

煤炭行业全面复苏， 细分龙头仍为配置逻辑

报告摘要：

■ 煤炭行业综述

上半年中信煤炭板块涨幅居第五，盈利增速同比增长排名第二。上半年煤炭板块资产负债率无改善，偿债能力持续提升。盈利能力方面毛利率快速提升，期间费用率持续下降，资产收益率稳步提高。营运能力方面，资产周转率的提升显示出产能利用率的提高，存货周转天数的下降映衬库存的下降和销量的快速转好，当前估值水平处于 PB 估值 1.69 处于近五年估值中位水平，动态 PE 估值为 17 估值较低，板块排名倒数第三。

■ 细分板块

上半年细分板块来看动力煤涨跌幅在各板块中居前，同时净利润增速无烟煤板块居首。焦煤企业资产负债率最高，无烟煤已获利息倍数最低。动力煤板块毛利率最高，焦炭期间费用率最低。焦炭板块资产周转率较高，无烟煤存货周转天数最低。动力煤板块动态 PE 最低 14.91，PB 估值无烟煤最低 1.46。

■ 个股方面

动力煤板块：陕西煤业（产量和高煤炭业务收入使得其业务弹性较高），大同煤业（现金收购塔山矿 21% 股权，集团整合值得期待）。**兖州煤业**（成功收购澳洲联合煤炭优质煤企，新增产能到密集投放期）。**焦煤板块：**潞安环能（高弹性喷吹煤龙头，受益于焦炭价格替代），盘江股份（西南区域焦煤龙头，储备项目充足未来营收增长有保证），西山煤电（炼焦煤龙头，中国最大焦煤集团山西焦煤集团整合资产值得期待）。**焦炭及煤化工板块：**陕西黑猫：高弹性焦化企业，持续推进减煤增化业务。山西焦化：龙头焦企，积极开展煤化业务

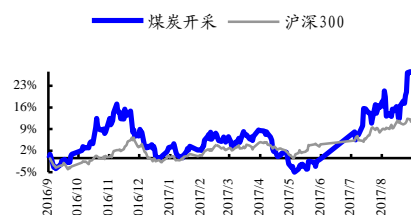
■ 下半年配置策略

焦煤板块的配置价值将超过动力煤。焦煤供给受多方面影响山西安保升级，焦煤集团减产，进口煤收紧等供给释放的制约，相较于发改委意图将动力煤价格维持在 500-570 元/吨的政策打压，钢企焦企利润较好带动的开工及补库需求旺盛背景下，配置优势将强于动力煤板块。

动力煤方面投资逻辑延续龙头。动力煤板块的配置策略仍然为龙头企业优先，其在环保安全方面投入领先，产量水平可以充分释放，生产成本低和易获得新增产能指标的优势逐步凸显。

焦炭和煤化工板块下半年业绩有望超预期。当期焦企焦炭库存较低山西、陕西、山东、河北等焦炭产区主产地受环保政策影响，增量释放较难，下游钢企持续补库。焦炭价格易涨难跌，焦炭及煤化工板块下半年业绩有望超预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	9.22%	27.84%	26.62%
相对收益	5.18%	16.64%	10.43%

重点公司

投资评级

陕西煤业	买入
潞安环能	买入
中国神华	买入
西山煤电	未评级

相关报告

《煤炭：焦炭之外，焦煤喷吹煤同样值的布局》

2017-09-04

《煤炭开采：焦煤焦炭价格飞涨，大商所限制期货投机》

2017-08-24

《煤炭：电企耗煤维持高位，优质产能释放提速》

2017-08-15

证券分析师：唐凯

执业证书编号：S055051612001

联系人：吴狄

18811530422

wu_di@nesc.cn

目 录

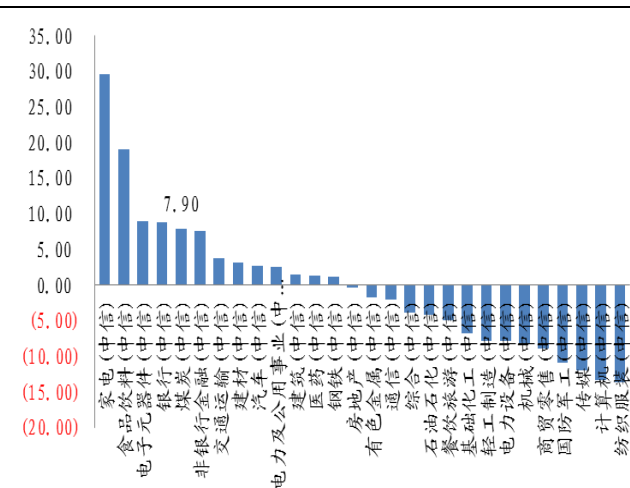
1. 煤炭行业综述：经营收入业绩持续优质，改革将持续推进	3
1.1. 涨跌幅及利润增速：中信煤炭板块涨幅居第五，盈利增速同比增长排名第二	3
1.2. 资本结构：上半年煤炭板块资产负债率无改善，偿债能力持续提升	3
1.3. 盈利能力：毛利率快速提升，期间费用率占比下降，净资产收益率持续恢复	4
1.4. 营运能力：资产周转率逐步加快，存货周转天数持续下降	4
1.5. 估值水平：板块 PB 估值 1.69，动态 PE 估值 17	5
2. 细分板块	5
2.1. 涨跌幅及利润增速：动力煤涨跌幅居首，归母净利润同比增速无烟煤领先	5
2.2. 资本结构：焦煤企业资产负债率最高，无烟煤已获利息倍数最低	6
2.3. 盈利能力：动力煤毛利率最高，焦炭期间费用率最低	6
2.4. 营运能力：焦炭资产周转率较高，无烟煤存货周转天数最低	8
2.5. 估值水平：动力煤板块动态 PE 最低 14.91，PB 估值无烟煤最低 1.46	8
3. 板块个股	9
3.1. 动力煤板块：龙头公司持续领跑，产量释放稳定利润恢复持续	9
3.1.1. 陕西煤业：高弹性动力煤龙头企业	10
3.1.2. 大同煤业：现金收购塔山矿 21% 权益，传统煤企整合值得期待	11
3.1.3. 兖州煤业：收购澳洲联合煤炭，国际煤企扬帆启航	11
3.2. 炼焦煤板块：龙头表现突出，业绩恢复较快	12
3.2.1. 潞安环能：高弹性喷吹煤龙头，受益于焦炭替代	13
3.2.2. 盘江股份：西南区域焦煤龙头企业，新增产能保证未来增长	14
3.2.3. 西山煤电：炼焦煤龙头，国企改革值得期待	14
3.3. 焦炭及煤化板块：传统龙头焦企位居前列	15
3.3.1. 陕西黑猫：高弹性焦化企业，积极推进减焦增化	16
3.3.2. 山西焦化：龙头焦企，积极开展煤化业务	16
3.4. 上半年煤炭板块个股涨跌幅	17
4. 下半年投资策略：焦煤板块配置优于动煤板块，焦炭板块业绩将有超预期表现	18
4.1. 焦煤板块配置优势将高于动力煤板块	18
4.2. 动力煤龙头为主逻辑	19
4.3. 焦炭下半年业绩将超预期	19

1. 煤炭行业综述：经营收入业绩持续优质，改革将持续推进

1.1. 涨跌幅及利润增速：中信煤炭板块涨幅居第五，盈利增速同比增长排名第二

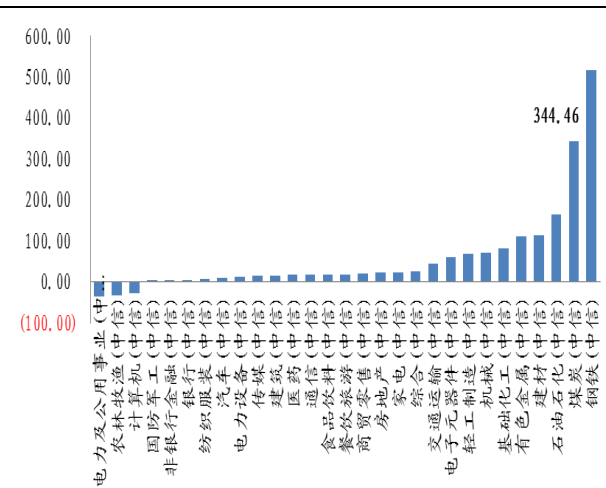
2017 年中信动力煤板块排名第五涨幅 7.9%，归母净利润同比增速排名第二同比增 344.46%。煤炭行业整体受取消 276 天限产政策影响，产量释放处于恢复阶段，价格同比受供给侧改革持续推进和火电需求超预期持续维持高位，1-6 月原煤产量同比增 5%，火电累积同比增 7.1%，整体收入及盈利能力得到有效恢复，涨跌幅排名靠前，市场表现优异具有基本面利润支撑。

图表 1：板块涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 2：净利润同比增速（%）

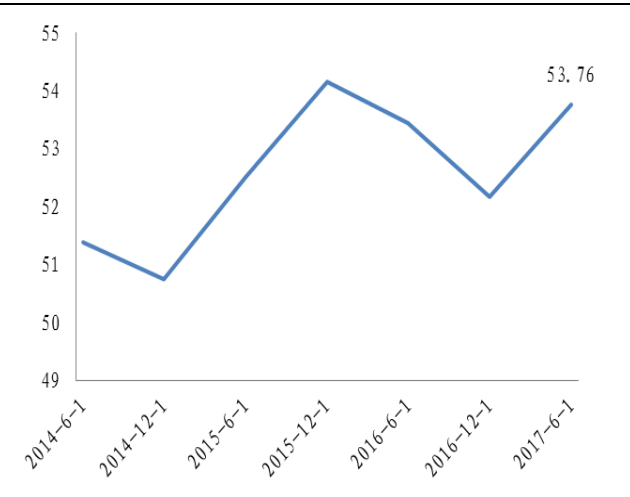


数据来源：Wind，东北证券

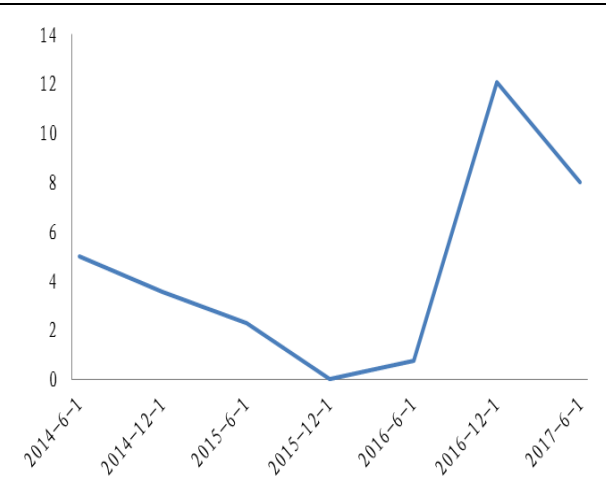
1.2. 资本结构：上半年煤炭板块资产负债率无改善，偿债能力持续提升

2017 年中信煤炭板块资产负债率仍处高位，但偿债能力增强，中期报告资产负债率为 53.76%，煤炭行业整体的资产负债率未有明显改善，这也是本轮供给侧改革之后需要推展开的主要方向，如何有效降低煤炭企业资产负债率使得企业资产负债表修复，同时具有未来新增资本开支的潜力是煤炭企业脱困的重中之重，财务费用的减轻也将对企业盈利能力有较大提升。但偿债能力方面已获得较大提升，利润和现金流的快速恢复。已获得利息保障倍数（算数平均值）持续提升至 8.03，盈利能力的快速整治使得财务费用覆盖效果愈加稳健。

图表 3：资产负债率（%）



图表 4：已获利息保障倍数（算数平均）



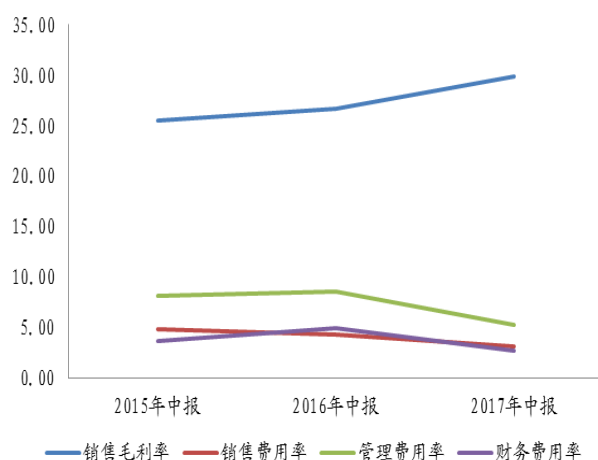
数据来源: Wind, 东北证券

数据来源: Wind, 东北证券

1.3. 盈利能力: 毛利率快速提升, 期间费用率占比下降, 净资产收益率持续恢复

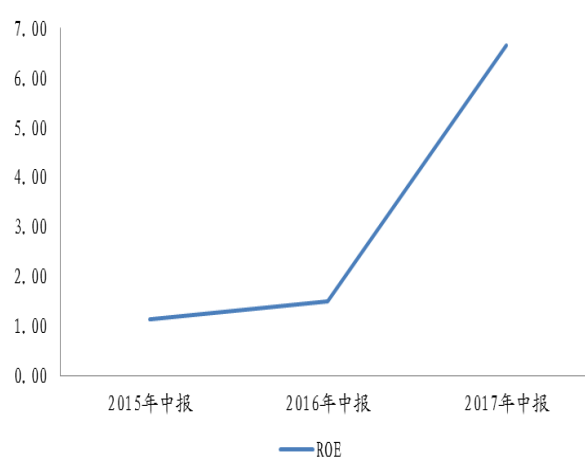
2017 年中信煤炭板块销售毛利率快速提升, 期间费用率占比下降, 净资产回报率快速恢复, 煤炭行业 17 年中报销售毛利率为 29.93%, 较 16 年 26.65% 持续提升显示在价格水平恢复良好, 销售费用率降至 3.18%, 管理费用率降至 5.31%, 财务费用率降至 2.7%, 显示公司在主要的期间费用指标逐步表现优异, ROE 水平随资产周转率和净利的转好快速提升至 6.65% 水平, 16 年中报仅有 1.51%。煤炭价格的大幅上涨使得公司盈利能力快速恢复, 相应主要期间费用率并未有跟随收入和利润上行的走势, 显示作为上游能源行业成本较为刚性的特性, 业绩弹性大, 煤炭公司盈利能力愈发增强, ROE 水平迅速抬升股东获益能力高。

图表 5: 毛利率和各期间费用率 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 6: 净资产收益率 (%)

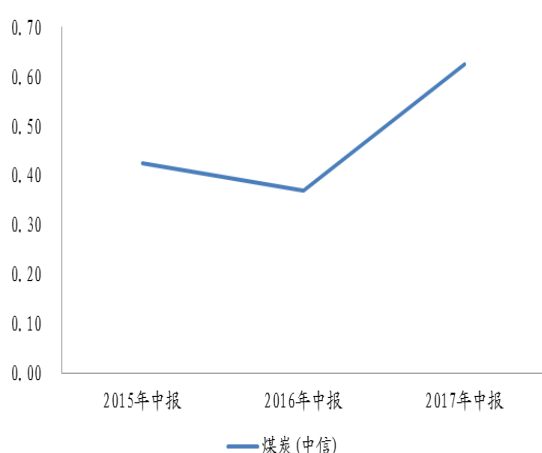


数据来源: Wind, 东北证券

1.4. 营运能力: 资产周转率逐步加快, 存货周转天数持续下降

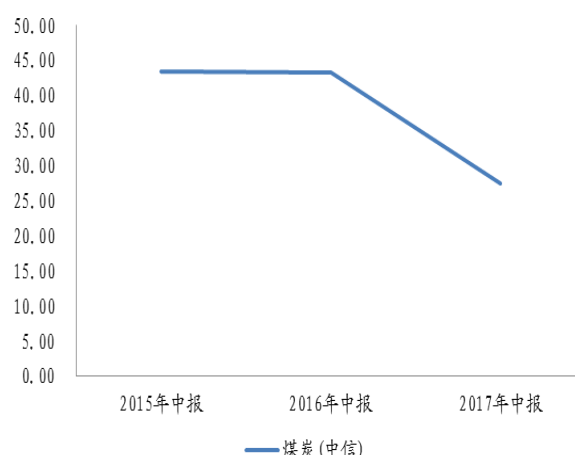
2017 年中信煤炭板块资产周转率加快, 存货周转天数效率不断下降。17 年中报资产周转率为 0.63, 同时存货周转天数降至 27.54 天, 整体显示出煤炭行业整体资产运营效率的提升, 侧面印证整体产能利用率的上扬存货周转天数的持续下降至 27.54 天水平不足一个月, 显示出产品持续的旺销及不存在库存积压现金的现象。

图表 7: 资产周转率 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 8: 存货周转天数

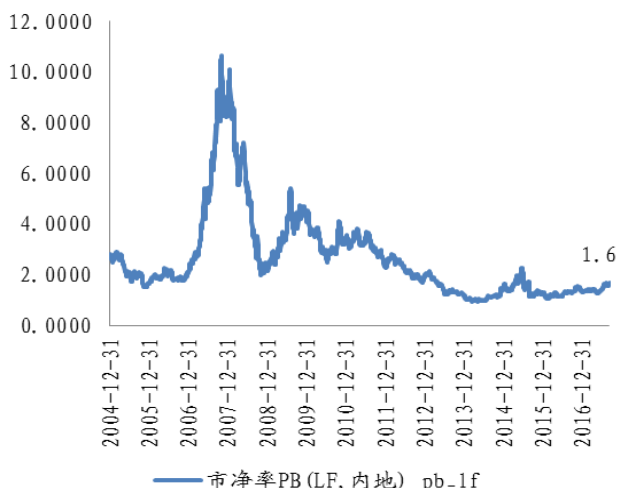


数据来源: Wind, 东北证券

1.5. 估值水平：板块 PB 估值 1.69，动态 PE 估值 17

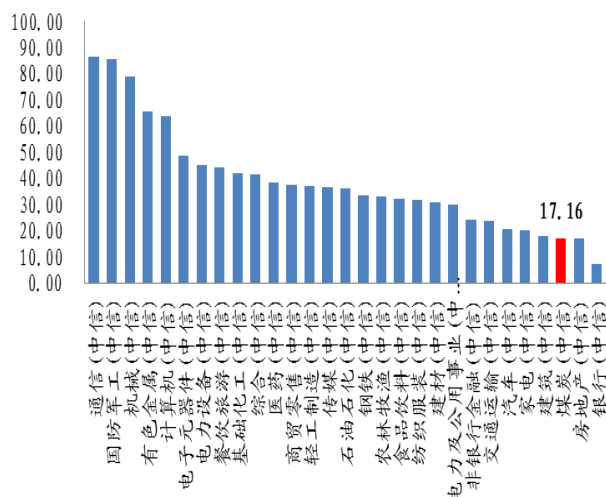
2017 年中信煤炭板块 PB 估值截至 9 月 4 日为 1.69 整体处于近五年中位数水平，当前估值水平煤炭公司 PETTM 为 17.16 水平排名上市公司倒数第三估值水平较低，煤炭作为上游能源行业由于成本弹性较低，受价格波动影响业绩因素较大，使得其业绩恢复较钢铁等制造业行业恢复较快，当期动态 PE 为 17.16 上市公司中倒数第三相对其他行业估值水平仍具有较大潜力。

图表 9： PB (lf)



数据来源：Wind，东北证券

图表 10： PETTM 估值



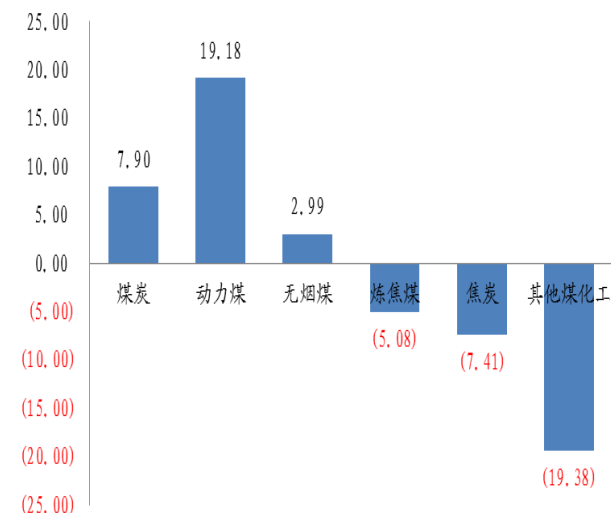
数据来源：Wind，东北证券

2. 细分板块

2.1. 涨跌幅及利润增速：动力煤涨跌幅居首，归母净利润同比增速无烟煤领先

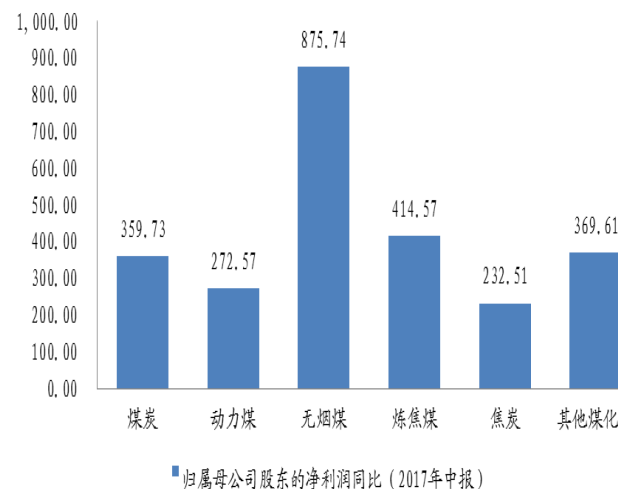
中信板块动力煤细分板块涨跌幅度为 19.18% 为整个煤炭板块细分领域领先品种，焦化板块跌幅居前，火电超预期支撑上半年动力煤板块超额受益，焦炭上半年受钢厂高库存打压焦化盈利能力持续萎缩。净利润同比增速排名分别为无烟煤板块，其他化工，炼焦煤，动力煤，焦炭，涨跌幅分别为 875.74%，414.57%，369.61%，272.57%，232.51%，无烟煤，焦煤板块业绩弹性较大与其业绩基础较低相关。

图表 11: 煤炭细分板块涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 12: 煤炭细分板块归属于母公司净利润同比 (%)

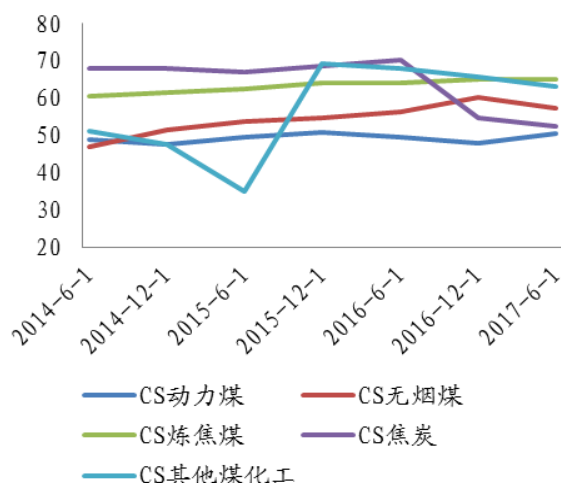


数据来源: Wind, 东北证券

2.2. 资本结构: 焦煤企业资产负债率最高, 无烟煤已获利息倍数最低

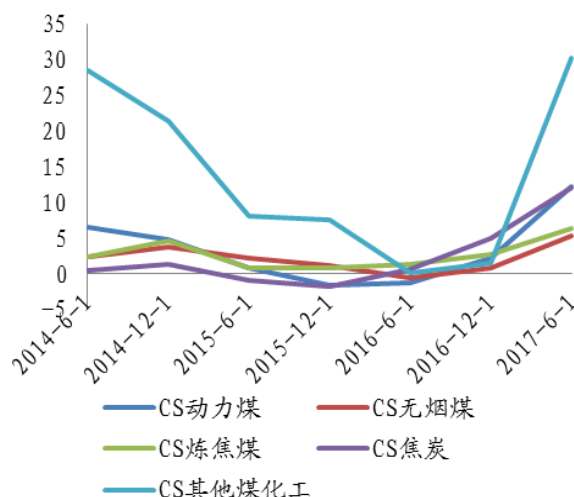
2017 上半年炼焦煤资产负债率最高、动力煤最低; 已获利息倍数方面其他煤化工最高, 无烟煤最低。中期报告动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭、其他煤化工的资产负债率分别为: 50.52%、57.25%、65.01%、52.4%、63.16%; 已获利息水平分别为: 12.36 倍、5.31 倍、6.39 倍、12.03 倍、30.35 倍。动力煤均是大型国有企业整体负债率水平处于行业领先低位, 产量释放和上半年利润恢复较焦煤良好, 焦煤上半年同样受钢企压低焦价, 焦化厂压低焦煤价格影响较大, 但偿债能力方面基本均恢复到安全水平。

图表 13: 资产负债率 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 14: 已获利息倍数



数据来源: Wind, 东北证券

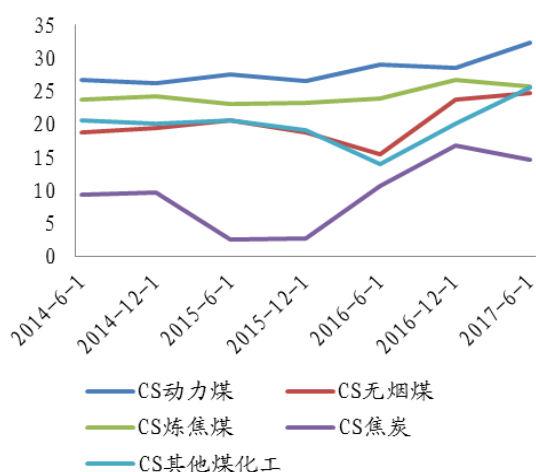
2.3. 盈利能力: 动力煤毛利率最高, 焦炭期间费用率最低

2017 上半年动力煤毛利率最高、焦炭最低; ROE 方面, 无烟煤最高, 焦炭最

低。中期报告动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭、其他煤化工的毛利率分别为：32.35%、24.75%、25.79%、14.68%、25.58%；ROE 分别为：7.31%、6.18%、4.03、3.69%、8.55%。动力煤板块上半年受火电需求超预期影响整体带动价格持续走高，焦煤受焦化厂和钢厂同步打压，动力煤价格涨幅优于焦煤价格涨幅，焦炭板块方面受钢企库存较高影响压价较为明显，毛利率不断走低。无烟煤高毛利的性质使得其 ROE 水平相对较高。

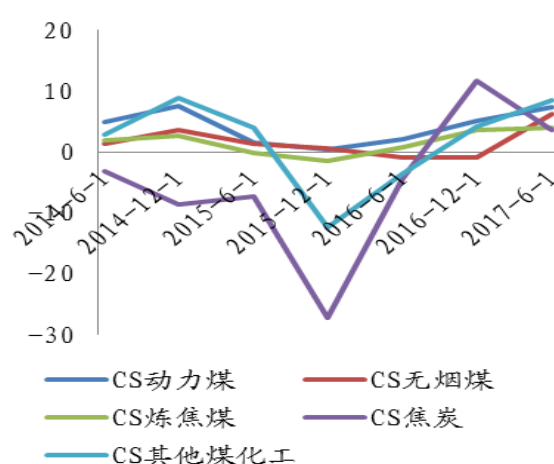
2017 上半年焦炭销售费用率最高、无烟煤最低；管理费用率：动力煤最高、焦炭最低，财务费用率：炼焦煤最高、焦炭最低。整体期间费用率合计焦炭板块期间费用率占比最低，焦煤期间费用率占比最高。中期报告动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭、其他煤化工的销售费用率分别为：3.3%、2.03%、2.86%、3.74%、2.82%；管理费用率分别为：5.52%、4.85%、5.42%、2.53%、4.83%。财务费用率分别为：2.15%、3.16%、5.27%、1.91%、4.28%。如果将期间费用率相加动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭、其他煤化工分别为 10.97%，10.04%，13.55%，8.18%，11.9%。可以看出焦炭板块期间费用率占比最低，焦煤板块期间费用率占比最高。

图表 15: 毛利率 (%)



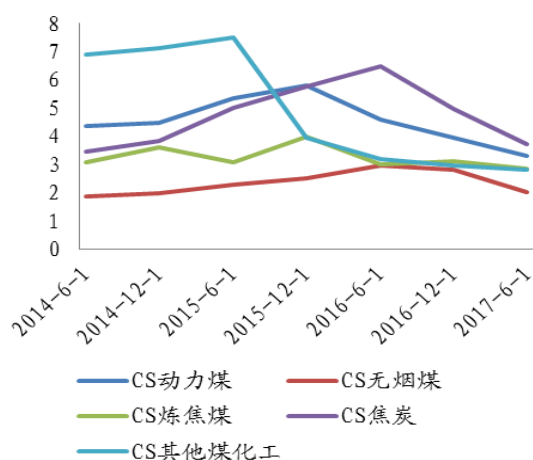
数据来源: Wind, 东北证券

图表 16: ROE (%)



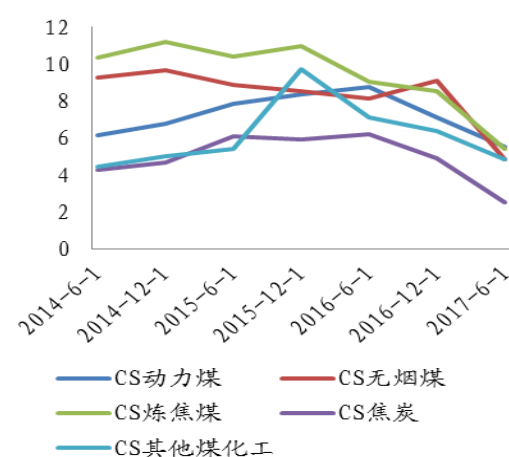
数据来源: Wind, 东北证券

图表 17: 销售费用率 (%)



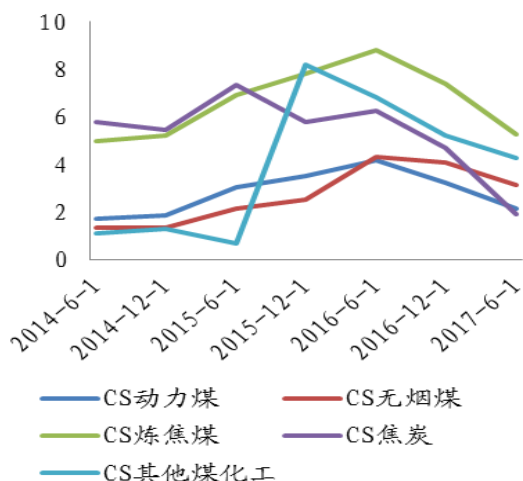
数据来源: Wind, 东北证券

图表 18: 管理费用率 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 19: 财务费用率 (%)

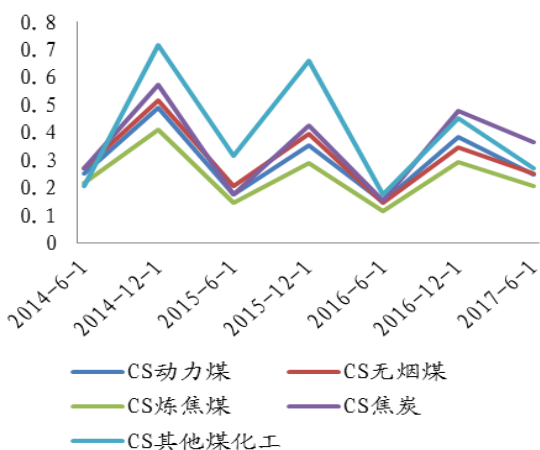


数据来源: Wind, 东北证券

2.4. 营运能力: 焦炭资产周转率较高, 无烟煤存货周转天数最低

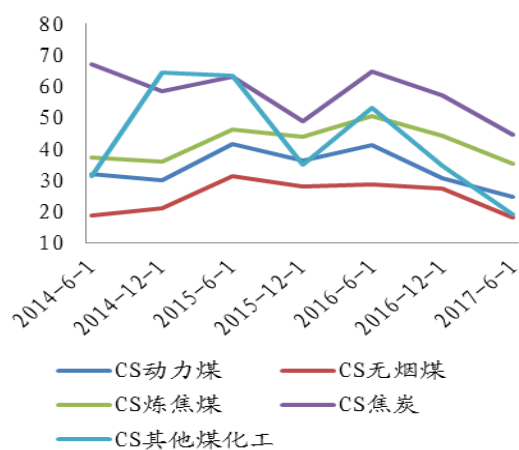
2017 上半年焦炭资产周转率最高、炼焦煤最低; 存货周转天数盘面: 焦炭最高; 无烟煤最低。中期报告动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭、其他煤化工的资产周转率分别为 24.79%、25.35%、20.54%、36.66%、27.11%。存货周转天数分别为: 24.86 天、18.16 天、35.41 天、44.53 天、19.21 天。焦炭和其他化工等资产周转率较高与其产能过剩程度不如煤炭行业严峻直接相关, 存货周转天数方面焦炭最高, 与上半年钢厂焦炭库存高采购意愿下降相关, 无烟煤板块相对最低与其资源稀缺性直接相关。

图表 20: 资产周转率 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 21: 存货周转天数



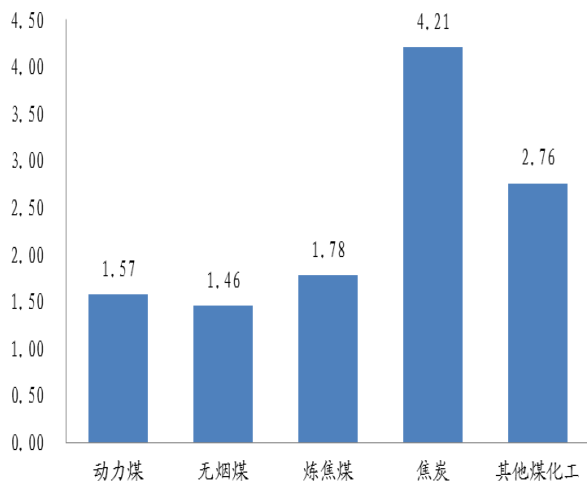
数据来源: Wind, 东北证券

2.5. 估值水平: 动力煤板块动态 PE 最低 14.91, PB 估值无烟煤最低 1.46

PB 估值焦炭板块排名第一, 无烟煤估值较低, PETTM 方面炼焦煤板块排名第一, 动力煤板块估值较低。焦炭, 其他煤化工, 炼焦煤, 动力煤, 无烟煤 PB 估值分别为 4.21, 2.76, 1.78, 1.57, 1.46, PETTM 估值方面分别为 26.25, 18.47, 27.35, 14.91, 24.46。由于焦化企业固定资产投资不像煤企业那么多所以 PB 估值略显较高,

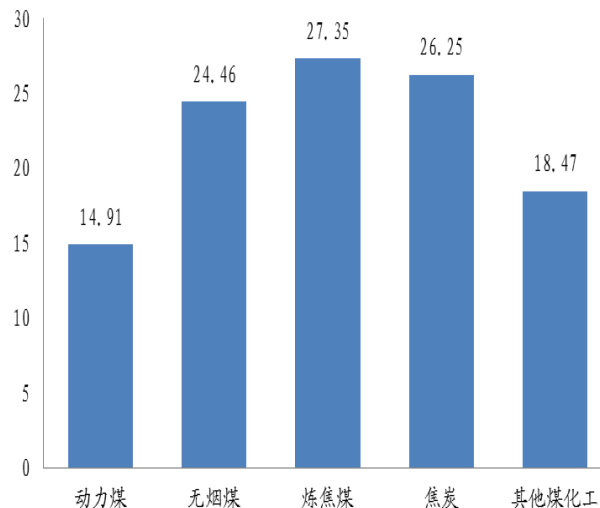
PETTM 方面焦煤估值较动煤估值高，作为稀缺资源的焦煤，整体焦煤的毛利和获利能力要优于动煤板块。

图表 22: PB



数据来源: Wind, 东北证券

图表 23: PETTM



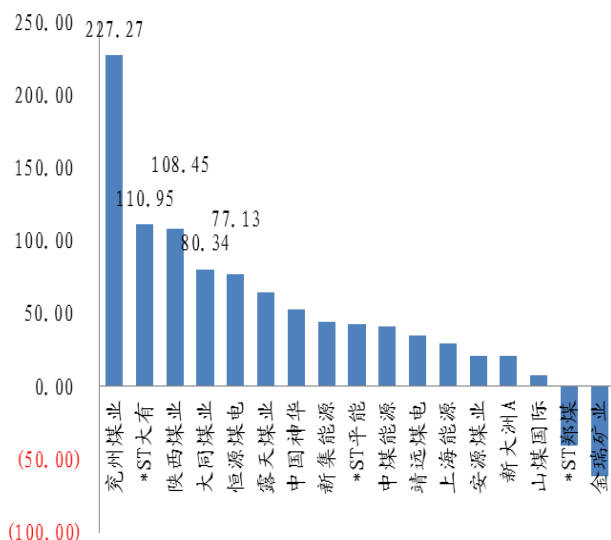
数据来源: Wind, 东北证券

3. 板块个股

3.1. 动力煤板块: 龙头公司持续领跑, 产量释放稳定利润恢复持续

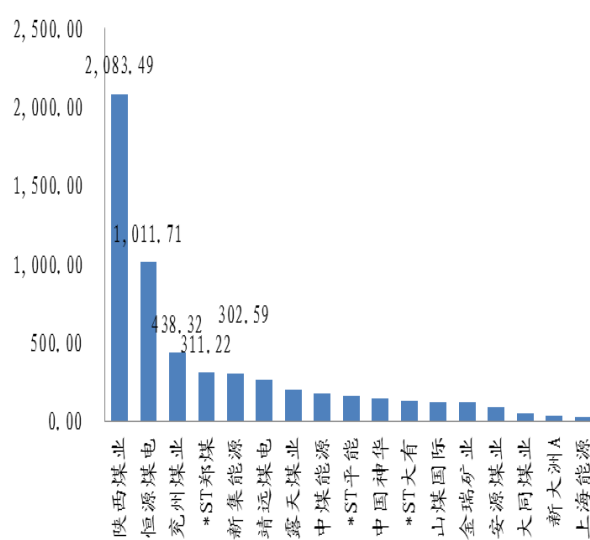
动力煤板块在营收增速前 5 为兖州煤业、ST 大有、陕西煤业、大同煤业、恒源煤电排名靠前。净利润增速中陕西煤业、恒源煤电、兖州煤业、ST 郑煤、新集能源排名前五。龙头公司整体利润恢复和市场表现均居板块前列。

图表 24: 营业收入同比增速



数据来源: Wind, 东北证券

图表 25: 净利润同比增速 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 26: 动力煤板块股票主要财务指标

公司名称	ROE	销售毛利率	销售净利	资产负债	已获利	总资产周	营业收入增长	归属于母公司
------	-----	-------	------	------	-----	------	--------	--------

				率	债率	息倍数	转率	率	净利润增长率
1	兖州煤业	7.10	12.23	4.52	61.72	5.97	0.53	227.27	438.32
2	*ST 大有	4.28	38.19	7.47	55.18	3.48	0.22	110.95	130.19
3	陕西煤业	14.60	54.45	31.43	47.34	78.76	0.26	108.45	2,083.49
4	大同煤业	11.33	59.72	19.15	59.78	5.80	0.18	80.34	55.31
5	恒源煤电	10.27	35.54	19.39	53.73	8.39	0.24	77.13	1,011.71
6	露天煤业	10.58	46.52	26.55	31.92	27.02	0.27	64.89	201.99
7	中国神华	7.47	41.98	23.70	41.93	15.01	0.20	53.09	147.41
8	新集能源	3.31	40.08	5.66	83.10	1.85	0.11	44.27	302.59
9	*ST 平能	3.25	42.91	11.12	21.95	0.00	0.23	43.12	160.20
10	中煤能源	1.95	36.98	7.75	57.03	3.54	0.15	41.08	175.17
11	靖远煤电	4.31	32.13	14.41	33.02	0.00	0.20	35.29	266.73
12	上海能源	4.37	38.08	9.42	33.56	9.37	0.22	29.36	32.09
13	安源煤业	-1.36	14.59	-1.56	81.62	0.91	0.24	21.29	92.11
14	新大洲 A	2.19	20.53	6.23	40.12	3.14	0.09	20.91	32.83
15	山煤国际	2.46	9.55	1.79	81.77	2.40	0.52	7.91	122.63
16	*ST 郑煤	13.50	35.47	18.16	63.70	6.94	0.26	-40.79	311.22

数据来源: Wind, 东北证券

3.1.1. 陕西煤业: 高弹性动力煤龙头企业

公司实际控制人陕西国资委。陕西煤业是陕西煤业化工集团公司以煤炭主业资产出资, 联合三峡集团、华能开发、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日共同发起设立的股份有限公司。公司控股股东为陕西煤业化工集团, 实际控制人为陕西省国资委。

资源禀赋优异, 优质产能占比高, 新增产能即将投产。公司 16 年年报披露拥有煤炭地质储量 163.5 亿吨, 可采储量 109.6 亿吨公司, 上市公司排名前列仅次于神华和中煤。主要矿井分布于神府、榆横、黄陵、彬长、渭北五大矿区, 以长焰煤和不粘煤为主, 平均热值在 5500K 以上, 上市公司中最高。在产矿井 15 对, 产能 10105 万吨, 其中先进产能矿井 7 对, 占总产能 69%, 达到一级安全质量标准矿井 13 对, 占总产能近 90%, 在安检趋严的背景下, 产量释放有较强优势。未来新增产能方面小保当矿, 设计一期生产能力 1500 万吨。当前已得到小保当置换产能指标 800 万吨, 预计 18 年投产。

煤炭业务收入占比高, 开采成本低。公司煤炭收入占比较高超过 95%, 业务结构决定其受煤价上涨业绩弹性最大, 16 年采煤完全成本 150.88 元/吨, 煤炭毛利水平较高。

图表 27: 陕西煤业主要财务指标 (亿元) (截至 2017 年 9 月 5 日)

	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	255.86	331.32	122.74	325.11	189.84
同比(%)	108.45	1.91	-35.34	-20.99	-10.11
归属母公司股东的净利润	54.73	27.55	2.51	-29.89	-9.55
同比(%)	2,083.49	192.18	126.25	-414.09	-215.62
EBITDA	102.25	84.60	20.72	26.06	19.01

ROE(加权)(%)	14.60	8.35	0.79	-10.22	-3.13
销售毛利率(%)	54.45	43.39	35.24	32.20	29.03
销售净利率(%)	31.43	13.22	4.40	-7.23	-3.10
资产负债率(%)	47.34	52.43	53.36	56.59	54.38
EPS(基本)(元/股)	0.55	0.28	0.03	-0.30	-0.10
P/E(TTM)	12.93	-309.80	-18.89	-27.34	1,339.98

数据来源: Wind, 东北证券

3.1.2. 大同煤业: 现金收购塔山矿 21%权益, 传统煤企整合值得期待

公司实际控制人山西省国资委。公司控股股东为大同煤矿集团, 持股比例为 57.46%, 实际控制人为山西省国资委。

公司目前产能 1730 万吨/年, 在建矿井色连矿产能 500 万吨/年, 公司近年来响应国家供给侧改革政策持续整合自身矿井, 2016 年转让燕子山矿, 同时将煤峪口矿整体资产和负债进行托管, 当前仅有忻州窑矿和塔山矿在产, 核定产能合计为 1730 万吨/年, 在建色拉矿预计今年年末投产。

煤矿集团持有的塔山煤矿 21%股权, 资产整合逐步铺开。公司控股股东同煤集团作为中国大型集团煤炭产能达到 1.6 亿吨/年, 同煤集团是全国亿吨级动力煤生产企业之一和煤电高度一体化的大型能源集团。此次收购塔山矿 21%股权为主要标志, 后续运作值得期待。

图表 28: 大同煤业主要财务指标 (亿元) (截至 2017 年 9 月 5 日)

	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	48.85	73.91	27.09	71.29	39.32
同比(%)	80.34	3.69	-31.11	-17.84	-13.59
归属母公司股东的净利润	6.00	1.86	3.86	-18.01	-7.11
同比(%)	55.31	110.31	154.30	-1,308.79	-187.07
EBITDA	11.84	12.14	3.75	-1.86	1.50
ROE(加权)(%)	11.33	3.74	7.63	-28.21	-10.26
销售毛利率(%)	59.72	48.99	42.39	35.61	34.25
销售净利率(%)	19.15	6.19	16.08	-25.65	-13.98
资产负债率(%)	59.78	61.71	61.60	63.41	52.84
EPS(基本)(元/股)	0.36	0.11	0.23	-1.08	-0.42
P/E(LYR)	47.31	-5.68	-4.99	62.35	103.80

数据来源: Wind, 东北证券

3.1.3. 兖州煤业: 收购澳洲联合煤炭, 国际煤企扬帆启航

山东省大型煤炭龙头企业, 三地上市国际化龙头煤企。兖州煤业股份有限公司是由兖矿集团有限公司控股的境内外上市公司, 1998 年分别在香港、纽约、上海三地上市。兖州煤业是中国安全水平最好的煤炭生产商之一, 是中国唯一一家拥有境内外四地上市平台的煤炭公司, 是中国国际化程度最高的煤炭公司。

新增产能投产密集期。兖州煤业现有煤矿主要分布在中国的山东省, 山西省和内蒙古自治区, 澳大利亚的昆士兰州、新南威尔士州和西澳大利亚州。昊盛煤业所属石拉乌素煤矿于 2017 年 1 月份投入商业生产, 鄂尔多斯能化所属转龙湾煤矿于 2016 年下半年投入商业生产。万福矿(180 万吨)已获得国家发改委项目核准,

预计 2018 年底试生产，新增产能为后续产量增量提供有效保证。

收购澳洲优质矿企联合煤炭，业绩收入有保证，7 月 27 日公司公告兖州煤业子公司兖煤澳洲将联手嘉能可组建合资公司，双方最终持股比例分别为 51% 和 49%，共同对联合煤炭旗下的猎人谷运营煤矿相关煤矿资产进行管理。联合煤炭的煤炭储量达 5.56 亿吨。2016 年联合煤炭商品煤产量约 2,590 万吨（合并口径），其为澳大利亚最大的动力煤和半软焦煤生产商之一。公司在收购后在澳洲能源布局更加完善，产销量有望进一步扩大，后续增长值得期待。

图表 29：兖州煤业主要财务指标（亿元）（截至 2017 年 9 月 5 日）

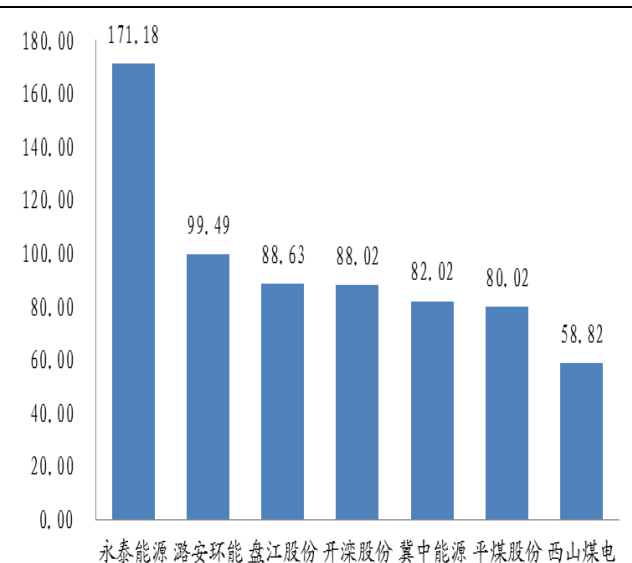
	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	806.24	1,019.82	246.35	690.07	251.43
同比(%)	227.27	47.78	-2.92	5.64	-22.47
归属母公司股东的净利润	31.89	20.65	5.92	8.60	6.29
同比(%)	438.32	140.20	16.19	-60.28	-24.69
EBITDA	75.01	80.82	28.16	69.91	32.61
ROE(加权)(%)	7.10	5.05	1.50	2.21	1.64
销售毛利率(%)	12.23	12.78	18.74	14.52	19.60
销售净利率(%)	4.52	2.25	2.32	1.20	2.17
资产负债率(%)	61.72	64.94	67.06	69.08	65.76
EPS(基本)（元/股）	0.65	0.42	0.12	0.17	0.10
P/E(TTM)	16.86	107.40	60.51	27.17	30.23

数据来源：Wind，东北证券

3.2. 炼焦煤板块：龙头表现突出，业绩恢复较快

炼焦煤板块在营收增速前 5 为永泰能源、潞安环能、盘江股份、开滦股份、冀中能源排名靠前。净利润增速中盘江股份，冀中能源，潞安环能，西山煤电，开滦股份。

图表 30：营业收入同比增速



数据来源：Wind，东北证券

图表 31: 焦煤板块股主要财务指标

1		ROE	销售毛利率	销售净利率	资产负债率	已获利息倍数	总资产周转率	营业收入增长率	归属于母公司净利润增长率
2	永泰能源	1.07	22.63	2.70	72.10	1.28	0.11	171.18	7.13
3	潞安环能	5.97	35.68	10.65	67.95	5.32	0.17	99.49	2118.85
4	盘江股份	7.23	34.61	15.86	46.09	24.90	0.24	88.63	576765.83
5	开滦股份	2.60	10.32	2.25	52.50	2.59	0.42	88.02	319.00
6	冀中能源	3.01	23.92	5.56	53.38	3.69	0.23	82.02	6128.65
7	平煤股份	5.32	19.80	6.72	69.35	2.71	0.27	80.02	76.70

数据来源: Wind, 东北证券

3.2.1. 潞安环能: 高弹性喷吹煤龙头, 受益于焦炭替代

山西资源储量充足的焦煤龙头企业。公司位于山西省东南部上党盆地北缘, 所辖煤田属沁水煤田东部边缘中段, 总面积约为 1334 平方公里, 地质总储量 98.15 亿吨, 可采储量 56.65 亿吨。矿区地理位置优越, 交通便利。公司开采煤层的主要煤种为瘦煤、贫瘦煤、贫煤, 全国煤炭企业首家也是唯一一家高新技术企业,

公司喷吹煤市场占有率高, 产量占比逐步提升, 收入及毛利率水平有望继续上抬, 公司喷吹煤市占率 20%, 贫煤喷吹技术领先较无烟喷吹毛利率较高, 对于高价冶金煤替代性高, 公司现有产能 3890 万吨, 喷吹煤产量占比 17 年中报占比 31.86%, 喷吹煤占比的逐步提高有望提高公司收入和毛利水平。

国企改革集团资产整合及债转股均可期待。潞安集团煤炭地质储量达到 436 亿吨, 2016 年原煤产量达到 7432 万吨, 煤炭可采储量 157 亿吨, 资源储备丰富, 实力雄厚。公司为潞安集团旗下唯一上市平台, 集团旗下仍有逾 3000 万吨的未上市煤炭资产, 潜在整合预期较强。国企降杠杆作为目前工作重点, 积极稳妥推进市场化债转股, 公司 17 年中报资产负债率为 67.97%, 有望充分受益降杠杆对于盈利能力的抬升。

图表 32: 潞安环能主要财务指标 (亿元) (截至 2017 年 9 月 5 日)

	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	101.26	142.29	50.76	111.55	60.85
同比(%)	99.49	27.56	-16.59	-30.41	-22.38
归属母公司股东的净利润	11.43	8.57	0.51	1.03	1.14
同比(%)	2,118.85	732.02	-54.71	-89.51	-76.10
EBITDA	24.40	31.22	6.84	15.64	6.52
ROE(加权)(%)	5.97	4.75	0.29	0.57	0.61
销售毛利率(%)	35.68	37.04	25.38	33.23	28.36
销售净利率(%)	10.65	4.99	-0.55	-0.37	0.12
资产负债率(%)	67.95	68.91	64.59	65.30	63.74
EPS(基本) (元/股)	0.17	0.26	0.10	0.22	0.12
P/E(TTM)	17.39	1104.3	370.79	37.04	35.30

数据来源: Wind, 东北证券

3.2.2. 盘江股份：西南区域焦煤龙头企业，新增产能保证未来增长

贵州省煤炭龙头，辐射西南地区：区域性龙头煤企，为省内仅有的两个的千万吨产能的龙头企业，同时为贵州省乃至西南地区焦煤龙头企业。

公司目前在产产能 935 万吨，在产产能 1500 万吨，为后续收入增长的有效保证。公司目前在产产能 935 万吨，主要矿井包括火铺矿，山脚树矿、月亮田矿、土城矿、金佳矿。公司另有两大在建煤矿，分别是马依公司和恒普公司，合计产能 1500 万吨，截止 2016 年底，马依和恒普的煤炭资源量分别达到 32.19 亿吨和 12.57 亿吨，远高于现有煤矿的资源储量，为后续产能增量提供有力储备。

图表 33: 盘江股份主要财务指标 (亿元) (截至 2017 年 9 月 5 日)

	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	29.07	39.14	15.41	40.69	19.86
同比(%)	88.63	-3.80	-22.42	-21.37	-25.71
归属母公司股东的净利润	4.61	1.96	0.00	0.23	0.21
同比(%)	576,765.83	744.74	-99.62	-92.45	-92.04
EBITDA	6.65	-0.17	0.98	5.39	3.02
ROE(加权)(%)	7.23	3.35	0.00	0.40	0.35
销售毛利率(%)	34.61	23.48	18.71	21.96	27.79
销售净利率(%)	15.86	5.01	0.01	0.57	1.07
资产负债率(%)	46.09	43.86	42.17	42.39	42.18
EPS(基本) (元/股)	0.28	0.12	0.00	0.01	0.01
P/E(TTM)	21.43	156.39	-136.74	-271.31	116.45

数据来源: Wind, 东北证券

3.2.3. 西山煤电：炼焦煤龙头，国企改革值得期待

煤焦业务收入占比较多，有望受益黑色产业链利润。公司目前拥有六个在产矿井，产能 2930 万吨。整合矿产能 540 万吨，随着整合矿井的逐步投产，后续产量有望进一步释放。主要产品为焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等。公司现有业务占比中煤炭和焦化业务占比最大分别为 55.39% 和 24.07%，公司现有焦化产能 540 万吨，煤焦业务整体收入占比 80%，业绩有望受益于黑色产业链整体利润整体强势。

大股东山西焦煤集团资产注入可期。山西焦煤集团是全国最大的炼焦煤生产加工企业和供应商，位居 2016 年世界 500 强第 337 位。现有 107 座煤矿，生产能力 1.81 亿吨/年；28 座选煤厂，入洗能力 1.26 亿吨/年。主要产品是炼焦用煤，包括焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等多个煤种。在国家力推国企改革及山西省煤改持续快速推进的背景下，集团整合旗下煤炭资产可以期待。

图表 34: 西山煤电主要财务指标 (亿元) (截至 2017 年 9 月 5 日)

	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	101.26	142.29	50.76	111.55	60.85
同比(%)	99.49	27.56	-16.59	-30.41	-22.38
归属母公司股东的净利润	11.43	8.57	0.51	1.03	1.14
同比(%)	2,118.85	732.02	-54.71	-89.51	-76.10
EBITDA	24.40	31.22	6.84	15.64	6.52

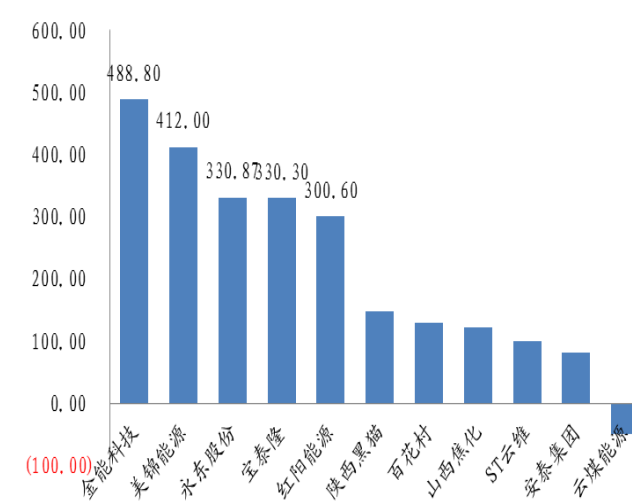
ROE(加权)(%)	5.97	4.75	0.29	0.57	0.61
销售毛利率(%)	35.68	37.04	25.38	33.23	28.36
销售净利率(%)	10.65	4.99	-0.55	-0.37	0.12
资产负债率(%)	67.95	68.91	64.59	65.30	63.74
EPS(基本) (元/股)	0.17	0.26	0.10	0.22	0.12
P/E(TTM)	0.38	0.29	0.02	0.03	0.04

数据来源: Wind, 东北证券

3.3. 焦炭及煤化板块: 传统龙头焦企位居前列

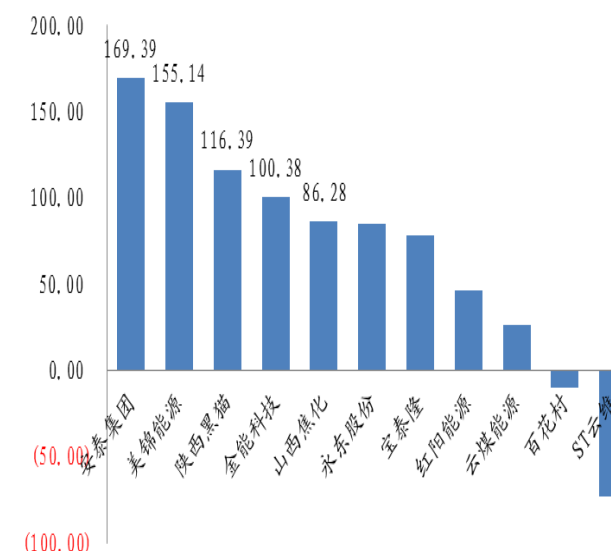
焦炭及煤化工板块中营收排名前五的金能科技, 美锦能源, 永东股份, 宝泰隆, 红阳能源, 净利润增速排名前五的又安泰集团, 美锦能源, 陕西黑猫, 金能科技, 山西焦化。

图表 35: 营业收入同比增速 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 36: 净利润同比增速 (%)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 37: 焦炭及煤化工板块股票主要财务指标

	公司名称	ROE	销售 毛 利 率	销售净利 率	资产负 债率	已获利 息倍数	总资产周 转率	营业收入增长 率	归属于母公司 净利润增长率
1	美锦能源	7.01	22.38	9.37	38.46	16.96	0.48	155.14	412.00
2	永东股份	9.53	25.09	11.12	32.74	57.28	0.64	84.79	330.87
3	安泰集团	(7.19)	10.71	(2.35)	85.09	0.52	0.40	169.39	81.10
4	百花村	1.91	30.59	17.10	15.41	28.86	0.09	(10.20)	130.38
5	ST 云维	1.37	3.45	0.95	19.95	20.14	0.80	(73.21)	100.75
6	山西焦化	0.97	9.87	0.75	76.44	1.23	0.24	86.28	123.03
7	红阳能源	8.34	25.69	11.25	66.12	3.42	0.24	46.17	300.60
8	云煤能源	(2.66)	2.12	(4.08)	46.90	(1.32)	0.31	26.16	(48.96)
9	宝泰隆	1.39	26.62	4.60	44.88	2.45	0.14	78.02	330.30
10	陕西黑猫	3.33	8.67	2.29	55.16	2.34	0.49	116.39	148.60

11	金能科技	14.32	19.04	11.60	29.80	37.11	0.74	100.38	488.80
----	------	-------	-------	-------	-------	-------	------	--------	--------

数据来源: Wind, 东北证券

3.3.1. 陕西黑猫: 高弹性焦化企业, 积极推进减焦增化

技术领先的煤化工企业。公司是焦化行业循环经济产业链较为完善的企业之一, 产品主要包括为焦化产品和化工产品, 包括焦炭、煤焦油、粗苯、甲醇、合成氨和 LNG。其为国内首家利用焦炉煤气生产甲醇联产合成氨、利用焦炉煤气生产 LNG 联产甲醇的企业。

公司焦炭业务收入占比超 80%, 受焦化利润转好业绩弹性大, 地理位置优越焦煤资源丰富。公司 17 年中报披露现有焦炭产能 520 万吨/年, 焦炭收入约 42.60 亿元, 占比 83.58%, 现有业务结构中, 主要的收入来源于焦炭业务, 将大幅受益于焦化利润的转好。同时公司地处陕西省韩城市, 临近焦煤大省山西原材料供应保障较足, 运输成本低廉, 焦炭业务较其他焦化公司有比较优势。

公司积极推进“减焦增化”转型, 有益于抵抗周期波动。公司现有 31 万吨/年甲醇(含粗甲醇 1 万吨/年)、25 万吨/年 LNG、9 万吨/年合成氨、23.7 万吨/年煤焦油、6.93 万吨/年粗苯、2×12MW 煤泥发电和 8,000 万块/年蒸压粉煤灰砖。公司持续推进更多煤化业务的转型。公司今年三月获批定增项目, 募投项建成达产后将实现年产 180 万吨甲醇、21 万吨 LNG、16 万吨碳铵的生产能力, 将提高公司煤化业务收入利润占比。

图表 38: 陕西黑猫主要财务指标(亿元)(截至 2017 年 9 月 5 日)

	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	50.97	55.58	23.56	52.19	27.02
同比(%)	116.39	6.51	-12.82	-23.01	-19.50
归属母公司股东的净利润	0.93	2.16	0.37	-2.81	0.32
同比(%)	148.60	176.75	17.41	-246.84	-43.73
EBITDA	3.59	7.22	1.60	0.02	2.40
ROE(加权)(%)	3.33	8.26	1.49	-10.57	1.12
销售毛利率(%)	8.67	15.49	9.18	2.73	7.46
销售净利率(%)	2.29	4.17	-1.09	-9.96	-0.94
资产负债率(%)	55.16	58.50	55.29	59.04	54.56
EPS(基本)(元/股)	0.10	0.23	0.04	-0.45	0.05
P/E(TTM)	30.06	-36.37	-23.25	78.20	49.55

数据来源: Wind, 东北证券

3.3.2. 山西焦化: 龙头焦企, 积极开展煤化业务

第一家上市焦化企业, 优质山西焦炭龙头企业技术领先。公司为全国焦化企业第一家上市公司, 现有焦炭产能 300 万吨及 30 万吨煤焦油加工、35 万吨甲醇、10 万吨粗苯精制及 8 万吨炭黑等主要生产装置, 主要产品有冶金焦、甲醇、工业萘、煤焦油、焦化苯、改质沥青、炭黑等 50 余种, 主导产品冶金焦被评为“中华国货精品”、“山西标志性名牌产品”, 公司已形成完整的煤焦化及其副产品初加工的产业链, 坚持客户导向, 定制化生产, 满足不同钢铁企业焦炭质量个性要求。

现有业务机构焦炭收入占比较高, 大幅受益于焦化利润变化。公司的收入结构 16 年年报焦炭收入占比 70.75%, 17 年中报焦炭业务收入占比 69.07%, 收入和利润

弹性均受焦炭价格及焦化利润的影响较大，在焦化利润快速恢复的背景下公司下半年利润有望超预期。

在建煤化烯烃和甲醇项目有望成为未来业绩增长点。公司正在建设省级重点项目 60 万吨/年煤制烯烃项目及其原料配套项目 100 万吨甲醇/年。项目的建设成功有望使得公司向现代煤化工的转型跨越发展，产品毛利水平进一步提升，抗周期能力更强。

图表 39: 陕西黑猫主要财务指标 (亿元) (截至 2017 年 9 月 5 日)

	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30	2015-12-31	2015-06-30
营业总收入	26.71	40.38	14.34	33.66	17.28
同比(%)	86.28	19.97	-17.01	-32.21	-33.22
归属母公司股东的净利润	0.20	0.44	-0.86	-8.30	-2.38
同比(%)	123.03	105.33	63.67	-4,299.89	-1,595.67
EBITDA	2.98	5.56	1.86	-2.71	0.01
ROE(加权)(%)	0.97	2.19	-4.52	-34.43	-9.18
销售毛利率(%)	9.87	11.94	5.94	-8.19	-1.59
销售净利率(%)	0.75	1.13	-5.97	-24.68	-13.72
资产负债率(%)	76.44	75.53	77.24	75.71	68.00
EPS(基本) (元/股)	0.03	0.06	-0.11	-1.08	-0.31
P/E(TTM)	34.48	-14.48	-4.97	-11.20	-95.70

数据来源: Wind, 东北证券

3.4. 上半年煤炭板块个股涨跌幅

图表 40: 上半年煤炭板块涨跌幅 (2017/06/30)

涨跌幅排名					涨跌幅排名			
代码	公司简称	收盘价	涨幅 (%)		代码	公司简称	收盘价	涨幅 (%)
1 601225.SH	陕西煤业	7.0700	45.7732		000937.SZ	冀中能源	6.1200	-7.6804
2 601088.SH	中国神华	22.2900	37.7627		600121.SH	*ST 郑煤	5.0300	-7.7064
3 600971.SH	恒源煤电	8.1300	29.6651		601918.SH	新集能源	4.3300	-8.2627
4 601101.SH	昊华能源	8.2000	22.7545		600395.SH	盘江股份	7.3300	-9.1698
5 603113.SH	金能科技	23.3200	21.1429		601011.SH	宝泰隆	6.4300	-9.8177
6 600546.SH	山煤国际	4.7900	17.6904		600157.SH	永泰能源	3.5700	-10.9726
7 600188.SH	兖州煤业	12.2400	12.7072		600740.SH	山西焦化	7.0400	-10.9987
8 600508.SH	上海能源	11.6700	8.4197		002753.SZ	永东股份	18.5700	-11.7518
9 601666.SH	平煤股份	5.2700	8.2136		601001.SH	大同煤业	5.2500	-14.0753
10 000571.SZ	新大洲 A	8.1100	6.4304		600997.SH	开滦股份	6.1000	-14.6853
11 002128.SZ	露天煤业	8.7000	4.6512		600397.SH	安源煤业	4.3200	-16.2791
12 000983.SZ	西山煤电	8.7700	3.7892		600758.SH	红阳能源	8.9400	-16.7368
13 601898.SH	中煤能源	5.8800	1.2048		600403.SH	*ST 大有	4.6700	-18.0702
14 600348.SH	阳泉煤业	6.7800	0.7429		601015.SH	陕西黑猫	7.6000	-20.3354
15 600725.SH	ST 云维	2.8500	0.0000		600792.SH	云煤能源	4.6100	-20.3800
16 601699.SH	潞安环能	7.8200	-1.7334		600714.SH	金瑞矿业	12.0000	-22.1285
17 000723.SZ	美锦能源	8.0400	-3.5579		600721.SH	百花村	14.2200	-23.3836

18	600123.SH	兰花科创	7.6200	-5.2239	000780.SZ	*ST 平能	4.3900	-24.9573
19	000552.SZ	靖远煤电	3.5700	-5.2555	600408.SH	安泰集团	3.8700	-27.1186

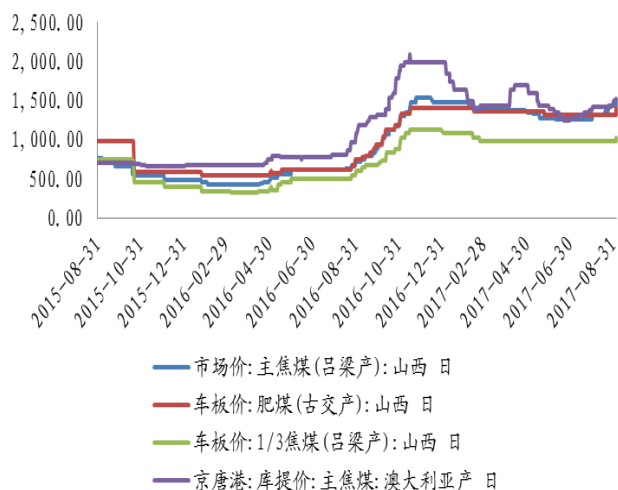
数据来源: Wind, 东北证券

4. 下半年投资策略: 焦煤板块配置优于动力煤板块, 焦炭板块业绩将有超预期表现

4.1. 焦煤板块配置优势将高于动力煤板块

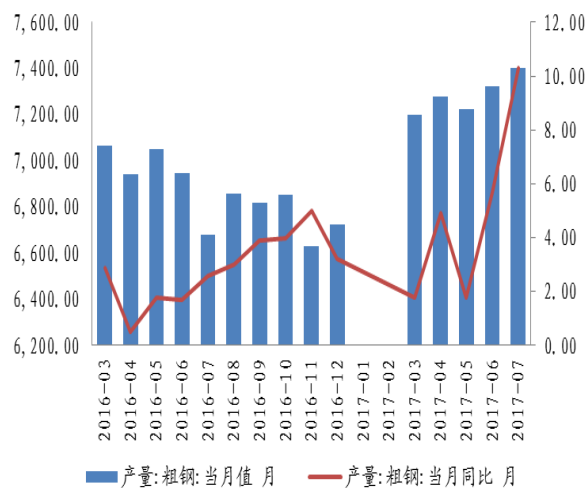
焦煤受益于黑色产业链利润丰厚, 动力煤受政策打压上行空间有限。当前动力煤板块受限制较多主要原因为当前煤电矛盾较为激烈, 神华与国电的重组为探索解决煤电矛盾的有效尝试, 发改委上半年对于煤电矛盾解决态度坚决, 上半年在动力煤价格持续上涨的背景下禁止中煤、神华销售现货动力煤, 并同时决定释放先进产能 2 亿吨等政策接连出台, 均传递出对于当前煤电矛盾激化的担忧, 同时上游能源过快的上涨对于下游公用事业电力行业的挤压已到需要解决的阶段, 但焦煤整体未受过多政策调控, 受益于黑色产业链利润较高, 当前下游吨钢利润仍处于较好水平, 当前螺纹钢热轧吨钢利润在 1200 元/吨水平, 冷轧在 950 元/吨水平, 开工动力十足对于原料的需求极其旺盛, 7 月粗钢产量 7402.1 万吨, 在传动季节性生产淡季的背景下, 粗钢产量逆市同比增长 10.5%, 焦化利润的恢复使得焦化厂生产意愿较强对焦煤的补库意愿极强, 焦煤供给又受多方面影响山西安保升级, 焦煤集团减产, 进口煤收紧等供给释放的制约预计整体价格走势之后将强于动力煤板块。

图表 41: 焦煤价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 42: 粗钢产量 (万吨)



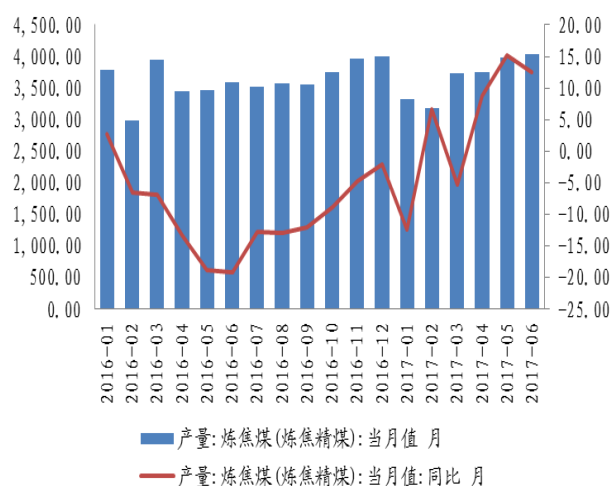
数据来源: Wind, 东北证券

图表 43: 焦煤库存(万吨)



数据来源: 我的钢铁网, 东北证券

图表 44: 焦煤产量(万吨)



数据来源: Wind, 东北证券

4.2. 动力煤龙头为主逻辑

动力煤板块的配置策略仍然为龙头企业优先, 其在环保安全方面投入较多技术领先, 产量释放充分, 生产成本低和易获得新增产能指标的优势逐步凸显。动力煤产量的增量来看龙头占据优势的逻辑在于其在于安全环保领域投入资金较多、优质矿井占比较高, 使得产量可以充分释放, 在当前环保安全性质严峻的背景下优势较大, 同时叠加龙头企业在成本端口水平较低, 相同的煤价涨幅的背景下毛利水平将较中小煤企表现优异, 同时产能新增指标大部分被龙头公司取得, 未来新增产能方面收入方面有较充分保证。唯一利空缘于发改委对于价格绿色区间的调整决心较强当前电企利润持续走低, 随着新增产能逐步投放的进程, 动力煤价格中长期回到绿色区间可以预见。

图表 45: 绿色区间



数据来源: Wind, 东北证券

图表 46: 电力和煤炭行业利润同比增速(%)

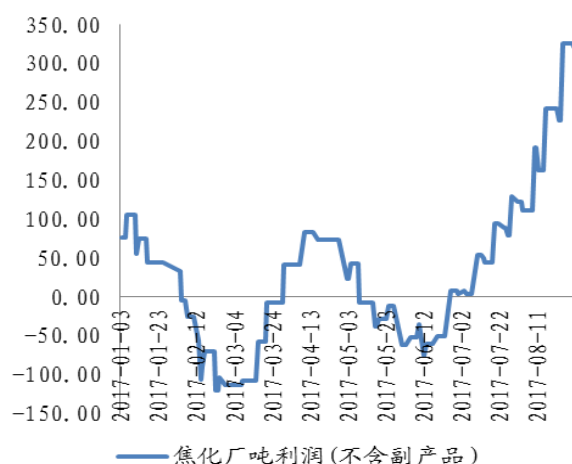


数据来源: Wind, 东北证券

4.3. 焦炭下半年业绩将超预期

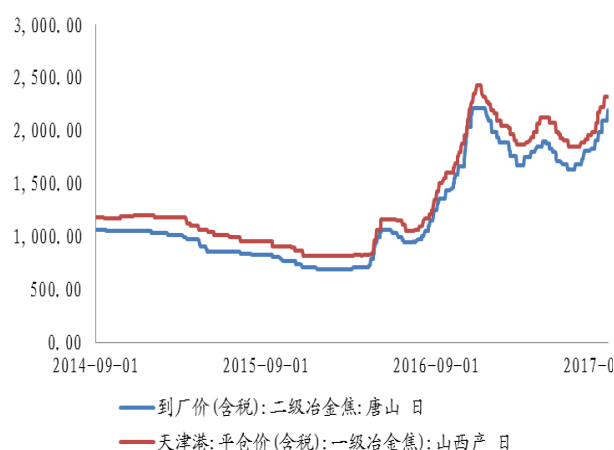
焦炭及煤化工板块下半年业绩有望超预期。近期焦炭从最开始的以防止亏损为主要目的提价到逐步地成为黑色板块中涨幅最高的品种。焦炭价格从6月27日开始反弹，截至8月24日，焦炭价格共涨7次，累计涨460元/吨，据我们模型测算当前吨焦利润在300元/吨的水平，焦炭价格虽然已经连续上涨7次，原因有钢厂的加速开工和补库为主要价格接受动力，7月粗钢产量7402.1万吨，在传动季节性生产淡季的背景下，粗钢产量逆市同比增长10.5%，抢工生产明显，截至9月1日钢联统计的100家独立焦化厂焦炭库存28.8万吨，自7月初历史56万吨持续下降，达到同期最低水平，上游库存极低也给予其价格强有力支撑，主产区山西、陕西、山东、河北等焦炭产区主产地受环保政策影响，增量释放较难，下游钢企持续补库。随着冬季取暖季焦化的限产已为较为确定性事件，下游消费端月均约7400万的粗钢产量，以1吨粗钢需要0.96吨生铁，1吨生铁耗费0.6吨焦炭粗算，焦炭的需求约4262万吨，较焦炭月均产量3700万吨的水平仍有较大缺口，当前的产能利用率基本80%，开工率逐步回落，产量缺口短期难补，价格仍易涨难跌，下半年有望业绩超预期迎来配置机会。

图表 47: 吨焦利润模型 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图表 48: 焦炭价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

分析师简介:

唐凯, 2年证券从业经验, 拥有多年管理咨询行业从业经历, 现任轻工制造行业分析师。

吴狄, 纽约大学金融工程硕士, 曾任职中国国际期货有限公司钢铁煤炭分析师, 现任东北证券钢铁煤炭行业分析师助理

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

自由大路1138号
邮编: 130021
电话: 4006000686
传真: (0431)85680032
网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编: 100033
电话: (010)63210800
传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

源深路305号
邮编: 200135
电话: (021)20361009
传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
电话: (010) 63210896
手机: 136-5103-5643
邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
电话: (021) 20361100
手机: 136-2169-3507
邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
电话: (0755) 33975865
手机: 186-6457-9712
邮箱: qiuxx@nesc.cn