



Research and  
Development Center

# 基本面稳健，低价买入优质类成长公司

煤炭行业 2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 26 日

左前明 能源行业首席分析师  
王晶晶 煤炭行业分析师  
周 杰 研究助理  
王志民 研究助理

## 基本面稳健，低价买入优质类成长公司

### 2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 26 日

#### 本期内容提要：

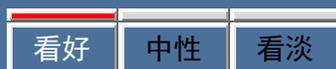
- 核心观点：** 2016 年开展供给侧改革以来，煤炭供给的集中度逐步提升，一方面向大型煤炭企业集中，另一方面向煤炭主产区（晋陕蒙新）集中，使得煤炭供给的可控性增强以及供需空间不平衡的问题愈发突出。在需求端随着宏观经济步入中高速增长阶段，伴随消费升级和技术进步，煤炭将呈现更多消费属性，波动性降低，进入稳步增长时期。而当前煤炭行业的负债率因资产总额的增加而有所下降，但负债总额并没有减少，究其原因是因为当前煤炭价格下企业经营性净现金流仅能维持财务费用和资本开支，并无能力偿还负债。同时主产区煤炭产量占比的提升意味着煤炭行业对地方经济社会稳定与发展的重要性也在提升。在“去杠杆”政策背景下，行业供给可控、需求稳健，煤价有望维持高位并持续一定时间以降低煤企负债至合理水平。因此当前市场系统性高估了煤炭需求受宏观经济尤其投资（基建、地产）的周期性属性，系统性地低估了其作为基础能源和资源品的消费属性以及供给的可控性。伴随健康基本面延续，板块有望迎来系统性修复行情，重点关注低估值、高安全边际，有稳定增长预期的类成长性标的。
- 需求端，下半年煤炭消费有望恢复。** 今年上半年受宏观经济影响，全社会用电量和发电量在去年高基数的基础上增速有所回落。同时得益于来水较好，水电发电量增速大幅提升，挤压火电发电量增速仅为 0.2%，但受厄尔尼诺影响夏季我国气候格局大概率呈现“南涝北旱”，过度降水会抑制水电出力，全年水电增速大概率较当前的高增速明显回落，火电增速有望恢复，进而带动煤炭消费需求恢复。中长期来看，宏观经济下行压力带来一定不确定性，但在经济结构调整和产业结构升级中，技术进步和居民消费升级使得三产和城乡居民生活对用电增长的贡献度逐步提升，带动能源消费弹性的韧性和持续性逐步增强。此外，受制于消纳能力、可靠性、经济性等因素，合计发电占比 12% 左右的风电、太阳能、核电发电量增速在当前基础上将稳中有降；发电量占比 15% 的水电受制于水资源条件，发电量高速增长的时代已经过去，更多的是受天气影响而上下波动，那么火电以及煤炭消费的韧性和弹性凸显。
- 供给端，随着行业集中度提升，供给可控性增强。** 供给侧改革以来，煤炭行业集中度逐步提升，体现在向大型煤炭生产企业集中以及向晋陕蒙集中两方面，由此带来行业供给的可控性增强以及行业健康运行对主产区经济社会稳定重要性增强。2019 年去产能的继续实施以及事故频发下安全监察趋严，将使得违法违规产能以及落后产能将进一步出清，有利于煤炭行业保持较高景气度；在去产能的同时，保供应工作主要由先进产能承担，先进产能多集中在大型

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 证券研究报告

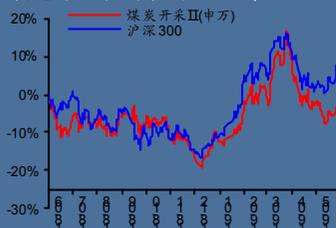
### 行业研究——投资策略

#### 煤炭行业



上次评级：看好，2019.05.24

#### 煤炭行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

**左前明** 能源行业首席分析师  
 执业编号:S1500518070001  
 联系电话: +86 10 83326795  
 邮箱: zuoqianming@cindasc.com

**王晶晶** 煤炭行业分析师  
 执业编号: S1500517050002  
 联系电话: +86 10 83326733  
 邮箱: wangjingjing1@cindasc.com

**周杰** 研究助理  
 联系电话: +86 10 83326797  
 邮箱: zhoujie@cindasc.com

**王志民** 研究助理  
 联系电话: +86 10 83326951  
 邮箱: wangzhimin@cindasc.com

#### 相关研究：

《20181210 消费性增强和系统低估下价值回归》2018.12.10

《20180907 能源需求弹性规律与趋势深度研究》2018.09.07

煤炭企业，行业集中度将进一步提升，大型煤炭企业将更多的享受到行业高景气的红利。此外，新建煤矿的大型化使得初期投资明显加大，准入门槛提高，财力更加雄厚大型煤炭企业将更多的承担行业产能扩张的任务，意味着大型煤炭企业将有更多的发展机会，同时行业产能扩张也愈发受大型煤炭企业财务状况制约。

- ◆ **价格方面，供给可控、需求稳健且“去杠杆”任务依然艰巨下，产地煤炭价格有望保持高位，下半年大概率持平于上半年。**大型国有煤炭企业近两年资产负债率下降来自资产总额的增加，负债总额并没有降低，总体看，2018年煤炭企业的经营性净现金流仅能覆盖住资本开支和利息费用，并没有偿还债务的能力。根据2018年国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中的指引，我们认为国有煤炭企业的负债率要降至70%以下。按2018年煤炭价格、当前的负债率（74.64%），以及负债率降低的幅度（1.48%），达成目标至少需要3年的时间。故基于当前供给可控性增强、煤炭经济对主产区重要性增强以及需求不会出现失速下滑，近3年煤炭价格有望稳定在高位，以达成“去杠杆”的目标。因此我们认为，与企业盈利相关性更强的产地煤炭价格在2019年下半年大概率持平于上半年，若宏观逆周期调节政策效果显现，煤炭消费需求进一步提升的情况下，产地煤价中枢有望继续上移。
- ◆ **投资策略：基本面稳健下低价买入优质类成长公司。**在板块尤其是估值明显背离基本面走势状态下，低估值和高安全边际使得煤炭板块兼具了价值属性。面对稳健的基本面，煤炭板块将享受时间的红利，系统性修复行情可期。维持行业“看好”评级。选股策略关注三条主线，一是低估值、具有稳定增长预期的兖州煤业、陕西煤业；二是业绩稳健、现金流强劲的价值龙头中国神华；另外建议积极关注具有资产注入预期的西山煤电、大同煤业等公司。
- ◆ **风险因素：**宏观经济大幅失速下滑、煤炭去产能相关政策发生明显调整等。

## 目录

上半年回顾：煤炭板块走势平稳，供需微增，港口与产地煤价背离.....	1
1、煤炭板块与上证指数走势基本持平.....	1
2、2019年上半年煤炭行业供给需求均缓慢增长.....	1
3、2019年以来，港口煤价下跌，产地煤价中枢上移，国际动力煤价格疲软.....	3
供给端：行业集中度不断提升，供给可控性增强.....	5
1、供给侧改革以来煤炭行业集中度在提升.....	5
2、当前煤炭行业盈利恢复但负债依然高企，偿债压力较大.....	6
3、煤炭企业负债率大概率要降至70%以下.....	10
4、晋陕蒙对煤炭经济依赖性强.....	10
5、2019年结构性去产能继续开展.....	11
需求端：火电增速下半年有望恢复，带动煤炭消费提升.....	14
1、今年以来火电发电量增速有所回落，下半年有望恢复.....	14
2、居民用电和新兴产业用电增强电力消费的韧性.....	15
价格：供给可控性增强，需求稳健，下半年煤价有望维持高位，均价环比持平.....	18
投资机会：以便宜的价格买入优质类成长公司.....	19
1、当前煤炭板块已经足够便宜.....	19
2、基于板块低估值以及行业稳健基本面，我们维持行业“看好”评级.....	21
3、三条投资主线.....	21
风险因素.....	22

## 表目录

表 1: 供给侧改革以来大型矿井数量增加，煤炭产量的集中度提升.....	6
表 2: 2018年各省区煤炭企业收入及盈利占工业企业的比重（万吨）.....	11
表 3: 山西煤炭上市公司关键指标及体外煤炭资产（亿元，倍，万吨）.....	22

## 图目录

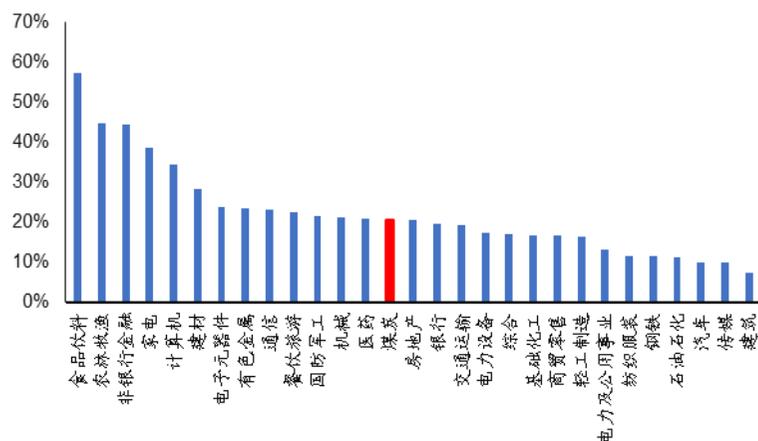
图 1: 2019年煤炭板块累计涨幅20.56%（截至6月25日收盘价）.....	1
图 2: 煤炭板块与上证指数走势基本持平（截至6月25日收盘价）.....	1
图 3: 煤炭产量增速收窄（亿吨）.....	2
图 4: 非煤炭主产区省份产量持续衰减.....	2
图 5: 煤炭行业固定资产投资情况开始回暖（亿元）.....	2
图 6: 煤炭消费量正增长，增速回落（亿吨）.....	2
图 7: 国有重点煤矿库存处于低位（万吨）.....	3
图 8: 重点电厂煤炭库存近年趋势上升（万吨、天）.....	3
图 9: 秦皇岛港(Q5500K)煤价中枢回调（元/吨）.....	4
图 10: 产地煤炭价格中枢继续上移（元/吨）.....	4
图 11: 国际煤炭价格2019年出现明显下滑（美元/吨）.....	4
图 12: 2019年国际石油天然气价格回落（美元/桶、美元/百万英热单位）.....	4
图 13: 港口焦煤价格保持高位（元/吨）.....	5
图 14: 产地焦煤价格保持高位（元/吨）.....	5
图 15: 全国煤炭产量往晋陕蒙新四省区集中（万吨）.....	6
图 16: 样本煤炭企业2017年度煤炭产量（万吨）.....	7
图 17: 样本煤炭企业负债率2017年开始下降.....	7
图 18: 样本煤炭企业的负债总额仍在逐步上升（亿元）.....	7
图 19: 样本煤炭企业经营性净现金流、利息支出和资本开支（亿元）.....	7
图 20: 多数煤炭企业资产负债率明显下降，但仍处于相对高位（70%以上）.....	8
图 21: 多数煤炭企业负债总额不降反增（亿元）.....	8
图 22: 煤炭企业偿债压力依然较大.....	9
图 23: 分省区大型煤炭企业资产负债率.....	9
图 24: 主要产煤省区煤企的负债总额均有不同程度的增加（亿元）.....	9
图 25: 山西、河北、河南、四川、贵州的煤企偿债压力更为突出.....	10
图 26: 今年以来全社会用电量正增长，增速回落（亿千瓦时）.....	14
图 27: 今年以来发电量正增长，增速回落（亿千瓦时）.....	14
图 28: 今年以来火电发电量增速回落（亿千瓦时）.....	15
图 29: 今年以来水电、核电发电量增速同比继续提高（%）.....	15
图 30: 三产业及城乡居民用电量占比趋势上行.....	16
图 31: 第二产业、第三产业与城乡居民用电拉动率趋势上行.....	16
图 32: 2017年全社会用电量细分子行业增速前二十强.....	16
图 33: 2017年全社会用电量细分子行业增量贡献率前二十强.....	16
图 34: 2018年全社会用电量细分子行业增速前二十强.....	17
图 35: 2018年全社会用电量细分子行业贡献率前二十强.....	17
图 36: 2019年4月全社会用电量细分子行业增速前二十强.....	17
图 37: 2019年4月全社会用电量细分子行业贡献率前二十强.....	17
图 38: 当前煤炭板块PB处于历史绝对低位.....	19
图 39: 截至2019年6月25日28家煤炭上市公司有16家跌破净资产.....	20
图 40: 当前煤炭板块10倍左右PE反映了市场认为煤炭板块盈利见顶.....	20

## 上半年回顾：煤炭板块走势平稳，供需微增，港口与产地煤价背离

### 1、煤炭板块与上证指数走势基本持平

按照中信证券行业分类，截至 2018 年 6 月 25 日，煤炭板块累计涨幅 20.56%，板块排名第 14 位。

图 1：2019 年煤炭板块累计涨幅 20.56%（截至 6 月 25 日收盘价）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：煤炭板块与上证指数走势基本持平（截至 6 月 25 日收盘价）



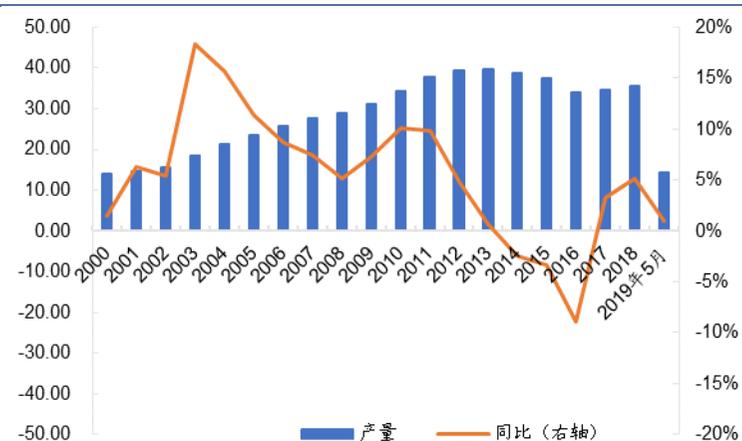
资料来源：万得，信达证券研发中心

### 2、2019 年上半年煤炭行业供给需求均缓慢增长

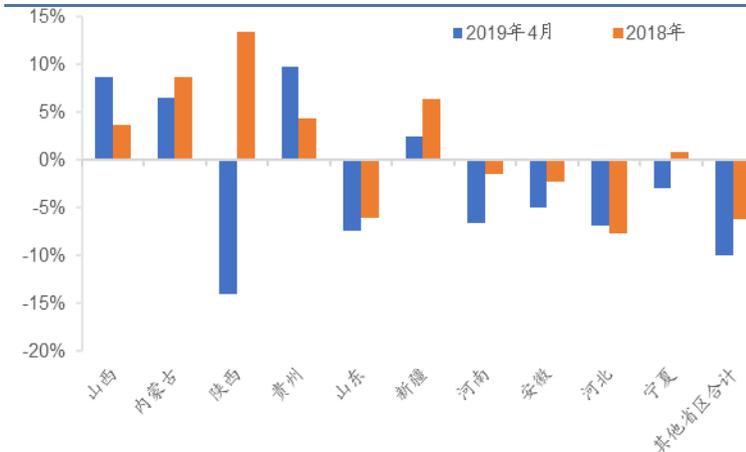
2019 年 1-5 月份全国累计生产原煤 14.23 亿吨，同比增长 0.9%，煤炭行业固定资产投资增速 13.2%。前四个月陕西、山东、河南、安徽等省份产量分别下降 14%、7.4%、6.6%、5%，其中陕西省受事故影响出现较大幅度减产，短时影响局部地区煤炭供应。

1-4 月份，国有重点煤矿库存 2257.13 万吨，同比降低 43.275 万吨，降幅 1.88%，处于历史低位；1-5 月份，重点电厂煤炭库存均值为 7153.33 万吨，同比增加 814.67 万吨，增幅 12.85%。

2019 年 1-4 月份，商品煤消费量 13.1 亿吨，同比增加 1.3%。

**图 3：煤炭产量增速收窄（亿吨）**


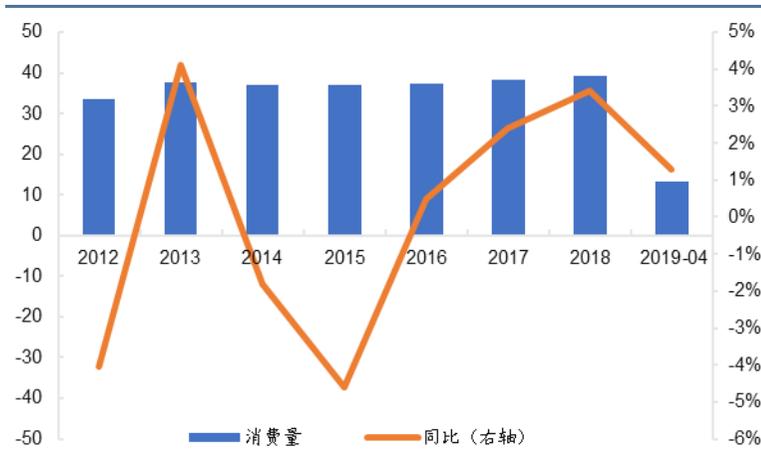
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 4：非煤炭主产区省份产量持续衰减**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 5：煤炭行业固定资产投资情况开始回暖（亿元）**

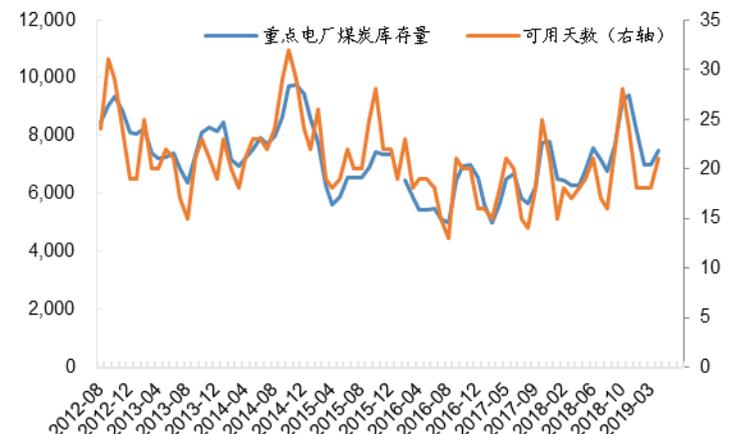

资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 6：煤炭消费量正增长，增速回落（亿吨）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 7：国有重点煤矿库存处于低位（万吨）**


资料来源：中国煤炭市场网，信达证券研发中心

**图 8：重点电厂煤炭库存近年趋势上升（万吨、天）**


资料来源：中国煤炭市场网，信达证券研发中心

### 3、2019 年以来，港口煤价下跌，产地煤价中枢上移，国际动力煤价格疲软

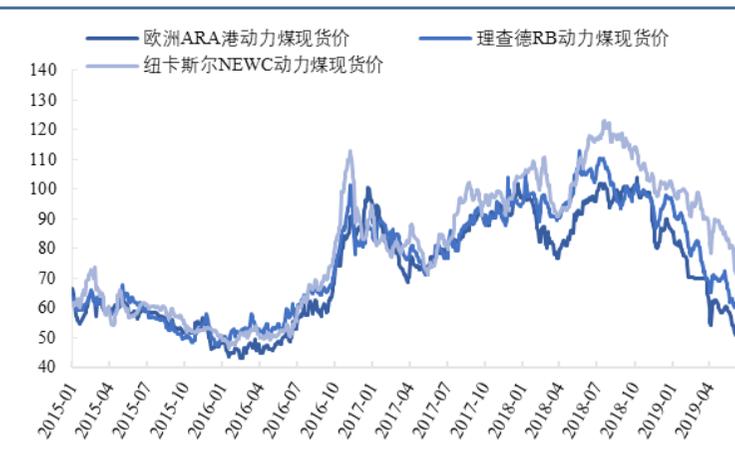
从港口煤价来看，2019 年港口煤价较为疲软，截至 6 月 24 日，秦港山西优混(Q5500K)平仓价全年均价为 605.57 元/吨，较 18 年的 649.03 元/吨下降 43.46 元/吨，降幅 6.70%。

从产地煤价来看，产地煤价中枢持续上移，截至 6 月 21 日，陕西煤炭综合价格、鄂尔多斯动力煤坑口价均价分别上涨 24.81 元/吨、9.90 元/吨，涨幅分别为 5.95%、2.71%。

**图 9: 秦皇岛港 (Q5500K)煤价中枢回调 (元/吨)**

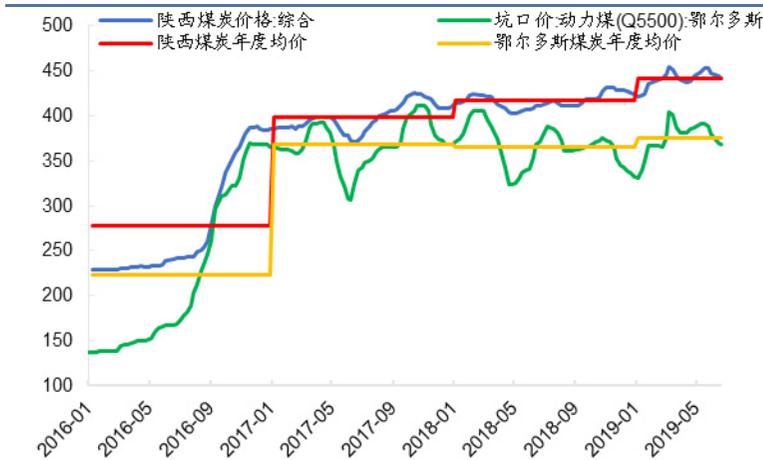

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从国际煤价来看, 2019 年国际煤价回调明显, 截至 6 月 24 日, 欧洲 ARA 港动力煤现货价、理查德 RB 动力煤现货价、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价全年均价分别为 65.62 美元/吨、74.86 美元/吨、88.71 美元/吨, 较 18 年分别下降 28.95%、24.08%、17.46%。

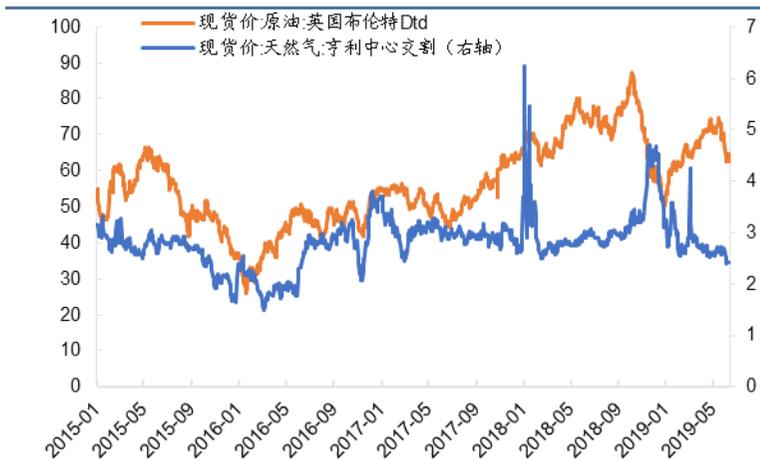
**图 11: 国际煤炭价格 2019 年出现明显下滑 (美元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从港口焦煤价格来看, 2019 年港口焦煤价格稳中上行, 截至 6 月 25 日, 京唐港主焦煤库提价、连云港主焦煤平仓价较 2018 年均价分别上涨 57.62 元/吨、57.62 元/吨, 涨幅分别为 3.27%、3.09%。

**图 10: 产地煤炭价格中枢继续上移 (元/吨)**


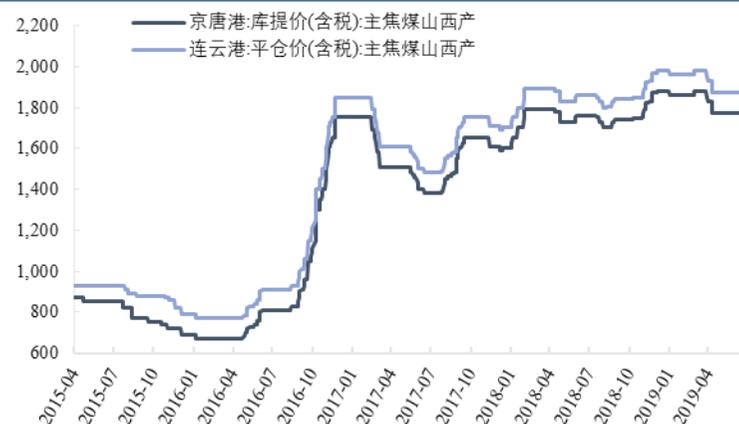
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 12: 2019 年国际石油天然气价格回落 (美元/桶、美元/百万英热单位)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

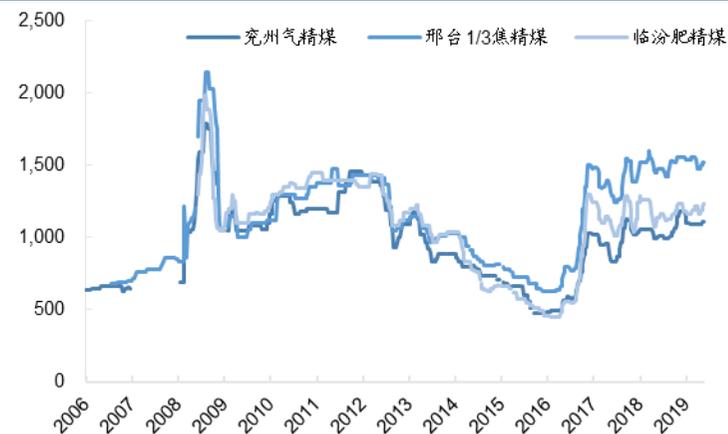
从产地焦煤价格来看，2019年产地焦煤价格整体持续向上运行，截至6月21日，临汾肥精煤车板价、兖州气精煤车板价、邢台1/3焦精煤车板价较2018年均价分别上涨10.86元/吨、46.97元/吨、18.30元/吨，涨幅分别为0.92%、4.45%、1.21%。

图 13: 港口焦煤价格保持高位 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 产地焦煤价格保持高位 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 供给端：行业集中度不断提升，供给可控性增强

### 1、供给侧改革以来煤炭行业集中度在提升

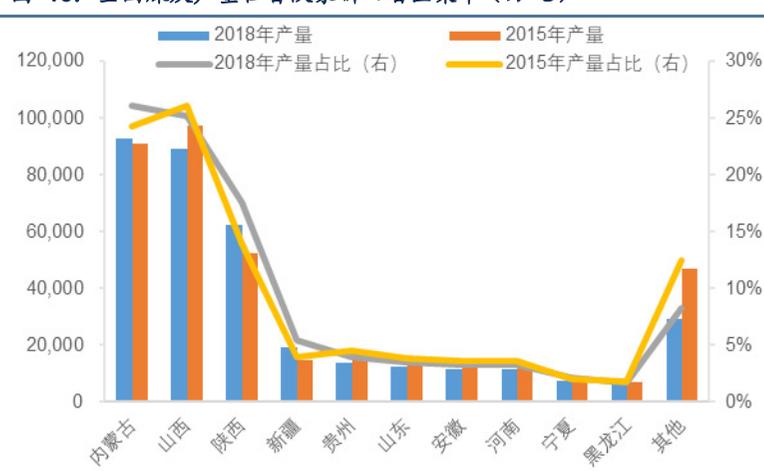
供给侧改革以来，煤炭产业的集中度逐步提升，体现在在产量稳步增加的情况下，全国煤矿数量由2016年的7866座降至约5800座左右。千万吨级煤矿由2017年的70座增加至79座（含生产和在建），亿吨级企业产量占全国比重由2016年的31.78%提升至33.17%，千万吨级企业产量占全国比重也有所增加，产量向大型煤矿集中。

分省区看，2018年内蒙、山西、陕西、新疆四省区煤炭产量占全国煤炭产量的比重分别为26.1%、25.2%、17.6%、5.4%，较2015年的24.3%、26.0%、13.9%、3.9%分别增加1.8、-0.8、3.6、1.5个pct。全国煤炭产量进一步往主产区集中。意味着煤炭行业的运行除了受国家层面的政策影响外，受主产区地方性政策影响愈发明显；同时主产区的财政等对煤炭经济的依赖程度加强。

**表 1: 供给侧改革以来大型矿井数量增加, 煤炭产量的集中度提升**

指标名称	2018	2017	2016
全国煤炭数量(座)	5800 左右	6794	7866
千万吨级煤矿(生产)(座)	42	36	
千万吨级煤矿(在建和改扩建)(座)	37	34	
亿吨级企业产量占全国比重	33.17%	32.61%	31.78%
千万吨级企业产量占全国比重	—	68.23%	66.92%

资料来源: 煤炭工业协会, 信达证券研发中心

**图 15: 全国煤炭产量往晋陕蒙新四省区集中(万吨)**


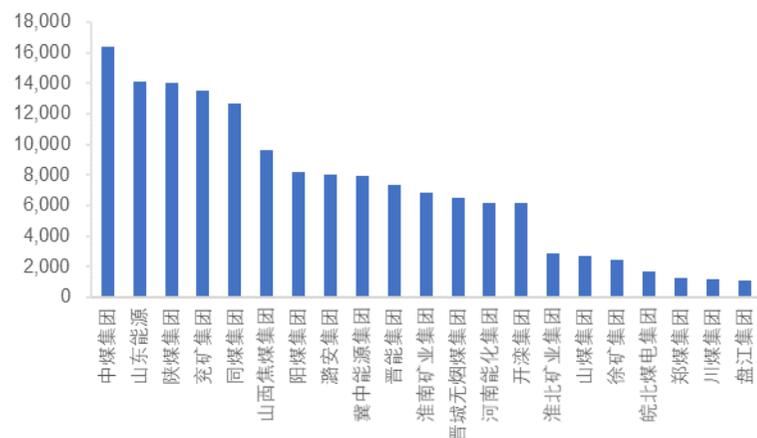
资料来源: 中国煤炭资源网, 信达证券研发中心

## 2、当前煤炭行业盈利恢复但负债依然高企, 偿债压力较大

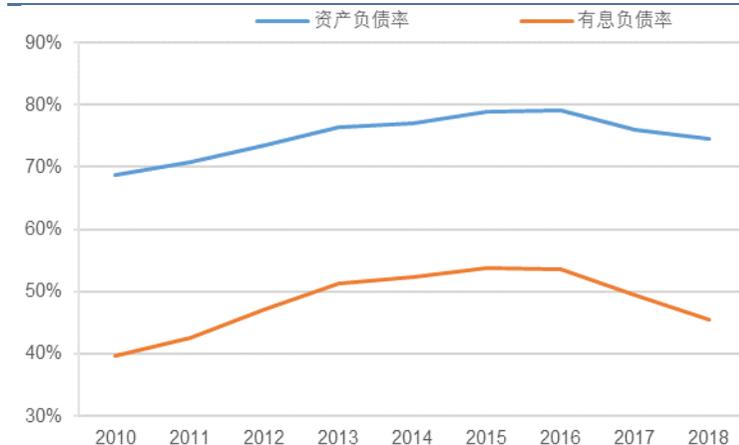
我们选取当前仍有存续公开发债信息的年产 1000 万吨以上的国有煤炭集团公司作为样本(除国家能源集团), 研究当前煤炭行业的债务和偿债能力情况, 样本涵盖 21 家煤炭集团公司。

2016 年煤炭价格触底反弹以来, 已经高位运行 3 年有余, 样本煤炭企业的综合资产负债率自 2016 年的高点有所回落, 但依然处于 74.64% 的较高水平, 有息负债率 45.46%, 较 16 年高点分别下降 4.43 和 8.04 个 pct。

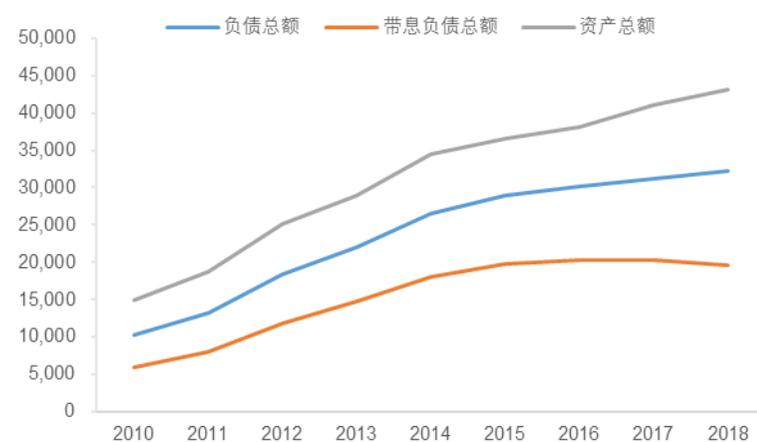
但是近两年负债率的下降并非由于负债下降, 而是来自资产总额的增加。截至 2018 年底, 样本煤炭企业合计负债总额 3.22 万亿元, 较 2016 年底增加 0.21 万亿元; 合计有息负债 1.96 万亿元, 较 2016 年底下降 0.08 万亿; 而合计资产总额 4.31 万亿元, 较 2016 年底增加 0.50 万亿元。

**图 16: 样本煤炭企业 2017 年度煤炭产量 (万吨)**


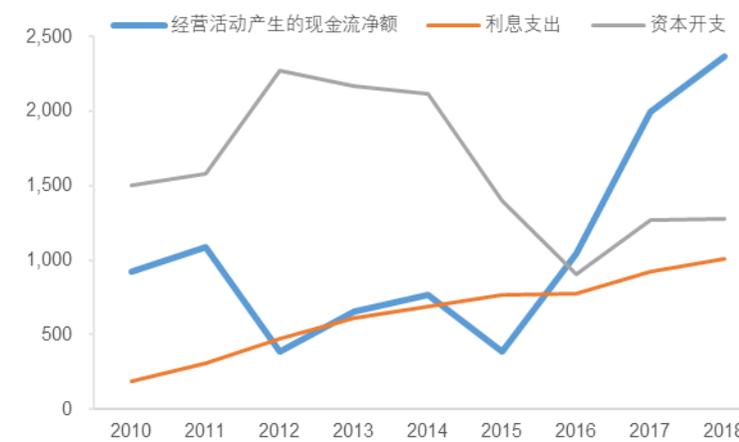
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 17: 样本煤炭企业负债率 2017 年开始下降**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 18: 样本煤炭企业的负债总额仍在逐步上升 (亿元)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 19: 样本煤炭企业经营性净现金流、利息支出和资本开支 (亿元)**


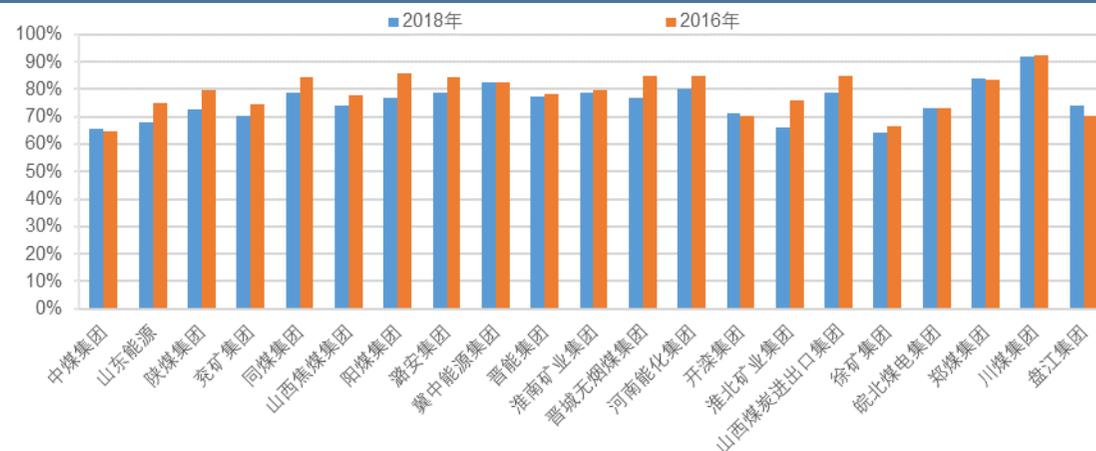
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们从样本煤炭企业近年来经营性净现金流、利息支出和资本开支情况可以看出:

1) 2012-2016 年, 行业下行, 样本煤炭企业的经营性净现金流与利息支出基本持平, 该阶段样本煤炭企业大规模的加杠杆扩张, 大量进行资本开支, 导致负债率高企。

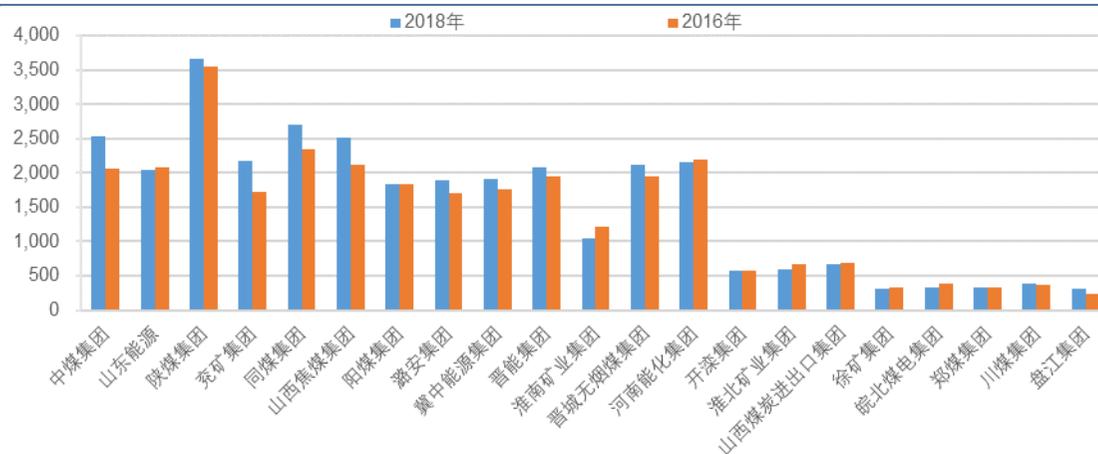
2) 2017-2018 年，煤炭价格保持高位，样本煤炭企业经营性净现金流明显提升，但是从 2018 年的数据来看，样本煤炭企业经营活动产生的现金流净额合计 2364.54 亿元，资本开支 1277.09 亿元，财务费用 1008.79 亿元；经营活动产生的现金流净额与企业的资本开支和利息支出持平，并无能力偿还负债，因此负债总额没有减少，资产负债率的降低只能靠前期资本开支逐步转固带来的资产总额的增加来实现。

图 20: 多数煤炭企业资产负债率明显下降，但仍处于相对高位（70%以上）

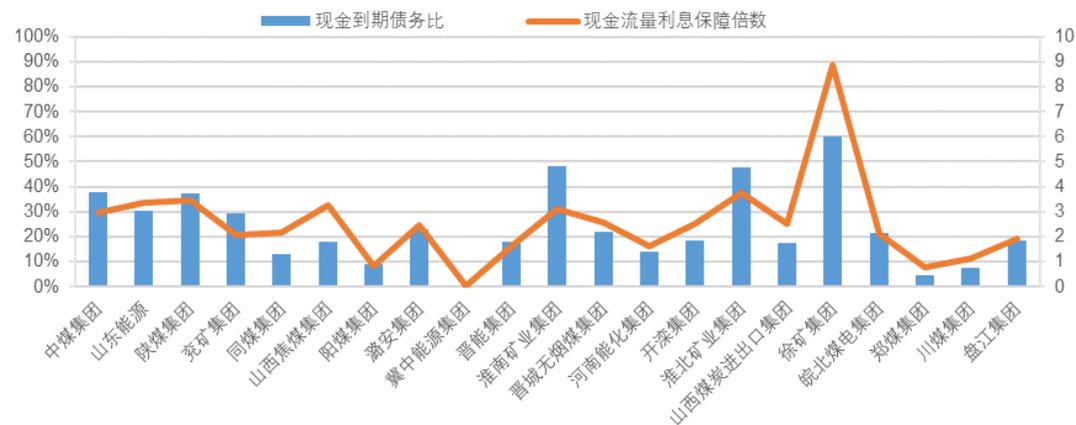


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 多数煤炭企业负债总额不降反增 (亿元)

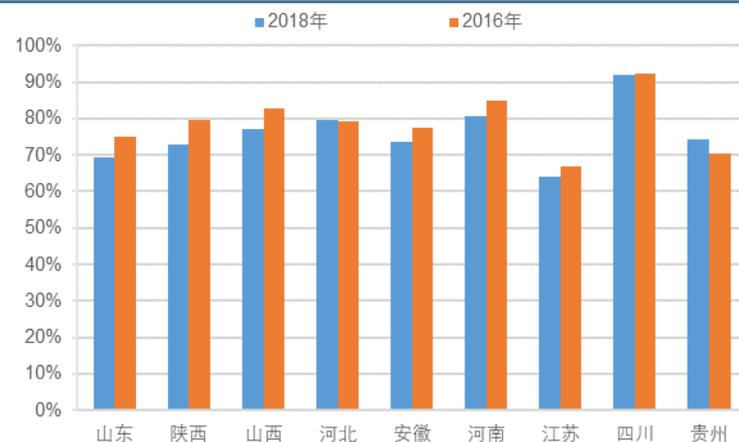


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 22: 煤炭企业偿债压力依然较大**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

分公司看, 样本煤炭企业普遍存在负债率相比 2016 年明显降低, 但债务总额却持续攀升的问题。从偿债能力上看, 2018 年样本企业综合现金到期债务比为 0.21, 现金流量利息保障倍数 2.24 倍, 偿债压力比较大。

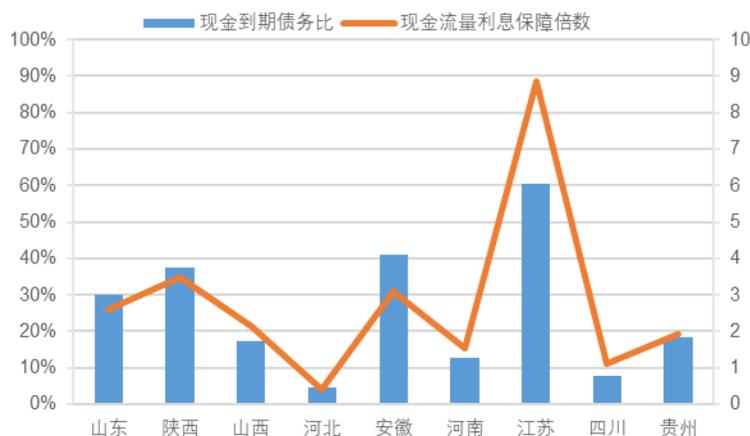
**图 23: 分省区大型煤炭企业资产负债率**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 24: 主要产煤省区煤企的负债总额均有不同程度的增加 (亿元)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 山西、河北、河南、四川、贵州的煤企偿债压力更为突出



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 3、煤炭企业负债率大概率要降至 70%以下

2018 年中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中指出通过建立和完善国有企业资产负债约束机制, 强化监督管理, 促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平。并提出了三个约束条件: 一是推动国有企业平均资产负债率到 2020 年年末比 2017 年年末降低 2 个 pct 左右; 二是国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平。三是将资产负债率设为基础约束性指标, 实施动态管理: 以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线, 基准线加 5 个 pct 为本年度资产负债率预警线, 基准线加 10 个 pct 为本年度资产负债率重点监管线。

按照 2018 年的数据, 煤炭行业规上企业的平均资产负债率为 65.66%, 则预警线为 70.66%, 重点监管线为 75.66%。因此我们认为, 国有煤炭企业降负债的短期目标是将资产负债率降至 70%以下。

2018 年样本煤炭企业综合资产负债率为 74.64%, 同比 2017 年下降 1.48 个 pct, 那么煤炭企业维持当前煤价, 资本开支不扩张的情况下, 资产负债率降至 70%以下需要约 3 年时间。

### 4、晋陕蒙对煤炭经济依赖性强

随着煤炭产量愈发往晋陕蒙新四省区集中, 当地财政收入、经济发展与就业与煤炭行业发展愈发密切。2018 年山西、内蒙、陕西煤炭企业营业收入占工业企业的比重分别为 38.28%、16.74%和 12.64%, 利润总额占比分别为 57.3%、37.52%和 36.68%。煤炭行业维持高景气度以及企业的稳健经营对当地经济社会稳定和发展的有着至关重要的作用。因此, 从这个角度看, 晋陕蒙三大主要产煤省对煤炭价格的稳定性或省属企业的盈利能力是较为看重的, 煤价上涨往往对应其财政收入、地方

经济是向好的。这也是我们看到近两年来，陕蒙等主要产煤省严控超能力生产，严格煤管票制度控制煤炭销量稳定市场的一个重要原因。可以预见，伴随晋陕蒙三省相对全国的产能集中度提升，其对煤炭供给的控制力也将逐步提升，通过地方性调控措施，控制煤炭供给，稳定市场的能力也在增强。

**表 2: 2018 年各省区煤炭企业收入及盈利占工业企业的比重 (万吨)**

	营业收入占比	利润总额占比	原煤产量	原煤产量占比
山西	38.28%	57.30%	89340.0	25.20%
内蒙古	16.74%	37.52%	92597.0	26.11%
陕西	12.64%	36.68%	62324.5	17.58%
河北	2.52%	0.71%	5505.3	1.55%
安徽	3.13%	2.97%	11529.1	3.25%
河南	2.34%	2.11%	11366.6	3.21%
山东	2.23%	3.70%	12169.4	3.43%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 5、2019 年结构性去产能继续开展

2019 年，去产能工作将全面转入结构性去产能、系统性优产能的新阶段。2019 年 4 月 29 日国家发改委联合应急管理部等部委发布《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》以及 4 月 30 日国家发改委、工信部和能源局发布的《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》中指出，接下来的去产能工作重点围绕以下几方面开展。

**1) 出清“僵尸企业”。**长期停工停产、连年亏损、资不抵债，没有生存能力和发展潜力的“僵尸企业”，将作为去产能工作重点。

**2) 退出落后和不安全的煤矿。**

2019 年以来国家煤监局组织开展对开采深度超千米的煤与瓦斯突出煤矿或冲击地压煤矿进行安全论证，对煤与瓦斯突出等高风险煤矿开展“体检”式重点监察，并根据论证和体检报告分类处置。对具备灾害防治能力的严格控制开采强度，在现有条件下难以有效治理的纳入去产能范围。

**3) 退出达不到环保和质量要求的煤矿。**

按照有关法律法规和国发[2016]7 号文件规定，对其他开采范围与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠的煤矿，产品质量达不到《商品煤质量管理暂行办法》要求的煤矿，将引导有序退出。

**4) 严格新建改扩建煤矿准入。**以下煤矿将停止核准：山西、内蒙古、陕西新建和改扩建后产能低于 120 万吨/年的煤矿，宁

夏新建和改扩建后产能低于 60 万吨/年的煤矿，其他地区新建和改扩建后产能低于 30 万吨/年的煤矿；新建和改扩建后产能低于 90 万吨/年的煤与瓦斯突出煤矿；新建开采深度超 1000 米和改扩建开采深度超 1200 米的大中型及以上煤矿，新建和改扩建开采深度超 600 米的其他煤矿；新建产能高于 500 万吨/年的煤与瓦斯突出煤矿，新建产能高于 800 万吨/年的高瓦斯煤矿和冲击地压煤矿。

具体工作在两个方面开展：

**一是由国家煤矿安监局牵头，全面清理冲击地压矿井、煤与瓦斯突出矿井产能。**违规核增能力的矿井一律恢复到核增前产能。按照限产、停产、关闭的原则于 2019 年 6 月底前提出分类处置意见，并督促各地组织落实。其中，经论证具备灾害防治能力且治理到位的，需减少单班入井人数，适当调减产能规模，开采深度超千米的冲击地压和煤与瓦斯突出矿井产能核减 20%；二是对冲击地压治理措施不到位的，立即停产整改，整改到位后方可恢复生产；三是技术条件不足，停而不整以及整改后仍达不到安全生产条件的，2019 年底前依法淘汰退出。

目前全国共有煤矿 6302 处，总核定生产能力 47 亿吨/年，其中，现有冲击地压矿井产能约 4 亿吨/年，三分之二分布在煤炭净调入省份，尤其以山东、江苏、甘肃、辽宁等省份占比高，其中煤与瓦斯突出矿井能力约 6 亿吨/年，主要分布在云贵川渝、安徽、山西、河南。超千米冲击地压矿井总核定生产能力约 5460 万吨/年，按照核减产能 20% 计算，将会影响存量煤炭产能 1092 万吨/年。超千米煤与瓦斯突出矿井生产能力约 7500 万吨/年，我们按照核减产能 20% 计算，将会影响存量煤炭产能 1500 万吨/年。因此，上述政策落实有望缩减的整体产能规模在 2500 万吨左右。

**另一方面要求力争到 2021 年底，全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。**2019 年基本退出以下煤矿：晋陕蒙宁等 4 个地区 30 万吨/年以下、冀辽吉黑苏皖鲁豫甘青新等 11 个地区 15 万吨/年以下（不含 15 万吨/年）、其他地区 9 万吨/年及以下的煤矿；长期停产停建的 30 万吨/年以下“僵尸企业”煤矿；30 万吨/年以下冲击地压、煤与瓦斯突出等灾害严重煤矿。属于满足林区、边远山区居民生活用煤需要或承担特殊供应任务且符合资源、环保、安全、技术、能耗等标准的煤矿，经省级人民政府批准，可以暂时保留或推迟退出。

根据能源局公告，截至 2018 年 12 月，全国生产期小型矿井数量 2152 处，生产能力 24264 万吨。我们测算 2019-2021 年将关闭退出小型矿井产能 3900 万吨左右/年，主要影响区域在西南的云贵川，以及两湖一江和东北地区，赣、鄂、湘、川、黑地区受影响产能分别占比 54%、37%、21%、17%、11%，供需的结构性错配问题将有所加剧。

综合以上来看，去产能政策的继续深入将给煤炭行业带来以下几方面的影响：

1) 去产能的继续实施有利于违法违规产能以及落后产能的出清，同时使得大型煤炭企业的产能占比进一步提高，也有利于煤炭行业保持较高景气度；

- 2) 新建煤矿的大型化使得初期投资明显加大，准入门槛提高，财力更加雄厚大型煤炭企业将更多的承担行业产能扩张的任务，意味着大型煤炭企业将有更多的发展机会，同时行业产能扩张也愈发受大型煤炭企业财务状况制约；
- 3) 在去产能的同时保供应工作方面，根据近两年保供应的实际情况来看，一旦发生煤炭供给阶段性紧缺，保供应的任务主要由先进产能承担，先进产能多集中在大型煤炭企业中，因此大型煤炭企业将更多的享受到更多行业高景气的红利。

## 需求端：火电增速下半年有望恢复，带动煤炭消费提升

### 1、今年以来火电发电量增速有所回落，下半年有望恢复

2019年以来，全社会用电及发电量增速较上年有所回落。截至5月份，总发电量2.22万亿千瓦时，同比增长3.3%，较去年全年增速降低3.5个pct；其中火电发电量1.66万亿千瓦时，同比增长0.2%，增速较去年全年降低5.8个pct；水电发电量增速12.8%，较去年全年增速提高提升8.7个pct。火电发电量增速较低的原因是在总发电量增速下降的同时，发电占比约15%的水电发电量大幅提升。

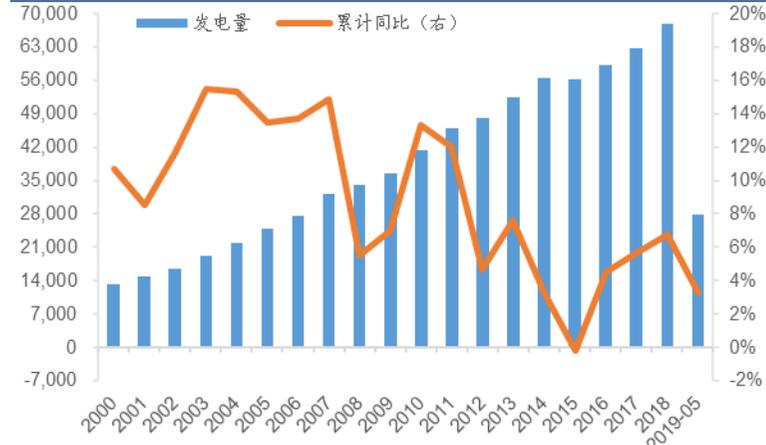
根据中国气象局消息，受厄尔尼诺气候影响，今年夏季我国大概率呈现“南涝北旱”的气象格局，降水过多或将制约水电出力，因此下半年水电发电量增速大概率下滑，火电发电量增速有望恢复。

图 26：今年以来全社会用电量正增长，增速回落（亿千瓦时）



资料来源：万得，信达证券研发中心

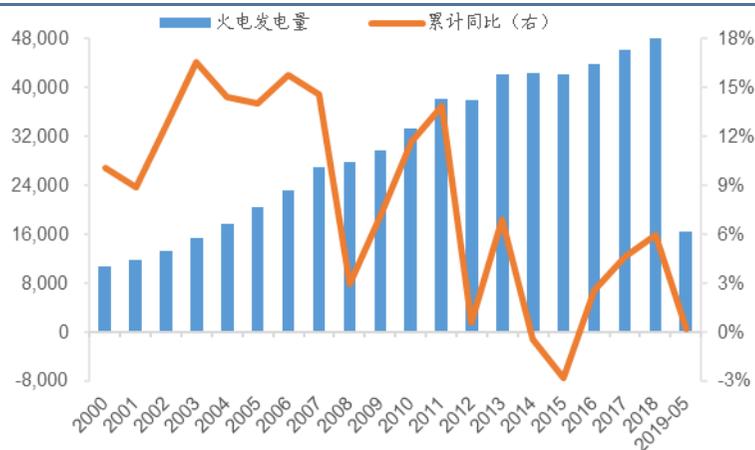
图 27：今年以来发电量正增长，增速回落（亿千瓦时）



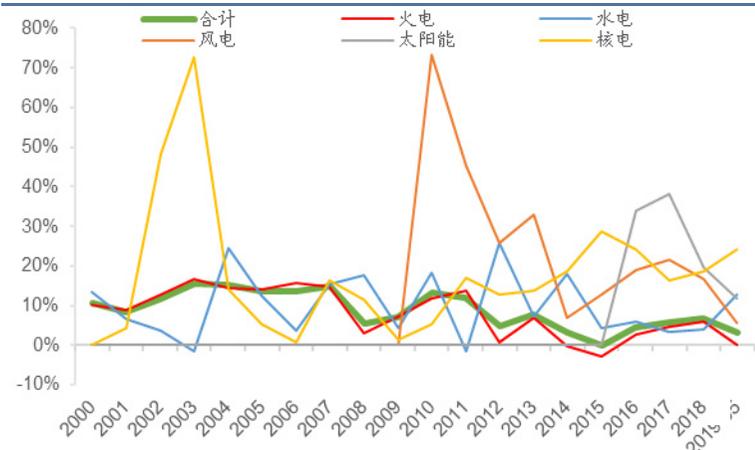
资料来源：万得，信达证券研发中心

截至5月份，风电、太阳能、核电发电量增速分别为5.6%、11.9%和24.3%，分别较去年全年增速下降13.2个pct、5.3个pct和上升9.3个pct，增速仍高于总的发电量增速。

我们认为，受制于消纳能力、可靠性、经济性等因素，风电、太阳能、核电发电量增速在当前基础上将稳中有降；但是在能源清洁利用的大趋势下，增速仍高于总发电量增速，因此在发电结构中的占比将继续提升，但幅度有限。而水电方面，受制于水资源条件，经济可开发的大型水电站已基本建设完毕，水电发电量高速增长的时代已经过去，更多的是受天气影响而上下波动。在这种条件下火电在发电结构中的份额将稳中有降，但降幅有限。

**图 28: 今年以来火电发电量增速回落 (亿千瓦时)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

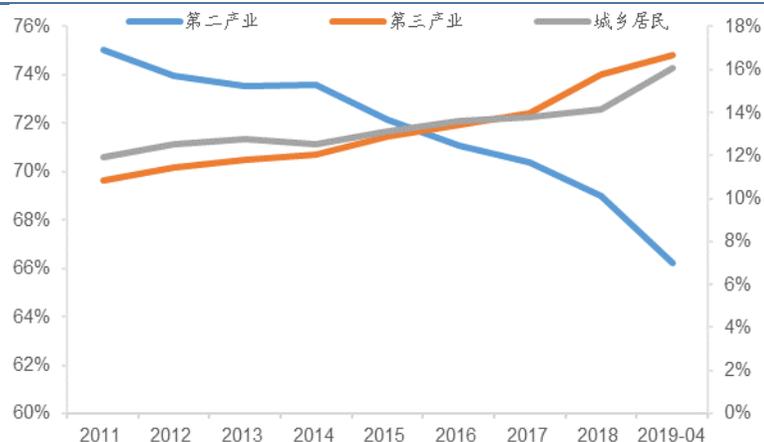
**图 29: 今年以来水电、核电发电量增速同比继续提高 (%)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

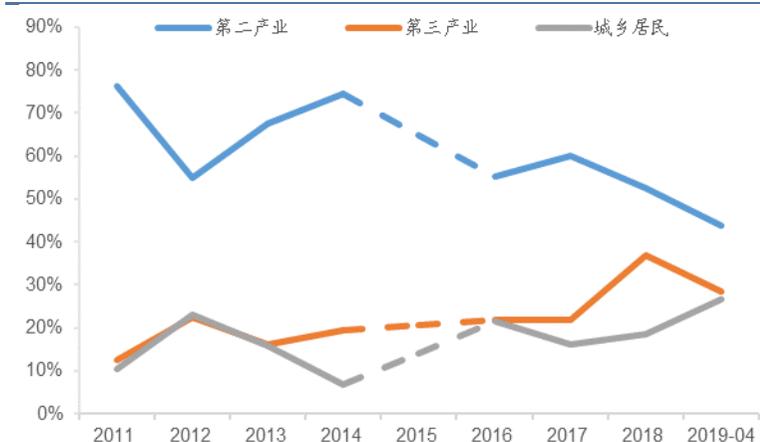
## 2、居民用电和新兴产业用电增强电力消费的韧性

今年前 4 个月第二产业、第三产业与城乡居民用电量占比分别为 66.25%、16.70%、16.08%，相较于 2018 年分别下降 2.76 个 pct、上升 0.92 个 pct 和 1.93 个 pct。从用电量拉动率角度看，今年以来，第二产业用电量拉动率小于第三产业及城乡居民用电量拉动率之和。我们认为在产业结构调整升级的同时，一方面技术进步使得互联网、云计算、大数据、电动汽车、高端制造业等行业迎来高速发展期带动相关行业用电用能的增长；另一方面居民消费升级，居民对精神文化生活的追求拉动教育、文化、体育和娱乐业用电量的飞速提升，同时居民物质生活水平的提高使得城乡居民生活用电的增长也非常可观。

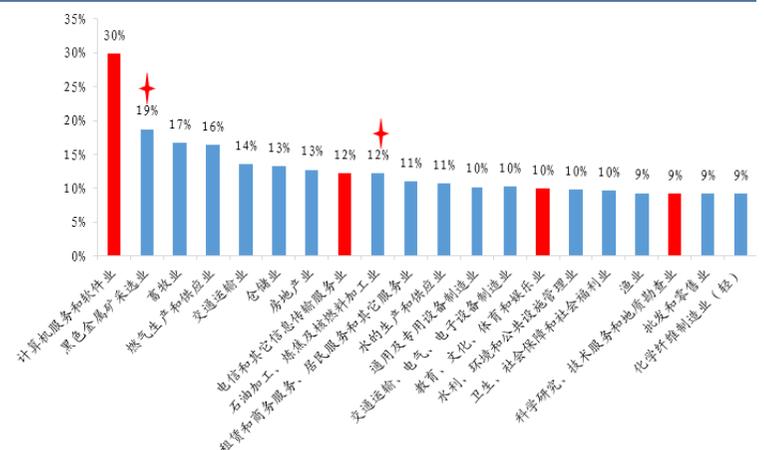
三产和城乡居民生活用电的增长属性不同于二产的地方主要有两点，1) 上升趋势明显，只要社会技术水平在进步和居民生活水平在提高，三产和城乡居民生活用电用能就在上涨趋势中；2) 周期性波动弱，不同于二产的用电用能受经济周期、投资周期和产能周期多因素的影响，三产和城乡居民生活用电受影响因素较少，周期性波动较弱。因此，三产和城乡居民生活用电的增长是有韧性的，从而带动全社会用电增长的韧性逐步增强。尽管当前经济增长乏力，工业用能减弱，但基于逆周期调节政策工具充足以及结构调整带来的全社会用电增长的韧性逐步增强，我们认为全社会用电不会发生大幅失速下滑，并有望随着宏观经济企稳恢复而逐步恢复。

**图 30: 三产业及城乡居民用电量占比趋势上行**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

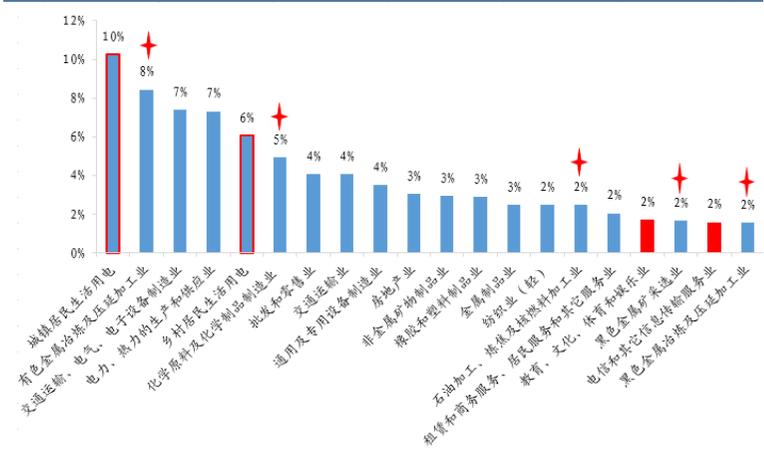
**图 31: 第二产业、第三产业与城乡居民用电拉动率趋势上行**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

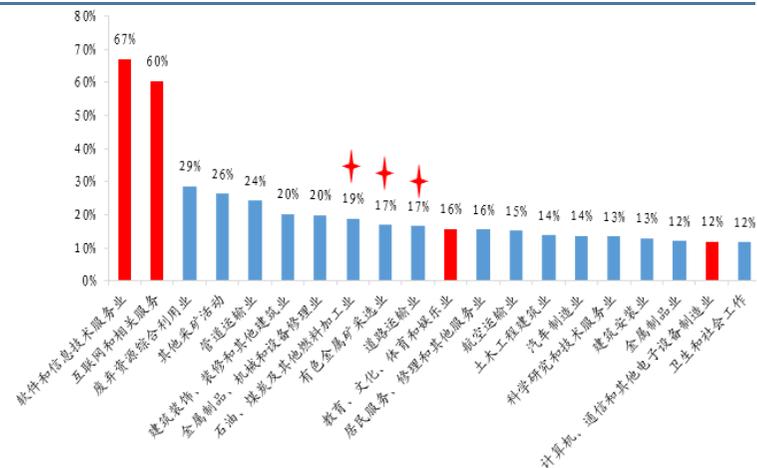
**图 32: 2017 年全社会用电量细分子行业增速前二十强**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

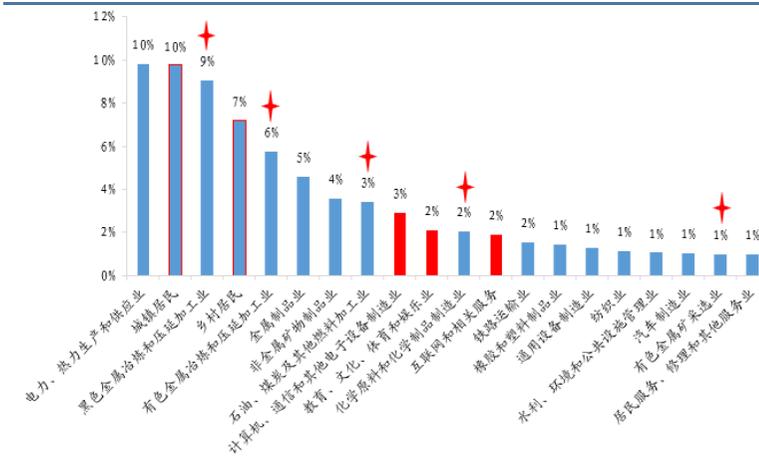
注: 红色柱体: 新兴高科技领域; 红色边框: 城乡居民生活用电; 星形标记: 传统重化工业

**图 33: 2017 年全社会用电量细分子行业增量贡献率前二十强**


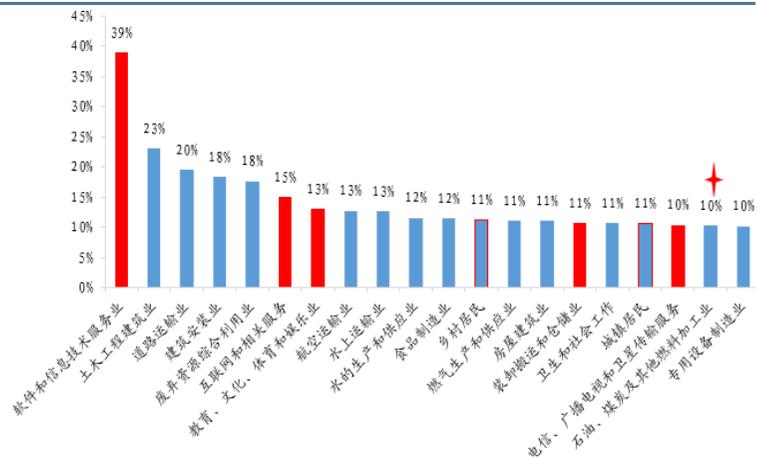
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 34: 2018 年全社会用电量细分子行业增速前二十强**


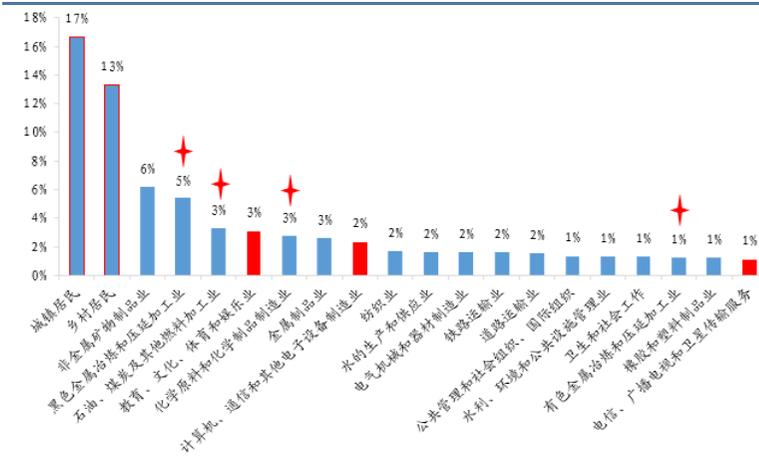
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 35: 2018 年全社会用电量细分子行业贡献率前二十强**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 36: 2019 年 4 月全社会用电量细分子行业增速前二十强**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 37: 2019 年 4 月全社会用电量细分子行业贡献率前二十强**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 价格：供给可控性增强，需求稳健，下半年煤价有望维持高位，均价环比持平

基于以上对煤炭行业供给侧和需求侧的分析，我们可以得出如下结论。

### 需求端：

- 1) 今年上半年受宏观经济影响，全社会用电量和发电量在去年高基数的基础上增速有所回落。同时受益于来水较好，水电发电量增速大幅提升，挤压火电发电量增速仅为0.2%，但夏季我国气候格局大概率呈现“南涝北旱”，过度降水会抑制水电出力，全年水电增速大概率较当前的高增速有所回落，火电增速有望恢复，进而带动煤炭消费需求恢复。
- 2) 受制于消纳能力、可靠性、经济性等因素，风电、太阳能、核电发电量增速在当前基础上或将稳中有降；但是在能源清洁利用的大趋势下，增速仍高于总发电量增速，因此在发电结构中的占比将继续提升，但幅度有限。而水电方面，受制于水资源条件，经济可开发的大型水电站已基本建设完毕，水电发电量高速增长的时代已经过去，更多的是受天气影响而上下波动。在这种条件下火电在发电结构中的份额将稳中有降，但降幅有限。
- 3) 当前我国仍处于经济结构调整和产业结构升级中，传统重化工业对用电用能的拉动持续减弱，与此同时技术进步和居民消费升级使得三产和城乡居民生活对用电增长的贡献度逐步提升。这种用能结构的演化将使得用能的周期性波动弱化，增长的韧性和持续性逐步增强。

### 供给端：

- 1) 2016年煤炭行业开展供给侧改革以来，行业的集中度逐步提升，体现在两个方面：一是向大型煤炭生产企业集中；二是向晋陕蒙集中。由此给行业供给属性带来两方面的影响：一是供给的可控性增强；二是煤炭行业健康运行对以上三省区的经济社会稳定运行的影响增强。
- 2) 同时供需结构失衡问题也愈发严重，今年以来部分中东部产煤省产量出现下降，西煤东运，调入调出的结构性问题加剧，一定程度上加大了供需平衡的难度，支撑了需求相对较弱下坚挺的煤价。此外，库存结构出现明显调整，导致坑口价格异常坚挺甚至上扬（在低库存状态下价格易涨难跌）。
- 3) 2019年去产能的继续实施以及事故频发下安全监察趋严，将使得违法违规产能以及落后产能将进一步出清，有利于煤炭行业保持较高景气度；在去产能的同时，保供应工作主要由先进产能承担，先进产能多集中在大型煤炭企业，行业集中度进一步提升，大型煤炭企业将更多的享受到行业高景气的红利。此外，新建煤矿的大型化使得初期投资明显加大，准入门槛提高，财力更加雄厚大型煤炭企业将更多的承担行业产能扩张的任务，意味着大型煤炭企业将有更多的发展机会，同时行业产能扩张也愈发受大型煤炭企业财务状况制约。

大型国有煤炭企业近两年资产负债率下降来自资产总额的增加，负债总额并没有降低。且当前样本煤炭企业的负债率依然处于高位，偿债压力依然较大。在 2018 年的煤价下，样本煤炭企业的经营性净现金流刚好能覆盖住资本开支和利息费用。根据 2018 年国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中的指引，我们认为国有煤炭企业的负债率要降至 70% 以下。按 2018 年煤炭价格、负债率降低的幅度，以及当前的负债率，达成目标至少需要 3 年的时间。故而在这三年煤炭价格需要维持在高位，期间若煤价下滑将影响去杠杆的进度。若在去杠杆目标完成之前煤价大幅下滑，则会引起煤炭企业债务隐患，进而引发一系列问题。这是有能力主导煤炭供给的政府部门以及煤炭企业都不愿意看到的。

因此，随着煤炭行业集中度提升，煤炭供给的可控性增强，同时煤炭企业有降低债务压力的需求，地方政府有增加财政收入的需求，只要煤炭消费需求不出现超出供给调节能力的失速下滑，在 2019 年乃至去杠杆目标完成之前，我们认为煤炭价格大概率保持当前高位震荡的格局，若宏观经济逆周期调节效果显现，煤炭消费需求有所恢复的情况下，与企业盈利相关性更强的产地煤价中枢有望继续上移。

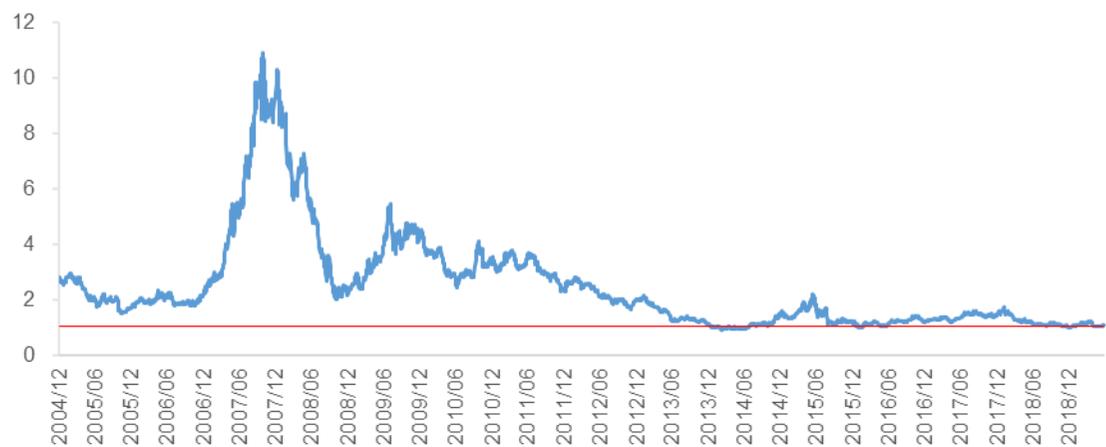
## 投资机会：以便宜的价格买入优质类成长公司

### 1、当前煤炭板块已经足够便宜

#### 1.1、当前煤炭板块 PB 仅为 1.04 倍，28 家公司中有 17 家破净

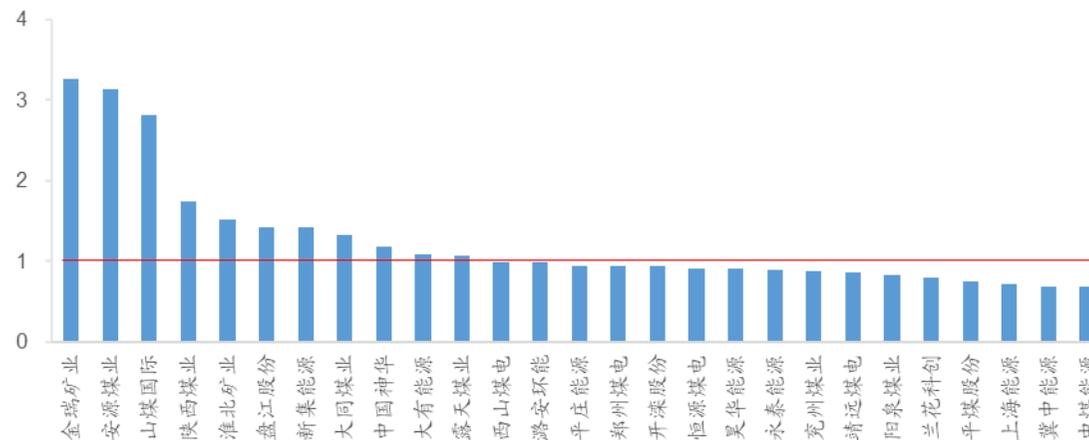
截至 2019 年 6 月 25 日，煤炭板块的 PB 估值为 1.08 倍，低于 2005 年以来 90% 交易日里的估值。28 家煤炭上市公司中，有 16 家公司的 PB 小于 1 倍。

图 38：当前煤炭板块 PB 处于历史绝对低位



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 39: 截至 2019 年 6 月 25 日 28 家煤炭上市公司有 16 家跌破净资产

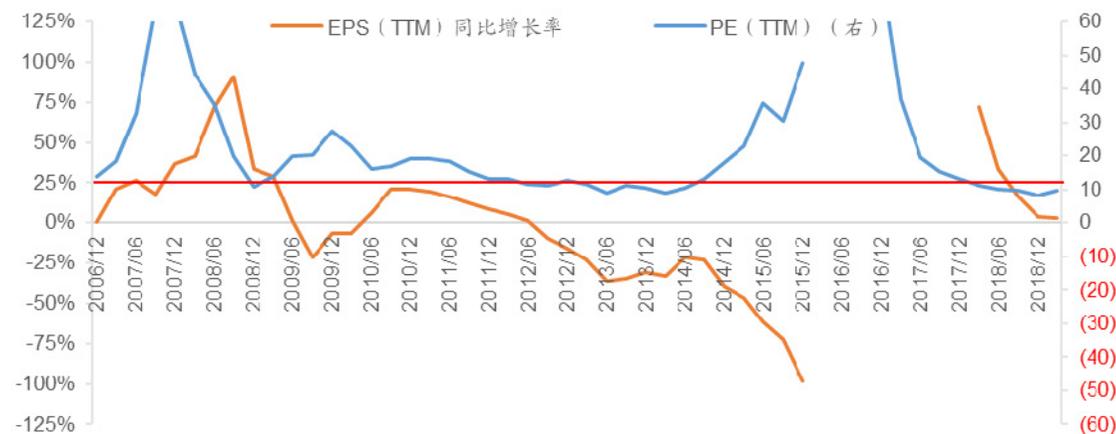


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 1.2、当前煤炭板块 PE 为 9.4 倍, 暗含煤炭板块处于周期高点之意

煤炭行业是典型的周期性行业, 从历史来看, 在行业周期高点, 也就是 EPS 增速为 0 左右时, 煤炭板块的 PE 估值为 10 倍。当前煤炭开采洗选 (中信) 板块 PE 估值 9.8 倍, 反映了市场认为煤炭盈利处于周期高点的预期。

图 40: 当前煤炭板块 10 倍左右 PE 反映了市场认为煤炭板块盈利见顶



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 2、基于板块低估值以及行业稳健基本面，我们维持行业“看好”评级

在板块尤其是估值明显背离基本面走势状态下，低估值和高安全边际使得煤炭板块兼具了价值属性。面对稳健的基本面，煤炭板块将享受时间的红利，系统性修复行情可期。维持行业“看好”评级。

## 3、三条投资主线

### 3.1、投资主线一：具有内生增长潜力的类成长公司——兖州煤业、陕西煤业

在煤价保持高位的情况下，产量的确定性增长意味着业绩的确定性增长，近两年有明确内生性产量增长的上市公司有兖州煤业和陕西煤业。

#### (1) 兖州煤业

兖州煤业产量增长主要来自三个方面：1) 2019年1月转龙湾煤矿完成产能由500万吨/年核增至1000万吨/年工作，2019年释放；2) 石拉乌素煤矿在2018年因手续不全，受安全环保监管的限制，未能正常生产，预计2019年产能利用率提高使得产量增长300万吨；3) 在建的万福煤矿（180万吨/年）预计2020年投产；综上，预计2019年至2021年兖州煤业产量分别增长约700万吨、600万吨和150万吨；同比增速分别为6.61%、5.31%、1.26%。

此外兖州煤业为煤炭行业首家开展股权激励政策的公司，中高层员工工作积极性有望进一步增强，增强公司内生动力；陕蒙基地产能160万吨的二期煤制甲醇项目有望今年投产，2020-2021年达产，增加盈利点；公司2019年计划进一步降低有息负债100亿，进而降低财务费用，增厚利润；且接下来资本开支将明显下降，现金流进一步好转，高分红派息可期。

#### (2) 陕西煤业

陕西煤业产量的增长主要来自2019年小保当一号（1500万吨/年）投产，红柳林煤矿核增（1500万吨/年→1800万吨/年），大佛寺煤矿核增（600万吨/年→800万吨/年），以及2021年小保当二号（1300万吨/年）投产带来的产量增加，预计2019年至2021年陕西煤业产量分别增长约800万吨、1320万吨和900万吨；同比增速分别为7.40%、11.36%、6.96%。

2019年一季度末公司账面货币资金152.32亿元，交易性金融资产20.56亿元，合计172.88亿元，大于有息债务166.61亿元，公司成为净现金公司。今年下半年蒙华铁路的开通将使公司直面中华华南市场，地缘劣势转变为地缘优势；国资背景有望助力公司成为我国煤炭产业向西北转移以及行业集中度提升驱使下的最大受益者。

### 3.2、投资主线二：穿越周期的价值龙头——中国神华

中国神华业务覆盖煤、电、路、港、航，其中煤炭资源可采储量149.5亿吨，核定产能3.37亿吨，且煤质优，成本低。电力装机6189万千瓦，规模居A股第二，利用小时数第一。且公司电力板块用煤超80%来自内部，自产煤75%签订年度长协，

煤电联营加高长协比例使得公司业绩抗周期波动能力强。

截至 2019 年一季度末，公司账面货币资金 890.61 亿元，交易性金融资产 327.46 亿元，合计 1218.07 亿元，超过有息负债一季度末的有息负债 541.17 亿元。同时公司可预见的资本开支已趋下行，经营性净现金流逐步提升，2018 年二者差额近 700 亿，公司账面现金有望进一步提升。且公司近三年实际分红率在 40% 左右，超过公司章程规定的 35% 下限，且有分配特别股息的先例。以当前公司市值、盈利能力及历史分红率来看，公司股息率有望在 5% 以上，并具备进一步提高分红的潜力。

### 3.3、投资主线三：国企改革受益标的

全国范围内新一轮国企改革迄今已历时 5 年，从 2013 年提出，2014-16 年顶层设计，17 年标杆试点，18 年进入全面推广阶段，改革逐步步入深水区。在当前外部环境存在较高不确定性，国内经济缺乏新增长动能面临经济下行压力的情况下，通过国企改革降低国有企业债务负担，提高国有企业经营效率，释放制度红利来提升经济发展动能是非常有必要的。特别是山西省对国有经济和煤炭资源依赖程度较高，通过国企改革来降低煤炭企业负债，提高效率对省内经济大有裨益。山西省政府也一再出台政策加速国企改革的推进，彰显出抓住战略机遇期和不甘落后的决心。5 月 29 日，中央政治局审议通过了《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》，此为 2014 年 6 月习近平总书记提出“能源革命”以来，第一次确定能源革命综合改革试点。其出台对加快推动山西煤炭国资国企改革可谓重大利好（过去缺乏顶层设计，推动缓慢）。因此山西国有煤炭企业改革的实质性进展指日可待，重点关注西山煤电、大同煤业。

表 3：山西煤炭上市公司关键指标及体外煤炭资产（亿元，倍，万吨）

	总市值	总资产 (2018)	资产负债率 (2018)	营业收入 (2018)	归母净利 (2018)	ROE (2018)	EBITDA 利润率	PE (2018)	PB (2018)	上市公司 煤炭产量	上市公司煤 炭产量占比	集团公司资 产证券化率
西山煤电	204.20	650.56	64.01%	322.71	18.02	9.11%	19.76%	10.84	0.99	2,745.00	26.0%	25.7%
阳泉煤业	141.41	461.28	52.49%	326.84	19.71	9.31%	16.68%	7.07	0.83	3,854.00	52.4%	36.6%
潞安环能	247.69	652.66	65.57%	251.40	26.63	11.14%	20.74%	8.78	0.98	4,150.00	51.9%	27.1%
大同煤业	77.32	253.67	61.01%	112.59	6.60	11.97%	30.06%	10.03	1.32	3,105.48	19.0%	22.1%
山煤国际	104.67	483.35	79.37%	381.43	2.20	4.00%	12.45%	25.66	2.81	3,440.70	84.4%	57.3%

资料来源：万得，信达证券研发中心 注：股价为 2019 年 6 月 25 日收盘价，上市公司煤炭产量占比为 2017 年数据，上市公司煤炭产量、集团公司资产证券化率为 2018 年数据

## 风险因素

宏观经济大幅失速下滑、煤炭去产能相关政策发生明显调整等。

## 研究团队简介

**左前明**，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

**王晶晶**，英国埃克塞特大学金融数学硕士，武汉大学金融工程学士。2015年3月加入信达证券研发中心，负责宏观经济、固定收益、国际市场的研究；2018年3月加入能源化工组，从事能源行业研究。

**周杰**，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

**王志民**，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。