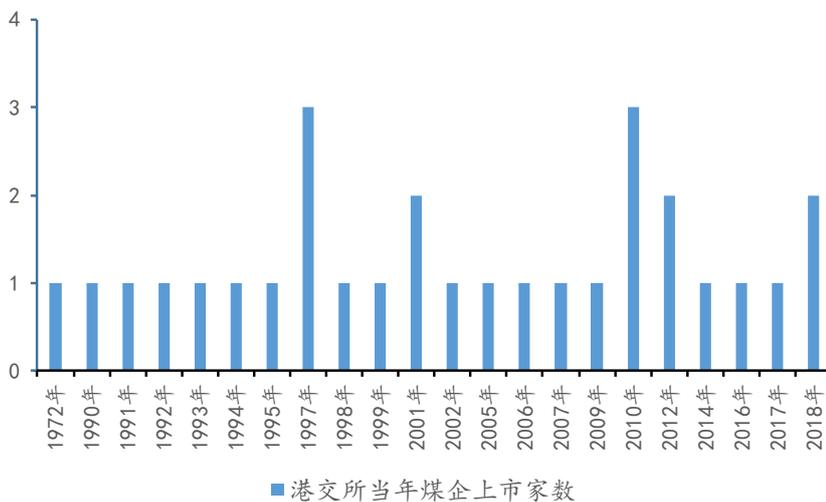


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 2、港股上市煤企数量比 A 股略少，上市节奏较平淡

截止 2019 年 4 月，以港交所行业类煤炭行业的划分，港股有 29 家煤炭上市企业，平均每年仅有 1 家煤企上市。其中，1997 年和 2010 年上市煤企较多，但也仅仅每年为 3 家煤企上市。故港股煤炭企业上市节奏较平淡，较其他行业相比，煤炭企业并非主流港股上市企业。

图 31: 港交所当年煤企上市数量一览



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## (二) 煤炭行业 PE 处于历史较低水平

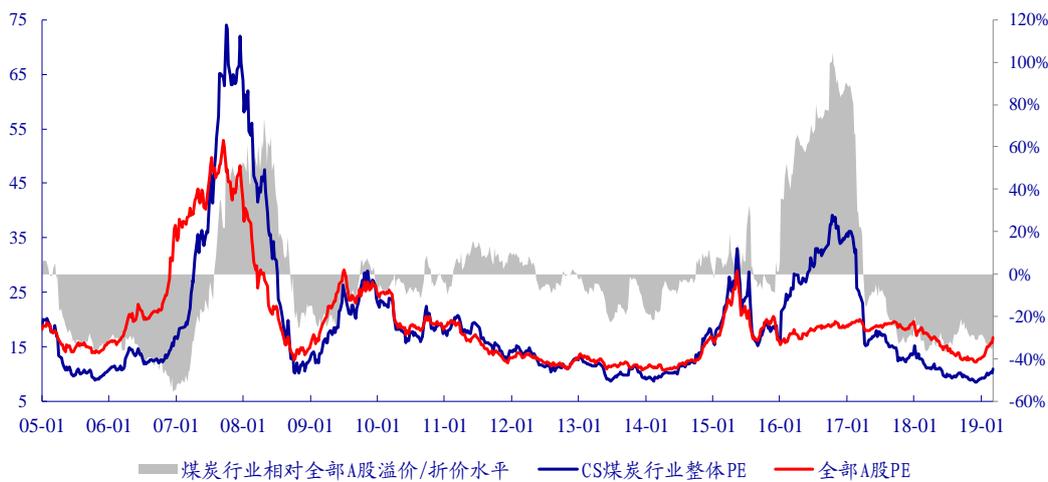
### 1、煤炭行业市盈率向上还有一定修复空间

截止到 2019 年 4 月 16 号，煤炭行业 TTM 市盈率(历史整体法)为 10.9X，全部 A 股 PE(TTM)为 16.6X，煤炭行业估值相对全部 A 股折价水平为 34%，较前几周折价水平有所上升，依然处于历史低位，我们认为煤炭板块未来仍有较大的估值修复空间。

## 2、国际估值比较来看，A股煤炭板块估值处于历史低位，具有较大修复空间

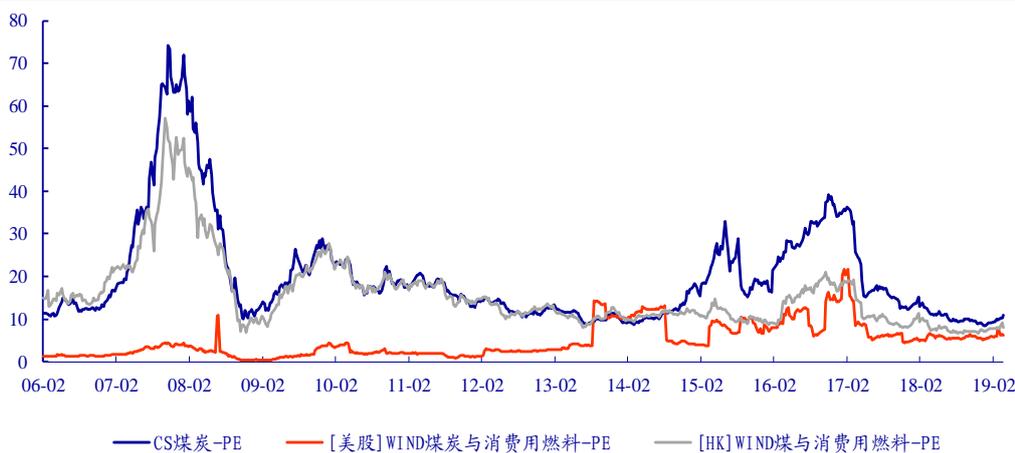
我们比较了A股、美股、港股煤炭板块2006年至今的历史TTM市盈率，截止到2019年4月16日，当前A股煤炭板块市盈率为10.9X，美股为6.2X，港股为8.1X。A股、美股、港股煤炭板块PE的历史均值（2006至2019年）分别为19.9X、4.9X、15.9X，当前美股PE与历史均值溢价26.7%，A股煤炭股PE较历史均值折价45%，港股煤炭PE较历史均值折价48%，我们认为A股和港股从PE相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

图 32: 煤炭股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 33: 煤炭股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### （三）煤炭板块持仓比例持平，成长龙头偏好明显

#### 1、2018Q4 基金煤炭持仓处于历史较低水平

2018年Q4基金煤炭持仓总市值为17.31亿元，环比下降36.01%，在中信一级行业中排名第27位，所占比重为0.32%。我们统计了从2010年Q1以来基金煤炭持仓占比情况，平均数为1.2%，中位数为0.44%，当前处于历史较低水平。从趋势性来看，基金煤炭持仓自2011年Q2到2014年Q1一直处于下降通道，从2014Q2开始触底回升，直到2018Q4均维持在0.4%上下波动。

## 2、四季度延续低配态势，趋势有所缓解

2018年Q4，基金对煤炭板块的配置力度仍处于低配状态，煤炭低配比例为1.5%，较Q3基本持平。从2012Q4煤炭板块配置比例见底以来，低配情况呈现出逐渐缓解的趋势，2017Q1至今板块的配置力度相对稳定，在-1.5~-1.6%内小范围调整。

## 3、配置风格偏好成长龙头，兖州、中煤配置力度减弱

2018Q4基金煤炭集中度为99.3%，较上季度回落0.3个百分点，仍处于该指标历史较高水平，有小幅回落趋势。从指数相关性来看，2010Q1至2018Q4基金煤炭集中度指标与中信煤炭指数走势指标的相关性为-0.48，呈负相关关系。2012Q4之后中信煤炭指数呈现下跌态势，基金持仓集中度持续处于峰值100%，2016Q1集中度下降到2010年以来的历史低位，2018年板块集中度回升至99%以上。具体到标的的选择上，2018Q4公募基金煤炭板块配置力度整理减弱，基金持有中国神华(601088.SH)的总市值为84,306.06万元，环比下降9.23%，持有陕西煤业(601225.SH)共605.33亿元，环比下降40.65%。配置风格偏好成长龙头，兖州、中煤配置力度减弱。

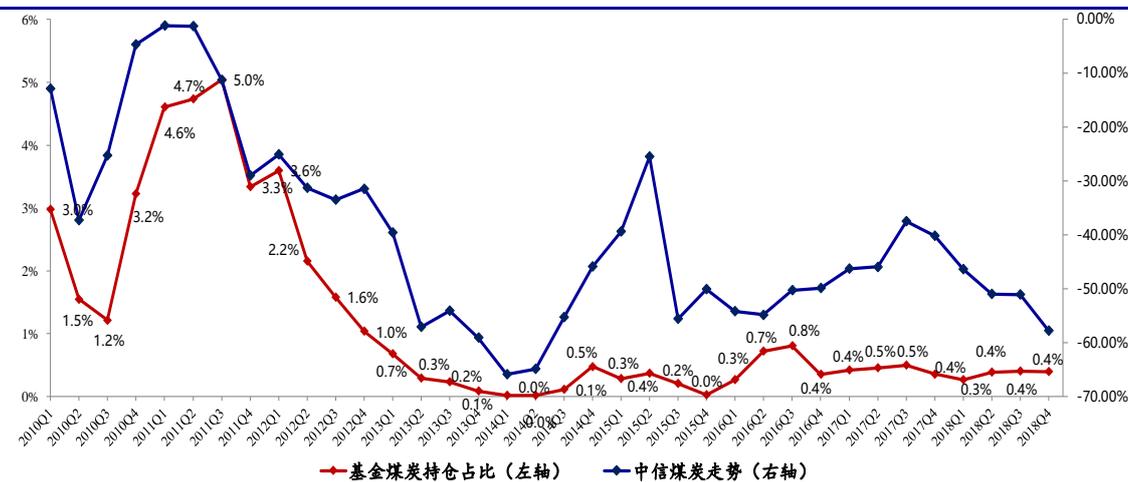
表1: 2018年Q4基金所持各行业持股情况

排序	行业	2018Q4		2018Q3		持仓市值环比变化
		持仓总市值(亿元)	所占比重	持仓总市值(亿元)	所占比重	
1	医药	707.26	12.96%	872.62	13.59%	-18.95%
2	食品饮料	624.02	11.43%	931.02	14.50%	-32.97%
3	电子元器件	401.70	7.36%	457.43	7.12%	-12.18%
4	房地产	387.39	7.10%	299.55	4.66%	29.32%
5	非银行金融	360.70	6.61%	476.15	7.41%	-24.25%
6	计算机	305.87	5.60%	358.29	5.58%	-14.63%
7	银行	303.02	5.55%	379.81	5.91%	-20.22%
8	家电	264.71	4.85%	368.29	5.73%	-28.12%
9	机械	220.36	4.04%	227.19	3.54%	-3.01%
10	电力设备	207.29	3.80%	138.99	2.16%	49.14%
11	商贸零售	164.57	3.02%	137.46	2.14%	19.72%
12	传媒	155.16	2.84%	174.23	2.71%	-10.95%
13	农林牧渔	153.21	2.81%	89.51	1.39%	71.17%
14	汽车	151.22	2.77%	174.75	2.72%	-13.46%
15	通信	130.39	2.39%	126.28	1.97%	3.26%
16	基础化工	129.57	2.37%	173.03	2.69%	-25.12%
17	电力及公用事业	110.99	2.03%	75.23	1.17%	47.53%

18	交通运输	109.22	2.00%	126.95	1.98%	-13.96%
19	轻工制造	101.08	1.85%	127.51	1.99%	-20.72%
20	国防军工	89.73	1.64%	127.88	1.99%	-29.84%
21	有色金属	79.51	1.46%	130.52	2.03%	-39.08%
22	餐饮旅游	79.39	1.45%	91.58	1.43%	-13.31%
23	建材	69.47	1.27%	102.94	1.60%	-32.52%
24	建筑	50.73	0.93%	48.04	0.75%	5.59%
25	纺织服装	39.77	0.73%	43.77	0.68%	-9.14%
26	石油石化	32.49	0.60%	100.89	1.57%	-67.79%
<b>27</b>	<b>煤炭</b>	<b>17.31</b>	<b>0.32%</b>	<b>27.05</b>	<b>0.42%</b>	<b>-36.01%</b>
28	钢铁	10.47	0.19%	34.47	0.54%	-69.62%
29	综合	1.34	0.02%	1.50	0.02%	-10.27%

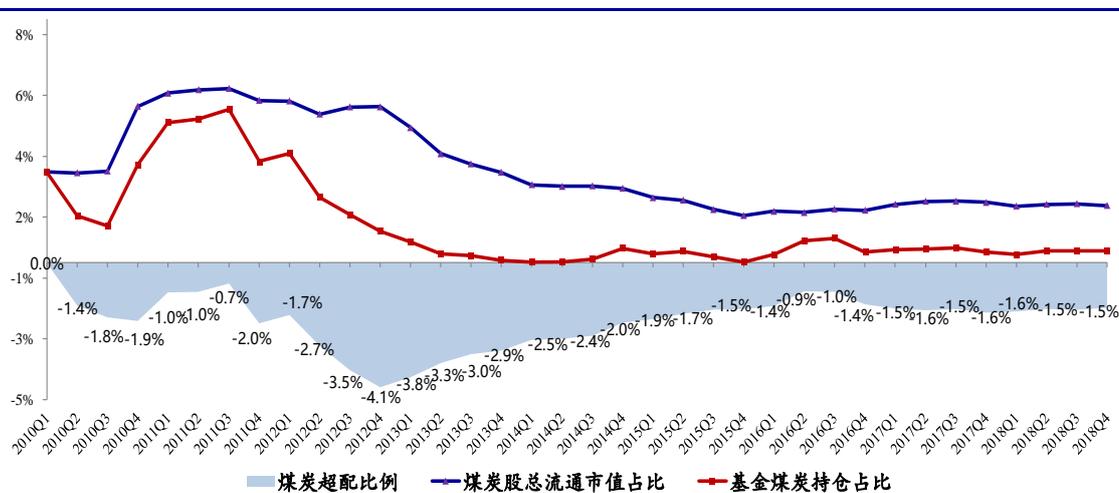
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34: 基金煤炭持仓占比与煤炭指数走势对比



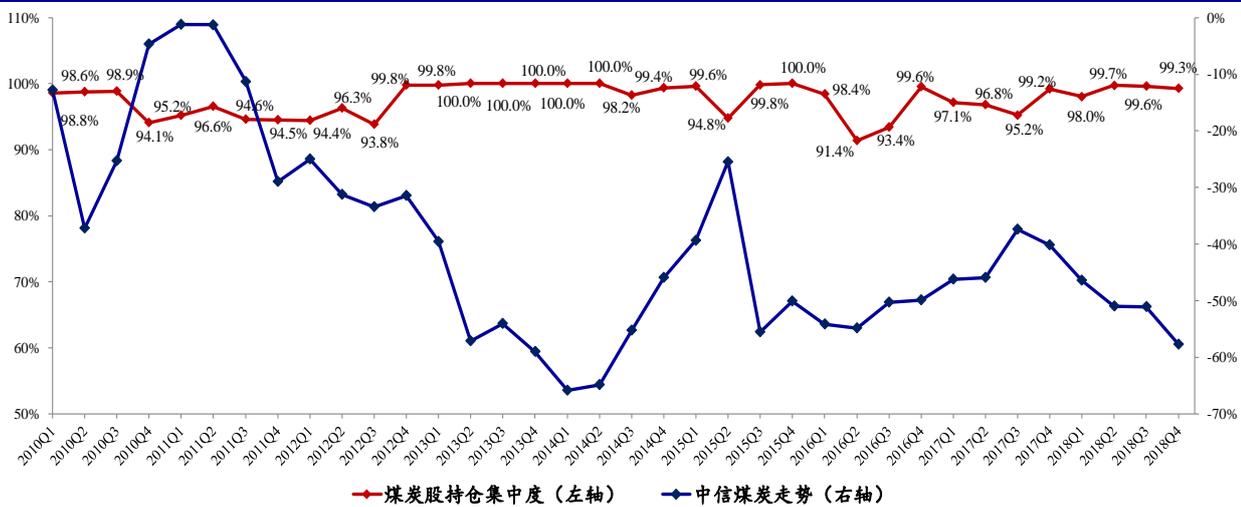
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 35: 基金煤炭超配比例与基金煤炭持仓占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 36: 基金煤炭持仓集中度与指数走势比较图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议及股票池

### (一) 投资建议

行业需求端, 电力用煤受水电同比下滑影响, 火电持续发力, 用煤需求超预期增长; 另外下游非电用煤需求拉动强劲, 水泥等行业煤炭采购积极, 煤炭市场淡季不淡特征明显。后续随着天气转暖, 民用电负荷下降, 同时来水增加, 动力煤需求可能持续小幅回落, 但工业需求复苏有望继续支撑动力煤需求。

供给端, 陕蒙地区持续保持安监高压, 煤炭产量释放受限, 供给偏紧局面开始显现。另外叠加进口大规模减少, 一方面受能耗“双控”影响, 东南沿海煤炭消费省份大规模减少低热值印尼煤采购, 再者澳洲煤限制政策影响, 导致大量进口贸易商退出煤炭进口贸易, 总体导致煤炭进口量大规模减少。此前陕西榆林地区受停产整顿影响的煤矿逐步复产, 但超产受到限制, 预计产量难有大幅增长。此外, 大秦线正处于春季检修期间, 预期短期供给端偏紧。

综合供给和需求两端的情况, 需求超预期, 国际国内供给均收缩, 导致沿海煤炭市场价格上行动力较强。

宏观数据方面, 中国 3 月社会融资规模增量 2.86 万亿元, 同比增加 1.28 万亿元; 新增人民币贷款 1.69 万亿元、同比增加 5777 亿元; M2 同比增长 8.6%, 创 13 个月新高。在大规模的信用扩张和经济周期性复苏的背景下, 我们看好煤炭板块的超额收益。

年初以来煤炭板块上涨 35.8%, 小幅跑赢大盘, 但部分盈利稳健、分红较高的公司均大幅跑输指数, 行业当前 PB 约为 1.3 倍, 处于历史低位, 随着工业需求的提升, 板块整体尤其是龙头公司的估值有望提升。继续看好低估值的动力煤龙头陕西煤业 (601225.SH)、兖州煤业 (600188.SH)。

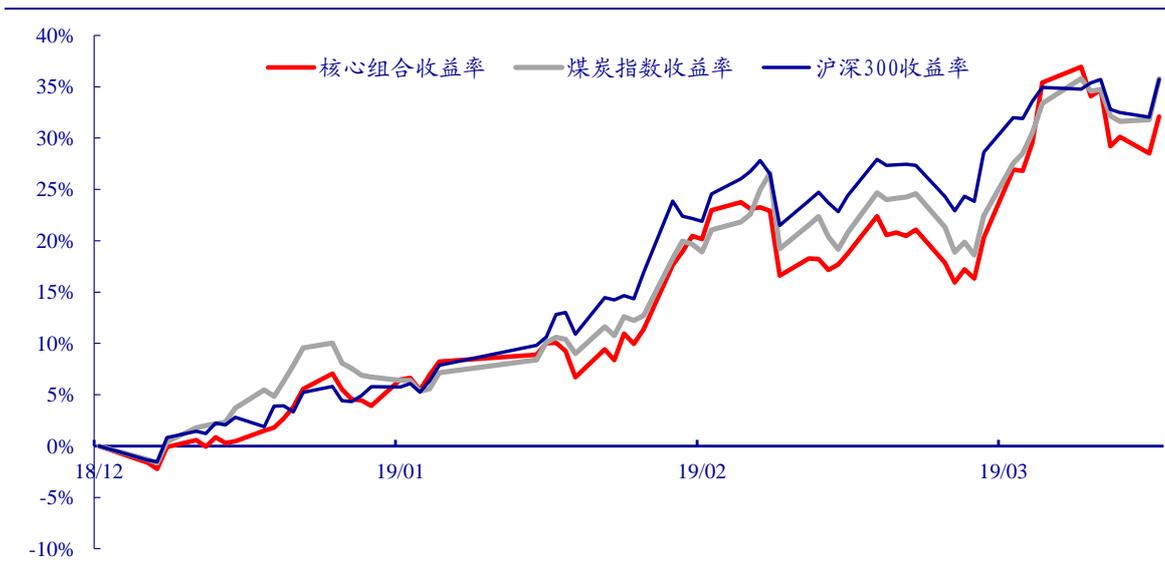
## (二) 股票池

表 2: 核心推荐组合及推荐理由

投资组合	公司代码	公司名称	推荐理由	周涨跌幅	累计涨跌幅	相对收益率	持仓比例	累计收益率
核心组合	601225.SH	陕西煤业	西部地区的动力煤龙头，业绩改善幅度大，受益于蒙华铁路的开通	1.74%	25.94%	-9.83%	50%	32.1%
	600188.SH	兖州煤业	公司治理结构良好的兼具海内外上市平台的内生性增长和外延式爆发的品种	1.34%	38.27%	2.50%	50%	

资料来源：中国银河证券研究院（相对收益率是指相对于申万煤炭行业指数的收益率）

图 37: 核心投资组合总回报示意图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

申万煤炭行业指数 2019 年初至今（2019.4.16）累计收益率 35.77%。2019 年初至 4 月 16 日，银河煤炭核心组合累计收益率 32.1%。在累计方面，核心组合跑输行业指数 3.67 个百分点，核心组合跑输沪深 300 指数 3.61 个百分点。因为我们核心组合的股票以优质龙头白马股为主，白马股年初至今的涨幅落后于行业指数，未来存在很大的补涨空间。

## 六、风险提示

煤炭价格大幅下跌风险，行业内国企改革不达预期风险。

## 插图目录

图 1: 全球煤炭消费占一次能源消费的比例 .....	1
图 2: 全球和中国一次能源消费中各类型占比 (2017 年数据) .....	2
图 3: 2007-2018 年煤炭占中国一次能源消费量的比重变化 .....	2
图 4: 2007-2017 年中国煤炭消费量 .....	3
图 5: 2001-2019 年煤炭行业企业景气指数 .....	3
图 6: 煤炭板块历年营收 (亿元) 及同比增速 (%) .....	4
图 7: 煤炭板块历年扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%) .....	4
图 8: 煤炭板块历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%) .....	4
图 9: 煤炭板块历年资产负债率 (%) .....	4
图 10: 煤炭板块历年货币资金 (亿元) 及同比增速 (%) .....	5
图 11: 煤炭板块历年现金流净额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	5
图 12: 煤炭板块净资产收益率 ROE .....	5
图 13: 煤炭板块 ROE 杜邦分解 .....	5
图 14: 全国煤炭查明资源储量变化情况 (亿吨) .....	6
图 15: 历年原煤生产总量 (万吨标准煤) .....	6
图 16: 改革开放以来全国煤炭产量变化情况 (亿吨) .....	6
图 17: 2012-2018 全国煤炭铁路发运量 (亿吨) .....	7
图 18: 改革开放以来大型煤炭企业采煤机械化程度变化情况 .....	7
图 19: 1949-2018 年中国原煤产量及同比变化 (亿吨) .....	8
图 20: 2018 年各月份全国煤炭进口情况及同比变化 (万吨) .....	8
图 21: 2018 年全国煤炭铁路发运量 (亿吨) 及同比增长率 .....	9
图 22: 秦皇岛港煤炭库存 (周度, 万吨) .....	9
图 23: 6 大发电集团煤炭库存合计 (日, 万吨) .....	9
图 24: 煤炭库存可用天数, 6 大发电集团总计 (天数) .....	9
图 25: 2018-2019 年秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价格变动情况 (月度变动) .....	10
图 26: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤现货平仓价 .....	10
图 27: 山西产京唐港主焦煤价格变动趋势 .....	10
图 28: A 股当年 IPO 煤企数量 .....	13
图 29: 煤炭行业市值变化 .....	13
图 30: 煤企历年定向增发募资规模 .....	14
图 31: 港交所当年煤企上市数量一览 .....	14
图 32: 煤炭股 PE 估值及溢价/折价分析 .....	15
图 33: 煤炭股 PE 估值及溢价/折价分析 .....	15
图 34: 基金煤炭持仓占比与煤炭指数走势对比 .....	17
图 35: 基金煤炭超配比例与基金煤炭持仓占比 .....	17
图 36: 基金煤炭持仓集中度与指数走势比较图 .....	18
图 37: 核心投资组合总回报示意图 .....	19

## 表格目录

表 1: 2018 年 Q4 基金所持各行业持股情况 .....	16
表 2: 核心推荐组合及推荐理由 .....	19

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**潘玮，煤炭行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn