

类型：首次覆盖

评级：谨慎推荐

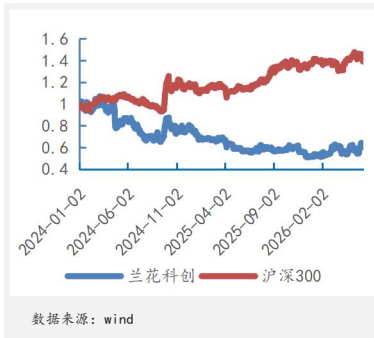
当前价格：6.96
(2026.6.9)

兰花科创(600123.SH) 发布时间：2026-6-11

证券研究报告 · 公司深度报告

优质无烟煤龙头，煤化一体静待周期反转与技改红利释放

历史股价走势图



公司基本数据

52周内股价区间：5.81-7.60

总市值(亿元)：102.54

流通市值(亿元)：102.54

总股本(亿股)：14.73

分析师介绍

大同证券研究中心

分析师：景剑文
执业证书编号：
S0770523090001
邮箱：jingjw@dtsbc.com.cn

研究助理：温慧
执业证书编号：
S0770125070012
邮箱：wenh@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号
山西世贸中心A座F12、F13
网
址：<http://www.dtsbc.com.cn>

投资要点：

优质无烟煤一体化龙头，整合矿井集中投产，煤炭产能稳步抬升：公司依托沁水煤田稀缺无烟煤资源，经过山西煤炭资源整合，玉溪、同宝、百盛、沁裕陆续投产爬坡，芦河在建，煤炭为核心盈利支柱，贡献主要营收与毛利；未来存量矿井产能持续释放，寺头超2亿吨煤炭资源待探转采，中长期原煤产量增长逻辑清晰。

煤化一体布局独特，化工技改落地驱动减亏：公司配套尿素、己内酰胺、二甲醚完整煤化工产业链，2024年二甲醚停产，2025年启动老旧气化装置升级改造，依托自产无烟煤原料优势压缩生产成本，技改落地后尿素、己内酰胺有望摆脱亏损，实现板块扭亏增厚利润。

配套产业多点落地，全方位降本增效：参股晋西北铁路项目稳步推进，公转铁落地后有效减少煤炭外运费；增资兰科煤层气公司，布局瓦斯利用、节能改造、新能源、固废处置、装备租赁五大业务，内部资源整合持续优化生产端成本。

周期底部业绩筑底，煤价回暖+化工改善迎来盈利修复：2024-2025年无烟煤价格下行、化工亏损拖累业绩，随着后续无烟煤市场需求回暖、坑口煤价企稳回升，叠加煤化工技改红利逐步兑现，公司盈利自2026年起稳步修复。

分红稳健，估值处于修复区间：公司落地市值提升方案，推进大股东增持与上市公司股份回购，分红政策总体基调保持稳定。未来将继续坚持不低于30%的分红比例原则，在保障企业发展资金需求的同时，持续回报投资者。在业绩拐点来临之际，估值修复空间充足。

盈利预测：预计2026-2028年公司营业收入分别108.46亿元、119.59亿元、131.11亿元，归母净利润为3.42亿元、6.55亿元、9.10亿元，对应EPS分别为0.23元/股、0.44元/股、0.62元/股。依托无烟煤资源壁垒+化工技改减亏双逻辑，给予谨慎推荐评级。

风险提示：国际环境不确定性增强，煤炭需求不及预期，煤矿产能释放受限，新能源发展不及预期。

目 录

一、公司概况：市属国资平台，煤化一体化布局成型	4
(一) 股权结构：晋城市国资委实控，股权架构稳固	4
(二) 发展历程：四阶段迭代，由六矿一厂成长为煤化一体化企业	4
(三) 业务结构：煤炭筑牢盈利底盘，化工依托技改推进减亏	7
二、煤炭产品：稀缺无烟煤禀赋，整合矿井逐步释放增量	8
(一) 行业格局：供需宽松价格回落，煤价中枢低位震荡	8
(二) 矿井布局：多座煤矿投产落地，产能稳步有序释放	8
(三) 产销结构：无烟煤为核心品种，产销率随行情阶段性波动	10
(四) 盈利状况：量稳价跌收入承压，煤炭仍是利润支柱	12
(五) 成本解析：刚性支出占主导，原材料成本持续优化	13
三、尿素产品：行业供给过剩，景气底部静待回暖	15
(一) 行业格局：产能扩张延续，供需宽松下价格弹性有限	15
(二) 产销结构：行业低迷叠加技改，产量降至近年低位	16
(三) 盈利状况：产品价跌拖累营收，板块盈利景气下行	16
(四) 成本解析：原料煤价主导成本，刚性支出整体可控	17
四、化工产品：双线承压，转型探索新路径	19
(一) 己内酰胺：产能过剩致量价齐跌，技改推进谋扭亏	19
(二) 二甲醚：需求替代弱长期低迷，装置停产转投绿色甲醇	20
五、财务分析：周期底部业绩筑底，经营压力显性化	21
(一) 营收表现：跟随煤价周期波动，2025 年收入明显回落	21
(二) 盈利与现金流：利润阶段性转亏，经营性现金流承压	22
(三) 债务与费用：资产负债率抬升，期间费用有所增加	23
(四) 回报与分红：盈利下行拖累 ROE，分红总体基调稳定	23
六、盈利预测与投资建议	24
(一) 盈利预测	24
(二) 投资建议	26

图 表

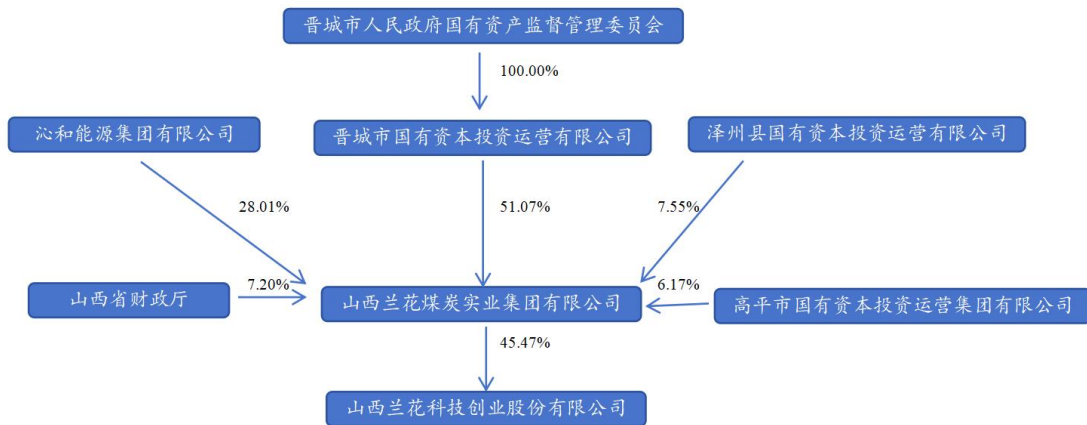
图表 1	兰花科创股权结构	4
图表 2	兰花科创发展历程	7
图表 3	兰花科创 2025 年各业务营收占比 (%)	7
图表 4	兰花科创各业务营收(亿元)	7
图表 5	晋城阳城无烟煤坑口价(含税) (元/吨)	8
图表 6	动力煤与焦煤港口价 (元/吨)	8
图表 7	兰花科创煤矿情况	9
图表 8	公司各煤矿产销及单价情况	10
图表 9	煤炭产销量 (万吨)	11
图表 10	煤炭库存量 (万吨)	11
图表 11	煤炭不同煤种销量 (万吨)	12
图表 12	2025 年不同煤种销量占比 (%)	12
图表 13	煤炭营业收入 (万元) 及同比 (%)	12
图表 14	煤炭毛利 (万元) 及毛利率 (%)	12
图表 15	吨煤售价 (元/吨)	13
图表 16	吨煤成本 (元/吨)	13
图表 17	原煤各项成本 (万元)	14
图表 18	2025 年原煤各项成本占比 (%)	14
图表 19	尿素现货价 (元/吨)	16
图表 20	尿素 (小颗粒) 市场价 (元/吨)	16
图表 21	尿素开工率 (%) 及日产量 (吨)	16
图表 22	尿素产销量 (万吨)	16
图表 23	尿素销售收入 (亿元) 及同比 (%)	17
图表 24	尿素毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	17
图表 25	尿素销售单价(元/吨)	18
图表 26	尿素单位生产成本(元/吨)	18
图表 27	尿素各项成本 (万元)	18
图表 28	2025 年尿素各项成本占比 (%)	18
图表 29	己内酰胺开工率 (%)	19
图表 30	己内酰胺现货价 (元/吨)	19
图表 31	己内酰胺产销量 (万吨)	20
图表 32	己内酰胺销售收入 (亿元) 及同比 (%)	20
图表 33	二甲醚产销量 (万吨)	21
图表 34	二甲醚销售收入 (亿元) 及同比 (%)	21
图表 35	总营收 (亿元) 及同比 (%)	22
图表 36	毛利(亿元) 及毛利率 (%)	22
图表 37	归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	22
图表 38	现金流净额及货币资金 (亿元)	22
图表 39	资产负债率 (%)	23
图表 40	三项费用率 (%)	23
图表 41	ROA&ROE (%)	24
图表 42	分红 (亿元) 及分红率 (%)	24
图表 43	公司煤炭业务经营预测	26
图表 44	公司各业务盈利预测	26
图表 45	可比公司估值预测	27

一、公司概况：市属国资平台，煤化一体化布局成型

（一）股权结构：晋城市国资委实控，股权架构稳固

公司股权结构清晰且稳定，控股股东为山西兰花煤炭实业集团有限公司（以下简称“兰花集团”），截至 2025 年末持股比例达 45.47%；实际控制人为晋城市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“晋城市国资委”），通过晋城市国有资本投资运营有限公司间接持有兰花集团 51.07% 股权，最终实现对上市公司的控制。作为晋城市属唯一能源化工上市平台，公司在区域煤炭资源整合、煤化工产业升级中具备天然政策优势，股权结构的稳定性为公司长期战略落地提供了坚实保障，同时也符合山西省属国企“专业化整合、资产证券化”的改革导向。

图表 1 兰花科创股权结构



资料来源：兰花科创公告，大同证券

（二）发展历程：四阶段迭代，由六矿一厂成长为煤化一体化企业

公司 1998 年由山西兰花煤炭实业集团独家发起，依托集团“六矿一厂”经营性净资产设立并上市，是山西煤炭行业早期上市主体，上市初始依托沁水煤田无烟煤资源，确立煤炭+煤化工一

体化发展主线，发展历程划分为四大阶段：

1、初创起步期（1998-2003 年）

1998 年公司完成设立与上市，初始资产为集团划转的六座煤矿+一处化肥厂；2000 年通过配股募资建设一化分公司 20 万吨尿素项目，依托自有无烟煤原料配套尿素产能落地，初步落地煤化联动模式，本阶段以存量矿井运营、首套尿素装置建设为核心。

2、并购扩产与全产业链布局期（2004-2012 年）

本阶段依托行业周期，同步落地煤炭资源整合与煤化工全产业链项目：

■ 煤炭板块：

- 2004 年联合集团旗下莒山煤矿合资筹建玉溪煤矿（设计产能 240 万吨/年，公司权益 95%，2021 年 3 月正式投产）；
- 2007 年参股亚美大宁煤矿，矿井后续竣工投产；
- 2008 年斥资 8.2 亿元收购口前煤业，同步设立兰花焦煤公司；
- 2010 年整合永胜、万鑫、满贞煤业，新建 120 万吨/年配套矿井，同年兰花焦煤整合玉生煤矿设立宝欣煤业（产能 90 万吨/年，公司权益 55%）；
- 2011 年整合王报、宝塔、百胜煤业组建百盛煤业（产能 90 万吨/年），整合古寨等 7 家煤矿设立同宝煤业（产能 90 万吨/年，权益 51%）；
- 2012 年成立兰兴煤业，收购芦河煤业 51% 股权、沁裕煤业 53.2% 股权，完成多座资源整合矿井股权布局。

■ 化肥板块：

- 2004 年和集团阳城化肥合资设立田悦化肥，投建 18 万吨合成氨、30 万吨尿素项目，项目 2009 年达产；
- 2007 年收购集团兰花煤化工 70% 股权（配套 30 万吨尿素产能），另整体收购阳城化肥资产、设立阳化分公司（20 万吨尿素产能，2022 年关停处置）。

■ 化工板块：

- 2006 年投建 20 万吨甲醇+10 万吨二甲醚项目，2008 年试生产，同期合资设立兰花清洁能源，后续 2007、2011 年分步收购合作方全部股权实现全资控股；
- 2008 年增资丹峰化工取得 51%股权、2009 年并入合并报表；
- 2012 年开工 20 万吨己内酰胺项目，一期 10 万吨 2016 年投产、二期改造后 14 万吨 2020 年落地。

至 2012 年末，公司完整搭建无烟煤-尿素-己内酰胺-二甲醚煤化一体化产业架构。

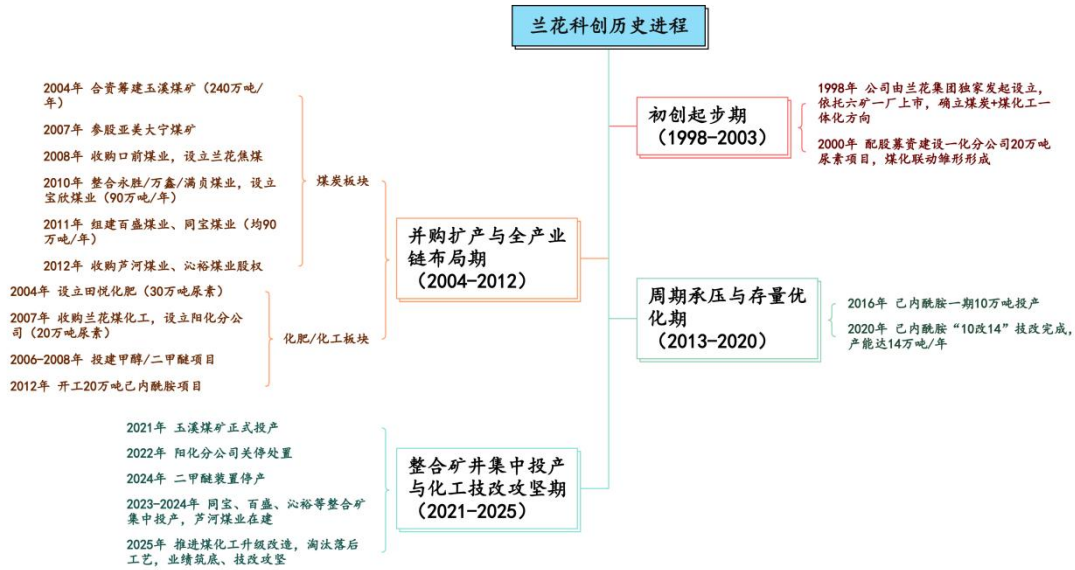
3、周期承压与存量优化期（2013-2020 年）

行业步入下行周期，公司重心转向存量项目落地与装置技改优化：煤炭端前期整合矿井陆续进入建设期收尾，玉溪煤矿在建未投产，亚美大宁保持正常生产，依托参股权益产能补充原料供给；化肥端阳化分公司持续生产运行，全板块以存量产能稳产、控费优化为核心；化工端推进己内酰胺“10 改 14”技改并于 2020 年完成落地。

4、整合矿井集中投产与化工技改攻坚期（2021-2025 年）

2021 年玉溪煤矿正式投产，前期 2010-2012 年并购的百盛、同宝、沁裕等整合煤矿陆续投产释放产能，芦河煤业处于在建阶段暂未投产；化工端：阳化分公司 2022 年关停处置，尿素、己内酰胺、二甲醚装置随行业周期波动，己内酰胺、二甲醚持续亏损，二甲醚产品于 2024 年停产；2025 年公司推进煤化工升级改造项目，淘汰老旧气化工艺，化工板块进入技改降本周期；2024-2025 年煤价中枢下移、煤化工行业持续承压，拖累公司化工板块盈利走弱，业绩阶段性承压。

图表 2 兰花科创发展历程

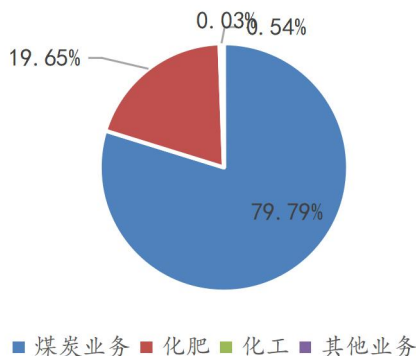


资料来源：公司公告，大同证券

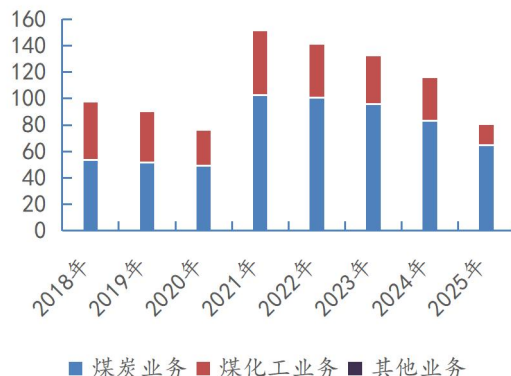
(三) 业务结构：煤炭筑牢盈利底盘，化工依托技改推进减亏

公司业务整体呈现“煤炭盈利托底、化工减亏攻坚”的结构特征。公司业务以煤炭开采销售为核心，配套化肥与化工业务形成煤化一体化布局，煤炭业务（无烟煤、动力煤、焦煤）是绝对支柱，2025年贡献约80%的营业收入和100%以上的毛利。化肥业务（尿素）与化工业务（二甲醚、己内酰胺）作为延伸链条，受行业周期影响，当前处于亏损或低负荷运行状态，但目前公司在积极推进技改项目，争取尽快完成技改，扭转板块亏损格局。

图表 3 兰花科创 2025 年各业务营收占比 (%)



图表 4 兰花科创各业务营收(亿元)



数据来源：Wind，大同证券

请仔细阅读正文后免责声明

数据来源：Wind，大同证券

二、煤炭产品：稀缺无烟煤禀赋，整合矿井逐步释放增量

（一）行业格局：供需宽松价格回落，煤价中枢低位震荡

2025 年，煤炭行业整体呈现“供应宽松、需求偏弱、价格回落、效益承压”的运行特征，市场供需格局较往年发生明显变化。

供应端，全国原煤产量达 48.3 亿吨，同比增长 1.2%，但受超产核查政策影响，下半年产量增速显著放缓，主产地山西产量保持增长、内蒙古原煤产量则出现同比下降；进口煤总量同比下降 9.6% 至 4.9 亿吨，仍处历史高位。需求端，火电需求随可再生能源替代加速而承压，冶金、建材用煤进入峰值平台期并呈下降趋势，仅化工用煤保持适度增长，整体需求偏弱。价格方面，动力煤、无烟煤、焦煤价格中枢均较上年显著下移，秦皇岛港 5500 大卡动力煤年均价同比下降 18.49%，行业盈利水平随之大幅下滑，2025 年煤炭开采和洗选业利润总额同比下降 41.8%。

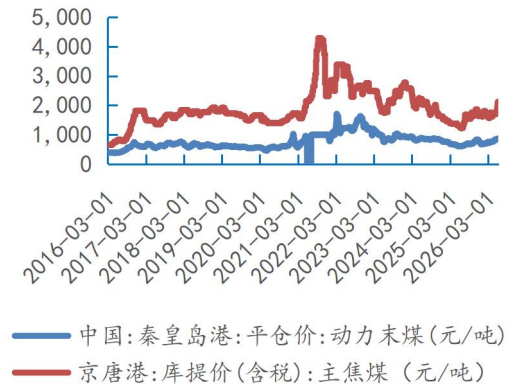
展望未来，煤炭作为我国能源体系“压舱石”的兜底保障作用依然稳固，但受能源结构转型、下游需求偏弱及供应宽松格局影响，煤价中枢预计仍将维持低位震荡，行业整体经营压力仍存。

图表 5 晋城阳城无烟煤坑口价(含税) (元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 6 动力煤与焦煤港口价 (元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

（二）矿井布局：多座煤矿投产落地，产能稳步有序释放

公司煤炭业务以“自产+参股”双模式布局，截至 2025 年末，公司坐拥 12 座控股矿井+1 座参股矿井，合计核定产能 1990 万吨/年，其中控股矿井产能 1590 万吨/年、参股亚美大宁产能 400 万吨/年，以稀缺优质无烟煤为核心产品，辅以动力煤、焦煤，产能结构清晰、资源禀赋优异。

截至 2025 年末，公司控股矿井中 11 座已实现正式在产，合计核定产能 1500 万吨/年，权益产能 1117.93 万吨/年，包括：大阳、唐安、伯方、玉溪 4 座主力无烟煤矿井，合计核定产能 810 万吨/年，是公司煤炭产量与利润的核心支撑；望云、宝欣、口前、永胜、同宝、沁裕、百盛 7 座矿井产能相对较低，其中同宝、沁裕、百盛三座整合矿井分别于 2023 年 11 月、2024 年 1 月、2024 年 10 月转为正式生产矿井，全部实现稳产。

公司现有在建整合矿井 1 座，为芦河煤业，设计产能 90 万吨/年。目前芦河煤业二期工程建设正加快推进，35kV 双回路供电系统及主副斜井核心设备均已完成安装调试，预计 2027 年 3 月具备联合试运转条件，计划于 2027 年 7 月底实现正式投产，理想状态下 2027 年产量有望达到 40 万吨左右。

公司参股亚美大宁能源有限公司 41%股权，该矿设计产能 400 万吨/年，主营优质无烟煤产品。该矿井于 2025 年 5 月中旬起停产，当前相关事项处于仲裁程序中，后续生产安排及发展规划将根据仲裁结果另行确定。

整体来看，随着整合矿井全部投产与在建矿井推进，公司在产控股产能已进入稳定释放阶段，权益产能稳步增长，未来将进一步巩固无烟煤龙头地位，为公司业绩修复提供坚实的产量支撑。

图表 7 兰花科创煤矿情况

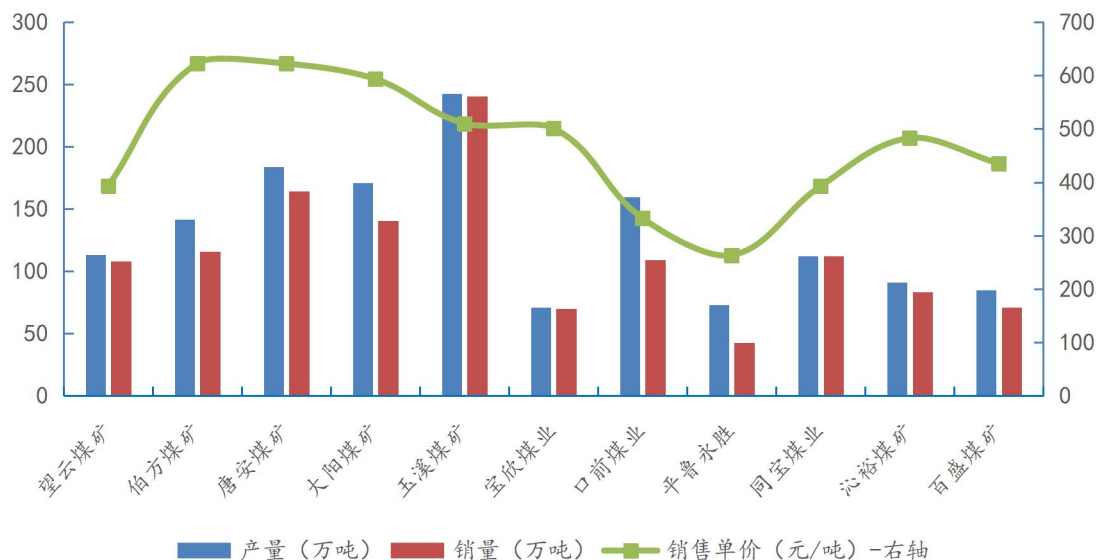
主要矿区	煤种	核定产能(万吨/年)	权益占比	权益产能(万吨/年)	煤矿现状
大阳煤矿	无烟煤	180	100%	180	在产
唐安煤矿	无烟煤	180	100%	180	在产
伯方煤矿	无烟煤	210	100%	210	在产
望云煤矿	无烟煤	120	56%	67.45	在产
宝欣煤矿	焦煤	90	55%	49.5	在产
口前煤矿	动力煤	90	100%	90	在产
永胜煤矿	动力煤	120	100%	120	在产
玉溪煤矿	无烟煤	240	53%	127.2	在产
同宝煤矿	无烟煤	90	51%	45.9	在产
沁裕煤矿	无烟煤	90	53%	47.88	在产
百盛煤矿	无烟煤	90	51%	45.9	在产

在产合计		1500		1117.93	
芦河煤业	无烟煤	90	51%	45.9	整合矿在建
合计		1590		1163.83	
亚美大宁矿	无烟煤	400	41%	164	参股矿

资料来源：公司公告，大同证券

2025 年公司 11 座在产矿井合计实现原煤产量 1444.16 万吨、销量 1257.71 万吨，综合销售单价 493.45 元/吨，煤炭业务整体实现营业收入 64.96 亿元、毛利 24.29 亿元，利润总额为-3.11 亿元，呈现“量稳价跌、盈利分化”的格局。其中，唐安、伯方、大阳、玉溪四座主力矿井贡献了绝大多数盈利，唐安煤矿以 183.6 万吨产量、622.01 元/吨的单价，实现利润总额 2.01 亿元，为全公司盈利最高的矿井；而百盛、沁裕、同宝三座整合矿井因投产初期折旧压力大、成本偏高，均出现不同程度亏损。整体来看，公司各矿井盈利分化显著，主力矿井凭借优质煤质与规模优势仍具备较强盈利韧性，而整合矿井的成本消化与产能爬坡进度，将是后续煤炭板块盈利修复的关键变量。

图表 8 公司各煤矿产销及单价情况



资料来源：公司公告，大同证券

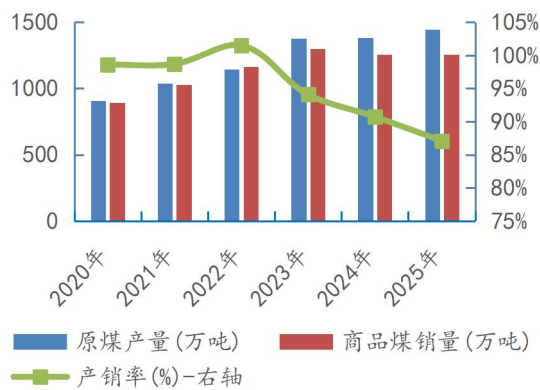
(三) 产销结构：无烟煤为核心品种，产销率随行情阶段性波动

2020-2025 年，公司原煤产量呈稳步增长趋势，从 2020 年的 905.58 万吨增长至 2025 年的 1444.16 万吨，增长动力主要来自整合矿井投产与主力矿井稳产；而销量受行业需求影响，呈现“先请仔细阅读正文后免责声明

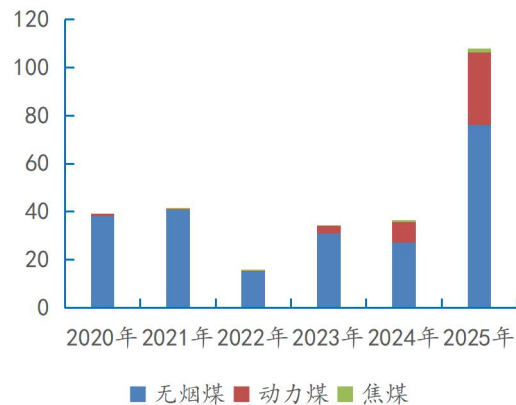
增后降”的波动特征，2020-2023年随煤炭行业景气度提升，销量从892.97万吨增长至1298.83万吨，2024-2025年因煤价下行、下游需求疲软，销量回落至1257.71万吨。

从产销率变化来看，2020-2023年产销率维持在94%以上，基本实现产销平衡；2024-2025年产销率持续下降，2025年降至87.09%，主要因两方面因素：一是2024-2025年无烟煤价格下行，下游化工企业（尤其是尿素、甲醇企业）降负荷生产，采购量减少，公司主动控制销量以避免低价抛售；二是整合矿井投产带来产量增长，但配套销售渠道尚未完全打开，部分煤炭暂存库存，2025年末公司煤炭库存达107.88万吨，较去年增加71.5万吨，库存增长主要为应对后续煤价回升做储备。

图表9 煤炭产销量（万吨）



图表10 煤炭库存量（万吨）

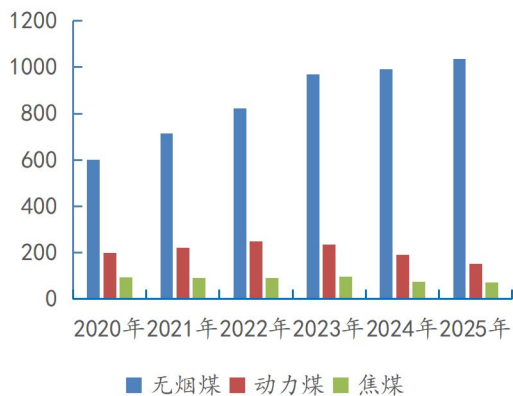


数据来源：Wind，大同证券

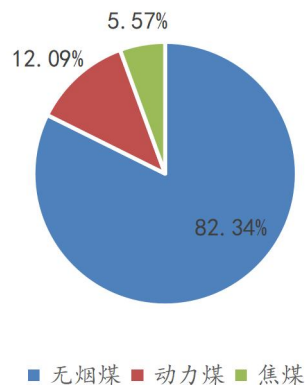
数据来源：Wind，大同证券

公司煤炭产品以无烟煤为主，动力煤、焦煤为辅，2022-2025年产品结构保持稳定，无烟煤占比始终维持在70%以上，是公司核心盈利来源；动力煤占比20%左右，近年来占比有所下降，主要销往区域内火电厂；焦煤占比5%-10%，为配焦煤，销往周边钢铁企业。

图表 11 煤炭不同煤种销量 (万吨)



图表 12 2025 年不同煤种销量占比 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

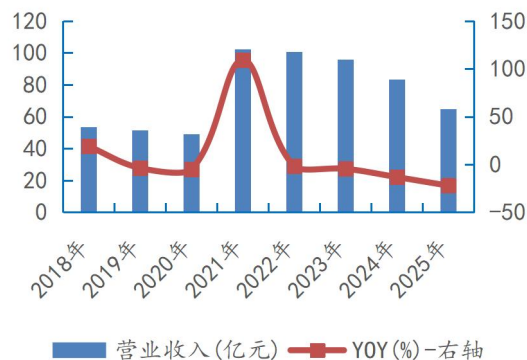
数据来源: Wind, 大同证券

(四) 盈利状况: 量稳价跌收入承压, 煤炭仍是利润支柱

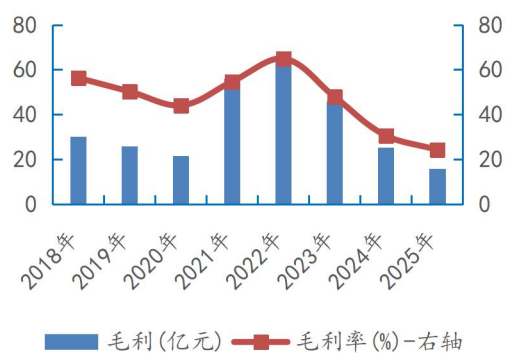
量稳价跌致收入下滑。2020-2025 年, 公司煤炭业务收入呈“先增后降”趋势, 2020-2022 年随销量增长、价格高位, 营业收入从 49.01 亿元增长至 100.55 亿元, 2023-2025 年因价格大幅下行, 尽管销量基本稳定, 营业收入仍回落至 64.96 亿元。2025 年主要因煤化工业务收入下滑, 煤炭业务的收入支柱地位进一步巩固。

2020-2022 年, 煤炭毛利与营收呈同步增长趋势, 2023-2025 年, 受煤价下行、成本上升双重挤压, 公司煤炭业务毛利与毛利率持续下滑。从毛利贡献来看, 2025 年煤炭业务毛利 15.78 亿元, 抵消煤化工业务亏损后, 公司整体毛利仍为正, 若剔除煤炭业务毛利, 公司将陷入亏损, 可见煤炭业务的盈利韧性是公司抵御行业周期风险的核心。

图表 13 煤炭营业收入 (万元) 及同比 (%)



图表 14 煤炭毛利 (万元) 及毛利率 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

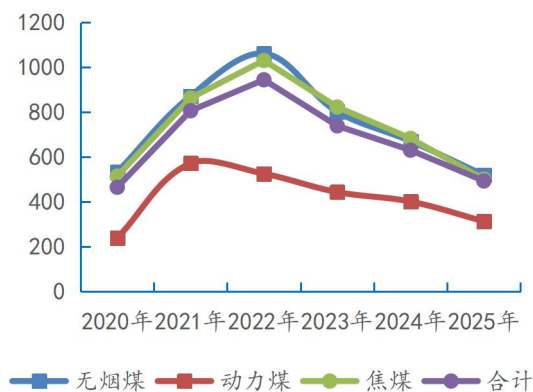
数据来源: Wind, 大同证券

（五）成本解析：刚性支出占主导，原材料成本持续优化

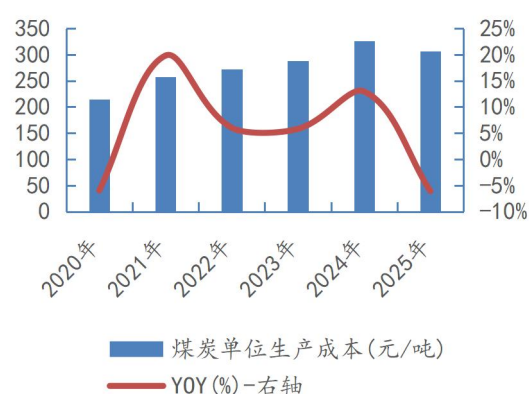
2022-2025 年，受煤炭行业周期影响，公司吨煤售价呈持续下行趋势，从 2022 年的 944.6 元/吨降至 2025 年的 493.45 元/吨。从价格变动原因来看，2022 年受益于全球能源危机，各类煤炭价格均处于高位，公司综合吨煤售价创历史新高；2023 年随着保供产能释放，价格回落，但仍处于合理区间；2024-2025 年受国内经济复苏不及预期、化工需求疲软影响，价格加速下行。

2022-2025 年，公司吨煤成本呈持续上升趋势，从 2022 年的 272.81 元/吨升至 2025 年的 306.11 元/吨，成本上升主要来自刚性支出增加+整合矿井高成本两方面因素。但 2025 年较 2024 年有所下降，主要得益于原材料成本的有效控制；降本增效方面，公司通过推进智能化煤矿建设、推广机器人采煤等技术手段，持续提升开采效率、优化生产流程，有效降低了单位成本；后续公司将继续深化技术改造与管理优化，力争保持成本优势。

图表 15 吨煤售价（元/吨）



图表 16 吨煤成本（元/吨）



数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

从成本构成来看，2020-2025 年公司原煤成本总额呈现先升后稳的态势，由 2020 年的 19.45 亿元增至 2024 年的 45.17 亿元，2025 年小幅回落至 44.21 亿元，成本结构中职工薪酬与摊提折旧始终为核心刚性支出，原材料、燃料、动力成本占比则随价格周期持续优化。

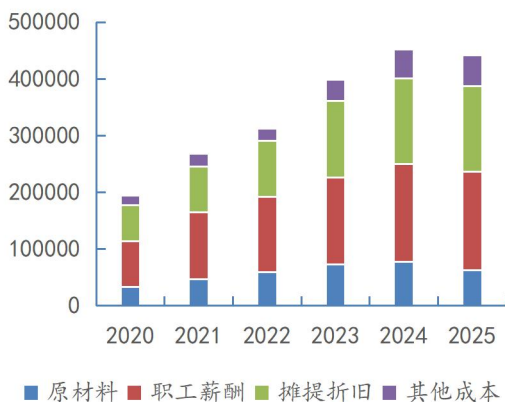
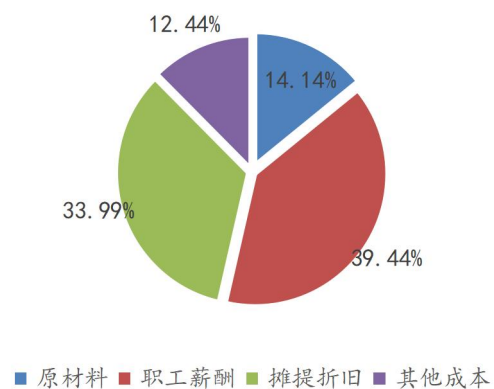
职工薪酬：为第一大成本项，金额由 2020 年的 8.04 亿元增至 2025 年的 17.43 亿元，占比从 41.32% 波动升至 39.44%，整体维持在 38%-44% 区间，反映出行业人工成本刚性上涨、整合矿井新增人员带来的规模性压力，是成本端的主要支撑项。

摊提折旧：为第二大成本项，金额由2020年的6.42亿元增至2025年的15.03亿元，占比稳定在30%-34%区间，2022-2024年随整合矿井转固持续上升，2025年因部分矿井折旧周期进入后期、新增转固减少而小幅回落，整合矿投产带来的折旧压力仍是成本抬升的重要因素。

原材料、燃料、动力成本：金额由2020年的3.32亿元增至2024年的7.72亿元，2025年回落至6.25亿元，占比从17.05%持续优化至14.14%，主要得益于集中采购、节能改造与原料结构优化，在成本总额上升的背景下实现占比稳步下降，成本控制成效显著。

其他成本：金额由2020年的1.68亿元增至2025年的5.50亿元，占比从8.63%波动升至12.44%，主要受安全环保投入、维修费用、智能化改造配套支出增加影响，占比上升反映出公司在合规与技改方面的持续投入。

整体而言，公司原煤成本结构呈现“刚性支出占主导、可控成本持续优化”的特征，职工薪酬与折旧合计占比超73%，是成本压力的主要来源；原材料、燃料、动力成本占比持续下降，为后续成本改善预留了空间，随着整合矿井进入稳定生产期、折旧压力逐步释放，成本结构有望进一步优化。

图表 17 原煤各项成本 (万元)

图表 18 2025 年原煤各项成本占比 (%)


数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

三、尿素产品：行业供给过剩，景气底部静待回暖

（一）行业格局：产能扩张延续，供需宽松下价格弹性有限

尿素作为最主要的氮肥品种，下游需求以农业为主（占比70%-75%），工业为辅（占比25%-30%），行业具有“强周期、高波动”的特点，2025年呈现“产能扩张、价格震荡、出口拉动”的运行特征，2026年则进入高开工、高库存、价格弹性有限的阶段。

2025年，供应端国内尿素产能达7245万吨，同比增长10.1%，产量7201.3万吨，产能结构向大型化、原料优化方向升级；行业开工率与日产量整体处于高位，全年供应充足。需求端整体稳中有增，2025年预计总需求6550万吨，农业需求小幅增长，工业需求基本持平。价格方面，市场呈震荡运行态势，1-3月受春耕旺季带动价格阶段性上涨，4-10月随需求放缓、供应宽松持续偏弱下跌，11-12月受出口利好、冬储需求推动价格有所回升，全年高低价差较上年减少35%，波动幅度明显收窄。出口量大幅增长，创近十年新高，成为行业重要支撑因素，而库存虽整体高于上年，但年末随需求回暖有所回落。

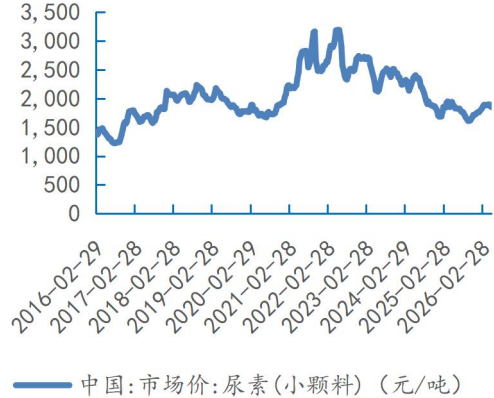
展望2026年，尿素行业产能仍将保持扩张态势，新增产能以煤制路线为主，行业平均开工率预计维持高位，日产量在旺季有望进一步抬升；需求端受农业季节性采购、工业及出口需求共同支撑，但高库存常态下市场供需宽松格局难改，价格波动弹性预计有限，整体将延续震荡运行的特征。

图表 19 尿素现货价 (元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 20 尿素 (小颗粒) 市场价 (元/吨)



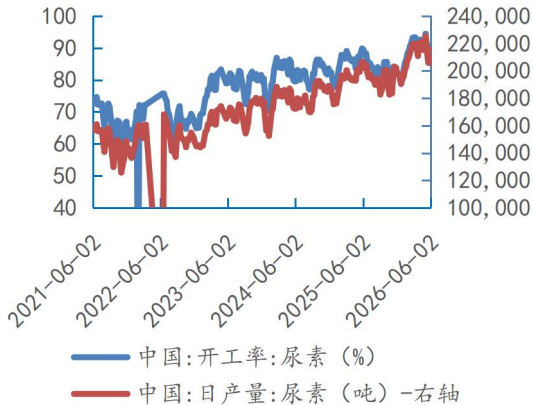
数据来源: Wind, 大同证券

(二) 产销结构: 行业低迷叠加技改, 产量降至近年低位

公司尿素业务主要由化工分公司、田悦分公司、煤化工公司三家子公司负责, 合计设计产能 100 万吨/年, 是山西省内主要的尿素生产企业之一, 2020-2025 年受行业供需变化与公司自身生产调整影响, 尿素产销呈现“先稳后降”的特征。

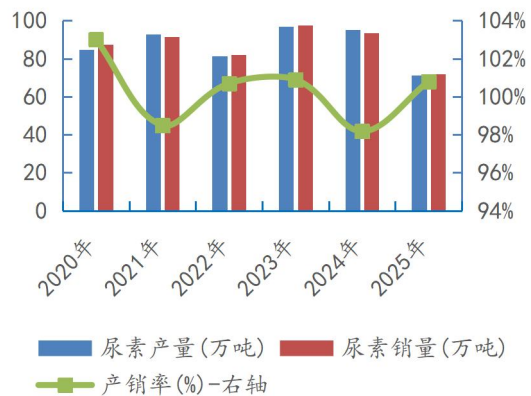
2020-2024 年尿素产量保持相对稳定, 2025 年受行业低迷、装置降负荷及煤化工升级改造项目实施影响, 产量下降至 71.37 万吨。2025 年产量下滑主要系尿素市场价格持续走低, 公司为控制亏损主动降低装置开工负荷, 同时部分老旧装置因技术改造阶段性停产, 导致产量同比明显回落。

图表 21 尿素开工率 (%) 及日产量 (吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 22 尿素产销量 (万吨)



数据来源: Wind, 大同证券

(三) 盈利状况: 产品价跌拖累营收, 板块盈利景

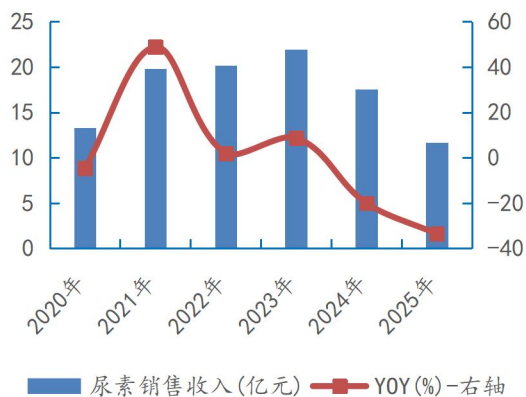
气下行

从营收与盈利表现来看，公司尿素业务在 2020-2025 年经历了“景气上行—高位波动—持续下滑”的完整周期，收入与毛利均随行业供需与价格变化呈现显著波动特征。

营收端，2020-2023 年尿素销售收入整体呈增长趋势，由 2020 年的 13.31 亿元升至 2023 年的 21.97 亿元，期间 2021 年受益于行业景气度提升，收入同比大幅增长 48.82%，2022-2023 年保持稳健增长；2024-2025 年行业进入下行周期，收入连续两年大幅下滑，2024 年降至 17.56 亿元（同比-20.08%），2025 年进一步回落至 11.66 亿元（同比-33.62%），创近七年新低。

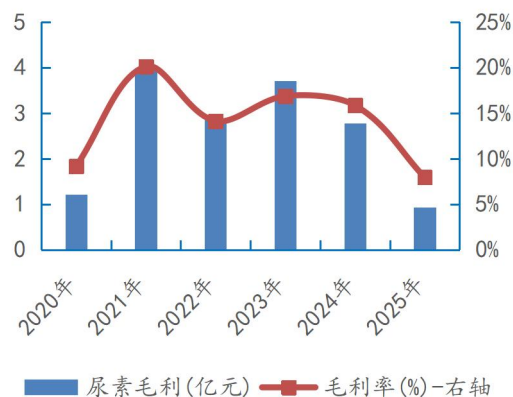
盈利端，毛利与毛利率波动显著：2021 年行业高景气阶段，尿素毛利达 3.98 亿元，毛利率升至 20.11%，为近七年最高水平；2022-2023 年虽营收保持增长，但受成本上行影响，毛利回落至 3.70 亿元，毛利率波动在 14%-17% 区间；2024-2025 年行业持续低迷，毛利随收入大幅下滑，2025 年降至 0.92 亿元，毛利率同步跌至 7.93%，行业周期下行对公司尿素业务盈利的冲击已完全显现。

图表 23 尿素销售收入（亿元）及同比（%）



数据来源：Wind，大同证券

图表 24 尿素毛利（亿元）及毛利率（%）



数据来源：Wind，大同证券

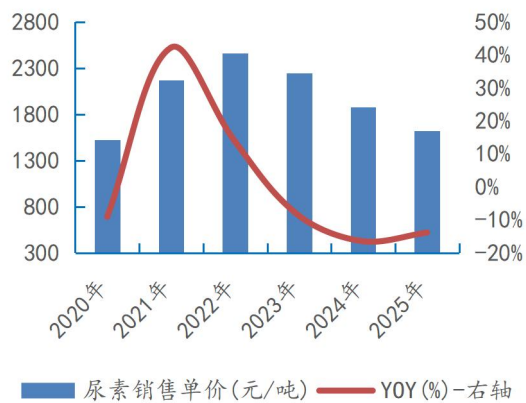
（四）成本解析：原料煤价主导成本，刚性支出整体可控

2022-2025 年，受国内尿素行业供需过剩影响，公司尿素销售单价呈持续下行趋势，从 2022 年的 2464.95 元/吨降至 2025 年的 1620.19 元/吨。从价格变动原因来看，2022 年受全球粮食价格上涨、国内化肥保供政策推动，尿素价格创历史新高；2023 年随着

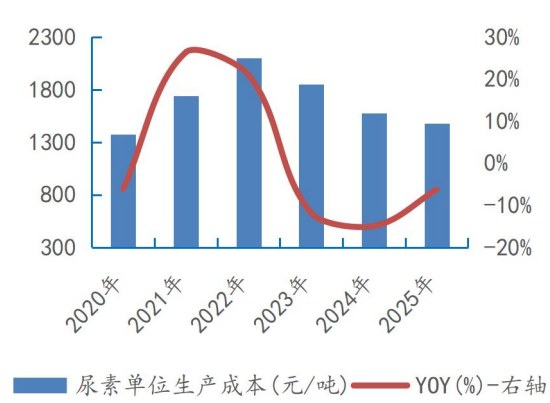
国际粮价回落、国内产能释放，价格回落至 2200 元/吨左右；2024-2025 年受行业产能过剩、需求疲软影响，价格加速下行。

2022-2025 年，公司尿素单位生产成本呈“先稳后降”趋势，从 2022 年的 2103.79 元/吨降至 2025 年的 1477.82 元/吨，成本下降主要得益于原料煤价回落。从成本构成来看，公司尿素业务以原材料为核心成本项，职工薪酬、折旧费为重要组成部分，2020-2025 年整体结构稳定但呈现出一定的变化趋势：原材料成本占比长期维持在 83%-89% 区间，占据总成本的绝大部分；职工薪酬占比稳定在 7%-10% 区间，整体呈小幅上行态势；折旧费占比则从 2020 年的 7.73% 逐步回落至 2025 年的 4.29%，主要受装置折旧周期与技改进度影响。整体来看，原材料价格变动仍是尿素成本波动的核心驱动因素，人工与折旧成本占比相对可控。

图表 25 尿素销售单价(元/吨)



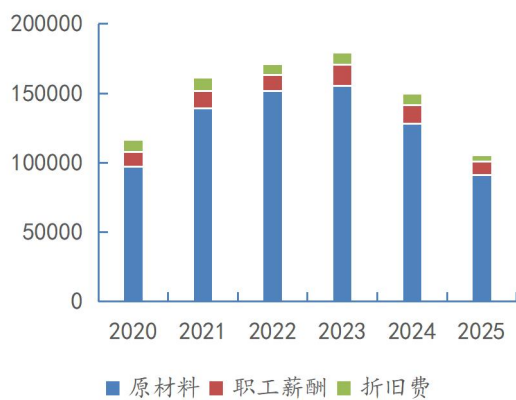
图表 26 尿素单位生产成本(元/吨)



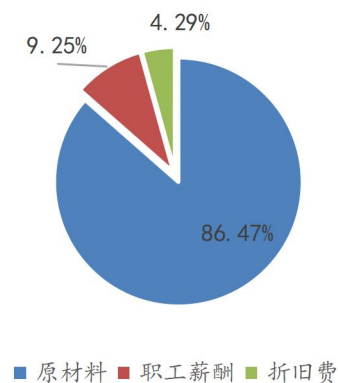
数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

图表 27 尿素各项成本(万元)



图表 28 2025 年尿素各项成本占比 (%)



数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

四、化工产品：双线承压，转型探索新路径

（一）己内酰胺：产能过剩致量价齐跌，技改推进谋扭亏

己内酰胺是生产锦纶（尼龙6）的核心原料，下游主要用于纺织、工程塑料、薄膜等领域，2025年己内酰胺行业呈现“产能扩张、需求支撑不足、价格大幅回落”的特征，并于2026年进入供需边际改善的修复阶段。

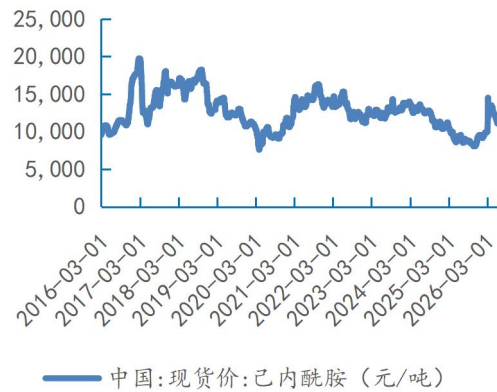
2025年，行业总产能同比增长13.30%至818万吨，虽有部分落后装置淘汰，但新增产能集中落地，而受装置检修影响，产量仅同比增长5.38%至685万吨，产能释放受限；需求端虽受下游PA6产能扩张拉动，消费量同比增长10.68%至695.04万吨。价格方面，全年震荡下行，华东市场年均价同比下跌25.75%至9263.51元/吨，年内高点出现在2月下旬，10月末跌至阶段低点，11月行业协同减产推动价格阶段性反弹，整体价格中枢显著下移。

展望2026年，行业进入低速扩张阶段，新增产能仅14万吨，产能增速降至1.96%，而下游PA6新增产能预计76.5万吨，对应己内酰胺需求增量约78万吨，供需格局边际改善，从己内酰胺现货价表现来看，价格已有回升趋势；但上游纯苯市场供过于求导致成本支撑乏力，且下游PA6企业开工调控灵活、议价能力较强，价格弹性仍受制约，行业整体呈现“供需改善但价格修复有限”的运行特征。

图表 29 己内酰胺开工率 (%)



图表 30 己内酰胺现货价 (元/吨)



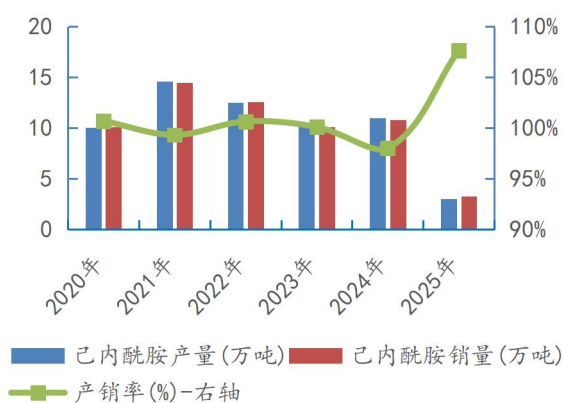
数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

公司已内酰胺业务由新材料分公司负责，设计产能 14 万吨/年，2020-2024 年维持正常生产，2025 年因行业深度亏损，公司大幅降低装置负荷，产量与销量显著下降。从产量变化来看，2020-2024 年公司己内酰胺产量较为稳定，基本维持 10 万吨以上，2025 年产量大幅降至 3.01 万吨。产量下降主要因行业市场供大于求、成本与价格倒挂所致。2022-2025 年，受己内酰胺价格下行、2025 年产量大幅下降影响，公司已内酰胺业务销售收入呈持续下滑趋势，从 2022 年的 17.65 亿元降至 2025 年的 2.9 亿元，毛利也由盈转亏。

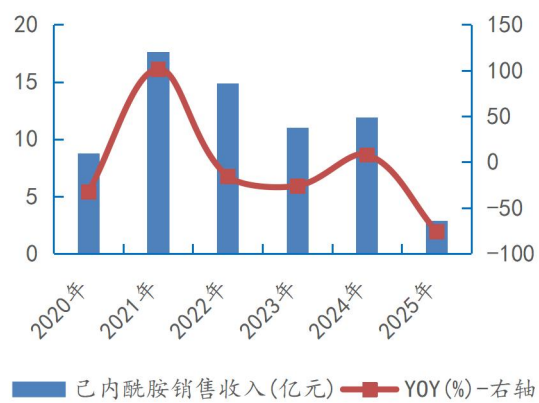
目前公司正积极推进技改项目建设，通过提升开工率、降低原料成本、优化生产工艺及推进产品升级等举措实现扭亏，技改完成后装置可基本达到满产状态，后续产量规划将稳步提升至正常产能水平。

图表 31 己内酰胺产销量 (万吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 32 己内酰胺销售收入 (亿元) 及同比 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

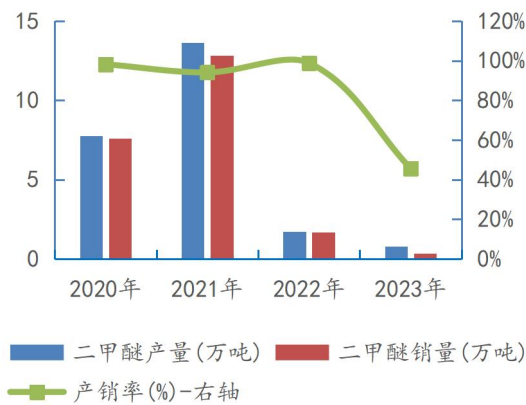
(二) 二甲醚: 需求替代弱长期低迷, 装置停产转投绿色甲醇

二甲醚主要用于民用燃料 (替代液化气)、化工原料 (生产甲醛、醋酸甲酯)、车用燃料 (替代柴油) 三大领域, 2022-2025 年行业始终处于低迷状态, 核心原因是需求替代效应弱。

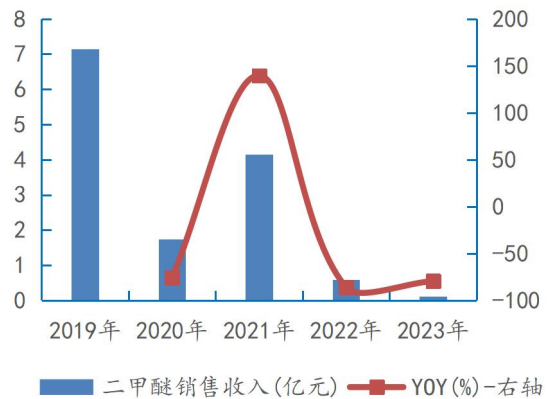
公司二甲醚业务由清洁能源分公司与丹峰化工公司负责, 设计产能 20 万吨/年, 2022-2023 年因行业低迷, 装置已处于低负荷生产状态, 2024-2025 年完全停产, 无产量与销量, 从停产原因来看, 主要有三方面: 一是行业长期低迷, 二甲醚价格持续低于成

本，2022 年公司二甲醚业务亏损，继续生产将进一步扩大亏损；二是二甲醚装置相对落后，能耗高、物耗高，改造升级成本高，性价比低；三是公司战略聚焦煤炭与尿素、己内酰胺主业，将资源优先投入煤化工升级改造项目，暂时放弃二甲醚业务。

未来规划方面，公司计划向绿色甲醇转型；公司正与丹峰化工合作推进绿色甲醇项目前期工作，计划以生物质能、玉米秸秆为原料替代原有原料路线，在产品方向不变的前提下，实现原料结构绿色化转型，同时降低能源消耗。

图表 33 二甲醚产销量 (万吨)


数据来源: Wind, 大同证券

图表 34 二甲醚销售收入 (亿元) 及同比 (%)


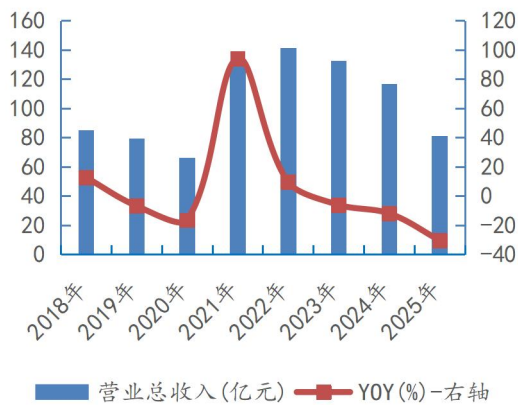
数据来源: Wind, 大同证券

五、财务分析：周期底部业绩筑底，经营压力显性化

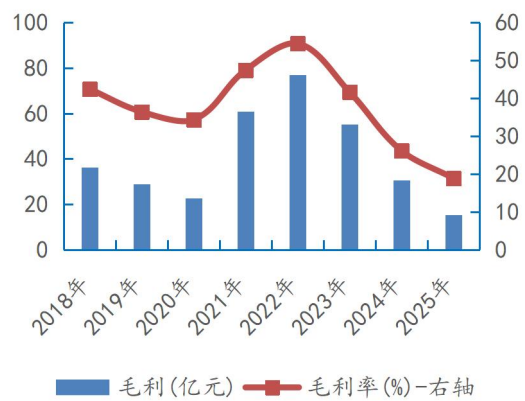
(一) 营收表现：跟随煤价周期波动，2025 年收入明显回落

2020-2025 年，公司总营收与毛利均呈“先增后降”趋势，2020-2022 年受益于煤炭价格高位运行，煤炭行业景气度提升，总营收从 66.26 亿元增长至 141.56 亿元，毛利从 22.77 亿元大幅增至 77.15 亿元，毛利率同步由 34.36% 升至 54.50%；2023-2025 年因煤价下行、化工业务亏损，总营收回落至 81.42 亿元，毛利与毛利率同步承压，2025 年毛利降至 15.35 亿元、毛利率跌至 18.85%，盈利水平显著下滑。整体来看，营收与毛利变化主要受煤炭价格波动主导，而煤化工业务的持续亏损则放大了行业下行周期的盈利压力。

图表 35 总营收(亿元)及同比(%)



图表 36 毛利(亿元)及毛利率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

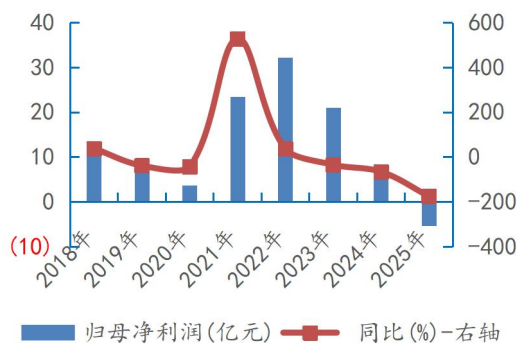
数据来源: Wind, 大同证券

(二) 盈利与现金流: 利润阶段性转亏, 经营性现金流承压

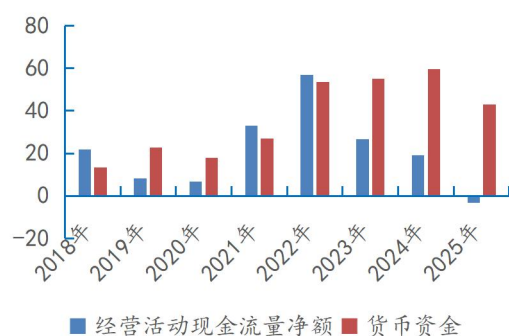
归母净利润: 公司盈利表现与行业周期高度绑定, 2022-2024 年虽持续盈利但规模逐年收缩, 2022 年受益于煤炭价格高位运行, 归母净利润达 32.24 亿元创历史新高, 2023 年随煤价回落降至 20.98 亿元, 2024 年进一步回落至 7.18 亿元, 2025 年则因煤价持续下行、煤炭业务盈利大幅收缩, 叠加尿素与己内酰胺业务深度亏损、资产减值计提影响, 归母净利润由盈转亏录得-5.40 亿元, 行业周期下行与化工板块持续亏损共同放大了业绩压力。

经营活动现金流: 公司经营现金流在 2022 年达到 56.99 亿元历史高位后持续回落, 2023 年降至 26.73 亿元, 2024 年进一步收窄至 19.03 亿元, 2025 年转为-3.42 亿元; 主要因下游客户资金紧张导致销售回款明显放缓, 同时生产成本刚性支出并未随产品价格同步下降, 叠加煤炭与化工产品库存上升占用更多资金, 共同导致现金流快速恶化, 凸显行业下行期经营压力显著加大。

图表 37 归母净利润(亿元)及同比(%)



图表 38 现金流净额及货币资金(亿元)



数据来源: Wind, 大同证券

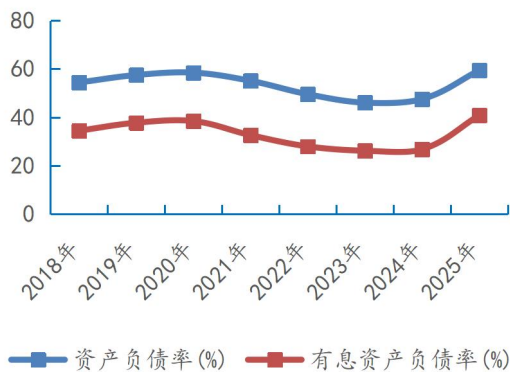
数据来源: Wind, 大同证券

（三）债务与费用：资产负债率抬升，期间费用有所增加

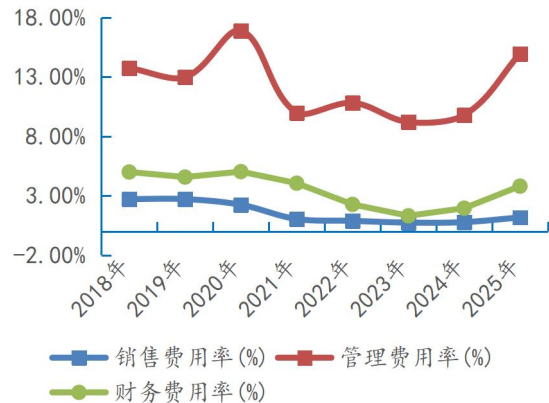
资产负债水平：负债率持续上行，偿债压力加大。2018–2022 年资产负债率水平呈现先升后降的趋势，但整体保持稳定，2023–2025 年，公司资产负债率呈现逐年攀升态势，从 2023 年的 46.09% 升至 2025 年的 59.40%，主要因煤化工升级改造等项目大规模融资叠加经营亏损侵蚀净资产。公司启动煤化工升级改造项目，为满足项目资金需求新增债务融资，推动有息负债规模同比大幅增长（有息资产负债率由 26.22% 升至 40.81%）；同时 2025 年归母净利润亏损 5.40 亿元，直接导致净资产规模减少，负债端扩张与权益端收缩形成“一增一减”，共同推高资产负债率水平。

三项费用：2018–2025 年公司费用总额呈现波动变化。2025 年，公司三项费用合计 16.25 亿元。销售费用整体呈下降趋势，从 2018 年的 2.33 亿元降至 2025 年的 0.97 亿元，费用率也从 2.73% 回落至 1.19%，反映出公司运输及销售环节的成本管控成效。管理费用长期维持在 10 亿元以上规模，2025 年为 12.18 亿元，费用率升至 14.96%，主要受整合矿井管理成本、技改项目配套支出增加影响。财务费用方面，2023 年降至 1.76 亿元的阶段性低点后，2024–2025 年受煤化工技改项目融资推动，财务费用回升至 3.11 亿元，费用率同步升至 3.82%，利息费用的增加成为费用端的主要压力点。

图表 39 资产负债率 (%)



图表 40 三项费用率 (%)



数据来源：Wind，大同证券

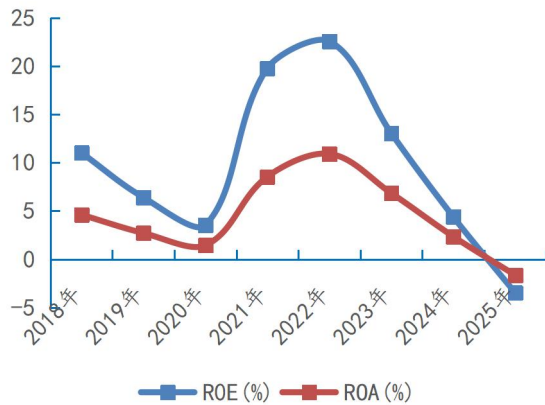
数据来源：Wind，大同证券

（四）回报与分红：盈利下行拖累 ROE，分红总体基调稳定

盈利质量方面，公司 ROE 与 ROA 指标与煤炭行业周期高度相关，2022 年受益于煤价高位运行，ROE、ROA 分别达到 22.57%、10.91%，盈利水平处于近十年高位；2023 年起随煤价回落、盈利下滑，ROE 与 ROA 同步下行，2024 年降至 4.40%、2.36%，2025 年受归母净利润亏损影响，ROE 与 ROA 转负，分别为-3.47%、-1.64%，资产盈利效率显著承压。

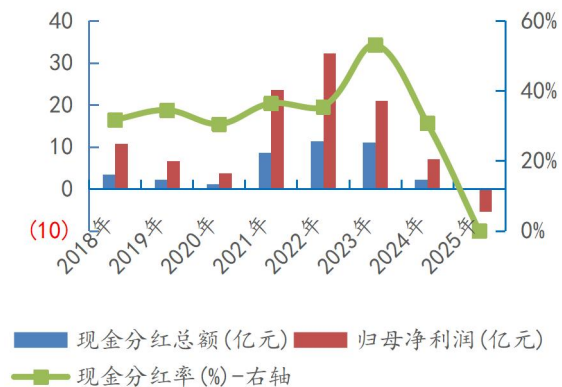
分红方面，公司长期保持稳定的现金分红传统，2018-2024 年连续实施现金分红，分红率稳定在 30%-53% 区间，其中 2023 年分红率达 53.10%，2024 年实施每 10 股分配现金 1.5 元(含税)的分红方案，分红率为 30.79%；2025 年因业绩大幅下滑未实施现金分红。公司分红政策总体基调保持稳定，未来将继续坚持不低于 30% 的分红比例原则，结合监管导向、企业实际经营情况与资金状况制定分红规划，在保障企业发展资金需求的同时，持续回报投资者。

图表 41 ROA&ROE (%)



数据来源：Wind，大同证券

图表 42 分红(亿元)及分红率(%)



数据来源：Wind，大同证券

六、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

兰花科创以无烟煤为核心主业，煤焦化（尿素、己内酰胺）为配套支柱业务，2020-2022 年煤价高位带动公司整体盈利冲高，2023-2025 年受无烟煤售价回落、煤化工持续亏损拖累营收与毛利逐年下行，结合产销、价格、成本数据，分板块逐项预测：

1、煤炭业务

产量：2025 年原煤产量 1444.16 万吨，同宝、沁裕、百盛等

整合矿井持续爬坡释放产能，芦河煤业后续投产后贡献产量；预计 2026-2028 年产量依次为 1490 万吨、1530 万吨、1570 万吨，产能稳步小幅抬升。

商品煤销量：2025 年商品煤销量 1257.71 万吨，产销率回落至 87.09%，库存小幅累积；伴随存量库存消化、下游化工长协刚需稳步回升，产销率边际修复，预计 2026-2028 年商品煤销量 1349.54 万吨、1427.34 万吨、1493.95 万吨。

商品煤售价：2025 年无烟煤售价 493.45 元/吨，受煤炭行业整体宽松、下游化肥开工低迷影响跌至近年低位；后续随着化工需求回暖、长协定价锚定落地，煤价缓步修复，预计 2026-2028 年售价分别为 542.80 元/吨、597.07 元/吨、644.84 元/吨。

吨煤成本：2025 年吨煤生产成本 306.11 元/吨，智能化改造、人工与耗材抬升推高单位成本；但未来新矿投产摊薄固定成本，公司精细化管控压降开采费用，预计 2026-2028 年吨煤成本 290.80 元/吨、293.71 元/吨、308.40 元/吨。

综上，煤炭业务 2026/2027/2028 年营收 73.25 亿元、85.22 亿元、96.34 亿元，营业成本 43.33 亿元、44.94 亿元、48.42 亿元。

2、煤焦化业务（尿素+己内酰胺）

2025 年煤焦化板块营收 15.99 亿元、成本 16.59 亿元，毛利率-3.74%陷入亏损，核心拖累来自己内酰胺行业产能过剩、二甲醚装置停产，2025 年公司启动煤化工技改升级，淘汰老旧气化装置。随着 2026 年技改逐步落地、尿素下游农业需求平稳修复、己内酰胺供需格局边际改善，板块扭亏为盈，预计 2026-2028 年煤焦化营收依次 34.73 亿元、33.82 亿元、34.28 亿元，营业成本 27.59 亿元、27.77 亿元、27.68 亿元。

3、其他业务

其他业务体量偏小，2025 年营收 0.46 亿元、成本 0.29 亿元，主要包含煤层气服务、设备租赁、港口贸易等零散业务，整体盈利稳健；业务拓展平缓，营收小幅稳步增长，预计 2026-2028 年营收 0.47 亿元、0.54 亿元、0.49 亿元，营业成本 0.35 亿元、0.40 亿元、0.35 亿元。

4、整体营收

基于各业务分项测算，预计 2026-2028 年公司整体营业收入分别为 108.46 亿元、119.59 亿元、131.11 亿元，整体营业成本 71.26 亿元、73.11 亿元、76.44 亿元，综合毛利率 34.29%、38.87%、41.69%。

图表 43 公司煤炭业务经营预测

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
商品煤销量(万吨)	1163.27	1298.83	1257.02	1257.71	1349.54	1427.34	1493.95
商品煤售价(元/吨)	944.60	739.13	630.70	493.45	542.80	597.07	644.84
吨煤成本(元/吨)	272.81	288.63	325.98	306.11	290.80	293.71	308.40

数据来源：Wind，大同证券

图表 44 公司各业务盈利预测

指标		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
煤炭	营业收入(亿元)	100.55	96.01	83.36	64.96	73.25	85.22	96.34
	营业成本(亿元)	35.27	50.06	57.89	49.18	43.33	44.94	48.42
	毛利(亿元)	65.28	45.95	25.47	15.78	29.92	40.28	47.92
	毛利率(%)	64.92	47.86	30.56	24.29	40.85	47.27	49.74
煤焦化业务	营业收入(亿元)	40.74	36.56	32.91	15.99	34.73	33.82	34.28
	营业成本(亿元)	28.85	27.22	27.95	16.59	27.59	27.77	27.68
	毛利(亿元)	11.90	9.33	4.96	-0.60	7.14	6.05	6.60
	毛利率(%)	29.20	25.53	15.06	-3.74	20.57	17.89	19.25
其他业务	营业收入(亿元)	0.26	0.27	0.70	0.46	0.47	0.54	0.49
	营业成本(亿元)	0.29	0.19	0.56	0.29	0.35	0.40	0.35
	毛利(亿元)	-0.02	0.08	0.14	0.17	0.13	0.15	0.15
	毛利率(%)	-9.00	28.82	20.33	36.23	27.07	26.78	29.82
合计	营业收入(亿元)	141.56	132.84	116.97	81.42	108.46	119.59	131.11
	营业成本(亿元)	64.41	77.48	86.40	66.07	71.26	73.11	76.44
	毛利(亿元)	77.15	55.36	30.57	15.35	37.20	46.48	54.66
	毛利率(%)	54.50	41.68	26.14	18.85	34.29	38.87	41.69

数据来源：Wind，大同证券

(二) 投资建议

截至 2026 年 6 月 9 日，兰花科创 PE (TTM) 为-17.07 倍，煤炭股动态估值处于历史相对偏低区间。横向来看，公司以沁水煤

田优质无烟煤为核心产品，同步配套尿素、己内酰胺等煤化工一体化产能，选取业务结构相近的山煤国际、华阳股份、潞安环能作为可比公司，以2026年6月9日收盘价为基准，使用一致预期披露的归母净利润、EPS以及PE，上述公司2026年PE平均值为14.1X。

通过上述的公司盈利预测，我们预计2026-2028年公司归母净利润为3.42亿元、6.55亿元、9.10亿元，对应EPS分别为0.23元/股、0.44元/股、0.62元/股。

公司坐拥沁水煤田优质无烟煤资源，同宝、百盛、沁裕等资源整合矿井陆续投产爬坡，芦河、寺头区块后续进一步贡献产量，煤炭产能持续稳步释放；煤化工板块推进老旧气化装置技改升级，尿素、己内酰胺业务有望摆脱亏损困境；随着煤价底部回暖+化工技改落地，公司盈利迎来持续修复。结合公司资源优势、产能释放节奏与化工业务改善预期，给予“谨慎推荐”评级。

图表 45 可比公司估值预测

代码	简称	收盘价(元)	归母净利润(亿元)			EPS(元/股)			PE(倍)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600546.SH	山煤国际	13.6	22.0	23.8	25.9	1.1	1.2	1.3	12.3	11.4	10.4
600348.SH	华阳股份	9.3	23.9	26.5	28.0	0.7	0.7	0.8	14.0	12.6	12.0
601699.SH	潞安环能	18.6	34.5	39.4	44.0	1.2	1.3	1.5	16.1	14.1	12.7
平均估值									14.1	12.7	11.7

数据来源：Wind，大同证券

风险提示：国际环境不确定性增强，煤炭需求不及预期，煤矿产能释放受限，新能源发展不及预期。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者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注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具有一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。

版权声明：

请仔细阅读正文后免责声明

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。