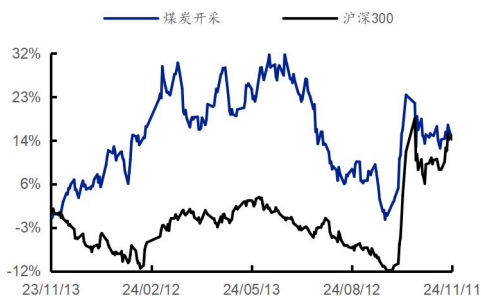


研究所：
 证券分析师： 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn

煤炭板块 2024 三季度报总结：三季度业绩环比上升，负债率持续降低

——煤炭开采行业专题研究

最近一年走势



行业相对表现	2024/11/11		
表现	1M	3M	12M
煤炭开采	-1.7%	6.3%	14.8%
沪深 300	6.3%	24.0%	15.2%

相关报告

- 《煤炭开采行业周报：冬季需求值得期待，关注电厂日耗提升与政策落地对产业链提振效果（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-11-10
- 《煤炭开采行业周报：冬季旺季即将启动，关注下周会议改善宏观情绪（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-11-03
- 《煤炭开采行业专题研究：2024Q3 主动型基金在煤炭行业持仓比例环比下降 0.36pct，延续低配状态（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-10-31
- 《煤炭开采行业周报：需求短期承压，但冬季旺季有望逐步启动（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-10-27
- 《煤炭开采行业周报：煤价窄幅波动，关注冬储补库与宏观预期变化（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2024-10-21

投资要点：

- **2024 年前三季度煤炭产量、进口同比增长。单三季度供给继续环比提升。**据国家统计局数据显示，2024 年前三季度，全国原煤产量 34.8 亿吨，同比增长 0.6%。进口方面，前三季度我国煤炭进口 3.9 亿吨，同比增长 11.9%。环比看第三季度，原煤产量 12 亿吨，较二季度环比提升约 4%；煤炭进口 1.4 亿吨，较二季度环比提升约 4%，整体供给仍是高位运行。
- **从行业看，煤价下行拖累煤企前三季度利润，产量提升和严控成本适当缓和业绩压力。**我们重点关注的 27 家煤炭上市公司，2024 年前三季度合计实现营业收入 9870 亿元，同比下降 7%；合计实现归属母公司净利润 1226 亿元，同比下降 20%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26 家煤炭上市公司，2024 年前三季度合计实现归属母公司净利润 765 亿元，同比下降 27%；扣非归母净利润 758 亿元，同比下降 27%。整体行业盈利能力有所回落。单看 2024 年 Q3，27 家煤炭上市公司归母净利润环比增长 3%，剔除神华后环比略下滑 7%。利润的下滑主要受煤价下行拖累，产量的增长适当缓和业绩压力。27 家上市煤企 2024Q1-Q2 归母净利润为 427 亿元、393 亿元。2024Q3，27 家煤企归母净利 405 亿元，环比 2024Q2 增长 3%。如果剔除中国神华后，26 家煤炭上市公司，2024Q1-2 归母净利润为 268 亿元、257 亿元，2024Q3 业绩为 240 亿元，环比 2024Q2 下降 6.8%。整体看，三季度业绩主要受价格下滑拖累（2024Q3 动力煤价环比持平，焦煤价环比-9%），而产量的提升和严控成本适当减轻业绩压力（2024Q3 原煤产量环比提升 3%）。27 家煤炭上市公司 Q3 销售毛利率达 28.7%，环比 Q2 下滑 1.2pct，剔除神华 26 家公司 Q3 销售毛利率 28.4%，环比下滑 1.4pct。
- **从样本企业看，煤价下行拖累业绩，部分企业成本管控优异，增厚利润。**产量方面，2024 年三季度，中国神华商品煤产量 8120 万吨，环比-1%、同比持平；陕西煤业煤炭产量 4137 万吨，环比-8%、同比+3%；中煤能源商品煤产量 3581 万吨，环比+6%，同比+5%；潞安环能原煤产量 1480 万吨，环比+3%，同比-2%。四家样本企业合计 Q3 煤炭产量实现 17318 万吨，环比-1%，同比+1%。价格方面，中国神华 Q3 自产煤售价 528 元/吨，环比-1%；中煤能源 Q3 自产煤单位售价 545 元/吨，环比-5%；潞安环能 Q3 商品煤吨煤价格为 624 元/吨，环比-8%。成本方面，中国神华 Q3 自产煤单位成本 283 元/吨，环比-11%；中煤能源 Q3 自产煤单

位成本 274 元/吨，环比-7%。潞安环能商品煤吨煤成本为 385 元/吨，环比+5%。**利润方面**，中国神华 Q3 自产煤吨毛利 245 元，环比+15%；中煤能源 Q3 自产煤吨毛利 270 元/吨，环比-2%；潞安环能商品煤吨煤毛利为 240 元/吨，环比-23%。综合来看，样本企业业绩受到煤价下行拖累，在成本管控方面略显分化，如中国神华、中煤能源单位成本显著下降，对业绩形成一定的正向反馈。

- **2024 前三季度费用率同比提升。从相对值来看**（算数平均值方法），2024 年前三季度 27 家煤炭上市公司的期间费用率为 11.1%，同比上涨 1.1 个百分点，其中，销售费用率为 0.9%，同比上涨 0.1 个百分点，管理费用率为 8.2%，同比上涨 1 个百分点，财务费用率为 2.0%，同比增长 0.04 个百分点；**从绝对值来看**，2024 年前三季度 27 家煤炭上市公司累计期间费用 613 亿元，同比下降 1%，其中，销售费用 73 亿元，同比下降 9%，管理费用 429 亿元，同比增加 2%，财务费用 111 亿元，同比减少 5%。**单看三季度，销售、管理费用率环比提升，财务费用率环比下降**。27 家煤炭上市公司三季度销售费用率平均为 0.95%，环比增长 0.12pct；管理费用率三季度 9.23%，环比增长 0.77pct；财务费用率三季度 1.95%，环比下滑 0.23pct。
- **行业盈利指标同比回落**。从销售毛利率来看，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度平均值为 30%，同比下降 4.0 个百分点；从销售净利率来看，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度平均值为 10.9%，同比下降 4.9 个百分点；从 ROE 来看，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度平均值为 5.5%，同比下降 5.9 个百分点。
- **经营性现金流同比下降，负债率持续降低**。27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度经营性现金流合计为 2241 亿元，同比减少 109 亿元，下降 4.6%；截止 2024 年三季报，27 家煤炭上市公司有息负债合计为 4520 亿元，同比-1%。资产负债率平均为 51.5%，同比下降 1.2 个百分点；如果剔除掉中国神华，26 家煤炭上市公司 2024 年前三季度经营性现金流合计为 1406 亿元，同比减少 197 亿元，下降 12%；截止 2024 年三季报，26 家煤炭上市公司有息负债合计为 4093 亿元，同比增-1%，资产负债率平均为 52.5%，同比下降 1.3 个百分点。综合来看，由于盈利能力的下降，上述公司经营性现金流有所减少，但多数公司注重负债管理，资产负债率继续下降，企业整体资产质量得到进一步夯实。
- **投资策略：行业三季度业绩环比上升，负债率持续降低**。综合来看，2024 年前三季度煤价回落背景下，上市公司业绩普遍出现下滑。单三季度在产量增长和成本严控的支撑下，整体业绩环比上升。整体看，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度销售毛利率平均值为 30%，销售净利率平均值为 11%，盈利能力依然不弱，行业盈利回归合理水平，同时上市公司资产负债率进一步回落，资产质量进一步夯实。展望 Q4，随着步入十一月气逐步降温，北方供暖补库需求逐步释放，以及目前化工用煤需求韧性依旧，预计对煤价将形成支撑，同时关注宏观政策发力，经济基本面超预期修复或将带动价格上涨机会。从长期来看，行业投资逻辑依然未变，我们预计未来几年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资

产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司继续呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。重点关注：（1）动力煤弹性较大标的：兖矿能源、广汇能源、晋控煤业。（2）焦煤弹性较大标的：淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤。（3）稳健型标的：中煤能源、陕西煤业、中国神华、电投能源、新集能源。

- **风险提示：**1) 经济增速不及预期风险；2) 政策调控力度超预期的风险；3) 可再生能源持续替代风险；4) 煤炭进口影响风险；5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险；6) 煤炭价格波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/11/11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601088.SH	中国神华	39.38	3.00	2.94	3.07	13.1	13.4	12.8	买入
601225.SH	陕西煤业	23.50	2.19	2.18	2.34	10.7	10.8	10.1	买入
600188.SH	兖矿能源	15.63	2.74	1.55	1.80	5.7	10.1	8.7	买入
601898.SH	中煤能源	12.67	1.47	1.39	1.54	8.6	9.1	8.2	买入
600256.SH	广汇能源	7.94	0.80	0.52	0.70	10.0	15.3	11.4	买入
601699.SH	潞安环能	15.41	2.65	1.39	1.61	5.8	11.1	9.6	买入
000983.SZ	山西焦煤	8.53	1.23	0.68	0.77	6.9	12.6	11.0	买入
000933.SZ	神火股份	19.09	2.65	2.16	2.56	7.2	8.9	7.4	买入
600985.SH	淮北矿业	15.40	2.51	1.93	2.10	6.1	8.0	7.4	买入
601666.SH	平煤股份	10.20	1.73	1.09	1.26	5.9	9.4	8.1	买入
600123.SH	兰花科创	8.83	1.41	0.92	1.04	6.3	9.6	8.5	买入
601918.SH	新集能源	8.14	0.81	0.91	0.97	10.0	9.0	8.4	买入
601001.SH	晋控煤业	14.77	1.97	1.73	1.89	7.5	8.6	7.8	买入
000552.SZ	甘肃能化	2.88	0.37	0.34	0.40	7.8	8.5	7.2	买入
002128.SZ	电投能源	21.14	2.11	2.45	2.61	10.0	8.6	8.1	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 2024 年前三季度综述：煤价下行拖累业绩，负债率降低，资产质量进一步夯实	6
1.1、 国内煤炭产量进口同比增长，前三季度煤价下行	6
1.2、 煤价拖累下，前三季度煤企业绩同比下滑	7
1.3、 样本企业经营观察：煤价下行拖累业绩，部分企业成本管控优异，增厚利润	9
1.4、 期间费用率略有提升	11
1.5、 行业盈利指标同比回落	12
1.6、 经营性现金流同比下降，债务率进一步降低	13
1.7、 应收账款及存货周转天数同比增长	15
2、 投资策略：行业三季度业绩环比上升，负债率持续降低	16
3、 风险提示	16

图表目录

图 1: 秦皇岛港口动力煤价格情况	6
图 2: 秦港动力煤均价	6
图 3: 京唐港主焦煤价格走势	7
图 4: 京唐港主焦煤均价	7
图 5: 27 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)	7
图 6: 27 家煤炭上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元)	9
图 7: 主要煤企月度产量 (万吨)	10
图 8: 主要煤企经营数据	11
图 9: 27 家煤炭上市公司期间费用率情况 (单位: %)	11
图 10: 27 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 (单位: %)	12
图 11: 27 家煤炭上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元、%)	14
图 12: 27 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天)	15

1、2024 年前三季度综述：煤价下行拖累业绩，负债率降低，资产质量进一步夯实

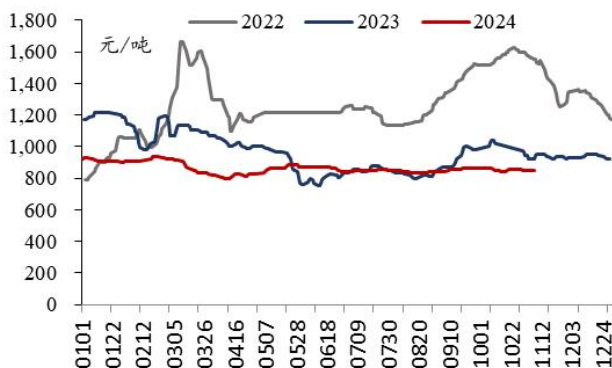
1.1、国内煤炭产量进口同比增长，前三季度煤价下行

经济韧性较强，前三季度火电增长 2%。边际看第三季度，水电增速放缓、火电同比显著提升。今年前三季度，我国工业经济生产总体韧性较强，据国家统计局数据，工业增加值增速实现 5.8%（去年同期 4.0%）。从能源生产上来看，前三季度全国规模以上企业发电增速 5.4%，其中火电、水电、风电、太阳能、核电同比分别增长 1.9%、16.0%、10.8%、27.0%和 1.5%，预计前三季度水电、太阳能较高的增速挤占了部分火电市场份额。但从三季度来看，步入枯水季水电增速显著下滑，反之火电、风电单月同比增长明显，其中火电发电 9 月同比+8.9%，较 8 月、7 月分别提升约 5pct、14pct。非电行业来看，化工表现较好，其余产业对需求贡献度一般，前三季度粗钢产量累计同比增速为-3.6%，水泥产量累计同比增速为-10.7%。

前三季度煤炭产量、进口同比增长。三季度供给继续环比提升。据国家统计局数据显示，2024 年前三季度，全国原煤产量 34.8 亿吨，同比增长 0.6%。进口方面，前三季度我国煤炭进口量 3.9 亿吨，同比增长 11.9%。环比看第三季度，原煤产量 12 亿吨，较二季度环比提升约 4%；煤炭进口 1.4 亿吨，较二季度环比提升约 4%。整体供给端强度依旧。

供给压力下，前三季度煤价同比下行。三季度动力煤价企稳，焦煤价格继续下行。分煤种看，2024 年前三季度秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 866 元/吨，同比下降 11%，其中 Q3 均价为 847 元/吨，同比下降 2%，环比+0.01%；2024 年前三季度京唐港主焦煤（山西产）均价为 2126 元/吨，同比下降 3%，其中 Q3 均价为 1894 元/吨，同比下降 11%，环比下降 9%。

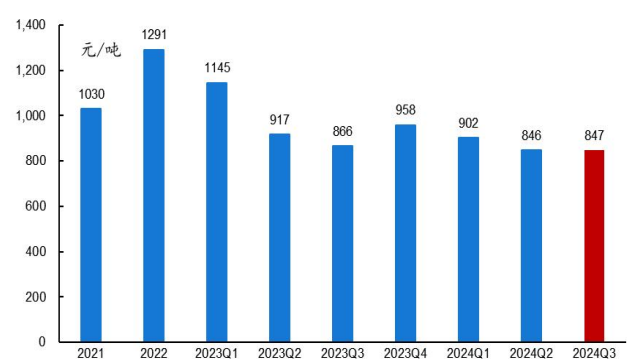
图 1：秦皇岛港口动力煤价格情况



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：数据截至 2024 年 11 月 7 日

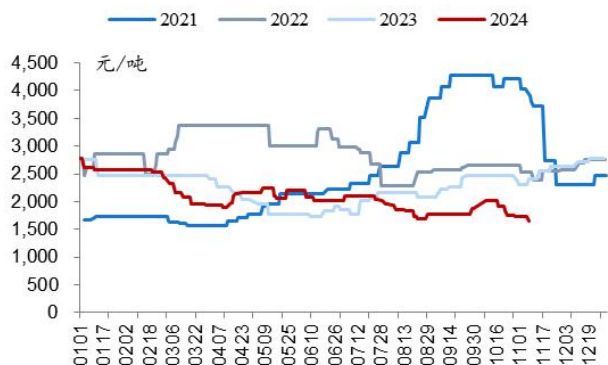
图 2：秦港动力煤均价



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：数据截至 2024 年 9 月 30 日

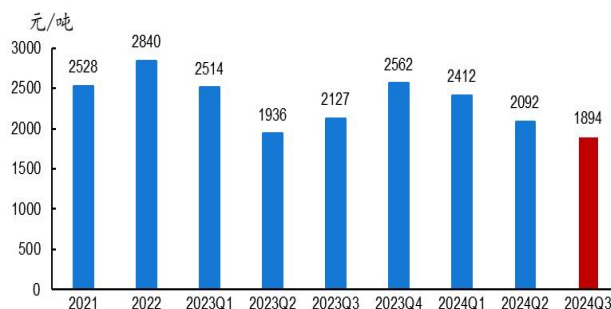
图 3：京唐港主焦煤价格走势



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：数据截至 2024 年 11 月 7 日

图 4：京唐港主焦煤均价



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：数据截至 2024 年 9 月 30 日

1.2、煤价拖累下，前三季度煤企业绩同比下滑

前三季度业绩同比下滑。我们重点关注的 27 家煤炭上市公司，2024 年前三季度合计实现营业收入 9870 亿元，同比下降 7%；合计实现净利润 1559 亿元，同比下降 18%；合计实现归属母公司净利润 1226 亿元，同比下降 20%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26 家煤炭上市公司，2024 年前三季度合计实现净利润 1021 亿元，同比下降 24%；合计实现归属母公司净利润 765 亿元，同比下降 27%，2024 年前三季度行业盈利能力有所回落。扣非后业绩同步下滑。从扣非归母净利润来看，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度实现扣非归母净利润 1218 亿元，同比下降 19%；如果剔除中国神华，26 家煤炭上市公司，2024 年前三季度合计实现扣非归母净利润 758 亿元，同比下降 27%。

图 5：27 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况（单位：百万元）

细分板块	上市公司	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
动力煤	甘肃能化	8,606	7,801	22.3%	1,560	1,032	82.7%	1,557	975	-3.9%
	电投能源	19,730	21,810	8.6%	3,585	4,400	11.3%	3,484	4,284	9.0%
	郑州煤电	3,131	3,194	37.7%	-98	13	131.6%	-107	-2	172.7%
	兖矿能源	135,038	106,633	32.1%	15,525	11,405	89.3%	14,249	11,051	87.9%
	安源煤业	4,902	3,846	-5.0%	10	-186	-238.8%	8	-178	-385.6%
	大有能源	4,572	3,873	8.6%	199	-786	20.7%	-63	-798	33.6%
	山煤国际	28,899	21,965	-3.5%	3,982	2,082	41.4%	4,058	2,186	44.8%
	恒源煤电	5,967	5,408	24.3%	1,633	945	81.1%	1,621	957	82.6%
	晋控煤业	11,255	11,234	-12.0%	2,164	2,151	-34.7%	2,121	2,139	-33.3%
	中国神华	252,467	253,899	2.6%	48,269	46,074	39.0%	47,811	46,034	41.1%

	昊华能源	6,120	6,844	11.0%	1,011	1,119	-33.3%	971	1,103	-17.5%
	陕西煤业	127,432	125,427	9.5%	16,180	15,943	64.0%	18,996	16,349	43.6%
	中煤能源	156,209	140,412	-8.0%	16,688	14,614	32.8%	16,569	14,425	34.1%
	新集能源	9,692	9,189	-3.9%	1,921	1,824	-22.4%	1,897	1,787	-21.3%
炼焦煤	冀中能源	20,356	14,726	14.7%	3,916	1,214	62.7%	2,419	1,207	73.7%
	山西焦煤	40,697	33,093	20.3%	5,638	2,846	110.2%	5,672	2,763	129.1%
	永泰能源	21,979	22,375	30.8%	1,624	1,464	69.3%	1,618	1,396	101.1%
	盘江股份	7,619	6,449	21.8%	773	35	87.1%	699	-44	55.5%
	上海能源	8,498	7,234	24.4%	1,328	626	365.5%	1,319	609	337.1%
	淮北矿业	55,696	56,786	5.5%	5,058	4,139	42.8%	4,887	4,081	47.7%
	开滦股份	17,040	15,589	12.3%	990	648	-3.9%	976	631	-6.7%
	平煤股份	23,096	23,319	21.4%	3,138	2,045	95.9%	3,028	2,048	96.8%
	辽宁能源	4,050	3,883	11.9%	63	60	631.5%	33	131	819.4%
	潞安环能	33,013	26,649	19.8%	7,269	2,798	110.5%	7,242	2,821	84.2%
	神火股份	28,629	28,314	23.8%	4,103	3,538	133.9%	4,048	3,413	122.6%
	无烟煤	兰花科创	9,604	8,419	9.7%	1,799	707	36.5%	1,776	711
华阳股份		21,651	18,602	-7.9%	4,271	1,819	99.0%	4,237	1,730	60.7%
	合计	1,065,947	986,972	-7.4%	152,598	122,569	-19.7%	151,126	121,807	-19.4%
	剔除神华	813,480	733,073	-9.9%	104,329	76,495	-26.7%	103,315	75,773	-26.7%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：同比数据经过重述调整

单看 2024 年 Q3，27 家煤炭上市公司归母净利润环比增长 3%，剔除神华后环比略下滑 7%，利润的下滑主要受煤价下行拖累，产量的增长适当缓和业绩压力。2023 年 Q1-Q4，27 家煤炭上市公司各单季度归母净利润分别为 635 亿元、451 亿元、440 亿元和 346 亿元，2024Q1-Q2 归母净利润为 427 亿元、393 亿元。2024Q3，27 家煤企归母净利环比有所小幅增长，为 405 亿元，环比 2024Q2 增长 3%。如果剔除中国神华后，26 家煤炭上市公司，2023 年 Q1-Q4 各单季度归母净利润分别为 449 亿元、304 亿元、290 亿元和 232 亿元，2024Q1-2 归母净利润为 268 亿元、257 亿元，2024Q3 业绩为 240 亿元，环比 2024Q2 下降 6.8%。整体看，三季度业绩主要受价格下滑拖累（2024Q3 动力煤价环比持平，焦煤价环比-9%），而产量的提升适当减轻业绩压力（2024Q3 原煤产量环比提升 3%）。27 家煤炭上市公司 Q3 销售毛利率达 28.7%，环比 Q2 下滑 1.2pct，剔除神华 26 家公司 Q3 销售毛利率 28.4%，环比下滑 1.4pct。

图 6：27 家煤炭上市公司归母净利环比情况（单位：百万元）

细分板块	上市公司	归母净利润				
		2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3 环比
动力煤	甘肃能化	178	536	361	134	-62.7%
	电投能源	975	1,944	1,000	1,455	45.6%
	郑州煤电	130	34	-23	3	111.2%
	兖矿能源	4,614	3,757	3,812	3,837	0.7%
	安源煤业	-124	-97	-8	-81	-923.5%
	大有能源	-680	-270	-220	-296	-34.9%
	山煤国际	278	583	707	791	11.8%
	恒源煤电	403	431	327	186	-43.1%
	晋控煤业	1,136	780	656	714	8.9%
	中国神华	11,425	15,884	13,620	16,570	21.7%
	昊华能源	29	452	407	260	-36.0%
	陕西煤业	5,059	4,652	5,904	5,387	-8.8%
	中煤能源	2,846	4,970	4,818	4,826	0.2%
	新集能源	189	598	578	649	12.2%
	炼焦煤	冀中能源	1,028	708	293	213
山西焦煤		1,133	950	1,016	880	-13.4%
永泰能源		642	467	723	274	-62.0%
盘江股份		-40	21	16	-2	-113.1%
上海能源		-359	303	169	154	-8.8%
淮北矿业		1,166	1,590	1,346	1,204	-10.5%
开滦股份		100	209	272	166	-39.1%
平煤股份		865	740	652	652	0.0%
辽宁能源		-39	83	-71	48	168.0%
潞安环能		652	1,288	939	572	-39.1%
无烟煤	神火股份	1,803	1,091	1,194	1,254	5.1%
	兰花科创	299	135	417	155	-62.8%
	华阳股份	908	867	432	520	20.5%
	合计	34,617	42,706	39,336	40,527	3.0%
	剔除神华	23,192	26,822	25,716	23,957	-6.8%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1.3、样本企业经营观察：煤价下行拖累业绩，部分企业成本管控优异，增厚利润

再以中国神华、陕西煤业、中煤能源、潞安环能等企业为样本，观察煤企三季度经营情况。

产量方面，2024 年三季度，中国神华商品煤产量 8120 万吨，环比-1%、同比持平；陕西煤业煤炭产量 4137 万吨，环比-8%、同比+3%；中煤能源商品煤产量 3581 万吨，

环比+6%，同比+5%；潞安环能原煤产量 1480 万吨，环比+3%，同比-2%。四家样本企业合计 Q3 煤炭产量实现 17318 万吨，环比-1%，同比+1%。

图 7：主要煤企月度产量（万吨）

时间	中国神华		陕西煤业		中煤能源		潞安环能	
	商品煤产量	同比	煤炭产量	同比	商品煤产量	同比	原煤产量	同比
2023/01	2690	-3.2%	1309	17.5%	1099	4.2%	496	2.3%
2023/02	2590	2.8%	1384	16.2%	1060	11.3%	515	25.6%
2023/03	2730	-1.8%	1398	2.4%	1171	12.4%	459	-14.7%
2023/04	2610	-2.6%	1423	9.1%	1112	21.8%	515	-2.3%
2023/05	2690	7.6%	1459	10.3%	1111	16.3%	483	-4.9%
2023/06	2760	10.4%	1440	9.3%	1159	15.2%	486	2.5%
2023/07	2680	-1.5%	1373	7.3%	1140	7.0%	475	1.5%
2023/08	2730	7.5%	1345	-1.6%	1174	7.5%	503	3.9%
2023/09	2720	7.9%	1303	-2.4%	1091	-2.6%	530	11.8%
2023/10	2750	9.1%	1451	4.5%	1109	21.1%	493	7.4%
2023/11	2730	5.0%	1263	-10.7%	1115	21.5%	538	15.0%
2023/12	2770	3.4%	1232	-7.1%	1081	22.4%	547	38.8%
2024/01	2720	1.1%	1391	6.2%	1148	4.5%	453	-8.7%
2024/02	2590	0.0%	1230	-11.1%	1042	-1.7%	417	-19.0%
2024/03	2820	3.3%	1525	9.6%	1083	-7.5%	454	-1.1%
2024/04	2750	5.4%	1450	1.9%	1048	-5.8%	475	-7.8%
2024/05	2740	1.9%	1533	5.1%	1168	5.1%	453	-6.2%
2024/06	2700	-2.2%	1513	5.1%	1161	0.2%	515	6.0%
2024/07	2680	0.0%	1396	1.7%	1210	6.1%	493	3.8%
2024/08	2780	1.8%	1359	1.1%	1181	0.6%	492	2.2%
2024/09	2660	-2.2%	1382	6.0%	1190	9.1%	495	-6.6%
2024 年累计	24440	1.0%	12778	2.8%	10231	1.1%	4247	-4.8%

资料来源：各公司公告、国海证券研究所

价格方面，中国神华 Q3 自产煤售价 528 元/吨，环比-1%；中煤能源 Q3 自产煤单位售价 545 元/吨，环比-5%；潞安环能 Q3 商品煤吨煤价格为 624 元/吨，环比-8%。

成本方面，中国神华 Q3 自产煤单位成本 283 元/吨，环比-11%；中煤能源 Q3 自产煤单位成本 274 元/吨，环比-7%。潞安环能商品煤吨煤成本为 385 元/吨，环比+5%

利润方面，中国神华 Q3 自产煤吨毛利 245 元，环比+15%；中煤能源 Q3 自产煤吨毛利 270 元/吨，环比-2%；潞安环能商品煤吨煤毛利为 240 元/吨，环比-23%。

综合来看，样本企业业绩受到煤价下行拖累，在成本管控方面略显分化，如中国神华、中煤能源单位成本显著下降，对业绩形成一定的正向反馈。

图 8：主要煤企经营数据

上市公司	指标 (元/吨)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3 环比 (%)
中国神华	自产煤单位价格	533	532	528	-1%
	自产煤单位成本	297	320	283	-11%
	自产煤单位毛利	236	212	245	15%
中煤能源	自产煤单位价格	598	572	545	-5%
	自产煤单位成本	291	295	274	-7%
	自产煤单位毛利	307	277	270	-2%
潞安环能	商品煤单位价格	689	677	624	-8%
	商品煤单位成本	378	365	385	5%
	商品煤单位毛利	312	312	240	-23%

资料来源：各公司公告、国海证券研究所

1.4、期间费用率略有提升

2024 前三季度费用率同比提升。从相对值来看（算数平均值方法），2024 年前三季度 27 家煤炭上市公司的期间费用率为 11.1%，同比上涨 1.1 个百分点，其中，销售费用率为 0.9%，同比上涨 0.1 个百分点，管理费用率为 8.2%，同比上涨 1 个百分点，财务费用率为 2.0%，同比增长 0.04 个百分点；**从绝对值来看**，2024 年前三季度 27 家煤炭上市公司累计期间费用 613 亿元，同比下降 1%，其中，销售费用 73 亿元，同比下降 9%，管理费用 429 亿元，同比增加 2%，财务费用 111 亿元，同比减少 5%。

单看三季度，销售、管理费用率环比提升，财务费用率环比下降。27 家煤炭上市公司三季度销售费用率平均为 0.95%，环比增长 0.12pct；管理费用率三季度 9.23%，环比增长 0.77pct；财务费用率三季度 1.95%，环比下滑 0.23pct。

图 9：27 家煤炭上市公司期间费用率情况（单位：%）

细分板块	上市公司	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
		2023Q	2024Q	同比	2023Q	2024Q	同比	2023Q	2024Q	同比	2023Q	2024Q	同比
		1-3	1-3	pct	1-3	1-3	pct	1-3	1-3	pct	1-3	1-3	pct
动力煤	甘肃能化	11.9	14.1	2.2	0.9	1.0	0.1	9.2	11.9	2.7	1.8	1.2	-0.6
	电投能源	3.4	3.6	0.2	0.2	0.2	0.0	2.4	2.5	0.1	0.8	0.8	0.1
	郑州煤电	21.9	22.0	0.1	1.7	1.6	-0.1	15.4	15.7	0.2	4.8	4.7	-0.1
	兖矿能源	9.9	12.8	2.9	2.8	3.0	0.2	5.3	7.2	1.9	1.9	2.6	0.7
	安源煤业	6.5	7.6	1.2	0.6	0.8	0.2	2.7	3.5	0.9	3.2	3.3	0.1
	大有能源	27.1	23.9	-3.2	2.0	2.3	0.2	20.2	16.7	-3.5	4.9	5.0	0.0
	山煤国际	6.5	8.9	2.5	1.4	1.5	0.1	4.5	6.6	2.1	0.6	0.8	0.2
	恒源煤电	15.0	16.7	1.6	0.8	0.9	0.0	13.7	15.4	1.7	0.5	0.4	-0.1

	晋控煤业	5.9	5.1	-0.8	0.7	0.7	0.0	4.2	4.0	-0.3	1.0	0.4	-0.6
	中国神华	3.5	3.6	0.1	0.1	0.1	0.0	3.3	3.4	0.1	0.1	0.1	-0.1
	昊华能源	13.5	10.7	-2.7	1.8	1.6	-0.1	7.5	6.6	-0.9	4.2	2.5	-1.7
	陕西煤业	4.8	4.9	0.1	0.5	0.5	-0.1	4.6	4.6	0.0	-0.3	-0.1	0.2
	中煤能源	4.4	4.6	0.2	0.4	0.5	0.0	2.5	2.8	0.3	1.5	1.3	-0.1
	新集能源	9.4	10.3	0.9	0.4	0.5	0.1	4.8	5.7	0.9	4.2	4.1	-0.1
炼焦煤	冀中能源	12.7	17.0	4.3	0.6	0.8	0.2	9.9	13.2	3.3	2.3	3.1	0.8
	山西焦煤	10.6	12.9	2.3	0.6	0.9	0.3	8.5	10.6	2.1	1.5	1.3	-0.1
	永泰能源	12.9	11.5	-1.5	0.3	0.4	0.1	5.1	4.6	-0.5	7.6	6.5	-1.1
	盘江股份	14.6	22.4	7.8	0.2	0.3	0.0	13.2	18.6	5.4	1.2	3.6	2.4
	上海能源	6.1	8.5	2.4	0.3	0.3	0.1	5.2	7.5	2.3	0.6	0.7	0.1
	淮北矿业	9.2	8.7	-0.5	0.3	0.3	0.0	7.9	7.6	-0.2	1.0	0.7	-0.3
	开滦股份	6.4	7.5	1.1	0.9	1.0	0.1	5.1	5.8	0.8	0.4	0.7	0.2
	平煤股份	9.4	11.3	1.9	0.7	0.7	-0.1	4.5	6.6	2.1	4.2	4.1	-0.2
	辽宁能源	10.6	10.9	0.3	0.7	0.8	0.0	7.0	7.6	0.7	2.9	2.5	-0.4
	潞安环能	9.8	12.2	2.4	0.4	0.4	0.0	9.3	11.5	2.2	0.0	0.3	0.3
	神火股份	5.2	5.8	0.6	1.0	0.9	-0.2	3.8	4.4	0.6	0.3	0.5	0.2
	无烟煤	兰花科创	11.8	12.4	0.7	0.8	0.9	0.1	9.7	9.6	0.7	1.2	2.0
华阳股份		7.6	10.6	3.0	0.5	0.5	0.0	5.8	8.3	0.2	1.3	1.8	0.5
	平均	10.0	11.1	1.1	0.8	0.9	0.1	7.2	8.2	1.0	2.0	2.0	0.0
	剔除神华	10.3	11.4	1.1	0.8	0.9	0.1	7.4	8.4	1.0	2.1	2.1	0.0

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1.5、行业盈利指标同比回落

从销售毛利率来看，27家煤炭上市公司2024年前三季度平均值为30%，同比下降4.0个百分点；从销售净利率来看，27家煤炭上市公司2024年前三季度平均值为10.9%，同比下降4.9个百分点；从ROE来看，27家煤炭上市公司2024年前三季度平均值为5.5%，同比下降5.9个百分点。

图 10：27 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况（单位：%）

细分板块	上市公司	毛利率			净利率			ROE		
		2023Q1-3	2024Q1-3	同比 pct	2023Q1-3	2024Q1-3	同比 pct	2023Q1-3	2024Q1-3	同比 pct
动力煤	甘肃能化	35.8	32.7	-3.2	18.2	13.2	-5.0	11.2	5.9	-5.3
	电投能源	33.0	36.5	3.4	19.8	23.0	3.1	13.1	13.5	0.5
	郑州煤电	29.2	26.5	-2.7	0.4	2.6	2.2	-6.1	0.8	6.9
	兖矿能源	33.2	34.6	1.4	15.5	15.6	0.1	15.6	14.8	-0.8
	安源煤业	7.7	4.1	-3.6	0.3	-4.8	-5.1	1.7	-46.3	-47.9
	大有能源	27.3	13.3	-13.9	6.3	-18.7	-25.1	2.5	-12.4	-14.9
	山煤国际	41.2	34.7	-6.5	21.6	13.7	-7.9	26.1	12.9	-13.2
	恒源煤电	49.4	38.8	-10.7	27.3	17.5	-9.9	11.3	7.5	-3.8

	晋控煤业	46.3	46.0	-0.3	27.1	26.5	-0.6	14.1	12.3	-1.8
	中国神华	35.1	33.7	-1.4	22.3	21.2	-1.1	12.2	11.2	-1.0
	昊华能源	52.1	48.0	-4.0	24.8	24.0	-0.8	9.3	9.6	0.3
	陕西煤业	37.3	34.8	-2.5	21.5	21.0	-0.4	14.9	16.9	2.1
	中煤能源	24.3	25.2	0.9	13.9	13.5	-0.4	12.2	10.0	-2.2
	新集能源	40.5	41.9	1.4	21.9	22.1	0.2	15.5	12.8	-2.7
	冀中能源	33.8	35.9	2.1	21.7	10.7	-11.0	16.9	5.6	-11.3
	山西焦煤	39.1	31.9	-7.2	17.2	10.8	-6.4	15.5	7.7	-7.8
	永泰能源	27.6	25.9	-1.7	7.9	8.1	0.2	3.6	3.1	-0.5
	盘江股份	31.3	25.4	-5.9	10.3	0.8	-9.5	6.7	0.3	-6.4
炼焦煤	上海能源	30.9	22.9	-7.9	16.0	8.0	-8.0	10.6	4.9	-5.6
	淮北矿业	20.1	17.6	-2.5	8.7	7.0	-1.7	14.3	10.2	-4.1
	开滦股份	14.7	12.7	-2.0	4.3	2.3	-2.0	7.0	4.6	-2.5
	平煤股份	30.9	27.3	-3.6	14.5	9.5	-5.0	12.9	7.1	-5.8
	辽宁能源	19.7	21.2	1.5	1.5	1.5	0.0	1.2	1.1	-0.1
	潞安环能	49.9	40.7	-9.2	24.7	12.9	-11.8	14.9	5.9	-9.0
	神火股份	27.2	24.5	-2.7	16.7	14.4	-2.3	24.2	17.1	-7.1
无烟煤	兰花科创	43.6	29.5	-14.1	20.1	6.5	-13.5	11.3	4.2	-7.1
	华阳股份	45.0	33.1	-11.9	22.4	11.2	-11.2	15.8	6.5	-9.3
	平均	33.6	29.6	-4.0	15.8	10.9	-4.9	11.4	5.5	-5.9
	剔除神华	33.5	29.4	-4.1	15.6	10.5	-5.1	11.4	5.2	-6.1

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1.6、经营性现金流同比下降，债务率进一步降低

经营性现金流及负债方面：27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度经营性现金流合计为 2241 亿元，同比减少 109 亿元，下降 4.6%；截止 2024 年三季度，27 家煤炭上市公司有息负债合计为 4520 亿元，同比-1%。资产负债率平均为 51.5%，同比下降 1.2 个百分点；如果剔除掉中国神华，26 家煤炭上市公司 2024 年前三季度经营性现金流合计为 1406 亿元，同比减少 197 亿元，下降 12%；截止 2024 年三季度，26 家煤炭上市公司有息负债合计为 4093 亿元，同比增-1%，资产负债率平均为 52.5%，同比下降 1.3 个百分点。综合来看，由于盈利能力的下降，上述公司经营性现金流有所减少，但多数公司注重负债管理，资产负债率继续下降，企业整体资产质量得到进一步夯实。

图 11：27 家煤炭上市公司负债和现金流情况（单位：百万元、%）

细分板块	上市公司	经营性现金流			有息负债			资产负债率		
		2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
										pct
动力煤	甘肃能化	1947	817	-58%	5712	7166	25%	47.5	45.5	-2.0
	电投能源	5473	6928	27%	8978	8360	-7%	33.4	28.3	-5.1
	郑州煤电	148	331	125%	2492	2878	15%	79.8	79.2	-0.6
	兖矿能源	19007	18228	-4%	102116	109908	8%	69.5	64.2	-5.3
	安源煤业	110	474	330%	4331	4682	8%	94.7	97.2	2.5
	大有能源	987	309	-69%	5955	5620	-6%	62.9	68.9	6.0
	山煤国际	5007	3592	-28%	6457	8647	34%	50.7	53.2	2.6
	恒源煤电	2728	1311	-52%	1961	1939	-1%	41.0	38.7	-2.3
	晋控煤业	4867	3664	-25%	5447	3731	-32%	37.5	30.0	-7.4
	中国神华	74720	83504	12%	41398	42734	3%	24.7	24.1	-0.6
	昊华能源	3061	3474	13%	8482	7184	-15%	52.3	48.8	-3.5
	陕西煤业	28470	34737	22%	5298	3842	-27%	38.2	34.3	-4.0
	中煤能源	28355	25757	-9%	74095	64971	-12%	47.8	47.1	-0.7
	新集能源	3369	2544	-24%	12589	17799	41%	58.4	60.4	2.1
炼焦煤	冀中能源	1771	2063	16%	16650	17538	5%	52.5	52.5	0.0
	山西焦煤	8915	2574	-71%	11688	8140	-30%	49.7	46.0	-3.6
	永泰能源	4908	4811	-2%	24006	24686	3%	51.4	51.2	-0.2
	盘江股份	1232	-124	-110%	10100	18294	81%	61.4	70.8	9.4
	上海能源	903	830	-8%	1804	2035	13%	34.5	36.1	1.7
	淮北矿业	7437	7789	5%	14644	9162	-37%	52.6	48.1	-4.6
	开滦股份	819	676	-17%	7273	5426	-25%	47.6	44.3	-3.4
	平煤股份	6903	5998	-13%	22114	20099	-9%	64.6	58.6	-6.0
	辽宁能源	510	190	-63%	4070	3925	-4%	59.7	59.1	-0.5
	潞安环能	9282	3733	-60%	3084	1564	-49%	44.3	47.2	2.8
	神火股份	7042	6355	-10%	26808	18584	-31%	63.1	53.4	-9.7
无烟煤	兰花科创	2683	1658	-38%	8852	8862	0%	49.5	48.8	-0.7
	华阳股份	4302	1862	-57%	19712	24233	23%	54.5	54.4	-0.1
	合计/平均	234957	224086	-5%	456116	452009	-1%	52.7	51.5	-1.2
	剔除神华	160237	140582	-12%	414718	409275	-1%	53.8	52.5	-1.3

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1.7、应收账款及存货周转天数同比增长

应收账款方面:2024年前三季度27家煤炭上市公司应收账款周转天数平均为26天,同比增长2.6天;存货周转方面,存货周转天数23天,同比增长1.5天。

图 12: 27 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天)

细分 板块	上市公司	应收账款周转天数			存货周转天数		
		2023Q1-3	2024Q1-3	同比/天	2023Q1-3	2024Q1-3	同比/天
动力 煤	甘肃能化	22	33	11.1	50	64	13.8
	电投能源	25	26	1.5	41	36	-4.1
	郑州煤电	88	94	5.6	19	16	-2.7
	兖矿能源	14	17	2.8	25	33	8.2
	安源煤业	35	57	22.7	4	4	-0.2
	大有能源	46	53	7.2	18	15	-2.4
	山煤国际	10	5	-5.5	14	13	-1.2
	恒源煤电	6	5	-0.4	36	28	-8.3
	晋控煤业	22	8	-14.5	15	17	2.4
	中国神华	13	13	0.4	22	19	-2.7
	昊华能源	2	2	-0.3	11	15	4.3
	陕西煤业	6	7	0.2	14	14	0.2
	中煤能源	15	15	0.1	27	30	2.7
	新集能源	30	28	-1.8	18	17	-1.3
炼焦 煤	冀中能源	45	59	13.6	26	40	13.3
	山西焦煤	21	23	1.2	27	27	0.1
	永泰能源	38	38	0.4	15	13	-2.3
	盘江股份	15	24	8.4	18	28	10.2
	上海能源	14	13	-0.8	20	18	-1.4
	淮北矿业	9	12	2.9	20	21	1.6
	开滦股份	18	18	0.2	22	23	1.3
	平煤股份	36	36	-0.7	8	9	0.4
	辽宁能源	37	33	-3.7	12	15	3.0
	潞安环能	28	39	11.1	20	19	-1.0
无烟 煤	神火股份	7	8	1.3	37	38	0.6
	兰花科创	3	6	2.5	32	37	5.3
	华阳股份	24	28	4.7	19	19	0.1
	平均	23.3	25.9	2.6	21.9	23.3	1.5
	剔除神华	23.7	26.4	2.7	21.9	23.5	1.6

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

2、投资策略：行业三季度业绩环比上升，负债率持续降低

综合来看，2024 年前三季度煤价回落背景下，上市公司业绩普遍出现下滑。单三季度在产量增长和成本严控的支撑下，整体业绩环比上升。整体看，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度销售毛利率平均值为 30%，销售净利率平均值为 11%，盈利能力依然不弱，行业盈利回归合理水平，同时上市公司资产负债率进一步回落，资产质量进一步夯实。展望 Q4，随着步入十一月气逐步降温，北方供暖补库需求逐步释放，以及目前化工用煤需求韧性依旧，预计对煤价将形成支撑，同时关注宏观政策发力，经济基本面超预期修复或将带动价格上涨机会。从长期来看，行业投资逻辑依然未变，我们预计未来几年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司继续呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。重点关注：（1）动力煤弹性较大标的：兖矿能源、广汇能源、晋控煤业。（2）焦煤弹性较大标的：淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤。（3）稳健型标的：中煤能源、陕西煤业、中国神华、电投能源、新集能源。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/11/11	EPS			PE			投资 评级
		股价	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601088.SH	中国神华	39.38	3.00	2.94	3.07	13.1	13.4	12.8	买入
601225.SH	陕西煤业	23.50	2.19	2.18	2.34	10.7	10.8	10.1	买入
600188.SH	兖矿能源	15.63	2.74	1.55	1.80	5.7	10.1	8.7	买入
601898.SH	中煤能源	12.67	1.47	1.39	1.54	8.6	9.1	8.2	买入
600256.SH	广汇能源	7.94	0.80	0.52	0.70	10.0	15.3	11.4	买入
601699.SH	潞安环能	15.41	2.65	1.39	1.61	5.8	11.1	9.6	买入
000983.SZ	山西焦煤	8.53	1.23	0.68	0.77	6.9	12.6	11.0	买入
000933.SZ	神火股份	19.09	2.65	2.16	2.56	7.2	8.9	7.4	买入
600985.SH	淮北矿业	15.40	2.51	1.93	2.10	6.1	8.0	7.4	买入
601666.SH	平煤股份	10.20	1.73	1.09	1.26	5.9	9.4	8.1	买入
600123.SH	兰花科创	8.83	1.41	0.92	1.04	6.3	9.6	8.5	买入
601918.SH	新集能源	8.14	0.81	0.91	0.97	10.0	9.0	8.4	买入
601001.SH	晋控煤业	14.77	1.97	1.73	1.89	7.5	8.6	7.8	买入
000552.SZ	甘肃能化	2.88	0.37	0.34	0.40	7.8	8.5	7.2	买入
002128.SZ	电投能源	21.14	2.11	2.45	2.61	10.0	8.6	8.1	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3、风险提示

- 1) **经济增速不及预期风险。**房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- 2) **政策调控力度超预期的风险。**供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- 3) **可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。
- 4) **煤炭进口影响风险。**随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- 5) **重点关注公司业绩可能不及预期风险。**
- 6) **煤炭价格波动风险。**煤炭板块的盈利主要是由煤炭产销量、煤价、成本费用等决定，尤其是煤价，如果煤价变化较大，可能造成板块盈利波动较大。

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。