

煤炭开采

焦煤：唯有稀缺，方显珍贵

稀缺方显珍贵。炼焦煤是钢铁冶炼过程中不可缺少的原材料，位于煤焦钢产业链的最上游，在产业链条上具有重要地位。从储量来看，我国炼焦煤储量占我国煤炭总储量的20%~25%，属于稀缺资源。就产量而言，晋鲁皖为主产区。就行业格局而言，我国焦煤下游需求较为单一，几乎全用于冶炼焦炭，产能较下游集中的局面下，煤炭议价能力较强。我国每年需从国外进口焦煤约7000万吨，对外依存度（尤其主焦煤）较高，2020年对外依存度为15%。

短期：国内、进口双收缩叠加需求递增，价格迭创新高。供应层面：国内、进口供应收缩明显。短期而言，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。我国无限期停止澳煤进口，澳洲炼焦煤因品质、总量均难以替代，此举进一步收紧焦煤供应。**需求层面：**2021年焦化产能处于补缺过程，全年焦化净增产能约3700万吨/年，利好焦煤需求持续增长；焦炭价格连涨8轮，吨焦盈利可观，为焦煤价格持续上涨提供空间。**价格：**焦煤供需缺口凸显，焦煤价格强势运行，将持续创新高。

中长期：焦煤需求难以替代，且供应收缩幅度大于需求。焦煤、焦炭作为炼钢还原剂，较难通过其他技术实现大范围替代。目前具备替代传统长流程炼钢潜力的技术工艺主要有短流程电炉钢（废钢资源难以支撑钢铁的原材料需求+难以生产纯净钢板）和氢能炼钢技术（氢气成本高昂、储氢较难），均存在一定发展障碍。此外，焦煤后备资源储备不足，未来几乎无增产潜力；存量矿井面临资源枯竭等风险，近年来洗出率持续下降。中长期来看，焦煤供给收缩幅度远大于需求，供需格局持续向好。

投资建议。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：**山西焦煤、淮北矿业、平煤股份**，建议关注：**盘江股份**。

风险提示：进口煤管制放松，在建矿井投产进度超预期，新建矿井项目批复加速，需求超预期下滑。

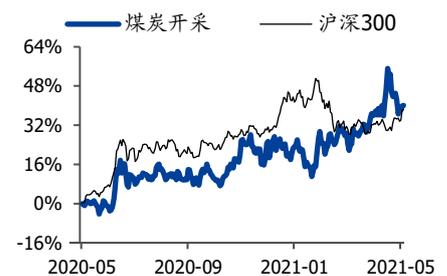
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000983.SZ	山西焦煤	买入	0.48	0.78	0.86	0.91	13.60	8.37	7.59	7.18
600985.SH	淮北矿业	买入	1.56	2.07	2.28	2.30	7.20	5.43	4.93	4.88
601666.SH	平煤股份	买入	0.59	0.88	0.97	1.00	11.00	7.38	6.69	6.49
600395.SH	盘江股份	-	0.52	0.75	0.88	1.02	15.11	9.14	7.86	6.76

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（注：盘江股份使用wind一致预期数据）

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：jiangyuexin@gszq.com

相关研究

- 《煤炭开采：政策调控人工降温，情绪转弱回归理性》
2021-05-23
- 《煤炭开采：煤价如期破千引关注，情绪释放后仍将延续上行》2021-05-15
- 《煤炭开采：动煤上涨继续冲击千元大关，焦煤如期创历史新高》2021-05-09

内容目录

1. 稀缺方显珍贵.....	4
1.1. 分布不均、储量有限，对外依存度高.....	4
1.2. 炼焦煤主要上市公司.....	8
2. 短期：国内、进口双收缩叠加需求递增，价格迭创新高.....	9
2.1. 供应：国内、进口供应收缩明显.....	9
2.1.1. 国内有效供应面临逐步收缩.....	9
2.1.2. 限制澳煤，进口亦面临较大缺口.....	11
2.2. 需求：焦化产能补缺，焦煤需求向好.....	13
2.3. 价格：供需缺口凸显，价格望持续创高.....	15
3. 中长期：焦煤需求难以替代，且供应收缩幅度大于需求.....	16
4. 投资建议及重点个股评述.....	18
4.1. 投资策略.....	18
4.2. 个股评述.....	18
山西焦煤.....	18
淮北矿业.....	19
平煤股份.....	19
盘江股份.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 我国煤炭分类.....	4
图表 2: 煤焦钢产业链示意图.....	5
图表 5: 中国主要炼焦煤矿区资源和性质.....	5
图表 6: 我国炼焦烟煤产量及增速（万吨）.....	6
图表 7: 我国炼焦精煤产量及增速（万吨）.....	6
图表 8: 2020 年分煤种炼焦烟煤产量情况.....	6
图表 9: 2020 年分煤种炼焦精煤产量情况.....	6
图表 10: 2020 年各省份炼焦烟煤产量分布情况.....	7
图表 11: 2020 年各省份炼焦精煤产量分布情况.....	7
图表 12: 2019 年煤焦钢产业链行业集中度.....	7
图表 13: 1~3 月，全国累计进口炼焦煤同比减少 45.9%（万吨）.....	8
图表 14: 我国炼焦煤（尤其主焦）对外依存度较高.....	8
图表 15: 炼焦煤主要上市公司基本信息（一）.....	8
图表 16: 炼焦煤主要上市公司基本信息（二）（截至 2021 年 5 月 26 日收盘价，数据均选自 2020 年数据）.....	9
图表 17: 炼焦煤主要上市公司基本信息（三）（数据均选自 2020 年数据）.....	9
图表 18: 煤矿安全专项整治三年行动实施方案.....	10
图表 19: 煤炭行业“三角关系”.....	11
图表 20: 2020 年煤炭进口总量分国别情况.....	11
图表 21: 2020 年炼焦煤进口分国别情况.....	11
图表 22: 2020 年 1-3 月、2021 年 1-3 月煤炭进口总量分国别情况（万吨）.....	12
图表 23: 2020 年 1-3 月、2021 年 1-3 月炼焦煤进口分国别情况（万吨）.....	12

图表 24: 主流进口炼焦煤品质.....	12
图表 25: 2021 年焦化产能预计新增、淘汰统计 (万吨)	13
图表 26: 我国焦炭产量情况 (万吨)	13
图表 27: 焦炭价格第八轮提涨已落地 (元/吨)	14
图表 28: 230 家独立焦企产能利用率	14
图表 29: 焦炭吨焦盈利情况 (元/吨)	15
图表 30: 分区域焦炭吨焦盈利情况 (元/吨)	15
图表 31: 炼焦煤价格走势 (元/吨)	15
图表 32: 炼焦煤煤价格一览 (元/吨)	16
图表 33: 炼焦煤供需平衡表 (万吨)	16
图表 34: 炼铁长流程与短流程对比	17
图表 35: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)	17
图表 36: 全国炼焦精煤洗出率情况	18

1. 稀缺方显珍贵

1.1. 分布不均、储量有限，对外依存度高

炼焦用煤只能为部分烟煤。煤炭是古代植物埋藏在地下经历了复杂的生物化学和物理化学变化逐渐形成的固体可燃性矿物。依据煤化程度从低到高，煤炭又可分为泥炭、褐煤、烟煤、无烟煤四大类；按照工业用途煤炭又可分为动力煤、炼焦煤和化工用煤三大类。其中，所有煤种均可用作动力煤，出于成本考虑，一般多采用褐煤作为动力煤；传统的化工用煤的煤种为无烟煤，现代煤化工技术下，所有煤种也均可作为化工用煤。而炼焦煤的煤种只能为部分烟煤。

焦煤为钢铁产业链中极为重要的原材料。焦煤是煤化度较高、结焦性好的烟煤，依据煤化程度，又可细分为气煤、气肥煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤等种类。炼焦煤是钢铁冶炼过程中不可缺少的原材料，约95%的焦煤用来生产焦炭；焦炭可在高炉中充当还原剂、发热剂等作用，用于炼钢。焦煤生产位于煤焦钢产业链的最上游，在产业链条上具有重要地位。

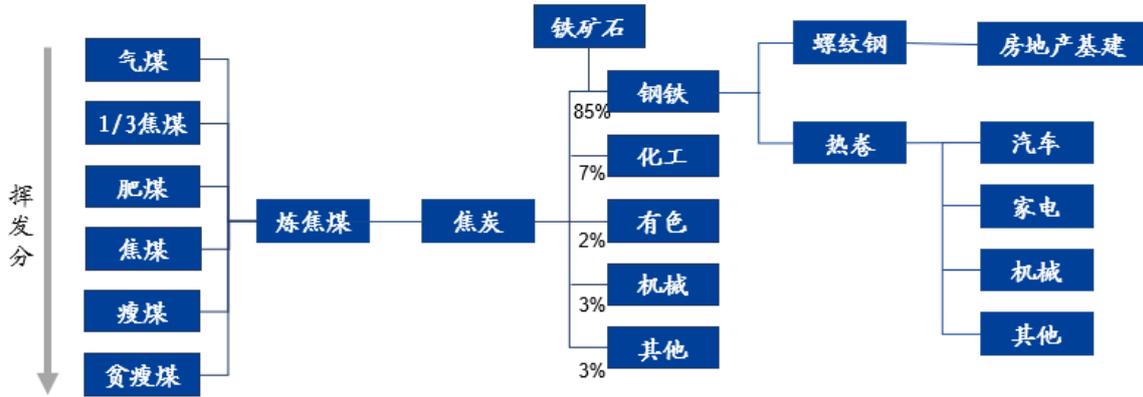
图表 1: 我国煤炭分类



资料来源:《中国煤炭性质、分类和利用》，国盛证券研究所

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 2: 煤焦钢产业链示意图



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

就储量而言, 焦煤为稀缺煤种, 分布不均、储量有限。从储量来看, 我国炼焦煤储量为 1569.6 亿吨, 占我国煤炭总储量的 20%~25% (据国家安监局统计), 属于稀缺资源。我国炼焦煤资源分布不均, 分省份来看, 山西省保有查明炼焦煤资源量最多, 其余依次为河北、贵州、河南、黑龙江、安徽、陕西等省份。具体矿区有山西的离柳矿区、乡宁矿区、西山矿区、霍州矿区、霍东矿区 (均为焦煤的主产区); 山东巨野矿区、兖州矿区; 安徽淮北矿区; 河北邯郸矿区、开滦矿区; 河南平顶山矿区。

图表 3: 中国主要炼焦煤矿区资源和性质

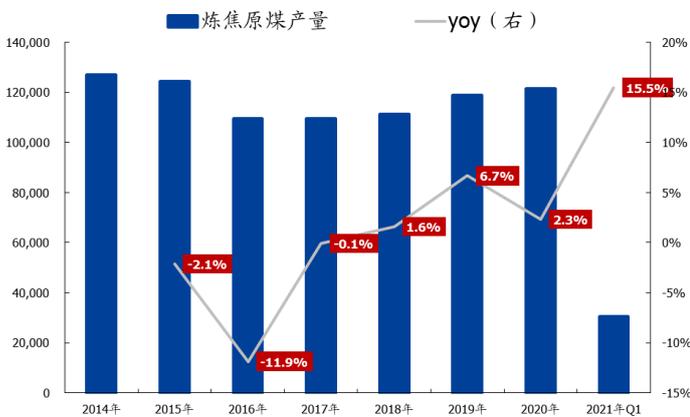
地区	矿区	所在县市	煤种	原煤灰分 Ad (%)	原煤硫分 St,d (%)
山西	离柳	临县、离石市、柳林县	1/3焦、肥、焦、瘦煤	19.01-25.95	0.48-2.92
	乡宁	乡宁县、吉县、蒲县	焦煤、肥煤、瘦煤	19.34-29.49	0.49-5.97
	西山	古交市、交城县、清徐县	肥、焦、瘦、贫瘦煤	19.99-32.09	0.51-2.83
	霍州	洪洞、临汾、霍州市	1/3焦、肥、焦、瘦、贫瘦煤	13.43-32.51	0.35-2.86
	霍东	沁源、古县	焦、瘦、贫瘦煤	12.99-32.33	0.41-2.73
山东	巨野	巨野、梁山、鄆城县及菏泽市	肥、1/3焦、气煤	13.13-15.57	0.54-4.06
	兖州	兖州、邹县	气、气肥煤	12.0-23.96	0.55-3.58
安徽	淮北	萧县、涡阳县、淮北、宿州、亳州市	气、1/3焦、肥、焦、瘦煤	6.00-39.45	0.10-6.74
河北	邯郸	邯郸市、邢台市	肥、焦、瘦、贫瘦煤	14.50-28.06	0.46-2.51
	开滦	唐山市	气、1/3焦、肥、焦煤	11.85-23.94	0.51-3.68
河南	平顶山	平顶山、许昌、汝州、襄县、汝阳县	气、1/3焦、肥、焦煤	8.72-35.50	0.24-7.58
贵州	盘江	盘县	肥、1/3焦、气、焦、瘦煤	18.92-27.73	0.22-3.37
	水城	水城县	气、1/3焦、肥、焦、瘦煤	15.0-25.0	1.0-4.5
黑龙江	七台河	七台河市	1/3焦、焦、瘦煤	20-30	0.27-0.50
	鸡西	鸡西市、鸡东县、穆稜县	1/3焦、焦煤	17.0-36.0	0.40-0.80
云南	恩洪、庆云	富源县	1/3焦、焦、瘦煤	16.02-26.20	0.19-3.65

资料来源: 中国知网《中国主要炼焦煤矿区的储量、产量和利用》, 国盛证券研究所

就产量而言，晋鲁皖为主产区。2020年，全国炼焦烟煤累计产量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4.9亿吨，同比增长0.9%，增速较2019年下滑4.9pct。2021年Q1，受就地过年、增产保供等政策影响，全国炼焦烟煤累计产量3.0亿吨，同比增长15.5%；炼焦精煤累计产量1.2亿吨，同比增长12.58%。

- 分煤种来看，气煤、焦煤、1/3焦煤为主要产出煤种。2020年焦精煤产量为1.7亿吨，占全国精煤产量的比值为34%；气精煤产量为9600万吨，占比为20%；1/3焦煤产量为9499万吨，占比为19%；三者产量合计占精煤比为73%。
- 分省份来看，晋鲁皖为主产区。2020年山西省炼焦精煤产量为2.2亿吨，占全国精煤产量的比值为46%；山东炼焦精煤产量为5026万吨，占比为11%；安徽炼焦精煤产量为2971万吨，占比为5%；晋鲁皖为炼焦精煤的主产区，三者产量合计占比为62.6%。

图表4：我国炼焦烟煤产量及增速（万吨）



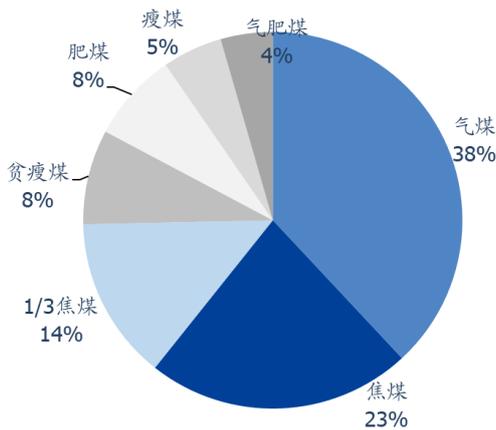
资料来源：sxcoal，国盛证券研究所

图表5：我国炼焦精煤产量及增速（万吨）



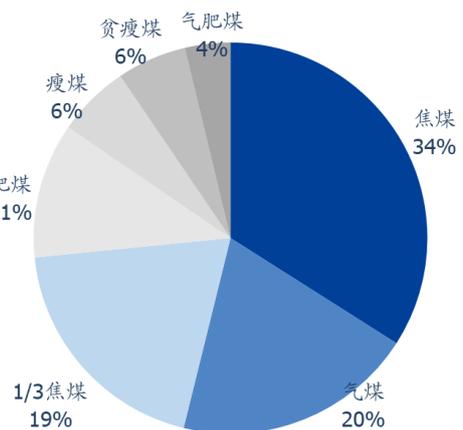
资料来源：sxcoal，国盛证券研究所

图表6：2020年分煤种炼焦烟煤产量情况



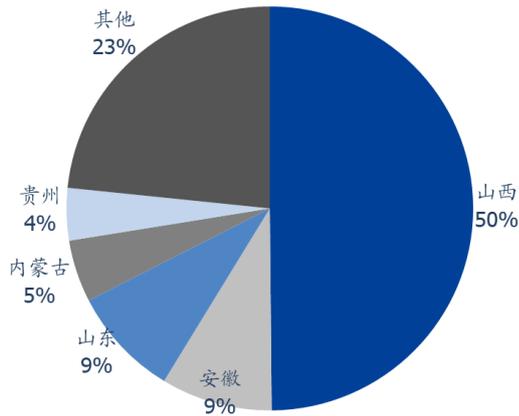
资料来源：sxcoal，国盛证券研究所

图表7：2020年分煤种炼焦精煤产量情况



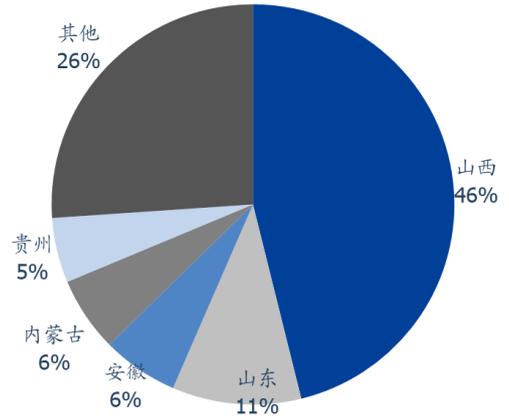
资料来源：sxcoal，国盛证券研究所

图表 8: 2020 年各省份炼焦煤产量分布情况



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

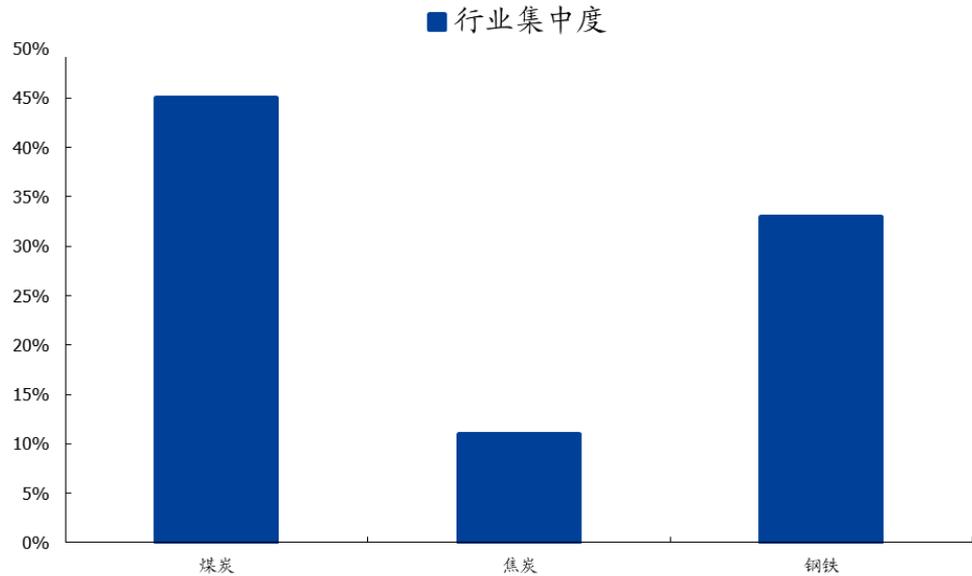
图表 9: 2020 年各省份炼焦精煤产量分布情况



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

就行业格局而言,我国焦煤下游需求较为单一,几乎全用于冶炼焦炭,从需求主体来看,独立焦化厂和钢厂占比为 65%、35%。从行业集中度来看,2019 年煤炭行业的 CR10 为 45%,焦企前十名产能占比仅 11%左右,钢铁行业的 CR10 分别为 33%。产能较下游集中的局面下,煤炭议价能力较强。

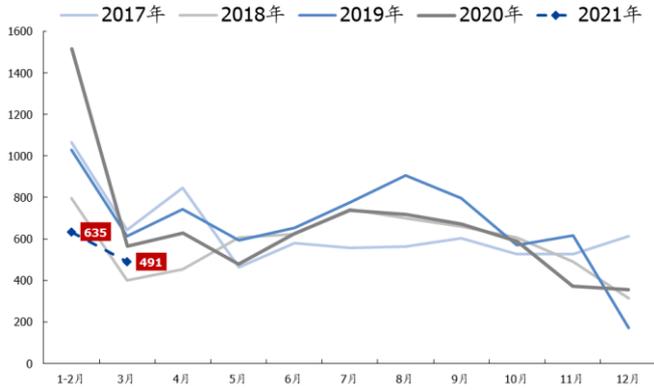
图表 10: 2019 年煤焦钢产业链行业集中度



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

对外依存度较高,主焦煤尤甚。由于我国低硫优质主焦煤资源有限,而新上的大型焦炉对入炉煤质量要求较高,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)较高。2020 年全年,我国累计进口炼焦煤 7,256 万吨,同比减少 2.8%,对外依存度为 15%。就进口结构而言,据 sxcoal 数据,全年自澳洲进口炼焦煤 3,536 万吨,同比增加 14.3%,占比 48.7%;自外蒙进口炼焦煤 2,377 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。2021 年 Q1 基于澳煤进口停止,进口炼焦煤 1,125 万吨,同比减少 45.9%;其中自澳洲进口炼焦煤数量 0,去年同期为 1,474 万吨,致使依存度下滑。

图表 11: 1~3月, 全国累计进口炼焦煤同比减少 45.9% (万吨)



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 12: 我国炼焦煤 (尤其主焦) 对外依存度较高



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

1.2. 炼焦煤主要上市公司

大部分焦煤矿区均有对应的焦煤上市公司标的, 其中淮北矿业对应安徽的淮北矿区, 山西焦煤对应山西西山矿区, 平煤股份对应河南平顶山矿区, 盘江股份对应贵州盘江矿区, 冀中能源对应河北开滦矿区。**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。

图表 13: 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 14: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (二) (截至 2021 年 5 月 26 日收盘价, 数据均选自 2020 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)
		2021E	2022E						
淮北矿业	257	46.0	50.6	5.6	16.4	3255	2168	15.6	1,184
山西焦煤	268	32.0	35.1	8.4	21.0	3260	3544	12.7	755
平煤股份	152	20.6	22.8	7.4	9.3	3047	3082	16.4	495
盘江股份	114	12.5	14.5	9.1	35.6	1360	976	3.2	1,167
翼中能源	140	10.5	9.7	13.4	6.7	3330	2758	20.8	509
潞安环能	302	42.4	41.6	7.1	14.8	4560	4560	20.4	585
开滦股份	115	19.2	18.6	6.0	3.9	810	718	29.9	1,603

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

图表 15: 炼焦煤主要上市公司基本信息 (三) (数据均选自 2020 年数据)

公司	2020 产量 (万吨)	2020 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	2,168	1,704	665	392	273	41.0%	21.6%	48.9%
山西焦煤	3,544	2,838	625	347	278	44.4%	52.5%	88.9%
平煤股份	3,082	3,152	669	474	195	29.1%	94.1%	98.0%
盘江股份	976	1,036	599	420	179	29.8%	95.9%	89.9%
翼中能源	2,758	2,909	536	392	144	26.9%	75.5%	85.9%
潞安环能	5,162	4,847	465	299	166	35.8%	86.8%	92.3%
开滦股份	718	321	1146	648	498	43.4%	20.3%	52.8%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2. 短期: 国内、进口双收缩叠加需求递增, 价格迭创新高

2.1. 供应: 国内、进口供应收缩明显

2.1.1. 国内有效供应面临逐步收缩

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。

➤ **煤矿安全专项整治三年行动方案出台, 2021 年为集中攻坚阶段, 安监高压势必贯穿全年。**2020 年 4 月, 国务院安委会印发了《全国安全生产专项整治三年行动计划》, 该计划涉及行业领域包含**风险高隐患多、事故易发多发的煤矿**等 9 个行业领域, 组织开展安全整治。专项整治三年行动从 2020 年 4 月 1 日启动至 2022 年 12 月结束, 分为动员部署 (2020 年 4 月)、排查整治 (2020 年 5 月至 12 月)、**集中攻坚 (2021 年全年)**和巩固提升 (2022 年全年) 四个阶段。**随后各地方均出台相应政策、通知, 要求加强对煤矿安全检查力度。因此今年大概率是煤矿安监大年, 地方政府和煤矿势必会将安全生产放在首位, 考虑到保供与安监之间的矛盾, 国内煤企产量增量空间有限。**主产区山西全面深入开展煤矿安全生产大排查; 山西省应急厅以“一通三防”、顶板、防治水等为重点, 切实强化煤矿重大安全风险研判, 紧盯煤矿企业主要系统、重大灾害、关键环节; 截至 2021 年 5 月, 山西省各级煤矿安全监管部门共检查煤矿 6500 余矿次, 累计排查一般隐患 64412 项, 重大隐患 32 项, 依法责

- 令停产停建整顿煤矿 44 处，责令局部停止作业 37 处，责令停止使用设备 12 台套。
- **环保督查压力亦不容忽视。**根据党中央、国务院决策部署，2019 年、2020 年、2021 年，利用 3 年时间对被督察对象开展第二轮督察；再利用 2022 年一年时间，对一些地方和部门开展“回头看”，2022 年实现对所有省份第二轮督察全覆盖。2021 年 4 月 6 日至 4 月 9 日第二轮第三批 8 个中央生态环境保护督察组于陆续进驻山西、辽宁、安徽、江西、河南、湖南、广西、云南等省（区）开展督察。截至 5 月 14 日，8 省区已约谈党政领导干部 1708 人，问责 844 人。
 - **山东面临 3400 万吨/年关停压力。**2021 年 4 月，山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022 年）》的通知，要求关闭退出煤炭产能 3400 万吨，均为炼焦煤矿井。按行业平均 72% 的产能利用率假设，其涉及炼焦烟煤产量 2448 万吨，约占山东省炼焦烟煤（2020 年，10661 万吨）产量的 23%，占全国炼焦烟煤（2020 年，121570 万吨）产量的 2%；按 40% 的炼焦精煤洗出率假设，其涉及炼焦精煤产量 980 万吨年，约占山东省炼焦精煤（2020 年，4393 万吨）的 22.3%，占全国炼焦精煤产量（2020 年，48510 万吨）的 2%。

图表 16: 煤矿安全专项整治三年行动实施方案

省市	文件	主要内容
顶层文件	《全国安全生产专项整治三年行动计划》	针对煤矿安全，行动计划提出采用“一调、二提、三监管”的方式开展安全治理。 一调：加大煤矿产业结构调整力度，到 2022 年全国大型煤矿的占比将达到 70% 以上； 二提：提高煤矿的机械化、信息化、自动化和智能化水平；使煤矿采煤、掘井智能化工作面由目前的 280 处增加到 1000 处；全国煤矿的一二级安全生产标准化占比达到 70% 以上； 三监管：继续加强煤矿安全监管执法，加快推进远程监控系统建设，提高煤矿安全的风险管控能力，进一步提升煤矿安全生产水平。
安徽	《安徽省煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	
内蒙	《内蒙古煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	1. 完善煤矿安全生产制度措施；
宁夏	《宁夏煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	2. 加强煤矿生产能力管理，推进落后产能淘汰退出，继续巩固化解过剩产能成果；
山东	《山东省煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	3. 持续开展“打非治违”行动；
新疆	《新疆煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	4. 健全完善煤矿安全生产责任体系；
陕西	《陕西省煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	5. 加大煤矿重大灾害超前治理力度；
山西	《山西省煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	6. 推进煤矿安全基础建设；
河南	《河南省煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	7. 推进煤矿安全科技创新和“四化”建设；
贵州	《贵州省煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	8. 着力提高监管监察执法效能。
四川	《四川省煤矿安全专项整治三年行动实施方案》	

资料来源：煤矿安全监督管理局，国盛证券研究所

图表 17: 煤炭行业“三角关系”

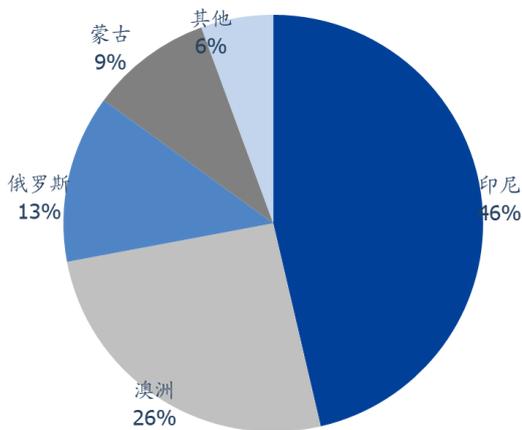


资料来源: 国盛证券研究所

2.1.2. 限制澳煤, 进口亦面临较大缺口

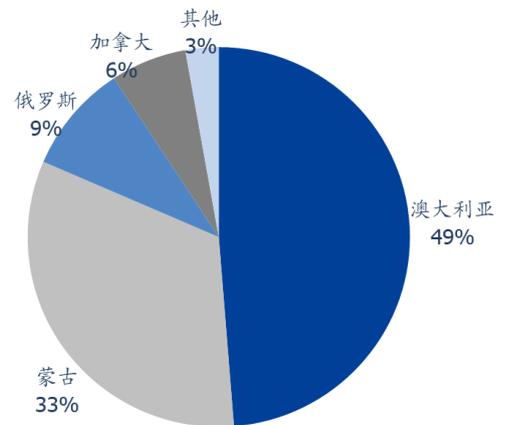
澳洲是我国煤炭第二大、炼焦煤第一大进口来源国。2020年, 我国累计进口煤炭3亿吨, 其中自澳洲进口7809万吨, 占比25.7%, 仅次于印尼(14099万吨, 占比46.4%), 为第二大煤炭进口国。其中, 2020年, 全国进口炼焦煤7256万吨, 其中自澳洲进口3536万吨, 占比48.7%, 为第一大炼焦煤进口国(第二为外蒙, 进口2377万吨, 占比32.8%)。

图表 18: 2020年煤炭进口总量分国别情况



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 19: 2020年炼焦煤进口分国别情况



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

国家发改委发布关于无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动的声明。自2020年11月起, 中国下令禁止进口煤炭、大麦、铜矿石、食堂、木材、红酒和龙虾等7个类别的澳大利亚大宗商品。基于澳联邦政府当前对中澳合作所持态度, 国家发改委决定, 自2021年5月6日起, 无限期暂停国家发改委与澳联邦政府相关部门共同牵头的中澳战略经济对话机制下一切活动。

2021年1~3月, 澳煤0通关, 焦煤进口同比减少954万吨。2021年1~3月, 我国累计进口煤炭6,845万吨, 同比减少28.6%, 其中对澳煤进口严控, 进口数量为0(去年同期为3178万吨)。分煤种, 2021年1~3月, 我国累计进口炼焦煤1,125万吨, 同比减少45.9%; 其中自澳洲进口炼焦煤数量0, 去年同期为1,474万吨。

图表 20: 2020 年 1-3 月、2021 年 1-3 月煤炭进口总量分国别情况 (万吨)

时间	国家	煤炭进口总量	占比	时间	国家	煤炭进口总量	占比
2021 年 1-3 月	印尼	4,508	65.8%	2020 年 1-3 月	印尼	4,746	49.5%
	俄罗斯	1,016	14.8%		澳洲	3,178	33.2%
	蒙古	694	10.1%		俄罗斯	824	8.6%
	加拿大	203	3.0%		蒙古	351	3.7%
	美国	124	1.8%		菲律宾	228	2.4%
	南非	122	1.8%		加拿大	176	1.8%
	其他	179	2.6%		其他	78	0.8%
	合计	6,845	100.0%		合计	9,582	100.0%

资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 21: 2020 年 1-3 月、2021 年 1-3 月炼焦煤进口分国别情况 (万吨)

时间	国家	炼焦煤进口数量	占比	时间	国家	炼焦煤进口数量	占比
2021 年 1-3 月	蒙古	608	54.1%	2020 年 1-3 月	澳大利亚	1,474	70.9%
	加拿大	197	17.50%		蒙古	273	13.1%
	俄罗斯	143	12.70%		加拿大	150	7.2%
	美国	124	11.0%		俄罗斯	132	6.4%
	印尼	42	3.7%		美国	24	1.1%
	其他	11	1.0%		其他	27	1.3%
	合计	1125	100.0%		合计	2,079	100.0%

资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

澳洲炼焦煤难以替代。在中澳间矛盾进一步加剧的背景下, 后期对澳煤进口仍将保持严控, 此举将进一步加剧我国炼焦煤紧缺局面。一方面, 澳煤进口停滞将造成约 3500 万吨进口减量, 短期内很难通过其他途径弥补 (国内存量煤矿有效供应面临逐步收缩、新建矿井数量有限+外蒙汽运通关效率提升幅度有限); 另一方面, 澳洲炼焦煤品质优异 (低灰、低硫、高粘结), 属主焦煤稀缺品种, 澳煤进口停滞将加剧我国主焦煤供应紧张的局面。

图表 22: 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

2.2. 需求：焦化产能补缺，焦煤需求向好

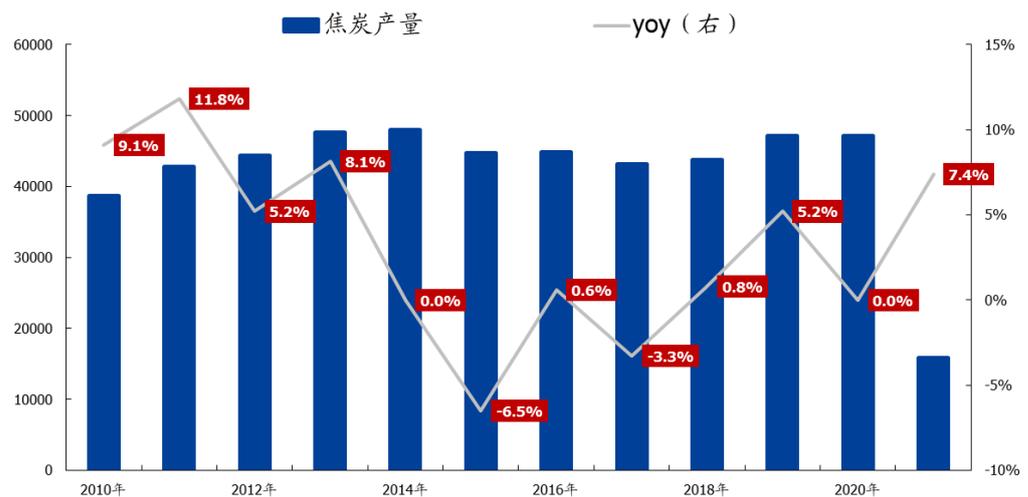
2021年全年焦化净增产能约3700万吨/年。2020年焦化产能净淘汰约2500万吨，焦化行业处于净去化局面，焦煤需求收缩，进而导致焦煤价格偏弱。2021年焦化新增产能陆续投产，由于2020年去产能导致的缺口过大，全年都将处于补缺周期。据Mysteel调研统计，2021年预计淘汰焦化产能2775万吨，新增焦化产能6464.5万吨，全年净新增3689.5万吨。下游由净去化转为净投放状态，推动焦煤需求递增；且新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，优质低硫焦煤的需求量将大幅增加。2021年1-4月我国焦炭产量1.6亿吨，同比增长7.4%。

图表 23: 2021 年焦化产能预计新增、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

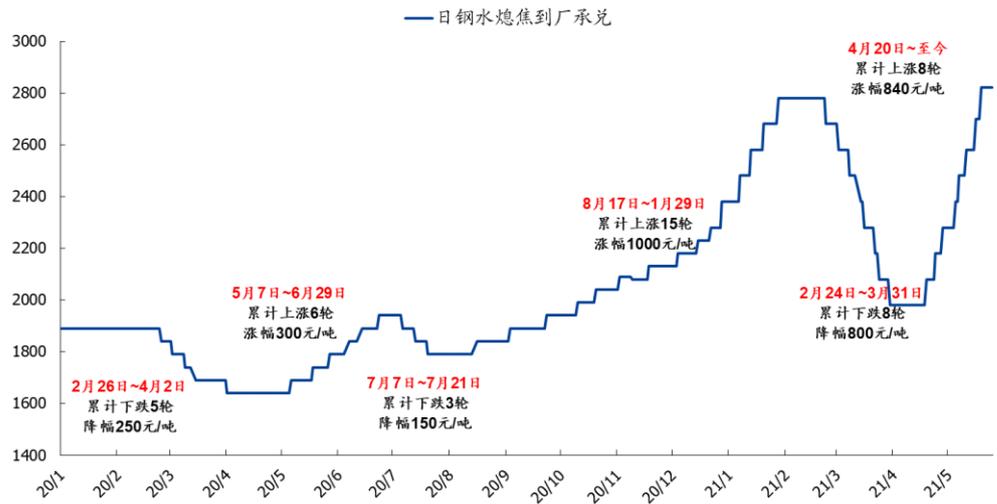
图表 24: 我国焦炭产量情况 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

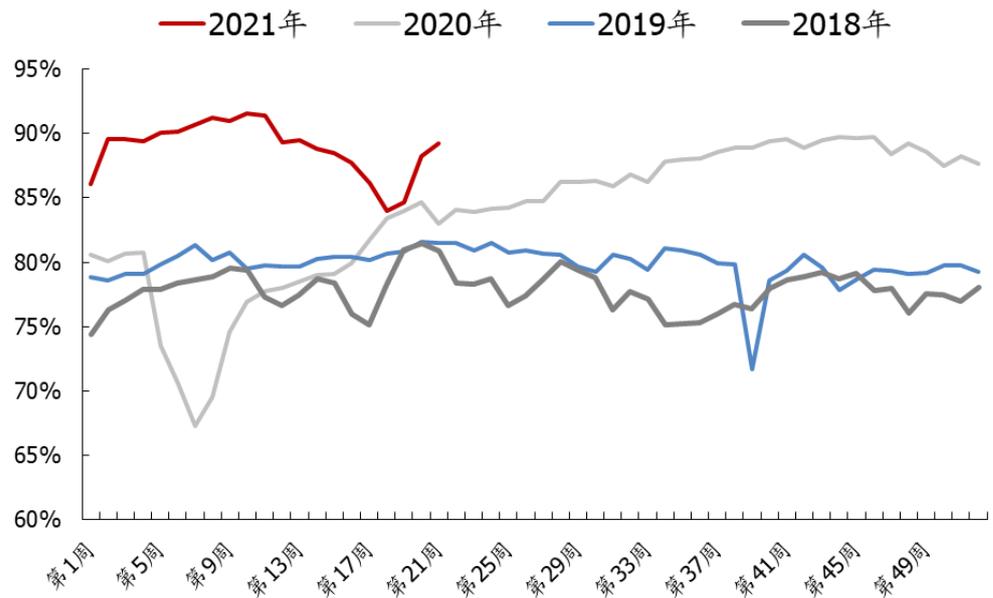
焦炭价格连涨8轮，吨焦盈利可观，为焦煤价格持续上涨提供空间。虽然今年焦化产能处于净增阶段，但2020年去产能导致的缺口过大，全年都将处于补缺周期，外加下游需求韧性十足，焦炭价格仍将维持高位。截至5月27日，1月时间内，钢厂已陆续接受焦炭8轮提涨，港口准一现汇成交价上涨至2820元/吨。焦化厂吨焦盈利继续走扩；据Mysteel统计，21年第21周样本焦企平均吨焦盈利893元，周环比增151元，为焦煤价格持续上涨提供空间。此外，随着焦炭价格向好，焦炭吨焦毛利走扩，带动焦企生产情绪上扬；叠加环保督察力度较之前有所放松，焦企产能逐渐释放，产能利用率继续回升。在全年吨焦毛利走扩的条件下，产能利用率有望维持高位，叠加焦炭产量随着新建产能投产逐步释放，焦煤采购量有望持续增长。

图表 25: 焦炭价格第八轮提涨已落地 (元/吨)



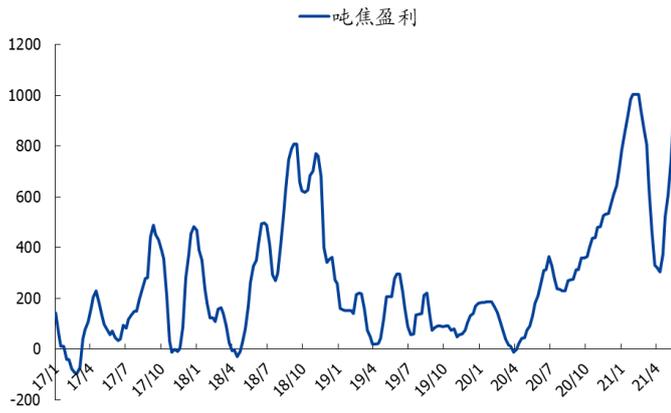
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 230家独立焦企产能利用率



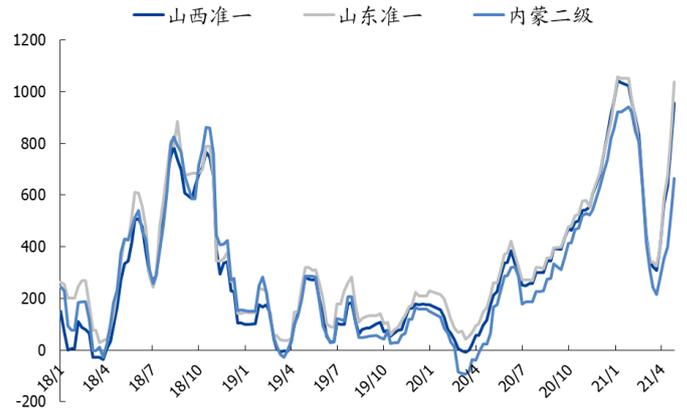
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 焦炭吨焦盈利情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 分区域焦炭吨焦盈利情况 (元/吨)

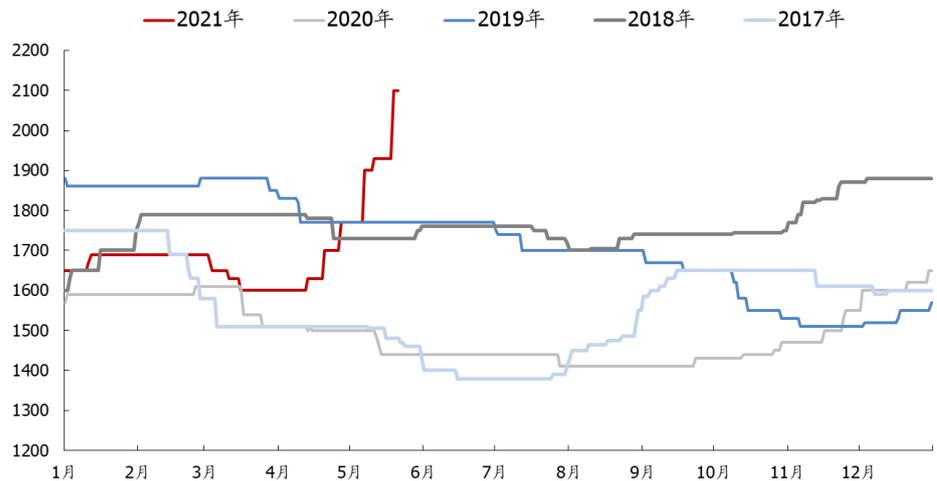


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3. 价格: 供需缺口凸显, 价格望持续创高

焦煤供需缺口凸显, 焦煤价格强势运行, 将持续创高。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, 预计明年进口总体略偏紧。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 29: 炼焦煤价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 炼焦煤价格一览 (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 31: 炼焦煤供需平衡表 (万吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
国内供应							
炼焦煤产量	44,438	44,571	45,406	48,060	48,510	48,972	48,615
yoy	-10.5%	0.3%	1.9%	5.8%	0.9%	1.0%	-0.7%
——山西 (增)	17,700	18,921	20,076	20,894	22,382	23,434	24,372
——山东	4,110	4,252	4,332	5,466	5,027	4,273	2,773
——贵州 (增)	3,749	3,861	3,539	3,132	2,540	2,693	2,773
——内蒙古 (增)	2,430	2,457	2,669	3,205	2,935	3,023	3,144
——安徽 (增)	2,490	2,480	2,608	2,858	2,972	3,172	3,472
——河南	2,676	2,628	2,610	2,506	2,359	2,264	2,128
——黑龙江	2,484	2,273	1,902	1,832	2,064	2,043	2,002
——河北	2,386	1,956	1,804	1,663	1,621	1,492	1,417
——云南 (增)	1,229	1,241	1,313	1,350	1,488	1,532	1,532
——新疆 (增)	905	955	1,089	1,643	1,798	1,887	2,001
——其他	4,279	3,547	3,464	3,511	3,325	3,158	3,001
进出口							
进口	5,923	6,935	6,490	7,466	7,256	5,130	5,850
——澳洲	2,682	3,098	2,868	3,094	3,536	0	0
——外蒙	2,356	2,627	2,768	3,377	2,377	3,500	4,000
——俄罗斯	262	462	443	544	673	800	900
——加拿大	519	425	221	301	466	530	600
——其他	104	323	191	149	205	300	350
出口	74	230	108	140	87	80	80
净进口	5,849	6,705	6,382	7,326	7,169	5,050	5,770
下游需求							
需求	53,391	51,451	51,952	55,204	55,771	58,002	58,582
yoy	1.2%	-3.6%	1.0%	6.3%	1.0%	4.0%	1.0%
——焦炭产量	44,912	43,143	43,820	47,126	47,116	49,001	49,491
——yoy	0.6%	-3.3%	0.8%	5.2%	0.0%	4.0%	1.0%
供需测算							
供需对比	-3,104	-175	-164	182	-92	-3,900	-4,117

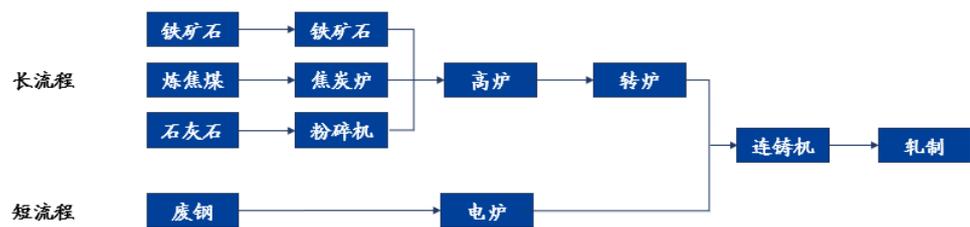
资料来源: wind, sxcoal, 国盛证券研究所

3. 中长期: 焦煤需求难以替代, 且供应收缩幅度大于需求

焦煤、焦炭作为炼钢还原剂, 较难通过其他技术实现大范围替代。目前具备替代传统长流程炼钢潜力的技术工艺主要有短流程电炉钢和氢能炼钢技术, 但均存在一定发展障碍。

- **长流程氢能炼钢**: 利用氢气替代一氧化碳做还原剂, 可实现二氧化碳“零排放”。目前市场上主流制氢方法有焦炉煤气制氢、煤制氢、天然气制氢、石脑油制氢、电解水制氢等方法, 但**氢气成本高昂, 且储氢较难**。
- **短流程电炉钢**: 由废钢融化炼钢, 没有炼铁工序, 可大大减少二氧化碳排放。我国钢铁产量虽高, 但因处于城镇化率提升的阶段, 钢铁的生产年限较近, 未达到报废标准, 因此每年废钢资源较为有限。我国钢铁产能宏大, 对原材料需求较为旺盛, **废钢资源难以支撑钢铁对原材料的需求**。短流程炼钢中废钢占总成本的 75%以上, 对废钢价格敏感性较强、依赖性较强, 且成本较高; 同时**废钢中的元素残余较多, 难以生产纯净钢板**。

图表 32: 炼铁长流程与短流程对比



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

焦煤后备资源储备不足, 未来几乎无增产潜力。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 9 座炼焦煤煤矿, 合计产能为 2940 万吨/年**, 其体量相对于每年约 12 亿吨的炼焦煤产量而言明显偏低, 意味着炼焦煤未来面临增产潜力较小、后备资源储备不足的困境。此外, 从我国未来发展规划来看, 在提出 **“3060” 碳达峰、碳中和** 的背景下, 预计煤炭消费量的绝对值会在 2025 年以后面临下滑压力, **煤炭企业、金融机构均对于新建煤矿的投资意愿大幅减弱**。

图表 33: 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

存量矿井面临资源枯竭等风险, 近年来洗出率持续下降。作为稀缺资源, 焦煤价格远高于动力煤、无烟煤, 在此驱动下, 经过多年开采, 大部分资源已被生产和在建矿井利用, 焦煤资源日趋紧缺; 且炼焦煤因变质程度、历史等因素, 矿井以井工矿为主, 资源禀赋

逊于动力煤，矿井安全条件、地理条件较差，因此矿井产生超千米冲击地压的问题多集中于炼焦煤矿。此外，由于存量矿井面临资源枯竭等风险，近几年炼焦精煤洗出率持续降低，2020年全年洗出率为39.9%，同比下降0.5个pct。

图表 34: 全国炼焦精煤洗出率情况

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年Q1
炼焦原煤(亿吨)	11.0	11.0	11.1	11.9	12.2	3.0
炼焦精煤(亿吨)	4.4	4.5	4.1	4.8	4.9	1.2
洗出率	40.5%	40.7%	37.1%	40.4%	39.9%	39.2%

资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

中长期来看，焦煤供给收缩幅度远大于需求，供需格局持续向好。

- **减产为短期手段，减排为长期趋势。**2020年年底，围绕碳达峰和碳中和时间节点，工信部便提出“要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降”，并在此后多个场合反复强调这一立场基调。碳达峰、碳中和下，在没有可以大范围替代“煤焦钢”路径的背景下，行业减排的最有效的手段即为降低产量；但**压减产量是短期手段而不是目的，未来碳排放指标或成钢企重点考核指标之一。**
- **钢铁需求仍有支撑。**钢材需求量的提升受城镇化率的提升拉动，十三届全国人大四次会议提出，“十四五”期间常住人口城镇化率提高到65%，**城镇化率尚有提升空间。**同时，“十四五”期间**“两新一重”指引下新老基建共同发力，有望支撑钢铁需求。**
- **焦煤供给收缩幅度远大于需求。**禁止澳煤进口、山东冲击地压产能清退带来的供应收缩为4,516万吨，收缩幅度已达8.1%（对比2020年焦精煤产量+进口总量），依据冶炼1吨粗钢需要0.44吨焦炭、生产1吨焦炭需消耗1.3吨焦煤计算，则将压减粗钢产量1.3亿吨，压减幅度为12.7%（对比2020年粗钢产量）；且焦煤存量矿井面临资源枯竭等风险，近年来洗出率持续下降，未来仍有收缩空间。考虑下游钢铁行业需求旺盛，将无法承受如此剧烈的压减幅度。由此来看，焦煤供给收缩幅度将远大于需求。

4. 投资建议及重点个股评述

4.1. 投资策略

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：**山西焦煤、淮北矿业、平煤股份**，建议关注：**盘江股份**。

4.2. 个股评述

山西焦煤

肩负集团资产上市重任。1）资产注入大幕开启，焦煤板块龙头呼之欲出。20年12月现金收购520万吨焦煤产能，资产注入大幕开启；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) 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。

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，加之信湖煤矿投产，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，Q2 业绩值得期待。**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，价格上涨，业绩值得期待。**2) 信湖、陶忽图促进公司业绩可持续发展。**信湖煤矿（主焦煤、300 万吨/年）已于 21 年 5 月试生产，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、所里矿山三座建筑石料矿山已建成投产，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 46.0 亿元，对应 PE5.X，按 37%分红比例计，对应股息率高达 6.4%。

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。

平煤股份

公司为国内品种最为齐全的炼焦煤和电煤生产基地之一，是中南地区最大的炼焦煤生产基地，具有稳定的下游用户、良好的地理区位条件。“精煤战略”、“降本提质”成效逐步显现，为公司高质量发展打下坚实基础。**1) 落实精煤战略，提升资源价值。**公司积极推行精煤战略，调整产品结构，增加高端产品供给，努力实现产品结构由动力煤和精煤并重逐步向以精煤为主转变，2020 年公司精煤产销均创历史最好水平，产品结构持续优化。**2) 降本增效持续推进。**公司加强成本控制，大力实施“机械化代人，智能化减人”、“降本增效”战略，吨煤成本持续压降。**3) 高股息率彰显投资价值。**为积极回报股东、充分保障股东的合法权益，公司 2020 年每 10 股派发现金股利 3.6 元（含税），共计分红 8.3 亿元，分红比率 60.1%；以 5 月 26 日收盘价计，股息率高达 5.5%。

风险提示：焦煤价格大幅下跌，精煤产量下滑。

盘江股份

公司为中国南方地区重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地，是西南地区最大的炼焦煤企业。公司地处贵州省，为西南区仅有的煤炭净调出省，承担着西南地区煤炭供应任务。**1) 产能成长空间巨大。**2020 年公司金佳矿佳一采区（90 万吨/年）顺利投产；盘南公司股权并购如期完成，新增产能 330 万吨/年；首黔公司股权重组实现公司绝对控股，新增产能 30 万吨/年；2020 年末公司煤炭产能达到 1360 万吨/年，较 2019 年增长 49%。2021 年，公司山脚树矿、月亮田矿、土城矿技改扩能已进入联合试运转，预计新增产能 315 万吨/年；火铺矿、响水矿技改扩能取得阶段性进展，未来产能仍具增长空间。**2) 积极部署发电领域，煤电联营、熨平周期。**公司在做强做优做大煤炭主业的同时，紧紧抓住贵州省新型工业化的历史机遇，引进贵州省最先进的超超临界燃煤机组和高效环保技术，发展国家政策鼓励的煤电联营项目，投资设立新光公司建设盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目，提高资源就地转化率，促进煤炭清洁高效利用。

风险提示：焦煤价格大幅下跌，产能释放不及预期。

5.风险提示

进口煤管制放松

取消进口煤限制，导致供给增加，煤炭行业供需失衡，煤价大幅下跌。

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。

新建矿井项目批复加速。

受发改委政策调控影响，新建矿井的项目批复速度有可能提速。

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。

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