

业绩高增，产能翻倍叠加多渠道布局成长可期

2023年03月21日

► **优质资产“窑街煤电”成功注入，煤电“量价齐升”助推业绩增长。**2023年1月31日，公司发布业绩预告，预计2022年度实现归属于母公司所有者的净利润为31.4亿元，与上年同期相比，将增加约11.11亿元，同比增加54.78%。归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为30.7亿元，与上年同期相比，将增加约10.93亿元，同比增加55.26%。据公告，公司业绩预增的主要原因系：成功收购“窑街煤电”并将其纳入公司合并报表范围；公司煤炭板块销售均价同比上涨；电力板块平均销售电价上浮。

► **优质资产注入，煤炭产能翻倍、弹性增强。**公司煤炭产能将迎来“内生+外延”增长：**1) 内生增长：**公司现有煤炭核定产能1054万吨/年，在建90万吨/年景泰煤电白岩子煤矿预计2023年下半年建成投产，将为公司贡献焦煤增量，投产后公司将实现核定产能1144万吨/年；**2) 外延增长：**公司成功收购窑街煤电集团100%股权，增加1010万吨/年核定产能，其中在建200万吨/年红沙梁露天矿核增产能至300万吨/年正在审批，目前已进入联合试运转，年内将贡献可观增量。此外，收购窑街煤电为公司注入焦煤资源，考虑到焦煤定价更加市场化，并即将迎来传统需求旺季，公司业绩弹性将进一步增强。

► **煤炭综合售价有望提升，吨煤成本稳中略有上升。**煤炭供给增长陷入瓶颈叠加“疫情放开”背景下需求开启常态化复苏，供需错配下公司煤炭综合售价有望提升，同时公司动力煤和焦煤产品均不受外省调入煤影响，将进一步增厚公司利润。公司原煤单位制造成本2021年增幅较大，综合新建及收购矿井开采条件，公司2023年煤炭营业成本或将稳中略有上升。

► **电、化、光多渠道布局，成长空间广阔。****1) 传统火电：**公司拥有2×350MW超临界燃煤空冷热电联产机组，主要承担白银市银东工业园的主要能源供应和电力输出以及白银市城区供热，公司发电业务有望受益于甘肃省电价上浮实现扭亏。**2) 煤化工：**公司2020年发行可转债投资建设的清洁高效气化气综合利用项目预计2023年投产，助力完善公司煤化工下游产业链，同时煤化工业务将消纳部分长协动力煤，所生产的高附加值化工品有助于保障公司未来盈利。**3) 光伏：**公司28MW光伏自发自用工程项目预计于2023上半年建成投产，靖远矿区1GW农光互补智慧能源工程项目目前已上报国家发改委，等待批复。公司绿电、火电联营，未来成长可期。

► **投资建议：**公司为甘肃省动力煤龙头企业，煤炭资源储量丰富，资源禀赋优异。我们预计2022-2024年公司归母净利润为31.4/32.4/34.7亿元，对应EPS分别为0.68/0.70/0.75元/股，对应2023年3月20日收盘价的PE分别为5/5/4倍。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**1) 煤炭价格波动的风险。2) 项目进度不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,841 | 10,256 | 11,143 | 11,933 |
| 增长率(%) | 31.3 | 111.8 | 8.6 | 7.1 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 724 | 3,143 | 3,240 | 3,470 |
| 增长率(%) | 62.7 | 334.2 | 3.1 | 7.1 |
| 每股收益(元) | 0.16 | 0.68 | 0.70 | 0.75 |
| PE | 21 | 5 | 5 | 4 |
| PB | 1.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年3月20日收盘价)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

3.33元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

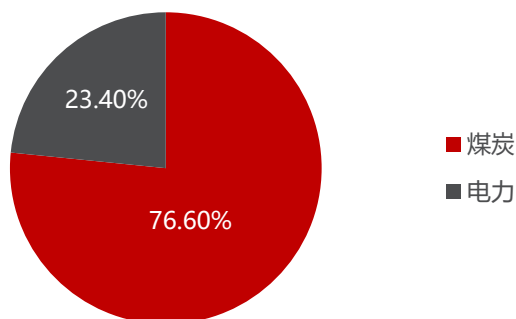
目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 1 2022 年业绩大涨，未来成长看点十足 | 3 |
| 2 煤炭业务：优质资产注入，产能翻倍、弹性增强 | 4 |
| 2.1 产能迎来内生+外延增长 | 4 |
| 2.2 煤炭综合售价有望提升 | 6 |
| 2.3 吨煤成本稳中略有上升 | 9 |
| 3 非煤业务：电、化、光多渠道布局，成长空间广阔 | 10 |
| 3.1 电价上浮，电力业务有望扭亏 | 10 |
| 3.2 发行可转债，积极布局煤化工 | 11 |
| 3.3 探索新能源，光伏驱动未来可期 | 13 |
| 4 资产负债率低，现金分红能力强 | 13 |
| 5 盈利预测与投资建议 | 14 |
| 5.1 盈利预测假设与业务拆分 | 14 |
| 5.2 估值分析 | 16 |
| 6 风险提示 | 17 |
| 插图目录 | 19 |
| 表格目录 | 19 |

1 2022 年业绩大涨，未来成长看点十足

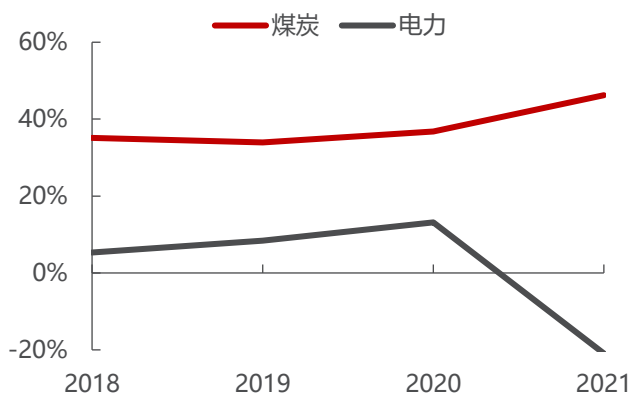
公司主营煤炭开采和销售业务，煤炭板块毛利率持续提升。公司核心业务为煤炭开采和销售，拥有大宝魏、红会、王家山三个独立煤田，煤炭板块 2021 年营收占比高达 76.6%；同时公司全资子公司白银热电从事火力发电、热力供应、供汽业务。2021 年以来，煤炭价格大幅增长并维持高位，公司煤炭板块毛利率持续上行，2022 年有望继续抬升 11.5 个百分点；电力板块毛利率波幅较大，2021 年由 13.15% 大幅下降至 -20.94%，原因主要是燃料煤价格上升导致成本承压。

图1：2021 年公司主营业务构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

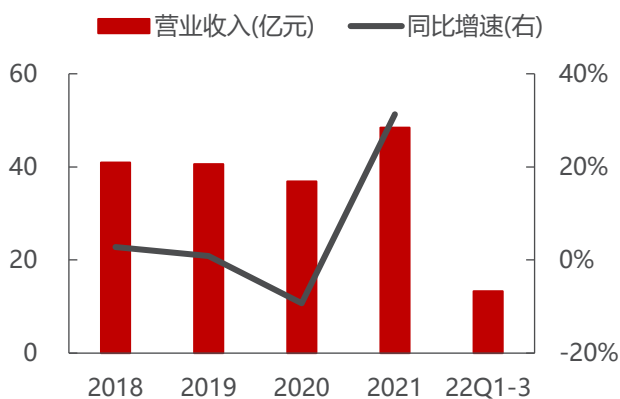
图2：2018-2021 年公司业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

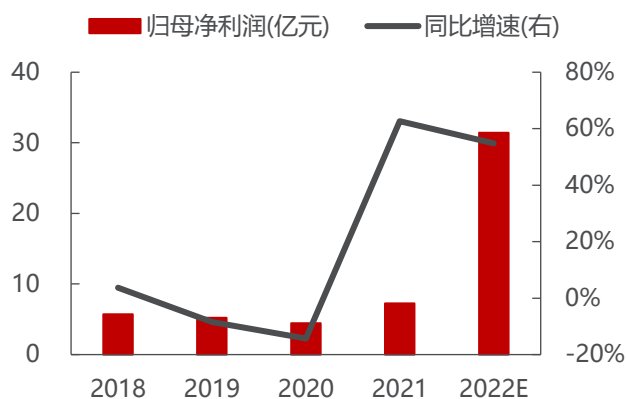
营收和利润大幅增长，2022 年业绩表现强劲。据百川盈孚数据，2022 年秦皇岛 Q5500 动力煤均价为 1266.45 元/吨，较 2021 年增长 24.63%。受益于煤价高位运行，公司煤炭板块销售均价同比上涨，此外公司重大资产重组事项已完成工商变更登记，窑煤集团正式纳入公司 2022 年度合并报表范围，公司经营业绩大幅增加。根据公司业绩预告及测算，2022 年，公司实现归属于母公司所有者的净利润为 31.4 亿元，追溯调整后同比增加 54.78%；实现扣除非经常性损益后的净利润为 30.7 亿元，追溯调整后同比增加 55.26%，业绩表现强劲。

图3：2018-2022Q1-3 营业收入及增速



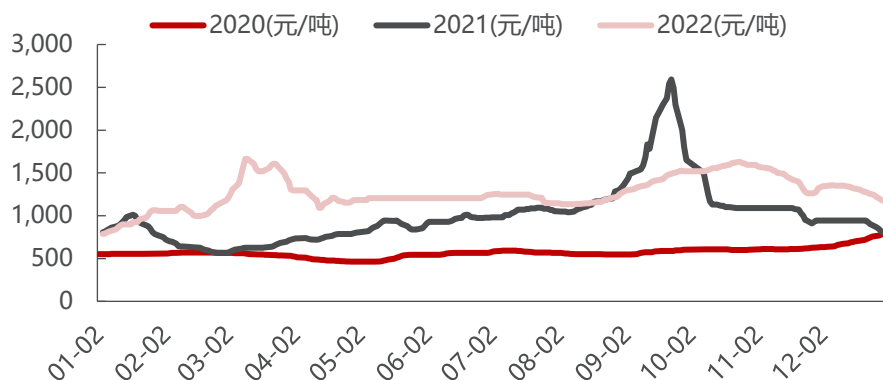
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2018-2022E 净利润及增速



注：2022E 数据来自业绩预告公告，同比增速采用追溯调整后口径。

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

图5: 秦港动力煤 Q5500 价格


资料来源: wind, 民生证券研究院

2 煤炭业务: 优质资产注入, 产能翻倍、弹性增强

2.1 产能迎来内生+外延增长

2.1.1 内生增长: 在建矿井贡献焦煤增量, 23H2 建成投产

截至 2023 年初, 公司煤炭核定产能 1054 万吨/年。公司现拥有 5 座矿井, 在产矿井有王家山矿、红会一矿、魏家地矿和大水头矿 4 座, 合计核定产能 1054 万吨/年, 产品以动力煤为主; 在建的景泰煤业白岩子煤矿核定产能 90 万吨/年, 投产后公司将实现核定产能 1144 万吨/年、权益产能 1108 万吨/年。截至 2021 年末, 公司煤炭保有储量 5.82 亿吨, 可采储量 3.57 亿吨, 煤炭资源储备丰厚。

公司在建白岩子矿项目贡献焦煤增量。公司控股子公司景泰煤业白岩子矿项目建设有序推进, **预计 2023 年底建成投产。**根据公司公告, 截至 2021 年末, 矿井煤炭资源量 9075.8 万吨(气煤资源量为 4736.3 万吨; 1/3 焦煤资源量为 4339.5 万吨), 是甘肃省迄今为止发现的储量最大的焦煤资源项目。该矿井设计生产能力 90 万吨/年, 服务年限超 40 年。矿井投产后, 将进一步为公司焦煤提供产量增量, 由于焦煤价格高于动力煤, 有望推动公司煤价中枢上移, 实现煤炭业务量价齐升。

表1: 公司在产在建矿井产能情况

| 矿井名称 | 煤种 | 持股比例 | 核定产能(万吨) | 权益产能(万吨) |
|-------------|-----------|------|-------------|-------------|
| 王家山煤矿 | 不粘煤 | 100% | 330 | 330 |
| 红会第一煤矿 | 不粘煤 | 100% | 204 | 180 |
| 魏家地煤矿 | 不粘煤 | 100% | 300 | 300 |
| 大水头煤矿 | 不粘煤 | 100% | 220 | 220 |
| 在产合计 | | | 1054 | 1054 |
| 景泰煤业白岩子矿 | 气煤、1/3 焦煤 | 60% | 90 | 54 |
| 在建合计 | | | 90 | 54 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.1.2 外延增长：优质资产注入，煤炭产能大增弹性增强

公司成功收购窑煤集团 100%股权，解决同业竞争问题。根据公司公告披露的信息，公司拟以发行股份方式购买能化集团、中国信达、中国华融合计持有的窑煤集团 100%股权，同时拟以定增方式募集配套资金，用于标的资产的红沙梁露天矿项目建设（核定产能 200 万吨/年）。截至 2023 年 1 月，本次收购交易标的资产过户的工商变更登记手续已经完成，公司已直接持有窑煤集团 100%股权。

截至 2023 年初，窑煤集团煤炭核定产能 1010 万吨/年。公司现拥有 5 座矿井，其中 4 座为在产矿井，合计年产能 570 万吨/年；在建的 200 万吨/年红沙梁露天矿已进入联合试运转，拟建的红沙梁井工矿规划产能 240 万吨/年。根据公司发布的发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，受甘肃省煤炭保供需求持续加大影响，2022 年 3 月省政府相关部门将红沙梁露天矿列入甘肃省扩能煤矿清单内，提出红沙梁露天矿可提高产能至 300 万吨/年；此外窑煤集团结合红沙梁煤矿的赋存条件，计划将红沙梁矿井项目的产能也提高至 300 万吨/年。目前甘肃省发展改革委正在协助窑煤集团协调国家主管部门推进项目扩产所需的审批，办理项目产能提高所需的各项审批手续。**核增计划若能顺利实施，公司核定产能将达到 1170 万吨/年。**

注入焦煤，公司业绩弹性增强。收购窑煤集团前，公司煤炭产品主要为动力煤，销售形式以长协为主，2022 年后有少量配焦煤，业绩弹性较低。收购窑煤集团后，窑煤集团下属金河煤矿、海石湾煤矿和天祝煤矿均主要产出配焦煤，考虑到焦煤定价更加市场化，并即将迎来传统需求旺季，未来公司业绩弹性将进一步增强。

表2：窑煤集团在产在建矿井产能情况（截至 2023 年初）

| 矿井名称 | 主要产品 | 煤种 | 保有资源储量 (万吨) | 可采储量(万吨) | 持股比例 | 核定产能 (万吨) | 权益产能 (万吨) |
|-------------|---------|------------|-----------------|-----------------|---------|--------------|--------------|
| 金河煤矿 | 配焦煤 | 不粘煤、弱粘煤、气煤 | 7689.50 | 4296.58 | 100.00% | 120 | 120 |
| 海石湾煤矿 | 配焦煤 | 不粘煤、弱粘煤、气煤 | 11299.90 | 6637.78 | 100.00% | 180 | 180 |
| 三矿 | 动力煤 | 不粘煤、弱粘煤、气煤 | 4318.60 | 2780.60 | 100.00% | 180 | 180 |
| 天祝煤业三号井 | 配焦煤、动力煤 | 不粘煤、弱粘煤、气煤 | 2788.40 | 1502.10 | 95.00% | 90 | 85.5 |
| 在产合计 | | | 26096.40 | 15217.06 | | 570 | 565.5 |
| 红沙梁露天矿 | 动力煤 | 褐煤、长焰煤 | 9323.00 | 5673.33 | 100.00% | 200 | 200 |
| 红沙梁井工矿 | 动力煤 | 褐煤、长焰煤 | 24391.00 | 17113.22 | 100.00% | 240 | 240 |
| 在建合计 | | | 33714.00 | 22786.55 | | 440 | 440 |

注：储量评估截止 2021 年 12 月 31 日。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

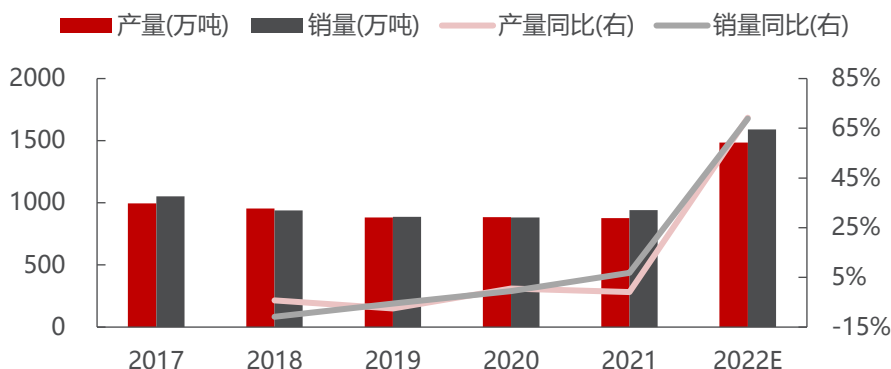
成功收购窑煤集团 100%股权后，公司煤炭产能大幅增长。收购完成后，公司在产权益产能达 1819.5 万吨/年（含红沙梁露天矿），较收购前水平提升 73%；核定权益产能达 2113.5 万吨/年，较收购前水平提升 91%，煤炭产能翻倍。同时窑街煤电集团做出业绩承诺，将在 2022-2025 年分别实现净利润

16.05/7.85/8.26/8.36 亿元，公司盈利能力进一步提升。

2.1.3 增产空间广阔，产销有望持续增长

伴随公司在产矿井产能利用率提升、在建矿井投产及优质资产注入，公司煤炭产品产销量有望持续增长。2019-2021 年，公司煤炭产量达到 881.56/885.62/877.99 万吨，同比增速为-7.51%/0.46%/-0.86%；煤炭销量达到 886.07/881.53/941.65 万吨，同比增速为-5.56%/-0.51%/6.82%。根据公司公告，王家山煤矿现有一、四号井两对生产矿井，核定生产能力为 330 万吨/年，受冲击地压等地质灾害影响，目前产能发挥率偏低，但随着生产系统优化，未来产量将逐步提升。同时考虑到公司下属 90 万吨/年白岩子矿即将建成投产，窑煤集团红沙梁露天矿正在加快建设、拟建矿井规划产能规模大，公司具备较大增产空间，我们预计随着新建矿井不断投产，公司产销量有望持续增长。

图6：公司 2017-2022 年产销量持续增长



注：2022E 数据为我们预测，包含窑煤集团煤炭产销量。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 煤炭综合售价有望提升

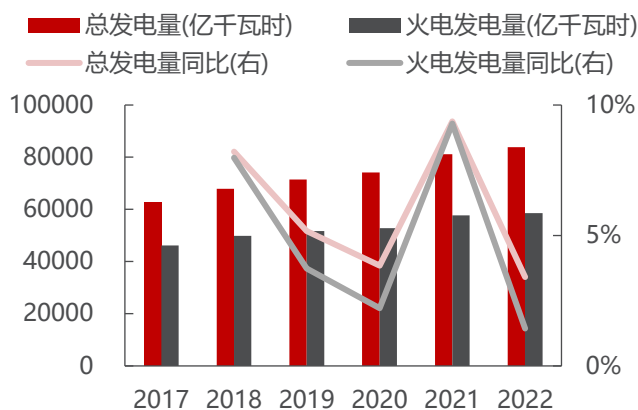
“疫情放开”背景下，需求开启常态化复苏：

(1) 火电需求韧性充足：疫情放开背景下消费复苏预期强烈，短期我们预计 2023 年火电发电量增速在 6%左右，长期排除突发事件影响，火电需求保持轻微正增长将是常态，韧性强大。

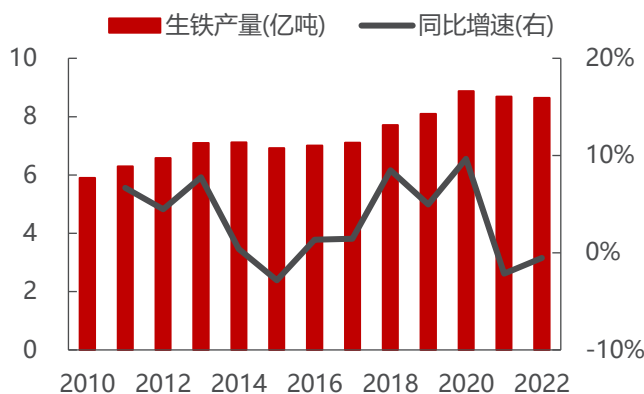
(2) 地产政策“三箭齐发”释放利好：2022 年末信贷、债券和股权“三箭齐发”，房企融资环境改善拐点确认，未来需求复苏值得期待；基建方面仍以稳为主，继续支撑钢材需求；制造业方面，随着企业库存不断降低，伴随着需求回暖，企业利润改善，主动去库存将逐步向主动补库存阶段过渡，进而支撑钢铁需求。随着稳增长政策的推进以及疫情影响的消退，2023 年钢材需求边际改善预期增强。同时考虑到钢铁行业碳达峰时间延后，我们预计 2023 年钢铁产量有望小幅回升。

(3) 煤化工或迎产能高潮：根据国家发展改革委、国家统计局《关于进一步

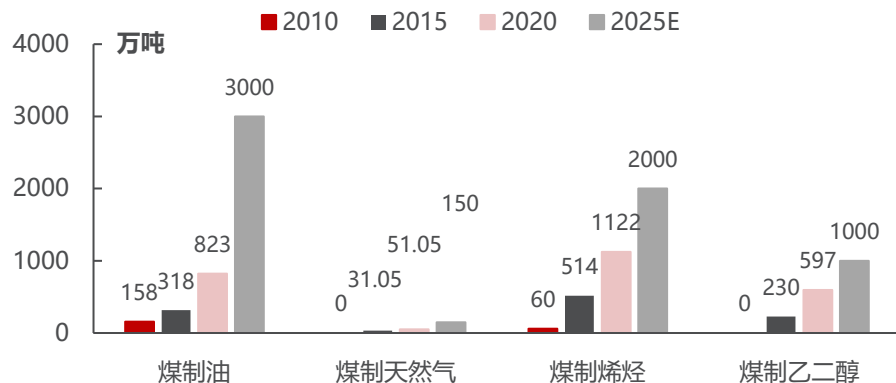
做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》，煤化工产业原料用煤不再纳入能源消费总量控制，我们测算，若《通知》落地，预计约有 5%左右的煤炭消费量从能源消费总量控制中解放。结合煤化工“十四五”规划，我们预计煤化工耗煤将迎来较大涨幅，2023~2024 年增速分别为 16%、11%，发展空间较大。

图7：2017-2022 年总发电量、火电发电量及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2010-2022 年生铁产量及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：煤化工“十四五”发展目标


资料来源：王强，徐向阳，《“双碳”背景下现代煤化工发展路径研究》；《现代化工》，民生证券研究院

产能核增潜力下降叠加新建矿井投产有限，供给增长陷入瓶颈。

在产矿井核增方面，自 2017 年新一轮产能核定工作以来，已经有大批超能力生产煤矿经过了产能核增合法化，尤其是 2021 年煤炭增产保供，2021 年 9 月至 2022 年 11 月，国家矿山安全监察局共审核确认 406 处增产先进产能煤矿，增加产能 5.6 亿吨/年。我们认为，未来具备产能核增条件的矿井越来越少，产能核增的潜力持续减弱。

新建矿井方面，一方面，受限于过去三到五年严重低迷的资本开支与新建煤矿行动，可投产的新建产能有限；另一方面，新建矿井的产能投产高峰基本集中在 2018~2020 年（对应上一轮资本开支高峰），2021 年起，新建矿井投产有限。据 Wind 数据，2022 年煤炭行业固定资产投资为 4988.44 亿元，同比增长 24.40%，虽增幅较高，但部分投资集中在智能化矿山的建设上。

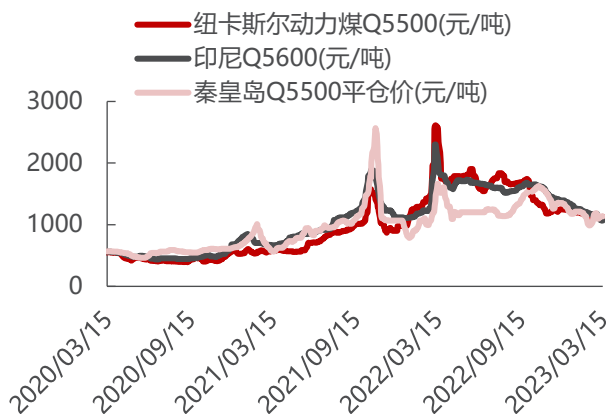
进口煤方面，受地缘政治、贸易摩擦，国际煤炭格局重塑，进口煤价格优势不再，煤炭进口难度加大。整体来看，进口煤向低热值倾斜，价差因素导致高热值煤经济性下滑。由于中国国内供给不足，导致国内煤价涨幅高于海外煤价，我们预计后期进口量有望恢复。

图10：上一轮资本开支高峰对应投产高峰为 2018-2020 年



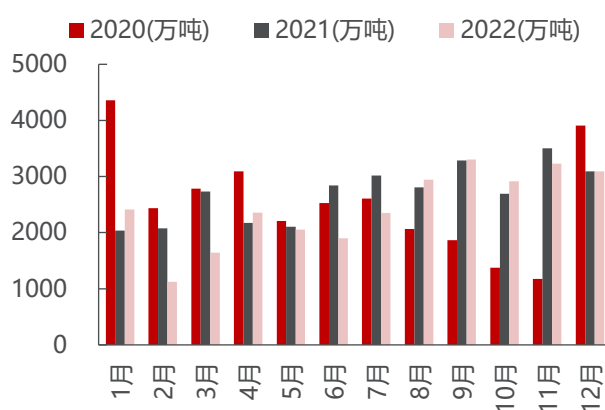
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：海外煤价经济性下滑



资料来源：cctd，wind，民生证券研究院

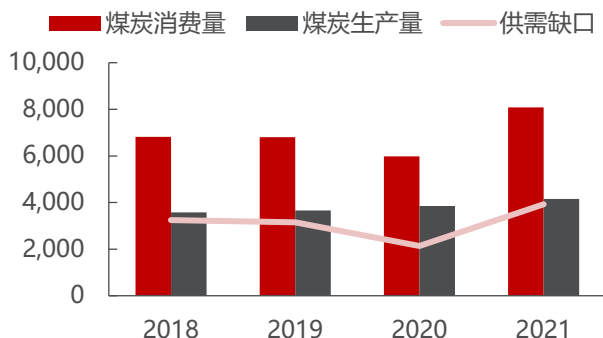
图12：2022 年进口煤总量同比下滑



资料来源：wind，海关总署，民生证券研究院

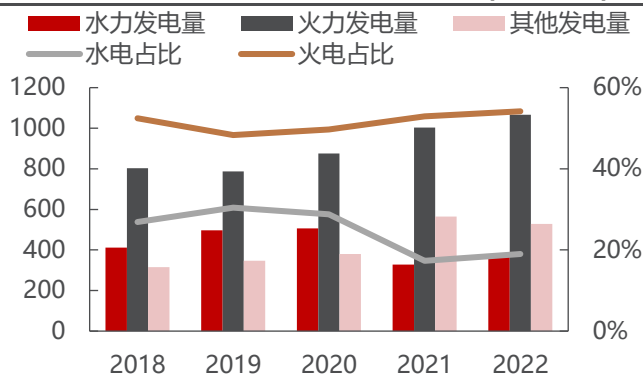
甘肃为原煤净调入省份，供给增幅有限，供需缺口或将长期存在。据煤炭资源网数据，2021年，全国原煤产量为40.71亿吨，其中甘肃省产量4151.1万吨；而根据iFinD，2021年甘肃省原煤消费量为8076万吨，供需缺口达到3924.9万吨，且长期在3000万吨以上，从而使甘肃省成为煤炭净调入省份，目前主要从新疆、内蒙和陕西榆林等方向调入。2018-2022年，甘肃省火电发电量呈现逐年上升趋势，2022年达到1067.2亿千瓦时，占比提升至54.17%。我们认为，甘肃省的火电用煤需求将进一步扩大，煤炭供需缺口或将长期存在。同时，甘肃省区域市场进入壁垒较高，周边省份如新疆、内蒙受铁路运力、运距影响，煤炭成本较高，虽然部分疆煤以动力煤形式入甘，但公司动力煤坑口直销当地电厂，基本不受影响；焦煤方面则不受外省调入煤冲击，且煤种稀缺性强，公司凭借着优越的地理区位优势，生产煤炭价格优势显著。

图13: 甘肃省 2018-2021 煤炭生产量、消费量(万吨)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

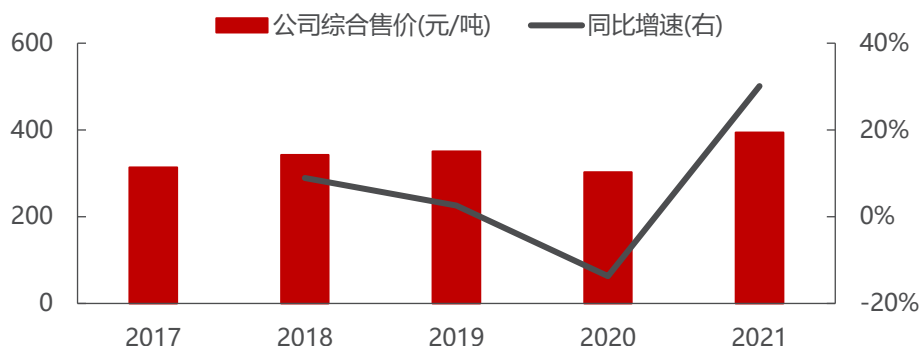
图14: 甘肃省 2018-2022 各电源发电量(亿千瓦时)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

供需错配下, 公司综合售价有望提升。2017-2021 年, 公司综合售价先跌后涨, 2021 年迎来了大幅反弹。目前, 公司主导产品“晶虹煤”, 煤种以不粘煤为主, 伴有少量的弱粘煤和长焰煤, 具有低硫、低灰、低磷、高发热量等特点, 属优质环保动力煤。近年公司加大市场煤用户的开发力度, 2021 年开始逐步开发配焦煤市场, 魏家地矿部分煤种可替代配焦煤使用, 王家山矿部分煤种可用作喷吹煤。控股子公司景泰煤业煤炭资源以焦煤为主, 煤种稀缺, 煤质优良。供需错配叠加焦煤销售增量, 公司综合售价有望进一步上涨。

图15: 公司煤炭综合售价

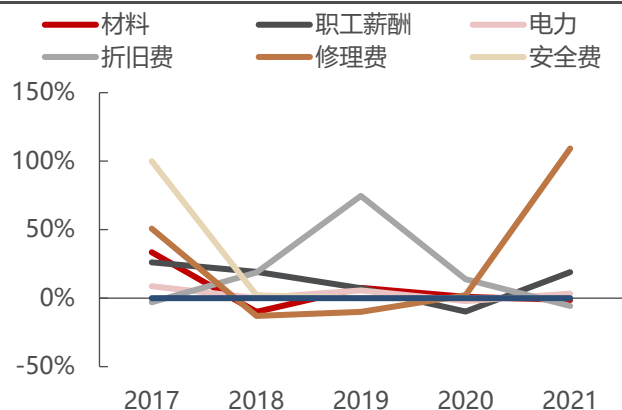


资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

2.3 吨煤成本稳中略有上升

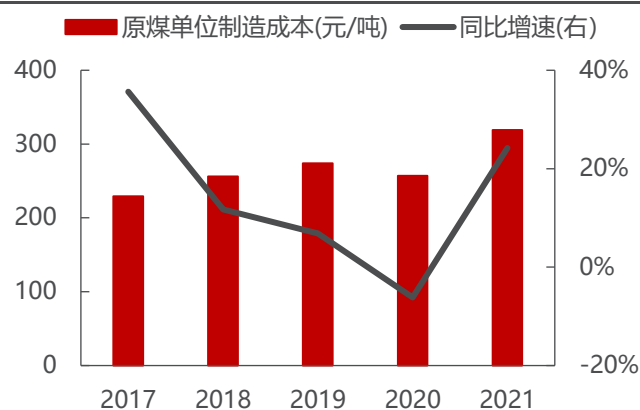
职工薪酬和修理费有所上涨, 煤炭单位制造成本或稳中有升。2017-2021 年, 公司原煤单位制造成本整体呈上涨趋势。2021 年公司煤炭营业成本为 19.94 亿元, 同比上涨 18.27%; 原煤单位制造成本为 319.14 元/吨, 同比上涨 24.20%。从成本构成来看, 2021 年, 公司材料成本同比减少 1.37%, 职工薪酬同比增加 19.01%, 电力同比增加 3.38%, 折旧费同比减少 5.72%, 修理费同比增加 109.24%, 提取安全费、维简费同比持平。随着矿井开采深度增加, 材料及配件市场价格上涨, 以及用工成本增加, 井下智能化、机械化投入增加, 公司煤炭生产成本相应有所上升。综合来看, 公司 2023 年煤炭单位制造成本或将稳中略有上升。

图16: 2017-2021 年吨煤成本构成项目增速(元/吨)



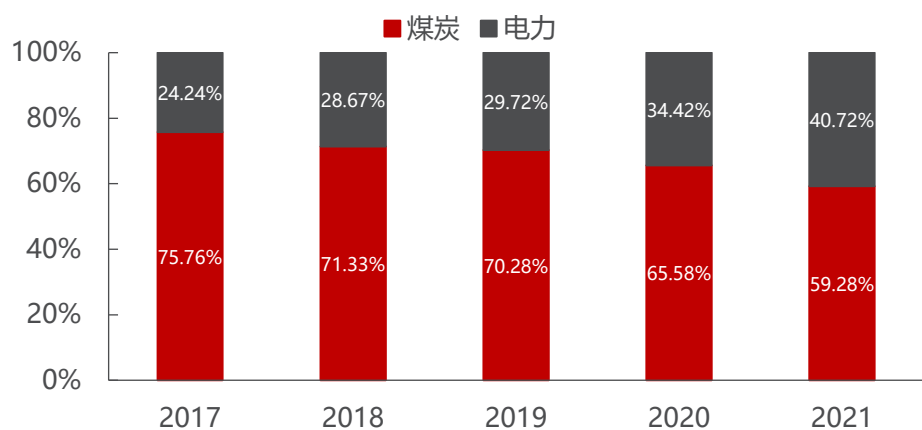
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 2017-2021 年吨煤生产成本及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 分行业营业成本占比(亿元)

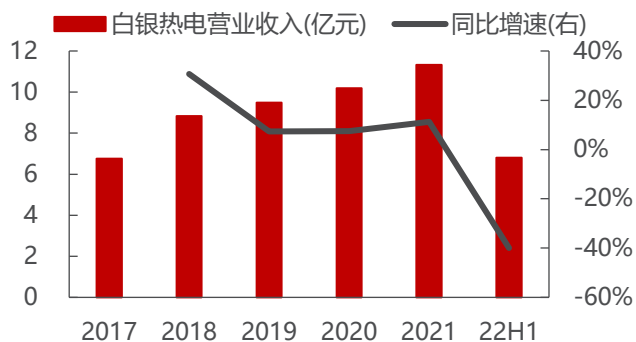


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

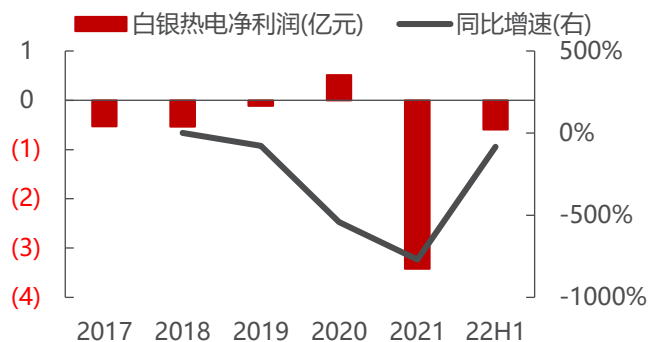
3 非煤业务: 电、化、光多渠道布局, 成长空间广阔

3.1 电价上浮, 电力业务有望扭亏

全资子公司白银热电主要从事火力发电、热力供应、供汽业务。白银热电拥有2×350MW 超临界燃煤空冷热电联产机组, 配套脱硫、脱硝等设施, 上网电量和机组利用小时等指标居省内前列, 单位煤耗较低, 主要承担白银市银东工业园的主要能源供应和电力输出, 以及白银市城区供热。根据项目环评, 白银热电厂用煤主要来自公司下属王家山矿、大水头矿和魏家煤矿, 年耗煤量设计煤 188.08 万吨、校核煤种 207.72/174.00 万吨。公司电厂燃料煤来源稳定且用量较大, 进一步促进业务板块协同作用, 业绩稳定性增强。2021 年, 白银热电火力发电量 35.73 亿度, 上网电量 33.21 亿度, 供热量 561.86 万吉焦, 供气量 176.87 万吉焦。白银热电属于甘肃省公网电厂, 所发电量主要由国网甘肃省电力公司收购, 所供电价执行甘肃省上网标杆电价。2017-22H1, 白银热电营业收入持续增长, 净利润波幅较大, 2021 年亏损较多主要是受到煤价高企、保供控价的影响。

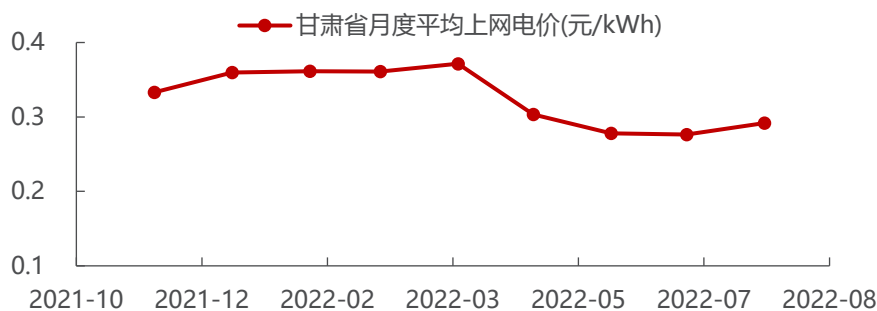
图19: 白银热电营业收入及同比增速


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 白银热电净利润及同比增速


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

随甘肃省月度平均上网电价上浮, 电力业务端承压有望减轻。2021年10月, 国家发改委发布关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知, 遵循“基准价+上下浮动”定价机制, 要求扩大市场交易电价上下浮动范围均不超过20%。随后甘肃省不再执行大工业、一般工商业目录销售电价, 所有工商业电力用户进入市场交易, 市场交易电价上浮不超过20%。根据北极星电力网, 甘肃省脱硫煤标杆电价为0.3078元/千瓦时, 工商业目录销售电价取消后, 2021年12月至2022年8月平均市场交易上网电价为0.3263元/千瓦时, 2021年12月至2022年4月平均上网电价0.3573元/千瓦时, 相比基准电价上浮16%; 2022年5-8月有明显下降, 平均上网电价0.2875元/千瓦时, 相比基准电价略下浮6.6%, 且有抬头趋势。公司2018-2021年含税上网电价分别为0.2888、0.2978、0.3098和0.3097元/KW·h。我们认为, 随着甘肃省月度平均上网电价上浮, 公司电力业务端承压有望减轻。

图21: 甘肃省月度平均上网电价


资料来源: 北极星电力网, 民生证券研究院

3.2 发行可转债, 积极布局煤化工

发行可转债投资清洁高效气化工综合利用项目, 一期工程预计2023年投产。2020年公司公开发行可转换公司债券募集资金28亿元投资建设清洁高效气化工综合利用一期项目, 根据可转债募集说明书, 一期项目将使公司形成合成氨30万吨/年、甲醇4万吨/年、(H₂+CO)2万Nm³/h、尿素35万吨/年、液体CO₂5万

吨/年、三聚氰胺 6 万吨/年、尿素硝铵溶液 5 万吨/年、硫磺 1924 吨/年、催化剂 2500 吨/年、液氧 2.052 万吨/年、液氮 1.3464 万吨/年和液氩 1.4832 万吨/年的产能。项目年耗煤量 173 万吨，原料煤要求相对优质、稳定的动力煤或洗精煤，目前规划以公司王家山煤为主，正在配套建设洗煤厂。由于公司新建矿井产品以动力煤为主，受长协保供影响弹性相对较低，公司布局煤化工将消纳部分长协动力煤，所生产的高附加值化工品有助于保障公司未来盈利。根据公司公告，项目正在按照计划有序推进，预计 2023 年 6 月底系统形成，调试运行后投产运行。

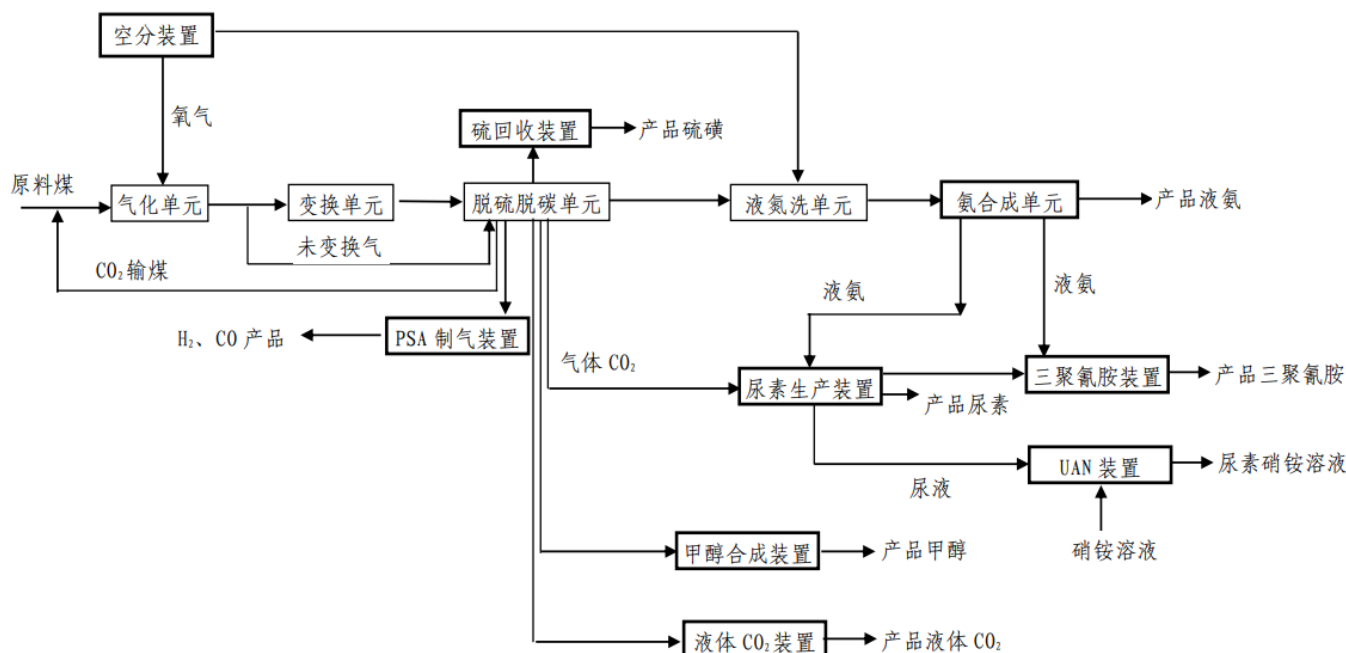
表3：公司在建项目

| 建设项目 | 企业名称 | 投资总额 (亿元) | 项目概述 | 拟投产时间 |
|-----------|----------------|-----------|---|--------|
| 气化气综合利用项目 | 靖远煤业集团刘化化工有限公司 | 33.85 | 本项目煤气化技术推荐采用航天长征化学工程股份有限公司开发的具有国内自主知识产权的 HT-L 粉煤加压气化技术，以煤为原料生产合成氨、尿素、甲醇、三聚氰胺、尿素硝铵溶液等产品。 | 2023 年 |

资料来源：公司公告，公开发行可转换公司债券募集说明书，民生证券研究院

有效降低综合能耗，提升产品附加值。项目采用粉煤加压气化工生产原料气，原料气经变换、脱硫脱碳、液氮洗后作为合成氨原料气，部分原料气作为甲醇合成原料气，合成氨作为生产尿素、硝酸和硝铵的原料，尿素作为生产三聚氰胺的原料，尿素和硝铵作为生产尿素硝铵溶液 (UAN) 的原料，并副产液体二氧化碳和硫磺。项目是以煤为原料的综合利用项目，煤耗及蒸汽耗量低，氧耗低，同时副产蒸汽及硫磺，对工艺冷凝液进行回收利用，有效的降低了氨、尿素及甲醇的吨产品综合能耗，属于现代煤化工产业。结合我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋，以及煤化工产业原料用煤不再纳入能源消费总量控制的政策背景，煤化工将迎来发展高潮，公司布局清洁高效气化气综合利用一、二期项目，为未来成长赋能。

图22：气化气综合利用项目流程图



资料来源：公开发行可转换公司债券募集说明书，民生证券研究院

3.3 探索新能源，光伏驱动未来可期

锚定新能源，转型绿电，铺设未来成长路径。公司 2020 年开始筹划新能源项目，2021 年与内蒙古天裕优泰商贸有限责任公司共同出资成立甘肃晶虹新能源有限责任公司，持股比例 60%，并投资 1.38 亿元投资建设靖远煤电 28MW 光伏自发自用工程项目。该项目位于白银市平川区，项目装机容量 31.1233MWp，由 13.0741MWp 片区(王家山)、18.0492MWp (大水头、魏家地) 两个片区构成，项目无需建设指标，目前拟选场址位置已确定并取得了拟选场址相关批复文件，完成项目备案，正在协调政府单位办理项目用地流转手续，预计 2023 年上半年建成投产。项目落地后，公司用电成本将大幅降低，进一步提升经营效益。此外，2021 年 1 月份，公司与上海核工程设计院，国家电投集团新疆能源公司签署了《甘肃省靖远矿区 1GW 农光互补智慧能源工程项目合作协议书》。项目位于甘肃省白银市平川区黄桥镇，拟占地面积约 30600 亩，总装机容量超过 1GW，将建设成集智慧能源光伏电站与畜牧业产供销一体化相结合的现代化示范基地。目前省政府已经将项目上报国家发改委，等待批复。

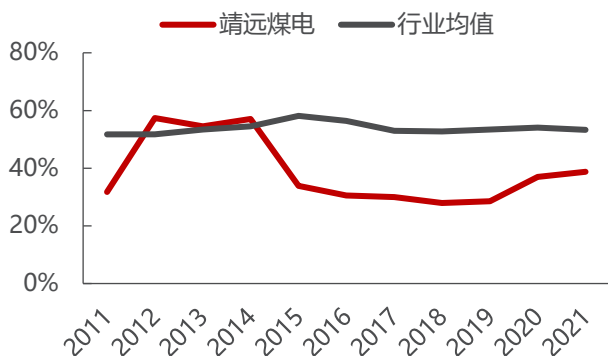
表4：公司在建项目

| 建设项目 | 企业名称 | 投资总额 (亿元) | 项目概述 | 拟投产时间 |
|---------------------------|------------------|--------------|---|----------------------|
| 28MW 光伏自发自用 工程项目 | 晶虹新能源公司 | 1.38 | 靖远煤电 28MW 光伏自发自用工程项目位于白银市平川区，项目装机容量 31.1233MWp，由 13.0741MWp 片区(王家山)、18.0492MWp (大水头、魏家地) 两个片区构成，采用分块发电、集中并网方案，上网模式为 100%自发自用，余电不上网。 | 2023H1 |
| 靖远矿区 1GW 农光互 补智慧能源工程项目 | 甘肃靖远煤电股 份有限公司 | / | 靖远矿区 1GW 农光互补智慧能源工程项目位于甘肃省白银市平川区黄桥镇，占地面积约 30600 亩，总装机容量超过 1GW，将建设成集智慧能源光伏电站与畜牧业产供销一体化相结合的现代化示范基地。 | 上报国家发 改委，等待批 复 |

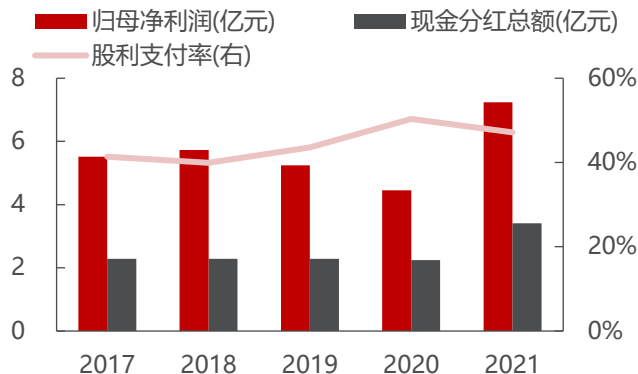
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 资产负债率低，现金分红能力强

公司资产负债率低于行业均值，持续经营，稳定分红。2015 年开始，公司资产负债率逐步降低，2015-2019 年保持在 30%左右，低于煤炭行业平均水平。2020 年，公司发行可转债，资产负债率有所提升，2020 年和 2021 年分别达到 36.98%和 38.74%；2022 年，公司收购窑街煤电，根据公司公告，备考合并报表资产负债率增幅较大，但依旧低于行业均值。2017-2021 年，公司股利支付率基本保持在 40%以上，稳中有升，股息率持续增长，分别为 2.84%/3.91%/3.88%/3.12%/4.35%。

图23：2011-2021 年公司和中信煤炭行业资产负债率


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图24：2017-2021 年公司盈利及股利支付


资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2010-2021 年公司股息率


资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 煤炭业务：

产量：公司现有煤炭核定产能 1054 万吨/年，90 万吨/年景泰煤业白岩子煤矿预计 2023 年底建成投产，成功收购窑煤集团后，在产产能新增 570 万吨/年，在建产能 200 万吨/年红沙梁露天矿目前已进入联合试运转，拟建产能 240 万吨/年红沙梁井工矿也在加快审批。随着在建拟建产能逐步投产达产并进一步核增产能，我们预计公司煤炭产销量将持续增长，产能利用率有望稳中有升，预计 2022-2024 年产量分别为 1486/1689/1829 万吨。

售价：由于煤炭行业产能瓶颈持续，预计煤价将保持高位并持续上涨，同时窑煤集团煤炭产品售价均价较高，并表后带动公司综合售价走高，同时考虑到新建矿井煤质有所降低，产出产品售价相应下调，综合预计 2022-2024 年公司综合售价分别为 507.15/491.94/491.94 元/吨。

成本: 由于窑煤集团煤矿开采条件相对较好, 煤炭开采成本有所降低, 但伴随矿井开采深度增加, 材料价格及用工成本增加, 井下智能化、机械化投入增加, 公司开采成本或将上升, 预计 2022-2024 年公司吨煤销售成本为 206.64/212.84/217.09 元/吨。

表5: 煤炭业务假设

| 煤炭业务 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 产销率 | 1.00 | 1.07 | 1.11 | 1.11 | 1.11 |
| 产量 (万吨) | 885.62 | 877.99 | 1486.00 | 1688.60 | 1829.16 |
| YOY(%) | 0.46% | -0.86% | 69.25% | 13.63% | 8.32% |
| 销量 (万吨) | 881.53 | 941.65 | 1654.66 | 1874.35 | 2030.37 |
| YOY(%) | -0.51% | 6.82% | 75.72% | 13.28% | 8.32% |
| 单价 (元/吨) | 302.70 | 393.82 | 507.15 | 491.94 | 491.94 |
| YOY(%) | -13.71% | 30.10% | 28.78% | -3.00% | 0.00% |
| 单位成本 (元/吨) | 191.28 | 211.79 | 206.64 | 212.84 | 217.09 |
| YOY(%) | -17.46% | 10.72% | -2.43% | 3.00% | 2.00% |

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

2) 电力业务:

销量: 公司发电量 35 亿度左右, 根据公司公告, 窑煤集团 2022 年 1-7 月发电量为 3.35 亿度, 我们预测 2022 年窑煤集团发电量 6.5 亿度左右, 预计 2022-2024 年发电量分别为 42.25/42.89/43.53 亿度。

售价: 根据公司公告, 窑煤集团 2022 年 1-7 月电力销售均价为 0.4167 元/度, 高于公司平均售价, 此外公司有望受益于甘肃省电价上浮, 预计并表后公司电力销售均价有所提升, 2022-2024 年分别为 0.3527/0.3597/0.3597 元/度。

成本: 我们预计, 公司发电成本趋于稳定, 未来伴随原料煤价格波动或有小幅下降, 预计 2022-2024 年公司发电单位成本为 0.3832/0.3794/0.3756 元/度。

表6: 电力业务假设

| 电力业务 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销量 (亿度) | 32.66 | 35.75 | 42.25 | 42.89 | 43.53 |
| YOY(%) | 8.43% | 9.47% | 18.18% | 1.50% | 1.50% |
| 单价 (元/度) | 0.3098 | 0.3097 | 0.3527 | 0.3597 | 0.3597 |
| YOY(%) | 4.03% | -0.03% | 13.88% | 2.00% | 0.00% |
| 单位成本 (元/度) | 0.2709 | 0.3832 | 0.3832 | 0.3794 | 0.3756 |
| YOY(%) | -6.03% | 41.45% | 0.00% | -1.00% | -1.00% |

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

基于以上假设, 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 102.56/111.43/119.33 亿元。

表7: 营收预计 (亿元)

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 煤炭 | 26.68 | 37.08 | 83.92 | 92.21 | 99.88 |
| YOY(%) | -14.15% | 38.98% | 126.29% | 9.88% | 8.32% |
| 毛利率(%) | 36.81% | 46.22% | 59.26% | 56.73% | 55.87% |
| 电力 | 10.19 | 11.33 | 15.95 | 16.52 | 16.76 |
| YOY(%) | 7.48% | 11.19% | 40.76% | 3.63% | 1.40% |
| 毛利率(%) | 13.15% | -20.94% | -1.54% | 1.53% | 2.42% |
| 合计 | 36.87 | 48.41 | 102.56 | 111.43 | 119.33 |
| YOY(%) | -9.10% | 31.30% | 111.84% | 8.65% | 7.10% |
| 毛利率(%) | 30.27% | 30.51% | 48.69% | 47.59% | 47.49% |

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

5.2 估值分析

基于公司主要盈利来源为煤炭业务, 主要煤种为动力煤, 并向焦煤拓展, 且延伸煤炭产业链发展电力业务, 我们选取盘江股份、平煤股份、中国神华和中煤能源为可比公司, 可比公司 2022-2023 年 PE 均值为 6/6 倍。我们预计, 2022-2024 年公司归母净利润为 31.4/32.4/34.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.68/0.70/0.75 元/股, 对应 2023 年 3 月 20 日收盘价的 PE 分别为 5/5/4 倍。截至 2023-03-20, 公司可转债“靖远转债(127027.SZ)”未转股余额 194,643.67 万元, 转股价格 3.31 元/股, 若全部转股, 公司总股本将增加 588,047,341.40 股至 5,199,064,674.39 股, 届时公司 2022-2024 年 PE 将提升至 6/5/5 倍, 依旧低于可比公司均值。公司为甘肃省动力煤龙头企业, 煤炭资源储量丰富, 资源禀赋优异。首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

表8: 可比公司 PE 数据对比

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|------------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E |
| 600395.SH | 盘江股份 | 7.30 | 0.55 | 1.02 | 1.18 | 13 | 7 | 6 |
| 601666.SH | 平煤股份 | 10.12 | 1.26 | 2.52 | 2.61 | 8 | 4 | 4 |
| 601088.SH | 中国神华 | 28.83 | 2.53 | 3.53 | 3.78 | 11 | 8 | 8 |
| 601898.SH | 中煤能源 | 8.67 | 1.00 | 1.85 | 1.92 | 9 | 5 | 5 |
| 可比公司 PE 均值 | | | | | | 10 | 6 | 6 |
| 000552.SZ | 靖远煤电 | 3.33 | 0.16 | 0.68 | 0.70 | 21 | 5 | 5 |

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 均为民生证券研究院预测, 股价时间为 2023 年 3 月 20 日

6 风险提示

1) 煤炭价格波动的风险。目前煤炭持续高位运行，若煤价开启下行趋势，可能影响公司业绩。

2) 项目进度不及预期的风险。目前公司有多个煤矿、火电、煤化工和光伏项目在推进或规划中，若项目进度不大预期，可能影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 4,841 | 10,256 | 11,143 | 11,933 |
| 营业成本 | 3,364 | 5,262 | 5,840 | 6,267 |
| 营业税金及附加 | 208 | 400 | 435 | 465 |
| 销售费用 | 32 | 72 | 78 | 84 |
| 管理费用 | 213 | 728 | 791 | 847 |
| 研发费用 | 82 | 174 | 189 | 203 |
| EBIT | 952 | 3,679 | 3,887 | 4,151 |
| 财务费用 | 41 | 71 | 211 | 214 |
| 资产减值损失 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 20 | 62 | 67 | 72 |
| 营业利润 | 930 | 3,671 | 3,745 | 4,012 |
| 营业外收支 | -14 | -37 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 916 | 3,634 | 3,745 | 4,012 |
| 所得税 | 191 | 491 | 506 | 542 |
| 净利润 | 725 | 3,143 | 3,240 | 3,470 |
| 归属于母公司净利润 | 724 | 3,143 | 3,240 | 3,470 |
| EBITDA | 1,723 | 4,569 | 5,027 | 5,445 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 4,636 | 6,169 | 5,919 | 5,897 |
| 应收账款及票据 | 293 | 1,070 | 1,176 | 1,259 |
| 预付款项 | 108 | 68 | 76 | 81 |
| 存货 | 149 | 595 | 661 | 709 |
| 其他流动资产 | 2,693 | 3,624 | 3,724 | 3,803 |
| 流动资产合计 | 7,879 | 11,527 | 11,556 | 11,749 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3,177 | 7,213 | 9,074 | 11,125 |
| 无形资产 | 2,018 | 5,283 | 5,236 | 5,242 |
| 非流动资产合计 | 6,534 | 14,743 | 17,156 | 19,514 |
| 资产合计 | 14,412 | 26,270 | 28,712 | 31,263 |
| 短期借款 | 0 | 2,850 | 2,850 | 2,850 |
| 应付账款及票据 | 925 | 2,403 | 2,667 | 2,862 |
| 其他流动负债 | 1,587 | 2,378 | 2,574 | 2,757 |
| 流动负债合计 | 2,512 | 7,632 | 8,092 | 8,469 |
| 长期借款 | 0 | 1,260 | 1,260 | 1,260 |
| 其他长期负债 | 3,072 | 3,999 | 3,999 | 3,999 |
| 非流动负债合计 | 3,072 | 5,259 | 5,259 | 5,259 |
| 负债合计 | 5,584 | 12,891 | 13,351 | 13,728 |
| 股本 | 2,351 | 4,611 | 4,611 | 4,611 |
| 少数股东权益 | 305 | 305 | 305 | 305 |
| 股东权益合计 | 8,828 | 13,379 | 15,361 | 17,535 |
| 负债和股东权益合计 | 14,412 | 26,270 | 28,712 | 31,263 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 31.30 | 111.84 | 8.65 | 7.10 |
| EBIT 增长率 | 74.46 | 286.38 | 5.67 | 6.79 |
| 净利润增长率 | 62.66 | 334.21 | 3.06 | 7.11 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 30.51 | 48.69 | 47.59 | 47.49 |
| 净利润率 | 14.95 | 30.65 | 29.07 | 29.08 |
| 总资产收益率 ROA | 5.02 | 11.97 | 11.28 | 11.10 |
| 净资产收益率 ROE | 8.49 | 16.26 | 15.20 | 14.77 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 3.14 | 1.51 | 1.43 | 1.39 |
| 速动比率 | 3.02 | 1.39 | 1.30 | 1.26 |
| 现金比率 | 1.85 | 0.81 | 0.73 | 0.70 |
| 资产负债率 (%) | 38.74 | 49.07 | 46.50 | 43.91 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 22.01 | 37.00 | 37.00 | 37.00 |
| 存货周转天数 | 16.17 | 41.30 | 41.30 | 41.30 |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.50 | 0.41 | 0.40 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.16 | 0.68 | 0.70 | 0.75 |
| 每股净资产 | 1.85 | 4.19 | 4.62 | 5.09 |
| 每股经营现金流 | 0.52 | 1.11 | 1.04 | 1.11 |
| 每股股利 | 0.15 | 0.27 | 0.28 | 0.30 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 21 | 5 | 5 | 4 |
| PB | 1.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 7.48 | 3.28 | 3.02 | 2.79 |
| 股息收益率 (%) | 4.50 | 8.19 | 8.44 | 9.04 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 725 | 3,143 | 3,240 | 3,470 |
| 折旧和摊销 | 771 | 891 | 1,139 | 1,294 |
| 营运资金变动 | 967 | 876 | 223 | 161 |
| 经营活动现金流 | 2,392 | 5,115 | 4,806 | 5,123 |
| 资本开支 | -682 | -1,537 | -3,544 | -3,642 |
| 投资 | -1,800 | -734 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -2,457 | -2,320 | -3,477 | -3,571 |
| 股权募资 | 129 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -120 | 610 | -42 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -607 | 538 | -1,579 | -1,575 |
| 现金净流量 | -673 | 3,333 | -250 | -23 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2021 年公司主营业务构成..... | 3 |
| 图 2: 2018-2021 年公司业务毛利率..... | 3 |
| 图 3: 2018-2022Q1-3 营业收入及增速..... | 3 |
| 图 4: 2018-2022E 净利润及增速..... | 3 |
| 图 5: 秦港动力煤 Q5500 价格..... | 4 |
| 图 6: 公司 2017-2022 年产销量持续增长..... | 6 |
| 图 7: 2017-2022 年总发电量、火电发电量及同比增速..... | 7 |
| 图 8: 2010-2022 年生铁产量及同比增速..... | 7 |
| 图 9: 煤化工“十四五”发展目标..... | 7 |
| 图 10: 上一轮资本开支高峰对应投产高峰为 2018-2020 年..... | 8 |
| 图 11: 海外煤价经济性下滑..... | 8 |
| 图 12: 2022 年进口煤总量同比下滑..... | 8 |
| 图 13: 甘肃省 2018-2021 煤炭生产量、消费量(万吨)..... | 9 |
| 图 14: 甘肃省 2018-2022 各电源发电量(亿千瓦时)..... | 9 |
| 图 15: 公司煤炭综合售价..... | 9 |
| 图 16: 2017-2021 年吨煤成本构成项目增速(元/吨)..... | 10 |
| 图 17: 2017-2021 年吨煤生产成本及同比增速..... | 10 |
| 图 18: 分行业营业成本占比(亿元)..... | 10 |
| 图 19: 白银热电营业收入及同比增速..... | 11 |
| 图 20: 白银热电净利润及同比增速..... | 11 |
| 图 21: 甘肃省月度平均上网电价..... | 11 |
| 图 22: 气化气综合利用项目流程图..... | 12 |
| 图 23: 2011-2021 年公司和中信煤炭行业资产负债率..... | 14 |
| 图 24: 2017-2021 年公司盈利及股利支付..... | 14 |
| 图 25: 2010-2021 年公司股息率..... | 14 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标..... | 1 |
| 表 1: 公司在产在建矿井产能情况..... | 4 |
| 表 2: 窑煤集团在产在建矿井产能情况 (截至 2023 年初)..... | 5 |
| 表 3: 公司在建项目..... | 12 |
| 表 4: 公司在建项目..... | 13 |
| 表 5: 煤炭业务假设..... | 15 |
| 表 6: 电力业务假设..... | 15 |
| 表 7: 营收预计 (亿元)..... | 16 |
| 表 8: 可比公司 PE 数据对比..... | 16 |
| 公司财务报表数据预测汇总..... | 18 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026