淮北矿业（600985.SH） 低估值高股息焦煤龙头，新业务贡献增长极

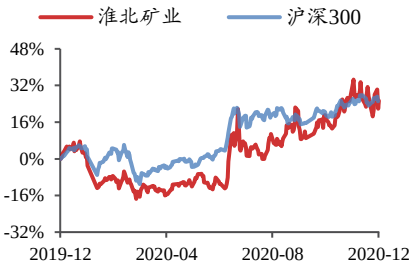
2020 年 12 月 23 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/12/23
当前股价(元)	11.16
一年最高最低(元)	12.26/7.63
总市值(亿元)	242.45
流通市值(亿元)	72.55
总股本(亿股)	21.72
流通股本(亿股)	6.50
近 3 个月换手率(%)	126.22

股价走势图



数据来源：贝格数据

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● **低估值高股息焦煤龙头，新业务贡献增长极。首次覆盖，给予“买入”评级**

淮北矿业是华东炼焦煤龙头，临近长三角地区下游产业密集，煤炭主业基础上“煤焦化电”一体经营，自 2018 年借壳上市后业绩平稳释放，2020 年疫情影响下业绩仍表现出强劲韧性。内生方面，近年来公司积极推进煤炭产能结构优化，去产能任务基本结束，同时信湖矿、陶忽图矿将贡献未来产能增量；外生方面，澳煤禁运收紧焦煤供给，焦化行业加速去产能，催化双焦价格持续强势。内外生结合，量价齐升有望拉动业绩大幅增长。同时公司积极布局砂石产能建设，伴随供改深化砂石行业进入高盈利时代，且具备政策护城河，砂石骨料有望成为公司业绩新增长点。另外，公司积极回馈股东，上市后分红率平稳提升，高分红凸显公司长期投资价值。我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 36.2/42.4/45.9 亿元，同比变化-0.25%/17.1%/8.42%；EPS 分别为 1.67/1.95/2.12 元，对应当前股价，PE 分别为 6.7x/5.7x/5.3x。横向对比来看公司当前估值明显低于行业平均，看好公司未来业绩增长以及估值修复。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

● **“精煤战略”煤炭盈利能力突出，产能仍有 1100 万吨增量空间**

公司地处两淮矿区，煤炭资源丰富，主产焦煤、肥煤等稀缺炼焦煤品种，“精煤战略”推进下吨煤毛利位于行业前列。公司产能达 3255 万吨，且去产能已基本结束，未来仍有 1100 万吨增量空间：信湖矿预计于 2021 年投产，贡献 300 万吨优质焦煤产能；陶忽图矿预计 2025 年前后投产，贡献 800 万吨优质动力煤产能。

● **双焦价格齐上涨，利好公司业绩增长**

焦炭方面，焦化行业去产能力度加大，焦炭供给明显收紧，同时下游钢厂高开工率有望持续，促成焦价持续上涨；焦煤方面，澳煤禁运收紧国内焦煤供给，华东沿海地区进口由国产代替，焦煤价格补涨行情或可持续，同时煤焦价差的扩大为焦煤价格上涨创造空间。双焦景气度均明显提升，利好公司双焦业绩增长。

● **砂石骨料具备高盈利性，或成业绩新增长点**

传统民爆业务基础上，公司积极向下游推进砂石产能建设，预计 2021 年可达到 648 万吨产能规模。近年来环保及供改政策深化，砂石骨料供不应求价格高企，“政策&资金”准入护城河加持下高盈利性有望持续。看好砂石业绩增长潜力。

● **风险提示：**经济恢复不及预期，煤炭价格下跌超预期，新增产能进度落后预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54,687	60,086	59,520	61,155	62,444
YOY(%)	5617.4	9.9	-0.9	2.7	2.1
归母净利润(百万元)	3,549	3,628	3,619	4,238	4,595
YOY(%)	2885.3	2.2	-0.3	17.1	8.4
毛利率(%)	20.3	16.5	17.1	18.1	18.6
净利率(%)	6.5	6.0	6.1	6.9	7.4
ROE(%)	19.5	16.3	15.5	16.0	15.4
EPS(摊薄/元)	1.63	1.67	1.67	1.95	2.12
P/E(倍)	6.8	6.7	6.7	5.7	5.3
P/B(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 华东炼焦煤龙头，借壳上市后业绩平步青云 4
1.1、 安徽省属国有煤企，借壳雷鸣科化实现上市 4
1.2、 供改后业绩稳定增长，疫情影响下韧性十足 4
1.3、 煤焦主业贡献主要业绩，非煤业务协同发展 5
2、 煤炭业务：华东地区龙头优势显著，受益焦煤价格补涨 6
2.1、 优质焦煤资源丰富，信湖矿、陶忽图矿将贡献增量 6
2.2、 产能利用率有效改善，“精煤战略”优化产品结构 8
2.3、 地处华东腹地，区位优势明显 10
2.4、 高比例长协稳价，吨煤盈利能力突出 11
2.5、 焦煤行业：进口收紧&高煤焦价差利好涨价，焦钢积极生产支撑需求 12
3、 煤焦化：华东最大独立焦企，受益焦化行业去产能 14
3.1、 华东最大独立焦化产能，煤化工产业链积极布局 14
3.2、 焦炭行业：供需两端共同发力，焦价有望维持高位 16
3.2.1、 焦化行业去产能深化，全国供给处于收紧趋势 16
3.2.2、 下游钢厂开工率持续高位，焦炭需求向好 19
3.2.3、 行业高盈利性短期或延续，2021 年焦价虽有回调但仍维持高位 20
4、 民爆矿山一体化，砂石骨料业绩释放可期 21
4.1、 民爆龙头，进军下游砂石矿山业务 21
4.2、 砂石供改推进大矿山时代来临，筑造龙头盈利护城河 22
5、 高分红凸显投资价值，负债率持续优化 25
6、 盈利预测与投资建议 26
6.1、 关键假设 26
6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 28
7、 风险提示 29
附：财务预测摘要 30

图表目录

图 1： 公司系安徽省属国企背景，控股股东为淮矿集团 4
图 2： 2016 年后公司总营收规模平稳增长 5
图 3： 2016 年后公司归母净利润明显增长 5
图 4： 除贸易业务外，煤炭及煤化工贡献主要营收 5
图 5： 煤炭及煤化工（主要为焦化）贡献主要毛利 5
图 6： 煤炭、煤化工及民爆业务毛利率主要在 40%-50%之间波动 6
图 7： 公司所处矿区煤种以焦煤、肥煤等稀缺炼焦煤品种为主 6
图 8： 2019 年公司产能利用率回升至 80%以上 9
图 9： 2020 年前三季度产销量同比增速均改善 9
图 10： 公司商品煤产量中，炼焦精煤占比基本在 40%~50%之间 10
图 11： 华东地区众多煤炭下游产业均在公司辐射范围内 10
图 12： 2019 年公司煤炭业务下游前五大客户销售收入占比合计 35.5% 11
图 13： 吨煤价格在可比公司中相对领先（元/吨） 12
图 14： 吨煤成本在可比公司中具备相对优势（元/吨） 12
图 15： 吨煤毛利在可比公司中处于领先地位（元/吨） 12

图 16: 公司煤炭销售毛利率在可比公司中相对领先 12
图 17: 2020 年 1-10 月澳洲炼焦煤进口量占比达 53.7% 13
图 18: 澳煤与蒙煤在我国炼焦煤进口量中占比位居前二 13
图 19: 下半年大中型焦化厂开工率持续高位(%) 13
图 20: 下半年全国高炉开工率持续高于 2019 年同期 13
图 21: 下半年焦炭单月产量保持同比增长(万吨) 14
图 22: 下半年粗钢单月产量保持高同比增速 14
图 23: 下半年焦价上涨，煤焦价差明显扩大（万吨） 14
图 24: 2020 年四季度钢价大幅上涨（元/吨） 14
图 25: 公司煤化工产业链示意图 16
图 26: 2019 年产能低于 100 万吨的焦企数量超 50% 17
图 27: 2019 年 4.3 米及以下焦炉产能占比较大 17
图 28: 2020 年 1-11 月全国累计实现焦炭产量 4.32 亿吨，同比下降 0.2% 17
图 29: 2020 年 1-10 月河北、山东、河南、江苏四省同比减产明显（万吨） 18
图 30: 2020 年下半年全国高炉开工率维持高位 19
图 31: 2020 年下半年日均粗钢产量远超 2019 年同期 19
图 32: 2020 年 1-11 月粗钢累计产量同比增长 5.5% 20
图 33: 2020 年 1-11 月生铁累计产量同比增长 4.2% 20
图 34: 2020 年四季度煤焦价差扩大（元/吨） 20
图 35: 砂石骨料产业链示意 22
图 36: 江苏砂石价格于 2017 年开始大幅增长（元/吨） 24
图 37: 2020 年下半年砂石价格走出平稳回升趋势 24
图 38: 海螺水泥、上峰水泥砂石骨料业务毛利率于 2017 年后大幅增长至 70%以上 24
图 39: 公司资产负债率逐年平稳下降 26
图 40: 公司财务费用及费用率平稳下降 26

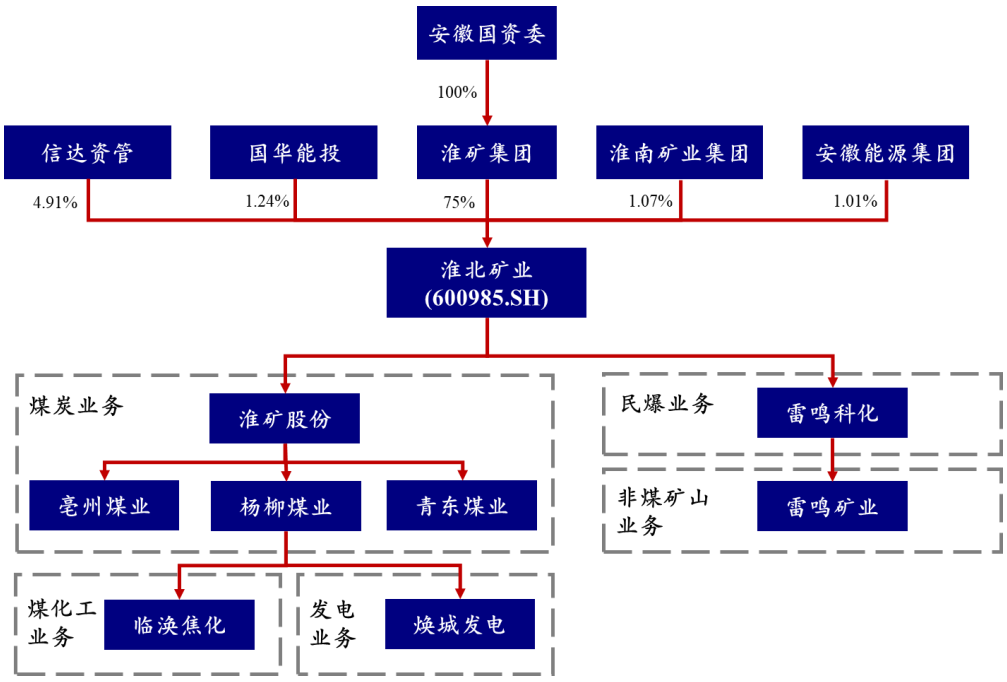
表 1: 公司在产产能合计达 3255 万吨，另有 1100 万吨增量产能 7
表 2: 2016 年至今，公司陆续退出或减量产能合计 1049 万吨 7
表 3: 公司炼焦煤选煤厂入洗能力合计达 2900 万吨 9
表 4: 公司动力煤选煤厂入洗能力合计达 1020 万吨 10
表 5: 临涣焦化 440 万吨产能，华东地区最大独立焦化企业 15
表 6: 公司主要煤化工产品（焦炭、甲醇）产销量情况 16
表 7: 截至 2020 年 8 月全国在产焦炭产能分布情况 17
表 8: 2020 年内各主产省份相继对年度去产能目标提出要求 18
表 9: 近年来公司民爆产品产销情况 21
表 10: 公司合计砂石产能达 648 万吨 21
表 11: 安徽省历年砂石矿采矿权出让结果明细（2017 年 6 月后至今未发生采矿权出让） 22
表 12: 公司砂石骨料业务盈利测算 25
表 13: 2020 年分红率同比持平假设下，股息率预计可达到 5.2% 25
表 14: 公司经营业务关键假设 26
表 15: 可比公司盈利预测与估值 28

1、 华东炼焦煤龙头，借壳上市后业绩平步青云

1.1、 安徽省属国有煤企，借壳雷鸣科化实现上市

淮北矿业控股股份有限公司（以下简称“淮北矿业”或“公司”）作为安徽省属国有煤企，是华东地区炼焦煤龙头，主营业务为煤炭采掘、洗选加工、销售，煤化工产品的生产、销售等。公司前身为安徽雷鸣科化股份有限公司（以下简称“雷鸣科化”）。雷鸣科化由淮北矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮矿集团”）为主于1999 年 3 月发起成立，主营民爆器材生产销售、爆破服务等业务，于 2004 年 4 月在上交所挂牌上市。2018 年 8 月雷鸣科化通过定增对淮矿集团下属子公司淮北矿业股份有限公司（以下简称“淮矿股份”）100%股权收购，完成重大资产重组，并于 2018 年 10 月更名为淮北矿业，淮矿股份资产注入公司后，主业由民爆产品与服务业务变更为煤炭与煤化工业务。公司重组前后实际控制人均为安徽省国资委，截至 2020 年 6 月 30 日，公司控股股东为淮矿集团，持股比例为 75%。

图1：公司系安徽省属国企背景，控股股东为淮矿集团



资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：根据公司 2020 年 12 月公告，信达资管于 12 月 2 日前已完成减持，共减持股份 0.89%，持股比例由 5.8%下降至 4.91%。

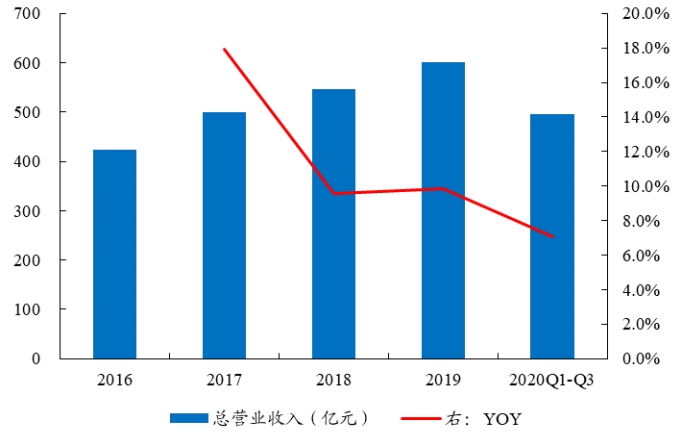
1.2、 供改后业绩稳定增长，疫情影响下韧性十足

伴随行业供改，公司业绩稳步增长。2016 年煤炭行业开展供给侧改革，产能过剩问题得到逐步改善，煤价得以修复，公司作为华东焦煤龙头，在供改进程中持续受益，总营收规模平稳增长，业绩于 2016 年后得到明显改善。2019 年公司实现总营收 601 亿元，同比增长 9.9%，实现归母净利润 36.3 亿元，同比增长 2.2%。

疫情冲击影响下业绩仍有韧性。2020 年受新冠疫情冲击影响，上半年煤炭行业

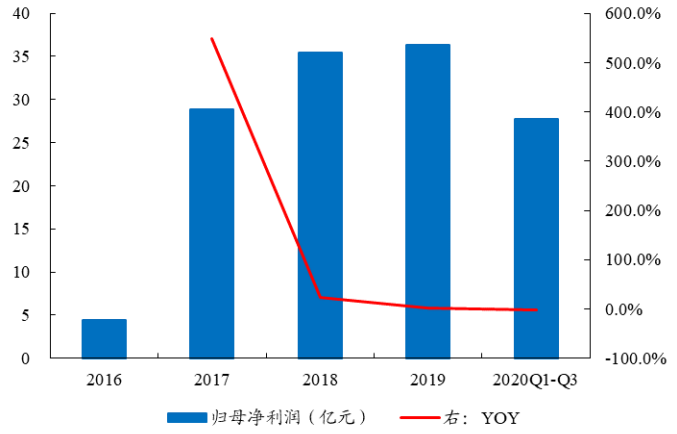
整体需求低迷，同时能源保供推动下出现供给过剩，供需错配导致煤价大幅下跌，煤企业绩普遍同比下降，相比之下，公司业绩则展现出十足韧性。2020 年前三季度，公司实现总营收 495 亿元，同比增长 7%，实现归母净利润 27.7 亿元，同比下降 2.1%，降幅低于行业平均水平（约-15%）；其中 2020Q3 公司实现归母净利润 11.1 亿元，环比增长 33.9%，表现出明显的环比改善趋势。

图2：2016 年后公司总营收规模平稳增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2016 年后公司归母净利润明显增长

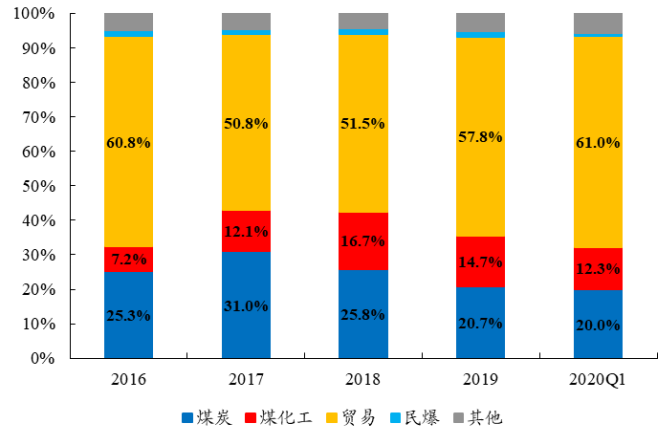


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 煤焦主业贡献主要业绩，非煤业务协同发展

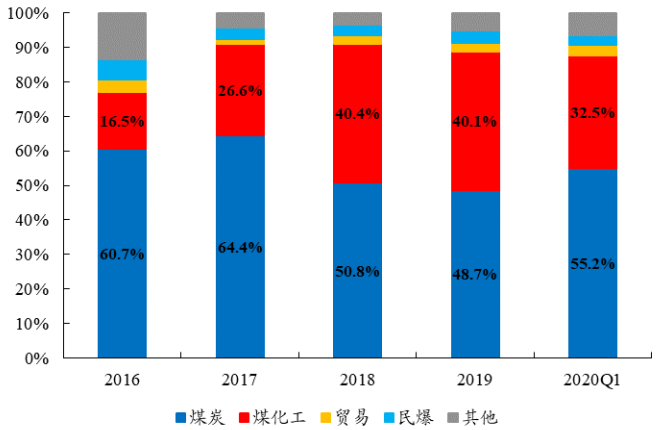
公司坚持“依托煤炭、延伸煤炭、超越煤炭”的发展战略，利用自身资源优势，已发展形成“煤焦化电”一体的煤炭综合利用产业链（即煤炭开采、洗选、加工，焦炭冶炼，煤化工产品加工，煤泥矸石发电），其中煤炭与焦化业务是公司业绩的核心驱动。2019 年公司煤炭业务实现营收 125 亿元，占比 20.7%，煤化工业务（主要为焦化）实现营收 88.3 亿元，占比 14.7%；煤炭业务实现毛利 48.4 亿元，占比达 48.7%，煤化工业务实现毛利 39.8 亿元，占比达 40.1%。非煤业务方面，贸易、民爆、发电及其他业务毛利贡献较小，2019 年合计贡献 11.1 亿元毛利，占比 11.2%。从毛利率来看，煤炭、煤化工及民爆业务毛利率主要在 40%-50%之间波动，2019 年分别为 38.8%、45.1%、40.2%，而贸易业务毛利率则不超过 1%。

图4：除贸易业务外，煤炭及煤化工贡献主要营收



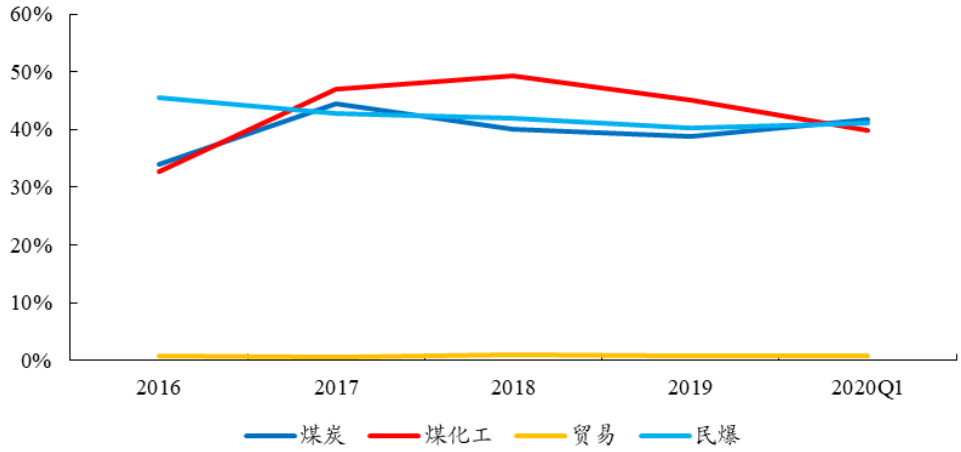
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：煤炭及煤化工（主要为焦化）贡献主要毛利



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：煤炭、煤化工及民爆业务毛利率主要在 40%-50%之间波动



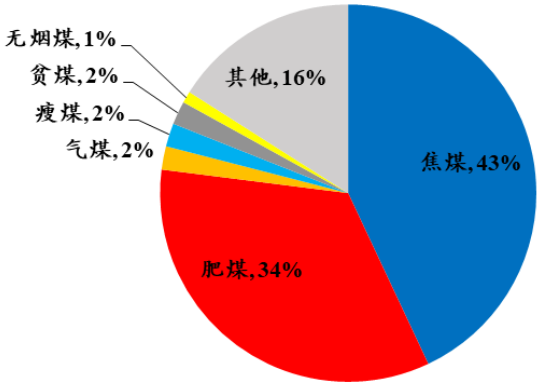
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 煤炭业务：华东地区龙头优势显著，受益焦煤价格补涨

2.1、 优质焦煤资源丰富，信湖矿、陶忽图矿将贡献增量

地处两淮矿区，煤炭资源丰富，煤种以优质炼焦煤为主。公司所处的淮北矿区是 14 个国家亿吨级大型煤炭基地之一的两淮煤炭基地的重要组成部分，矿区煤种齐全，涵盖焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等多个品种，其中焦煤、肥煤、瘦煤等炼焦煤稀缺煤种的储量约占公司煤炭总储量的 80%以上，因此公司煤炭产品以焦精煤为主，约占公司商品煤产量 50%左右。根据公告，公司原煤产量占华东地区原煤产量的 9.36%，占安徽省原煤产量的 22.34%。**截至 2019 年末，公司煤炭资源可采储量合计达 16.6 亿吨，共有在产矿井 16 对，核定在产产能合计达 3255 万吨，权益产能合计达 3044 万吨。**

图7：公司所处矿区煤种以焦煤、肥煤等稀缺炼焦煤品种为主



数据来源：公司官网、开源证券研究所

表1：公司在产产能合计达 3255 万吨，另有 1100 万吨增量产能

矿井名称	煤种	可采储量（万吨）	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	持股比例	剩余年限	投产日期	状态
朱庄煤矿	瘦煤、焦煤	1,410	160	160	100%	3	1961/1	在产
芦岭煤矿	1/3 焦煤	9,135	230	230	100%	24	1970/12	在产
朱仙庄煤矿	气煤	4,568	240	240	100%	14	1983/4	在产
临涣煤矿	焦煤、肥煤	17,390	260	260	100%	34	1985/12	在产
海孜煤矿（西部井）	焦煤	540	50	50	100%	8	1987/1	在产
童亭煤矿	焦煤、肥煤、1/3 焦煤	5,928	150	150	100%	21	1989/11	在产
桃园煤矿	气煤	7,286	175	175	100%	30	1995/11	在产
祁南煤矿	气煤	24,095	260	260	100%	57	2000/12	在产
许疃煤矿	肥煤	17,707	350	350	100%	37	2005/11	在产
涡北煤矿	焦煤	4,349	180	180	100%	12	2007/5	在产
孙疃煤矿	1/3 焦煤	10,317	270	270	100%	28	2008/6	在产
杨柳煤矿	肥煤	15,197	180	180	100%	70	2011/12	在产
青东煤矿	焦煤	14,231	180	112.5	62.5%	49	2011/12	在产
袁店一井煤矿	焦煤、肥煤	14,131	180	180	100%	40	2011/12	在产
袁店二井煤矿	肥煤	7,320	150	90	60%	59	2011/12	在产
邹庄煤矿	气煤	12,410	240	156	65%	38	2015/1	在产
在产合计		**166,014**	**3,255**	**3,044**	**94%**			
信湖煤矿	主焦煤	28,000	300	300	100%		2021 上半年	在建
陶忽图矿	动力煤	——	800	800	100%		预计 2025 年	探转采阶段
在建（规划）合计			**1,100**	**1,100**				

资料来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

去产能任务已基本完成，额度用于置换新增产能。2016 年开始，为响应煤炭行业供给侧改革去产能政策方向，公司陆续退出了部分资源枯竭、效益较差的落后产能，最近一次产能退出为 2020 年初杨庄煤矿 165 万吨产能完全退出，2016 年至今合计退出产能 834 万吨。同时公司也对部分矿井产能进行核减，如 2019 年公司核减朱庄煤矿、临涣煤矿、童亭煤矿、祁南煤矿共计 140 万吨产能。总体来看，公司合计去产能达 1049 万吨，截至 2020 年去产能任务已基本完成，除此之外，公司预计将于“十四五”末期退出朱庄煤矿 160 万吨产能。减量所带来的产能额度主要用于置换新增产能，包括信湖煤矿及陶忽图矿，合计达 1100 万吨。

表2：2016 年至今，公司陆续退出或减量产能合计 1049 万吨

矿井名称	核定产能（万吨）	退出（减产）时间
已退出产能		
刘店煤矿	150	2016 年
袁庄煤矿	69	2016 年
海孜煤矿（大井）	120	2016 年
岱河煤矿	120	2018 年
朔里煤矿	210	2019 年

矿井名称	核定产能（万吨）	退出（减产）时间
杨庄煤矿	165	2020 年
已减量产能		
朱庄煤矿	30	2016 年
桃园煤矿	10	2016 年
朱仙庄煤矿	5	2016 年
孙疃煤矿	30	2017 年
朱庄煤矿	30	2019 年
临涣煤矿	40	2019 年
童亭煤矿	30	2019 年
祁南煤矿	40	2019 年
合计	**1049**	
未来预计退出产能		
朱庄煤矿	160	预计 2025 年退出

资料来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

信湖矿预计于 2021 年投产，贡献 300 万吨优质焦煤产能。截至 2020 年 9 月末，信湖煤矿主要工程进度如下：矿井各系统基本建成，首采工作面正在施工，铁路专用线预计年底完工通车运行。根据工程进度，预计 2021 年上半年信湖煤矿具备联合试运转条件。预计 2021 年可实现 50%左右的产能利用率，2022 年可完全达产。信湖煤矿主产焦煤、1/3 焦煤，其中以主焦煤为主，煤种优势突出，煤质优良，主焦煤品质可对标澳洲峰景矿，具备低灰、低硫、高粘结性等优点。根据当前煤层揭露情况看，信湖煤矿瓦斯灾害威胁相对较轻，治灾成本相对较小。结合当前煤炭市场行情，预计信湖煤矿达产后盈利情况较好，初步估计可达到吨煤毛利 300 元/吨以上。

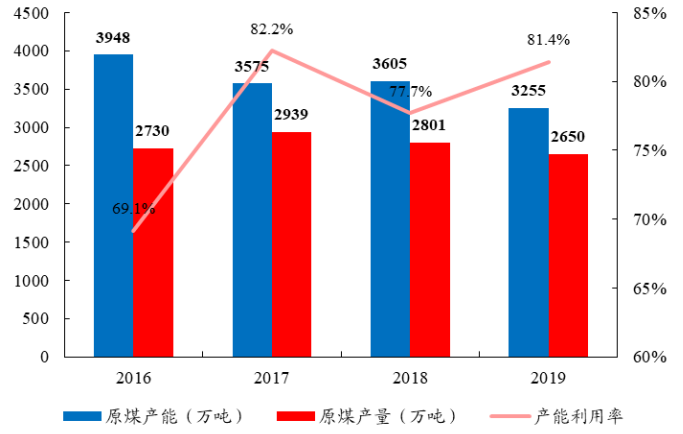
陶忽图矿预计 2025 年前后投产，贡献 800 万吨优质动力煤产能。陶忽图矿位于内蒙古东胜煤田纳林河矿区，是公司积极布局省外煤炭资源的关键一步，公司于 2019 年通过控股子公司鄂尔多斯成达矿业受让获得其探矿权。陶忽图矿井田面积为 72.39 平方公里，资源储量为 14.5 万吨，设计产能 800 万吨，赋存好，煤层厚，主产动力煤，煤质优异，热值高，可达 6000 大卡以上。目前资源开发进展处于“探转采”阶段，公司估计最早于 2020 年年底完成核准，建设周期估计 4~5 年，预计可在“十四五”末期建成投产。

2.2、 产能利用率有效改善，“精煤战略”优化产品结构

2016 年以来，伴随着公司去产能持续推进，落后、低效及资源枯竭的矿井陆续退出，在产矿井的生产经营情况得到明显改善。2016 年至 2019 年四年间，公司总产能分别为 3948、3575、3605、3255 万吨，实际产量分别为 2730、2939、2801、2650 万吨。其中 2019 年产量降幅较大，主要原因一是公司下属朱仙庄煤矿、桃园煤矿受断层、大倾角、火成岩侵蚀等开采地质条件变化导致的产量与质量阶段性影响；二是列入去产能矿井计划的杨庄煤矿煤炭资源储量枯竭，对产量有所影响。从产能利用率来看，公司在地质条件影响下产能利用率仍由 2016 年的 69.1%明显提升至 2019 年的 81.4%。2020 年公司去产能任务基本完成，同时积极采取“一矿一策”、安全技术经济一体化论证等措施，大力推进采煤、选煤智能化建设，通过上装备、推“四化”，

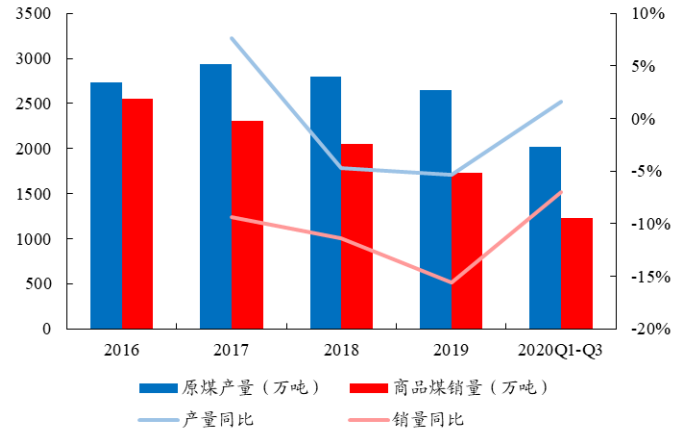
提升煤炭采选工艺水平，努力将地质条件变化等因素对原煤产量和质量的影响降到最低，生产水平趋于稳定，公司的煤炭主业基本进入高质量生产阶段，在产产能的开工率有望保持稳定。

图8：2019 年公司产能利用率回升至 80%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020 年前三季度产销量同比增速均改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

作为华东焦煤龙头，在具备两淮矿区丰富焦煤储量的天然优势下，公司大力推进“精煤战略”，形成了以优质炼焦精煤为主的产品结构。具体来看，2019 年公司 2081 万吨商品煤产量中，炼焦精煤达 973 万吨，占比达 43.8%，动力煤和其他煤种分别占比 33.2%、23%%。由于炼焦煤价格显著高于动力煤，因此以焦煤为主的产品结构具备盈利性优势。洗选能力方面，公司现有炼焦煤选煤厂 4 座，设计入洗能力 2900 万吨/年，动力煤选煤厂 5 座，入洗能力 1020 万吨，合计入洗能力达 3920 万吨，可保障所产原煤全部入洗。其中年入洗能力达 1600 万吨的临涣选煤厂选煤能力处于国内领先水平。

表3：公司炼焦煤选煤厂入洗能力合计达 2900 万吨

选煤厂	设计能力（万吨/年）	洗选工艺	选煤粒度（毫米）	产品质量标准	
				灰分（%）	水分（%）
临涣选煤厂	1,600	重介－浮选-压滤	50~0	10.51~11.00 9.51~10.00 9.01~9.50	≤12.0
淮北选煤厂	400	重介－浮选-压滤	50~0	12.01~12.50 10.51~11.00 10.01~10.50	≤12.0
涡北选煤厂	600	重介－浮选-压滤	50~0	10.51~11.00 10.01~10.50 9.51~10.00	≤12.0
芦岭选煤厂	300	重介－浮选-压滤	50~0	9.01~9.5	≤14.0
合计	**2,900**				

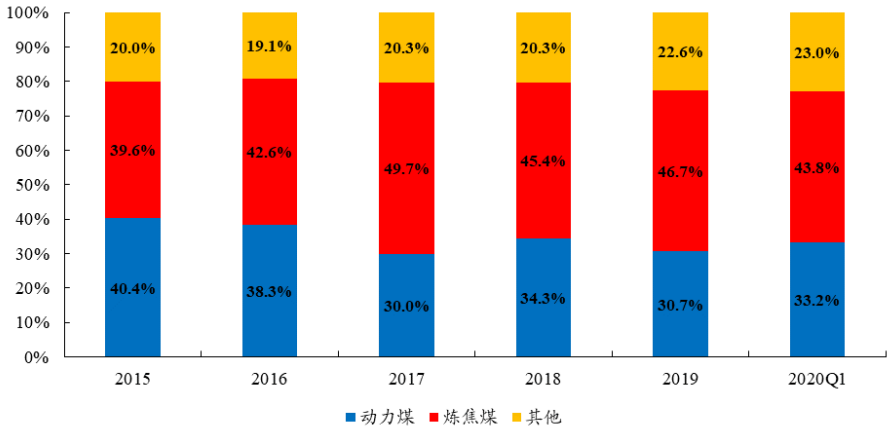
资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4：公司动力煤选煤厂入洗能力合计达 1020 万吨

选煤厂	设计能力（万吨/年）	洗选工艺	选煤粒度（毫米）	产品质量标准
				发热量（卡/克）
朱仙庄选煤厂	300	原煤筛分—重介－压滤	50~0	≥5,000
祁南选煤厂	150	原煤筛分—重介－压滤	50~0	≥5,000
桃园选煤厂	150	原煤筛分—重介－压滤	50~0	≥5,000
邹庄选煤厂	240	原煤筛分—重介－压滤	50~0	≥5,000
杨柳选煤厂	180	原煤筛分—跳汰－压滤	50~0	≥5,000

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司商品煤产量中，炼焦精煤占比基本在 40%~50%之间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、 地处华东腹地，区位优势明显

相较于“三西”地区煤炭主产地，公司矿区位于华东腹地，对安徽省内及长三角、湖北、江西等地区形成良好辐射。华东地区经济发达，煤炭下游钢铁、水泥、电厂、煤化工等产业众多且分布密集，属煤炭高需求市场，保障了公司炼焦煤、动力煤等产品销路，同时也将有效消化公司未来新增产能。

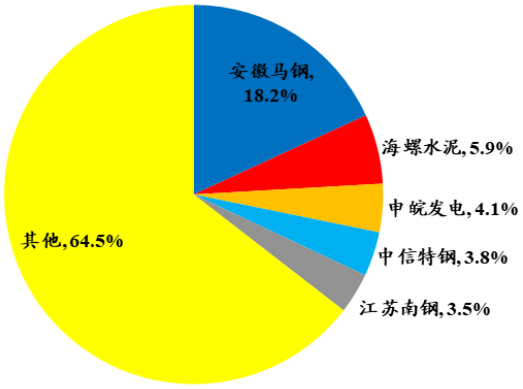
图11：华东地区众多煤炭下游产业均在公司辐射范围内



资料来源：公司公告、开源证券研究所

长期合作华东重点下游企业，前五大客户占比 35.5%。凭借独特的区位优势，公司与华东地区各重点钢铁、水泥、电厂等下游企业建立了长期合作关系，形成稳定的销售渠道，其中包括安徽马钢、海螺水泥、申皖发电，湖北武钢、中信特钢，江苏南钢，上海宝钢，浙江杭钢、宁钢，以及江西新钢等。2019 年，公司煤炭业务下游前五大客户分别为马钢、海螺水泥、申皖发电、中信特钢、南钢，合计销售收入占比为 35.5%。

图12：2019 年公司煤炭业务下游前五大客户销售收入占比合计 35.5%



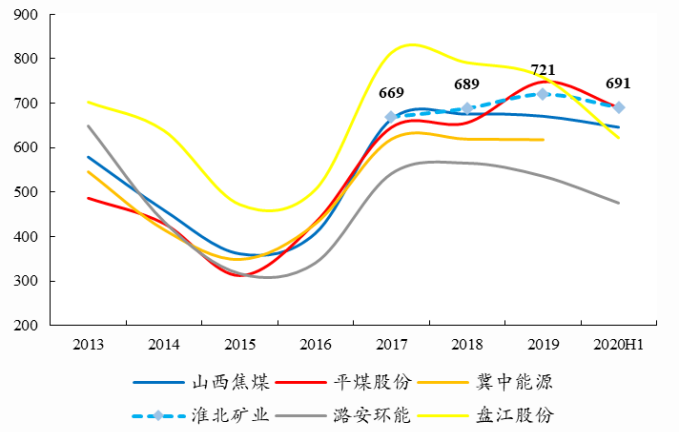
数据来源：公司官网、开源证券研究所

2.4、 高比例长协稳价，吨煤盈利能力突出

焦煤长协采用“年度锁量、季度锁价”模式，受市场波动影响较小。炼焦煤销售方面，公司与核心客户采用长协销售模式，实行“年度锁量、季度锁价”形式，即每年签订一次年度合同，价格原则上每季度调整一次，有助于公司销量与价格的稳定。公司焦煤销售中，长协煤占比较高，2019 年达到 87%，对于价格稳定的作用较为明显。

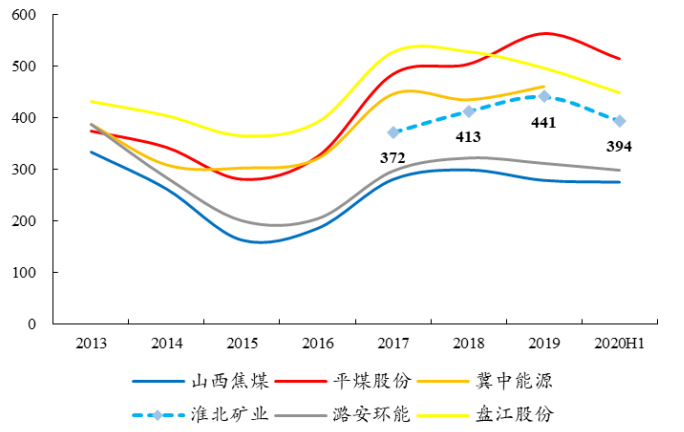
横向对比来看，公司煤炭盈利能力出色，吨煤毛利仅次于山西焦煤。我们选取国内五家以炼焦煤为主要产品的上市煤企作为可比公司进行横向对比：山西焦煤（原“西山煤电”）、平煤股份、冀中能源、潞安环能、盘江股份。可以发现，淮北矿业的吨煤价格在可比公司中相对领先，且近年内波动幅度较小，吨煤成本方面则仅次于山西焦煤、潞安环能两家煤层禀赋好、易开采的山西煤企。吨煤毛利则基本保持行业相对领先地位，仅次于山西焦煤，2019 年为 280 元/吨，2020 年上半年受益于成本下降，吨煤毛利提升至 297 元/吨，毛利率也由 2019 年的 39%提升至 43%，煤炭盈利能力优势突出。

图13：吨煤价格在可比公司中相对领先（元/吨）



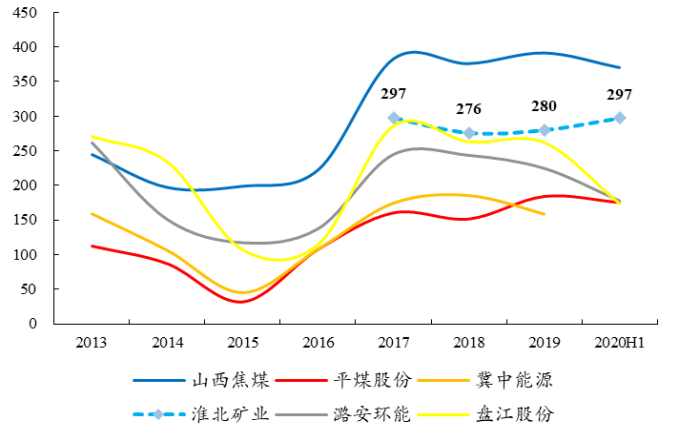
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：吨煤成本在可比公司中具备相对优势（元/吨）



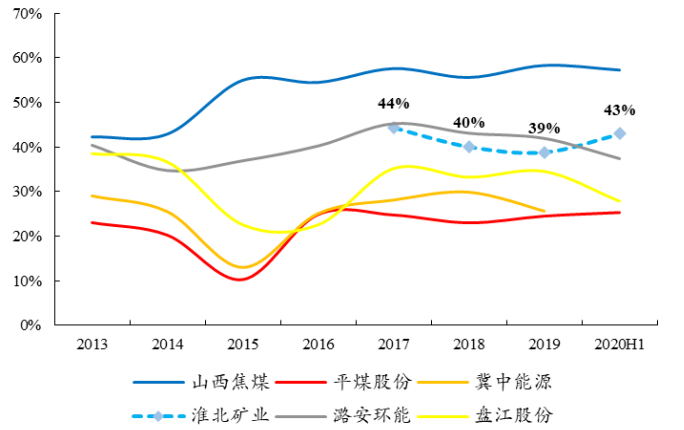
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：吨煤毛利在可比公司中处于领先地位（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：公司煤炭销售毛利率在可比公司中相对领先



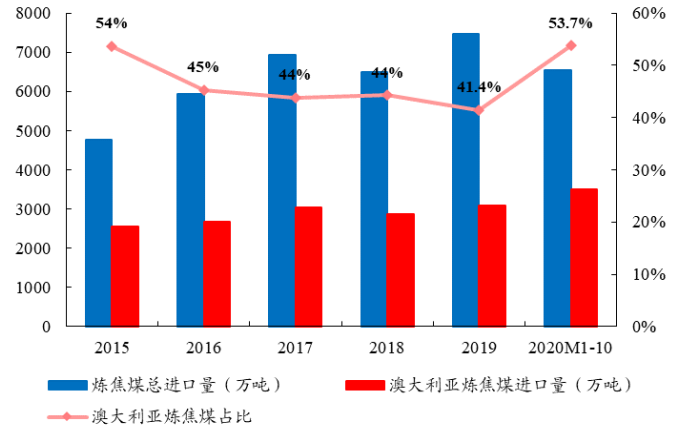
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.5、 焦煤行业：进口收紧&高煤焦价差利好涨价，焦钢积极生产支撑需求

2020 年疫情后期，相较于动力煤于复工复产阶段实现价格快速修复，炼焦煤价格则持续承压，仅在低位企稳。进入四季度后在供需环境改善和煤焦价差拉大情况下炼焦煤价格开启补涨行情，主要驱动因素包括：

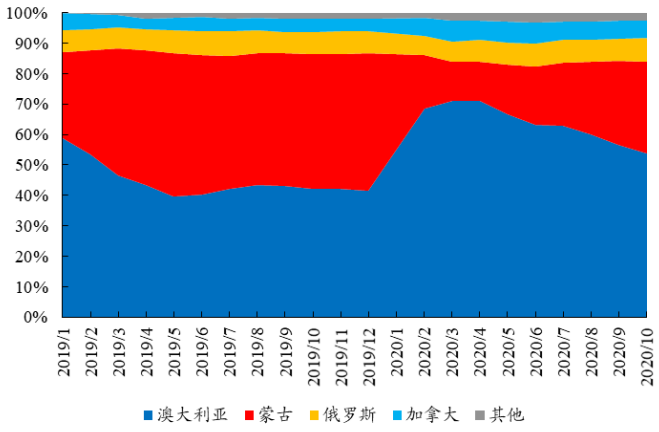
供给端：澳煤进口受限&蒙煤替代不足致供给收紧。10 月在中澳关系逐渐恶化背景下，澳大利亚煤炭进口被叫停。澳洲是我国炼焦煤进口最大来源国，2019 年澳洲炼焦煤占进口焦煤总量 41.4%，这一比例在 2020 年 1-10 月累计进口量中更是高达 53.7%，澳煤进口限令使国内炼焦煤供给迅速收紧。而蒙古国作为我国炼焦煤第二大进口国，对澳煤限令形成的缺口并未能形成良好替代，主要原因在于：1）煤质存在差异：澳洲炼焦煤主要为低灰、低硫、高粘结性的优质主焦煤，而蒙煤品质相对较差，主要用作配煤；2）蒙古国疫情反复，通关受限：11 月蒙古国疫情恶化进入戒备状态，甘其毛都口岸受疫情管控通关受限，蒙煤进口放缓；3）蒙煤区域辐射有限：澳洲炼焦煤进口主要辐射范围为华东及华南地区焦钢厂，而蒙煤则主要辐射华北地区。综合来看，澳煤受限且蒙煤替代不足情况下，国内炼焦煤供给格局趋于紧张。

图17：2020 年 1-10 月澳洲炼焦煤进口量占比达 53.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

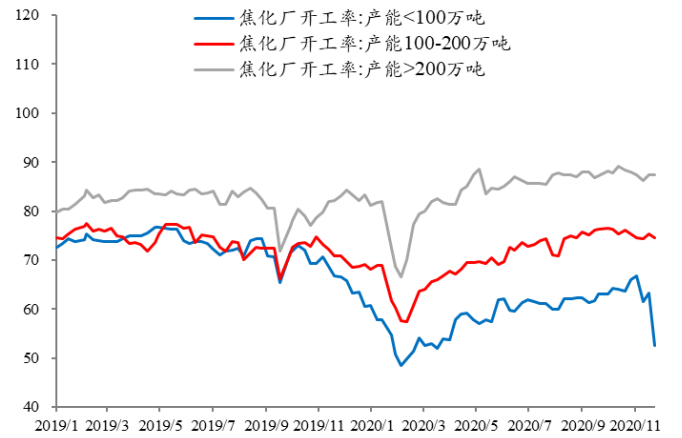
图18：澳煤与蒙煤在我国炼焦煤进口量中占比位居前二



数据来源：Wind、开源证券研究所

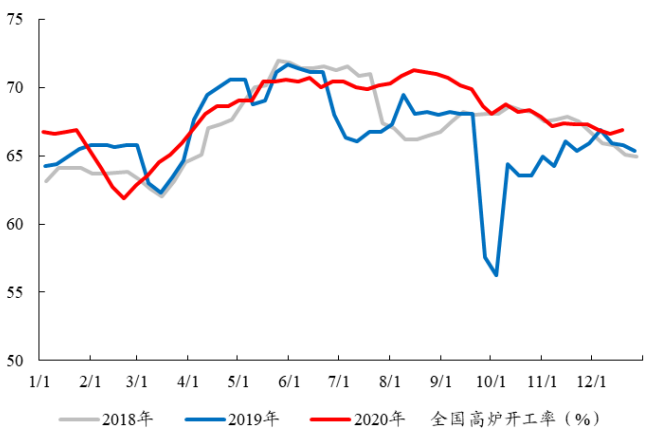
需求端：焦钢企开工率维持高位，煤焦价差扩大释放焦煤补涨空间。2020 年下半年随着国内经济加速复苏，下游焦钢企开工率持续高位：1-11 月累计焦炭产量达 4.32 亿吨，同比-0.2%，降幅相较前期呈边际收窄趋势，其中 11 月单月焦炭产量达 4046 万吨，同比+2.2%；粗钢累计产量同比增速保持扩大趋势，1-11 月累计粗钢产量达 9.61 亿吨，同比增长 5.5%，其中 11 月单月产量达 8766 万吨，同比增速达 8%，炼焦煤需求获得下游支撑。同时下游焦炭、螺纹钢等产品价格在四季度进入上行通道，高利润进一步驱使下游焦钢企积极生产。其中，焦炭价格自 8 月开始至今累计经历九轮提涨，涨幅达 450 元/吨，焦价强势下煤焦价差持续扩大，焦企对焦煤涨价接受度提升，为炼焦煤价格释放了补涨空间。

图19：下半年大中型焦化厂开工率持续高位(%)



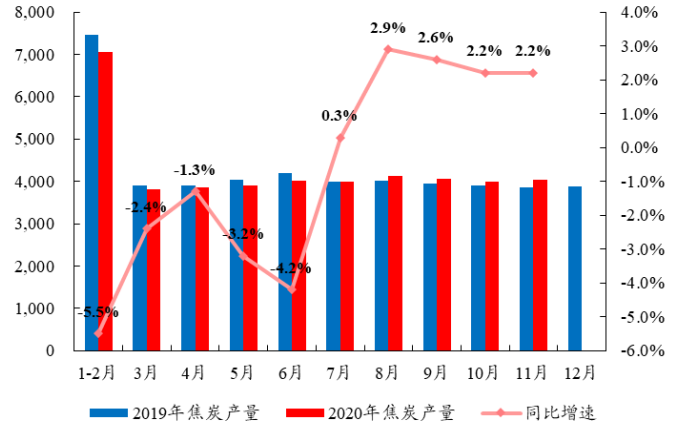
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：下半年全国高炉开工率持续高于 2019 年同期



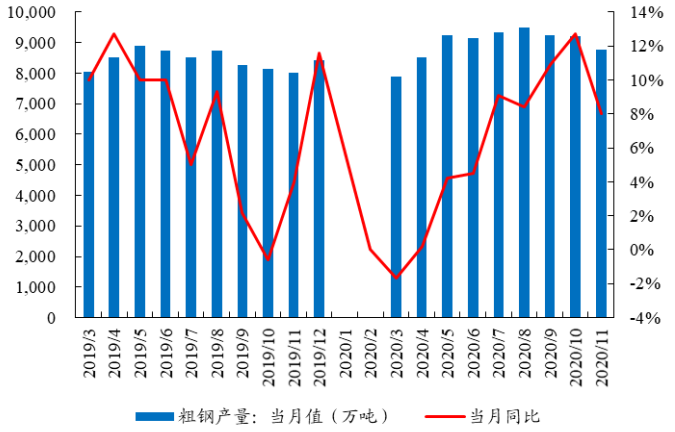
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：下半年焦炭单月产量保持同比增长(万吨)



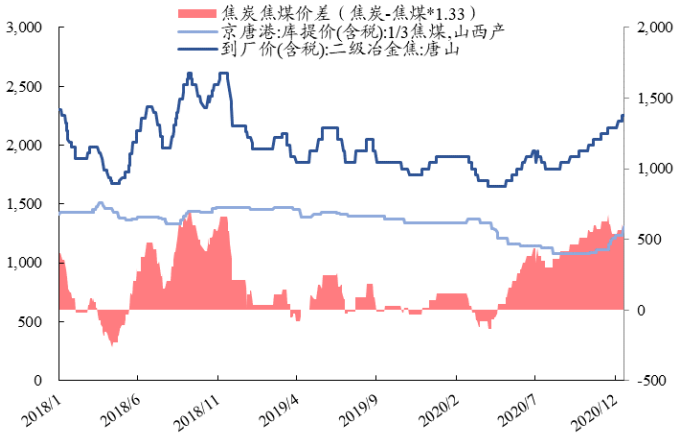
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：下半年粗钢单月产量保持高同比增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：下半年焦价上涨，煤焦价差明显扩大（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2020 年四季度钢价大幅上涨（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

后期判断，炼焦煤补涨行情仍将持续。需求方面，当前钢厂与焦企在焦钢产品高价格环境下盈利性大幅改善，高利润将提高焦钢企生产积极性，预计短期内焦钢企开工率将维持高位。供给方面，焦煤主产地山西省近期矿难引发的停减产短期仍在持续，同时省内引发文件强调煤矿安全生产，产地供给较难宽松；进口方面较难全面放松，当前中澳关系仍处于紧张状态，澳煤限制短期难看到明显改善，蒙煤通关则受制于其国内疫情，当前蒙古国每日均有新增病例，口岸管控或仍将持续。同时，焦价强势下煤焦价差保持高位，从产业链价格传导来看，炼焦煤价格仍有上涨空间。总体来看，炼焦煤有望实现进一步修复补涨。

3、 煤焦化：华东最大独立焦企，受益焦化行业去产能

3.1、 华东最大独立焦化产能，煤化工产业链积极布局

公司焦炭产能为 440 万吨，是华东地区规模最大的独立焦化企业。公司在焦化

业务方面的经营主体是临涣焦化，公司通过全资子公司杨柳煤业间接持有临涣焦化67.65%股份。临涣焦化项目是安徽省 861 重点工程项目，其中一期项目为 220 万吨焦炭、联产 20 万吨甲醇，于 2005 年投产；二期项目为 220 万吨焦炭、联产甲醇 20 万吨、焦油 10 万吨、粗苯 2.9 万吨、硫铵 2.5 万吨，于 2017 年正式投产。公司主要煤焦化产品焦炭与甲醇产销量保持稳中有增，2020 年前三季度公司实现焦炭产量 303 万吨，销量 299 万吨，同比分别增长 8.3%、6.5%；实现甲醇产量 27.7 万吨，销量 27.1 万吨，同比分别增长 23.8%、25%。

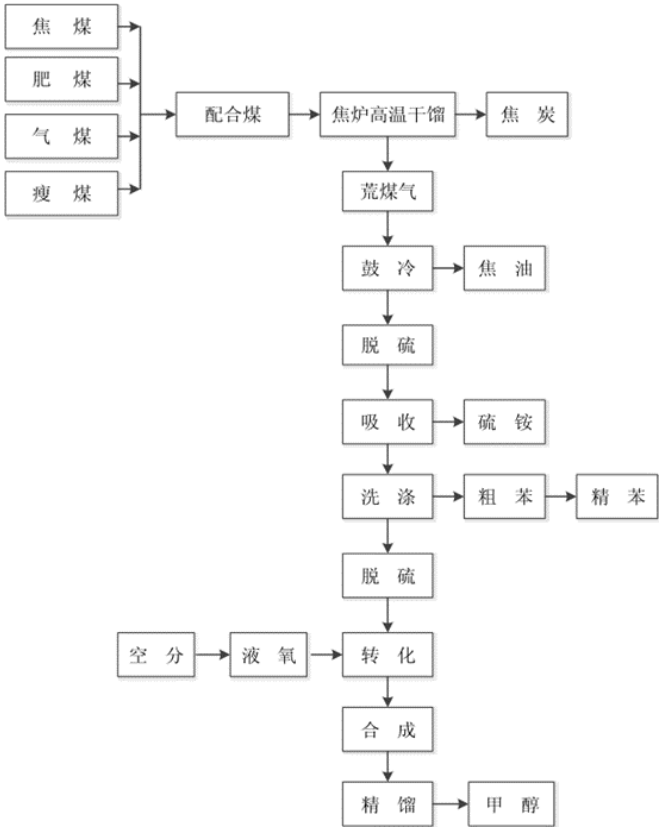
公司积极布局煤化工产业链拓展，综合利用焦炉煤气新建 50 万吨甲醇产能。临涣焦化 2x220 万吨/年焦化装置年消耗精洗煤近 600 万吨，煤在焦炉内通过高温干馏，释放出大量的焦炉煤气，焦炉气中含有大量的有用气体（H256%、CH426.5%、CO6.5%），其中一部分返炉作为燃料为焦炉提供热量，剩余的焦炉煤气进行回收利用生产甲醇。在对一、二期焦炉气制甲醇弛放气综合利用的基础上，公司进一步开展建设焦炉气综合利用制 50 万吨甲醇项目，该项目是对“安徽 861”和“振兴皖北 1 号工程”中临涣焦化一、二期焦炉气制甲醇项目的综合利用和延伸，预计将于 2021 年 10 月投产，届时公司甲醇产能将达到 90 万吨。该项目预计总投资 16.9 亿元，公司于 2019 年 12 月通过发行可转债募集 15.7 亿元用于支持项目建设。

表5：临涣焦化 440 万吨产能，华东地区最大独立焦化企业

序号	地区	省份	企业	产能（万吨）	经营模式
1	华东地区	安徽	淮钢特钢	530	焦钢联营
2	华东地区	安徽	马钢焦化	480	焦钢联营
3	**华东地区**	**山东**	**临涣焦化**	**440**	**独立焦化**
4	华东地区	山东	山东铁雄冶金	350	独立焦化
5	华东地区	山东	莱芜钢铁集团	338	焦钢联营
6	华东地区	江苏	沂州科技	300	独立焦化
7	华东地区	山东	山东铁雄新沙	300	独立焦化
8	华东地区	山东	薛城焦化	260	独立焦化
9	华东地区	安徽	铜陵新亚星	250	焦钢联营
10	华东地区	江西	新钢焦化	250	焦钢联营
11	华东地区	山东	金能科技	240	独立焦化
12	华东地区	山东	山东荣信	240	焦钢联营
13	华东地区	上海	梅山钢铁	220	焦钢联营
14	华东地区	江西	黑猫集团	220	独立焦化
15	华东地区	山东	山东九羊	220	独立焦化
16	华东地区	山东	盛隆化工	210	焦钢联营
17	华东地区	山东	兖矿国际焦化	180	独立焦化
18	华东地区	江苏	南钢集团	170	焦钢联营
19	华东地区	山东	临沂烨华	170	独立焦化
20	华东地区	山东	山东广富集团	160	独立焦化
21	华东地区	山东	青岛特钢	160	焦钢联营
22	华东地区	江苏	伟天化工	150	独立焦化
23	华东地区	山东	博兴诚力供气	120	独立焦化
合计				**5958**	

资料来源：百川资讯、开源证券研究所

图25：公司煤化工产业链示意图



资料来源：公司公告

表6：公司主要煤化工产品（焦炭、甲醇）产销量情况

	2017	2018	2019	2020Q1-Q3
焦炭				
产量（万吨）	294.61	380.22	383.08	303.36
销量（万吨）	285.15	386.41	393.81	299.25
销售收入（万元）	465112	748321	726249	516564
平均售价（元/吨）	1631	1937	1844	1726
甲醇				
产量（万吨）	20.36	33.84	33.08	27.66
销量（万吨）	19.92	33.89	32.95	27.13
销售收入（万元）	46583	84464	62439	40634
平均售价（元/吨）	2314	2492	1895	1498

数据来源：公司公告、开源证券研究所

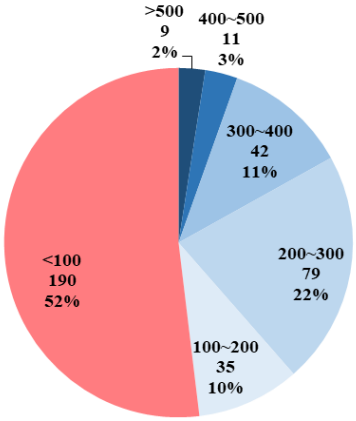
3.2、 焦炭行业：供需两端共同发力，焦价有望维持高位

3.2.1、 焦化行业去产能深化，全国供给处于收紧趋势

按照 2016 年提出的《焦化行业“十三五”发展规划纲要》和 2018 年提出的《打赢蓝天保卫战三年行动》，我国 2016-2020 年焦炭行业淘汰产能目标为 5000 万吨，截至 2018 年底，焦炭行业累计退出产能 4390 万吨，完成目标 87.8%。2020 年是国家焦化行业改革的收关之年，多地政府出台相应政策，推进焦化环保改造规划任务按

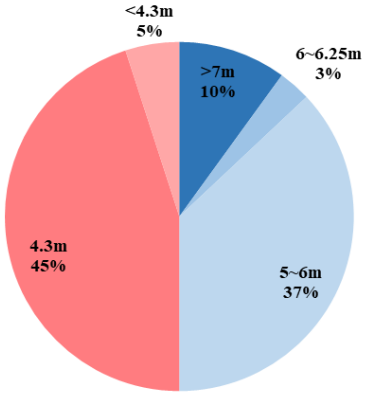
期完成。各主产地省份均加大了去产能力度，压减产能目标也更加细化。总体来看，炉龄较长、炉况较差，产能规模小，炭化室高度 4.3 米及以下的小型焦炉是去产能的重点所在。产量数据方面，2020 年 1-11 月全国焦炭累计产量为 4.32 亿吨，同比下降 0.2%。

图26：2019 年产能低于 100 万吨的焦企数量超 50%



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图27：2019 年 4.3 米及以下焦炉产能占比较大



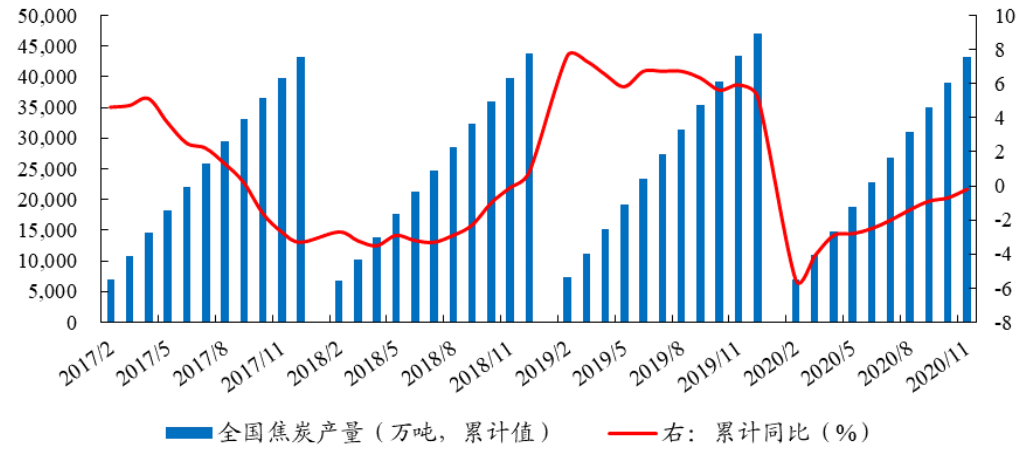
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

表7：截至 2020 年 8 月全国在产焦炭产能分布情况

总产能（亿吨）	独立焦化（亿吨）	钢厂焦化（亿吨）	炭化室高度	产能（亿吨）	占比
			<4.3m	0.08	1.48%
5.41	3.47	1.94	4.3m	1.92	35.49%
			>4.3m	3.41	63.03%

数据来源：Mysteel、开源证券研究所

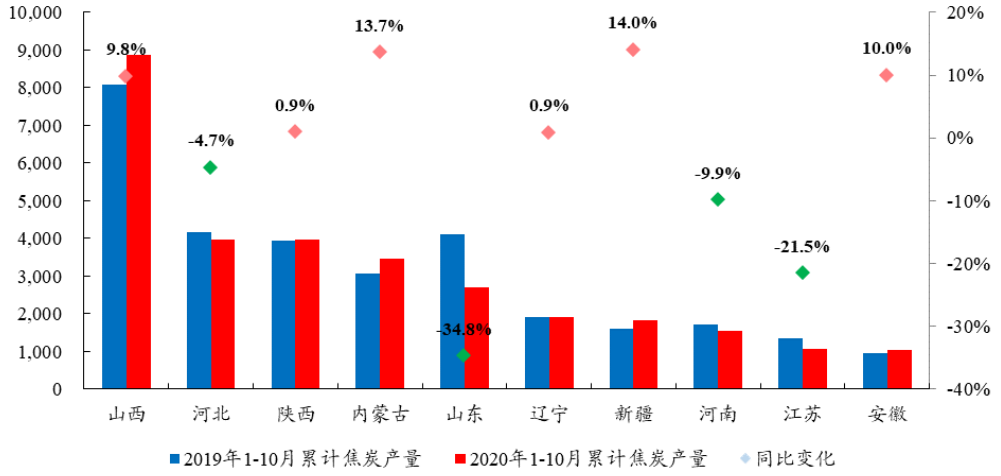
图28：2020 年 1-11 月全国累计实现焦炭产量 4.32 亿吨，同比下降 0.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

焦炭产能大省及沿海省份持续推进去产能。2018~2019 年，山西、河北、山东、江苏等省份陆续出台了相关去产能政策，而且力度非常大。从产量来看，山西、河北、山东等省份焦炭产量最多，2019 年山西焦炭产量为 9700 万吨，占全国总产量的 20.6%；河北 4983 万吨，占比 10.6%；山东 4921 万吨，占比 10.4%；江苏省地处经济发达的长三角区域，未来省内将淘汰污染较大的产业，实现产业升级。从文件的政策来看，山西、河北、山东、江苏四个省份未来将分别淘汰产能 4027 万吨、1000 万吨、1686 万吨、1800 万吨，其中山西省大概率凭借焦煤资源优势实现产能的置换，净退出产能不大。综合而言，未来焦化产能主要退出的是河北、山东和江苏三省份，合计产能 4486 万吨，约占焦化总产能的 7%。2020 年内，山西、山东、河南、河北等省份相继出台文件对 2020 年去产能目标提出具体要求。从产量数据来看，2020 年 1-10 月各主产省份累计焦炭产量中，河北、山东、河南、江苏实现产量同比下降，降幅分别为-4.7%、-34.8%、-9.9%、-21.5%。可见山东、江苏两省去产能力度较大。

图29：2020 年 1-10 月河北、山东、河南、江苏四省同比减产明显（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2020 年内各主产省份相继对年度去产能目标提出要求

省份	时间	去产能政策
山西	2020 年 3 月	《山西省打赢蓝天保卫战 2020 年决战计划》要求完成焦化产能压减年度任务，太原、临汾、长治等市按照已批准的压减方案退出炭化室高度 4.3 米及以下焦炉，晋中、吕梁、运城、忻州、阳泉属于“1+30”区域的县（市、区）力争全部退出炭化室高度 4.3 米及以下焦炉
山东	2020 年 5 月	《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》退出焦炉炭化室在 5.5 米以下产能，2020 年压减后产能目标为 4420 万吨，产量目标为 3070 万吨
河南	2020 年 7 月	《河南省 2020 年利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》2020 年将依法退出焦化产能 1150 万吨（在产产能），涉及焦化企业 13 家。

资料来源：各政府网站、Mysteel、开源证券研究所

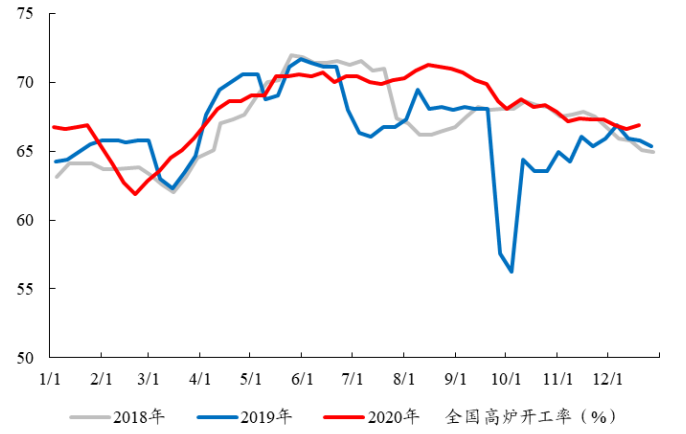
蓝天保卫战收官在即，焦化去产能政策力度不减。2018 年 6 月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，以减少大气污染为主要目标，对京津冀、长三角、汾渭平原等重点区域的“两高”行业严格控制产能，其中就包括焦化行业。《计划》强调加大落后产能淘汰和过剩产能压减力度。2020-2021 秋冬季是“蓝天保卫战”的最后一个秋冬季，也是“十三五”规划供给侧改革的收官时间点。2020 年 10 月 30 日，生态环境部、国家发改委等十部委、华北地区七省/市政府联合发布《京津冀及周边地区、汾渭平原 2020-2021 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求京津冀及周边地区退出 4.3 米以下焦炉产能，全面完成 2020 年各省市去产能目标。区域内除山东省前三季度去产能发力明显外，河南、河北、山西三省前三季度去产能落实情况不及预期，在《方案》要求下将加速压减产能，或于 2021 年供暖季结束后完成去产能目标。

3.2.2、 下游钢厂开工率持续高位，焦炭需求向好

短期来看，随着新冠疫情控制，全社会复工复产加速，随着下游基建、地产、制造业需求发力，2020 年全国钢厂开工率逐步回升，下半年基本维持在 70%高位水平，同时，进入四季度后，国内日均粗钢产量突破 300 万吨，已明显超过 2019 年同期水平，2020 年 1-11 月粗钢累计产量达 9.61 亿吨，同比增长 5.5%，且同比增速呈边际扩大趋势，生铁累计产量达 8.13 亿吨，同比增长 4.2%。各项数据均显示钢厂生产呈现积极态势，对于焦炭的消费需求平稳回升。

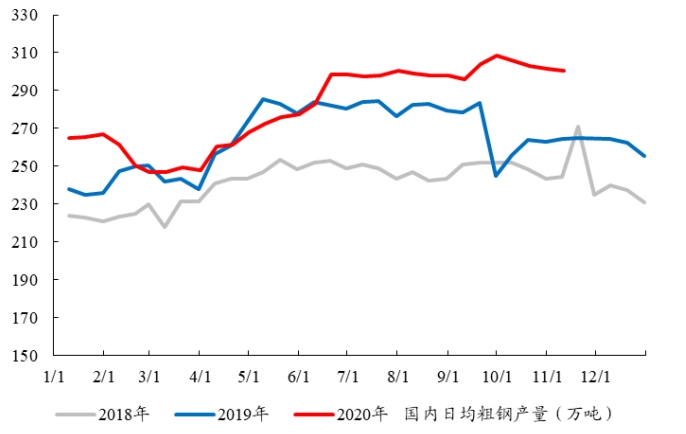
长期来看，随着经济恢复速度加快，叠加 2020 年政府工作报告中提到的“两新一重”建设带动基建投入力度加大，进一步刺激内需增长，未来钢铁需求有望带动焦炭需求增长。

图30：2020 年下半年全国高炉开工率维持高位



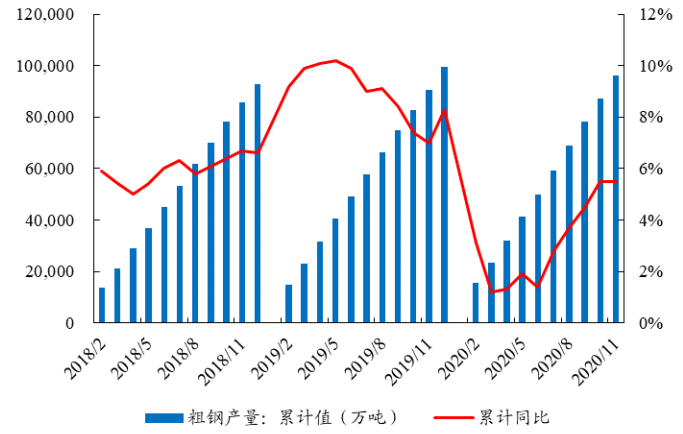
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2020 年下半年日均粗钢产量远超 2019 年同期



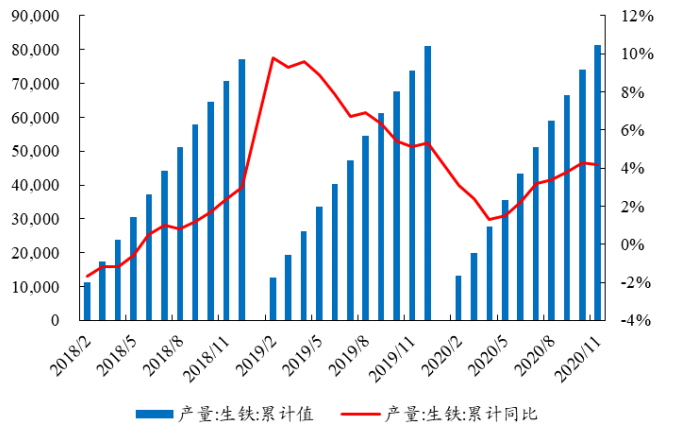
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2020 年 1-11 月粗钢累计产量同比增长 5.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2020 年 1-11 月生铁累计产量同比增长 4.2%



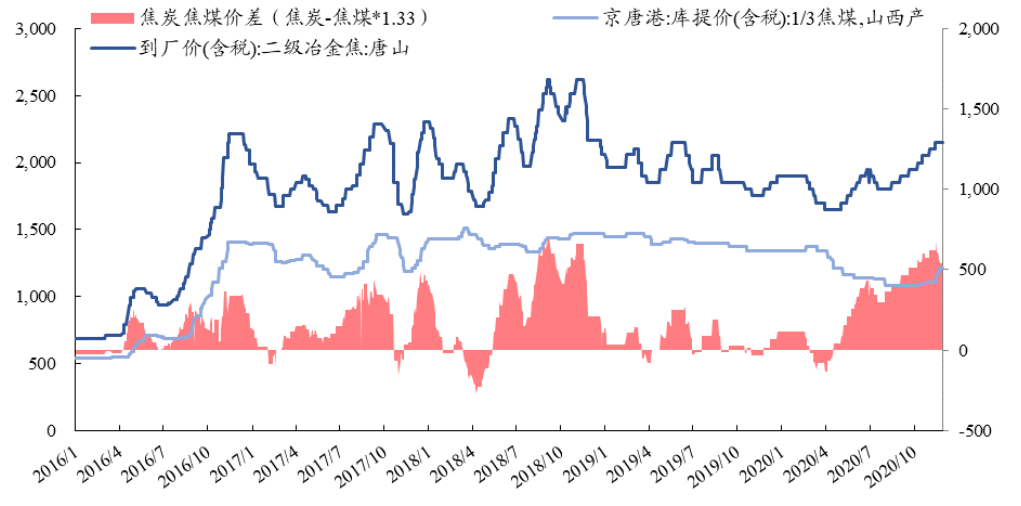
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.3、 行业高盈利性短期或延续，2021 年焦价虽有回调但仍维持高位

受益于焦炭去产能持续发力，焦化行业供给持续收紧，促成焦价走强，煤焦价差呈扩大趋势：一方面在下游端催化焦价进入上行通道，2020 年下半年以来焦炭卖方市场特征凸显，8 月至今焦企连续落实九轮提涨，涨幅达 450 元/吨，且下游钢厂接受度良好；另一方面，2020 年内焦炭减产一定程度打压了上游焦煤需求，疫情后炼焦煤价格并未实现快速修复。高煤焦价差打开了焦化行业毛利空间，下半年维持高盈利性。

后期来看，考虑到临近年终河南、河北仍有部分去产能任务，新增产能投放存在空档期，当前焦价高位短期内将持续获得基本面支撑；炼焦煤价格补涨短期内压缩了煤焦价差，但焦企毛利空间仍然可观，高盈利性或可延续。但预计随着 2021 年下半年置换产能陆续投产出焦，焦炭供给缺口有望一定程度填补，焦价或有所回落。总体来看，2021 年焦价或有所回调，但仍将维持高位。

图34：2020 年四季度煤焦价差扩大（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 民爆矿山一体化，砂石骨料业绩释放可期

4.1、 民爆龙头，进军下游砂石矿山业务

公司民爆业务主体为雷鸣科化，是国内民爆行业龙头，同时也是目前我国最大的水胶炸药生产基地。其主导产品水胶炸药是在引进美国杜邦公司水胶炸药生产线的基础上，自主开发的新型含水工业炸药，具有高安全性、高威力、环保等优点，主要用于煤炭矿井的爆破作业。公司产品销往国内 20 多个省自治区，部分产品远销亚洲、欧盟等 10 多个国家和地区。雷鸣科化的水胶炸药在全国范围内具有明显的技术、质量、装备和产能优势，占全国水胶炸药 40%以上的市场份额。此外，雷鸣科化提供爆破工程服务，具有国家营业性爆破作业单位一级资质、矿山工程施工总承包资质和安全生产许可证，能够为客户提供大型矿山、土石方、隧道施工、建筑物拆除及评估等特定工程爆破解决方案及相关服务。

表9：近年来公司民爆产品产销情况

		2017	2018	2019
炸药	产能（吨）	83,000	83,000	87,000
	产量（吨）	68,686.00	70,660.44	69,999.06
	销量（吨）	68,677.40	71,069.74	70,066.64
	平均售价（元/吨）	6,273.10	5,885.74	5,912.86
	产能利用率（%）	82.75	85.13	80.46
雷管	产能（万发）	13,000	13,000	6,500
	产量（万发）	2,791.24	3,013.72	2,123.38
	销量（万发）	2,858.03	3,000.76	1,995.35
	平均售价（元/发）	3.00	2.37	2.50
	产能利用率（%）	21.47	23.18	32.67

数据来源：公司公告、开源证券研究所

由于民爆行业市场规模有限，公司为发掘增长潜力对民爆业务开展纵向拓展，积极布局下游非煤矿山业务，形成民爆矿山一体化的经营模式。公司非煤矿山业务经营主体为雷鸣矿业，总核定产能为 648 万吨。目前在安徽萧县所属三座石灰石矿山资源储量共计 7583 万吨，核定开采规模合计为 600 万吨/年（瓦子口 200 万吨、王山窝 200 万吨、所里 200 万吨），目前瓦子口、王山窝两座矿山生产稳定，所里矿山预计 2020 年底建成投产。除此之外，公司在湖南省怀化市靖州县另有 48 万吨砂石产能。

表10：公司合计砂石产能达 648 万吨

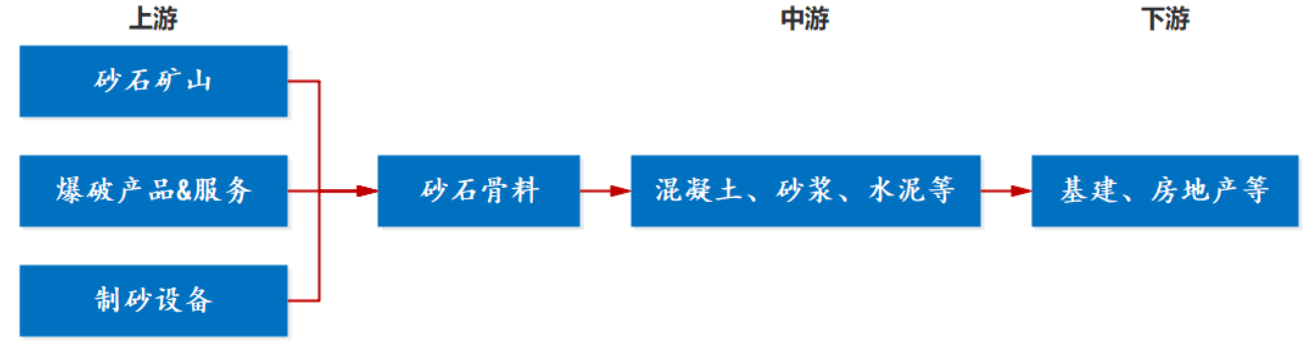
矿山	矿山位置	开采方式	资源储量（万吨）	核定产能（万吨/年）	持股比例	状态
所里建筑石料灰岩矿	安徽萧县	露天开采	2356	200	100%	预计 2020 年底投产
瓦子口建筑石料灰岩矿	安徽萧县	露天开采	2651	200	100%	在产
王山窝建筑石料灰岩矿	安徽萧县	露天开采	2576	200	100%	在产
靖州亿安建筑石料用灰岩矿	湖南靖州	露天开采	701	48	100%	在产
合计			**8284**	**648**		

资料来源：公司公告、靖州县政府、开源证券研究所

4.2、 砂石供改推进大矿山时代来临，筑造龙头盈利护城河

砂石是混凝土最重要的原材料，支撑基建房地产建设。砂石即砂、卵（砾）石、碎石、块石、料石等建筑工程材料的统称，由于是混凝土的核心骨架材料，因此又称为“骨料”或“砂石骨料”。砂石骨料在硬化混凝土中可以占到 60%~75%的体积，质量则约占混凝土的 85%左右，因此是工程建设中最基础、用量最大的基础原材料，支撑下游基础设施与房地产建设，而上游则包括砂石矿山资源、爆破产品及爆破服务、制砂机械设备等。从来源看，砂石包括河沙、山砂、海砂等天然砂，及矿山开采加工制成的机制砂。

图35：砂石骨料产业链示意



资料来源：开源证券研究所

环保政策&供改积极推进，大矿山时代来临。早期基建、房地产快速发展时期，需求的高增长推动下国内砂石产业表现为天然砂为主的粗放式发展，准入门槛低导致小规模、分散式的小作坊模式占主要供给。“十二五”及“十三五”以来，在绿色环保、产业升级的政策要求下，对河道破坏严重的天然砂开采逐渐被禁止，机制砂开始大量生产，成为产业结构转型方向；同时在供给侧改革推进下，矿山开采的准入门槛提高，中小规模民营矿山加速退出，国有大型矿山产能稳步增长，行业产能集中度提升，供给环境大幅改善。

安徽省提高准入门槛，龙头企业具备护城河。由于砂石长距离运输经济性较差，因此砂石产业跨区销售较为少见，砂石市场的区域性较为明显，我们主要关注安徽省内砂石开采政策准入情况。2018 年，安徽省制定《十四个矿种采选行业准入标准》，要求水泥用灰岩矿最低建设规模为 100 万吨/年，设计服务年限要求 10 年以上，即矿石储量最低要求为 1000 万吨，以 10 元/吨的灰岩矿采矿权单位储量成交价格进行保守估算，采矿权资金准入门槛为 1 亿元左右。以安徽省自然资源厅发布的采矿权竞拍信息来看，从 2017 年 6 月至今，安徽省内未有任何灰岩矿采矿权出让记录，因此我们预计省内供给端将以现有存量为主，增量有限。由此可见，安徽省内早期拍得采矿权的龙头企业已具备显著的“政策&资金”准入护城河。

表11：安徽省历年砂石矿采矿权出让结果明细（2017 年 6 月后至今未发生采矿权出让）

采矿权	竞得人	挂牌成交价格（亿元）	成交时间	矿石量（万吨）
和县花山	安徽盘景水泥	3.80	2017/6	11,419
郎溪县凌笪独山	安徽郎溪南方水泥	0.15	2016/12	836
定远县永康镇望哥楼	安徽省文一点石矿业	2.21	2016/11	1,547

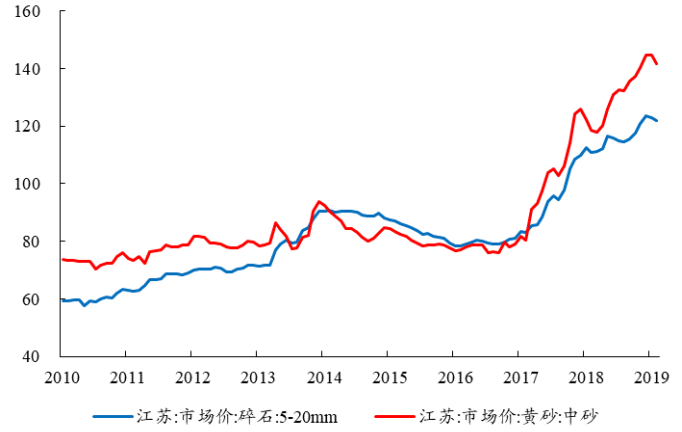
采矿权	竞得人	挂牌成交价格（亿元）	成交时间	矿石量（万吨）
凤阳县大石板	凤阳新安钙业	7.25	2016/10	5,508
池州市神山	中电建安徽长九新材料	38.95	2016/2	181,640
滁州市腰铺镇二郎黄槽坊	滁州中联水泥	2.99	2015/12	2,818
萧县瓦子口山北	安徽雷鸣科化	1.36	2015/11	2,651
萧县王山窝象山	安徽雷鸣科化	1.33	2015/11	2,576
萧县杜楼镇所里东山	安徽雷鸣科化	1.66	2015/11	2,356
宿州市埇桥区龙山	港利投资集团	1.27	2015/11	2,480
宿州市埇桥区山上武	安徽方力置业集团	1.70	2015/11	2,558
蚌埠市高新区大峰山	蚌埠市震兴建筑材料	0.11	2015/10	1,145
蚌埠市高新区张家大山	蚌埠市永裕商贸	1.21	2015/10	1,086
萧县义安山西段	宿州市银通资产经营投资	1.24	2015/9	2,448
青阳县东山	浙江港派服饰	0.70	2015/1	1,674
庐江县枫岭	安徽威诺贸易	0.28	2015/1	508
定远县永康镇大黑山	安徽省文一建筑安装	4.10	2014/12	2,056
庐江县石山矿区	安徽大江	0.83	2014/11	3,141
青阳县太子山	青阳县龙跃矿产品贸易	2.15	2014/11	3,023
石台县虎山坦	石台县金旺矿业	0.02	2014/8	197
凤阳县教子山	合肥市矿达源建材	0.36	2014/3	401
凤阳县马山	淮南市满汉建筑材料	0.77	2014/3	1,643
广德县邱村镇石山岕	宜兴市恒润置业	2.29	2014/1	1,756
凤阳县官塘大山	凤阳县大刘大山建材	0.40	2014/1	147
宣城市水东镇杨村	江苏华宏实业集团	2.60	2013/12	2,527
怀远县姜家大山矿区	怀远中联水泥	6.06	2013/12	4,871
庐江县枫岭	安徽省皖江纳米科技	1.23	2013/12	508
庐江县大蛟山、二蛟山	安徽博金房地产开发	3.12	2013/12	1,785
庐江县白湖镇六岗村	合肥市天成混凝土	0.76	2013/12	345
凤阳县大石板	凤阳县康信建材	4.58	2013/11	2,368
凤阳县燕山	安徽绿沃置业	2.31	2013/11	885
凤阳县刺山	凤阳刺山矿业	0.78	2013/12	367
凤阳县旮旯山	凤阳素书商贸	0.85	2013/12	402
宿州市大荆山矿区	宿州海螺水泥	0.76	2013/8	8,299
广德县横山	广德县横山建材石料	1.59	2013/6	429
广德县蒋家园	广德县蒋家园矿业	4.80	2013/6	441

资料来源：安徽省自然资源厅、开源证券研究所

砂石骨料进入高景气阶段，行业实现超额利润。2017 年起伴随着砂石行业供改深化，供给持续收紧，砂石价格大幅上涨，行业步入高景气阶段。华东地区作为建材高需求地区，区域内砂石价格可以反映出行业景气增长趋势，江苏碎石与中砂价格在 2017 年前基本保持在 80 元/吨左右的价格中枢，2017 年后则大幅上涨，2019 年分别上涨至 120、140 元/吨水平。由于砂石行业生产成本相对稳定，伴随着砂石价格走强，行业盈利能力大幅改善，海螺水泥、上峰水泥的砂石骨料业务毛利率在 2017-2019 年间显著增长，由 2015 年 46%、47%大幅增长至 2019 年 70.6%、77.8%的高毛利率

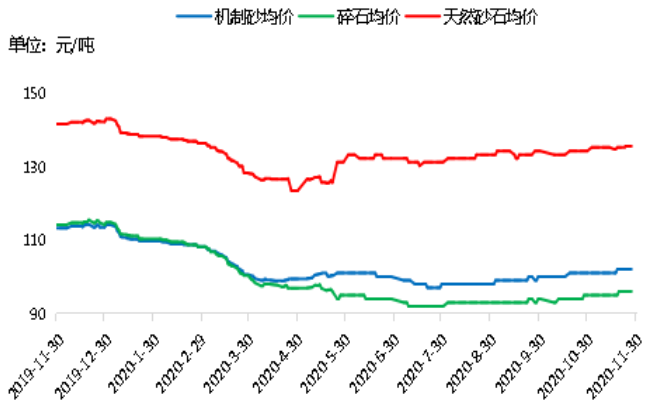
水平，随着供改深化，砂石行业在政策性护城河加持下的超额利润行情可见一斑。2020 年受疫情冲击影响，上半年砂石价格有所下跌，下半年以来随着复工复产加速、基建投资增长，砂石价格逐渐走出平稳修复趋势，砂石行业的高盈利性仍有望持续。

图36：江苏砂石价格于 2017 年开始大幅增长（元/吨）



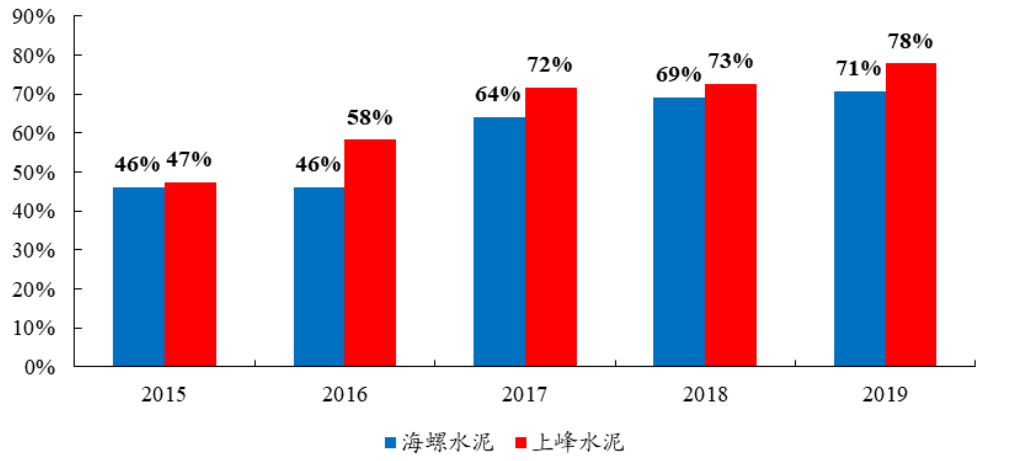
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2020 年下半年砂石价格走出平稳回升趋势



数据来源：百年建筑网、开源证券研究所

图38：海螺水泥、上峰水泥砂石骨料业务毛利率于 2017 年后大幅增长至 70%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

预计产能全部达产后可贡献年净利 2.28 亿元。此前雷鸣科化曾发布公告对萧县三座矿山项目进行可行性分析测算，项目建设完成并全部达产后，预计可实现年收入约 3.08 亿元，净利润总额为 1.03 亿元。考虑到可研所参考市场行情年份为 2016 年，且按达产年 1200 万吨开采上限计算，该盈利预测明显偏低，已不适用当前市场行情。我们对公司砂石产能盈利能力进行粗略估算，预计 2020 年 400 万吨产量假设下，可贡献 1.41 亿元净利润；2021 年 648 万吨全部达产状态下，可贡献净利润 2.28 亿元。考虑到公司萧县三座矿山实际产能上限可达到 1200 万吨，业绩贡献或可在该测算基础上翻倍。总体来看，砂石业务有望成为公司业绩主要增长点之一。

表12：公司砂石骨料业务盈利测算

砂石骨料	单位	2020E	2021E
产量	万吨	400	648
单位价格（不含税）	元/吨	80	80
单位成本	元/吨	25	25
单位毛利	元/吨	55	55
毛利率	%	69%	69%
销售收入	亿元	3.20	5.18
销售成本	亿元	1.00	1.62
销售毛利	亿元	2.20	3.56
期间费用	亿元	0.32	0.52
期间费用率	%	10%	10%
税前利润	亿元	1.88	3.05
所得税	亿元	0.47	0.76
所得税率	%	25%	25%
净利润	亿元	**1.41**	**2.28**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、 高分红凸显投资价值，负债率持续优化

公司十分注重股东回报，高分红&高股息率凸显投资价值。2018 年完成借壳上市后便积极开展高比例分红，分红率可达 30.6%，2019 年在业绩稳健的基础上公司提高分红率至 35.9%，积极回馈股东。股息率方面，假设 2020 年度分红率仍保持 36%水平，以最新收盘价测算，公司股息率可达 5.4%。

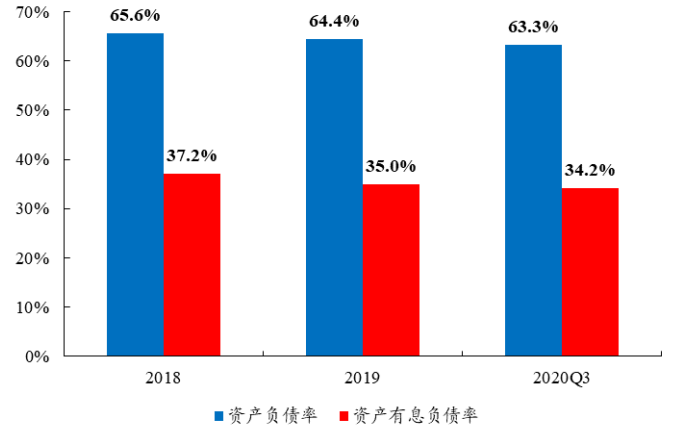
表13：2020 年分红率同比持平假设下，股息率预计可达到 5.2%

	单位	2018	2019	2020E
归母净利润	亿元	35.5	36.3	36.2
现金分红	亿元	10.9	13.0	13.0
分红率	%	30.6%	35.9%	36%
总股本	亿股	21.1	21.7	21.7
每股分红	元/股	0.51	0.60	0.60
最新收盘价（12 月 23 日）	元			11.16
预测股息率	%			**5.4%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

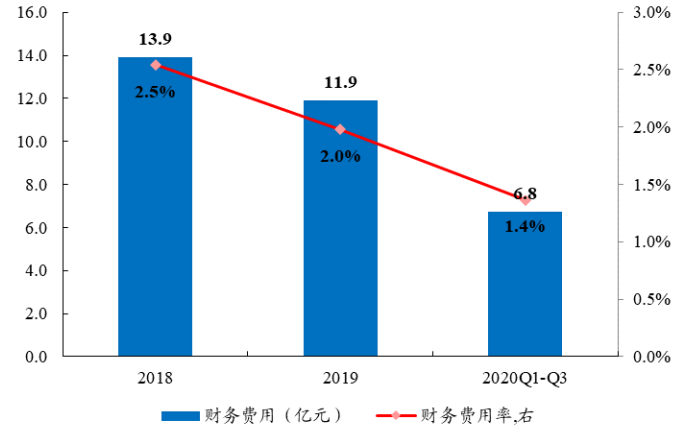
公司积极降低资产负债率及财务费用，凸显稳健经营特性。2018 年借壳上市以来，公司凭借稳健的现金流，对部分到期的银行借款积极偿还，平稳有序地降低资产负债率，同时通过低成本借款置换来降低综合资金成本，以达到降低财务费用的目的。截至 2020 年第三季度，公司资产负债率为 63.3%，资产有息负债率为 34.2%，同比下降 1.1pct、0.8pct；2019 年财务费用 11.9 亿元，同比下降 2 亿元，降幅 14.5%，财务费用率为 2%，同比下降 0.5pct。

图39：公司资产负债率逐年平稳下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：公司财务费用及费用率平稳下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 盈利预测与投资建议

6.1、 关键假设

煤炭业务：考虑到信湖矿预计于 2021 年中投产，将在预测期内贡献产量增量，我们预计 2020-2022 年原煤产量分别为 2650、2780、2950 万吨，商品煤销量为 1802、1890、2006 万吨；价格方面，2020 年全年煤价中枢相对低位，预计 2021 年煤价或实现基本修复并趋于稳定，我们预计 2020-2022 年吨煤价格为 695、710、700 元/吨。

煤化工业务：公司焦化业务产能利用率处于平稳提升当中，考虑到安徽焦化生产基本不受政策限产影响，我们假设公司焦炭 440 万吨产能或有序释放产量，预计 2020-2022 年焦炭产（销）量为 400、405、407 万吨；焦价方面，2020 年全年焦价中枢相对 2019 年或小幅下移，2021 年将实现均值修复，预计 2020-2022 年焦炭吨焦价格为 1800、1850、1840 元/吨。

根据以上假设，经过测算，我们预计 2020-2022 年公司总营业收入为 595、612、624 亿元，总毛利为 102、111、116 亿元，毛利率为 17.1%、18.1%、18.6%，整体表现出平稳增长趋势。

表14：公司经营业务关键假设

	单位	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭业务						
原煤产量	万吨	2801	2650	2650	2780	2950
商品煤产量	万吨	2333	2084	2120	2224	2360
商品煤/原煤		0.83	0.79	0.80	0.80	0.80
商品煤销量	万吨	2047	1728	1802	1890	2006
产销率	%	87.76%	82.94%	85%	85%	85%
吨煤价格（不含税）	元/吨	689	721	695	710	700
吨煤成本	元/吨	413	441	410	415	415
吨煤毛利	元/吨	276	280	285	295	285

	单位	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭收入	**亿元**	**141**	**125**	**125**	**134**	**140**
煤炭成本	**亿元**	**85**	**76**	**74**	**78**	**83**
煤炭毛利	**亿元**	**57**	**48**	**51**	**56**	**57**
毛利率	%	40.1%	38.8%	41.0%	41.5%	40.7%
煤化工业务						
焦炭						
焦炭产量	万吨	380	383	400	405	407
焦炭销量	万吨	386	394	400	405	407
产销率	%	101.63%	102.80%	100%	100%	100%
吨焦价格（不含税）	元/吨	1937	1844	1800	1850	1840
焦炭收入	亿元	74.8	72.6	72.0	74.9	74.9
甲醇						
甲醇产量	万吨	33.8	33.1	36.0	48.0	85.0
甲醇销量	万吨	33.9	33.0	36.0	48.0	85.0
产销率	%	100.15%	99.61%	100%	100%	100%
单位价格（不含税）	元/吨	2492	1895	1600	1650	1700
甲醇收入	亿元	8.4	6.2	5.8	7.9	14.5
其他煤化工产品						
收入	亿元	8.0	9.4	9.00	9.30	9.50
煤化工收入	**亿元**	**91.3**	**88.3**	**86.8**	**92.1**	**98.8**
煤化工成本	**亿元**	**46.3**	**48.4**	**49.5**	**51.6**	**54.4**
煤化工毛利	**亿元**	**44.9**	**39.8**	**37.3**	**40.5**	**44.5**
煤化工毛利率	%	49.2%	45.1%	43%	44%	45%
非煤矿山业务						
砂石骨料产量	万吨			400	648	648
砂石骨料销量	万吨			400	648	648
单位价格（不含税）	元/吨			80	80	80
单位成本	元/吨			25	25	25
单位毛利	元/吨			55	55	55
砂石收入	**亿元**			**3.2**	**5.2**	**5.2**
砂石成本	**亿元**			**1.0**	**1.6**	**1.6**
砂石毛利	**亿元**			**2.2**	**3.6**	**3.6**
砂石毛利率	%			68.8%	68.8%	68.8%
其他业务						
其他收入	**亿元**	**315**	**388**	**380**	**380**	**380**
其他成本	**亿元**	**305**	**377**	**369**	**369**	**369**
其他毛利	**亿元**	**9.8**	**11.1**	**11.02**	**11.02**	**11.02**
其他毛利率	%	3.1%	2.9%	3%	3%	3%
总收入	**亿元**	**547**	**601**	**595**	**612**	**624**
总成本	**亿元**	**436**	**502**	**493**	**501**	**508**
总毛利	**亿元**	**111**	**99**	**102**	**111**	**116**
毛利率	**%**	**20.3%**	**16.5%**	**17.1%**	**18.1%**	**18.6%**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

淮北矿业作为华东焦煤龙头，具备以下增长逻辑：**1）地处华东腹地，区位优势明显。**华东地区经济发达，煤炭下游钢铁、水泥、电厂、煤化工等产业众多且分布密集，属煤炭、焦炭高需求市场，保障了公司双焦产品销路，同时也将有效消化公司未来新增产能。**2）信湖煤矿、陶忽图矿贡献未来产能增量。**信湖矿预计于 2021 年投产，贡献 300 万吨优质焦煤产能；陶忽图矿预计 2025 年前后投产，贡献 800 万吨优质动力煤产能。**3）双焦价格齐上涨，利好公司业绩增长。**焦化行业去产能力度加大，焦炭供给明显收紧促成焦价持续上涨；澳煤禁运收紧国内焦煤供给，华东沿海地区进口由国产代替，焦煤价格补涨。利好公司双焦业绩增长。**4）砂石骨料具备业绩潜力。**公司积极布局砂石矿山产能建设，近年环保政策影响下砂石骨料供不应求价格上涨，公司高盈利性可持续且存在“政策&资金”准入护城河。另外，公司积极回馈股东，上市后分红率平稳提升，高分红&高股息率凸显公司长期投资价值。

我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 36.2/42.4/45.9 亿元，同比变化-0.25%/17.1%/8.42%；EPS 分别为 1.67/1.95/2.12 元，对应当前股价，PE 分别为 6.7x/5.7x/5.3x。相对估值方面，我们选取同样以炼焦煤为主业的五家上市公司作为可比公司（山西焦煤、平煤股份、冀中能源、潞安环能、盘江股份）进行估值对比，公司 2020 年预测 PE 为 6.7 倍，远低于可比公司 12.3 倍的平均 PE，公司 PB 为 1.17 倍，微高于可比公司 1.07 倍的平均 PB。相较于可比公司，淮北矿业焦煤盈利能力相对领先，业绩更加稳健，地处华东市场或更能受益于澳煤禁运带来的焦煤补涨行情，但估值明显低于可比公司，看好公司未来业绩增长以及估值修复。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表15：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB
		2020/12/22	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020/12/22
601666.SH	平煤股份	133	13.5	14.6	15.0	9.9	9.1	8.9	0.91
000937.SZ	冀中能源	145	11.1	12.4	13.4	13.1	11.7	10.8	0.70
000983.SZ	山西焦煤	227	19.0	20.5	21.7	12.0	11.1	10.5	1.02
601699.SH	潞安环能	198	17.0	20.3	23.0	11.6	9.7	8.6	0.75
600395.SH	盘江股份	138	9.1	13.5	14.8	15.1	10.2	9.3	1.98
	平均					**12.3**	**10.4**	**9.6**	**1.07**
600985.SH	**淮北矿业**	**242**	**36.2**	**42.4**	**45.9**	**6.7**	**5.7**	**5.3**	**1.17**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除冀中能源外，表中其余公司盈利数据均来自于开源证券研究所预测；冀中能源盈利预测来自 Wind 一致预期。

7、 风险提示

经济恢复不及预期。当前处于后疫情时代的经济复苏阶段，煤炭行业作为我国能源与冶金支柱，与宏观经济的发展息息相关。如果经济恢复不及预期，国内总需求整体不足，煤炭行业也将进入景气低谷。

煤炭价格下跌超预期。公司专注于煤炭生产，受炼焦煤及动力煤市场价格影响较大。2020 年来，新冠疫情冲击下煤炭需求一度低迷，动力煤与冶金煤价格曾出现大幅下跌，对整体煤炭行业的盈利性造成冲击。如果后市出现超预期的煤价下跌，将对公司基本面造成严重影响。

新增产能进度落后预期。公司未来业绩增长的主要驱动力来自于可预期的增量产能，包括信湖矿、陶忽图矿等新建或规划项目。由于项目建设周期较长，存在诸多不确定因素会导致项目投产时间落后预期。如果新增产能进度出现延期滞后，会对公司业绩增长潜力造成削弱。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12092	12643	10944	14177	12472
现金	3141	5635	114	6850	1379
应收票据及应收账款	6293	2398	6211	2635	6398
其他应收款	384	346	377	366	393
预付账款	425	289	418	308	434
存货	1447	1549	1398	1593	1443
其他流动资产	401	2425	2425	2425	2425
非流动资产	46865	49638	48957	49712	50438
长期投资	846	848	866	888	915
固定资产	30159	31011	29343	28527	27274
无形资产	9266	10196	11999	14164	16679
其他非流动资产	6593	7583	6749	6133	5569
资产总计	58957	62281	59901	63889	62910
流动负债	30614	26610	23878	26739	24277
短期借款	5876	7798	7798	7798	7798
应付票据及应付账款	7539	10065	7250	10323	7516
其他流动负债	17200	8746	8829	8618	8963
非流动负债	8051	13525	11371	9340	7290
长期借款	4761	10461	8307	6276	4226
其他非流动负债	3290	3064	3064	3064	3064
负债合计	38666	40135	35249	36079	31566
少数股东权益	3271	3110	3300	3523	3765
股本	2112	2172	2172	2172	2172
资本公积	5712	5869	5869	5869	5869
留存收益	7955	10460	12898	15753	18848
归属母公司股东权益	17020	19036	21352	24287	27578
负债和股东权益	58957	62281	59901	63889	62910

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8320	9434	1202	14586	2516
净利润	3947	3613	3809	4461	4837
折旧摊销	2727	2230	2705	2850	3027
财务费用	1391	1189	1070	1017	1006
投资损失	-254	-31	-73	-90	-112
营运资金变动	-574	2409	-6310	6348	-6242
其他经营现金流	1084	25	0	0	0
投资活动现金流	-2214	-4197	-1951	-3514	-3641
资本支出	1531	3531	-699	733	699
长期投资	-887	-697	-18	-23	-27
其他投资现金流	-1570	-1363	-2668	-2804	-2969
筹资活动现金流	-5504	-2796	-4772	-4336	-4346
短期借款	5737	1922	0	0	0
长期借款	4761	5700	-2154	-2031	-2050
普通股增加	1812	60	0	0	0
资本公积增加	4907	157	0	0	0
其他筹资现金流	-22721	-10635	-2618	-2305	-2296
现金净增加额	602	2441	-5521	6736	-5471

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	54687	60086	59520	61155	62444
营业成本	43560	50153	49332	50065	50821
营业税金及附加	645	566	608	609	627
营业费用	278	228	252	250	258
管理费用	3419	3035	3245	3252	3349
研发费用	1324	1244	1190	1223	1249
财务费用	1391	1189	1070	1017	1006
资产减值损失	81	-0	0	0	0
其他收益	514	468	500	300	300
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	254	31	73	90	112
资产处置收益	31	58	0	0	0
营业利润	4789	4156	4396	5129	5546
营业外收入	41	106	40	49	59
营业外支出	414	78	100	100	100
利润总额	4416	4185	4336	5077	5505
所得税	469	571	526	616	668
净利润	3947	3613	3809	4461	4837
少数股东损益	398	-15	190	223	242
归母净利润	3549	3628	3619	4238	4595
EBITDA	7719	7408	7736	8536	9054
EPS(元)	1.63	1.67	1.67	1.95	2.12

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5617.4	9.9	-0.9	2.7	2.1
营业利润(%)	3214.0	-13.2	5.8	16.7	8.1
归属于母公司净利润(%)	2885.3	2.2	-0.3	17.1	8.4
获利能力					
毛利率(%)	20.3	16.5	17.1	18.1	18.6
净利率(%)	6.5	6.0	6.1	6.9	7.4
ROE(%)	19.5	16.3	15.5	16.0	15.4
ROIC(%)	11.5	10.5	10.4	11.5	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	65.6	64.4	58.8	56.5	50.2
净负债比率(%)	91.8	80.5	85.0	43.9	49.9
流动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	16.6	13.8	13.8	13.8	13.8
应付账款周转率	11.3	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.63	1.67	1.67	1.95	2.12
每股经营现金流(最新摊薄)	3.83	4.34	0.55	6.71	1.16
每股净资产(最新摊薄)	7.38	8.62	9.69	11.04	12.55
估值比率					
P/E	6.8	6.7	6.7	5.7	5.3
P/B	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.0	6.1	6.3	4.7	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn