

陕西煤业（601225）深度研究报告

产业明珠，估值修复宜当先

强推（维持）

目标价：11.12元

当前价：7.99元

- ❖ **煤炭产业明珠，禀赋非凡。**陕煤化集团是陕西省唯一省属煤炭开发平台，承担陕西省煤炭开发的主要工作，公司作为其煤炭主业上市平台，煤炭业务营收占比高达96%，其销售煤炭主要分为自产和买断销售集团产煤炭两部分。自上市以来，公司经历了煤炭产业的一度库存，在经历了2010-2014年的高速扩张滞后，随即在2015-2019年完成了产能结构的优化，使其煤炭生产成本或者吨煤营业成本极其靠近行业的最左端。在静态资源禀赋上，公司已经有9对合计7440万吨产能的煤矿达到一级安全标准，占总产能的75%，这些煤矿在核增、停复产、减产上享受着诸多政策倾斜。从动态上展望，府谷东胜煤田作为全国最后一块“甜点区”，探明储量高达2300亿吨，按照年产30亿吨的开采速度可供生产200年以上，处于陕西省境内的煤田难度地质显著高于北部，作为省内煤炭开发主体，发展空间广阔。
- ❖ **2020年煤炭供需整体平衡，价格政策区间运行。**从5年的尺度入手，假设2020-2025年总发电量增速中枢为4%，水电维持1.5%的增速，核风光作为清洁能源维持15%的复合增速，倒算出火电发电量增速可以维持2.2%，略高于或者等于煤炭未来5年供给增速中枢，这意味着2025年之前不用担心煤炭永久性过剩的问题，周期仍是主导因素。从年度尺度而言，“房住不炒+基建托而不举”的基调下，电力需求的波动更多取决于“赶进度”的需求，当前工业企业被动去库存+工业品价格修复便是运行在该逻辑框架下，这使得工业生产强度前高后低，整体温和复苏。气候端，2020年极其类似于2018年，出现了假性拉尼娜，需求呈现一定反季节性特征。就煤价而言，按照全年1.6%的发电量增速假设，火电6-12月产量增速测算值亦为1.6%，基本与供给增速持平，煤炭维持供需平衡的格局。按照《煤炭化解过剩产能工作要点》等相关文件的精神，预计2020年煤价会运行在“稳价格”与“保供应”的政策区间之间，对应着黄色区间470-600元/吨。单就节奏而言，进口政策是关键，在“预期管理”的逻辑框架下，我们认为进口的供应冲击将从Q3到Q4逐步趋紧，成为驱动下半年煤价中枢抬升的关键。
- ❖ **积极破除瓶颈，三重动力扮演增长新引擎。**在发展方面，传统能源板块，公司受益于浩吉铁路和靖神铁路的投运，预计3-5年内，公司自产煤长协可以从30%提高至70%，对应地提高煤炭业务的盈利稳定性；同时，按照公司侧重陕北矿区的发展规划，集团将以榆神四期作为主阵地，争取在区域内再建成一个千万吨级矿井群，使集团煤炭产能再十四五末达到3亿吨，公司对应的煤炭销量复合增速可达11%，充分体现期资源禀赋优势；在新能源板块，公司采用渐进式策略，入股隆基股份积累进入新能源产业的资源，当前已经持有隆基股份8.69%，按照7月3日收盘价折算市值137亿元。
- ❖ **投资建议：**因为Q2煤价下跌超预期，我们将2020-2021年盈利预测的111亿元和114亿元做一定幅度下调，预计公司2020-2022年归母净利润依次为97亿元、99亿元和104亿元。按照周期股普遍的估值水平10倍市盈率计算，2021年业绩对应975亿元市值，再加回持有隆基股份的137亿元市值，目标市值为1112亿元，对应目标价为11.12元/股，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**电力需求不及预期，煤炭产能投放速度超预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	73,403	67,388	67,967	70,202
同比增速(%)	28.3%	-8.2%	0.9%	3.3%
归母净利润(百万)	11,643	9,747	9,914	10,401
同比增速(%)	5.9%	-16.3%	1.7%	4.9%
每股盈利(元)	1.16	0.97	0.99	1.04
市盈率(倍)	6.9	8.2	8.1	7.7
市净率(倍)	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为20年07月03日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571  
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518010002

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983  
邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com  
执业编号：S0360520050003

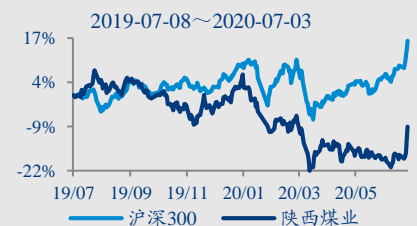
证券分析师：王保庆

电话：021-20572570  
邮箱：wangbaoqing@hcyjs.com  
执业编号：S0360518020001

公司基本数据

总股本(万股)	1,000,000
已上市流通股(万股)	1,000,000
总市值(亿元)	799.0
流通市值(亿元)	799.0
资产负债率(%)	38.6
每股净资产(元)	6.1
12个月内最高/最低价	9.56/6.71

市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

**充分挖掘企业的竞争壁垒，认为公司为煤炭产业未来发展的明珠。**公司在煤炭产业占据了天时地利人和，天时方面在于产业进入低波动、高利润的阶段，地利在于公司获取了中国煤炭产业最后一块“甜点区”府谷东胜煤田的主要开发潜力，人和在于公司卓越的成本控制能力和积极的市场沟通行为，这使得公司凭借着极其靠近行业成本曲线最左端的煤矿产能和较高的产销量潜在增速成为煤炭产业发展的明珠。

**提示行业中长期逻辑进入稳态。**从5年的尺度看，火电增速中枢为2.2%，与煤炭供给增速中枢相当，供需基本维持平衡，由周期性力量主导煤价波动。从工业库存周期而言，当前的“房住不炒+基建托而不”驱动经济温和修复，工业企业在被动去库存和涨价中生产有所强化，意味着2020年煤价的低点已经出现。就煤价运行的节奏而言，下半年的关键变量为日益收紧的进口政策，预计会在Q3和Q4逐步由预期管理转向实质性限制，价格半年中枢预计会环比有所提升。

**分三种不同的假设进行了业绩敏感性测试。**我们将市场煤价格中枢500、535和570元/吨分别设定为保守、中性和乐观三种情景，依次按照公司售价反应市场价格波动的25%、50%和75%进行业绩敏感性测试，发现对应的业绩底依次为89亿元、73亿元和56亿元，其中73亿元更复合历史数据回溯的结果，因此认为公司的业绩底在70亿元附近。

### 投资逻辑

**阿尔法显著，有望领先于进行估值修复。**公司作为煤炭产业发展中最有希望的公司之一，其在禀赋和发展空间上都优于同行。在市场风格有切换迹象的当下，煤炭开采（申万）以2000年以来的最低估值有望受益，而公司作阿尔法显著的企业，有望领先于该趋势获得青睐。

### 关键假设、估值与盈利预测

**本报告核心假设在于煤价和小保当二号的投产进度。**本报告假设炭公司2020-2022年煤炭综合售价依次为357元/吨、346元/吨和344元/吨，小保当假设2020年底投产，在2021年进行产能爬坡，2022年满产。在该假设下，预计公司2020-2022年依次可以实现97亿元、99亿元和104亿元的归母净利润。

# 目录

一、公司简介：煤炭产业明珠，禀赋非凡.....	6
二、行业：供需整体平衡，价格政策区间运行.....	8
（一）国内供需中枢增速均为 2%，海外煤炭过剩影响有限.....	8
（二）煤价中期变量为工业品库存周期，短期变量为季节性.....	10
（三）价格监管收严，价格黄色区间运行.....	12
三、发展：积极破除瓶颈，三重动力扮演增长新引擎.....	13
（一）浩吉铁路投运，公司自产煤长协占比预计可提升至 70%.....	13
（二）集团十四五产能目标为 3 亿吨，陕北矿区重要性将日益凸显.....	15
（三）积极布局新能源，寻求煤炭之外的发展点.....	16
四、业绩敏感性测试：业绩底部靠近 70 亿元.....	17
五、风险提示.....	18

# 图表目录

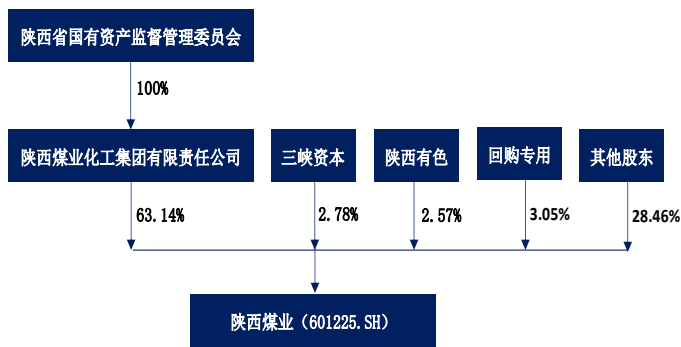
图表 1	陕西煤业的股权结构	6
图表 2	2019 年陕西煤业的营收结构（合计 734 亿元）	6
图表 3	公司自上市以来的主要产能增减情况	6
图表 4	陕西煤业、中国神华和兖州煤业成本对比	7
图表 5	2019 销量口径下各动力煤吨营业成本和吨毛利	7
图表 6	公司三大矿区和主要矿井资源、产能情况	7
图表 7	神府-东胜煤田轮廓	8
图表 8	神府-东胜煤田主要矿井分布	8
图表 9	2030 年前火电发电量中枢测算	9
图表 10	全国原煤产量及增速	9
图表 11	IEA 预计 2020 年全球煤炭需求预计下降 8%	9
图表 12	我国历史煤炭净进口量	10
图表 13	5500 卡澳动力煤进口模拟利润	10
图表 14	动力煤需求中电力占比约 60%	10
图表 15	2019 年电力需求结构	10
图表 16	工业企业被动去库存	11
图表 17	工业企业正在逐步加大生产	11
图表 18	地产销售持续回暖以追回失去的时间	11
图表 19	专项债持续海量发行推高基建增速	11
图表 20	主要类型发电量增速走势	12
图表 21	拉尼娜化倾向有所弱化	12
图表 22	三峡出库水流量逐步恢复正常	12
图表 23	CCI 指数走势与政策区间管理	13
图表 24	煤炭进口量激增引发政策关注	13
图表 25	煤炭海外发运量暂时仍正常	13
图表 26	陕西煤业三大产区煤炭外运情况	14
图表 27	浩吉铁路分段运费	14
图表 28	海进江和铁路直达运费对比	14
图表 29	三大基地可采资源储量	15
图表 30	陕北矿区产量占比	15
图表 31	上市公司、陕煤集团承建的煤矿产能	15
图表 32	榆林六大矿区矿井分布情况	16
图表 33	陕煤集团十四五规划再增产能 1 亿吨	16

图表 34	全球一次能源结构中化石能源比重逐步下行 .....	16
图表 35	全球各地区一次能源结构存在较大差异 .....	16
图表 36	全球可再生能源发电权重已达到 10% .....	17
图表 37	全球风电和光电蓬勃发展 .....	17
图表 38	原煤产量增速 10 年中枢降至 2% .....	17
图表 39	煤炭行业营收增速 10 年中枢降至 5% .....	17
图表 40	基于 2019 年产销量下的陕西煤业业绩敏感性测算（体现市场价格波动 50%） .....	18
图表 41	基于 2019 年产销量下的陕西煤业业绩敏感性测算（体现市场价格波动 25%） .....	18

## 一、公司简介：煤炭产业明珠，禀赋非凡

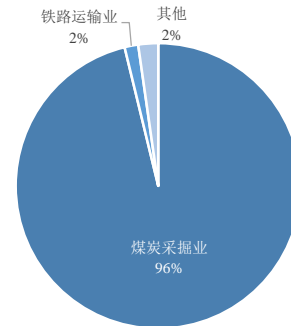
陕西省唯一省属煤炭集团为陕西煤业化工集团，陕西煤业是其旗下控股子公司，以煤炭生产销售为绝对主业。公司煤炭的销量主要有两个主要来源，其一为渭北、彬黄和榆林三大基地的自产煤，其二为集团生产煤炭的买断销售，销售方式以地销为主，长协为辅。

图表 1 陕西煤业的股权结构



资料来源：wind、华创证券

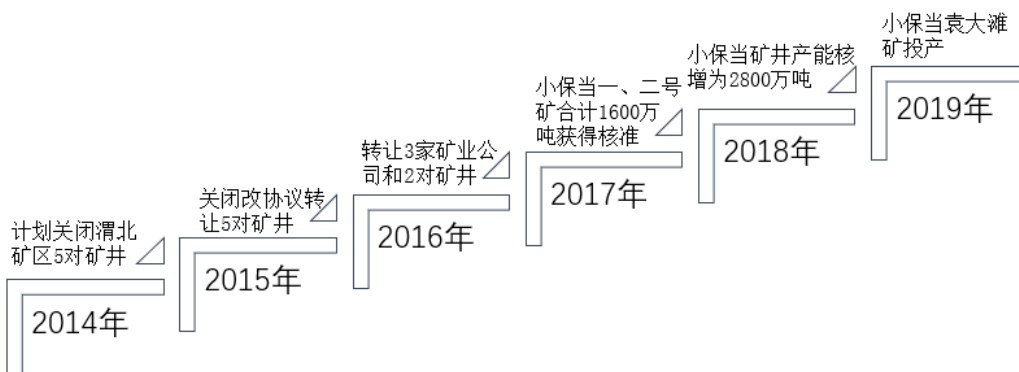
图表 2 2019 年陕西煤业的营收结构（合计 734 亿元）



资料来源：wind、华创证券

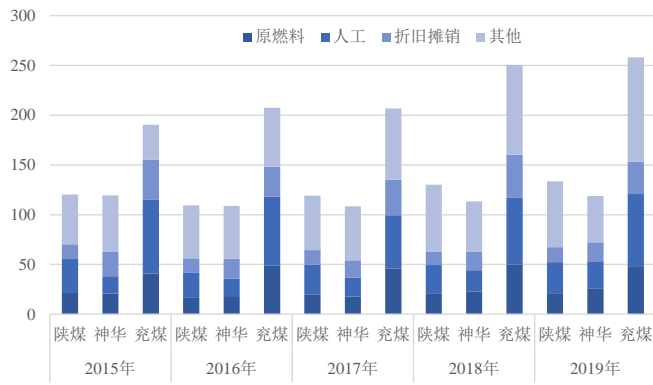
从发展历程的角度，公司设立于 2008 年底，2010 年煤炭产量为 8436 万吨，2014 年 11524 万吨，2019 年 11494 万吨，2010-2014 复合增速 7.5%，2014-2019 复合增速基本为零，因此可以将第一个五年定性为上规模的阶段，第二个五年定义为调结构的阶段。

图表 3 公司自上市以来的主要产能增减情况

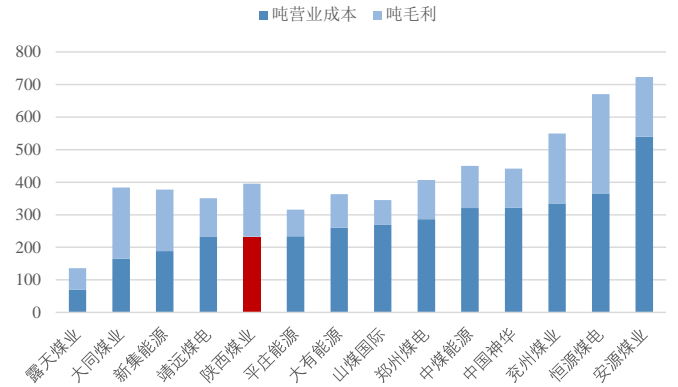


资料来源：公司公告、华创证券

经历产业一度枯荣的考验和优化后，公司自有煤矿的生产成本已经接近行业成本曲线的最左端。若将环保专项和资源税税率调整带来的提升扣除，在 2015-2019 年这一轮煤价的剧烈上涨中，公司几无升高，体现了卓越的成本管控能力，为其业绩稳定性提供了有力保障。

**图表 4 陕西煤业、中国神华和兖州煤业成本对比**


资料来源: wind、华创证券

**图表 5 2019 销量口径下各动力煤吨营业成本和吨毛利**


资料来源: 公司公告、华创证券 (备注: 动力煤企业普遍有较大比例的买断销售贸易煤占比, 使部分没有贸易煤的企业更靠左)

公司截至 2019 年底已经有柳林矿、张家峁矿、黄陵二号矿、建新煤矿、孙家岔矿、韩家湾矿等 9 对矿井达到国家一级安全生产标准化矿井, 9 对矿井合计产能 7440 万吨, 占总产能的 75%。按照国家煤炭安监总局 2017 年文件《关于大力推进煤矿安全生产标准化建设工作的通知》的总方针, 一级标准煤矿原则上不纳入减量化生产煤矿范围、在地方政府因其他煤矿发生事故采取区域性停产措施时, 一级、二级标准化煤矿原则上不纳入停产范围、优先进行产能核增和复产验收, 这使得公司绝大多数矿井在政策层面上享受十分优厚的政策。

**图表 6 公司三大矿区和主要矿井资源、产能情况**

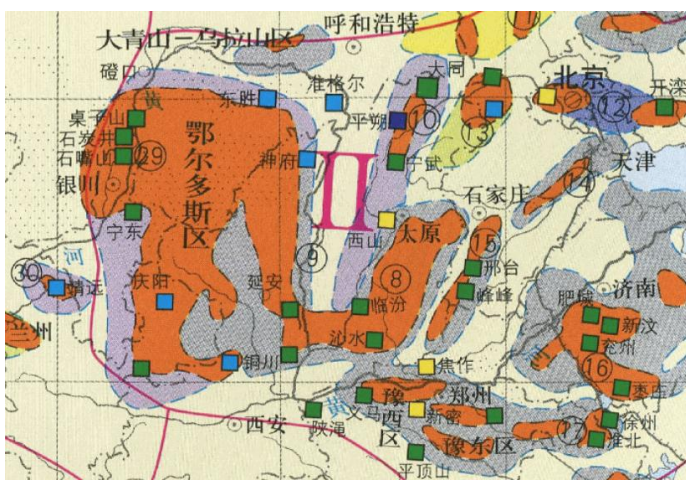
矿区/煤矿	煤种	发热量	资源储量		核定产能	矿等级	
			保有储量	可采储量			
彬黄矿区	黄陵一号	气煤	5672	36618	28630	600	一级
	黄陵二号	弱黏煤	5835	82145	55776	800	一级
	建庄	弱黏煤	4949	25760	18280	500	
	建新	弱黏煤	5315	16369	9338	400	一级
	大佛寺	不黏煤	5435	95638	57851	600	
	胡家河	不黏煤	5693	83680	36566	500	
	文家坡	不黏煤	5608	71379	33116	400	
小计	--	--	--	411590	239557	3800	
陕北矿区	红柳林	长焰煤	5539	176894	125157	1500	一级
	柠条塔	弱黏煤	5903	230191	152460	1800	一级
	张家峁	长焰煤	5754	73526	47353	1000	一级
	孙家岔	长焰煤	5358	60622	38564	800	一级
	韩家湾	弱黏煤	5134	6447	3860	300	一级
	袁大滩	长焰煤	5125	110970	55392	-	
	小保当	长焰煤	--	482739	278670	-	
小计	--	--	--	1141388	701456	5400	
渭北矿区	玉华	长焰煤	4964	24053	14559	240	一级
	陈家山	不黏煤	4755	7188	4294	180	

	下石节	长焰煤	4981	7725	4526	185	
	柴家沟	长焰煤	4754	3248	1724	100	
小计	--	--	--	42215	25103	705	
合计	--	--	--	1595192	966116	9905	

资料来源：公司公告、华创证券

按照目前全国煤炭资源的分布情况，神府-东胜煤田是最后一片“甜点区”，该煤田占地 2.2 万平方公里，预测储量约 6690 亿吨，探明储量约 2300 亿吨，按照年消费 30 亿吨动力煤可算，可供应国内 223 年。神府-东胜煤田的煤为世界罕见的优质动力煤，尤以煤田南部为最佳，其硫分小于 0.5%，灰分小于 8%，由于开采条件优越，煤炭生产成本也比较低，且南部（陕西省内）开发程度尚相对较低，这为公司的发展预留了较大的空间。

图表 7 神府-东胜煤田轮廓



资料来源：OSGeo

图表 8 神府-东胜煤田主要矿井分布



资料来源：矿业汇

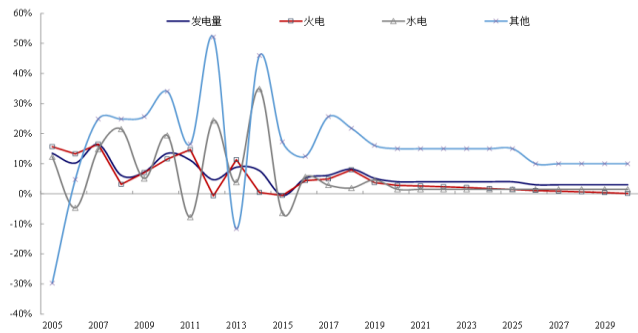
## 二、行业：供需整体平衡，价格政策区间运行

### （一）国内供需中枢增速均为 2%，海外煤炭过剩影响有限

目前，我国发电量增速中枢落到 4.8% 的水平上，火电发电增速中枢为 4.1%，水电 1.7%，核风光 19%（注：发电数据计算增速与统计局公布增速因为口径调整问题存在一定差异）。假设 2020-2025 年全国发电量中枢能维持 4% 的水平，水电维持 1.5% 的中枢增速，核风光作为整体维持 15% 的增速，这 5 年间火电预计能维持 2.2% 的发电增速中枢，若考虑经济周期对总发电增速造成 3.5% 的振幅，火电作为调峰电力则会显现出约 4% 的振幅。整体而言，在煤炭 2% 的供给增速下，煤炭未来 5 年基本能维持供需平衡的格局。

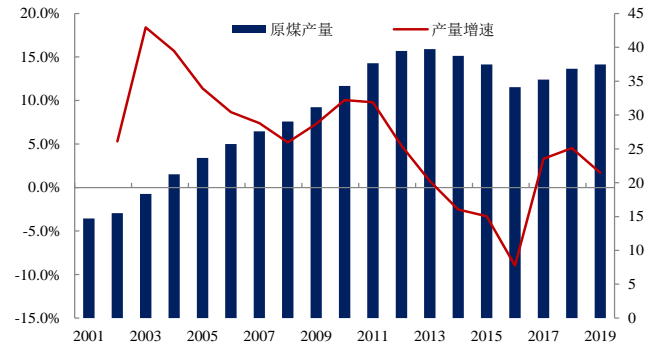


图表 9 2030 年前火电发电量中枢测算



资料来源: wind、华创证券

图表 10 全国原煤产量及增速

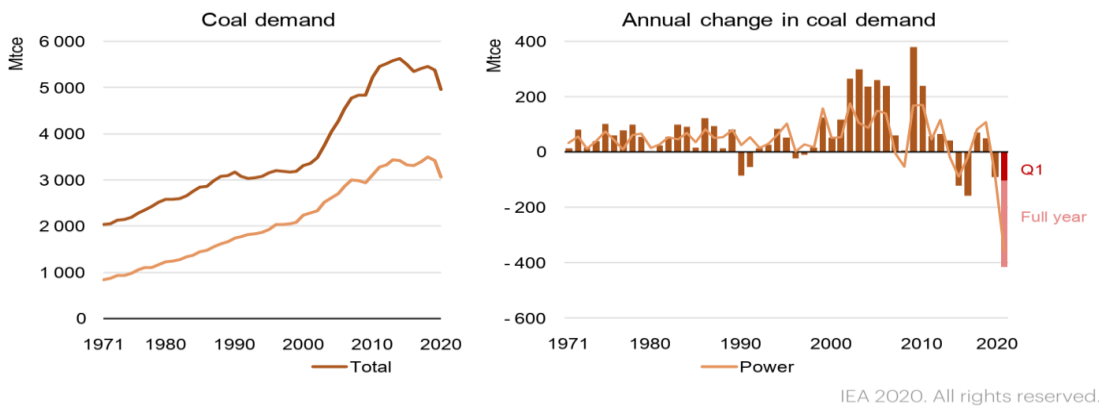


资料来源: wind、华创证券

IEA 预计 2020 年全球煤炭需求下降 8%，其中印度需求显著下降，美国下降 25%，欧盟下降 20%，日韩下降 5%-10%。与此同时，海外煤矿生产受疫情干扰较小，供给维持整体稳定的态势，海外供需维持过剩的现状。

图表 11 IEA 预计 2020 年全球煤炭需求预计下降 8%

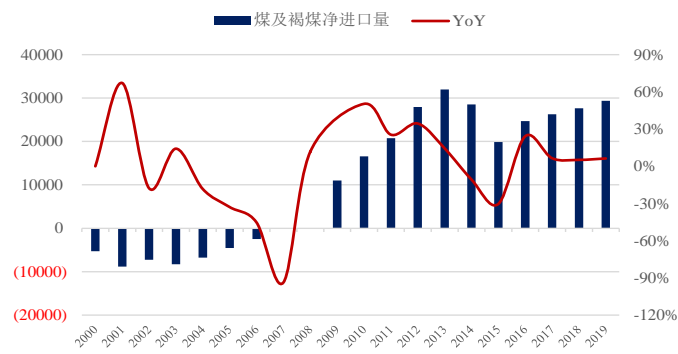
Global total coal demand, and coal demand for power generation



资料来源: IEA 《Global Energy Review 2020》、华创证券

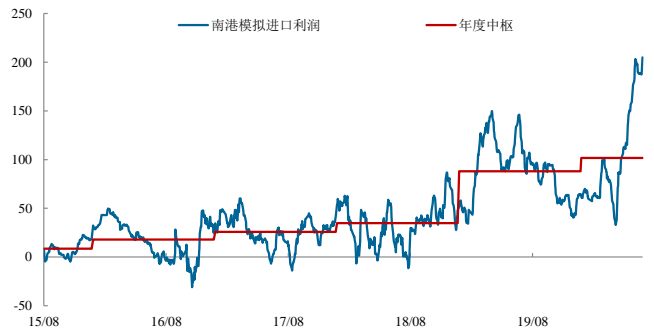
按照传统规律，经济体内外某个商品价格存在巨大差别，便会引起国际贸易套利，换言之，即海外的过剩按照传统规律会压制国内煤价。然而，国内煤炭市场因为进口政策的干扰，使得“套利机制”对差价的纠偏变得极其缓慢，2019 年煤价面临年度拐点时不仅没有随之降低反而显著上升，2020 年则进一步延续了该趋势。“套利机制”的调节作用失效的机理在于，进口煤可覆盖区域在于沿海七省和两湖一江，该区域年消耗动力煤近 12 亿吨，而非炼焦煤进口仅 2.3 亿吨，即进口煤的供应占比不足 20%，加之进口利润驱动的进口量增长受制于政策而缺乏弹性，便遏制了海外市场对国内市场的侵蚀。

图表 12 我国历史煤炭净进口量



资料来源: wind、华创证券

图表 13 5500卡澳动力煤进口模拟利润

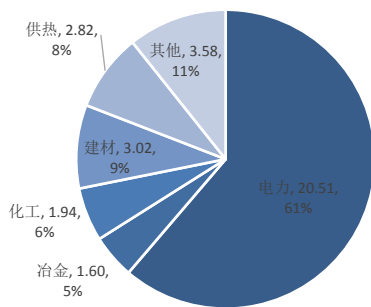


资料来源: wind、华创证券

## (二) 煤价中期变量为工业品库存周期，短期变量为季节性

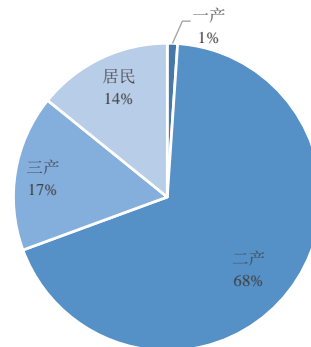
在煤炭未来五年整体供需平衡的判断下，煤价的波动则主要源自于需求端的波动，供应仍作为滞后需求的响应变量进行考虑。就煤炭价格的研究而言，由于动力煤、焦煤和无烟煤在中间煤种或者说原煤的选洗环节存在一定的调节空间，使三个产品中具备一定程度的替代性，价格的锚仍是动力煤。在动力煤的供需平衡表中，需求侧中占比最大的为电力，即电煤需求占比高达 60%，在以往的数据实证研究中可以发现，动力煤需求中电力和非电部分周期性相同。在电力需求结构上，工业用电占 7 成，三产+局面占 3 成，前者主要受工业品库存周期影响，后者在中高速增长下主要受气温扰动。

图表 14 动力煤需求中电力占比约 60%



资料来源: wind、华创证券

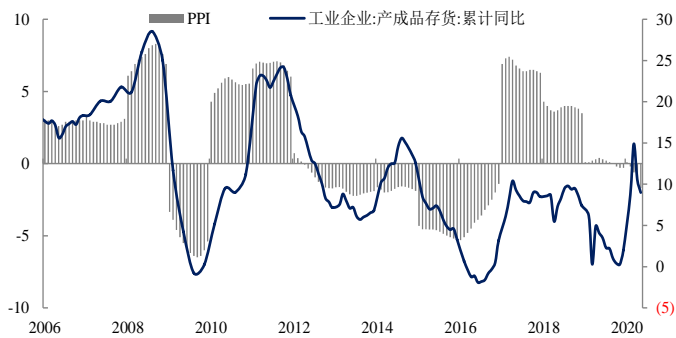
图表 15 2019 年电力需求结构



资料来源: wind、华创证券 (备注: 二产用电中工业占 98%)

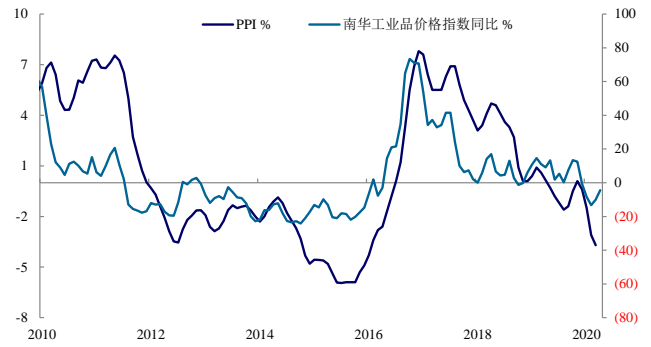
驱动工业生产强化的核心因素一般是工业品价格或者说利润，整体体现为工业品库存周期。站在当前的时点，工业品库存处于高位，工业品价格在需求修复和周期回升预期的驱动下迅速回升，这使得工业企业的生产活动出现了明显的修复。

图表 16 工业企业被动去库存



资料来源: wind、华创证券

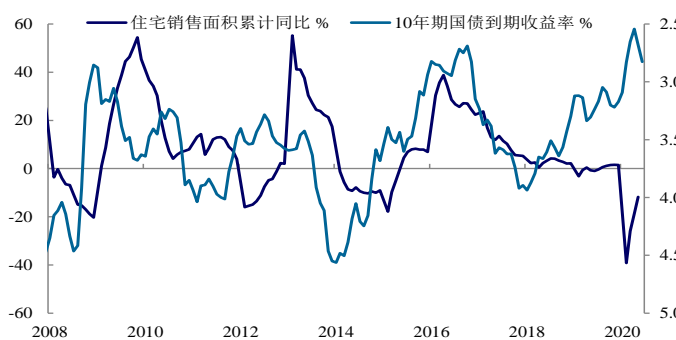
图表 17 工业企业正在逐步加大生产



资料来源: wind、华创证券

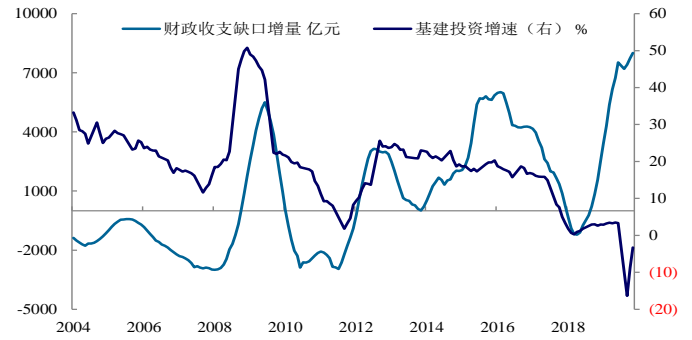
从中长期观察，“房住不炒”成为真实的政策诉求，基建以“托而不举，逆周期对冲”为基础思路，映射到中观上的特征为工业库存周期变短、变平，商品价格在各自供需基调下波动于预期和现实之间。落实到 2020 年的预判上，地产投资增速的趋势呈现为前高后低，基建投资增速则体现为前低后高，投资的总规模在政策的驱动下进行温和复苏。

图表 18 地产销售持续回暖以追回失去的时间



资料来源: wind、华创证券

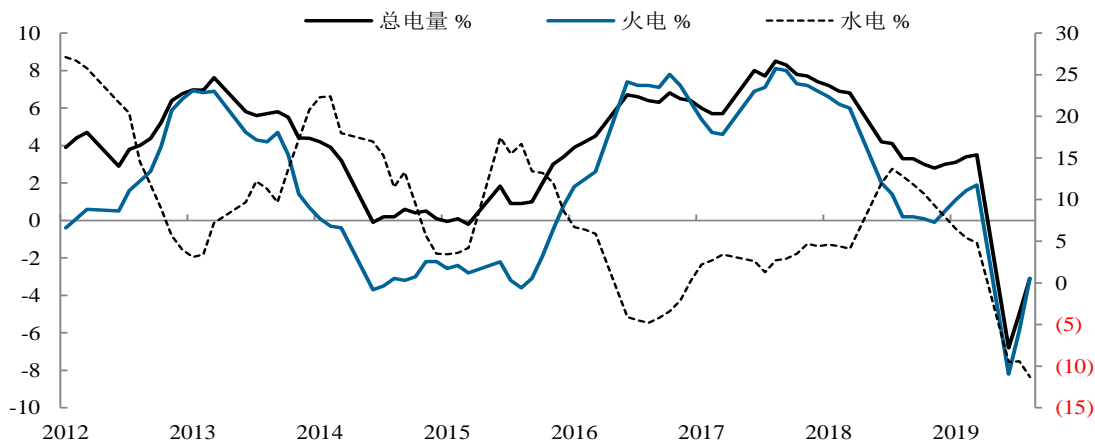
图表 19 专项债持续海量发行推高基建增速



资料来源: wind、华创证券

温和复苏的基调下，我们按照万得 2020 年 GDP 同比预测平均值 2.7%和电力消费弹性系数五年均值 0.6 计算，2020 年电力产销量增速中性预期为 1.6%，火电发电量全年增速 0.2%若将 1-5 月数据扣除，6-12 月中火电发电增速预计为 1.6%，煤炭在年度的时间尺度上保持供需平衡，并且随着工业企业的强化生产而有所超预期。

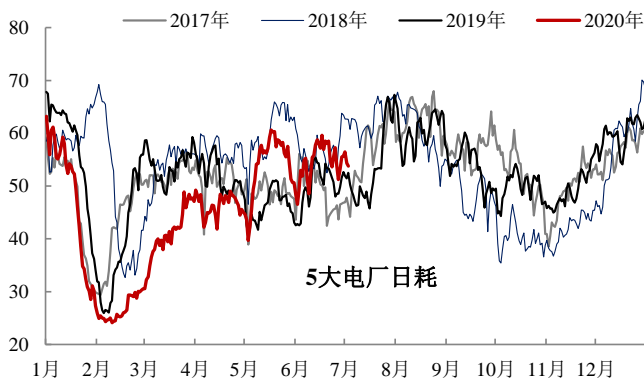
图表 20 主要类型发电量增速走势



资料来源: wind、华创证券

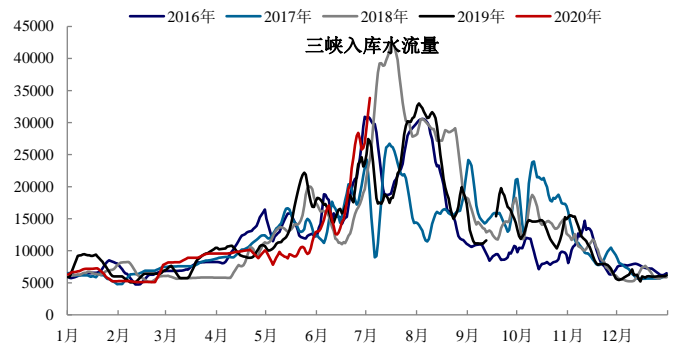
在更短的时间尺度内，主要时季节性的气温和来水情况主导，气温一般有夏季和冬季两个峰值，而来水则更多体现迟到或者早到的问题。落实到 2020 年，拉尼娜化倾向终结，来水偏晚但也已经恢复正常。

图表 21 拉尼娜化倾向有所弱化



资料来源: wind、华创证券

图表 22 三峡出库水流量逐步恢复正常



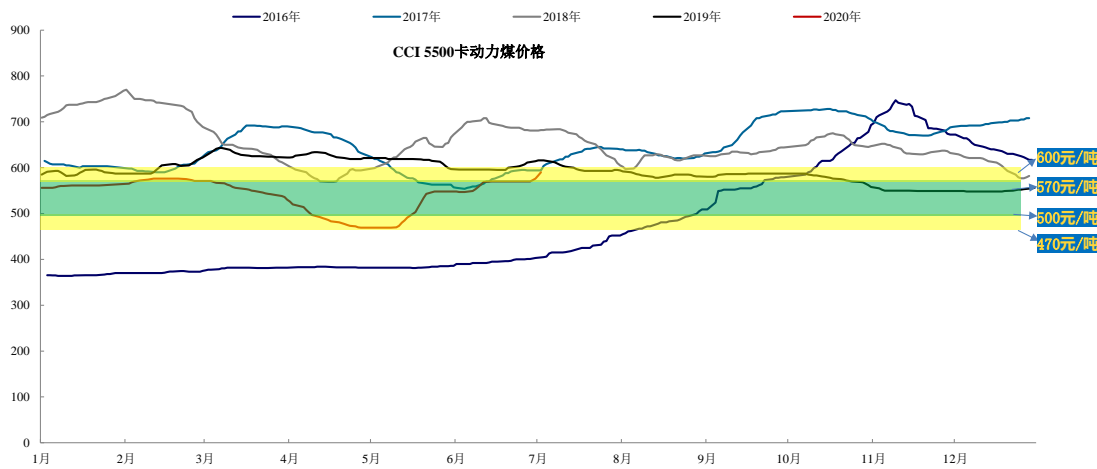
资料来源: wind、华创证券

### （三）价格监管收严，价格黄色区间运行

在年度时间尺度上，2020 年和 2021 年的价格底部预计均为 2020 年 5 月的 469 元/吨，其价格是在煤矿复工早于下游需求方，叠加极端悲观的情绪，导致了最为极端的价格，该价格对应大同矿区亏损的水平。从 2020 年 6-12 月的角度的供需出发，需求增速为 1.6%，而供给增速也难以高于 2%，叠加进口政策的保驾护航，预计 2020 年下半年煤价中枢高于上半年。

2020 年《煤炭化解过剩产能工作要点》在煤价下行解除黄色区间时首提强调“稳价格”，此前在煤价剧烈上涨中不断强调“保供应”，这意味着煤价运行在“稳价格”与“保供应”之间是政策的应有之义，其价格的政策框架为 470-600 元/吨，这使得 2021 年煤价中枢大概率仍能稳定在 2020 年的水平附近，甚至不排除因为经济修复力度超预期而有所抬升。

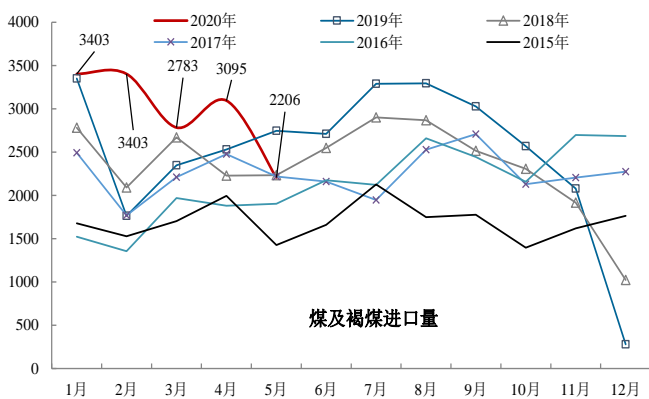
图表 23 CCI 指数走势与政策区间管理



资料来源: wind、华创证券

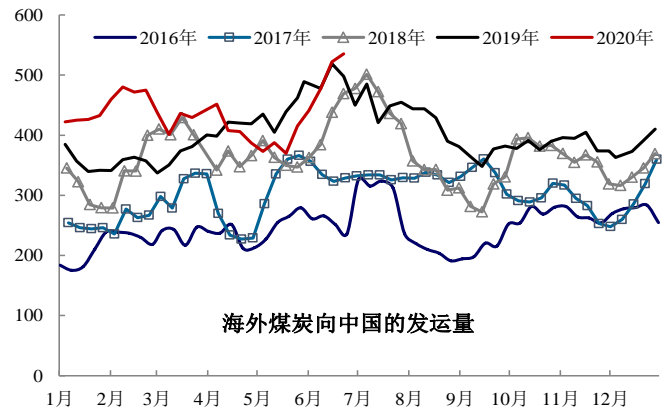
就 2020 年 Q3 和 Q4 而言，变量主要集中在进口政策端，按照我们在中期策略报告中的结论，政策重点依然是预期管理，实质性影响预计 Q2 较小，Q3 到 Q4 逐步放大，成为驱动下半年煤价上行的关键。

图表 24 煤炭进口量激增引发政策关注



资料来源: wind、华创证券

图表 25 煤炭海外发运量暂时仍正常



资料来源: wind、华创证券

### 三、发展：积极破除瓶颈，三重动力扮演增长新引擎

#### （一）浩吉铁路投运，公司自产煤长协占比预计可提升至 70%

在陕煤原来的运力格局里，陕北矿区仅连入包西铁路，大秦线以山西煤源为主，朔黄线以对内承运为主，使得公司煤炭尤其是产能占比高达 55%（暂未算入小保当和袁大滩）的陕北基地煤炭外运成为发展的瓶颈。截至 2019 年，公司铁路直达运输方式占比为 58%，42% 为成本显著偏高的公路运输，这也使得公司较为依赖短物流半径的地销客户。为此，公司着力建设靖神铁路和冯红铁路分别介入浩吉铁路干线和瓦日铁路干线，以扩大煤炭销售的覆盖半径。

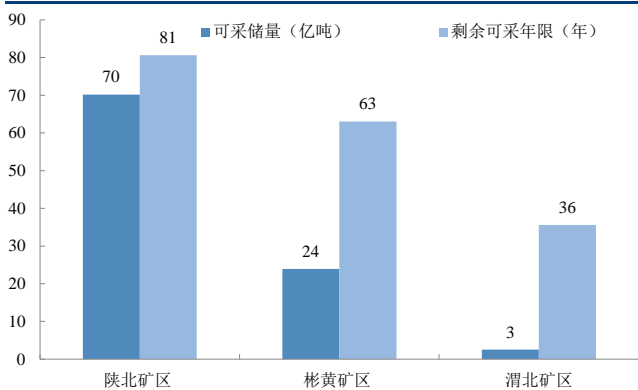


85%，70%自产煤长协使其自产煤销售价格仅体现市场价格波动的65%，自产煤综合售价对市场价格波动的体现幅度下降20%。若考虑到环渤海动力煤价格指数本身就长协价格指数，至多只体现市场价格波动的50%，意味着公司长协价格至多只反应市场价格波动的37.5%，自产煤长协比例从30%提升至70%可使公司自产煤售价对市场价格波动的体现幅度下降25%至56%的水平。

## （二）集团十四五产能目标为3亿吨，陕北矿区重要性将日益凸显

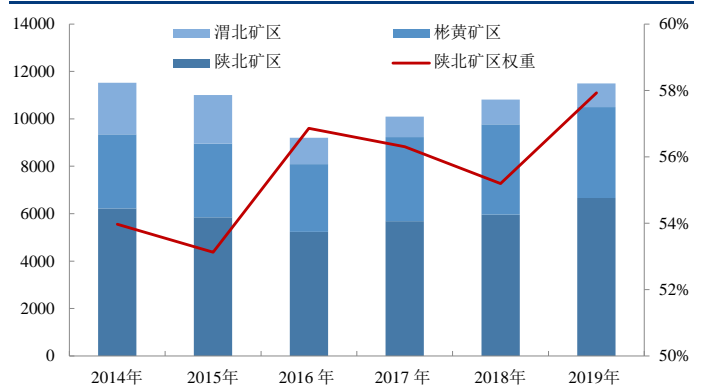
公司上市以来经历扩规模和调结构两个发展阶段，当前公司已经基本完成了矿井的优化，轻装上阵。从发展的侧重点而言，陕北矿区的可采资源储量高达70亿吨，可采年限超过80年，且资源品质和赋存条件为三个矿区中最好的。

图表 29 三大基地可采资源储量



资料来源：公司公告、华创证券

图表 30 陕北矿区产量占比



资料来源：公司公告、华创证券

就当前在建产能而言，千万吨级现代化矿井全部分布在陕北矿区，从产能占比而言，随着小保当和袁大滩煤矿的投产，陕北矿区产能占比预计能上升至66%，成为公司发展的绝对重心。

图表 31 上市公司、陕煤集团承建的煤矿产能

矿井	区域	建设主体	设计产能	上市公司权益占比	是否获得核准	预计投产时间
小保当一号	陕北	陕西煤业	1,500	60%	是	已投产
小保当二号	陕北	陕西煤业	1,300	60%	是	2020Q4
袁大滩煤矿	陕北	陕西煤业	500	31%	是	已投产
曹家滩煤矿	陕北	陕煤集团	1,500	52%	是	已投产
小庄煤矿	彬长	陕煤集团	600	51%	是	已投产
孟村煤矿	彬长	陕煤集团	600	51%	是	已投产
西卓煤矿	关中（渭北）	陕煤集团	300	50%	是	2021年
王峰煤矿	关中（渭北）	陕煤集团	300	60%	是	2022年
澄合山阳煤矿	关中（渭北）	陕煤集团	300	65%	是	2020年

资料来源：公司公告、华创证券

从更远的角度着眼，在集团的十四五规划中，以“16555”高质量发展目标为引领，高质量谋划储备了75个产业项目，估算总投资3300亿元，其中煤炭主业谋划储备项目13个。以榆神四期开发为主阵地，争取在陕北再建成1个千万吨矿井群，在新疆谋划一批煤炭项目，新增煤炭产能1亿吨，到“十四五”末，煤炭产能达到3亿吨。

公司作为集团唯一的煤炭主业上市平台，同业竞争和资金约束下，承建主体大概率是上市平台，这意味着十四

五期间公司煤炭销量复合增速可达 11%，预计会成为煤炭产业中潜在销量复合增速最高的企业。以小保当矿作为参考，后投矿井的生产成本大概率低于 130 元/吨，若按照 70 元/吨的综合费率处理，则该区域自产煤完全成本不足 200 元/吨，这意味着坑口含税价超过 340 元/吨即可获得超过 100 元/吨的净利水平，而该价格发到港口价格在 520-550 元/吨的区间内（对应运费 180-210 元/吨），盈利能力十分可观。

图表 32 榆林六大矿区矿井分布情况



资料来源：公司路演材料、华创证券

图表 33 陕煤集团十四五规划再增产能 1 亿吨

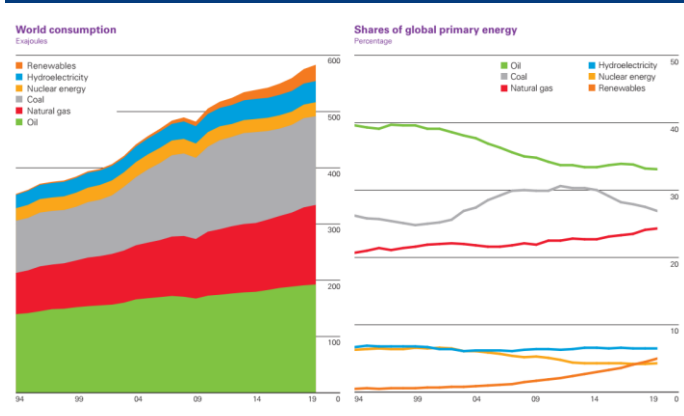


资料来源：wind、华创证券

### （三）积极布局新能源，寻求煤炭之外的发展点

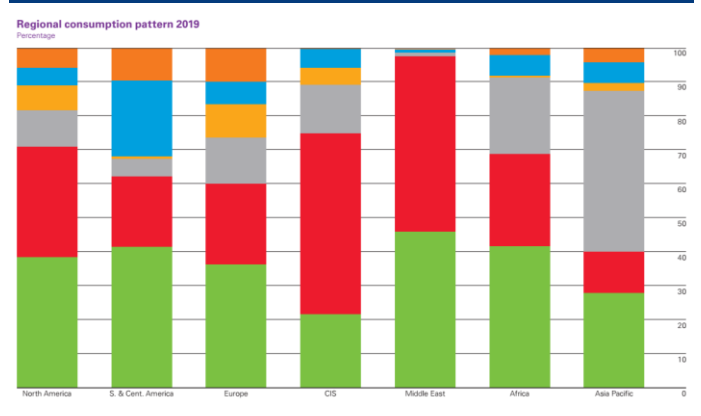
在气候问题日益严重的当今，全球在以新能源替代传统化石能源的诉求日益强烈，这使得在二氧化碳回收技术尚未成熟之前，化石能源产业的发展进入了一个受政策压制的低谷期。就当前公认的几个相对清洁的能源依次是可再生能源、核能发电和水电，石油和煤炭发电则成为典型的污染型能源，天然气介于两者之间。在能源清洁化的趋势中，各地区侧障碍有所不同，亚太区核心在于压缩煤炭消费占比，其他地区则需要压缩石油的消费。

图表 34 全球一次能源结构中化石能源比重逐步下行



资料来源：BP 官网、华创证券

图表 35 全球各地区一次能源结构存在较大差异

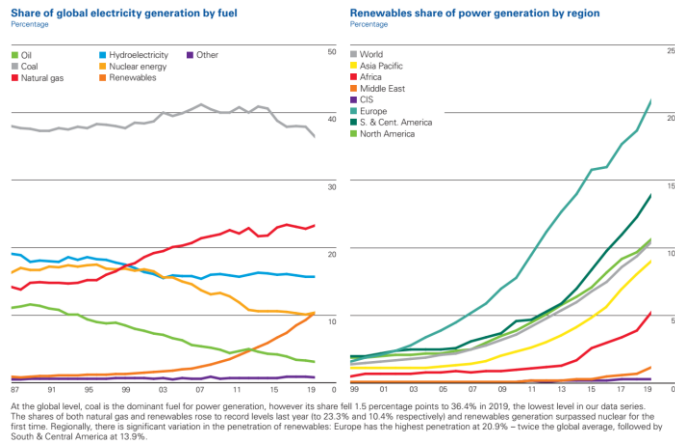


资料来源：BP 官网、华创证券

从作为最重要的二次能源的电力入手，按照 BP 的统计，当前可再生能源发电份额最高的地区欧洲 2019 年已经达到了 21%，其中最高的德国更是已经达到 37%，而中国则是以煤电和水电为主，可再生能源发电的份额为 10%。



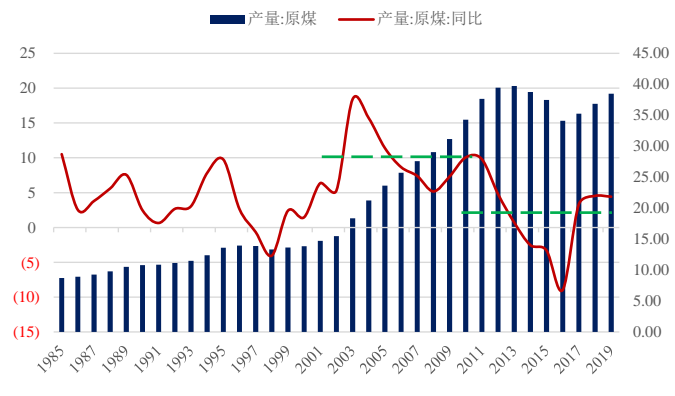
图表 36 全球可再生能源发电权重已达到 10%



资料来源：BP 官网、华创证券

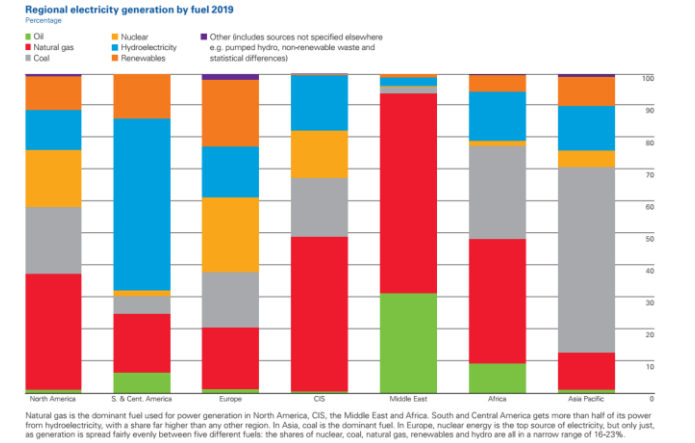
为了跟进国际能源低碳化趋势，我国在《能源发展十三五规划》中对能源结构进行明确部署，要求非化石能源消费比重提高到 15% 以上，煤炭消费比重降低到 58% 以下，发电用煤占煤炭消费比重提高到 55% 以上。按照能源局的工作文件《2020 年能源工作指导意见》，要求全国能源消费总量不超过 50 亿吨标准煤，煤炭消费比重下降到 57.5% 左右。在政策的压制下，煤炭产销量进入低增速的阶段，加上企业的兼并重组较为困难，煤炭行业集中度提升更多以增量资源获取上的倾斜的方式进行，较为缓慢，使得煤炭生产企业的发展出现明显的降速。

图表 38 原煤产量增速 10 年中枢降至 2%



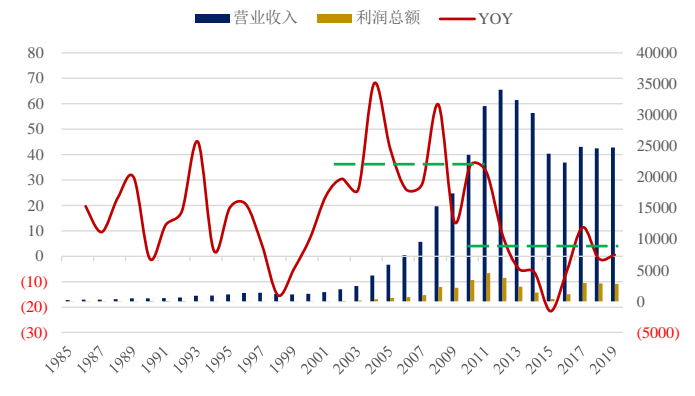
资料来源：wind、华创证券

图表 37 全球风电和光电蓬勃发展



资料来源：BP 官网、华创证券

图表 39 煤炭行业营收增速 10 年中枢降至 5%



资料来源：wind、华创证券

因此煤炭生产企业寻求转型或者增长新动力成为应有之义，在这方面，本公司着眼于以光伏为代表的光伏产业，并以股权投资的方式切入，寻找产业认知，为进入该产业积淀产业资源。为此，公司从二级市场买入隆基股份，并逐步增持，以长期股权投资入账，截至 2020 年 3 月 31 日，持有该公司股权 8.69%，按照 2020 年 7 月 3 日股价折算市值 137 亿元。

#### 四、业绩敏感性测试：业绩底部靠近 70 亿元

煤炭股在市场的认识中，属于强周期股，因此业绩底部或者说业绩敏感性测试至为关键，我们将秦皇岛 5500 卡市场煤价格区间分为 470-530 元/吨，470-600 元/吨和 535-605 元/吨三个区间，对应中枢价格依次为 500 元/吨、535 元/吨和 570 元/吨依次作为保守、中性和乐观三种情形。以此为基础，保守测算中的公允价值变动收益取为零值，中性和乐观的公允价值变动收益取为 2017-2019 年均值，其余各项费率均取三年均值。

从测算结果可知，11500 万吨自产煤+6500 万吨贸易煤的体量和：

1) 公司自产煤售价体现市场煤价格波动幅度的 25%假设下, 500 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润为 89 亿元, 535 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润为 99 亿元, 570 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润中枢为 106 亿元。

2) 公司自产煤售价体现市场煤价格波动幅度的 50%假设下, 500 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润为 73 亿元, 535 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润为 87 亿元, 570 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润中枢为 100 亿元。

3) 公司自产煤售价体现市场煤价格波动幅度的 75%假设下, 500 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润为 56 亿元, 535 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润为 75 亿元, 570 元/吨市场煤价格中枢假设下归母净利润中枢为 94 亿元。

按照历史数据回归测试, 公司售价对市场价格波动的反应幅度比较接近 50%, 低于前文按照自产煤比例推算出来的 50%, 背后可能的原因是地销是介于长协和市场煤之间的一种协商方式, 波动幅度本身低于市场煤。据此, 我们可以认为第二种假设比较复合真实的业绩底, 即公司业绩底部大概率在 70 亿元附近。

**图表 40 基于 2019 年产销量下的陕西煤业业绩敏感性测算 (体现市场价格波动 50%)**

601225.SH	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	保守	中性	乐观
<b>营业总收入</b>	<b>5092700</b>	<b>5722373</b>	<b>7340344</b>	<b>6201649</b>	<b>6573414</b>	<b>7018208</b>
营业收入	5092700	5722373	7340344	6201649	6573414	7018208
YOY	54%	12%	28%	-16%	-10%	-4%
<b>营业总成本</b>	<b>3394499</b>	<b>3964929</b>	<b>5595893</b>	<b>5090743</b>	<b>5251393</b>	<b>5488472</b>
营业成本	2271192	2936105	4335665	3934135	4068601	4229481
毛利率	55%	49%	41%	37%	38%	40%
净利率	31%	28%	23%			
差值	25%	21%	18%			
税金及附加	266908	288186	361508	314260	329294	350952
税率	5.2%	5.0%	4.9%	5.1%	5.0%	5.0%
销售费用	359266	219457	276821	303071	273744	299972
销售费率	7.1%	3.8%	3.8%	4.9%	4.2%	4.3%
管理费用	429751	518399	562806	520216	550300	571452
管理费率	8.4%	9.1%	7.7%	8.4%	8.4%	8.1%
研发费用	0	996	5373	2809	3895	3669
研发费率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
财务费用	27316	5818	54789	28620	28694	38470
财务费率	0.5%	0.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%
其他成本	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>其他收益</b>	<b>125067</b>	<b>148706</b>	<b>222955</b>	<b>145852</b>	<b>173183</b>	<b>183510</b>
投资净收益	123215	145242	172658	145874	154619	165081
资产处置收益	(103)	410	(375)	(22)	4	(131)
其他收益	1954	3053	50672	0	18560	18560
资产减值损失	40066	(4032)	(8522)	9170	(1128)	(160)
信用减值损失	0	0	9592	3197	4263	5684
<b>营业利润</b>	<b>1823269</b>	<b>1906149</b>	<b>1967407</b>	<b>1256758</b>	<b>1495204</b>	<b>1713246</b>
加: 营业外收入	3924	4422	4833	4393	4549	4592
减: 营业外支出	5590	35782	33221	24864	31289	29792
<b>利润总额</b>	<b>1821603</b>	<b>1874789</b>	<b>1939018</b>	<b>1236286</b>	<b>1468464</b>	<b>1688046</b>
减: 所得税	249036	281874	275775	176907	213255	242258
税率	13.7%	15.0%	14.2%	14.3%	14.5%	14.4%
<b>净利润</b>	<b>1572567</b>	<b>1592916</b>	<b>1663243</b>	<b>1059379</b>	<b>1255209</b>	<b>1445788</b>
减: 少数股东损益	527627	493633	498903	333835	387012	445017
少数股东权益占比	33.6%	31.0%	30.0%	31.5%	30.8%	30.8%
归母净利润	1044940	1099283	1164340	725544	868197	1000771

资料来源: 公司公告, 华创证券测算

**图表 41 基于 2019 年产销量下的陕西煤业业绩敏感性测算 (体现市场价格波动 25%)**

601225.SH	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	保守	中性	乐观
<b>营业总收入</b>	<b>5092700</b>	<b>5722373</b>	<b>7340344</b>	<b>6808834</b>	<b>6994716</b>	<b>7217113</b>
营业收入	5092700	5722373	7340344	6808834	6994716	7217113
YOY	54%	12%	28%	-7%	-5%	-2%
<b>营业总成本</b>	<b>3394499</b>	<b>3964929</b>	<b>5595893</b>	<b>5424810</b>	<b>5479785</b>	<b>5596253</b>
营业成本	2271192	2936105	4335665	4153751	4220985	4301425
毛利率	55%	49%	41%	39%	40%	40%
净利率	31%	28%	23%			
差值	25%	21%	18%			
税金及附加	266908	288186	361508	345028	350399	360899
税率	5.2%	5.0%	4.9%	5.1%	5.0%	5.0%
销售费用	359266	219457	276821	332744	291289	308473
销售费率	7.1%	3.8%	3.8%	4.9%	4.2%	4.3%
管理费用	429751	518399	562806	571148	585570	587647
管理费率	8.4%	9.1%	7.7%	8.4%	8.4%	8.1%
研发费用	0	996	5373	3085	4144	3773
研发费率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
财务费用	27316	5818	54789	31422	30533	39560
财务费率	0.5%	0.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%
其他成本	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>其他收益</b>	<b>125067</b>	<b>148706</b>	<b>222955</b>	<b>160134</b>	<b>183093</b>	<b>188188</b>
投资净收益	123215	145242	172658	160156	164528	169760
资产处置收益	(103)	410	(375)	(22)	4	(131)
其他收益	1954	3053	50672	0	18560	18560
资产减值损失	40066	(4032)	(8522)	9170	(1128)	(160)
信用减值损失	0	0	9592	3197	4263	5684
<b>营业利润</b>	<b>1823269</b>	<b>1906149</b>	<b>1967407</b>	<b>1544157</b>	<b>1698024</b>	<b>1809049</b>
加: 营业外收入	3924	4422	4833	4393	4549	4592
减: 营业外支出	5590	35782	33221	24864	31289	29792
<b>利润总额</b>	<b>1821603</b>	<b>1874789</b>	<b>1939018</b>	<b>1523686</b>	<b>1671284</b>	<b>1783849</b>
减: 所得税	249036	281874	275775	218032	242709	256007
税率	13.7%	15.0%	14.2%	14.3%	14.5%	14.4%
<b>净利润</b>	<b>1572567</b>	<b>1592916</b>	<b>1663243</b>	<b>1305653</b>	<b>1428575</b>	<b>1527841</b>
减: 少数股东损益	527627	493633	498903	411442	440465	470273
少数股东权益占比	33.6%	31.0%	30.0%	31.5%	30.8%	30.8%
归母净利润	1044940	1099283	1164340	894211	988110	1057569

资料来源: 公司公告, 华创证券测算

## 五、风险提示

电力需求不及预期, 煤炭产能投放速度超预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	19,243	19,769	36,822	55,653
应收票据	1,504	1,381	1,393	1,438
应收账款	5,868	5,388	5,434	5,613
预付账款	2,144	2,042	2,063	2,116
存货	1,314	1,269	1,283	1,316
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,739	4,523	4,545	4,626
流动资产合计	34,812	34,372	51,540	70,762
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	12,104	12,104	12,104	12,104
固定资产	40,209	41,368	42,967	43,712
在建工程	15,453	14,431	10,908	6,985
无形资产	21,803	19,623	17,660	15,894
其他非流动资产	2,303	2,257	2,222	2,192
非流动资产合计	91,872	89,783	85,861	80,887
<b>资产合计</b>	<b>126,684</b>	<b>124,155</b>	<b>137,401</b>	<b>151,649</b>
短期借款	170	340	510	680
应付票据	4,770	4,542	4,590	4,708
应付账款	9,614	9,154	9,252	9,489
预收款项	2,860	2,626	2,648	2,736
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	647	647	647	647
一年内到期的非流动负债	4,275	4,275	4,275	4,275
其他流动负债	5,571	5,563	5,648	5,787
流动负债合计	27,907	27,147	27,570	28,322
长期借款	9,071	8,870	8,870	8,870
应付债券	1,997	1,997	1,997	1,997
其他非流动负债	11,539	216	216	216
非流动负债合计	22,607	11,083	11,083	11,083
<b>负债合计</b>	<b>50,514</b>	<b>38,230</b>	<b>38,653</b>	<b>39,405</b>
归属母公司所有者权益	58,254	63,832	72,407	81,446
少数股东权益	17,916	22,093	26,341	30,798
<b>所有者权益合计</b>	<b>76,170</b>	<b>85,925</b>	<b>98,748</b>	<b>112,244</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>126,684</b>	<b>124,155</b>	<b>137,401</b>	<b>151,649</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,200</b>	<b>19,853</b>	<b>19,767</b>	<b>20,434</b>
现金收益	23,029	21,531	21,634	22,304
存货影响	-240	45	-14	-33
经营性应收影响	6,017	792	5	-192
经营性应付影响	-2,180	-922	170	442
其他影响	-7,426	-1,592	-2,028	-2,087
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,825</b>	<b>-5,300</b>	<b>-3,200</b>	<b>-2,140</b>
资本支出	-8,267	-5,131	-3,230	-2,166
股权投资	-1,754	0	0	0
其他长期资产变化	4,196	-169	30	26
<b>融资活动现金流</b>	<b>-8,307</b>	<b>-14,027</b>	<b>486</b>	<b>537</b>
借款增加	-2,004	-31	170	170
股利及利息支付	-6,514	-2,447	-2,421	-2,517
股东融资	1,470	1,470	1,470	1,470
其他影响	-1,259	-13,019	1,267	1,414

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>73,403</b>	<b>67,388</b>	<b>67,967</b>	<b>70,202</b>
营业成本	43,357	41,284	41,727	42,797
税金及附加	3,615	3,319	3,347	3,457
销售费用	2,768	2,541	2,563	2,647
管理费用	5,628	5,167	5,075	5,242
研发费用	54	49	50	51
财务费用	548	432	356	336
信用减值损失	96	48	72	60
资产减值损失	-85	-85	-85	-85
公允价值变动收益	479	479	479	479
投资收益	1,727	1,452	1,452	1,452
其他收益	28	28	28	28
<b>营业利润</b>	<b>19,674</b>	<b>16,517</b>	<b>16,794</b>	<b>17,606</b>
营业外收入	48	48	48	48
营业外支出	332	332	332	332
<b>利润总额</b>	<b>19,390</b>	<b>16,233</b>	<b>16,510</b>	<b>17,322</b>
所得税	2,758	2,309	2,348	2,464
<b>净利润</b>	<b>16,632</b>	<b>13,924</b>	<b>14,162</b>	<b>14,858</b>
少数股东损益	4,989	4,177	4,248	4,457
<b>归属母公司净利润</b>	<b>11,643</b>	<b>9,747</b>	<b>9,914</b>	<b>10,401</b>
NOPLAT	17,102	14,295	14,468	15,146
EPS(摊薄) (元)	1.16	0.97	0.99	1.04

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	28.3%	-8.2%	0.9%	3.3%
EBIT 增长率	6.0%	-16.4%	1.2%	4.7%
归母净利润增长率	5.9%	-16.3%	1.7%	4.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.9%	38.7%	38.6%	39.0%
净利率	22.7%	20.7%	20.8%	21.2%
ROE	15.3%	11.3%	10.0%	9.3%
ROIC	21.8%	18.6%	16.5%	15.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.9%	30.8%	28.1%	26.0%
债务权益比	35.5%	18.3%	16.1%	14.3%
流动比率	124.7%	126.6%	186.9%	249.8%
速动比率	120.0%	121.9%	182.3%	245.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	25	30	29	28
应付账款周转天数	82	82	79	79
存货周转天数	10	11	11	11
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.16	0.97	0.99	1.04
每股经营现金流	1.92	1.99	1.98	2.04
每股净资产	5.83	6.38	7.24	8.14
<b>估值比率</b>				
P/E	6.9	8.2	8.1	7.7
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.5	12.5	12.4	12.0

## 煤炭石化团队介绍

**副所长、大宗组组长：任志强**

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

**分析师：张文龙**

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500