

中国神华（601088.SH）

一体化稳健经营无畏风浪，现金奶牛持续高比例分红，市值管理考核推动估值修复

投资要点：

► 一体化稳健经营无畏风浪

公司煤炭、电力、运输、煤化工业务一体化开发，产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同。煤炭业务高长协提升业绩稳定性，2022年，公司84.97%的煤炭通过长协（年度+月度）进行销售；电力业务发电量和售电量稳步上升，市场化交易电量占比持续提升，在建及待建主要发电组合计10800兆瓦；一体化运输网络连通北煤南运、西煤东运通道，业绩持续稳定增长；包头煤制烯烃升级示范项目开工，产能将平稳释放带动营收成长。

► 现金奶牛持续高比例分红

公司维持优化资本结构，2021-2022年资产负债率分别为26.58%和26.13%；资本开支保持稳定，2023年计划资本开支361.52亿元，较上年实际开支增长13.17%；公司经营活动产生的现金流量净额为1,097.34亿元，同比增长16.03%；2022年公司拥有货币资金1,705.03亿元，资金充裕保障运营稳定提升风险抵御能力。2020-2022年，公司分红率分别为91.88%、100.4%和72.77%，分红比例高于行业平均水平，叠加市值管理考核全面推开，公司作为长期高比例分红的代表性央企，有望继续加大现金分红力度。

► 2024年煤炭供需转向紧平衡

展望未来，在供给端，国产动力煤增产空间有限，产量或保持稳定；动力煤进口受煤炭进口关税恢复影响，整体进口数量将有所回落。在需求端，在我国经济持续恢复向好的背景下，2024年我国发电量有望达到9.26万亿千瓦时，火电发电量有望达到6.35万亿千瓦时，电力用煤企稳增长带动2024年动力煤消费量提升至约40.93亿吨。我们预计2023-2025年的动力煤供需从过剩0.85亿吨转为紧缺0.31亿吨和1.47亿吨，2023年动力煤供需仍存在过剩，但过剩幅度收窄，2024年供需回到紧平衡，或存在较小缺口。

► 盈利预测与投资建议

公司一体化运营，业务涉及煤炭、电力、运输、煤化工等板块，使用分部估值法对公司进行估值。以2024年3月13日收盘价计算，给予公司核心煤炭业务15倍PE，其余电力、铁路、港口、航运和煤化工业务参考同业平均水平分别给予10.2倍、12.3倍、11倍、8.4倍、10.7倍PE作为估值依据。我们预计公司2023-2025年归母净利分别为589.21/606.71/633.66亿元，对应EPS为2.97/3.05/3.19元/股。参考可比公司，2024年给予目标价41.14元，首次覆盖，给予公司“持有”评级。

► 风险提示

（1）煤炭消费不及预期；（2）煤炭进口超预期；（3）市场电价不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	335,216	344,533	350,225	374,101	393,304
增长率	44%	3%	2%	7%	5%
净利润（百万元）	50,269	69,626	58,921	60,671	63,366
增长率	28%	39%	-15%	3%	4%
EPS（元/股）	2.53	3.50	2.97	3.05	3.19
市盈率（P/E）	14.7	10.6	12.5	12.1	11.6
市净率（P/B）	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

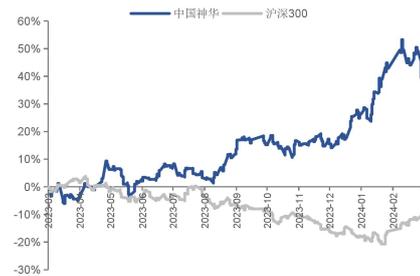
持有（首次评级）

当前价格：37.07元
目标价格：41.14元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	19869/16491
流通A股市值(百万元)	736526/611323
每股净资产(元)	19.97
资产负债率(%)	24.72
一年内最高/最低价(元)	41/27

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：王保庆(S0210522090001)
WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告



投资要件 关键假设

我们对 2023-2025 年业绩做出以下假设：

煤炭业务

(1) 2023 年伴随动力煤继续过剩，煤价呈现“V”字形走势，整体偏弱下行。我们认为 2024 年动力煤供需将回到紧平衡，或有存在较小缺口，在保供稳价政策支持下，预计未来煤价或将在高位延续震荡。同时考虑了公司销售的长协煤和现货煤的不同定价方式及高长协销售占比，我们假设 2023-2025 年公司煤炭销售均价分别为 604.25、602.93、601.6 元/吨。

(2) 公司通过产能核增、矿区开发、项目收购等持续进行产能扩张并坚持安全生产，积极履行增产保供职责，超额完成年度产销目标。根据公司披露的 2023 年 12 月运营数据，我们预计公司 2023-2025 年商品煤产量分别达到 324.5 万吨、334.9 万吨、344.9 万吨，预计 2023-2025 年煤炭销售分别达到 450 万吨、479.16 万吨、499.33 万吨。

(3) 根据我们计算，公司 2022 年自产煤的吨成本为 295 元/吨，外购煤吨成本为 764 元/吨，2023 年外购煤吨成本跟随现货煤价下降，同时由于外购煤销售占比提升，预计未来毛利率将维持平稳下行状态，我们预计 2023-2025 年煤炭业务毛利率分别为 29.63%、28.04%、27.58%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点：市场担忧动力煤供大于求，价格持续下跌。

我们的观点：增产保供下，动力煤产量继续增长，但增产已明显放缓，预计后续煤炭增产空间有限，同时煤炭进口数量预计将有所回落，动力煤供给保持稳定。在经济持续恢复向好的背景下，预计 2024 年全年全社会用电量 9.8 万亿千瓦时，较 2023 年增长 4% 左右。2023 年动力煤供需存在过剩，2024 年供需回到紧平衡，动力煤价格有支撑或在高位延续震荡。

股价上涨的催化因素

煤炭、电力价格上涨；大雁矿业、杭锦能源项目收购取得进展；公司宣布超预期利润分配方案。

估值和目标价格

公司一体化运营，业务涉及煤炭、电力、运输、煤化工等板块，使用分部估值法对公司进行估值。选取动力煤子板块中市值规模较大、煤炭业务模式相近、分红率较高的陕西煤业、兖矿能源、中煤能源作为可比公司，考虑到公司具备一体化运营优势，煤炭产业链条完整，各业务板块协同高效；公司煤炭资源丰富，煤炭业务具有低成本运营和规模优势；同时公司运营稳健资金充裕抗风险能力强，重视投资回报持续进行高比例分红；叠加市值管理考核有利于包含公司在内的“中特估”央企估值修复，以 2024 年 3 月 13 日收盘价计算，给予公司核心煤炭业务 15 倍 PE，其余电力、铁路、港口、航运和煤化工业务参考同业平均水平分别给予 10.2 倍、12.3 倍、11 倍、8.4 倍、10.7 倍 PE 作为估值依据。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 589.21/606.71/633.66 亿元，对应 EPS 为 2.97/3.05/3.19 元/股。参考可比公司，2024 年给予目标价 41.14 元，首次覆盖，给予公司“持有”评级。

投资风险

(1) 煤炭消费不及预期；(2) 煤炭进口超预期；(3) 市场电价不及预期。



正文目录

1 中国神华.....	6
1.1 煤炭行业龙头，一体化纵向经营.....	6
1.2 央企上市公司，价值管理有望强化.....	6
1.3 经营业绩稳健，高分红现金奶牛.....	7
2 行业层面.....	11
2.1 供给端：以“稳”为主.....	11
2.1.1 我国煤炭保有储量减少，煤炭储量分布较为集中.....	11
2.1.2 煤炭增产动能明显减弱，预计未来产量增长有限.....	12
2.1.3 煤炭关税政策调整在即，煤炭进口数量有望回落.....	15
2.2 需求端：刚性需求持续释放.....	18
2.2.1 煤炭仍是能源消费主体，面临“双碳”目标约束.....	18
2.2.2 社会用电需求稳步增长，火电发挥兜底保障作用.....	20
2.2.3 电力用煤有望企稳增长，动力煤供需转向紧平衡.....	22
3 公司层面.....	24
3.1 煤炭业务：高长协保障业绩稳定，自产煤具备低成本优势.....	24
3.2 电力业务：项目推进支撑发电量增长，市场化交易电量攀升.....	30
3.3 运输业务：连通北煤南运、西煤东运通道，业绩持续稳定增长.....	32
3.4 煤化工业务：煤制烯烃升级示范项目开工，产能释放带动业绩增长.....	36
4 盈利预测与投资建议.....	37
4.1 盈利预测.....	37
4.2 投资建议.....	39
5 风险提示.....	40

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	6
图表 2：公司股权结构图.....	7
图表 3：公司历年营业收入情况.....	8
图表 4：公司历年归母净利润变化情况.....	8
图表 5：公司单季营业收入情况.....	8
图表 6：公司单季归母净利润情况.....	8
图表 7：公司各业务分部营收情况.....	9
图表 8：公司各业务分部毛利情况.....	9
图表 9：公司销售毛利率和净利率情况.....	9
图表 10：公司各业务分部毛利率对比.....	9
图表 11：同业三费率对比情况.....	9
图表 12：同业销售费用率对比情况.....	9
图表 13：同业管理费用率对比情况.....	10
图表 14：同业财务费用率对比情况.....	10
图表 15：公司资产负债率情况.....	10
图表 16：公司资本开支情况.....	10
图表 17：公司经营活动产生的现金流量净额.....	10
图表 18：公司货币资金情况.....	10
图表 19：公司分红率情况.....	11
图表 20：同业分红率对比情况（2022 年）.....	11
图表 21：我国煤炭储量情况.....	11
图表 22：我国煤炭储量分布情况（2022 年）.....	11
图表 23：非油气矿产地勘投资情况.....	12
图表 24：非油气矿产地勘投资资金结构.....	12
图表 25：煤炭矿产勘查投资情况.....	12



图表 26:	煤炭矿产勘查钻井工作量情况	12
图表 27:	原煤产量近年来实现提速	13
图表 28:	动力煤连续多年实现增产	13
图表 29:	2023 年原煤产量增速放缓	13
图表 30:	2023 年动力煤产量增速放缓	13
图表 31:	晋陕蒙新贡献原煤主要增量	14
图表 32:	晋陕蒙新原煤产量增速大幅回落	14
图表 33:	煤炭行业固定资产投资增速高位回落	14
图表 34:	新批复产能增量有限	15
图表 35:	产能利用率或已触顶	15
图表 36:	全球煤炭产量分布 (2022 年)	15
图表 37:	我国煤炭产量全球占比逐年提高	15
图表 38:	印度煤炭产量近年来同比增速扩大	16
图表 39:	印度尼西亚煤炭产量近年来实现增长	16
图表 40:	全球煤炭生产消费对比	16
图表 41:	全球煤炭供需平衡情况	16
图表 42:	全球煤炭需求变化趋势 (2023-2026 年)	17
图表 43:	全球煤炭进口贸易情况	17
图表 44:	全球煤炭出口贸易情况	17
图表 45:	我国煤炭进口情况	18
图表 46:	我国动力煤进口情况	18
图表 47:	2023 年煤炭进口数量大幅提升	18
图表 48:	2023 年动力煤进口大幅反弹	18
图表 49:	我国能源消费情况	19
图表 50:	我国能源消费结构	19
图表 51:	我国煤炭消费情况	19
图表 52:	我国煤炭消费分行业占比情况 (2020 年)	19
图表 53:	我国重点行业煤炭消费量达峰预测	20
图表 54:	我国动力煤历史消费量	20
图表 55:	动力煤分行业消费情况 (亿吨)	20
图表 56:	我国全社会用电量情况	21
图表 57:	近年来用电量保持稳定增长	21
图表 58:	2023 年各行业及城乡居民用电占比情况	21
图表 59:	各行业及城乡居民用电同比增长情况	21
图表 60:	我国电力发电量结构趋势	22
图表 61:	我国电力发电量结构趋势	22
图表 62:	各发电方式发电量变化情况	22
图表 63:	各发电方式发电量增速情况	22
图表 64:	火力发电平均供电煤耗情况	23
图表 65:	电力耗煤需求测算表	23
图表 66:	动力煤产量和消费量对比情况	24
图表 67:	动力煤供需平衡变化情况	24
图表 68:	动力煤供需平衡表	24
图表 69:	公司煤炭勘探支出	25
图表 70:	公司煤矿开发和开采资本支出	25
图表 71:	公司煤炭资源情况	25
图表 72:	公司煤炭产量按矿区分布情况	26
图表 73:	公司煤炭产量按区域分布情况	26
图表 74:	公司煤炭资源情况	26
图表 75:	公司商品煤产量变化情况	27
图表 76:	公司煤炭销售变化情况	27
图表 77:	公司煤炭年度产量目标及完成情况	27
图表 78:	公司煤炭年度销量目标及完成情况	27
图表 79:	公司自产煤销售情况	28
图表 80:	公司煤炭库存情况	28



图表 81:	近年来动力煤价格趋势	28
图表 82:	2023 年动力煤价格走势	28
图表 83:	公司长协及现货煤占比	29
图表 84:	公司长协及现货煤价格情况	29
图表 85:	公司自产及外购煤占比	29
图表 86:	公司煤炭分部毛利率变化情况	29
图表 87:	公司自产及外购煤毛利占比	30
图表 88:	同业自产煤单吨成本对比	30
图表 89:	公司装机容量变化情况	30
图表 90:	发电平均利用小时数 (小时)	30
图表 91:	公司在建及待建主要发电机组情况	31
图表 92:	公司发电量变化情况	31
图表 93:	公司售电量变化情况	31
图表 94:	公司市场化交易电量攀升	31
图表 95:	公司平均售电价格情况	31
图表 96:	公司发电用煤自给情况	32
图表 97:	公司平均售电成本情况	32
图表 98:	公司发电分部营收情况	32
图表 99:	公司发电分部毛利率情况	32
图表 100:	公司铁路运输网	33
图表 101:	公司铁路年度周转量情况	33
图表 102:	公司自有铁路周转量变化情况	34
图表 103:	公司铁路分部营收情况	34
图表 104:	公司铁路分部单位运输成本情况	34
图表 105:	公司铁路分部毛利率情况	34
图表 106:	公司港口装船量变化情况	34
图表 107:	公司港口分部营收情况	34
图表 108:	公司港口分部单位运输成本情况	35
图表 109:	公司港口分部毛利率情况	35
图表 110:	公司航运周转量变化情况	35
图表 111:	公司航运货运量变化情况	35
图表 112:	公司内外部客户货运量变化情况	36
图表 113:	公司航运分部营收情况	36
图表 114:	公司航运分部单位运输成本情况	36
图表 115:	公司航运分部毛利率情况	36
图表 116:	公司聚乙烯销售情况	37
图表 117:	公司聚丙烯销售情况	37
图表 118:	公司聚烯烃产品售价情况	37
图表 119:	公司聚烯烃产品生产成本情况	37
图表 120:	公司煤化工营收情况	37
图表 121:	公司煤化工毛利率情况	37
图表 122:	公司业绩拆分预测表	38
图表 123:	可比公司估值表	40
图表 124:	财务预测摘要	41



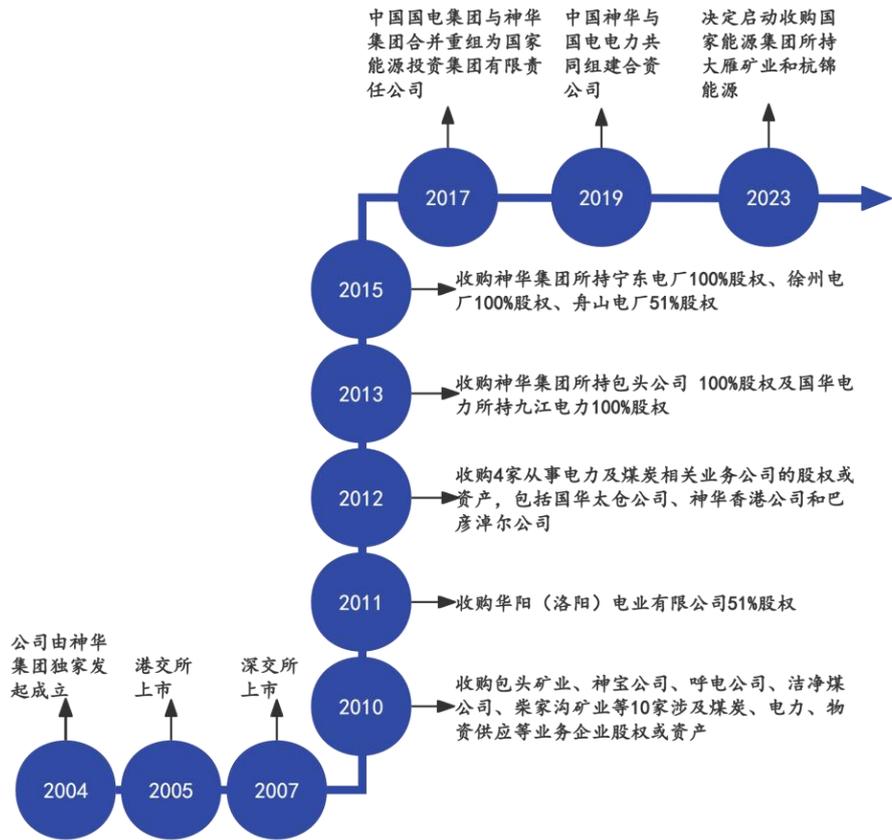
1 中国神华

1.1 煤炭行业龙头，一体化纵向经营

2004年，中国神华能源股份有限公司由神华集团有限责任公司独家发起，在中国北京注册成立。中国神华能源股份有限公司分别于2005年和2007年在香港联交所和上海证券交易所成功上市。2017年8月28日，经报国务院批准，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司，公司控股股东由神华集团变更为重组后的国家能源集团。

公司上市后持续推进收购母公司煤炭、电力等相关优质资产工作，先后于2014年、2018年和2023年分别与神华集团、国家能源集团签订《避免同业竞争协议》以及后续补充协议，公司从维护股东利益出发，严控资产收购价格、慎重评估资产质地，择机启动资产注入以确保煤炭资源接续。根据《避免同业竞争协议之补充协议（二）》，公司择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产的期限延长至2028年8月27日。2023年公司决定启动收购国家能源集团所100%持有的大雁矿业和杭锦能源，本次收购将有助于公司增强煤炭资源接续能力，巩固一体化运营优势。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网、公司公告、华福证券研究所

1.2 央企上市公司，价值管理有望强化

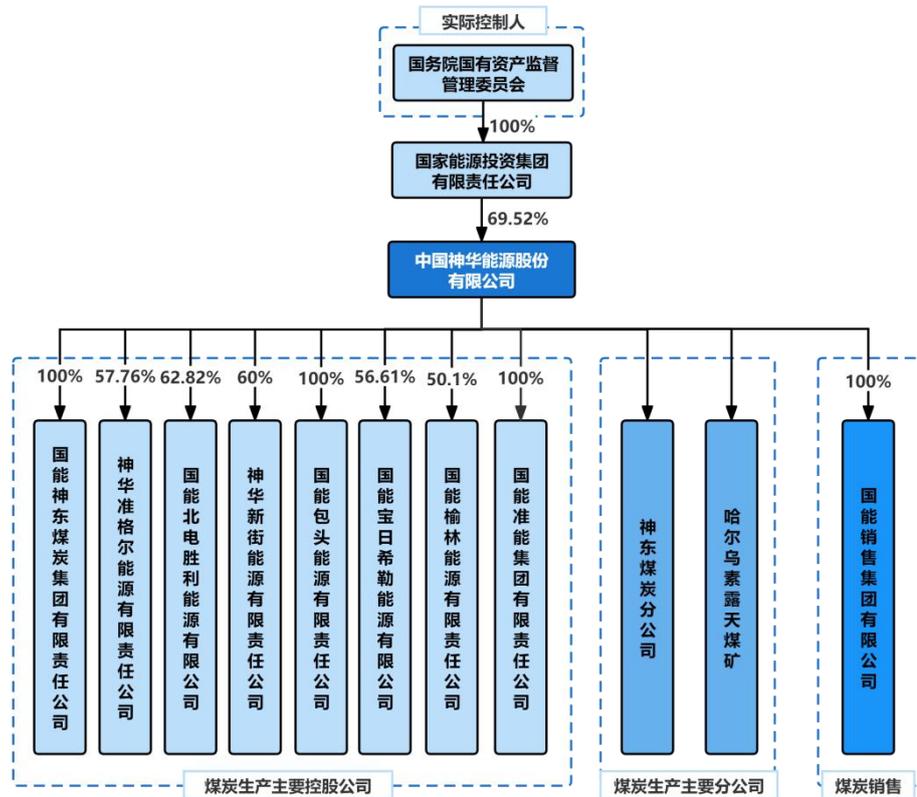
公司控股股东是国家能源投资集团有限责任公司（持股 69.52%），国资委为实际控制人，公司作为央企上市公司，积极履行责任使命，坚决落实“以煤炭保能源安全，以煤电保电力稳定”，在确保安全的前提下，高效组织生产经营活动。

1月29日，国务院国资委召开2024年中央企业、地方国资委考核分配工作会议。会议提出，2024年，国务院国资委将对中央企业全面实施“一企一策”考核，将全面推行上市公司市值管理考核。市值管理考核有望进一步推动央企控股上市公司强



化价值管理，有利于包含公司在内的“中特估”央企估值修复。

图表 2: 公司股权结构图



数据来源：公司公告、同花顺 iFinD、华福证券研究所
备注：截至公司 2023 年三季度公布时间

公司主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，主要运营模式为煤炭生产→煤炭运输（铁路、港口、航运）→煤炭转化（发电及煤化工）的一体化产业链，以煤炭采掘业务为起点，利用自有运输和销售网络，以及下游电力、煤化工和新能源产业，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。在普氏能源资讯“全球能源公司 2022 年 250 强”榜单中位居前列；2022 年《财富》中国 500 强排名第 36 位，居于煤炭类上市公司领先地位；参评“2023 中国品牌价值评价信息”，以 2056.09 亿元品牌价值位列能源化工领域第 5 名、能源上市公司第 1 名。

公司践行“一个目标、三型五化、七个一流”总体发展战略和“稳健、协同、赋能、提质”工作导向，加快构建清洁低碳、安全高效现代能源体系，走稳高质量发展之路，持续稳定回报投资者。“十四五”期间，公司将持续巩固一体化运营核心优势，保障能源安全稳定供应，推动绿色矿山、绿色运输、绿色电站、绿色化工建设。

1.3 经营业绩稳健，高分红现金奶牛

从历史来看，自 2016 年煤炭行业积极推动供给侧改革以来，受益于供需改善和价格回升，公司业绩和盈利整体呈上升趋势。2021-2022 年煤价抬升并维持高位，公司 2022 年实现营业收入 3,445.33 亿元，同比增长 2.78%，在 2021 年营收实现同比 43.71% 增长的情况下继续实现了正增长；公司盈利能力稳步提升，2022 年实现归母净利润 696.26 亿元，同比增长 38.51%。进入 2023 年，由于煤价下跌和成本上升，公司 2023 年 Q1-Q3 分别实现营收 870.42、824、830.25 亿元，分别同比+3.74%、+0.89%、-2.22%。

图表 3: 公司历年营业收入情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 4: 公司历年归母净利润变化情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 5: 公司单季营业收入情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 6: 公司单季归母净利润情况



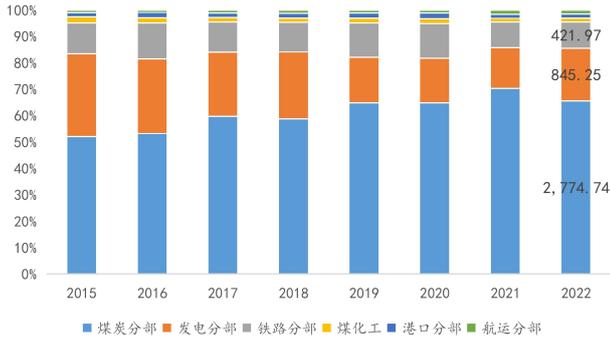
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

煤炭、发电、铁路分部贡献主要营收和利润

从各业务分部来看, 公司煤炭、发电、铁路分部贡献主要营收和利润。在合并抵消前, 2022 年公司煤炭分部营收 2,774.74 亿元, 发电分部营收 845.25 亿元, 铁路分部营收 421.97 亿元, 分别占合并抵消前各分部营收总和的 65.59%、19.98%和 9.97%, 合计占比高达 95.54%。相较于 2021 年, 煤炭分部营收下滑 5.19%, 发电分部营收提高 31.81%, 铁路分部小幅增长 3.68%。

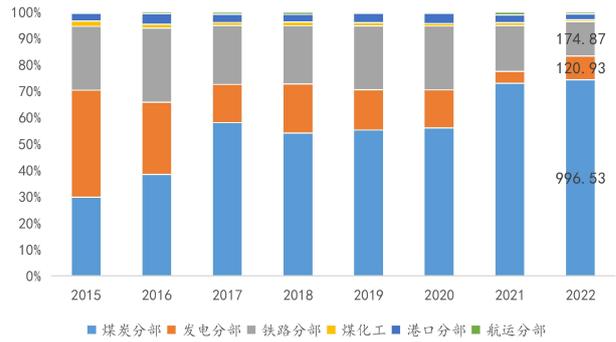
盈利方面, 2022 年公司销售毛利率 39.03%, 同比提高了约 6 个百分点。分业务来看, 煤炭和铁路分部盈利能力较强, 毛利率分别为 35.91%和 41.44%, 发电分部毛利率较低仅为 14.31%, 但同比去年发电分部毛利率提升了 6.59 个百分点。2022 年煤炭仍然贡献最主要的毛利, 煤炭分部毛利 996.53 亿元, 发电分部毛利 120.93 亿元, 铁路分部毛利 174.87 亿元, 分别占合并抵消前各分部毛利总和的 74.34%、9.02%和 13.04%。

图表 7: 公司各业务分部营收情况



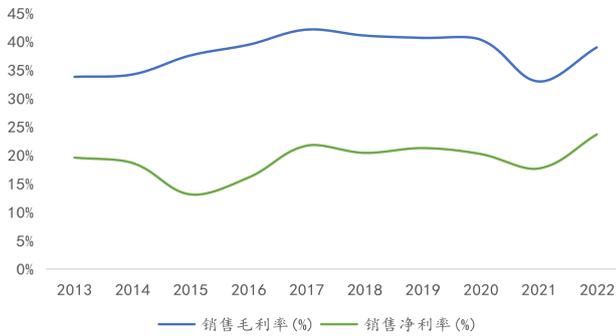
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 8: 公司各业务分部毛利情况



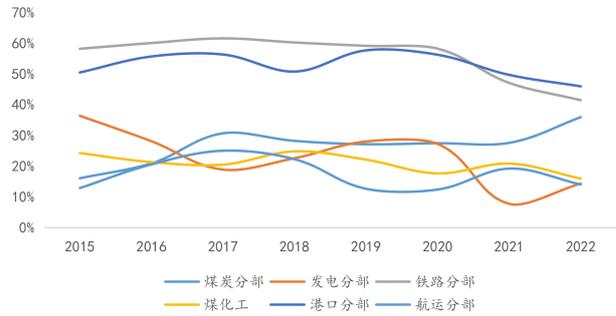
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 9: 公司销售毛利率和净利率情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 10: 公司各业务分部毛利率对比

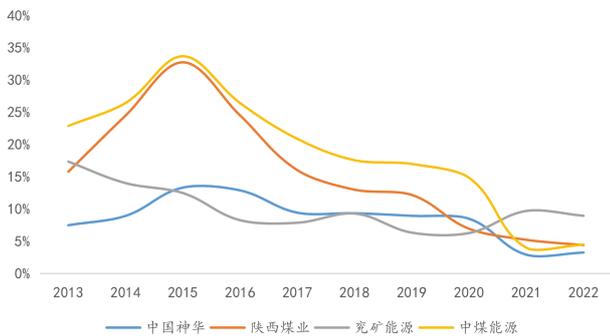


数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

重视成本控制, 费用管控能力领先

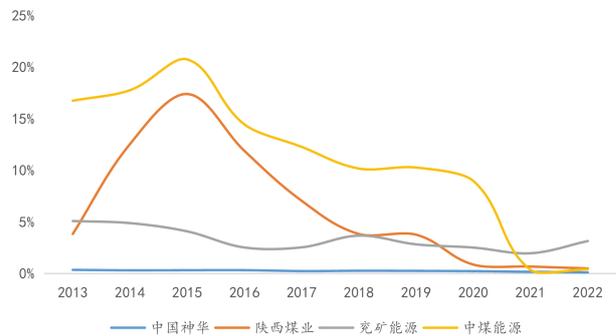
成本控制方面, 公司费用管控能力较强, 多年来三费保持在较低水平。2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.12%、2.88%和 0.25%, 在同行业对比中发现, 公司三费率明显低于同业水平, 成本费用管控能力行业领先。

图表 11: 同业三费率对比情况



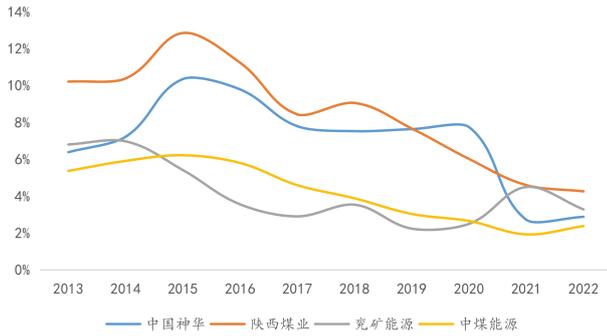
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 12: 同业销售费用率对比情况



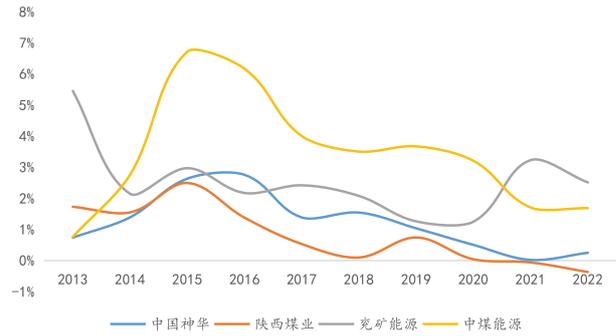
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 13: 同业管理费用率对比情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 14: 同业财务费用率对比情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

资本结构优化, 资本开支平稳

公司在保障持续运营的前提下, 维持优化资本结构, 降低资金成本。公司资产负债率保持在较低水平且还在持续优化, 公司 2021-2022 年资产负债率分别为 26.58% 和 26.13%; 公司资本开支比较稳定, 2023 年计划资本开支 361.52 亿元, 较上一年计划开支增长 10.86%, 较上一年实际开支增长 13.17%。

经营现金流入, 货币资金充裕

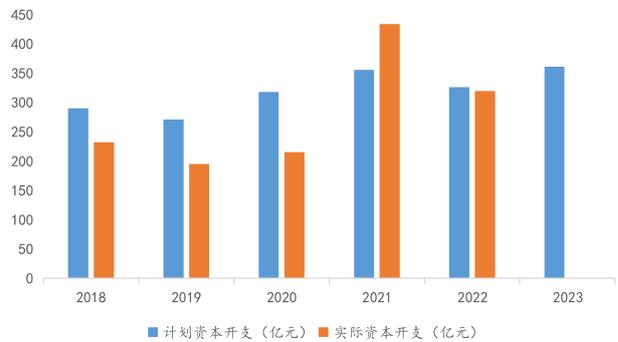
公司营业收入增长带来现金流入增加, 2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1,097.34 亿元, 同比增长 16.03%, 连续三年实现较高增长; 2022 年公司拥有货币资金 1,705.03 亿元, 资金充裕保障运营稳定提升风险抵御能力。

图表 15: 公司资产负债率情况



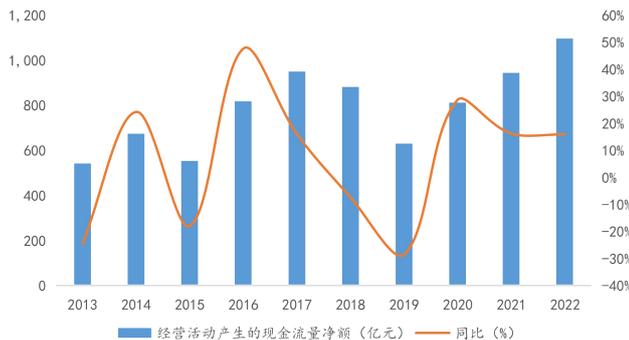
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 16: 公司资本开支情况



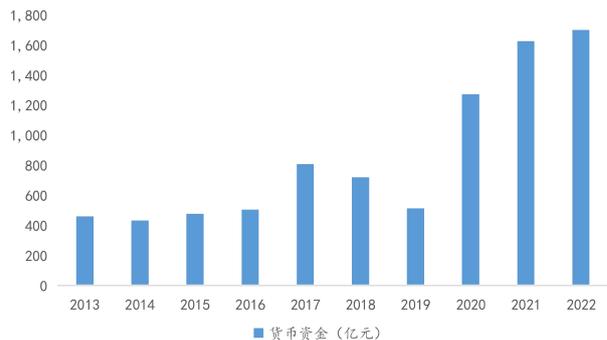
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 17: 公司经营活动产生的现金流量净额



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 18: 公司货币资金情况



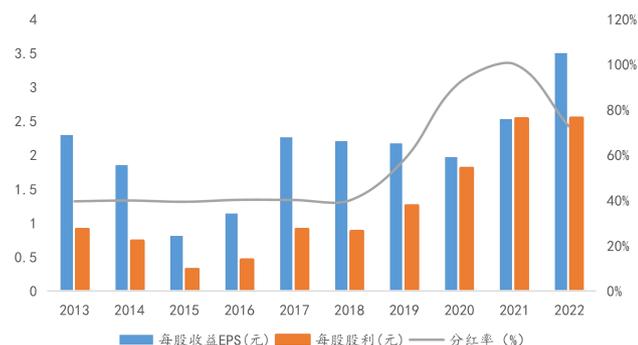
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

重视投资回报，预期维持高比例分红

2020-2022年，公司分红率分别为91.88%、100.4%和72.77%，分红比例整体提升。以2022年为例，公司每股派发现金红利2.55元（含税），当年每股收益为3.5元，分红率72.22%，在同业对比中发现，公司分红比例高于行业平均水平。

经公司2022年第一次临时股东大会批准，在符合《公司章程》规定的情形下，公司2022-2024年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东净利润的60%。结合公司业绩预期稳定，现金流充裕，预计2023-2024年仍将维持高比例的分红。

图表 19: 公司分红率情况



数据来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 20: 同业分红率对比情况 (2022 年)



数据来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所

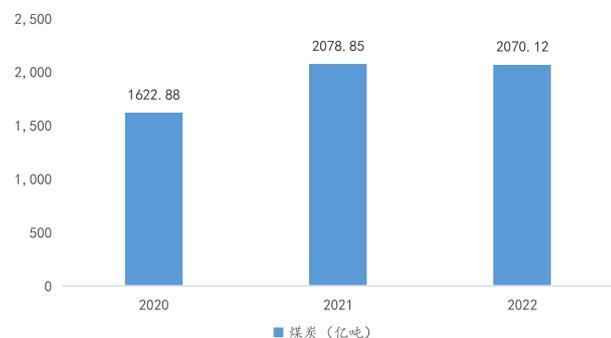
2 行业层面

2.1 供给端：以“稳”为主

2.1.1 我国煤炭保有储量减少，煤炭储量分布较为集中

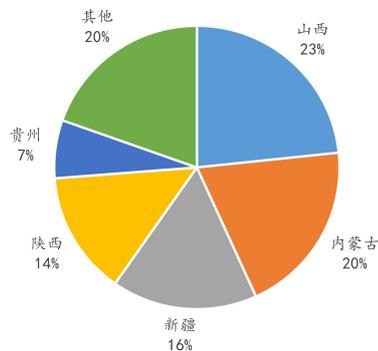
2022年我国煤炭保有储量减少，煤炭储量分布较为集中。依照《固体矿产资源储量分类》（GB/T 17766-2020）标准，根据自然资源部数据显示，2022年我国煤炭总储量为2070.12亿吨，较去年减少8.73亿吨，其中煤炭储量最丰富的地区依次是山西（23.34%）、内蒙古（19.86%）、新疆（16.51%）、陕西（14.06%）、贵州（6.63%）以及其他地区（19.6%）。

图表 21: 我国煤炭储量情况



数据来源：中国自然资源部、华福证券研究所

图表 22: 我国煤炭储量分布情况 (2022 年)



数据来源：中国自然资源部、华福证券研究所

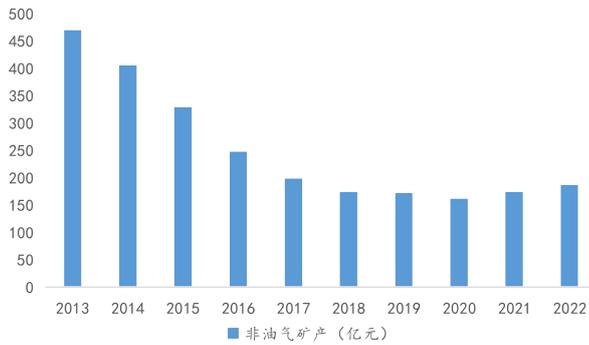
从历史数据来看，非油气矿产地勘投资在经历连续多年下降后已经开始企稳，2021、2022年连续两年非油气矿产地勘投资均实现增长，至2022年投资额增长7.21%至186.35亿元。从资金结构来看，非油气矿产地勘投资更多依赖地方财政投资，且地方财政的投资占比还在继续上升，中央财政投资占比减少较为显著，社会资金投资则稳中有降。以2022年为例，非油气矿产地勘投资中，地方财政投资占比为45.3%，



中央财政投资占比为 22.4%，社会资金投资占比为 32.3%。

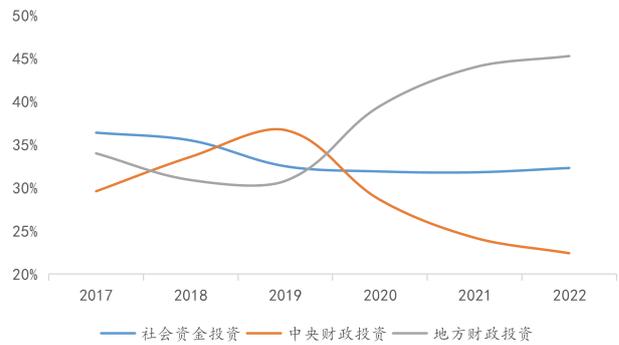
2020-2022 年，煤炭矿产勘查投资有较为显著的回升，连续 3 年投资增速分别为 22.3%、10.3%和 22.54%；钻井工作量整体提升也较为明显，2020-2022 年钻井工作量分别为 98、52 和 138 万米，2022 年由于去年基数较小，同比增长了 165.38%。我们注意到，虽然 2022 年煤炭勘查取得了投资额和钻井工作量的较大增长，但煤炭储量的勘查结果却较 2021 年略有下降。我们认为随着浅层煤炭资源的开采利用，深层煤炭勘查难度加大，未来一段时间查明的煤炭资源储量或不会有太大增长。

图表 23: 非油气矿产地勘投资情况



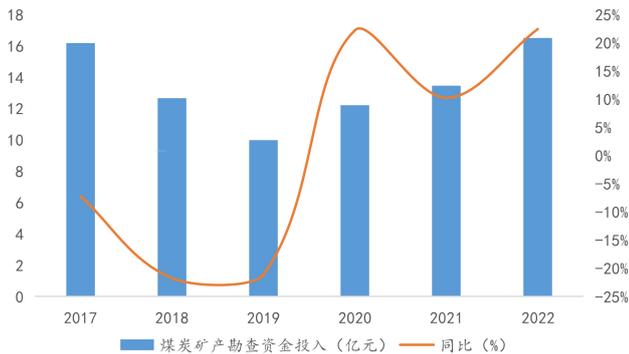
数据来源: 中国自然资源部、华福证券研究所

图表 24: 非油气矿产地勘投资资金结构



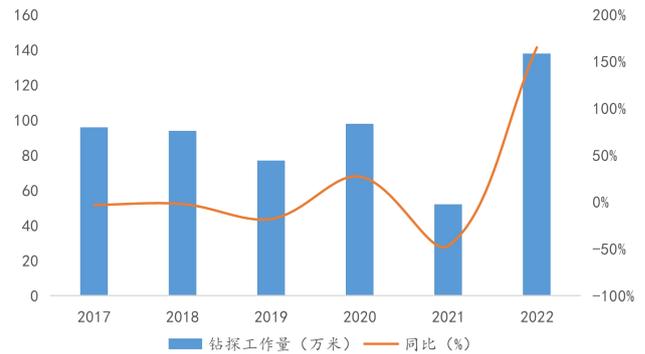
数据来源: 中国自然资源部、华福证券研究所

图表 25: 煤炭矿产勘查投资情况



数据来源: 中国自然资源部、华福证券研究所

图表 26: 煤炭矿产勘查钻井工作量情况



数据来源: 中国自然资源部、华福证券研究所

2.1.2 煤炭增产动能明显减弱，预计未来产量增长有限

自国家实施增产保供以来，煤炭供应能力整体增强，国产煤炭供给水平不断提高，但我们也发现，受限于资源禀赋和生产现状，2023 年国产煤炭增产动能已出现明显减弱的迹象：

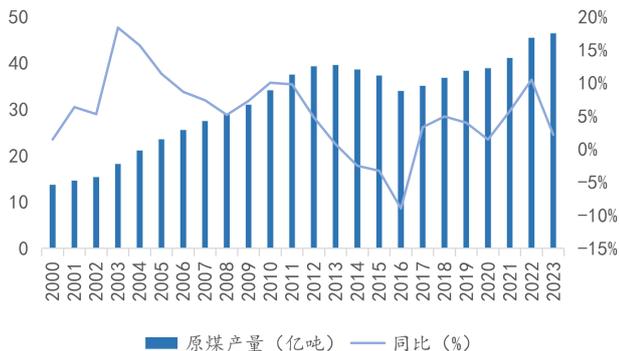
(1) 2023 年煤炭产量增速放缓，高增长难以为继。

进入 21 世纪，我国煤炭产量获得了大幅增长，原煤产量从 2000 年的 13.84 亿吨增长至 2022 年的 45.59 亿吨，年复合增长率为 5.57%。2014-2016 年期间，煤炭产量受行业产能过剩影响进入减产阶段，2017 年至今煤炭产量恢复并保持正在增长区间，在增产保供等政策支持下，2022 年原煤产量增速高达 10.49%，原煤产量增长至 45.59 亿吨，占全球煤炭总产量的 51.8%。动力煤方面，我国动力煤自 2017 年起已连续多年实现增产，2020 年产量增速放缓至 1.76%后，在增产保供政策推动下，产量快速提升，至 2022 年动力煤产量同比增速高达 9%，产量突破至 37.05 亿吨。

然而伴随老旧矿山生产显露疲态，落后产能逐步淘汰，以及新增产能的不足，煤炭高产量的瓶颈开始显现，2023 年原煤累计产量同比增速整体呈下降趋势，截至 2023 年 12 月，我国原煤已累计生产 46.58 亿吨，累计同比增速为 2.18%；截至 2023

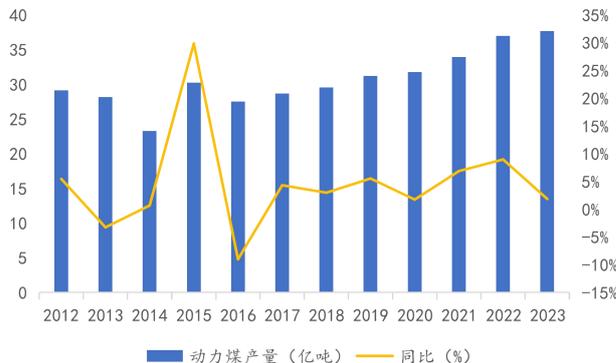
年12月，动力煤累计生产37.74亿吨，累计同比增长1.87%，原煤及动力煤产量增速均已明显放缓。

图表 27: 原煤产量近年来实现提速



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 28: 动力煤连续多年实现增产



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 29: 2023 年原煤产量增速放缓



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 30: 2023 年动力煤产量增速放缓



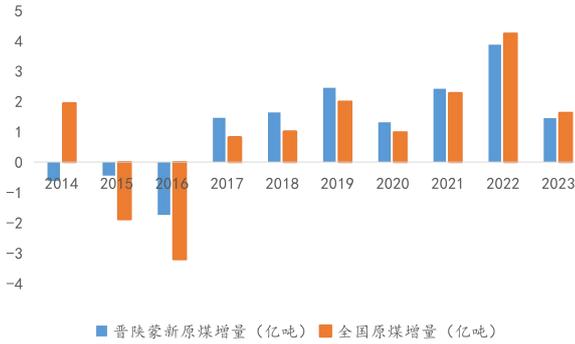
数据来源: Wind、华福证券研究所

(2) 主产区增产动能不足，或已接近天花板

晋陕蒙新四省（区）作为煤炭的主产区，同时也是全国煤炭增产的主要来源。2023 年晋陕蒙新四省（区）原煤产量 37.86 亿吨，增产 1.03 亿吨，占全年原煤增量的 103.81%。2023 年，晋陕蒙新四省（区）的原煤产量同比增速均大幅回落，产量增速从高到低依次是：新疆 10.63%，较上年（29.04%）减少 18.4 个百分点；山西 3.78%，较上年（9.55%）减少 5.77 个百分点；内蒙古 3.14%，较上年（13.01%）减少 9.86 个百分点；陕西 2.05%，较上年（6.59%）减少 4.53 个百分点。

四大主要产区产量增速不约而同地下降或已预示产量天花板将近。根据山西省、内蒙古自治区和陕西省的矿产资源总体规划文件显示，到 2025 年，山西省煤炭年产量保持在 14 亿吨，内蒙古自治区煤炭年产量约 10 亿吨，陕西省煤炭产量将达到 7.4 亿吨。根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，新疆“十四五”煤炭产业发展目标中煤炭产量 4 亿吨以上。按照以上规划或文件，晋陕蒙新四省（区）的 2025 年煤炭规划总产量约为 35.4 亿吨，较四省（区）2023 年的煤炭产量 37.86 亿吨还有下降。

图表 31: 晋陕蒙新贡献原煤主要增量



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 32: 晋陕蒙新原煤产量增速大幅回落



数据来源: Wind、华福证券研究所

(3) 固定资产投资增速回落, 新批复产能增量有限

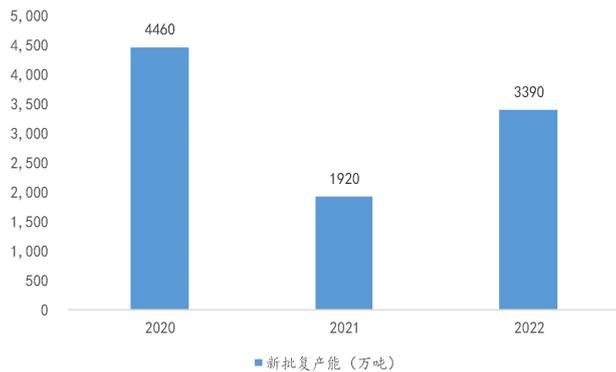
行业投资方面, 在国家增产保供政策措施有力地实施下, 2022 年煤炭行业固定资产投资进入较高增速阶段, 2022 年全年煤炭开采和洗选业固定资产投资额同比增长 24.4%, 民间投资增长 39.0%。2023 年煤炭行业固定资产投资增速开始回落, 民间投资作为拉动固投的主要力量, 其增速下降幅度更大。截至 2023 年 12 月, 煤炭开采和洗选业固定资产投资额增速已降至 12.1%, 民间投资增速降至 3.3%。

图表 33: 煤炭行业固定资产投资增速高位回落



数据来源: Wind、华福证券研究所

新增产能方面, 煤矿从审批建设到投产一般需要 3-5 年, 2023-2025 年投产的煤矿一般在 2018-2022 得到国家发改委或国家能源局对项目核准的批复, 之后在国土资源部门申办采矿许可证和建设用地审批, 由生态环境部审批环境影响评价文件, 由发改部门和安全监察局对初步设计和安全设施设计进行审查, 煤矿建设项目才能开工。根据国家发改委和国家能源局公开信息显示, 近年来煤矿新批复的产能比较有限, 2020-2022 年, 新批复产能分别为 4,460、1,920、3,390 万吨。产能利用方面, 煤矿开采的产能利用率在 2021 年四季度达到 76.4% 的高点, 虽然煤炭增产保供持续推进, 但并未反映到产能利用率上, 产能利用率或已触顶。考虑到煤炭开采生产安全等问题, 预计未来安全监察的力度不减, 产能利用率或整体维持在现有水平。


图表 34: 新批复产能增量有限


数据来源: 国家发改委、国家能源局、华福证券研究所

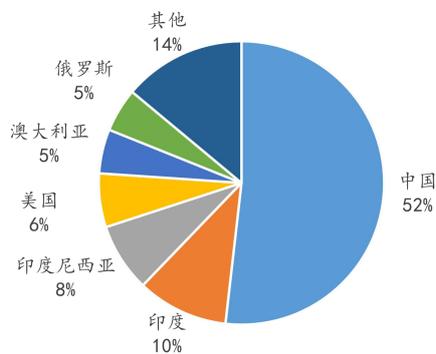
图表 35: 产能利用率或已触顶


数据来源: Wind、华福证券研究所

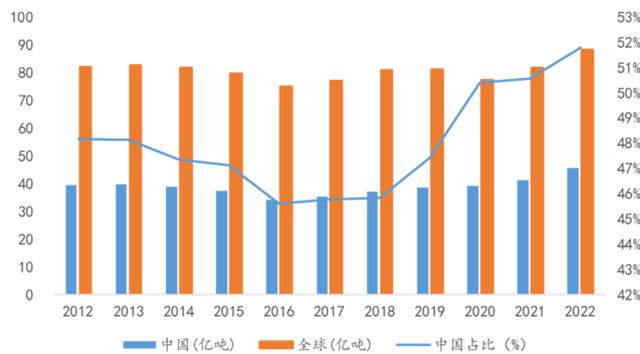
2.1.3 煤炭关税政策调整在即, 煤炭进口数量有望回落

(1) 全球煤炭供给整体保持稳定, 印度和印度尼西亚贡献重要增量

根据能源协会 (EI) 公布的数据显示, 从全球煤炭历史产量来看, 近年来煤炭产量整体保持稳定。2022 年全球生产煤炭总计 88 亿吨, 2012-2022 年均复合增长 0.73%, 其中我国煤炭产量贡献呈现扩大态势。自 2016 年起, 我国煤炭产量全球占比逐年提高, 至 2022 年我国煤炭产量全球占比高达 51.8%。除了我国煤炭产量全球占比最大外, 其他重要煤炭生产国家分别是印度 (10.35%)、印度尼西亚 (7.81%)、美国 (6.13%)、澳大利亚 (5.04%)、俄罗斯 (4.99%) 以及其他国家或地区 (13.89%)。

图表 36: 全球煤炭产量分布 (2022 年)


数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

图表 37: 我国煤炭产量全球占比逐年提高


数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

作为全球第二、三大的产煤国, 近年来印度和印度尼西亚贡献着全球煤炭的重要增量。2022 年印度产煤 9.11 亿吨, 同比增长 12.13%, 产量增速连续三年扩大, 2012-2022 年复合增长率 4.17%; 2022 年印度尼西亚产煤 6.87 亿吨, 同比增长 11.96%, 2012-2022 年复合增长率 5.94%。在我国煤炭产量增速放缓之际, 印度和印度尼西亚煤炭产量有望保持较快增长, 为全球煤炭供给贡献重要增量。



图表 38: 印度煤炭产量近年来同比增速扩大



数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

图表 39: 印度尼西亚煤炭产量近年来实现增长

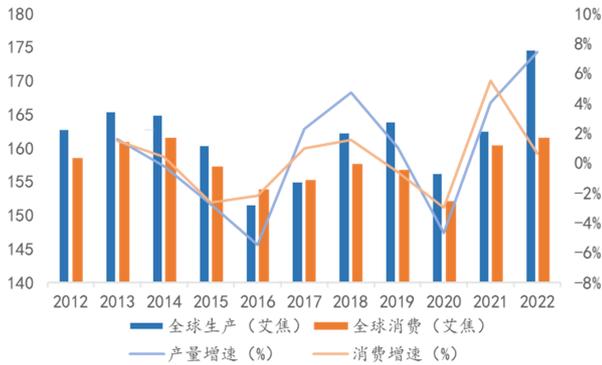


数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

(2) 伴随煤炭消费需求转移, 全球煤炭流向中国及亚太地区

相较于全球煤炭产量的稳中有升, 全球煤炭消费情况则显得“挣扎”。2022年, 全球煤炭生产量为 174.56 艾焦 (1 艾焦等于 10 万亿焦), 同比增长 7.43%; 全球煤炭消费量为 161.47 艾焦, 同比增长 0.65%, 2012-2022 年消费量复合增长率为 0.19%。由于 2022 年煤炭产量的显著提高, 全球煤炭供需过剩扩大, 过剩 13.09 艾焦。全球煤炭供给的宽松, 利空国际煤价, 煤炭加速流向经济增速更快的新兴市场, 特别是中国及其他亚太地区。

图表 40: 全球煤炭生产消费对比



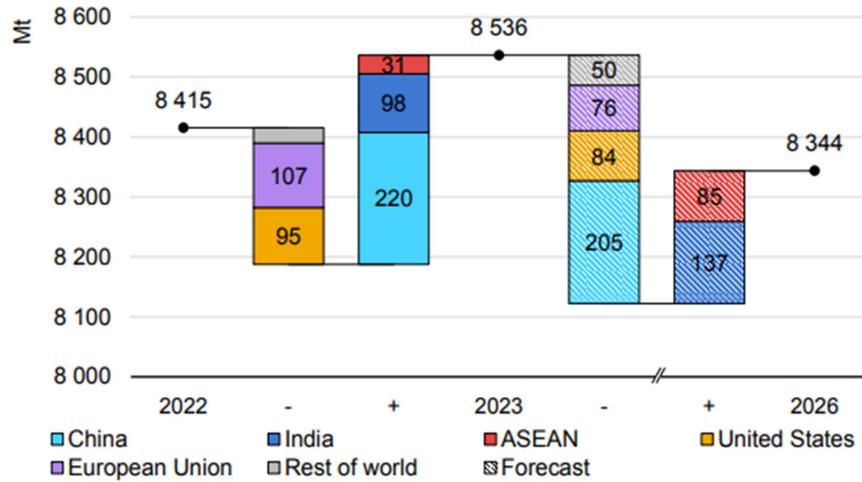
数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

图表 41: 全球煤炭供需平衡情况



数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

根据 IEA 预测, 2023 年中国、印度和印度尼西亚煤炭需求增长强劲, 预计同比分别增长 2.2 亿吨、0.98 亿吨和 0.31 亿吨, 欧盟和美国煤炭需求降幅最大, 预计同比分别减少 1.07 亿吨和 0.95 亿吨, 2023 年全球煤炭需求向东转移。


图表 42: 全球煤炭需求变化趋势 (2023-2026 年)


数据来源: IEA、华福证券研究所

根据能源协会 (EI) 数据统计, 全球煤炭贸易整体保持稳定, 2022 年煤炭贸易总计 32.47 艾焦, 较去年同比下降 3.51%, 2012-2022 年均复合增速为 -0.05%。分国家或地区来看, 2022 年煤炭进口最多的国家或地区依次是中国 (17.95%)、其他亚太地区 (17.61%)、印度 (15.42%)、欧洲 (14.99%)、日本 (14.84%)、韩国 (10.39%) 以及其他; 煤炭出口最多的国家或地区依次是印度尼西亚 (28.31%)、澳大利亚 (25.85%)、俄罗斯 (16.49%)、美国 (6.92%)、南非 (5.38%)、哥伦比亚 (4.89%) 以及其他。

图表 43: 全球煤炭进口贸易情况

单位: 艾焦	2018	2019	2020	2021	2022	2022 年占比
全球总计	32.65	33.78	32.59	33.65	32.47	100%
中国	7.63	6.40	6.61	6.67	5.83	17.95%
其它亚太地区	3.61	5.26	6.39	6.33	5.72	17.61%
印度	3.66	4.70	4.79	4.69	5.01	15.42%
欧洲	5.85	5.10	3.91	4.43	4.87	14.99%
日本	5.06	4.90	4.56	4.84	4.82	14.84%
韩国	3.32	3.73	3.28	3.35	3.34	10.29%

数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

图表 44: 全球煤炭出口贸易情况

单位: 艾焦	2018	2019	2020	2021	2022	2022 年占比
全球总计	32.65	33.78	32.59	33.65	32.47	100%
印度尼西亚	8.57	8.50	8.79	9.00	9.19	28.31%
澳大利亚	9.19	9.63	9.35	9.65	8.39	25.85%
俄罗斯	3.55	5.79	5.67	6.09	5.36	16.49%
美国	2.88	2.21	1.74	2.18	2.25	6.92%
南非	2.10	1.42	1.76	1.69	1.75	5.38%
哥伦比亚	2.05	2.08	1.82	1.69	1.59	4.89%

数据来源: 能源协会 (EI)、华福证券研究所

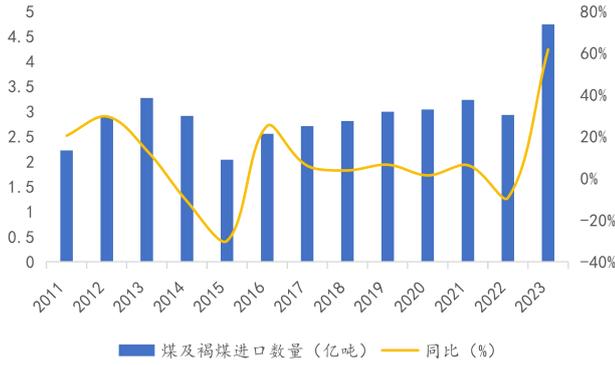
(3) 关税政策调整, 2024 年煤炭进口有望调整下行

我国经济持续恢复向好, 带动能源需求稳定增加, 推动煤炭等资源进口力度进一步加大, 煤炭的进口很好补充了我国能源需要, 发挥了重要的补充调节作用。近年来, 我国动力煤贸易保持净进口状态, 进口规模整体呈上升趋势, 进口增速逐渐放缓。2022 年我国煤炭进口数量有所下滑, 2022 年全年我国煤炭进口 2.93 亿吨, 出口 0.04 亿吨, 净进口 2.89 亿吨, 其中进口同比减少 9.29%, 净进口同比减少 9.8%。动力煤方面, 2022 年我国动力煤进口 2.18 亿吨, 出口 0.01 亿吨 (139 万吨), 净进口 3.18 亿吨, 其中动力煤进口同比下降 15.77%, 动力煤净进口同比下降 16.39%。

2023 年, 伴随欧美煤电消费下降以及国内煤电消费增长, 我国煤炭进口数量开始反弹, 截至 2023 年 12 月我国累计进口煤炭 4.74 亿吨, 累计同比增长 61.81%。动力煤累计进口 3.54 亿吨, 累计同比增长 62.16%。



图表 45: 我国煤炭进口情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 46: 我国动力煤进口情况



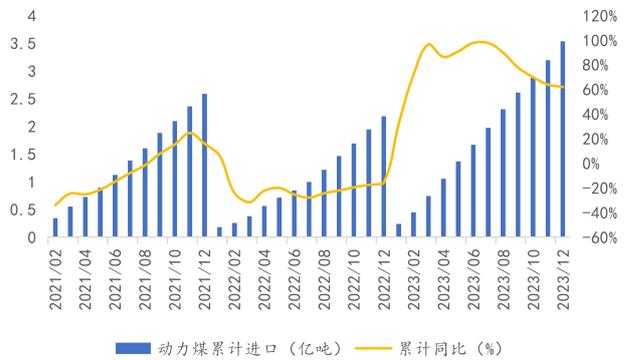
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 47: 2023 年煤炭进口数量大幅提升



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 48: 2023 年动力煤进口大幅反弹



数据来源: Wind、华福证券研究所

2022 年, 为加强能源供应保障, 支持煤炭安全稳定供应, 我国自 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日开始对煤炭实施税率为 0 的进口暂定税率, 之后又将煤炭零进口暂定税率的实施期限延长至 2023 年 12 月 31 日。2023 年 12 月, 国务院关税税则委员会关于发布《中华人民共和国进出口税则 (2024) 》, 规定自 2024 年 1 月 1 日起, 恢复煤炭进口关税。普通税率为 20%; 特惠税率为 0; 协定税率基本为 0; 最惠国税率中, 无烟煤、炼焦煤、褐煤为 3%, 其他煤为 6%。按照自贸协定, 来自澳大利亚、印尼的进口煤适用的是协定税率, 均为 0; 来自包括俄罗斯、美国、南非、蒙古等在内的其他国家的进口煤实行最惠国税率。按照最新进出口税则以及自贸协定, 对我国进口动力煤较多的俄罗斯和蒙古将受到较大影响, 我们预计后续随煤炭进口关税恢复, 动力煤进口数量整体将有所回落。

2.2 需求端: 刚性需求持续释放

2.2.1 煤炭仍是能源消费主体, 面临“双碳”目标约束

整体来看, 我国煤炭供需呈现总体宽松、结构性紧张的特征。中煤协在《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》中指出, 全国煤炭生产越来越向晋陕蒙地区集中, 受季节性煤炭供需格局变化、水电出力不均衡、风电光伏不稳定等多重因素影响, 全国煤炭产能总体宽松与区域性、品种性和时段性供应紧张的问题并存。《2022 年中国煤炭工业经济运行报告》指出, 在宏观经济稳定恢复、俄乌冲突、国际能源紧张、气候变化等多因素作用下, 我国能源市场供需呈现紧平衡状态。

(1) 煤炭仍然是能源消费的主体

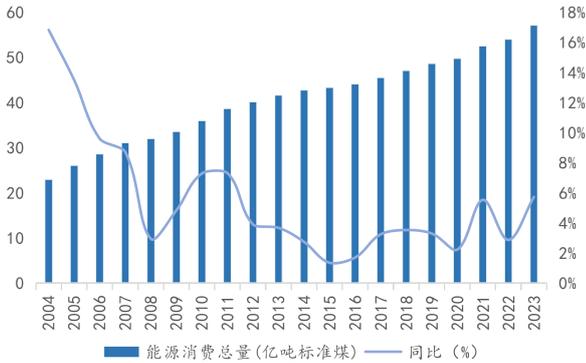
根据国家统计局数据, 2022 年我国能源消费总量达到 54.1 亿吨标准煤, 比上年增长 2.87%, 其中煤炭占能源消费总量的比重达到 56.2%, 比上年增长 0.3 个百分点; 天然气、水电、核电、风电、太阳能发电等清洁能源消费量占能源消费总量的 25.9%, 比上年增长 0.4 个百分点。从我国能源结构的演变趋势来看, 长期以来, 煤炭能源始



终在我国能源消费结构中占据主要位置，虽然可再生能源发展迅速，但替代煤炭是一个缓慢渐进的过程，预计未来较长时间煤炭仍将是我国重要的能源消费组成。

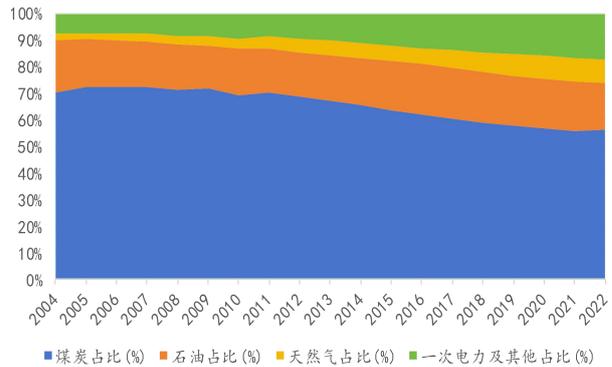
据《中华人民共和国 2022 年国民经济和社会发展统计公报》披露，煤炭消费量增长 4.3%，推算 2022 年我国煤炭消费量约为 44.8 亿吨，较去年增长约 1.85 亿吨。以 2020 年为例，我国电力、钢铁、建材、煤化工四个重点行业煤炭消费总量为 36.64 亿吨，占煤炭消费总量的 91.17%，其中，电力行业煤炭消费占比最大，高达 57.43%，其次是钢铁、建材和煤化工，占比分别达 16.71%、9.47%和 7.56%。

图表 49: 我国能源消费情况



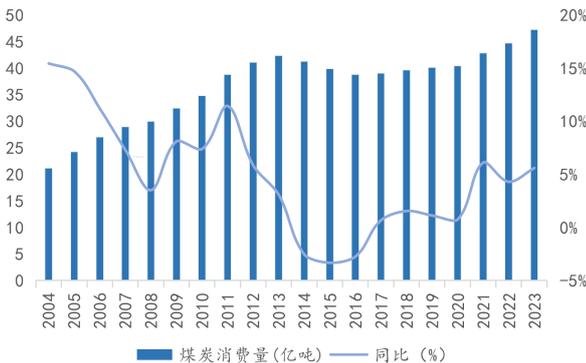
数据来源: 国家统计局、华福证券研究所

图表 50: 我国能源消费结构



数据来源: 国家统计局、华福证券研究所

图表 51: 我国煤炭消费情况



数据来源: 国家统计局、华福证券研究所

图表 52: 我国煤炭消费分行业占比情况 (2020 年)



数据来源: 中国煤炭工业协会、华福证券研究所

(2) 碳达峰、碳中和目标约束煤炭消费

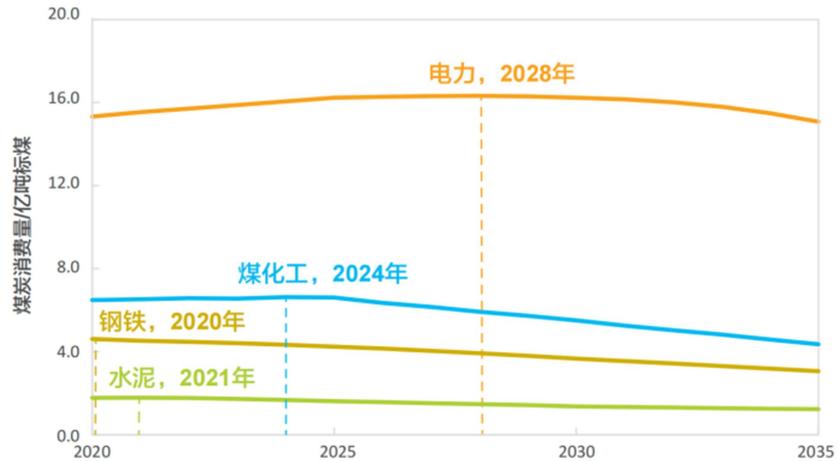
2020 年 9 月，习近平总书记在第七十五届联合国大会一般性辩论上正式宣布：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。”

为实现碳达峰碳中和目标，我国能源结构不断优化调整。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，要落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。要完善能源消费总量和强度双控制度，重点控制化石能源消费。煤炭消费作为最主要的能源来源（占能源消费总量 56.2%）是减少大气污染物和碳排放的重要阵地；而电力行业作为最主要的煤炭下游消费行业（占煤炭消费总量的 57.43%），新能源和清洁能源是电力行业发展的趋势。

根据生态环境部环境规划院在 2021 年 12 月发布的《碳达峰碳中和目标约束下重点行业的煤炭消费总量控制路线图研究》预测，电力、钢铁、水泥、煤化工四个重点行业总体的煤炭消费量将在 2025 年达到峰值，分行业来看，预测钢铁、水泥、煤化工、电力行业耗煤已经或将要分别于 2020 年、2021 年、2024 年和 2028 年达峰。“报告”以 2030 年国家碳达峰作为情景假设，预计风电、光伏总装机比例持续提升，

发电煤耗将进一步降低，到 2025 年、2030 年、2035 年，发电标准煤耗为 286、284、283 克标煤/千瓦时。

图表 53: 我国重点行业煤炭消费量达峰预测



数据来源:《碳达峰碳中和目标约束下重点行业的煤炭消费总量控制路线图研究》、华福证券研究所

2.2.2 社会用电需求稳步增长，火电发挥兜底保障作用

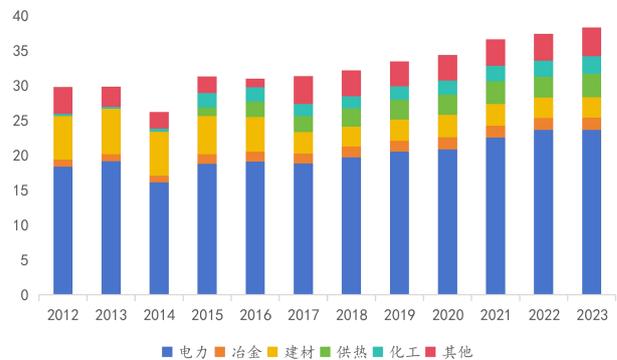
从动力煤下游消费来看，动力煤的主要应用于电力、冶金、建材、供热、化工等行业，其中电力行业用量最高。2023 年电力行业的动力煤消费量占总消费量的 61.69%，供热、建材、化工、冶金分别占比为 8.8%、7.59%、6.57%和 4.61%。

图表 54: 我国动力煤历史消费量



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 55: 动力煤分行业消费情况 (亿吨)



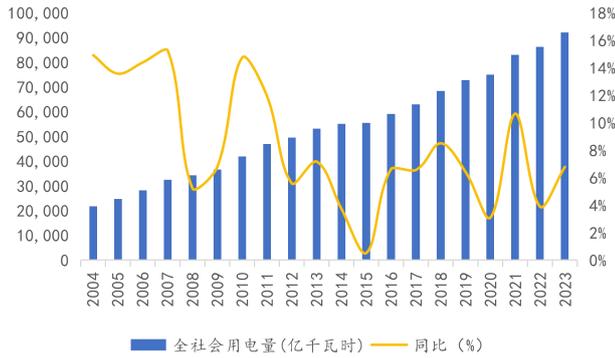
数据来源: Wind、华福证券研究所

(1) 我国经济持续向好发展，用电量需求刚性稳步增长

我国全社会用电量多年来一直保持稳步增长，全社会用电量从 2013 年的 5.32 万亿千瓦时增长到 2023 年达到 9.22 万亿千瓦时，2013-2023 年间复合增长率为 5.65%。其中 2023 年用电量同比增速较上年提升了 2.89pct 至 6.8%。

从各领域用电情况来看，以 2023 年为例，我国第一、二、三产业用电量分别占比达到 1.39%、65.85%、18.1%，三大产业合计占比 85.34%，城乡居民用电占比 14.66%。从各领域用电增长情况来看，2023 年主要驱动用电量增长的是三大行业，居民用电增长幅度不大，受经济复苏影响，第一、二、三产业用电量分别同比增长 11.52%、6.57%、12.35%。

图表 56: 我国全社会用电量情况



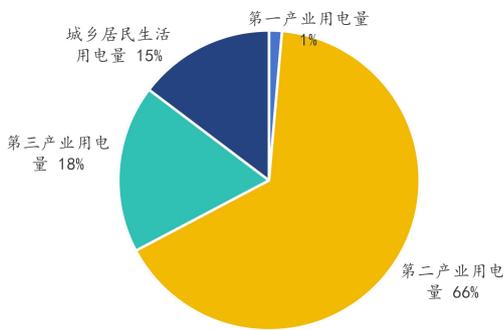
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 57: 近年来用电量保持稳定增长



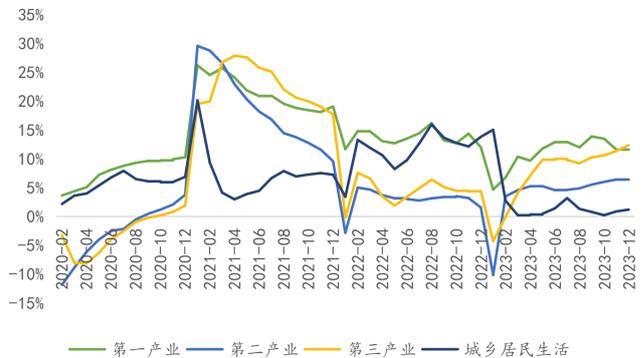
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 58: 2023 年各行业及城乡居民用电占比情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 59: 各行业及城乡居民用电同比增长情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

随着我国经济持续发展,我国全社会用电量也稳步增长。根据电力规划设计总院发布的《中国电力发展报告 2023》预计,2024 年全社会用电量将达到 9.5-9.7 万亿千瓦时,同比增长 4.3%-5.2%;2025 年将达到 9.8-10.2 万亿千瓦时,同比增长 4%-4.8%。

(2) 发电量稳步增长,火电仍是发电主体地位不改

从我国电力发电情况来看,1)数量上,我国发电量随社会用电需求同步稳定增长,发电量多年来整体呈现持续上升的态势。2022 年纳入统计口径的企业发电量达到 8.39 万亿千瓦时,同比增长 3.41%;2023 年发电量达到 8.91 万亿千瓦时,同比增长 6.2%。2)结构上,我国发电仍以火力发电为主体,火力发电占比缓慢下降。2022 年-2023 年火力发电量分别达 5.85 万亿和 6.23 万亿千瓦时,占总发电量的 69.77%和 69.95%。3)增量上,2023 年整体发电量增长了 5204.48 亿千瓦时,其中火电增量最高为 3786.74 亿千瓦时,风电次之为 1223.29 亿千瓦时,火电增量较上年有明显回升。从增长率上看,可再生能源发电量增长较快,其中太阳能发电同比增长 28.37%、风电同比增长 17.81%,增速显著高于其他发电方式,2023 年火电发电量同比增长为 6.47%。

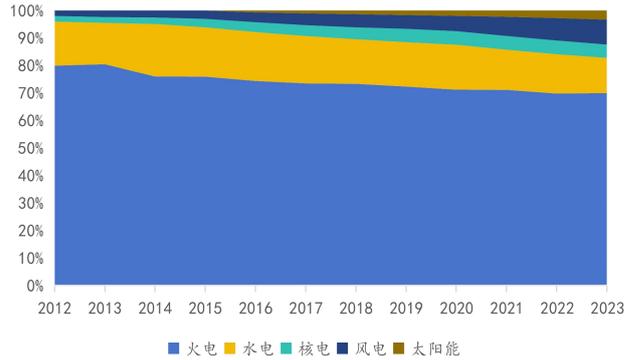


图表 60: 我国电力发电量结构趋势



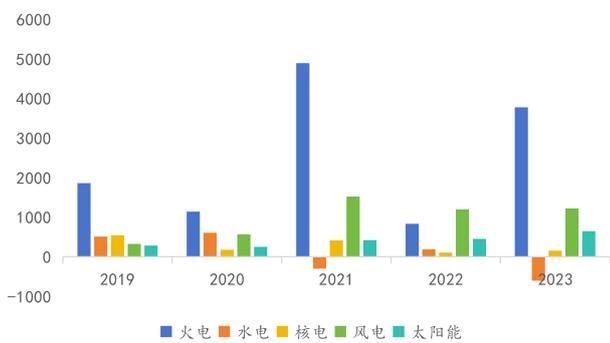
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 61: 我国电力发电量结构趋势



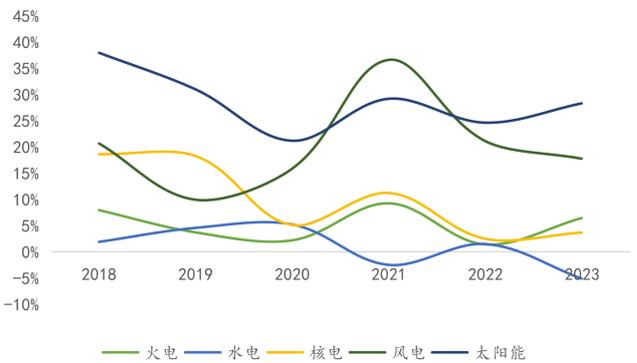
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 62: 各发电方式发电量变化情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 63: 各发电方式发电量增速情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

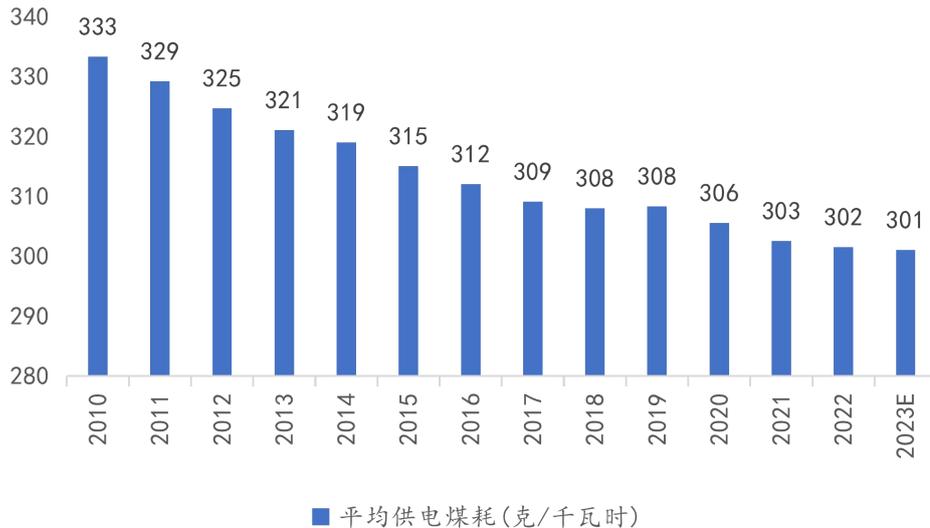
2.2.3 电力用煤有望企稳增长，动力煤供需转向紧平衡

(1) 火电继续发挥兜底保障作用，电力用煤有望企稳增长

电力系统的安全稳定至关重要，高比例可再生能源的实现还需要更多技术支撑，其距离更高比例替代火电甚至成为我国的主体发电方式都还面临诸多挑战，而作为传统发电方式的火电，发电技术的成熟和可靠已得到验证，现阶段具备了明显的安全性和稳定性优势。

2023年9月，国家发展改革委、国家能源局提出了关于加强新形势下电力系统稳定工作的指导意见，意见提出要攻关新型电力系统稳定基础理论，研究高比例可再生能源、高比例电力电子设备接入电力系统、特高压交直流混联运行的稳定机理和运行特征。意见还指出，可靠发电能力要满足电力电量平衡需要并留有合理裕度，为系统提供足够的调峰、调频、调压和阻尼支撑。新建煤电机组全部实现灵活性制造，现役机组灵活性改造应改尽改，支持退役火电机组转应急备用和调相功能改造，不断提高机组涉网性能。

随着煤电机组灵活性改造应改尽改，提升了煤电灵活调节能力和清洁高效水平，煤电机组能耗进一步降低，有效缓解了二氧化碳排放增长。近年来，我国平均供电煤耗持续降低，截至2023年11月，煤耗已降至303克/千瓦时，预计未来随着煤电机组改造升级的继续推进，供电煤耗水平还将降低，火电将朝着高效灵活和清洁低碳方向发展，火电在未来相当长时期内仍将继续为我国电力安全起支撑兜底作用。


图表 64: 火力发电平均供电煤耗情况


数据来源: Wind、华福证券研究所

根据我们测算结果,在我国经济持续恢复向好的背景下,预计全社会用电量继续保持增长。发电量跟随经济发展和用电需要同步增长,同时火力发电占比持续缓慢下降,按照平均供电煤耗 301/298/295 克/千瓦时计算,2023-2025 年电力行业煤炭消耗量分别达到 26.79/27/27.64 亿吨。

图表 65: 电力耗煤需求测算表

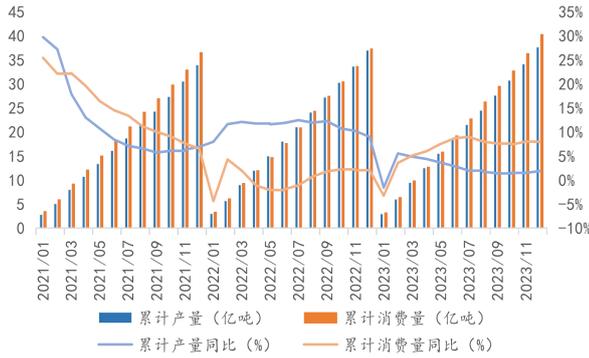
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
电力耗煤 (原煤; 亿吨)	22.90	23.08	24.93	25.20	26.79	27.00	27.64
yoy		0.80%	7.98%	1.10%	6.29%	0.81%	2.37%
总发电量 (万亿千瓦时)	7.14	7.42	8.11	8.39	8.91	9.26	9.65
yoy		3.85%	9.37%	3.41%	6.20%	3.98%	4.17%
火电发电量 (万亿千瓦时)	5.17	5.28	5.77	5.85	6.23	6.35	6.56
yoy		2.22%	9.29%	1.44%	6.47%	1.83%	3.41%
火电发电占比 (%)	72.32%	71.19%	71.13%	69.77%	69.95%	68.50%	68.00%
平均供电煤耗 (标煤; 克/千瓦时)	307	305	303	302	301	298	295

数据来源: 中国煤炭工业协会、Wind、华福证券研究所

(2) 2023 年动力煤过剩收窄, 预计 2024 年供需转向紧平衡

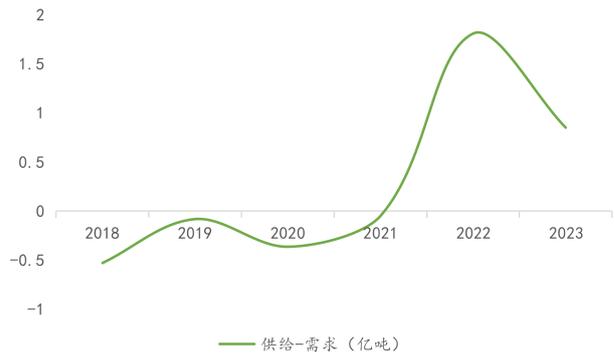
截至 2023 年,我国动力煤累计产量为 37.74 亿吨,同比增长 1.87%;累计消费量为 40.42 亿吨,同比增长 8.05%,产量增速大幅放缓,消费增速较去年有了大幅提升且明显高于产量增速。同时伴随全球煤炭需求东移以及国内煤电消费增长,叠加澳煤恢复进口等因素,2023 年动力煤进口数量开始反弹,截至 2023 年年末,动力煤累计进口已达到 3.54 亿吨,累计同比增长 62.16%。根据我们计算,2023 年我国动力煤供需呈现过剩状态,过剩 0.85 亿吨,较 2022 年过剩幅度明显收窄。

图表 66: 动力煤产量和消费量对比情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 67: 动力煤供需平衡变化情况



数据来源: Wind、华福证券研究所

展望未来,我们认为:在供给端,国产动力煤增产空间有限,产量或保持稳定;动力煤进口受煤炭进口关税恢复的影响,整体进口数量将有所回落。在需求端,我国经济持续恢复向好,2024年我国发电量有望达到9.26万亿千瓦时,火电发电量有望达到6.35万亿千瓦时,电力用煤企稳增长带动2024年动力煤消费量提升至约40.93亿吨。我们预计2023-2025年的动力煤供需从过剩0.85亿吨转为紧缺0.31亿吨和1.47亿吨,2023年动力煤供需仍存在过剩,但过剩幅度收窄,2024年供需回到紧平衡,或存在较小缺口。

2023年伴随基本面继续过剩并收窄,动力煤价格呈现“V”字形走势,上半年价格波动下行,下半年有所反弹。展望2024年,我们认为动力煤供需将回到紧平衡,在保供稳价政策支持下,预计2024年动力煤现货价格有支撑,或将在高位延续震荡。

图表 68: 动力煤供需平衡表

(亿吨)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产量	31.25	31.80	33.99	37.05	37.74	38.08	38.08
消费量	33.48	34.38	36.63	37.41	40.42	40.93	42.09
净进口	2.15	2.22	2.59	2.17	3.52	2.54	2.54
供给-消费	-0.08	-0.37	-0.05	1.81	0.85	-0.31	-1.47

数据来源: Wind、同花顺 iFind、华福证券研究所

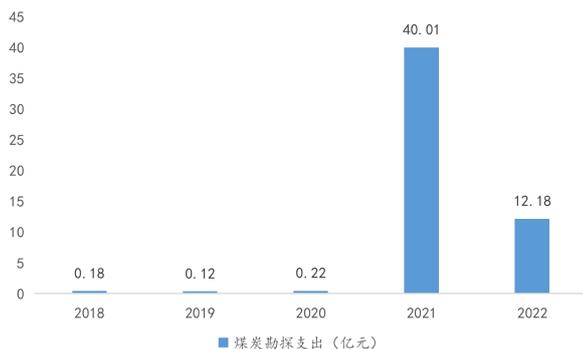
3 公司层面

3.1 煤炭业务: 高长协保障业绩稳定, 自产煤具备低成本优势

(1) 煤炭资源储量丰富, 后备产能充足

为了履行央企上市公司职责和使命,全力保障煤炭增产增供,公司在2021年后加大了煤炭勘探的支出投入,煤炭勘探支出包括矿物资源的探寻、鉴定技术可行性及评价可分辨资源的商业可行性等活动产生的直接成本。公司2021-2022年煤炭勘探支出分别为40.01亿元和12.18亿元,主要用于新街台格庙矿区取得煤炭资源详查勘查许可证以及其他前期准备支出。公司2021-2022年煤矿开发和开采相关的资本性支出分别为127.17亿元和70.08亿元

图表 69: 公司煤炭勘探支出



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 70: 公司煤矿开发和开采资本支出



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

从历史数据来看, 公司的煤炭资源保有量、保有可采储量以及煤炭可售储量 (JORC 标准) 随着煤炭开采活动的进行呈现出缓慢下行的趋势, 受益于公司 2021-2022 年在勘探方面的投入, 公司的煤炭资源储量也得到一定提高, 但提升相对有限。在中国标准下, 公司 2021-2022 年煤炭保有资源量分别为 332.1 亿吨和 329 亿吨, 分别较去年提高了 35.3 亿吨和减少 3.1 亿吨; 在 JORC 标准下, 公司 2021-2022 年煤炭可售储量分别为 74.3 亿吨和 98 亿吨, 分别较去年减少 3 亿吨和提高 23.7 亿吨。

图表 71: 公司煤炭资源情况

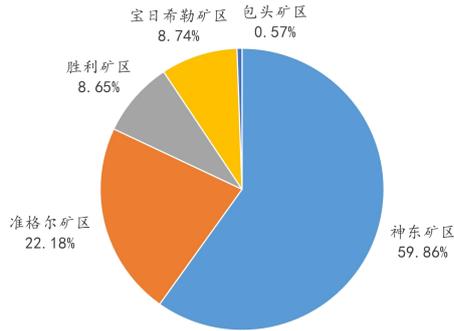
	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
煤炭保有资源量 (中国标准)	亿吨	303	299.9	296.8	332.1	329
煤炭保有可采储量 (中国标准)	亿吨	149.5	146.8	144.2	141.5	138.9
煤炭可售储量 (JORC 标准)	亿吨	82.6	80.2	77.3	74.3	98

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

公司拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区及宝日希勒矿区等六大矿区优质煤炭资源, 主要煤种包括褐煤、长焰煤和不粘煤等动力煤, 主要商品煤的发热量多在 4000 卡以上, 是热值较高的优质动力煤。其中神东矿区地处蒙、陕、晋三省区能源富集区, 煤炭产品特征是“三低一高”, 即: 低硫 (≤ 0.5)、低磷 (≤ 0.05)、低灰 (≤ 8.5)、中高发热量 (5500kcal/kg 左右), 是优质动力、化工和冶金用煤。目前公司煤炭产量主要来自内蒙古、陕西以及少部分在山西省内, 集中在神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区以及宝日希勒矿区等地。

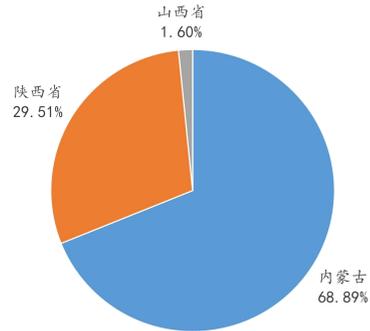


图表 72: 公司煤炭产量按矿区分布情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 73: 公司煤炭产量按区域分布情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

新街一井、二井合计 1600 万吨/年采矿许可证获批。新街(台格庙)矿区是神东矿区的重要后备接续区,目前公司新街台格庙矿区新街一井、新街二井采矿许可证已获得批准。新街一井采矿许可证所载生产规模为 800 万吨/年,矿区面积为 70.28 平方公里,有效期限为 30 年;新街二井采矿许可证所载生产规模为 800 万吨/年,矿区面积为 6712 平方公里,有效期限为 30 年。公司将继续推进新街一井、新街二井的项目核准、初步设计等开工前准备工作。

图表 74: 公司煤炭资源情况

矿区 (单位:亿吨)	主要煤种	主要商品煤 的发热量 (千卡/千克)	保有资源量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	可信储量 (中国标准)	证实储量 (中国标准)	煤炭可售储量 (JORC 标准)
神东矿区	长焰煤/不粘煤	4,828-5,873	151.6	85.7	40.2	17.5	65.5
准格尔矿区	长焰煤	4,498-4,726	36.5	29.0	7.3	12.2	21.3
胜利矿区	褐煤	2921	19.4	13.1	5.2	0.2	2.4
宝日希勒矿区	褐煤	3587	13.1	10.8	5.8	1.8	8.6
包头矿区	长焰煤/不粘煤	4,033-4,510	0.4	0.3	0.0	0.1	0.2
新街矿区	/	/	108.0	/	/	/	/
合计	/	/	329.0	138.9	58.5	31.8	98.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

李家壕煤矿 200 万吨/年产能核增待批复。2022 年,公司核定产能 3.46 亿吨,黄玉川、青龙寺、神山煤矿合计 460 万吨/年产能核增取得国家矿山安全监察局批复,其中神山露天煤矿生产能力由 60 万吨/年核增至 120 万吨/年;黄玉川煤矿生产能力由 1000 万吨/年核增至 1300 万吨/年;青龙寺煤矿生产能力由 300 万吨/年核增至 400 万吨/年。2023 年,李家壕煤矿生产能力由 600 万吨/年核增至 800 万吨/年,已通过国家矿山安全监察局现场核验,正在等待批复。

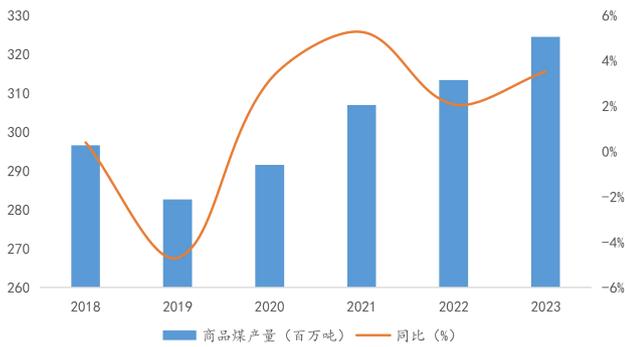
大雁矿业、杭锦能源项目完成收购并投产后预计新增产能 2070 万吨/年。2023 年,公司决定启动收购国家能源集团 100%持有的内蒙古大雁矿业集团有限责任公司和国家能源集团杭锦能源有限责任公司,待相关项目顺利投产并完成收购后,预计合计新增产能 2070 万吨/年。(一)大雁矿业拥有 2 处生产煤矿,为雁南矿和扎尼河露天矿。截至 2022 年末,该两处煤矿中国标准下保有可采储量 4.1 亿吨,煤炭生产能力 1,070 万吨/年;2022 年完成商品煤产量约 870 万吨。(二)杭锦能源拥有 1 处在建煤矿,为塔然高勒煤矿项目。塔然高勒煤矿近期在建产能规模 1,000 万吨/年。截至 2022 年末,该处煤矿中国标准下保有可采储量 9.2 亿吨。2022 年,杭锦能源外购煤销量约 1,000 万吨。

(2) 煤炭产销稳步增长，超额完成年度产销目标

生产方面，公司积极响应煤炭增产保供，在安全生产的前提下，近年来煤炭产量稳步提升。根据公司披露的 2023 年 12 月份主要运营数据公告，2023 年全年公司累计生产商品煤 324.5 百万吨，较去年提高 11.1 百万吨，同比增长 3.54%，连续 4 年实现产量正增长。

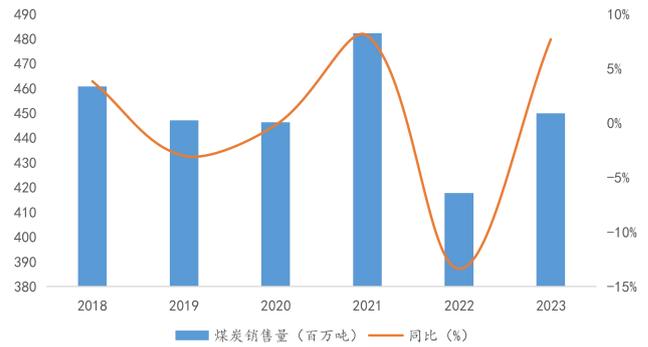
销售方面，2022 年公司煤炭销量为 417.8 百万吨，同比下降 13.37%，主要是外购煤由 2021 年的 169.6 百万吨下滑至 101.6 百万吨。2022 年国内煤炭市场中长期合同销售量占比提升，公司可采购的外购煤资源减少。2023 年，公司煤炭销量实现反弹，煤炭销售同比增长 7.71%至 450 百万吨。

图表 75: 公司商品煤产量变化情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

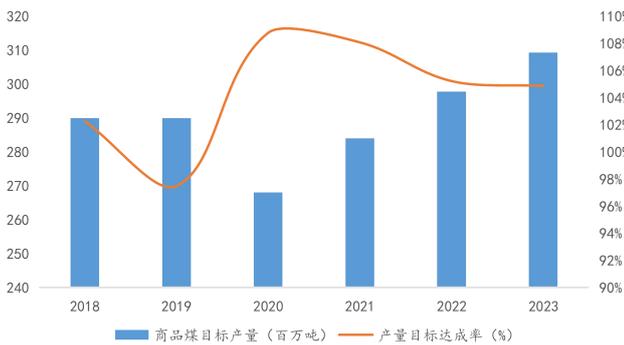
图表 76: 公司煤炭销售变化情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

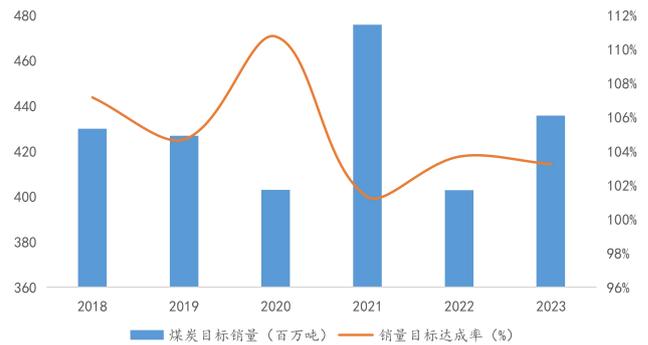
公司对年度目标的执行能力极强，多年来基本均能完成甚至超出年度设定的产量及销量目标。根据公司 2023 年 12 月份主要运营数据，公司 2023 年全年煤炭产量和销量分别为 324.5 百万吨和 450 百万吨，完成年度产销目标 309.4 百万吨和 435.8 百万吨，目标达成率为 104.88%和 103.26%。从历史数据来看，2018-2023 年间，公司完成煤炭年度产销目标达成率的中位数分别为 105.06%和 104.2%。

图表 77: 公司煤炭年度产量目标及完成情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

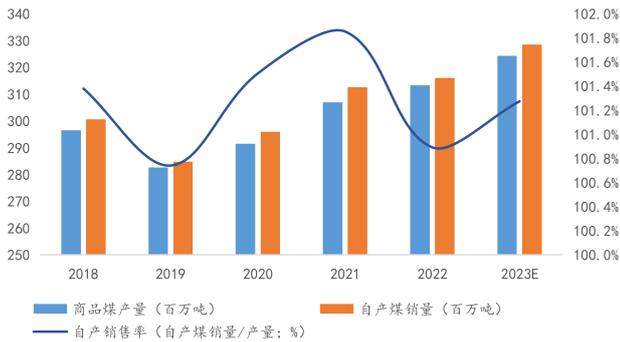
图表 78: 公司煤炭年度销量目标及完成情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

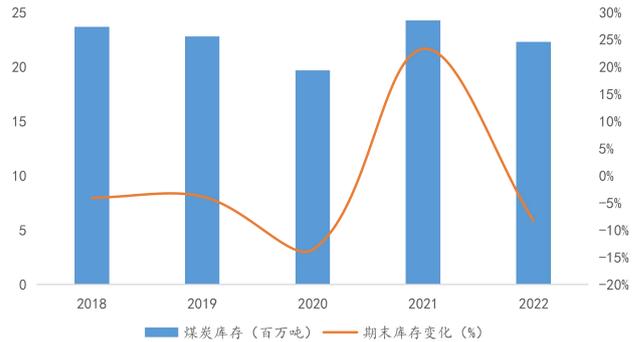
公司在生产销售中一直保持相对稳定的库存，年末库存水平一般在 20-25 百万吨，2022 年期末库存为 22.3 百万吨，较去年同比减少 8.23%。公司当年度自产煤的销量一般都高于公司商品煤产量。不存在产品积压的情况，多年来自产煤销量与煤炭产量比率维持在 100%以上。

图表 79: 公司自产煤销售情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 80: 公司煤炭库存情况



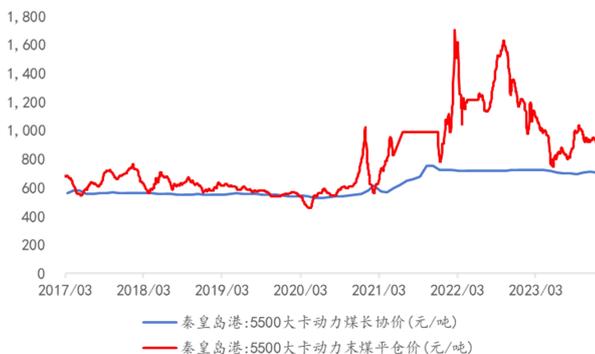
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

(3) 高长协提升业绩稳定性, 自产煤具备低成本优势

2016年, 国家发改委、国务院国资委印发《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》的通知(发改运行[2016]2502号), 煤炭定价机制进入价格双轨制阶段。2017年, 发改委办公厅在《国家发展改革委办公厅关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》中, 进一步完善电煤中长期合同价格机制, 要求供需双方应继续参照上年度“基准价+浮动价”的办法协商确定定价机制。基准价由双方根据市场供需情况协商确定, 对协商不能达成一致意见的, 仍按不高于2017年度水平执行。浮动价可结合环渤海煤炭价格指数、CCTD秦皇岛港煤炭价格指数、中国沿海电煤采购价格指数综合确定。2022年, 发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》引导煤炭价格在合理区间运行, 秦皇岛港下水煤(5500千卡)中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元; 我国煤炭交易中心发布《关于做好2022年煤炭中长期合同监管支撑工作和履约数据报送的公告》, 规定下水煤合同基准价按5500大卡动力煤675元/吨执行。

随着有关部门政策措施实施和煤炭中长期合同履约监管工作的持续深入, 中长期合同制度和“基础价+浮动价”的定价机制发挥的煤炭市场“压舱石”和“稳定器”作用日益凸显。2021-2022年, 煤炭市场现货价格出现较大幅度波动, 煤炭中长期合同价格长期低于现货价格。2022年, 秦皇岛港5500大卡动力末煤平仓价均价1270元/吨, 年内峰谷差924元/吨; 而月度长协均价仅722元/吨, 年内峰谷差仅为9元/吨。2023年伴随基本面继续过剩并收窄, 动力煤价格呈现“V”字形走势, 上半年价格波动下行, 下半年有所反弹, 同时现货与长协价格趋于交汇, 煤炭价格在合理区间运行。

图表 81: 近年来动力煤价格趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 82: 2023年动力煤价格走势

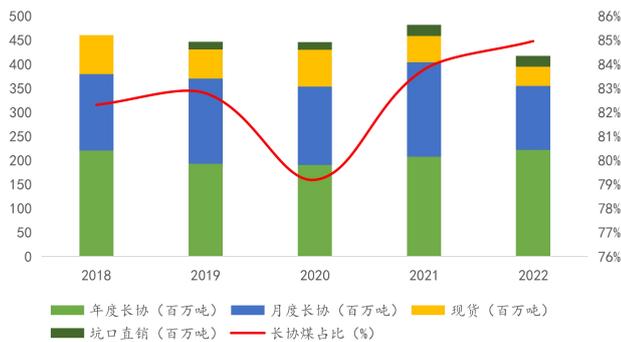


数据来源: Wind、华福证券研究所

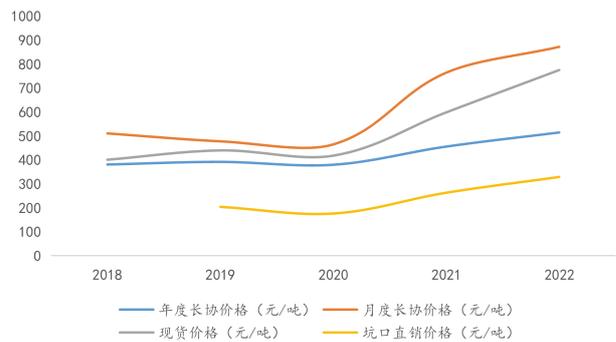
2022年, 公司84.97%的煤炭通过长协(年度+月度)进行销售, 为业绩稳定性提供保障。2022年, 年度长协煤炭221.5百万吨, 月度长协煤炭133.5百万吨, 煤炭



现货 40 百万吨，坑口直销煤炭 22.8 百万吨。从长协占比趋势来看，2021-2022 年长协占比明显提升，后续提升空间不大。2023 年 11 月，国家发展改革委办公厅印发《关于做好 2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，根据通知要求，需求方面，不再要求供暖企业签订中长协，电厂的签订数量参照 80%-100% 的签约需求量，较 2023 年的 100%-105% 的比例，签约数量进一步放宽。供给方面，煤炭生产企业签订的任务量维持在不低于自有资源量 80% 的水平。价格方面，继续按国家发改委 2022 年 303 号文件、地方政府、有关部门明确的价格合理区间签订和履约，预计仍将维持 672 元/吨的基准价。

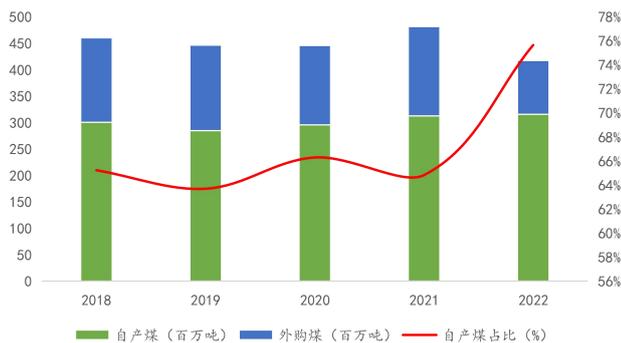
图表 83: 公司长协及现货煤占比


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 84: 公司长协及现货煤价格情况


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

公司发挥一体化产业链优势，积极组织外购煤源，销售的外购煤包括自有矿区周边及铁路沿线的采购煤、国内贸易煤及进口、转口贸易的煤炭，统筹自产煤与外购煤的运输和库存管理。2022 年公司自产煤销售 316.2 百万吨，外购煤销售 101.6 百万吨，自产煤销售占比 75.68%，较去年提升了 10.85 个百分点，主要是受到市场可采购的外购煤资源减少的影响。随着《关于做好 2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》下达，电厂中长期合同的签约需求比例下调放宽，我们预计市场外购煤资源将得到一定恢复。

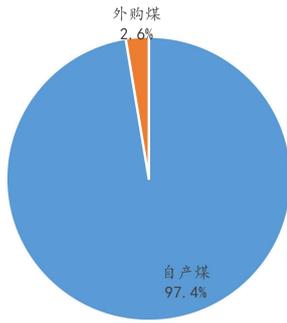
图表 85: 公司自产及外购煤占比


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

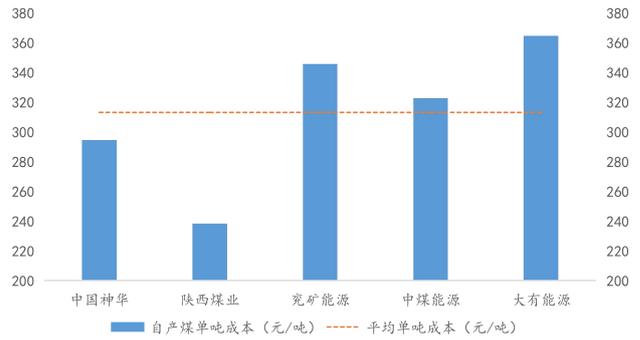
图表 86: 公司煤炭分部毛利率变化情况


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

根据我们计算，公司 2022 年自产煤的吨成本为 295 元/吨，外购煤吨成本为 764 元/吨，自产煤为煤炭业务贡献了 97.4% 的毛利。受益于 2022 年公司自产煤销售占比的大幅提高，公司煤炭业务的毛利率也得到显著提升。从同业对比来看，公司自产煤具备一定的成本优势，自产煤吨成本低于同业平均水平。


图表 87: 公司自产及外购煤毛利占比


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 88: 同业自产煤单吨成本对比


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

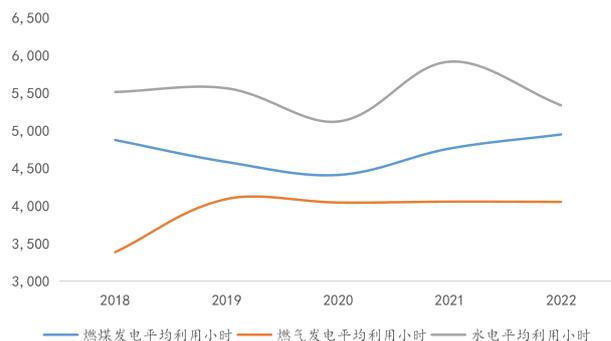
3.2 电力业务: 项目推进支撑发电量增长, 市场化交易电量攀升

公司发电装机以燃煤发电为主, 2019 年公司为国电电力以各自持有的相关火电公司股权及资产共同组建合资公司的交易完成, 发电装机容量由年初的 61,849 兆瓦减至 31,029 兆瓦。完成合资公司组建后, 公司发电装机容量继续稳步增长, 2022 年公司总装机容量 40,301 兆瓦, 燃煤发电装机容量 39,164 兆瓦, 占总装机容量的 97.18%, 较去年新增 2340 兆瓦。其中北海电力新增 2000 兆瓦和国能(连江)港电 1000 兆瓦的新机组投运, 国能四川能源江油发电厂 660 兆瓦机组到期关停。公司燃气发电和水电装机容量水平已维持多年, 2022 年光伏发电迎来突破, 截至 2022 年年底, 公司已投产新能源发电项目 35 个, 装机容量合计 105.5 兆瓦, 其中已投入商业运营共 62 兆瓦; 截至 2023 年上半年, 公司已投运新能源发电项目增至 50 个, 装机容量合计 177.7 兆瓦, 其中对外商业运营的光伏发电装机容量合计 114 兆瓦。

发电利用方面, 公司多种发电方式保持相对稳定的发电平均利用小时数, 受气候和水域流量等因素影响, 2022 年水电平均利用小时数较上年下降 581 小时; 煤电继续履行基础保障职责, 燃煤发电平均利用小时数上升 187 小时; 燃气发电平均利用小时数基本持平; 新能源方面, 光伏发电平均利用小时数达到 725 小时。

图表 89: 公司装机容量变化情况


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 90: 发电平均利用小时数 (小时)


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

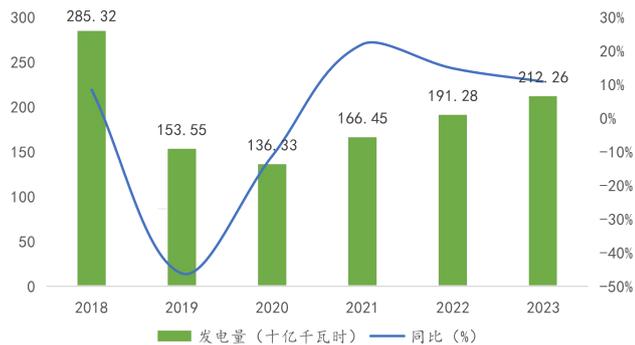
公司在建及待建主要发电机组合计 10800 兆瓦, 后备重点项目对公司发电量的持续增长提供重要支撑, 截至 2023 年上半年, 湖南岳阳电厂项目工程进度已达 42%, 广东清远电厂一期项目工程进度已达 45%。


图表 91: 公司在建及待建主要发电机组情况

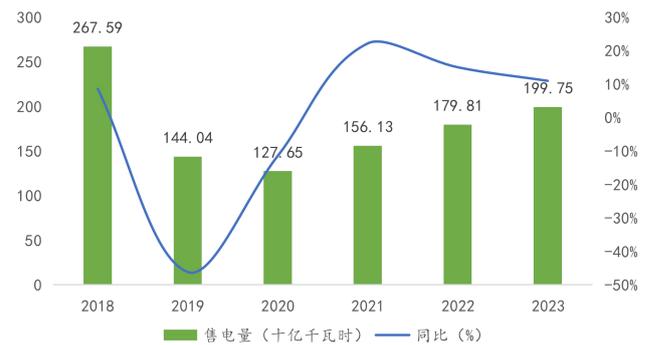
项目名称	所在 地区	计划装机容量 (兆瓦)	2023H1 工程进度
湖南岳阳电厂项目	湖南	2×1,000	42%
广东清远电厂一期项目	广东	2×1,000	45%
广东清远电厂二期扩建工程项目	广东	2×1,000	/
惠州热电二期燃气热电联产机组工程项目	广东	2×400	/
九江电力二期扩建工程项目	江西	2×1,000	/
北海电力二期扩建工程项目	广西	2×1,000	/

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

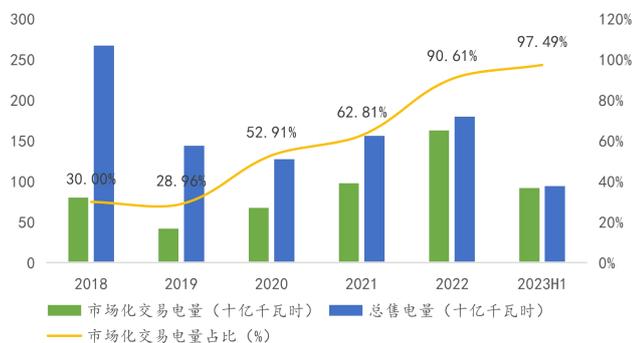
自 2021 年起, 公司发电量和售电量稳步上升, 2021-2023 年连续三年实现正增长, 超额完成年度发电目标, 目标完成率分别高达 123.3%、105.97% 和 104.1%。2023 年全年实现发电量 212.26 十亿千瓦时, 同比增长 10.97%, 实现售电量 199.75 十亿千瓦时, 同比增长 11.09%。市场化交易电量占比持续提升, 2023 年上半年, 市场化交易电量约占总售电量的 97.49%, 公司积极争取高电价电量, 2023 年上半年公司平均售电价格 418 元/兆瓦时, 较 2022 年同期 (412 元/兆瓦时) 同比增长 1.5%, 与 2022 年全年平均水平持平。

图表 92: 公司发电量变化情况


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 93: 公司售电量变化情况


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 94: 公司市场化交易电量攀升


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 95: 公司平均售电价格情况


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

公司发挥一体化运营优势, 积极将公司销售的煤炭应用于自有电厂, 保障电厂燃煤供应。多年来, 公司依托自有资源优势, 发电用煤的自给率常年维持在高位, 有力促进了发电分部业绩的平稳释放。2023 年随着煤炭价格降低以及市场外购煤资源供应的提升, 公司提高了电厂耗用的外购煤数量, 2023 年上半年, 发电分部使用公司销售煤炭 33.8 百万吨, 向外部采购电厂用煤达到 10.3 百万吨, 发电用煤自给率

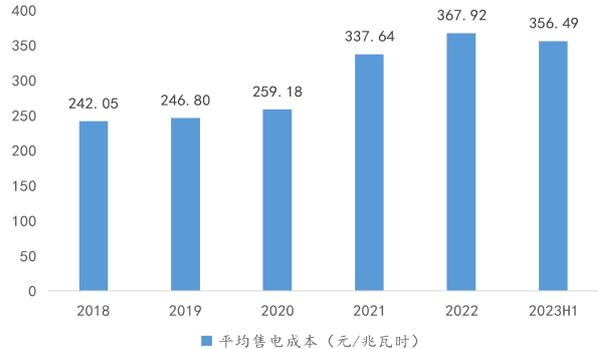


为 76.64%。结合 2023 年煤价“V 字形”走势，下半年外购煤价格有所反弹，公司自有煤炭用于电厂的比重或将提高。

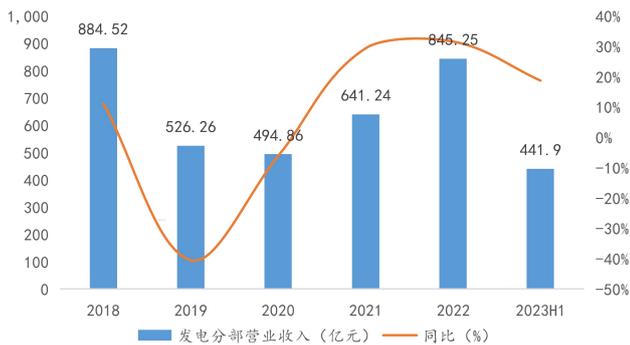
2023 年上半年，公司平均售电成本 356.49 元/兆瓦，由于外购电煤占比的提升，2023 年上半年平均售电成本高于去年同期水平，但低于去年全年平均水平。受益于外购煤成本下降，预计公司全年平均售电成本或将跟随下降，毛利率同比保持增长。

图表 96: 公司发电用煤自给情况

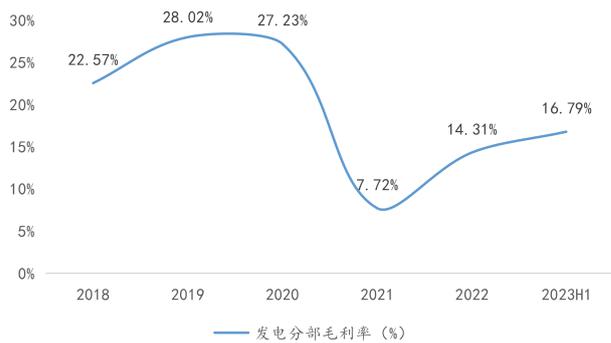

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 97: 公司平均售电成本情况


数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 98: 公司发电分部营收情况


数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 99: 公司发电分部毛利率情况


数据来源：公司公告、华福证券研究所

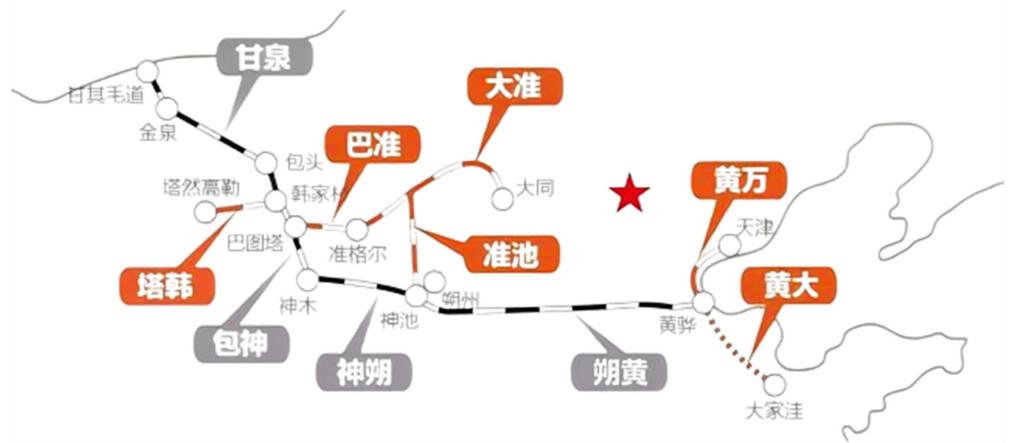
3.3 运输业务：连通北煤南运、西煤东运通道，业绩持续稳定增长

(一) 铁路分部

公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络、“神朔—朔黄线”西煤东运大通道以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达 2,408 公里。公司铁路运输网北起中蒙边境中方口岸甘其毛都，横贯内蒙古、陕西、山西、河北等地，东抵渤海湾，环渤海能源新通道黄大铁路已于 2021 年开始运营，设计年运输能力 4000 万吨，长度 216.8 公里。



图表 100: 公司铁路运输网



数据来源: 北极星火力发电网、华福证券研究所

从铁路年度周转量来看, 2022 年主要自有铁路按周转量从高到低依次是; 朔黄-黄万铁路 187.2 十亿吨公里、神朔铁路 51.8 十亿吨公里、大准铁路 28.8 十亿吨公里以及其他。2022 年公司自有铁路周转量下降至 297.6 十亿吨公里, 上述主要铁路路线周转量均出现小幅下滑。

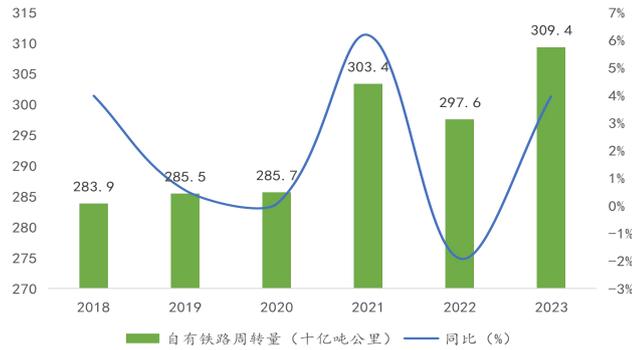
图表 101: 公司铁路年度周转量情况

铁路名称	单位	2018	2019	2020	2021	2022
包神铁路	十亿吨公里	9.9	9.1	8.6	8.8	9.2
神朔铁路	十亿吨公里	52.6	52.4	54.1	53.7	51.8
甘泉铁路	十亿吨公里	1.2	1.4	1.1	0.6	1.6
塔韩铁路	十亿吨公里	-	-	-	-	-
大准铁路	十亿吨公里	30.1	31.7	26.9	29.8	28.8
巴准铁路	十亿吨公里	3.6	3.4	1.7	2.8	2.7
准池铁路	十亿吨公里	10.2	10.7	9.9	12.2	12.9
朔黄-黄万铁路	十亿吨公里	176.3	176.8	183.4	193.4	187.2
黄大铁路	十亿吨公里	-	-	-	2.1	3.4
自有铁路周转量	十亿吨公里	283.9	285.5	285.7	303.4	297.6
国有铁路周转量	十亿吨公里	33.4	50.5	44.9	49.8	49.3
周转量合计	十亿吨公里	323.5	336	330.6	353.2	346.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

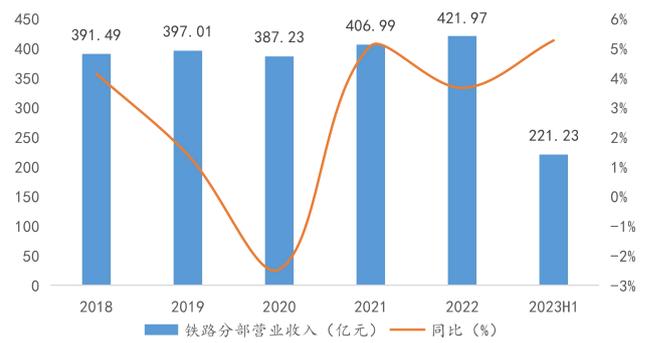
2023 年, 铁路分部紧密配合煤炭生产调运, 运输通道高效畅通, 公司自有铁路周转量 309.4 十亿吨公里, 同比增长 3.97%。截至 2023 年上半年, 铁路分部实现营业收入 221.23 亿元, 较去年同期上涨 5.29%; 受检修计划影响, 朔黄、神朔、大准等铁路修理费增长以及人工成本上升, 公司铁路分部单位运输成本 0.084 元/吨公里, 较去年同期增长 20%; 截至 2023 年上半年, 铁路分部毛利率承压下降至 37.86%。

图表 102: 公司自有铁路周转量变化情况



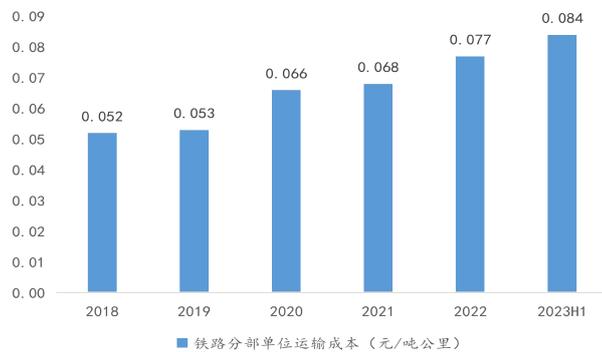
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 103: 公司铁路分部营收情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 104: 公司铁路分部单位运输成本情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 105: 公司铁路分部毛利率情况

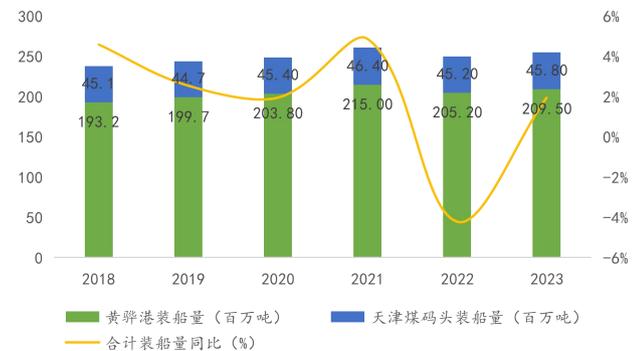


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

(二) 港口分部

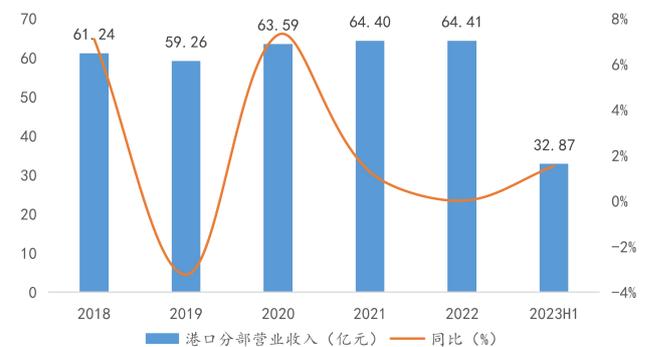
公司拥有黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头三个出海港口,总装船能力约 2.7 亿吨/年,其中黄骅港煤炭装船量连续四年超 2 亿吨,煤炭下水量连续四年位居全国首位,是全国沿海 27 个主要港口之一,也是我国西煤东运、北煤南运第一大出海口。2023 年,公司持续提升港口作业效率,黄骅港和天津煤码头全年累计完成煤炭装船量 255.3 百万吨,较去年同比增长 1.96%,其中黄骅港煤炭装船量 209.5 百万吨,天津煤码头煤炭装船量 45.8 百万吨,分别同比增长 2.1%和 1.33%,神华珠海煤码头继续发挥中转基地作用。

图表 106: 公司港口装船量变化情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 107: 公司港口分部营收情况

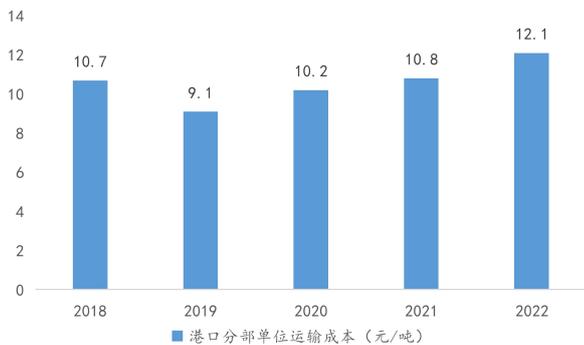


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

2022年，随着燃油费、疏浚费等增长，港口分部单位运输成本为12.1元/吨，同比增长12.0%。2023年，燃油价格小幅下降整体保持高位，截至2023年上半年，在折旧摊销以及人工成本上升等因素作用下，港口分部营业成本较去年同期增长10%。

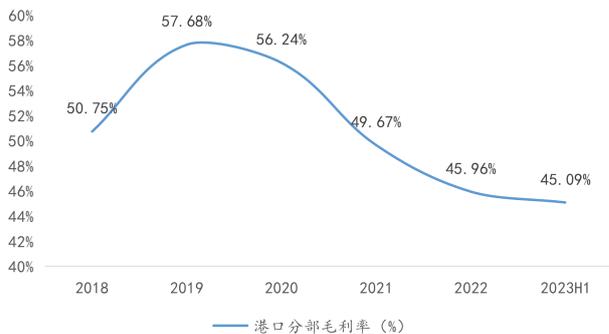
截至2023年上半年，港口分部实现营业收入32.87亿元，较去年同期上涨1.54%，受益于2023年黄骅港和天津煤码头累计煤炭装船量的反弹回升，港口分部全年营收有望继续企稳增长；截至2023年上半年，港口分部毛利率下降至45.09%，预计分部全年毛利率保持承压。

图表 108: 公司港口分部单位运输成本情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 109: 公司港口分部毛利率情况

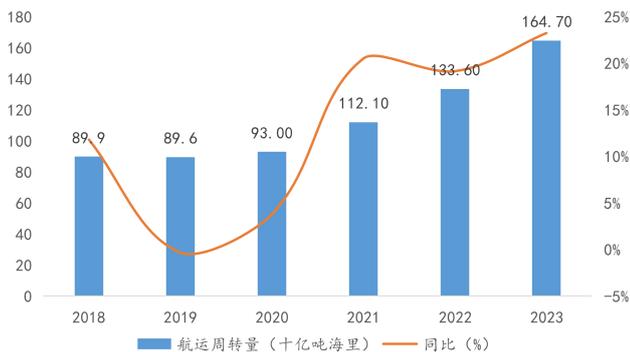


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

(三) 航运分部

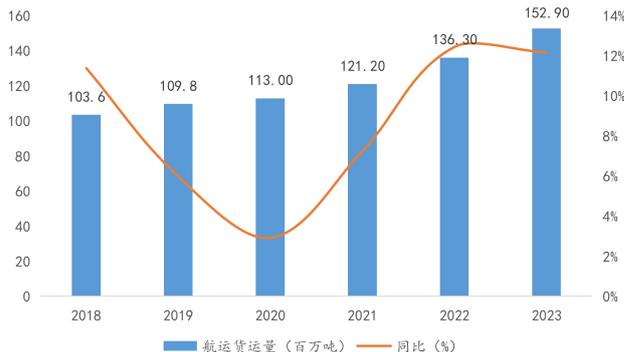
公司拥有约 2.18 百万载重吨自有船舶的航运船队，公司航运分部全力保障煤炭运输需求，充分利用自有船舶返程空载运力，积极挖掘市场货源，航运周转量和货运量持续稳步增长。2022-2023 年公司航运周转量分别提升至 133.6 和 164.7 十亿吨海里，同比分别增长 19.18%和 23.28%；2022-2023 年航运货运量分别为 136.3 和 152.9 百万吨，同比分别增长 12.46%和 12.18%。具体来看，外部客户航运货运量增长较快，2022 年内、外部客户航运货运量分别为 84.5 和 51.8 百万吨，分别同比下降 4.84%和增长 59.88%，2022 年内部客户占比仍然较大，但已下滑至 62%。

图表 110: 公司航运周转量变化情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 111: 公司航运货运量变化情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

截至 2023 年上半年，受海运价格下降影响，航运分部实现营业收入 25.79 亿元，较去年同期下降 14.91%；受船舶租赁费减少影响，公司航运分部单位运输成本为 0.03 元/吨海里，较去年同期下降 23.1%；截至 2023 年上半年，航运分部毛利率承压下降至 9.03%。

图表 112: 公司内外部客户货运量变化情况



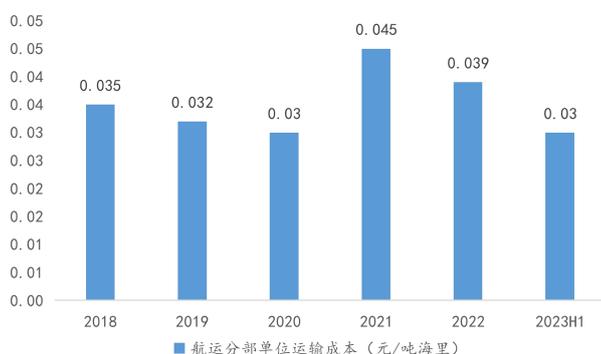
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 113: 公司航运分部营收情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 114: 公司航运分部单位运输成本情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 115: 公司航运分部毛利率情况



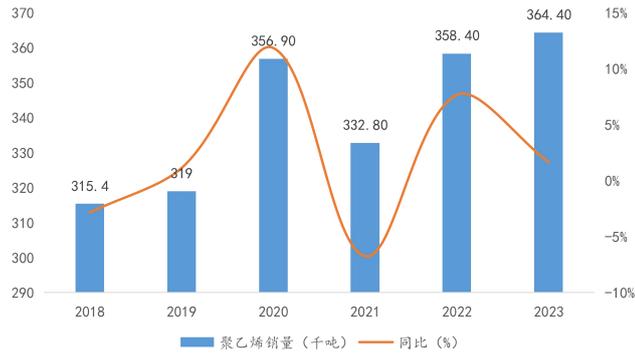
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

3.4 煤化工业务: 煤制烯烃升级示范项目开工, 产能释放带动业绩增长

2022 年公司煤化工业务为包头煤化工的煤制烯烃一期项目, 运营生产能力约 60 万吨/年, 主要包括聚乙烯 (生产能力约 30 万吨/年)、聚丙烯 (生产能力约 30 万吨/年) 及少量副产品。2023 年上半年, 包头煤制烯烃升级示范项目基本完成前期工作, 2023 年 9 月 16 日, 该项目现场举行了开工仪式, 标志着项目已经具备全面推进的条件。

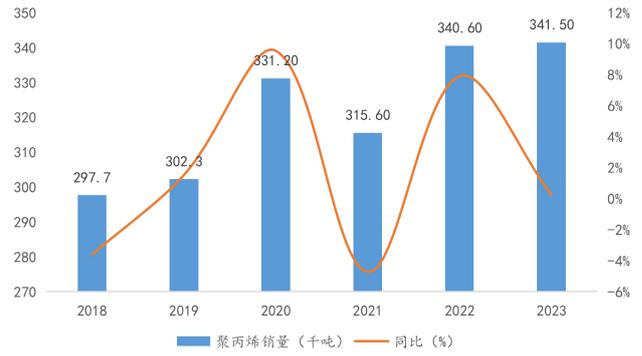
包头煤制烯烃升级示范项目是在已运行多年的煤制烯烃示范装置基础上实施的升级示范工程, 项目建设规模年产 75 万吨的聚烯烃 (其中年产聚乙烯 35 万吨、聚丙烯 40 万吨) 以及年产 200 万吨的甲醇 (中间产品), 项目已列入国家发改委、工信部《现代煤化工产业创新发展布局方案》规划重大项目, 于 2017 年获内蒙古自治区发改委核准, 项目总投资约人民币 171.5 亿元。

图表 116: 公司聚乙烯销售情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

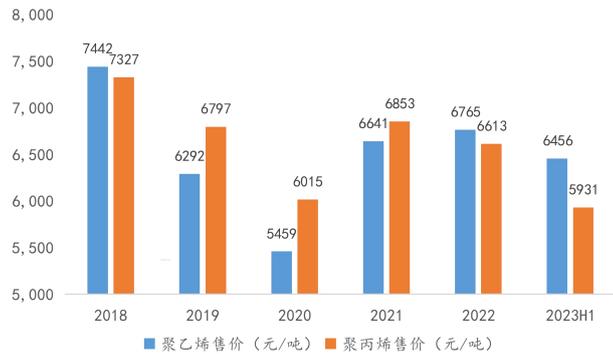
图表 117: 公司聚丙烯销售情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

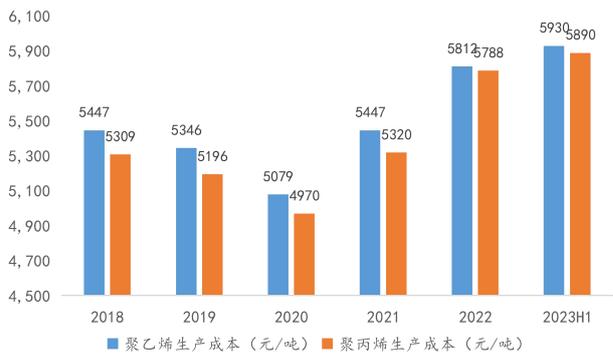
2023 年, 受煤炭等原料价格支撑减弱影响, 聚乙烯、聚丙烯价格同比下行, 截至 2023 年上半年, 公司聚乙烯、聚丙烯平均售价分别为 6456 元/吨和 5931 元/吨, 实现营业收入 30.02 亿元, 较去年同期下降 12.35%; 截至 2023 年上半年, 公司聚乙烯、聚丙烯单位生产成本为 5930 和 5890 元/吨, 毛利率承压下降至 7.2%。

图表 118: 公司聚烯烃产品售价情况



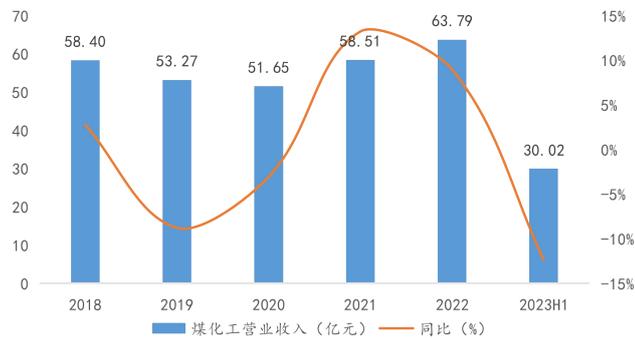
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 119: 公司聚烯烃产品生产成本情况



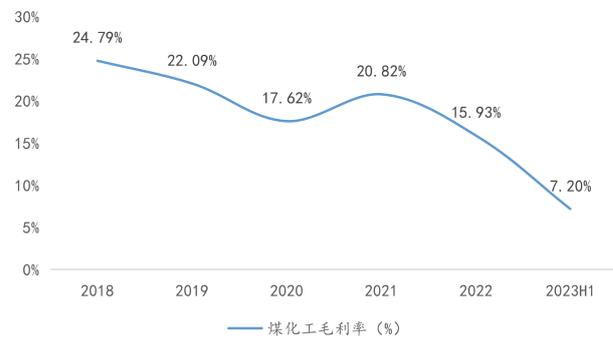
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 120: 公司煤化工营收情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 121: 公司煤化工毛利率情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

按照公司业务板块结构, 我们对 2023-2025 年业绩作出以下假设:



煤炭业务

(1) 2023 年伴随动力煤继续过剩，煤价呈现“V”字形走势，整体偏弱下行。基于前文对煤炭未来供需格局的分析，我们认为动力煤供需将回到紧平衡，或存在较小缺口，在保供稳价政策支持下，预计未来煤价或将在高位延续震荡。同时考虑了公司销售的长协煤和现货煤的不同定价方式及高长协销售占比，我们假设 2023-2025 年公司煤炭销售均价分别为 604.25、602.93、601.6 元/吨。

(2) 公司通过产能核增、矿区开发、项目收购等持续进行产能扩张并坚持安全生产，积极履行增产保供职责，超额完成年度产销目标。根据公司披露的 2023 年 12 月运营数据，我们预计公司 2023-2025 年商品煤产量分别达到 324.5 万吨、334.9 万吨、344.9 万吨，预计 2023-2025 年煤炭销售分别达到 450 万吨、479.16 万吨、499.33 万吨。

(3) 根据我们计算，公司 2022 年自产煤的吨成本为 295 元/吨，外购煤吨成本为 764 元/吨，2023 年外购煤吨成本跟随现货煤价下降，同时由于外购煤销售占比提升，预计未来毛利率将维持平稳下行状态，我们预计 2023-2025 年煤炭业务毛利率分别为 29.63%、28.04%、27.58%。

电力业务

(1) 煤电容量电价正式落地，预计煤电总体价格水平基本稳定，我们假设 2023-2025 年公司煤电销售均价分别为 480、475、470 元/兆瓦。

(2) 公司在建及待建主要发电机组合计 10800 兆瓦，后备重点项目对公司发电量的持续增长提供重要支撑。根据公司披露的 2023 年 12 月运营数据，我们预计公司 2023-2025 年发电量分别达到 212.26、224.49、237.98 十亿千瓦时，预计 2023-2025 年售电量分别达到 199.75、211.02、223.7 十亿千瓦时。

(3) 2023 年上半年，公司平均售电成本 356.49 元/兆瓦，受益于外购煤成本企稳下降以及绿电装机数量和发电量的增长，预计公司售电成本将维持平稳下行状态，我们预计 2023-2025 年电力业务毛利率分别为 20.74%、22.2%、23.68%。

运输业务

随着煤炭产量不断向晋陕蒙新四省（区）集中，西煤东运、北煤南运趋势不断增强，公司铁路运输网络联通“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地、“神朔—朔黄线”西煤东运大通道以及环渤海能源新通道黄大铁路，公司拥有的黄骅港成为我国西煤东运、北煤南运第一大出海口，同时还拥有约 2.18 百万载重吨自有船舶的航运船队，预计运输板块业务将保持平稳增长。

煤化工业务

包头煤制烯烃升级示范项目于 2023 年 9 月 16 日举行了开工仪式，项目已经具备全面推进的条件，项目建设规模年产 75 万吨的聚烯烃（其中年产聚乙烯 35 万吨、聚丙烯 40 万吨）以及年产 200 万吨的甲醇（中间产品），预计聚烯烃产品产能将平稳释放，带动营收继续成长。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 1.65%、6.82%、5.13%，毛利率为 34.46%/33.86%/33.51%。

图表 122: 公司业绩拆分预测表

单位:亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤炭分部								
营业收入	2,051.91	1,973.96	1,900.29	2,926.61	2,774.74	2,719.10	2,889.00	3,004.00
营业成本	1,473.13	1,438.78	1,378.71	2,120.19	1,778.21	1,913.38	2,078.95	2,175.63
毛利	578.78	535.18	521.58	806.42	996.53	805.72	810.05	828.37
毛利率 (%)	28.21%	27.11%	27.45%	27.55%	35.91%	29.63%	28.04%	27.58%
发电分部								



营业收入	884.52	526.26	494.86	641.24	845.25	958.80	1,002.34	1,051.38
营业成本	684.91	378.81	360.12	591.73	724.32	759.92	779.86	802.40
毛利	199.61	147.45	134.74	49.51	120.93	198.88	222.49	248.99
毛利率 (%)	22.57%	28.02%	27.23%	7.72%	14.31%	20.74%	22.20%	23.68%
铁路分部								
营业收入	391.49	397.01	387.23	406.99	421.97	438.92	460.21	474.02
营业成本	155.74	162.25	161.79	215.46	247.1	275.34	259.90	267.70
毛利	235.75	234.76	225.44	191.53	174.87	163.58	200.31	206.32
毛利率 (%)	60.22%	59.13%	58.22%	47.06%	41.44%	37.27%	43.53%	43.53%
港口分部								
营业收入	61.24	59.26	63.59	64.4	64.41	64.57	65.31	66.47
营业成本	30.16	25.08	27.83	32.41	34.81	39.04	42.38	44.94
毛利	31.08	34.18	35.76	31.99	29.6	25.53	22.93	21.53
毛利率 (%)	50.75%	57.68%	56.24%	49.67%	45.96%	39.54%	35.11%	32.39%
航运分部								
营业收入	40.89	32.97	31.12	61.95	60.51	54.68	61.71	72.26
营业成本	31.79	28.81	27.27	50.06	52.03	49.41	56.51	66.17
毛利	9.1	4.16	3.85	11.89	8.48	5.27	5.20	6.09
毛利率 (%)	22.25%	12.62%	12.37%	19.19%	14.01%	9.64%	8.42%	8.42%
煤化工								
营业收入	58.4	53.27	51.65	58.51	63.79	60.50	62.43	64.91
营业成本	43.92	41.5	42.55	46.33	53.63	55.63	56.80	58.27
毛利	14.48	11.77	9.1	12.18	10.16	4.87	5.62	6.64
毛利率 (%)	24.79%	22.09%	17.62%	20.82%	15.93%	8.05%	9.01%	10.23%
内部抵消及未分配								
营业收入	-847.44	-624.02	-596.11	-803.3	-785.34	-794.32	-800	-800
营业成本	-864.63	-641.29	-516.8	-805.17	-789.51	-797.34	-800	-800
毛利	17.19	17.27	-79.31	1.87	4.17	3.02	0	0
合计								
营业收入	2,641.01	2,418.71	2,332.63	3,356.40	3,445.33	3,502.25	3,741.01	3,933.04
营业成本	1,555.02	1,433.94	1,481.47	2,251.01	2,100.59	2,295.38	2,474.40	2,615.11
毛利	1,085.99	984.77	851.16	1,105.39	1,344.74	1,206.87	1,266.61	1,317.94
毛利率 (%)	41.12%	40.71%	36.49%	32.93%	39.03%	34.46%	33.86%	33.51%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

4.2 投资建议

1月29日，国务院国有资产监督管理委员会召开2024年中央企业、地方国资委考核分配工作会议。会议提出，2024年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。我们认为随着市值管理成效将纳入对中央企业负责人的考核，央企上市公司将更加注重向市场传递信心、稳定预期，公司作为长期高比例分红的代表性央企，有望继续加大现金分红力度，提升投资价值。

公司一体化运营，业务涉及煤炭、电力、运输、煤化工等板块，使用分部估值法对公司进行估值。煤炭业务作为公司核心业务，选取动力煤子板块中市值规模较大、煤炭业务模式相近、分红率较高的陕西煤业、兖矿能源、中煤能源作为可比公司，考虑到公司具备一体化运营优势，煤炭产业链条完整，各业务板块协同高效；公司煤炭资源丰富，煤炭业务具有低成本运营和规模优势；同时公司运营稳健资金充裕抗风险能力强，重视投资回报持续进行高比例分红；叠加市值管理考核有利于



包含公司在内的“中特估”央企估值修复，以2024年3月13日收盘价计算，给予公司核心煤炭业务15倍PE，其余电力、铁路、港口、航运和煤化工业务参考同业平均水平分别给予10.2倍、12.3倍、11倍、8.4倍、10.7倍PE作为估值依据。我们预计公司2023-2025年归母净利分别为589.21/606.71/633.66亿元，对应EPS为2.97/3.05/3.19元/股。参考可比公司，2024年给予目标价41.14元，首次覆盖，给予公司“持有”评级。

图表 123: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			最新股价
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601225.SH	陕西煤业	2,447.02	2.43	2.64	2.75	10.4	9.5	9.2	25.24
600188.SH	兖矿能源	1,610.50	2.77	2.95	3.10	8.8	8.3	7.9	24.53
601898.SH	中煤能源	1,383.84	1.56	1.66	1.73	7.5	7.1	6.8	11.74
煤炭业务公司平均						8.9	8.3	8.0	
600011.SH	华能国际	1,197.71	0.83	0.97	1.09	10.9	9.4	8.3	9.05
600795.SH	国电电力	884.65	0.37	0.47	0.54	13.4	10.6	9.1	4.96
600027.SH	华电国际	605.33	0.52	0.66	0.75	12.1	9.6	8.5	6.35
601991.SH	大唐发电	415.84	0.13	0.24	0.30	20.2	11.2	9.0	2.72
电力业务公司平均						14.2	10.2	8.7	
601006.SH	大秦铁路	1,250.67	0.83	0.84	0.86	8.8	8.7	8.4	7.26
601333.SH	广深铁路	183.15	0.16	0.19	0.21	17.8	15.1	13.8	2.85
600125.SH	铁龙物流	73.24	0.37	0.43	0.50	15.2	13.0	11.2	5.61
铁路业务公司平均						13.9	12.3	11.1	
601018.SH	宁波港	667.29	0.25	0.25	0.26	13.7	13.7	13.2	3.43
601298.SH	青岛港	422.30	0.77	0.86	0.96	9.0	8.1	7.3	6.98
601000.SH	唐山港	250.67	0.35	0.38	0.39	12.0	11.2	10.7	4.23
000582.SZ	北部湾港	138.57	0.64	0.72	0.80	12.3	10.9	9.8	7.82
港口业务公司平均						11.8	11.0	10.2	
600026.SH	中远海能	580.41	0.94	1.40	1.59	15.0	10.1	8.9	14.12
603565.SH	中谷物流	169.06	0.79	0.94	1.12	10.2	8.6	7.2	8.05
601975.SH	招商南油	142.13	0.35	0.45	0.48	8.5	6.5	6.2	2.96
航运业务公司平均						11.2	8.4	7.4	
600989.SH	宝丰能源	1,118.34	0.83	1.26	2.00	18.4	12.1	7.6	15.25
600426.SH	华鲁恒升	561.62	2.03	2.86	3.46	13.0	9.3	7.7	26.45
煤化工公司平均						15.7	10.7	7.6	

数据来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所

备注：数据来自同花顺 iFinD 一致预期和数据截止日期 2024 年 3 月 13 日

5 风险提示

(1) 煤炭消费不及预期。若经济增速不及预期或能源结构优化进展超预期，将导致下游耗煤需求减少，煤炭消费量下降，压制煤炭价格。

(2) 煤炭进口超预期。若欧美等地区煤炭消费持续下降，国际煤价下移煤炭消费东移超出预期，将导致进口煤炭数量增长，煤炭供给量上升，压制煤炭价格。

(3) 市场电价不及预期。若社会用电需求增长不及预期或上网电价不及预期，将导致公司电力业务售电价格下降，降低公司盈利能力。

图表 124: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	170,503	169,445	179,576	190,773	营业收入	344,533	350,225	374,101	393,304
应收票据及账款	12,100	17,616	17,552	16,239	营业成本	210,059	229,538	247,440	261,511
预付账款	6,809	8,493	9,155	9,676	税金及附加	19,972	17,215	19,003	20,368
存货	12,096	16,764	17,221	16,798	销售费用	410	385	412	433
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,930	10,507	11,223	11,799
其他流动资产	9,542	9,266	9,898	10,406	研发费用	3,722	3,502	4,115	4,720
流动资产合计	211,050	221,585	233,402	243,891	财务费用	877	999	-54	-660
长期股权投资	49,650	49,650	49,650	49,650	信用减值损失	-1,337	-1,474	-1,791	-1,534
固定资产	248,381	246,737	247,166	252,428	资产减值损失	-3,372	-2,062	-2,242	-2,559
在建工程	22,061	29,061	36,061	38,561	公允价值变动收益	0	-45	-15	-20
无形资产	52,589	54,316	57,995	58,807	投资收益	2,420	2,964	1,641	2,483
商誉	0	0	0	0	其他收益	603	603	603	603
其他非流动资产	37,970	38,335	38,646	38,953	营业利润	98,138	88,326	90,419	94,369
非流动资产合计	410,651	418,099	429,518	438,398	营业外收入	443	550	550	550
资产合计	621,701	639,684	662,920	682,289	营业外支出	2,334	2,500	2,027	2,027
短期借款	5,216	2,866	4,110	4,064	利润总额	96,247	86,376	88,942	92,892
应付票据及账款	38,972	42,756	46,138	48,662	所得税	14,592	17,275	17,788	18,578
预收款项	0	0	0	0	净利润	81,655	69,101	71,153	74,314
合同负债	5,597	6,304	6,734	7,079	少数股东损益	12,029	10,180	10,482	10,948
其他应付款	9,855	11,826	11,826	11,826	归属母公司净利润	69,626	58,921	60,671	63,366
其他流动负债	38,764	35,455	38,694	38,962	EPS (按最新股本摊)	3.50	2.97	3.05	3.19
流动负债合计	98,404	99,208	107,501	110,593					
长期借款	38,438	30,638	24,100	15,736					
应付债券	3,453	2,979	2,979	2,979					
其他非流动负债	22,161	25,201	25,201	25,201					
非流动负债合计	64,052	58,818	52,280	43,916					
负债合计	162,456	158,026	159,781	154,510					
归属母公司所有者	393,854	406,087	417,086	430,780					
少数股东权益	65,391	75,571	86,053	97,000					
所有者权益合计	459,245	481,658	503,139	527,780					
负债和股东权益	621,701	639,684	662,920	682,289					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	109,734	92,539	98,205	101,812
现金收益	105,089	95,772	96,887	99,905
存货影响	537	-4,668	-457	423
经营性应收影响	5,963	-5,138	1,644	3,351
经营性应付影响	3,823	5,755	3,381	2,525
其他影响	-5,678	818	-3,250	-4,392
投资活动现金流	-56,585	-30,156	-35,592	-32,814
资本支出	-31,100	-32,756	-36,895	-34,825
股权投资	-2,006	0	0	0
其他长期资产变化	-23,479	2,600	1,303	2,011
融资活动现金流	-78,734	-63,441	-52,482	-57,801
借款增加	-8,404	-14,817	-2,864	-8,789
股利及利息支付	-62,310	-60,552	-60,095	-59,672
股东融资	1,669	0	0	0
其他影响	-9,689	11,928	10,477	10,660

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	2.8%	1.7%	6.8%	5.1%
EBIT 增长率	25.4%	-10.0%	1.7%	3.8%
归母公司净利润增	38.5%	-15.4%	3.0%	4.4%
获利能力				
毛利率	39.0%	34.5%	33.9%	33.5%
净利率	23.7%	19.7%	19.0%	18.9%
ROE	15.2%	12.2%	12.1%	12.0%
ROIC	21.9%	19.3%	18.7%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	26.1%	24.7%	24.1%	22.6%
流动比率	2.1	2.2	2.2	2.2
速动比率	2.0	2.1	2.0	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	11	12	11	11
存货周转天数	21	23	25	23
每股指标 (元)				
每股收益	3.50	2.97	3.05	3.19
每股经营现金流	5.52	4.66	4.94	5.12
每股净资产	19.82	20.44	20.99	21.68
估值比率				
P/E	11	13	12	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	42	44	44	42

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn