

投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

03 月 05 日收盘价(元)	11.06
52 周股价波动(元)	6.71-13.26
总股本/流通 A 股(百万股)	10000/10000
总市值/流通市值(百万元)	110600/110600

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.8	16.3	9.4
相对涨幅(%)	15.9	18.3	5.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 李淼

Tel: (010)58067998

Email: lm10779@htsec.com

证书: S0850517120001

分析师: 王涛

Tel: (021)23219760

Email: wt12363@htsec.com

证书: S0850520090001

分析师: 吴杰

Tel: (021)23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

分析师: 戴元灿

Tel: (021)23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

优质动力煤核心资产，价值重估可期

投资要点:

- 陕西唯一上市煤企，资源及区位优势突出。**公司煤炭资源储量丰富、品质优异、赋存条件好。截至 2019 年底，公司拥有煤炭资源储量 160 亿吨，可采储量 97 亿吨。集团层面，截至 2020 年 3 月末，集团拥有煤炭资源储量 300 亿吨，可采储量 203 亿吨，可持续发展能力强。公司地处陕西，绝大多数子公司都享受“西部大开发”优惠税率，拥有自有铁路可有效连接公司主要煤矿和主要外运铁路干线，为公司煤炭销售提供有力支持，资源、区位等核心竞争力使公司在全国范围内具有较强竞争优势。
- 大规模优质矿井，盈利能力强。**公司矿井产能规模居上市公司前列，单井规模大。截至 2019 年底，公司控股矿井产能 10305 万吨，控股权益产能 6693 万吨。除渭北矿区外，公司均为 300 万吨以上的大型矿井，陕北矿区更是拥有红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、二号五对千万吨级矿井。此外，公司参股矿井合计权益产能 1159 万吨，总的权益产能合计 7852 万吨。优质的资源禀赋及高机械化水平奠定了公司突出的成本优势，即使煤炭综合售价较低，依然展现出了很强的盈利能力。展望未来，随着 2019 年底浩吉铁路开通，公司煤炭铁路外销比例有望进一步提升，从而支撑坑口价格，公司综合售价及盈利能力有望维持高位。
- 百亿资金布局，隆基投资收益亮眼。**2017 年公司开始资本运作，布局百亿资金，投向与公司主业互补、盈利接续的新能源行业优质资产。以隆基股份为例，公司通过朱雀信托收获盈利约 60 亿元，收益率超 2 倍（已于 20 年三季度期满退出）；直接持股的股权价值增值近 120 亿元，增值率逾 4 倍。除隆基股份外，公司目前持有包括赣锋锂业等投资在内的信托产品余额约 34 亿元。我们认为，公司未来或仍将继续寻找优质投资项目，考虑到公司过去的投资眼光和表现，我们预计未来投资收益或继续贡献业绩。
- 双保险高分红承诺，稀缺低估值核心资产。**公司承诺 20-22 年每年现金分红比例不低于当年可供分配利润 40%且不低于 40 亿元，按照 2020 年公司净利润估算，股息率超 5%。我们认为，随着供给侧改革推进及“碳中和”影响，煤炭行业壁垒不断抬升，行业供给增速放缓，而公司坐拥陕北优质煤炭资源，相对优势显著，产能增长空间大，属于市场稀缺的低估值核心资产，具备长期配置价值。
- 盈利预测与估值。**我们认为，公司主营稳健，现金流充沛，煤炭产量逐步提升有效抵抗煤价下行风险，同时近年来坚持开展新能源等领域投资，未来投资回报有望持续体现。全年来看，不考虑隆基减持收益，预计公司 20~22 年归母净利润有望维持在 110 亿元左右水平。2020 年来看，考虑隆基全部减持收益并表影响，归母净利润有望达到近 140 亿元，我们给予公司 20-22 年 EPS 1.40/1.16/1.09 元，参考可比公司，给予公司一定龙头溢价，2021 年 12-14 倍 PE，对应合理价值区间 13.98~16.31 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**下游需求大幅下滑。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57224	73403	93426	87372	83966
(+/-)YoY(%)	12.4%	28.3%	27.3%	-6.5%	-3.9%
净利润(百万元)	10993	11643	14016	11648	10921
(+/-)YoY(%)	5.2%	5.9%	20.4%	-16.9%	-6.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.10	1.16	1.40	1.16	1.09
毛利率(%)	48.7%	40.9%	31.8%	34.7%	34.2%
净资产收益率(%)	21.7%	20.0%	21.0%	15.8%	13.6%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 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. 陕西优质煤炭国企，具备较强竞争优势	5
1.1 陕西唯一上市煤企，资源优势突出	5
1.2 煤炭主业发展稳健，同时积极布局新能源	5
1.3 享受税率优惠，自有铁路有力支持销售	6
2. 大规模优质矿井，盈利能力强	7
2.1 单井规模大，未来增长可期	7
2.2 成本优势突出，盈利能力强	8
2.3 参股煤矿产能较大，盈利能力较强	9
3. 浩吉铁路通车，助力公司有效拓宽市场	10
3.1 浩吉铁路贯通南北，有效匹配供需	10
3.2 浩吉铁路运费虽不具优势，但有效支撑公司坑口煤价	10
4. 抓住能源变革机遇，投资收益亮眼	11
4.1 百亿资金布局，培育公司未来增长点	11
4.2 隆基投资收益颇丰，堪称煤企投资范本	12
4.3 公司目前投资情况	13
5. 大手笔回购，低估值高分红优质标的	13
6. 盈利预测与估值	13
7. 风险提示	14
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	公司盈利韧性较强.....	5
图 2	2019 年分业务营收占比.....	6
图 3	历年分业务营收情况（亿元）	6
图 4	2019 年分业务毛利占比.....	6
图 5	历年分业务毛利情况（亿元）	6
图 6	分矿区商品煤产量（万吨）	8
图 7	商品煤产销量（万吨）	8
图 8	可比公司煤炭综合售价（元/吨）	8
图 9	可比公司自产煤单位成本（元/吨）	8
图 10	可比公司吨煤净利（元/吨）	9
图 11	可比公司 ROE	9

表目录

表 1	主要享受优惠税率子公司盈利情况	6
表 2	公司在产矿井情况.....	7
表 3	参股煤矿情况（万吨）	9
表 4	参股煤矿公司盈利情况	9
表 5	三西-环渤海-海进江-江陵运费情况	10
表 6	陕西煤炭经停浩吉铁路各站点运费情况.....	11
表 7	朱雀信托持有隆基股份股权变动情况.....	12
表 8	公司直接持有隆基股份股权变动情况.....	12
表 9	公司历史分红情况.....	13
表 10	分业务盈利预测表.....	14
表 11	可比公司估值表	14

1. 陕西优质煤炭国企，具备较强竞争优势

公司地处陕西，煤炭资源储量丰富、煤质优良，属“三低一高”的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。同时，绝大多数子公司都享受“西部大开发”优惠税率，拥有自有铁路可有效连接公司主要煤矿和主要外运铁路干线，为公司煤炭销售提供有力支持，资源、区位等核心竞争力使公司在全国范围内具有较强竞争优势。

1.1 陕西唯一上市煤企，资源优势突出

公司主要从事煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等业务，煤炭产品主要用于电力、化工及冶金等行业。公司于 2008 年 12 月成立，2014 年 1 月上市，控股股东为陕西煤业化工集团有限责任公司（简称陕煤化集团）。截至 2020 年 9 月 30 日，集团持股比例为 63.14%，实际控制人为陕西省国资委。

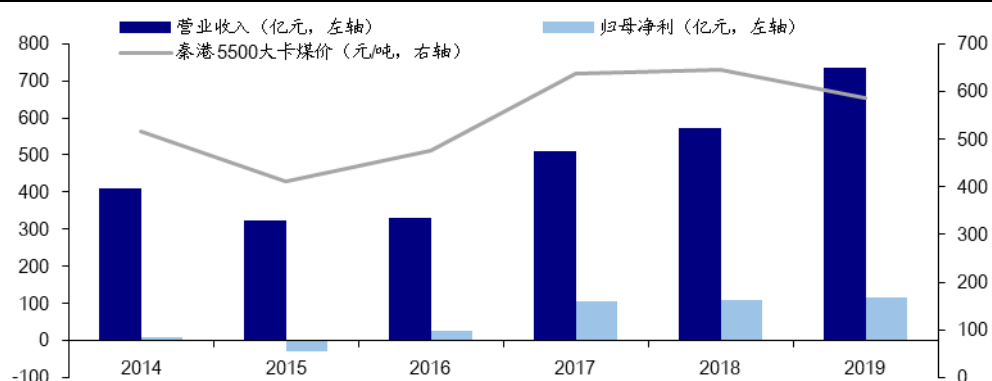
从地理位置看，公司主力矿井位于陕西榆林，与宁夏宁东、内蒙古鄂尔多斯共同组成我国能源化工“金三角”，具有丰富的能源资源优势。公司所属矿井中，95%以上产能均位于国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地：神东基地、陕北基地、黄陇基地。

公司煤炭资源储量丰富、品质优异、赋存条件好。截至 2019 年底，公司拥有煤炭资源储量 160 亿吨，可采储量 97 亿吨。产煤区 90%以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。在全国范围内具有较强竞争优势。

1.2 煤炭主业发展稳健，同时积极布局新能源

供给侧改革后，公司盈利表现稳健。2014-15 年由于全行业产能过剩严重，煤价持续下行，公司营收大幅下滑，并首次出现亏损。2016 年以来，在全行业去产能的大背景下，煤价止跌反弹，公司营收及归母净利持续攀升，即使 19 年煤价同比下滑，公司归母净利仍保持上升，体现了较强的盈利韧性，17-19 年归母净利均在 100 亿元以上。

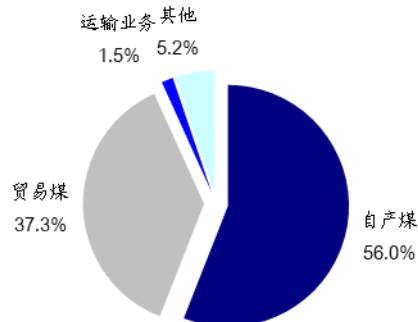
图1 公司盈利韧性较强



资料来源：公司 2014-2019 年报、wind，海通证券研究所

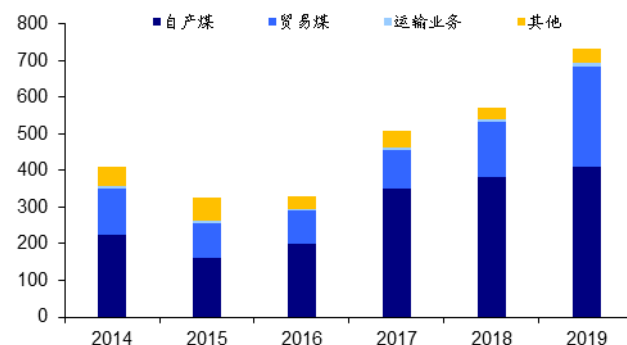
分业务看，公司主要盈利来源是自产煤业务，17-19 年公司自产煤毛利 240~260 元左右，19 年占总毛利比重约 86%。

图2 2019 年分业务营收占比



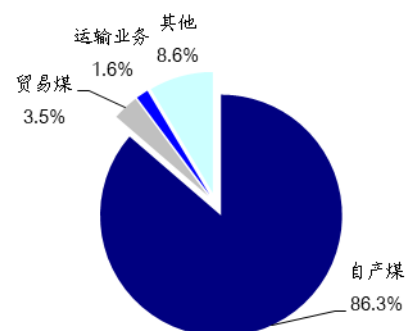
资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

图3 历年分业务营收情况（亿元）



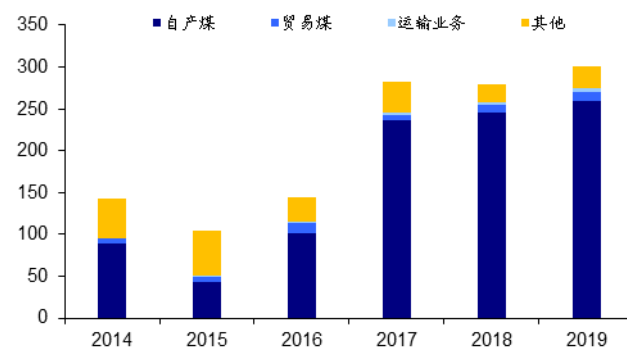
资料来源：公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

图4 2019 年分业务毛利占比



资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

图5 历年分业务毛利情况（亿元）



资料来源：公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

1.3 享受税率优惠，自有铁路有力支持销售

公司控股的绝大多数子公司都享受“西部大开发”优惠税率，减按 15% 的税率征收企业所得税。2017-19 年，主要子公司净利润合计年均 114.5 亿元，归母净利年均 91.4 亿元，由于享受税率优惠而增加的归母净利年均 10.8 亿元。

表 1 主要享受优惠税率子公司盈利情况

子公司名称	权益比例	净利润（亿元）			归母净利（亿元）		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
铜川矿业	100%	23.0	19.4	18.2	23.0	19.4	18.2
黄陵矿业	100%	24.1	28.8	29.5	24.1	28.8	29.5
彬长矿业	100%	15.5	13.1	11.5	15.5	13.1	11.5
建新煤化	51%	6.4	7.2	7.0	3.3	3.6	3.6
陕北矿业	100%	6.7	4.5	3.3	6.7	4.5	3.3
红柳林矿业	51%	22.1	25.0	23.9	11.3	12.7	12.2
张家峁矿业	55%	18.1	15.7	16.6	9.9	8.6	9.1
小保当矿业	60%	0.0	1.2	2.7	0.0	0.7	1.6
合计		115.9	114.8	112.7	93.8	91.5	88.9

资料来源：公司 2017-2019 年报，海通证券研究所

铁路方面，公司所辖各部分铁路主要由三家铁路公司负责：

- 黄陵铁路：所属专用线东起西延铁路黄陵站，西至黄陵矿业二号煤矿处的双龙站，正线全长 47.17 公里，年运输能力 1800 万吨，已开行 5000 吨重载列车；
- 铜川铁路：矿区专用铁路营运里程 81 公里（其中：营运铁路 15 公里、闲置铁路 66 公里），年运输能力 1000 万吨；
- 红柠铁路：下辖红柳林至神木西铁路专用线正线全长 42.56 公里，区间设张家峁、柠条塔、侯家母三个车站。

受地理位置所限，铁路运输一直是制约集团及公司发展的重要瓶颈。西延线是省内北煤南运的唯一通道，但受运力所限，年运煤量不足 500 万吨。2019 年 9 月底浩吉铁路正式投运，规划年运输能力 2 亿吨以上，有效缓解集团及公司煤炭运输压力。随着陕煤入川不断扩大西南市场影响力，依托浩吉铁路及江陵港，“沿海看神华，中部看陕煤”的新格局将逐步形成。

2. 大规模优质矿井，盈利能力强

公司矿井产能规模居上市公司前列，单井规模大。煤炭资源储量丰富，可持续发展能力强。优质的资源禀赋及高机械化水平奠定了公司突出的成本优势，我们认为，即使煤炭综合售价较低，依然具备很强的盈利能力。

2.1 单井规模大，未来增长可期

截至 2019 年底，公司控股矿区已投产核定产能 10305 万吨，控股矿井权益产能 6693 万吨，产能规模居上市公司前列。从单个矿井规模看，除渭北矿区外，公司均为 300 万吨以上的大型矿井，陕北矿区更是拥有红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、二号（在建，产能 1300 万吨）五对千万吨级矿井，陕北矿区千万吨矿井规模将集群化，产能优势将更加明显。参股煤矿方面，公司主要参股矿井为建庄、袁大滩、孙家岔、郭家湾和青龙寺等，权益产能合计 1159 万吨，结合控股矿井，公司总的权益产能合计 7852 万吨。

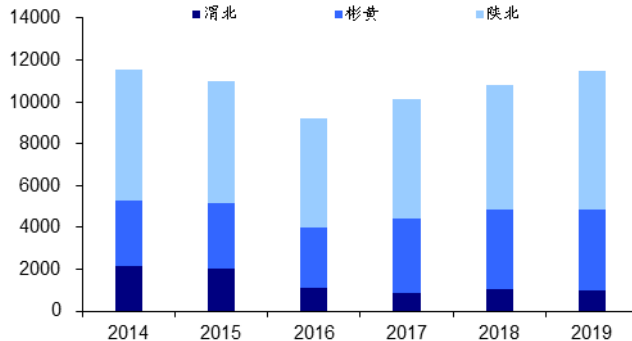
表 2 公司在产矿井情况

矿区/煤矿		煤种	发热量 (cal/g)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益比例	权益产能 (万吨)
彬黄矿区	黄陵一号	气煤	5672	37419	29191	600	100%	600
	黄陵二号	弱粘煤	5835	83248	56728	800	54%	432
	建新	弱粘煤	5315	17124	10093	400	51%	204
	大佛寺	不粘煤	5435	96588	58802	800	90%	720
	胡家河	不粘煤	5693	84436	37048	500	80%	400
	文家坡	不粘煤	5608	71878	33440	400	51%	204
小计				390693	225302	3500		2560
陕北矿区	红柳林	长焰煤	5539	178820	126641	1500	51%	765
	柠条塔	弱粘煤	5903	232529	156415	1800	51%	918
	张家峁	长焰煤	5754	75116	48548	1000	55%	550
	韩家湾	弱粘煤	5134	6825	4036	300	100%	300
	小保当一号	长焰煤	/	/	/	1500	60%	900
	小计			493290	335639	6100		3433
渭北矿区	玉华	长焰煤	4964	24398	14817	240	100%	240
	陈家山	不粘煤	4755	7659	4563	180	100%	180
	下石节	长焰煤	4981	8047	4793	185	100%	185
	柴家沟	长焰煤	4754	3461	2090	100	95%	95
小计			43565	26263	705		700	
合计				927548	587204	10305		6693

资料来源：公司债券 2020 年跟踪评级报告、公司 2019 年报，海通证券研究所

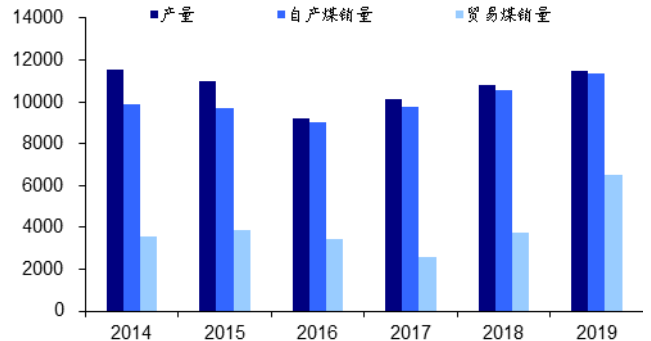
产量方面，2016 年以来，在全行业去产能的大背景下，公司自产煤产销量却不断提升，2019 年已达到 1.1 亿吨以上，其中增量主要来自陕北矿区。根据公司 2020 年中报，陕北矿区小保当二号矿井（产能 1300 万吨）正在建设，未来将贡献增量。

图6 分矿区商品煤产量（万吨）



资料来源：公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

图7 商品煤产销量（万吨）



资料来源：公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

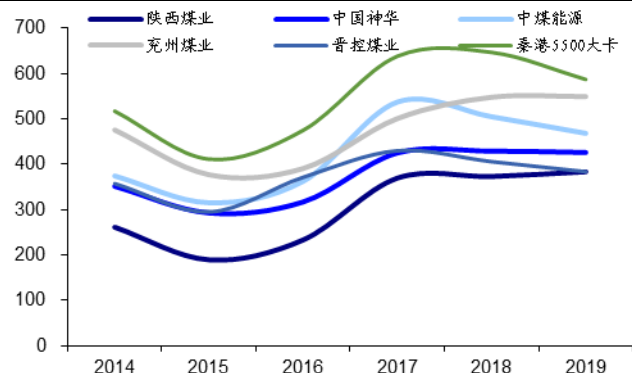
集团层面，截至 2020 年 3 月末，集团拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，资源优势十分明显，可持续发展能力很强。另外，陕西省政府已明确将集团作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体。根据勘探，神府南区拥有的煤炭资源储量达 300~400 亿吨。我们认为，未来随着集团对神府南区的进一步勘探和开采，资源储备优势将进一步巩固，公司作为集团煤炭板块唯一上市平台，远期发展值得期待。

2.2 成本优势突出，盈利能力强

售价较低的地销占比较高导致公司煤炭综合售价较低。由于铁路制约，公司煤质虽优，但铁路外销范围有限。2019 年，公司运输方式采用铁路直达的占比约 58%，采用公路运输（主要是地销）的占比约 42%，铁路占比较上年提升 6.5pct。随着浩吉铁路的通车，公司陕北地区大量优质动力煤资源将得以以更低价格向湖南、湖北、江西等地输送，有利于支撑地销价格。

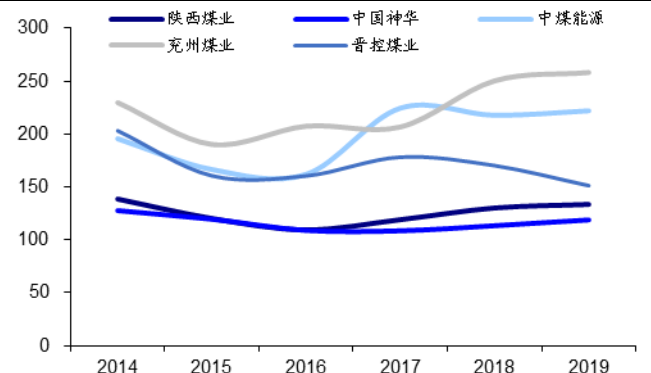
优质的资源禀赋及高机械化水平奠定了公司的成本优势。公司 97% 以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，开采技术条件优越，公司矿井采掘机械化程度达 100%，且矿井均为大型现代化矿井，开采成本低，生产成本优势明显。

图8 可比公司煤炭综合售价（元/吨）



资料来源：各公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

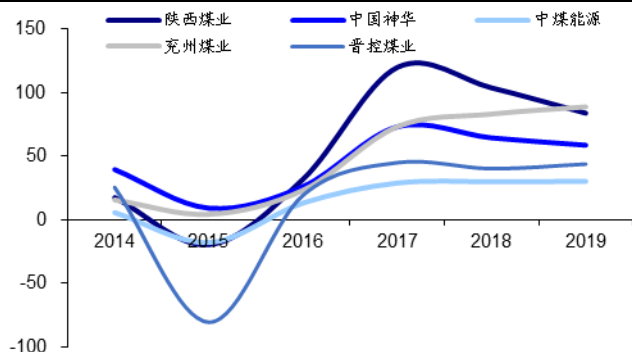
图9 可比公司自产煤单位成本（元/吨）



资料来源：各公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

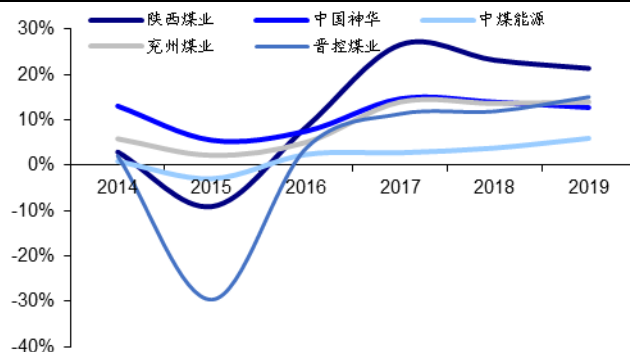
成本优势造就高盈利水平。公司成本优势突出，即使煤炭综合售价较低，依然展现出了较强的盈利能力。无论是吨煤净利还是 ROE，公司表现均显著高于行业可比公司。展望未来，我们认为随着浩吉铁路开通，公司煤炭铁路外销比例有望进一步提升，从而支撑地销价格，公司综合售价及盈利能力有望维持高位。

图10 可比公司吨煤净利（元/吨）



资料来源：各公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

图11 可比公司 ROE



资料来源：各公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

2.3 参股煤矿产能较大，盈利能力较强

公司盈利的另一个重要来源是参股煤矿的投资收益，公司主要参股矿井为建庄、袁大滩、孙家岔、郭家湾和青龙寺等，权益产能合计 1159 万吨，占控股权益产能 17%，占总权益产能 15%。2017-2019 年，公司参股煤矿归母净利润年均约 11.4 亿元，除袁大滩矿外（2019 年底才通过联合试运转验收），建庄、孙家岔、榆林神华（郭家湾和青龙寺）吨产能净利年均约 144、182、75 元/吨（控股煤矿吨产能净利约 137 元/吨）。

表 3 参股煤矿情况（万吨）

公司名称	煤矿名称	煤种	产能	权益比例	权益产能
陕煤化集团黄陵建庄矿业	建庄	弱粘煤	500	40%	200
陕西中能煤田	袁大滩	弱粘煤	500	34%	170
陕煤化集团孙家岔龙华矿业	孙家岔	长焰煤	800	30%	240
榆林神华能源	郭家湾	长焰煤/不粘煤	800	49.9%	399
	青龙寺	长焰煤/不粘煤	300	49.9%	150
合计					1159

资料来源：公司债券 2020 年跟踪评级报告，海通证券研究所

表 4 参股煤矿公司盈利情况

公司名称	权益比例	净利润（亿元）			归母净利润（亿元）		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
陕煤化集团黄陵建庄矿业	40%	3.7	8.7	9.2	1.5	3.5	3.7
陕西中能煤田	34%	0.023	0.042	0.013	0.008	0.014	0.004
陕煤化集团孙家岔龙华矿业	30%	14.4	14.3	15.1	4.3	4.3	4.5
榆林神华能源	49.9%	10.2	8.9	5.5	5.1	4.5	2.8
合计					10.9	12.2	10.9

资料来源：公司 2017-2019 年报，海通证券研究所

3. 浩吉铁路通车，助力公司有效拓宽市场

2019年9月底，浩吉铁路正式开通运营。虽然浩吉铁路运费优势并不明显，但公司煤炭外运通道打开，有利于增加公司煤炭外运比例，从而支撑坑口煤价。

3.1 浩吉铁路贯通南北，有效匹配供需

2019年9月28日，世界上一次性建成并开通运营里程最长的重载铁路——浩吉铁路（浩勒报吉至江西吉安铁路）正式开通运营。浩吉铁路2012年1月获批立项，2015年6月开工建设，全长1813.5公里，途经内蒙古、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西7省区，起点为中国煤炭最重要的生产基地——“三西”地区（内蒙古西部、陕西和山西），贯穿长江中游城市群，衔接多条煤炭集疏运线路，是点网结合、铁水联运的大能力、高效煤炭运输系统，是继大秦铁路之后中国又一条超长距离运煤大通道。开通初期开办车站77座，设计时速120公里，规划年运输能力2亿吨以上，并同步建成集疏运项目21个。

浩吉铁路共有21位股东，其中大股东为国铁集团，持股21.47%。陕煤化集团通过控股子公司陕西铁路物流集团持股7.24%（57.90%*12.5%），中国神华、国家开发投资集团、淮南矿业集团、大秦铁路分别持股12.5%/10%/10%/10%。

浩吉铁路起点为我国煤炭主产地“三西”地区。截至2019年底，我国生产矿井总产能36.1亿吨，其中山西/内蒙古/陕西产能分别为9.9/8.9/5亿吨，合计23.8亿吨，占总产能的66%。从产量看，2020年全国煤炭产量38.44亿吨，其中山西/内蒙古/陕西产量分别为10.63/10.01/6.79亿吨，合计27.43亿吨，占总产量的71.4%。我们认为，随着供给侧改革的深入推进，煤炭去产能已由总量性去产能全面转入结构性去产能、系统性优产能的新阶段，一方面不断加快退出落后矿井，同时积极推进资源禀赋优异地区建设和释放优质产能，未来产能集中度或进一步提高。

终点“两湖一江”地区始终保持较大的煤炭缺口。2011年浩吉铁路开始规划时，“两湖一江”地区煤炭消费量为3.6亿吨，同期该区域产量0.4亿吨，供需缺口3.2亿吨。2018年该区域煤炭消费量有所下滑，达3亿吨，但产量则降至0.2亿吨，供需缺口仍然高达2.8亿吨。而长期提供煤炭供应的安徽、贵州、河南等地产量也不断下滑，2013~2020年，三地合计产量由4.8亿吨逐步下降到3.4亿吨，同时面临采掘深度不断加大，安全风险及开采成本上升的不利条件。因此长远来看，“两湖一江”的煤炭紧缺局面只能逐步依赖于晋陕蒙地区的煤源解决。

3.2 浩吉铁路运费虽不具优势，但有效支撑公司坑口煤价

在浩吉铁路开通之前，“三西”地区煤炭主要依赖于铁路和“海进江”铁海联运进入“两湖一江”地区，首先是三西地区通过铁路经环渤海港口下水，三条主要铁路大动脉为朔黄、准东-大秦-秦皇岛、包西-蒙冀线-曹西，而后通过“海进江”船舶转江逆流而上进入湖北、江西等。根据中远海运科技与中远散运船货贸易平台测算，走朔黄线费用虽较为便宜，但朔黄线是中国神华控股，且神华本身运量较大，富余运力有限。

表5 三西-环渤海-海进江-江陵运费情况

线路	运距（公里）	国铁运费（元/吨）	北方港口港建港杂（元/吨）	海进江+转江船运费（元/吨）	合计（元/吨）
朔黄	853	132.3			212.3
准东-大秦-秦皇岛	1100	170.6	20	35+25	250.6
包西-蒙冀线-曹西	1250	193.9			273.9
平均					245.6

资料来源：中远海运科技与中远散运船货贸易平台，海通证券研究所

我们以靖边东为起点（榆林煤炭可由此上车），取浩吉铁路运营公司披露的暂定铁路运费：江陵以北（含江陵），0.2024 元/吨公里；江陵-岳阳（含岳阳），0.184 元/吨公里；岳阳以南 0.174 元/吨公里，测算了榆林煤炭延浩吉铁路各站点的运费情况。

表 6 陕西煤炭经停浩吉铁路各站点运费情况

省份	站点	距始发站距离 (公里)	距靖边东距离 (公里)	运费 (元/吨)	运费均值 (元/吨)
河南	三门峡西	635.1	411.2	83	105
	西峡东	850.3	626.4	127	
湖北	荆门北	1113.8	889.9	180	189
	荆州东	1216.1	992.2	201	
	江陵	1238.3	1014.4	187	
	坪田	1377.3	1153.3	212	
湖南	平江	1483.4	1259.5	232	224
	浏阳	1540.4	1316.5	229	
	铜鼓	1607.9	1384.0	241	
	宜丰	1665.8	1441.9	251	
江西	上高	1679.3	1455.4	253	257
	新余西	1729.5	1505.6	262	
	吉安	1813.5	1589.6	277	

资料来源：海通证券研究所测算

通过对比，浩吉铁路到湖北之前，运费相较海进江航线有显著优势；但到湖南，优势已明显缩小，到江西则基本上已无运费优势（当然，浩吉铁路在运输时间上有明显优势，陕北到荆州或岳阳仅需 3 天时间，少 12 天左右）。我们认为浩吉铁路的开通对于公司煤炭外运运费的降低作用并不明显，更多的是极大地拓展外运通道，增加公司煤炭外运比例，有利于支撑坑口煤价。

4. 抓住能源变革机遇，投资收益亮眼

2017 年公司开始资本运作，布局百亿资金，投向与公司主业互补、盈利接续的新能源行业优质资产。以隆基股份为例，公司通过朱雀信托收获盈利约 60 亿元，收益率超 2 倍（已于 20 年三季度期满退出）；直接持股的股权价值增值近 120 亿元，增值率逾 4 倍。除隆基股份外，公司目前持有包括赣锋锂业等投资在内的信托产品余额约 34 亿元。我们认为，公司未来或仍将继续寻找优质投资项目，考虑到公司过去的投资眼光和表现，我们预计未来投资收益或继续贡献业绩。

4.1 百亿资金布局，培育公司未来增长点

根据 2017 年 6 月公告，公司第二届董事会第二十七次会议同意公司以不超过 30 亿元的公司自有资金对外合作开展不涉及关联交易的投资业务。2017 年 12 月，公司第二届董事会第三十一次会议作出决议，同意在经第二届董事会第二十七次董事会议审议批准的 30 亿元对外投资额度的基础上，新增以不超过 70 亿元的公司自有资金对外合作开展不涉及关联交易的投资业务。

新增不超过 70 亿元投资额度内拟进行投资的方式主要是股权类投资，可以是企业成长期的各个阶段，获得或者不获得控制权；投资于上市公司，包括非公开增发、公开增发、大宗交易、二级市场交易等各种形式。拟投资的主要范围和方向为：1、传统能源：包括但不限于煤炭、油气、能源装备、节能与环保、煤化工及相关的新工艺新技术等；2、新能源：包括但不限于风电、光伏、核电、电池与储能、新能源汽车、及相关的新工艺、新技术、新材料等；3、新经济产业：包括但不限于能源互联网、大数据等。

至此，公司在考虑到我国新能源、新材料、新经济产业的快速成长及全球能源行业深刻变革的实际情况的基础上，布局百亿资金，以达到辅助公司主业更好更快发展、培育新的利润增长点的目标。

4.2 隆基投资收益颇丰，堪称煤企投资范本

根据公告，公司于 2017 年 7 月开始，通过“西部信托·陕煤-朱雀产业投资单一资金信托”购入隆基股份股票。该信托合同签订时间是 2017 年 7 月 17 日，信托期限 2 年，经委托人、受托人和投资顾问（即朱雀基金）协商一致可以延期两次，每次 1 年。2020 年 7 月开始，朱雀信托存续期满，于 8 月底前陆续全部退出。我们测算，朱雀信托投资盈利约 60 亿元，扣除信托费用、管理费及业绩提成，可并表收益约 45 亿元，已经在 2020 年三季度体现。

表 7 朱雀信托持有隆基股份股权变动情况

起始日期	结束日期	持股变动数（股）	变动原因	期末持股数（股）	占比	区间成交均价（元）	买入/卖出总额（亿元）
2017-7-18	2017-9-30	66900000	竞价买入	66900000	3.35%	23.25	15.55
2017-10-1	2017-12-5	32690043	竞价买入	99590043	4.99%	34.92	11.42
2018-4-1	2018-6-30	39836017	公积金转增	139426060	4.99%	0.00	0.00
2019-4-1	2019-4-29	41827818	配股	181253878	5.00%	4.65	1.94
买入合计							28.91
2020-7-6	2020-7-15	-57749043	竞价卖出	123504835	3.27%	46.76	27.00
2020-7-16	2020-7-21	-55644835	竞价卖出	67860000	1.80%	47.70	26.54
2020-7-22	2020-7-22	-25644400	竞价卖出	42215600	1.12%	48.35	12.40
2020-7-23	2020-8-26	-42215600	竞价卖出	0	0	55.47	23.42
卖出合计							89.36

资料来源：公司 20180118、20190411 公告，隆基股份 20180522、20200717、20200723、20200724 公告，wind，海通证券研究所测算

此外，公司于 2018 年 1 月起，陆续以自身名义购入隆基股份股票。截至 2019 年底，公司自身累计持有隆基股份 1.46 亿股，占隆基股份总股本的 3.88%。鉴于对隆基股份价值的长期看好，公司承诺对于其直接持有的公司股份自 2020 年 7 月 17 日起锁定 24 个月。按 3 月 5 日隆基股份收盘价 99.44 元计算，公司持股价值约 146 亿元，较我们测算的公司投资成本（约 29 亿元）增值逾 4 倍。

表 8 公司直接持有隆基股份股权变动情况

起始日期	结束日期	持股变动数（股）	变动原因	期末持股数（股）	占比	区间成交均价（元）	买入总额（亿元）
2018-1-16	2018-1-16	109500	竞价买入	109500	0.01%	34.34	0.04
2018-1-17	2018-3-31	30395088	竞价买入	30504588	1.53%	35.29	10.73
2018-4-1	2018-5-22	12201835	公积金转增	42706423	2.14%	0.00	0.00
2018-5-23	2018-6-30	31544685	竞价买入	74251108	2.66%	19.11	6.03
2018-7-1	2018-9-30	9088896	竞价买入	83340004	2.99%	14.18	1.29
2019-4-1	2019-4-29	25002001	配股	108342005	2.99%	4.65	1.16
2019-4-30	2019-6-30	4790790	竞价买入	113132795	3.12%	23.26	1.11
2019-7-1	2019-9-30	31453360	竞价买入	144586155	3.83%	25.81	8.12
2019-10-1	2019-12-31	1799007	竞价买入	146385162	3.88%	23.88	0.43
买入合计							28.91

资料来源：公司 20180118、20190411 公告，隆基股份 20180522、20200724 公告，wind，海通证券研究所测算

4.3 公司目前投资情况

2017 年公司开始资本运作，立足资本市场，与专业基金管理人合作，以组建合伙企业 and 认购信托计划方式，开展股权投资业务，提前布局与公司主业互补、盈利接续的新能源行业优质资产，借助改革红利，推进企业转型升级，创新发展。

除隆基股份外，公司同时也通过购买朱雀基金产品布局了赣锋锂业等投资。截至 2020 年中报，公司信托产品投资期末余额约 34 亿元，较年初 18 亿元增长 88%。截至 2020 年三季报，公司公允价值变动损益约 8.5 亿元，同比+442%。我们认为，公司未来或仍将继续寻找优质投资项目，考虑到公司过去的投资眼光和表现，我们预计未来投资收益或继续贡献业绩。

5. 大手笔回购，低估值高分红优质标的

公司于 2018 年 10 月开始回购公司股份，截至 2019 年 3 月完成回购，累计回购公司股份 3.05 亿股，占公司总股本的 3.05%，使用资金总额逾 25 亿元。公司回购股份将在股份回购完成之后 36 个月内，全部用于转换公司发行的可转债，未使用部分将依法注销。2020 年 12 月，公司公告因近期资本市场变化，同时结合公司资金实际情况，同意公司终止公开发行可转债。我们认为，发行可转债或带来的对 eps 的稀释效应，取消发行打消了市场这一担忧，有利于维护公司股价。

除 2015 年公司亏损未进行分红外，公司 2016-2017 年分红比例均在 40%左右，2018-2019 年分红比例虽只有 30%，但由于公司进行了大额回购，其效果与分红接近。此外，公司承诺，20-22 年每年现金分红比例不低于当年可供分配利润 40%且不低于 40 亿元。我们预计 2020 年公司归母净利润有望达到近 140 亿元，若按 40%分红，按 3 月 5 日收盘价股息率可达 5.1%，公司 PE (TTM) 估值仅 7.9x，我们认为估值有望继续修复。

表 9 公司历史分红情况

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率	收益留存率
2019	116.43	34.90	29.98%	70.02%
2018	109.93	31.99	29.10%	70.90%
2017	104.49	41.80	40.00%	60.00%
2016	27.55	11.00	39.93%	60.07%
2015	-29.89	--	--	--
2014	9.51	3.00	31.53%	68.47%

资料来源：公司 2014-2019 年报，海通证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们认为，公司主营稳健，现金流充沛，煤炭产量逐步提升有效抵抗煤价下行风险，同时近年来坚持开展新能源等领域投资，未来投资回报有望持续体现。全年来看，不考虑隆基减持收益，预计公司 20~22 年归母净利润有望维持在 110 亿元左右水平。2020 年来看，考虑隆基全部减持收益并表影响，归母净利润有望达到近 140 亿元，我们给予公司 20-22 年 EPS 1.40/1.16/1.09 元，参考可比公司，给予公司一定龙头溢价，2021 年 12~14 倍 PE，对应合理价值区间 13.98~16.31 元，给予“优于大市”评级。

表 10 分业务盈利预测表

		2019	2020E	2021E	2022E
煤炭业务	总销量（万吨）	17849	24100	22636	22936
	YOY	24.88%	35.02%	-6.07%	1.33%
	自产煤销量（万吨）	11336	12400	12636	12936
	YOY	7.60%	9.39%	1.90%	2.37%
	自产煤售价（元/吨）	362	333	336	318
	YOY	-0.04%	-7.99%	0.79%	-5.36%
	贸易煤销量（万吨）	6513	11700	10000	10000
	YOY	73.35%	79.64%	-14.53%	0.00%
	贸易煤售价（元/吨）	420	405	401	379
	YOY	4.44%	-3.76%	-0.88%	-5.36%
运输业务	煤炭总收入（万元）	7061526	9058105	8446776	8099944
	YOY	28.46%	28.27%	-6.75%	-4.11%
	毛利率	41.28%	31.78%	34.81%	34.20%
	收入（万元）	113312	118978	124927	131173
	YOY	36.86%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	43.64%	43.64%	43.64%	43.64%
	其他	收入（万元）	165506	165506	165506
	YOY	16.27%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	24.29%	24.29%	24.29%	24.29%
	总计	营业总收入（万元）	7340344	9342588	8737209
	毛利率	40.93%	31.80%	34.74%	34.15%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 11 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)		PB (倍)	
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021E	2021E	2021E	2021E
601088.SH	中国神华	18.18	2.00	2.18	2.25	9.1	8.3	8.1	19.57		0.93	
601898.SH	中煤能源	5.08	0.35	0.43	0.52	14.5	11.7	9.9	7.88		0.65	
002128.SZ	露天煤业	9.96	-	1.50	1.63	-	6.6	6.1	11.01		0.90	
600403.SH	大有能源	3.64	-	-	-	-	-	-	-		-	
601918.SH	新集能源	3.09	-	-	-	-	-	-	-		-	
601001.SH	大同煤业	5.07	-	-	-	-	-	-	-		-	
600546.SH	山煤国际	6.81	0.53	0.60	0.64	12.9	11.4	10.7	4.49		1.52	
000552.SZ	靖远煤电	2.84	-	-	-	-	-	-	-		-	
600971.SH	恒源煤电	5.52	-	-	-	-	-	-	-		-	
600121.SH	郑煤煤电	5.87	-	-	-	-	-	-	-		-	
平均						12.2	9.5	8.7			1.00	

注：收盘价为 2021 年 3 月 5 日价格，可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 风险提示

下游需求大幅下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业总收入	73403	93426	87372	83966
每股收益	1.16	1.40	1.16	1.09	营业成本	43357	63715	57022	55288
每股净资产	5.83	6.67	7.37	8.02	毛利率%	40.9%	31.8%	34.7%	34.2%
每股经营现金流	1.92	2.43	2.23	2.30	营业税金及附加	3615	3830	3495	3275
每股股利	0.40	0.56	0.47	0.44	营业税金率%	4.9%	4.1%	4.0%	3.9%
价值评估（倍）					营业费用	2768	4858	4456	4450
P/E	9.50	7.89	9.50	10.13	营业费用率%	3.8%	5.2%	5.1%	5.3%
P/B	1.90	1.66	1.50	1.38	管理费用	5628	5138	4762	4534
P/S	1.51	1.18	1.27	1.32	管理费用率%	7.7%	5.5%	5.5%	5.4%
EV/EBITDA	3.62	3.17	2.23	1.52	EBIT	17982	15815	17574	16357
股息率%	3.6%	5.1%	4.2%	3.9%	财务费用	548	-187	-176	-170
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	40.9%	31.8%	34.7%	34.2%	资产减值损失	-85	-70	0	0
净利率	15.9%	15.0%	13.3%	13.0%	投资收益	1727	8000	1800	1800
净资产收益率	20.0%	21.0%	15.8%	13.6%	营业利润	19674	23960	19577	18355
资产回报率	9.2%	9.2%	7.2%	6.4%	营业外收支	-284	-1	-1	-1
投资回报率	16.8%	11.5%	13.1%	11.2%	利润总额	19390	23959	19576	18354
盈利增长（%）					EBITDA	23830	21219	23521	22578
营业收入增长率	28.3%	27.3%	-6.5%	-3.9%	所得税	2758	5990	2936	2753
EBIT 增长率	2.2%	-12.0%	11.1%	-6.9%	有效所得税率%	14.2%	25.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	5.9%	20.4%	-16.9%	-6.2%	少数股东损益	4989	3953	4992	4680
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	11643	14016	11648	10921
资产负债率	39.9%	41.7%	37.5%	34.8%					
流动比率	1.25	1.48	1.83	2.19	资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.12	1.36	1.72	2.09	货币资金	19243	40628	54319	71598
现金比率	0.69	0.97	1.37	1.79	应收账款及应收票据	7372	11262	9096	7361
经营效率指标					存货	1314	1920	1562	1363
应收账款周转天数	29.18	35.00	30.00	25.00	其它流动资产	6882	8001	7636	7531
存货周转天数	11.06	11.00	10.00	9.00	流动资产合计	34812	61812	72613	87854
总资产周转率	0.58	0.62	0.54	0.49	长期股权投资	12104	12104	12104	12104
固定资产周转率	1.83	2.05	1.80	1.90	固定资产	40209	45670	48591	44241
					在建工程	15453	8953	4953	5453
					无形资产	21803	21038	20270	19499
					非流动资产合计	91872	90055	88208	83587
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	126684	151866	160821	171441
净利润	11643	14016	11648	10921	短期借款	170	100	100	100
少数股东损益	4989	3953	4992	4680	应付票据及应付账款	14383	25311	24215	24993
非现金支出	5934	5474	5947	6220	预收账款	2860	3640	3405	3272
非经营收益	-1306	-7306	-1172	-1237	其它流动负债	10493	12671	11978	11719
营运资金变动	-2060	8202	862	2426	流动负债合计	27906	41723	39697	40085
经营活动现金流	19200	24340	22277	23010	长期借款	9071	8071	7071	6071
资产	-4824	-3588	-4101	-1601	其它长期负债	13536	13539	13539	13539
投资	-1274	0	0	0	非流动负债合计	22607	21610	20610	19610
其他	274	8000	1800	1800	负债总计	50514	63334	60307	59695
投资活动现金流	-5825	4412	-2301	199	实收资本	10000	10000	10000	10000
债权募资	1870	-1070	-1000	-1000	归属于母公司所有者权益	58254	66663	73652	80205
股权募资	1470	0	0	0	少数股东权益	17916	21869	26861	31542
其他	-11647	-6296	-5286	-4930	负债和所有者权益合计	126684	151866	160821	171441
融资活动现金流	-8307	-7366	-6286	-5930					
现金净流量	5069	21385	13690	17279					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 05 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭行业
王涛 煤炭行业
吴杰 公用事业/煤炭行业
戴元灿 公用事业/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,金能科技,开滦股份,兖州煤业,潞安环能,盘江股份,平煤股份,中国神华,淮北矿业,露天煤业

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯 欢(021)23154658 hh13288@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
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@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
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵 飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@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
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
彭 婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

周旭辉 zzh12382@htsec.com
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
联系人
杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com
吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com
联系人
赵靖博 zjb13572@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
联系人
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lwt13065@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
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@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
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@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
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com
高 瑞 gr13547@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