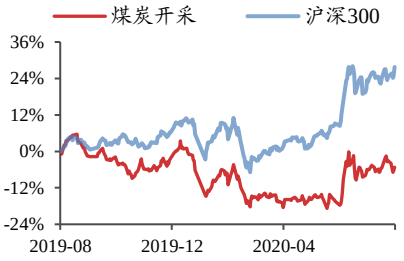
煤炭开采

2020 年 08 月 29 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-煤企中报业绩频超预期，关注挖潜及成长性标的》-2020.8.22

《行业周报-宏观数据继续验证经济复苏，中报季板块行情持续》-2020.8.15

《行业周报-“十四五”意见深化供改，中报季仍看好板块行情》-2020.8.8

煤企中报凸显增效潜力，神华 H 股回购提升投资价值

——行业周报

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

● **煤企中报凸显增效潜力，神华 H 股回购提升投资价值**

本周动力煤价略显弱势，秦港现货平仓价微跌至 547 元，或主因夏季用电高峰接近尾声致需求端阶段性走弱，北方降雨致港口煤泡水也对短期煤价有所影响。本周需求稳中偏弱，供给保持收紧：需求方面，夏季末电厂负荷下降，叠加水电挤出，动力煤需求短期走弱，同时下游补库以长协为主，现货需求较弱；供给方面，内蒙产地煤管票限制严格，其他主产地生产销售整体稳定，进口煤通关限制依然严格；库存方面，本周大秦线脱轨事故再次发生，发运减少致秦港库存下降明显，对港口煤价或有支撑。后期判断，需求方面，北方虽有降温但南方高温短期仍在持续，电厂负荷下降但仍有支撑，后期随着入秋水电季节性回落，火电耗煤需求或有上涨空间。中长期需关注在经济政策刺激下，基建投资力度加大、地产韧性犹存推动的内需增长；供给方面，主产地煤矿生产或将保持稳定，进口煤通关限制或降持续，供给短期处于偏紧状态，支撑煤价稳定。长期来看，“十三五”末至“十四五”期间供改将持续深化，去产能力度加大，产能集中度提升，供给格局将趋于合理稳定。总体来看，短期供需保持紧平衡，长期将以供需平衡稳定为主，支持煤价在合理区间平稳运行。本周中报季基本结束，汇总来看，重点关注的 28 家煤企上半年产销量小幅增长，二季度利润降幅环比明显收窄，业绩呈现改善趋势，主要得益于煤企严控成本实现降本增效，多数煤企吨煤成本降幅明显，凸显整体经营韧性。2020 年以来，多家煤企加大股东回馈力度，提高分红比例或展开回购，本周中国神华公告拟回购不超 10%H 股并将予以注销，叠加其稳定高分红投资价值凸显。下半年展望，年内供改持续深化，煤企业绩或将持续改善，行业将整体利好。当前经济复苏预期向好，看好煤炭股估值修复。**高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。**

● **煤电产业链：本周煤价略显弱势，需求短期走弱但煤价仍以稳为主**

本周（2020 年 8 月 24 日-8 月 28 日）港口动力煤价微跌至 547 元/吨，需求略显弱势，电厂补库以长协为主。需求方面，南方高温天气持续，在电力耗煤需求略降情况下提供支撑，水电运行良好或对火电有所挤出；供给方面，内蒙煤管票限制停减产仍在持续，进口煤限制犹在供给难发力。库存方面，大秦线再现脱轨事故，发运减少致秦港库存再次下降，对港口煤价或有支撑。总体来看，空好因素交织，但供需趋于稳定的基本面下煤价以平稳运行为主。

● **煤焦钢产业链：本周双焦皆稳，焦钢厂开工率持续高位**

焦炭方面，本周焦价在上轮提涨基础上保持稳定，钢厂开工率高位运行对焦炭需求有所支撑，同时前期去库存致钢厂焦炭库存回落，对焦炭采购意愿增强。从供给端长期来看，各省焦化去产能力度加强，供给或将偏紧，支撑焦价。焦煤方面，焦价提涨致焦企对焦煤压价意愿减弱，同时焦钢企开工率高位稳定，开始阶段性补库，另外产地供给偏紧亦对焦煤价格形成支撑。

● **风险提示：**经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

目　录

1、 投资观点：煤企中报凸显增效潜力，神华 H 股回购提升投资价值 4
2、 煤炭板块回顾：本周小跌，跑输沪深 300 5
2.1、 行情：本周煤炭板块小跌 2.20%，跑输沪深 300 指数 4.86 个百分点 5
2.2、 估值表现：本周 PE 为 11.4 倍，PB 为 1.01 倍，均位全 A 股尾部 6
3、 煤市关键指标速览 8
4、 煤电产业链：本周港口煤价微跌，秦港库存大跌 9
4.1、 国内动力煤价格：本周港口微跌，产地持平，期货小涨 9
4.2、 国际动力煤价格：本周离岸价涨跌不一，中国港口到岸价小跌 10
4.3、 动力煤库存：本周秦港库存大跌，长江口库存小跌 10
5、 煤焦钢产业链：本周双焦皆稳，焦钢厂开工率持续高位 11
5.1、 国内炼焦煤价格：本周港口持平，产地持平，期货小涨 11
5.2、 国内喷吹煤价格：本周持平 12
5.3、 国际炼焦煤价格：本周海外煤价微跌，中国港口到岸价持平 12
5.4、 焦&钢价格：本周焦炭现货价格持平，螺纹钢持平 13
5.5、 炼焦煤库存：本周总量微涨，天数微涨 13
5.6、 焦炭库存：本周总量微跌，处于历史中位 14
5.7、 焦&钢厂需求：本周大型焦厂开工率微跌，中小型微涨 14
6、 煤炭运输：本周国内海运费下跌 15
7、 公司公告回顾 16
8、 行业动态 17
9、 风险提示 20

图表目录

图 1: 本周煤炭板块跑输沪深 300 指数 4.86 个百分点（%） 6
图 2: 本周主要煤炭上市公司涨少跌多（%） 6
图 3: 本周煤炭板块市盈率 PE 为 11.4 倍，位列全 A 股倒数第四位 7
图 4: 本周煤炭板块市净率 PB 仅为 1.01 倍，位列全 A 股倒数第四位 7
图 5: 本周环渤海动力煤综合价格持平（元/吨） 9
图 6: 本周秦港平仓价微跌（元/吨） 9
图 7: 本周产地动力煤价格持平（元/吨） 10
图 8: 本周动力煤期货价格小涨，升水幅度扩大（元/吨） 10
图 9: 本周国际港口动力煤价格涨跌不一（美元/吨） 10
图 10: 本周中国港口动力煤到岸价小跌（元/吨） 10
图 11: 本周秦皇岛港库存大跌（万吨） 11
图 12: 本周长江口库存小跌（万吨） 11
图 13: 本周焦煤港口价格持平（元/吨） 11
图 14: 本周山西焦煤产地持平（元/吨） 11
图 15: 本周河北焦煤产地价格持平（元/吨） 12
图 16: 本周焦煤期货价格小涨，升水幅度扩大（元/吨） 12
图 17: 本周喷吹煤价格持平（元/吨） 12
图 18: 本周海外焦煤价格微跌（元/吨） 13
图 19: 本周中国港口焦煤到岸价持平（元/吨） 13

图 20: 本周焦炭现货价格持平（元/吨）.....13
图 21: 本周螺纹钢现货价格持平（元/吨）.....13
图 22: 本周炼焦煤库存总量微涨（万吨）.....14
图 23: 本周炼焦煤库存可用天数微涨（天）.....14
图 24: 本周焦炭库存总量微跌（万吨）.....14
图 25: 本周大型焦化厂开工率微跌，中小型微涨（%）.....15
图 26: 本周全国钢厂高炉开工率下跌（%）.....15
图 27: 本周国内海运费下跌（元/吨）.....15

表 1: 主要煤炭上市公司盈利预测与估值.....5
表 2: 煤电产业链指标梳理.....8
表 3: 煤焦钢产业链指标梳理.....8

1、 投资观点：煤企中报凸显增效潜力，神华 H 股回购提升投资价值

- **煤电产业链：本周煤价略显弱势，需求短期走弱但煤价仍以稳为主。**本周（2020 年 8 月 24 日-8 月 28 日）港口动力煤价微跌至 547 元/吨，需求略显弱势，电厂补库以长协为主。需求方面，南方高温天气持续，在电力耗煤需求略降情况下提供支撑，水电运行良好或对火电有所挤出；供给方面，内蒙煤管票限制停减产仍在持续，进口煤限制犹在供给难发力。库存方面，大秦线再现脱轨事故，发运减少致秦港库存再次下降，对港口煤价或有支撑。总体来看，空好因素交织，但供需趋于稳定的基本面下煤价以平稳运行为主。
- **煤焦钢产业链：本周双焦皆稳，焦钢厂开工率持续高位。**焦炭方面，本周焦价在上轮提涨基础上保持稳定，钢厂开工率高位运行对焦炭需求有所支撑，同时前期去库存致钢厂焦炭库存回落，对焦炭采购意愿增强。从供给端长期来看，各省焦化去产能力度加强，供给或将偏紧，支撑焦价。焦煤方面，焦价提涨致焦企对焦煤压价意愿减弱，同时焦钢企开工率高位稳定，开始阶段性补库，另外产地供给偏紧亦对焦煤价格形成支撑。
- **后期投资观点。**本周动力煤价略显弱势，秦港现货平仓价微跌至 547 元，或主因夏季用电高峰接近尾声致需求端阶段性走弱，北方降雨致港口煤泡水也对短期煤价有所影响。本周需求稳中偏弱，供给保持收紧：需求方面，夏季末电厂负荷下降，叠加水电挤出，动力煤需求短期走弱，同时下游补库以长协为主，现货需求较弱；供给方面，内蒙产地煤管票限制严格，其他主产地生产销售整体稳定，进口煤通关限制依然严格；库存方面，本周大秦线脱轨事故再次发生，发运减少致秦港库存下降明显，对港口煤价或有支撑。后期判断，需求方面，北方虽有降温但南方高温短期仍在持续，电厂负荷下降但仍有支撑，后期随着入秋水电季节性回落，火电耗煤需求或有上涨空间。中长期需关注在经济政策刺激下，基建投资力度加大、地产韧性犹存推动的内需增长；供给方面，主产地煤矿生产或将保持稳定，进口煤通关限制或降持续，供给短期处于偏紧状态，支撑煤价稳定。长期来看，“十三五”末至“十四五”期间供改将持续深化，去产能力度加大，产能集中度提升，供给格局将趋于合理稳定。总体来看，短期供需保持紧平衡，长期将以供需平衡稳定为主，支持煤价在合理区间平稳运行。本周中报季基本结束，汇总来看，重点关注的 28 家煤企上半年产销量小幅增长，二季度利润降幅环比明显收窄，业绩呈现改善趋势，主要得益于煤企严控成本实现降本增效，多数煤企吨煤成本降幅明显，凸显整体经营韧性。2020 年以来，多家煤企加大股东回馈力度，提高分红比例或展开回购，本周中国神华公告拟回购不超 10%H 股并将予以注销，叠加其稳定高分红投资价值凸显。下半年展望，年内供改持续深化，煤企业绩或将持续改善，行业将整体利好。当前经济复苏预期向好，看好煤炭股估值修复。**高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。**

表1：主要煤炭上市公司盈利预测与估值

公司名称	股价	EPS			PE			PB
	2020.8.28	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
中国神华	15.82	2.17	2.01	2.04	7.3	7.9	7.8	0.93
陕西煤业	7.92	1.18	1.03	1.07	6.7	7.7	7.4	1.38
中煤能源	4.13	0.42	0.34	0.40	9.8	12.1	10.3	0.57
兖州煤业	9.26	1.76	1.50	1.58	5.2	6.2	5.9	0.91
兰花科创	5.26	0.58	0.41	0.48	9.1	12.8	11.0	0.58
潞安环能	6.40	0.80	0.68	0.79	8.0	9.4	8.1	0.73
盘江股份	6.15	0.66	0.55	0.82	9.3	11.2	7.5	1.44
西山煤电	4.31	0.54	0.49	0.54	7.9	8.8	8.0	0.82
冀中能源	3.88	0.26	0.31	0.36	15.2	12.3	10.9	0.66
阳泉煤业	4.90	0.71	0.57	0.68	6.9	8.6	7.2	0.53
平煤股份	6.19	0.50	0.58	0.63	12.5	10.7	9.8	1.02
上海能源	9.01	0.79	0.64	0.79	11.4	14.0	11.3	0.65
恒源煤电	5.28	0.94	0.85	0.88	5.6	6.2	6.0	0.72
开滦股份	5.35	0.72	0.57	0.64	7.4	9.4	8.4	0.75
大同煤业	5.11	0.54	0.45	0.48	9.5	11.4	10.6	1.26
露天煤业	10.82	1.28	1.34	1.51	8.5	8.1	7.2	1.26
山煤国际	15.60	0.59	0.48	0.70	26.4	32.5	22.3	4.68
神火股份	5.83	0.71	0.30	0.52	8.2	19.4	11.2	1.45
山西焦化	4.95	0.31	0.25	0.31	15.8	19.7	15.8	0.96
金能科技	13.42	1.13	1.03	1.90	11.9	13.0	7.1	1.58
蓝焰控股	8.60	0.58	0.70	0.81	14.8	12.3	10.6	1.84
淮北矿业	9.87	1.68	1.52	1.68	5.9	6.5	5.9	1.10
宝丰能源	12.84	0.54	0.57	0.62	23.8	22.5	20.7	4.03

数据来源：Wind、开源证券研究所

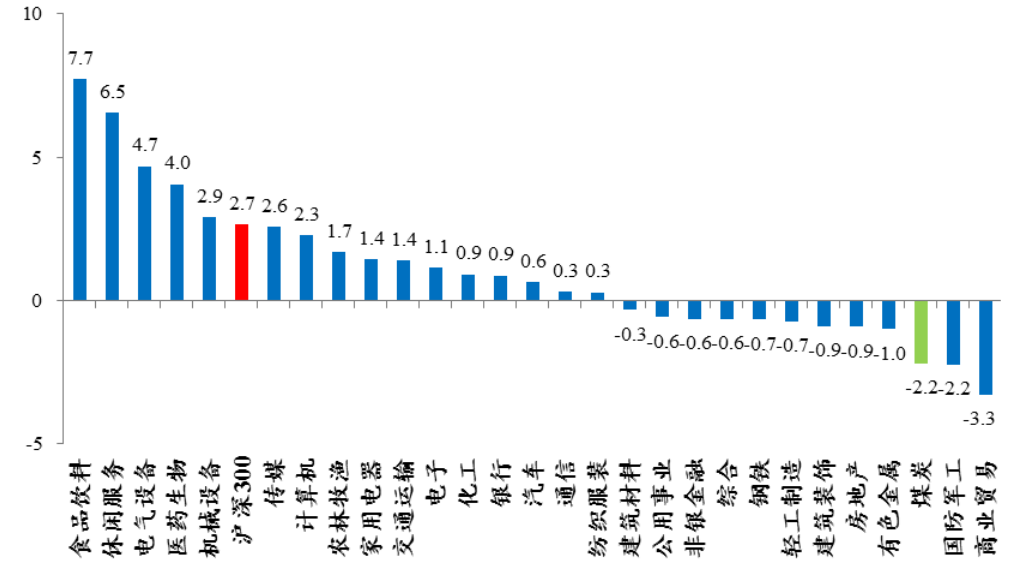
注：除中国神华、潞安环能、盘江股份、西山煤电、平煤股份、山煤国际、神火股份、金能科技、宝丰能源外，其他所有公司的盈利预测和估值均来自于 Wind 一致预期。

2、 煤炭板块回顾：本周小跌，跑输沪深 300

2.1、 行情：本周煤炭板块小跌 2.20%，跑输沪深 300 指数 4.86 个百分点

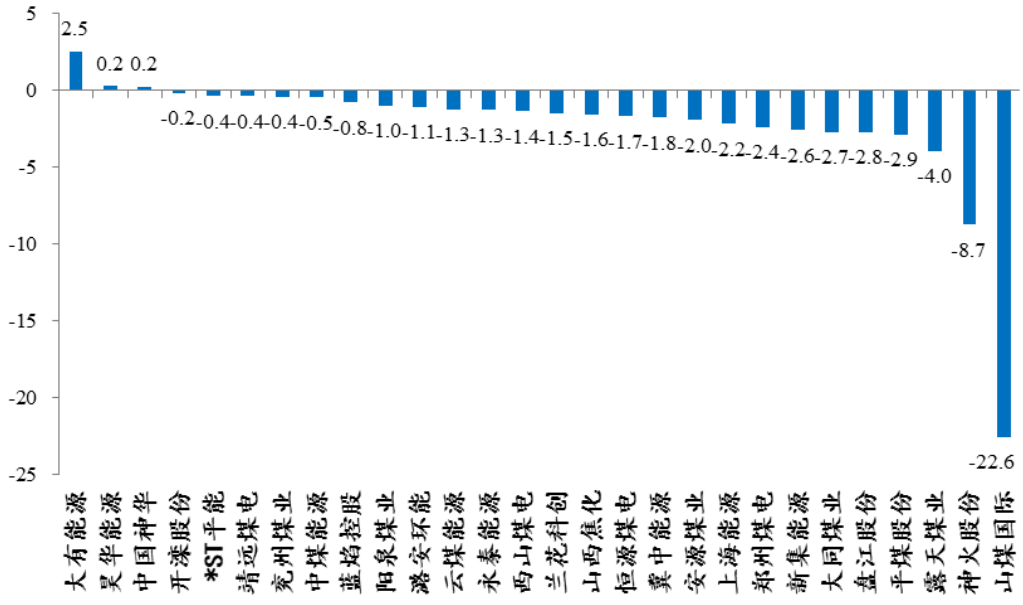
本周(2020 年 8 月 24 日-8 月 28 日)煤炭指数小跌 2.20%，沪深 300 小涨 2.66%，煤炭指数跑输沪深 300 指数 4.86 个百分点。主要煤炭上市公司涨少跌多，涨幅前三家公司分别为：大有能源（2.50%），昊华能源（0.25%）、中国神华（0.19%）；跌幅前三家公司分别为：山煤国际(-22.56%)、神火股份(-8.75%)、露天煤业(-3.97%)。

图1：本周煤炭板块跑输沪深 300 指数 4.86 个百分点（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周主要煤炭上市公司涨少跌多（%）

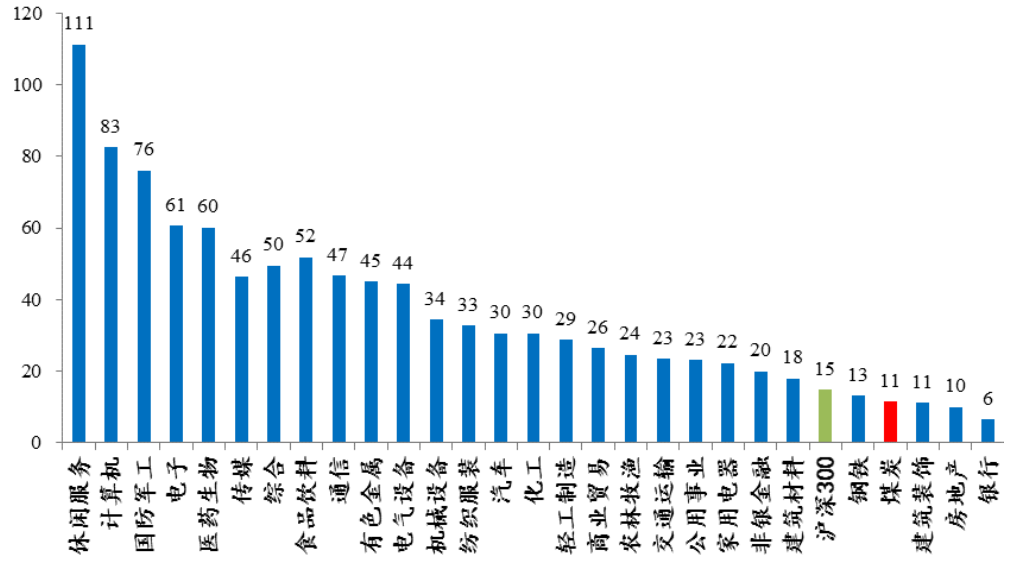


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 估值表现：本周 PE 为 11.4 倍，PB 为 1.01 倍，均位全 A 股尾部

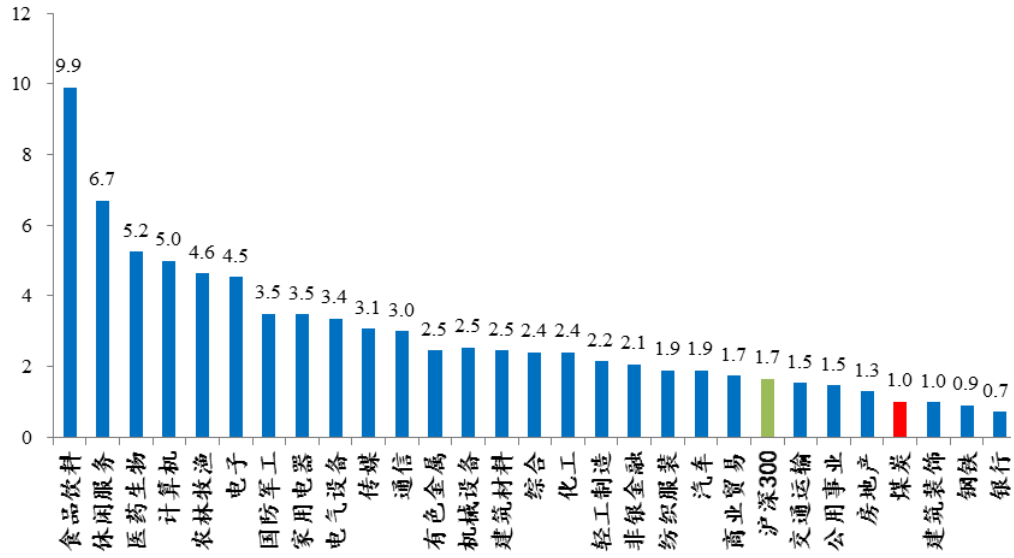
截至 2020 年 8 月 28 日，根据 PE(TTM)剔除异常值（负值）后，煤炭板块平均市盈率 PE 仅为 11.4 倍，位列 A 股全行业倒数第四位；市净率 PB 仅为 1.01 倍，位列 A 股全行业倒数第四位。

图3：本周煤炭板块市盈率 PE 为 11.4 倍，位列全 A 股倒数第四位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：本周煤炭板块市净率 PB 仅为 1.01 倍，位列全 A 股倒数第四位



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 煤市关键指标速览

表2：煤电产业链指标梳理

煤电产业链-指标		单位	最新价格	上周价格	周涨跌额	周涨跌幅
港口价格	环渤海动力煤价格指数(Q5500)	元/吨	544	544	0	0.00%
	秦港动力末煤平仓价（山西 Q5500）	元/吨	547	550	-3	-0.55%
产地价格	陕西动力煤价格指数	点	148.7	148.3	0.4	0.27%
	陕西动力煤价格指数	元/吨	384	383	1	0.26%
	陕西榆林 Q5500 市场价	元/吨	415	415	0	0.00%
	山西大同 Q5800 车板价	元/吨	440	440	0	0.00%
	内蒙鄂尔多斯 Q5300 车板价	元/吨	539	539	0	0.00%
国际价格	欧洲 ARA 港动力煤现货价	美元/吨	47.02	48.88	-1.86	-3.81%
	理查德 RB 动力煤现货价	美元/吨	61.75	56.67	5.08	8.96%
	纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价	美元/吨	47.53	50.46	-2.93	-5.81%
国内 VS 进口	动力煤 CCI5500 含税价-国内	元/吨	552	555	-3	-0.54%
	动力煤 CCI5500 含税价-进口	元/吨	363.8	371.2	-7.4	-1.99%
	（国内-进口）差价	元/吨	188.2			
期货价格	期货价格：动力煤	元/吨	574.2	563.8	10.4	1.84%
	现货价格：动力煤	元/吨	547	550	-3	-0.55%
	动力煤期货升贴水	元/吨	27.2			
库存	秦皇岛港库存量	万吨	481	502.5	-21.5	-4.28%
	长江口库存量	万吨	577	592	-15	-2.53%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：煤焦钢产业链指标梳理

煤焦钢产业链-指标		单位	最新价格	上周价格	周涨跌额	周涨跌幅
港口价格	京唐港主焦煤（山西产）库提价	元/吨	1410	1410	0	0.00%
产地价格	山西吕梁主焦煤市场价	元/吨	1070	1070	0	0.00%
	山西古交肥煤车板价	元/吨	1170	1170	0	0.00%
	长治喷吹煤车板价	元/吨	760	760	0	0.00%
	阳泉喷吹煤车板价	元/吨	845	845	0	0.00%
国际价格	峰景矿硬焦煤	美元/吨	118.5	119	-0.5	-0.42%
国内 VS 进口	京唐港主焦煤（山西产）库提价	元/吨	1410	1410	0	0.00%
	京唐港主焦煤（澳洲产）库提价	元/吨	1340	1340	0	0.00%
	（国内-进口）差价	元/吨	70			
期货价格	焦煤：期货价格	元/吨	1231	1217.5	13.5	1.11%
	焦煤：现货价格	元/吨	1070	1070	0	0.00%
	焦煤期货升贴水	元/吨	161			
	焦炭：期货价格	元/吨	1940	1931	9	0.47%
	焦炭：现货价格	元/吨	1850	1850	0	0.00%
	焦炭期货升贴水	元/吨	90			
	螺纹钢：期货价格	元/吨	3734	3783	-49	-1.30%
	螺纹钢：现货价格	元/吨	3700	3700	0	0.00%

煤焦钢产业链-指标		单位	最新价格	上周价格	周涨跌额	周涨跌幅
	螺纹钢期货升贴水	元/吨	34			
库存	炼焦煤库存：国内独立焦化厂（100 家）	万吨	791.86	788.78	3.08	0.39%
	炼焦煤库存：国内样本钢厂(110 家)	万吨	763.76	760.61	3.15	0.41%
	炼焦煤库存可用天数:独立焦化厂	天	15.23	15.19	0.04	0.26%
	炼焦煤库存可用天数:国内样本钢厂(110 家)	天	15.21	15.15	0.06	0.40%
	焦炭库存:国内样本钢厂(110 家)	万吨	471.73	473.01	-1.28	-0.27%
需求	焦化厂开工率:产能<100 万吨	%	62.11	62.07	0.04	
	焦化厂开工率:产能 100-200 万吨	%	75.02	74.42	0.6	
	焦化厂开工率:产能>200 万吨	%	87.42	87.49	-0.07	
	全国钢厂高炉开工率	%	71.13	71.27	-0.14	
	唐山钢厂高炉开工率	%	87.3	87.3	0	
运输费用	海运费:秦皇岛-上海	元/吨	27	28.1	-1.1	-3.91%
	海运费:秦皇岛-广州	元/吨	39.3	41.3	-2	-4.84%

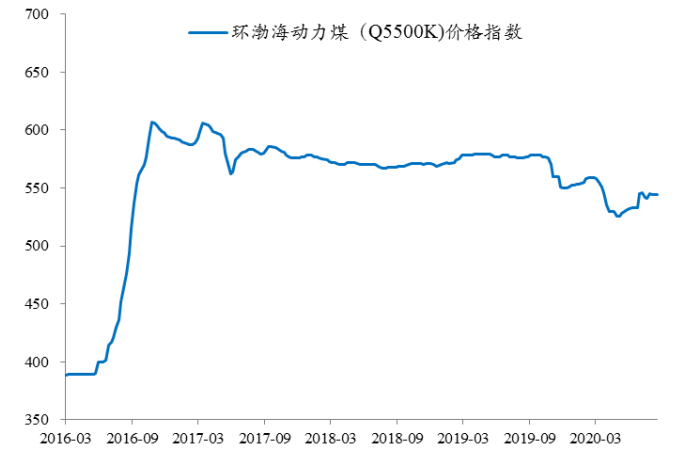
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 煤电产业链：本周港口煤价微跌，秦港库存大跌

4.1、 国内动力煤价格：本周港口微跌，产地持平，期货小涨

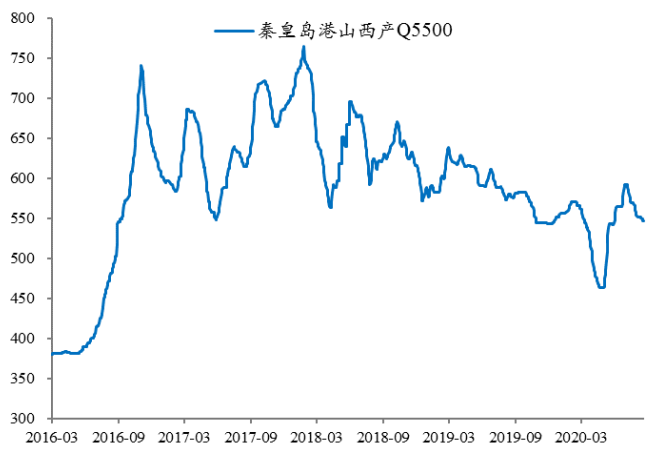
- **港口价格微跌。**截至 8 月 26 日，环渤海动力煤综合价格指数为 544 元/吨，环比持平。截至 8 月 28 日，秦皇岛港山西产 Q5500 平仓价 547 元/吨，环比下跌 3 元/吨，跌幅 0.55%。
- **产地价格持平。**截至 8 月 28 日，陕西榆林 Q5500 报价 415 元/吨，环比持平；山西大同 Q5800 报价 440 元/吨，环比持平；内蒙鄂尔多斯 Q5300 报价 539 元/吨，环比持平。
- **期货价格小涨，升水幅度扩大。**截至 8 月 28 日，动力煤期货主力合约报价 574.2 元/吨，环比上涨 10.4 元/吨，涨幅 1.84%；现货价格报价 547 元/吨，环比下跌 3 元/吨，跌幅 0.55%；期货升水 27.2 元/吨，升水幅度扩大。

图5：本周环渤海动力煤综合价格持平（元/吨）



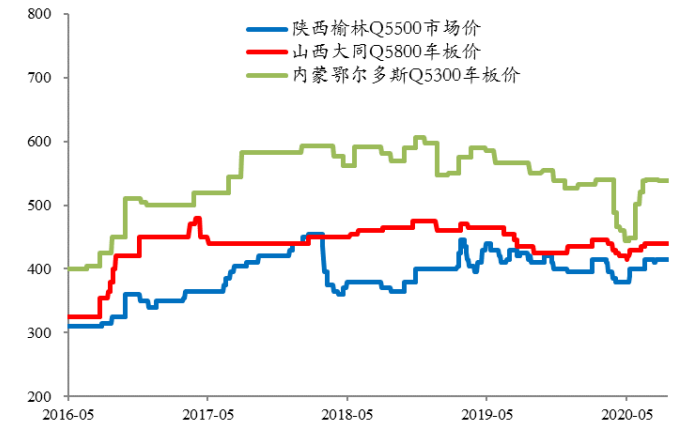
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：本周秦港平仓价微跌（元/吨）



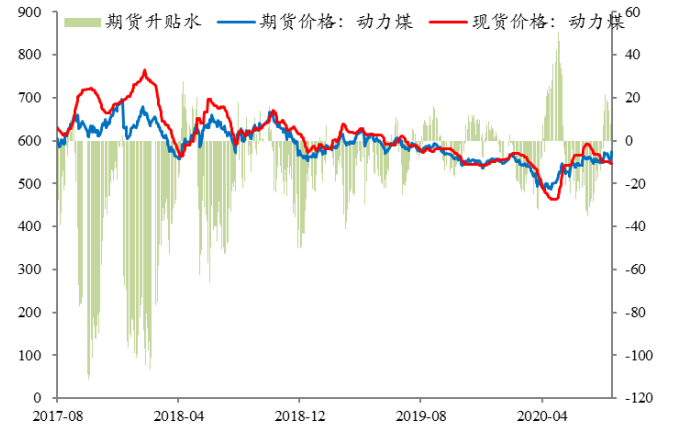
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：本周产地动力煤价格持平（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：本周动力煤期货价格小涨，升水幅度扩大（元/吨）

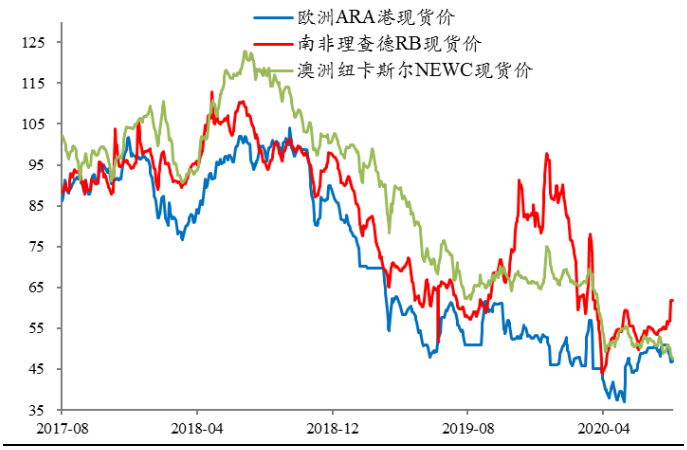


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 国际动力煤价格：本周离岸价涨跌不一，中国港口到岸价小跌

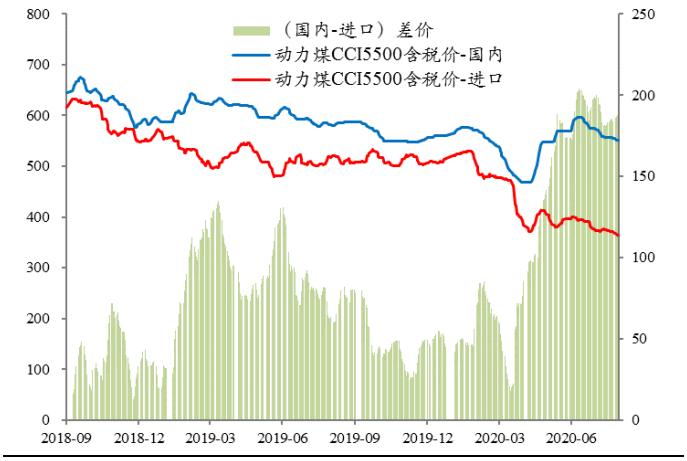
- **国际港口价格涨跌不一。**截至 8 月 27 日，欧洲 ARA 港报价 47.02 美元/吨，环比下跌 1.86 美元/吨，跌幅 3.81%；理查德 RB 报价 61.75 美元/吨，环比上涨 5.08 美元/吨，涨幅 8.96%；纽卡斯尔 NEWC 报价 47.53 美元/吨，环比下跌 2.93 美元/吨，跌幅 5.81%。
- **中国港口到岸价小跌。**截至 8 月 28 日，CCI5500 进口动力煤报价 363.8 元/吨，环比下跌 7.4 元/吨，跌幅 1.99%；CCI5500 国内动力煤报价 552 元/吨，环比下跌 3 元/吨，跌幅 0.54%；进口动力煤价格相对国内便宜 188.2 元/吨，进口动力煤价格优势扩大。

图9：本周国际港口动力煤价格涨跌不一（美元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：本周中国港口动力煤到岸价小跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 动力煤库存：本周秦港库存大跌，长江口库存小跌

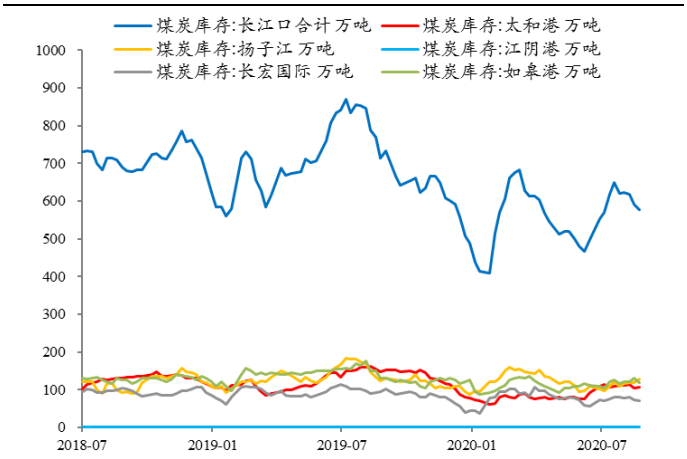
- **秦港库存大跌，长江口库存小跌。**截至 8 月 28 日，秦港库存 481 万吨，环比下跌 21.5 万吨，跌幅 4.28%；截至 8 月 28 日，长江口库存 577 万吨，环比下跌 15 万吨，跌幅 2.53%。

图11：本周秦皇岛港库存大跌（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：本周长江口库存小跌（万吨）



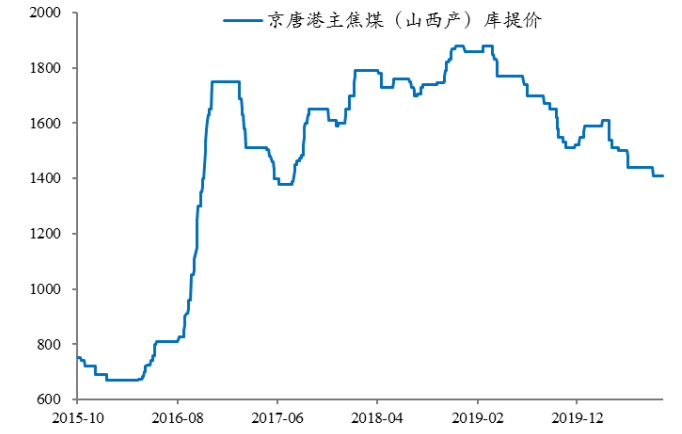
数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 煤焦钢产业链：本周双焦皆稳，焦钢厂开工率持续高位

5.1、 国内炼焦煤价格：本周港口持平，产地持平，期货小涨

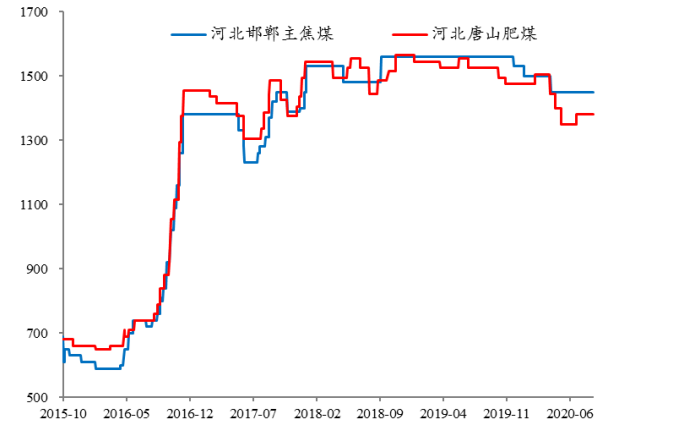
- **港口价格持平。**截至 8 月 28 日，京唐港主焦煤报价 1410 元/吨，环比持平。
- **产地价格持平。**截至 8 月 28 日，山西产地，吕梁主焦煤报价 1070 元/吨，环比持平；古交肥煤报价 1170 元/吨，环比持平。截至 8 月 28 日，河北产地，邯郸主焦煤报价 1450 元/吨，环比持平；唐山肥煤报价 1380 吨，环比持平。
- **期货价格小涨，升水幅度扩大。**截至 8 月 28 日，焦煤期货主力合约报价 1231 元/吨，环比上涨 13.5 元/吨，涨幅 1.11%；现货报价 1070 元/吨，环比持平；期货升水 161 元/吨，升水幅度扩大。

图13：本周焦煤港口价格持平（元/吨）



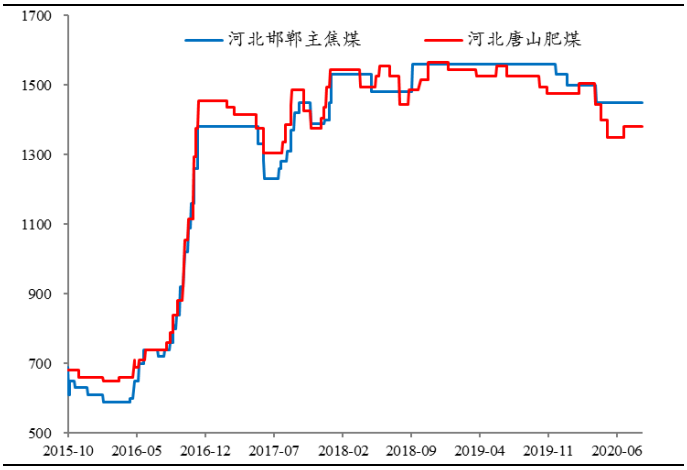
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：本周山西焦煤产地持平（元/吨）



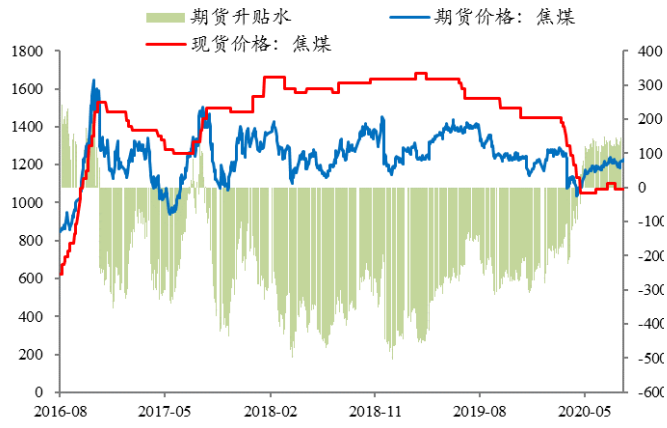
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：本周河北焦煤产地价格持平（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：本周焦煤期货价格小涨，升水幅度扩大（元/吨）

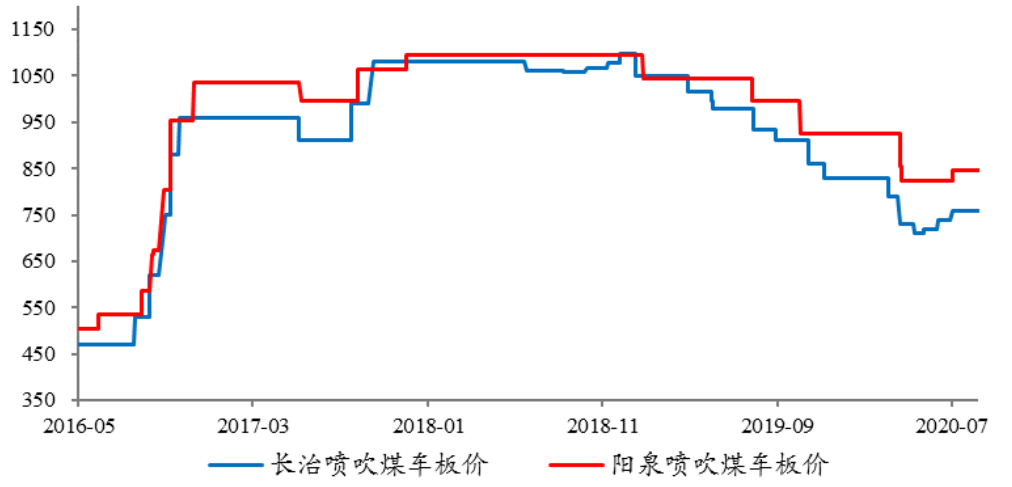


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、 国内喷吹煤价格：本周持平

- **喷吹煤价格持平。**截至 8 月 28 日，长治喷吹煤车板价报价 760 元/吨，环比持平；阳泉喷吹煤车板价报价 845 元/吨，环比持平。

图17：本周喷吹煤价格持平（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、 国际炼焦煤价格：本周海外煤价微跌，中国港口到岸价持平

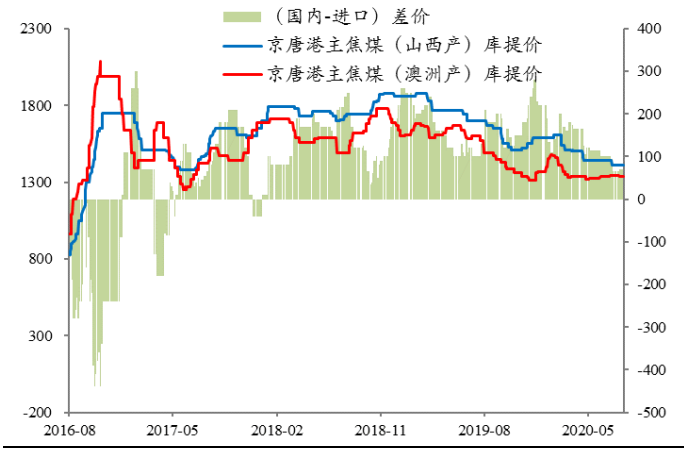
- **海外焦煤价格微跌。**截至 8 月 28 日，峰景矿硬焦煤报价 118.5 美元/吨，环比下降 0.5 元/吨，跌幅 0.42%。
- **中国港口到岸价持平。**截至 8 月 28 日，京唐港主焦煤（澳洲产）报价 1340 元/吨，环比持平；京唐港主焦煤（山西产）报价 1410 元/吨，环比持平；进口焦煤价格相对国内便宜 70 元/吨，进口焦煤价格优势持平。

图18：本周海外焦煤价格微跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：本周中国港口焦煤到岸价持平（元/吨）

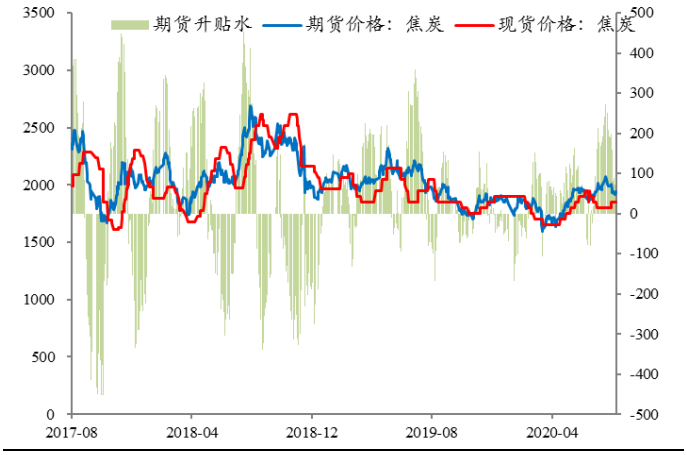


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、 焦&钢价格：本周焦炭现货价格持平，螺纹钢持平

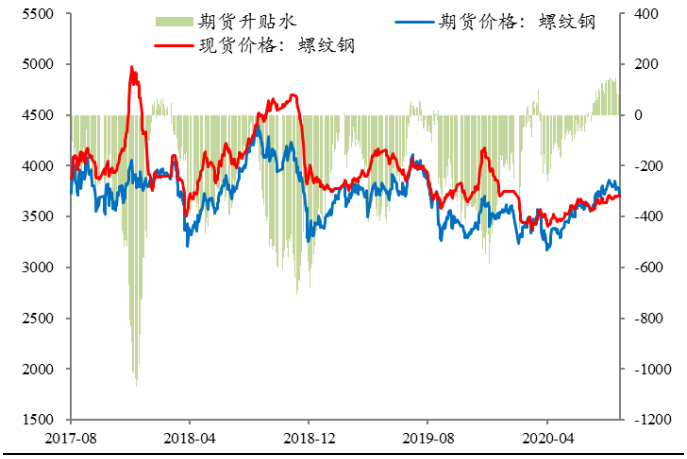
- **焦炭现货价格持平。**截至 8 月 28 日，焦炭现货报价 1850 元/吨，环比持平；期货主力合约报价 1940 元/吨，环比上涨 9 元/吨，涨幅 0.47%；期货升水 90 元/吨，升水幅度扩大。
- **螺纹钢现货价格持平。**截至 8 月 28 日，螺纹钢现货报价 3700 元/吨，环比持平；期货主力合约报价 3734 元/吨，环比下跌 49 元/吨，跌幅 1.30%；期货升水 34 元/吨，升水幅度缩小。

图20：本周焦炭现货价格持平（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：本周螺纹钢现货价格持平（元/吨）



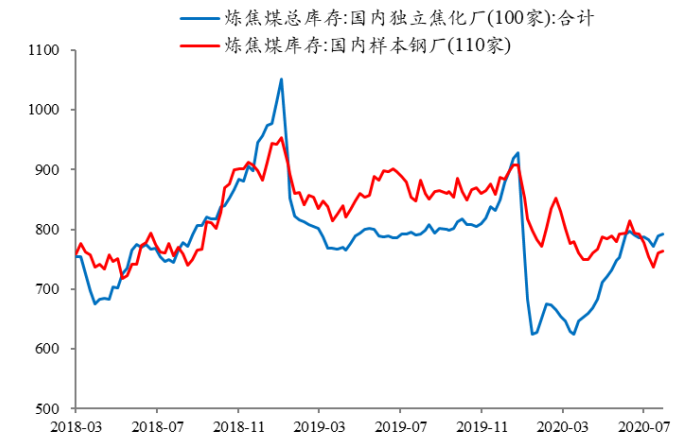
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5、 炼焦煤库存：本周总量微涨，天数微涨

- **炼焦煤库存总量微涨。**截至 8 月 28 日，国内独立焦化厂（100 家）炼焦煤库存 791.86 万吨，环比上涨 3.08 万吨，涨幅 0.39%；国内样本钢厂（110 家）炼焦煤库存 763.76 万吨，环比上涨 3.15 万吨，涨幅 0.41%。独立焦化厂和钢厂库存总量微涨。

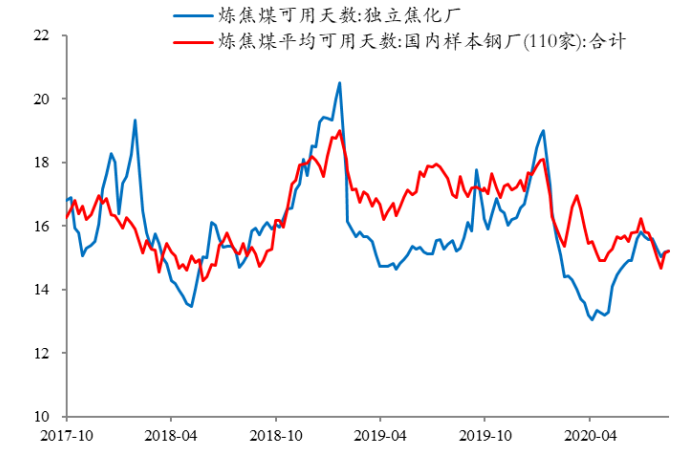
- **炼焦煤库存可用天数微涨。**截至 8 月 28 日，独立焦化厂炼焦煤库存可用天数 15.23 天，环比上涨 0.04 天；国内样本钢厂（110 家）炼焦煤库存可用天数 15.21 天，环比上涨 0.06 天。独立焦化厂和钢厂合计库存可用天数微涨。

图22：本周炼焦煤库存总量微涨（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：本周炼焦煤库存可用天数微涨（天）

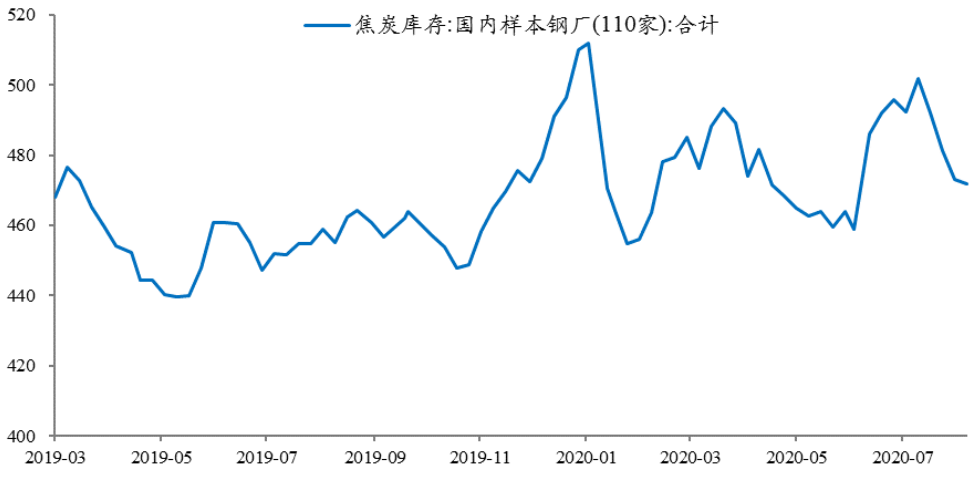


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.6、 焦炭库存：本周总量微跌，处于历史中位

- **焦炭库存总量微跌。**截至 8 月 28 日，国内样本钢厂（110 家）焦炭库存 471.73 万吨，环比下跌 1.28 万吨，跌幅 0.27%。

图24：本周焦炭库存总量微跌（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

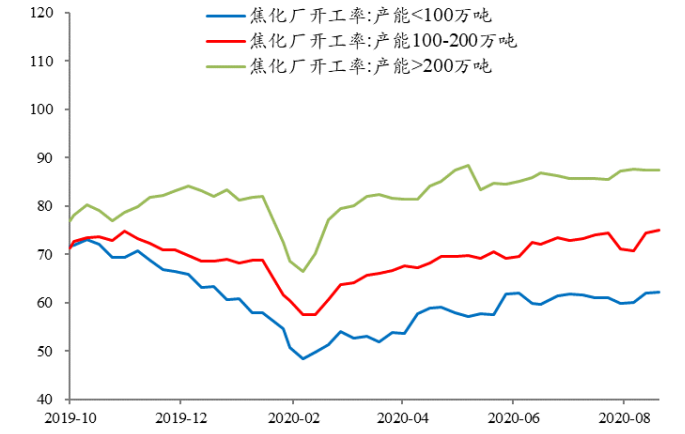
5.7、 焦&钢厂需求：本周大型焦厂开工率微跌，中小型微涨

- **大型焦化厂开工率微跌，中小型微涨。**截至 8 月 28 日，焦化厂开工率按产能大小划分情况为：产能小于 100 万吨为 62.11%，环比上涨 0.04 个百分点；

产能 100-200 万吨为 75.02%，环比上涨 0.60 个百分点；产能大于 200 万吨为 87.42%，环比下跌 0.07 个百分点。

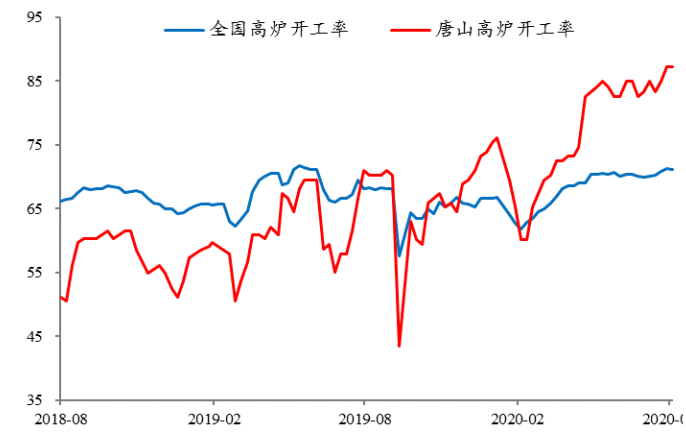
- **钢厂高炉开工率下跌（本周数据未更新）。**截至 8 月 21 日，全国钢厂高炉开工率为 71.13%，环比下跌 0.14 个百分点；唐山高炉开工率为 87.30%，环比持平。

图25：本周大型焦化厂开工率微跌，中小型微涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：本周全国钢厂高炉开工率下跌（%）

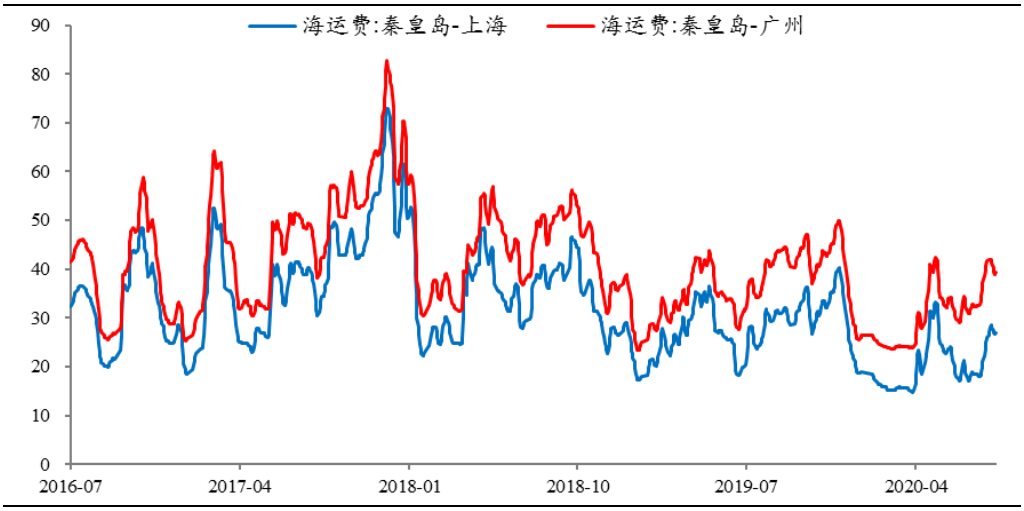


数据来源：Wind、开源证券研究所

6、煤炭运输：本周国内海运费下跌

- **国内海运费下跌。**截至 8 月 28 日，秦皇岛至上海海运费价格为 27.00 元/吨，环比下跌 1.10 元/吨，跌幅 3.91%；秦皇岛至广州的海运费价格为 39.30 元/吨，环比下跌 2.00 元/吨，跌幅 4.84%。

图27：本周国内海运费下跌（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

7、 公司公告回顾

- **【中国神华】2020 年半年度报告。**2020 年上半年本集团营业收入 1050 亿元，完成年度经营目标的 48.6%，同比下降 9.8%；实现营业利润 312 亿元，同比下降 14.8%；归母净利润 206 亿元，基本每股收益 1.04 元/股，同比下降 14.8%。
- **【中国神华】拟回购不超过 10%H 股股份。**公司第五届董事会第三次会议审议并通过《关于授予董事会回购 H 股股份的一般性授权的议案》。回购数量不超过于该议案获股东大会、A 股类别股东会及 H 股类别股东会通过时公司已发行 H 股总数的 10%。回购将分批次实施，回购价格不高出各次实际回购日前 5 个交易日平均收市价的 5%。公司完成回购后，将分阶段或一次性注销回购的 H 股股份，公司相应减少注册资本。
- **【山煤国际】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 180 亿元，同比减少 9.17%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比减少 12.0%；实现基本每股收益 0.22 元/股，同比减少 15.38%。
- **【永泰能源】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 100 亿元，同比增加 4.15%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比增加 12.4%；实现基本每股收益 0.008 元/股，同比增加 12.3%。
- **【ST 安泰】2020 年半年度报告。**2020 年上半年，公司共实现营业收入 37.9 亿元，同比减少 20.1%；归母净利润 0.07 亿元，同比减少 89.9%；基本每股收益 0.01 元/股，同比减少 85.7%。
- **【辽宁能源】2020 年半年度报告。**报告期内，实现营业收入 29.8 亿元，同比减少 9.57%；归母净利润-1.94 亿元，同比减少 247%；基本每股收益-0.15 元/股，同比减少 250%。
- **【开滦股份】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 90.4 亿元，同比下降 16.9%；利润总额 8.16 亿元，同比下降 22.4%；归母净利润 5.56 亿元，同比下降 23.1%。
- **【郑州煤电】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现原煤产量 348 万吨，营业收入 12.3 亿元，同比减少 39.4%；归母净利润-3.11 亿元，同比减少 2205%；基本每股收益-0.25 元/股，同比减少 1857%。
- **【兖州煤业】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 1.10 亿元，同比增加 3.43%；归母净利润 0.05 亿元，同比减少 14.2%；基本每股收益 0.94 元/股，同比减少 14.1%。
- **【上海能源】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 36.4 亿元，同比减少 1.09%；归母净利润 4.72 亿元，同比减少 1.91%；基本每股收益 0.65 元/股，同比减少 2.99%。
- **【中煤能源】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 613 亿元，同比增加 0.60%；归母净利润 23.1 亿元，同比减少 39.0%；基本每股收益 0.17 元/股，同比减少 41.4%。
- **【金能科技】2020 年半年度报告。**报告期内，公司主营业务产品的综合毛利率为 20.8%，同比增加 5.68%，实现营业收入 37.1 亿元，同比减少 11.1%，归母净利润 4.29 亿元，同比增加 9.31%，主要原因系产品盈利增加；扣非净利润 3.75 亿元，同比增加 13.7%。
- **【大同煤业】2020 年半年度报告。**报告期内，实现营业收入 51.7 亿元，同比减少 9.37%；归母净利润 4.40 亿元，同比减少 3.22%；基本每股收益 0.26

元/股，同比减少 3.70%。

- **【兰花科创】2020 年半年度报告。**报告期内，公司累计实现销售收入 29.4 亿元，同比下降 28.7%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比下降 73.1%；基本每股收益 0.13 元/股，净资产收益率 1.39%。
- **【*ST 平能】2020 年半年度报告。**2020 年上半年，公司实现营业收入 8.93 亿元，同比减少 5.29%；归母净利润-1.58 亿元，同比增加利润 15.1%。
- **【淮河能源】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业总收入 48.9 亿元，同比减少 17.1%；归母净利润 2.93 亿元，同比减少 33.4%；基本每股收益 0.08 元/股，同比减少 27.3%。
- **【大有能源】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 28.1 亿元，比上年度末减少 5.49%；归母净利润 1.05 亿元，同比减少 5.13%；基本每股收益 0.04 元/股，同比减少 5.17%。
- **【露天煤业】2020 年半年度报告。**报告期内公司经营情况和财务状况良好，实现营业总收入 97.0 亿元，同比增加 1.78%；实现营业利润 20.3 亿元，同比增加了 20.8%；实现利润总额 20.2 亿元，同比增加 21.2%。利润总额同比增加的主要原因是煤炭综合售价同比增加及电解铝产品销量同比增加所致；归母净利润 14.1 亿元，同比增加 2.76%；基本每股收益 0.74 元/股，同比下降 10.8%；资产总额 346 亿元，比年初增加 2.46%；归属于上市公司所有者权益 170 亿元，比年初增加 5.04%。
- **【陕西煤业】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 387 亿元，同比增加 61.5 亿元，增长 18.9%；实现利润总额 82.5 亿元，同比减少 15.2 亿元，下降 15.6%；归母净利润 49.9 亿元，同比减少 8.85 亿元，下降 15.1%；基本每股收益 0.51 元/股，同比减少 0.09 元，下降 15.6%。
- **【山西焦化】2020 年半年度报告。**报告期内公司总资产 208 亿元，比上年度末增长 2.37%；归属于母公司所有者权益 105 亿元，比上年度末增长 3.81%；实现营业收入 31.2 亿元，同比减少 8.44%；归母净利润 4.49 亿元，同比减少 41.5%。
- **【宝泰隆】2020 年半年度报告。**2020 年上半年公司实现营业收入 11.6 亿元，较上年同期减少 25.1%，归母净利润 0.11 亿元，较上年同期减少 87.9%。
- **【昊华能源】2020 年半年度报告。**报告期内，公司实现营业收入 20.5 亿元，同比减少 24.8%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比减少 78.9%；基本每股收益 0.08 元/股，同比减少 78.4%。

8、 行业动态

- **发改委：煤炭长协合同签订及执行是下半年行业工作重点。**国家发展改革委相关负责人在 8 月 27 日开幕的 2020 年夏季全国煤炭交易会上表示，煤炭长协合同签订及执行，以及东北地区的保供工作均被列为下半年的行业工作重点，以保障煤炭供应平稳。
- **国内首套等高式采煤工作面在神东实现无人自动化开采。**截至 8 月 17 日零点班，国家能源集团神东煤炭石圪台煤矿 22 上 303-1 综采工作面无人自动化运行平稳，机头推进 187.4 米、机尾推进 188 米，标志着国内首套等高式采煤装备顺利投入无人自动化开采。据了解，等高采煤装备在石圪台煤矿成功投入生产运行，不仅填补了国内薄煤层等高无人全自动化生产领域的空白，更为公司可采储量达 9.57 亿吨的薄煤层自动化安全高效开采积累

重要经验，提供有益借鉴。

- **国家煤监局批准 24 项煤炭行业标准明年施行。**国家煤矿安全监察局批准 24 项煤炭行业标准，自 2021 年 1 月 1 日起施行，包括矿井巷道通风摩擦阻力系数测定方法、巷道掘进混合式通风技术规范、煤矿灌（注）浆防灭火技术规范等。
- **1-7 月全国煤炭开采和洗选业实现利润 1152 亿元下降 32.8%。**国家统计局 27 日发布消息称，2020 年 1-7 月，规模以上工业企业实现营业收入 55.06 万亿元，同比下降 3.9%。采矿业主营业务收入 20857 亿元，同比下降 11%。其中，煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 10771.3 亿元，同比下降 11.5%；石油和天然气开采业为 3759 亿元，同比下降 21.7%；黑色金属矿采选业为 2045.6 亿元，同比增长 4%；有色金属矿采选业为 1410.9 亿元，同比下降 5.3%；非金属采选业为 1793.8 亿元，同比下降 3.4%；其他采矿业为 6.1 亿元，同比下降 61.6%。
- **商务部：上周全国煤炭价格稳中略升。**其中，动力煤价格为每吨 556 元，上涨 0.2%，二号无烟块煤、炼焦煤价格分别为每吨 895 元和 745 元，均与前一周持平。
- **统计局：8 月中旬全国煤炭价格涨跌平互现。**国家统计局于 8 月 24 日公布的数据显示，8 月中旬全国煤炭价格涨跌平互现，不过涨跌幅度均较小。其中，无烟煤价格 840 元/吨，较上期上涨 5 元/吨，涨幅 0.6%；普通混煤价格 445 元/吨，较上期上涨 1.7 元/吨，涨幅 0.4%；山西大混价格为 495 元/吨，与上期持平；山西优混价格为 545 元/吨，较上期上涨 1.7 元/吨，涨幅 0.3%；大同混煤价格为 571.9 元/吨，较上期下跌 1.4 元/吨，跌幅 0.2%。焦煤价格为 1270.0 元/吨，与上期持平。
- **煤炭上市公司利润 4 年增幅达 957%。**中国煤炭工业协会在日前召开的 2020 年煤炭行业企业社会责任报告发布会上发布的《2020 年煤炭上市公司社会责任报告》显示，煤炭上市公司 2019 年煤炭产销量分别达到 10.23 亿吨、12.85 亿吨，占全国商品煤产销量（38.5 亿吨、39.7 亿吨）的比重分别为 26.6%、32.4%。其中中国神华产销量遥遥领先（2.83 亿吨、4.47 亿吨），占上市公司煤炭产销量的 27.6%、34.8%。
- **7 月中国出口煤炭 50 万吨同比下降 24.9%。**海关总署公布的数据显示，中国 2020 年 7 月份出口煤炭 50 万吨，同比下降 24.9%，环比增长 127.27%。7 月份煤炭出口额为 5225 万美元，同比下降 42.6%，环比增长 81.61%。据此推算出口单价为 104.5 美元/吨，同比下跌 33.39 美元/吨，环比下跌 26.27 美元/吨。
- **曹妃甸将建世界最大煤炭物流中心，总量将达 3 亿吨。**8 月 27 日上午，2020 年夏季全国煤炭交易会曹妃甸分会举行。会上签约项目 8 个，总投资 6.19 亿元、贸易额 43.5 亿元。会议表示，曹妃甸将加快打造集煤炭物流、煤炭交易、航运服务、金融服务等为一体，总量达到 3 亿吨的世界最大煤炭物流中心，同步建设 2 亿吨矿石、3000 万吨 LNG、5000 万吨原油、500 万方木材、5000 万吨钢铁的世界级、国家级物流贸易加工中心，远期形成总量万亿级、税收百亿元的国际商贸物流产业集群。
- **煤炭运量下降大秦铁路上半年净利降 30.65%。**2020 年上半年，受新冠肺炎疫情的影响，公司客货运发送量下降，导致公司归属于上市公司股东的净利润同比减少。大秦铁路表示，货运业务是公司业务收入的主要来源，2020 年上半年货运收入占公司主营业务收入的 82.30%。公司运输的货品以

动力煤为主，主要承担晋、蒙、陕等省区的煤炭外运任务。运输的其他货品还包括焦炭、钢铁等大宗货物，以及集装箱、零散批量货物。

- **今年底云南省煤矿数量有望控制在 200 个以内。**8 月 26 日，云南省人民政府召开的新闻发布会透露，预计到 2020 年底，云南全省煤矿数量有望控制在 200 个以内，企业数量不超过 30 户。截至 8 月 20 日，全省列入直接关闭退出的煤矿有 144 处，退出产能 3213 万吨。其中，已有 130 处完成了现场关闭，13 家正在实施现场关闭，占比达 99.3%；全省整合重组保留煤矿 66 处中，已有 58 处完成了整合协议签订工作，签订率为 87.9%。经整治方案经领导小组第 6 次会议审议并不断优化调整，确定全省拟保留煤矿 222 处。其中，单独保留煤矿 156 处，整合重组保留煤矿 66 处。
- **2020 年山东省计划化解煤炭过剩产能 2621 万吨。**山东省发改委日前发布《关于公布 2020 年全省化解煤炭过剩产能调整方案的通知》，2020 年全省计划化解煤炭过剩产能 2621 万吨。其中计划关闭退出煤矿 8 处、退出产能 806 万吨，计划核减产能煤矿 29 处、退出产能 631 万吨，计划购买省外煤矿产能指标 1184 万吨。
- **四川通报泸州煤矿 6 死 1 伤漏顶事故：17 人被处分。**2019 年 10 月 26 日 10 时 28 分，四川省川南煤业泸州古叙煤电有限公司石屏一矿（以下简称石屏一矿）13619 上综采工作面在过断层期间发生一起较大顶板事故，造成 6 人死亡、1 人受伤。经现场勘查和事故调查分析认定，该起事故类别为顶板事故。
- **8 月中旬秦港与神华黄骅两港煤炭吞吐量增长 23.6%。**中国港口协会发布的数据显示，8 月中旬，秦皇岛港与神华黄骅两港煤炭吞吐量同比增加 23.6%，较前期加快 12 个百分点。其中，秦皇岛港同比增长 17%，较前期大幅提速；神华黄骅港同比增长 29.4%；下水量增长加快，两港库存量同比减少 9.7%。中国港口协会分析称，近期，南方地区持续高温，用电负荷攀升，电厂日耗达到年内高点，电厂补库需求增加，煤炭运输回暖。
- **神华粤电珠海港煤炭码头进港量累计突破 1 亿吨。**近日，神华粤电珠海港煤炭码头进港量累计突破 1 亿吨。神华粤电珠海港煤炭码头有限责任公司位于珠海高栏港区，立于 2011 年 4 月，是由中国神华能源股份有限公司、广东粤电发能投资有限公司和珠海港股份有限公司共同出资设立的专业化煤炭码头企业，主要负责珠海港煤炭储运中心项目的投资、建设及运营管理。
- **内蒙古 2020 年计划关闭退出煤矿 10 处产能 495 万吨。**内蒙古能源局日前发布公告称，2020 年内蒙古对西乌旗跃进煤矿有限公司等 10 处煤矿实施关闭。关闭的 10 处煤矿中，9 处申请不享受中央和自治区奖补资金，产能指标自主交易，职工安置和债务处置工作均由企业负责，承担矿山生态修复主体责任。根据公告，10 处煤矿产能合计 495 万吨/年，计划退出时间为 2020 年 5-10 月，其中建设煤矿 3 处，生产煤矿 7 处。
- **上半年唐山港完成煤炭吞吐量 3710.18 万吨降 14.03%。**虽然随着复工复产提速，火电发电量明显增加，煤炭需求开始回升，但 2 至 4 月受疫情影响，用电需求低迷，煤炭下水量大幅减少，导致唐山港上半年煤炭运量减少。唐山港是主导京唐港区建设发展的大型国有上市港口企业，运输货种主要是煤炭、矿石、钢材等大宗散杂货，以国民经济发展所必须的基础性物资为主。2020 年上半年，唐山港吞吐量（包括集装箱）完成 1.17 亿吨，同比减少 1.28%；其中，散杂货物吞吐量完成 1.06 亿吨，同比增长 0.78%；集

装箱完成 71.58 万 TEU，同比下降 11.59%。

- **山东发文要求立即开展煤矿安全大排查、严整治行动。**为吸取梁宝寺能源有限责任公司“8.20”煤尘爆燃事故教训，山东省安委会、煤监局、能源局 8 月 20 日联合发布通知，要求立即开展煤矿安全生产大排查、严整治行动。通知要求，各产煤市要深刻吸取今年以来山东省发生的多起煤矿安全生产事故教训，举一反三，立即组织开展安全生产大排查、严整治行动。要紧紧抓住重点区域、重点环节、关键人物，全面辨识安全风险，细致排查安全隐患。
- **河南 3 家煤矿拟转让 296 万吨/年煤炭产能指标。**河南中原产权交易网显示，河南省 3 家煤矿合计 296 万吨/年的煤炭产能指标交易拟公开转让，转让底价为 23976 万元，预挂牌日期为 8 月 20 日至 9 月 3 日。转让方为郑州煤炭工业（集团）有限责任公司，组织交易方式为网络竞价，本次标的处置保证金收取方式为固定保证金，保证金金额为 50 万元。
- **山西焦炭产量仍居全国首位山东同比降幅最大。**数据显示，山西省 7 月份焦炭产量依旧居全国首位，为 963.2 万吨，占全国产量的 24.1%,甚至超过了位居第二和第三的陕西省和和河北省的产量总和，同比增长 11.4%，环比增长 2.5%。在所有生产焦煤的 28 个省份中，山东省单月同比降幅和累计同比降幅依旧最大；而且在上月环比出现收窄的情况下，7 月份环比降幅再次扩大。这或能从侧面看出，该省“以煤定产”政策的执行力度有一定波动。

9、 风险提示

- **经济增速下行风险。**2020 年受全球范围内新冠疫情冲击影响，中国经济存在下行压力。“两会”提出对 2020 年经济增速不设具体目标，也反映出经济增长承压的严峻形势。作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济的回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

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（underperform）	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（underperform）	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