

煤炭开采

2023年04月09日

煤炭股配置存在高胜率与高安全边际

——行业周报

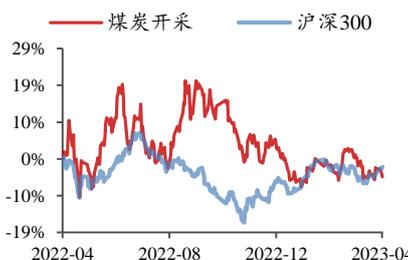
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《一级矿权&二级回购高溢价，煤炭股低估有望反转——行业周报》

-2023.4.2

《煤企维持高分红策略，弱经济下投资攻守兼备——行业周报》

-2023.3.26

《央行降准利好经济，非电煤需求大幅反弹——行业周报》-2023.3.19

●煤炭股配置存在高胜率与高安全边际

本周（2023年4月3日-4月7日，下同）秦港 Q5500 动力煤平仓价报价 1050 元/吨，小跌 2.33%，布伦特原油现货价 86.3 美元/桶，环比上涨 10.5%。**动力煤方面：**供给端：本周晋陕蒙 442 家煤矿开工率为 85.0%，环比微跌 0.24 个百分点；进口煤方面，受斋月影响印尼出口成交量下滑，当前虽然澳洲煤炭放开，但到中国港口并不具备明显价格优势；需求端：近期天气转暖以及国内外经济偏弱，电厂日耗环比下滑。后期判断：供给方面，4月6日-5月5日大秦线开启“加长版”集中检修，日运量目标为 102 万吨，相比一季度日均下降超过 10%，预计将对煤炭港口调入量带来较大影响，内蒙矿难事件及其它区域矿难将导致全国安监形势趋严，国家矿山安监局发布通知安全专项整治将持续至 2023 年底，预计 2023 年煤矿开工将受到一定限制，尤其是市场超产的黑煤将被打击；进口煤不存在总量冲击，澳煤的放开更多是结构调整，3月26日国务院明确进口煤零关税延期至年底，侧面反映国内用煤紧张，此外3月27日澳大利亚众议院通过减排计划，将限制天然气和煤炭投资，预计大约有一半项目无法按照新拟议的立法进行，为未来澳煤出口量形成压制；需求方面，二季度是工业企业开工和需求的旺季，尤其是非电行业（水泥、化工）需求，在政策优先保电煤供应的大背景下，非电行业供需更容易失衡，而且当前非电行业需求也更多主导了现货煤价的走势，因此预判现货煤价仍具备更强的向上动能。**炼焦煤方面：**供给端几乎无新增产能，供给仍偏紧，一定程度上受到矿难影响；进口澳洲炼焦煤价格明显高于国内并无价格优势；需求端，当前下游焦煤库存同比处于低位，全国钢厂高炉开工率自1月6日起至上周连续 13 周上涨，螺纹钢价格近半年来维持上涨趋势，且当前钢厂钢材库存持续下跌，均反映下游需求持续向好。后期判断：供给端，炼焦煤国内产量并无明显增量且没有保供政策；澳洲焦煤当前仍无明显价格优势，预计进口量有限，长期来看也仅是结构调整；需求端，二季度也是“煤焦钢”产业链的旺季，此外政府工作报告提出 GDP 增速为 5% 左右的目标，预计相应的稳增长政策将在二季度落实和体现。**投资逻辑与建议：**当前市场对国内外的经济走势普遍表现出悲观预期，相关宏观及行业数据多数尚未出现反转，导致顺周期板块的估值被严重压制。然而对于煤炭板块而言，我们认为其有超然于其他顺周期板块的亮点，即存在攻守兼备的特点，且当前配置存在更高的胜率和安全边际。从胜率而言，当前配置无论是看多还是看空经济，煤炭板块都会带来不错的正收益：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10%+ 的股息率，当前正处于煤炭年报披露季，多数公司的股息率 10% 以上，稍弱一些的公司也至少有 9%，从已发布高分红年报的煤企来看，资本市场在股价层面上都给予了正面回应（年报后大涨）；如果看多经济，煤炭同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反应出价格上涨，再叠加煤炭供给产量的受限，价格还有望表现出超预期上涨，从而反应在股票层面上可以赚到更多的资本利得或者更好的超额收益。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 4-5 倍，PB 估值也处于历史底部，如果再以 PB-ROE 方法分析，当前煤炭高 ROE 而 PB 却明显被大幅折价；前几周陕西和内蒙在一级市场挂牌出让矿权均实现了极高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50% 回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被低估；通过煤炭股二十年复盘，我们发现对盈利稳定性高且持续高分红的公司，确实会提升估值水平，中国神华从 2021 年 11 月以来的估值提升就是强有力的证明；此外，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。**冶金煤受益标的：**山西焦煤、潞安环能、平煤股份、淮北矿业（含转债）；**高成长标的：**广汇能源、中煤能源；**海外及非电煤弹性受益标的：**兖矿能源、兰花科创、山煤国际；**销售结构稳定且高分红的受益标的：**中国神华、陕西煤业；**能源转型受益标的：**华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

●风险提示：经济增速下行风险，疫情恢复不及预期风险，新能源加速替代风险。

目 录

1、 投资观点：煤炭股配置存在高胜率与高安全边际.....	5
2、 煤炭板块回顾：本周小跌 2.01%，跑输沪深 300.....	7
2.1、 行情：本周小跌 2.01%，跑输沪深 300 指数 3.8 个百分点.....	7
2.2、 估值表现：本周 PE 为 6.7，PB 为 1.35.....	8
3、 煤市关键指标速览.....	9
4、 煤电产业链：秦港现货价小跌，秦港库存大涨.....	11
4.1、 国内动力煤价格：秦皇岛港现货价格小跌，产地价格持平.....	11
4.2、 年度长协价格：4 月价格微跌.....	11
4.3、 国际动力煤价格：纽卡斯尔 NEWC 报价小涨，纽卡斯尔 Q5500 报价小跌.....	13
4.4、 煤矿生产：产量微跌，开工率微跌.....	14
4.5、 沿海八省电厂日耗：本周电厂日耗大跌，库存小涨，天数大涨.....	14
4.6、 动力煤库存：本周秦港库存大涨.....	15
4.7、 国内海运费价格变动：本周海运费价格微涨.....	16
4.8、 下游开工率：甲醇开工率微跌，水泥开工率大跌.....	17
4.9、 国际能源价格：布油现货价大涨，天然气结算价大跌.....	18
5、 煤焦钢产业链：港口焦煤价格大跌，全国钢厂开工率微涨.....	19
5.1、 国内炼焦煤价格：本周港口大跌，河北主焦煤产地价格大跌，期货大跌.....	19
5.2、 国内喷吹煤价格：本周阳泉喷吹煤价格大跌.....	20
5.3、 国际炼焦煤价格：本周海外煤价大跌，中国港口到岸价持平.....	20
5.4、 焦&钢价格：本周焦炭现货价小跌，螺纹钢现货价小跌.....	20
5.5、 炼焦煤库存：本周总量小跌，天数大跌.....	21
5.6、 焦炭库存：本周总量微跌.....	22
5.7、 钢铁库存：本周总量小跌.....	23
5.8、 焦&钢厂需求：本周小型焦厂开工率小涨，全国钢厂开工率微涨.....	23
6、 无烟煤：价格小跌.....	24
6.1、 国内无烟煤产地价格：晋城小跌，阳泉小跌.....	24
7、 公司公告回顾.....	24
8、 行业动态.....	25
9、 风险提示.....	25

图表目录

图 1： 本周煤炭板块跑输沪深 300 指数 3.8 个百分点 (%).....	7
图 2： 本周主要煤炭上市公司涨少跌多 (%).....	7
图 3： 本周煤炭板块市盈率 PE 为 6.7 倍，位列 A 股全行业倒数第二位.....	8
图 4： 本周煤炭板块市净率 PB 为 1.35 倍，位列 A 股全行业倒数第六位.....	8
图 5： 本周秦港现货价格小跌 (元/吨).....	11
图 6： 本周产地价格持平 (元/吨).....	11
图 7： 2023 年 4 月动力煤年度长协价格微跌 (元/吨).....	12
图 8： 本周 BSPI 指数持平 (元/吨).....	12
图 9： 本周 CCTD 价格指数微跌 (元/吨).....	12
图 10： 本周 NCEI 价格指数持平 (元/吨).....	12

图 11: 动力煤 Q5500 港口长协价格由基准+浮动价组成 (元/吨)	13
图 12: 纽卡斯尔 NEWC 报价小涨 (美元/吨)	13
图 13: 本周纽卡 FOB (Q5500) 价格小跌 (美元/吨)	13
图 14: 本周煤矿产量微跌, 开工率微跌	14
图 15: 本周电厂日耗大跌 (万吨)	14
图 16: 本周电厂日耗大跌 (农历/万吨)	14
图 17: 本周电厂库存小涨 (万吨)	15
图 18: 本周电厂库存小涨 (农历/万吨)	15
图 19: 本周电厂库存可用天数大涨 (天)	15
图 20: 本周电厂库存可用天数大涨 (农历/天)	15
图 21: 本周秦皇岛港库存大涨 (万吨)	16
图 22: 本周广州港库存大涨 (万吨)	16
图 23: 本周长江港库存小涨 (万吨)	16
图 24: 秦港铁路调入量微跌 (万吨)	16
图 25: 本周海运费价格微涨 (元)	17
图 26: 本周甲醇开工率微跌	17
图 27: 本周甲醇开工率微跌 (农历)	17
图 28: 本周水泥开工率大跌	18
图 29: 本周水泥开工率大跌 (农历)	18
图 30: 本周布油现货价大涨 (美元/桶)	18
图 31: 本周天然气结算价大跌 (便士/色姆)	18
图 32: 本周焦煤港口价格大跌 (元/吨)	19
图 33: 本周山西主焦煤产地价格大跌 (元/吨)	19
图 34: 本周河北焦煤产地价格大跌 (元/吨)	19
图 35: 本周焦煤期货价格大跌 (元/吨)	19
图 36: 本周阳泉喷吹煤价格大跌 (元/吨)	20
图 37: 本周海外焦煤价格大跌 (美元/吨)	20
图 38: 本周中国港口焦煤 (澳洲产) 到岸价持平 (元/吨)	20
图 39: 本周焦炭现货价小跌 (元/吨)	21
图 40: 本周螺纹钢现货价格小跌 (元/吨)	21
图 41: 本周独立焦化厂炼焦煤库存大跌 (万吨)	21
图 42: 本周样本钢厂炼焦煤库存小跌 (万吨)	21
图 43: 本周焦化厂炼焦煤库存可用天数大跌 (天)	22
图 44: 本周钢厂炼焦煤库存可用天数小跌 (天)	22
图 45: 本周焦炭库存总量微跌 (万吨)	22
图 46: 本周钢铁库存总量小跌 (万吨)	23
图 47: 本周小型焦厂开工率小涨 (%)	23
图 48: 本周全国钢厂高炉开工率微涨 (%)	23
图 49: 晋城沁水无烟煤价格小跌 (元/吨)	24
图 50: 阳泉无烟煤价格小跌 (元/吨)	24
表 1: 主要煤炭上市公司盈利预测与估值	6
表 2: 煤电产业链指标梳理	9
表 3: 煤焦钢产业链指标梳理	9

表 4: 无烟煤价格指标梳理10

1、投资观点：煤炭股配置存在高胜率与高安全边际

- 后期投资观点。**秦港 Q5500 动力煤平仓价报价 1050 元/吨，小跌 2.33%，布伦特原油现货价 86.3 美元/桶，环比上涨 10.5%。**动力煤方面：**供给端：本周晋陕蒙 442 家煤矿开工率为 85.0%，环比微跌 0.24 个百分点；进口煤方面，受斋月影响印尼出口成交量下滑，当前虽然澳洲煤炭放开但到中国港口并不具备明显价格优势；需求端：近期天气转暖以及国内外经济偏弱，电厂日耗环比下滑。后期判断：供给方面，4 月 6 日-5 月 5 日大秦线开启“加长版”集中检修，日运量目标为 102 万吨，相比一季度日均下降超过 10%，预计将对煤炭港口调入量带来较大影响，内蒙矿难事件及其它区域矿难将导致全国安监形势趋严，国家矿山安监局发布通知安全专项整治将持续至 2023 年底，预计 2023 年煤矿开工将受到一定限制，尤其是市场超产的黑煤将被打击；进口煤不存在总量冲击，澳煤的放开更多是结构调整，3 月 26 日国务院明确进口煤零关税延期至年底，侧面反映国内用煤紧张，此外 3 月 27 日澳大利亚众议院通过减排计划，将限制天然气和煤炭投资，预计大约有一半项目无法按照新拟议的立法进行，为未来澳煤出口量形成压制；需求方面，二季度是工业企业开工和需求的旺季，尤其是非电行业（水泥、化工）需求，在政策优先保电煤供应的大背景下，非电行业供需更容易失衡，而且当前非电行业需求也更多主导了现货煤价的走势，因此预判现货煤价仍具备更强的向上动能。**炼焦煤方面：**供给端几乎无新增产能，供给仍偏紧，一定程度上受到矿难影响；进口澳洲炼焦煤价格明显高于国内并无价格优势；需求端，当前下游焦煤库存同比处于低位，全国钢厂高炉开工率自 1 月 6 日起至上周连续 13 周上涨，螺纹钢价格近半年来维持上涨趋势，且当前钢厂钢材库存持续下跌，均反映下游需求持续向好。后期判断：供给端，炼焦煤国内产量并无明显增量且没有保供政策；澳洲焦煤当前仍无明显价格优势，预计进口量有限，长期来看也仅是结构调整；需求端，二季度也是“煤焦钢”产业链的旺季，此外政府工作报告提出 GDP 增速为 5% 左右的目标，预计相应的稳增长政策将在二季度落实和体现。**投资逻辑与建议：**当前市场对国内外的经济走势普遍表现出悲观预期，相关宏观及行业数据多数尚未出现反转，导致顺周期板块的估值被严重压制。然而对于煤炭板块而言，我们认为其有超然于其他顺周期板块的亮点，即存在攻守兼备的特点，且当前配置存在更高的胜率和安全边际。从胜率而言，当前配置无论是看多还是看空经济，煤炭板块都会带来不错的正收益：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10%+ 的股息率，当前正处于煤炭年报披露季，多数公司的股息率 10% 以上，稍弱一些的公司也至少有 9%，从已发布高分红年报的煤企来看，资本市场在股价层面上都给予了正面回应（年报后大涨）；如果看多经济，煤炭同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反应出价格上涨，再叠加煤炭供给产量的受限，价格还有望表现出超预期上涨，从而反应在股票层面上可以赚到更多的资本利得或者更好的超额收益。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 4-5 倍，PB 估值也处于历史底部，如果再以 PB-ROE 方法分析，当前煤炭高 ROE 而 PB 却明显被大幅折价；前几周陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了极高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50% 回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被低估；通过煤炭股二十年复盘，我们发现对盈利稳定性高且持续高分红的公司，确实会提升估值水平，中国神华从 2021 年 11 月以来的估值提升就是强有力的证明；此外，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。**冶金煤受益标的：山西焦煤、潞安环能、平煤股份、淮北矿业（含转债）；高成长标的：广汇能源、中煤能源；**

海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创、山煤国际；销售结构稳定且高分红的受益标的：中国神华、陕西煤业；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

表1：主要煤炭上市公司盈利预测与估值

上市公司	股价（元）	归母净利润（亿元）			EPS（元）			PE			PB	评级
	2023/4/7	2021A	2022A/E	2023E	2021A	2022A/E	2023E	2021A	2022A/E	2023E	2023/4/7	
中国神华	27.74	502.69	696.26	730.06	2.53	3.50	3.67	10.96	7.93	7.56	1.40	买入
潞安环能	20.46	67.08	140.29	149.30	2.24	4.69	4.99	9.13	4.36	4.10	1.26	买入
盘江股份	7.22	11.72	22.73	25.49	0.71	1.06	1.19	10.20	6.81	6.07	1.37	买入
山西焦煤	10.73	41.66	112.14	119.16	1.02	2.74	2.91	10.55	3.92	3.69	1.64	买入
平煤股份	10.06	29.22	57.25	63.68	1.26	2.61	2.75	7.96	3.85	3.66	1.11	买入
山煤国际	15.73	49.38	69.81	73.75	2.49	3.52	3.72	6.32	4.47	4.23	2.08	买入
神火股份	17.08	32.34	75.71	75.89	1.45	3.39	3.37	11.78	5.04	5.07	2.40	买入
金能科技	9.90	9.35	13.03	16.00	1.11	1.52	1.87	8.92	6.51	5.29	1.00	买入
淮北矿业	13.08	47.80	70.10	77.46	2.04	2.83	3.12	6.41	4.62	4.19	0.98	买入
宝丰能源	14.48	70.70	63.03	92.70	0.97	0.86	1.26	14.93	16.84	11.49	3.13	买入
兖矿能源	34.09	162.59	307.74	344.15	3.34	6.30	6.95	10.21	5.41	4.91	2.07	买入
电投能源	13.07	35.60	47.93	49.59	1.85	2.49	2.58	7.06	5.25	5.07	1.09	买入
晋控煤业	11.05	46.58	48.57	51.25	2.78	2.90	3.06	3.97	3.81	3.61	1.23	买入
广汇能源	9.14	50.03	114.91	167.85	0.77	1.75	2.56	11.89	5.22	3.57	2.08	买入
美锦能源	9.02	25.67	23.47	26.98	0.60	0.54	0.62	15.03	16.70	14.55	2.92	买入
靖远煤电	3.34	7.24	10.01	15.37	0.32	0.40	0.61	10.60	8.35	5.48	0.92	买入
中煤能源	7.93	132.82	182.41	257.41	1.00	1.38	1.94	7.93	5.75	4.09	0.80	买入
兰花科创	12.68	23.53	35.17	40.41	2.06	3.08	3.54	6.16	4.12	3.58	0.96	买入
华阳股份	13.53	35.34	65.07	69.11	1.47	2.71	2.87	9.20	4.99	4.71	1.33	买入
昊华能源	6.28	20.14	26.01	29.91	1.68	1.81	2.08	3.74	3.47	3.02	0.86	买入
中国旭阳集团	3.46	26.13	18.55	29.04	0.61	0.42	0.66	5.67	8.24	5.27	1.13	买入
永泰能源	1.55	10.64	19.51	20.88	0.05	0.09	0.09	32.36	17.22	17.22	0.79	增持
陕西煤业	19.83	211.40	351.49	317.25	2.18	3.63	3.27	9.10	5.46	6.06	1.87	未评级
冀中能源	6.92	27.39	27.39	40.21	0.78	1.11	1.11	8.93	6.23	6.23	1.17	未评级
开滦股份	6.87	18.15	18.15	23.54	1.14	1.48	1.50	6.03	4.64	4.58	0.78	未评级
山西焦化	5.51	12.60	32.20	35.73	0.49	1.26	1.39	11.20	4.38	3.95	0.97	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

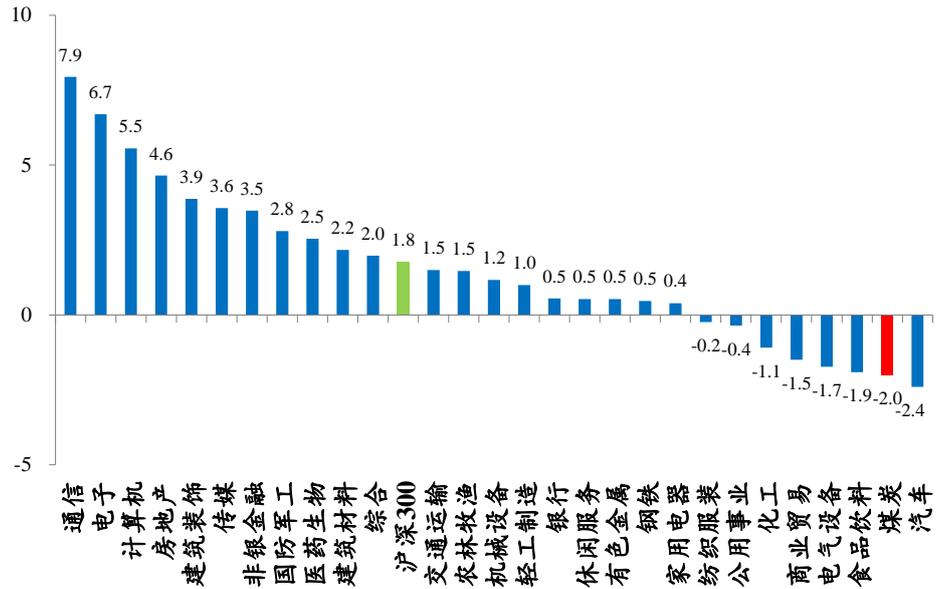
注：上表中已评级标的盈利及估值数据来自开源证券研究所预测，未评级标的盈利预测和估值均来自于 Wind 一致预期；年报披露时间以实际发布日期为准；港股股价以港币披露。

2、煤炭板块回顾：本周小跌 2.01%，跑输沪深 300

2.1、行情：本周小跌 2.01%，跑输沪深 300 指数 3.8 个百分点

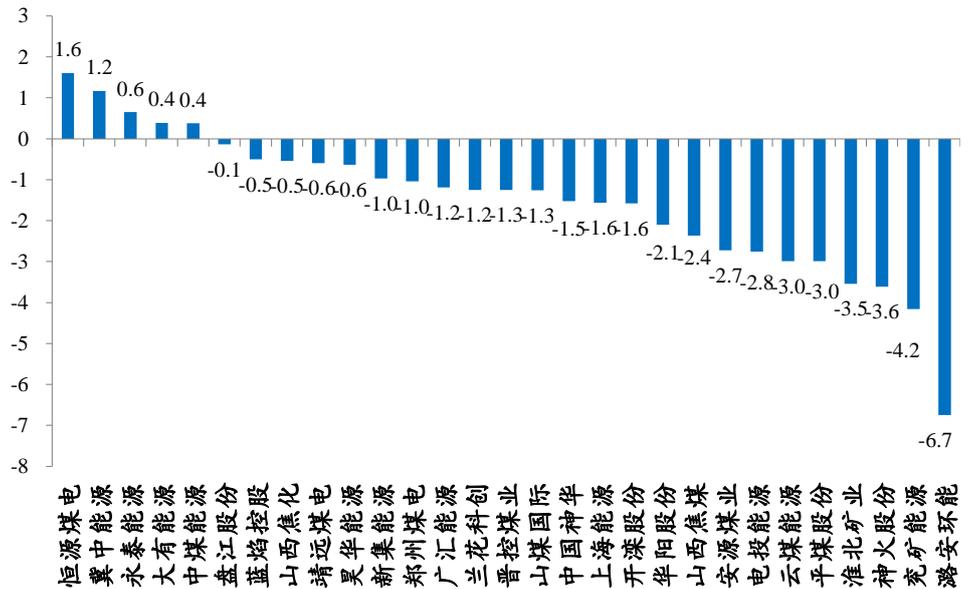
本周煤炭指数小跌 2.01%，沪深 300 指数小涨 1.79%，煤炭指数跑输沪深 300 指数 3.8 个百分点。主要煤炭上市公司涨少跌多，涨幅前三名公司为：恒源煤电(+1.61%)、冀中能源(+1.17%)、永泰能源(+0.65%)；跌幅前三名公司为：潞安环能(-6.75%)、兖矿能源(-4.16%)、神火股份(-3.61%)。

图1：本周煤炭板块跑输沪深 300 指数 3.8 个百分点（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周主要煤炭上市公司涨少跌多（%）

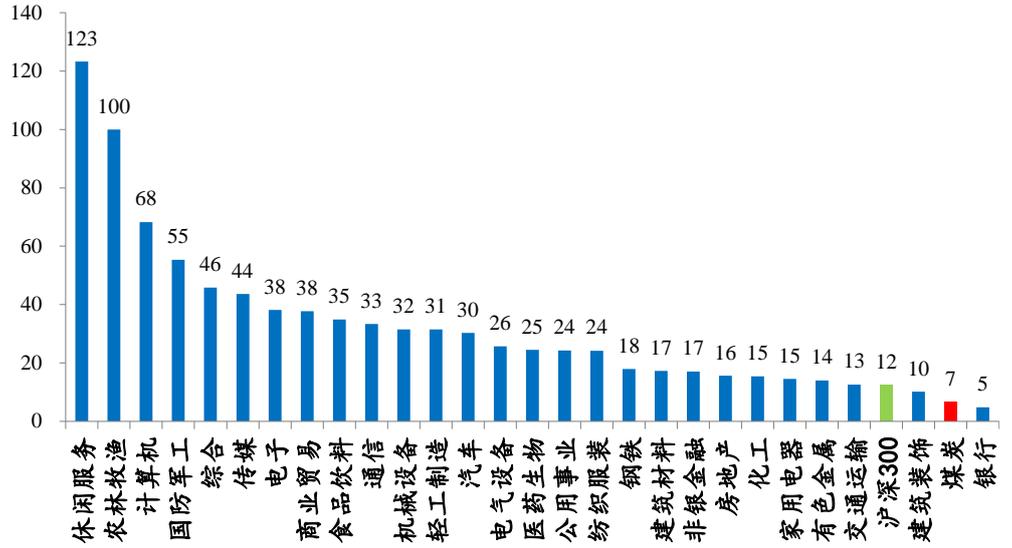


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、估值表现：本周 PE 为 6.7，PB 为 1.35

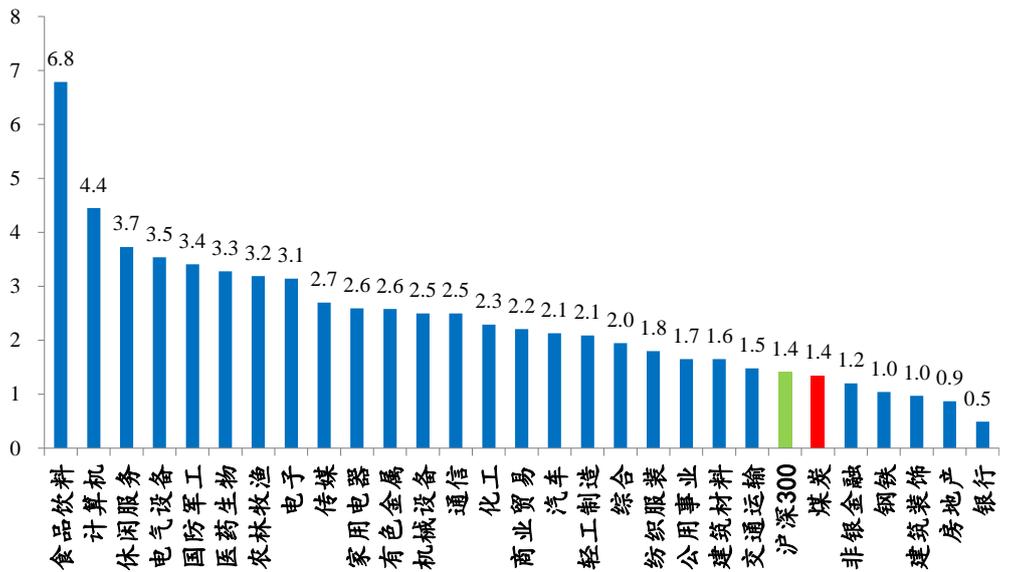
截至 2023 年 4 月 7 日，根据 PE(TTM)剔除异常值（负值）后，煤炭板块平均市盈率 PE 为 6.7 倍，位列 A 股全行业倒数第二位；市净率 PB 为 1.35 倍，位列 A 股全行业倒数第六位。

图3：本周煤炭板块市盈率 PE 为 6.7 倍，位列 A 股全行业倒数第二位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：本周煤炭板块市净率 PB 为 1.35 倍，位列 A 股全行业倒数第六位



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、煤市关键指标速览

表2：煤电产业链指标梳理

煤电产业链-指标		单位	最新数据	上周数据	周涨跌额	周涨跌幅
港口价格	秦港山西产 Q5500	元/吨	1050	1075	-25	-2.33%
	广州港神木块 Q6100	元/吨	1556	1572	-16	-1.02%
产地价格	鄂尔多斯 Q6000 坑口价	元/吨	925	940	-15	-1.60%
	榆林 Q5500 坑口价	元/吨	780	780	0	0.00%
	大同 Q5600 坑口价	元/吨	810	810	0	0.00%
长协指数	秦港 Q5500 年度长协价	元/吨	723	724	-1	-0.14%
	BSPIQ5500 价格指数	元/吨	732	732	0	0.00%
	CCTDQ5500 价格指数	元/吨	794	798	-4	-0.50%
	NCEIQ5500 价格指	元/吨	781	781	0	0.00%
国际价格	欧洲 ARA 港动力煤现货价	美元/吨	142	142	0.0	0.00%
	理查德 RB 动力煤现货价	美元/吨	128	128	0.0	0.00%
	纽卡斯尔 NEWC (Q6000) 动力煤现货价	美元/吨	179	176	2.2	1.25%
	纽卡斯尔 1#动力煤 FOB	美元/吨	123	124	-1.30	-1.05%
库存	纽卡斯尔 2#动力煤 FOB	美元/吨	120	120.75	-1.3	-1.04%
	秦皇岛港库存量	万吨	657	621	36	5.80%
	长江口库存量	万吨	598	589	9.0	1.53%
沿海八省电厂数据	广州港库存量	万吨	253	231	21.6	9.35%
	库存合计	万吨	3093	3025	68.8	2.27%
	日耗合计	万吨	172	187	-14.6	-7.81%
煤矿产量	库存可用天数	天	18.0	16.2	1.8	11.11%
	晋陕蒙 442 家煤矿产量	万吨	2824	2832	-8	-0.29%
下游开工率	晋陕蒙 442 家煤矿开工率	%	85.0	85.3	-0.24	——
	甲醇开工率	%	73.1	74.0	-0.89	-1.2%
国际能源价	水泥开工率	%	53.5	54.7	-1.16	-2.1%
	布伦特原油现货价	美元/桶	86.3	78.09	8.22	10.5%
	IPE 天然气结算价	便士/色姆	102.3	108.1	-5.79	-5.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：煤焦钢产业链指标梳理

煤焦钢产业链-指标		单位	最新数据	上周数据	周涨跌额	周涨跌幅
港口价格	京唐港主焦煤（山西产）库提价	元/吨	2300	2470	-170	-6.88%
	山西吕梁主焦煤市场价	元/吨	2000	2150	-150	-6.98%
产地价格	山西古交肥煤车板价	元/吨	2080	2180	-100	-4.59%
	长治喷吹煤车板价	元/吨	1370	1470	-100	-6.80%
	阳泉喷吹煤车板价	元/吨	1415	1635	-220	-13.46%
国际价格	澳洲峰景矿硬焦煤	美元/吨	308	325	-16.5	-5.08%
国内 VS 进口	京唐港主焦煤（山西产）库提价	元/吨	2300	2470	-170	-6.88%
	京唐港主焦煤（澳洲产）库提价	元/吨	2470	2470	0	0.00%
	（国内-进口）差价	元/吨	-170	——	——	——
期货价格	焦煤：期货价格	元/吨	1768	1860	-92	-4.95%

煤焦钢产业链-指标		单位	最新数据	上周数据	周涨跌额	周涨跌幅
	焦煤：现货价格	元/吨	2000	2150	-150	-6.98%
	焦煤期货升贴水	元/吨	-232	——	——	——
	焦炭：期货价格	元/吨	2542	2744	-202	-7.34%
	焦炭：现货价格	元/吨	2500	2550	-50	-1.96%
	焦炭期货升贴水	元/吨	42	——	——	——
	螺纹钢：期货价格	元/吨	3989	4161	-172	-4.13%
	螺纹钢：现货价格	元/吨	4130	4260	-130	-3.05%
	螺纹钢期货升贴水	元/吨	-141	——	——	——
库存	炼焦煤库存：国内独立焦化厂（100家）	万吨	778	820	-41.8	-5.10%
	炼焦煤库存：国内样本钢厂（110家）	万吨	820	838	-18	-2.14%
	炼焦煤库存可用天数：独立焦化厂	天	10.3	11	-0.7	-6.36%
	炼焦煤库存可用天数：国内样本钢厂（110家）	天	12.95	13.29	-0.34	-2.56%
	焦炭库存：国内样本钢厂（110家）	万吨	650	654	-3.39	-0.52%
需求	焦化厂开工率：产能<100万吨	%	71.3	69.2	2.1	——
	焦化厂开工率：产能100-200万吨	%	69.2	69.1	0.1	——
	焦化厂开工率：产能>200万吨	%	81.6	81.3	0.3	——
	全国钢厂高炉开工率	%	81.07	80.98	0.09	——
	唐山钢厂高炉开工率	%	58.73	58.73	0	——

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：无烟煤价格指标梳理

无烟煤指标		单位	最新数据	上周数据	周涨跌额	周涨跌幅
产地价格	晋城 Q7000 无烟中块坑口价	元/吨	1990	2020	-30	-1.49%
	晋城 Q6200 无烟末煤坑口价	元/吨	1295	1345	-50	-3.72%
	阳泉 Q7000 无烟中块车板价	元/吨	1970	2000	-30	-1.50%
	阳泉 Q6500 无烟末煤车板价	元/吨	1250	1300	-50	-3.85%

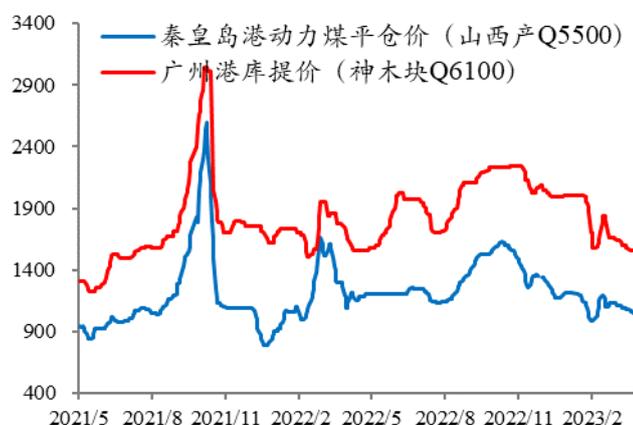
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、煤电产业链：秦港现货价小跌，秦港库存大涨

4.1、国内动力煤价格：秦皇岛港现货价格小跌，产地价格持平

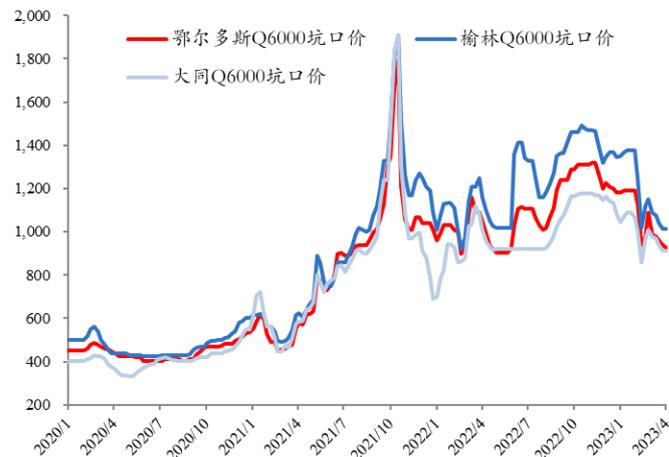
- **港口价格小跌。**截至4月7日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 1050 元/吨，环比下跌 25 元/吨，跌幅 2.33%。截至4月7日，广州港神木块库提价为 1556 元/吨，环比下跌 16 元/吨，跌幅 1.02%。
- **产地价格持平。**截至4月7日，鄂尔多斯 Q6000 报价 925 元/吨，环比下跌 15 元/吨，跌幅 1.6%；榆林 Q6000 报价 1015 元/吨，环比持平；大同 Q6000 报价 913 元/吨，环比持平。
- **动力煤期货无合约交易。**

图5：本周秦港现货价格小跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：本周产地价格持平（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、年度长协价格：4月价格微跌

- **2023年4月动力煤长协价格微跌。**2023年4月，CCTD 秦港动力煤 Q5500 年度长协价格 723 元/吨，环比下跌 1 元/吨，跌幅 0.14%。
- **本周 BSPI 价格指数持平，CCTD 价格指数微跌，NCEI 价格指数持平。**截至3月29日，环渤海动力煤价格指数 (BSPI) 价格 732 元/吨，环比持平；截至4月7日，CCTD 秦港动力煤 Q5500 价格 794 元/吨，环比下跌 4 元/吨，跌幅 0.5%；截至4月7日，NCEI 下水动力煤指数 781 元/吨，环比持平。

图7：2023年4月动力煤年度长协价格微跌（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：本周BSPI指数持平（元/吨）

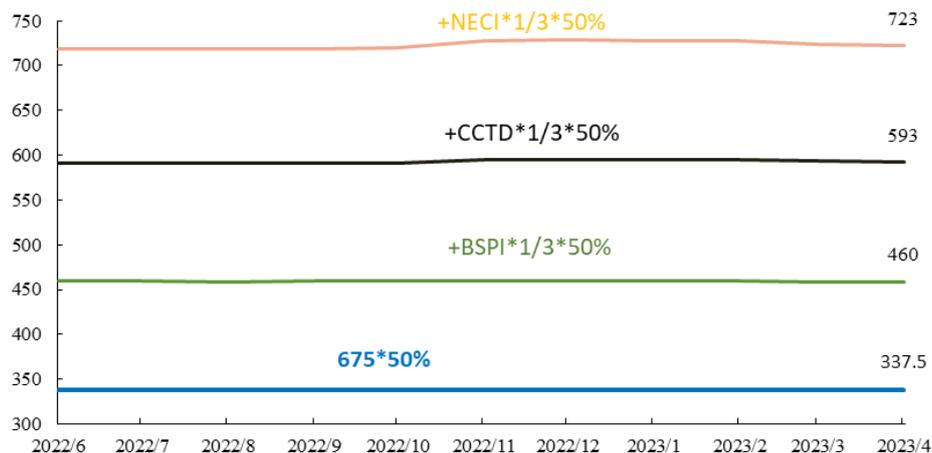

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：本周CCTD价格指数微跌（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：本周NCEI价格指数持平（元/吨）

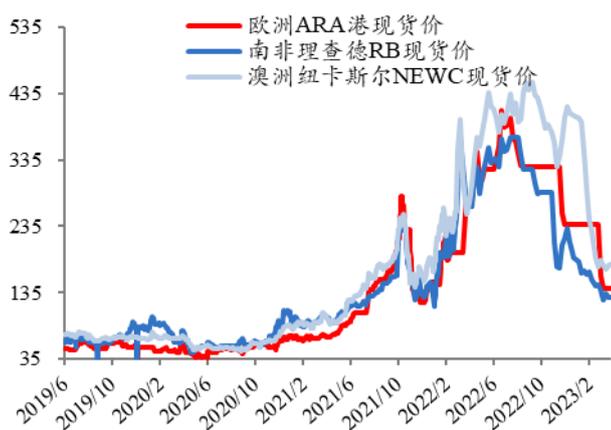

数据来源：全国煤炭交易中心、开源证券研究所

图11：动力煤 Q5500 港口长协价格由基准+浮动价组成（元/吨）


数据来源：Wind、全国煤炭交易中心、开源证券研究所

4.3、国际动力煤价格：纽卡斯尔 NEWC 报价小涨，纽卡斯尔 Q5500 报价小跌

- **纽卡斯尔 NEWC 报价小涨。**截至 3 月 31 日，欧洲 ARA 港报价 142 美元/吨，环比持平；理查德 RB 报价 127.5 美元/吨，环比持平；纽卡斯尔 NEWC 报价 178.5 美元/吨，环比上涨 2.2 美元/吨，涨幅 1.25%。
- **纽卡斯尔 FOB (Q5500) 价格小跌。**截至 4 月 6 日，纽卡斯尔 1#动力煤 FOB 报价 122.6 美元/吨，环比下跌 1.3 美元/吨，跌幅 1.05%；纽卡斯尔 2#动力煤 FOB 报价 119.5 美元/吨，环比下跌 1 美元/吨，跌幅 1.04%。

图12：纽卡斯尔 NEWC 报价小涨（美元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

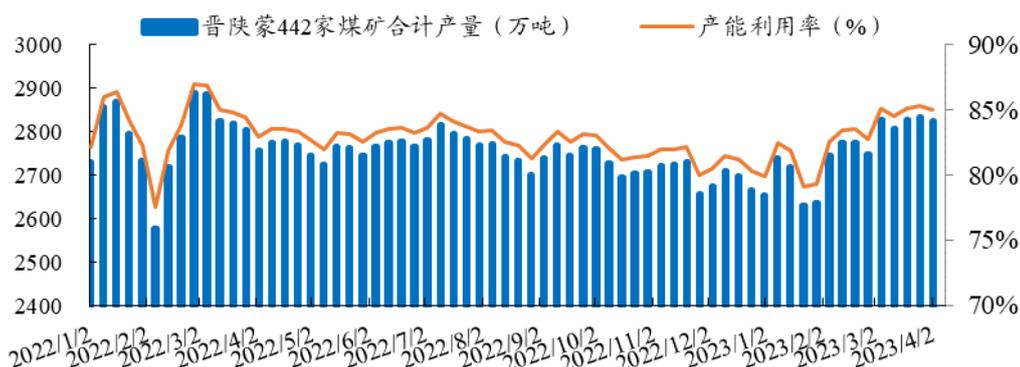
图13：本周纽卡 FOB (Q5500) 价格小跌（美元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、煤矿生产：产量微跌，开工率微跌

- **煤矿产量微跌。**3月27日至4月2日，晋陕蒙三省442家煤矿合计产量2824万吨，环比下跌8.1万吨，跌幅0.29%；其中山西省煤矿产量900.46万吨，环比上涨0.21%；内蒙古煤矿产量1237.68万吨，环比下跌0.72%，陕西省煤矿产量685.84万吨，环比下跌0.17%。
- **煤矿开工率微跌。**3月27日至4月2日，晋陕蒙三省442家煤矿合计开工率85.01%，环比下跌0.24个百分点。

图14：本周煤矿产量微跌，开工率微跌

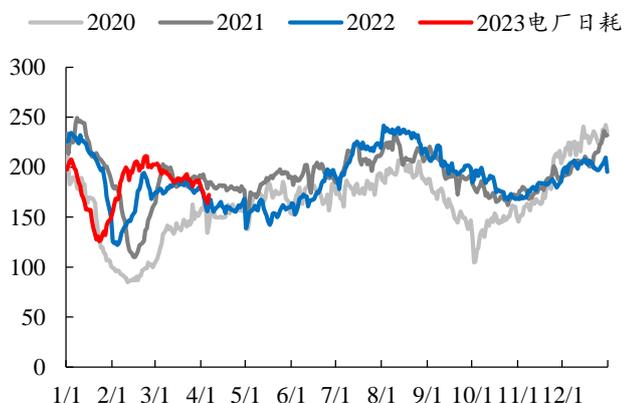


数据来源：煤炭资源网、开源证券研究所

4.5、沿海八省电厂日耗：本周电厂日耗大跌，库存小涨，天数大涨

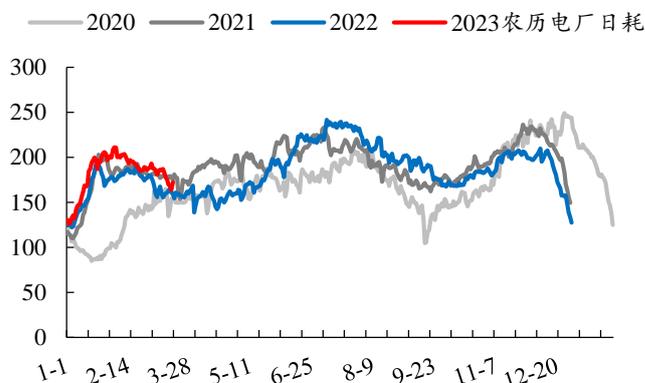
- **电厂日耗大跌。**截至4月6日，沿海八省电厂日耗合计172.3万吨，环比下跌14.6万吨，跌幅7.81%。
- **电厂库存小涨。**截至4月6日，沿海八省电厂库存合计3093.4万吨，环比上涨68.8万吨，涨幅2.27%。
- **电厂库存可用天数大涨。**截至4月6日，沿海八省电厂库存可用天数18天，环比上涨1.8天，涨幅11.11%。

图15：本周电厂日耗大跌（万吨）



数据来源：煤炭资源网、开源证券研究所

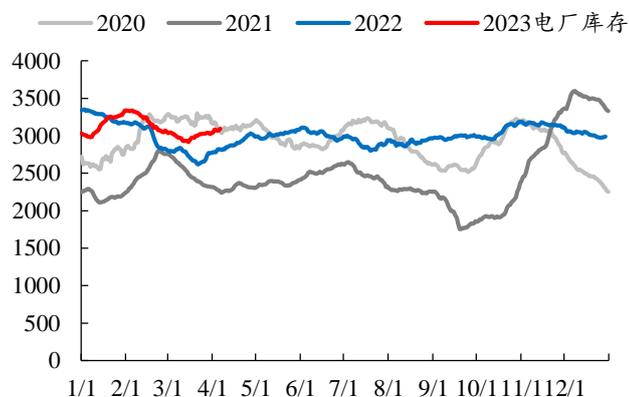
图16：本周电厂日耗大跌（农历/万吨）



数据来源：煤炭资源网、开源证券研究所

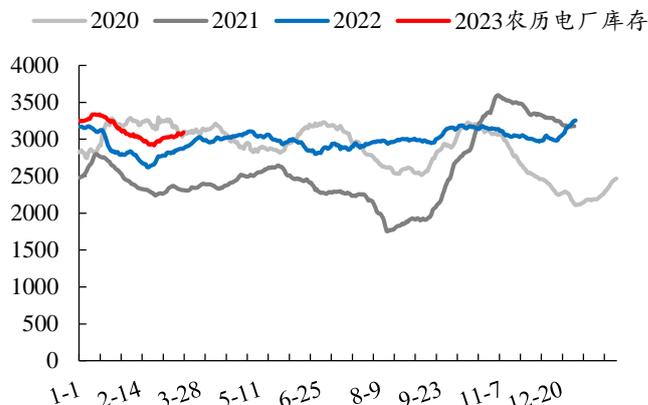
注：考虑到农历闰月，因此横坐标按13个月作图

图17: 本周电厂库存小涨 (万吨)



数据来源: 煤炭资源网、开源证券研究所

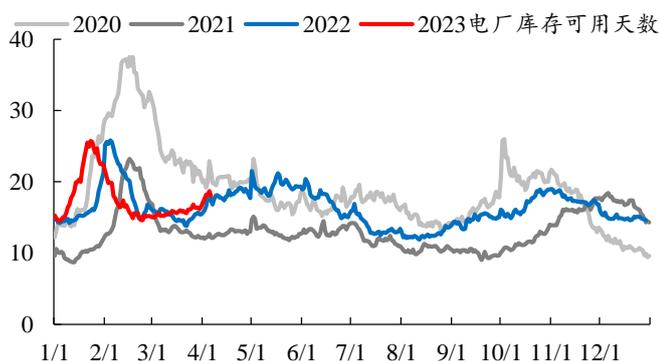
图18: 本周电厂库存小涨 (农历/万吨)



数据来源: 煤炭资源网、开源证券研究所

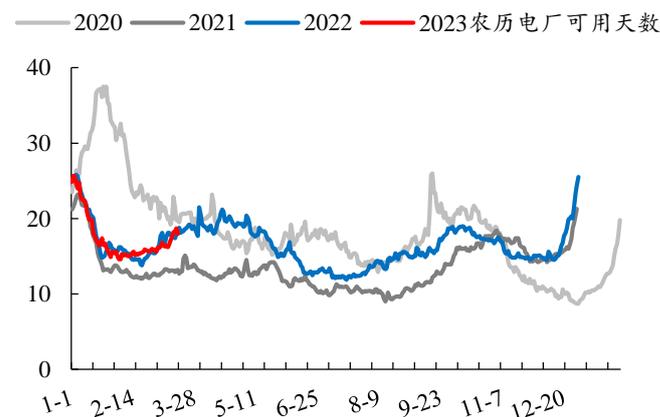
注: 考虑到农历闰月, 因此横坐标按 13 个月作图

图19: 本周电厂库存可用天数大涨 (天)



数据来源: 煤炭资源网、开源证券研究所

图20: 本周电厂库存可用天数大涨 (农历/天)



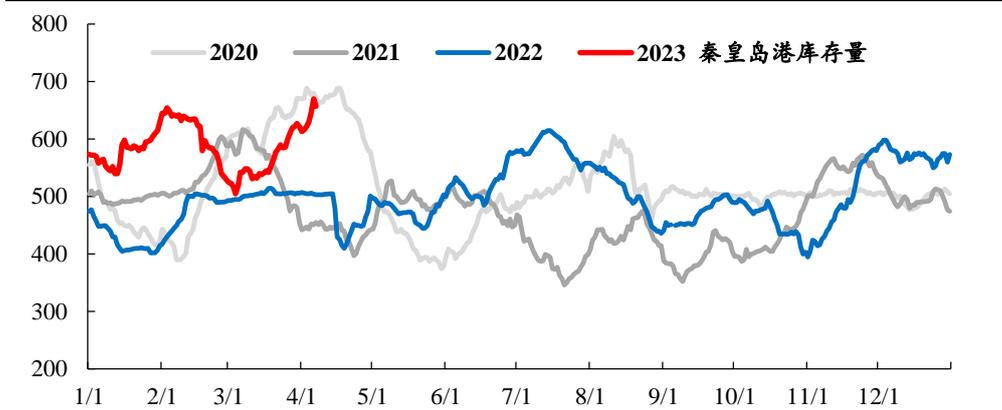
数据来源: 煤炭资源网、开源证券研究所

注: 考虑到农历闰月, 因此横坐标按 13 个月作图

4.6、动力煤库存: 本周秦港库存大涨

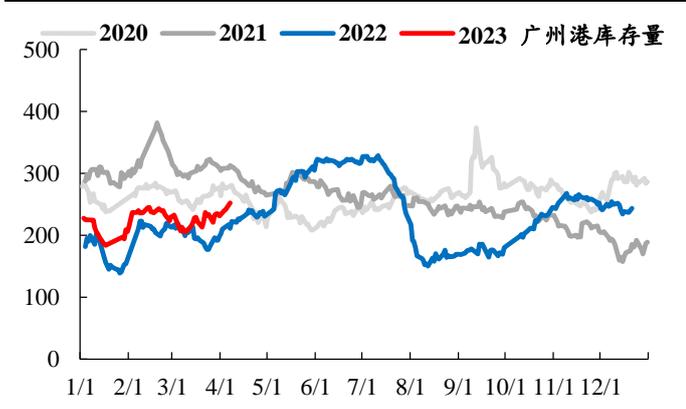
- **秦港库存大涨, 广州港库存大涨, 长江港库存小涨。**截至 4 月 7 日, 秦港库存 657 万吨, 环比上涨 36 万吨, 涨幅 5.8%; 广州港库存 253 万吨, 环比上涨 22 万吨, 涨幅 9.35%; 长江口库存 598 万吨, 环比上涨 9 万吨, 涨幅 1.53%。
- **秦港铁路调入量微跌。**截至 4 月 1 日, 本周秦皇岛港铁路调入量 357 万吨, 环比下跌 1.3 万吨, 跌幅 0.36%。

图21: 本周秦皇岛港库存大涨 (万吨)



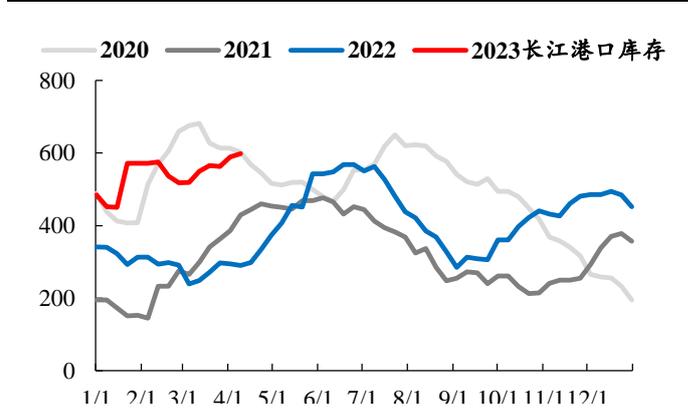
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 本周广州港库存大涨 (万吨)



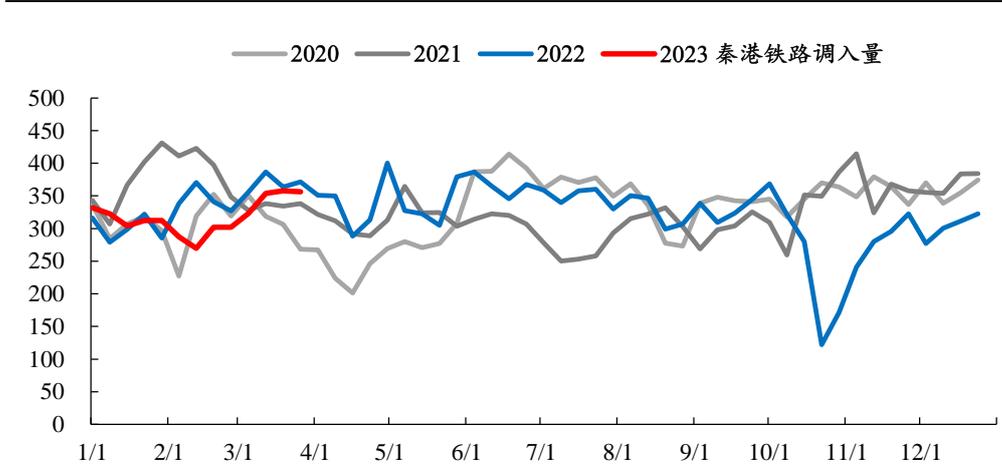
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 本周长江港口库存小涨 (万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 秦港铁路调入量微跌 (万吨)

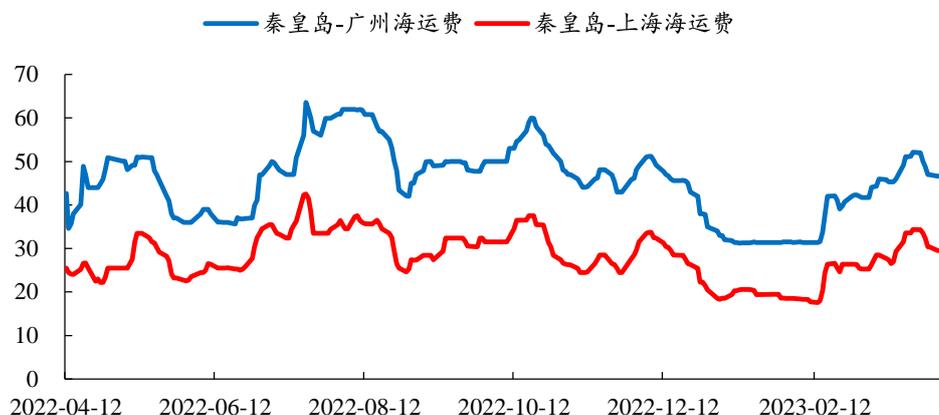


数据来源: Wind、开源证券研究所

4.7、国内海运费价格变动: 本周海运费价格微涨

- **海运费微涨。**截至4月7日，秦皇岛-广州运费47.3元/吨，环比上涨0.4元/吨，涨幅0.85%；秦皇岛-上海运费30.3元/吨，环比持平。

图25：本周海运费价格微涨（元）

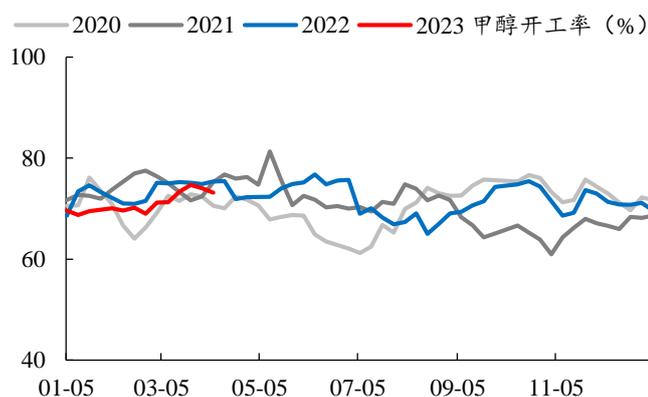


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.8、下游开工率：甲醇开工率微跌，水泥开工率大跌

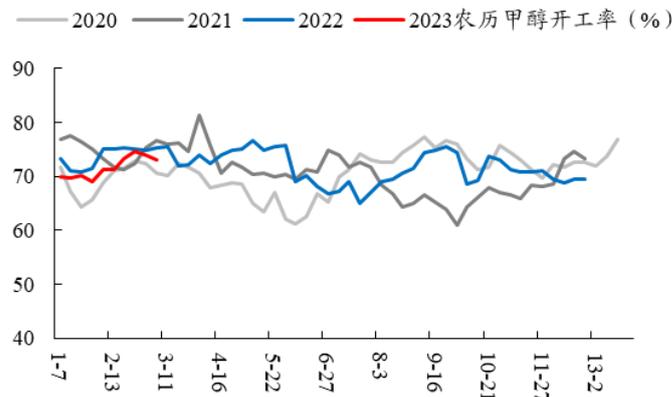
- **甲醇开工率微跌。**截至4月6日，国内甲醇开工率73.1%，环比下跌0.9pct。
- **水泥开工率大跌。**截至4月6日，国内水泥开工率46.3%，环比下跌8.9pct。

图26：本周甲醇开工率微跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

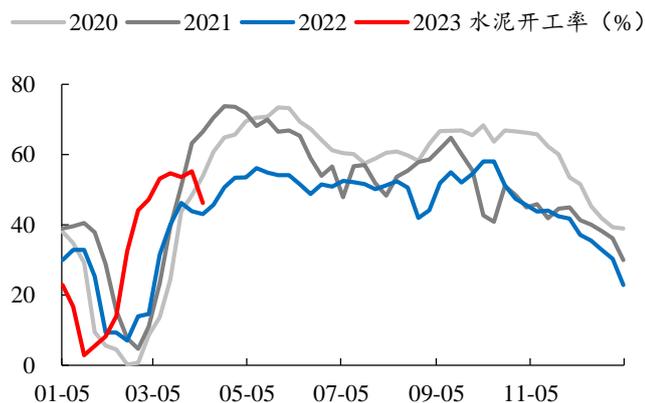
图27：本周甲醇开工率微跌（农历）



数据来源：Wind、开源证券研究所

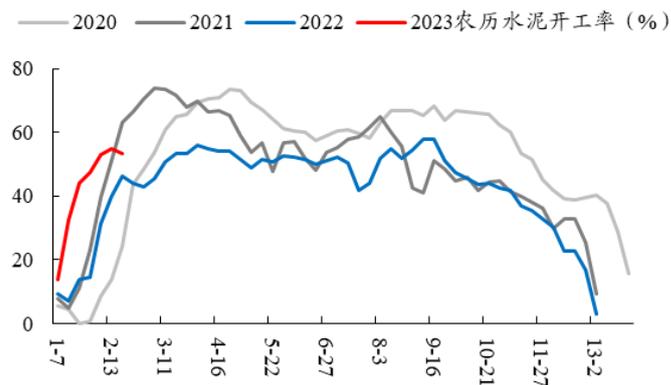
注：考虑到农历闰月，因此横坐标按13个月作图

图28：本周水泥开工率大跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：本周水泥开工率大跌（农历）



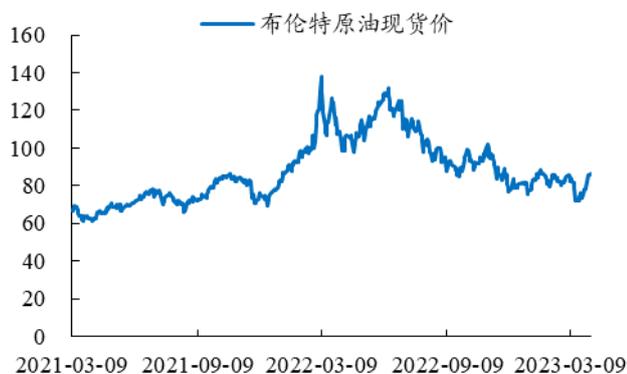
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：考虑到农历闰月，因此横坐标按13个月作图

4.9、国际能源价格：布油现货价大涨，天然气结算价大跌

- 布油现货价大涨，天然气结算价大跌。截至2023年4月6日，布伦特原油现货价86.3美元/桶，环比上涨10.53%，IPE天然气结算价102.3便士/色姆，环比下跌-5.36%。

图30：本周布油现货价大涨（美元/桶）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：本周天然气结算价大跌（便士/色姆）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、煤焦钢产业链：港口焦煤价格大跌，全国钢厂开工率微涨

5.1、国内炼焦煤价格：本周港口大跌，河北主焦煤产地价格大跌，期货大跌

- **港口价格大跌。**截至4月7日，京唐港主焦煤报价2300元/吨，环比下跌170元/吨，跌幅6.88%。
- **河北主焦煤产地价格大跌。**截至4月7日，山西产地，吕梁主焦煤报价2000元/吨，环比下跌150元/吨，跌幅6.98%；古交肥煤报价2080元/吨，环比下跌100元/吨，跌幅4.59%。截至4月7日，河北产地，邯鄲主焦煤报价2440元/吨，环比下跌120元/吨，跌幅4.69%。
- **期货价格大跌。**截至4月7日，焦煤期货主力合约报价1768元/吨，环比下跌92元/吨，跌幅4.95%；现货报价2000元/吨，环比下跌150元/吨，跌幅6.98%；期货贴水232元/吨，贴水幅度下降。

图32：本周焦煤港口价格大跌（元/吨）



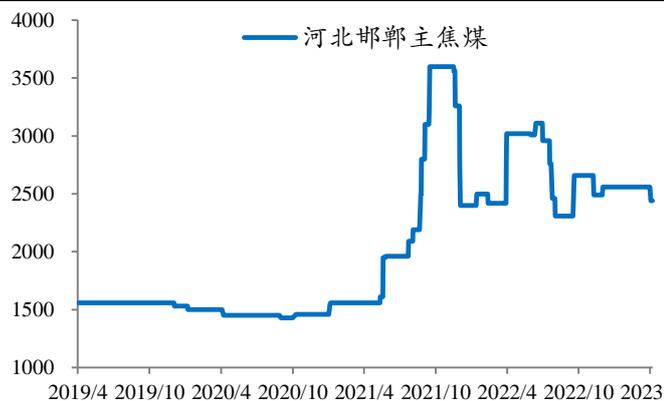
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：本周山西主焦煤产地价格大跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：本周河北焦煤产地价格大跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周焦煤期货价格大跌（元/吨）

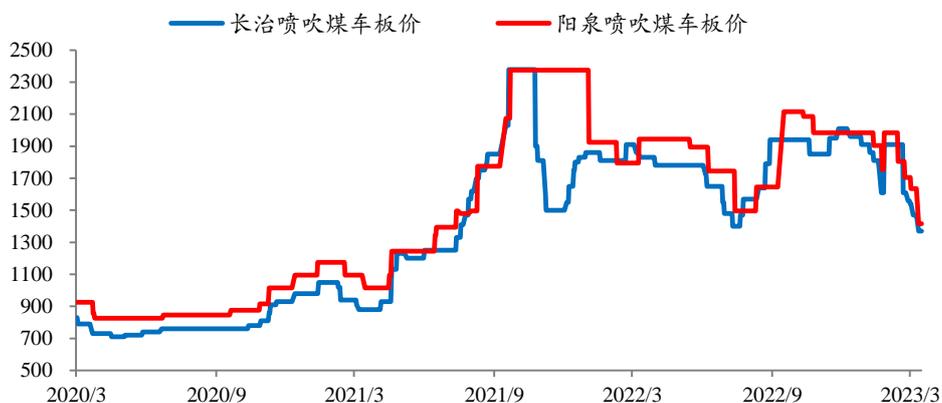


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、国内喷吹煤价格：本周阳泉喷吹煤价格大跌

- **阳泉喷吹煤价格大跌。**截至4月7日，长治喷吹煤车板价报价1370元/吨，环比下跌100元/吨，跌幅6.8%；阳泉喷吹煤车板价报价1415元/吨，环比下跌220元/吨，跌幅13.46%。

图36：本周阳泉喷吹煤价格大跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、国际炼焦煤价格：本周海外煤价大跌，中国港口到岸价持平

- **海外焦煤价格大跌。**截至4月7日，峰景矿硬焦煤报价308美元/吨，环比下跌17美元/吨，跌幅5.08%。
- **中国港口到岸价持平。**截至4月7日，京唐港主焦煤（澳洲产）报价2470元/吨，环比持平；京唐港主焦煤（山西产）报价2300元/吨，环比下跌170元/吨，跌幅6.88%；国内焦煤价格与国外价差-170元/吨。

图37：本周海外焦煤价格大跌（美元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：本周中国港口焦煤（澳洲产）到岸价持平（元/吨）



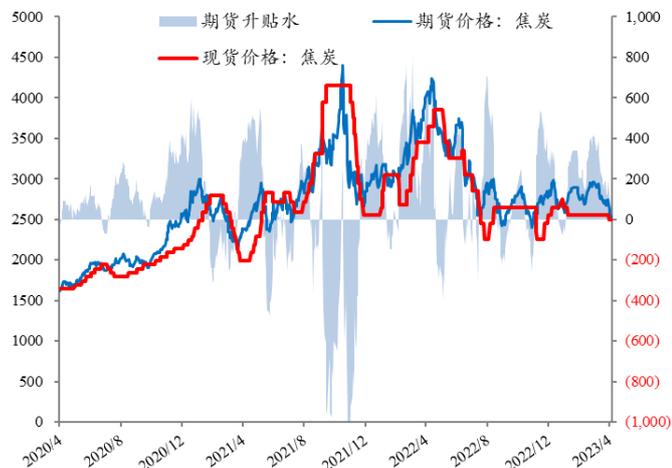
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、焦&钢价格：本周焦炭现货价小跌，螺纹钢现货价小跌

- **焦炭现货价小跌。**截至4月7日，焦炭现货报价2500元/吨，环比下跌50元/吨，跌幅1.96%；焦炭期货主力合约报价2542元/吨，环比下跌202元/吨，跌幅7.34%；期货升水42元/吨，升水幅度下降。

- **螺纹钢现货价小跌。**截至4月7日，螺纹钢现货报价4130元/吨，环比下跌130元/吨，跌幅3.05%；期货主力合约报价3989元/吨，环比下跌172元/吨，跌幅4.13%；期货贴水141元/吨，贴水幅度上升。

图39：本周焦炭现货价小跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：本周螺纹钢现货价格小跌（元/吨）

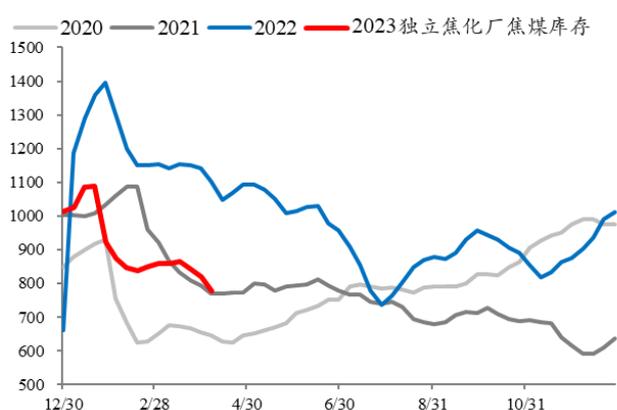


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5、炼焦煤库存：本周总量小跌，天数大跌

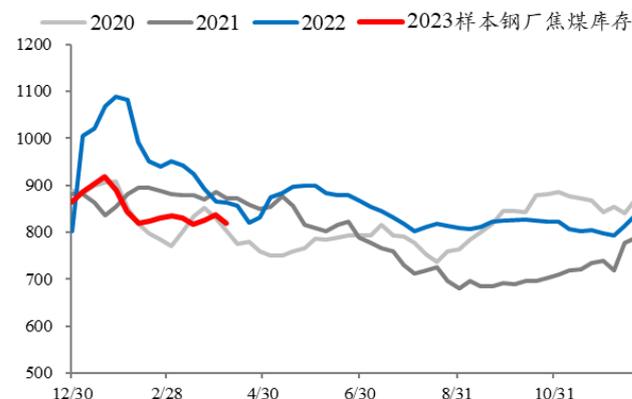
- **炼焦煤库存总量小跌。**截至4月7日，国内独立焦化厂（100家）炼焦煤库存778万吨，环比下跌42万吨，跌幅5.1%；国内样本钢厂（110家）炼焦煤库存820万吨，环比下跌18万吨，跌幅2.14%。
- **独立焦化厂和钢厂合计库存可用天数大跌。**截至4月7日，独立焦化厂炼焦煤库存可用天数10.3天，环比下跌0.7天，跌幅6.36%；国内样本钢厂（110家）炼焦煤库存可用天数12.95天，环比下跌0.34天，跌幅2.56%。

图41：本周独立焦化厂炼焦煤库存大跌（万吨）



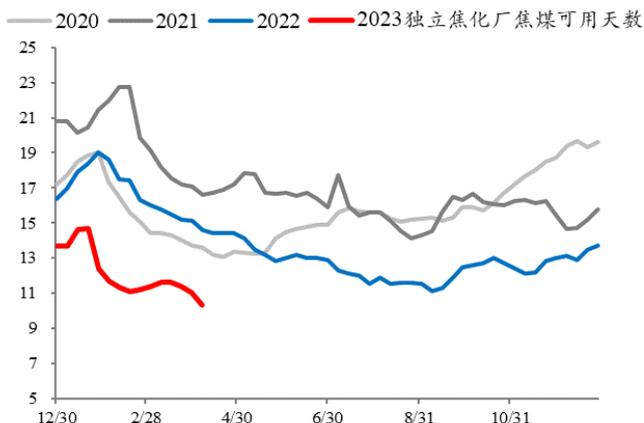
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：本周样本钢厂炼焦煤库存小跌（万吨）



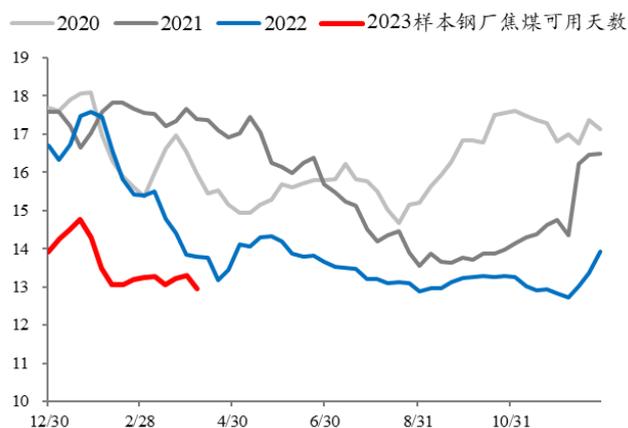
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43: 本周焦化厂炼焦煤库存可用天数大跌(天)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 本周钢厂炼焦煤库存可用天数小跌(天)

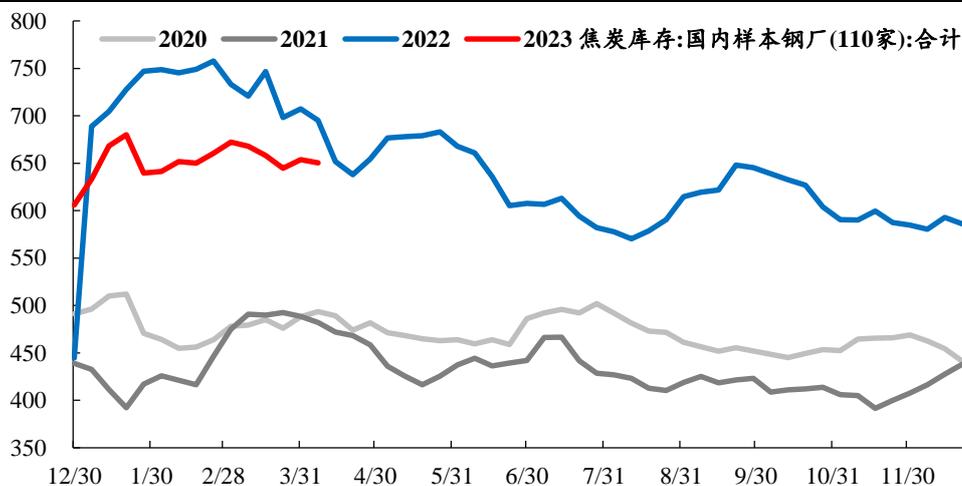


数据来源: Wind、开源证券研究所

5.6、焦炭库存: 本周总量微跌

- 焦炭库存总量微跌。截至4月7日,国内样本钢厂(110家)焦炭库存650万吨,环比下跌3.4万吨,跌幅0.52%。

图45: 本周焦炭库存总量微跌(万吨)

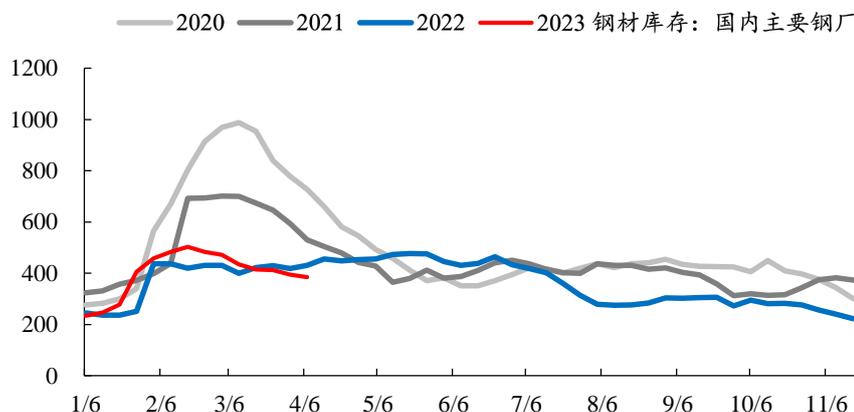


数据来源: Wind、开源证券研究所

5.7、钢铁库存：本周总量小跌

- **钢材库存总量小跌。**截至4月7日，国内主要钢厂钢铁库存384万吨，环比下跌10.76万吨，跌幅2.72%。

图46：本周钢铁库存总量小跌（万吨）

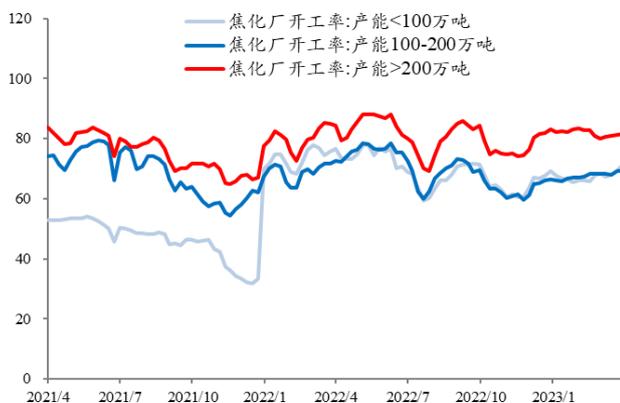


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.8、焦&钢厂需求：本周小型焦厂开工率小涨，全国钢厂开工率微涨

- **小型焦化厂开工率小涨。**截至4月7日，焦化厂开工率按产能大小划分情况为：产能小于100万吨为71.3%，环比上涨2.1个百分点；产能100-200万吨为69.2%，环比上涨0.1个百分点；产能大于200万吨为81.6%，环比上涨0.3个百分点。
- **全国钢厂高炉开工率微涨。**截至4月7日，全国钢厂高炉开工率为84.3%，环比上涨0.43个百分点；唐山高炉开工率为58.73%，环比持平。

图47：本周小型焦厂开工率小涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：本周全国钢厂高炉开工率微涨（%）



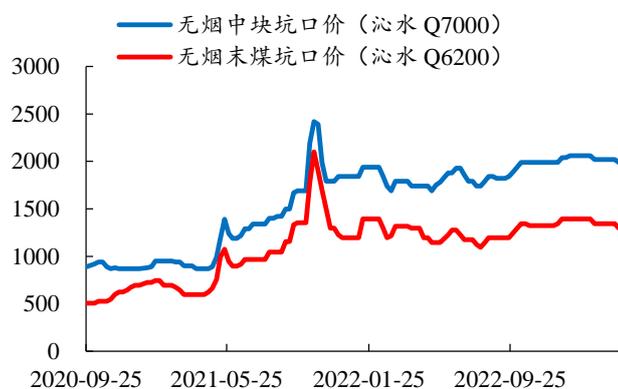
数据来源：Wind、CCTD、开源证券研究所

6、无烟煤：价格小跌

6.1、国内无烟煤产地价格：晋城小跌，阳泉小跌

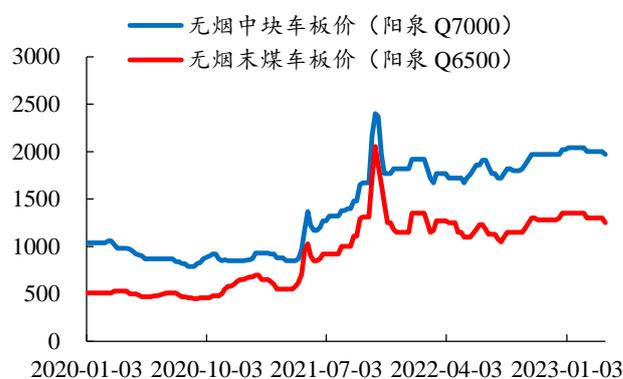
- **无烟煤价格小跌。**截至3月31日，晋城沁水 Q7000 无烟中块坑口报价 1990 元/吨，环比下跌 30 元/吨，跌幅 1.49%；晋城沁水 Q6200 无烟末煤坑口报价 1295 元/吨，环比下跌 50 元/吨，跌幅 3.72%。
- **无烟煤价格小跌。**截至3月31日，阳泉 Q7000 无烟中块车板价报价 1970 元/吨，环比下跌 30 元/吨，跌幅 1.5%；阳泉 Q6500 无烟末煤车板价报价 1250 元/吨，环比下跌 50 元/吨，跌幅 3.85%。

图49：晋城沁水无烟煤价格小跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：阳泉无烟煤价格小跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

7、公司公告回顾

- **【广汇能源】2022 年度业绩快报公告**
2022 年广汇能源实现营业收入 594.1 亿元，同比+138.9%；实现归母净利润 137.3 亿元，同比+129.5%。
- **【平煤股份】2022 年年度报告**
2022 年神火股份实现营业收入 360.4 亿元，同比+21.4%；实现归母净利润 57.2 亿元，同比+95.9%；拟分红 20.1 亿元，分红率 35.2%，计划每股派息 0.87 元。

8、行业动态

- **一季度新疆铁路疆煤外运量达 1425.95 万吨，增长 21.1%。**2023 年一季度，新疆铁路疆煤外运量达 1425.95 万吨，同比增长 21.1%。煤炭运输是能源保供的“压舱石”。从煤炭运输走势上看，1、2 月份供暖、照明等需求旺盛，电煤运量大；3 月份气候转暖，企业生产用煤成为重点。2022 年，乌将铁路单线变双线，全线实现电气化运营，让这条煤炭运输大通道的运力得到充分释放。新疆铁路部门大力开行循环列车和跨局煤炭专列，增加出疆煤炭列车比例，目前，将军庙矿区 5 个站点、10 条专用线运往疆外的煤炭列车从去年的每天 3 列增加到近期的每天 13 列。
- **一季度策克口岸进口煤炭 331.55 万吨，创历年来新高。**策克口岸持续优化通关流程，切实提升口岸通关效能，主要采用集装箱吊装+跨境运输模式进行通关贸易，全流程测试 AGV 无人驾驶和智能重卡运输模式，截止 3 月 31 日，口岸累计进口煤炭 331.55 万吨，贸易额 24 亿元，一季度口岸过货量创历年来新高。按月来看，一季度，口岸煤炭进口量整体呈现出稳步增长趋势。一月份，进口煤炭 75 万吨，月环比增长 16.44%，有效通关 22 天，日均进口煤炭 3.26 万吨。二月份，进口煤炭 107.8 万吨，月环比增长 43.77%，有效通关 21 天，日均进口煤炭 5.09 万吨。三月份，进口煤炭 148.72 万吨，月环比增长 37.96%，有效通关 26 天，日均进口煤炭 5.72 万吨。
- **一季度“晋电外送” 380.1 亿千瓦时，同比增长 16.7%。**4 月 6 日从国网山西省电力公司(下称“国网山西电力”)获悉，随着经济持续复苏，作为全国电力外送基地，山西外送电量大幅增长。国网山西电力数据显示，今年一季度，山西外送电量 380.1 亿千瓦时，同比增长 16.7%，创历年一季度外送电量最好水平。依托大电网优势和灵活的电力交易机制，“晋电外送”规模不断扩大。其中，雁门关-淮安特高压直流输电工程是我国“西电东送”“北电南送”的重要通道，全力增供华东电网，保障江苏、上海、浙江等省市用电需求。一季度，通过参与省间电力现货市场和华北跨省电力调峰市场，国网山西电力最大提升新能源消纳能力 370 万千瓦，增加新能源消纳 3.5 亿千瓦时，新能源发电利用率 98.02%，消纳能力明显提升，“量率一体”推动新能源协调发展。
- **煤化工领域首个大型 CCS 示范项目开钻成功，进入实质性施工阶段。**3 月 30 日，俯看榆林化学公司 400 万吨/年 CCS 示范项目 40 万吨/年先导试验项目榆碳 1 井（勘探井）开钻仪式开工，该项目规划捕集二氧化碳量约 400 万吨/年，对煤化工行业碳减排具有重要示范作用，是目前煤化工领域首个大型 CCS 示范项目，建成后将成为全国最大规模的二氧化碳地质封存示范基地，助推陕西省实现“碳达峰、碳中和”目标，为全国及其他地区提供大规模碳封存经验案例。400 万吨/年 CCS 示范项目分为三个阶段实施，第一阶段为 40 万吨/年 CCS 先导试验；第二阶段为百万吨级 CCS 技术开发与工程示范；第三阶段为 400 万吨/年 CCS 示范项目。

9、风险提示

- 经济增速下行风险
- 疫情恢复不及预期风险
- 可再生能源加速替代风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn