

研究所：

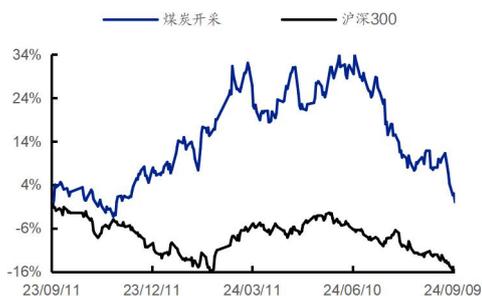
证券分析师：

陈晨 S0350522110007
chenc09@ghzq.com.cn

煤炭板块 2024 半年报总结：盈利回归合理水平， 资产负债率进一步回落

——煤炭开采行业专题研究

最近一年走势



行业相对表现

2024/09/11

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	-8.6%	-22.7%	0.4%
沪深 300	-4.4%	-10.1%	-15.4%

相关报告

《煤炭开采行业周报：动力煤产业链持续去库存，打消市场对价格过度调整担忧（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-09-08

《煤炭开采行业周报：动力煤延续去库；焦煤价格探底回升；低位煤炭股值得把握（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-09-02

《煤炭开采行业周报：动力煤产业链继续去库存；焦煤价格有望探底；低位煤炭股值得把握（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-08-25

《煤炭开采行业周报：电厂继续去库存；高度重视低位煤炭股（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-08-18

《煤炭开采行业动态研究：原煤日产量环比回落，火力发电降幅收窄（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-08-18

投资要点：

- 2024 年上半年上市公司煤炭产销量同比下降。**2024 年上半年，强安监背景下，山西等地煤炭生产量回落幅度较大，2024 年上半年 25 家煤炭上市公司产量实现 5.9 亿吨，同比下降 1.2%，商品煤销量 6.3 亿吨，同比下降 1.0%。如果剔除掉中国神华，24 家煤炭上市公司 2024 年上半年产量为 4.2 亿吨，同比下降 2.3%，销量 4.0 亿吨，同比下降 4.3%。
- 盈利能力下降与煤价回落相关。**我们重点关注的 27 家煤炭上市公司，2024 年上半年合计实现营业收入 6569 亿元，同比下降 9%；合计实现净利润 1042 亿元，同比下降 22.4%；合计实现归属母公司净利润 820 亿元，同比下降 24.5%。2024Q2 受到煤价下滑影响（2024Q1/Q2 动力煤均价分别为 902/848 元/吨），27 家煤企归母净利润环比有所下滑，为 393 亿元，环比 2024Q1 下降 7.9%。2024 年上半年，剔除未公布相关数据的公司，24 家煤炭上市公司煤炭的平均销售价格为 604 元/吨，同比下降 11%；平均销售成本 379 元/吨，同比下降 2%；平均毛利 225 元/吨，同比下降 24%；毛利率 37%，同比下降 6.1 个百分点。降价是煤企单位盈利能力下降的主要原因。
- 收入回落导致期间费用率略有提升。从相对值来看（算数平均值方法），**2024 年上半年 27 家煤炭上市公司的期间费用率为 10.7%，同比上涨 1.4 个百分点，我们判断主要是行业营收下滑等所致，其中，销售费用率为 0.8%，同比持平，管理费用率为 7.8%，同比上涨 1.3 个百分点，财务费用率为 2.1%，同比增长 0.1 个百分点；**从绝对值来看，**2024 年上半年 27 家煤炭上市公司累计期间费用 403 亿元，同比增加 4%，其中，销售费用 52 亿元，同比下降 13%，管理费用 282 亿元，同比增加 7%，财务费用 76 亿元，同比增加 5%。
- 行业盈利指标同比回落。从销售毛利率来看，**27 家煤炭上市公司 2024 年上半年平均值为 30%，同比下降 4.8 个百分点；**从销售净利率来看，**27 家煤炭上市公司 2024 年上半年平均值为 11.5%，同比下降 5.9 个百分点；**从 ROE 来看，**27 家煤炭上市公司 2024 年上半年平均值为 4.2%，同比下降 5.1 个百分点。
- 经营性现金流同比下降，负债率持续降低。**27 家煤炭上市公司 2024 年

上半年经营性现金流合计为 1395 亿元，同比减少 16.6 亿元，下降 1%；截止 2024 年半年报，27 家煤炭上市公司有息负债合计为 4588 亿元，同比持平。资产负债率平均为 52%，同比下降 1.8 个百分点；如果剔除掉中国神华，26 家煤炭上市公司 2024 年上半年经营性现金流合计为 948 亿元，同比减少 80 亿元，下降 8%；截止 2024 年半年报，26 家煤炭上市公司有息负债合计为 4155 亿元，同比下降 2%，资产负债率平均为 53%，同比下降 1.8 个百分点。综合来看，由于盈利能力的下降，上述公司经营性现金流有所减少，但多数公司注重负债管理，资产负债率继续下降，企业整体资产质量得到进一步夯实。

- **投资策略：**综合来看，2024 年上半年煤价和产量回落背景下，上市公司业绩普遍出现下滑。但值得注意的是，27 家煤炭上市公司 2024 年上半年销售毛利率平均值为 30%，销售净利率平均值为 11.5%，盈利能力依然不弱，盈利向合理水平回归，同时上市公司资产负债率进一步回落，资产质量进一步夯实，陕西煤业（中期分红 10%）、中煤能源（中期分红 30%）、电投能源（中期分红 3.8%）、上海能源（中期分红 30.65%）等实行中期分红，进一步回报投资者。**从长期来看**，在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新装机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，对煤炭需求拉动具有决定性作用。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给能力的约束依然没变。**建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。动力煤股建议关注：**中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；电投能源（煤电铝都有成长，稳定性及弹性兼备）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）。**冶金煤建议关注：**淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）；潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）。**煤炭+电解铝建议关注：**神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。**无烟煤建议关注：**华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。
- **风险提示：**1) 经济增速不及预期风险；2) 政策调控力度超预期的风险；3) 可再生能源持续替代风险；4) 煤炭进口影响风险；5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险；6) 煤炭价格波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/9/11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601088.SH	中国神华	36.74	3.00	2.94	3.07	12.2	12.5	12.0	买入
601225.SH	陕西煤业	22.03	2.19	2.18	2.34	10.1	10.1	9.4	买入
600188.SH	兖矿能源	12.83	2.74	1.55	1.81	4.7	8.3	7.1	买入
601898.SH	中煤能源	12.62	1.47	1.39	1.54	8.6	9.1	8.2	买入
600256.SH	广汇能源	5.74	0.80	0.62	0.82	7.2	9.2	7.0	买入
601699.SH	潞安环能	13.08	2.65	1.51	1.67	4.9	8.7	7.8	买入
000983.SZ	山西焦煤	7.19	1.23	0.76	0.85	5.9	9.4	8.5	买入
000933.SZ	神火股份	13.20	2.65	2.15	2.56	5.0	6.1	5.1	买入
600985.SH	淮北矿业	13.20	2.51	1.93	2.10	5.3	6.8	6.3	买入
601666.SH	平煤股份	7.93	1.73	1.07	1.37	4.6	7.4	5.8	买入
600123.SH	兰花科创	7.53	1.41	0.92	1.04	5.3	8.2	7.2	买入
601918.SH	新集能源	7.09	0.81	0.90	0.97	8.7	7.9	7.3	买入
601001.SH	晋控煤业	13.35	1.97	1.73	1.89	6.8	7.7	7.1	买入
000552.SZ	甘肃能化	2.26	0.37	0.34	0.40	6.1	6.7	5.7	买入
002128.SZ	电投能源	15.17	2.11	2.31	2.46	7.2	6.6	6.2	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 2024 年上半年综述：行业盈利回归合理水平，负债水平进一步降低.....	6
1.1、 国内生产量回落、进口量上涨，煤价有所回落.....	6
1.2、 2024 年上半年煤企业绩回归合理水平.....	7
1.3、 和行业数据匹配，上市公司煤炭产销量同比下降.....	9
1.4、 盈利能力下降与煤价下调相关.....	10
1.5、 期间费用率略有提升.....	11
1.6、 行业盈利指标同比回落.....	12
1.7、 经营性现金流同比下降，债务率进一步降低.....	13
1.8、 应收账款及存货周转天数同比增长.....	14
2、 投资策略：盈利向合理水平回归，资产负债率进一步降低.....	15
3、 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 秦皇岛港口动力煤价格情况	6
图 2: 秦港动力煤均价	6
图 3: 京唐港主焦煤价格走势	7
图 4: 京唐港主焦煤均价	7
图 5: 27 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)	8
图 6: 27 家煤炭上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元)	9
图 7: 25 家煤炭上市公司煤炭产销情况 (单位: 万吨)	10
图 8: 25 家煤炭上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨、%)	11
图 9: 27 家煤炭上市公司期间费用率情况 (单位: %)	12
图 10: 27 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 (单位: %)	13
图 11: 27 家煤炭上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元、%)	14
图 12: 27 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天)	15

1、2024 年上半年综述：行业盈利回归合理水平，负债水平进一步降低

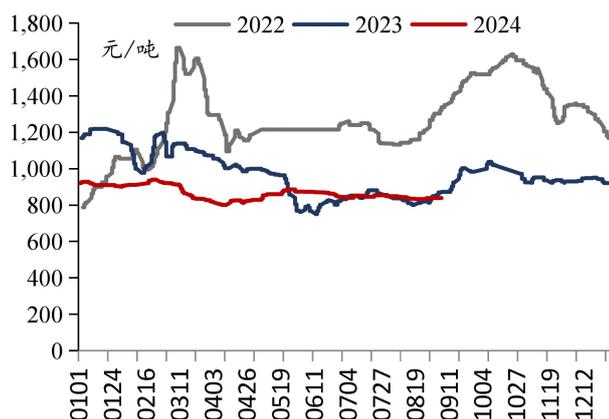
1.1、国内生产量回落、进口量上涨，煤价有所回落

经济韧性较强，火电需求提升。今年上半年，我国工业经济生产总体韧性较强，据国家统计局数据，工业增加值增速实现 6.0%（去年同期 3.8%）。据能源统计司估算，我国上半年能源消费总量同比增长 4.7%。从能源生产上来看，上半年全国规模以上企业发电增速 5.2%，其中火电、水电、风电、太阳能、核电同比分别增长 1.7%、21.4%、6.9%、27.1%和 0.1%，水电较高增速预计挤占了部分火电市场份额。非电行业来看，粗钢产量累计同比增速为-1.1%，水泥产量累计同比增速为-10.0%。

原煤生产回落，煤炭进口量上涨。据国家统计局数据显示，2024 年上半年，全国原煤产量 22.7 亿吨，同比下降 1.7%，其主要原因或是山西减产所致（安监等因素）。进口方面，上半年我国煤炭进口量 2.5 亿吨，同比增长 12.5%，其中印度尼西亚煤占比 43.2%，俄罗斯占比 18.3%，蒙古占比 15.7%，澳大利亚占比 14.7%。

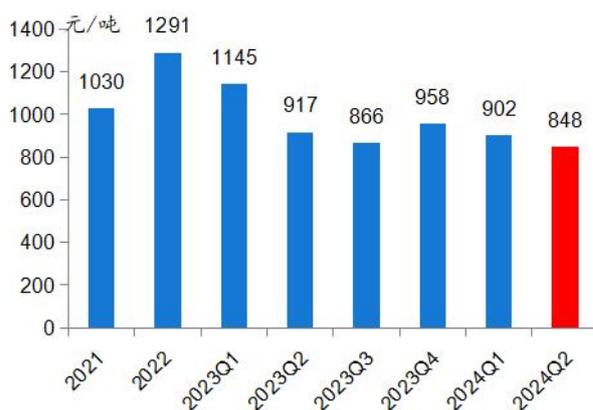
供需双弱，上半年煤价有所回落。分煤种看，2024 年上半年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 875 元/吨，同比下降 15.1%，其中 Q2 均价为 848 元/吨，同比下降 7.5%；2024 年上半年京唐港主焦煤（山西产）均价为 2252 元/吨，同比增加 1.2%，其中 Q2 均价为 2092 元/吨，同比增加 8.0%。

图 1：秦皇岛港口动力煤价格情况



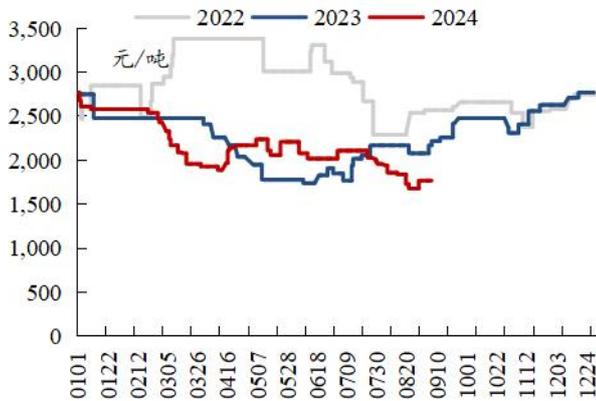
资料来源：国海证券研究所
注：数据截至 2024 年 9 月 6 日

图 2：秦港动力煤均价



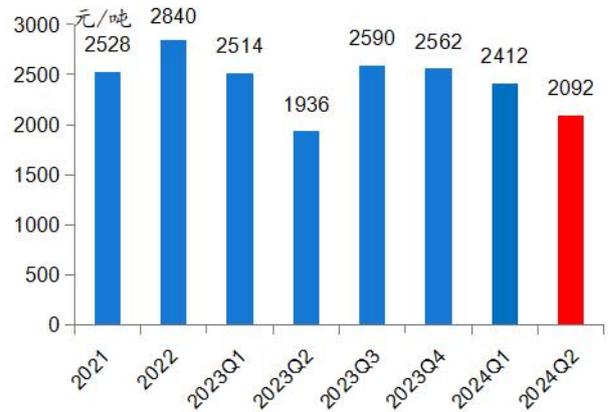
资料来源：国海证券研究所
注：数据截至 2024 年 6 月 30 日

图 3：京唐港主焦煤价格走势



资料来源：国海证券研究所
注：数据截至 2024 年 9 月 6 日

图 4：京唐港主焦煤均价



资料来源：国海证券研究所
注：数据截至 2024 年 6 月 30 日

1.2、2024 年上半年煤企业绩回归合理水平

业绩向合理水平回归。我们重点关注的 27 家煤炭上市公司，2024 年上半年合计实现营业收入 6569 亿元，同比下降 9%；合计实现净利润 1042 亿元，同比下降 22.4%；合计实现归属母公司净利润 820 亿元，同比下降 24.5%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26 家煤炭上市公司，2024 年上半年合计实现净利润 696 亿元，同比下降 27.2%；合计实现归属母公司净利润 525 亿元，同比下降 30.3%，2024 年上半年行业盈利能力有所回落。

扣非后业绩同步下滑。从扣非归母净利润来看，27 家煤炭上市公司 2024 年上半年实现扣非归母净利润 818 亿元，同比下降 24.4%；如果剔除中国神华，26 家煤炭上市公司，2024 年上半年合计实现扣非归母净利润 523 亿元，同比下降 30.4%。

图 5: 27 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

细分板块	上市公司	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
动力煤	甘肃能化	5,755	5,625	-2.26%	1,280	897	-29.91%	1,283	848	-33.91%
	电投能源	13,209	14,127	6.95%	2,583	2,944	13.99%	2,526	2,879	13.96%
	郑州煤电	2,192	2,162	-1.35%	46	10	-79.75%	33	13	-65.67%
	兖矿能源	84,401	72,312	-24.07%	10,210	7,568	-31.64%	10,049	7,298	-27.37%
	安源煤业	3,260	2,661	-18.37%	52	-105	-300.43%	50	-98	-296.55%
	大有能源	3,533	2,600	-26.41%	221	-490	-322.02%	219	-486	-321.56%
	山煤国际	20,676	14,057	-32.01%	3,058	1,291	-58.11%	3,113	1,380	-55.68%
	恒源煤电	4,238	3,893	-8.13%	1,118	758	-32.14%	1,110	770	-30.65%
	晋控煤业	7,453	7,379	-0.99%	1,386	1,436	3.67%	1,342	1,424	6.11%
	中国神华	169,442	168,078	-0.81%	33,279	29,504	-11.34%	32,970	29,481	-10.60%
	昊华能源	4,148	4,735	14.14%	708	859	21.28%	660	871	31.93%
	陕西煤业	90,662	84,737	-6.54%	11,579	10,556	-8.83%	13,632	11,182	-17.97%
	中煤能源	109,357	92,984	-14.97%	11,835	9,788	-17.30%	11,751	9,656	-17.80%
	新集能源	6,260	5,985	-4.40%	1,308	1,176	-10.11%	1,287	1,138	-11.57%
炼焦煤	冀中能源	14,752	10,111	-31.46%	3,367	1,002	-70.26%	1,874	1,000	-46.67%
	山西焦煤	27,560	21,570	-21.73%	4,517	1,966	-56.47%	4,547	1,880	-58.66%
	永泰能源	13,982	14,512	3.80%	1,013	1,189	17.45%	1,005	1,112	10.66%
	盘江股份	5,297	4,046	-23.63%	619	37	-93.98%	557	-46	-108.16%
	上海能源	5,867	4,854	-17.26%	1,180	472	-60.02%	1,175	470	-60.00%
	淮北矿业	37,406	37,316	-0.24%	3,588	2,935	-18.19%	3,439	2,887	-16.04%
	开滦股份	11,942	10,656	-10.77%	784	482	-38.55%	772	468	-39.45%
	平煤股份	15,969	16,254	1.78%	2,234	1,393	-37.66%	2,121	1,408	-33.59%
	辽宁能源	3,003	2,657	-11.54%	255	12	-95.49%	244	65	-73.43%
	潞安环能	21,883	17,654	-19.33%	5,296	2,227	-57.96%	5,269	2,249	-57.31%
无烟煤	神火股份	19,109	18,221	-4.65%	2,739	2,284	-16.62%	2,742	2,157	-21.35%
	兰花科创	6,469	5,477	-15.33%	1,362	552	-59.50%	1,337	554	-58.54%
	华阳股份	15,413	12,199	-20.85%	3,012	1,299	-56.87%	2,992	1,215	-59.39%
	合计	723,238	656,862	-9.2%	108,628	82,042	-24.5%	108,100	81,774	-24.35%
	剔除神华	553,796	488,784	-11.7%	75,349	52,538	-30.3%	75,130	52,293	-30.4%

资料来源: wind、国海证券研究所

注: 同比数据经过重述调整

2024Q2 单季业绩环比下滑，主要由于煤价下滑导致。2023 年 Q1-Q4，27 家煤炭上市公司各单季度归母净利润分别为 635 亿元、451 亿元、440 亿元和 346 亿元，2024Q1 归母净利润为 427 亿元，2024Q2 受到煤价下滑影响（2024Q1/Q2 动力煤均价分别为 902/848 元/吨），27 家煤企归母净利环比有所下滑，为 393 亿元，环比 2024Q1 下降 7.9%。如果剔除中国神华后，26 家煤炭上市公司，2023 年 Q1-Q4 各单季度归母净利润分别为 449 亿元、304 亿元、290 亿元和 232 亿元，2024Q1 归母净利润为 268 亿元，2024Q2 业绩为 257 亿元，环比 2023Q1 下降 4.1%。

图 6：27 家煤炭上市公司归母净利环比情况（单位：百万元）

细分板块	上市公司	产量			销量		
		2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
动力煤	甘肃能化	959	1032	7.7%	806	857	6.3%
	电投能源	2336	2267	-2.9%	2314	2222	-4.0%
	郑州煤电	335	345	3.0%	328	344	4.8%
	兖矿能源	6385	6908	8.2%	6594	6788	2.9%
	安源煤业	73	68	-6.7%	72	67	-6.2%
	大有能源	529	473	-10.7%	503	463	-8.0%
	山煤国际	2119	1538	-27.4%	2695	2083	-22.7%
	恒源煤电	448	494	10.3%	379	385	1.5%
	晋控煤业	1701	1693	-0.5%	1448	1445	-0.2%
	中国神华	16070	16320	1.6%	21790	22970	5.4%
	昊华能源	851	950	11.6%	849	950	12.0%
	陕西煤业	8407	8641	2.8%	8280	8339	0.7%
	中煤能源	6712	6650	-0.9%	6485	6619	2.1%
	新集能源	983	936	-4.8%	1014	910	-10.2%
	无烟煤	永泰能源	605	598	-1.1%	609	592
盘江股份		640	447	-30.1%	674	407	-39.6%
上海能源		423	430	1.6%	306	260	-15.0%
淮北矿业		1133	1032	-8.9%	982	803	-18.2%
开滦股份		458	455	-0.8%	111	113	1.5%
平煤股份		1537	1421	-7.5%	1554	1349	-13.2%
辽宁能源		309	281	-9.0%	288	259	-10.1%
潞安环能		2954	2767	-6.3%	2713	2455	-9.5%
神火股份		380	323	-15.0%	390	317	-18.6%
兰花科创		645	706	9.3%	566	576	1.7%
华阳股份	2376	1866	-21.5%	2157	1710	-20.7%	
	合计	59367	58641	-1.2%	63908	63283	-1.0%
	剔除神华	43297	42321	-2.3%	42118	40313	-4.3%

资料来源：Wind、国海证券研究所

1.3、和行业数据匹配，上市公司煤炭产销量同比下降

2024 年上半年标的上市公司煤炭产销量同比下降。2024 年上半年，强安监背景下，山西等地煤炭生产量回落幅度较大，2024 年上半年 25 家煤炭上市公司产量实现 5.9 亿吨，同比下降 1.2%，商品煤销量 6.3 亿吨，同比下降 1.0%。如果剔除掉中国神华，24 家煤炭上市公司 2024 年上半年产量为 4.2 亿吨，同比下降 2.3%，销量 4.0 亿吨，同比下降 4.3%。

图 7：25 家煤炭上市公司煤炭产销情况（单位：万吨）

细分板块	上市公司	产量			销量		
		2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
动力煤	甘肃能化	959	1032	7.7%	806	857	6.3%
	电投能源	2336	2267	-2.9%	2314	2222	-4.0%
	郑州煤电	335	345	3.0%	328	344	4.8%
	兖矿能源	6385	6908	8.2%	6594	6788	2.9%
	安源煤业	73	68	-6.7%	72	67	-6.2%
	大有能源	529	473	-10.7%	503	463	-8.0%
	山煤国际	2119	1538	-27.4%	2695	2083	-22.7%
	恒源煤电	448	494	10.3%	379	385	1.5%
	晋控煤业	1701	1693	-0.5%	1448	1445	-0.2%
	中国神华	16070	16320	1.6%	21790	22970	5.4%
	昊华能源	851	950	11.6%	849	950	12.0%
	陕西煤业	8407	8641	2.8%	8280	8339	0.7%
	中煤能源	6712	6650	-0.9%	6485	6619	2.1%
	新集能源	983	936	-4.8%	1014	910	-10.2%
	永泰能源	605	598	-1.1%	609	592	-2.7%
	盘江股份	640	447	-30.1%	674	407	-39.6%
上海能源	423	430	1.6%	306	260	-15.0%	
淮北矿业	1133	1032	-8.9%	982	803	-18.2%	
开滦股份	458	455	-0.8%	111	113	1.5%	
平煤股份	1537	1421	-7.5%	1554	1349	-13.2%	
辽宁能源	309	281	-9.0%	288	259	-10.1%	
潞安环能	2954	2767	-6.3%	2713	2455	-9.5%	
神火股份	380	323	-15.0%	390	317	-18.6%	
无烟煤	兰花科创	645	706	9.3%	566	576	1.7%
	华阳股份	2376	1866	-21.5%	2157	1710	-20.7%
	合计	59367	58641	-1.2%	63908	63283	-1.0%
	剔除神华	43297	42321	-2.3%	42118	40313	-4.3%

资料来源：各公司年报、国海证券研究所

1.4、盈利能力下降与煤价下调相关

2024 年上半年，剔除未公布相关数据公司，24 家煤炭上市公司煤炭的平均销售价格为 604 元/吨，同比下降 11%；平均销售成本 379 元/吨，同比下降 2%；平均毛利 225 元/吨，同比下降 24%；毛利率 37%，同比下降 6.1 个百分点。降价是煤企单位盈利能力下降的主要原因。

图 8：25 家煤炭上市公司销售价格、成本、毛利情况（单位：元/吨、%）

细分板块	上市公司	吨煤价格			吨煤成本			吨煤毛利			毛利率		
		2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比-pct
动力煤	甘肃能化	551	501	-9%	272	294	8%	279	207	-26%	51%	41%	-9.4
	电投能源	199	207	4%	84	86	2%	115	121	6%	58%	59%	0.9
	郑州煤电	599	546	-9%	395	400	1%	204	147	-28%	34%	27%	-7.2
	充矿能源	912	698	-24%	474	406	-14%	439	292	-33%	48%	42%	-6.3
	安源煤业	1037	885	-15%	768	844	10%	269	41	-85%	26%	5%	-21.3
	大有能源	589	490	-17%	347	390	13%	242	100	-59%	41%	20%	-20.7
	山煤国际	756	660	-13%	420	436	4%	336	225	-33%	44%	34%	-10.4
	恒源煤电	1051	963	-8%	545	563	3%	506	400	-21%	48%	42%	-6.6
	晋控煤业	504	495	-2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	中国神华	621	585	-6%	423	419	-1%	198	166	-16%	32%	28%	-3.5
	昊华能源	448	436	-3%	195	195	0%	253	241	-5%	56%	55%	-1.2
	陕西煤业	595	538	-10%	298	281	-6%	297	257	-14%	50%	48%	-2.2
	中煤能源	624	584	-6%	285	293	3%	339	291	-14%	54%	50%	-4.5
新集能源	540	587	9%	330	366	11%	210	221	5%	39%	38%	-1.2	
炼焦煤	永泰能源	959	902	-6%	421	466	11%	538	437	-19%	56%	48%	-7.7
	盘江股份	764	835	9%	538	644	20%	226	191	-15%	30%	23%	-6.6
	上海能源	1280	1247	-3%	600	824	37%	681	423	-38%	53%	34%	-19.2
	淮北矿业	1269	1144	-10%	670	565	-16%	599	579	-3%	47%	51%	3.5
	开滦股份	3266	2864	-12%	1541	1442	-6%	1725	1422	-18%	53%	50%	-3.2
	平煤股份	996	1088	9%	681	772	13%	315	317	1%	32%	29%	-2.5
	辽宁能源	718	669	-7%	456	489	7%	262	180	-31%	37%	27%	-9.7
	潞安环能	773	416	-46%	337	293	-13%	435	123	-72%	56%	30%	-26.7
	神火股份	1135	1106	-3%	569	779	37%	566	327	-42%	50%	30%	-20.3
无烟煤	兰花科创	789	637	-19%	305	354	16%	484	283	-42%	61%	44%	-17.0
	华阳股份	627	572	-9%	323	354	9%	304	218	-28%	48%	38%	-10.3
	平均	681	604	-11%	386	379	-2%	295	225	-24%	43%	37%	-6.1
	剔除神华	713	616	-14%	366	355	-3%	348	261	-25%	49%	42%	-6.4

资料来源：wind、国海证券研究所

注：同比数据经过重述调整

1.5、期间费用率略有提升

2024H1 费用率同比提升。从相对值来看（算数平均值方法），2024 年上半年 27 家煤炭上市公司的期间费用率为 10.7%，同比上涨 1.4 个百分点，我们判断主要是行业营收下滑等所致，其中，销售费用率为 0.8%，同比持平，管理费用率为 7.8%，同比上涨 1.3 个百分点，财务费用率为 2.1%，同比增长 0.1 个百分点；**从绝对值来看**，2024 年上半年 27 家煤炭上市公司累计期间费用 403 亿元，同比增加 4%，其中，销售费用 45 亿元，同比下降 13%，管理费用 282 亿元，同比增加 7%，财务费用 76 亿元，同比增加 5%。

图 9：27 家煤炭上市公司期间费用率情况（单位：%）

细分板块	上市公司	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
		2023H1	2024H1	同比-pct									
动力煤	甘肃能化	11.2	12.5	1.3	0.9	1.0	0.1	8.4	10.4	2.0	1.9	1.1	-0.8
	电投能源	3.2	3.5	0.3	0.2	0.2	0.0	2.3	2.5	0.2	0.7	0.8	0.1
	郑州煤电	18.4	18.1	-0.3	1.6	1.6	0.0	12.1	11.9	-0.2	4.7	4.6	-0.1
	兖矿能源	8.3	12.1	3.9	2.9	2.7	-0.2	3.9	6.8	3.0	1.5	2.6	1.2
	安源煤业	6.6	7.2	0.6	0.6	0.7	0.1	2.8	3.3	0.5	3.2	3.2	0.0
	大有能源	21.8	23.4	1.6	1.7	2.2	0.5	15.5	16.6	1.1	4.6	4.5	-0.1
	山煤国际	5.9	9.0	3.2	1.3	1.7	0.3	4.1	6.4	2.3	0.5	1.0	0.5
	恒源煤电	14.9	16.5	1.6	0.8	0.7	0.0	13.6	15.5	1.9	0.5	0.3	-0.2
	晋控煤业	6.9	4.2	-2.7	0.7	0.7	0.0	4.8	3.2	-1.6	1.4	0.3	-1.0
	中国神华	3.2	3.5	0.4	0.1	0.1	0.0	3.1	3.4	0.3	-0.1	0.0	0.1
	昊华能源	12.5	11.3	-1.2	1.9	1.7	-0.2	6.5	6.4	-0.1	4.0	3.2	-0.8
	陕西煤业	4.3	4.7	0.4	0.5	0.4	0.0	4.2	4.4	0.2	-0.3	-0.1	0.2
	中煤能源	4.2	4.7	0.5	0.4	0.5	0.0	2.3	2.9	0.6	1.4	1.4	-0.1
	新集能源	9.1	10.6	1.5	0.4	0.4	0.0	4.3	5.9	1.6	4.5	4.3	-0.2
	炼焦煤	冀中能源	11.8	16.3	4.5	0.5	0.7	0.2	9.3	12.4	3.1	2.0	3.2
山西焦煤		9.2	12.1	2.8	0.5	0.7	0.2	7.3	10.0	2.6	1.4	1.5	0.0
永泰能源		13.8	11.2	-2.6	0.3	0.4	0.1	4.7	4.0	-0.8	8.8	6.8	-1.9
盘江股份		13.9	22.9	9.0	0.2	0.3	0.0	12.6	19.2	6.6	1.1	3.4	2.3
上海能源		5.9	8.2	2.3	0.2	0.3	0.1	5.0	7.1	2.1	0.6	0.7	0.1
淮北矿业		9.4	8.5	-0.8	0.3	0.3	0.0	8.1	7.4	-0.6	1.0	0.8	-0.2
开滦股份		5.7	7.4	1.7	0.9	1.0	0.0	4.3	5.6	1.3	0.5	0.8	0.3
平煤股份		8.9	10.7	1.8	0.7	0.6	-0.1	3.7	5.9	2.1	4.4	4.1	-0.3
辽宁能源		9.5	10.8	1.3	0.7	0.8	0.1	6.2	7.6	1.4	2.6	2.5	-0.1
潞安环能		9.0	11.2	2.2	0.2	0.3	0.1	8.6	10.4	1.8	0.1	0.4	0.3
神火股份	5.6	6.1	0.5	0.9	0.8	-0.1	3.9	4.5	0.6	0.8	0.9	0.0	
无烟煤	兰花科创	11.4	12.0	0.6	0.8	0.9	0.1	9.4	9.3	-0.1	1.3	1.9	0.6
	华阳股份	6.6	9.5	2.9	0.4	0.5	0.0	4.9	7.1	2.2	1.2	1.9	0.7
	平均	9.3	10.7	1.4	0.8	0.8	0.0	6.5	7.8	1.3	2.0	2.1	0.1
	剔除神华	9.5	10.9	1.4	0.8	0.8	0.1	6.6	7.9	1.3	2.1	2.2	0.1

资料来源：wind、国海证券研究所

1.6、行业盈利指标同比回落

从销售毛利率来看，27 家煤炭上市公司 2024 年上半年平均值为 30%，同比下降 4.8 个百分点；从销售净利率来看，27 家煤炭上市公司 2024 年上半年平均值为 11.5%，同比下降 5.9 个百分点；从 ROE 来看，27 家煤炭上市公司 2024 年上半年平均值为 4.2%，同比下降 5.1 个百分点。

图 10: 27 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 (单位: %)

细分板块	上市公司	毛利率			净利率			ROE		
		2023H1	2024H1	同比-pct	2023H1	2024H1	同比-pct	2023H1	2024H1	同比-pct
动力煤	甘肃能化	40.3	33.8	-6.5	22.3	16.0	-6.3	9.3	5.6	-3.8
	电投能源	34.5	37.9	3.4	21.1	24.2	3.2	9.7	9.1	-0.5
	郑州煤电	32.7	25.9	-6.8	6.8	2.9	-3.9	2.8	0.6	-2.1
	兖矿能源	31.2	32.9	1.7	15.1	15.1	-0.1	12.4	10.1	-2.3
	安源煤业	9.2	4.7	-4.5	1.7	-3.9	-5.7	8.6	-23.7	-32.4
	大有能源	32.2	14.4	-17.9	9.0	-18.9	-27.8	2.7	-7.6	-10.3
	山煤国际	43.7	33.9	-9.8	23.4	12.6	-10.7	19.5	8.0	-11.5
	恒源煤电	48.7	42.0	-6.7	26.4	19.5	-6.9	8.0	5.9	-2.2
	晋控煤业	47.3	45.0	-2.4	26.9	26.9	0.0	9.3	8.4	-0.9
	中国神华	35.9	32.9	-3.0	22.8	20.6	-2.2	8.6	7.3	-1.3
	昊华能源	51.3	50.7	-0.5	25.6	26.3	0.7	6.5	7.3	0.9
	陕西煤业	37.0	35.3	-1.8	21.5	20.9	-0.6	10.9	11.3	0.5
	中煤能源	24.5	26.0	1.6	14.3	13.8	-0.5	8.6	6.6	-2.1
	新集能源	40.0	41.7	1.7	22.3	21.6	-0.7	10.7	8.4	-2.3
炼焦煤	冀中能源	34.7	37.5	2.8	25.2	12.5	-12.7	14.7	4.8	-10.0
	山西焦煤	41.2	31.2	-10.0	19.9	11.1	-8.9	14.3	5.1	-9.2
	永泰能源	28.0	27.6	-0.4	7.4	10.0	2.7	2.3	2.5	0.3
	盘江股份	30.3	26.3	-4.0	12.5	1.6	-10.9	5.2	0.3	-4.9
	上海能源	37.5	24.4	-13.1	20.8	8.9	-11.9	9.4	3.7	-5.7
	淮北矿业	21.1	18.0	-3.1	9.3	7.4	-1.8	10.1	7.3	-2.9
	开滦股份	14.8	13.2	-1.6	4.8	2.5	-2.3	5.5	3.4	-2.2
	平煤股份	30.6	26.3	-4.3	15.0	9.3	-5.7	9.5	5.0	-4.5
	辽宁能源	26.8	18.1	-8.7	8.5	0.4	-8.1	4.7	0.2	-4.5
	潞安环能	53.3	42.6	-10.6	27.3	15.2	-12.0	10.3	4.5	-5.8
	神火股份	27.1	24.5	-2.6	15.9	14.1	-1.8	16.4	11.2	-5.2
无烟煤	兰花科创	43.2	32.0	-11.3	22.0	8.9	-13.0	8.9	3.4	-5.6
	华阳股份	43.0	32.0	-11.0	22.0	11.6	-10.3	11.1	4.5	-6.6
	平均	34.8	30.0	-4.8	17.4	11.5	-5.9	9.3	4.2	-5.1
	剔除神华	34.8	29.9	-4.9	17.2	11.2	-6.0	9.3	4.1	-5.2

资料来源: wind、国海证券研究所

1.7、经营性现金流同比下降，债务率进一步降低

经营性现金流及负债方面: 27 家煤炭上市公司 2024 年上半年经营性现金流合计为 1395 亿元, 同比减少 16.6 亿元, 下降 1%; 截止 2024 年半年报, 27 家煤炭上市公司有息负债合计为 4588 亿元, 同比持平。资产负债率平均为 52%, 同比下降 1.8 个百分点; 如果剔除掉中国神华, 26 家煤炭上市公司 2024 年上半年经营性现金流合计为 868 亿元, 同比减少 80 亿元, 下降 8%; 截止 2024 年半年报, 26 家煤炭上市公司有息负债合计为 4155 亿元, 同比增加 2%, 资产负债率平均为 53%, 同比下降 1.8 个百分点。综合来看, 由于盈利能力的下降, 上述公司经营性现金流有所减少, 但多数公司注重负债管理, 资产负债率继续下降, 企业整体资产质量得到进一步夯实。

图 11：27 家煤炭上市公司负债和现金流情况（单位：百万元、%）

细分板块	上市公司	经营性现金流			有息负债			资产负债率		
		2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比-pct
动力煤	甘肃能化	670	304	-55%	5434	6646	22%	48.4	44.5	-3.9
	电投能源	3429	3927	15%	8363	8718	4%	31.5	28.8	-2.7
	郑州煤电	219	211	-4%	2392	2520	5%	79.5	78.9	-0.5
	兖矿能源	8661	12620	46%	87927	110620	26%	61.8	65.6	3.8
	安源煤业	142	26	-82%	4769	4609	-3%	94.1	96.1	2.1
	大有能源	824	490	-41%	5814	6382	10%	64.3	68.3	4.0
	山煤国际	2888	2381	-18%	7100	8866	25%	53.0	51.6	-1.4
	恒源煤电	2071	962	-54%	1962	1947	-1%	42.4	40.0	-2.3
	晋控煤业	3542	2530	-29%	8105	4374	-46%	45.4	33.5	-11.9
	中国神华	46349	52668	14%	50938	43310	-15%	31.8	29.8	-2.0
	昊华能源	1692	2497	48%	8365	7770	-7%	52.4	48.7	-3.7
	陕西煤业	16978	19967	18%	5862	4395	-25%	39.7	35.4	-4.3
	中煤能源	17035	14890	-13%	79336	69350	-13%	49.9	48.0	-1.9
	新集能源	1955	1755	-10%	13119	16350	25%	59.5	60.0	0.6
炼焦煤	冀中能源	1145	1138	-1%	14863	18388	24%	51.6	53.1	1.5
	山西焦煤	4467	1860	-58%	11745	8568	-27%	52.1	45.4	-6.7
	永泰能源	2993	3037	1%	23556	24892	6%	52.9	51.3	-1.6
	盘江股份	796	108	-86%	8116	15947	96%	60.8	69.6	8.9
	上海能源	158	465	195%	1677	2025	21%	35.3	35.9	0.6
	淮北矿业	6146	5399	-12%	15822	9783	-38%	54.1	49.2	-4.9
	开滦股份	363	199	-45%	6091	5912	-3%	45.9	45.0	-0.9
	平煤股份	6532	4693	-28%	20911	19904	-5%	64.6	60.3	-4.4
	辽宁能源	223	-308	-238%	4765	3863	-19%	61.4	58.1	-3.3
	潞安环能	3087	2854	-8%	3647	2141	-41%	45.7	40.8	-4.9
神火股份	4609	4069	-12%	28728	22352	-22%	64.7	57.7	-7.0	
无烟煤	兰花科创	1125	631	-44%	9048	8963	-1%	50.5	48.9	-1.6
	华阳股份	3075	140	-95%	19554	20210	3%	54.7	53.7	-1.0
	合计/平均	141175	139514	-1%	458012	458803	0%	54	52	-1.8
	剔除神华	94826	86846	-8%	407074	415493	2%	54	53	-1.8

资料来源：wind、国海证券研究所

1.8、应收账款及存货周转天数同比增长

应收账款方面：2024 年上半年 27 家煤炭上市公司应收账款周转天数平均为 26 天，同比增长 3.23 天，同比增幅 14.5%；**存货周转方面，**存货周转天数 22 天，同比增长 0.38 天，同比增幅 1.7%。

图 12: 27 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天)

细分板块	上市公司	应收账款周转天数			存货周转天数		
		2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
动力煤	甘肃能化	21	31	44.4%	50	59	17.6%
	电投能源	26	28	6.3%	42	38	-10.8%
	郑州煤电	84	93	11.4%	20	15	-27.0%
	兖矿能源	14	16	10.7%	25	29	16.5%
	安源煤业	33	55	68.2%	4	5	4.1%
	大有能源	39	58	47.1%	21	15	-24.9%
	山煤国际	10	5	-47.0%	14	13	-5.1%
	恒源煤电	6	5	-29.3%	34	27	-21.5%
	晋控煤业	22	14	-38.1%	17	18	5.2%
	中国神华	14	13	-4.3%	23	21	-6.8%
	昊华能源	2	1	-59.8%	8	11	42.6%
	陕西煤业	6	6	15.0%	13	13	4.6%
	中煤能源	15	15	2.6%	26	29	13.3%
新集能源	31	24	-23.3%	18	18	1.5%	
炼焦煤	冀中能源	41	52	26.8%	23	37	58.6%
	山西焦煤	21	20	-5.7%	29	26	-10.0%
	永泰能源	40	41	0.5%	18	14	-19.4%
	盘江股份	13	21	58.7%	18	20	13.3%
	上海能源	13	14	8.9%	26	16	-38.8%
	淮北矿业	9	13	52.5%	21	21	0.6%
	开滦股份	16	16	-0.6%	19	22	11.9%
	平煤股份	33	38	14.8%	9	7	-16.0%
	辽宁能源	33	31	-6.7%	13	11	-18.3%
	潞安环能	26	36	41.0%	22	21	-6.8%
	神火股份	6	9	38.7%	34	40	16.9%
无烟煤	兰花科创	3	4	71.6%	28	37	35.6%
	华阳股份	23	29	28.7%	16	18	7.2%
	平均	22	26	14.5%	22	22	1.7%
	剔除神华	23	26	14.9%	22	22	2.1%

资料来源: 各公司年报、国海证券研究所

2、投资策略: 盈利向合理水平回归, 资产负债率进一步降低

综合来看, 2024 年上半年煤价和产量回落背景下, 上市公司业绩普遍出现下滑。但值得注意的是, 27 家煤炭上市公司 2024 年上半年销售毛利率平均值为 30%, 销售净利率平均值为 11.5%, 盈利能力依然不弱, 行业盈利回归合理水平, 同时上市公司资产负债率进一步回落, 资产质量进一步夯实, 陕西煤业 (中期分红 10%)、中煤能源 (中期分红 30%)、电投能源 (中期分红 3.8%)、上海能源 (中期分红 30.65%) 等实行中期分红, 进一步回报投资者。从长期来看, 在能源转型过程中, 需要对能源系统平稳运行进行保驾护航, 安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看, 火力发电在发电领域主体地位不会改变, 遇到极端情况下地位还会进一步强化, “十四五”期间火电新装机组同比明显提升, 火电生产仍呈现不断增长的势头, 对煤炭需求拉动具有决定性作用。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长, 新建矿井成本大幅抬升, 主流煤企新建矿井意愿仍然很弱, 行业在产产能基本达到高负荷状态, 经历过去两年产能核增后, 核增空间已经大幅减少, 叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出, 行业供给能力的约束依然没变。建议把握低位煤炭板块的价值属性, 维持煤炭开采行业“推荐”评级。动力煤股建议关注: 中国神华 (长协

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

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/09/11		EPS			PE			投资 评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
601088.SH	中国神华	36.74	3.00	2.94	3.07	12.2	12.5	12.0	买入	
601225.SH	陕西煤业	22.03	2.19	2.18	2.34	10.1	10.1	9.4	买入	
600188.SH	兖矿能源	12.83	2.74	1.55	1.81	4.7	8.3	7.1	买入	
601898.SH	中煤能源	12.62	1.47	1.39	1.54	8.6	9.1	8.2	买入	
600256.SH	广汇能源	5.74	0.80	0.62	0.82	7.2	9.2	7.0	买入	
601699.SH	潞安环能	13.08	2.65	1.51	1.67	4.9	8.7	7.8	买入	
000983.SZ	山西焦煤	7.19	1.23	0.76	0.85	5.9	9.4	8.5	买入	
000933.SZ	神火股份	13.20	2.65	2.15	2.56	5.0	6.1	5.1	买入	
600985.SH	淮北矿业	13.20	2.51	1.93	2.10	5.3	6.8	6.3	买入	
601666.SH	平煤股份	7.93	1.73	1.07	1.37	4.6	7.4	5.8	买入	
600123.SH	兰花科创	7.53	1.41	0.92	1.04	5.3	8.2	7.2	买入	
601918.SH	新集能源	7.09	0.81	0.90	0.97	8.7	7.9	7.3	买入	
601001.SH	晋控煤业	13.35	1.97	1.73	1.89	6.8	7.7	7.1	买入	
000552.SZ	甘肃能化	2.26	0.37	0.34	0.40	6.1	6.7	5.7	买入	
002128.SZ	电投能源	15.17	2.11	2.31	2.46	7.2	6.6	6.2	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3、风险提示

- 1) 经济增速不及预期风险。**房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- 2) 政策调控力度超预期的风险。**供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- 3) 可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然

目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

4) 煤炭进口影响风险。随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。

5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险。

6) 煤炭价格波动风险。煤炭板块的盈利主要是由煤炭产销量、煤价、成本费用等决定，尤其是煤价，如果煤价变化较大，可能造成板块盈利波动较大。

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【分析师承诺】

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

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

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

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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

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

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

【郑重声明】

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