



高股息和周期弹性，煤炭核心价值再发现

煤炭行业2024年中期投资策略

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

姓名 汤悦（联系人）

证书编号：S0790123030035

邮箱：tangyue@kysec.cn

核心观点

1. 煤价判断：动力煤价格反弹后将区间波动，炼焦煤价格反弹具备完全弹性

动力煤属于政策煤种，各方对动力煤价的关注度更高，我们判断价格仍将以稳为主，并将在箱体区间里震荡，当前正处于区间的下限，从而也具备向上弹性且表现为区间内的弹性。之前我们一直判断港口动力煤价在800元存在很强支撑，4月中旬以来煤价开始反弹，在短暂回调后再反弹，主要原因包括：一是产地开工率受安监的影响下降且较高煤价也能一定程度纾解地方财政压力；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价；三是疆煤外运存在800元港口价格的临界值影响，煤炭出疆量敏感度较高；四是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，即体现煤和油价格的联动，布油70美金与港口煤价800元所制烯烃成本相当，而油价难跌至70美金以下，当前布油价格80美金以上致煤化工成本优势非常明显。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，具备向上的弹性且是完全弹性。之前通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，即若秦港动力煤价存在800元支撑，则炼焦煤价格存在1920元的支撑，4月中旬以来炼焦煤价格已在此值附近触底反弹，再次验证我们的判断。当前正处于“煤焦钢产业链”的施工旺季，国家政策对中央预算内的投资、地方专项债等都在部署工作，预计需求将随季节性和政府稳增长政策推进中得到明显回升，此外2023年出现的钢铁下游结构的转化（从地产基建转向机械汽车等制造业）、钢材的出口大增等现象仍在持续，此外炼焦煤生产大省山西“查三超”和明确减量，基本面“供紧需增”，判断炼焦煤价格具备向上反弹的动能。

2. 高分红已是行业趋势，煤价敏感性测试煤企仍有高股息

央企市值管理和新“国九条”等政策也在提倡和考核企业的分红水平；煤价敏感性测试如800元，煤企仍有高股息。

3. 高股息和周期弹性并行，煤炭股有望获得更多资金青睐

新逻辑已经不止高股息，周期弹性也会归来。2023年11月以来的煤炭股行情与煤价已经脱敏，弱经济和低利率环境下高股息逻辑仍有望重；此外，本轮煤价回调幅度较大，为煤价反弹留有更多的空间，无论是动力煤和炼焦煤，周期弹性逻辑有望彰显，因此有望吸引周期特性的资金入场布局。高股息和周期弹性有望比翼齐飞。

4. 投资建议：高股息和周期弹性双逻辑，重点受益标的

一是炼焦煤弹性标的，推荐【平煤股份、潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】；二是动力煤弹性标的，推荐【兖矿能源、晋控煤业、广汇能源】；三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】、受益标的【陕西煤业】；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【新集能源】。

5. 风险提示：经济增速下行风险；供需错配引起的风险；可再生能源加速替代风险。

目录

CONTENTS

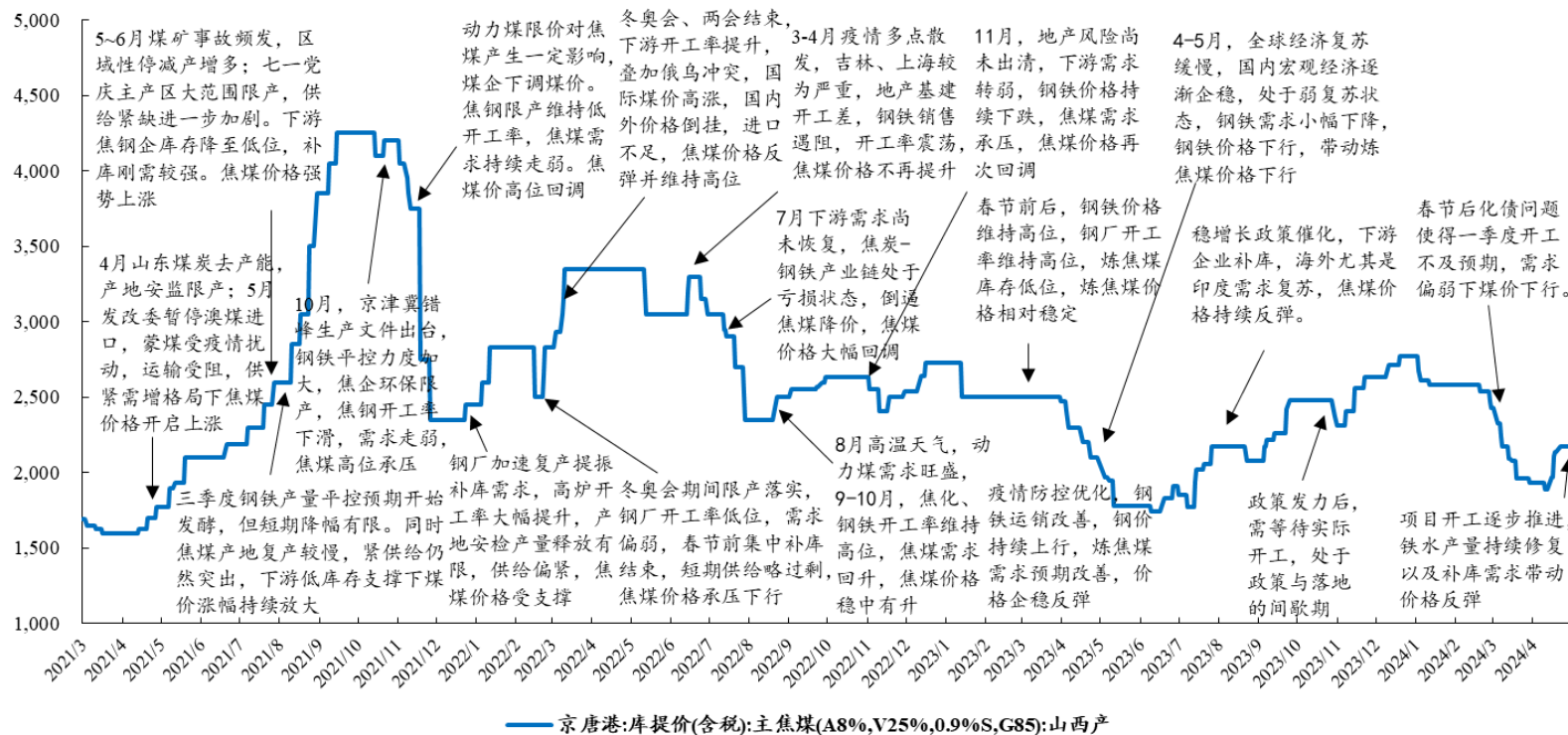
- 1 煤价复盘：煤价逐步回归，高盈利将合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 炼焦煤：市场化煤种，煤价供紧需增仍具向上弹性
- 4 高分红：政策提倡和考核方向，煤炭是高股息优选
- 5 投资策略：高股息与周期弹性，双逻辑煤炭更受益
- 6 风险提示

图1：2021-2022动力煤价格高位且宽幅波动，2023年下半年起高位震荡（元/吨）



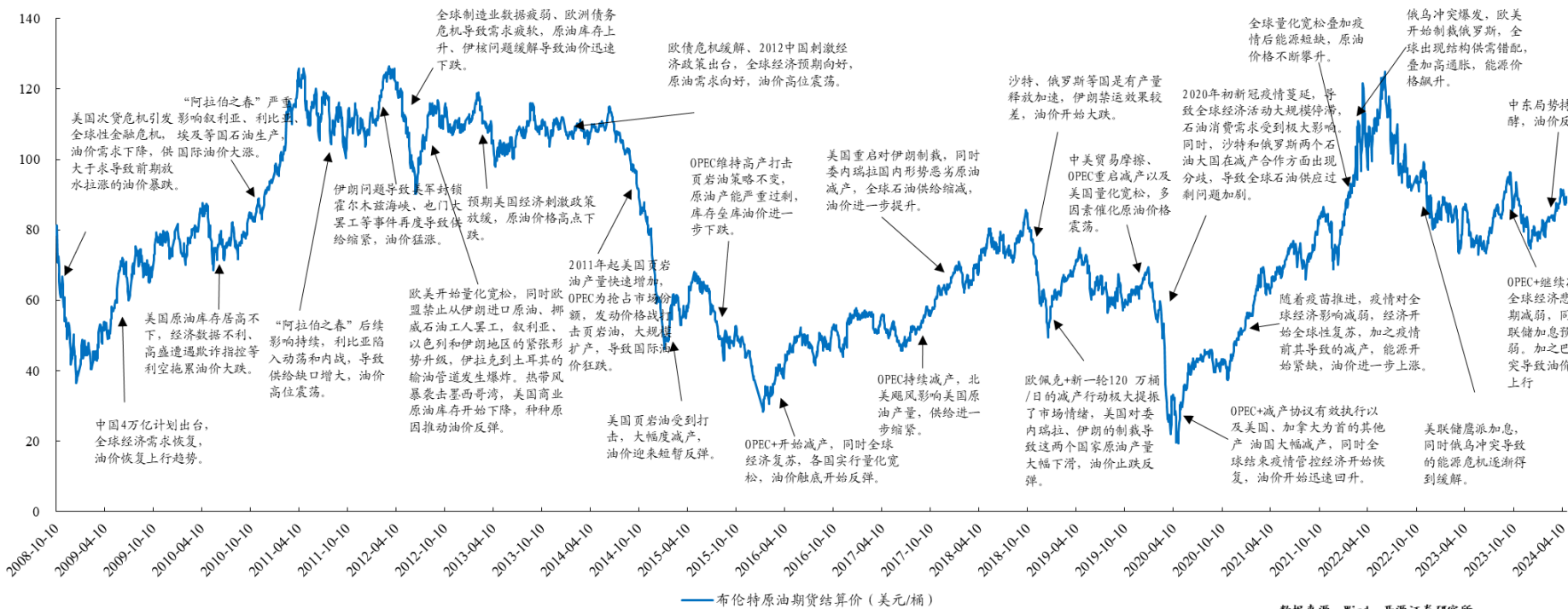
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021-2022炼焦煤价格高位且宽幅波动，2023年V型反转，2024年4月反弹（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021以来原油价格持续上涨，2022-2023年俄乌/巴以冲突下价格高位震荡，OPEC+限产及中东局势进一步催化油价



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021以来欧洲能源价格持续上涨，2022年俄乌冲突下价格高位震荡，2023年下半年以来整体维持震荡（便士/色姆）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

煤价复盘：煤价逐步回归，高盈利将合理且可持续

2

动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动

3

炼焦煤：市场化煤种，煤价供紧需增仍具向上弹性

4

高分红：政策提倡和考核方向，煤炭是高股息优选

5

投资策略：高股息与周期弹性，双逻辑煤炭更受益

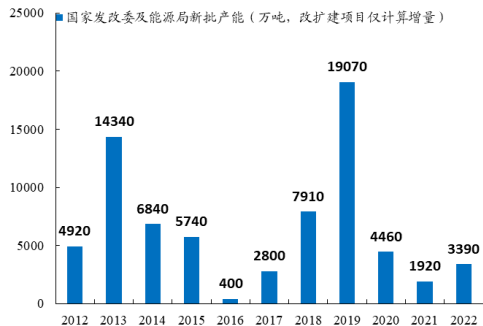
6

风险提示

2.1 国内供给：新增产能有限，且安监压低煤矿开工率

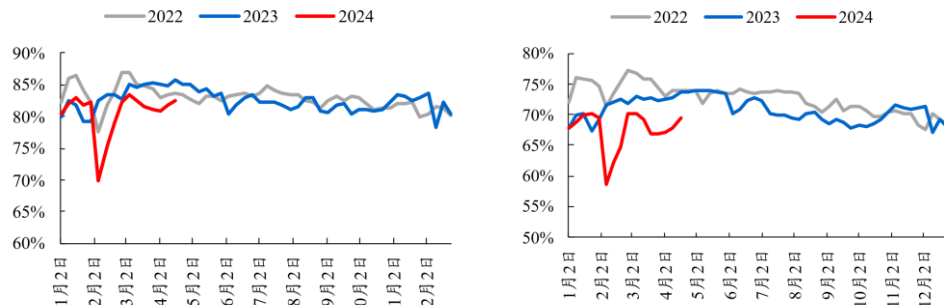
- **新批及核增产能有限，且短时无法贡献产量。**新建矿是增加供应的最主要形式，2020年煤价处在发改委的政策管控区间，煤炭供需基本平衡，政策层面对于新增煤矿项目持谨慎态度，新批建煤矿项目大幅减少；2021年提出碳中和政策，煤企面对2030年的碳达峰目标，投建新矿井的意愿明显减弱，资本开支主要用于矿井的维护以及机械化、智能化的更新替代，且新建矿基本需要3年左右，短期无法供应更多产量。2020年以来新疆新批复产能明显增加，但疆煤大多就地消化且出疆量受价格影响，对内地供给影响有限。核增产能方面，2022年发改委已集中推进了煤矿产能核增，再核增则空间已有限。
- **产能储备制度真实效果仍存较大不确定性。**2024年4月发改委及能源局联合发布《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》，力争到2027年形成3亿吨/年左右的可调度产能储备。根据规划，该制度短期内难以对煤炭供需格局产生影响，长期来看储备主体以及如何匹配投入产出尚不明确，存在较大不确定性。
- **2023年以来矿难频发，安监束缚产量释放。**增产保供背景下煤矿生产高负荷，采掘接续紧张的问题愈发突出。2023年以来安全事故频发，国家矿山安全监察局对煤矿安全专项整治活动持续2023年全年；2024年各地继续严安监，尤其山西“查三超”，使得一季度原煤产量出现明显下滑，山西省政府预估2024年全年煤炭产量13亿吨左右，据此测算相较于2023年下滑7800万吨。

图5：2020年以来，新批产能数量明显减少



数据来源：发改委、能源局、开源证券研究所

图6：2023年煤矿开工率明显低于往年同期（晋陕蒙VS山西）

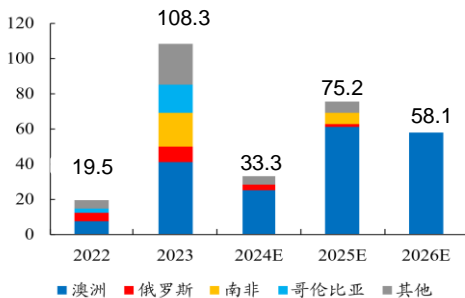


数据来源：煤炭市场网、开源证券研究所

2.2.1 进口煤—海外供给：新增产能有限，当前供给或已临近瓶颈

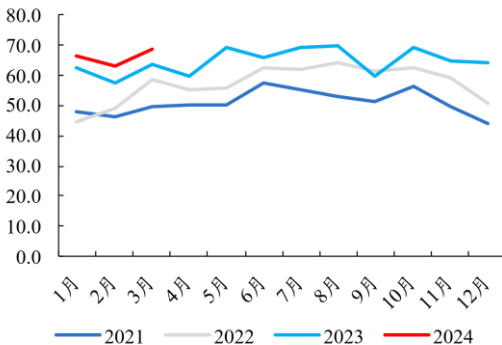
- **海外2023年以后煤炭新增产能有限。**根据IEA对海外主要煤矿项目梳理，测算2023-2026年新增煤矿投产产能分别为10830、3325、7520、5810万吨，预计2023年后海外煤炭新建产能将显著减少。其中对亚洲供给影响很大的主要产煤国，俄罗斯的新增产能呈现递减趋势。
- **印尼产量供给短期或达到瓶颈，俄煤与澳煤产量弹性有限。**2023年印尼煤炭产量为7.75亿吨，同比+13%，但根据印尼官方数据显示，2024年目标产量为7.1亿吨，低于2023年产量且仍要继续执行DMO政策，表明印尼供给短期已达到瓶颈。俄罗斯煤炭产量缺乏弹性，2023年俄罗斯煤炭产量为4.3亿吨，同比-1.3%。澳煤2023年产量9.5亿吨，同比+3.1%，但仍低于2020和2021年水平

图7：2023年后海外煤炭新建产能将显著减少



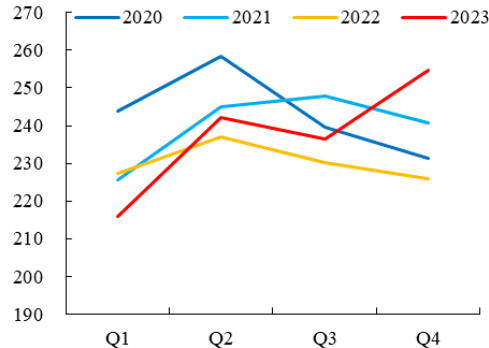
数据来源：IEA、开源证券研究所

图9：印尼煤炭产量增速下滑



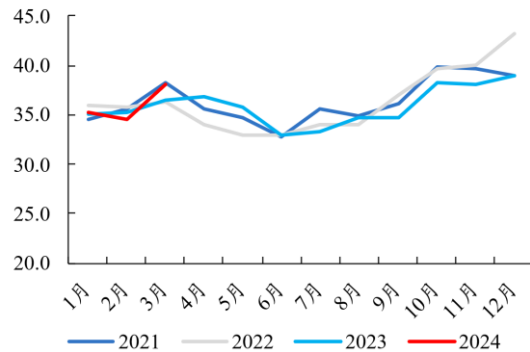
数据来源：McCLOSKEY、开源证券研究所

图8：澳煤年度产量变化不大



数据来源：澳大利亚政府网、开源证券研究所

图10：俄罗斯煤炭产量弹性有限

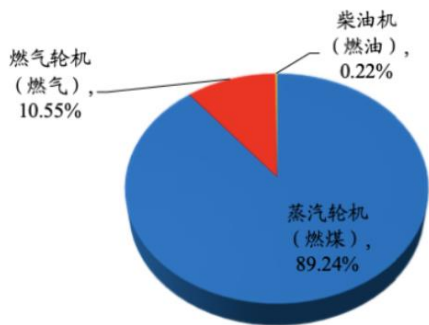


数据来源：McCLOSKEY、开源证券研究所

2.2.2 进口煤—海外需求：印度用电需求高涨或挤占中国动力煤进口空间

- **近年来印度电力需求高涨，未来非炼焦煤进口需求仍将提升。**火电为印度最主要的供电方式，且印度火力发电以燃煤为主，蒸汽轮机（燃煤）装机量占比达89.24%。近年来印度居民和工业部门用电需求高涨，给印度电力供应体系带来严峻考验。尽管印度提高煤炭自主供应能力，但考虑到矿井建成投产需要一定时间，未来印度国内非炼焦煤仍供不应求。据我们测算，在中性情形下，印度非炼焦煤需求预计从2022-23FY的10亿吨提升至2029-30FY的15.51亿吨，在供需平衡下，印度进口非炼焦煤量预计从2022-23FY的1.82亿吨提升至2025-26FY的2.37亿吨，随后印度进口非炼焦煤需求或有所回落，到2029-30FY预计回落至2.02亿吨。
- **印度对中国非炼焦煤进口的争夺效应或逐步显现。**与中国进口结构相似，印度非炼焦煤进口主要来源于印尼，未来印度对印尼非炼焦煤进口需求或弹性向上，叠加印尼经济发展背景下国内动力煤消费需求提升，或在一定程度上挤占中国动力煤进口空间。

图13：截至2022年3月31日，印度火电装机量中蒸汽轮机装机量占89.24%



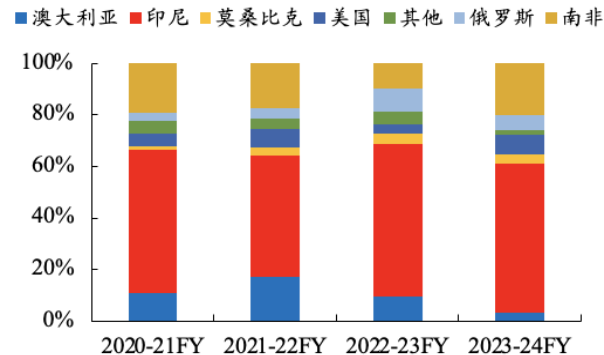
数据来源：印度中央电力局、开源证券研究所

图13：2022-23FY至2029-30FY印度非炼焦煤进口量预测 (亿吨)

	2022-23FY	2023-24FY	2024-25FY	2025-26FY	2026-27FY	2027-28FY	2028-29FY	2029-30FY
乐观情形预测结果								
需求量预测	10.00	10.77	11.61	12.50	13.25	14.05	14.86	15.70
产量预测	8.18	8.87	9.63	10.44	11.33	12.29	13.33	14.46
进口量预测	1.82	1.90	1.98	2.06	1.93	1.76	1.54	1.24
中性情形预测结果								
需求量预测	10.00	10.77	11.61	12.50	13.23	13.97	14.73	15.51
产量预测	8.18	8.79	9.44	10.13	10.88	11.69	12.56	13.48
进口量预测	1.82	1.99	2.17	2.37	2.35	2.28	2.18	2.02
悲观情形预测结果								
需求量预测	10.00	10.77	11.58	12.42	13.10	13.78	14.48	15.19
产量预测	8.18	8.69	9.24	9.82	10.43	11.08	11.78	12.51
进口量预测	1.82	2.08	2.34	2.61	2.67	2.70	2.71	2.67

数据来源：Wind、BP、Energy Institute、印度煤炭部、印度中央电力局、开源证券研究所测算

图14：与中国进口结构相似，印度动力煤进口主要来源于印尼

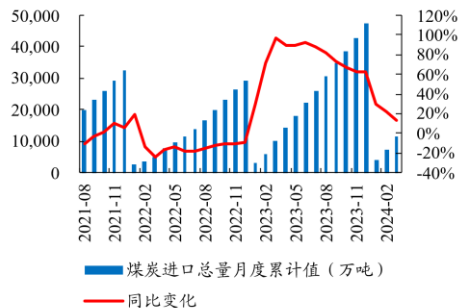


数据来源：印度煤炭部、ICMW、开源证券研究所
备注：其中2023-24FY取自4-10月数据。

2.2.3 进口煤—到岸我国：关税恢复政策导向，2024年或难有增量

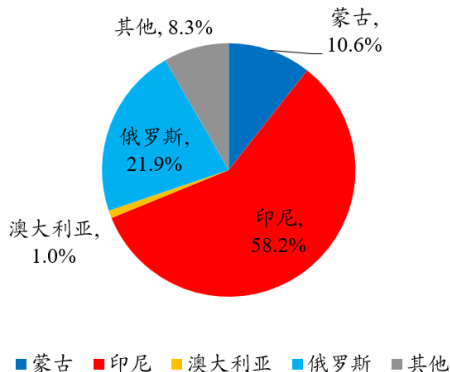
- **2024年或难有增量，主要进口来源国占比略有调整。**2023年进口煤累计同比大涨62%，已达4.7亿吨。主要原因：一是2022年基数较低；二是2023年继续执行进口煤零关税政策，进口煤存在一定成本优势；三是海外需求差，全球贸易煤炭流入我国。2024Q1进口煤增速显著下滑，随着进口煤价格倒挂，预计2024年增量有限。我国进口煤数量按国别较为稳定，前四大国家分别为印尼、俄罗斯、蒙古和澳大利亚，四者占我国进口煤总量稳定在90%以上。2023年我国从主要进口来源国的占比结构发生变化，蒙古和澳大利亚占比提升较多，前者主要是产量大幅提升，后者则是中澳政经关系缓和。
- **关税恢复降低进口煤性价比。**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%。关税恢复对澳洲和印尼的煤影响不大，对于来自俄罗斯和蒙古的焦煤成本将增加3%，烟煤增加6%。关税增加将降低蒙古和俄罗斯煤炭的竞争优势，进一步强化了2024年进口煤难有增量预期。

图15：2024年一季度煤炭进口量同比增速下滑（万吨，%）



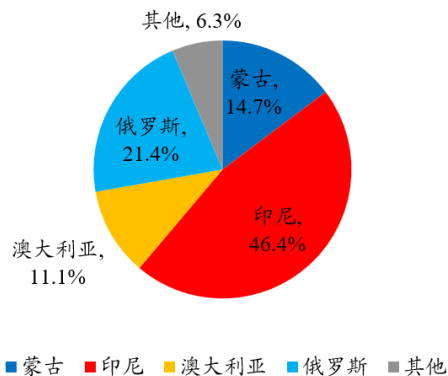
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2022年澳煤占比较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2023年进口澳煤放开使占比恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.1 国内需求—电煤：经济有望见底复苏，用电增速拉动电煤需求

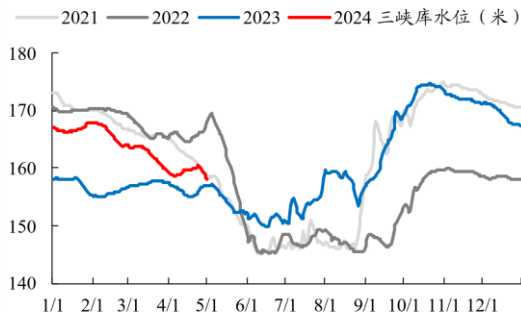
- **经济有望回暖，用电需求或逐步改善。**自2023年7月中央政治局会议以来，政策层面稳增长意图超预期，如2023年四季度增发1万亿国债、地产的全面多方面的支持政策等。2023年全社会用电量同比+6.7%，单月增速明显抬升，2024年一季度国内全社会用电量同比+9.8%，全社会用电量改善迹象明显。
- **水电难有明显改善，火电仍是经济复苏的中流砥柱。**2024年4月以来国内水电发力仍存在不确定性，三峡水位处于低位。展望2024年电煤需求或仍将保持提升趋势，主要原因：一是来水情况与当年气候关系紧密，具有较强不确定性；二是水电改善的影响有限，从2018年-2024年3月，火电累计发电量是水电累计发电量的5倍，水电改善的影响将显著弱化，此外水电具有区域性特征，将进一步削弱水电改善的影响；三是2024年经济改善或将带动全社会用电量改善。

图18：2024Q1全社会用电量继续大增



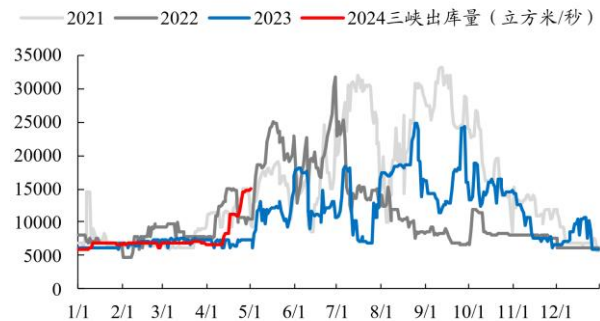
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：三峡水位急速下降，水电乏力



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：三峡出库量改善，持续性具有不确定性（立方米/秒）

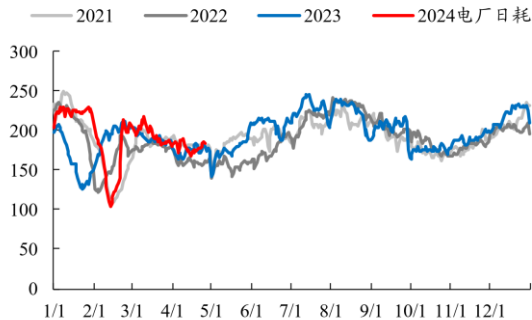


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2 国内需求—电煤：日耗季节性回调，但经济见底复苏或对冲下滑斜率

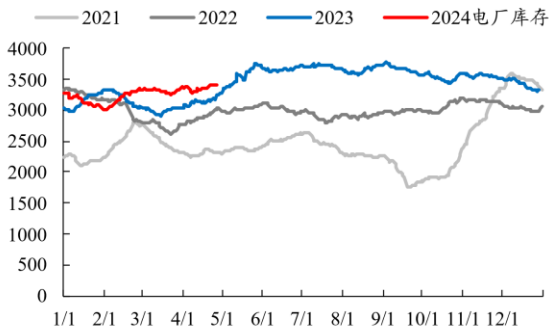
- **电厂日耗季节性下滑，但略高于去年同期。**沿海八省电厂日耗当前处于3-5月的淡季季节性回调阶段，但经济的见底复苏有望拉动用电量需求，从而对冲淡季日耗下滑的斜率。此外水电仍存在不确定性，如果水电无法持续发力，则全社会用电量的任务将由火电来承担。
- **电厂高库存常态化，港口库存低于去年同期。**从库存来看，沿海八省电厂库存高于去年同期，但电厂由于年度长协比例的大幅提升，高库存未来将成为常态化，对煤炭价格的影响较小。港口库存有更多贸易商参与，具有主动补库和去库的行为，对价格存在影响，当前港口库存低于去年同期，且处于今年以来的中位数偏下，随着夏季的临近，如遇补库则将利多煤炭价格。

图21：电厂日耗季节性回调，但高于往年（万吨/天）



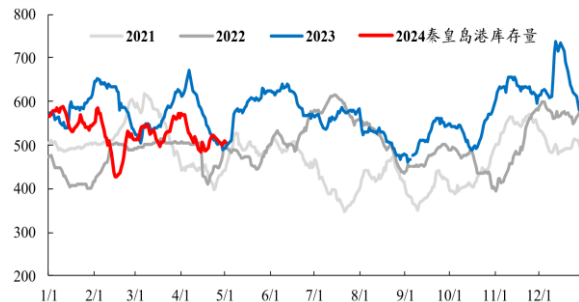
数据来源：煤炭市场网、开源证券研究所

图22：沿海八省电厂库存高位常态化（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：秦皇岛港库存降至近年来低位（万吨）

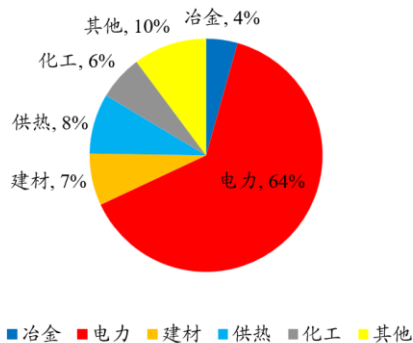


数据来源：煤炭市场网、开源证券研究所

2.3.3 国内需求—非电煤：非电需求边际影响大，煤化工受益煤油价差

- **非电需求三行业边际影响大。**动力煤非电需求主要分布在供热、建材、化工、冶金、和其他行业，前三行业2023年占比分别为8%、7%、6%，合计消费量达到7.2亿吨。
- **煤化工开工率受益于经济复苏&煤油价差。**2023年7月份随着中央政治局会议释放稳增长积极信号，下游煤化工生产企业开始提高开工率，对后市需求预期看多。此外海外原油价格上涨，煤头路线相较于油头路线更具备成本优势，如2024年4月29日，秦港煤炭价格827元/吨，对应产地价格577元/吨（因煤化工多数集中在晋陕蒙煤炭主产区），则对于同成本的烯烃，对应油头路线的原油价格是73美元/桶，而油价为88.4美元/桶；如煤油价差成本优势长期存在，将继续维持煤化工企业高开工率，从而提高化工煤需求量。

图24：2023年非电动力煤需求中，供热、建材、化工行业合计占比份额高



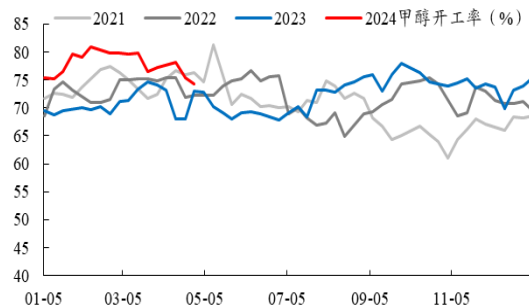
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：不同烯烃生产路线成本比较

石脑油裂解		相同烯烃成本下不同路线对应的原料价格		
国际油价（布伦特现货）/（美元/桶）	烯烃完全成本（不含税）	进口乙烷裂解对应的美国乙烷（MB价格）/（美元/吨）	MTO对应的甲醇价格（到厂价格）/（元/吨）	煤制烯烃对应的煤炭价格（到厂价格）/（元/吨）
30	3042	96	957	-91
40	3858	200	1333	73
50	4651	303	1698	233
60	5467	407	2074	397
70	6258	503	2438	556
80	7076	614	2815	721
90	7867	710	3179	880
100	8685	814	3555	1045

数据来源：《中国进口乙烷裂解制乙烯产业发展机会》、开源证券研究所

图26：甲醇开工率受益于稳增长政策和煤油价差

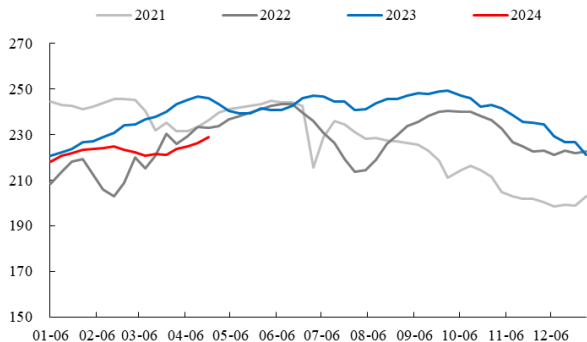


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.4 国内需求—非电煤：冶金与水泥受益于经济复苏

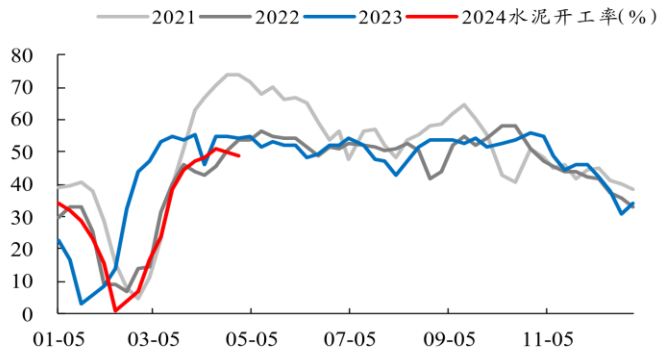
- **冶金与水泥受益于稳增长政策发力。**冶金下游主要是粗钢生产，水泥下游应用领域主要为房地产、基建、农村建设，两者均是与宏观经济高度相关的方向。2023年10月中央财政决定增发万亿国债，用于灾后恢复重建，将支撑基建投资快速增长；2024年4月发改委筛选专项债项目约3.8万个，2024年专项债需求5.9万亿；2024年4月30日政治局会议再次对地方专项债和地产给予政策支持；预计均冶金和水泥需求将恢复。
- **冶金加热用动力煤是被忽视的非电煤需求。**冶金行业不仅使用“炼焦煤生产的焦炭”作为还原剂，也会使用动力煤用于高炉的加热，其需求量与铁水产量呈正相关，所以在钢铁需求和铁水日均产量上行的过程中，“冶金加热用的动力煤”的需求量也在提升。

图27：铁水日均产量仍处于环比改善当中



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：水泥开工率受益政策支持

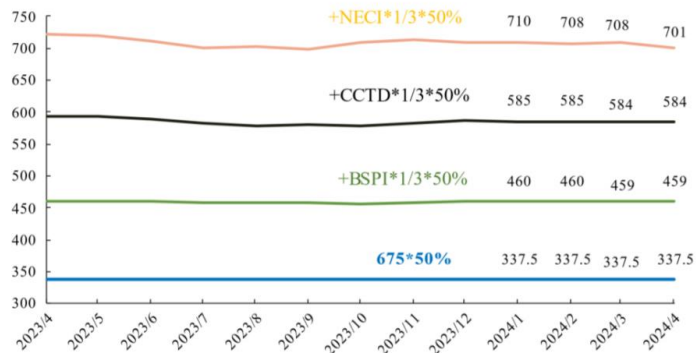


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

2.4 动力煤价格双轨制延续，现货煤价有望维持高位

- **电煤以年度长协为主。**2022-2024年动力煤年度长协港口价格合理区间为570—770元，基准价为675元，有明确的计算公式计算每月的年度长协价格。此外对主要产煤省份的坑口年度长协价格也明确了上下限，实际交易中年度长协多以区间上限成交。无论以每月的年度长协参考价还是以上限价格成交，售价均表现很强的稳定性。
- **港口现货价格800元/吨支撑明显。**自2023年10月起，港口现货煤价缓慢下行，2024年3月前整体上维持在900元/吨以上的高位，2024年3月以来下游需求偏弱（电煤进入淡季+非电恢复不及预期），价格跌破900元/吨，但4月触及800元/吨附近时出现较为明显反弹，当前煤价仍处于反弹趋势中，800/吨价格支撑较为明显。
- **非电用煤对现货价影响变大。**对于水泥、化工、冶金等用煤，发改委文件也明确了其在一定程度上不受限价管控，在电煤保供政策下，当前港口价更多体现出的是非电市场煤的影响，随着需求增加，非电煤对现货价格影响更大。

图29：年度长协定价合理区间为570-770元/吨



数据来源：Wind、国家发改委、开源证券研究所

- 各方对动力煤价的关注度更高，我们判断价格仍将以稳为主，并将在箱体区间里震荡，当前正处于区间的下限，从而也具备向上弹性且表现为区间内的弹性。
- 之前我们一直判断港口动力煤价在800元存在很强支撑，4月中旬以来煤价开始反弹，在短暂回调后再反弹，主要原因包括：
 - 一是产地开工率受安监的影响下降且较高煤价也能一定程度纾解地方财政压力；
 - 二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价；
 - 三是疆煤外运存在800元港口价格的临界值影响，煤炭出疆量敏感度较高；
 - 四是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，即体现煤和油价格的联动，布油70美金与港口煤价800元所制烯烃成本相当，而油价难跌至70美金以下，当前布油价格80美金以上致煤化工成本优势非常明显；
 - 五是水库水位处在历史地位，推测水电难以大幅发力替代火电。

目录

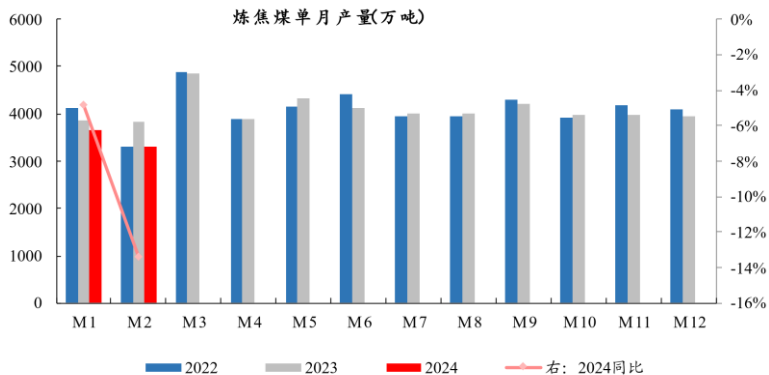
CONTENTS

- 1 煤价复盘：煤价逐步回归，高盈利将合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 **炼焦煤：市场化煤种，煤价供紧需增仍具向上弹性**
- 4 高分红：政策提倡和考核方向，煤炭是高股息优选
- 5 投资策略：高股息与周期弹性，双逻辑煤炭更受益
- 6 风险提示

3.1 国内供给：2023炼焦煤产量开始下滑，2024年或加速下滑

- **未来新增产能非常有限，保供政策主要倾向动力煤。**一是炼焦煤用于“煤焦钢”产业链，成本可以向下游传导，政策层面对炼焦煤供给没有太多的支持倾向，自2019年以来几乎没有批复过新产能，且煤炭保供核增等也只适用于动力煤；二是炼焦煤资源相对稀缺，且由于煤化程度和地质因素，矿井多为埋藏较深的井工矿，新资源较少；三是碳中和大背景下，煤企对井工矿新投产意愿较弱。2023年炼焦煤产量4.9亿吨，同比-0.29%（同期煤炭总量+3.4%），保供政策主要针对动力煤，炼焦煤已开始出现下滑。
- **查三超背景下焦煤产量或将加速下滑。**一是动力煤供给紧张时，炼焦煤企业受到政策的指导会降低洗选率，多产动力煤少产炼焦精煤；二是随着部分煤矿资源已经枯竭，出煤量逐渐减少；三是炼焦煤因为煤质好埋藏深，更容易出现安全隐患，2023年矿难频发，山西2024年查三超及政府稳产保供要求下预计减产7800万吨。由于山西省焦原煤占省内煤炭产量约54.5%，则7800万吨减产对应4251万吨焦原煤减少，假设按照45%洗出率估算则焦精煤将减少1913万吨，占2023年全国炼焦煤产量的3.9%，该缺口很难从其他省份得以弥补。

图30：查三超背景下炼焦煤产量或将加速下滑

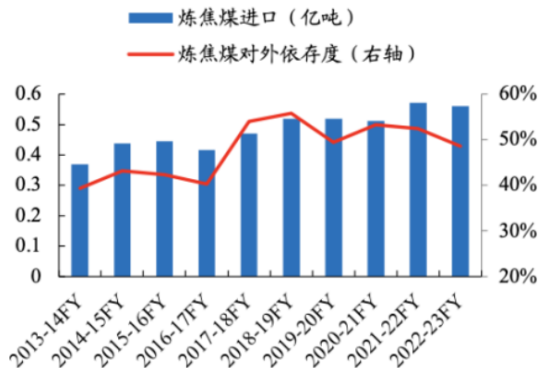


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 进口煤：印度炼焦煤进口争夺效应或致中国炼焦煤进口趋紧

- 印度炼焦煤供不应求，对外依存度维持高位。**印度计划到2030年粗钢产能由2022年的1.6亿吨提升至3亿吨，粗钢产量由2022年的1.3亿吨提升至2030年的2.55亿吨，且计划在2030-31FY将高炉炼钢比例提升至60-65%，印度炼焦煤需求或将快速提升。且由于印度炼焦煤占印度煤炭总储量的比重较低，叠加印度炼焦煤质量较差、洗选难度较高，印度炼焦煤供应显著依赖进口，近年来印度炼焦煤进口依赖度整体呈上行趋势，2022-23FY印度炼焦煤对外依存度达48.56%。
- 印度炼焦煤进口争夺效应或致中国炼焦煤进口趋紧。**据我们测算，印度炼焦煤需求预计从2022-23FY的0.61亿吨提升至2029-30FY的1.37亿吨，在煤炭供需平衡下，印度需进口炼焦煤量预计从2022-23FY的0.56亿吨提升至2029-30FY的1.30亿吨。澳大利亚为印度第一大炼焦煤进口来源国，近年来澳洲焦煤进口高成本致印度进口澳洲焦煤减少，若未来进口成本回落，印度进口澳洲炼焦煤的数量有望恢复增长，将影响中国进口澳洲焦煤数量。同时，近年来印度进口俄罗斯炼焦煤需求持续高增，考虑到俄罗斯东部铁路运力有限，部分俄罗斯炼焦煤运力或向印度转移，中国进口俄罗斯炼焦煤增量面临印度的争夺。

图31：2022-23FY印度炼焦煤对外依存度为48.56%



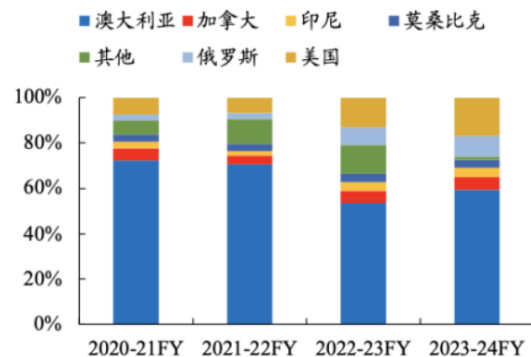
数据来源：印度煤炭部、开源证券研究所

图32：印度进口炼焦煤量预计将快速增长（亿吨）

	2022-23FY	2023-24FY	2024-25FY	2025-26FY	2026-27FY	2027-28FY	2028-29FY	2029-30FY
非炼焦煤（动力煤）进口量预测								
需求量预测	10.00	10.77	11.61	12.50	13.23	13.97	14.73	15.51
产量预测	8.18	8.79	9.44	10.13	10.88	11.69	12.56	13.48
进口量预测	1.82	1.99	2.17	2.37	2.35	2.28	2.18	2.02
炼焦煤进口量预测								
需求量预测	0.61	0.68	0.77	0.86	0.97	1.09	1.22	1.37
产量预测	0.05	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07
进口量预测	0.56	0.64	0.72	0.81	0.91	1.03	1.16	1.30
煤炭（非炼焦煤+炼焦煤）进口量预测								
需求量预测	10.61	11.45	12.38	13.36	14.2	15.06	15.95	16.88
产量预测	8.23	8.83	9.49	10.18	10.94	11.75	12.62	13.55
进口量预测	2.38	2.62	2.89	3.18	3.26	3.31	3.33	3.33

数据来源：Wind、BP、Energy Institute、印度煤炭部、印度中央电力局、开源证券研究所测算

图33：印度进口炼焦煤主要来源于澳大利亚，且近年来印度进口俄炼焦煤数量快速增长

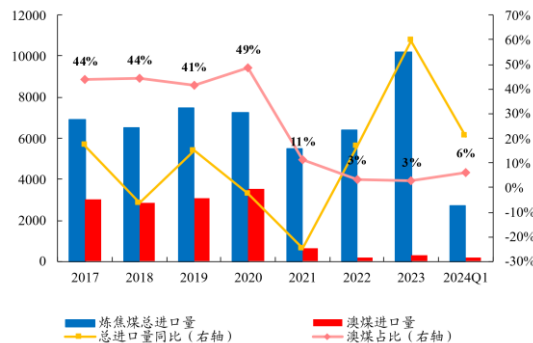


数据来源：印度煤炭部、ICMW、开源证券研究所
备注：其中2023-24FY取自4-10月数据

3.3 进口煤：炼焦煤进口增量难度大

- **澳洲焦煤已被结构性替代，且或受澳洲出口管制。** 2020年之前澳洲焦煤进口量占我国炼焦煤总进口量的40%以上，进口量在3000万吨左右，2020年后进口量大幅下滑，2023年起澳煤虽已放开，但澳洲焦煤直至2024Q1占比仍处于较低水平，而俄罗斯和蒙古焦煤占比大幅提升，已结构性替代。2023年10月，受澳洲国防和贸易伙伴需求的影响，澳洲政府或将对炼焦煤列入“关键矿产”清单。
- **蒙古焦煤已大幅上涨，未来或受运力制约。** 2023年蒙煤通关量恢复，我们推测蒙煤通关或已达上限，主因当前运力已接近瓶颈。铁路运输仍受到“宽轨转窄轨”的接驳站建设制约。
- **俄罗斯焦煤进口受运力和政策限制。** 欧盟禁运俄煤后，俄煤出口中国持续增加，2023年中国进口俄罗斯炼焦煤高达2607万吨，同比+23.7%。受西方制裁下，俄罗斯大力兜售煤炭，但自2022年9月以来，俄罗斯已出现运力不足问题，其东部运输基础设施相对落后，基础设施建设短期改善有限，目前运力已达瓶颈。此外近期俄罗斯决定自2023年10月1日起至2024年底对包括煤炭在内的多种商品施行弹性关税政策，我国也恢复了对俄罗斯煤炭进口关税，成本增加下预计俄罗斯焦煤进口量将受抑制。

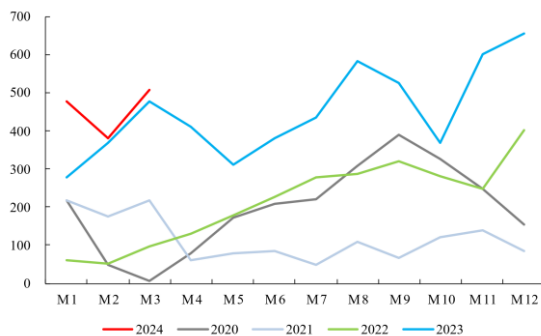
图34：澳洲焦煤进口已被结构性替代（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

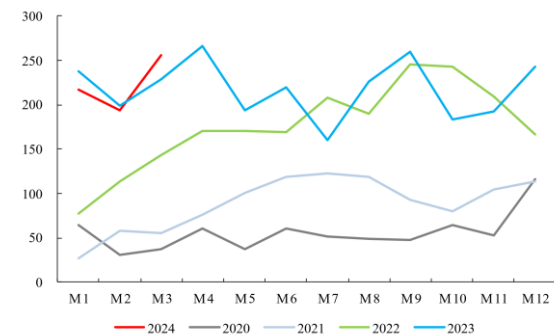
KYSEC

图35：蒙炼焦煤单月进口量或已达瓶颈（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：运力和政策限制俄炼焦煤进口继续提升（万吨）

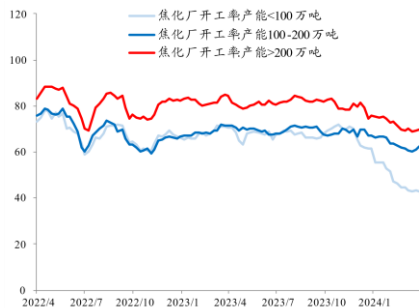


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 需求：炼焦煤需求有望受经济复苏拉动

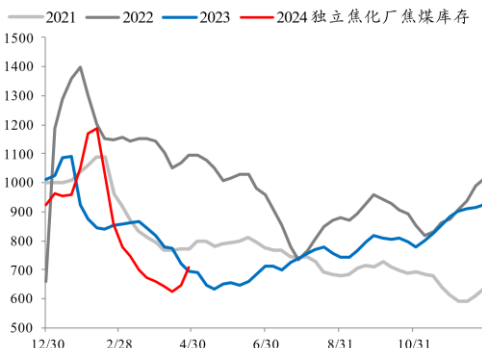
- **钢厂开工率较高，存在补库需求。**地产及财政稳增长政策频出，焦化厂和钢厂高炉开工率维持高位，炼焦煤需求预期有望改善。此外钢厂及焦化厂的炼焦煤库存处于相对低位，存在补库需求。
- **地产支持政策仍在发力。**经济增长离不开房地产的催化。一是多地房地产政策已基本放开，降低首付比例、房贷利率和交易税费仍将是支持和改善住房需求的重要举措；二是城中村建设：分三类推进实施超大特大城市积极稳步推进城中村改造；三是保障房政策：对保障性住房建设用地免征土地使用税和相关印花税，在大城市加大保障性住房建设和供给，推动房屋回归商品属性。4月30日政治局会议再次提到“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式”
- **国债支持基建投资。**中央财政将在2023年四季度增发国债1万亿元，全部通过转移支付方式安排给地方。其中，2023年拟安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。4月12日国务院发改委和4月30日政治局会议，再次实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，国债资金、地方政府专项债券、中央预算内投资等政策工具将发力显效。

图37：焦化厂开工率企稳反弹（%）



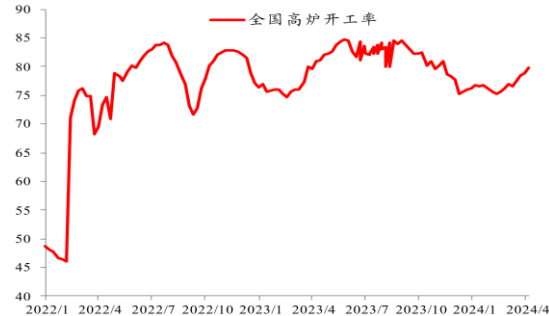
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：炼焦煤库存底部反弹（万吨）



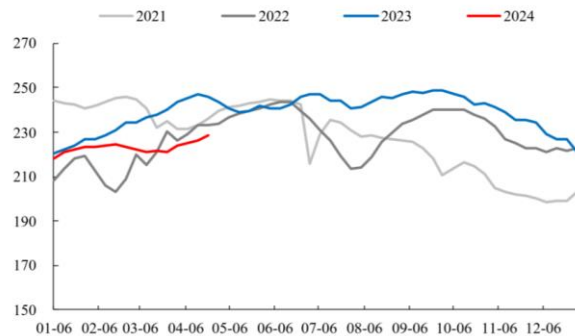
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：钢厂开工率持续反弹（%）



数据来源：Wind、CCTD、开源证券研究所

图40：铁水日均产量持续上行

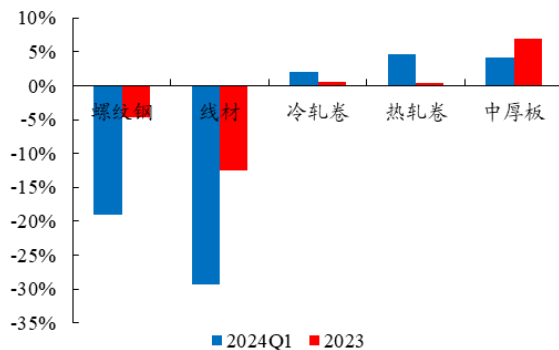


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 煤价判断：炼焦煤属于市场化煤种，供紧需增价格有望上行

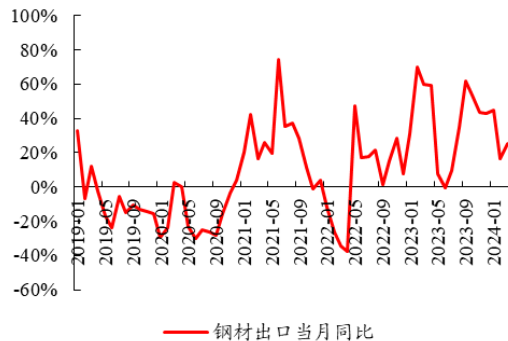
- 我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，具备向上的弹性且是完全弹性。
- 之前通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，即若秦港动力煤价存在800元支撑，则炼焦煤价格存在1920元的支撑，4月中旬以来炼焦煤价格已在此值附近触底反弹，再次验证我们的判断。当前正处于“煤焦钢产业链”的施工旺季，国家政策对中央预算内的投资、地方专项债等都在部署工作，预计需求将随季节性和政府稳增长政策推进中得到明显回升，此外2023年出现的钢铁下游结构的转化（从地产基建转向机械汽车等制造业）、钢材的出口大增等现象仍在持续，此外炼焦煤生产大省山西“查三超”和明确减量，基本面“供紧需增”，判断炼焦煤价格具备向上反弹的动能。

图41：中厚板产量同比为正而螺纹与线材同比为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：钢材出口增长显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：京唐港价格4月下旬触底反弹（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 煤价复盘：煤价逐步回归，高盈利将合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 炼焦煤：市场化煤种，煤价供紧需增仍具向上弹性
- 4 **高分红：政策提倡和考核方向，煤炭是高股息优选**
- 5 投资策略：高股息与周期弹性，双逻辑煤炭更受益
- 6 风险提示

4.1 分红政策：政策鼓励和引导上市企业分红

- **政策鼓励高分红。**2023年12月证监会发布《上市公司现金分红》，明确鼓励现金分红、引导合理分红；2024年1月国资委提出研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核，提倡加大现金分红力度回报投资者；2024年4月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。

表1：政策鼓励和引导上市企业分红

时间	部门	政策	内容
2020.10	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	上市公司要诚实守信、规范运作，专注主业、稳健经营，不断提高经营水平和发展质量。上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员要各尽其责，公平对待所有股东。对损害上市公司利益的行为，上市公司要依法维权。鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。
2021.12	国务院	《国务院办公厅关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	探索增加居民财产性收入，鼓励和引导上市公司现金分红，完善投资者权益保护制度。
2023.12	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》	一是进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注，督促提高分红水平，专注主业。二是简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏。三是加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红。
2024.1	国资委	全面推开上市公司市值管理考核	国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024.4	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

资料来源：国务院、证监会、国资委、开源证券研究所

4.2 股息率敏感性分析：煤炭核心标的仍是高股息方向优选

- **800动力煤均价下核心标的股息率仍较高。**在2023年业绩基础上，仅考虑动力煤均价变化带来的影响，假设2024年动力煤均价为800元/吨，此时中国神华股息率仍有5%，且两家煤企大于9%，两家大于7%，核心标的在悲观煤价假设下依旧保持较高股息率。

证券代码	上市公司	股价 (元) 2024/5/7	市值 (亿元) 2024/5/7	归母净利润 (亿元) 2023	归母净利润 (亿元) 2024E	PE 2023	PB 2024/5/7	2023年分红比例	2023股息率	2024年假设分红比例	2024预测股息率	评级
601088.SH	中国神华	39.93	7624.6	596.9	546.2	13.29	1.86	75.2%	5.5%	75.2%	5.2%	买入
601699.SH	潞安环能	22.07	660.2	79.2	60.6	8.33	1.32	60.0%	7.2%	60.0%	5.5%	买入
000983.SZ	山西焦煤	10.68	606.3	67.7	67.7	8.95	1.56	67.1%	7.1%	67.1%	7.5%	买入
601666.SH	平煤股份	13.48	333.8	40.0	40.0	8.34	1.31	60.6%	4.2%	60.0%	7.2%	买入
600546.SH	山煤国际	14.76	292.6	42.6	36.9	6.87	1.79	30.3%	9.3%	30.3%	3.8%	买入
600985.SH	淮北矿业	19.44	523.6	62.2	62.2	8.41	1.25	42.6%	4.4%	42.6%	5.1%	买入
600188.SH	兖矿能源	23.75	1556.3	201.4	187.4	8.77	2.97	85.3%	8.0%	85.3%	9.0%	买入
601898.SH	中煤能源	12.16	1417.2	195.3	174.5	8.25	1.08	30.0%	3.6%	30.0%	3.2%	买入
600348.SH	华阳股份	9.69	349.6	51.8	37.8	6.75	1.21	30.0%	4.4%	30.0%	3.2%	买入
600256.SH	广汇能源	7.69	504.9	55.6	38.1	9.09	1.70	0.7元	9.1%	0.7元	9.1%	买入

目录

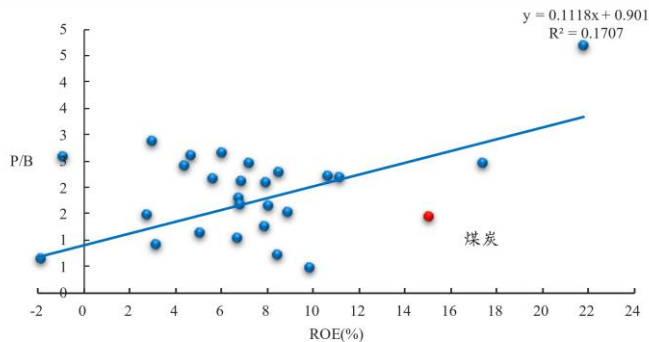
CONTENTS

- 1 煤价复盘：煤价逐步回归，高盈利将合理且可持续
- 2 动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动
- 3 炼焦煤：市场化煤种，煤价供紧需增仍具向上弹性
- 4 高分红：政策提倡和考核方向，煤炭是高股息优选
- 5 **投资策略：高股息与周期弹性，双逻辑煤炭更受益**
- 6 风险提示

5.1 煤炭行业高ROE、低PB，估值折价明显

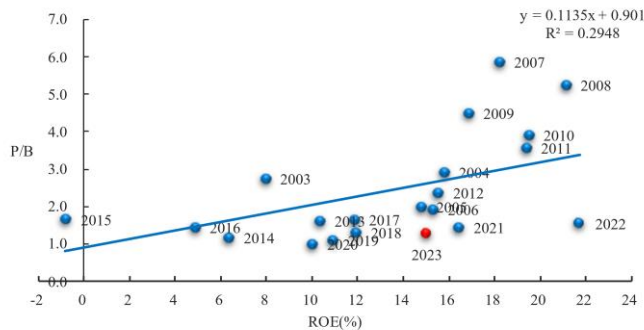
- **PB-ROE角度，煤炭行业明显处于其他行业PB-ROE均衡线以下。**从市净率角度出发，对煤炭行业等28个行业现阶段市净率（PB-LF）和ROE-TTM进行回归分析，发现煤炭行业位于PB-ROE均衡线的下方，且距离均衡线比较远，表现出高ROE，低PB的特点，估值折价明显。通过回归分析，当前煤炭行业2023年15.04%的ROE对应市净率应为2.58，截至2024年4月30日，煤炭板块实际市净率仅1.44，市净率估值折价44.2%，相比其他行业存在明显的估值修复机会。
- **煤炭行业ROE处于历史高位，但市净率仍处于低位。**对2003-2023年煤炭行业PB-ROE进行回归分析，2017-2023连续七年PB-ROE都位于均衡线以下，当前板块处于“高ROE、低PB”组合阶段，盈利估值性价比突出，估值存在明显折价。当前ROE虽相较于2022年有所下滑，但PB仍处低位，当前ROE对应的PB应为2.61，实际PB折价44.8%。

图47：煤炭相比A股其他行业位于PB-ROE均衡线下



数据来源：Wind、开源证券研究所

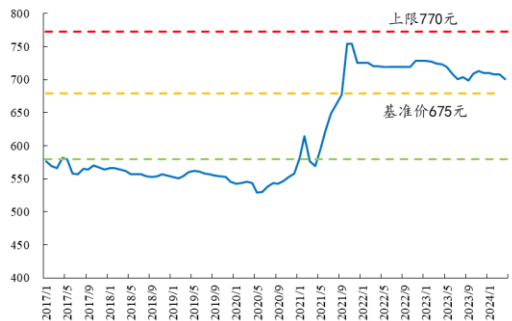
图48：2017-2023年煤炭行业PB-ROE位于均衡线之下，估值折价



数据来源：Wind、开源证券研究所

- **煤企稳定&持续高分红，构建估值提升逻辑。**2022-2023年，年度长协基准价675元，较2020-2021年的535元大幅提升，2023年以来，动力煤年度长协价格高位稳定。比例方面：随着发改委对煤炭中长期合同监管工作的重视，电煤中长期合同比例逐渐提升。长协价格稳定、比例提升，煤企盈利有望高位确定，再叠加持续高分红逻辑，有望带来估值重构。未来现货波动幅度收敛，也将有利于业绩稳定性提升。
- **中国神华业绩稳定性高&持续高分红带来估值重构。**2020年以前，中国神华估值始终低于煤炭板块。中国神华体量较大，具有“煤电路港航化”一体化经营模式，中国神华经营稳健性高于行业，业绩相对稳定。2010-2020年，中国神华PE始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及煤炭板块。2021年下半年，中国神华估值偏低的逻辑发生了反转，2021年11月以来中国神华PE基本都高于板块PE。2024年4月26日，中国神华PE（TTM）为13.16倍，煤炭板块平均PE为10.50倍，中国神华高25.3%，PE差距进一步拉大。

图49：基准价上调后长协价显著提升



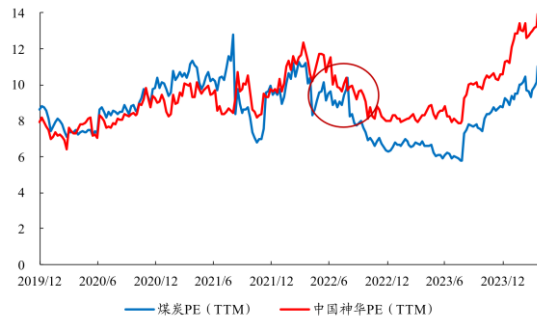
数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2020年以前中国神华PE始终低于板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：2022年以来中国神华PE逐渐高于板块

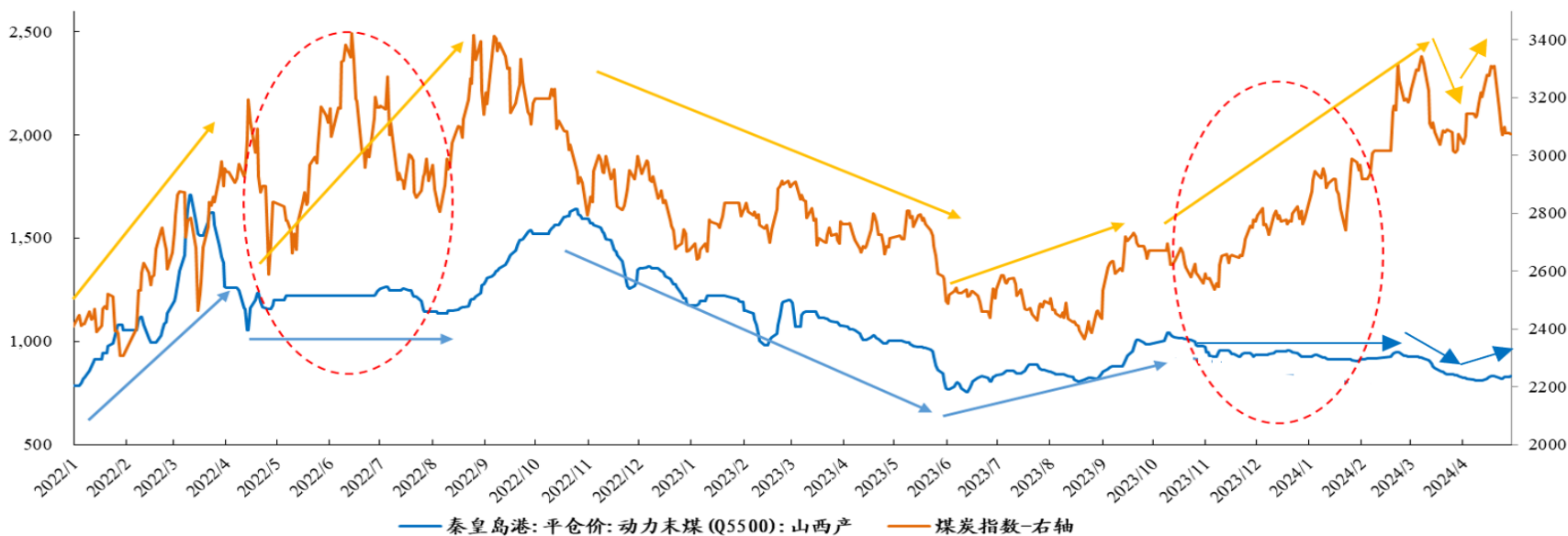


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 煤价与股价复盘：多数体现周期弹性，但高股息提估值已露端倪

- 复盘煤价与股价，2021年12月-2022年3月，煤价与股价同步上涨，周期弹性体现；2022年4-9月，煤价平缓波动，股价波动上行并创年内新高，煤价与股价脱敏，高股息提估值体现；2022年10月-2023年上半年，煤价与股价双双震荡式下行，周期弹性体现；2023年下半年，煤价与股价同步震荡上行，周期弹性体现；2023年11月-2024年3月，煤价平稳运行，股价大幅上行再创新高，煤价与股价脱敏，高股息提估值体现；2024年3月-4月，煤价与股价同步下行，周期弹性体现；2024年4月-5月，煤价与股价同步上涨，周期弹性体现。

图52：多数周期弹性，高股息提估值已现端倪



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5 投资策略：高股息与周期弹性兼备

- 我们认为，煤炭板块有望迎重新布局的起点，且是高股息与周期弹性兼备，有望吸引比上一轮更多资金的配置。
- **煤炭股高股息投资逻辑仍是主线。**因为当前弱经济和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置的偏好，根据我们2024年1月22日发布的《股息率敏感性分析，再论高股息煤炭股投资价值》来看，即使动力煤价800元，多数煤炭公司仍有很高的股息率；我们可以从煤炭的高股息和低估值两个维度判定未来板块的涨幅空间：一是若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率时，之间股息差变动的幅度即为板块上涨的资本利得空间；二是煤炭股低估值表现为多家重点煤企2023E) 业绩对应的静态市盈率PE的平均值约为8倍，中国神华是煤炭板块提估值的典范且当前2023年静态PE超过13倍，则以中国神华作为板块估值提升的锚，其他煤炭企业业绩的稳定性提升（年度长协比例提升和现货价格高位窄幅波动）和普遍提高分红比例，煤炭板块整体估值有望趋近中国神华，复制中国神华2021年底提估值的历程。
- **煤炭股周期弹性投资逻辑也将重现。**当前无论动力煤和炼焦煤价格均已触底反弹，判断仍将处于上行通道，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。
- **多维度精选煤炭个股将获得超额收益。**一是炼焦煤弹性标的，推荐【平煤股份、潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】，周期品属性且受益价格底部反弹；二是动力煤弹性标的，推荐【兖矿能源、晋控煤业、广汇能源】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】、受益标的【陕西煤业】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【新集能源】，未来对煤炭价格脱敏实现更高的业绩稳定性，资本开支结束后有望获得高股息。

5.6 重点公司业绩预测，板块有望整体提估值

表3：推荐及受益标的盈利预测与估值

证券代码	上市公司	股价 (元)	市值 (亿元)	总股本 (亿)	归母净利润 (亿元)		PE		PB	2023年	2023股息率	评级
		2024/5/6	2024/5/6	2024/5/6	2023	2024E	2023	2024E	2024/5/6	分红比		
601088.SH	中国神华	39.55	7552.1	198.7	596.9	615.2	12.7	12.3	1.84	75.2%	5.7%	买入
601699.SH	潞安环能	21.54	644.3	29.9	79.2	80.7	8.1	8.0	1.29	60.0%	7.4%	买入
000983.SZ	山西焦煤	10.59	601.2	56.8	67.7	66.5	8.9	9.0	1.55	67.1%	7.6%	买入
601666.SH	平煤股份	13.26	328.4	24.8	40.0	46.6	8.2	7.0	1.29	60.6%	7.4%	买入
600546.SH	山煤国际	14.50	287.5	19.8	42.6	41.2	6.7	7.0	1.76	30.3%	4.5%	买入
600985.SH	淮北矿业	19.20	517.1	26.9	62.2	65.7	8.3	7.9	1.23	42.6%	5.1%	买入
600188.SH	兖矿能源	23.55	1539.3	74.4	201.4	210.6	7.6	7.3	2.95	55.0%	6.3%	买入
601898.SH	中煤能源	11.94	1392.1	132.6	195.3	205.5	7.1	6.8	1.06	30.0%	3.7%	买入
600348.SH	华阳股份	9.64	347.8	36.1	51.8	46.2	6.7	7.5	1.20	50.0%	7.4%	买入
600256.SH	广汇能源	7.63	501.0	65.7	51.7	65.5	9.7	7.7	1.68	0.7元/股	9.2%	买入
601918.SH	新集能源	8.96	232.1	25.9	21.1	24.4	11.0	9.5	1.64	18.4%	7.8%	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

煤价复盘：煤价逐步回归，高盈利将合理且可持续

2

动力煤：政策性煤种，煤价反弹后将维持区间波动

3

炼焦煤：市场化煤种，煤价供紧需增仍具向上弹性

4

高分红：政策提倡和考核方向，煤炭是高股息优选

5

投资策略：高股息与周期弹性，双逻辑煤炭更受益

6

风险提示

- **经济增速下行风险。**作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

分析师声明

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

特别声明

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

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

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

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

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn

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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券