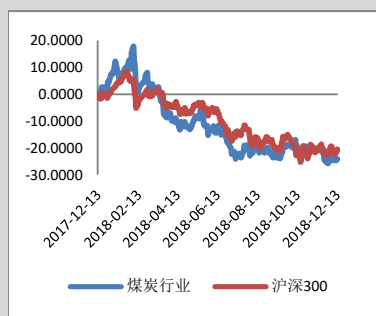


采掘-煤炭行业（801021）

2018年12月24日

供需紧平衡 跟紧低估值高分红龙头**—煤炭行业 2019 年投资策略**

投资评级：中性



● 2018 年行业回顾：煤价高位波动 业绩预期稳定

回顾 2018 年煤炭市场，全年煤炭价格受政策、季节性因素等影响，呈现波浪式波动，但整体来看，煤炭价格依旧处于高位波动格局，煤炭企业盈利依旧具备足够的盈利空间。18 年煤价坚挺主要仍受到下游钢铁、火电需求带动，政策层面敦促长协、调节进口等政策也对煤炭价格进行了有效的稳定价格波动及托底作用。

● 宏观经济压力增大 财政政策有望更加积极

煤炭板块作为强周期行业，受宏观经济及政策层面影响较大。18 年国内经济增速下行压力增加，国内面临内需增长动力不足及美国对中国商品开征高额关税的双重挤压，经济运行环境愈加严峻。随着外部环境的改变，国内宏观政策也在适时进行调整，流动性环境保持稳健宽松状态。19 年财政政策有望更加积极，基建投资力度或将加大，电力、钢铁、水泥等需求存在一定的增长预期。政府政策托底以及长期长协合同，都将助力调节国内煤炭供需格局，稳定煤炭价格波动幅度。

● 投资策略：供需紧平衡 估值具备吸引力

下游四大行业需求相对稳定，但由于之前市场经济与政策双重调节下，未来两年新增产能对供给的贡献量很小，煤炭供需格局持续保持紧平衡或小幅正缺口的概率较大。加上政策层面对进口的季节性调节以及长协合同的因素，煤炭价格 19 年料保持平稳波动，但在季节性因素影响下会出现阶段性涨幅较大格局。行业改革持续从总量性去产能转变为结构性去产能、系统性优产能，退出产能更多的以置换先进产能来完成，产能持续向大型煤炭企业集中。在煤炭价格稳定波动的前提下，煤炭企业，尤其是大型煤炭企业存在较为稳定的盈利预期。近两年煤炭价位维持高位波动，盈利持续改善，但煤炭企业二级市场表现与业绩背离，估值处于市场低位，安全边际较高。

● 投资主线

(1) 成本控制良好，先进产能代表，低估值、高分红标的：可关注低估值大型龙头企业中国神华、兖州煤业、潞安环能等。

(2) 国企改革相关概念：可关注西山煤电、山西焦化等具备国企改革、地方企业重组相关概念的上市公司。

● 重点公司

中国神华 (601088)：综合一体化全产业链龙头；**潞安环能 (601699)**：优质喷吹煤龙头 存资产注入预期；**山西焦化 (600740)**：区域焦炭龙头 优质资产并入提升盈利空间；**兖州煤业 (600188)**：低估值煤炭龙头 产融结合双轮驱动。

● 风险提示

宏观经济下行超预期，中美贸易摩擦升级，政策风险

分析师：张月慧

SAC 执业证书编号：

S0790514100001

联系电话：029-88447618

Email: zhangyuehui@kysec.cn

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路 1 号

都市之门 B 座 5 层

http://www.kysec.cn

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

目 录

一、2018 年行业回顾：煤价高位波动 业绩预期稳定	1
(一) 煤炭价格高位波动	1
(二) 上市公司全年业绩预期稳定	2
二、经济下行压力增大 中美贸易摩擦影响上游需求	3
(一) 宏观经济压力增大 财政政策有望更加积极	3
(二) 中美贸易摩擦间接影响上游需求	4
(三) 政策调控托底 长协稳定价格波动	5
三、需求端：下游煤耗增速存放缓预期 关注 19 年财政政策变化	6
(一) 火电：18 年增幅明显 19 年或进入平台期	7
(二) 钢铁：耗煤存下降预期 关注财政政策变化	7
(三) 建材：水泥产量稳定 难有更大幅度增长	8
(四) 化工：19 年化工耗煤或维持平稳状态	9
四、供给端：固投增速回升短期难影响供给 在建产能新增供给有限	9
(一) 固投增速回升短期难影响供给	9
(二) 近年供需持续正缺口 产能持续向大型矿井集中	10
(三) 在建产能释放缓慢 新增供给贡献量小	11
五、投资策略：供需紧平衡 追随龙头脚步	12
六、重点公司	13
(一) 中国神华 (601088)：综合一体化全产业链龙头	13
(二) 潞安环能 (601699)：优质喷吹煤龙头 存资产注入预期	13
(三) 山西焦化 (600740)：区域焦炭龙头 优质资产并入提升盈利空间	13
(四) 兖州煤业 (600188)：低估值煤炭龙头 产融结合双轮驱动	14

图表目录

图 1: 港口主要煤种煤价高位波动	1
图 2: 焦煤主要品种整体向上	2
图 3: 2018Q3 煤炭行业营收增速弱于市场	3
图 4: 煤炭开采与焦炭加工营收增速放缓	3
图 5: 煤炭行业收入和 GDP 走势趋势性较高	4
图 6: 美国进口煤数量占非常小	5
图 7: 下游四大行业消耗占比接近九成	6
图 8: 下游产量整体回升	6
图 9: 5 月份后火电发电增速持续下滑	7
图 10: 2018 年钢铁产量增速回升	8
图 11: 焦炭产量增速仍呈负增长	8
图 12: 13 年后水泥产量基本稳定	9
图 13: 16 年起固定资产投资增速逐步回升	10
图 14: 原煤产量 18 年维持低速增长	10
图 15: 动力煤供需持续正缺口	11
图 16: 供改后炼焦煤持续呈现供需正缺口	11
图 17: 已核准产能中三分之一进入联合试运转	12
图 18: 12 年后在建未建成中各类型比例	12

一、2018 年行业回顾：煤价高位波动 业绩预期稳定

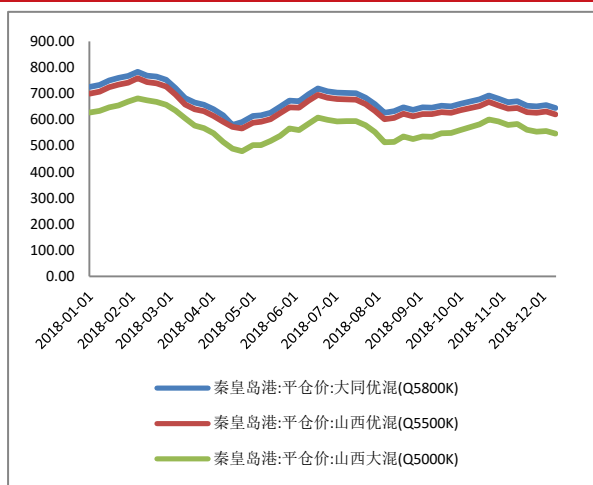
（一）煤炭价格高位波动

回顾 2018 年煤炭市场，全年煤炭价格受政策、季节性因素等影响，呈现波浪式波动，但整体来看，煤炭价格依旧处于高位波动格局，煤炭企业盈利依旧具备足够的盈利空间。18 年煤价坚挺主要仍受到下游钢铁、火电需求带动，政策层面敦促长协、调节进口等政策也对煤炭价格进行了有效的稳定价格波动及托底作用。

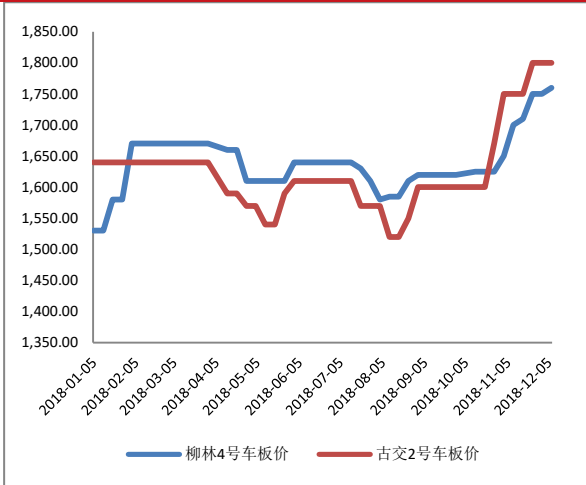
动力煤方面，目前环渤海 5500 大卡动力煤指数报价 571 元/吨，较年初仅下降 1.21%（下同），基本保持在 571 元价位上下波动。18 年以来水电来水不佳影响发电量，加上夏天高温天气持续，用电需求上升导致火电发电量回升显著，电厂煤耗大幅回升，并带动上游动力煤需求大增。

焦煤焦炭方面，受基建等投资拉动，钢铁企业业绩回暖，叠加年内带动上游焦炭、焦煤价格回升。目前天津港山西产一级冶金焦平仓价 2320 元/吨，-4.35%；临汾产二级冶金焦 2050 元/吨，-6.82%；唐山产二级冶金焦 2190 元/吨，-6.81%。年内焦炭上行消耗社会库存，四季度传导至上游焦煤。目前柳林 4 号车板价 1760 元/吨，+15.03%；古交 2 号车板价 1800 元/吨，9.76%；喷吹煤价格走势较为稳定，阳泉喷吹煤 1095 元/吨，持平，长治喷吹煤 1040 元/吨，+8.33%。

下游化工产品需求不旺，**无烟煤**价格基本保持平稳波动，阳泉无烟洗中块 1200 元/吨，-5.51%；晋城中块 1230 元/吨，-5.38%。

图 1：港口主要煤种煤价高位波动


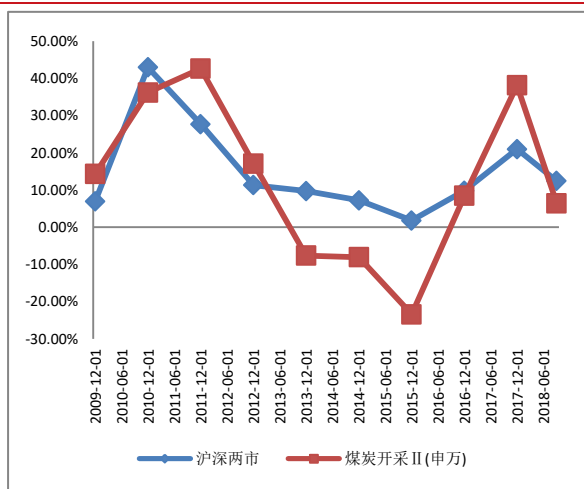
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 2：焦煤主要品种整体向上


数据来源: wind, 开源证券研究所

(二) 上市公司全年业绩预期稳定

18 年前三季度,虽然经历过政策层面对煤炭价格的下行引导,但在供需、运力、库存、环保检查等多方因素影响下,动力煤和焦煤价格整体保持一个相对高位波动。火电及炼焦下游需求保持增长,量价带动前三季度煤炭开采与焦炭加工子行业均表现稳步增长。2018Q3 煤炭开采板块实现营业收入 6953 亿元,同比增长 5.67%;归母净利 746.99 亿元,同比增长 6.81%;毛利率上升至 32%;资产负债率下降至 50.20%。焦炭加工板块实现营业收入 429.26 亿元,同比增加 20.03%;归母净利 45.40 亿元,同比增长 164.92%,毛利率上升至 17.67%,整个子板块资产负债率下降至 49.32%。焦炭加工板块的营收和净利增速均显著好于煤炭开采板块,主要由于焦煤焦炭板块启动较晚,17 年整体基数水平较低所致。但从经营效率上来看,毛利率不如煤炭开采板块。两个子板块资产负债率也呈现一个稳步下降的状态,行业整体资产结构改善。进入冬季后,环保压力加大,虽然今年放松环保全面限产的要求,但错峰生产依旧将影响局部地区以及某些时段的供需格局。此外,供暖需求对煤炭和火电的需求都将上升,都将拉动整个市场对煤炭的需求端回暖,煤价幅度较大下跌的概率较小,煤炭板块上市公司全年业绩整体仍有较为坚实的基础。

图 3：2018Q3 煤炭行业营收增速弱于市场


数据来源：wind，开源证券研究所

图 4：煤炭开采与焦炭加工营收增速放缓

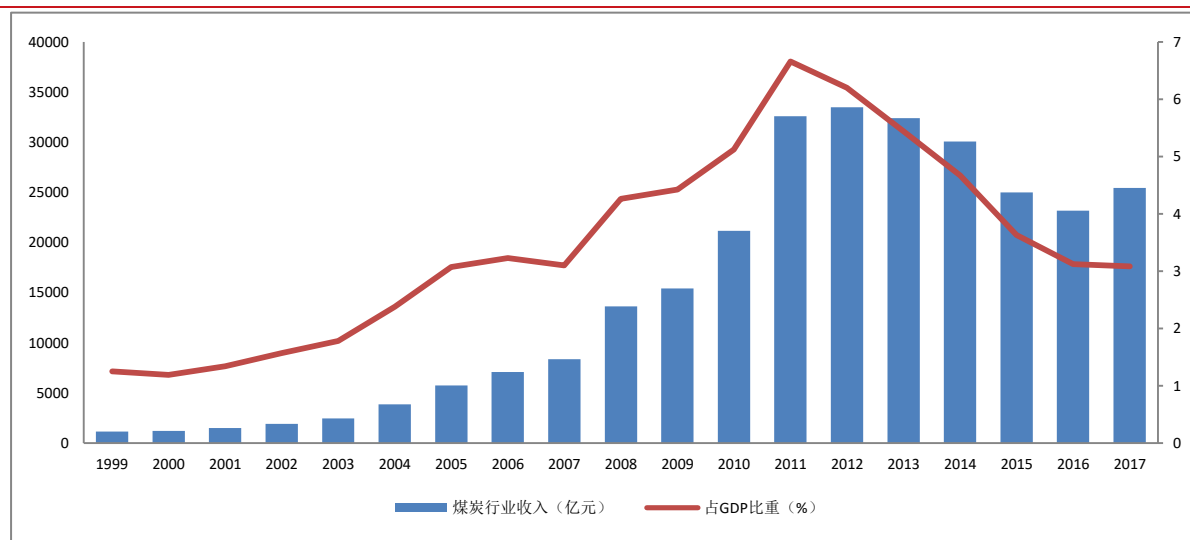

数据来源：wind，开源证券研究所

二、经济下行压力增大 中美贸易摩擦影响上游需求

(一) 宏观经济压力增大 财政政策有望更加积极

煤炭板块作为强周期行业，受宏观经济及政策层面影响较大。18 年一方面国内处于前一轮经济刺激政策效应衰退期，去杠杆、防风险、调结构为经济转型主基调。经济增速下行压力增加，国内面临内需增长动力不足及美国对中国商品开征高额关税的双重挤压，经济运行环境愈加严峻。中美贸易带来外部经济极大的不确定性，但我们也要看到贸易摩擦是把双刃剑，中美高层也在不断进行博弈和谈判，贸易摩擦有望在 19 年出现明显的缓和，下半年经济形势或出现好转，中下游制造业环境好转对上游能源的需求提供一定的增长预期。随着外部环境的改变，国内宏观政策也在适时进行调整，流动性环境保持稳健宽松状态。中央经济会议也提出财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模，19 年财政政策有望更加积极，基建投资力度或将加大，电力、钢铁、水泥等需求存在一定的增长预期。

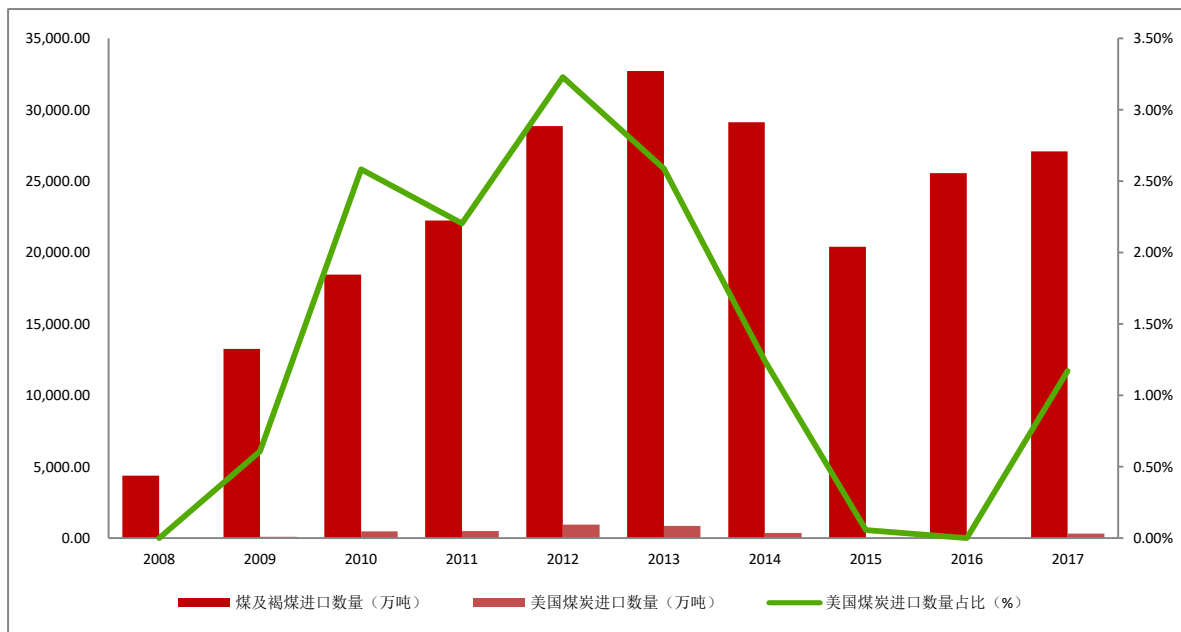
图 5：煤炭行业收入和 GDP 走势趋势性较高



数据来源: wind, 开源证券研究所

(二) 中美贸易摩擦间接影响上游需求

印尼、澳大利亚、蒙古等国为我国煤炭的主要进口国，我国进口美国煤炭量较低，占煤炭进口总量的占比不足 2%，动力煤占比仅为 0.6%，我国对美十余类煤炭及相关产品继续实行目前的关税政策也不会对国内煤炭供需形成显著的直接影响。中美贸易摩擦对煤炭的间接影响体现在对工业产业用电需求减缓导致上游煤炭需求下降上。按照制造业产值综合单位 GDP 耗电 0.25 度/元计算，每 1000 亿美元商品全部停止出口对上游煤炭的影响占比不足全国煤炭消费量的 1%。但也不能忽视未来如果中美贸易摩擦升级，将会影响多行业产业链供需格局，对上游煤炭需求的影响还会扩大。同时，煤炭作为我国主力优势能源，在贸易摩擦大背景下，如何大力推广煤炭清洁利用，减少进口能源依存度，是我国能源自主保障能力的重要选择。

图 6：美国进口煤数量占非常小


数据来源：wind，开源证券研究所

（三）政策调控托底 长协稳定价格波动

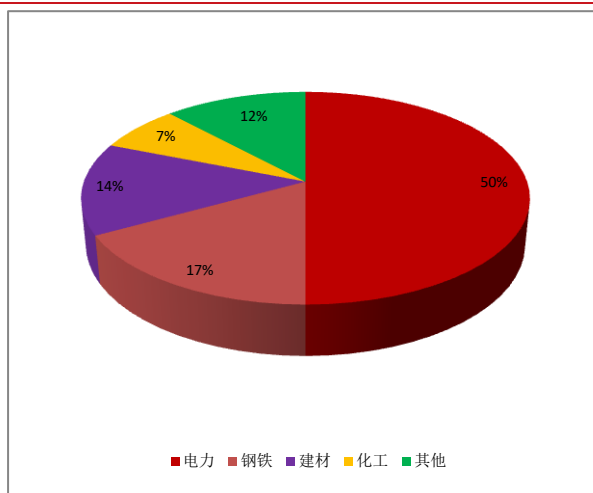
近几年来，国民对环保的关注度上升，雾霾天气加重以及环保事件频发令国家更加重视环保检查，18年延续环保严监管氛围，监察组全国巡查及对钢铁企业、焦化企业、上游煤炭企业的限产措施持续影响煤炭供需格局。另一方面通过进口报关政策影响煤炭进口量，对国内煤炭供需格局进行短期、季节性调节，缓解国内煤炭市场供需大幅波动的情况，保证煤炭价格不会出现急涨急跌的想象，对煤炭价格形成了一定的托底效应。政策层面在17年底努力促进煤炭企业与下游签订长协合同，并将长协合同执行力度将纳入监管与信用体系，敦促煤炭企业执行长协合同，18年持续推进长协签订及履约工作，年内推动国家能源、中煤、伊泰、陕煤等大型煤炭企业与主要电力用户签订了3-5年的中长期合同，电煤签约总额超过11亿吨。山西焦煤、山东能源、龙煤、淮北等主要焦煤企业与用户签订了焦煤年度及三年期中长期合同1.3亿吨。年底的2019年煤炭交易会上，11家煤炭集团与19家大型电力、钢铁、建材和化工用户企业签订了煤

炭中长期合同，合同总量 3.1 亿吨。煤炭作为我国第一大消耗能源，不仅影响下游制造业、服务业等多产业链，对保障我国能源安全也存在非常重要的地位，因此中央政府、地方政府政策托底以及近两年不断推进国有大型煤炭企业与下游签订长期长协合同，都将助力调节国内煤炭供需格局，稳定煤炭价格波动幅度。

三、需求端：下游煤耗增速存放缓预期 关注 19 年财政政策变化

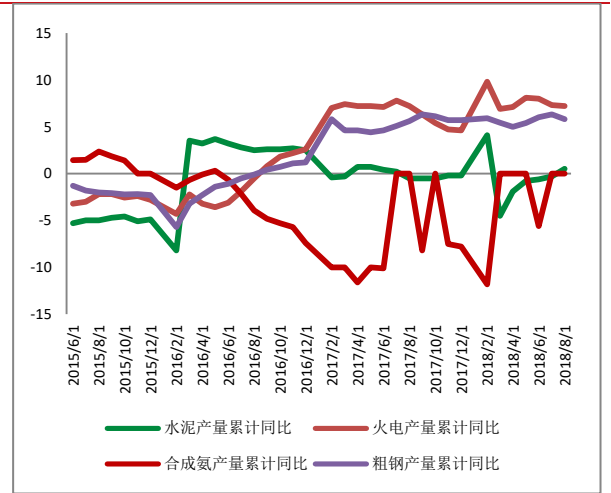
火电、钢铁、建材、化工依旧是煤炭主要的下游行业，四大行业耗煤占比接近煤炭消费量的 90%，从 18 年下游需求端来看，四大行业产量增速整体呈现一个向上的趋势。但从 19 年来看，需求端仍然存在很大的不确定性，经济下行压力增大以及中美贸易摩擦均将对煤炭下游形成压制。我们预计在目前谈判基础上，中美博弈明年将出现缓和。财政政策表现也将更加积极，基建投资支出有望加大，对上游能源需求起到一定的拉动作用。

图 7：下游四大行业消耗占比接近九成



数据来源：wind，开源证券研究所

图 8：下游产量整体回升

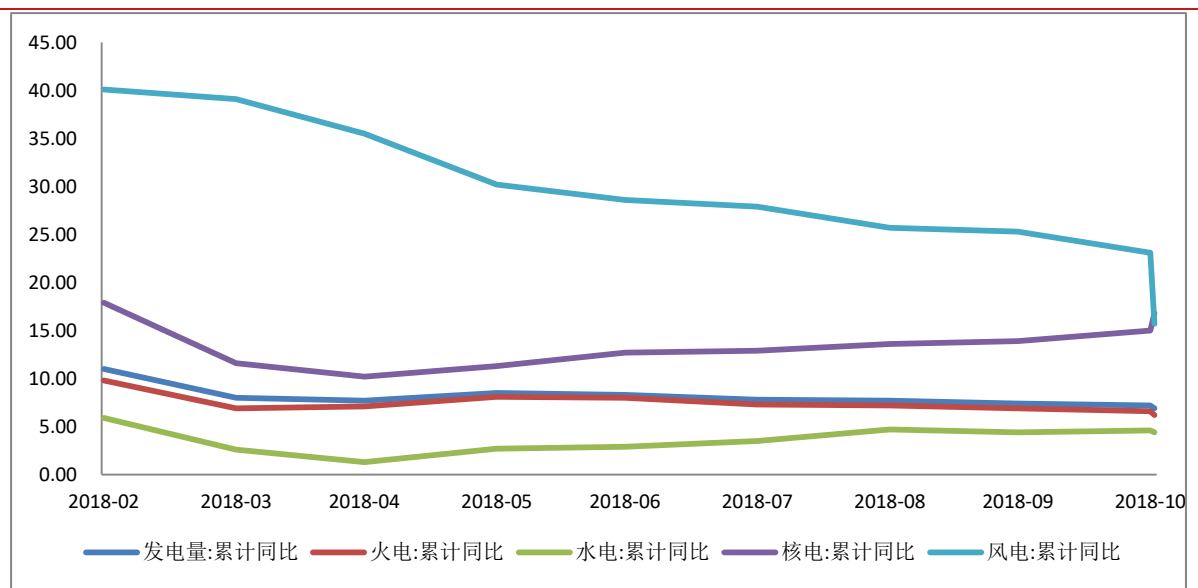


数据来源：wind，开源证券研究所

（一）火电：18 年增幅明显 19 年或进入平台期

18 年 1-11 月，全国发电量 61626 亿千瓦时，同比增长 6.9%；火力发电量 44963 亿千瓦时，同比增长 6.2%。从 5 月份以来，全社会发电量以及火电发电量增速均连续下滑，除了需求端放缓以外，水电进入旺季，发电增速回升也在一定程度上挤占火电需求。但整体从发电量的先行指标来看，经济下行压力增大，19 年火电耗煤增速或弱于 18 年表现，但若中美贸易摩擦好转或更积极的财政政策出台，发电量有望回升，对上游煤炭形成一定的利好。此外，火电煤耗存在向大型大型电厂集中的趋势，长协合同及大型电厂机组相对稳定等影响，对上游煤炭需求相对稳定，对电煤价格也形成一定的支撑。

图 9：5 月份后火电发电增速持续下滑



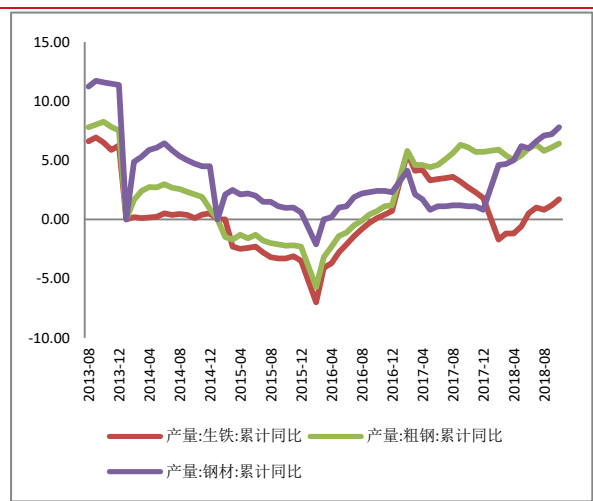
数据来源: wind, 开源证券研究所

（二）钢铁：耗煤存下降预期 关注财政政策变化

钢铁下游主要为基建、房地产等行业，钢铁行业在连续供给侧改革后，供需格局显著改善。叠加年内环保限产影响短期供给，表内粗钢产量回升，18 年 1-10 月份粗钢产量 78245.80 万吨，同比增长 6.40%；钢材产量 91843.90 万吨，同

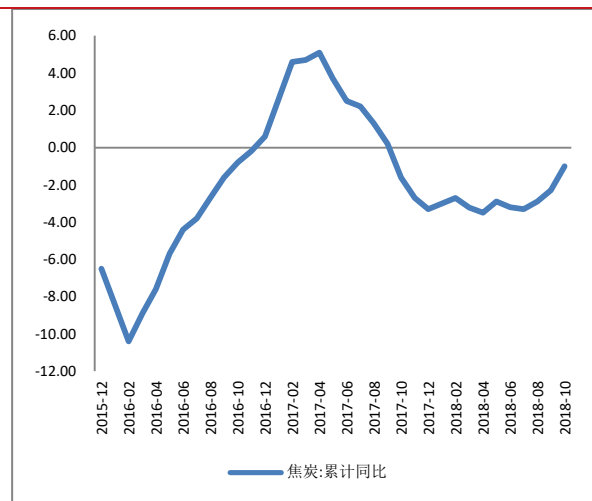
比增长 7.80%。焦炭产量 35952.60 万吨，同比下降 1%。由于房地产行业在当前政策环境下不确定性增强，环保限产依旧对钢铁产量形成压制，19 年钢铁行业增速存在一定下降预期。需要关注财政政策对基建投资的力度，基建投资加大则是支撑钢铁产量增幅的重要因素。

图 10：2018 年钢铁产量增速回升



数据来源: wind, 开源证券研究所

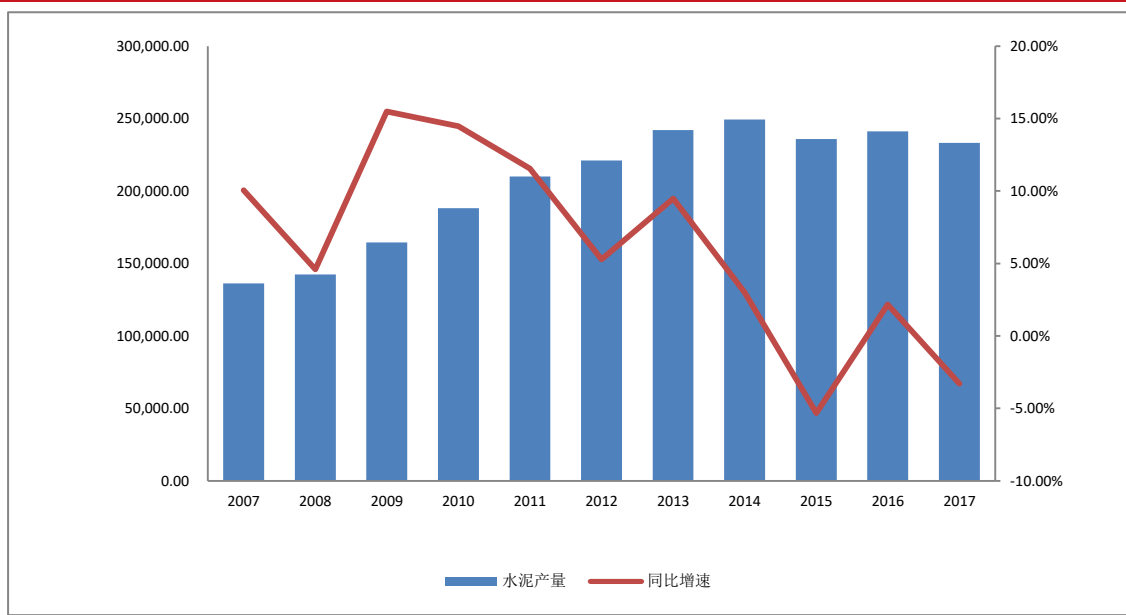
图 11：焦炭产量增速仍呈负增长



数据来源: wind, 开源证券研究所

(三) 建材：水泥产量稳定 难有更大幅度增长

建材：煤炭在建材方面的使用主要是水泥的生产，水泥与钢铁下游重合度相对较高，对房地产、基建行业的依存度较深。18 年 1-10 月水泥产量 179463.40 万吨，同比增长 2.60%。但从 13 年以来，水泥产量基本稳定在 23-24 亿吨的水平，年均复合增长率-1%。虽然 18 年增速有所回升，但房地产面临下行压力，环保检查影响开工，水泥产量 19 年难有更大幅度的增长。

图 12：13 年后水泥产量基本稳定


数据来源：wind，开源证券研究所

（四）化工：19 年化工耗煤或维持平稳状态

传统煤化工产品合成氨、煤制甲醇等产品产量基本保持平稳发展状态，难有较大需求突破。18 年原油价格基本保持高位震荡，受此影响，以煤制烯烃、煤制油、煤制乙二醇等为代表的现代煤化工产品保持高位盘整。现代煤化工作为煤炭行业深加工的主要方向，企业建设热情较高，但由于建设期及环保等多因素干扰，即使在在建项目短期内对煤炭的需求拉动效应也不明显，19 年化工用煤整体或维持平稳发展状态。

四、供给端：固投增速回升短期难影响供给 在建产能新增供给有限

（一）固投增速回升短期难影响供给

自上一轮煤炭周期以来，行业固定资产投资增速持续下滑，自 16 年供改开始后，

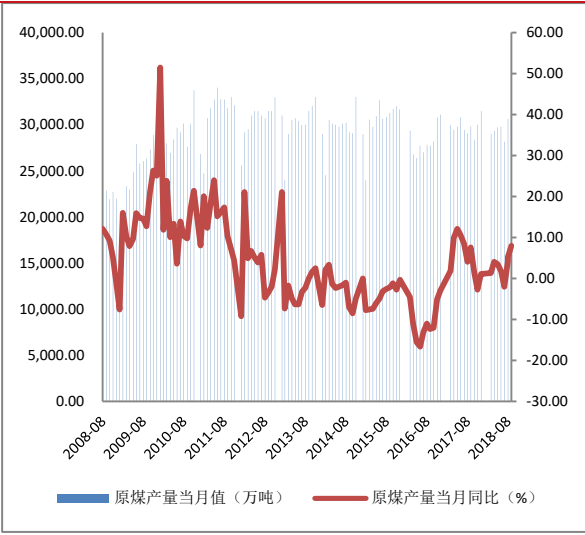
先进产能置换以及超大型矿井的核准建设令投资增速出现回升，但由于煤矿建设周期较长，一般有一个3-5年的建设周期，因此增速回升要到19年后才会体现在产能增长上。从原煤产量来看，16年正式开始供给侧改革后，表内原煤产量增速持续回升，但仍处在负增长区间。17年由于低基数以及先进产能释放，负增长转变为增速回升，18年以来整体处在4%左右的低速增长，由于未来新增产能供给增量有限，供给端难有大规模的放量。

图 13: 16 年起固定资产投资增速逐步回升



数据来源: wind, 开源证券研究所

图 14: 原煤产量 18 年维持低速增长



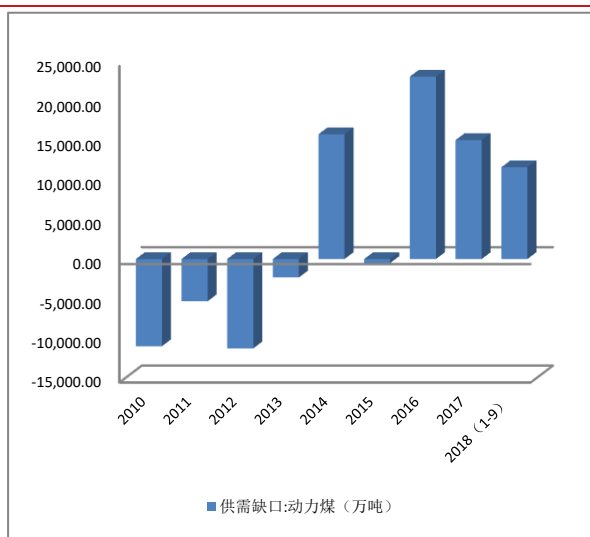
数据来源: wind, 开源证券研究所

(二) 近年供需持续正缺口 产能持续向大型矿井集中

自12年煤炭市场进入低迷以来，大量亏损、资金链断裂的作坊式小型煤炭企业纷纷退出市场。16年正式开始供给侧改革，30万吨以下尤其是9万吨以下的矿井大量关闭，同时，超大型矿井核准数量上升。煤炭行业内部结构得到优化，零乱的散煤企业不断退出市场，产能持续向先进、大型矿井集中。市场自然出清效应加上政策手段助力，动力煤、焦煤从16年开始持续出现供需正缺口，动力煤16-18年3Q正缺口分别为23034、15022、11594万吨，焦煤16-18年3Q

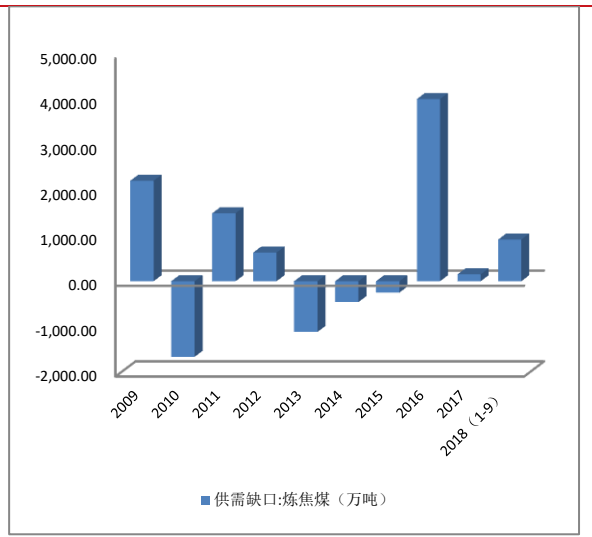
正缺口分别为 4006、152、917 万吨，持续保持一个供需紧平衡的状态，这也是供改以来支撑煤炭价格走势的最重要因素。

图 15：动力煤供需持续正缺口



数据来源: wind, 开源证券研究所

图 16：供改后炼焦煤持续呈现供需正缺口



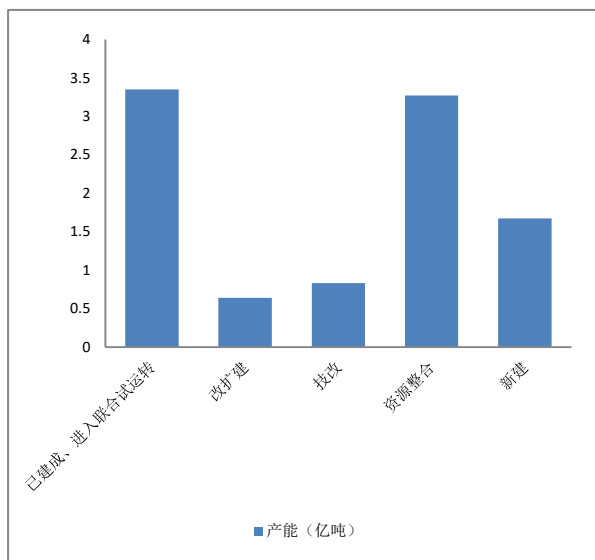
数据来源: wind, 开源证券研究所

(三) 在建产能释放缓慢 新增供给贡献量小

我们对 19 年煤炭下游四大行业需求端的判断相对谨慎，除去政策层面的不确定性因素，19 年行业供需格局还要看供给端产能释放情况。根据能源局 2018 年第 10 号公告，截至 2018 年 6 月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3816 处，产能 34.91 亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1138 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 96 处）、产能 9.76 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 201 处，产能 3.35 亿吨/年。进入联合试运转的 3.35 亿吨产能大部分是已经建成并实际贡献产量的，未来对新增产能部分贡献量非常小。剩余 6.41 亿吨中资源整合、技改、改扩建部分 4.74 亿吨，这部分产能多集中在山西、云南、贵州、河南、黑龙江等地，主要为 12 年以前由资源整合、兼并重组小煤矿而形成的产能。这些煤矿开采条件相对较差，且长期处于停滞状态，安全隐患较大，复产困难。12 年以后在建未建成、未进入联合试运转的部分中，

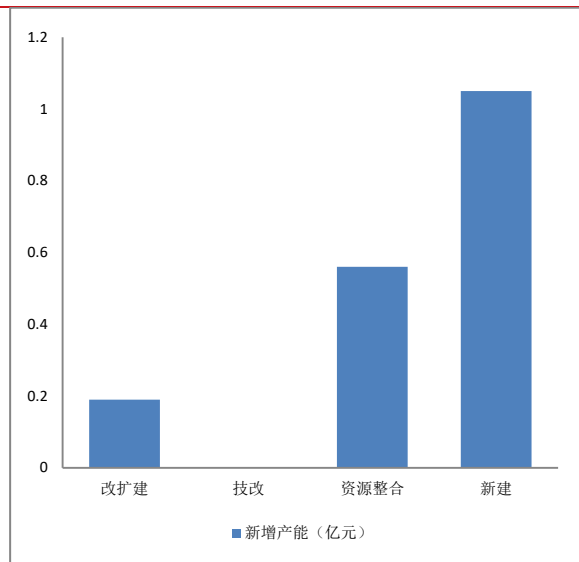
新核准的矿井占据多数，但加上改扩建、技改、资源整合的部分，整体不到 2 亿吨，未来对煤炭供给部分的增量贡献年均不到 1 亿。

图 17：已核准产能中三分之一进入联合试运转



数据来源：国家能源局，开源证券研究所

图 18：12 年后在建未建成中各类型比例



数据来源：国家能源局，开源证券研究所

五、投资策略：供需紧平衡 追随龙头脚步

煤炭板块作为强周期行业，受宏观经济及政策层面影响较大。18 年我国面临内需增长动力不足及美国对中国商品开征高额关税的双重挤压。同时也凸显了煤炭在贸易摩擦大背景下对我国能源自主保障能力的重要性。当前经济下行压力较大，稳增长基调下预计 19 年财政政策将更加积极，基建投资有望加大，对上游能源需求起到一定的推动作用。下游四大行业需求相对稳定，但由于之前市场经济与政策双重调节下，未来两年新增产能对供给的贡献量很小，煤炭供需格局持续保持紧平衡或小幅正缺口的概率较大。加上政策层面对进口的季节性调节以及长协合同的因素，煤炭价格 19 年料保持平稳波动，但在季节性因素影响下会出现阶段性涨幅较大格局。行业改革持续从总量性去产能转变为结构性去产能、系统性优产能，退出产能更多的以置换先进产能来完成，产能持续向大型煤炭企业集中。在煤炭价格稳定波动的前提下，煤炭企业，尤其是大型煤

炭企业存在较为稳定的盈利预期。近两年煤炭价位维持高位波动，盈利持续改善，但煤炭企业二级市场表现与业绩背离，估值处于市场低位，安全边际较高。未来投资主线可参考：（1）成本控制良好，先进产能代表，低估值、高分红标的；（2）国企改革相关概念。个股方面可关注低估值大型龙头企业中国神华、兖州煤业、潞安环能等。此外还需关注西山煤电、山西焦化等具备国企改革、地方企业重组相关概念的上市公司。

六、重点公司

（一）中国神华（601088）：综合一体化全产业链龙头

公司作为国内最大的煤炭上市公司，集煤炭、发电、港口、航运、煤化工一体化全产业链布局。公司具有成本优势，在行业中具备一体化经营优势和规模效应，可显著增强公司抵御周期性波动及风险的能力。公司股利政策较为稳定，估值存在提升空间，在煤炭板块中值得长期关注。

（二）潞安环能（601699）：优质喷吹煤龙头 资产注入预期较大

公司资源储量丰厚，喷吹煤龙头，动力煤和冶金煤品质优良，所属各矿均为行业特级高产高效矿井，为行业内高效、先进、清洁产能的代表。山西国改加速推进，设置潞安集团重组时点，潞安集团作为山西领先的煤炭企业，在煤炭主产区储备了丰富的优质煤炭资源，作为潞安集团旗下唯一上市公司，集团优质资产注入预期较大。

（三）山西焦化（600740）：区域焦炭龙头 优质资产并入提升盈利空间

山西焦化作为山西省焦炭龙头，拥有焦炭、煤焦油、苯类加工、甲醇等完整的

煤焦化产业链。公司区位优势明显，处在上游焦煤主产区，采购具备一定优势；临近下游河北钢铁大省，需求端存在近水楼台优势。随着近两年下游钢铁需求复苏，焦炭价格持续回升，作为焦炭行业龙头，公司受益明显。年初公司收购中煤华晋 49% 股权，产业链向上延伸，中煤华晋炼焦煤品质优良，盈利空间大，有望提升公司盈利空间。我们看好公司作为焦炭行业的龙头地位，优质焦煤资产未来对公司盈利的提升空间以及作为山西省主要国有企业未来存在的国改预期，建议关注。

（四）兖州煤业（600188）：低估值煤炭龙头 产融结合双轮驱动

公司是华东地区最大的煤炭生产商和国内最大的煤炭出口企业之一，公司在国内的煤矿集中在内蒙等优质煤炭产区，在澳大利亚同时具备优质煤炭资源，海外布局可以平抑国际市场煤价波动。公司业务链条延伸较深，兼具煤炭开采销售、煤化工、运输、电力等上下游产业链，并跨行业布局金融业务，双轮驱动不仅可以分享不同行业的周期红利，也可以均衡公司收入格局，增强抵御行业周期的风险能力。随着公司内蒙煤矿和澳洲煤矿产能逐步释放，公司有望享受国内稳定煤价及国际煤炭价格上涨带来的增量收益。我们看好公司作为行业白马，资源储备丰厚，海外布局进入业绩贡献期，产融结合双轮驱动带来的抗风险能力较强等优势，建议关注。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

本公司在知晓范围内履行披露义务。

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。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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或向人作出邀请。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。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。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

公司简介

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 23.3 亿元，公司的经营范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券；约定购回；股票质押式回购；证券承销；证券投资基金销售。

业务简介：

- **代理买卖证券业务：** 我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。
- **证券投资咨询业务：** 我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；
- **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：** 我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。
- **证券自营业务：** 我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。
- **资产管理业务：** 我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。
- **融资融券业务：** 融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务。

分支机构

深圳分公司	地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 4 号楼 18 层	电话：0755-82703813
上海分公司	地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号环球金融中心 62 层	电话：021-68779208
北京分公司	地址：北京市西城区锦什坊街 35 号院 1 号楼 2 层	电话：010-58080588
福建分公司	地址：福建省厦门市思明区七星西路 178 号七星大厦 17 层 02 单元	电话：0592-5360180
珠海分公司	地址：珠海市香洲区九州大道西 2023 号富华里 B 座 2902	电话：0756-8686588
江苏分公司	地址：建邺区河西大街 198 号同进大厦 4 单元 901 室	电话：025-86573878
云南分公司	地址：云南省昆明市度假区滇池路 918 号摩根道五栋 B 区楼	电话：0871-64630002
湖南分公司	地址：湖南省长沙市岳麓区潇湘北路三段 1088 号渔人商业广场 16 栋 3 楼	电话：0731-85133976
河南分公司	地址：郑州市郑东新区金水东路 33 号美盛中心 808 号	电话：0371-61778510
海南分公司	地址：海南省海口市龙华区金贸西路 1 号富丽花园文景阁 308 室	电话：0898-36608886
吉林分公司	地址：吉林省长春市南关区人民大街 10606 号东北亚国际金融中心 3 楼 301 室	电话：0431-81888388
深圳第一分公司	地址：深圳市南山区沙河西路 2009 号尚美科技大厦 902 房	电话：0755-86660408
上海第二分公司	地址：上海市世纪大道 1239 号世纪大都会 2 号楼 13 层 02B 室	电话：021-58391058
北京第二分公司	地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 16 层 1605 单元	电话：010-85660036
四川分公司	地址：成都市高新区天府大道北段 28 号 1 幢 1 单元 20 层 2003-2004	电话：028-65193979
重庆分公司	地址：重庆市渝北区新南路 166 号 2 幢 1 单元 21-4	电话：023-63560036
咸阳分公司	地址：陕西省西咸新区沣西新城世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
山东分公司	地址：山东省济南市市中区旅游路 28666 号国华东方美郡 109 号楼 1 层	电话：0531-82666773
北京第三分公司	地址：北京市丰台区榴乡路 88 号院 18 号楼 6 层 601 室	电话：010-83570606

江西分公司	地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 988 号绿地中央广场 A1# 办公楼-1501 室	电话：0791-83820859
南京分公司	地址：南京市建邺区庐山路 168 号 1307、1308、1309 室	电话：025-86421886
广东分公司	地址：广州市天河区华强路 2809 号	电话：020-38939190
新疆分公司	地址：乌鲁木齐市经开区喀纳斯湖北路 455 号创智大厦 B 座 23 楼 2302 室	电话：0991-5277045
苏州分公司	地址：苏州市高新区华佗路 99 号金融谷商务中心 15 幢	电话：0512-69582166
榆林分公司	地址：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
湖北分公司	地址：湖北省武汉市江岸区大智路银泰大智嘉园 A 栋 A-2-9-A2-14	电话：027-82285368
辽宁分公司	地址：辽宁省沈阳市大东区大北街 52 号 7 号楼 4 楼	电话：024-31281728

营业部

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛通江西路证券营业部：商洛市商州区通江西路全兴紫苑 13-5 座一层	电话：0914-2987503
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-68765786
佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
汉中劳动西路证券营业部：陕西省汉中市汉台区劳动西路丰辉铭座商住楼主楼二层东区	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666
锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 幢 1 单元 10505 室	电话：029-88447531
宝鸡清姜路证券营业部：宝鸡市胜利桥南清姜路西铁五处综合楼商铺 3 楼	电话：0917-3138308
安康花园大道证券营业部：陕西省安康市高新技术产业开发区花园大道居尚社区 2-2002	电话：0915-8889006
延安中心街营业部：延安市宝塔区中心街治平大厦 7 楼 712 室	电话：0911-8015880
重庆财富大道营业部 重庆市北部新区财富大道 2 号 3-4	电话：023-63560036
厦门莲前西路证券营业部 地址：福建省厦门市思明区莲前西路 209 号 13 层 C 单元	电话：0592-5360897
西安太华路营业部：西安未央区太华北路大明宫万达广场三号甲写 1703	电话：029-89242249
西安纺北路证券营业部：西安市灞桥区纺北路城东交通枢纽负一层	电话：029-83623600
顺德新桂中路证券营业部：佛山市顺德区大良新桂中路海悦新城 93A 号	电话：0757-22222562
深圳南新路证券营业部：深圳市南山区南山街道南新路阳光科创中心二期 A 座 508-	电话：0755-82371868
西安凤城一路证券营业部：西安市经济技术开发区凤城一路 6 号利君 V 时代 A 座 1903 室	电话：029-65663069
上海中山南路证券营业部：上海市黄浦区中山南路 969 号 1103 室	电话：021-63023551
北京西直门外大街证券营业部：北京市西城区西直门外大街 18 号金贸大厦 C2 座 1708	电话：010-88333866-801
杭州丰潭路证券营业部：杭州市拱墅区丰潭路 380 号银泰城 8 幢 801 室-4	电话：0571-88066202
鞍山南五道街证券营业部：鞍山市铁东区南五道街 20 栋 1-2 层	电话：0412-7489333
西安太白南路证券营业部：西安市雁塔区太白南路 109 号岭南郡 10101 号	电话：029-89281966
济南新泺大街证券营业部：济南市高新区新泺大街康桥颐东 2 栋 2 单元 106	电话：0531-66620999
咸阳渭阳中路证券营业部：咸阳市秦都区渭阳中路副 6 号政协综合楼 4 楼	电话：029-33273111
西安临潼华清路证券营业部：西安市临潼区华清路 4 号楼独栋 4-（1-2）04 一层	电话：029-83817435
铜川红旗街营业部：陕西省铜川市王益区红旗街 3 号汽配公司大楼四层	电话：0919-2185123
咸阳人民西路营业部：咸阳市秦都区人民西路 37 号 117 幢 1 层商铺	电话：029-33612955

汉中兴汉路证券营业部：陕西省汉中市汉台区陈家营什字东侧兴汉路一楼营业房	电话：0916-8887897
西安阎良人民路证券营业部：陕西西安阎良区人民东路与公园南路十字东北角	电话：029-81666678
天津霞光道证券营业部：天津市南开区霞光道花园别墅 42、43 号楼及地下室的房屋的 1 幢宁泰广场写字楼 19 层 05 及 06 单元	电话：022-58282662
咸阳玉泉路证券营业部：咸阳玉泉路丽彩广场综合楼 1 单元 14 层 1403 号	电话：029-38035092
宝鸡金台大道证券营业部：陕西省宝鸡市金台区金台大道 6 号	电话：0917-3138009
北京振兴路证券营业部：北京市昌平区科技园区振兴路 28 号绿创科技大厦 6 层 B614\615	电话：010-60716667
汉中东大街证券营业部：陕西省汉中市汉台区东大街莲湖城市花苑一层	电话：0916—8860108
宝鸡中山路营业部：陕西省宝鸡市中山路 72 号 1 层	电话：0917-3679876
安庆湖心北路证券营业部：安徽省安庆市开发区湖心北路 1 号	电话：0556-5509208
淮安翔宇大道证券营业部：江苏省淮安市淮安区翔宇大道北侧、经六路西侧（华夏商务中心 102 室）	电话：0517-85899551
绍兴胜利东路证券营业部：绍兴市越城区元城大厦 1201-1 室	电话：0575-88618079
安康汉阴北城街证券营业部：陕西省安康市汉阴县城关镇北城街 100 号	电话：0915-2113599
黄石杭州西路证券营业部：黄石市下陆区杭州西路 182 号	电话：0714-6355756
惠州文明一路营业部：惠州市惠城区江北文明一路 9 号富绅大厦 14 层 01 号 05、06 单元	电话：020-37853900