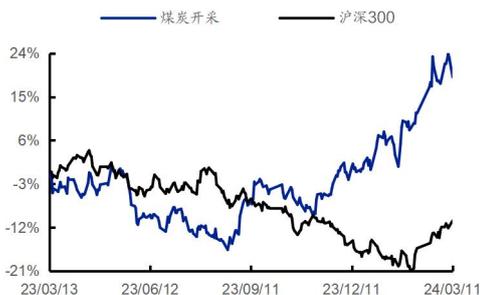


研究所：
 证券分析师： 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 证券分析师： 王璇 S0350523080001
 wangx15@ghzq.com.cn

2003年以来煤炭股五阶段深度历史复盘

——煤炭行业复盘报告

最近一年走势



行业相对表现

表现	2024/03/11		
	1M	3M	12M
煤炭开采	6.6%	18.1%	20.3%
沪深300	6.7%	5.0%	-9.5%

相关报告

《煤炭开采行业周报：进口动力煤呈现倒挂，国内港口煤价迎来强支撑（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-03-10

《煤炭开采行业周报：俄罗斯重新实施弹性煤炭出口措施，我国俄煤进口成本将有所抬升（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-03-03

《煤炭开采专题报告：拥抱央国企，价值属性突出（推荐）*煤炭开采*王璇，陈晨》——2024-03-02

《煤炭开采行业周报：山西查“三超”，可能涉及减产，煤炭稀缺资源属性突显（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-02-25

《煤炭开采行业周报：春节期间北方港口库存继续下降；两家煤炭上市公司参与资源竞拍（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-02-19

投资要点：

- **概述：**为了更好地研究煤炭行业的变化及驱动因素，我们把2003年以来的数年划分为5个阶段，分别是：2003-2008年、2009-2011年、2012-2015年、2016-2020年、2021-2024年。期间，煤炭股共取得11轮明显的绝对收益（9轮相对收益），其中5轮主要依赖估值端推动。
- **第一阶段——2003-2008年：量价齐升。**这一阶段，国内经济高速增长，煤炭行业需求旺盛。固定资产投资年均增速达27%，火电、生铁、水泥产量年均增速达到13%、19%、13%，煤炭产量年均增速13%，价格中枢上移。从股价表现来看，第一次绝对收益区间（2003.11.18-2004.4.7）处于通胀上升期，流动性收紧，股票上涨主要由盈利端推动。第二次绝对收益区间（2005.7.11-2007.10.8），煤炭股迎来大牛市，板块戴维斯双击。
- **第二阶段——2009-2011年：政策刺激。**为应对全球金融危机，政府出台“四万亿计划”，稳住了经济增长速度，固定资产投资年均增速达26%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为11%、11%、17%，煤炭行业延续量价齐升。从股价表现来看，第三、四次绝对收益（2008.11.4-2009.8.4、2010.7.5-2010.10.25）皆主要来自PE估值端的推动（分别贡献105%、73%），前者是受益于四万亿刺激计划的出台，后者是受益于2010年7月中央政治局会议的稳增长定调。
- **第三阶段——2012-2015年：产能过剩。**刺激政策退潮，经济增速回落，固定资产投资年均增速降至16.5%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别降至1.1%、1.7%、3.5%，煤炭行业产能过剩问题突显，煤价大方向持续向下。从股价表现来看，第五次绝对收益（2014.3.10-2015.6.9）盈利端贡献-15%，估值端贡献+115%，股价上涨全都得益于估值提升，当时处于大盘的“资金杠杆牛”阶段，煤炭板块涨幅居于市场的中下游水平，未取得相对收益。
- **第四阶段——2016-2020年：供给侧改革。**2016年以来经济有所复苏，房地产及制造业投资增速下滑，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为3.3%、3.0%、2.6%，煤炭行业以淘汰产能的供给侧结构性改革为特征，煤价迅速回升至中高位。复盘发现，第六、七次绝

对收益（2016.6.14-2016.11.14、2017.5.11-2017.9.13）皆主要来自盈利端的推动（分别贡献 99%、70%），市场出于对周期行业盈利持续性的担忧打压估值水平；第八次绝对收益（2019.1.3-2019.4.19）由估值端推动（贡献 94%）。

- **第五阶段——2021-2024 年：供需矛盾凸显。**后供给侧时代，新产能衔接不足的瓶颈愈发明显，国内火电需求稳步上行，俄乌冲突带来的能源供应格局变化加剧了供需矛盾，国内和国际能源价格均有大幅波动，价格中枢整体上移。国内产量增速分别达到 4.7%、9.0%、2.9%。复盘发现，第九次（2020.6.29-2021.9.13，主要上涨区间位于 2021 年，故划入 2021-2024 年区间内）和第十次（2021.11.16-2022.9.6）绝对收益盈利端分别贡献 62%和 70%，主要得益于煤价上涨带来的盈利提升；第十一次（2023.8.21-2024.2.20）绝对收益主要受益于估值的抬升。
- **投资建议：**在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新装机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，同时油价维持在中高位，煤化工项目的建设和生产积极性都有提升，未来若干年煤炭需求或将持续提升。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给约束的能力依然没变。我们预计未来若干年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征，建议淡化煤价短期波动，把握煤炭板块价值属性，维持行业“推荐”评级。
- **动力煤股建议关注：**中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；中煤能源（长协比例高，低估值的）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）。冶金煤建议关注：潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）。煤炭+电解铝建议关注：神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。无烟煤建议关注：华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。
- **风险提示：**1）经济增速不及预期风险；2）政策调控力度超预期的风险；3）可再生能源持续替代风险；4）煤炭进口影响风险；5）重

点关注公司业绩可能不及预期风险; 6) 历史数据分析方法的局限性; 7) 测算或有误差, 以实际为准。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/03/11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
601088.SH	中国神华	38.70	3.50	2.99	3.11	11.0	13.0	12.4	买入
601225.SH	陕西煤业	26.45	3.62	2.29	2.56	7.3	11.6	10.3	买入
600188.SH	兖矿能源	26.00	6.30	2.83	3.10	4.1	9.2	8.4	买入
601898.SH	中煤能源	12.03	1.38	1.59	1.73	8.7	7.6	7.0	买入
600546.SH	山煤国际	18.59	3.52	2.80	2.87	5.3	6.6	6.5	买入
600256.SH	广汇能源	8.25	1.73	0.85	1.00	4.8	9.7	8.2	买入
601699.SH	潞安环能	26.38	4.74	3.21	3.39	5.6	8.2	7.8	买入
000983.SZ	山西焦煤	11.26	2.09	1.24	1.31	5.4	9.0	8.6	买入
600348.SH	华阳股份	10.28	2.92	1.43	1.57	3.5	7.2	6.6	买入
000933.SZ	神火股份	19.51	3.39	2.54	2.95	5.8	7.7	6.6	买入
600985.SH	淮北矿业	17.77	2.83	2.65	2.83	6.3	6.7	6.3	买入
601666.SH	平煤股份	13.49	2.47	1.62	1.76	5.5	8.3	7.7	买入
600123.SH	兰花科创	11.74	2.82	1.53	1.70	4.2	7.7	6.9	买入
601918.SH	新集能源	8.09	0.80	0.95	1.00	10.2	8.5	8.1	买入
601001.SH	晋控煤业	15.67	1.82	1.73	2.20	8.6	9.0	7.1	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

内容目录

1、 概述	7
2、 第一阶段——2003-2008 年：经济高速增长，流动性宽松，煤炭行业迎来戴维斯双击	10
2.1、 行业复盘：国内经济火热增长，煤炭行业供需两旺	10
2.2、 煤价复盘：价格整体稳中上涨	13
2.3、 煤炭股复盘：盈利提升，估值上行，板块迎来戴维斯双击	15
3、 第二阶段——2009-2011 年：“四万亿计划”强刺激，煤炭行业继续量价齐升	17
3.1、 行业复盘：“四万亿计划”刺激计划稳住经济增长，煤炭产能继续扩张	17
3.2、 煤价复盘：煤价中枢整体上移	19
3.3、 煤炭股复盘：估值抬升，推动股价上涨	20
4、 第三阶段——2012-2015 年：产能过剩，经济增速回落，煤价持续下行	21
4.1、 行业复盘：国内经济增速下台阶，煤炭行业产能过剩	21
4.2、 煤价复盘：煤价下行，行业亏损加剧	23
4.3、 煤炭股复盘：资金杠杆牛市，估值推动股价上涨	24
5、 第四阶段——2016-2020 年：供给侧改革，产能收缩明显，煤价回升	25
5.1、 行业复盘：供给侧结构性改革持续推进	25
5.2、 煤价复盘：产能收缩，价格回升，盈利改善	28
5.3、 煤炭股复盘：两次绝对收益来自盈利端的推动，一次来自估值提升	30
6、 第五阶段——2021-2024 年：供需矛盾凸显，全球能源供应紧张	30
6.1、 行业复盘：海内外共振推动行业迎来历史性变革	30
6.2、 煤价复盘：价格大幅波动后进入高位新平台，中枢大幅提升	32
6.3、 煤炭股复盘：两次绝对收益来自盈利端的推动，一次绝对收益来自估值端的推动	34
7、 投资建议	35
8、 风险提示	36

图表目录

图 1: 2003 年以来煤炭行业经历 5 个阶段	8
图 2: 2003 年以来动力煤价格与煤炭开采指数 (申万) 走势 (截至 2024 年 2 月 20 日)	9
图 3: 2003 年以来煤炭股有 9 轮明显的相对收益 (截至 2024 年 2 月 20 日)	10
图 4: 2003-2008 年 GDP 平均增速 11.4%	11
图 5: 2003-2008 年工业增加值平均增速高达 16.4%	11
图 6: 2003-2008 年城镇固定资产投资增速年均达约 27%	11
图 7: 2003-2008 年各行业固定资产投资增速较高	11
图 8: 煤炭下游需求结构 (2023 年)	12
图 9: 2003 年-2008 年火电产量增速高	12
图 10: 2003-2008 年生铁及水泥产量高速增长	12
图 11: 2003 年以来我国原煤产量及增速情况	13
图 12: 2003 年以来我国煤炭净进口量情况	13
图 13: 我国煤炭定价机制经历 4 个阶段 (截至 2024 年 3 月)	14
图 14: 秦皇岛港动力煤价格 (Q5500)	14
图 15: 2003-2008 年上市煤企净利率大幅提升	15
图 16: 2003-2008 年煤炭行业利润总额稳步增加	15
图 17: 煤炭板块上涨归因分析 (2003 年-2008 年)	16
图 18: 2003.9-2004.11 全社会通胀压力较大	16
图 19: 2005.7-2007.9 货币供应大幅扩张	16
图 20: “四万亿计划”重点投向资金测算	17
图 21: 2008 年下半年贷款利率有所下调	18
图 22: 2008 年下半年起全社会融资规模快速扩张	18
图 23: 2009-2011 火电产量增速维持高位	18
图 24: 2009-2011 生铁和水泥产量增速维持高位	18
图 25: 2009-2011 原煤产量年均复合增速为 10%	19
图 26: 2009-2011 煤炭净进口量大幅增长	19
图 27: 2009-2011 年煤价中枢整体上移	20
图 28: 2009-2011 年煤炭采选业利润率高位持稳	20
图 29: 2009-2011 年煤炭行业持续实现较高盈利	20
图 30: 煤炭板块两次上涨归因分析 (2009-2011 年)	21
图 31: 2012-2015 年城镇固定资产投资增速年均降至 16.5%	22
图 32: 2012-2015 年房地产、基建、制造业等固定资产投资增速回落	22
图 33: 2012-2015 火电产量平均增速仅为 1.1%	23
图 34: 2012-2015 生铁和水泥产量增速下台阶	23
图 35: 2012-2015 原煤产量年均复合增速为 1.2%	23
图 36: 2014-2015 年煤炭净进口量有所回落	23
图 37: 2012-2015 年煤价中枢整体下移	24
图 38: 2012-2015 年行业亏损企业数量持续增加	24
图 39: 2012-2015 年亏损企业亏损额持续加剧	24
图 40: 煤炭板块上涨归因分析 (2014.3-2015.6)	25
图 41: 2015 年国内贷款利率有明显下滑	25
图 42: 2016 年 9 月前煤炭供给侧改革主要政策梳理	26
图 43: 2016-2020 年原煤产量缓慢回升	27
图 44: 2016-2020 年煤炭净进口量持续增加	27

图 45: 2016-2020 年固定资产投资增速年均降至 5.9%	27
图 46: 2016-2020 年房地产、制造业等固定资产投资增速下滑	27
图 47: 2016-2020 年火电产量平均增速升至 3.3%	28
图 48: 2016-2020 年生铁产量增速回升至 3.0%	28
图 49: 供给侧改革下煤炭行业产能利用率逐步回升	28
图 50: 2016-2020 年煤价中枢整体上移	29
图 51: 2016-2020 年上市公司销售净利率明显回升	29
图 52: 2016-2020 年行业资产负债率持续下滑	29
图 53: 煤炭板块上涨归因分析 (2016 年-2020 年)	30
图 54: 2021-2023 年原煤产量持续释放	31
图 55: 2023 年净进口量创历史新高	31
图 56: 2021-2023 年固定资产投资增速年均降至 4.3%	32
图 57: 2021-2023 年房地产、制造业等固定资产投资增速低位	32
图 58: 2021-2023 年火电产量平均增速升至 5.1%	32
图 59: 2021-2023 年生铁、水泥产量进入负增长	32
图 60: 增产保供背景下, 产能利用率进一步提升	33
图 61: 2021-2023 年煤价大幅上涨后回落, 仍处历史高位	34
图 62: 2021-2023 年上市公司销售净利率大幅提升	34
图 63: 2021-2023 年行业资产负债率进一步下滑	34
图 64: 煤炭板块上涨归因分析 (2021 年-2024 年, 截至 2024 年 2 月 20 日)	35

1、概述

通过对煤炭行业的深度复盘，我们一方面可以去探寻各轮经济短周期中行业供需、价格、利润等变化因素，另一方面可以去深入解读每一个阶段煤炭板块及个股的涨跌驱动因素，做到以史为鉴，为我们更好的把握煤炭行业供需格局变化及判断煤价走势提供帮助，也为我们做投资策略提供一定支持。

煤炭作为国内最主要的一次能源，其行业供需格局、价格、盈利的变化与国内宏观经济环境有着非常密切的关联。为了更好地研究煤炭行业的变动趋势，我们把2003年以来的数年划分为5个阶段，分别是：2003-2008年、2009-2011年、2012-2015年、2016-2020年、2021-2024年。

（1）第一阶段——2003-2008年：该区间的特征是经济高速增长，城镇固定资产投资年均增速达27%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为13%、19%、13%，煤炭行业处于量价齐升阶段，其中2008年下半年因为限价干预和全球金融危机爆发，煤价经历大幅调整；

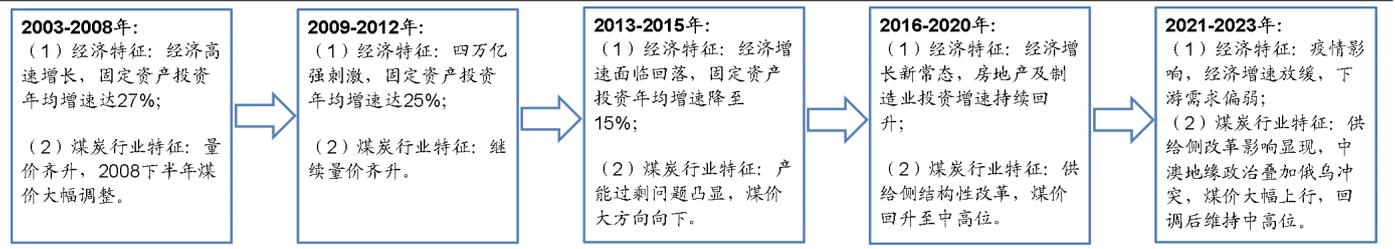
（2）第二阶段——2009-2011年：为了应对2008年发生的金融危机，我国政府推出“四万亿计划”，经济恢复快速增长，城镇固定资产投资年均增速达26%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为11%、11%、17%，三年内煤炭价格整体震荡向上，产量继续扩张；

（3）第三阶段——2012-2015年：刺激政策退潮，经济增速回落，城镇固定资产投资年均增速降至16.5%，火电、生铁、水泥产量年均增速分别降至1.1%、1.7%、3.5%，煤炭行业产能过剩问题突显，煤价大方向持续向下；

（4）第四阶段——2016-2020年：经济增长有所复苏，房地产和制造业投资增速缓慢回升，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为4.4%、1.8%、1.8%，煤炭行业供给侧结构性改革背景下，落后产能加速淘汰、违法及超产矿的生产得到抑制，煤价迅速企稳回升，企业盈利水平大幅上涨；

（5）第五阶段——2021-2024年：疫情影响下，经济增速放缓，房地产投资进入负增长，火电、生铁、水泥产量年均增速分别为5.1%、-1.5%、-4.2%。而供给端影响更大，供给侧改革影响显现，而需求持续有增长，格局已经扭转；中澳地缘政治问题导致澳煤进口自2020年11月开始完全停止，进口补充大幅收缩；叠加俄乌冲突影响，导致全球能源供需格局发生剧变，煤炭资源遭到哄抢，价格抬升，进口难度加大。煤价在2021-2023年经历大幅波动，煤价中枢大幅抬升，煤企盈利水平普遍创历史新高。

图 1：2003 年以来煤炭行业经历 5 个阶段



资料来源: wind、国家统计局、人民网、中国政府网、中国煤炭报、观察者网、国海证券研究所

复盘 2003 年以来煤炭股的表现, 我们发现共有 11 轮明显的上涨 (未考虑下跌周期中的短期反弹), 分别是:

(1) 2003.11.18-2004.4.7, 时间跨度为 5 个月, 煤炭开采 (申万) 指数从 770 点涨到 1195 点, 涨幅达到 55.18%;

(2) 2005.7.11-2007.10.8, 时间跨度长达 2 年 3 个月, 煤炭开采 (申万) 指数从 670 点涨到 6135 点, 涨幅高达 815.77%;

(3) 2008.11.4-2009.8.4, 时间跨度达 9 个月, 指数从 1344 涨到 5103, 涨幅高达 279.74%;

(4) 2010.7.5-2010.10.25, 时间跨度约 3 个多月, 指数从 2790 涨至 4956, 涨幅高达 77.66%;

(5) 2014.3.10-2015.6.9, 时间跨度约 1 年 3 个月, 指数从 1312 涨至 3492, 涨幅高达 166.20%;

(6) 2016.6.14-2016.11.14, 时间跨度约 5 个月, 指数从 1547 涨至 2169, 涨幅达 40.23%;

(7) 2017.5.11-2017.9.13, 时间跨度约 4 个月, 指数从 1796 涨至 2407, 涨幅达 34.02%;

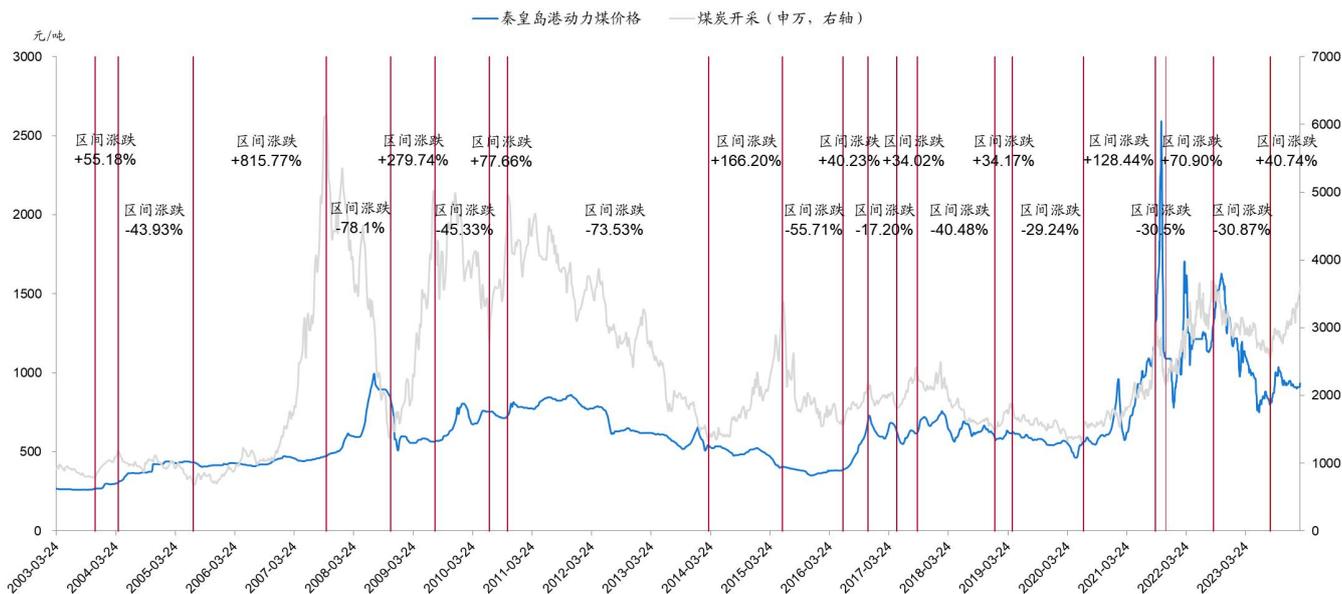
(8) 2019.1.3-2019.4.19, 时间跨度约 3 个月, 指数从 1433 涨至 1922, 涨幅达 34.17%;

(9) 2020.6.29-2021.9.13, 时间跨度约 1 年 3 个月, 指数从 1360 涨至 3107, 涨幅达 128.44%;

(10) 2021.11.16-2022.9.6, 时间跨度约 10 个月, 指数从 2159 涨至 3690, 涨幅达 70.90%;

(11) 2023.8.21-2024.2.20, 时间跨度约 6 个月, 指数从 2551 涨至 3590, 涨幅达 40.74%;

图 2：2003 年以来动力煤价格与煤炭开采指数（申万）走势（截至 2024 年 2 月 20 日）



资料来源：wind、国海证券研究所

2003 年以来，以相对指数（煤炭开采（申万）/万得全 A）为参考，煤炭股一共有 9 轮明显的相对收益阶段，分别是：

（1）2003.4.28-2004.10.25，时间跨度 1 年 6 个月，相对指数从 0.85 涨到 1.33，涨幅达 56.73%；

（2）2007.4.2-2007.9.21，时间跨度约 6 个月，相对指数从 0.84 涨到 1.55，涨幅达 84.44%；

（3）2008.3.6-2008.5.23，时间跨度约 2 个月，相对指数从 1.16 涨到 1.64，涨幅达 40.90%；

（4）2008.12.2-2009.7.24，时间跨度约 8 个月，相对指数从 1.02 涨至 1.76，涨幅高达 73.00%；

（5）2010.7.5-2010.10.25，时间跨度约 4 个月，相对指数从 1.28 涨至 1.69，涨幅达 32.12%；

（6）2015.12.30-2018.2.5，时间跨度约 2 年 1 个月，相对指数从 0.38 涨至 0.55，涨幅达 45.57%。

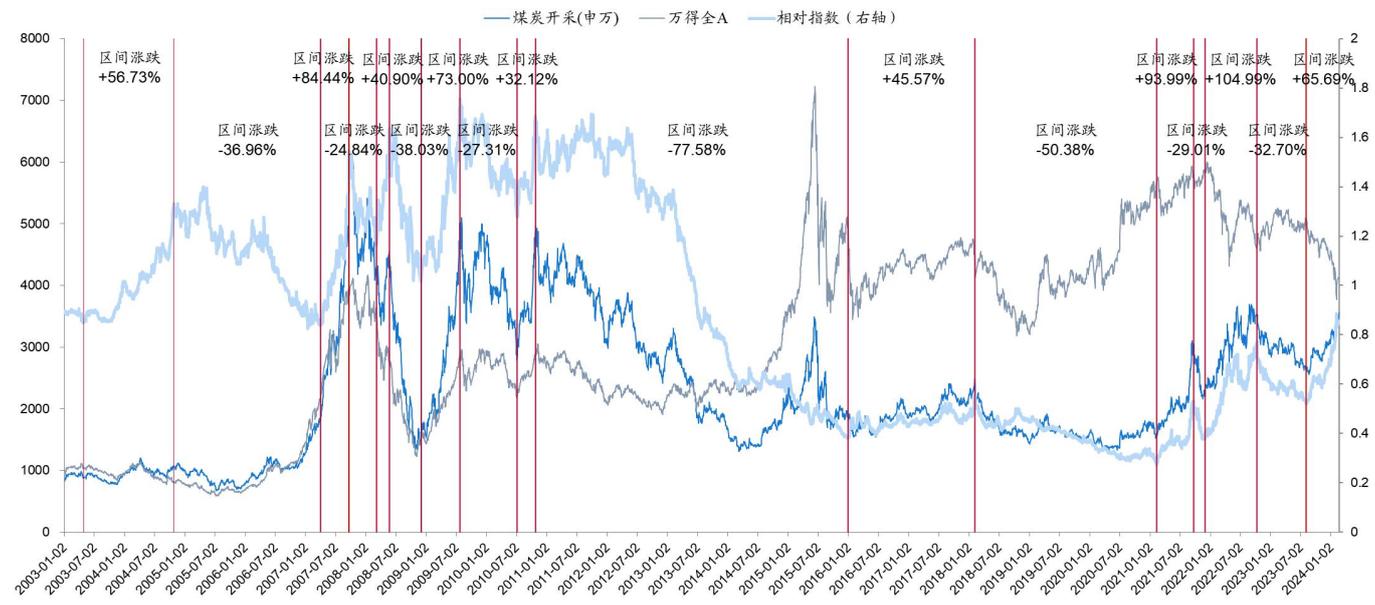
（7）2021.2.10-2021.9.22，时间跨度约 7 个月，相对指数从 0.27 涨至 0.53，涨幅高达 93.99%。

（8）2021.11.30-2022.10.10，时间跨度约 10 个月，相对指数从 0.38 涨至 0.77，涨幅高达 104.99%。

（9）2023.8.4-至今（2024.2.20），时间跨度约 6 个月，相对指数从 0.52 涨至

0.86，涨幅达到 65.69%。

图 3：2003 年以来煤炭股有 9 轮明显的相对收益（截至 2024 年 2 月 20 日）



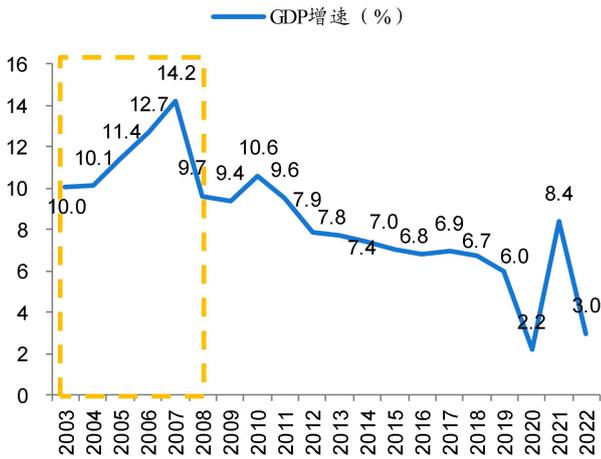
资料来源：wind、国海证券研究所

2、第一阶段——2003-2008 年：经济高速增长，流动性宽松，煤炭行业迎来戴维斯双击

2.1、行业复盘：国内经济火热增长，煤炭行业供需两旺

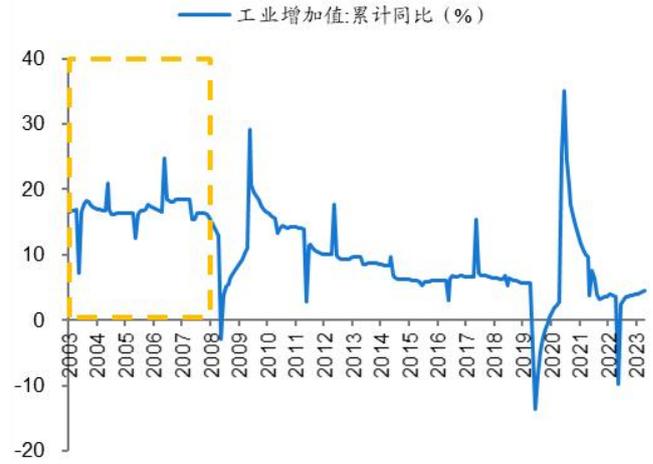
国内经济增长火热。2000 年以后，随着我国成功加入 WTO，国内经济进入了高速增长的黄金时期，逐渐成为全球制造业高地，其中发生全球金融危机的 2008 年是一个重要时间节点，2003 年至 2008 年的 6 年内 GDP 平均增速高达 11.4%，工业增加值年均增速高达 16.4%，国民经济呈现火热增长的势头。

图 4: 2003-2008 年 GDP 平均增速 11.4%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 5: 2003-2008 年工业增加值平均增速高达 16.4%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

固定资产投资平均增速均达约 27%。从经济的需求端来看，2003 年-2008 年期间，驱动经济增长的三驾马车（投资、消费和净出口）皆保持了快速增长，其中城镇固定资产投资达到了年均约 27% 的高速度，房地产投资、基础设施建设投资、制造业投资年均增速分别为 25.7%、22.4%、34.0%（后两者时间区间为 2004-2008 年）。

图 6: 2003-2008 年城镇固定资产投资增速年均达约 27%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

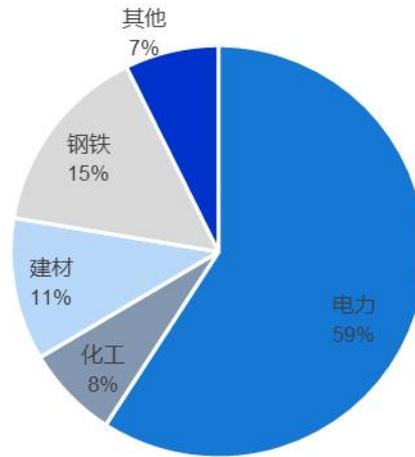
图 7: 2003-2008 年各行业固定资产投资增速较高



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

煤炭四大下游需求。煤炭作为国民经济基础性能源，用途广泛，其主要需求分别是火电、钢铁、建材、化工四大行业，随着产业结构升级以及环保要求日趋严厉，四大行业耗煤量占比呈现逐渐增加的趋势。2023 年，电力、化工、建材、钢铁四大行业耗煤量占比分别为 59%、8%、11%和 15%，合计占比高达 93%。

图 8：煤炭下游需求结构（2023 年）



资料来源：wind、CCTD、国海证券研究所

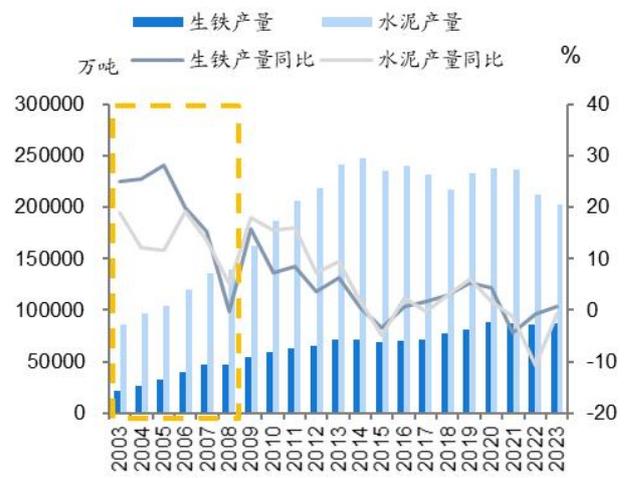
火电、生铁、水泥等产量平均增速皆在两位数。2003 年-2008 年，主要耗煤产业中的火电、生铁、水泥产量皆呈现快速上升势头，其中火电产量年均增速约 13.1%（2008 年为 3.0%），生铁产量年均增速约为 18.9%（2008 年为-0.2%），水泥产量年均增速约为 13.4%（2008 年为 5.2%）。2003-2007 年，火电、生铁、水泥产量年均增速达到约 15%、23%、15%。

图 9：2003 年-2008 年火电产量增速高



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

图 10：2003-2008 年生铁及水泥产量高速增长



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

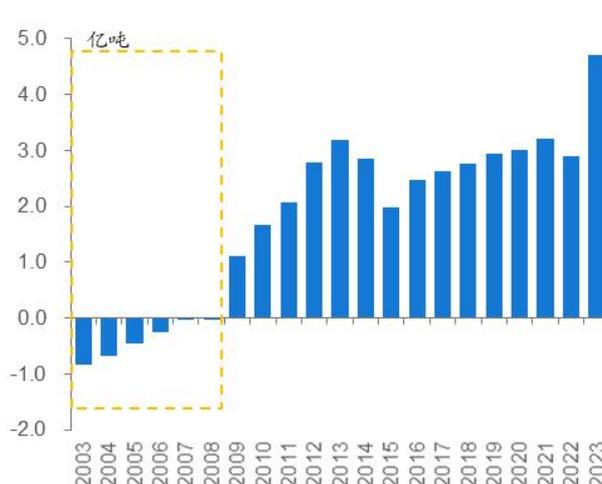
煤炭开采行业的供给情况。2003 年至 2008 年，由于行业处于高景气状态，大量社会资本涌入进来，行业产能持续扩张，国内煤炭产量逐步增加，原煤产量从 2003 年的 13.27 亿吨涨至 2008 年的 26.22 亿吨，年度增速均值为 13%，但是我们可以看到原煤产量增速不及下游需求端的产量增速，这也导致煤炭净出口量呈现不断下滑的状态，净出口量从 2003 年的 8310 万吨下滑至 2008 年的 177 万吨。

图 11：2003 年以来我国原煤产量及增速情况



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

图 12：2003 年以来我国煤炭净进口量情况



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

2.2、煤价复盘：价格整体稳中上涨

我国煤炭定价机制经历了 4 个阶段，分别是 1992 年及以前的政府管制阶段、1993-2012 年价格双轨制阶段、2013-2015 年市场化定价阶段、2016 年-至今“市场化+长协”定价阶段。

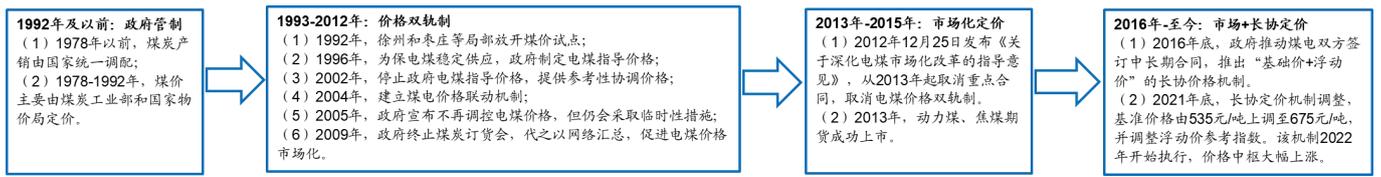
(1) 1992 年及以前：煤价完全由政府管制。1978 年以前，煤炭产销由国家统一调配；1978-1992 年，煤价基本由政府制定，主管部门是煤炭工业部和物价局。

(2) 1993-2012 年：价格双轨制阶段。1993 年，国家决定放开煤炭价格，由市场自主定价，这标志着我国煤炭市场化改革开始实现重要突破，但由于随后煤电争端比较严重，为了保证电煤供应，1996 年开始国家对电煤制定指导价格。2002 年起，政府停止发布电煤指导价格，但在每年的煤炭订货会上仍会发布一个参考性的协调价格。2004 年，建立了煤电价格联动机制，理顺了传导机制。2005 年，政府宣布不再对电煤价格进行调控，但仍会采取临时性干预措施。

(3) 2013-2015 年：市场化定价阶段。2012 年 12 月 25 日，国务院发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，要求从 2013 年开始，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，这标志着煤炭价格完全实现了市场化定价。

(4) 2016 年-至今（截至 2024 年 3 月）：为了应对 2016 年下半年持续大涨的煤价，政府推动煤电双方签订中长期合同，采取“基础价+浮动价”的定价机制（长协），这对稳定煤价和保证煤炭供应发挥了一定作用。在 2021 年底，长协定价机制进行调整，基准价格由 535 元/吨，上调至 675 元/吨，从 2022 年开始执行。

图 13: 我国煤炭定价机制经历 4 个阶段 (截至 2024 年 3 月)



资料来源: 中国能源报公众号、中国能源网、中国政府网、《煤炭价格改革何去何从?》陈柳钦、济南时报、国家发改委、全国煤炭交易中心、国海证券研究所

2003年-2008年, 动力煤市场价呈现稳中上涨的态势。秦皇岛港山西优混(Q5500K)平仓价, 从2003年264元/吨的均价涨至2008年724元/吨的均价, 涨幅高达174%。其中, 从2007年下半年开始, 煤价呈现快速上涨的态势, 最高涨至2008年7月的995元/吨的历史极值, 电力企业亏损严重, 发改委先后发布两次限价令叠加全球金融危机爆发, 煤价应声大幅回落。

行业利润弹性大于价格弹性。由于煤炭是个重资产行业, 煤价的涨幅大于成本端的上涨幅度, 行业利润弹性远大于煤价的弹性, 煤炭行业利润呈现稳步增加的态势, 上市公司整体销售净利率从2003年平均约8.6%涨至2008年的21%, 全行业利润总额从2003年138亿元大幅提升至2008年2182亿元(2008年仅公布前11个月的数值, 我们对其进行年化处理), 年均复合增长率74%。

图 14: 秦皇岛港动力煤价格 (Q5500)



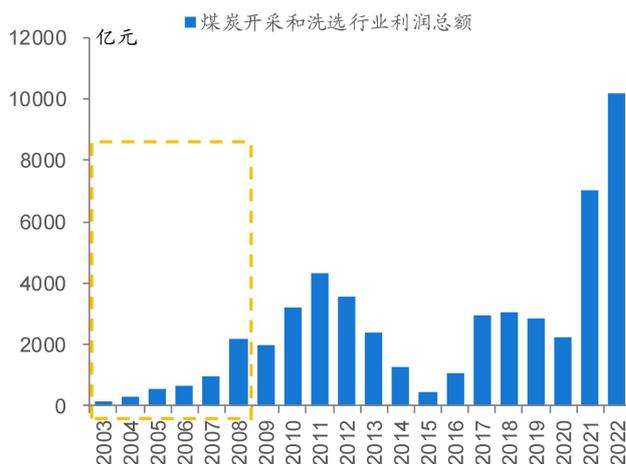
资料来源: wind、钢之家、国海证券研究所

图 15: 2003-2008 年上市煤企净利率大幅提升



资料来源: wind、国海证券研究所

图 16: 2003-2008 年煤炭行业利润总额稳步增加



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

2.3、煤炭股复盘: 盈利提升, 估值上行, 板块迎来戴维斯双击

从煤炭股的表现来看, 2003-2008 年, 煤炭板块有两次明显的绝对收益区间, 分别是 2003 年 11 月至 2004 年 4 月、2005 年 7 月至 2007 年 10 月, 煤炭开采(申万)指数分别上涨 55%和 816%(详见“图 17”)。2003 年 4 月至 2004 年 10 月、2007 年 4 月至 2007 年 9 月、2008 年 3 月至 2008 年 5 月三个时间区间内, 煤炭股相对大盘皆跑出了可观的相对收益, 煤炭开采(申万)/万得全 A 点数分别上涨 57%、84%和 41%。

从驱动因素角度来看, 在 2003.11.8-2004.4.7 区间内, 我们跟踪了 14 家煤炭公司(2003 年之前上市), 合计归属母公司股东净利润(TTM)期间内增加 105%, PE 估值(TTM)从 28 倍提升至 43 倍, 对于该区间煤炭股的上涨, 盈利端贡献 66%, 估值端贡献 34%, 股价的上涨主要是由盈利端推动。

在 2005.7.11-2007.10.8 区间内, 煤炭股票迎来 2 年多的大牛市, 我们跟踪的 16 家煤炭公司(2005 年之前上市), 实现归属母公司股东净利润(TTM)同比上升 8%, PE 估值(TTM)从 12.6 倍提升到 59.1 倍, 大幅提升了 370%, 煤炭股享受戴维斯双击效果, 对于该区间煤炭股的上涨, 盈利端贡献 2%, 估值端贡献 98%, 股价的上涨主要是由估值端推动的。

图 17: 煤炭板块上涨归因分析 (2003 年-2008 年)

上涨阶段	时间区间	成分股	煤炭开采 (申万) 指数增长率	区间归母净利润 (TTM) 增长率	估值 (TTM) 增长率	股价上涨分析
一	2003/11/18-2004/4/7	14 家 2003 年以前上市的煤炭股	55%	105%	54%	盈利端贡献 66%, 估值端贡献 34%
二	2005/7/11-2007/10/8	16 家 2005 年以前上市的煤炭股	816%	8%	370%	盈利端贡献 2%, 估值端贡献 98%

资料来源: wind、国海证券研究所

备注: (1) 区间归母净利润 (TTM) 增长率=区间上沿归母净利润 (TTM)/区间下沿归母净利润 (TTM)-1; (2) 盈利端贡献率=盈利端增长率/(盈利端增长率+估值端增长率), 估值端贡献率算法类似, 下同。

14 家 2003 年以前上市的煤炭股: 甘肃能化、ST 平能(退市)、郑州煤电、永泰能源、兖矿能源、兰花科创、神火股份、冀中能源、山西焦煤、盘江股份、上海能源、安源煤业、山煤国际、华阳股份。

16 家 2005 年以前上市的煤炭股: 包含前述 14 家以及开滦股份、大有能源。

煤炭股取得绝对收益和相对收益原因分析:

(1) 在 2003.11.18-2004.4.7 区间内, 受益于煤价上升, 煤炭公司盈利能力持续增强, 但由于通货膨胀率持续攀升, CPI 同比从 2003 年 7 月的 0.5% 大幅上涨至 2004 年 8 月的 5.3%, 全社会流动性有所收紧, 权益市场的估值受到压制, 但煤炭企业在这一阶段利润增长较快, 煤炭板块取得了较可观的绝对收益。

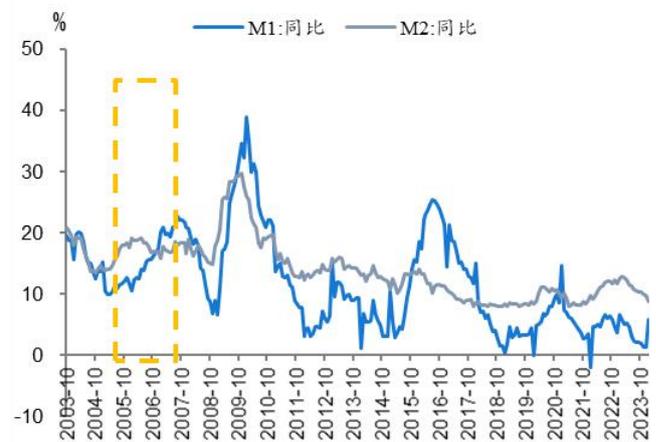
(2) 在 2005.7.11-2007.10.8 区间内, 国内经济增长势头强劲, 并且融资环境宽松, M1、M2 月均增速分别高达 16%、18%, 全社会融资规模也大幅扩张, 2005-2007 年社融规模存量平均增速达到约 16%。基于这样的背景, A 股同期也经历了一场波澜壮阔的大牛市行情, 上证综指上涨了 463%, 整体 PE (TTM) 从 16.5 倍涨到 52.8 倍, 涨幅高达 221%。对于煤炭而言, 由于国内经济增长势头十分强劲, 市场对其未来需求表现出非常好的预期, 煤炭股在此区间享受到了戴维斯双击, 绝对收益和超额收益都表现明显。

图 18: 2003.9-2004.11 全社会通胀压力较大



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 19: 2005.7-2007.9 货币供应大幅扩张



资料来源: wind、中国人民银行、国海证券研究所

3、第二阶段——2009-2011年：“四万亿计划”强刺激，煤炭行业继续量价齐升

3.1、行业复盘：“四万亿计划”刺激计划稳住经济增长，煤炭产能继续扩张

2008 下半年煤价大幅调整。2008 年全球金融危机爆发，国内产品出口面临严峻考验，经济增长压力骤增，2008 年第四季度单季国内 GDP 增速大幅跌至 7.1%，创 2000 年以来季度新低，全球大宗商品价格发生暴跌，国内煤炭价格也不例外，叠加政府 6、7 月份连发两道限价令，国内动力煤价从高点 2008 年 7 月份最高点 995 元/吨跌至 2008 年 12 月份的 510 元/吨，5 个月内大幅下跌 49%，煤价几乎腰斩。

2008 年 11 月出台“四万亿计划”。为了应对经济增长回落的压力，2008 年 11 月，温家宝总理主持国务院常务会议部署确定了扩大内需、促进经济增长的十项措施，决议要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建等，促进经济平稳较快增长，这一揽子措施后来被简称为“四万亿计划”。

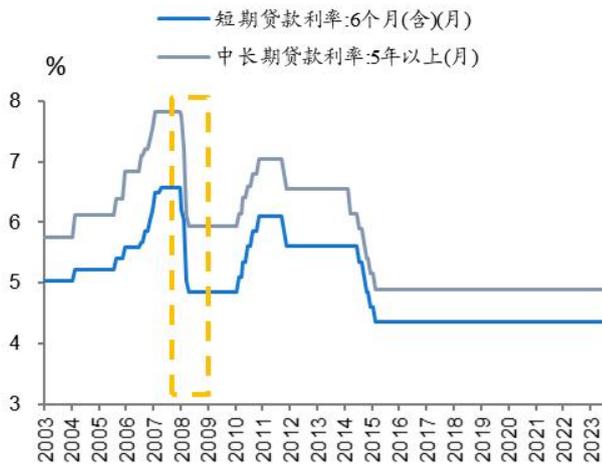
图 20：“四万亿计划”重点投向资金测算

重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约 4000 亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约 3700 亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约 15000 亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约 1500 亿元
节能减排和生态工程	约 2100 亿元
自主创新和结构调整	约 3700 亿元
灾后恢复重建	约 10000 亿元
合计	约 40000 亿元

资料来源：国家发改委、国海证券研究所

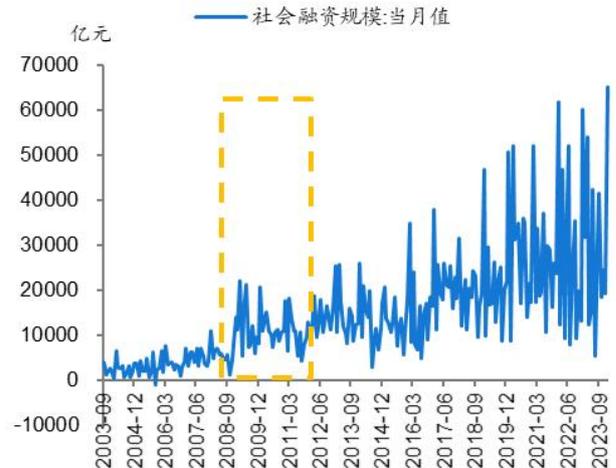
宽松的政策环境刺激全社会固定资产投资继续大幅上升。“四万亿计划”刺激下，货币政策得到放松，贷款利率有所下调，央行发布的短期贷款利率（6 个月）及中长期贷款利率（5 年以上）分别自 2008 年 8 月的 6.57%、7.83% 高位降至 2008 年末的 4.86%、5.94%，下调后的低利率水平一直延续到 2010 年三季度末。低利率背景下，全社会融资规模出现快速的扩张，2008 年全社会融资规模新增 6 万亿元，而到 2010 年高达 14 万亿元，两年内新增社会融资规模增幅高达 136%，社融总额快速膨胀，进一步支撑房地产、基建、制造业等固定资产投资继续扩张。

图 21: 2008 年下半年贷款利率有所下调



资料来源: wind、中国人民银行、国海证券研究所

图 22: 2008 下半年起全社会融资规模快速扩张

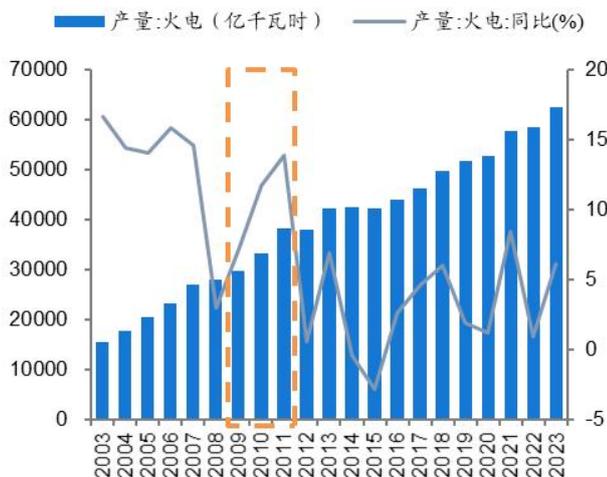


资料来源: wind、中国人民银行、国海证券研究所

在政策强刺激下,国内经济稳住了增长速度。国内 2009 至 2011 年 GDP 增速分别为 9.4%、10.6%、9.5%,皆低于 2003-2008 年均增速 11.4%;三年内工业增加值增速分别为 11%、15.7%、13.9%,皆低于 2003-2008 年均增速 16.35%,经济增速虽然略有下滑,但依然保持了强劲的增长势头。2009 年-2011 年,国内固定资产投资年均增速为 26.2%,略低于 2003-2008 年均增速 26.9%,其中房地产投资年均增速 25.7%,与 2003-2008 年均增速 25.7%基本持平,基建投资年均增速 22.4%,与 2004-2007 年均增速 22.4%基本持平,制造业投资年均增速 28.4%,略低于 2004-2007 年均增速 34%。

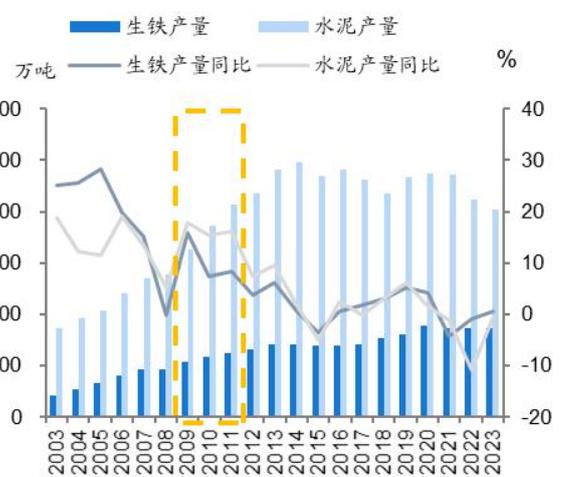
煤炭下游产量延续两位数增长。经历了 2008 年底的强刺激,2009 年-2011 年主要工业品产出恢复了快速增长,其中火电、生铁、水泥产量年均增速分别为 10.9%、10.6%、16.5%。

图 23: 2009-2011 火电产量增速维持高位



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 24: 2009-2011 生铁和水泥产量增速维持高位



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

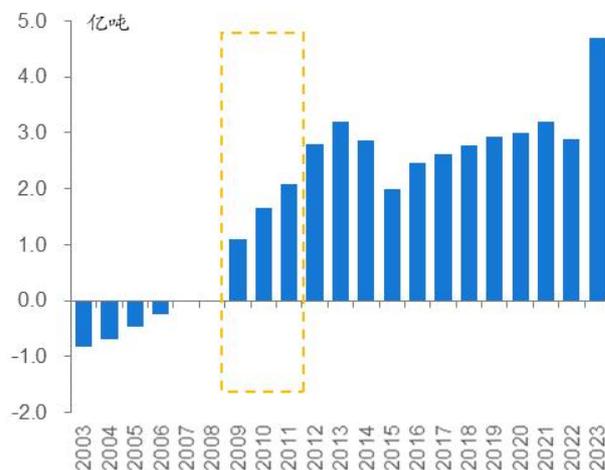
煤炭开采行业供给情况。2009年至2011年，国内煤炭产能继续扩张，原煤产量从2008年的26.22亿吨涨至2011年的35.2亿吨，年均复合增长率为10%，产量增速低于下游产品的产出增速，需求缺口继续增加（以净进口量为代表），国内煤炭净进口量从2008年的-177万吨大幅增加到2011年的2.1亿吨。

图 25: 2009-2011 原煤产量年均复合增速为 10%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 26: 2009-2011 煤炭净进口量大幅增长



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

3.2、煤价复盘：煤价中枢整体上移

2009-2011 年，煤价中枢整体上移。动力煤价在 2008 年 7 月出现 995 元/吨的历史高点之后，随着发改委限价令的出台和全球金融危机爆发，煤价从高点持续跌至 12 月中旬的 510 元/吨低点。由于“四万亿计划”的出台，国内经济稳住了增长的步伐，煤炭行业继续呈现供需两旺的局面，2009/2010/2011 年动力煤年度均价分别为 600、746、819 元/吨，三年内煤价中枢整体上移，且 2011 年度均价达到历史极值。同时，由于政府干预手段的减少，市场化调节下的煤价整体波动幅度较小。

图 27: 2009-2011 年煤价中枢整体上移



资料来源: wind、钢之家、国海证券研究所

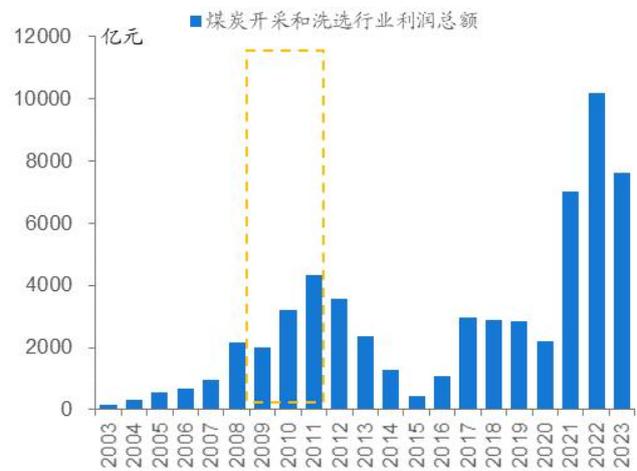
行业盈利强劲。由于煤价处于高位，行业盈利能力非常强劲，上市公司整体销售净利率 2009/2010/2011 年平均分别为 18.8%、17.6%、14.9%，行业利润率高位持稳且产出持续扩张，行业利润总额呈现不断上涨的态势，从 2009 年 1993 亿元大幅提升至 2011 年 4342 亿元（2009 年公布前 11 个月的数值，我们对其进行年化处理），年均复合增长率 48%。

图 28: 2009-2011 年煤炭采选业利润率高位持稳



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 29: 2009-2011 年煤炭行业持续实现较高盈利



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

3.3、煤炭股复盘：估值抬升，推动股价上涨

从煤炭股的表现来看，2009-2011 年，煤炭股有两次明显上涨的时期，分别是 2008 年 11 月 4 日至 2009 年 8 月 4 日、2010 年 7 月 5 日至 2010 年 10 月 25 日，煤炭开采（申万）指数涨幅分别为 280%、78%。与此同时，有两个阶段，分别是 2008 年 12 月 2 日至 2009 年 7 月 24 日、2010 年 7 月 5 日至 2010 年 10 月 25 日，煤炭股相对大盘跑出了可观的相对收益，煤炭开采（申万）/万得

全 A 点数区间内分别上涨 73%和 32%。

从驱动因素来分析，我们结合着具体煤炭标的，在第三、四绝对收益区间内（即 2008 年 11 月至 2009 年 8 月、2010 年 7 月至 2010 年 10 月）归属母公司股东净利润（TTM）分别下降了 8%、上升 5%，PE（TTM）分别提升了 189%、14%。对于第三区间内煤炭股的上涨，盈利端和估值端分别贡献-5%、105%，对于第四区间内煤炭股的上涨，盈利端和估值端分别贡献 27%、73%，可以看出这两个区间内股价上涨主要来自估值端的推动。

图 30：煤炭板块两次上涨归因分析（2009-2011 年）

上涨阶段	时间区间	成分股	煤炭开采（申万） 指数增长率	区间归母净利润 （TTM）增长率	估值（TTM） 增长率	股价上涨分析
三	2008/11/4-2009/8/4	23 家 2008 年以前上市的煤炭股	280%	-8%	189%	盈利端贡献-5%， 估值端贡献 105%
四	2010/7/5-2010/10/25	24 家 2010 年以前上市的煤炭股	78%	5%	14%	盈利端贡献 27%， 估值端贡献 73%

资料来源：wind、国海证券研究所

备注：23 家 2008 年以前上市的煤炭股：包含前述 16 家以及恒源煤电、晋控煤业、潞安环能、平煤股份、电投能源、中国神华、新集能源。

24 家 2010 年以前上市的煤炭股：包含前述 23 家以及中煤能源。

煤炭股取得绝对收益和相对收益原因分析。

（1）2008 年 11 月国常会决议通过了“四万亿计划”，稳住了经济增长预期，煤炭行业受益于保障性住房建设、民生工程、基础设施建设、灾后重建等一系列政策措施，2008 年 11 月至 2009 年 8 月的上涨阶段，虽然煤炭上市公司业绩有所下滑，但市场信心得到大幅提振，估值端的大幅修复推动了板块获得可观的绝对和相对收益。

（2）在 2010 年 7 月至 2010 年 10 月的上涨区间内，对市场形成明显提振的是 2010 年 7 月 22 日中央政治局会议的论调，这次会议上，温总理提出：“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳快速发展的前提下进行”，这一论述提振了市场信心，并产生了对当年 5-6 月紧缩货币政策有所松动的预期，叠加区间内煤炭上市公司业绩有所提升，戴维斯双击推动了板块获得可观的绝对和相对收益。

4、第三阶段——2012-2015 年：产能过剩，经济增速回落，煤价持续下行

4.1、行业复盘：国内经济增速下台阶，煤炭行业产能过剩

经济增速下台阶。2012年开始，随着4万亿刺激计划的潮水退去，国内经济增速面临回落，而工业企业由于前期投入了巨额的资本开支，新增产能不断释放，全社会产能过剩的问题逐渐突显。2012-2015年均GDP增速降至7.5%，相比2009-2011年均增速9.8%，明显下了台阶。2012-2015年均工业增加值增速降至8.5%，较2009-2011年均增速13.5%，出现明显回落。

固定资产投资增速下台阶，基建稳增长作用提升。从投资端来看，2012年-2015年，国内固定资产投资年均增速为16.5%，大幅低于2009-2011年均增速26.2%，其中房地产投资年均增速11.9%，大幅低于2009-2011年均增速25.7%，基建投资年均增速18.1%，略低于2009-2011年均增速22.4%，制造业投资年均增速15.5%，大幅低于2009-2011年均增速28.4%。可以看出，在经济压力比较大的时期，政府主导的逆周期调控措施—基建固定资产投资，对稳定经济增长发挥了一定作用。

图 31：2012-2015 年城镇固定资产投资增速年均降至 16.5%



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

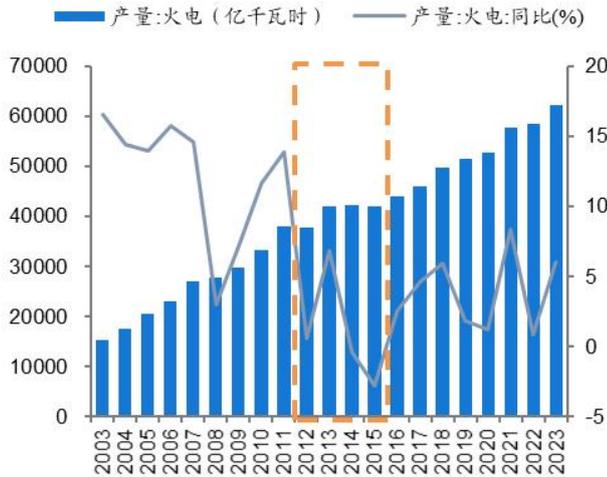
图 32：2012-2015 年房地产、基建、制造业等固定资产投资增速回落



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

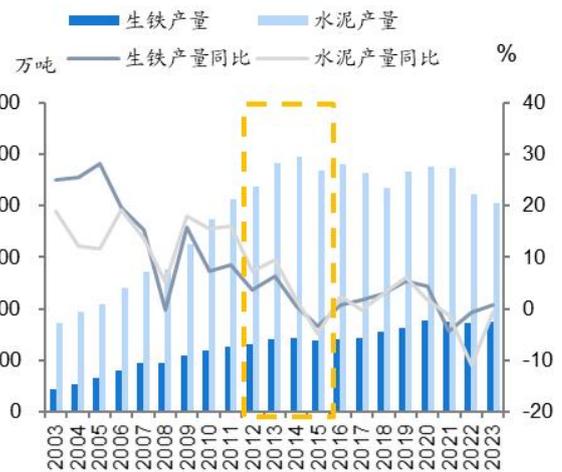
煤炭下游产出增速回落。由于经济增速的回落，煤炭下游主要需求产业火电、生铁、水泥等产量增速也呈现回落状态，2012-2015年火电、生铁、水泥产量年均增速分别为1.1%、1.73%、3.47%，相较2009年-2011年年均增速10.9%、10.6%、16.5%，出现明显下滑。

图 33: 2012-2015 火电产量平均增速仅为 1.1%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 34: 2012-2015 生铁和水泥产量增速下台阶



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

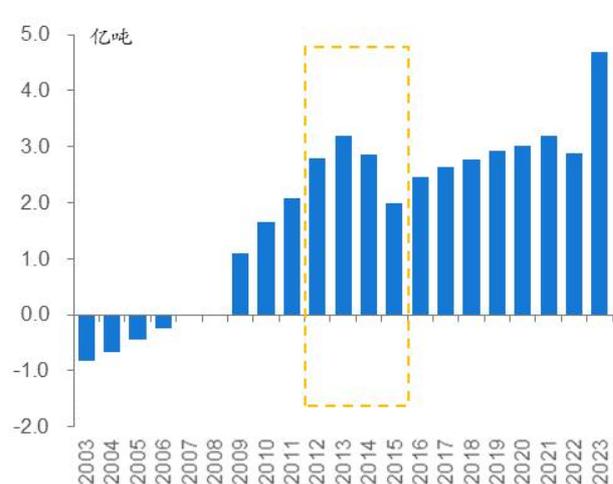
煤炭开采行业供给情况。由于前期投入了大量的资本开支，2012 年至 2015 年，国内煤炭产量依然小幅扩张，原煤产量从 2011 年的 35.2 亿吨涨至 2015 年的 36.8 亿吨，年均复合增长率为 1.2%，其中 2014 年产量为 38.7 亿吨，达到历史峰值。2012-2015 年国内煤炭净进口量分别为 2.8/3.2/2.9/2.0 亿吨，净进口量在 2013 年达到历史峰值后，虽然有所回落，但整体仍处于高位状态。

图 35: 2012-2015 原煤产量年均复合增速为 1.2%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 36: 2014-2015 年煤炭净进口量有所回落



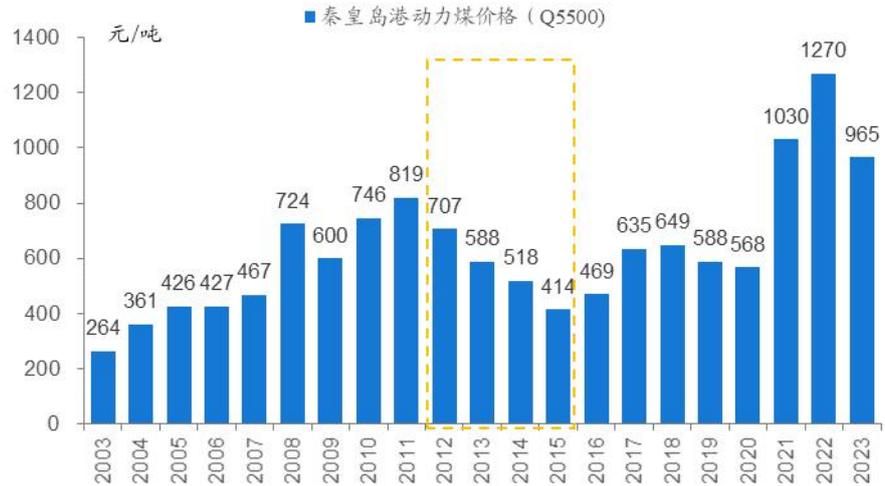
资料来源: wind、海关总署、国海证券研究所

4.2、煤价复盘：煤价下行，行业亏损加剧

煤价大方向持续向下。2012-2015 年为行业产能过剩阶段，动力煤价大方向整体向下，2015 年动力煤价均价仅为 414 元/吨，相比 2012 年 707 元/吨的均价大幅下跌 41%。其中，2015 年 11 月的 351 元/吨为历史极值。

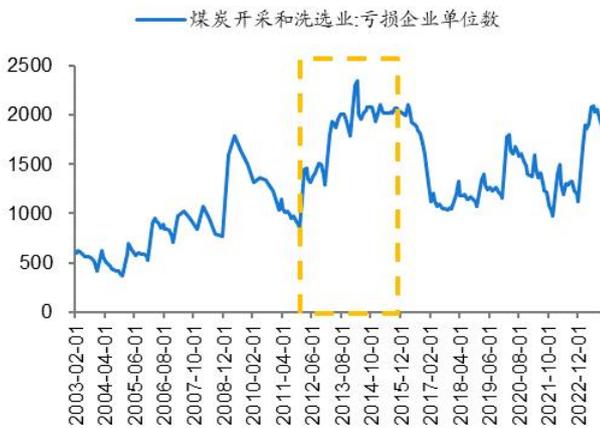
行业盈利能力持续下滑。面对持续下行的煤价，行业盈利能力持续削弱，2016年初全行业达到普遍亏损的状态，销售利润率降至-0.29%，相比2012年初的12.04%，下滑达到12.3个pct；行业资产负债率也逐年攀升，2016年初资产负债率高达69.6%，相比2012年初的58.6%，增加了11.0个pct；行业亏损企业个数也从2011年末的845家增加到2015年末的超过2000家，亏损企业亏损额2015年末达到973亿元，相比2012年240亿元增加305%。

图 37: 2012-2015 年煤价中枢整体下移



资料来源: wind、钢之家、国海证券研究所

图 38: 2012-2015 年行业亏损企业数量持续增加



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 39: 2012-2015 年亏损企业亏损额持续加剧



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

4.3、煤炭股复盘：资金杠杆牛市，估值推动股价上涨

从煤炭股的表现来看，2012-2015 年煤炭股有一次明显上涨的时期，即 2014 年 3 月 10 日至 2015 年 6 月 9 日，煤炭开采（申万）指数涨幅为 166%。此阶段，相对大盘，煤炭股没有取得相对收益。

从驱动因素来分析，结合具体煤炭标的，在该绝对收益区间内归属母公司股东净

利润 (TTM) 下降了 57%，PE 估值 (TTM) 提升了 445%，该区间内煤炭股的表现，盈利端贡献-15%，估值端贡献 115%，股价上涨均来自估值端的推动。

图 40：煤炭板块上涨归因分析（2014.3-2015.6）

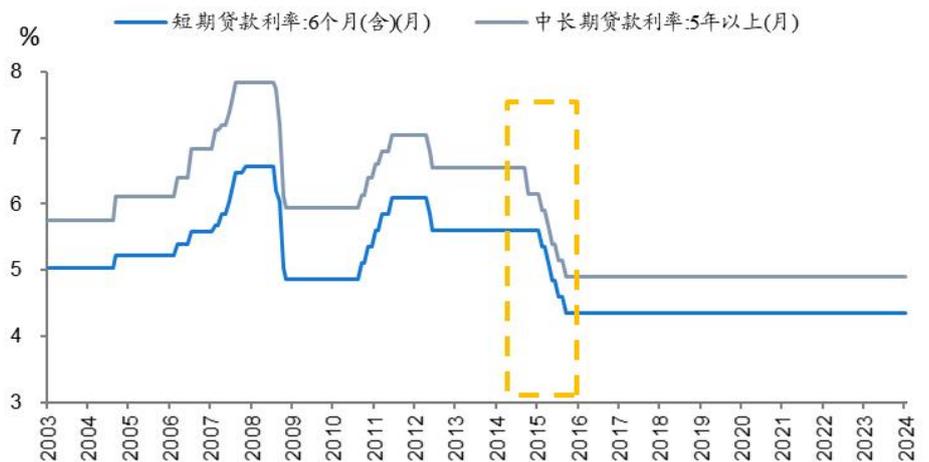
上涨阶段	时间区间	成分股	煤炭开采(申万) 指数增长率	区间归母净利润 (TTM) 增长率	估值 (TTM) 增长率	股价上涨分析
五	2014/3/10-2015/6/9	25 家 2014 年以前上市的煤炭股	166%	-57%	445%	盈利端贡献-15%， 估值端贡献 115%

资料来源：wind、国海证券研究所

备注：25 家 2014 年以前上市的煤炭股：包含前述 24 家以及昊华能源。

煤炭股（未）取得绝对收益和相对收益原因分析。2014 年至 2015 年股票市场的牛市行情有诸多启动因素，其中“资金杠杆牛”的特征非常明显，央行通过多次降准降息，提振了市场的投资热情，上证综指 PE (TTM) 估值由 2014 年 3 月的 9.1 倍大幅提升至 2015 年 6 月的 23 倍，业绩持续下滑的煤炭开采板块主要依赖市场估值的提升，其涨幅居于市场中下游水平，未取得相对收益。

图 41：2015 年国内贷款利率有明显下滑



资料来源：wind、中国人民银行、国海证券研究所

5、第四阶段——2016-2020 年：供给侧改革，产能收缩明显，煤价回升

5.1、行业复盘：供给侧结构性改革持续推进

2016 年 2 月开始供给侧结构性改革。煤炭行业供给侧结构性改革标志性文件是 2016 年 2 月份国务院印发的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，文件要求从 2016 年开始，用 3-5 年时间退出产能 5 亿吨、减量重组 5 亿吨，同时所有煤矿执行 276 个工作日生产（注：276 减量生产制度在 2017 年退出）。随后，相关部委就人员分流安置、严禁新增产能、专项奖补资金管理、企业兼并重组等方面出台了相应配套政策。

图 42: 2016 年 9 月前煤炭供给侧改革主要政策梳理

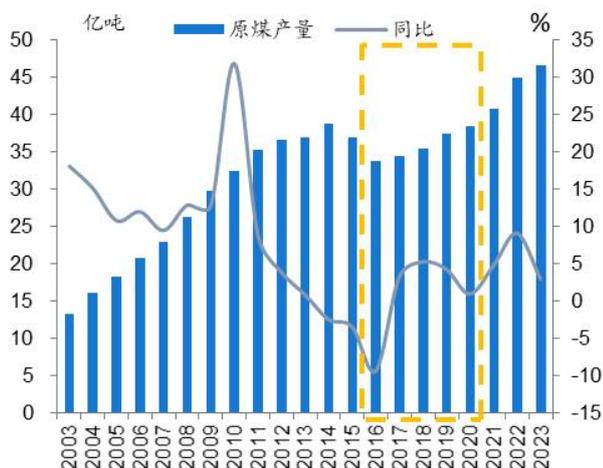
时间	政策文件	主要内容
2016-01-22	财政部印发《关于征收工业企业结构调整专项资金有关问题的通知》	该资金明确用于支持钢铁、煤炭等行业去产能。文件规定,专项资金在全国范围按照燃煤和可再生能源发电机组上网电量(含市场化交易电量)、燃煤自备电厂自发自用电量 and 规定的征收标准计征。并从 2016 年 1 月 1 日起施行。
2016-02-01	国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	从 2016 年开始,用 3 年至 5 年的时间,退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右,全国所有煤矿执行 276 个工作日生产。
2016-02-29	人社部:钢铁煤炭去产能涉及 180 万职工分流安置	中央财政将拿出 1000 个亿奖补资金,主要用于职工的安置。同时,失业保险和就业专项资金对其中符合规定条件的也要予以相应支持。共涉及到 180 万职工的分流安置,其中煤炭系统 130 万人,钢铁系统 50 万人。
2016-03-21	发改委、人社部、国家能源局和国家煤炭安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	从 2016 年开始,全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产,即直接将现有合规产能乘以 0.84(276 天除以原规定工作日 330 天)的系数后取整,作为新的合规生产能力。
2016-03-30	国土资源部:《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	对钢铁、煤炭行业新建项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目,一律不予受理用地预审。
2016-04-15	安监局《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	坚持淘汰落后产能和遏制重特大事故相结合、化解过剩产能和提高安全生产保障能力相互促进、产业结构和安全生产要素同步优化、行业发展水平和夯实安全生产基础同步提高的原则,自 2016 年起 3 年内,原则上停止新核准(审批)的建设项目和新增产能的技术改造项目安全设施设计审查工作,且不再进行煤矿生产能力核增。对于全国所有生产煤矿,有关部门在现有合规产能的基础上,直接乘以 0.84(276 除以 330)取整数,确定为煤矿的生产能力。
2016-04-17	央行、银监会、证监会、保监会联合印发《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	支持企业在资本市场融资和兼并重组,鼓励证券公司、资产管理公司、股权投资基金以及产业投资基金等参与企业兼并重组;加快股债、债债结合产品和绿色债券创新
2016-05-10	财政部:《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》	明确中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金,规模 1000 亿元,按照“早退多奖”的原则,分为基础奖补资金(80%)和梯级奖补资金(20%),由地方和央企主要用于国有企业职工分流安置,也可统筹用于符合条件的非国有企业职工分流安置

资料来源: 国务院官网、国土资源部、发改委、财政部、人社部、安监局、人民日报、新华社、界面新闻、国海证券研究所

煤炭产量释放缓慢。随着煤炭行业大幅淘汰落后产能,违法及超产矿的生产得到有效抑制,2016 年整个行业产量明显回落,该年产量为 33.6 亿吨,同比下滑 9.4%,虽然在政策鼓励下优质产能加速释放,但受制于行业固定资产投资不足以及企业对中长期悲观需求预期,2017 年起原煤产量缓慢释放,整体仍在预期之内,2017 年-2020 年产量分别为 34.5 亿吨、35.5 亿吨、37.5 亿吨、38.4 亿吨,同比分别+3.2%、+5.2%、+4.2%、+0.9%。

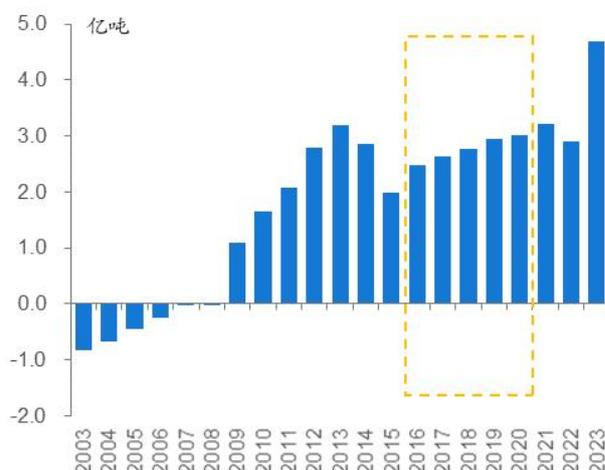
进口煤量大幅上涨。由于国内煤炭产量释放缓慢,进口煤的补充地位有所提升,2016-2020 年进口煤量持续增加,分别为 2.6/2.7/2.8/3.0/3.0 亿吨。2020 年底,中澳地缘政治问题,导致澳煤进口从 2020 年 11 月开始完全停止,影响当年进口量增加。

图 43: 2016-2020 年原煤产量缓慢回升



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 44: 2016-2020 年煤炭净进口量持续增加



资料来源: wind、海关总署、国海证券研究所

经济增速新常态，地产和制造业投资持续回升。2016-2020 年均 GDP 增速降至 5.8%，相比 2012-2015 年均增速 7.5%，略有下滑，国内经济增长进入中高速的新常态。2016-2020 年均工业增加值增速降至 5.5%，较 2012-2015 年均增速 8.5%，也有所回落。

从投资端来看，2016-2020 年国内固定资产投资年均增速为 5.9%，远低于 2012-2015 年均增速 16.5%。其中，房地产投资年均增速 8.1%，低于 2012-2015 年均增速 11.9%，基建投资年均增速 8.2%（2018 年数据不含电力），低于 2012-2015 年均增速 18.6%，制造业投资年均增速 3.9%，低于 2012-2015 年均增速 15.5%。

图 45: 2016-2020 年固定资产投资增速年均降至 5.9%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 46: 2016-2020 年房地产、制造业等固定资产投资增速下滑



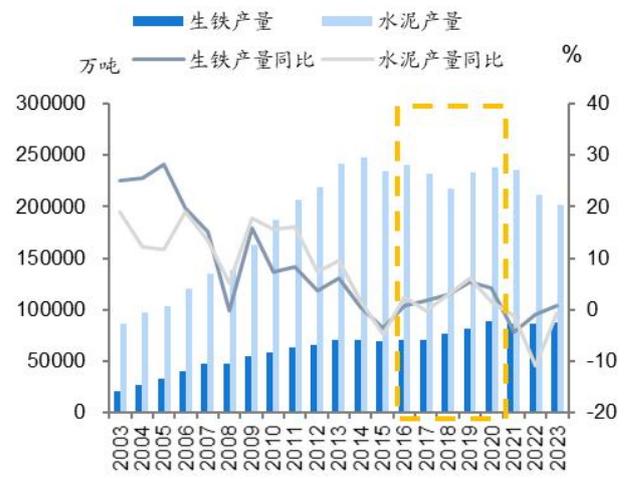
资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

火电、生铁产量增速有所上升，水泥产量增速下滑。煤炭下游主要需求产业火电、生铁、水泥等产量增速呈现上升态势，2016-2020 年火电、生铁产量年均增速分

别为 3.3%、3.0%，相较 2012 年-2015 年年均增速 1.1%、1.73%，呈现一定的回升；水泥年均产量增速为 2.6%，较 2012-2015 年的 3.47% 有所下滑。

图 47：2016-2020 火电产量平均增速升至 3.3%

图 48：2016-2020 生铁产量增速回升至 3.0%



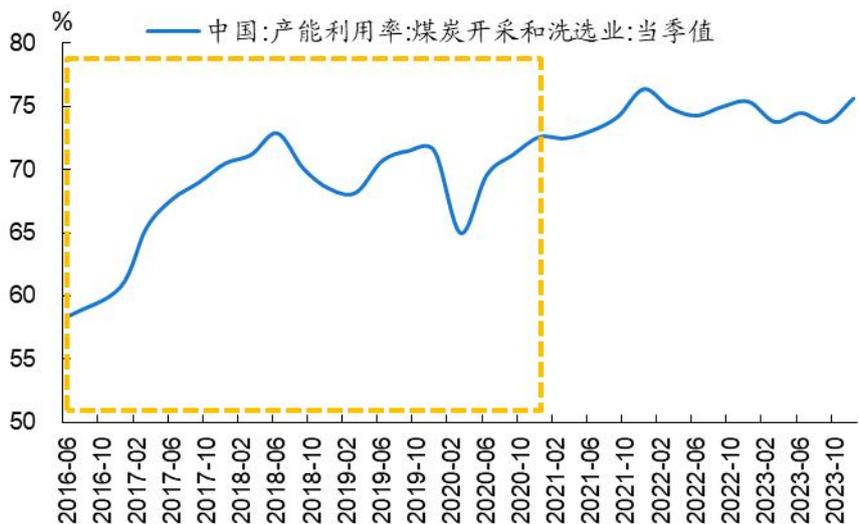
资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

5.2、煤价复盘：产能收缩，价格回升，盈利改善

供给侧改革下煤炭行业产能利用率逐步回升。无形的手叠加有形的手，2016 年以来煤炭行业加快了落后产能的淘汰，在下游需求相对平稳的背景下，行业产能利用率得到有效提升，煤价迅速企稳回升，盈利能力快速好转。煤炭行业产能利用率从 2016 年 6 月份的 58.4%，提升至 2018 年 6 月的 72.9%，之后保持在较高水平。

图 49：供给侧改革下煤炭行业产能利用率逐步回升



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

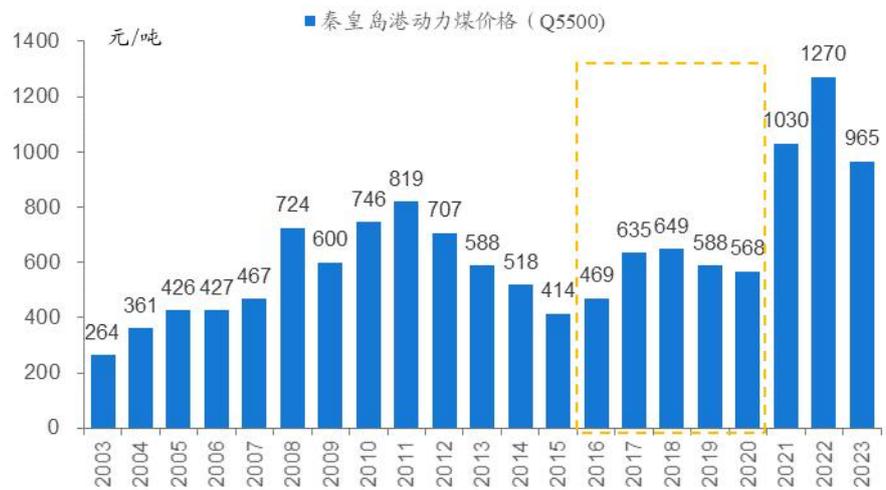
价格中枢上移。2016 年下半年以来，煤价迅速企稳回升，随着供给侧改革推进，

煤价持续提升，2019-2020 年有所回落，但仍处在较高水平。

行业盈利能力大幅回升。由于煤价的回升，行业盈利能力持续恢复，上市公司整体销售净利率 2016-2020 年平均分别为 6.75%、12.84%、12.31%、11.35%、10.1%。行业利润率高位持稳且产出有所增加，行业利润总额维持在较高水平，2016-2020 年利润总额分别为 1091、2959、3074、2830、2223 亿元。

行业资产负债率下滑。随着行业供需格局逆转，尤其 2016 年三季度以后煤价上升显著，资产负债率开始逐步回落，行业平均资产负债率最低降至 2019 年 11 月的 64.3%，相对 2016 年 4 月高点 70.2%下降了接近 5.9 个百分点，供给侧改革成果显著。

图 50: 2016-2020 年煤价中枢整体上移



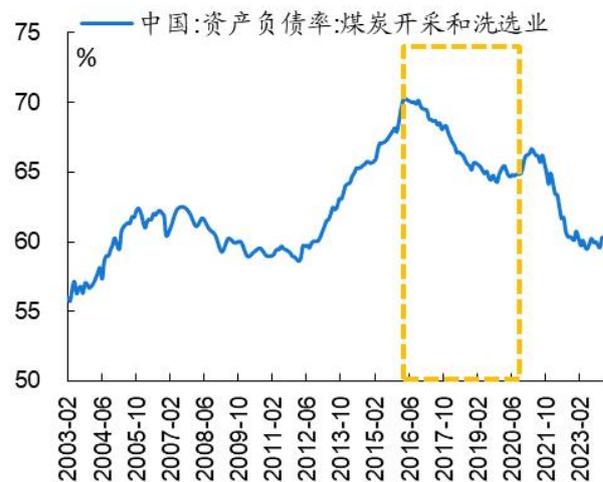
资料来源: wind、钢之家、国海证券研究所

图 51: 2016-2020 年上市公司销售净利率明显回升



资料来源: wind、国海证券研究所

图 52: 2016-2020 年行业资产负债率持续下滑



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

5.3、煤炭股复盘：两次绝对收益来自盈利端的推动，一次来自估值提升

从煤炭股的表现来看，2016年-2020年，煤炭股有三次明显上涨的时期，分别为2016年6月14日至2016年11月14日、2017年5月11日至2017年9月13日、2019年1月3日至2019年4月19日，煤炭开采（申万）指数涨幅分别为40%、34%、34%。相对大盘，煤炭股取得一定的相对收益，2015年12月30日至2018年2月5日，煤炭开采（申万）/万得全A点数区间内上涨45.57%。

从驱动因素来分析，结合具体煤炭标的，前两次绝对收益区间内归属母公司股东净利润（TTM）分别上涨了1516%、18%，PE估值（TTM）分别上涨18%、8%，可以看出两个区间内的煤炭股上涨，主要是来自盈利端的推动。对于股价的上涨，在第一个收益区间内，盈利端贡献99%，估值贡献1%，在第二个收益区间内，盈利端贡献70%，估值贡献30%。第三次绝对收益区间内，归属母公司股东净利润（TTM）上涨了2%，PE估值（TTM）上涨34%，股价上涨主要由估值端推动，盈利端贡献6%，估值贡献94%。

图 53：煤炭板块上涨归因分析（2016年-2020年）

上涨阶段	时间区间	成分股	煤炭开采（申万） 指数增长率	区间归母净利润 （TTM）增长率	估值（TTM） 增长率	股价上涨分析
六	2016/6/14-2016/11/14	26家2016年以前上市的煤炭股	40%	1516%	16%	盈利端贡献99%， 估值端贡献1%
七	2017/5/11-2017/9/13	26家2016年以前上市的煤炭股	34%	18%	8%	盈利端贡献70%， 估值端贡献30%
八	2019/1/3-2019/4/19	26家2016年以前上市的煤炭股	34%	2%	34%	盈利端贡献6%， 估值端贡献94%

资料来源：wind、国海证券研究所

备注：26家2016年以前上市的煤炭股：包含前述25家以及陕西煤业。

煤炭股取得绝对收益和相对收益原因分析。供给侧结构性改革，加快了行业落后产能的出清，行业产能周期拐点加速向下，在下游需求相对稳定的条件下，煤价出现了快速上扬的态势，煤炭企业的盈利水平大幅好转，但是市场担忧周期行业需求端的持续性，大幅压缩了周期股的估值水平，好在，上市公司业绩的增长速度明显大于估值的回落速度，供给侧改革背景下煤炭股取得了不错的绝对收益和相对收益。

6、第五阶段——2021-2024年：供需矛盾凸显，全球能源供应紧张

6.1、行业复盘：海内外共振推动行业迎来历史性变革

供应端多方面限制。供给侧改革持续推进，国内产能压减明显，持续多年资本开支低位，新建产能衔接不足，同时内蒙古“倒查二十年”影响产能释放，叠加中澳地缘政治问题影响，澳煤进口从2020年11月开始停止，国内供应端迎来多方面因素限制，推动煤价开始上行，行业迎来历史级别的高景气。

2022年初，俄乌冲突爆发，国际能源供应格局发生剧变，局部的供需不平衡叠加多年煤企资本开支不足导致的供应紧张，能源问题全球性爆发。煤炭、天然气等能源遭到哄抢，价格也不断刷新历史新高。

在政策强力推动下，煤炭产量快速释放。由于煤炭供应短缺，价格出现暴涨，政策发力推动产能释放，原煤产量2021-2022年连续两年高增长，2023年增速放缓，2021-2023年产量分别为40.7亿吨、45亿吨、46.6亿吨，同比分别+4.7%、+9.0%、+2.9%（由于热值变动及统计口径变化，产量增速可能低于公布值）。

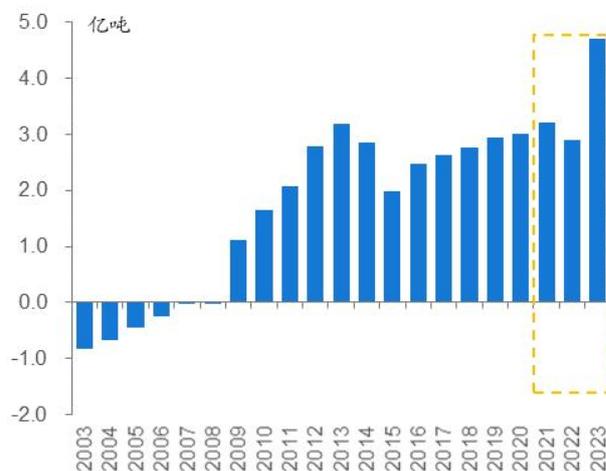
进口煤量先减后增，2023年进口量创历史新高。2020年底，中澳地缘政治问题，导致澳煤进口从2020年11月开始完全停止；2021年国内供应紧张，寻找多渠道进口来源弥补，进口量达到3.2亿吨；2022年俄乌冲突导致欧洲能源供应格局发生变化，各国哄抢煤炭、天然气资源，价格持续高位。而国内由于政策干预，价格回落，内外煤价倒挂严重，进口难度大，进口煤缩量明显。2023年澳煤进口恢复，且蒙、俄、印尼等国家进口进一步放量，煤炭进口量创历史新高，达到4.7亿吨。

图 54：2021-2023 年原煤产量持续释放



资料来源：wind、国家统计局、国海证券研究所

图 55：2023 年净进口量创历史新高

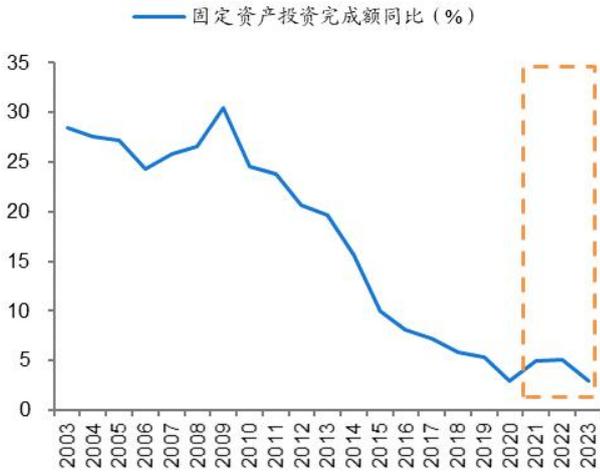


资料来源：wind、海关总署、国海证券研究所

经济增速下滑，地产和制造业投资增速低位。2021-2023 年均 GDP 增速降至 5.6%（2020 年低基数影响，2021 年增速达到 8.4%），仍有下滑。2021-2023 年均工业增加值增速提升至 5.9%，2020 年低基数下，增速有所回升。

从投资端来看，2021-2023 年国内固定资产投资年均增速为 4.3%，低于 2016-2020 年均增速 5.9%。其中，房地产投资年均增速-5.1%，基建投资年均增速 6.7%，制造业投资年均增速 9.7%，仅有制造业投资增速有回升。

图 56: 2021-2023 年固定资产投资增速年均降至 4.3%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 57: 2021-2023 年房地产、制造业等固定资产投资增速低位



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

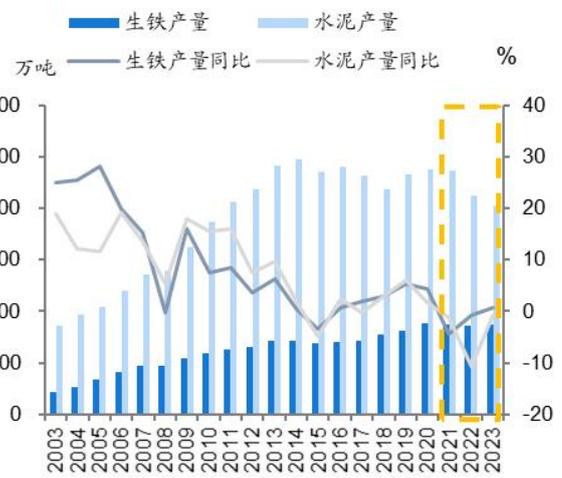
火电维持增长, 生铁、水泥产量下滑。由于水电发力不足, 对火电依赖度仍然较高, 2021-2023 年火电维持高增速, 平均增速达到 5.1%; 由于需求不足, 同时钢铁行业严格执行平控政策, 生铁产量连续两年负增长 (2021-2022 年), 水泥产量连续三年负增长 (2021-2023 年), 年均增速分别为 -1.5% 和 -4.2%。

图 58: 2021-2023 年火电产量平均增速升至 5.1%



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

图 59: 2021-2023 生铁、水泥产量进入负增长

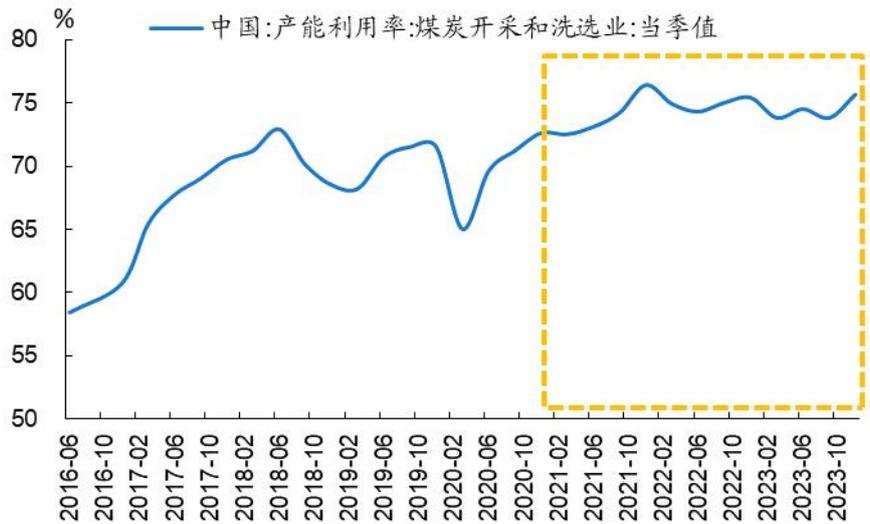


资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

6.2、煤价复盘: 价格大幅波动后进入高位新平台, 中枢大幅提升

由于煤炭供应紧张, 政策大力推进产能释放, 要求企业增产保供, 行业产能利用率维持在 73% 以上, 在 2021 年四季度达到最高峰 76.4%。

图 60: 增产保供背景下, 产能利用率进一步提升



资料来源: wind、国家统计局、国海证券研究所

价格大幅波动后进入高位新平台, 中枢上移。国内煤价从 2021 年初开始持续上涨, 并在 10 月达到极端高点, 港口动力煤价格一度突破 2500 元/吨。随后在政策和供给两方面压制下, 快速回落, 但仍处于历史较高水平。2022 年新的长协定价机制开始执行, 基准价格由 535 元/吨上调至 675 元/吨, 价格中枢大幅上移; 同时在国际煤价支撑下, 国内煤价维持稳中有涨。2021-2022 年港口动力煤均价分别达到 1030、1270 元/吨, 尽管 2023 年有回落, 仍然达到 965 元/吨, 价格中枢明显上移。

行业盈利能力大幅提升。由于煤价大幅上涨, 行业盈利创历史最好水平, 上市公司整体销售净利率 2021-2023 年平均分别为 14.3%、19.8%、18.5% (2023 年为 Q1-3), 行业利润总额随之大幅增加, 2021-2023 年利润总额分别为 7023、10202、7629 亿元。

行业资产负债率持续下滑。行业盈利明显提升, 现金充沛, 行业平均资产负债率进一步下降至 60%左右, 债务压力明显缓解。

图 61: 2021-2023 年煤价大幅上涨后回落, 仍处历史高位



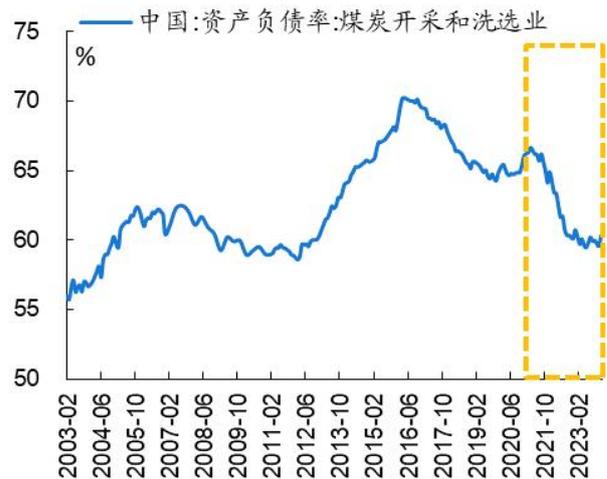
资料来源: wind、钢之家、国海证券研究所

图 62: 2021-2023 年上市公司销售净利率大幅提升



资料来源: wind、国海证券研究所

图 63: 2021-2023 年行业资产负债率进一步下滑



资料来源: wind、国海证券研究所

6.3、煤炭股复盘: 两次绝对收益来自盈利端的推动, 一次绝对收益来自估值端的推动

从煤炭股的表现来看, 2021-2024 年, 煤炭股有三次明显上涨的时期, 分别为 2020 年 6 月 29 日至 2021 年 9 月 13 日 (主要上涨区间位于 2021 年, 故划入 2021-2024 年区间内)、2021 年 11 月 16 日至 2022 年 9 月 6 日、2023 年 8 月 21 日至 2024 年 2 月 20 日, 煤炭开采 (申万) 指数涨幅分别为 128%、71%、41%。相对大盘, 煤炭股相对收益明显, 2021 年 2 月 10 日至 2021 年 9 月 22 日, 煤炭开采 (申万) / 万得全 A 点数区间内上涨 93.99%; 2021 年 11 月 30 日至 2022 年 10 月 10 日, 煤炭开采 (申万) / 万得全 A 点数区间内上涨 104.99%;

2023年8月4日至2024年2月20日，煤炭开采（申万）/万得全A点数区间内上涨65.69%。

从驱动因素来分析，前两次绝对收益区间内归属母公司股东净利润（TTM）分别上涨了65%、58%，PE估值（TTM）分别上涨39%、25%，可以看出两个区间内的煤炭股上涨，主要是来自盈利端的推动。而第三次绝对收益区间内PE估值（TTM）上涨81%。对于股价的上涨，在第一个收益区间内，盈利端贡献62%，估值贡献38%，在第二个收益区间内，盈利端贡献70%，估值贡献30%；第三个收益区间内估值端贡献较大。

图 64：煤炭板块上涨归因分析（2021年-2024年，截至2024年2月20日）

上涨阶段	时间区间	成分股	煤炭开采（申万） 指数增长率	区间归母净利润 （TTM）增长率	估值（TTM） 增长率	股价上涨分析
九	2020/6/29-2021/9/13	26家2016年以前上市的煤炭股	128%	65%	39%	盈利端贡献62%， 估值端贡献38%
十	2021/11/16-2022/9/6	26家2016年以前上市的煤炭股	71%	58%	25%	盈利端贡献70%， 估值端贡献30%
十一	2023/8/21-2024/2/20	26家2016年以前上市的煤炭股	41%	/	81%	估值端贡献较大

资料来源：wind、国海证券研究所

备注：由于上市公司2023年年报尚未披露，第十一阶段归母净利润（TMM）增长率未知。

煤炭股取得绝对收益和相对收益原因分析。行业产能持续压减，新增产能有限，而下游需求稳步增长，水电乏力，国际局势变化进一步助推紧张格局的发展，供需矛盾凸显，海内外多重因素共振下，行业迎来历史性变革。海内外煤价短期大幅上涨，不断刷新历史新高，虽有回落，但煤价中枢整体大幅上移，企业盈利明显提升。同期受疫情影响，经济增速放缓，仅有煤炭盈利提升明显。尽管2023年盈利有所回落，但高分红、高股息特点仍然明显，煤炭股取得高额绝对收益和相对收益。

7、投资建议

在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新装机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，同时油价维持在中高位，煤化工项目的建设和生产积极性都有提升，未来若干年煤炭需求或将持续提升。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给约束的能力依然没变。我们预计未来若干年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征，建议淡化煤价短期波动，把握煤炭板块价值属性，维持行业“推荐”评级。

动力煤股建议关注：中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）。冶金煤建议关注：潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）。煤炭+电解铝建议关注：神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。无烟煤建议关注：华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/03/11		EPS			PE			投资 评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
601088.SH	中国神华	38.70	3.50	2.99	3.11	11.0	13.0	12.4	买入	
601225.SH	陕西煤业	26.45	3.62	2.29	2.56	7.3	11.6	10.3	买入	
600188.SH	兖矿能源	26.00	6.30	2.83	3.10	4.1	9.2	8.4	买入	
601898.SH	中煤能源	12.03	1.38	1.59	1.73	8.7	7.6	7.0	买入	
600546.SH	山煤国际	18.59	3.52	2.80	2.87	5.3	6.6	6.5	买入	
600256.SH	广汇能源	8.25	1.73	0.85	1.00	4.8	9.7	8.2	买入	
601699.SH	潞安环能	26.38	4.74	3.21	3.39	5.6	8.2	7.8	买入	
000983.SZ	山西焦煤	11.26	2.09	1.24	1.31	5.4	9.0	8.6	买入	
600348.SH	华阳股份	10.28	2.92	1.43	1.57	3.5	7.2	6.6	买入	
000933.SZ	神火股份	19.51	3.39	2.54	2.95	5.8	7.7	6.6	买入	
600985.SH	淮北矿业	17.77	2.83	2.65	2.83	6.3	6.7	6.3	买入	
601666.SH	平煤股份	13.49	2.47	1.62	1.76	5.5	8.3	7.7	买入	
600123.SH	兰花科创	11.74	2.82	1.53	1.70	4.2	7.7	6.9	买入	
601918.SH	新集能源	8.09	0.80	0.95	1.00	10.2	8.5	8.1	买入	
601001.SH	晋控煤业	15.67	1.82	1.73	2.20	8.6	9.0	7.1	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

8、风险提示

- 1) 经济增速不及预期风险。**房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- 2) 政策调控力度超预期的风险。**供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- 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) 煤炭进口影响风险。随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变,国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响,从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。

5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险。

6) 历史数据分析方法的局限性。

7) 测算或有误差,以实际为准。

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。