

领军能源巨擘央企，盈利稳健分红领先

2025 年 03 月 19 日

【投资要点】

- ◆ 公司主营业务是煤炭、电力的生产和销售，控股股东国家能源集团是全球最大的煤炭生产公司和火力发电公司。公司于 2004 年 11 月在北京成立，于 2005 年 6 月和 2007 年 10 月分别在 H 股和 A 股上市。公司实现煤炭、发电、铁路、港口、航运、煤化工一体化经营模式，截至 2024 年中期煤炭保有资源量/可采储量 336.9/153.6 亿吨、在产产能约 3.5 亿吨，控制并运营的发电机组装机容量 44.8 GW。
- ◆ 煤炭业务：资源储量丰富、主要分布在低成本的陕蒙区域，受益于高长协（自产煤年协比例约 80%）煤炭售价稳定性较高。公司煤炭资源储量非常丰富，目前有保有可采储量 153.6 亿吨，按照目前 3.24 亿吨的年产量水平还可开采近 50 年。公司在产矿井主要分布在内蒙鄂尔多斯以及陕西榆林地区，且以大规模的露天矿为主，因此资源利用效率高、开采成本低。公司以长协为主，2023 年自产煤年协比例约 80%，受益于长协机制，公司煤炭售价相对平稳，2023 年/2024 年前三季度不含税平均销售价格同比-9%/-3%，跌幅均小于现货价格。
- ◆ 电力业务：“十四五”期间密集投产新机组，电价短期承压但长期极具盈利潜力。截至 2024 年三季度公司发电总装机/燃煤装机 44.94/43.24 GW，“十四五”期间截至目前新增煤电装机 13.4 GW，较 2020 年末增加 43%。受益于新投产高效机组，近两年发电量快速增长，2023 年/24 年前三季度发电量同比+11%/+8%。2024 年综合售电价格下调主要受到广东地区电价下调较多影响，但由于公司装机结构和机组优质，电厂盈利水平仍然相对领先且具长期盈利潜力。
- ◆ 运输业务：国内唯一拥有集铁路、港口、航运的大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业。铁路运输方面，截至 2023 年底有 2408 公里区域铁路路网，自营铁路运输量 5.7 亿吨；2024 年东胜东至台格庙铁路项目获改革委核准批复，是新街台格庙矿区及附近煤矿煤炭外运的主要运输通道，正线全长 97.6 公里。港口运输方面，公司控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约 2.7 亿吨/年），拥有约 2.13 百万载重吨自有船舶的航运船队；且持续推进港务扩能，黄骅港五期项目已获得核准批复，预计 2027 年建设完工。

增持（维持）

东方财富证券研究所

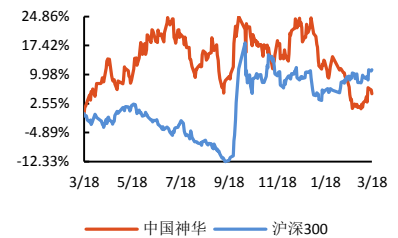
证券分析师：李淼

证书编号：S1160524120006

证券分析师：王涛

证书编号：S1160525020003

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	728777.31
流通市值（百万元）	604891.27
52 周最高/最低（元）	47.50/34.78
52 周最高/最低（PE）	15.97/12.22
52 周最高/最低（PB）	2.23/1.72
52 周涨幅（%）	5.05
52 周换手率（%）	41.73

相关研究

- 《煤价逐步筑底，关注稳健红利龙头的超跌反弹和配置机会》
2025.03.03
- 《印尼出台外汇管制新政，海外煤炭成本支撑或增强》
2025.02.21
- 《盈利稳健分红领先，持续提升价值创造能力》
2025.02.06
- 《节前煤价小幅回落，铁水产量或筑底回升》
2025.01.25
- 《红利为茅，低波铸盾》
2024.12.31

- ◆ **公司投资价值分析：（1）高长协+煤电联动属性，盈利中枢有望维持高位。**公司自产煤长协占比超过 80%，2024 年港口长协价格基本在 696-710 元/吨窄幅震荡，长协基准价上调显著提升公司长期盈利中枢，且产量有望维持月均 2700 万吨的较高水平；电力业务仍有在建及待建机组 9.6GW，较目前的 45GW 可增长 21.5%，进入市场电时代，火电电价虽短期承压、长期仍有望提升。（2）**分红表态积极，现金流和高股息属性。**截至 2024 年三季报，公司账面现金达 1835 亿元，未分配利润达 2897 亿，充裕的货币资金和现金流为公司高分红奠定基础。2012-2023 年公司年均股利支付率高达 72%，且近三年自由现金流维持在 300 亿元以上的健康水平，预计在业绩高位稳健且尚无大额资本开支情况下，高分红可延续。（3）**争做能源革命排头兵、能源供应压舱石，ESG 水平领先。**公司战略为打造世界一流的综合能源上市公司，制定煤、电、运、化同步推进的碳达峰行动战略路线，推进清洁化、一体化、精细化、智慧化、国际化发展，在煤企中管理水平和 ESG 水平领先，在央企市值考核的市场环境和趋势下有望享受中特估和 ESG 溢价。

【投资建议】

- ◆ 公司煤炭长协占比高，煤炭盈利稳定性较强，电力业务新投运火电装机有望持续贡献增量，并且公司作为领军能源央企不断提升核心竞争力和价值创造能力。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润有望达 584.5/546.4/544.1 亿元，对应 EPS 为 2.94/2.75/2.74 元，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	343074.00	339912.75	327238.66	328781.02
增长率(%)	-0.42%	-0.92%	-3.73%	0.47%
EBITDA（百万元）	115832.00	112401.36	112558.89	114944.32
归属母公司净利润（百万元）	59694.00	58451.31	54642.03	54411.19
增长率(%)	-14.29%	-2.08%	-6.52%	-0.42%
EPS(元/股)	3.00	2.94	2.75	2.74
市盈率(P/E)	10.44	12.47	13.34	13.39
市净率(P/B)	1.52	1.70	1.65	1.60
EV/EBITDA	4.46	5.37	5.35	5.05

资料来源：Choice 股票专题，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 煤价超预期下跌、火电业务受新能源挤压、一体化经营风险、分红政策调整风险。

正文目录

1. 公司业务情况：煤电路港航化一体化的能源央企	5
1.1. 公司主营业务：煤电生产为主、煤电路港航化一体化	5
1.2. 股权结构：控股股东为国家能源集团的央企排头兵	5
1.3. 经营业绩：受益于煤电一体化，盈利相对稳健	7
1.4. 历史沿革：2004 年成立，05、07 年 H 股、A 股上市	9
2. 煤炭业务：陕蒙低成本露天矿为主、高长协稳售价	9
2.1. 储量和产能：资源储量丰富、主要集中在神东矿区	9
2.2. 产销量：预计近期稳定在月均 2700 万吨水平	11
2.3. 销售结构：长协占比约 80%、售价相对平稳	12
2.4. 成本分析：生产成本不到 200 元/吨	14
2.5. 分部业绩：2023 年高位回落、但整体仍然处于相对高位	15
3. 电力业务：机组高效优质、“十四五”机组密集投运	16
3.1. 装机容量：目前发电装机 45 GW、“十四五”期间增幅 43%	16
3.2. 电量电价：近两年发电量快速增长、电价小幅承压	17
3.3. 利用小时数及成本：利用小时承压、成本相对优势显著	18
3.4. 分部业绩：未来有望以量补价、长期核心资产不改	19
4. 运输业务：铁港航一体化构建完善的运输网络	20
4.1. 铁路：自有区域铁路路网 2408 公里、持续提升路网辐射能力	20
4.2. 港口：黄骅港持续扩能、盈利贡献相对稳定	21
4.3. 航运：盈利波动较大、但业绩贡献相对有限	22
5. 煤化工业务：在产 60 万吨煤制烯烃项目、目前微盈	23
5.1. 在产煤制烯烃：24 年受装置检修和市场供需影响业绩大幅下降	23
5.2. 在建 75 万吨煤制烯烃升级示范项目有望发展煤基新材料	23
6. 投资价值分析	24
6.1. 高长协+煤电联动属性，盈利中枢有望维持高位	24
6.2. 分红表态积极，现金流和高股息属性	24
6.3. 争做能源革命排头兵、能源供应压舱石，ESG 水平领先	25
6. 盈利预测	26
6.1. 盈利预测	26
6.2. 投资建议及估值	27
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1：公司主要资产分布图	5
图表 2：公司权益结构图	6
图表 3：国家能源集团煤炭和电力情况	6
图表 4：公司营业收入和 YOY	7
图表 5：公司归母净利润和 YOY	7
图表 6：公司分业务营收（亿元）和市场煤价	7
图表 7：公司分业务毛利（亿元）和市场煤价	7
图表 8：公司分板块业绩拆分（百万元；%）	8
图表 9：公司煤炭储量情况（截至 2024 年中，亿吨）	9
图表 10：杭锦能源已投产煤矿情况	10
图表 11：公司煤炭产能情况	11
图表 12：公司月度商品煤产销量（百万吨）	12
图表 13：公司月度商品煤产量（百万吨）	12

图表 14: 公司销售量按合同定价机制分类 (百万吨)	12
图表 15: 公司年度长协销量/商品煤产量	12
图表 16: 公司售价按合同定价机制分类 (元/吨)	13
图表 17: 港口长协价格 (元/吨)	13
图表 18: 公司销售量按区域 (百万吨)	13
图表 19: 公司销售量按用途 (百万吨)	13
图表 20: 公司销售量按内外部结构 (百万吨)	14
图表 21: 公司销售平均价格按内外部结构 (元/吨, 不含税)	14
图表 22: 公司自产煤单位生产成本	14
图表 23: 公司自产煤成本结构 (元/吨)	14
图表 24: 公司煤炭板块业绩拆分	15
图表 25: 公司燃煤电厂情况 (装机容量截至 2024 三季报)	16
图表 26: 公司在建电厂情况	17
图表 27: 公司发售电量	18
图表 28: 公司售电价格	18
图表 29: 公司燃煤机组利用小时 (小时)	18
图表 30: 公司售电成本	18
图表 31: 公司售电标准煤耗 (克/千瓦时)	19
图表 32: 公司发电内部采购煤炭量和价格	19
图表 33: 公司电力板块业绩拆分	19
图表 34: 公司铁路线路情况	20
图表 35: 公司自有铁路周转量 (十亿吨公里)	20
图表 36: 公司单位运量收入 (元/吨公里)	20
图表 37: 公司铁路业务季度毛利率	21
图表 38: 公司铁路分部收入和利润总额 (百万元)	21
图表 39: 公司黄骅港装船量 (百万吨)	22
图表 40: 公司港口分部收入和利润总额 (百万元)	22
图表 41: 公司航运货运量和周转量	22
图表 42: 公司航运分部收入和利润总额 (百万元)	22
图表 43: 公司聚烯烃销量	23
图表 44: 公司煤化工分部收入和利润总额 (百万元)	23
图表 45: 公司煤炭售价 vs 市场煤价 (元/吨)	24
图表 46: 港口长协价格 (元/吨)	24
图表 47: 公司现金流情况	25
图表 48: 公司历年分红情况	25
图表 49: 公司治理理念	26
图表 50: 公司分业务盈利预测	27
图表 51: 煤炭和公用事业可比公司估值表	28
图表 52: 历史 PE (TTM) 区间	28
图表 53: 历史 PB 区间	28

1. 公司业务情况：煤电路港航化一体化的能源央企

1.1. 公司主营业务：煤电生产为主、煤电路港航化一体化

公司主营业务是煤炭、电力的生产和销售，截至2024年中有煤炭保有可采储量153.6亿吨、控制运营发电装机45 GW。公司于2004年11月在北京成立，于2005年6月在港交所上市，于2007年10月在上交所上市。公司主营业务是煤炭、电力的生产和销售，铁路、港口和船舶运输，煤制烯烃等业务，实现煤炭、发电、铁路、港口、航运、煤化工一体化经营模式。截至2024年6月30日，公司煤炭保有资源量336.9亿吨、煤炭保有可采储量153.6亿吨，控制并运营的发电机组装机容量44.822 GW。公司煤炭开采、安全生产技术处于国际先进水平，清洁燃煤发电、重载铁路运输等技术处于国内领先水平。

公司实现煤电路港航化一体化的经营模式，总铁路营业里程达2408公里，总装船能力约2.7亿吨/年。公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络及“神朔—朔黄线”西煤东运大通道，以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达2408公里；还控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约2.7亿吨/年），拥有约2.13百万载重吨自有船舶的航运船队，以及运营生产能力约60万吨/年的煤制烯烃项目。

图表 1：公司主要资产分布图

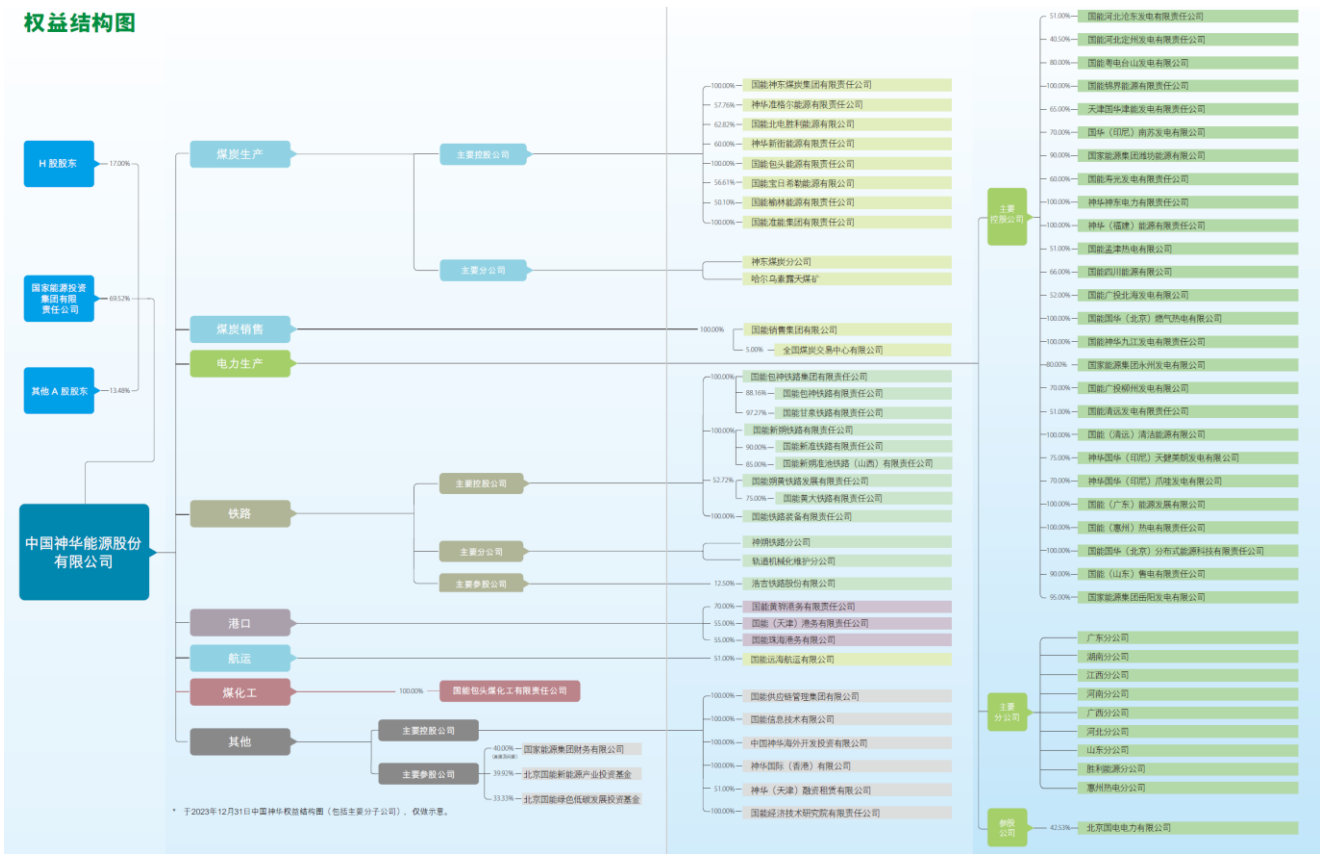


资料来源：公司 2024 中报，东方财富证券研究所

1.2. 股权结构：控股股东为国家能源集团的央企排头兵

公司控股股东为国家能源集团，截至2024年三季度控股比例69.52%，实际控制人为国资委，另外境外流通H股占比16.96%。公司作为央企排头兵，积极响应国资委市值管理考核要求，成立市值管理工作领导小组，建设中国神华特色“11257”市值管理体系。自2013年上交所开展信息披露分级评价以来，中国神华连续11年获沪市上市公司信息披露最高等级A级。

图表 2：公司权益结构图（截至 2023 年年报）



资料来源：公司 2023 年报，东方财富证券研究所

国家能源集团为中央直管国有重要骨干企业、国有资本投资公司改革试点企业，是全球最大的煤炭生产公司、火力发电公司、风力发电公司和煤制油煤化工公司。集团拥有煤炭、火电、新能源、水电、运输、化工、科技环保、金融等八个产业板块，2022年实现煤炭产量6亿吨、煤炭销量7.9亿吨、发电总量11393亿千瓦时、煤化工产量2934万吨，煤炭产销量和发电量保持世界第一。

图表 3：国家能源集团煤炭和电力情况

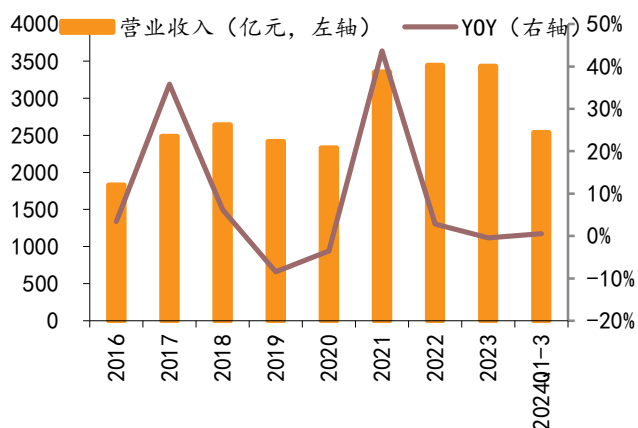
项目	2020 年	2021 年	2022 年
煤炭产能 (亿吨/年)	5.5	6.2	6.5
煤炭产量 (亿吨)	5.3	5.7	6
煤炭销量 (亿吨)	7	7.7	7.9
控股装机容量 (亿千瓦)	2.57	2.71	2.88
其中：火电装机容量 (亿千瓦)	1.91	1.94	1.99
风电装机容量 (亿千瓦)	0.46	0.5	0.54
水电装机容量 (亿千瓦)	0.19	0.19	0.19
发电量 (亿千瓦时)	9828	11032	11393
供电煤耗 (克/千瓦时)	303.3	299.9	298.8

资料来源：《国家能源集团 2023 年度主体跟踪评级报告》，东方财富证券研究所

1.3. 经营业绩：受益于煤电一体化，盈利相对稳健

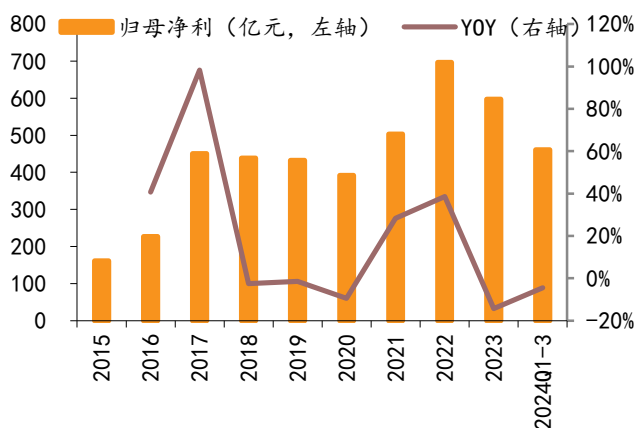
公司业绩于2022年达到历史峰值，实现营业收入/归母净利3445/696亿元。2023年以来经营业绩高位回落，2023年归母净利596.9亿元，同比-14.3%；2024年前三季度归母净利460.7亿元，同比-4.5%。

图表 4：公司营业收入和 YOY



资料来源：Choice股票专题，东方财富证券研究所

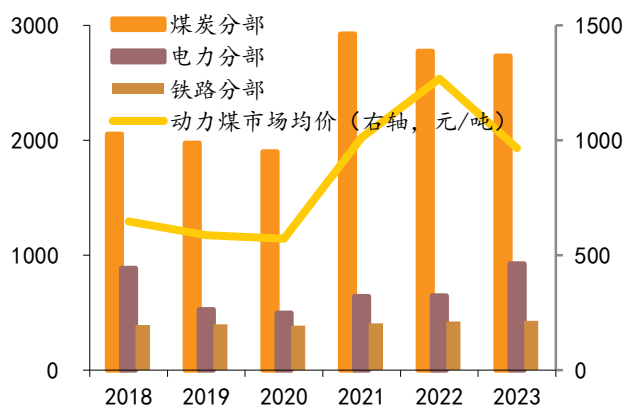
图表 5：公司归母净利和 YOY



资料来源：Choice股票专题，东方财富证券研究所

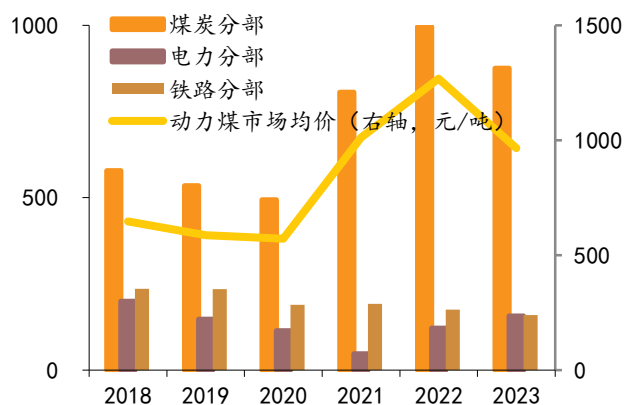
公司经营业绩波动性在行业较低，主因煤炭电力两大板块形成互补，近几年煤炭业务贡献主要盈利。2018年以来公司煤炭及电力合计利润总额占比基本在62%-81%之间波动，其中煤炭业务为公司主要的盈利贡献，随煤价波动呈现一定周期性，高煤价的2021年煤炭业务利润总额占比高达74%，而电力业务利润总额占比仅为2.3%，而在煤炭周期低点的2015年电力业务利润总额占比达53.3%，而煤炭业务利润总额占比仅为13.6%。近两年煤炭业务贡献公司主要利润，2022、2023年营收占比80%左右，利润总额占比分别为73.1%和67.1%。

图表 6：公司分业务营收（亿元）和市场煤价



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 7：公司分业务毛利（亿元）和市场煤价



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 8：公司分板块业绩拆分（百万元；%）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
煤炭	营收	121458	131357	195918	205191	197396	190029	292661	277474	273306	201319
	占比	68.6%	71.7%	78.8%	77.7%	81.6%	81.5%	87.2%	80.5%	79.7%	79.3%
	成本	101973	103912	135814	147313	143878	140627	212019	177821	185752	142391
	占比	92.3%	93.8%	94.4%	94.7%	100.3%	94.9%	94.2%	84.7%	84.5%	84.6%
	利润总额	4483	13810	43294	39605	35007	32189	57109	70384	58530	41104
占比	13.6%	35.5%	61.6%	56.5%	52.5%	51.4%	74.0%	73.1%	67.1%	62.0%	
电力	营收	73053	69850	79511	88452	52626	49486	64548	84525	92407	70367
	占比	41.3%	38.1%	32.0%	33.5%	21.8%	21.2%	19.2%	24.5%	26.9%	27.7%
	成本	46483	50223	64522	68491	37881	38098	59822	72432	76785	59184
	占比	42.1%	45.3%	44.9%	44.0%	26.4%	25.7%	26.6%	34.5%	34.9%	35.2%
	利润总额	17628	10001	5585	10145	8499	6923	1800	7938	10642	8435
占比	53.3%	25.7%	7.9%	14.5%	12.7%	11.0%	2.3%	8.2%	12.2%	12.7%	
铁路	营收	27232	33530	37586	39149	39701	38723	40699	42197	42961	32672
	占比	15.4%	18.3%	15.1%	14.8%	16.4%	16.6%	12.1%	12.2%	12.5%	12.9%
	成本	11391	13397	14446	15574	16225	19796	21546	24710	27059	20153
	占比	10.3%	12.1%	10.0%	10.0%	11.3%	13.4%	9.6%	11.8%	12.3%	12.0%
	利润总额	9824	13208	16300	16082	16245	15878	15526	12535	11039	10157
占比	29.7%	34.0%	23.2%	23.0%	24.3%	25.3%	20.1%	13.0%	12.7%	15.3%	
港口	营收	3769	5040	5717	6124	5926	6359	6440	6441	6749	5133
	占比	2.1%	2.8%	2.3%	2.3%	2.5%	2.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
	成本	1867	2234	2497	3016	2508	3130	3241	3481	3754	2871
	占比	1.7%	2.0%	1.7%	1.9%	1.7%	2.1%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%
	利润总额	868	2040	2567	2079	2179	2486	2605	2256	2301	1801
占比	2.6%	5.2%	3.6%	3.0%	3.3%	4.0%	3.4%	2.3%	2.6%	2.7%	
航运	营收	2002	2112	3247	4089	3297	3112	6195	6051	4836	3771
	占比	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.8%	1.8%	1.4%	1.5%
	成本	1745	1678	2435	3179	2881	2747	5006	5203	4594	3374
	占比	1.6%	1.5%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%	2.2%	2.5%	2.1%	2.0%
	利润总额	48	192	620	706	234	227	1003	706	100	341
占比	0.1%	0.5%	0.9%	1.0%	0.4%	0.4%	1.3%	0.7%	0.1%	0.5%	
煤化工	营收	5550	4831	5681	5840	5327	5165	5851	6379	6098	4099
	占比	3.1%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	1.7%	1.9%	1.8%	1.6%
	成本	4205	3802	4518	4392	4150	4553	4633	5363	5412	3818
	占比	3.8%	3.4%	3.1%	2.8%	2.9%	3.1%	2.1%	2.6%	2.5%	2.3%
	利润总额	342	6	482	712	281	182	706	533	190	22
占比	1.0%	0.0%	0.7%	1.0%	0.4%	0.3%	0.9%	0.6%	0.2%	0.0%	
合计	总营收	177069	183127	248746	264101	241871	233263	335640	344533	343074	253899
	总成本	110427	110769	143842	155502	143394	148147	225101	210059	219922	168348
	利润总额	33082	38896	70333	70069	66724	62662	77150	96247	87176	66250

资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

注：分业务占比均为未合并抵消前数据

1.4. 历史沿革：2004 年成立，05、07 年 H 股、A 股上市

公司于2004年11月8日正式成立，2005年H股上市、2007年A股上市。公司是由神华集团有限责任公司经国务院批准独家发起成立的股份有限公司，神华集团以其与煤炭生产、销售、铁路及港口运输、发电等核心业务于2003年12月31日的相关资产负债投入公司，于2004年11月8日正式成立。

- ◆ 2005年，公司于香港联合交易所有限公司挂牌上市，此次发行后神华集团和H股股东分别持有总股本的81.21%和18.79%。
- ◆ 2007年，公司于上海证券交易所挂牌上市，此次发行后神华集团持有公司总股本的73.86%，其他A股股东和H股股东分别持有9.05%和17.09%股份。
- ◆ 2010年，应国家要求社保基金持股公司0.9%股份后，神华集团持股比例降至72.96%，2012年，神华集团通过上交所增持公司股份，持股比例又提升至73.01%。
- ◆ 2017年8月25日，公司原控股股东神华集团拟与国电集团实施联合重组，11月22日原神华集团更名为国家能源投资集团。2018年10月22日，国家能源集团分别将持有公司1.805%的A股股份无偿划转给诚通金控和国新投资，此后国家能源集团、诚通金控和国新投资分别持有A股股份分别占公司总股本的69.45%、1.805%、1.805%。

2. 煤炭业务：陕蒙低成本露天矿为主、高长协稳售价

2.1. 储量和产能：资源储量丰富、主要集中在神东矿区

公司煤炭资源储量非常丰富，目前保有可采储量153.6亿吨，按照目前3.24亿吨的年产量水平还可开采近50年。截至2024年6月30日，公司煤炭保有资源量为336.9亿吨、保有可采储量为153.6亿吨。公司煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单、地表状况稳定、大多数煤层瓦斯含量低等特点。

图表 9：公司煤炭储量情况（截至 2024 年中，亿吨）

矿区	保有资源量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	可信储量 (中国标准)	证实储量 (中国标准)	煤炭可售储量 (JORC 标准)	主要煤种	主要商品煤的发热量 (千卡/千克)
神东矿区	161.4	90.8	36	18	62.6	长焰煤/不粘煤	4691-5730
准格尔矿区	35.5	28.1	7.1	11.5	20.2	长焰煤	4315-4731
胜利矿区	19	12.7	5.1	0.2	2	褐煤	2974
宝日希勒矿区	12.6	7.7	4.1	1.6	8.1	褐煤	3568
包头矿区	0.4	0.3	0	0.1	0.2	长焰煤/不粘煤	4073-4399
新街台格庙矿区	108	14	4.5	6.1	/	/	/
合计	336.9	153.6	56.8	37.5	93.1	/	/

资料来源：公司 2024 中报，东方财富证券研究所

注：1) 可信储量、证实储量依据《固体矿产资源储量分类》(GB/T 17766-2020) 统计。2) 包头矿区中国标准下可信储量为 106.7 万吨。3) 受赋存条件、生产工艺等影响，各矿区煤矿生产的主要商品煤的平均发热量、硫分、灰分数值与矿区个别矿井生产的商品煤或公司最终销售的商品煤的特征可能存在不一致。

分区域来看，公司煤炭资源集中在神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区及包头矿区，且主要分布在以包神、神朔、朔黄为主线，以准池、大准为联络线的运输网络上，相关运输资源运力充沛。其中神东矿区相对热值较高（4691-5730大卡），保有资源量和保有可采储量占比分别为47.9%和59.1%，其次为在建的新街台格庙矿区，保有资源量占比为32.1%。2024年上半年，新街台格庙矿区新街一井、二井取得采矿许可证，2024年9月获得发改委核准批复，由公司持股60%的新街能源公司开发建设，建设规模均为800万吨/年，其中新街一井、新街二井项目总投资分别为133.48、131.63亿元（不含矿业权费用），预计2025年初开工建设。此外，新街三井、新街四井项目获得煤炭资源勘查许可证，已完成立项审批。

2023年4月公司开始启动收购集团部分煤炭资产，2025年2月完成收购杭锦能源100%股权，增加煤炭保有资源量38.41亿吨、可采储量20.87亿吨。2023年4月，公司发布启动收购控股股东部分资产工作的公告，拟收购集团持有的大雁矿业、杭锦能源100%股权，包括1570万吨在产煤矿（雁南矿270万吨、扎尼河露天矿800万吨、敏东一矿500万吨）及2×600MW煤电发电机组、1000万吨在建塔然高勒煤矿，将增加煤炭保有资源量38.41亿吨、可采储量20.87亿吨，较24年中保有可采储量增加13.6%。2025年2月24日，收购杭锦能源100%股权的工商变更登记已完成。

图表 10：杭锦能源已投产煤矿情况

序号	煤矿名称	煤类	原煤发热量	评估利用口径（中国标准）		核定产能 (万吨/年)	剩余服务年限 (年)
			(千卡/千克)	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)		
1	雁南矿	褐煤	2920	4.24	2.47	270	20.2
2	扎尼河露天矿	长焰煤	3060	1.88	1.05	800	12.1
3	敏东一矿	褐煤、长焰煤	3180	11.75	6.85	500	98.6
	合计	—	—	17.87	10.37	1570	—

资料来源：《公司关于收购控股股东部分资产相关工作的进展公告》，东方财富证券研究所

目前公司在产产能合计约3.5亿吨，主要分布在内蒙古鄂尔多斯以及陕西榆林地区，且以大规模的露天矿为主，因此资源利用效率高、开采成本低。公司1000万吨以上矿井产能合计达3.1亿吨，2000万吨以上矿井产能合计1.8亿吨（哈尔乌素露天矿3500万吨+宝日希勒露天煤矿3500万吨+黑岱沟露天矿3400万吨+胜利一号露天矿2800万吨+补连塔煤矿2800万吨+布尔台煤矿2000万吨），因此资源利用效率和采掘机械化率很高，开采成本相应较低。

图表 11：公司煤炭产能情况

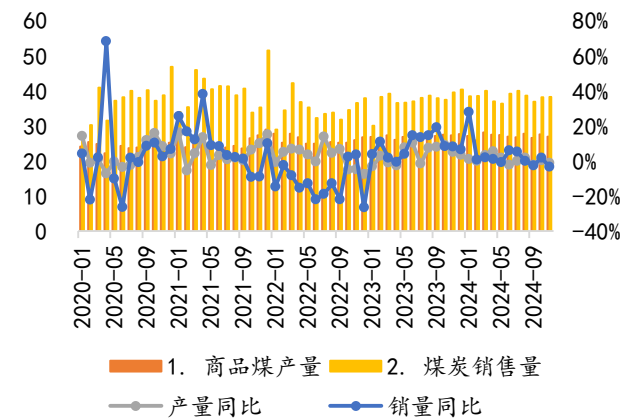
矿区	公司	矿井	股权	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
神东矿区	神东煤炭集团	补连塔煤矿	100%	2800	2800
		布尔台煤矿	100%	2000	2000
		大柳塔煤矿大柳塔井	100%	1800	1800
		大柳塔煤矿活鸡兔井	100%	1500	1500
		上湾煤矿	100%	1600	1600
		哈拉沟煤矿	100%	1600	1600
		榆家梁煤矿	100%	1300	1300
		石圪台煤矿	100%	1200	1200
		乌兰木伦煤矿	100%	510	510
		寸草塔一矿（金烽）	100%	450	450
	柳塔煤矿	100%	300	300	
	寸草塔二矿	100%	240	240	
	神山露天煤矿	100%	120	120	
	保德煤矿	100%	500	500	
	包头矿业	万利一矿	100%	1000	1000
	李家壕煤矿	100%	800	800	
	锦界能源	锦界煤矿	100%	1800	1800
榆林能源	郭家湾煤矿	50%	800	400.8	
		青龙寺煤矿	50%	400	200.4
		合计		20720	20121
准格尔矿区	哈尔乌素分公司	哈尔乌素露天矿	100%	3500	3500
	准格尔能源公司	黑岱沟露天矿	57.76%	3400	1964
	神东电力	亿利能源黄玉川矿	51%	1300	663
		合计		8200	6127
胜利矿区	北电胜利能源公司	胜利一号露天矿	62.82%	2800	1759
宝日希勒矿区	神宝能源公司	宝日希勒露天煤矿	56.61%	3500	1981
包头矿区	包头矿业	水泉露天煤矿	100%	120	120
在产产能合计				35340	30108

资料来源：公司 2023 年年报，《神华集团 2017 年度第一期超短期融资券主体信用评级报告》，Choice 资讯，东方财富证券研究所

2.2. 产销量：预计近期稳定在月均 2700 万吨水平

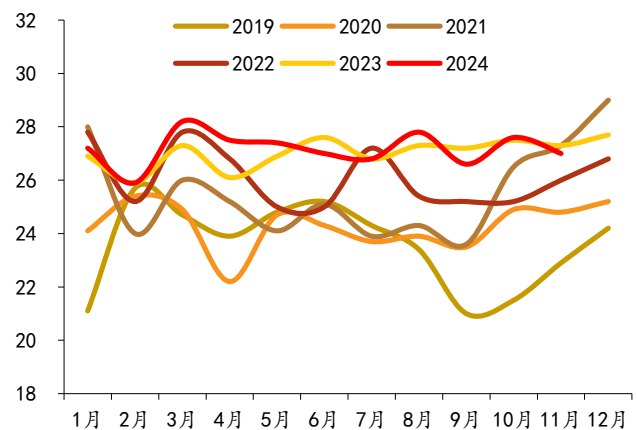
2023 年公司自产煤产量 3.245 亿吨，同比+3.5%，商品煤销量 4.5 亿吨，同比+7.7%，其中自产煤销量 3.254 亿吨，同比+2.9%。24 年 1-11 月公司累计完成产量 2.99 亿吨，同比+0.7%。从月度产量来看，近两年公司月度产量基本稳定在 2700 万吨左右，24 年前 11 个月平均月度产量 2718 万吨，较 2023 年的 2704 万吨微增 0.5%。我们认为“十四五”期间，在公司新建新街矿井完工投运或并购矿井交割前，预计月度商品煤产量将稳定在目前 2700 万吨左右水平。

图表 12：公司月度商品煤产销销量（百万吨）



资料来源：公司月度经营数据公告，东方财富证券研究所

图表 13：公司月度商品煤产量（百万吨）

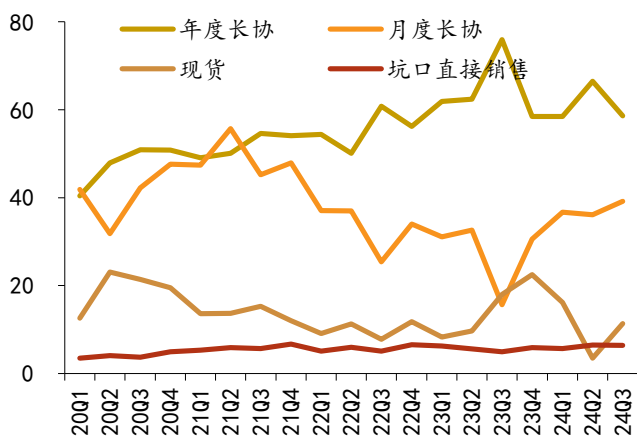


资料来源：公司月度经营数据公告，东方财富证券研究所

2.3. 销售结构：长协占比约 80%、售价相对平稳

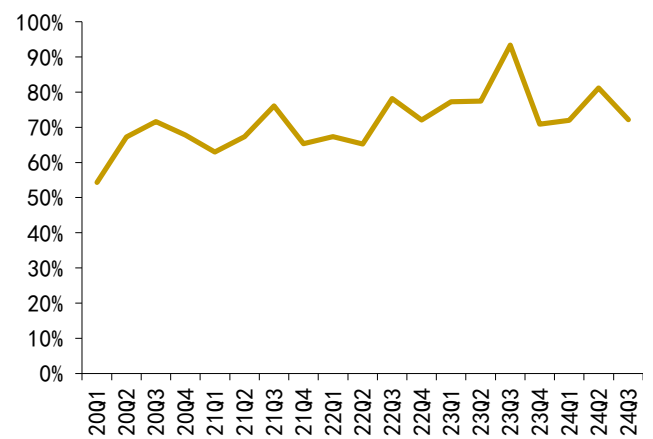
从合同定价机制来看，公司以长协为主，2023年自产煤年协比例约80%，2024年前三季度下滑至75%。2021年以来公司年度长协+月度长协占比基本保持在80%以上，24Q1-Q3年度长协比例分别为50.0%/59.1%/50.7%，月度长协比例分别为31.3%/32.1%/33.9%。从公司年度长协销量/自产煤量来看，自产煤年协比例自2021年的67.7%提升至2022年的70.7%和2023年的79.7%，我们认为主要因2022、23年的保供稳价政策环境有关，季度之间存在波动，2024年自产煤年协比例有所下降，前三季度下降至75.1%。

图表 14：公司销售量按合同定价机制分类（百万吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

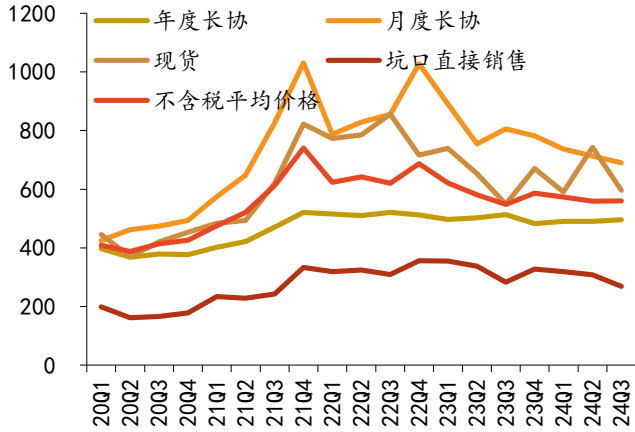
图表 15：公司年度长协销量/商品煤产量



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

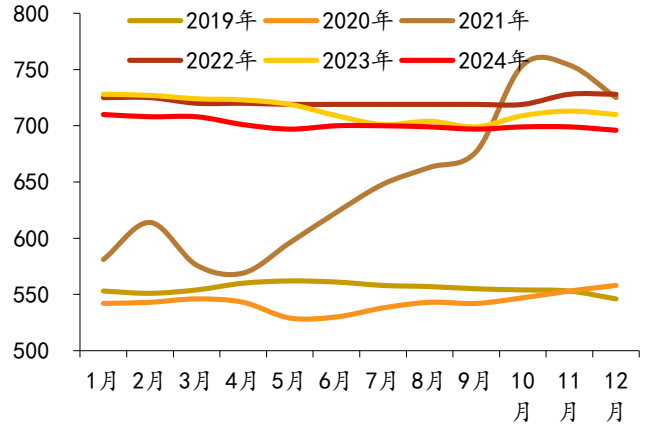
受益于长协机制，公司煤炭售价相对平稳，2023年/2024年前三季度不含税平均销售价格同比-9%/-3%，跌幅均小于现货价格。从售价来看，长协机制较好地熨平销售价格的波动，公司2023年不含税平均销售价格584元/吨，同比-9.3%，2024年前三季度不含税平均销售价格564元/吨，同比-3.3%，较港口现货2023年/2024前三季度平均价格同比-23.8%/-10.6%降幅明显收窄。

图表 16：公司售价按合同定价机制分类（元/吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 17：港口长协价格（元/吨）

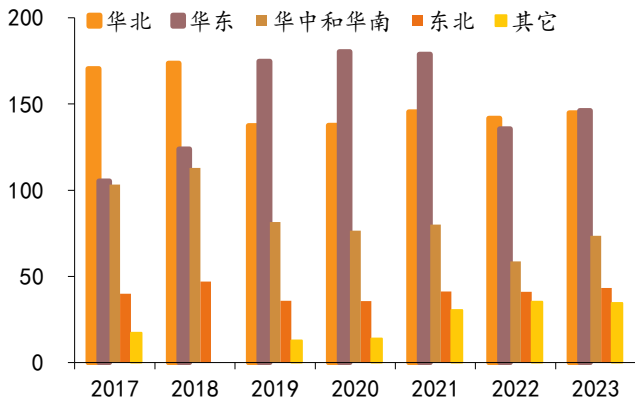


资料来源：Choice资讯，东方财富证券研究所

从销售区域来看，2017-2023年公司销往华东地区的占比有所提升，2023年超越华北地区成为第一大销售区域。公司近年销往华中和华南的煤炭占比逐渐减少，国内销售占比由2017年的23.6%下降至2023年的16.6%，而销往华东地区的占比则由24.2%提升至33%，2023年超越华北地区成为第一大销售区域，华北地区销售占比相应从39.1%降至32.7%。

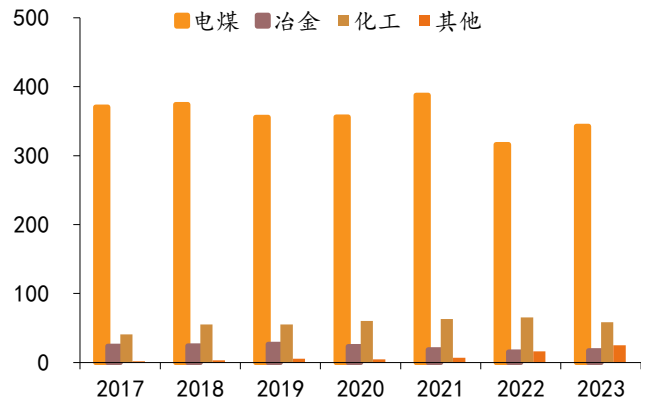
从销售用途来看，销售煤炭以电煤为主，但近几年占比有所降低，化工用煤占比显著提升。公司电煤销售占比从2017年的84.9%降至2023年的77.4%，冶金用煤占比近年也逐渐减少，从2017年的5.4%下降至2023年的3.8%；化工用煤有所上升，从2017年的9.3%提升至2023年的13.2%。

图表 18：公司销售量按区域（百万吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

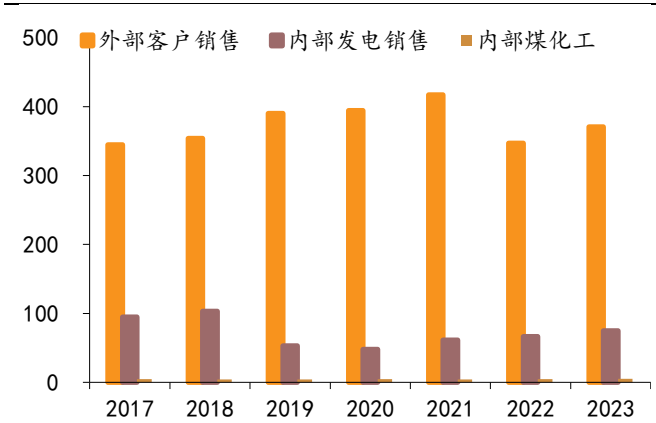
图表 19：公司销售量按用途（百万吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

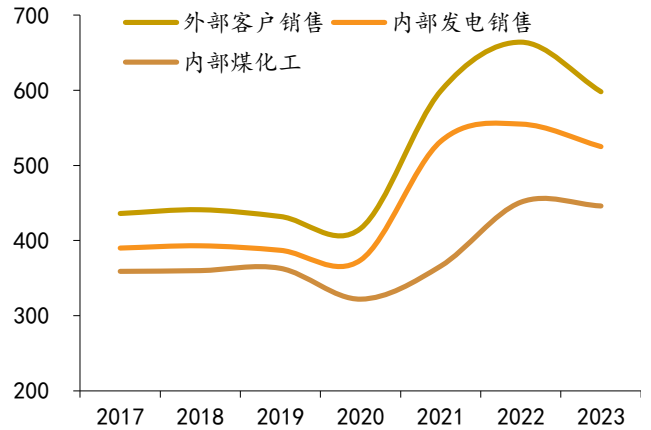
从内外部销售结构来看，近几年内部发电业务用煤量因新机组投运增长至7000多万吨、化工用煤量基本稳定在400多万吨。公司除了外销煤炭另外出售给内部发电业务和化工业务，2021-2023年内部发电煤炭销售量在6000-7000多万吨水平，较2020年的4770万吨明显增加，主因新投运机组需求增加；内部化工用煤量相对稳定，近几年均稳定在400多万吨水平。分客户售价来看，内部发电和化工销售价格均低于外部客户销售价格，也有利于控制发电和化工业务成本，2023年外部销售/内部发电销售/内部煤化工销售平均价格分别为598/525/446元/吨。

图表 20：公司销售量按内外部结构（百万吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 21：公司销售平均价格按内外部结构（元/吨，不含税）



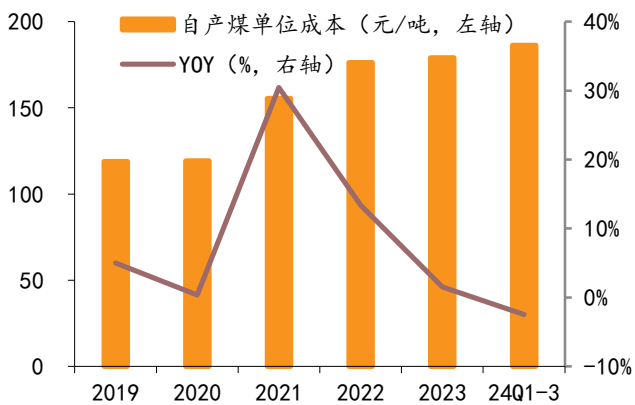
资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

2.4. 成本分析：生产成本不到 200 元/吨

从成本来看，公司自产煤生产成本较低，2021-2023年基本在150-180元/吨水平。2023年自产煤成本179元/吨，同比+1.5%，其中人工成本同比-16.5%（受考核及上年高基数等影响）、修理费同比-9.9%（部分露天矿修理费减少）、折旧摊销同比+9.7%（煤矿生产设备及长期待摊费用增加）、包括安全生产费、露天矿外委剥离费在内的其他成本同比+13.9%。2024年前三季度公司自产煤成本186.3元/吨，同比-2.5%，主要因为原材料、修理费等生产成本下降（原材料、燃料及动力/修理费同比-5.3%/-8.9%）。

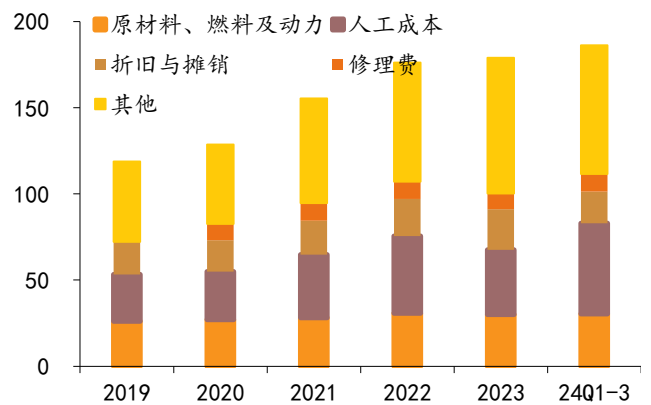
从成本结构来看，包括安全生产费在内的其他成本及人工成本涨幅较大。其他成本主要由于安全生产费、外委剥离费增长，23年吨煤其他成本78.7元，较19年+69%；人工成本主要由于员工社保缴费政策性增长，以及按进度计提的员工薪酬增加，23年吨煤人工成本37.4元/吨，较19年+39%，2024年前三季度增长至52.5元/吨，较19年+94%。

图表 22：公司自产煤单位生产成本



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 23：公司自产煤成本结构（元/吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

2.5. 分部业绩：2023 年高位回落、但整体仍然处于相对高位

2023年以来煤炭板块业绩高位回落，但整体仍然处于相对高位。量方面，2023年以来保持平稳增长，2023年公司自产煤产量3.245亿吨，同比+3.5%，2024年产量增幅相对有限，前11个月产量同比+0.7%。价方面，由于公司自产煤长协比例约80%，近两年售价降幅明显小于市场价格，2023年不含税平均销售价格584元/吨，同比-9.3%，2024年前三季度不含税平均销售价格564元/吨，同比-3.3%。成本方面，受益于较好的成本管控，2024年前三季度自产煤成本186.3元/吨，同比-2.5%，小于年初同比+10%的成本指引。

图表 24：公司煤炭板块业绩拆分

	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	23 年同比	24Q3 同比	24Q3 环比
商品煤产量（百万吨）	307	313	80	81	81.3	82.5	324.5	81.3	81.9	81.2	3.67%	-0.12%	-0.85%
商品煤销量（百万吨）	482	418	108	110	114.6	117.5	450	117.1	112.6	115.6	7.66%	0.87%	2.66%
其中：贸易煤销量（百万吨）	175	102	28	30	31.2	34.8	124.6	36.8	30.1	33.5	22.16%	7.37%	11.30%
按定价机制分：年度长协	208	222	62	62	75.9	58.5	258.7	58.5	66.5	58.6	16.53%	-22.79%	-11.88%
年度长协/自产煤量	67.75%	70.93%	77.50%	76.54%	93.36%	70.91%	79.72%	71.96%	81.20%	72.17%	8.80pct	-21.19pct	-9.03pct
平均售价	588	644	621	581	549	587	584	573	559	560	-9.32%	2.05%	0.23%
按定价机制分：年度长协	456	515	497	503	513	483	500	490	490	496	-2.91%	-3.30%	1.28%
比值	0.70	0.71	0.68	0.70	0.73	0.68	0.70	0.69	0.70	0.71	-1.80%	-2.93%	1.38%
年度长协价格（5500 大卡）	648	722	726	717	701	711	714	709	699	699	-1.13%	-0.38%	-0.10%
秦港 5500 均价	1030	1269	1130	917	866	958	965	902	848	848	-23.93%	-2.09%	-0.04%
平均销售成本	440	409	404	410	391	378	395	411	396	383	-3.30%	-2.15%	-3.35%
其中：自产煤单位成本	156	176	169	206	197	144	179	191	193	175	1.70%	-10.91%	-9.00%
外购煤单位成本	607	764	/	/	/	/	545	/	/	/	/	/	/
吨煤毛利	167	239	217	172	157	209	189	162	162	177	-21.03%	12.50%	8.98%
毛利率	28.40%	37.11%	34.97%	29.57%	28.66%	35.66%	32.32%	28.27%	29.06%	31.60%	-4.79pct	2.94pct	2.54pct
煤炭板块收入（亿元）	2927	2775	689	663	649	732	2733	693	650	670	-1.51%	3.24%	2.99%
煤炭板块毛利（亿元）	806	997	233	198	178	266	876	200	180	209	-12.18%	16.97%	15.86%

资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

3. 电力业务：机组高效优质、“十四五”机组密集投运

3.1. 装机容量：目前发电装机 45 GW、“十四五”期间增幅 43%

截至2024年三季报公司发电总装机44.94 GW，其中燃煤发电机组总装机43.24 GW，“十四五”期间截至目前新增煤电装机13.4 GW，较2020年末增加43%。2021年以来公司新增装机13.4 GW（胜利能源2*660MW+福建能源2*1000MW+四川能源2*1000MW+永州电力2*1000MW+北海电力2*1000MW+清远电力2*1000MW+岳阳电力2*1000MW+福建能源50MW+台山电力30MW），淘汰1360MW（神东电力700MW+四川能源660MW）。

公司装机结构优质，并且持续优化电力装机结构。公司持续优化装机结构，2019年神华集团和国电集团重组期间出表电力装机30.82 GW，2019年末有发电装机31 GW，其中燃煤发电装机30 GW，全国市占率2.5%；2020年将富平热电公司2*350MW机组转让，“十四五”期间进一步淘汰落后机组（神东电力700MW+四川能源660MW）。

图表 25：公司燃煤电厂情况（装机容量截至 2024 三季报）

电厂	所在电网	地理位置	23年平均利用小时	24年中平均利用小时	24中较23年利用小时	23年售电电价（元/兆瓦时）	24中售电电价（元/兆瓦时）	24中较23年电价	24Q3总装机容量	24Q3权益装机容量	权益比例
准能电力	华北电网	内蒙古	5863	2891	-1.4%	327	311	-4.9%	660	381	57.7%
神东电力	西北/华北/陕西地方电网	内蒙古	5378	2524	-6.1%	379	380	0.3%	5014	4528	90.3%
胜利能源	华北电网	内蒙古	4488	2000	-10.9%	314	317	1.0%	1320	829	62.8%
沧东电力	华北电网	河北	4685	2252	-3.9%	399	404	1.3%	2520	1285	51.0%
定州电力	华北电网	河北	4854	2292	-5.6%	397	404	1.8%	2520	1021	40.5%
台山电力	南方电网	广东	5581	2436	-12.7%	463	403	-13.0%	5150	4120	80.0%
惠州热电	南方电网	广东	6631	3603	8.7%	438	393	-10.3%	660	660	100.0%
清远电力	南方电网	广东	5726	3355	17.2%	412	382	-7.3%	2000	1340	67.0%
福建能源	华东电网	福建	5532	2342	-15.3%	431	420	-2.6%	4860	3419	70.3%
锦界能源	华北电网	陕西	5611	2705	-3.6%	317	322	1.6%	3720	3720	100.0%
寿光电力	华北电网	山东	5213	2197	-15.7%	418	399	-4.5%	2020	1212	60.0%
九江电力	华中电网	江西	5656	2626	-7.1%	436	433	-0.7%	2000	2000	100.0%
孟津电力	华中电网	河南	3688	1838	-0.3%	413	405	-1.9%	1200	612	51.0%
四川能源	四川电网	四川	5489	3177	15.8%	432	453	4.9%	2600	1666	64.1%
柳州电力	广西电网	广西	4944	1599	-35.3%	454	466	2.6%	700	490	70.0%
北海电力	广西电网	广西	4577	1392	-39.2%	436	456	4.6%	2000	1040	52.0%
永州电力	湖南电网	湖南	4405	1381	-37.3%	477	502	5.2%	2000	1600	80.0%
岳阳电力	湖南电网	湖南	4550	1330	-41.5%	470	493	4.9%	2000	1900	95.0%
南苏 EMM	PLN	印尼	4775	2009	-15.9%	498	500	0.4%	300	210	70.0%

燃煤电厂合计 5221 2354 -9.8% 412 403 -2.2% 43244 32033 74.1%

资料来源：公司 2024 三季度报、2024 中报、2023 年年报，东方财富证券研究所；注：24 中较 23 年利用小时按照 24 中利用小时*2/23 年利用小时测算

分区域来看，公司燃煤电厂主要集中在东部沿海地区，市场化交易占比较高。目前公司在广东省装机 7.8 GW，总装机/权益装机占比 18.1%/17.5%，24 年电价相对下降较多，24 年上半年台山电力/惠州热电/清远电力电价分别较 23 年 -13.0%/-10.3%/-7.3%。由于公司机组区域分部，市场电占比较高，2023 年市场化交易电量占比达 97.4%。

目前公司有在建及待建机组 9.6GW，较目前装机 45 GW 可增长 21.5%。目前公司还有在建电力机组 6GW（江西九江 2*1000MW、广西北海 2*1000MW、广东清远 2*1000MW）、开工准备待建机组 2.64GW（河北定州 2*660MW、河北沧东 2*660MW）、核准待建机组 1GW（福建石狮鸿山热电 1*1000MW）。

图表 26：公司在建电厂情况

在建煤电项目	装机容量 (MW)	权益占比	权益装机 (MW)	状态
广东惠州热电二期	2*400	100.0%	800	目前已投运
九江电厂二期	2*1000	100.0%	2000	预计 25 年底 26 年初投运
广东清远二期	2*1000	51.0%	1020	预计 25 年底 26 年初投运
广西北海二期	2*1000	52.0%	1040	预计 25 年底 26 年初投运
河北定州三期	2*660	40.5%	534.6	开工准备
河北沧东三期	2*660	51.0%	673.2	开工准备
福建石狮鸿山热电三期	1*1000	51.0%	510	已核准
合计	10440	63.0%	6577.8	

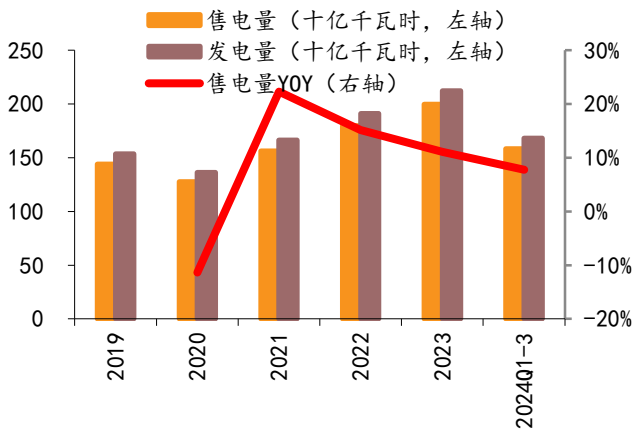
资料来源：公司 2024 中报、2023 年年报、投资者关系活动记录表等，东方财富证券研究所

3.2. 电量电价：近两年发电量快速增长、电价小幅承压

受益于新投产高效机组，近两年发电量快速增长，2023 年/24 年前三季度发电量同比 +11%/+8%。发售电量方面，2023 年发/售电量 212.26/199.75 十亿千瓦时，同比 +11%/+11.1%。24 年前三季度发/售电量 168.14/158.27 十亿千瓦时，同比 +7.6%/+7.8%。23 年新投运机组主要为岳阳 1 号 1000MW 于 10 月底投运，岳阳 2 号 1000MW、清远一期 2*1000MW 机组于 12 月中下旬投运，在 24 年贡献较大爬坡增量，且在 24 年前三季度均实现盈利。

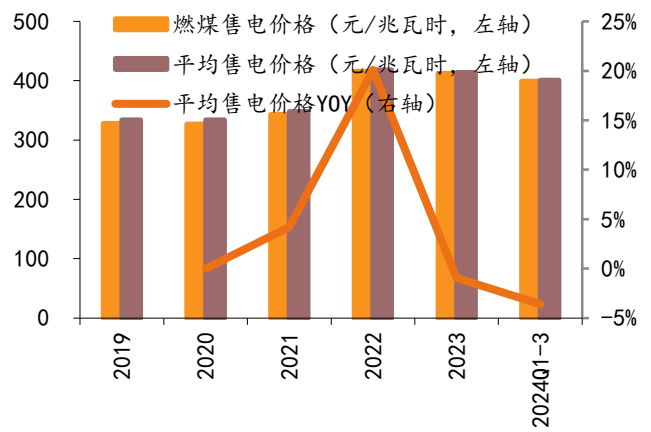
售电价格方面，2023 年综合售电价格/燃煤售电价格 0.414/0.412 元/千瓦时，同比 -1%/-1%。24 年前三季度综合售电价格/燃煤售电价格（境内）0.401/0.399 元/千瓦时，同比 -3.6%/-3.4%，主要受到广东地区电价下调较多影响。但由于公司装机结构和机组优质、电厂盈利水平仍然相对领先。

图表 27：公司发售电量



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 28：公司售电价格



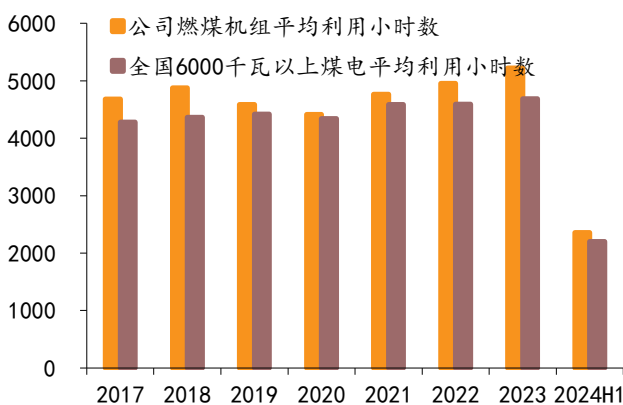
资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

3.3. 利用小时数及成本：利用小时承压、成本相对优势显著

2024年电力机组利用小时有所下滑，但仍高于全国平均。2023年公司电力设备平均利用5167小时，燃煤机组平均利用5221小时，同比提升270小时（+5.5%），比全国6000千瓦以上电厂煤电平均利用4685小时高536小时。24H1公司发电机组加权平均利用2323小时，同比减少161小时（-6.5%），其中燃煤机组平均利用2354小时，同比-155小时，但较全国6000千瓦以上电厂煤电平均利用2203小时仍高151小时。2024年前三季度电力设备平均利用3745小时，同比减少120小时（-3.1%），较24H1同比降幅有所收窄。

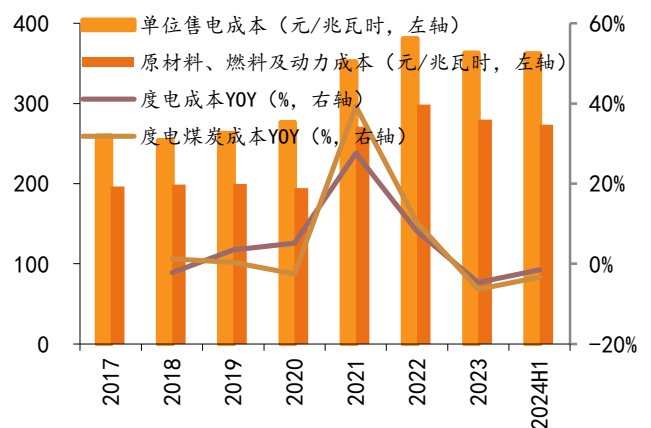
售电成本方面，21、22年受煤价高位影响成本上升，23年/24H1有所下降同比-4.7%/-1.5%。由于近年煤炭价格维持高位，叠加计提安全生产费及人力成本上升，售电成本上涨较快，但23年已经企稳并有所下降，单位售电成本0.363元/千瓦时，同比-4.7%；24H1平均售电成本0.362元/千瓦时，同比-1.5%。售电成本中基本为原材料、燃料及动力成本，占比基本在70%以上，高煤价的21、22、23年占比分别为77%、78%、77%。2023年售电成本中原材料、燃料及动力成本0.28元/千瓦时，同比-6.4%；24H1原材料、燃料及动力成本0.273元/千瓦时，同比-3.3%。

图表 29：公司燃煤机组利用小时（小时）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

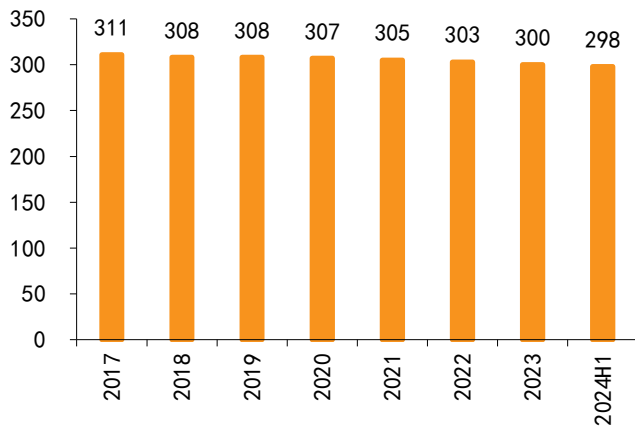
图表 30：公司售电成本



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

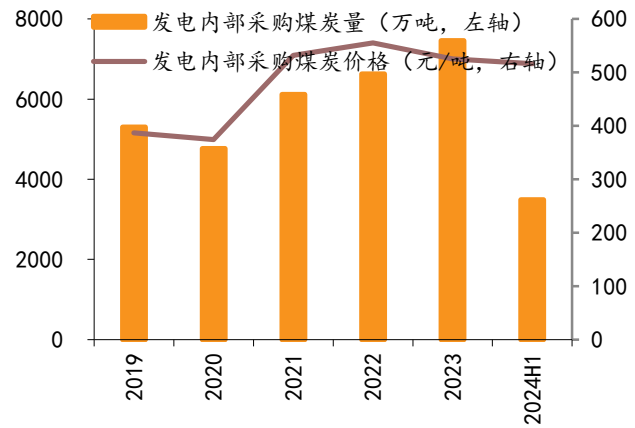
由于公司高效机组持续投放，售电标准煤耗也在持续下降，从2017年的311克/千瓦时下降至2023年的300克/千瓦时，24H1进一步下降至298克/千瓦时。此外，由于公司电力业务内部供应比例较高，有利于降低原料成本。2023年公司内部采购煤炭7460万吨、耗用7320万吨，占总耗煤量的78%。

图表 31：公司售电标准煤耗（克/千瓦时）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 32：公司发电内部采购煤炭量和价格



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

3.4. 分部业绩：未来有望以量补价、长期核心资产不改

2023年电力板块实现量价齐升，未来有望以量补价、仍然具备相对竞争力。量方面，“十四五”期间为公司新建装机密集投产期，并且目前有在建及待建机组9.6GW，较现有装机可增长21.5%，有望逐渐贡献电量增量。价方面，短期电价小幅承压，但由于公司装机主要分布在相对具备经济活力的东部沿海地区，长期来看仍然具备盈利潜力和相对竞争力。

图表 33：公司电力板块业绩拆分

	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	23年同比	24Q3同比	24Q3环比
煤电装机 (MW)	36824	39164	39164	39164	43164	43164	43164	43164	43244	43244	10.21%	0.19%	0.00%
利用小时	4764	4951	1283	/	/	/	5221	1237	/	/	/	/	/
发电量 (十亿千瓦时)	166.5	191.2	51.7	48.5	56.0	56.0	212.3	55.4	48.7	64.1	10.99%	14.40%	-24.04%
售电量 (十亿千瓦时)	156.1	179.8	48.8	45.5	52.6	52.9	199.8	52.2	45.7	60.4	11.11%	14.86%	-24.26%
售电价 (元/千瓦时)	0.348	0.418	0.420	0.416	0.413	0.408	0.414	0.409	0.398	0.395	-0.96%	-4.36%	0.83%
平均煤炭采购成本 (元/吨)	568	615	579	563	552	622	580	567	557	561	-5.67%	1.55%	-0.72%
度电成本 (元/千瓦时)	0.352	0.381	0.376	0.359	0.343	0.374	0.363	0.365	0.363	0.346	-4.74%	1.06%	4.67%
度电毛利 (元/千瓦时)	-0.004	0.037	0.044	0.057	0.070	0.034	0.051	0.044	0.036	0.049	37.96%	-30.83%	-26.53%
毛利率	-1.15%	8.85%	10.48%	13.67%	16.99%	8.32%	12.33%	10.81%	8.95%	12.29%	3.48pct	-4.70pct	-3.33pct
电力板块收入 (亿元)	645	845	229	213	239	244	924	241	203	260	9.36%	9.03%	-22.04%
电力板块毛利 (亿元)	47	121	37	37	48	35	156	41	30	41	29.11%	-13.68%	-26.63%

资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

4. 运输业务：铁港航一体化构建完善的运输网络

4.1. 铁路：自有区域铁路路网 2408 公里、持续提升路网辐射能力

公司是国内唯一拥有集铁路、港口、航运的大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业。铁路运输方面，截至2023年底有2408公里区域铁路路网，自营铁路运输量5.7亿吨。公司拥有独享的自有铁路专线包括朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、甘泉铁路等，此外还拥有矿区自备铁路、参股铁路等（参股12.5%浩吉铁路）。2024年12月，公司东胜东至台格庙铁路项目获发改委核准批复，正线全长97.611公里，是新街台格庙矿区及附近煤矿煤炭外运的主要运输通道，项目总投资113.47亿元，建设工期3.5年。

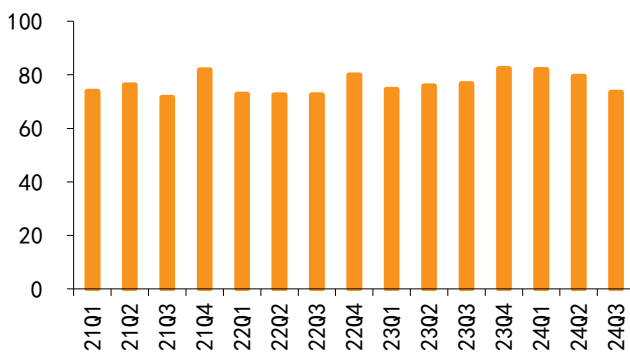
图表 34：公司铁路线路情况

编号	名称	通行时间	起点	终点	里程 (公里)	权益比例	权益里程 (公里)	2023 年运输周转量 (十亿吨公里)
C1	神朔铁路	1996	大柳塔	朔州	266	100.0%	266.0	54.1
C2	朔黄铁路	2002	山西忻州	黄骅港	594	52.7%	313.2	192.3
C3	黄万铁路	2006	黄骅南站	天津万家码头	64.8	52.7%	34.2	
C4	大准铁路	1997	山西大同	准格尔旗薛家湾	264	100.0%	264.0	32.3
C5	包神铁路	1989	内蒙古包头	陕西神木	192	88.2%	169.3	8.8
C6	新准铁路	2015	新街西	准格尔旗点岱沟	200	90.0%	180.0	3
C7	甘泉铁路	2012	甘其毛都	包头	367	97.3%	357.0	1.9
C8	准池铁路	2015	呼和浩特外西沟	忻州神池南	180	85.0%	153.0	12.9
C9	黄大铁路	2020	黄骅港	潍坊大家洼	216.8	39.5%	85.7	4.1
C10	塔韩铁路	2013	塔然高勒	韩家村	72.6	100.0%	72.6	-
合计					2408		1895	

资料来源：公司 2023 年年报，Choice 资讯，东方财富证券研究所

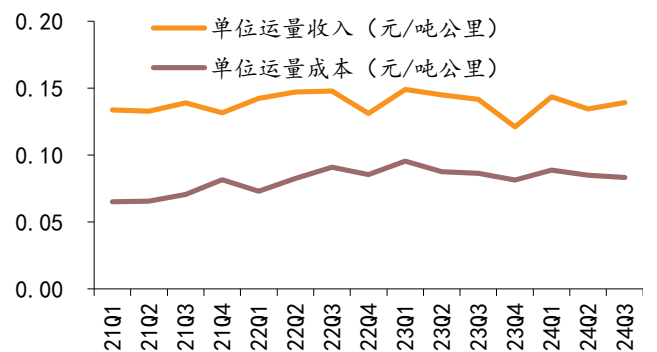
2021年以来，公司自有铁路季度周转量基本在72-82十亿吨公里，单位运量收入/成本平均在0.14/0.08元/吨公里。2024年前三季度自有铁路运输周转量234.8十亿吨公里，同比+3.4%。公司着力扩大资源量，加快东月铁路、孤银铁路专用线前期工作，2024年铁路分部计划资本开支53.5亿元，持续提升路网辐射能力。黄大铁路站台、专用线建设有序推进，24H1完成铁路运量11.1百万吨，同比增长5.7%。

图表 35：公司自有铁路周转量（十亿吨公里）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

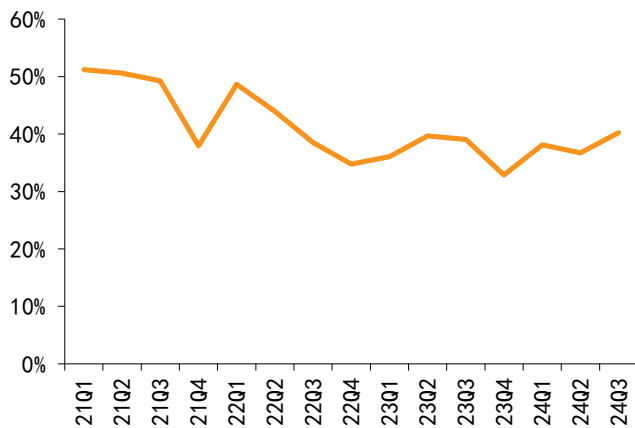
图表 36：公司单位运量收入（元/吨公里）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

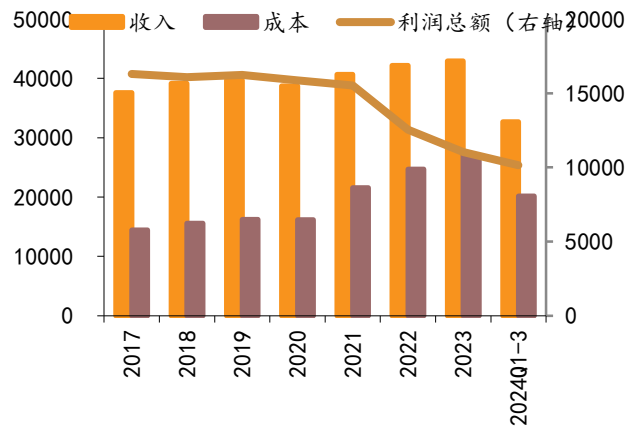
2021年以来，公司铁路业务毛利率基本在40%-50%，板块利润总额在1.1-1.6亿元水平。2021年以来公司铁路业务毛利率基本在40%-50%，较2017-2020年的60%左右水平有所下降，年利润总额在1.1-1.6亿元水平，2023年铁路分部利润总额1.1亿元，同比-11.9%；2024年前三季度利润总额1.02亿元，同比-1.1%。

图表 37：公司铁路业务季度毛利率



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 38：公司铁路分部收入和利润总额（百万元）



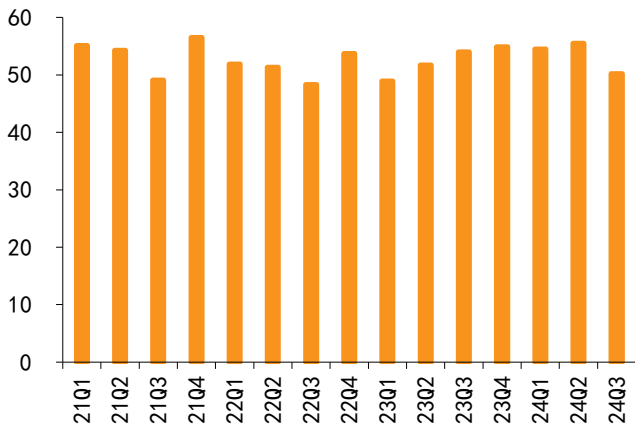
资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

4.2. 港口：黄骅港持续扩能、盈利贡献相对稳定

港口运输方面，公司控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约2.7亿吨/年），拥有约2.13百万载重吨自有船舶的航运船队。2023年，黄骅港煤炭装船量209.5百万吨，同比增长2.1%，煤炭装船量持续位居全国煤炭港口首位；天津煤码头煤炭装船量45.8百万吨，同比增长1.3%。整体港口分部收入规模和盈利相对稳定，2018年以来收入维持在60-70亿元，分部利润总额在20-26亿元水平，2021年以来毛利率有所下降，近两年毛利率从2021年的50%下滑至44%。

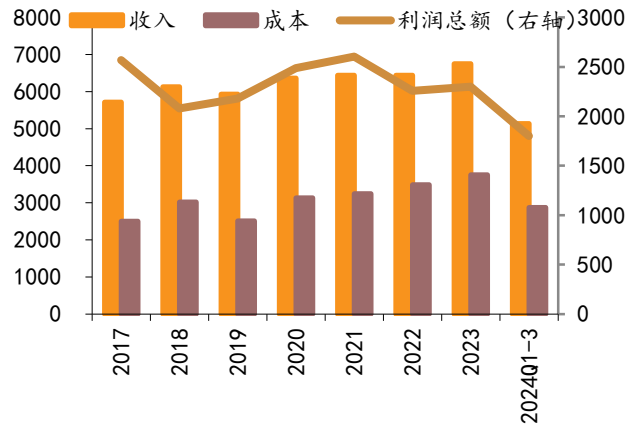
公司持续推进港务扩能，黄骅港五期项目已获得核准批复，预计2027年建设完工。23年黄骅港7万吨级船舶双向通航成功，稳步推进黄骅港（煤炭港区）五期、天津煤码头二期、珠海港务扩能、福建罗源湾码头二期等工程项目，提高下游疏解能力。港口大物流业务快速发展，黄骅港3#、4#通用散杂货码头工程（5万吨级）投产运行，散货运量提升。公司计划建设黄骅港五期项目，项目设计年吞吐量5310万吨。目前黄骅港五期项目已取得核准批复，正在推进开工前准备工作，计划2024年底开工建设，2027年建设完工。

图表 39：公司黄骅港装船量（百万吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 40：公司港口分部收入和利润总额（百万元）

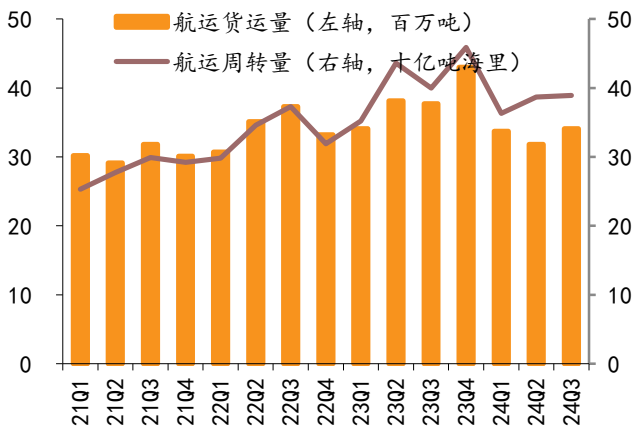


资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

4.3. 航运：盈利波动较大、但业绩贡献相对有限

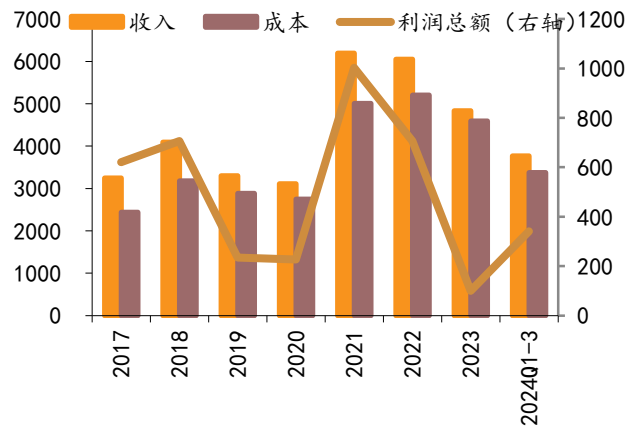
航运方面，2023年公司完成航运货运量152.9百万吨，同比增长12.2%；完成航运周转量164.7十亿吨海里，同比增长23.3%。受沿海航运价格同比下降的影响，2023年航运分部收入同比下降，2024年前三季度分部收入37.7亿元，实现同比提升3.9%，分部利润总额3.4亿元，同比+204.5%。整体航运分部收入规模和盈利波动较大，在2021年分部利润总额达到10亿元，但2023年下滑至1亿元水平，但对公司整体业绩影响有限。

图表 41：公司航运货运量和周转量



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 42：公司航运分部收入和利润总额（百万元）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

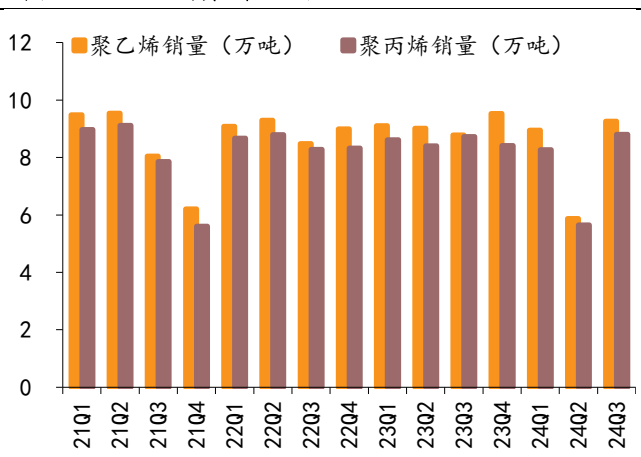
5. 煤化工业务：在产 60 万吨煤制烯烃项目、目前微盈

5.1. 在产煤制烯烃：24 年受装置检修和市场供需影响业绩大幅下降

公司主要在产煤化工业务为包头煤化工60万吨煤制烯烃项目。2014年6月，公司包头煤制烯烃项目通过竣工验收，项目各装置实现了安全、稳定、满负荷和长周期运行，项目包括建设规模30万吨/年聚乙烯、30万吨/年聚丙烯(含180万吨/年煤制甲醇、60万吨/年甲醇制烯烃)及其配套设施。煤制烯烃项目的甲醇制烯烃(MTO)装置是国内首创的大规模甲醇制烯烃装置。

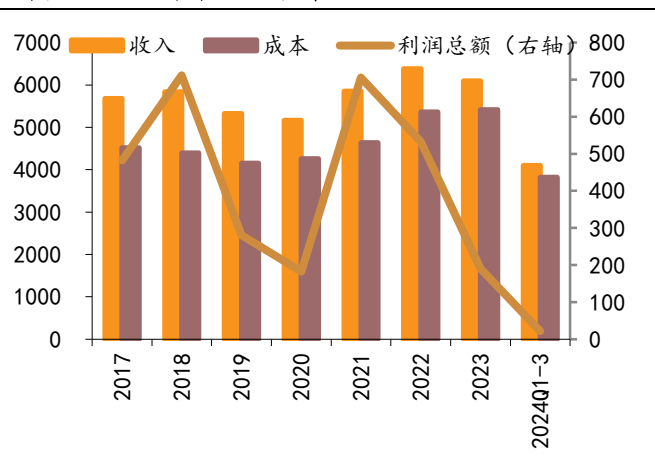
煤化工板块受装置检修和市场供需影响24年业绩大幅下降。2024年前三季度聚乙烯/聚丙烯实现销量24.1/22.7万吨，同比-10.5%/-11.7%，主要受到生产设备按计划检修影响有所下滑。分部收入规模相对稳定，盈利受到市场供需和原材料价格影响波动较大，毛利率水平基本在20%左右，2023年以来下滑至10%左右水平，2023年公司煤化工板块实现营收61亿元，同比-4.4%，利润总额1.9亿元，同比-64.4%；2024年前三季度板块营收41亿元，同比-9.9%，利润总额0.22亿元，同比-48.8%。

图表 433：公司聚烯烃销量



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 44：公司煤化工分部收入和利润总额 (百万元)



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

5.2. 在建 75 万吨煤制烯烃升级示范项目有望发展煤基新材料

公司在建煤化工项目主要为包头75万吨煤制烯烃升级示范项目。2017年8月该项目获得核准，计划于包头市九原工业园区建设年产75万吨的煤制聚烯烃装置，其中年产聚乙烯35万吨、聚丙烯40万吨，项目总投资171.5亿元，资本金约占30%。2023年，包头煤化工煤制烯烃升级示范项目开工，项目建成后将进一步推动煤基新材料产业的发展，有利于巩固公司一体化运营模式。

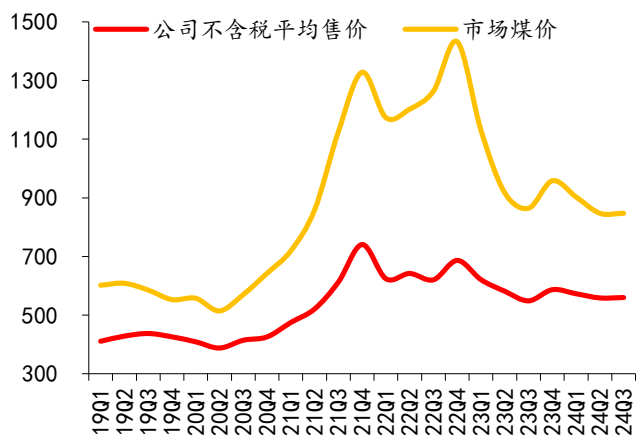
6. 投资价值分析

6.1. 高长协+煤电联动属性，盈利中枢有望维持高位

自产煤长协占比高叠加煤电一体化，盈利中枢和稳定性有望提升。公司自产煤长协占比超过80%，2024年港口长协价格基本在696-710元/吨窄幅震荡，长协基准价上调有望显著提升公司长期盈利中枢；此外公司煤电联营进一步弱化盈利周期性，业绩稳定性强。

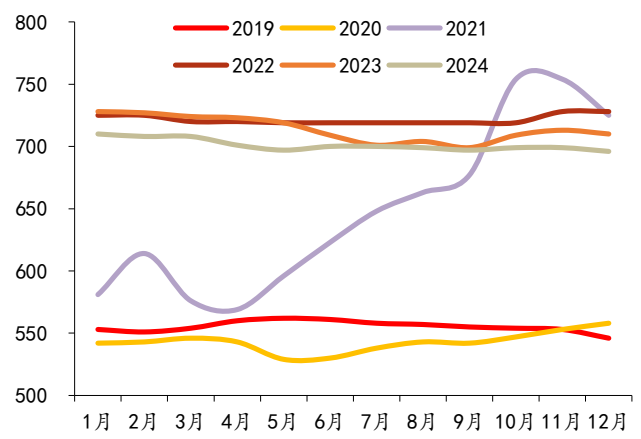
公司煤炭业务稳健，电力板块仍具成长性。公司煤炭业务有望维持月均2700万吨的高产量水平，且自产煤年协比例约80%、售价稳定性相对较高。电力业务方面，目前公司有在建及待建机组9.6GW，较目前装机45GW可增长21.5%，进入市场电时代，火电电价虽短期承压、长期仍有望提升。

图表 45：公司煤炭售价 vs 市场煤价（元/吨）



资料来源：公司年报及季报，东方财富证券研究所

图表 46：港口长协价格（元/吨）



资料来源：Choice宏观数据库，东方财富证券研究所

6.2. 分红表态积极，现金流和高股息属性

公司现金流充裕，高分红传统持续。截至2024年三季度，公司账面现金（货币资金+应收票据及应收账款）达1835亿元，未分配利润达2897亿。充裕的货币资金和现金流为公司高分红奠定基础。2012-2023年公司年均股利支付率高达72%，且自有现金流维持在300亿元以上的健康水平，预计在业绩高位稳健且尚无大额资本开支情况下，高分红可延续。

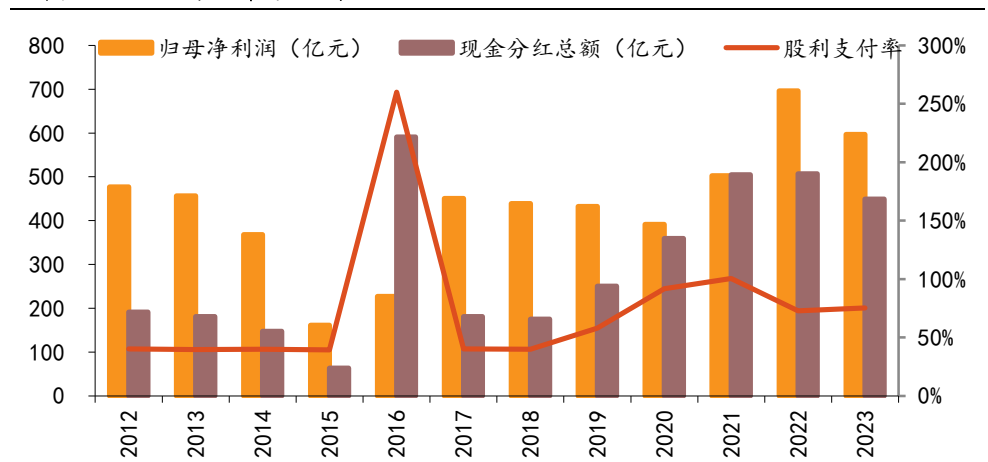
公司在分红方面态度积极，持续高水平回报投资者。公司在2017年特别分红、2020年回购股票、2019、2022、2025年连续三次发布提升三年股东回报规划，承诺2019-2021、2022-2024、2025-2027年度现金分红比例分别不低于公司当年实现归属于股东净利润的50%、60%、65%，且实际现金分红比例超承诺落实，2020、2021年分红比例高达91.8%、100.4%，2022、2023年依旧维持72.8%、75.2%的高额分红比例。

图表 47：公司现金流情况（亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
现金类资产	824	817	735	734	889	713	1005	853	619	1392	1765	1826	1698
a. 货币资金	691	617	463	435	479	508	811	722	515	1275	1629	1705	1500
其中：限制用途资金合计	41.15	61.30	66.48	62.71	46.11	61.41	73.48	86.07	76.64	33.91	44.79	63.57	72.98
3个月以上定期存款		39.72	12.92	12.75	9.16	34.28	18.70	17.35	19.90	111.86	17.01	326.88	345.14
b. 应收票据及应收账款	134	200	272	299	410	206	195	131	104	118	136	121	199
短期有息负债	50	218	282	122	64	44	95	20	8	50	42	52	29
净现金	599	297	102	237	359	368	624	599	410	1224	1586	1653	1471
未分配利润	1040	1340	1598	1784	1804	1968	1824	2072	2327	2463	2604	2795	2885
归母净利润	448	477	457	368	161	227	450	439	433	392	503	696	597
折旧及摊销	161	193	202	213	236	239	246	236	206	198	208	229	249
资本开支	396	538	480	455	354	294	262	232	195	215	434	319	420
营运资金的减少（减：增加）	34	-55	-221	-47	-32	184	79	19	-104	160	81	-10	-117
存货的减少	-7	-19	-20	16	22	-11	16	-1	-24	-9	-2	0	-14
经营性应收项目的减少	-27	-78	-237	-58	-47	223	7	-7	-59	-53	-78	2	-105
经营性应付项目的增加	68	41	36	-6	-7	-28	57	28	-21	222	160	-13	3
估算每年现金流	247	76	-42	79	11	357	514	462	339	535	357	595	309

资料来源：公司年报，Choice 股票专题，东方财富证券研究所

图表 48：公司历年分红情况

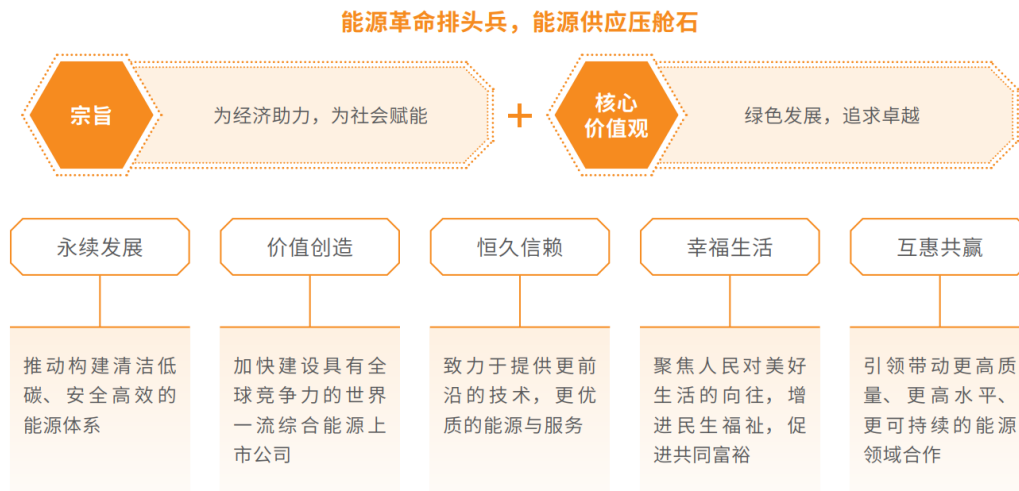


资料来源：Choice 股票专题，东方财富证券研究所

6.3. 争做能源革命排头兵、能源供应压舱石，ESG 水平领先

公司战略为打造世界一流的综合能源上市公司，在央企市值考核的趋势下有望享受中特估和ESG溢价。公司制定煤、电、运、化同步推进的碳达峰行动战略路线，推进清洁化、一体化、精细化、智慧化、国际化发展，在煤企中管理水平和ESG水平领先，2023年荣登中央广播电视总台中国ESG上市公司先锋100榜单、福布斯中国可持续发展工业企业TOP50榜单、WIND ESG中国上市公司最佳实践100强、《财富》杂志中国ESG影响力榜等。

图表 49：公司治理理念



资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，东方财富证券研究所

6. 盈利预测

6.1. 盈利预测

我们分别对公司业务进行预测，除主要的煤电业务外铁路及其他业务基本维持目前水平。

煤炭业务：1) 量：假设产量维持在目前稳态水平，2024-2026年商品煤销量维持在4.6亿吨，其中自产煤产销量维持在3.27-3.28亿吨。**2) 价：**假设2024-2026年秦港5500大卡市场煤价分别855/750/730元/吨，港口年协均价分别701/695/690元/吨，公司自产煤长协比例分别74%/72%/70%，则公司煤炭销售均价562/523/515元/吨。**3) 本：**假设2024-2026年公司自产煤平均销售成本分别为182/178/176元/吨，较2023年的179元/吨基本平稳小幅下降。

电力业务：1) 量：新投产及在建机组有望逐渐投产贡献增量，假设2024-2026年售电量分别210.3/231.1/244.2十亿千瓦时。**2) 价：**假设2024-2026年售电均价分别为0.40/0.38/0.38元/度。**3) 本：**假设2024-2026年度电成本分别为0.359/0.348/0.345元/度。

图表 50：公司分业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
煤炭	产量（百万吨）	313	325	327	328	328
	YOY	2.08%	3.54%	0.80%	0.28%	0.00%
	销量（百万吨）	418	450	459	460	460
	YOY	-13.37%	7.71%	2.07%	0.15%	0.00%
	平均售价（元/吨）	644	584	562	523	515
	YOY	9.52%	-9.32%	-3.78%	-6.84%	-1.56%
	自产煤单位成本（元/吨）	176	179	182	178	176
	YOY	13.38%	1.53%	1.68%	-2.20%	-1.12%
	收入（亿元）	2691	2628	2581	2408	2370
	YOY	-5.12%	-2.33%	-1.79%	-6.70%	-1.56%
毛利率	36.53%	32.32%	30.62%	29.40%	29.19%	
电力	售电量（十亿千瓦时）	179.77	199.75	210.28	231.13	244.17
	YOY	15.14%	11.11%	5.27%	9.92%	5.64%
	平均售价（元/千瓦时）	0.418	0.414	0.4	0.38	0.38
	YOY	20.11%	-0.96%	-3.38%	-5.00%	0.00%
	收入（亿元）	751	827	841	878	928
	YOY	38.30%	10.05%	1.71%	4.42%	5.64%
	毛利率	8.87%	12.33%	10.35%	8.42%	9.15%
铁路	运输周转量（十亿吨公里）	298	309	312	320	320
	YOY	-1.91%	3.97%	0.87%	2.53%	0.00%
	单位运量收入（元/吨公里）	0.142	0.139	0.139	0.139	0.139
	YOY	5.70%	-2.07%	0.11%	0.00%	0.00%
	收入（亿元）	422	430	434	445	445
	YOY	3.68%	1.81%	0.98%	2.53%	0.00%
	毛利率	45.84%	38.80%	38.85%	40.29%	41.01%
总计	营业总收入（亿元）	3445	3431	3399	3272	3288
	YOY	2.65%	-0.42%	-0.92%	-3.73%	0.47%
	毛利率	39.03%	35.90%	34.06%	32.74%	32.54%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所预测

风险提示：1) 煤炭需求超预期下滑；2) 自产煤成本下降不及预期；3) 发售电量不及预期；4) 电价超预期下跌；5) 铁路运输需求下跌超预期。

6.2. 投资建议及估值

公司煤炭长协占比高，煤炭盈利稳定性较强，电力业务新投运火电装机有望持续贡献增量，并且公司作为能源央企不断提升核心竞争力和价值创造能力。我们预计公司2024-2026年归母净利润有望达584.5/546.4/544.1亿元，对应EPS为2.94/2.75/2.74元。并且公司作为ESG水平领先的国内煤电一体化大型能源央企，有望享受中国特色估值溢价，维持“增持”评级。

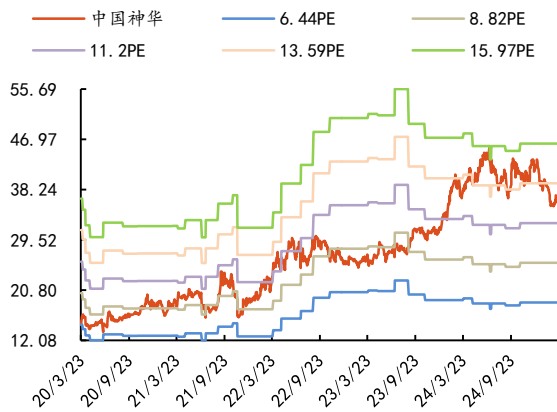
图表 51：煤炭和公用事业可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元/股)	评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
601898.SH	中煤能源	1359.0	1.47	1.43	1.51	6.59	7.17	6.79	10.25	未评级
601225.SH	陕西煤业	1941.91	2.19	2.24	2.32	9.54	8.93	8.63	20.03	未评级
002128.SZ	电投能源	425.00	2.11	2.49	2.66	6.76	7.62	7.13	18.96	未评级
601918.SH	新集能源	178.75	0.81	0.89	0.95	6.47	7.77	7.28	6.90	未评级
600985.SH	淮北矿业	371.67	2.51	1.97	2.19	6.63	7.00	6.30	13.80	未评级
600348.SH	华阳股份	242.06	1.44	0.69	0.84	6.78	9.67	7.96	6.71	未评级
	平均					7.13	8.03	7.35		
600011.SH	华能国际	1058.05	0.35	0.72	0.82	22.00	9.30	8.27	6.74	未评级
600795.SH	国电电力	763.36	0.31	0.55	0.50	13.25	7.77	8.61	4.28	未评级
	平均					17.62	8.54	8.44		
601088.SH	中国神华	7287.77	3.00	2.94	2.75	10.44	12.47	13.34	36.68	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所测算

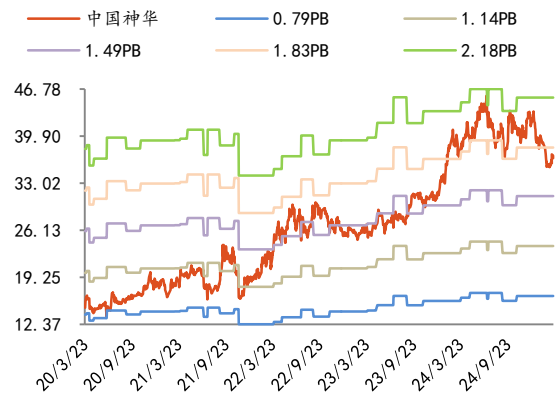
注：股价数据截至 2025 年 3 月 18 日；未评级数据来自 Choice 一致预期

图表 52：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 53：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7. 风险提示

◆**煤价超预期下跌。**预计后续动力煤市场受下游需求提升而维持高景气度，且公司煤炭销售以长协煤为主，公司煤价有望稳中有增。但如果后期煤炭价格出现超预期下跌，则将对盈利情况形成较大压力。

◆**火电业务受新能源挤压。**电价上调和新电厂投产将为公司盈利增长提供新动力，但倘若新能源发电装机规模大幅增长挤占火电发展，则将对公司的电力板块利润形成影响。

◆**一体化经营风险。**公司煤炭、发电、运输、煤化工一体化运营优势与一体化个别链条中断风险相互交织，若一体化组织协调不力或某一环节中断都将影响一体化的均衡组织和高效运营，对公司经营业绩产生不利影响。

◆**分红政策调整风险。**若由于出现大额资本开支等情况造成公司分红政策出现调整，影响公司估值提升。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	198951.00	211871.43	209366.31	229520.06
货币资金	149986.00	167910.07	168863.94	191227.75
应收及预付	25857.00	22080.06	19967.64	18657.14
存货	12846.00	11775.47	10534.38	9621.98
其他流动资产	10262.00	10105.83	10000.35	10013.19
非流动资产	431180.00	448898.88	471885.46	474382.77
长期股权投资	55571.00	55571.00	55571.00	55571.00
固定资产	256933.00	256490.21	286036.90	277058.44
在建工程	20474.00	29561.40	16657.02	22288.52
无形资产	61630.00	68706.15	75282.30	81358.45
其他长期资产	36572.00	38570.12	38338.24	38106.36
资产总计	630131.00	660770.31	681251.77	703902.83
流动负债	91585.00	92627.29	90674.18	90985.45
短期借款	2927.00	1927.00	1927.00	1927.00
应付及预收	38901.00	37981.11	37297.42	37582.04
其他流动负债	49757.00	52719.17	51449.76	51476.41
非流动负债	60176.00	60572.00	60572.00	60572.00
长期借款	29636.00	28312.00	28312.00	28312.00
应付债券	2972.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27568.00	32260.00	32260.00	32260.00
负债合计	151761.00	153199.29	151246.18	151557.45
实收资本	19869.00	19869.00	19869.00	19869.00
资本公积	68182.00	68182.00	68182.00	68182.00
留存收益	299924.00	314343.23	327882.58	341364.74
归属母公司股东权益	408692.00	427980.23	441519.58	455001.74
少数股东权益	69678.00	79590.80	88486.01	97343.64
负债和股东权益	630131.00	660770.31	681251.77	703902.83

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	343074.00	339912.75	327238.66	328781.02
营业成本	219922.00	224150.84	220115.94	221795.64
税金及附加	18385.00	16995.64	17016.41	17096.61
销售费用	425.00	407.90	359.96	328.78
管理费用	9812.00	8837.73	8835.44	8877.09
研发费用	3007.00	2311.41	2290.67	2630.25
财务费用	501.00	363.11	461.92	547.61
资产减值损失	-3691.00	-1600.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3815.00	3399.13	3272.39	3287.81
资产处置收益	83.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	423.00	509.87	490.86	493.17
营业利润	91367.00	88955.13	80721.55	80086.03
营业外收入	912.00	500.00	500.00	500.00
营业外支出	5103.00	4000.00	1800.00	1500.00
利润总额	87176.00	85455.13	79421.55	79086.03
所得税	17578.00	17091.03	15884.31	15817.21
净利润	69598.00	68364.10	63537.24	63268.82
少数股东损益	9904.00	9912.80	8895.21	8857.63
归属母公司净利润	59694.00	58451.31	54642.03	54411.19
EBITDA	115832.00	112401.36	112558.89	114944.32

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	89687.00	100510.93	98626.73	101693.60
净利润	69598.00	68364.10	63537.24	63268.82
折旧摊销	24859.00	26583.12	32675.42	35310.69
营运资金变动	-5291.00	1139.93	605.88	1621.33
其它	521.00	4423.77	1808.18	1492.76
投资活动现金流	-36974.00	-44795.87	-53989.61	-35820.19
资本支出	-35583.00	-45872.00	-57262.00	-39108.00
投资变动	-2868.00	0.00	0.00	0.00
其他	1477.00	1076.13	3272.39	3287.81
筹资活动现金流	-76131.00	-37726.98	-43683.24	-43509.60
银行借款	-11091.00	-2324.00	0.00	0.00
债券融资	-481.00	-2972.00	0.00	0.00
股权融资	574.00	0.00	0.00	0.00
其他	-65133.00	-32430.98	-43683.24	-43509.60
现金净增加额	-23284.00	17924.07	953.87	22363.81
期初现金余额	131458.00	108174.00	126098.07	127051.94
期末现金余额	108174.00	126098.07	127051.94	149415.75

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-0.42%	-0.92%	-3.73%	0.47%
营业利润增长	-6.90%	-2.64%	-9.26%	-0.79%
归属母公司净利润增长	-14.29%	-2.08%	-6.52%	-0.42%
获利能力 (%)				
毛利率	35.90%	34.06%	32.74%	32.54%
净利率	20.29%	20.11%	19.42%	19.24%
ROE	14.61%	13.66%	12.38%	11.96%
ROIC	13.90%	12.47%	11.16%	10.70%
偿债能力				
资产负债率 (%)	24.08%	23.18%	22.20%	21.53%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.17	2.29	2.31	2.52
速动比率	1.89	2.00	2.04	2.26
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.53	0.49	0.47
应收账款周转率	30.04	30.82	33.23	35.03
存货周转率	17.63	18.21	19.73	22.01
每股指标 (元)				
每股收益	3.00	2.94	2.75	2.74
每股经营现金流	4.51	5.06	4.96	5.12
每股净资产	20.57	21.54	22.22	22.90
估值比率				
P/E	10.44	12.47	13.34	13.39
P/B	1.52	1.70	1.65	1.60
EV/EBITDA	4.46	5.37	5.35	5.05

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。