

2023年7月27日星期四

【东兴建材】2023年中期建筑建材行业报告：回归下的修复与成长 (20230726)

1. 回顾:2023年上半年疫情后投资增速仍好,但总体处于回归的态势当中

2023年上半年地方政府专项债保持平稳发行,基建增速略有回落,依然较好;制造业对经济的影响大,固定资产投资增速逐月回落,呈回归态势;稳杠杆后时代地产投资增速继续下滑,主要是建筑工程投资下滑的影响,施工和新开工受到的影响最大,保交楼政策推进竣工情况改善明显。固定资产投资增速回归到略低于疫情前水平。受地产影响建筑建材行业需求依然疲弱,水泥5月单月产量同比下降0.4%,浮法玻璃开工率依然在低于80%的较低水平。

2. 地产行业政策效果低于预期,但无收敛负反馈正在改善,在系统政策落地和新调控持续发力下健康回归确定

2022年地产一系列的政策组合和因城施策,对需求的刺激效果低于市场预期。但是在住宅销售额的带动下,商品房销售总额同比增速已经开始转正。包括同口径的住宅销售面积同比增速也已经转正,政策的效果正在显现。特别是保交楼政策效果突出,从年初同比转正后保持高增长态势,随着地产预期的改善,保交楼政策效果的持续性也会得到改善。房地产个人按揭贷款、定金和预付款累计额同比增速已经开始从四、五月份转正,房地产自身造血功能开始改善。地产行业因为融资约束导致的无收敛的负反馈正在得到改善和控制。从“金融16条”到“第三支箭”等政策具备前瞻性和系统性,更大力度的落地保障地产的健康发展。同时,更大范围和力度的因城施策和更丰富的政策储备也会确保房地产行业回归长期健康发展的轨道上。

3. 地产发展新阶段和存量房时代建议继续关注消费建材

从短期看,近几年房地产销售面积和竣工面积的较大剪刀差,保证了保交楼政策的效果。随着这些面积的竣工,带来消费建材需求的释放,从而平滑新开工的不足导致的后续需求影响。同时,中国房地产已经从粗放式的发展阶段,进入到改善性和存量房时代的新时代。改善性、高品质的居住需求和巨大的存量房会带来消费建材需求的稳定释放和新空间。拥有高标准的产品品质、得到市场认可的品牌力以及完善成熟的销售渠道的消费建材公司受益大,在地产回归的情况下这些公司的成长性更加确定。

4. 着眼行业集中度的提升、业绩改善和建筑央企的资产优化

2023年传统建筑建材行业的总体盈利水平仍处于历史的低位,行业竞争依然激烈,在建筑建材行业长期集中度提升的大趋势下,优秀和龙头公司市占率的提升将会加快。并且一旦需求改善也会带来较好的业绩弹性,我们在下半年需要等待需求的改善带来相关公司的业绩改善和成长性。央企建筑公司资产优化还在继续:优质订单的获得、存量资产的盘活、国资委的新考核标

A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,216.67	-0.2
深证成指	10,923.77	-0.41
创业板	2,184.1	-0.32
中小板	7,044.12	-0.44
沪深300	3,902.35	-0.12
香港恒生	19,639.11	1.41
国企指数	6,670.68	1.86

A股新股日历(本周网上发行新股)

名称	价格	行业	发行日
金凯生科	56.56	医药生物	20230724
长华化学	25.75	基础化工	20230724
民爆光电	51.05	家用电器	20230725
华虹公司	52.00	电子	20230725
蓝箭电子	18.08	电子	20230728
盟固利	5.32	电力设备	20230728
华勤技术	80.80	计算机	20230728

*价格单位为元/股

A股新股日历(日内上市新股)

名称	价格	行业	上市日
逸飞激光	46.80	机械设备	20230728

*价格单位为元/股

数据来源:恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

准、股权激励和一带一路等都会提升资产质量，带来估值的修复。

5. 2023年下半年继续建议关注消费建材等优秀和龙头公司的成长以及央企公司资产优化

我们继续坚持一直以来观点：继续看好消费建材受益地产调控下阶段需求的平稳以及地产新发展阶段的需求的持续性和优秀公司确定的成长性，关注装修管材、瓷砖、涂料和石膏板等；继续建议关注水泥、减水剂和防水材料等，等待地产探底后的新周期的变化；看好建筑央企资产结构和质量优化带来的估值修复。

风险提示：房地产行业回归时间超出市场预期和政策调控节奏的不确定性。

(分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088)

【东兴房地产】房地产行业6月月报：高能级区域销售明显回落，市场景气度下行（20230726）

景气度水平：

房地产行业景气度继续下降，仍处于低景气度水平。从数据来看，6月份房地产开发景气指数为94.06，前值94.55。

新房销售市场：

从全国销售面积与金额来看，6月新房销售金额同比转跌，销售面积同比跌幅扩大，高能级区域销售明显回落。我们认为，上半年市场销售复苏的动力主要来自于销售均价较高的高能级地区，这类城市的销售回暖带动了销售均价和销售金额的提升，随着高能级区域复苏动能的减弱，全国新房销售的下行压力大幅提升。2023年6月商品房销售面积同比-18.2%，前值-3.0%；销售额同比-19.2%，前值6.8%。从分城市能级的销售面积单月值来看，我们跟踪的一线城市（4城）、新一线城市（5城）、二线城市（7城），2023年6月商品房销售面积同比增速分别为-20.2%、-53.9%、-21.9%；前值分别为70.5%、11.4%、6.8%。

二手房销售市场：

从我们跟踪的8城二手房销售面积来看，6月份二手房销售大幅度回落，单月同比转跌。70大中城市二手住宅价格降幅较上月扩大。从8城二手房销售面积单月值来看，2023年6月我们跟踪的8城二手住宅销售面积同比增速为-7.0%、前值为59.2%。从70大中城市二手房价指数来看，2023年6月70个大中城市二手住宅价格指数同比增速为-2.79%、前值为-2.55%；环比增速为-0.44%、前值为-0.23%。

新开工与竣工：

从新开工与竣工来看，6月新开工面积同比进一步下滑，竣工改善速度放缓。我们认为，土地市场的弱势和销售恢复程度的不确定性将会持续制约新开工和投资的恢复速度。房企特别是民营房企投资信心的恢复，也需要等到资金面和销售预期出现更加实质性的改善。2023年6月房屋新开工面积同比增速为-31.4%，前值为-28.5%；房屋竣工面积同比增速为16.3%，前值为24.4%。

开发投资：

从开发投资整体来看，6月建安投资同比跌幅收窄之下土地购置进一步下降，开发投资维持弱势。2023年6月开发投资金额同比增速为-10.3%，前值为-10.5%；其中，建筑工程同比增速为-11.4%，前值为-14.2%；安装工程同比增速为-4.1%，前值为-5.1%；设备、工器具购置同比增速为-12.1%，前值为-13.4%；土地购置费同比增速为-9.0%，前值为-5.3%。

土地市场：

从土地成交面积来看，6月全国土地成交面积同比降幅较上月进一步扩大，住宅用地成交面积降幅大于商业办公用地。2023年6月全国住宅建设用地成交面积同比增速为-50.1%，前值为-15.0%；全国商业办公建设用地成交面积同比增速为-22.3%，前值为0.8%。

到位资金：

从到位资金来看，6月受到销售下行的影响，房企到位资金同比跌幅扩大。销售的下行导致定金及预收款、个人按揭贷款两项资金来源大幅下行，行业资金面压力有所增大。销售不振之下，房企的自我造血能力减弱，将会更加需要融资端政策的落地支持。2023年6月房地产开发企业到位资金同比增速为-21.5%，前值为-7.4%。其中，国内贷款同比增速为-13.8%，前值为-13.4%；自筹资金同比增速为-29.5%，前值为-29.2%；定金及预收款同比增速为-19.4%，前值为6.0%；个人按揭贷款同比增速为-12.8%，前值为25.4%。

居民存贷款：

从住户部门存贷款来看，6月住户部门增加的存款额明显大于贷款额，存贷差额进一步提升，12个月累计存贷款的差额水平小幅提升。从住户部门存贷款差额来看，截至2023年6月，近12个月住户部门人民币存贷款差额月度均值为12.48千亿元，前值为12.41千亿元。

投资策略：

基于行业格局进一步分化，“高负债、高杠杆、高周转”的粗放式发展模式难以为继的行业趋势，我们推荐两条投资主线：主线一：重点布局高能级城市，具有信用优势的优质央企、国企。优质央国企有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，高能级城市布局较多的保利发展、越秀地产等龙头央国企将有望受益。主线二：具有优质的经营体系，开发主业稳健，同时在地产运营和服务领域有所建树的优质房企。我们推荐在运营

效率、产品质量和战略布局等方面都是行业翘楚，同时具备较为领先的不动产综合运营能力的龙头房企。开发业务稳健，同时在不动产运营和服务领域具有一定先发优势和布局优势的龙湖集团、万科 A 等龙头房企，有望在行业发展转型过程中抢占先机。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

重要公司资讯

- 大众汽车：**26 日晚间，大众汽车集团宣布，大众汽车品牌与小鹏汽车达成技术框架协议。在合作的初期阶段，双方计划面向中国的中型车市场，共同开发两款大众汽车品牌的电动车型。(资料来源：同花顺)
- 恒大汽车：**7 月 26 日，恒大汽车同时发布 2021 年全年、2022 年中期及 2022 年全年业绩报告，其中透露，2021 及 2022 年，其分别实现收入 25.31 亿元及 1.31 亿元；亏损 563.44 亿元及 276.64 亿元。2020-2022 年间，恒大汽车累计亏损 916.73 亿元。(资料来源：同花顺)
- 苏泊尔：**上半年实现营业收入 99.83 亿元，较上年同期下降 3.31%；归属于上市公司股东的净利润 8.81 亿元，较上年同期下降 5.6%。(资料来源：同花顺)
- 中航电测：**公司拟向实控人航空工业集团发行股份购买其持有的航空工业成飞 100% 股权，本次交易不涉及募集配套资金，交易价格 174.42 亿元。本次交易后，公司控股股东、实际控制人均为航空工业集团，本次交易不会导致公司实际控制人发生变化。(资料来源：同花顺)
- 万胜智能：**公司预计上半年净利润约 8,200 万元-9,500 万元，同比增长 162.07%-203.62%。(资料来源：同花顺)

经济要闻

- 美联储：**美国联邦储备委员会 26 日结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 5.25% 至 5.5% 之间。这是美联储自 2022 年 3 月进入本轮加息周期以来第 11 次加息，累计加息幅度达 525 个基点。(资料来源：同花顺)
- 国家发改委：**国家发展改革委等部门印发关于推动现代煤化工产业健康发展的通知。明确每个示范区“十三五”期间 2000 万吨新增煤炭转化总量不再延续。确需新建的现代煤化工项目，应确保煤炭供应稳定，优先完成国家明确的发电供热用煤保供任务，不得通过减少保供煤用于现代煤化工项目建设。(资料来源：同花顺)
- 工业和信息化部：**7 月 26 日，工业和信息化部、国家标准化管理委员会印发《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023 版）》，分阶段建立适应我国国情并与国际接轨的智能网联汽车标准体系。(资料来源：同花顺)
- 国家统计局：**1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 33884.6 亿

元，同比下降 16.8%，降幅比 1-5 月份收窄 2.0 个百分点。（资料来源：同花顺）

- 5. 国际数据公司：**国际数据公司(IDC)手机季度跟踪报告显示，2023 年第二季度，中国智能手机市场出货量约 6570 万台，同比下降 2.1%，降幅明显收窄。上半年出货量约 1.3 亿台，同比下降 7.4%。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴房地产】房地产行业 6 月公司月报：高能级区域销售回落之下，主流房企销售压力明显增大（20230727）

行业销售：

高能级区域复苏动能减弱，主流房企销售压力增大。从行业整体销售情况来看，6 月份的商品房销售金额同比转跌，销售面积同比增速进一步下滑。2023 年 6 月商品房销售额同比增速为-19.2%、前值为 6.8%；销售面积同比增速为-18.2%、前值为-3.0%。百强房企和我们跟踪的 40 家主流房企的销售额单月同比增速都明显落后于全国水平。2023 年 6 月百强房企销售额同比增速为-27.6%、前值为 5.8%。从我们跟踪房企(40 家)的销售额来看，2023 年 6 月跟踪房企销售额同比增速为-34.3%、前值为 4.0%。我们认为，主流房企此前的销售领先于市场水平，是因为主流房企销售结构上更加向高能级城市倾斜，随着高能级区域复苏动能的减弱，主流房企的销售压力开始增大。

房企销售：

主流房企销售普遍下滑，央国企销售承压但整体情况依然优于非央国企。从我们跟踪的 40 家主流房企销售情况来看，6 月份主流房企销售同比显著下滑。由于高能级区域销售的下行，高均价房企和央国企销售增速相比 5 月大幅下滑，但整体情况依然优于低销售均价的非央国企。从销售金额单月值来看，2023 年 6 月高均价组(13 家)商品房销售额同比增速为-30.9%、前值为 33.7%；低均价组(13 家)商品房累计销售额同比增速为-48.9%、前值为-35.1%；央国企组(10 家)商品房销售额同比增速为-22.0%、前值为 31.9%；非央国企组(30 家)商品房销售额同比增速为-42.9%、前值为-12.8%。从我们跟踪的房企(40 家)销售金额累计增速来看，6 月份销售金额同比增速最高的 3 家房企为建发股份、龙湖集团和越秀地产。

行业土地成交：

土地成交金额进一步下滑，但主流房企拿地力度持续提升。从行业整体土地成交来看，6 月份的全国商住用地土地成交金额进一步下滑。2023 年 1-6 月全国商住用地累计成交土地出让金同比增速为-24.9%、前值为-17.2%。我们跟踪的 38 家主流房企的拿地金额同比微增，拿地力度持续提升，说明主流房企对土地市场的信心有所恢复。2023 年 1-6 月跟踪房企(38 家)累计新增土地价值同比增速为 3.2%、前值为 1.2%，跟踪房企的整体拿地力度为 16.4%，前值为 13.4%。从拿地均价来看，主流房企拿地均价有所提升，说明主流房企普遍倾向于在高级区域拿地。2023 年 1-6 月跟踪房企累计新增土地均价同比增速为 14.7%、前值为 20.1%。

房企土地成交：

高均价的央国企拿地力度更大，低均价房企积极布局高级区域。从我们跟踪的 38 家主流房企拿地情况来看，房企普遍倾向于在高级区域拿地，销售均价更高的房企拿地力度明显高于低均价房企。2023 年 1-6 月高均价组(13 家)的整体拿地力度为 24.2%，前值为 19.5%；低均价组(13 家)的整体拿地力度为 2.0%，前

值为 1.9%。低销售均价房企的拿地均价大幅度提升，布局高能级城市的趋势明显。2023 年 1-6 月低均价组(13 家)累计新增土地均价同比增速为 87.7%、前值为 32.6%。央国企拿地金额增速领先于非央国企，拿地均价也明显高于非央国企，但两者的拿地金额与拿地均价的增速差距有所缩小。2023 年 1-6 月央国企组(10 家)累计新增土地价值同比增速为 9.1%、前值为 15.4%；非央国企组(28 家)累计新增土地价值同比增速为 -5.6%、前值为 -16.3%；央国企组(10 家)累计新增土地均价同比增速为 14.2%、前值为 23.3%；非央国企组(28 家)累计新增土地均价同比增速为 13.2%、前值为 12.2%。从我们跟踪的房企(38 家)拿地情况来看，2023 年 1-6 月滨江集团、建发房产(建发股份)和绿城中国的拿地力度最大。

行业内债及外债融资：

房企内债发行有所回稳，地方国有企业内债发行规模领先。从境内债券融资情况来看，6 月内债发行额同比增速为 12.4%，前值为 -7.4%。2023 年 1-6 月央企房企的境内债券累计发行额的同比增速为 -23.8%、前值为 -22.2%；地方国有房企的境内债券累计发行额的同比增速为 29.4%、前值为 29.4%；非央国企房企的境内债券累计发行额的同比增速为 -24.5%、前值为 -30.5%。从境外债券融资情况来看，外债余额持续下降。从债券到期情况来看，8 月份债务到期压力较 7 月份有所下降。从我们跟踪的房企(38 家)境内信用债和境外地产债存量来看，存量债务规模最大的三家房企为碧桂园、华润置地和中海地产，8 月份债务到期规模最大的三家房企为招商蛇口、龙湖集团和建业地产。

境内债务成本低于境外，央企融资优势最明显。从房企境内存量信用债和境外存量债券的利率水平来看，境内信用债的发债利率明显低于境外债券，央国企和混合所有制房企的发债利率普遍低于民企，其中央企的融资成本最低。

市场行情：

7 月 A 股地产板块表现强于大盘、H 股地产板块表现弱于大盘。本月(7.1-7.25) A 股地产指数(申万房地产)涨幅 7.63%(上月 0.58%)，A 股大盘(中证 A 股)涨幅 0.53%(上月 0.92%)；H 股地产指数(克而瑞内房股领先指数)涨幅 1.35%(上月 7.15%)，H 股物业指数(恒生物业服务及管理指数)涨幅 -1.81%(上月 4.62%)，H 股大盘(恒生指数)涨幅 2.74%(上月 3.74%)。近三个月 A 股涨幅前 3 的房企为金科股份、中南建设和绿地控股，港股为合景泰富、金辉集团和禹洲集团

估值水平：

截至 7 月 25 日收盘，A 股 PB 最高的 3 家房企为招商蛇口、滨江集团和华发股份，H 股 PB 最高的 3 家房企为华润置地、龙湖集团和越秀地产。从跟踪房企(38 家)来看，截至 7 月 25 日收盘，A 股 PB(MRQ)最高的 3 家房企为招商蛇口、滨江集团和华发股份，PB(MRQ)分别为 1.33、1.25 和 1.22。H 股 PB(MRQ)最高的 3 家房企为华润置地、龙湖集团和越秀地产，PB(MRQ)分别为 0.88、0.73 和 0.72。A 股 PE(TTM)最高的 3 家房企为绿地控股、招商蛇口和新城控股，PE(TTM)分别为 94.70、27.21 和 22.93。H 股 PE(TTM)最高的 3 家房企为中骏集团、越秀地产和金辉集团，PE(TTM)分别为 70.92、8.66 和 8.43。

投资策略：

基于行业格局进一步分化，“高负债、高杠杆、高周转”的粗放式发展模式难以为继的行业趋势，我们推荐两条投资主线：主线一：重点布局高能级城市，具有信用优势的优质央企、国企。优质央国企有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，高能级城市布局较多的保利发展、越秀地产等龙头央国企将有望受益。主线二：具有优质的经营体系，开发主业稳健，同时在地产运营和服务领域有所建树的优质房企。我们推荐在运营效率、产品质量和战略布局等方面都是行业翘楚，同时具备较为领先的不动产综合运营能力的龙头房企。开发业务稳健，同时在不动产运营和服务领域具有一定先发优势和布局优势的龙湖集团、万科A等龙头房企，有望在行业发展转型过程中抢占先机。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

【东兴轻工制造】轻工制造行业：政策向暖，家居板块估值提升可期（20230727）

事件：中共中央政治局7月24日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议提及“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”等内容。

地产政策有望持续优化，家居消费获支撑。政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，同时本次会议中未提及“房住不炒”。我们认为会议措辞的变化或表明政策将进一步向暖，看好未来各地地产相关政策持续出台。当前在高线城市的销售侧仍有施政空间，包括限购、利率等环节，未来相关政策进一步放松值得期待，地产销售数据有望得到支撑。另外，政治局会议提出“积极推动城中村改造”，此前7月21日国常会亦审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，预计城中村改造将带动存量房的翻新，从而增加家居消费需求。

家居消费刺激措施有望落地，需求景气持续性可期。政治局会议指出“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费”，叠加此前印发的《关于促进家居消费若干措施的通知》，具体措施的落地有望持续提振家居需求。上半年，我们统计的12城二手房销售面积同比增速超40%，住宅竣工数据同比增速近20%，两者带来的家居需求有望在6-12个月内逐步释放。家居消费政策文件的出台，叠加上半年较快的二手房销售及新房竣工数据支撑，家居未来需求景气度的持续性仍值得期待。

家居公司当前估值较低，政策向好有望驱动估值修复。当前家居上市公司估值五年分位数普遍较低。受益春节后的消费复苏，家居板块二季度业绩增长可期，我们判断低估值或主要反映对未来地产销售及家居消费的悲观预期。近期地产及家居消费政策频发，家居端政策将提振中短期家居需求，地产端政策将稳定未来家居需求的预期；未来各地政策继续出台落地仍可期待，有望带动家居板块实现估值的回升。

投资建议：家居板块的低估值水平已充分反映地产及家居消费的悲观预期，在政策边际改善的刺激下，有望迎来估值提升的行情。家居行业当前依然高度分散，头部家居企业有望持续通过品类与渠道扩张提升市场份额，具备持续的成长空间，因此优质家居公司仍具备较好的配置价值。当前阶段，我们推荐关注预计业绩弹性更大的定制家具板块，索菲亚、志邦家居、欧派家居、金牌厨柜；以及受益智能马桶品类渗透率提升的瑞

尔特；同时建议关注业绩确定性强的顾家家居、喜临门。

风险提示：地产销售回暖不及预期；消费需求疲弱；原材料价格大幅波动。

(分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044)

【东兴煤炭】中国神华（601088）：完整产业链成就全球能源巨头，“中特估”加持，投资价值有望提升（20230727）

中国神华煤炭上下游完整产业链成就全球能源巨头。中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，逐步形成煤炭“生产——运输（铁路、港口、航运）——转化（发电及煤化工）”一体化运营模式，其中自有铁路成为神华一体化经营的重要部分。是我国最大的煤炭生产企业和销售企业，2020年以来，归母净利润持续增长；其中煤炭分部贡献公司主要营收，占公司总营业收入的80%左右。煤炭储量居行业首位，丰富煤炭资源为公司利润保驾护航。公司销售净利率处行业前列，公司总体毛利率稳定在40%左右。

煤矿产能优越，构建自产煤炭成本护城河。2022年公司发布公告，神山露天煤矿、黄玉川煤矿、青龙寺煤矿生产能力共核增460万吨/年。与行业其他主要竞争者（中煤能源、兖矿能源、陕西煤业）对比，中国神华自产煤单位成本具明显相对优势。长协定价机制稳定煤炭售价。

一体化经营模式增强公司经营稳定性。公司其他业务以煤炭为中心展开。发电业务：“煤电联营”经营模式稳定公司业绩。独特的特许经营模式使得中国神华发电业务经营业绩具备高确定性和强稳定性。煤化工业务：收入稳定，产品结构灵活调整。运输业务：自有铁路运输成本低、距离短，使得自有铁路成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分，港航联合完善销售链条。公司近五年来吨煤运输成本在0.08元/吨公里以下，成本维持低位。新能源产业：公司在新能源项目开发和投资产业基金上双力齐发。一体化经营模式增加公司经营稳定性。

公司现金流充沛、分红稳定，“中特估”加持，投资价值有望提升。公司业绩稳定，现金流充沛。分红稳定，2022年公司股利支付率为72.77%，居行业前位。资本市场对全年经济弱复苏形成一定预期，在“中特估”加持下，销售结构稳定且高分红高盈利低估值的煤炭股中国神华具备提估值基础的可能，投资价值有望提升。

投资建议：我们认为，公司煤炭以长协煤业务为主，和铁路板块均业绩稳健，盈利能力有保障，抗风险能力强。电力板块受装机不断增长，同时公司在售电业务加速发展，盈利有望显著改善。预计公司23~25年归母净利润有望达630/633/651亿元，对应EPS为3.17/3.18/3.28元，并且公司作为ESG水平领先的国内煤电一体化能源央企，有望享受中国特色估值溢价，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904 研究助理：莫文娟 执业编码：S1480122080006 电话：010-66555574)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526