



Research and
Development Center

煤炭行业 ESG 发展现状与投资机会

煤炭开采

2021 年 05 月 21 日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

煤炭开采

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

杜冲

执业编号: S1500520100002

联系电话: 010-63080940

邮箱: duchong@cindasc.com

周杰

执业编号: S1500519110001

联系电话: 010-83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

煤炭行业 ESG 发展现状与投资机会

2021年05月21日

本期内容提要:

- **ESG 是一套综合评价体系,在中国发展方兴未艾。** ESG 将企业发展对环境社会的外部影响内部化,将公共利益引入企业价值体系,更加注重企业经济活动与环境社会建设的动态平衡和持续发展,是综合关注企业环境、社会、治理绩效的投资理念和企业评价标准。2000 年以来,我国政府和相关机构陆续出台政策引导企业社会责任信息披露。2008 年,上交所要求上市的“上证公司治理板块”样本公司、发行境外上市外资股的公司以及金融类公司必须披露社会责任报告,鼓励其他公司披露。2018 年,证监会修订《上市公司治理准则》,确立了 ESG 信息披露的基本框架。主流的 ESG 评级机构例如 MSCI、富时罗素、汤森路透、商道融绿、华证指数、中证指数等都提出了自己的评级指标体系。国内评价体系方面,在商道融绿、华证指数评级中,煤炭企业表现中庸;国外评价体系方面,在 MSCI、富时罗素评级中,煤炭行业表现较差。
- **MSCI 指标体系下,煤炭行业 ESG 信息披露需要加强。** 被 MSCI 纳入评级范围的有中国神华、兖州煤业、陕西煤业、山西焦煤、美锦能源和潞安环能六家公司,其中只有中国神华达到了 MSCI 评级平均水平,其余五家公司的评级较低。环境 (E) 指标:在气候变化方面,33.33% 的上市公司披露了相关信息;在自然资本方面,57.14% 的公司披露了相关信息;在污染物与废弃物方面,66.67% 的公司披露了相关信息;在环境机会方面,47.62% 的公司披露了相关信息。社会 (S) 指标中:在人力资本方面,76.19% 的上市公司披露了相关信息;在产品责任方面,66.67% 的公司披露了相关信息;在利益相关方否决权方面,只有 4.76% 的公司披露了相关信息;在社会机遇方面,76.19% 的公司披露了相关信息。公司治理 (G) 指标:在公司治理方面,80.95% 的上市公司披露了相关信息。

华证指标体系下,煤炭行业 ESG 公司治理表现较好。 华证指数对煤炭行业的 ESG 评级,除了总评级之外,在环境、社会、公司治理三个支柱指标上给予了分别评级。整体上,华证指数认为煤炭行业的 ESG 评级较好,尤其是公司治理层面的评级普遍比较高,社会层面的评级也比较优异,但环境层面的评级没有一家上市公司超过 A 级,大多数公司处于或低于全行业的平均环境表现评级。

根据对上市公司社会责任报告的梳理,我们发现:煤炭企业各指标信息披露情况正在逐渐改善。其中,在环境方面信息披露表现较为出色的上市公司有淮北矿业、宝丰能源,在社会方面信息披露表现较为出色的上市公司有兖州煤业、陕西煤业,在公司治理方面表现较为出色的上市公司有中国神华、中煤能源、新集能源。

- **当前 ESG 投资策略对煤炭行业不利。** 目前,ESG 投资策略主要有 7 种,包括负面筛选、ESG 整合、股东参与策略、规范性筛选、正面筛

选、可持续性投资、影响力/社区投资。其中，负面筛选为最为常用的投资策略，其次是 ESG 整合策略。煤炭行业作为典型的传统能源行业，具有下游用户重污染、高排放、高能耗特点，容易发生安全事故、污染违规排放等负面事件或新闻，如果采用常用的“负面筛选”等 ESG 投资策略，煤炭企业并不占据优势，部分全球大型资产管理机构在实际 ESG 投资中将煤炭行业剔除。

- **煤炭行业高 ESG 评级公司具有是行业龙头、高 ROE、高股息率的特征。**以商道融绿对煤炭上市公司的 ESG 评级来看，有 4 家公司属于高 ESG 评级公司，分别是中国神华 (A-)、兖州煤业 (B+)、陕西煤业 (B)、中煤能源 (B)。截至 2021 年 4 月 30 日，中国神华总市值排名第一 (3817 亿元)，兖州煤业、陕西煤业、中煤能源分列第四、第二、第三，龙头效应显著。此外，2016-2020 年间，4 家高 ESG 评级公司平均 ROE 和股息率水平均高于煤炭行业平均水平。
- **建议投资者在投资决策时将 ESG 信息纳入投资体系，全方位考虑公司投资价值，但也要预防认知偏差。**综合 MSCI、富时罗素、商道融绿、华证指数四家评级机构的结果来看，中国神华在每家评级机构中都获得了煤炭行业内的最高评价，兖州煤业和陕西煤业的评级结果次之。投资过程中，要优选煤炭行业高 ESG 评级、较少发生负面信息的企业，建议关注高评级公司中国神华、兖州煤业、陕西煤业、淮北矿业、平煤股份等上市公司。值得一提的是，采取 ESG 投资策略需要保持警惕的态度，要提防认知偏差。煤炭行业中 ESG 评级较高的公司，多属于行业龙头，并且拥有低估值、高 ROE、高股息率的特征。但是，基于 ESG 评级的选股策略与价值投资理念部分重合，并不能肯定 ESG 策略形成自己独特的选股优势且为投资者带来持续的超额收益。

风险因素：ESG 监管政策风险；煤炭行业政策不确定性；煤炭开采高危属性带来的安全生产风险事件冲击；碳达峰与碳中和对 ESG 评级体系的影响有待观察；宏观经济大幅下滑。

目 录

1. ESG 在中国方兴未艾	6
1.1. ESG 的基本概念	6
1.2. ESG 的驱动因素	7
1.3. 中国 ESG 发展现状	7
2. 煤炭行业 ESG 发展现状	9
2.1. 煤炭行业 ESG 的评级表现不佳	9
2.2. MSCI 指标体系下，煤炭行业 ESG 信息披露需要加强	11
2.3. 华证指标体系下，煤炭行业 ESG 公司治理表现较好	12
2.4. 煤炭行业 ESG 信息披露上市公司典型	14
2.4.1. ESG 公司治理，打造可持续发展现代管理体系	15
2.4.2. ESG 环境保护，守护青山绿水	19
2.4.3. ESG 社会责任，共筑和谐利益关系	21
3. 煤炭行业 ESG 投资建议	24
3.1. 当前 ESG 投资策略对煤炭行业不利	24
3.2. 煤炭板块高 ESG 评级公司特征	25
3.3. 投资建议	27
3.3.1. 重点关注积极披露社会责任信息的上市公司	27
3.3.2. 紧密跟踪碳达峰与碳中和对煤炭行业的影响	27
3.3.3. 对 ESG 投资策略保持警惕，提防认知偏差	28
4. 风险提示	29

表 目 录

表 1: ESG 主要包括环境、社会、公司治理三方面评价因素	6
表 2: 监管部门社会责任信息披露政策一览表（截止 2020 年度）	8
表 3: 市面上六家主流 ESG 评级机构提出的 ESG 评级指标	8
表 4: 评分子模型各项细分指标	9
表 5: 煤炭行业公司 ESG 评级结果	10
表 6: MSCI 指标下煤炭上市公司 ESG 信息披露情况	12
表 7: 华证指数 ESG 评级结果一览表	13
表 8: 宝丰能源健全完善环境管理体系	20
表 9: ESG 投资包含 7 种不同的策略	24
表 10: 煤炭上市公司独立发布社会责任报告次数统计表（截止 2020 年度）	27
表 11: 煤炭上市公司重要财务指标信息	28

图 目 录

图 1: ESG 理念发展阶段及重要事件	6
图 2: MSCI 进行 ESG 的评级的整体框架	11
图 3: 华证指数 ESG 评级体系	12
图 4: 华证指数 ESG 数据来源	13
图 5: 中国神华 ESG 管治架构	16
图 6: 2020 年中国神华开展的 ESG 行动	16
图 7: 中国神华“十四五”ESG 战略模型	16
图 8: 中煤能源安全生产管控体系	17
图 9: 2018-2020 年中煤能源百万吨死亡率为零	17
图 11: 新集能源科技成果展示	18
图 12: 新集能源“五小”创新活动	18
图 13: 新集能源“四新”应用	19
图 14: 太阳能电解水制氢储能与应用	20
图 15: 焦炭气化制烯烃实现废水零排放	20
图 16: 淮北矿业矿井余热再利用	21

图 17: 淮北矿业以煤为基的循环经济示意图	21
图 18: 兖州煤业人力资源管理系统	22
图 19: 陕西煤业扶贫方式趋于多样化	23
图 20: 陕西煤业开展产业扶贫, 激发群众创业增收内生动力	24
图 21: 采掘行业富时罗素 ESG 评分整体表现不佳	25
图 22: 煤炭行业高 ESG 评级公司平均 ROE 高于行业平均水平	26
图 23: 煤炭行业高评级公司近五年平均 ROE	26
图 24: 煤炭行业高 ESG 评级公司股息率高于行业平均水平	26
图 25: 煤炭行业高评级公司近五年平均股息率	26

1. ESG 在中国方兴未艾

1.1. ESG 的基本概念

ESG 即环境 (Environmental)、社会 (Social)、和公司治理 (Governance)，由联合国环境规划署在 2004 年提出，是一种关注企业环境、社会、治理绩效而非仅考虑财务绩效的投资理念和企业评价标准。ESG 这一概念将企业发展对环境社会的外部影响内部化，将公共利益引入企业价值体系，更加注重企业经济活动与环境社会建设的动态平衡和持续发展。

表 1: ESG 主要包括环境、社会、公司治理三方面评价因素

因素	主要内容
环境 (E)	环保和可持续发展是主要议题，主要涉及公司的环境管理机制、能耗、污染、可再生能源和循环经济利用情况等
社会 (S)	以人为本的理念和社会责任的承担是核心关注点，主要涉及员工权益保障，供应链管理，消费者保护政策以及和其它利益相关方的关系
公司治理 (G)	主要涉及董事会设置、内部控制、审计独立性，风险管理、技术创新等指标

资料来源：信达证券研发中心

ESG 理念起源于 20 世纪 70 年代。1971 年，美国成立第一个社会责任基金 Pax World Fund。1990 年，美国成立首个 ESG 指数 Domini 400 Social Index。2006 年，联合国成立责任投资原则组织 (UN PRI)，正式提出 ESG 概念。2009 年，以联合国发起的可持续证券交易所倡议 (SSEI) 为标志，ESG 开启了由证券交易所、投资者、监管机构等多元共促的快速发展阶段。ESG 概念自提出以来，便受到世界各国政府的高度重视，众多国家的企业机构纷纷加入 PRI，ESG 投资也逐渐发展并完善。

图 1: ESG 理念发展阶段及重要事件



资料来源：信达证券研发中心

从投资者的角度来看，ESG 投资需要在进行传统财务分析，追求投资收益的同时，兼顾投资对象对社会和环境的影响，选择有助于全社会可持续发展的高质量公司进行投资。21 世纪，金融机构对长期非财务风险的评级不断产生新的需求，ESG 成为越来越重要的投资工具，得到越来越多的投资者的认可。

从企业的角度来看，ESG 投资对企业提出更高的要求，企业想要吸引投资，除了关注自身财务数据以外，也需要增强自身的社会责任感和积极加强 ESG 实践，促进实现社会和环境的可持续发展。企业的 ESG 的表现，对社会各界产生显著影响，社会公众的反映也会直观地表现在公司价值上，因此企业 ESG 的表现在近年逐渐受到国际社会的广泛重视。

1.2. ESG 的驱动因素

一方面是客户需求的影响。根据 GSIA 调查的数据显示，在美国受访的 365 家资金管理公司中，有 141 家（ESG 投资资产总计 4.2 万亿美元，占比 36.20%）认为将 ESG 标准纳入其投资流程的主要动机是来自客户的需求，超过一半的受访者还列举了诸如追求社会和环境效益、超额收益以及最小化风险等原因。

随着气候变化，劳资矛盾和环境恶化等问题及挑战越来越多地暴露出来，客户做投资决策时越来越多地考虑到可持续性问题的。客户希望企业能成为环境的优秀管理者，维护所有利益相关者的福祉，并以符合道德的、透明的方式进行企业治理。客户相关需求的增加，推动着 ESG 投资蓬勃发展。

另一方面是风险规避的考虑。根据《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）》，85% 的受调查者将风险规避视为责任投资的首要驱动力，其次是顺应监管趋势（67%）和获得超额收益（65%），客户需求仅占 50%。相对而言，公募比私募更加关心超额收益，而私募比公募更加关心降低风险。

根据 CPR AM Research 的数据显示，在信贷领域通过剔除部分不符合 ESG 投资理念的公司或行业，能够帮助减少 80% 超过 5% 的月度回撤。ESG 的超额收益从国内目前已经发行的 ESG 产品投资回报率来看，根据《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）》，79% 的 ESG/绿色投资基金产品的回报高于基准，仅有 13% 低于基准，剩下的 8% 与基准持平。因此，将 ESG 因素纳入投资决策流程，发现能够降低投资组合的最大回撤，有力地验证了 ESG 投资能够规避风险。

除此之外，也有源于监管等方面的压力。目前，包括中国香港、新加坡、欧盟等在内的多个国家或地区已经实施强制性 ESG 信息披露制度，随着监管部门对 ESG 信息的逐步重视，在中国上市公司长期发展策略中，ESG 将成为一个重要的考虑因素，现今中国 A 股也处在由自愿向强制披露转变的过程中。

1.3. 中国 ESG 发展现状

2000 年以来，我国政府和相关机构陆续出台政策引导企业社会责任信息披露。2008 年，上交所要求上市的“上证公司治理板块”样本公司、发行境外上市外资股的公司以及金融类公司必须披露社会责任报告，鼓励其他公司披露。2018 年，证监会修订《上市公司治理准则》，确立了 ESG 信息披露的基本框架。

表 2: 监管部门社会责任信息披露政策一览表 (截止 2020 年度)

时间	机构	文件名	内容
2006.09	深交所	《上市公司社会责任指引》	要求深圳 100 指数的成分股公司定期披露社会责任报告, 并鼓励其它公司披露社会责任报告
2007.04	环保总局	《环境信息公开办法(试行)》	鼓励企业自愿通过媒体、互联网或企业年度报告的方式公开相关环境信息
2007.12	国资委	《关于中央企业履行社会责任的指导意见》	将建立社会责任报告制度纳入中央企业履行社会责任的主要内容
2008.05	上交所	《上市公司环境信息披露指引》	划定环境保护披露范围, 鼓励上市公司在年度社会责任报告中披露或单独披露相关环境信息
2010.09	环保部	《上市公司环境信息披露指南(征求意见稿)》	规范了上市公司披露年度环境报告和临时环境报告信息披露的时间与范围
2015.04	深交所	主板信息披露业务备忘录第 5 号	在主板上市公司信息披露范围中强调了对社会责任报告的披露
2015.05	深交所	创业板信息披露业务备忘录第 15 号	在创业板上市公司信息披露范围中强调了对社会责任报告的披露
2016.01	港交所	《环境、社会及管治报告指引》	将 ESG 信息由“建议披露”改为“不披露就解释”
2016.08	人民银行等	《关于构建绿色金融体系的指导意见》	所有上市公司必须从 2020 年起公开环境信息
2018.09	证监会	修订《上市公司治理准则》	规定了上市公司应披露环境信息(E)、社会责任(S)、公司治理等相关信息(G)
2019.03	上交所	《上海证券交易所科创板股票上市规则》	设立科创板并强制上市公司披露 ESG 信息
2019.03	基金业协会	《关于提交自我评估报告的通知》	作为《绿色投资指引(试行)》的具体实施文件
2019.12	港交所	修订《环境、社会及管治报告指引》	缩短发布 ESG 报告的时限, 提高董事会对 ESG 议题的监管责任
2020.03	中办国办	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	到 2025 年, 建立健全环境治理的领导责任体系、企业责任体系、监管体系等
2020.09	上交所	《科创板上市公司自律监管规则使用指引第 2 号》	推动提升科创板信息披露有效性, 防范自愿信息披露中的不当行为

数据来源: Wind、证监会、交易所、财政部、人民银行、信达证券研发中心

针对 ESG 政策, 不同的机构提出了不同的评价标准用来衡量公司在环境、社会、公司治理方面的表现情况。目前市面上主流的 ESG 评级公司例如 MSCI、富时罗素、汤森路透、商道融绿、华证指数、中证指数等都提出了自己的评级指标。其中, MSCI 评级运用了如环境项下的气候变化、自然资本, 社会项下人力资本、产品责任, 公司治理项下的公司行为等十项主题指标以及主题指标下更为详细的 37 项 ESG 关键评价指标进行评级。富时罗素、汤森路透、商道融绿、华证指数、中证指数则分别划分出 14、10、13、14、14 项主题指标作为评级的划分标准。

表 3: 市面上六家主流 ESG 评级机构提出的 ESG 评级指标

	MSCI	富时罗素	汤森路透	商道融绿	华证指数	中证指数
E 环境	气候变化 自然资本 污染物与废弃物 环境机会	生物多样性 气候变化 污染与资源 水安全 供应链: 环境	资源利用 低碳排放 创新性	环境管理 环境披露 环境负面事件	内部管理体系 经营目标 绿色产品 外部认证 违规事件	气候变化 污染与废物 自然资源 环境管理 环境机遇
S 社会	人力资本 产品责任 利益相关方否决权 社会机遇	劳务标准 人权与社区 身体健康 客户责任 供应链: 社会性	雇佣职工 人权问题 社区关系 产品责任	员工管理 供应链管理 客户管理 社区管理 产品管理 公益及捐赠 社会负面事件	制度体系 经营活动 社会贡献 外部认证	利益相关方 责任管理 社会机遇
G 公司治理	公司治理 公司行为	公司治理 风险管理 税务透明度 反腐败	管理能力 股东 CSR 策略	商业道德 公司治理 公司治理负面事件	制度体系 治理结构 经营活动 运营风险 外部风险	股东治理 治理结构 管理层 信息披露 公司治理异常 管理运营

数据来源: Wind、MSCI、富时罗素、汤森路透、商道融绿、华证指数、中证指数、信达证券研发中心

依据评级指标，各大评级机构对企业 ESG 进一步进行了量化评分，即直接对应 ESG 主题指标或者更为细分的 ESG 关键评价指标对公司的表现逐项进行打分。最终，综合各项分数在一定标准下的加权平均分，对所属公司的 ESG 表现进行排名和划分等级。

除了针对评级指标详细评分外，华证指数和社会价值投资联盟还提出了由“筛选子模型”和“评分子模型”两部分构成的“上市公司可持续发展价值评估模型”。“筛选子模型”是社会价值评估的负面清单，按照 6 个方面（产业政策、特殊行业、财务问题、负面事件、违法违规、特殊处理）、17 个指标，对评估对象进行“是与非”的判断。如评估对象符合任何一个指标，即被判定为资质不符，无法进入下一步量化评分环节。在“筛选子模型”遴选出符合资质的上市公司后，“评分子模型”对其可持续发展价值贡献进行量化评分。

表 4: 评分子模型各项细分指标

一级指标		二级指标	
目标	价值驱动	战略驱动	业务驱动
方式	技术创新	模式创新	管理创新
效益	经济贡献	社会贡献	环境贡献

数据来源：华证指数、社会价值投资联盟、信达证券研发中心

2. 煤炭行业 ESG 发展现状

2.1. 煤炭行业 ESG 的评级表现不佳

国内评价体系方面，在商道融绿、华证指数评级中，煤炭企业表现中庸；国外评价体系方面，在 MSCI、富时罗素评级中，煤炭行业表现较差。被 MSCI 纳入评级范围的有中国神华、兖州煤业、陕西煤业、山西焦煤、美锦能源和潞安环能六家公司，其中只有中国神华达到了 MSCI 评级平均水平，其余五家公司的评级较低。

综合 MSCI、富时罗素、商道融绿、华证指数四家评级机构的结果来看，中国神华在每家评级机构中都获得了煤炭行业内的最高评价，兖州煤业和陕西煤业的评级结果次之，而安源煤业和靖远煤电两家公司的评级结果在行业内最低。对比四家评级机构，MSCI 在 A 股上市的煤炭行业公司中挑选了六家绩效较好的公司进行了评级，富时罗素与商道融绿则分别评级了 15 和 11 家 A 股上市公司，而华证指数对所有在 A 股上市的公司都进行了评级。

表 5: 煤炭行业公司 ESG 评级结果

上市公司	公司代码	MSCI	富时罗素	商道融绿	华证指数	嘉实基金
中国神华	601088.SH	BB	2.3	A-	AA	79.28
兖州煤业	600188.SH	B	1.9	B+	AA	64.94
陕西煤业	601225.SH	B	1.6	B	AA	76.77
美锦能源	000723.SZ	B	/	C+	BB	16.56
潞安环能	601699.SH	CCC	1	B-	AA	45.31
山西焦煤	000983.SZ	CCC	1	C	AA	40.98
中煤能源	601898.SH	/	1.5	/	AA	46.57
兰花科创	600123.SH	/	0.9	/	AA	37.31
晋控煤业	601001.SH	/	0.7	/	A	36.22
平煤股份	601666.SH	/	0.7	/	AA	31.79
盘江股份	600395.SH	/	0.7	/	BB	52.06
宝丰能源	600989.SH	/	0.7	B	AA	43.80
淮北矿业	600985.SH	/	0.7	B-	AA	50.79
冀中能源	000937.SZ	/	0.7	B-	AA	55.25
华阳股份	600348.SH	/	0.7	C	A	54.30
露天煤业	002128.SZ	/	0.7	C	BBB	42.01
开滦股份	600997.SH	/	/	/	AA	62.28
蓝焰控股	000968.SZ	/	/	/	AA	57.28
上海能源	600508.SH	/	/	/	AA	61.54
ST 云维	600725.SH	/	/	/	AA	57.03
新集能源	601918.SH	/	/	/	AA	63.08
昊华能源	601101.SH	/	/	/	A	30.11
云煤能源	600792.SH	/	/	/	A	25.27
*ST 平能	000780.SZ	/	/	/	A	48.41
山煤国际	600546.SH	/	/	/	A	41.40
山西焦化	600740.SH	/	/	/	A	45.99
恒源煤电	600971.SH	/	/	/	A	32.86
永泰能源	600157.SH	/	/	/	BBB	62.22
ST 大有	600403.SH	/	/	/	BBB	4.32
辽宁能源	600758.SH	/	/	/	BBB	43.45
金能科技	603113.SH	/	/	/	BBB	36.53
陕西黑猫	601015.SH	/	/	/	BBB	34.59
郑州煤电	600121.SH	/	/	/	BB	14.52
ST 安泰	600408.SH	/	/	/	BB	28.08
宝泰隆	601011.SH	/	/	/	BB	47.45
安源煤业	600397.SH	/	/	/	CCC	40.01
靖远煤电	000552.SZ	/	/	/	CC	41.62
伊泰 B 股	900948.SH	/	/	/	/	/

数据来源: Wind、MSCI、富时罗素、商道融绿、华证指数、信达证券研发中心

注: MSCI 数据最新披露日期: 2020 年 7 月, 每半年至一年披露一次, 评级等级从 AAA (最高) 至 CCC (最低) 共 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC 共七个等级。

富时罗素数据最新披露日期: 2021 年 4 月 22 日, 每 1-3 个月披露一次, 评级分数 0-5 分, 其中 5 分为最高分。

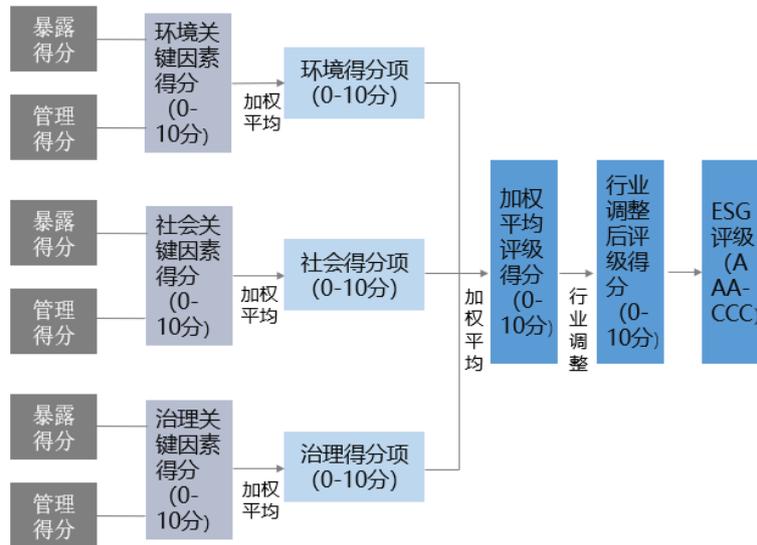
商道融绿数据最新披露日期: 2020 年 6 月 30 日, 每年披露一次, 评级等级从 A+ (最高) 至 D (最低) D 共 A+, A, A-, B+, B, B-, C+, C, C-, D 共十个等级。

华证指数数据最新披露日期: 2021 年 1 月 31 日, 每季度披露一次, 评级等级从 AAA (最高) 至 C (最低) 共 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C 共九个等级。

2.2. MSCI 指标体系下，煤炭行业 ESG 信息披露需要加强

MSCI 通过人工智能进行上市公司数据采集，再由 200 多位专业的研究人员进行数据分析并给出 ESG 评级。首先，研究人员根据环境、社会、公司治理 3 个大类下 10 个主题 37 个关键因素对公司进行评分；接着，通过加权平均的方法整合关键因素得分，得到环境、社会、公司治理各项的得分，并计算出综合得分；最后，根据公司所在行业类别进行调整得分，最终给出 AAA（最高）-CCC（最低）的 ESG 评级结果。

图 2: MSCI 进行 ESG 的评级的整体框架



资料来源：MSCI、信达证券研发中心

注：评级所用原始数据来自政府及 NGO 数据库、公司信息披露、媒体信息

我们从 ESG 基本概念中的环境、社会、公司治理三方面，分析煤炭行业 21 家上市公司的社会责任表现。

依据 MSCI 的 ESG 评价指标体系，环境（E）指标主要涉及公司的环境管理机制、能耗、污染、可再生能源和循环经济利用情况等，具体包括气候变化、自然资本、污染物与废弃物、环境机会四大主题，在气候变化方面，33.33%的上市公司披露了相关信息；在自然资本方面，57.14%的公司披露了相关信息；在污染物与废弃物方面，66.67%的公司披露了相关信息；在环境机会方面，47.62%的公司披露了相关信息。

社会（S）指标中，以人为本的理念和社会责任的承担是核心关注点，主要涉及员工权益保障，供应链管理，消费者保护政策以及和其它利益相关方的关系，具体包括人力资本、产品责任、利益相关方否决权、社会机遇四大主题，在人力资本方面，76.19%的上市公司披露了相关信息；在产品责任方面，66.67%的公司披露了相关信息；在利益相关方否决权方面，只有 4.76%的公司披露了相关信息；在社会机遇方面，76.19%的公司披露了相关信息。

公司治理（G）指标主要涉及董事会设置、内部控制、审计独立性，风险管理、技术创新等方面，具体包括公司治理、公司行为两大主题。其中，在公司治理方面，80.95%的上市公司披露了相关信息。

表 6: MSCI 指标下煤炭上市公司 ESG 信息披露情况

核心主题	环境			社会			公司治理			
	气候变化	自然资本	污染物与废弃物	环境机会	人力资本	产品责任	利益相关方否决权	社会机遇	公司治理	公司行为
中国神华	√	√	√	√	√	√		√	√	
潞安环能		√	√					√	√	
山西焦煤			√	√	√			√		
冀中能源		√	√		√	√		√	√	
开滦股份				√						√
蓝焰控股	√		√		√			√	√	
兰花科创			√			√		√	√	
中煤能源		√	√		√	√		√	√	
兖州煤业	√	√	√	√	√	√		√	√	
上海能源					√	√				
ST 云维					√					√
天地科技						√		√	√	
昊华能源	√	√				√				√
云煤能源			√	√	√	√		√	√	
伊泰 B 股	√	√	√	√	√	√		√		
郑煤机	√	√	√		√					
平煤股份		√			√					√
陕西煤业		√	√	√	√	√		√	√	
新集能源	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
宝丰能源		√	√	√	√	√		√	√	
淮北矿业	√	√	√	√	√	√		√	√	

资料来源: Wind、信达证券研发中心 注: √表示披露相关数据

2.3. 华证指标体系下, 煤炭行业 ESG 公司治理表现较好

华证 ESG 评价体系以 ESG 核心内涵和发展经验为基础, 结合国内市场的实际情况, 自上而下构建三级指标体系, 具体包括一级指标 3 个、二级指标 14 个、三级指标 26 个以及超过 130 个底层数据指标。在 ESG 评价过程中, 集成传统数据与另类数据, 打造 AI 驱动的大数据引擎, 通过按季度定期评价与动态跟踪相结合的方式, 系统测算全部 A 股上市公司、1000+债券主体的 ESG 水平, 并相应地给予“AAA-C”的九档评级。

图 3: 华证指数 ESG 评级体系

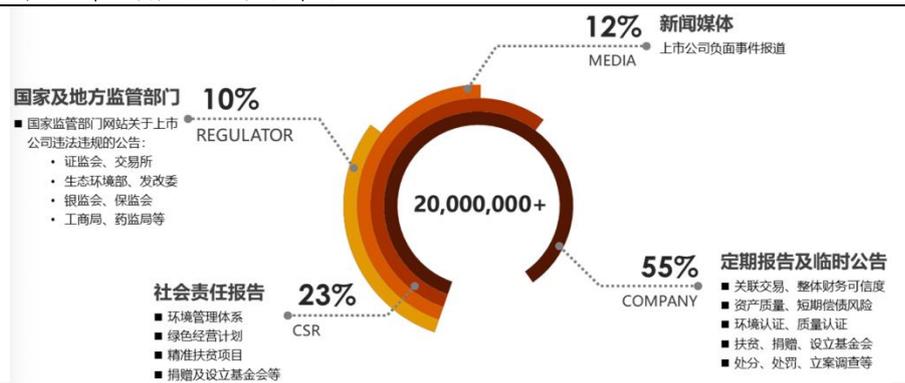


资料来源: 华证指数、信达证券研发中心

华证指数打造 AI 驱动的大数据引擎, 集成传统数据与另类数据, 构建了以上市公司公开披露数据为主, 社会责任报告、可持续发展报告、国家监管部门公告、新闻媒体数据为辅的 ESG 标准化数据平台, 覆盖 2009 年以来 A 股上市公司及债券主体的 20000000+数据。其中, 特色数据为国家及地方监管部门网站、新闻媒体报道数据, 通常较难获取, 因此华证基于网

络爬虫、语义分析、命名实体识别等机器学习的方法，开发了该类数据的集成分析模块。

图 4：华证指数 ESG 数据来源



作为国内的评级机构，华证指数的 ESG 评级在更新周期和处理争议事件上表现较好，但整体而言还需要进一步发展成熟。研究华证指数对煤炭行业的 ESG 评级，尤其是除了总评级之外在环境、社会、公司治理三个支柱指标上分别的评级结果，不难看出华证指数认为煤炭行业的整体 ESG 评级较好，尤其是公司治理层面的评级普遍比较高，社会层面的评级也比较优异，但环境层面的评级没有一家上市公司超过 A 级，大多数公司处于或低于全行业的平均环境表现评级。

在环境评级中，开滦股份、ST 云维和宝丰能源的评级较高，取得了 BBB 以上的评级，此外包括淮北矿业在内的 16 家上市公司获得了 BB 评级。在社会评级中，兖州煤业、陕西煤业等 11 家公司取得了 AAA 的高评分。公司治理的评级结果最好，中国神华、中煤能源和新集能源等 16 家公司都取得了 AAA 评级。

整体来看，依据华证指数的 ESG 评级结果，社会评级和公司治理评级结果优于环境评级。环境污染作为煤炭行业与生俱来的劣势，成为影响行业内公司 ESG 整体评级结果的关键因素。随着 ESG 评级成为衡量一家公司社会责任表现越来越重要的参考指标，如何提高环境评级成为每一家煤炭公司不得不面对的现实问题。

表 7：华证指数 ESG 评级结果一览表

上市公司	公司代码	总评级	环境评级	社会评级	公司治理评级
开滦股份	600997.SH	AA	A	AA	AAA
ST 云维	600725.SH	AA	A	A	AA
宝丰能源	600989.SH	AA	BBB	AA	AAA
中国神华	601088.SH	AA	BB	AAA	AAA
兖州煤业	600188.SH	AA	BB	AAA	AAA
陕西煤业	601225.SH	AA	BB	AAA	AAA
山西焦煤	000983.SZ	AA	BB	AAA	AAA
中煤能源	601898.SH	AA	BB	AAA	AAA
兰花科创	600123.SH	AA	BB	AAA	AAA
平煤股份	601666.SH	AA	BB	AAA	AAA
冀中能源	000937.SZ	AA	BB	AAA	AAA
上海能源	600508.SH	AA	BB	AAA	AAA
新集能源	601918.SH	AA	BB	AAA	AAA
潞安环能	601699.SH	AA	BB	AA	AAA
淮北矿业	600985.SH	AA	BB	AA	AAA

蓝焰控股	000968.SZ	AA	BB	AA	AAA
恒源煤电	600971.SH	A	BB	AA	AAA
云煤能源	600792.SH	A	BB	AA	AA
昊华能源	601101.SH	A	BB	AA	A
晋控煤业	601001.SH	A	B	A	AA
山西焦化	600740.SH	A	B	BBB	AA
山煤国际	600546.SH	A	CCC	AAA	AA
华阳股份	600348.SH	A	CCC	A	AA
*ST 平能	000780.SZ	A	CCC	A	AA
ST 大有	600403.SH	BBB	CCC	A	A
永泰能源	600157.SH	BBB	CCC	BBB	A
辽宁能源	600758.SH	BBB	CCC	BBB	A
露天煤业	002128.SZ	BBB	CC	A	A
金能科技	603113.SH	BBB	B	A	AA
陕西黑猫	601015.SH	BBB	B	BBB	AA
盘江股份	600395.SH	BB	CCC	A	BBB
郑州煤电	600121.SH	BB	CCC	A	B
ST 安泰	600408.SH	BB	CCC	A	B
美锦能源	000723.SZ	BB	CC	BBB	BBB
宝泰隆	601011.SH	BB	B	BBB	BBB
安源煤业	600397.SH	CCC	CCC	C	AA
靖远煤电	000552.SZ	CC	CCC	C	B
伊泰 B 股	900948.SH	/	/	/	/
评级 统计	AAA 级个数	0	0	11	16
	AA 级个数	16	0	8	10
	A 级个数	8	2	10	5
	BBB 级个数	6	1	6	3
	BB 级个数	5	16	0	0
	B 级个数	0	5	0	3
	CCC 级个数	1	11	0	0
	CC 级个数	1	2	0	0
	C 级个数	0	0	2	0

数据来源: Wind、华证指数、信达证券研发中心

2.4. 煤炭行业 ESG 信息披露上市公司典型

煤炭企业各指标信息披露情况正在逐渐改善,在环境信息方面,大部分煤炭企业开始重视污染排放、废弃物管理等方面,在资源利用、环保投入方面也表现良好,但对于温室气体排放信息的披露仍有提升空间。随着气候变化问题的社会关注度持续升温,实现碳中和、碳达峰目标的各行业方案逐渐落实,预计煤炭企业在温室气体排放、产品碳足迹、碳基能源利用等方面的信息将更多被披露出来。

另外,煤炭企业普遍较好地承担了相应的社会责任,较好地完成了员工福利与保障、践行产品责任、社会公益等方面的工作,但维护利益相关方否决权的程度依旧不够。目前,绝大多数的上市公司都披露了董事会、股东、工资福利、股利等方面的公司治理相关信息,未来公

公司治理、公司行为的信息透明度预计将持续增强。

综合上市公司社会责任报告来看，在环境方面信息披露表现较为出色的上市公司有宝丰能源、淮北矿业，在社会方面信息披露表现较为出色的上市公司有兖州煤业、陕西煤业，在公司治理方面表现较为出色的上市公司有中国神华、中煤能源、新集能源。

2.4.1. ESG 公司治理，打造可持续发展现代管理体系

ESG 公司治理中，涉及董事会设置、内部控制、审计独立性，风险管理、技术创新等指标。良好的公司治理有助于提升企业价值、维护股东权益，促进公司的可持续发展。经过长期的实践，煤炭上市公司治理制度不断完善，管理水平持续提高。三会运作体系不断规范，股东大会、董事会及其专门委员会、监事会、总经理及各职能部门，各司其职，各尽其责。

煤炭上市公司坚持“安全生产”底线思维，树牢红线意识，在完善安全生产与风险管理责任制度、落实煤矿企业主体责任、建立安全生产长效机制等方面成效显著，有力推动了企业安全生产。

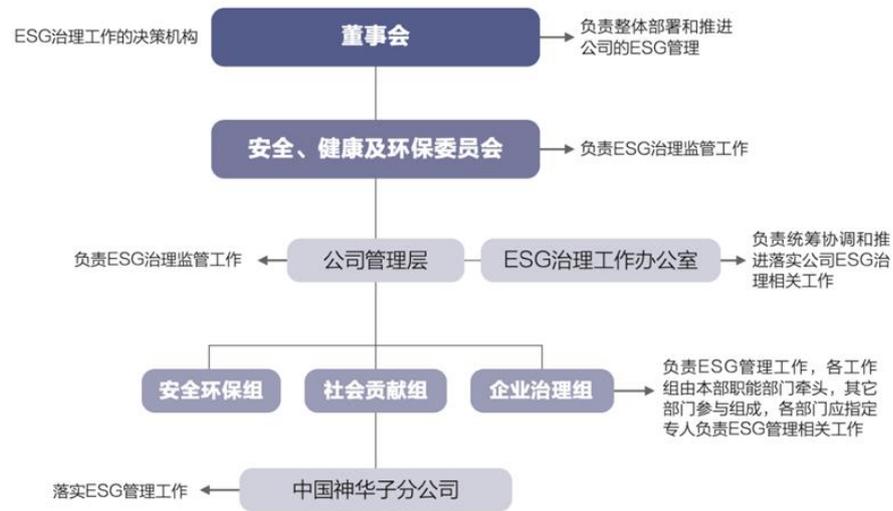
科技创新是企业实现可持续发展的动力源泉。煤炭企业将创新科技发展融入公司运营和管理战略中，不断完善科技创新和知识产权保护制度，鼓励内部创新氛围，积极开展外部科技创新协作，共同促进产业进步与发展。

■ 中国神华：加强 ESG 管理体系，提升 ESG 管理能力

中国神华持续完善 ESG 管治体系，将 ESG 管治融入公司整体治理与经营，加强 ESG 管理体系，提升 ESG 管理能力。

董事会是中国神华 ESG 事宜的最高负责及决策机构，对公司的 ESG 策略及汇报承担全部责任，通过定期沟通会议听取 ESG 工作执行层汇报，监察可能影响公司业务或运作、股东与其它利益相关方权益的 ESG 相关事宜，以确保 ESG 理念与公司策略的融合。董事会负责审批确定利益相关方沟通结果及重大性议题判定结果，并对最终公司 ESG 报告进行审阅批复。

董事会安全、健康及环保委员会负责监管 ESG 关键议题承诺及表现，评估公司 ESG 相关风险，定期监察制订公司 ESG 管理方针、ESG 策略及 ESG 相关目标，定期向公司董事会汇报 ESG 事宜与进展；安全、健康及环保委员会下设由相关部门组成的各 ESG 工作组，负责公司具体 ESG 事宜的执行与推进，定期向安全、健康及环保委员会沟通汇报工作进度，并审视风险。此外，董事会审计委员会重视 ESG 事项，定期审议公司年度 ESG 报告及关联交易和信息披露事项，并提交董事会审议批准。

图 5：中国神华 ESG 管治架构


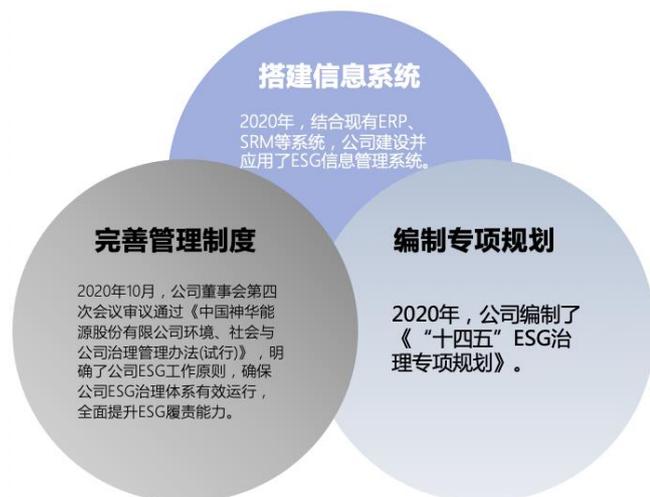
资料来源：Wind、信达证券研发中心

2020 年中国神华开展了一系列 ESG 行动：

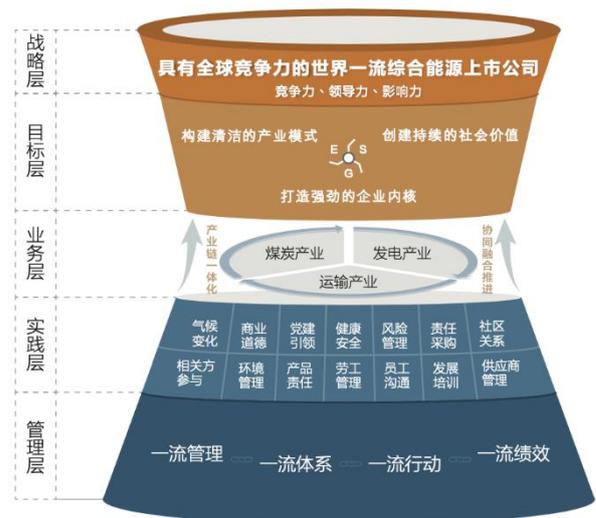
完善管理制度：2020 年 10 月，公司董事会第四次会议审议通过《中国神华能源股份有限公司环境、社会与公司治理管理办法(试行)》，明确了公司 ESG 工作原则，确保公司 ESG 治理体系有效运行，全面提升 ESG 履责能力。

编制专项规划：2020 年，公司编制了《“十四五”ESG 治理专项规划》，规划分析了中国神华 ESG 治理现状及发展环境，提出了 ESG 治理发展战略与发展目标，明确了未来五年 ESG 治理工作的重点方向及“三步走”的推进策略，并制定年度实施计划对规划目标进行落实。

搭建信息系统：2020 年，结合现有 ERP、SRM 等系统，公司建设并应用了 ESG 信息管理系统。ESG 信息管理系统的落地，正式将 ESG 治理要求嵌入日常管理流程中，推进 ESG 管理的标准化和信息化，实现 ESG 治理要求与生产运营相融合。

图 6：2020 年中国神华开展的 ESG 行动


资料来源：Wind、信达证券研发中心

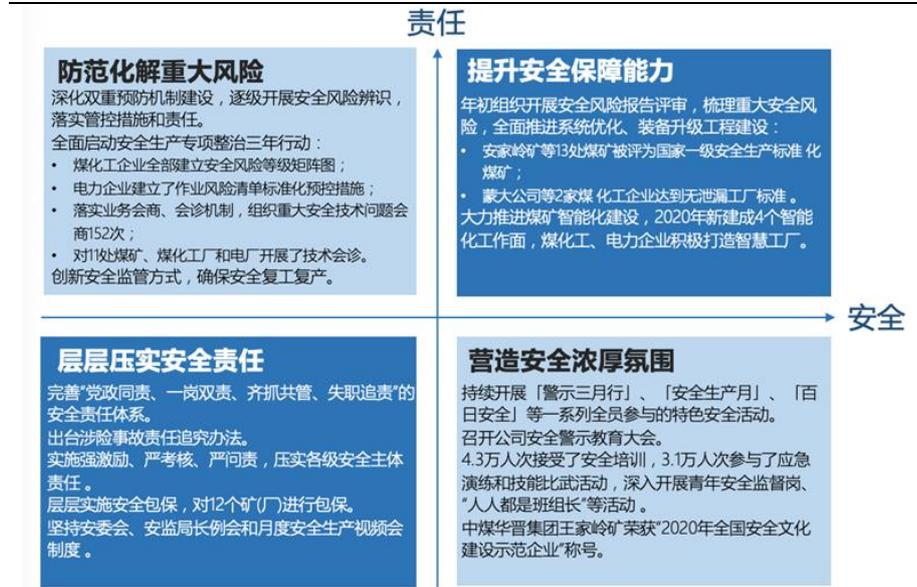
图 7：中国神华“十四五” ESG 战略模型


资料来源：Wind、信达证券研发中心

■ 中煤能源：防范化解重大风险，层层压实安全责任

2020年，中煤能源严格遵守安全生产法等法律法规，认真贯彻落实上级安全生产工作部署，坚持生命至上、安全第一的思想，努力克服疫情对安全生产的不利影响，突出重大风险管控，推进安全保障能力建设，强化责任落实，狠抓现场管理，实现了安全生产，安全形势持续稳定向好。

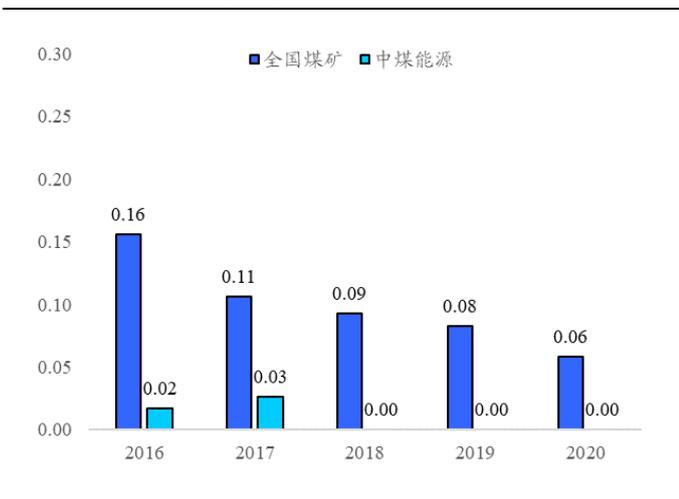
图 8：中煤能源安全生产管控体系



资料来源：Wind、信达证券研发中心

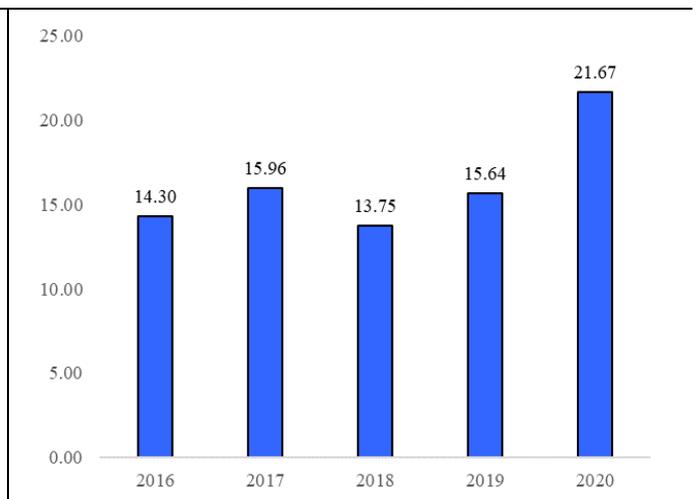
中煤能源公司安全责任绩效优异。从 2016 至 2020 年，中煤能源百万吨死亡率远低于全国煤矿平均水平，且从 2018 年至今连续三年呈现 0 死亡，安全风险得到有效化解。为落实安全责任、提升安全保障能力，中煤能源安全生产投入总值近年来总体呈明显上升趋势，2020 年已达 21.67 亿元的历史新高。

图 9：2018-2020 年中煤能源百万吨死亡率为零



数据来源：Wind、信达证券研发中心

图 10：2016-2020 年安全生产费不断提高（亿元）



数据来源：Wind、信达证券研发中心

■ 新集能源：“五小”创新活动深入推进，“四新”应用取得显著成效

2020年，新集能源认真贯彻落实年度工作会议和科技工作会议精神，突出“安全、适用、经济、发展”原则，把制约公司安全生产与高质量发展的主要问题作为科技创新主攻方向，着力突破关键技术、提升科技创新能力、提高科技成果转化率，为公司安全生产、提质增效、转型升级提供了强有力的技术支撑。2020年间，新集能源科技投入 2.49 亿元，获得专利授

权 34 项、行业以上科技进步奖 4 项。

图 11: 新集能源科技成果展示

科技成果获奖

- 《中煤新集口孜东矿千米深井智能化开采》项目获得**中国工业大奖表彰奖**
- 《深部巷道预应力锚杆(索)注浆等支护耦合承载关键技术与应用》项目获得**安徽省科学技术二等奖**
- 《矿井单轨吊“网络化”运输技术探索与实践》项目获得**煤炭企业管理现代化创新成果二等奖**
- 《中煤新集公司三大人才体系的重塑与实践》项目获得**煤炭企业管理现代化创新成果三等奖**
- 《复杂多源含水层地球化学特征研究与识别技术》项目获得**中煤集团科技进步二等奖**
- 《坚硬顶板近距离煤层群开采煤炭自然立体综合防控技术研究》项目获得**中煤集团科技进步三等奖**
- 《新集矿区巨厚松散层及推覆体下开采地表(岩层)移动变形规律研究》项目获得**中煤集团科技进步三等奖**
- 《脱硫废水零排放完全资源化-深度递级分盐(CREST)处理工艺》项目获得**中煤集团科技进步三等奖**

科技成果通过鉴定

- 《近距离煤层孤岛工作面安全高效开采技术研究》项目评价成果为**国际领先水平**
- 《复杂多源含水层地球化学特征研究与识别技术》项目评价成果为**国际先进水平**
- 《中煤新集公司千米深井复杂地质条件下综合智能化关键技术及示范研究》项目鉴定成果为**国际先进水平**
- 《深部近距离易自然煤层群三侧临空综采面安全高效开采技术》项目鉴定等级为**国际领先水平**
- 《坚硬顶板近距离煤层群开采煤炭自然立体综合防控技术研究》项目鉴定等级为**国际领先水平**
- 《推覆体下煤层开采高承压灰岩水害区域防控关键技术研究》项目鉴定等级为**国际先进水平**
- 《新集矿区巨厚松散层及推覆体下开采地表(岩层)移动变形规律研究》项目鉴定等级为**国际先进水平**

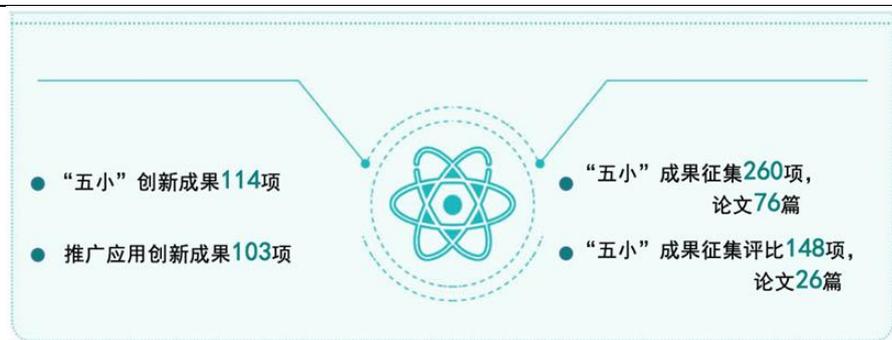
专利成果获得授权

公司各级工程技术人员立足现场开展发明创造活动，年度完成专利申请受理**60**件，其中发明专利**5**件；完成授权专利**34**件。

资料来源: Wind、信达证券研发中心

大潮涌动，矿井高质量发展逐浪前行势在必行，通过“五小”创新，即小革新、小发明、小改造、小设计、小建议，新集能源公司加快了发展步伐。2020 年里，新集能源公司围绕“五小”革新开展成果和专利申报，共征集“五小”成果 260 项，论文 76 篇，表彰“五小”创新成果 114 项，取得历史最好成绩。

图 12: 新集能源“五小”创新活动



资料来源: Wind、信达证券研发中心

通过开展新技术、新工艺、新材料、新设备调研活动，积极引进试用国内外先进的“四新”技术，加以消化、吸收、改造、创新，全面提升了安全生产效率。如：皮带机自移机尾、新型煤矿用巷道修复机、新型远距离混凝土喷射机等设备在各矿普遍应用，降低了职工劳动强度，提高了工效；新型履带钻机在刘庄煤矿 171307 工作面风、机巷、131304 工作面机巷和新集一矿 360805 工作面风、机巷等地点应用，实现了长距离作业，减少了钻场施工；MQCY-30/29.5 型水仓清挖设备全程采用机械化施工，由传统巷修队伍集中作业，转变为运输区日常零星作业，有效提高清淤进度。

图 13: 新集能源“四新”应用



资料来源: Wind、信达证券研发中心

2.4.2. ESG 环境保护，守护青山绿水

ESG 环境因素中，环保和可持续发展是主要议题，主要涉及公司的环境管理机制、能耗、污染、可再生能源和循环经济利用情况等。

煤炭上市公司牢固树立“绿水青山就是金山银山”理念，持续推进生态文明矿区建设，加强生态环境修复治理，促进了矿区资源开发与生态环境协调发展。上市公司在煤矿设计、建设、生产、制造等环节，严格执行环保标准，采用先进环保装备，减轻对生态环境影响。一是因地制宜推广充填开采、保水开采、煤与瓦斯共采、矸石不升井等绿色开采技术；二是加大原煤入选比例，大中型煤矿配套建设了选煤厂，加快现有煤矿选煤设施升级改造；三是发展矿区循环经济，加大矿井水、煤矸石综合利用水平。一批洗矸煤泥综合利用电厂、煤矸石新型建材、矿井水资源利用项目建成；四是促进煤炭与共伴生资源的综合开发与循环利用。井下瓦斯抽采利用率显著提升，加强了科研创新，探索与煤共伴生的铝、镓、锗等资源利用价值。

■ 宝丰能源：完善环境管理，打造绿色产业链

宝丰能源深入践行习近平总书记关于建设生态文明的思想，牢固树立社会主义生态文明观，秉持“资源节约、环境友好”的发展理念，从组织结构、规章制度、考核奖惩、应急管理等方面全力构建并完善环境管理体系。

表 8: 宝丰能源健全完善环境管理体系

项目	具体内容
组织结构	公司成立生态环境保护管理委员会，设立环境保护管理部，各单位负责人为本单位环保管理第一责任人，并设有分管环保领导和环保专工，负责本单位日常环保管理工作。
规章制度	公司建有 1 个环境保护管理控制程序、22 个环保管理制度和 11 个环保管理内控流程，对环境信息、废水、废气、固体废物、放射源、清洁生产、碳排放、环境隐患及环保事故等明确了管理责任和要求。
考核奖惩	公司制定了环保绩效管理考核办法，将废水水量水质、废气排放浓度及排放总量、固废产生量及利用量、碳排放及环保事故等实施指标化管理，并每月进行绩效考核，同时与公司高管绩效得分进行挂钩。
应急管理	为预防和控制突发环境应急事件，提高环境风险防控水平，制定了《应急管理制度》《环境隐患排查治理制度》《环境事故管理制度》等相关制度，成立了宝丰能源应急管理委员会，明确应急组织机构及工作职责，落实环境应急管理及风险评估职责，逐步完善环境风险预警及应急处置程序。2020年9月，公司修订完善《宁夏宝丰能源集团股份有限公司突发环境事件应急预案》并完成备案。

资料来源: Wind、信达证券研发中心

宝丰能源将绿色制造、产品生命周期管理和生产者责任延伸理念融入企业供应链管理体系，识别产品及其生命周期各个阶段的绿色属性，协同供应链上的供应商、制造商、物流商、销售商、用户、回收商等实体，对产品、物料的绿色属性进行有效管理，减少产品、物料及其制造、运输、储存及使用等过程的资源能源消耗、环境污染和对人体的健康危害，促进资源的回收和循环利用，实现企业绿色采购和可持续发展。通过供应链能效诊断及供应商审核培训，带动产业链上下游节能项目投资，协助主要供应商单位产品能耗下降，实现产品上下游供应链能耗降低。

图 14: 太阳能电解水制氢储能与应用


资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 15: 焦炭气化制烯烃实现废水零排放


资料来源: Wind、信达证券研发中心

■ 淮北矿业: 循环经济中节约资源

近年来，淮北矿业积极转变思想，打破依赖传统能源思维定式，充分利用矿井生产的余热取代煤、电使用。把传统利用燃煤取热，改造为矿井余热再利用，通过空压机余热利用、空气源热泵、瓦斯电厂余热回收等技术结合，系统集成运行，制取洗浴用水，矿区全部取消了燃煤锅炉。余热系统的充分利用，节约了能源，保护了环境，减人提效显著。

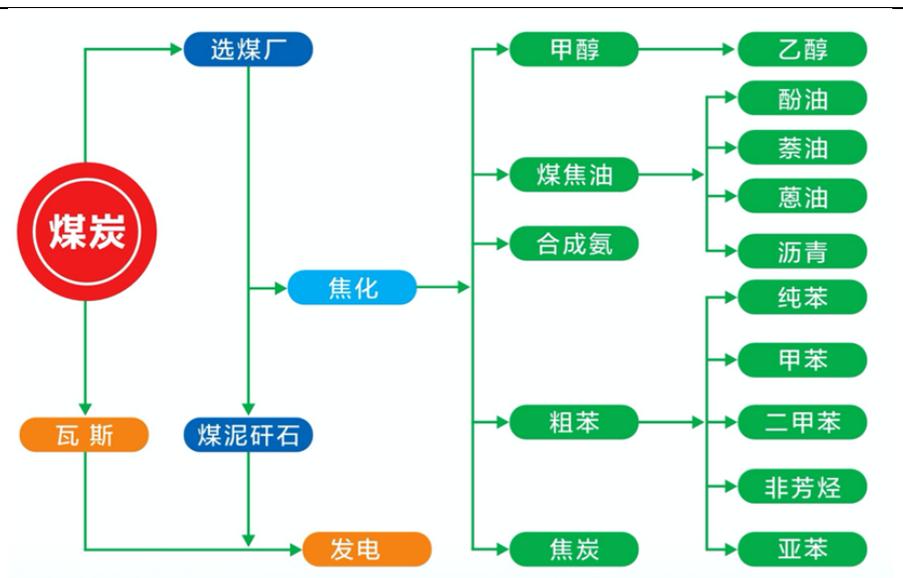
图 16: 淮北矿业矿井余热再利用



资料来源: Wind、信达证券研发中心

淮北矿业循环经济的另一典范是“煤焦化电一体发展”。公司坚持“依托煤炭、延伸煤炭、超越煤炭”发展战略，以“清洁生产、清洁利用、清洁转化”为中心，以循环经济园区建设微平台，以“煤化—盐化一体化工程”为龙头，大力发展循环经济，积极推进结构战略性调整。目前，矿区已经形成了临涣工业园“煤—焦—化—电”、“煤—电—建材”，等若干产业链，实现了资源循环式利用、产业循环式组合、企业循环式生产、矿区循环式发展。

图 17: 淮北矿业以煤为基的循环经济示意图



资料来源: Wind、信达证券研发中心

2.4.3. ESG 社会责任，共筑和谐利益关系

ESG 社会因素以人为本的理念和社会责任的承担是核心关注点，主要涉及员工权益保障，供应链管理，消费者保护政策以及和其它利益相关方的关系。

煤企普遍重视员工发展，合法招募人才，加强人才培养，提升队伍素质，保障员工权益，关爱员工生活，实现个人与企业发展相结合，共创互利和谐生活，实现经济效益和社会效益的

统一。完善的人才发展体系，对于企业的长久发展裨益良多。上市公司通过对员工发展的重视，彰显着社会责任担当，维系着社会稳定与发展。

2020年新型冠状病毒肺炎疫情在全球范围内爆发，并迅速发展成为一次重大突发公共卫生事件。煤炭企业担负国家能源安全、保障国计民生的重任，认真贯彻落实国家决策部署，有序组织复产复工，保持生产经营平稳运行，全力保障全国能源供应，为打赢疫情防控阻击战作出积极贡献。

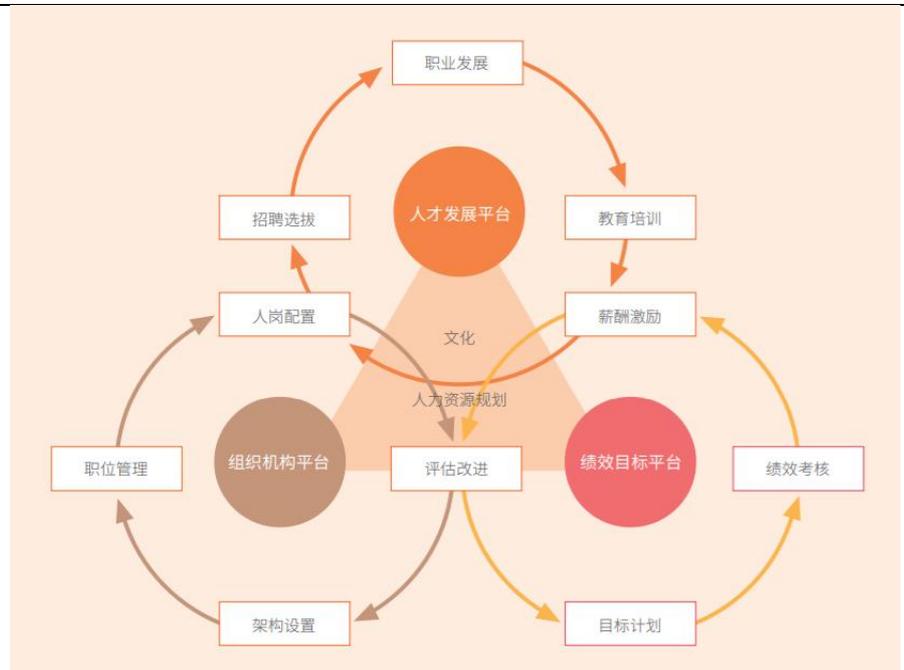
2020年是打赢脱贫攻坚战的收官之年，煤炭企业积极响应和落实国家精准扶贫的基本方略，按照《关于积极支持打赢脱贫攻坚战三年行动的实施方案》，准确把握脱贫攻坚职责定位，坚持政府主导、企业配合，全面开展帮扶工作。

■ 兖州煤业：企业与员工双赢，维护员工发展权益

兖州煤业打造了集“人才发展平台-绩效目标平台-组织机构平台”三位一体的人力资源管理系统，在企业使命愿景的引导下，依据公司经营战略规划，有效激发员工活力，实现企业和员工发展的双赢局面。

- 人才发展平台：加强人才建设，下设招聘选拔、动态人岗匹配、教育培训、职业生涯规划等模块
- 绩效目标平台：关注管理机制，下设绩效考核、薪酬激励、员工权益等模块
- 组织机构平台：重视组织运作，下设架构设置、职位管理、定期评估改进机制等模块

图 18：兖州煤业人力资源管理系统



资料来源：Wind、信达证券研发中心

在科学有效的人力资源管理系统引导下，2020年兖州煤业各人力资源板块均取得优异成绩，成功完成企业发展各项用人目标，促进员工健康发展。

2020年，未出现雇佣童工和强制劳工的现象。

2020年，公司优化人力资源配置，深化控员提效，优化员工队伍结构，全年接收高校毕业
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

生 203 人，招聘定向委培生 222 名。

2020 年，劳动合同签订率 100%，劳动用工备案率 100%

2020 年，向激励对象授予 4632 万份股票期权，激励对象包括董事、中高层管理人员以及核心骨干人员等。

2020 年，为员工缴纳五险一金，并通过宣传帮助员工了解自己的合法权益。

2020 年，开展职业健康疗养 647 人，荣誉疗养 1201 人，工龄疗休养 153 人，康复疗养 200 人。

2020 年，通过职工代表大会、信访办公室、员工劳动争议调解委员会、民主生活会等渠道收集员工意见和建议，引导和鼓励员工理性表达诉求，及时处理劳动争议及劳动纠纷。

2020 年，公司组织“阅读点亮初心岗位成就梦想”女员工读书分享会、“百本优秀读书笔记”评选表彰活动、“我的家规家训故事”优秀作品共享活动，以锻造“书香充煤·悦读人生”读书提素品牌，深入实施女员工“提素工程”。

2020 年，编制年度培训计划，提取职教经费用于员工培训工作。培训人数占比 89.34%，人均培训时长 48.40 小时。

2020 年，组织岗位技能比武、职业技能鉴定、职称评审等工作，为员工提供丰富的交流学习机会和成长平台。

2020 年，组织开展第四届员工乒乓球比赛、赛诗会、经典诵读周年庆、朗诵展播等活动，既增强了员工综合素质、提升了员工凝聚力，又满足了员工精神文化需求。

.....

■ 陕西煤业：发展特色产业，贡献精准扶贫

2020 年，陕西煤业严格落实脱贫摘帽后“四个不摘”要求，紧盯脱贫地区和脱贫群众的短板、弱项，切实做好易返贫致贫人群的动态监测和后续扶持工作。陕西煤业持续推进“争取一批项目、发展一批产业、带动一批群众”，运用“集体经济+合作社+分红”运营模式，以产业发展激发群众创业增收内生动力，同步开展消费扶贫、就业扶贫和文明乡风建设，为有效衔接“乡村振兴”工作提供坚实保障。2020 年，陕西煤业共计投入 783 万元扶贫资金，其中 546 万元用于产业扶贫，237 万元用于物资捐赠。

图 19：陕西煤业扶贫方式趋于多样化



资料来源：Wind、信达证券研发中心

陕西煤业帮助贫困地区发展特色产业，激活发展动能，在多地取得了显著的成果，陕西省汉阴县江河村就是其中一个较为典型的成功案例。地处偏僻、缺乏产业、青壮年劳动力大量外流等问题导致江河村长年处于贫困之中，为帮助江河村发展，陕西煤业修建通组路、水厂，成立合作社，充分挖掘江河村的产业优势，投资建设特色小龙虾养殖基地、富硒黄桃种植示范基地和功能蔬菜种植扶贫示范项目，激发村民生产热情，为江河村的长久发展点亮希望。2020年，江河村实现贫困人口清零，并被陕西省确定为“千村示范，万村达标”先进村。陕西煤业帮扶工作组也被安康市委、市政府授予了“脱贫攻坚先进集体”荣誉称号。

图 20：陕西煤业开展产业扶贫，激发群众创业增收内生动力



陕西煤业总经理王世斌一行赴汉阴县调研蔬菜基地和小龙虾养殖等产业扶贫项目



陕北矿业公司在汉阴县双河口镇龙垭村规划 200 亩的农村旅游融合发展项目，拓宽农民增收渠道

资料来源：Wind、信达证券研发中心

3. 煤炭行业 ESG 投资建议

3.1. 当前 ESG 投资策略对煤炭行业不利

环境、资源、社会文明等问题日益严峻，给全球经济与金融体系带来挑战。自从 2015 年达成《巴黎协定》以来，国际社会对绿色金融和 ESG 投资理念给予广泛关注。中国在国际投资与战略发展中亦积极推进绿色投资，将生态平衡与绿色发展理念融入经贸合作，促进经济、社会、生态的可持续发展。近年来，中国投资者已加速对 ESG 产品的布局。尽管 ESG 在中国仍处于发展初期，但得益于绿色金融政策的支持以及海外资金加速入场，中国 ESG 投资概念将迎来新的发展机遇。

ESG 投资的本质是价值取向投资，核心是把社会责任纳入投资决策。投资者可将经济、社会和环境的可持续发展作为投资方向，通过改变其投资方式来改变社会，为社会更和谐、更持续的发展带来正面影响。ESG 投资把投资者与 ESG 实践者有机地串联在一起，价值链上端是资产所有者包括退休基金、保险公司、散户投资者等；中端是资产管理者，譬如银行、资产管理公司、基金公司等。上端和中端都属于投资者的范畴，下端则是被投资方，即 ESG 实践者，一般为上市企业。

目前，ESG 投资策略主要有 7 种，包括负面筛选、ESG 整合、股东参与策略、规范性筛选、正面筛选、可持续性投资、影响力/社区投资。其中，负面筛选为最为常用的投资策略，其次是 ESG 整合策略。

表 9：ESG 投资包含 7 种不同的策略

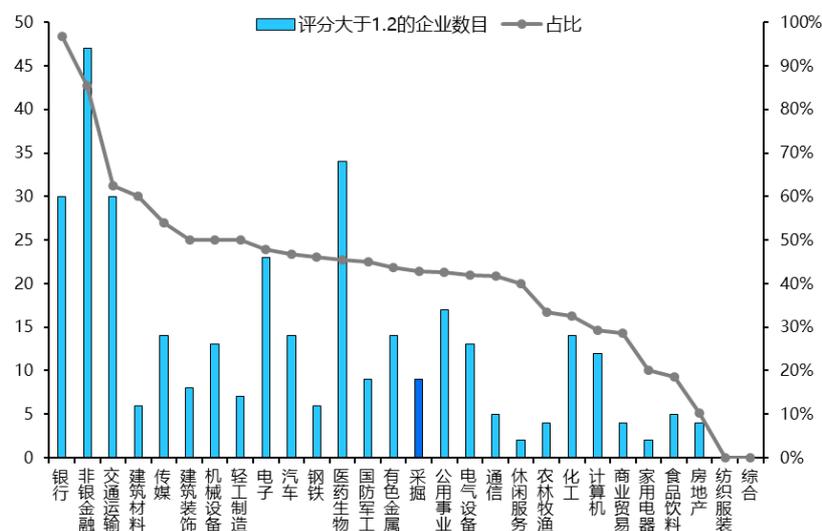
策略	主要内容
负面筛选	根据 ESG 准则，剔除对环境、社会与公司治理造成负面影响的公司
ESG 整合	将环境、社会与治理三个要素融入传统的投资决策中
股东参与策略	股东根据 ESG 理念，行使权力，促使公司在环境、社会与治理方面遵循 ESG 理念
规范性筛选	根据国际通行的最低标准企业行为准则，剔除严重违规的公司
正面筛选	投资于对社会有益，在行业中 ESG 评级靠前的公司
可持续性投资	投资于侧重可持续性发展主题的资产
影响力/社区投资	为对社会与环境产生积极影响的企业提供融资

资料来源：信达证券研发中心

煤炭行业作为典型的传统能源行业，其下游行业往往具有高污染、高排放、高能耗的特点，容易发生安全事故、污染违规排放等负面事件或新闻，如果采用常用的“负面筛选”等 ESG 投资策略，煤炭企业并不占据优势，部分全球大型资产管理机构在实际 ESG 投资中将煤炭行业剔除。

在国外 ESG 评级体系中，中国煤炭上市企业表现并不理想：在 MSCI 评价体系下，仅中国神华达到平均水平或以上；在富时罗素评级体系下，煤炭行业评级在平均水平以上的个股在样本中占比表现较差。截至 2021 年 4 月，富时罗素评级一共涉及中国 A 股 730 家公司，评级最高为中兴通讯 3.9，最低为万润股份、三只松鼠、瑞茂通，评分为 0.3，中位数为 1.2。采掘行业中，共 9 家公司评分在 1.2 分以上，占行业内所有评分公司比重为 42.86%，进一步细化到煤炭行业，共 4 家公司评分在 1.2 分以上，占比 28.57%，整体表现略差，其中中国神华表现最好，评分为 2.3 分。

图 21：采掘行业富时罗素 ESG 评分整体表现不佳



资料来源：Wind、信达证券研发中心

在 ESG 评级整体偏低的背景下，煤炭企业短期内实现 ESG 评级的提升较为困难。如果煤炭企业想要改善 ESG 评级表现，需要在提高社会责任信息的透明度、实施体系化建设、加大环保投入与智能化建设投资等方面长期、稳定、持续地努力。短期内，煤炭企业重点加强污染与能耗降低、员工安全与健康保障等方面的工作，尽可能减少甚至杜绝负面事件的发生，或是提升评级的有效方法。

3.2. 煤炭板块高 ESG 评级公司特征

通过各项数据对比分析，我们发现在煤炭行业中，通常高 ESG 评级公司往往具有是行业龙头、高 ROE、高股息率的特征，ESG 评级在一定程度上可以作为投资者寻找优秀公司的重要工具。

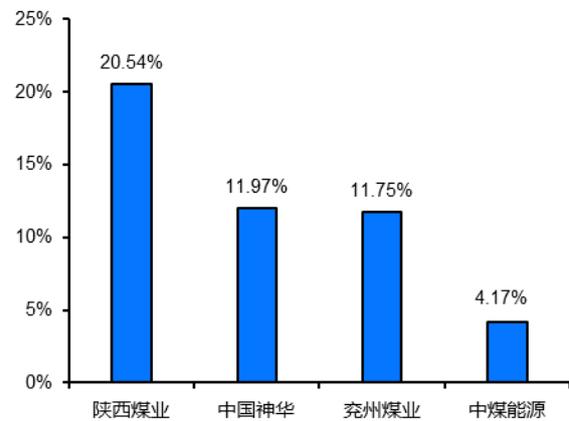
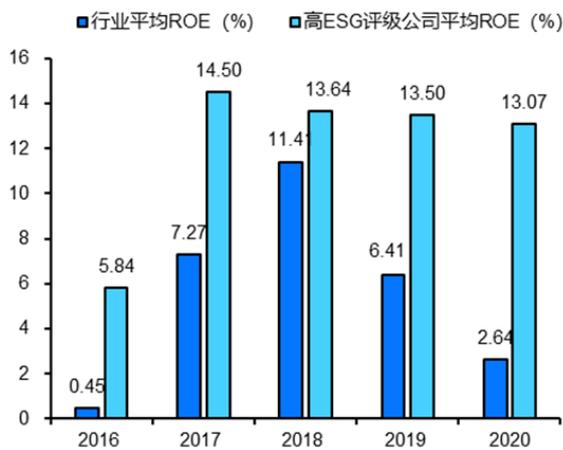
我们选取商道融绿的 ESG 评级和煤炭行业分类中的 38 家公司作为样本来具体分析。如果把评级为 B 及以上作为高评级的标准（商道融绿的 ESG 评级分为 A+、A、A-、B+、B、B-、C+、C、C-、D 共 10 个级别），在 38 家煤炭行业公司中，有 4 家公司属于高 ESG 评级公司，分别是中国神华（A-）、兖州煤业（B+）、陕西煤业（B）、中煤能源（B）。

在这 4 家高 ESG 评级公司中，截至 2021 年 4 月 30 日，中国神华总市值排名第一（3817 亿元），兖州煤业（633 亿元）、陕西煤业（1125 亿元）、中煤能源（928 亿元）分别排名第四、第二、第三。4 家评级为 B 以上的公司，同时包揽了煤炭行业总市值前四名，头部效应显著，是毋庸置疑的 4 家龙头企业。

2016-2020 年间，4 家高 ESG 评级公司的年平均 ROE 分别为 5.84%、14.50%、13.64%、13.50%、13.07%；对比煤炭行业整体的 ROE 在这五年分别为 0.45%、7.27%、11.41%、6.41%、2.64%，可以看出煤炭行业高 ESG 评级公司往往具有更高的 ROE 水平。在 4 家高 ESG 评级煤炭企业中，陕西煤业近五年平均 ROE 最高，为 20.54%，显著高于中国神华（11.97%）、兖州煤业（11.75%）和中煤能源（4.17%）。

图 22: 煤炭行业高 ESG 评级公司平均 ROE 高于行业平均水平

图 23: 煤炭行业高级别公司近五年平均 ROE



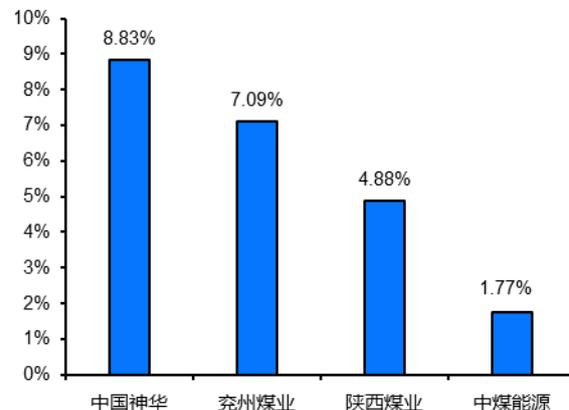
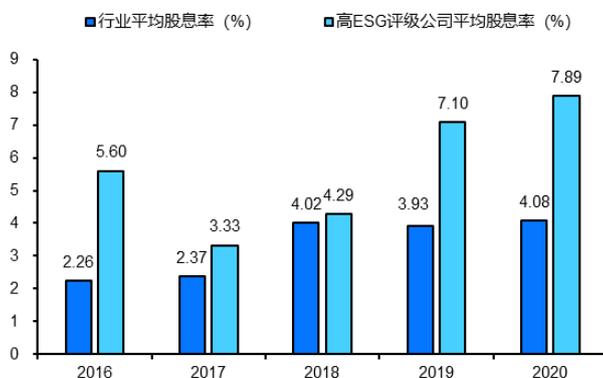
资料来源: Wind、信达证券研发中心

资料来源: Wind、信达证券研发中心

此外，高 ESG 评级公司往往具有更高的股息率。2016-2020 年间，煤炭行业 4 家高 ESG 评级公司的年平均股息率分别为 5.60%、3.33%、4.29%、7.10%、7.89%；对比煤炭行业整体的 ROE 在这五年分别为 2.26%、2.37%、4.02%、3.93%、4.08%，可以看出煤炭行业高 ESG 评级公司往往具有更高的股息率。在 4 家高 ESG 评级煤炭企业中，中国神华近五年平均股息率最高（8.83%），高于兖州煤业（7.09%）、陕西煤业（4.88%）和中煤能源（1.77%）。

图 24: 煤炭行业高 ESG 评级公司股息率高于行业平均水平

图 25: 煤炭行业高级别公司近五年平均股息率



资料来源: Wind、信达证券研发中心

资料来源: Wind、信达证券研发中心

3.3. 投资建议

3.3.1. 重点关注积极披露社会责任信息的上市公司

为了追踪煤炭行业的 ESG 治理情况，我们统计了煤炭上市公司社会责任报告发布情况，共有 25 家公司独立发布过社会责任报告，占比 62.5%；现在仍然独立发布社会责任报告的上市公司 22 家，占比 55.0%。其中，发布社会责任报告数量最多的公司为中国神华，共 14 次。我们建议重点关注社会责任信息披露完整性、持续性较高的煤炭上市公司，例如中国神华、潞安环能、山西焦煤、冀中能源、开滦股份等。

表 10: 煤炭上市公司独立发布社会责任报告次数统计表（截止 2020 年度）

序号	上市公司	披露开始年份	连续披露次数	备注
1	中国神华	2007	14	
2	潞安环能	2008	13	
3	山西焦煤	2008	13	
4	冀中能源	2008	13	
5	开滦股份	2008	13	
6	蓝焰控股	2008	13	
7	兰花科创	2008	13	
8	中煤能源	2009	12	
9	兖州煤业	2010	11	
10	上海能源	2010	11	
11	ST 云维	2010	11	
12	天地科技	2010	11	
13	*ST 林重	2010	11	
14	昊华能源	2011	10	
15	云煤能源	2011	10	
16	伊泰 B 股	2011	10	
17	郑煤机	2012	9	
18	平煤股份	2013	8	
19	陕西煤业	2016	5	
20	新集能源	2016	5	
21	宝丰能源	2019	2	
22	淮北矿业	2019	2	
23	*ST 平能	2011	5	2015 年最后一期
24	露天煤业	2009	5	2013 年最后一期
25	山煤国际	2012	4	2015 年最后一期

资料来源: Wind、信达证券研发中心

3.3.2. 紧密跟踪碳达峰与碳中和对煤炭行业的影响

能源行业的碳排放占我国碳排放总量的 85%以上，其中又以煤炭的排放最为主要。碳达峰与碳中和对能源尤其是煤炭行业影响深远。伴随碳达峰与碳中和目标的提出，我国能源发展将进入从以清洁发展为主线转向以低碳发展为主线转变的新阶段。因此，碳达峰与碳中和导向对低碳的风光等新能源行业发展是积极的，对煤炭行业的影响显然是负面的，不仅影响下游煤炭消费领域的需求，更影响资本市场对于煤炭行业的预期，进而造成悲观情绪浓厚，估值压制明显，配置动力不足。

在认清碳达峰与中和的本质以及对煤炭行业负面影响的同时，可以深入思考在此影响下的行业发展态势与潜在投资机会。

（一）碳达峰与碳中和并非一蹴而就，需要有一个相对漫长的过程。

我国相比西方国家碳中和之路最大的差异有三点，一是能源需求仍然有较大的增长空间；二是我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋；三是从达峰到中和的时间短。这也是我国碳达峰

到中和的复杂性之所在。以五到十年的投资维度看，2030年前达峰最长还有10年，预计煤炭的达峰在2025年前，即十四五煤炭消费量大概率依然有所增长，而非市场普遍认为的很快进入存量替代。即便煤炭消费量达峰，参照西方经验，也将有一个高位平台期，而后下降。

（二）碳中和不是零碳，是净零概念，即排放的和吸收的相抵，净排放为零。

即便到了2060年，依然有一些领域需要用到煤炭等化石能源，只要通过森林碳汇、碳捕集与封存等进行了必要的吸收，依然符合碳中和的要求。未来碳领域的物理、化学手段捕集，碳转化与利用等领域的技术进步也将同新能源一样出现加速度，技术经济可行下，一定程度的煤炭消费需求依然可以存在，日本的2050年碳中和路线图中就把经CCU、CCUS（碳捕集、碳捕集与利用）的火电作为选项之一。

（三）煤炭公司也可以参与碳达峰与碳中和的行动。

信达能源团队2020年11月份发布的深度报告中指出，“十四五”时期将是煤炭行业转型升级的关键阶段。许多煤炭公司已经开始积极的行动起来参与能源转型与低碳发展。形式包括从事新能源行业的投资，如中国神华（设立百亿基金）、陕西煤业（委托外部机构），还包括煤炭深加工转化利用，如平煤股份（焦化向新能源、新材料延伸），未来上述公司有望进一步加速相关行动，那么低估值的煤炭公司是否具备潜在估值提升的可能性也是需要考虑的。

（四）碳达峰到碳中和将加速行业洗牌，煤炭供给下降幅度或快于需求，同时大幅提升产业集中度。

在碳达峰与中和约束下，煤炭行业资本开支将受到抑制，煤炭企业投资新建煤矿的动力也将显著下降，由此一来，煤炭供给端由于资源枯竭退出、接续缓慢、落后产能关停等导致的供给不足问题将进一步显现，去年冬出现的煤炭价格飙涨、库存不足、部分拉闸限电的问题或将长期存在甚至更甚，由此带来煤炭价格反而出现上期上行趋势。同时中东部的退出份额，必然由中西部的煤炭公司弥补，这类产能多集中在中国神华、陕西煤业等公司，且其资源丰富、成本低，不仅不会受碳问题制约，反而利好其市占率的提升，行业话语权和低位的提升，进一步释放产能从而成长的可能性提升。

碳中和与碳达峰导向下，煤炭企业的生产成本以及经营风险面临重大不确定性，或将影响企业的ESG表现，值得投资者持续、重点跟踪上市公司的经营情况。

3.3.3. 对ESG投资策略保持警惕，提防认知偏差

煤炭行业的ESG信息披露情况不断改善，建议投资者在投资决策时将ESG信息纳入投资体系，全方位考虑公司投资价值。投资者可以借助ESG信息更为全面地评估公司的投资价值，也能从新的角度相对更有效地寻找潜在的投资机会。

在投资过程中，要优选煤炭行业高ESG评级、较少发生负面信息的企业。高ESG评级公司过往表现较好，负面事件少，未来发生财务、环境、公司治理等负面事件的可能性更低。从ESG评级的角度，建议关注高评级公司中国神华、兖州煤业、陕西煤业、淮北矿业、平煤股份等上市公司。

表 11: 煤炭上市公司重要财务指标信息

序号	证券代码	上市公司	ROE (%)	股息率 (%)	EPS			PE (TTM)	PB
					2020A	2021E	2022E		
1	601225.SH	陕西煤业	23.17	6.68	1.49	1.56	1.73	7.54	1.62
2	600985.SH	淮北矿业	17.21	5.40	1.60	1.95	2.08	7.18	1.21

3	601001.SH	晋控煤业	12.79	/	0.52	0.97	0.76	11.23	1.55
4	002128.SZ	露天煤业	12.28	3.63	1.08	1.52	1.54	10.09	1.13
5	600188.SH	兖州煤业	12.13	7.12	1.47	2.27	2.58	8.72	1.33
6	600395.SH	盘江股份	12.00	5.35	0.52	0.77	0.98	13.21	1.71
7	601088.SH	中国神华	11.00	8.84	1.97	2.34	2.37	9.93	1.09
8	600740.SH	山西焦化	10.27	2.90	0.56	0.97	0.92	9.37	1.17
9	000983.SZ	山西焦煤	9.99	1.49	0.48	0.64	0.67	11.82	1.39
10	600546.SH	山煤国际	9.44	0.92	0.42	1.15	0.81	15.13	1.92
11	601666.SH	平煤股份	9.27	5.19	0.60	0.86	1.05	9.97	1.05
12	600997.SH	开滦股份	9.21	3.69	0.68	1.21	1.17	8.85	0.95
13	601699.SH	潞安环能	7.41	1.88	0.65	1.42	1.39	10.92	1.07
14	600348.SH	华阳股份	6.51	4.28	0.63	0.79	0.73	8.84	0.81
15	601898.SH	中煤能源	5.96	1.71	0.45	0.83	0.83	11.87	0.99

资料来源: Wind、信达证券研发中心 注: 基于 2021 年 5 月 18 日收盘价

值得一提的是,采取 ESG 投资策略需要保持警惕的态度,要提防认知偏差。煤炭行业中 ESG 评级较高的公司,多属于行业龙头,并且拥有低估值、高 ROE、高股息率的特征,对下行风险有一定的防御作用。但是,基于 ESG 评级的选股策略与价值投资理念部分重合,并不能肯定 ESG 策略具有独特的选股优势且能够带来持续的超额收益。

4. 风险提示

- 1、ESG 监管政策风险
- 2、煤炭行业政策不确定性
- 3、煤炭开采高危属性带来的安全生产风险事件冲击
- 4、碳达峰与碳中和对 ESG 评级体系的影响有待观察
- 5、宏观经济大幅下滑

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，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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十余年，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。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	li ruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。