

# 煤炭开采

## 全面梳理煤炭板块投资机会

伴随全球经济复苏预期不断加强，价格上涨逻辑强化，通胀预期提振顺周期板块配置价值。节后至今，顺周期板块领涨市场。

**动力煤：底部确立，中枢上移。**短期而言，预计2021年动力煤市场总体呈现供需平衡格局，港口动力煤价格高位回落后有望在3月上旬企稳反弹（两会期间煤矿安监力度加大+下游需求逐步回暖），全年中枢或上移至630~650元/吨附近，较2020年均价上涨60~80元/吨。长期而言，“十四五”期间，煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变，在国内供应增量有限、进口煤管控常态化的背景下，行业供需总体平稳，集中度有望进一步提高，在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下，煤炭行业高质量发展可期。

**焦煤：国内增量有限，进口扰动不断，供需整体偏紧，价格中枢上移，主焦更为紧缺。**我国优质低硫主煤资源有限，预计国内炼焦煤供应难有明显增量。进口方面，中澳地缘政治矛盾暂无缓和迹象，外蒙虽有增量，但难以完全弥补澳煤减量空缺，预计进口总体略偏紧。需求方面，随着焦炭去产能暂时告一段落，新建焦炉陆续投产，预计2021年焦炭产量呈现前低后高，焦煤需求也呈现逐步递增的状态，外加新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，优质低硫焦煤的需求量大幅增加，可能会造成低硫主焦结构性紧张。

**焦炭：2021年处于补缺过程，焦炭价格维持高位。**虽然今年焦化产能处于净增阶段，但2020年去产能导致的缺口过大，全年都将处于补缺周期，外加下游需求韧性十足，焦炭价格仍将维持高位。长期而言，焦炭行业进入产能置换周期（即4.3米焦炉的淘汰与5.5米以上大型焦炉的投产），供需缺口有望保持。此外，中小产能持续清退、整合，未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦化企业集中度将得以提升，行业格局边际改善，议价能力增强。

**投资建议。动力煤：看好龙头的价值重估。**2020年由于疫情的冲击，国内经济复苏的节奏被打断。但当前，伴随全球经济开启共振复苏进程，周期核心资产的重估将继续展开，重点推荐**陕西煤业、中国神华**。**焦煤：看好主焦煤及区域龙头的投资机会。**重点推荐**淮北矿业、山西焦煤、平煤股份、盘江股份**。焦炭：重点推荐成本管控能力较强、焦化毛利率远高于行业平均水平的**金能科技、中国旭阳集团、美锦能源**；以及“吨焦市值”低位，盈利弹性较大的**陕西黑猫、开滦股份**。

**风险提示：**在建矿井投产进度超预期，需求超预期下滑，上网电价大幅下调，焦化去产能力度不及预期。

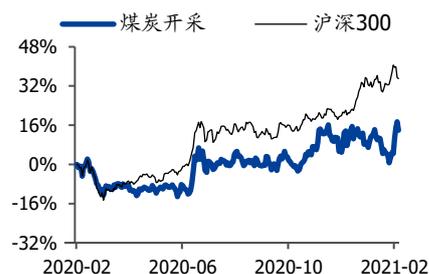
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603113	金能科技	买入	0.90	1.02	1.72	2.12	26.87	23.71	14.06	11.41
601225	陕西煤业	买入	1.16	1.53	1.42	1.46	10.22	7.75	8.35	8.12
600985	淮北矿业	买入	1.67	1.74	2.14	2.31	6.81	6.53	5.31	4.92
601666	平煤股份	增持	0.50	0.57	0.59	0.67	10.20	8.95	8.64	7.61
601088	中国神华	买入	2.17	1.97	2.18	2.26	8.46	9.32	8.42	8.12
601015	陕西黑猫	—	0.02	0.17	1.08	1.16	181.13	56.8	8.81	8.19
01907	中国旭阳集团	—	0.34	0.36	0.72	0.83	6.99	11.58	5.81	5.06
000723	美锦能源	—	0.23	0.25	0.77	0.73	40.45	29.85	9.74	10.23

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（未评级公司为wind一致预期）

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱：jiangyuxin@gszq.com

### 相关研究

- 《煤炭开采：格局优化，价格上行，坚守核心，布局焦煤》2020-12-17
- 《煤炭开采：加大配置力度，迎接估值修复》2020-11-16
- 《煤炭开采：晋能控股集团正式挂牌，能源航母行稳致远》2020-11-04



## 内容目录

1.通胀预期升温，板块配置价值凸显 .....	4
2.动力煤：底部确立，中枢上移，看好龙头的价值重估 .....	4
2.1.疫情冲击下，煤价底部确立 .....	4
2.1.1.煤价底部（469元/吨）成立的三大理由 .....	5
2.2.煤价中枢上移，行业高质量发展可期 .....	6
2.2.1.预计全年煤价中枢上移60~80元/吨 .....	6
2.2.2.行业高质量发展可期 .....	9
2.3.投资建议：把握核心资产的价值重估 .....	11
3.焦煤：国内供给刚性，进口扰动不断，看好主焦煤及区域龙头 .....	13
3.1.国内存量供给相对刚性 .....	13
3.2.对外依存度上升，进口扰动加剧 .....	14
3.3.需求递增，价格中枢上移，主焦或更为紧缺 .....	16
3.4.投资建议：看好主焦煤及区域龙头的投资机会 .....	17
4.焦炭：盈利创历史新高，格局持续向好 .....	18
4.1.吨焦盈利破千，创历史新高 .....	18
4.2.2021年处于补缺过程，焦炭价格维持高位 .....	21
4.3.长期而言，4.3米焦炉淘汰是大势所趋，行业格局持续优化 .....	23
4.4.投资建议：推荐成本管控能力较强以及“吨焦市值”低位标的 .....	23
5.重点个股评述 .....	25
金能科技 .....	25
淮北矿业 .....	25
陕西煤业 .....	26
中国旭阳集团 .....	26
陕西黑猫 .....	26
山西焦煤 .....	27
中国神华 .....	27
6.风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 伦铜创新近8年新高（美元/吨） .....	4
图表 2: 布伦特原油创疫情后新高（美元/桶） .....	4
图表 3: 煤价创历史新高后季节性回落（元/吨） .....	5
图表 4: 动力煤矿区发往北港产能盈利情况（元/吨） .....	6
图表 5: 煤企亏损面（元/吨） .....	6
图表 6: 北港贸易“供应链”体系 .....	6
图表 7: 预计全年煤价中枢将上移60~80元/吨（元/吨） .....	7
图表 8: 港口、产地动力煤价格一览（元/吨） .....	7
图表 9: 动力煤供需平衡表（亿吨） .....	8
图表 10: 2021年投产煤矿预估 .....	9
图表 11: 煤炭行业资产负债率仍处高位 .....	10
图表 12: 煤炭行业固定资产投资完成额增速再度转负（亿元） .....	10

图表 13: 2020 年分月度煤炭进口数量 (万吨)	10
图表 14: 2020 年动力煤进口同比增 2.6% (万吨)	10
图表 15: 煤炭行业兼并重组驶入快车道	11
图表 16: 煤炭行业集中度不断提高	11
图表 17: 动力煤主要上市公司基本信息 (一)	12
图表 18: 动力煤主要上市公司基本信息 (二) (截至 2021 年 2 月 19 日收盘价, 数据均选自 2019 年数据)	12
图表 19: 动力煤主要上市公司基本信息 (三) (数据均选自 2019 年数据)	13
图表 20: 2020 年至今动力煤个股走势	13
图表 21: 2020 年炼焦原煤产量同比增长 2.3%, 增速下滑 4.4pct (万吨)	14
图表 22: 2020 年炼焦精煤产量同比增长 0.9%, 增速下滑 4.9pct (万吨)	14
图表 23: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)	14
图表 24: 2020 年全国累计进口炼焦煤同比减少 2.8% (万吨)	15
图表 25: 我国炼焦煤 (尤其主焦) 对外依存度不断提高	15
图表 26: 2020 年进口炼焦煤分国别情况 (万吨)	15
图表 27: 主流进口炼焦煤品质	15
图表 28: 炼焦煤价格自 2020 年 9 月起持续上涨 (元/吨)	16
图表 29: 炼焦煤煤价格一览 (元/吨)	16
图表 30: 炼焦煤供需平衡表 (亿吨)	17
图表 31: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (一)	17
图表 32: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (二) (截至 2021 年 2 月 19 日收盘价, 数据均选自 2019 年数据)	17
图表 33: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (三) (数据均选自 2019 年数据)	18
图表 34: 2020 年至今炼焦煤个股走势	18
图表 35: 焦化行业去产能及产业升级的主要政策梳理	19
图表 36: 2020 年焦化产能新增、淘汰统计 (万吨)	20
图表 37: 2020 年焦炭产量同比持平 (万吨)	20
图表 38: 2020 年生铁产量同比增长 4.3% (万吨)	20
图表 39: 焦炭价格自 2020 年 8 月起累计上涨 1000 元/吨 (元/吨)	21
图表 40: 样本焦企毛利已突破千元, 创历史新高 (元/吨)	21
图表 41: 2021 年焦化产能新增、淘汰统计 (万吨)	22
图表 42: 2021 年高炉产能新增、淘汰统计 (万吨)	22
图表 43: 110 家样本钢厂焦炭库存 (万吨)	22
图表 44: 2020 年焦炭净出口较去年同期减少 549 万吨 (万吨)	22
图表 45: "建议"中部分环保要求	23
图表 46: 全国焦化在产产能情况 (亿吨)	23
图表 47: 焦炭主要上市公司基本信息 (一)	24
图表 48: 焦炭主要上市公司基本信息 (二) (截至 2021 年 2 月 19 日收盘价, 数据均选自 2019 年数据)	24
图表 49: 焦炭主要上市公司基本信息 (三) (数据均选自 2019 年数据)	24
图表 50: 2020 年至今焦炭个股走势	25

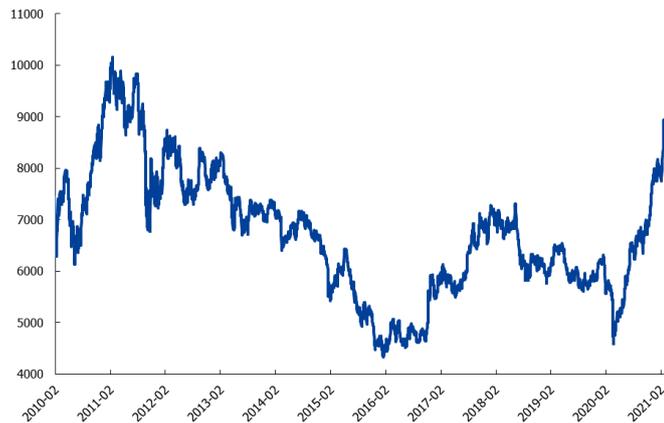
## 1. 通胀预期升温，板块配置价值凸显

春节假期归来，受疫情防控取得积极进展、疫苗加速落地（疫苗接种量增加、新增确诊病例快速下降带来的需求修复预期）以及全球货币政策维持宽松、财政政策有望继续加码（美国为实现充分就业继续维持宽松政策基调，力图推动1.9万亿美元财政刺激）等因素影响，市场风险偏好持续提升，大宗商品价格快速上涨，市场通胀预期显著升温，推动10年期美债收益率突破1.3%。

- 原油：布伦特原油价格一举突破65美元/桶后回落，截至2月22日收盘，报收64.94美元/桶，年初至今涨幅超20%；
- 伦铜：伦铜一举创下近8年新高，截至2月19日收盘，报收9114美元/吨，年初至今涨幅超15%。

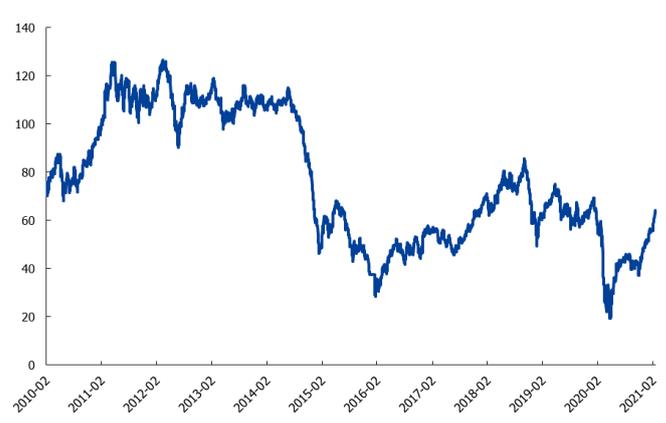
伴随全球经济复苏预期不断加强，价格上涨逻辑强化，通胀预期提振顺周期板块配置价值。节后至今，顺周期板块领涨市场。

图表1：伦铜创新近8年新高（美元/吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2：布伦特原油创疫情后新高（美元/桶）



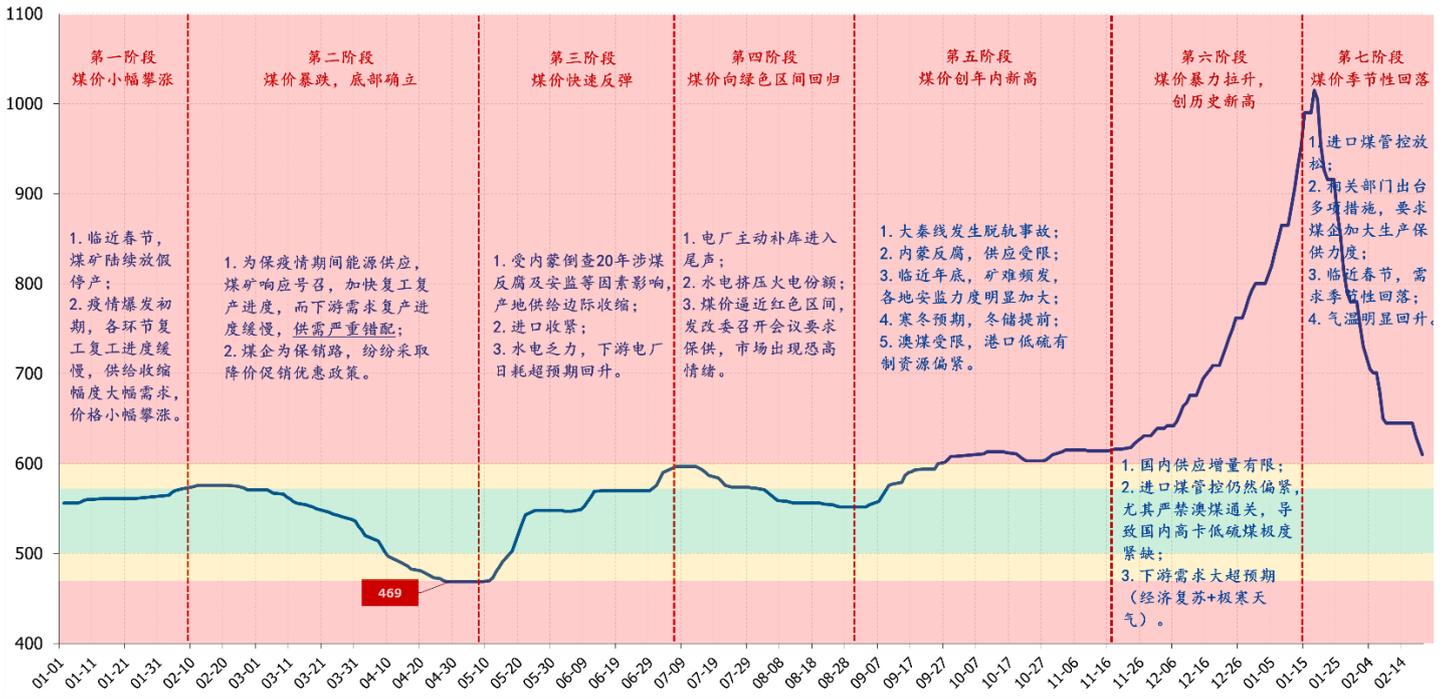
资料来源：wind，国盛证券研究所

## 2. 动力煤：底部确立，中枢上移，看好龙头的价值重估

### 2.1. 疫情冲击下，煤价底部确立

在2020年初爆发的新冠疫情冲击下，煤炭市场供需严重错配，煤价最低跌破红色区间后随即展开暴力反弹，2021年1月中旬一举突破千元大关，创历史新高。我国煤炭供给端集中度较高，而下游需求较为分散，即煤炭市场“供给弹性大于需求”。2020年在新冠疫情冲击下，年后上游煤矿复工复产进度明显快于下游需求，导致供需严重错配，煤价暴跌至469元/吨，跌破红色区间下限并创下2016年8月以来新低。随后，在低煤价倒逼供给收缩、进口煤严控及下游需求超预期复苏的背景下，煤价大幅拉涨，在1月中旬更是一举破千，创下历史新高。随后受需求季节性回落，国家保供政策大力执行的影响，煤价高位回落，截至2月20日，CCI-5500报收610元/吨，同比去年上涨7%。

图表3: 煤价创历史新高后季节性回落(元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.1.1. 煤价底部(469元/吨)成立的三大理由

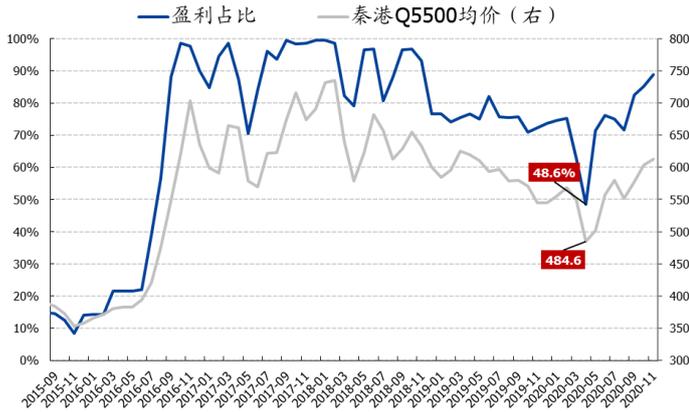
**理由一: 煤价探底过程中, 无顶层政策直接干预煤炭市场, 多依靠市场力量自发调节, 均属每轮煤价下跌过程中的常规政策。**如: 协会倡议煤企减产; 榆林严查“一票煤”; 鄂尔多斯能源局下文对煤矿超产情况进行查处。

**理由二: 以煤价最惨的2020年4月为例, 约半数煤矿陷入亏损, 易引发煤炭行业系统性金融风险, 低价不可持续。**具体而言: 一方面, 据sxcoal统计, 发往环渤海港口265个样本煤矿中(合计产能8.6亿吨), 盈利煤矿仅59座, 盈利产能4.18亿吨, 盈利煤矿数占比仅22.3%, 盈利产能占比48.6%; 一方面, 据国家统计局统计, 4月煤炭开采和洗选业企业数量4201家, 其中亏损1638家, 亏损面39%。

**理由三: 低煤价对产业链供应链稳定造成极大挑战。**

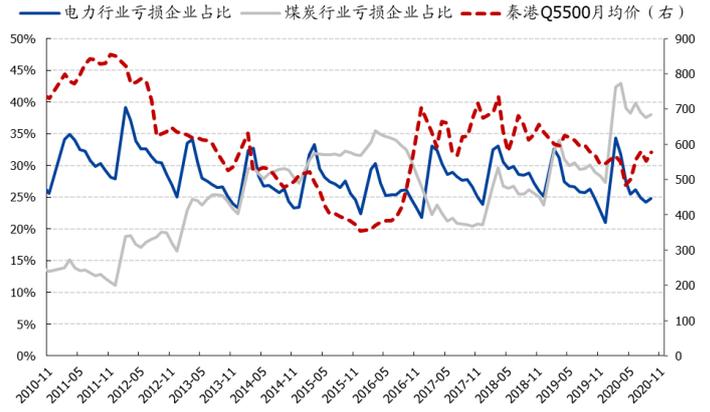
2020年4月17日, 中共中央政治局召开会议, 分析研究当前经济形势, 部署当前经济工作。面对新冠疫情带来的前所未有的经济下行压力, 会议首次提出“六保”, 即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转, “六保”的提出体现了经济运行的底线思维。具体到煤炭行业, 发改委、能源局首次下发《关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见》(以下简称“意见”), 意见中亦提出要落实“六保”任务, 保障煤炭产业链供应链稳定。而在4月煤价暴跌期间, 各大煤企恶性竞争, 贸易商亏损离场, 北港发运大幅下滑, 导致由此延伸的“煤矿-站台-港口-电厂”供应链体系受到极大挑战, 极不利于保障我国能源安全, 违背“六保”原则。

图表4: 动力煤矿区发往北港产能盈利情况(元/吨)



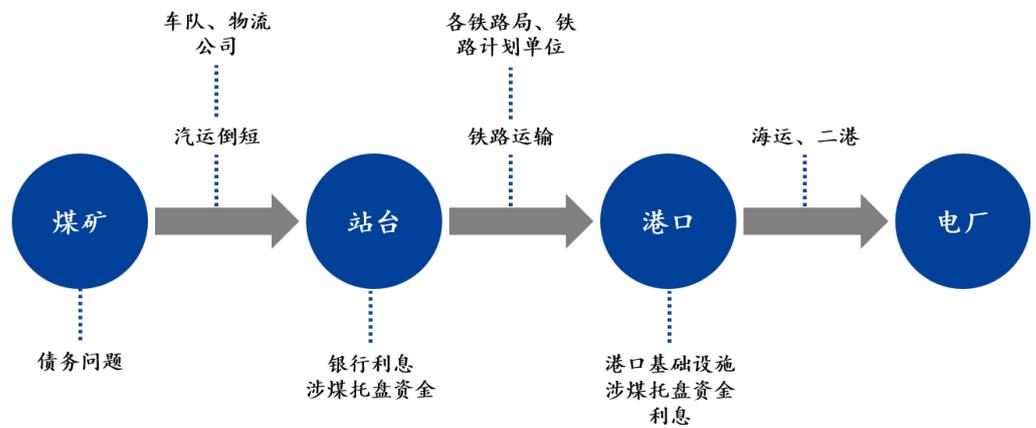
资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表5: 煤企亏损面(元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 北港贸易“供应链”体系



资料来源: 找煤网, 国盛证券研究所

## 2.2.煤价中枢上移, 行业高质量发展可期

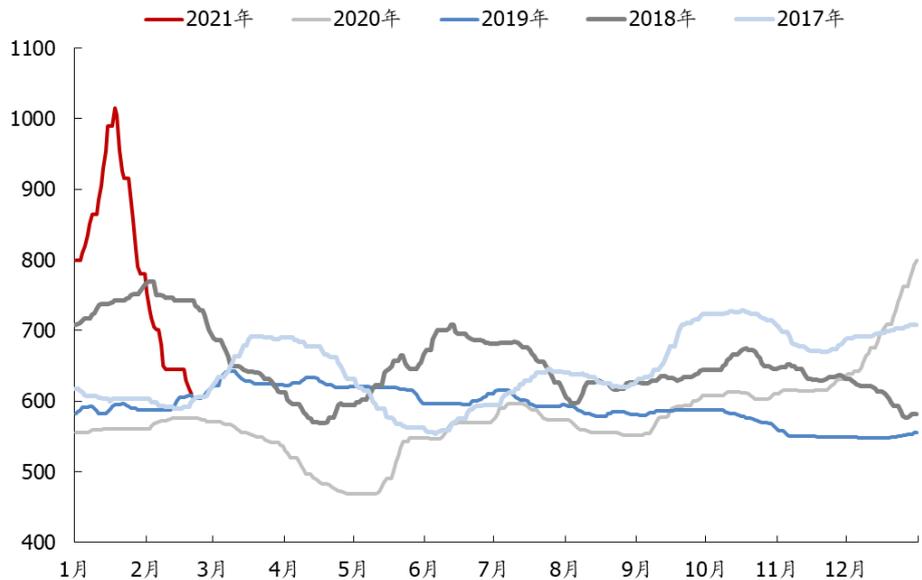
### 2.2.1.预计全年煤价中枢上移 60~80 元/吨

展望 2021 年, 内蒙反腐、煤矿安监的扰动依然存在, 进口煤管控亦难言放松, 或以动态调节为主。而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善, 根据我们对动力煤供需两端的测算, 预计 2021 年动力煤市场总体呈现供需紧平衡格局, 港口动力煤价格高位回落有望在 3 月上旬企稳反弹 (两会期间煤矿安监力度加大+下游需求逐步回暖), 全年中枢或上移至 630~650 元/吨附近, 较 2020 年均价上涨 60~80 元/吨。

- **国内供给增量有限。**我们认为内蒙“倒查涉煤领域 20 年反腐”工作短期内仍难以结束, 将持续压制内蒙产量, 外加今年作为《煤矿安全专项整治三年行动实施方案》的集中攻坚阶段, 各主产区安监力度势必加大, “超产”等非法行为必将得到遏制, 在产煤矿增量空间有限, 因此今年增量主要源自新建矿井的陆续投产, 我们预计 2021 年动力煤产量 32.5 亿吨, 同比增加 7000 万吨, 增幅 2.2%。
- **复苏周期尚未结束。**2021 年是中国实施“十四五”规划的开局之年, 政府将持续推动扩大内需、支持创新发展、改善营商环境, 加上低基数因素, 经济增速大概率恢复至正常增长水平以上。随着疫苗逐步落地, 疫情约束减弱, 今年全球经济复苏是大趋势, 我们预计用电量增速有望回升至 7% 左右水平, 同时综合考虑今年水电出力

影响，预计全年火电用煤增速可达4%。同时考虑到2021年地产进入竣工周期，基建仍将继续发力，预计建材耗煤增速有望由负转正，全年增速2.7%左右。

图表7: 预计全年煤价中枢将上移60~80元/吨(元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 港口、产地动力煤价格一览(元/吨)

	18年 均价	19年 均价	20年 均价	20Q1 均价	20Q2 均价	20Q3 均价	20Q4 均价	21Q1 均价	21Q1 环比	21Q1 同比
CCI-5500	653	592	575	562	519	575	643	796	23.8%	41.5%
秦皇岛动力末煤(5500)	647	587	570	557	514	570	638	791	24.0%	41.9%
大同南郊-弱黏煤	454	418	400	400	348	400	451	595	31.9%	48.7%
内蒙东胜-块精煤	449	424	398	416	376	370	433	492	13.6%	18.2%
陕西榆林-烟末煤	435	435	408	409	355	394	476	534	12.2%	30.6%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 动力煤供需平衡表(亿吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
供应端						
产量	28.24	29.05	30.65	31.90	31.82	32.52
yoy	-7.9%	2.8%	5.5%	4.1%	0.4%	2.2%
净进口量	1.89	1.95	2.13	2.21	2.29	2.29
yoy	24.4%	3.1%	9.4%	3.6%	3.9%	-0.1%
总供应	30.05	31.02	32.83	34.15	34.12	34.83
yoy	-6.5%	3.2%	5.8%	4.0%	-0.1%	2.1%
需求端						
电力用煤	18.19	18.81	20.11	20.58	20.86	21.69
yoy	3.5%	3.4%	6.9%	2.3%	1.3%	4.0%
建材用煤	3.15	3.14	2.88	3.21	3.22	3.29
yoy	1.2%	-0.3%	-8.4%	11.4%	0.5%	2.0%
化工用煤	1.62	1.79	1.75	1.94	1.99	2.05
yoy	0.9%	10.6%	-2.3%	11.2%	2.5%	3.0%
冶金用煤	1.39	1.44	1.54	1.60	1.76	1.79
yoy	1.9%	3.9%	6.9%	3.6%	10.0%	2.0%
供热耗煤	2.20	2.32	2.65	2.87	2.89	2.98
yoy	11.0%	5.2%	14.5%	8.1%	1.0%	3.0%
其他	4.39	3.98	3.75	3.62	3.69	3.54
yoy	-30.9%	-9.5%	-5.6%	-3.7%	1.9%	-4.0%
消费合计	30.94	31.48	32.68	33.81	34.41	35.34
yoy	-3.3%	1.7%	3.8%	3.4%	1.8%	2.7%
供需缺口						
供应-需求	-0.89	-0.46	0.15	0.34	-0.29	-0.51

资料来源: sxcoal, wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2021 年投产煤矿预估

序号	省份	煤矿	产能 (万吨/年)
1	内蒙古	内蒙古贺斯格乌拉矿区农乃庙鲁新煤矿	500
2	内蒙古	内蒙古纳林河矿区白家海子煤矿	1,500
3	内蒙古	塔然高勒煤矿	800
4	内蒙古	鄂尔多斯市国源矿业开发有限责任公司龙王沟煤矿	1,000
5	山西	霍东矿区中峪煤矿	500
6	山西	晋城矿区车寨煤矿项目	150
7	山西	山西轩岗矿区北辛窑煤矿	400
8	陕西	榆横矿区巴拉素煤矿	1,000
9	陕西	澄合矿区西卓煤矿	300
10	陕西	陕西小保当矿业有限公司小保当二号煤矿	1,300
11	新疆	五彩湾矿区一号矿井一期	600
12	新疆	新疆和什托洛盖矿区红山煤矿	300
13	云南	华能滇东矿业分公司雨汪煤矿一井	300
合计			8,650

资料来源: 国家发改委, 能源局, 国盛证券研究所 (注: 含部分 20 年 H2 进入联合试运转煤矿, 如小保当二号)

### 2.2.2. 行业高质量发展可期

我国煤炭消费占能源消费总量的比重长期维持在 70% 以上, 近年来煤炭消费比重持续下降, 2018 年、2019 年分别为 59%、57.7%, 2025 年预计降至 53%, 但煤炭消费总量仍处于高位。**“十四五”期间, 煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变, 在国内供给增量有限、进口煤管控常态化的背景下, 行业供需总体平稳, 集中度有望进一步提高, 在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下, 煤炭行业高质量发展可期。**

**国内供给增量有限: 固定资产投资难以支撑产量大幅释放。**一般而言, 考虑到煤矿 2~5 年的建设周期, 产能的增长一般滞后于投资 2 年左右, 所以前两年产量的增长, 主要源自上一轮投资的后期项目释放、高利润带动的产能利用率提高以及违法产能的合法化。**展望未来, 但我们认为未来产量并不会大幅释放。**

- 一方面, 虽然行业固定资产投资完成额增速基本转正 (煤炭开采和洗选业固定资产投资增速自 2013 年连续 5 年负增长之后, 2018 年由负转正, 2019 年增速扩大, 但 2020 年受新冠疫情影响, 增速再度转负), 但其绝对值远低于 2012 年, 且当前煤矿建设成本以及安全投入远高于以前;
- 一方面, 上一轮投资高峰出现在 2012 年左右, 考虑到煤机设备 7~9 年的更新周期, 目前正处于设备更新换代的高峰期;
- 一方面, 目前煤炭行业整体负债仍然偏高, 外加去年“永煤违约”时间发生后, 各企业外部融资环境明显恶化, 以及在“2030 年碳达峰、2060 年碳中和”提出后, 银行对企业信贷支持力度有所减弱, 所以当下企业新建产能意愿较弱。

图表 11: 煤炭行业资产负债率仍处高位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 煤炭行业固定资产投资完成额增速再度转负 (亿元)

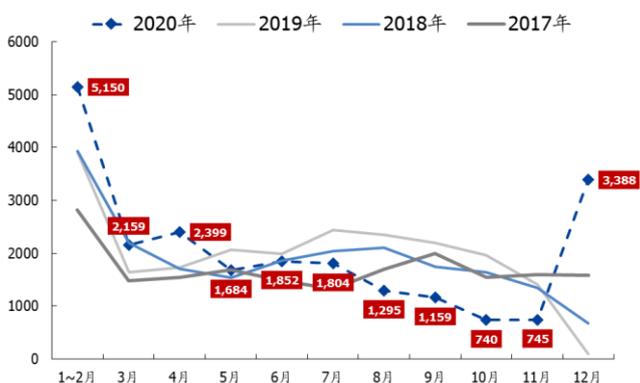


资料来源: wind, 国盛证券研究所

**限制进口煤总量将是一项长期战略，未来管控亦难言放松。**近年来，我国已将进口煤作为煤炭市场稳供应、调价格的重要砝码，采取“有控有进”的动态调控机制。我们认为未来进口煤政策将进一步服务于国家对煤炭市场宏观调控的大局，**未来在保障国内煤炭市场平稳运行的主基调背景下，后期我国煤炭进口政策继续严格管控的可能性较大。**

- 一方面，在当前国内外经济形势仍然复杂严峻，贸易摩擦加剧，不确定性较大的背景下，保障国内煤炭市场稳定运行是首要任务。2020年4月17日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。面对新冠疫情带来的前所未有的经济下行压力，会议首次提出“六保”，即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，“六保”的提出体现了经济运行的底线思维。具体到煤炭行业，发改委、能源局首次下发《关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见》（以下简称“意见”），意见中亦提出要落实“六保”任务，保障煤炭产业链供应链稳定。而在4月煤价暴跌期间，各大煤企恶性竞争，贸易商亏损离场，北港发运大幅下滑，导致由此延伸的“煤矿-站台-港口-电厂”供应链体系受到极大挑战，极不利于保障我国能源安全，违背“六保”原则。
- 一方面，《煤炭法》（征求意见稿）出台，明确进口煤作为补充国内市场供应定位。大量进口煤炭，特别劣质煤和未经洗选煤的涌入，对我国煤炭市场格局产生了巨大冲击，尤其在世界经济低迷和国内经济发展趋缓的背景下，加剧市场供需矛盾，影响产业发展，还增加了节能环保压力。征求意见稿在关于“进出口贸易”条款部分首次提出“国家支持优质和特殊稀缺煤炭进口，补充国内煤炭市场供应，限制劣质煤进口”，明确了进口煤作为补充国内市场供应的定位，未来有望建立关于进口煤的动态调节机制，稳定国内煤炭市场。

图表 13: 2020 年分月度煤炭进口数量 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2020 年动力煤进口同比增 2.6% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

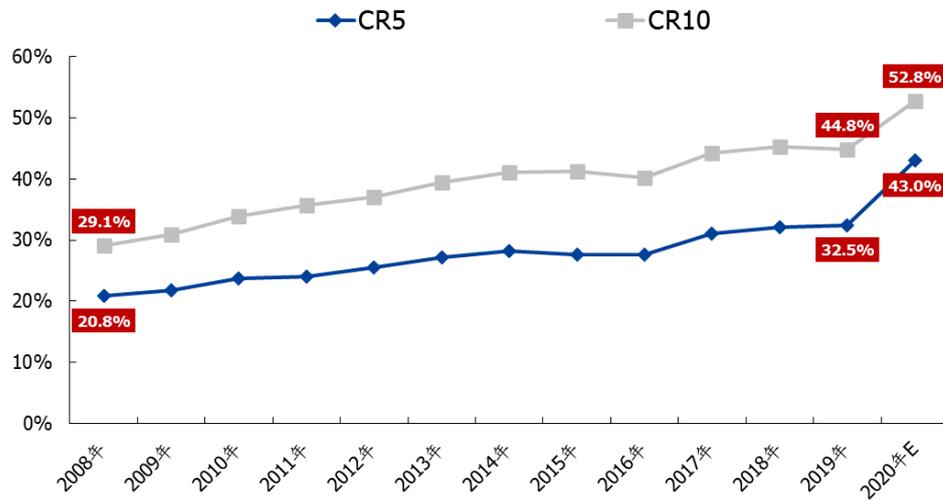
**煤企兼并重组驶入快车道，行业集中度显著提升。**兼并重组是煤炭企业转型升级的必由之路。我国煤炭行业存在着主体分散、集中度偏低、产业布局不合理等问题，推动煤炭企业兼并重组、转型升级，是有效化解煤炭行业散、乱、弱等问题的重要举措。2020年煤炭行业兼并重组已步入快车道，前有4月山煤集团被焦煤集团吸收合并，7月兖矿集团与山东能源集团战略重组，现有山西省属五大煤企联合组建晋能控股集团。上述举动均有助于提高行业集中度，推动煤炭行业高质量发展，维持煤价平稳运行。

图表 15: 煤炭行业兼并重组驶入快车道



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 煤炭行业集中度不断提高



资料来源: 煤炭工业协会, 国盛证券研究所

### 2.3. 投资建议: 把握核心资产的价值重估

**2020年由于疫情的冲击，国内经济复苏的节奏被打断。但当前，伴随全球经济开启共振复苏进程，周期核心资产的重估将继续展开。**煤炭企业的核心竞争力来源于自身的资源禀赋、产业布局及股东背景，其中：

- 资源禀赋：包括煤种、煤质、矿区地理位置、开采条件等。其中煤种、煤质决定下游客户类型并显著影响销售价格；矿区地理位置决定运输成本；开采条件决定开采成本和安全成本投入。

- 产业布局：上下游一体化布局有利于企业抵抗煤价下行压力，平滑业绩波动；
- 股东背景：决定未来获取资源的难易程度。

综合比较，我们重点推荐：

- **陕西煤业**：陕北矿区煤质优异，蒙华铁路开通助力拓宽销售半径，背靠陕煤化（陕煤化自身拥有百亿后备资源，且作为省属唯一煤企，在省内资源整合、矿区规划建设等方面具有无可比拟得优势）；
- **中国神华**：简单的地质条件造就超低开采成本，全产业链布局平抑业绩波动。

图表 17：动力煤主要上市公司基本信息（一）

公司	煤种	地理位置	产业布局	股东背景
<b>中国神华</b>	<b>褐煤、不粘、长焰</b>	<b>神东、准格尔、胜利、宝日希勒</b>	<b>煤电化陆港航</b>	<b>央企</b>
中煤能源	不粘、长焰、气、1/3焦、瘦、无烟	平朔、乡宁、内蒙呼吉尔特	煤电化	央企
<b>陕西煤业</b>	<b>不粘、弱粘、长焰、气、贫瘦、瘦</b>	<b>渭北、彬黄、陕北</b>	<b>煤&amp;新能源</b>	<b>省属国企</b>
晋控煤业	不粘、弱粘、长焰、气、1/3焦	大同	煤化建	省属国企
露天煤业	褐煤	蒙东霍林河	煤电铝	央企
兖州煤业	褐煤、不粘、气、焦	山东、陕西、内蒙、澳洲	煤电化运	省属国企
昊华能源	不粘、长焰、无烟	京西、内蒙	煤化运	地方国企
靖远煤电	不粘、弱粘	甘肃	煤电	省属国企
新集能源	气煤、1/3焦	安徽中部	煤电	央企
恒源煤电	气煤、肥煤、1/3焦、贫煤、无烟	安徽北部	煤电	省属国企

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 18：动力煤主要上市公司基本信息（二）（截至 2021 年 2 月 19 日收盘价，数据均选自 2019 年数据）

公司	市值 (亿元)	归母净利(亿元)		对应 21 年 PE	可采储量 (亿吨)	煤炭产能 (万吨/年)	煤炭产量 (万吨)	吨可采市 值(元/吨)	吨产量市 值(元/吨)
		2020E	2021E						
<b>中国神华</b>	<b>3,602</b>	<b>392.5</b>	<b>434.5</b>	<b>8.3</b>	<b>146.8</b>	<b>34,620</b>	<b>28,270</b>	<b>24.5</b>	<b>1,274</b>
中煤能源	562	48.7	63.2	8.9	138.0	12,400	10,184	4.1	552
<b>陕西煤业</b>	<b>1,246</b>	<b>153.0</b>	<b>141.6</b>	<b>8.8</b>	<b>96.6</b>	<b>11,405</b>	<b>11,494</b>	<b>12.9</b>	<b>1,084</b>
晋控煤业	83	8.5	8.7	9.5	29.0	4,060	3,378	2.9	246
露天煤业	190	26.9	28.8	6.6	20.7	4,600	4,600	9.2	413
兖州煤业	462	71.2	69.9	6.6	30.3	15,401	10,639	15.3	434
昊华能源	43	1.1	1.7	25.4	12.2	1,640	1,279	3.5	336
靖远煤电	63	4.2	3.2	14.6	3.9	1,009	882	16.0	715
新集能源	75	2.9	3.8	19.4	20.1	2,050	1,598	3.7	469
恒源煤电	65	9.2	9.5	6.9	4.9	1,095	1,030	13.2	631

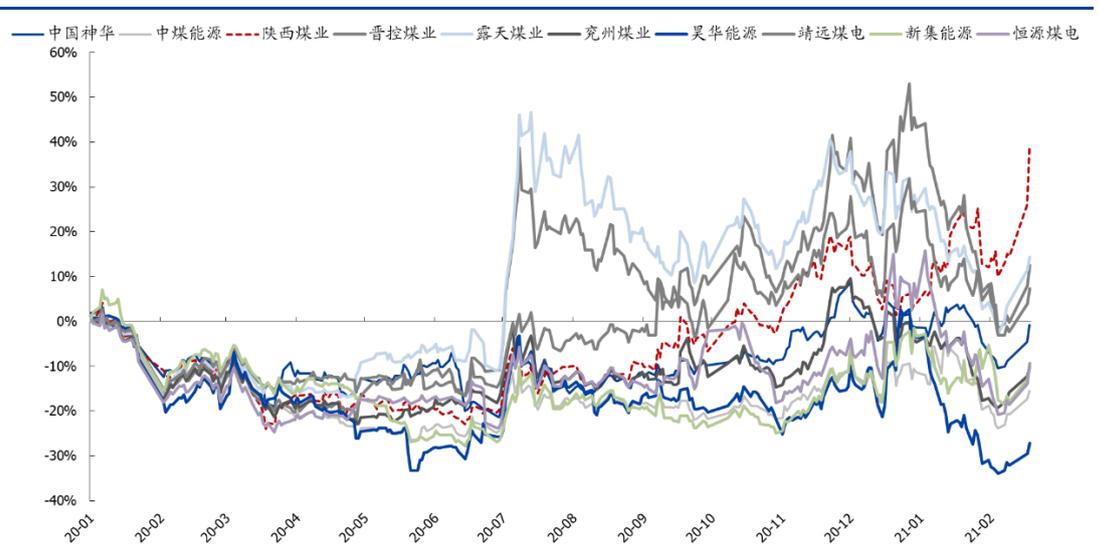
资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所（除中国神华、陕西煤业外，其他盈利预测均来自 wind 一致性预期）

图表 19: 动力煤主要上市公司基本信息 (三) (数据均选自 2019 年数据)

公司	2019 产量 (万吨)	2019 销量 (万吨)	吨煤售价(元 /吨)	吨煤销售成 本(元/吨)	吨煤毛利 (元/吨)	煤炭板块毛 利率	煤炭板块收 入占比	煤炭板块毛 利占比
中国神华	28,270	44,710	442	322	120	27.1%	64.9%	54.3%
中煤能源	10,184	10,195	452	323	129	28.6%	80.4%	82.8%
陕西煤业	11,494	17,849	396	232	164	41.3%	96.2%	97.0%
晋控煤业	3,378	2,820	384	165	219	56.9%	97.2%	98.1%
露天煤业	4,600	4,607	136	70	66	48.1%	32.7%	60.6%
兖州煤业	10,639	11,612	549	334	215	39.1%	31.8%	89.4%
昊华能源	1,279	1,460	317	120	197	62.1%	83.8%	96.4%
靖远煤电	882	886	351	232	119	33.9%	78.4%	93.0%
新集能源	1,598	1,599	377	188	189	38.6%	65.4%	81.4%
恒源煤电	1,030	837	671	365	306	45.5%	93.6%	95.6%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所 (中国神华、中煤能源、陕西煤业、兖州煤业毛利率偏低主因含有部分贸易煤)

图表 20: 2020 年至今动力煤个股走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3. 焦煤: 国内供给刚性, 进口扰动不断, 看好主焦煤及区域龙头

#### 3.1. 国内存量供给相对刚性

**国内存量以稳为主, 增量有限。** 由于炼焦煤属我国稀缺资源, 因此自 2016 年我国煤炭资源整合、淘汰落后产能等政策实施以来, 无论炼焦原煤还是炼焦精煤, 产量波动幅度明显收窄, 供给总体平稳。2020 年, 全国炼焦煤累计产量 12.2 亿吨, 同比增长 2.3%, 增速较 2019 年下滑 4.4pct; 炼焦精煤累计产量 4.85 亿吨, 同比增长 0.9%, 增速较 2019 年下滑 4.9pct。

➤ 短期而言, 由于炼焦煤矿井资源禀赋及安全条件均逊于动力煤矿井, 我们认为往后环保、安全的高压检查有望维持常态化 (尤其山东、河南等地), 将限制焦煤有效供给的释放;

➤ 中长期而言，由于开发历史长，大部分资源已被生产和在建矿井利用，尚未利用的资源较少，我们在对目前所有新建矿井进行梳理过程中发现，在约 200 多个新建煤矿中，仅有约 9 座煤矿，合计产能 2940 万吨/年属于炼焦煤矿井，其体量相对于每年约 12 亿吨的炼焦煤产量而言明显偏低，意味着炼焦煤未来增产潜力较小，面临后备资源储备不足的困境。

图表 21: 2020 年炼焦原煤产量同比增长 2.3%，增速下滑 4.4pct (万吨)



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 22: 2020 年炼焦精煤产量同比增长 0.9%，增速下滑 4.9pct (万吨)



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 23: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)

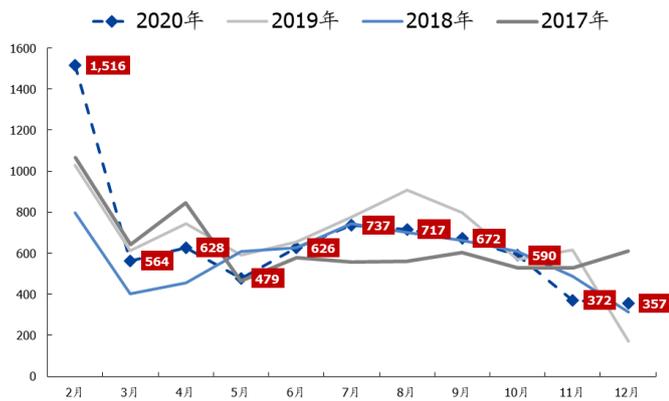
序号	地区	煤矿名称	类型	煤种	产能	建设单位
1	山西	山西临县锦源煤矿有限公司锦源煤矿	新建	焦煤、1/3焦煤、肥煤	600	美锦能源
2	山西	山西金地煤焦有限公司赤峪煤矿	新建	主焦煤	300	冀中能源
3	山西	山西晋煤太钢能源三交一号煤矿	新建	焦煤、肥煤	600	晋煤集团
4	山西	吕梁东义集团煤气化有限公司鑫岩煤矿	新建	焦煤、肥煤、瘦煤	240	铁法煤业集团
5	安徽	安徽省亳州煤业有限公司信湖煤矿	新建	焦煤、气肥煤	300	淮北矿业
6	安徽	中煤新集能源股份有限公司板集煤矿	新建	气煤、1/3焦煤	300	中煤新集
7	河南	中国平煤神马集团梁北二井	新建	瘦煤、焦煤、肥煤	120	平煤集团
8	山东	兖煤菏泽能化有限公司万福煤矿	新建	肥煤、焦煤	180	兖州煤业
9	山西	山西离柳矿区吴家峁煤矿	新建	主焦、肥煤、瘦煤	300	焦煤集团
合计					2940	

资料来源: 国家能源局, 发改委, 国盛证券研究所

### 3.2. 对外依存度上升，进口扰动加剧

**对外依存度上升，主焦煤尤甚。**进口值得注意的是，由于我国低硫优质主焦煤资源有限（如山西柳林主焦煤以低硫低灰而著称，然而经过 30 多年超强度的开采，现在 4#煤层基本已经开采完毕，接下来只能开采高硫高灰的劣质焦煤），而新上的大型焦炉对入炉煤质量要求价高，因此每年需从国外进口焦煤约 7000 万吨，对外依存度（尤其主焦煤）总体呈现上升趋势。2020 年，我国累计进口炼焦煤 7256 万吨，同比减少 2.8%。就进口结构而言，2020 年自澳洲进口炼焦煤 3536 万吨（呈现逐月下降趋势，12 月进口数量为 0），同比增加 14.3%，占比 48.7%；自外蒙进口炼焦煤 2377 万吨，同比减少 29.6%，占比 32.8%，主因外蒙受疫情影响，通关效率整体较低。

图表 24: 2020 年全国累计进口炼焦煤同比减少 2.8% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 我国炼焦煤 (尤其主焦) 对外依存度不断提高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 2020 年进口炼焦煤分国别情况 (万吨)

国家	炼焦煤进口数量	占比	同比
澳大利亚	3,536	48.7%	14.3%
蒙古	2,377	32.8%	-29.6%
俄罗斯	673	9.3%	23.6%
加拿大	466	6.4%	55.0%
美国	95	1.3%	-15.0%
其他	110	1.5%	192.6%
合计	7,256	100.0%	14.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**进口扰动不断, 澳煤短期难以替代。**由于中澳地缘政治趋紧, 我国目前加强限制澳煤进口, 后续澳煤进口数量或面临锐减。澳洲炼焦品质优异 (低灰、低硫、高粘结), 属主焦煤稀缺品种, 一旦澳煤进口收紧将加剧我国主焦煤供应紧张的局面, 短期内难以找到澳煤替代品种 (蒙古煤虽然储量充足, 但运力有限, 且品质较澳煤稍差)。若澳洲焦煤进口长期受限, 国内焦煤供需格局有望持续向好。

图表 27: 主流进口炼焦煤品质

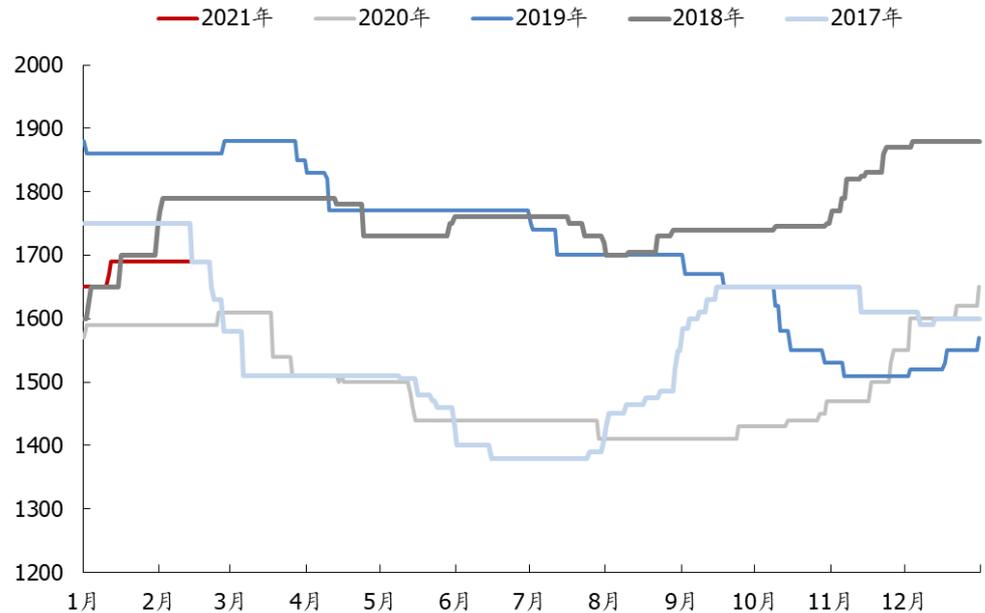
产品名称	Ad/ (灰分)	Vdaf/ (挥发分)	St,d/ (硫份)	G/ (粘结指数)	Y/mm (胶质层厚度)	CSR (反应后强度)
基准交割品	10.0%	16%≤Vdaf≤28%	0.7%	入库≥75, 出库 >65%	≤25	60%≤CSR≤65%
澳洲峰景	10.5%	20.5%	0.53%	88	19	68
蒙 5#精煤	10.5%	28%	0.7%	80	14	60
俄罗斯 K10 主焦	11%	18.7%	0.22%	75	10	44
加南大鹿井一号	9.5%	10%	0.4%	75	11	72
美国文迪斯	9%	19%	0.84%	66	9.6	68

资料来源: 大商所, 国盛证券研究所

### 3.3.需求递增，价格中枢上移，主焦或更为紧缺

**焦煤供需整体略偏紧，价格中枢上移。**2020年，受下游焦化行业去产能和进口煤政策影响，焦煤价格整体呈现先抑后仰走势。展望2021年，我国优质低硫主煤资源有限，预计国内炼焦煤供应难有明显增量。进口方面，中澳地缘政治矛盾暂无缓和迹象，外蒙虽有增量，但难以完全弥补澳煤减量空缺，预计进口总体略偏紧。需求方面，随着焦炭去产能暂时告一段落，新建焦炉陆续投产，预计2021年焦炭产量呈现前低后高，焦煤需求也呈现逐步递增的状态，外加新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，优质低硫焦煤的需求量大幅增加，可能会造成低硫主焦结构性紧张。

图表 28: 炼焦煤价格自 2020 年 9 月起持续上涨 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 炼焦煤煤价格一览 (元/吨)

	18年 均价	19年 均价	20年 均价	20Q1 均价	20Q2 均价	20Q3 均价	20Q4 均价	21Q1 均价	21Q1 环比	21Q1 同比
京唐港山西-主焦煤	1,764	1,716	1,497	1,583	1,468	1,421	1,515	1,682	11.0%	6.2%
CCI 柳林-低硫主焦	1,614	1,566	1,347	1,433	1,319	1,271	1,365	1,532	12.2%	6.9%
CCI 灵石-高硫肥煤	1,118	1,111	974	1,058	960	912	966	1,125	16.5%	6.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 炼焦煤供需平衡表 (亿吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
炼焦精煤产量	4.44	4.46	4.54	4.81	4.85	4.86
yoy	-10.5%	0.3%	1.9%	5.8%	0.9%	0.6%
净进口量	0.58	0.68	0.63	0.73	0.72	0.70
需求	5.34	5.15	5.20	5.52	5.58	5.72
yoy	1.2%	-3.6%	1.0%	6.3%	1.0%	2.5%
供需对比	-0.31	-0.01	-0.03	0.02	-0.01	-0.16

资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

### 3.4.投资建议: 看好主焦煤及区域龙头的投资机会

从储量上看, 炼焦煤 (气煤、气肥煤、1/3 焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤), 约占我国煤炭总储量的 24%, 属稀缺资源, 尤其在炼焦工艺中起到骨干作用的肥煤、焦煤最为紧缺。在国内炼焦煤供给弹性不足, 未来新增产能极其有限的背景下, 需要通过大量进口满足国内需求, 对外依存度不断提升 (尤其主焦煤&肥煤)。目前来看, 中澳地缘政治矛盾暂无缓和迹象, 后续澳煤进口数量继续维持低位, 外蒙虽有增量, 但难以完全弥补澳煤减量空缺, 且品质略逊于澳煤。若澳煤进口长期受限, 国内焦煤供需格局有望持续向好, 主焦煤尤其紧缺。**重点推荐: 淮北矿业、山西焦煤、平煤股份、盘江股份。**

图表 31: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (一)

公司	煤种	地理位置	产业布局	股东背景
淮北矿业	气、1/3 焦、焦、肥、瘦、贫	安徽淮北	煤焦	省属国企
山西焦煤	气、焦、肥、瘦、贫瘦	山西晋中	煤电焦化材	省属国企
平煤股份	1/3 焦、焦、肥	河南平顶山	煤	省属国企
盘江股份	1/3 焦、焦、贫瘦、瘦	贵州盘江矿区	煤电	省属国企
冀中能源	气、1/3 焦煤、焦、肥、瘦	河北、山西、内蒙	煤电建化	省属国企
潞安环能	瘦、贫瘦、贫	山西长治	煤焦	省属国企
开滦股份	肥	河北唐山	煤焦	省属国企

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 32: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (二) (截至 2021 年 2 月 19 日收盘价, 数据均选自 2019 年数据)

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)	对应 21 年 PE	可采储量 (亿吨)	煤炭产能 (万吨/年)	煤炭产量 (万吨)	吨可采市值 (元/吨)	吨产量市值 (元/吨)	
		2020E	2021E						
淮北矿业	258	37.9	46.5	5.5	13.5	3,255	2,084	19.2	1,238
山西焦煤	218	19.1	24.5	8.9	87.0	3,260	2,889	2.5	755
平煤股份	120	13.3	13.6	8.7	95.0	3,077	2,832	1.3	424
盘江股份	126	9.1	13.3	9.5	30.2	1,360	755	4.2	1,668
冀中能源	123	10.6	11.1	11.1	7.1	3,420	2,854	17.4	431
潞安环能	175	19.5	24.5	7.2	14.1	4,965	4,434	12.5	395
开滦股份	133	11.5	18.9	7.1	3.8	810	304	34.6	4,372

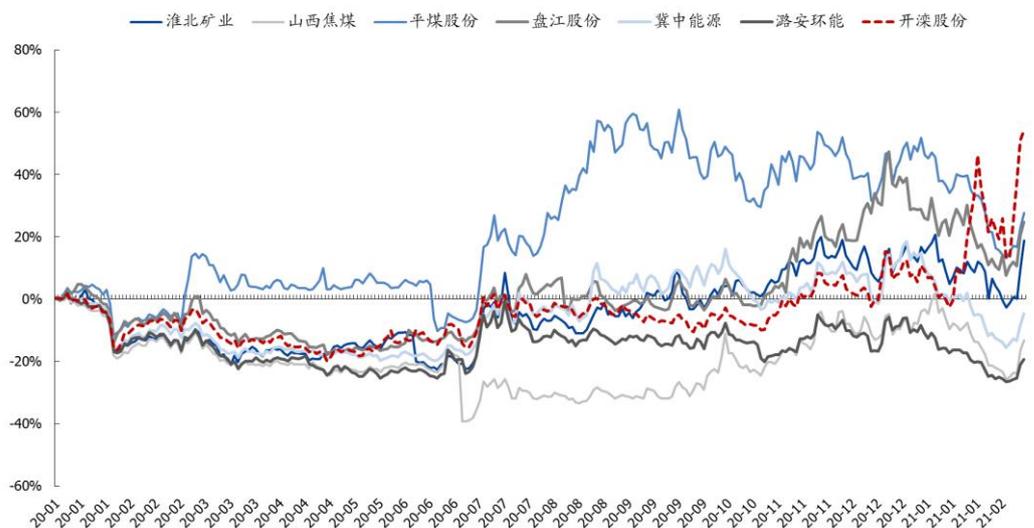
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所 (除淮北矿业、平煤股份外, 其他盈利预测均来自 wind 一致性预期)

图表 33: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (三) (数据均选自 2019 年数据)

公司	2019 产量 (万吨)	2019 销量 (万吨)	吨煤售价(元 /吨)	吨煤销售成 本(元/吨)	吨煤毛利 (元/吨)	煤炭板块毛 利率	煤炭板块收 入占比	煤炭板块毛 利占比
淮北矿业	2,084	2,213	721	441	280	38.8%	20.7%	48.7%
山西焦煤	2,889	2,517	670	279	391	58.3%	51.2%	93.6%
平煤股份	2,832	2,554	747	577	170	23.9%	83.7%	96.6%
盘江股份	755	817	757	495	262	34.6%	95.9%	92.9%
冀中能源	2,854	2,895	618	459	159	25.7%	82.3%	91.0%
潞安环能	4,434	4,405	538	312	226	42.0%	88.4%	95.7%
开滦股份	304	308	1,292	755	537	36.7%	21.4%	54.2%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 2020 年至今炼焦煤个股走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4. 焦炭: 盈利创历史新高, 格局持续向好

### 4.1. 吨焦盈利破千, 创历史新高

2020 年是“十三五”、“蓝天保卫战”收官之年, 焦化去产能执行力度超预期。2020 年作为《十三五规划》(煤炭压减消费量)和《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年, 各省市、地区均开展焦化行业落后产能淘汰及置换工作, 国内焦化总产能逐步压减。2020 年上半年, 山东、江苏顺利完成去产能任务, 两省累计压减产能 1390 万吨, 且大部分是在产产能; 下半年, 焦化产能压减任务主要集中在山西、河北及河南地区, 其中 2020 年 10 月底山西省各地区陆续落实落后产能淘汰工作, 河北、河南部分地区亦陆续发布落后产能淘汰细则(要求 2020 年 12 月底完成)。据 Mysteel 调研统计, **2020 年全年焦化产能累计淘汰 6300 万吨/年**, 去产能执行力度远超市场预期。

图表 35: 焦化行业去产能及产业升级的主要政策梳理

	具体政策要求	主要政策文件
顶层设计	<p>1.在《产业结构调整指导目录(2019年本)》发布前建设的顶装焦炉炭化室高度须≥4.3米,发布后建设的建设的顶装焦炉炭化室高度须≥6.0米;</p> <p>2.“炭化室高度小于4.3米焦炉”定义为淘汰类的落后生产工艺装备,将“顶装焦炉炭化室高度&lt;6.0米、捣固焦炉炭化室高度&lt;5.5米,100万吨/年以下的焦化项目”列为限制类项目。</p>	<p>《焦化行业规范条件》</p> <p>《产业结构调整指导目录(2019年本)》</p>
全国	<p>1.京津冀及周边地区实施“以钢定焦”,力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右。</p>	<p>《打赢蓝天保卫战三年行动计划》</p>
山西	<p>1.全省焦化总产能压减至<b>14768万吨以内,并在此基础上保持建成产能只减不增;</b></p> <p>2.2019年,力争新增建成大机焦产能1000万吨,建成大机焦占比达到40%;2020年,力争再新增建成大机焦产能700万吨,建成大机焦产能占比达到50%;<b>2021年,力争建成大机焦产能占比达到60%;</b>2022年,先进产能占比达到60%以上;</p> <p>3.加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度4.3米普通机焦炉的淘汰,太原、临汾、长治等市按照已批准的压减方案退出炭化室高度4.3米及以下焦炉,晋中、吕梁、运城、忻州、阳泉属于“1+30”区域的县,力争全部退出炭化室高度4.3米及以下焦炉,<b>争取2020年全省关停淘汰压减过剩焦化产能2000万吨以上。</b></p>	<p>《山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》、《山西省2020年煤炭消费减量等量替代工作方案》</p>
河北	<p>1.严禁新增焦炭产能;</p> <p>2.到2020年煤炭实物消费量控制在2.6亿吨以内;</p> <p>2.<b>2020年底前全省所有炭化室高度4.3米的焦炉全部关停,据Mysteel统计,目前河北省在产4.3米焦炉1332万吨,需在年底关停。。</b></p>	<p>《河北省“十三五”能源发展规划》、《河北省关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》</p>
山东	<p>1.2019年压减焦化产能1031万吨,2020年压减655万吨,<b>两年共压减1686万吨</b>,其中2020年压减任务力争提前到4月底前完成;</p> <p>2.<b>到2020年底全省煤炭消费压减3600万吨;</b></p> <p>3.<b>全省焦化行业焦炭产量不超过3200万吨的控制目标。</b></p>	<p>《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》、《山东省煤炭消费压减工作总体方案》、《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》</p>
江苏	<p>1.到2020年,全省煤炭消费量比2016年减少3200万吨,重点削减非电力用煤,电力用煤占65%以上;</p> <p>2.2020年底前,除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦;</p> <p>3.徐州市在2020年底前,压减50%炼焦产能。</p>	<p>《江苏省打赢蓝天保卫战三年行动方案》、《徐州市焦化行业布局优化和转型升级方案》</p>
河南	<p>河南省<b>2020年将依法退出焦化产能1150万吨,涉及焦化企业13家。</b></p>	<p>《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》、《河南省2020年利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》</p>

资料来源: 各省人民政府, 发改委, 环保部, 工信部, 国盛证券研究所

**新增产能投产进度不及预期,且投产到达产需一段时间调试。**受疫情影响,2020年焦化新增产能释放速度总体低于预期,据Mysteel统计,**2020年全国仅新增焦化产能4438万吨/年**,而且因工艺技术等原因,部分新投产产能达产较慢(新建焦炉需2~3个月烘炉,且从出焦到满产还需一段时间调试设备),因此焦炭产量释放较新增产能投产存在一定滞后性,导致焦炭供应始终维持偏紧格局。

图表 36: 2020 年焦化产能新增、淘汰统计 (万吨)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
淘汰	95		180	390	246	760			60	1230	1106	2233	6300
新增	240	85	145	75	185	268	235	652		953	275	1329	4438
净新增	145	85	-35	-381	-61	-492	235	652	-60	-277	-831	-904	-1861

资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

**2020 年焦化产能净淘汰 1861 万吨，叠加下游生铁产量创历史新高，焦炭缺口明显，价格暴涨，吨焦盈利亦创历史新高。**供给端，在焦化去产能叠加山东“以煤定产”的影响下，2020 年全国焦炭产能净减少 1861 万吨，焦炭产量同比持平；而下游需求表现亮眼，钢材、生铁产量创历史新高，导致焦炭价格自 2020 年 8 月起一路上扬。

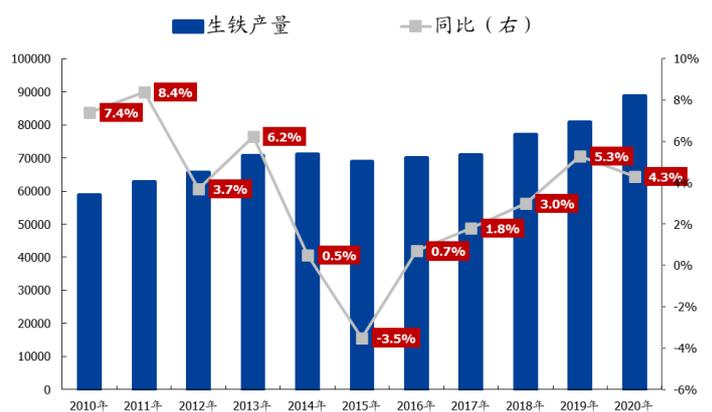
- **第一阶段 (20 年年初至 20 年 4 月底):** 春年前后焦化厂开工率基本维持稳定，但下游企业受国内疫情影响，复工复产时间普遍推迟，焦炭下游需求大幅收缩，春节后现货开启 5 轮提降，累计降幅 250 元/吨；
- **第二阶段 (20 年 5 月初~20 年 6 月底):** 自 5 月起，下游企业赶工，钢厂复工复产速度亦明显加快，焦炭下游需求明显回升。同时，焦炭去产能工作持续推进，5 月山东出台“以煤定产”政策，6 月江苏徐州地区焦化厂按时关停，焦炭产量明显下滑。焦炭价格在需求回升、供应收缩的双重利好下稳步上涨，开启 6 轮提涨，累计涨幅 300 元/吨；
- **第三阶段 (20 年 7 月初~20 年 7 月底):** 去产能断档期，山东、河南安阳等地限产执行力度不及预期，外加部分新增产能陆续投产，焦化产能阶段性扩张，现货价格开启三轮提降，累计降幅 150 元/吨；
- **第四阶段 (20 年 8 月初~至今):** 山西焦化行业去产能力度远超市场预期，河南、河北陆续跟进，外加下游钢厂开工率始终保持高位水平，焦炭价格开启连续上涨，**截至 2021 年 2 月 21 日，焦炭现货已完成 15 轮提涨，累计涨幅 1500 元/吨，据 Mysteel 统计，截至 2 月 18 日，独立焦化厂吨焦平均盈利已高达 1002 元/吨。**

图表 37: 2020 年焦炭产量同比持平 (万吨)



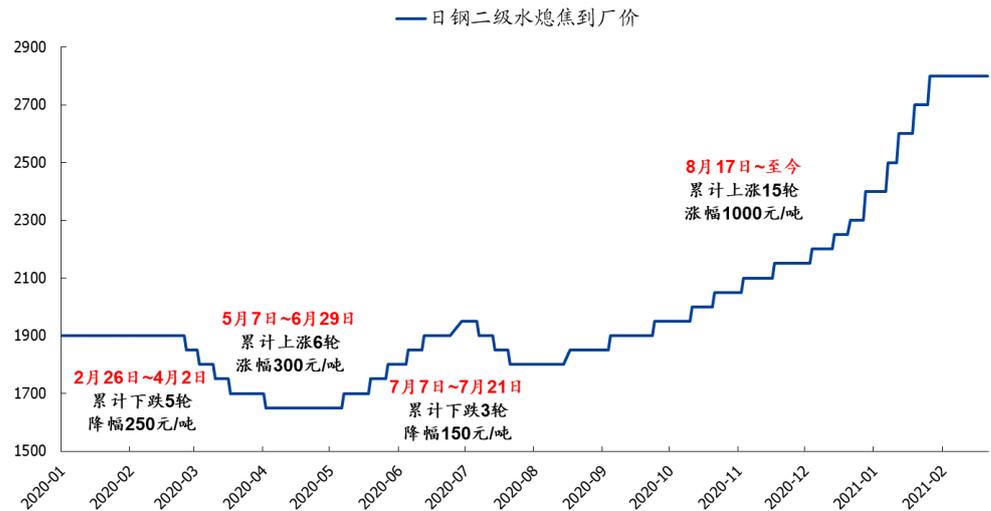
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 2020 年生铁产量同比增长 4.3% (万吨)



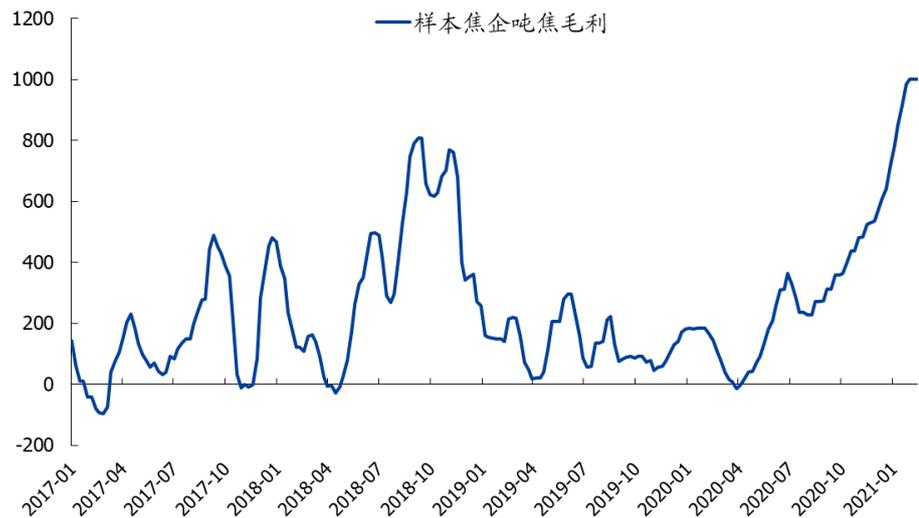
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 焦炭价格自 2020 年 8 月起累计上涨 1000 元/吨 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 样本焦企毛利已突破千元, 创历史新高 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

#### 4.2.2021 年处于补缺过程, 焦炭价格维持高位

虽然今年焦化产能处于净增阶段, 但 2020 年去产能导致的缺口过大, 全年都将处于补缺周期, 外加下游需求韧性十足, 焦炭价格仍将维持高位。据 Mysteel 调研统计, 2021 年预计淘汰焦化产能 2775 万吨, 新增焦化产能 6464.5 万吨, 全年净新增 3689.5 万吨。虽然随着焦化置换产能的逐渐投产, 新增供应逐渐释放是必然, 但由于 2020 年去产能产生的缺口过大(预估 2500 万吨), 补缺亦需要时间, 环比扭转并不代表就此过剩, 2020 年产生的缺口只会在 2021 年被逐步填补。根据焦化产能淘汰、新增进度, 3 月下旬前焦化价格面临一定回调压力, 但随着 3 月采暖季结束后焦化产能的集中去化, 外加届时终端钢材需求和贴水产量正处于季节性回升阶段, 焦炭供需将再度趋紧, 在库存整体偏低的情况下, 焦炭价格将再度开启上涨通道, 全年焦炭价格都将维持高位。原因主要有以下四点。

- 其一, 置换产能的成规模投放, 到满产释放仍需一定时间。据国投安信期货统计, 2020 年 10 月至今, 加上 2-3 个月的满产滞后期, 实际上截止 2021 年 5 月份能够

比较确定满产的新增焦化产能释放约在 1200 万吨左右。而三月份采暖季结束后仍有约 770 万吨的 4 米 3 焦炉产能有待退出，因此新增供应的释放节奏和规模不一定如市场预期的那么猛烈；

- 其二，市场普遍对国内经济持续复苏带动终端需求释放有良好预期，节后钢材现货价格亦企稳反弹，高炉主动减产顾虑消退，外加目前钢厂焦炭库存均处于绝对低位，补库需求不减；
- 其三，据 Mysteel 统计，2020 年大量高炉产能置换项目受疫情影响，审批、施工节奏放慢，多数项目推迟至 2021 年进行置换。我们预计 2021 年高炉产能净增 3271 万吨，且按照一定的利用系数和投放后全年剩余可释放产量时间测算，预计 21 年仅产能置换，高炉端可能存在 2% 左右的新增需求贡献。
- 其四，2020 年全球受新冠疫情影响，使得海外钢厂关停，而国内焦炭价格高位运行，导致海外焦炭资源流入国内，进口量大幅增加，出口锐减。2020 年，我国焦炭净出口仅 51 万吨，较去年同期减少 549 万吨，对国内焦炭需求造成一定拖累。2021 年，随着疫苗的推广，疫情或将得到控制，海外钢厂将逐步复工复产，焦炭出口有望明显改善。

图表 41: 2021 年焦化产能新增、淘汰统计 (万吨)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
淘汰	396		994	50	55	566	42		212			460	2775
新增	916.25	1007	733.75	358	317.75	865	254	517.75	195	194	175	931	6464.5
净新增	520.25	1007	-260.25	308	262.75	299	212	517.75	-17	194	175	471	3689.5

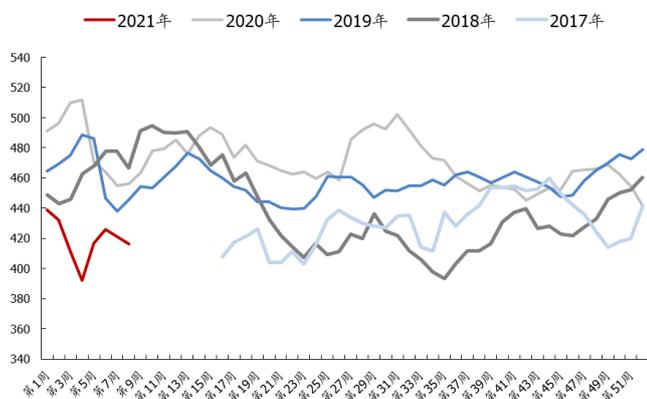
资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 42: 2021 年高炉产能新增、淘汰统计 (万吨)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
淘汰	392	159	948	240	214	247			312			2542	5054
新增	398	2025	1211	650	196	330	1170		1030	267		1048	8325
净新增	6	1866	263	410	-18	83	1170		718	267		-1494	3271

资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 43: 110 家样本钢厂焦炭库存 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 2020 年焦炭净出口较去年同期减少 549 万吨 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 4.3.长期而言，4.3米焦炉淘汰是大势所趋，行业格局持续优化

长期而言，焦炭行业进入产能置换周期（即4.3米焦炉的淘汰与5.5米以上大型焦炉的投产），供需缺口有望保持。此外，中小产能持续清退、整合，未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦化企业集中度将得以提升，行业格局边际改善，议价能力增强。

**4.3米及以下焦炉是未来去产能主攻方向，对政策抱以信心。**焦化行业属于典型的重污染行业，4.3m及以下焦炉由于炭化室高度较低，其粉尘排放对大气造成严重污染，一直是环保治理的重点。在《产业结构调整指导目录（2019年本）》中，明确将“炭化室高度小于4.3米焦炉”定义为淘汰类的落后生产工艺装备，将“顶装焦炉炭化室高度<6.0米、捣固焦炉炭化室高度<5.5米，100万吨/年以下的焦化项目”列为限制类项目。

**展望未来，“十四五规划”是绕不开的节点，虽然目前并没有出台正式的规划文件，但在新华社受权播发的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下建成“建议”）中对未来五年，乃至十五年的远景做出了展望。“建议”中要求增强全社会生态环保意识，深入打好污染防治攻坚战，意味着环境环保目标大概率将纳入未来五年规划。对于焦化而言，各环节超低排放要求或进一步扩大，排污许可制度的推行和严格的水污染治理或倒逼一批企业出清。**

据Mysteel调研统计，目前我国焦炭总产能5.5亿吨，其中4.3米及以下产能2.1亿吨，占比仍高达38.4%。4.3米焦炉具体分布中，尤其以山西最多，目前山西4.3米焦炉109座，合计产能8037万吨。随着该部分落后产能未来的加速出清，行业供给有望持续收缩，集中度逐步提高，焦化行业景气度持续改善。

图表 45: “建议”中部分环保要求

“建议”目标	详细内容
基本消除重污染天气	继续开展污染防治行动； 建立地上地下、陆海统筹的生态环境治理制度； 强化多污染物协同控制和区域协同治理； 加强细颗粒物和臭氧协同控制。
全面实现排污许可制	推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。

资料来源：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，国盛证券研究所

图表 46: 全国焦化在产产能情况（亿吨）

总产能	独立焦化	钢厂焦化	炭化室高度	产能	占比
5.41	3.47	1.94	4.3米以下	0.08	1.48%
			4.3米	1.92	35.49%
			4.3米以上	3.41	63.03%

资料来源：Mysteel，国盛证券研究所

### 4.4.投资建议：推荐成本管控能力较强以及“吨焦市值”低位标的

重点推荐成本管控能力较强、焦化毛利率远高于行业平均水平的金能科技、中国旭阳集团、美锦能源；以及“吨焦市值”低位，盈利弹性较大的中国旭阳集团、陕西黑猫、开滦股份。

图表 47: 焦炭主要上市公司基本信息 (一)

公司	产业布局	地理位置	是否附带焦煤煤矿	股东背景
金能科技	焦炭、炭黑、甲醇、山梨酸钾等	山东齐河	否	民企
中国旭阳集团	焦炭、甲醇、己内酰胺等	河北、内蒙	否	民企
陕西黑猫	焦炭、焦油、LNG、合成氨等	陕西韩城	否	民企
美锦能源	焦煤、焦炭、燃料电池等	山西	是	民企
淮北矿业	焦煤、焦炭、甲醇等	安徽淮北	是	省属国企
开滦股份	焦煤、焦炭、苯、甲醇、乙二酸等	河北唐山	是	省属国企
潞安环能	喷吹煤、焦炭等	山西长治	是	省属国企
山西焦化	焦炭、硫酸铵、沥青、甲醇等	山西临汾	否	省属国企

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 48: 焦炭主要上市公司基本信息 (二) (截至 2021 年 2 月 19 日收盘价, 数据均选自 2019 年数据)

公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)		对应 21 年 PE	焦炭产能 (亿吨)	权益产能 (万吨/年)	焦炭产量 (万吨)	吨焦权益 产能市值 (元/吨)	吨焦产量 市值 (元/ 吨)
		2020E	2021E						
金能科技	197	8.66	14.56	13.52	230	230	213	8,563	9,238
中国旭阳集团	235	14.75	29.42	6.66	854	675	877	3,481	2,680
陕西黑猫	181	2.73	17.63	10.27	520	340	473	5,326	3,828
美锦能源	342	10.74	32.90	10.41	715	641	572	5,341	5,990
淮北矿业	258	37.86	46.51	5.55	440	306	383	8,431	6,736
开滦股份	133	11.47	18.87	7.06	660	427	655	3,115	2,031
潞安环能	175	19.50	24.47	7.16	246	238	154	7,353	11,396
山西焦化	132	10.97	20.11	6.55	360	360	293	3,657	4,501

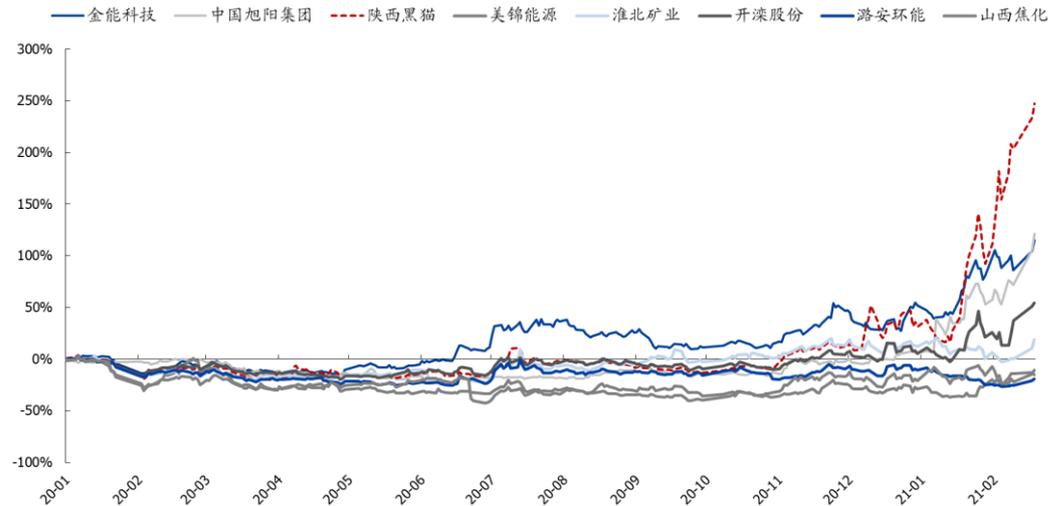
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所 (除金能科技、淮北矿业外, 其他盈利预测均来自 wind 一致性预期)

图表 49: 焦炭主要上市公司基本信息 (三) (数据均选自 2019 年数据)

	2019 产量 (万吨)	2019 销量 (万吨)	吨焦毛利 (元/吨)	焦炭毛利率	焦化收入占比	焦化毛利占比
金能科技	213	212	325	16.8%	50.4%	57.3%
中国旭阳集团	877	493	244	18.8%	49.4%	65.2%
陕西黑猫	473	480	109	6.7%	83.9%	64.4%
美锦能源	572	612	521	23.6%	96.0%	96.1%
淮北矿业	383	394	310	13.7%	14.7%	40.1%
开滦股份	655	653	237	12.1%	63.5%	50.8%
潞安环能	154	156	263	14.8%	10.4%	4.0%
山西焦化	293	293	72	4.1%	76.3%	-567.9%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 2020 年至今焦炭个股走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 5.重点个股评述

### 金能科技

公司为山东省独立焦化龙头企业，构建了独特的“3+3”循环产业链，实现煤化工与精细化工的深度整合，差异化竞争优势明显。1) 焦炭行业进入产能置换周期（即 4.3 米焦炉的淘汰与 5.5 米以上大型焦炉的投产），供需缺口有望保持。此外，中小产能持续清退、整合，未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦化企业集中度将得以提升，行业格局边际改善，议价能力增强，焦炭价格高位运行，预计“十四五”期间吨焦盈利水平较“十三五”有明显提升，公司焦化盈利持续向好。2) 青岛项目投产在即，业绩存翻倍空间。公司积极布局石油化工产业，实施“以煤化工与精细化工为基础、以石油化工为重点”的产业战略布局，**青岛新建“48 万吨绿色炭黑”项目已于 1 月底进入试生产，“90 万吨/年丙烷脱氢”、“45 万吨/年高性能聚丙烯”项目将于 2021 年 4 月建成投产。据测算，中性假设下，上述项目满产后预计将为公司带来 10.2 亿/年净利贡献，业绩存翻倍空间。**

风险提示：焦炭、炭黑价格下跌，项目投产不及预期。

### 淮北矿业

公司为华东地区煤焦龙头，具有稳定的下游用户、良好的地理区位条件和运输优势，加之信湖煤矿、焦炉煤气综合利用、雷鸣科化建筑石料矿山等多个项目投产在即，**公司业绩亦有望迎来持续增长。**具体来看：1) 焦煤、焦炭景气度持续向好。2018 年上市以来，公司焦煤、焦炭业务毛利贡献占比均在 90% 左右，考虑到公司焦煤售价季度调整和焦炭售价月度调整政策，焦煤价格上涨将在一季度得以体现，焦炭盈利创历史新高，全年业绩值得期待。2) 信湖、陶忽图保障业绩公司可持续发展。信湖煤矿（主焦煤、300 万吨/年）首采工作面正在施工，铁路专用线预计年底完工通车运行，预计 2021 年 5~6 月具备联合试运转条件，投产后将为公司原煤产量带来 10% 以上增长空间；陶忽图井田（高热值动力煤、800 万吨/年）公司正在加快推进项目核准等前期准备工作，未来公司煤炭产能增长有力。3) 非煤矿山业务成为公司重点利润增长点之一。目前瓦子口、王山窝两座建筑石料矿山存产能核增空间，所里矿山正在建设中，预计将于今年投产；随着雷鸣科化旗下矿山的陆续投产，未来建筑石料业务具备较大增长空间，有望成为新利润增长

点。4) 低估值高股息。根据我们盈利预测, 公司 2021 年实现归母净利润 46.5 亿元, 对应 PE5.X, 按 37% 分红比例计, 对应股息率高达 6.7%。

风险提示: 煤价大幅下跌, 焦炭价格大幅下跌, 项目投产进度不及预期。

## 陕西煤业

**短期来看, 量价齐升下, 公司业绩大幅抬升。**价格方面, 公司煤炭售价弹性较大, 在煤价上行周期中尤为受益。公司煤炭销售以现货销售为主, 长协占比仅约 30%, 因此公司综合售价弹性较大, 在煤价上行周期中尤为受益。产量方面, 据陕煤化集团官网报道, 公司在建矿井小保当二号(产能 1300 万吨/年)已于 2020 年 Q4 进入联合试运转, 今年将带来确定性增量贡献。

**长期来看, 背景强、禀赋优、布局广、高股息, 长期投资价值凸显。****1) 背景强:** 公司控股股东陕煤化集团是省内唯一一家省属煤炭集团, 在省内获取资源、运力方面具有绝对优势。而公司作为陕煤化集团的唯一煤炭上市平台, 在矿区开发建设、资源整合方面具有其他公司不可比拟的优势, 战略地位显著。**2) 禀赋优:** 公司可采储量 97 亿吨, 可采近百年, 煤炭平均热值高达 5500cal/g, 远超普通动力煤, 在澳煤进口受阻, 市场高卡煤结构性紧缺背景下尤为紧俏。成本方面, 公司吨煤成本远低于行业平均水平, 且由于采掘行业成本端无法复制的特殊性, 超低的吨煤成本亦为其构筑天然护城河。**3) 布局广:** 公司紧跟新能源发展步伐, 通过投融资平台的有效使用, 择机布局与公司主业互补、盈利接续的新能源行业优质资产。2020 年 Q3 公司因“西部信托-陕煤-朱雀产业投资单一资金信托”项目到期清算, 减持隆基 4.81% 的股份, 当期非流动资产处置损益高达 47.3 亿元。**4) 高股息:** 结合公司发布的三年分红回报规划和对公司盈利预测, 预计公司 3 年累计保底股息高达 14.2%(以 2 月 19 日收盘价), 且随着公司资本开支接近尾声, 未来分红能力有望逐步提升。

风险提示: 煤价大幅下跌, 产量释放不及预期。

## 中国旭阳集团

**全球最大独立焦炭生产及供应商, 业务版图不断外扩, 充分受益焦化行业格局改善带来得红利。****1) 成本管控能力出众, 盈利水平行业领先。**公司采用纵向一体化的业务模式, 使用焦化副产品作为精细化工产品的原材料, 充分做到资源的有效循环利用, 外加炼焦配煤技术领先, 使得吨焦成本在行业中处于较低水平, 焦炭毛利率行业领先。**2) 通过运营管理服务开展轻资产模式业务拓展, 输出旭阳能力优势。**通过将自身二十余年的焦化和煤化工运营管理经验进行提炼、整合、固化、复制, 打造旭阳特色的“运营管理服务”业务模式, 对外进行管理输出和行业整体, 未来将成为旭阳集团新的业务增长极。**3) 焦炭业务、精细化工业务同步扩张。**开展与焦炭上下游公司及同业公司深度合作, 扩大焦炭市场控制力, 开展己内酰胺、合成氨、苯乙烯等精细化工产品产能提升, 实现化工业务利润导向发展。

风险提示: 焦炭价格大幅下跌。

## 陕西黑猫

**焦炭量价齐升推动业绩增长, 技改落地化产改善可期。**公司以焦炭为基础, 以化产为核心, 按照焦、气、化联产的技术路线打造循环经济产业链。目前拥有有年产 520 万吨焦炭、30 万吨甲醇、37 万吨合成氨、25 万吨 LNG、6 万吨 BDO 的生产能力。

**1) 焦炭板块量价齐升。**一方面受益于焦化行业供给侧带来的焦炭价格上涨; 一方面公

司子公司内蒙古黑猫在建的 260 万吨焦化产能，1#焦炉已于 2020 年 10 月点火装煤，2#焦炉装置已基本建设完成，开始烘炉，项目整体计划于 2021 年一季度投入试生产；此外，为谋求更大发展，公司在内蒙欲建设焦炭产能 880 万吨/年，共分三期推动，届时焦炭产能有望翻倍。**2) 化产技改结束，业绩改善可期。**基于公司控股子公司龙门煤化、新丰科技、黑猫能源、黑猫化工自 2015 年开始陆续处于技改状态，未能正常生产，产品单位成本上升，毛利率持续走低。至 2020 年，公司技改项目陆续结束并开始启动正常生产，公司循环产业链得到进一步完善，合成氨、LNG、BOD 等产品产量提升，推动化工板块整体营收提高，公司化产迎来转折点，毛利率情况有望持续改善。

风险提示：焦炭价格大幅下跌，化工副产品价格大幅下跌。

## 山西焦煤

**公司简称由“西山煤电”正式更名为“山西焦煤”，资产整合大幕开启。****1) 焦煤板块龙头呼之欲出。**公司按照山西省委、省政府关于深化国资国企改革战略部署，拟通过资源资产化、资产资本化、资本证券化，**运用上市平台推动煤炭资源整合和专业化重组**，实现资源合理流动、组织、配置，**打造焦煤板块龙头上市公司。****2) 现金收购 520 万吨煤矿产能，增厚业绩。**公司 2020 年 12 月 10 日发布公告，拟以 63.33 亿元收购水峪煤业 100% 股权（核定产能 400 万吨），主产低灰、中高硫、特高发热量焦煤、肥煤；以 3.89 亿元收购腾晖煤业 51% 股权（核定产能 120 万吨），主产中灰、低硫、中高发热量的贫瘦煤；收购中，汾西矿业承诺水峪煤业在 2020 年 10-12 月/2021 年/2022 年扣非净利润分别不低于 1.35/5.97/5.97 亿元，霍州煤电承诺腾晖煤业扣非净利润分别不低于 0.35/2.77/2.77 亿元，若业绩未达标原股东将对差额作现金补偿，保障公司收购资产盈利性。**3) 炼焦煤品质优异，竞争优势明显。**公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，地质构造简单，煤种齐全。**古交矿区的主焦煤、肥煤是稀缺、保护性开采煤种**，具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，是大型炉焦用煤的理想原料。

风险提示：焦煤价格大幅下跌，资产注入进度低于预期。

## 中国神华

**公司在煤炭、电力、铁路、港口等领域皆为行业翘楚，具有极强的竞争力。受益于公司“煤电化路港航”全产业链的协同效应和纵向一体化优势，使其即使在煤价下行周期中，业绩底部依然明确，抵御风险能力极强。****1) 1 月产销大增，2 月年度长协创新高。**2021 年 1 月，公司完成商品煤产量 2800 万吨，同比增长 16.2%；完成商品煤销量 3400 万吨，同比增长 25.5%，产销均远超市场预期。外加 2 月公司年度长协（5500cal）售价高达 614 元/吨（创长协制度以来新高），公司 Q1 业绩值得期待。**2) 电力、铁路新建项目陆续投产。**电力方面，锦界煤电一体化项目三期工程已于 1 月 5 日通过 168 小时试运行；铁路方面，公司黄大铁路山东段建设进展顺利，神朔铁路 3 亿吨扩能改造工程稳步推进，计划 2021 年下半年完工，届时公司持续完善运输链条，优化运行速度和效率，利好未来可持续发展。

风险提示：煤价断崖式下跌，长协基准价下调，上网电价下调。

## 6. 风险提示

**在建矿井投产进度超预期。**

受矿井建设主体意愿影响，在建矿井建设进度有可能加速，导致建设周期缩短，产量释

放速度超过预期。

**需求超预期下滑。**

受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求得现象，造成煤价大幅下跌。

**上网电价大幅下调。**

2020年1月1日起将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，若电价下浮过大会压制煤炭价格。

**焦化去产能力度不及预期。**

若焦化去产能力度不及预期，可能导致焦炭价格下跌。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com