

新集能源 (601918.SH) 煤电一体化，稳健的华东区域动力煤龙头

2022 年 07 月 24 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

陈晨（分析师）

chenchen1@kysec.cn

证书编号：S0790522040001

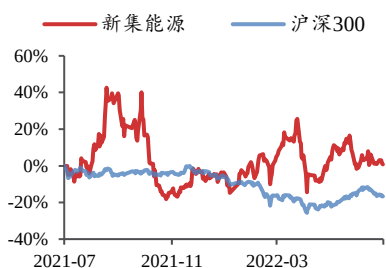
薛磊（联系人）

xuelei@kysec.cn

证书编号：S0790121120050

日期	2022/7/22
当前股价(元)	4.92
一年最高最低(元)	7.26/4.02
总市值(亿元)	127.45
流通市值(亿元)	127.45
总股本(亿股)	25.91
流通股本(亿股)	25.91
近 3 个月换手率(%)	152.86

股价走势图



数据来源：聚源

● 长协煤+火电优质标的，具备三方面亮点，首次覆盖，给予“增持”评级

公司具备三方面亮点，一是公司煤炭业务以长协煤为主，占比超过 80%，业绩稳健；二是公司煤电一体化产业链布局完善，市场化改革提升电价，2022 年起公司电力板块盈利有望提升；三是 2022 年板集煤矿开始投产，煤矿产量存在增量。我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 27.62/30.08/ 31.10 亿元，同比增长 13.48%/8.92%/3.37%，折合 EPS 分别是 1.07 /1.16/ 1.20 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.6/4.2/4.1 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 煤炭业务：煤炭储量丰富，华东区位优势

公司矿权内资源储量 62.70 亿吨，可采储量约为 20 亿吨，所产煤种属于气煤和 1/3 焦煤，以动力煤为主，商品煤发热量在 4500-4800cal/g 左右，硫含量低于 0.4%；公司旗下有五大煤炭在产矿井：新集一矿（180 万吨/年），新集二矿（270 万吨/年），刘庄煤矿（1100 万吨/年），口孜东矿（500 万吨/年），板集煤矿（300 万吨/年），生产矿井合计（权益）产能 2350 万吨/年。

● 煤炭业务：高长协叠加区位优势，盈利能力稳定

公司临近长江三角洲，区位优势明显，相比陕西、山西以及内蒙煤企，具有较大的运距优势；公司长协煤占比超过 80%，煤炭整体盈利稳健；安徽为煤炭净流入省份，长协煤定价（包括动力煤现货上限价）相比其他省份具有一定溢价。

● 煤电业务：煤电一体化布局完善，电力市场改革提供机遇

公司业务布局完善，煤电一体化优势显著。公司控股了利辛电厂一期（2*1000MW），参股了宣城电厂（1*660MW,1*630MW），还有利辛电厂二期（2*660MW）在建。公司沐浴电力市场改革春风，2022 年售电价格大幅提升，电力板块盈利能力有望显著加强。

● **风险提示：**（1）煤价超预期下跌风险；（2）安全生产风险；（3）产能爬坡不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,355	12,489	15,435	16,239	16,584
YOY(%)	-9.4	49.5	23.6	5.2	2.1
归母净利润(百万元)	847	2,434	2,762	3,008	3,110
YOY(%)	47.0	187.3	13.5	8.9	3.4
毛利率(%)	37.1	43.0	42.3	42.8	43.0
净利率(%)	10.1	19.5	17.9	18.5	18.8
ROE(%)	13.3	24.6	23.0	20.2	17.4
EPS(摊薄/元)	0.33	0.94	1.07	1.16	1.20
P/E(倍)	15.0	5.2	4.6	4.2	4.1
P/B(倍)	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：煤电一体化的综合能源供应商	4
2、 煤炭业务：高长协压舱石，区位优势明显	6
2.1、 公司煤炭储量丰富，华东区位优势	6
2.2、 高比例长协叠加区位优势，销售价格稳健	7
2.3、 成本控制水平较高，盈利能力较强	9
3、 火电业务：煤电一体化布局完善，电力市场改革提供机遇	12
3.1、 公司煤电一体化布局完善	12
3.2、 电力市场改革不断，火电板块有望盈利改善	13
4、 盈利预测与估值	16
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

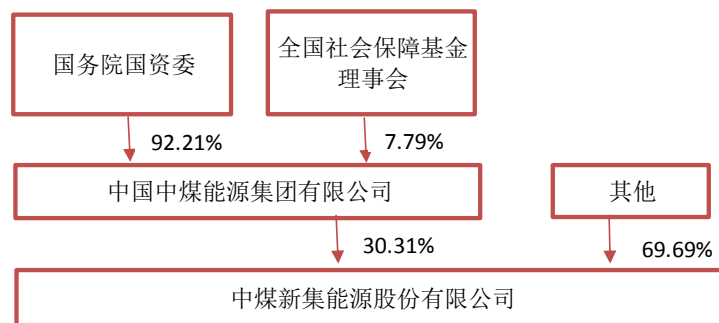
图 1： 中煤能源集团有限责任公司持股 30.31%，是公司单一控股股东	4
图 2： 营业收入中煤炭占比超过 60%	5
图 3： 2021 年毛利结构，煤炭占比超过 90%	5
图 4： 2021 年营业收入大幅走高	5
图 5： 2021 年归母净利润大幅走高	5
图 6： 2021 年公司销售均价提升明显（元/吨）	9
图 7： 公司煤炭产量持续提升	9
图 8： 2021 年公司煤炭对外销售比率有所提升	9
图 9： 2021 年煤炭板块营业收入大幅提升	10
图 10： 2021 年煤炭板块毛利大幅提升	10
图 11： 2021 年煤炭板块营业成本有一定提升	10
图 12： 2021 年公司煤炭单位销售成本提升了 15.6%	10
图 13： 2021 年煤炭业务人工成本占比继续提升	11
图 14： 2020 年煤炭业务成本中人工成本占比较高	11
图 15： 2021 年利辛电厂发电量有所提升	12
图 16： 利辛电厂安全稳定运营多年	12
图 17： 2021 年煤价提升，公司成本上升较快	13
图 18： 受到煤价影响，2021 年电力板块毛利率下降较多	13
图 19： 2021 年燃料成本占比超过 85%	14
图 20： 2020 年燃料成本占比为 82.75%	14
图 21： 2021 年公司上网电量提升较大	15
表 1： 公司主要子公司分工明确	4
表 2： 公司具有煤炭储量丰富优势	6
表 3： 2022 年板集煤矿预转固有望带来一定产量增长	7
表 4： 2022 年各地长协价格，安徽省长协上下限较高	8
表 5： 销售均价同业比较中，新集能源处于中游水准	8
表 6： 单位成本同业比较中，新集能源处于中游水准	11

表 7： 2021 年受益于市场景气，公司煤炭板块收入、毛利率同步提升	11
表 8： 公司火电业务产业链一体化布局完善	12
表 9： 2021 年公司电力板块因成本上升，盈利有所下滑	15
表 10： 煤炭板块盈利预测	16
表 11： 火电板块盈利预测	17
表 12： 可比公司比较中，新集能源估值相对偏低	17

1、公司概况：煤电一体化的综合能源供应商

中国中煤能源集团有限公司持股 30.31%，是公司控股股东。新集能源（601918.SH）是由国家开发投资公司、国华能源有限公司、安徽新集煤电（集团）有限公司于 1997 年 12 月发起设立，并于 2007 年 12 月在上交所首发上市。2016 年 12 月，经国务院国资委批复，国投公司将持有的公司 30.31% 股份无偿划转至中煤集团，中煤集团成为公司控股股东。截至 2022 年 3 月 31 日，控股股东中国中煤能源集团有限公司持股 30.31%，为公司控股股东，实际控制人为国务院国资委。

图1：中煤能源集团有限责任公司持股 30.31%，是公司单一控股股东



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司主要经营以煤炭开采、煤炭洗选和火力发电为主的能源项目，主要产品为煤炭和火电。公司本部有两座矿井，分别是新集一矿和二矿。公司旗下各个子公司分工明确，业务清晰：刘庄矿业负责运营刘庄煤矿，阜阳矿业负责运营口孜东煤矿，利辛矿业负责运营板集煤矿，利辛发电有限公司负责运营利辛电厂，产品为火电；中煤（安徽）售电有限公司主营业务为售电，积极延伸火电产业链。

表1：公司主要子公司分工明确

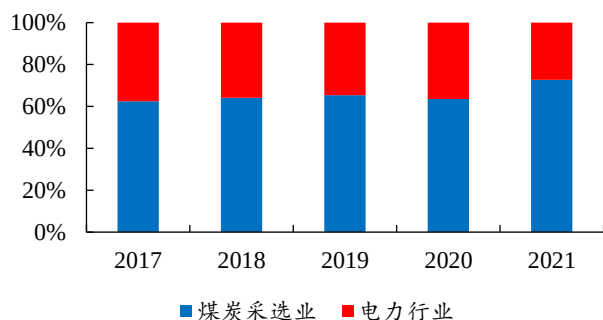
子公司名称	持股比例	业务性质	具体业务
中煤新集刘庄矿业有限公司	100%	煤炭采选业	营运刘庄煤矿
中煤新集阜阳矿业有限公司	100%	煤炭采选业	营运口孜东矿
中煤新集利辛发电有限公司	55%	火力发电	营运利辛电厂
中煤新集利辛矿业有限公司	100%	煤炭采选业	营运板集煤矿
中煤（安徽）售电有限公司	100%	电力、热力生产和供应业	经营售电业务

资料来源：公司公告、开源证券研究所

新集能源主营业务为煤炭生产与销售和火力发电，并且不断布局煤电一体化。2017 年以后，公司营业收入结构中，煤炭板块的营业收入超过 60%，2021 年由于煤炭市场景气，煤炭营收占比超过 70%；从毛利结构来看，煤炭板块的影响力更大，2020 年煤炭板块的毛利贡献率为 77%，2021 年为 95%。此外，公司的发力重点为煤电一体化业务，在控股利辛电厂一期项目（2*1000MW）、参股宣城电厂（1*660MW,1*630MW）的基础上，继续积极筹建利辛电厂二期发电项目（2*660MW）。

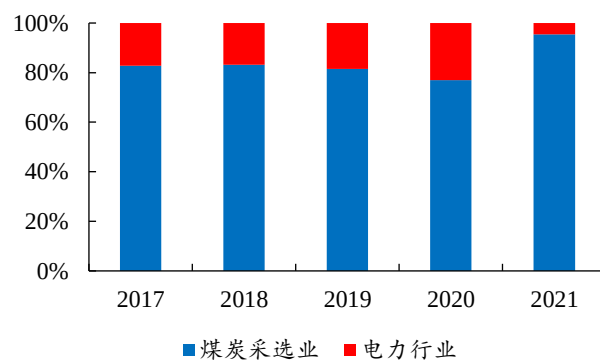
同时，2018 年公司成立了中煤（安徽）售电有限公司，开展电力销售、电力网络投资建设、能源互联网交易服务以及碳排放权交易等业务，公司煤电一体化布局逐渐完善。

图2：营业收入中煤炭占比超过 60%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

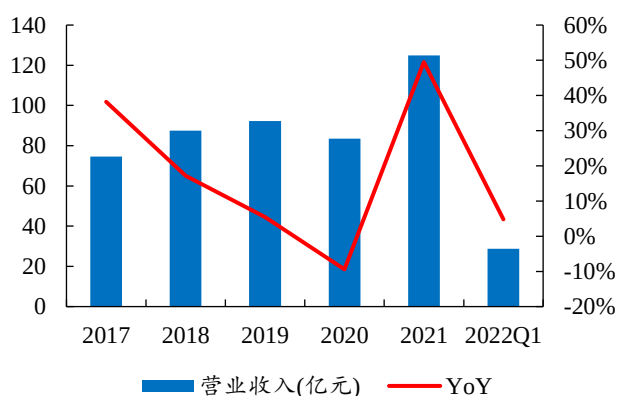
图3：2021 年毛利结构，煤炭占比超过 90%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

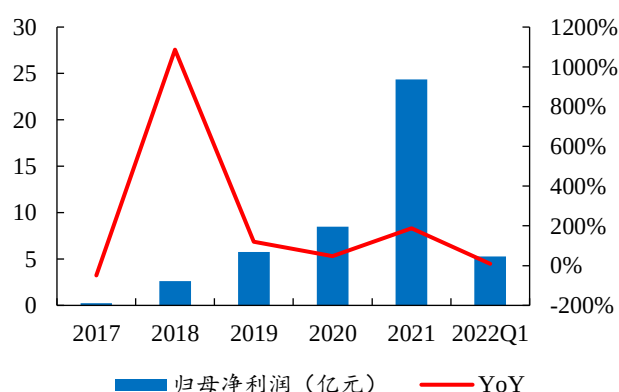
2021 年，公司业绩发力，2022Q1，产量不足暂时抬升成本。2021 年全年，由于煤炭价格持续增长，公司产销两旺，量价齐升，最终业绩表现非常亮眼，营业总收入达到 124.89 亿元，实现归属于上市公司股东净利润 24.34 亿元，同比增长 187.3%，创公司历史新高。2022 年 Q1，因为受疫情影响，公司所属新集一矿停产防疫 3 天，主力矿井刘庄煤矿在 2 月份按计划停产进行年度检修，同时板集矿开采薄煤层，因此一季度产量较少，对煤质和开采成本有一定影响。综合以上因素，公司一季度商品煤产销量和煤质同比有所下降，公司 2022Q1 营收为 28.8 亿元，同比增长 4.5%，归母净利润为 5.28 亿元，同比增长为 7.5%。

图4：2021 年营业收入大幅走高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2021 年归母净利润大幅走高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、煤炭业务：高长协压舱石，区位优势明显

2.1、公司煤炭储量丰富，华东区位优势

公司资源储量优势明显。根据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》（发改能源[2005]2633号），公司矿区总面积约1,092平方公里，含煤面积684平方公里，资源储量101.6亿吨，资源储量约占安徽省四大煤炭企业（其余三家为淮河能源、淮北矿业、皖北煤电）总资源量的40%。截至2021年末，公司矿权内资源储量62.70亿吨，现有矿权向深部延伸资源储量26.51亿吨，共计89.21亿吨，为公司今后可持续发展奠定坚实的资源基础（来自公司2021年报）。**公司煤质优越**，所产煤种属于气煤和1/3焦煤，质量稳定，具有中低灰，特低硫、特低磷和中高发热量等特征，商品煤发热量在4500-4800cal/g左右，尤其是全硫含量低于0.4%，这一优势可以很大限度地减少大气污染，具有燃煤热效率较高且节省环保费用优势，特别是可以降低脱硫装置的大额投资，是深受客户青睐的环保型动力煤商品。

截至2022年12月31日，公司旗下有五大煤炭矿井，生产矿井核定生产能力分别为：新集一矿（180万吨/年），新集二矿（270万吨/年），刘庄煤矿（1100万吨/年），口孜东矿（500万吨/年），板集煤矿（300万吨/年），生产矿井合计产能2350万吨/年，权益产能为2350万吨/年（占比100%）；其中板集煤矿及选煤厂项目于2021年3月29日开始联合试运转。2021年12月31日，板集矿井及选煤厂项目试运行结束，整体进行预转固。

表2：公司具有煤炭储量丰富优势

主要矿区	主要煤种	资源量（万吨）	可采储量（万吨）	核定产能（万吨）
新集一矿（在产）	气煤、1/3焦煤	44211.1	14324.8	180
新集二矿（在产）	气煤、1/3焦煤	41640.2	17185.35	270
刘庄煤矿（在产）	气煤、1/3焦煤	143298.1	61047.3	1100
口孜东矿（在产）	气煤、1/3焦煤	73898.3	36244.9	500
板集煤矿（在产）	气煤、1/3焦煤	52660.6	29594	300
杨村煤矿（列入国家去产能矿井）	气煤、1/3焦煤	88293	38420.5	-
合计		444001.3	196816.9	2350

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：煤炭储量数据为2021年末数据

刘庄煤矿：煤质优越，产能领先。刘庄煤矿位于安徽省阜阳市颍上县境内，井田面积82平方公里，煤质优良，属中灰、低硫-特低硫、低磷-特低磷、中高发热量的优质气煤，主要用作动力煤用途。刘庄煤矿于2003年初开工建设，一期工程（300万吨/年）于2006年10月建成。矿井采用高度自动化控制系统和先进的设备，被誉为全国第一座“数字化矿井”。在建设中，矿井设计为立井、集中大巷、分区开拓、分区通风、集中出煤的开拓方式。工作面顶板采用全部跨落法管理，推进方向为后退式。2009年9月，刘庄矿井被国家核准生产能力为800万吨/年。2012年，刘庄煤矿产能提升至1140万吨，成为华东地区首个通过核准的超千万吨级矿井。2018年，经国家煤矿安监局第37次局长办公会议研究决定，同意刘庄煤矿生产能力由1140万

吨/年核减为 1100 万吨/年。截至 2022 年 4 月，刘庄煤矿集控中心综合自动化系统平台升级改造正在进之中，未来生产经营效率有望提升。

口孜东矿：口孜东矿井位于阜阳市颍东区境内，设计年生产能力为 500 万吨，是公司在安徽省阜阳市建设的第二对特大型矿井。2012 年，口孜东矿顺利实现建成试生产。

新集一矿和新集二矿：新集一矿位于安徽省淮南市凤台县新集镇，是新集矿区开发建设的第一对矿井，1993 年 7 月投产，当时核定产能为 90 万吨/年，2010 年内产能提升至 390 万吨/年，该矿井采用立井多水平开拓，主要采用综合机械化采煤。新集二矿又名花家湖矿，位于安徽省淮南市凤台县城西约 12 公里处，1996 年建成投产，产能为 300 万吨/年，后来核定产能降为 290 万吨/年。2018 年，经国家煤矿安监局第 37 次局长办公会议研究决定，新集一矿生产能力由 390 万吨/年核减为 180 万吨/年，新集二矿生产能力由 290 万吨/年核减为 270 万吨/年，新集两大矿井合计产能为 450 万吨/年。

板集煤矿：专供利辛发电厂，煤电一体化排头兵。板集矿井及选煤厂项目于 2006 年 8 月正式核准建设，设计产能为 300 万吨/年；2015 年 12 月，国务院国资委将板集煤矿纳入去产能矿井范围，矿井停工缓建。2016 年 9 月，集团公司启动板集煤矿复建准备工作；2017 年 10 月，国务院国资委批复同意板集煤矿不再纳入去产能矿井范围；2018 年 10 月，板集煤矿正式复工建设。2021 年 3 月 29 日，板集矿井及选煤厂项目开始联合试运转。板集煤矿联合试运转期间所产煤炭全部用于供应利辛发电，金额为 6.6 亿元，约占利辛发电 2021 年采购煤炭总额比例的 25%。2021 年 12 月 31 日，板集矿井及选煤厂项目试运行结束，整体进行预转固。

表3：2022 年板集煤矿预转固有带来一定产量增长

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
原煤产量（万吨）	1655.47	1768.87	1888.37	1870.25	2010.56	2250	2350	2350
商品煤产量（万吨）	1333.51	1520	1598.1	1617.46	1696.03	1912.5	1997.5	1997.5
洗选比率	80.55%	85.93%	84.63%	86.48%	84.36%	85%	85%	85%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、高比例长协叠加区位优势，销售价格稳健

临近长江三角洲，区位优势明显。公司地处安徽省中部，紧邻经济发达但能源缺乏的长江三角洲地区，华东地区经济总量规模及发展对电力能源保持了长期的需求，公司贴近主要客户所在地，运输较西北及北方煤炭生产基地相比，距离近了 1000 公里以上，具有供应灵活和运输成本低的优势，所属矿区内铁路运输十分便捷：矿区铁路专用线与国铁阜淮线接轨，东连京沪线直达华东地区，南接淮南线通过铁水联运直达沿江沿海地区，西通京九线可达到江西、广东、福建等市场。在水路上，公司煤炭可经过淮河黄金通道水运至长江，再经长江通道或京杭运河至江浙等地区。在公路上，可直接运输到蚌埠、阜阳、六安等周边市场，辐射半径达 160 公里以上。

根据 2022 年 02 月 24 日，发改价格〔2022〕303 号，《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，以及《安徽省发展改革委关于落实煤炭市场价格形成机制有关事项的通知》，相比于山西、陕西、蒙西、蒙东以及秦皇岛港，安徽（折算 5500 千卡）长协价的价格合理区间为 600—820 元/吨，价格上下限分别比山西地区坑口高出 230 元/吨和 250 元/吨：因为长协价格确定区间的原则为省产煤炭与外调煤炭到燃煤电厂价格相近的原则，安徽地理位置靠近华东地区，无需长距离铁路运输的优越性给予了公司得天独厚的优势。

表4：2022 年各地长协价格，安徽省长协上下限较高

地区	热值	价格合理区间（元/吨）	是否含税
山西	5500 千卡	370—570	是
陕西	5500 千卡	320—520	是
蒙西	5500 千卡	260—460	是
蒙东	3500 千卡	200—300	是
蒙东（折算 5500 千卡）	5500 千卡	314—471	是
安徽	5000 千卡	545—745	是
安徽（折算 5500 千卡）	5500 千卡	600—820	是
秦皇岛港下水煤	5500 千卡	570—770	是

资料来源：国家发改委、开源证券研究所

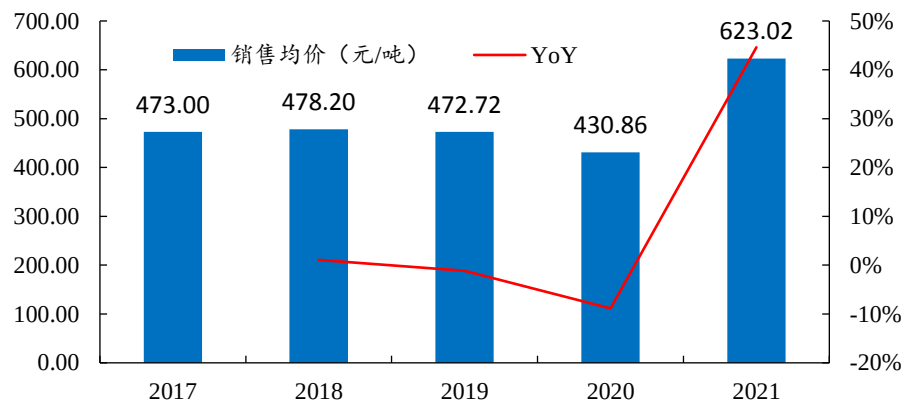
公司长协煤比重较大，业绩稳健增长。虽然公司长协煤比例超过 80%，但由于安徽属于煤炭净流入省份，公司参考安徽省发改委所确定的长协价格，上下限相较于其余产煤大省较高：2021 年公司平均售价为 623.0 元/吨（合并抵销前），在同业公司中处于中游，高于中国神华和昊华能源等。从售价提升幅度来看，2021 年公司销售均价同比提升了 44.6%，在同业中处于中游水平，高于中国神华，落后于以市场煤为主的昊华能源等。

表5：销售均价同业比较中，新集能源处于中游水准

销售均价（元/吨）	2017	2018	2019	2020	2021	变动率
昊华能源	425.40	365.56	317.40	274.68	514.05	87.15%
中国神华	339.66	338.02	376.37	366.83	517.46	41.06%
兖矿能源	494.17	542.02	524.92	419.44	716.80	70.89%
陕西煤业	361.47	362.45	362.30	347.41	583.58	67.98%
晋控煤业	429.75	405.76	383.55	379.93	582.94	53.43%
山煤国际	391.91	315.17	336.87	326.45	634.51	94.37%
潞安环能	541.66	565.40	537.62	465.07	793.96	70.72%
新集能源	473.00	478.20	472.72	430.86	623.02	44.60%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

备注：（1）中国神华包含自产煤和贸易煤，其他公司皆为自产煤；（2）新集能源售价为合并抵销前数据

图6：2021 年公司销售均价提升明显（元/吨）


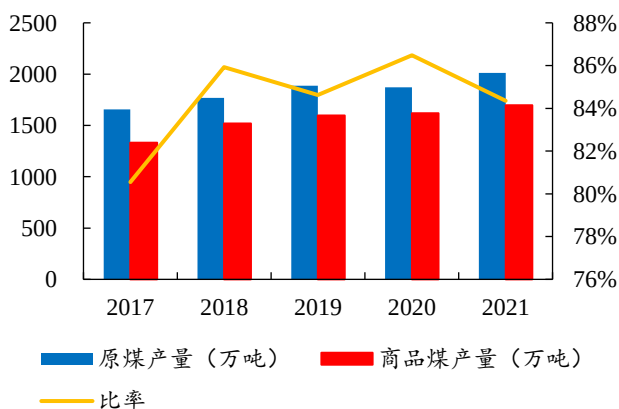
数据来源：公司公告、开源证券研究所

备注：新集能源售价为合并抵销前数据

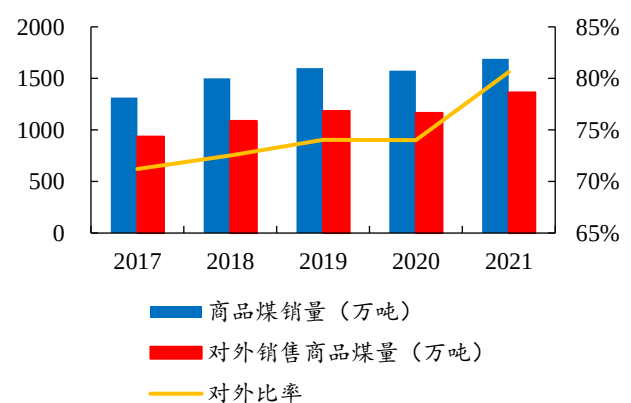
2.3、成本控制水平较高，盈利能力较强

2021 年，公司产销两旺。2021 年公司生产原煤 2010.56 万吨，同比提升 7.5%，生产商品煤 1696.03 万吨，同比增长 4.86%。公司原煤洗选为商品煤比率为 84.36%，比起 2020 年的 86.48%略有下降，近年来基本保持在 85%水平。公司 2021 年销售商品煤 1690 万吨，同比提升 7.27%，对外销售商品煤 1363 万吨，同比提升 16.87%，外销比例为 80.62%，相比 2020 年 74%提升了 6.6 个 pct。公司对内销售的煤炭主要是供给利辛电厂（控股电厂，内销量体现在报表中，每年大约 400 万吨）和宣城电厂（参股电厂，内销量未体现在报表中），2021 年 3 月，板集煤矿开始联合试运转，期间所产煤炭全部用于内部供应利辛电厂来火力发电，由于 2021 年板集煤矿还未转固，产量不计入上述产量口径，所以导致公司有更高比例的煤炭可以外销。

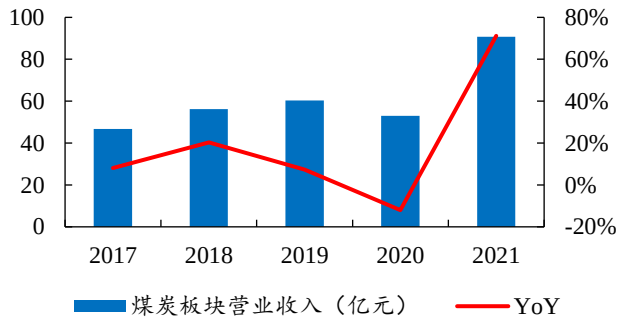
量价齐升，2021 年公司煤炭板块业绩表现亮眼。2021 年公司煤炭板块营业收入为 90.8 亿元，创下历史新高，同比增速为 71.16%，煤炭板块毛利为 51.30%，同样创下历史新高，同比增速高达 115.09%。

图7：公司煤炭产量持续提升


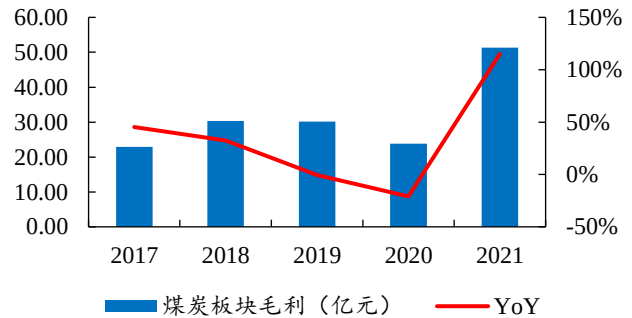
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2021 年公司煤炭对外销售比率有所提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2021 年煤炭板块营业收入大幅提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

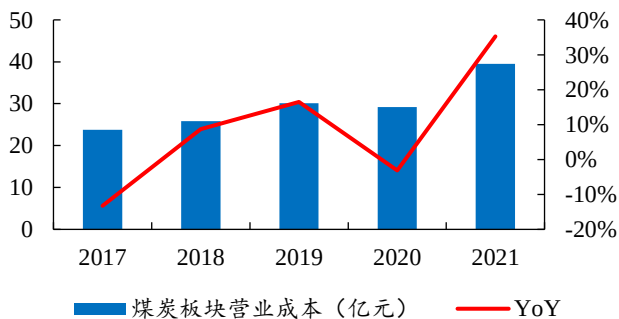
图10：2021 年煤炭板块毛利大幅提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

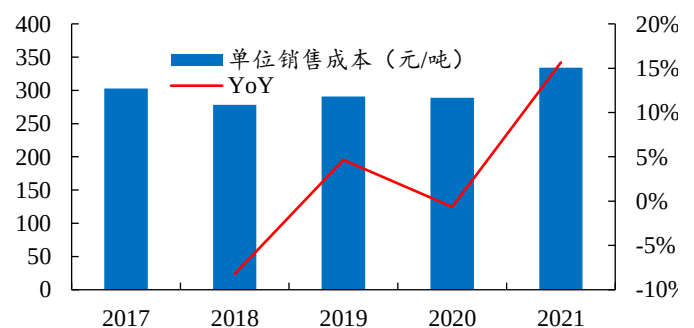
从成本角度来看，2021 年公司成本有一定幅度的提升。成本的提升体现在两个方面：一是煤炭板块的总体营业成本，2021 年提升至 39.5 亿元，同比提升了 35.27%，部分原因是因为公司产量增加所导致的各项成本的提升。二是煤炭板块的单位成本，2021 年为 334.2 元/吨（合并抵销前），同比提升了 15.6%。单位成本的提升原因：（1）大宗商品涨价导致材料费用上升。（2）2020 年受到疫情影响，国家出台了社保单位缴费部分减半征收的优惠政策，导致了 2020 年人工成本基数小。（3）煤炭价格上涨导致了电力费用的一定幅度的提升。

成本的同业比较：就单位成本而言，公司 2021 年成本为 334.2 元/吨，在同业中处于中游水平，高于山煤国际、陕西煤业、昊华能源等，就单位成本的提升角度而言，公司 2021 年同比提升 15.6%，同业中属于中游水平。

从煤炭业务的成本拆分来看：公司成本结构比较稳定，人力成本是主要支出，2020 年总成本占比超过 40%，且 2021 年继续提升至 41.95%，同时材料成本由于大宗商品价格的总体上涨，2021 年有一定水平的提升。公司煤炭业务的维简费和安全费用与产量直接挂钩，占比稳定，除新集二矿是按照原煤产量 50 元/吨提取安全费用外，公司生产矿井按照 30 元/吨提取安全生产费用，同时按原煤产量 11 元/吨提取维简费。

图11：2021 年煤炭板块营业成本有一定提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2021 年公司煤炭单位销售成本提升了 15.6%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

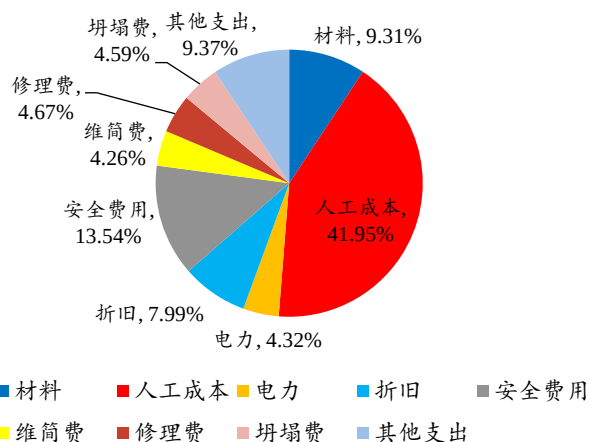
备注：公司单位销售成本数据为合并抵销前数据

表6：单位成本同业比较中，新集能源处于中游水准

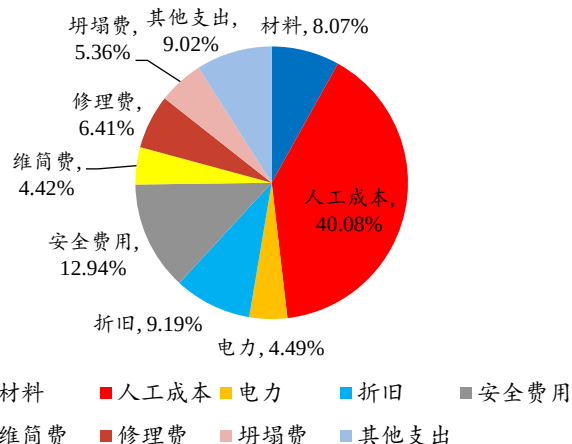
单位成本（元/吨）	2017	2018	2019	2020	2021	变动率
昊华能源	212.91	146.30	120.33	150.39	131.19	-12.77%
中国神华	235.38	242.66	274.33	266.32	374.64	40.67%
兖矿能源	206.65	250.33	258.14	217.15	332.52	53.13%
陕西煤业	119.09	130.11	133.46	161.51	220.15	36.31%
晋控煤业	195.11	188.39	165.19	241.33	257.08	6.52%
山煤国际	147.52	106.12	125.79	155.68	180.96	16.24%
潞安环能	296.50	321.65	312.09	298.72	374.12	25.24%
新集能源	302.91	278.00	290.92	288.99	334.20	15.64%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

备注：（1）中国神华包含自产煤和贸易煤，其他公司皆为自产煤；（2）新集能源为合并抵销前数据

图13：2021年煤炭业务人工成本占比继续提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图14：2020年煤炭业务成本中人工成本占比较高


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表7：2021年受益于市场景气，公司煤炭板块收入、毛利率同步提升

煤矿板块总体情况	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
煤炭板块营业收入（亿元）	46.67	56.16	60.29	53.05	90.8
煤炭板块营业成本（亿元）	23.78	25.86	30.13	29.2	39.5
煤炭板块毛利（亿元）	22.89	30.3	30.16	23.85	51.3
商品煤销量（万吨）	1314.58	1500.25	1599.04	1575.46	1690.07
吨煤销售均价（元）	355.02	374.34	377.04	336.73	537.26
销售均价 YOY	15.5%	5.44%	0.72%	-10.69%	59.55%
吨煤成本（元）	180.89	172.37	188.43	185.34	233.72
吨煤成本 YOY	-7.29%	-4.71%	9.31%	-1.64%	26.10%
吨煤毛利（元）	174.12	201.97	188.61	151.38	303.54
毛利率（%）	49.05%	53.95%	50.02%	44.96%	56.50%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

备注：煤炭营业收入和营业成本为合并抵销后数据

3、火电业务：煤电一体化布局完善，电力市场改革提供机遇

3.1、公司煤电一体化布局完善

公司火电业务布局完善，一体化优势显著。公司控股了利辛电厂（2*1000MW），参股了宣城电厂（1*660MW,1*630MW），拥有新集一矿、二矿两个低热值煤电厂，总装机容量为 331.4 万千瓦。公司控股电厂用煤 100% 由公司提供，参股电厂（宣城电厂）用煤 90% 左右由公司提供，2021 年 12 月 31 日，板集煤矿预转固，未来预计为利辛电厂稳定提供优质电煤。同时，公司还在 2018 年成立了中煤（安徽）售电有限公司，进军下游售电领域，直接对接用电客户，形成了上游煤炭采选—中游发电—下游售电的一体化产业链完整布局。

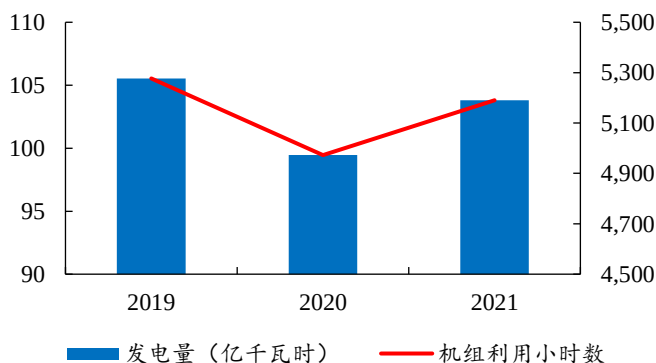
表8：公司火电业务产业链一体化布局完善

名称	股权比例	简介
利辛电厂一期	55%	公司控股电厂，旗下的 2*1000MW 发电机组为超超临界燃煤发电机组
宣城电厂	49%	公司参股电厂，旗下的 1*660MW,1*630MW 发电机组为超超临界燃煤机组
利辛电厂二期	100%	在建中，2*660MW 超超临界二次再热燃煤发电机组及配套系统，预计 2024 年投运
中煤（安徽）售电有限公司	100%	公司全资子公司，参与电力市场交易，帮助公司拓展下游客户
板集煤矿	100%	公司全资控股，2021 年试运行期间所产煤炭全部供给利辛电厂

资料来源：公司公告、开源证券研究所

利辛电厂一期：利辛电厂是安徽省首个百万千瓦级煤电一体化项目，也是中煤集团首个百万千瓦级坑口电站项目，一期工程为 2×1000MW 超超临界燃煤高效发电机组，项目于 2014 年 12 月开工建设，1、2 号机组分别于 2016 年 8 月、10 月投入运行。属于大型坑口电厂，已经安全稳健运行多年。**2021 年利辛电厂发电量为 103.81 亿千瓦时，机组利用小时数 5190.26 小时，发电效率、盈利能力均居于安徽省前列。利辛电厂一期作为坑口电厂，符合国家发展战略。**2019 年 9 月，国家发改委、国家能源局印发了《关于加大政策支持力度进一步推进煤电联营工作的通知》，明确提出要重点发展坑口煤电一体化，优化推进中东部省份煤电联营，鼓励发展低热值煤综合利用。公司煤电一体化战略整体上符合国家政策导向。

图15：2021 年利辛电厂发电量有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：利辛电厂安全稳定运营多年



资料来源：公司官网

利辛电厂二期：2021年1月，安徽发改委核准批复了利辛板集电厂二期项目，项目选址位于亳州市利辛县胡集镇和新张集乡。扩建2台660MW超超临界燃煤发电机组，同步建设脱硫、脱硝、除尘、除灰渣及二次循环冷却系统，配套建设储灰系统、供排水系统、废水处理系统、输煤栈桥等，储煤系统等依托板集煤矿，设备年利用小时数5000小时，建成后年发电量约为70亿度。工程计划总投资537488万元，其中环保投资58813.1万元，占总投资的10.94%。根据公司公告，该项目拟定于2022年开工建设，2024年投运。

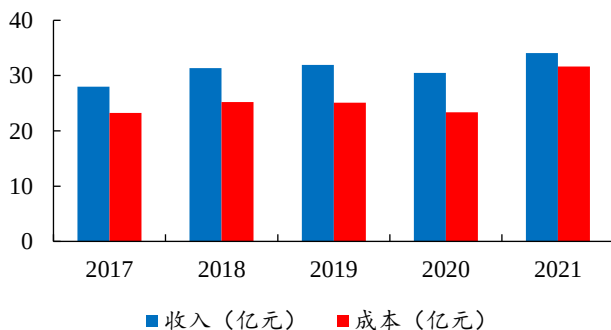
中煤（安徽）售电有限公司：2018年8月，公司出资20100万元人民币，设立中煤（安徽）售电有限公司，2018年10月28日，与安徽省电力交易中心签订入市协议。售电公司自成立以来，积极参与电力市场交易，抢占电力市场份额，促进公司煤电产业联动发展，2021年成交电量为27.51亿千瓦时，显著增强公司的核心竞争力和盈利能力，是公司建成华东煤电一体化基地目标的重要组成部分。

3.2、电力市场改革不断，火电板块有望盈利改善

2021年，公司电力板块受到成本端煤炭价格影响，盈利水平下挫明显：2021年毛利为2.46亿元，同比下降65.45%。毛利率从2020年的23%下降至2021年的7%。

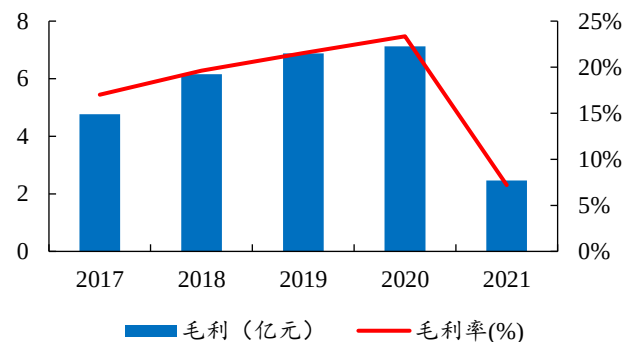
从成本结构看来，电力板块的成本中燃料成本占比较大，2021年煤炭价格大幅提升的情况下，公司电力板块燃料成本占比超过85%，成本端承压导致公司盈利下滑。

图17：2021年煤价提升，公司成本上升较快



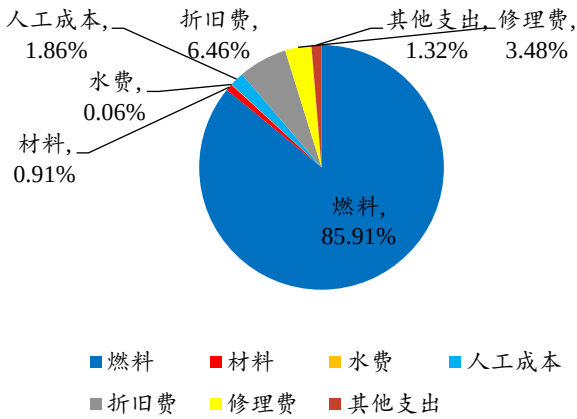
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：受到煤价影响，2021年电力板块毛利率下降较多



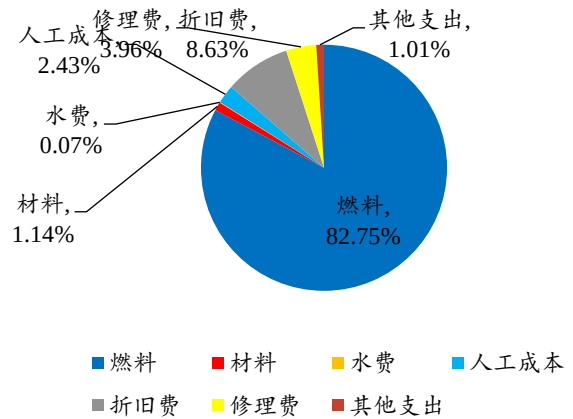
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19： 2021 年燃料成本占比超过 85%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20： 2020 年燃料成本占比为 82.75%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2022 年至今，受益电力市场改革影响，公司电力板块售价提升约 70 元/兆瓦时，电力板块毛利率预计有较大提升。

电价改革历程简单复盘：2016 年 12 月 31 日，国家发改委发布了《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》。明确了煤电价格联动机制电价调整的依据是中国电煤价格指数，联动机制以一个年度为周期，由发展改革委统一部署启动，以省（区、市）为单位组织实施。按联动机制调整的上网电价和销售电价实施时间为每年 1 月 1 日。**该通知完善了煤电价格联动机制，利于合理引导社会预期，促进煤电市场稳定。**

2018 年开始，连续降价，电企盈利承压：2018 年两会，政府工作报告指出要“降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低 10%”。**2019 年，再降价 10%。**2019 年初，国务院《2019 年政府工作报告》中提出：深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低 10%。

2019 年开始逐步确立市场化定价机制，2021 年进一步提升浮动幅度，电企盈利空间逐步提升：2019 年 9 月，国务院常务会议决定，从 2020 年 1 月 1 日起，取消煤电价格联动机制，将标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，其中 2020 年暂不上浮。2021 年 10 月，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》指出，扩大市场交易电价上下浮动范围。**将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制。**

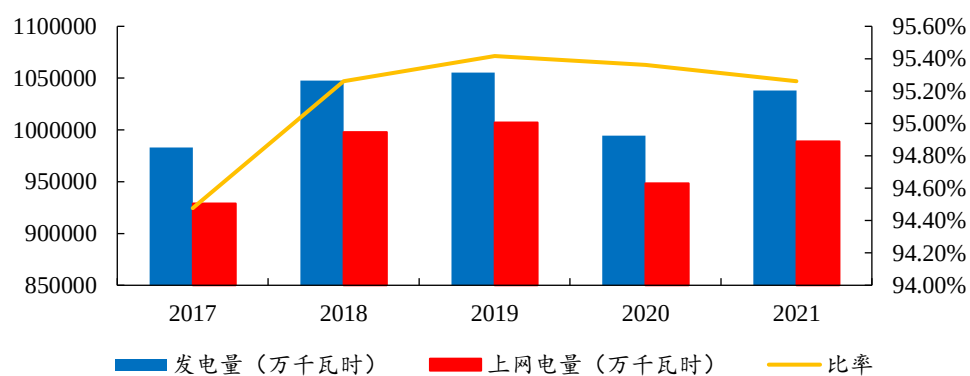
受益电价改革，公司所处安徽省上网电价大幅提升。根据安徽省 2022 年 5 月份电力市场月度集中交易成交结果，成交电价为 461.28 元/兆瓦时，相比安徽省燃煤基准电价 384.4 元/兆瓦时有 20%的溢价提升（76.88 元/兆瓦时）。新集能源地处安徽，全资子公司中煤（安徽）售电有限公司参与电力市场交易，受益电价提升影响，2022 年电厂端盈利预计改善。

表9：2021 年公司电力板块因成本上升，盈利有所下滑

	2017	2018	2019	2020	2021
收入（亿元）	28.00	31.34	31.95	30.50	34.09
成本（亿元）	23.24	25.19	25.07	23.38	31.63
发电量（万千瓦时）	983100	1047655	1055400	994534	1038052
上网电量（万千瓦时）	928800	998010	1007025	948405	988860
平均售价（元/千瓦时）	0.3015	0.3140	0.3173	0.3216	0.3447
平均成本（元/千瓦时）	0.2502	0.2524	0.2490	0.2465	0.3199

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2021 年公司上网电量提升较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

公司自产商品煤和火电等核心业务拆分的主要预测依据：

(1) 考虑 2022 年板集煤矿转固带来增量，我们预计 2022 年板集煤矿商品煤产量为 200 万吨，2023 年和 2024 年板集煤矿将全产运行，原煤产能为 300 万吨/年。我们预计煤炭市场保持高景气，2022/2023/2024 年产能利用率为 95.74%/100.00%/100.00%，2022/2023/2024 年总计公司商品煤预计产量为 1897/1998/2021 万吨。

(2) 考虑 2022 年行业维持高景气，且公司未来煤质有一定提升空间，我们预测 2022/2023/2024 年公司商品煤单位售价分别为 600/610/620 元/吨。考虑到成本随着新矿投产将逐步稳定，我们预计 2022/2023/2024 年公司商品煤单位成本分别为 285/290/295 元/吨。

(3) 考虑电力市场持续景气，并结合公司电厂功率实际情况，我们预测 2022/2023/2024 年公司发电量为 104/104/104 亿千瓦时，上网电量为 99.32/99.32/99.32 亿千瓦时，同时考虑到电力市场改革使得电费有较高的提升，我们预测 2022/2023/2024 年火电销售单价分别为 0.4082/0.4082/0.4082 元/千瓦时，火电单位成本分别为 0.3518/0.3518/0.3518 元/千瓦时。

盈利预测与估值：我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 27.62/30.08/31.10 亿元，同比增长 13.48%/8.92%/3.37%，折合 EPS 分别是 1.07/1.16/1.20 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.6/4.2/4.1 倍。我们选取煤炭业务与公司相近的 7 家公司，中国神华、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际、潞安环能、电投能源，2022-2023 年平均 PE 为 5.7/5.4，新集能源估值在同行中相对偏低；同时，新集能源具有较高比例的火电业务，考虑到火电行业的华能国际 2022-2023 年 PE 为 10.4/8.6，新集能源在火电行业中估值同样偏低。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表10：煤炭板块盈利预测

煤炭板块盈利预测	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
原煤产量（万吨）	1655.47	1768.87	1888.37	1870.25	2010.56	2250	2350	2350
商品煤产量（万吨）	1333.51	1520	1598.1	1617.46	1696.03	1896.75	1997.5	2021
洗选比率	80.55%	85.93%	84.63%	86.48%	84.36%	84%	85%	86%
商品煤销量（万吨）	1315	1500	1599	1575	1690.07	1896.75	1997.5	2021
产销率	98.58%	98.70%	100.06%	97.40%	99.65%	100%	100%	100%
营业收入（亿元）	46.67	56.16	60.29	53.05	90.8	113.81	121.85	125.30
平均售价（元）	355.02	374.34	377.04	336.73	537.26	600	610	620
市场价格参考（元）	545.17	581.91	534.59	500.04	877.64	948.80	950	950
价格比例	65.12%	64.33%	70.53%	67.34%	61.22%	63.24%	64.21%	65.26%
产能（万吨）	2320	2050	2050	2050	2050	2350	2350	2350
产能利用率	71.36%	86.29%	92.12%	91.23%	98.08%	95.74%	100.00%	100.00%
营业成本（亿元）	23.78	25.86	30.13	29.2	39.5	54.06	57.93	59.62
平均成本（元）	180.89	172.37	188.43	185.34	233.72	285	290	295
吨煤毛利（元）	174.12	201.97	188.61	151.38	303.54	315.00	320.00	325.00
毛利率	49.05%	53.95%	50.02%	44.96%	56.50%	52.50%	52.46%	52.42%

煤炭板块盈利预测	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总毛利(亿元)	22.89	30.3	30.16	23.85	51.3	59.75	63.92	65.68

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表11：火电板块盈利预测

火电板块盈利预测	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入(亿元)	28	31.34	31.95	30.5	34.09	40.55	40.55	40.55
成本(亿元)	23.24	25.19	25.07	23.38	31.63	34.95	34.95	34.95
发电量(万千瓦时)	983100	1047655	1055400	994534	1038052	1040000	1040000	1040000
上网电量(万千瓦时)	928800	998010	1007025	948405	988860	993200	993200	993200
平均售价(元/千瓦时)	0.3015	0.3140	0.3173	0.3216	0.3447	0.40823	0.40823	0.40823
平均成本(元/千瓦时)	0.2502	0.2524	0.2490	0.2465	0.3199	0.3518	0.3518	0.3518
上网与发电比率	94.48%	95.26%	95.42%	95.36%	95.26%	95.50%	95.50%	95.50%
利用小时数(小时)	4857	5238	5277	4973	5190	5200	5200	5200
功率(MW)	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
毛利(亿元)	4.76	6.15	6.88	7.12	2.46	5.60	5.60	5.60

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表12：可比公司比较中，新集能源估值相对偏低

名称	总市值(亿元)	预期归属上市公司股东净利润(亿元)			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中国神华	5,631	503	651	699	11.2	8.6	8.1
兖矿能源	1,787	163	269	287	11.0	6.6	6.2
陕西煤业	1,805	211	246	257	8.6	7.3	7.0
晋控煤业	234	47	59	61	5.0	4.0	3.8
山煤国际	289	49	56	59	5.9	5.2	4.9
潞安环能	403	67	98	104	6.0	4.1	3.9
电投能源	253	36	60	63	7.0	4.2	4.0
均值					7.8	5.7	5.4
新集能源	127	29	28	30	4.3	4.6	4.2
华能国际	1091	80	105	127	13.6	10.4	8.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：(1) 2022-2023 年归母净利润预测，除陕西煤业、华能国际是 Wind 一致预期，其余皆为开源证券研究所预测；(2) 股价日期为 2022 年 7 月 22 日收盘价。

5、风险提示

(1) 煤价超预期下跌风险。若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。

(2) 安全生产风险，公司所处的煤炭开采和火电发电皆属于高风险行业，存在安全生产方面风险。

(3) 新建产能达产速度不及预期，公司旗下板集煤矿正在产能爬坡期，如果产能爬坡不及预期，可能会影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1592	2869	3732	4439	6432
现金	468	1697	2094	3138	4739
应收票据及应收账款	473	580	721	648	750
其他应收款	276	169	381	198	393
预付账款	29	20	40	23	42
存货	248	290	383	319	396
其他流动资产	99	113	113	113	113
非流动资产	26875	28366	28718	29031	30301
长期投资	793	591	191	-210	-610
固定资产	16203	21753	21479	21170	21025
无形资产	1583	1765	2127	2482	2830
其他非流动资产	8296	4257	4922	5589	7056
资产总计	28467	31235	32450	33469	36733
流动负债	11032	9899	9740	8836	10272
短期借款	1730	1217	1217	1217	1217
应付票据及应付账款	2474	2372	3692	2636	3807
其他流动负债	6828	6310	4832	4983	5248
非流动负债	9733	11333	9950	8868	7585
长期借款	9331	8913	7530	6448	5165
其他非流动负债	402	2420	2420	2420	2420
负债合计	20765	21232	19691	17703	17857
少数股东权益	754	621	796	976	1158
股本	2591	2591	2591	2591	2591
资本公积	2149	2153	2153	2153	2153
留存收益	1512	3855	6574	9524	12570
归属母公司股东权益	6948	9382	11963	14790	17718
负债和股东权益	28467	31235	32450	33469	36733

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2034	4460	5732	4270	5970
净利润	1026	2463	2938	3188	3291
折旧摊销	923	973	930	969	1012
财务费用	854	759	721	675	615
投资损失	-38	206	205	206	208
营运资金变动	-477	100	940	-768	844
其他经营现金流	-255	-41	-1	-1	-1
投资活动现金流	-775	-319	-1486	-1488	-2490
资本支出	1051	423	753	713	1670
长期投资	-5	0	400	400	400
其他投资现金流	272	103	-333	-374	-419
筹资活动现金流	-1318	-2935	-3850	-1739	-1879
短期借款	-530	-513	0	0	0
长期借款	-118	-418	-1383	-1083	-1283
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	27	3	0	0	0
其他筹资现金流	-698	-2007	-2467	-656	-596
现金净增加额	-59	1206	397	1044	1601

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8355	12489	15435	16239	16584
营业成本	5257	7113	8900	9287	9456
营业税金及附加	272	421	540	568	580
营业费用	40	51	77	89	100
管理费用	634	636	1050	1137	1211
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	854	759	721	675	615
资产减值损失	-47	-81	0	0	0
其他收益	27	12	12	12	12
公允价值变动收益	-6	1	1	1	1
投资净收益	38	-206	-205	-206	-208
资产处置收益	1	87	0	0	0
营业利润	1645	3321	3955	4289	4427
营业外收入	41	5	5	5	5
营业外支出	40	37	37	37	37
利润总额	1646	3289	3922	4257	4394
所得税	620	826	985	1069	1103
净利润	1026	2463	2938	3188	3291
少数股东损益	179	29	176	180	181
归母净利润	847	2434	2762	3008	3110
EBITDA	3264	4885	5319	5617	5715
EPS(元)	0.33	0.94	1.07	1.16	1.20

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-9.4	49.5	23.6	5.2	2.1
营业利润(%)	2.3	101.9	19.1	8.5	3.2
归属于母公司净利润(%)	47.0	187.3	13.5	8.9	3.4
获利能力					
毛利率(%)	37.1	43.0	42.3	42.8	43.0
净利率(%)	10.1	19.5	17.9	18.5	18.8
ROE(%)	13.3	24.6	23.0	20.2	17.4
ROIC(%)	6.2	12.2	13.9	13.6	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	72.9	68.0	60.7	52.9	48.6
净负债比率(%)	207.3	129.2	75.1	48.5	26.3
流动比率	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
速动比率	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	17.8	23.7	23.7	23.7	23.7
应付账款周转率	2.3	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.94	1.07	1.16	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.72	2.21	1.65	2.30
每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.62	4.62	5.71	6.84
估值比率					
P/E	15.0	5.2	4.6	4.2	4.1
P/B	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	9.0	5.4	4.3	3.8	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn