仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

煤炭

2026 年 10 月 27 日

中国神华 (601088)

——自产煤盈利改善，煤价中枢抬升有望增厚业绩

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

历史市场数据	2026 年 10 月 26 日
收盘价（元）	50.15
一年内最高/最低（元）	51.94/38.73
市净率	2.4
股息率%（分红/股价）	5.96
流通 A 股市值（百万元）	849,977
上证指数/深证成指	3,697.52/11,534.38

注："股息率"以最近一年已公布分红计算

历史基础数	2026 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	20.50
资产负债率%	40.83
总股本/流通 A 股(百万)	21,689/16,949
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

历史股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师
严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司于 2026 年 10 月 23 日发布 2026 年第三季度报告。26 年前三季度，公司实现营业收入 2,960.31 亿元，同比增长 8.97%；归母净利润 444.03 亿元，同比增长 3.79%；扣非归母净利润 428.08 亿元，同比增长 10.60%；基本每股收益 2.062 元/股。单季度看，26Q3 归母净利润 156.88 亿元，同比增长 3.23%。业绩符合预期。
- **煤价上涨，煤炭板块利润增长。**26 年前三季度，公司商品煤产量 3.819 亿吨，同比下降 2.30%；煤炭总销量 4.606 亿吨，同比增长 0.13%；自产煤销量 3.761 亿吨，同比下降 3.12%；测算综合均价 408.60 元/吨，同比增长 4.03%；吨销售成本 235.27 元/吨，同比下降 1.68%；吨毛利 173.33 元/吨，同比增长 12.94%；毛利率 42.42%，同比提升 3.35 个百分点。单季度看，26Q3 自产煤销量 1.318 亿吨，同比下降 2.73%；测算综合均价 416.54 元/吨，同比增长 10.19%；吨毛利 181.91 元/吨，同比增长 35.06%。
- **发售电量同比增长，发电分部毛利率回落。**26 年前三季度，总发电量 217.52 十亿千瓦时，同比增长 2.34%；总售电量 203.68 十亿千瓦时，同比增长 2.22%。发电分部实现营业收入 824.10 亿元，同比增长 3.93%；营业成本 713.80 亿元，同比增长 10.23%；毛利 110.30 亿元，同比下降 24.14%；毛利率 13.38%，同比下降 4.95 个百分点。综合售电价 0.370 元/千瓦时，同比增长 0.54%；单位售电成本 0.3375 元/千瓦时（含售热），同比增长 8.14%，主要因燃煤采购价格上涨。26Q3 总发电量 80.88 十亿千瓦时，同比下降 2.71%、环比增长 23.22%；总售电量 75.60 十亿千瓦时，同比下降 2.93%、环比增长 23.21%；平均利用小时 1,153 小时，同比下降 13.24%；综合售电价 0.371 元/千瓦时，同比增长 2.77%。按合并抵销前数据测算，发电分部利润总额 20.31 亿元，同比下降 63.02%。
- **财务费用增长，期间费用小幅增加。**26 年前三季度，公司期间费用 159.99 亿元，同比增长 2.05%；其中财务费用 23.99 亿元，同比增长 49.84%，主要因存款规模下降带来利息收入减少、借款规模增长带来利息支出增加。
- **重点项目持续推进，煤化工布局进一步完善。**前三季度清远二期 4 号、定州三期 5—6 号、沧东三期 5—6 号机组建成投运。10 月公司拟以 6.18 亿元收购新疆煤制气公司 50%股权，完成后将全资持有该公司；准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目计划 2027 年底投料试车。
- **高股息奠定公司长期投资价值。**26 年中期股息每股 0.98 元（含税），合计 212.56 亿元，分红率 74.0%，A 股现金红利发放日为 10 月 26 日。假设 26 年维持 25 年 79.1%的分红率，按 26 年预测归母净利润 617.98 亿元、10 月 26 日收盘价 50.15 元测算，26 年 A 股股息率预计 4.49%。
- **投资分析意见：**考虑资产注入并表及煤炭经营改善，维持 26—28 年归母净利润预测 617.98、649.06、672.74 亿元，EPS 分别为 2.85、2.99、3.10 元，按 10 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 18、17、16 倍。公司一体化运营业绩稳健，且兼具高股息属性，我们维持公司"买入"评级。
- **风险提示：**宏观经济超预期下滑，下游需求大幅下滑，公司产品售价大幅下降。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1-3	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	294,916	296,031	407,165	416,568	427,330
同比增长率（%）	-13.2	9.0	38.1	2.3	2.6
归母净利润（百万元）	52,849	44,403	61,798	64,906	67,274
同比增长率（%）	-5.3	3.8	16.9	5.0	3.6
每股收益（元/股）	2.66	2.06	2.85	2.99	3.10
毛利率（%）	35.1	35.0	36.1	35.8	35.8
ROE（%）	12.9	10.0	11.7	11.9	11.9
市盈率	21		18	17	16

注："净资产收益率"为摊薄后归属于母公司所有者的 ROE。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

1．煤炭分部毛利增长，煤化工扭亏

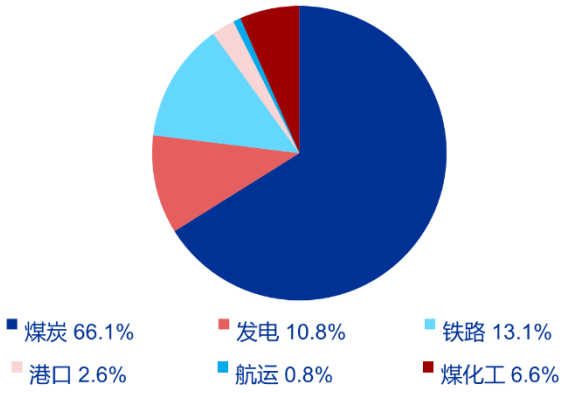
公司于 2026 年 10 月 23 日发布 2026 年第三季度报告。26 年前三季度，公司实现营业收入 2,960.31 亿元，同比增长 8.97%；归母净利润 444.03 亿元，同比增长 3.79%；扣非归母净利润 428.08 亿元，同比增长 10.60%；基本每股收益 2.062 元/股。单季度看，26Q3，公司实现营业收入 1,066.93 亿元，同比增长 10.88%；归母净利润 156.88 亿元，同比增长 3.23%；扣非归母净利润 159.13 亿元，同比增长 10.57%。业绩低于我们预期，电力业务盈利下滑拖累整体业绩增速。

资产注入完成并表，业务规模进一步扩大。公司完成国家能源集团及其子公司所持 12 家标的公司相关股权收购，业务涵盖煤炭、电力、煤化工及运输等领域。其中，国源电力等 11 家纳入合并范围，晋神能源作为联营企业核算。另拟以 6.18 亿元收购新疆煤制气公司 50%股权。

从各业务分部看，按合并抵销前数据，26 年前三季度，煤炭分部实现营业收入 2,111.40 亿元，同比增长 6.64%；营业成本 1,438.42 亿元，同比增长 6.43%；毛利 672.98 亿元，同比增长 7.09%；毛利率 31.87%，同比提升 0.13 个百分点。煤炭平均售价增长带动收入增加，外购煤销量及采购价格增长推高成本。发电分部实现营业收入 824.10 亿元，同比增长 3.93%；营业成本 713.80 亿元，同比增长 10.23%；毛利 110.30 亿元，同比下降 24.14%；毛利率 13.38%，同比下降 4.95 个百分点。燃煤采购价格上涨，成本增速高于收入。

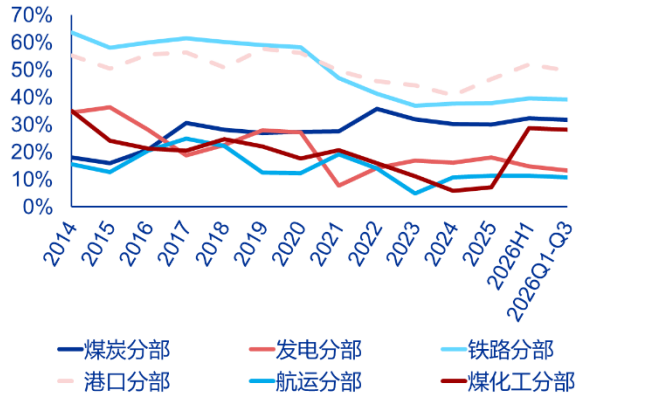
运输板块中，铁路、港口及航运分部合计实现营业收入 469.48 亿元，同比增长 5.37%；毛利 167.90 亿元，同比增长 4.00%。煤化工分部实现扭亏，营业收入 237.39 亿元，同比增长 50.05%；毛利 66.83 亿元，毛利率 28.15%，同比提升 20.48 个百分点；利润总额 31.01 亿元，上年同期亏损 9.18 亿元。产品销量及平均售价上涨，带动煤化工盈利改善。单季度看，26Q3 煤化工分部利润总额 9.69 亿元，同比增利 15.49 亿元。

图 1：前三季度各业务板块毛利占比（%）



资料来源：公司三季报，申万宏源研究；合并抵销前

图 2：各业务分部毛利率（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

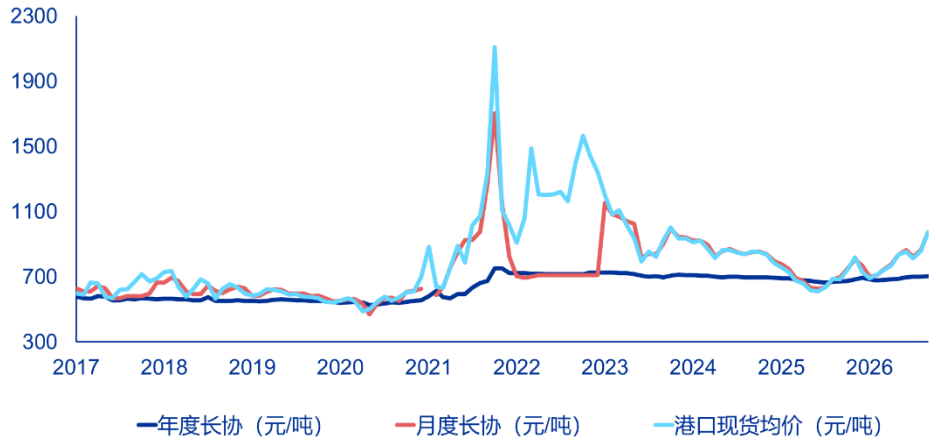
2．自产煤销量下降，吨毛利改善

26 年前三季度，公司自产煤售价上涨、吨销售成本下降，吨毛利同比改善。商品煤产量 3.819 亿吨，同比下降 2.30%；煤炭总销量 4.606 亿吨，同比增长 0.13%；自产煤销量 3.761 亿吨，同比下降 3.12%。按合并抵销前数据测算，自产煤综合平均售价 408.60 元/吨，同比增长 4.03%；吨销售成本 235.27 元/吨，同比下降 1.68%；吨毛利 173.33 元/吨，同比增长 12.94%；毛利率 42.42%，同比提升 3.35 个百分点。自产动力煤、自产炼焦煤售价分别为 401 元/吨、795 元/吨。自产煤单位生产成本 157.5 元/吨，同比下降 3.90%，主要因材料燃料动力、人工等成本下降。

单季度看，26Q3 自产煤销量 1.318 亿吨，同比下降 2.73%；综合均价 416.54 元/吨，同比增长 10.19%；吨销售成本 234.63 元/吨，同比下降 3.58%；吨毛利 181.91 元/吨，同比增长 35.06%。售价上涨、吨销售成本下降带动自产煤毛利增长 31.37%。

长协销量和均价增长，销量占比提升。26 年前三季度，电煤中长期销量 3.114 亿吨，同比增长 3.63%；占集团煤炭总销量 67.6%，同比提升 2.30 个百分点；平均售价 361 元/吨，同比增长 3.44%。

图 3：公司煤炭销售高比例长协定价（元/吨）



资料来源：煤炭市场网，公司公告，申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：中国神华煤炭销售价格（元/吨）

指标	2025 前三季重述	2026 前三季	同比
自产动力煤	389	401	3.08%
其中：电煤中长期	349	361	3.44%
其他动力煤	540	614	13.70%
自产炼焦煤	599	795	32.72%
外购煤	547	621	13.53%
集团煤炭平均售价	417	448	7.43%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司煤炭季度经营数据（亿吨）

指标	2025Q2 重述	2025Q3 重述	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q3 环比	2026Q3 同比
商品煤产量	1.286	1.317	1.249	1.250	1.320	5.60%	0.23%
煤炭总销量	1.493	1.651	1.481	1.521	1.604	5.46%	-2.85%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2025 年同期采用重述数据。

表 3：公司自产煤业务经营数据（亿吨，亿元，元/吨，%）

指标	2025 前三季重述	2026 前三季	同比
自产煤销量（亿吨）	3.882	3.761	-3.12%
自产煤收入（亿元）	1524.76	1536.76	0.79%
自产煤成本（亿元）	928.97	884.86	-4.75%
自产煤毛利（亿元）	595.79	651.90	9.42%
自产煤综合售价（元/吨）	392.78	408.60	4.03%
自产煤吨销售成本（元/吨）	239.30	235.27	-1.68%
自产煤吨毛利（元/吨）	153.48	173.33	12.94%
自产煤毛利率（%）	39.07	42.42	3.35 个百分点
单季度指标	**2025Q3 重述**	**2026Q3**	**同比**
自产煤销量（亿吨）	1.355	1.318	-2.73%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：中国神华煤炭长协销售及占比（亿吨，%，元/吨）

指标	2025 前三季重述	2026 前三季	同比/变动
电煤中长期销量（亿吨）	3.005	3.114	3.63%
占集团煤炭总销量（%）	65.3	67.6	2.3 个百分点
平均售价（元/吨）	349	361	3.44%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

3．发售电量增长，发电分部毛利率回落

发售电量同比增长，发电分部毛利率回落。26 年前三季度，公司总发电量 217.52 十亿千瓦时，同比增长 2.34%；总售电量 203.68 十亿千瓦时，同比增长 2.22%。发电分部实现营业收入 824.10 亿元，同比增长 3.93%；营业成本 713.80 亿元，同比增长 10.23%；毛利 110.30 亿元，同比下降 24.14%；毛利率 13.38%，同比下降 4.95 个百分点。综合售电价 0.370 元/千瓦时，同比增长 0.54%；单位售电成本 0.3375 元/千瓦时（含售热），同比增长 8.14%。售电量及平均售价增长带动收入增加，燃煤采购价格上升推高成本，毛利率回落。期末装机容量 7,208 万千瓦；平均利用小时 3,101 小时，同比下降 8.74%。

单季度看，26Q3 总发电量 80.88 十亿千瓦时，同比下降 2.71%、环比增长 23.22%；总售电量 75.60 十亿千瓦时，同比下降 2.93%、环比增长 23.21%。电量环比回升，盈利同比仍承压：发电分部毛利 32.84 亿元，同比下降 52.34%；利润总额 20.31 亿元，同比下降 63.02%。平均利用小时 1,153 小时，同比下降 13.24%；综合售电价 0.371 元/千瓦时，同比增长 2.77%。

表 5：公司发电季度经营数据（十亿千瓦时）

指标	2025Q2 重述	2025Q3 重述	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q3 环比	2026Q3 同比
总发电量	63.37	83.13	71.00	65.64	80.88	23.22%	-2.71%
总售电量	59.37	77.88	66.72	61.36	75.60	23.21%	-2.93%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2025 年同期采用重述数据。

表 6：公司发电业务经营数据（亿元，元/千瓦时，万千瓦，小时，%）

指标	2025 前三季重述	2026 前三季	同比
发电分部收入（亿元）	792.97	824.10	3.93%
发电分部成本（亿元）	647.58	713.80	10.23%
发电分部毛利（亿元）	145.39	110.30	-24.14%
综合售电价（元/千瓦时）	0.368	0.370	0.54%
单位售电成本（含售热）（元/千瓦时）	0.3121	0.3375	8.14%
发电分部毛利率（%）	18.33	13.38	-4.95 个百分点
期末装机容量（万千瓦）	—	7208	—
平均利用小时（小时）	3398	3101	-8.74%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4．货币资金较为充裕，中期分红实施

资本开支方面，26H1 公司完成资本开支 232.90 亿元，全年修订计划 559.87 亿元，完成率 41.6%。煤炭业务资本开支 62.71 亿元。截至 6 月末，新街一井二井 8 条井筒套壁完成总形象进度的 80%；塔然高勒北部大巷掘进超过 50%；玻璃沟煤矿井底车场及硐室进度超过 80%；红沙泉二号露天矿矿建工程、地面生产系统已建成。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

发电业务上半年资本开支 116.54 亿元。前三季度清远二期 4 号、定州三期 5—6 号、沧东三期 5—6 号机组建成投运，新机组投运等因素新增装机 376.4 万千瓦。

运输业务上半年资本开支 22.89 亿元，用于东月铁路、铁路线扩能改造及黄骅港五期等建设，其中铁路 12.86 亿元、港口 10.02 亿元、航运 0.01 亿元。煤化工业务资本开支 29.01 亿元；截至 6 月末，包头煤制烯烃升级示范项目、榆林循环经济煤炭综合利用二阶段工程的工程进度分别为 29%、2%。其他业务资本开支 1.75 亿元。

表 7：2026 年资本支出计划及上半年完成情况（亿元）

项目	2026 年修订计划	2026H1 完成	完成率
煤炭业务	153.45	62.71	40.9%
发电业务	215.22	116.54	54.1%
运输业务	91.96	22.89	24.9%
其中：铁路	71.12	12.86	18.1%
港口	20.80	10.02	48.2%
航运	0.04	0.01	25.0%
煤化工业务	91.48	29.01	31.7%
其他	7.76	1.75	22.6%
合计	559.87	232.90	41.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

货币资金较为充裕。2026 年 9 月末，公司货币资金 1,331.74 亿元，较 2025 年末重述减少 78.39 亿元；其他流动资产 85.38 亿元，其他权益工具投资 72.14 亿元。

表 8：公司持有金融资产和货币资金规模（亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年末重述	2026Q3 末
货币资金	1,274.6	1,628.9	1,705.0	1,499.9	1,424.2	1,410.1	1,331.74
其他流动资产	96.4	83.1	66.6	72.8	76.4	98.9	85.38
债权投资	4.0	4.0					
交易性金融资产						-*	0.00
其他权益工具投资	18.5	21.7	23.9	24.9	27.9	69.4	72.14
合计	1,393.4	1,737.7	1,795.5	1,597.5	1,528.4	1,578.4	—

资料来源：公司公告，申万宏源研究

股东回报方面，公司延续中期分红安排。根据 2025—2027 年度股东回报规划，在符合《公司章程》规定的情形下，每年现金分红金额不少于当年归母净利润的 65%。26 年中期现金股息每股 0.98 元（含税），合计 212.56 亿元，占上半年归母净利润的 74.0%；A 股股权登记日为 10 月 23 日，除息及现金红利发放日为 10 月 26 日。假设公司 26 年维持 25 年 79.1%的分红率，按 26 年预测归母净利润 617.98 亿元、10 月 26 日收盘价 50.15 元测算，26 年 A 股股息率预计 4.49%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	339,788	294,916	407,165	416,568	427,330
其中：营业收入	339,788	294,916	407,165	416,568	427,330
减：营业成本	223,923	191,465	260,195	267,635	274,356
减：税金及附加	18,217	16,978	27,687	28,327	29,058
主营业务利润	97,648	86,473	119,283	120,606	123,916
减：销售费用	574	527	949	971	996
减：管理费用	10,924	11,380	14,996	15,296	15,602
减：研发费用	2,740	2,854	2,999	3,059	3,120
减：财务费用	382	445	3,570	3,000	2,472
经营性利润	83,028	71,267	96,769	98,280	101,726
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-131	-4	-140	-92	-79
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1,132	-191	-1,671	594	-423
加：投资收益及其他	5,317	4,460	3,952	4,128	4,246
营业利润	87,082	75,532	98,911	102,911	105,470
加：营业外净收入	-4,154	3,807	-1,513	-620	558
利润总额	82,928	79,339	97,398	102,291	106,028
减：所得税	16,929	16,556	21,105	22,160	22,974
净利润	65,999	62,783	76,293	80,131	83,054
少数股东损益	10,194	9,934	14,496	15,225	15,780
归属于母公司所有者的净利润	55,805	52,849	61,798	64,906	67,274

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2025A 为重述前数据

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster