

煤炭开采

炼焦煤:需求旺盛,行业收益显著提高

行业深度研究

◆基于多年煤炭行业研究,科学判断行业走势

基于对全国主要炼焦煤省份生产、在建新建矿井动态跟踪,能够对未来炼焦煤供给做出全面的判断。同时,深入的炼焦、炼铁工艺专研,使我们对未来需求的影响有较为全面的科学的认知。此外,与国外主要炼焦煤生产企业、需求方有多年良好的合作,可以做到即时、准确判断全球市场。

因此,我们力争对行业做出最科学准确的判断。

◆炼焦煤行业——“景气—特别景气—景气”的周期循环

由于资源有限性和国家政策的制约,炼焦煤供给完全不具备周期。同时,由于煤种之间品质显著差异,需求方面周期性不明显。

◆炼焦煤供给增速缓慢,2011年仅5.75%

炼焦煤储量严重不足,以及新建扩建矿井集中于2012年底陆续释放,之前供给量增长缓慢,2011年仅增长5.75%,2012年下降到2.4%。不能满足国内需求。

◆2011、2012年炼焦煤需求分别增长6.8%和4.6%,快于供给增速

钢铁行业占炼焦煤需求的85%。预计2011年粗钢产量增长6.0%。同时,焦炭出口量达到750万吨,扩大国内炼焦煤需求。2011年炼焦煤需求57065万吨,同比增长6.8%。

2012年,由于保障房建设加速,生铁产量持续增长,预计产量为6.64亿吨,预计全年炼焦煤需求为59730万吨,增速4.6%,仍然快于供给增速。

◆2011年,炼焦煤出现绝对缺口2240万吨,价格将出现持续上涨

2010年,中国国内炼焦煤供需缺口4933万吨,主要依靠进口国际市场炼焦煤来补足,所以国内需求得到基本满足。2011年、2012年,国内炼焦煤供需缺口逐步拉大,分别达到5780万吨和7181万吨。2011年,炼焦煤净进口量仅为3320万吨,小于国内缺口,出现2240万吨绝对缺口,2012年绝对缺口为2041万吨。

2011年,由于中国炼焦煤缺口拉大,炼焦煤价格将出现大幅度增长,柳林4号煤,比2010年均价上涨16.7%。其他品质较差的煤种涨幅相对较小。

◆投资建议:

随着市场在下半年逐步紧缺,产品价格提升,行业盈利水平将显著提高。考虑需求增长超过预期,行业估值严重低估,没有反映行业盈利能力和增速,我给行业买入评级。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资 评级
			2011E	2012E	2013E	
000983	西山煤电	23.12	1.54	1.97	2.18	买入
600395	盘江股份	32.13	1.58	2.14	2.61	买入
600937	冀中能源	26.65	1.54	1.96	2.32	买入

买入(首次)

分析师

张力扬(执业证书编号:S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人

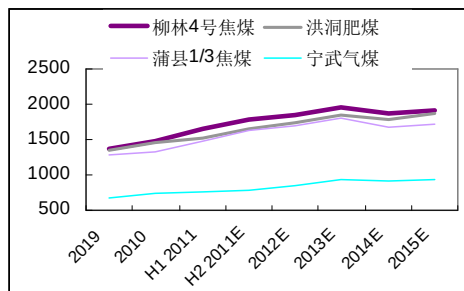
周泰

021-22169106

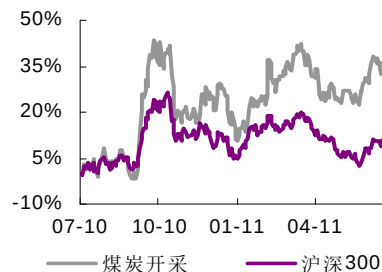
zhout@ebsecn.com

名称	2011年度涨跌幅%
焦煤、肥煤	8-12
瘦煤	7-12
气精煤	5-8

炼焦煤价格预测



行业与上证指数对比图



投资要件

我们区别于市场的观点

- 1、基于对行业的深刻理解，券商中第一个明确提出，预计三季度末，炼焦煤价格将出现一轮上涨。
- 2、由于上市公司一般调价较慢，预计4季度价格会有上调。
- 3、由于缺口持续存在，此轮价格上涨将持续到2013年，期间不存在大幅调整可能。
- 4、焦化行业略有转好，原料煤采购顺利，同时下游加工较多的焦化企业可以实现扭亏。
- 5、对供给的分析我们细化了炼焦煤不同的品种，对需求的分析中我们明确地提出：

炼焦煤需求=（粗钢产量*铁钢比*焦铁比+其他行业焦炭需求）*吨焦煤耗

股价上涨的催化因素

我们认为行业股价的催化因素包括以下几个方面：

- 1、国内炼焦煤主产地价格先期上涨；
- 2、国内外价差扩大，炼焦煤进口量出现持续下滑；
- 3、钢材价格回升，钢铁产量持续增长。
- 4、国际经济恢复速度超过我们预期，大宗商品基于需求拉动而持续上涨。

投资风险

行业最大风险是国内经济调控政策继续收紧，经济增速远低于我们预期。这样可能会造成钢铁行业发展停滞，炼焦煤行业需求下降，利润下滑。国外经济增速如果出现预期之外的下降，也会有同样的风险。行业最大的风险在于需求面的萎缩，供给面目前我们尚未看到明显的风险。

目录

一、炼焦煤行业——“景气—特别景气—景气”的周期循环	4
1.1、“景气—特别景气—景气”的周期循环	4
1.2、行业产业链分析	5
二、炼焦煤供给增速缓慢，2011 年仅 5.75%	6
2.1、炼焦煤的查明资源储量仅占煤炭的 24%，不能满足需求	6
2.2、过去 5 年，炼焦煤年均增速仅 4.2%，远低于煤炭增速	6
2.3、2011 年、2012 年炼焦煤供给增速分别为 5.75%和 2.4%	7
三、随着钢铁产量增长，炼焦煤需求持续旺盛增长	9
3.1 过去 5 年，炼焦煤需求年均增长 8.69%，远快于供给增速	10
3.2 2011、2012 年炼焦煤分别增长 6.8%和 4.6%，快于供给增速	11
四、2011 年，炼焦煤出现绝对缺口 2240 万吨，价格快速现上涨	12
4.1 2011 年国内缺口 5780 万吨	12
4.2 净进口下降，国内出现 2240 万吨绝对缺口	12
4.3 国内炼焦煤价格将出现上涨，平均比上半年 5%-15%的涨幅	14
五、成本增长有限，行业盈利提升	15
5.1 炼焦煤行业生产成本增长有限	15
5.2 炼焦煤行业盈利能力提升	16
六、行业内主要公司的比较分析	16
6.1 西山煤电（000983，SZ）	16
6.2 盘江股份（600395，SH）	18
6.3 冀中能源（600937，SZ）	19
七、投资建议	20
八、风险分析	20

一、炼焦煤行业——“景气—特别景气---景气”的周期循环

1.1、“景气—特别景气---景气”的周期循环

传统认为，炼焦煤行业属于与钢铁、船舶等行业相同的，属于典型的周期性行业。但需要指出的是，由于炼焦煤行业的特殊性，我们认为，其周期性和宏观经济不完全一致。

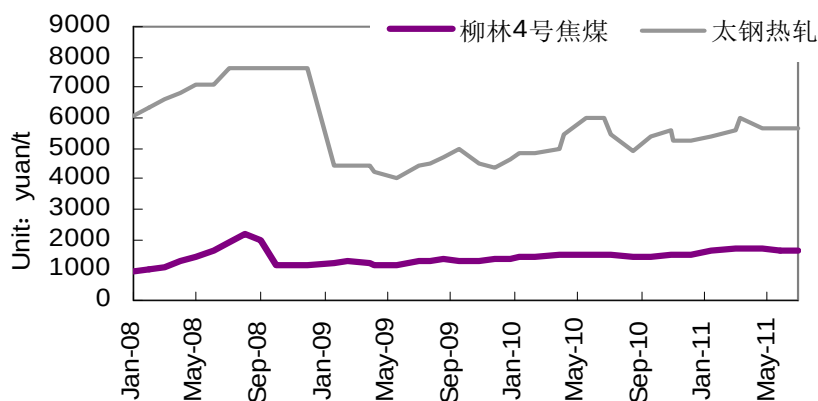
首先，由于资源有限性和国家政策的制约，炼焦煤供给完全不具备周期。一般的周期性行业都要随着国民经济的增长或衰落而调整，行业内存在“投资-产能过剩-价格下跌-缩减产能-产能不足-价格上升-加大投资”的产业循环，但这个循环不能运用到炼焦煤行业。主要制约因素是资源的稀缺性和产品的差异性。从资源稀缺性来说，炼焦煤是全球紧缺的资源，尤其是其中的优质焦煤、肥煤等品种仅在世界少数几个国家有赋存。因此，中国政府也日趋重视炼焦煤的战略安全，连续发布文件要对稀缺的焦煤煤种进行保护性开发。在这种情况下，目前任何企业想投资一个新的炼焦煤矿井的可能性几乎不复存在，行业未来产能的扩张的方式仅限于现有在建产能逐步释放，增长有限。未来，国内炼焦煤的绝对缺口将长期存在。因此，炼焦煤价格不会随着经济周期的波动而大幅度波动。

其次，炼焦煤内产品差异明显，决定了主要煤种需求没有周期性。周期性行业都有一个特点，就是产品差异性不强。但炼焦煤由于指标的多样性，其内部差异十分显著。在炼焦煤中有七大煤种，在每个煤种中又分为一到三个牌号，每个煤种都有独特的性质特征。在现代大型企业炼焦配煤中，所需煤源多在十个以上，相互之间不能完全替换。这点也就决定了，即使在下游钢铁等行业，炼焦煤中的焦煤、肥煤等煤种也会由于品质优势，在市场中保持强势地位，价格保持持续坚挺。

因此，行业发展将呈现，国民经济快速发展，则行业价格高增长；国民经济滑落，行业价格处于低速增长的趋势。周期性仅表现在，景气—特别景气---景气这种简单循环中。

图表 1：钢材、焦煤精煤走势对比图

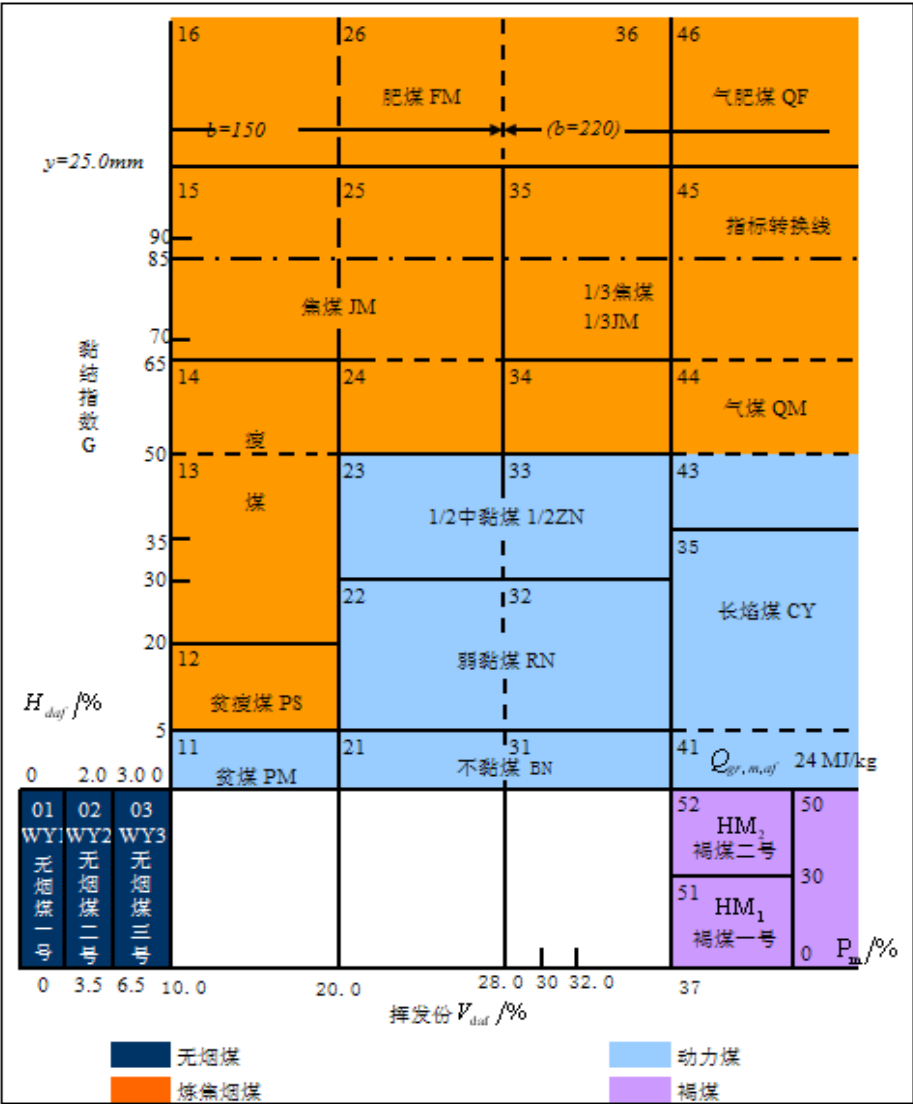
与钢铁价格相比，焦煤价格显然不具有周期性



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 2： 中国煤炭分类表

炼焦煤中细分煤种之间存在巨大差异，各生产企业产品差异性巨大

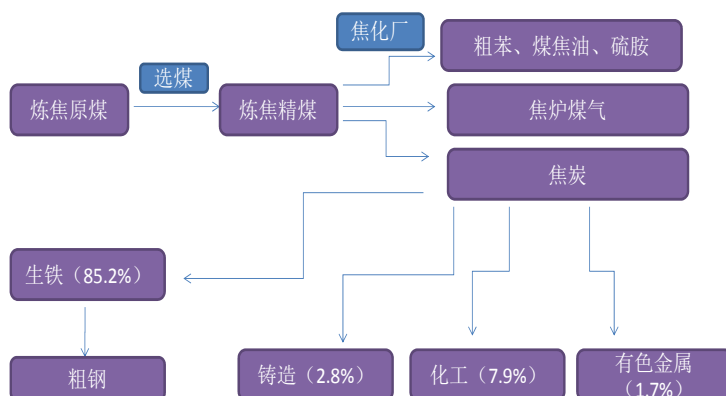


资料来源：光大证券研究所

1.2、行业产业链分析

炼焦煤行业处于产业链最前端，通过洗选得到精煤，多种品质精煤混合后经过炼焦环节行程焦炭，焦炭下游又分为钢铁、有色金属冶炼、铸造、化工四个主要需求行业。炼制焦炭的同时，也产生一些附属产品，如煤焦油、粗苯、焦炉煤气等，这些产品还能进行进一步的化学加工，产生不同的化工产品。

图表 3 炼焦煤生产焦炭产业链图



二、炼焦煤供给增速缓慢，2011 年仅 5.75%

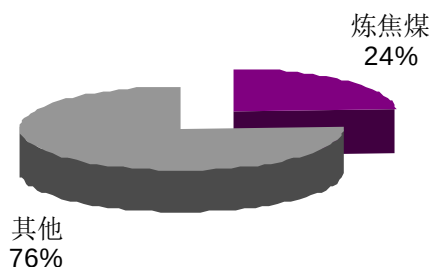
2.1、炼焦煤的查明资源储量仅占煤炭的 24%，不能满足需求

作为自然资源，炼焦煤储量是供给的最大决定因素。根据国家安全生产监督管理总局数据，2008 年中国炼焦煤查明资源储量为 2803.67 亿吨（其中储量仅 612.9 亿吨），仅占煤炭查明资源储量的 24.17%，远低于目前煤炭产量中 30% 的份额，因此未来国内新增产能中炼焦煤产能所占比例较小，长远看不能保证国内供应。

中国炼焦煤储量分布比较集中。分省份看，中国炼焦煤查明资源储量主要集中在山西、安徽、山东、贵州、河南和内蒙古等省和自治区。山西省炼焦煤储量为 329.13 亿吨，占全国炼焦煤储量的 53.7%。所以未来供给的预测重点是山西的变化。

图表 4：中国煤炭储量构成

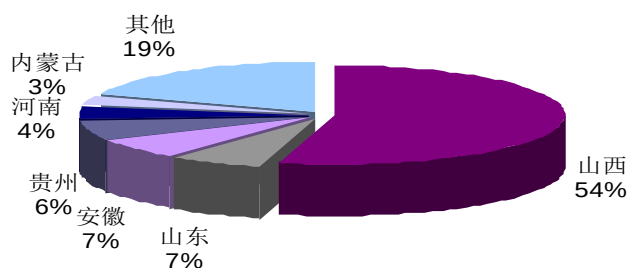
炼焦煤查明资源量仅占煤炭的 24%，低于现有产量和需求中所占比重，长期制约供给增长



资料来源：国家安监总局，光大证券研究所

图表 5：中国炼焦煤储量分布

炼焦煤主要分布在山西等省，重点关注储量较多省份未来产量变化



资料来源：国家安监总局，光大证券研究所

2.2、过去 5 年，炼焦煤年均增速仅 4.2%，远低于煤炭增速

2.2.1 炼焦原煤产量增速远低于煤炭产量增速，所占比重逐年下降

由于全国最大炼焦煤省份山西省在 2008 年开始煤炭资源整合，大量小企业被迫关闭，影响了市场供给。而同期动力煤产区内蒙古、陕西等省产量快速增加，所以炼焦原煤产量增速慢于动力煤增速。中国原煤产量由 2005 年的 21.51 亿

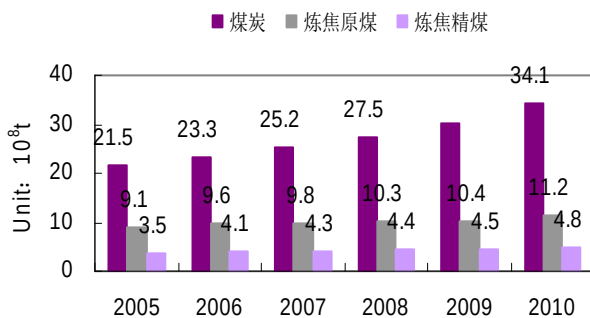
吨增加到 2010 年的 34.1 亿吨，复合年均增长率为 9.6%。同期，炼焦原煤产量由 9.1 亿吨增长到 11.2 亿吨，复合年均增长仅 4.2%。因此，炼焦原煤占煤炭比重由 42.4 下降到 32.9%。

2.2.2 优质、稀缺炼焦煤品种产量占炼焦煤比重逐年下降

在炼焦煤内，质量较差的气煤产量快速增长，而质量最好、市场最稀缺的肥煤、焦煤产量却在 2009 年出现下滑，分别比 2008 年下降 15%和 12%。2010 年统计数据尚未公布，但根据调研数据测算，2010 年焦煤、肥煤产量分别达到 2.02 亿吨和 0.75 亿吨，占炼焦煤总产量的比例分别为 18.0%和 8.5%，远低于合计在需求中 50%的比例。

图表 6：中国炼焦煤历史产量

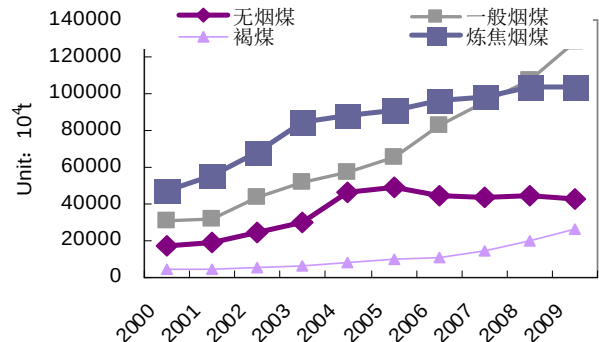
炼焦煤产量增长缓慢



资料来源：国家安监总局，光大证券研究所

图表 7：中国煤炭产量构成

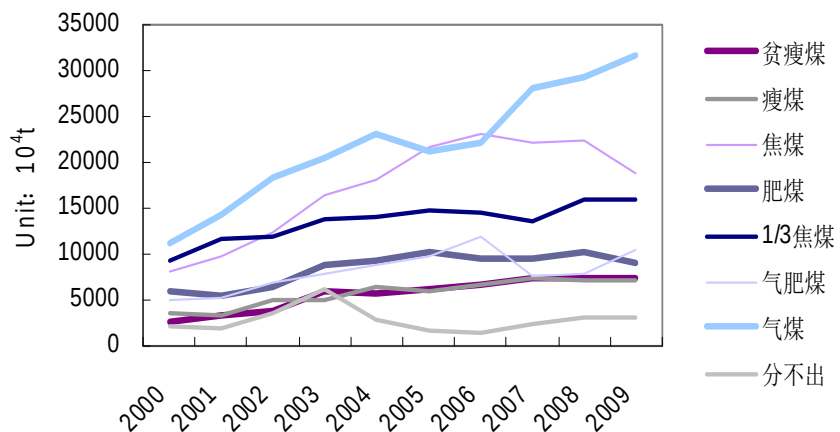
动力煤增长迅速，炼焦煤增长乏力



资料来源：国家安监总局，光大证券研究所

图表 8：炼焦煤产量构成

炼焦煤中，气煤等煤种增长较快，焦煤、肥煤增长缓慢



资料来源：国家安监总局，光大证券研究所

2.3、2011 年、2012 年炼焦煤供给增速分别为 5.75%和 2.4%

2.3.1 影响供给增长的因素

影响供给主要有三个因素，储量、新建在建矿井、下游需求以及交通运输

新建产能较少，集中于 2012 年底释放，到 2015 年增加 1.15 亿吨精煤产能。全国范围内，在建新建矿井主要集中在山西省。山西省在进行资源整合后，要

新建扩建约 190 个为炼焦煤矿井，整体原煤产能在 1.85 亿吨左右，新矿井建成同时约有 0.35 亿吨产能的过度生产小矿井停产，原煤产能增量在 1.5 亿吨左右，约合 0.9 亿吨精煤。根据目前工程进度，这些产能将在 2012 年底开始陆续释放，2015 年基本实现达产。同时，其他省份如贵州、内蒙古还有少量在建矿井，也能在 2015 年前达到约 0.25 亿吨产能。两项合计到 2015 年将比 2010 年增加 1.15 亿吨精煤的产能，年均复核增长率仅 4.3%。同时国家出台稀缺资源保护性开采政策，在 2013 年前不批复新的探矿权，因此 2015 年前不存在其他新增产能的可能。

由于下游需求旺盛，剔除气煤等相对过剩煤种外，新增产能均会较快的形成实际产量。

山西中南部铁路通道建设将缓解炼焦煤运输。

2009 年底，山西中南部铁路开始修建，该铁路起点为山西吕梁瓦塘镇，终点为山东日照港，设计能力 2 亿吨。该铁路沿线经过河东煤田和霍西煤田两个山西最主要的炼焦煤煤田。根据规划该铁路将于 2014 年 9 月通车，届时山西省内炼焦煤运输情况将得到充分满足。同时，在铁路修通前，整个山西省内炼焦煤铁路运输能力有限，主要满足西山煤电这类传统国有控股企业的运输，所以这类企业在中南部铁路修通前有运输优势带来的溢价。

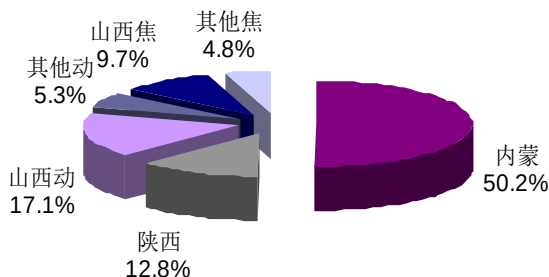
2.3.2 2013 年前供给增长缓慢，不能满足需求增长

2011 年一季度，全国煤炭产量为 83664 万吨，同比增长 11%。从增量分析来看，因此，仅山西、陕西、内蒙古三省动力煤增量就大于 7031 万吨，考虑南方省份动力煤增量，因此一季度全国动力煤增量在 7500 万吨以上，而炼焦煤增量小于 1276 万吨，约占全国增量的 14.5%。按照煤炭现有增速计算，全年全国煤炭产量将达到 37 亿吨，其中炼焦原煤产量 11.8 亿吨，比 2010 年增加 4.1%。考虑到今年新增产量中主要集中于山西等省份，增产中优质焦煤、肥煤比重较大，同时能够带动劣质炼焦煤的使用，所以 2011 年炼焦精煤产量增速快于炼焦原煤，达到 5.13 亿吨，增速为 5.75%。

由于在建炼焦煤矿井较少在 2011 年底和 2012 年投产，所以 2012 年炼焦煤产量增速继续下滑，原精煤产量 5.25 亿吨，增长 2.4%。2013 年到 2015 年，山西等省份资源整合矿井陆续投产，产量增速开始加快。预计到 2015 年产量达到 5.79 亿吨。

图表 9：一季度煤炭产量增量构成

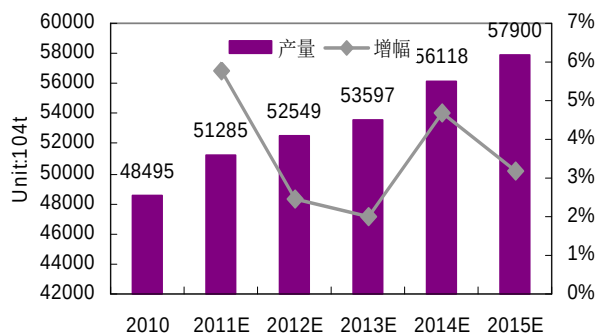
一季度煤炭增长中仅 14.5% 为炼焦煤，低于之前年份比例



资料来源：光大证券研究所

图表 10：2011 到 2015 年产量预测

未来五年我国炼焦精煤产量缓慢增长



资料来源：光大证券研究所

图表 11：2008 年中国主要炼焦煤企业产量（Unit：10⁴t）

山西焦煤集团炼焦煤产量最多，产品构成出最好。

生产企业	煤炭	炼焦煤	贫瘦煤	瘦煤	焦煤	肥煤	1/3 焦煤	气肥煤	气煤
河北开滦集团	3285.87	2544.95			20.00	1586.38	451.19		487.38
河北冀中能源集团	3559.45	1827.98	151.93	258.51	262.83	385.00	624.83	110.29	34.59
山西焦煤集团	8029.10	7863.35	1334.66	664.22	3146.36	1621.14	828.97		268.00
山西潞安集团	3488.40	2071.94	1133.87	672.78	120.54				144.75
黑龙江龙煤矿业集团 ^注	5495.40	5059.18	0.00	0.00	739.18	59.23	2807.57	0.00	1453.20
山东淄博矿业集团	1203.89	1117.59		108.00					1009.59
山东新汶矿业集团	1117.37	1117.37					80.06	359.54	677.77
山东枣庄矿业集团	1685.45	1685.45				54.19	1205.59	425.67	
山东兖州矿业集团 ^注	3510.49	3510.49							3510.49
河南平顶山煤业集团	4119.97	4119.97	507.19		436.72	727.41	2409.05		39.20
四川煤炭产业集团	678.35	677.76	58.41	60.00	339.64	0.00	219.71	0.00	0.00
贵州盘江煤电集团	1190.49	919.79				919.79			
贵州水城矿业集团	808.33	658.33	538.33						120.00
神华集团	28161.34	2526.35		172.84	518.44	196.58	1639.49		
其中：									
包头矿业公司	241.45	105.00		90.00	15.00				
乌达矿业公司	554.99	554.99				196.58	358.41		
海勃湾矿业公司	781.62	781.62			349.13		432.49		
乌海矿业公司	63.17						63.17		
蒙西煤化公司	91.30	91.30					91.30		
宁夏煤业集团	3883.18	931.27		82.84	154.31		694.12		
中煤集团平朔公司 ^注	8000.93	8000.93							8000.93

资料来源：国家安监总局，光大证券研究所

注：由于炼焦煤中气煤产量过剩，以生产气煤为主的中煤集团的全部，兖州矿业、龙煤矿业的大部分气煤产品作动力煤销售。

图表 12 主要生产企业焦煤/肥煤原煤产量预测（Unit：10⁴t）

未来炼焦煤增量主要集中在山西焦煤集团、潞安集团、贵州盘江煤电三个集团。

生产企业	2008	2009	2010E	2011E	2012E
开滦集团	1606	1680	1690	1730	1780
冀中能源集团	648	656	685	710	780
山西焦煤集团	4768	4779	4950	5530	5960
潞安集团	121	82	105	130	145
盘江集团	920	1120	1165	1240	1330

资料来源：国家安监总局，光大证券研究所 注：2010 年数据为测算数字

三、随着钢铁产量增长，炼焦煤需求持续旺盛增长

炼焦煤的用途主要是炼制焦炭，焦炭用于冶铁、有色金属冶炼、铸造、化工等行业。炼焦原煤中，由于气煤等煤种过剩，也作为动力煤使用，不是本报告研究范围。

影响炼焦煤需求主要有以下几个因素：粗钢产量、粗钢/生铁（测算生铁产量）、焦铁比（推算国内焦炭需求）、焦炭出口量等几个因素。

炼焦煤需求=（粗钢产量*铁钢比*焦铁比+其他行业焦炭需求）*吨焦煤耗

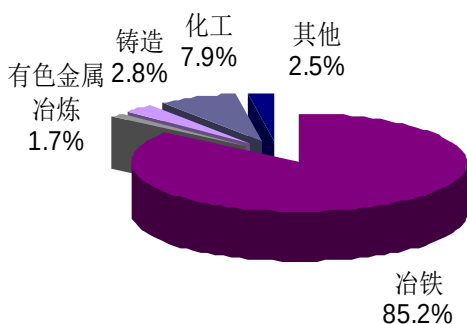
3.1 过去 5 年，炼焦煤需求年均增长 8.69%，远快于供给增速

随着工业化、城镇化快速发展的影响，中国钢铁行业产量呈现快速增加趋势。中国粗钢产量从 2005 年的 3.56 亿吨增加到 2010 年的 6.27 亿吨，复合年均增长率为 12.0%；由于废钢使用量上升，同期铁钢比由 0.978 下降到 0.942。因此，生铁产量增速低于粗钢产量增速。生铁产量从 2005 年的 3.48 亿吨增加到 2010 年的 5.90 亿吨，复合年均增长率为 11.2%。

同期，焦铁比出现先降后升得情况，主要是由于 08 年之后优质炼焦煤急剧短缺，焦炭质量下降，单位用量出现上升。因此，同期钢铁行业的焦炭需求出现快速增长。但在其他下游行业发展缓慢，出口大幅回落影响下，焦炭产量增幅较小。全国焦炭产量由 2005 年的 2.54 上升到 2010 年的 3.85 亿吨，年均复合增长率 8.7%。因此，2005 年到 2010 年，炼焦煤需求从 3.52 亿吨增加到 5.34 亿吨，年均增长 8.69%。

图表 13：2008 年中国焦炭消费构成

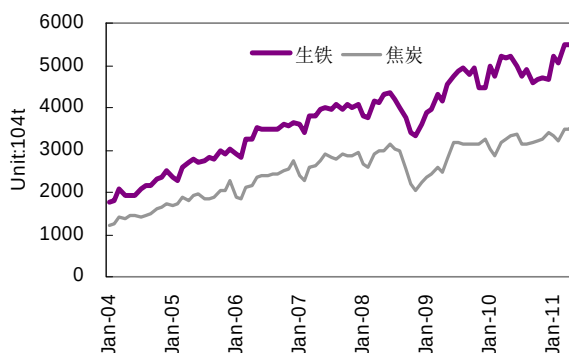
冶铁行业占焦炭需求的 85%



资料来源：统计局，光大证券研究所

图表 14：月度焦炭、生铁产量

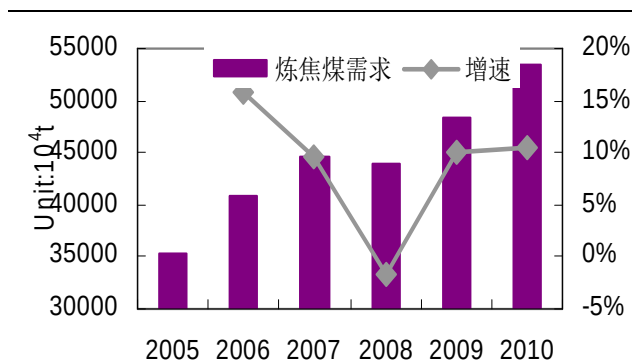
焦炭产量随生铁产量增长而增长



资料来源：统计局，光大证券研究所

图表 15：2005-2010 年炼焦煤需求

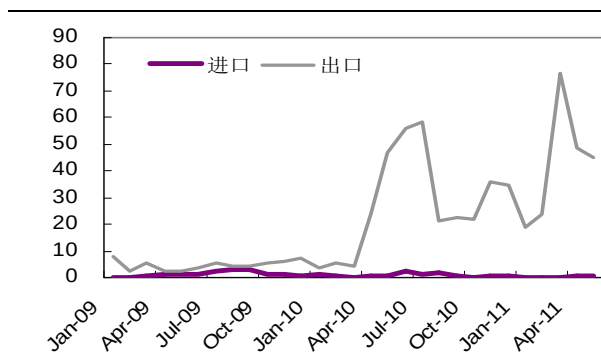
近 5 年中国炼焦煤需求保持快速增长



资料来源：统计局，光大证券研究所

图表 16：中国焦炭月度出口量

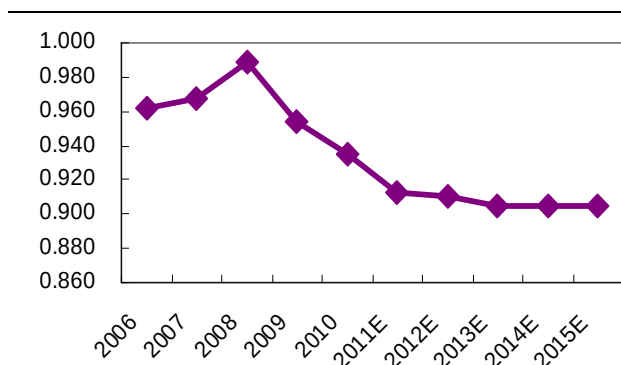
2011 年，中国焦炭出口量显著上升



资料来源：统计局，光大证券研究所

图表 17：中国铁钢比变化

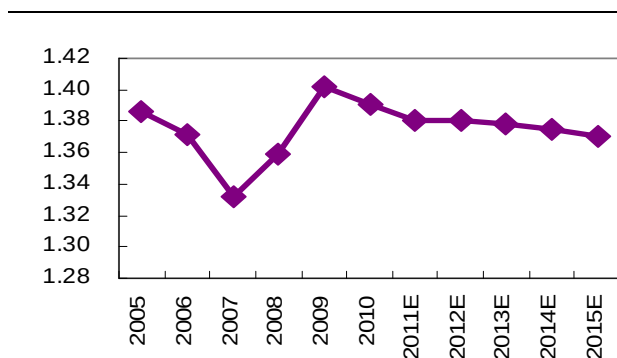
铁钢比下降造成生铁产量增速低于粗钢



资料来源：统计局，光大证券研究所

图表 18：中国吨焦炭耗炼焦煤量

随着配煤方法改进，焦炭单位炼焦煤耗下降



资料来源：统计局，光大证券研究所

3.2 2011、2012 年炼焦煤需求分别增长 6.8%和 4.6%，快于供给增速

3.2.1 钢铁产量快速增长，拉动国内需求增长。

2011 年前 6 个月，全国粗钢、生铁产量分别为 29287 万吨和 32184 万吨，分别比去年同期增长 9.2%和 6.2%。同期全国焦炭产量 13540.40 万吨，增长 10.3%。焦炭产量快于生铁产量主要是由于焦炭出口快速增加所致，前 6 个月共出口焦炭 245 万吨，同比增长 75%。考虑下半年保障房建设速度加快，下半年粗钢产量同比增速将快于上半年水平，保守估计全年粗钢产量 6.86 亿吨，同比增长 9.5%。考虑下半年铁钢比保持上半年水平，预计全年铁产量 6.26 亿吨，同比增长 6.0%。

3.2.2 2011 年国内焦炭出口增长 124%，加大国内焦炭需求

由于国际焦炭需求旺盛来看，2011 年中国焦炭出口将全部用尽配额。2011 年商务部公布焦炭出口配额 840 万吨，预计 2011 年全年出口为 750 万吨，同比增加 415 万吨，增幅 124%。

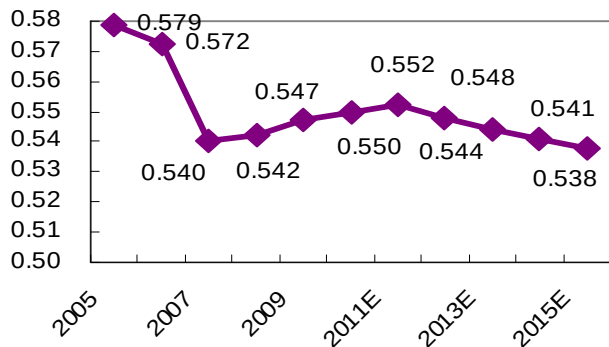
综合考虑钢铁产量以及焦炭出口等方面因素，预计 2011 年全年焦炭产量将比 2010 年增加 1989 万吨，达到 40995 万吨，同比增幅 6.7%。考虑吨焦炭耗煤

量变化预测， 2011 年炼焦煤需求 57065 万吨，同比增长 6.8%。

2012 年，由于保障房建设加速，生铁产量持续增长，预计产量为 6.64 亿吨，预计全年炼焦煤需求为 59730 万吨，增速 4.6%，仍然快于供给增速。

图表 19：中国焦铁比变化

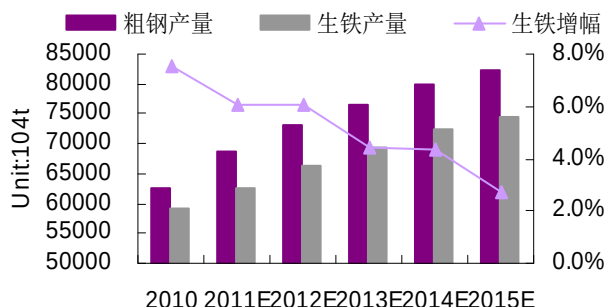
随着焦炭质量和喷煤比，焦铁比将持续下滑



资料来源：统计局，光大证券研究所

图表 20：粗钢、生铁产量预测

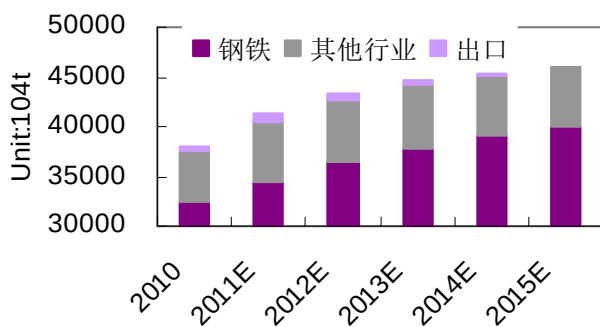
钢铁产量保持快速增长



资料来源：海关总署，光大证券研究所

图表 21：中国焦炭需求构成

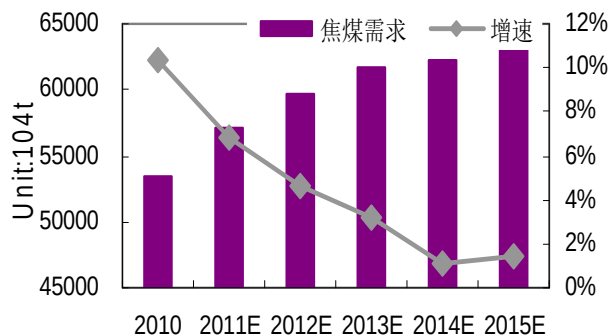
钢铁行业是未来焦炭需求增长点



资料来源：统计局，光大证券研究所

图表 22：炼焦煤需求预测

2011、2012 年炼焦煤需求增速快于产量增速



资料来源：海关总署，光大证券研究所

四、2011 年，炼焦煤出现绝对缺口 2240 万吨，价格快速现上涨

4.1 2011 年国内缺口 5780 万吨

2010 年，中国国内炼焦煤供需缺口 4933 万吨，主要依靠进口国际市场炼焦煤来补足，当年进口量达到 4727 万吨，同时少量无烟煤等非炼焦煤被参入炼焦煤中使用，所以国内需求得到满足。

2011 年、2012 年，国内炼焦煤供需缺口逐步拉大，分别达到 5780 万吨和 7181 万吨。

4.2 净进口下降，国内出现 2240 万吨绝对缺口

4.2.1 国际国内炼焦煤价差，进口量下降

2011 年初，国际市场最大的炼焦煤供应国澳大利亚发生特大洪水，洪水受灾

主要区域是该国最大产地昆士兰州，导致该国多个主力矿井停产 1 月有余，同时三条主要煤炭运输铁路中的两条也受损严重，据估算受损炼焦煤产量减少约 2000 万吨。因此国际煤价出现暴涨，日本震后虽有所回落，现货 CIF 价仍然保持在 300 美金/吨以上的高位，考虑运输费用（约 10 美元/吨）以及增值税等，到唐山市场到岸含税价高达 2357 元/吨，而同期国内优质焦煤代表柳林地区 4# 煤价 FOB 仅为 1650 元/吨，即使全程选择昂贵的卡车运输，到唐山市场价格也大约在 1900 元/吨。国际煤价已经远远高于国内煤价。因此，2011 年中国炼焦煤进口量出现严重下滑，同时出口量出现上涨。2011 年前 5 个月，中国供进口炼焦煤 1581 万吨，同比下降 16%。同期出口暴增 484%，达到 255 万吨。

4.2.2 国际钢铁产业复苏，产量持续增长

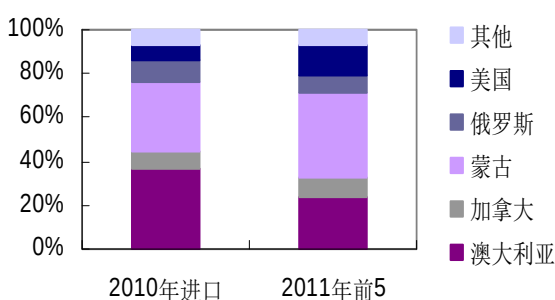
2011 年前五个月，全球钢铁产量增长 5%。此后，随着日本震后重建的进行，需求的将持续增长。而由于主要生产国澳大利亚、加拿大等国没有大型矿井投产，国际供应没有明显增量。所以，今年国际国际炼焦煤市场紧张程度加剧，煤价不存在大幅下跌的可能。

因此，预计中国炼焦煤全年进口量为 3950 万吨，出口量 630 万吨，净进口 3320，同比下降 1293 万吨，加剧国内供应紧张。在净进口总量下降的同时，进口来源国出现较大变化，澳大利亚优质炼焦煤进口比重出现严重下滑，更加剧了国内优质焦煤的需求。2012 年，随着蒙古煤炭进入，中国进口量有所提升，仍然无法满足国内缺口。

2011 年，中国国内缺口 5780 万吨，净进口量仅为 3320 万吨，出现 2240 万吨绝对缺口，2012 年也保持在 2041 万吨。考虑历史上绝对缺口只在 2006-2007 年出现，当时出现价格持续暴涨，同时小煤矿私挖乱采才对缺口有所弥补。而现今政府对私挖乱采控制力度加强，所以这次出现缺口将无法得到弥补。

图表 23：2011 年炼焦煤进口来源国变化

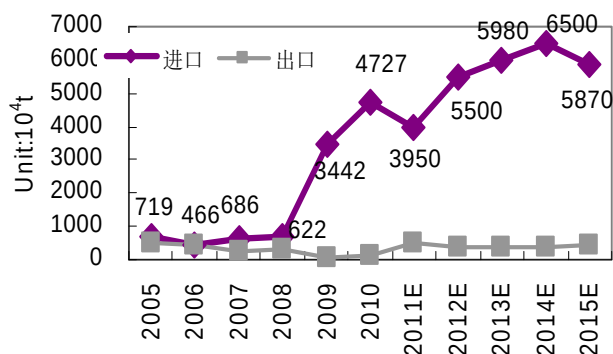
进口煤炭中澳洲优质焦煤所占比重下降



资料来源：海关总署，光大证券研究所

图表 24：炼焦煤进出口预测

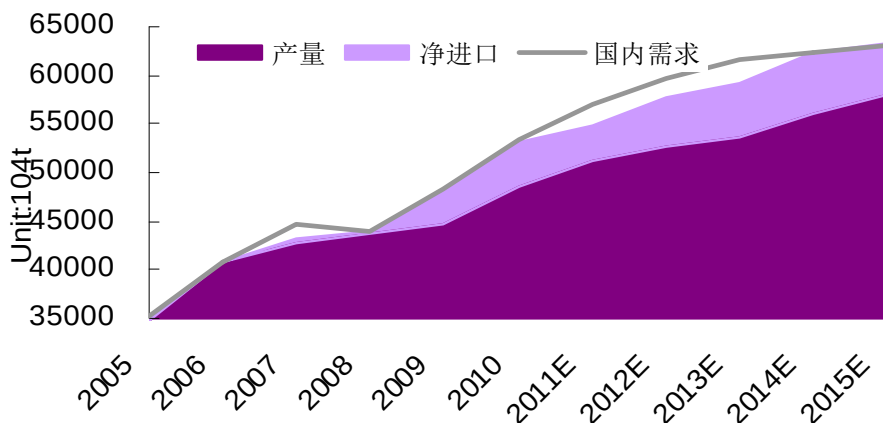
预计 2011 年中国炼焦煤进口下降出口上升



资料来源：海关总署，光大证券研究所

图表 25：中国炼焦煤供需对比

2011 年中国炼焦煤将出现绝对缺口，缺口持续到 2013 年



资料来源：光大证券研究所

图表 26：2007 年与 2011、2012 年绝对缺口比较

	国内需求	绝对缺口	解决方式	结果	价格涨幅 (柳林 4#)
2007	44688	1466	私挖乱采、动力煤混用	焦比上升	18.5%
2011E	57065	2320	高价进口	劣质煤涌入	15.8%
2012E	59730	2041	高价进口	劣质煤涌入	8.6%

资料来源：光大证券研究所

4.3 国内炼焦煤价格将出现上涨，平均比上半年 5%-15%的涨幅

2007 年，随着炼焦精煤需求增加，价格出现快速上升。到 2008 年 8 月，中国炼焦精煤价格出现历史性高位，柳林焦精煤 FOR 价达到 2100 元/吨。8 月后，受全球金融危机影响，中国经济发展放缓，炼焦精煤需求量大幅减少，使得炼焦精煤价格出现暴跌。综合计算 2008 年均价为 1420 元/吨。2009 年、2010 年，受中国经济逐步恢复，生铁产量增加影响，中国炼焦精煤价格出现小幅反弹。

2011 年，由于中国炼焦煤缺口拉大，炼焦煤价格将出现大幅度增长，柳林 4 号煤均价达到 1715 元/吨，比 2010 年均价上涨 16.7%。其他品质较差的煤种涨幅相对较小。此后几年，也将保持上涨趋势。

图表 27：炼焦煤价格预测

预计 3 季度末，炼焦煤价格开始新一轮增长。

价格（元/吨）	2010	H1 2011	H2 2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
柳林 4 号焦煤	1470	1650	1780	1850	1960	1870	1910
来 洪洞肥煤	1448	1530	1660	1730	1850	1790	1870
数 蒲县 1/3 焦煤	1330	1480	1630	1700	1800	1680	1720
据 宁武气煤	750	770	790	850	930	910	940
来							

资料来源：光大证券研究所

五、成本增长有限，行业盈利提升

5.1 炼焦煤行业生产成本增长有限

炼焦煤行业生产成本主要包括：电力、工资、材料费、维简费、安全费、政府收费等几项。生产成本外，还包括企业费用、附加税费等。

此外，在原煤到精煤过程中涉及

图表 28：山西南部某 120 万吨产能炼焦煤成本构成

今年价格增长主要来自于安全费用提高，工资等其他成本增长缓慢

Cost RMB/t	2008	2009	2010	2011E
1. 生产成本	211.13	227.40	240.54	251.10
1.1 材料费	31.8	30.9	32.7	32.5
1.2 电费	9.73	10.2	10.8	11.2
1.3 劳动	34.5	38.4	43.1	45.9
1.4 折旧	20.7	20.9	21.24	21.5
1.5 维简费	4.2	4.8	4.9	5.2
1.7 安全费	30	40	45	60
1.8 三项基金	35	35	35	35
1.9 其他	45.2	47.2	47.8	45
2. 费用	78.87	81.53	93.97	94.17
2.1 行政收费合计	33.11	33.82	34.8	34.81
2.1.1 资源价款	4.2	4.41	4.69	4.7
2.1.2 采矿权价款	0.01	0.01	0.01	0.01
2.1.3 价格调节基金	/	/	/	/
2.1.4 资源税	3.2	3.4	3.7	3.7
2.1.5 其他	25.7	26	26.4	26.4
2.2 财务费用	1.9	2.5	2.71	2.9
2.3 管理费	13.46	14.31	14.86	14.86
2.4 其他	30.4	30.9	41.6	41.6
3. 附加税（教育附加等）	17.2	17.67	18.34	18.34
原煤成本合计 (1+2+3)	307.2	326.6	352.85	363.61
短途运费	6.12	7.2	9	9.5
入选前费用合计	313.3	333.8	361.85	373.11
选煤费用（原煤）	35.6	39.7	42.1	42.1
精煤产率（%）	61.50%	61%	60.30%	60.10%
中煤价格	200	205	210	220
精煤成本合计	469.7	511.5	565.4	584.2
短途运费（站台）	4.9	8.2	11.3	12
装车费	3.5	4.5	5.1	5.5
车板成本（不含 VAT）	478.1	524.2	581.8	601.7

资料来源：光大证券研究所

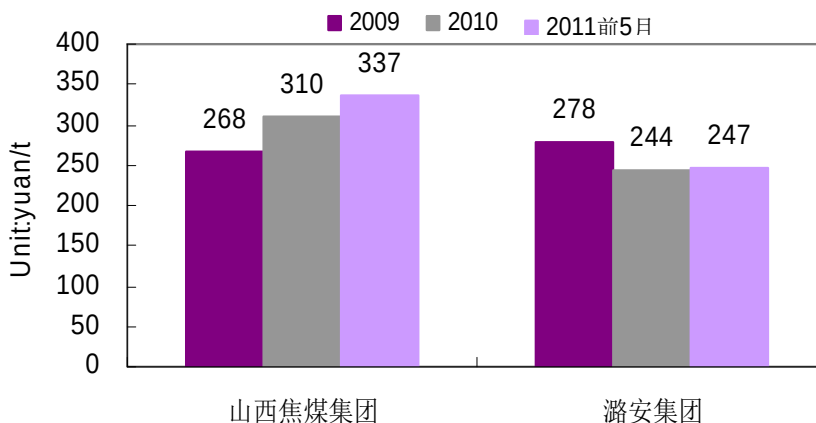
长期以来，煤炭生产企业工资和安全费一直处于较低水平，随着 2009、2010 年两年连续 20% 以上的提高，煤炭企业工资已经远高于其他行业平均水平，与实际劳动付出相均衡，未来没有大幅度上涨的空间。而随着 2008 年开始的煤炭资源整合，煤炭企业在安全上的投入也相应增加，安全设施得到保障。2011 年 6 月，我国首套井下逃生舱研制成功，预计此类设备将在 2012 年前逐步在

煤炭企业中的到应用。根据预计,该设备在不同规模的煤炭企业中的逐步应用,可能会使企业产生吨煤 10-20 元的安全费用。

从山西省煤炭厅得到的数据,今年前 5 个月,山西焦煤集团、潞安集团煤炭平均制造成本分别为 337 元/吨和 247 元/吨,分别比去年同期增长,8%和 1%。考虑到山西焦煤集团每年上半年平均制造成本高于下半年,2011 年下半年制造成本将有所下降,全年成本增幅保持在 6%以内。炼焦煤生产企业成本增幅比之前年份有大幅度下降。

此外,资源税改革也将是可能影响炼焦煤行业成本的一个重要因素。按照国内炼焦煤市场的关系,资源税成本很容易转移到下游行业,所以不会对炼焦煤行业产生重大影响。如山西省于 2007 年底开征煤炭可持续发展基金,国内价格同时同额度出现上涨。其他省份在征收煤炭价格调节基金的同时,也出现煤价同步上涨的情况。因此判断此轮资源税改革,对炼焦煤生产企业成本不会造成影响。

图表 29: 山西焦煤集团、潞安集团制造成本
2011 年炼焦煤制造成本上涨幅度回落



资料来源: 山西煤炭工业厅, 光大证券研究所,

5.2 炼焦煤行业盈利能力提升

综合看,2011 年焦煤均价比 2010 年大幅度提升,平均涨幅 150 元/吨到 200 元/吨之间,而同期行业成本增幅较小,行业盈利能力将显著提高。

六、行业内主要公司的比较分析

6.1 西山煤电 (000983, SZ)

公司是国内最大的炼焦煤生产商之一,目前主营业务是以煤炭的生产、选洗加工为主,电力及热力生产和销售为辅。公司生产的主要产品为焦精煤、肥精煤、瘦精煤、动力煤、洗混煤等产品。公司生产的主焦煤、肥精煤、瘦精煤等各类炼焦煤主要供应冶金焦化重点企业并出口;优质动力煤、洗混煤、混煤供电力用户。

本部: 产量接近极限, 增加潜力不足

公司分为本部、晋兴能源、临汾西山能源三个产业分布。公司本部有西铭矿、西曲矿、马兰矿、镇城底矿四个矿井,核定生产能力 1290 万吨,2010 年产量

1339 万吨。西曲矿、马兰矿、镇城底矿所产煤种均为国内极度稀缺的强粘结炼焦煤，精煤主要销往宝钢、首钢等大型钢铁企业，销路稳定。西铭矿所产煤种为瘦煤、贫瘦煤，可作为炼焦配煤使用，部分销往钢厂，部分作为燃料用煤供应电厂。

四个矿井中，除马兰矿可采年限较高外，其他矿井可采年限均为 40 年左右，符合稳定生产的条件，预计未来产量没有上升空间。而马兰矿储量相对较多，但受瓦斯含量较高影响，产量增加可能性不大。

图表 30：西山煤电本部矿井

本部	位置	股权比例	煤种	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	可采 年限
西铭矿	太原晋源	100%	瘦煤、贫瘦煤	18011	360	36
西曲矿	太原古交	100%	焦煤	22600	340	46
马兰矿	太原古交	100%	肥煤	79836	400	143
镇城底	太原古交	100%	焦煤、肥煤	12279	190	46

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

晋兴能源：斜沟矿产量将快速增长，煤质有所好转

晋兴能源公司为西山煤电公司控股公司，公司主要开采位于吕梁兴县的斜沟矿。该矿一期设计能力为 1500 万吨/年，煤种为气煤，可部分用于炼焦配煤，部分用做动力煤。二期将于 2011 年底投产，预计到 2014 年达到设计产能。预计 2011 年-2013 年斜沟矿产量分别为 1600 万吨、1900 万吨和 2400 万吨。同时，随着开采煤层由 8 号煤层转变为 8 号 13 号煤层混采，煤炭中矸石比重下降，公司气精煤和洗混煤比重有所上升。

根据西山集团网站信息，3 月 6 日，山西西山晋兴能源有限责任公司、山西美锦煤炭气化股份有限公司、奥特曼投资公司三方与太原田喜宝生物科技有限公司在西山大厦多功能厅签署了股权转让协议，共同合作开发兴县固贤井田。该井田储量约为 10 亿吨，计划建设年产 800 万吨。根据调查，该井田仍然处于探矿阶段，考虑政府已经暂停批复新建矿井以及当地地质条件等因素，预计在本报告预测期内（2013 年前）以及之后两年，该矿井无投产可能，本报告不考虑其收益。

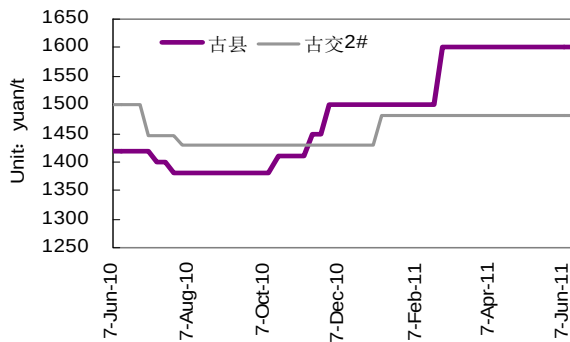
临汾西山能源：市场短缺的 15#焦煤，售价将高于现有焦煤

公司在临汾市区共计整合矿井 6 个，其中洪洞县一个，古县 4 个，尧都区一个。合计产能为 540 万吨。其中，古县地区焦煤产能 330 万吨，煤种介于 15#焦煤与 25#焦煤之间，是市场最短缺的焦煤品种。此外，2010 年 7 月公司公告，公司拟与山西永鑫煤焦化有限公司出资，分别设立山西安泽永鑫煤业有限公司和山西安泽永鑫西山煤化工有限公司。西山永鑫煤业下辖两座煤矿，唐城煤矿（焦煤）和冀氏煤矿（瘦煤）。根据调查，两矿都属于探矿阶段，探矿权是否已经获批还需进一步何时，考虑从探矿到建设到矿井投产的耗时，预计 2015 年内不会对公司业绩产生影响。

传统认为，单独炼焦结焦性能最好的焦煤是 25#焦煤，是焦煤中价值最高的焦煤品种。随着近年来，国内炼焦配煤中高挥发的气煤等煤种大量使用，导致炼焦入炉煤配比中低挥发煤种短缺，所以 15#焦煤的价值将高于 25#焦煤，且差价会越来越大。目前，公司在古县没有选煤厂，煤炭将以坑口原煤销售，目前售价 1100 元/吨。

图表 31：古交与古县焦煤价格比较

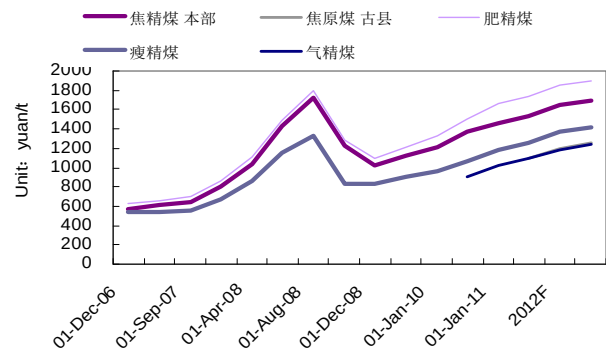
古县焦煤售价可能高于本部焦煤



资料来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

图表 32：西山煤电精煤价格预测

预计西山煤电炼焦煤产品价格持续上涨



资料来源：海关总署，光大证券研究所

图表 33：西山煤电矿井产量预测 (Unit: 10⁴t)

公司	股权比例	煤种	储量	设计产能	2010	2011E	2012E	2013E
本部矿井	100%	炼焦煤	14.14	1290	1360	1360	1360	1360
晋兴斜沟矿	51%	气煤	14.14	3000	1240	1600	1900	2400
临汾西山能源	51%	15#焦煤	2.59	540	30	180	290	400
固贤井田	38%	气煤	约 10	800	0	0	0	0
西山永鑫	60%	焦煤/瘦煤	约 4	700	0	0	0	0

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

收益分析

随着公司产量和售价的双提升，公司业绩将有显著提升。预计 2011 年公司营业收入增长 114.84%，净利润增长 93.14%。2011、2012、2013 年 EPS 分别达到 1.54 元、1.97 元、2.18 元。给予公司 2011 年、2012 年 20 倍、17 倍 PE，给予公司 30.8~33.49 元。

图表 34 西山煤电盈利预测表

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	12,337.03	16,942.35	35,837.46	44,626.94	51,181.22
营业收入增长率	-6.92%	37.33%	111.53%	24.53%	14.69%
净利润（百万元）	2,229.67	2,644.37	4,869.92	6,239.88	6,907.73
净利润增长率	-24.66%	18.60%	84.16%	28.13%	10.70%
EPS（元）	0.70	0.84	1.54	1.97	2.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.16%	20.91%	30.09%	30.69%	28.74%
P/E	35	29	16	12	11
P/B	8	6	5	4	3
EV/EBITDA	16	15	10	8	7

6.2 盘江股份（600395，SH）

公司是西南炼焦煤最大矿区盘江矿区唯一的开发主体。在贵州省十二五规划中，被指定为培育 5000 万吨以上产能的大集团。公司现有 6 座生产矿井，以肥煤、1/3 焦煤、肥煤为主，生产能力 1100 万吨。其中，火辅矿、土城矿、月亮田、金佳四矿进行技改，可增加产能 400 万吨。老屋基矿、山脚树矿处于稳

产期。

公司现有发耳矿（90%）、马依矿（67%）两座控股矿井，规划产能分别为 300 万吨和 960 万吨（4 个井口开采），煤种均为西南地区急缺的低挥发的贫瘦煤。两矿井均将于 2012 年底投产，预计当年合计产量 60 万吨，2013 年产量分别为 60 万吨和 250 万吨。

此外，公司还有松河矿（35%）和首黔资源茨嘎煤矿（25%）、纳木煤矿（25%）三座参股煤矿，产能分别为 240 万吨、120 万吨、120 万吨。煤种均为优质焦煤。

由于公司独特地理位置，在西南地区有相对垄断的区域优势，市场覆盖贵州、四川、广西等西南省份，客户稳定。同时，随着首钢水城钢铁的建设，贵州当地需求将持续增强，价格提升空间较大。

随着公司产量和售价的双提升，公司业绩将有显著提升 2011、2012、2013 年 EPS 分别达到 1.58 元、2.14 元、2.61 元。给予公司 2011 年、2012 年 22 倍、18 倍 PE，给予公司 34.76~38.52 元。

图表 35 盘江股份盈利预测表

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,546.06	5,469.24	7,599.13	9,257.15	12,456.19
营业收入增长率	10.77%	20.31%	38.94%	21.82%	34.56%
净利润（百万元）	990.01	1,345.22	1,761.40	2,389.30	2,912.45
净利润增长率	54.91%	35.88%	30.94%	35.65%	21.90%
EPS（元）	0.89	1.20	1.58	2.14	2.61
P/E	23	17	22	16	13

6.3 冀中能源（000937，SZ）

公司位于河北省，炼焦煤为主的煤炭生产商。公司分为邢台本部生产矿井，整合技改矿井，以及 09 年注入矿井三部分。

公司本部共有六座矿井，合计产能，1160 万吨，生产正常，不具备扩产的可能。其中东庞矿（450 万吨）、邢东矿（110 万吨）、邢台矿（220 万吨）三座矿井为 1/3 焦煤，葛泉矿（130 万吨）为焦煤，章村矿（110 万吨）、显德汪矿（140 万吨）分别为无烟煤和贫煤。收益提高主要依靠价格的增长。

公司 09 年注入矿井包括峰峰集团、邯矿集团各四个矿井，张矿集团一个矿井，合计储量 1579 百万吨，其中可采储量合计 292 百万吨，设计生产能力 1254 万吨。这些矿井均属于稳定生产矿井，产量能够保持稳定。

公司未来产量增加主要来自于整合矿井。其中，公司控股 72% 的段王煤业集团，煤种为贫煤、贫瘦煤，设计产能合计 450 万吨，预计将于 2012 年后陆续达产。

公司投资十亿元成立的“冀中能源内蒙古有限公司”，公司收购鄂尔多斯武媚牛煤矿 51% 股权和乾新煤矿 100% 股权。武媚牛煤矿保有储量 9191 万吨，设计产能 120 万吨；乾新煤矿保有储量 5324 万吨，设计产能 60 万吨。

考虑公司未来盈利水平提高，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.54 元和 1.96 元。

考虑公司盈利能力以及未来集团公司一亿吨以上产能注入的预期，我们给予公

司 2011 年 20 倍，2012 年 18 倍的 PE，公司目标股价在 30.8 元~38.4 元。

图表 36 冀中能源盈利预测表

指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	30289	37085	44340	50258
营业收入增长率	50%	25%	20%	13%
净利润（百万元）	2396	3568	4546	5380
净利润增长率	43%	49%	27%	18%
EPS（元）	1.04	1.54	1.96	2.32
P/E	25	17	14	11

七、投资建议

随着市场在下半年逐步紧缺，产品价格提升，行业盈利水平将显著提高。考虑需求增长超过预期，行业估值严重低估，没有反映行业盈利能力和增速，**我给行业买入评级。**

其他机构对下半年炼焦煤价格走势没有明确判断，对行业评级以个股产量增加为主要依据。我们对行业价格有较为鲜明的判断，对行业盈利预期高于行业普遍预期。

八、风险分析

行业最大的风险在于需求面的萎缩，供给面目前我们尚未看到明显的风险。行业需求最大风险是国内经济调控政策继续收紧，经济增速远低于我们预期。这样可能会造成钢铁行业发展停滞，炼焦煤行业需求下降，利润下滑。国外经济增速如果出现预期之外的下降，也会有同样的风险。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
														上次	本次
000983	西山煤电	3151	23.12	30.80~33.49	1.54	1.97	2.18	15	14	11	5	4	3		买入
600395	盘江股份	1103	32.13	34.76~38.52	1.58	2.14	2.61	22	16	13	6	5	4		买入
600937	冀中能源	425	26.65	30.80 ~38.4	1.54	1.96	2.32	17	14	11	4	3	3		买入

资料来源：光大证券研究所

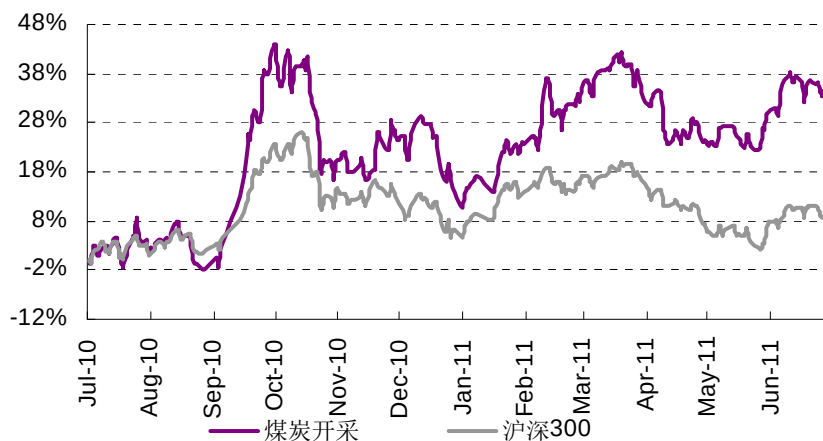
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

煤炭开采

日期		评级
买入	增持	中性
减持	卖出	



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com