

煤炭债信用周期与利差归因  
——产业债系列研究之一Steven Song  
steven.q.song@htisec.com

## 投资要点:

- 煤炭债作为周期产业债主要品种之一，其债券存量规模和占比都位于较高水平，2023 年以来国内煤炭价格走低，煤炭债利差低位震荡，引发市场对于煤炭债配置价值的思考。我们通过总结 2016 年下半年以来煤炭行业信用利差的周期变动情况，来探索影响煤炭债利差变动的因素，以此为投资者提供参考。
- **阶段一：**2016 年下半年-2017 年末，供给侧改革提振投资者信心，产能过剩情况有所改善，煤炭价格得到修复，行业景气度得到提升，行业整体信用利差大幅收窄。
- **阶段二：**2018 年-2019 年，供给侧改革接近尾声，行业整体供需基本维持平衡，行业存续企业信用资质有所提升，企业煤炭长协合同机制逐步完善，行业利差低位震荡。
- **阶段三：**2020 年-2021 年 7 月，疫情影响叠加永煤违约负面冲击，煤炭行业及其他行业弱国企的多只信用债出现下跌，信用利差大幅走阔。
- **阶段四：**2021 年下半年-22 年 11 月，国企信用危机化解，俄乌冲突促使煤价飙升，信用利差快速收窄。
- **阶段五：**2022 年末至今，高供给弱需求+国际煤炭价格回落，导致国内煤炭价格下跌，信用利差先走阔后收窄，目前保持低位震荡。
- **归因总结：**1) 主要影响因素为行业景气度，信用利差与行业景气度呈负相关关系。2) 政策变动的的影响，影响程度主要取决于政策的实施对象和力度大小。3) 冲击性事件的影响，冲击性事件对信用利差的影响时滞性较低，能迅速对信用利差产生冲击，如永煤债违约和俄乌冲突都引起了利差的大幅变动。
- **展望后市，煤炭债信用利差短期或在低位震荡，关注龙头央国企配置机会。**目前煤炭债信用利差处于历史低位，从今年中报来看煤炭板块整体盈利仍较稳健，煤企现金流情况良好，偿债压力不大；动力煤方面，预计煤价短期仍维持窄幅震荡，后续仍需继续关注经济复苏及需求实际释放情况，同时关注安监对主产区产量影响情况；焦煤方面，短期或持稳运行，中期考虑到下游库存持续低位，若需求边际出现改善弹性可期。行业处于稳价的政策背景下，签订中长期合同占比较高的企业未来稳定性较好，弱资质主体更易受到海外价格回落的冲击，因而中长期优质信用债仍是挖掘的关键，优选央国企高等级煤炭债，细分品种来看，目前产业永续利差分位数尚可，可关注煤炭永续债的配置价值。
- **风险提示：**风险事件超预期，政策变化超预期，数据统计存在遗漏或偏差。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 目 录

1. 阶段一：2016 年下半年-2017 年末，供给侧改革提振投资者信心，促进信用利差修复	6
2. 阶段二：2018 年-2019 年，煤炭长协合同机制逐步完善，煤炭价格回落，利差震荡	7
3. 阶段三：2020 年-2021 年 7 月，疫情影响叠加永煤违约负面冲击，信用利差大幅走阔	8
4. 阶段四：2021 年下半年-22 年 11 月，国企信用危机化解，俄乌冲突促使煤价飙升，信用利差快速收窄	9
5. 阶段五：2022 年末至今，高供给弱需求+国际煤炭价格回落，导致国内煤炭价格下跌，信用利差先走阔后收窄	11

## 图目录

图 1	煤炭债存量在产业债中排名第七（亿元） .....	5
图 2	各行业存量占比（%） .....	5
图 3	煤炭债利差走势（BP，左轴；元/吨，右轴） .....	5
图 4	国内历年原煤产量及同比增速 .....	6
图 5	房地产新开工面积和开发投资完成额累计同比（%） .....	7
图 6	生铁和火电产量累计同比变动（%） .....	7
图 7	PMI 指数和 GDP 同比变动 .....	7
图 8	原煤产量变动 .....	7
图 9	煤炭进口月度累计值及累计同比 .....	8
图 10	煤炭国内外价格变动 .....	8
图 11	煤炭行业债券融资情况（亿元） .....	9
图 12	原煤产量和同比增速 .....	10
图 13	国内煤炭价格与海外倒挂（元/吨） .....	10
图 14	2023 年以来煤炭库存处于高位（万吨） .....	11
图 15	地产新开工加速探底（%） .....	11
图 16	主要下游产品产量增速（%） .....	11
图 17	火电和水电发电情况 .....	12
图 18	煤炭企业盈利能力和负债情况好转（%） .....	12

## 表目录

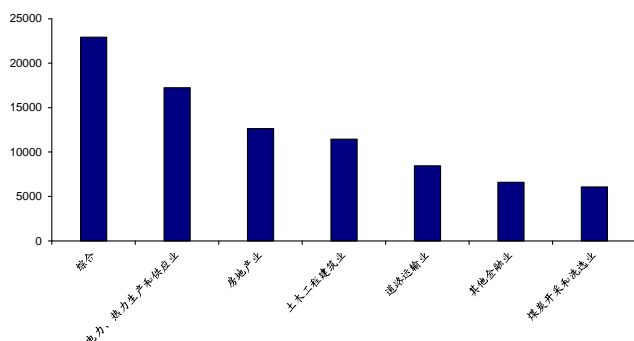
表 1	此阶段煤炭债利差表现（2017 年 12 月 31 日） .....	7
表 2	长协政策梳理 .....	8
表 3	此阶段煤炭债利差表现（2019 年 12 月 31 日） .....	8
表 4	此阶段煤炭债利差表现（2021 年 6 月 30 日） .....	9
表 5	稳价政策梳理 .....	10
表 6	此阶段煤炭债利差表现（2022 年 10 月 31 日） .....	10
表 7	此阶段煤炭债利差表现（2023 年 9 月 22 日） .....	12
表 8	近期煤炭债利差水平（2023 年 9 月 22 日） .....	12

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

煤炭行业属于典型的资源禀赋型行业，供给端以煤炭开采企业为主，按照煤炭用途不同，分为动力煤、炼焦煤和无烟煤三种。动力煤主要对应下游火力发电，炼焦煤主要用于高炉炼铁和生产焦炭，无烟煤主要用于化工等行业。下游需求的变动往往优先于供给端的变化，供给需求的相对变动最终决定煤炭价格的涨跌，煤价变动能较为直观地反映行业景气度。

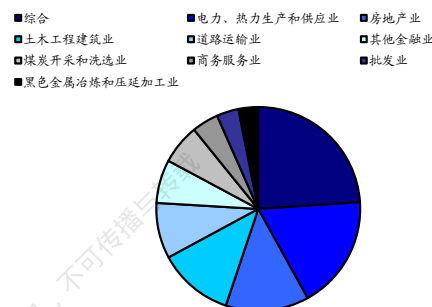
煤炭债作为周期产业债主要品种之一，其债券存量规模和占比都位于较高水平。截至2023年8月28日，煤炭开采和洗选业行业的存量债券规模为6068.07亿元，占整体产业债存量的4.74%，占比位列各行业第七位。存量产业债规模排名前三的行业分别是综合、电力、热力生产和供应业和房地产业，分别占比17.91%、13.47%和9.87%。

图1 煤炭债存量在产业债中排名第七（亿元）



资料来源：Wind, HTI，截至2023年8月28日

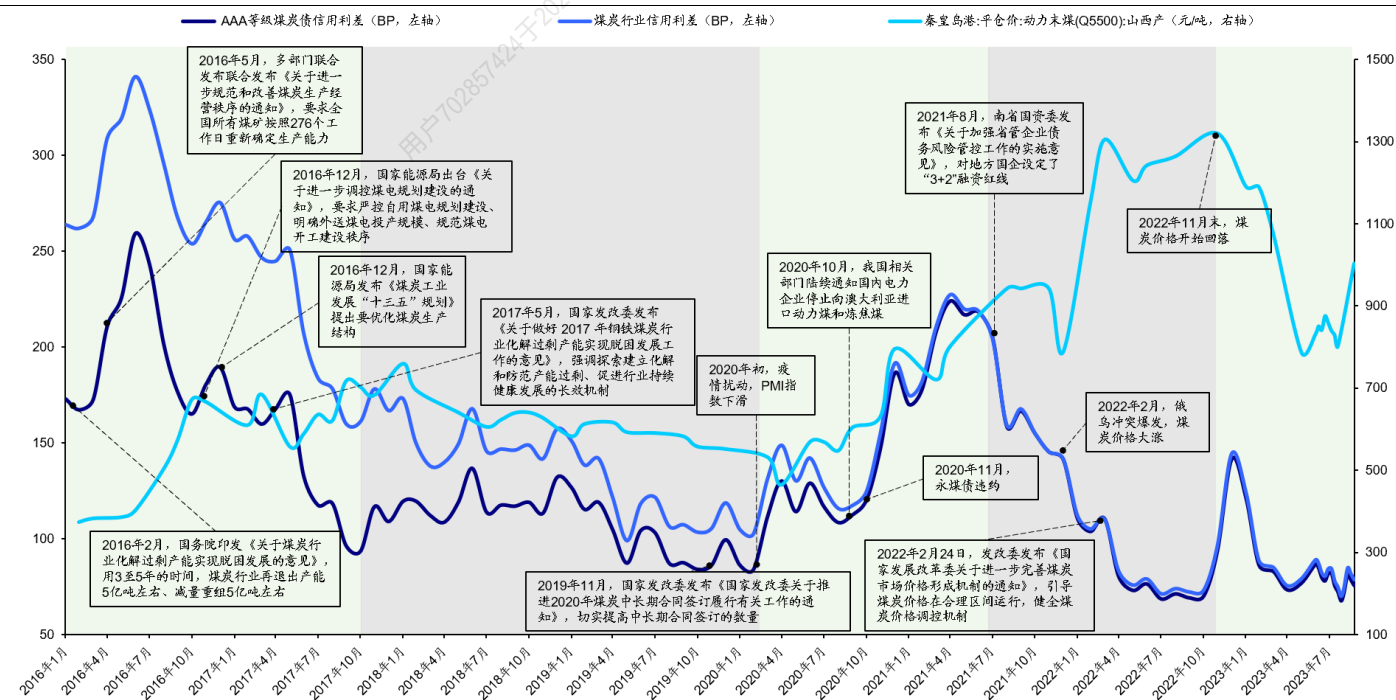
图2 各行业存量占比（%）



资料来源：Wind, HTI，截至2023年8月28日

煤炭债利差走势与行业景气度紧密相关，并且受到行业政策变动以及冲击性事件的多重因素影响。为了分析煤炭债利差变动的影响因素，我们梳理了2016年以来的煤炭债利差变动情况，发现利差走势大致可以分为5个阶段：

图3 煤炭债利差走势（BP，左轴；元/吨，右轴）



资料来源：Wind，国务院、国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局，河南省国资委官网，中国政府网，HTI，截至2023年9月22日

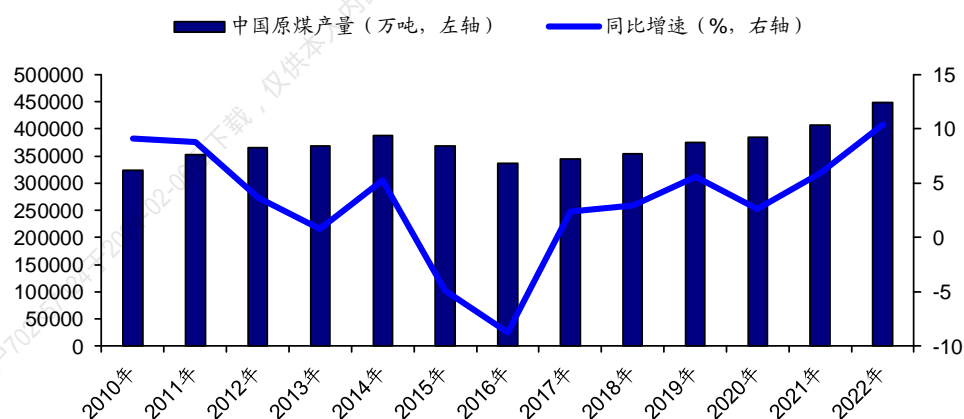
## 1. 阶段一：2016 年下半年-2017 年末，供给侧改革提振投资者信心，促进信用利差修复

14-15 年煤炭市场需求不足，市场整体供大于求矛盾突出，利差开始持续走阔，2016 年上半年煤炭行业盈利进一步恶化，叠加 2015 年 12 月、2016 年 4 月和 6 月“12 圣达债”、“15 华昱 CP001”和“15 川煤炭 CP001”违约事件的发生，煤炭债信用风险提升，信用利差进一步走阔。

**供给侧改革推进，市场信心逐步修复。**2016 年 2 月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确表示从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，煤炭行业再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量。5 月国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，具体要求从 2016 年起，全国所有煤矿按照 276 个工作日重新确定生产能力，引导煤炭企业减量生产。10 月，国家能源局出台《关于进一步调控煤电规划建设的通知》，要求严控自用煤电规划建设、明确外送煤电投产规模、规范煤电开工建设秩序。12 月，国家能源局、国家发改委发布《煤炭工业发展“十三五”规划》提出要优化煤炭生产结构，煤炭生产开发要进一步向大型煤炭基地集中，大型煤炭基地产量占 95% 以上。山西、内蒙古等省市陆续发布去产能方案。

2016 年至 2019 年，累计退出煤炭落后产能 9 亿吨/年以上；十三五期间，关停落后发电机组超 3 千万千瓦，煤电装机控制在 11 亿千瓦以内；启动首批 71 家智能化煤矿建设，14 个大型煤炭基地产量增长到全国的 96.6%。从原煤产量看，2016 年原煤产量在去产能政策影响下骤减，同比下降 9%。此阶段行业利差开始修复。

图4 国内历年原煤产量及同比增速

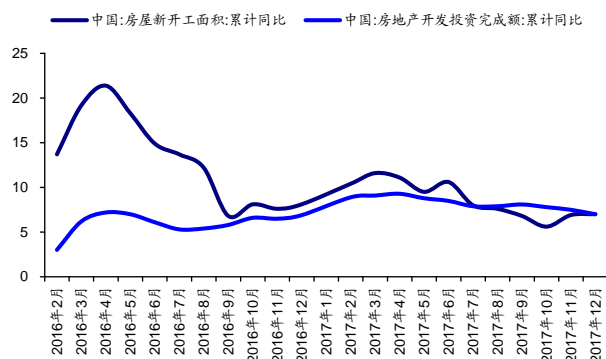


资料来源：Wind，HTI，截至 2022 年 12 月 31 日

**供给侧改革持续推进，煤炭消费稳中有增，利差整体持续下行。**2017 年供给侧改革持续推进，5 月国家发改委发布《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，强调探索建立化解和防范产能过剩、促进行业持续健康发展的长效机制。政策促进产能向头部集中，从结构上优化升级煤炭行业。总的来看，此阶段前一周期产能过剩情况有所改善，下游需求回暖，煤炭价格得到修复，行业景气度得到提升，行业整体信用利差大幅收窄，各等级信用利差有所分化。2017 年末 AAA 级和 AA+ 级信用利差较 2016 年 6 月末分别收窄 150.33BP 和 130.37BP，AA 级信用利差走阔 307.99BP。

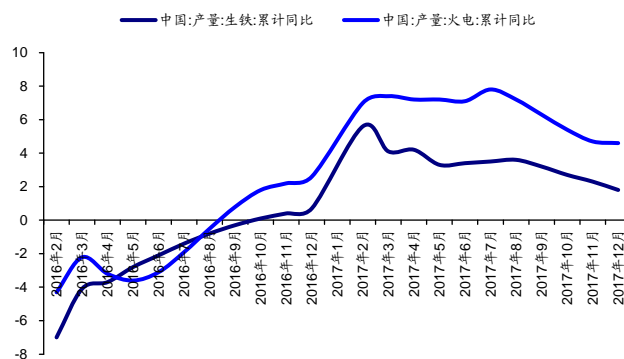


图5 房地产新开工面积和开发投资完成额累计同比 (%)



资料来源：Wind, HTI, 截至 2017 年 12 月 31 日

图6 生铁和火电产量累计同比变动 (%)



资料来源：Wind, HTI, 截至 2017 年 12 月 31 日

表1 此阶段煤炭债利差表现 (2017 年 12 月 31 日)

	AAA	AA+	AA
当期末利差 (BP)	108.91	223.67	748.68
所处分位点	8.69%	4.34%	91.30%
均值 (BP)	166.09	300.23	465.78
最小值 (BP)	93.36	222.56	340.30
25 分位数 (BP)	128.98	266.35	352.47
50 分位数 (BP)	168.20	304.51	385.34
75 分位数 (BP)	182.66	323.87	489.68
最大值 (BP)	259.24	397.58	757.21

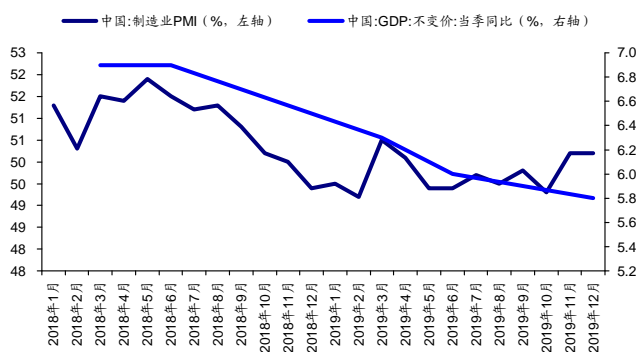
注：数据来源为自 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日

资料来源：Wind, HTI

## 2. 阶段二:2018 年-2019 年,煤炭长协合同机制逐步完善,煤炭价格回落,利差震荡

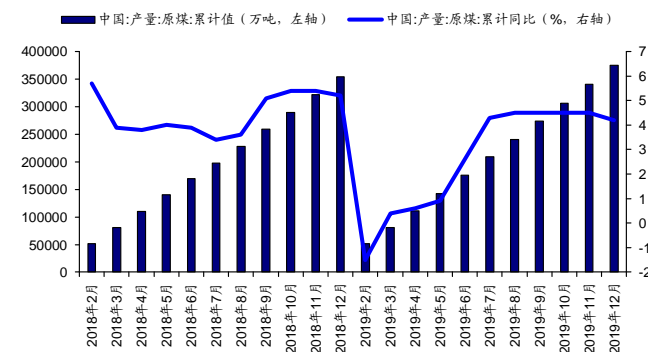
需求减弱供给回升,煤炭行业供需整体平衡。2018 年至 2019 年,我国经济增速放缓,18 年 12 月我国制造业 PMI 指数下降 1.9 个百分点至 49.4%,行业整体需求减弱。同时供给侧改革接近尾声,煤炭供给量小幅回升,2018 年原煤产量达到 35.46 亿吨,累计同比增速为 5.20%,供需缺口减小,供给偏紧局面有所缓和,煤炭行业整体供需基本维持平衡,煤炭价格开始回落。

图7 PMI 指数和 GDP 同比变动



资料来源：Wind, HTI, 截至 2019 年 12 月 31 日

图8 原煤产量变动



资料来源：Wind, HTI, 截至 2019 年 12 月 31 日

虽此阶段经济增速放缓,煤价小幅走低,但煤炭价格在长协价格的合理区间波动。同时受益于供给侧改革,煤炭行业完成去产能,行业存续企业信用资质有所提升,同时企业煤炭长协合同机制逐步完善,为及时采取措施平抑价格提供保障,所以

利差并未大幅走阔，行业利差低位震荡，截至 2019 年 12 月 31 日，煤炭行业利差为 118.68BP，AAA 等级、AA 等级信用利差收窄 9.51BP、495.69BP，AA+ 等级信用利差走阔 30.35BP。

表2 长协政策梳理

时间	政策	具体内容
2019 年 11 月	《国家发改委关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》	切实提高中长期合同签订的数量，中央和各省市区及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的 75% 以上。支持签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同。鼓励多签有运力保障的三方中长期合同。
2020 年 12 月	《国家发展改革委办公厅关于做好 2021 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	进一步提高中长期合同签订比例，规模以上煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的 80% 以上，2019 年以来核增产能煤矿核增部分签订比例应达到 90% 以上；鼓励签订 3 年及以上的中长期合同。

资料来源：国家发改委官网，HTI

表3 此阶段煤炭债利差表现（2019 年 12 月 31 日）

	AAA	AA+	AA
当期末利差 (BP)	99.39	254.02	253.00
所处分位点	14.89%	31.91%	12.76%
均值 (BP)	137.86	285.17	424.58
最小值 (BP)	83.91	222.56	207.80
25 分位数 (BP)	108.81	246.63	342.80
50 分位数 (BP)	118.99	294.01	393.35
75 分位数 (BP)	167.96	312.76	457.41
最大值 (BP)	259.24	397.58	757.21

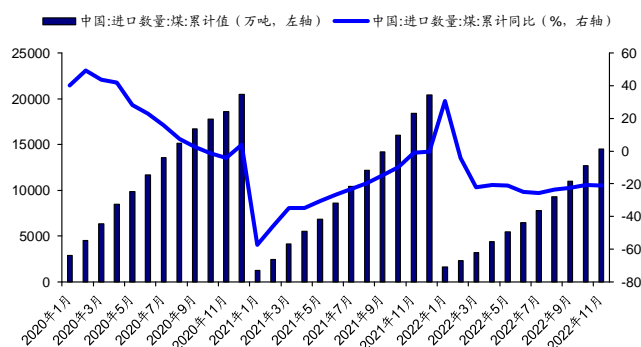
注：数据来源为自 2016 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日

资料来源：Wind，HTI

### 3. 阶段三：2020 年-2021 年 7 月，疫情影响叠加永煤违约负面冲击，信用利差大幅走阔

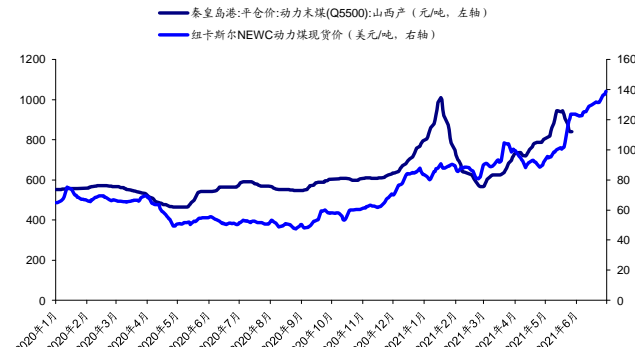
受疫情影响，复工前后利差先升后降。2020 年初新冠疫情带来新的扰动，多数工厂停产停工，2 月工业 PMI 指数下滑至 35.7%，GDP 当季同比为 -6.9%，煤炭信用利差短期走阔。2020 年下半年，国内疫情后恢复情况良好，多数工厂开始复产复工，同时带动煤炭行业需求上行。供给端方面，澳大利亚是我国煤炭的第一大进口国，进口额占比 40% 左右，澳煤进口受限加速进口增速下降趋势。供不应求的格局下，煤炭价格持续上涨，其中动力煤受复工后用电量需求增大影响显著，价格由 2020 年 9 月初的 597 元/吨迅速提升至 2021 年 1 月的 985 元/吨。该阶段弱供给支撑煤价攀升，信用利差小幅回落。

图9 煤炭进口月度累计值及累计同比



资料来源：Wind，HTI，截至 2022 年 11 月 30 日

图10 煤炭国内外价格变动

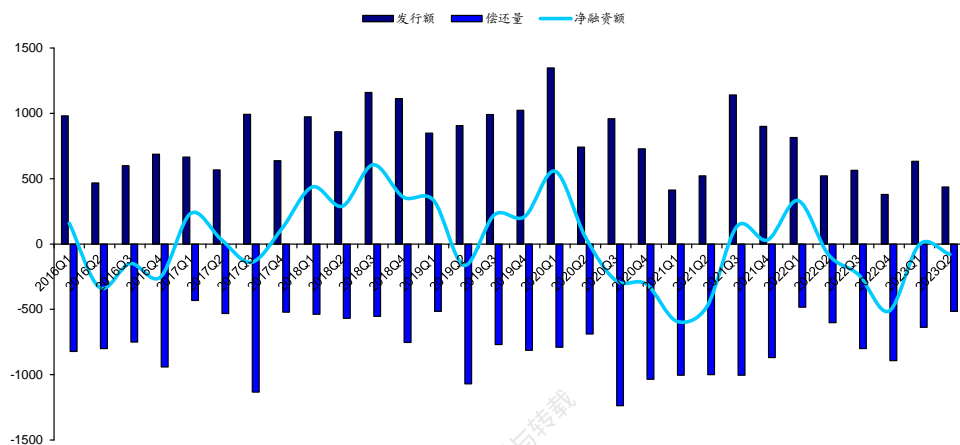


资料来源：Wind，HTI，截至 2021 年 6 月 30 日



2020年11月底永煤债违约事件发生，永煤母公司河南能源化工集团乃至整个信用债市场都受到冲击，煤炭行业及其他相关行业国企的多只信用债出现较大幅度下跌，部分信用债一级市场取消发行。2021年第一季度，煤炭企业净融资为负，同比减少1147亿元，债市恐慌情绪蔓延，煤炭行业利差迅速走阔。截至2021年6月末，煤炭行业整体信用利差走阔100.13BP至218.81BP，AAA等级信用利差走阔118.96BP至218.36BP，处于93.84%历史分位数。

图11 煤炭行业债券融资情况（亿元）



资料来源：Wind，HTI，截至2023年6月30日

表4 此阶段煤炭债利差表现（2021年6月30日）

	AAA	AA+	AA
当期末利差（BP）	218.36	215.49	245.81
所处分位点	93.84%	16.92%	13.84%
均值（BP）	140.57	260.01	384.01
最小值（BP）	83.81	119.56	207.80
25分位数（BP）	111.90	229.31	262.24
50分位数（BP）	119.49	255.12	350.73
75分位数（BP）	171.91	305.47	439.95
最大值（BP）	259.24	397.58	757.21

注：数据来源为自2016年1月1日至2021年6月30日

资料来源：Wind，HTI

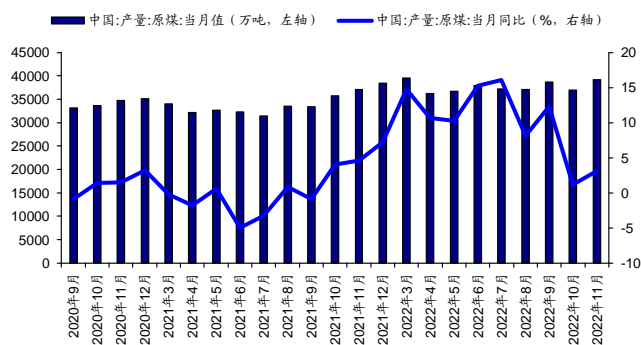
#### 4. 阶段四：2021年下半年-22年11月，国企信用危机化解，俄乌冲突促使煤价飙升，信用利差快速收窄

永煤债违约后，金融委定调，严厉处罚各种“逃废债”行为，维护债券市场稳定。随后河南省国资委发布《关于加强省管企业债务风险管控工作的实施意见》，对地方国企设定了“3+2”融资红线。政府积极表态并主动参与救助有效提振投资者信心。

俄乌冲突促使海外煤价飙升，国内煤价持续高位震荡。俄罗斯煤炭资源丰富，其煤炭资源中50%的产量用于出口，亚洲为俄罗斯第一大出口市场，欧洲地区为第二大出口市场。但中国“多煤少气缺油”的资源格局决定了对进口煤炭的依赖程度较低，而欧盟国家对俄罗斯的依存度较高。2022年2月，俄乌冲突爆发，欧盟出台制裁政策，宣布禁止从俄罗斯进口煤炭，美国、英国、日本等西方国家也随之跟进，海外煤炭价格迅速攀升，与国内价格持续倒挂，带动国内煤炭价格高位震荡。为稳定煤炭价格，国内不断推出保供稳价政策，鼓励煤炭开采和增产，2022年1-9月原煤产量同比增速基本位于10%左右或以上，2022年煤炭产量创历史新高。煤炭行业高景气度背景下，2022年10月30日，行业信用利差大幅收窄至73.03BP，AAA等级、AA+等级的信用利差为69.87BP、54.01BP，较21年6月30日分别收窄148.49BP、161.48BP，AA等级信

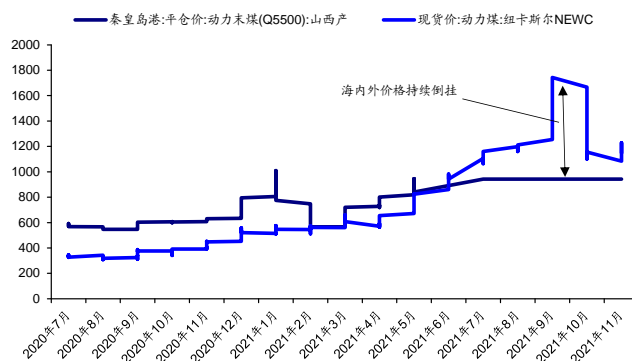
用利差走阔 165.48BP。

图12 原煤产量和同比增速



资料来源：Wind，HTI，截至2022年11月30日

图13 国内煤炭价格与海外倒挂（元/吨）



资料来源：Wind，HTI，截至2021年11月30日

表5 稳价政策梳理

时间	政策	具体内容
2022年2月24日	发改委	《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》 发布关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知，引导煤炭价格在合理区间运行，健全煤炭价格调控机制。
2022年4月18日	国家发展改革委	会议指出，煤炭是重要基础能源，做好煤炭保供稳价工作意义重大。在现有法律法规框架下，研究明确煤炭领域哄抬价格违法行为的具体认定标准，有利于引导煤炭经营者合法经营，维护煤炭市场秩序。
2022年4月28日	关税税制委员会	《国务院关税税则委员会关于调整煤炭进口关税的公告》 自2022年5月1日至2023年3月31日，对煤炭实施税率为零的进口暂定税率，原最惠国税率为3%、5%、6%的进口煤全部调为0%。
2022年5月31日	国务院	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》 建立健全煤炭产量激励约束政策机制。依法依规加快保供煤矿手续办理，在确保安全生产和生态安全的前提下支持符合条件的露天 and 井工煤矿项目释放产能。尽快调整核增产能政策，支持具备安全生产条件的煤矿提高生产能力，加快煤矿优质产能释放，保障迎峰度夏电力电煤供应安全。
2023年3月24日	国务院、关税税制委员会	《关于延长煤炭零进口暂定税率实施期限的公告》 自2023年4月1日至2023年12月31日，继续对煤炭实施税率为零的进口暂定税率。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网站，国务院关税税则委员会官网，财政部官网，光明网，人民网，HTI

表6 此阶段煤炭债利差表现（2022年10月31日）

	AAA	AA+	AA
当期末利差（BP）	69.87	54.01	411.29
所处分位点	2.46%	0.00%	65.00%
均值（BP）	135.14	225.73	383.61
最小值（BP）	68.47	54.01	207.80
25分位数（BP）	105.59	164.16	265.80
50分位数（BP）	118.99	239.94	359.76
75分位数（BP）	167.71	299.95	424.44
最大值（BP）	259.24	397.58	757.21

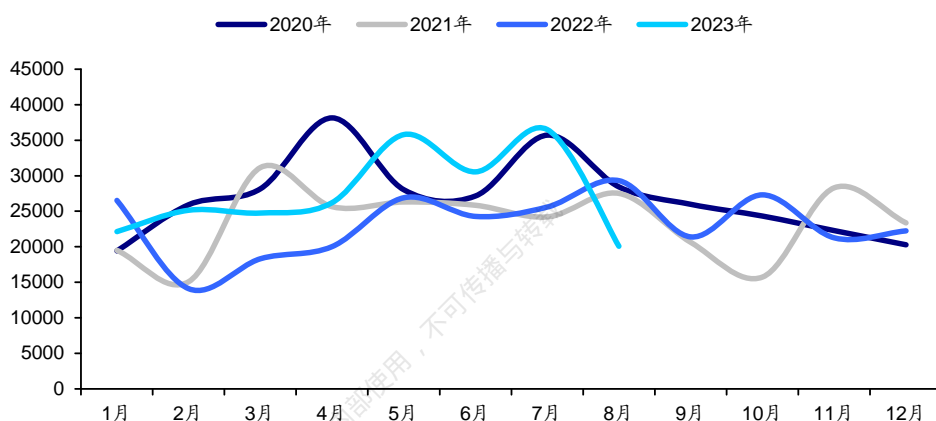
注：数据来源为自2016年1月1日至2022年10月31日

资料来源：Wind，HTI

## 5. 阶段五：2022 年末至今，高供给弱需求+国际煤炭价格回落，导致国内煤炭价格下跌，信用利差先走阔后收窄

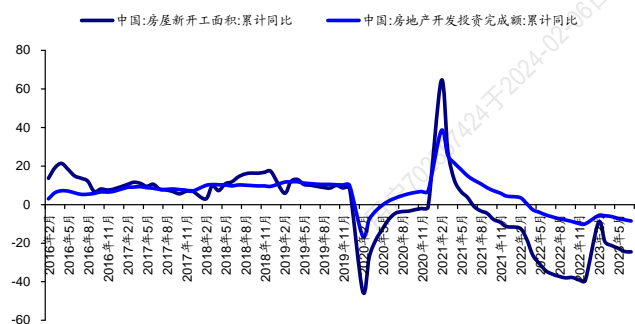
煤炭库存高企，国际煤价下跌，煤炭行业再次进入高供给弱需求格局。前一周期煤炭长期供不应求，在市场预期向好和增产稳价政策刺激下，煤炭产量不断提升，当前港口煤炭库存量处于高位，随着澳煤进口的恢复，国际煤价持续回落，进口煤规模开始回升。同时今年地产及相关投资数据表现疲弱，部分拖累煤炭需求，2023 年 1-7 月房屋新开工面积累计同比下降 24.5%，房地产开发投资完成额累计同比下降 8.5%。火电/生铁/水泥产量增速分别为 7.5%/3.5%/0.6%，电力需求有韧性，化工需求有望恢复。目前煤炭行业需求不及供给，国内煤炭价格开始下跌，信用利差开始走阔，23 年 1 月 31 日，行业信用利差走阔 71.39BP 至 144.42BP。

图14 2023 年以来煤炭库存处于高位（万吨）



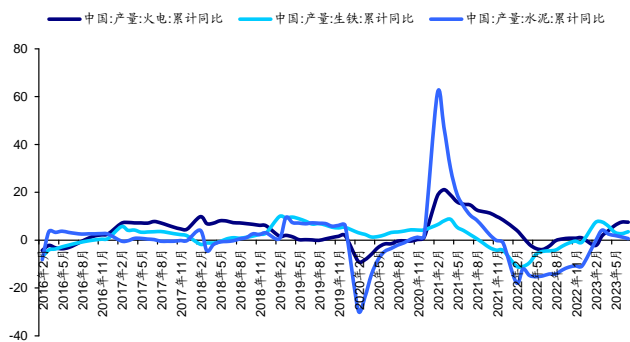
资料来源：国家统计局，HTI，截至 2023 年 8 月 28 日

图15 地产新开工加速探底（%）



资料来源：Wind，HTI，截至 2023 年 7 月 31 日

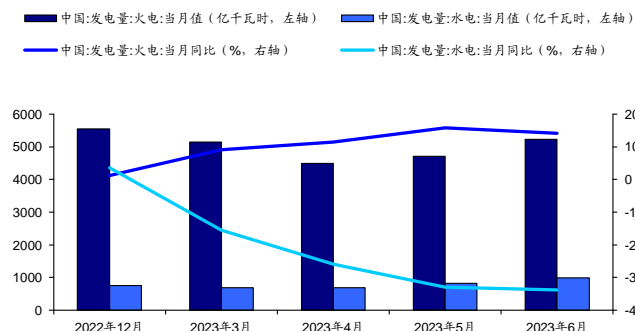
图16 主要下游产品产量增速（%）



资料来源：Wind，HTI，截至 2023 年 7 月 31 日

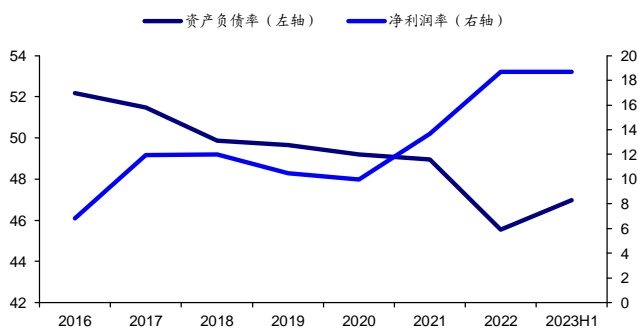
随着夏季用电量需求增加，水电发电持续降低，促进煤炭需求增加，23 年 5 月，火电发电量同比增加 15.90%，水力发电同比减少 32.90%。虽然煤炭价格持续下跌，但仍然处于历史中高位水平，企业仍有盈利空间，同时过去两年行业景气度位于高位，煤企持续盈利，22 年煤炭行业净利润率达到了 18.7BP，同比增加 5 个百分点，盈利能力的增强，能有效改善企业资产负债结构，为煤炭企业偿付能力提供支撑。目前煤炭行业利差在 70BP-90BP 内震荡。

图17 火电和水电发电情况



资料来源：Wind，HTI，截至2023年6月30日

图18 煤炭企业盈利能力和负债情况好转（%）



资料来源：Wind，HTI，截至2023年6月30日

表7 此阶段煤炭债利差表现（2023年9月22日）

	AAA	AA+	AA
当期末利差（BP）	75.53	78.92	362.30
所处分位点	8.39%	20.87%	49.01%
均值（BP）	125.21	195.67	381.63
最小值（BP）	67.51	50.80	207.80
25分位数（BP）	86.01	88.23	332.86
50分位数（BP）	115.87	223.97	366.66
75分位数（BP）	159.40	286.38	417.53
最大值（BP）	259.24	397.58	757.21

注：数据来源为自2016年1月1日至2023年9月22日

资料来源：Wind，HTI

我们通过总结分析煤炭债信用利差历史变动情况，总结出以下信用利差驱动因素：第一，最主要的因素是行业景气度，而煤炭价格则是观察行业景气度的指标，当市场上煤炭供不应求时，煤炭价格上升从而改变煤企现金流情况，企业偿债能力增强，信用风险溢价降低，信用利差收窄，所以信用利差与行业景气度呈负相关关系。第二，受到政策变动的影响。政策影响的程度不同，主要取决于政策的实施对象和力度大小，比如供给侧改革影响了整个行业的供给格局，以及煤炭进出口政策都将直接影响煤炭价格，并传导到信用债市场；相比之下，保价稳价等调控政策的作用效果较为缓和。第三，冲击性事件的影响。相比于第二个因素，冲击性事件对信用利差的影响时滞性较低，能迅速对信用利差产生冲击，如永煤债违约和俄乌冲突都引起了利差的大幅变动。

截至2023年9月22日，煤炭债行业信用利差已下行至历史低位，虽然煤炭价格持续下跌，但信用利差自3月以来并未有明显走阔趋势，目前AA+及以上等级的信用利差一再探底，性价比不高，从当前时间来看，煤炭债行业利差处于2016年以来的24.39%的历史分位点，AAA等级、AA+等级、AA等级分别处于24.39%、53.65%、45.00%的水平。

表8 近期煤炭债利差水平（2023年9月22日）

	AAA	AA+	AA	行业
信用利差（BP）	75.53	78.92	362.3	78.62
较年初变动（BP）	-69.88	-78.27	-73.59	-70.31
历史分位点	24.39%	53.65%	45.00%	24.39%

注：数据来源为自2020年1月1日至2023年9月22日

资料来源：Wind，HTI

展望后市，煤炭债信用利差短期或在低位震荡，关注龙头央企国企配置机会。目前煤炭债信用利差处于历史低位，从今年中报来看煤炭板块整体盈利仍较稳健，煤企现金流情况良好，偿债压力不大；动力煤方面，预计煤价短期仍维持窄幅震荡，后续仍

需继续关注经济复苏及需求实际释放情况，同时关注安监对主产区产量影响情况；焦煤方面，短期或持稳运行，中期考虑到下游库存持续低位，若需求边际出现改善弹性可期。行业处于稳价的政策背景下，签订中长期合同占比较高的企业未来稳定性较好，弱资质主体更易受到海外价格回落的冲击，因而中长期优质信用债仍是挖掘的关键，优选央国企高等级煤炭债，细分品种来看，目前产业永续利差分位数尚可，可关注煤炭永续债的配置价值。

**风险提示：**风险事件超预期，政策变化超预期，数据统计存在遗漏或偏差。

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Steven Song，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Steven Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htsec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

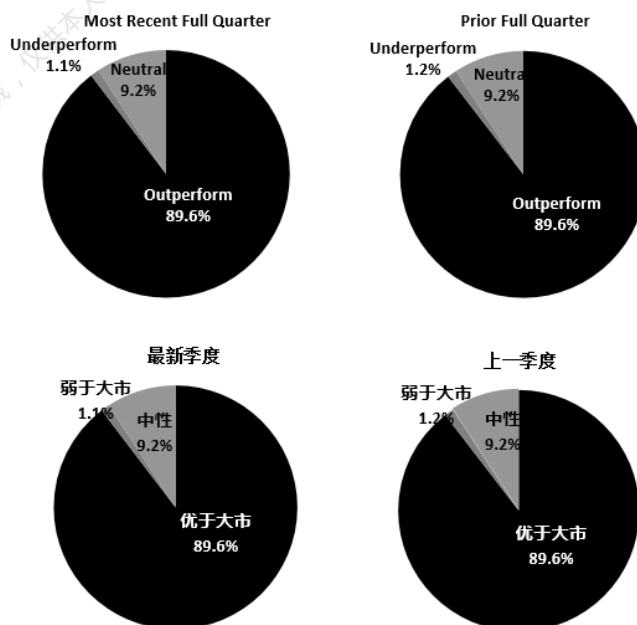
#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as

### 评级分布 Rating Distribution





indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

#### 截至 2023 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及其关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营

证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity



(dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

---

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载