证券研究报告

行业报告　行业投资策略

2022年12月24日

能源开采

煤炭行业2023年投资策略：百尺竿头更进一步

作者：

分析师 张樨樨 SAC执业证书编号：S1110517120003

天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（首次评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

供应端：保供难度逐渐加大

保供难度逐渐加大的原因一：民营煤矿是产能快速扩张的主力军，但如今民营资本却在逐渐退出

保供难度逐渐加大的原因二：运力规划难以跟上保供进度

煤炭供应的另一个重要因素：进口煤总量将处于新的稳定阶段

市场格局：双轨制影响日益深化

双轨制的影响一：铁路运力向电煤以及晋陕蒙集中度过大

双轨制的影响二：电力行业亏损止步、利润回升

双轨制有利于煤价天花板的抬升：电煤长协与电价改革是突破瓶颈的关键

动力煤：疫后复苏，需求增长

由于冬季旺季持续时间更长、月度消耗更高，因此冬季的终端去库存可能会更加及时的传导至上游生产及贸易环节，社会总库存开始进入快速下滑期，同时推动价格进入持续上涨期。

炼焦煤：地产转好，预期差修复

在稳增长的政策基调下，地产政策连续出台，基建项目发力不断托底，而且随着建筑业投资与制造业投资增速的提升，煤焦钢产业链需求有望明显修复。

风险提示：经济增长不及预期；房建恢复不及预期；建设产能投放超预期；测算具有主观性

目录

1. 供应端：保供难度逐渐加大
2. 市场格局：双轨制影响日益深化
3. 动力煤：疫后复苏，需求增长
4. 炼焦煤：地产转好，预期差修复
5. 投资观点和重点推荐
6. 风险提示



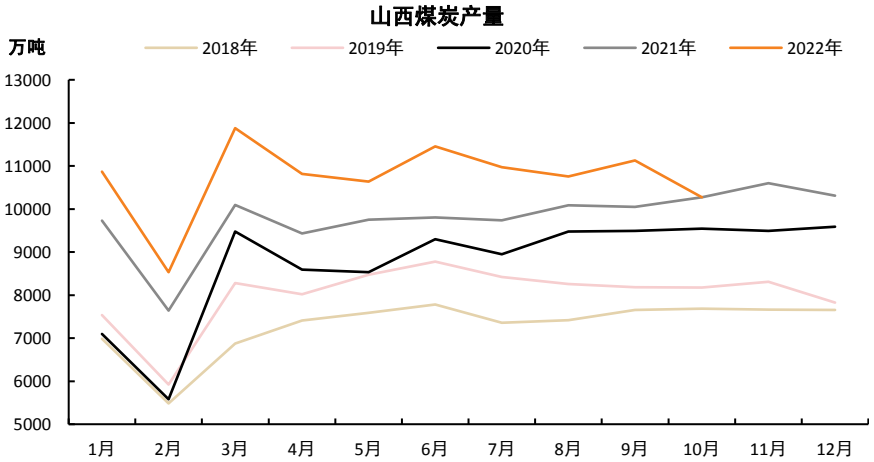
1
供应端：保供难度逐渐加大

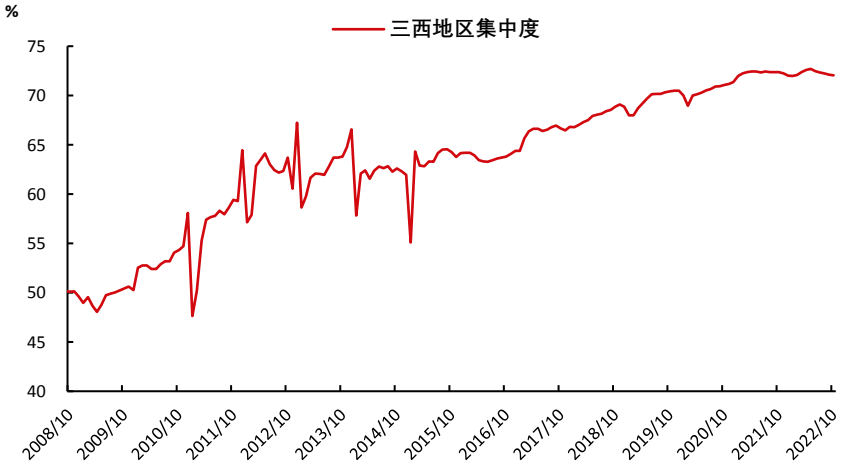
1、强保供下的三大特点：质量、安全、集中度过大

- **快速核增势必导致质量下降：**近9年来，商品煤（动力煤+炼焦精煤）的成品率平均值在97.93%，2022年至10月底的成品率在93.4%。

- **晋陕蒙集中度超过72%：**晋陕蒙三省区2022年煤炭集中度高达72%，且生产区域距离较近，在特殊情况下给区域运营管理及组织调运带来较大的压力。





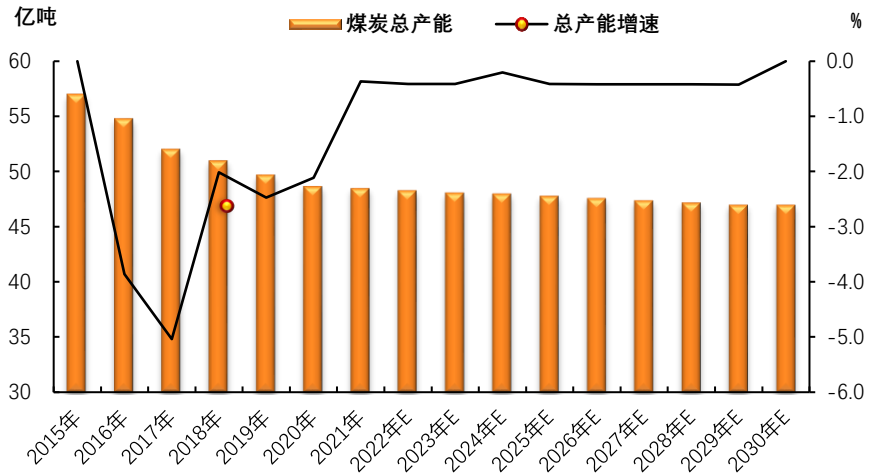


资料来源：WIND，天风证券研究所

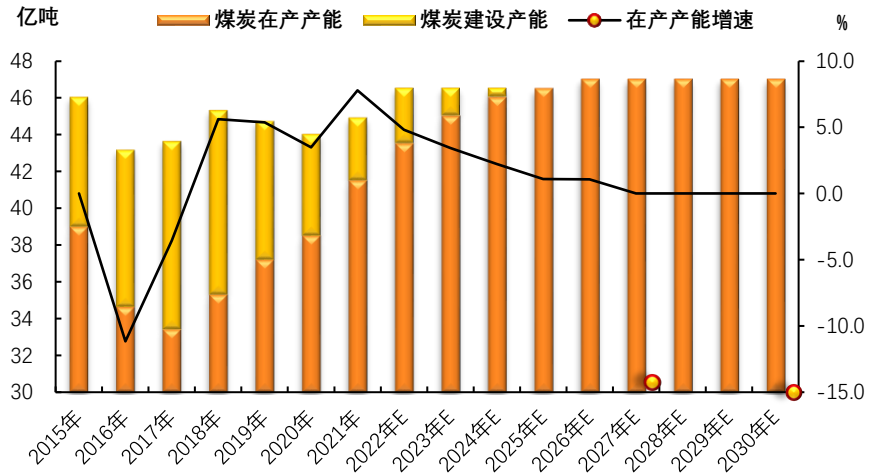
2、保供难度逐渐加大的原因一：民营煤矿是产能快速扩张的主力军，但如今民营资本却在逐渐退出

- **原因一：**2016年-2020年连续5年的煤炭行业去产能，退出及淘汰了落后过剩产能9.6亿吨，并整合、置换一大批“违法先建” 的不合规煤矿，其中主要以民营煤矿为主。
- **原因二：**“碳达峰、碳中和”政策以控制化石能源消费增速为目的，在中国几乎可以等同于是控制煤炭消费增速，对于商品型企业来说，消费发展的瓶颈将大幅抑制新增投资的进入，尤其是民间资本。
- **原因三：**严格的限价政策导致利润空间的压缩、以及成本回收周期拉长，以逐利为目的的民营资本投资意愿大幅下滑。

全国煤炭总产能



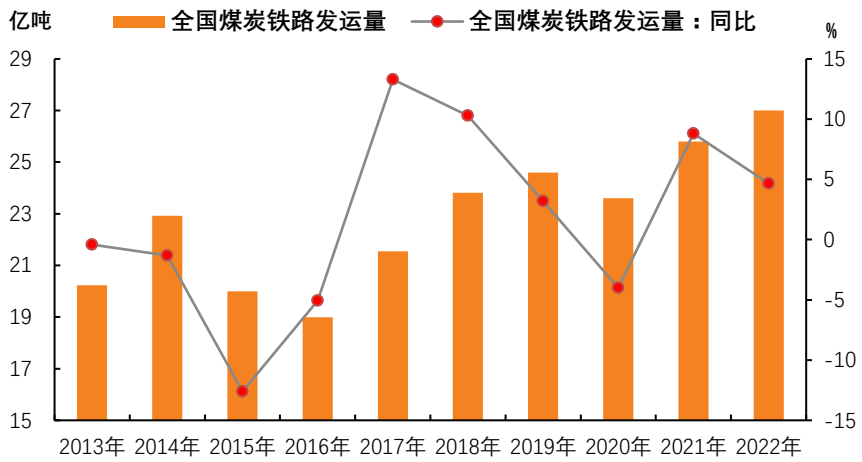
全国煤炭生产及建设产能

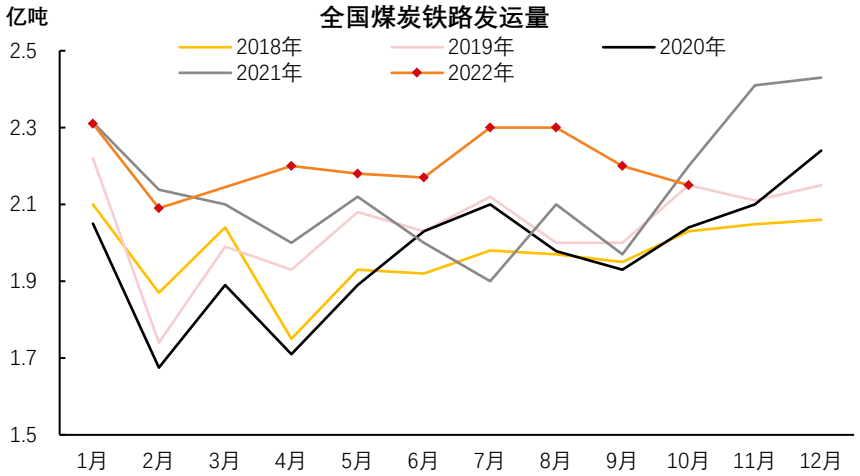


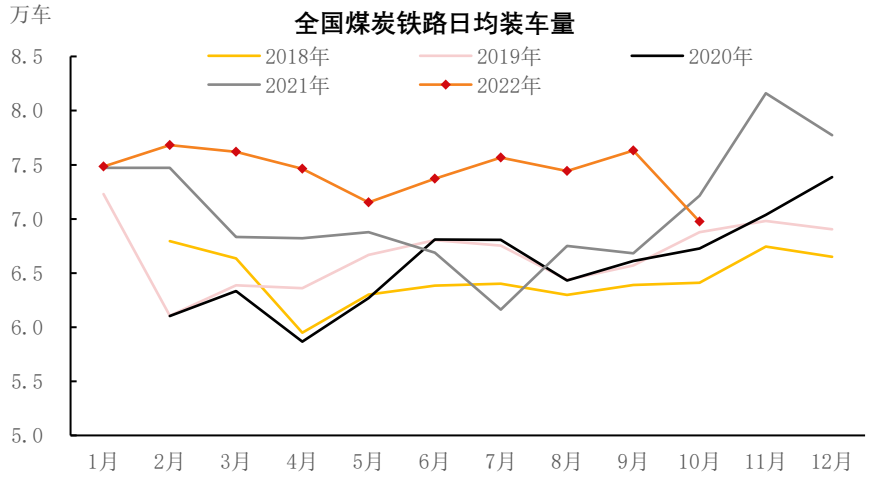
资料来源：国家能源局，国家发改委，地方能源局发改委，天风证券研究所

3、保供难度逐渐加大的原因二：运力规划难以跟上保供进度

- **全国铁路煤炭运输增量有限：**2021年保供以来，铁路煤炭发运量呈增长趋势，尤其是晋陕蒙地区铁路运力处于持续饱和状态，并因此事故频发。
- 我们预计2022年发运量突破27亿吨，2023年达到29亿吨。按照全国煤炭铁路运力运营情况，未来若无大规模运力规划建设，或将成为阻碍煤炭产能释放的主要原因。







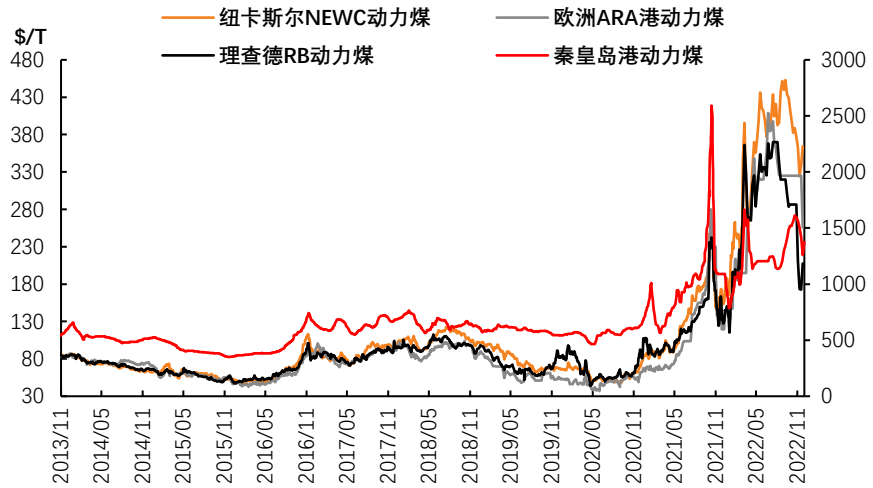
资料来源：WIND，天风证券研究所

4、关乎煤炭供应的另一个重要因素：进口煤总量将处于新的稳定阶段

- **进口煤是沿海煤炭市场调节的关键：**十三五以来，中国年均进口煤炭2.89亿吨，由于进口煤主要供应于沿海地区，按照沿海港口年均下水发运内贸煤7亿吨算，沿海地区进口煤比例大约在28.96%，且由于沿海煤炭市场是全国煤炭市场的风向标，因此进口补充环节在供需结构中具有举足轻重的地位。

- **高卡煤内外价差拉大是导致进口减少的直接原因：**受欧洲地缘冲突影响，国际高卡煤煤价在2022年1-8月份大幅飙涨，国际主流动力煤纽卡斯尔指数（Q6300）3月份以来均价约380美金/吨，而国内煤价在疫情拖累及政策影响下相对稳定，环渤海价格指数（Q5800）3月以来中枢仅约为1400元/吨，海外发运利润严重倒挂致使发运积极性严重受挫。我们预计2022年以后进口煤数量将下降到2.5-2.7亿吨的新稳定阶段。

国际主流高卡煤及国内煤价的价差保持



国际主流煤价热值价差严重失衡



资料来源：WIND，天风证券研究所

5、国际煤价飙涨的主因一：俄罗斯在全球煤炭市场的龙头地位

- **欧洲流向占比相对较高：**根据BP数据显示，2021年俄罗斯煤炭出口结构中，欧洲占比高达35%，那么这说明在2021年有大约7400万吨的煤炭流向欧洲。按照欧盟公告将从8月份开始完全禁止进口俄罗斯煤炭，我们预期俄罗斯2022年出口减量至少2000万吨，如果后期禁令持续，2023年的减量可能高达5000万吨。

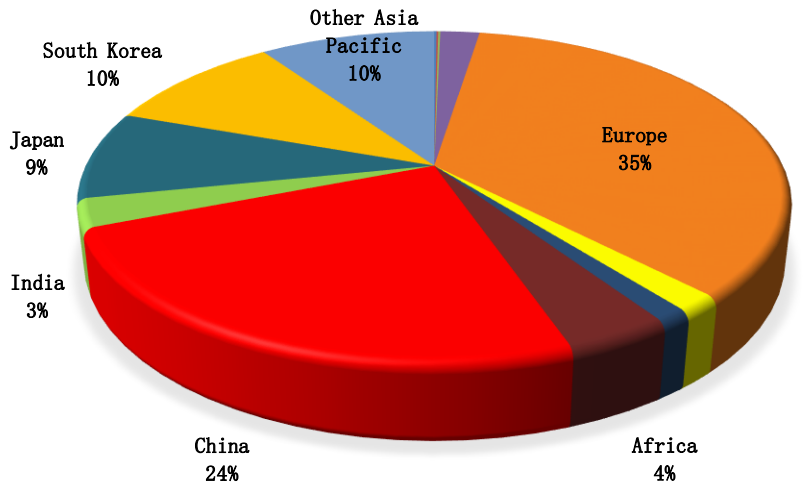
- **欧洲流向失去的影响：**欧洲由于煤炭进口对俄罗斯进口依赖度高达48.16%，因此需要寻找新的进口国来补充，目前只有亚太可以做到。但是亚太区一旦每年向欧洲输送7400万吨煤炭，则亚太区供需平衡瞬间就会被打破，因为亚太区才是煤炭贸易的主要消费地。从澳洲煤纽卡斯尔指数自2022年5月份以来平均为400美金/吨就能看到亚太区煤炭市场的格局已经被打破。

2021年欧洲能源对俄罗斯依赖度

类型	进口量	俄罗斯来源	占比
原油:百万吨	467.74	138.65	29.64%
管道气:十亿方	369.1	167.03	45.25%
LNG:十亿方	108.23	17.4	16.08%
天然气综合：十亿方	477.33	184.43	38.64%
煤炭：艾焦	4.38	2.11	48.16%

资料来源：BP，天风证券研究所

2021年俄罗斯煤炭出口流向比例



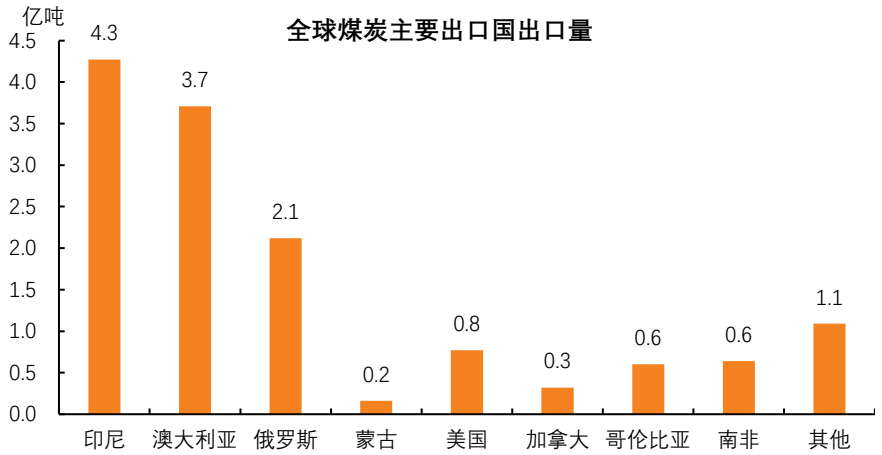
6、国际煤价飙涨的主因二：全球煤炭供应弹性的脆弱

- **全球去煤化导致能源消费结构改变：**随着生态环保的问题愈发突出，全球去煤化导致能源消费结构发生较大变化，煤炭消费占比不断下降、天然气与清洁能源占比不断提升。但非化石能源的供应对气候依赖度相对较高，气候的不稳定可能导致能源供应体系的脆弱，能源结构的“先破后立”未必是最佳选择。

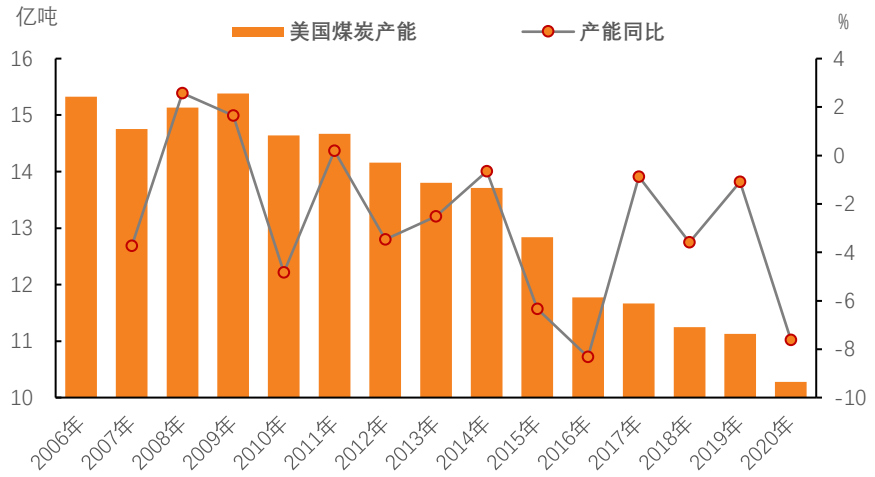
- **去煤化已导致全球主要产煤国产能下降：**全球主要产煤国针对煤矿建设的资本开支不断减少，以全球第一大煤炭储量国美国来说，煤炭产能从2009年的最高15.38亿吨下滑到2020年的10.28亿吨，削减度达30%。煤矿建设由于涉及环保等敏感问题，新进资本开支审批非常困难，而较长的煤矿建设周期也使得利润向供应端的传导难以流畅。

- **因此，全球煤炭供应弹性的脆弱与地缘冲突导致的俄罗斯煤炭贸易减量之间的矛盾，短时间可能难以调和。**

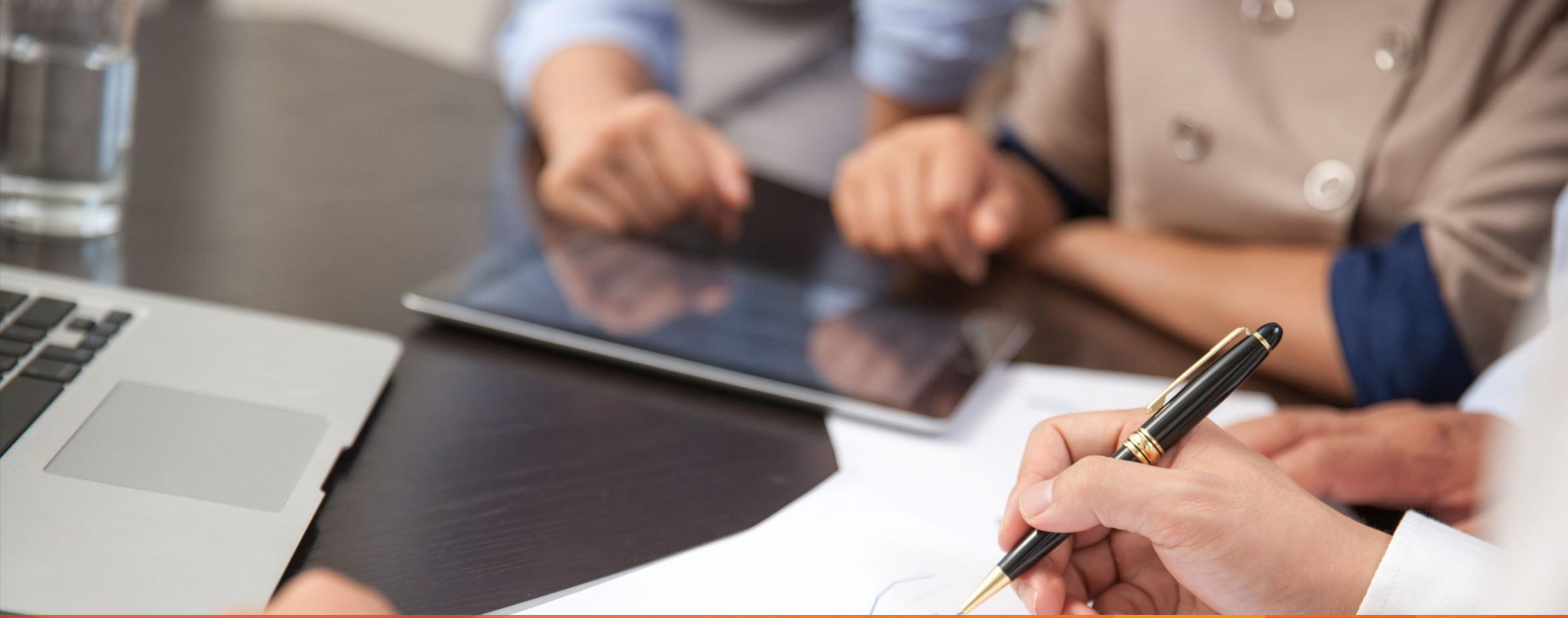
2021年全球煤炭主要出口国



美国煤炭产能逐年下降



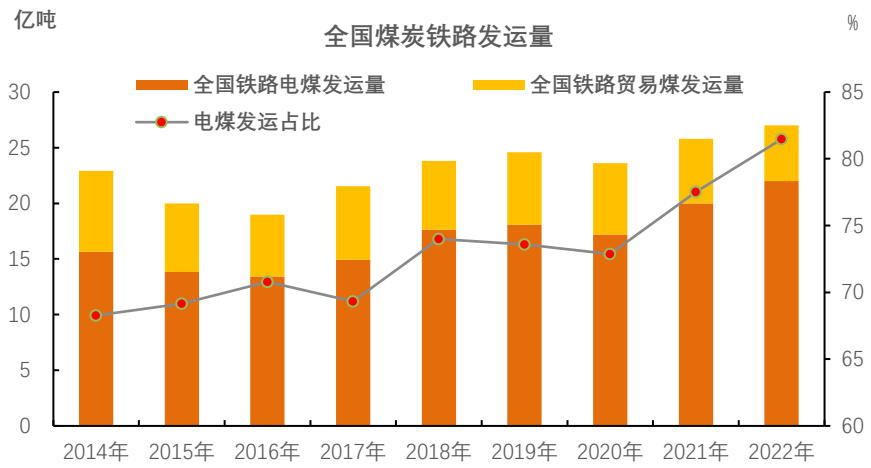
资料来源：中国煤炭经济网，EIA，天风证券研究所

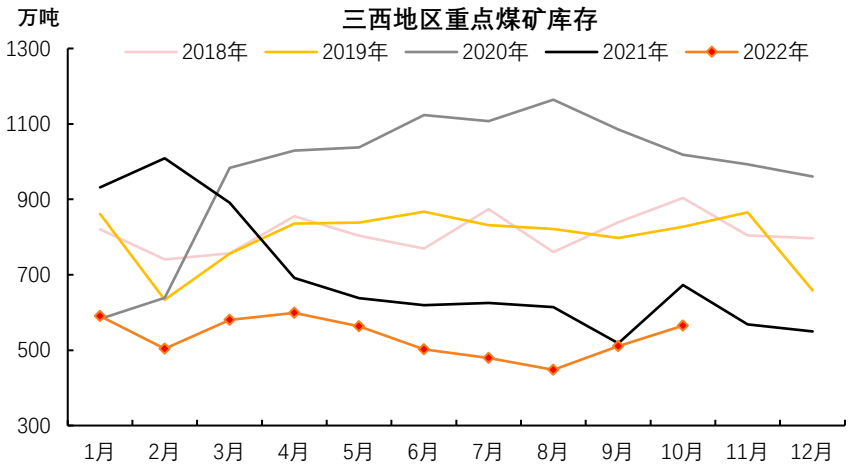


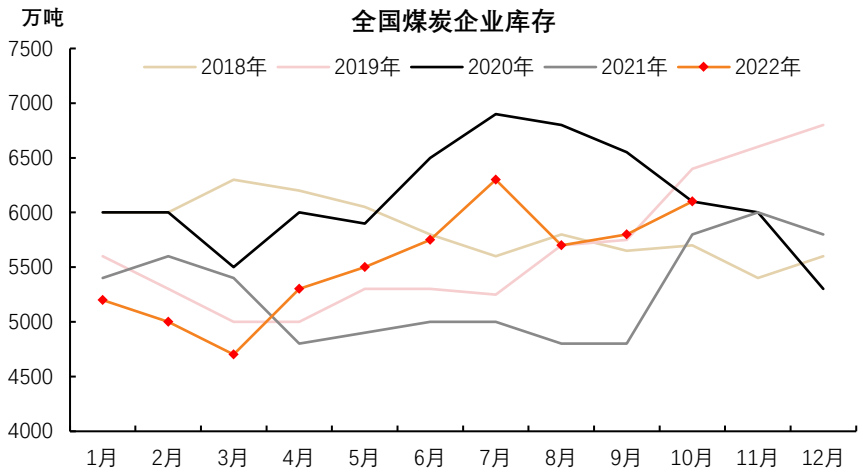
2
市场格局：双轨制影响日益深化

1、双轨制的影响一：铁路运力向电煤以及晋陕蒙集中度过大

- **电煤发运占比大幅提升：**2022年全国电煤发运量提升到22亿吨，在煤炭铁路发运中占比接近82%，严重挤占贸易煤铁路运力，我们认为这或导致贸易环节流通不畅。
- **晋陕蒙发运集中度过大：**晋陕蒙电煤长协保供比例较高，国铁批车集中度加大，导致2022年晋陕蒙地区重点煤矿库存截止11月前大幅低于往年，并有望进一步对煤价起到较强的支撑。



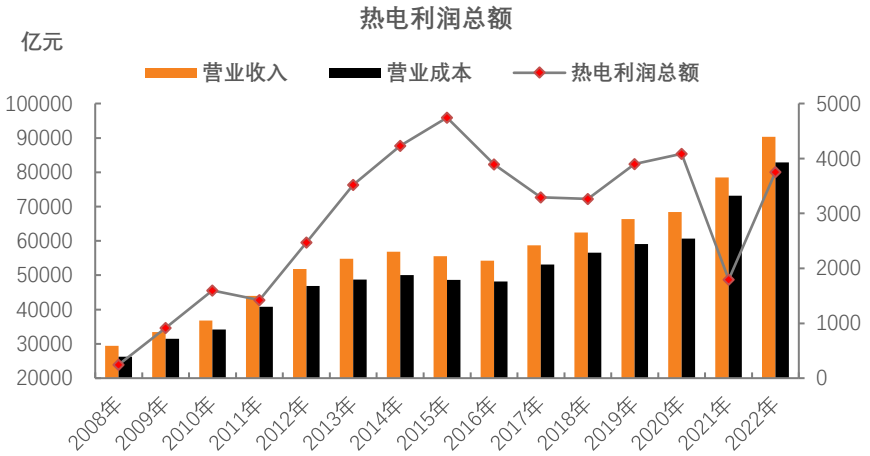


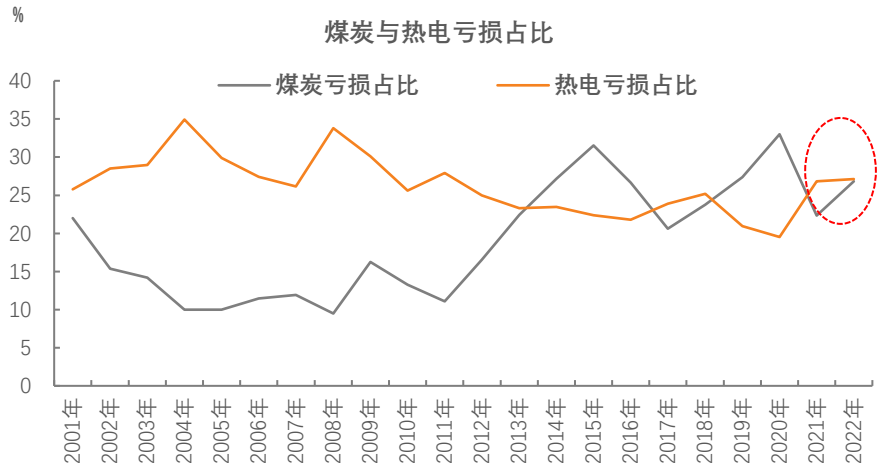


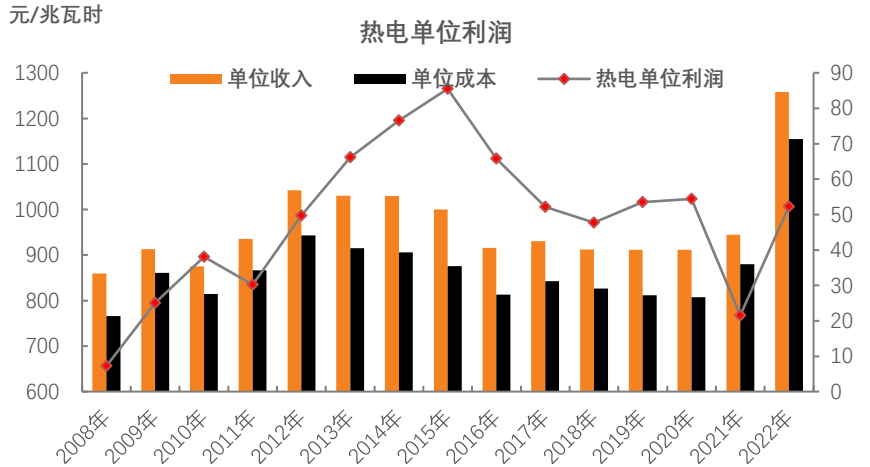
资料来源：WIND，CCTD，天风证券研究所

2、双轨制的影响二：电力行业亏损止步、利润回升

- **电力行业整体利润大幅回升：**2021年四季度以来，燃煤电价上浮比例提升叠加长协兑现率提升，电力热力行业利润总额快速回归到往年正常水平，我们预计2023年电力热力行业利润有进一步增加的可能。
- **电力行业亏损面明显收窄：**我们认为随着长协煤成本得到有效控制，营收明显增加，行业亏损面大致维持2021年的水平，并未随着煤价中枢上移而再次扩大。







资料来源：WIND，天风证券研究所

3、双轨制有利于煤价天花板的抬升：电煤长协与电价改革是突破瓶颈的关键

- **电煤长协比例是突破瓶颈的关键：**基于煤炭市场长期处于紧平衡格局的基础逻辑，过度干预现货价格可能会造成市场乱象丛生，如何在降低电煤采购成本的基础上减少对市场的干预才是关键，而这个关键点就是电煤长协兑现比例。

- **燃煤电价的改革将继续打开政策空间：**基于2021年燃煤电价改革后的情况，选取全国煤炭及电力市场核心区域作为样本，对不同长协比例下的煤电联动进行敏感性测试。当电煤长协签订兑现率达到80%-90%之间，则有望实现火电盈利与煤炭价格突破政策瓶颈的双赢，而此时动力煤市场化比例介于46%-52%之间，仍可实现煤炭企业利润的高增长。

基于长协比例的煤电联动敏感性测试

电煤年长协比例	电煤月长协比例	现货价格：Q5500（元/吨）	煤价涨幅	华东电煤月长协：Q5500	华东电煤年长协：Q5500	电厂综合价格：Q5500	电厂入炉煤折算价格：Q4600	华东发电燃料成本：元/千瓦时	发电综合成本：元/千瓦时	华东燃煤上网基准电价	华东燃煤上网电价最高上浮
2021/2022年	*	1000.00	*	900.00	640.00	892.00	694.00	0.291	0.416	0.395	0.474
40%	40%	1478.31	48%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
50%	30%	1658.31	66%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
60%	20%	1838.31	84%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
70%	10%	2018.31	102%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
80%	0%	2198.31	120%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
2021/2023年	*	1000.00	*	900.00	640.00	892.00	694.00	0.291	0.416	0.395	0.474
40%	50%	1876.62	88%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
50%	40%	2236.62	124%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
60%	30%	2596.62	160%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
70%	20%	2956.62	196%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
80%	10%	3316.62	232%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474
90%	0%	3676.62	268%	1080.00	720.00	1015.66	790.00	0.332	0.474	0.395	0.474

资料来源：WIND，天风证券研究所

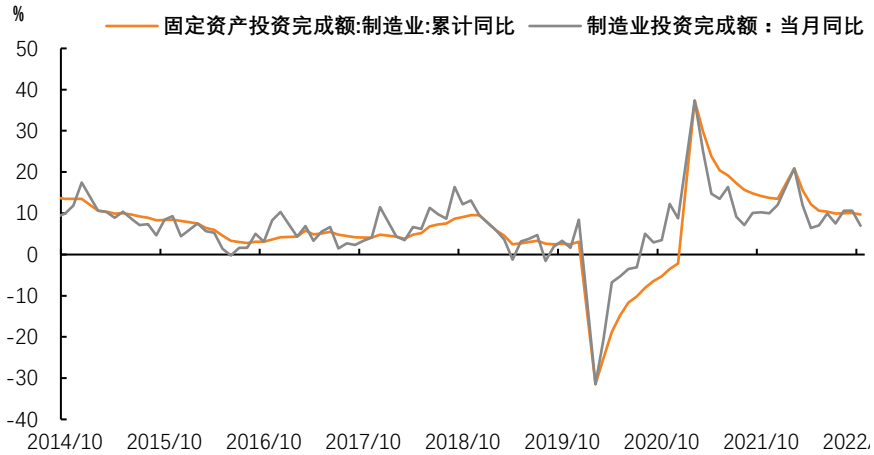


3 动力煤：疫后复苏，需求增长

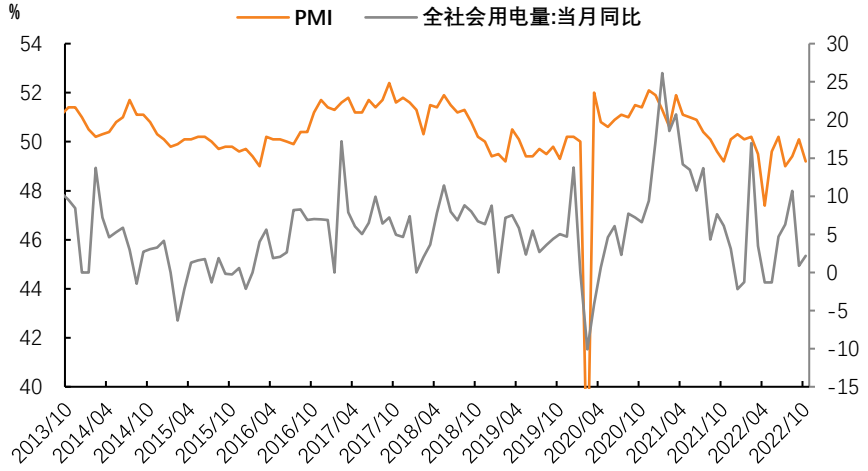
1、疫后经济复苏：复苏的高度取决于疫期下降的基数

- **疫情汹汹但尚未影响经济基本盘：**从各项数据来看，疫情期间制造业投资与基建投资继续保持高位，出口增速与用电增速虽然下滑但基数与2021年持平甚至仍有增加，这足以表明中国经济护城河相对深厚，疫情的巨大冲击并未明显影响到经济的基本盘。
- **稳增长的主基调继续保持强劲：**在稳增长背景下，政策综合发力，在国内信贷环境的支持以及基建发力、房建改善拉动下，制造业投资仍延续相对积极的表现，并进而支撑制造业景气度。
- **由于中国的用电结构主要以第二产业为主，因此制造业的景气度不断复苏将带动用电量及能耗的恢复性增长。**

制造业投资连续保持高位

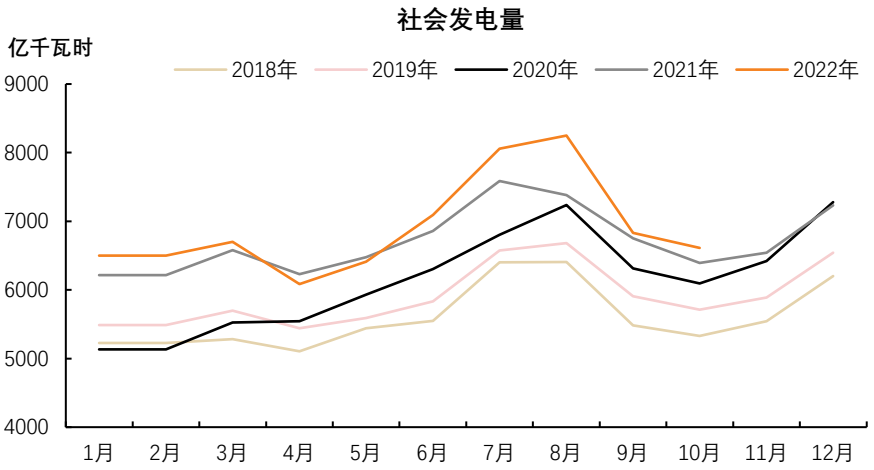


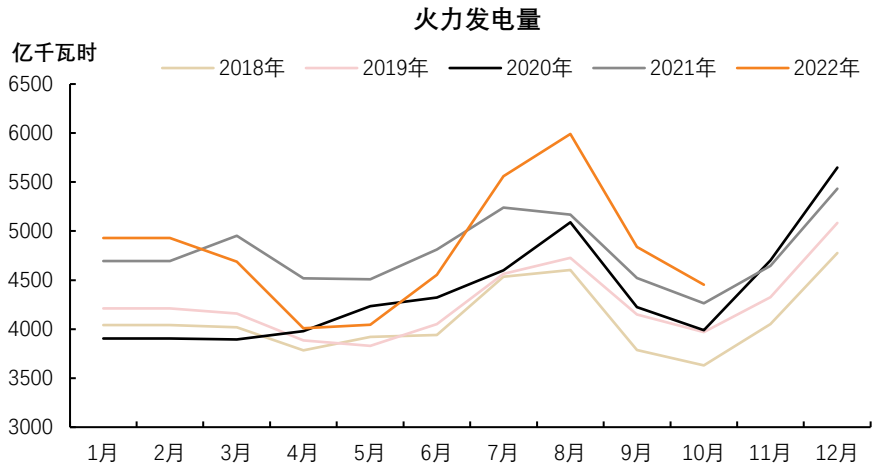
PMI指数逐渐恢复

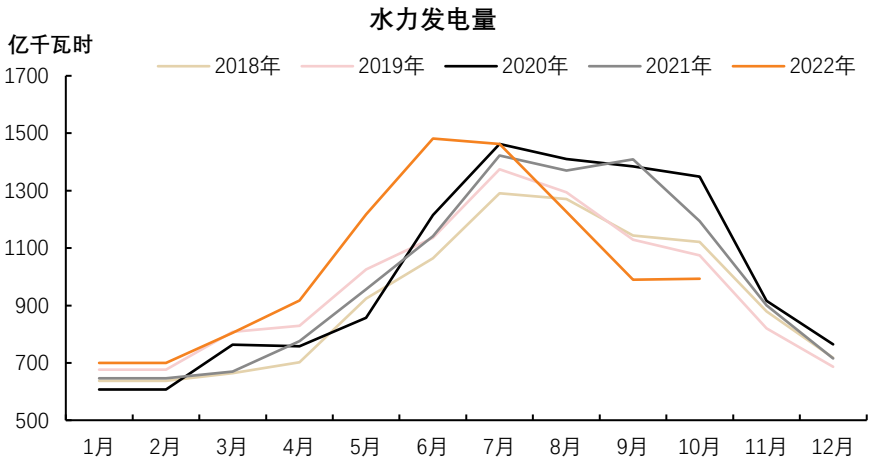


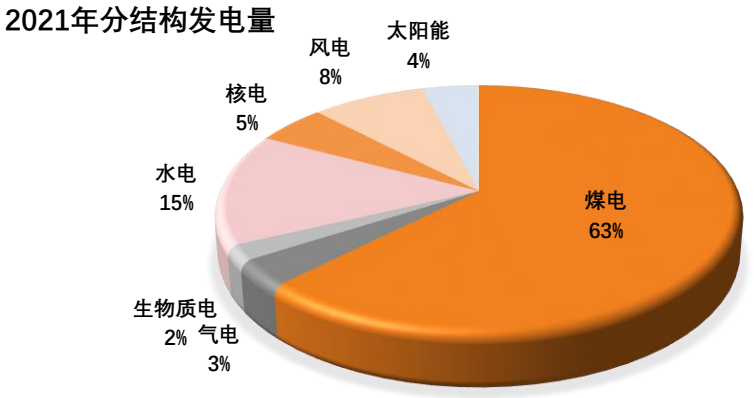
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、绿电消纳仍是问题：清洁电的替代性难以一蹴而就







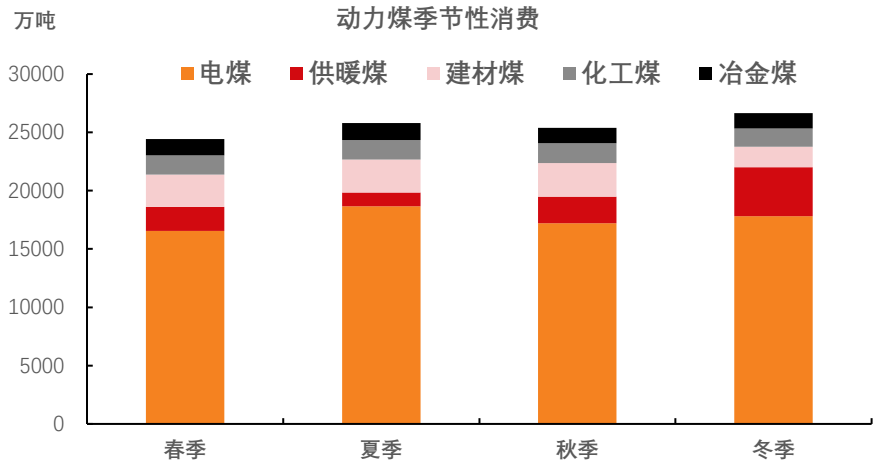


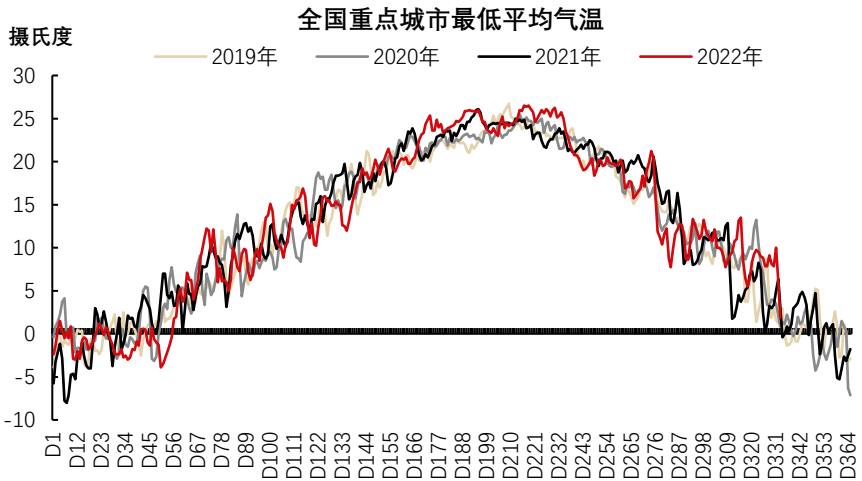
资料来源：WIND，天风证券研究所

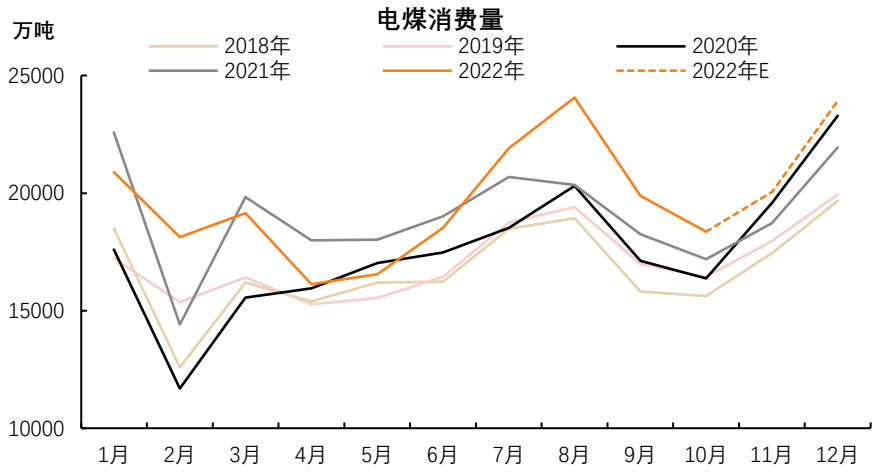
3、需求旺季：季节性特点是影响节奏的主要因素

- **秋季淡季历来是淡季不淡：**煤炭市场除了正常的旺季之外，还有一个特点就是9-10月份的淡季经常会表现出淡季不淡的情况，主要原因在于下游经过连续三个月的去库之后，库存一般处于较低水平，为了迎接11月份的冬季旺季需要提前1-2月进行冬储补库。

- **对于煤炭消费来说淡旺季分明，但是对于实际采购来说，从二季度末就会开始进入长达半年的采购高峰期。**







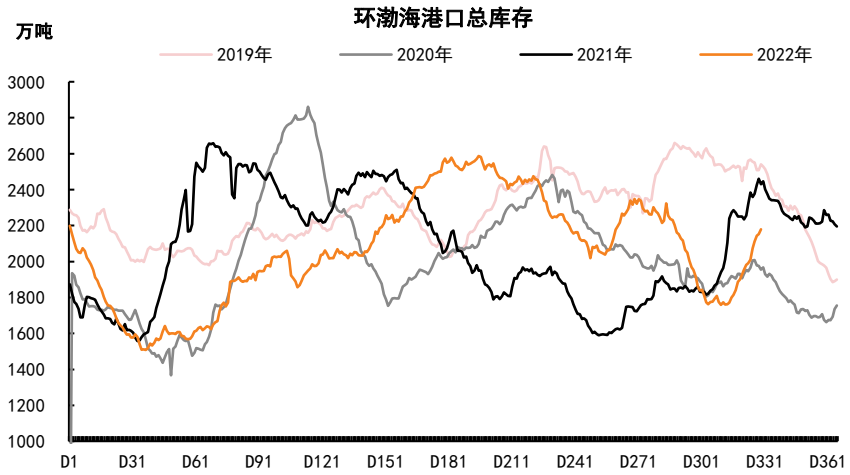
资料来源：中国煤炭资源网，WIND，天风证券研究所

4、市场总结：冬季有望再次迎来“2”字头，明年中枢或将继续抬升

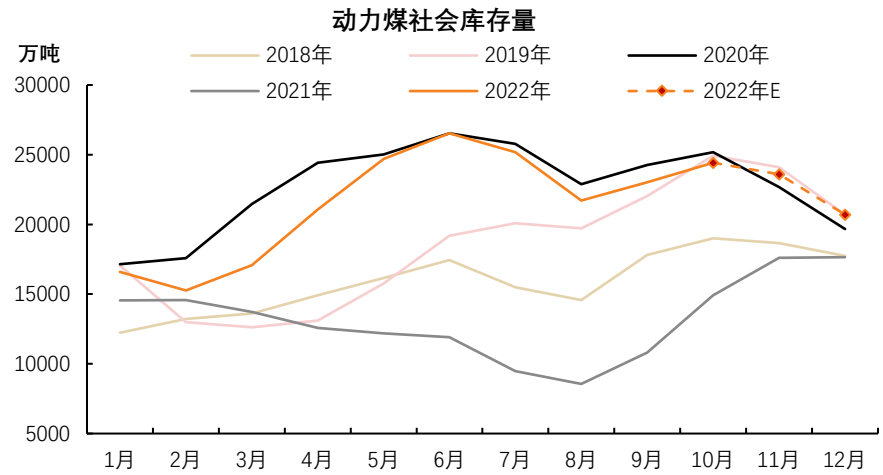
- **夏季市场被高库存拖累：**在经济基本盘依旧稳定的情况下，夏季旺季叠加经济复苏的双重效应会带来市场的第一波去库存进程。但由于之前社会库存相对较高，第一轮去库存主要以下游终端去库为主，因此涨价幅度相对较低，甚至旺季初期出现明显下滑的情况。

- **冬季市场可能是年内高峰：**夏季旺季带动的终端去库结束后，随之而来的就是秋季的终端冬储，从而将去库存由下游传导到上游，此时社会面完成一轮真正的库存去化。而由于冬季旺季持续时间更长、月度消耗更高，因此冬季的终端去库存可能会更加及时的传导至上游生产及贸易环节，社会总库存开始进入快速下滑期，同时推动价格进入持续上涨期。预计冬季现货煤价顶点仍可能出现2000元/吨的极端情况，现货市场中枢1500-1700元/吨之间。

环渤海港口库存



动力煤社会库存



资料来源：WIND，CCTD，中国煤炭资源网，天风证券研究所

5、2023年供需展望：紧平衡格局延续，产能周期继续弱化

■ **煤炭产能周期向需求端替代周期的转换：**本轮煤炭周期的属性大概率会发生明显的变化，即不再是煤炭价格的上涨驱动煤炭产能的大幅扩张，而是驱动替代化石能源的新能源产能快速增加，这也就意味着本轮煤炭行业价格周期的核心是新能源的产能周期而不是化石能源的产能周期。当市场认为新能源发展进入快车道之时，其实也就认识到了传统化石能源的开发周期已经临近尾声，煤炭供需的持续紧平衡或许将带来煤炭价格的持续上涨与企业利润率的持续高位。

2016-2030年动力煤供需平衡表（单位：亿吨）

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E	2030年E
煤炭产能	34.60	33.40	35.30	37.20	38.50	41.50	43.50	45.00	46.00	46.50	47.00	47.00	47.00	47.00	47.00
煤炭产量	33.64	34.45	35.46	37.46	38.44	40.70	43.50	44.70	45.50	46.00	46.40	46.50	46.50	46.50	46.50
煤炭进口	2.56	2.71	2.81	3.00	3.04	3.23	2.80	2.65	2.75	2.85	2.85	2.80	2.80	2.70	2.60
动力煤产量	28.24	29.05	30.65	31.64	32.24	34.21	36.20	37.30	38.10	38.50	38.90	39.20	39.40	39.40	39.40
动力煤进口	1.89	1.95	2.13	2.22	2.29	2.66	2.20	2.00	2.10	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
动力煤供给	30.13	31.00	32.78	33.86	34.53	36.87	38.40	39.30	40.20	40.70	41.10	41.40	41.60	41.60	41.60
动力煤需求	30.94	31.48	32.68	33.67	34.64	37.08	38.18	39.41	40.27	40.94	41.20	41.48	41.68	41.56	41.45
电煤需求	18.19	18.81	20.11	20.52	21.05	22.90	23.81	24.60	25.12	25.54	25.59	25.70	25.77	25.57	25.43
燃料煤需求	12.75	12.67	12.57	13.15	13.59	14.18	14.37	14.81	15.15	15.40	15.61	15.78	15.91	15.99	16.01
供需盈余	-8122	-4753	969	1942	-1082	-2073	2203	-1080	-719	-2379	-1000	-818	-805	420	1547
价格中枢	480	620	640	590	580	1000	1400	1650	1850	2000	*	*	*	*	*

资料来源： WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所



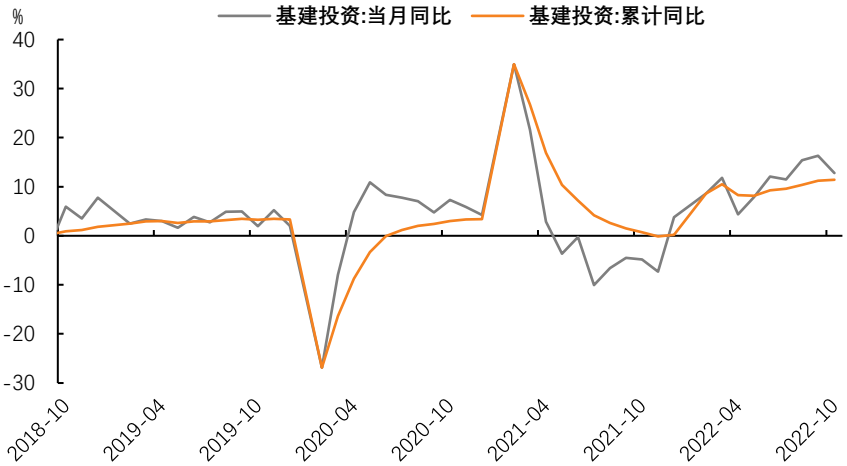
4
炼焦煤：地产转好，预期差修复

1、终端需求的复苏：滞后的需求大概率要靠不断赶工完成

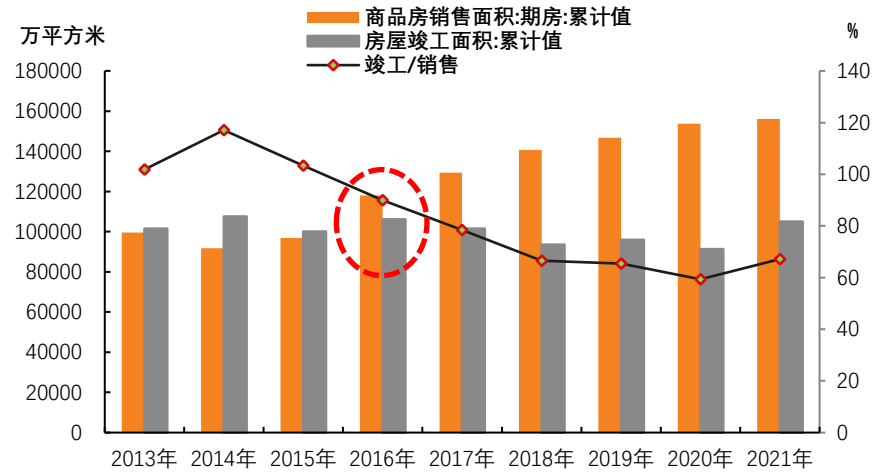
- **基建工程是稳定需求的利器：**基建投资在疫情期间虽有所下滑但基数稳定，项目施工的落地确实受到疫情影响较大，对钢材需求的拉动相对有限，滞后的工程大概率要通过赶工期来进行，前期的投资也会逐渐体现为后期的施工进度，尤其是在政策支持力度不断增强的情况下，钢材需求有望得以稳定。

- **存量施工是需求增长的主力：**可以说地产是拉动钢材需求的真正主力，以往的研究框架是“期房销售-资金回款-拍地拿地-新开工”的高周转模式，高周转模式的核心其实是期房销售，而期房销售的核心是地产行业投资信心，当前的市场环境下，我们认为投资者信心仍然有待恢复。**新格局下更可能是保交付的政策支持与大量待竣工项目支撑施工量的增加，从而拉动钢材需求实现增长。**

基建投资保持高位



保交付下的存量施工支撑

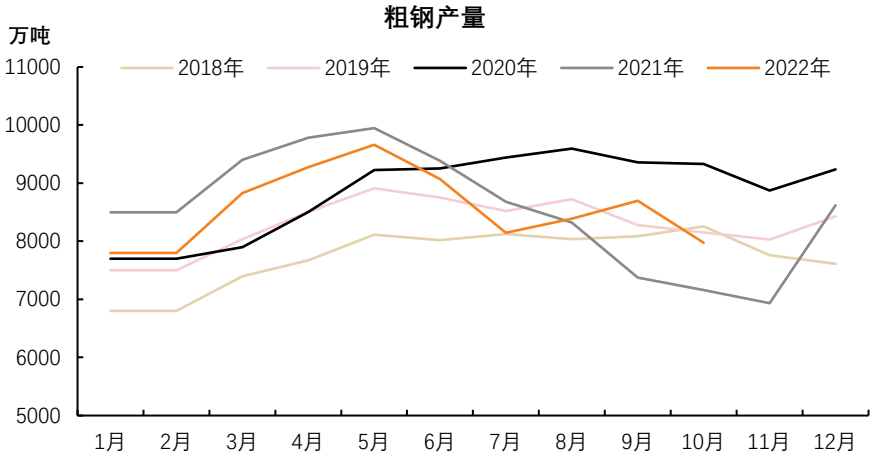


资料来源：WIND，天风证券研究所

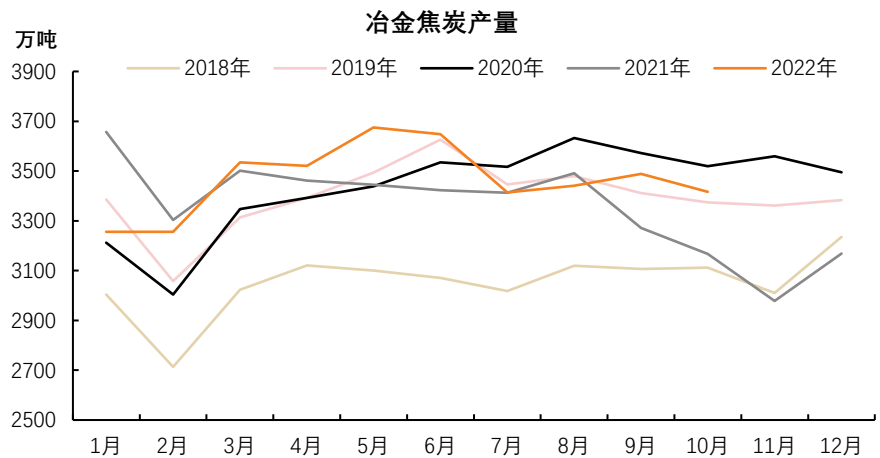
2、直接需求的增长：钢材利润的恢复是产业链增长的推手

- **粗钢产量得以高位维持的两大主因：**一方面，经济复苏叠加赶工期效应，钢材需求恢复后利润回升，并可能促进钢厂进一步提高生产计划；另一方面，钢铁行业达峰时间点的推迟使得行政干预的政策背景相对放松。
- **焦化厂的供应基本是跟随需求波动：**2022年受到疫情影响，钢材需求下滑利润压缩，并进一步打压上游利润，从而导致焦化厂采购需求同步下滑，而随着产业链利润的向上修复，焦化厂开工率得以明显提升。
- **产业链利润修复有利于炼焦煤的需求：**焦化企业生产积极性增加，有利于增加炼焦煤采购需求，尤其是在低库存情况下增量采购驱动会逐渐增强。

利润恢复后钢铁产量将逐渐恢复



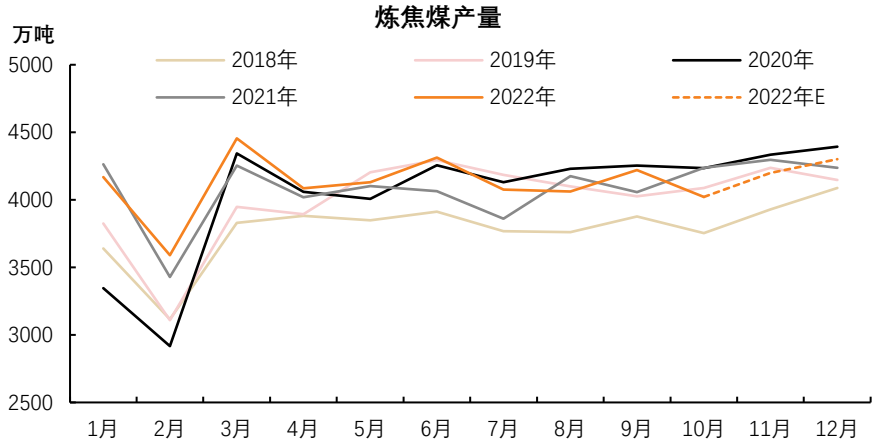
钢材需求恢复有利于拉动焦炭的生产

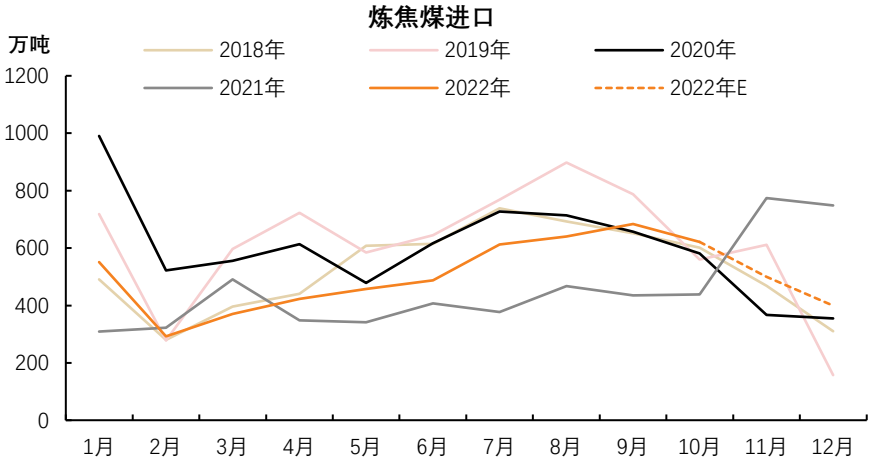


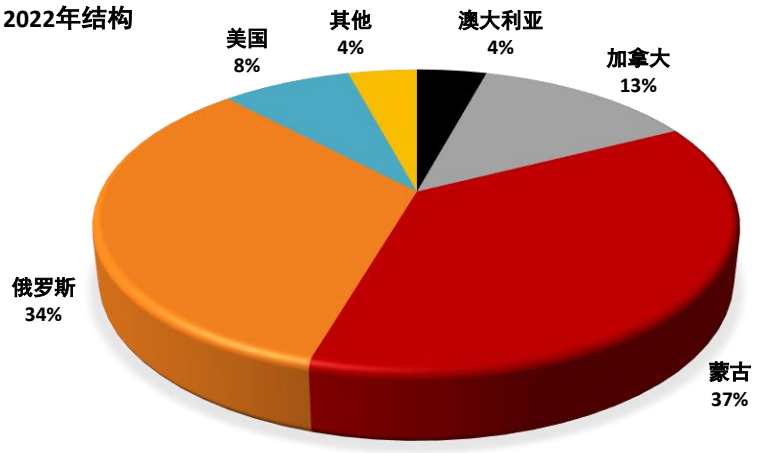
资料来源：WIND，天风证券研究所

3、炼焦煤供给：真正内忧外患的煤种

- **生产基本无弹性：**由于国内煤矿增产保供主要以动力煤为主，因此炼焦煤煤矿产能核增相对较少，我们预计未来炼焦煤产量大致持平。
- **进口维持低位：**自2020年底以来，炼焦煤进口量的减少，导致精煤供应结构分化严重，虽有北美及俄罗斯部分煤种补充，但总量差距与结构差距依旧难以弥补。







资料来源：中国煤炭资源网，WIND，天风证券研究所

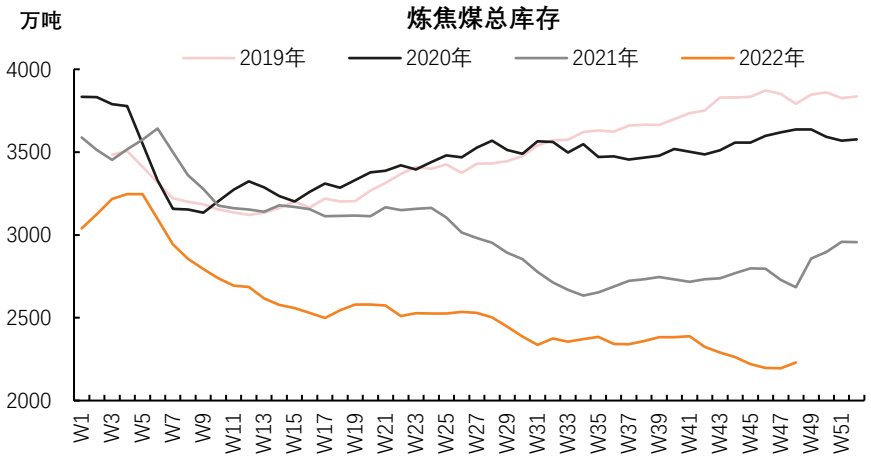
4、市场总结：低供给、低库存，容易放大需求的弹性

- **终端需求依旧有弹性：**在稳增长的政策基调下，地产放松政策持续出台，基建项目发力不断托底，而且随着建筑业投资与制造业投资增速的提升，我们认为钢材终端需求整体不悲观，尤其是放眼后期，存量施工支撑下建材钢材需求依旧有支撑。

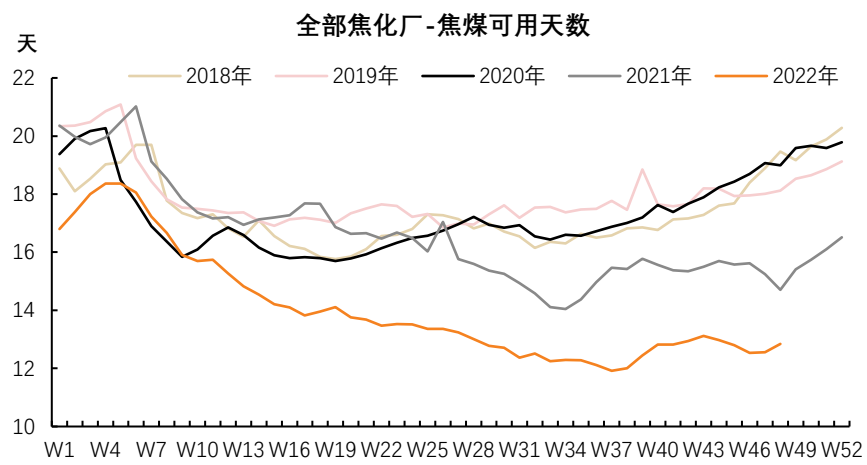
- **低库存的格局难以转变：**由于中国煤种储量结构的问题，炼焦煤资源占比相对较少且储量逐渐衰减，因此在强保供时期难以增加炼焦煤产能，甚至特殊时点出现了配焦煤向电煤的跨界供应转移，从而导致整体供应不断恶化。

- **低库存会放大需求的弹性：**我们预计四季度主焦煤价格中枢在2500-2700元/吨左右，2023年中枢上升到3000元/吨左右。

炼焦煤总库存



焦化厂炼焦煤可用天数



资料来源：中国煤炭资源网，WIND，天风证券研究所

5、2023年供需展望：供需紧平衡，预期差有望大幅修复

■ **煤焦钢产业链的负反馈格局或将逐渐结束：**在稳增长的政策基调下，地产“纠偏”政策连续出台，基建项目发力不断托底，而且随着建筑业投资与制造业投资增速的提升，钢材终端需求整体不悲观。由于我国主焦煤对外依存度较高，国际煤炭贸易的不稳定导致进口减量，从而加剧炼焦煤结构性供需失衡，优质主焦煤溢价或将继续扩大。我们预计，2022年主焦煤价格中枢从2021年的2500元/吨上升到2600元/吨，2023年主焦煤价格中枢有望回升到3000元/吨，最高价格仍旧存在创新高的可能。

2016-2030年炼焦煤供需平衡表（单位：亿吨）

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E	2030年E
煤炭产能	34.60	33.40	35.30	37.20	38.50	41.50	43.50	45.00	46.00	46.50	47.00	47.00	47.00	47.00	47.00
煤炭产量	33.64	34.45	35.46	37.46	38.44	40.70	43.50	44.70	45.50	46.00	46.40	46.50	46.50	46.50	46.50
煤炭进口	2.56	2.71	2.81	3.00	3.04	3.23	2.80	2.65	2.75	2.85	2.85	2.80	2.80	2.70	2.60
炼焦煤产量	4.44	4.46	4.54	4.81	4.85	4.90	5.00	5.05	5.05	5.10	5.10	5.05	5.00	5.00	5.00
炼焦煤进口	0.58	0.68	0.63	0.73	0.72	0.55	0.60	0.65	0.65	0.65	0.65	0.60	0.60	0.50	0.40
炼焦煤供给	5.02	5.13	5.17	5.54	5.57	5.45	5.60	5.70	5.70	5.75	5.75	5.65	5.60	5.50	5.40
炼焦煤需求	5.34	5.15	5.20	5.52	5.58	5.45	5.60	5.76	5.80	5.80	5.76	5.69	5.61	5.48	5.37
供需盈余	-3152	-171	-298	189	-112	-48	-26	-579	-977	-499	-130	-362	-54	158	297
价格中枢	970	1500	1750	1700	1500	2500	2600	3000	3000	2800	*	*	*	*	*

资料来源： WIND，中国煤炭资源网，天风证券研究所



5
投资观点和重点推荐

1、重点推荐标的：中国神华

- **煤炭龙头，业绩稳健：**国内煤炭龙头企业，拥有中国最大规模的优质煤炭储量及上下游完整产业链，利润增长较为稳定。
- **高分红、高股息：**盈利稳定、分红比例高，股息率连续两年10%以上。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	233,263.00	335,216.00	352,558.74	387,314.57	409,486.61
增长率(%)	(3.56)	43.71	5.17	9.86	5.72
EBITDA(百万元)	87,899.00	104,380.00	130,861.10	144,132.09	150,533.80
归母净利润(百万元)	39,170.00	50,269.00	78,586.10	85,659.09	89,870.06
增长率(%)	(9.43)	28.34	56.33	9.00	4.92
EPS(元/股)	1.97	2.53	3.96	4.31	4.52
市盈率(P/E)	14.07	10.96	7.02	6.32	5.97
市净率(P/B)	1.53	1.46	1.43	1.40	1.37
市销率(P/S)	2.36	1.64	1.56	1.41	1.33
EV/EBITDA	3.61	3.65	3.25	2.96	2.70

资料来源： WIND，天风证券研究所预测

2、重点推荐标的：广汇能源

- **综合能源，价值兼具成长：**广汇能源是国内少有具备石油、天然气、煤炭三种传统能源资源的企业。
- **天然气业务多样化：**自产煤原料和灵活贸易结构助力控成本，双碳背景下仍有大空间。
- **煤炭产能不断增加：**产能核增适逢高价时代，利润空间可期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,133.63	24,864.95	45,193.37	63,202.39	85,924.56
增长率(%)	7.78	64.30	81.76	39.85	35.95
EBITDA(百万元)	4,413.21	10,060.88	19,072.19	25,475.15	32,147.51
净利润(百万元)	1,336.31	5,003.11	12,401.48	17,250.22	22,003.34
增长率(%)	(16.31)	274.40	147.88	39.10	27.55
EPS(元/股)	0.20	0.76	1.89	2.63	3.35
市盈率(P/E)	46.73	12.48	5.03	3.62	2.84
市净率(P/B)	3.72	2.98	2.21	1.55	1.12
市销率(P/S)	4.13	2.51	1.38	0.99	0.73
EV/EBITDA	6.81	5.80	3.54	2.28	1.11

资料来源：WIND，天风证券研究所预测



6
风险提示

风险提示

- **经济增长不及预期：**煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、国内疫情频繁困扰下，存在经济增长不及预期的风险。
- **房建恢复不及预期：**房建市场是终端主要下游行业，受地产周期下滑及疫情影响，房建市场恢复存在不及预期的风险。
- **在建产能投放超预期：**煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。
- **测算具有主观性**

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS