

坐拥世界瑰宝，整合扩张可期

华泰研究

2023年6月12日 | 中国内地

首次覆盖

煤炭

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

11.80

研究员

王帅

SAC No. S0570520110001

bruce.wang@htsc.com

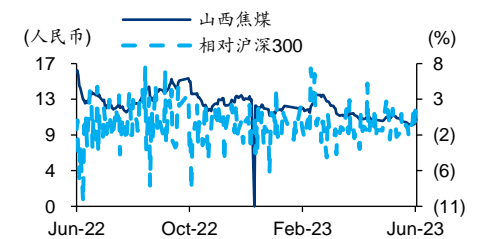
SFC No. AOH868

+(86) 21 2897 2099

基本数据

目标价(人民币)	11.80
收盘价(人民币 截至6月9日)	10.31
市值(人民币百万)	58,531
6个月平均日成交额(人民币百万)	554.66
52周价格范围(人民币)	9.69-16.18
BVPS(人民币)	6.31

股价走势图



资料来源: Wind

坐拥世界瑰宝，焦煤龙头扩张可期，评级“增持”

我们首次覆盖中国炼焦煤行业龙头山西焦煤，评级“增持”，目标价 11.8 元，基于 7.2x 2024E PE，和 2019 年来平均 PE 一致，2023-25E EPS 为 1.80/1.65/1.62 元。公司及集团拥有中国数量最多且质量最佳的山西炼焦煤资源，其强粘焦煤和肥煤是中国保护性开采煤种，被誉为煤炭行业的“世界瑰宝”。公司已经完成两批集团焦煤资产的收购，后续或将进一步收购符合条件的优质资产。2018 年起全国炼焦煤行业龙头企业建立的供需长协机制有效减少了价格波动且促进利润稳定，长协机制虽面临困难但仍会推进运行。2023 年国内外炼焦煤有效供给增长，现货价格中枢有望下移至 1,800 元/吨，但我们认为目前股价已充分反映过去 2 个月炼焦煤价格的大幅下跌。

资产证券化比例提升要求下，整合集团资产外延扩张可期

山西省 2021 年提出省属国企资产证券化率要达到 80% 以上，同时煤炭上市公司资产负债率大幅改善，收购集团优质资产已成为行业普遍现象。2022 年山西焦煤原煤产量占到集团的 24.1%，核定产能为 4,890 万吨，占集团产能的 29.7%。公司于 2020 年和 2022 年收购两批核定产能共计 1,630 万吨的集团优质资产，并且 2022 年收购中公司承诺会根据集团资产条件是否达标进行持续的收购，公司预计 2024/25/26/27 年会有 2/2/13/15 座煤矿达到收购标准。我们认为公司通过收购集团资产进行外延扩张之路是清晰的。

炼焦煤长协机制减少价格波动促进利润稳定

2018 年国内八家主要炼焦煤企业成立中国焦煤集群品牌联盟并推出中价新华焦煤价格指数，2021 年 8 家主要焦煤集团产量占到全国焦煤总产量约 40%。焦煤集群的运行推动了焦煤市场一体化程度的提升并通过长协机制的广泛应用，促使了煤焦钢上下游行业一定程度消减现货市场的波动而促进价格和供给的稳定性。2018 年 6 月份以来焦煤长协价格和现货价格的运行充分体现了长协价格的稳定性。同时，我们认为焦煤集群能够更好的发挥在供需错配时供给的调节能力从而促进市场的相对稳定。

但 2023 年炼焦煤现货市场价格在供给扩张下或中枢下移

2023 年炼焦煤价格或呈现中枢下移的走势，我们预计山西主焦煤均价从 2022 年的 2,681 元/吨下移至 1,800 元/吨。供给端变化是 2023 年炼焦煤价格下移的主要驱动变量。三个方面的增量将导致 2023 年炼焦煤有效供给增加：1) 蒙古和俄罗斯炼焦煤的进口增加，我们预计 2023 年增量大约为 2,000 万吨；2) 澳煤放开会增加约 680 万吨的高品质炼焦煤供给；3) 动力煤供需宽松后一部分流向动力煤的配焦煤回归炼焦配煤供给。需求端，我们预计生铁产量 2023 年基本持平 2022 年，地产销售是决定焦煤需求的核心变量。

风险提示：炼焦煤进口超预期；钢铁需求弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	45,285	65,183	56,997	53,233	52,648
+/-%	34.15	43.94	(12.56)	(6.60)	(1.10)
归属母公司净利润(人民币百万)	4,166	10,722	10,237	9,383	9,198
+/-%	112.94	157.38	(4.52)	(8.34)	(1.97)
EPS(人民币，最新摊薄)	0.73	1.89	1.80	1.65	1.62
ROE(%)	20.18	38.57	28.80	23.06	19.97
PE(倍)	14.05	5.46	5.72	6.24	6.36
PB(倍)	2.59	1.77	1.54	1.35	1.20
EV EBITDA(倍)	8.72	2.55	3.33	3.31	3.14

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点	3
我们与市场的不同观点	3
雄踞晋阳，坐拥世界瑰宝，山西炼焦煤资源运营整合平台	4
资产证券化比例提升要求下，整合集团资产外延扩张可期	10
产业集群和长协机制消减价格波动促进利润稳定	15
供给增量下 2023 年炼焦煤价格或中枢下移	17
首次覆盖评级“增持”，目标价 11.8 元	23
风险提示	25

投资要点

我们首次覆盖山西焦煤 (000983 CH)，给予“增持”评级和 11.8 元/股的目标价，基于 7.2x 倍 2024E PE，和 2019 年以来公司的平均 PE 水平相一致，2023-25E EPS 为 1.80/1.65/1.62 元。山西焦煤股份及集团拥有中国数量最多以及质量最好的炼焦煤资源，其中的强粘焦煤和肥煤具有低灰、低硫、低磷、粘结性强、结焦性好等特性，是大型钢厂大高炉不可或缺的骨架炉料，被誉为煤炭行业的“世界瑰宝”，并且是中国限制和保护性开采的煤炭资源类型。公司资产负债表大幅改善、山西省对于省属国企资产证券化率提升要求、煤炭行业上市公司收购集团优质资产的趋势及公司承诺会根据集团资产条件是否达标进行持续的收购，山西焦煤或将继续整合集团资产进行扩张。同时，全国焦煤集群品牌联盟以及焦煤长协机制的建立和运行将会促进山西焦煤未来盈利的稳定性。虽然 2023 年炼焦煤供应或从三个方面增加将驱动炼焦煤价格中枢从 2022 年的繁荣高位逐步下移，但我们认为股价也已经基本反映炼焦煤现货价格中枢大幅下移对公司的盈利影响。潜在的新一轮政府支撑经济的政策和焦煤集群企业可能的适度减产或将能对未来 2-3 个季度的炼焦煤价格有所支撑。

2020 年 4 月，山西省新一轮煤炭行业整合确定了山西焦煤集团作为山西省唯一的炼焦煤资源运营平台，陆续整合了山西煤炭进出口集团以及晋能控股集团的 46 个焦煤煤矿。但山西焦煤股份也具有“小股份，大集团”的特征，随着 2021 年山西省国资委对省属国有企业资产证券化比例提出达到 80% 以上的要求以及公司资产负债表的大幅度改善，山西焦煤作为山西省炼焦煤行业的旗舰上市平台，未来或将通过逐步整合收购集团优质煤炭资产来提升集团的资产证券化率。2022 年山西焦煤原煤产量占到集团总产量的 24.1%，核定产能为 4,890 万吨，占集团总核定产能的 29.7%。公司于 2020 年和 2022 年收购两批核定产能共计 1,630 万吨的集团优质资产，并且 2022 年收购中公司承诺会根据集团资产条件是否达标进行持续的收购，公司预计 2024/25/26/27 年会有 2/2/13/15 座煤矿达到收购标准。

焦煤销售的长协机制从 2016 年底开始启动，并在 2018 年成立中国焦煤集群品牌联盟以及推出中价新华焦煤指数（包含长协、现货、竞价以及综合指数）后逐步趋于完善和成熟。焦煤集群的运行推动了焦煤市场一体化程度的提升，2021 年中国焦煤集群的八家主要炼焦煤企业的焦煤产量占到全国产量约 40%，同时未来市场供需错配的阶段焦煤集群企业可以通过产量适度消减来调节供需。焦煤长协价格的更广泛应用也促进了焦煤产业链条企业量价的相对稳定性，2018 年 6 月以来焦煤长协价格和现货价格的运行充分体现了长协机制的稳定性。2019 年 11 月至 2021 年 5 月，长协价格高于现货价格；但 2021 年 6 月至 2023 年 4 月长协价格显著低于现货价格，体现了长协价格的相对稳定性和一定程度的让利性。我们认为焦煤品牌集群以及焦煤长协机制的建立将有利于促进作为全国炼焦煤龙头的山西焦煤的盈利稳定性。

我们与市场的不同观点

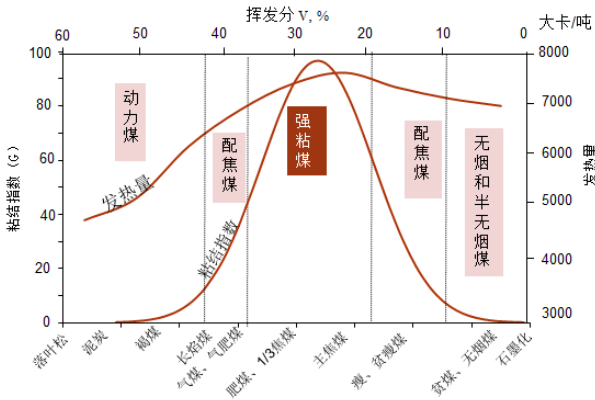
供应量增加确定性较高以及经济温和复苏带来的需求增量有限或使得今年炼焦煤市场供需宽松是我们与市场观点主要的不同点。炼焦煤价格在经历了 4Q21 至 4Q22 的超级繁荣周期之后，我们预计现货炼焦煤价格将从 2023 年开始中枢下移，均价有望从 2022 年的 2,681 元/吨下移至 2023 年的 1,800 元/吨。供给端的变化将是驱动焦煤价格中枢下移的主要变量。我们预计 2023 年三个供给变量将驱动炼焦煤有效供给的增加：1) 蒙古进口运输的恢复以及欧盟对俄煤禁令下的贸易东移促使进口蒙古和俄罗斯炼焦煤在 2023 年预计同比增加约 2,000 万吨 2) 澳煤进口放开以及高品质澳洲炼焦煤对于国内配焦煤的供给撬动 3) 国内动力煤供需宽松化下之前一部分流向动力煤的配焦煤回流到焦煤供给，虽然这一部分较难精确量化，但从配焦煤的价格走势可见一斑。除非发生超预期的供给扰动或者炼焦煤企业的主动减产，2023 年炼焦煤行业的供给增量或较为确定。需求端，炼焦煤主要通过焦炭使用在高炉炼铁中。我们预计今年粗钢产量在基建持续增长的带动下或有 1% 左右的弱增长，但中国预计今年可新增 1,000-1,500 万吨的废钢量（钢铁行业利润也同时决定废钢产出量），我们预计生铁产量 2023 年基本持平或小幅下降。地产销售以及潜在的新一轮刺激政策的力度将决定下半年钢铁需求的复苏强度。从更长期看，中国钢铁工业进入需求弧顶下行期，炼焦煤行业需要进行适度的供给减量应对，才能促进价格的相对高位稳定。

雄踞晋阳，坐拥世界瑰宝，山西炼焦煤资源运营整合平台

山西焦煤（000983 CH，公司）是山西焦煤集团的焦煤资产上市平台。2020年4月山西新一轮煤炭行业整合确定了山西焦煤集团作为山西唯一的炼焦煤行业的资源运营平台，山西煤炭进出口集团以及晋能控股集团的46个焦煤煤矿被无偿划转入山西焦煤集团。公司在晋中、临汾以及吕梁地区拥有17座焦煤矿合计核定产能4,890万吨。公司生产的炼焦煤覆盖焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤以及气煤等主要焦煤品种，所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，开采地质条件简单，煤种齐全。其中古交矿区和吕梁矿区的强粘焦煤和肥煤是中国限制性和保护性开采煤种，被誉为煤炭行业的“世界瑰宝”。

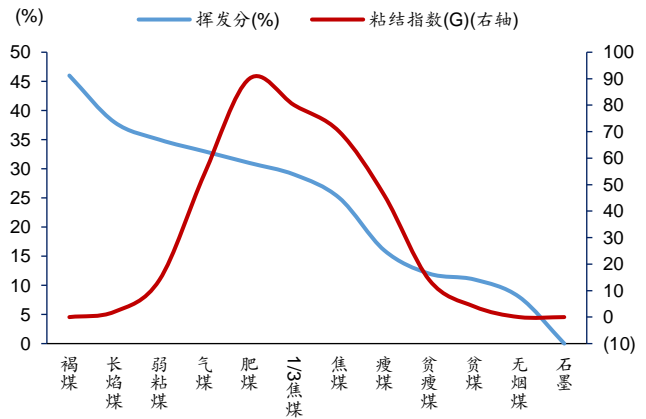
炼焦煤具有一定的黏结性，炼焦时可以结焦，主要用于生产焦炭，进而用于生产钢铁，是钢铁行业重要的上游原料。炼焦煤主要包括气煤、肥煤、焦煤、瘦煤、气肥煤、1/3焦煤和贫瘦煤，属于中变质烟煤。其中，肥煤、焦煤、1/3焦煤和瘦煤等是配煤炼焦的基础煤，可以保证煤料有足够的黏结性，一般作为大型高炉炼铁的骨架焦炭用煤。这些煤也可以单独炼焦，但出于降低成本的考虑，目前行业一般不单独使用这些高品质炼焦煤单独炼焦。其他炼焦用煤为炼焦配煤，不能单独炼焦，只能作为主焦煤的配煤掺配炼焦。

图表1：煤种与粘结指数和发热量的关系



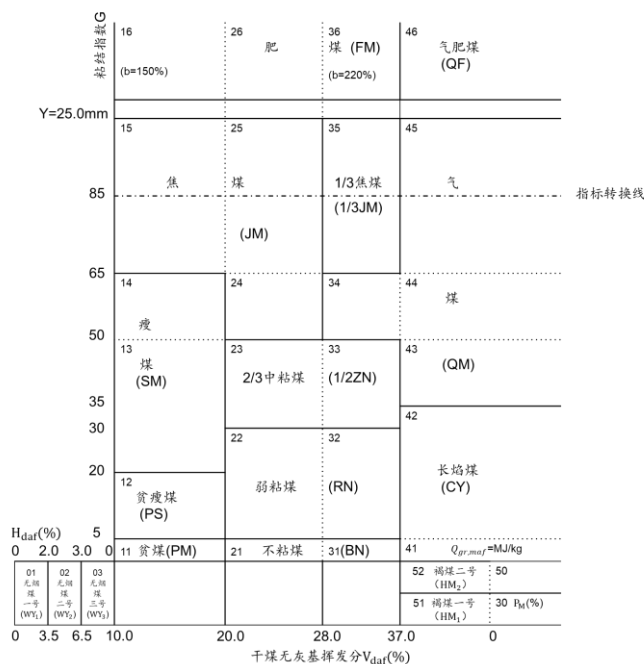
资料来源：中国煤炭资源网，华泰研究

图表2：煤炭碳化程度与性能指标的关系



资料来源：中国煤炭资源网，华泰研究

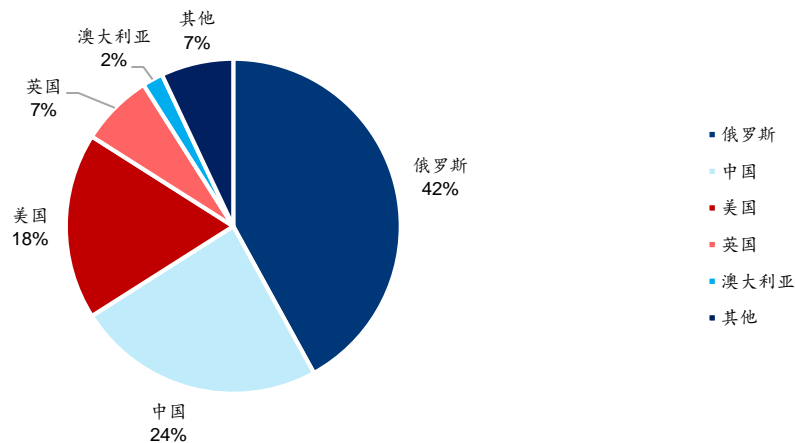
图表3：中国煤炭分类图示



资料来源：中国煤炭资源网，华泰研究

全球来看，据 IEA 数据，2021 年炼焦煤资源量为 34,010 亿吨，世界炼焦煤资源量占全球煤炭资源量比重约为 16%。全球主要的炼焦煤资源拥有国为俄罗斯、中国、美国、英国、澳大利亚等国家。全球主要炼焦煤国家的炼焦煤资源品质比较来看，中国和澳大利亚的炼焦煤黏结指数和反应强度比较高，澳大利亚、蒙古和俄罗斯的炼焦煤硫分相对较低，而我国随着低硫上组炼焦煤的高强度开发，目前炼焦煤的平均硫分水平已经显著高于其他国家¹。

图表4：2021 年全球已探明炼焦煤资源分布



资料来源：隆众化工，华泰研究

图表5：山西和主要炼焦煤生产国低硫主焦煤煤质对比

国别	澳大利亚	蒙古	俄罗斯	山西临汾
名称	峰景煤	蒙 5#	K4	五华
灰分 Ad%	9.7	10.5	10.5	9
挥发分 Vdaf%	21	27	25	19
硫分 St,d%	0.6	0.65	0.35	0.5
粘结 G	87	85	95	87
胶质层厚度 Y/mm	17	16	25	17
最大反射率 Rmax%	1.42	1.23	1.39	1.5
CSR%	74.0	64.0	18.5	68.0

资料来源：掌上煤焦，华泰研究

中国的炼焦煤资源分布广泛，但主要集中在华北和华东地区，山西焦煤所在的山西省占到全国资源量的约 45%，其次是安徽、山东、贵州、新疆、河北、河南等省份²。我国炼焦煤的灰分和硫分普遍偏高，优质炼焦煤（灰分 20%以内、硫分在 2%以内、强黏结性、易选的焦煤、肥煤和瘦煤）十分稀缺。根据 2016 年中国煤炭地质总局所著的《中国煤炭资源赋存规律与资源评价》，我国优质炼焦煤仅占炼焦煤的 15.09%，亚优质炼焦煤占炼焦煤的 39.59%，非优质炼焦煤占炼焦煤的 45.84%。我国优质炼焦煤资源主要分布在山西离柳、乡宁、西山、汾西、霍东，河北邯郸、开滦，河南平顶山，安徽淮北，贵州六盘水等矿区。

图表6：炼焦煤资源等级划分

级别	主要煤质指标	
	灰分/%	硫分/%
优质炼焦煤	≤20.0	≤2.0
亚优质炼焦煤	20.1~30.0	2.1~3.0
非优质炼焦煤	≥30.0	≥3.0

资料来源：中国煤炭地质总局，华泰研究

¹ 《煤-焦-钢产业一体化协调发展》，科学出版社，2019

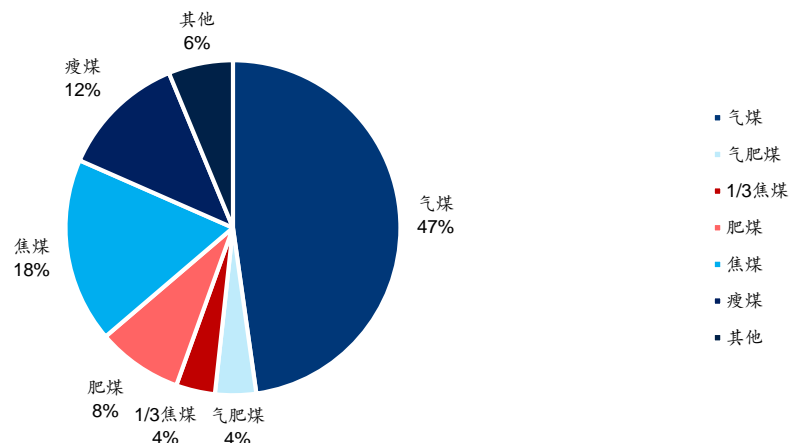
² 《煤-焦-钢产业一体化协调发展》，科学出版社，2019

图表7：中国主要矿区资源和性质

地区	矿区名称	所在县市区	查明资源量/亿 t	煤种	原煤灰分/%	原煤硫分/%
山西	离柳	临县、离石、柳林	203.1	1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤	19.01~25.95	0.48~2.92
	乡宁	乡宁县、吉县、蒲县	171.3	焦煤、肥煤、瘦煤	19.34~29.49	0.49~5.97
	西山	古交、交城、清徐	185.3	肥煤、焦煤、瘦煤、贫瘦煤	19.99~32.09	0.51~2.83
	霍州	洪洞、临汾、霍州	266.5	1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤、贫瘦煤	13.43~32.51	0.35~2.86
	霍东	沁源、古县	91.2	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	12.99~32.33	0.41~2.73
山东	巨野	巨野、梁山、郓城、菏泽	64	肥煤、1/3焦煤、气煤	13.13~15.57	0.54~4.06
	兖州	兖州、邹城	33	气煤、气肥煤	12.0~23.96	0.55~3.58
安徽	淮北	萧县、涡阳、淮北、宿州、亳州	98.4	气煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤	6.00~39.45	0.10~6.74
河北	邯鄹	邯鄹、邢台	53	肥煤、焦煤、瘦煤、贫瘦煤	14.50~28.06	0.46~2.51
	开滦	唐山	66	气煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤	11.85~23.94	0.51~3.68
河南	平顶山	平顶山、许昌、汝州、襄县、汝阳	75	气煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤	8.72~35.50	0.24~7.58
贵州	盘江	盘县	102	肥煤、1/3焦煤、气煤、焦煤、瘦煤	18.92~27.73	0.22~3.37
	水城	水城	113	气煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤	15.0~25.0	1.0~4.5
黑龙江	七台河	七台河	11.5	1/3焦煤、焦煤、瘦煤	20~30	0.27~0.50
	鸡西	鸡西、鸡东、穆稜	25.5	1/3焦煤、瘦煤	17.0~36.0	0.40~0.80
云南	恩洪、庆云	富源	19.4	1/3焦煤、焦煤、瘦煤	16.02~26.20	0.19~3.65

资料来源：《煤-焦-钢产业一体化协调发展》（科学出版社，2019），华泰研究

图表8：我国炼焦煤分煤种保有储量



资料来源：《中国稀缺炼焦煤资源分布特征》（中国煤炭地质，2018），华泰研究

山西省炼焦煤保有资源量为 1,562.5 亿吨，占全国炼焦煤保有资源量的 45.2%，其中优质焦煤和肥煤保有资源量为 443.7 亿吨，占比全国焦煤和肥煤保有资源量 58.6%³。山西炼焦煤煤种齐全，气煤、1/3 焦煤、气肥煤、肥煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤都有赋存。其中气煤占比约一半，主要分布在晋北煤炭基地；焦煤和肥煤仅占 29.9%，主要分布在晋中煤炭基地。山西炼焦煤资源主要分布在宁武、西山、河东、霍西、沁水五大煤田，其中优质焦煤和肥煤资源主要分布在西山、河东和霍西煤田。山西焦煤原煤灰分多在 10-30% 之间，属低中灰-中灰煤，北部矿区高，中南部矿区低，山西组煤层灰分普遍高于下部太原组。原煤全硫含量在 0.6-2.6% 之间，以中硫煤和低硫煤为主，下部的太原组煤层硫分远高于上组的山西组煤层，且太原组有机硫含量高不易洗煤降硫，北部煤田硫分要远低于南部煤田硫分。⁴

³ 《山西稀缺炼焦煤资源分布特征和勘查开发建议》，中国煤炭地质，2019

⁴ 《煤-焦-钢产业一体化协调发展》，科学出版社，2019

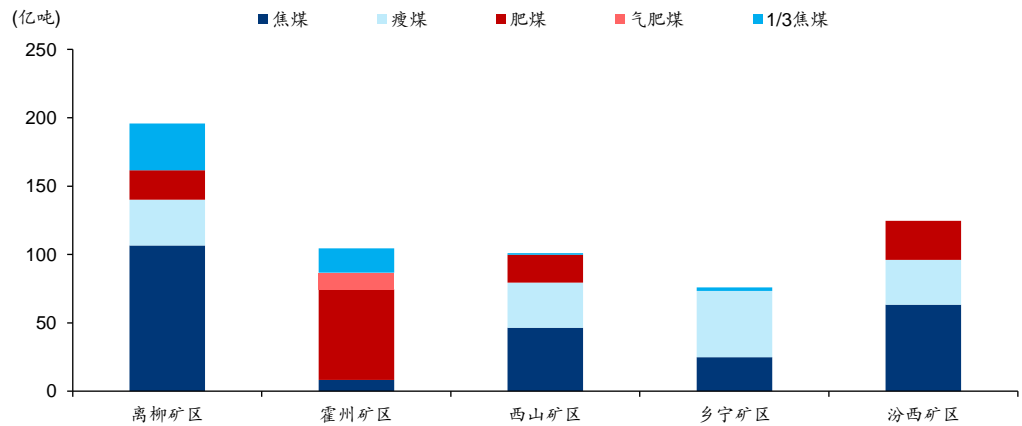
图表9：山西省各矿区炼焦煤煤种及原生煤质特征

矿区	煤种	灰分	硫分
大同	气煤	中灰煤	低硫—中硫煤
平朔朔南	气煤	中灰煤	上部煤层为特高硫煤，下部煤层为中硫—中高硫煤
河保偏	气煤	中灰煤	以中低硫煤为主
高柳	气煤、肥煤、焦煤、瘦煤	低灰煤为主	上部煤层为低硫煤为主，下部煤层为低中硫煤—中高硫煤
乡宁	瘦煤、焦煤	低灰煤—中灰煤	上部煤层为特低硫煤，下部煤层为中高硫—高硫煤
西山	瘦煤、焦煤、肥煤	低灰煤为主	低硫—中低硫煤
霍州	气煤、肥煤、焦煤、瘦煤	低灰煤为主	上部煤层为特低硫—中硫煤，下部煤层为中高硫煤
霍东	焦煤、瘦煤	低灰煤—中灰煤	上部煤层为特低硫—低硫煤，下部煤层为中高硫—高硫煤
阳泉	瘦煤、焦煤	低灰煤—中灰煤	不同硫分均有分布
潞安	瘦煤	低灰煤为主	特低硫煤
岚县	气煤、肥煤、瘦煤	中灰煤	中硫煤
轩岗	气煤、焦煤	低中灰—中灰煤	以中高硫煤为主
东山	焦煤、瘦煤	低中灰—中灰煤	低硫煤
汾西	焦煤、瘦煤、肥煤	低中灰—中灰煤	上部煤层为低硫—中硫煤，下部煤层为高硫煤

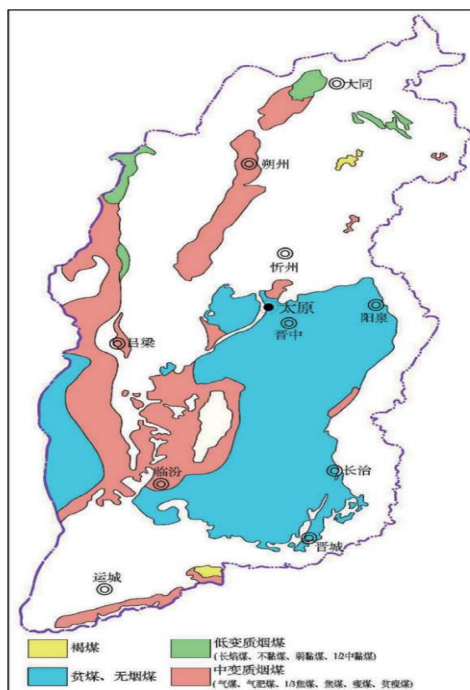
注：灰分分级：特低灰 ($\leq 5\%$)，低灰 (5.01%~10%)，低中灰 (10.01%~20%)，中灰 (20.01%~30%)，中高灰 (30.01%~40%)；硫分分级：特低硫 ($\leq 0.5\%$)，低硫 (0.51%~1%)，低中硫 (1.01%~1.5%)，中硫 (1.51%~2%)，中高硫 (2.01%~3%)，高硫 ($> 3\%$)

资料来源：《煤-焦-钢产业一体化协调发展》(科学出版社，2019)，华泰研究

图表10：山西稀缺炼焦煤资源量在主要矿区分布



资料来源：《山西稀缺炼焦煤资源分布特征和勘查开发建议》(中国煤炭地质，2019)，华泰研究

图表11：山西煤炭资源地理分布


资料来源：《山西煤炭资源分布特征及勘查开发布局研究》（中国煤炭地质，2020），华泰研究

公司的主要产品为焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等，在国内炼焦精煤供给方面位于行业龙头地位。所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，地质构造简单，炼焦煤煤种齐全。经过 2020 年和 2022 年两轮集团资产收购后，目前公司一共拥有 17 座炼焦煤煤矿，煤炭资源储量 66 亿吨，合计核定产能 4,890 万吨/年，单井平均产能约 300 万吨/年，分布在山西古交、临汾和吕梁地区，绝大多数煤矿拥有优质的肥煤、焦煤等限制性和保护性开采的主焦煤资源。公司除了煤炭资产之外，着力打造煤-电-材和煤-焦-化产业链，建立循环经济产业链。公司目前拥有装机容量 442 万千瓦的电力资产、420 万吨/年的焦化产能以及 430 万吨/年的水泥产能。但由于电力、焦化、水泥行业供需环境较差，公司煤炭相关产业资产的盈利普遍低迷，公司的主要盈利来源还是煤炭资产。

图表12：公司煤炭资产

煤炭资产						
煤矿	所在市	归属上市公司权益	核定产能 (万吨)	煤种	可采储量 (亿吨)	
斜沟矿	吕梁	90%	1,500	气煤、1/2 中粘煤、1/3 焦煤	8.62	
西铭矿	古交	100%	360	焦煤、贫煤、瘦煤、贫瘦煤	1.19	
西曲矿	古交	100%	400	主焦煤、瘦煤	1.55	
镇城底矿	古交	100%	190	焦煤、肥煤	0.80	
马兰矿	吕梁	100%	360	焦煤、肥煤瘦煤、贫煤	5.94	
登福康矿	临汾	90%	60	焦煤	0.20	
生辉煤矿	临汾	55%	90	肥煤	0.14	
腾晖煤业	临汾	51%	120	贫瘦煤	0.23	
光道煤业	临汾	51%	120	肥煤、1/3 焦煤	0.20	
义城煤业	古交	51%	60	焦煤	0.04	
鸿兴煤业	临汾	100%	60	1/3 焦煤	0.10	
圪堆煤业	临汾	51%	60	焦煤	0.05	
水峪煤业	吕梁	100%	400	主焦煤、肥煤	2.59	
华晋明珠	临汾	75%	90	焦煤、肥煤、瘦煤	0.24	
华晋吉宁	临汾	26%	300	贫瘦煤、贫煤	0.83	
华晋沙曲一号	吕梁	51%	450	肥煤、焦煤、瘦煤	6.46	
华晋沙曲二号	吕梁	51%	270	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	4.10	

注：截至 2022

资料来源：公司公告，华泰研究

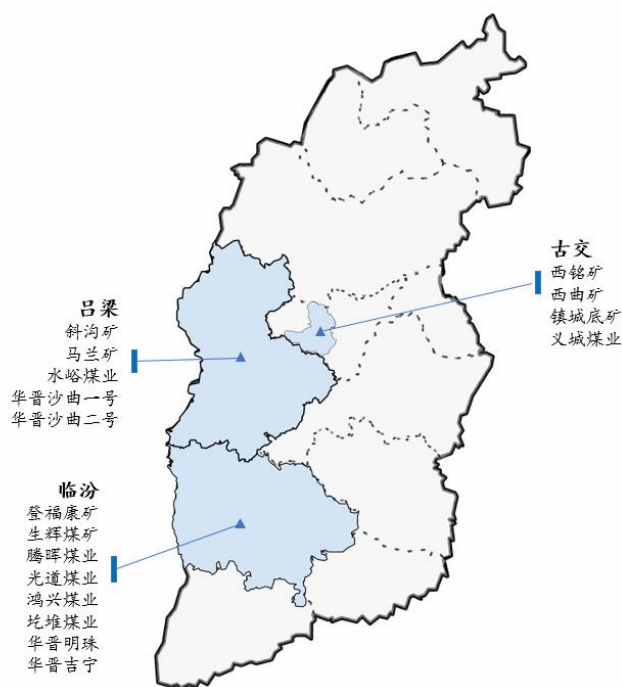
图表13: 公司电力、水泥、焦化资产

电力资产	
	装机容量 (MW)
武乡发电	1,200
兴能发电	3,000
西山热电	150
矸石电厂	12
杜儿坪瓦斯电厂	12
屯兰瓦斯发电厂	33
马兰瓦斯发电厂	7
东曲瓦斯发电厂	3
合计	4,418
水泥资产	
	年产能 (万吨)
西山华通水泥	235
晋兴奥隆水泥	195
合计	430
焦化资产	
	产能 (万吨)
西山煤气化	已关停
京唐焦化	420
合计	420

注: 截至 2022

资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰研究

图表14: 山西焦煤公司煤炭资产分布

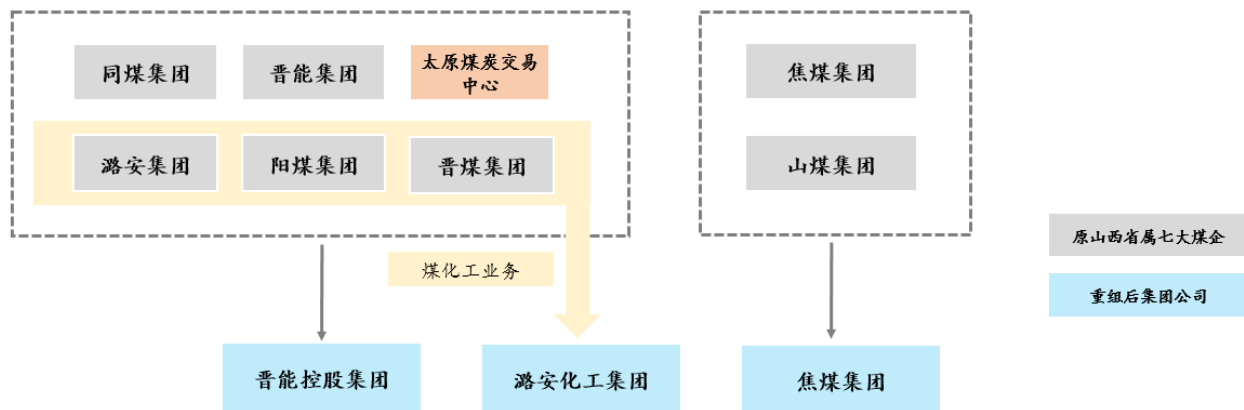


资料来源: 公司公告, 华泰研究

资产证券化比例提升要求下，整合集团资产外延扩张可期

2020年，山西煤炭行业经历了2010年行业整合之后的又一次大规模整合。2010年的行业整合形成了同煤集团、山西焦煤、潞安集团、阳煤集团、晋煤集团构建的山西省属七大煤炭集团的大格局，后加上由山西煤炭进出口集团演变来的山煤集团，和山西煤运演变来的晋能集团，最终形成了山西省属七大煤炭集团。2020年，按照专业化分工的思路组建了：1) 山煤集团整体被焦煤集团吸收合并，并且通过后继对山西其他煤炭企业的焦煤资源整合，打造焦煤产业旗舰 2) 重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团，成立晋能控股集团，同时对潞安集团、华阳新材料科技集团的相关资产进行整合，将中国（太原）煤炭交易中心也纳入到新成立的晋能控股集团。同煤更名晋能控股煤业集团，晋能更名晋能控股电力集团，晋煤更名为晋能控股装备制造集团。晋能控股煤业打造动力煤产业集群，晋能控股电力负责整合山西煤企旗下的相关电力产业，晋能控股装备制造负责整合山西煤企旗下的相关装备制造产业 3) 潞安集团由之前的潞安矿业集团更名为潞安化工集团，将作为在高端煤化工产业领域发展的旗舰 4) 阳煤集团变更为华阳新材料科技集团，将保留下来的煤炭资源作为其转型新材料产业发展的原料，打造高端新材料产业集群。经过本次山西煤炭资源的大整合，山西焦煤集团煤炭资产规模明显提升，并且确定了山西省属炼焦煤资源唯一的运营平台。据集团公告，山西焦煤集团的原煤年产量也从2015年的1.05亿吨提升到2022年的1.82亿吨。

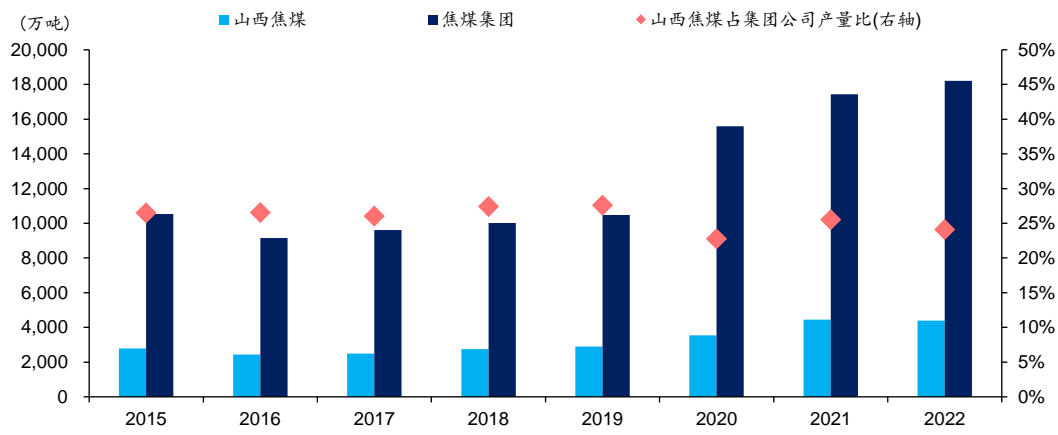
图表15：山西煤企合并示意图



资料来源：公司公告，华泰研究

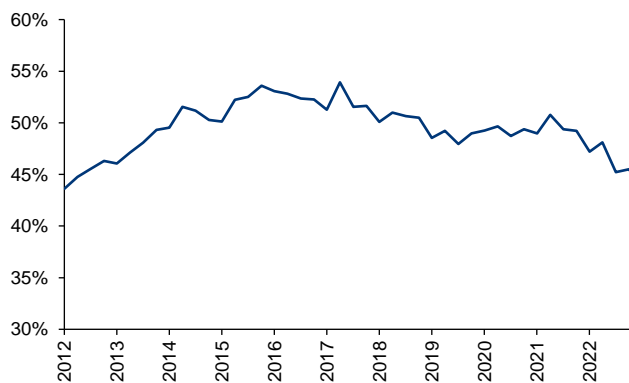
山西省政府要求省属国有企业十四五期间资产证券化率要达到80%以上，充分利用现有上市公司平台提升国有企业资产证券化率，避免出现二次股改。这一指示明确了借助上市公司平台整合集团同业资产消减同业竞争的大方向。山西焦煤也是“小股份，大集团”的特征企业之一，集团相关的炼焦煤资产仍有很大一部分没有注入上市公司。2022年，山西焦煤原煤产量为4,385万吨（已经并入2020年和2022年两次合计1,630万吨产能的集团资产收购），而集团原煤产量为18,215万吨，上市公司产量仅占集团产量的24.1%⁵，而且随着集团约5,000万吨的在建和拟建项目投产，上市公司产量占比将会走低。目前山西焦煤的资产证券化率相比山西省国资委十四五达到80%以上的要求还有较大的距离，我们认为山西焦煤或将逐步收购集团符合上市条件的优质炼焦煤资产。

⁵ 公司和集团公告

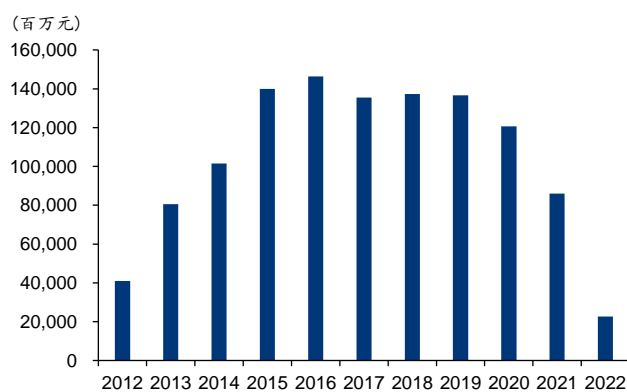
图表16：近年来山西焦煤与焦煤集团公司原煤产量


资料来源：公司公告，华泰研究

煤炭行业上市公司逐步收购集团优质同业资产在过去几年已经成为了一个趋势，其原因主要为：1) 各个地方政府对于资产证券化比例提升的要求 2) 煤炭上市公司资产负债表大幅改善带来收购能力的提升 3) 煤炭上市公司集团仍存在较多的煤炭资产且上市规则要求消减同业竞争。2016年供给侧结构性改革以来，煤炭行业的盈利能力相比2012-15年有了非常明显的提升；4Q21至4Q22煤炭行业的超级繁荣周期更是加速了煤炭上市公司资产负债表的修复。煤炭上市公司资产负债表的大幅改善无疑提升了上市公司整合集团优质煤炭资产的能力，这是煤炭上市公司收购集团资产的内在动能。同时，各个地方政府最近几年对于资产证券化比例提升的要求叠加煤炭上市公司历史形成的“小股份，大集团”的格局，构成了煤炭上市公司整合集团资产的外在客观条件和驱动力。2016年以来，我们已经看到了很多的煤炭上市公司收购集团资产的案例，这些收购都驱动了上市公司规模的扩张和每股盈利的增厚，虽然每个收购案例达到的幅度可能是不一样的。

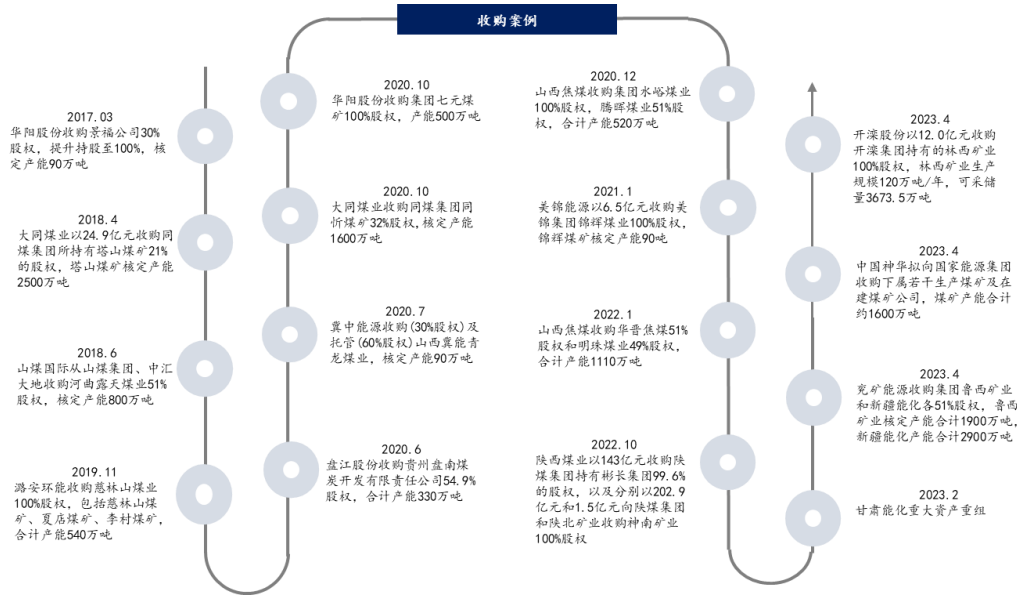
图表17：煤炭行业上市公司资产负债率


资料来源：Wind，华泰研究

图表18：煤炭行业上市公司净债务规模


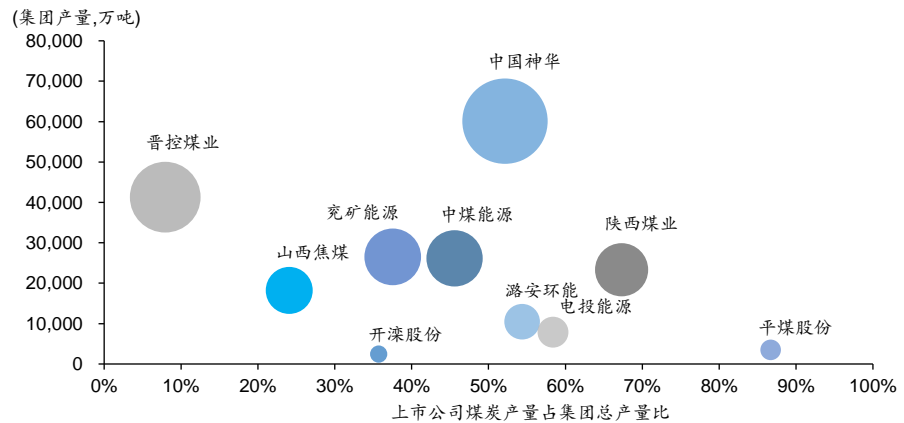
资料来源：Wind，华泰研究

图19: 近年来煤炭上市公司收购集团资产案例



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图20: 2022年上市煤炭公司产量与集团产量对比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

山西焦煤目前已经完成了两批次的集团优质炼焦煤资产收购, 2020年底完成了集团核定产能分别为400万吨/年和120万吨/年的水峪煤矿和腾晖煤矿的收购, 2022年底完成了享有“中国瑰宝”美誉的华晋焦煤的收购, 旗下包含核定产能为450万吨/年的沙曲一矿, 270万吨/年的沙曲二矿, 300万吨/年的吉宁煤矿和90万吨/年的明珠煤矿。其中沙曲一矿和沙曲二矿位于离柳矿区, 拥有全球优质焦煤和肥煤炼焦煤资源, 享有“中国瑰宝”的美誉。这两次收购对于山西焦煤盈利的提升效果明显。两次收购完成后, 山西焦煤的核定煤炭生产产能从收购前的3,780万吨/年提升29.4%至收购后的4,890万吨。2022年, 这些收购的资产贡献的利润占山西焦煤扣除少数股东权益之前税后利润的36.5%, 并相当于提升了收购之前山西焦煤对应利润的57.5%。

图21: 公司近几年收购资产净利润占税后利润比例

单位: 百万元	2020	2021	2022
华晋焦煤有限责任公司			2,802
山西汾西矿业集团水峪煤业有限责任公司	201	675	1,652
霍州煤电集团天津腾晖煤业有限责任公司	76	319	379
总计	278	994	4,834
山西焦煤扣除少数股东权益前税后利润	2,202	7,104	13,234
占比(%)	12.6%	14.0%	36.5%

资料来源: 公司公告, 华泰研究

根据山西焦煤在收购华晋焦煤的相关公告披露的信息显示，山西焦煤集团主要通过汾西矿业、霍煤煤电、西山集团、山煤集团等一级子公司（及其下属公司）持有或管理 117 座与上市公司存在同业竞争的炼焦煤矿资产，具体信息如下表所示：

图表22：集团与公司存在同业竞争煤矿资产情况

公司名称	具体情况	
	炼焦煤矿数量（座）	核定产能（万吨/年）
霍州煤电集团有限责任公司	25	4,560
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	33	4,920
西山煤电（集团）有限责任公司	7	1,445
山西煤炭进出口集团有限公司	6	1,090
山煤煤业（专业化重组矿井）	46	4,740
合计	117	16,755

资料来源：2022 年 6 月公司公告，华泰研究

根据山西焦煤集团和公司避免同业竞争的相关承诺，焦煤集团及其下属企业持有的未上市炼焦煤矿井资产和专业化重组矿井，在同时满足三个相关条件并完成必要决策的前提下，通过收购、合并、重组等符合上市公司股东利益的方式，根据实际情况在 2 年内启动该等资产注入上市公司的工作。三个相关条件是：1) 相关炼焦煤矿井已取得现行合法有效的采矿许可证，剩余可采年限不低于 10 年，且核定产能不低于 90 万吨/年 2) 相关炼焦煤矿井已建成投产，且最近三年持续盈利，不存在资不抵债的情况 3) 相关炼焦煤矿井资产权属清晰，过户或转移不存在障碍；生产经营相关的核心资产符合法律法规的相关规定，不存在重大权属瑕疵。集团 117 座矿井对于三个条件要求的符合情况如下表：

图表23：集团矿井与约定条件差距

承诺约定条件	焦煤集团下属炼焦煤矿井	专业化重组矿井	合计
已取得有效采矿许可证（1-1）	69	45	114
剩余可采年限不低于 10 年（1-2）	60	42	102
核定产能不低于 90 万吨/年（1-3）	64	31	95
符合条件（1）	55	28	83
已建成投产（2-1）	43	19	62
最近三年持续盈利（2-2）	20	9	29
不存在资不抵债情况（2-3）	49	33	82
符合条件（2）	18	9	27
符合条件（1）（2）	13	7	20
资产权属清晰、过户转移不存在障碍（3）	1、焦煤集团及其下属企业持有的未上市炼焦煤矿井中，绝大部分主要生产经营活动土地房产权属尚需进一步整改及规范，整改规范完毕时间尚无法预计。 2、专业化重组矿井涉及企业大部分尚未完成工商或产权登记变更手续至焦煤集团名下。		
符合条件（1）（2）（3）	暂无		

资料来源：公司公告，华泰研究

同时公告显示综合考虑目前国家煤炭行业政策、证照办理规定及焦煤市场环境等因素，预计 2024 年有 2 座矿井可满足承诺条件，2025 年 2 座矿井可满足承诺条件，2026 年 13 座矿井可满足承诺条件，2027 年 15 座矿井可满足承诺条件，2028-2029 年 11 座矿井可满足承诺条件，2030 年及以后 15 座矿井可满足承诺条件，具体信息如下表：

图表24： 预计达到承诺条件时间

矿井分类	预计达到承诺条件时间/状态	矿井数量 (座)
可预计达到承诺条件时间矿井	2024 年	2
	2025 年	2
	2026 年	13
	2027 年	15
	2028-2029 年	11
	2030 年及以后	15
	合计	58
暂无法预计达到承诺条件时间矿井	股东重组	6
	停缓建	30
	合计	36
现有情况无法满足承诺条件，暂不考虑注入矿井	产能低于 90 万吨/年，或剩余可采期限低于 10 年	23
合计	合计	23
合计		117

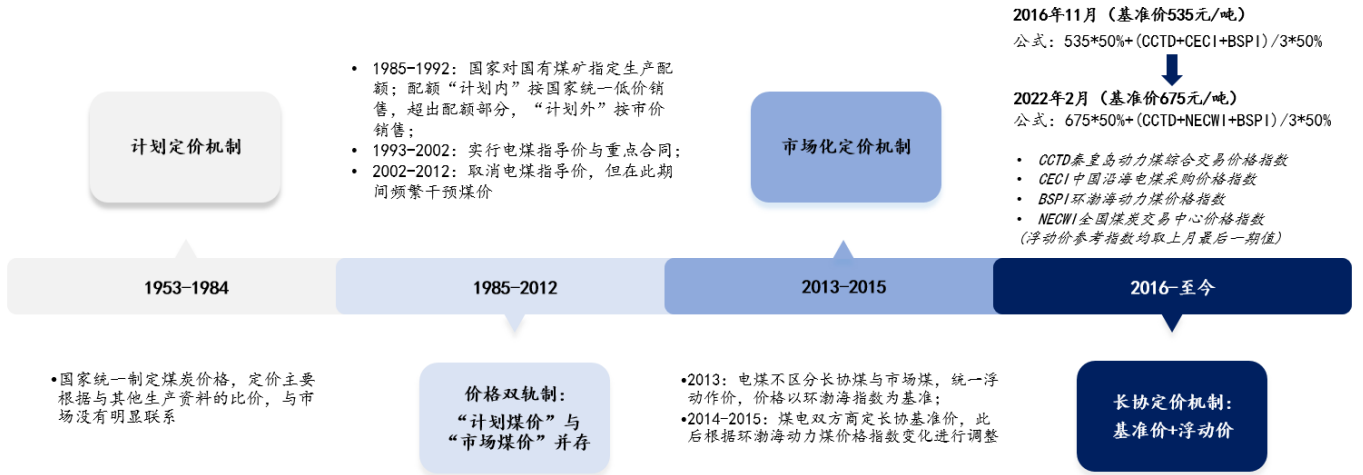
资料来源：公司公告，华泰研究

2022 年山西焦煤原煤产量为 4,385 万吨，占到集团 2022 年产量 18,215 万吨的 24.1%。上市公司核定产能为 4,890 万吨/年，占集团核定总产能的 29.7%。这离山西省政府要求的十四五达到 80% 以上的资产证券化比例还有较大的距离，根据公司收购华晋焦煤披露的公告，集团的煤矿资产如果能够达到相关的条件就会启动相关的收购工作，我们认为山西焦煤后续继续收购集团资产空间很大。同时，山西焦煤集团也提出“三年三个三步走”的战略规划，即第一个三年，即 2020—2022 年是新焦煤初见成效期，主要是打牢高质量转型发展基础，培养核心竞争力，2022 年新焦煤建设初见成效；第二个三年，即 2023—2025 年是新焦煤振兴崛起期，要基本形成核心竞争力，高质量转型发展效益凸显，2025 年新焦煤建设基本实现；第三个三年，即 2026—2028 年是新焦煤自成标杆期，山西焦煤核心竞争力持续增强，自成标杆，领跑国内煤焦行业，跨入世界一流煤焦企业行列，2028 年新焦煤建设全面实现。集团的强势发展未来也一定会带动上市公司的扩张和增长。

产业集群和长协机制消减价格波动促进利润稳定

中国动力煤行业已经建立起由政府主导的煤炭生产企业和发电供热用煤企业组成的中长期合同为主要运行机制的长协量价体系，并且长协合同执行到位率不断提升，真正体现了长协机制应有的作用。政府没有对炼焦煤行业建立强制性的长协机制，但炼焦煤行业从 2016 年开始还是在政府推动以及行业龙头企业主导下逐步建立起行业的产业集群和长协机制。

图表 25：中国煤炭长协机制演变



资料来源：国家发改委，华泰研究

2016 年开启的中国供给侧结构性改革也推动了中国炼焦煤行业逐步建立相对稳定的长协机制，并在后续的发展中通过焦煤集群品牌联盟和中价新华焦煤价格指数的建立，逐步完善和深化中国炼焦煤行业长协机制的内容和执行力。虽然中国炼焦煤行业长协机制相比政府主导的动力煤长协机制政府化色彩淡一些和执行力弱一些，但中国炼焦煤行业长协机制的建立和完善毫无疑问对过去几年以及后续炼焦煤行业更平稳的发展贡献颇多。

2016 年 11 月，在国家发改委、中国煤炭工业协会以及中国钢铁工业协会的指导下，山西焦煤和中国宝武，首钢集团、河钢集团、鞍钢集团、马钢集团以及华菱钢铁 6 家钢铁集团率先签订中国焦煤长协合同。与以往长协相比，这次长协的签订合同数量和质量、价格约定、履约诚信度等方面都有创新和突破，是首个得到各方面关注、广泛参与、严格监管执行的长协。如此高规格和严格的合同条款约束在中国煤焦钢的合作历史上尚属首次，开创了中煤焦钢产业链以长协模式主导供需合作的先河。山西焦煤长协的良好运行推动了合作对象范围持续扩大，并且长协签定量占年度产量占比逐步提升，合同兑现率也能达到 90% 以上。

2018 年 9 月，中国焦煤品牌集群成立，来自中国炼焦煤主产地山西、安徽、山东、河南、辽宁、黑龙江、河北的 8 家全国炼焦煤龙头企业（山西焦煤、山东能源、龙煤集团、冀中能源、开滦集团、平煤神马、沈阳煤业、淮北矿业）组建了中煤焦钢品牌集群。2021 年焦煤品牌集群相关企业的炼焦煤产量占到全国的约 40%，毫无疑问对市场的供给具有非常大的影响力。

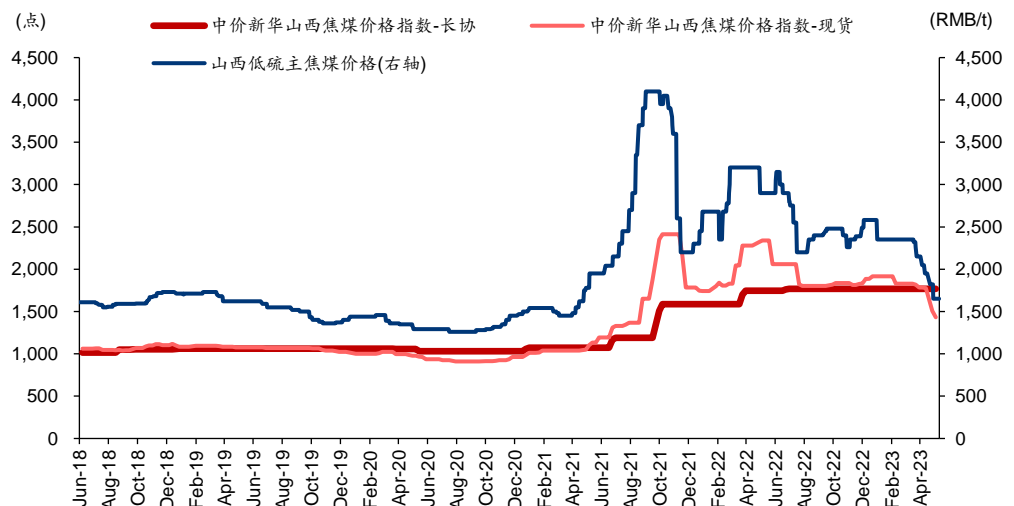
图表26：中国焦煤品牌集群



资料来源：公司官网，华泰研究

2018年6月，中价新华焦煤价格指数正式发布，目前拥有长协价格、现货价格、竞价价格、综合价格和山西区域价格五个价格指数。中价新华焦煤价格指数和市场上其他的煤炭价格指数最大的不同是所有数据全部以实物交易形式出现，每一个实物交易数据的背后都有着真实的交易行为。中价新华焦煤长协指数作为炼焦煤长协机制的重要组成部分发挥着稳定器和压舱石的作用，2018年以来长协指数的波动性明显小于现货指数，显示出焦煤集群品牌企业规范履行炼焦煤中长期合同，既稳量稳价，又兼顾上下游利益。2018年6月以来焦煤长协价格和现货价格的运行充分体现了长协机制的稳定性。2019年11月至2021年5月，长协价格高于现货价格；但2021年6月至2023年4月长协价格显著低于现货价格，体现了长协价格的相对稳定性和一定程度的让利性。我们认为焦煤品牌集群以及焦煤长协机制的建立将有利于促进作为全国炼焦煤龙头的山西焦煤的盈利稳定性。

图表27：焦煤价格指数

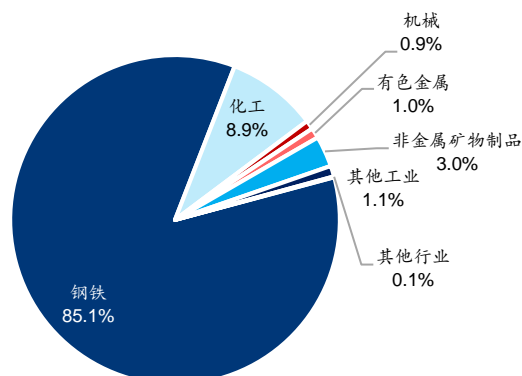


资料来源：Wind，华泰研究

供给增量下 2023 年炼焦煤价格或中枢下移

我们认为中国炼焦煤价格 2023 年将和动力煤价格一样在供需宽松化的驱动下价格中枢下移，我们预计山西低硫主焦煤均价将从 2022 年的 2,681 元/吨下移至 1,800 元/吨。山西低硫主焦煤的价格已经从年初的 2,580 元/吨下跌至 5 月中的 1,650 元/吨，主要因为炼焦煤进口量的大幅增长以及焦煤下游钢铁需求的疲软，我们预计炼焦煤现货价格或进一步小幅下降，虽然价格驱动的供给调整或者下游需求的季节性复苏而产生的阶段性反弹或发生。炼焦煤基本全部用来生产焦炭，而 2020 年焦炭的下游消费行业钢铁占 85.1%，化工占 8.9%，机械占 0.9%，非金属矿物制品占 3.0%，有色占 1.0%，其他工业或者行业占 1.2%。所以炼焦煤最重要的消费行业是钢铁行业。

图表28：2020 年分行业焦炭消费结构



资料来源：国家统计局，华泰研究

我们预计 2023 年中国钢铁行业将弱复苏，中国钢铁表观消费量将增长 1.4%，但出口总量在海外需求下行影响下或将有所下降，全年粗钢总量将小幅增长 0.7%，或 690 万吨。从下游细分板块来看，2023 年粗钢表观需求增长的主要驱动力将来自基建、造船以及能源用钢（预计同比增长 5%/10%/8%）：1）在稳增长的发展目标下，尤其在房地产行业仍处于信心修复阶段，基建领域的拉动作用将更加突出，各地政府加速推进“十四五”重大工程开工建设，基建用钢需求将保持一定韧性；2）2022 年国内承接新船订单表现强劲，生产任务饱满对未来 3 年内船舶用钢需求形成了较强支撑；3）在国家对保障能源安全的重视之下，预计油气管道等能源用钢领域将保持稳健增长。

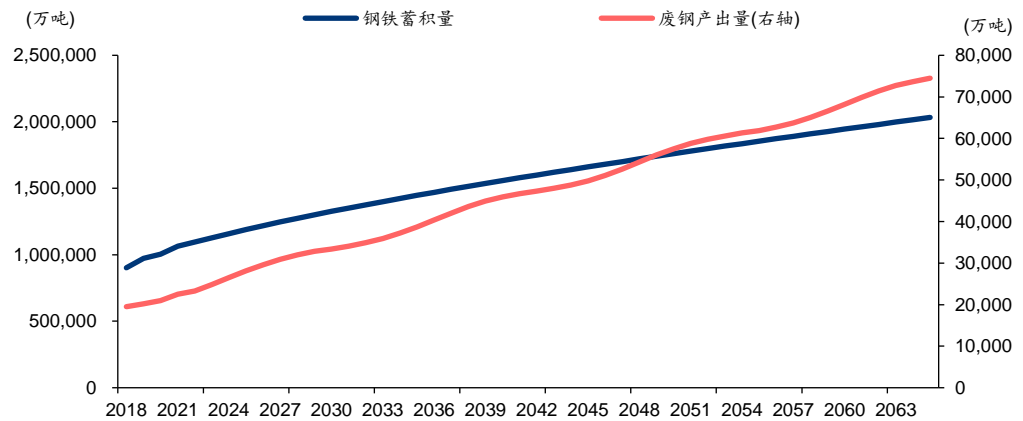
而地产行业将是潜在的变量，2023 年 1-3 月份地产销售复苏势头良好，但 4 月中以来地产销售相关的高频数据显示地产销售似乎丧失了上行动能，地产销售的领先指标包括看房量以及去化率等都显示地产销售的再度疲软。如果地产销售不能尽快复苏提升的话，考虑到地产销售到地产投资约 2-3 个季度的传导时滞，2023 年下半年的地产投资或维持疲弱。2023 年下半年，地产销售复苏力度以及潜在的新一轮宏观刺激政策将是钢铁需求从而炼焦煤需求最重要的关注变量。另一方面，粗钢的产量增加或更多是由于废钢使用量的增加，而不是生铁的产量增加。根据“煤-焦-钢产业一体化协调发展”课题组建立的钢铁蓄积量趋势模型判断，十四五期间中国废钢产出量年平均净增约为 1,300-1,700 万吨左右，考虑到如果钢铁行业利润恶化首先挤压电弧炉产量从而减少废钢使用量，预计 2023 年最终中国生铁的产量将和 2022 年大体持平，也就意味着 2023 年中国炼焦煤的需求和 2022 年相比维持稳定。

图表29：中国钢铁供需模型

百万吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
粗钢产量	832	928	996	1,065	1,033	1,013	1,020	1,027	1,020
同比	2.9%	11.6%	7.3%	6.9%	-3.0%	-1.9%	0.7%	0.6%	-0.6%
净出口	62	55	49	15	39	51	44	44	44
需求量	770	873	947	1,050	994	962	976	983	976
同比	8.0%	13.4%	8.5%	10.8%	-5.3%	-3.2%	1.4%	0.7%	-0.7%
分下游									
房地产	292	327	358	404	382	347	347	347	337
同比	9%	12%	10%	13%	-6%	-9%	-	-	-3%
基建	99	120	149	163	154	162	170	173	173
同比	5%	20%	24%	9%	-5%	5%	5%	2%	-
机械	146	170	176	199	185	176	179	179	179
同比	5%	17%	3%	13%	-7%	-5%	2%	-	-
汽车	69	72	68	76	72	75	75	77	80
同比	7%	5%	-6%	11%	-5%	5%	-	3%	3%
轻工家电	52	58	59	64	62	62	60	59	59
同比	11%	12%	2%	9%	-3%	-	-2%	-2%	-
船舶	15	15	15	16	15	16	18	19	20
同比	27%	-4%	2%	3%	-5%	10%	10%	8%	3%
能源	25	27	27	27	27	28	30	31	32
同比	2%	7%	2%	-0%	-2%	5%	8%	3%	3%
其他工业	15	17	17	18	17	17	17	17	17
同比	14%	19%	-2%	5%	-5%	-	-	-	-
其他	57	67	78	84	81	79	79	78	78
同比	14%	18%	16%	8%	-3%	-	-	-	-

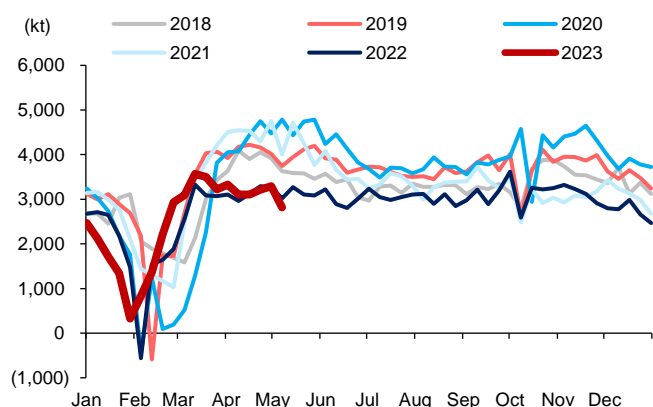
资料来源：中国钢铁工业年鉴，华泰研究预测

图表30：钢铁蓄积量和废钢产出量预测



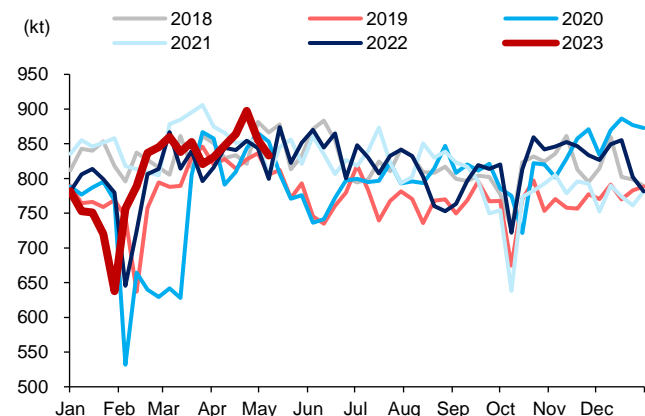
资料来源：《煤-焦-钢一体化协同发展》（科学出版社，2019），华泰研究

图表31: 螺纹钢表观需求量



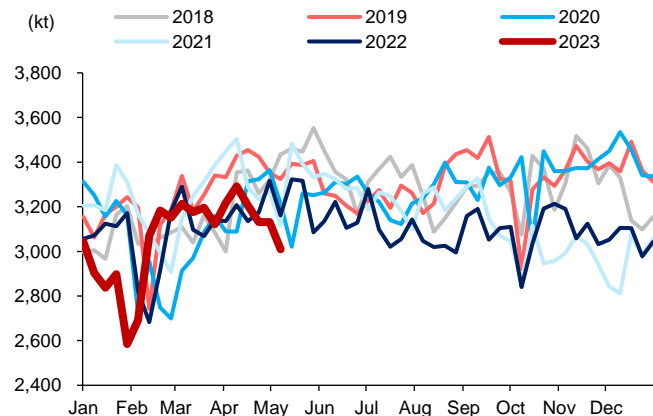
资料来源: MySteel, 华泰研究

图表32: 冷轧表观需求量



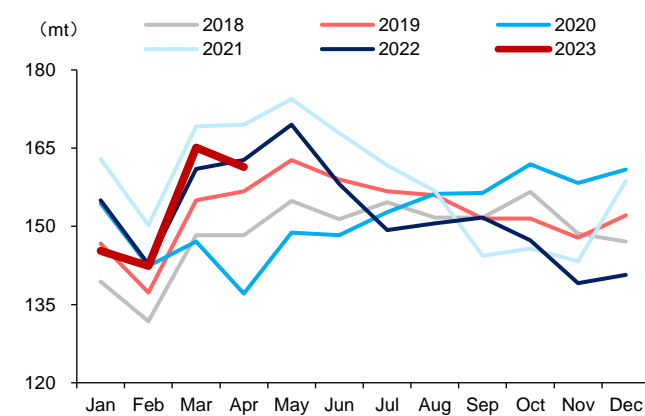
资料来源: MySteel, 华泰研究

图表33: 热轧表观需求量



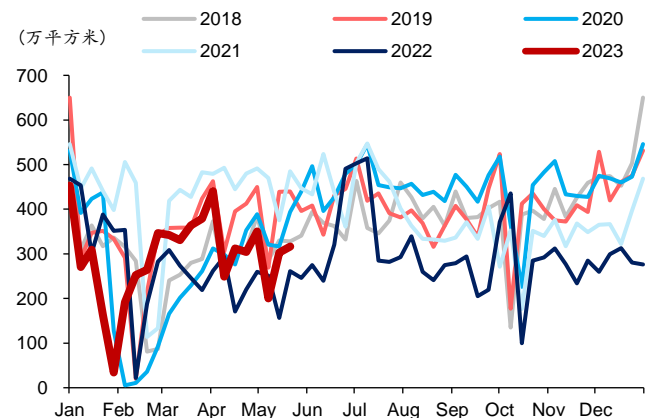
资料来源: MySteel, 华泰研究

图表34: 全球月度粗钢产量



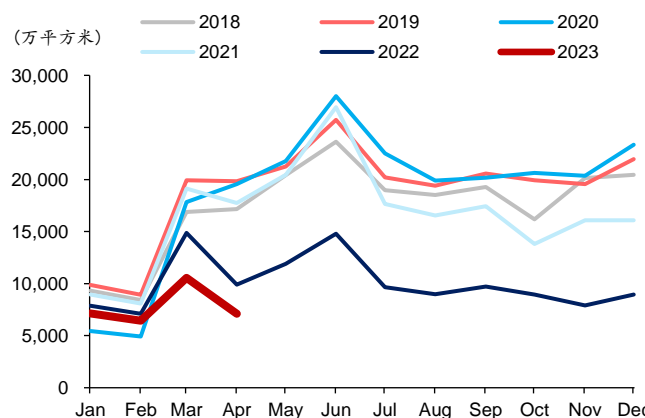
资料来源: 世界钢铁协会, 华泰研究

图表35: 30个大中城市商品房成交面积



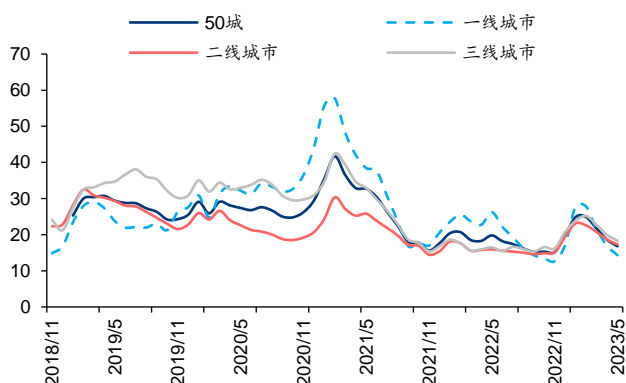
资料来源: Wind, 华泰研究

图表36: 房地产新开工面积



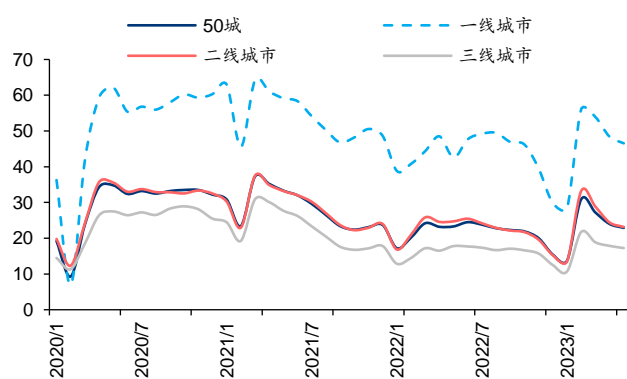
资料来源: Wind, 华泰研究

图表37: 二手房市场景气指数



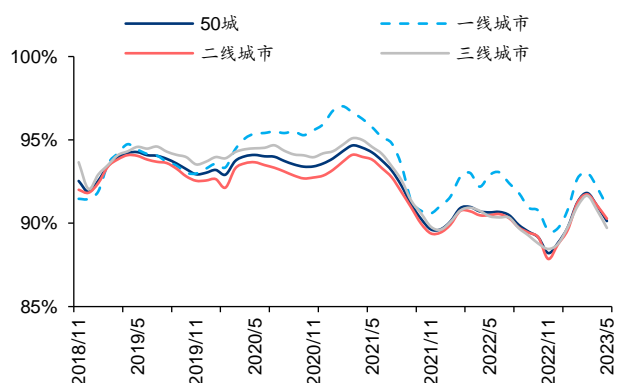
资料来源: 贝壳研究院, 华泰研究

图表38: 二手房带看指数



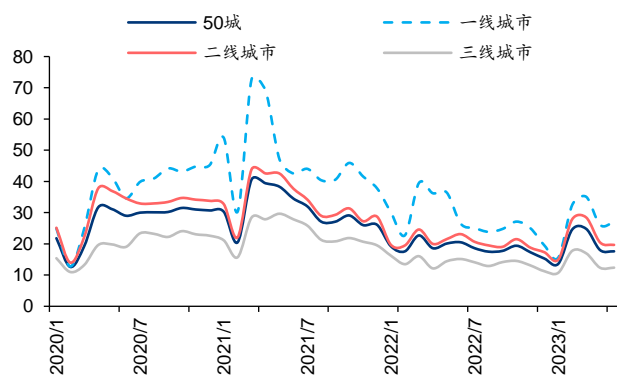
资料来源: 贝壳研究院, 华泰研究

图表39: 二手房折价率指数



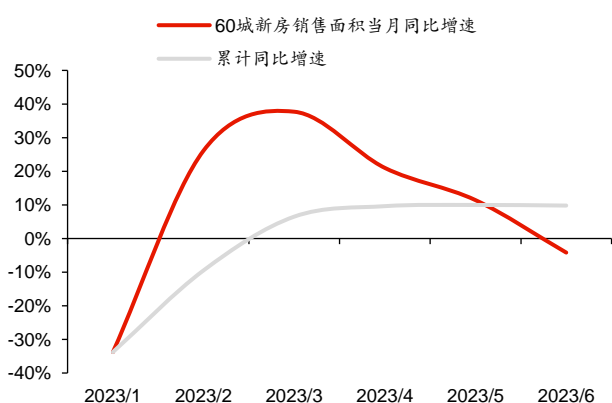
资料来源: 贝壳研究院, 华泰研究

图表40: 新房案场指数



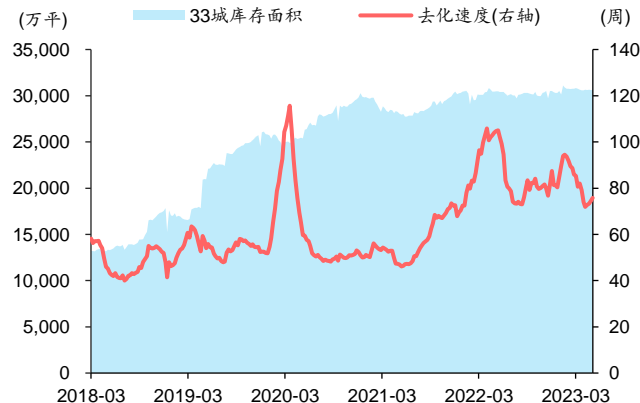
资料来源: 贝壳研究院, 华泰研究

图表41: 60城新房成交同比增速



资料来源: 中指院, 华泰研究

图表42: 33城库存面积及去化速度



资料来源: 中指院, 华泰研究

而炼焦煤的供给端将是 2023 年炼焦煤价格中枢下移的主要驱动力, 主要来自于: 1) 受疫情影响的运输恢复后, 蒙古焦煤进口量的自然恢复和大幅增长 2) 俄罗斯煤炭由于出口禁令而产生的贸易东移, 从而引致中国进口量的增加 3) 澳煤进口放开后澳洲高品质炼焦煤进口数量增加, 作为主焦煤对国内配焦煤的撬动作用 4) 国内以及全球动力煤供需宽松化之后, 原先流入动力煤的配焦煤重新形成炼焦煤的有效供应。我们预计这几个方面可以形成的 2023 年有效供应增加量预计在 3,500-4,000 万吨左右, 当然实际供应增加量要看焦煤价格的下移幅度以及价格下行后这些供应对价格的相应反应。

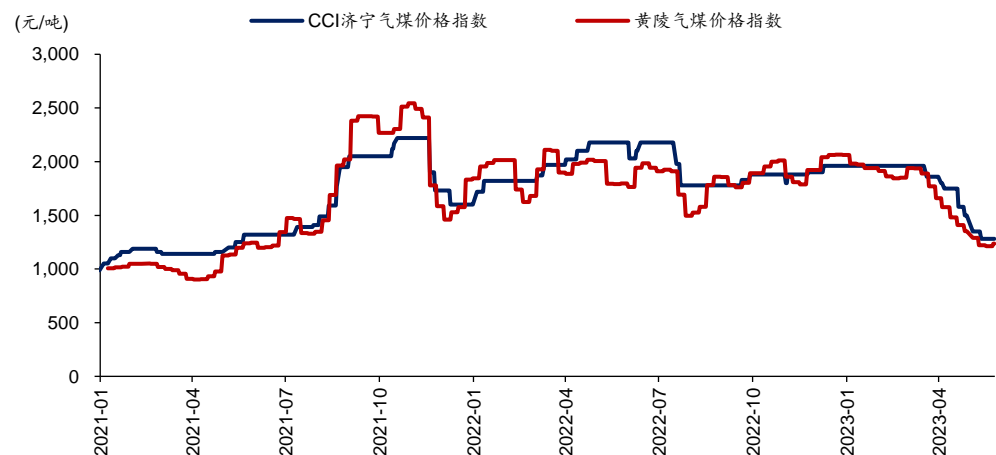
蒙古拥有丰富的煤炭资源而且由于地理位置，中国是蒙古最重要的煤炭出口国。2020-2022年由于疫情对运输的影响，蒙古对中国的煤炭出口相比 2019 年出现了大幅的下降。2023 年疫情缓解后，蒙古对中国的出口大幅增长。2023 年 1-4 月份蒙古对中国煤炭出口量同比增长 423%，其中炼焦煤出口量同比增长 350%，考虑到蒙古进一步扩张煤炭产能以及蒙古国通过煤炭出口提振国内经济的需要，预计未来几年蒙古对中国的炼焦煤出口仍将持续增长，我们预计 2023 年蒙古炼焦煤进口量将增加约 1,600 万吨。蒙古炼焦煤虽然黏结性和热强度没有中国的主焦煤优质，但低灰低硫的特质可以作为国内炼焦配煤的较佳选择。

俄罗斯煤炭因为俄乌冲突之后欧盟对俄罗斯煤炭的抵制，俄罗斯更多的将煤炭贸易东移，加大了中、印度和韩国的出口量。2023 年 1-4 月份中国进口俄罗斯煤炭和炼焦煤分别同比增长了 139%和 90%，我们预计 2023 年中国月度进口俄罗斯炼焦煤仍将维持在较高水平，综合考虑季节性等因素，我们预计全年中国进口俄罗斯炼焦煤增量将达到约 400 万吨。俄罗斯炼焦煤同蒙煤一样，低灰低硫是其优势，可以作为较好的炼焦配煤。

澳大利亚是中国 2020 年之前最大的炼焦煤进口国，由于澳大利亚炼焦煤产品的低灰、低硫、高黏结性的特征。但 2020 年之后中国大幅减少了澳洲的煤炭和炼焦煤的进口。2023 年 2 月起，中国重新恢复了澳大利亚炼焦煤的进口，进口量逐渐恢复，我们预计 2023 年澳大利亚进口量仍将继续增加，全年中国进口澳大利亚炼焦煤将增加 680 万吨左右。更为重要的是，由于澳大利亚炼焦煤是可以作为炼焦的骨架主焦煤，增加澳大利亚炼焦煤进口量还可以撬动国内配焦煤的使用量，补充国内比较紧缺的主焦煤的供应量。

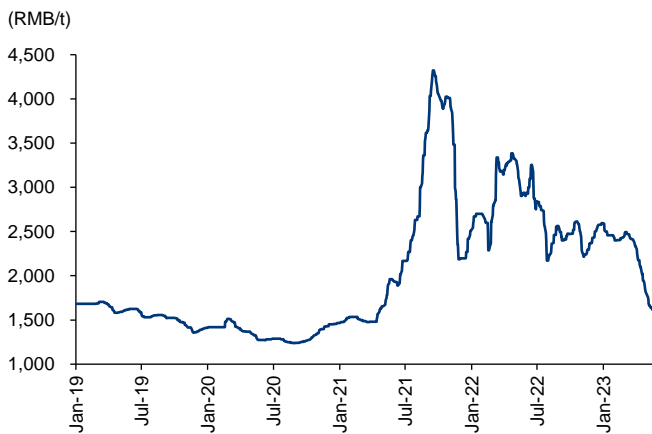
2H21-2022，动力煤供应逐步收紧，尤其是 3Q22 之前，印尼出口禁令、俄乌冲突、极端高温干旱天气等大幅增加了动力煤的消耗量。为了保证电力的稳定供应，一部分配焦煤例如气煤等被用作动力煤使用确保电力的供应安全。配焦煤例如气煤既可以用作炼焦配煤也可以用作动力煤使用，是否洗选以及炼焦配煤和动力煤的价格比是决定其流向的主要因素。而 2023 年以来，随着动力煤需求的疲弱以及国家增产保供政策的落实，中国以及全球的动力煤都出现了供需宽松化，动力煤价格也有了较大幅度的下跌。2022 年流向动力煤的一部分配焦煤重新成为了配焦用煤的有效供给。虽然我们无法精确估算这一部分的供给量，但从山东气煤和黄陵气煤的价格变化可以看出一些端倪。2023 年这一部分的炼焦煤供给也是供给增量。

图表43：山东济宁气煤和陕西黄陵气煤价格指数

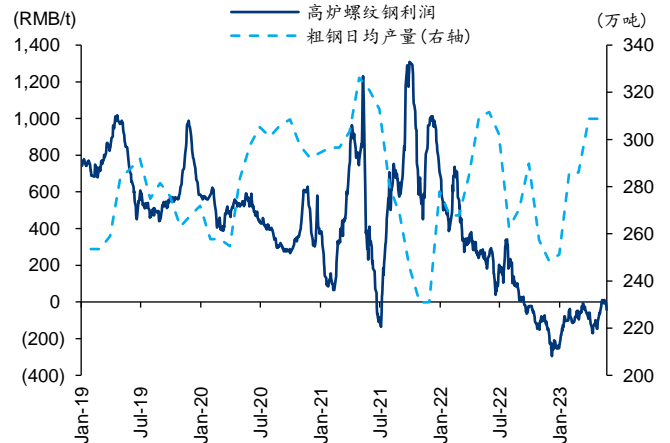


资料来源：Wind，华泰研究

在需求不增长而供给增长较为明确的情形下，我们预计中国炼焦煤价格将中枢下移，我们预计山西低硫主焦煤均价将从 2022 年的 2,681 元/吨下移至 1,800 元/吨。回顾 2022 年 6-7 月以及 2023 年 3 月中以来两轮炼焦煤价格的大幅调整，需求端的原因都是钢铁行业利润大幅下滑不得已进行产量压减从而压制了炼焦煤的需求，而 2023 年 3 月中以来这一轮的调整还包含了供给增加带来的供需失衡。由于国内炼焦煤资源新增产能较少，且存量炼焦煤煤矿开采条件难度加大，2023 年海外进口增加国内炼焦煤供给总量后，国内炼焦煤有效供给预计将保持平稳，未来生铁产量引致的炼焦煤需求量变化将成为供需关系的主导因素。当然从长远来看，中国以及全球皆面临着优质炼焦煤资源逐步减少以及后备资源储备不足、存量炼焦煤矿开采深度和难度增加且增产潜力较小的供给约束。1992-2016 年，我国煤炭保有查明资源量增加了约 6,000 亿吨，而炼焦煤类保有查明资源量仅增加了约 300 亿吨，炼焦煤资源勘探没有重大发现。从开采条件来看，山西主要炼焦煤矿区总体上开采条件比较好，煤层埋藏相对较浅，层位稳定且以中厚煤层为主，地质构造相对简单。但作为全国最大的炼焦煤生产基地，像古交、离柳、乡宁等优质炼焦煤矿区已基本开发完毕，全省难有大规模完整的炼焦煤煤田。而河北、山东、安徽、黑龙江以及贵州等地区的炼焦煤矿区的开采条件比较复杂，而且许多矿区进入深部开采，地质灾害加大。并且这些区域的炼焦煤资源由于开发历史比较长，大部分资源已经被开发，未利用的资源比较少且基本没有增产潜力⁶。中国的钢铁需求总量以及结构（电炉炼钢占比）将是未来决定炼焦煤价格的核心变量。

图表 44：山西低硫主焦煤价格


资料来源：Wind, 华泰研究

图表 45：钢材利润及粗钢产量


资料来源：MySteel, 华泰研究

⁶ 《煤-焦-钢一体化协同发展》科学出版社，2019

首次覆盖评级“增持”，目标价 11.8 元

我们首次覆盖山西焦煤 (000983 CH)，给予“增持”评级和 11.8 元/股的目标价，基于 7.2x 2024E PE，和 2019 年来平均 PE 一致，2023-25E EPS 为 1.80/1.65/1.62 元。山西焦煤股份及集团拥有中国数量最多以及质量最好的炼焦煤资源，其中的强粘焦煤和肥煤具有低灰、低硫、低磷、粘结性强、结焦性好等特性，被誉为煤炭行业的“世界瑰宝”，并且是中国限制和保护性开采的煤炭资源类型。公司资产负债表大幅改善、山西省对于省属国企资产证券化率提升要求、煤炭行业上市公司收购集团优质资产的趋势以及公司承诺将进一步进行集团资产收购决定了未来山西焦煤收购整合集团资产进行扩张的路径较为清晰。同时，全国焦煤集群品牌联盟以及焦煤长协机制的建立和运行将会促进山西焦煤未来盈利的稳定性。

产量方面，不考虑潜在的集团优质炼焦煤资产注入且由于国家对于煤矿产量要符合核定产能的要求，我们预计公司煤炭产量未来几年维持在 4,350 万吨左右，产量将不是公司的主要的利润驱动变量。由于 2023 年全国炼焦煤有效供给的增加和需求的基本稳定，我们预计山西主焦煤平均价格将从 2022 年的 2,681 元/吨下移至 2023 年的 1,800 元/吨以及 2024 年和 2025 年的 1,500 元/吨。但据公司与投资者交流，公司 80% 以上的销售是按照中价新华炼焦煤长协价格指数来执行，虽然目前中价新华炼焦煤现货指数已经小幅低于中价新华炼焦煤长协价格，但考虑到 2021 年 6 月以来长协价格长时间且较大幅度低于现货价格，我们认为长协价格还将基本维持稳定，且焦煤集群企业或进行适度减产来支撑现货价格。同时，潜在的经济刺激政策也将对炼焦煤需求产生支撑避免炼焦煤价格进一步大幅的下跌。我们预计中价新华炼焦煤长协价格指数将从 2022 年的 1,717 元/吨小幅下滑至 2023 年的 1,700 元/吨以及 2024 年和 2025 年的 1,600 元/吨。我们认为去年 10 月以来大幅调整的股价已经基本反应了炼焦煤现货价格大幅中枢下移对公司的盈利和估值的影响。我们预计公司的电力、焦化以及建材和其他板块在 2023-25 年仍将维持亏损或较低的利润水平，公司超过 95% 的利润仍将来自于煤炭板块。

图表46：主要假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤炭价格					
秦皇岛 5,500 卡动力煤均价 (元/吨)	1,025	1,250	950	850	750
山西低硫主焦煤 (元/吨)	2,365	2,681	1,800	1,500	1,500
中价新华长协价格指数	1,227	1,717	1,700	1,600	1,600
销量					
商品煤销量 (万吨)	3,622	3,217	3,191	3,191	3,191
电力 (亿度)	193	200	210	210	210
焦炭 (万吨)	412	419	370	370	370
财务数据 (百万元)					
营业收入	54,170	65,183	56,997	53,233	52,648
营业成本	35,347	37,677	31,665	30,214	30,214
毛利润	18,823	27,507	25,332	23,019	22,434
归母净利润	5,102	10,722	10,237	9,383	9,198

注：我们预计各煤炭价格基准都将在 2023-25 年逐渐下移，导致公司营收及利润下移；降本增效或将带来营业成本降低；公司运营平稳，我们预计费用率结构或与 2022 年基本一致

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表47: 主要经营及财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤炭板块								
销量 (万吨)	2,561	2,517	2,838	3,622	3,217	3,191	3,191	3,191
营业收入 (百万元)	17,279	16,862	17,730	34,435	41,500	37,927	35,426	34,841
营业成本 (百万元)	7,670	7,027	9,853	14,477	13,677	12,889	12,889	12,889
毛利润 (百万元)	9,608	9,835	7,878	19,958	27,823	25,038	22,537	21,952
电力板块								
售电量 (亿度)	143	182	190	193	200	210	210	210
营业收入 (百万元)	4,423	5,669	5,781	5,926	7,212	7,800	7,800	7,800
营业成本 (百万元)	4,564	5,637	5,487	7,702	7,352	7,488	7,338	7,338
毛利润 (百万元)	(141)	32	295	(1,777)	(140)	312	462	462
焦炭板块								
销量 (万吨)	448	432	440	412	419	370	370	370
营业收入 (百万元)	7,871	7,879	7,374	10,461	12,777	7,575	6,313	6,313
营业成本 (百万元)	7,415	7,458	6,942	9,912	13,167	7,806	6,505	6,505
毛利润 (百万元)	456	421	432	549	(390)	(231)	(193)	(193)
财务数据 (百万元)								
营业收入	32,271	32,955	33,757	54,170	65,183	56,997	53,233	52,648
营业成本	22,015	22,450	24,898	35,347	37,677	31,665	30,214	30,214
毛利润	10,256	10,505	8,859	18,823	27,507	25,332	23,019	22,434
销售费用	2,441	2,305	437	443	415	363	339	335
管理费用	2,104	2,260	2,506	3,115	3,543	3,098	2,894	2,862
研发费用	256	296	383	858	1,223	1,069	999	988
财务费用	896	839	887	1,493	1,156	762	368	168
税前利润	3,230	3,035	3,110	10,256	18,004	17,075	15,651	15,342
所得税	1,081	1,015	908	3,151	4,770	4,440	4,069	3,989
少数股东损益	347	310	246	2,003	2,512	2,398	2,198	2,155
归母净利润	1,802	1,710	1,956	5,102	10,722	10,237	9,383	9,198

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表48: 可比公司估值

公司名称	股票代码	总市值 USD mn	PE (x)		PB(x)		EV/EBITDA(x)	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
H 股								
中国神华 - H*	1088 HK	79,320	7.3	7.8	1.2	1.1	4.6	4.9
中煤能源 - H*	1898 HK	14,403	4.4	5.1	0.6	0.5	2.9	3.3
兖矿能源 - H*	1171 HK	17,203	3.8	4.5	0.8	0.7	3.5	4.0
首钢资源*	639 HK	1,386	4.7	4.7	0.6	0.6	2.0	2.0
加权平均			6.4	6.9	1.0	1.0	4.2	4.5
A 股								
中国神华 - A*	601088 CH	79,320	9.1	9.7	1.4	1.4	4.6	4.9
中煤能源 - A*	601898 CH	14,403	6.3	7.4	0.8	0.7	2.9	3.3
兖矿能源 - A*	600188 CH	17,203	4.7	4.7	1.4	1.2	3.6	3.6
陕西煤业*	601225 CH	24,129	7.2	7.5	1.6	1.5	2.5	2.4
晋控煤业*	601001 CH	2,154	4.5	5.0	0.9	0.8	1.5	1.6
山西焦煤*	000983 CH	8,202	5.7	6.2	1.5	1.4	3.3	3.3
华阳股份	600348 CH	4,272	4.1	3.9	1.0	0.8	2.8	2.7
加权平均			7.6	8.1	1.4	1.3	3.8	3.9
全球								
印度煤炭公司	Coal IN	17,030	4.8	5.9	2.5	2.1	2.6	3.3
康索尔能源	CEIX US	2,136	2.9	3.1	0.0	0.0	2.0	2.2
泰克资源	TECK US	22,108	8.3	8.7	1.1	1.0	4.6	4.5
泰国万浦	BANPU TB	2,139	4.8	7.1	0.6	0.6	4.1	5.1
加权平均			7.6	8.1	0.9	0.9	4.4	4.4

注: 数据截至 2023/6/9, 带*公司为华泰预测, 其余公司为 Bloomberg 一致预测

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

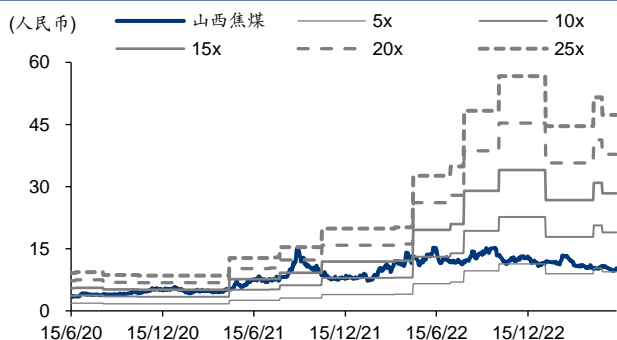
图表49：可比公司市场表现

公司名称	代码	市值 USD mn	价格收益 (%)				1Y 相对指数 (%)	
			1W	1M	3M	1Y	YTD	vs. HSCEI
恒生指数			1.9	(1.1)	2.2	(13.4)	(1.7)	-
中国神华 - H	1088 HK	79,320	3.2	(5.3)	10.1	14.3	18.8	27.7
中煤能源 - H	1898 HK	14,403	7.0	(3.9)	8.1	(6.9)	6.1	6.5
兖矿能源 - H	1171 HK	17,203	4.1	(24.1)	(5.2)	(14.6)	(9.2)	(1.2)
首钢资源	639 HK	1,386	0.7	(8.6)	(3.5)	(18.0)	0.4	(4.6)
上证指数			(0.0)	(1.3)	0.0	(1.6)	4.6	
中国神华 - A	601088 CH	79,320	4.2	(7.0)	3.2	(8.0)	6.6	(6.4)
中煤能源 - A	601898 CH	14,403	3.6	(9.8)	(2.0)	(19.1)	(0.8)	(17.5)
兖矿能源 - A	600188 CH	17,203	2.2	(19.6)	(14.6)	(30.0)	(16.0)	(28.4)
陕西煤业	601225 CH	24,129	4.5	(15.0)	(10.2)	(9.2)	(4.5)	(7.6)
晋控煤业	601001 CH	2,154	(2.0)	(11.2)	(25.9)	(41.5)	(23.2)	(39.9)
山西焦煤	000983 CH	8,202	5.6	(3.1)	(15.9)	(32.1)	(11.5)	(30.5)
华阳股份	600348 CH	4,272	0.6	(10.2)	(15.1)	(2.2)	(11.1)	(0.6)
S&P 500			0.4	4.4	9.7	7.0	12.0	
印度煤炭公司	COAL IN	17,030	(0.9)	(1.3)	3.1	27.2	7.4	20.2
康索尔能源	CEIX US	2,136	10.4	3.6	13.4	33.4	4.0	26.4
泰克资源	TECK US	22,108	(1.4)	(4.2)	16.4	5.6	17.6	(1.4)
泰国万浦	BANPU TB	2,139	6.5	2.2	(10.0)	(21.2)	(29.2)	(28.2)

注：数据截至 2023/6/9

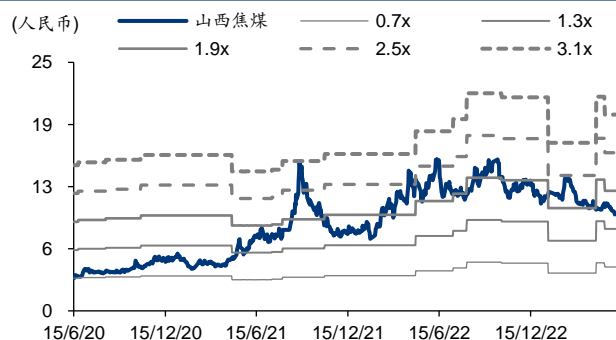
资料来源：Bloomberg, 华泰研究

图表50：山西焦煤 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表51：山西焦煤 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

炼焦煤进口超预期：进口炼焦煤是国内炼焦煤市场的重要补充，如果进口量超预期，会导致供给端过剩，影响炼焦煤价格走势。

钢铁需求弱于预期：钢铁行业是炼焦煤行业主要下游产业之一，钢铁行业的需求对炼焦煤需求端有直接影响，若钢铁行业需求弱于预期，会带动炼焦煤需求端走弱。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,544	26,847	25,392	29,043	35,839
现金	6,884	17,591	16,845	20,413	27,353
应收账款	1,519	3,684	1,260	3,358	1,209
其他应收账款	213.28	253.61	253.61	253.61	253.61
预付账款	183.24	271.22	271.22	271.22	271.22
存货	3,660	2,192	2,933	1,957	2,933
其他流动资产	3,085	2,855	3,829	2,790	3,819
非流动资产	54,954	68,891	70,186	70,323	70,325
长期投资	3,575	3,687	3,687	3,687	3,687
固定投资	34,063	37,736	38,181	37,464	36,613
无形资产	12,200	21,664	22,627	23,590	24,553
其他非流动资产	5,116	5,803	5,691	5,582	5,473
资产总计	70,498	95,738	95,577	99,366	106,164
流动负债	28,067	29,306	24,742	24,045	23,242
短期借款	1,875	1,726	1,226	726.47	726.47
应付账款	13,584	13,295	10,617	12,200	10,617
其他流动负债	12,608	14,285	12,899	11,118	11,899
非流动负债	16,441	23,344	20,344	17,344	17,344
长期借款	8,138	6,791	3,791	791.26	791.26
其他非流动负债	8,303	16,553	16,553	16,553	16,553
负债合计	44,508	52,651	45,087	41,389	40,587
少数股东权益	3,429	10,047	12,446	14,644	16,799
股本	4,097	4,097	5,677	5,677	5,677
资本公积	344.77	3,754	3,754	3,754	3,754
留存公积	0.00	122,947	27,468	32,757	38,202
归属母公司股东权益	22,561	33,040	38,045	43,333	48,778
负债和股东权益	70,498	95,738	95,577	99,366	106,164

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	11,008	16,915	36,392	55,989	45,476
净利润	4,652	13,234	12,636	11,582	11,353
折旧摊销	624.97	12,952	4,596	4,754	4,889
财务费用	939.41	1,156	761.88	368.29	168.37
投资损失	(360.76)	(346.96)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	2,301	(1,670)	(1,355)	718.59	(657.79)
其他经营现金	2,851	(8,409)	20,053	38,867	30,024
投资活动现金	(4,732)	(1,765)	58,638	(29,247)	(29,794)
资本支出	(1,337)	(1,812)	(206.41)	(4,566)	(4,406)
长期投资	(0.02)	0.00	(0.00)	0.00	0.00
其他投资现金	(3,395)	47.63	58,844	(24,681)	(25,388)
筹资活动现金	(4,711)	(8,987)	(16,715)	(8,962)	(3,921)
短期借款	(3,030)	(148.18)	(500.00)	(500.00)	0.00
长期借款	578.54	(1,347)	(3,000)	(3,000)	0.00
普通股增加	0.00	0.00	1,581	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	3,409	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,260)	(10,901)	(14,796)	(5,462)	(3,921)
现金净增加额	1,565	6,164	78,315	17,780	11,761

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	45,285	65,183	56,997	53,233	52,648
营业成本	31,813	37,677	31,665	30,214	30,214
营业税金及附加	2,294	3,385	2,960	2,765	2,734
营业费用	284.22	415.15	363.01	339.04	335.31
管理费用	2,595	3,543	3,098	2,894	2,862
财务费用	939.41	1,156	761.88	368.29	168.37
资产减值损失	(201.05)	(270.16)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
公允价值变动收益	0.11	(0.01)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	360.76	346.96	300.00	300.00	300.00
营业利润	7,205	18,008	17,079	15,655	15,346
营业外收入	75.55	137.60	137.60	137.60	137.60
营业外支出	251.78	141.88	141.88	141.88	141.88
利润总额	7,029	18,004	17,075	15,651	15,342
所得税	2,376	4,770	4,440	4,069	3,989
净利润	4,652	13,234	12,636	11,582	11,353
少数股东损益	486.55	2,512	2,398	2,198	2,155
归属母公司净利润	4,166	10,722	10,237	9,383	9,198
EBITDA	8,533	32,093	22,433	20,773	20,399
EPS (人民币, 基本)	1.02	2.09	1.80	1.65	1.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	34.15	43.94	(12.56)	(6.60)	(1.10)
营业利润	130.31	149.95	(5.16)	(8.34)	(1.97)
归属母公司净利润	112.94	157.38	(4.52)	(8.34)	(1.97)
获利能力 (%)					
毛利率	29.75	42.20	44.44	43.24	42.61
净利率	10.27	20.30	22.17	21.76	21.56
ROE	20.18	38.57	28.80	23.06	19.97
ROIC	17.73	81.09	36.47	35.19	35.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.13	54.99	47.17	41.65	38.23
净负债比率 (%)	47.82	30.70	7.22	(7.63)	(17.33)
流动比率	0.55	0.92	1.03	1.21	1.54
速动比率	0.42	(0.70)	0.87	1.09	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.78	0.60	0.55	0.51
应收账款周转率	26.52	25.06	23.06	23.06	23.06
应付账款周转率	2.61	2.80	2.65	2.65	2.65
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.89	1.80	1.65	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	2.98	6.41	9.86	8.01
每股净资产(最新摊薄)	3.97	5.82	6.70	7.63	8.59
估值比率					
PE (倍)	14.05	5.46	5.72	6.24	6.36
PB (倍)	2.59	1.77	1.54	1.35	1.20
EV EBITDA (倍)	8.72	2.55	3.33	3.31	3.14

免责声明

分析师声明

本人, 王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 兖矿能源（1171 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 兖矿能源（1171 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司