中国银河证券
CHINA GALAXY SECURITIES

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK

供需双增，新周期延续

—— 煤炭行业2023年投资策略

银河证券煤炭行业分析师 潘 玮

2022.12

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

目录

一　2022年回顾：国际&国内共振，行业盈利大增

二　2023年煤炭行业研判：供给稳增，乐观看待需求修复

三　双焦：地产托底政策不断释放将有力支撑双焦需求

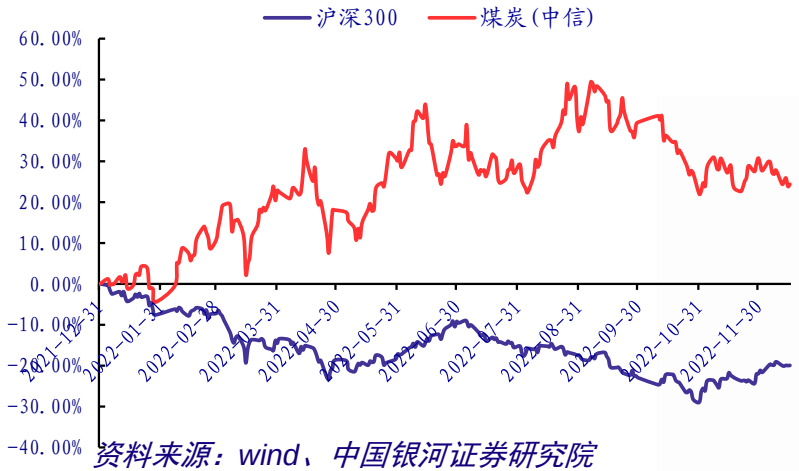
四　煤企以央国企为主，有望充分受益“探索建立中国特色估值体系”

五　投资建议及推荐公司

一 2022年回顾：国际&国内共振，行业盈利大增

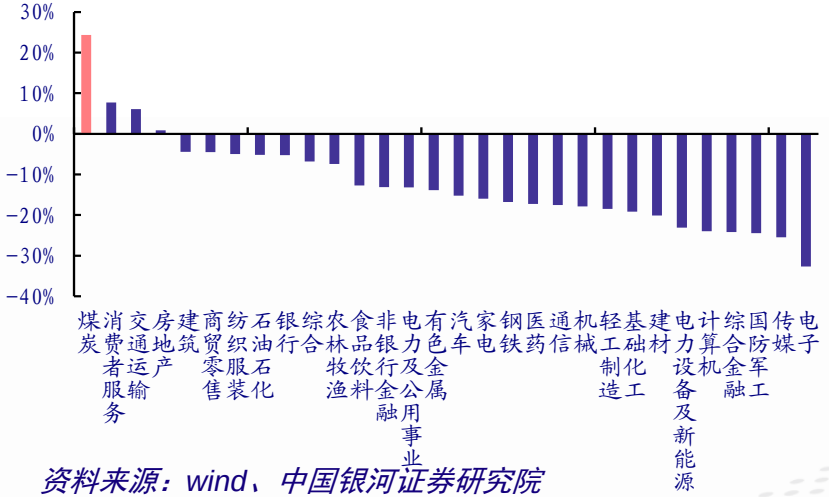
（一）复盘：板块年初至今涨幅24.4%，动力煤、无烟煤子板块表现较优

图：煤炭行业指数相对于沪深300表现



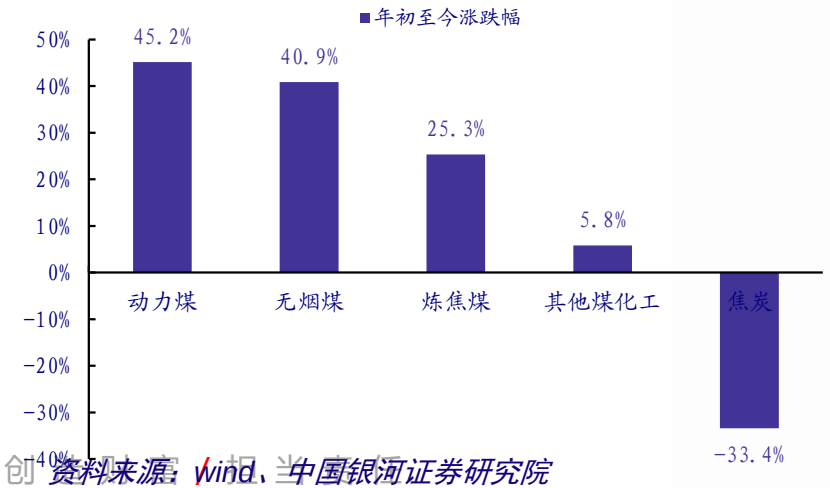
资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：各行业涨跌幅（2022年初至12.16）



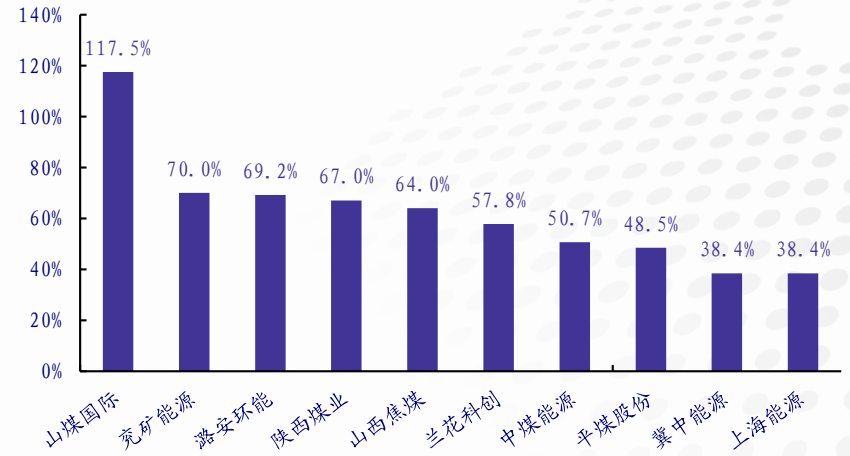
资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：煤炭各子板块累计涨跌幅（2022年初至12.16）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：煤炭行业累计涨幅排名前十的个股（年初至12.16）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

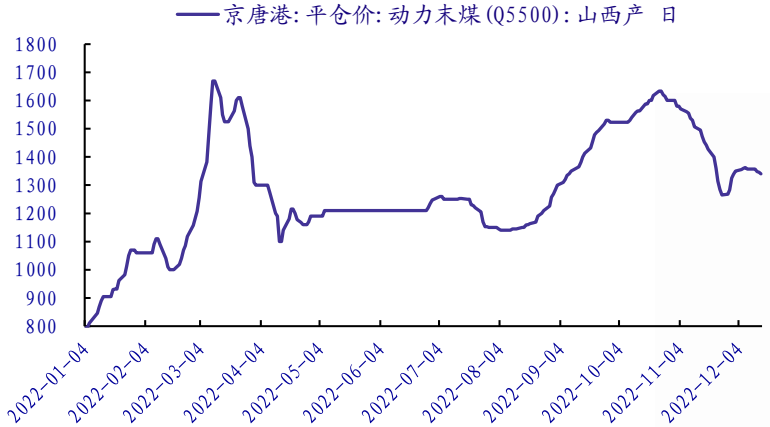
- 年初至今（12月16日），煤炭板块累计涨幅24.37%，在全部30个一级行业中排名第1名，跑赢沪深300指数44pct。
- 按三级子行业分类，年初至今收益率排行分别为动力煤（45.2%）、无烟煤（40.9%）、炼焦煤（25.3%）、其他煤化工（5.8%）、焦炭（-33.4%）。
- 个股方面，山煤国际（117.5%）、兖矿能源（70%）、潞安环能（69.2%）、陕西煤业（67%）、山西焦煤（64%）等表现较优。

创业板市场，相当高风险

（二）2022国内煤价复盘：动力煤价近期小幅下跌，双焦价格磨底盘整

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

图：2022年初至今动力煤现货价（元/吨）



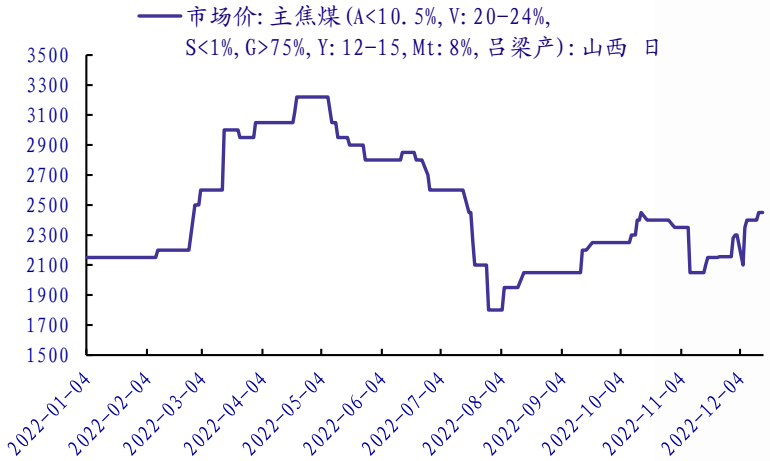
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：环渤海动力煤指数（元/吨）



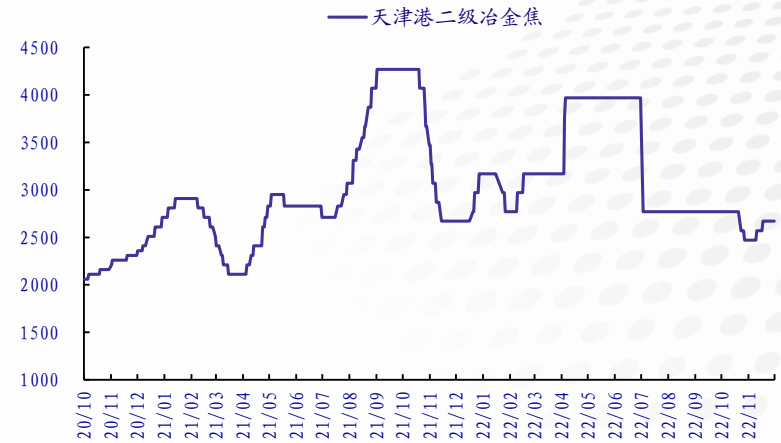
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：京唐港山西产主焦煤价格（元/吨）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：天津港二级冶金焦价格（元/吨）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

- **动力煤近期小幅下跌：**
- 复盘以**京唐港山西产5500卡动力末煤平仓价**为代表的动力煤现货价

✓ 年初至今，该指标从年初800元左右一路上涨至3月中旬最高点1669元，之后大幅回调，至4月底，现货价为1160元/吨，

✓ 5-7月，该价格维持在1200-1250元/吨的水平。

✓ 8月以后价格有所反弹，10月份最高达1633元。

✓ 当前12.15日为1340元/吨，近一周表现为缓慢下跌。

- **双焦价格近期反弹回升：**

✓ 京唐港山西产主焦煤当前价格为2450元/吨；

✓ 天津港二级冶金焦价格为2670元/吨。

创造财富 担当责任

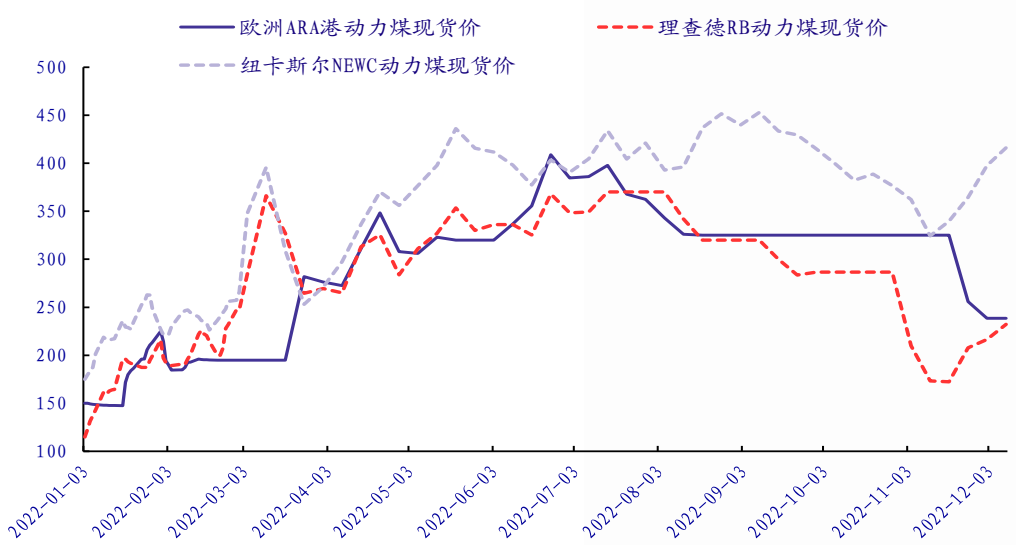
（三）2022国际煤价复盘：上半年大幅上涨&下半年普遍回落

- **国际煤价过去一年经历了上半年大幅上涨&下半年普遍回落：**

✓ 2022年年初以来，地缘冲突政治危机加剧了能源供需紧张格局，国际能源价格在过去两年普遍大幅上涨；

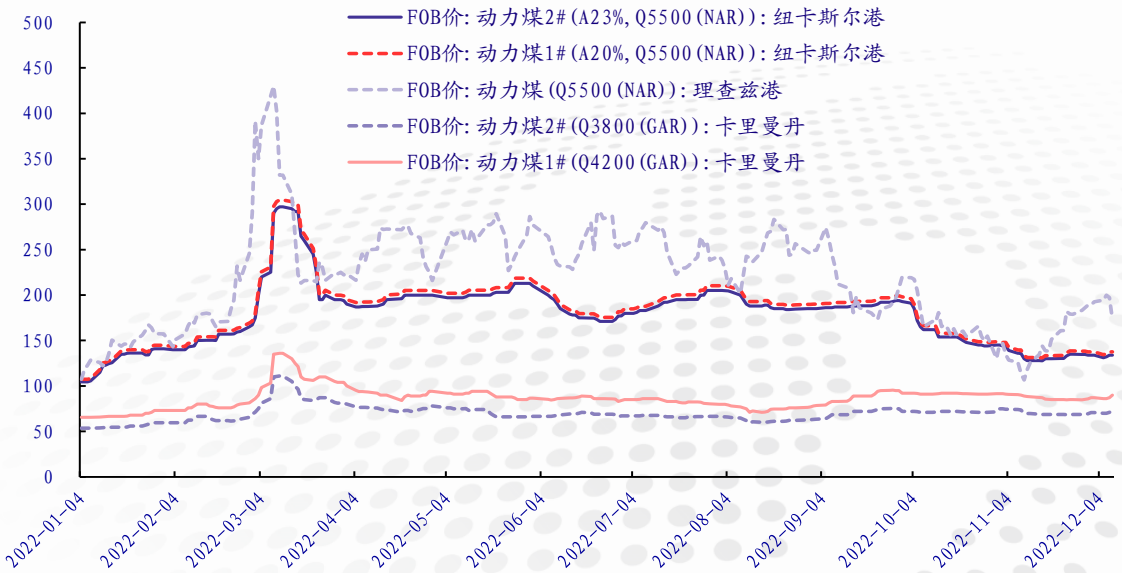
✓ 2022年下半年以来，美联储持续加息、海外经济衰退预期不断增加、能源供需紧张格局边际缓解，能源价格普遍回落。

图：2022年初至今三大国际港口动力煤现货价（美元/吨）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：2022年初至今纽卡斯尔港、理查兹、卡里曼丹动力煤FOB价（美元/吨）

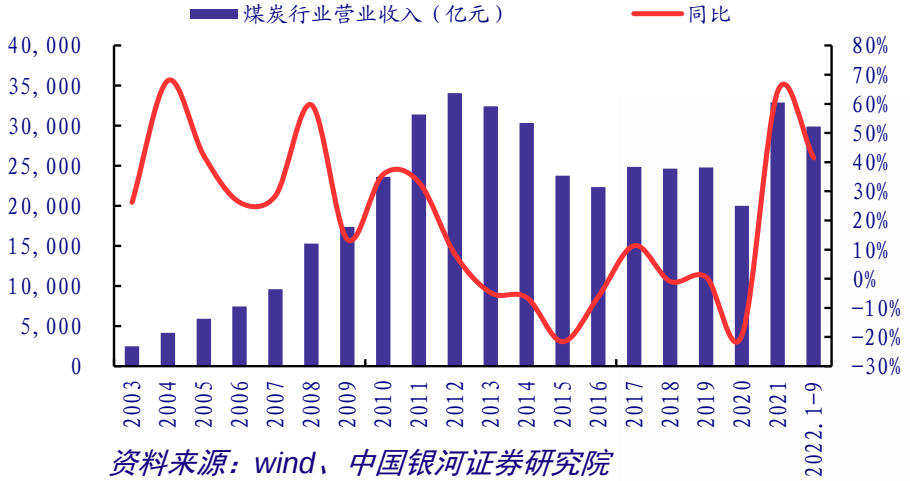


资料来源：wind，中国银河证券研究院

（四）业绩：上市煤企1-9月利润总额同比增91.6%，延续高增长

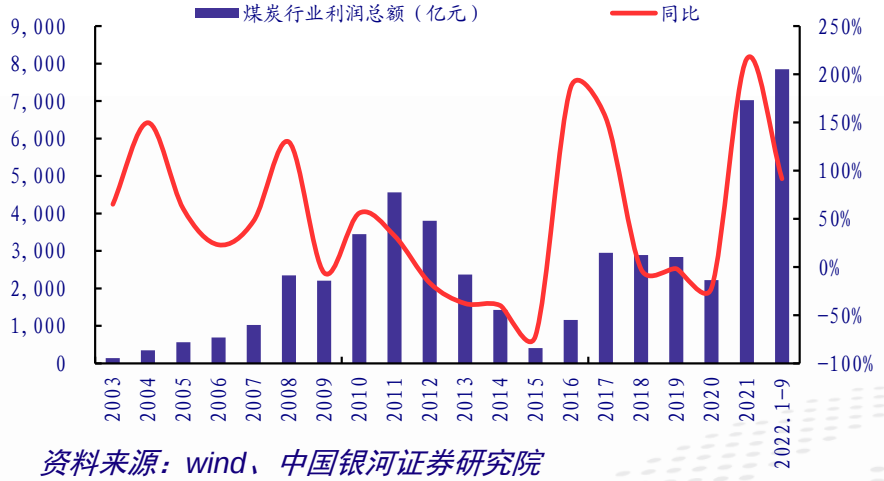
中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

图：2003到2022煤炭行业规模以上企业营业收入及增长情况



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：2003到2022煤炭行业规模以上企业利润总额及增长情况



资料来源：wind、中国银河证券研究院

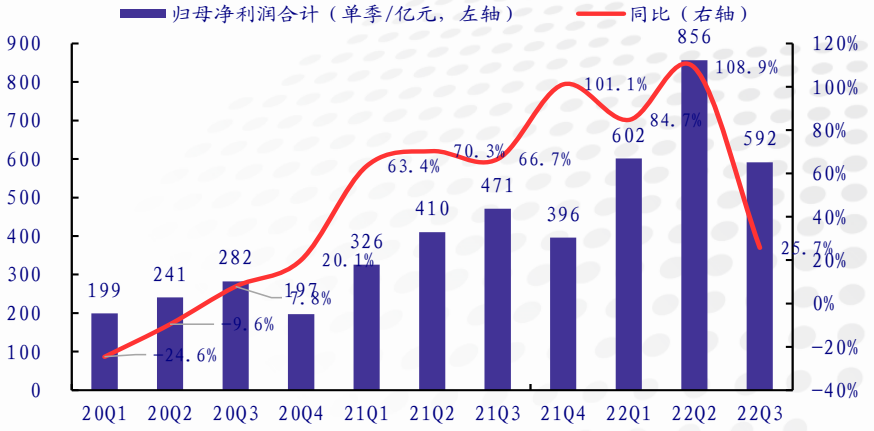
- 2022年1-9月，煤炭开采洗选业实现利润总额7846亿元，同比增91.6%，仍延续高增速。
- 截至2022年9月，煤炭企业亏损面为28.9%，较年初下降1.9PCT。
- 煤炭上市企业盈利逐季增长。2022年Q3上市煤企归母净利合计592亿元，同比增25.7%，环比Q2下滑。

图：煤炭行业亏损面不断下降



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：煤炭上市公司Q3盈利环比Q2有所下滑，增速仍超25%



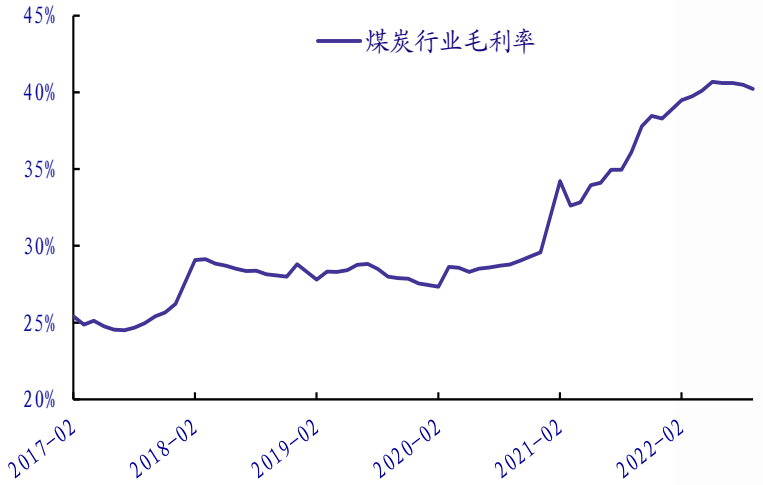
资料来源：wind，中国银河证券研究院

创造财富 责任

（五）行业盈利能力稳健，财务费用率及资产负债率持续保持低位

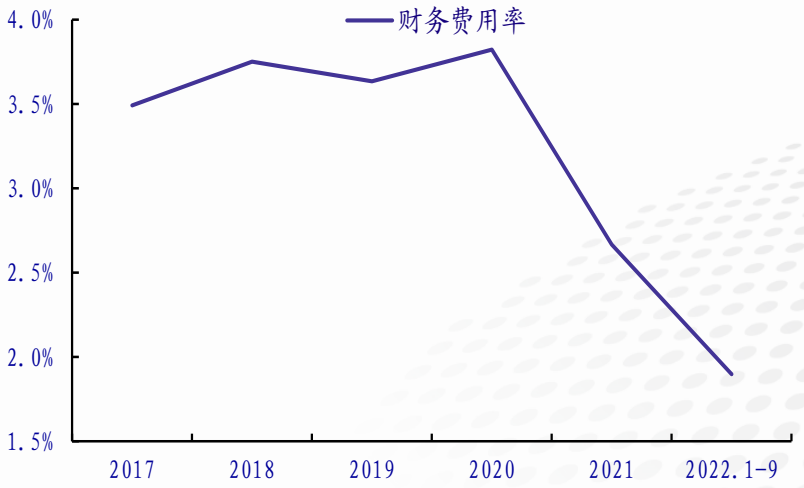
- 根据国家统计局最新公布的行业数据，截至2022年9月，煤炭行业毛利率为40.2%，仍处于历史高位。
- 截至2022年9月，煤炭行业财务费用率呈现持续下滑，为1.9%，较2021年底的2.7%下降0.8pct。
- 截至2022年9月，煤炭行业资产负债率持续下降，为60.4%，创供给侧改革以来新低，显示行业财务稳健。

图：煤炭行业毛利率（截至2022年9月）



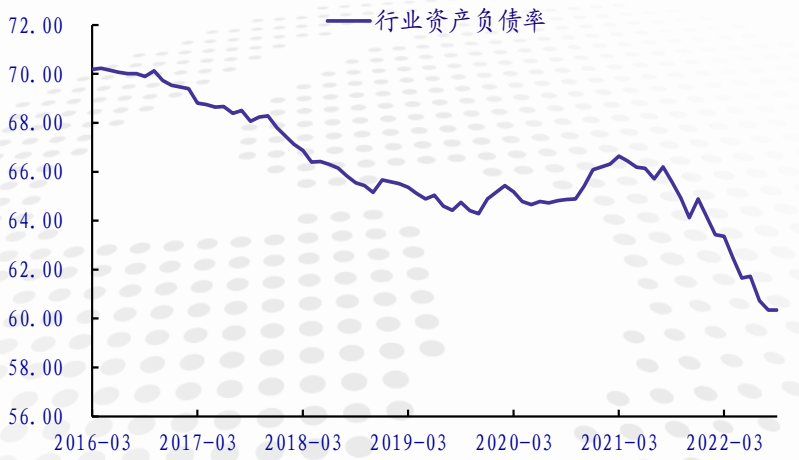
资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：煤炭行业财务费用率逐年下滑



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：煤炭行业资产负债率持续下降

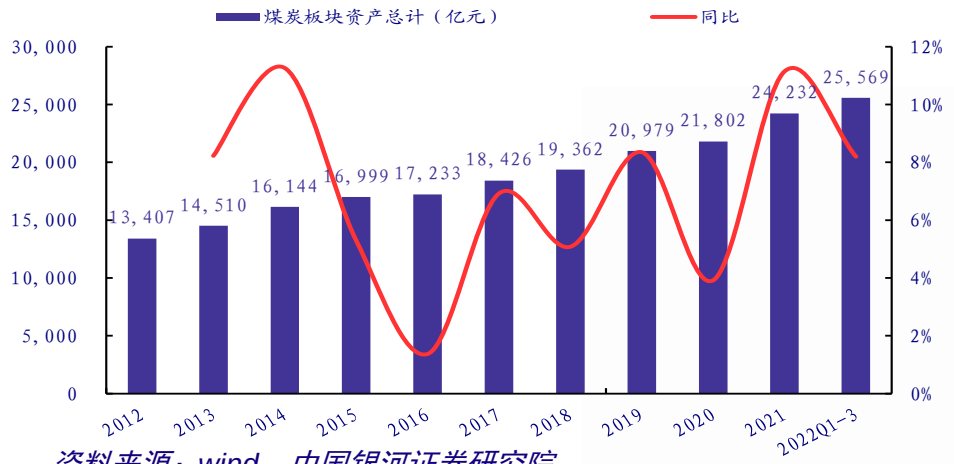


资料来源：wind，中国银河证券研究院

（六）煤炭全行业数据：煤企总资产及货币资金稳增，带息债务稳中有降

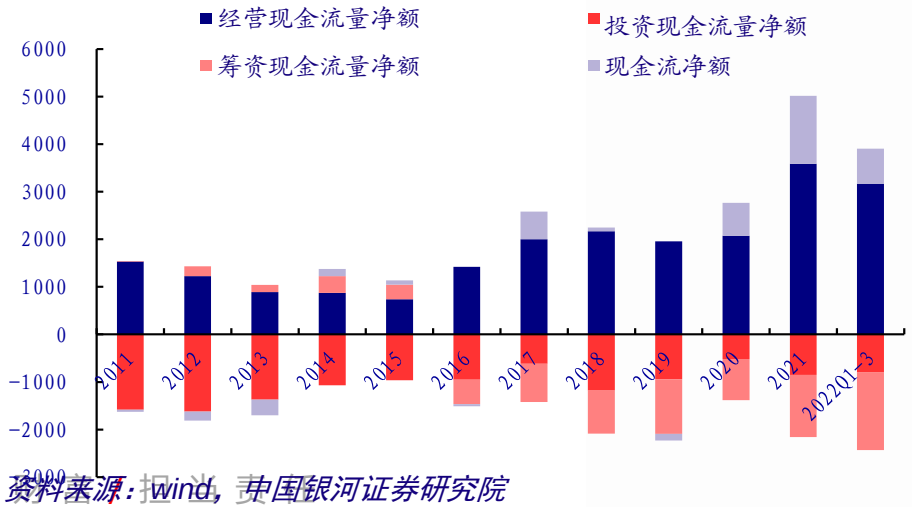
中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

图：煤炭板块总资产稳步增长（亿元，%）



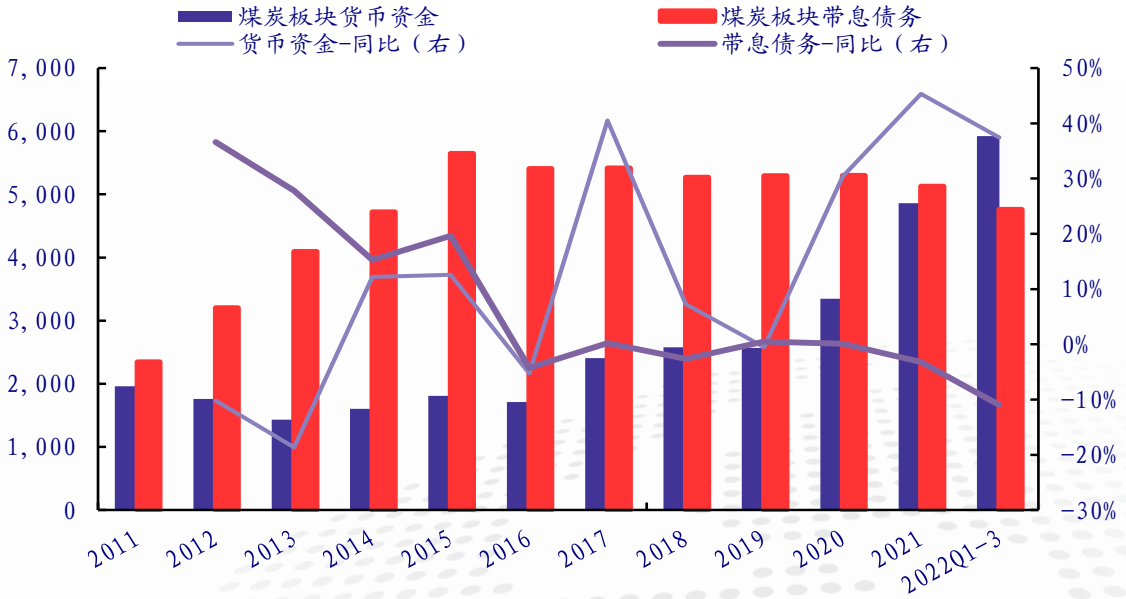
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：煤炭板块现金流量表（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：煤炭板块货币资金增长明显，带息债务稳中有降（亿元，%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

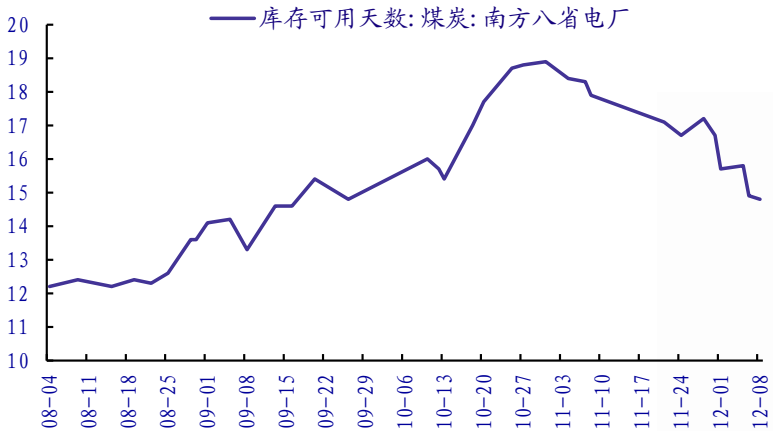
- **总资产/货币资金稳增**：总资产及货币资金前三季度分别增长8.2%/37.5%
- **货币债务比提升**：煤炭板块货币资金逐年稳定增长，2022前三季度增长明显；带息债务近年来比较平稳，22年前三季度有所下降，整体偿债能力提升
- **净现金流明显提升**：综合的现金流净额近三年不断提升

创造客户价值 专业 专注

二　2023年煤炭行业研判：供给稳增，乐观看待需求修复

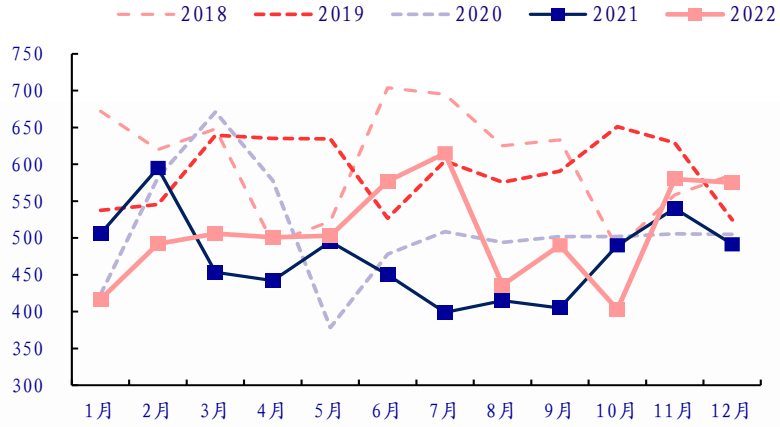
（一）供给端：产量端加速释放，库存端结构性不平衡，进口端偏弱

图：年初至今南方八省电厂存煤可用天数（天）



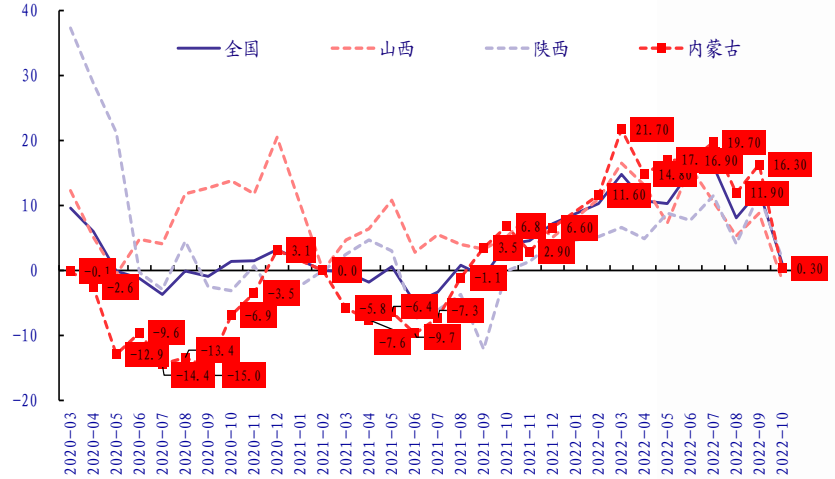
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：2018年至今秦皇岛港月度煤炭库存情况（万吨）



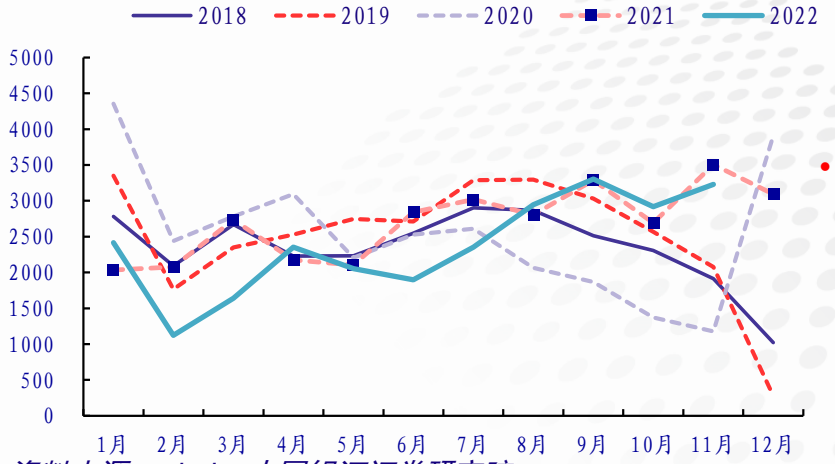
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：全国及晋陕蒙地区原煤产量当月增速（%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图：2018年至今各月份煤炭进口情况（万吨）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

- **产地端加速释放：** 11月原煤单月产量39131万吨，同比上涨3.1%，增速较10月+1.9PCT，环比增5.7%，1-11月累计原煤产量409408万吨，同比上涨9.7%，涨幅较1-10月收窄0.3PCT，增产保供政策持续发力，原煤释放呈现稳中偏宽松趋势。
- **库存端结构不平衡：**截至12月14日，秦皇岛港/CCTD主流港口煤炭库存分别为564/5506万吨，近一个月表现为略有回落，主要受天气寒冷、交通受阻影响；电厂库存方面，全国统调电厂/全国重点电厂/南方八省电厂/样本区域电厂煤炭库存截至12月10日，分别为17500/10430/3039/3096万吨，均高位持续累库；综合，近一个月港口库存略有回落，电厂库存高位持续累库，库存结构呈现不均衡状态，总体偏高。
- **进口表现偏弱：**2022年1-11月，煤及褐煤进口量累计同比下滑10.1%，降幅较1-10月收窄0.4PCT，11月进口煤炭3231.3万吨，同比降7.8%（上月为+9%），环比增10.7%，受年底进口煤高基数影响，11月进口端表现略弱，预计全年进口量不超过3亿吨，较2021年下降。

创造财富 担当责任

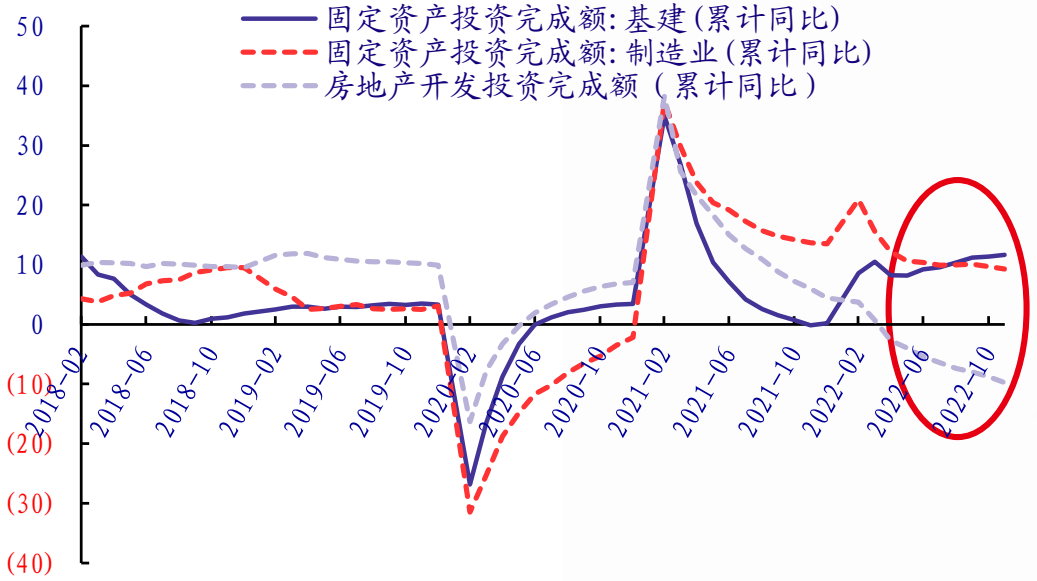
（二）终端需求：基建持续改善，制造业/地产仍有待修复

- **11月份基建投资增速持续改善，制造业/地产仍有待修复**

1） 1-11月固定资产投资累计增速为 5.3%，较1-10月增速收窄0.5PCT，基建、制造业、房地产投资1-11月累计增速为11.65%/9.3%/-9.8%，分别较1-10月增速+0.26，-0.4，-1个百分点，显示 基建环比改善，制造业/地产端仍待修复。

2）根据动力煤总需求及总供给的数据，2016年供给侧改革之后至2021年，历年动力煤总消费量均略大于总供给，呈现供需紧平衡状态。根据2022年5、6月的数据，动力煤消费量略小于总供给，7月份及8月份，总需求略大于总供给，且显示为供需缺口逐渐走阔，供需格局再度走向紧平衡，9月份、10月份供需结构又在旺季基础上有所偏弱，呈现供略大于求格局。

图：我国基建、制造业、房地产投资增速累计同比（单位：%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表：我国动力煤总需求及总供给情况（单位：亿吨）

年份	动力煤消费量	动力煤总供给	供需缺口（总需求-总供给）
2013	29.9	30.1	-0.2
2014	26.2	24.6	1.6
2015	31.3	31.3	-0.1
2016	31.1	28.8	2.3
2017	31.4	29.9	1.5
2018	32.2	30.8	1.4
2019	33.5	32.5	1.0
2020	29.5	28.8	0.7
2022-02	2.9	2.7	0.2
2022-03	3.2	3.4	-0.2
2022-04	2.7	3.0	-0.38
2022-05	2.7	3.1	-0.4
2022-06	2.9	3.1	-0.2
2022-07	3.2	3.1	0.1
2022-08	3.5	3.1	0.4
2022-09	3.1	3.28	**-0.18**
2022-10	3.04	3.15	**-0.11**

资料来源：wind，中国银河证券研究院，2021年为供小于求状态，因数据缺失未列示

（三）下游：火电需求10月份环比回落，非电用煤需求仍较旺盛

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

表：我国动力煤消费量分行业统计—月度同比

	电力	冶金	化工	建材	供热	其他	合计
2021-01	27.5%	43.3%	18.2%	53.6%	7.7%	13.2%	24.3%
2021-02	22.8%	9.0%	13.1%	74.8%	14.1%	-6.7%	18.7%
2021-03	27.5%	9.6%	18.4%	34.6%	7.9%	10.0%	22.2%
2021-04	12.7%	6.2%	17.8%	8.6%	22.0%	6.6%	12.2%
2021-05	5.4%	-8.9%	13.1%	-2.9%	23.7%	8.7%	5.2%
2021-06	8.1%	-2.2%	10.6%	-2.8%	15.1%	-0.1%	5.8%
2021-07	10.9%	-3.4%	11.0%	-6.8%	37.6%	-6.7%	7.2%
2021-08	-0.6%	-8.0%	8.6%	-1.2%	-0.8%	-11.6%	-1.7%
2021-09	5.4%	-13.2%	7.4%	-13.2%	4.8%	-5.9%	1.0%
2021-10	3.4%	-16.9%	5.8%	-20.3%	14.4%	7.7%	1.0%
2021-11	-5.3%	-12.3%	3.9%	-26.8%	16.5%	-1.3%	-4.6%
2021-12	-6.3%	-2.5%	2.6%	-22.7%	5.2%	28.7%	-2.6%
2022-01	-6.0%	2.7%	-1.7%	-30.6%	7.5%	-0.7%	-4.5%
2022-02	28.0%	-14.3%	1.7%	2.2%	1.3%	17.1%	17.1%
2022-03	-2.5%	-6.4%	-1.3%	-4.9%	1.5%	-2.3%	-2.4%
2022-04	-9.4%	-4.0%	-9.8%	-15.8%	-19.0%	-7.6%	-10.3%
2022-05	-6.9%	13.9%	3.9%	-13.9%	-21.9%	-12.2%	-7.4%
2022-06	-1.0%	4.6%	9.3%	-11.3%	0.1%	-2.3%	-1.2%
2022-07	7.6%	-4.3%	5.9%	-6.5%	-16.4%	3.1%	4.2%
2022-08	20.2%	-0.8%	4.0%	-10.7%	5.2%	8.1%	13.7%
2022-09	11.2%	**12.5%**	**5.5%**	**4.8%**	30.8%	9.0%	10.9%
2022-10	9.5%	**12.4%**	**9.9%**	**3.4%**	-12.4%	0.2%	6.2%

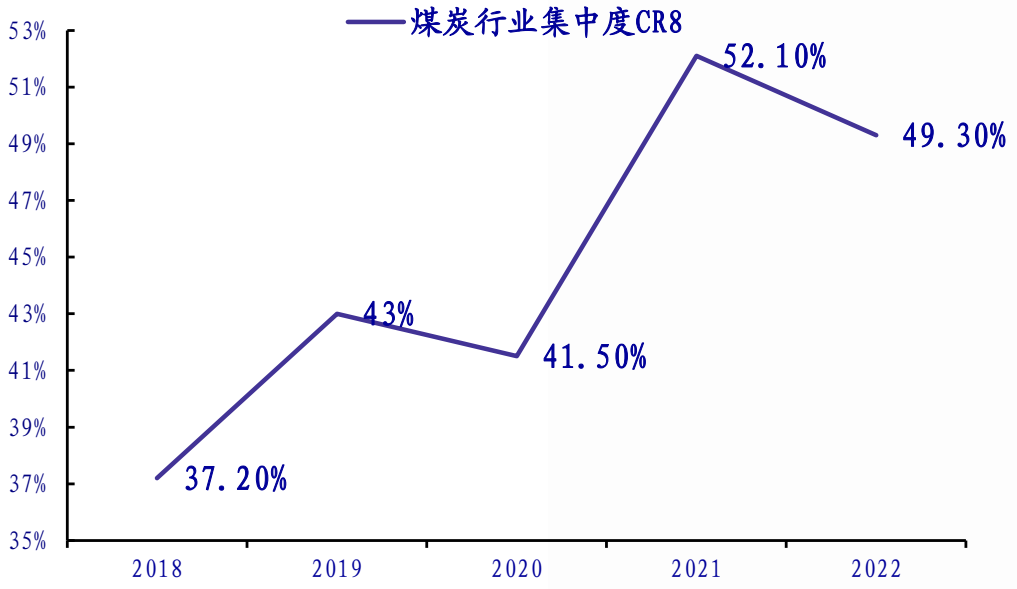
资料来源：wind，中国银河证券研究院

- ✓ 三季度，动力煤消费总量均同比提升，增长较明显，系夏季高温天气导致用电量激增，叠加低基数原因，原煤消费量同比增长明显。
- ✓ 10月份，电力行业动力煤消费量同比+9.5%，环比-1.7PCT，冶金、化工、建材等费电用煤消费增速为12.4%/9.9%/3.4%，依然处于年内较高水平，显示10月份非电用煤的需求仍较旺盛。
- ✓ 11月当月，火电/生铁/水泥产量同比1.4%/9.7%/-4.7%，环比10月分别-1.8/-2.2/-5.1PCT。**均表现为环比回落，受疫情等影响，11月份整体需求偏弱。**

（四）行业集中度CR8近50%、前十煤企前三季度原煤产量平均提升8.5%

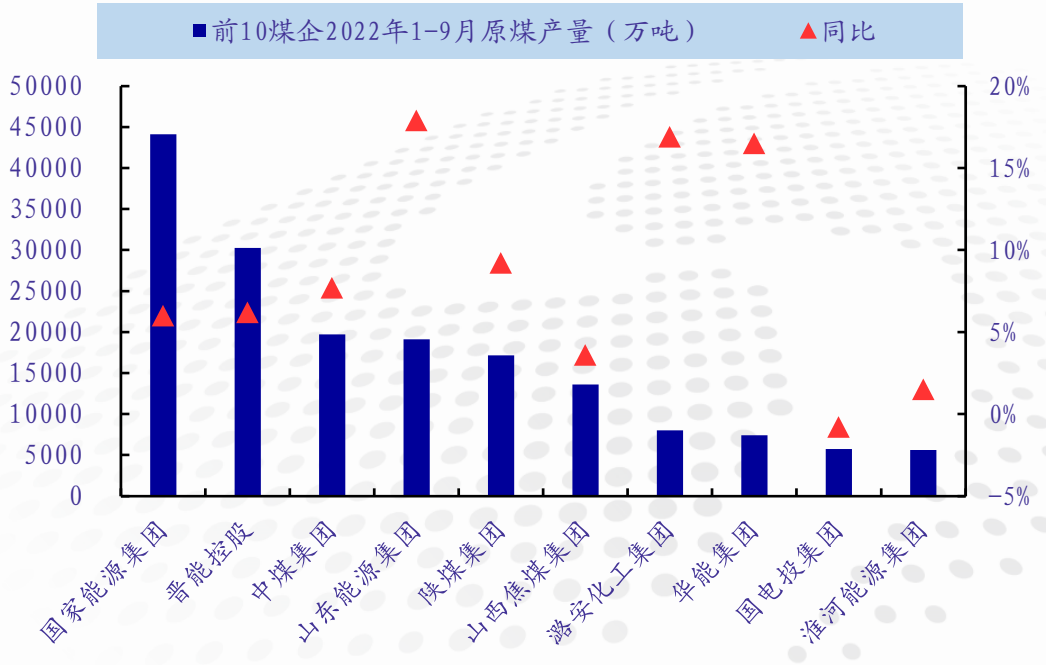
- **行业集中度CR8近50% ：** 四年内，煤炭行业CR8从2018年的37.2%提升至49.3%，美国该数值多年稳定在70%附近，我国煤炭行业集中度相较国际水平依然偏低，整合空间仍较大。
- **2022前三季度，前十煤企原煤产量稳步提升：** 前十煤企前三季度产量同比平均提升8.5%，其中山东能源集团、潞安化工集团、华能集团产量增速分别高达17.9%/16.9%/16.5%。

图：我国煤炭行业集中度CR8近年已提升至50%左右



资料来源：《能源矿业》、中国银河证券研究院

图：我国前十煤企2022年前三季度原煤产量（万吨）及同比（右轴）



资料来源：煤炭工业协会，中国银河证券研究院整理

（五）国际煤炭格局：全球煤炭产量排名前三的国家是中国、印度、印尼

- 2019年，全世界煤炭产量79.4亿吨，2020/2021年分别为75.8/78.9亿吨；2022年前三季度，产量排名前三的国家分别是中国（33.2亿吨，同比增11.2%）、印度（6.7亿吨，同比增13.6%）、印尼（5亿吨，同比增11%）。

表：2022年前三季度世界主要煤炭生产国产量变化情况

序号	国别	2019年		2020年		2021年		2022年1-9月	
		产量(亿吨)	增速(%)	产量(亿吨)	增速(%)	产量(万吨)	增速(%)	产量(万吨)	增速(%)
	世界	79.44	1.7	75.75	-4.8	788900	4.5		
1	中国	38.5	4	39	1.4	413000	5.7	331565	11.2
2	印度	7.32	-1.6	7.412	0.8	80377	7	67432	13.6
3	印度尼西亚	6.16	9.5	5.63	-8.3	61399	8.9	50900	11
4	美国	6.4	-6.7	4.89	-23.7	52473	8	40625	3.9
5	澳大利亚	5.9	1	5.419	-8.2	56059	3.4	28300	3.3
6	俄罗斯	4.37	1	4.012	-8.2	43665	8.8	31300	-1.6
7	南非	2.585	2.2	2.471	-4.4	22900	-8	17560	-0.8
8	德国	1.313	-21	1.074	-18.2	12638.7	17.7	9669.9	7.8
9	波兰	1.12	-8.2	1.005	-10.4	10718.3	6.7	8094.8	2.1
10·	哈萨克斯坦	1.15	-2.6	1.132	-1.6	11569.4	2	8666.6	4.9
11	哥伦比亚	0.797	-7.5	0.495	-40	5960	20.9		
12·	土耳其	0.871	3.8	0.747	-14.2	8560	14.9	4020	19.3
13	加拿大	0.518	-5.1	0.405	-21.8	4180.9	3.2	2705.6	-5.4
14	蒙古国	0.508	1.7	0.405	-20.3	3012.4	-29.7	1999.8	-12
15	越南	0.461	11.6	0.486	5.1	5040.8	9	3762.6	7.1

资料来源：中国煤炭经济网，中国银河证券研究院

（六）国际煤炭贸易格局：进出口主要在亚太地区

- 根据国际能源署IEA等数据统计，全世界煤炭出口量，2019年为14.55亿吨，2020/2021年为12.98/13.68亿吨，2022年1-9月为8.9亿吨，同比增3%。2022年前三季度出口量排名前三的国家分别为印尼（3.4亿吨、同比增6.3%）、澳大利亚（2.6亿吨、同比降4.7%）、俄罗斯（1.5亿吨、同比降2.6%），三个国家合计占全球出口量的84%。

表：2022年前三季度全球主要煤炭出口国出口变化情况

序号	国别	2019 年		2020年		2021年		2022年1-9月	
		出口量(亿吨)	增速(%)	出口量(亿吨)	增速(%)	出口量(万吨)	增速(%)	出口量(万吨)	增速(%)
	世界	14.55	1.3	12.98	-10.8	136800	5	89020	3
1	**印度尼西亚**	4.59	7	4.07	-11.4	43366.1	6.6	34093.2	6.3
2	**澳大利亚**	3.96	2.4	3.71	-6.4	36575.2	-1.5	26229.4	4.3
3	**俄罗斯**	1.9	0.1	1.93	1.7	21168.2	9.7	15030	-2.6
4	美国	0.842	-19.7	0.637	-26.3	7730	23.4	5810	1
5	哥伦比亚	0.747	-14	0.712	-4.7	5963.3	-16.2	4612.9	5.6
6	南丰	0.757	-4.2	0.734	-3	6364.2	-12.8	4782.6	2.3
7	蒙古国	0.366	1	0.287	-21.7	1613.8	-43.7	1904.1	53.3
8	加拿大	0.36	5.4	0.36	-1.3	3173.7	0.6	2887.7	20.1
9	哈萨克斯坦	0.231	5.5	0.229	-0.9	3050	2	2470	8.1
10	莫桑比克	0.088	-24.4	0.03	-34.2				

资料来源：中国煤炭经济网，中国银河证券研究院

（七）国际煤炭贸易格局：进出口主要在亚太地区

- 全世界煤炭进口量，2019年为14.39亿吨，2020/2021年为13.4/13.7亿吨，2022年1-9月为8.9亿吨，同比增3%，2022年前三季度煤炭进口量排名前三的国家分别为中国（2亿吨，同比降12.7%）、印度（1.8亿吨，同比增12.6%）、日本（1.38亿吨，同比增1.5%）。三个国家合计占全球进口量的58%。

表：2022年前三季度全球主要煤炭进口国和地区变化情况

序号	国别	2019年		2020年		2021年		2022年1-9月	
		进口量(亿吨)	增速(%)	进口量(亿吨)	增速(%)	进口量(万吨)	增速(%)	进口量(万吨)	增速(%)
	世界	14.39	2	13.41	-9.2	137100	5	89020	3
1	中国	2.997	6.3	3.04	1.5	32321.6	6.6	20092.4	-12.7
2	印度	2.49	9.7	2.186	-12.4	21167.2	-3.2	17986.7	12.6
3	日本	1.87	-2.1	1.743	-6.8	18502	6.2	13821.3	1.5
4	韩国	1.41	-4.9	1.235	-12.7	12567.5	1.8	9566.8	0.9
5	中国台湾	0.677	-2.5	0.631	-5.9	6892.4	9.3	4933.8	-5.5
6	德国	0.402	-14.7	0.297	-26.3	4107	31.1	2649.3	14.7
7	土耳其	0.361	-5.2	0.387	7.4	3761.1	-6.2	2599.2	-10.1
8	越南	0.439	91.9	0.548	25	3629.1	-33.8	2439.7	-16.8
9	菲律宾	0.3	18	0.23	-22.6	3040.2	32	1985.2	6.1
10	泰国	0.217	-13.6	0.239	7.3	2434.6	0.6	1614.5	-15.6

资料来源：中国煤炭经济网，中国银河证券研究院

（八）政策端：303号文发布重新规定了长协煤相关政策

- 303号文的发布意义重大，对长协煤的区间范围和计算方式、签订范围、价格调控措施等方面重新进行了规定。

表：2017年至今长协煤政策变迁

发布时间	2017.1.11	2022.2.24
文件名称	《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》	发改委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号）
长协煤基准价	**535元/吨**	**675元/吨**
煤价合理区间	500-570	570-770，其中 山西 370-570 陕西 320-520 蒙西 260-460 蒙东 200-300（3500K）
签订范围	2017 年：规模以上企业煤炭发电中长期合同数量，达到自有资源量或采购量的 75%以上。 2020 年：规模以上煤炭企业中长期合同数量应达到自有资源量的80%以上，19 年以来核增煤矿部分比例达 90%以上。	煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的80%以上，2021年9月份以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。
长协煤价计算公式	535+(环渤海动力煤综合价格指数+CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数+中国沿海电煤采购价格综合指数）/3-535）*50%	675+（全国煤炭交易中心综合价格指数+环渤海动力煤综合价格指数+CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数）/3-675）*50%
价格调控措施	动力煤绿色区间为 500-570 元/吨；蓝色区间为 570 元~600 元/吨或470~500 元/吨； 红色区间为 600 元/吨以上或 470 元/吨以下。 当价格位于蓝色区域，重点加强市场监测，密切关注生产和价格变化情况，适时采取必要的引导措施；当价格位于红色区域，启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制。	首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。规范煤炭价格指数编制发布行为。加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管。

资料来源：发改委网站及公众号，中国银河证券研究院整理

（九）预计今冬明春，供需格局大概率仍维持紧平衡

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

- **供给端偏紧概率较大**

✓ 疫情等造成的不确定扰动因素依然影响产地端产量有效释放以及对煤炭运输造成制约

✓ 我国当前煤炭进口主要来自印尼及俄罗斯，印尼进口将面临国内煤炭企业国内义务问题，俄罗斯进入冬季，极寒和暴雪天气将影响其煤炭的生产和运输，这些都会制约进口端的改善

✓ 电煤库存当前处于较高水平，需要客观评价高库存的合理性和有效性

✓ 现货市场在强力保供政策影响下依然偏紧，现货受挤压会导致现货价格易涨难跌

- **需求端有支撑**

✓ 水电出力萎缩，火电保供及调峰作用将更加凸显，支撑动力煤需求

✓ 迎峰度冬期间，全国平均气温较往年偏低，煤炭需求仍有望提升

✓ 非电用煤需求有望稳步提升

- **把握政策端大方向**

✓ 最新一期CCTD秦皇岛5500卡动力煤年度长协价为728元/吨，环比上涨9元，也是年内首次上涨，涨幅1.25%。

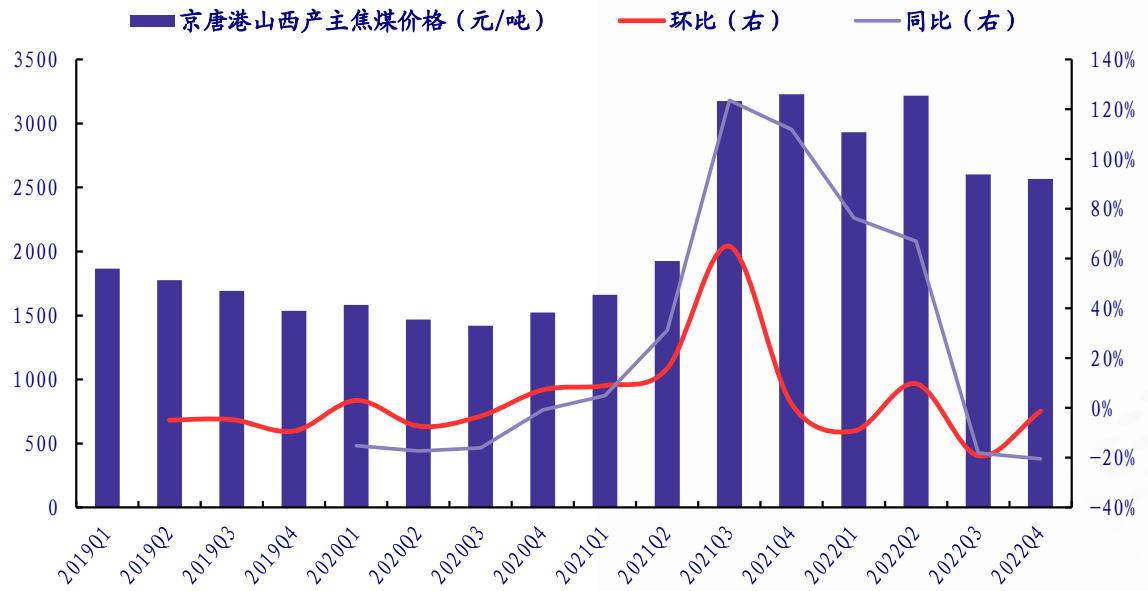
✓ 国家发展改革委 国家统计局关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知

三 双焦：地产托底政策不断释放将有力支撑双焦需求

（一）Q4炼焦煤季度均价同环比均继续下滑，产量与过去两年同期持平

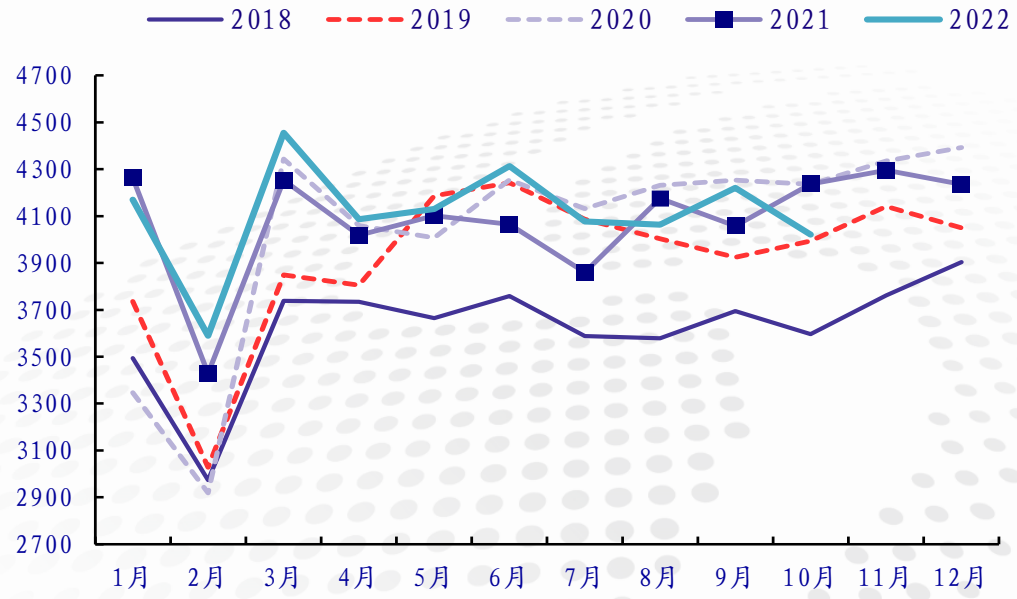
- **Q4炼焦煤季度均价同环比均继续下滑：** 2022年Q4，京唐港山西产主焦煤价格同比降20.5%，环比降1.3%。
- **2022Q3，炼焦精煤产量回到2020和2021年Q3的平均水平：** 2020Q3/2021Q3/2022Q3的炼焦精煤产量分别为12,616/12,093/12,360万吨。产量维持稳定。10月份产量在9月份基础上进一步缩减。

图：2022Q3炼焦煤季度均价同环比均有所下滑



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：2018-2022年月度炼焦精煤产量（万吨）

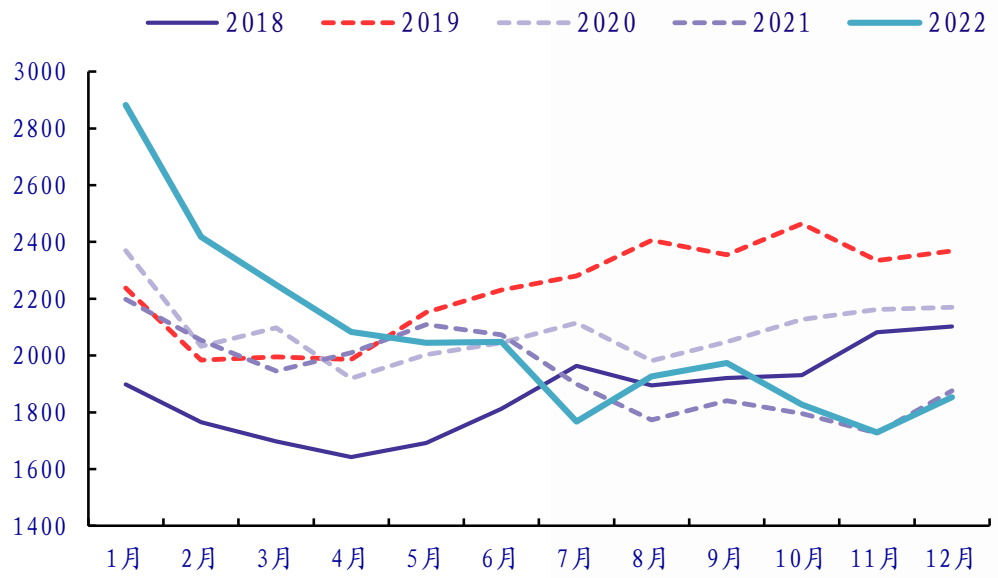


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（二）当前炼焦煤总库存偏低、消费量高于历史同期水平

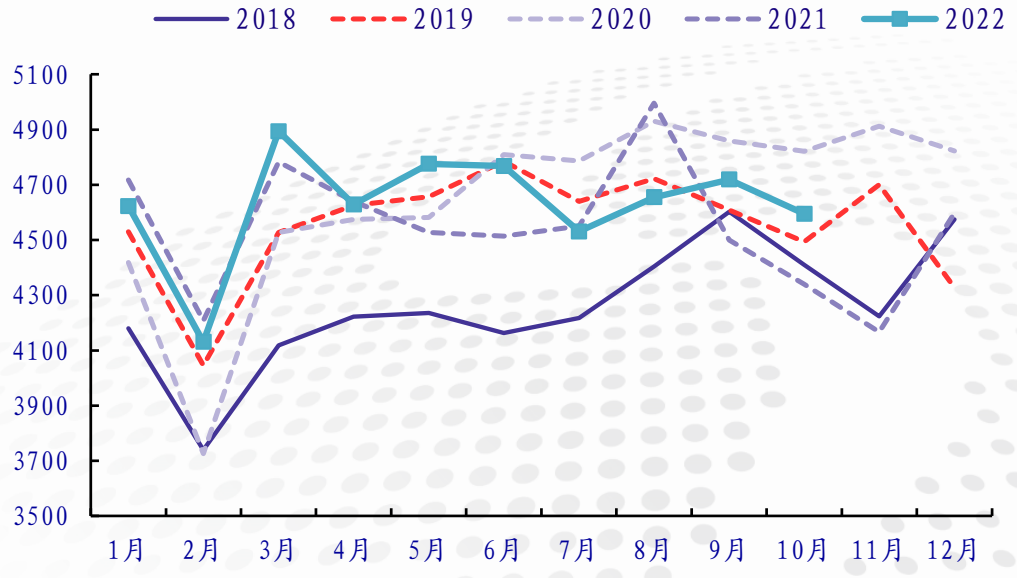
- **当前炼焦煤总库存偏低：**截至2022年12月中旬， 炼焦煤总库存（国内独立焦化厂100家+国内样本钢厂110家+六港口炼焦煤库存），位于近年来同期低位水平。
- **炼焦煤月度消费量仍高于历史同期平均水平：**10月炼焦煤月度消费量高于2018、2019、2021年同期水平

图：截止到2022年10月，炼焦煤总库存位于近年来同期低位水平（万吨）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：炼焦煤月度消费量历年对比（万吨）

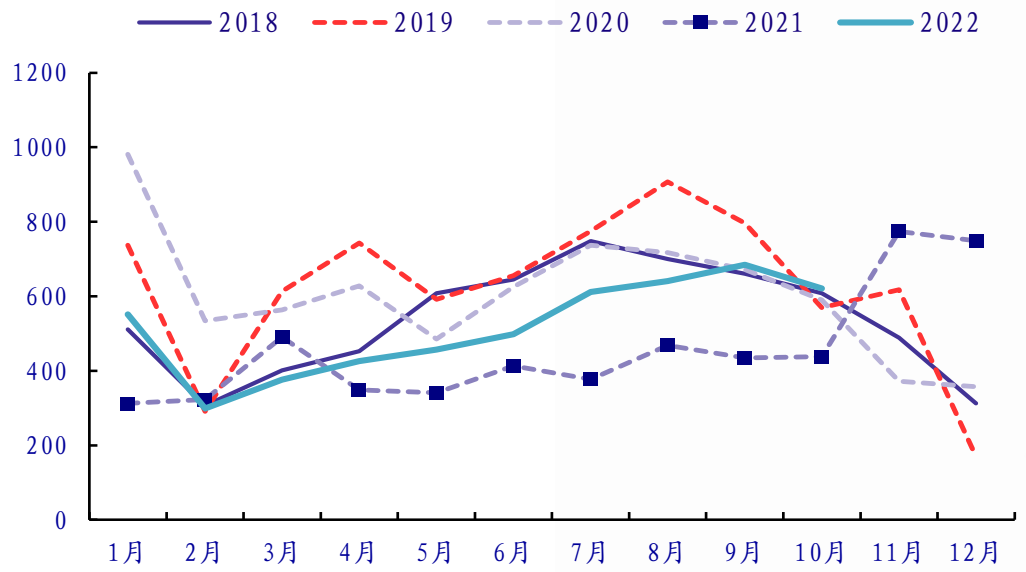


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（三）焦煤进口端：整体进口量高于2021年，但低于2019/2020水平

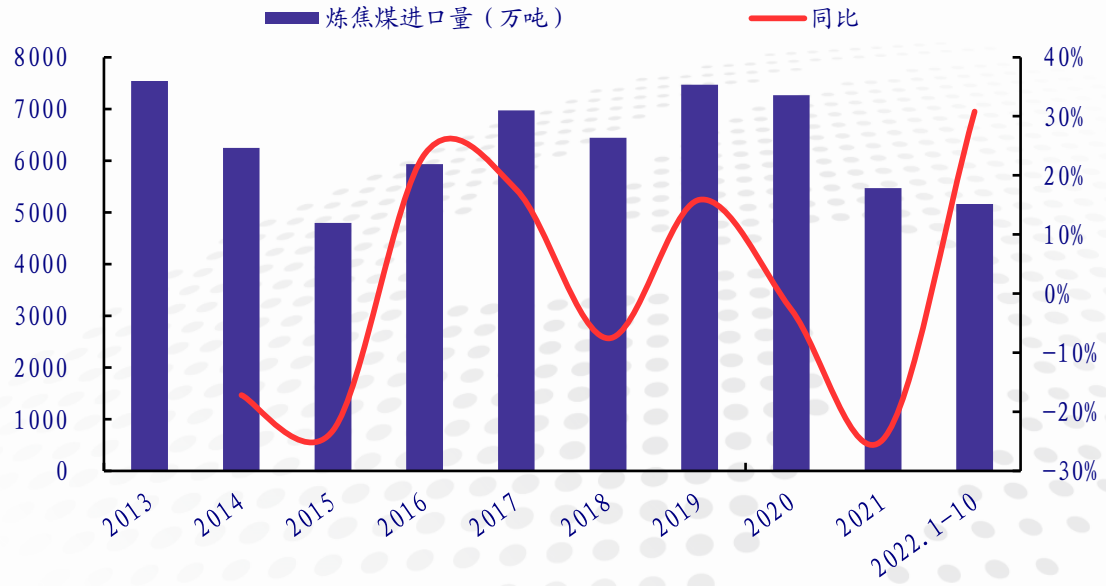
- **前10个月焦煤进口同比增30.8%：**今年焦煤进口整体呈现“前低后高”，上半年受地缘政治影响，海外煤价大幅上涨，焦煤进口量偏低，下半年随着蒙煤、俄煤进口端的恢复，进口煤稳步提升。
- **俄罗斯当前是我国第一大焦煤进口国：**当前我国焦煤对外依存度仍较高，1-10月进口焦煤5146万吨，其中蒙古煤占比33.4%，俄罗斯占比37.1%，加拿大占比13.3%，是我国焦煤主要进口来源国。

图：炼焦煤月度进口量（万吨）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：炼焦煤历年进口量及同比（万吨）

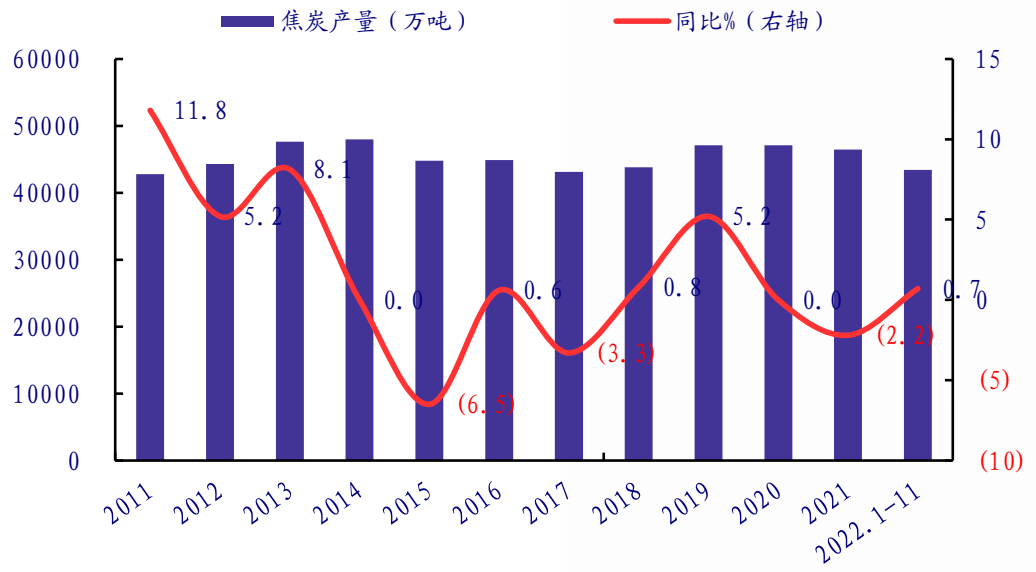


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（四）焦炭：产量微增，焦炉开工率近期回升

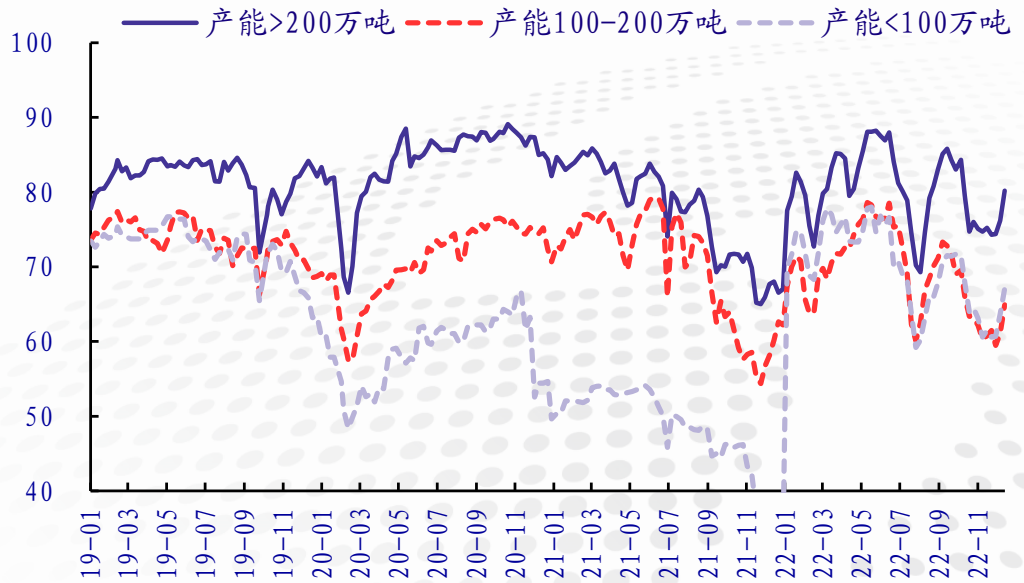
- **1-11月焦炭产量稳中有升：**前十一个月，我国焦炭产量43438万吨，同比增0.7%
- **国内独立焦化厂焦炉开工率近期回升：**今年焦炉开工率呈现W型走势，当前处于回升期。

图：历年焦炭产量及同比（万吨）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：国内独立焦化厂焦炉开工率(%)

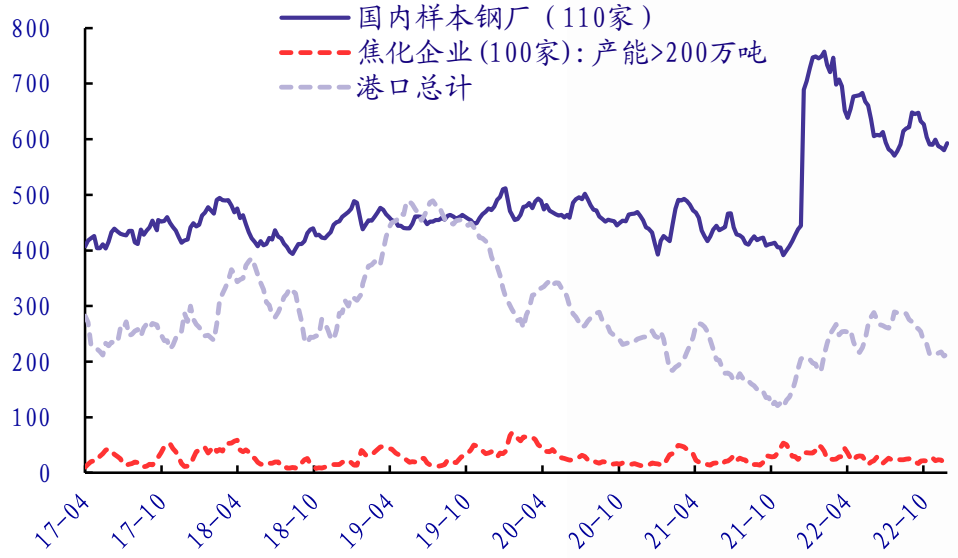


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（五）焦炭：各环节库存均处于低位，Myspic综合钢价指数近期底部回升

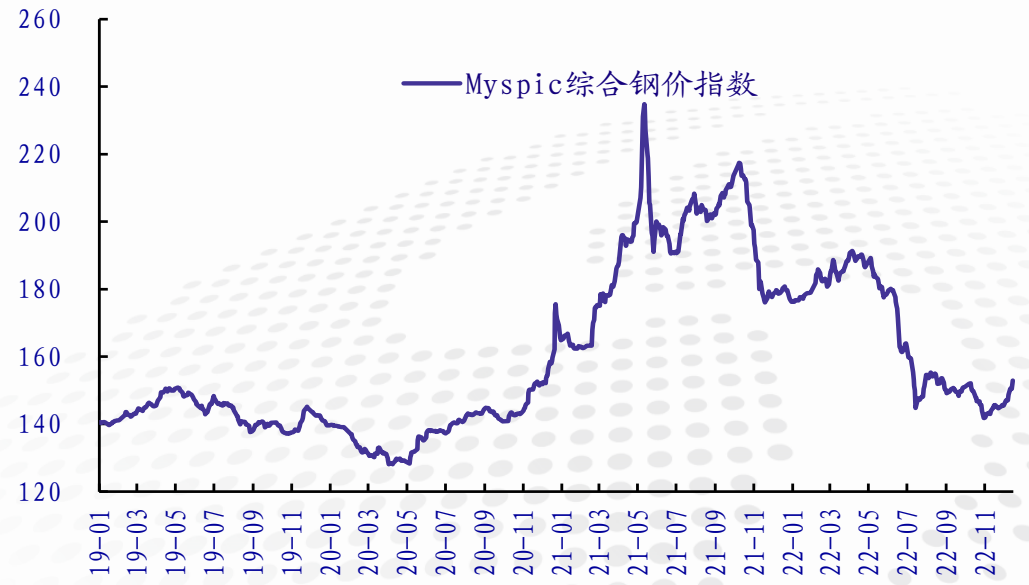
- **库存：**焦炭库存方面，国内独立焦化厂、钢厂、港口焦炭库存均处于低位。
- **Myspic综合钢价指数近期底部回升：**该指数近一年以下跌为主，11月份以后呈现底部回升态势。

图：独立焦化厂、钢厂、港口焦炭库存均处于低位（万吨）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：Myspic综合钢价指数近期呈现底部回升态势

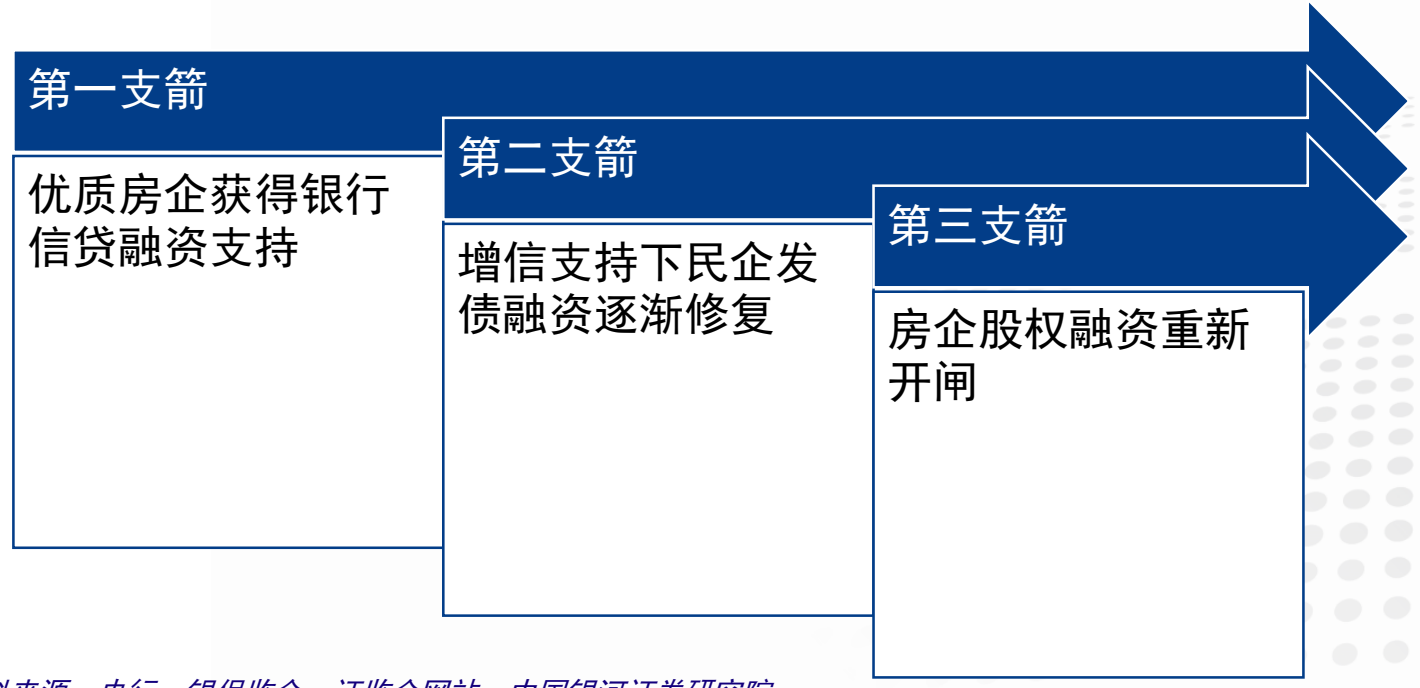


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（六）政策端：地产融资三箭齐发，煤焦钢产业链有望受益

- **政策底已明确：**本轮地产政策从“第一支箭”银行信贷融资打开，到“第二支箭”债券融资支持，再到“第三支箭”股权融资重启，三支箭连续落地对房企融资提供多维支撑。当前对于地产政策底已经明确，行业最危险的时刻已经过去。
- **煤焦钢产业链有望深度受益：**在一系列经济稳增长措施下，优质焦煤作为稀缺性战略资源，需求弹性有望加大，中长期来看，优质炼焦煤作为全球稀缺性资源，随着钢铁工业高质量发展的推进，地产产业链的复苏，优质焦煤资源的重要性将更加凸显。

图：地产融资三箭齐发



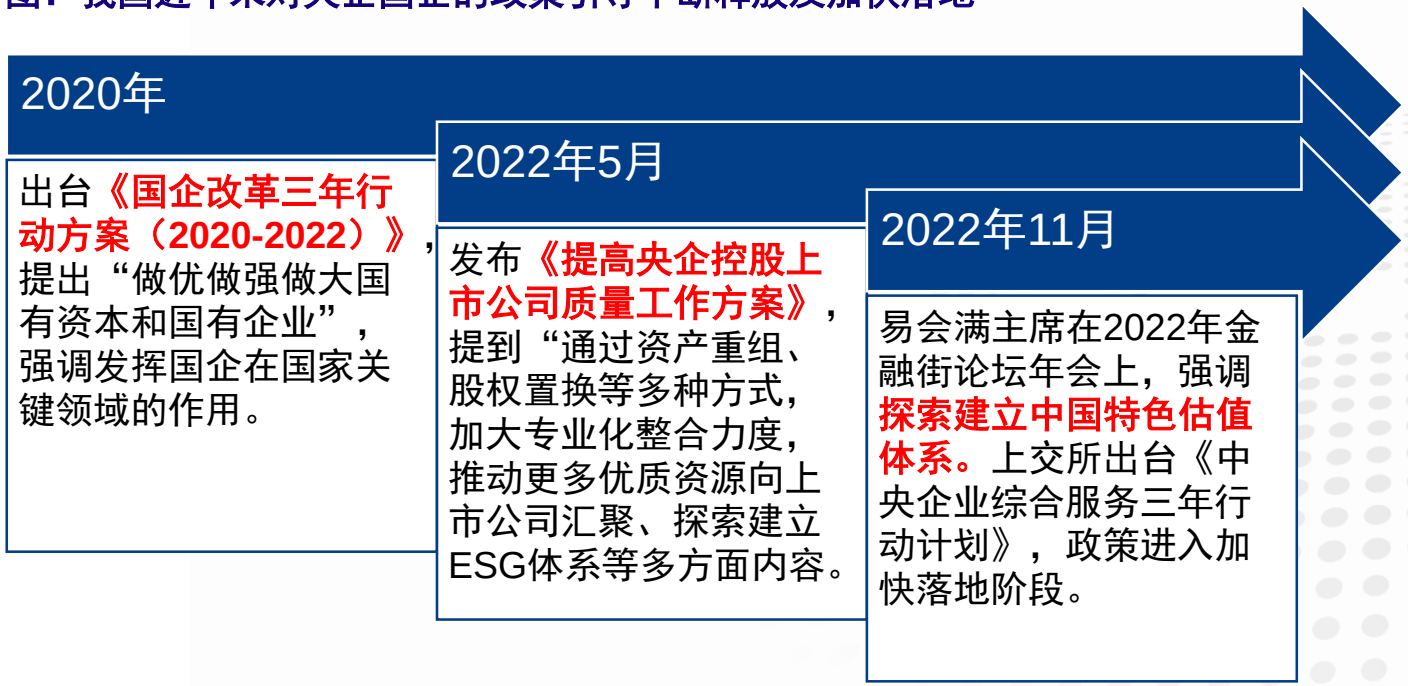
资料来源：央行、银保监会、证监会网站，中国银河证券研究院

四 煤企以央国企为主，有望充分受益“探索建立中国特色估值体系”

（一）我国对央企国企的政策引导不断释放及加快落地

- **打造中国特色估值体系：**2022年11月21日，证监会主席易会满在2022年金融街论坛年会上，强调要深入研究成熟市场估值理论的适用场景，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。
- **强调国企在国民经济中的重要支柱地位及国企估值问题：**易会满提出，上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好认识企业内在价值。

图：我国近年来对央企国企的政策引导不断释放及加快落地

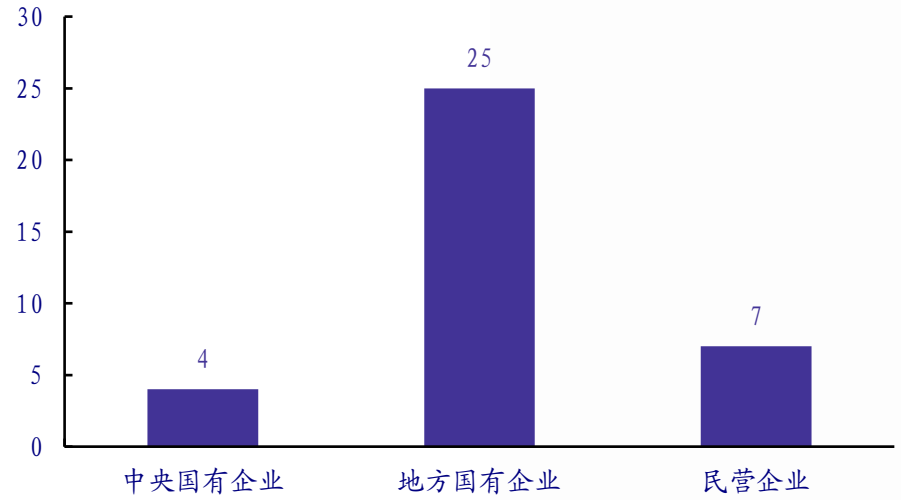


资料来源：经济观察网、中国经济网，中国银河证券研究院整理

（二）建立具有中国特色估值体系，国企价值将迎来重估

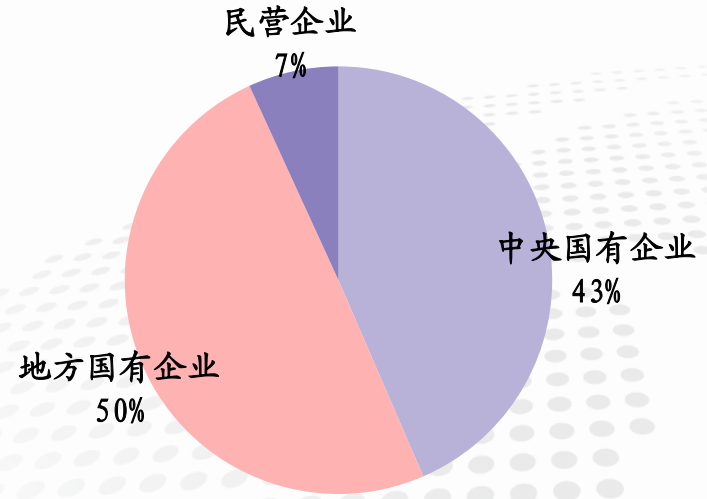
- **煤炭行业以央国企为主：上市煤企共36家，其中4家是中央国有企业、25家是地方国有企业、7家是民营企业；按市值占比，中央国企占43%，地方国企占50%，民营企业仅占7%，央企国企市值合计占比93%，占绝对主导地位。**

图：38家煤炭上市企业性质分布



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：不同性质煤企市值占比



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（三）分红比例逐年提升，行业高景气持续推升上市煤企现金牛属性

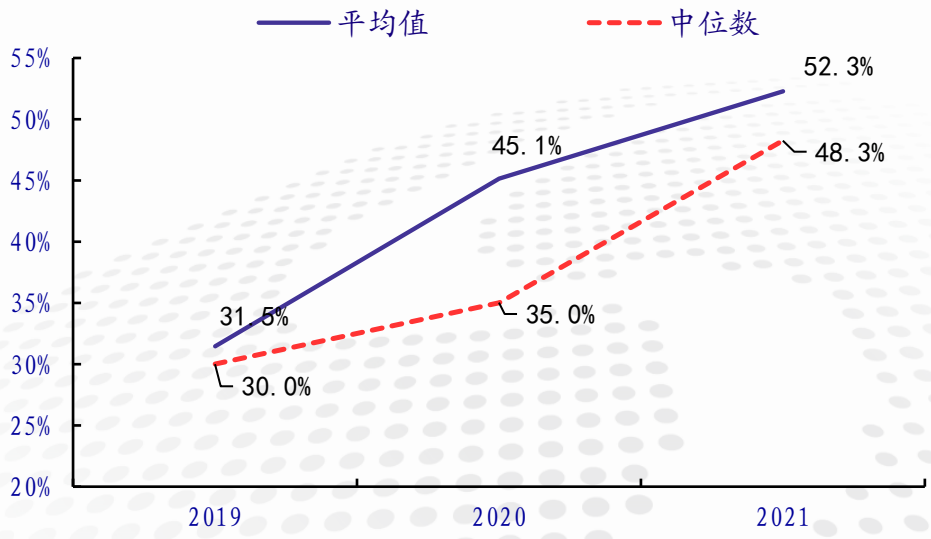
- **主流煤企分红比例逐年提升：我们统计了当前市值200亿以上的上市煤企（共14家）的近三年年度现金分红比例情况，可见，随着行业近两年持续高景气，煤企分红比例逐年提升，凸显了企业的现金牛属性。**

表：市值200亿以上煤企近三年年度现金分红比例

代码	公司名称	公司属性	市值（亿元）	年度现金分红比例		
				2019	2020	2021
601088.SH	中国神华	中央国有企业	5,401.1	57.9%	91.8%	100.4%
601225.SH	陕西煤业	地方国有企业	1,853.7	30.0%	52.1%	61.9%
600188.SH	兖矿能源	地方国有企业	1,587.9	89.2%	68.4%	60.9%
601898.SH	中煤能源	中央国有企业	1,090.2	29.9%	30.1%	30.0%
601699.SH	潞安环能	地方国有企业	545.6	30.1%	30.0%	30.0%
000983.SZ	山西焦煤	地方国有企业	520.7	18.4%	20.9%	78.7%
000723.SZ	美锦能源	民营企业	407.1	0.0%	0.0%	33.3%
600348.SH	华阳股份	地方国有企业	367.0	39.6%	40.0%	34.0%
600157.SH	永泰能源	民营企业	348.8	0.0%	0.0%	0.0%
600985.SH	淮北矿业	地方国有企业	341.1	35.9%	42.8%	36.3%
600546.SH	山煤国际	地方国有企业	317.4	10.1%	15.8%	62.9%
601666.SH	平煤股份	地方国有企业	274.1	60.0%	60.1%	60.2%
000937.SZ	冀中能源	地方国有企业	239.2	39.2%	179.9%	129.0%
601001.SH	晋控煤业	地方国有企业	215.7	0.0%	0.0%	14.4%
平均值				31.5%	45.1%	52.3%
中位数				30.0%	35.0%	48.3%

资料来源：wind、中国银河证券研究院

图：近三年煤企分红比例逐年提升



资料来源：wind、中国银河证券研究院

（四）国改要求不断推动各煤企集团改革重组提速

- **上市煤企获得资产注入预期增强，产量体量提升可期。以山西省为例，各大煤企集团及旗下上市公司呈现“集团体量大，上市公司体量小”的格局。2020年内整合之后，晋能控股集团旗下只有晋控煤业这一家上市煤企；山西焦煤集团旗下有山西焦煤、山煤国际两家上市公司；潞安化工集团旗下煤企仅有潞安环能一家；阳煤集团旗下煤企为华阳股份。**

表：《国企改革三年行动方案》发布之后山西煤企集团改革进展

时间	进程
2020年6月	《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》通过中央全面深化改革委员会审议
2020年7月	山东能源集团与兖矿集团合并重组
2020年8月	山西新成立潞安化工集团
2020年10月	山西省宣布晋能、晋煤、同煤相关资产进行联合重组。同步整合潞安集团、华阳新材料集团及中国煤炭交易中心，组建为晋能控股集团
2020年12月	山西焦煤发公告收购焦煤集团持有水峪煤业100%股权及腾晖煤业51%股权，大同煤业更名“晋控煤业”
2021年1月	山西国资运营公司将山煤集团100%股权全部划转至山西焦煤集团
2021年3月	山西焦煤集团所属4座煤矿移交、划转至晋能控股集团，涉及产能660万吨；晋能控股集团所属21座煤矿移交、划转至山西焦煤集团，涉及产能2190万吨
2021年8月	山西焦煤公司发布公告，拟收购焦煤集团持有的华晋焦煤51%的股权
2021年9月	国资委同意盘江控股吸收合并盘江煤电相关事项

资料来源：公司公告、煤炭工业协会、中国银河证券研究院整理

（五）煤企集团纷纷进行绿色转型，争当能源革命排头兵

- **山西：传统能源升级的同时积极发展新兴产业**

✓ 山西省作为传统能源大省，2016年发布《中国制造2025山西行动纲要》、《山西省“十三五”战略性新兴产业发展规划》，谋求绿色转型发展，在推进现有煤炭、钢铁、焦炭等传统产业升级的同时，积极发展绿色能源、半导体、大数据、特种金属材料等新产业发展。煤企丰厚现金流提供坚实基础的前提下，纷纷在巩固主业的基础上，向产业链纵深及新能源新材料方向转型。

- **山东：战略规划至2022年形成新动能主导发展的格局**

✓ 2018年9月，山东省印发《山东省煤炭行业加快新旧动能转换实现转型升级实施意见》，明确到2022年基本形成新动能主导发展的格局，到2028年培育形成具有现代优势的产业集群”的发展目标。2021年4月，山东印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022年）》，要求合计关闭退出煤炭产能3400万吨，占山东在产产能的24.5%，后因国家实施煤炭增产保供措施，方案部分延后。

（六）部分煤企开始向新能源新材料领域布局发展

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

代码	公司	主营业务
000723.SZ	美锦能源	美锦能源主要从事焦炭及其制品、煤炭、天然气及煤层气等生产经营，拥有“煤-焦-气-化”比较完整的产业链，在市场上具有较强的竞争力。主要产品为：煤炭、焦炭及煤化工产品、天然气等。年来，美锦能源积极布局氢能产业链。2017年成立山西示范区美锦氢源科技发展有限公司； 2017年底，公司收购飞驰汽车51.2%的股权，飞驰汽车成为公司的控股子公司，生产氢燃料电池汽车，飞驰汽车作为国内最大的氢燃料电池客车企业，实现了国内氢燃料电池客车的首次出口。公司业绩弹性较大，未来前景看好。
600188.SH	兖矿能源	公司总部位于山东，其矿产资源分布于山东、陕蒙和澳大利亚，是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一。2020年8月，公司大股东兖矿集团集团合并山东能源，原煤产量位居行业前三。公司煤炭资源多分布于山东本部、陕蒙、澳洲“三大基地”，产能规模位居行业前列。除煤炭业务，公司煤化工产能跻身全国前列，随着 2021 年全球经济复苏， 海外过去十年的化工资本开支不足，供需错配致使煤化工产品价格上涨，促公司盈利大幅攀升。**根据规划，在未来5至10年里，兖矿能源将坚持高碳能源低碳化、清洁能源规模化、综合能源智慧化的发展方向，聚焦矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流等五大产业。**
600348.SH	华阳股份	公司为山西省大型骨干企业，是全国重要的无烟煤生产基地之一，具备资源禀赋优异、煤炭运输条件便利等优势。在山西国企改革布局中，公司大股东华阳集团担纲从煤炭资源到碳基新材料的转型尝试重任。2021年1月，公司更名为华阳股份，积极参与集团的新材料转型，布局飞轮储能、钠离子电池板块，新材料转型蓄势待发。2021 年 3 月，公司受让阳煤智能制造基金，投资,北京奇峰、中科纳海'项目，分别涉及飞轮储能、钠离子电池板块； 2021 年 4 月，公司全资子公司新阳能源投资新建,钠离子电池正极材料千吨级生产项目、钠离子电池负极材料千吨级生产项目',进一步推进钠离子电池布局。
601015.SH	陕西黑猫	陕西省最大的独立焦化企业，具备780万吨 / 年焦炭、30万吨 / 年甲醇、37万吨 / 年液氨、48万吨 / 年尿素、25万吨 / 年LNG、8000万块 / 年蒸压粉煤灰砖的生产能力，是一家集冶金、化工、建材为一体的资源综合利用型企业，未来争当中国炼焦行业循环经济的引领者。
601699.SH	潞安环能	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。在冶金煤行业内利润率领先。公司目前焦化在产产能 216 万吨/年。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。
600123.SH	兰花科创	优质无烟煤企业，煤炭化工产业一体化。公司以煤炭、化肥、化工为主导，化肥化工企业的生产原料为煤炭，形成产业一体化优势。主要煤炭生产矿井地处全国最大的无烟煤基地-沁水煤田腹地，资源储量丰富，产量逐年攀升，公司生产的“兰花牌”无烟煤是重要的煤化工原料，且为稀缺品种，煤化工业务用煤可由煤炭业务供给，公司产品包括煤炭、尿素、己内酰胺、二甲醚。
002128.SZ	电投能源	公司将清洁能源发展作为重点战略。截至 2021Q3，公司新能源并网装机规模约 155万千瓦，在建光伏项目约 5 万千瓦左右，已经取得核准风电项目 140 万千瓦，其中霍林河循环经济项目部分今年年底并网，剩余的 300 兆瓦风电和 100 兆瓦光伏正在开展项目前期。
000983.SZ	山西焦煤	传统焦煤龙头企业，控股股东为山西焦煤集团，是全国最大的炼焦煤生产及供应商，世界第二。公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源。按照山西省委省政府关于深化国企改革的战略部署，公司未来将被打造成焦煤板块龙头上市公司。山西国改一直在进行，近两年是加速期。2020 年 12 月，公司收购集团所属的水峪煤业、腾晖煤业两处矿井，近期公司发布公告，拟收购大股东焦煤集团持有的华晋焦煤51%的股权，以及李金玉、高建平合计持有的明珠煤业49%股权。这标志着山西焦煤国企改革的进一步提速。
601898.SH	中煤能源	公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造四大主业于一体的大型能源企业，拥有丰富的煤炭资源、多样化的煤炭产品以及现代化煤炭开采、洗选和混配生产技术工艺。中煤集团为公司控股股东总产能达到 3 亿吨级规模。公司在榆林、鄂尔多斯等煤炭资源丰富的区域发展煤化工，对外销售的煤化工产品为甲醇、聚乙烯、聚丙烯、尿素等，规模效应突出。

 资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

五　投资建议及推荐公司

（一）投资建议及推荐公司

- **2022年回顾：**2022年全年，受国内外能源紧张局势共振影响，行业景气度持续攀升，盈利大增，前三季度利润总额同比增91.6%，未来供给大量释放依然受客观条件制约，但仍具趋势性增长，需求四季度以来表现偏弱，长协煤价四季度有所提升至728元，发改委关于原料用能不纳入能源消费总量控制的通知也为原料用煤额度松绑。
- **2023年展望：**2023年，预计行业供给稳中有增，一揽子经济刺激措施、疫情防控政策优化调整、地产支持政策、十四五扩内需战略规划等仍有望提升上游需求，持续推升煤炭板块景气度；双焦方面，焦煤焦炭的供给仍保持稳定，需求端随着地产融资三箭齐发，地产政策底已经明确，地产产业链修复在途，优质焦煤的资源重要性将更加凸显，煤焦钢产业链有望深度受益经济复苏。
- **煤企有望深度受益“建立中国特色估值体系”：**随着我国对央企国企的政策引导不断释放及加快落地，作为央企国企市值占比超9成的煤炭行业，有望在“建立具有中国特色估值体系”的背景下迎来价值重估，主流煤企分红比例逐年提升，行业现金牛属性明显，国改要求不断推动各煤企集团改革重组提速，部分煤企开始布局转型新能源新材料领域并已取得有效进展，综合，煤企价值重估将全方位多角度提速。
- **个股推荐：**预计2023年长协煤价稳中有升，市场煤价有望高位维稳。个股推荐中国神华（601088）、陕西煤业（601225）、中煤能源（601898）、山西焦煤（000983）。
- **风险提示：**行业及上市煤企面临政策调控压力下煤价大幅下跌的风险，以及需求大幅走弱的风险。

（二）预计2023年高景气持续，煤企业绩仍稳中有升

表：主流煤炭公司盈利预测（EPS:元/股；市值：亿元；股价：元，截至12月16日）

证券代码	证券简称	EPS			市值	PE			股价
		2022E	2023E	2024E		2022E	2023E	2024E	
601088.SH	中国神华	3.8	3.9	4.0	5401.1	7.5	7.3	7.1	28.6
601225.SH	陕西煤业	3.7	3.5	3.6	1853.7	5.2	5.5	5.3	19.1
600188.SH	兖矿能源	7.2	7.6	8.1	1587.9	5.3	4.9	4.7	37.8
601898.SH	中煤能源	1.8	1.9	2.0	1090.2	5.1	4.7	4.5	9.2
601699.SH	潞安环能	3.8	3.9	3.9	545.6	4.9	4.7	4.7	18.2
000983.SZ	山西焦煤	2.5	2.7	2.9	520.7	5.1	4.7	4.4	12.7
600348.SH	华阳股份	2.7	2.9	3.1	367.0	5.7	5.4	4.9	15.3
000723.SZ	美锦能源	0.6	0.7	0.7	407.1	15.5	14.1	12.7	9.4
600157.SH	永泰能源	0.1	0.1	0.1	348.8	18.7	16.4	14.7	1.6
600985.SH	淮北矿业	2.8	3.2	3.4	341.1	4.9	4.3	4.1	13.8
600546.SH	山煤国际	3.4	3.7	3.9	317.4	4.7	4.3	4.1	16.0
601666.SH	平煤股份	2.7	2.9	3.1	274.1	4.4	4.1	3.8	11.8
002128.SZ	电投能源	2.4	2.6	2.7	248.7	5.4	5.1	4.8	12.9
601001.SH	晋控煤业	2.9	3.1	3.3	215.7	4.4	4.1	3.9	12.9
600123.SH	兰花科创	3.2	3.4	3.8	161.6	4.5	4.1	3.8	14.2
600395.SH	盘江股份	1.0	1.2	1.3	152.0	6.9	5.9	5.3	7.1
600740.SH	山西焦化	1.3	1.4	1.5	144.8	4.5	4.1	3.7	5.7
601918.SH	新集能源	1.1	1.2	1.2	113.2	4.1	3.8	3.6	4.4
600508.SH	上海能源	3.8	4.1	4.3	111.9	4.1	3.8	3.6	15.5
601101.SH	昊华能源	1.6	1.9	2.0	95.5	4.0	3.6	3.3	6.6
000552.SZ	靖远煤电	0.4	0.6	0.7	86.8	8.7	5.6	4.8	3.5
603113.SH	金能科技	0.7	1.5	1.7	84.6	14.1	6.7	5.7	9.9

资料来源：wind，中国银河证券研究院

（三）中国神华（601088）：煤电运一体化龙头

- **中国神华是国家能源投资集团控股的上市公司**，为集团旗下煤炭生产销售、发电、运输、煤化工业务为一体的大型能源企业。 2018 年神华集团和原国电集团的并购重组，加强了公司发电业务的营收能力，截至 2022 年 9 月，国家能源投资集团持有中国神华 69.25%股权，实际控制人为中央国资委。

✓ （1）煤炭主业：公司煤炭核定产能占全国总产能8%，拥有6大矿区，除自有矿区产煤外，还利用发达的铁路交通优势外购煤炭，外购煤占比35%左右；

✓ （2）运输业务：公司运输业务包括铁路、港口运输、船舶，以铁路为主。

✓ （3）发电业务：公司燃煤电厂的84%的燃料来自于神华内部，公司煤电一体化运营保障电厂煤炭供应，未来随着电价改革的不断推进，发电板块业绩增长较有保障；

✓ （4）煤化工业务：公司煤化工业务包括包头煤化工一期（每年生产60万吨聚烯烃），未来随着煤化工二期的开工，每年将新增75万聚烯烃，利润贡献度将翻倍增长。

- 预计公司2022 / 23 / 24年归母净利润分别为895.8/924.8/941.6亿元，每股收益分别为3.82/3.94/4.01元/股，12月16日股价为28.58元，对应PE分别为7.5X/7.2X/7.1X，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示**
- 行业及上市煤企面临政策调控压力下煤价大幅下跌的风险，以及需求大幅走弱的风险。

（四）陕西煤业（601225）：西部煤炭明珠，成长+价值典范

- 公司主力矿区陕北、彬黄矿区是全国最优质的的动力煤及炼焦配煤基地，所产原煤热值均在5000大卡之上，其中陕北榆林地区商品煤热值均在5800卡以上。公司可采储量为82.1亿吨，在行业内排名第三。陕西煤业背靠陕煤化集团的大力支持，于2022年7月11日与陕煤集团签订《资产转让意向协议》，集团有意将持有的彬长矿业全部股权、集团及陕北矿业持有的神南矿业全部股权等转让给陕西煤业；10月，公司发布公告拟分别以143.2/204.5亿元收购陕煤集团持有的彬长矿业/神南矿业全部股权，交易有序顺利推进；对应未上市产能方面，彬长集团大约为1200万吨/年（小庄矿+孟村矿），神南矿业包含小壕兔一号井以及三号井（根据榆神三期规划，一号井产能规模 800 万吨/年）；随着资产注入的逐步落地，公司外延式增长可期，或带动业绩进一步增长，续写“价值+成长”新篇章。预计公司2022 / 23 / 24年归母净利润分别为355.8/338.5/349.2亿元，每股收益分别为3.67/3.49/3.60元/股，12月16日股价为19元，对应PE分别为5.1X/5.4X/5.3X，维持公司“推荐”评级。

- **风险提示**
- 行业及上市煤企面临政策调控压力下煤价大幅下跌的风险，以及需求大幅走弱的风险。

（五）中煤能源（601898）：煤炭+煤化工业务共发展，价值重估可期

- 公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、发电、煤矿装备制造于一体的大型能源企业，实际控制人为国务院国资委。公司现有在产煤矿19座，产能最大的平朔矿区位于14个大型煤炭基地之一的晋北基地，截至2021年底，公司煤炭资源储量270亿吨，位列行业第二；核定产能1.32亿吨/年，位列行业第四；公司煤炭产出90%为动力煤，煤炭年产量1.13亿吨，位列行业第三。目前在建矿井四座，包括大海则（产能2000万吨/年，计划2024年达产），苇子沟煤矿（240万吨/年，计划2025年竣工验收），里必煤矿（400万吨/年，预计2025年竣工验收）。公司煤炭和煤化工板块协同发展。目前煤化工产能包括甲醇160万吨/年、煤制聚烯烃产能120万吨/年，尿素产能175万吨/年；同时在建项目有榆林二期，预计建成将新增75万吨聚烯烃。预计2022/23/24年归母净利润分别为238.9/258.2/273.8亿元，每股收益分别为1.8/1.95/2.07元/股，12月16日股价为9.17元，对应PE分别为5X/4.7X/4.4X，维持公司“推荐”评级。

- **风险提示**
- 行业及上市煤企面临政策调控压力下煤价大幅下跌的风险，以及需求大幅走弱的风险。

（六）山西焦煤（000983）：焦煤龙头，资源禀赋+资产注入打开成长空间

- 山西焦煤生产矿区位于国家大型煤炭规划基地的晋中基地，以及临汾和吕梁地区，主要煤种包括焦煤、肥煤、瘦煤、气煤等优质炼焦煤种，在国内冶炼精煤供给方面占据重要地位。公司古交矿区的主焦煤、肥煤是稀缺开采煤种，具备低灰分、低硫分、结焦性好等优点，资源禀赋较好。公司拥有可采储量 22.76 亿吨，长协煤销售占比超 80%，且与国内多家大型钢企建立长期战略合作关系。公司拟通过发行股份及支付现金方式购买华晋焦煤 51%的股权和明珠煤业 49%的股权，华晋焦煤被誉为“中国瑰宝”，离柳、乡宁两大优质焦煤矿区，可采储量达 45.4 亿吨，核定产能 1110 万吨/年，资源禀赋优异、市场竞争力突出，并入华晋焦煤后，业绩有望进一步增厚。预计2022/23/24年归母净利润分别为103.8/111.4/117.8亿元，每股收益分别为2.53/2.72/2.87元/股，12月16日股价为12.71元，对应PE分别为5X/4.7X/4.4X，维持公司“推荐”评级。

- **风险提示**
- 行业及上市煤企面临政策调控压力下煤价大幅下跌的风险，以及需求大幅走弱的风险。

银河煤炭团队介绍



☎：（8610）8092 7613
✉：panwei@chinastock.com.cn
分析师登记编号：S0130511070002

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

分析师承诺：本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

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

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

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

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

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

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

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

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

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

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

中国银河证券|CGS

感谢聆听！

中国银河证券研究

扫码关注我们
微信号 | zgyhzqyj

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK