2020 年 06 月 29 日

永泰能源（600157.SH） 公用事业/电力

生产经营正常稳定，债务重组正稳步推进

——永泰能源首次覆盖报告

公司深度

● **融资环境偏紧导致公司突发债务危机**

从 2016 年开始，随着内外部环境的转变，在金融去杠杆、严监管背景下，公司融资环境急剧恶化，再加上公司负债规模和整体负债率较高，公司流动性出现暂时性困难。2018 年 7 月 5 日，永泰能源发行的 2017 年度第四期短期融资券构成实质性违约，也触发了公司其他债券交叉保护条款，导致公司直接融资渠道关闭，流动性危机出现，从而造成了公司层面的债务危机。

● **积极应对债务危机，债转股+债权延期+238 亿元非核心资产处置**

出现债务危机后，公司积极采取各种举措化解风险。债委会迅速成立并采取了一系列救助帮扶措施使得公司正常生产经营稳定，较好的保持了公司经营造血能力。目前债务重组初步方案为通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆。公司还迅速制定了 238 亿元的资产出售计划，目的是出售和盘活不能产生现金流的存量资产，降低负债率。

● **公司生产经营正常稳定，重大项目持续建设**

近几年公司正常经营并没有停滞，生产经营正常有序，项目建设持续推进。公司经营活动现金净流量逐年上涨，2019 年达到了 51.69 亿元。公司此前规划的重大项目仍然在持续建设，华瀛石化项目于 2019 年 10 月试运营；2020 年 1 月南阳电厂 1 号机组正式投入商业运营，2 号机组预计于 2020 年年底投运；华晨电力二期 2×40 万千瓦燃机热电联产机组预计 2020 年下半年投入商运；丹阳 2 台 10 万千瓦燃机热电联产机组预计将于 2021 年投产运营。

● **能源领域煤炭、电力和石化三大板块持续发力**

公司优质煤炭资源丰富，电力向清洁能源、热电联供拓展，石化板块项目区域优势明显、项目资质稀缺。公司在产的主焦煤及配焦煤煤矿总产能规模为 975 万吨/年；正在运营的发电装机容量 909 万千瓦，规划及在建装机容量 332 万千瓦，总装机容量 1,241 万千瓦；华瀛石化项目于 2019 年 10 月试运营。

● **盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.03、0.04 和 0.04 元，当前股价对应 PE 分别为 44.2、32.2、28.3 倍。考虑债务重组尚未落地，首次覆盖给予“中性”评级。

● **风险提示：债务重组失败，煤价大幅下跌，项目建设不及预期，石化项目盈利不及预期，融资环境恶化**

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,327	21,187	21,370	22,009	22,674
增长率(%)	-0.3	-5.1	0.9	3.0	3.0
净利润(百万元)	66	140	351	482	549
增长率(%)	-89.1	112.6	150.4	37.3	13.8
毛利率(%)	26.5	29.6	30.8	31.5	31.8
净利率(%)	0.3	0.7	1.6	2.2	2.4
ROE(%)	0.6	1.0	2.4	3.2	3.5
EPS(摊薄/元)	0.01	0.01	0.03	0.04	0.04
P/E	235.6	110.8	44.2	32.2	28.3
P/B	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 24 日

中性（首次评级）

邱懿峰（分析师）

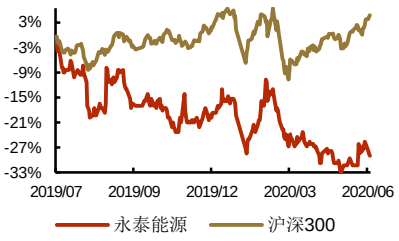
010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080002

市场数据	时间 2020.06.24
收盘价(元):	1.25
一年最低/最高(元):	1.16/1.76
总股本(亿股):	124.26
总市值(亿元):	155.32
流通股本(亿股):	124.06
流通市值(亿元):	155.07
近 3 月换手率:	35.96%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

1）盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 213.7、220.1、226.7 亿元，对应的增速分别为 0.9%、3.0%、3.0%;

2）估值指标：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.03、0.04 和 0.04 元，当前股价对应 PE 分别为 44.2、32.2、28.3 倍

3）投资评级：首次覆盖给予“中性”评级。

关键假设

公司目前贡献利润的板块主要为煤炭和电力，债务重组最新进展显示 2019 年 12 月 30 日，债委会结合前期各方意见，对公司的债务重组方案进行了完善。综合方案为通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆，结合非核心资产处置变现，调整企业资产负债率至合理水平。未来一旦重组方案正式确定和实施，将逐步化解公司的债务问题，有效降低公司的负债规模和财务成本。我们假设公司 2020 年底之前成功完成债务重组。

公司 2020 年的经营目标为: 在全力推进债务重组的同时，加大资产处置力度，进一步精干能源主业。公司全年计划发电量 349 亿千瓦时、煤炭产量 900 万吨、煤炭销售量 900 万吨，预计煤炭单位成本 265 元/吨；全年预计实现营业收入 210 亿元。

我们与市场的观点的差异

1，市场观点认为公司债务风险较大。我们认为公司目前经营正常，未出现停滞经营情况，2019 年经营性现金净流量为 51.69 亿元，公司电力业务为居民相关业务，停滞可能性较小。

2，市场观点认为债务重组风险较大。我们认为公司债务重组正在持续推进，债委会已经达成初步方案，正在进一步协调。公司预计将在 2020 年内完成债务重组方案。

股价上涨的催化因素

公司优质煤炭资源丰富，电力向清洁能源、热电联供拓展，石化板块项目区域优势明显、项目资质稀缺，债务重组初步方案为通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆，结合非核心资产处置变现，调整企业资产负债率至合理水平。债务重组后有望实现估值修复。

投资风险

债务重组失败，煤价大幅下跌，项目建设不及预期，石化项目盈利不及预期，融资环境恶化

公司收入历史及盈利预测的详细拆分

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
电力	营业收入（万元）	1108168.6	1078186.4	1159352.2	1194132.8	1229956.8
	YOY（%）	34.5%	-2.7%	7.5%	3.0%	3.0%
	毛利（万元）	180535.5	246440.6	282418.2	290890.7	299617.5
	毛利率（%）	16.3%	22.9%	24.4%	24.4%	24.4%
煤炭	营业收入（万元）	653509.5	591043.2	583740.0	612927.0	643573.3
	YOY（%）	-20.2%	-9.6%	-1.2%	5.0%	5.0%
	毛利（万元）	377178.2	337134.0	332965.3	349613.6	367094.2
	毛利率（%）	57.7%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%
石化贸易	营业收入（万元）	334497.8	305553.7	290276.1	290276.1	290276.1
	YOY（%）	-38.4%	-8.7%	-5.0%	0.0%	0.0%
	毛利（万元）	2899.2	3440.0	3280.1	14513.8	29027.6
	毛利率（%）	0.9%	1.1%	1.1%	5.0%	10.0%
其他主营业务	营业收入（万元）	105226.9	103595.2	103595.2	103595.2	103595.2
	YOY（%）	163.3%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利（万元）	1897.7	1538.5	1543.6	1543.6	1543.6
	毛利率（%）	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
其他	营业收入（万元）	31325.1	40317.0	40317.0	40317.0	40317.0
	YOY（%）	134.1%	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利（万元）	29859.3	37652.1	37652.1	37652.1	37652.1
	毛利率（%）	95.3%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%
合计	营收（万元）	2232727.8	2118695.6	2136963.5	2200931.0	2267401.4
	YOY（%）	-0.3%	-5.1%	0.9%	3.0%	3.0%
	毛利（万元）	592369.9	626205.1	657859.2	694213.7	734934.9
	毛利率（%）	26.5%	29.6%	30.8%	31.5%	32.4%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

目 录

1、 永泰能源——民营能源上市公司 6
1.1、 高速扩张的民营能源企业 6
1.2、 融资环境偏紧导致公司突发债务危机 6
1.3、 公司生产经营稳定，2019 年经营活动现金净流量为 51.69 亿元 7
1.4、 正面积极应对债务危机，债务重组初步方案为：债转股+债权延期+降财务成本+非核心资产处置 8
2、 能源领域煤炭、电力和石化三大板块持续发力 8
2.1、 煤炭：优质煤炭资源丰富 9
2.2、 电力：向清洁能源、热电联供拓展 11
2.3、 石化：项目区域优势明显、项目资质稀缺 13
3、 积极解决债务问题，力争 2020 年完成债务重组 14
3.1、 债转股、债权延期、降低企业财务成本 14
3.2、 238 亿元资产出售计划持续推进 15
4、 关键假设和盈利预测：假设 2020 年底之前成功完成债务重组 16
5、 估值分析 17
6、 风险提示 18
附：财务预测摘要 19

图表目录

图 1: 公司资产负债规模高速扩张 6
图 2: 公司营业收入和归母净利润快速增长 6
图 3: 公司负债规模较大 7
图 4: 公司流动负债具体情况 7
图 5: 公司经营活动现金净流量持续增长 8
图 6: 公司正常经营持续稳定，并未停滞 8
图 7: 公司原煤产量和销售量稳定在千万吨级别 10
图 8: 煤炭板块持续给公司贡献收益 10
图 9: 焦煤供需水平长期稳定 11
图 10: 山西焦煤价格指数 11
图 11: 公司电厂主要分布在江苏和河南省 12
图 12: 公司以煤电为主，发电量呈逐年上涨趋势 12
图 13: 全社会用电量正逐步好转 13
图 14: 全社会用电量逐月上涨 13
图 15: 永泰能源历史 PB(MRQ)估值变化 17
图 16: 永泰能源 PB-band 17

表 1: 2019 年公司主要煤炭板块资源情况 9
表 2: 2019 年公司煤炭矿区储量情况 10
表 3: 截止 2020 年一季度公司电厂装机情况 11
表 4: 公司 238 亿元资产出售计划详情 15
表 5: 财务预测的关键假设 16

表 6: 可比公司估值情况.....18

1、 永泰能源——民营能源上市公司

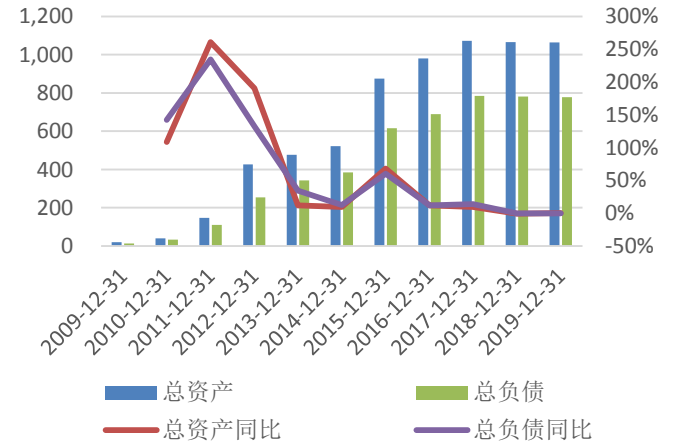
1.1、 高速扩张的民营能源企业

2007 年，永泰地产从中石化和泰安鲁浩收购鲁润股份共 55.18%股份，同时进行了股权分置改革；2009 年公司管理层制定了重点以煤炭业务为主的能源类公司转型的发展战略，同时公司进行资产优化，整合处置原有金矿开采和房地产业务；随后公司逐步获得山西煤炭整合主体企业华熙矿业控制权，加快兼并重组整合其他地方煤矿，使得公司煤炭资源储备和产能在随后几年获得快速扩张，初步实现战略转型目标。

2010 年公司更名为永泰能源股份有限公司，公司战略向构建煤电一体化产业体系拓展，以煤炭产业为依托，大力推进煤电一体化，陆续筹划建设大型燃煤机组和热电机组。2015 年公司通过定增收购华瀛石化进入能源物流仓储行业，再次战略转型，目标是实现能源领域多元化产业发展。目前公司是 A 股市场最大的民营能源上市公司。

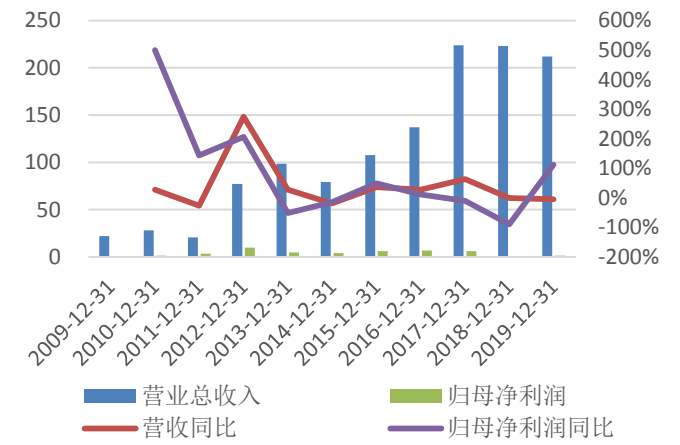
随着公司在 2009 年到 2017 年的高速扩张，营业收入从 2009 年的 21.88 亿元增长到了 2017 年的 223.88 亿元；资产和债务规模不断扩大，总资产从 2009 年的 19.49 亿元扩张到了 2017 年的 1071.73 亿元（CAGR 为 65.02%），总负债从 2009 年的 13.50 亿元扩张到了 2017 年的 783.84 亿元（CAGR 为 66.14%），2017 年资产负债率也达到了 73.14%。

图1： 公司资产负债规模高速扩张



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

图2： 公司营业收入和归母净利润快速增长



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

1.2、 融资环境偏紧导致公司突发债务危机

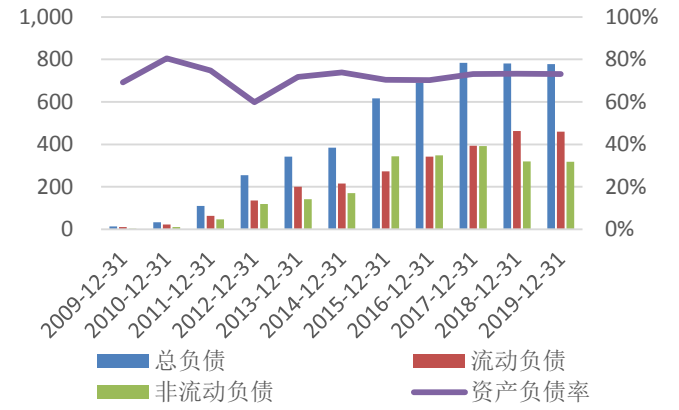
从 2016 年开始，随着内外部环境的转变，政策由以往宽松的货币政策转向稳健中性，货币政策边际收紧，再加上去杠杆的持续影响，金融严监管的深入，信贷市场出现萎缩，融资环境发生了大的转变，企业融资难度和融资成本逐渐上升。

在进入去杠杆、严监管背景下，公司融资环境急剧恶化，再加上公司负债规模

和整体负债率较高，公司流动性出现暂时性困难。2018 年 7 月 5 日，永泰能源发行的 2017 年度第四期短期融资券（债券简称：17 永泰能源 CP004，债券代码：041773004）未能按期进行兑付，构成实质性违约。而 17 永泰能源 CP004 的违约客观触发了公司存续期内其他债券的交叉保护条款，导致公司直接融资渠道关闭，流动性危机出现，从而造成了公司层面的债务危机。

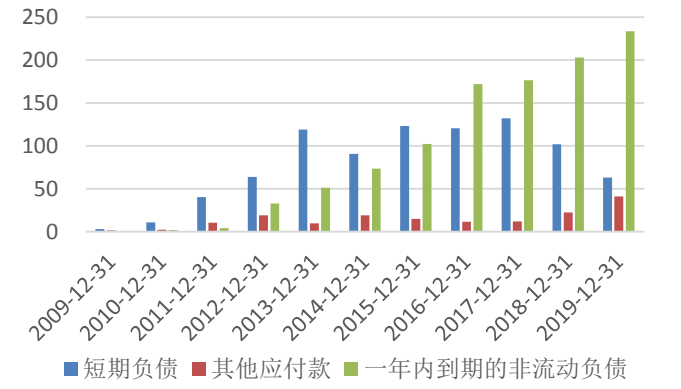
客观来看，目前公司负债规模较大，2019 年公司总负债为 778.10 亿元，流动负债为 460.25 亿元，非流动性负债为 317.85 亿元；流动负债中主要的短期负债为 63.28 亿元，一年内到期的非流动性负债为 233.53 亿元，其他应付款为 41.13 亿元。相对应的，2019 年公司总资产为 1064.85 亿元，净资产规模为 286.75 亿元。

图3： 公司负债规模较大



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

图4： 公司流动负债具体情况



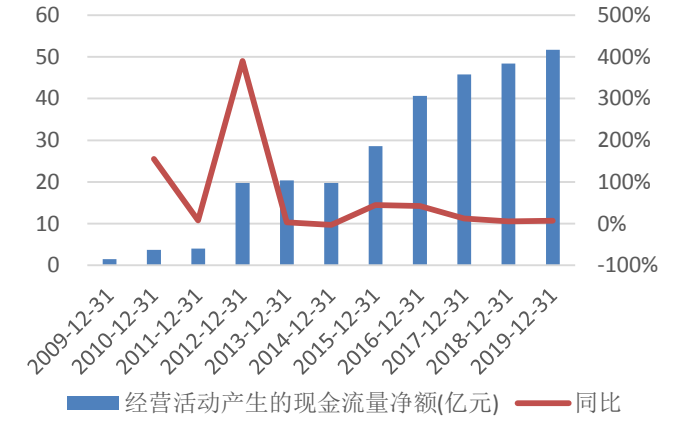
资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

1.3、 公司生产经营稳定，2019 年经营活动现金净流量为 51.69 亿元

从 2018 年 7 月 5 日出现债务违约后，公司正面应对，积极采取各种举措化解风险。在 2018 年 8 月 23 日，债委会就正式成立并迅速开展工作，采取了一系列救助帮扶措施使得公司正常生产经营稳定，较好的保持了公司经营造血能力。

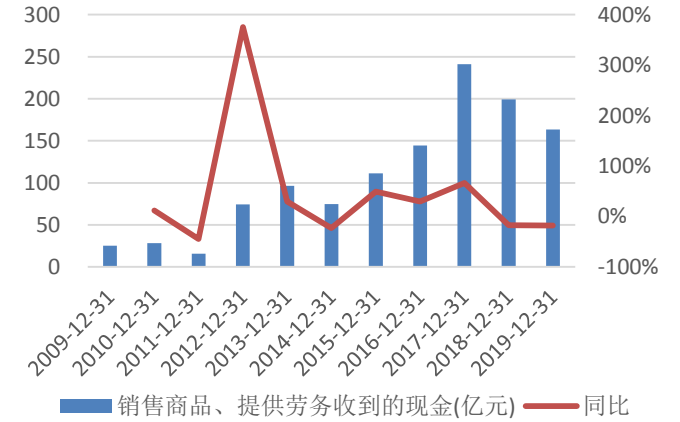
虽然公司遭遇了债务危机，但是公司正常经营并没有停滞，生产经营正常有序，项目建设持续推进。公司经营活动现金净流量逐年上涨，2019 年达到了 51.69 亿元。公司此前规划的重大项目仍然在持续建设，华瀛石化项目于 2019 年 10 月 17 日开展试运营；2020 年 1 月 12 日，南阳电厂 2 台 100 万千瓦燃煤发电机组 1 号机组正式投入商业运营，2 号机组预计于 2020 年年底投运；张家港华晨电力二期 2×40 万千瓦燃机热电联产机组建设进度稳步推进，预计 2020 年下半年投入商运；公司丹阳市的 2 台 10 万千瓦燃机热电联产机组正在加速建设，预计将于 2021 年投产运营。

图5： 公司经营活动现金净流量持续增长



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

图6： 公司正常经营持续稳定，并未停滞



资料来源：Wind，公司公司，新时代证券研究所

1.4、 正面积极应对债务危机，债务重组初步方案为：债转股+债权延期+降财务成本+非核心资产处置

从 2018 年 7 月 5 日出现债务违约后，公司正面应对，积极采取各种举措化解风险。在 2018 年 8 月 23 日，债委会就正式成立并迅速开展工作，采取了一系列救助帮扶措施使得公司正常生产经营稳定，较好的保持了公司经营造血能力。2019 年 3 月，债委会发出纪要明确：在债务重组过渡期内，在公司满足相应条件后，主席团建议各债委会成员按照基准利率水平降低企业财务风险，存量债券票息建议降至基准利率水平，在清偿原拖欠本息后建议免除相应罚息复利。

2019 年 7 月 19 日，债委会主席团成员一致通过永泰能源债务重组初步方案：通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆，结合非核心资产处置变现，调整企业资产负债率至合理水平。2019 年 12 月 30 日的最新消息为债务重组方案正进行完善。

此外，公司还实行了诸多资产出售项目，目的是出售不能产生现金流的资产用来盘活公司存量资产，降低负债率。目前公司首批 238 亿元资产处置项目正在与各意向购买方进行深入沟通。目前已经完成出售的有：珠海东方金桥一期与二期基金基金份额、华能延安电厂 49%股权、张家港青草巷吉君能源有限公司 65%股权、江苏永泰华兴新能源有限公司 100%股权、江苏吉意新能源有限公司 100%股权、江苏吉新电力有限公司 60%股权、山东泰达能源有限公司 100%股权、西藏凯迪新能源开发有限公司 100%股权、西藏华铭实业有限公司 100%股权、贵州新晋泰能源有限公司 100%股权；回笼资金已全部偿还公司债务和补充经营所需资金。

2、 能源领域煤炭、电力和石化三大板块持续发力

随着公司不断发展，目前已经基本形成了能源领域煤炭、电力和石化三大板块的覆盖。煤炭方面，目前公司在产的主焦煤及配焦煤煤矿总产能规模为 975 万吨/

年；电力板块，公司正在运营的发电装机容量 909 万千瓦，规划及在建装机容量 332 万千瓦，总装机容量 1,241 万千瓦；石化板块，华瀛石油化工有限公司所属燃料油调和配送中心及配套码头项目于 2019 年 10 月 17 日开展试运营，将成为公司新的业务增长点。公司从战略布局向煤炭为核心转型出发，巩固实现目标的同时逐步实现由单一煤炭产业向电力、煤炭、石化综合能源企业的转型，目前正在不断加以巩固与发展。

2.1、 煤炭：优质煤炭资源丰富

公司煤炭板块是最早开始发展的核心板块，2009 年公司管理层制定了重点以煤炭业务为主的能源类公司转型的发展战略，随后公司逐步获得华熙矿业控制权，获得山西省煤矿企业兼并重组整合的主体资格，通过华熙矿业整合平台加快兼并重组整合其他地方煤矿，不断扩大公司的优质煤炭资源储备，最后使得公司煤炭资源储备和产能在几年内获得快速扩张，初步实现了战略转型目标。

经过多年的发展，到目前为止，公司的煤炭板块在山西省境内拥有华熙矿业有限公司、灵石银源煤焦开发有限公司、山西康伟集团有限公司三大煤炭主体企业，共计 14 座在产煤矿，且煤炭产品全是优质焦煤及配焦煤，属于稀缺煤种；在山西、陕西、新疆、内蒙古和澳洲境内拥有优质煤炭资源。公司在产能规模上面拥有一定优势，现有在产的主焦煤及配焦煤煤矿总产能规模为 975 万吨/年，拥有的煤炭资源保有储量总计 38.43 亿吨，其中：优质焦煤资源保有储量共计 9.22 亿吨，优质动力煤资源保有储量共计 29.21 亿吨。

表1： 2019 年公司主要煤炭板块资源情况

所属企业	矿区位置	煤种	保有储量（万吨）	对所属企业持股比例
华熙矿业有限公司	山西省灵石县、临汾市、陕西省榆林市、澳大利亚昆士兰州、新疆吉木萨尔县	焦煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、动力煤	197,183.61	100%
灵石银源煤焦开发有限公司	山西省灵石县	焦煤、肥煤	25,492.60	100%
山西康伟集团有限公司	山西省沁源县	焦煤、瘦煤	15,063.93	100%
华晨电力股份公司	陕西省榆林市、内蒙古牙克石市	动力煤	146,599.00	100%
合计			**384,339.14**	

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

表2： 2019 年公司煤炭矿区储量情况

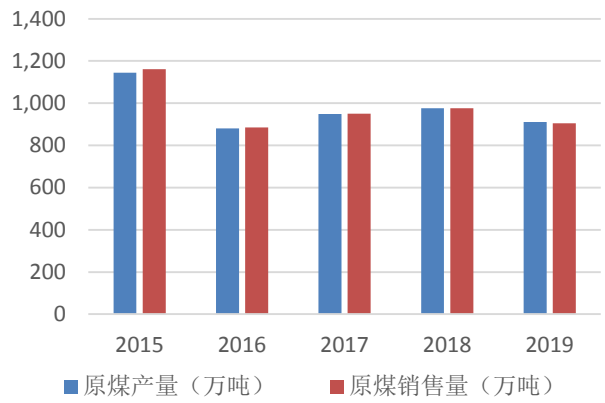
主要矿区	资源储量（吨）	可采储量（吨）
山西地区	922,411,390	634,997,416
陕西地区	1,539,510,000	867,252,200
内蒙地区	321,450,000	227,136,500
新疆地区	273,520,000	150,135,000
澳大利亚	786,500,000	711,804,500
合计	3,843,391,390	2,591,325,616

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

作为公司的核心业务板块之一，煤炭板块给公司持续带来稳定收益，2019 年公司原煤产量为 911.26 万吨，销售量为 904.35 万吨；其中洗精煤产量 286.07 万吨，洗精煤销售量为 284.22 万吨；公司煤炭采选销售收入为 57.51 亿元，毛利为 33.68 亿元。

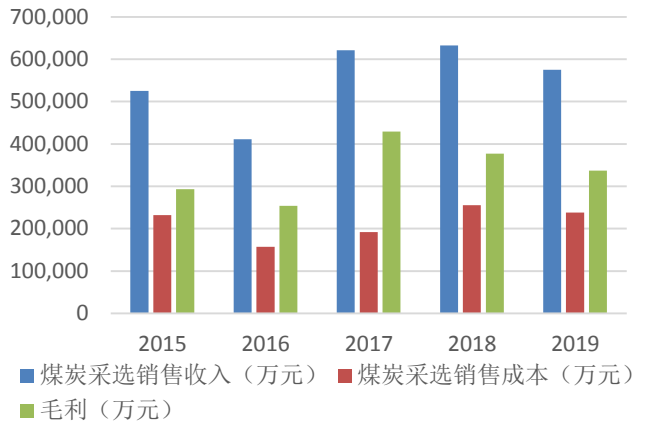
焦煤主要是大量应用于高炉炼铁和有色金属的鼓风炉冶炼，此外还用于铸造、化工、电石和铁合金。焦煤是生产钢铁的一大质料，尤其是优质焦煤，在国内外都属于稀缺资源。从价格方面来看，与动力煤相比，焦煤价格优势明显，低灰、低硫焦煤品种的市场价格较高、销售情况良好，抵抗市场波动能力更强。

图7： 公司原煤产量和销售量稳定在千万吨级别



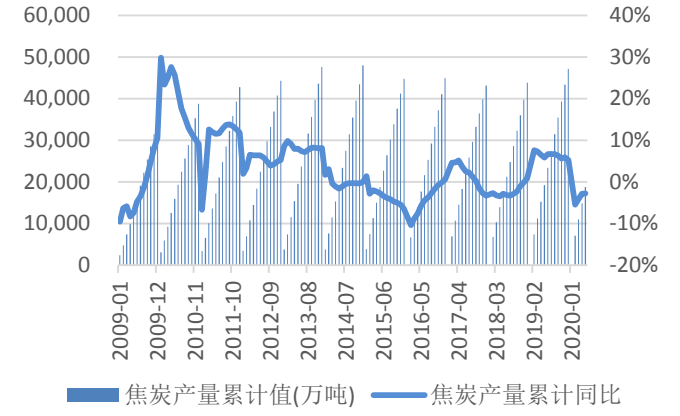
资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

图8： 煤炭板块持续给公司贡献收益



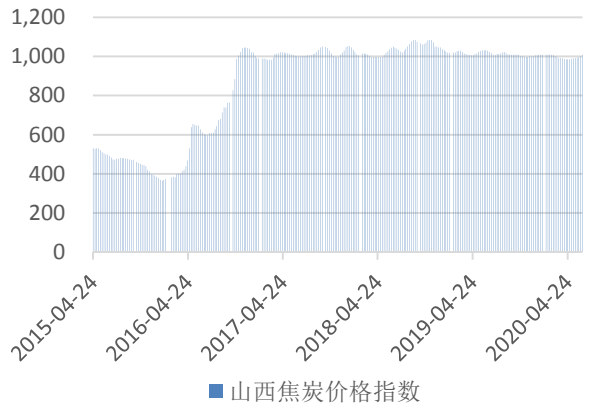
资料来源：Wind，公司公司，新时代证券研究所

图9： 焦煤供需水平长期稳定



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 山西焦煤价格指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 电力：向清洁能源、热电联供拓展

2010 年公司更名为永泰能源股份有限公司，公司规划战略转型向构建煤电一体化产业体系拓展，以煤炭产业为依托，大力推进煤电一体化，陆续筹划建设大型燃煤机组和热电机组。为了加快电力产业布局，公司于 2015 年 3 月公司收购三吉利 53.125%股权，后更名为华晨电力，并在 2016 年 1 月通过竞拍方式取得剩余股权，目前公司持有华晨电力 100%股权。并在 2016 年完成定增募集资金建设张家港沙洲电力二期扩建项目（2×100 万千瓦超超临界燃煤发电机组）和周口隆达电力（2×66 万千瓦超超临界燃煤发电机组）项目。

到目前为止，公司电力业务主要分布在江苏省张家港市、徐州市与河南省新密市、周口市及南阳市，为人口密集、经济发达地区，电厂也为当地主力电厂，电力需求有一定保障。2020 年 1 月 14 日，公司南阳电厂在河南省南阳市内乡县建设的 2 台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目 1 号机组顺利完成了 168 小时连续满负荷试运行，标志着 1 号机组正式投入商业运营。截至目前，公司总装机容量为 1,241 万千瓦，其中运营电力机组装机容量为 909 万千瓦，规划及在建装机容量 332 万千瓦。

表3： 截止 2020 年一季度公司电厂装机情况

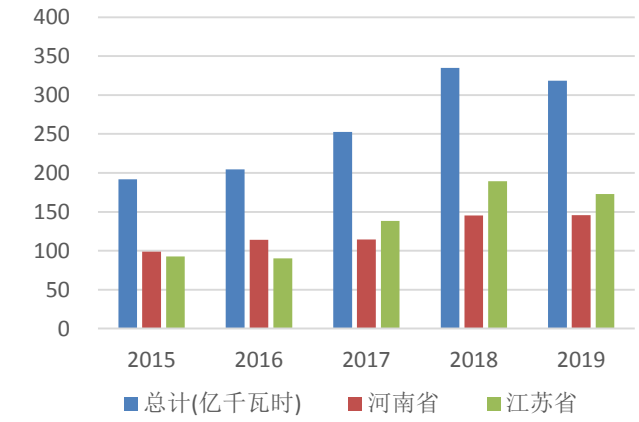
发电企业	装机容量（万千瓦）	机组编号	机组类型
郑州裕中能源有限责任公司	32	1#	燃煤机组
	32	2#	
	103	3#	
	103	4#	
张家港沙洲电力有限公司	63	1#	
	63	2#	
	100	3#	
	100	4#	

发电企业	装机容量（万千瓦）	机组编号	机组类型
周口隆达发电有限公司	66	1#	
	66	2#	
国投南阳发电有限公司	100	1#	
	100	2#（在建）	
江苏永泰发电有限公司	66	1#（规划）	
	66	2#（规划）	
张家港华晨电力有限公司	39	1#	燃气机组
	39	2#	
	40	3#（在建）	
	40	4#（在建）	
丹阳华海电力有限公司	10	1#（施工准备）	
	10	2#（施工准备）	
汝阳三吉利新能源有限公司	3.19		太阳能机组
江苏华晨电力销售有限公司	0.09		太阳能机组
合计	**1,241.28**		

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

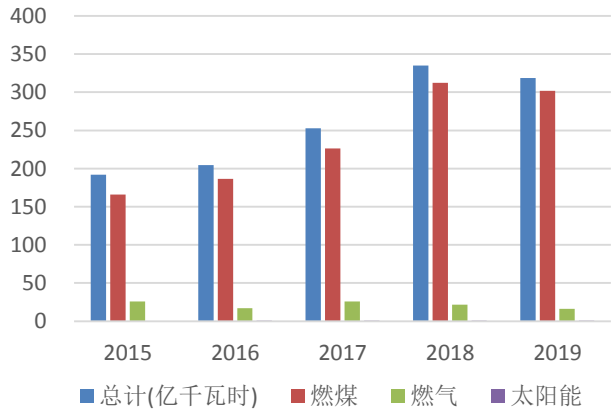
2019 年公司各大电厂合计发电量为 318.64 亿千瓦时，其中燃煤发电 301.65 亿千瓦时，燃气发电 16.40 亿千瓦时，太阳能发电 0.59 亿千瓦时。售电量 302.78 亿千瓦时，电力业务实现销售收入 107.82 亿元。2020 年一季度受疫情影响，全国的用电需求有所下降，但自 4 月份以来，随着疫情逐渐得到控制，政策层面持续推动企业复工复产，用电需求逐渐恢复，目前多个省份的 5 月份用电量已经同比转正，中国经济的内在韧性强劲，新旧动能转换，用电需求在下半年有望恢复正常，2020 年全年用电量同比正增长可期。而且中电联在《中国电力行业年度发展报告 2020》中预计 2020 年全年全社会用电量为 7.38-7.45 万亿千瓦时，同比增长 2%-3%。

图 11： 公司电厂主要分布在江苏和河南省



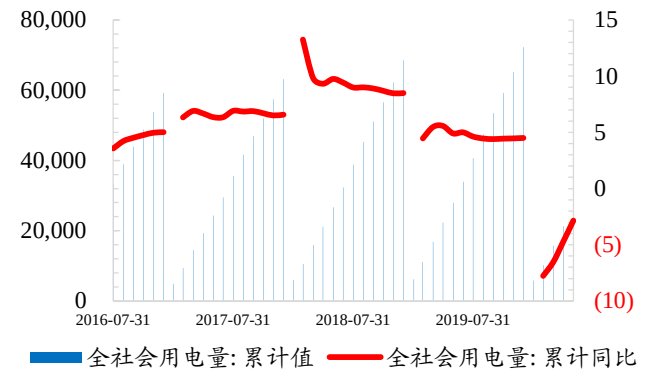
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 12： 公司以煤电为主，发电量呈逐年上涨趋势



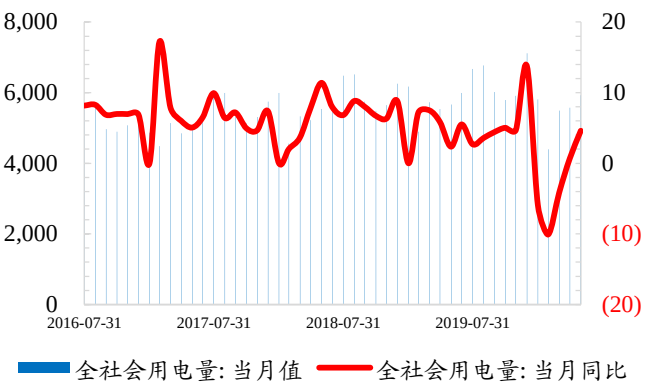
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 全社会用电量正逐步好转



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 全社会用电量逐月上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司电力板块重大项目还在持续推进，预计未来将向清洁能源、热电联供拓展，并逐步开展售电业务。新增装机方面，公司南阳电厂 2 台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目 1 号机组于 2020 年 1 月正式投入商运，2 号机组预计于 2020 年年底投运；张家港华晨电力二期 2×40 万千瓦燃机热电联产机组建设进度稳步推进，预计于下半年投运；公司在丹阳市的 2 台 10 万千瓦燃机热电联产机组正在加速建设，预计将于 2021 年投产运营。

此外，在发电之余公司电厂还利用现有资产，积极开源拓展其他业务。公司在江苏张家港拥有 1 座 5 万吨级和 1 座 10 万吨级的长江煤运码头，拥有 1,000 万吨/年的煤炭货运吞吐能力。一方面充足的煤炭货运能力可以为公司的电力业务发展提供有力支撑，另一方面每年还有约 400 万吨的码头富余能力可充分利用，公司计划充分利用现有的码头，开展码头配煤、囤煤等相关对外业务，建设码头水水中转项目，达到资源综合利用最大化的目的。另外，公司积极开展发电副产品销售，电厂生产过程中产生的副产品粉煤灰等可以作为建材、水泥行业的原材料或添加剂，2019 年沙洲公司 2019 年粉煤灰产量 78 万吨，炉渣 16 万吨、脱硫石膏 28 万吨，发电副产品收入 1.1 亿元（不含税）。

2.3、 石化：项目区域优势明显、项目资质稀缺

2015 年公司通过定增收购华瀛石化进入能源物流仓储行业，再次战略转型，目标是实现能源领域多元化产业发展。2019 年 10 月 17 日，华瀛石化所属燃料油调和配送中心及配套码头项目开始试运行，首艘满载 4.2 万吨燃料油的 5 万吨级油轮，成功靠泊在华瀛石化燃料油调和中心 30 万吨级码头 1 号泊位。项目计划 2020 年下半年完成生产试运行和工程竣工验收，正式投入运营，未来将成为公司新的业务增长点。

华瀛石化项目拥有 1 座 30 万吨级和 3 座 2 万吨级油品码头，项目全部投产后将形成 2,150 万吨/年码头吞吐能力、1,000 万吨/年油品动态仓储能力和 1,000 万吨/年燃料油调和加工能力；项目一期工程建有 10 万立方米油罐 6 座，5 万立方米油罐 8 座，3 万立方米油罐 5 座，总计拥有油品总仓储能力 115 万立方米，其中 109

万立方米为保税油库。项目全部投产后，项目将成为国内最大的船用燃料油调配中心和全国最大规模的民营油品仓储及保税油库之一，具有较强稀缺性和竞争优势。

燃料油调和配送中心库区及码头在大亚湾海域内的惠州港马鞭洲作业区芒洲岛上，占地面积为 46.4 公顷，位于粤港澳大湾区的核心区域（大亚湾石化区是国家重点建设的七大石化产业基地之一）。而且项目距离香港 47 海里、距深圳市中心约 60 公里，拥有珠三角地区唯一的 20.8 米深的深水港航道，可供超大型油轮使用，资源十分稀缺，也是目前广东地区唯一的一座 30 万吨级公用型油码头。区位优势上，一方面可以辐射广东、广西、福建及港澳台等周边地区，满足珠三角及华南地区的燃料油需求，另一方面还将与国际客户接触，能够向国际航行船舶提供保税油的业务，业务发展空间广阔。

3、 积极解决债务问题，力争 2020 年完成债务重组

2018 年 7 月 5 日，债务违约出现后，公司积极应对采取各种举措化解风险。2018 年 8 月 23 日，债委会就正式成立并迅速开展工作，采取了一系列救助帮扶措施使得公司正常生产经营稳定，较好的保存了公司经营造血能力。2019 年 7 月 19 日，债委会主席团成员一致通过公司债务重组初步方案：通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆，结合非核心资产处置变现，调整企业资产负债率至合理水平。

债务重组最新进展显示 2019 年 12 月 30 日，债委会结合前期各方意见，对公司的债务重组方案进行了完善。未来一旦重组方案正式确定和实施，将逐步化解公司的债务问题，有效降低公司的负债规模和财务成本。

3.1、 债转股、债权延期、降低企业财务成本

公司债务重组的初步方案中提到：通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆，结合非核心资产处置变现，调整企业资产负债率至合理水平。其中：债务层面有望通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆。

此前在 2019 年 3 月 22 日，债委会发出纪要明确：在债务重组过渡期内，在公司满足相应条件后，主席团建议各债委会成员按照基准利率水平降低企业财务风险，存量债券票息建议降至基准利率水平，在清偿原拖欠本息后建议免除相应罚息复利。

目前 2019 年公司总负债为 778.10 亿元，流动负债为 460.25 亿元，非流动性负债为 317.85 亿元，2018 年的财务费用为 44.63 亿元，2019 年的财务费用为 38.54 亿元。如果以债转股和债权延期的方式减缓当期债务总额，再加上存量债券票息降至基准利率水平并免除相应罚息复利，公司的负债率有望降至较低水平，而且公司的财务费用有望大幅下降，从而形成良性循环。

3.2、 238 亿元资产出售计划持续推进

2018 年 7 月出现债务危机后，公司为了显著降低资产负债率，于 2018 年 7 月中旬就制定了 238 亿元的资产出售计划，陆续对石化板块、股权投资、金融股权以及部分矿业资源进行处置，目的是出售不能产生现金流的资产用来盘活公司，降低负债率。

表4: 公司 238 亿元资产出售计划详情

序号	项目（对应公司股权）	持股比例	主要资产内容	项目初始出资额（亿元）
1	徐州沛县发电项目			
（1）	江苏永泰发电有限公司股权	100%	2×66 万千瓦电力机组前期等	5.00
（2）	徐州电力有限责任公司股权	44.75%		3.96
2	周口发电项目（周口隆达发电有限公司股权）	100%	2×66 万千瓦新投产电力机组	35.30
3	南阳发电项目（国投南阳发电有限公司权）	51%	2×100 万千瓦在建电力机组	11.13
4	延安发电项目（华能延安发电有限公司股权）	49%	2×66 万千瓦新开工建设电力机组	0.43
5	英国核电项目（毅有限公司股权）	10%	英国欣克利角核电项目权益	8.22
6	陕西亿华矿业项目（陕西亿华矿业开发有限公司股权）	70%	11.45 亿吨优质动力煤资源	40.95
7	惠州石化项目（华瀛石油化工有限公司股权）	100%	1000 万吨油品加工调和项目、1 座 30 万吨级原油码头和 3 座 2 万吨级成品油码头项目、华晨电力股份公司 49%股权等	102.00
8	其他金融投资项目			
（1）	上海润良泰投资基金份额	33.33%		20.30
（2）	珠海东方金桥一期股权投资基金份额	31.25%		3.00
（3）	众惠财险项目（众惠财产相互保险社权益）	23%		2.30
（4）	三峡金石（深圳）股权投资基金份额	18%		3.30
（5）	晋城银行股权	4.07%		2.12
	合计			238.01

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

从债务危机直到 2019 年末，公司已经完成出售的资产有：珠海东方金桥一期股权投资合伙企业（有限合伙）基金份额 3 亿元、珠海东方金桥二期股权投资合伙企业（有限合伙）基金份额 5,000 万元、华能延安发电有限公司 49%股权、三峡金石（武汉）股权投资基金合伙企业（有限合伙）基金份额 8.6 亿元（其中：实缴到位基金份额 2.6 亿元，未实缴基金份额 6 亿元）、山西菩提寺旅游有限公司 100%股权、新投华瀛石油化工（深圳）股份有限公司 3%股权、张家港青草巷吉君能源有限公司 65%股权、江苏永泰华兴新能源有限公司 100%股权、江苏吉意新能源有限

公司 100%股权、山东泰达能源有限公司 100%股权、西藏凯迪新能源开发有限公司 100%股权、江苏吉新电力有限公司 60%股权、西藏华铭实业有限公司 100%股权、贵州新晋泰能源有限公司 100%股权，上述出售资产回笼资金已全部用于偿还公司债务和补充经营所需资金。

值得一提的是公司 238 亿的资产仅为项目初始出资额，实际项目价值有可能更高。2020 年 3 月公司公开挂牌转让公司所属陕西亿华矿业开发有限公司 70%股权，根据 2019 年底的资产评估报告：亿华矿业的净资产评估价值为 107.75 亿元，按照其 70%股权对应的净资产评估价值应为 75.43 亿元。后续公司还将加大资产出售力度，如果公司顺利完成计划的资产出售，将回收大量资金用于偿还公司债务，最大限度化解公司债务问题。

4、 关键假设和盈利预测：假设 2020 年底之前成功完成债务重组

公司目前贡献利润的板块主要为煤炭和电力，债务重组最新进展显示 2019 年 12 月 30 日，债委会结合前期各方意见，对公司的债务重组方案进行了完善。综合方案为通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆，结合非核心资产处置变现，调整企业资产负债率至合理水平。未来一旦重组方案正式确定和实施，将逐步化解公司的债务问题，有效降低公司的负债规模和财务成本。我们假设公司 2020 年底之前成功完成债务重组。

公司 2020 年的经营目标为：在全力推进债务重组的同时，加大资产处置力度，进一步精干能源主业。公司全年计划发电量 349 亿千瓦时、煤炭产量 900 万吨、煤炭销售量 900 万吨，预计煤炭单位成本 265 元/吨；全年预计实现营业收入 210 亿元。

所以，我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 213.7、220.1、226.7 亿元，对应的增速分别为 0.9%、3.0%、3.0%。

表5： 财务预测的关键假设

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
电力	营业收入（万元）	1108168.6	1078186.4	1159352.2	1194132.8	1229956.8
	YOY（%）	34.5%	-2.7%	7.5%	3.0%	3.0%
	毛利（万元）	180535.5	246440.6	282418.2	290890.7	299617.5
	毛利率（%）	16.3%	22.9%	24.4%	24.4%	24.4%
煤炭	营业收入（万元）	653509.5	591043.2	583740.0	612927.0	643573.3
	YOY（%）	-20.2%	-9.6%	-1.2%	5.0%	5.0%
	毛利（万元）	377178.2	337134.0	332965.3	349613.6	367094.2
	毛利率（%）	57.7%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%
石化贸易	营业收入（万元）	334497.8	305553.7	290276.1	290276.1	290276.1
	YOY（%）	-38.4%	-8.7%	-5.0%	0.0%	0.0%

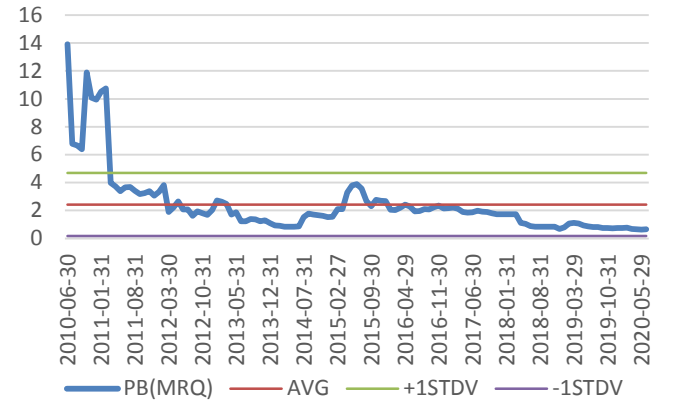
	毛利（万元）	2899.2	3440.0	3280.1	14513.8	29027.6
	毛利率（%）	0.9%	1.1%	1.1%	5.0%	10.0%
其他主营业务	营业收入（万元）	105226.9	103595.2	103595.2	103595.2	103595.2
	YOY（%）	163.3%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利（万元）	1897.7	1538.5	1543.6	1543.6	1543.6
	毛利率（%）	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
其他	营业收入（万元）	31325.1	40317.0	40317.0	40317.0	40317.0
	YOY（%）	134.1%	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利（万元）	29859.3	37652.1	37652.1	37652.1	37652.1
	毛利率（%）	95.3%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%
合计	营收（万元）	2232727.8	2118695.6	2136963.5	2200931.0	2267401.4
	YOY（%）	-0.3%	-5.1%	0.9%	3.0%	3.0%
	毛利（万元）	592369.9	626205.1	657859.2	694213.7	734934.9
	毛利率（%）	26.5%	29.6%	30.8%	31.5%	32.4%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、 估值分析

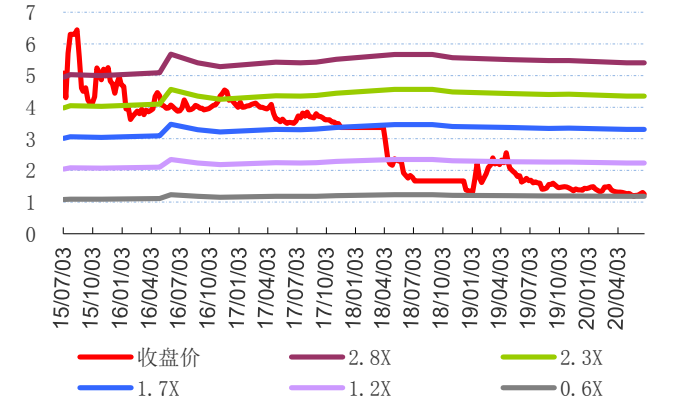
自从永泰能源债务危机以来，估值就不断下降，公司近 10 年的历史 PB(MRQ)均值为 2.4，而目前 2020 年 6 月 24 日 PB(MRQ)仅为 0.66，远低于历史估值中枢。随着公司债务重组方案的推进和非核心资产处置加速，如果能在 2020 年内完成债务重组彻底解决债务问题，我们预计公司有预期差，有望实现估值修复。

图15： 永泰能源历史 PB(MRQ)估值变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 永泰能源 PB-band



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表6： 可比公司估值情况

代码	简称	总市值(亿元)	EPS				PB(MRQ)	ROE(%)
			2019	2020E	2021E	2022E		
601088.SH	中国神华	2919.8	2.17	2.02	2.09	2.15	0.81	12.73
000937.SZ	冀中能源	107.8	0.26	0.19	0.21	0.27	0.52	4.47
000983.SZ	西山煤电	152.8	0.54	0.39	0.42	0.45	0.72	8.50
600121.SH	郑州煤电	22.5	-0.76	-0.42	0.10	0.19	0.86	-30.07
600348.SH	阳泉煤业	102.7	0.71	0.57	0.68	0.71	0.60	7.78
601001.SH	大同煤业	65.4	0.54	0.45	0.48	0.52	0.96	15.06
601225.SH	陕西煤业	726.0	1.18	1.02	1.09	1.14	1.19	21.38
601699.SH	潞安环能	175.0	0.80	0.71	0.78	0.83	0.67	9.74
601991.SH	大唐发电	392.3	0.03	0.10	0.11	0.15	0.93	1.85
600795.SH	国电电力	363.5	0.09	0.19	0.23	0.29	0.72	3.57
600027.SH	华电国际	337.3	0.29	0.44	0.52	0.56	0.73	6.00
600157.SH	永泰能源	155.3	0.01	0.04	0.04	0.04	0.66	0.59

资料来源：Wind，新时代证券研究所（注：数据时间为 2020 年 6 月 24 日收盘价，永泰能源采用新时代公用环保团队预测，其他公司使用 wind 一致预期）

从可比公司的角度来看，公司 2020 年 6 月 24 日的 PB（MRQ）要低于大部分 A 股可比上市公司。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.03、0.04 和 0.04 元，当前股价对应 PE 分别为 44.2、32.2、28.3 倍。公司优质煤炭资源丰富，电力向清洁能源、热电联供拓展，石化板块项目区域优势明显、项目资质稀缺，债务重组初步方案为通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆，结合非核心资产处置变现，调整企业资产负债率至合理水平。考虑债务重组尚未落地，首次覆盖给予“中性”评级。

6、 风险提示

债务重组失败，煤价大幅下跌，项目建设不及预期，石化项目盈利不及预期，融资环境恶化

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**9924**	**8330**	**11238**	**14252**	**17437**
现金	2825	1406	3431	7023	9183
应收票据及应收账款合计	2798	2884	2847	3055	3026
其他应收款	2065	1804	2098	1921	2220
预付账款	1394	711	1559	701	1667
存货	615	824	602	851	640
其他流动资产	227	701	701	701	701
非流动资产	**96605**	**98155**	**90335**	**86904**	**84156**
长期投资	3531	2837	2001	1164	327
固定资产	26894	26626	26577	26466	26439
无形资产	51079	50804	45244	42683	40123
其他非流动资产	15100	17887	16513	16591	17267
资产总计	**106529**	**106485**	**101573**	**101156**	**101594**
流动负债	**46196**	**46025**	**31922**	**31664**	**33927**
短期借款	10190	6328	7500	5500	5000
应付票据及应付账款合计	4065	4528	3988	4687	4220
其他流动负债	31941	35168	20434	21476	24707
非流动负债	**31883**	**31785**	**40277**	**39159**	**36242**
长期借款	23944	25086	32069	32052	30034
其他非流动负债	7939	6699	8208	7108	6208
负债合计	**78079**	**77810**	**72199**	**70823**	**70169**
少数股东权益	4345	4885	5233	5710	6252
股本	12426	12426	12426	12426	12426
资本公积	9276	9306	9306	9306	9306
留存收益	2736	2743	3442	4401	5492
归属母公司股东权益	24105	23790	24141	24623	25172
负债和股东权益	**106529**	**106485**	**101573**	**101156**	**101594**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**4839**	**5169**	**5115**	**6158**	**5657**
净利润	159	279	698	959	1092
折旧摊销	2096	1686	2325	2436	2553
财务费用	4463	3854	2948	2481	2317
投资损失	-698	2	-23	-23	-23
营运资金变动	-1517	-639	-822	320	-261
其他经营现金流	336	-14	-10	-15	-20
投资活动现金流	**-5714**	**-1702**	**5530**	**1033**	**238**
资本支出	2752	2416	-6985	-2596	-1913
长期投资	-4425	306	837	837	837
其他投资现金流	-7386	1020	-618	-726	-839
筹资活动现金流	**-2426**	**-4848**	**-8619**	**-3599**	**-3734**
短期借款	-3003	-3862	1172	-2000	-500
长期借款	-7706	1142	6983	-17	-2017
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-125	29	0	0	0
其他筹资现金流	8409	-2158	-16774	-1581	-1217
现金净增加额	**-3278**	**-1382**	**2025**	**3592**	**2161**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**22327**	**21187**	**21370**	**22009**	**22674**
营业成本	16404	14925	14791	15067	15470
营业税金及附加	529	523	528	544	560
营业费用	112	179	181	186	192
管理费用	823	776	783	806	830
研发费用	145	168	169	174	179
财务费用	4463	3854	2948	2481	2317
资产减值损失	-80	0	-40	-20	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	5	58	58	58	58
投资净收益	698	-2	23	23	23
营业利润	**648**	**870**	**2102**	**2867**	**3257**
营业外收入	5	7	7	7	7
营业外支出	33	59	59	59	59
利润总额	**621**	**819**	**2051**	**2816**	**3206**
所得税	461	540	1353	1857	2114
净利润	**159**	**279**	**698**	**959**	**1092**
少数股东损益	93	139	347	477	543
归属母公司净利润	**66**	**140**	**351**	**482**	**549**
EBITDA	4937	4661	5720	6236	6579
EPS（元）	0.01	0.01	0.03	0.04	0.04

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-0.3	-5.1	0.9	3.0	3.0
营业利润(%)	-43.1	34.3	141.5	36.4	13.6
归属于母公司净利润(%)	-89.1	112.6	150.4	37.3	13.8
获利能力					
毛利率(%)	26.5	29.6	30.8	31.5	31.8
净利率(%)	0.3	0.7	1.6	2.2	2.4
ROE(%)	0.6	1.0	2.4	3.2	3.5
ROIC(%)	1.0	1.3	1.6	1.9	2.1
偿债能力					
资产负债率(%)	73.3	73.1	71.1	70.0	69.1
净负债比率(%)	206.9	207.0	175.9	154.8	138.0
流动比率	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
速动比率	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	5.3	7.5	7.5	7.5	7.5
应付账款周转率	4.0	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.01	0.03	0.04	0.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	0.54	0.41	0.50	0.46
每股净资产(最新摊薄)	1.94	1.91	1.94	1.98	2.03
估值比率					
P/E	235.6	110.8	44.2	32.2	28.3
P/B	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	15.9	17.1	12.7	10.9	9.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015 年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017 年加入新时代证券，现任公用环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕筱琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/