

# 晋控煤业 (601001.SH)

## 低成本动力煤优质企业，资产注入可期

### 买入 (首次评级)

目标价格: 18.92 元

#### 投资要点:

##### ➤ 可采年限长，吨煤成本具备优势

煤炭业务为公司绝对主业，截至2023年底，公司控股在产矿井包括塔山煤矿（核定产能共计2650万吨/年）、色连煤矿（核定产能共计800万吨/年），在产矿井可采年限分别为59和46年，公司长期资源保障力度强。塔山煤矿具有产能大、矿井先进等特点，贡献公司大部分盈利，亦促使公司吨煤成本处于行业较低水平。

##### ➤ 在手现金充足，财务报表显著优化

1) 公司在手现金处于行业较高水平，近年来公司偿还了较多的短期借款，有息负债不断压缩、债务利息支出持续减少，债务结构优化亮眼，财务费用率不断降低。2) 资产负债率呈下行趋势，行业中仅高于中国神华和电投能源。3) 活性炭业务停产和忻州窑矿关停对公司大额减值的影响逐步减轻，大额减值接近尾声。

除此之外，近年来公司分红比例亦不断抬升，随着公司资产优化、现金流维持高位的现状下，我们认为公司分红仍有提升空间。

##### ➤ 资产注入空间预期良好

公司背靠的晋能集团是山西第一大、全国第二大煤炭企业。截至2023年底，晋能集团自有煤炭产能近4.5亿吨/年，而公司产能仅为3450万吨/年，产能证券化率仅为7.7%。上市之初公司集团就承诺将采取分步过渡的组合方式，逐步将集团全部煤炭生产经营性优质资产纳入公司，2022年亦重新签署了承诺函，提及采取积极有效措施促使保留煤炭资产尽快满足或达到注入上市公司条件。在公司资产改善、现金流充裕的前提下，我们认为公司具备充足的收购优质产能的能力。

##### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入增速分别为-1.5%、+2.7%、+2.7%，归母净利润增速分别为-12.0%、+9.0%、+6.9%，对应EPS分别为1.74元、1.89元、2.02元。

公司作为全国第二大煤炭集团晋能集团旗下上市公司，与其他全国前五大煤炭集团旗下上市公司相比，PE处于较低水平，具备配置优势。我们认为晋控煤业资产优化亮眼；背靠全国第二大煤炭企业晋能集团，具备资源储备优势，且产能证券化率极低，未来产能注入空间可期。参考可比公司2025年平均PE为10.0，我们给予25年10倍PE的估值，对应目标价18.92元，首次覆盖给予“买入”评级。

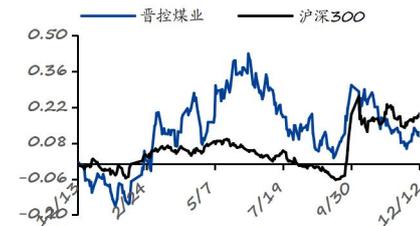
##### ➤ 风险提示

政策变动风险；宏观经济波动风险；资产注入不及预期风险；突发事件风险

#### 基本数据

日期	2024-12-12
收盘价:	14.44 元
总股本/流通股本(百万股)	1,673.70/1,673.70
流通A股市值(百万元)	24,168.23
每股净资产(元)	10.80
资产负债率(%)	30.04
一年内最高/最低价(元)	19.87/11.13

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: 李骥(S0210524080008)  
lj30599@hfzq.com.cn  
联系人: 汤悦(S0210124080034)  
ty30649@hfzq.com.cn  
联系人: 杨心怡(S0210123060032)  
YXY30035@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,082	15,342	15,110	15,520	15,938
增长率	-12%	-5%	-2%	3%	3%
净利润(百万元)	3,044	3,301	2,904	3,166	3,385
增长率	-35%	8%	-12%	9%	7%
EPS(元/股)	1.82	1.97	1.74	1.89	2.02
市盈率(P/E)	7.9	7.3	8.3	7.6	7.1
市净率(P/B)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 低成本优质动力煤企业 .....	4
1.1 优质动力煤企业，背靠晋控集团 .....	4
1.2 可采年限长，塔山煤矿贡献主要收益 .....	5
2 吨煤成本具备优势，期间费用下降亮眼 .....	7
2.1 收入端：随商品煤销量和吨煤售价波动 .....	7
2.2 成本端：处于行业较低水平 .....	9
2.3 利润端：三费下降驱动净利润提升 .....	10
3 财务报表显著优化，潜在注入产能可期 .....	12
3.1 潜力亮点一：财务报表显著优化 .....	12
3.2 潜力亮点二：资产注入可期 .....	14
4 盈利预测与投资建议 .....	18
4.1 盈利预测 .....	18
4.2 投资建议 .....	19
5 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构 (截至 2024Q3) .....	4
图表 2: 煤炭业务营收及毛利占比 .....	5
图表 3: 非煤业务营收 (亿元)、YOY .....	5
图表 4: 最新矿区情况 (截至 2023 年底) .....	6
图表 5: 各矿区原煤产量 (万吨)、占比 .....	6
图表 6: 各矿区商品煤销量 (万吨)、占比 .....	6
图表 7: 各矿区吨煤收入 (元/吨) .....	7
图表 8: 各矿区吨煤成本 (元/吨) .....	7
图表 9: 各矿区吨毛利 (元/吨) .....	7
图表 10: 总营收和煤炭业务营收 (亿元) 及同比 .....	1
图表 11: 平均吨煤售价和各矿区吨煤售价 (元/吨) .....	8
图表 12: 煤炭业务营收增速变化 .....	8
图表 13: 2024 年销量、煤价预期影响毛利润变动表 .....	8
图表 14: 公司吨煤售价与现货价格、长协煤价的关系 (元/吨) .....	9
图表 15: 行业自产煤吨煤成本对比 (元/吨) .....	9
图表 16: 公司毛利率变化 .....	10
图表 17: 吨煤成本、吨煤毛利 (元/吨) 及同比 .....	10
图表 18: 塔山、色连煤矿实现利润 (亿元) .....	10
图表 19: 公司三费率变化情况 .....	11
图表 20: 公司研发费用率变化情况 .....	11
图表 21: 塔山煤矿调度指挥中心 (视频监控平台、自动化系统控制平台、矿山云图智能决策大数据平台等) .....	11
图表 22: 公司归母净利润 (亿元)、归母净利率 .....	11
图表 23: 货币资金占总资产横向对比 .....	12
图表 24: 公司短期借款 (亿元)、YOY .....	12
图表 25: 公司有息负债 (亿元)、YOY .....	12
图表 26: 公司财务费用、财务费用率 .....	12
图表 27: 公司资产负债率 .....	13
图表 28: 煤炭行业企业 24Q3 资产负债率对比 .....	13
图表 29: 公司资产减值损失 (亿元)、YOY .....	13
图表 30: 公司分红金额 (亿元)、分红比例 .....	14
图表 31: 煤炭行业企业 2023 年分红比例 .....	14
图表 32: 晋能集团重组后股权结构示意图 .....	14
图表 33: 2024 年 1-8 月原煤产量前十产量 (亿吨) .....	15



图表 34:	原煤产量占规模以上企业比重 .....	15
图表 35:	晋控煤业集团产能情况 (截至 2023 年底) .....	15
图表 36:	晋控煤业集团矿区情况 (截至 2023 年底) .....	15
图表 37:	晋控电力集团产能情况 .....	16
图表 38:	晋控电力集团公司煤炭资源储备情况 (截至 2022 年底) .....	16
图表 39:	晋控装备制造集团公司煤矿情况 (截至 2023 年底) .....	17
图表 40:	公司业绩拆分预测表 (单位: 亿元) .....	18
图表 41:	几大集团下属上市公司 PE 水平对比 .....	19
图表 42:	几大集团下属上市公司现金/总市值对比 .....	19
图表 43:	可比公司估值表 (截至 2024 年 12 月 12 日) .....	20
图表 44:	财务预测摘要 .....	21



## 1 低成本优质动力煤企业

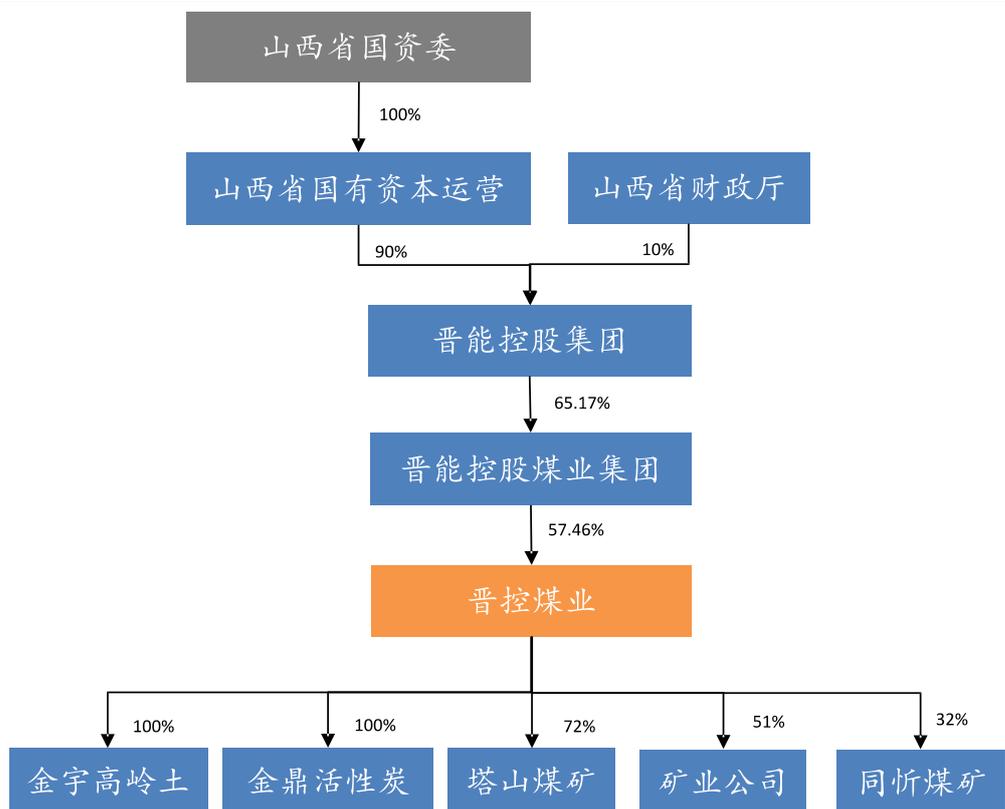
### 1.1 优质动力煤企业，背靠晋控集团

晋控煤业（原名为大同煤业，2020年12月25日更名为晋控煤业，以下简称“公司”）主要从事煤炭生产及销售业务，属于优质动力煤企业：①煤质优秀：具有低灰、低硫、高发热量等特点。②客户资源稳定、资质优良：近年来积极调整产品结构，广泛应用于发电、水泥、建材等行业。公司煤炭通过集团下属销售公司统一销售，依托集团规模优势，与优质客户保持稳定合作关系。③地理位置优越：地处京包、同蒲两大铁路干线交汇处和大秦铁路起点，直达全国最大的现代化煤码头秦皇岛港，为煤炭产品外销提供了十分便利的运输条件。

公司是由晋能控股煤业集团（原名为同煤集团，以下简称“晋控煤业集团”）为主发起人，联合其他七家共同发起设立，于2001年7月25日正式成立，并于2006年6月23日在上交所上市。

截至2024Q3，公司控股股东为晋控煤业集团，持有公司57.46%的股权，实际控制人为山西省国资委。晋控煤业集团作为国内最大的煤炭生产企业之一，具有良好的煤炭资源禀赋优势。2018年公司收购控股股东持有的塔山煤矿21%股权，收购后公司对其持股比例上升至72%；2020年收购控股集团持有的核心矿井-同忻矿的32%股权。

图表 1：公司股权结构（截至 2024Q3）



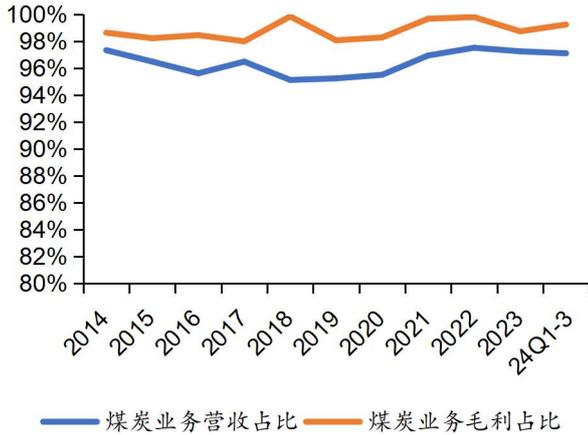
数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所



## 1.2 可采年限长，塔山煤矿贡献主要收益

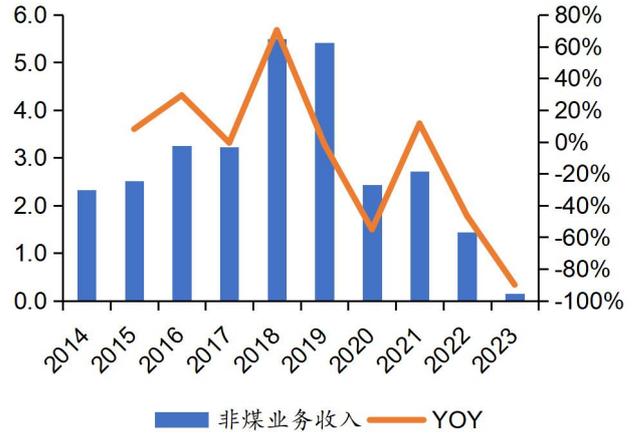
煤炭业务为公司绝对主业。历年煤炭业务收入占总收入比均超 95%，毛利润贡献均超 98%；2024Q1-3 煤炭业务收入占总收入比达 97.1%，毛利润占总毛利比达 99.2%。非煤业务主要为活性炭和高岭土业务，占比较小，且 2023 年起处于停产状态。

图表 2：煤炭业务营收及毛利占比



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 3：非煤业务营收（亿元）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

可采年限长，保障长期资源稳定。2014 年、2016 年公司先后转让了同家梁矿、四老沟矿、煤峪口矿和燕子山矿，资产质量不断改善。截至 2023 年底，公司在产矿井主要煤种包括气煤、不粘煤等，控股在产矿井有 2 座（塔山煤矿、色连煤矿），分别位于山西省大同市、内蒙古鄂尔多斯市，核定产能共计 3450 万吨/年，根据 2023 年年报数据，公司塔山和色连煤矿可采年限分别为 59 和 46 年，可采年限长有利于长期资源稳定保障；另有位于山西省大同市、核定产能 60 万吨/年的忻州窑矿于 2022 年 12 月因资源枯竭关停。除此之外，公司参股在产矿井 1 座（同忻煤矿），煤质为特低硫、特低磷、中高发热量的优质动力煤，洗选后精煤发热量可达 5400 大卡以上，核定产能为 1600 万吨/年。

在产矿井中，1) 塔山煤矿：塔山煤矿具有产能大、矿井先进等特点，是世界上设计能力最大的单井口井工矿，2020 年位列全国十大煤矿产量第三；作为智能化示范矿井，已建成一大平台、十大系统、27 个子系统和 12 个无人值守场所，并联合开发应用了机器人，初步构建起智能开采新模式，矿井生产效率、资源利用率、安全保障力等指标大幅超过行业平均水平。塔山煤矿 2004 年 7 月 15 日成立，2006 年 7 月试产出煤，2009 年达产，2019 年 8 月产能核增 1500 万吨/年到 2500 万吨/年，塔山白洞井产能核增 90 万吨/年到 150 万吨/年，合计 2650 万吨/年。2) 色连煤矿：2008 年 8 月 1 日成立，2009 年 10 月开工建设，2019 年竣工验收，2020 年 3 月生产要素公示核定产能 500 万吨/年，2022 年 9 月核增产能 500 万吨/年到 800 万吨/年。

图表 4: 最新矿区情况 (截至 2023 年底)

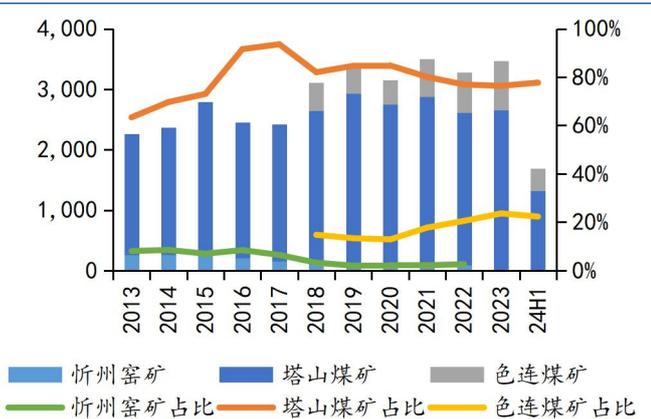
主要矿区	主要煤种	核定产能 (万吨/年)	权益 产能	可采 年限	资源量 (万吨)				现状
					资源保有量	资源量	可采储量	证实储量	
<b>原有:</b>									
煤峪口矿	气煤	250		8.5	9,825	-	-	-	原有直属矿区; 亏损较大, 2016 年向控股股东转让。
同家梁矿	-	300		-	-	-	-	-	原有直属矿区; 2014 年向控股股东转让。
四老沟矿	气煤	320		9.3	12,965	-	-	-	原有直属矿区; 2014 年向控股股东转让。
燕子山矿	气煤	480		15.6	27,824	-	-	-	2012 年同一控制下吸收合并收购; 2016 年向控股股东转让, 控股股东将委托公司对整体资产及其负债托管。
忻州窑矿	弱粘煤	60		关停	-	8,529	0	1,148	原有直属矿区; 2019 年 2 月 28 日核定生产能力变更为 60 万吨/年; 2022 年 12 月因资源枯竭关停。
<b>控股:</b>									
塔山煤矿 (含塔山白洞井)	气煤、1/3 焦煤、变 质煤	2650	72%	59	-	333,559	157,175	10,309	2019 年 8 月产能核增 1500 万吨/年到 2500 万吨/年, 塔山白洞井产能核增 90 万吨/年到 150 万吨/年。
色连煤矿	不粘煤、 长焰煤	800	51%	46	-	72,177	38,260	22,709	2022 年 9 月核增产能 500 万吨/年到 800 万吨/年。
<b>参股:</b>									
同忻煤矿	气煤	1600	32%	54.8	126,981	-	-	-	2020 年核增产能 800 万吨/年到 1600 万吨/年。

数据来源: 公司公告、公司官网, 华福证券研究所 (注: 塔山、色连可采年限由可采储量/核定生产能力计算得出)

塔山煤矿为公司最主要的产销矿井, 贡献大部分盈利。2023 年塔山煤矿原煤产量、商品煤销量占公司总产销量比分别为 76.4%、75.9%; 2024H1 占比分别为 77.7%、75.1%, 其余基本为色连煤矿产销量。

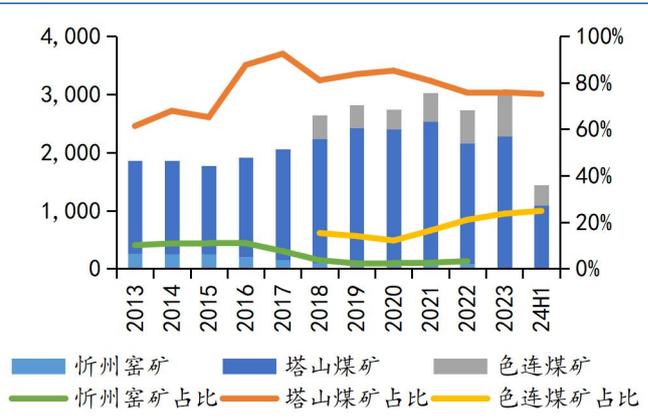
塔山煤矿的煤炭售价和盈利亦呈相对较高水平, 2023 年吨煤售价 570 元/吨 (色连煤矿为 256 元/吨)、吨煤成本 267 元/吨 (色连煤矿为 165 元/吨)、吨煤毛利 303 元/吨 (色连煤矿为 91 元/吨)。2023 年 2283 万吨销量下, 塔山煤矿贡献销售收入为 130 亿元, 占总销售收入 87.3%; 贡献毛利润 69 亿元, 占比 91.4%。

图表 5: 各矿区原煤产量 (万吨)、占比

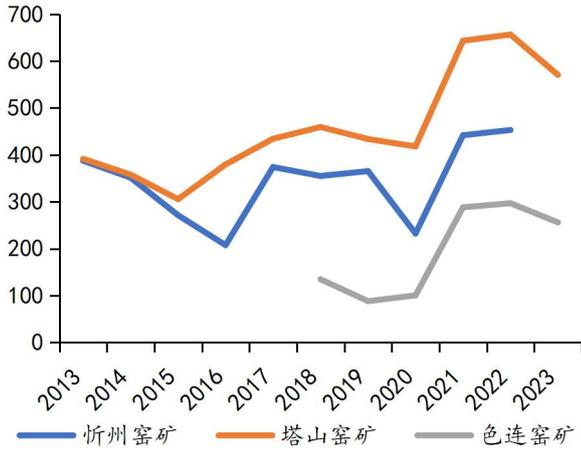


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

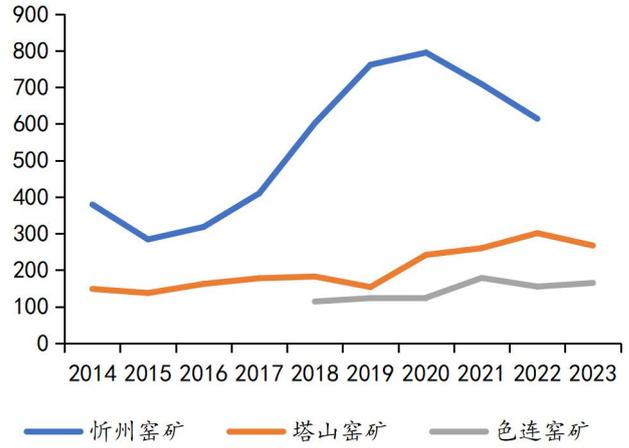
图表 6: 各矿区商品煤销量 (万吨)、占比



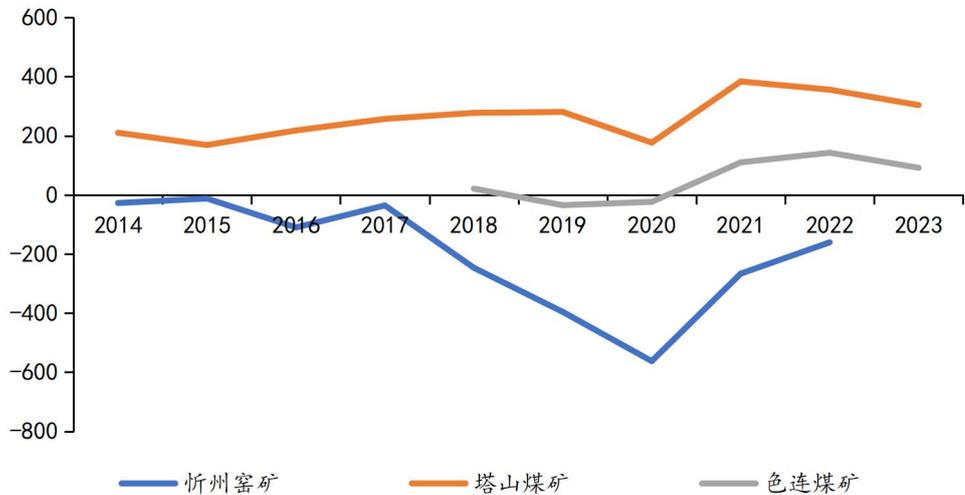
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所


**图表 7: 各矿区吨煤收入 (元/吨)**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

**图表 8: 各矿区吨煤成本 (元/吨)**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

**图表 9: 各矿区吨毛利 (元/吨)**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

## 2 吨煤成本具备优势, 期间费用下降亮眼

### 2.1 收入端: 随商品煤销量和吨煤售价波动

2023 年公司实现营收 153.4 亿元, 同比-4.6%; 24Q1-3 实现营收 112.3 亿元, 同比-0.2%。其中, 煤炭业务 2023 年实现营收 149.2 亿元, 同比-4.9%; 24Q1-3 实现营收 109.1 亿元, 同比-0.3%。拆分看煤炭主业两个主要影响因素:

**1) 商品煤销量:** 随公司矿区增减和生产情况变动而变化。2014 年、2016 年销量分别-9.0%、-16.9%, 主要系 2014 年转让同家梁矿和四老沟矿, 2016 年转让煤峪口矿和燕子山矿。2018 年随着色连煤矿开始贡献产销量, 销量同比大增 28.3%, 在当年煤价下降的情况下带动当年营收同比大涨 22.9%。随着产能核增, 2019 年起塔山煤矿产量/销量维持在 2500/2000 万吨以上, 2023 年色连煤矿产量/销量迈入 800/700 万吨大关。2023 年销量同比增长 10.2% 主要系 22 年塔山矿停产的低基数影响; 24Q1-3 公司商品煤总销量同比微降 0.3%, 单 24Q3 商品煤总销量同环比-0.5%/+1.6%。

2) **吨煤售价**: 随煤价和各矿区销量变动而变化。如: 2016 年吨煤售价同比增长 23.7% 主要系煤价上涨, 带动公司在销量下滑的情况下当年营收同比+3.7%。2022 年吨煤售价同比下跌 1.5% 主要系价格相对较高的塔山煤矿因停产销量下滑, 拉低了公司平均售价。

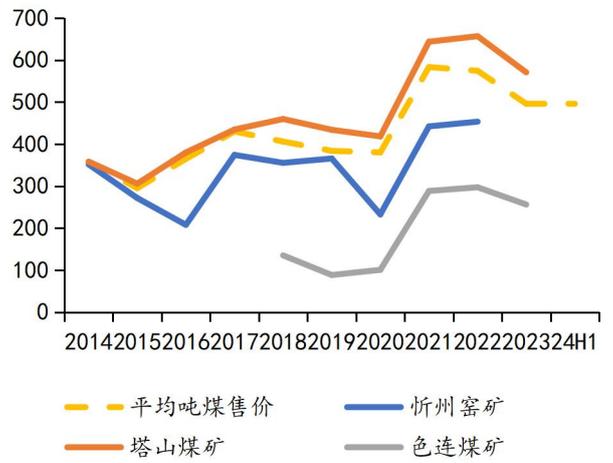
由于矿区增减和生产情况变化相对不频繁, 产能核定后生产计划变动相对不大, 而吨煤售价受当年公司长协比例、长协煤价和现货价格变化影响, 因此波动性相对较大。如: 2021 年煤价上涨带动公司吨煤售价同比大涨 53.5%, 带动当年营收同比大增 67.5%。2023 年煤价下跌使得公司吨煤售价同比下跌 13.7%, 对冲了当年的销量增长, 致使当年营收同比-4.6%; 24Q1-3 煤价同比持平。

图表 10: 总营收和煤炭业务营收 (亿元) 及同比



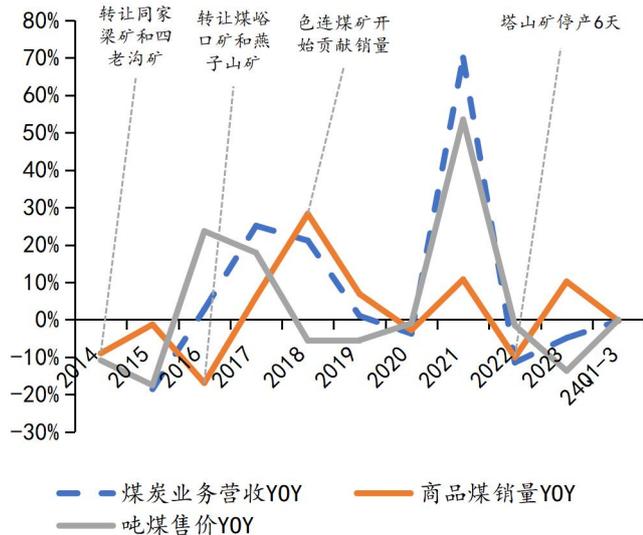
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 平均吨煤售价和各矿区吨煤售价 (元/吨)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 煤炭业务营收增速变化



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

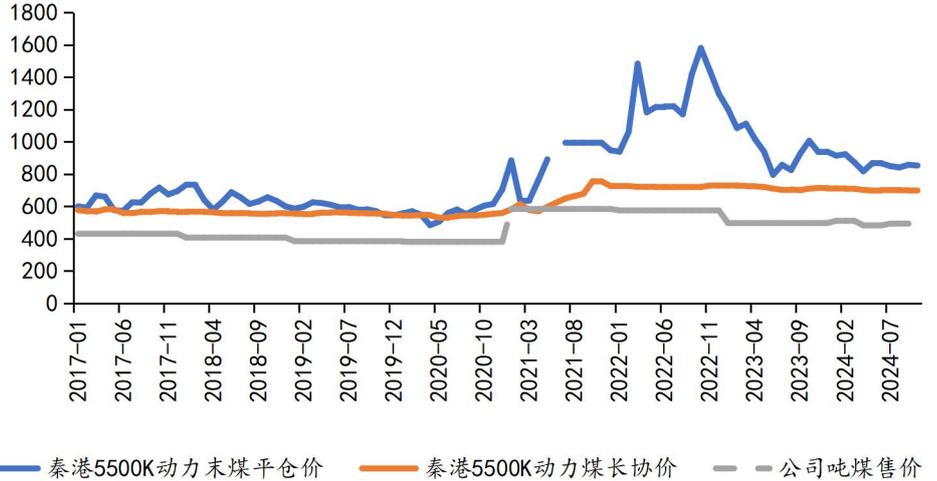
图表 13: 2024 年销量、煤价预期影响毛利润变动表

煤炭业务毛利润 (亿元)	销量 (万吨)						
	2818	2868	2918	2,968	3018	3068	3118
479	63	65	66	67	68	69	70
484	64	65	66	68	69	70	71
489	65	66	67	68	69	71	72
494	65	67	68	69	70	71	72
499	66	67	68	70	71	72	73
504	67	68	69	70	72	73	74
509	67	69	70	71	72	73	75

数据来源: 华福证券研究所 (注: 销量中值 2968 万吨, 煤价 494 元/吨为华福证券 2024 年预期数值)



图表 14: 公司吨煤售价与现货价格、长协煤价的关系 (元/吨)

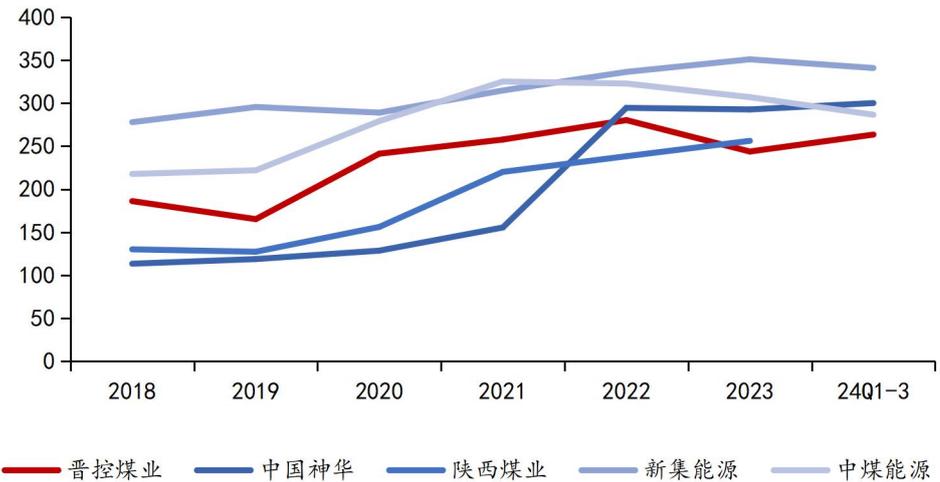


数据来源: Wind, 华福证券研究所

## 2.2 成本端: 处于行业较低水平

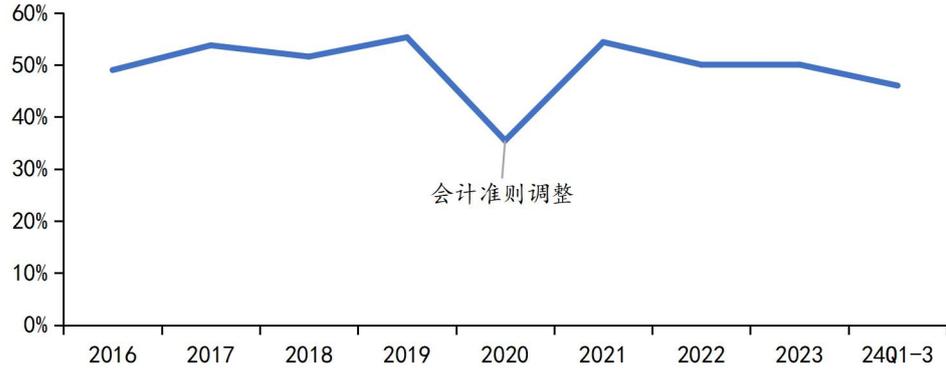
公司成本处于行业较低水平。2023 年营业成本为 76.6 亿元, 同比-4.7%, 吨煤成本 244 元/吨, 同比-13.0%; 24Q1-3 营业成本为 60.7 亿元, 同比+0.3%, 吨煤成本 262 元/吨, 同比-0.6%。2023 年公司员工总人数 8740 人, 同比+19.6%, 员工增长主要系按照应急管理部相关规定, 公司对井下劳务外包用工进行清退, 同时对用工缺口进行了补充。尽管人工成本有所增长, 但受益于塔山煤矿的规模效益, 公司吨煤成本仍属于行业较低水平。

图表 15: 行业自产煤吨煤成本对比 (元/吨)

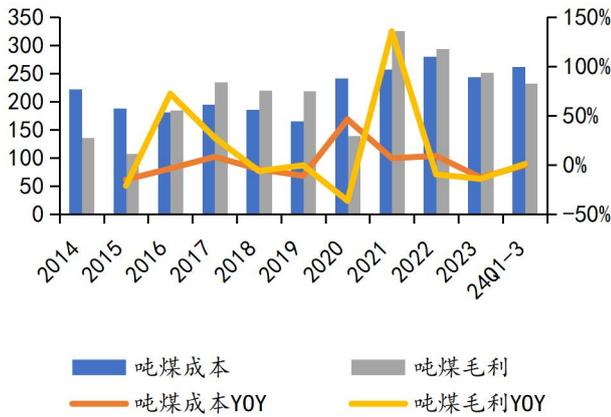


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

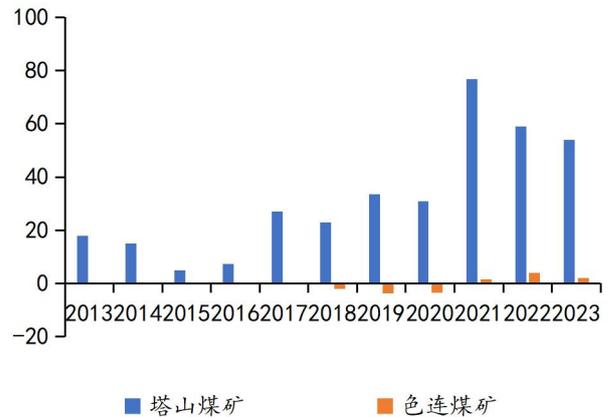
看毛利水平, 除 2020 年会计准则调整之外, 公司毛利率自 2016 年起相对稳定 (45%-55%)。2023 年实现毛利润 76.8 亿元, 同比-4.6%, 毛利率 50.0%, 同比持平; 24Q1-3 实现毛利润 51.7 亿元, 同比-0.7%, 毛利率 46.0%, 同比-0.3pct。其中, 色连煤矿自 2021 年起实现扭亏。


**图表 16: 公司毛利率变化**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

**图表 17: 吨煤成本、吨煤毛利 (元/吨) 及同比**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

**图表 18: 塔山、色连煤矿实现利润 (亿元)**


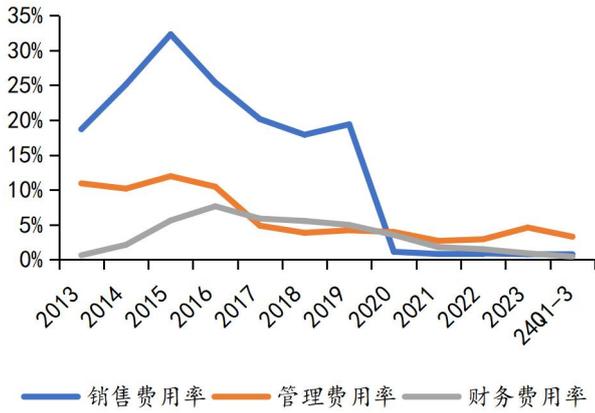
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

### 2.3 利润端: 三费下降驱动净利润提升

2020 年以来, 公司三费下降显著, 管控能力不断增强。1) **销售费用率**: 2020 年大幅下降 18.3pct 至 1.1% 主要系将原确认为销售费用的运输费用改为合同履行成本。2023 年销售费用率为 0.8%, 同比 -0.1pct; 24Q1-3 销售费用率为 0.7%, 同比基本持平。2) **管理费用率**: 2023 年管理费用率为 4.6%, 同比 +1.7pct, 主要系忻州窑矿经营调整和子公司活性炭阶段性停产。除 2023 年以外, 近年来公司管理费用率呈下降趋势; 24Q1-3 管理费用率为 3.3%, 同比 -0.9pct, 主要系忻州窑矿停产。3) **财务费用率**: 2016 年以来持续下降, 受益债务结构优化, 2023 年财务费用率为 0.9%, 同比 -0.6pct; 24Q1-3 财务费用率为 0.4%, 同比 -0.6pct。

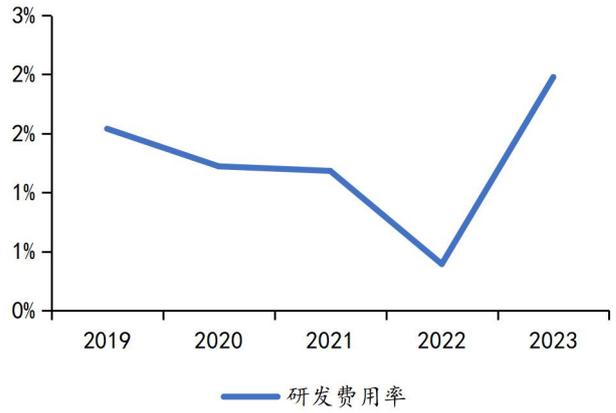
2019 年开始公司持续投入研发费用, 推进智能化建设, 包括但不限于率先试用智能巡检“机器人”、推广小煤柱开采、完成塔山和同忻两座智能化矿山建设、智能系统开发、智能设备应用等, 截至 2023 年底已建设智能化项目 30 个、7 个智能化综采工作、1 个智能化掘进工作面等, 成效显著。2023 年公司研发费用为 3.0 亿元, 同比 +379.1%, 研发费用率 2.0%, 同比 +1.6pct。研发费用增长主要因为塔山矿 2023 年建设工程和开发工程全部由塔山煤矿员工独立完成, 研发人员相应增加, 并新增统计了研发辅助人员, 我们认为之后或将逐步回归至正常水平。

图表 19: 公司三费率变化情况



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 公司研发费用率变化情况



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 塔山煤矿调度指挥中心 (视频监控平台、自动化系统控制平台、矿山云图智能决策大数据平台等)



数据来源: 新浪网, 华福证券研究所

**净利润水平维持高位。**2023 年公司实现归母净利润 33.0 亿元, 同比+8.4%, 归母净利率 21.5%, 同比+2.6pct; 24Q1-3 实现归母净利润 21.5 亿元, 同比-0.6%, 归母净利率 19.1%, 同比-0.1pct。

图表 22: 公司归母净利润 (亿元)、归母净利率



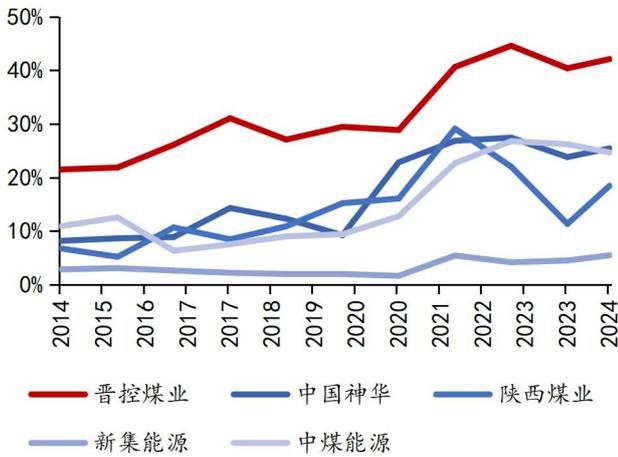
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

### 3 财务报表显著优化，潜在注入产能可期

#### 3.1 潜力亮点一：财务报表显著优化

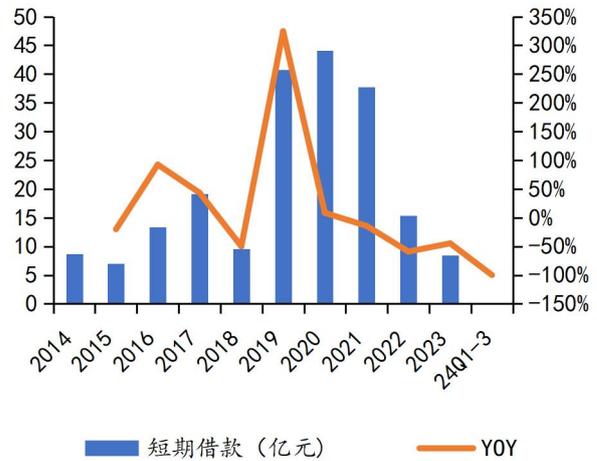
在手现金充足，债务结构优化亮眼。公司现金充足，截至 2024Q3 公司货币资金有 159.8 亿元，同比+3.3%，占总资产的 42.1%，维持行业高位。另一方面，随着行业景气度显著提升，同时为提升资金内部协同效率，公司自 2021 年起偿还了较多的短期借款，有息负债不断压缩、债务利息支出持续减少。2021-24Q3，公司短期借款同比分别 -14.4%/-59.1%/-44.8%/-100.0%；有息负债同比分别 -6.0%/-0.6%/-53.4%/-32.3%；财务费用率同比分别 -1.7pct/-0.3pct/-0.6pct/-0.6pct。

图表 23: 货币资金占总资产横向对比



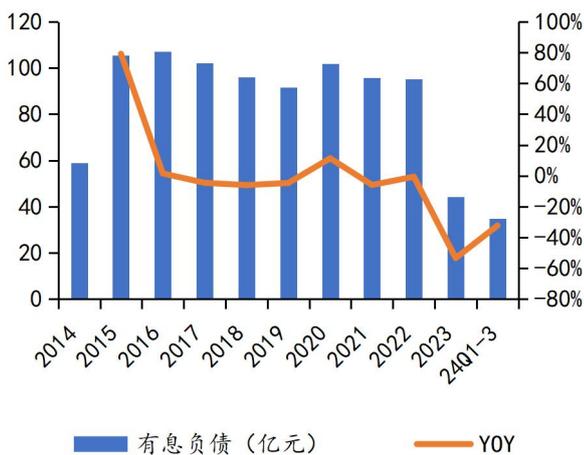
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 24: 公司短期借款 (亿元)、YOY



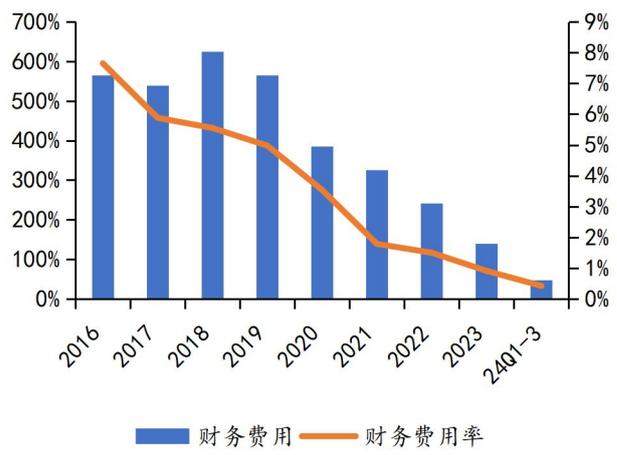
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 25: 公司有息负债 (亿元)、YOY



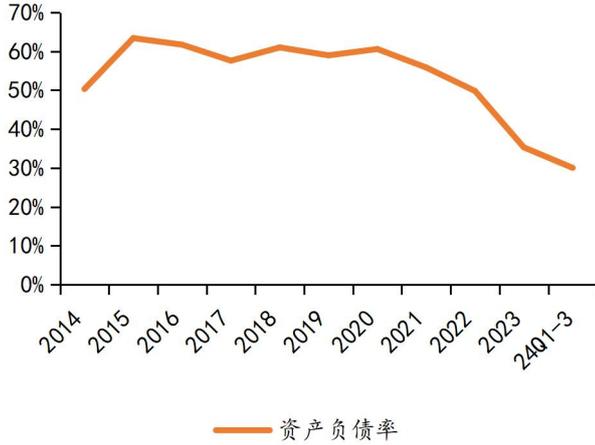
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 公司财务费用、财务费用率

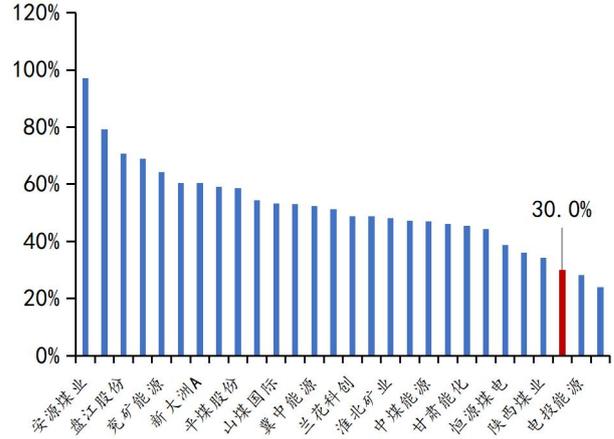


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

资产负债率呈下行趋势，行业内处于较低水平。自 2021 年起公司资产负债率不断下降，2023 年降至 35.3%，同比-14.5pct，24Q3 进一步下降至 30.0%，同比-7.4pct。对比煤炭行业 28 家上市公司，公司的资产负债率显著偏低，截至 2024Q3 位于 28 家企业倒数第 3 位，仅高于中国神华与电投能源。


**图表 27: 公司资产负债率**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

**图表 28: 煤炭行业企业 24Q3 资产负债率对比**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

**大额减值尾声。**2023年,公司资产减值损失为0.17亿元,同比大幅减少92%,24Q1-3资产减值损失为0,活性炭业务停产和忻州窑矿关停对公司大额减值的影响逐步减轻。

1) 活性炭业务停产: 于2022年8月阶段性停产,当年计提固定资产减值准备1.29亿元。

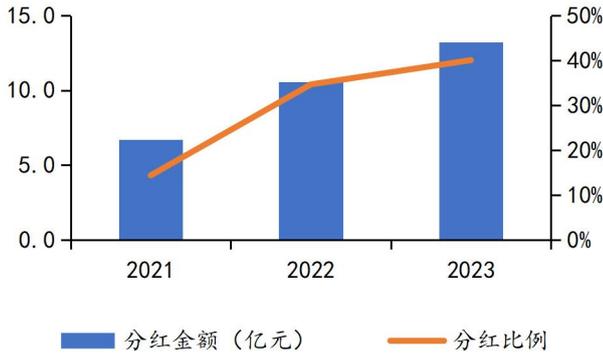
2) 忻州窑矿关停: 据公司2023年4月28日披露的《关于忻州窑矿关停的公告》,忻州窑矿于2022年12月因矿井资源枯竭而关闭退出,根据评估报告,14-3#以上煤层全部不可采,14-3#煤层可采储量为1148.2万吨,但断层密集、煤层赋存不稳定,无法布置综采工作面,矿井已无可布工作面。此外,忻州窑矿过去几年亏损严重,2020-2022年净利润分别为-4.65/-3.33/-2.65亿元,关停有助于提高公司经营运行效率、提升盈利能力。根据评估结果,当年计提固定资产减值准备6054万元。

**图表 29: 公司资产减值损失(亿元)、YOY**


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

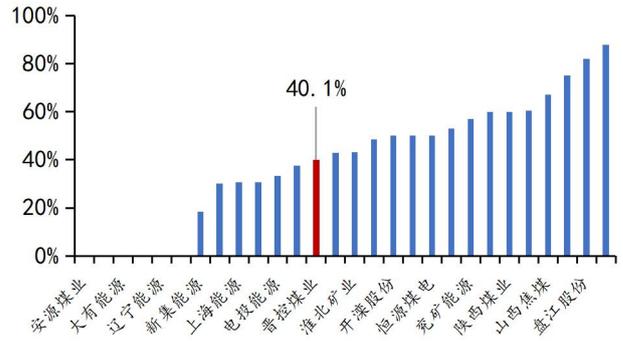
**分红仍有提升空间。**看公司近年分红情况,16-20年未分红,但21-23年分红金额和分红比例呈上升趋势,分红金额分别为6.7/10.5/13.2亿元,分红比例分别为14.4%/34.6%/40.1%,在煤炭行业28家上市公司中分红比例排名已上升至16名。随着公司大额减值进入尾声、资产质量改善,在资产负债率下行、现金流维持高位的现状下,我们认为公司分红仍有提升空间。

图表 30: 公司分红金额 (亿元)、分红比例



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 31: 煤炭行业企业 2023 年分红比例



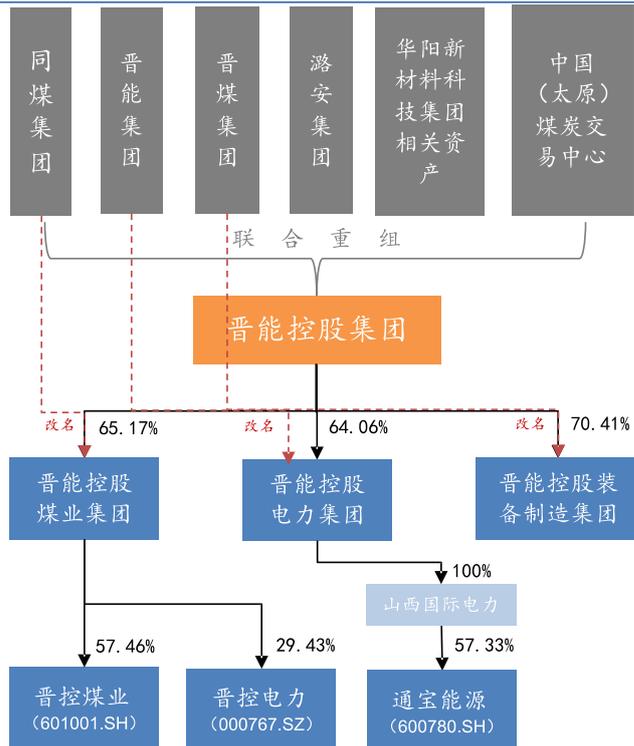
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

### 3.2 潜力亮点二: 资产注入可期

山西煤炭资源在 2003 年和 2008 年均进行了大规模整合, 2020 年 9 月 30 日, 山西省再次启动整合, 联合重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团, 同步整合潞安集团、华阳新材料科技集团相关资产和中国 (太原) 煤炭交易中心, 成立“晋能控股集团”, 于 2020 年 10 月挂牌成立, 资产总额达 1.1 万亿元, 煤炭产能约 4 亿吨, 跃升为全国第二大煤炭企业。加上 2020 年 4 月合并重组的山西焦煤集团, 山西省自此结束了七大煤炭国企并立的局面, 省属煤炭集团调整至 2 家。

联合重组后, 晋能集团旗下包括晋能控股煤业集团 (为公司的控股股东, 原“同煤集团”)、晋控控股电力集团 (原“晋能集团”)、晋控控股装备制造集团 (原“晋煤集团”) 三大核心子集团, 拥有晋控煤业、晋控电力、通宝能源三家上市公司。

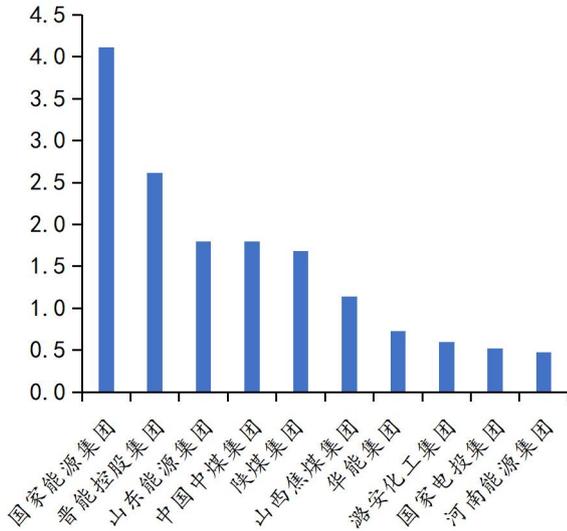
图表 32: 晋能集团重组后股权结构示意图



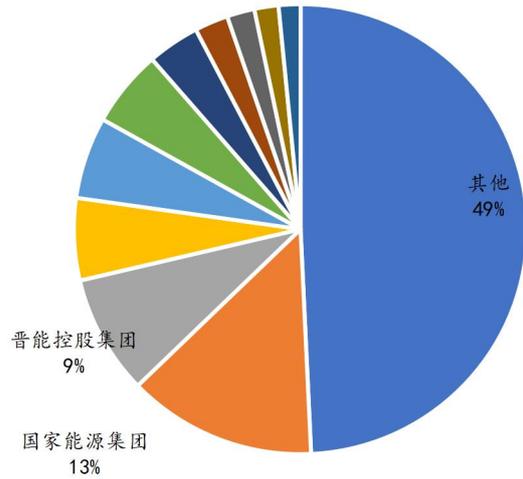
数据来源: Wind、公司官网、全国能源信息平台、新华社, 华福证券研究所



晋能集团是山西第一大、全国第二大煤炭企业，煤矿资源丰富。据国家统计局统计，2024年1-8月，规模以上企业生产原煤30.5亿吨。据中国煤炭工业协会统计与工信部统计数据显示，2024年1-8月晋能集团原煤产量2.6亿吨，位列第二，仅次于国家能源集团的4.1亿吨，占规模以上企业比达8.6%。

**图表 33: 2024 年 1-8 月原煤产量前十产量 (亿吨)**


数据来源: 中国能源新闻网, 华福证券研究所

**图表 34: 原煤产量占规模以上企业比重**


数据来源: 中国能源新闻网, 华福证券研究所

截至 2023 年底，晋能集团自有煤炭产能近 4.5 亿吨/年（晋控煤业集团约 2.4 亿吨/年+晋控电力集团约 1.0 亿吨/年+晋控装备制造集团约 1.0 亿吨/年），其中在产矿井产能约 2.8 亿吨/年（晋控煤业集团约 1.5 亿吨/年+晋控电力集团约 0.8 亿吨/年+晋控装备制造集团约 0.5 亿吨/年）。

1) 晋控煤业集团：截至 2023 年底拥有 88 座矿井（在产 69 座、在建及续建 15 座、停缓建 4 座），煤炭资源保有储量 383.4 亿吨（在产矿井 155.1 亿吨），产能 2.4 亿吨/年（在产矿井产能 1.5 亿吨/年）。

**图表 35: 晋控煤业集团产能情况 (截至 2023 年底)**

	矿井数量 (座)	煤炭资源保有储量 (亿吨)	产能 (亿吨/年)
总计	88	383.4	2.4
生产矿井	69	228.4	1.5
在建及续建矿井	15	155.1	0.9
停缓建矿井	4		

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

**图表 36: 晋控煤业集团矿区情况 (截至 2023 年底)**

矿区	煤种	资源保有量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	可采年限
煤峪口	气煤	1.0	250	8.5
永定庄	气煤	1.6	200	5
四老沟	气煤	1.3	320	9.3



挖金湾	气煤	2.9	70	35
晋华宫	弱粘煤、1/2 中粘煤	3.5	340	15.4
马脊梁	气煤	1.5	430	4.8
王村	气煤	4.3	100	96
云冈	弱粘煤	4.0	90	19.6
燕子山	气煤	2.8	480	15.6
四台	气煤	5.5	180	26.9
同忻	气煤	12.7	1600	54.8
塔山	气煤	49.0	2500	39
轩岗煤电	气煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、长焰煤	12.8	1640	-
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、气煤、不粘煤、长焰煤	11.9	1140	-
朔州煤电	气煤、长焰煤	25.8	1590	-
同发东周窑	长焰煤、不粘煤	15.4	1000	59
其他	不粘煤、气煤	227.6	12310	-
<b>合计</b>		<b>383.4</b>	<b>24240.0</b>	<b>-</b>

数据来源：公司公告，华福证券研究所

**2) 晋控电力集团：** 下属煤销集团作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源。2023 年，公司按照山西省属国企专业化重组事项安排，将煤销集团下属山西煤炭运销集团吕梁有限公司的 100% 股权及其长期托管的县区公司 100% 股权、山西煤炭运销集团能源投资开发有限公司 41% 股权划转至山西焦煤集团，受此影响，截至 2023 年底，公司总产能下降至 9550 万吨/年（在产矿井产能 7600 万吨/年）。

图表 37：晋控电力集团产能情况

	2021 年	2022 年	2023 年
总产能（万吨/年）	12810	10275	9550
其中：生产矿井产能（万吨/年）	8100	7620	7600

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 38：晋控电力集团公司煤炭资源储备情况（截至 2022 年底）

项目	煤矿数量（座）				总产能（万吨/年）			
	合计	在产	基建	停缓建	合计	在产	基建	停缓建
大同公司	19	8	4	7	1140	600	300	240
朔州公司	3	2	1	-	270	180	90	-
忻州公司	6	4	1	1	840	630	90	120
晋中公司	11	7	-	4	1085	740	-	345
吕梁公司	8	2	3	3	810	270	300	240
阳泉公司	12	9	-	3	1230	1050	-	180
长治公司	19	13	1	5	2090	1760	60	270
晋城公司	20	16	-	4	1770	1350	-	420
晋神能源公司	2	2	-	-	640	640	-	-
王家岭公司	1	1	-	-	400	400	-	-
<b>合计</b>	<b>101</b>	<b>64</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>10275</b>	<b>7620</b>	<b>840</b>	<b>1815</b>

数据来源：公司公告，华福证券研究所



**3) 晋控装备制造集团:** 我国煤炭行业特大型企业, 所处的晋东矿区是国家 14 个大型煤炭基地之一, 是我国无烟煤储量最集中的地区。据晋控装备制造集团《2024 年度跟踪评级报告》, 截至 2023 年底, 公司拥有 53 座矿井, 资源储量合计 93.09 亿吨, 可采储量 41.35 亿吨 (在产矿井可采储量 15.3 亿吨), 设计产能 1.001 亿吨/年 (在产矿井设计产能 5265 万吨/年)。

**图表 39: 晋控装备制造集团公司煤矿情况 (截至 2023 年底)**

矿井名称	煤种	可采储量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	剩余可采年限
生产矿井	无烟煤、贫煤	15.3	5265	
成庄	无烟煤	2.2	800	19.3
寺河	无烟煤	4.8	900	38.2
赵庄	无烟煤、贫煤	1.8	800	16
长平	无烟煤	1.0	500	13.7
寺河矿二号井	无烟煤	1.4	300	33
岳城	无烟煤	0.4	150	18.5
赵庄二号井	贫煤	0.1	120	5.9
资源整合矿井	无烟煤、贫煤、焦煤	3.7	1695	2.6-33.6
缓建矿井	无烟煤、贫煤	0.8	360	12.8-20.5
基建矿井	无烟煤、肥煤	12.4	1660	6.5-67
筹建矿井	不粘煤、无烟煤	12.8	1300	58.2、77.5
关闭矿井	无烟煤	-	1425	-
<b>合计</b>		<b>41.3</b>	<b>10010</b>	-

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

**潜在可注入上市公司产能的空间巨大。**综上所述, 晋能集团总产能高达 4.5 亿吨/年, 其中晋控煤业集团产能达 2.4 亿吨/年, 而公司产能仅为 3450 万吨/年。计算未上市煤炭产能, 晋能集团、晋控煤业集团分别高达 4.1 亿吨、2.1 亿吨, 产能证券化率分别仅为 7.7%、14.2%。

**避免同业竞争承诺, 优质资产有望注入公司。**为避免公司与控股股东存在竞争和利益冲突, 上市之初公司就与集团进行了一系列的制度安排, 集团也承诺将采取分步过渡的组合方式, 逐步将集团全部煤炭生产经营性优质资产纳入公司。联合重组后, 由于煤炭资产规模大幅增加, 且晋能集团公司也需避免与公司的同业竞争, 故公司与间接控股股东晋能集团、控股股东晋控煤业集团于 2022 年 4 月 29 日重新签署了《关于避免同业竞争的承诺函》: “对保留煤炭资产, 煤业集团/晋能控股集团将采取积极有效措施, 促使该等资产尽快满足或达到注入上市公司条件 (包括但不限于: 产权清晰、手续合规完整、资源优质、收益率不低于上市公司同类资产等), 并在满足注入上市公司条件之日起两年内, 采用适时注入、转让控制权或出售等方式, 启动逐步将相关资产全部置入晋控煤业的程序。”

同时, 在公司现金流处于较高水平、资产负债率下行、大额减值进入尾声的前提下, 公司收购优质产能的能力充足。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

1) 根据前文对公司收入框架和煤炭业务产能的分析，参考 24Q1-3 数据，我们判断 2024 年商品煤销量和吨煤售价均小幅下降，2025-2026 年均小幅上升的态势。我们假设 2024-2026 年商品煤销量同比分别为-1.4%、+0.7%、+0.7%，吨煤售价同比分别-0.3%、+2.0%、+2.0%。

2) 基于前文对煤炭业务 2024 年成本变化的分析，参考 24Q1-3 数据，我们预计 2024-2026 年吨煤成本同比分别+7.4%、+0.0%、+0.0%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-1.5%、+2.7%、+2.7%，归母净利润增速分别为-12.0%、+9.0%、+6.9%，对应 EPS 分别为 1.74 元、1.89 元、2.02 元。

图表 40：公司业绩拆分预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	160.8	153.4	151.1	155.2	159.4
YOY	-12.0%	-4.6%	-1.5%	2.7%	2.7%
主营业务-煤炭	156.8	149.2	146.7	150.7	154.8
YOY	-11.4%	-4.9%	-1.7%	2.8%	2.7%
占比	97.5%	97.2%	97.1%	97.1%	97.1%
销量（万吨）	2,731	3,010	2,968	2,990	3,011
YOY	-10.1%	10.2%	-1.4%	0.7%	0.7%
吨煤售价（元/吨）	574	496	494	504	514
YOY	-1.5%	-13.7%	-0.3%	2.0%	2.0%
主营业务-非煤	1.4	0.1	0.0	0.0	0.0
YOY	-46.6%	-90.0%	-71.5%	0.0%	0.0%
其他业务	2.6	4.1	4.4	4.5	4.6
YOY	-11.4%	59.4%	7.2%	2.0%	2.0%
营业成本	80.4	76.6	81.2	81.2	81.8
YOY	-3.6%	-4.7%	5.9%	0.0%	0.7%
主营业务-煤炭	76.5	73.4	77.7	78.3	78.8
YOY	-2.0%	-4.1%	5.9%	0.7%	0.7%
吨煤成本（元）	280	244	262	262	262
YOY	9.0%	-13.0%	7.4%	0.0%	0.0%
主营业务-非煤	2.2	0.2	0.7		
YOY	-37.3%	-89.8%	193.0%		
其他业务	1.6	3.0	2.8	2.9	2.9
YOY	-7.0%	85.5%	-7.3%	2.0%	2.0%

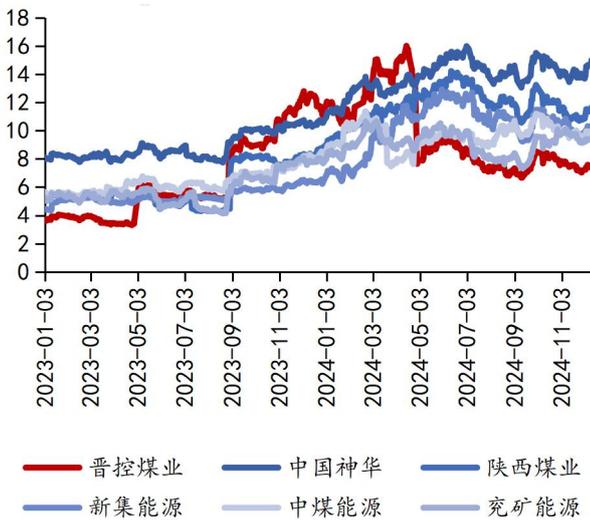
毛利润	80.4	76.8	69.9	74.0	77.6
YOY	-19.0%	-4.6%	-8.9%	5.9%	4.8%
毛利率	50.0%	50.0%	46.3%	47.7%	48.7%
主营业务-煤炭	80.3	75.8	69.0	72.4	76.0
YOY	-18.9%	-5.6%	-9.0%	5.0%	4.9%
毛利率	51.2%	50.8%	47.0%	48.1%	49.1%
吨煤毛利(元)	294	252	232	242	252
YOY	-9.8%	-14.3%	-7.7%	4.3%	4.2%
主营业务-非煤	-0.8	-0.1	-0.6		
YOY	5.9%	89.3%			
毛利率	-52.2%	-56.0%			
其他业务	0.9	1.1	1.6	1.6	1.6
YOY	-18.2%	13.7%	48.7%	2.0%	2.0%
毛利率	36.3%	25.9%	35.9%	35.9%	35.9%

数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

#### 4.2 投资建议

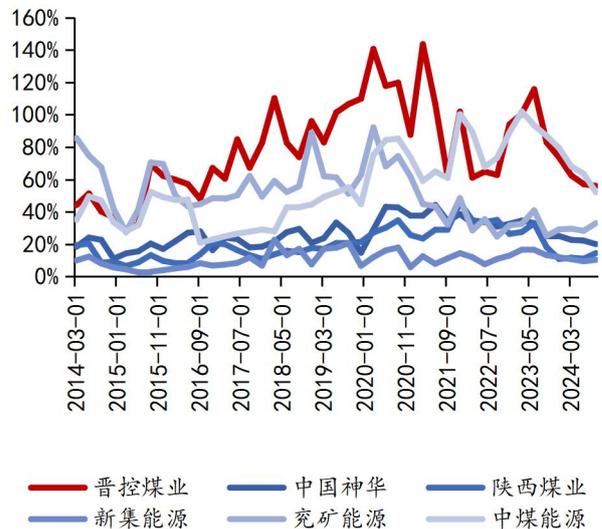
公司作为全国第二大煤炭集团晋能集团旗下上市公司, 与其他全国前五大煤炭集团旗下上市公司相比, PE 处于较低水平, 具备配置优势。

图表 41: 几大集团下属上市公司 PE 水平对比



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 42: 几大集团下属上市公司现金/总市值对比



数据来源: Wind, 华福证券研究所

我们认为晋控煤业经过近年的债务结构优化, 期间费用改善亮眼、资产负债率呈下行趋势、大额减值尾声, 现金处于行业较高水平。除此之外, 公司背靠全国第二大煤炭企业晋能集团, 具备资源储备优势, 产能证券化率极低, 未来产能注入空间可期。参考可比公司 2025 年平均 PE 为 10.0, 我们给予 25 年 10 倍 PE 的估值, 对应目标价 18.92 元, 首次覆盖给予“买入”评级。



图表 43: 可比公司估值表 (截至 2024 年 12 月 12 日)

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2024/12/12	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601088.SH	中国神华	43.1	3.00	3.03	3.10	3.17	10.6	14.2	13.9	13.6
601225.SH	陕西煤业	25.2	2.19	2.24	2.38	2.47	8.8	11.2	10.6	10.2
601918.SH	新集能源	7.9	0.81	0.88	0.95	1.12	6.4	8.9	8.3	7.1
601898.SH	中煤能源	13.1	1.47	1.45	1.54	1.64	8.2	9.0	8.5	8.0
600188.SH	兖矿能源	15.1	2.74	1.56	1.74	1.90	7.7	9.7	8.6	7.9
平均值							8.3	10.6	10.0	9.4
601001.SH	晋控煤业	14.4	1.97	1.74	1.89	2.02	7.3	8.3	7.6	7.1

数据来源: Wind, 华福证券研究所 (注: 可比公司中国神华、陕西煤业、新集能源、中煤能源、兖矿能源数据均参考 Wind 一致预期)

## 5 风险提示

- 1) 政策变动风险。能源或煤炭政策变动会直接影响供需, 环保、安监政策调整也会影响公司生产, 从而影响公司业绩。
- 2) 宏观经济波动风险。经济波动会影响煤炭供需和价格, 从而影响公司业绩。
- 3) 资产注入不及预期风险。集团产能注入公司需要时间过程, 不可控因素较多, 若资产注入失败、延期或注入资产经营不良, 都会影响公司未来预期。
- 4) 突发事件风险: 煤炭生产存在安全隐患, 若发生意外事故会导致停产, 从而影响公司产量。

图表 44: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,209	17,126	20,206	23,467	营业收入	15,342	15,110	15,520	15,938
应收票据及账款	458	378	310	287	营业成本	7,664	8,119	8,116	8,177
预付账款	49	41	32	25	税金及附加	1,231	1,209	1,242	1,275
存货	343	365	365	368	销售费用	119	105	93	80
合同资产	0	0	0	0	管理费用	706	498	466	446
其他流动资产	1,546	1,531	1,538	1,544	研发费用	303	302	279	239
流动资产合计	17,605	19,441	22,451	25,691	财务费用	140	78	49	47
长期股权投资	6,066	6,066	6,066	6,066	信用减值损失	-12	-12	-12	-12
固定资产	9,178	8,419	7,789	7,258	资产减值损失	-17	-17	-17	-17
在建工程	703	671	641	641	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	3,208	2,898	2,614	2,359	投资收益	648	478	478	478
商誉	0	0	0	0	其他收益	18	14	16	16
其他非流动资产	914	919	923	926	<b>营业利润</b>	<b>5,816</b>	<b>5,297</b>	<b>5,773</b>	<b>6,172</b>
非流动资产合计	20,069	18,974	18,034	17,251	营业外收入	59	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>37,675</b>	<b>38,415</b>	<b>40,485</b>	<b>42,942</b>	营业外支出	7	15	15	15
短期借款	851	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>5,868</b>	<b>5,283</b>	<b>5,760</b>	<b>6,159</b>
应付票据及账款	4,813	4,871	4,894	4,955	所得税	1,365	1,321	1,440	1,540
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>4,504</b>	<b>3,963</b>	<b>4,320</b>	<b>4,619</b>
合同负债	359	272	279	287	少数股东损益	1,203	1,058	1,154	1,234
其他应付款	1,498	1,498	1,498	1,498	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,301</b>	<b>2,904</b>	<b>3,166</b>	<b>3,385</b>
其他流动负债	1,241	1,130	1,112	1,102	EPS (按最新股本摊薄)	1.97	1.74	1.89	2.02
流动负债合计	8,762	7,771	7,785	7,843					
长期借款	2,389	2,489	2,789	3,289					
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000					
其他非流动负债	1,151	1,151	1,151	1,151					
非流动负债合计	4,540	4,640	4,940	5,440					
<b>负债合计</b>	<b>13,302</b>	<b>12,411</b>	<b>12,724</b>	<b>13,283</b>					
归属母公司所有者权益	16,897	18,583	20,578	22,708					
少数股东权益	7,476	7,421	7,183	6,951					
<b>所有者权益合计</b>	<b>24,373</b>	<b>26,004</b>	<b>27,761</b>	<b>29,659</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>37,675</b>	<b>38,415</b>	<b>40,485</b>	<b>42,942</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,169</b>	<b>4,809</b>	<b>5,074</b>	<b>5,283</b>
现金收益	5,823	5,267	5,491	5,698
存货影响	-14	-22	0	-3
经营性应收影响	771	106	93	49
经营性应付影响	-927	58	23	61
其他影响	515	-599	-532	-522
<b>投资活动现金流</b>	<b>-791</b>	<b>-741</b>	<b>-1,074</b>	<b>-1,219</b>
资本支出	-649	-126	-178	-245
股权投资	-642	0	0	0
其他长期资产变化	501	-615	-897	-974
<b>融资活动现金流</b>	<b>-8,981</b>	<b>-2,151</b>	<b>-921</b>	<b>-803</b>
借款增加	-5,084	-751	300	500
股利及利息支付	-3,745	-1,828	-1,941	-2,085
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-152	429	720	782

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-4.6%	-1.5%	2.7%	2.7%
EBIT 增长率	-3.7%	-10.8%	8.4%	6.8%
归母公司净利润增长率	8.4%	-12.0%	9.0%	6.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	50.0%	46.3%	47.7%	48.7%
净利率	29.4%	26.2%	27.8%	29.0%
ROE	13.5%	11.2%	11.4%	11.4%
ROIC	27.9%	24.1%	23.9%	23.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.3%	32.3%	31.4%	30.9%
流动比率	2.0	2.5	2.9	3.3
速动比率	2.0	2.5	2.8	3.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	19	10	8	7
存货周转天数	16	16	16	16
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.97	1.74	1.89	2.02
每股经营现金流	3.69	2.87	3.03	3.16
每股净资产	10.10	11.10	12.29	13.57
<b>估值比率</b>				
P/E	7	8	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	5	5	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

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

## 一般声明

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

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

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

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn