

中信证券研究部

核心观点



祖国鹏
煤炭行业分析师
S1010512080004

目前安监收紧、需求增长、进口成本上升等支撑煤价高位的因素还在共振强化，景气预期仍有改善空间。上市公司二季度业绩有望继续扩张，盈利弹性放大。目前龙头公司估值吸引力依旧，板块新一轮行情正在展开。

共振因素之一：安监持续收紧，制约产量释放。今年以来，矿难增多，安全监管持续收紧，叠加环保因素影响，产地供给整体收缩，全国煤炭产量已连续两月出现负增长。此外，据各地煤炭交易中心高频数据显示，内蒙鄂尔多斯5月煤炭销量同比继续下滑，陕北榆林等区域煤矿开工率也未现提升，“保供”政策落地有限。预计6月份安监力度将进一步强化，继续约束产量释放。

共振因素之二：海外煤价普涨，进口煤价格优势消失。3月份以来，随着主要经济体疫情普遍趋缓，煤炭消费也随经济复苏而恢复。油价稳步上行的背景下，海外煤价均大幅上涨，同比已实现翻番，价格涨幅在50~70美元/吨不等。同时，海运费也有10美元/吨以上的涨幅，进口煤成本大幅增加。进口煤折价由去年的300~500元/吨缩窄到50元/吨以内，价格优势消失，加之国际市场上性价比高的煤源也相对紧缺，即便进口政策全面放开，预计进口量短期也难有显著增加。

共振因素之三：进入旺季，动力煤需求迎来新一轮释放。今年以来，火电电量维持两位数的高速增长，以2019年为基数的年均复合增速也超过6.5%，钢铁、建材需求也好于预期，高位的需求支撑了高位的煤价。从目前高频数据看，日耗保持稳定，6月即将进入迎峰度夏的动力煤需求旺季，预计需求会进一步扩张，而下游目前库存还处在中低位水平，预计采购需求还将有新一轮释放。

预计Q2盈利进一步扩张，上涨过后龙头公司估值依然不高。上市公司一季度业绩同比增长63%。目前煤价预期下，二季度煤价环比改善概率大，动力煤、焦煤价格环比有望上涨10%以上，预计中报业绩环比增速或在20%以上。按照全年煤价上涨20%~30%的假设，板块盈利有望实现翻番。估值而言，目前约近25%的公司股价还处于“破净”状态，龙头公司Q1年化业绩对应P/E在6倍左右，依然处于历史中低位的估值水平，在市场情绪的催化下，龙头公司估值预计可修复至8倍P/E以上。

风险因素：宏观经济出现波动，影响煤炭需求和煤价；环保、安全监管因素放松，产量转为宽松压制煤价。

投资策略：基本面多因素共振，板块新一轮行情推进中。目前安监、需求、进口成本进一步上升等支撑煤价维持高位的基本面因素还在强化，预期仍有改善的空间。目前板块估值吸引力强，特别是“破净”及盈利向好的龙头公司。我们依然看好6月旺季的基本面，预计煤价高位的持续性还将超出预期，板块有望展开新一轮行情。继续推荐业绩向好、低估值、中期料有增长的山西焦煤、淮北矿业、晋控煤业、新集能源、华阳股份等。

煤炭行业

评级

中性（维持）

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
山西焦煤	7.96	0.48	0.75	0.64	0.74	16.6	10.6	12.4	10.8	买入
淮北矿业	11.78	1.56	2.02	2.07	1.97	7.6	5.8	5.7	6.0	买入
晋控煤业	8.55	0.52	0.97	0.76	0.81	16.4	8.8	11.3	10.6	买入
新集能源	4.82	0.33	0.35	0.30	0.34	14.6	13.8	16.1	14.2	增持
华阳股份	6.95	0.63	0.89	0.75	0.84	11.0	7.8	9.3	8.3	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年6月9日收盘价

目录

共振因素一：安全监管 6 月份再度强化	1
矿难频发，安全监管继续收紧	1
煤炭主产区供给增长乏力	2
中长期产能扩张节奏料放缓，部分省份去产能会提速	3
共振因素二：海外煤价处于上升通道，进口煤量难大幅增加	5
进口煤价差已有效缩窄，吸引力不再	5
焦煤进口结构性影响更为明显	6
共振因素三：旺季到来，短期需求增长确定性高	7
煤价依然有超预期可能，全年业绩增速或有效放大	9
煤价预期：基本面共振支撑煤价高位看涨	9
预计 2021 年板块业绩弹性将有效放大	11
风险因素	11
投资策略：基本面多因素共振，板块新一轮行情推进中	12

插图目录

图 1：全国及煤炭主产省分原煤产量同比增速	2
图 2：鄂尔多斯公路日均销量比较	3
图 3：榆林全市煤矿开工率	3
图 4：煤炭主产区产能增量	4
图 5：煤炭行业固定资产投资完成额及同比增速	4
图 6：国际煤价走势对比	6
图 7：中国进口煤炭海运费	6
图 8：广州港进口与国内煤价差	6
图 9：国际油煤价格比	6
图 10：内蒙古甘其毛都口岸运煤车辆通关情况	7
图 11：近年焦煤进口主要来源国	7
图 12：各类型电源累计发电量同比增速	8
图 13：各行业固定资产投资增速	8
图 14：沿海八省电厂日耗	8
图 15：沿海 8 省库存及可用天数	8
图 16：秦皇岛港历年库存对比	9
图 17：月度累计供需增量对比	9
图 18：动力煤到港成本依然有倒挂现象	10
图 19：秦皇岛港 5500 大卡煤价预测	10
图 20：产地焦煤价格预测（山西古交 2 号主焦煤坑口价）	11
图 21：天津港准一级冶金焦价格预测	11
图 22：煤炭板块 vs 全部 A 股 P/B 估值情况对比	12
图 23：A 股各板块 P/B-ROE 估值情况	13

表格目录

表 1：今年以来煤矿事故统计	1
表 2：今年以来涉及煤矿安全生产重要会议/通知梳理	2
表 3：“十四五”大型煤炭生产基地产量规划	4
表 4：2010~2019 沿海六大电厂日耗环比变化统计	8
表 5：煤炭行业供需平衡表	9
表 6：2021 年上市公司业绩弹性测算	11
表 7：公司最新报告期净资产对应 P/B 估值比较	12
表 8：今年以来主要时间窗口涨跌幅统计	13
表 9：上市公司盈利预测一致预期下的 P/E 估值水平排序	14
表 10：主要上市煤企盈利预测表	15

■ 共振因素一：安全监管 6 月份再度强化

矿难频发，安全监管继续收紧

今年以来，煤价维持高位、国内供应持续紧张，煤矿开工率普遍维持高位，开采强度提升。这种情况下，安全事故发生的概率也在增加，特别是 6 月 4~5 日相继发生两起煤与瓦斯突出事故，造成人员伤亡，也引发安全监管部门的高度重视。

表 1：今年以来煤矿事故统计

事故类型	时间	矿井名称	所属省份	遇难人数	矿井产能（万吨）
顶板事故	2021 年 1 月	内蒙古新能矿业有限公司王家塔煤矿	内蒙古	1	800
机电事故	2021 年 1 月	云南陆东煤矿	云南	1	60
顶板事故	2021/1/9	犍为三众吉达煤业有限公司吉达煤矿	四川	1	15
生产安全责任事故	2021/1/19	神木市店塔镇石岩沟煤矿	陕西	1	60
一氧化碳超限事故	2021/1/19	贵州众一金彩黔矿业有限公司大方县星宿乡瑞丰煤矿	贵州	3	45
其他伤害一般事故	2021/1/24	鄂尔多斯市神华包头能源有限责任公司李家壕煤矿	内蒙古	1	300
顶板事故	2021/2/22	西蒙悦达能源有限公司电力满都拉煤矿	内蒙古	1	60
顶板事故	2021/2/24	陕西彬长孟村矿业有限公司	陕西	1	600
机电事故	2021/2/26	吉林省能源投资集团有限责任公司珥琿矿业板石煤矿	吉林	1	240
其他事故	2021/2/27	长春羊草煤业股份有限公司羊草沟煤矿一矿	吉林	1	60
爆破事故	2021/2/28	江西煤业集团有限责任公司山西煤矿	江西	1	33
运输事故	2021/3/2	辽源市大水缸煤矿有限责任公司	吉林	1	15
顶板事故	2021/3/3	大同煤矿集团临汾宏大锦程煤业有限公司	山西	1	90
顶板事故	2021/3/16	萍乡市芦溪县升华煤矿	江西	1	9
煤与瓦斯突出事故	2021/3/25	华阳新材料科技集团石港煤业有限公司	山西	4	90
运输事故	2021/3/27	内蒙古呼伦贝尔呼盛矿业有限责任公司	内蒙古	1	180
物体打击事故	2021/3/28	郑州煤炭工业（集团）杨河煤业有限公司裴沟煤矿	河南	1	205
安全事故	2021/3/31	山西楼俊集团泰业煤业有限公司	山西	1	120
巷道拱体垮落事故	2021/4/3	福建省龙岩市武平县龙发煤炭开发有限公司剪寮坑煤矿	福建	2	15
安全事故	2021/4/6	山西金地煤焦有限公司赤峪煤矿	山西	1	300
煤与瓦斯突出事故	2021/4/9	贵州省金沙县东风煤矿	贵州	8	45
透水事故	2021/4/10	新疆昌吉州呼图壁县丰源煤矿	新疆	21 人被困	60
安全生产事故	2021/4/19	甘肃靖远煤电股份有限公司下属魏家地煤矿	甘肃	1	300
断裂钢丝绳伤人事故	2021/4/22	西马煤矿	辽宁	1	150
瓦斯突出事故	2021/4/26	晴隆县三宝煤矿	贵州	2	30
触电事故	2021/5/2	山西榆次官窑煤业有限公司	山西	1	90
机电事故	2021/5/11	赤峰巨森矿业有限责任公司煤矿	内蒙古	1	45
安全事故	2021/5/26	郑新中原乾通煤矿	河南	4	15
运输事故	2021/5/27	陕西彬长文家坡矿业有限公司	陕西	1	400
冒顶事故	2021/5/26	山东枣矿集团新安煤矿	山东	3	500
煤与瓦斯突出事故	2021/6/4	河南鹤壁煤电股份有限公司第六煤矿	河南	8	120
煤与瓦斯突出事故	2021/6/5	黑龙江龙煤矿业集团鸡西矿业公司滴道盛和煤矿	黑龙江	0	30

资料来源：国家煤矿安监局，中信证券研究部

国家矿山安全监察局 6 月 6 日发布《关于进一步加强煤与瓦斯突出防治工作的紧急通知》，提出九大措施强化“双突”矿井的安全生产，进一步完善安全生产措施。以采深超千米的冲击地压煤矿和煤与瓦斯突出煤矿为例，主要为焦煤矿井（其中又以配焦煤矿井居多），产能累计为 8876 万吨，其中以生产矿井产能为 8431 万吨，而在建矿井产能合计为 445 万吨。以单月计，上述“双突”矿井单月对应的产能约为 700 万吨，但按照之前的安全政策，“双突”矿井已经减产 20%，因此极端假设下，若上述“双突”矿井停产，单月或影响 560 万吨的煤炭产量，占全国煤炭产量的比重约为 1.7%；我们假设近期的安监政策会进一步影响“双突”矿井生产 30%的产能释放，对应到全国煤炭产量的比重为 0.5%。

表 2：今年以来涉及煤矿安全生产重要会议/通知梳理

时间	煤矿相关事项
2021/2/20	国家矿山安监局召开全国矿山安全生产工作视频会议
2021/2/25	国务院安委会办公室关于加强矿山安全生产工作的紧急通知
2021/4/12	国家矿山安监局召开全国矿山安全生产紧急视频会议
2021/4/13	国家矿山安监局关于近期三起煤矿事故的通报
2021/6/6	国家矿山安全监察局视频会议通知：坚决防止事故反弹

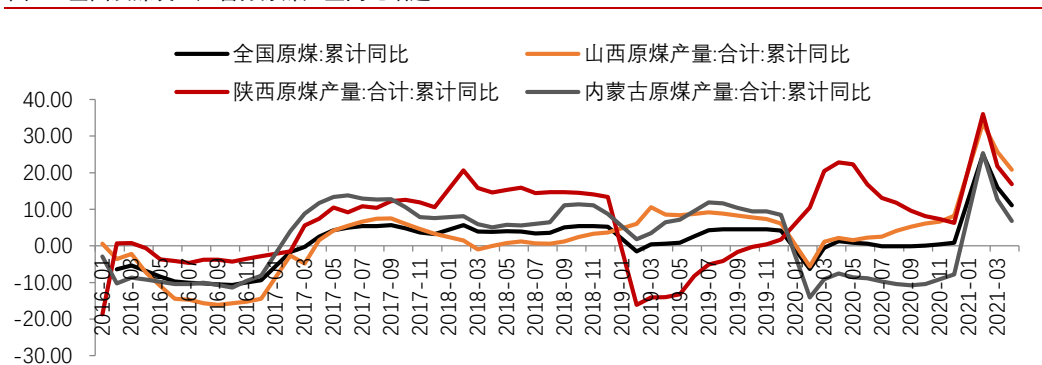
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

6 月 8 日，国家矿山安监局召开全国矿山安全生产视频会议，要求深刻汲取近期事故教训，坚决防范遏制重特大事故，为党的百年华诞创造安全稳定的环境。从监管部门表态而言，6 月份的安全监管工作有强化的趋势，对矿井的安全检查也会增多，不合规或者高危矿井的生产会受到严格抑制，料影响产量释放。在供给已经较为紧张背景下，安全监管政策的强化或进一步约束边际产量的增加，加剧用煤旺季下的供需错位。

煤炭主产区供给增长乏力

2020 年以来，影响全国供给弹性的区域主要在内蒙古，内蒙矿权领域的反腐对区域内供给造成多方面的影响，预计影响的表内（约 9000 万吨）表外产量（约 8000 万吨）合计 1.7 亿吨。随着“保供”政策的推进，内蒙产量迅速恢复，2021 年全国煤炭产量前 2 月增速达到 25%，但 3 月份随着冬季旺季保供政策结束，全国煤炭产量累计增速已回落到 16%。3/4 月全国原煤产量增速分别为-0.2%/-1.8%，内蒙单月产量增速分别降至-5.8%/-7.6%，显示供给又再度收紧，“保供”政策近期并未发挥显著效果。

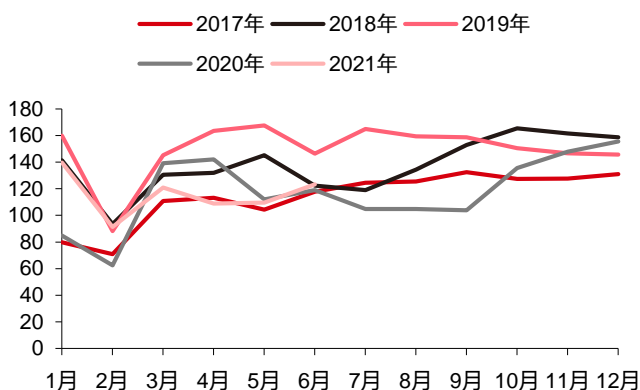
图 1：全国及煤炭主产省分原煤产量同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

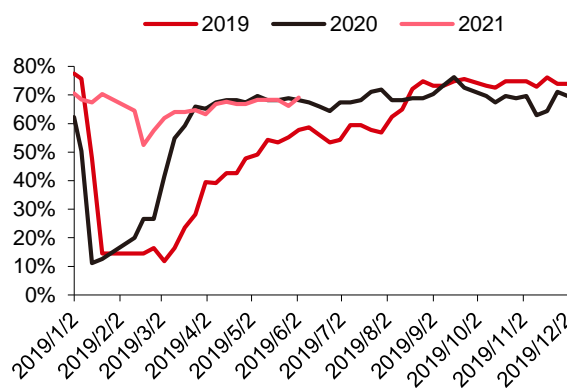
从内蒙煤炭交易中心公布的数据看,3月开始鄂尔多斯煤炭公路销量就出现下行趋势,核心因素是3月开始内蒙露天矿恢复为按核定产能生产销售。4月情况加剧,鄂尔多斯4月全月公路销量同比减少近1000万吨,约占全国煤炭产量3%左右,供给收缩效应明显。5月以来,保供政策的效果在内蒙有所显现,今年5月日均销量同比仅减少2万吨,下降2.22%,6月日均销量同比增加4万吨,增加3.71%,但相较于去年保供高峰12月的日均销量156万吨,5/6月份的日均产量仍然分别相差46/33万吨,月度累计推算则相差900~1000万吨,显示目前产量也没有达到去年冬天旺季保供的强度。

图2: 鄂尔多斯公路日均销量比较(万吨)



资料来源: 内蒙古煤炭交易中心, 中信证券研究部

图3: 榆林全市煤矿开工率



资料来源: 榆林能源化工交易中心, 中信证券研究部

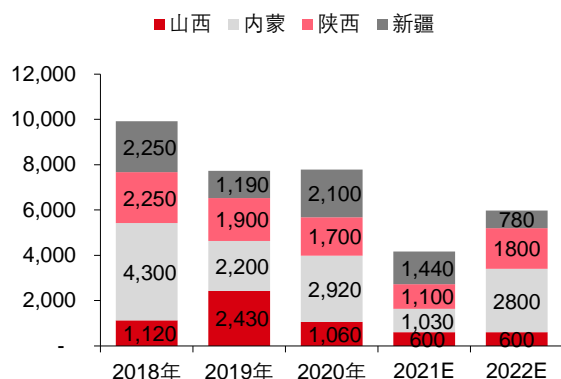
从陕西主产地榆林地区看,开工率始终维持在70%以内,同比2020年并无显著提升,距离2019和2020年的冬季旺季开工率也有明显的差距,显示生产基本保持稳定,缺乏增长弹性。

上述山西、陕西、内蒙三省的煤炭产量已超过全国产量的70%以上,煤炭主产地供给端的收紧和扰动都会对全国煤炭供给产生较明显的边际影响,综合目前的政策预期和高频数据观察,预计6月份国内煤炭产量也难有改善。

中长期产能扩张节奏料放缓, 部分省份去产能会提速

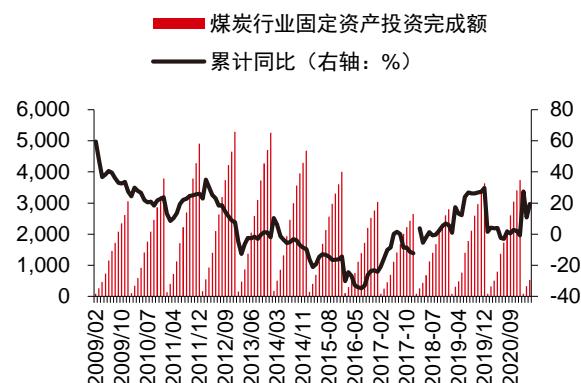
根据国家能源局对相关矿井建设的批复公告及各矿井投产规划进行测算,2021~2022年或是此轮供给周期中新增产能释放较慢的两年,相较于2018年1亿吨的产能增量,2021年新增产量或降至5000万吨以内,2022年的新增产能也仅在6000万吨左右,不足每年全国产量的2%。

图 4：煤炭主产区产能增量（万吨）



资料来源：国家能源局，中信证券研究部测算

图 5：煤炭行业固定资产投资完成额及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

“十四五”期间我国煤炭产量增幅规划较为平稳。根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，较“十三五”规划增加 2 亿吨，全国煤炭消费量控制在 42 亿吨左右，全国煤矿数量控制在 4000 处左右。根据这一规划和控制目标，我国煤矿数量将压减 1300 余处，行业年均产量增长约在 6000 万吨，年化增幅约为 1.6%。

表 3：“十四五”大型煤炭生产基地产量规划（单位：亿吨）

序号	煤炭基地名称	矿区名称	“十三五” 规划产量/ 亿吨	“十四五”规划 产量/亿吨	产能变化
1	神东基地	神东、万利、准格尔、包头、乌海、府谷矿区	9	9	0
2	陕北基地	榆神、榆横矿区	2.6	6.4	+2.2
3	黄陇基地	彬长、黄陵、旬耀、铜川、蒲白、澄合、韩城、华亭矿区	1.6		
4	晋北基地	大同、平朔、朔南、轩岗、河保偏、岚县	3.5	9	-1
5	晋中基地	西山、东山、汾西、霍州、离柳、乡宁、霍东、石隔矿区	3.1		
6	晋东基地	晋城、潞安、阳泉、武夏矿区	3.4		
7	蒙东（东北） 基地	宝日希勒、伊敏、大雁、霍林河、平庄、白音华、胜利、阜新、铁法、沈阳、抚顺、鸡西、七台河、双鸭山、鹤岗矿区	4	5	+1
8	两淮基地	淮南、淮北矿区	1.3	1.3	0
9	鲁西基地	兖州、济宁、新汶、枣滕、龙口、淄博、费城、巨野、黄河北矿区	1	1.2	+0.2
10	河南基地	鹤壁、焦作、义马、郑州、平顶山、永夏矿区	1.35	1.2	-0.15
11	冀中能源	峰峰、邯郸、邢台、开滦、蔚县、宣化下花园、张家口北部、平原大型煤田	0.6	0.6	0
12	云贵基地	盘县、普兴、水城、六枝、织纳、黔北、老厂、小龙潭、昭通、镇雄、恩洪、筠连、古叙矿区	2.6	2.5	-0.1
13	宁东基地	石嘴山、石炭笋、灵武、鸳鸯湖、横城、韦州、马家滩；积家井、萌城矿区	0.9	0.8	-0.1

14	新疆基地	准东（五彩湾、大井、西黑山和将军庙）、 伊犁、吐哈、库拜矿区	2.5	3	+0.5
----	------	-----------------------------------	-----	---	------

资料来源：煤炭工业协会，中信证券研究部

根据《规划》，预计“十四五”期间，神东、两淮、冀中大型煤炭基地产量保持不变，分别控制在 9/1.3/0.6 亿吨；陕北和黄陇、蒙东（东北）、鲁西、以及新疆大型煤炭基地产量提升至 6.4/5/1.2/3 亿吨；晋北、晋中和晋东、河南、云贵、宁东大型煤炭基地产量缩减至 9/1.2/2.5/0.8 亿吨。整体来看，大型煤炭生产基地产量规划较“十三五”期间略微增加了 2.45 亿吨。

但如果再考虑部分省份落后产能的退出，特别是山东等传统耗煤大省的去产能政策，中长期的供给状况并不乐观。今年 4 月下旬，山东印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022 年）》的通知，其中明确提出 2021 年全省 30 万吨/年及以下 8 处煤矿全部关闭，合计产能 240 万吨；关闭退出 19 处采掘超深千米的冲击地压煤矿，合计产能 3160 万吨。这部分产能退出在今年的供给中体现不明显（预计关停陆续出现在今年下半年），但预计明年会对全国供给产生边际影响。

■ 共振因素二：海外煤价处于上升通道，进口煤量难大幅增加

进口煤价差已有效缩窄，吸引力不再

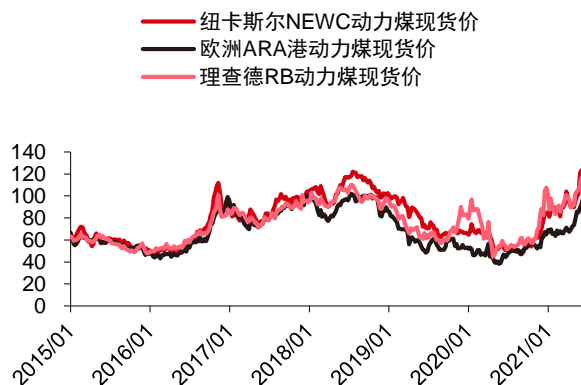
2020 年，尽管进口煤折价幅度持续在扩大，但进口政策管制较为严格，巨大的价差并未转化为刺激进口增加的因素，特别是二季度开始，进口增速处于加速放缓的趋势中。11 月份由于国内煤炭供应紧张，进口再度大举放开，但是进口增加的态势只延续了 2 个月的时间。

进入 2021 年，尽管进口政策并不严格，但进口量迟迟未见增长。2021 年 4 月份，我国进口煤炭 2173.4 万吨，同比降 29.8%，环比下降 20.5%。2021 年 1~4 月份，中国进口煤炭 9012.6 万吨，同比下降 28.8%。影响煤炭进口量的关键变量在于进口煤的折价。

3 月份以来，随着主要经济体疫情的普遍趋缓，煤炭消费也随经济复苏而恢复，海外煤价均大幅上涨，澳大利亚、欧洲、南非地区的港口煤价同比基本已实现翻番，价格涨幅在 50~70 美元/吨不等。根据中国煤炭资源网报道，海外动力煤长协价格也大幅调涨，近期日澳 2021~2022 年动力煤年度合同价敲定，矿商嘉能可（Glencore）近日与日本东北电力公司（Tohoku Electric）达成 2021-22 财年（6322 大卡）动力煤合同，为纽卡斯尔港离岸价 109.97 美元/吨。嘉能可与东北电力达成的动力煤合同价通常作为亚洲海运动力煤供应的基准价。最新达成的价格较上一财年合同价 68.75 美元/吨大增 59.96%。

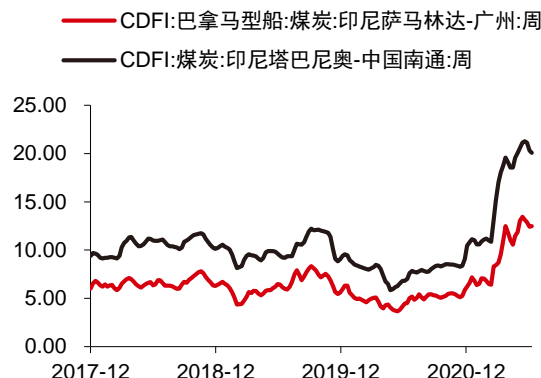
此外，国际海运费也出现了 70~80%幅度的同比上涨，运费每吨增加了 10 美元/吨。因此，进口煤成本同比普遍增加 60~80 美金/吨，同时考虑海外优质煤炭也出现供不应求的状况，进口煤贸易的交易成本进一步上升，导致进口煤的价格优势大幅快速收窄。

图 6：国际煤价走势对比（美元/吨）



资料来源：WIND，中信证券研究部

图 7：中国进口煤炭海运费（美元/吨）

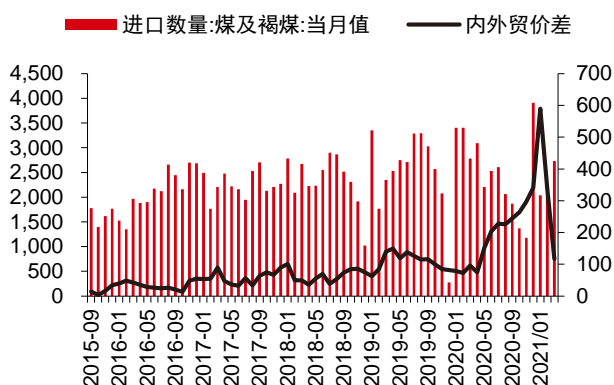


资料来源：WIND，中信证券研究部

此外，原油作为国际大宗商品定价中枢，目前已上涨至 70 美金/桶附近，而国际油/煤价格比大约在 2.2x 左右，而过去 5 年的比值中枢都是在 2.7x，因此海外煤价还有跟随油价上涨的空间。

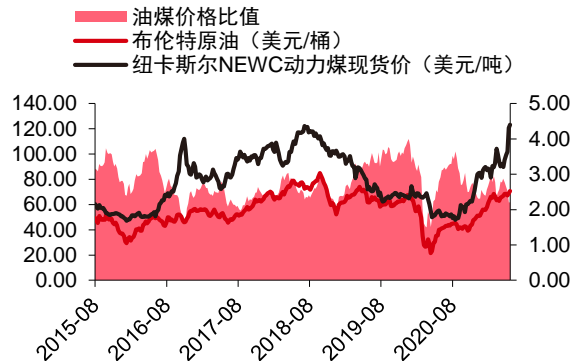
在多种因素影响下，进口煤的价格优势已经大为缩窄，折价从 2020 年的 300 元/吨以上收窄到 4 月份的 150 元/吨人民币以内，推断 5~6 月份已经收窄到 50 元/吨人民币以内，已经不足以弥补贸易商的风险溢价，难以刺激贸易商进口。同时，海外煤炭也不时出现供应紧张的现象，性价比高的煤炭品种也出现缺货，因此预计进口煤量难有大幅增加。

图 8：广州港进口与国内煤价差（万吨，元/吨）



资料来源：SXCOAL, WIND，中信证券研究部

图 9：国际油煤价格比



资料来源：WIND，中信证券研究部

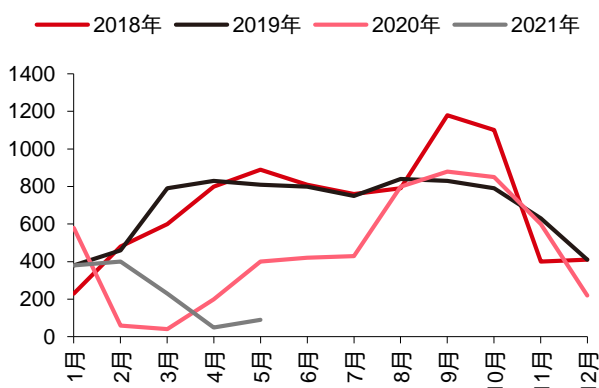
焦煤进口结构性影响更为明显

进口对焦煤的结构性影响更为明显。2017~2020 年，中国焦煤进口量在 6500~7500 万吨波动，进口的主要来源国为澳大利亚和蒙古国，占比分别在 40~50%，35%~45%的区间波动。但 2020 年 12 月以来，澳大利亚进口归零，蒙古也因为疫情关系，进口数量放缓，焦煤 2021 年前 4 个月进口量同比下降 45%，远高于动力煤的进口降幅。

短期而言，蒙古国的疫情是影响焦煤进口的弹性变量。根据中国煤炭资源网统计，3月上旬甘其毛都口岸蒙煤通关日均512车，相比于2月日均增加102车，通关车次在上旬呈现大幅回升状态，而中下旬由于蒙古国疫情爆发，自3月中旬起甘其毛都口岸进口蒙煤日均通关车数骤降至平均35车，截止到4月中旬，甘其毛都口岸蒙煤通关日均在20车左右，5月份也仅恢复至90车的水平，远低于正常年份400车以上的通关量。若后续疫情缓解，蒙古煤炭进口节奏也有望提速，是短期焦煤进口的弹性变量。

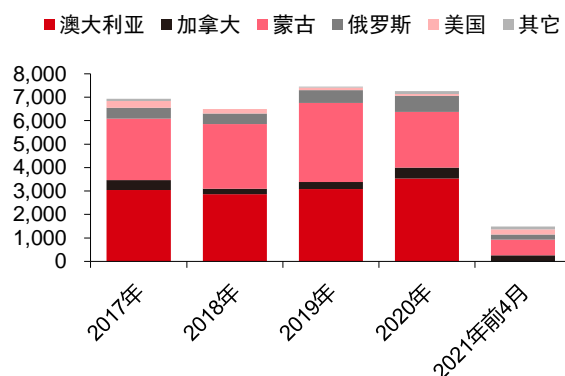
从中长期结构而言，澳大利亚煤炭进口的波动对国内焦煤供给影响较大，每年中国自澳大利亚进口的焦煤约为3000~4000万吨，占比在40%左右，且其中部分优质主焦煤对于国内市场而言相对较为稀缺，部分钢焦用户对优质煤种也有刚性需求。如果澳大利亚煤炭长期无法进口，对动力煤而言，下降份额预计主要由印尼和国内动力煤填补。而对于焦煤而言，大部分焦煤煤种可以由蒙古国、俄罗斯或者北美进口填补，但是蒙古煤进口增长有个过程，且短期有疫情影响，俄罗斯焦煤可供应增量比较少，且优先满足中东欧市场，因此澳大利亚焦煤进口的减少很难完全通过国内增产以及海外替代解决。如果澳大利亚焦煤进口长期受到抑制，国内主焦煤预计将额外存在500~1000万吨的缺口。

图 10：内蒙古甘其毛都口岸运煤车辆通关情况（辆）



资料来源：中国煤炭资源网，中信证券研究部

图 11：近年焦煤进口主要来源国（万吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中信证券研究部

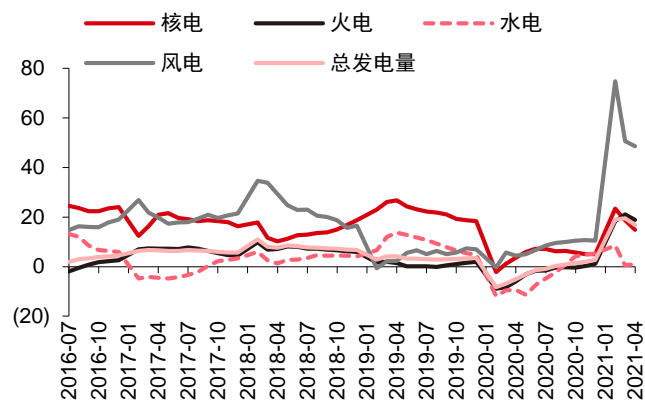
展望全年，我们预计进口总量维持在2.7~2.8亿吨左右水平，同比下降8~10%，对国内供给偏紧的市场是一种强化，除非国际煤价出现暴跌，进口预期有所逆转，但在目前的预期下，预计国际需求和价格很难有大幅下降。对于焦煤市场而言，因澳大利亚煤炭进口受限，优质焦煤短缺或成为长期现象。

共振因素三：旺季到来，短期需求增长确定性高

从月度数据看，目前火电发电量维持高增速，今年前4月火电累计发电增速为18.9%，维持高速增长，如果以2019年基数做对比，连续两年平均复合增速在6.5%以上，也是2016年以来上行周期的高速水平。从下游主要行业的固定资产投资数据分析，制造业、房地产、基建等与煤炭需求密切相关的行业的固定资产投资同比增速均维持高位，意味着

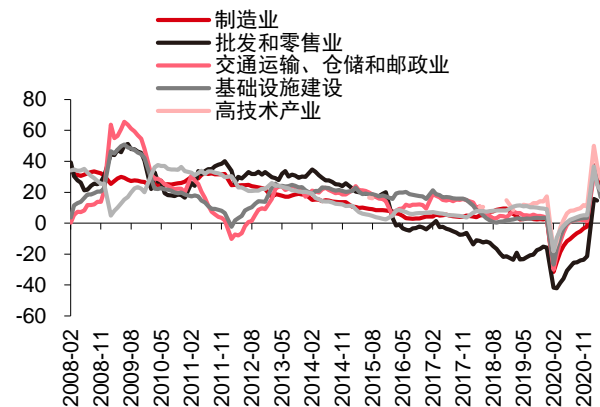
这些行业未来产能还在持续扩张中，利好中周期用电及煤炭消费需求。这为今年以来的煤炭需求奠定了向好趋势的基础。

图 12：各类型电源累计发电量同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

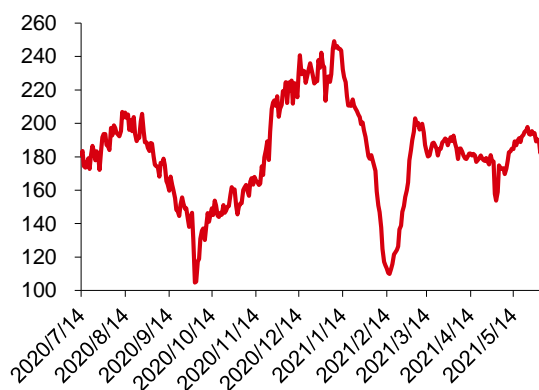
图 13：各行业固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

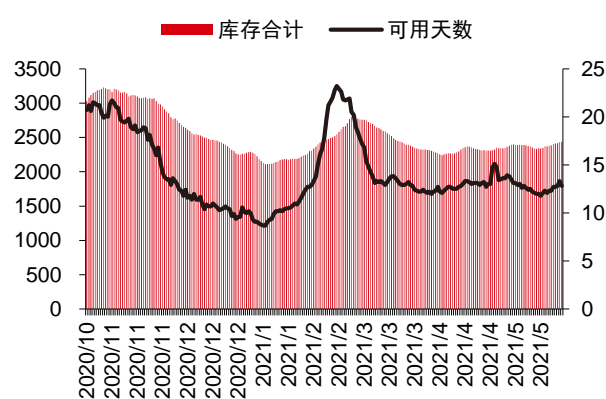
从高频数据看，沿海 8 省电厂日耗表现整体平稳，5 月中旬因为大范围高温，日耗上升至 190 万吨以上，但最近因为梅雨季的关系，日耗又回归到 190 万吨水平波动，目前这一日耗水平，较去年 7~8 月的夏季旺季日耗依然高出约 5%的水平，显示需求势头强劲。根据历史数据显示，6 月份电厂日耗环比平均增长约 2%，7 月份环比增长超过 9%，由于电厂采购多会提前于实际日耗 1~2 周，因此旺季采购需求在 6 月份会充分体现。目前，部分耗电大省有序用电的政策可能会抑制日耗增加的弹性，但不改旺季需求向上的趋势。

图 14：沿海八省电厂日耗（万吨）



资料来源：CCTD，中信证券研究部

图 15：沿海 8 省库存及可用天数



资料来源：CCTD，中信证券研究部

表 4：2010~2019 沿海六大电厂日耗环比变化统计

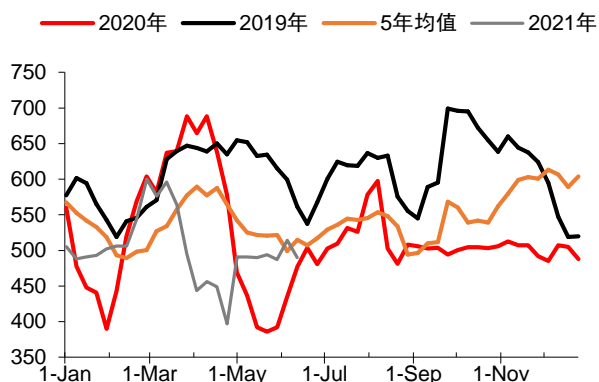
	均值	中位数	最大值	最小值
6 月环比	2.39%	3.07%	8.63%	-3.99%
7 月环比	9.37%	10.56%	14.58%	0.77%
8 月环比	4.86%	5.82%	12.33%	-3.71%

资料来源：WIND，中信证券研究部

从库存角度分析，下游电厂库存基本处于历史中等偏低水平，沿海 8 省库存可用天数只有不足 13 天，后续随着日耗的不断增加，这一库存水平难以满足夏季旺季的需求，电厂对煤炭的采购补库需求还有望在 6 月份扩张。

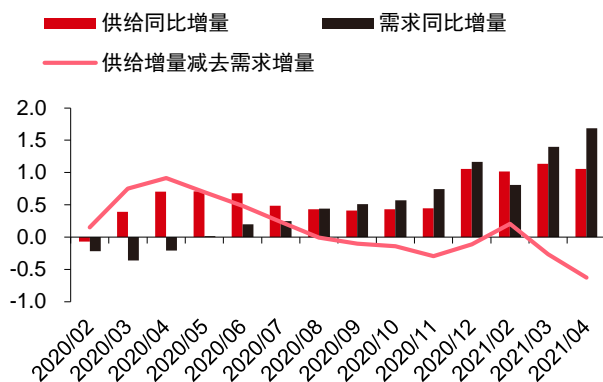
北方港口因为坑口供应紧张、煤价高企的关系，到港成本居高不下，持续出现成本倒挂，导致贸易商向港口发运不积极，港口库存也基本处于近 5 年的均值水平之下，远低于 2019 年，高于 2020 年，但考虑到去年需求的低基数，目前水平的港口库存还是处于低位。在这种中低库存的情境下，煤价易涨难跌，后续若需求增加，煤价上涨也容易超出预期。

图 16：秦皇岛港历年库存对比（万吨）



资料来源：CCTD，中信证券研究部

图 17：月度累计供需增量对比（万吨）



资料来源：国家统计局，WIND，中信证券研究部测算

■ 煤价依然有超预期可能，全年业绩增速或有效放大

煤价预期：基本面共振支撑煤价高位看涨

今年前 4 月表内煤炭产量同比增速为 11%，推断表外产量同比几乎无增长，实际产量增速同比接近 10% 左右。而需求端，下游火电行业增速接近 19%，生铁、水泥产量同比分别为 8.9%/30%，推断整体煤炭需求增速在 18% 左右，供需缺口明显。我们预计后续三个季度产量同比增速在 1.5% 以内，需求同比增速有望在 3% 左右，行业供给紧张的格局延续。

表 5：煤炭行业供需平衡表（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
四大行业合计	335629	348537	360113	364353	390488	391101	397088	399494
电力	196943	208839	211003	213535	226347	229742	233188	235520
增长率	3.59%	6.04%	1.04%	1.20%	6.00%	1.50%	1.50%	1.00%
钢铁	64556	64769	68007	70387	73907	73168	73899	73899
增长率	1.43%	0.33%	5.00%	3.50%	5.00%	-1.00%	1.00%	0.00%
建材	53761	55374	58697	58697	66327	65001	65651	64994
增长率	1.47%	3.00%	6.00%	0.00%	13.00%	-2.00%	1.00%	-1.00%
化工	20369	19555	22406	21734	23908	23190	24350	25080
增长率	-11.73%	-4.00%	14.58%	-3.00%	10.00%	-3.00%	5.00%	3.00%

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
煤炭总消费量	381397	396064	409219	414037	441230	441922	446166	448870
消费量增速	1.23%	3.85%	3.32%	1.18%	6.57%	0.16%	0.96%	0.61%
产量	352000	367840	383289	386739	402208	414275	422560	426786
	3.23%	4.50%	4.20%	0.90%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%
净进口煤量	27100	28100	29967	30300	28500	28000	27000	25000
供给剩余	-2297	-124	4037	3001	-10521	353	3394	2916

资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部预测

以供需基本面而言，6 月份的基本面共振因素在强化，更为严格的安全监管、海外煤价上涨影响进口，以及动力煤需求旺季的到来都将加剧短期的供需错配。尽管政策一直在平抑大宗商品价格，但有强劲的基本面支撑，加上到坑口煤炭到港成本依然倒挂，预计煤价很难大幅下跌。

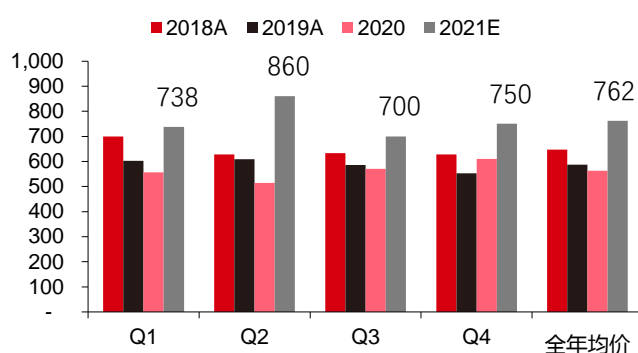
北方港口 5500 大卡动力煤一季度均价约为 738 元/吨，目前价格在 900 元/吨附近，假设 6 月均在 900 元/吨以上的高位，我们预计二季度均价或在 860 元/吨左右，同比有超过 300 元/吨的涨幅。全年港口动力煤均价或可超过 760 元/吨的水平，同比涨幅或超过 30%。

图 18：动力煤到港成本依然有倒挂现象（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

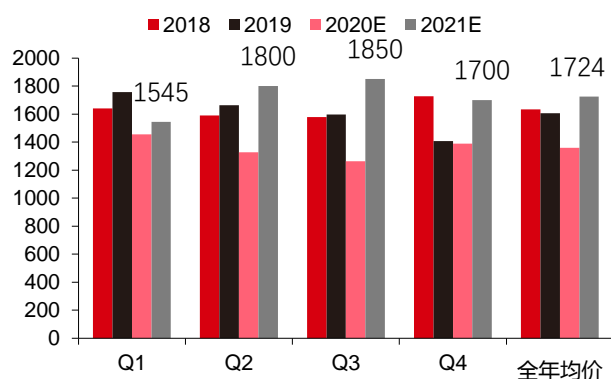
图 19：秦皇岛港 5500 大卡煤价预测（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

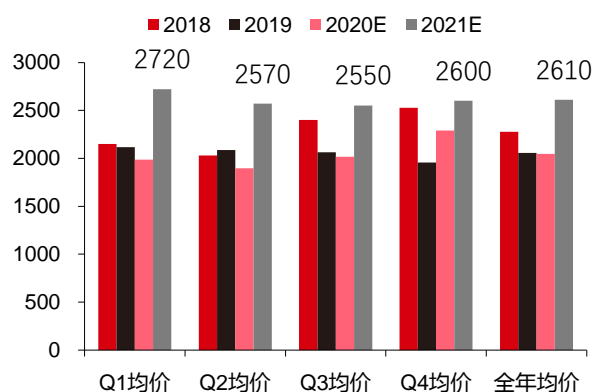
2020 年焦煤价格同比下跌超过 15%，今年以来价格在稳步恢复中，Q1 均价同比涨幅接近 7%。预计二季度开始在供给收缩效应累积、需求弹性放大的背景下，价格将开始提速，预计 Q2 价格环比或上涨 17%，预计今年全年价格涨幅或在 20~25%。而焦炭价格今年则呈现高波动的状态，一季度价格创出历史新高，Q2 价格环比或有 150 元/吨的降幅，但预计全年价格仍有 25%以上的涨幅。

图 20：产地焦煤价格预测（元/吨，山西古交 2 号主焦煤坑口价）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 21：天津港准一级冶金焦价格预测（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

预计 2021 年板块业绩弹性将有效放大

2021 年一季度，煤价上涨带动了上市公司盈利的大幅改善，同时成本和费用的有效控制也使部分公司业绩大超预期。2021 年一季度，煤炭上市公司总体净利润同比增加 63%，环比改善 1.2 倍。我们按照 2020 年各上市公司财务报告公布的经营数据推算，2020 年动力煤/冶金煤/无烟煤/焦炭单位产品净利分别为 59/75/46/112 元/吨。我们按照相应公司 2020 年的销售均价和 2021 年均价涨幅假设推算各家公司的吨煤净利变化，然后将各煤种的吨煤净利变化增速求均值，得出各煤种子板块的盈利增速，若 2021 年煤炭均价较 2020 年上涨 15%，动力煤/冶金煤/无烟煤/焦炭吨煤（焦）净利增速预计分别为 60%/47%/51%/148%，若均价上涨 20%，预计吨煤（焦）净利润增速分别为 79%/63%/67%/197%。盈利弹性将被显著放大。

表 6：2021 年上市公司业绩弹性测算

	20 年吨煤净利润 (元)	吨煤净利润增厚 (元)					
		均价上涨 15%		均价上涨 20%		均价上涨 30%	
动力煤	59	35	60%	35	60%	70	119%
冶金煤	75	35	47%	35	47%	71	95%
无烟煤	46	23	51%	23	51%	47	101%
焦炭	112	165	148%	165	148%	306	274%
煤炭（不含焦炭）平均	73	65	52%	65	52%	123	147%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

风险因素

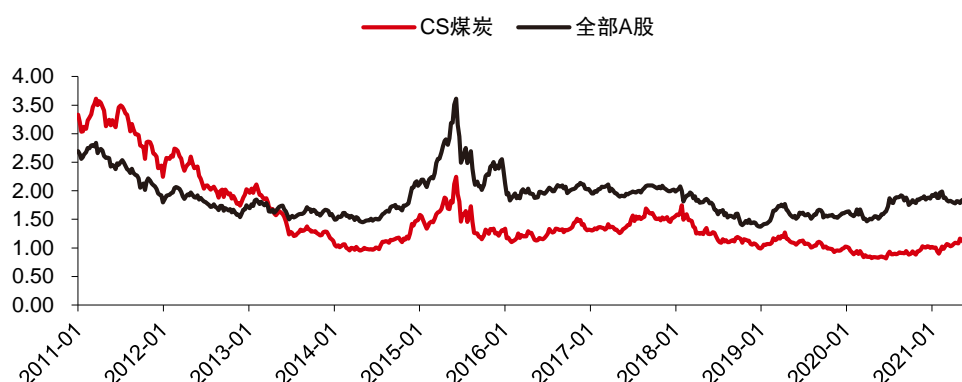
宏观经济出现波动，影响煤炭需求和煤价；

环保、安全监管因素放松，产量转为宽松压制煤价。

投资策略：基本面多因素共振，板块新一轮行情推进中

年初至今，中信证券煤炭板块累计收益率为 22.76%，显著跑赢市场。从估值角度看，板块估值水平依然不高，目前还有近 25% 的公司处于“破净”状态。目前板块相对于全体 A 股的 P/B 估值水平处于历史的 75% 分位，在行业盈利维持高位、煤价不断超预期的背景下，以及相对高涨的市场情绪下，板块估值水平依然有提升空间。

图 22：煤炭板块 vs 全部 A 股 P/B 估值情况对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

目前破净的公司主要有华阳股份、兰花科创、冀中能源、昊华能源、恒源煤电、靖远煤电、中煤能源、辽宁能源等。当然有些公司“破净”是因为长期盈利能力偏低，但其中也有公司今年业绩修复不输行业平均水平，预计估值还可进一步提升。

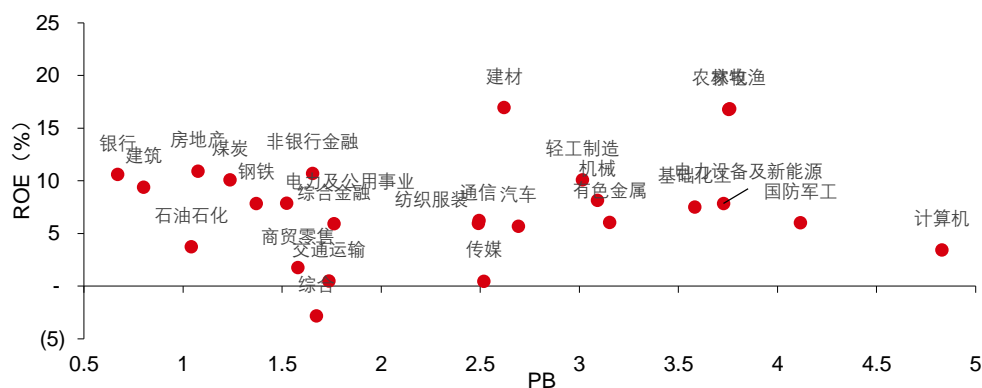
表 7：公司最新报告期净资产对应 P/B 估值比较（单位：亿元）

证券代码	证券简称	市值	归母净资产	2021 年一季度 P/B
600348.SH	华阳股份	167	232	0.72
000937.SZ	冀中能源	146	199	0.73
601898.SH	中煤能源	850	1,049	0.81
600971.SH	恒源煤电	79	96	0.83
000552.SZ	靖远煤电	71	85	0.84
601101.SH	昊华能源	67	79	0.85
600123.SH	兰花科创	102	110	0.92
600758.SH	辽宁能源	47	50	0.94
600997.SH	开滦股份	129	127	1.01
601088.SH	中国神华	3869	3,722	1.04
601666.SH	平煤股份	179	164	1.09
002128.SZ	露天煤业	215	187	1.14
600985.SH	淮北矿业	269	231	1.17
600740.SH	山西焦化	137	116	1.18
600188.SH	兖州煤业	630	515	1.22
600403.SH	大有能源	86	64	1.34

证券代码	证券简称	市值	归母净资产	2021 年一季度 P/B
601699.SH	潞安环能	388	289	1.34
600408.SH	*ST 安泰	38	28	1.34
000983.SZ	山西焦煤	326	198	1.64
601225.SH	陕西煤业	1237	742	1.67
601918.SH	新集能源	125	75	1.67
000780.SZ	*ST 平能	51	30	1.72
600546.SH	山煤国际	166	94	1.77
600395.SH	盘江股份	129	72	1.78
601001.SH	晋控煤业	143	79	1.81
601015.SH	陕西黑猫	160	63	2.54
000723.SZ	美锦能源	319	107	2.99
600121.SH	郑州煤电	74	18	4.00
600397.SH	安源煤业	29	6	4.72

资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部 *市值对应 2021 年 6 月 9 日收盘价

图 23：A 股各板块 P/B-ROE 估值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部，P/B 对应 2021 年 6 月 9 日收盘价及 2020 年报净资产，ROE 对应 2020 年数据

年初以来，个股涨幅最大的三只股票为陕西黑猫、潞安环能、中煤能源，核心驱动因素是业绩大幅改善。5 月以来，反弹幅度最大的 5 只股票分别为兰花科创、潞安环能、山西焦煤、新集能源以及山西焦煤，显示这 5 家公司的股价弹性短期更占优。

表 8：今年以来主要时间窗口涨跌幅统计

证券代码	证券简称	3 月下旬板块低点以来	5 月以来	2021 年初以来 (↓)
600123.SH	兰花科创	70.83%	50.59%	53.45%
601699.SH	潞安环能	120.75%	40.32%	98.17%
000983.SZ	山西焦煤	61.13%	36.07%	40.39%
601918.SH	新集能源	58.03%	34.64%	51.10%
601015.SH	陕西黑猫	42.95%	34.11%	127.27%
600546.SH	山煤国际	37.60%	26.02%	-4.56%
601001.SH	晋控煤业	74.13%	25.74%	33.59%
601101.SH	昊华能源	48.53%	22.15%	16.53%
600348.SH	阳泉煤业	41.26%	21.08%	21.50%

证券代码	证券简称	3月下旬板块低点以来	5月以来	2021年初以来(↓)
000780.SZ	*ST 平能	29.53%	20.19%	37.36%
600408.SH	*ST 安泰	26.44%	18.79%	44.57%
600121.SH	郑州煤电	6.30%	16.51%	-32.85%
600397.SH	*ST 安煤	12.02%	14.23%	-18.13%
600395.SH	盘江股份	14.26%	13.93%	-1.52%
601666.SH	平煤股份	45.61%	11.88%	27.17%
600971.SH	恒源煤电	29.64%	10.45%	6.87%
600997.SH	开滦股份	24.31%	10.31%	38.27%
603113.SH	金能科技	1.99%	8.30%	17.59%
600740.SH	山西焦化	14.28%	7.26%	19.22%
600188.SH	兖州煤业	23.13%	7.07%	52.57%
000552.SZ	靖远煤电	13.72%	6.16%	-2.28%
601088.SH	中国神华	13.29%	4.64%	13.92%
002128.SZ	露天煤业	10.27%	4.59%	0.54%
601898.SH	中煤能源	42.61%	4.01%	67.71%
601225.SH	陕西煤业	13.07%	3.26%	32.73%
000937.SZ	冀中能源	16.38%	2.74%	-2.14%
600985.SH	淮北矿业	10.38%	1.24%	9.99%
600758.SH	红阳能源	7.51%	-0.28%	-2.45%
600403.SH	大有能源	1.40%	-2.43%	-41.77%
000723.SZ	美锦能源	0.27%	-8.00%	9.05%

资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部 *市值对应 2021 年 6 月 9 日收盘价

如果按照 Wind 提供的 EPS 市场一致预期测算，目前行业多数公司 2021 年 P/E 估值的在 9~10 倍之间，按照一季报业绩年化，中位估值水平约为 8 倍 P/E 附近，估值与前两年水平大致相当，说明近期的股票上涨基本只反映了一季报的业绩预期，并未反映后续煤价潜在的上涨预期，板块估值也并没有提升。以一季报年化测算，目前 PE 较低的公司主要有开滦股份、淮北矿业（考虑转债转股摊薄 EPS 后 P/E 对应 6x），新集能源、潞安环能、山西焦化（PE 均为 6x），中煤能源、晋控煤业（PE 均为 7x）。

表 9：上市公司盈利预测一致预期下的 P/E 估值水平排序（元/股）

证券代码	证券简称	收盘价	2021 年一致预期 EPS（平均值）	2021 年一致预期 EPS（最大值）	2021Q1 年化对应的 EPS	2021 年一致预期下的 P/E（EPS 取均值）	2021 年一致预期下的 P/E（EPS 取最大值）	2021Q1 年化 P/E
002128.SZ	露天煤业	11.17	1.52	1.59	2.12	7	7	5
600997.SH	开滦股份	8.13	1.21	1.44	1.52	7	6	5
600985.SH	淮北矿业	11.78	1.95	2.09	2.2	6	6	5
600740.SH	山西焦化	5.35	0.75	0.76	0.92	7	7	6
601699.SH	潞安环能	12.98	1.46	1.75	2.12	9	7	6
601918.SH	新集能源	4.82	0.35	0.35	0.76	14	14	6
601001.SH	晋控煤业	8.55	1.27	1.57	1.2	7	5	7
601898.SH	中煤能源	7.53	0.83	0.98	1.04	9	8	7
600971.SH	恒源煤电	6.58	0.77	0.77	0.84	9	9	8
601015.SH	陕西黑猫	9.79	1.18	1.83	1.28	8	5	8

证券代码	证券简称	收盘价	2021年一致预期 EPS (平均值)	2021年一致预期 EPS (最大值)	2021Q1 年化 对应的 EPS	2021年一致 预期下的 P/E (EPS 取均值)	2021年一致 预期下的 P/E (EPS 取最大值)	2021Q1 年化 P/E
601666.SH	平煤股份	7.63	0.87	0.89	0.96	9	9	8
600188.SH	兖州煤业	15.44	2.25	2.66	1.84	7	6	8
603113.SH	金能科技	19.25	1.82	2.26	2.24	11	8	9
601225.SH	陕西煤业	12.37	1.40	1.52	1.4	9	8	9
000983.SZ	山西焦煤	7.96	0.77	0.88	0.88	10	9	9
601088.SH	中国神华	20.54	2.24	2.44	2.32	9	8	9
600348.SH	华阳股份	6.95	0.79	0.89	0.76	9	8	9
601101.SH	昊华能源	5.57	0.32	0.32	0.56	17	17	10
600123.SH	兰花科创	8.90	1.01	1.27	0.8	9	7	11
000552.SZ	靖远煤电	3.09	0.24	0.24	0.28	13	13	11
600546.SH	山煤国际	8.38	1.15	1.15	0.64	7	7	13
000723.SZ	美锦能源	7.47	0.57	0.64	0.6	13	12	12
600395.SH	盘江股份	7.77	0.75	0.95	0.52	10	8	15
000937.SZ	冀中能源	4.12	0.30	0.30	0.2	14	14	21
600758.SH	辽宁能源	3.58	0.08	0.08	0.12	45	45	30

资料来源：Wind，中信证券研究部 *对应 2021 年 6 月 9 日收盘价；2021 年 EPS 采用 Wind 一致预期

目前，安监、需求、进口成本进一步上升等支撑煤价维持高位的基本面因素还在强化，预期仍有改善的空间。板块估值吸引力强，特别是“破净”及盈利向好的龙头公司。我们依然看好夏季旺季的基本面，预计煤价高位的持续性仍将超出预期，板块有望展开新一轮行情。继续推荐业绩向好、低估值、中期料有增长的山西焦煤、淮北矿业、晋控煤业、新集能源、华阳股份等。

表 10：主要上市煤企盈利预测表

简称	当前 股价 (元)	目标 价 (元)	评级	EPS(元每股)				P/E(x)			
				20	21E	22E	23E	20	21E	22E	23E
中国神华	20.54	26.2	买入	1.97	2.18	2.24	2.31	10	9	9	9
陕西煤业	12.37	16	买入	1.54	1.50	1.37	1.39	8	8	9	9
淮北矿业	11.78	20.54	买入	1.56	2.02	2.07	1.97	8	6	6	6
露天煤业	11.17	15.0	买入	1.08	1.54	1.31	1.41	10	7	9	8
山西焦煤	7.96	12.0	买入	0.48	0.75	0.64	0.74	17	11	12	11
盘江股份	7.77	9.0	买入	0.53	0.75	0.68	0.73	15	10	11	11
平煤股份	7.63	10.5	买入	0.59	0.87	0.83	0.89	13	9	9	9
兖州煤业	15.44	20.0	买入	1.46	2.57	2.27	2.18	11	6	7	7
华阳股份	6.95	9.0	买入	0.55	0.89	0.75	0.84	13	8	9	8
上海能源	9.96	12.2	买入	0.92	1.28	1.16	1.23	11	8	9	8
潞安环能	12.98	16.0	买入	0.65	1.45	1.27	1.18	20	9	10	11
中煤能源	7.53	—	买入	0.45	0.85	0.72	0.73	17	9	10	10
恒源煤电	6.58	—	买入	0.77	0.77	0.55	0.54	9	9	12	12
美锦能源	7.47	10.0	买入	0.16	0.47	0.38	0.41	47	16	20	18
冀中能源	4.12	—	增持	0.22	0.30	0.27	0.26	19	14	15	16
神火股份	11.18	17.5	买入	0.23	1.18	1.56	1.68	49	9	7	7

山煤国际	8.38	11.5	买入	0.51	1.15	0.81	0.87	16	7	10	10
兰花科创	8.90	—	增持	0.33	0.76	0.59	0.74	27	12	15	12
山西焦化	5.35	—	增持	0.25	0.94	0.64	0.65	21	6	8	8
开滦股份	8.13	—	增持	0.68	1.00	0.87	0.86	12	8	9	9
新集能源	4.82	—	增持	0.33	0.35	0.30	0.34	15	14	16	14
昊华能源	5.57	—	增持	0.04	0.32	0.18	0.19	139	17	31	29
晋控煤业	8.55	12.0	买入	0.52	0.67	0.76	0.81	16	13	11	11

资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部预测 *股价为 2021 年 6 月 9 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。