

标配（维持）

煤炭行业 2025 年上半年投资策略

供给趋稳增量有限，需求有望迎来复苏

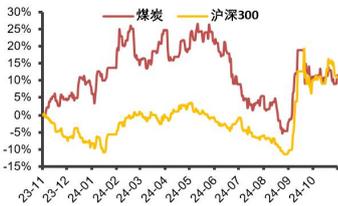
2024 年 11 月 24 日

投资要点：

分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴镇杰
SAC 执业证书编号：
S0340124020014
电话：0769-22117626
邮箱：wuzhenjie@dgzq.com.cn

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **煤炭板块指数表现** 截至11月3日，今年申万煤炭行业指数上涨5.64%，同期沪深300指数上涨13.37%，行业跑输沪深300指数7.73个百分点，位于申万一级行业中第十四名。细分板块中，动力煤板块上涨18.61%，焦煤板块下跌15.65%，焦炭板块下跌19.31%。
- **煤炭供给总结** 从原煤供给看，自供给侧改革以来，煤炭行业的新增产能审批逐步趋严，特别是在“十四五”期间，国家对新核准矿井的审批更加严格，环保和安全监管政策也对新建矿井的审批提出了更高的要求，预计未来国内煤炭供给将逐步趋于稳定。从进口来看，2023年和2024年进口量增加的主要原因是国内需求稳定增长，国内供给增速减缓和国内外煤价存在价差。而随着国内煤炭价格从历史高位回落，海外煤不再具有较高性价比。同时海外需求持续增长可能持续推高煤价，进一步影响我国煤炭进口的数量，未来进口量难言有较大的提升。
- **煤炭需求总结** 动力煤电煤方面，电力行业是我国动力煤消费的主要领域，占动力煤总需求量的66.94%以上。电力需求增长发电量上升，电力需求持续向好保证了动力煤需求基本面支撑较强。新能源的发展对电煤需求产生了一定的影响，但基数较低，即使增速较快在短期内难以完全替代传统的火电需求。预计在2030“碳达峰”之前，火电仍然能稳定增长。炼焦煤需求方面，9月24日以后，中央经济政策显著加力，在房地产、消费、化解地方债等方面出台多种增量政策，有望助力炼焦煤需求触底反弹。从目前情况来看，下游钢厂仍处于按需补库的阶段，如果后续宏观利好政策持续加码，下游景气度持续提升，基本面迎来反转，钢厂和焦厂存在大量主动补库的空间，有望快速推动炼焦煤需求增长从而推动价格快速提升。
- **个股推荐** 我们认为，接下来煤炭板块的投资可以从两个主线进行考虑：（1）高股息+稳盈利 近年来，随着煤价中枢抬升，带动煤炭企业业绩增长、现金流增厚、行业资本开支需求减少，上市公司普遍选择提高现金分红的方式积极回馈股东。其中中国神华（601088）、陕西煤业（601225）、中煤能源（601898）为首选，三家龙头公司长协占比高，业绩及股息率稳定性更强。（2）炼焦煤+高弹性标的 受益于宏观利好政策持续加码，“煤-焦-钢”产业链下游景气度持续提升，同时基于目前产业链低库存的现状，若基本面出现反转，炼焦煤价格有望迎来快速提升。炼焦煤标的中，潞安环能（601699）现货占比高，业绩弹性最强，更有望受益于“煤-焦-钢”产业链的快速反弹。
- **风险提示** 进口煤数量提升风险；煤炭安全检查放松风险；其他发电形式出电超预期风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1 年初至今煤炭行业回顾	5
2 价格回顾:	7
2.1 动力煤价格回顾	7
2.2 炼焦煤价格回顾	8
3 供给	9
3.1 产量	9
3.2 进口	11
3.3 供给展望	14
4 需求	15
4.1 动力煤电煤需求	15
4.2 动力煤非电煤需求	17
4.3 炼焦煤需求	21
5 红利: 板块红利投资逻辑依然存在	23
6 投资策略与个股评述	24
7 风险提示	26

插图目录

图 1 : 2024 年初至今申万各子板块涨跌幅 (%) (截至 2024/11/3)	5
图 2 : 申万一级煤炭行业指数年初至今走势 (截至 2024/11/4)	5
图 3 : 2024 年初至今申万煤炭各子板块涨跌幅 (截至 2024/11/3)	5
图 4 : 2023 年至今申万一级煤炭行业 PE (TTM) (截至 2024/11/4)	6
图 5 : 2023 年至今申万一级煤炭行业 PB (截至 2024/11/4)	6
图 6 : 2024 年初至今煤炭板块股价上涨公司 (截至 2024/11/05)	7
图 7 : 秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价 (元/吨)	7
图 8 : 京唐港山西主焦煤库提价 (含税) (元/吨)	8
图 9 : 原煤产量累计值及同比 (万吨, %)	10
图 10 : 山西原煤产量累计值及同比 (万吨, %)	10
图 11 : 内蒙古原煤产量累计值及同比 (万吨, %)	10
图 12 : 陕西原煤产量累计值及同比 (万吨, %)	11
图 13 : 新疆原煤产量累计值及同比 (万吨, %)	11
图 14 : 动力煤累计进口量及同比 (万吨, %)	11
图 15 : 动力煤当月进口量及同比 (万吨, %)	11
图 16 : 动力煤进口: 印尼到中国及同比 (万吨, %)	12
图 17 : 动力煤进口: 澳大利亚到中国 (万吨, %)	12
图 18 : 动力煤进口: 蒙古到中国及同比 (万吨, %)	12
图 19 : 动力煤进口: 俄罗斯到中国同比 (万吨, %)	12
图 20 : 炼焦煤累计进口量及同比 (万吨, %)	13
图 21 : 炼焦煤当月进口量及同比 (万吨, %)	13
图 22 : 炼焦煤进口: 加拿大到中国及同比 (万吨, %)	13
图 23 : 炼焦煤进口: 蒙古到中国及同比 (万吨, %)	13
图 24 : 炼焦煤进口: 俄罗斯到中国及同比 (万吨, %)	13
图 25 : 炼焦煤进口: 美国到中国及同比 (万吨, %)	13
图 26 : 动力煤累计供应量及同比 (万吨, %)	14
图 27 : 炼焦煤累计供应量及同比 (万吨, %)	14
图 28 : 动力煤: 462 家样本矿山: 产能利用率 (周)	15
图 29 : 炼焦煤: 523 家样本矿山: 开工率 (周)	15
图 30 : 全国不同形式发电量占比 (%)	15
图 31 : 动力煤下游需求占比 (%)	15
图 32 : 全国累计发电量及同比 (亿千瓦时, %)	16
图 33 : 全国累计火电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	16
图 34 : 全国累计水电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	17
图 35 : 全国累计核电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	17
图 36 : 全国累计风电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	17
图 37 : 全国累计太阳能发电及同比 (亿千瓦时, %)	17
图 38 : 全国电厂日均耗煤量 (万吨)	17
图 39 : 六大发电集团日均耗煤量 (万吨)	17
图 40 : 动力煤建材行业消费量累计值及同比 (万吨, %)	18
图 41 : 水泥产量累计值及同比 (万吨, %)	18
图 42 : 水泥出库量 (万吨)	18
图 43 : 动力煤化工行业消费量累计值及同比 (万吨, %)	19

图 44 : 尿素开工率 (%)	19
图 45 : 甲醇开工率 (%)	19
图 46 : 动力煤 462 家样本矿山库存 (万吨)	20
图 47 : 煤炭六大发电集团库存量 (万吨)	20
图 48 : 环渤海煤炭库存 (万吨)	20
图 49 : 长江口煤炭库存 (万吨)	20
图 50 : 长协价:秦皇岛动力煤 (5500) (元/吨)	20
图 51 : 炼焦煤消费量累计值及同比 (万吨, %)	21
图 52 : 焦炭产量累计值及同比 (万吨, %)	21
图 53 : 247 家钢铁企业焦炭库存 (万吨)	22
图 54 : 230 家独立焦化厂焦炭库存 (万吨)	22
图 55 : 钢材社会库存 (万吨)	22
图 56 : 钢厂盈利率 (%)	22
图 57 : 247 家钢铁企业高炉开工率 (%)	22
图 58 : 日均铁水产量 (万吨)	22
图 59 : 炼焦煤独立焦化厂库存 (万吨)	23
图 60 : 炼焦煤钢厂库存 (万吨)	23

表格目录

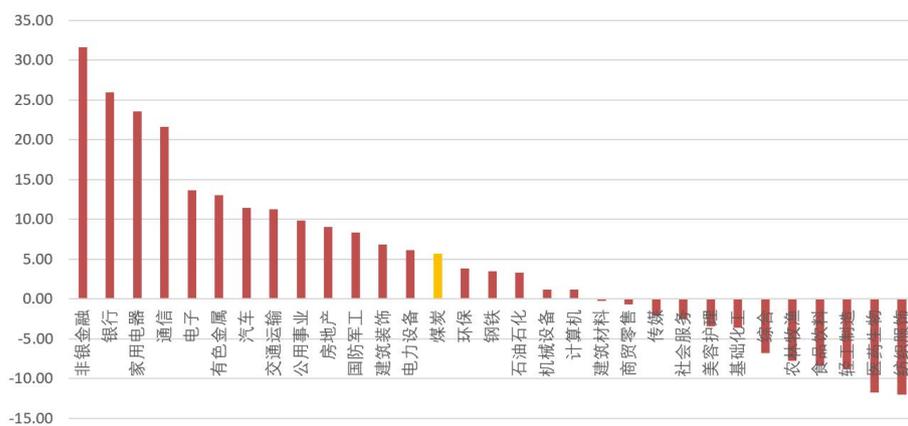
表 1 : 煤炭公司股息率 (截至 11 月 18 日)	24
表 2 : 2024 有中期分红计划的公司及股息率 (截至 2024 年 11 月 18 日)	24
表 3 : 重点个股评级	25

1 年初至今煤炭行业回顾

煤炭板块指数表现上，截至 11 月 3 日，今年申万煤炭行业指数上涨 5.64%，同期沪深 300 指数上涨 13.37%，行业跑输沪深 300 指数 7.73 个百分点，位于申万一级行业中第十四名。今年煤炭板块的走势可以分成三个阶段：（1）今年上半年煤炭板块涨幅大幅领先沪深 300，主要的原因是当时 A 股市场走势偏弱，缺乏较好的投资机会，从资金面来说，煤炭行业的战略安全性与高现金高分红的盈利可靠性受到更多资金的青睐，所以即使在煤价下跌的情况下行业公司股价依然逆势上涨，并大幅跑赢沪深 300 指数；（2）国内煤炭需求主要为电煤需求，7 月开始，由于水力发电量增长迅猛，电煤需求出现“旺季不旺”的情况，同时市场对煤炭非电需求普遍存在悲观预期，煤价预期走弱，高股息逻辑不再足以支撑股价处于高位，煤炭板块公司股价应声下跌；（3）而在 9 月下旬，国家各部委密集提出一系列宽货币、稳股市、托地产的举措，市场信心得到极大提振。其中，降息降准有望增加货币流动性，促进投资从而拉动煤炭消费，降低存量房贷利率有利于刺激房地产消费并带动“煤-焦-钢”产业链需求，煤炭板块重拾涨势并与沪深 300 指数走势趋同。

细分板块中，动力煤板块上涨 18.61%，焦煤板块下跌 15.65%，焦炭板块下跌 19.31%。行业板块之间分化较为严重，动力煤板块上涨的主要原因为动力煤交易主要以长协价格为主，价格波动幅度较小，公司业绩相对稳定，同时行业公司普遍提供较高的现金分红，在低利率环境下受到更多资金的青睐。而焦煤&焦炭板块公司缺乏长协机制保护，受“煤-焦-钢”产业链下行周期影响，产品价格下跌较多，导致公司业绩下跌较为严重，所以板块公司股价也随之下跌。

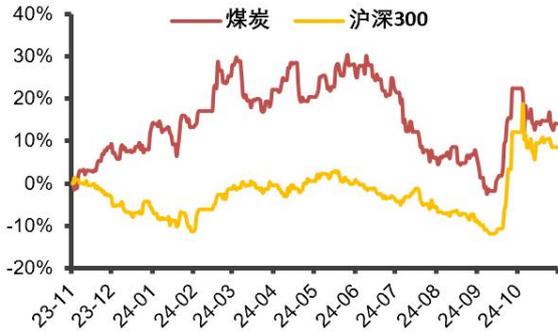
图 1：2024 年初至今申万各子板块涨跌幅（%）（截至 2024/11/3）



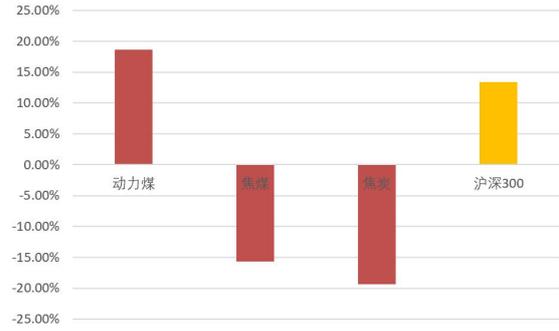
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 2：申万一级煤炭行业指数年初至今走势（截至 2024/11/4）

图 3：2024 年初至今申万煤炭各子板块涨跌幅（截至 2024/11/3）



数据来源：iFind，东莞证券研究所



数据来源：iFind，东莞证券研究所

煤炭板块估值方面，截至 11 月 4 日，申万煤炭行业 PE (TTM，剔除负值) 估值为 13.06 倍，处于近十年来 73.50%分位点；申万煤炭行业 PB (MRQ) 估值为 1.59 倍，目前处于近十年来 86.55%分位点，板块公司 PE 和 PB 处于近十年来较高水平。我们认为，煤炭板块估值的重塑正在途中，原因是煤炭行业供需结构的深刻变化，由于“双碳”政策的推出，煤炭行业公司逐步减少资本开支，导致新增供给数量有限，而随着宏观经济发展，煤炭需求易涨难跌，煤炭供需可能长期处于紧平衡的状态，同时动力煤交易中长协占比越来越高，使得煤价波动减少，行业公司盈利有望趋于稳定，板块逐步“公用事业化”；再者煤炭板块具有行业领先的分红水平，在无风险收益率逐步下行的趋势下，高股息的特点更加受到市场青睐，进一步推动板块估值提升。

图 4：2023 年至今申万一级煤炭行业 PE (TTM) (截至 2024/11/4)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

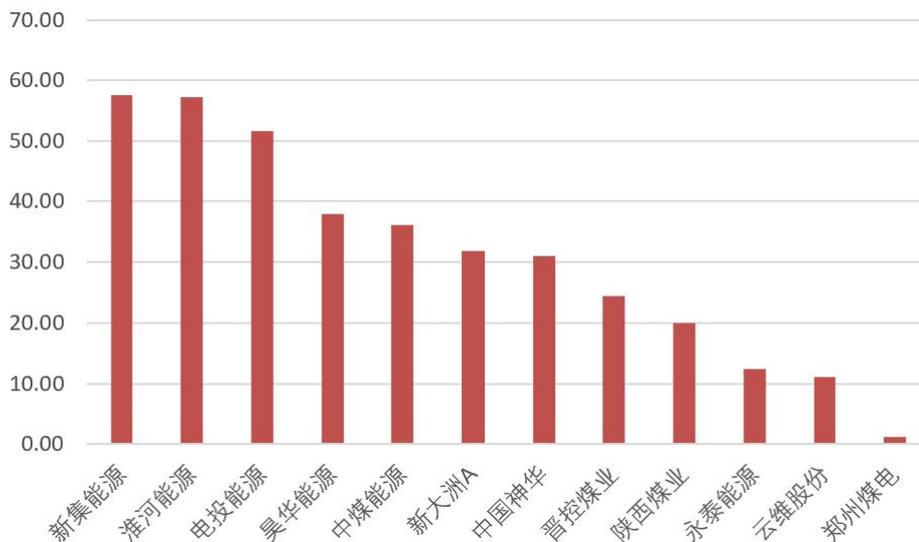
图 5：2023 年至今申万一级煤炭行业 PB (截至 2024/11/4)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

从个别公司来看，截至 11 月 5 日，2024 年初至今煤炭板块股价上涨公司共有 12 家，其中新集能源、淮河能源、电投能源上涨幅度较大，涨幅达 50%以上。从公司分类来看，上涨的 12 家公司中有 10 家属于动力煤板块，其中涨幅靠前的新集能源、淮河能源、电投能源、中煤能源、中国神华都具备长协占比高，煤电一体化运营的特点，长协价格的绑定和上下游的结合有利于平缓煤价波动带来的业绩波动，使得公司在煤价下行周期依然能保证业绩稳定甚至实现逆势增长，同时公司提供不错的分红水平，使得此类公司受到更多资金青睐，从而推动股价上涨。

图 6：2024 年初至今煤炭板块股价上涨公司（截至 2024/11/05）



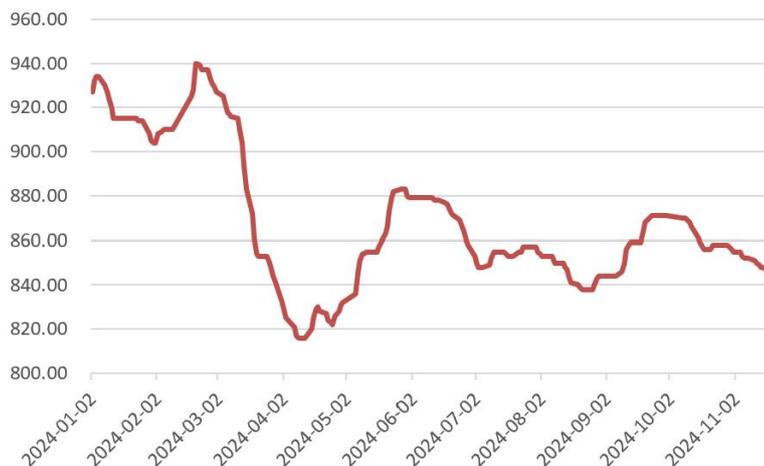
资料来源：iFind，东莞证券研究所

2 价格回顾：

2.1 动力煤价格回顾

今年年初气温较去年同期高，寒潮天气持续较短，供暖需求不及预期，叠加电厂高库存和煤炭大量进口，煤价受到压制回落。进入二月，煤矿春节的假期比以往更长，同时新一轮寒潮天气来袭，叠加产地安监开始趋严导致减产，使得库存累积低于往年，煤价在 2 月中下旬迎来小幅增长。随后在下游行业需求恢复不及预期叠加北方供暖季结束共同影响下，煤价大幅下滑，4 月中旬煤价跌破 820 元/吨的低位，较此前高位下跌 13.19%。4 月中旬后，在煤炭产量超预期的下滑以及宏观政策对于需求提振的共同影响下，煤价触底反弹。进入 6 月，虽然北方区域大规模高温，但南方区域持续的降雨导致水电大增，6 月水力发电量为 1437.60 亿千瓦时，同比大增 44.5%，导致火力发电量六月仅为 4880.10 亿千瓦时，同比下降 7.07%。进入 7 月，因为水力发电大增导致电煤需求“迎峰度夏”旺季不旺后，各发电企业在电煤价格下跌的预期下纷纷执行减库存策略，动力煤价格在震荡中逐步下跌。而进入 9 月后，日耗表现超预期，尤其沿海区域，一方面南方高温一直持续，另一方面水电出力阶段性放缓，电厂快速补库，动力煤价格重新攀升至 870 元/吨的水平。而在十月开始以后，无论是矿山，港口还是电厂的动力煤库存都处于高位，电厂日耗因为气温下降而逐步下滑，叠加“金九银十”非电需求不及预期，动力煤出现明显供过于求的情况，煤价出现回调。

图 7：秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价（元/吨）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

2.2 炼焦煤价格回顾

与动力煤相比，焦煤价格受政策引导影响较大，由于更偏市场化带来较大的弹性，因此价格振幅相对于动力煤更大。今年春节前后，山西作为炼焦煤最大的生产省份，开展“三超整治”，导致炼焦煤供应量大幅下降，同时下游需求较弱因此供需均有收缩，煤价平稳运行，春节后，受房地产行业复苏不及预期以及重大项目开工缓慢等因素影响，“煤-焦-钢”负反馈运行，焦炭连续八轮提降向上传导，焦企亏损加剧生产意愿降低，减少对焦煤的采购，煤价下跌，4月中旬跌至 1890 元/吨的低位，较 2024 年此前高位大幅下跌 31.77%。随后四月中上旬焦炭首轮提涨开启，在房地产提振政策密集落地以及发改委推动所有增发国债项目 6 月底前开工建设的作用下，下游预期持续好转，炼焦煤库存见底回升，市场情绪提振，价格迎来一定的反弹。随后五月中旬山西召开煤矿企业安全生产和提质增效会议，增产预期升高，同时淡季铁水产量和钢材消费量双双回落，焦炭新一轮提降落地，煤价承压，随着淡季弱现实深入，需求边际下滑，煤价在抵抗着走弱。进入 9 月后，“金九银十”需求向好导致焦煤价格止跌后平稳运行，而 9 月下旬开始国家各部委密集提出一系列宽货币、稳股市、托地产的举措，市场预期下游需求转好，终端客户采购意愿加强，推动上游炼焦煤价格快速回升，攀升至 1950 元/吨的水平，而后续市场恢复理性，焦煤价格重新回到合理水平平稳运行。

图 8：京唐港山西主焦煤库提价（含税）（元/吨）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

3 供给

3.1 产量

2024 年 1-9 月国内原煤产量同比上涨。2023 年煤矿安全事故时有发生，煤矿安全生产形势严峻。今年一月，国务院发布《煤矿安全生产条例》，《条例》旨在加强煤矿安全生产，防止事故，保障人民生命财产安全，主要包括：坚持党的领导和安全第一原则，强化风险隐患源头治理，夯实煤矿企业主体责任，严格落实监管监察责任，并加大违法行为的惩处力度。所以今年年初时原煤产量同比下跌较大，2 月累计产量为 70526.70 万吨，同比下跌 4.20%。后续产量逐步提升，截至 9 月，原煤产量累计值为 347577.10 万吨，同比增长 0.60%，今年首次实现同比正增长。

分产区来看，山西省作为最重要的原煤生产省份，2024 年 2 月开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，提出铁心、铁面、铁腕坚决整治和铲除煤矿“三超”和隐蔽工作面两大“毒瘤”，导致今年山西省煤炭产量下滑严重，截至今年 9 月，山西原煤累计产量达 93365.90 万吨，同比下降 8.20%。2024 年 3 月，山西省印发 2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案的通知，2024 年全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右，而 2023 年原煤产量为 13.57 亿吨，按计划 2024 年较 2023 同比下降 4.2%。5 月，山西召开全省煤矿企业安全生产和提质增效工作专班第一次会议，提出兼顾煤矿安全生产和提质增效工作。2024 年 1 到 9 月山西原煤产量为 93365.90 万吨，若要达成全年目标，10-12 月均产量需达 1.22 亿吨，而 9 月单月产量为 1.20 亿吨，若后续能保持 9 月的生产量，全年目标有较大概率可以完成。

内蒙古和陕西累计产量同比增长。2024 年 1-9 月内蒙古累计生产原煤 94950.00 万吨，同比上升 4.60%；9 月内蒙古生产原煤 10842.00 万吨，同比上涨 11.48%。2024 年 1-9 月陕西省原煤产量 57333.40 万吨，同比上涨 2.20%，9 月陕西原煤产量为 6881.70

万吨，同比上涨 4.76%。内蒙古和陕西煤炭产量受强安监政策压制影响的程度比山西弱，整体仍呈现小幅上涨。

新疆作为“三西”地区外的最大产区，是未来增供主力。2024 年新疆原煤产量保持较快增长，1-9 月新疆累计生产原煤 37297.60 万吨，同比上升 17.40%；9 月新疆生产原煤 4904.90 万吨，同比上升 35.94%，虽然新疆产量快速上升，但产量基数相对较低，对总体产量影响不大。

我们认为，未来国内煤炭供给将逐步趋于稳定。自供给侧改革以来，煤炭行业的新增产能审批逐步趋严，特别是在“十四五”期间，国家对新核准矿井的审批更加严格，环保和安全监管政策也对新建矿井的审批提出了更高的要求。同时，随着“双碳”政策的推进，煤炭行业面临长期需求减少的趋势，新建煤矿的投资意愿减弱。煤企在面对 2030 年的碳达峰目标时，新建矿井的经济吸引力下降，因此新建产能的意愿明显减弱。近年来，煤矿安全生产形势严峻，安监力度加大，导致部分煤矿停产整顿，影响了新增产能的释放。同时，环保监管的加强使得在生态环境敏感区域难以开展新的煤矿开发。煤炭行业固定资产投资增速回落，表明新增产能的增长速度放缓。以晋陕蒙主产区为例，2024 年煤炭产量计划减产 4894 万吨，相较于 2023 年的计划增加 1.38 亿吨下降明显。总结来说，我们认为未来几年煤炭新增产能释放将是较为缓慢的过程。

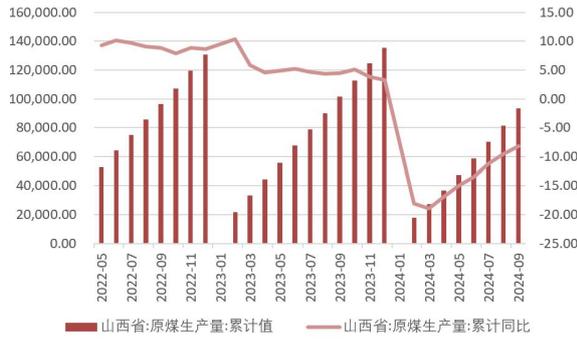
图 9：原煤产量累计值及同比（万吨，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 10：山西原煤产量累计值及同比（万吨，%）

图 11：内蒙古原煤产量累计值及同比（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 12：陕西原煤产量累计值及同比（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 13：新疆原煤产量累计值及同比（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

3.2 进口

2024 年 1-9 月我国进口动力煤 2.89 亿吨，同比增加 10.75%，进口动力煤总量仍在增长，但是增速大幅回落，去年同期增速为 77.89%，增速回落 67.23 个百分点。从每个月的增速来看，进入 2024 年以后进口增速大幅放缓，且每月增速保持相对稳定。分国别来看，我国主要动力煤进口国为印尼，澳大利亚，俄罗斯与蒙古，2024 年 1-9 月我国从印尼进口动力煤 1.67 亿吨，同比上涨 2.81%，占比 57.57%；2024 年 1-9 月从澳大利亚进口动力煤 5218.99 万吨，同比上涨 59.76%，占比 18.03%；2024 年 1-9 月我国从蒙古进口动力煤 1708.20 万吨，同比上涨 52.57%，占比 5.90%，增速回落较多，去年同期增速为 429.35%；2024 年 1-9 月我国从俄罗斯进口动力煤 3819.01 万吨，同比下跌 17.81%，占比 13.19%，去年同期增速为 87.65%，增速同比下跌 105.44 个百分点。去年二月开始我国恢复从澳大利亚进口煤炭，进口格局重塑，目前来看我国动力煤进口格局已经逐步稳定，尤其从最主要进口国印尼来看，进口量增速已逐步稳定。

图 14：动力煤累计进口量及同比（万吨，%）

图 15：动力煤当月进口量及同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所



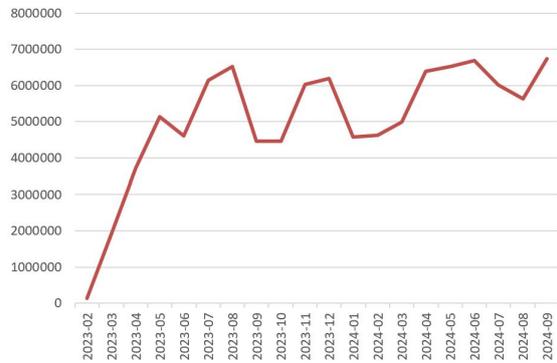
数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 16: 动力煤进口：印尼到中国及同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 17: 动力煤进口：澳大利亚到中国（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 18: 动力煤进口：蒙古到中国及同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 19: 动力煤进口：俄罗斯到中国同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

2024 年 1-9 月我国进口炼焦煤 8929.04 万吨，同比增长 22.82%，相较于去年同期增速有所放缓，去年同期增速 60.02%，同比下降 37.20 个百分点。分月份来看，年初增量较大，主要原因为年初山西限产，大幅减少炼焦煤供应，后续增量逐步放缓。分国别来看，从蒙古国进口炼焦煤 4341.86 万吨，同比增长 15.22%，占比 48.63%；从俄罗斯进口炼焦煤 2307.29 万吨，同比增长 15.98%，占比 25.84%；从俄罗斯进口

炼焦煤 674.85 万吨，同比增长 20.77%，占比 7.56%；从美国进口炼焦煤 713.84 万吨，同比增长 73.59%，占比 7.99%。炼焦煤进口增速较动力煤大，主要受山西省限产影响，因为炼焦煤主产区为山西省，而从主要进口国来看，蒙古的进口增速大幅下滑，进口格局趋于稳定。

图 20：炼焦煤累计进口量及同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 21：炼焦煤当月进口量及同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 22：炼焦煤进口：加拿大到中国及同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 23：炼焦煤进口：蒙古到中国及同比（万吨，%）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 24：炼焦煤进口：俄罗斯到中国及同比（万吨，%）



请务必阅读末页声明。

图 25：炼焦煤进口：美国到中国及同比（万吨，%）



总体来看, 2020 年我国禁止澳大利亚煤进口之后, 蒙古煤、俄罗斯煤开始代替澳大利亚煤的地位, 而 2023 年 2 月开始我国恢复了澳大利亚煤的进口, 但蒙古煤、俄罗斯煤进口数量仍维持高位。2023 年和 2024 年进口量增加的主要原因是国内需求稳定增长, 国内供给增速减缓, 同时国内外煤价存在价差, 发电厂等下游企业更愿意从海外进口煤炭, 减少成本。而随着国内煤炭价格从历史高位回落, 海外煤不再具有较高性价比。

同时海外需求也日渐提升, 其中印度为煤炭主要需求国, 印度本土煤炭资源禀赋较差, 高卡的动力煤及主焦煤均为稀缺资源, 需要从海外进口, 而印尼为印度主要的煤炭进口国。印度电力和钢铁行业的发展对煤炭消费产生了巨大需求。一方面, 电力行业是印度煤炭消费的最大驱动力, 特别是在高温极端天气频发的情况下, 其电力需求进一步增加。另一方面, 随着印度工业化的推进, 其钢铁产量大幅增加, 因而对炼焦煤的需求也在上升。包括印度在内的国际煤炭市场需求提升可能继续推高海外煤的价格, 进一步影响我国煤炭进口的数量, 未来进口量难言再有较大的提升。

3.3 供给展望

分别从动力煤和炼焦煤来看, 截至 2024 年 9 月, 我国动力煤供应量为 280115.68 万吨, 同比增长 1.78%; 而炼焦煤累计供应量为 44072.48 万吨, 同比下降 0.88%。动力煤和炼焦煤产量增速出现分化的原因在于, 炼焦煤的主产区为山西省, 截至 9 月山西原煤累计产量达 93365.90 万吨, 同比下降 8.20%, 即使其他的主产区产量快速回升, 炼焦煤的产量也因此出现同比轻微下滑, 而动力煤产量更均匀地分布在各个主要的煤炭生产省份, 所以随着其他主产区的产量不断提升, 动力煤产量的增速要明显高于炼焦煤。

从动力煤 462 家样本矿山产能利用率可以看出, 进入 2024 年 2 月以后动力煤矿山的产能利用率一直处于近年来的高位, 意味着国内供给目前已经到达一个相对饱和的状态, 叠加近年来新增产能逐年下降, 进口格局逐步稳定, 海外需求逐步提升的背景, 我们预计动力煤的供给量已经难有较大的增长, 整体增速应该与去年相同。

从炼焦煤 523 家样本矿山开工率来看, 今年二月以后炼焦煤的矿山开工率维持在一个比较稳定的水平, 即使炼焦煤产量增速在 2 月以后快速提升, 矿山开工率也没有出现太大变化, 我们认为, 其中原因在于山西省作为炼焦煤生产的主产区, 煤矿安全已经成为重要的生产基调, 若后续基调不变, 炼焦煤的供应量也难以有大幅的增长。

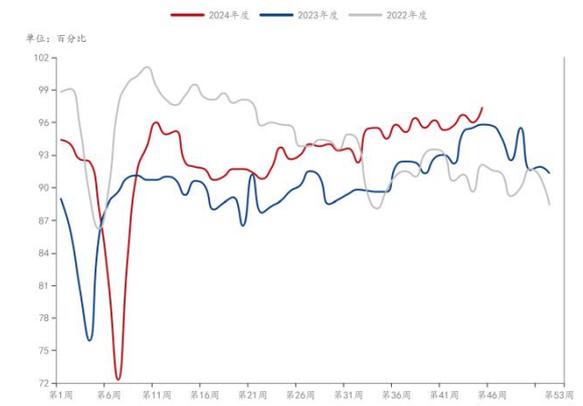
图 26: 动力煤累计供应量及同比 (万吨, %)

图 27: 炼焦煤累计供应量及同比 (万吨, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 28：动力煤：462 家样本矿山：产能利用率（周）

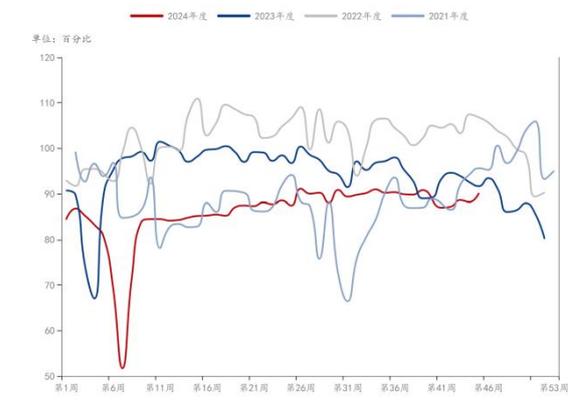


数据来源：Mysteel，东莞证券研究所



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 29：炼焦煤：523 家样本矿山：开工率（周）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

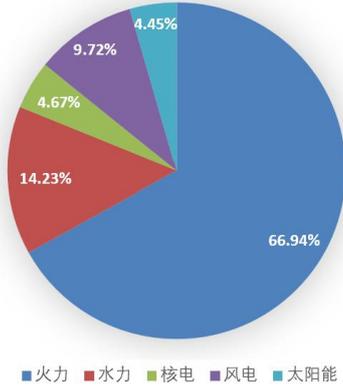
4 需求

4.1 动力煤电煤需求

电力行业是我国动力煤消费的主要领域，占动力煤总需求量的 66.94%以上。我国电力需求增长发电量上升，中国电力企业联合会预计 2024 年全年全社会用电量 9.8 万亿千瓦时，比 2023 年增长 6%左右。预计 2024 年全国统调最高用电负荷 14.5 亿千瓦，比 2023 年增加 1 亿千瓦左右。电力需求持续向好保证了动力煤需求基本面支撑较强。2024 年 1-9 月，累计发电量 70560.40 亿千瓦时，累计同比增长 6.56%。而从火电的角度来看，1-9 月累计发电量 47438.80 亿千瓦时，同比增长 2.25%，火电发电量占比 64.31%，火电主体地位不变。

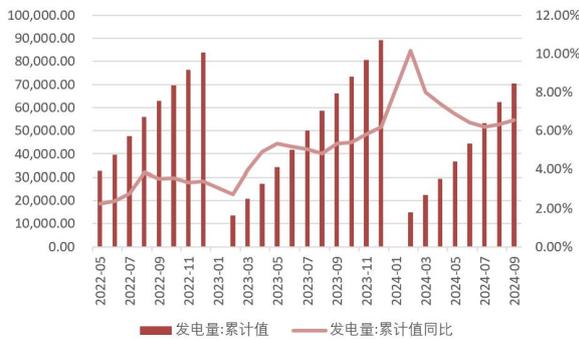
图 30：全国不同形式发电量占比（%）

图 31：动力煤下游需求占比（%）

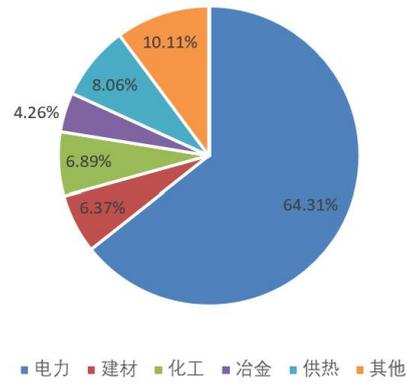


数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 32: 全国累计发电量及同比 (亿千瓦时, %)

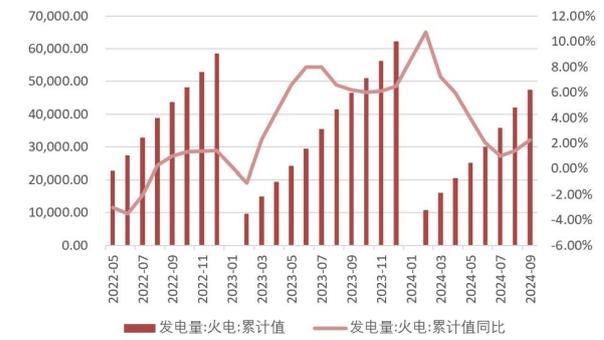


数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

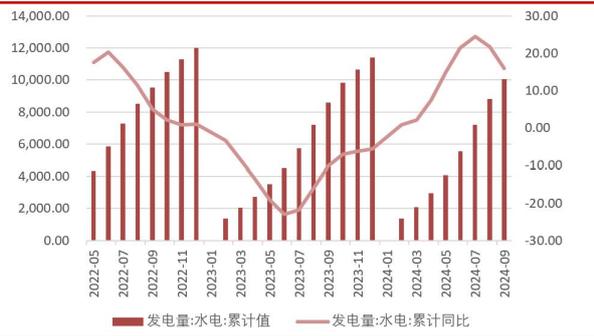
图 33: 全国累计火电发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

同时新能源发电占比也逐步升高,今年 1-9 月,水电、核电、风电和太阳能,同比分别增长 16.00%、1.50%、10.80%和 27.00%。从 9 月单月来看,核电、太阳能,风电同比分别增长 2.76%、35.53%、43.77%,水电则同比下降 12.80%。新能源的发展对电煤需求产生了一定的影响,但目前基数较低,即使增速较快在短期内难以完全替代传统的火电需求。虽然火电整体没有水电、风电、太阳能发电等新能源发电形式增长迅速,但考虑到地区间电力输送和气候的不确定性等多方面因素,电力供需形势存在不确定性,长期看火电在电源结构中压舱石的角色难以替代。火电具有调峰能力强、响应速度快的优势,能够迅速应对电力需求的波动。在迎峰度夏和迎峰度冬等电力需求高峰期间,火电能够及时增加发电量,满足电网的高峰负荷需求,保障电力供应的稳定性。从全国电厂日均耗煤量可以看出,近三年来电厂日均耗煤量逐步提升。由于气候条件对水力发电、风电等可再生能源的发电量有较大影响,火电作为可控的能源,可以在这些可再生能源发电量减少时,及时补充电力缺口,保障电网的稳定运行。预计在 2030 “碳达峰”之前,火电仍然能稳定增长。

图 34：全国累计水电发电量及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 35：全国累计核电发电量及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 36：全国累计风电发电量及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 37：全国累计太阳能发电及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 38：全国电厂日均耗煤量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 39：六大发电集团日均耗煤量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

4.2 动力煤非电煤需求

在动力煤的非电需求上，建材行业用煤和化工行业用煤是主要的两个方面。建材行业用煤上，2024 年 1 月到 9 月动力煤建材行业消费量为 19470.30 万吨，同比减少 9.09%。而在建材用煤上，水泥为最重要的终端产品，从水泥的产量上看，2024 年 1 月到 9 月水

泥累计产量为 132669.80 万吨，同比减少 10.70%，水泥的出库量也逐年下滑。由于房地产市场低迷和基建投资放缓，水泥产量持续减少，导致建材行业的煤炭需求也有所下降。同时国家推动节能低碳技术的推广，如《建材行业碳达峰实施方案》的实施，使得建材行业的能耗和碳排放强度持续下降。这些政策促使建材行业逐步减少对煤炭的依赖，并推动了“煤改气”、“煤改电”等替代措施的应用，建材用煤需求进一步下滑。长期来看，随着城镇化率的提升速度放缓以及房地产和基础设施建设步伐的减缓，建材产品的总体需求将趋于稳定，甚至有所下降。尽管建材用煤需求整体呈下降趋势，但短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升。

图 40：动力煤建材行业消费量累计值及同比（万吨，%）



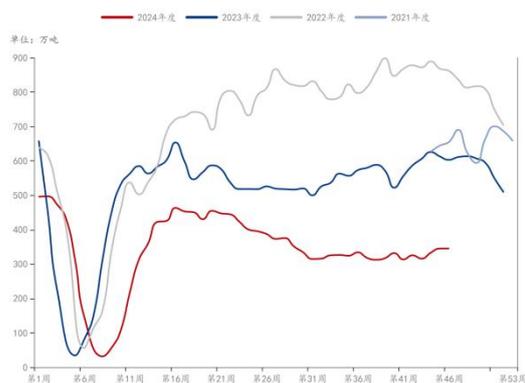
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 41：水泥产量累计值及同比（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

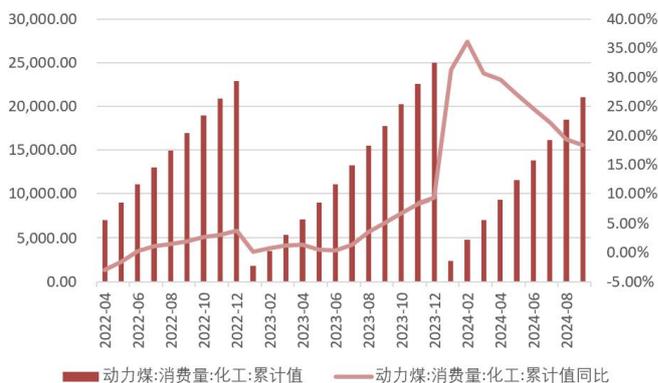
图 42：水泥出库量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

从化工用煤来看，2024 年 1 月至 9 月化工用煤累计量为 21054 万吨，同比增长 18.43%，但是年内增速逐步放缓，从化工产品开工率上看，主要化工品种甲醇和尿素开工率都处于几年来的高位，化工装置负荷有望逐步提升，从而推动化工用煤需求的增长。同时，新型煤化工项目的投产也将进一步拉动化工用煤的需求，由于仍有大量的煤化工产能开建、投产，预计未来 3-5 年化工用煤景气度有望维持。

图 43：动力煤化工行业消费量累计值及同比（万吨，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 44：尿素开工率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 45：甲醇开工率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

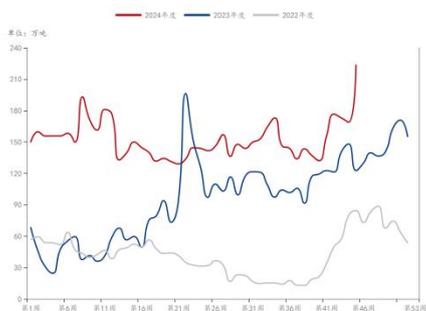
总结来说，电煤需求占动力煤需求较大部分，是扰动需求端的重要部分，预期未来数年以平稳速度增长。而非电需求方面，短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升，而化工用煤的增量因仍有大量的煤化工产能开建和投产而具备一定的确定性，我们认为，明年动力煤的需求量有望提升。但考虑到目前动力煤库存情况，明年动力煤煤价可能出现先跌后升的走势。

目前动力煤库存处于近年来高位，截至 11 月 8 日，动力煤 462 家样本矿山库存为 223.9 万吨，同比增长 82.48%，环渤海煤炭库存为 2714.50 万吨，同比减少 5.65%。煤炭六大发电集团库存量为 1495.70 万吨，同比增加 4.20%，长江口煤炭库存为 639 万吨，同比增长 5.62%。虽然动力煤供应和进口格局已经逐步稳定，但目前动力煤库存水平较高，预计明年上半年依然处于被动去库的周期中。

但宏观政策变量仍然存在，9 月 24 日以来，中央经济政策显著加力，在房地产、消费、化解地方债等方面出台多种增量政策，且后续政策有望持续加力，若有更重磅政策出台，将持续推动电煤需求和非电煤需求，进一步推动动力煤价格持续上涨。

与此同时，长协价为电煤价格带来确定性，现阶段我国动力煤仍实行双轨制但以长协为主导，电煤要求 100% 执行长协定价，部分非电煤以市场价交易。长协价格由基准价和浮动价构成，基准价由国家根据市场情况制定和调整，浮动价按有关煤炭市场价格指数综合确定，而浮动价由三个部分构成，分别是“国煤下水动力煤价格指数（NCEI）”、“环渤海动力煤价格指数（BSPI）”和“CCTD 秦皇岛动力煤价格指数”，三者在上个月最后一期价格的均值即为浮动价。长协价有助于煤炭生产企业规划生产，降低需求方采购成本的不确定性，减少市场短期的大幅波动，促进煤炭市场的平稳运行，同时整体抬升煤企盈利中枢，一定程度上保证了其盈利的长期稳定性。总体来说动力煤需求因为全国用电量稳步提升而具有增长的确性，同时长协机制确保动力煤价格在需求不及预期时具备坚实的底部价格。

图 46：动力煤 462 家样本矿山库存（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 47：煤炭六大发电集团库存量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 48：环渤海煤炭库存（万吨）



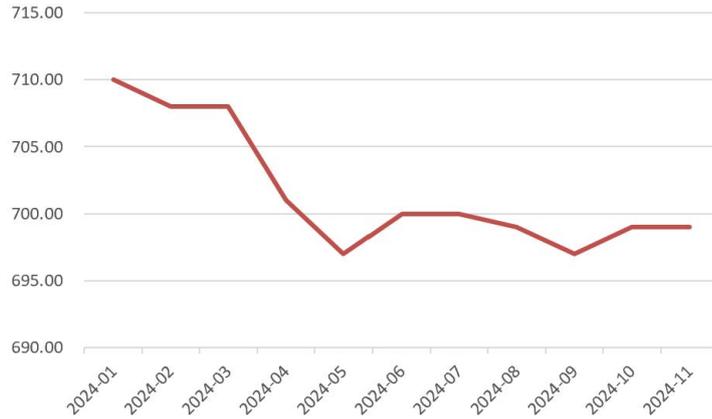
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 49：长江口煤炭库存（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 50：长协价:秦皇岛动力煤（5500）（元/吨）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

4.3 炼焦煤需求

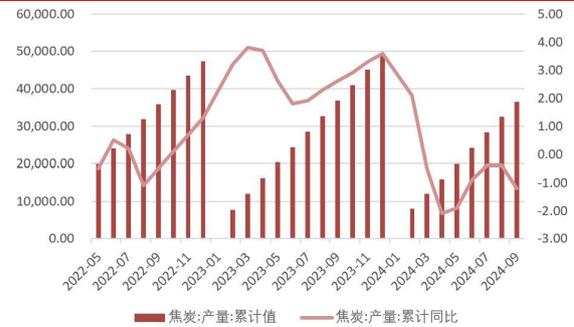
从炼焦煤下游消费占比可以看出，钢铁为最重要的下游需求，“煤-焦-钢”产业链景气度决定了上游炼焦煤的需求。2024 年 1-9 月，炼焦煤累计消费量为 43687.95 万吨，同比下降 1.12%；2024 年 1-9 月，焦炭累计产量 36439.60 万吨，同比下降 1.20%；2024 年前九个月行业形势较为严峻，从申万焦煤&焦炭子行业包含公司盈利情况来看，绝大多数公司三季报业绩承压，利润处于底部区间。

图 51：炼焦煤消费量累计值及同比（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 52：焦炭产量累计值及同比（万吨，%）

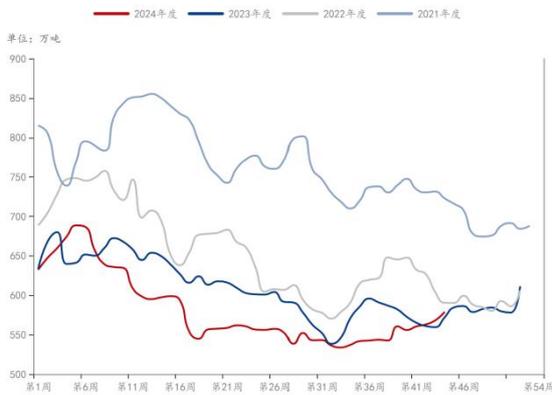


数据来源：iFind，东莞证券研究所

但 9 月 24 日以后，中央经济政策显著加力，在房地产、消费、化解地方债等方面出台多种增量政策，有望助力炼焦煤需求触底反弹。具体来看，房地产政策直接关联上游炼焦煤需求，住房城乡建设部会同有关部门推出“4+4+2”房地产政策“组合拳”，包括：降低住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，降低首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房税费负担；调整或取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准；此外，通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村和危旧房改造，以及年前将“白名单”项目的贷款规模增加到超 4 万亿。目前政策依然在有序推出中，若后续政策持续发力，有望进一步提振“煤-焦-钢”产业链需求。

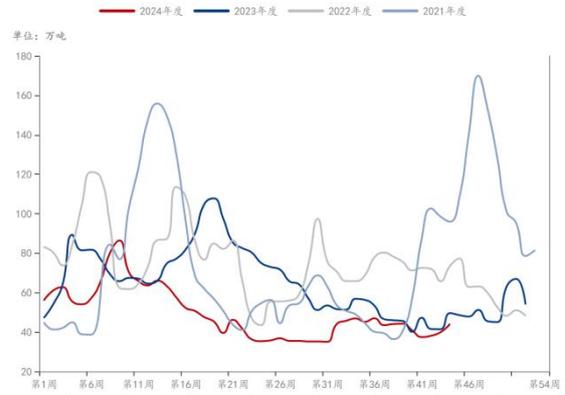
最近两个月，终端钢铁需求开始快速攀升，钢厂盈利率一度从 9 月 20 日 9.96% 上涨至 10 月 18 日的 74.46%，近来虽有所回落，但仍然处于近三年的高位。因为利润率的快速回升，高炉开工率和日均铁水产量均出现回升，同时“金九银十”下游需求快速回升，汽车、家电、造船、能源的大厂在赶工赶交付。目前，钢厂社会库存正处于近年来低位，截至 11 月 18 日，钢材社会库存为 752.55 万吨，同比减少 16.48%。同时 247 家钢铁企业和 230 家独立焦化厂的焦炭和炼焦煤库存也处于近年来的低位。从目前情况来看，下游钢厂仍处于按需补库的阶段，如果后续宏观利好政策持续加码，下游景气度持续提升，基本面迎来反转，钢厂和焦厂存在大量主动补库的空间，有望快速推动炼焦煤需求增长从而推动价格快速提升。

图 53：247 家钢铁企业焦炭库存（万吨）



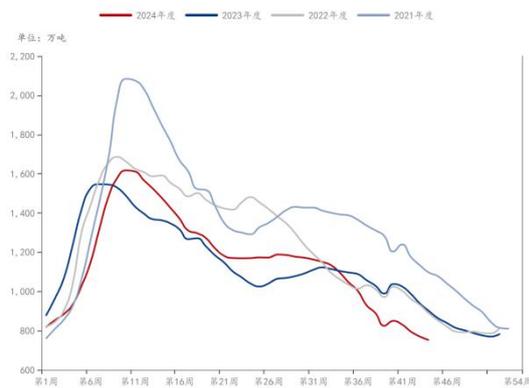
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 54：230 家独立焦化厂焦炭库存（万吨）



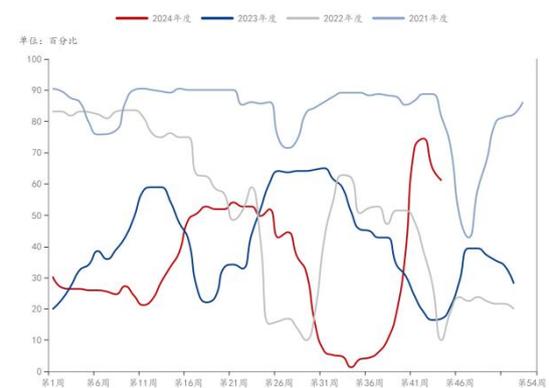
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 55：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

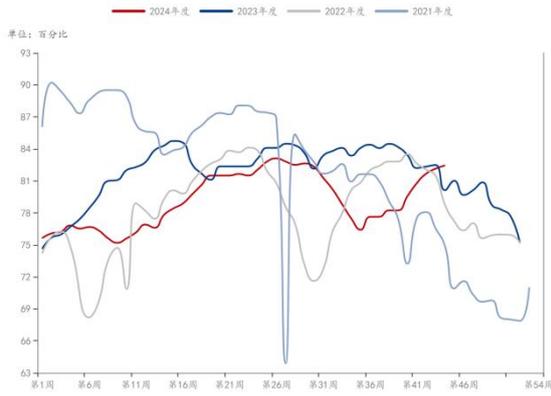
图 56：钢厂盈利率（%）



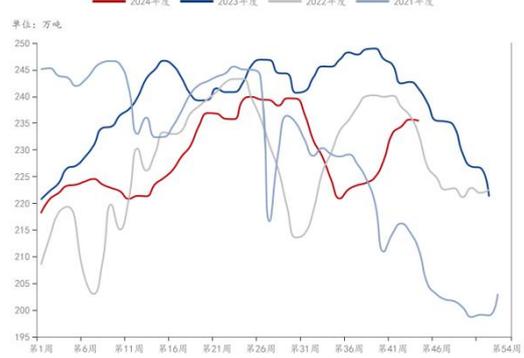
数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 57：247 家钢铁企业高炉开工率（%）

图 58：日均铁水产量（万吨）

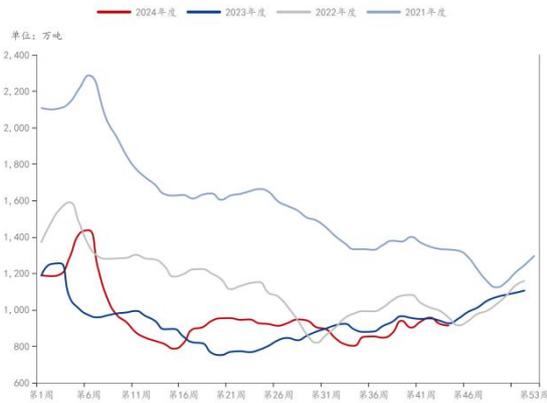


数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所



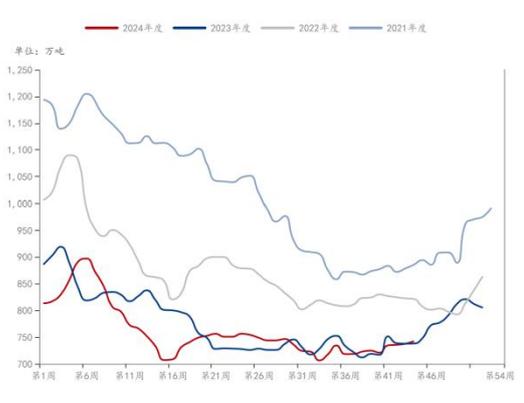
数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 59: 炼焦煤独立焦化厂库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 60: 炼焦煤钢厂库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

5 红利：板块红利投资逻辑依然存在

9月24日，中国人民银行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示将创设股票回购增持再贷款，引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购增持上市公司股票，首期额度为3000亿元。10月18日，央行宣布正式推出股票回购增持再贷款，政策中商业银行的贷款利率为1.75%，期限为一年，可视情况展期。央行公告中表示，国有开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构将自主决策是否发放贷款，贷款利率原则上不超过2.25%。我们认为只要上市公司分红率高于2.25%，上市公司和主要股东使用贷款回购和增持股票都是存在套利空间的。

同时，2024年10月10日中国人民银行发布公告创设首期规模5000亿元的“证券、基金、保险公司互换便利”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产，相关机构运用工具获取的资金只能用于投资股票市场。我们认为，此类资金或倾向于投

资有稳定盈利预期的高股息板块从而获得稳定的中长期回报，而目前股息率约为 5.5% 的煤炭板块有望受益。2023 年申万煤炭板块 38 家上市公司中有 27 家公司提供分红，截至 11 月 18 日，15 家公司分红率大于 5%，分红回报丰厚。随着煤炭供需紧平衡导致煤价的波动幅度收窄，煤炭板块盈利稳定性逐步提高，同时近几年政策一直推动国央企上市公司的市值管理、提高分红比例及加大分红频次等举措，以国央企为主的煤炭板块红利逻辑愈发凸显。

再者，高分红且多分红在煤炭板块已成趋势。2024 年 4 月新“国九条”明确鼓励上市企业提高分红金额和提高分红频率，2024 年中报发布完毕，煤炭板块作为国资重地，当前已经积极响应政策号召，7 家上市煤企公告中期分红方案，而对比之下，2023 年无煤企实施中期分红、过去 5 年合计仅 4 家次中期分红，凸显新“国九条”政策对央企分红政策的促进作用。未来煤炭板块的分红率有望持续提高。

表 1：煤炭公司股息率（截至 11 月 18 日）

证券代码	证券名称	股息率	证券代码	证券名称	股息率	证券代码	证券名称	股息率
601699.SH	潞安环能	10.43	600985.SH	淮北矿业	6.52	000552.SZ	甘肃能化	3.52
601666.SH	平煤股份	9.69	603071.SH	物产环能	5.55	601898.SH	中煤能源	3.39
000937.SZ	冀中能源	9.63	601225.SH	陕西煤业	5.51	600575.SH	淮河能源	3.33
600188.SH	兖矿能源	9.62	601088.SH	中国神华	5.46	002128.SZ	电投能源	3.25
000983.SZ	山西焦煤	9.55	601001.SH	晋控煤业	5.31	600508.SH	上海能源	2.80
600348.SH	华阳股份	9.31	600395.SH	盘江股份	5.08	601918.SH	新集能源	1.94
600971.SH	恒源煤电	8.78	600546.SH	山煤国际	4.94	600792.SH	云煤能源	1.80
600123.SH	兰花科创	8.15	600997.SH	开滦股份	4.74	600740.SH	山西焦化	1.15
600925.SH	苏能股份	7.52	601101.SH	昊华能源	4.00	600157.SH	永泰能源	0.33

数据来源：iFind，东莞证券研究所

表 2：2024 有中期分红计划的公司及股息率（截至 2024 年 11 月 18 日）

证券代码	证券名称	股息率
000937.SZ	冀中能源	3.21
601898.SH	中煤能源	2.56
600188.SH	兖矿能源	1.48
600508.SH	上海能源	1.37
600758.SH	辽宁能源	0.56
601225.SH	陕西煤业	0.46
002128.SZ	电投能源	0.24

数据来源：iFind，东莞证券研究所

6 投资策略与个股评述

煤炭板块指数表现 截至 11 月 3 日，今年申万煤炭行业指数上涨 5.64%，同期沪深 300 指数上涨 13.37%，行业跑输沪深 300 指数 7.73 个百分点，位于申万一级行业中第十四名。细分板块中，动力煤板块上涨 18.61%，焦煤板块下跌 15.65%，焦炭板块下跌 19.31%。

煤炭板块估值方面 截至 11 月 4 日，申万煤炭行业 PE(TTM, 剔除负值) 估值为 13.06

倍，处于近十年来 73.50%分位点；申万煤炭行业 PB（MRQ）估值为 1.59 倍，目前处于近十年来 86.55%分位点，板块公司 PE 和 PB 处于近十年来较高水平。

煤炭供给总结 从原煤供给看，自供给侧改革以来，煤炭行业的新增产能审批逐步趋严，特别是在“十四五”期间，国家对新核准矿井的审批更加严格，环保和安全监管政策也对新建矿井的审批提出了更高的要求，预计未来国内煤炭供给将逐步趋于稳定。从进口来看，2020 年我国禁止澳大利亚煤进口之后，蒙古煤、俄罗斯煤开始代替澳大利亚煤的地位，而 2023 年 2 月开始我国恢复了澳大利亚煤的进口，但蒙古煤、俄罗斯煤进口数量仍维持高位，进口格局重塑，同时进口增速较去年大幅放缓，未来预计将延续稳定。

煤炭需求总结 动力煤电煤方面，电力行业是我国动力煤消费的主要领域，占动力煤总需求量的 66.94%以上。我国宏观经济持续向好，电力需求增长发电量上升。电力需求持续向好保证了动力煤需求基本面支撑较强。新能源的发展对电煤需求产生了一定的影响，但基数较低，即使增速较快在短期内难以完全替代传统的火电需求。预计在 2030 “碳达峰”之前，火电仍然能稳定增长。炼焦煤需求方面，9 月 24 日以后，中央经济政策显著加力，在房地产、消费、化解地方债等方面出台多种增量政策，有望助力炼焦煤需求触底反弹。从目前情况来看，下游钢厂仍处于按需补库的阶段，如果后续宏观利好政策持续加码，下游景气度持续提升，基本面迎来反转，钢厂和焦厂存在大量主动补库的空间，有望快速推动炼焦煤需求增长从而推动价格快速提升。

个股推荐 我们认为，接下来煤炭板块的投资可以从两个主线进行考虑：（1）高股息+稳盈利 近年来，随着煤价中枢抬升，带动业绩增长，煤炭企业现金流增厚，同时因为“双碳”目标行业资本开支需求减少，上市公司普遍选择提高现金分红的方式积极回馈股东。其中中国神华（601088）、陕西煤业（601225）、中煤能源（601898）为首选，三家龙头公司长协占比长，业绩及股息率稳定性更高。（2）炼焦煤+高弹性标的 受益于宏观利好政策持续加码，“煤-焦-钢”产业链下游景气度持续提升，同时基于目前产业链低库存的现状，若基本面出现反转，炼焦煤价格有望迎来快速提升。炼焦煤标的中，潞安环能（601699）现货占比高，业绩弹性最强，更有望受益于“煤-焦-钢”产业链的快速反弹。

表 3：重点个股评级

股票名称	股票代码	股价	EPS			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
中国神华	601088.SH	41.43	3	3.02	3.13	13.79	13.72	13.24	增持	维持
陕西煤业	601225.SH	23.86	2.19	2.7	2.79	10.89	8.84	8.57	增持	维持
潞安环能	601699.SH	15.24	2.65	2.29	2.89	5.76	6.67	5.28	买入	首次

数据来源：iFind，东莞证券研究所

7 风险提示

- (1) 进口煤数量提升风险。若后期海外需求疲软，海外煤价持续回落，与国内原煤价格形成较大价差，进口煤数量提升或使得我国煤炭供需趋于宽松。
- (2) 煤炭安全检查放松风险。煤炭安全检查放松下，部分煤矿出现违规超产行为，煤炭市场供应增加，供过于求导致煤价下行。
- (3) 其他发电形式出电超预期风险。全球变暖背景下气候变幻莫测，若极端天气增加导致雨水增多，水电出力超预期将挤占火电发电量，从而导致煤炭需求低于预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn