

## 碳中和背景下机遇与挑战并存， 供给收缩促龙头经营壁垒提升

### 核心观点:

- **碳中和背景下机遇与挑战并存**作为最大的发展中国家，我国二氧化碳排放居世界之首，人均碳排放呈上升趋势；全球能源消费整体结构趋于均衡，可再生能源迅猛发展；中国能源消费以煤为主，结构逐年优化；短期来看，碳达峰之前，煤炭行业在能源领域仍具有明显优势，随着煤炭资源开发向规模化和智能化发展，并且煤炭资源利用不受季节、气候影响，具有经济、可靠、稳定的优点，新能源短期内无法解决相关问题，也为煤炭发展提供了客观条件；碳中和背景下，2050年之前，还有30年时间，煤炭领域有可能取得颠覆性的技术突破，碳移除与碳交易的发展也有可能为煤炭行业赢得更大发展空间。
- **动力煤：供给收缩牵引龙头煤企经营壁垒提升**龙头煤企资本开支的高点已过，呈现逐年稳中有降趋势，反映出企业的经营策略逐渐趋于保守，现金流或保持持续强劲，分红比例增加，煤企现金牛属性更加凸显。龙头煤企当下的经营策略促使行业产能加速收缩，从而牵引龙头煤企经营壁垒不断提升，智能化和规模化采掘促进开采成本不断降低，提升龙头企业竞争力，与此同时，龙头煤企具有不容忽视的成长性和业绩稳定性，有望获得盈利估值双提升。
- **炼焦煤：需求短期无忧，政策力度决定供给弹性**需求端，根据焦炭行业十四五规划，总体焦炭产量将受到碳中和目标的抑制，预计2025年下降至4.5亿吨。焦炭作为冶金炼钢的还原剂，短期内具备成本和技术优势，较难被其他工艺大规模取代，中短期来看，焦炭焦煤在冶炼钢铁的流程中仍是刚需，但是长期，随着碳中和的不断推进，新技术不断突破获得成本优势将逐渐取代焦炭焦煤在炼钢中的地位，需求将弱化；供给端，焦煤的国有化程度高，政策力度决定国内焦煤行业的供给弹性，在安监力度不断加大的前提下，未来焦煤行业的供给也将呈现持续收缩的趋势，焦煤企业利润空间得以稳定温和扩张。
- **焦炭：下游钢铁迎来新供改，需求弱化倒逼焦炭减量**需求端，钢铁企业高炉用冶金焦用量占焦炭消费总量的85%左右，钢铁行业碳排放位于所有行业第二，是未来“碳中和”降低碳排放的重点行业之一。未来钢铁行业有望迎来新的供给侧改革，根据工信部的决议，2021年粗钢产量增速将大概率呈现不增或者下降趋势，从而倒逼焦炭减量。供给端，短期产能紧张，长期仍呈现过剩格局，在需求减弱倒逼之下，焦炭行业供给将减量，维持焦企合理利润空间。
- **投资建议：**整体来看，碳中和背景下供给持续收缩牵引龙头煤企经营壁垒不断提升，有望获得盈利和估值双提升。建议关注煤电一体化运营的龙头股中国神华（601088）以及成长性良好的陕西煤业（601225）；焦煤行业供给弹性受制于政策，需求短期无忧，建议关注国企改革预期强烈，成长性可期的龙头公司山西焦煤（000983）。
- **风险提示：**行业面临煤价下行、产能投放及国企改革不及预期的风险。

## 煤炭行业

### 推荐 (维持评级)

#### 分析师

潘玮

☎: (8610) 8092 7613

✉: panwei@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511070002

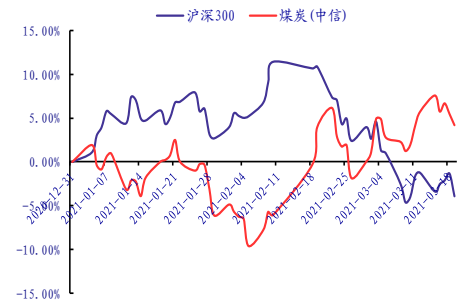
王秋薇

☎: (8610) 8092 7726

✉: wangqiuwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050006

#### 相对沪深300表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究



## 目 录

一、能源结构不断优化，煤炭行业机遇与挑战并存 .....	1
(一) 中国二氧化碳排放居世界之首，人均碳排放呈上升趋势 .....	1
(二) 全球能源消费结构整体趋于均衡，可再生能源迅猛发展 .....	1
(三) 中国能源消费以煤为主，结构逐年优化 .....	3
(四) 碳达峰碳中和背景下煤炭行业机遇与挑战并存 .....	4
二、动力煤：产能持续收缩牵引龙头煤企经营壁垒提升 .....	4
(一) 预计原煤整体需求 2030 年前触顶，达峰前仍有增量空间 .....	4
(二) 需求端：五年内动力煤仍稳健增长，远期消费量将下降明显 .....	6
(三) 供给端：产地供给偏紧，产能加速收缩 .....	7
三、焦煤：政策力度决定供给弹性，需求短期无忧 .....	9
(一) 需求端：炼焦煤需求短期无忧，长期减弱 .....	9
(二) 供给端：政策力度决定国内焦煤行业的供给弹性 .....	9
四、焦炭：下游钢铁迎来新供改，需求弱化倒逼焦炭减量 .....	10
(一) 需求端：钢铁行业有望迎来新的供给侧改革 .....	10
(二) 供给端：重点地区环保限产，需求减弱倒逼供给减量 .....	11
五、投资建议 .....	13
六、重点公司推荐 .....	14
(一) 中国神华 .....	14
(二) 陕西煤业 .....	15
(三) 山西焦煤 .....	15
七、风险提示 .....	16
插图目录 .....	17
表格目录 .....	17

## 一、能源结构不断优化，煤炭行业机遇与挑战并存

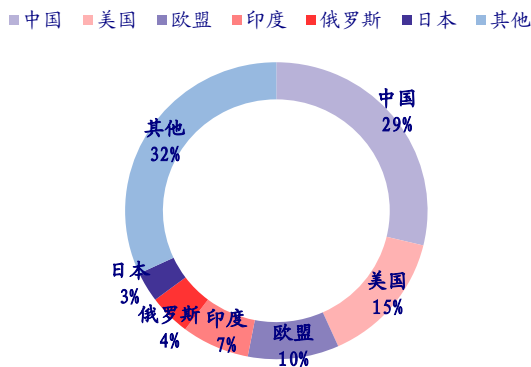
### （一）中国二氧化碳排放居世界之首，人均碳排放呈上升趋势

2020年9月22日，习近平总书记在第七十五届联合国大会一般性辩论会上提出“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。”这是中国在《巴黎气候协定》承诺的基础上，在碳排放达峰时间和长期“碳中和”事项上设立的更高一级的目标。目标的提出引发了市场高度的重视和讨论。

2020年12月12日气候雄心峰会上，习近平提出：“我愿进一步宣布：到2030年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。”

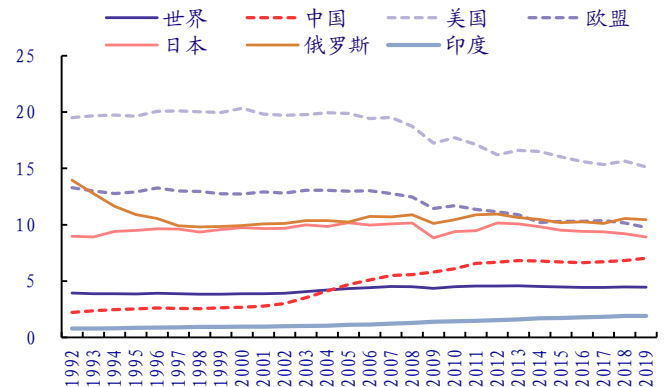
我国作为最大的发展中国家，2019年二氧化碳排放量达98.26亿吨，大约等于美国的2倍、欧盟的3倍，居于世界首位。人均方面，2019年我国人均二氧化碳排放量是世界平均水平的1.6倍，虽然距美国、欧盟、日本等发达经济体仍存在差距，但呈现不断上升趋势。

图1：中国的碳排放在全球的占比居首位（2019年）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图2：世界及主要国家人均碳排放量（吨/人）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

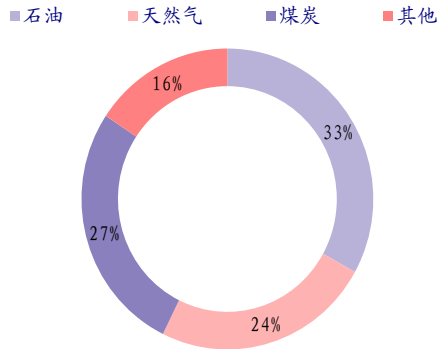
### （二）全球能源消费结构整体趋于均衡，可再生能源迅猛发展

按照能源的基本形态分类，能源可以分为一次能源和二次能源。一次能源即天然能源，指自然界现成存在的能源，如煤、石油、天然气、水能等。根据BP能源统计数据的分类，一次能源包括石油、煤炭、天然气、可再生能源以及其他非化石能源（包括核能、水能、太阳能、风能、地热能、生物质能等）。

根据BP统计，1965年至2019年，全球一次能源消费年均复合增速2.5%，从156艾焦耳提升至584艾焦耳；分类别看，石油/天然气/煤炭/其他能源1965-2019年的年均复合增速分别为2%/3.4%/1.9%/4.2%，天然气和其他能源增速明显快于一次能源平均增速。石油/天然气/煤

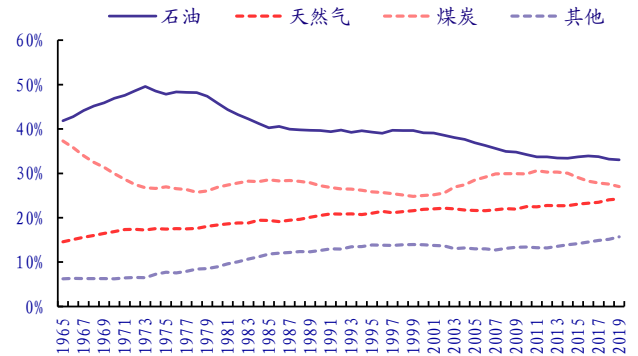
煤/其他能源占一次能源消费比例从 1965 年的 42%/15%/37%/6% 演变为 2019 年的 33%/24%/27%/16%，石油及煤炭占比下降，清洁能源（天然气及其他能源）发展较为迅猛。煤炭是当前全球第二大化石能源，仅次于石油，受煤炭资源丰富的因素影响，亚太地区煤炭消费占比较大，在全球煤炭消费总量中，亚太地区占比高达 77%。

图 3: 2019 年全球能源消费结构



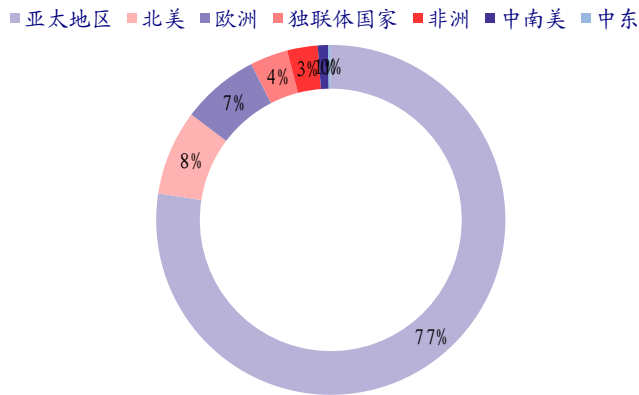
资料来源:《BP 世界能源统计年鉴 2020》、中国银河证券研究院

图 4: 1965-2019 年全球能源消费结构变化趋势



资料来源:《BP 世界能源统计年鉴 2020》、中国银河证券研究院

图 5: 全球煤炭消费各地区结构分布



资料来源:《BP 世界能源统计年鉴 2020》、中国银河证券研究院

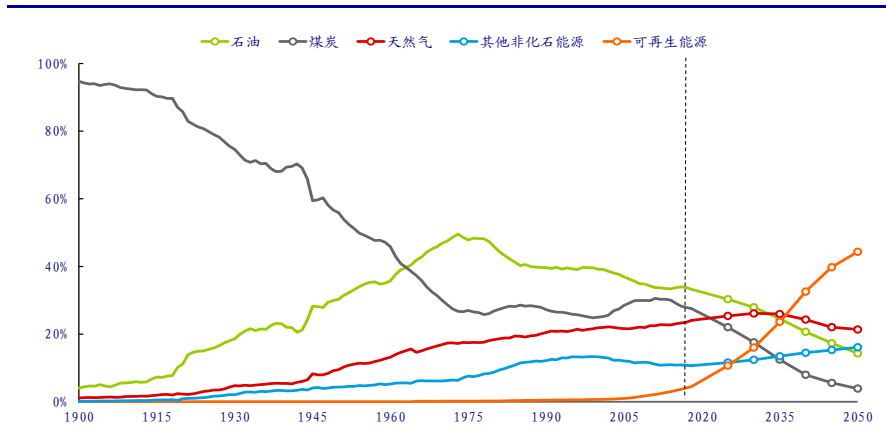
根据《BP 世界能源展望 2020》报告，分三种情形对未来 30 年能源需求及结构的变化进行了预测。三种情形分别为快速，净零，一切如常，对应中性、乐观、悲观三种假设；预计 2018-2050 年全球一次能源需求复合增速在 0.3%-0.7% 之间，明显低于 1965 年至 2019 年的年均 2.5% 的增速。未来，可再生能源依然会保持快速发展，根据 BP 中性情景假设，2050 年，石油、天然气、煤炭占一次能源消费的比重分别为 14%、21%、4%，可再生能源占比从 2019 年的 5% 将提升至 2050 年的 44%，总体非化石能源占比提升至 2050 年的 60%。

表 1: 全球能源需求增速预计不断放缓 (单位: 艾焦耳)

情景	2018	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2018-2050 年复合增速
快速	576	606	620	624	626	627	625	0.3%
净零	576	611	622	619	624	624	625	0.3%
一切如常	576	617	648	671	691	709	725	0.7%

资料来源:《BP 世界能源展望 2020》, 中国银河证券研究院

图 6: 全球能源结构变化预测

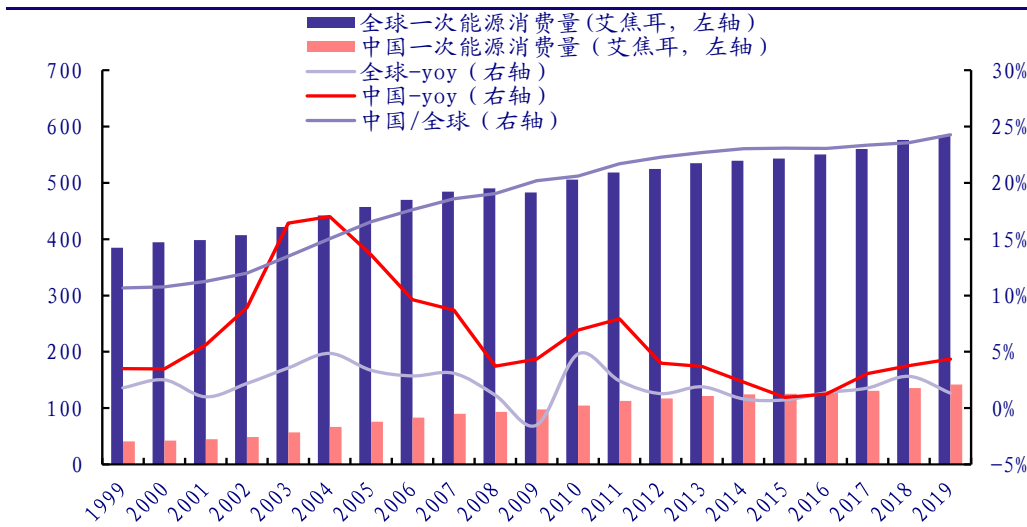


资料来源:《BP 世界能源展望 2020》, 中国银河证券研究院

### (三) 中国能源消费以煤为主, 结构逐年优化

1999 年至 2019 年, 中国一次能源消费复合增速为 6.4%, 远高于全球 2.1% 的增速。2019 年, 我国一次能源消费量 142 艾焦耳, 占全球一次能源消费总量比例为 24%, 较 1999 年提升 13.6 个百分点, 消费量居全球之首。

图 7: 全球及中国一次能源消费量及同比增速

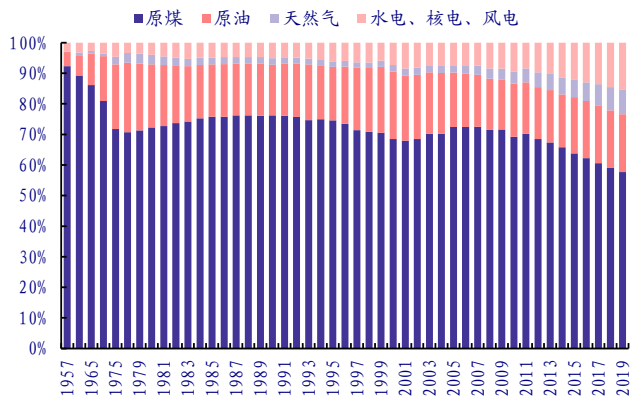


资料来源:《BP 世界能源统计年鉴 2020》, 中国银河证券研究院



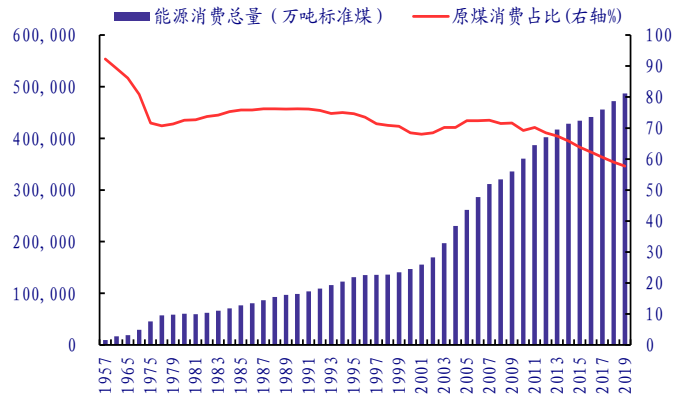
从能源消费结构来看，当前中国能源消费仍以化石能源为主，但结构在逐年优化。2019年，原煤、原油、天然气及其他非化石能源占比分别为 58%、19%、8%及 15%，仍旧以煤为主。根据 BP 统计，1965-2019 年，中国一次能源复合增速为 6.2%，其中，石油/天然气/煤炭/其他非化石能源增速分别为 7.9%/11%/5.4%/8.8%，趋势与结构占比变化趋势一致，石油，天然气、其他非化石能源发展速度快于煤炭，煤炭在一次能源消费中的占比从 1965 年的 87%下降至 2019 年的 58%，石油占比从 8%提升至 20%，天然气占比从 1%提升至 8%，其他非化石能源从 4%提升至 15%。

图 8：中国各类能源消费历年占比



资料来源：wind、国家统计局，中国银河证券研究院

图 9：中国能源消费总量及原煤消费占比历年变化



资料来源：国家统计局，wind，中国银河证券研究院

#### （四）碳达峰碳中和背景下煤炭行业机遇与挑战并存

1、短期来看，碳达峰之前，煤炭行业在能源领域仍具有明显优势。新能源短期内难以取代煤炭成为基础能源，煤炭的基础地位和资源优势依然明显。煤炭资源开发逐渐向规模化和智能化发展，并且煤炭资源利用不受季节、气候影响，具有经济、可靠、稳定的优点，新能源短期内无法解决相关问题，也为煤炭发展提供了客观条件。从电力装机结构的角度来看，新能源装机和实现并网的过程需要煤电作为调峰电源，短期内煤炭基础地位变化有限，煤炭发展的优势依然存在。从碳达峰目标上看，到 2030 年碳达峰之前，非化石能源占一次能源的消费比重达到 25%，煤电下降量有限并且仍旧将是主要的电力供应者。

2、碳中和背景下，煤炭行业的发展在于先进技术的突破和多元化转型。碳达峰前的准备期，也就是 2021-2030 年，煤炭与煤电定位仍是基础能源，甚至 2050 年前，煤炭仍为重要能源。2030-2050 年，新能源与煤炭处于竞争合作关系，煤炭配合新能源发展，煤电让路新能源发电。2050 年之前，还有 30 年时间，煤炭领域有可能取得颠覆性的技术突破，促进煤炭利用的转型发展，碳移除与碳交易的发展也有可能为煤炭赢得更大发展空间，煤炭行业未来仍有时间推进相关创新技术的发展与碳汇的应用，来赢取更大可能的煤炭行业转型机会。

## 二、动力煤：产能持续收缩牵引龙头煤企经营壁垒提升

### （一）预计原煤整体需求 2030 年前触顶，达峰前仍有增量空间

#### 1、预计达峰之前煤炭整体需求仍有增量空间

近 10 年来，全球煤炭消费在一次能源中的比例稳定在 27% 到 30% 之间，中国煤炭消费占全球煤炭消费的比例从 1965 年的 8% 提升至 2019 年的 52%，“双碳”背景对煤炭消费增速有负面影响，但是预计 2030 年前仍存在增长空间且煤炭需求 2030 年前触顶。

根据 BP 的预测，2025、2030、2050 年全球煤炭消费在一次能源中的比例为 22%、18%、4%；中性假设情况下，2025、2030、2050 年全球能源消费达 606、620、625 艾焦耳，煤炭消费将达 133、112、25 艾焦耳。

2020 年 12 月 12 日气候雄心峰会上，习近平提出到 2030 年，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右；《中国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，到 2025 年，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20% 左右；2021 年 3 月，煤炭工业协会在《2020 年煤炭行业发展年度报告》中提及“十四五”煤炭行业发展目标，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤炭消费量控制在 42 亿吨左右。

根据国家政策对非化石能源占比的指引，我们预计 2025、2030 年煤炭消费占中国一次能源消费比重从 2019 年的 58% 下降至 50%，45%。根据《BP 世界能源展望 2020-中国》，尽管能源需求增速放缓，但中国仍将会是全球最大的能源消费国，到 2050 年，中国能源消费仍占全球能源消费总额的 20% 以上，中性情境下该比例为 23%，乐观情景下该比例为 22%，悲观情景下该比例为 21%；当前中国能源消费占全球比例是 24%，预计 2025 年、2030 年该比例为 24% 左右，2050 年为 23%。2019 年煤炭在中国一次能源消费中占比 58%，BP 预计中性假设下，该比例 2050 年将下降至 7%，我们预计 2060 年该比例下降至 4%。

综上，根据碳中和实现路径的关键时间节点，我们判断：

2021-2025 年：预计煤炭产量和消费量均稳步增长，按照 2019 年煤炭产需 38.5/41.8 亿吨计算，结合 2025 年产需 41/42 亿吨的规划指引，近 5 年产需复合增速为 1.07%/0.1%，稳中有增，行业仍旧维持紧平衡状态。中国煤炭消费占一次能源的比重由 58% 降至 50%。

2025-2030 年：预计中国煤炭消费占一次能源比重降至 45%。

2030-2050 年：预计至 2050 年中国煤炭消费占一次能源比重降至 7%。

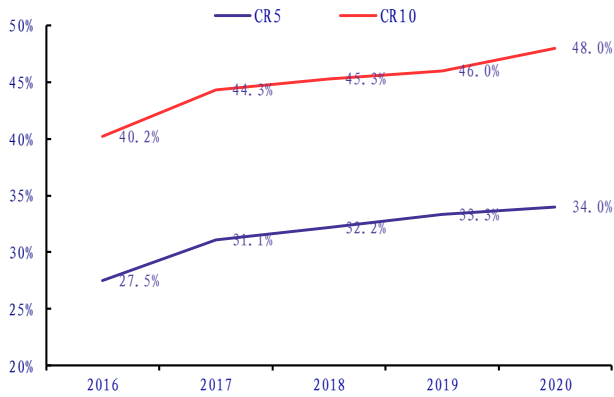
2050-2060 年：预计至 2060 年中国煤炭消费占一次能源比重降至 4%。

煤炭消费量绝对值整体呈现先升后降格局，碳达峰之后，清洁能源对石油和煤炭的替代会加速。

## 2、政策引领行业资源布局头部集中

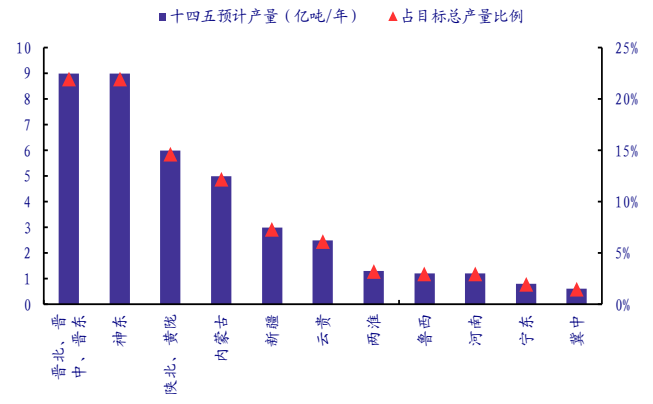
根据《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，预计到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤炭消费量控制在 42 亿吨左右。全国煤矿数量控制在 4000 处左右。培育 3~5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业。推动企业兼并重组，组建 10 家亿吨级煤炭企业。意见提出，优化煤炭资源开发布局，预计煤炭资源禀赋较优异的 14 个基地预计产量将达到 39.6 亿吨左右，占目标产量比例为 96.6%。预计晋陕蒙新等煤炭主产区新增优质产能将继续释放，南方部分省份如湖南、江西、重庆等落后煤炭产能还将进一步退出，未来增量进一步向晋陕蒙集中。未来我国煤炭进口市场多元化趋势愈加明显，煤炭进口量将维持稳定。

图 10: 2016 年至 2020 年行业集中度不断攀升



资料来源: wind, 煤炭工业协会, 中国银河证券研究院

图 11: 煤炭十四五规划对十四个煤炭基地产量的规划及占比

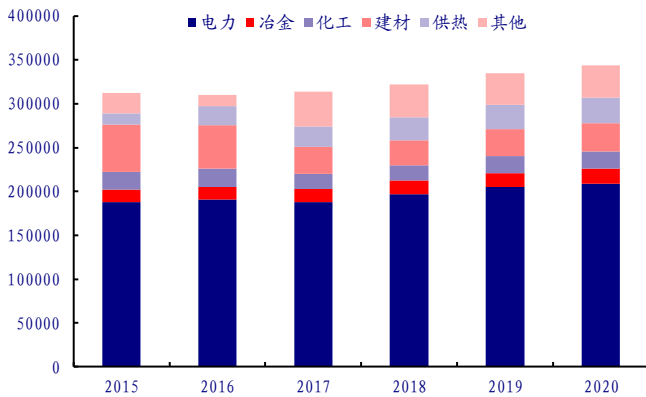


资料来源: wind, 煤炭工业协会, 中国银河证券研究院

## (二) 需求端: 五年内动力煤仍稳健增长, 远期消费量将下降明显

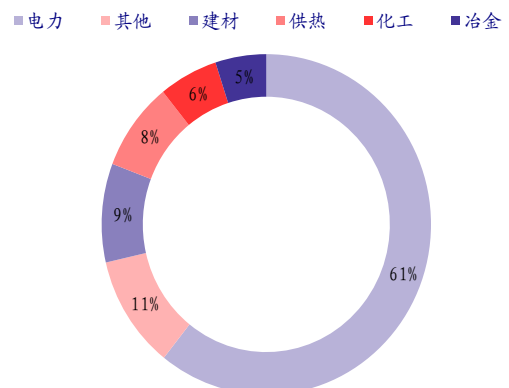
动力煤下游行业包括电力、冶金、建材、化工、供热及其他, 2020 年这六大下游行业动力煤消耗量占比分别为 61%、5%、9%、6%、8%、11%, 前四大行业合计耗煤需求占比 81%。受“双碳”目标指引和碳排放要求限制, 火电、钢铁、建材等下游耗煤行业逐渐将更多改用其他清洁能源, 长期而言, 对煤炭需求是负面影响。

图 12: 2015-2020 年动力煤下游各行业消费量 (万吨)



资料来源: wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 13: 动力煤各下游行业消费量占比 (2020 年全年消费数据)



资料来源: 国家统计局, wind, 中国银河证券研究院

动力煤下游需求结构中近 60% 为电力行业。在用电量的行业结构分布中, 过去 10 年制造业用电量占比总体保持在 50-60%, 制造业投资的逐步修复将支撑上游能源及煤炭需求。地产、基建投资保持强韧性也将拉动电力需求强劲增长。考虑到新能源发电仍具有不稳定特性, 中期 5-10 年的维度考虑, 火电仍是全社会电力供应的“压舱石”。在 2060 年火电将全部被清洁能源取代的较乐观估计假设下, 我们对未来碳中和关键时间节点的电力煤需求分行业进行了预测。

预计 2025 年电力/冶金/化工/建材/供热/其他耗煤较 2020 年变动 7.7%/-5.9%/5%/40.6%/-10.3%/0, 2025 年预计动力煤耗煤总量 37 亿吨, 较 2020 年增长 7.6%

预计 2030 年电力/冶金/化工/建材/供热/其他耗煤较 2020 年变动



-5.3%/-23.5%/-10%/-21.9%/-31%/-24.3%，2030 年动力煤耗煤总量 30.2 亿吨，较 2020 年下降 15%。

预计 2060 年动力煤合计消费量 8 亿吨左右，较 2020 年下降 77%。

表 2：动力煤需求分行业预测表（单位：亿吨）

	2019A	2020A	2021E	2025E	2030E	2060E
电力耗煤	20.5	20.9	21.4	22.5	19.8	0
冶金耗煤	1.6	1.7	1.8	1.6	1.3	1
化工耗煤	1.9	2	2.1	2.1	1.8	1.5
建材耗煤	3	3.2	3.4	4.5	2.5	3
供热耗煤	2.8	2.9	3	2.6	2	1.1
其他耗煤	3.6	3.7	3.8	3.7	2.8	1.4
<b>动力煤消费量合计</b>	<b>33.5</b>	<b>34.4</b>	<b>35.5</b>	<b>37.0</b>	<b>30.2</b>	<b>8.0</b>
消费量合计同比		2.7%	3.4%			
较 2020 年变动				7.6%	-12.2%	-76.7%

资料来源：wind，中国银河证券研究院预测

### （三）供给端：产地供给偏紧，产能加速收缩

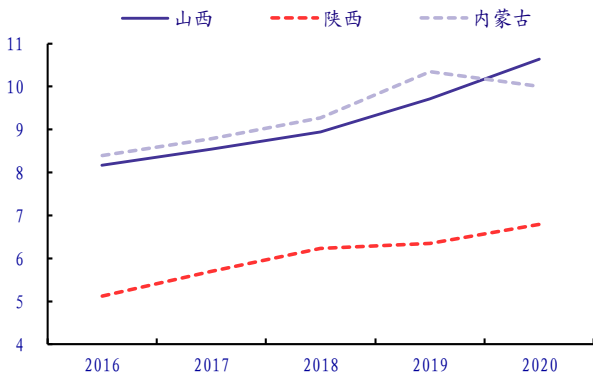
#### 1、产地供给受限，扰动因素较多共同导致供给偏紧

2016 年供给侧改革之后，煤炭产能逐步向山西、陕西、内蒙古地区集中。中西部产煤区的重要作用 and 战略地位越发凸显，山西、陕西和内蒙古自治区煤炭产量占全国总产量的比重已经超过 70%。山西、陕西省原煤产量 2020 年同比增长 8.2% 和 6.3%，增速稳定。根据发改委《全国矿产资源规划 2016-2020》，全国共 14 个煤炭基地，包括神东基地、陕北基地、新疆基地等，未来，除神东、陕北、新疆基地外，其余基地煤炭新增产能均将受到限制，需要陆续退出落后产能。

2016-2019 年，内蒙古地区煤炭产量一直位于全国第一，略高于山西省产量，但是 2020 年 2 月底，内蒙古开展“涉煤领域倒查 20 年反腐工作”，针对全省煤矿进行核查和专项调查，对内蒙古的煤炭行业表外产量产生重要影响，5-9 月份，内蒙古通过煤管票限制对区域内煤矿产能进行限制，2020 年 1-9 月份内蒙古累计原煤产量同比下滑 10.8%，达年内最低点。之后四季度政策支持保供，内蒙古产能放开，产量加速释放，但 2020 年全年内蒙古产量仍同比下滑 7.8%，对国内整体煤炭供应影响较大。2020 年全年，国内动力煤产量总体为 31.8 亿吨，同比仅微幅增长 1.8%，2019 年增速为 5.6%，产地供给放缓明显。

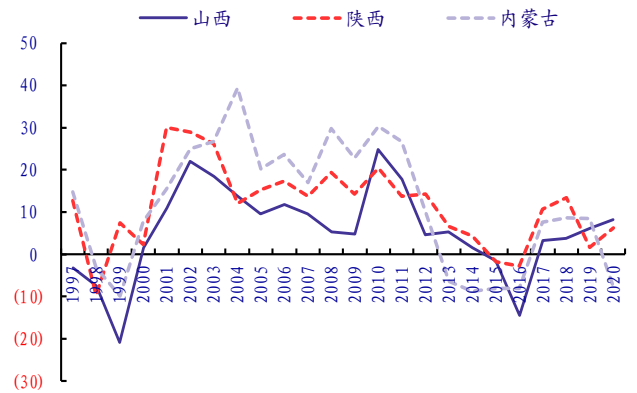
2021 年，预计产地增量仍然释放有限。发改委多次召开会议安排部署保供工作，但产地安监压力仍不断加大，环保预警频发，预计供给方面扰动因素仍较多，产地供应仍持续偏紧。

图 14: 2016-2020 年山西、陕西、内蒙古地区原煤产量(亿吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 15: 山西、陕西、内蒙古地区原煤产量同比增速 (%)



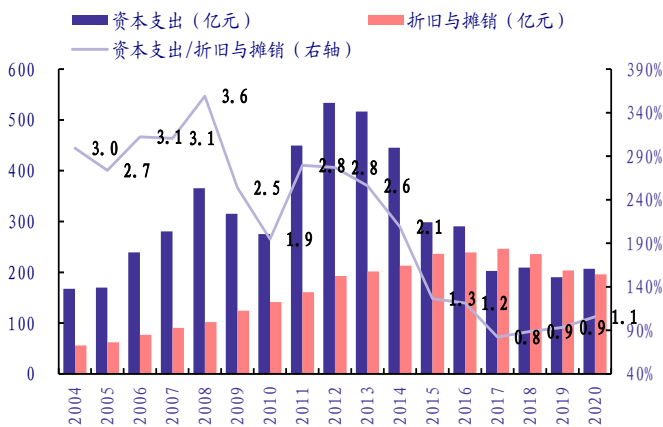
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 2、行业产能加速收缩提升龙头煤企经营壁垒

近年来,在政策的大力支持下,风光等新能源发展迅猛,国家层面对煤炭行业新增产能有限制和要求,煤企对于双碳政策和目标存在预期,影响和重塑了煤企的经营策略。以动力煤龙头企业中国神华(601088)、陕西煤业(601225)为例,两家企业近年来资本支出都开始接近或者低于折旧摊销,资本开支的高点已过,趋势趋于稳定,反映出企业的经营策略逐渐趋于保守,煤企资本开支呈现逐年稳中有降趋势,现金流或保持持续强劲,分红比例不断提升,中短期内煤企现金牛属性更加凸显。对行业供给端而言,龙头煤企当下的较为保守的经营策略促使行业产能加速收缩。

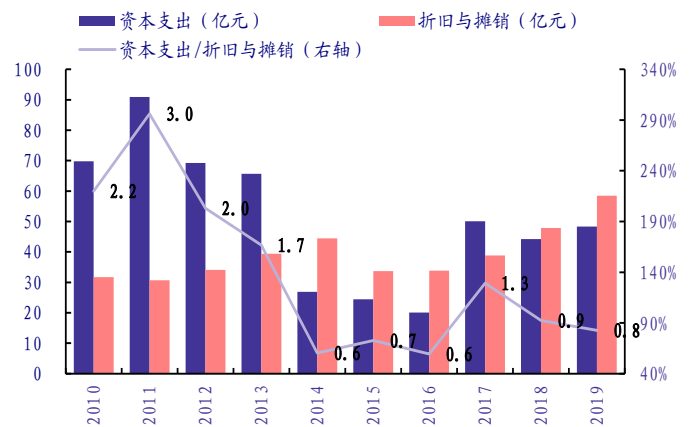
供给侧改革以及碳中和大背景下,煤炭作为传统能源,仍面临供给整体持续收缩的格局,国家对煤炭资源进行整合和煤炭产地集中趋势愈加明显,龙头煤企经营壁垒不断提升,智能化和规模化采掘促进开采成本不断降低,提升竞争力,与此同时,龙头煤企具有不容忽略的成长性,有望获得盈利估值双提升。

图 16: 中国神华历年资本开支和折旧摊销情况



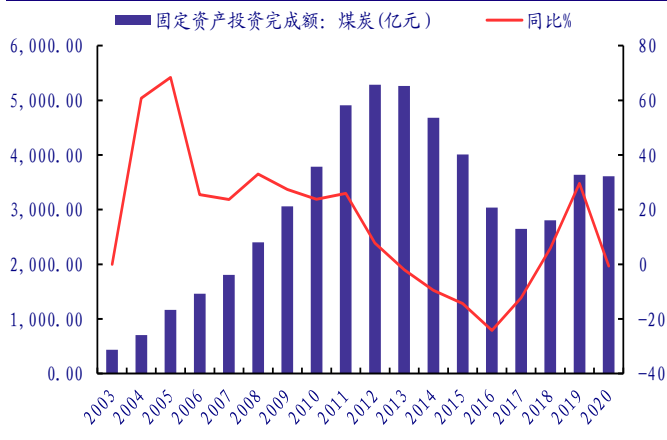
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 17: 陕西煤业历年资本开支和折旧摊销情况



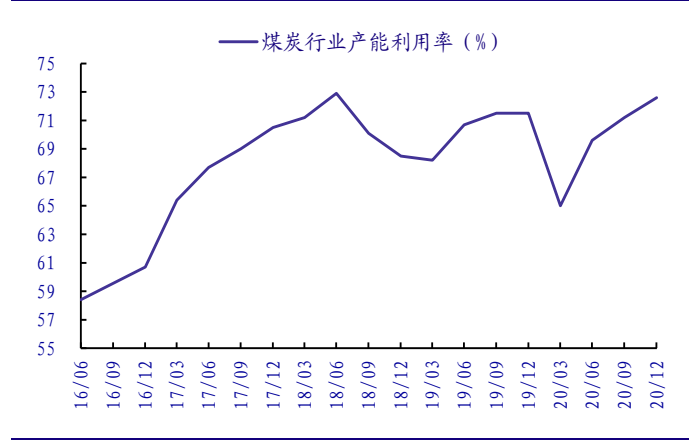
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 煤炭行业固定资产投资完成额进入下行周期



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 煤炭行业产能利用率稳步回升



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 三、焦煤: 政策力度决定供给弹性, 需求短期无忧

#### (一) 需求端: 炼焦煤需求短期无忧, 长期减弱

2020 年焦炭区域去产能超预期, 根据 Mysteel, 2020 年焦炭全年产能净减量 2500 万吨左右, 2021 年是钢铁、焦化行业的产能集中置换期, 本身是有利于焦煤需求的释放, 不考虑行政命令因素下, 预计焦炭 2021 年产能净增超过 3000 万吨, 有利于产生焦煤的需求。若考虑到碳中和和工信部要求压减粗钢产量的影响, 2021 年生铁产量同比可能持平或减量, 受钢铁需求减弱的影响, 焦炭全年产量增量预计仅在 1000 万吨左右, 焦煤需求增量在 1200-1400 万吨。

展望远期, 根据焦炭行业十四五规划, 总体焦炭产量将受到碳中和目标的抑制, 预计 2025 年下降至 4.5 亿吨, 相较 2020 年下降 4%。然而, 焦炭作为冶金炼钢的还原剂, 短期内具备成本和技术优势, 较难被其他工艺大规模取代, 所以, 中短期来看, 焦炭焦煤在冶炼钢铁的流程中仍是刚需; 长期展望, 随着碳中和的不断推进, 新技术不断突破获得成本优势将逐渐取代焦炭焦煤在钢铁冶炼中的地位, 长期需求将被弱化。

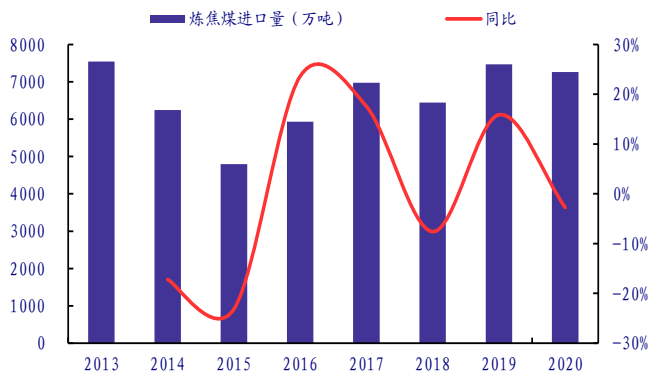
#### (二) 供给端: 政策力度决定国内焦煤行业的供给弹性

##### 1、新增产能有限, 进口扰动较大

相较于其他煤种, 炼焦煤属于稀缺资源, 尤其是我国低硫优质主焦煤资源有限, 我国每年需要从国外进口焦煤约 7000 万吨, 且进口煤占我国焦煤总供给的比例逐年攀升, 对外依存度整体不断上升。国内新增焦煤产能有限。2020 年, 我国炼焦煤进口数量为 7262 万吨, 同比下降 2.7%。进口结构来看, 2020 年, 从澳洲进口的炼焦煤为 3535 万吨, 同比增 14.6%, 占比 49%; 从蒙古进口的炼焦煤为 2377 万吨, 同比下降 30%, 占比 33%。澳洲和蒙古是我国炼焦煤进口的两大主要来源, 合计占比 81%。未来进口端扰动较大, 2020 四季度以来, 我国对澳煤进口实施限制, 蒙古煤受其国内疫情影响, 通关效率降低, 两者皆对炼焦煤进口产生较大影

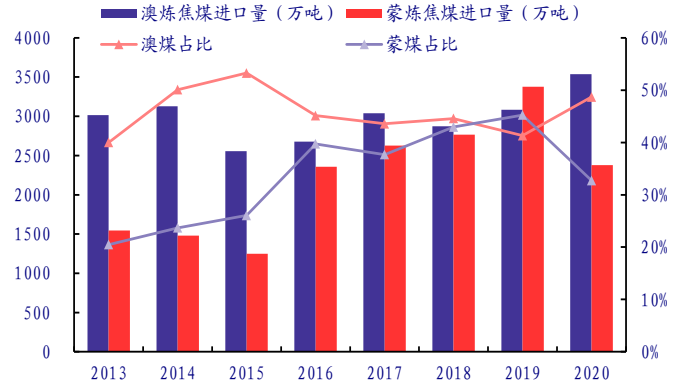
响。在澳煤和蒙煤同时受限的情况下，我国炼焦煤的供给结构性短缺问题将更加凸显。

图 20: 我国炼焦煤进口量



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 21: 澳洲和蒙古是我国炼焦煤主要进口国



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 2、政策力度决定国内焦煤供给弹性

从更长远的角度来看，目前国内煤矿的开工率居于高位，部分甚至超过 100% 达到 120%，依靠超产保供从安全角度和长期角度来讲不可持续，预计十四五期间国家对煤矿的超产行为将进行进一步的抑制。焦煤的国有化程度高，发改委、地方政府对煤炭的控制力度更高，导致焦煤弹性较大。政策力度决定国内焦煤行业的供给弹性，在安监压力不断加大的前提下，未来焦煤行业的供给也将呈现持续收缩的趋势，焦煤行业利润空间得以稳定温和扩张。

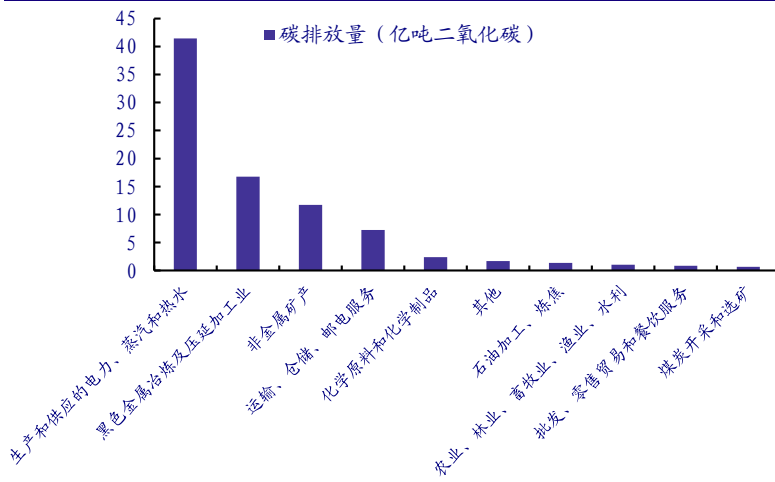
## 四、焦炭：下游钢铁迎来新供改，需求弱化倒逼焦炭减量

### (一) 需求端：钢铁行业有望迎来新的供给侧改革

从焦炭的消费结构来看，钢铁企业高炉用冶金焦用量占焦炭消费总量的 85% 左右，钢铁主要的下游产业包括地产、基建、机械、汽车等。2020 年 5 月之后，随着各行业复工复产提速以及经济迅速复苏，生铁及粗钢产量累计同比增速不断提升，焦炭下游需求向好。

根据 CEADs (中国碳核算数据库) 公布的 2017 年各生产部门的碳排放数据，钢铁冶炼行业是除“生产和供应的电力、蒸汽和热水”部门之外的碳排放的最大来源，钢铁冶炼行业 2017 年碳排放量达 16.8 亿吨二氧化碳，占总碳排放的 18%，作为高耗能产业，钢铁行业是未来“碳中和”降低碳排放的重点行业之一。2020 年下半年以来，国家、各部委以及行业层面，均制定了一系列关于碳中和的政策，钢铁行业有望迎来新的供给侧改革。

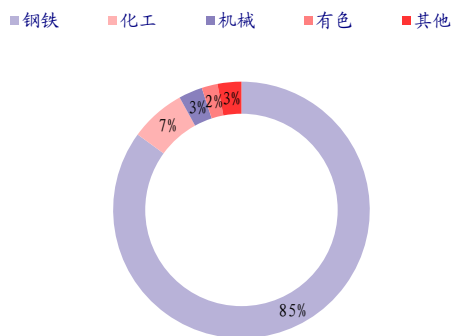
图 22: 分部门碳排放量前 10 的行业



资料来源: CEADs, Wind, 中国银河证券研究院

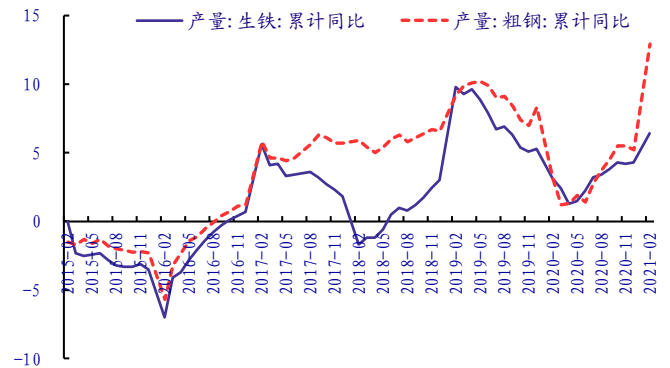
2020 年 12 月 28-29 日, 全国工业和信息化工作会议在京召开。会议强调, 2021 年重点工作包括: 围绕碳达峰、碳中和目标节点, 实施工业低碳行动和绿色制造工程, 坚决压缩粗钢产量, 确保粗钢产量同比下降。2020 年, 全国粗钢产量为 10.5 亿吨, 同比增速 5.2%, 2021 年 1-2 月份, 粗钢产量同比增速高达 12.9%, 高炉开工率不断提升, 焦炭需求侧依然强劲。若未来压降粗钢产量有具体政策严格实施, 2021 年粗钢产量增速将大概率呈现不增或者下降趋势。市场或担心粗钢产量受限制, 焦炭需求受到较大程度的抑制, 我们认为, 压降粗钢产量有助于改善钢材行业供需格局, 钢材利润有望增厚, 钢企对上游焦炭的价格接受程度也会随之提升, 有助于焦企盈利维持在较好水平。

图 23: 我国焦炭消费结构



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 24: 生铁及粗钢产品产量累计增速 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 供给端: 重点地区环保限产, 需求减弱倒逼供给减量

焦化属于传统化工行业, 近年来一直面临产能过剩和高耗能高污染问题。近年来, 行业供给呈现以重点省份去产能为核心, 环保限产为主线, 供给持续收缩的格局。环保限产和落后产能退出导致焦炭 2020 年产量与 2019 年持平, 为 4.7 亿吨。根据 Mysteel, 2020 年净淘汰焦炭



产能 2388.1 万吨，占 4.7 亿吨总产能的 5.1%。

**表 3: 2020 年焦化产能新增淘汰情况统计表 (万吨)**

	新增焦化产能	淘汰焦化产能	产能变化
一季度	470	275	195
二季度	524.5	1516	-991.5
三季度	1007	60	947
四季度	3092	5630.6	-2538.6
合计	5093.5	7481.6	-2388.1

资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

从产量产地供给结构来看, 2020 年焦炭产量前五的省份为山西 (10494 万吨)、陕西 (4897 万吨)、河北 (4826 万吨)、内蒙 (4222 万吨)、山东 (3163 万吨), 向西部地区集中且靠近资源产地。相较于 2019 年, 2020 年焦炭产量增加的省份前五为山西 (+794 万吨)、内蒙古 (+545 万吨)、新疆 (+258 万吨)、陕西 (+210 万吨)、宁夏 (+130 万吨); 焦炭产量下降的省份前五为山东 (-1758 万吨)、江苏 (-298 万吨)、河南 (-182 万吨)、河北 (-158 万吨)、湖南 (-33 万吨)。这与焦炭行业供给侧改革的大方向趋于一致。2016 年供给改革以来, 中央和地方层面都出台了较多焦炭行业去产能政策, 2021 年部分省份对此类政策进行了进一步强化。

**表 4: 焦炭生产主力省份相关政策一览**

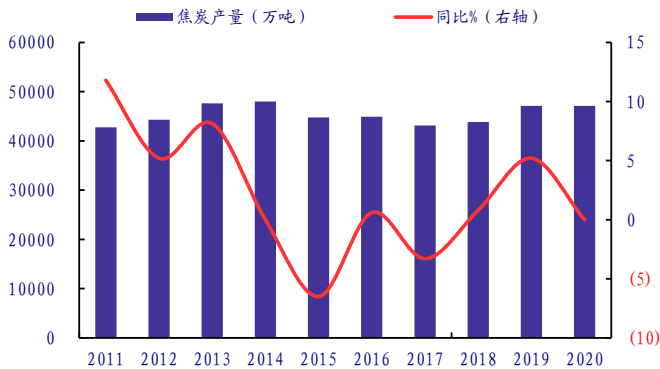
省份	文件	主要内容
山西	2021 年政府工作报告	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 实施碳达峰、碳中和山西行动;</li> <li>● 把开展碳达峰作为深化能源革命综合改革试点牵引举措, 制定行动方案;</li> <li>● 启动实施焦化等行业超低排放改造, 全流程推进工业炉窑和挥发性有机物综合治理。</li> </ul>
山东	2021 年政府工作报告	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 再压减一批焦化产能, 涉及产能约 180 万吨;</li> </ul>
河北	《河北省钢铁产业链集群化发展三年行动计划 (2020-2022 年)》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 年底全省钢铁产能控制在 2 亿吨以内, 据“钢焦比=0.4”推知, 焦炭产能将控制在 8000 万吨以内。</li> </ul>
内蒙	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 炭化室高度小于 6.0 米顶装焦炉、炭化室高度小于 5.5 米捣固焦炉、100 万吨/年以下焦化项目, 原则上 2023 年底前全部退出;</li> <li>● 符合条件的可以按国家标准实施产能置换</li> </ul>

资料来源: 各地方政府官网, 中国银河证券研究院

2020 年由于部分省份集中执行焦炭去产能, 导致焦炭产能阶段性偏紧, 但是我们预计这种供给紧张的格局不会长期持续: 1) 近两年是产能置换期, 落后产能淘汰后有新产能待投产, 且政策鼓励置换; 2) 根据焦化行业十四五规划, 十四五期间将深化焦化行业供给侧改革, 但是主要是结合环境治理给出化解过剩产能, 优化产业布局及结构的建议, 具体的产能控制目标和淘汰产能目标暂时并未明确。

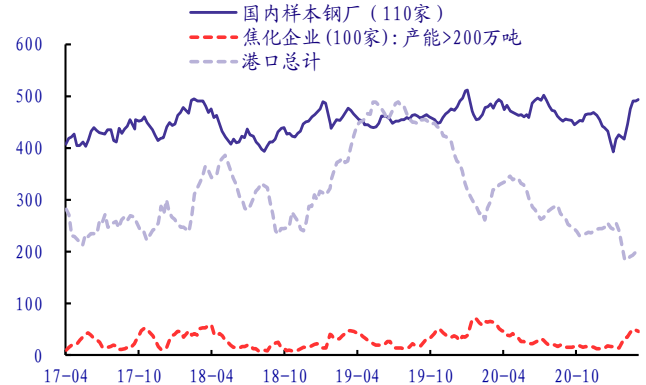
库存方面, 当前焦炭行业库存结构的各环节库存量均不高: 1) 焦化厂方面, 以产能大于 200 万吨独立焦化厂为代表的厂家库存处于近 4 年来低位水平; 2) 下游钢厂方面, 国内样本 110 家钢厂库存 2020 年四季度以来大幅下降, 近期略有反弹回升; 3) 四大港口方面, 焦炭库存总计低于 2019 年同期水平。

图 25: 焦炭产量及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 26: 焦炭行业供给端各环节库存走势 (万吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

预计 2021-2025 年焦炭行业将持续进行产能置换, 4.3 米焦炉置换为 5.5 米焦炉后, 生产技术的稳定提升将带动产能不断提升, 总体产能依旧呈现过剩格局。在需求减弱倒逼之下, 到 2025 年焦炭产量可能降至 4.5 亿吨, 在 2020 年的基础上下降 4%, 焦炭产能利用率从 2020 年的超过 75% 下降至 70% 左右。

## 五、投资建议

我国作为最大的发展中国家, 二氧化碳排放居世界之首, 人均碳排放呈上升趋势; 全球能源消费整体结构趋于均衡, 可再生能源迅猛发展, 中国能源消费以煤为主, 结构逐年优化; 短期来看, 碳达峰之前, 煤炭行业在能源领域仍具有明显优势, 随着煤炭资源开发向规模化和智能化发展, 并且煤炭资源利用不受季节、气候影响, 具有经济、可靠、稳定的优点, 新能源短期内无法解决相关问题, 也为煤炭发展提供了客观条件; 从碳达峰目标上看, 到 2030 年碳达峰之前, 非化石能源占一次能源的消费比重将达到 25%, 煤电下降量仍然有限并且仍旧是主要的电力供应者; 碳中和背景下, 煤炭行业发展在于先进技术的突破和多元化转型发展, 2050 年之前, 还有 30 年时间, 煤炭领域有可能取得颠覆性的技术突破, 碳移除与碳交易的发展也有可能为煤炭行业赢得更大发展空间。

预计原煤整体需求 2030 年前触顶, 达峰前仍有增量空间。五年内动力煤需求仍稳健增长, 远期消费量将下降明显; 龙头煤企资本开支的高点已过, 趋势趋于稳定, 反映出企业的经营策略逐渐趋于保守, 现金流或保持持续强劲, 中短期内煤企现金牛属性更加凸显; 对行业供给端而言, 龙头煤企当下的经营策略促使行业产能加速收缩, 从而牵引龙头煤企经营壁垒不断提升, 智能化和规模化采掘促进开采成本不断降低, 提升竞争力, 与此同时, 龙头煤企具有不容忽视的成长性和业绩的稳定性, 有望获得盈利估值双提升。**建议关注煤电一体化运营的龙头股中国神华以及成长性良好的陕西煤业。**

焦煤方面, 需求端, 根据焦炭行业十四五规划, 总体焦炭产量将受到碳中和目标的抑制, 预计 2025 年下降至 4.5 亿吨, 这也将弱化焦煤的长期需求。焦炭作为冶金炼钢的还原剂, 短期内具备成本和技术优势, 较难被其他工艺大规模取代, 所以, 中短期来看, 焦炭焦煤在冶炼

钢铁的流程中仍是刚需，但是长期，随着碳中和的不断推进，新技术不断突破获得成本优势将逐渐取代焦炭焦煤的地位，需求将被弱化。供给端，焦煤的国有化程度高，发改委、地方政府对煤炭的控制力度更高，导致焦煤供给弹性较大。政策力度决定国内焦煤行业的供给弹性，在安监压力不断加大的前提下，未来焦煤行业的供给也将呈现持续收缩的趋势，焦煤行业利润空间得以稳定温和扩张。**建议关注国企改革预期强烈，成长性可期的焦煤行业龙头公司山西焦煤。**

焦炭方面，需求端，钢铁企业高炉用冶金焦用量占焦炭消费总量的 85%左右。钢铁冶炼行业 2017 年碳排放量达 16.8 亿吨二氧化碳，占总碳排放的 18%，位于所有行业第二，作为高耗能产业，钢铁行业是未来“碳中和”降低碳排放的重点行业之一。2020 年下半年以来，国家、各部委以及行业层面，均制定了一系列关于碳中和的政策，钢铁行业有望迎来新的供给侧改革。若未来压降粗钢产量有具体政策严格实施，2021 年粗钢产量增速将大概率呈现不增或者下降趋势。我们认为，压降粗钢产量有助于改善钢铁行业供需格局，钢材利润有望增厚，钢企对上游焦炭的价格接受程度也会随之提升，有助于焦企盈利维持在较好水平。供给端，预计 2021-2025 年焦炭行业将持续进行产能置换，4.3 米焦炉置换为 5.5 米焦炉后，生产技术的稳定提升将带动产能不断提升，总体产能依旧呈现过剩格局。在需求减弱倒逼之下，焦炭行业供给将减量，维持焦企合理利润空间。

## 六、重点公司推荐

### （一）中国神华

中国神华是国家能源集团一体化运营核心。公司主要经营煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤化工六大板块业务，以煤炭采掘业务为起点，利用自有运输和销售网络，以及下游电力和煤化工产业，推进跨行业、跨产业的纵向一体化发展模式，提高产业集中度，增加产品附加值，形成了规模优势，构成了中国神华的核心竞争力。公司煤电一体化运营，业绩稳健，抗周期波动性强。2015 年全行业亏损环境下公司盈利保持一枝独秀，凸显了强大的盈利稳定性。未来公司业绩增量方面的看点：1) 煤矿业务：宝日希勒煤矿产量恢复至正常水平，哈尔乌素矿的草原占用证、采矿接续用地手续等办理完毕，后续产量有望逐步恢复至 3500 万吨/年，另外，北电胜利露天矿已通过购买产能置换指标完成产能核增，由 2000 万吨/年核增至 2800 万吨/年。远期，新街台矿区总设计产能规模 6200 万吨/年，共 5 个矿，建成之后，神华煤炭产能将同比增长超过 20%。2) 电力业务：神华煤电一体化布局提升了抗周期性。国内在建 6-7 座电厂，消化自产煤；国外，神华和印尼国家电力公司签订了购电协议，采用 BOOT 特许经营权模式，投建两座电厂为印尼供电 25 年。2020 年在印尼电厂一台机组盈利区间 8-10 亿元，第二台机组预计 2021 年投产运营。未来电力业务盈利能力在现有基础上将提升 3-5%。3) 铁路：黄大铁路的开通带来公司煤炭需求增量。黄大铁路全长 216 公里，初步设计年货运量近期 3200 万吨，远期 4700 万吨。神朔铁路 3 亿吨扩能改造工程预计 2021 年底竣工。铁路整体运营规模的提升是对未来新矿投产产生的煤炭运输需求的有效支撑。4) 港口：港口作业能力建设稳步推进。黄骅港 3、4 号码头在 2020 年内已经开工建设，预计建成后将增加黄骅港煤炭发运量，在

现有发运量 2 亿吨基础上提升 5% 至 2.1 亿吨左右。5) 煤化工: 煤化工业务整体体量较小, 对公司盈利影响有限。包头煤化工公司的煤制烯烃项目年产能 60 万吨, 主要包括聚乙烯和聚丙烯。当前包头煤制烯烃升级示范项目(二期项目, 75 万吨煤制烯烃装置)正在有序推进当中, 未来煤制烯烃产能将实现翻倍。分红及派息方面, 公司一直秉承高分红策略, 大力度回报股东, 现金牛属性明显。2020 年, 公司实现归母净利润 392 亿元, 分红总额 360 亿元, 分红率高达 92%, 股息率超过 10%。整体来看, 公司业绩稳定性强, 且各业务板块均有增长潜力, 预计公司 2021、2022 年 EPS 为 2.18、2.25 元, 我们看好公司业绩确定性+稳健成长性, 给予公司“推荐”评级。

## (二) 陕西煤业

陕西煤业竞争优势体现在: 1) 公司资源禀赋优越。公司 97% 以上煤炭资源位于陕北及彬黄等优质采煤区, 煤炭赋存条件好、埋藏浅、开采技术优越, 且矿井均为大型现代化矿井。所产煤炭是特低灰分、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤, 煤种稀缺, 平均热值高达 5500 大卡, 远超普通动力煤, 在全国范围内享有较强的优势和溢价。2) 背靠陕煤化集体支持, 未来空间广阔。陕煤化集团是陕西省唯一的省属煤炭集团, 在矿区开发、资源整合方面战略地位显著。集团十四五规划中, 煤炭主业谋划储备项目 13 个, 争取十四五期间新增煤炭产能 1 亿吨, 未来煤炭总产能达 3 亿吨。陕西煤业上市公司作为集团唯一的煤炭主业上市平台, 大概率会是集团未来煤炭产能扩张的承建主体, 增量空间可观。3) 交运条件不断改善, 辐射更广阔的客户群体。公司早期煤炭运输以公路为主, 铁路为辅。公路运输运量小、成本高、运费贵等劣势限制了公司煤炭的销售半径。浩吉铁路开通之后, 极大方便了公司将煤炭产品通过铁路运往煤价较高, 供需缺口较大的华中地区, 公司在“两湖一江”等中部地区影响力不断扩大, 铁路运输一方面大幅拉低了运输成本, 另一方面扩大了销售半径, 促进公司收入盈利实现双增长。4) 积极布局新能源产业, 成功投资光伏产业龙头公司。2020 年 7 月, 公司通过“西部信托-陕煤-朱雀产业投资单一资金信托”, 累计减持隆基股份 4.81% 的股权。截至 2020 年三季度末, 公司拥有交易性金融资产为 46.9 亿元。预计未来公司将继续布局行业前沿的新能源、新材料、能源及工业互联网等行业, 挖掘“世界一流、中国之最”龙头企业股权, 布局新兴优质资产。我们看好公司主业+投资双轮驱动下在传统能源及新能源领域的发展潜力, 预计公司 2020、2021、2022 年 EPS 为 1.43、1.45、1.51 元, 给予公司“推荐”评级。

## (三) 山西焦煤

公司是传统焦煤龙头企业, 控股股东为山西焦煤集团, 是全国最大的炼焦煤生产加工企业和全国最大的炼焦煤市场供应商。公司主要产品为煤炭(焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤)、电力热力、焦炭及焦化产品等。公司主要优势: 1) 资源禀赋优越。山西地区炼焦煤资源丰富, 查明炼焦煤资源储量占全国 56%, 公司所属矿区资源储量丰富, 煤层赋存稳定, 煤种齐全。公司炼焦煤品质优, 低灰分、低硫分、结焦性好。2) 按照山西省委省政府关于深化国企改革战略部署, 公司未来将被打造成焦煤板块龙头上市公司。2020 年 12 月, 公司公告拟以 3.89 亿元收购集团控股的腾晖煤业 51% 的股权(煤种以贫瘦煤为主, 产能 120 万吨)、63.33 亿元收购集团控股水峪煤业 100% 股权(煤种为焦煤、肥煤, 产能 400 万吨), 合计 520 万吨占上市公司目前产能 17%, 此次收购是公司上市以来首次从集团收购成熟矿井, 提升了公司的持续盈利能力, 增强成长预期。交易对方作出业绩承诺, 彰显发展信心: 霍州煤电承诺腾晖煤业



2020年10-12月/2021年/2022年扣非净利润不低于0.35/2.77/2.77亿元，汾西矿业承诺水峪煤业扣非净利润不低于1.35/5.97/5.97亿元，业绩若未达标将对差额作出现金补偿。收购价较为合理，相关资产承诺2021年净利润7.38亿元，对应PE9倍，低于焦煤行业整体估值水平，且有望增厚公司2021年EPS0.2元。3)与集团同业竞争问题亟待解决，全部资产注入预期下公司产能将有2-3倍成长空间。集团产量约为上市公司产量2.5-3倍，当前集团资产证券化率较低，同业竞争问题的解决方案是政策性障碍消除后，择机将集团存续资产逐步注入上市平台。考虑到公司在焦煤领域的资源优势以及作为山西焦煤行业整合的排头兵，我们看好公司未来成长性。预计2020、2021、2022年每股收益分别为0.46、0.62、0.69元，当前市盈率为10倍，给予公司“推荐”评级。

**表5：重点公司盈利预测及估值表**

公司名称	股 价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
中国神华	20.10	2.17	1.97	2.18	2.25	9.25	10.20	9.22	8.93
陕西煤业	11.06	1.18	1.43	1.45	1.51	9.37	7.73	7.63	7.32
山西焦煤	5.01	0.54	0.46	0.62	0.69	9.23	10.89	8.08	7.26

资料来源：wind，中国银河证券研究院（股价日期为2021年4月1日）

## 七、风险提示

行业面临煤炭价格大幅下跌的风险，行业内国企改革不及预期的风险，以及产能投放力度低于预期的风险等。



## 插图目录

图 1: 中国的碳排放在全球的占比居首位 (2019 年)	1
图 2: 世界及主要国家人均碳排放量 (吨/人)	1
图 3: 2019 年全球能源消费结构	2
图 4: 1965-2019 年全球能源消费结构变化趋势	2
图 5: 全球煤炭消费各地区结构分布	2
图 6: 全球能源结构变化预测	3
图 7: 全球及中国一次能源消费量及同比增速	3
图 8: 中国各类能源消费历年占比	4
图 9: 中国能源消费总量及原煤消费占比历年变化	4
图 10: 2016 年至 2020 年行业集中度不断攀升	6
图 11: 煤炭十四五规划对十四个煤炭基地产量的规划及占比	6
图 12: 2015-2020 年动力煤下游各行业消费量 (万吨)	6
图 13: 动力煤各下游行业消费量占比 (2020 年全年消费数据)	6
图 14: 2016-2020 年山西、陕西、内蒙古地区原煤产量 (亿吨)	8
图 15: 山西、陕西、内蒙古地区原煤产量同比增速 (%)	8
图 16: 中国神华历年资本开支和折旧摊销情况	8
图 17: 陕西煤业历年资本开支和折旧摊销情况	8
图 18: 煤炭行业固定资产投资完成额进入下行周期	9
图 19: 煤炭行业产能利用率稳步回升	9
图 20: 我国炼焦煤进口量	10
图 21: 澳洲和蒙古是我国炼焦煤主要进口国	10
图 22: 分部门碳排放量前 10 的行业	11
图 23: 我国焦炭消费结构	11
图 24: 生铁及粗钢产品产量累计增速 (%)	11
图 25: 焦炭产量及增速	13
图 26: 焦炭行业供给端各环节库存走势 (万吨)	13

## 表格目录

表 1: 全球能源需求增速预计不断放缓 (单位: 艾焦耳)	3
表 2: 动力煤需求分行业预测表 (单位: 亿吨)	7
表 3: 2020 年焦化产能新增淘汰情况统计表 (万吨)	12
表 4: 焦炭生产主力省份相关政策一览	12
表 5: 重点公司盈利预测及估值表	16

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：潘玮，煤炭行业分析师，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年进入银河证券研究部，曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。

分析师：王秋霁，煤炭行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事煤炭行业及上下游相关产业链的研究工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn