

潞安环能(601699)/煤炭开采
喷吹煤行业龙头公司, 盈利弹性显著
评级: 买入(维持)

分析师: 陈晨

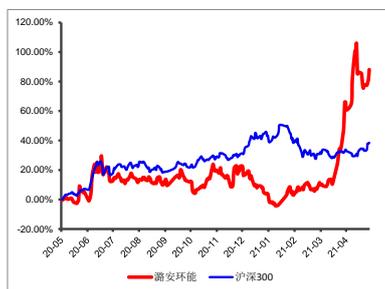
执业证书编号: S0740518070011

电话:

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,991.4
流通股本(百万股)	2,991.4
市价(元)	10.48
市值(百万元)	31,350.0
流通市值(百万元)	31,350.0

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 潞安环能(601699.SH)深度报告: 冶金煤龙头, 估值待修复
- 2 潞安环能(601699.SH)深度报告: 高弹性的优质喷吹煤龙头, 业绩有望强势回归

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	26,791	25,972	31,276	33,301	35,395
增长率 yoy%	6.57%	-3.06%	20.42%	6.48%	6.29%
净利润	2,379	1,931	4,702	4,802	4,896
增长率 yoy%	-10.67%	-18.81%	143.49%	2.13%	1.95%
每股收益(元)	0.80	0.65	1.57	1.61	1.64
每股现金流量	1.49	0.76	3.13	3.33	2.35
净资产收益率	9.53%	7.12%	17.78%	16.11%	14.73%
P/E	13.18	16.23	6.67	6.53	6.40
PEG	0.50	0.45	0.20	0.25	0.18
P/B	1.26	1.16	1.19	1.05	0.94

备注: 股价日期为5月27日收盘价

投资要点

- **公司概况: 喷吹煤龙头企业, 资源禀赋及开采条件优异。**煤炭矿区主要位于沁水煤田, 煤种优质、储量丰富, 核定年产能4965万吨/年, 其中在产大型主力矿井7座, 合计产能3740万吨, 权益产能3664万吨。公司是喷吹煤行业龙头老大, 喷吹煤用于钢铁冶炼环节, 其价格走势与焦煤价格走势较为一致。2020年公司商品煤销售4847万吨, 其中喷吹煤销量1699万吨(占比35%), 混煤销量2845万吨(占比59%), 两者在收入和毛利贡献上基本上打平手。另外, 集团层面仍具有优质的未上市煤矿资产, 包括高河矿、古城矿等合计在产产能2670万吨。
- **冶金煤同行比较: 潞安在冶金煤行业内利润率领先。**得益于公司产品优质, 以及市场煤占比较高, 2021年公司盈利能力实现了大幅回升, 一季度实现权益净利润为15.87亿元(+126%)。同行内来看, 公司旗下大型矿井居多, 管理水平高, 生产成本低且表现相对稳定, 2016-2019年潞安每年毛利率水平高出行业平均5-8个百分点, 2021年Q1公司净利率21%, 显著高于同行平均水平11%。
- **冶金煤行业: 供需基本面偏紧, 行业进入高景气。**限制澳洲焦煤进口以及国内焦煤老矿安全问题突显, 供应端持续偏紧, 叠加经济复苏下游钢铁、焦化生产旺盛, 行业进入高景气状态。
- **焦化业务: 在产产能216万吨/年, 新建产能140万吨/年。**从近三年数据来看, 焦炭收入规模占公司10%-14%, 毛利占比4%-8%。潞安焦化140万吨/年6.25米新建焦化项目, 预计于2021年8月底建成投运, 新项目预计将大幅提高焦化副产品的附加值。
- **盈利预测与估值: 我们预测公司2021-2023年归属于母公司的净利润分别为47.0/48.0/49.0亿元(行业景气度提升, 我们提高公司盈利预测, 前次报告预测分别为39.1/41.1/43.1亿元), 同比增长143%、2%、2%, 折合EPS分别是1.57/1.61/1.64元/股, 当前股价(10.48元/股)对应PE分别为6.7/6.5/6.4倍, 维持公司“买入”评级。**
- **风险提示: (1) 经济增速放缓可能影响煤炭消费需求; (2) 行政性干预手段不确定性; (3) 可再生能源持续替代风险; (4) 安全生产风险; (5) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

内容目录

公司：弹性冶金煤龙头，盈利能力行业内领先	- 4 -
煤炭业务：喷吹煤龙头企业，资源禀赋及开采条件优异	- 4 -
焦化业务：在产产能 216 万吨/年，新建产能 140 万吨/年	- 10 -
同行比较：潞安在冶金煤行业内利润率领先	- 11 -
冶金煤行业：供需基本面偏紧，行业进入高景气	- 14 -
盈利预测与估值	- 16 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1：潞安矿业集团持股比例为 63.21%（2021 年 3 月末）	- 4 -
图表 2：2019 年国内煤企产出前 10 名对比	- 4 -
图表 3：集团层面未上市的主要煤矿资产	- 5 -
图表 4：2015 年以来公司收入占比结构	- 5 -
图表 5：2015 年以来公司毛利占比结构	- 5 -
图表 6：潞安环能的主力生产矿井数据	- 6 -
图表 7：潞安环能的整合矿井数据（万吨/年）	- 7 -
图表 8：2006 年以来公司煤炭产销量（万吨）	- 7 -
图表 9：近 5 年以来公司主要煤种销售占比情况	- 7 -
图表 10：2020 年公司煤炭产品收入占比情况	- 8 -
图表 11：2020 年公司煤炭产品毛利占比情况	- 8 -
图表 12：潞安环能煤炭销售均价历年走势	- 8 -
图表 13：公司煤炭单位生产成本历年走势	- 9 -
图表 14：公司煤炭单位毛利及毛利率历年走势	- 9 -
图表 15：2017 年至 2020Q1 潞安集团吨煤成本情况	- 10 -
图表 16：2019 年潞安矿业集团吨煤成本构成情况	- 10 -
图表 17：2006 年以来公司收入情况	- 10 -
图表 18：2006 年以来公司归母净利润情况	- 10 -
图表 19：从事焦化业务的子公司情况	- 11 -
图表 20：2012 年以来公司焦化业务拆分详细	- 11 -
图表 21：喷吹煤价格与焦煤价格走势较为一致	- 11 -
图表 22：主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况（2012A-2020A）	- 12 -
图表 23：主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况（2012A-2020A）	- 12 -

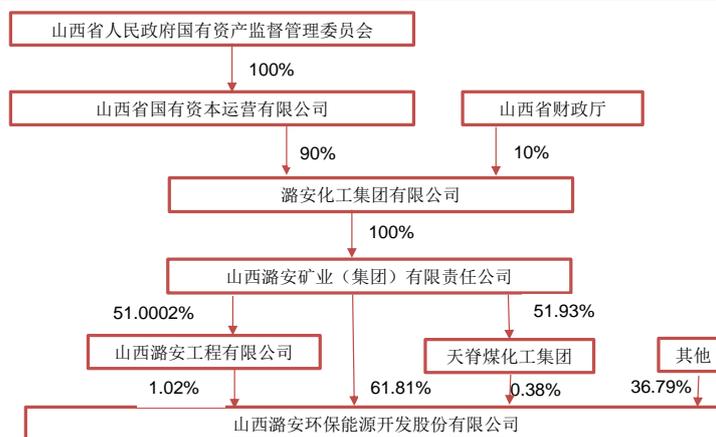
图表 24: 主要冶金煤上市公司的煤炭业务毛利率情况 (2012A-2020A)	- 12 -
图表 25: 主要冶金煤上市公司的经营状况	- 13 -
图表 26: 煤炭上市公司的估值比较	- 13 -
图表 27: 2020 年焦煤进口量占国内总供应量 13%	- 14 -
图表 28: 2020 年澳洲是我国焦煤进口第一大来源国	- 14 -
图表 29: 山东“坚决淘汰一批”煤矿任务清单	- 15 -
图表 30: 2021 年以来下游粗钢产量持续攀升	- 16 -
图表 31: 2021 年以来下游焦化开工率持续在高位	- 16 -
图表 32: 2021 年以来煤焦钢产业链景气度持续在高位	- 16 -
图表 33: 潞安环能主要产品产销量及价格成本预测	- 17 -
图表 34: 三张报表摘要	- 18 -

公司：弹性冶金煤龙头，盈利能力行业内领先

煤炭业务：喷吹煤龙头企业，资源禀赋及开采条件优异

- 潞安矿业集团持股 63.21%。**潞安环能（601699.SH）是山西省原七大国有煤炭集团之一的潞安矿业（集团）有限责任公司旗下唯一上市平台，潞安矿业（集团）有限责任公司 100% 股权已于 2021 年 1 月划转给潞安化工集团有限公司，后者将成为山西省煤化工业务主要整合者。潞安矿业集团 2019 年煤炭产量 8346 万吨（中煤协数据），位于全行业第 10 位，营业收入 1801.6 亿元（中煤协数据），位于全行业第 9 位。截至 2020 年，潞安矿业集团直接持有上市公司股份 61.81%，通过潞安工程间接持股 1.02%，通过天脊煤化工集团股份有限公司间接持股 0.38%，合计持股 63.21%。

图表 1：潞安矿业集团持股比例为 63.21%（2021 年 3 月末）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：2019 年国内煤企产出前 10 名对比

排名	企业名称	2019 年煤炭产量/万吨	行业占比
1	国家能源投资集团有限责任公司	51,477	13.4%
2	中国中煤能源集团有限公司	20,975	5.4%
3	大同煤矿集团有限责任公司	17,928	4.7%
4	陕西煤业化工集团有限责任公司	17,823	4.6%
5	兖矿集团有限公司	16,602	4.3%
6	山东能源集团有限公司	11,110	2.9%
7	山西焦煤集团有限责任公司	10,482	2.7%
8	晋能集团有限公司	9,219	2.4%
9	阳泉煤业(集团)有限责任公司	8,377	2.2%
10	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	8,346	2.2%

来源：中煤协，中泰证券研究所

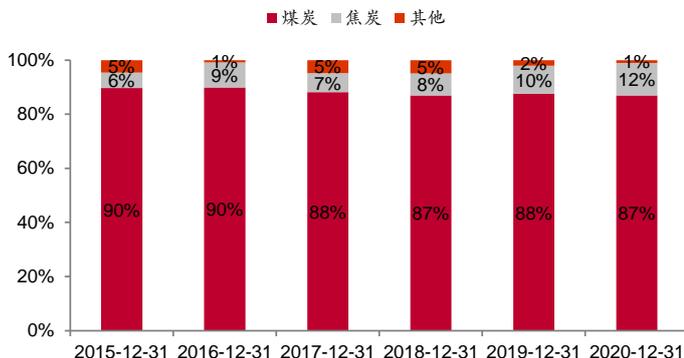
- 集团层面仍具有部分优质的未上市煤矿资产。**2019 年，潞安集团原煤产量 8346 万吨，约是上市公司层面的 1.73 倍。集团旗下的主要在产煤矿包括司马矿（300 万吨）、郭庄矿（300 万吨）、高河矿（750 万吨）、古城矿（800 万吨）、潞安新疆露天煤矿（300 万吨）、潞安新疆二矿（220 万吨）等，合计产能 2670 万吨。在建煤矿包括潞安新疆砂墩子矿（300 万吨）、潞安新疆沙尔湖矿（200 万吨），合计产能 500 多万吨。

图表 3: 集团层面未上市的主要煤矿资产

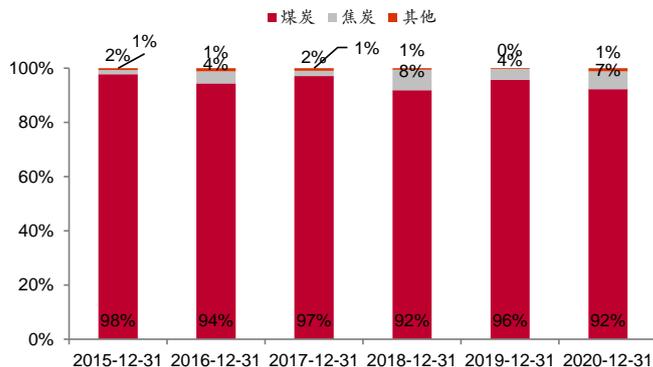
煤矿名称	设计产能(万吨/年)	持股比例 (%)	煤种	状态
司马矿	300	52%	瘦煤	在产
郭庄矿	300	70%	贫煤	在产
高河矿	750	55%	贫瘦煤	在产
古城矿	800	100%	贫煤	在产
潞安新疆露天煤矿	300	63%	不粘煤	在产
潞安新疆二矿	220	63%	不粘煤	在产
潞安新疆砂墩子矿	300	63%	不粘煤	在产
潞安新疆沙尔湖矿	200	63%	长焰煤	在建
合计	3170			

来源: 集团公告, 中泰证券研究所

- 潞安环能绝大部分收入和利润来源于煤炭采选业务。**潞安环能自 2006 年登陆 A 股市场以来, 主要从事煤炭开采洗选、煤焦冶炼等。公司收入和利润绝大部分来自煤炭的开采洗选业务, 第二大业务焦化整体规模偏小。2020 年公司实现收入总额 259.72 亿元, 毛利总额 87.32 亿元, 毛利率为 33.62%, 其中煤炭业务收入和毛利占比分别为 87%、92%, 焦化业务分别为 12%、7%。

图表 4: 2015 年以来公司收入占比结构


来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 2015 年以来公司毛利占比结构


来源: wind、中泰证券研究所

- 煤炭资源禀赋优异、储量丰富, 核定产能 4965 万吨/年。**公司矿区主要位于山西省东南部上党盆地, 所辖煤田属沁水煤田东部边缘中段, 煤种优质, 煤炭储量丰富。公司煤种主要是贫煤、贫瘦煤、气肥煤等, 具有低硫、低磷、低灰、高发热量等优点, 主产高炉喷吹煤和优质动力煤。根据统计, 截至 2019 年末, 公司合并范围内煤炭资源地质储量合计为 46.56 亿吨, 可采储量为 20.34 亿吨, 核定产能合计 4965 万吨/年。
- 在产主力矿井 7 座 (非整合矿), 合计产能 3740 万吨。**2019 年公司通过现金形式收购完成潞安矿业集团的慈林山煤矿 100% 股权 (7.52 亿元, PB 约为 1.5 倍), 慈林山煤矿旗下有慈林山煤矿 60 万吨、夏店煤矿 180 万吨和李村煤矿 300 万吨, 核心资产是 2018 年试生产并逐渐达产的李村煤矿。截至 2020 年末, 公司在产主力矿井 7 座, 合计产能 3740 万吨, 权益产能 3664 万吨 (占比 98%), 剩余可采储量 14.8 亿吨, 分别是常

村煤矿（800万吨）、王庄煤矿（710万吨）、漳村煤矿（400万吨）、五阳煤矿（360万吨）、余吾煤矿（750万吨）、潞宁煤矿（180万吨）和慈林山煤矿（540万吨/年），按照核定产能计算，主力矿井平均可采年限平均为40年，具备长期发展的条件。

图表 6: 潞安环能的主力生产矿井数据

主力矿井	矿名	持股比例	资源储量亿吨	可采储量亿吨	产能万吨	可采年限	煤种	状态
非整合矿	常村煤矿	100%	6.11	3.18	800	40	贫瘦煤	在产
	王庄煤矿	100%	5.07	2.12	710	30	贫煤	在产
	漳村煤矿	100%	2.4	1.13	400	28	贫瘦煤	在产
	五阳煤矿	100%	3.31	1.24	360	34	贫瘦煤	在产
	余吾煤业	100%	12.17	2.98	750	40	贫煤	在产
	潞宁煤业	58%	4.98	2.41	180	134	气肥煤	在产
	慈林山煤业	100%	2.81	1.73	540	32	贫煤	在产
非整合矿合计			36.85	14.79	3740	40		

来源：公司公告、中泰证券研究所

备注：资源储量及可采储量数据皆为 2020 年末数据；可采年限=可采储量/产能

- **在产整合矿井主要位于临汾、忻州、长治三地，合计产能 930 万吨。**公司在产整合煤矿 10 座，合计产能 930 万吨，权益产能 661 万吨，其中临汾地区新良友（60 万吨）、开拓（90 万吨）、后堡（60 万吨）等三座煤矿属于一级安全高效标准矿井，另外温庄煤矿（120 万吨）、伊田煤矿（120 万吨）、黑龙煤矿（120 万吨）、黑龙关煤矿（90 万吨）、隰东煤矿（60 万吨）、常兴煤矿（90 万吨）和孟家窑煤矿（120 万吨）等 7 座也属于在产序列。
- **有三座整合矿待投产，预计将贡献 240 万吨产能增量。**公司在临汾地区整合的煤矿基本都已投产，而在忻州地区整合的煤矿，只有孟家窑煤矿投产，其余皆未投产，按照公司的去产能规划，将通过关闭矿井或留井整合方式，保留部分矿井，其中忻峪煤矿（60 万吨）和静安煤矿（90 万吨）后续有望建设投产。长治地区上庄煤矿（90 万吨）也为在建煤矿，后续有望建设投产。

图表 7: 潞安环能的整合矿井数据 (万吨/年)

整合矿井	名称	持股比例	在产产能	煤种	状态	所在区域
整合矿	上庄矿	60%	90	焦煤	在建	长治地区
	温庄煤矿	72%	120	焦煤	在产	长治地区
	伊田煤业	60%	120	肥煤	在产	临汾
	黑龙煤矿	60%	120	肥煤	在产	临汾
	黑龙江煤业	55%	90	肥煤	在产	临汾
	开拓煤业	60%	90	1/3焦煤	在产	临汾
	后堡煤矿	60%	60	1/3焦煤	在产	临汾
	隰东煤业	80%	60	1/3焦煤	在产	临汾
	常兴煤矿	83%	90	1/3焦煤	在产	临汾
	新良友煤矿	80%	60	1/3焦煤	在产	临汾
	孟家窑煤业	100%	120	气煤	在产	忻州
	忻峪矿	51%	60	气煤、1/3焦煤	在建	忻州
静安矿	51%	90	气煤	在建	忻州	
整合矿产能合计			1170			
整合矿权益产能合计			791			

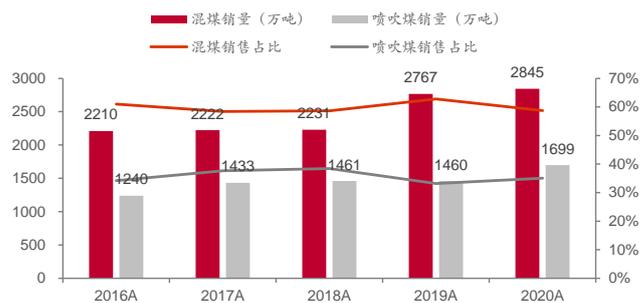
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2020 年原煤产量 5162 万吨，商品煤销量 4847 万吨，创历史新高。**自 2006 年上市以来，集团相继把余吾煤业、潞宁矿、整合煤矿等注入到了上市公司体内，公司通过内生增长和集团资产注入等方式，实现了煤炭产销量的持续扩张。2020 年，公司原煤产量 5162 万吨，其中喷吹煤产量 1734 万吨，占比 34%，商品煤销售 4847 万吨，其中喷吹煤销量 1699 万吨（占比 35%），混煤销量 2845 万吨（占比 59%），其他煤销量 303 万吨（占比 6%），公司煤炭产量及销量皆实现了历史新高。
- 喷吹煤**可以替代部分焦炭，有利于减少环境污染和降低炼铁成本，潞安喷吹煤产销量在全国属于龙头，主要客户包括山钢、武钢、太钢、宝钢、天津钢厂等国内大型钢厂。2020 年，喷吹煤销量 1699 万吨，同比增长 16%，销售占比达到 35%，销量创历史新高，收入为 112.2 亿元，占煤炭收入比重为 50%，毛利为 38.7 亿元，占煤炭毛利比重为 48%。
- “潞安”牌动力煤**是山西省标志性名牌产品，具有“低灰、特低硫、高发热量”等优点，是行业中的上乘品种。2020 年，公司混煤销量 2845 万吨，同比增长 3%，销售占比 59%，销量也创历史新高，收入为 106.8 亿元，占煤炭收入比重为 47%，毛利为 40.0 亿元，占煤炭毛利比重为 50%。

图表 8: 2006 年以来公司煤炭产销量 (万吨)
图表 9: 近 5 年以来公司主要煤种销售占比情况

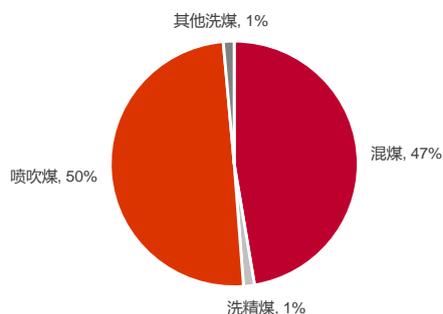


来源: wind、中泰证券研究所



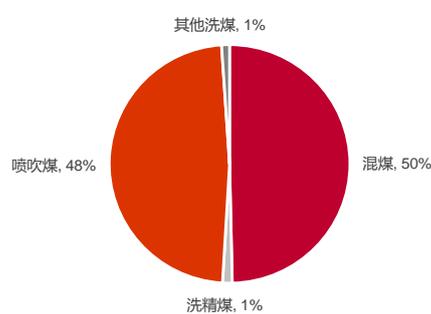
来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 2020 年公司煤炭产品收入占比情况



来源: wind、中泰证券研究所

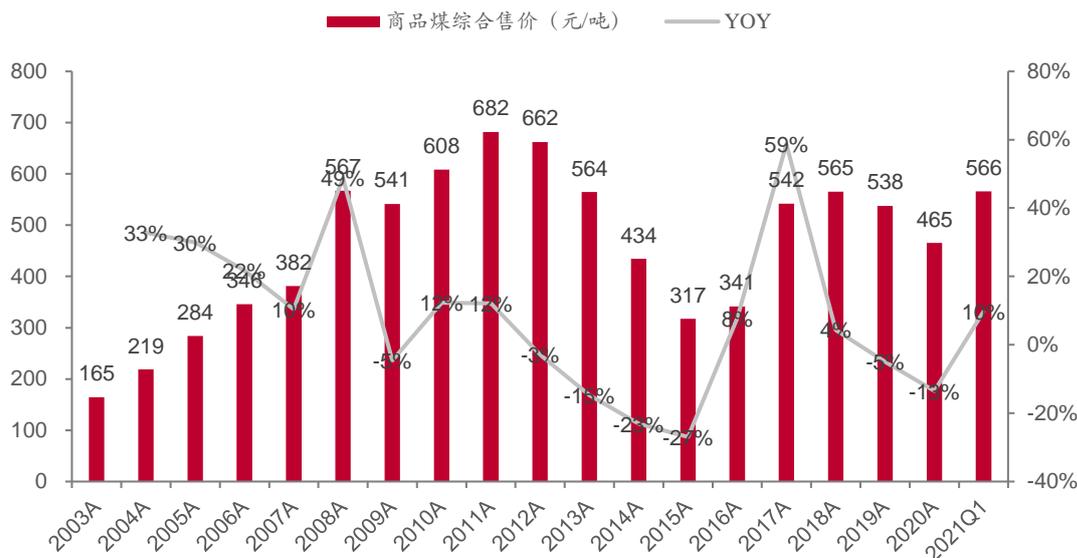
图表 11: 2020 年公司煤炭产品毛利占比情况



来源: wind、中泰证券研究所

- 从公司煤炭销售价格表现来看, 得益于公司煤炭定价较为市场化, 与全行业走势较为一致。2003 年至 2008 年, 得益于经济高速增长, 煤炭均价稳步上涨, 从 165 元/吨涨至 568 元/吨; 经历了 2008 年下半年大幅回调后, 2009-2011 年价格中枢继续上升, 从 541 元/吨涨至 682 元/吨, 达到历史最高; 2012-2015 年, 产能过剩时代, 公司煤炭均价逐步下台阶, 从 662 元/吨降至 317 元/吨; 2016-2018 年供给侧结构性改革背景下煤价快速达到中高位, 从 341 元/吨涨至 565 元/吨, 2019-2020 年随着行业产量释放, 煤价再次回调, 从 538 元/吨调整至 465 元/吨。2021 年一季度, 随着行业供需关系走强, 商品煤综合售价 566.4 元/吨, 同比大幅上涨 10% (+50 元/吨)。

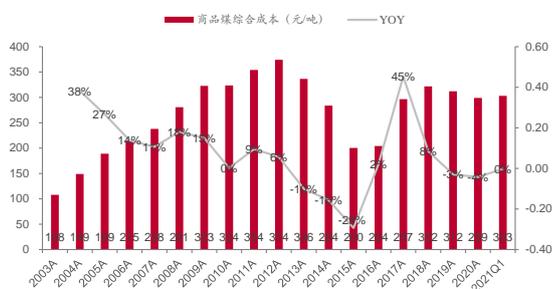
图表 12: 潞安环能煤炭销售均价历年走势



来源：公司公告、中泰证券研究所

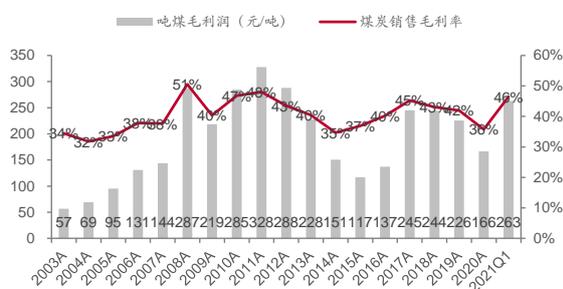
- 从公司煤炭单位生产成本来看，与销售价格走势较为一致，但其上涨弹性低于价格弹性。2003年至2012年，行业效益整体向好，单位生产成本逐步上涨，从108元/吨涨至374元/吨，涨幅247%，低于同期价格上涨302%；2012-2015年，随着效益下降，公司通过压缩材料、人力等各方面成本，实现了成本逐渐下降，从374元/吨降至200元/吨，降幅为46%，低于同期价格降幅52%；2016年至2018年，随着行业效益提升，生产成本也逐渐恢复，从204元/吨升至322元/吨，增幅58%；2019年至2020年生产成本随着煤价下降再次回落，从312元/吨降至299元/吨，降幅4.3%。2021年一季度，公司吨煤成本304元/吨，同比增长0%。
- 2018年以来，随着煤价回落，公司盈利能力有所下滑。2020年，公司实现单位煤炭毛利为166元/吨，同比减少26%，低于2003-2019年平均值191元/吨，毛利率为36%，低于2003-2019年平均值40%。2021年一季度，公司实现吨煤毛利263元/吨（+24%），毛利率为46%，同比上升5个百分点。

图表 13: 公司煤炭单位生产成本历年走势



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 14: 公司煤炭单位毛利及毛利率历年走势



来源：公司公告、中泰证券研究所

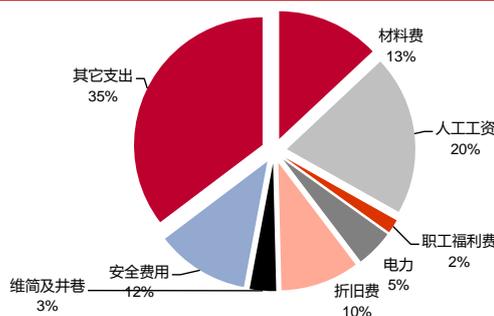
- **成本结构分析。**由于近几年上市公司未披露具体成本结构，我们就以潞安集团披露的数据来观察成本结构变化。吨煤成本包括材料费（井下使

用的设备配件、钢材支柱等)及燃料电力,人工费,折旧费,维简及安全生产费用和其他支出(包括征地及塌陷补偿、环保支出、税费、矿山环境恢复基金、转产基金等)等5大方面,2019年分别为45.18、56.02、25.25、38.37和90.09元/吨,占比分别为18%、22%、10%、15%和35%。近3年来,吨煤生产成本基本较为稳定,材料费和人工费用可变成成本波动稍大,其他波动较小。

图表 15: 2017 年至 2020Q1 潞安集团吨煤成本情况

吨煤成本构成 (元/吨)	2020 年度1-3月	2019 年度	2018 年度	2017 年度
材料费	26.5	33.06	40.96	35.69
人工工资	36.92	51.54	47.03	52.79
职工福利费	1.78	4.48	3.63	3.63
电力	13.07	12.12	11.63	11.17
折旧费	27.1	25.25	21.59	21.11
维简及井巷	8.48	8.46	8.5	8.5
安全费用	28.55	29.91	29.92	28.73
其它支出	83.49	90.09	93.61	86.09
合计	225.89	254.91	256.87	247.71

来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 16: 2019 年潞安矿业集团吨煤成本构成情况


来源: 集团公告、中泰证券研究所

- 正是由于煤价上涨的弹性大于成本端的弹性,2021 年公司盈利能力实现了大幅回升。2021 年一季度,公司实现营业收入 78 亿元,同比增长 38.6%,归属于上市公司股东净利润为 15.87 亿元,同比大幅增长 126%。

图表 17: 2006 年以来公司收入情况


来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 2006 年以来公司归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

焦化业务: 在产产能 216 万吨/年, 新建产能 140 万吨/年

- 目前焦化在产产能 216 万吨/年。公司第二大业务焦化生产业务主要由两家子公司操作,一是潞安焦化(持股比例 100%,在产产能 156 万吨/年),二是弘峰焦化(持股比例 86%,在产产能 60 万吨/年),合计在产产能 216 万吨/年,2020 年产量 192 万吨,产能利用率约为 90%。

图表 19: 从事焦化业务的子公司情况

名称	持股比例	产能 (万吨/年)
山西潞安焦化有限责任公司 (一分厂)	100%	60
山西潞安焦化有限责任公司 (二分厂)	100%	96
山西潞安环能五阳弘峰焦化有限公司	86%	60
合计	-	216

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 从近三年数据来看, 焦炭收入规模占公司 10%-14%, 毛利占比 4%-8%。**从近三年数据来看, 焦化业务毛利率 15%-22%, 相比煤炭开采业务 36%-43%, 焦炭业务的毛利率偏低。2020 年, 公司焦炭产销量分别为 192 万吨/196 万吨, 同比分别增加+25.0%和+25.2%, 单位售价和单位成本分别为 1639 元/吨/1346 元/吨, 同比分别-7.6%和-10.9%, 实现收入/毛利占比分别为 12%/7%。

图表 20: 2012 年以来公司焦化业务拆分详细

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
化工业务									
焦炭产量 (万吨)	36	86	99	106	124	148	174	154	192
焦炭销量 (万吨)	33	83	99	101	120	149	177	156	196
单位售价 (元/吨)	1319	1326	1508	782	968	1641	1929	1774	1639
单位成本 (元/吨)	1469	1356	1533	727	773	1513	1498	1512	1346
化工业务收入(百万元)	435	1100	1493	788	1161	2445	3410	2775	3209
yoy	-52%	153%	36%	-47%	47%	111%	39%	-19%	16%
化工业务成本 (百万元)	485	1125	1518	732	926	2254	2647	2364	2636
yoy	-46%	132%	35%	-52%	26%	143%	17%	-11%	12%
毛利率 (%)	-11%	-2%	-2%	7%	20%	8%	22%	15%	18%
毛利 (百万元)	-50	-25	-25	56	234	191	763	411	573
收入占比	2%	6%	9%	7%	8%	10%	14%	10%	12%
毛利占比	-1%	0%	0%	2%	4%	2%	8%	4%	7%

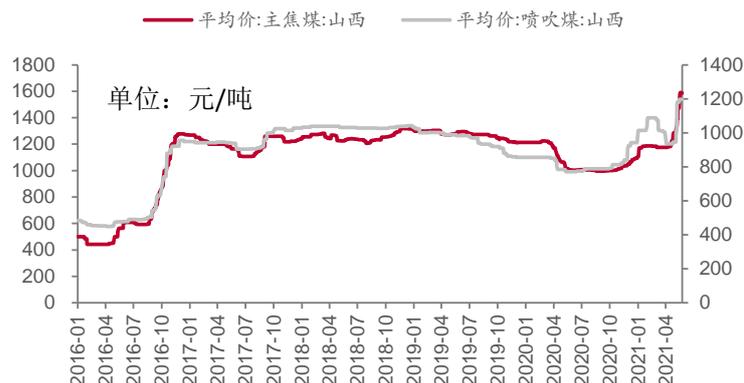
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 目前焦化在建产能 140 万吨/年。**潞安焦化 140 万吨/年 6.25 米焦化项目, 已于 2019 年全面开工建设, 根据 2020 年报披露, 预计该项目于 2021 年 8 月底建成投运, 公司规划布局 500 万吨/年焦化园区, 将适时启动二期 200 万吨/年 7.65 米顶装焦项目。新项目将实现焦炉煤气与高端精细化学的耦合加工利用, 筹划配套粗苯精制、煤气制 LNG 及焦油深加工项目, 提高焦化副产品的附加值。

同行比较: 潞安在冶金煤行业内利润率先

- 喷吹煤价格与焦煤价格走势较为一致。**公司主打产品是喷吹煤和动力煤, 动力煤与火电发电量息息相关, 喷吹煤用于钢铁冶炼环节, 是焦炭的一种替代品, 喷吹煤与炼焦煤都是冶金用煤, 其价格走势与焦煤价格走势较为一致。2017 年初至 2021 年 5 月, 山西地区主焦煤均价比喷吹煤均价平均高出 240 元/吨左右。

图表 21: 喷吹煤价格与焦煤价格走势较为一致



来源：wind，中泰证券研究所

- **潞安在冶金煤行业盈利能力较强。**公司主打产品是喷吹煤和动力煤，喷吹煤均价相比焦煤偏低，致使公司吨煤售价在冶金煤行业中不具备大的优势，2020年潞安环能吨煤均价465元/吨，低于冶金煤行业596元/吨的平均水平。公司旗下大型矿井居多，管理水平高，生产成本低且表现相对稳定，吨煤成本在行业中处于较低水平，2020年吨煤成本为299元/吨，低于行业均值391元/吨。从2016-2019年来看，潞安环能公司每年毛利率水平高出行业平均5-8个百分点。

图表 22：主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况（2012A-2020A）

吨煤价格（元/吨）	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
潞安环能	662	564	434	317	341	542	545	538	465
山西焦煤	705	578	459	361	407	663	675	681	625
冀中能源	668	546	415	348	429	619	619	618	536
盘江股份	778	702	638	473	506	806	791	878	600
平煤股份	532	486	429	312	430	645	762	869	683
淮北矿业	-	590	470	380	421	669	689	721	665
平均值	669	578	474	365	422	657	680	717	596

来源：wind、中泰证券研究所

图表 23：主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况（2012A-2020A）

吨煤销售成本（元/吨）	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
潞安环能	374	336	284	200	204	297	319	312	299
西山煤电	388	334	262	162	185	281	300	300	347
冀中能源	451	387	309	303	322	445	442	467	398
盘江股份	461	432	404	365	392	520	527	570	421
平煤股份	442	400	371	305	368	527	592	679	488
淮北矿业	-	469	412	341	278	372	413	441	392
平均值	423	393	340	280	291	407	432	462	391

来源：wind、中泰证券研究所

图表 24：主要冶金煤上市公司的煤炭业务毛利率情况（2012A-2020A）

煤炭毛利率 (%)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
潞安环能	43%	40%	35%	37%	40%	45%	42%	42%	36%
山西焦煤	45%	42%	43%	55%	54%	58%	56%	56%	44%
冀中能源	32%	29%	26%	13%	25%	28%	29%	25%	26%
盘江股份	41%	39%	37%	23%	23%	35%	33%	35%	30%
平煤股份	17%	18%	13%	2%	14%	18%	22%	22%	29%
淮北矿业		21%	12%	10%	34%	44%	40%	39%	41%
平均值	36%	31%	28%	23%	32%	38%	37%	36%	34%

来源: wind、中泰证券研究所

- **资产收益率水平恢复至行业内领先。**得益于公司优质的产品质量、灵活的销售模式等, 2021 年一季度公司销售净利率恢复至冶金煤行业前列, 2021 年 1 季度公司销售净利率 21%, 显著高于同行平均水平 11%。得益于领先的净利率, 2021 年一季度, 公司实现 ROE 为 6%, 显著高于行业均值 4%。从偿债能力来看, 公司截至 2021 年 1 季度末, 流动比率、速动比率为 0.76、0.73, 分别高于行业平均 0.69 和 0.64。

图表 25: 主要冶金煤上市公司的经营状况

名称	ROE (20201231)	ROE (20210331)	销售净利率	总资产周转率	权益乘数	资产负债率	流动比率	速动比率
潞安环能	7%	6%	21%	10%	288%	65%	76%	73%
山西焦煤	10%	5%	11%	13%	308%	68%	53%	44%
华阳股份	7%	2%	6%	18%	241%	58%	65%	62%
冀中能源	4%	1%	6%	12%	215%	54%	86%	82%
盘江股份	12%	3%	12%	10%	223%	55%	92%	87%
平煤股份	9%	3%	10%	12%	295%	66%	59%	54%
淮北矿业	17%	5%	10%	19%	249%	60%	52%	45%
平均	9%	4%	11%	13%	260%	61%	69%	64%

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 数据日期为 2021 年 3 月 31 日

- **PE 估值偏低, 有待修复。**截至 2021 年 5 月 27 日, 我们可以发现, 主要冶金煤标的 2021 年预期业绩对应的 PE 估值均值为 8.9, 高于潞安环能 7.4 倍, 作为冶金煤弹性标的, 潞安的估值端有待提升。

图表 26: 煤炭上市公司的估值比较

名称	总市值 (20210527)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
潞安环能	313	19	42	42	16.2	7.4	7.5
山西焦煤	279	20	31	33	14.3	8.9	8.5
冀中能源	141	8	10	10	17.9	13.5	14.6
平煤股份	168	14	20	22	12.1	8.3	7.7
淮北矿业	263	35	45	48	7.6	5.9	5.5
盘江股份	115	9	12	14	13.3	9.2	7.9
冶金煤均值					13.6	8.9	8.6

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 业绩预期皆为 wind 一致预期。

冶金煤行业：供需基本面偏紧，行业进入高景气

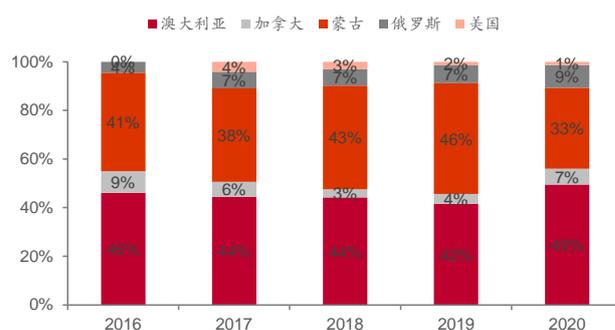
- **冶金煤：限制澳洲焦煤进口以及国内老矿安全问题突显，供应端持续偏紧，叠加经济复苏下游生产旺盛，行业进入高景气。**
- （1）根据 wind 统计，2020 年国内焦精煤产量 4.85 亿吨，焦煤总进口量 7262 万吨，进口量占焦煤总供应量（约 5.58 亿吨）的 13%。其中，从进口来源地看，从澳洲进口 3535 万吨、蒙古国 2377 万吨、俄罗斯 672 万吨、加拿大 466 万吨、美国 95 万吨，占比分别为 49%、33%、9%、7%和 1%，澳洲焦煤占到全国焦煤总供应量的 6.3%。自 2020 年 12 月份以来，澳洲进口焦煤持续为零，澳洲主要出口低硫低灰的优质主焦煤，进口限制将加剧这类品种短缺性，对国内焦煤价格产生一定的提振作用。2021 年 1 季度，国内进口焦煤量 1125.4 万吨，同比大幅下降 46%。

图表 27：2020 年焦煤进口量占国内总供应量 13%



来源：wind、中泰证券研究所

图表 28：2020 年澳洲是我国焦煤进口第一大来源国



来源：wind、中泰证券研究所

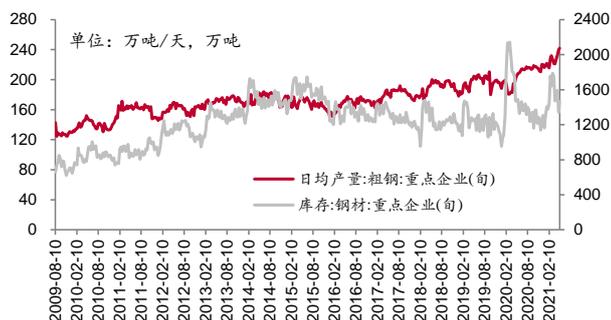
- （2）在 2019 年 1 月，为深刻吸取山东能源龙矿集团龙郓煤业“10.20”重大冲击地压事故教训，国家煤矿安监局就责令全国采深超千米冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿立即停产进行安全论证，提出限产、停产、关闭等处置措施，经论证具备灾害防治能力的，在现有产能基础上核减 20% 产能。此次超深煤矿的安监涉及煤矿数量 39 座，合计产能 8876 万吨，且以炼焦配煤为主。
- 2021 年 4 月份，山东新旧动能转换综合试验区发文，要求全省落实“三个坚决”行动方案，坚决淘汰落后动能，坚决改造提升传统动能，坚决培育壮大新动能”决策部署，到 2021 年，全省 30 万吨/年及以下 8 处煤矿全部关闭，合计产能 240 万吨，关闭退出 19 处采深超千米冲击地压煤矿，合计产能 3160 万吨。山东地区主要以炼焦配煤为主，上述拟关停产能 3400 万吨（名单见下表），此次关停预计将影响焦煤总产能约 3%，焦煤供应压力进一步增加。在安全形势趋严背景下，以老矿居多的的焦煤产能利用率预计受到限制，这将一定程度上影响炼焦配煤的供应。

图表 29: 山东“坚决淘汰一批”煤矿任务清单

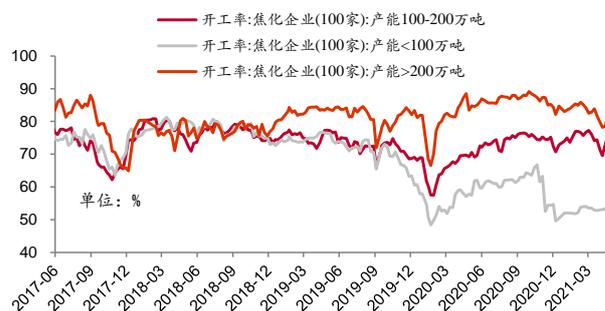
序号	矿井名称	类型	开采深度情况 (米)		截至2020年底储量情况 (万吨)	产能 (万吨)	责任市	退出时间	冲击危险性评价
			历史最大开采深度	目前最大开采深度					
合计: 27处						3400			
1	山东东山矿业有限责任公司株柏煤矿	30万吨/年煤矿	899.9	899.9	310.9	30	临沂市	2021年	-
2	山东安阳矿业有限责任公司安阳煤矿	30万吨/年煤矿	831.4	823.4	275.7	30	枣庄市	2021年	-
3	福兴集团有限公司福兴煤矿	30万吨/年煤矿	856	810	821.6	30	枣庄市	2021年	-
4	山东兴杨矿业有限责任公司	30万吨/年煤矿	500	320	169.2	30	泰安市	2021年	-
5	新泰市羊泉矿业有限公司	30万吨/年煤矿	876	800	229.9	30	泰安市	2021年	-
6	山东华宁矿业集团有限公司保安煤矿	30万吨/年煤矿	467	320	500.7	30	泰安市	2021年	-
7	山东金阳矿业集团有限公司金阳煤矿	30万吨/年煤矿	794.7	754.2	227.4	30	泰安市	2021年	-
8	山东省莱芜市辛庄煤矿有限公司	30万吨/年煤矿	622	474	390.2	30	济南市	2021年	-
9	新汶矿业集团有限责任公司孙村煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1501	1302	8807.6	110	泰安市	2021年	中等冲击地压危险
10	新汶矿业集团有限责任公司华丰煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1470	1300	2557.8	90	泰安市	2021年	中等冲击地压危险
11	山东泰山能源有限责任公司协庄煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1309	1245	3807.1	120	泰安市	2021年	中等冲击地压危险
12	山东新巨龙能源有限责任公司	采深超千采冲击地压煤矿	1080	1018	42500.6	600	菏泽市	2021年	强冲击地压危险
13	山东唐口煤业有限公司	采深超千采冲击地压煤矿	1170	1167	8645.6	390	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
14	山东新河矿业有限公司	采深超千采冲击地压煤矿	1197	1004	2492.9	90	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
15	枣庄矿业集团滕东煤业有限公司	采深超千采冲击地压煤矿	997.7	988.1	1782.2	35	枣庄市	2021年	中等冲击地压危险
16	肥城矿业集团梁宝寺能源有限责任公司	采深超千采冲击地压煤矿	1124	880	15243.5	330	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
17	肥城矿业集团单县能源有限责任公司	采深超千采冲击地压煤矿	1194.6	1184	3372.1	70	菏泽市	2021年	弱冲击地压危险
18	山东李楼煤业有限公司	采深超千采冲击地压煤矿	1152.2	1152.2	18435	190	菏泽市	2021年	中等冲击地压危险
19	山东东山古城煤矿有限公司	采深超千采冲击地压煤矿	1243.5	1191	1331.9	120	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
20	山东东山王楼煤矿有限公司	采深超千采冲击地压煤矿	1200.2	1163.5	2891.6	100	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
21	临沂矿业集团菏泽煤电有限公司彭庄煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1050	890	1666.7	80	菏泽市	2021年	弱冲击地压危险
22	兖煤菏泽能化有限公司赵楼煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1039	940.9	13626.7	330	菏泽市	2021年	中等冲击地压危险
23	山东万祥矿业有限公司潘西煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1338	1338	3571.8	70	济南市	2021年	弱冲击地压危险
24	济宁矿业集团有限公司安居煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1324	1324	4683.2	120	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
25	山东济矿鲁能煤电股份有限公司阳城煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1205	1205	11254.7	190	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
26	山东省天安矿业集团有限公司星村煤矿	采深超千采冲击地压煤矿	1358.4	1224.7	1406.6	90	济宁市	2021年	中等冲击地压危险
27	山东双合煤矿有限公司	采深超千采冲击地压煤矿	1123	1053	1154.2	35	济宁市	2021年	中等冲击地压危险

来源: 政府官网、中泰证券研究所

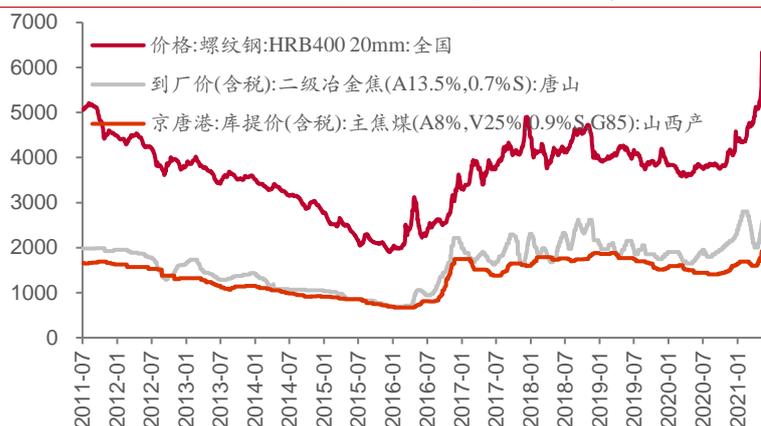
- (3) 2020年5月份以来,随着国内疫情得到控制,国内经济实现快速恢复,固定资产投资和出口数据持续向好,带动钢材需求量持续攀升,2021年1-4月份,生铁产量累计同比增长8.7%,焦炭累计同比增长7.4%,1-4月份螺纹钢均价为4688元/吨,同比上涨33%,唐山二级冶金焦均价为2453元/吨,同比上涨37%,京唐港主焦煤均价为1665元/吨,同比上涨6%。

图表 30: 2021 年以来下游粗钢产量持续攀升


来源: wind、中泰证券研究所

图表 31: 2021 年以来下游焦化开工率持续在高位


来源: wind、中泰证券研究所

图表 32: 2021 年以来煤焦钢产业链景气度持续在高位 (元/吨)


来源: wind, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

■ 公司具体业务拆分及预测如下:

- (1) 2021-2023 年, 结合公司产能及业务规划, 我们预测公司原煤产量+1%、0%、0%, 商品煤销量增长+1%、0%和 0%。
- (2) 2021-2023 年, 考虑煤价中枢上行, 我们预测公司商品煤单位售价增长+20%、+2%和+2%。
- (3) 2021-2023 年, 考虑公司成本相对稳定, 我们预测公司商品煤单位成本增长+5%、+2%和+2%。

- (4) 2021-2023 年，考虑公司焦炭产能及业务规划，我们预测公司焦炭产量+0%、36%、27%，销量增长-2%、36%和 27%。
- (5) 2021-2023 年，考虑焦炭价格中枢上行，我们预测公司焦炭单位售价增长+20%、+2%和+2%。
- (6) 2021-2023 年，考虑焦炭用焦煤成本上升，我们预测公司焦炭单位成本增长+15%、+2%和+2%。

图表 33: 潞安环能主要产品产销量及价格成本预测

名称	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
煤炭业务						
原煤产量 (万吨)	4150	4818	5162	5200	5200	5200
%YOY	-0.2%	16.1%	7.1%	0.7%	0.0%	0.0%
商品煤销量 (万吨)	3806	4405	4847	4888	4888	4888
%产销比	91.7%	91.4%	93.9%	94.0%	94.0%	94.0%
其中:						
混煤 (万吨)	2231	2767	2845	2869	2869	2869
喷吹煤 (万吨)	1461	1460	1699	1713	1713	1713
单位价格 (元/吨)	565	538	465	558	569	581
%YOY	4%	-5%	-13%	20%	2%	2%
单位成本 (元/吨)	322	312	299	314	320	326
%YOY	8%	-3.0%	-4.3%	5.0%	2.0%	2.0%
毛利率 (%)	43%	42%	36%	44%	44%	44%
吨煤毛利润 (元/吨)	244	226	166	244	249	254
焦化产品业务						
焦炭产量 (万吨)	174	154	192	192.0	262.0	332.0
%YOY	17%	-12%	25%	0%	36%	27%
焦炭销量 (万吨)	177	156	196	192	262	332
%产销率	102%	102%	102%	-2%	36%	27%
单位价格 (元/吨)	1929	1774	1639	1967	2006	2046
%YOY	18%	-8%	-8%	20%	2%	2%
单位成本 (元/吨)	1498	1512	1346	1548	1579	1611
%YOY	-1%	1%	-11%	15%	2%	2%
毛利率 (%)	22%	15%	18%	21%	21%	21%
单位毛利	431	263	293	419	427	435

来源: wind、中泰证券研究所

- 我们预测公司 2021-2023 年归属于母公司的净利润分别为 47.0/48.0/49.0 亿元 (行业景气度提升, 我们提高公司盈利预测, 前次报告预测分别为 39.1/41.1/43.1 亿元), 同比增长 143%、2%、2%, 折合 EPS 分别是 1.57/1.61/1.64 元/股, 当前股价 (10.48 元/股) 对应 PE 分别为 6.7/6.5/6.4 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示

- (1) **经济增速放缓风险**。可能造成下游钢铁、电力等需求不及预期风险, 影响公司销售量和销售价格, 从而造成业绩波动。
- (2) **行政性干预手段不确定性风险**。供给侧改革仍是影响行业供需格局的重要因素, 但为了保供应稳价格, 可能使得行政性调控手段存在力度过大等风险。
- (3) **可再生能源持续替代风险**。国内水力发电的装机规模较大, 若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能

源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

- (4) 安全生产风险。煤炭开采和炼焦生产等过程中，可能存在一定的安全风险。
- (5) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 34: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	26,791	25,972	31,276	33,301	35,395	货币资金	14,978	16,582	19,968	21,261	22,992
增长率	6.6%	-3.1%	20.4%	6.5%	6.3%	应收款项	4,927	4,487	6,232	5,304	7,009
营业成本	-16,413	-17,239	-18,428	-19,900	-21,423	存货	869	575	1,165	655	1,298
%销售收入	61.3%	66.4%	58.9%	59.8%	60.5%	其他流动资产	5,787	6,435	6,880	7,098	7,589
毛利	10,379	8,733	12,848	13,402	13,972	流动资产	26,562	28,080	34,245	34,318	38,887
%销售收入	38.7%	33.6%	41.1%	40.2%	39.5%	%总资产	35.8%	36.3%	41.2%	41.5%	44.8%
营业税金及附加	-2,227	-2,132	-2,596	-2,764	-2,938	长期投资	3,545	3,554	3,554	3,554	3,554
%销售收入	8.3%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%	固定资产	32,674	33,249	33,277	33,137	32,848
营业费用	-427	-162	-194	-206	-219	%总资产	44.0%	43.0%	40.0%	40.0%	37.8%
%销售收入	1.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	7,994	7,815	7,740	7,659	7,571
管理费用	-2,196	-2,223	-2,690	-2,864	-3,044	非流动资产	47,699	49,324	48,944	48,465	47,897
%销售收入	8.2%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	%总资产	64.2%	63.7%	58.8%	58.5%	55.2%
息税前利润 (EBIT)	5,529	4,215	7,368	7,567	7,771	资产总计	74,261	77,404	83,189	82,783	86,784
%销售收入	20.6%	16.2%	23.6%	22.7%	22.0%	短期借款	6,398	9,676	13,034	8,775	8,000
财务费用	-1,273	-1,064	-1,251	-1,332	-1,416	应付款项	26,718	23,336	28,162	29,289	31,254
%销售收入	4.8%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	其他流动负债	6,577	6,291	5,967	5,671	5,390
资产减值损失	-517	0	100	100	100	流动负债	39,693	39,303	47,163	43,735	44,644
公允价值变动收益	7	-14	-10	2	2	长期贷款	1,652	3,040	2,000	2,000	2,000
投资收益	113	80	100	100	100	其他长期负债	9,435	9,367	9,180	9,003	8,834
%税前利润	3.0%	2.6%	1.6%	1.6%	1.5%	负债	50,780	51,710	58,344	54,738	55,478
营业利润	3,858	3,217	6,308	6,437	6,557	普通股股东权益	24,963	27,138	26,448	29,810	33,237
营业利润率	14.4%	12.4%	20.2%	19.3%	18.5%	少数股东权益	-1,482	-1,444	-1,603	-1,766	-1,931
营业外收支	-43	-91	-50	-50	-50	负债股东权益合计	74,261	77,404	83,189	82,783	86,784
税前利润	3,815	3,127	6,258	6,387	6,507	比率分析					
利润率	14.2%	12.0%	20.0%	19.2%	18.4%						
所得税	-740	-774	-1,514	-1,547	-1,577	每股指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税率	19.4%	24.8%	24.2%	24.2%	24.2%	每股收益 (元)	0.80	0.65	1.57	1.61	1.64
净利润	2,297	1,883	4,543	4,640	4,731	每股净资产 (元)	8.34	9.07	8.84	9.97	11.11
少数股东损益	-81	-48	-159	-162	-166	每股经营现金净流 (元)	1.49	0.76	3.13	3.33	2.35
归属于母公司的净利润	2,379	1,931	4,702	4,802	4,896	每股股利 (元)	0.24	0.24	0.47	0.48	0.49
净利率	8.9%	7.4%	15.0%	14.4%	13.8%	回报率					
						净资产收益率	9.53%	7.12%	17.78%	16.11%	14.73%
						总资产收益率	3.09%	2.43%	5.46%	5.61%	5.45%
						投入资本收益率	13.30%	10.95%	20.19%	22.39%	25.43%
						增长率					
						营业总收入增长率	6.57%	-3.06%	20.42%	6.48%	6.29%
						EBIT增长率	29.74%	-30.56%	71.89%	2.85%	2.70%
						净利润增长率	-10.67%	-18.81%	143.49%	2.13%	1.95%
						总资产增长率	13.78%	4.23%	7.47%	-0.49%	4.83%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	58.5	65.2	61.7	62.4	62.6
						存货周转天数	10.8	10.0	10.0	9.8	9.9
						应付账款周转天数	275.0	282.3	283.0	281.4	282.1
						固定资产周转天数	366.7	456.9	382.9	359.0	335.6
						偿债能力					
						净负债/股东权益	1.19%	-3.33%	0.53%	-21.02%	-81.68%
						EBIT利息保障倍数	4.8	4.0	5.9	5.7	5.5
						资产负债率	68.38%	66.81%	70.13%	66.12%	63.93%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2,297	1,883	4,543	4,640	4,731
加: 折旧和摊销	1,950	2,039	2,109	2,211	2,310
资产减值准备	629	0	0	0	0
公允价值变动损失	-7	14	-10	2	2
财务费用	1,455	1,240	1,251	1,332	1,416
投资收益	-113	-80	-100	-100	-100
少数股东损益	-81	-48	-159	-162	-166
营运资金的变动	-5,858	-1,691	1,555	1,876	-1,333
经营活动现金净流	4,460	2,282	9,349	9,961	7,025
固定资本投资	-10,716	-1,598	-1,500	-1,500	-1,500
投资活动现金净流	-1,489	-1,065	-1,600	-1,600	-1,600
股利分配	-715	-715	-1,411	-1,441	-1,469
其他	-5,476	1,760	-2,953	-5,627	-2,226
筹资活动现金净流	-6,191	1,045	-4,363	-7,068	-3,694
现金净流量	-3,221	2,262	3,386	1,293	1,731

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。