



开源证券

传统能源国资重地，价值重估正在演绎

——煤炭中特估深度报告

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

2023年5月10日

核心观点

● 双碳背景下产能周期无法顺利开启，煤炭周期属性正在弱化

复盘煤炭二十年，煤炭行业以周期逻辑为主。2003-2022年，煤炭行业可分为四个主要阶段：2003-2011年，需求带动产能扩张的“黄金十年”；2012-2015年，产量释放，产能过剩的“艰难时刻”；2016-2020年，供给侧改革淘汰落后产能，带动行业“重回正轨”。2021年-至今，疫后复苏，碳中和，俄乌冲突下的“能源危机”。除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。**2022年以来煤炭周期属性弱化**。政策调控下，电煤长协价格的相对稳定及长协签约率的提升，导致煤企盈利趋于稳定，股价与煤价关联性减弱，煤炭行业周期属性趋于弱化。**新的产能周期无法顺利开启**。当前煤炭行业本应处于产能扩张周期的初期，但供给侧改革成果巩固，“双碳”政策限制煤炭消费预期，新批产能明显减少，煤企新建产能意愿转弱，传统能源亦向新能源转型，煤企倾向于高盈利高分红，难以开启新的产能周期。

● 煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际

当前煤炭板块 PE、PB 都处于低水平。截至2023年5月5日，煤炭板块市盈率PE (TTM) 为6.64倍，处于2001年至今的历史谷底。从历史估值低点看，煤炭板块当前基本面更接近于2005年的盈利向好时期，但当时 PE 仍比当前高 25.8%。煤炭板块 PB 为 1.26倍，2005年低点比当前仍高 12.7%。从 PB-ROE 角度看，当前煤炭板块相比其他行业，市净率估值折价 62%，相比历史年份，估值折价64%。

● 确定性逻辑&“中特估值”带来估值重构，能源转型提供拔估值可能

煤炭行业真正开始演绎确定性逻辑。2022年以来，受政策管控，动力煤价格位于合理区间，中长期合同成为煤市稳定器，长协价格稳定、比例提升—煤企盈利确定—估值重构逻辑凸显，估值重构逻辑已在中国神华开始演绎。“中特估值”促央企价值重估，煤炭行业充分受益。政策高度重视央企价值实现与估值提升，净资产收益率考核指标促进国企高分红，煤炭行业是典型的央企集中行业，具备高盈利、高分红、低估值特点，具有很强提估值逻辑。**能源转型提供拔估值可能**。碳中和背景下，煤企能源转型已经开启，煤企四种能源转型途径均有提估值可能。

● 投资建议：高胜率与安全性兼备，多主线布局

煤炭板块“攻守兼备”的逻辑得到验证，我们对煤炭板块维持高胜率与高安全边际的逻辑推荐：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得10%左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现；如果看多经济，煤炭股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映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格还有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚到更多的资本利得或更好的超额收益。从安全性而言，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，以PB-ROE方法分析煤炭股高ROE而PB却大幅折价。陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了高溢价（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严重低估；通过煤炭股二十年复盘，盈利稳定性高且持续高分红的公司确实会提升估值，中国神华从2021年11月以来的估值提升就是强有力的证明，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。**高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）**：山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际；**经济复苏及冶金煤弹性受益标的**：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；**稳健高分红受益标的**：中国神华、陕西煤业；**中特估预期差最大受益标的**：中煤能源；**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；供需错配风险；可再生能源加速替代风险。

目录

CONTENTS

1

复盘煤炭二十年，煤炭行业周期属性正在变化

2

煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际

3

传统能源已演绎价值重估，中特估值再进一步

4

投资建议：多主线布局，高胜率与安全性兼备

5

风险提示

- 从宏观角度来看，每一个经济体均具备周期属性，经济运行过程中会循环往复地出现**繁荣、衰退、萧条和复苏**四个阶段。煤炭行业位于第二产业的最上游，与实体经济的发展密不可分，是典型的周期性行业。但我们也看到，2021年至今，煤炭行业的周期属性正在发生变化，从供给侧改革到“碳达峰”、“碳中和”，从曾经的“夕阳行业”到**奠定能源安全的基石**，从动力煤“保价”到电煤“稳价”，煤炭行业受政策影响越发明显，“保供稳价”成为煤炭行业关键词。从产量区域分布看，煤炭产量向晋陕蒙新等主产区聚集，煤炭资源进一步向大型央国企整合，煤炭更像是中国的能源基础设施，从而服务国家的能源安全战略。从供给侧改革到“双碳”政策，煤炭产能周期受到政策的多方抑制，无法完全遵从市场规律顺利开启，煤炭行业周期属性也在逐渐弱化。

1.1 复盘煤炭二十年，煤炭行业经历四个主要阶段

- **黄金十年 (2003-2011)**：经济实现高速增长，GDP 年均增速达 10.7%，全社会固定资产投资平均同比增速达 21.2%，总需求持续增长。2002 年煤价实现市场化，煤炭整体供不应求，在需求增长刺激下持续产能扩张，产量年均增速超过 10%，同时煤价中枢一路高涨。**艰难时刻 (2012-2015)**：经济增速放缓，GDP 增速降至 8% 以下且逐渐下台阶，总需求增长承压。前期“四万亿计划”刺激下，煤炭产能扩张，而下游需求增速放缓，煤炭供给严重过剩，产能结构问题逐渐凸显，煤价中枢大幅下跌。**重回正轨 (2016-2020)**：“十三五”以来，中国经济发展进入新常态，优化升级经济结构成为重心。2016 年开始，煤炭行业大力开展供给侧改革，去产能力度持续加大，产能结构不断优化，供需格局得到显著改善，煤价回升且趋于稳定。**能源危机 (2021-至今)**：疫情突发与疫后经济恢复致煤价波动较大，需求复苏下，供改进一步强化，产地及进口端收紧，煤价进入上行通道。俄乌冲突以来，全球能源供需错配，能源危机持续演绎，海外煤价高涨，国内煤价持续高涨。

图1：复盘煤炭二十年：煤炭行业经历四个主要阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

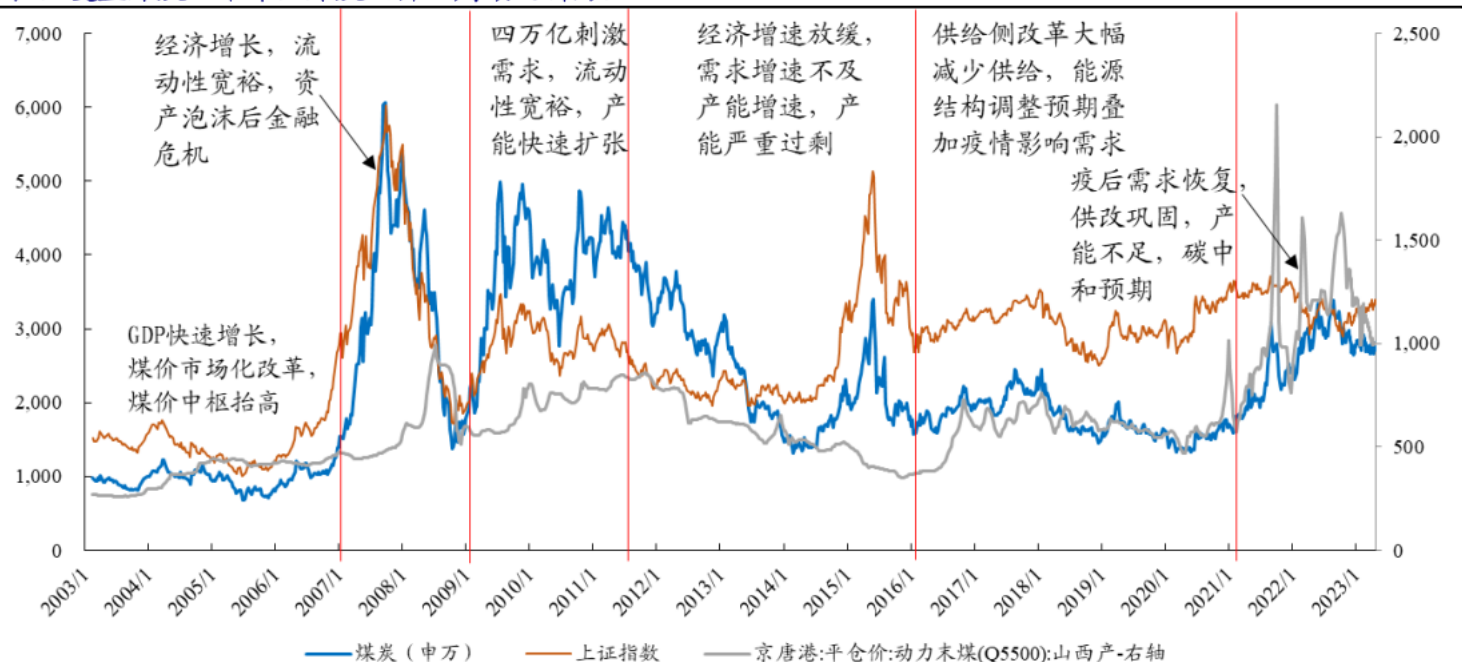
1.2 复盘煤炭二十年，行业指数可以分为6个主要阶段

- **2003-2006年：**我国GDP快速增长，能源消费快速提升，煤炭需求增长，煤价市场化改革进一步提升煤价，煤价由2003年均价264元/吨上涨到2006年均价427元/吨，煤价中枢逐步抬高。煤炭指数由2002年年末的876点逐渐上涨到2006年年末的1263点。
- **2007-2008年：**经济增长，需求继续抬升，受流动性宽裕影响，资产价格大幅提升，资产泡沫后发生金融危机，股市出现大幅波动。煤价由2007年初的460元/吨，上涨到2008年7月的995元/吨，后又在12月回调到510元/吨。煤炭指数亦由2007年初的1263点，上涨到2007年10月的6062点，后又大幅回调到2008年10月的1375点。
- **2009-2010年：**经济危机后，国内四万亿刺激需求，流动性宽裕，煤价中枢继续抬高，2009年煤炭均价600元/吨左右，2010年均价746元/吨左右。同时，煤炭产能亦持续扩张，股价随煤价上涨，煤炭指数由2009年初的1627点上涨到2010年12月的4200点左右。
- **2011-2015年：**国内经济增速放缓，GDP增速由2010年前的10%左右下降至2015年的7%左右，煤炭需求减弱，同时，前期产能扩张，产量释放，煤炭供给严重过剩，煤价下跌，股价下跌。煤价由2011年初的785元/吨，下跌到2015年末的350元/吨左右。股价从2011年初的4200点下跌到2015年末的1900点附近。
- **2016-2020：**2015年11月，中央财经领导小组会议首次提出“供给侧改革”，着力提高供给体系质量和效率，煤炭行业大量落后产能被淘汰。2020年以来，能源结构调整预期叠加疫情亦影响煤炭需求。煤价回归区间震荡，煤价维持在500-700元/吨左右，股价亦在1500-2000点的区间震荡。
- **2021-2022：**2021年疫后需求恢复，GDP增速提升至8.4%，“十三五”期间去产能致供给不足，煤炭价格持续上涨，股价持续上涨。煤价由2021年初的600元/吨左右，到2021年10月的2000元/吨以上，股价亦由年初的1600点左右上涨到年末的2500点左右。2022年，俄乌冲突加速海外能源危机，碳中和预期影响未来煤炭新批产能及煤企新建产能意愿，煤价高位震荡，股价总体上涨。2022年煤价在1200元/吨高位震荡，股价波动上涨，由年初的2400点上涨到10月的3200点左右。

1.3 复盘煤炭二十年，煤炭股价以周期逻辑为主

- 从 2003 年到 2022 年的二十年间，除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤价驱动股价，股价跟随煤价，而总需求和总供给决定煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。

图2：复盘煤炭二十年：煤炭股价以周期逻辑为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 2021年，煤炭行业经历一轮典型的周期

- 2021年，煤炭行业经历一轮典型的周期。2021年煤价先涨后跌，股价紧随煤价波动，周期属性明显。1-9月，疫后需求恢复，经济快速增长，煤炭供不应求—煤价持续上涨，股价一路上行；10-12月，政策限价，需求季节性转弱，产能核增，供给释放，预期走弱—煤价下跌，股价回调。2021年股价与煤价关联性很强，股价基本提前反应煤价变化，股价走势与煤价走势基本一致。从疫后需求恢复，煤价上涨，到产能释放，政策限价，煤炭行业经历一轮典型周期，股价亦先涨后跌。

图3：经历 2021 年典型周期后，2022 年煤价维持高位震荡

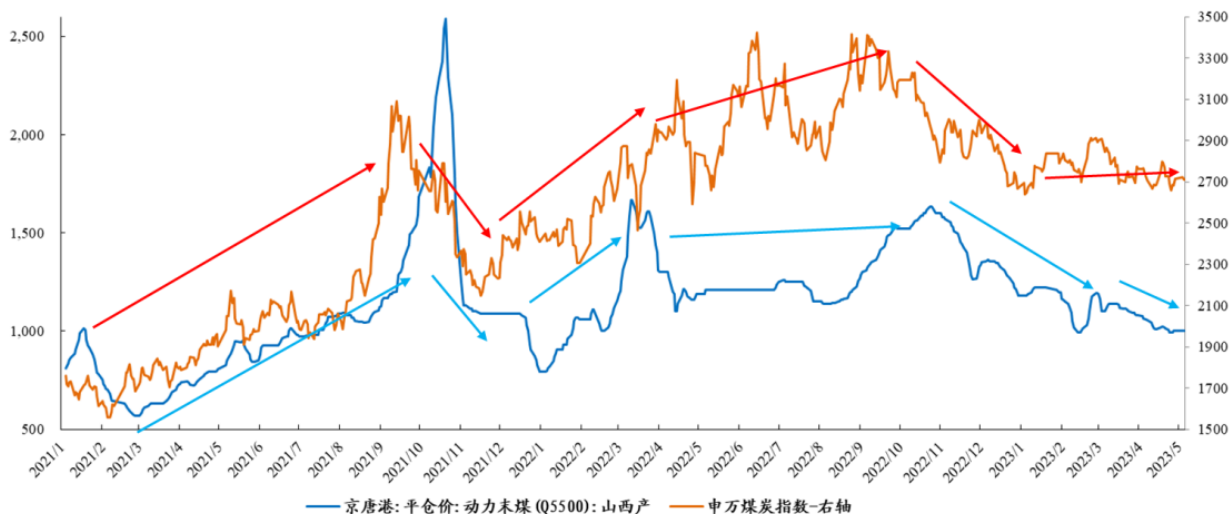


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5 2022年以来，煤炭行业周期属性弱化

- **2022年以来，煤炭行业周期属性弱化。**2022年2月底，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确了电煤中长期合同价格合理区间。2022年7月，国家发改委进一步要求电煤中长期合同严格落实三个100%（签约率、履约率、价格政策执行），随着电煤中长期合同的签约执行，长协签约率不断提升，现货煤价波动性明显减弱，股价与煤价关联性亦减弱。从2022年股价与煤价走势图看，2021年12月-2022年3月，煤价走势呈现“V”字型，而股价波动上涨，2022年4-9月，煤价平缓波动，股价波动上行并创年内新高，2023年以来，煤价继续探底，而股价未进一步下跌，2022年以来，股价与煤价关联性明显不如2021年。电煤长协价格的相对稳定以及长协签约率的提升，必将导致煤企盈利趋于稳定，煤炭行业周期属性趋于弱化。

图4：2022年，股价与煤价关联性不如2021年



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 煤炭行业新的产能周期或将无法顺利开启

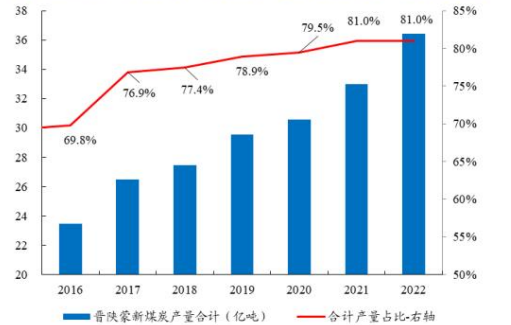
- 当前煤炭行业本应处于新的产能扩张周期。从前述复盘煤炭二十年来看，煤炭行业经历第一阶段的“黄金十年”，第二阶段的“产能过剩”，第三阶段的“供给侧改革，利润改善”。当前煤炭行业处于第四阶段的初期，企业盈利改善，资产负债表已修复，但在“碳中和”大背景下，煤炭行业新的产能周期或将无法顺利开启。
- 供给侧改革步伐不会倒退。2015年11月，中央财经领导小组召开会议，习近平总书记在会上首次提出“供给侧改革”，显示高层的经济判断和治理思路出现调整。“十三五”期间煤炭行业供给侧改革成效明显，五年内累计淘汰落后煤炭产能超过10亿吨，淘汰煤矿数量一半以上。国务院规划14个亿吨级大型煤炭基地。2022年，晋陕蒙新四个省煤炭产量占全国总产量的81%，国内煤炭产能进一步向晋陕蒙新地区集中，当期煤炭享受供给侧改革红利，供给侧改革步伐不会倒退，新建产能或无法大规模释放。
- 新批产能明显减少，未来无大量新建产能释放。“十三五”期间，新批建产能仅3.5亿吨，2020-2022年，煤炭年均新批产能仅3260万吨，新批产能明显减少。2019年，煤炭新批产能达1.9亿吨，但不会对2023年及以后煤炭产量产生明显影响。主要原因为：一是部分产能未批先建，2017年，全国煤炭未批先建产能占在建产能接近50%，2016-2018年部分在建矿井在2019年得到集中审批；二是区域上内蒙新疆占比49.7%，内蒙新疆地区露天矿较多，露天矿建设周期为1-3年，相对较短。2019年后，随着新批产能的大幅下降，未来将无大量新建产能释放。

图5：“十三五”期间煤炭行业去产能超过10亿吨



数据来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

图6：2021年晋陕蒙新原煤产量占全国总产量的81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020年以来国内新批产能数量明显减少

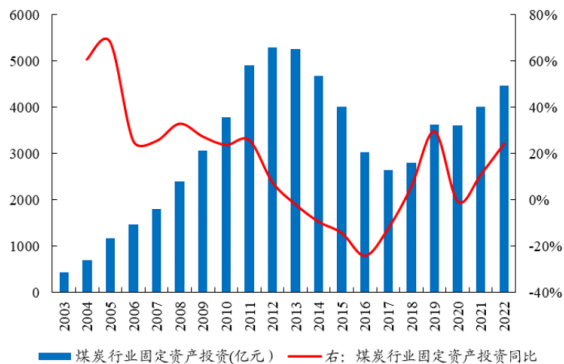


数据来源：煤炭工业协会、开源证券研究所

1.7 资本开支增速不等于煤炭新建产能增速

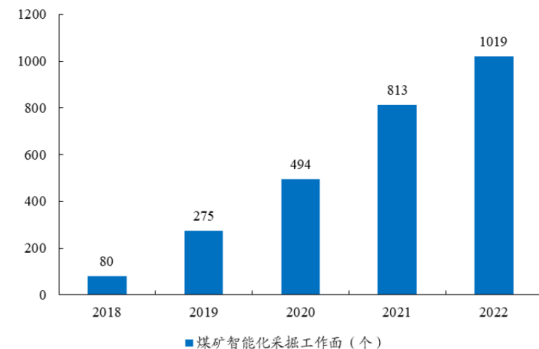
● **资本开支增速不等于煤炭新建产能增速。**“十三五”期间，煤炭行业固定资产投资明显下滑，2021-2022 年回升较为明显，但远不及煤炭行业盈利回升速度。2022年，煤炭行业固定资产投资 4461 亿元，增速 24.4%，2022 年前三季度，煤炭行业主要上市公司盈利增速达 71.3%。且固定资产投资增速不等于煤炭产能增速，从新批产能情况看，煤炭新建产能增速不明显。主要原因为：一是煤矿智能化建设明显加速。2018 年我国煤矿智能化采掘工作面为 80 个，2021 年达 813 个，2022 年预计将超过 1000 个。根据《智慧赋能煤炭产业新万亿市场》预计，单个矿井智能化改造费用平均约 2.1 亿元，我们预计“十四五”期间约有 1500 座矿井进行智能化改造，则每年智能化改造费用约 630 亿元，占 2021 年煤炭行业固定资产投资的 15.7%，智慧矿山建设及配套设备更新使煤炭行业固定资产投资增加。二是煤炭单吨产能投资额明显增长。随着建设标准提高，原材料、人工工资上涨，煤炭单吨产能投资额亦明显增长。以陕西省新批产能为例，2019 年煤炭单吨产能投资额为 925 元，2021-2022 年分别为 1243/1458 元，同比分别+34.5%/17.2%。

图8: 煤炭行业资本开支增速不等于产能增速



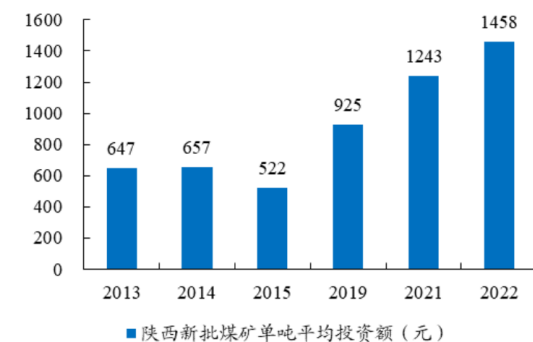
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 我国煤矿智能化采掘工作面快速增加



数据来源: 煤炭工业协会、开源证券研究所

图10: 2019年以来, 煤炭单吨产能投资额明显增长

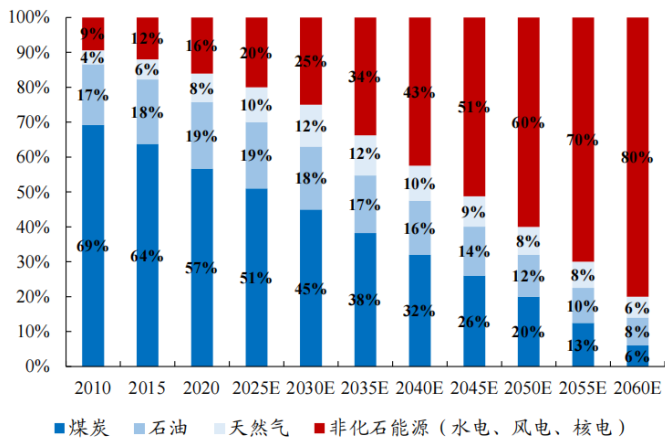


数据来源: 国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

1.8 煤企新建产能意愿受约束

● **双碳政策限制煤炭消费预期，新建产能意愿受约束。**2020年9月，双碳政策提出，2021年10月，《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030年前碳达峰行动方案》两份纲领文件发布，明确“十四五”时期将严控煤炭消费增长，2025年非化石能源消费比重达到20%左右，2030年非化石能源消费比重达到25%左右，2060年非化石能源消费比重达到80%以上。双碳政策对煤炭行业产生了深远影响，远期煤炭需求的大幅下降比较限制煤炭新批产能及煤企新建产能意愿。一般煤矿开采期限为50年以上，远期煤炭消费将大幅下降，新建煤矿已不是煤企的最优选择。2021-2022年，煤企能源转型已经开启，验证煤企资本开支已经转向新能源新材料等成长性赛道。

图11: 预计2060年非化石能源消费占比将达80%



数据来源: 国务院、Wind、开源证券研究所

图12: 碳中和预期致远期煤炭消费下降



数据来源: 国务院、Wind、开源证券研究所

1.9 煤企倾向于高盈利高分红，难开启新的产能周期

- **煤企倾向于高盈利高分红，难开启新的产能周期。**随着煤价中枢抬高，煤企盈利大幅提升，煤炭行业固定资产投资增速远不及煤企盈利增速，煤企未来没有太多新建矿的资本开支，越来越多的煤炭企业加入高分红行列，并提高三年或五年的最低分红承诺，如中国神华 2022-2024 年度现金分红比例由 2019-2021 年的不低于50%提高至不低于 60%，陕西煤业分红比例承诺从不低于 40%提升到不低于 60%。煤企高盈利高分红致股息率高企，众多公司股息率在 10% 以上。煤企高分红表明煤炭企业未来新建矿资本开支有限，煤炭企业不再开启新的产能周期。

表1: 重点煤炭公司倾向于高盈利高分红，股息率高企

主要煤炭上市公司股息率										
证券代码	上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE	PB	2023 年分红比例 (假设同 2022 年)	2022 股息率	2023 股息率
			2023/5/8	2022A	2023E					
600546.SH	山煤国际	297	69.8	73.8	4.0	2.2	63.9%	15.0%	15.9%	
601699.SH	潞安环能	617	141.7	149.3	4.1	1.2	60.2%	13.8%	14.6%	
600188.SH	兖矿能源	1,742	307.7	344.2	5.1	2.0	70.0%	12.4%	13.8%	
000983.SZ	山西焦煤	552	107.2	119.2	4.6	1.5	63.5%	12.3%	13.7%	
601225.SH	陕西煤业	2,024	351.2	301.2	6.7	1.8	60.2%	10.4%	9.0%	
601666.SH	平煤股份	231	57.2	63.7	3.6	1.0	35.2%	8.7%	9.7%	
600256.SH	广汇能源	608.6	113.4	167.9	3.6	1.9	45.8%	8.5%	12.6%	
601088.SH	中国神华	6,304	696.3	730.1	8.6	1.5	72.8%	8.0%	8.4%	
600123.SH	兰花科创	147	32.2	36.3	4.1	0.9	35.4%	7.8%	8.7%	
600985.SH	淮北矿业	344	70.1	77.5	4.4	1.0	37.2%	7.6%	8.4%	
000933.SZ	神火股份	364	75.7	75.9	4.8	2.1	29.7%	6.2%	6.2%	
600348.SH	华阳股份	342	70.3	73.1	4.7	1.2	30.0%	6.2%	6.4%	
601001.SH	晋控煤业	174	30.4	35.0	5.0	1.1	34.6%	6.1%	7.0%	
600395.SH	盘江股份	147	21.9	25.5	5.8	1.2	40.1%	6.0%	7.0%	
601101.SH	昊华能源	94	13.4	29.9	3.1	0.8	36.4%	5.2%	11.6%	
601898.SH	中煤能源	1,234	182.4	257.4	4.8	0.9	30.0%	4.4%	6.3%	
000552.SZ	甘肃能化	161	31.7	36.5	4.4	1.2	20.4%	4.0%	4.6%	
002128.SZ	电投能源	314	39.9	44.4	7.1	1.1	28.1%	3.6%	4.0%	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 陕西煤业盈利预测来自 Wind 一致预期, 其他为开源证券研究所预测)

目录

CONTENTS

1

复盘煤炭二十年，煤炭行业周期属性正在变化

2

煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际

3

传统能源已演绎价值重估，中特估值再进一步

4

投资建议：多主线布局，高胜率与安全性兼备

5

风险提示

- **煤炭板块PE处于历史低位。**截至2023年5月5日，煤炭板块市盈率PE（TTM）为6.64倍，远低于历史估值10%分位数（历史10%分位数为8.74），处于历史谷底。
- **煤炭板块PB亦低于2005年低点。**截至2023年5月5日，煤炭板块市净率PB（LF）为1.26倍，历史估值25%分位数为1.38倍。

2.1 从PE看，当前煤炭板块PE处于历史低位

- **煤炭板块PE处于历史低位。**截至2023年3月10日，煤炭板块市盈率PE（TTM）为6.70倍，远低于历史估值10%分位。历史上，煤炭板块PE低位出现在2005年，2008年，2014年及2020年。2005年12月，煤炭板块PE阶段性低点为8.35倍，比当前PE高24.6%。从基本面看，2005年煤炭行业盈利向好，煤价经历2004年的上涨后维持高位，PE低位主因股市整体低迷；2014年煤炭供给严重过剩，煤企利润大幅下滑，亏损面扩大，盈利下降导致PE低位；2020年疫情突发，股市大幅波动，煤炭板块出现PE低点。从历史PE看，2005年、2008年、2013-2014年、2020年，煤炭板块PE都出现相对低点，2008年主因金融危机，股市出现大幅波动，2013年-2014年煤炭行业进入低谷，低盈利导致低PE，2020年主因突发疫情，能源价格出现大跌。但相比于行业低谷于突发事件期间，当前煤炭板块高盈利、低PE，基本面更接近于2005年的高盈利时期，但PE仍远低于当时低点。当前煤炭板块PE已处于历史区间谷底，主因2021年以来煤炭板块业绩持续增长，而煤炭板块价值被严重低估。

图13：当前煤炭板块 PE 处于历史极低水平

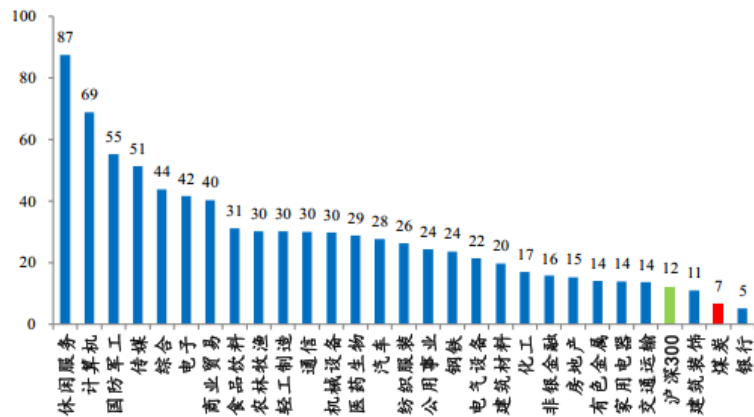


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 从PE看，当前煤炭板块PE处于行业低位

- 煤炭板块PE在全行业中处于低位。当前煤炭板块PE位列A股全行业倒数第二位，仅高于银行板块。煤炭板块PE在全行业中处于低位。当前煤炭板块PE位列A股全行业倒数第二位，仅高于银行板块。截至2023年5月5日，银行板块PE为5.07倍，煤炭板块PE比银行板块高31.0%。银行板块主要特点是估值低、分红高、安全稳健，但从股息率看，表1中18家重点煤炭上市公司2022年股息率平均值为8.1%，多家上市公司股息率在10%以上，而银行股息率一般在3-4%，部分达5-6%。煤炭板块股息率大幅高于银行板块，而PE仅高31.0%，煤炭板块PE在全行业中均处低位，估值存在折价。

图14: 当前煤炭板块 PE 位列 A 股全行业倒数第二位



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3 从PB看，当前煤炭板块PB仍处历史较低水平

- 煤炭板块PB亦低于2005年低点。截至2023年5月5日，煤炭板块市净率PB（LF）为1.26倍，历史估值25%分位数为1.38倍，当前煤炭板块PB处于历史估值25%分位以下。历史上，煤炭板块PB低位出现在2005年，2014年及2020年，2005年12月，煤炭板块阶段性PB低点为1.42倍，2014年4月，煤炭板块阶段性PB低点为0.95，2020年3月，煤炭板块阶段性低点为0.88。2014年煤炭行业处于低谷，2019-2020年，煤炭行业处于供给侧改革下行期，同时受2020年疫情影响，股市出现大幅波动，与PE低点相似，当前煤炭板块PB更接近于2005年，但2005年阶段性低点仍比当前行业PB高2.9%。从PB估值角度看，当前煤炭板块仍处于较低水平。

图15: 当前煤炭板块 PB 处于历史估值 25%分位以下

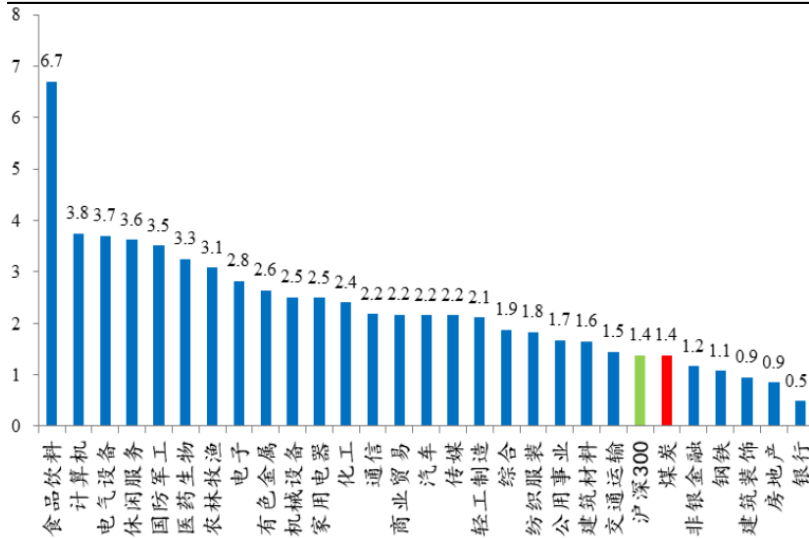


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 从PB看，当前煤炭板块PB在行业中仍处低位

- 煤炭板块PB在全行业中处于低位。当前煤炭板块PB位列A股全行业倒数第六位，仅高于非银金融、钢铁、建筑装饰、房地产和银行。2021-2022年，随着煤炭行业供需格局改善，煤炭板块高景气，板块PB逐渐修复，但2022年9月以来，随着股价回调，煤炭板块PB下行，在全行业中仍处于低位。

图16: 当前煤炭板块 PB 处于 A 股全行业倒数第六位

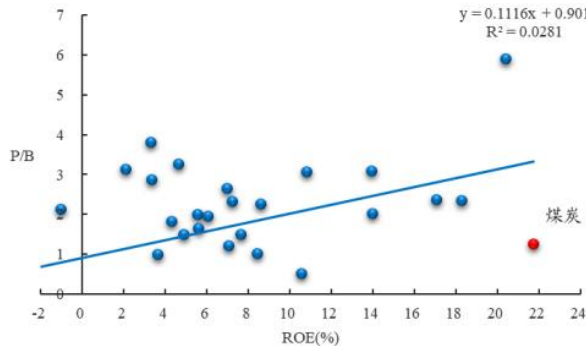


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.5 从PB-ROE看，煤炭行业估值明显折价

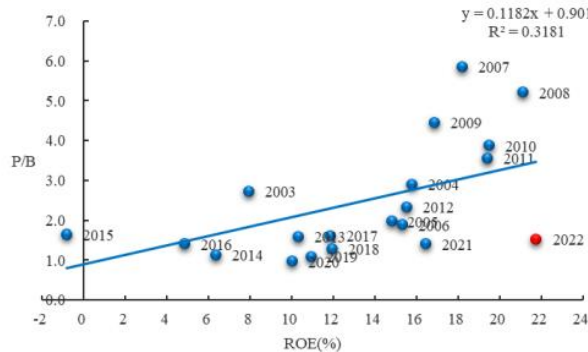
- **PB-ROE模型是衡量煤炭行业估值高低的有效方法。**净资产收益率（ROE）体现企业的盈利能力，净资产收益率越高，盈利能力越强。市净率（PB）体现企业净资产的溢价倍数。根据公式 $PB = (ROE - g) / (R - g)$ ，ROE越大，PB估值就越高。
- **PB-ROE角度，煤炭行业明显处于其他行业PB-ROE均衡线以下。**对包括煤炭在内28个行业现阶段市净率（PB-LF）和ROE-TTM进行回归分析，当前煤炭行业21.7%的ROE对应市净率应为3.33，截至2023年5月5日，煤炭板块实际市净率仅1.26，市净率估值折价62%，相比其他行业存在明显的估值修复机会。
- **煤炭行业ROE接近历史高位，但市净率仍处于低位。**从2010-2022年煤炭行业平均PB-ROE回归分析得出，2017-2022连续六年PB-ROE都位于均衡线以下，当前仍处于高“ROE、低PB”组合阶段，盈利估值性价比突出，存在估值折价现象。当前ROE接近2007-2011的历史高位，但PB仍处低位，均衡线对应PB应为3.47，实际PB折价64%。

图17: 相比其他行业，煤炭板块位于 PB-ROE 均衡线
下



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 相比其他年份，煤炭板块 PB-ROE 位于均衡线
下



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.6 煤炭板块低估值原因分析

- **股价仅限盈利驱动，且市场认为高盈利不可持续。**2021-2022年，煤炭板块较年初分别上涨10.9%和43.6%，2022年12月31日，煤炭板块较2021年1月4日上涨51.8%。2021年，煤炭上市公司归母净利1600亿元，同比增长75.6%，2022年，重点煤炭上市公司归母净利2450亿元，同比+53.1%，2023年Q1煤企盈利继续增长，重点煤炭上市公司归母净利634亿元，同比+5.7%。煤炭板块上涨仅限盈利驱动，估值尚未提升，且煤炭板块股价上涨幅度远不及煤企利润增长幅度，市场认为煤企高盈利不可持续，2021-2022年，煤炭板块股价上涨主要来自煤企业绩增长，且股价上涨幅度远不及业绩增长幅度。
- **周期属性抑制了板块的高估值，市场需要更高的风险溢价。**煤炭行业和公用事业等防御性行业最大的不同就是煤炭行业的强周期性，针对周期板块，市场给的估值明显偏低，市场需要更高的风险溢价。
- **传统夕阳行业的烙印挥之不去。**2012-2015年，煤炭行业供给严重过剩，煤炭清洁高效利用尚未大力发展，煤炭因产能过剩、污染严重、不可再生等因素，被许多人视为夕阳产业。近年来，我国煤炭开采机械化、智能化水平大幅提升，煤炭行业产能过剩、污染严重的问题已得到根本性解决。煤炭对于保障能源安全供应的意义更显重大，煤炭绿色开发与清洁高效利用已经加速，煤炭有望从传统的“夕阳行业”转向“黑金行业”。

图19: 2021年至今，煤炭行业股价上涨幅度有限



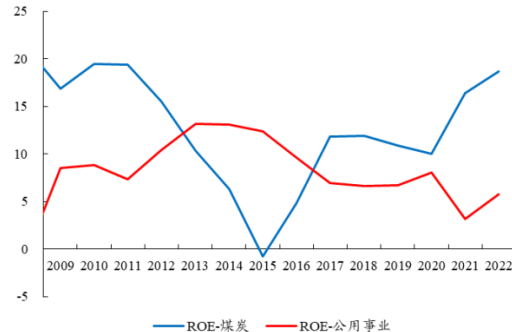
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2021年以来煤炭上市公司归母净利大幅增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 与公共事业相比，煤炭板块 ROE 波动更大



数据来源: Wind、开源证券研究所

目录

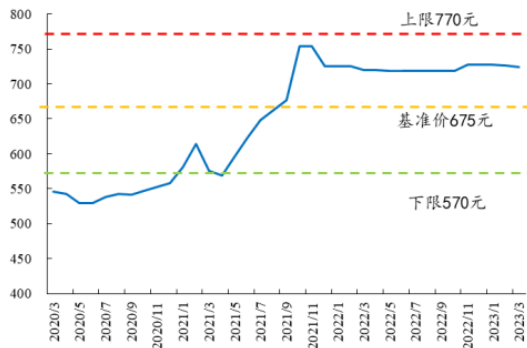
CONTENTS

- 1 复盘煤炭二十年，煤炭行业周期属性正在变化
- 2 煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际
- 3 传统能源已演绎价值重估，中特估值再进一步
- 4 投资建议：多主线布局，高胜率与安全性兼备
- 5 风险提示

3.1 2022年，煤炭行业真正开始演绎确定性逻辑

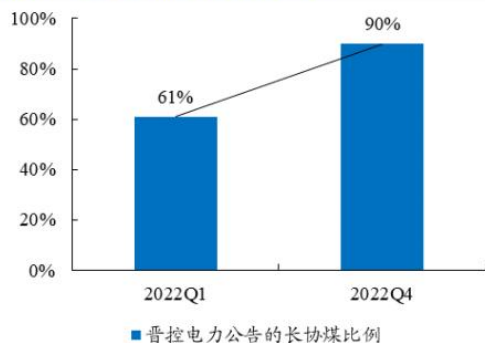
- **煤炭行业受政策管控明显。**2022年2月24日，国家发改委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，于5月1日起正式实施。《通知》实现了“两个明确”：一是明确了煤价合理区间，二是明确了合理区间内煤、电价格可以有效传导，目的是实现有效市场和有为政府的更好结合，防止煤价大起大落。2022年7月，国家发改委进一步提出“三个100%”要求，中长期合同成为煤市稳定器。
- **长协价格稳定、比例提升—煤企盈利确定—估值重构逻辑凸显。**价格方面，2022年，下水动力煤年度长协基准价按675元/吨执行，较2020-2021年的535元/吨大幅提升，2022年，动力煤年度长协价格维持在720元/吨附近，动力煤年度长协价格高位稳定。2022年，京唐港动力煤均价1273元/吨，大幅高于电煤年度长协价格。即使现货价格下跌，年度长协价格远低于现货价格，我们预计未来几年长协价格亦难有下跌空间，当前年度长协价格724元/吨，离上限770元/吨，仍有上涨空间。比例方面：2022年电煤中长期合同比例逐渐提升，晋控电力长协从2022Q1的61%提升到2022Q4的90%，国电、华能、华电、大唐四大电力集团符合价格的长协比例从2021年Q4的23%提升至2022年Q4的72%。

图22: 电煤年度长协价格高位稳定



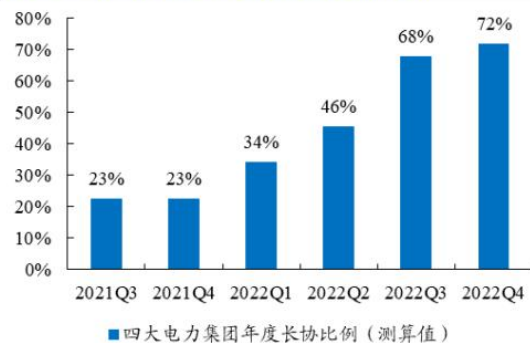
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 晋控电力年度长协比例提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图24: 四大电力集团年度长协比例逐渐提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2 中国神华估值提升带来的启示

- **2020年以前，中国神华估值始终低于煤炭板块。**中国神华体量较大，受益于“煤电路港航化”一体化经营模式，中国神华经营稳健性高于行业，业绩相对稳定。2010-2020年，中国神华PE始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及整个板块。
- **2021年下半年，中国神华估值偏低的逻辑发生了反转。**2020-2021年上半年，中国神华PE基本都低于板块PE，2021年11月，中国神华PE超过板块PE，2022年全年，中国神华PE基本都高于板块PE。2023年5月5日，中国神华PE为8.57倍，煤炭板块平均PE为6.64倍，中国神华高29.1%，PE差距进一步拉大。
- **中国神华周期属性弱化&高分红带来估值重构。**从归母净利润同比增速看，2007-2021年，中国神华盈利增速波动性远低于煤炭。从分红比例看，2008-2018年，中国神华分红比例维持在40%左右，2019-2021年公司承诺分红比例不低于50%，实际分红比例分别为58%、92%、100%，2022-2024神华承诺分红比例不低于60%。稳定高分红带来高股息率，中国神华的投资价值逐步被市场认可。中国神华的估值由明显低于行业平均到明显高于行业平均转变。

图25: 2020年以前中国神华PE始终低于煤炭板块



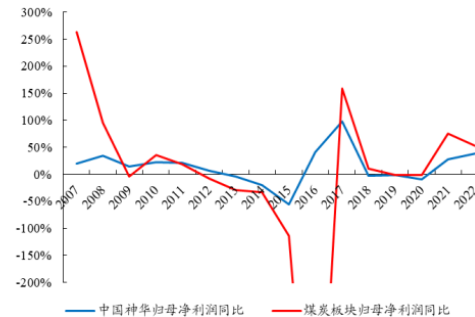
数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 2022年以来中国神华PE逐渐高于板块



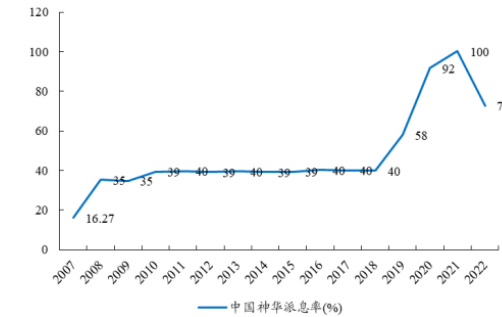
数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 中国神华盈利稳定性高于煤炭板块



数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 2019年以来，中国神华分红比例维持高位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

- **煤炭行业受政策管控明显。**政策频发，高度重视央企价值实现与估值提升。2022年11月21日，证监会主席易会满在金融街论坛年会上表示，要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。
- **净资产收益率替换净利润指标，考核指标促进国企高分红。**国企改革考核指标历经三个阶段，考核指标从“两利四率”到“一利五率”转变，强调了国企盈利质量的重要性。净资产收益率能够衡量企业权益资本的投入产出效率，有利于引导中央企业更加注重投入产出效率，提高资产使用效率，对净资产收益率的考核也将加大国企分红率。
- **央企国企价值重估，煤炭行业充分受益。**我国煤炭企业拥有上市公司28家（包含神火股份、广汇能源，不含焦化企业），其中5家为央企体系，19家为省属国企体系，2家为市属国企体系，2家为民营企业，煤炭行业是典型的国央企集中行业。行业高盈利低估值非常契合央企国企估值提升的逻辑，煤炭行业将迎来基本面与政策面共振，估值将具备大幅提升空间。

表2: 政策高度重视国央企价值实现与估值提升

日期	部门/机构	事件	主要内容
2020/10/5	国务院	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	发挥证券市场价格、估值、资产评估结果在国有资产交易定价中的作用，支持国有企业依托资本市场开展混合所有制改革。科学界定国有控股上市公司治理相关方的权责，健全具有中国特色的国有控股上市公司治理机制。
2022/5/27	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	促进上市平台完善产业布局、提升资产质量和运营效率；稳步做精增量，继续孵化和推动更多优质资产对接多层次资本市场；推动上市平台布局优化和功能发挥，完善中国特色现代企业制度，健全国有控股上市公司治理机制。
2022/11/21	证监会	2022年金融街论坛年会	证监会主席易会满提出要深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。
2022/12/2	上交所	制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》	制定新一轮央企综合服务相关安排，服务推动央企估值回归合理水平，服务助推央企进行专业化整合，服务完善中国特色现代企业制。将服务推动央企估值回归合理水平，推动打造一批旗舰型央企上市公司。
2023/1/5	国资委	中央企业负责人会议	乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，着力完善中国特色国有企业现代公司治理，更好发挥中央企业核心功能；切实加大科技创新工作力度，着力打造一批创新型国有企业，着力锻造国家战略科技力量；着眼加快实现产业体系升级发展，深入推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，加快打造现代产业链链长，积极开拓新领域新赛道，培育壮大战略性新兴产业，在建设现代化产业体系上发挥领头羊作用。
2023/2/2	证监会	2023年证监会系统工作会议	深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023/2/28	国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。
2023/3/3	国资委	国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动	国资委要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；要突出创新驱动，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用。
2023/3/5	国务院	《政府工作报告》	切实落实“两个毫不动摇”，深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。

资料来源：国务院、证监会、国资委、上交所、开源证券研究所

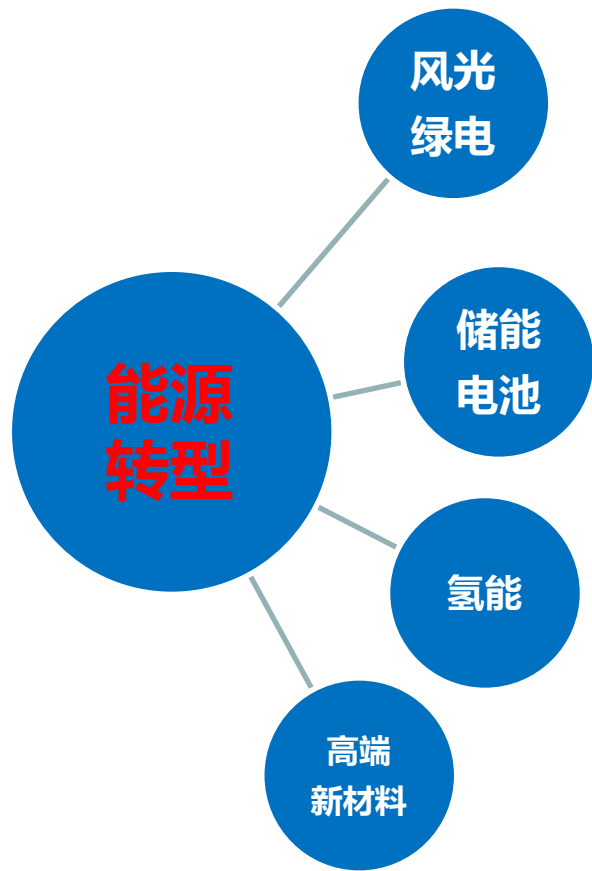
- **五家煤炭央企具备提估值基础。**煤炭行业共有五家央企，分别为中国神华（隶属国家能源投资集团）、中煤能源（隶属中煤能源集团）、电投能源（隶属国家电力投资集团）、新集能源（隶属中煤能源集团）和上海能源（隶属中煤能源集团）。五家煤炭央企中，除中国神华估值相对更高外，其他估值普遍较低，中煤能源集团旗下三家上市公司市净率均处于破净状态。从净资产收益率看，五家煤炭央企2022年ROE均超过15%，均处于高盈利状态。从货币资金和未分配利润看，中国神华、中煤能源、电投能源均有较多未分配利润，具备高分红基础。

表3: 五家煤炭央企处于低估值高盈利状态（亿元）

上市公司	归母净利润 2022A	归母 净利 2023E	PE 2023E	PB (LF)	资产负债率 (2023Q1)	ROE	2022年分 红比例	货币资金 (2023Q1)	未分配利润 (2023Q1)	未分配 利润 /2022 净 利润	货币资 金/2022 净利润
中国神华	696	730	8.6	1.5	24.9%	18.1%	73%	1,858	2,986	4.3	2.7
中煤能源	182	257	4.8	0.9	49.9%	14.9%	30%	955	718	3.9	5.2
电投能源	40	44	7.1	1.1	32.2%	18.2%	28%	61	193	4.9	1.5
新集能源	21	30	3.7	0.9	61.4%	19.6%	14%	18	53	2.6	0.9
上海能源	17	21	5.1	0.8	34.9%	15.4%	30%	37	107	6.1	2.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：上海能源盈利预测来自 Wind 一致预期，其他为开源证券研究所预测）

3.5 积极稳妥推进碳中和，能源转型是大势所趋



- **运营型路线：**投资额较小（项目可分解），技术门槛较低，无风险成本，建成期短并可分批建设，建成即可形成稳定现金流，煤企在火电运营上有经验，下游主要客户为电厂，绿电转型优势明显。
- **电投能源：**绿电运营规模最大，运营项目2.17GW，“十四五”末有望超过7GW。
- **盘江股份：**规划“风光火储”多能互电源项目612万千瓦。
- **靖远煤电、兖矿能源、中国神华、中煤能源：**规划布局绿电产业。

- **技术型路线：**储能技术不成熟，前期投资额大，有风险成本，建成期较长，短期无收益，后期投资回报高，但煤企没有技术和管理经验，需与技术团队合作。
- **华阳股份：**布局钠离子电池全产业链，与中科海钠合作，1GWh电芯厂已投产。
- **永泰能源：**布局钒矿&全钒液流电池全产业链。

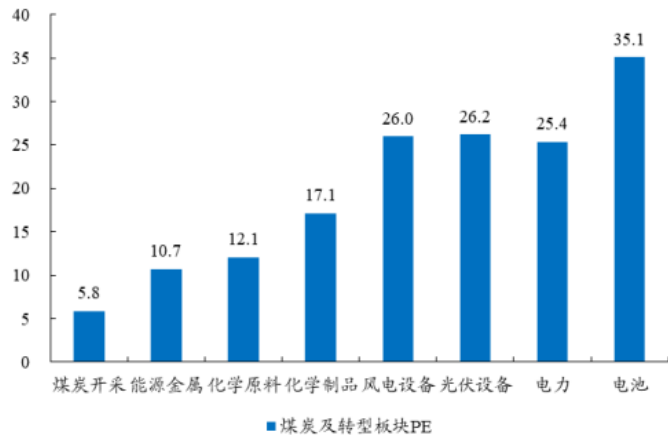
- **灰氢（或副产氢）：**一般需要煤化工或气头化工产业链，副产氢综合运用发展氢能产业链具有先发优势和成本优势。**美锦能源：**全方位布局氢能产业链；
- **绿氢（电解水）：**需要投资风光发电及电解水槽等设备，成本相对较高。
- **宝丰能源：**煤化工产业链耦合绿氢；**广汇能源：**推动制氢、输氢、储氢、用氢一体化。

- **产业链延伸，发展高端新材料：**需配备煤化工产业链，下游延伸发展高端新材料，传统能源企业向科技型企业转型。
- **兖矿能源、中国神华、中煤能源、宝丰能源：**煤化工向下游延伸发展新材料。

3.6 四种能源转型路径均提供提估值可能

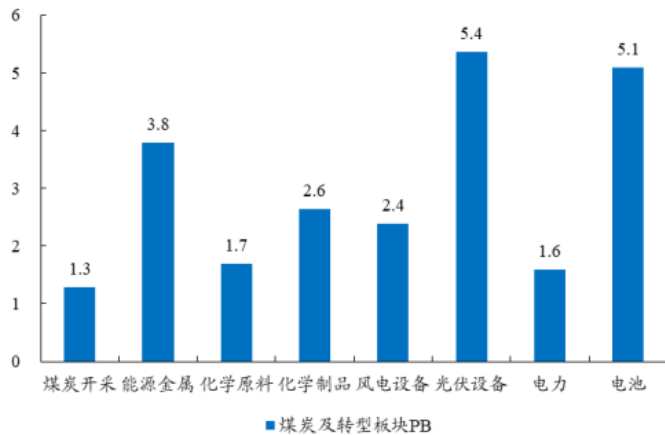
- **四种能源转型路径均提供提估值可能。**煤企能源转型方向主要有风光绿电、储能电池、氢能、高端新材料四种路径。相关细分领域涉及的二级行业包括能源金属、化学原料、化学制品、风电设备、光伏设备、电力、电池等，选取这些细分领域的PE、PB与煤炭开采行业对比，可以明显看出，不管是PE还是PB，煤炭开采行业估值均远低于其他行业。以煤企主要转型路线的风光绿电为例，电力行业对应PE为25.4倍，远高于煤炭开采行业的5.8倍。四种能源转型路径，为煤企提供了第二增长曲线，同时均提供提估值的可能。当前煤企盈利能力强，现金流充沛，传统能源转型有望为煤企带来业绩+估值双提升。

图29: 煤炭板块 PE 明显低于其他转型板块



数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 煤炭板块 PB 明显低于其他转型板块



数据来源: Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 复盘煤炭二十年，煤炭行业周期属性正在变化
- 2 煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际
- 3 传统能源已演绎价值重估，中特估值再进一步
- 4 投资建议：多主线布局，高胜率与安全性兼备
- 5 风险提示

4.1 煤炭板块高胜率与安全性兼备

- **煤炭板块具有高胜率。**如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得10%左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现，都得到了资本市场资金在股价层面上给予的正面回应；如果看多经济，煤炭股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映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚得超额收益。
- **煤炭板块安全性兼备。**煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE已低于10%分位数，PB处于25%分位数以下。陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了高溢价（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，均证明当前煤炭企业价值被严重低估，中国神华从2021年11月以来开启估值提升，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。

4.2 投资策略：多主线布局，底部配置正当时

- 投资主线一：高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）。**当前行业新增产能受限的情况下，仍有部分公司通过资产注入或者自建矿的形式，继续享受高成长。受益标的：**山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际。**
- 投资主线二：经济复苏及冶金煤弹性受益标的。**焦煤处于景气底部，地产等稳增长政策频出，经济复苏有望带来需求改善。受益标的：**平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）。**
- 投资主线三：稳健高分红受益标的。**几乎不受年度长协比例提高政策的影响，业绩稳健且高分红。受益标的：**中国神华、陕西煤业。**
- 投资主线四：中特估预期差最大受益标的。**部分煤炭央企估值偏低，中特估带来价值重估。受益标的：**中煤能源。**
- 投资主线五：新能源转型布局标的。**能源转型布局新兴领域，新业务带来成长且享受更高的估值。受益标的：**华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。**

表4：受益标的盈利预测

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			PB	评级
			2023/5/9	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
601101.SH	昊华能源	93	13.4	29.9	32.9	6.9	3.1	2.8	0.85	买入	
601666.SH	平煤股份	229	57.2	63.7	67.5	4.0	3.6	3.4	1.02	买入	
601001.SH	晋控煤业	173	30.4	35.0	37.2	5.7	4.9	4.7	1.12	买入	
600123.SH	兰花科创	147	32.2	36.3	40.5	4.6	4.1	3.6	0.90	买入	
601699.SH	潞安环能	628	141.7	149.3	151.7	4.4	4.2	4.1	1.19	买入	
600546.SH	山煤国际	294	69.8	73.8	75.6	4.2	4.0	3.9	1.75	买入	
000983.SZ	山西焦煤	554	107.2	119.2	103.4	5.2	4.6	5.4	1.55	买入	
600985.SH	淮北矿业	343	70.1	77.5	81.5	4.9	4.4	4.2	0.96	买入	
601898.SH	中煤能源	1,257	182.4	257.4	277.3	6.9	4.9	4.5	0.91	买入	
000933.SZ	神火股份	356	75.7	75.9	80.2	4.7	4.7	4.4	2.02	买入	
002128.SZ	电投能源	313	39.9	44.4	47.6	7.8	7.0	6.6	1.07	买入	
601225.SH	陕西煤业	2,025	351.2	301.2	308.8	5.8	6.7	6.6	1.83	未评级	
600188.SH	兖矿能源	1,737	307.7	344.2	364.0	5.6	5.0	4.8	2.00	买入	
600256.SH	广汇能源	605	113.4	167.9	213.2	5.3	3.6	2.8	1.89	买入	
600348.SH	华阳股份	339	70.3	73.1	78.1	4.8	4.6	4.3	1.24	买入	
603113.SH	金能科技	76	2.5	8.3	12.2	30.6	9.2	6.2	0.92	买入	
600395.SH	盘江股份	146	21.9	25.5	31.0	6.7	5.7	4.7	1.21	买入	
601088.SH	中国神华	6,294	696.3	730.1	746.8	9.0	8.6	8.4	1.52	买入	
000552.SZ	甘肃能化	160	31.7	36.5	39.8	5.1	4.4	4.0	1.17	买入	
600989.SH	宝丰能源	940	63.0	92.7	130.3	14.9	10.1	7.2	2.68	买入	
000723.SZ	美锦能源	342	22.1	27.2	31.2	15.5	12.6	11.0	2.37	买入	
600157.SH	永泰能源	342	19.1	27.8	30.3	17.9	12.3	11.3	0.77	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：已评级标的盈利数据来自于开源证券研究所预测，未评级标的盈利数据来自于Wind一致预期

目录

CONTENTS

- 1 复盘煤炭二十年，煤炭行业周期属性正在变化
- 2 煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际
- 3 传统能源已演绎价值重估，中特估值再进一步
- 4 投资建议：多主线布局，高胜率与安全性兼备
- 5 风险提示

- **经济增速下行风险。**新冠疫情反复，中国经济存在下行压力，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧为主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，具备证券投资咨询业务资格。

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：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
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券