

未来煤炭资源的进一步收购值得期待

——兖州煤业（600188）调研报告

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011年9月27日

煤炭行业

联系人

任宪功

010-68784237

renxiangong@hotmail.com

评级：

推荐

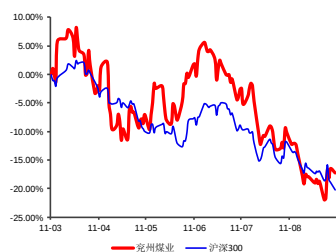
目标价格：

36

最新收盘价：

28.51

最近半年股价相对走势



相关研究报告

调研情况：

近期我们调研了兖州煤业，调研的主要目的是了解公司近期经营情况以及在鄂尔多斯、澳洲等地煤矿的投产进度以及公司的未来发展规划等。

投资要点：

● 历史业绩简要回顾

(1) 公司自 2004 年起毛利率总体呈下降的趋势，同时公司销售净利率总体呈上升趋势，其原因主要是自 2004 年起，公司期间费用率逐步下降；(2) 公司煤炭产销量在 2003 年曾达到一个较高水平，04、05 年有所下降之后，在 05 年至 09 年的 5 年左右的时间，原煤产量保持在 3500-3600 万吨左右的水平，由于 09 年起公司在澳洲收购 FELIX 公司、在鄂尔多斯等地收购煤矿等，公司原煤产量自 10 年开始有较大幅度提高；(3) 公司目前合同煤占比较低，2010、2011 年合同煤分别约占商品煤销量的 20.17%、16.37%。

● 产量预测

(1) 预计 2011~2013 年，公司商品煤产量分别约为 4894、5547、6018 万吨，同比增速分别为 7.5%、13.3%、8.5%；公司权益商品煤产量分别约为 4717、5280、5713 万吨，同比增速分别为 6.2%、11.9%、8.2%。(2) 公司未来在国内的产能增量主要来自鄂尔多斯；公司规划在内蒙古收购在产煤矿 1500 万吨左右，目前已有 700 多万吨（安源+文玉）的规模；(3) 公司未来几年在澳洲的产能增量主要来自莫拉本煤矿；公司计划在兖煤澳洲上市后，其募集资金的一部分也会用来在澳洲购买新的煤矿。

● 盈利预测与评级

盈利预测：预计 2011~2013 年公司 eps 分别约为 1.91、2.25、2.49 元/股，对应 pe 分别为 14.93 倍、12.67 倍、11.45 倍，估值处于较低水平；

公司评级：一方面，从对公司各个煤矿产能释放的预测来看，公司未来 3 年左右产量增速并不是很高，而这一点已经在公司的估值中有了较为充分的体现；另一方面，我们通过考察公司历史可以看出，公司在 2005-2009 年有约 5 年的时间产量徘徊在 3500-3600 万吨左右，但是通过不断的收购境内外的煤炭资源，公司在 2010 年实现了产量的快速增长，虽然我们仅就目前公司已有的煤矿来测算，未来几年产量增速不是很高，但是考虑到公司在鄂尔多斯以及澳洲的收购计划，其未来产量增速将会超过我们目前的预测，并相应的会带来业绩及估值的提升；最后，公司目前有较多的在建及勘探项目大致在 2014~2015 年左右投产，也为公司远期发展奠定了基础。综合以上，并考虑到公司较高的管理水平及对境内外煤炭资源的积极拓展，我们给予公司“推荐”评级。

(百万元,元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	21500	34844	43617	52231	59829
EBITDA(百万元)	6811	12452	16146	18568	20114
净利润	3880	9009	9396	11069	12231
摊薄 EPS(元)	0.79	1.83	1.91	2.25	2.49
PE(X)	36.1	15.6	14.9	12.7	11.5
EV/EBITDA(X)	22.1	12.2	9.2	7.7	6.7
PB(X)	4.93	3.81	3.40	2.84	2.40
ROIC	7.00%	11.74%	14.62%	15.62%	15.62%
总资产周转率	0.46	0.52	0.56	0.60	0.64

1. 公司历史业绩简要回顾

从图 1、图 2 可以看出，公司各业务中，煤炭业务收入及毛利占绝大比例；

从图 3 可以看出，公司历年营业收入和净利润呈明显的周期性特征，11 年上半年营业收入及净利润的增速保持了较高水平；

从图 4 中可以看出，公司自 2004 年起，毛利率总体上呈下降的趋势，但与此同时，公司销售净利率非但没有随着毛利率出现下滑，反而总体呈上升趋势；

毛利率下滑而净利率上升的原因，主要是自 2004 年起，公司期间费用率逐步下降。在图 5 中可以看出，公司期间费用率的下降，在 09 年之前主要是缘于销售费用的下降（销售费用的下降始自 2000 年，且降幅很大）；10 年和 11 年上半年，则主要受益于兖煤澳洲汇兑收益（10 年兖煤澳洲汇兑收益为 26.882 亿元、11 年上半年为 12.322 亿元），财务费用为负数；

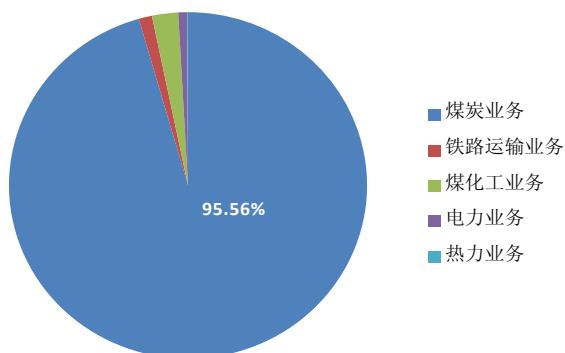
从图 6 可以看出，公司净资产收益率也呈明显的周期性波动，其中 10 年和 11 年上半年净资产收益率保持了较高水平；

公司自上市以来煤炭产、销量以及煤炭销售均价情况详见图 7，可以看出，公司煤炭产销量在 2003 年曾达到一个较高水平，04、05 年有所下降之后，在 05 年至 09 年的 5 年左右的时间，原煤产量保持在 3500-3600 万吨左右的水平，由于 09 年起公司在澳洲收购 FELIX 公司、在鄂尔多斯等地收购煤矿等，公司原煤产量自 10 年开始有较大幅度提高；

公司煤炭平均销售价格 1998 年为 213.65 元/吨，涨至 2011 年上半年的 728.93 元/吨，近 13 年的复合增长率达到 9.9%，详见图 7；

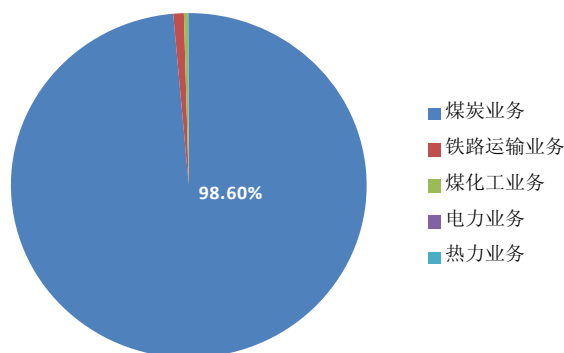
公司目前合同煤占比较低。从 2010 年的情况来看，省内电煤销售合同合计为 1001 万吨（其中国家重点电煤销售合同 429 万吨、省补重点电煤销售合同 345 万吨、追加电煤销售合同 227 万吨），2010 年合同煤占公司商品煤销量的 20.17%（详见图 8）；公司 2011 年签订的省内电煤销售合同合计为 899.5 万吨，同比下降 10.14%，以我们对公司 11 年商品煤销量的预测为 5494 万吨（含 600 万吨外购煤）计算，2011 年合同煤占比为 16.37%。

图 1: 11 年上半年公司收入结构



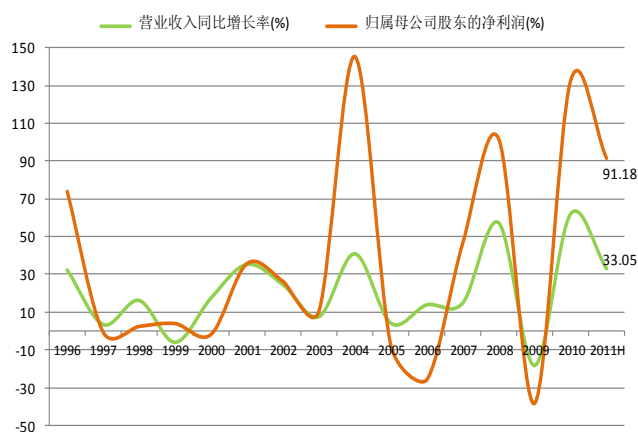
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 2: 11 年上半年公司毛利结构



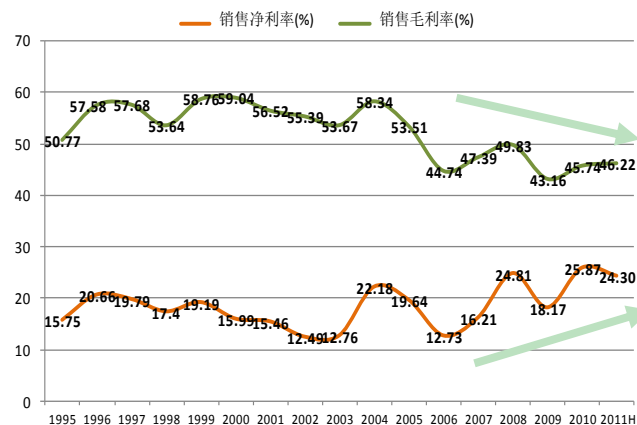
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 3: 公司历年收入及净利润增速



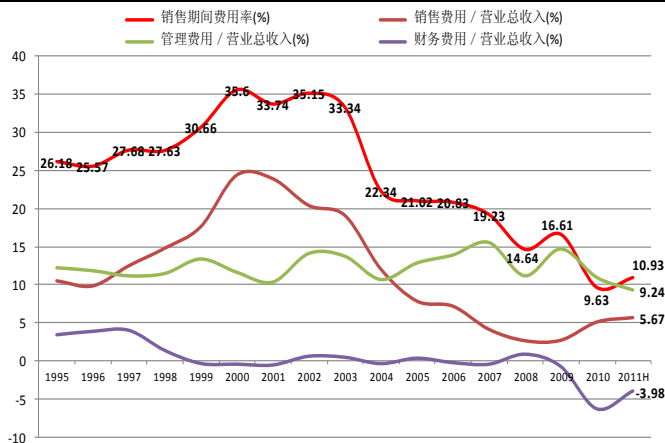
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 4: 公司历年销售毛利率、销售净利率



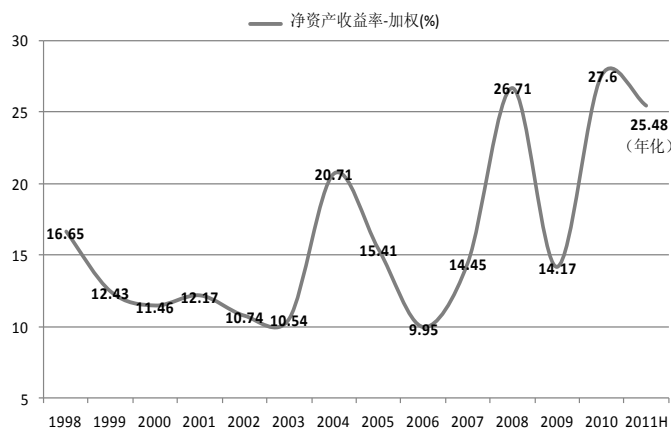
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 5: 公司历年期间费用率



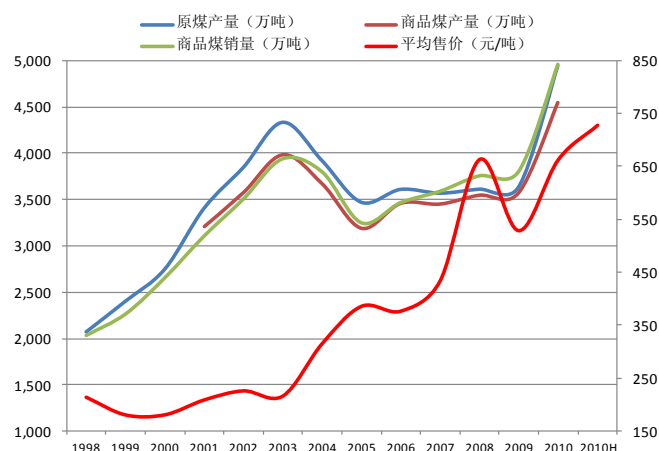
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 6: 公司历年净资产收益率



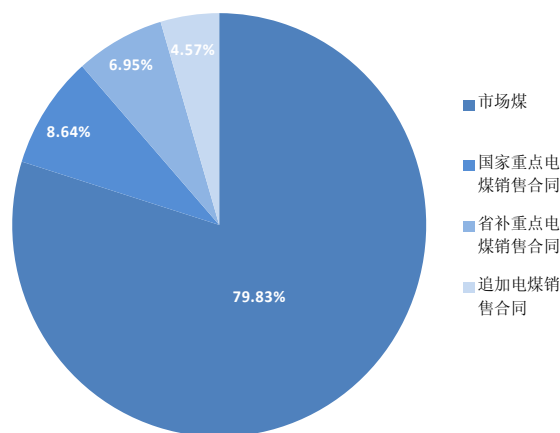
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 7: 公司历年煤炭产销量及均价



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 8: 公司 2010 年度合同煤占比



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2. 公司主要煤矿

2.1 国内 (除鄂尔多斯地区)

山东省:

山东本部:

直属六座煤矿 (100%):

公司在山东本部直属的六座煤矿 2010 年原煤产量合计为 3430 万吨, 商品煤产量为 3415 万吨; 预计未来几年这六座煤矿产量将会保持稳定, 后文盈利预测时, 我们参考公司 10 年报对 11 年的预测, 假设 11~13 年本部直属六座煤矿商品煤产量均为 3220 万吨。

菏泽能化 (98.33%):

(1) 赵家楼煤矿 (100%): 核定产能为 300 万吨/年, 10 年投产; 11 年上半年原煤产量为 137.1 万吨, 商品煤产、销量分别仅为 71.7 万吨、72.2 万吨, 洗出率较低主要是因为赵楼煤矿处于达产过程中, 掘进煤较多, 从原煤洗选出商品煤的过程中损耗较大所致; 预计 2011 年全年商品煤产量为 140 万吨左右, 2012~2013 年生产正常, 假设洗出率为 75%, 商品煤产量预计达到 225 万吨/年左右;

(2) 万福煤矿 (100%): 核定产能为 180 万吨/年, 目前仍处于在建状态, 预计 13 年投产。

山西省:

山西能化（100%）——天池煤矿（81.31%）：核定产能为 120 万吨/年，10 年产量为 146.2 万吨，预计未来几年将保持在 120 万吨/年左右。

陕西省：

未来能源（25%）——金鸡滩煤矿：公司持有未来能源 25% 股权，此外集团持有 50% 股权；未来能源主要运营煤制油项目；金鸡滩煤矿设计产能为 800 万吨/年，目前正在办理煤矿项目立项申报，预计 2~3 年建成，估计 2014 年能够投产；

榆林能化——榆树湾煤矿：榆林能化是项目公司，未来公司出资框架是公司控股 41%，外资控股 40%，其他控股 19%，现在仍是国资委下属企业全资持有。榆林能化的转化项目公司已经投入，外资的转化项目目前已有意向；榆树湾煤矿设计产能 800 万吨/年，目前已运营。

2.2 国内（鄂尔多斯地区）

鄂尔多斯能化（100%）：

1、安源煤矿（100%）：公司在内蒙的 2 个在产煤矿之一，实际生产能力为 240 万吨/年左右；

2、鑫泰煤业（80%）——文玉煤矿：2011 年 7 月收购的公司（接管时间是 2011 年 7 月 20 日），是公司在内蒙的 2 个在产煤矿之一，实际生产能力为 500 万吨/年左右；

3、营盘壕煤矿（100%）：在建项目，是鄂尔多斯 60 万吨甲醇项目的配套煤矿，设计产能 1000 万吨/年，预计 2014~2015 年左右投产；

4、转龙湾井田（100%）：在建项目，设计产能 500 万吨/年，乐观预计 2013 年下半年投产；

昊盛煤业（61%）：

石拉乌素区井田：在建项目，设计产能 800 万吨/年，预计 2014 年投产；

公司未来在国内的产能增量主要来自鄂尔多斯；公司的规划是在内蒙收购在产煤矿 1500 万吨左右，目前已有 700 多万吨（安源+文玉）的规模，未来在内蒙收购在产煤矿的规模预计在 800 万吨左右。

2.3 澳洲

澳思达公司（100%）：

1、澳思达煤矿（100%）：原煤设计产能为 200，权益商品煤产能为 150 万吨/年；

- 2、FELIX 公司（100%）——雅若碧煤矿（100%）：预计 11~12 年权益商品煤产量为 170 万吨，2013 年及之后为 230~240 万吨/年；
- 3、FELIX 公司（100%）——艾诗顿（90%）：露天及地下原煤产能合计为 520 万吨/年；预计每年权益商品煤产量为 250 万吨；今年由于北露天矿停产、东南接续矿正待审批，预计今年权益商品煤产量为 150 万吨左右；
- 4、FELIX 公司（100%）——莫拉本（80%）：在建煤矿，露天及地下原煤产能合计为 1550（1200+350）万吨/年；预计 11 年权益商品煤产量 450 万吨，12 年为 550~560 万吨，13 年超过 700 万吨，14 年达产，权益商品煤产量将达到 800 万吨；
- 5、FELIX 公司（100%）——3 个勘探项目：未来保守估计产能合计为 500 万吨/年；其中：Harrybrandt 露天煤矿（100%）去年完成预可研，今年主要是加大勘探力度，将资源量提升为储量；Wilpeena 露天煤矿（100%）正在将资源量提升为储量；Athena 地下煤矿（51%）目前尚未展开实质工作。
- 6、新泰克控股公司（100%）——坎贝唐斯煤矿一期（100%）：原煤生产能力 200 万吨/年，商品煤产能为 140 万吨/年；
- 7、新泰克控股公司（100%）——坎贝唐斯煤矿二期（100%）：原煤生产能力 1600 万吨/年，商品煤产能为 1140 万吨/年；预计十二五末投产；
- 8、新泰克控股公司（100%）——阿旺唐斯煤矿：勘探中；
- 9、新泰克 II 控股公司（100%）——塞福顿煤矿、莱旺、勘探许可证 EPC873、勘探许可证 EPC52：勘探中；

公司未来几年在澳洲的产能增量主要来自莫拉本煤矿；公司计划在兖煤澳洲上市后，其募集资金的一部分也会用来在澳洲购买新的煤矿。

公司各煤矿 11~13 年煤炭产量预测详见表 1 和表 2。

表 1: 公司原煤、商品煤产量预测（非权益）

所属地区	公司	煤矿	持股比例	产能 万吨/年	原煤产量预测（万吨）				商品煤产量预测（万吨）			
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
山东本部	山东本部	南屯煤矿	100%	360	360	360	360	360	3415	3220	3220	3220
		兴隆庄煤矿	100%	680	680	680	680	680				
		鲍店煤矿	100%	610	610	610	610	610				
		东滩煤矿	100%	740	740	740	740	740				
		济宁二号煤矿	100%	420	420	420	420	420				
		济宁三号煤矿	100%	620	620	620	620	620				
		小计	100%	3430	3430	3430	3430	3430	3415	3220	3220	3220
山东菏泽	菏泽能化 (98.33%)	赵楼煤矿	98.33%	300	163	280	300	300	118	140	225	225
		万福煤矿	98.33%	180				100				75
		小计		480	163	280	300	400	118	140	225	300
陕西	榆林能化	榆树湾煤矿		800								
	未来能源 (25%)	金鸡滩煤矿	25%	800								
		小计		1600								
山西和顺	山西能化 (100%)	天池煤矿(81.31%)	81.31%	120	146	120	120	120	145	110	115	115
		小计		120	146	120	120	120	145	110	115	115
澳洲	澳斯达公司 (100%)	澳思达煤矿	100%	200	170	200	200	200	876	150	150	150
		felix100%-雅若碧 100%	100%	300	230	250	250	300		170	170	235
		felix100%-艾诗顿 90%	90%	520	270	222	370	370		167	278	278
		felix100%-莫拉本 80%	80%	1550	390	750	925	1167		563	694	875
		新泰克 100%-坎贝唐斯煤矿一期 100%	100%	200		100	200	200		70	140	140
		新泰克 100%-坎贝唐斯煤矿二期 100%	100%	1600								
		Minerva 露天煤矿(米诺华)	51%		140							
		小计		4370	1200	1522	1945	2237	876	1119	1432	1678
鄂尔多斯	鄂尔多斯能化 (100%)	安源煤矿 100%	100%	240		240	240	240		180	180	180
		鑫泰煤业 80%-文玉煤矿	80%	500		167	500	500		125	375	375
		转龙湾井田 100%	100%	500				200				150
		营盘壕矿 100%	100%	1000								
	昊盛煤业 (61%)	石拉乌素区井田	61%	800								
		小计		3040		407	740	940		305	555	705
		总计			4940	5759	6535	7127	4553	4894	5547	6018
		同比			36.1%	16.6%	13.5%	9.1%	27.3%	7.5%	13.3%	8.5%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

注：Minerva 露天煤矿(米诺华)已于 2010 年底出售

表 2: 公司原煤、商品煤产量预测 (权益)

所属地区	公司	煤矿	持股比例	权益产能 万吨/年	权益原煤产量预测 (万吨)				权益商品煤产量预测 (万吨)			
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
山东本部	山东本部	南屯煤矿	100%	360	360	360	360	360	3415	3220	3220	3220
		兴隆庄煤矿	100%	680	680	680	680	680				
		鲍店煤矿	100%	610	610	610	610	610				
		东滩煤矿	100%	740	740	740	740	740				
		济宁二号煤矿	100%	420	420	420	420	420				
		济宁三号煤矿	100%	620	620	620	620	620				
		小计	100%	3430	3430	3430	3430	3430	3415	3220	3220	3220
山东菏泽	菏泽能化 (98.33%)	赵楼煤矿	98.33%	295	160	275	295	295	116	138	221	221
		万福煤矿	98.33%	177				98				74
		小计		472	160	275	295	393	116	138	221	295
陕西	榆林能化	榆树湾煤矿										
	未来能源 (25%)	金鸡滩煤矿	25%	200								
		小计		200								
山西和顺	山西能化 (100%)	天池煤矿(81.31%)	81.31%	98	119	98	98	98	117	89	94	94
		小计		98	119	98	98	98	117	89	94	94
澳洲	澳斯达公司 (100%)	澳思达煤矿	100%	200	170	200	200	200	792	150	150	150
		felix100%-雅若碧 100%	100%	300	230	250	250	300		170	170	235
		felix100%-艾诗顿 90%	90%	468	243	200	333	333		150	250	250
		felix100%-莫拉本 80%	80%	1240	312	600	740	933		450	555	700
		新泰克 100%-坎贝唐斯煤矿一期 100%	100%	200		100	200	200		70	140	140
		新泰克 100%-坎贝唐斯煤矿二期 100%	100%									
		Minerva 露天煤矿(米诺华)	51%		71							
		小计		2408	1026	1350	1723	1967	792	990	1265	1475
鄂尔多斯	鄂尔多斯能化 (100%)	安源煤矿 100%	100%	240		240	240	240		180	180	180
		鑫泰煤业 80%-文玉煤矿	80%	400		133	400	400		100	300	300
		转龙湾井田 100%	100%	500				200				150
		营盘壕矿 100%	100%	1000								
	昊盛煤业 (61%)	石拉乌素区井田	61%	488								
		小计		2628		373	640	840		280	480	630
		总计			4736	5526	6186	6728	4441	4717	5280	5713
		同比				16.7%	11.9%	8.8%		6.2%	11.9%	8.2%

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3.盈利预测与评级

基本假设:

- 1、各煤矿产量预测详见表 1 和表 2;
- 2、假设每年外购商品煤销量均为 600 万吨;
- 3、公司国内煤炭价格: 6 月底以来公司市场煤价较上半年有所提高, 考虑到 3 季度的我国市场煤价格高位运行, 4 季度继续保持较高水平并有所上涨的概率较大, 我们保守假设, 山东本部、山西能华、菏泽能化、鄂尔多斯能化和外购煤的 11 年下半年国内煤炭销售平均价格与上半年一致;
- 4、澳洲煤炭价格: 考虑到澳洲煤炭价格一季度较低, 二季度最高, 三、四季度略有下降的情况, 以及上半年充煤澳洲平均销售价格为 1006.14 元/吨, 我们假设 11 年全年平均销售约为 1100 元/吨;
- 5、假设公司商品煤平均售价 12 年、13 年分别上涨 8%、7%;
- 6、参考上半年公司各地煤炭吨煤销售成本变化情况, 我们假设 11~13 年公司平均吨煤销售成本分别增长 12.5%、11%、11%;
- 7、暂不考虑汇兑损益。

盈利预测及评级:

预计 2011~2013 年公司 eps 分别约为 1.91 元/股、2.25 元/股、2.49 元/股, 对应 pe 分别为 14.93 倍、12.67 倍、11.45 倍, 估值处于较低水平;

一方面, 从前文对公司各个煤矿产能释放的预测来看, 公司未来 3 年左右产量增速并不是很高, 而这一点已经在公司的估值中有了较为充分的体现;

另一方面, 我们通过考察公司历史可以看出, 公司在 2005-2009 年有约 5 年的时间产量徘徊在 3500-3600 万吨左右, 但是通过不断的收购境内外的煤炭资源, 公司在 2010 年实现了产量的快速增长, 虽然我们仅就目前公司已有的煤矿来测算, 未来几年产量增速不是很高, 但是考虑到公司在鄂尔多斯以及澳洲的收购计划, 其未来产量增速将会超过我们之前在表 1 和表 2 中的测算, 并相应的会带来业绩及估值的提升;

最后, 公司目前有较多的在建及勘探项目大致在 2014~2015 年左右投产, 也为公司远期发展奠定了基础。

综合以上，并考虑到公司较高的管理水平及对境内外煤炭资源的积极拓展，我们给予公司“推荐”评级。

表 3: 盈利预测表

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	12293	10790	19223	23019	27772	营业收入	21500	34844	43617	52231	59829
应收票据	4991	10409	11577	13863	15880	营业成本	12220	18906	22984	27989	33005
应收账款	437	488	611	731	838	营业税金及附加	428	517	647	775	888
预付款项	76	243	358	498	663	销售费用	578	1774	1309	1567	1795
其他应收款	295	3543	2517	3014	3452	管理费用	3156	3798	4755	5694	6522
存货	886	1646	1834	2234	2634	财务费用	-162	-2217	1519	1571	1434
其他流动资产	1903	2113	2113	2113	2113	资产减值损失	-14	93	0	0	0
长期股权投资	972	1106	1106	1106	1106	投资收益	112	131	131	131	131
固定资产	17080	18333	18060	19286	20239	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	1181	1028	3064	2782	2641	营业利润	5406	12104	12535	14765	16316
工程物资	12	18	18	18	18	营业外收支净额	5	10	0	0	0
无形资产	19336	20119	19319	18519	17719	税前利润	5411	12114	12535	14765	16316
长期待摊费用	16	18	16	15	13	减: 所得税	1505	3101	3134	3691	4079
资产总计	62252	72829	82792	90178	98071	净利润	3907	9013	9401	11074	12237
短期借款	0	295	4626	2428	0	归属于母公司的净利润	3880	9009	9396	11069	12231
应付票据	128	127	198	241	284	少数股东损益	26	4	5	5	6
应付账款	1307	1517	2122	2584	3047	基本每股收益	0.79	1.83	1.91	2.25	2.49
预收款项	1664	1474	1910	2432	3031	稀释每股收益	0.79	1.83	1.91	2.25	2.49
应付职工薪酬	584	824	824	824	824	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	719	1347	1347	1347	1347	成长性					
其他应付款	3312	2466	2466	2466	2466	营收增长率	-17.7%	62.1%	25.2%	19.7%	14.5%
其他流动负债	1589	2298	2298	2298	2298	EBIT 增长率	-43.3%	92.4%	41.4%	16.4%	8.7%
长期借款	20912	21661	21961	22261	22561	净利润增长率	-40.2%	132.2%	4.3%	17.8%	10.5%
负债合计	33793	36021	41598	40729	39706	盈利性					
股东权益合计	28459	36808	41194	49449	58365	销售毛利率	43.2%	45.7%	47.3%	46.4%	44.8%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	18.0%	25.9%	21.5%	21.2%	20.4%
净利润	3907	9013	9401	11074	12237	ROE	13.6%	24.5%	22.8%	22.4%	21.0%
折旧与摊销	1693	2604	2224	2363	2495	ROIC	7.00%	11.74%	14.62%	15.62%	15.62%
经营活动现金流	6172	6288	13556	12458	14010	估值倍数					
投资活动现金流	-24494	-6374	-4974	-2374	-2374	PE	36.1	15.6	14.9	12.7	11.5
融资活动现金流	18499	-1759	-149	-6288	-6883	P/S	6.5	4.0	3.2	2.7	2.3
现金净变动	176	-1845	8432	3796	4753	P/B	4.93	3.81	3.40	2.84	2.40
期初现金余额	9691	12293	10790	19223	23019	股息收益率	1.4%	0.9%	2.1%	2.0%	2.4%
期末现金余额	9867	10448	19223	23019	27772	EV/EBITDA	22.1	12.2	9.2	7.7	6.7

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyan.jun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

13 of 13