

增持（维持）

一体化能源巨头，高分红行业代表

中国神华（601088.SH）深度报告

2025年1月27日

投资要点：

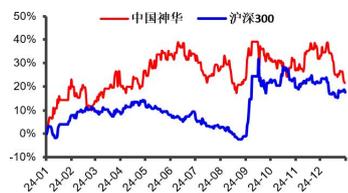
分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴镇杰
SAC 执业证书编号：
S0340124020014
电话：0769-22117626
邮箱：wuzhenjie@dgzq.com.cn

主要数据 2025年1月24日

收盘价（元）	39.08
总市值（亿元）	7764.62
总股本（百万股）	19868.52
流通股本（百万股）	19868.52
ROE（TTM）	13.86%
12月最高价（元）	43.60
12月最低价（元）	33.39

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **央企背景，实力雄厚** 截至2024年9月30日，公司控股股东为国家能源集团，持股比例达到69.52%。国家能源集团由中国国电集团公司和神华集团有限责任公司于2017年11月28日合并重组而成，是中央直管国有重要骨干企业、国有资本投资公司改革试点企业。
- **煤电运一体化布局** 公司拥有大体量煤炭、发电、煤化工业务，及铁路、港口、船舶组成的大规模一体化运输网络，高效连接中国西部资源供应与东南沿海能源需求，是集煤炭、电力、运输、煤化工一体化开发，产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同的综合能源公司。
- **坐拥优质煤炭资源** 截至2024年6月30日，中国标准下本集团的煤炭保有资源量为336.9亿吨，较2023年底增加11.1亿吨；煤炭保有可采储量为153.6亿吨，较2023年底增加19.8亿吨。公司的煤炭存量位于上市公司第二名，仅次于中煤能源。
- **产能优势明显** 公司的产量属于行业中的第一名。公司2023年煤炭产量3.25亿吨，为中国煤炭第一生产企业，2024年规划生产量3.16亿吨，而2024年公司实际的煤炭产量为3.27亿吨，超量完成了全年的目标。
- **自产煤成本低位运行** 公司坚持优化生产、实施精细化成本管控，有效地控制自产煤单位成本增长。2024年上半年公司自产煤单位成本197.1元/吨，同比上涨2.00%，但在A股上市的众多煤炭生产企业中，中国神华吨煤成本仍是行业第二低，仅次于电投能源。
- **长协占比较大** 公司长协占比行业领先，2018年—2023年自产煤长协占比始终高于60%，2024年上半年公司长协占比高达86.11%，长协占比较高帮助公司在煤价下行周期保持业绩稳健。
- **一体化运营业绩稳健** 公司深入开展发电业务，电厂耗煤对煤炭销售总量的高占比，使得公司煤电两业务形成有效对冲，增强了公司的竞争力和抗风险能力。与行业中其他上市公司相比，公司的归母净利润波动幅度最小，盈利稳定性最高。
- **高分红彰显投资价值** 公司规定2022—2024年现金分红比例不低于当年归母净利润的60%，公司分红仍能维持高位。同时2025—2027年度每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的65%，高分红高股息投资价值更加凸显。
- **风险提示**：煤炭消费不及预期，煤炭进口超预期，公司产量不及预期风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1 煤炭央企龙头，公司盈利稳健	4
1.1 煤电运化一体化布局，背靠国家能源集团	4
1.2 公司盈利稳健，资产注入再添成长动力	5
2 煤炭行业：动力煤供需紧平衡，高库存使煤价短期或震荡运行	7
2.1 产量	7
2.2 进口	9
2.3 动力煤电煤需求	10
2.4 动力煤非电煤需求	12
3 公司煤炭产能规模大且长协占比高，一体化运营进一步增强盈利稳定性	15
3.1 煤炭资源丰富，产能规模大	15
3.2 自产煤成本低，高长协平抑煤价波动	16
3.3 一体化运营进一步增强盈利稳定性	18
4 高分红行业代表更受资金青睐	20
4.1 煤炭行业高股息特性更受中长期资金青睐	20
4.2 公司分红率行业领先，未来高分红仍有保障	21
5 投资建议	23
6 风险提示	24

插图目录

图 1：公司股权结构	4
图 2：2024H1 各业务板块收入占比	6
图 3：2024H1 各业务板块毛利占比	6
图 4：近年公司营业收入情况（元，%）	6
图 5：近年公司归母净利润情况（元，%）	6
图 6：原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 7：山西原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 8：内蒙古原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 9：陕西原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 10：新疆原煤产量累计值及同比（万吨，%）	8
图 11：动力煤累计进口量及同比（万吨，%）	9
图 12：动力煤当月进口量及同比（万吨，%）	9
图 13：动力煤进口：印尼到中国及同比（万吨，%）	9
图 14：动力煤进口：澳大利亚到中国（万吨）	9
图 15：动力煤进口：蒙古到中国及同比（万吨，%）	10
图 16：动力煤进口：俄罗斯到中国同比（万吨，%）	10
图 17：2024 年 1 月到 11 月全国不同形式发电量占比（%）	10
图 18：2024 年 1 月到 11 月动力煤下游需求占比（%）	10
图 19：全国累计发电量及同比（亿千瓦时，%）	11

图 20 : 全国累计火电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	11
图 21 : 全国累计水电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	11
图 22 : 全国累计核电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	11
图 23 : 全国累计风电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	12
图 24 : 全国累计太阳能发电及同比 (亿千瓦时, %)	12
图 25 : 全国电厂日均耗煤量 (万吨)	12
图 26 : 六大发电集团日均耗煤量 (万吨)	12
图 27 : 动力煤建材行业消费量累计值及同比 (万吨, %)	13
图 28 : 水泥产量累计值及同比 (万吨, %)	13
图 29 : 动力煤化工行业消费量累计值及同比 (万吨, %)	13
图 30 : 尿素开工率 (%)	14
图 31 : 甲醇开工率 (%)	14
图 32 : 环渤海煤炭库存 (万吨)	14
图 33 : 煤炭六大发电集团库存量 (万吨)	14
图 34 : 2024 年至今秦皇岛市场煤价格 (元/吨)	15
图 35 : 行业主要公司煤炭产量 (万吨)	16
图 36 : 公司近年煤炭产量 (万吨)	16
图 37 : 公司自产煤和外购煤销售量及同比变化	17
图 38 : 公司自产煤和外购煤销售量及同比变化	17
图 39 : 秦皇岛动力煤 Q5500 长协价格 (元/吨)	17
图 40 : 公司自产煤长协占比	17
图 41 : 公司吨煤售价和同比变化率 (元, %)	18
图 42 : 公司吨煤售价和市场价同比变化率 (%)	18
图 43 : 公司总装机容量变化	19
图 44 : 公司燃煤发电机组平均利用小时和全国均值	19
图 45 : 公司发电总装机容量和燃煤发电机组容量	19
图 46 : 行业可比公司归母净利润变化率对比	19
图 47 : 十年期国债收益率	21
图 48 : 煤炭行业分红比率	21
图 49 : 近年来公司货币资金情况 (元)	22
图 50 : 公司近年资产负债率	22
图 51 : 公司近年股利支付率	22
图 52 : 公司近年股息率	22

表格目录

表 1 : 公司盈利预测简表	25
----------------	----

1 煤炭央企龙头，公司盈利稳健

1.1 煤电运化一体化布局，背靠国家能源集团

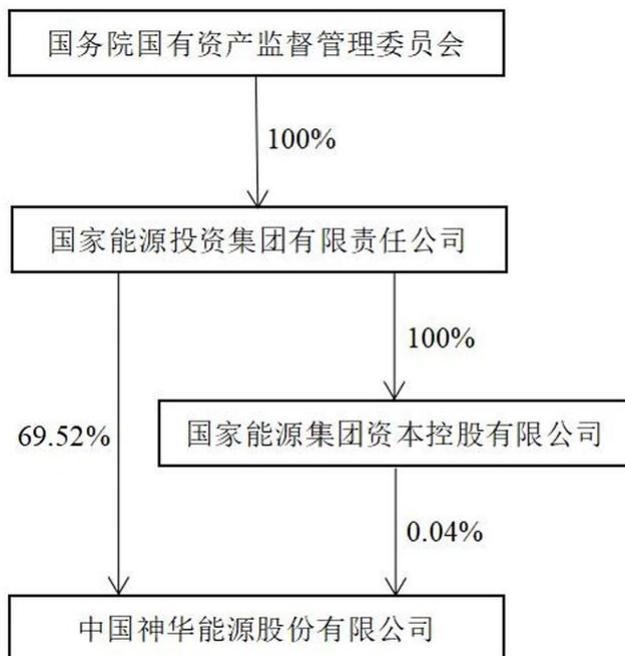
中国神华成立于 2004 年 11 月 8 日，2005 年 6 月和 2007 年 10 月公司分别在香港联交所和上交所上市。公司是一家全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，拥有大体量煤炭、发电、煤化工业务，及铁路、港口、船舶组成的大规模一体化运输网络，高效连接中国西部资源供应与东南沿海能源需求，是产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同的综合能源公司。

中国神华拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区及新街台格庙矿区等优质煤炭资源，截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有中国标准下煤炭保有资源量 336.9 亿吨、煤炭保有可采储量 153.6 亿吨。同时公司控制并运营大容量、高参数的清洁燃煤机组，于 2024 年 6 月 30 日本集团控制并运营的发电机组装机容量 44,822 兆瓦。此外公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络及“神朔一朔黄线”西煤东运大通道，以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达 2,408 公里。公司还控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约 2.7 亿吨/年），拥有约 2.13 百万载重吨自有船舶的航运船队，以及运营生产能力约 60 万吨/年的煤制烯烃项目。公司煤炭开采、安全生产技术处于国际先进水平，清洁燃煤发电、重载铁路运输等技术处于国内领先水平。

作为煤炭行业龙头企业，中国神华的核心竞争力主要体现在：（1）煤电路港航化的纵向一体化经营模式；（2）优质、丰富的煤炭资源；（3）专注于公司主业的管理团队和先进的经营理念；（4）在煤炭开采、安全生产、重载铁路、清洁燃煤发电、煤制烯烃等方面的国内外领先的产业技术和科技创新能力。

截至 2024 年 9 月 30 日，公司控股股东为国家能源集团，持股比例达到 69.52%。国家能源集团由中国国电集团公司和神华集团有限责任公司于 2017 年 11 月 28 日合并重组而成，是中央直管国有重要骨干企业、国有资本投资公司改革试点企业。现拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链业务，旗下上市公司包括中国神华、龙源电力、国电电力、长源电力、龙源技术、英力特。2023 年国家能源集团在世界 500 强中排名第 76 位。

图 1：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.2 公司盈利稳健，资产注入再添成长动力

煤炭、电力、铁路业务是中国神华主要营收和毛利来源。2024年上半年公司煤炭、电力、运输、煤化工业务占营业收入比例分别为66.14%、24.49%、4.17%、1.35%；2024年上半年公司煤炭、电力、运输、煤化工业务占毛利比例分别为68.59%、12.76%、18.33%、0.32%。由此可见，煤炭部分为公司最重要的营收来源和毛利来源。

自供给侧改革以来，煤炭价格逐步改善，中枢显著提升，2022年地缘政治事件导致海外能源价格大涨进一步推升了煤炭价格，近两年虽有回落但仍处于历史较高水平。同时公司业绩较为稳健，即使在2015年全行业亏损的背景下，仍实现盈利161亿元。2023年全年公司实现营业收入3431亿元，2015年以来年复合增长率高达8.6%；归母净利润实现597亿元，年复合增长率17.8%。虽然煤炭作为周期性产品，价格在过去十年间有涨有跌，但公司的营收和归母净利润十年间实现大幅上涨，得益于公司出色的煤矿资源和一体化的经营能力。

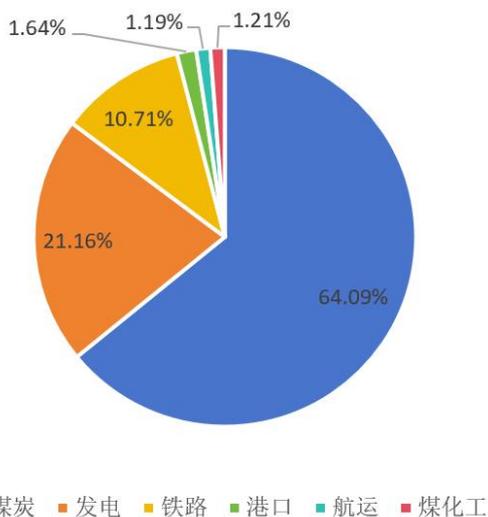
同时公司2024年前三季度业绩超预期。前三季度公司实现营业收入2538.99亿元，同比增长0.57%；归母净利润460.74亿元，同比减少4.55%。2024第三季度单季度公司实现营业收入858.21亿元，同比增长3.37%；归母净利润165.70亿元，同比增长10.54%，环比增长21.66%。

2025年1月21日，中国神华发布公告，中国神华拟与国家能源集团公司签署《股权转让协议》，以8.53亿元收购国家能源集团杭锦能源100%股权。此次收购将使中国神华煤炭保有资源量增加38.41亿吨、可采储量增加20.87亿吨，分别占2024年6月30日中国神华保有资源量和可采储量的11.40%和13.59%。同时，公司将增加1000万吨

在建煤矿、1570 万吨在产煤矿及 2×600MW 煤电发电机组。本次拟收购是集团煤炭资产首次注入尝试，有望开启集团资产注入新阶段，未来或将有更多的集团煤炭资产推进注入上市公司的步伐，公司煤炭资源及产量有望或上台阶，进一步增强公司成长性。

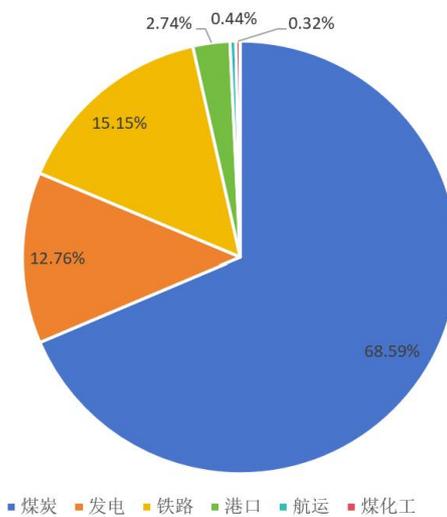
2025 年 1 月 23 日，公司发布 2024 年业绩预告公告。中国企业会计准则下，2024 年公司预计实现归母净利润 570 亿~600 亿元，同比-4.5%~+0.5%；扣非归母净利润 585 亿~615 亿元，同比-7.0%~-2.2%，表现超预期。在煤价下行的 2024 年，公司依然用超预期的业绩证明公司自身的盈利稳定性。

图 2：2024H1 各业务板块收入占比



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 3：2024H1 各业务板块毛利占比



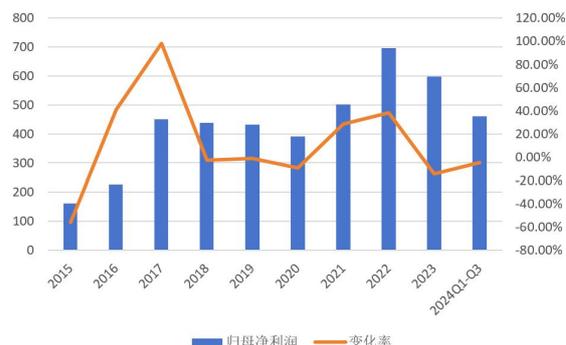
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 4：近年公司营业收入情况（元，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 5：近年公司归母净利润情况（元，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2 煤炭行业：动力煤供需紧平衡，高库存使煤价短期或震荡运行

2.1 产量

2024 年国内原煤产量同比上涨。2023 年煤矿安全事故时有发生，煤矿安全生产形势严峻。今年一月，国务院发布《煤矿安全生产条例》，旨在加强煤矿安全生产，防止事故，保障人民生命财产安全，主要内容包括：坚持党的领导和安全第一原则，强化风险隐患源头治理，夯实煤矿企业主体责任，严格落实监管监察责任，并加大违法行为的惩处力度。所以今年年初时原煤产量同比下跌较大，2 月累计产量为 70526.70 万吨，同比下跌 4.20%。后续产量逐步提升，截至年终，原煤产量累计值为 475896.20 万吨，同比增长 1.30%。

分产区来看，山西省作为最重要的原煤生产省份，2024 年 2 月开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，提出铁心、铁面、铁腕坚决整治和铲除煤矿“三超”和隐蔽工作面两大“毒瘤”，导致今年山西省煤炭产量下滑严重，2024 年山西原煤累计产量达 126873.80 万吨，同比下降 6.90%。2024 年 3 月，山西省印发 2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案的通知，2024 年全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右，而 2023 年原煤产量为 13.57 亿吨，按计划 2024 年较 2023 年同比下降 4.2%。5 月，山西召开全省煤矿企业安全生产和提质增效工作专班第一次会议，提出兼顾煤矿安全生产和提质增效工作。2024 年山西原煤产量虽然没能达成全年目标，但山西省下半年产量增速明显提升，已经非常接近全年目标。

内蒙古和陕西累计产量同比增长。2024 年内蒙古累计生产原煤 129686.90 万吨，同比上升 5.40%；12 月内蒙古生产原煤 11840.30 万吨，同比上涨 10.98%。2024 年陕西省原煤产量 78003.70 万吨，同比上涨 2.00%，12 月陕西原煤产量为 6955.00 万吨，同比上涨 1.63%。内蒙古和陕西煤炭产量受强安监政策压制影响的程度比山西弱，整体仍呈现小幅上涨。

新疆作为“三西”地区外的最大产区，是未来增供主力。2024 年新疆原煤产量保持较快增长，累计生产原煤 54077.00 万吨，同比上升 17.50%；12 月新疆生产原煤 6340.20 万吨，同比上升 6.55%，虽然新疆产量快速上升，但产量基数相对较低，对总体产量影响不大。

我们认为，未来国内煤炭供给将逐步趋于稳定。自供给侧改革以来，煤炭行业的新增产能审批逐步趋严，特别是在“十四五”期间，国家对新核准矿井的审批更加严格，环保和安全监管政策也对新建矿井的审批提出了更高的要求。同时，随着“双碳”政策的推进，煤炭行业面临长期需求减少的趋势，新建煤矿的投资意愿减弱。煤企在面对 2030 年的碳达峰目标时，新建矿井的经济吸引力下降，因此新建产能的意愿明显减弱。近年来，煤矿安全生产形势严峻，安监力度加大，导致部分煤矿停产整顿，影响了新增产能的释放。同时，环保监管的加强使得在生态环境敏感区域难以开展新的煤矿开发。煤炭行业固定资产投资增速回落，表明新增产能的增长速度放缓。以晋陕蒙主产区为例，2024 年煤炭产量计划减产 4894 万吨，相较于 2023 年的计划增加

1.38 亿吨下降明显。总结来说，我们认为未来几年煤炭新增产能释放将是较为缓慢的过程。

图 6：原煤产量累计值及同比（万吨，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 7：山西原煤产量累计值及同比（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 8：内蒙古原煤产量累计值及同比（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 9：陕西原煤产量累计值及同比（万吨，%）

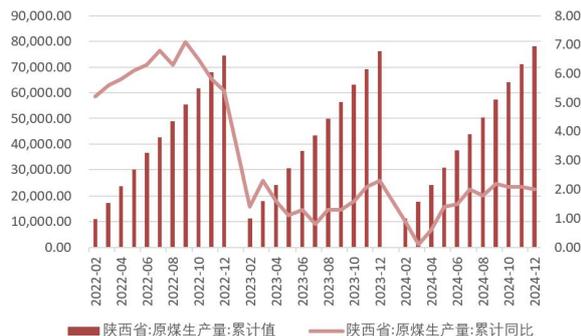


图 10：新疆原煤产量累计值及同比（万吨，%）



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

数据来源: iFind, 东莞证券研究所

2.2 进口

2024年1-9月我国进口动力煤2.89亿吨,同比增加10.75%,进口动力煤总量仍在增长,但是增速大幅回落,去年同期增速为77.89%,增速回落67.23个百分点。从每个月的增速来看,进入2024年以后进口增速大幅放缓,且每月增速保持相对稳定。分国别来看,我国主要动力煤进口国为印尼、澳大利亚、俄罗斯与蒙古,2024年1-9月我国从印尼进口动力煤1.67亿吨,同比上涨2.81%,占比57.57%;2024年1-9月从澳大利亚进口动力煤5218.99万吨,同比上涨59.76%,占比18.03%;2024年1-9月我国从蒙古进口动力煤1708.20万吨,同比上涨52.57%,占比5.90%,增速回落较多,去年同期增速为429.35%;2024年1-9月我国从俄罗斯进口动力煤3819.01万吨,同比下跌17.81%,占比13.19%,去年同期增速为87.65%,增速同比下跌105.44个百分点。去年二月开始我国恢复从澳大利亚进口煤炭,进口格局重塑,目前来看我国动力煤进口格局已经逐步稳定,尤其从最主要进口国印尼来看,进口量增速已逐步稳定。

图 11: 动力煤累计进口量及同比 (万吨, %)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 12: 动力煤当月进口量及同比 (万吨, %)



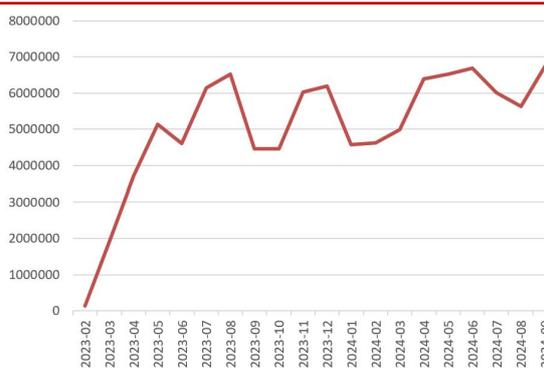
数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 13: 动力煤进口: 印尼到中国及同比 (万吨, %)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 14: 动力煤进口: 澳大利亚到中国 (万吨)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 15: 动力煤进口: 蒙古到中国及同比(万吨, %)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 16: 动力煤进口: 俄罗斯到中国同比(万吨, %)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

总体来看, 2020 年我国禁止澳大利亚煤进口之后, 蒙古煤、俄罗斯煤开始代替澳大利亚煤的地位, 而 2023 年 2 月开始我国恢复了澳大利亚煤的进口, 但蒙古煤、俄罗斯煤进口数量仍维持高位。2023 年和 2024 年进口量增加的主要原因是国内需求稳定增长, 国内供给增速减缓, 同时国内外煤价存在价差, 发电厂等下游企业更愿意从海外进口煤炭, 减少成本。而随着国内煤炭价格从历史高位回落, 海外煤不再具有较高性价比。

同时海外需求也日渐提升, 其中印度为煤炭主要需求国, 印度本土煤炭资源禀赋较差, 高卡的动力煤及主焦煤均为稀缺资源, 需要从海外进口, 而印尼为印度主要的煤炭进口国。印度电力和钢铁行业的发展对煤炭消费产生了巨大需求。一方面, 电力行业是印度煤炭消费的最大驱动力, 特别是在高温极端天气频发的情况下, 其电力需求进一步增加。另一方面, 随着印度工业化的推进, 其钢铁产量大幅增加, 因而对炼焦煤的需求也在上升。包括印度在内的国际煤炭市场需求提升可能继续推高海外煤的价格, 进一步影响我国煤炭进口的数量, 未来进口量难言再有较大的提升。

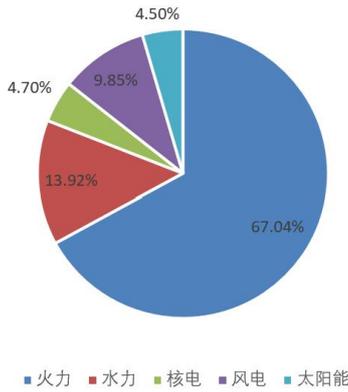
2.3 动力煤电煤需求

电力行业是我国动力煤消费的主要领域, 2024 年 1 月至 11 月, 电力行业耗煤量占动力煤总需求量的 63.54%。我国电力需求持续增长, 中国电力企业联合会预计 2024 年全年全社会用电量 9.8 万亿千瓦时, 比 2023 年增长 6% 左右。预计 2024 年全国统调最高用电负荷 14.5 亿千瓦, 比 2023 年增加 1 亿千瓦左右。电力需求持续向好保证了动力煤需求基本面支撑较强。2024 年, 全国累计发电量 94180.60 亿千瓦时, 累计同比增长 5.71%。而从火电的角度来看, 2024 年累计发电量 63437.70 亿千瓦时, 同比增长 1.80%, 火电发电量占比 67.36%, 火电主体地位不变。

图 17: 2024 年 1 月到 11 月全国不同形式发电量

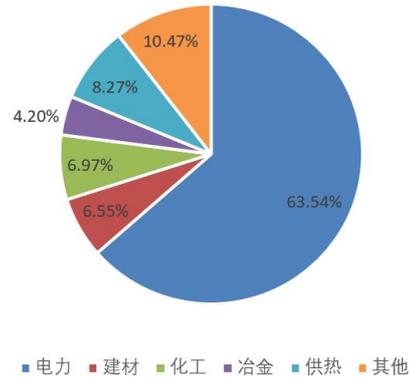
图 18: 2024 年 1 月到 11 月动力煤下游需求占

占比 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

比 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 19: 全国累计发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 20: 全国累计火电发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

同时我国新能源发电发展迅猛, 2024 年, 水电、核电、风电和太阳能, 同比分别增长 10.70%、2.70%、11.10%和 28.20%。新能源的发展对电煤需求产生了一定的影响, 但目前基数较低, 即使增速较快在短期内难以完全替代传统的火电需求。虽然火电整体没有水电、风电、太阳能发电等新能源发电形式增长迅速, 但考虑到地区间电力输送和气候的不确定性等多方面因素, 电力供需形势存在不确定性, 长期看火电在电源结构中压舱石的角色难以替代。火电具有调峰能力强、响应速度快的优势, 能够迅速应对电力需求的波动。在迎峰度夏和迎峰度冬等电力需求高峰期间, 火电能够及时增加发电量, 满足电网的高峰负荷需求, 保障电力供应的稳定性。从全国电厂日均耗煤量可以看出, 近三年来电厂日均耗煤量逐步提升。预计在 2030 “碳达峰” 之前, 火电仍然能稳定增长。

图 21: 全国累计水电发电量及同比 (亿千瓦时, %)

图 22: 全国累计核电发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 23: 全国累计风电发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 25: 全国电厂日均耗煤量 (万吨)

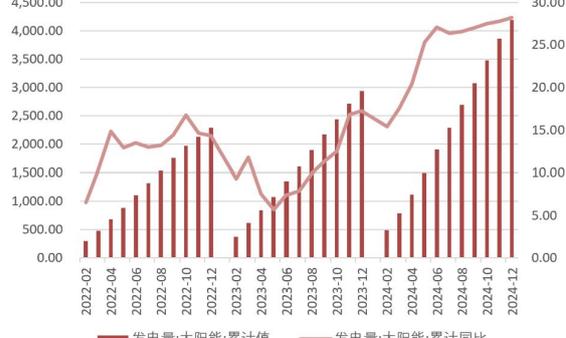


数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 24: 全国累计太阳能发电及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 26: 六大发电集团日均耗煤量 (万吨)

2.4 动力煤非电煤需求

在动力煤的非电需求上，建材行业用煤和化工行业用煤是主要的两个方面。建材行业用煤上，2024 年 1 月到 11 月动力煤建材行业消费量为 24671.28 万吨，同比减少 9.09%。而在建材用煤上，水泥为最重要的终端产品，从水泥的产量上看，2024 年 1 月到 12 月水泥累计产量为 182523.70 万吨，同比减少 9.50%，水泥的出库量也逐年下滑。由于房

地产市场低迷和基建投资放缓，水泥产量持续减少，导致建材行业的煤炭需求也有所下降。同时国家推动节能低碳技术的推广，如《建材行业碳达峰实施方案》的实施，使得建材行业的能耗和碳排放强度持续下降。这些政策促使建材行业逐步减少对煤炭的依赖，并推动了“煤改气”、“煤改电”等替代措施的应用，建材用煤需求进一步下滑。

尽管建材用煤需求整体呈下降趋势，但短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升。9月24日以后，中央经济政策显著加力，在房地产、消费、化解地方债等方面出台多种增量政策。具体来看，住房城乡建设部会同有关部门推出“4+4+2”房地产政策“组合拳”，包括：降低住房公积金贷款利率0.25个百分点，降低首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房税费负担；调整或取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准；此外，通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村和危旧房改造，以及年前将“白名单”项目的贷款规模增加到超4万亿。目前政策依然在有序推出中，若后续政策持续发力，建材用煤在短期内有望迎来上涨。

图 27：动力煤建材行业消费量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 28：水泥产量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

从化工用煤来看，2024年1月至11月化工用煤累计量为26253.89万吨，同比增长16.12%，但是年内增速逐步放缓，从化工产品开工率上看，主要化工品种甲醇和尿素开工率都处于几年来的高位，化工装置负荷有望逐步提升，从而推动化工用煤需求的增长。同时，新型煤化工项目的投产也将进一步拉动化工用煤的需求，由于仍有大量的煤化工产能开建、投产，预计未来3—5年化工用煤景气度有望维持。

图 29：动力煤化工行业消费量累计值及同比 (万吨, %)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 30: 尿素开工率 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 31: 甲醇开工率 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

总结来说, 电煤需求占动力煤需求较大部分, 是扰动需求端的重要部分, 预期未来数年以平稳速度增长。而非电需求方面, 建材用煤短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升, 而化工用煤的增量因仍有大量的煤化工产能开建和投产而具备一定的确定性, 我们认为, 2025 年动力煤的需求量有望提升。

但目前动力煤库存处于近年来高位, 截至 1 月 22 日, 环渤海煤炭库存为 2527.20 万吨, 同比增长 9.35%。煤炭六大发电集团库存量为 1428.80 万吨, 同比增加 19.34%。虽然动力煤供应和进口格局已经逐步稳定, 但目前动力煤库存水平较高, 预计短期行业依然处于去库存的周期中, 预计煤价短期将延续当前趋势震荡运行, 而后逐步企稳回升。

图 32: 环渤海煤炭库存 (万吨)

图 33: 煤炭六大发电集团库存量 (万吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 34: 2024 年至今秦皇岛市场煤价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

3 公司煤炭产能规模大且长协占比高，一体化运营进一步增强盈利稳定性

3.1 煤炭资源丰富，产能规模大

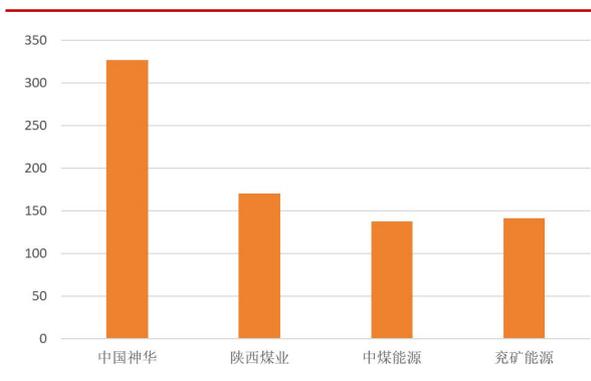
中国神华拥有丰富的煤炭资源。截至 2024 年 6 月 30 日，中国标准下本集团的煤炭保有资源量为 336.9 亿吨，较 2023 年底增加 11.1 亿吨；煤炭保有可采储量为 153.6 亿吨，较 2023 年底增加 19.8 亿吨；煤炭可信储量为 56.8 亿吨，较 2023 年底增加 1.1 亿吨；煤炭证实储量为 37.5 亿吨，较 2023 年底增加 6.9 亿吨。JORC 标准下本集团的煤炭可售储量为 93.1 亿吨，较 2023 年底减少 1.7 亿吨。公司的煤炭存量位于上市公司第二名，仅次于中煤能源。

公司拥有重点煤矿一共四个，分别为神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区和宝日希勒矿区。神东矿区位于陕西省榆林市神木市大柳塔镇，煤炭保有可采储量 84.5 亿吨；

准格尔矿区位于内蒙古鄂尔多斯，煤炭保有可采储量 28.4 亿吨；胜利矿区位于内蒙古锡林浩特，煤炭保有可采储量 12.8 亿吨；宝日希勒矿区位于内蒙古呼伦贝尔市，煤炭保有可采储量 7.8 亿吨。上述四个煤矿合计煤炭保有可采储量 133.5 亿吨，占公司总储量的 99.8%。公司煤矿资源禀赋优异，以神东矿区为例，神东煤炭具有“三低一高”的特点，即特低灰、特低硫、特低磷、中高发热值，是优质的动力、化工和冶金用煤。此外，公司众多煤矿埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单，开采成本较低。

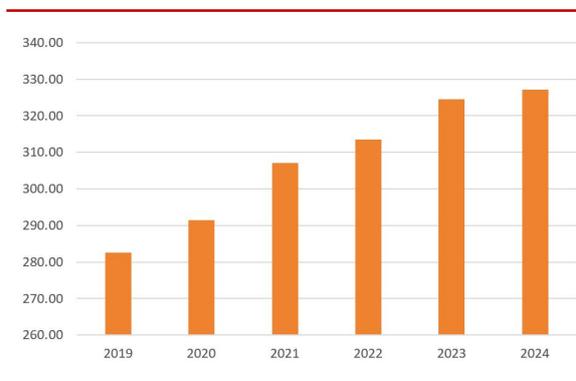
公司的产量属于行业中的第一名。公司 2023 年煤炭产量 3.25 亿吨，为中国煤炭第一生产企业，2024 年规划生产量 3.16 亿吨，而 2024 年公司实际的煤炭产量为 3.27 亿吨，超量完成了全年的目标。

图 35：行业主要公司煤炭产量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 36：公司近年煤炭产量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

3.2 自产煤成本低，高长协平抑煤价波动

本集团销售的煤炭主要为自有煤矿生产。为了满足客户需求、充分利用铁路运力，本集团还在自有矿区周边、铁路沿线从外部采购煤炭，用以掺配出不同种类、等级的煤炭产品后统一对外销售。本集团实行专业化分工管理，煤炭生产由各生产企业负责，煤炭运输主要由本公司下属的运输企业负责，煤炭销售主要由本公司下属的销售集团统一负责，客户涉及电力、冶金、化工、建材等多个行业。

2024 年上半年，本集团积极应对市场变化，优化煤源组织，创新营销策略，合同履约率稳步提升，煤炭销售量稳中有升。上半年煤炭销售量 229.7 百万吨，同比增长 5.4%，其中外购煤销售量 66.9 百万吨，同比增长 14.2%。本集团对前五大国内煤炭客户销售量为 93.9 百万吨，占国内销售量的 41.6%。其中，对最大客户国家能源集团的销售量为 80.1 百万吨，占国内销售量的 35.5%。前五大国内煤炭客户主要为电力、煤化工及煤炭贸易公司。

其中，中国神华自产煤成本低，居行业第二低位。公司坚持优化生产、实施精细化成本管控，有效地控制自产煤单位成本增长。2024 年上半年公司自产煤单位成本 197.1 元/吨，同比上涨 2.00%，成本上涨原因主要是人工成本有所提升，社保缴费政

策性增长，以及按进度计提的员工薪酬增长。但在 A 股上市的众多煤炭生产企业中，中国神华吨煤成本仍是行业第二低，仅次于电投能源。

图 37：公司自产煤和外购煤销售量及同比变化

	2024年上半年			2023年上半年			变动	
	销售量	占销售量 合计比例	价格 (不含税)	销售量	占销售量 合计比例	价格 (不含税)	销售量	价格 (不含税)
	百万吨	%	元/吨	百万吨	%	元/吨	%	%
1. 自产煤	162.8	70.9	533	159.3	73.1	560	2.2	(4.8)
2. 外购煤	66.9	29.1	648	58.6	26.9	713	14.2	(9.1)
销售量合计/平均价格 (不含税)	229.7	100.0	566	217.9	100.0	601	5.4	(5.8)

资料来源：中国神华 2024 年半年报，iFind，东莞证券研究所

公司长协占比行业领先，2018 年—2023 年自产煤长协占比始终高于 60%，2024 年上半年公司长协占比高达 86.11%，长协占比较高帮助公司在煤价下行周期保持业绩稳健。2019 到 2024 年煤炭价格经历较大幅度的变化，从长协煤的价格可以看出，因为长协煤定价机制的改变，五年间长协煤的价格从 550 元/吨的中枢上升到 725 元/吨的中枢，并且其中经历了更小幅度的波动。反观市场煤，五年间的价格浮动幅度更为巨大，虽然在 2021—2022 年行业景气度较高时市场煤价有较大幅度的提升，但是随后价格下跌幅度较大，相比之下长协煤价格更具有稳定性。

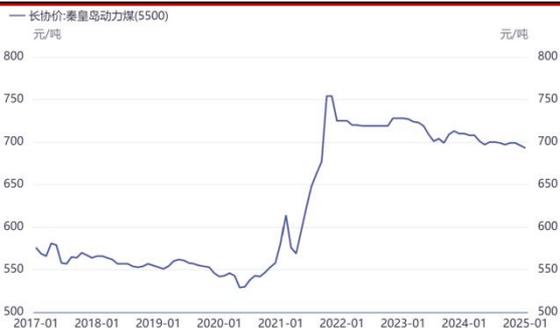
图 38：公司自产煤和外购煤销售量及同比变化

	2024年上半年			2023年上半年			变动	
	销售量	占销售量 合计比例	价格 (不含税)	销售量	占销售量 合计比例	价格 (不含税)	销售量	价格 (不含税)
	百万吨	%	元/吨	百万吨	%	元/吨	%	%
一、通过销售集团销售	217.5	94.7	581	206.0	94.5	616	5.6	(5.7)
1. 年度长协	125.0	54.4	490	124.3	57.0	500	0.6	(2.0)
2. 月度长协	72.8	31.7	725	63.7	29.2	821	14.3	(11.7)
3. 现货	19.7	8.6	618	18.0	8.3	693	9.4	(10.8)
二、煤矿坑口直接销售	12.2	5.3	313	11.9	5.5	347	2.5	(9.8)
销售量合计/平均价格 (不含税)	229.7	100.0	566	217.9	100.0	601	5.4	(5.8)

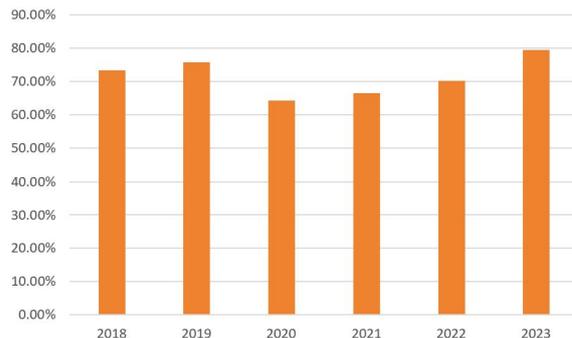
资料来源：中国神华 2024 年半年报，iFind，东莞证券研究所

从公司本身来看，得益于公司近年来高长协占比的特点，公司的吨煤售价跨越周期波动，一直维持在一个相对稳定的位置，以 2024 年上半年的吨煤售价来看，公司 2024 年上半年吨煤售价为 566 元/吨，同比下降了 5.8%，但同期秦皇岛动力煤平仓均价为 875.49 元/吨，同比下降 14.69%，相对而言公司因其长协占比高的特点，使其在煤价下行周期拥有更稳定的吨煤售价。

图 39：秦皇岛动力煤 Q5500 长协价格（元/吨）
图 40：公司自产煤长协占比

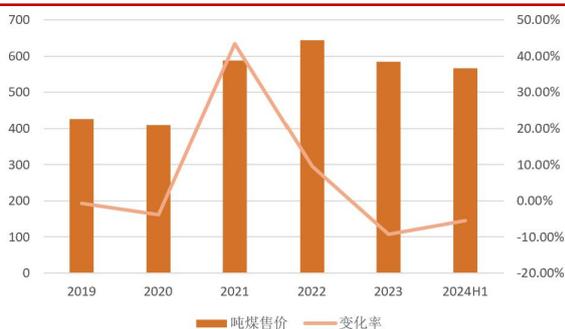


数据来源: iFind, 东莞证券研究所



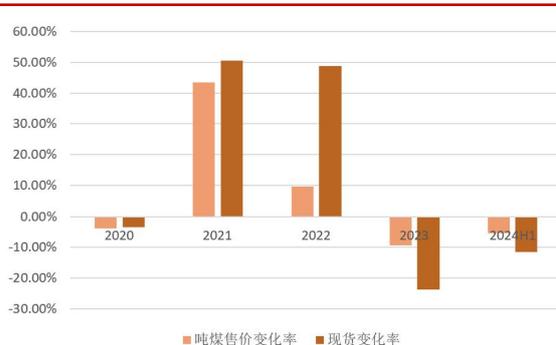
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 41: 公司吨煤售价和同比变化率 (元, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 42: 公司吨煤售价和市场价同比变化率 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

3.3 一体化运营进一步增强盈利稳定性

从公司 2024 年中报的营业收入占比来看, 煤炭分部占比为 66.14%, 电力分部占比为 24.49%, 运输分部占比为 4.17%, 煤化工占比为 1.35%, 在公司的非煤炭业务中, 电力分部的占比最多, 所以本报告主要从电力分部展开论述公司的一体化布局。

2024 年上半年, 中国神华强化机组运行, 发挥煤电支撑调节和兜底保障作用, 多措并举抢发电量。贯彻“集价本利”经营理念, 加强电力交易过程管理, 积极争取电价上浮和容量电费。上半年实现发电量 104.04 十亿千瓦时, 同比增长 3.8%; 实现总售电量 97.89 十亿千瓦时, 同比增长 3.9%, 其中市场化交易电量 95.69 十亿千瓦时, 约占总售电量的 97.8%; 平均售电价格 404 元/兆瓦时, 同比下降 3.3%。

公司发电分部以火电为主、清洁能源为辅, 大力推进新能源项目发展。截至 2024 年 6 月 30 日, 中国神华对外商业运营的发电机组总装机容量 44,822 兆瓦。其中, 燃煤发电机组总装机容量 43,244 兆瓦, 占本集团总装机容量的 96.5%。截至 2024 年 6 月 30 日, 中国神华新增装机容量 188 兆瓦。其中, 福建能源所属国能神福 (晋江) 热电有限公司 3 号机组 (超高温亚临界背压式热电机组) 投运新增装机容量 50 兆瓦; 台山电力煤电机组改造增容 30 兆瓦; 位于广东、福建等地的光伏电站投运并对外商业运营, 新增装机容量合计 108 兆瓦。近年来公司燃煤发电机组平均利用小时均高于全国均值, 最近两年差值越来越大, 2023 年本集团燃煤发电机组平均利用小时数达

5,221 小时，同比增加 270 小时，比全国 6,000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均利用小时数 4,685 小时高 536 小时。公司燃煤发电机组平均利用小时数逐步提升，发电量和售电量逐步提升，继续增厚发电分部的营收水平。

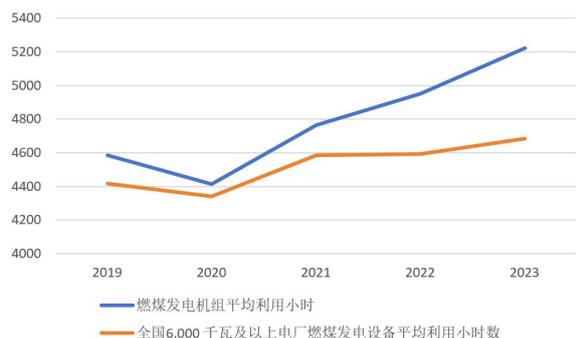
图 43：公司总装机容量变化

单位：兆瓦

电源种类	于 2023 年 12 月 31 日 总装机容量	本报告期内新增 装机容量	于 2024 年 6 月 30 日 总装机容量
燃煤发电	43,164	80	43,244
燃气发电	950	-	950
水电	125	-	125
光伏发电	395	108	503
合计	44,634	188	44,822

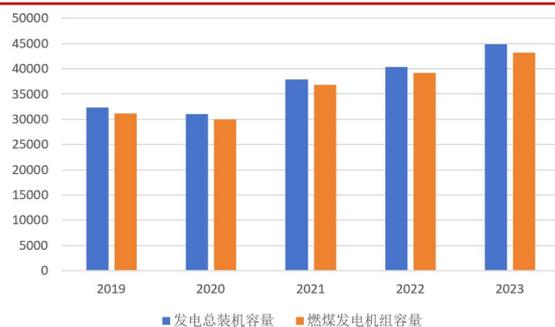
资料来源：中国神华 2024 年半年报，iFind，东莞证券研究所

图 44：公司燃煤发电机组平均利用小时和全国均值



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 45：公司发电总装机容量和燃煤发电机组容量



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2023 年，发电分部共耗用本集团内部销售的煤炭（包括本集团自产煤和采购煤）73.2 百万吨，同比增长 10.9%；2024 年上半年，发电分部共耗用本集团销售的煤炭 34.2 百万吨，同比增长 1.2%，占发电分部总耗煤量 45.3 百万吨的 75.5%。主要原因是发电量同比增长，以及本集团发挥一体化运营优势，保障电厂燃煤供应。受益于“煤电联营”模式，电力业务内部供煤持续保持 80%左右的高位水平。电厂耗煤对煤炭销售总量的高占比，使得公司煤电两业务形成有效对冲，增强了公司的竞争力和抗风险能力。因为公司一体化运营出色，叠加公司长协占比高的特点，与行业中其他上市公司相比，公司的归母净利润波动幅度最小，盈利稳定性最高。

图 46：行业可比公司归母净利润变化率对比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

4 高分红行业代表更受资金青睐

4.1 煤炭行业高股息特性更受中长期资金青睐

2024年9月24日以来，政策不断推陈出新引导增量资金进入市场。9月24日，中国人民银行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示将创设股票回购增持再贷款，引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购增持上市公司股票，首期额度为3000亿元。10月18日，央行宣布正式推出股票回购增持再贷款，政策中商业银行的贷款利率为1.75%，期限为一年，可视情况展期。央行公告中表示，国有开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构将自主决策是否发放贷款，贷款利率原则上不超过2.25%。我们认为只要上市公司分红率高于2.25%，上市公司和主要股东使用贷款回购和增持股票都是存在套利空间的。

1月23日，国新办举行新闻发布会，请证监会主席吴清和财政部副部长廖岷、人社部副部长李忠、央行党委委员邹澜、国家金融监管总局副局长肖远企介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况。其中表示：（1）将抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，规模不低于1000亿元。在现有基础上，引导大型国有保险公司增加A股投资规模和实际比例，其中从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股；（2）公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%；（3）不断丰富适合中长期投资的产品和工具供给；（4）今年1月互换便利操作的550亿元可随时用于融资增持股票；（5）适时推动股票回购增持贷款工具扩面增量。相关机构可根据需要随时获得足够的中长期资金增加投资。我们认为，2024年11月以来，长期国债收益率已下降至2%以下。此情境下，对于具有稳定现金流、高分红的优质资产，其稳健的股东回报或可满足防御型和收入型投资需求，对于中长线资金尤其是偿付率下行的保险资金有着较大吸引力，进而有望获得更高的估值溢价，目前股息率约为5.5%的煤炭板块有望

受益。随着煤炭供需紧平衡导致煤价的波动幅度收窄，煤炭板块盈利稳定性逐步提高，同时近几年政策一直推动国央企上市公司的市值管理、提高分红比例及加大分红频次等举措，以国央企为主的煤炭板块红利逻辑愈发凸显。

图 47：十年期国债收益率



资料来源：iFind，东莞证券研究所

4.2 公司分红率行业领先，未来高分红仍有保障

从煤炭行业各上市公司来看，中国神华分红稳定，具有行业其他上市公司不可比拟的优势。尽管最近两年煤价下跌，行业中大部分公司利润有所下滑，中国神华资产货币资金水平始终处于近年高位。同时，中国神华资产负债率保持在较低水平，2024Q3的资产负债率为 24.1%，在煤炭为主业的上市公司中处于最低的水平；较低的资产负债率通常意味着公司有较强的偿债能力和财务抗风险能力。同时公司 2021-2023 分红率分别为 100%、73%和 75%，平均分红率为 83%，处于煤炭上市公司第二。2022 年公司发布《关于 2022—2024 年度股东回报规划的公告》，2022—2024 年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 60%，我们认为今年分红比例仍然能维持高位。2024 年 7 月 5 日股权登记日，按照公司分红金额与收盘价计算得出公司股息率为 5.3%。

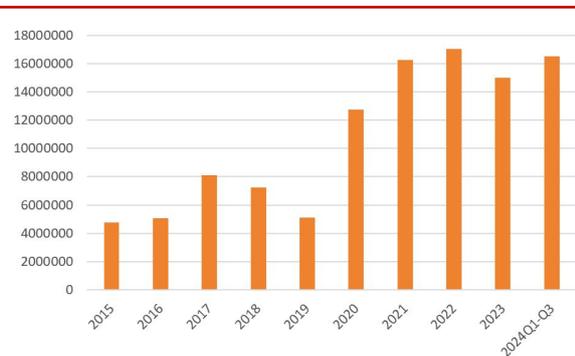
图 48：煤炭行业分红比率

证券代码	证券名称	分红比例 (%)	证券代码	证券名称	分红比例 (%)
600395.SH	盘江股份	82.06	601101.SH	昊华能源	48.46
601088.SH	中国神华	75.22	600985.SH	淮北矿业	43.27
000983.SZ	山西焦煤	67.07	000937.SZ	冀中能源	42.88
600188.SH	兖矿能源	66.11	601001.SH	晋控煤业	40.06
601666.SH	平煤股份	60.60	603071.SH	物产环能	36.88
600925.SH	苏能股份	60.37	002128.SZ	电投能源	33.43
601225.SH	陕西煤业	60.03	000552.SZ	甘肃能化	30.79
601699.SH	潞安环能	60.00	600508.SH	上海能源	30.58
600575.SH	淮河能源	55.54	600546.SH	山煤国际	30.25
600792.SH	云煤能源	52.09	601898.SH	中煤能源	30.00
600971.SH	恒源煤电	50.10	601918.SH	新集能源	18.42
600348.SH	华阳股份	50.01	600740.SH	山西焦化	10.05
600997.SH	开滦股份	50.01	600157.SH	永泰能源	5.40

资料来源：iFind，东莞证券研究所

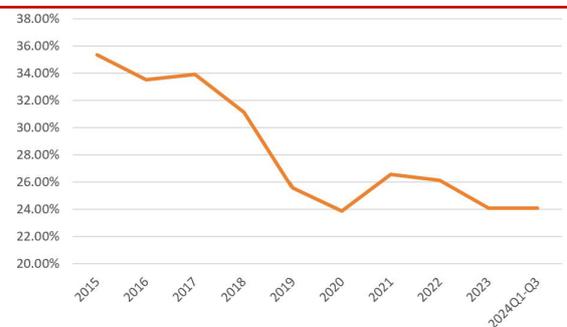
不仅如此，1月22日，中国神华公告提出2025—2027年度股东回报规划，即在符合《公司章程》规定的情形下，2025—2027年度每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的65%，在此期间综合考虑公司经营情况、资金需求等因素实施中期利润分配。相比前次股东回报规划，最低分红比例及分红频次均有提升，未来公司分红仍有保证，高分红高股息投资价值更加凸显。

图 49：近年来公司货币资金情况（元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

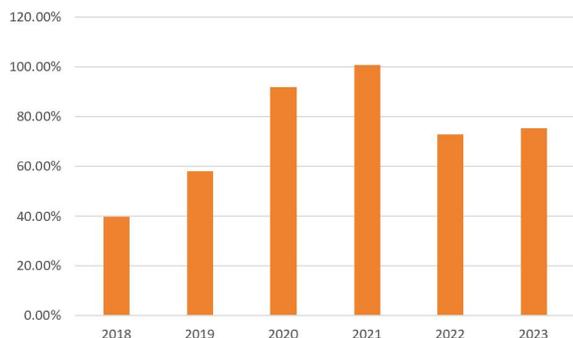
图 50：公司近年资产负债率



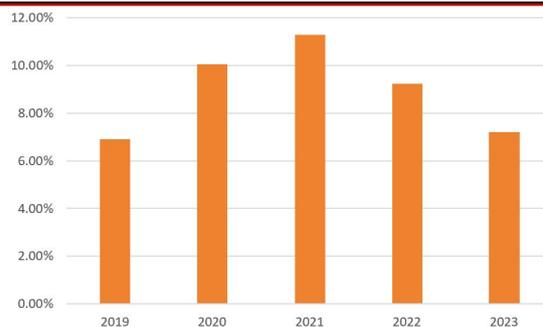
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 51：公司近年股利支付率

图 52：公司近年股息率



数据来源：iFind，东莞证券研究所



数据来源：iFind，东莞证券研究所

5 投资建议

央企背景，实力雄厚 截至 2024 年 9 月 30 日，公司控股股东为国家能源集团，持股比例达到 69.52%。国家能源集团由中国国电集团公司和神华集团有限责任公司于 2017 年 11 月 28 日合并重组而成，是中央直管国有重要骨干企业、国有资本投资公司改革试点企业。

煤电运一体化布局 公司拥有大体量煤炭、发电、煤化工业务，及铁路、港口、船舶组成的大规模一体化运输网络，高效连接中国西部资源供应与东南沿海能源需求，是集煤炭、电力、运输、煤化工一体化开发，产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同的综合能源公司。

坐拥优质煤炭资源 截至 2024 年 6 月 30 日，中国标准下本集团的煤炭保有资源量为 336.9 亿吨，较 2023 年底增加 11.1 亿吨；煤炭保有可采储量为 153.6 亿吨，较 2023 年底增加 19.8 亿吨。公司的煤炭存量位于上市公司第二名，仅次于中煤能源。

产能优势明显 公司的产量属于行业中的第一名。公司 2023 年煤炭产量 3.25 亿吨，为中国煤炭第一生产企业，2024 年规划生产量 3.16 亿吨，而 2024 年公司实际的煤炭产量为 3.27 亿吨，超量完成了全年的目标。

自产煤成本低位运行 公司坚持优化生产、实施精细化成本管控，有效地控制自产煤单位成本增长。2024 年上半年公司自产煤单位成本 197.1 元/吨，同比上涨 2.00%，但在 A 股上市的众多煤炭生产企业中，中国神华吨煤成本仍是行业第二低，仅次于电投能源。

长协占比较大 公司长协占比行业领先，2018 年—2023 年自产煤长协占比始终高于 60%，2024 年上半年公司长协占比高达 86.11%，长协占比较高帮助公司在煤价下行周期保持业绩稳健。

一体化运营业绩稳健 公司深入开展发电业务，电厂耗煤对煤炭销售总量的高占比，使得公司煤电两业务形成有效对冲，增强了公司的竞争力和抗风险能力。与行业中其他上市公司相比，公司的归母净利润波动幅度最小，盈利稳定性最高。

高分红彰显投资价值 公司规定 2022—2024 年现金分红比例不低于当年归母净利润的 60%，公司分红仍能维持高位。同时 2025—2027 年度每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的 65%，高分红高股息投资价值更加凸显。盈利预测：预计 2024—2025 年公司归母净利润为 599.82/621.54 亿元，每股收益为 3.02/3.13 元，1 月 24 日股价对应 2024 年 PE 是 12.62 倍，给予“增持”评级。

6 风险提示

- (1) **煤炭消费不及预期风险** 若能源结构优化进展超预期，将导致下游耗煤需求减少，使得煤炭消费量下降，压制煤炭价格；
- (2) **煤炭进口超预期风险** 若欧美等地区煤炭消费持续下降，国际煤价下跌超出预期，将导致进口煤炭数量增长，使得煤炭供给量上升，压制煤炭价格；
- (3) **公司产量不及预期风险** 若发生安全事故，可能导致公司产能利用率不及预期，从而导致公司业绩下滑。

表 1: 公司盈利预测简表 (截至 2025 年 1 月 24 日)

科目 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	343074.00	344392.66	345795.75	347285.58
营业总成本	252052.00	252100.35	252623.54	252580.91
营业成本	219922.00	219859.21	219864.53	219939.00
营业税金及附加	18385.00	18457.76	18532.96	18612.81
销售费用	425.00	477.79	439.87	451.26
管理费用	9812.00	9714.77	9870.19	9880.52
财务费用	501.00	488.67	622.22	537.30
研发费用	3007.00	3102.15	3293.76	3160.03
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3815.00	1783.33	2672.78	2757.04
其他收益	423.00	525.67	517.22	488.63
营业利润	91367.00	89767.79	91839.82	93503.21
加 营业外收入	912.00	578.33	644.44	711.59
减 营业外支出	5103.00	2894.67	3443.89	3813.85
利润总额	87176.00	87451.46	89040.37	90400.95
减 所得税	17578.00	17084.75	16282.83	17473.63
净利润	69598.00	70366.71	72757.54	72927.32
减 少数股东损益	9904.00	10385.04	10603.26	10589.58
归母公司所有者的净利润	59694.00	59981.66	62154.28	62337.75
基本每股收益 (元)	3.00	3.02	3.13	3.14
PE	13.01	12.94	12.49	12.46

数据来源: iFind, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn