

2025 年 07 月 29 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 供需缺口或逐步扩大，煤炭行业或迎新一轮价值重估

—煤炭行业深度报告

推荐(首次)

投资要点

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

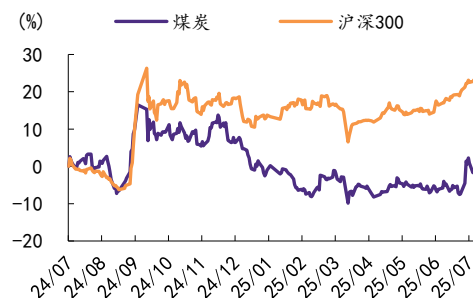
联系人：覃前 S1050124070019

qinqian@cfsc.com.cn

## 行业相对表现

| 表现     | 1M  | 3M   | 12M  |
|--------|-----|------|------|
| 煤炭(申万) | 5.5 | 7.3  | -2.8 |
| 沪深 300 | 5.9 | 10.0 | 22.5 |

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

### 国内供给增速逐步放缓，新疆、内蒙古区域为增供主力

全球煤炭产量大部分集中于国内，而国内供给增速将显著放缓。2024 年国内原煤产量 47.60 亿吨，同比+1.3%，增速较过去五年的复合增速 4.36% 大幅下降。分区域看，新疆、内蒙古为增供主力，2024 年分别贡献增量 0.81 亿吨、0.66 亿吨，而远期来看，新疆远期规划产能增量 0.72 亿吨/年，内蒙古远期新增产能合计 1.32 亿吨/年，而山西受“三超”整治及资源约束，2024 年产量同比-6.9%，未来供给或仍面临一定脆弱性。海外供给方面，2024 年煤炭进口 5.43 亿吨，同比+14.4%，但增速较 2023 年下降 47.4pct，煤炭进口增速呈现放缓趋势。

### 需求偏刚性，电力支撑主要消费、化工需求增量显著

2024 年国内煤炭消费总量 48.4 亿吨，同比+1.7%，电力行业需求占比 55%，仍为核心占比。2024 年支撑电力行业动力煤用量同比+2.64%至 26.51 亿吨；化工用煤需求增长强劲，消费量同比+13.86%；建材用煤量同比-5.05%，随房地产政策优化降幅有望收窄；冶金行业受生铁产量下滑拖累，用煤量同比-4.07%；供热及其他行业增速放缓，但仍保持正增长，分别同比+5.66%、+6.75%。出口需求方面，2024 年煤及褐煤出口 666 万吨，同比+49.1%，呈现增长趋势。

### 供需缺口或持续扩大，煤价中枢有望上移

海外除印度贡献主要增量外，其他地区产量呈现下滑趋势。据 IEA 数据，预计印度 2025-2027 年三年动力煤及褐煤产量分别为 11.51、12.07、12.64 亿吨，三年复合增速为 4.9%。而海外煤炭资本开支逐步下降，供给放量将趋于放缓。国内来看，近年来北方煤矿安监形势趋严，东中部地区煤矿存量可采资源下降，煤炭产量长期增长受限，同时“碳达峰、碳中和”双碳目标约束下，新建煤矿投产周期长，部分新增产能难以短期落地，预计 2025 年国内新投产煤矿数量有限，少量增量来源于晋陕蒙新等资源储量集中地。预测 2025-2027 年国内动力煤产量分别为 40.50、40.60、40.76 亿吨，3 年

复合增速为 0.21%，消费量分别为 43.17、44.51、45.89 亿吨，3 年复合增速为 1.85%，预测 2025-2027 年供需缺口分别为 -0.63、-1.50、-2.29 亿吨，煤价中枢有望上移。

行业评级及投资策略

考虑到煤炭供需缺口有望逐步扩大，煤价中枢有望上移，我们首次覆盖煤炭行业，给予“推荐”投资评级，可关注中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山煤国际及电投能源等投资机会。

风险提示

国内经济增长不及预期；全球经济下行带来下游需求波动风险；进口煤大量进入、国内产量大幅释放的风险；价格大幅下跌等风险。

关注公司及盈利预测

| 公司代码      | 名称   | 2025-07-29<br>股价 | EPS  |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      |                  | 2024 | 2025E | 2026E | 2024  | 2025E | 2026E |      |
| 002128.SZ | 电投能源 | 20.51            | 2.21 | 2.50  | 2.71  | 9.28  | 8.19  | 7.58  | 未评级  |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 12.95            | 1.33 | 1.05  | 1.19  | 9.72  | 12.28 | 10.86 | 未评级  |
| 600546.SH | 山煤国际 | 9.92             | 0.98 | 0.75  | 0.85  | 10.14 | 13.23 | 11.65 | 未评级  |
| 601088.SH | 中国神华 | 37.82            | 2.95 | 2.52  | 2.53  | 12.82 | 15.01 | 14.95 | 买入   |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 20.64            | 2.32 | 1.99  | 2.08  | 8.89  | 10.39 | 9.90  | 未评级  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期）

正文目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1、煤炭行业介绍.....                            | 6  |
| 1.1、煤炭产业链.....                           | 6  |
| 2、供给侧：增量释放趋缓.....                        | 7  |
| 2.1、全球煤炭产量主要分布于国内.....                   | 7  |
| 2.2、国内四大产区除山西受减产影响外，其余三大产区持续释放产量.....    | 8  |
| 2.3、新疆：远期规划原煤产能增量 0.72 亿吨/年.....         | 10 |
| 2.4、内蒙古：远期规划原煤产能增量 1.32 亿吨/年.....        | 12 |
| 2.5、山西：2024 年原煤产量同比下滑.....               | 13 |
| 2.6、国内煤炭进口增速呈现放缓趋势.....                  | 14 |
| 3、需求侧：偏刚性需求持续释放.....                     | 17 |
| 3.1、煤炭需求跟随经济增速放缓边际下降，但仍占据主要能源消费地位.....   | 17 |
| 3.2、电力为煤炭主要下游消费行业.....                   | 18 |
| 3.3、国内煤炭出口量呈现上升趋势.....                   | 22 |
| 4、库存：小幅累库，产地库存压力较小.....                  | 24 |
| 4.1、国内动力煤库存：矿山库存压力较小.....                | 24 |
| 5、供需展望：缺口或长期存在，煤价中枢有望上移.....             | 25 |
| 5.1、海外煤炭投资额增速呈现下滑趋势.....                 | 25 |
| 5.2、海外或几无新的海运煤炭产能投放，印度增量源于当地及国内需求增长..... | 25 |
| 5.3、供需平衡预测：缺口或逐步扩大.....                  | 26 |
| 6、煤价复盘与展望.....                           | 27 |
| 6.1、煤炭股价与煤价复盘：煤炭股价以煤价周期逻辑为主，风格为辅.....    | 27 |
| 7、行业评级及投资策略.....                         | 28 |
| 8、风险提示.....                              | 28 |

图表目录

|                                                 |   |
|-------------------------------------------------|---|
| 图表 1：煤炭产业链介绍.....                               | 6 |
| 图表 2：全球煤炭产量分布.....                              | 7 |
| 图表 3：我国煤炭产量全球占比逐年提高.....                        | 7 |
| 图表 4：国内煤炭储量情况.....                              | 7 |
| 图表 5：国内煤炭储量主要分布在北方地区四大产区：山西、新疆、内蒙古、陕西.....      | 7 |
| 图表 6：原煤产量近年来实现提速.....                           | 8 |
| 图表 7：动力煤近年来实现增产.....                            | 8 |
| 图表 8：2024 年国内原煤增量主要来自于新疆、内蒙古.....               | 9 |
| 图表 9：2024 年国内原煤增量主要来自新疆及内蒙古地区，山西贡献较大减量.....     | 9 |
| 图表 10：分年度情况来看，内蒙古、新疆原煤产量增长相对迅速，陕西较缓慢，山西出现负增长 .. | 9 |

|                                          |           |
|------------------------------------------|-----------|
| 图表 11: 新疆原煤历史产量及占比 .....                 | 10        |
| 图表 12: 预计远期新疆煤矿产能增量合计为 7241 万吨/年 .....   | 10        |
| <b>图表 13: 新疆重点煤矿项目开发状态 .....</b>         | <b>11</b> |
| 图表 14: 2024 年内蒙古各市原煤产能分布 .....           | 12        |
| 图表 15: 鄂尔多斯市主要矿区新增产能 .....               | 12        |
| <b>图表 16: 内蒙古鄂尔多斯市新建煤矿产能情况 .....</b>     | <b>12</b> |
| 图表 17: 山西原煤历史产量及占比 .....                 | 13        |
| 图表 18: 2023-2024 年山西原煤产量 .....           | 13        |
| 图表 19: 煤炭行业固定资产投资累计同比增速边际回升 .....        | 13        |
| 图表 20: 产能利用率接近近几年峰值, 剩余提升空间较小 .....      | 13        |
| 图表 21: 国内煤及褐煤进口量 .....                   | 14        |
| 图表 22: 2023-2024 年国内煤炭主要进口来源国及进口量 .....  | 14        |
| 图表 23: 2023-2024 年国内动力煤主要进口来源国及进口量 ..... | 15        |
| 图表 24: 2023-2024 年国内炼焦煤主要进口来源国及进口量 ..... | 15        |
| 图表 25: 2023-2024 年国内褐煤主要进口来源国及进口量 .....  | 15        |
| 图表 26: 我国 GDP 及能源消费增速 .....              | 17        |
| 图表 27: 我国能源消费总量及同比增速 .....               | 17        |
| 图表 28: 我国能源消费结构变化 .....                  | 17        |
| 图表 29: 煤炭消费量及结构占比 .....                  | 17        |
| 图表 30: 我国煤炭消费总量情况 .....                  | 18        |
| 图表 31: 我国煤炭消费分行业占比情况 .....               | 18        |
| 图表 32: 我国动力煤历史消费量 .....                  | 18        |
| 图表 33: 动力煤分行业消费情况 .....                  | 18        |
| 图表 34: 我国风电及太阳能装机容量 .....                | 19        |
| 图表 35: 2024 年各类型发电装机量占比 .....            | 19        |
| 图表 36: 电力行业动力煤历史消费量 .....                | 19        |
| 图表 37: 电力行业动力煤月度消费量 .....                | 19        |
| 图表 38: 建材行业动力煤历史消费量 .....                | 20        |
| 图表 39: 建材行业动力煤月度消费量 .....                | 20        |
| 图表 40: 化工行业动力煤历史消费量 .....                | 21        |
| 图表 41: 化工行业动力煤月度消费量 .....                | 21        |
| 图表 42: 国内生铁产量 .....                      | 21        |
| 图表 43: 冶金行业煤炭消费量 .....                   | 21        |
| 图表 44: 供热行业动力煤消费量 .....                  | 21        |
| 图表 45: 其他行业动力煤消费量 .....                  | 21        |
| 图表 46: 煤、焦炭及煤砖历史出口金额 .....               | 22        |

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| 图表 47: 煤及褐煤历史出口数量 .....             | 22        |
| <b>图表 48: 煤、焦及煤砖出口金额 .....</b>      | <b>22</b> |
| 图表 49: 462 家样本矿山动力煤库存 .....         | 24        |
| 图表 50: 55 个港口动力煤库存 .....            | 24        |
| 图表 51: 全国 72 家电厂样本区域存煤总计 .....      | 24        |
| 图表 52: 国内煤炭、化石能源等投资额及增速 .....       | 25        |
| 图表 53: 海外煤炭、化石能源等投资额及增速 .....       | 25        |
| 图表 54: 全球动力煤及褐煤产量预测 .....           | 26        |
| 图表 55: 国内动力煤供需平衡预测 .....            | 26        |
| 图表 56: 煤炭股价与煤价复盘: 煤炭股价以周期逻辑为主 ..... | 27        |
| 图表 57: 关注公司及盈利预测 .....              | 28        |

# 1、煤炭行业介绍

## 1.1、煤炭产业链

煤炭产业链上游为生产设备和系统、中游环节为煤炭开采和洗选、下游为应用领域，各环节包括：

**1、上游：**煤炭产业链上游主体为煤炭开采设备和系统，主要包括采掘机、掘进机等生产设备以及相关的智能化系统。

**2、中游：**中游为煤炭开采和洗选，主要煤种有褐煤、烟煤、无烟煤等，以用途划分可将煤炭划分为动力煤、炼焦煤及无烟煤。1) 动力煤：主要用于火力发电，因此动力煤定价主要以热量为基准，其次在水分、硫分、挥发分、灰分等指标的基础上调整得到最终价格；广义上而言，为产生动力而使用的煤炭均属于动力用煤，动力煤下游应用主要包括发电、建材、供热等；2) 炼焦煤：主要作为生产原料生产焦炭，而焦炭多用于炼钢，为目前钢铁等行业的主要生产原料，目前炼焦煤 70%的下游应用为钢铁企业，因此相较于动力煤，炼焦煤的下游需求更集中；3) 无烟煤：无烟煤为煤化程度最高的煤种，主要下游应用为电力、建材及化工。

**3、下游：**下游环节为应用领域，主要包括电力、钢铁、化工、建材以及其他行业。

图表 1：煤炭产业链介绍



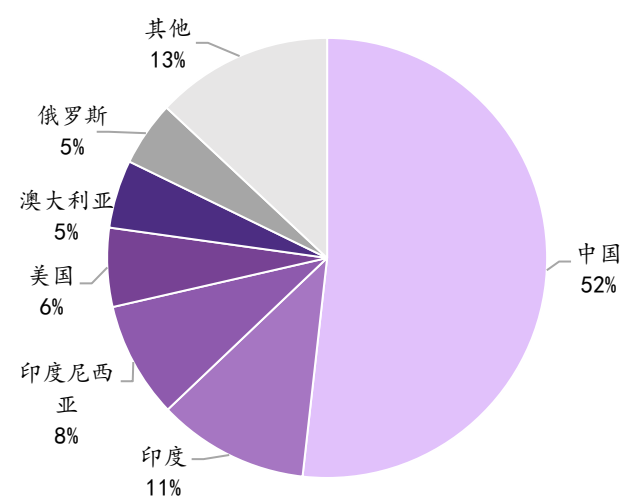
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

## 2、供给侧：增量释放趋缓

### 2.1、全球煤炭产量主要分布于国内

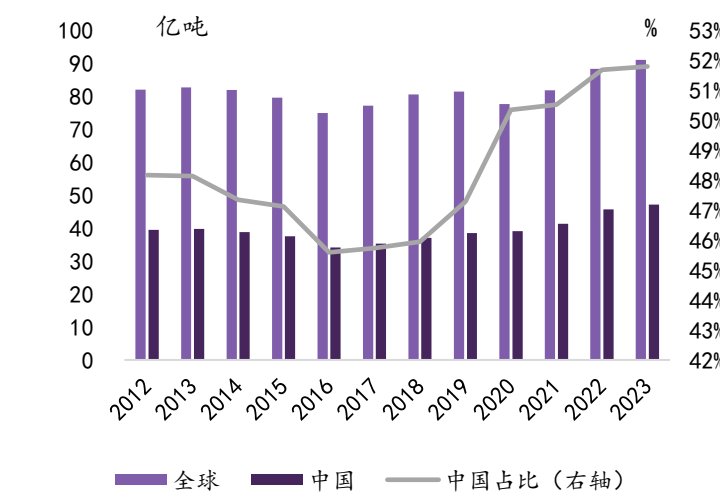
全球煤炭产出约一半以上分布于国内，并且国内产出占比处于逐年提升的趋势中。全球煤炭产量分布为中国（52%）、印度（11%）、印度尼西亚（9%）、美国（6%）、澳大利亚（5%）、俄罗斯（5%）。2023 年全球煤炭产量 90.96 亿吨，其中国内生产 47.1 亿吨，占比 52%。

图表 2：全球煤炭产量分布



资料来源：EI，华鑫证券研究

图表 3：我国煤炭产量全球占比逐年提高



资料来源：EI，华鑫证券研究

国内煤炭储量主要集中于北方四大产区，山西、新疆、内蒙古、陕西合计储量占比为 71.87%。据自然资源部，截至 2023 年数据，国内煤炭总储量为 2185.7 亿吨，主要分布于山西、新疆、内蒙古等地。国内煤炭储量分布来看，山西、新疆、内蒙古、陕西、贵州储量位居全国前五，储量分别为 494.17、364.52、327.02、310.62、134.90 亿吨，占比分别为 23.77%、17.53%、15.73%、14.84%、6.49%。

图表 4：国内煤炭储量情况

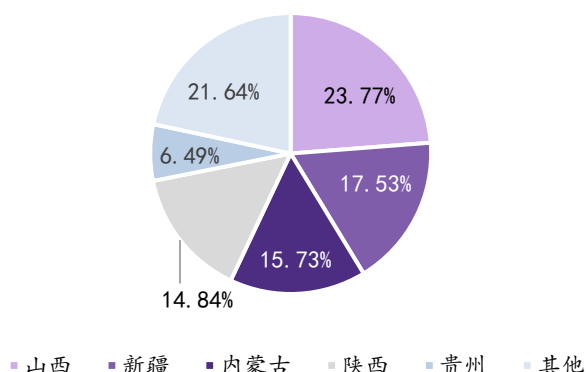
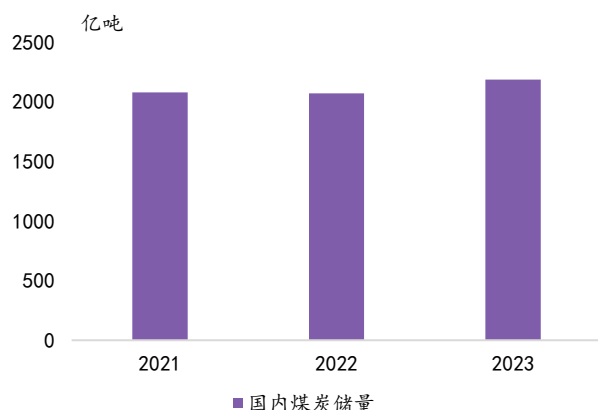


诚信、专业、稳健、高效

图表 5：国内煤炭储量主要分布在北方地区四大产区：山西、新疆、内蒙古、陕西







资料来源：自然资源部，华鑫证券研究

资料来源：中国煤炭经济网，华鑫证券研究

## 2.2、国内四大产区除山西受减产影响外，其余三大产区持续释放产量

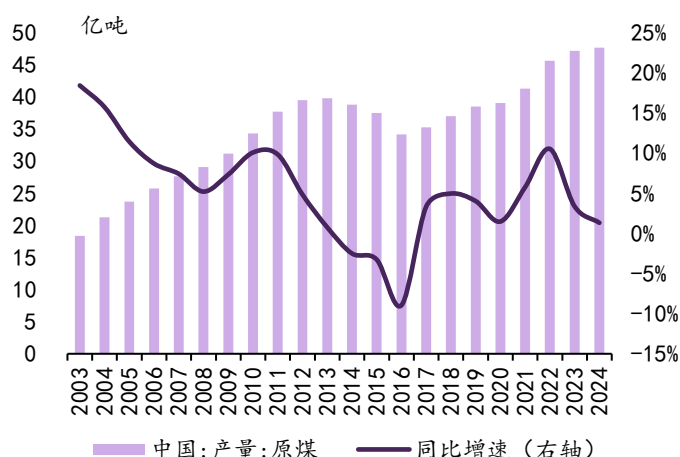
**回顾原煤历史产量，2014-2016 年间产量出现较大幅度下滑：**1) 2014 年由于经济增长乏力，煤炭需求放缓，库存长期处于高位价格不断承压，部分中小煤矿被迫减停产，煤炭产量增长趋势得到压制；2) 2015 年供给侧改革使得煤炭行业削减产能；3) 2016 年国内原煤产量 34.11 亿吨，同比-8.97%，出现近几年较大幅度下滑，主因供给侧改革后再增新的供给约束：2016 年 2 月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，文件提出适度减少煤矿数量、化解煤炭行业过剩产能、严格控制新增产能、加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能等。2024 年原煤产量小幅增长，2024 年国内原煤产量 47.6 亿吨，同比+1.3%，而 5 年复合增速为 4.36%，较上一年增长出现较明显的放缓。

动力煤产量增速同样趋缓，2024 年国内产量为 38.79 亿吨，同比+2.7%，而 5 年复合增速为 4.42%。未来，随着“双碳”目标推进，原煤产量增速或将进一步放缓，但短期内或仍是国内能源体系的支柱。

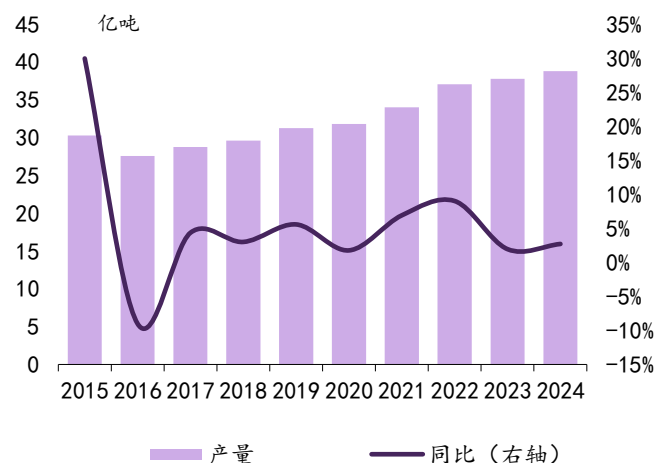
图表 6：原煤产量近年来实现提速

图表 7：动力煤近年来实现增产





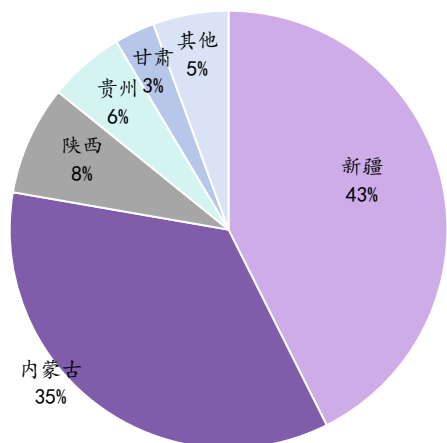
资料来源: Wind, 中国煤炭报, 华鑫证券研究



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

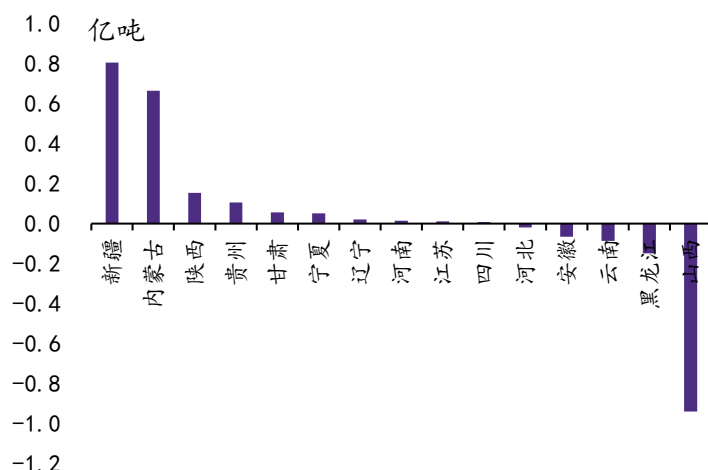
**蒙煤、疆煤为增供主力，山西贡献主要减量。**据国家统计局数据，2024 年国内原煤增量来自国内 10 个省份，前三大增量来源省份为新疆、内蒙古、陕西，2024 年分别贡献增量 0.81 亿吨、0.66 亿吨、0.15 亿吨；而 2024 年山西产出减少 0.94 亿吨，主要原因为山西开展“三超”和隐蔽工作面专项整治，山西煤矿超产得到较好控制，2024 年 2 月 7 日山西印发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，自 2024 年 2 月 7 日起至 2024 年 5 月 31 日在全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，各区域煤矿按要求落实减产。

图表 8：2024 年国内原煤增量主要来自于新疆、内蒙古



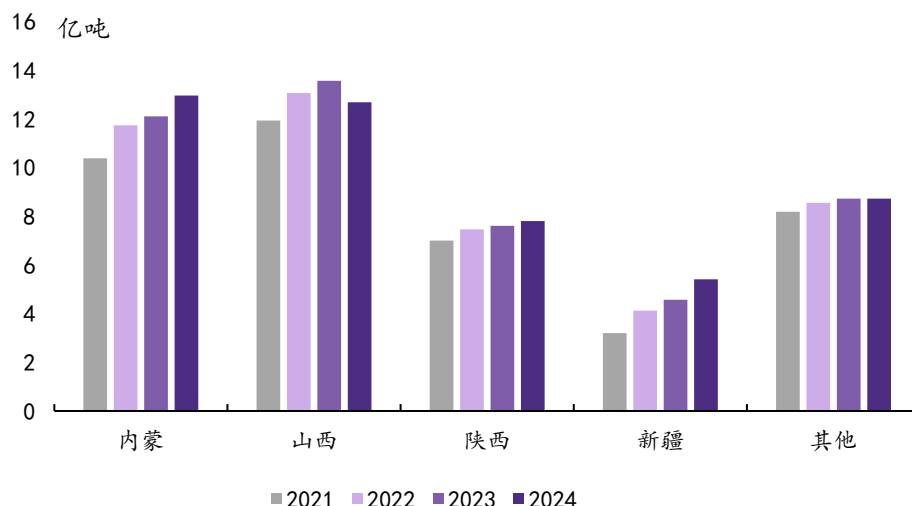
资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究

图表 9：2024 年国内原煤增量主要来自新疆及内蒙古地区，山西贡献较大减量



资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究

图表 10：分年度情况来看，内蒙古、新疆原煤产量增长相对迅速，陕西较缓慢，山西出现负增长



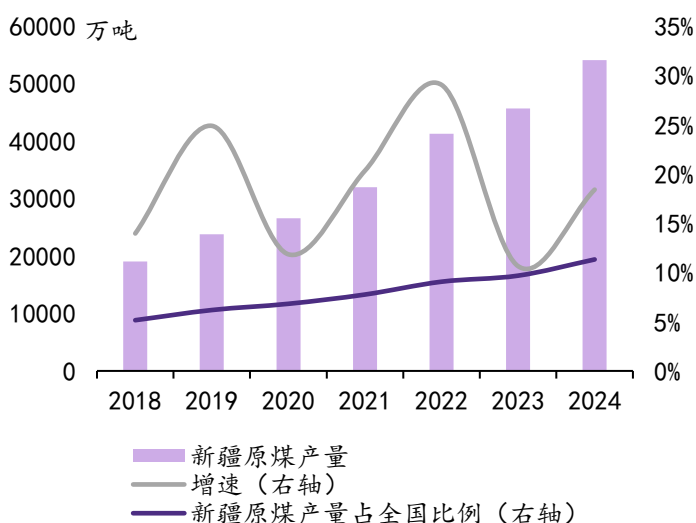
资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

## 2.3、新疆：远期规划原煤产能增量 0.72 亿吨/年

依托资源禀赋、低成本及区位优势，新疆逐步成为国内煤炭增量供应大省。2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，同比增长 18.4%，占全国原煤产量的 11.31%，占比上升 1.64pct。

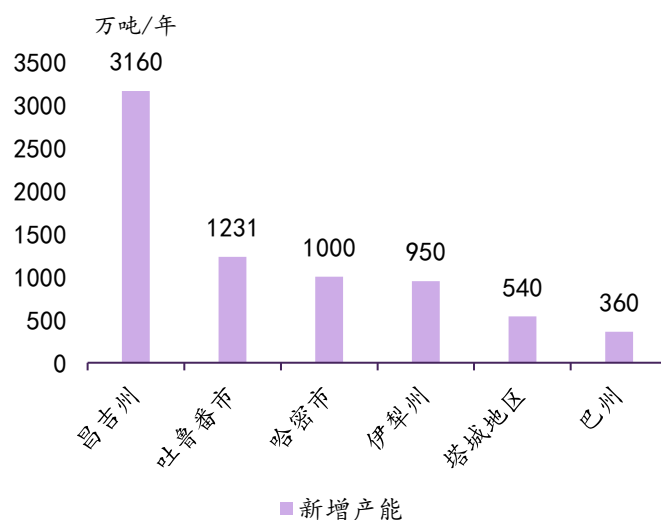
预计远期新疆煤矿产能增量合计为 7241 万吨/年，新建及扩建煤矿主要集中在昌吉州、哈密市及吐鲁番市，其中位于昌吉州准东经济开发区的红沙泉露天二号煤矿、哈密市的马朗一号煤矿、吐鲁番市鄯善县的库木塔格矿区一号露天矿及昌吉州准东经济开发区准东五彩湾四号露天矿田 5 个煤矿新增产能较多，达到 1000 万吨/年。

图表 11：新疆原煤历史产量及占比



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

图表 12：预计远期新疆煤矿产能增量合计为 7241 万吨/年



资料来源：国家能源局，华鑫证券研究

图表 13：新疆重点煤矿项目开发状态

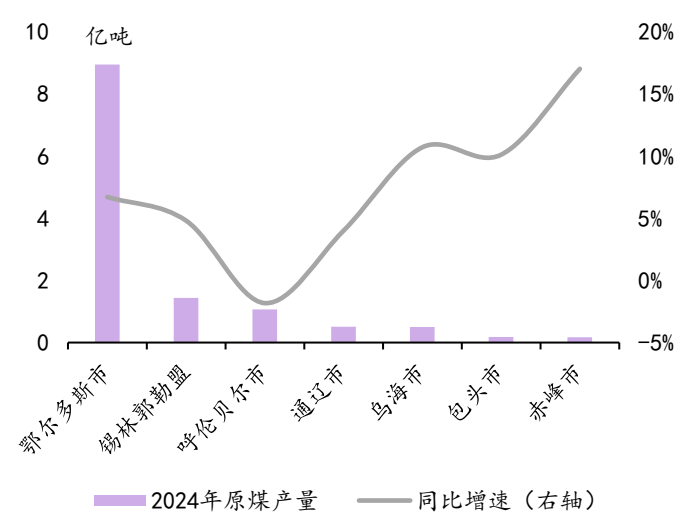
| 公司                 | 区域            | 煤矿                       | 新增产能<br>(单位：万吨/年) | 开采方式 | 开发状态                                       |
|--------------------|---------------|--------------------------|-------------------|------|--------------------------------------------|
| 新疆能源               | 昌吉州准东经济开发区    | 准东经济开发区红沙泉露天二号煤矿         | 1000              | 露天   | 在建                                         |
| 中煤能源               | 昌吉州           | 中煤能源新疆鸿新煤业有限公司苇子沟煤矿      | 240               | 井工   | 2025 年底试运转                                 |
| 广汇能源               | 哈密市           | 马朗一号煤矿                   | 1000              | 露天   | 在产，2025 年预计生产 2000-3000 万吨                 |
| 湖南能源               | 吐鲁番市鄯善县       | 库木塔格矿区一号露天矿              | 1000              | 露天   | 2024 年 11 月开工，建设期 2 年                      |
| 兖矿能源               | 昌吉州准东经济开发区    | 其能煤业（准东五彩湾四号露天矿田勘探）      | 1000              | 露天   | 预计 2025 年投产                                |
| 徐矿集团               | 塔城地区          | 徐矿集团新疆红雁池能源有限公司红山煤矿      | 300               | -    | 预计 2025 年投产                                |
| 和布克赛尔蒙古自治县华地矿业有限公司 | 塔城地区          | 和什托洛盖矿区陶和拜一期工程           | 120               | -    | 2025 年 12 月投产                              |
| 华电能源               | 昌吉州准东煤田西黑山矿区内 | 西黑山一号矿井一期工程              | 800               | 井工   | 改扩建工程，由 400 万吨/年调整为 1200 万吨/年，预计 2027 年投产  |
| 庆华能源               | 伊犁州伊宁县        | 伊宁县矿区七号矿井一期              | 300               | -    | 2023 年 9 月份开工建设，预计 2026 年建成投产              |
| 庆华能源               | 伊犁州伊宁县        | 伊宁矿区北区二号露天煤矿             | 200               | -    | 改扩建工程，产能由 600 万吨/年核增至 800 万吨/年             |
| 中煤伊犁矿业             | 伊犁州伊宁县        | 中煤八号矿井一期和坪山煤业五号矿井        | 450               | -    | 未批复项目，完成前期手续办理，2024 年 4 月份开工建设，2026 年底建成投产 |
| 新疆明基能源             | 昌吉州           | 昌吉白杨河矿区白杨河矿井             | 120               | -    | 在建                                         |
| 托克逊县民心矿业有限责任公司     | 吐鲁番市          | 托克逊县民心矿业有限责任公司煤矿         | 111               | -    | 改扩建项目，由 9 万吨/年扩建至 120 万吨/年                 |
| 新疆润田               | 吐鲁番市          | 新疆克布尔碱矿区润田煤矿             | 120               | -    | 在建                                         |
| 邢矿集团               | 巴州            | 新疆邢美矿业有限公司塔什店矿区一号矿井      | 120               | -    | 在建                                         |
| 巴州东辰工贸有限公司         | 巴州            | 新疆阳霞矿区塔里克区二号矿井（轮台卫东煤矿）一期 | 120               | -    | 在建                                         |
| 新疆轮汇矿业开发有限公司       | 巴州轮台县         | 卡达希区一号煤矿                 | 120               | -    | 预计 2025 年底投产                               |
| 新疆中富矿业有限公司         | 塔城地区          | 沙湾矿区西区红山西矿井              | 120               | -    | 2024 年 1 月首采工作面贯通                          |
| 合计                 |               |                          | 7241              |      |                                            |

资料来源：各部门网站等，华鑫证券研究

2.4、内蒙古：远期规划原煤产能增量 1.32 亿吨/年

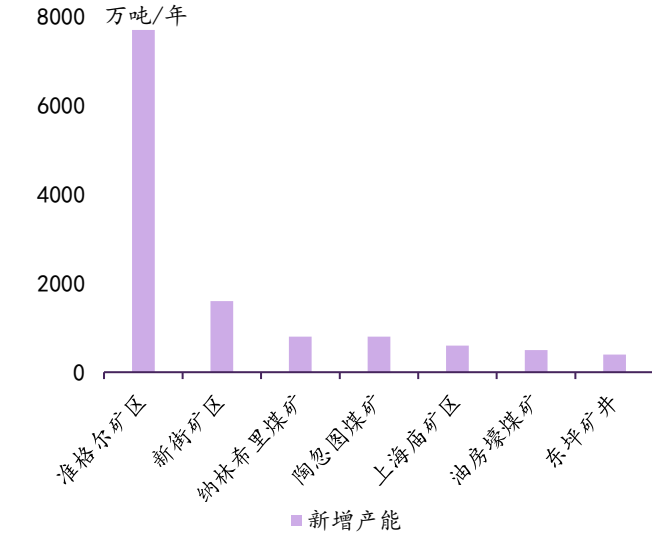
内蒙古积极推动符合条件的煤矿产能核增手续办理，产能稳定接续。内蒙古 2024 年原煤产量同比增长 5.4%达 12.97 亿吨，原煤产量跃居国内首位。存量产能来看，其中原煤产量主要集中在鄂尔多斯市，鄂尔多斯市含煤区面积约 6.1 万平方公里，占全市总面积的 70% 以上，探明储量 2560 亿吨，约占内蒙古总储量 2/3、全国 1/6。截至 2024 年 11 月，鄂尔多斯市累计有 87 座煤矿获得产能核增批复，核增产能超 1.5 亿吨/年。远期鄂尔多斯新增产能预计为 12400 万吨/年，其中准格尔中部煤炭矿区规划 10 个矿井新增产能较多，规划远期产能将增加 7700 万吨/年。

图表 14：2024 年内蒙古各市原煤产能分布



资料来源：内蒙古自治区统计局等，华鑫证券研究

图表 15：鄂尔多斯市主要矿区新增产能



资料来源：鄂尔多斯市人民政府等，华鑫证券研究

图表 16：内蒙古鄂尔多斯市新建煤矿产能情况

| 公司                 | 项目名称             | 新增产能 (万吨/年) | 建设情况                                        |
|--------------------|------------------|-------------|---------------------------------------------|
| 内蒙古维华矿业            | 上海庙矿区鹰骏一号煤矿项目    | 600         | 2024 年 11 月 30 日，内蒙古自治区人民政府批复，预计 2028 年建成投产 |
|                    |                  |             |                                             |
| 神华准能               | 准格尔中部煤炭矿区 10 个矿井 | 7700        | 规划中                                         |
| 神华新街能源             | 新街矿区一井、二井        | 1600        | 在建，2029 年建成                                 |
| 内蒙古开源纳林希里煤炭开发有限公司  | 纳林希里煤矿           | 800         | 已获采矿许可证                                     |
| 鄂尔多斯市成达矿业          | 乌审旗陶忽图煤矿         | 800         | 在建，预计 2025 年底建成                             |
| 山东能源               | 油房壕煤矿            | 500         | 在建                                          |
| 中国华能集团北方联合电力有限责任公司 | 东坪矿井             | 400         | 在建                                          |
| 合计                 |                  | 12400       |                                             |

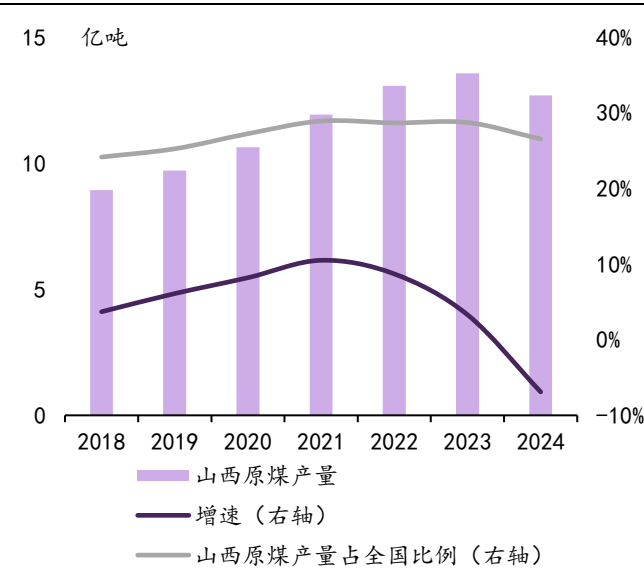
资料来源：各部门官网，华鑫证券研究

2.5、山西：2024 年原煤产量同比下滑

2024 年上半年，山西严格落实“三超”整治政策，将煤矿全年和月度产量控制在核定产能的 10% 以内，原煤产量较上一年同期出现下滑。由于安全生产压力巨大以及煤炭市场变化，2024 年山西省煤炭工作方案提出山西煤炭产量稳定在 13 亿吨左右，相较于 2023 年需减产 7800 万吨左右。

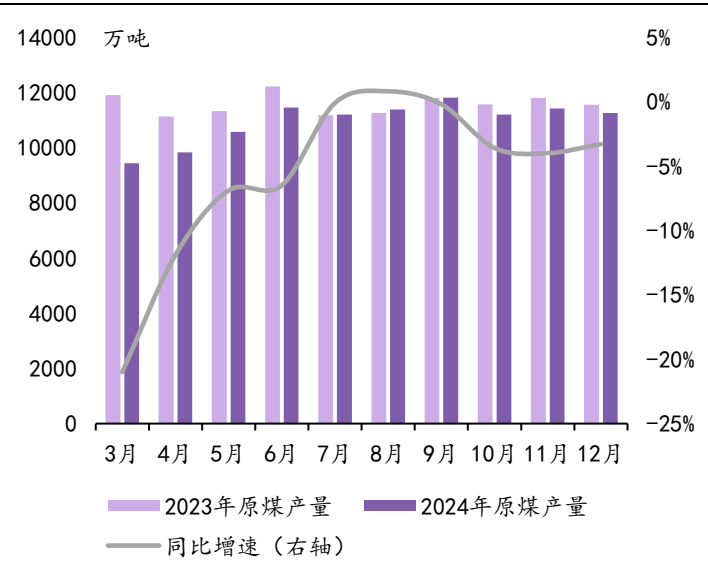
2024 年实际产量跟踪来看，2024 年 3 月份原煤产量同比下降 21%，随着下半年专项检查结束，降幅有所收窄，2024 年 8 月份出现同比微增。全年来看，2024 年累计产煤 12.69 亿吨，同比下降 6.9%，自 2018 年以来首次出现负增长，山西原煤产量占全国总产量比例也从 2023 年的 28.72% 下降到 26.54%。

图表 17：山西原煤历史产量及占比



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

图表 18：2023-2024 年山西原煤产量

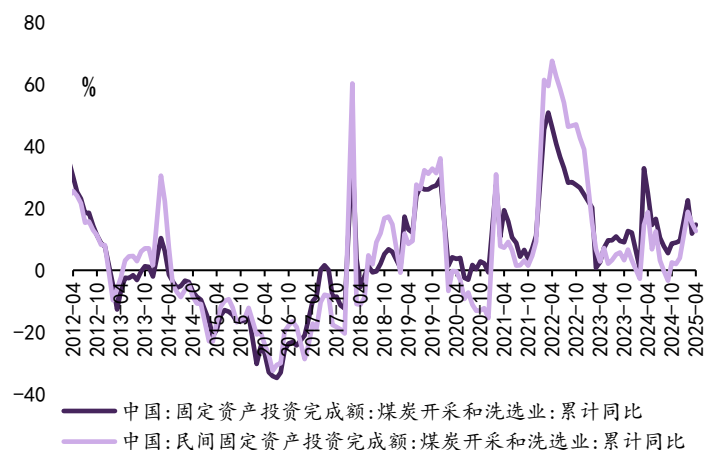


资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

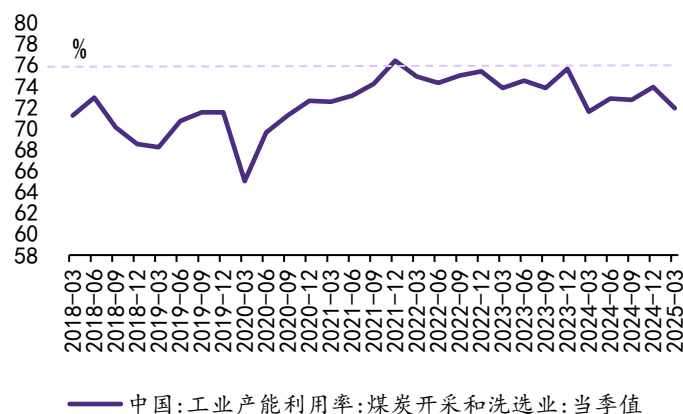
煤炭行业供给瓶颈逐步凸显，行业固定资产投资额增速处于下降趋势之中，产能利用率接近历史峰值无大量提升空间。由于煤炭产能过剩，2015 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比增速为-14.4%；供给侧改革影响下，2022 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额增速跃升至 24.40%；边际来看，由于 2025 年以来大规模设备更新政策加力推进，制造业生产得到促进，投资额出现边际增长，2025 年 4 月煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额增速提升至 14.7%。从产能利用率来看，2025Q1 煤炭开采和洗选业产能利用率为 71.90%，季环比-2pct，同比+0.34pct，并且距离近几年内 76.4% 的历史峰值增长空间较小。

图表 19：煤炭行业固定资产投资累计同比增速边际回升

图表 20：产能利用率接近近几年峰值，剩余提升空间较小



资料来源:国家统计局, 华鑫证券研究



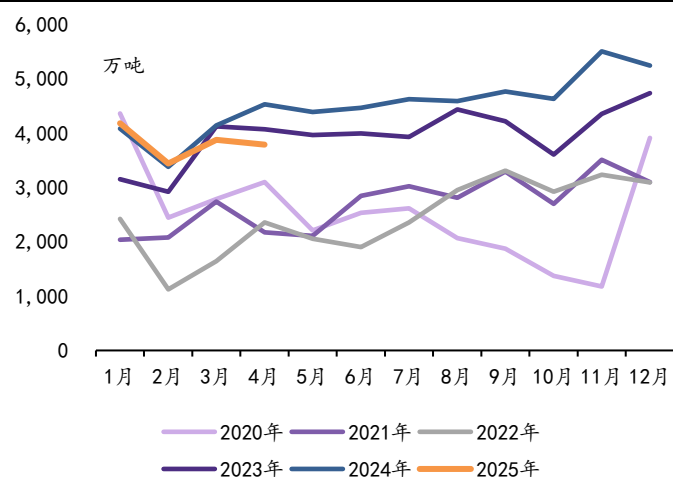
资料来源:国家统计局, 华鑫证券研究

## 2.6、国内煤炭进口增速呈现放缓趋势

**国内煤炭进口增速趋于放缓。**2024 年煤炭进口增速较 2023 年小幅放缓, 2024 年全年煤及褐煤总进口量 5.43 亿吨, 同比增长 14.4%, 增幅较 2023 年下降 47.4pct。2025 年 4 月国内煤及褐煤单月进口量 3783 万吨同比-16.4%, 2025 年 1-4 月累计进口量 1.53 亿吨, 同比-5.3%。

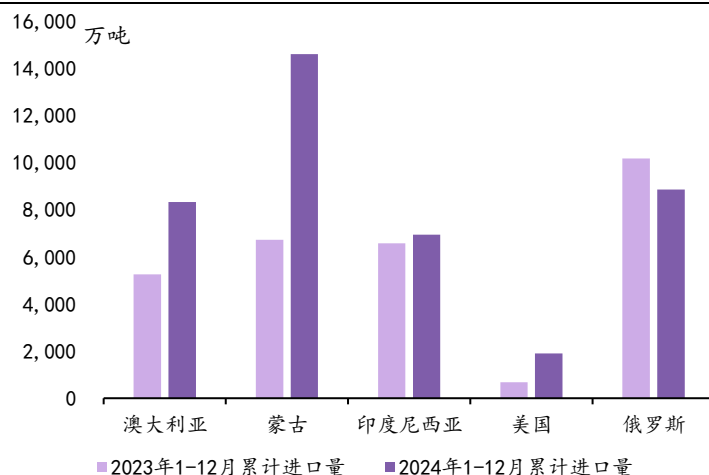
**主要进口来源国中, 自蒙古国进口煤炭数量较多且增幅较大。**2024 年国内自蒙古国进口煤炭 1.46 亿吨, 同比+117.3%, 其次自美国进口数量增速较大, 自美国进口煤炭 1895.7 万吨同比+177.7%, 自澳大利亚、印尼、俄罗斯进口煤炭增速分别为+58.7%、+5.7%、-13%。

图表 21: 国内煤及褐煤进口量



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 22: 2023-2024 年国内煤炭主要进口来源国及进口量



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

**分煤种来看, 2024 年国内动力煤进口总量 17559.23 万吨, 同比增长 17.9%。**其中从俄

请阅读最后一页重要免责声明

14

罗斯进口的动力煤量为 3923.96 万吨，同比-27%；从澳大利亚进口的动力煤量为 7259.85 万吨，同比+47.6%；从印度尼西亚进口的动力煤量为 3565.50 万吨，同比+31.3%。

炼焦煤方面，2024 年国内炼焦煤进口总量 12189.50 万吨，同比增长 19.6%。其中从蒙古进口的炼焦煤量为 5679.20 万吨，同比+5.3%；从俄罗斯进口的炼焦煤量为 3023.21 万吨，同比+15.9%；从美国进口的炼焦煤量为 1066.92 万吨，同比+81.4%；从印尼进口的炼焦煤量为 278.75 万吨，同比-30.2%。

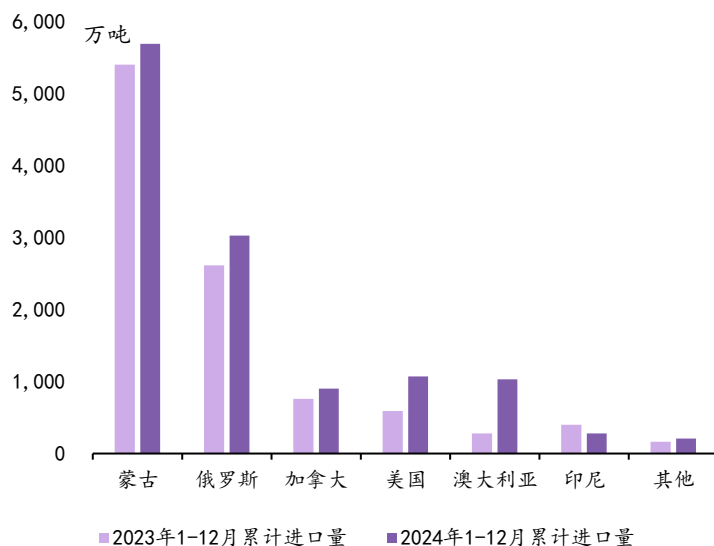
印尼动力煤及炼焦煤出口增速出现下滑，而煤炭总进口量仅出现微幅增长，主因印尼在 2024 年末提出禁止煤炭出口。2024 年 11 月，印尼镍矿商协会（APNI）表示，将计划效仿此前镍矿出口禁令，对包括煤炭在内的等 12 种矿产资源及 16 种非矿商品实施新的出口禁令。

图表 23：2023-2024 年国内动力煤主要进口来源国及进口量



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 24：2023-2024 年国内炼焦煤主要进口来源国及进口量

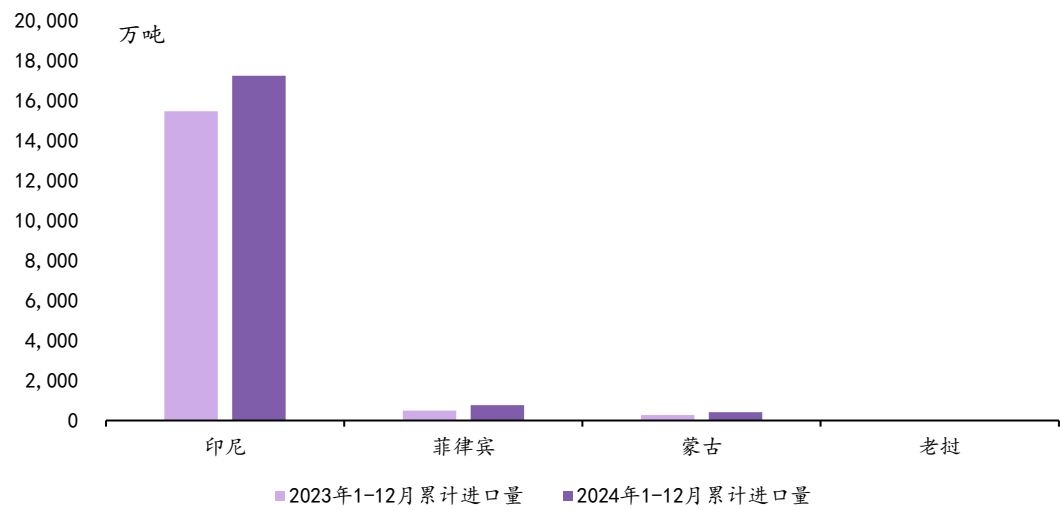


资料来源：Wind，华鑫证券研究

褐煤方面，2024 年国内褐煤进口总量 54279 万吨，同比增长 14.4%。其中从印尼进口的褐煤量为 17245.51 万吨，同比+11.6%；从菲律宾进口的褐煤量为 766 万吨，同比+54.0%；从蒙古进口的褐煤量为 413.64 万吨，同比+48.7%；从老挝进口褐煤 8.05 万吨，同比-21.6%。

图表 25：2023-2024 年国内褐煤主要进口来源国及进口量





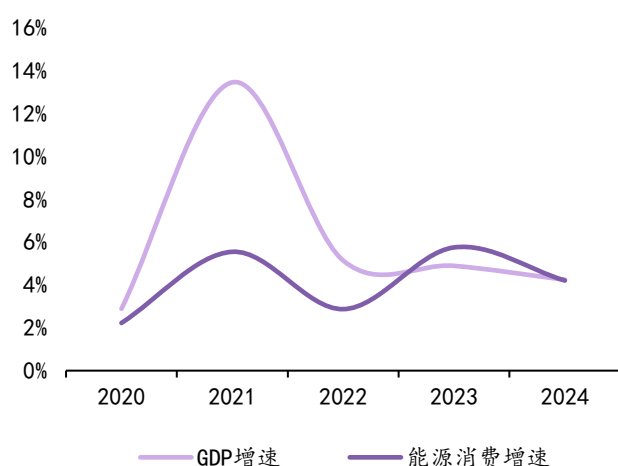
资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3、需求侧：偏刚性需求持续释放

#### 3.1、煤炭需求跟随经济增速放缓边际下降，但仍占据主要能源消费地位

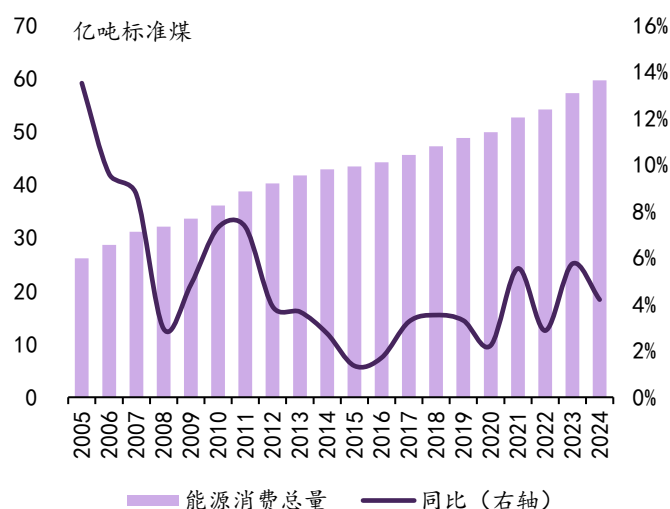
**国内能源消费增速边际放缓。**由于国内经济增速出现放缓，2024 年国内能源消费增速为 4.20%，相比 2023 年增速下滑 1.54pct。根据国家统计局数据，2024 年国内能源消费总量达 59.6 亿吨标准煤，同比增长 4.2%，增速降幅为 1.54pct。

图表 26：我国 GDP 及能源消费增速



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

图表 27：我国能源消费总量及同比增速

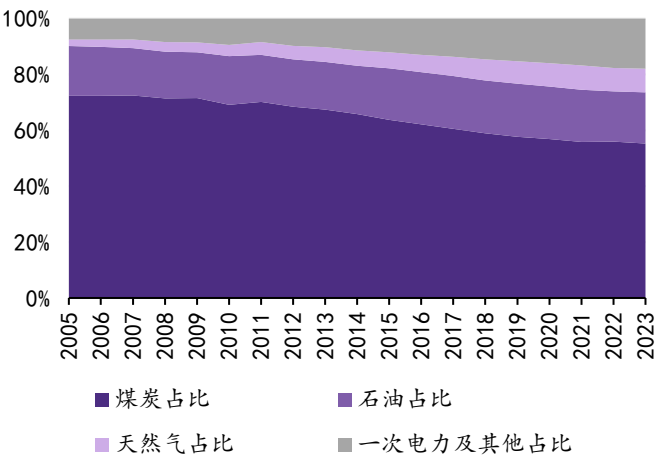


资料来源：国家统计局，中经数据，华鑫证券研究

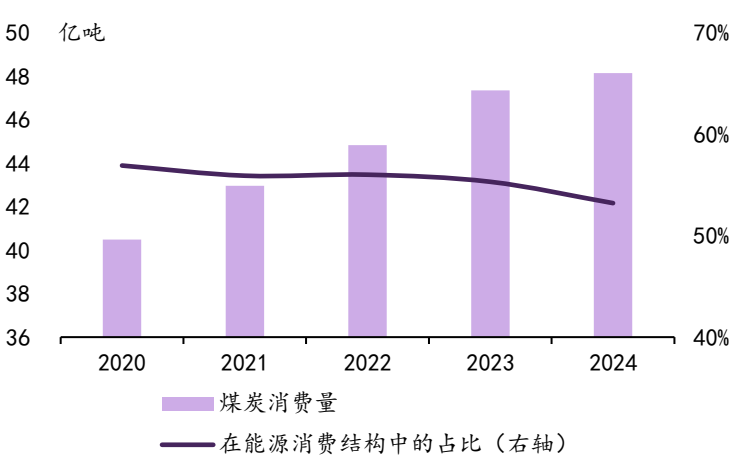
**煤炭仍是主要能源消费形式。**据国家统计局数据，2024 年煤炭消费量在能源消费结构中的占比为 53.2%，同比下降 2.1 个百分点，随经济增速边际放缓，能源消费增速放缓，煤炭在能源消费中的比重随之减少，但仍是主要能源消费形式，占比超过一半。

图表 28：我国能源消费结构变化

图表 29：煤炭消费量及结构占比



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究



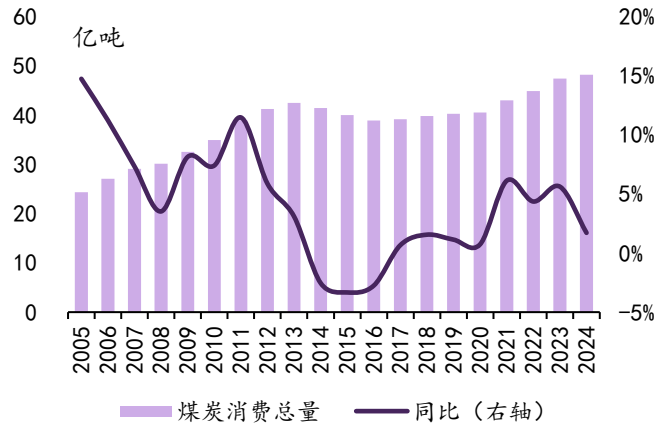
资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

3.2、电力为煤炭主要下游消费行业

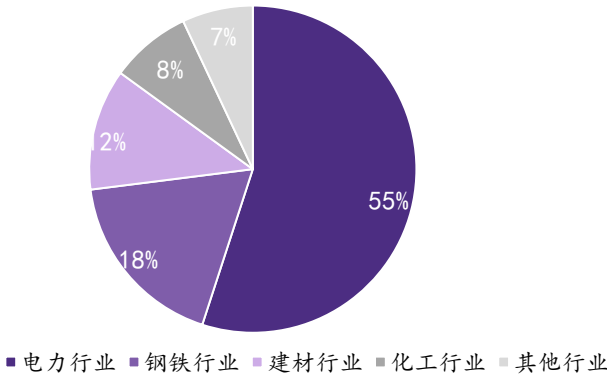
国内煤炭总消费量呈现逐年上升的趋势，主要下游消费领域为电力。据国家统计局发布的《中华人民共和国 2024 年国民经济和社会发展统计公报》，2024 年我国煤炭消费总量 48.14 亿吨，同比增长 1.70%。消费结构来看，电力行业煤炭消费占比为第一，为 55%，其次为钢铁、建材和化工行业分别占比 18%、12%和 8%，其他行业占比 7%。

图表 30：我国煤炭消费总量情况

图表 31：我国煤炭消费分行业占比情况



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

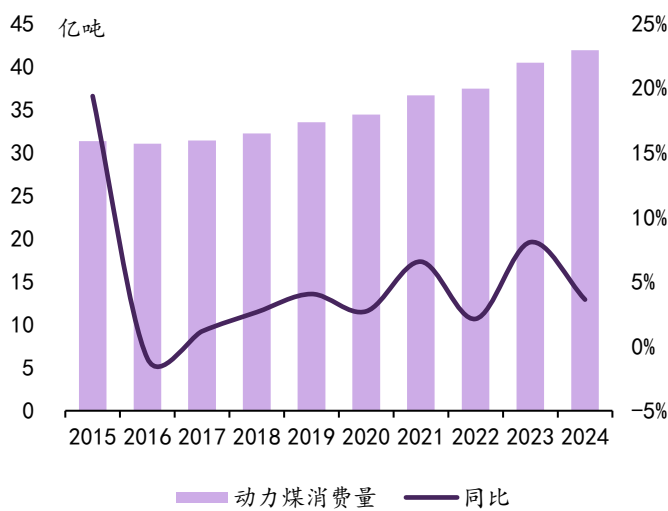


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

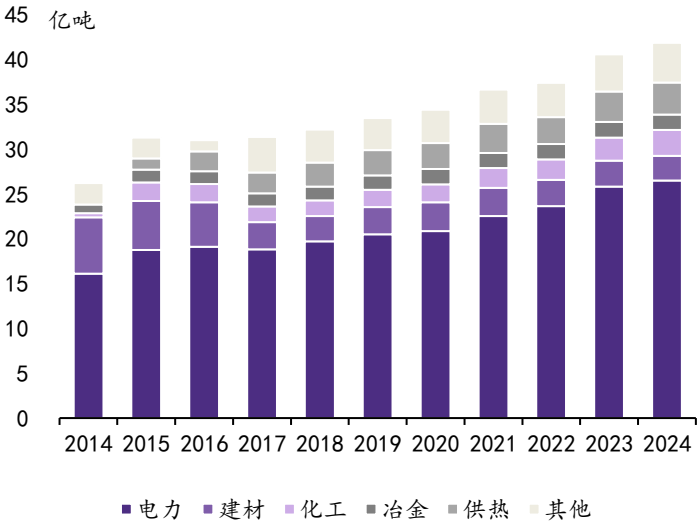
从动力煤历史消费量来看，消费量呈现逐年增加的趋势。从动力煤下游消费来看，动力煤主要应用于电力、冶金、建材、供热、化工等行业，其中电力行业用量最高，2024 年电力行业的动力煤消费量占比总消费量的 63.32%，供热、化工、建材、冶金分别占比为 8.5%、6.9%、6.58%及 4.06%。

图表 32：我国动力煤历史消费量

图表 33：动力煤分行业消费情况



资料来源：Wind，华鑫证券研究

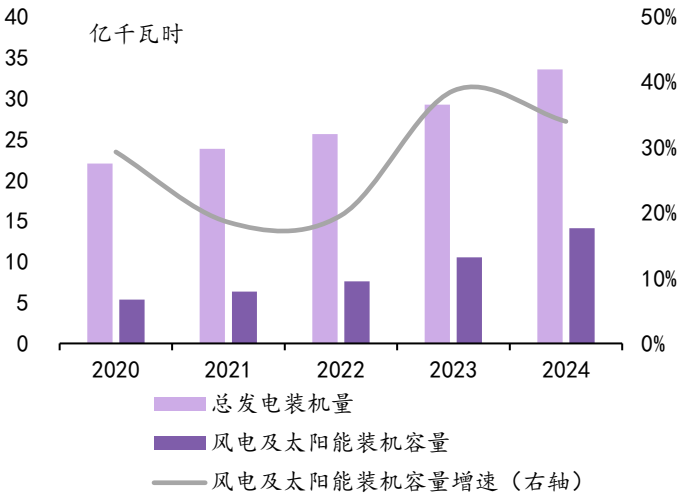


资料来源：Wind，华鑫证券研究

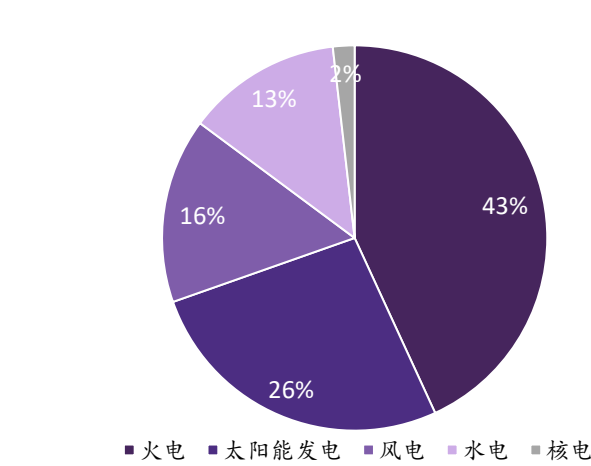
火电仍是主要发电形式。虽然 2024 年风电及太阳能装机容量达 14.07 亿千瓦时，同比增长 33.93%，占总装机容量的 42.01%，同比上升 6.02 个百分点，对火力发电量有所挤占，但火电发电稳定性更高，煤仍是主要消费能源，2024 年火电发电装机量为 14.44 亿千瓦时，占比总装机量 43%，仍占据主体地位。

图表 34：我国风电及太阳能装机容量

图表 35：2024 年各类型发电装机容量占比



资料来源：国家能源局，华鑫证券研究

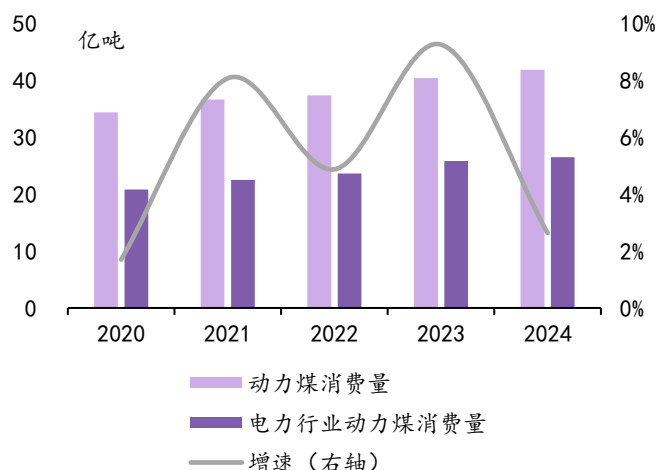


资料来源：国家能源局，华鑫证券研究

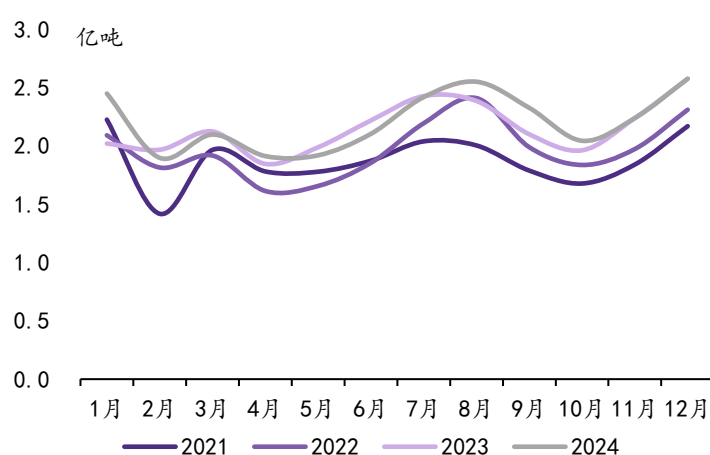
电力行业用煤量呈现上升趋势。2024 年，国内电力行业煤消费量持续增加，2024 年电力行业动力煤消费量达 26.51 亿吨，同比增长 2.64%，增幅较 2023 年收窄约 6.63 个百分点。月度来看，2024 年 8 月，电力行业动力煤消费量为 2.55 亿吨，月环比+5.4%，同比+6.9%，每年 7-9 月及 12、1 月为年内电力行业煤消费高峰，主要影响原因为天气炎热与寒冷的季节性因素。

图表 36：电力行业动力煤历史消费量

图表 37：电力行业动力煤月度消费量



资料来源: Wind, 华鑫证券研究



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

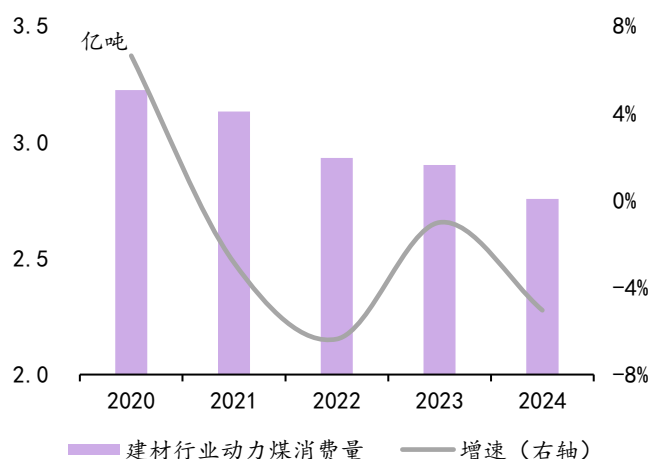
**建材行业用煤量下降，后续地产政策加持下有望止跌回稳。**建材行业的煤炭需求整体下滑，2024 年建材行业动力煤消费量 2.75 亿吨，同比下降 5.05%。月度情况来看，通常在 4-6 月春季户外温度较为适宜时，建材行业开工用煤需求量较高，2024 年 5 月建材行业动力煤消费量 3160 万吨，月环比+25.9%，同比+17.1%。

**随房地产政策优化调整，建材用煤有望出现积极变化。**2024 年 9 月 26 日中央政治局会议召开后，有关部门积极推动房地产政策“组合拳”、“四个取消”、“四个降低”及“两个增加”实施，大力支持居民刚性和改善性住房需求，推动房地产市场止跌回稳。

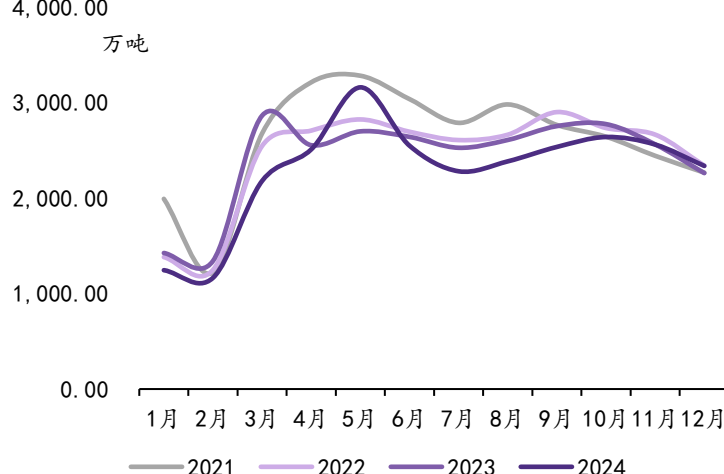
新建商品房销售面积和销售额在 2024 年四季度实现正增长。2025 年 1-2 月，房地产市场交易保持总体平稳，新房销售量基本稳定，整体呈现止跌回稳的积极势头。

图表 38：建材行业动力煤历史消费量

图表 39：建材行业动力煤月度消费量



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

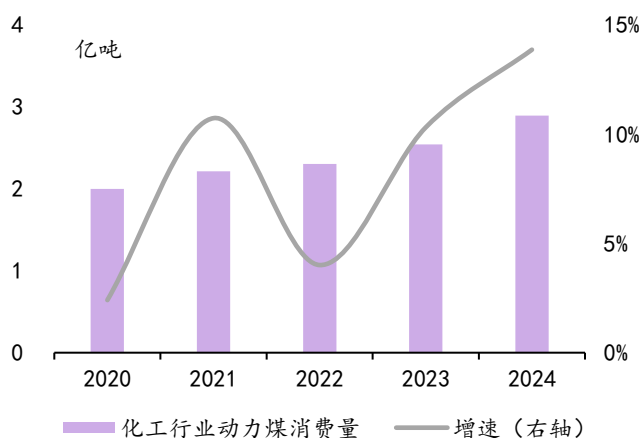


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

**化工行业用煤量同比提升。**2024 年化工行业动力煤消费量达 2.89 亿吨，同比增长 13.86%，较 2023 年增幅扩大 3.55pct。季节性来看，通常在年内四季度化工行业用煤量

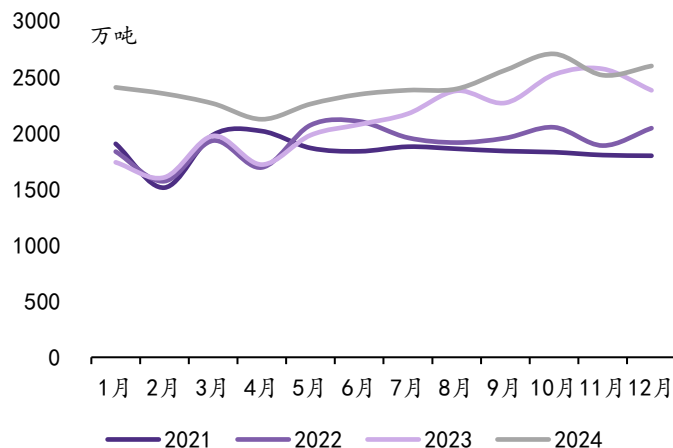
较高，2024 年 10 月化工行业用煤量 2706 万吨，月环比+5.7%，同比+7.3%。

图表 40：化工行业动力煤历史消费量



资料来源：Wind，华鑫证券研究

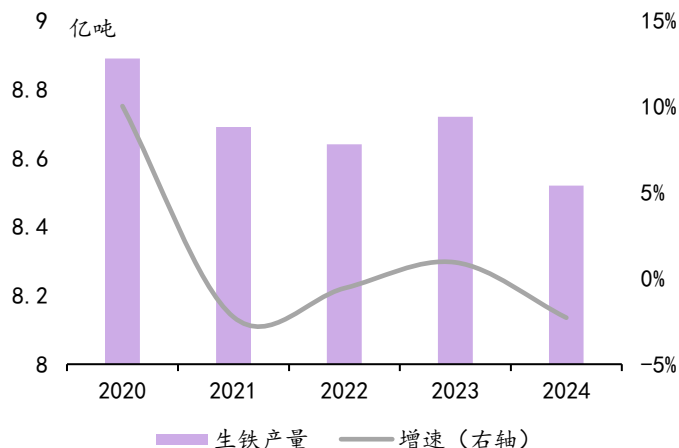
图表 41：化工行业动力煤月度消费量



资料来源：Wind，华鑫证券研究

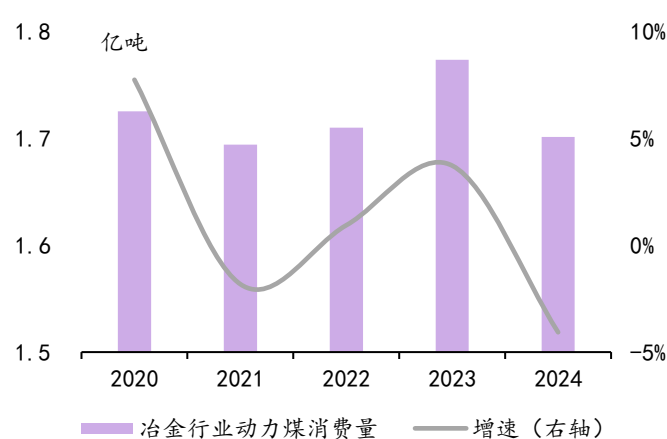
**生铁产量下降，冶金用煤量下滑。**煤炭冶金主要应用于炼钢，煤炭为目前钢铁行业的主要生产原料，为钢铁工业的“基本食粮”。由于钢铁行业产能过剩，利润减少，生铁产量出现下滑，2024 年生铁产量为 8.52 亿吨，同比下降 2.29%；2024 年冶金行业动力煤消费量为 1.7 亿吨，同比下降 4.07%。

图表 42：国内生铁产量



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

图表 43：冶金行业煤炭消费量



资料来源：Wind，华鑫证券研究

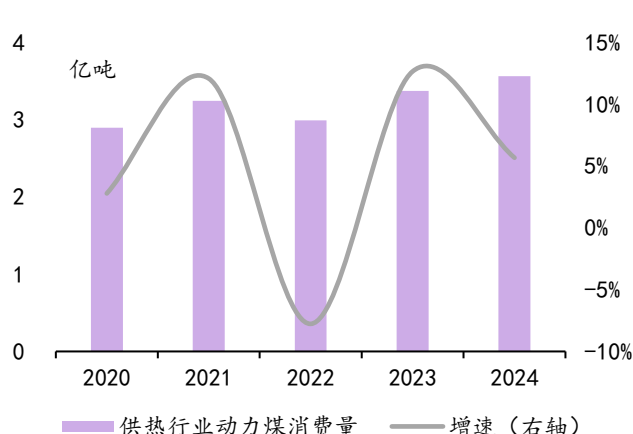
**供热及其他行业用煤增速小幅放缓。**近年来，受局部区域极端天气影响，居民生活用煤量小幅增加，但由于散煤存在污染问题，散煤治理持续推进中，供热及其他行业用煤量虽逐年提升，但增速有所放缓。2024 年供热行业动力煤消耗量 3.56 亿吨，同比增长 5.66%，增速放缓 6.98 个百分点。其他行业 2024 年消耗动力煤 4.45 亿吨，同比增长 6.75%，增速放缓 2.15 个百分点。

图表 44：供热行业动力煤消费量

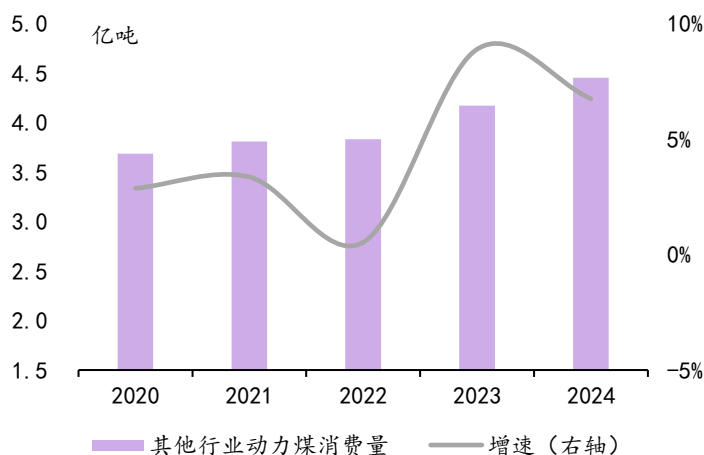
图表 45：其他行业动力煤消费量

请阅读最后一页重要免责声明

21



资料来源: Wind, 华鑫证券研究



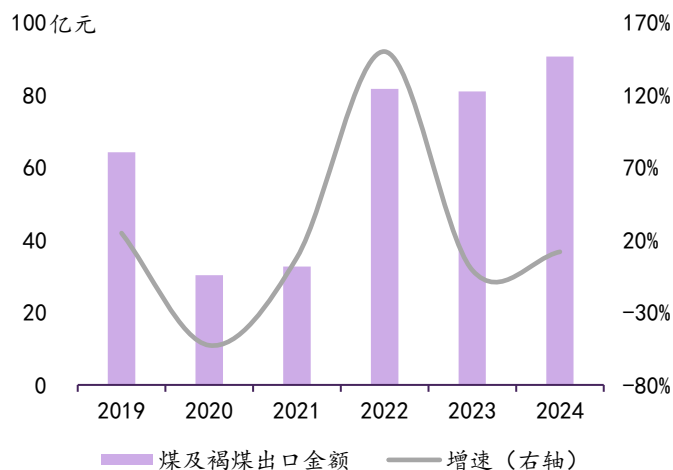
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

### 3.3、国内煤炭出口量呈现上升趋势

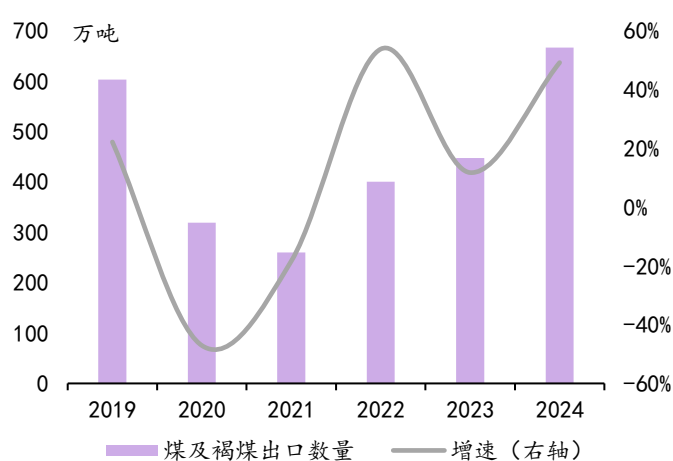
国内煤及褐煤出口量近年来呈现小幅上升的趋势。总体来看我国煤炭行业一直处于贸易逆差状态，2024 年煤及褐煤出口 666 万吨，同比增长 49.1%，增幅较 2023 年扩大 37.4 个百分点；出口金额达 90.57 亿元，同比增长 11.8%。2024 年煤、焦炭及煤砖出口金额 226.87 亿元，同比-11.6%，较 2023 年扩大 14.2 个百分点。

图表 46：煤、焦炭及煤砖历史出口金额

图表 47：煤及褐煤历史出口数量



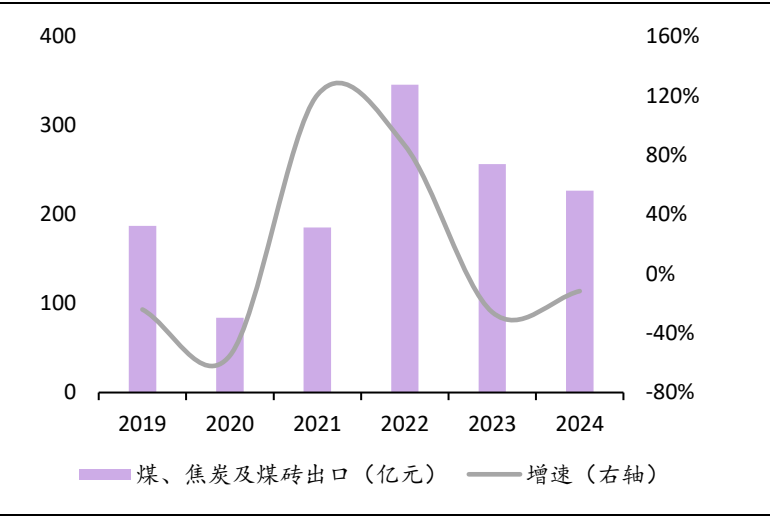
资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究



资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究

图表 48：煤、焦及煤砖出口金额





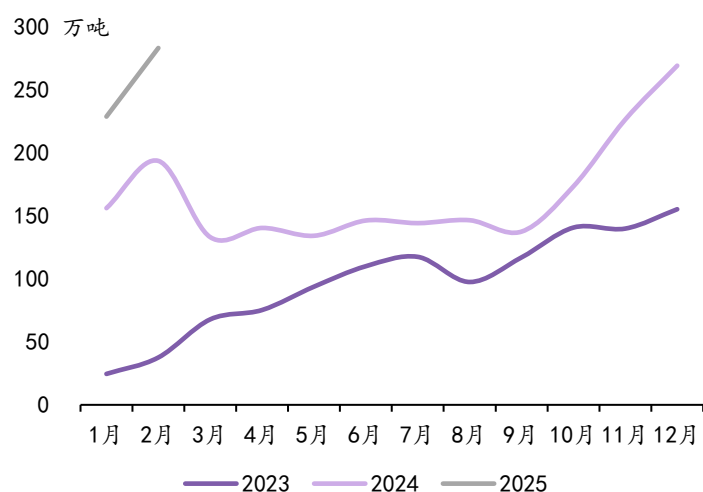
资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

## 4、库存：小幅累库，产地库存压力较小

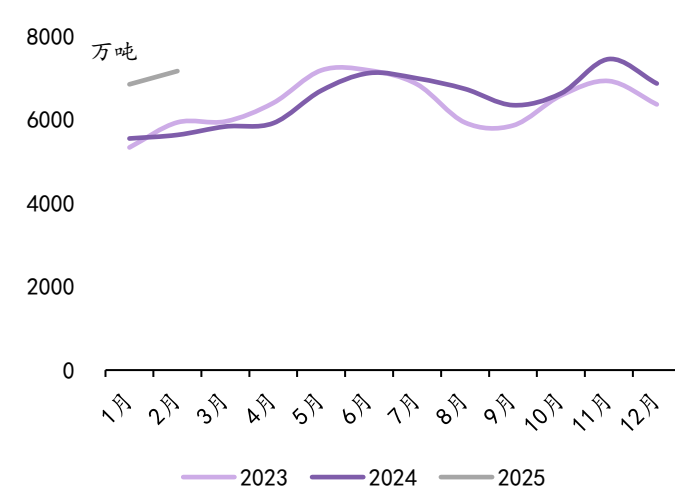
### 4.1、国内动力煤库存：矿山库存压力较小

矿山库存、港口、电厂动力煤库存边际均存在累库，但矿山库存压力较小。相比港口及电厂库存，矿山库存压力较小。2025 年 2 月国内矿山动力煤库存为 282.6 万吨，月环比+23.8%，同比+46.3%；2025 年 2 月国内港口动力煤库存为 7162.9 万吨，月环比+4.6%，同比+27.2%。

图表 49：462 家样本矿山动力煤库存



图表 50：55 个港口动力煤库存

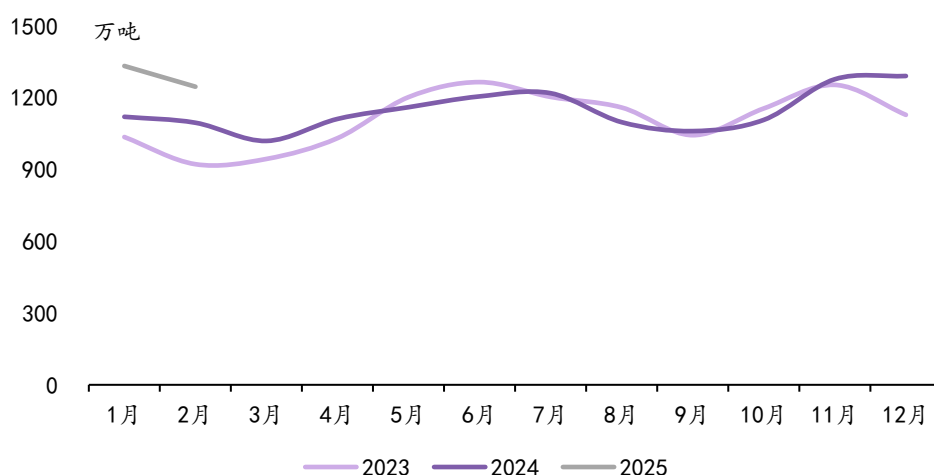


资料来源：钢联数据（样本覆盖国内大部分动力煤矿山，涉及产能 21.1 亿吨，占全国动力煤矿山总产能约 65%），华鑫证券研究

资料来源：钢联数据，华鑫证券研究

电厂全年库存整体波动平缓。2025 年 2 月国内电厂动力煤库存为 1246.4 万吨，月环比-6.5%，同比+13.7%

图表 51：全国 72 家电厂样本区域存煤总计



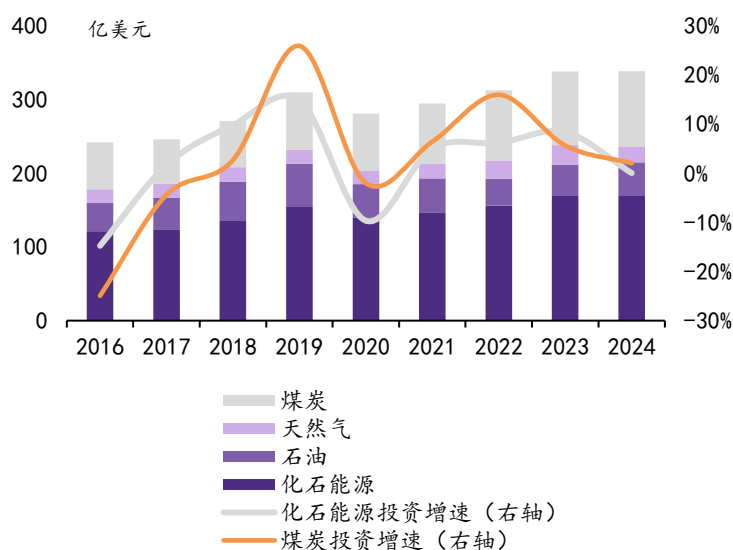
资料来源：钢联数据，华鑫证券研究

## 5、供需展望：缺口或长期存在，煤价中枢有望上移

### 5.1、海外煤炭投资额增速呈现下滑趋势

近三年全球煤炭资本开支增速呈现逐步下滑的趋势，而 2024 年国内煤炭行业资本开支增速下滑幅度略大于海外。据 IEA 数据，2024 年全球煤炭行业投资额为 1650 亿美元，同比增长 1.85%，同比增速下滑 4.03 个百分点；海外煤炭行业投资额为 1020 亿美元，同比增长 2.00%，增速下滑 3.60 个百分点；国内煤炭行业投资则为 630 亿美元，同比增长 1.61%，增速下滑 4.73 个百分点。

图表 52：国内煤炭、化石能源等投资额及增速



资料来源：IEA，华鑫证券研究

图表 53：海外煤炭、化石能源等投资额及增速



资料来源：IEA，华鑫证券研究

### 5.2、海外或几无新的海运煤炭产能投放，印度增量源于当地及国内需求增长

海外除亚太地区中的印度贡献最主要增量外，其他地区产量将出现下滑趋势。据 IEA

数据，预计印度 2025-2027 年三年动力煤及褐煤产量分别为 11.51、12.07、12.64 亿吨，三年复合增速为 4.9%。全球大多数地区随着煤炭行业公司股东等逐步拒绝批准煤炭项目新的开发支出，全球煤炭生产行业的资本开支逐步减少，而其中由于印度及国内消费需求持续增加，增速甚至可能超过太阳能及风能的增长速度，导致印度可能有新产能投放。此外，海外煤炭企业多选择购买现有产能，而非新投建煤矿，大多数国家开发新矿概率较低。

图表 54：全球动力煤及褐煤产量预测

| 地区/国家（单位：亿吨） | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E | CAGR<br>2024-2027 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| 亚太地区         | 58.39 | 62.24 | 64.01 | 63.94 | 64.38 | 64.88 | 0.50%             |
| 中国           | 38.06 | 39.73 | 40.33 | 40.33 | 40.33 | 40.33 | 0.00%             |
| 印度           | 9.27  | 10.16 | 10.94 | 11.51 | 12.07 | 12.64 | 4.90%             |
| 澳大利亚         | 2.67  | 2.98  | 2.95  | 2.8   | 2.75  | 2.7   | -2.90%            |
| 印度尼西亚        | 6.82  | 7.69  | 7.99  | 7.45  | 7.33  | 7.26  | -3.20%            |
| 北美洲          | 5.07  | 4.87  | 4.21  | 3.94  | 3.79  | 3.64  | -4.70%            |
| 美国           | 4.84  | 4.64  | 3.99  | 3.75  | 3.66  | 3.53  | -4.00%            |
| 中南美洲         | 0.62  | 0.65  | 0.61  | 0.66  | 0.6   | 0.57  | -2.10%            |
| 欧洲           | 4.96  | 4.01  | 3.8   | 3.7   | 3.45  | 3.11  | -6.50%            |
| 欧盟           | 3.36  | 2.65  | 2.31  | 2.16  | 2     | 1.78  | -8.40%            |
| 欧亚大陆         | 4.57  | 4.59  | 4.45  | 4.43  | 4.48  | 4.52  | 0.50%             |
| 俄罗斯          | 3.18  | 3.21  | 3.1   | 3.05  | 3.06  | 3.05  | -0.50%            |
| 非洲           | 2.48  | 2.5   | 2.52  | 2.52  | 2.51  | 2.52  | -0.10%            |
| 全球总计：        | 76.09 | 78.86 | 79.6  | 79.2  | 79.22 | 79.23 | -0.2%             |

资料来源：IEA，华鑫证券研究

### 5.3、供需平衡预测：缺口或逐步扩大

国内来看，近年来煤矿安监形势趋严，东中部地区煤矿面临存量可采资源下降的现实困境，煤炭产量增长受限，同时在“碳达峰、碳中和”双碳目标约束下，新建煤矿投产周期较长，部分新增产能难以在短期内落地，预计 2025 年国内新投产煤矿数量有限，煤炭增量仍将主要来源于晋陕蒙新等资源储量集中地。

预测 2025-2027 年国内动力煤产量分别为 40.50、40.60、40.76 亿吨，3 年复合增速为 0.21%，消费量分别为 43.17、44.51、45.89 亿吨，3 年复合增速为 1.85%，则 2025-2027 年供需缺口分别为-0.63、-1.50、-2.29 亿吨，煤价中枢有望上移。

图表 55：国内动力煤供需平衡预测

| 单位：亿吨 | 2021  | 2022    | 2023    | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 供给    | 33.81 | 37.23   | 39.73   | 40.33  | 40.50 | 40.60 | 40.76 |
| YoY   |       | 10.10%  | 6.72%   | 1.51%  | 0.59% | 0.25% | 0.39% |
| 需求    | 36.63 | 37.41   | 40.42   | 41.87  | 43.17 | 44.51 | 45.89 |
| YoY   |       | 2.11%   | 8.05%   | 3.60%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  |
| 净进口量  | 0.81  | 0.49    | 1.47    | 1.73   | 2.04  | 2.41  | 2.84  |
| YoY   |       | -39.21% | 197.88% | 17.46% | 18%   | 18%   | 18%   |
| 供需平衡  | -2.01 | 0.32    | 0.79    | 0.19   | -0.63 | -1.50 | -2.29 |

资料来源：WIND，IEA，各部门官网，华鑫证券研究（备注：预测值可能与最终实际情况不符）

## 6、煤价复盘与展望

### 6.1、煤炭股价与煤价复盘：煤炭股价以煤价周期逻辑为主，风格为辅

历史上煤炭行业开采指数多以煤价逻辑为主，风格为辅，而煤炭价格或将迎来筑底回升。当前煤价或已触及历史低位，秦皇岛港动力末煤（Q5500）价格已跌至 700 元/吨以下位置，据 Wind4 月 8 日数据，秦皇岛港动力末煤（Q5500）价格为 665 元/吨，同比-17.19%，煤价或迎触底回升。

复盘煤价历史价格几轮周期：1) 2009-2012 年：四万亿投资计划刺激经济，流动性宽裕，煤炭需求增加带动价格上涨；2) 2013-2015 年：经济增速放缓，煤炭供给过剩，价格下跌；3) 2016-2022 年：相关限产检修、缩减煤矿生产工作日等政策要求发布，供给侧改革推动煤价回升，需求侧电价管制放开，煤价迎来上行周期；4) 2023 年至今：经济增速放缓，煤炭需求偏弱，供给过剩，煤价阶段下行。

图表 56：煤炭股价与煤价复盘：煤炭股价以周期逻辑为主



资料来源：Wind，各部门官网等，华鑫证券研究

展望未来，我们认为当前时点之后，煤炭供需缺口有望逐步扩大，煤价有望迎来新一

轮上行周期。

## 7、行业评级及投资策略

考虑到煤炭供需缺口有望逐步扩大，煤价中枢有望上移，我们首次覆盖煤炭行业，给予“推荐”投资评级，可关注中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山煤国际及电投能源等投资机会。

图表 57：关注公司及盈利预测

| 公司代码      | 名称   | 2025-07-29 | 2024 | EPS   |       | 2024  | PE    |       | 投资评级 |
|-----------|------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      | 股价         |      | 2025E | 2026E |       | 2025E | 2026E |      |
| 002128.SZ | 电投能源 | 20.51      | 2.21 | 2.50  | 2.71  | 9.28  | 8.19  | 7.58  | 未评级  |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 12.95      | 1.33 | 1.05  | 1.19  | 9.72  | 12.28 | 10.86 | 未评级  |
| 600546.SH | 山煤国际 | 9.92       | 0.98 | 0.75  | 0.85  | 10.14 | 13.23 | 11.65 | 未评级  |
| 601088.SH | 中国神华 | 37.82      | 2.95 | 2.52  | 2.53  | 12.82 | 15.01 | 14.95 | 买入   |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 20.64      | 2.32 | 1.99  | 2.08  | 8.89  | 10.39 | 9.90  | 未评级  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期）

## 8、风险提示

国内经济增长不及预期；全球经济下行带来下游需求波动风险；进口煤大量进入、国内产量大幅释放的风险；价格大幅下跌等风险。

■ 化工组介绍

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**高铭谦：**伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

**覃前：**大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。