

投资评级 优于大市 首次覆盖

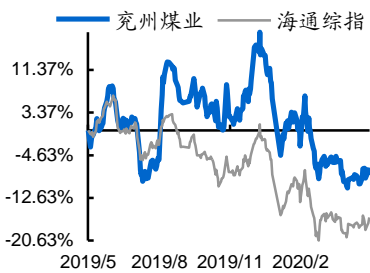
## 低估值高分红动力煤龙头

### 股票数据

05月29日收盘价(元)	8.45
52周股价波动(元)	8.07-11.65
总股本/流通A股(百万股)	4889/2960
总市值/流通市值(百万元)	41310/41308

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.7	-2.1	-4.7
相对涨幅(%)	3.7	-6.3	-2.9

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: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

联系人:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@htsec.com

### 投资要点:

- 全球布局的动力煤龙头, 产量稳健增长, 销售结构不断优化。**公司是中国和澳大利亚主要的煤炭生产商和销售商之一, 截至2018年底, 拥有煤炭剩余可采储量达49.18亿吨, 海外储量占比达40%。总产能合计1.4亿吨, 主要分布在山东、内蒙以及澳大利亚地区。近年来公司产量持续增长, 2017~2018年原煤产量增速分别达28%和24%, 2019年同比增长0.5%。公司主要煤种为动力煤, 另有20%~30%左右的冶金用煤。2018年以来, 公司大幅增加精煤销售, 带来业绩逆势增长, 我们认为未来公司销售结构将持续优化。
- 澳洲产量不断提升, 煤化工版图逐步扩大。**近年来兖煤澳洲通过不断剥离亏损资产, 收购优质资源, 并表产能6640万吨, 还拥有包括HVO在内的未并表产能6170万吨, 成为澳大利亚最大专营煤炭运营商。公司煤化工业务主要分布在陕西和内蒙古, 目前拥有配套煤炭年产能3440万吨、甲醇年产能150万吨(榆林60万吨及鄂尔多斯90万吨)、煤制油100万吨(集团下属陕西未来能源, 公司参股25%), 形成陕蒙煤化工产业基地。自2015年鄂尔多斯能化投产后, 公司甲醇年产量维持在170万吨左右水平, 约占全国总产量3%。2019年底公司煤化工两个二期项目(合计产能170万吨)已进入试生产阶段, 达产后公司煤化工板块产能将翻倍至320万吨, 我们预计利润有望显著增厚。
- 高分红+股权激励+H股回购, 长期发展值得期待。**2019年中报公司派发特别股息, 分红比例约92%, 根据中报当日收盘价计算, A/H股息率为10%/16%。公司近年来资产负债表显著修复, 业绩稳健现金流充沛, 具备持续高分红能力, 承诺未来每年分红比例约35%。2018年底公司实施股权激励, 授予员工合计占比0.94%的股票期权, 制定业绩考核标准, 激发管理层活力。同时, 2019年7月30日, 兖矿集团增持公司H股股份共计9700万股(占已发行总股本的1.97%), 2020年5月继续回购H股共计1030万股(占比0.21%)。我们认为, 公司重视股东回报, 估值显著低于行业可比公司, 集团积极增持及回购H股彰显对上市公司信心, 叠加实施管理层股权激励, 公司长期发展值得期待。
- 低估值高分红, 首次覆盖给予“优于大市”评级。**受疫情影响, 公司二季度业绩压力仍较大。但考虑到公司未来煤炭产量有望平稳增长, 煤化工扩张将进一步增厚利润, 管理层激励到位, 经营稳健, 给予公司20~22年EPS分别为1.27/1.44/1.48元, 20年BPS为13.83元, 参照可比公司, 给予公司20年7~8倍PE, 对应合理价值区间为8.89~10.16元(对应PB为0.64~0.73倍), 首次覆盖给予“优于大市”评级。

- 风险提示:** 海外煤价波动、国内煤价大幅下跌、产量释放低于预期。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	163008	200647	175747	174073	170724
(+/-)YoY(%)	7.8%	23.1%	-12.4%	-1.0%	-1.9%
净利润(百万元)	8516	8668	6212	7024	7260
(+/-)YoY(%)	17.2%	1.8%	-28.3%	13.1%	3.4%
全面摊薄EPS(元)	1.74	1.77	1.27	1.44	1.48
毛利率(%)	19.5%	13.9%	12.5%	13.3%	13.6%
净资产收益率(%)	14.0%	13.7%	9.2%	9.7%	9.4%

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. 行业地位：地方煤企龙头 .....	5
1.1 煤炭资源丰富，海外产能逐步扩大 .....	5
1.2 产能平稳增长，产量有望逐步增加 .....	6
1.3 精煤销售占比提升，19 年归母净利逆势增长近 10% .....	8
2. 布局陕蒙，煤化工产能逐渐扩张 .....	9
3. 澳洲产量逐步提升，全球布局抵御风险 .....	10
4. 山东国改排头兵 .....	11
4.1 债务重组降资产负债率 .....	11
4.2 积极推进混改，管理层股权激励 .....	12
4.3 集团相近资产丰富 .....	13
5. 特别股息提振情绪，大股东增持+H 股回购彰显信心 .....	14
5.1 2019 中报特别分红提振情绪，长期高分红可期 .....	14
5.2 A-H 股价差大，大股东增持+H 股回购彰显信心 .....	15
6. 盈利预测及估值 .....	15
7. 风险提示 .....	16
财务报表分析和预测 .....	17

## 图目录

图 1	公司国内外产量及占比 .....	6
图 2	公司精煤占比 .....	8
图 3	公司近年归母净利润与秦港煤价 .....	8
图 4	公司甲醇产销量情况（万吨） .....	9
图 5	公司甲醇业务价格、成本及毛利率情况 .....	9
图 6	纽卡斯尔动力煤价格走势（美元/吨） .....	10
图 7	兖煤澳洲近年净利润情况（亿元） .....	11
图 8	煤炭行业债务情况 .....	11

## 表目录

表 1	大型动力煤企业煤炭产量储量情况（截至 2019 年底）	5
表 2	公司并表矿井储量及可开采年限（截至 2018 年底）	5
表 3	截至 2018 年底公司并表矿井产能情况	7
表 4	公司原煤产量变化（万吨）	7
表 5	公司吨煤净利	8
表 6	公司在澳大利亚主要资产情况	10
表 7	公司股权激励行权期及考核条件	12
表 8	公司股权激励对应业绩情况（亿元）	12
表 9	集团和公司主要资产情况（截至 2019 年 3 月 31 日）	13
表 10	集团主要资产盈利情况（未并入公司部分）	14
表 11	公司 2017-2019 年分红情况	14
表 12	分业务盈利预测	15
表 13	可比公司估值表	16

## 1. 行业地位：地方煤企龙头

### 1.1 煤炭资源丰富，海外产能逐步扩大

公司是中国和澳大利亚主要的煤炭生产商、销售商和贸易商之一，产品主要包括动力煤、喷吹煤，适用于电力、冶金及化工等行业；煤炭产品主要销往中国的华东、华北、华南、西北等地区及日本、韩国、新加坡、澳大利亚等国家。

据集团债券 2019 年度跟踪评级报告及募集说明书，截至 2018 年底，公司拥有煤炭剩余可采储量 49.18 亿吨，其中并表矿井合计储量达 38.51 亿吨，平均可开采年限近 28 年。境内剩余可采储量 29.43 亿吨，主要分布在山东、山西、内蒙古等地区，平均可采年限近 40 年；境外煤炭资源全部分布于澳洲地区，合计储量 19.75 亿吨，其中并表矿井储量 9.08 亿吨。在 2017 年 9 月完成对联合煤炭收购后，公司海外产能进一步提升，截至 2018 年底，公司海外资源储量占比已达 40%（按 JORC 标准，截至 2019 年底，公司海外资源储量占比高达 65%）。

表 1 大型动力煤企业煤炭产量储量情况（截至 2019 年底）

公司名称	商品煤产量（万吨）	可采储量（亿吨）
中国神华	28270	147
陕西煤业	11494	97
中煤能源	10184	138
兖州煤业	9447	30
大同煤业	2820	29

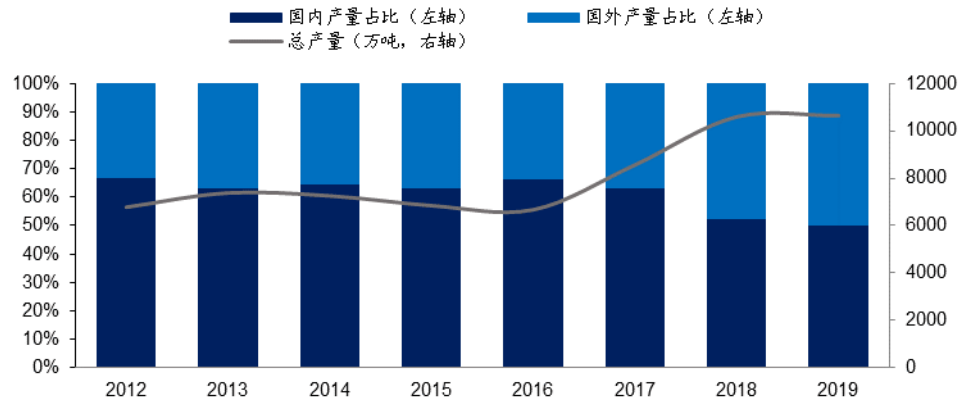
资料来源：各公司 2019 年报，海通证券研究所。注：兖州煤业可采储量取 JORC 规范值。

表 2 公司并表矿井储量及可开采年限（截至 2018 年底）

	矿井数量（座）	产能（万吨）	剩余可采储量（亿吨）	可采年限（年）
境内	14	7381	29.43	39.88
境外	6	6640	9.08	13.67
合计	20	14021	38.51	27.47

资料来源：集团债券 2019 年度跟踪评级报告及募集说明书，海通证券研究所。注：境外矿井可采储量仅包含并表矿井。

公司为山东省煤炭龙头。2019 年山东省原煤产量 11876 万吨，同比-2.8%，公司山东地区矿井原煤产量为 3564 万吨，同比-4.9%，占全省 30%。同时，公司海外原煤产量占比较大，2019 公司澳洲煤炭产量 5304 万吨，占公司原煤总产量近 50%，我们预计海外煤炭占比有望进一步提升。

**图1 公司国内外产量及占比**


资料来源：公司 2012-2019 年报、海通证券研究所

## 1.2 产能平稳增长，产量有望逐步增加

公司矿井主要分布在山东、山西、内蒙古及澳大利亚地区。目前公司业绩贡献主要来自本部及澳洲矿井，我们认为后续产量增加主要看内蒙。

其中，公司本部矿井产能约为 3485 万吨/年。由于公司地处煤炭主要消费地山东，运输成本显著低于“三西”地区煤企，盈利能力较强。2019 年，公司本部矿井销售均价为 625 元/吨，同比逆势增长 4.3%，主要为公司本部精煤销售占比提升所致：19 年公司本部精煤销量同比增加 157 万吨至 1583 万吨，占总销量比重达 51%，同比提升 7pct。19 年本部吨煤毛利约为 350 元，同比增加 3 元。

公司在内蒙地区矿井拥有年产能 3440 万吨优质动力煤。2019 年 7 月，公司鄂尔多斯能化营盘壕煤矿（1200 万吨，100% 股权，不粘煤）获得项目核准批复，昊盛煤业石拉乌素煤矿（1000 万吨，59% 股权，不粘煤）进入联合试运转。我们认为，内蒙地区动力煤矿井逐步投产为公司未来产能主要增量。

公司在澳洲合计拥有并表产能 6640 万吨/年，还包括亨特谷（HVO）3800 万吨/年等未并表产能合计 6170 万吨/年。随着 2017 年莫拉本井工矿（2100 万吨，股权 59%，半软焦煤/动力煤）投产，以及 2017 年 9 月联合煤炭（2800 万吨，股权 53%，动力煤）收购完成并表，公司澳洲产能进一步扩大。截至 2018 年底，公司海外产能占比达近 48%。

表 3 截至 2018 年底公司并表矿井产能情况

矿区	子公司	煤矿名称	煤种	产能 (万吨/年)	权益比例	权益产能 (万吨/年)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	
国内矿区	兖州煤业本部	南屯	气煤	300	100%	300	3785	11	
		兴隆庄		650	100%	650	5038	8	
		鲍店		600	100%	600	7154	10	
		东滩		750	100%	750	10838	14	
		济宁二号		420	100%	420	7047	17	
		济宁三号		650	100%	650	12096	19	
		杨村		115	100%	115	1795	16	
		小计		3485		3485	47753		
	国内矿区	菏泽能化	赵楼	1/3 焦煤	336	98%	330	18776	47
			万福 (在建)		180	98%	/	/	/
			小计		516			18776	
	国内矿区	山西能化	天池	瘦煤	120	100%	120	5378	51
			安源	不粘煤	120	100%	120	42	5
	文玉	120	100%		120	2675	22		
	鄂尔多斯能化	转龙湾	1000		100%	1000	18107	36	
		营盘壕	1200		100%	1200	94193	85	
	小计	2440			2440	115017			
	昊盛煤业	石拉乌素	不粘煤	1000	59%	594	107398	106	
	国内小计				7381		6969	294322	
	国外矿区	兖煤澳洲	雅若碧露天	喷吹煤/动力煤	400	62%	249	5300	10
莫拉本			半软焦煤/动力煤	2100	59%	1242	24800	13	
格罗斯露天			冶金煤/动力煤	560	62%	349	4300	15	
沃克山 (MTW)			动力煤	2800	53%	1473	33000	11	
小计		5860		3313	67400				
兖煤国际		普力马露天	动力煤	500	100%	500	4700	12	
		坎贝唐露天	动力煤	280	100%	280	18700	73	
小计		780		780	23400				
国外小计				6640		4093	90800		
总计				14021		11062	385122		

资料来源: 集团 2019 年度债券募集说明书、跟踪评级报告、公司 2019 年报, 海通证券研究所

公司近年来产量持续增长, 2017~2018 年原煤产量增速分别达 28% 和 24%, 产量增长主要来自 2016 年下半年开始鄂尔多斯地区矿井逐步投产以及 2017 年下半年兖煤澳洲莫拉本井工矿投产及联合煤炭收购并表。

2020 年一季度, 虽受到疫情影响, 但公司煤炭产量仍能保持增长。20Q1, 公司商品煤产量 2421.5 万吨, 同比+4.4%。长期看, 公司本部矿井面临部分资源核减, 但我们认为兖煤澳洲收购联合煤炭后产能逐渐释放, 鄂尔多斯地区矿井也逐步达产, 公司煤炭资源平稳接续, 我们预计产量有望稳健增长, 20 年预计全年产量有望达到 1 亿吨。

表 4 公司原煤产量变化 (万吨)

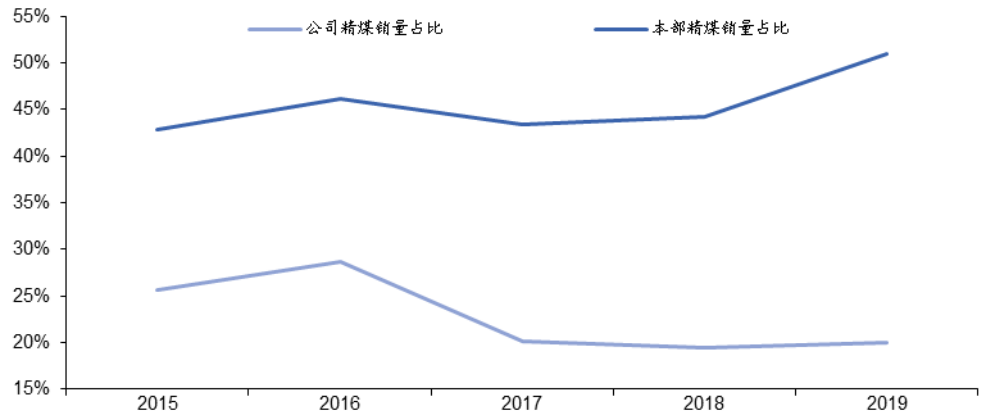
	在产产能	2016	2017	2018	2019
原煤产量	14021	6674	8562	10590	10639
增速		-2.5%	28.3%	23.7%	0.5%
1. 公司本部	3485	3469	3224	3248	3119
2. 山西能化	120	161	135	173	172
3. 菏泽能化	336	325	240	327	273
4. 鄂尔多斯能化	2440	483	1214	1487	1380
5. 昊盛煤业	1000	-	610	329	391
6. 兖煤澳洲	5860	1575	2410	4378	4654
7. 兖煤国际	780	661	730	647	649

资料来源: 公司 2015-2019 年报, 海通证券研究所。注: 产能为截至 2018 年底数据。

### 1.3 精煤销售占比提升，19 年归母净利润逆势增长近 10%

公司主要煤种为动力煤，另有 20~30%左右的冶金用煤。2019 年以来，动力煤价格出现下行，但公司灵活调整销售比例，增加精煤销售。2019 年公司精煤销售占比达 20%，其中本部精煤销售占比达 51%，较 2017~2018 年 44%左右的水平上升 7pct。

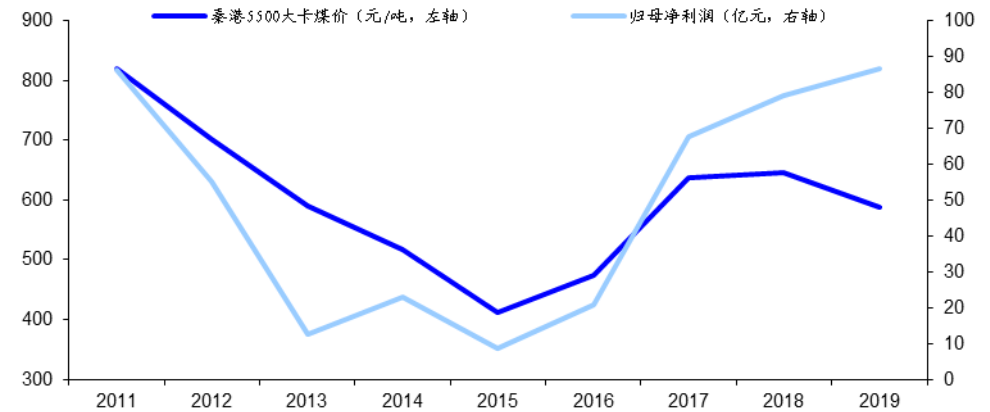
图2 公司精煤占比



资料来源：公司 2015-2019 年报，海通证券研究所

公司归母净利润与煤价整体正相关，公司 2019 年业绩逆势增长，主要得益于精煤销售增加。受疫情影响，公司 20Q1 自产煤售价大幅下滑 17%，导致业绩大幅下滑。按总销量计，公司 20Q1 吨煤净利约 67 元，同比-36%。

图3 公司近年归母净利润与秦港煤价



资料来源：公司 2011-2019 年报，海通证券研究所

表 5 公司吨煤净利

	2016	2017	2018	2019	20Q1
归母净利润 (亿元)	20.65	67.71	79.09	86.68	15.28
总销量 (万吨)	7497	9680	11394	11612	2287
吨煤净利 (元/吨)	28	70	69	75	67

资料来源：公司 2016-2019 年报、2020 年一季报，海通证券研究所

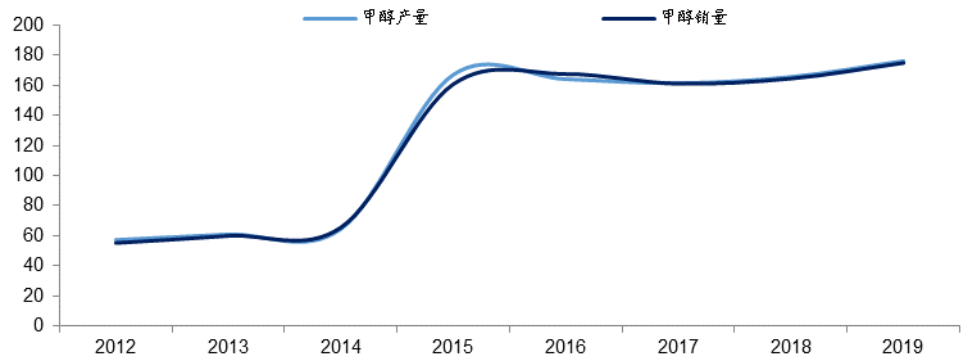


## 2. 布局陕蒙，煤化工产能逐渐扩张

2017年2月，能源局印发《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，提出到2020年煤制油产能目标为1300万吨/年，新增逾1000万吨/年，低阶煤分质利用目标为1500万吨/年，我们认为煤化工投资较“十二五”将有显著提高。

公司设立的煤化工业务主要分布在陕西和内蒙古，目前拥有配套煤炭年产能3440万吨、甲醇年产能150万吨（榆林60万吨及鄂尔多斯90万吨）、煤制油100万吨（集团下属陕西未来能源，公司参股25%），形成陕蒙煤化工产业基地，产品主要为甲醇，销往华北、华东地区。自2015年鄂尔多斯能化投产后，公司甲醇年产量维持在170万吨左右水平，约占全国总产量3%左右。

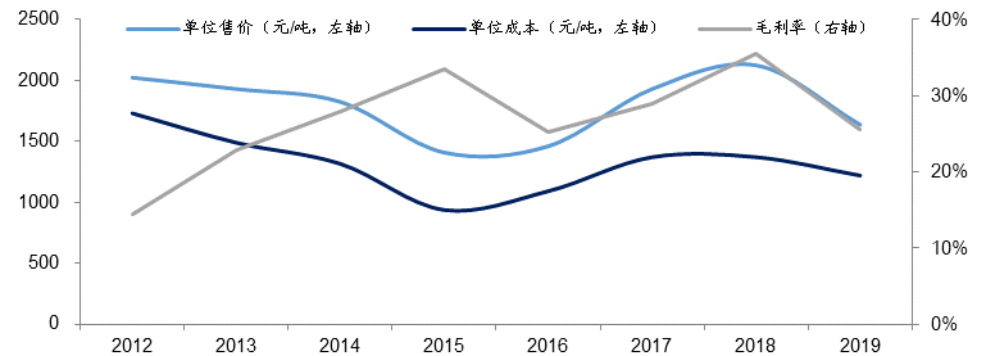
图4 公司甲醇产销量情况（万吨）



资料来源：公司12-19年报，海通证券研究所。注：15年鄂尔多斯能化投产，产量大增。

盈利方面，2018年，公司煤化工业务毛利达12.4亿元，毛利率为35%，创投产以来新高。但2019年以来，受甲醇价格下跌影响，公司煤化工业务毛利率出现显著下滑，2019年公司甲醇业务贡献毛利7.3亿元，毛利率降至25%。受疫情影响，甲醇售价及成本均出现大幅下滑，且成本降幅更大，20Q1毛利率回升至32%。

图5 公司甲醇业务价格、成本及毛利率情况



资料来源：公司2012-2019年报，海通证券研究所

此外，公司重点煤化工项目鄂尔多斯能化荣信化工（90万吨/年）和榆林能化（80万吨/年）两个二期项目正加快推进，目前已进入试生产阶段，达产后公司煤化工板块产能将翻倍至320万吨，我们预计利润有望显著增厚。

### 3. 澳洲产量逐步提升，全球布局抵御风险

兖州煤业澳大利亚有限公司为公司控股子公司（目前持股 62.26%），近年来兖煤澳洲通过不断剥离亏损资产，收购优质资源，成为澳大利亚最大专营煤炭运营商，盈利逐步向好：

➤ **剥离亏损资产，成立 SPV 公司：**2016 年 4 月 1 日，公司设立 SPV 公司-沃特岗公司，以澳洲三座亏损矿井（澳思达煤矿、艾斯顿煤矿和唐纳森矿区）为基础实现资产证券化，成功融资 9.5 亿美元。

➤ **盈利产能不断扩产：**莫拉本矿井逐步扩产，于 2016 年 7 月二期投产，产能扩至 1300 万吨，成为澳洲最大露天煤矿；2017 年下半年井工矿项目投产，产能继续扩大至 2100 万吨。

➤ **收购优质资源：**2017 年 9 月 1 日，兖煤澳洲 24.96 亿美元成功收购联合煤炭 100% 股权，使得境外资产大幅增加。联合煤炭公司主产动力煤和半软焦煤，在猎人谷地区拥有亨特谷（HVO）3800 万吨/年和沃克山（MTW）2800 万吨/年两座矿井（其中，HVO 未并表），收购后公司海外矿井产能显著增长。

➤ **增绩优公司股权：**2018 年 11 月 30 日，兖煤澳洲以 8400 万澳元收购莫拉本煤矿合资公司 4% 权益，对莫拉本的持股占比增至 85%。2020 年 3 月，兖煤澳洲再以 3 亿澳元收购莫拉本煤矿合营企业 10% 权益，对莫拉本的持股占比增至 95%。

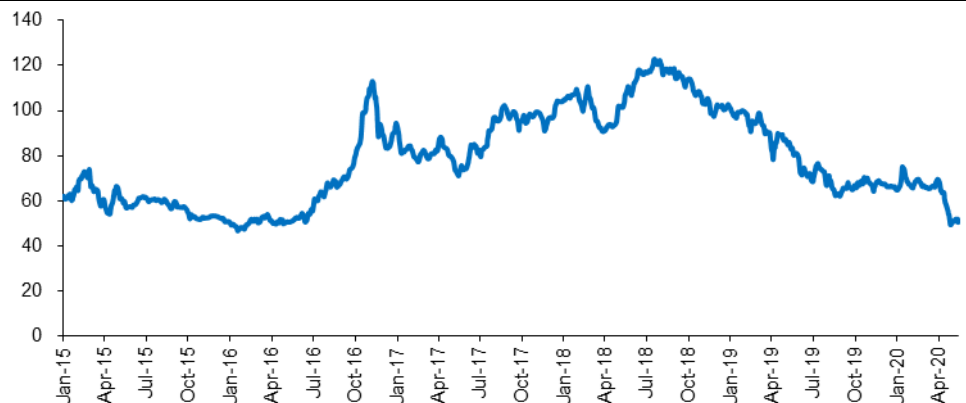
目前在澳洲合计拥有并表产能 6640 万吨，2019 年原煤产量 5304 万吨，同比+5.5%。2018 年下半年以来，澳洲煤价开始逐渐下行。2019 年纽卡斯尔动力煤现货均价约 78 美元/吨，同比下跌近 30 美元/吨，跌幅约 28%。受国际煤价下行影响，2019 年兖煤澳洲及兖煤国际合计净利润 41 亿元，同比-23.6%，吨煤净利 78 元/吨，同比-27.6%。

表 6 公司在澳大利亚主要资产情况

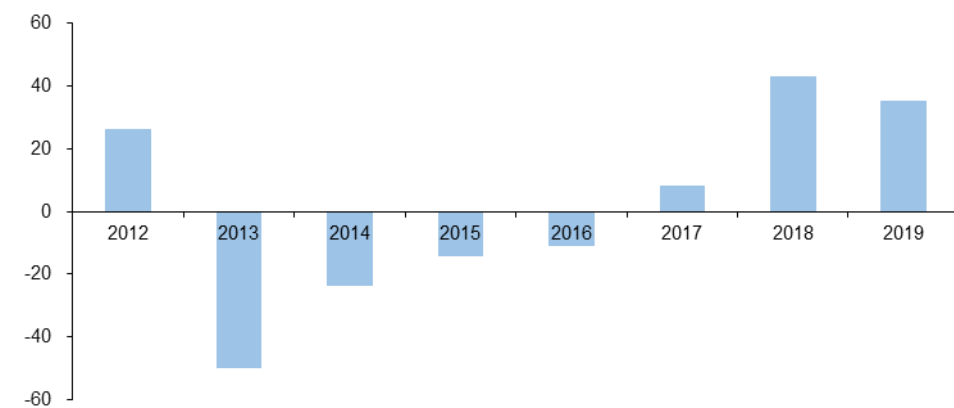
	资产	并表产能	19 年产量
煤矿	澳思达、雅若碧、艾斯顿、莫拉本、格罗斯、唐纳森、普力马、坎贝唐、中山、联合煤炭（HVO、MTW）	6640 万吨/年	5304 万吨
港口	纽卡斯尔 PWCS 港口 36.5% 股权、纽卡斯尔基础设施集团（NCIG）港口 27% 股权	/	/

资料来源：兖矿集团有限公司 2019 年度第四期中期票据募集说明书、兖矿集团有限公司主体及相关债项 2019 年度跟踪评级报告、兖矿集团官网，海通证券研究所。注：（1）上述资产包括兖煤澳洲、兖煤国际两个公司的煤矿与港口；（2）澳思达、艾斯顿、唐纳森、中山、联合煤炭 HVO 未纳入合并报表。

图 6 纽卡斯尔动力煤价格走势（美元/吨）



资料来源：wind，海通证券研究所

**图7 兖煤澳洲近年净利润情况 (亿元)**


资料来源: 公司 2012-2019 年报, 海通证券研究所

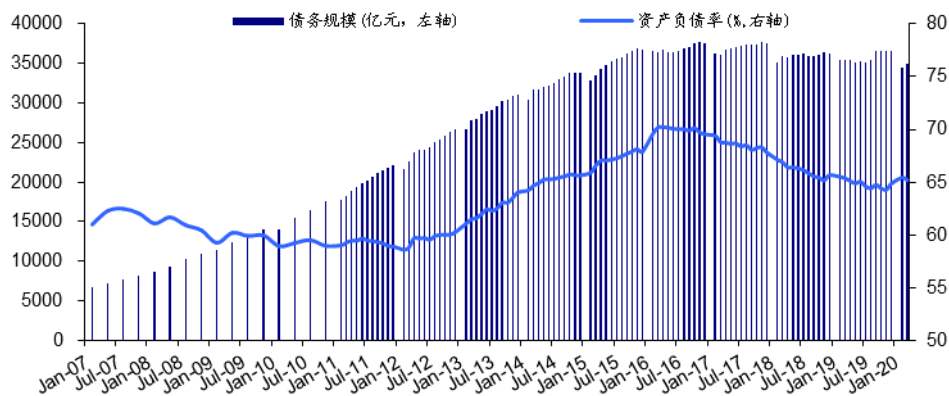
受疫情影响, 全球煤炭需求下滑, 国际煤价加速下跌。截至 2020 年 5 月 14 日, 纽卡斯尔现货价约 50 美元/吨, 年初至今均价 64 美元/吨, 较 2019 年均价继续下跌 13 美元/吨, 公司澳洲矿井业绩压力较大。但目前澳洲矿井的产能利用率仅 80%, 我们认为产量仍有进一步提升空间。

同时兖煤澳洲于 2019 年 3 月 4 日向公司执行董事及若干高级行政人员发行合计约 322.85 万份绩效股份权利, 包含 174.47 万份短期激励计划权利及 148.38 万份长期激励计划权利, 合计占公司公告日已发行股本约 0.24%。短期激励计划于 2019~2021 年分三批发放, 我们认为将有助于改善公司运营质量, 持续提高盈利能力, 并且长期激励计划有助于稳定管理层, 利好公司可持续发展。

## 4. 山东国改排头兵

### 4.1 债务重组降资产负债率

截至 2020 年 3 月, 煤炭行业债务总规模为 3.5 万亿元, 较 2017 年高点 3.77 万亿元的规模下降 2735 亿元, 降幅 7.3%; 全行业资产负债率为 65.2%, 较 2016 年底下降 4.4pct。我们认为, 供给侧改革以来, 煤炭企业去杠杆取得一定成效, 但行业资产负债率及债务规模依然处于高位, 仍需进一步改善。

**图8 煤炭行业债务情况**


资料来源: wind, 海通证券研究所

据中宏网山东，截至 2018 年底，山东省市场化债转股签约项目金额达 1753 亿元，签约项目总数 19 个，落地项目金额 215 亿元，落地项目总数 12 个。在全国 27 个已开展市场化债转股的省份和直辖市中，签约规模排名第一，落地规模排名第四。山东高速、山东黄金、山东能源、兖矿集团先后与银行签订债转股协议。17 年 2 月工商银行向兖矿集团投资 100 亿元，实施市场化债转股，另提供 46 亿美元信贷，支持国际化发展。

截至 2019 年底，公司资产负债率为 59.81%，较 2015 年底下降 9.3pct。截至 2019 年三季度末，兖矿集团资产负债率为 69.9%，较 16 年底下降 4.9pct。去杠杆取得一定成效。

## 4.2 积极推进混改，管理层股权激励

公司积极推进国企改革，于 2018 年 12 月披露管理层股票期权激励计划（2019 年 2 月进行调整），调整后对公司董事、高级管理人员等共 499 人进行股权激励，授予全体激励对象合计占公司股本总额的 0.94% 股票期权，分为三期行权，行权价格 9.64 元，首次行权时间为 2021 年 2 月。

表 7 公司股权激励行权期及考核条件

行权期	可行权数量占获授权益数量比例	行权时间	业绩考核条件
第一个行权期	33%	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	以 2015 年-2017 年净利润均值为基数，2019 年度净利润增长率不低于 139%，且不低于同行业平均水平；2019 年度每股收益不低于 1.20 元/股，且不低于同行业平均水平。
第二个行权期	33%	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	以 2015 年-2017 年净利润均值为基数，2020 年度净利润增长率不低于 149%，且不低于同行业平均水平；2020 年度每股收益不低于 1.25 元/股，且不低于同行业平均水平。
第三个行权期	34%	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日止	以 2015 年-2017 年净利润均值为基数，2021 年度净利润增长率不低于 159%，且不低于同行业平均水平；2021 年度每股收益不低于 1.30 元/股，且不低于同行业平均水平。

资料来源：公司 2019 年 2 月 13 日公告《关于向 2018 年 A 股股票期权激励计划激励对象授予股票期权的公告》，海通证券研究所

股权激励考核标准为，以 2015~2017 年扣非归母净利润均值为基数，2019~2021 年扣非归母净利润增速不低于 139%/149%/159%，且 EPS 不低于 1.20/1.25/1.30 元。根据公司目前股本计算，对应归母净利润为 58.94/61.40/63.86 亿元。

表 8 公司股权激励对应业绩情况 (亿元)

	2015-2017	2018	2019	2020	2021
扣非归母净利润	24.87	84.91	59.43	61.92	64.40
较基准增速			139%	149%	159%
EPS (元)			1.2	1.25	1.3
归母净利润	32.32	79.09	58.94	61.40	63.86
较基准增速			82%	90%	98%

资料来源：公司 2019 年 2 月 13 日公告《关于向 2018 年 A 股股票期权激励计划激励对象授予股票期权的公告》，海通证券研究所测算

我们认为，公司 2018-19 年扣非归母净利润分别为 84.91/74.72 亿元，归母净利润分别为 79.09/86.68 亿元，而此次股权激励设置的业绩考核条件以 2015-2017 年的扣非归母净利润均值为基数，仅为 24.87 亿元，标准并不高，但是由于目前煤价面临下行压力，考虑周期行业特点，此标准更具备可操作性。我们认为，股权激励将核心管理人员的收益与股东的长期利益绑定，有助于企业长期价值提升。

### 4.3 集团相近资产丰富

截至 2019 年一季度末，兖矿集团资产合计 3011 亿元，上市公司资产合计 1970 亿元，资产证券化率仅为 65%。集团持股、业务与公司相近而未并入公司的主要资产共计 287 亿元，2018/2019Q1 分别盈利 21.38/3.5 亿元。

表 9 集团和公司主要资产情况 (截至 2019 年 3 月 31 日)

	集团控股子公司	集团权益资本 (亿元)	公司控股子公司	公司控股资本 (亿元)
煤炭、煤化工	兖矿鲁南化工、陕西未来能源、兖矿新疆能化、兖矿东华集团、兖矿国宏化工、兖州煤业股份、兖矿国际焦化、兖矿贵州能化、兖矿煤化工工程、科蓝凯美特化工、兖矿化工、榆林精细化工	233	山西能化、榆林能化、鄂尔多斯能化、菏泽能化、昊盛煤业、蓝天清洁能源	137
物流、进出口贸易	兖矿煤化供销、中垠融通(上海)国际贸易、兖矿铝业国际贸易、兖矿东华物流	8.6	北盛工贸、端信供应链管理、兖煤航运、青岛保税区中兖贸易、山东煤炭交易中心、日照港储配煤、中垠瑞丰国际贸易、中垠国际贸易、海南智慧物流科技	9.7
能源	兖矿济三电力	4.3	山东华聚能源、兖煤矿业工程、无锡鼎业能源	3.8
金融	中期期货、金谷裕丰投资、融裕金谷创业投资、上海兖矿投资	12	端信投资控股(北京)、中垠融资租赁、端信投资控股(深圳)、青岛端信资产管理、兖矿财务、巨匠资产管理	232.7
重工	兖矿东华建设	29	兖矿东华重工	12.8
境外业务	/	/	兖煤澳大利亚、兖煤国际控股	157

资料来源：兖矿集团有限公司 2019 年度第四期中期票据募集说明书、兖州煤业股份有限公司 2019 年度第二期超短期融资券募集说明书，海通证券研究所

**表 10 集团主要资产盈利情况 (未并入公司部分)**

集团控股子公司	18 年净利 (亿元)	19 年 Q1 净利 (亿元)
陕西未来能源	13.71	2.44
兖矿国际焦化	5.02	0.31
兖矿鲁南化工	4.34	1.18
兖矿财务集团	1.96	0.56
兖矿新疆能化	1.81	0.26
兖矿贵州能化	1.02	0.23
兖矿东华建设	0.66	0.09
兖矿济三电力	0.12	0.14
兖矿东华集团	-7.28	-1.71
<b>合计</b>	<b>21.38</b>	<b>3.50</b>

资料来源: 兖矿集团有限公司 2019 年度第四期中期票据募集说明书, 海通证券研究所

## 5. 特别股息提振情绪, 大股东增持+H 股回购彰显信心

### 5.1 2019 中报特别分红提振情绪, 长期高分红可期

2019 年中报, 公司派发特别股息, 拟每股分红人民币 1 元, 合计分红 49.1 亿元, 分红比例约 92%。根据中报当日 (即 2019 年 8 月 30 日) 收盘价计算, A/H 股息率为 10%/16%。

公司近年来分红水平一直较高, 2017~2019 年公司每股派现持续走高, 分红率保持稳定。我们认为, 公司具备持续分红能力:

第一, 从资产负债结构看, 截至 2019 年底公司拥有货币资金 273 亿元, 近年来资产负债表持续修复, 资产负债率已降至 60% 以下, 显著低于行业平均水平;

第二, 从业绩稳定性看, 虽然煤价中枢逐渐下移, 但公司近年产量仍将逐步增长, 且公司调整销售结构加大精煤占比, 我们认为或可有效平抑煤价下行带来的业绩波动, 同时榆林及鄂尔多斯煤化工二期项目将于今年底投产, 煤化工业务也将成为公司业绩增长点, 整体盈利能力有望维持高位;

第三, 从资本开支情况看, 公司在建项目陆续投产且尚无新项目开工, 近年来资本开支逐渐下滑, 现金流较为充沛。

**表 11 公司 2017-2019 年分红情况**

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率
2017	67.71	23.58	34.82%
2018	79.09	26.52	33.54%
2019H1	53.61	49.12	91.63%
2019	86.68	28.49	32.87%

资料来源: 公司 2019 年报, 海通证券研究所

我们认为, 此次特别股息后, 公司依然有能力保持较高的正常分红能力, 按照公司承诺未来分红比例约 35%。

## 5.2 A-H 股价差大，大股东增持+H 股回购彰显信心

2019 年 7 月 30 日，兖矿集团增持公司 H 股股份共计 9700 万股，约占公司已发行总股本的 1.97%。此次增持后，兖矿集团及其一致行动人合计持有公司股份占比达 53.79% (A 股 46.16%，H 股 7.63%)。

同时，公司董事会一直拥有回购 H 股的一般性授权，可以在相关授权期内适时决定回购不超过有关决议案通过之日公司已发行 H 股面值总额 10% 的 H 股股份。2020 年 5 月 4-5 日，公司共计回购 H 股 1030 万股，共计支付资金 5881 万港元 (不含佣金等费用)，占已发行 H 股股份总额的 0.53%，占公司总股本的 0.21%。

截至 2020 年 5 月 15 日，公司 A/H 股 PE (TTM) 仅为 5.1/3.1 倍，显著低于行业可比公司，我们认为，集团积极增持彰显对上市公司信心，叠加实施管理层股权激励，公司长期发展值得期待。

## 6. 盈利预测及估值

**低估值高分红，首次覆盖给予“优于大市”评级。**受疫情影响，公司二季度业绩压力仍较大。但考虑到公司未来煤炭产量有望平稳增长，煤化工扩张将进一步增厚利润，管理层激励到位，经营稳健，给予公司 20~22 年 EPS 分别为 1.27/1.44/1.48 元，20 年 BPS 为 13.83 元，参照可比公司，给予公司 20 年 7~8 倍 PE，对应合理价值区间为 8.89~10.16 元 (对应 PB 为 0.64~0.73 倍)，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 12 分业务盈利预测

		2019	2020E	2021E	2022E
煤炭	收入 (百万元)	63,778	61,184	57,593	54,132
	YOY	2.16%	-4.07%	-5.87%	-6.01%
	毛利率	39.12%	32.59%	34.91%	36.75%
煤化工 (甲醇)	收入 (百万元)	2,863	3,010	4,928	5,040
	YOY	-18.08%	5.13%	63.72%	2.27%
	毛利率	25.50%	26.91%	35.06%	39.68%
电力	收入 (百万元)	583	596	596	596
	YOY	-1.52%	2.27%	0.00%	0.00%
	毛利率	16.64%	22.51%	23.90%	25.28%
其他	收入 (百万元)	133,423	110,956	110,956	110,956
	YOY	38.27%	-16.84%	0.00%	0.00%
	毛利率	16.64%	22.51%	23.90%	25.28%
总计	营业总收入 (百万元)	200,647	175,747	174,073	170,724
	YOY	23.09%	-12.41%	-0.95%	-1.92%
	毛利率	13.91%	12.54%	13.29%	13.59%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 13 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	2020E	2020E
600395.SH	盘江股份	5.17	0.60	0.68	0.74	8.7	7.7	7.0	4.69	1.1
600997.SH	开滦股份	4.67	0.57	0.63	0.70	8.2	7.4	6.7	7.24	0.6
002128.SZ	露天煤业	8.07	1.33	1.46	1.50	6.1	5.5	5.4	9.31	0.9
600123.SH	兰花科创	4.83	0.57	0.62	0.61	8.4	7.8	8.0	9.60	0.5
600157.SH	永泰能源	1.21	0.03	0.04	0.04	35.6	31.0	34.4	2.03	0.6
601898.SH	中煤能源	3.79	0.35	0.42	0.51	10.7	9.0	7.4	7.54	0.5
600348.SH	阳泉煤业	4.54	0.55	0.70	0.72	8.3	6.5	6.3	8.48	0.5
000937.SZ	冀中能源	2.98	0.19	0.21	0.27	15.3	14.1	11.0	5.88	0.5
600508.SH	上海能源	8.12	0.64	0.79	0.90	12.7	10.2	9.1	14.05	0.6
600546.SH	山煤国际	10.70	0.55	0.65	0.69	19.5	16.5	15.4	3.89	2.8
600971.SH	恒源煤电	4.91	0.94	0.97	0.94	5.2	5.1	5.2	7.68	0.6
601088.SH	中国神华	16.38	2.04	2.09	2.18	8.0	7.8	7.5	18.40	0.9
601101.SH	昊华能源	3.46	0.09	0.14	0.22	37.7	24.6	15.5	5.56	0.6
601225.SH	陕西煤业	7.17	1.01	1.06	1.10	7.1	6.7	6.5	6.59	1.1
601666.SH	平煤股份	4.17	0.52	0.52	0.58	8.0	8.0	7.2	6.49	0.6
601699.SH	潞安环能	5.55	0.72	0.81	0.86	7.7	6.9	6.5	8.88	0.63
601918.SH	新集能源	2.38	0.19	0.21	0.25	12.3	11.2	9.7	2.53	0.94
	平均					12.9	10.9	9.9		0.83
600188.SH	兖州煤业	8.45	1.27	1.44	1.48	6.7	5.9	5.7	13.83	0.61

注：收盘价为 2020 年 5 月 29 日价格，可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期，兖州煤业数据来自海通预测。  
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 7. 风险提示

海外煤价波动、国内煤价大幅下跌、产量释放低于预期。



## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>200647</b>	<b>175747</b>	<b>174073</b>	<b>170724</b>
每股收益	1.77	1.27	1.44	1.48	营业成本	172736	153704	150940	147521
每股净资产	12.95	13.83	14.84	15.88	毛利率%	13.9%	12.5%	13.3%	13.6%
每股经营现金流	5.09	2.65	3.43	3.45	营业税金及附加	2135	1757	1654	1622
每股股利	1.58	0.38	0.43	0.45	营业税金率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	5683	4745	4613	4439
P/E	4.77	6.65	5.88	5.69	营业费用率%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%
P/B	0.65	0.61	0.57	0.53	管理费用	4492	3866	3830	3756
P/S	0.21	0.24	0.24	0.24	管理费用率%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
EV/EBITDA	3.88	3.92	3.07	2.50	EBIT	15336	11441	12807	13161
股息率%	<b>18.7%</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.3%</b>	财务费用	2537	2110	2090	2049
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
毛利率	13.9%	12.5%	13.3%	13.6%	资产减值损失	-173	-150	-200	-250
净利润率	4.3%	3.5%	4.0%	4.3%	投资收益	1734	1000	900	800
净资产收益率	13.7%	9.2%	9.7%	9.4%	<b>营业利润</b>	<b>13521</b>	<b>10268</b>	<b>11504</b>	<b>11749</b>
资产回报率	4.2%	3.1%	3.4%	3.5%	营业外收支	522	350	350	350
投资回报率	8.3%	5.9%	6.5%	6.5%	<b>利润总额</b>	<b>14043</b>	<b>10618</b>	<b>11854</b>	<b>12099</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	22334	18241	19907	20411
营业收入增长率	23.1%	-12.4%	-1.0%	-1.9%	所得税	2934	2655	2964	3025
EBIT 增长率	-12.0%	-25.4%	11.9%	2.8%	有效所得税率%	20.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	1.8%	-28.3%	13.1%	3.4%	少数股东损益	2442	1752	1867	1815
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>8668</b>	<b>6212</b>	<b>7024</b>	<b>7260</b>
资产负债率	59.8%	55.8%	52.9%	50.0%					
流动比率	0.87	0.90	1.02	1.14	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.72	0.75	0.87	0.99	货币资金	27274	26000	32425	38440
现金比率	0.37	0.39	0.50	0.61	应收账款及应收票据	4495	3938	3900	3825
<b>经营效率指标</b>					存货	7300	6496	6379	6234
应收帐款周转天数	8.18	8.18	8.18	8.18	其它流动资产	24493	23732	23650	23531
存货周转天数	15.43	15.43	15.43	15.43	流动资产合计	63562	60165	66354	72030
总资产周转率	0.97	0.87	0.85	0.83	长期股权投资	17634	17634	17634	17634
固定资产周转率	4.57	3.52	3.57	3.84	固定资产	43916	49916	48716	44466
					在建工程	18359	9859	6359	6359
					无形资产	49314	50014	50614	51114
					非流动资产合计	144259	142459	138359	134609
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>207821</b>	<b>202624</b>	<b>204714</b>	<b>206639</b>
净利润	8668	6212	7024	7260	短期借款	8748	7915	7000	6000
少数股东损益	2442	1752	1867	1815	应付票据及应付账款	19554	17400	17087	16700
非现金支出	7369	6950	7300	7500	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	286	1508	1309	1171	其它流动负债	45018	41731	41265	40680
营运资金变动	6106	-3467	-744	-882	流动负债合计	73320	67046	65352	63380
<b>经营活动现金流</b>	<b>24871</b>	<b>12954</b>	<b>16755</b>	<b>16863</b>	长期借款	26134	24134	22134	20134
资产	-10876	-4650	-2650	-3150	其它长期负债	24844	21844	20844	19844
投资	1647	0	0	0	非流动负债合计	50977	45977	42977	39977
其他	3257	1000	900	800	<b>负债总计</b>	<b>124297</b>	<b>113023</b>	<b>108329</b>	<b>103358</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5972</b>	<b>-3650</b>	<b>-1750</b>	<b>-2350</b>	实收资本	4912	4889	4889	4889
债权募资	25487	-2833	-2915	-4000	归属于母公司所有者权益	63292	67617	72533	77615
股权募资	926	-23	0	0	少数股东权益	20232	21984	23851	25666
其他	-49785	-7721	-5666	-4498	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>207821</b>	<b>202624</b>	<b>204714</b>	<b>206639</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-23372</b>	<b>-10578</b>	<b>-8580</b>	<b>-8498</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-4550</b>	<b>-1274</b>	<b>6425</b>	<b>6015</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 29 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  
 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：山西焦化,山煤国际,开滦股份,潞安环能,淮北矿业,中国神华,兖州煤业股份,平煤股份,盘江股份,露天煤业

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@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

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@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  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@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  
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@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  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@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

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李姚(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
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  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@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  
联系人  
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  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

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

### 互联网及传媒

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

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

**煤炭行业**

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 联系人  
 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 x bq6583@htsec.com  
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@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 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com  
 张戈 01050949962 zy12258@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  
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 联系人  
 刘溢(021)23219748 ly12337@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  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com  
 联系人  
 吉晟(021)23154653 js12801@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 lfh12225@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@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  
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 许樱之 xyz11630@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**

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@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  
 巩柏舍 gbh11537@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 liwj@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

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@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](http://www.htsec.com)