

# 煤炭 15 年国企改革系列报告之一

## 行业报告：15 年关注国企改革主线

● **背景：延续年度策略报告观点，煤企亟待改革，国企改革热点将持续**  
我们在 14 年 12 月 12 日发布的年度策略报告《周期底部，向左还是向右？》指出：15 年国企改革将成为行业热点，建议关注地方国资改革试点企业以及未公布试点企业的省份（如山西、山东）。其中，试点企业包括：盘江股份、国投新集、平煤股份等，未公布试点可能受益公司包括阳泉煤业、西山煤电、潞安环能、兖州煤业等。15 年初开始，延续年度策略报告观点，我们将陆续发出关于国企改革系列行业和公司深度报告。

事实上，目前煤炭上市公司以国企为主，央企、地方国企、民营企业市值占比分别为 55.5%、36.7% 和 7.8%。由于煤价快速回落，行业盈利已降至 15 年来的最低水平（14 年前三季度上市公司和全行业毛利率分别为 20.9% 和 16.4%，目前比前两轮周期企业盈利跌幅更深，行业亟待改革。

● **历史：煤企改革经历三阶段，结果为煤价市场化和集中度提高**  
自 1978 年至今煤炭国有企业改革大致经历三个阶段，90 年代以来主要以市场化为改革方向，近期改革主要表现为煤价市场化和资源整合两个方面，煤炭价格逐步放开，煤矿安全性和产量集中度不断提高。

● **2014：国企改革风再起，央企地方企同步推进**  
7 月国资委推出“四项改革”试点并确定 6 家试点央企，各省随后跟进，核心内容包括改组国有资本投资公司、发展混合所有制、健全现代企业制度等，其中河南、河北、贵州、山西的改革方案与煤炭行业较为相关，国投新集、平煤、盘江等成为国企改革试点企业。各煤炭集团也纷纷披露包括股权多元化、完善法人治理结构等改革重点，包括盘江、兖矿、京煤、国投等。

● **煤炭国企改革方向：资本和管理市场化**  
(1) **资本市场化：改组国有资本投资公司：**国投集团为首批央企试点单位，盘江集团已成立国有资本运营有限公司；**发展混合所有制经济：**盘江、平煤、国投相继提出该改革方向。(2) **企业管理市场化：**国有企业实施分类监管，发挥董事会的治理核心作用；**资产注入与资产整合：**山西推动煤炭产业向“集约高效型”转变，此外京煤、开滦、大同、盘江、露天等上市公司体外资产占比较高或盈利较好，或省国资有整合意愿；**股权激励和市场化治理：**盘江、京煤等集团已提出深化激励约束机制、加快市场化选聘力度等方案；**资产处置：**13 年来，大同煤业、陕西煤业相继出售亏损煤矿，未来煤企非盈利和非主业项目可能逐步清理，以提高上市公司资产质量。

● **结论：延续年度策略观点，继续看好板块，关注国企改革**  
我们延续年度策略报告观点，继续看好板块（我们已于 14 年 12 月 12 日将行业评级上调为“买入”）。我们重点推荐公司为：阳泉煤业、盘江股份、西山煤电、中国神华。此外，国企改革受益公司还包括：国投新集、兖州煤业、昊华能源、平煤股份、冀中能源、潞安环能等。

● **风险提示：煤价持续下行，国企改革对行业正面影响低于预期。**

<b>行业评级</b>	<b>买入</b>
前次评级	买入
报告日期	2015-01-05

### 相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008  
 021-60750610  
 anpeng@gf.com.cn  
 分析师：沈 涛 S0260512030003  
 010-59136693  
 shentao@gf.com.cn

### 相关研究：

煤炭行业年度策略报告：周期底部，向左还是向右？	2014-12-12
煤炭行业跟踪点评：维持行业观点，重申对神华、潞安和冀中的推荐	2014-12-05
煤炭行业月度分析报告：12 月煤价或延续上涨，关注年末煤电谈判	2014-12-03
煤炭行业跟踪点评：降息，煤炭能涨么？	2014-11-24
煤炭行业 3 季报总结分析报告：前三季度 EPS 同比降 62%，3 季度环比回落 24%	2014-10-31
煤炭行业寻底系列报告之六：煤炭行业税费还能降多少？	2014-09-22
煤炭行业深度报告：供给控制超预期，煤炭该如何选股？	2014-08-03

联系人：郑思恩 021-67050631  
 zhengsien@gf.com.cn

## 目录索引

<b>背景：延续年度策略报告观点，煤企亟待改革，国企改革热点将持续</b> .....	<b>4</b>
煤炭国企市值占比达到 92%，央企山西河南占多数 .....	4
盈利正处于低点，行业亟待改革 .....	5
<b>历史：煤企改革经历三阶段，结果为煤价市场化和集中度提高</b> .....	<b>6</b>
煤炭企业改革的三个阶段 .....	6
煤价市场化：从价格管制到逐步放开煤价 .....	8
资源整合：安全性和集中度正在不断提高 .....	8
<b>2014：国企改革风再起，央企地方国企同步推进</b> .....	<b>9</b>
四项改革先行先试，央企和地方改革稳步推进 .....	9
煤企相关：部分公司成为试点，集团纷纷披露改革重点 .....	11
<b>煤炭国企改革方向：资本和管理市场化</b> .....	<b>13</b>
改革方向之一：资本市场化 .....	13
改革方向之二：企业管理市场化 .....	15
<b>观点：延续年度策略观点，继续看好板块，关注国企改革</b> .....	<b>20</b>

## 图表索引

图 1: 煤炭央企、地方国企以及民营企业市值占煤炭开采总市值的比重 .....	4
图 2: 煤炭板块销售毛利与净利率均回落至历史最低水平 .....	5
图 3: 行业亏损面和毛利率水平是三个周期底部中跌幅最深的 .....	6
图 4: 山西省 14 年重点煤矿和重点整合煤矿占比达到 70% .....	9
表 1: 国有煤炭上市公司所属地区 .....	4
表 2: 早期上市煤炭公司历史产量及吨煤净利润 (单位: 万吨、元/吨) .....	6
表 3: 煤炭工业改革 30 年 .....	7
表 4: 煤价市场化历程 .....	8
表 5: 国内煤炭产量集中度大幅提升 .....	9
表 6: 央企“四项改革”先行先试 .....	9
表 7: 各省(市)国资国企改革方案 .....	10
表 8: 中央及地方国企改革进展情况 .....	11
表 9: 部分上市公司所属集团改革情况 .....	12
表 10: 煤炭集团公司股权结构 .....	14
表 11: 上市公司所属集团业务经营情况 .....	15
表 12: 各省国资委控股企业经营情况 (单位: 亿元) .....	16
表 13: 各公司董监高持股数据及占比 .....	18
表 14: 国有企业处置资产历史 .....	19
表 15: 国企煤炭公司各期利润总额 (单位: 万元) .....	19

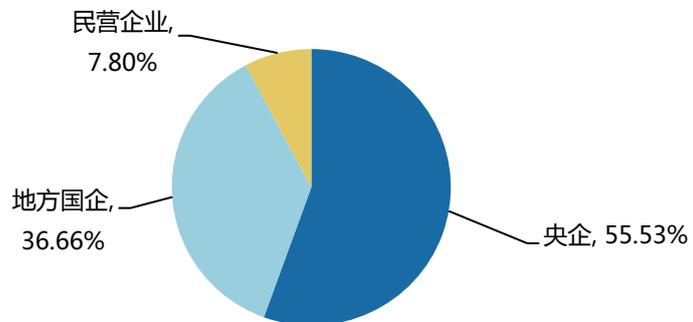
## 背景：延续年度策略报告观点，煤企亟待改革，国企改革热点将持续

我们在14年12月12日发布的年度策略报告《周期底部，向左还是向右？》指出：15年国企改革将成为行业热点，建议关注地方国资改革试点企业以及未公布试点企业的省份（如山西、山东）。其中，试点企业包括：盘江股份、国投新集、平煤股份等，未公布试点可能受益公司包括阳泉煤业、西山煤电、潞安环能、兖州煤业等。15年初开始，延续年度策略报告观点，我们将陆续发出关于国企改革系列行业和公司深度报告。

### 煤炭国企市值占比达到 92%，央企山西河南占多数

煤炭上市公司以国有企业为主，是A股中国企市值最高的行业之一。按照最新的股价计算，煤炭央企、地方国企以及民营企业市值占煤炭开采总市值的比重分别为55.5%、36.7%和7.8%。而A股国有企业市值总体占比约45%。

图1：煤炭央企、地方国企以及民营企业市值占煤炭开采总市值的比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

煤炭上市国企除部分央企外，主要位于山西、河南、河北，此外江西、山东、云南、安徽、北京、甘肃和贵州等省份也有少数地方国企。

表1：国有煤炭上市公司所属地区

实际控制人	公司
国务院国资委	平庄能源、露天煤业、上海能源、中国神华、中煤能源、国投新集

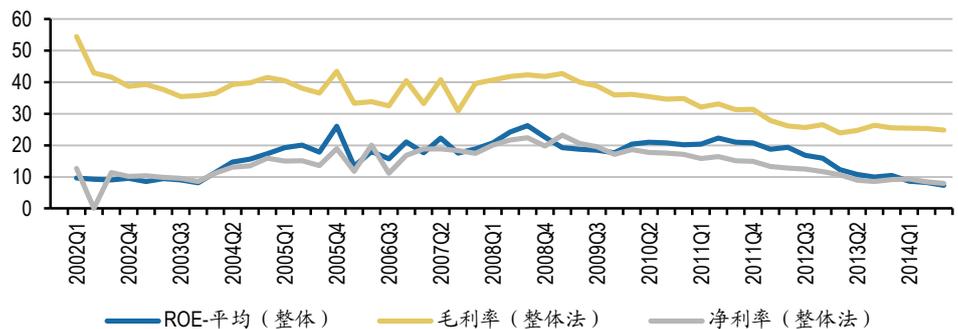
山西省国资委	煤气化、西山煤电、阳泉煤业、山煤国际、山西焦化、大同煤业、潞安环能、兰花科创（晋城国资委）
河南省国资委	郑州煤电、大有能源、平煤股份、神火股份（商丘市国资委）
河北省国资委	冀中能源、开滦股份
江西省国资委	安源煤业
山东省国资委	兖州煤业
云南省国资委	云煤能源
安徽省国资委	恒源煤电
北京市国资委	昊华能源
甘肃省国资委	靖远煤电
贵州省国资委	盘江股份

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 盈利正处于低点，行业亟待改革

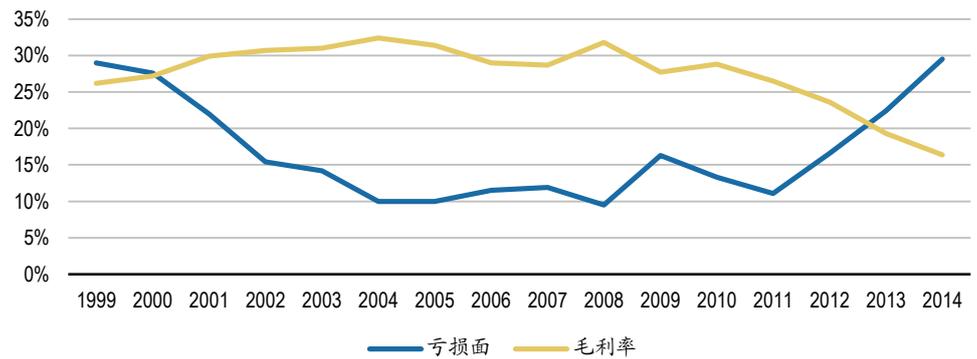
14年前三季度上市公司（算数平均）和全行业的毛利率已下降至20.9%和16.4%，均低于过去15年的最低水平，而年化ROE也已降至7.1%（仅高于03年的5.7%）。事实上，过去15年的三轮周期低点中，煤炭行业毛利率分别为27.2%、29%和16%，而亏损面分别为27.6%、11.5%和29.5%，目前比前两轮周期企业盈利跌幅更深。而从吨煤盈利来看，前三季度早期上市的上市公司平均吨煤净利已降至11元的历史新低。历史上，2000年是盈利水平低点，平均吨煤净利为21元。

图2：煤炭板块销售毛利与净利率均回落至历史最低水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3: 行业亏损面和毛利率水平是三个周期底部中跌幅最深的



数据来源: Wind, 煤炭资源网, 广发证券发展研究中心

表2: 早期上市煤炭公司历史产量及吨煤净利润 (单位: 万吨、元/吨)

公司 名称	2014		2004		2003		2002		2001		2000		1999	
	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润	产量	利润
郑州煤电	839	-9	566	28	564	15	505	16	486	16	384	31	300	60
兖州煤业	5505	24	3675	74	4328	26	3843	26	3402	23	2745	27	2400	33
兰花科创	526	40	407	69	380	46	375	22	221	18	215	4	223	31
神火股份	707	-50	336	102	322	51	300	37	303	33	305	25	303	26
冀中能源	2645	2	733	52	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
西山煤电	2054	16	1283	49	1201	25	1065	19	983	25	920	21	-	-
盘江股份	847	44	127	61	153	48	105	65	161	43	-	-	-	-
上海能源	838	8	719	51	726	24	668	24	707	23	-	-	-	-
阳泉煤业	2334	18	1285	27	1067	19	-	-	-	-	-	-	-	-
恒源煤电	1113	4	226	69	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
开滦股份	658	20	688	38	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
平均	1642	11	913	56	1093	32	980	30	895	26	914	21	806	37
上涨占比		0%		100%		57%		86%		60%		0%		67%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心, “-”表示年报未披露或该年度公司尚未上市

## 历史: 煤企改革经历三阶段, 结果为煤价市场化和集中度提高

### 煤炭企业改革的三个阶段

我国是一个以煤炭为主要能源的国家, 深化煤炭企业改革一直是我国经济市场化进程中的关键部分。从十一届三中全会以来, 煤炭工业坚持改革开放, 推动科技进步, 推进结构调整, 增强企业活力, 构建新型煤炭工业体系, 促进节约发展、清洁发展、

安全发展，实现可持续发展，不断满足国民经济发展需求，至今已走过了三十年不平凡的历程，在国企改革和煤炭价格市场化等多方面取得实质性进展。

表3：煤炭工业改革30年

内容	过程与形式	结果
<b>1978-1992：整顿调整与初步改革</b>		
调整恢复煤炭生产	党的十一届三中全会确定工作重点转移后，煤炭工业按照“发挥中央和地方两个积极性，大中小一起上”精神，大力发展煤炭生产。	扭转了十年动乱造成的矿区与矿井接替脱节、后劲不足、安全欠账多、煤炭供应短缺的局面，缓解了煤炭供求紧张局面。
推进煤矿机械化	引进 100 套大型综采机械化装备，开工建设中外合资安太堡露天煤矿，全面开展企业整顿，恢复健全了各项规章制度。	为提高煤炭生产力，全面改革发展奠定了基础。
转换经营机制	党的十二大后，在生产经营、基本建设、工资分配、劳动用工、煤炭销售等方面进行了改革探索。	初步完成劳动、人事、分配三项制度改革，全行业实施六年投入产出总承包和两年延续承包。
<b>1993-2002：政企分开与走向市场</b>		
逐步放开煤价	邓小平同志南方谈话和党的十四大以后，国务院作出了逐步放开煤价、抽回补贴、把煤炭企业推向市场的重大决策，并出台了一系列扶持政策。	国家对煤炭价格逐步放开，改变原有的政府定价机制，实行价格双轨，对电煤进行价格指导。
建立现代企业制度	煤炭工业企业着手建立现代企业制度，实施以产定人、减员增效、下岗分流，转换企业经营机制。	这一阶段改革注重制度创新、机制转换，通过关井压产、关闭破产、减员增效为主解决结构性矛盾等深层次问题。
改革煤炭管理体制	随着煤炭产量增加、供大于求，煤炭行业一些深层次矛盾开始显现。1998 年国务院改革煤炭管理体制，下放原煤炭部直接管理的国有重点煤矿，推进政企分开。	自 2001 年下半年起，煤炭市场供求基本平衡，煤炭经济出现转机。
<b>2003 至今：注重效益，转变发展方式</b>		
进一步推进煤炭行业市场化	国家进一步改革煤炭投资体制，煤矿审批制改为核准制，建立和完善国有资产监管体制，推行资源有偿使用制度，改革煤炭订货会制度，实施煤电价格联动，市场配置资源的基础性作用逐步发挥。	国家发改委逐步放开通煤价格保留对出口配额和争议性问题的干预。
资源整合与安全整治	2005 年，国务院颁布《关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》。开展山西煤炭工业可持续发展试点，建设和谐矿区，关注矿工生活，全面提高企业素质。	以山西为起点，陕西、河南、山东、内蒙古等各省也相继进行煤炭资源整合，这项规模空前的壮举在全国范围内开展起来。
构建新型煤炭工业体系	煤炭工业努力构建新型煤炭工业体系，转变经济发展方式。全面加强煤炭资源管理，推进矿业权制度改革，规范资源开发秩序。	全面开展瓦斯治理和整顿关闭两个攻坚战，加快产业结构调整，发展与煤相关产业，推进节能减排，发展循环经济。

数据来源：广发证券发展研究中心

## 煤价市场化：从价格管制到逐步放开煤价

90年代初期，煤价逐步走向市场化。12年12月发改委发布通知，取消对合同电煤价格涨幅和市场交易电煤最高限价的有关规定，电煤价格由煤电双发协商确定。至此，煤价市场化改革取得了实质性成果。

而此前，我国煤炭价格改革大体经历了统一调价——价格双轨制——市场定价的过程。其中，20世纪80年代之前，我国煤炭价格经历了较长时期政府定价的计划经济时代。90年代后开始逐步实施市场化改革。而2004年我国开始实行煤电价格联动机制。

表4：煤价市场化历程

时间	中国主管部门	调控内容
1993年以前	中国煤炭工业部、 国家物价局	对煤炭价格实行政府定价
1993-2002	国家计划经济委员会	放开煤炭市场实行价格双轨对电煤进行价格指导
2002-2006	国家计划经济委员会	电煤价格市场化但仍干预和控制动力煤价格的异常波动
2006年12月	国家发展改革委员会	放开动力煤价格保留对出口配额和争议性问题的干预
2009年12月	国家发展改革委员会	取消全国煤炭订货会，电煤合同签订改为供需企业自主谈判
2012年12月	国家发展改革委员会	取消重点合同，取消电煤价格双轨制，实现电煤价格并轨

数据来源：发改委、广发证券发展研究中心

## 资源整合：安全性和集中度正在不断提高

由于煤矿安全事故以及资源浪费现象的增加，自05年开始国家逐步开始整顿和重组煤矿。05年8月22日，国务院办公厅于下发了《关于整顿关闭不具备安全生产条件和非法煤矿的紧急通知》，部署在全国范围开展煤矿整顿关闭攻坚战。随后国务院又颁布了《关于预防煤矿生产安全事故的特别规定》，规范了煤矿整顿关闭工作程序、矿井关闭具体标准和责任追究办法等，把整顿关闭工作纳入依法进行的轨道。

08年开始，各省的煤矿资源整合的力度再次加大，山西、河南、陕西、山东、内蒙等省份相继进行整合。经过近6年的兼并重组，国内煤炭产量集中度大幅提升，14年1-11月国有重点煤矿产量占比达到51.4%。其中，山西省重点煤矿产量（包括重点整合产量）占比由08年的54%上升到14年前9月的70%。12年国内煤炭产量前5大、

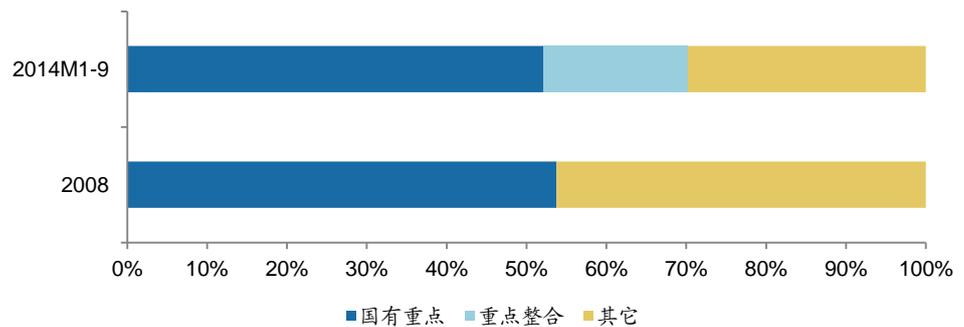
10大、20大、50大公司产量占比分别为27.5%、40.1%、55.9%和73.5%，较08年分别提高5.9%、10%、14.4%和17.8%。

表5: 国内煤炭产量集中度大幅提升

	2008	2012
前 1 大	10.0%	12.5%
前 5 大	21.6%	27.5%
前 10 大	30.1%	40.1%
前 20 大	41.5%	55.9%
前 50 大	55.7%	73.5%

数据来源: 煤炭工业协会, 广发证券发展研究中心

图4: 山西省14年重点煤矿和重点整合煤矿占比达到70%



数据来源: 煤炭工业协会, 山西省煤炭工业厅, 广发证券发展研究中心

## 2014: 国企改革风再起, 央企地方国企同步推进

### 四项改革先行先试, 央企和地方改革稳步推进

继去年11月三中全会决定指明国企改革方向之后, 14年7月, 国资委推出“四项改革”试点, 内容涵盖改组国有资本投资公司、发展混合所有制经济、董事会授权试点以及派驻纪检组试点四项内容, 并选择国家开发投资公司、中粮集团有限公司等六家央企作为首批试点企业。8月底, 《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》的出台明确了薪酬改革的核心是实现高管薪酬差异化管控。央企改革从多个层面展开试点, 预期后续将继续稳步推进。

表6: 央企“四项改革”先行先试

改革内容	试点对象	改革目的
改组国有资本投资公司	国家开发投资公司	探索以管资本为主的加强国有资产

	中粮集团有限公司	监管体制模式
发展混合所有制经济试点	中国医药集团总公司 中国建筑材料集团公司	探索发展混合所有制经济的有效路径
开展董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点	新兴际华集团有限公司 中国节能环保集团 中国医药集团总公司 中国建筑材料集团公司	探索完善国有企业公司法人治理结构的工作机制
派驻纪检组试点	国资委管理主要负责人的中央企业 中选择 2 到 3 家	探索对国企负责人重点监督的纪检监察方式

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

伴随央企改革的稳步推进，今年以来，地方国企改革的步伐也大大加快。截至目前，已有包括上海、北京、广东、河北在内的20多个省份先后出台了国资国企改革方案。其核心内容主要包括：对国有企业实施分类监管，优化国资布局、将国资集中于战略性新兴产业和公共服务领域，积极发展混合所有制经济，健全现代企业制度，完善以“管资本”为核心的国有企业监督管理制度等。

表7：各省（市）国资国企改革方案

时间	省份	改革方案
2013年12月17日	上海	关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见
2014年7月7日	上海	关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）
2014年1月22日	新疆	自治区国有经济 2014 年-2020 年的发展思路
2014年2月25日	黑龙江	黑龙江省人民政府关于进一步完善全省国资管理体制深化国企改革的指导意见
2014年3月14日	贵州	贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划
2014年3月24日	天津	关于进一步深化国资国企改革的实施意见
2014年4月3日	湖南	关于进一步深化国有企业改革的意见
2014年5月8日	重庆	中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见
2014年5月14日	四川	关于深化国资国企改革促进发展的意见
2014年5月30日	湖北	关于深化国有企业改革的意见
2014年6月18日	江西	关于进一步深化国资国企改革的意见
2014年6月26日	山西	关于深化国资国企改革的实施意见
2014年6月30日	山东	关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见
2014年7月8日	云南	关于全面深化国有企业改革的意见
2014年7月10日	江苏	关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见
2014年8月5日	北京	关于全面深化市属国资国企改革的意见
2014年8月18日	广东	关于全面深化国有企业改革的意见
2014年11月11日	广东	关于深化省属国有企业改革的实施方案
2014年8月20日	安徽	2014 年深化全省国资国企改革的意见安排
2014年9月2日	陕西	关于省属企业实施分类管理的意见
2014年9月10日	甘肃	关于进一步深化国资国企改革促进企业发展的意见
2014年9月29日	浙江	关于进一步深化国有企业改革的意见
2014年10月9日	河南	《省管企业发展混合所有制经济试点工作方案》

《省管企业市场化选聘职业经理人试点工作方案》

2014年10月21日 江苏

省属企业深化改革实施细则

2014年11月11日 广西

关于全面深化我区国资国企改革的意见

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

煤企相关：部分公司成为试点，集团纷纷披露改革重点

**央企：**在国资委实际控制的6家煤炭央企中，国投新集所属上市公司国家开发投资公司被纳入第一批央企改革试点单位，将开展改组国有资本投资公司试点。

**地方企业：**在各省现已公布的国企改革首批试点企业中，盘江股份、大有能源、平煤股份、冀中能源、开滦股份位列其中，改革方向包括发展混合所有制经济、完善现代企业制度等，与央企改革方向基本一致。

其中，**河南、河北**两省公布的试点单位侧重于能源、钢铁等重工业企业，不仅包括了多家煤炭企业，部分钢铁、水泥等下游企业也成为此次改革的重点。**贵州**国企改革方案中明确提出盘江控股将通过引进战略投资者进行股权改造，发展成为以煤炭开采及深加工为主、相关产业多元化的企业。此外，**山西省**近期针对煤炭产业特别提出要加快推动产业向“市场主导型”和“集约高效型”转变，建设大企业、大集团，在省内3个大型煤炭基地内加大资源整合、兼并重组力度，分基地、分煤种组建特大型煤炭集团公司。

**相关公司：**14年以来，各煤炭集团纷纷披露改革重点。盘江、平煤、国投公司提出发展混合所有制经济，推进股权多元化改革；兖矿、京煤集团等推出了大部制改革，推进内部市场化建设；此外，国电、盘江、同煤等集团的改革重点还包括完善法人治理结构、激励约束机制和加快推进市场化选聘力度。

表8：中央及地方国企改革进展情况

省份	改革内容	试点企业	煤炭上市公司
中央	四项改革	六家央企	平庄能源、露天煤业、上海能源、中国神华、中煤能源、国投新集
山西	深化产权改革，推动企业整体或核心业务上市；发展混合所有制经济；完善法人治理结构、激励约束机制；探索国企分类监管，成立国有资本投资运营公司。推动煤炭企业向“市场主导型”、“集约高效型”转变，抓好大企业、大集团建设，加大资源整合、兼并重组力度。	未公布试点企业	阳泉煤业、西山煤电、山煤国际、山西焦化、大同煤业、潞安环能、兰花科创、煤气化
河南	发展混合所有制经济和市场化选聘职业经理人；确定8家省管企业试点。	河南能源化工集团、中国平煤神马集团、安钢集团、河南投资集团、河南航投公司、郑煤机集团、洛阳单晶硅集	神火股份、郑州煤电、大有能源、平煤股份

团、河南国控集团

河北	2020年所有省属国企百分之百为混合所有制企业；分类实施混合所有制、董事会授权、改组改建国有资本投资公司、股权激励四项改革；煤炭、钢铁等能源企业均被划分为竞争性国企，将不再设定国有持股比例限制。	河北钢铁集团、冀中能源集团、开滦集团、河北港口集团、河北建投集团或首批试点	冀中能源、开滦股份
贵州	产权改革为核心；国企改革分类推进，竞争性企业积极引进战略投资者，推进产权多元化，发展混合所有制。	功能性企业3户；公共服务性企业2户；竞争性企业15户；参股企业8户。	盘江股份
山东	推进国企产权多元化改革，重要矿产资源、基础设施、公共服务等领域中少数骨干企业仍保持国有资本控股；完善现代企业制度；基本建立以管资本为主的国有资产监管模式；组建国有资本投资运营公司。	未公布试点企业	兖州煤业
江西	发展混合所有制经济，5年内达到70%；优化国资布局结构；推进开放型市场化战略重组；完善国资管理体制；健全现代企业制度。	江铜集团、江中集团、江西省建材集团、盐业集团	安源煤业
云南	绝大多数国企发展为混合所有制企业；健全现代企业制度；国有资产监管以管资本为主；实施分类监管。	天化集团、云南煤化工集团、锡业集团、物流集团、世博旅游控股集团、机场集团、投资控股集团、城投集团、建工集团	云煤能源
安徽	加大省属企业主业整合重组；将90%的国有资本整合到能源、交通、原材料、先进制造业及现代服务业板块。	安徽省投资集团、安徽国贸集团、国元集团、海螺集团、江淮汽车、安徽叉车集团	恒源煤电
北京	深化董事会建设，完善现代企业制度；在用人权、考核评价机制、薪酬分配、董事会四个方面进行改革。	首旅集团、京投集团、地铁公司	昊华能源
甘肃	加快公司制股份制改革；健全法人治理结构；建立长效激励约束机制；国有企业实施分类监管。	酒钢集团、省公航旅集团、省国投集团、八冶集团	靖远煤电
陕西	省属企业分为竞争类、公共服务类、功能类三大类，实施分类管理。	未公布试点企业	陕西煤业

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

**表9：部分上市公司所属集团改革情况**

上市公司	所属集团	改革内容或方向
平庄能源	国电集团	加快董事会制度建设,尽快形成有效制衡的法人治理结构;积极发展混合所有制经济,推动整体上市;加快市场化选聘力度,深化激励约束机制改革。
兖州煤业	兖矿集团	加快推进权属企业股改上市;加快推进集团公司内部市场化建设;集团公司总部机关推行大部制改革。
盘江股份	盘江集团	所有制改革,通过引进战略投资者,逐步将控股公司及子公司改造为混合所有制企业;实施“3+X”多元化产业发展;加快推进部分公司上市;深化劳动、人事、分配三项制度改革。
大有能源	义煤集团	推进内部市场化改革。
大同煤业	同煤集团	建立现代化企业管理模式,引进专业人才,全面深化改革;着眼新兴产业,加快建设一批股权多元化,效益有保障的项目,培育拳头产品。
昊华能源	京煤集团	集团启动全面深化改革工作,下属企业开展改革领导班子配置、组织机构设置、推进薪酬体系改革、“大部化”运作、投资管控模式等多项改革。
平煤股份	平煤集团	发展混合所有制,推进股权多元化。
国投新集	国投公司	发展混合所有制。

数据来源:各集团网站,广发证券发展研究中心

## 煤炭国企改革方向:资本和管理市场化

### 改革方向之一:资本市场化

#### 1、改组国有资本投资公司

央企的“四项改革”与山西、山东等多个省份的改革方案中都提出了改组国有资本投资公司试点。其目的在于逐步建立以“管资本”为核心的国有资产监督管理模式,在强化国资委出资人职责的同时,减少其对企业具体经营活动的干预。就煤企而言,国投新集所属的国投公司为首批央企试点单位,冀中能源、兖州煤业等公司所在省份也提出了类似改革方案。12月24日,盘江股份发布公告,贵州省国资委决定以盘江控股100%的股权资产出资设立贵州盘江国有资本运营有限公司,负责和指导盘江

控股混合所有制改造工作。该项改革实施将使国有企业的生产管理与经营活动更为市场化。

## 2、发展混合所有制，鼓励民营企业进入能源行业

发展混合所有制是本轮国企改革的重点之一，目前煤炭集团公司中，国有独资企业占比达75%，14年以来，**盘江集团、国电集团、平煤股份、国投公司**相继提出了引进战略投资者，发展混合所有制经济的改革方向。12月31日，**盘江集团**产权制度改革方案获得贵州省政府同意，盘江控股将按照市场化原则及投资人偏好进行内部分立、重组，保留原主营业务及关联度高的能源板块，剥离非能源及关联板块业务；同时以增资扩股方式，引进各类投资人，将国有独资企业改造为股权多元化的混合所有制企业。发展混合所有制有利于充分利用其他企业在项目、资金、销售方面的优势，提高企业的竞争力；同时有利于各种所有制资本共同发展。

与此同时，鼓励民资进入垄断行业也是市场化改革的一部分，2013年9月国务院会议研究部署吸引民间投资激发活力健康发展的措施，要求尽快在石油、资源开发、公用事业等领域推出一批项目。就煤炭行业而言，民资自20世纪90年代起就已进入，当时山西省政府推出了包括国营矿承包或私有化、小矿边开采边办证、风险勘测的可以分期缴纳资源价款、煤炭物流补贴等鼓励措施。不过由于安全生产、资源利用等方面门槛较高，煤矿相比其他资源开发行业民资要求可能更高。山西等主要产煤省08年也开始搞煤矿国有化，以提升安全生产能力以及资源利用程度。

**表10：煤炭集团公司股权结构**

上市公司	所属集团	国资委持股比例	其他持股比例
平庄能源	国电集团	100%	0%
神火股份	神火集团	100% (商丘市)	0%
冀中能源	冀中集团	100%	0%
西山煤电	焦煤集团	100%	0%
露天煤业	蒙东能源	100%	0%
兰花科创	兰花集团	38.5% (晋城市)	61.5%
兖州煤业	兖矿集团	100%	0%
阳泉煤业	阳泉集团	59.6%	40.4%
盘江股份	盘江集团	100%	0%
大有能源	义煤集团	65.8%	34.2%
山煤国际	山煤集团	100%	0%
恒源煤电	皖北煤电	100%	0%
开滦股份	开滦集团	100%	0%
大同煤业	同煤集团	68.7%	31.3%
中国神华	神华集团	100%	0%
昊华能源	京煤集团	100%	0%
陕西煤业	陕煤集团	100%	0%
平煤股份	平煤集团	64.2%	35.8%

潞安环能	潞安矿业	100%	0%
国投新集	国投公司	100%	0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 改革方向之二：企业管理市场化

### 1、国有企业实施分类监管

在本轮国企改革中，河北、陕西、云南等省将国有企业划分为不同类型，推动实施分类监管。钢铁、煤炭等行业被纳入竞争性国企，国有持股比例限制相对宽松，监管的重点将侧重于国有资本布局的合理性和增值性，而在企业经营中则更强调发挥董事会的治理核心作用，形成商业化的治理模式。

### 2、资产注入或资产整合

资产注入或资产整合是煤炭产业转型升级的方向之一，14年12月，山西省明确提出要推动煤炭产业向“集约高效型”转变，在省内规划建设3个大型煤炭基地，同时进一步加大资源整合、兼并重组力度，分基地、分煤种组建特大型煤炭集团公司。煤炭集团体外优质资产的注入与整合有助于提高上市公司的盈利能力，扩大竞争优势。对比上市煤企与所属集团14年前三季度以及集团分业务的经营数据，煤炭集团体外资产收入占比较高的包括化工、电力、水泥等资产。其中，体外资产占比较高或盈利较好的公司包括：

**煤炭业务规模较大的公司：**开滦股份、平庄能源、大同煤业、西山煤电、冀中能源、潞安环能等，上市公司体外煤炭产量均超过上市公司。

**其他业务规模较大的公司：**露天煤业、盘江股份、大有能源、恒源煤电、中国神华、陕西煤业、平煤股份等，所属集团除煤炭业务外其他业务收入或盈利规模也较大。

此外，各省国资委下属企业间的兼并重组也有望成为未来的改革方向之一。12月29日，北京市国资委决定对京能集团和京煤集团实施合并重组，京煤集团的国有资产将无偿划转给京能集团，并由京能集团对京煤集团行使出资人职责。目前，省国资委下属的能源、化工、公用事业板块的集团公司中80%拥有上市平台公司，50%最新报告期盈利。对于山西、安徽等相关行业国企较多的省份，未来改革可能推动相关行业企业间的兼并重组，整合资源、优化配置。

表11：上市公司所属集团业务经营情况

上市公司	所属集团	14Q3		其他业务一	最新报告期		其他业务二	最新报告期		剩余煤炭业务产量	剩余煤炭业务在建产能
		营收占比	净利占比		收入占比	毛利占比		收入占比	毛利占比		
平庄能源	国电集团	1.2%	股份亏损	电力	83.8%	82.0%	新能源	7.7%	7.5%	5882	-
神火股份	神火集团	92.3%	均亏损	电解铝	26.5%	-6.1%	氧化铝	5.3%	5.7%	0	555
冀中能源	冀中集团	10.2%	均亏损	物流	36.9%	5.9%	医药	10.0%	11.6%	8603	990

西山煤电	焦煤集团	9.3%	集团微利	贸易服务	65.5%	5.1%	焦炭化工	7.7%	9.8%	7353	11401
露天煤业	蒙东能源	2.8%	8.1%	铝业	49.3%	5.8%	电业	15.4%	20.9%	-	2900
兰花科创	兰花集团	75.6%	均亏损	尿素产品	35.4%	9.2%	其他产品	5.9%	8.2%	0	1005
兖州煤业	兖矿集团	55.9%	集团微利	煤化工	5.2%	2.6%	电解铝	3.8%	3.2%	0	3720
阳泉煤业	阳泉集团	12.2%	集团微利	化工	19.4%	4.8%	铝业	15.2%	-0.6%	3803	2190
盘江股份	盘江集团	26.6%	66.5%	煤焦化	46.0%	3.8%	水泥	13.0%	27.5%	400	2310
大有能源	义煤集团	32.5%	集团亏损	化工	16.2%	22.6%	氧化铝	7.7%	-2.6%	739	-
山煤国际	山煤集团	61.7%	集团微利	金融投资	25.6%	3.5%	其他	11.1%	9.0%	182	3000
恒源煤电	皖北煤电	23.6%	集团亏损	煤炭物流	47.0%	4.7%	煤化工	13.9%	18.3%	435	1340
开滦股份	开滦集团	16.9%	集团亏损	物流	73.2%	6.9%	焦化化工	12.4%	16.5%	8425	1880
大同煤业	同煤集团	4.2%	集团亏损	煤炭贸易	72.6%	5.8%	高岭土	0.1%	-0.4%	12026	5600
中国神华	神华集团	76.9%	93.0%	电力	31.2%	30.7%	铁路	8.2%	16.2%	17740	7280
昊华能源	京煤集团	23.9%	62.4%	汽车贸易	21.3%	0.5%	房地产	13.5%	17.7%	37	600
陕西煤业	陕煤集团	26.3%	集团微利	钢铁产品	15.0%	0.4%	化工产品	13.4%	10.9%	1151	2500
平煤股份	平煤集团	13.5%	集团亏损	贸易	45.2%	-2.2%	化工	26.7%	29.7%	868	2540
潞安环能	潞安矿业	7.2%	集团亏损	非煤产品	87.7%	41.6%	其他业务	3.0%	1.4%	5178	1300
国投新集	国投公司	6.3%	股份亏损	电力	38.6%	56.3%	贸易	25.7%	4.4%	1141	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表12: 各省国资委控股企业经营情况 (单位: 亿元)

公司名称	地区	最新报告期		所属行业	上市平台
		营业收入	净利润		
山西焦煤集团		2360.88	4.59	煤炭与消费用燃料	西山煤电、山西焦化
晋能集团		2280.18	-0.15	煤炭与消费用燃料	通宝能源
大同煤矿集团		1995.66	-16.43	煤炭与消费用燃料	大同煤业、漳泽电力
山西潞安矿业集团		1971.78	-11.21	煤炭与消费用燃料	潞安环能
山西晋城无烟煤矿集团		1925.95	10.42	煤炭与消费用燃料	煤气化
阳泉煤业集团	山西	1866.66	1.89	煤炭与消费用燃料	阳泉煤业、山西三维
太原钢铁集团		1460.40	4.13	钢铁	太钢不锈
山西煤炭进出口集团		1272.69	-4.12	贸易与工业品经销	山煤国际
中条山有色金属集团		123.23	-0.12	金属非金属	无
山西国际能源集团		96.47	1.00	电力	无
太原化学工业集团		42.93	-	基础化工	太化股份
山东能源集团		2297.23	13.71	煤炭与消费用燃料	无
山东钢铁集团		1207.38	-29.93	钢铁	山东钢铁、金岭矿业
兖矿集团	山东	1013.32	-43.80	煤炭与消费用燃料	兖州煤业
山东黄金集团		621.21	-6.07	黄金	山东黄金
山东省盐业集团		35.35	1.48	基础化工	无
铜陵有色金属集团		1222.24	3.63	金属非金属	铜陵有色
马钢集团		821.05	0.86	钢铁	马钢股份
淮南矿业集团	安徽	712.52	-12.09	煤炭与消费用燃料	无
淮北矿业集团		564.94	-0.19	煤炭与消费用燃料	雷鸣科化
皖北煤电集团		381.67	-2.72	煤炭与消费用燃料	恒源煤电

安徽省能源集团		145.84	12.55	电力	皖能电力
江西铜业集团		1945.24	5.70	金属非金属	江西铜业
新余钢铁集团	江西	441.97	1.45	钢铁	新钢股份
江西省煤炭集团		264.94	-3.39	煤炭与消费用燃料	安源煤业
江西稀有金属钨业控股		207.02	-3.55	金属非金属	无
开磷集团		232.70	0.20	金属非金属	无
盘江投资控股集团	贵州	210.62	2.45	电力	盘江股份
久联企业集团		35.09	0.57	基础化工	无
云天化集团		635.55	-20.52	化肥与农用化工	云天化、云南盐化
云南锡业集团	云南	308.80	-10.44	金属非金属	锡业股份、贵研铂业
云南煤化工集团		253.29	1.57	煤炭与消费用燃料	云维股份
首钢总公司		2108.43	-8.86	钢铁	首钢股份
北京能源投资集团	北京	320.46	20.20	电力	京能电力
北京京煤集团		244.77	1.50	煤炭与消费用燃料	昊华能源
内蒙古电力集团	内蒙古	319.29	0.98	电力	无
河北钢铁集团		2510.35	-8.50	钢铁	河北钢铁
冀中能源集团	河北	2299.03	-15.66	煤炭与消费用燃料	冀中能源、金牛化工
开滦集团		1123.74	-1.63	煤炭与消费用燃料	开滦股份
河南能源化工集团	河南	2198.78	-22.88	煤炭与消费用燃料	郑州煤电、大有能源、银鸽投资
平煤神马化工能源集团		1294.65	-8.79	煤炭与消费用燃料	平煤股份、神马股份、新大新材
陕西延长石油集团		1865.48	97.19	综合性石油	延长化建、兴化股份
陕西煤业化工集团	陕西	1507.78	-36.88	煤炭与消费用燃料	陕西煤业
陕西有色金属控股集团		963.78	1.84	金属非金属	金钼股份、宝钛股份
陕西省地方电力集团		93.32	1.70	电力	无
酒泉钢铁集团		1223.43	8.68	钢铁	酒钢宏业
靖远煤业集团	甘肃	55.46	1.41	煤炭与消费用燃料	靖远煤电
窑街煤电集团		32.01	-0.48	煤炭与消费用燃料	无
西部矿业集团	青海	292.14	-1.81	金属非金属	西部矿业、西宁特钢
青海省投资集团		107.59	0.24	多领域控股	金瑞矿业、盐湖股份

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3、股权激励和市场化管

此前, 由于国资委和财政部对国有企业股权激励约束较大: 规定激励对象股权激励收益占股权激励授予时薪酬总水平(含股权激励收益)的最高比重原则上不超过40%, 同时规定了严格的业绩考核指标制定, 导致国有企业包括煤炭行业国有企业实施股权激励非常少。从上市公司13年年报来看, 除了“董监高”持股除部分公司有极少数之外(比如均在0.01%以下), 多数公司持股数为0。

而在本轮国企改革中, 中央与各省的方案大多提及了健全现代企业制度、完善国有企业公司法人治理结构的改革措施。盘江、京煤、国电等煤企集团也相继提出了包

括深化激励约束机制改革、推进薪酬体系改革、加快市场化选聘力度等方案。未来，股权激励与市场化管 理将成为国企改革的重要措施之一。煤炭行业由于近几年市场化改革不断推进，各公司管理模式对企业盈利的影响正在加大，股权激励与市场化管理模式的实施可能进一步提高管理层对提升经营效率的要求。

**表13: 各公司董监高持股数据及占比**

	董监高持股数 (单位: 股)	占股本比重
平庄能源	0	0
神火股份	145300	0.0076%
冀中能源	0	0
西山煤电	38855	0.0012%
兰花科创	128108	0.0112%
永泰能源	0	0
兖州煤业	21800	0.0005%
阳泉煤业	0	0
盘江股份	0	0
大有能源	0	0
上海能源	0	0
山煤国际	0	0
恒源煤电	0	0
开滦股份	0	0
大同煤业	0	0
中国神华	0	0
昊华能源	0	0
平煤股份	0	0
潞安环能	16400	0.0007%
中煤能源	0	0
国投新集	0	0

数据来源: 各公司 13 年年报, 广发证券发展研究中心

#### 4、资产处置: 清理非盈利项目以及非主业项目

煤炭行业过去几年经历了高景气, 企业盈利普遍维持较高水平。12年以来由于盈利的大幅下滑, 企业内部分资产, 如亏损煤矿、非主业项目等的存在已经影响了国有企业的正常经营, 降低企业的运营效率。国有煤炭企业改革可能的方向之一就在于: 清理非盈利项目以及非主业项目, 集中国有企业的资源优势。

13年10月, 大同煤业向同煤集团出售持续亏损的同家梁矿、四老沟矿, 以减少公司亏损, 两矿12年和13年1季度的净利润分别为-7.6亿元和-3.6亿元。14年7月陕西煤业公告拟向陕西美鑫产业投资出售金华山和东坡两个亏损煤矿, 以期提高本公司的资产质量。预计随着国有煤炭上市公司亏损的增加, 处置非盈利资产也将成为趋势。

表14: 国有企业处置资产历史

公司	年份	出售资产	价格
昊华能源	10年	鄂尔多斯市乌兰煤炭(集团)公司持有的 鄂尔多斯市东铜铁路公司6%的股权	240万元
	10年	鄂尔多斯市腾远煤炭有限责任公司持有的 鄂尔多斯市东铜铁路公司2%的股权	80万元
兖州煤业	10年12月	澳大利亚米诺华煤矿合资企业51%股权	2.01亿澳元
	11年12月	北京华夏新达软件公司66.67%的股权	100万元
	11年8月	沧州引大入港输水公司19.45%的股权	13,28万元
冀中能源	13年3月	河北金牛旭阳化工50%股权	20,045万元
	14年12月	邢台咏宁水泥60%股权(拟转让)	24,567万元 (底价)
神火股份	11年06月	河南神火铝业32,408万股股份	38,282
	12年06月	山西省左权县高家庄煤矿探矿权	469,966
大同煤业	11年3月	准格尔旗华富煤炭有限责任公司	42854
	11年3月	准格尔旗召富煤炭有限责任公司	40023
	13年10月	同家梁矿、四老沟矿	149536万元
陕西煤业	14年7月	金华山煤矿、东坡煤矿(签订框架协议)	

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表15: 国企煤炭公司各期利润总额(单位: 万元)

公司名称	2013	2014M1-9	2014Q1	2014Q2	2014Q3
平庄能源	8999	2567	2519	-3936	3984
神火股份	11533	-27212	-18310	-13545	4644
冀中能源	176340	12769	14009	-3037	1797
西山煤电	168164	47023	34858	15469	-3304
露天煤业	106157	27365	29841	-1064	-1412
兰花科创	122618	2834	-7813	6495	4151
兖州煤业	13032	212704	18825	48140	145739
阳泉煤业	144464	49103	14832	26965	7306
盘江股份	44156	37205	8417	17829	10960
大有能源	167346	24045	15433	4055	4557
山煤国际	113233	46372	18560	16454	11358
恒源煤电	40319	5463	5052	519	-108
开滦股份	40106	23520	6326	11876	5319
大同煤业	-16754	115358	119439	3858	-7939
中国神华	6976800	4699200	1546100	1787300	1365800
昊华能源	66413	14208	8318	1454	4436
陕西煤业	746876	282941	142837	86513	53591
平煤股份	116651	20878	9520	6288	5070
潞安环能	195072	67506	27063	23100	17343
国投新集	12860	-106083	-18431	-44124	-43528

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 观点：延续年度策略观点，继续看好板块，关注国企改革

我们延续年度策略报告观点，认为尽管短期需求仍显疲弱，但中长期来看，我们看好板块的政策预期和供需面改善。15年，脱困政策的执行力度将延续，其中控制企业超产规模以及限制进口将成为基本面改善的重要来源。在经过近5年的下跌之后，煤炭板块的资源价值逐步体现，我们已于14年12月12日将行业评级上调为“买入”。

国企改革的稳步推进或为煤炭行业带来新的机遇，通过资本和管理的市场化改革，整合优质资源，淘汰落后产能，提高资本的运营效率和管理者的积极性，从而提升煤炭国有企业的盈利。在公司选择方面，我们建议关注地方国资改革试点企业以及未公布试点企业的省份，如山西、山东等省。其中，试点企业包括：盘江股份、国投新集、平煤股份、昊华能源等，未公布试点可能受益公司包括阳泉煤业、西山煤电、潞安环能、兖州煤业等。

综上，我们重点推荐公司包括：阳泉煤业、盘江股份、西山煤电、中国神华，同时关注其他国企改革收益品种。

## 风险提示

煤价持续下行，国企改革对行业正面影响低于预期。

## 广发煤炭行业研究小组

- 沈涛: 首席分析师, 对外经济贸易大学金融学硕士, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 2012 年煤炭行业新财富第五名。
- 安鹏: 首席分析师, 上海交通大学金融学硕士, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 2012 年煤炭行业新财富第五名。
- 郑思恩: 研究助理, 上海交通大学会计硕士, ACCA 准会员, CPA 会员, 2013 年进入广发证券发展研究中心。2014 年煤炭行业新财富第一名(团队), 水晶球第一名(团队), 金牛第一名(团队), 2013 年煤炭行业新财富第四名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。