



煤炭开采

优于大市（上调）

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaijun@tebon.com.cn

薛磊

资格编号：S0120524020001

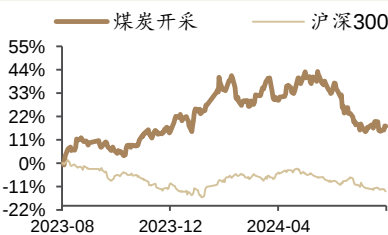
邮箱：xuelei@tebon.com.cn

研究助理

谢信圆

邮箱：xiejin@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《永泰能源(600157.SH)：业绩同比增长，成长空间广阔》，2024.8.28
- 2.《昊华能源(601101.SH)：产能逐步释放，业绩表现优异》，2024.8.27
- 3.《煤炭周报：板块底部渐明，重视底部布局》，2024.8.25
- 4.《中煤能源：Q2 业绩同比增长，中期分红凸显投资价值》，2024.8.24
- 5.《甘肃能化(000552.SZ)：Q2 业绩同比改善，煤电化成长可期》，2024.8.23

复苏打破供需双弱格局，新时代煤炭估值体系渐成

煤炭行业 2024 年中期策略

投资要点：

- **政策持续发力，复苏迹象显现。**1) **煤炭核心消费地位不改。**2023 年煤炭消费量占能源消费总量约 55.3%，核心地位依旧稳固。细分下游领域来看，2023 年火电消费量 29 亿吨，同比增长 9%，是动力煤主要消费来源。根据我们预测，在 22% 的新能源装机（风+电）增速下，新能源发电的年增量至少要在 2028 年才能实现社会用电增量，考虑到消纳及气候等因素扰动，实际碳达峰时间预计将会延后，近几年煤炭消费依然将处主导地位；2) **全社会用电延续高增，用电结构向新兴产业倾斜。**2024 年我国社会用电延续高增，1-6 月我国全社会发电量为 7685 亿千瓦时，较上年同期增加 2.26%，其中火电发电占比 63%。从结构上看，第三产业占比稳中有升，截至 24Q2，第三产业电力消费弹性指数为 2.61，AI、算力大数据等新兴产业预计将成为驱动社会用电量边际增长的主要动因；3) **设备更新&地产政策支撑需求，黑色有望开启正反馈。**设备更新方面，国家发改委、财政部近日印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提出统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，投资拉动效应显著，焦煤长期需求预计有保障。**地产方面**，5 月楼市迎来政策三箭齐发，同时，前期万亿国债及 5000 亿 PSL 额度已全部发放完毕，“三大工程”推进或将带来新增量。从 4-6 月数据来看，螺纹钢及热轧卷板去库明显，终端钢厂的双焦仍维持低位。实际数据与密集政策形成共振，黑色有望开启正反馈。
- **安全生产定调，进口增量有限。**1) 国内生产明显降速：2024 年 1-6 月全国煤炭累计产量 22.66 亿吨，同比下降 1.72%。一方面原因在于煤价下跌抑制生产积极性；另一方面原因在于安全形势加剧，政策思路向保供和安全生产兼具转变，行业产能利用率受到限制。2) 煤矿计划稳产，2024 年各省规划产量增量有限：从地方政府煤炭产量目标来看，与 2023 年不同，2024 年主基调以稳产保供、发挥煤炭兜底保障作用为主。以晋陕蒙主产区为例，2024 年煤炭产量计划增量为 -4894 万吨，相较于 2023 年的计划增量 1.38 亿吨下降明显。此外，安徽、河南两省在 2024 年全省能源工作会议中并未设立明确的产量目标。中长期看，新矿批复规模减少、煤炭产能向西转移、资源衰竭等结构性问题将对长期供给形成约束，预计 2024 年产量增速仍将进一步下降。3) 价差决定进口数量：2024 年 6 月以来，价差收敛转负，价格优势荡然无存。考虑到运输、到货时间，我们认为后续煤炭高进口量难以为继。中长期来看，全球化石能源资本开支（剔除中国）增速下滑；同时，我们在此前外发深度《全球煤炭行业未来 3 年 10 大趋势》中梳理了海外新建煤炭项目，数量较少且规模不大，未来很难进一步增长。
- **稳定分红下的高股息，新时代煤炭行业估值体系渐成。**1) **资产负债表修复，高股息稳健：**本轮煤炭价格上涨后资产负债率持续下降，且行业资本开支增幅远低于过去，企业在手货币资金规模持续大幅提升，远期抗风险能力增强、持续高分红基础提升；2) **全球低资本开支逻辑叠加市值管理，传统能源演绎价值重估：**参考巴菲特增持西方石油的逻辑，低资本开支下的高分红存在长期吸引力。煤炭企业经营有望持续优化，估值存在中长期提升空间。24 年 4 月“新国九条”颁布，再次重申对分红优质公司激励力度，鼓励“股权激励”并将其与市值管理挂钩，国有企业治理结构迎来优化，中长期估值存在提升空间。
- **投资建议：**2023 年煤炭行业供给增速开启下行后，煤价经历 2023 年 5 月、2024 年 4 月两次 800 元/吨压力测试支撑明显，党的二十届三中全会提出将进一步全面深化改革、推进中国式现代化，经济复苏叠加弱供给，煤价中枢有望逐年稳步提

升；2024 年国资委全面推开国有企业市值管理，证监会推动上市公司高质量分红，险资成本持续下降背景下，煤炭股在 DDM 模型的分子和分母端有望迎来双击。持续看好煤炭板块投资价值，**推荐三个方向：1) 优质分红**。优质公司具备长期分红能力，且随着资本开支下降，分红率具备持续提升空间，推荐：陕西煤业、山煤国际、中煤能源，建议关注：中国神华、兖矿能源等；**2) 长期增量**。煤炭产能增量具有稀缺性，煤电一体顺应政治导向，协同发展熨平风险周期，推荐：新集能源、甘肃能化、电投能源、昊华能源、永泰能源，建议关注：广汇能源、盘江股份、陕西能源、苏能股份等；**3) 双焦弹性**。复苏预期下，双焦在经历前期的价格的大幅下跌后存在反弹空间，推荐：潞安环能、平煤股份、淮北矿业、中国旭阳集团，建议关注：山西焦煤、冀中能源等。

- **风险提示：**海外经济衰退幅度超预期；国内经济复苏力度不及预期；煤炭安全检查放松

内容目录

1. 复盘：2024 年前期核心矛盾为供需双弱，需求更弱.....	7
1.1. 供给端：由增速下降到实质性下降.....	7
1.2. 需求端：电力稳健，非电弱势.....	8
2. 需求端：政策持续发力，复苏迹象显现.....	9
2.1. 煤炭核心地位稳固，行业消费提升.....	9
2.2. 经济复苏带动用电高增，新兴产业拉动用电需求.....	10
2.3. 设备更新和新质生产力政策利好，钢铁行业抓住发展机遇.....	12
2.3.1. 大规模设备更新和消费品以旧换新，推动钢铁行业实现升级转型.....	12
2.3.2. 地产政策频发，黑色有望开启正反馈.....	13
3. 供给端：安全生产定调，进口增量有限.....	16
3.1. 国内生产：安全生产成为主旋律，供给增速放缓&弹性弱化.....	16
3.1.1. 安全生产成为主旋律，山西产量下滑显著.....	16
3.1.2. 中长期供给缺乏弹性，煤炭价格中枢有望提升.....	17
3.2. 进口方面：价差决定进口数量，海外资本开支增速下滑未来增量有限.....	20
4. 稳定分红持续，煤炭行业新时代估值体系渐成.....	22
4.1. 分子端：资产负债表修复，高股息稳健.....	22
4.2. 分母端：全球资产荒下，估值体系有望抬升.....	25
4.3. 险资成本下滑，高股息配置价值凸显.....	26
4.4. 矿业权出让市场基准价上调，煤企在手资源有望重估.....	28
5. 投资建议：紧握优质分红，布局成长机遇.....	31
6. 风险提示.....	31

图表目录

图 1: 全国原煤累计产量及同比增速	7
图 2: 我国煤炭累计进口量及同比增速	7
图 3: 煤炭总供给及同比增速（截至 2024 年 6 月）	7
图 4: 全国火电发电量及同比增速	8
图 5: 全国 247 家钢厂铁水日均产量（万吨）及同比增速%	8
图 6: 全国水泥产量及同比增速	8
图 7: 2023 年煤炭在一次能源消费占比	9
图 8: 动力煤分行业消费量（亿吨）	9
图 9: 23 年发电结构%	9
图 10: 全国部分地区弃风弃光率%	9
图 11: 20-24 年火电装机量累计同比%	10
图 12: 电源结构变化时间测算（万亿度）	10
图 13: 全社会发电量（亿千瓦时）	10
图 14: 第一二三产业用电量（亿千瓦时）及第三产业用电占比	10
图 15: 工业出口金额（亿元）与社会用电量（亿万千瓦时）关系	11
图 16: 美国 CPI 环比及同比%	11
图 17: 第三产业用电弹性	11
图 18: 数据中心用电量及机柜数测算（亿度）	12
图 19: 数据中心用电量及耗煤量测算（万吨）	12
图 20: 汽车产量当月值（万辆）	13
图 21: 空调产量当月值（万台）	13
图 22: 中国钢铁出口量（万吨）	14
图 23: 247 家日均铁水产量（万吨）	14
图 24: 社会库存：螺纹钢（万吨）	15
图 25: 热轧卷板库存（万吨）	15
图 26: 247 家钢铁企业炼焦煤库存（万吨）	15
图 27: 247 家钢铁企业焦炭库存（万吨）	15
图 28: 水泥熟料窑线运转率%	15
图 29: 水泥直供量（万吨）	15
图 30: 煤矿高负荷生产带来安全事故频发	16
图 31: 2023 年全国煤矿安全事故统计	16
图 32: 安监力度升级之后，行业开工率明显受到制约（%）	17

图 33: 2024 年上半年, 山西省原煤产量同比下滑 13.3% (万吨)	17
图 34: 新矿批复规模	18
图 35: 煤炭上市公司资本开支变化	18
图 36: 晋陕蒙新四省产量集中度处于历史高位 (亿吨, %)	18
图 37: 2021-2024 年国家新批复产能集中在西北部省份	18
图 38: 煤价下行时, 煤炭开采和洗选业亏损企业增多 (家, 元/吨)	19
图 39: 煤炭进口量季节性一览 (万吨)	20
图 40: 部分煤炭进口来源情况	20
图 41: 2024 年 6 月以来, 国内外煤炭价差收敛转负 (元/吨)	20
图 42: 全球化石能源资本开支增速下滑 (剔除中国, 亿美元)	21
图 43: 煤炭采选业负债率 (%) 和煤炭产量关系 (万吨)	22
图 44: 煤炭采选业固定资产投资完成额累计同比及资产负债率%	22
图 45: CS 煤炭板块企业资本开支现金流总额 (亿元)	23
图 46: CS 煤炭板块货币资金总额 (亿元)	23
图 47: CCTD 秦皇岛动力煤 Q5500 长协价 (元/吨)	23
图 48: 山西焦煤长协现货指数	23
图 49: FVOCI 权益资产对财务报表的影响	26
图 50: 2019-2024 年十年期国债与一年期国债到期收益率%	27
图 51: 高分红行业与一年期国债利率差%	27
图 52: 煤炭行业股息率与一年期国债收益率对比	28
表 1: 三产电力消费弹性系数	11
表 2: 新质生产力&设备更新政策脉络	12
表 3: 地产政策梳理	14
表 4: 主要煤炭生产省份 2024 年规划	17
表 5: 我国煤炭生产区域产量占比变化预测 %	18
表 6: 疆煤外运经济性测算	19
表 7: 分煤种来看, 2023-2028 年全球新建煤炭矿井产能统计 (万吨)	21
表 8: 分国别来看, 2023-2028 年全球新建煤炭矿井产能统计 (万吨)	22
表 9: 分红政策	24
表 10: 2022-2023 年部分申万煤炭板块企业情况一览	24
表 11: 伯克希尔增持西方石油交易数据	25
表 12: 金融资产由四分类变为三分类	26

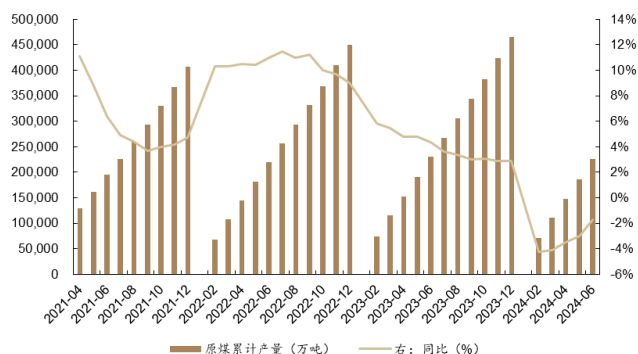
表 13: 主要省份矿业权出让收益市场基准价一览	29
表 14: 煤炭上市企业在手资源账面价值一览	30
表 15: 近年来, 陕西省采矿权出让成交结果	30

1. 复盘：2024 年前期核心矛盾为供需双弱，需求更弱

1.1. 供给端：由增速下降到实质性下降

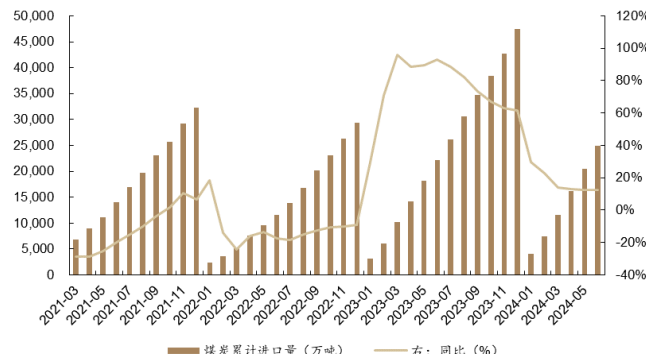
2024 年国内生产明显降速。2024 年 1-6 月全国煤炭累计产量与 2022 年和 2023 年同期相比，增速明显下降。国内原煤累计产量为 22.66 亿吨，同比下降 1.72%。一方面原因在于国家政策重心转向，煤矿安全生产成为国家工作重点，监管力度升级后，产能利用率受到一定的制约；另一方面，煤价下跌抑制生产积极性。进口方面，2024 年 1-6 月，进口煤保持较好利润，煤炭进口总量大幅上涨至 2.5 亿吨，同比增长 12.5%。但由于我国原煤供给以国内为主、进口为辅，1-6 月煤炭总供给合计 25.15 亿吨，同比减少 0.3%。

图 1：全国原煤累计产量及同比增速



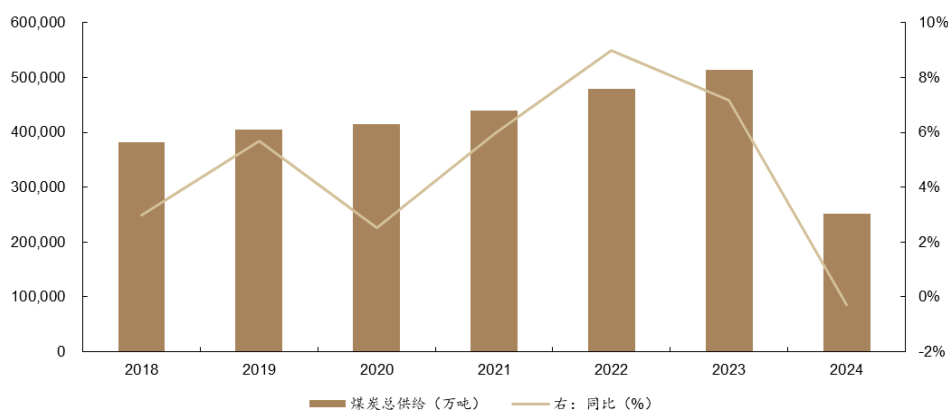
资料来源：Wind、德邦研究所

图 2：我国煤炭累计进口量及同比增速



资料来源：Wind、德邦研究所

图 3：煤炭总供给及同比增速（截至 2024 年 6 月）

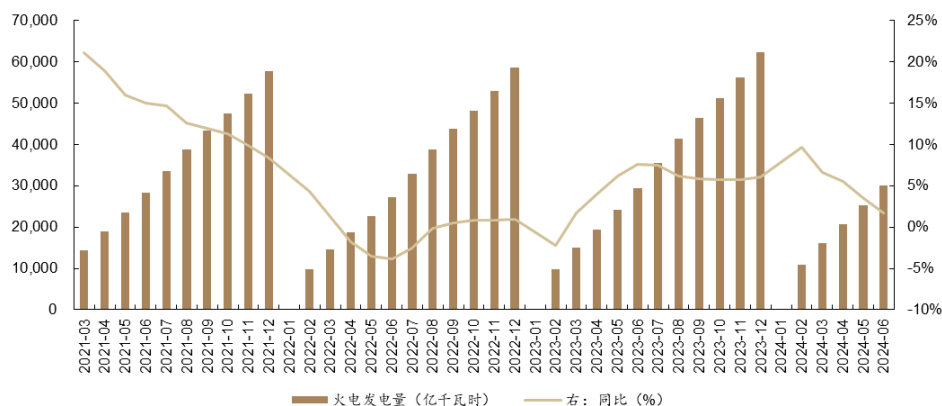


资料来源：Wind、德邦研究所

1.2. 需求端：电力稳健，非电弱势

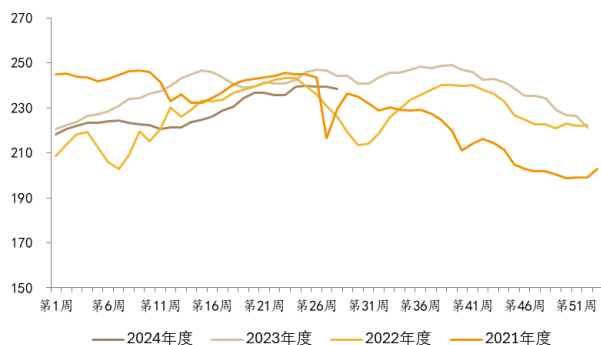
2024 年煤炭需求呈现复苏趋势。中国经济持续复苏带动能源消费量，煤炭消费量持续提升。2024 年 1-6 月全国火电发电量 30053 亿千瓦时，同比增长 1.7%。下游非电产业链来看，2024 年 1-6 月全国生铁产量累计增速为-3.6%；水泥产量为 8.5 亿吨，累计增速为-10%。

图 4：全国火电发电量及同比增速



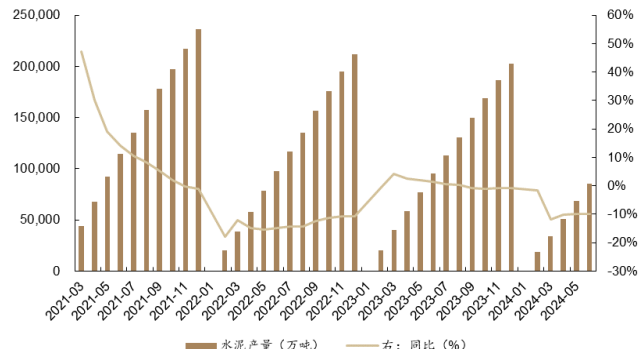
资料来源：Wind、德邦研究所

图 5：全国 247 家钢厂铁水日均产量（万吨）及同比增速%



资料来源：Mysteel、德邦研究所

图 6：全国水泥产量及同比增速



资料来源：Wind、德邦研究所

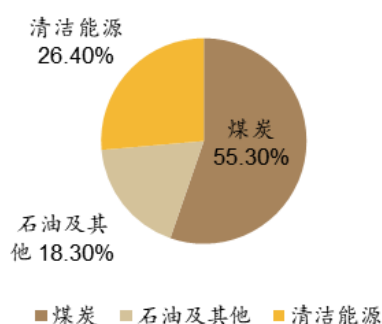
2. 需求端：政策持续发力，复苏迹象显现

2.1. 煤炭核心地位稳固，行业消费提升

煤炭作为中国核心一次能源，预计未来在很长一段时间内仍将占比超过 50%。根据国家统计局数据显示，2023 年煤炭消费量占能源消费总量的 55.3%，较上年下降 0.7PCT，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 26.40%，煤炭作为中国核心一次能源，依然处于主导地位；

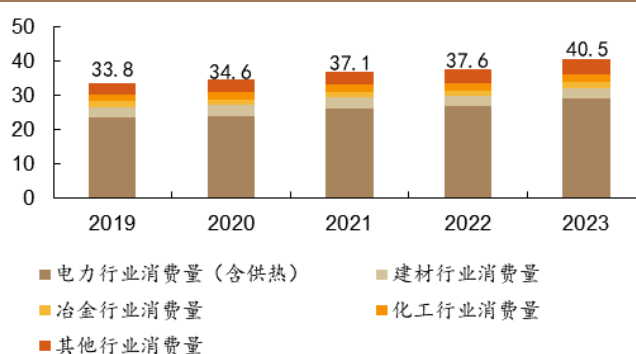
中国经济持续复苏带动能源消费量，行业煤炭消费量提升。2023 全年能源消费总量 57.2 亿吨标准煤，同比增长约 5.7%。细分能源类别来看，电力化工对煤炭需求出现较大增长，2023 年电力行业煤炭消费量 29 亿吨，同比增长约 8.5%，是动力煤主要的消费来源，化工行业煤炭消费量 2.5 亿吨，同比增长 9.3%。随着中国经济持续增长，预计 2024 年全国煤炭消费量绝对值水平或将高于去年。

图 7：2023 年煤炭在一次能源消费占比



资料来源：中国能源新闻网、国家统计局、德邦研究所

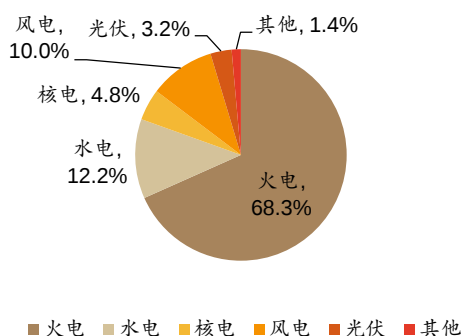
图 8：动力煤分行业消费量（亿吨）



资料来源：中国煤炭资源网、德邦研究所

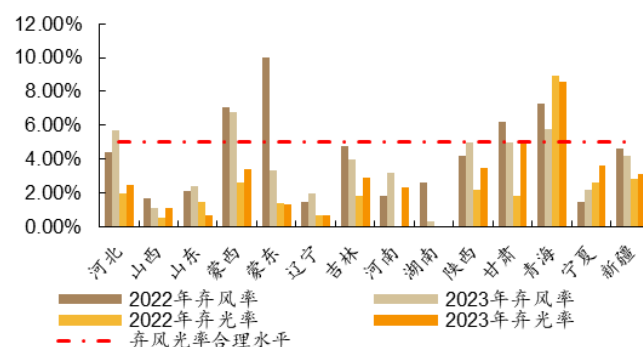
煤炭需求达峰尚早，新能源替代任重而道远。在低基数下，新能源消费增长短时间无法快速覆盖全社会能源需求增长。2023 年火电占社会发电量的 68%，仍然是我国核心的发电方式。从 2023 年全国部分地区弃风率数据来看，河北、蒙西及青海等地弃风率超过合理水平。同时，考虑到目前的能源结构和发电稳定性的需求，如 2022 年，南方部分出现历史极高温，水电匮乏，用电负荷增加，一些水电大省出现电力紧缺问题。因此，以煤炭消耗为主的火电发电仍然是近几年的核心能源供应方式。

图 9：23 年发电结构%



资料来源：wind、德邦研究所

图 10：全国部分地区弃风弃光率%



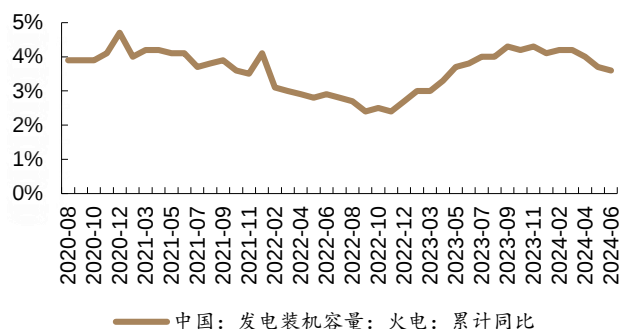
资料来源：国家发改委、风电头条、北极星太阳能光伏网、德邦研究所

截至 2024 年 1-6 月，国内火电发电装机容量累计同比增长 3.6%，火电装机

量整体呈现稳中有升。2023 年新批复火电发电装机量约为 7216 万千瓦时，根据用煤测算，预计机组投运后可新增耗煤（5000 大卡）2.7 亿吨。

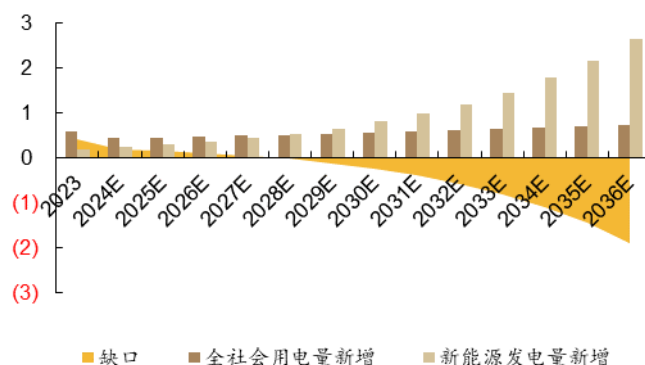
假设未来新能源发电（风+光）分别按照 22% 的复合增速（假设参考 2022 年增速），在 5% 的全社会用电量的复合增速下（假设和 GDP 增速一致）测算，新能源发电的年增量至少要在 2028 年完全覆盖全社会用电量的增量部分，考虑到新能源受到气候等不稳定因素对电网的影响，相较于预期水平，煤炭需求实际达峰时间将会延后。

图 11：20-24 年火电装机量累计同比%



资料来源：wind、德邦研究所

图 12：电源结构变化时间测算（万亿度）



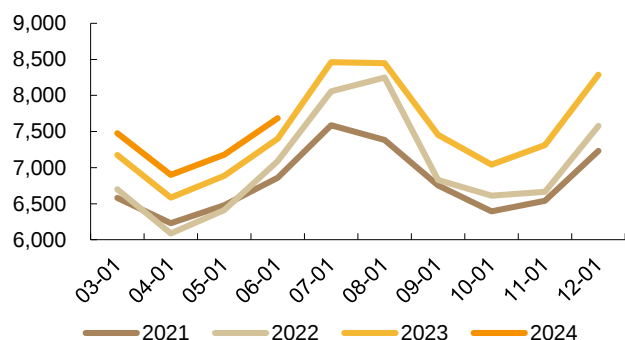
资料来源：wind、德邦研究所

2.2. 经济复苏带动用电高增，新兴产业拉动用电需求

国内：电力消费增速攀升 新兴产业用电量保持增长势头。根据统计局发布的数据，2024 年 6 月份，全社会发电量 7685 亿千瓦时，同比增长 2.26%。根据中电联预测，预计 24 年全年并网风电和太阳能发电合计新增装机规模达到 3 亿千瓦左右，综合判断 2024 年全社会用电量预计 9.82 万亿千瓦时，同比增长 6.5%。

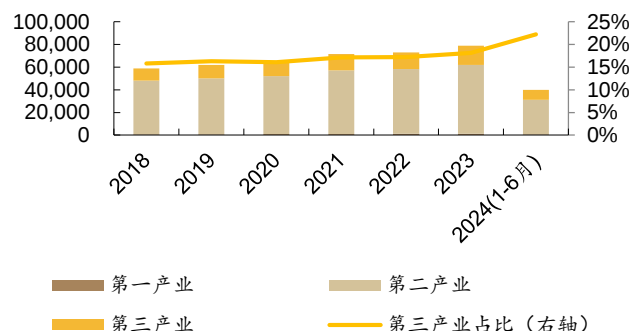
从近五年数据上看，第二第三产业用电量在社会总用电量均保持 83% 以上水平。当前，以制造业、建筑业为代表的第二产业仍是仍是用电主导，但在移动互联网、大数据、云计算等新兴产业的快速发展带动下，第三产业发电量占比呈现提升态势。

图 13：全社会发电量（亿千瓦时）



资料来源：wind、德邦研究所

图 14：第一二三产业用电量（亿千瓦时）及第三产业用电占比

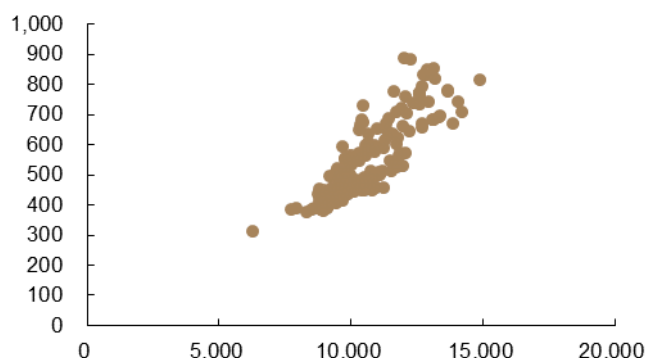


资料来源：wind、德邦研究所

海外：制造业出口与社会用电量挂钩，全球复苏有望带动用电增加。通过对

2011—2024 年每月全社会用电量及工业出口金额进行相关分析，两者之间相关性 0.83，呈现正相关性。根据 6 月美国劳工部数据，美国 6 月 CPI 同比增长 3%，市场预期 3.1%，9 月首降预期概率再度回升。随着市场降息预期重燃，加息速率放缓，全球经济有望持续复苏，海外需求推动工业出口或将推动国内用电需求。

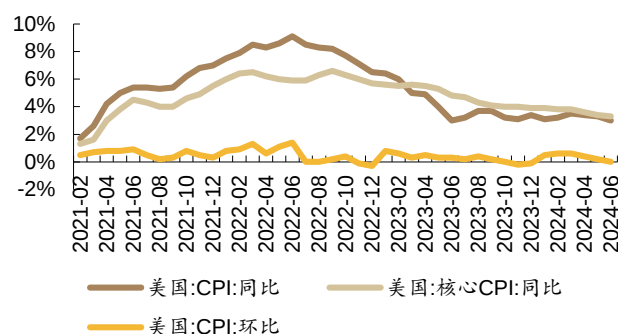
图 15：工业出口金额（亿元）与社会用电量（亿万千瓦时）关系



资料来源：wind、德邦研究所

注：横轴为单月国内出口交货值，纵轴为全社会用电量，时间范围为 2011.01-2024.06

图 16：美国 CPI 环比及同比%



资料来源：wind、德邦研究所

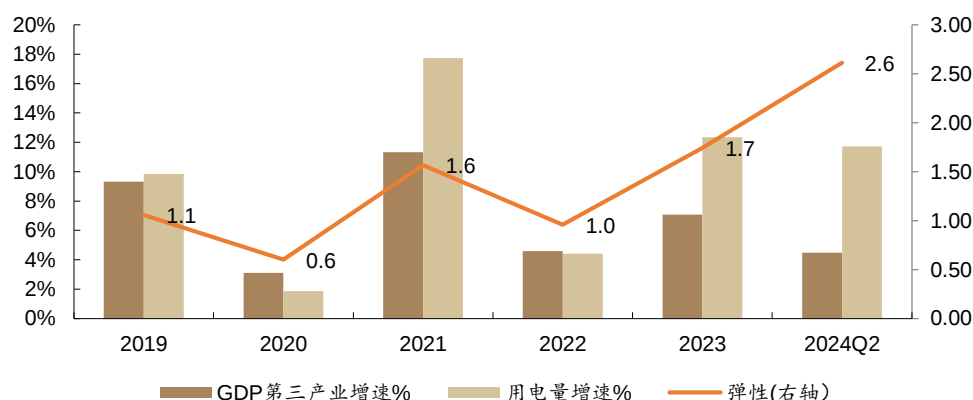
用电结构逐步优化，第三产业对电力需求的贡献日益显著。在过去六年中，第三产业的用电量在全国总用电量中的比重持续上升。随着 GDP 的稳定增长，用电量的增速显著提高，带动电力消费弹性指数上升到 2.61，远超 2023 年消费弹性指数的 1.74。在经济复苏大背景下，第三产业将持续拉动社会用电需求提升。

表1：三产电力消费弹性系数

	2024年H1用电量增速%	2024年H1GDP增速%	电力消费弹性系数
第一产业	7.8%	0.9%	9.01
第二产业	7.0%	3.9%	1.79
第三产业	11.7%	4.5%	2.61

资料来源：wind、德邦研究所

图 17：第三产业用电弹性

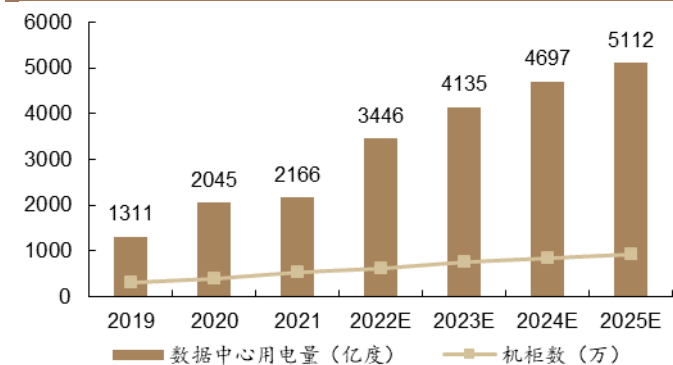


资料来源：Wind、德邦研究所

AI 浪潮涌动，算力需求有望驱动用电激增。根据工信部印发《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》，2023 年底，全国数据中心机架规模年均增

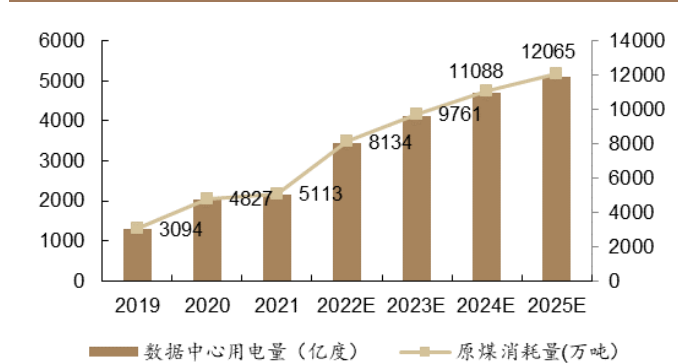
速保持在 20% 左右，平均利用率力争提升到 60%。2021 年底，全国机柜数为 520 万个，数据中心用电量 2166 亿度。假设 2021-2023 年机架设备规模以 20% 增长，2025 年规模按工信部提出的 75 万吨需求量计算，以戴尔 PowerEdge R730 以及联想 SR588 的 2U 服务器为例，平均功耗分别约为 782 瓦/550 瓦。一个机柜假设存放 12 台 2U 服务器，以 2021 年 PUE=1.3、利用率为 50% 的标准计算，预计到 2025 年，全国机柜数可达 926 万台，对应发电量为 5112 亿度。以 2021 年煤炭在一次能源占比为 56.2%，发电耗煤量为 300 克标准煤/千瓦时（7000 大卡）折算，预计 2025 年耗煤炭（5000 大卡）消耗量为 1.21 亿吨。

图 18：数据中心用电量及机柜数测算（亿度）



资料来源：Wind、工信部、立鼎产业研究院等、德邦研究所

图 19：数据中心用电量及耗煤量测算（万吨）



资料来源：Wind、工信部、立鼎产业研究院等、德邦研究所

2.3. 设备更新和新质生产力政策利好，钢铁行业抓住发展机遇

2.3.1. 大规模设备更新和消费品以旧换新，推动钢铁行业实现升级转型

习近平总书记于 2024 年 2 月 23 日下午主持召开中央财经委员会第四次会议，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题。会议指出，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新。要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。

国务院总理李强 3 月 1 日主持召开国务院常务会议，审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。明确在钢铁、有色、建材、电力、机械、船舶等重点行业，大力推动大规模设备更新和技术改造，重点将实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升“四大行动”。

国家发改委、财政部 7 月 24 日印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提出统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，用于支持工业、环境基础设施、交通运输、物流、教育、文旅、医疗等领域的设备更新。此外，支持范围将扩展至能源电力、老旧电梯等领域，以及重点行业的节能降碳和安全改造。

我国工业制造领域设备规模庞大，更新潜力巨大。随着高质量发展深入推进，设备更新需求会不断扩大，初步估算将有年规模 5 万亿以上的巨大市场。设备更新市场的扩大和装备制造业的发展，对制造业用钢需求产生积极的推动作用。随着技术的不断进步和产业升级的推进，制造业对高品质、高性能钢材的需求将会持续增长，为钢铁行业带来新的发展机遇。

表 2：新质生产力&设备更新政策脉络

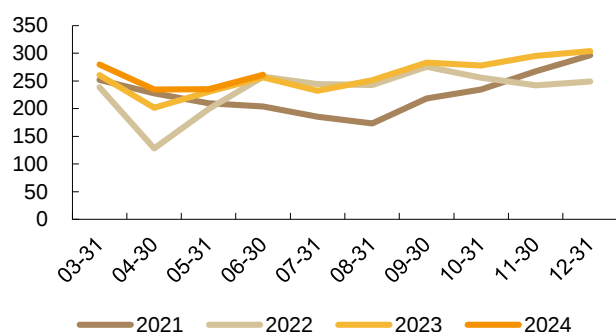
时间	政策/会议	内容
----	-------	----

2024.7	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	国家发改委、财政部统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。
2024.6	《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》	根据最新通知，银行向符合条件的经营主体发放的设备更新贷款将获得中国人民银行的再贷款支持，将对这些贷款提供贴息。贴息政策的有效期限设定为不超过 2 年，且所有采购合同必须在 2024 年 3 月 7 日至 2024 年 12 月 31 日期间签订
2024.3	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案的通知》	该《方案》，指出统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用。
2024.3	政府工作报告	报告中提出将大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力，加快积极培育新兴产业和未来产业。实施产业创新工程，完善产业生态，拓展应用场景，促进战略性新兴产业融合集群发展。并深入推进数字经济创新发展。
2024.2	中共中央政治局第十一次集体学习	总书记强调，发展新质生产力，必须进一步全面深化改革，形成与之相适应的新型生产关系。要深化经济体制、科技体制等改革，着力打通束缚新质生产力发展的堵点卡点，建立高标准市场体系，创新生产要素配置方式，让各类先进优质生产要素向发展新质生产力顺畅流动。同时，要扩大高水平对外开放，为发展新质生产力营造良好国际环境。
2023.12	中央财办有关负责同志详解中央经济工作会议精神	会议强调加快培育形成新质生产力把握好三点：一是打造新型劳动者队伍，包括创造新质生产力的战略人才和熟练掌握新质生产资料的应用型人才。二是用好新型生产工具，掌握关键核心技术，赋能发展新兴产业。三是塑造适应新质生产力的生产关系。通过改革开放着力打通束缚新质生产力发展的堵点卡点，让各类先进优质生产要素向发展新质生产力顺畅流动和高效配置。
2023.12	2023 年中央经济工作会议	总书记在会议上提出要以提高技术、能耗排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。并强调，深化供给侧结构性改革，核心是以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力
2023.9	新时代推动东北全面振兴座谈会	总书记首次提出“新质生产力”为新时代东北全面振兴指明了方向。以科技创新引领产业创新，摆脱老工业基地发展动能不足问题，通过发展新质生产力激活经济肌体的创新活力，加快现代化产业体系建设，是当前东北振兴的新起点。

资料来源：中国政府网、国家税务局、国家发改委、中央共产党新闻网等、德邦研究所

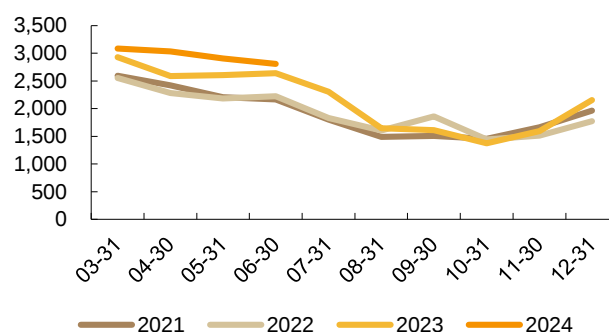
汽车&家电表现亮眼，政策支撑行业景气度上行。根据统计局发布数据，1-6 月我国汽车产量 1396.04 万辆，同比增长 5.7%，为 2020 年以来最高水平。根据工信部预计全年汽车产销将超 3100 万辆，可实现 3%以上的增长；1-6 月，空调产量累计 15705.60 万台，同比增长 13.8%；冰箱产量累计 5051.01 万台，同比增长 9.7%；洗衣机产量累计 5311.62 万台，同比增长 6.8%。2024 年 1-6 月空调、家用电冰箱、家用洗衣机产量当月值均为 2020 年以来较高水平。随着“以旧换新”及出口需求的持续刺激，预计汽车&家电行业仍保持着相当高的景气度。

图 20：汽车产量当月值（万辆）



资料来源：Wind、德邦研究所

图 21：空调产量当月值（万台）



资料来源：Wind、德邦研究所

2.3.2. 地产政策频发，黑色有望开启正反馈

地产政策频发，宏观预期向好。5月17日，楼市迎来政策三箭齐发，其中包括拟设立3000亿元保障性住房再贷款、下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点、降低全国层面个人住房贷款利率下限等。此次住房信贷政策出现大幅调整，更多从需求侧上对地产市场健康平稳发展形成支撑。同时，在今年3月的国家政府工作报告中提出，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元，国债投放有望加速形成实物量，宏观预期或迎改善。

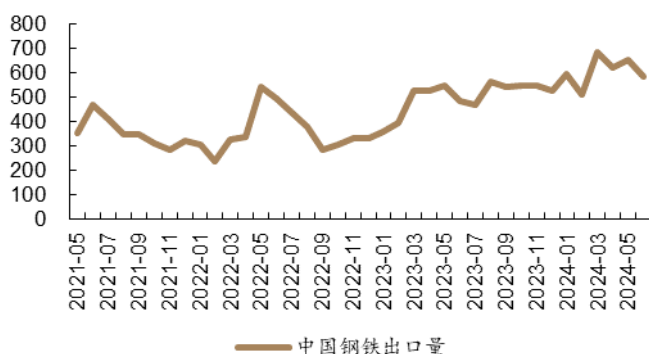
表 3：地产政策梳理

时间	政策/会议	内容
2024年5月17日	国务院政策例行吹风会	央行将设立 3000亿元 保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。
2024年5月17日	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为 不低于15% ，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为 不低于25% 。
2024年5月17日	《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25个百分点 ，5年以下(含5年)和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和2.85% ，5年以下(含5年)和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%；取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。
2024年3月	《政府工作报告》	从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1万亿元 。
2023年10月24日	十四届全国人大常委会第六次会议	为缓解地方在灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力方面的财政支出压力，此次增发 1万亿元 国债，全部通过转移支付方式安排给地方，国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。

资料来源：央视网、中国政府网、国家发改委、澎湃新闻、环球网、德邦研究所

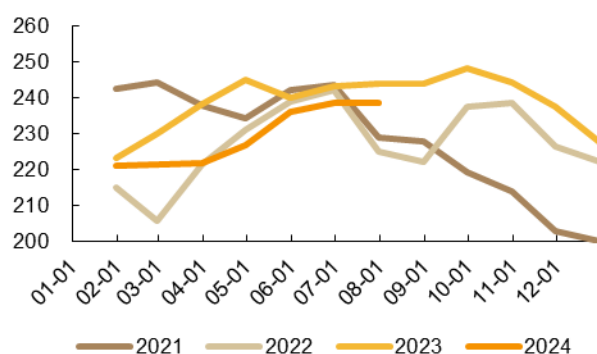
钢铁出口依然强劲，铁水产量高位震荡。我国钢材出口目前呈现“以价换量”局面，根据海关总署数据，6月钢铁出口量达582万吨，同比增长20%，从流向上看，东南亚市场是我国出口的核心市场。从下游铁水产量来看，国内政策刺激叠加出口需求强劲，日均铁水产量较Q1出现边际好转，6月全国247家日均铁水产量突破238.61万吨，环比增长1.1%，较Q1出现好转。

图 22：中国钢铁出口量（万吨）



资料来源：wind、德邦研究所

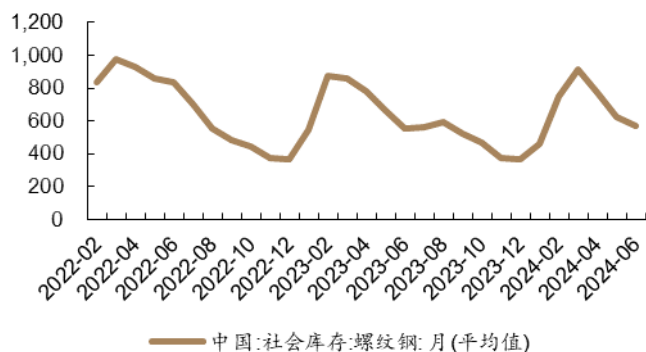
图 23：247 家日均铁水产量（万吨）



资料来源：Wind、德邦研究所
注：2月数据为1-2月累计值

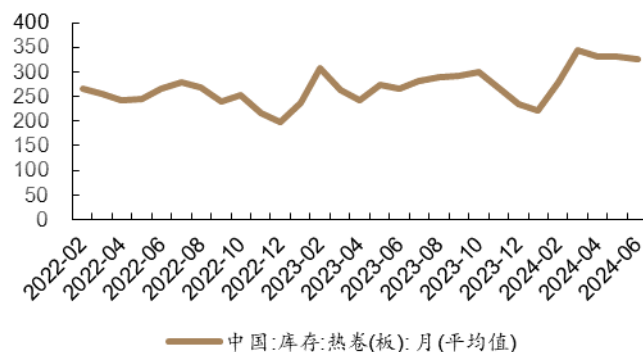
实际数据与密集政策形成共振，钢铁有望迎来正反馈。国内方面，政策深化下五一节后重点项目进入浇筑高峰期、工地资金到位率逐步改善等利好因素叠加，钢材表观需求出现环比提升，钢材库存维持较好的去化速度。从4-6月数据来看，螺纹钢及热轧卷板去库明显，2024年6月螺纹钢库存为573万吨，相较于3月最高点915万吨，下降约342万吨；6月热轧卷板平均库存为325万吨，较3月最高点344万吨，下降5.6%，整体库存呈现下降趋势。实际数据与密集政策共振，钢铁或将迎来正反馈。

图 24：社会库存：螺纹钢（万吨）



资料来源：wind、德邦研究所

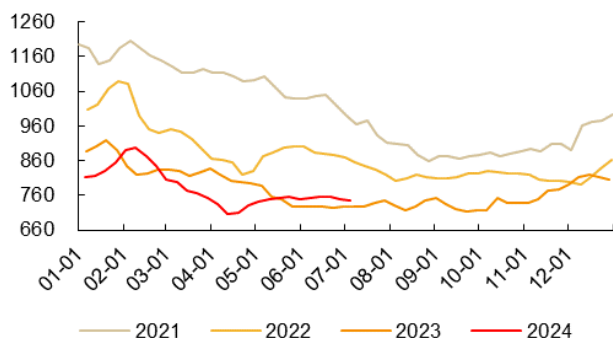
图 25：热轧卷板库存（万吨）



资料来源：wind、德邦研究所

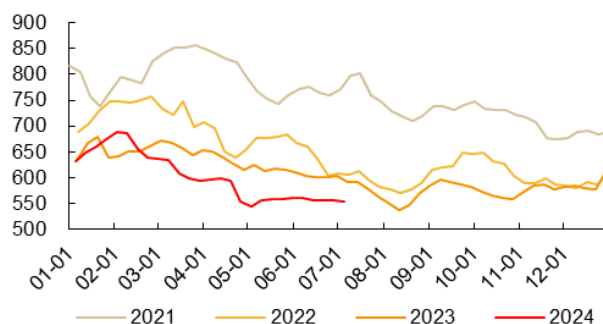
终端库存依然低位，补库预期带动价格回升。截至 2024 年 7 月 5 日 247 家钢铁企业炼焦煤库存 744 万吨；247 家钢铁企业焦炭库存 553 万吨，双焦库存处于低位，铁水产量回升叠加钢材库存去化，终端补库需求或有提升。

图 26：247 家钢铁企业炼焦煤库存（万吨）



资料来源：wind、德邦研究所

图 27：247 家钢铁企业焦炭库存（万吨）

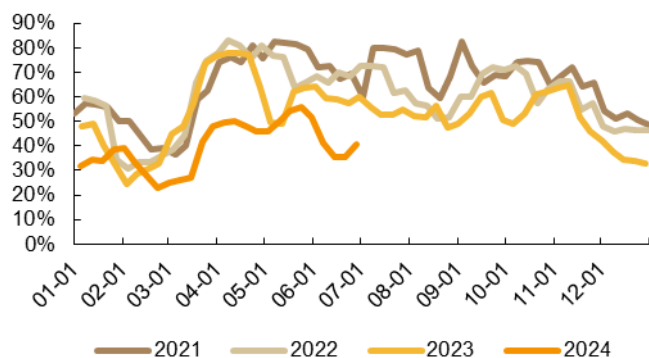


资料来源：wind、德邦研究所

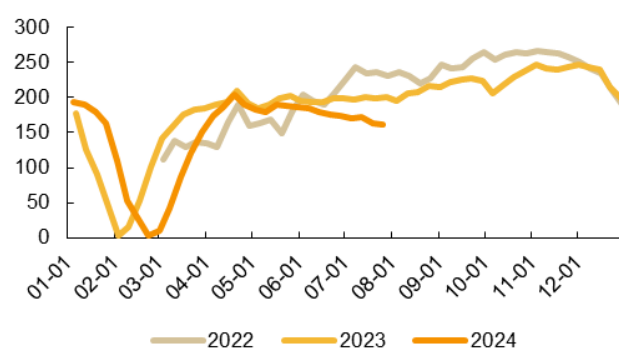
水泥短期震荡磨底，项目资金注入改善预期。地产&基建是水泥需求底盘，其中基建项目约 30%-40%，房地产约 25%-35%。23 年 10 月以来，中央财政发行 1 万亿国债用于水利设施补短板 and 受灾地区恢复重建。当前万亿国债及新增 5000 亿 PSL 额度已全部发放完毕，发改委所有增发国债项目已于 6 月底全部开工建设，“三大工程”的推进或将带来新增量。

图 28：水泥熟料窑线运转率%

图 29：水泥直供量（万吨）



资料来源：钢联数据、德邦研究所



资料来源：钢联数据、德邦研究所

3. 供给端：安全生产定调，进口增量有限

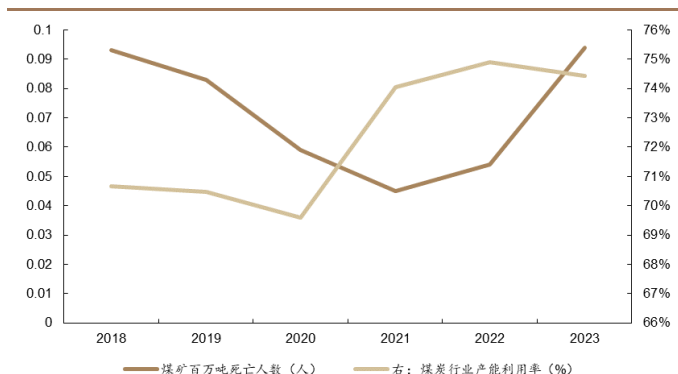
3.1. 国内生产：安全生产成为主旋律，供给增速放缓&弹性弱化

3.1.1. 安全生产成为主旋律，山西产量下滑显著

2021 年以来国家保供政策重心在产能核增，近三年成效显著。2021 年开始，煤炭供需逐步失衡，尤其下半年矛盾突出，煤价创历史新高。为确保能源供应安全，自 2021 年 7 月开始，国家发改委，国家能源局、矿山安监局等政府机构连续出台一系列保供稳价政策，推动优质产能加快释放，保障煤炭安全稳定供应。政策的推动下，我国煤炭产量在过去三年中实现了显著增长，2021 年至 2023 年原煤产量的累计增长率分别为 4.7%、9.0%和 2.9%。

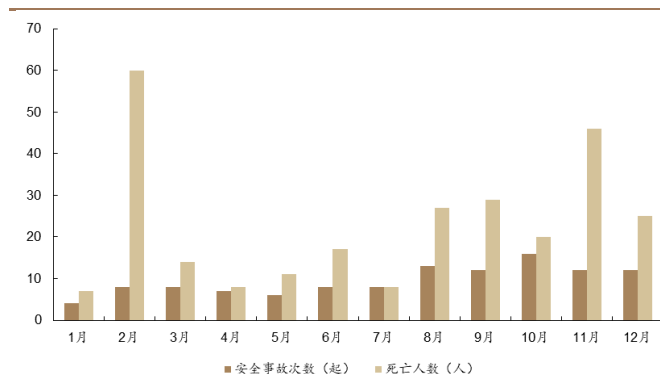
煤矿安全生产已成为国家工作重点，监管力度升级后山西产量下滑。保供任务已经顺利完成，但高强度的生产活动也引发了安全事故的频繁发生。煤炭行业的产能利用率与煤矿百万吨死亡人数之间存在正相关关系。根据《中华人民共和国 2022 年国民经济和社会发展统计公报》，煤矿百万吨死亡人数 0.054 人，同比上升 22.7%。2022-2023 年全国煤矿事故起数分别为 168、114 起，死亡人数分别为 245、272 人。2023 年 8 月以后，煤矿安全事故频发，单月事故起数突破两位数，10 月份安全事故多达 16 起。在此背景下，23 年 9 月以来国家及省级政府陆续出台《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》、《煤矿安全生产条例》、《安全生产治本攻坚三年行动方案（2024-2026 年）》、《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》等政策以加强安全监管。

图 30：煤矿高负荷生产带来安全事故频发



资料来源：国家统计局、Wind、德邦研究所

图 31：2023 年全国煤矿安全事故统计

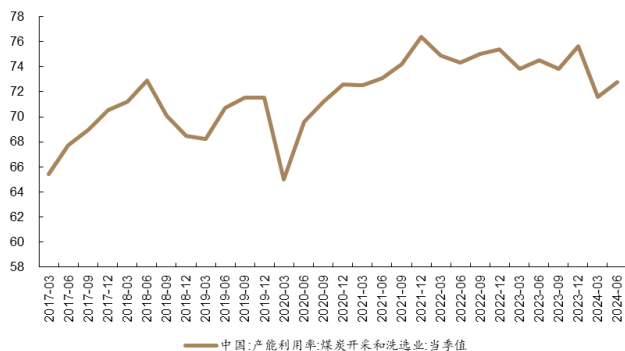


资料来源：煤矿安全知识公众号、德邦研究所

安全检查保持高压状态，产能利用率受到制约。2024 年 Q1-2 煤炭行业产能利用率为 71.56%、72.8%，同比分别下降 2.24、1.7pct。山西作为我国煤炭主产

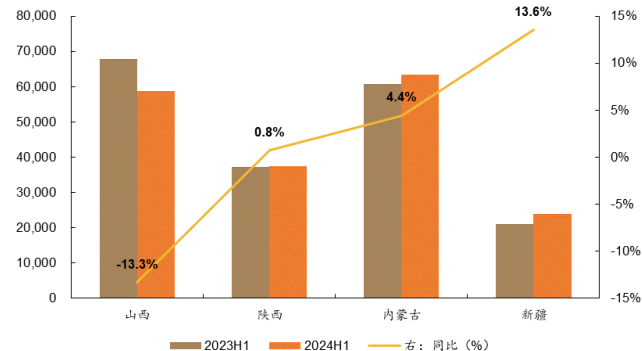
省份之一，2021-2023 年产量占比分别为 29.3%、29.1%、29.1%，产量增量占比分别为 57.2%、26.9%、30.4%，地位举足轻重。2024 年上半年，山西省原煤产量为 5.88 亿吨，同比下降 13.3%。

图 32：安监力度升级之后，行业开工率明显受到制约（%）



资料来源：Wind、德邦研究所

图 33：2024 年上半年，山西省原煤产量同比下滑 13.3%（万吨）



资料来源：Wind、德邦研究所

3.1.2. 中长期供给缺乏弹性，煤炭价格中枢有望提升

煤矿计划稳产，2024 年各省规划产量增量有限。从地方政府煤炭产量目标来看，与 2023 年不同，2024 年主基调以稳产保供、发挥煤炭兜底保障作用为主。一方面，近年来核增潜力基本挖掘完毕，加之新矿投产不足，预计后续增量有限；另一方面，煤矿安全生产已成为国家工作重点，安全监管组合拳陆续推出的背景下，地方政府以稳产为主。以晋陕蒙主产区为例，2024 年煤炭产量计划增量为-4894 万吨，相较于 2023 年的计划增量 1.38 亿吨下降明显。此外，安徽、河南两省在 2024 年全省能源工作会议中并未设立明确的产量目标。

表 4：主要煤炭生产省份 2024 年规划

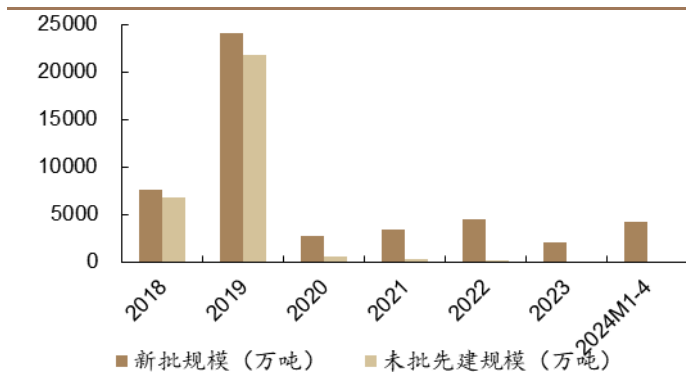
省份	2023 年产量 (万吨)	占全国产量的比重 (%)	2024 年产量计划 (万吨)	2024 年计划增量 (万吨)	2024 年计划增速 (%)	备注
内蒙古	121099	26%	120000	-1,099.3	-0.9%	
山西	135658	29%	130000	-5,658.2	-4.2%	
陕西	76137	16%	78000	1,863.5	2.4%	
新疆	45673	10%	50000	4,327.5	9.5%	
贵州	13122	3%	16500	3,377.9	25.7%	
山东	8706	2%	8500	-205.8	-2.4%	
安徽	11207	2%	-	-	-	2024 年全省能源工作会议强调充分发挥煤炭兜底保障作用，并未设立明确产量目标
河南	10215	2%	-	-	-	同上
全国	465838	100%	-	-	-	

资料来源：Wind、安徽省能源局、山西省人民政府、地方发改委、煤炭宝公众号等、德邦研究所

新矿批复规模下降，中长期产能增长或缺弹性。从本轮供给和过往供给比较来看，差异体现在新矿批复数量上。根据发改委和能源局数据，新煤矿批复规模自 2019 年以来出现下降，2020 年到 2024 年 4 月底之间新批建设煤矿产能 1.70

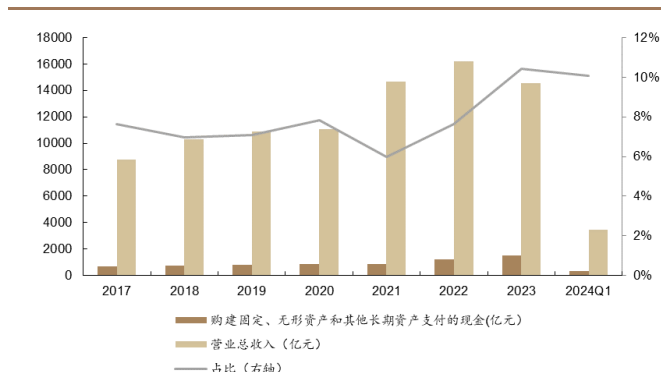
亿吨，剔除未批先建煤矿后规模合计 1.60 亿吨，占 2023 年煤炭产量仅 3.4%，且建设周期较长。从上市公司角度来看，资本开支意愿较低。煤炭产量的增长长期依赖于固定资产投资，整体建设周期较长。当前，我国在实行“双碳战略”以及“政策限价”的大环境下，企业对盈利空间及远期盈利时间难以判断，投资意愿较弱。煤炭资产本开支主要以扩建为主，新建矿产减少，新增供给有限，可以推断未来几年煤炭供给释放将是较为缓慢的过程。

图 34：新矿批复规模



资料来源：国家发改委、国家能源局、中国煤炭工业协会、德邦研究所

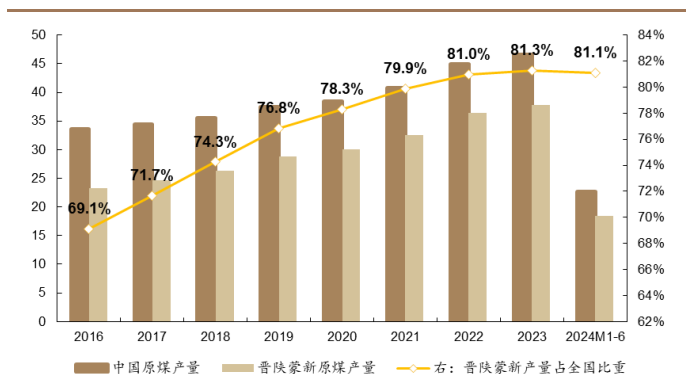
图 35：煤炭上市公司资本开支变化



资料来源：Wind、德邦研究所

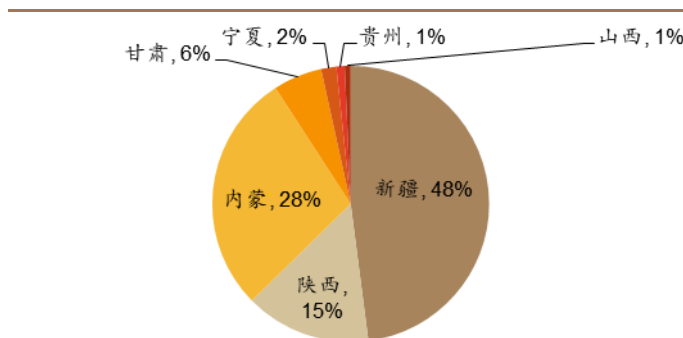
中期供给不足，疆煤将成为增供主力。煤炭产能向西转移，疆煤释放潜力可期。近年来随着中东部地区煤炭资源枯竭、产量衰减，我国煤炭产能逐渐向西部转移。根据朱吉贤，孙宝东等在《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》中预测，预计 2025 年，西部地区煤炭产量占比将上升至 65%，到 2035 年，西部地区煤炭产量占比将上升到 73%。2016 年以来晋陕蒙原煤产量集中度持续提升。截至 2024 年 6 月底，四省原煤产量占全国总产量的比例达到 81.1%，处于历史高位。从当前煤矿生产趋势来看，晋陕蒙煤炭产量在“十四五”期间仍会有一定增量，此后将随资源消耗呈下降趋势，而疆煤在“十五五”期间有望批量投产，产量将大幅提升。

图 36：晋陕蒙新四省产量集中度处于历史高位（亿吨，%）



资料来源：Wind、德邦研究所

图 37：2021-2024 年国家新批复产能集中在西北省份



资料来源：国家发改委、国家能源局、中国煤炭工业协会、德邦研究所

表 5：我国煤炭生产区域产量占比变化预测 %

东部地区	中部地区	西部地区
------	------	------

2020	7	34	59
2025	6	29	65
2030	4	27	69
2035	3	24	73

资料来源：朱吉茂,孙宝东等《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》、德邦研究所

疆煤定价权提升，成本增加或进一步推高煤价中枢。新疆由于地广人稀，资源丰富，坑口价格显著低于其他地区，但由于我国能源供需存在空间错配，能源主要生产地区处于西北部，而能源消费地区在东南沿海地区，因此运距拉长导致终端能源成本边际增加。疆煤的终端成本主要包含坑口成本和运输成本两部分，而疆煤主要优势体现在埋藏深度浅、开采成本低，但由于运距较长，运输成本较高且比较固定，因此疆煤外运量与煤价有着较强的正相关性。以吐哈煤田作为外运起点，运输至秦皇岛港，需要途经红淖线、兰新线、包兰线、大秦线等，总运输距离约 3680 公里。按照铁路货运单价 0.2 元/吨公里来计算运费，同时该矿区坑口成本一般为 150 元/吨，运输到秦港的总成本约 886 元/吨。截至 2024 年 7 月 5 日，新疆坑口 Q5500（折算）报价为 297 元/吨，如果想要获得与坑口相当的利润率，对应到秦港的售价应为 1033 元/吨。随着疆煤产量占比不断扩大，未来疆煤在获得更主动的定价权后，将推动煤价中枢进一步上移。

表 6：疆煤外运经济性测算

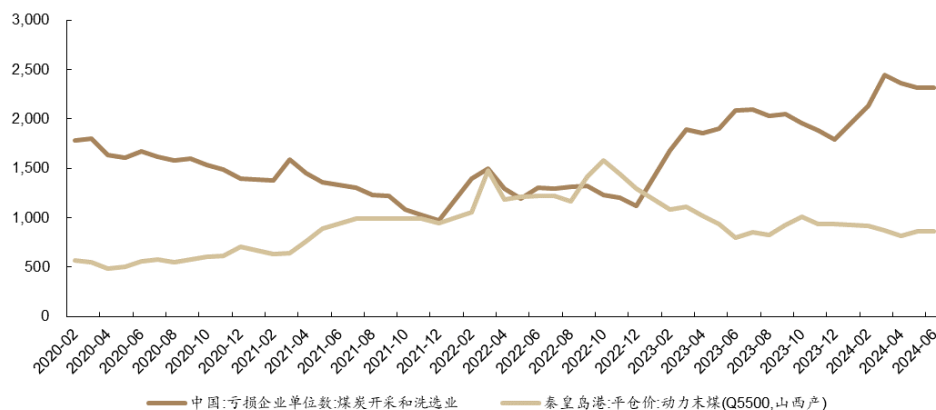
产地	坑口开采成本 (元/吨)	坑口售价 (元/吨)	始发-到达站	所经铁路线（公里）	总运费 (元/吨)	总成本 (元/吨)	目的地对应售价 (元/吨)
吐哈煤田 伊吾县	150	297	哈密-兰州	红淖线 兰新线（红柳河-兰州）	318	468	614
				435 1153			
			哈密-重庆	红淖线 兰新线（红柳河-兰州） 兰渝线	495	645	791
				435 1153 886			
			哈密-秦皇岛	红淖线 兰新线（红柳河-兰州） 包兰线 大同-包头 大秦线	736	886	1033
				435 1153 990 450 653			

资料来源：新疆煤炭交易中心公众号、我的钢铁、百度百科、德邦研究所测算

注：坑口售价为 2024 年 7 月 5 日报价；坑口售价折算价=Q5100 大卡价格/5.1*5.5；目的地对应售价=坑口售价+总运费

成本增加推动煤炭价格中枢提升。煤价下行时，我国煤炭开采和洗选业亏损企业增多，成明显负相关。2021 年起，全国煤炭企业生产成本开始大幅提升，核心原因在于两个方面：全国大宗商品价格上涨带动原材料成本提升、员工工资大幅提升、保供强度提升后企业其他生产成本增加、资源税等各类税费成本上升。若煤价进一步下探，企业预计将通过减产减少损失，市场供给减少形成价格支撑，因此整体煤价下跌空间有限，周期底部逐渐形成。

图 38：煤价下行时，煤炭开采和洗选业亏损企业增多（家，元/吨）



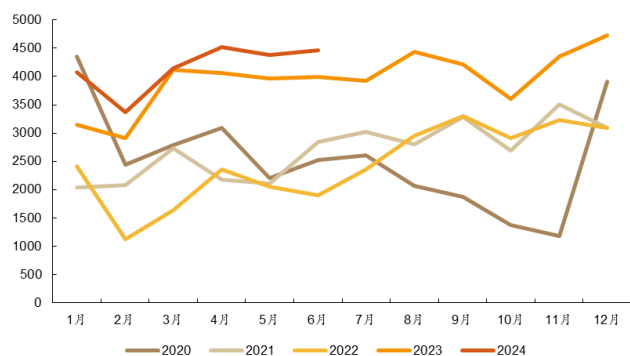
资料来源：Wind、德邦研究所

3.2. 进口方面：价差决定进口数量，海外资本开支增速下滑未来增量有限

2024 年 1-6 月煤炭进口同比增长 12.5%，后续增量有限。2024 年 1-6 月，我国煤及褐煤进口量为 24957 万吨，同比+12.5%。从进口结构来看，印尼、俄罗斯、蒙古、澳大利亚是我国煤炭进口的主要来源国，2024 年 1-6 月进口量分别为 10772.8、4563.2、3905.8、3665.5 万吨，同比增速分别-4.1%、-11.1%、+33.6%、+121.4%。

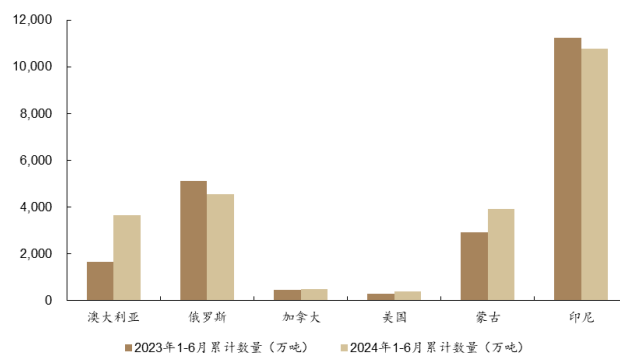
海内外价差决定进口数量，后续增量有限。1) 2024 年除东盟、澳大利亚等国家以外，来自其余国家的煤炭进口关税恢复，进口成本抬升；2) 2024 年 6 月以来，价差收敛转负，价格优势荡然无存。考虑到运输、到货时间，我们认为后续煤炭高进口量难以为继。

图 39：煤炭进口量季节性一览（万吨）



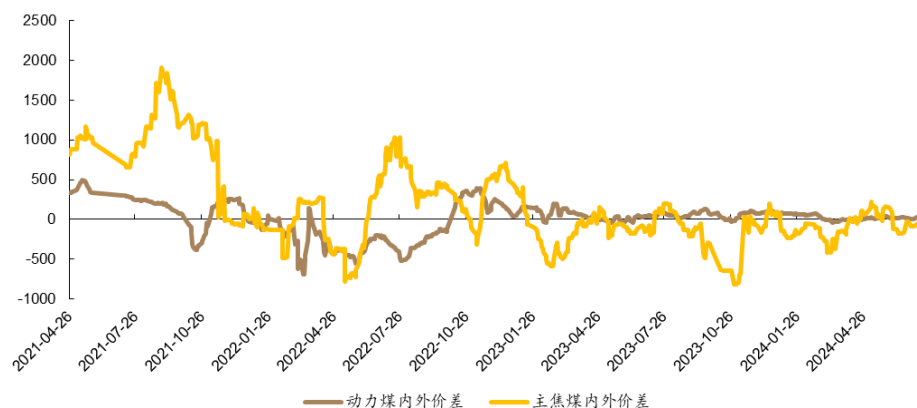
资料来源：Wind、德邦研究所

图 40：部分煤炭进口来源情况



资料来源：煤炭资源网、德邦研究所

图 41：2024 年 6 月以来，国内外煤炭价差收敛转负（元/吨）

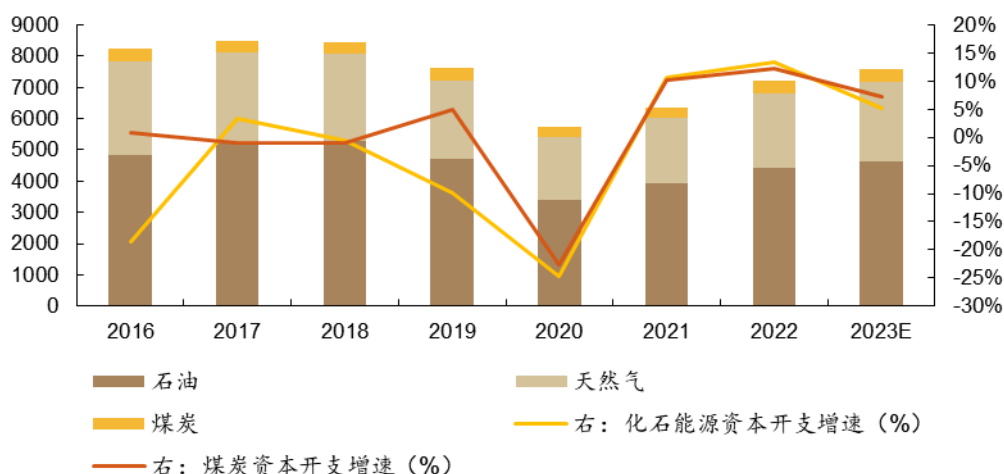


资料来源：Wind、德邦研究所

全球化石能源资本开支增速下滑，海外新建煤炭项目增量有限。根据 IEA 数据,2022 年全球化石能源资本开支(剔除中国)为 7210 亿美元,同比增长 13.4%,主要系高盈利刺激能源企业扩大生产。然而 2023 年能源价格高位回落,全球化石能源资本开支增速或将也随之回落,预计 2023 年增速仅为 5.3%,较 2022 年收窄 8.1pct。根据 IEA 统计了 2023-2028 年全球新建煤矿情况,2023 年以及 2025 年为新建矿井投放的集中年份,预计分别新增产能 3525、5110 万吨,以 2022 年产量为基数,占比分别为 0.4%、0.6%,增量有限。分煤种来看,根据上述 IEA 数据梳理,考虑到需求及投资吸引力等方面,焦煤及喷吹煤新增产能要明显多于动力煤。

澳大利亚作为传统的煤炭资源国,2023-2028 年新建煤炭矿井产能合计 9260 万吨/年,占全球未来新增产能的 67.93%。虽然澳大利亚煤炭新增产能规模较大,但实际投产进度和产量会受到多种因素限制,包括:(1)金融环境监管趋严,煤企实际开发意愿不高;(2)技术劳工存在短缺;(3)自然灾害频发等。

图 42: 全球化石能源资本开支增速下滑(剔除中国,亿美元)



资料来源：IEA、德邦研究所

表 7: 分煤种来看, 2023-2028 年全球新建煤炭矿井产能统计(万吨)

万吨	动力煤矿井	焦煤及喷吹煤矿井	动力煤及焦煤复合矿井
2023	910	1750	856
2024	640	380	60
2025	700	3860	550
2026		275	699
2027	590		850
2028	1060	500	40

资料来源：IEA、德邦研究所

注：以上产能只统计新建矿井，未包含改扩建及重开项目。考虑到部分产能数据未公开、IEA 所列为不完全统计，仅供参考。

注：部分矿井投产时间为 2023+、2024+ 等等，为方便统计、我们将其归为最早投产的特定年份。

Attribution: IEA 2023; Coal 2023. <https://www.iea.org/reports/coal-2023> CC BY 4.0

表 8：分国别来看，2023-2028 年全球新建煤炭矿井产能统计（万吨）

万吨	2023	2024	2025	2026	2027	2028
澳大利亚	1290	550	3780	600	1440	1600
加拿大	350	130	190	275		
印尼	190	200				
俄罗斯	565					
南非	830	120	700			
英国			390			
美国	300	80	50			
总计	3525	1080	5110	875	1440	1600

资料来源：IEA、德邦研究所

注：以上产能只统计新建矿井，未包含改扩建及重开项目。考虑到部分产能数据未公开、IEA 所列为不完全统计，仅供参考。

注：部分矿井投产时间为 2023+、2024+ 等等，为方便统计、我们将其归为最早投产的特定年份。

Attribution: IEA 2023; Coal 2023. <https://www.iea.org/reports/coal-2023> CC BY 4.0

4. 稳定分红持续，煤炭行业新时代估值体系渐成

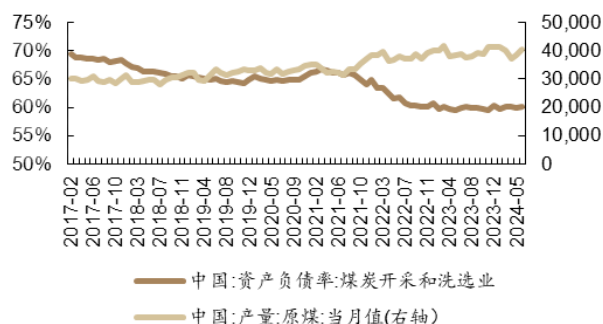
4.1. 分子端：资产负债表修复，高股息稳健

行业降杠杆明显，资产负债表得到修复。从行业负债率来看，伴随行业煤炭产量的持续提升，负债率长期呈现先升后降的趋势，2011-2015 年煤炭产量上涨，煤炭行业通过举杠杆的方式，增加资本开支，新建煤矿扩大产能，为行业过剩和周期下行埋下伏笔。2016 年 5 月，煤炭开采和洗选业行业资产负债率达到了最高的 70%。

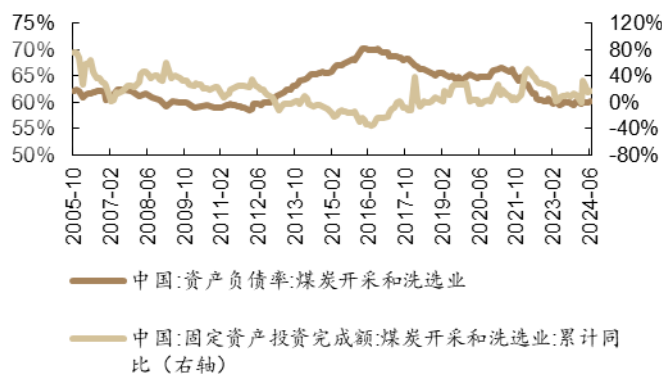
2016 年后，国家进行供给侧改革，淘汰僵尸企业，化解产能过剩，相继出台了一系列调控政策，在降低行业风险的同时，企业通过自身资产优化，资产负债率得到明显修复。2017-2023 年，煤炭产能虽然继续提升，但企业资产负债率呈现向下趋势，资本开支累计同比并未大幅提升，行业抗风险能力大幅增加。从 2023 年数据来看，1-12 月煤炭行业资产负债率均值为 59.86%，及 2024 年 6 月的 60.15%，均低于 2022 年的均值 61.37%；截至 2024 年 6 月，行业固定资产完成额累计同比 16.6%。

图 43：煤炭采选业负债率（%）和煤炭产量关系（万吨）

图 44：煤炭采选业固定资产投资完成额累计同比及资产负债率%



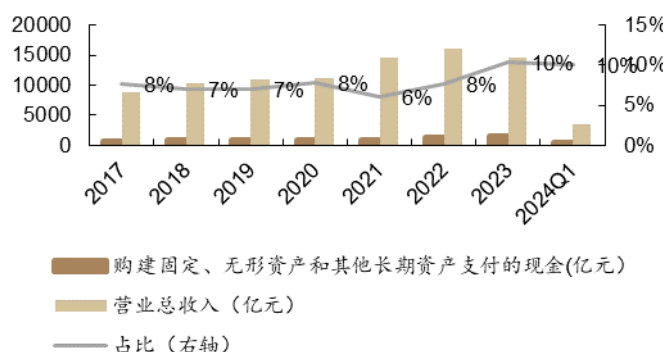
资料来源：wind、德邦研究所



资料来源：wind、德邦研究所

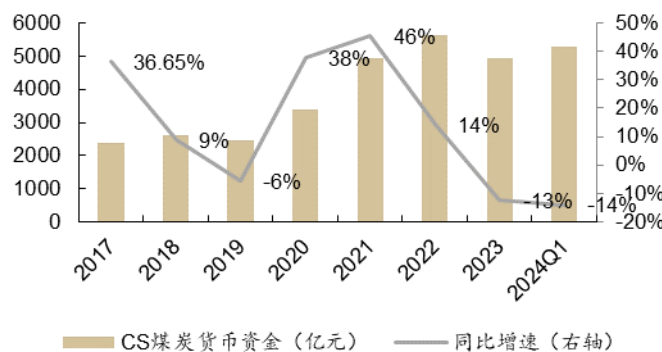
资本开支稳健，货币资金持续提升。自2017年起，行业资本开支虽然维持增加，但占营收的比重仅出现小幅增长，由此带来行业的货币规模持续稳定增长。在高景气度下，企业不显著加大资本开支比重，一方面留有足够的资金用来持续提高分红，另一方面也可以避免由于过度投资带来的远期潜在风险。

图 45: CS 煤炭板块企业资本开支现金流总额（亿元）



资料来源：wind、各公司公告、德邦研究所
注：图中仅列示中信一级煤炭板块

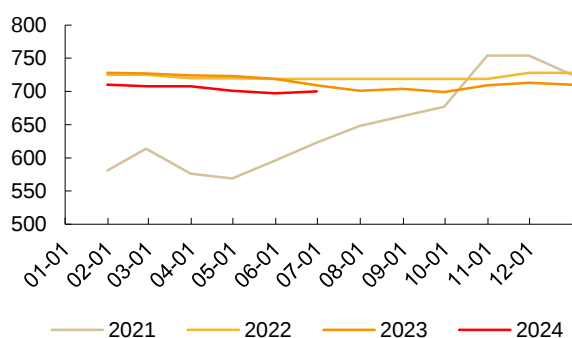
图 46: CS 煤炭板块货币资金总额（亿元）



资料来源：wind、各公司公告、德邦研究所

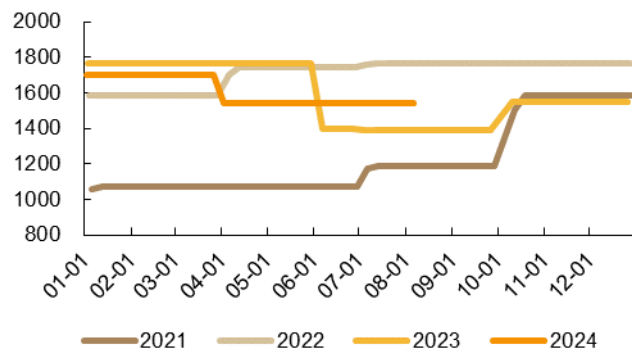
高比例长协将进一步提升企业盈利稳定性。2017年后我国煤炭行业已经形成了长协为主的销售定价模式，2022上半年，随着新长协机制落地，新机制下基准价提高，浮动价波动性更小，企业相较于过去盈利中枢大幅提升。在高长协模式下，行业盈利周期性进一步削弱，煤企整体可持续强、盈利更加确定，优秀的现金流以及资本开支的下降将有效保障未来的高分红。

图 47: CCTD 秦皇岛动力煤 Q5500 长协价（元/吨）



资料来源：wind、德邦研究所

图 48: 山西焦煤长协现货指数



资料来源：wind、德邦研究所

市值管理&分红激励推出，公司治理结构迎优化。近年来，国务院、证监会等

多部门多次提出对上市公司市值管理和分红激励制度，24 年 4 月“新国九条”颁布，再次重申对分红优质公司激励力度，增强分红稳定性、持续性和可预期性。未来上市公司或将通过回购、提升分红比例等方式进一步强化市值管理。市值管理&分红鼓励推出将进一步推动上市企业提高经营质量、完善信息披露机制，相关政策或将持续加码，公司估值有望迎来重塑。

表 9：分红政策

时间	部门	政策	内容
2024 年 4 月 12 日	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》	明确提出要鼓励上市公司 建立市值管理制度 和健全预期管理机制。
2024 年 4 月 12 日	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。
2024 年 1 月 29 日	国资委	全面推开上市公司市值管理考核	国资委进一步研究将 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，加大现金分红力度未来更好地回报投资者
2023 年 12 月 15 日	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）》	进一步明确 鼓励现金分红 导向，对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红；简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏。
2022 年 5 月 27 日	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	强调上市公司应兼顾价值创造与价值实现，促进内在价值与 市场价值 齐头并进、共同成长。
2022 年 1 月 6 日	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》	探索增加居民财产收入， 鼓励上市公司现金分红 ，完善投资者权益保护制度。
2020 年 10 月 9 日	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，上市公司要依法进行维权， 鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式 汇报投资者，切实履行社会责任。

资料来源：国务院、中国政府网、北京人民政府、证券时报等、德邦研究所

煤炭企业分红规模保持稳健增长。23 年样本公司（表 10）综合分红率 48%，较 22 年提升 9PCT。在保供产能充分释放后，国内煤炭产量明显降速，结合全球 ESG 和双碳大环境下企业投资新矿意愿减弱，中长期供给明显偏紧。同时，行业资产负债表优化明显，煤企在手现金持续提升，一利五率考核与煤炭投资受限结合，夯实高分红基础。

截至 23 年底，申万煤炭板块算数平均股息率为 5.4%，降息周期下股息率依然可观。我们统计了各上市公司截至 2024 年一季度的净现金/净资产。晋控煤业、潞安环能、陕西煤业分别为 50.0%、46.2%、30.3%，未来分红有进一步提升潜力。

表 10：2022-2023 年部分申万煤炭板块企业情况一览

	2022 年分红率	2023 年分红率	净现金 (亿元)	净资产 (亿元)	净现金/净资产
晋控煤业	35%	40%	128.5	256.8	50.0%
潞安环能	60%	60%	237.7	514.9	46.2%
陕西煤业	60%	60%	404.4	1332.8	30.3%
中国神华	73%	75%	1349.0	4994.1	27.0%
山西焦煤	64%	67%	108.3	496.5	21.8%
中煤能源	30%	30%	373.6	1894.4	19.7%
上海能源	30%	31%	18.2	129.6	14.0%
甘肃能化	20%	31%	19.9	172.2	11.6%
淮北矿业	37%	43%	46.0	463.1	9.9%
山煤国际	64%	30%	2.6	214.7	1.2%
华阳股份	30%	50%	-3.1	352.8	-0.9%
平煤股份	35%	61%	-18.7	311.7	-6.0%
昊华能源	36%	48%	-14.2	153.9	-9.3%
冀中能源	79%	43%	-26.0	265.6	-9.8%
兰花科创	35%	53%	-21.4	156.6	-13.7%
电投能源	28%	33%	-50.9	366.6	-13.9%
兖矿能源	69%	57%	-355.1	1257.4	-28.2%
新集能源	14%	18%	-105.3	156.0	-67.5%
盘江股份	40%	82%	-93.3	126.6	-73.7%

资料来源: wind、德邦研究所

注: 净现金及净资产均为 2024Q1 数据

4.2. 分母端: 全球资产荒下, 估值体系有望抬升

参考巴菲特购买西方石油, 低资本开支的高股息具备吸引力。2019 年, 西方石油宣布以 76 美元/股价格收购阿纳达科令石油, 以稳固其作为二叠纪盆地的最大石油商地位, 虽然与雪佛龙的竞争最终获取了胜利, 但是西方石油也因此获得了超过 400 亿美元债务, 其中 100 亿是向巴菲特融资获得, 其年利息高达 8%。2020 年新冠导致的全球原油期货价格暴跌, 西方石油经营恶化, 加上之前高额债务, 公司现金流出现困难, 公司股价下跌近 90%。2021 年西方石油总裁吸取了高杠杆并购后的风险经验, 宣布不再进行大规模并购活动, 并专注于减少公司债务, 增加股票分红派息与回购。该做法也获得了巴菲特的认可, 在西方石油价格持续上涨的情况下, 巴菲特开始持续加仓西方石油, 押注石油企业。

短时间全球摆脱传统能源可能性仍然较低, 石油等核心能源的价值将在长期过程中凸显, 而优质能源企业通过减杠杆方式, 逐步优化资产负债表, 在危机来临时有足够的抗风险能力。从西方石油降杠杆增派息的方式映射到我国煤炭行业, 煤企向西方石油的发展模式预计趋同, 通过不断降低资本开支, 优化资产负债表, 降低风险, 并将未来现金流用于分红, 形成良性循环发展。

表 11: 伯克希尔增持西方石油交易数据

时间	成交均价 (美元)	成交量 (万股)	成交金额 (亿美元)
2024.06.13—06.17	60	295	1.76
24Q1	-	430	-
2023.12.19—12.21	60.22	518	3.12
2023.12.11-12.13	56.19	1050	5.9
2023.10.25-10.27	63	390	-
2023.06.26—06.28	56.07	214	1.22
2023.03.03—03.07	61.2	580	3.55
2022.09.26—09.28	58.9	599	2.53
2022.08.04—08.08	58.5	668	3.91
2022.07.18	59.7	24	0.14
2022.07.14—07.16	58.5	194	1.13
2022.07.05—07.06	57.8	1204	6.96
2022.06.29—07.01	58.5	989	5.79
2022.06.23	55.5	79	0.44
2022.06.17—06.22	55.4	955	5.29
2022.06.10—05.12	57.3	90	0.52
2022.05.02—05.03	57.3	589	3.37
2022.03.14—03.16	54.7	1810	9.9
2022.03.09—03.11	56.6	2711	15.34
2022.03.02—03.04	49.2	6135	30.18
2022.02.28—03.01	53.2	2981	15.86
2020.Q2	14.7(估)	1893	2.78
2019.Q4	41 (估)	1147	4.7
2019.Q3	48 (估)	747	3.59

资料来源：证券市场周刊、伯克希尔哈撒韦公司年报、SEC 证监会报告、网易新闻等、德邦研究所

4.3. 险资成本下滑，高股息配置价值凸显

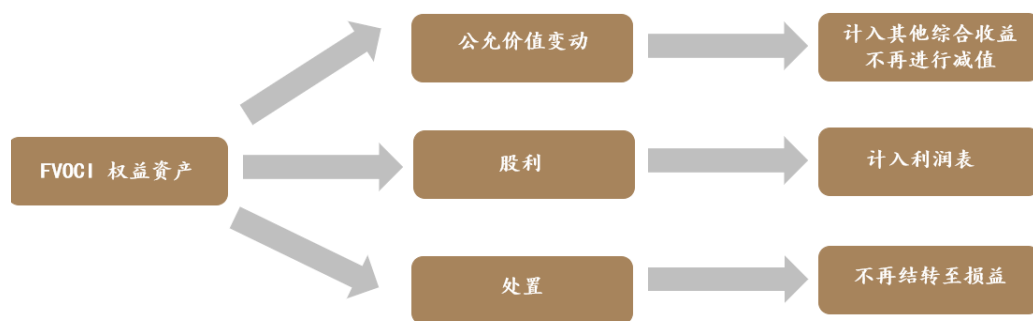
新 IFRS 法则下，险资配置有望向红利倾斜。IFRS 9 将金融资产从四分类简化为三分类，摊余成本计量的金融资产 (AC)、公允价值计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)、以及公允价值变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)。FVOCI 资产类别中，股利收入直接计入损益表，当权益投资工具分类为 FVOCI 终止时，其计入其他综合收益的累积利得或损失将从其他综合收益中转出，计入留存收益。因此，保险公司更偏好配置高股息股票，以获取稳定的股息收入。根据证监会 2023 年 8 月 27 日发布《证监会统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排》，明确阶段性收紧 IPO 节奏，严格再融资监管。2024 年再融资项目可能将减少，保险公司或更偏向加配高股息资产并计入 FVTOCI 账户以抵御市场波动。

表 12：金融资产由四分类变为三分类

IAS39	IFRS9
1) 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)	1) 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)
2) 持有至到期投资 (HTM)	2) 以摊余成本计量的金融资产 (AC)
3) 贷款和应收款项 (LR)	3) 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)
4) 可供出售金融资产 (AFS)	

资料来源：IFRS 公司官网、KPMG 公司官网、德勤公司官网、德邦研究所

图 49：FVOCI 权益资产对财务报表的影响



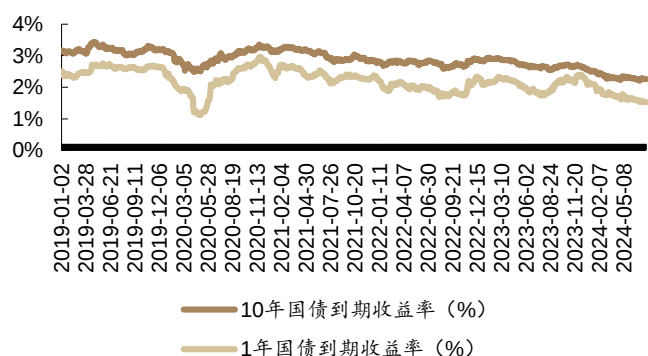
资料来源：德勤公司官网、德邦研究所

为缓解负债成本压力，调降预定利率或为大势所趋。近年来随着我国经济进入转型期，长期边际资本回报下降使得长端利率中枢持续下行，保险“利差损”再次扩大。截至 24Q1，保险公司年化财务收益率仅为 2.24%。为缓解负债成本压力，监管机构已多次调整预定利率，2024 年，部分险企计划停售 3.0%预定利率增额终身寿险产品，并推出 2.75%预定利率新产品，在宏观经济不确定性的背景下，利率水平易下难上，不排除预定利率继续下降的可能。

无风险利率下行阶段，高股息投资价值凸显。自 2020 年起，疫情冲击全球经济，促使中国采取宽松货币政策，债券收益率出现同步下行。2022 年，一年期国债收益率降至 1.98%，十年期国债收益率降至 2.77%，同比下降 26.2PCT。尽管 2023 年市场有所回升，一年期国债收益率微升至 2.11%，十年期国债收益率略微下降至 2.72%，但两者均维持在历史较低水平。

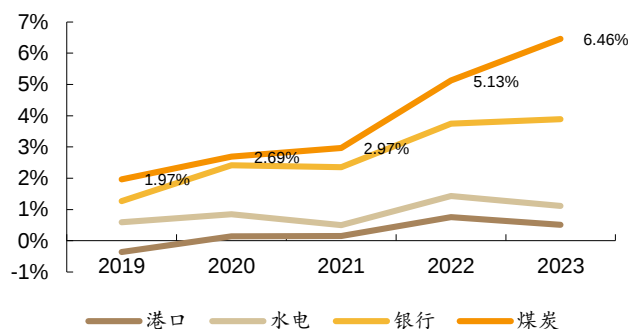
在无风险利率下行期间，具有“分红稳定+优质基本面”的公司更获险资青睐。高股息公司长期持股策略通常与固定收益资产类似，股息收益率以国债收益率为锚叠加流动性、期限等风险溢价。从 19 年以来，无风险利率震荡下行，利好高股息资产投资。根据我们测算，自 19-23 年底，高分红行业股息率排名为：煤炭（6.09%）>银行（4.98%）>水电（3.14%）>铁路（3.04%）>港口（2.48%）。

图 50：2019-2024 年十年期国债与一年期国债到期收益率%



资料来源：wind、德邦研究所

图 51：高分红行业与一年期国债利率差%



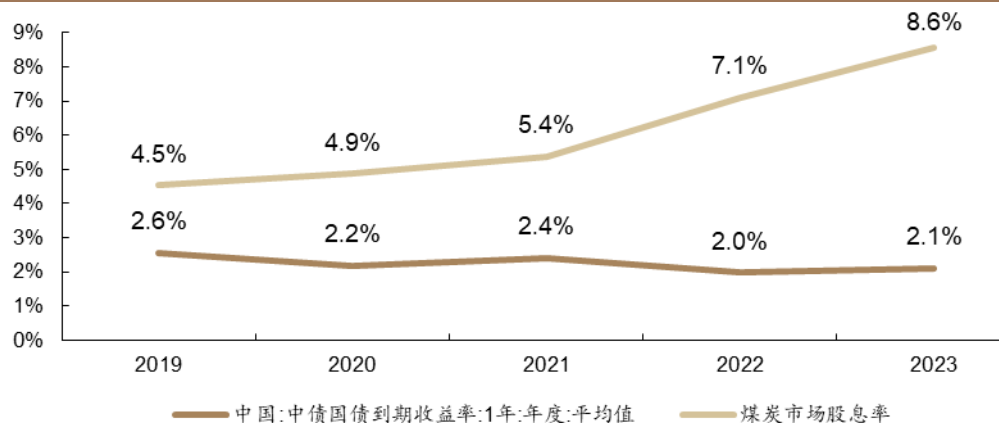
资料来源：wind、德邦研究所

注：港口及银行市场年度股息率均来自长江成分指数；水电、煤炭市场年度股息率来自中信成分指数

从 DDM 视角看煤炭企业估值，分子分母有望迎来共振。分子端：一方面，

国内长协机制的出台为煤企盈利构建稳健安全垫，另一方面，宏观经济恢复伴随中长期供给不足逻辑未变，煤价中枢逐步上行增厚企业利润。同时，在“新国九条”政策下，分红稳定性、持续性和可预期性有望再迎强化。**分母端**：在当前宏观经济存在不确定性，利率水平易下难上的环境下，预期回报率下滑带动DDM模型分母端贴现率持续降低。在分子分母共振下，煤炭行业投资价值凸显。

图 52：煤炭行业股息率与一年期国债收益率对比



资料来源：wind、德邦研究所

注：煤炭市场年度股息率来自中信成分指数

4.4. 矿业权出让市场基准价上调，煤企在手资源有望重估

2017年4月，国务院印发《矿产资源权益金制度改革方案》（以下简称“《改革方案》”），为了更好地发挥矿产资源税费制度对维护国家权益、调节资源收益、筹集财政收入的重要作用，在矿业权出让环节，将探矿权采矿权价款调整为矿业权出让收益。以拍卖、挂牌方式出让的，竞得人报价金额为矿业权出让收益；以招标方式出让的，依据招标条件，综合择优确定竞得人，并将其报价金额确定为矿业权出让收益。以协议方式出让的，矿业权出让收益按照评估价值、类似条件的市场基准价就高确定。

2023年3月24日，财政部、自然资源部、税务总局依据《改革方案》，出台《矿业权出让收益征收办法》，其中针对基准价的制定进行了明确，在以往基准价的基础上，根据出让矿种、成交价格、预期收益、其他矿业权市场交易资料等进行模拟评估，同时考虑地质勘查工作程度、区域成矿地质条件以及资源品级、矿产品价格、开采技术条件、交通运输条件、地区差异等影响因素，科学设计调整系数，综合形成矿业权出让收益市场基准价。矿业权出让收益市场基准价应结合矿业市场发展形势适时调整，原则上每三年更新一次。

煤价中枢上移，各省矿业权出让市场基准价随之上调。2020年以来，煤价中枢整体呈现上行趋势，在此背景下，一些省份的矿业权出让市场基准价也随之上调。根据我们梳理，山西、甘肃、山东、吉林等省份已经于2022-2023年公布基准价调整方案，平均涨幅分别为42.9%、60.3%、15.3%、6.4%，西部拥有优质煤炭资源的省份基准价上调幅度更大。

表 13：主要省份矿业权出让收益市场基准价一览

省份	煤种	前一期基准价（元/吨）	最新基准价（元/吨）	涨幅（%）	备注
山西	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	7.2	9.4	30.6%	
	瘦煤、贫瘦煤、气煤、气肥煤、1/2 中黏煤	5.8	7.7	32.8%	
	无烟煤	6.2	7.2	16.1%	
	贫煤	5.1	7.3	43.1%	
	弱黏煤	2.8	4.7	67.9%	
	其它煤种	2.4	4	66.7%	
	平均			42.9%	
甘肃	无烟煤	7	11.7	67.1%	
	主焦煤、炼焦配煤（焦煤，肥煤，1/3 焦煤，气肥煤，气煤）	5.2	8.7	67.3%	
	动力煤（贫煤，贫瘦煤，瘦煤，1/2 中黏煤，弱黏煤，不黏煤，长焰煤）	4.8	8	66.7%	
	褐煤	2.5	3.5	40.0%	
	平均			60.3%	
新疆	动力用煤		3		
	炼焦用煤		6.5		
内蒙古	无烟煤		14		
	焦煤（焦煤、1/3 焦煤）、肥煤、气肥煤、气煤		12、11、10		按灰分含量划分为 3 个等级
	贫煤（贫煤、贫瘦煤）、瘦煤		9、8、7		按灰分含量划分为 3 个等级
	1/2 中黏煤、弱黏煤、不黏煤、长焰煤		6.5、6、5.5、5		按发热量划分为 4 个等级。
	褐煤		3.5、3、2.5		按发热量划分为 3 个等级。
山东	焦煤、1/3 焦、肥煤、瘦煤	8.6	10	16.3%	
	动力煤：发热量（Q _{net.d} ）≥23.0 MJ/kg	7.2	8.2	13.9%	
	动力煤：20.9MJ/kg≤发热量（Q _{net.d} ）<23.0 MJ/kg	5.8	6.6	13.8%	含气煤、气肥煤、贫煤、贫瘦煤、无烟煤、天然焦等
	动力煤：发热量（Q _{net.d} ）<20.9MJ/kg	5	5.8	16.0%	
	长焰煤、褐煤	3	3.5	16.7%	
	平均			15.3%	
吉林	10.0MJ/Kg（不含）以下	2.5	2.7	8.0%	
	10.0-15.0MJ/Kg（不含）	3	3.2	6.7%	
	15.0-18.0 MJ/Kg（不含）	4.5	4.7	4.4%	
	18.0-20.0 MJ/Kg（不含）	4.9	5.2	6.1%	
	20.0-22.5 MJ/Kg（不含）	5.4	5.7	5.6%	
	22.5-25.0 MJ/Kg（不含）	5.9	6.2	5.1%	
	25.0-27.5 MJ/Kg（不含）	6.3	6.8	7.9%	
	27.5 MJ/Kg 以上	7	7.5	7.1%	
	平均			6.4%	

资料来源：各省自然资源厅官网、德邦研究所

根据 2023 年报，我们梳理了各家煤炭上市公司可采储量、采矿权价值、净资产、资源账面价值等情况，从中可以看出煤炭上市公司在手资源账面价值偏低。同时，我们梳理了 2021 年以来陕西省采矿权成交情况，成交单价相较于基准价有些许溢价。保守起见，如果以各省现行矿业权出让收益市场基准价为采矿权重置价格，大部分煤企在手资源价值重估空间显著。

表 14：煤炭上市企业在手资源账面价值一览

股票代码	股票简称	总市值（亿元）	可采储量（亿吨）2023A	单位矿权账面价值（元/吨）2023A	无形资产-采矿权（亿元）2023A	无形资产（亿元）2023A	净资产（亿元）2023A
601088.SH	中国神华	7,576	133.8	2.3	305.6	616.3	4783.7
601898.SH	中煤能源	1,500	138.7	3.0	415.9	556.4	1827.8
600188.SH	兖矿能源	1,199	61.6	9.1	561.9	671.6	1183.3
601225.SH	陕西煤业	2,284	104.4	1.7	175.0	275.9	1240.9
600348.SH	华阳股份	250	29.6	1.7	49.3	62.8	321.7
601699.SH	潞安环能	425	10.2	10.1	103.6	112.6	494.2
000983.SZ	山西焦煤	437	65.6	3.1	201.4	212.1	482.4
600546.SH	山煤国际	227	7.6	7.0	52.9	58.3	205.3
600508.SH	上海能源	82	5.9	1.9	11.1	13.1	126.1
600157.SH	永泰能源	251	24.4	21.6	528.0	534.9	512.1
600985.SH	淮北矿业	363	20.5	7.0	144.1	181.6	415.4
002128.SZ	电投能源	400	8.8	1.4	12.3	47.8	343.0
600997.SH	开滦股份	95	3.8	0.1	0.4	8.8	155.9
600123.SH	兰花科创	113	6.7	6.3	42.4	52.1	166.8
600395.SH	盘江股份	113	39.3	1.1	44.6	52.3	125.2
601101.SH	昊华能源	116	11.2	7.3	81.5	88.5	145.5
000723.SZ	美锦能源	175	6.3	2.8	17.9	49.3	169.2
000937.SZ	冀中能源	190	6.2	7.8	48.4	53.7	256.4
601918.SH	新集能源	215	18.5	0.5	8.5	19.2	148.2
600403.SH	大有能源	57	5.9	1.1	6.3	45.7	74.0
601666.SH	平煤股份	228	16.0	5.2	83.6	90.8	291.1
601001.SH	晋控煤业	239	19.5	1.2	23.3	32.1	243.7
600971.SH	恒源煤电	114	5.6	2.9	16.2	35.9	126.9
000552.SZ	甘肃能化	135	7.6	4.3	32.6	51.2	164.4
600758.SH	辽宁能源	36	3.6	3.8	13.5	200.5	52.3
600121.SH	郑州煤电	37	2.5	1.0	2.6	3.2	28.0
600397.SH	安源煤业	18	0.9	1.5	1.4	4.7	3.6

资料来源：各公司年报、wind、德邦研究所

注：市值提取日期为 2024 年 8 月 22 日

表 15：近年来，陕西省采矿权出让成交结果

公示时间	省份	矿权类型	项目名称	资源储量（万吨）	起始价格（万元）	成交价（万元）	出让单价（元/吨）	成交单价（元/吨）
2021 年 6 月 16 日	陕西	采矿权	澄城县安里勘查区	4063.03	32666.76	32766.76	8.04	8.06
2022 年 5 月 24 日	陕西	采矿权	蒲城县金联煤矿扩大区	960.27	8642.43	8742.43	9.00	9.10
2022 年 5 月 24 日	陕西	采矿权	延安市车村煤矿一号井	17870	161008.7	161508.7	9.01	9.04
2022 年 5 月 24 日	陕西	采矿权	府谷县金泰煤矿扩大区	930	9462.38	9562.38	10.17	10.28
2022 年 5 月 24 日	陕西	采矿权	白水县北关煤矿扩大区	1314.6	11672.06	11872.06	8.88	9.03
2022 年 5 月 24 日	陕西	采矿权	永寿县平遥毛家山兴发煤矿扩大区	936	7553.52	7653.52	8.07	8.18
平均							8.86	8.95

资料来源：陕西省公共资源交易中心官网、陕西省自然资源厅、德邦研究所

注：出让单价依据陕西省矿业权出让收益市场基准价制定，表中出让单价 = 起始价格/资源储量，成交单价 = 成交价/资源储量

5. 投资建议：紧握优质分红，布局成长机遇

2023 年煤炭行业供给增速开启下行后，煤价经历 2023 年 5 月、2024 年 4 月两次 800 元/吨压力测试支撑明显，党的二十届三中全会提出将进一步全面深化改革、推进中国式现代化，经济复苏叠加弱供给，煤价中枢有望逐年稳步提升；2024 年国资委全面推开国有企业市值管理，证监会推动上市公司高质量分红，险资成本持续下降背景下，煤炭股在 DDM 模型的分子和分母端有望迎来双击。持续看好煤炭板块投资价值，**推荐三个方向：**

- **优质分红。**优质公司具备长期分红能力，且随着资本开支下降，分红率具备持续提升空间，推荐：陕西煤业、山煤国际、中煤能源，建议关注：中国神华、兖矿能源等。
- **长期增量。**煤炭产能增量具有稀缺性，煤电一体顺应政治导向，协同发展熨平风险周期，推荐：新集能源、甘肃能化、电投能源、昊华能源、永泰能源，建议关注：广汇能源、盘江股份、陕西能源、苏能股份等。
- **双焦弹性。**复苏预期下，双焦在经历前期的价格的大幅下跌后存在反弹空间，推荐：潞安环能、平煤股份、淮北矿业、中国旭阳集团，建议关注：山西焦煤、冀中能源等。

6. 风险提示

- 1) **海外经济衰退幅度超预期：**海外需求减弱，导致全球能源价格下降。
- 2) **国内经济复苏力度不及预期：**宏观经济复苏力度不及预期，煤炭市场供过于求，造成煤价下跌。
- 3) **煤炭安全检查放松：**煤炭安全检查放松下，部分煤矿出现违规超产行为，导致煤炭市场供应增加。

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。