

[2010.09.30]

四季度是煤炭股买入良机

——煤炭行业四季度策略报告

行业评级

煤炭行业

买入

推荐公司

昊华能源

买入

露天煤业

买入

平庄能源

买入



任宪功



86-10-6878 4237

SAC 执业证书编号

S1150210070003



renxg@bhqz.com

投资要点:

● 今年上半年单位 GDP 能耗同比上升 0.09%，与上年同期基本持平，因此后几个月节能降耗任务十分艰巨；

● 今年如完成“十一五”单位 GDP 能耗下降 20% 的目标，万元 GDP 能耗将会降至 1.021 吨标准煤/万元；完成节能目标的情况下，10 年因节能降耗而节约的全国能源消费总量约为 17452.28 万吨标准煤，因节能降耗而节约的全国煤炭消费总量为 11868 万吨标准煤，折算为原煤约为 1.66 亿吨；节能降耗真正开始对煤炭消费量产生影响主要体现在今年的后 4 个月内，即今年最后 4 个月将是节能降耗措施对煤炭需求产生负面影响较为明显的一个阶段；我们认为年底前各地突击完成节能目标的举措（比如限电、停产等）具有较强的临时性和短期性，明年面临煤炭需求报复性反弹的可能性较大，因此，我们认为四季度反而是建仓煤炭板块的良机；

● 我们预计今年煤炭需求水平约为 32.5 亿吨左右，供给水平约为 32.4 亿吨左右，全年供需基本平衡。但是由于节能降耗影响主要体现在后今年后 4 个月内，预计四季度煤炭供应较为宽松；

● 近期动力煤价格有止跌企稳的迹象，我们预计未来动力煤价格即使下跌，其空间也不是很大；炼焦煤价格短期虽存在一定压力，但长期看好，主要是因为钢铁行业的去库存周期将会随着行业限产和淘汰落后产能力度的加大而缩短，导致此后的补库存周期也会提前到来，此外炼焦煤作为稀缺资源其长期价格预计会保持上涨趋势；焦炭价格此前有一定跌幅，随着淘汰落后产能政策的实行，焦炭产量会出现下降，价格保持稳定或有所上涨的可能性较大；

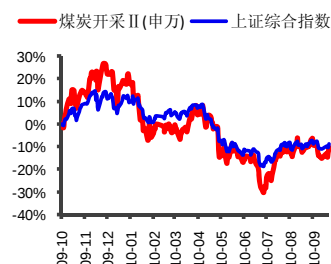
● 煤炭行业上市公司业绩成长性具有明显的周期性（3 年为一个周期），10 年同比增长基本确定，11 年保持同比增长的可能性比较大；煤炭行业上市公司盈利能力具有明显的阶段性，对于始自 09 年的第三个阶段的盈利能力是否会回落到 00-03 年的第一阶段的水平，我们认为可能性不大，主要原因是，从长期来看煤炭价格若出现趋势性的较大幅度下跌并不符合国家利益、不利于节能减排、且不利于我国的能源安全；

● 截至 9 月 30 日，SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM, 整体法) 为 16.73 倍，历史低位在 10 倍左右；市净率 (MRQ, 整体法) 为 3.18 倍，历史低位在 2 倍左右。煤炭板块估值仍较低；

● 维持行业“买入”评级；主要原因是：（1）目前煤炭行业估值仍接近历史低位；（2）四季度经济增长出现二次探底的可能性不大；（3）煤炭行业资源整合限制整个行业供给能力的快速增加；（4）新建输煤铁路基本在 2 年左右之后开始投入运营，且完全达产尚需一段运行时间；（5）新疆煤矿能否对煤炭市场构成较大冲击仍存在一定不确定性；（6）内蒙煤炭未来对煤炭价格的冲击效应会递减；（7）安全生产工作将进一步加强；（8）明年是“十二五”的第一年，预计我国投资规模将会较大；（9）近期对高耗能行业的限产停电等强制措施具有一定的临时性和短期性。（10）从长期来看，煤炭价格出现趋势性下跌可能性不大；

● 推荐股票：煤质独特、具有高成长性的昊华能源；受益于环渤海地区煤炭供给偏紧、东北振兴及即将出台的内蒙振兴规划、且存在较大资产注入空间的露天煤业和平庄能源。

煤炭行业 52 周市场表现



相关报告

目 录

1. 节能降耗措施对煤炭需求影响分析	4
1.1 年底前完成节能目标的任务艰巨	4
1.2 今年节能降耗目标对煤炭需求量的影响到底有多大? ——约 1.66 亿吨	5
2. 供需分析	6
2.1 需求预测	6
2.2 供给预测	12
2.3 供需对比:	15
3. 价格回顾及预期	16
3.1 价格回顾	16
3.2 价格预期	17
4. 煤炭行业历史业绩回顾及预期	20
4.1 煤炭行业上市公司业绩成长性的周期性及预期	20
4.2 煤炭行业上市公司盈利能力的阶段性及预期	22
5. 行业估值和评级	24
5.1 前三个季度煤炭板块跑输大盘	24
5.2 煤炭板块估值较低	25
5.3 行业评级: 维持“买入”评级	26
5.4 推荐股票: 昊华能源、露天煤业、平庄能源	26

图 目 录

图 1: 90 年至 10 年前 8 月全国累计发电量及同比增长率	7
图 2: 90 年至 10 年前 8 月火电累计发电量及同比增长率	7
图 3: 06 年至 10 年前 8 月各月火电发电量	7
图 4: 05 年至 10 年前 8 月各月火电发电量同比增长	7
图 5: 06 年至 10 年前 8 月各月水电发电量	8
图 6: 05 年至 10 年前 8 月各月水电发电量同比增长	8
图 7: 05 年至 10 年前 8 月各月水电、火电发电量占比	8
图 8: 05 年至 10 年前 8 月各月水电与火电发电量比值	8
图 9: 90 年至 10 年前 8 月累计生铁产量及同比增长率	9
图 10: 05 年至 10 年前 8 月生铁产量对比	9
图 11: 06 年至 10 年前 8 月各月生铁产量同比增长率	9
图 12: 上海地区钢铁价格走势(截至 9 月 21 日)	9
图 13: 中国主要城市钢材库存量(截至 9 月 24 日)	9
图 14: 90 年至 10 年前 8 月水泥产量及同比增长率	10
图 15: 05 至 10 年前 8 月水泥各月产量情况	10
图 16: 06 年至 10 年前 8 月各月水泥产量同比增长	10
图 17: 01 年至 10 年前 8 月合成氨累计产量及同比增长率	11
图 18: 05 年至 10 年前 8 月各月合成氨产量	11
图 19: 06 年至 10 年前 8 月合成氨各月产量同比增长率	11

图 20: 02-10 年前 8 月原煤累计产量同比.....	12
图 21: 05-10 年前 8 月各月原煤产量.....	13
图 22: 06-10 年前 8 月各月原煤产量同比.....	13
图 23: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭进、出口总量及增长率	13
图 24: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭净出口额	13
图 25: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭进口量分月对比	14
图 26: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭出口量分月对比	14
图 27: 山西大同地区动力煤坑口价格走势（不含税价）	18
图 28: 山西大同地区动力煤车板价格走势（含税价）	18
图 29: 秦皇岛动力煤价格走势（平仓均价）	18
图 30: 澳大利亚BJ煤炭价格走势.....	18
图 31: 广州港内贸煤炭价格（到岸价）	18
图 32: 广州港外贸煤炭价格（到岸价）	18
图 33: 山西太原炼焦煤价格走势	19
图 34: 山西临汾炼焦煤价格走势（车板价）	19
图 35: 西山煤电焦精煤价格（车板价）	19
图 36: 河北唐山炼焦煤价格走势	19
图 37: 山西阳泉地区无烟煤价格走势（坑口不含税价）	19
图 38: 山西晋城地区无烟煤价格走势（坑口不含税价）	19
图 39: 阳泉地区喷吹煤价格走势（车板价）	20
图 40: 太原、上海地区二级冶金焦炭价格走势（出厂价）	20
图 41: 天津港焦炭价格走势.....	20
图 42: 99 年以来煤炭行业上市公司成长能力变化情况.....	21
图 43: 94 年以来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况.....	22
图 44: 00 年以来煤炭行业上市公司盈利能力的三个阶段.....	24
图 45: 1-9 月煤炭指数与上证指数走势对比	25
图 46: 00 年至 10 年煤炭板块市盈率	25
图 47: 00 年至 10 年煤炭板块市净率	25

1. 节能降耗措施对煤炭需求影响分析

1.1 年底前完成节能目标任务艰巨

- 作为约束性政策，“十一五”规划制定的节能目标是单位 GDP 能耗下降 20%。但“十一五”前四年累计单位 GDP 能耗下降 15.61%（此为 8 月 11 日公布最新数据，之前公布的数据为 14.38%）。这意味着在“十一五”的最后一年，也就是 2010 年，全国单位 GDP 能耗至少要在 05 年的基础上再降低 4.39%；
- 2010 年，随着我国经济逐步回升，高耗能、高排放行业快速增长，使得今年一季度单位增加值能耗不降反升；
- 根据国家统计局、国家发展改革委、国家能源局联合发布的《2010 年上半年全国单位 GDP 能耗等指标公报》，2010 年上半年，能源消费同比增长 11.2%，国内生产总值同比增长 11.1%，以此测算，单位 GDP 能耗同比上升 0.09%，与上年同期基本持平。规模以上工业单位增加值能耗同比降低 1.25%。从主要耗能行业单位增加值能耗看，煤炭行业下降 2.69%，钢铁行业下降 1.64%，建材行业下降 7.61%，化工行业下降 4.28%，纺织行业下降 2.42%，石油石化行业上升 11.35%，有色行业上升 8.11%，电力行业上升 4.19%；后几个月节能降耗任务仍十分艰巨；
- 为完成任务，国务院召开全国节能减排电视电话会议以后，工信部也专门召开了电视电话会议，做了专门部署；工信部近期下达了各地淘汰落后产能的企业名单，并将指标分解到各个省份。国家发改委、统计局等组成的国务院督察组，对“十一五”节能情况进行检查，目的是敦促各地加快完成指标，对于进度慢的地区提出警告。目前，国家监察部已经起草了《“十一五”节能减排目标考核问责实施意见》，正在征求国家有关部委意见，将对政府、部门、企业等责任主体进行问责，视情节给予处分，直至撤职；
- 为了完成节能降耗的任务，各地开始紧急采取各种措施。有的地方实施惩罚性电价甚至不惜停产；以山东为例，山东已经对 19 家超能耗标准企业实行惩罚性电价措施，具体针对电力、煤炭、冶金、建材、化工、轻工等高能耗行业，涉及 3100 户年耗能在 5000 吨标准煤以上的企业。实施办法是，限制类企业执行电价加价标准提高到每千瓦时 0.1 元，淘汰类企业执行电价加价标准提高到每千瓦时 0.3 元；其他省市也在步其后尘。以河北为例，该省发改委近期发布文件指出，对 99 家超限额标准用能企业执行惩罚性电价，明确整改时限、标准和要求，确保所有处理措施在 9 月底前落实到位；此外，广西、贵州、河南等地也纷纷出台严厉的惩罚性电价措施。

1.2 今年节能降耗目标对煤炭需求量的影响到底有多大？——约 1.66 亿吨

- 从表 1 可以看出，今年如完成“十一五”单位 GDP 能耗下降 20% 的目标，万元 GDP 能耗将会降至 1.021 吨标准煤/万元；
- 在表 2 中，我们假设 10 年 GDP 增长率为 9.5%，据此计算出来的 10 年不变价 GDP（按 2005 年价格计算）为 311,647.89 亿元；若单位 GDP 能耗降至 1.021 吨标准煤/万元，则 10 年我国能源消费总量为 318,192.50 万吨标准煤，若单位 GDP 能耗维持 09 年水平（即 1.077 吨标准煤/万元），则 10 年我国能源消费总量为 335,644.78 万吨标准煤；**差额为 17452.28 万吨标准煤，此即完成节能目标的情况下，10 年因节能降耗而节约的全国能源消费总量；**
- 从表 3 中可以看出，我国近几年煤炭占能源消费总量的比重在 68.7%-69.5% 之间，我们假设 10 年煤炭占能源消费总量的比重为 68%；
- **根据以上假设计算，在完成节能目标的情况下，10 年因节能降耗而节约的全国煤炭消费总量为 11868 万吨标准煤，折算为原煤约为 16615 万吨（即约为 1.66 亿吨）；**
- 考虑到从 8 月份开始我国节能降耗措施执行力度开始明显加强，并且从国家能源局公布数据来看，上半年 GDP 单耗基本与上年同期一致，略有提高，因此我们可以合理假设今年前 8 个月 GDP 单耗水平与上年大致相当，**即节能降耗真正开始对煤炭消费量产生影响主要体现在今年的后 4 个月内，即今年最后 4 个月将是节能降耗措施对煤炭需求产生负面影响较为明显的一个阶段；**
- 我们认为年底前各地突击完成节能目标的举措（比如限电、停产等）具有较强的临时性和短期性，明年面临煤炭需求报复性反弹的可能性较大，因此，我们认为四季度反而是建仓煤炭板块的良机。

表 1：国家能源局、国家统计局公布的近 4 年单位 GDP 能耗下降情况及 10 年降耗目标

年度	万元 GDP 能耗（吨标准煤/万元）	每年同比降幅	累计降幅
2005	1.276		
2006	1.241	2.74%	
2007	1.178	5.04%	
2008	1.117	5.20%	
2009	1.077	3.61%	15.61%
2010E	1.021	5.21%	20.00%

数据来源：10 年 8 月 11 日国家能源局、国家统计局《关于 2009 年中国能源消费情况的说明》、渤海证券研究所

表 2: 根据不变价 GDP 计算的近 4 年每年单位 GDP 能耗情况及 2010 年能源消耗总量预测

	A	B	$C_{i,t}=C_i*(B/100)$	D	$E=D/C$
年度	名义 GDP (亿元)	GDP 指数 (上年=100)	不变价 GDP (亿元) (按 2005 年价格计算)	能源消费总量 (万吨标准煤)	万元 GDP 能耗 (吨标准煤/万元)
2005	184,937.40		184,937.40	224,682.00	1.215
2006	216,314.40	112.70	208,424.45	246,270.00	1.182
2007	265,810.30	114.20	238,020.72	265,583.00	1.116
2008	314,045.40	109.60	260,870.71	285,000.00	1.092
2009	340,506.90	109.10	284,609.95	306,600.00	1.077
		①	②=09 年 C*(①/100)	③=②*④	④
2010E (假设完成节能目标)		109.50	311,647.89	318,192.50	1.021
2010E (假设单位能耗与 09 年一致)		109.50	311,647.89	335,644.78	1.077
差额				17452.28	

注: 1、本表计算出来的 09 年万元 GDP 能耗与上表(表 1)一致, 而 2005-2008 年则不一致, 估计是因为 2005-2008 年“能源消耗总量”后期有所修订(但未公布)所致, 此处仅供参考;

2、不变价 GDP 是把按当期价格计算的 GDP 换算成按某个固定期(基期)价格计算的价值;

3、本表中单位 GDP 能耗计算公式主要参考 10 年 8 月 3 日国家统计局、国家发展改革委、国家能源局《2010 年上半年全国单位 GDP 能耗等指标公报》的附注;

数据来源: A 列和 B 列数据取自 wind, 均为统计局修订后数据;

D 列中, 2005-2008 年数据取自统计局统计年鉴; 2009 年数据, 取自 10 年 8 月 11 日国家能源局、国家统计局《关于 2009 年中国能源消费情况的说明》。

表 3: 05-08 年煤炭占能源消费总量的比重

年 份	能源消费总量 (万吨标准煤)	占能源消费总量的比重 (%)			
		煤 炭	石 油	天 然 气	水 电、核 电、风 电
2005	224682	69.1	21.0	2.8	7.1
2006	246270	69.4	20.4	3.0	7.2
2007	265583	69.5	19.7	3.5	7.3
2008	285000	68.7	18.7	3.8	8.9

数据来源: 国家统计局统计年鉴、渤海证券研究所

2. 供需分析

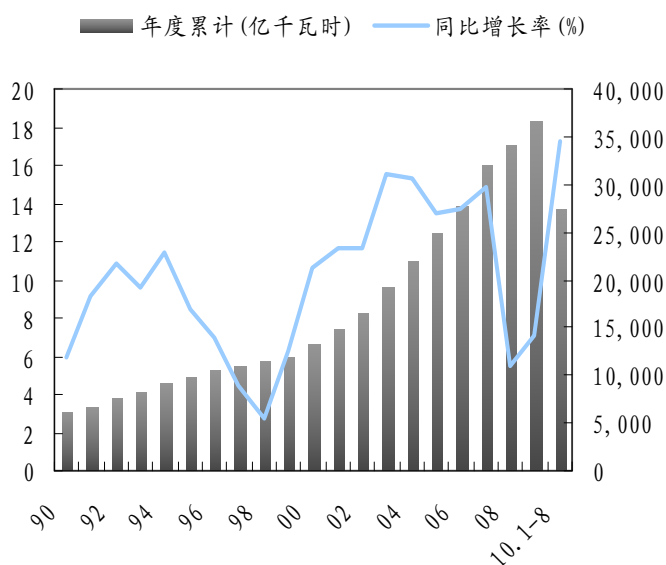
2.1 需求预测

(1) 10 年 1-8 月煤炭下游行业运行情况:

- 火电行业: 1-8 月, 全国发电量为 27404.96 亿千瓦时, 同比增长 17.23%; 其中, 火电发电量为 22211.49 亿千瓦时, 占全国发电量的 81.05%, 同比增

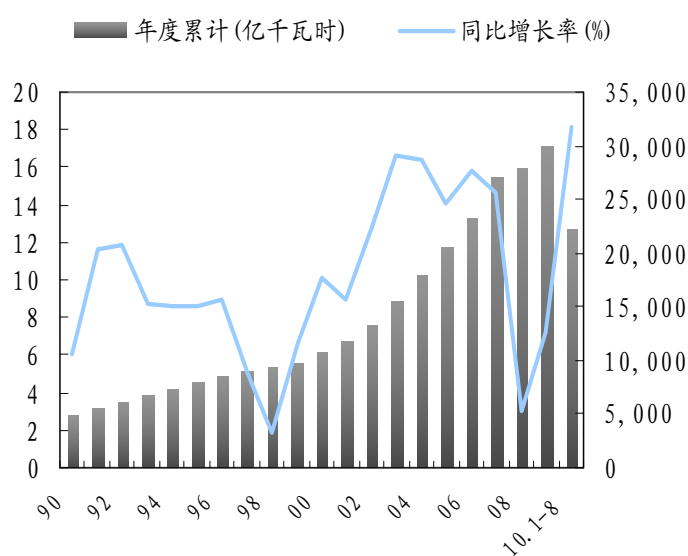
长 18.18%；水电发电量为 4239.51 亿千瓦时，占全国发电量的 15.47%，同比增长 10.66%。火电、水电各月发电量及同比增长率、在总发电量中的占比等详见图 1 至图 8。

图 1: 90 年至 10 年前 8 月全国累计发电量及同比增长率



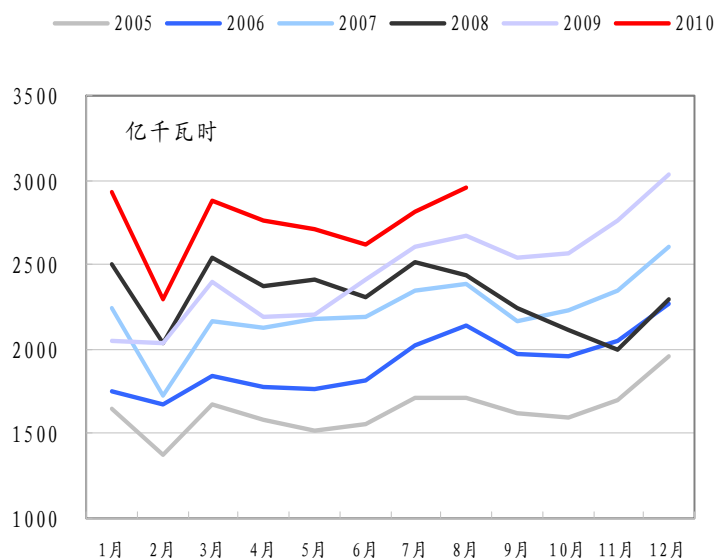
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 2: 90 年至 10 年前 8 月火电累计发电量及同比增长率



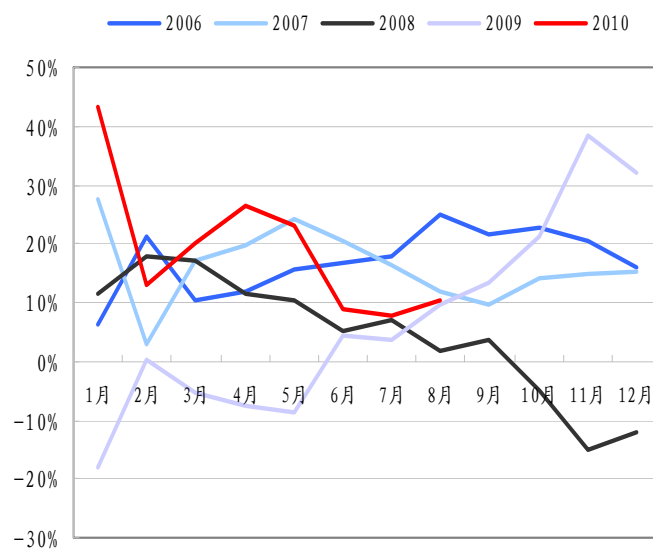
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 3: 06 年至 10 年前 8 月各月火电发电量



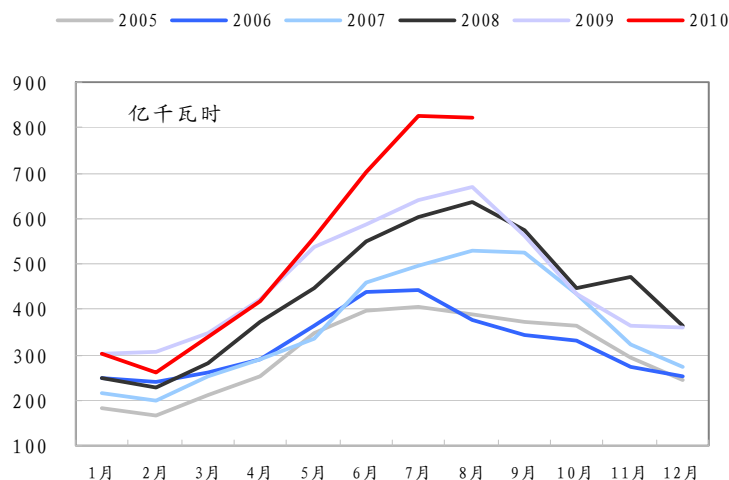
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 4: 05 年至 10 年前 8 月各月火电发电量同比增长



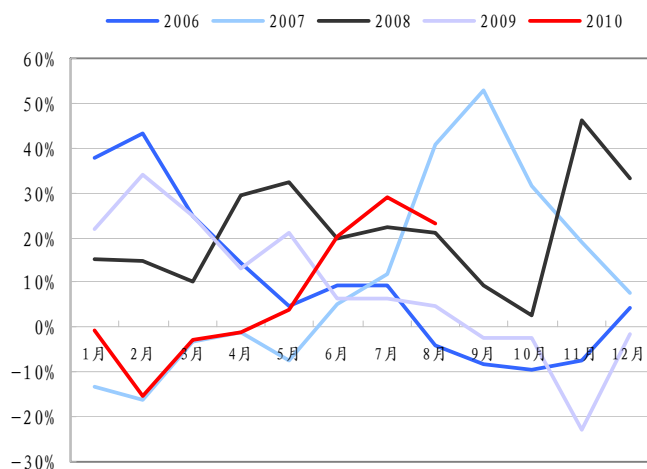
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 5: 06 年至 10 年前 8 月各月水电发电量



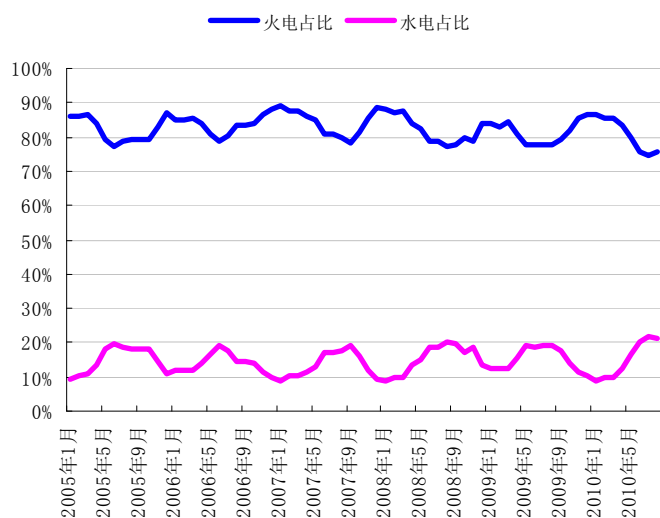
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 6: 05 年至 10 年前 8 月各月水电发电量同比增长



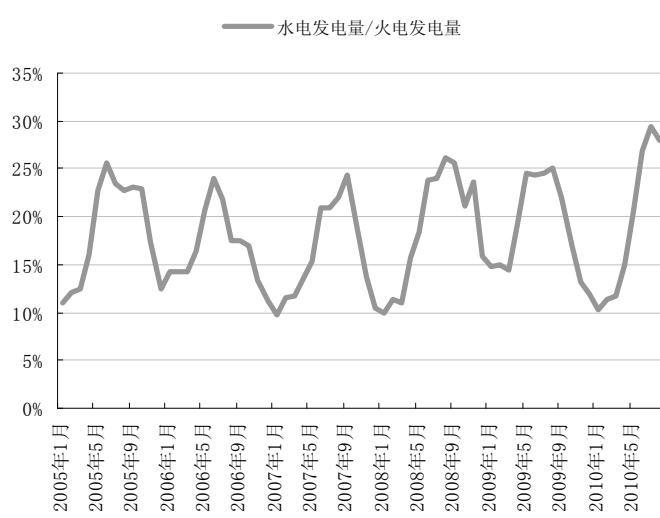
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 7: 05 年至 10 年前 8 月各月水电、火电发电量占比



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

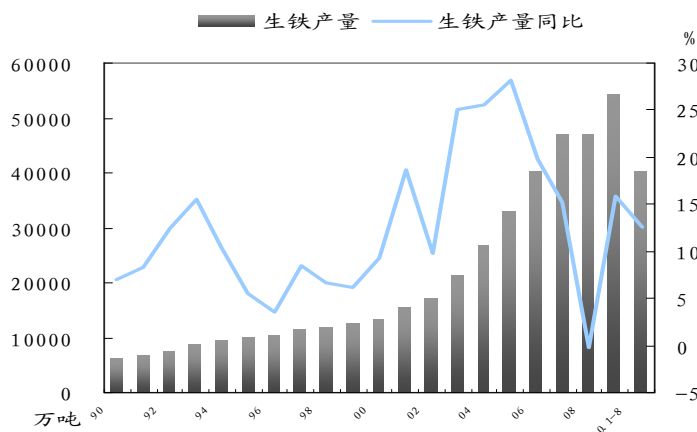
图 8: 05 年至 10 年前 8 月各月水电与火电发电量比值



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

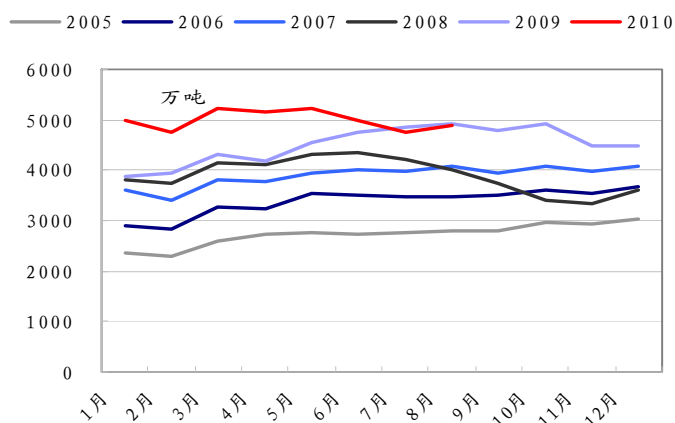
- **钢铁行业:** 1-8 月, 全国生铁产量为 40363.43 万吨, 同比增长 12.58%; 1-8 月各月生铁产量及同比增长情况详见图 10 至图 11, 钢材价格走势、钢材库存变化情况详见图 12 和图 13。

图 9: 90 年至 10 年前 8 月累计生铁产量及同比增长率



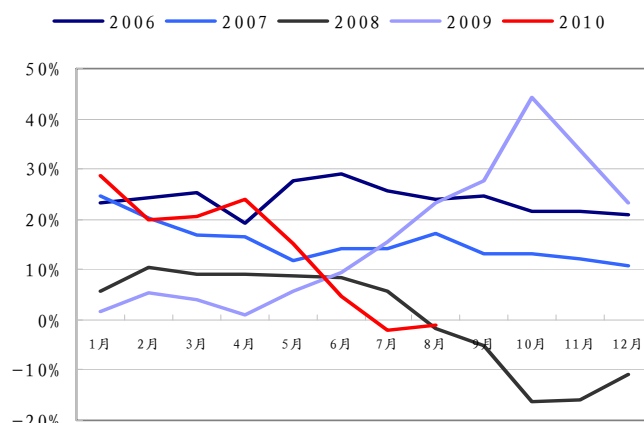
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 10: 05 年至 10 年前 8 月生铁产量对比



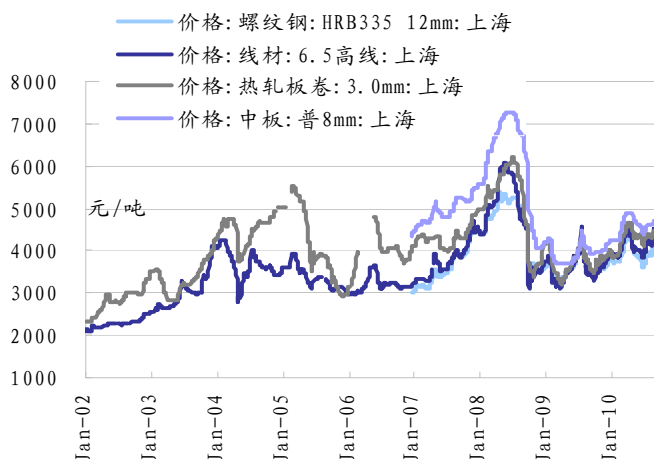
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 11: 06 年至 10 年前 8 月各月生铁产量同比增长率



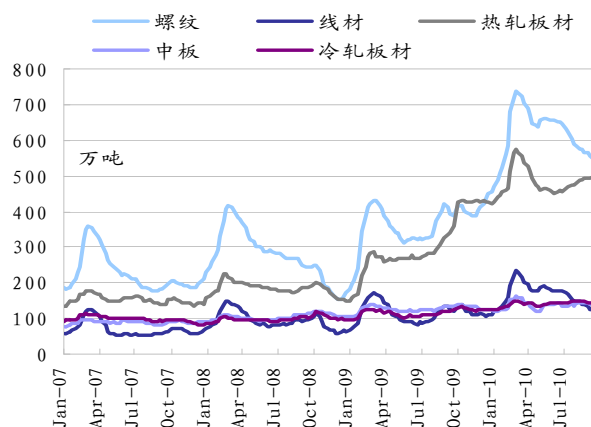
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 12: 上海地区钢铁价格走势（截至 9 月 21 日）



资料来源：wind，渤海证券研究所

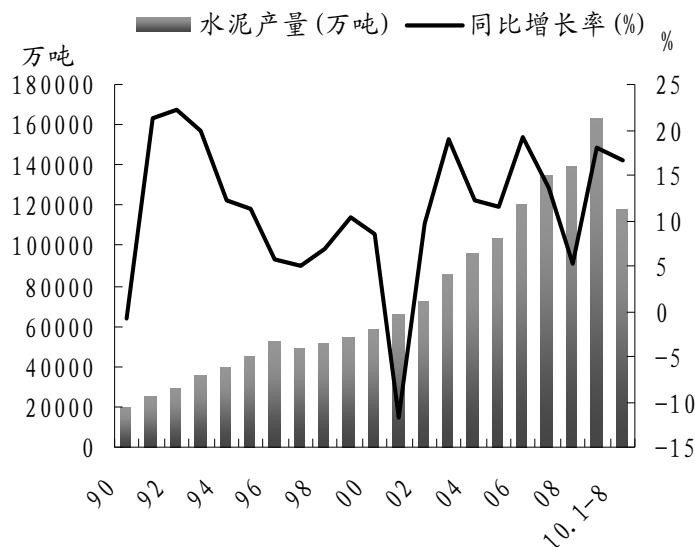
图 13: 中国主要城市钢材库存量（截至 9 月 24 日）



资料来源：wind，渤海证券研究所

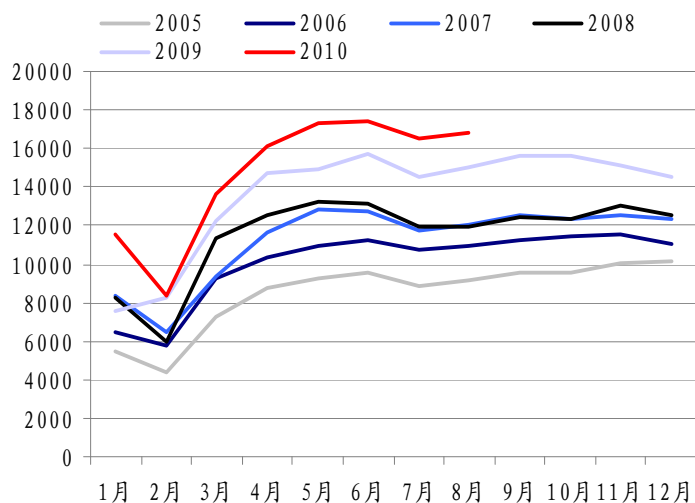
- 建材行业： 1-8 月，全国水泥产量为 117848.58 万吨，同比增长 16.72%；
1-8 月各月水泥产量及同比增长情况详见图 15 和图 16。

图 14: 90 年至 10 年前 8 月水泥产量及同比增长率



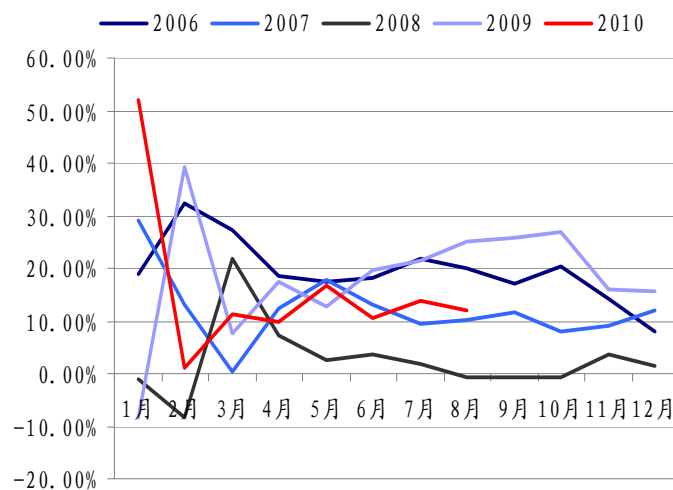
资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 15: 05 至 10 年前 8 月水泥各月产量情况



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

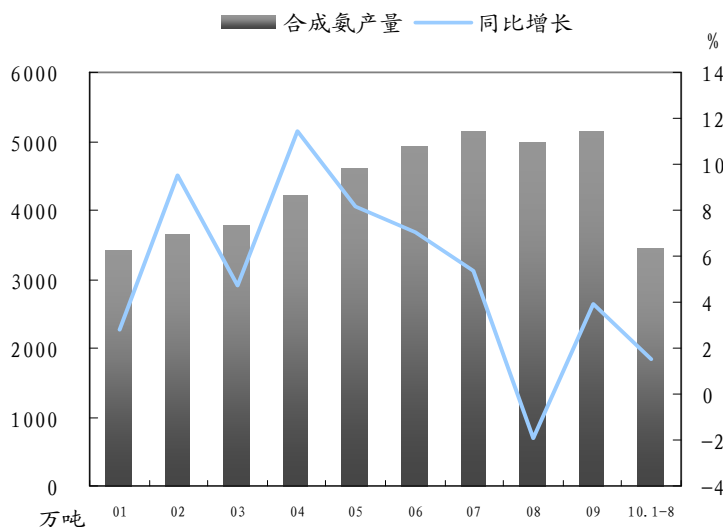
图 16: 06 年至 10 年前 8 月各月水泥产量同比增长



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

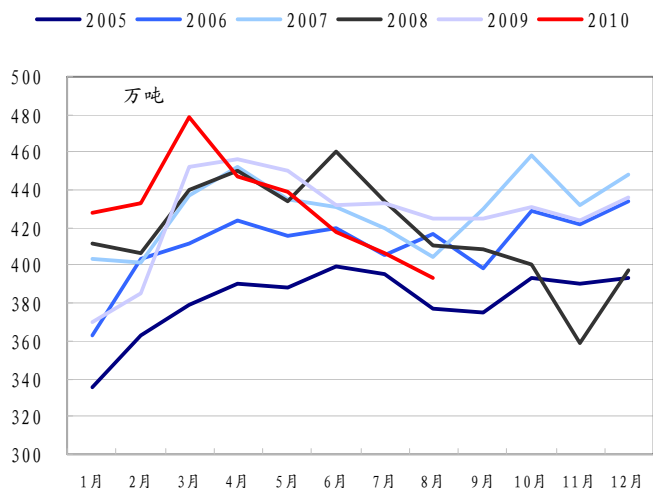
- 化肥行业： 1-8 月，全国合成氨产量为 3439 万吨，同比增长 1.5%；1-8 月
各月合成氨的产量及同比增长情况详见图 18 至图 19。

图 17: 01 年至 10 年前 8 月合成氨累计产量及同比增长率



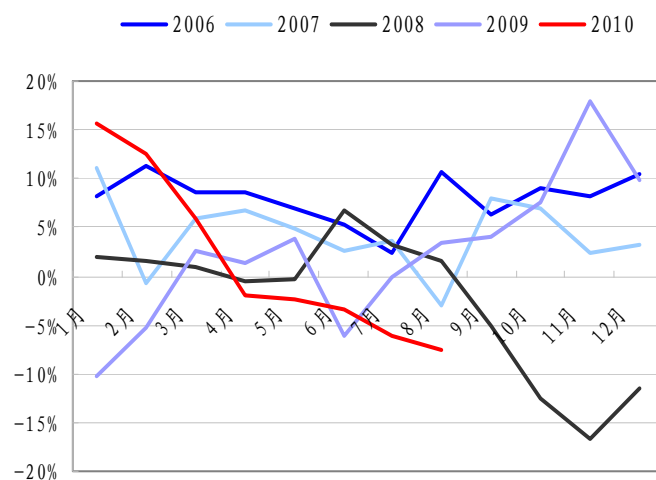
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 18: 05 年至 10 年前 8 月各月合成氨产量



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 19: 06 年至 10 年前 8 月合成氨各月产量同比增长率



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

(2) 10 年煤炭需求总量预测:

①我们中期策略报告预计 2010 年我国煤炭总需求为 335,515 万吨, 同比增长约 11.10%; 根据表 4 中数据计算 1-8 月我国煤炭表观消费量为 220458.2 万吨, 简单静态折算为全年消费量约为 330,687 万吨;

②考虑到从 8 月份开始我国节能降耗措施执行力度开始明显加强, 并且从国家能源局公布数据来看, 上半年 GDP 单耗基本与上年同期一致, 因此我们可以合理假设今年前 8 个月 GDP 单耗水平与上年大致相当, 即节能降耗真正开始对煤炭消费

量产生影响主要体现在今年的后 4 个月内；

③通过前文计算，如果实现预定节能目标，大致节约 16615 万吨煤炭，即后 4 个月节约用煤大致在 1.66 亿吨左右；考虑到实际节能目标可能未必完成达到以及地方政府数据瞒报等因素，我们假设后四个月大致节约用煤 1 亿吨；

综合考虑以上 3 点，我们将今年煤炭需求水平修正为 32.5 亿吨左右。

表 4：1-8 月我国煤炭表观消费量

数据单位：万吨

1-8 月产量	216485
1-8 月净进口	9369
期初社会库存	15251.1
期末社会库存	20646.9
1-8 月表观消费量	220458.2

数据来源：wind, 煤炭资源网，渤海证券研究所

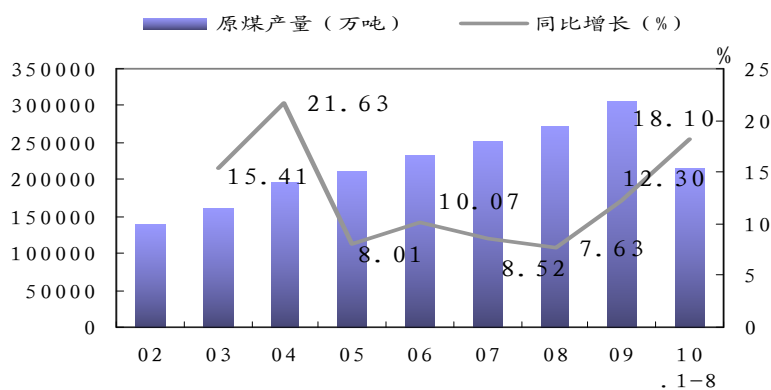
2.2 供给预测

(1) 1-8 月煤炭产量

国家统计局尚未公布 6、7、8 三个月份煤炭产量数据，煤炭安监总局与煤炭工业协会的数据（两者数据一致）仅更新至 7 月份，我们下文分析时 8 月份原煤产量数据采用煤炭运销协会公布的数据。可以看出：

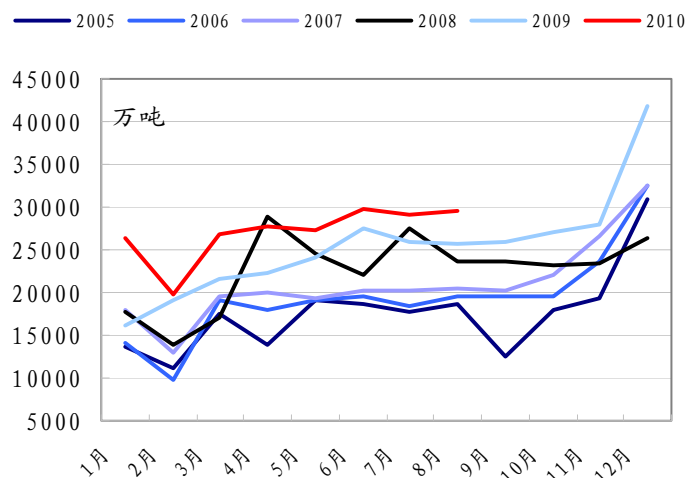
1-8 月原煤产量为 216485 万吨，同比增长 18.10%，其中 8 月份产量为 29580 万吨，同比增长 13.10%，环比增长 0.27%；近年来各年累计原煤产量及同比增长、各月原煤产量及同比增长情况见图 20 至图 22。

图 20：02-10 年前 8 月原煤累计产量同比



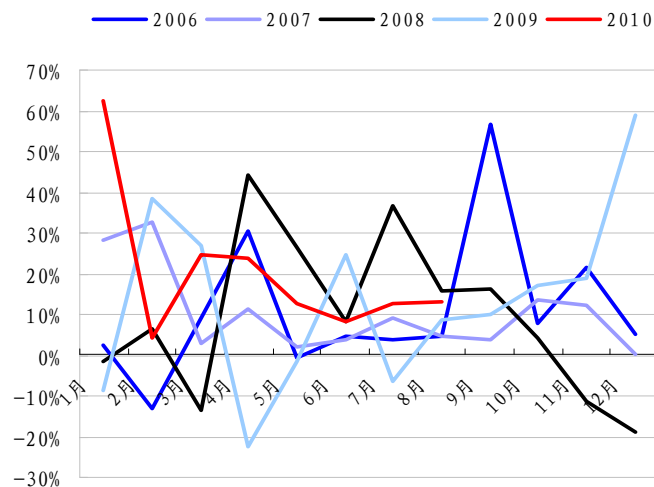
资料来源：煤炭安监总局、煤炭运销协会、渤海证券研究所

图 21: 05-10 年前 8 月各月原煤产量



资料来源：煤炭安监总局、煤炭运销协会、渤海证券研究所

图 22: 06-10 年前 8 月各月原煤产量同比

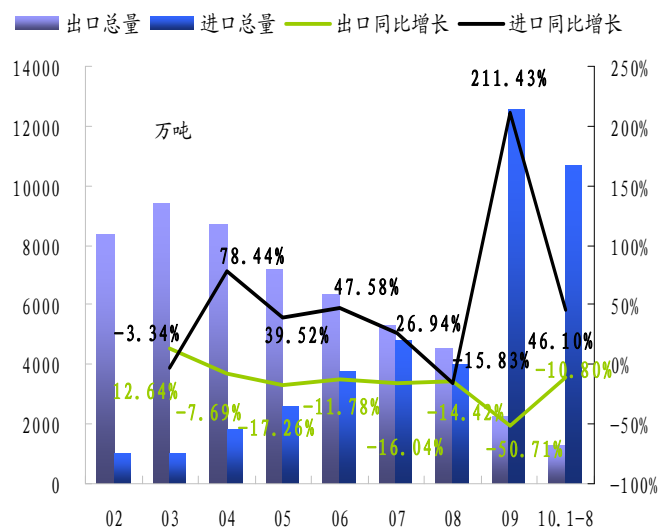


资料来源：煤炭安监总局、煤炭运销协会、渤海证券研究所

(2) 1-8 月煤炭进出口情况

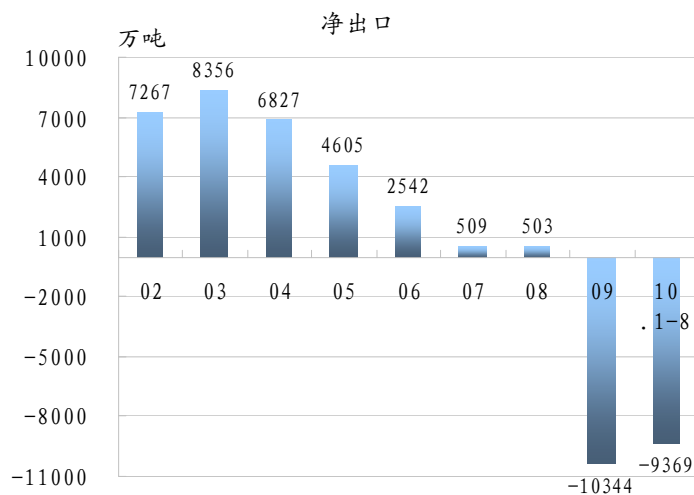
- **净进口：**1-8 月，我国净进口煤炭 9369 万吨，上年同期净进口煤炭为 5909 万吨，同比增长 58.56%；其中，我国进口煤炭 10692 万吨，同比增长 46.10%，出口煤炭 1323 万吨，同比下降 10.80%；

图 23: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭进、出口总量及增长率



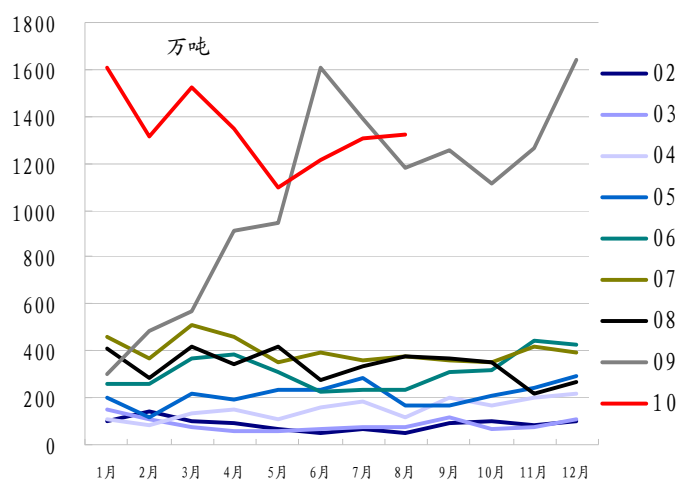
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

图 24: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭净出口额



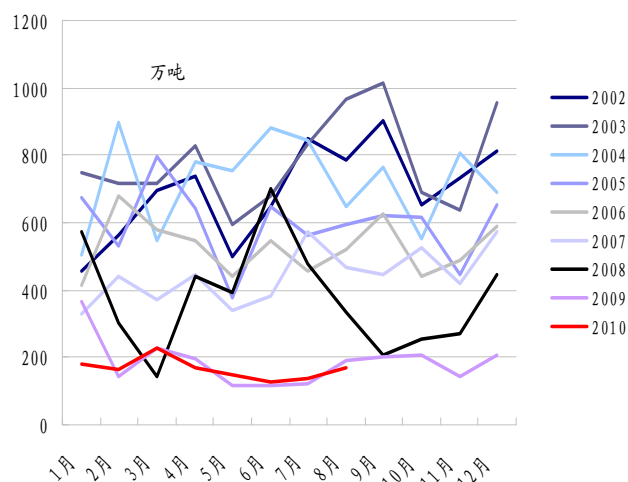
资料来源：海关总署，渤海证券研究所

图 25: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭进口量分月对比



资料来源: 海关总署, 渤海证券研究所

图 26: 02 年至 10 年 1-8 月我国煤炭出口量分月对比



资料来源: 海关总署, 渤海证券研究所

● 进出口结构:

进出口国别数据仅公布至 7 月份。根据海关总署公布的前 7 月数据, 可以看出,

- 1-7 月, 我国进口煤炭主要来自印尼、澳大利亚、越南、蒙古和俄罗斯等国家, 其中, 印尼、澳大利亚、越南进口占比分别为 36.98%、20.83%、11.94%;
- 1-7 月, 我国煤炭主要出口至韩国、日本、台湾省等, 其中韩国、日本、台湾占比分别为 42.35%、32.18%、20.60%。

表 5: 1-7 月进、出口国别结构

进口国别结构				出口国别结构			
排名	国家	1-7 月累计	占比	排名	国家	1-7 月累计	占比
1	印度尼西亚	34,822,093	36.98%	1	韩国	4,882,406	42.35%
2	澳大利亚	19,612,165	20.83%	2	日本	3,709,083	32.18%
3	越南	11,248,163	11.94%	3	中国台湾省	2,374,548	20.60%
4	蒙古	8,111,318	8.61%	4	香港	263,424	2.29%
5	俄罗斯联邦	6,859,456	7.28%	5	朝鲜	130,805	1.13%
6	南非	2,969,487	3.15%	6	土耳其	118,937	1.03%
7	加拿大	2,849,196	3.03%	7	比利时	10,300	0.09%
8	哥伦比亚	2,629,191	2.79%	8	越南	9,879	0.09%
9	美国	2,594,570	2.76%	9	印度尼西亚	9,044	0.08%
10	朝鲜	1,532,309	1.63%	10	马来西亚	7,049	0.06%
11	菲律宾	589,529	0.63%	11	挪威	6,269	0.05%
12	新西兰	191,497	0.20%	12	美国	1,942	0.02%

13	马来西亚	69,791	0.07%	13	菲律宾	1,812	0.02%
14	委内瑞拉	55,787	0.06%	14	澳大利亚	587	0.01%
15	老挝	30,800	0.03%	15	沙特阿拉伯	334	0.0029%
16	吉尔吉斯斯坦	2,281	0.0024%	16	蒙古	333	0.0029%
17	印度	302	0.0003%	17	阿联酋	164	0.0014%
18	其他	95	0.0001%	18	其他	860.85	0.0075%
合计		94,168,031	100.00%	合计		11,527,776	100.00%

资料来源：海关总署，渤海证券研究所

数值单位：吨

(3) 10 年煤炭供给总量预测：

①中期策略报告中我们预计 2010 年我国煤炭总供给能力约为 329,132 万吨。

表 6：2010 年煤炭总供给能力——中期策略报告预测数据

固定资产投资形成产能	329,435
减：关闭小煤矿影响	1000
减：资源整合影响	11303
加：净进口	12000
总供给能力	329,132

资料来源：渤海证券研究所

②修正因素：

根据国家能源局数据，2010 年我国计划关闭小煤矿 1539 处，淘汰落后产能 12167 万吨。截至 9 月中旬，我国已经公告关闭小煤矿 1259 个，淘汰落后产能 11296 万吨。

假设 10 年计划淘汰的 12167 万吨产能在年内均匀淘汰，影响产能约为 6083.5 (=12167/2) 万吨。我们根据以上数据对表 6 中数据进行修正（见表 7）。

预计 10 年煤炭总供给能力大约为 32.4 亿吨左右。

表 7：2010 年煤炭总供给能力——本次修正

固定资产投资形成产能	329,435
减：关闭小煤矿影响	6083.5
减：资源整合影响	11303
加：净进口	12000
总供给能力	324,048.5

资料来源：渤海证券研究所

2.3 供需对比：

根据以上分析，我们预计今年煤炭需求水平约为 32.5 亿吨左右，供给水平约为 32.4 亿吨左右，全年供需基本平衡。但是由于节能降耗影响主要体现在后今年后 4 个月内，预计四季度煤炭供应较为宽松。

3. 价格回顾及预期

3.1 价格回顾

- (1) 动力煤: 前三个季度国内动力煤价格基本上较上年同期均有所上涨, 且自生产地、中转地至消费地涨幅逐步提高。其中, 中转地动力煤价格涨幅基本在 25% 上下; 国际动力煤价格涨幅高达 36.63%;
- (2) 炼焦煤: 前三个季度炼焦煤平均价格除部分地区有所下跌外, 总体上均有一定幅度上涨;
- (3) 无烟煤: 前三个季度各地无烟煤平均价格小幅下跌;
- (4) 喷吹煤: 前三个季度各地喷吹煤平均价格小幅上涨;
- (5) 焦炭: 前三个季度各地焦炭平均价格有一定幅度上涨。

各地各煤种及焦炭 1-9 月均价同比变化情况详见表 8。

表 8: 1-9 月份各煤种 (含焦炭) 均价及同比情况

种类	地区	煤种及价格类型 (元/吨)	10 年 1-9 月均价	09 年 1-9 月均价	同比
动力煤	生产地	大同弱粘煤 (6000) 坑口不含税价	469.05	463.65	1.17%
		大同南郊弱粘煤 (5500) 坑口不含税价	454.79	423.51	7.38%
		大同动力煤 (6000) 车板含税价	634.87	573.06	10.79%
		大同南郊动力煤 (5500) 车板含税价	591.97	527.50	12.22%
	中转地	大同优混 (6000) 平仓均价	775.66	608.49	27.47%
		山西优混 (5500) 平仓均价	735.26	575.33	27.80%
		普通混煤 (4000) 平仓均价	457.83	369.34	23.96%
	消费地	内贸煤: 山西大混 (5000) 到岸价格	763.44	517.98	47.39%
		内贸煤: 神混 1 号 (5500) 到岸价格	841.49	626.57	34.30%
		外贸煤: 印尼煤 (5000) 到岸价格	720.26	521.60	38.09%
		外贸煤: 越南 11A (5300) 到岸价格	716.58	512.89	39.71%
	澳洲	澳大利亚 BJ 动力煤 FOB 价 (美元/吨)	96.48	70.61	36.63%
炼焦煤	太原	太原古交 2 号焦煤坑口不含税价	770.26	818.38	-5.88%
		太原古交 8 号焦煤坑口不含税价	622.24	554.86	12.14%
		太原古交 2# 焦煤车板价	1438.42	1128.11	27.51%
		太原古交 8# 焦煤车板价	1266.32	813.24	55.71%
	临汾	山西临汾主焦精煤车板价	1388.42	1198.00	15.89%
		山西临汾肥精煤车板价	1453.68	1228.14	18.36%
		山西临汾 1/3 焦精煤车板价	1288.68	1115.43	15.53%
	西山煤电	西山煤电焦精煤车板含税价	1341.32	1193.14	12.42%
	唐山	河北唐山肥精煤车板价	1446.05	1196.05	20.90%
		河北唐山焦精煤出厂价	1430.26	1197.37	19.45%
		河北唐山 1/3 焦精煤出厂价	1270.79	1034.21	22.88%
	阳泉	山西阳泉地区无烟末煤 (6200) 坑口不含税价	529.87	554.19	-4.39%

		山西阳泉地区洗中块煤（7000）坑口不含税价	802.63	852.57	-5.86%
		山西阳泉地区洗小块煤（7000）坑口不含税价	751.05	790.54	-5.00%
		山西晋城地区无烟末煤（6000）坑口不含税价	549.74	550.00	-0.05%
	晋城	山西晋城地区无烟小块（6500）坑口不含税价	726.71	792.43	-8.29%
		山西晋城地区无烟中块（6800）坑口不含税价	784.74	842.97	-6.91%
喷吹煤	阳泉	山西寿阳喷吹煤（7100-7300）车板价	892.11	826.84	7.89%
	寿阳	山西阳泉喷吹煤（7200-7500）车板价	905.79	852.11	6.30%
焦炭	太原	太原地区二级冶金焦出厂价	1701.84	1620.86	5.00%
	上海	上海地区二级冶金焦出厂	1913.95	1734.29	10.36%
	天津港	天津港一级冶金焦平仓价	2023.68	1720.00	17.66%

资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

3.2 价格预期

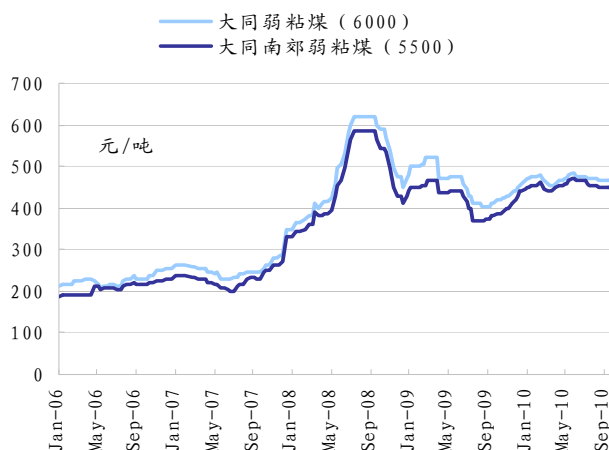
近期动力煤有止跌企稳的迹象，我们预计未来动力煤价格即使下跌，其空间也不是很大。主要是因为：（1）今年夏季由于来水情况较好、电厂储煤充足，电煤需求“旺季不旺”，煤炭价格并没有出现类似往年的季节性上涨，因此回落空间不大；（2）8月份通常是水电出力最高的月份，之后由于来水的下降，火力发电的占比将会逐步提高；（3）目前重点电力企业库存较之前用煤旺季总体来看出现下降，华东电网和华中电网内重点电力企业库存可用天数下降明显，其中华东电网8月底库存可用天数仅为10天；（4）近几周来，国内煤炭海运价格止跌回升，甚至出现普涨格局，且涨幅较大；（5）近期部分地区在节能降耗压力下对落后产能进行停产限电，对煤炭价格会形成一定压力，但是这种强制性措施的影响预计是短期和临时的。

我们认为炼焦煤价格短期虽存在一定压力，但长期仍较为看好。短期来看，一方面必和必拓与日本钢铁生产商达成协议，10月1日开始的新季度，炼焦煤价格将由7至9月份的225美元/吨下调至209美元/吨，降幅为7%，国际价格的下调会对国内价格形成一定影响；另一方面，钢铁企业作为主要的耗能行业之一，受近期节能减排政策执行力度加大的影响，产量预计将出现下降，拉低对炼焦煤的需求。但是长期来看，钢铁行业的去库存周期将会随着行业限产和淘汰落后产能力度的加大而缩短，导致此后的补库存周期也会提前到来，进而提高对炼焦煤的需求量，此外，炼焦煤作为稀缺资源，其长期价格预计会保持上涨趋势。

焦炭价格此前有一定跌幅，随着淘汰落后产能政策的实行，焦炭产量预计出现一定下降，价格保持稳定或有所上涨的可能性较大。

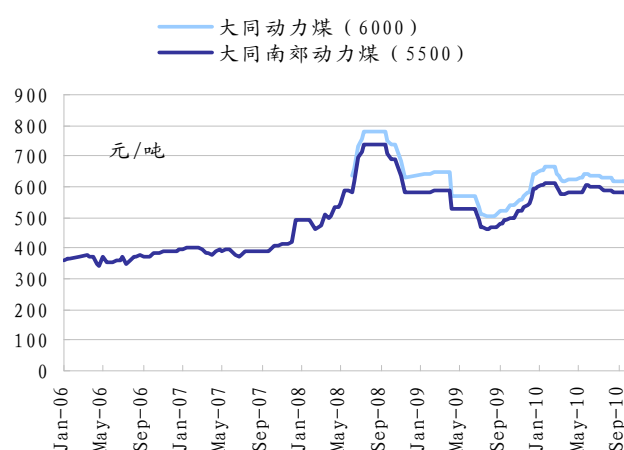
各地各煤种及焦炭价格走势详见图27至图41。

图 27: 山西大同地区动力煤坑口价格走势 (不含税价)



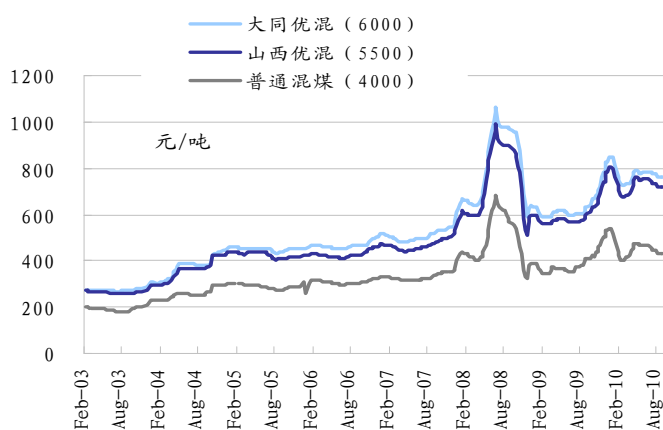
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 28: 山西大同地区动力煤车板价格走势 (含税价)



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 29: 秦皇岛动力煤价格走势 (平仓均价)



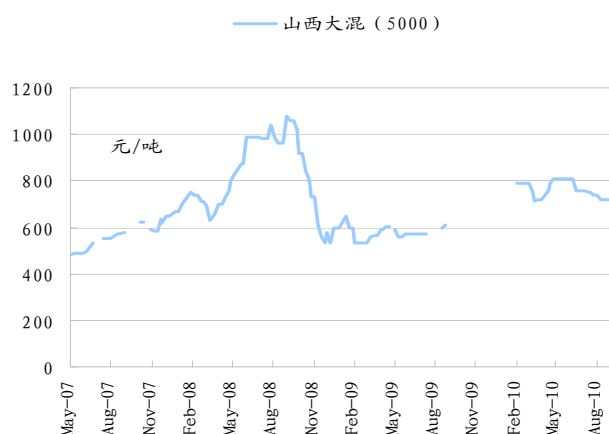
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 30: 澳大利亚 BJ 煤炭价格走势



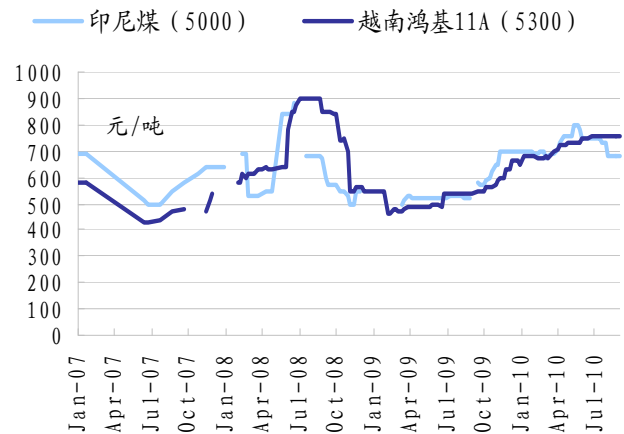
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 31: 广州港内贸煤炭价格 (到岸价)



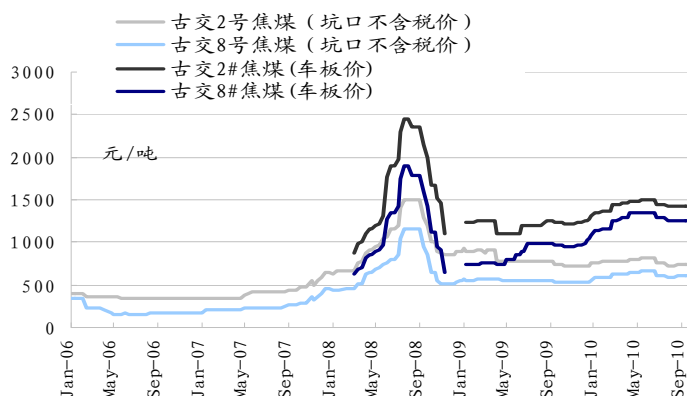
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 32: 广州港外贸煤炭价格 (到岸价)



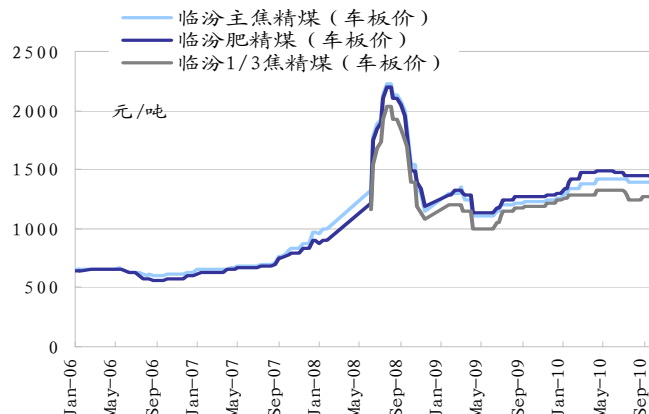
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 33: 山西太原炼焦煤价格走势



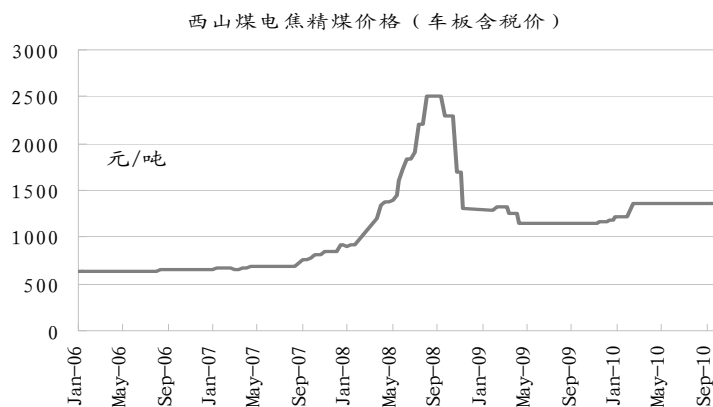
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 34: 山西临汾炼焦煤价格走势 (车板价)



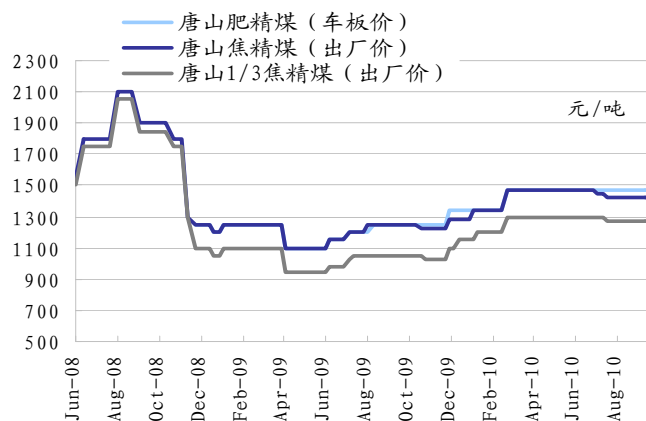
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 35: 西山煤电焦精煤价格 (车板价)



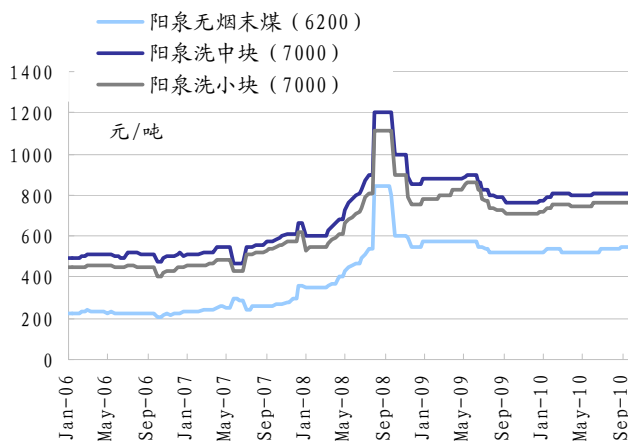
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 36: 河北唐山炼焦煤价格走势



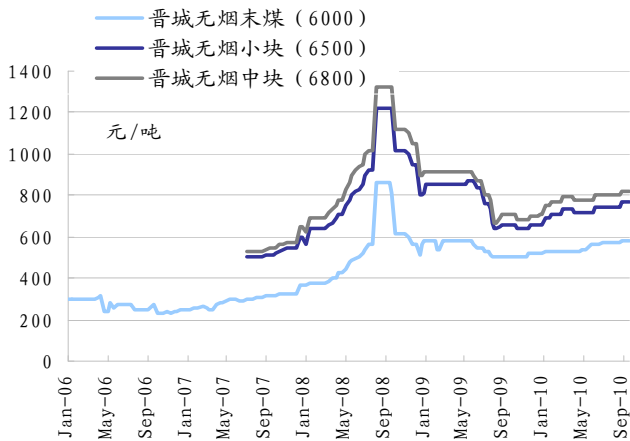
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 37: 山西阳泉地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)



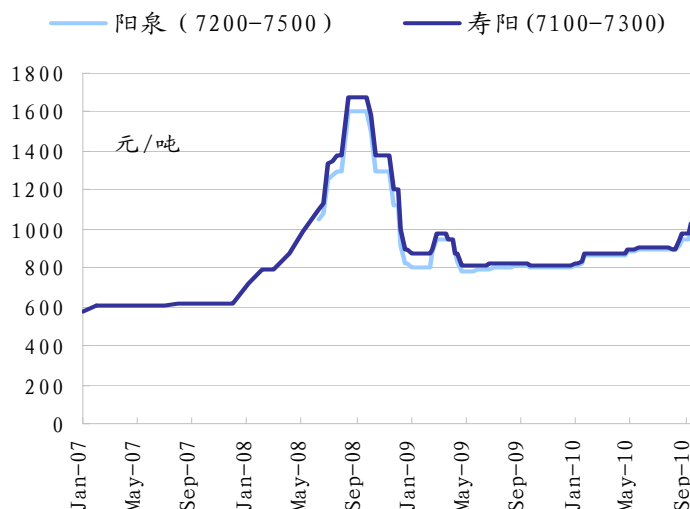
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 38: 山西晋城地区无烟煤价格走势 (坑口不含税价)



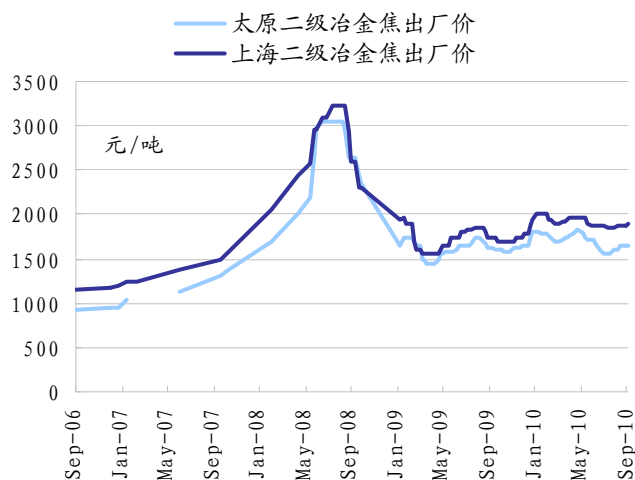
资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 39: 阳泉地区喷吹煤价格走势（车板价）



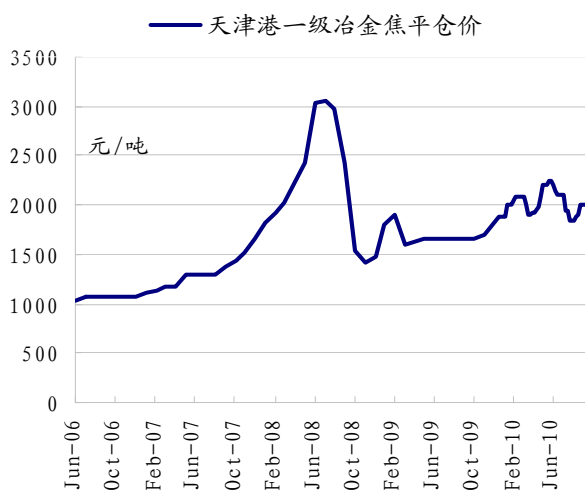
资料来源：中国煤炭市场网，渤海证券研究所

图 40: 太原、上海地区二级冶金焦炭价格走势（出厂价）



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

图 41: 天津港焦炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

4. 煤炭行业历史业绩回顾及预期

4.1 煤炭行业上市公司业绩成长性的周期性及预期

回顾 99 年以来煤炭行业上市公司业绩的成长性（见图 42 和表 10），可以看出，煤炭行业的成长性具有明显的周期性。其中的规律可以总结如下：

- 一个周期一般为 3 年，如 01—03 年、04—06 年、07—09 年；
- 每个周期的 3 年中，净利润同比或为“一涨两跌”，或为“两涨一跌”，其中：

- ◇ 01—03 年周期: 01 年涨, 02 和 03 年跌;
- ◇ 04—06 年周期: 04 年涨, 05 和 06 年跌;
- ◇ 07—09 年周期: 07 和 08 年涨, 09 年跌;

表 9: 煤炭行净利润的周期性

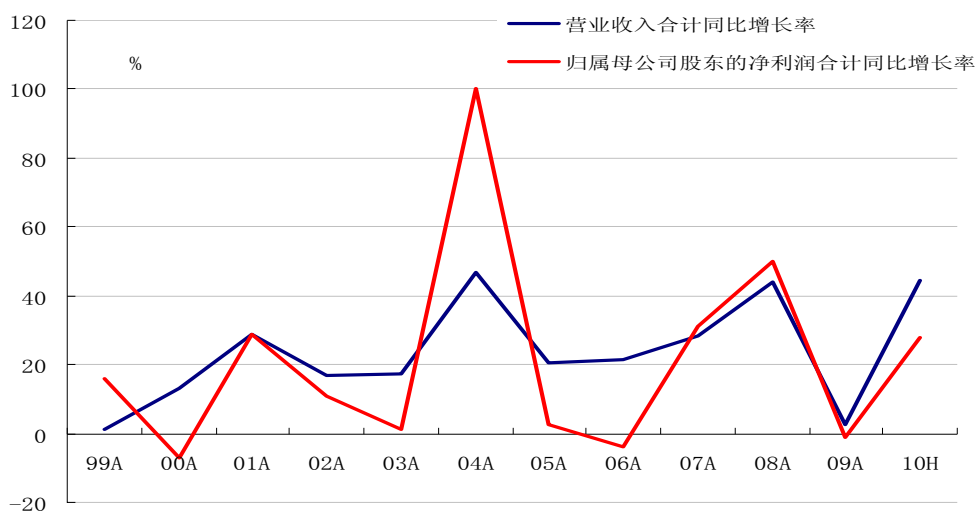
	第一年	第二年	第三年
01—03 年周期	同比增长	同比下跌	同比下跌
04—06 年周期	同比增长	同比下跌	同比下跌
07—09 年周期	同比增长	同比增长	同比下跌
10—12 年周期	同比增长		

资料来源: 渤海证券研究所

根据以上规律简单推断, 在接下来的 10—12 年的周期中, 煤炭行业 10 年实现业绩同比增长比较确定, 而 11 年同比增长或同比下跌均有可能, 12 年同比下跌的可能性大些;

对于 11 年, 我们认为由于 10 年宏观经济走出衰退仍较为缓慢、房地产调控和节能减排任务的艰巨, 煤炭下游需求受到一定抑制, 因此 10 年煤炭行业的增长主要缘于上年受经济危机影响导致的基数较低, 11 年若经济明显走出低谷以及下游需求能够有所释放, 则 11 年煤炭行业业绩保持同比增长的可能性还是比较大的。

图 42: 99 年以来煤炭行业上市公司成长能力变化情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 10: 99 年以来煤炭行业上市公司成长能力变化情况 (数据表)

单位: %

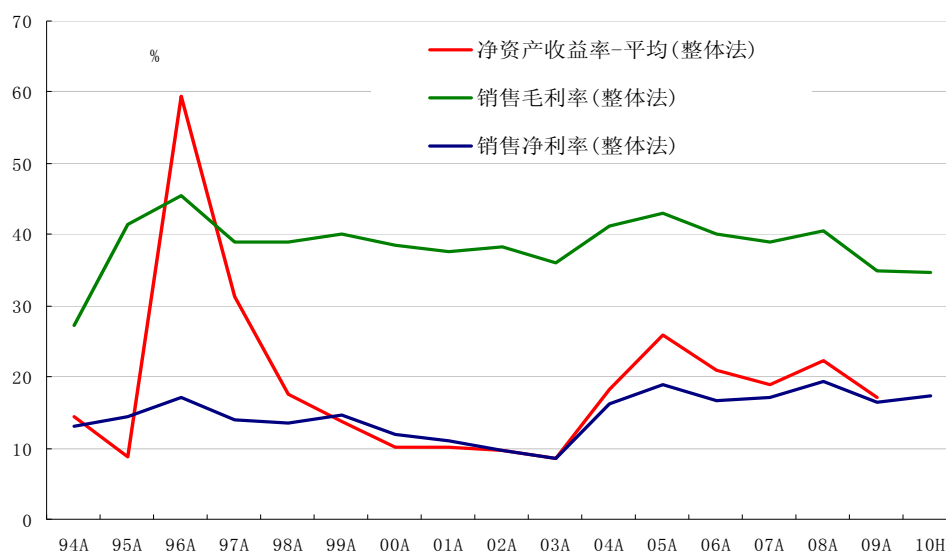
年度	营业收入合计同比增长率	归属母公司股东的净利润合计同比增长率
99A	1.04	15.8
00A	13.1	-7.32
01A	28.92	28.77
02A	16.65	10.72
03A	17.41	1.1
04A	46.96	100.06
05A	20.63	2.74
06A	21.25	-3.86
07A	28.51	31.13
08A	44.09	50.21
09A	2.39	-0.92
10H	44.63	27.7

资料来源: wind, 渤海证券研究所

4.2 煤炭行业上市公司盈利能力的阶段性及预期

近年来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况详见图 43 和表 11。

图 43: 94 年以来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 11: 94 年以来煤炭行业上市公司盈利能力变化情况 (数据表)

单位: %

年度	净资产收益率-平均(整体法)	销售毛利率(整体法)	销售净利率(整体法)
94A	14.45	27.28	13.01
95A	8.86	41.41	14.48
96A	59.37	45.53	17.06
97A	31.31	39.03	14
98A	17.56	38.91	13.41
99A	13.73	40.12	14.61
00A	10.24	38.54	12.04
01A	10.1	37.68	10.98
02A	9.67	38.32	9.71
03A	8.64	36.02	8.65
04A	18.33	41.16	16.11
05A	25.84	42.98	18.99
06A	20.91	40.09	16.72
07A	18.83	38.83	17.17
08A	22.32	40.62	19.32
09A	17.02	34.96	16.42
10H	10.31	34.69	17.28

资料来源: wind, 渤海证券研究所

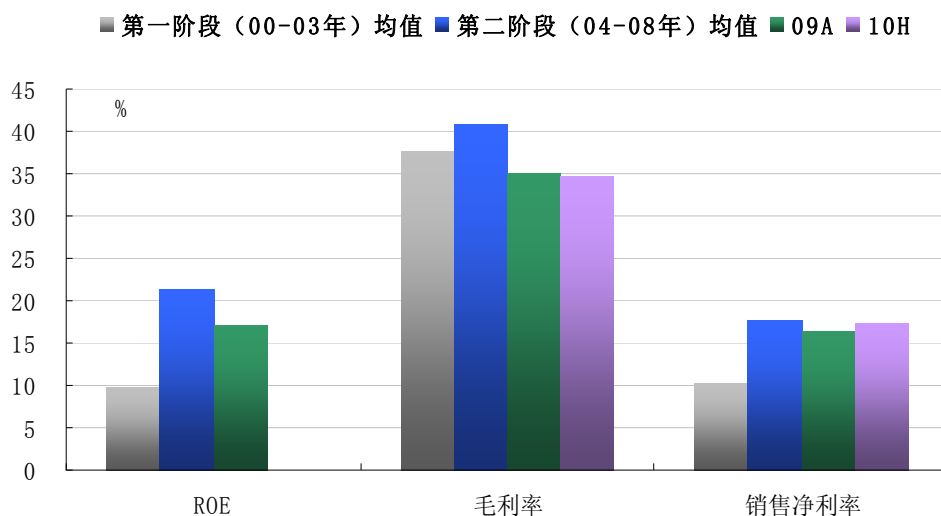
从图 43 和表 11 中可以看出,煤炭行业上市公司 00 年以来的盈利能力可以大致分为三个阶段(详见表 12 和图 44),三个阶段主要的盈利指标变化较为明显(其中尤以 ROE 的阶段性强,其次为毛利率),00-03 年这 4 年是煤炭行业盈利能力相对较低的阶段,04-08 年这 5 年是煤炭行业盈利能力较高的阶段,自 09 年开始,煤炭行业的盈利能力开始进入一个略低于 04-08 年水平的一个新的阶段。

表 12: 00 年以来煤炭行业上市公司盈利能力的三个阶段

	年度	ROE	毛利率	销售净利率
第一阶段	00 年—03 年(共 4 年)	8.64%至 10.24%	36.02%至 38.54%	8.65%至 12.04%
第二阶段	04 年—08 年(共 5 年)	18.33%至 25.84%	38.83%至 42.98%	16.11%至 19.32%
第三阶段	09A	17.02%	34.96%	16.42%
(始于 09 年)	10H	10.31%	34.69%	17.28%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 44: 00 年以来煤炭行业上市公司盈利能力的三个阶段



资料来源: wind, 渤海证券研究所

对于始自 09 年的第三个阶段的盈利能力是否会回落到 00-03 年的第一阶段的水准, 我们认为可能性不大。主要原因是, 虽然存在新建煤炭产能大幅增加、2 年左右之后我国铁路对于煤炭运输的瓶颈将逐步缓解、内蒙和新疆的对煤炭市场逐步形成冲击等负面因素, 但是我们认为从长期来看, 煤炭价格若出现趋势性的较大幅度下跌并不符合国家利益、不利于节能减排、且不利于我国的能源安全。

- 我国是以煤炭为主要能源的国家, 这一点将在将长期的时间内难以改变; 考虑到我国经济增长的模式, 较低的能源价格意味着出口产品中所含能源价格过低, 变相为进口国家提供价格低廉的能源;
- 煤炭价格的下降, 意味着下游用煤行业能源成本下降, 不利于节能减排, 易造成资源浪费;
- 煤炭作为我国的主要能源, 在其他新能源能够有效替代之前, 煤炭资源的不可再生性决定了其对我国的能源安全具有重要作用, 较高的煤价有利于促进回采率的提高、促进资源的节约利用和合理开发, 有利于国家的能源安全;
- 从近期国家加强推进煤炭企业的兼并重组、鼓励煤炭进口限制出口、拟征收煤炭资源税等方面, 我们也可以看出煤炭作为我国的主要能源其战略地位日益突出。因此, 从长期来看, 煤炭价格趋势性的较大幅度下跌并不符合国家的能源政策导向。

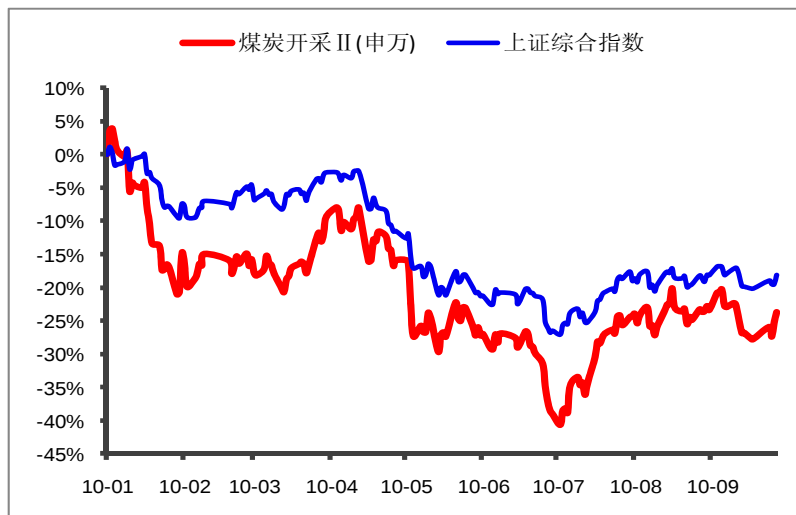
5. 行业估值和评级

5.1 前三个季度煤炭板块跑输大盘

作为处于最上游的周期性行业, 受国家宏观调控、经济下滑预期、地产调控以及

节能减排措施等因素影响，煤炭指数 10 年前 3 个季度下跌 23.76%，同期上证综指下跌 18.13%，煤炭指数跌幅大于上证综指 5.63 个百分点。

图 45: 1-9 月煤炭指数与上证指数走势对比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

5.2 煤炭板块估值较低

截至 9 月 30 日，SW 煤炭开采 II 市盈率 (TTM, 整体法) 为 16.73 倍，历史低位在 10 倍左右；市净率 (MRQ, 整体法) 为 3.18 倍，历史低位在 2 倍左右。煤炭板块估值仍较低。

图 46: 00 年至 10 年煤炭板块市盈率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 47: 00 年至 10 年煤炭板块市净率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

5.3 行业评级：维持“买入”评级

维持“买入”评级主要考虑因素有：

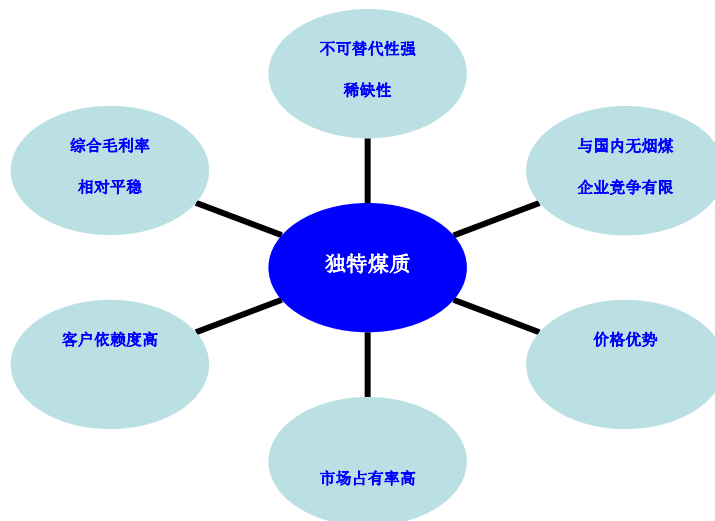
- 目前煤炭行业估值仍接近历史低位；
- 四季度经济增长出现二次探底的可能性不大；
- 煤炭行业资源整合限制整个行业供给能力的快速增加；
- 新建输煤铁路基本在 2 年左右之后开始投入运营，从投入运营到完全达产仍需一定时期；
- 新疆煤矿开始大规模投产预计也需 2 年左右，由于运输距离远，即便对外输煤铁路建成，能否对煤炭市场构成较大冲击仍存在一定不确定性；
- 由于内蒙新增煤炭产能要求就地转化 50%，加之 09 年起已经有大量煤炭外运，虽然内蒙煤炭未来对煤炭价格仍将有一定冲击，但是冲击效应会递减；
- 安全生产工作将进一步加强，煤矿超产的规模将会受到限制；
- 近期对高耗能行业的限产停电等强制措施具有一定的临时性和短期性，明年煤炭消费预期会出现报复性反弹；
- 明年是“十二五”的第一年，预计我国投资规模将会较大；
- 从前文对煤炭行业盈利能力阶段性分析来看，始自 09 年的新的阶段，煤炭行业的盈利能力虽然可能会较 04-08 年这个阶段的盈利能力略低，但是从长期来看，煤炭价格若出现趋势性的较大幅度下跌并不符合国家利益、不利于节能减排、且不利于我国的能源安全，因此，我们认为未来几年煤炭行业的盈利能力不会大幅下跌。未来几年煤炭价格保持较高水平（但不排除存在小幅下跌的可能）、煤炭行业保持较强盈利能力的可能性大些。

5.4 推荐股票：昊华能源、露天煤业、平庄能源

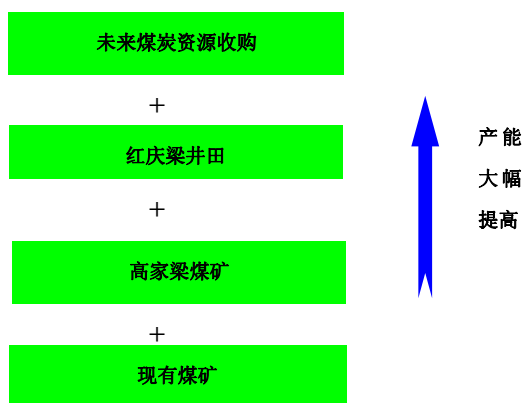
- 昊华能源：独特煤质形成公司独特竞争优势

投资要点：

➤ 独特煤质决定了公司独特的竞争优势



➤ 高成长性



➤ 交通便利



● 高家梁煤矿 ● 红庆梁井田

- 预计 2010、2011 年公司每股收益为 2.27 元/股、2.84 元/股左右，对应 PE 分别为 15.05 倍、12.03 倍，估值水平不高，综合考虑公司无烟煤竞争优势和未来产能大幅提高预期，给予公司“买入”评级。
- 包西铁路的建成通车将是公司股价上涨的催化剂。

● **露天煤业：受益于环渤海地区煤炭供需偏紧**

投资要点：

- 预计“十二五”环渤海地区煤炭供需偏紧，公司煤炭价格存在上涨预期；
- 环渤海地区蒙东资源丰富，而其他地区煤炭产能增长有限，蒙东地区煤炭将是对东北、京津冀煤炭缺口弥补的重要来源，公司未来市场空间较为广阔；
- 公司是距东北三省煤炭消费地最近的煤炭上市公司之一，区域优势明显；
- 受益于东别振兴规划的执行和即将出台的内蒙振兴规划；
- 预期明确的资产注入，将大幅提高公司产能；
- 预计 2010、2011 年公司每股收益为 1.10、1.58 元/股左右，对应 PE 分别为 19.37 倍、13.49 倍，在煤炭行业中处于较高水平，但仍处于历史低位，综合考虑公司受益于环渤海地区煤炭供给偏紧、东北振兴规划的执行以及内蒙振兴规划的出台、未来集团进一步较大规模的资产注入预期等，给予公司“买入”评级。

● **平庄能源：积极应对不利局面，困境反转可期**

投资要点：

- 环渤海地区煤炭供给偏紧，褐煤价格存在上涨预期；
- 邻近东北能源消耗中心，区域优势明显；
- 铁路运力的提升将降低煤炭运输成本，使褐煤价格更具竞争力；
- ◇ 目前，国家重点工程项目锦赤运煤铁路专线工程全面动工兴建。该运煤专线北起赤峰，南至锦州港，主要承担内蒙古锡林郭勒盟白音华及周边煤田至锦州港下水煤炭的南运任务。该铁路全长 282 公里，可以为东北乃至南方众多省份提供能源支撑。这条铁路建成后，将为辽西地区、内蒙古东部打开一条通道。
- 集团承诺资产注入，产能将大幅提高；
- 积极调整销售结构以及国电集团的支持，预计将使公司摆脱外地煤炭冲击带来的负面影响；

- 预计 2010、2011 年公司每股收益为 0.71 元/股和 0.82 元/股，对应 PE 分别为 17.80 倍、15.60 倍，综合考虑公司区域优势、资产注入预期，以及困境反转可能带来的估值修复等因素，给予公司“买入”评级。

分析师覆盖的股票范围**任宪功：煤炭行业分析师**

重点覆盖上市公司：露天煤业、平庄能源、中煤能源、昊华能源、冀中能源、中国神华、开滦股份、大同煤业

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

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有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，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 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

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

北京市西城区丰汇园11号楼东翼603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn