

煤炭 II

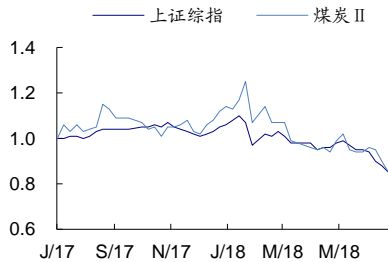
煤炭行业 2018 年中期投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 07 月 17 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《煤炭行业二季度投资策略: 煤价上涨带动反弹, 看好转型成长煤炭股》——2018-05-01  
 《煤炭行业 2018 年 3 月投资策略: 经济向好超预期, 焦煤旺季行情可期》——2018-03-16  
 《2018 年煤炭投资策略: 限产催化周期, 盈利估值双提升可期》——2017-12-20  
 《煤炭行业 2017 年中报前瞻: 中期业绩有望好于预期, 看好龙头焦煤股》——2017-07-21  
 《煤炭 2017 年下半年策略: 周期趋势下行, 聚焦龙头优势企业 (PPT)》——2017-07-17

证券分析师: 王政

电话: 0755-81981807  
 E-MAIL: wangzheng2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

旺季煤价看涨, 降准利好煤炭

● 预计煤价旺季将上涨, 明后年向合理区间回归

2018 年前 5 月煤炭需求增速为 5% 大于产量增速 4%, 5 月煤炭全社会库存为 1.46 亿吨, 比 2017 年底下降了 0.42 亿吨, 表明当下煤炭供需仍紧张。短期需求较强, 主要受地产投资拉动以及极端天气的影响。

预计 2018-2020 年煤炭需求同比增速分别为 3%、1%、2%, 需求量分别增加 1.15、0.40、0.80 亿吨, 预计 2018-2020 年煤炭产量同比增速分别为 2.8%、3.6%、4.0%, 产量分别增加 1.0、1.3、1.5 亿吨, 预计 2018-2020 年库存将增加 -0.56、0.04、0.74 亿吨。假设爆发中美贸易战对美出口减少 1000 亿美元商品, 预计每年煤炭需求将下降 1% 约 4000 万吨。

今年下半年煤炭仍供需紧张, 夏季和冬季煤炭旺季煤价有望上涨, 预计 2019 年 -2020 年煤炭供需将由紧向松转变, 煤价将向绿色区间 500-570 元回归。

● 降准利好煤炭, 板块有望获超额收益

2018 年 4 月 17 日、6 月 24 日央行分别公告降准, 迎来 2000 年以来第四轮降准周期。前三轮降准周期最少有三次降准, 我们预计未来至少仍有一次降准。前三轮降准周期开始之初上证指数均有下跌, 但随后均出现反弹。反弹的原因我们认为降准有利于无风险利率下行以及对未来经济预期提振。煤炭股基本跟随上证指数, 且都有超额收益, 因为煤炭股对流动性变化更敏感和受益。

2018 年 4 月 17 日降准以来上证指数和煤炭股均出现下跌, 我们预计在中美贸易战悲观预期释放后, 在降准的利好作用下, 上证指数和煤炭股均有望迎来反弹。煤炭股仍有望获得超额收益。

● 估值接近历史底部, 煤价上涨带动反弹

目前煤炭板块估值处于历史底部区域, 2018 年 7 月 11 日申万煤炭指数 PE 为 10.7, PB 为 1.14。历史平均 PE 为 21.3, 最低 PE 为 7.1, 目前处于历史前 7.5% 低的水平。历史平均 PB 为 3.16, 最低 PB 为 0.99, 目前处于历史前 2.8% 低的水平, 目前低估值表明下行空间有限且存较大估值修复空间。2016 年以来煤炭股走势与煤价基本同步, 通过供需分析预测 2018 年下半年煤炭仍供需紧张, 预计旺季煤价上涨, 中美贸易战悲观预期消化后, 煤炭股有望迎来反弹。

● 推荐标的

推荐低估值龙头煤炭股: 陕西煤业、兖州煤业、中国神华。基于政策大力发展新动能, 看好创新成长煤炭股, 同时推荐转型互联网+煤炭的瑞茂通。

● 风险提示

中美贸易战超预期, 房地产投资快速下滑, 煤炭供给大量释放。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601225	陕西煤业	买入	7.48	74,800	1.15	1.21	6.5	6.2
600188	兖州煤业	买入	11.69	57,421	1.63	1.72	7.2	6.8
601088	中国神华	买入	17.55	349,063	2.39	2.46	7.3	7.1
600180	瑞茂通	买入	9.43	9,585	0.82	1.00	11.5	9.4

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>预计煤价旺季将上涨，明后年向合理区间回归</b> .....	<b>4</b>
供需格局：全社会库存继续下降，当下煤炭供需仍偏紧 .....	4
需求：火电发电量高增长，地产投资超预期 .....	4
供给：受政策影响，为保供应适度放开 .....	9
煤价：下半年旺季煤价有望上涨，明后年煤价将回归合理区间.....	9
<b>降准利好煤炭，板块有望获超额收益</b> .....	<b>11</b>
当下正迎来新一轮降准周期 .....	11
降准期间煤炭板块有望获得超额收益 .....	11
前三轮降准周期对本轮降准周期的启示 .....	15
<b>投资建议：估值接近历史底部，煤价上涨带动反弹</b> .....	<b>17</b>
煤炭板块估值处于历史底部区域 .....	17
历史煤炭股常领先煤价，近期煤炭股与煤价基本同步 .....	18
下半年煤价有望震荡上行，煤价上涨带动煤炭股反弹 .....	19
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>22</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>22</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 沿海六大电厂日耗不断走高 .....	5
图 2: 沿海六大电厂库存 6 月以来上涨至 1500 万吨较高水平 .....	5
图 3: 沿海六大电厂煤炭库存可用天数处于历史同期平均水平 .....	6
图 4: 基建投资增速由 2017 年 19% 下降至 2018 年前 5 月的 9.4% .....	6
图 5: 2018 年房地产投资增速进一步上行 .....	7
图 6: 2018 年新开工面积同比增速回升 .....	7
图 7: 房地产销售面积增速呈下行趋势但近期出现反弹 .....	7
图 8: 商品房待售面积持续下行 .....	7
图 9: M1、M2 与 GDP 具有较强相关性 .....	8
图 10: M1 通常会领先于煤价 1-2 年 .....	8
图 11: 下半年煤炭夏季和冬季旺季煤价有望上涨 .....	10
图 12: 四轮降准期间上证指数与煤炭股走势 .....	12
图 13: 第一轮降准周期煤价走势 .....	13
图 14: 第一轮降准周期上证指数与煤炭指数走势 .....	13
图 15: 第二轮降准周期煤价走势 .....	14
图 16: 第二轮降准周期上证指数与煤炭指数走势 .....	14
图 17: 第三轮降准周期煤价走势 .....	15
图 18: 第三轮降准周期上证指数与煤炭指数走势 .....	15
图 19: 第四轮降准周期煤价走势 .....	16
图 20: 第四轮降准周期上证指数与煤炭指数走势 .....	16
图 21: 煤炭板块 PE 与板块指数走势关系 .....	17
图 22: 煤炭板块 PB 与板块指数走势关系 .....	18
图 23: 历史煤价与煤炭股走势关系 .....	19
表 1: 煤炭行业供需及库存变化 .....	4
表 2: 煤炭三大下游增速及煤炭总需求增速 .....	4
表 3: 2018-2020 年供给预测 .....	9
表 4: 不考虑中美贸易战情况下预测 2018-2020 年煤炭供需情况 .....	10
表 5: 中美贸易战开战情况下预测 2018-2020 年煤炭供需情况 .....	10
表 6: 2000 年以来我国总共有 4 轮降准周期 .....	11
表 7: 四轮降准期间煤炭板块均有超额收益 .....	12
表 8: 煤炭板块当前 PE 与历史 PE 比较 .....	17
表 9: 煤炭板块当前 PB 与历史 PB 比较 .....	18
表 10: 重点公司盈利预测及估值 .....	21

## 预计煤价旺季将上涨，明后年向合理区间回归

### 供需格局：全社会库存继续下降，当下煤炭供需仍偏紧

通过煤炭产量、进口量及全社会库存数据，可以推算煤炭需求。2018年前5月煤炭需求增速为5%大于产量增速4%，5月煤炭全社会库存为1.46亿吨，比2017年底下降了0.42亿吨，表明当下煤炭供需仍紧张。2015年底库存达到3.51亿吨的高位，2016年供给侧改革导致煤炭产量下降8.97%，虽然需求也下滑4.01%，且进口煤增加约5000万吨，但仍供不应求当年消耗库存1.13亿吨。2017年产量增速3.2%大于需求增速1.61%，进口也小幅增长1500万吨，但由于此前供需缺口较大供需仍紧张，导致全社会库存仍下降0.50亿吨。

表1：煤炭行业供需及库存变化

	原煤产量 (亿吨)	产量 增速	进口量 (亿吨)	进口 增速	全社会 库存(亿 吨)	库存变 化(亿吨)	煤炭需 求(亿 吨)	煤炭需 求增速
2015年	37.47	-3.3%	2.04	-29.9%	3.51	0.13	39.38	-4.4%
2016年	34.11	-9.0%	2.56	25.2%	2.38	-1.13	37.80	-4.0%
2017年	35.20	3.2%	2.71	6.1%	1.88	-0.50	38.41	1.6%
2018年前5 月	13.98	4.0%	1.21	8.0%	1.46	-0.42	15.61	5.0%

资料来源:wind、煤炭资源网、国信证券经济研究所整理

### 需求：火电发电量高增长，地产投资超预期

煤炭前三大下游是火电、钢铁、建材行业，分别约占总需求的44%、20%、8%。火电是最主要的煤炭需求，近年来火电发电量增速不断提升，由2015年-2.8%上升到2018年前5月的8.1%，主要由于经济向好。生铁、水泥2016年至2018年前5月产量基本保持稳定，主要受供给侧改革以及环保影响，生铁、水泥产量增加受限。煤炭整体需求从2015年下降4.4%提升到2018年前5月上涨5%。煤炭需求增长主要是下游火电拉动。火电超预期，一方面和今年年初天气比往年寒冷以及5月以后天气比往年炎热有关，一方面由于地产投资维持较高增速经济稳步向好。

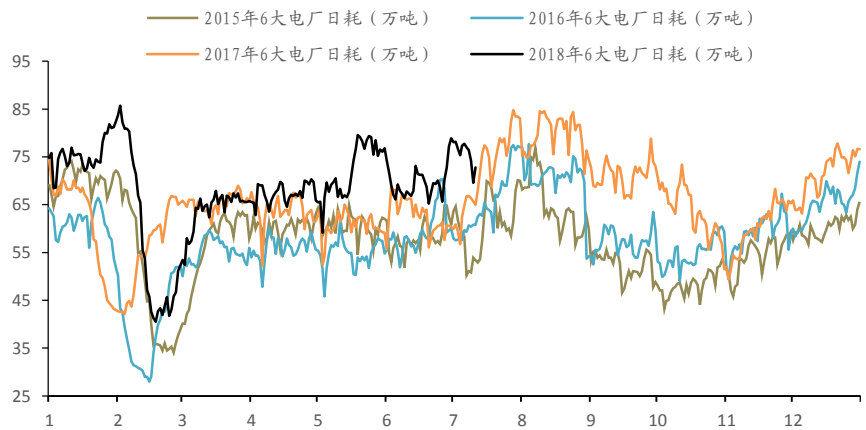
表2：煤炭三大下游增速及煤炭总需求增速

	火电发电量增速	生铁产量增速	水泥产量增速	需求量(亿吨)	需求增速
2015年	-2.8%	-3.5%	-4.9%	39.38	-4.4%
2016年	2.6%	0.7%	2.5%	37.80	-4.0%
2017年	4.6%	1.8%	-0.2%	38.41	1.6%
2018年前5月	8.1%	-0.6%	-0.8%	15.61	5.0%

资料来源:wind、煤炭资源网、国信证券经济研究所整理

2016年以来沿海6大电厂日耗水平不断提升，表明需求不断向好，同时煤炭供给侧改革限制供给，导致近两年煤价上涨。进入2018年以后，1月日耗同比大幅走高带动煤价上行，2月日耗快速下降，导致煤价下跌。3月日耗同比维持稳定，4月日耗同比再次走高，5月下旬受全国高温天气影响日耗同比走高，煤价也从4月以来开启上涨。6月底日耗再次回升到70万吨以上较高水平，7-8月为煤炭传统夏季旺季，预计日耗维持在高位，有助拉动煤价上涨。

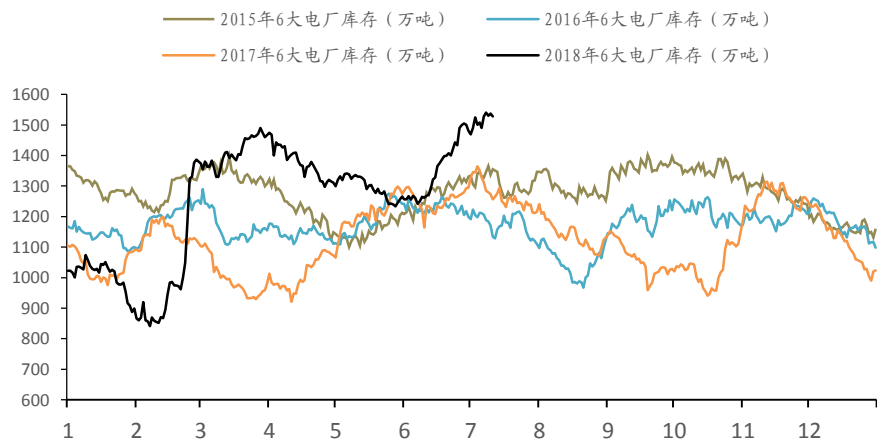
图 1: 沿海六大电厂日耗不断走高



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

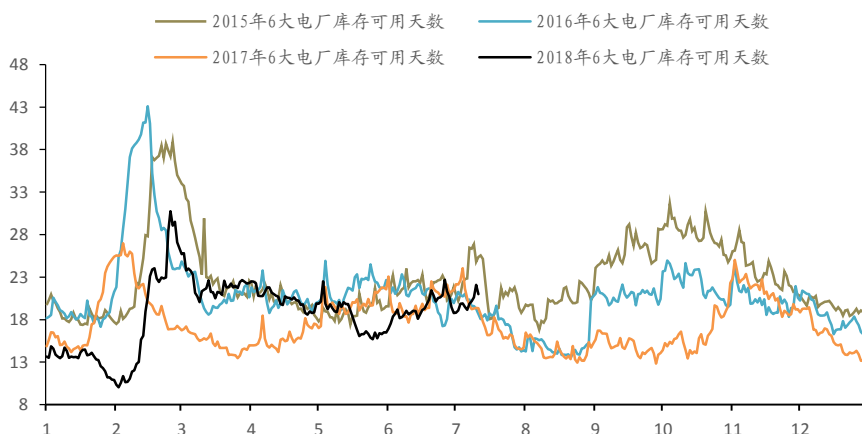
虽然电厂库存走高,但煤炭库存可用天数处于较低水平。2018年6月以来沿海六大电厂库存从1250万吨上升至1500万吨左右水平,主要因为进口煤增加、日耗回落以及发改委鼓励主产区增加供给和运力。虽然目前1500万吨左右库存存在历史看处于较高水平,但由于日耗走高,7月16日煤炭库存可用天数回到20.83天,处于历史同期的平均水平,表明目前的高库存暂不会造成较大压力。未来夏季旺季如果日耗保持在高位,库存有望下行,煤价有望迎来上涨。

图 2: 沿海六大电厂库存 6 月以来上涨至 1500 万吨较高水平



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 沿海六大电厂煤炭库存可用天数处于历史同期平均水平



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

煤炭终端需求主要是地产和基建。基建投资受去杠杆影响出现较大下滑，基建投资增速由 2017 年的 19% 下降至 2018 年前 5 月的 9.4%。基建投资增速下滑对煤炭需求造成一定拖累。

图 4: 基建投资增速由 2017 年 19% 下降至 2018 年前 5 月的 9.4%



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

需求增长主要受益地产投资强劲。2018 年前 5 月地产投资增速由 2017 年 7.0% 提升至 10.2%。房地产新开工面积增速由 2017 年的 7% 提升至 2018 年前 5 月的 10.8%，说明开发商开工积极。商品房待售面积继续下降，由 2017 年底的 5.89 亿平方米下降至 5.60 亿平方米，房地产继续去库存。房地产销售面积同比增速由 2017 年的 7.7% 下降至 2018 年前 4 月的 1.3%，5 月回升至 2.9%，销售虽然总体有所下滑，但 5 月出现好转迹象。地产强劲主要得益于此前去库存政策、利率仍处于较低水平以及地产商加快开工回笼资金，地产投资是当下拉动煤炭需求的主要原因。

图 5：2018 年房地产投资增速进一步上行



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 6：2018 年新开工面积同比增速回升



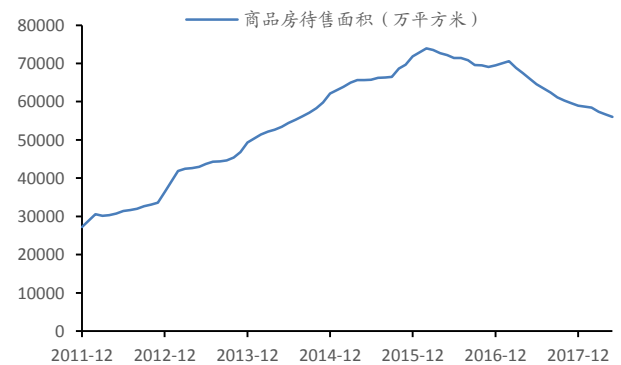
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7：房地产销售面积增速呈下行趋势但近期出现反弹



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

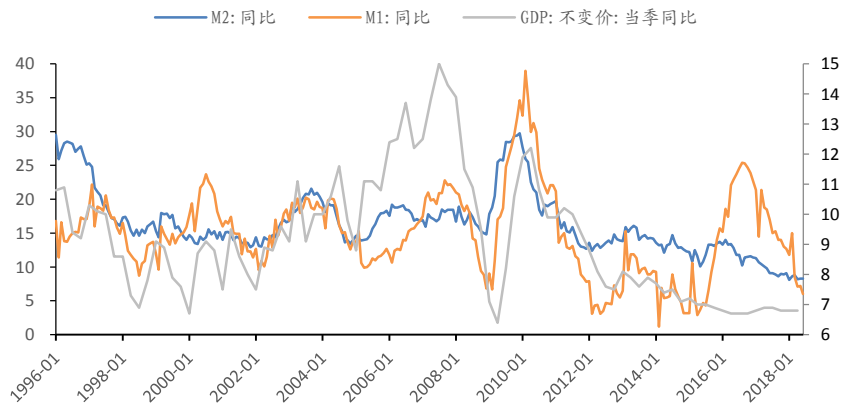
图 8：商品房待售面积持续下行



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

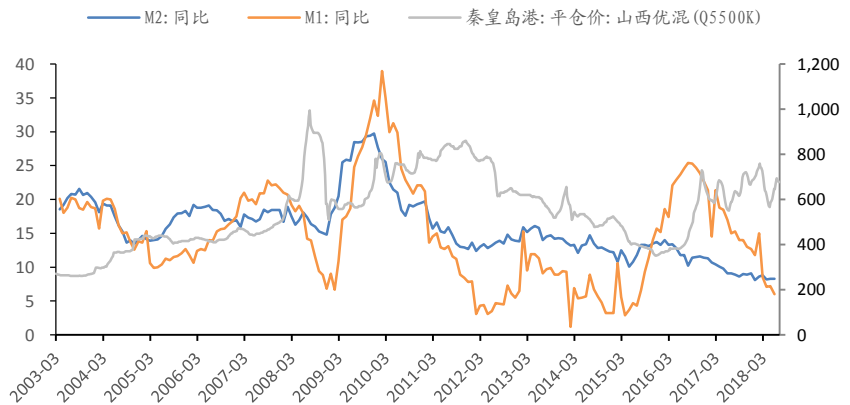
去杠杆致流动性持续收缩，对经济冲击或逐步显现。根据历史规律，发现 M1、M2 相较 GDP 以及煤价具有一定领先性。比如 09 年 M1、M2 反弹带动了 GDP 以及煤价上涨，随后流动性再次收紧，GDP 与煤价也开始回落。2010 年 1 月 M1 同比增速见顶，煤价在随后的 2011 年 11 月见顶。2014 年 11 月降息开始，M1、M2 迎来拐点。煤价在随后的 2015 年 11 月见底。M1 大致领先煤价 1-2 年，M1 于 2016 年 7 月见顶之后持续下降，且刘鹤曾在 2018 年 1 月瑞士达沃斯论坛中提到中国争取在未来 3 年左右时间使宏观杠杆率得到有效控制，我们预计去杠杆政策将持续推进到 2020 年，后期对经济和煤价的影响会逐步显现。

图 9: M1、M2 与 GDP 具有较强相关性



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 10: M1 通常会领先于煤价 1-2 年



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

关注中美贸易战对经济影响。中美贸易战目前的进展是美国已批准对我国征收 500 亿美元商品（多为制造业产品）25%关税，7 月 6 日先征收总价值 340 亿美元商品的关税。我国做出了同等规模征税措施反击。7 月 11 日美国称将对 2000 亿美元商品征收 10%关税，预计至少两个月以后才会生效。2017 年我国 GDP 为 12.3 万亿美元，如果中国对美出口减少 500 亿美元，对 GDP 影响约为 0.4%，大约影响煤炭需求 2000 万吨。如果中国对美出口减少 1000 亿美元，对 GDP 影响约 0.8%，大约影响煤炭需求 4000 万吨。

短期需求较强，后续将面临一定压力。今年前 5 个月煤炭需求较强，主要受地产投资拉动以及极端天气的影响，导致火电发电量大幅提升。展望未来，2016 年 7 月以来 M1 见顶回落，去杠杆政策预计到 2020 年持续推进，后续对经济会形成一定冲击。地产在政策持续调控下，预计地产投资增速缓慢下行。2018 年 1-5 月煤炭需求同比增长 5%，在中美贸易战不打的情况下，预计 2018 年全年煤炭需求同比增长 3%，2019 年增速进一步下滑至 1%，之后可能会采取经济刺激措施，2020 年需求增速小幅提升至 2%。假设爆发中美贸易战对美出口减少 1000 亿美元，预计每年煤炭需求将下降 1%约 4000 万吨。

### 供给：受政策影响，为保供应适度放开

供给主要受政策影响。2016 年去产能达 2.9 亿吨（年初目标 2.5 亿吨）同时实施 276 政策，原煤产量减少 3.36 亿吨至 34.11 亿吨，同比下降 9%，2017 年继续去产能 2.5 亿吨（年初目标 1.5 亿吨）同时取消 276 政策，煤炭产量增加 1.09 亿吨至 35.20 亿吨，同比增长 3.2%。2018 年提出去产能 1.5 亿吨，同时为保供应进而促使煤价回归合理区间，发改委鼓励加快释放先进产能，1-5 月原煤产量同比增长 4%。

预计到 2020 年煤炭产量相较 2017 年增长 3.8 亿吨至 39 亿吨。煤炭工业“十三五”规划提出，化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，煤炭产量达到 39 亿吨。2017 年煤炭产量为 35.2 亿吨，到 2020 年预计煤炭产量将增加 3.8 亿吨。根据能源局最新产能公告，目前建设煤矿产能 10.2 亿吨，煤矿一般建设周期为 4 年，当前建设煤矿产能可以支撑 2020 年产量增加 3.8 亿吨目标。政策逐步加大产能释放，预计越靠后产量增加越多，预计 2018、2019、2020 年煤炭产量将分别增加 1 亿吨、1.3 亿吨、1.5 亿吨。

**表 3：2018-2020 年供给预测**

	原煤产量(亿吨)	产量增加(亿吨)	产量增速
2016 年	34.11	-3.36	-9.0%
2017 年	35.2	1.09	3.2%
2018 年预测	36.2	1	2.8%
2019 年预测	37.5	1.3	3.6%
2020 年预测	39	1.5	4.0%

资料来源:wind、国家能源局、国信证券经济研究所预测

### 煤价：下半年旺季煤价有望上涨，明后年煤价将回归合理区间

在不考虑中美贸易战情况，M1 从 2016 年 7 月以来持续下行且预计去杠杆将持续至 2020 年，房地产投资在政策调控下预计将缓慢下行，煤炭需求增速呈下行趋势，预计 2018-2020 年煤炭需求同比增速分别为 3%、1%、2%，需求量分别增加 1.15、0.40、0.80 亿吨，到 2020 年产量达 40.76 亿吨，符合煤炭十三五规划煤炭消费量控制在 41 亿吨以内目标。供给主要受国家政策影响，根据煤炭十三五规划目标 2020 年产量达 39 亿吨，以及政策希望调控煤价到合理区间将逐步释放先进产能，预计 2018-2020 年煤炭产量同比增速分别为 2.8%、3.6%、4.0%，产量分别增加 1.0、1.3、1.5 亿吨。进出口方面，由于我国煤炭年出口仅百万吨级可基本忽略，只考虑煤炭进口变化情况，2018 年供需偏紧假设进口量增加至 2.8 亿吨，2019、2020 年供需相对宽松进口回到近年均值 2.5 亿吨水平。

2018 年下半年夏季与冬季旺季煤价有望上涨，2019-2020 年煤价将向合理区间回归。通过上述供需假设，我们测算 2018 年库存仍将下降 0.56 亿吨，2018 供需仍偏紧类似 2017 年供需格局，2018 年煤价很有可能类似 2017 年煤价走势在 550-750 震荡，下半年夏季和冬季煤炭传统需求旺季煤价仍有望走高，煤价高点预计在 2018 年 4 季度。2019、2020 年预计库存将增加 0.04、0.74 亿吨，供需将由 2018 年偏紧向宽松转变。煤价重心将向合理区间回归。

图 11: 下半年煤炭夏季和冬季旺季煤价有望上涨



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

表 4: 不考虑中美贸易战情况下预测 2018-2020 年煤炭供需情况

	煤炭需求 (亿吨)	需求增加 (亿吨)	需求增速	原煤产量 (亿吨)	产量增加 (亿吨)	产量增速	煤炭进口 (亿吨)	库存变化 (亿吨)	全社会库存 (亿吨)
2016 年	37.80	-1.58	-4.0%	34.11	-3.36	-9.0%	2.56	-1.13	2.38
2017 年	38.41	0.61	1.6%	35.20	1.09	3.2%	2.71	-0.50	1.88
2018 年预测	39.56	1.15	3.0%	36.20	1.00	2.8%	2.80	-0.56	1.32
2019 年预测	39.96	0.40	1.0%	37.50	1.30	3.6%	2.50	0.04	1.36
2020 年预测	40.76	0.80	2.0%	39.00	1.50	4.0%	2.50	0.74	2.10

资料来源:wind、煤炭资源网、国信证券经济研究所预测

考虑中美贸易战冲击,假设中国对美全年出口减少 1000 亿美元,预计影响我国 GDP0.8%,对煤炭需求影响约 1%,大致为 4000 万吨。假设 2018 年下半年贸易战爆发,2018 年影响煤炭需求量较此前预测下降 2000 万吨,2019、2020 年煤炭需求均下降 4000 万吨。假设其他不变,测算 2018 年库存下降 0.36 亿吨仍存供需缺口,中美贸易战对 2018 年煤炭供需影响有限。但 2019、2020 年库存分别将上升 0.64、1.74 亿吨,相比不打贸易战库存上升 0.04、0.74 亿吨,供需将进一步恶化,对后续煤价冲击会更大。需要提示的是,如果经济出现较大下滑,政府很有可能会刺激经济需求以及控制煤炭供给,防止煤价大幅下跌,供需假设会有一定变化。

通过上述供需分析,我们认为无论是否打中美贸易战,今年下半年煤炭旺季煤价均有望上涨,但 2019 年-2020 年煤炭供需将由紧向松转变,煤价将向绿色区间 500-570 元回归。

表 5: 中美贸易战开战情况下预测 2018-2020 年煤炭供需情况

	煤炭需求 (亿吨)	需求增加 (亿吨)	需求增速	原煤产量 (亿吨)	产量增加 (亿吨)	产量增速	煤炭进口 (亿吨)	库存变化 (亿吨)	全社会库存 (亿吨)
2016 年	37.80	-1.58	-4.0%	34.11	-3.36	-9.0%	2.56	-1.13	2.38
2017 年	38.41	0.61	1.6%	35.20	1.09	3.2%	2.71	-0.50	1.88
2018 年预测	39.36	0.95	2.5%	36.20	1.00	2.8%	2.80	-0.36	1.52
2019 年预测	39.36	0.00	0.0%	37.50	1.30	3.6%	2.50	0.64	2.16
2020 年预测	39.76	0.40	1.0%	39.00	1.50	4.0%	2.50	1.74	3.90

资料来源:wind、煤炭资源网、国信证券经济研究所预测

## 降准利好煤炭，板块有望获超额收益

根据我们的研究框架，流动性对煤炭股有较大的影响。当流动性转向宽松时，对煤炭股利好，主要因为流动性宽松有助降低无风险利率，同时提升未来经济向好预期。煤炭板块有望获得相对上证指数的超额收益。

### 当下正迎来新一轮降准周期

2018年4月17日央行公布银行机构于4月25日降准1个百分点，央行6月24日公布银行机构于7月5日降准0.5个百分点。2000年以来，我们统计总共有4轮降准周期，分别是第一轮降准周期(2008.10.8-2008.12.25)、第二轮降准周期(2011.11.30-2012.05.18)、第三轮降准周期(2015.02.04-2016.03.01)以及当下的第四轮降准周期(2018.04.17-)。前三轮降准周期有2轮是调降3次存款准备金率，1轮调降5次存款准备金率，预计此轮降准周期未来仍至少有一次降准。

**表 6：2000 年以来我国总共有 4 轮降准周期**

降准公告日期	降准执行日期	人民币存款准备金率:大型存款类金融机构 (%)	变动幅度 (%)	降息情况
降准周期 1 (2008.10.8-2008.12.25)				
2008-10-08	2008-10-15	17.00	-0.5	2008-10-09、2008-10-30、 2008-11-27、2008-12-23 1 年 期存款利率调降至 3.87 (前值 4.14)、3.60、2.52、2.25。
2008-11-26	2008-12-05	16.00	-1	
2008-12-22	2008-12-25	15.50	-0.5	
降准周期 2(2011.11.30-2012.05.18)				
2011-11-30	2011-12-05	21.00	-0.5	2012-6-8、2012-7-6 1 年期存款 利率调降至 3.25 (前值 3.5)、 3。
2012-02-18	2012-02-24	20.50	-0.5	
2012-05-12	2012-05-18	20.00	-0.5	
降准周期 3(2015.02.04-2016.03.01)				
2015-02-04	2015-02-05	19.50	-0.5	2014-11-22、2015-3-1、 2015-5-11、2015-6-28、 2015-8-26、2015-10-24 年期存 款利率调降至 2.75(前值 3.0)、 2.5、2.25、2.0。1.75、1.5
2015-04-19	2015-04-20	18.50	-1	
2015-08-25	2015-09-06	18.00	-0.5	
2015-10-23	2015-10-24	17.50	-0.5	
2016-02-29	2016-03-01	17.00	-0.5	
降准周期 4(2018.04.17-)				
2018-04-17	2018-04-25	16.00	-1	暂无降息
2018-06-24	2018-07-05	15.50	-0.5	

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 降准期间煤炭板块有望获得超额收益

我们通过研究四轮降准期间煤价的表现以及煤炭股和上证指数的表现，发现前三轮降准周期，煤价均出现下跌，上证指数和煤炭股降准初期经历下跌后均有反弹，且煤炭板块在降准期间均具有超额收益，前三轮降准周期经验将对此轮降准周期煤价与煤炭股表现具有一定启示作用。

图 12: 四轮降准期间上证指数与煤炭股走势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

表 7: 四轮降准期间煤炭板块均有超额收益

降准周期	降准开始的上证指数	降准结束的上证指数	降准开始的中信煤炭指数	降准结束的中信煤炭指数	降准期间上证指数涨幅	降准期间中信煤炭指数涨幅	降准期间煤炭板块超额收益
(2008.10.8-2008.12.25)	2092	1851	1442	1283	-11.5%	-11%	0.5%
(2011.11.30-2012.05.18)	2333	2348	2677	2729	0.6%	1.9%	1.3%
(2015.02.04-2016.03.01)	3174	2849	1735	1610	-10.2%	-7.1%	3.1%
(2018.04.17-2018.07.11)	3066	2777	1669	1519	-9.4%	-9.0%	0.4%

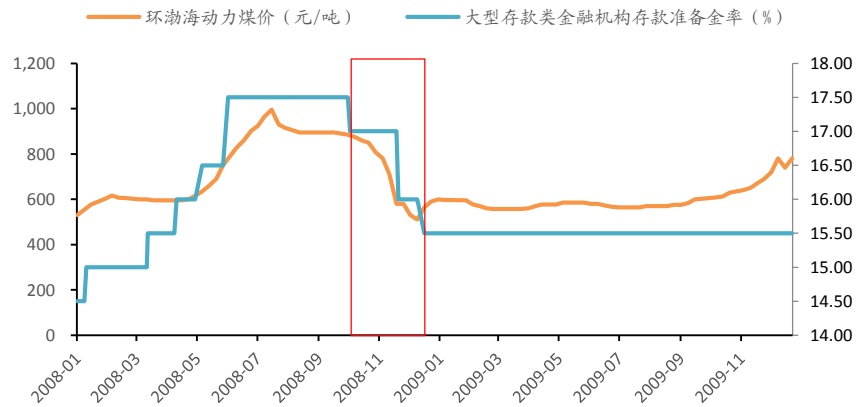
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

### 1、第一轮降准周期（2008.10.8-2008.12.25）

**煤价:** 受 08 年金融危机的冲击, 煤价从 2008 年 7 月 1000 元左右开始下跌, 降准开始后煤价仍继续下跌, 一直下跌到 2008 年 12 月 15 日的 510 元后开始止跌反弹, 反弹主要因为四万亿刺激政策以及降息降准影响, 此后煤价一直上涨到 2011 年 11 月见顶回落。

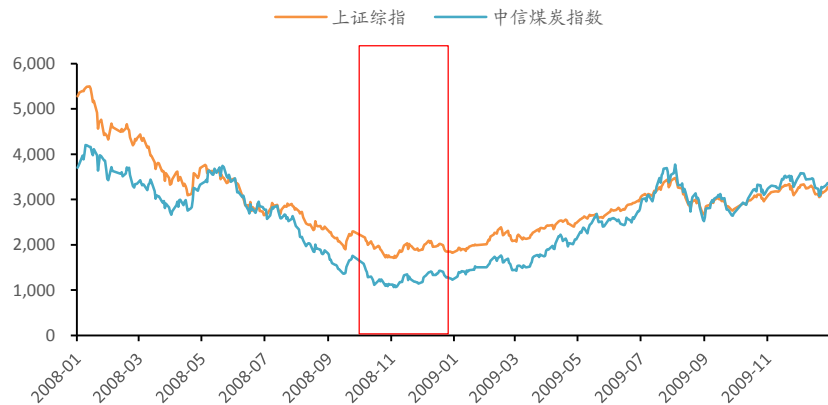
**上证指数与煤炭股:** 2008 年 10 月 8 日降准后上证指数仍从 2092 点下跌到 10 月 28 日 1664 点见底, 之后开启反弹到 12 月 8 日达到最高点 2100。煤炭股基本和上证指数走势一致, 此次降准期间上证指数下跌 11.5%, 中信煤炭指数下跌 11%, 煤炭股有 0.5% 超额收益。此后伴随经济复苏和煤价上涨, 上证指数和煤炭股均开启大幅反弹, 煤炭股具备良好弹性。

图 13: 第一轮降准周期煤价走势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 第一轮降准周期上证指数与煤炭指数走势



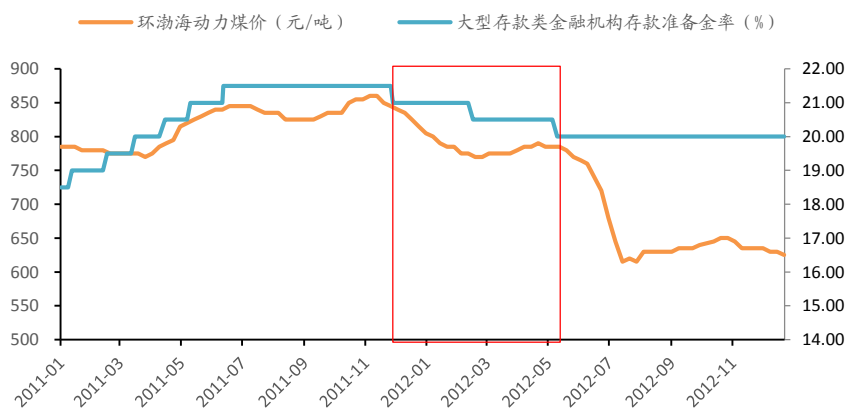
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

## 2、第二轮降准周期 (2011.11.30-2012.05.18)

**煤价:** 2010-2011 年通胀大幅走高, 央行连续加息和提高存款准备金率, 煤价最终于 2011 年 11 月初迎来向下拐点, 降准期间煤价由 860 元下跌到 5 月 18 日的 780 元。此后 2012 年 6 月、7 月两次降息, 但没有阻挡煤价持续下跌到 2015 年底。2009-2011 年煤炭新建大量产能, 虽然 2012-2013 年煤炭需求仍有增长, 但供给增长速度大于需求, 降息降准无法扭转煤炭供需, 煤价经历了长时间的调整。

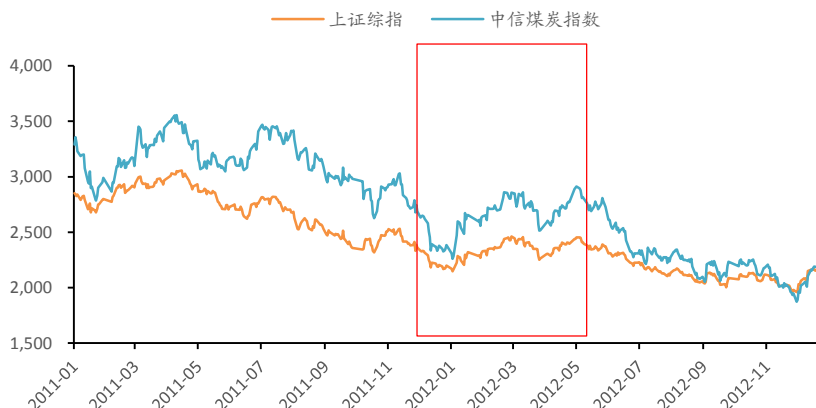
**上证指数与煤炭股:** 2011 年 11 月 30 日公布降准后, 上证指数仍从 2333 点下跌至 2012 年 1 月 6 日 2132 点, 之后反弹至 2012 年 5 月 4 日的 2453 点。降准期间上证指数上涨 0.6%, 中信煤炭指数上涨 1.9%, 煤炭板块具有 1.3%超额收益。随后由于经济和煤价仍处于下行趋势, 此后上证指数和煤炭股均继续下跌。

图 15: 第二轮降准周期煤价走势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 第二轮降准周期上证指数与煤炭指数走势



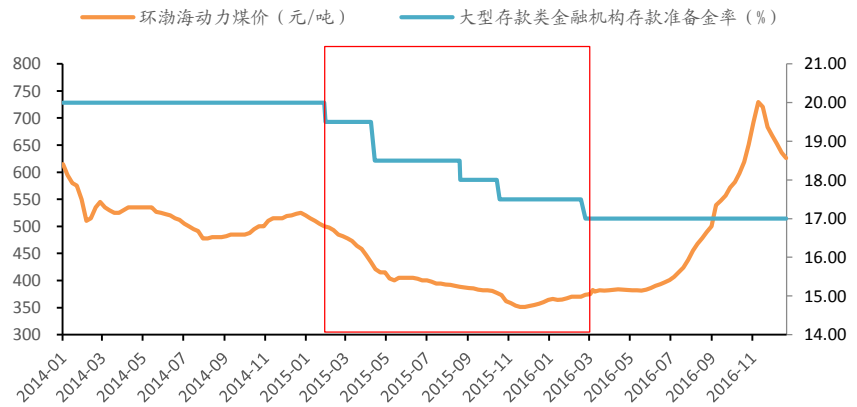
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

### 3、降准周期 3 (2015.02.04-2016.03.01)

**煤价:** 降准期间仍处于经济下行期, 煤价由 2015 年 2 月 4 日 500 元最低下跌到 2015 年 11 月 351 元, 随后煤价止跌反弹。2016 年由于供给侧改革的大力实施, 以及 2015 年降息降准导致流动性宽松拉动房地产行业进而带动经济复苏, 煤炭供需格局发生大幅逆转, 煤价 2016 年以后开始大幅走强。

**上证指数与煤炭股:** 2015 年 2 月 4 日降准后上证指数在 2 月 6 日见底, 之后持续上涨。2015 年 6 月股灾发生, 上证指数一直下跌到 2016 年 1 月 27 日 2638 点见底。之后持续上涨至 2018 年 1 月 29 日 3587 点。虽然降准期间煤价持续下跌, 但煤炭股前期仍出现上涨, 主要是流动性宽松导致。此轮降准周期上证指数下降 10.2%, 中信煤炭指数下降 7.1%, 煤炭板块超额收益 3.1%。

图 17: 第三轮降准周期煤价走势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 第三轮降准周期上证指数与煤炭指数走势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

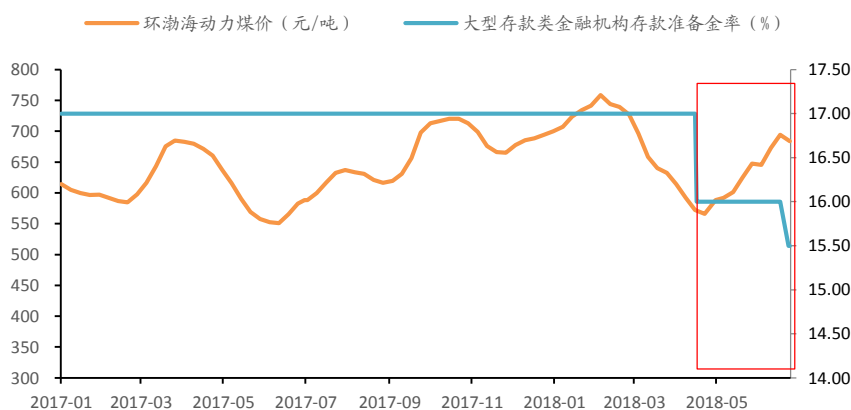
### 前三轮降准周期对本轮降准周期的启示

本轮降准周期降准周期是从 2018 年 4 月 17 日第一次降准 1 个百分点, 6 月 24 日再一次降准 0.5 个百分点, 根据 2000 年以来前三轮降准周期经验, 有 2 轮是调降 3 次存款准备金率, 1 轮是调降 5 次存款准备金率, 我们预计未来至少仍有一次降准, 目前降准周期大概率仍未结束。

**煤价:** 根据前三轮降准周期煤价走势, 发现煤价都是下跌的。但是本次降准周期到目前煤价总体是上涨的, 我们认为主要原因前几次降准是因为央行看到经济下行风险, 对冲经济下行。但降息降准短期内只能缓和无法扭转经济下行, 因此降准期间煤价通常是下跌。此轮降准周期我们认为这是由于中美贸易战可能引发未来经济下行才实施的, 但由于当前我国经济基本面仍较好且中美贸易战还未开打, 从煤炭供需基本面看, 煤价仍供需偏紧导致上涨。展望未来煤价, 降准一定程度说明对未来经济的担忧, 我们应警惕后边经济可能面临的下行风险。同时也要看煤炭供需基本面, 是否支持煤价上涨还是下跌。根据我们前文供需分析, 即使中美贸易战开打, 2018 年下半年对煤价的影响仍较为有限, 旺季煤价仍有望上涨。

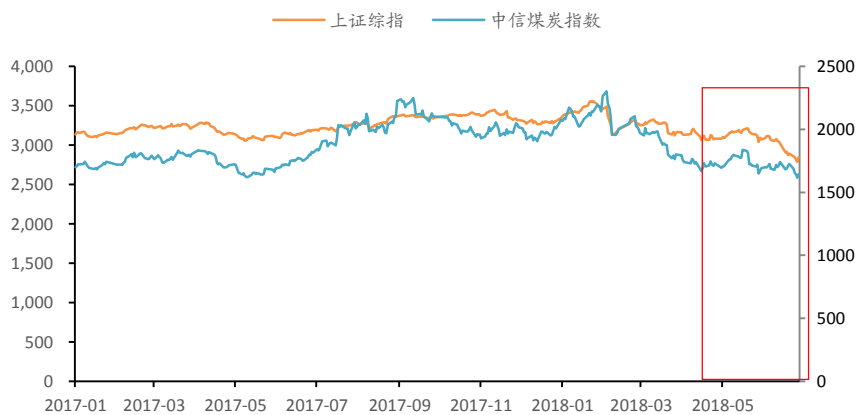
**上证指数与煤炭股：**前三轮降准周期开始之初上证指数均有下跌，但随后均出现反弹。反弹的原因可能是降准有利于无风险利率下行以及对未来经济预期转好。煤炭股基本跟随上证指数，且都有超额收益，因为煤炭股对流动性变化更敏感和受益。当前4月17日降准以来上证指数和煤炭股出现下跌，我们预期在中美贸易战悲观预期基本反映后，上证指数和煤炭股均有望迎来反弹。煤炭股仍有望获得超额收益。降准周期结束之后，上证指数和煤炭股涨跌都有可能，关键看未来煤价是涨还是跌，第一轮和第三轮降准周期之后煤价开始上涨，上证指数和煤炭股持续反弹。第二轮降准周期后煤价持续下跌，上证指数和煤炭股也是持续下跌。根据我们上文供需分析，我们预计2019-2020年煤炭价格将向下回归合理区间500-570元，因此降准周期结束后，如果煤价下行仍要注意上证指数和煤炭股下行风险。

图 19：第四轮降准周期煤价走势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20：第四轮降准周期上证指数与煤炭指数走势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：估值接近历史底部，煤价上涨带动反弹

### 煤炭板块估值处于历史底部区域

从市盈率看，目前煤炭板块估值处于历史较低水平。2018年7月11日申万煤炭行业市盈率为10.7，除去由于利润过小导致的PE过高年份，我们测算利润较正常的2003年至2014年以及2017年5月至今板块平均市盈率为21.3倍，最小值为7.1倍，最大值为64.5倍，当前PE10.7排在前7.5%低的历史PE水平。2011年以前煤炭PE通常较高和当时我国处于工业化城市化快速发展时期，能源需求量大增速较快有关。目前PE相对较低，与我们经济发展速度放缓能源需求增速下降有一定关系。

表 8: 煤炭板块当前 PE 与历史 PE 比较

	当前 PE	统计区间最低 PE	统计区间最高 PE	统计区间 PE 均值	当前 PE 历史分位
数值	10.7	7.1	64.5	21.3	7.5%

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

根据历史 PE 和煤炭指数走势关系，低 PE 并非一定是好的投资机会，还要判断未来煤价走势。2005年8月到2006年4月，市盈率基本在7-9倍之间较低水平。2008年10月-2009年3月市盈率基本在9-11倍之间也处于较低水平，这两个阶段均是投资好时点，因为后续煤价大幅上涨，带动煤炭股出现大幅上涨。2012-2013年PE在11-17倍较低水平之间震荡，但煤炭股持续下跌，原因是期间煤价持续下跌煤炭股业绩不断下滑。因此投资除了关注低PE还要判断未来煤价涨跌，我们预计2018年下半年在旺季期间煤价仍有望上涨，2019-2020年煤价将向下回归合理区间，因此2018年下半年在煤价上涨期间煤炭股仍有投资机会。

图 21: 煤炭板块 PE 与板块指数走势关系



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

从市净率看，目前煤炭板块估值处于较低水平。2018年7月11日申万煤炭行业市净率为1.14倍，2000年以来板块平均市净率为3.15倍，最小值为0.99倍，最大值为11.32倍，1.23排在历史PB水平的前2.8%。此前高PB和过去我国处于工业化城市化快速发展时期，能源需求量大增速较快有关。目前PB相对较低，与我们经济发展速度放缓能源需求增速下滑有关。

表 9: 煤炭板块当前 PB 与历史 PB 比较

	当前 PB	统计区间最低 PB	统计区间最高 PB	统计区间 PB 均值	当前 PB 历史分位
数值	1.14	0.99	11.32	3.15	2.8%

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

从历史煤炭板块 PB 和煤炭板块指数走势看,低 PB 通常是好的投资机会。2005 年 6 月到 2006 年 3 月,市净率基本在 1.5 倍至 2 倍之间较低水平,之后煤炭板块迎来大涨。2008 年 10-11 月 PB 降到 2 倍附近,此后煤炭指数大涨。2014 年 1 月到 7 月,煤炭板块 PB 降到 1 附近,此后煤炭板块大涨。以上三个阶段,导致此后煤炭板块大涨的原因,前两个是由于煤价大幅上涨,后一个是由于降息降准引发牛市带动板块上涨。目前 PB1.14 倍已和 2014 年 0.99 倍 PB 非常接近,但基本面大幅好于 2014 年,目前处于历史前 2.8% 的低位,煤炭股向下空间有限。预计 2018 年下半年旺季煤价上涨同时降准释放流动性,有望带动煤炭股反弹。

图 22: 煤炭板块 PB 与板块指数走势关系



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

### 历史煤炭股常领先煤价, 近期煤炭股与煤价基本同步

从历史规律看,煤炭股通常会领先与煤价见顶或见底。2007 年 9 月煤炭股见顶回落,煤价从 2007 年 9 月的 470 仍大幅上涨至 2008 年 7 月的 995 才见顶。煤炭股 2008 年 11 月初见底反弹,煤价 2008 年 12 月底见底反弹,然后上涨至 2011 年 11 月初见顶。煤炭股 2009 年 8 月 4 日见最高点,之后在高位震荡,并于 2011 年 8 月领先煤价 4 个月提前开启下跌。2014-2015 年降息降准流动性宽松导致牛市,煤炭股与煤价相关性不大。

2016-2017 年煤炭股走势与煤价基本同步,煤价于 2016 年 5 月 30 日大幅上涨至 2016 年 11 月 14 日,煤炭股基本同步开始上涨与见顶。此后煤价回落至 2017 年 6 月初,煤炭股也同步下跌至 2017 年 6 月初。之后煤价再次开启上涨至 2018 年 2 月初,煤炭股期间同步上涨,并于 2 月初见顶回落。煤价于 2018 年 4 月触底反弹,煤炭股也在 4 月同期止跌反弹,随后煤价呈上涨趋势但中间会有一些小波动,煤炭股仍跟随煤价涨跌而波动,不过由于中美贸易战以及去杠杆等事件引发系统性风险,4 月以来煤炭股走势弱于煤价。

图 23: 历史煤价与煤炭股走势关系



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

为什么 2011 年以前煤炭股通常领先煤价而 2016 年以后煤炭股通常同步于煤价，主要原因可能是 2011 年以前我国正处于工业化城镇化快速发展时期，煤炭作为主要受益周期品煤炭股获得市场广泛关注，是当时市场最热门行业之一，有较多聪明的资金提前进入或撤出。而目前我国经济已经处于转型升级、向高质量发展阶段。煤炭需求增速下滑，市场对长期煤炭前景谨慎，煤炭股市场关注度有限，因此市场短线参与者较多，通过煤价涨跌进行投资判断。

### 下半年煤价有望震荡上行，煤价上涨带动煤炭股反弹

根据前文我们的供需测算，我们认为无论是否打贸易战，2018 年煤炭供需均处于偏紧状态，2018 年下半年旺季煤价有望震荡上行。2019、2020 年煤炭供需将由偏紧向偏松转变，煤价将向 500-570 元的合理区间回归。

目前我们正处于 2000 年以来第四轮降准周期，未来预计至少还有一次降准。前三轮降准期间煤炭股都具有超额收益，且降准初期通常上证指数和煤炭股会有惯性下跌，之后在降准的作用下将有反弹。2 月以来受去杠杆和中美贸易战冲击，股市和煤炭股在基本面未发生明显变化情况下出现大幅下跌，目前中美贸易战已基本落地、去杠杆政策开始转向稳杠杆，此前过度悲观预期有望修复，叠加降准的影响，预计上证指数以及煤炭股将迎来反弹。

当前煤炭板块 PE 和 PB 均处于历史较低水平，下行空间有限且存较大估值修复空间。2016 年以来煤炭股与煤价走势基本同步，根据我们供需分析，下半年旺季煤价将震荡上行，将带动煤炭股反弹。2019-2020 年煤价或将逐步回归合理区间，当煤价再次下跌时，建议兑现收益防范风险。

#### 重点推荐公司：

推荐低估值龙头煤炭股：**陕西煤业、兖州煤业、中国神华**。政策大力发展新动能，看好创新成长煤炭股，同时推荐转型互联网+煤炭的**瑞茂通**。

#### 陕西煤业（601225）

陕西煤业是我国优质动力煤龙头企业，2017 年煤炭产量 10097 万吨，位居 A 股煤炭上市公司第二，仅低于中国神华。由于小保当矿一期、二期以及投产，预计 2018、2019 年煤炭产量增速分别为 5%、10%。蒙华铁路预计于 2019 年底投运，陕北矿区年产约 7000 万吨的优质煤炭将有望进入价格较高的华中市场，有助扩大市场空间，提升吨煤盈利。公司在煤炭企业中盈利能力最强，2017 年公司 ROE（摊薄）、销售净利率、销售毛利率分别为 23.6%、31%、55%、在所有 A 股上市煤企中位列第一。以 7 月 11 日收盘价计算，陕西煤业 PE（ttm）为 6.9 倍，低于兖州煤业和中国神华 PE（ttm）7.7 倍和 7.9 倍，大型煤企中估

值最低。

2018-2019 年小保当矿一、二号矿（合计 1600 万吨产能）、袁大滩矿（500 万吨产能）陆续投产，预计 2018-2020 年产量年均复合增速为 5%，2020 年后受益蒙华铁路开通有望提升吨煤盈利，假设煤价维持高位，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 115/121/127 亿元，增长 10.1%/5.3%/4.6%，对应 EPS 1.15/1.21/1.27 元，考虑到公司是煤炭行业盈利能力最强的公司，未来仍有产量增长和蒙华铁路开通带来的业绩成长性，参考行业平均估值，给予 2018 年 9 倍 PE，目标价 10.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 兖州煤业（600188）

兖州煤业是龙头动力煤煤企。公司国际化推进最为积极，2017 年收购联合煤炭，打造澳洲第一煤炭生产商。2018 年新投矿井逐步投产联合煤炭并表影响，煤炭产量预计增加 2100 万吨，增长 26%，是煤炭行业中稀缺的产量仍有大幅增长的公司。2018 年煤价预计保持高位的情况下，盈利有望实现较快增长。

由于新投矿井投产和联合煤炭并表影响，我们预计 2018-2020 年公司煤炭产量增速分别为 26%、5%、1%。假设煤价维持高位，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 90/96/97 亿元，增长 33.6%/5.9%/1.7%，对应 EPS 1.63/1.72/1.75 元，考虑到公司 2018 年产量和业绩大幅增长，参考行业平均估值，给予 2018 年 10 倍 PE，目标价 16.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 中国神华（601088）

中国神华是我国最大的煤炭生产企业，业务涵盖煤炭、电力，铁路、港口、航运，煤化工等煤炭全产业链。公司煤炭产销量及盈利均位居全国煤企首位，发电方面，公司装机容量与利润总额在所有电力上市公司中位居第二。铁路方面，公司运营全国第二大煤运铁路。2017 年母公司神华集团与国电集团合并成立国家能源投资集团，成为全国最大的煤炭与电力企业。对公司而言，国电集团有 1.67 亿吨煤炭需要外购，占中国神华销量的 42%，产量的 57.6%，有助拓展公司煤炭销售。煤电重组后未来煤价将更加稳定，公司盈利波动趋于平稳。

此前基于公司核定产能高于产量以及政策鼓励先进产能释放，我们预计 2018、2019 年公司煤炭产量每年增加 10%，但由于当前环保检查趋严以及供给侧改革对产量严格限制，我们预计 2018-2020 公司煤炭产量基本保持稳定，假设煤价维持高位，我们下调公司 2018-2020 年归母净利润预测至 476/486/499 亿元（原预测为 511/566/527 亿元），盈利增速为 5.6%/2.7%/2.2%，对应 EPS 2.39/2.46/2.51 元（原预测为 2.57/2.85/2.65 元），考虑到公司煤炭行业龙头地位以及盈利波动趋于平稳，参考行业平均估值，给予 2018 年 9 倍 PE，下调目标价至 21.5 元（原 27 元），维持“买入”评级。

#### 瑞茂通（600180）

瑞茂通是全国领先的大宗商品供应链平台服务商。瑞茂通作为国内实力最强的煤炭供应链民营企业，市场占有率仅为 2.5% 左右，未来仍有巨大增长空间，主业有望稳定持续增长。同时，公司将经营品种从单一煤炭扩充到石油、铁矿石、棉花等多种大宗商品。另外，公司积极向互联网转型，创办了最大的第三方煤炭电商网站易煤网，未来计划积极运用互联网技术，提升传统贸易和供应链金融的效率。

假设公司自营煤炭供应链管理业务未来三年将保持年均 20% 增长，同时公司还将运用互联网技术拓展煤炭供应链的平台业务及线上供应链金融业务，除煤炭其他大宗商品贸易有望不断增长，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 8.4/10.2/12.5 亿元，增长 17.1%/21.5%/22.4%，对应 EPS 0.82/1.00/1.23 元，考虑到公司积极转型互联网+煤炭符合国家发展壮大新动能政策方向，同时公司具备较高成长性，参考行业平均估值，给予 2018 年 17 倍 PE，目标价 14 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 10: 重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601225	陕西煤业	买入	7.48	1.04	1.15	1.21	7.2	6.5	6.2	2.2
600188	兖州煤业	买入	11.69	1.38	1.63	1.72	8.5	7.2	6.8	1.4
601088	中国神华	买入	17.55	2.26	2.39	2.46	7.8	7.3	7.1	1.1
600180	瑞茂通	买入	9.43	0.70	0.82	1.00	13.5	11.5	9.4	1.8

数据来源: wind、国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 中美贸易战对经济影响可能超预期。

虽然我们在分析中考虑了中美贸易战可能造成我国商品出口减少 500 亿甚至 1000 亿美元。但也存在中美贸易战可能出现更严重的情况,比如中美在各领域全面对抗、美国封锁高技术产品对华出口影响重要我国主要产业发展、对出口影响超过 1000 亿美元等。

### 房地产投资快速下滑

我们预计在低库存情况下,房地产投资仍将维持较高增速,从而拉动煤炭需求增长。但是如果房地产销售短期出现大幅下滑,改变地产商对未来预期,房地产投资增速也可能出现大幅下滑,煤炭需求短期将会受到较大影响。

### 政策对煤炭供给限制大幅放松

目前政策目标是释放一定先进产能同时继续淘汰落后产能,使得供需保持动态平衡。但政策一直也希望煤价回到绿色合理区间,如果政策这方面决心足够大,可能会加大先进产能释放,减少淘汰落后产能,鼓励煤企大幅增加产量,供给增加超预期,导致煤价提前下跌。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032