仅供内部参考，请勿外传

淮北矿业（600985.SH）

2026 年 06 月 22 日

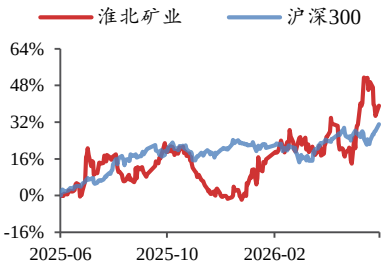
华东稀缺焦煤龙头，量价齐升业绩兑现

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/6/22
当前股价(元)	15.47
一年最高最低(元)	17.77/11.02
总市值(亿元)	416.65
流通市值(亿元)	416.65
总股本(亿股)	26.93
流通股本(亿股)	26.93
近 3 个月换手率(%)	63.21

股价走势图



数据来源：聚源

王高展（分析师）
wanggaozhan@kysec.cn
证书编号：S0790525070003

● **华东稀缺焦煤龙头，量价齐升业绩兑现，给予“买入”评级**

公司为华东稀缺焦煤龙头，资源储备充足、煤种齐全煤质优良，销区优势明显，一体化布局，煤焦化协同发展。鉴于煤价上行超预期，我们上调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 37.37/47.96/54.04（原 2026-2028 年预测分别为 27.57/36.68/43.27）亿元，EPS 分别为 1.39/1.78/2.01 元，当前股价对应 PE 分别为 11.1/8.7/7.7 倍。公司坐拥淮北优质焦煤资源，2026 年煤炭业务迎量价齐升拐点，业绩有望充分兑现，维持“买入”评级。

● **煤炭主业：坐拥淮北优质焦煤资源，量价齐升业绩有望充分兑现**

公司地处淮北优质焦煤核心产区，资源禀赋优异，截至 2026 年 5 月末，公司在产矿井 15 对，对应可采煤炭储量为 20.1 亿吨，核定产能 3375 万吨/年，其中焦煤储量占公司煤炭总储量超 80%。**区位方面，**公司立足淮北辐射华东，交通及销区优势明显。**销量方面，**2026 年公司信湖煤矿复产（核定产能 300 万吨/年）、新旧采场接替转换完成，并积极拓展省内外煤炭资源，预计公司 2026 年商品煤销量超 1900 万吨，同比提升超 10%。**价格方面，**受山西煤炭安全事故影响，全国煤矿安监形势或趋严，焦煤迎供给收缩转折点，煤价中枢中长期上移。公司煤炭销售虽全部为长协定价，但月度调价更灵活，有望充分受益焦煤价格上行。2026 年公司煤炭业务有望量价齐升，吨利上移，业绩充分兑现。

● **煤化工业务：高端化延伸渐入佳境，新项目集中释放量价齐升**

公司煤化工产业链完善，持续向高端精细化延伸。焦炭业务 2025 年贡献 55%营收，2026 年有望跟随焦煤价格上行扭亏为盈。甲醇、乙醇及其他煤化工产品受益于油价相对高位运行，利润有望释放。年产 3 万吨乙基胺项目 2026 年进入产能爬坡阶段，焦炉煤气分质深度利用及碳酸酯项目预计 2026 年 6 月建成投产。

● **非煤业务多元拓展，电力、矿山稳步推进**

电力业务：2×660MW 超超临界燃煤发电机组项目投产在即，有望贡献增量利润。民爆业务稳健经营，非煤矿山资源量持续提升。截至 2025 年末，公司持有石灰石资源量超 6 亿吨，预计 2026 年新增收储资源 1 亿吨并全面加快建设进度。

● **风险提示：**国际能源价格异常下行、新收煤矿资源不足、生产安全事故

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	65,735	41,125	47,447	49,776	51,759
YOY(%)	-10.4	-37.4	15.4	4.9	4.0
归母净利润(百万元)	4,855	1,506	3,737	4,796	5,404
YOY(%)	-22.0	-69.0	148.2	28.3	12.7
毛利率(%)	18.3	18.4	20.0	21.5	22.5
净利率(%)	7.4	3.7	7.9	9.6	10.4
ROE(%)	9.5	2.2	6.7	8.0	8.3
EPS(摊薄/元)	1.80	0.56	1.39	1.78	2.01
P/E(倍)	8.6	27.7	11.1	8.7	7.7
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目　录

1、 华东稀缺焦煤龙头，煤焦化一体协同发展 4
1.1、 背靠安徽国资委，焦煤龙头煤焦化协同发展 4
1.2、 公司经营边际改善，煤炭及煤化工贡献核心利润 5
1.3、 财务状况良好，分红率稳步提升 8
2、 坐拥淮北稀缺焦煤资源，量价齐升业绩弹性可期 10
2.1、 焦煤资源储备充足，复产+资源拓展带来量增弹性 10
2.2、 精煤产率提升销售结构优化，吨煤毛利居可比公司前列 13
2.3、 动力煤长协经营稳健，焦煤调价及时受益周期上行 15
3、 煤化工：高端化延伸渐入佳境，新项目集中释放量价齐升 17
4、 非煤业务多元拓展，电力、矿山稳步推进 20
5、 盈利预测与投资建议 22
6、 风险提示 22
附：财务预测摘要 23

图表目录

图 1： 公司为华东地区炼焦煤龙头，2018 年通过资产重组实现借壳上市 4
图 2： 公司股权集中，控股股东淮北矿业集团持股占比达 61.45%（截至 2026Q1） 5
图 3： 2026Q1 公司营收同比-3.8% 5
图 4： 2026Q1 公司归母净利润同比-29.0% 5
图 5： 2026Q1 公司净利率触底回升 6
图 6： 2025 年公司煤炭及煤化工业务营收占比 49.5% 6
图 7： 2025 年公司煤炭及煤化工业务毛利占比超 80% 6
图 8： 煤化工业务毛利率 2023 年以来相对稳定 7
图 9： 公司矿山及民爆业务毛利率居前 7
图 10： 2026Q1 公司期间费用率较 2025 年下降 7
图 11： 2026Q1 公司期间费用率仍有下降空间 7
图 12： 公司研发投入占营收比重成逐年提升趋势 8
图 13： 2025 年公司研发投入占比居可比公司前列 8
图 14： 公司资产负债率稳步下降 8
图 15： 公司资产负债率管控水平居可比公司前列 8
图 16： 2025 年公司现金分红比例提升至 44.7% 9
图 17： 公司 2026 年预期股息率居可比公司平均水平 9
图 18： 公司立足淮北辐射华东，区位优势明显 11
图 19： 公司煤炭供应华东地区具备运输成本优势 11
图 20： 2025 年华东核心省份火电发电需求旺盛 11
图 21： 2025 年江苏粗钢产量居全国第二 11
图 22： 2026 年信湖煤矿复产，亳州煤业有望扭亏为盈 12
图 23： 煤矿停复产或致公司 2026 年商品煤产量+55 万吨 12
图 24： 公司持有成达矿业 38%股份（截至 2025 年末） 12
图 25： 预计 2028 年陶忽图煤矿年产量达 800 万吨 12
图 26： 2026Q1 公司商品煤销量同比+16.75% 13
图 27： 2026 年公司商品煤产量或超 1900 万吨 13

仅供内部参考，请勿外传

图 28： 公司炼焦精煤产量占比稳步提升 13
图 29： 2025 年公司炼焦精煤产量占比达 54.8% 13
图 30： 2025 年焦煤毛利占煤炭板块 83% 14
图 31： 动力煤毛利率低于其他煤种 14
图 32： 2023 年以来公司焦煤吨煤成本稳步下移（元/吨） 15
图 33： 公司焦煤吨利居可比公司前列（元/吨） 15
图 34： 公司动力煤长协定价较市价波动小 15
图 35： 2025 年下半年以来动力煤价格中枢上移 15
图 36： 公司 2025 年动力煤吨煤毛利提升（元/吨） 16
图 37： 受生产节奏影响，公司 2025 年动力煤销量下滑 16
图 38： 公司焦煤价格变动与市场价变动较贴合（元/吨） 16
图 39： 2025 年公司焦煤销量同比-9% 16
图 40： 安徽省焦煤价格波动幅度较京唐港小 16
图 41： 焦炭营收体量高于其他煤化工业务（亿元） 17
图 42： 2025 年乙醇业务营收占煤化工比重提升至 26% 17
图 43： 2025 年临涣焦化净利润亏损收窄至 4.48 亿元 18
图 44： 我们预计 2026 年公司焦炭销量达 390 万吨 18
图 45： 预计 2026 年公司甲醇销售量价齐升 18
图 46： 2026 年 3 月以来甲醇价格明显上涨（元/吨） 18
图 47： 2025 年碳鑫科技净利润扭亏为盈 19
图 48： 预计 2026 年公司乙醇销量达 57 19
图 49： 2026 年 3 月以来乙醇价格上行 19

表 2： 公司在产产能 3375 万吨/年，在建矿井一对，核定产能 800 万吨/年 10
表 3： 公司 4 座炼焦煤选煤厂设计入洗能力 2900 万吨/年 14
表 4： 煤化工板块共有 440 万吨/年焦炭产能、90 万吨/年甲醇及 60 万吨/年乙醇产能装置 17
表 5： 2×660MW 机组 2026 年预计贡献归母净利润约 1 亿元 20
表 6： 2026 年公司业绩兑现，估值低于可比公司（2026 年 6 月 22 日收盘价） 22

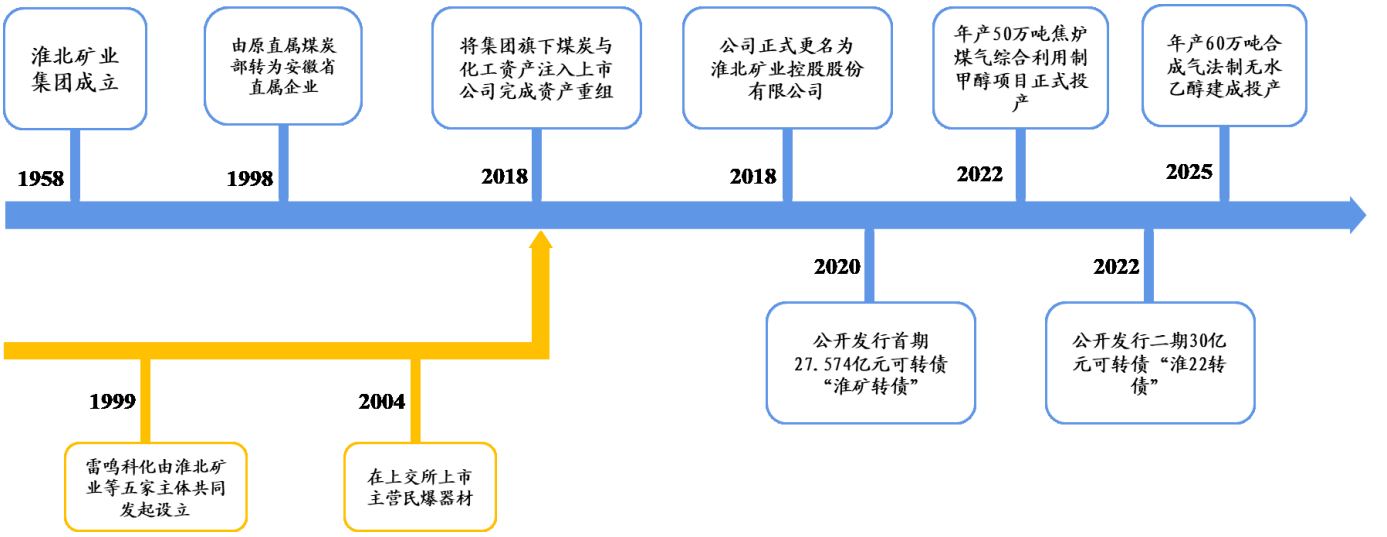
仅供内部参考，请勿外传

1、 华东稀缺焦煤龙头，煤焦化一体协同发展

1.1、 背靠安徽国资委，焦煤龙头煤焦化协同发展

公司为华东地区炼焦煤龙头企业，拥有“煤-焦-化-新材料”一体化产业链条。淮北矿业控股股份有限公司（简称“淮北矿业”）总部位于安徽省淮北市，2018 年淮北矿业集团对旗下雷鸣科化资产重组，公司实现借壳上市。公司主营煤炭采洗销、煤化工产品生产销售，并逐步构建起“煤-焦-化-新材料”一体化主业链条。截至 2026 年 5 月末，公司在产及在建煤炭资源储量合计 59 亿吨，其中焦煤、肥煤等炼焦煤占 80%以上，为华东地区唯一煤种齐全、规模最大的炼焦精煤生产企业。

图1：公司为华东地区炼焦煤龙头，2018 年通过资产重组实现借壳上市

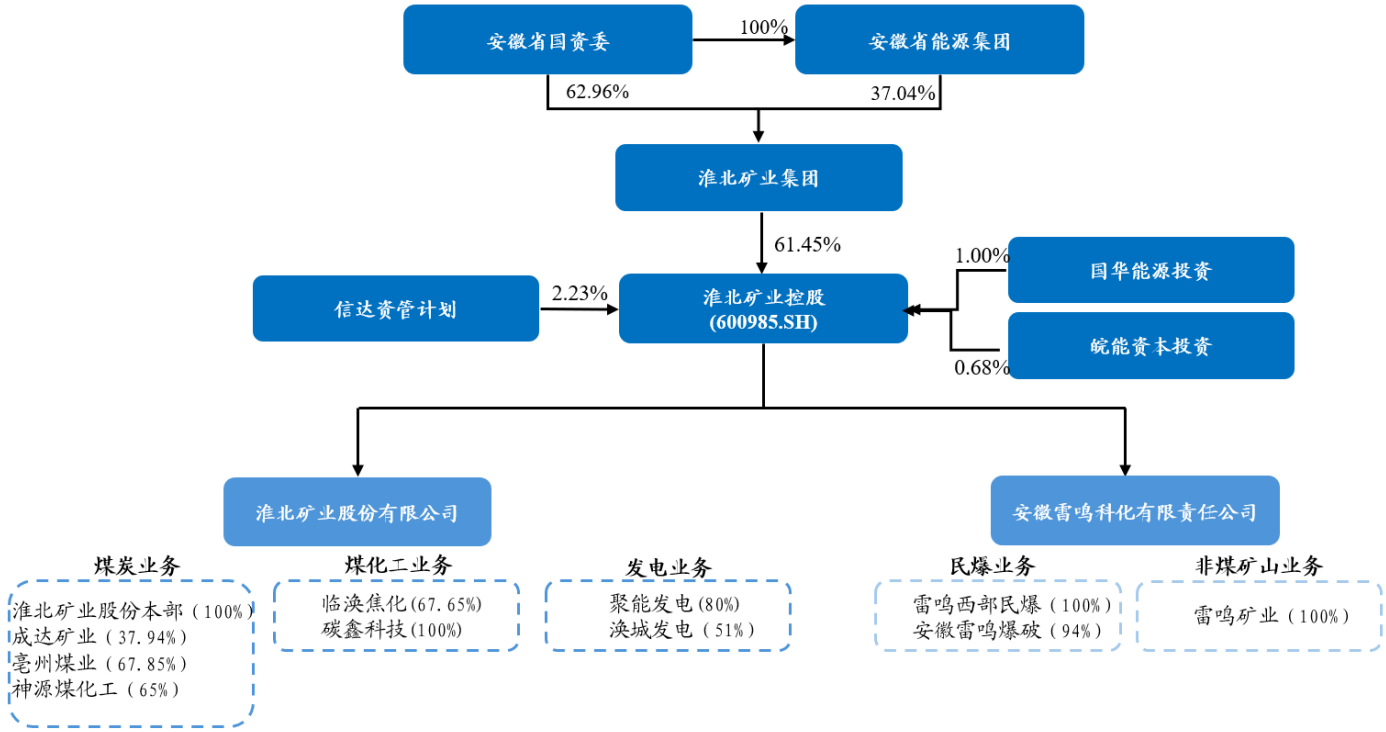


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司背靠安徽省国资委，股权集中，淮北矿业集团持股达 61.45%。公司控股股东为淮北矿业集团，实控人为安徽省国资委。依托安徽省国资委背书加持，公司在资源获取、产能审批、政策倾斜、融资成本等方面具备天然优势。截至 2026Q1，淮北矿业集团合计持有公司 61.45%的股份，大股东持股集中且稳定。前十大股东多为国资平台、公募、社保基金，股东结构优质多元。

仅供内部参考，请勿外传

图2：公司股权集中，控股股东淮北矿业集团持股占比达 61.45%（截至 2026Q1）



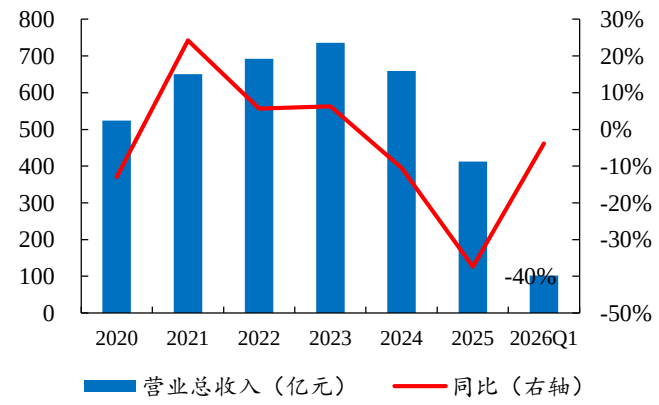
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：淮北矿业集团合计持有公司 61.45%股份，其中直接持有 60.47%，通过国元证券资管计划持有 0.98%

1.2、 公司经营边际改善，煤炭及煤化工贡献核心利润

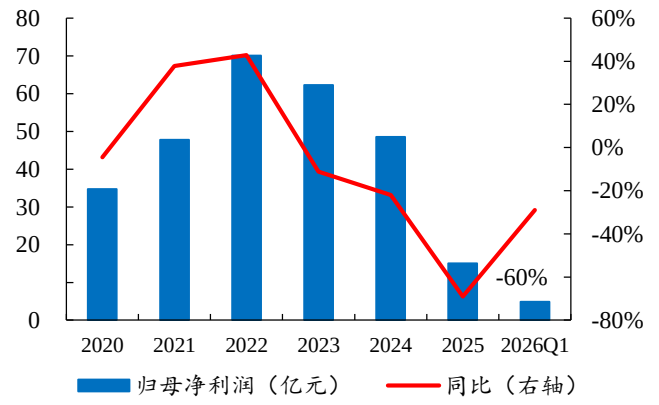
2026Q1 公司归母净利润同比降幅收窄，2026 年煤价中枢上移，公司业绩向上弹性可期。公司经营受煤炭周期影响较大，2023 年以来我国煤炭供增需减，公司经营承压，2026Q1 公司营收 101.97 亿元，yoy-3.8%，归母净利润 4.91 亿元，yoy-29.0%，毛利率 17.0%，净利率小幅回升至 3.5%。2026Q1 公司归母净利润同比降幅较 2025 年收窄，伴随海外高油价延续及国内安监形势趋严，2026 年煤价中枢上行，公司业绩向上弹性可观。

图3：2026Q1 公司营收同比-3.8%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

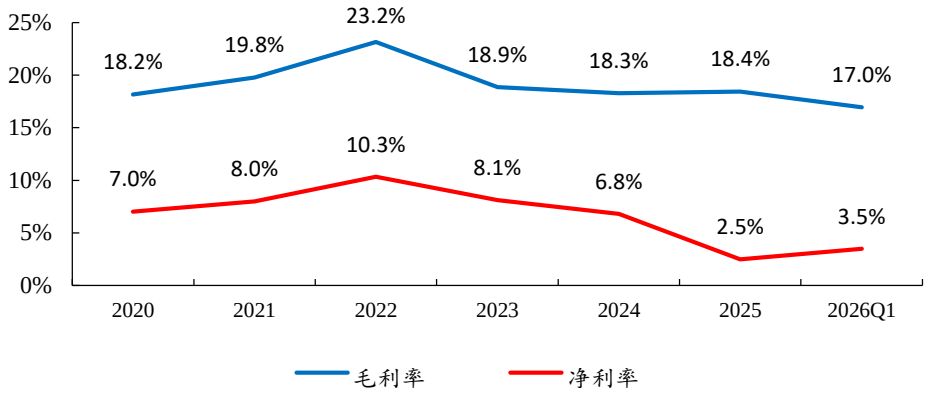
图4：2026Q1 公司归母净利润同比-29.0%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

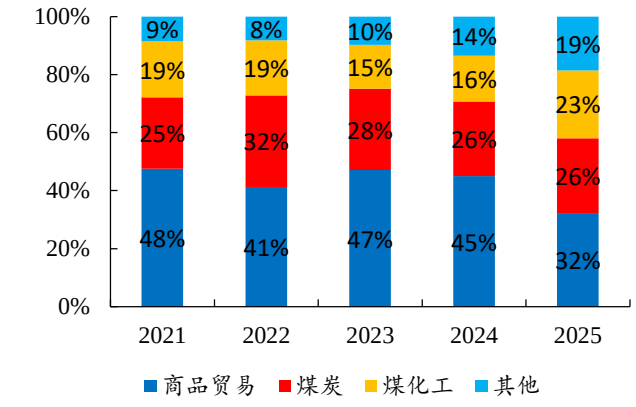
图5：2026Q1 公司净利率触底回升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

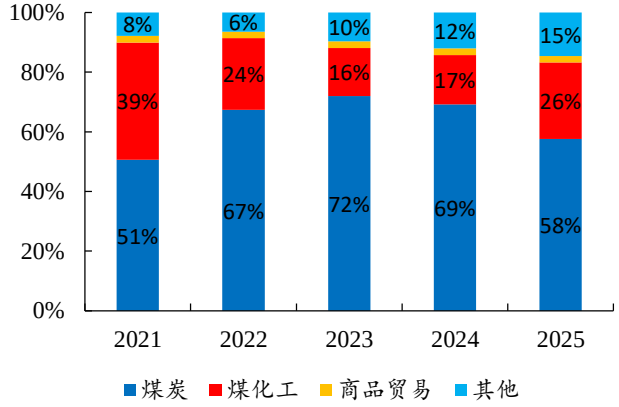
公司煤炭及煤化工业务贡献核心利润，其他业务多元补充。公司主营业务为煤炭及煤化工、其他业务包括商品贸易、民爆、电力、非煤矿山等。**营收及利润拆分看，**2025 年公司煤炭、煤化工营收占比分别为 26.05%、23.42%，分别同比+0.38、+7.62pct；毛利占比分别为 57.59%、25.64%，分别同比-47.33%、-1.97%；毛利率分别为 41.26%、20.43%。分别同比-8.51、+1.09pct。煤炭及煤化工业务合计贡献公司超 80%毛利，煤炭业务毛利率受煤价周期波动大，煤化工业务毛利率 2023 年以来相对稳定。贸易业务主动压缩规模管控风险，提升经营质量。

图6：2025 年公司煤炭及煤化工业务营收占比 49.5%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

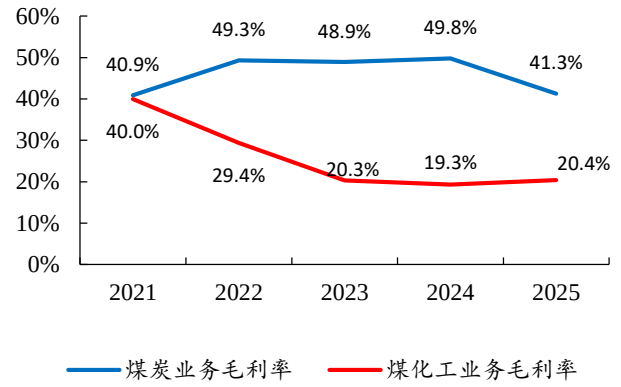
图7：2025 年公司煤炭及煤化工业务毛利占比超 80%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

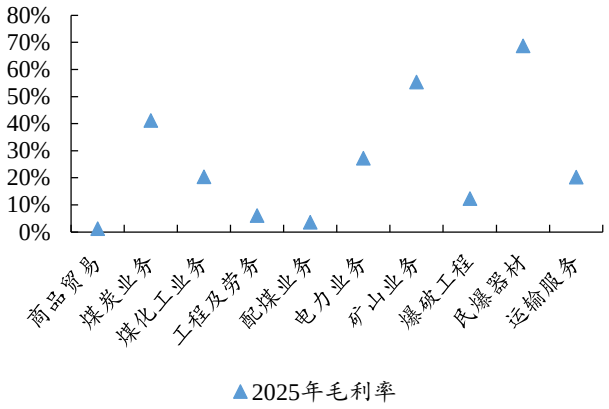
仅供内部参考，请勿外传

图8：煤化工业务毛利率 2023 年以来相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

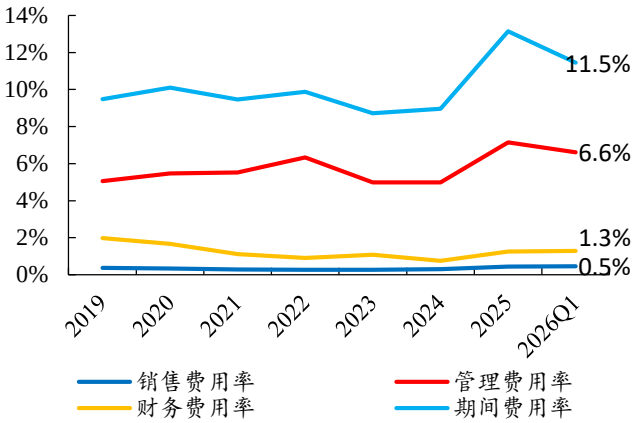
图9：公司矿山及民爆业务毛利率居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

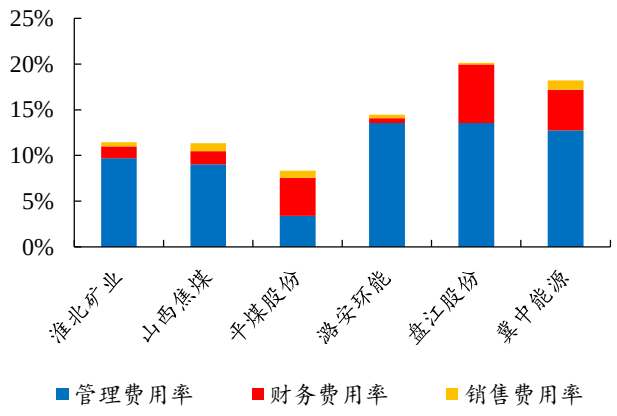
公司期间费用率仍有下降空间，研发投入占比居可比公司前列。公司持续推动降本增效，2026Q1 公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.46%、6.62%、1.29%、3.09%，分别较 2025 年+0.01、-0.52、+0.03、-1.21pct。横向比较来看，公司期间费用率处于行业中等水平，且研发投入强度位居可比公司前列；若剔除研发费用，其整体费用率在同业中处于较低水平。

图10：2026Q1 公司期间费用率较 2025 年下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

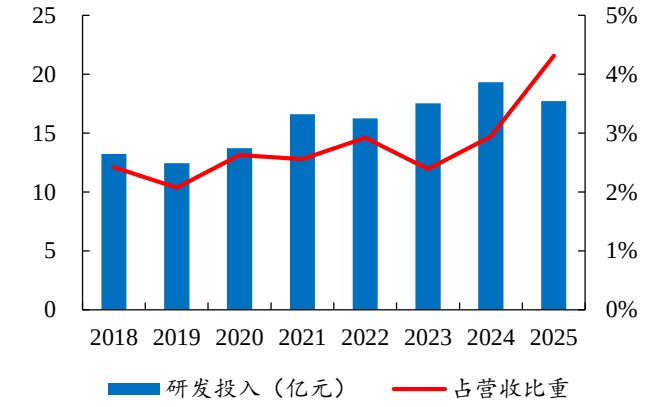
图11：2026Q1 公司期间费用率仍有下降空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

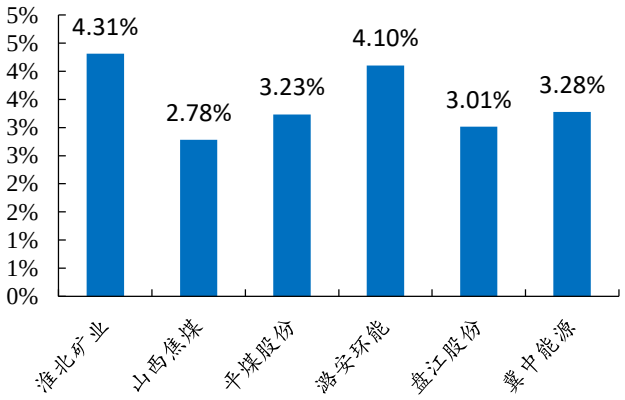
仅供内部参考，请勿外传

图12：公司研发投入占营收比重成逐年提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025 年公司研发投入占比居可比公司前列

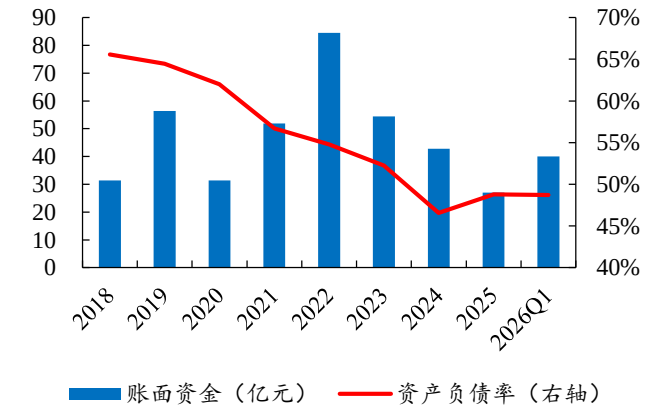


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 财务状况良好，分红率稳步提升

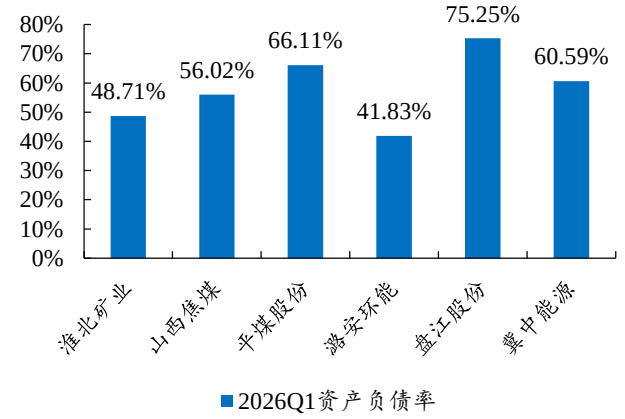
资产负债率稳步改善，现金储备充足支撑分红与扩张。公司资产负债率持续优化，2026Q1 公司资产负债率 48.7%（较 2025 年末-0.1pct），资产负债率管控水平居可比公司前列。从现金储备来看，公司货币资金 2026Q1 为 39.96 亿元（较 2025 年末+48.01%），公司经营稳健资金充裕，为后续产能扩张、分红及抗周期波动提供坚实财务保障。

图14：公司资产负债率稳步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：公司资产负债率管控水平居可比公司前列

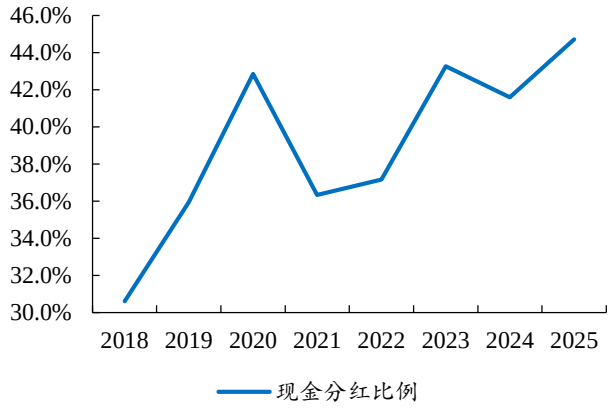


数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

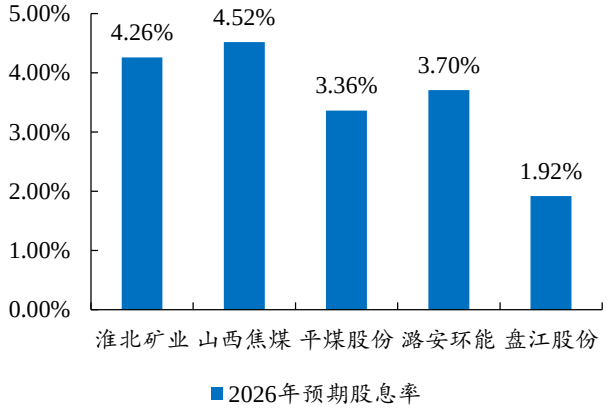
公司分红比例持续提升，重视股东回报彰显投资价值。公司 2021 年以来现金分红比例稳步提升，2025 年受周期影响利润、分红总额、每股股利及股息率有所回落，但分红比例仍提升至 44.7%。截至 2026 年 6 月 22 日，我们以各可比公司 2026 年 EPS 为基准（淮北矿业、潞安环能为开源证券研究所预测值，其他可比公司为 Wind 一致预测），假设各可比公司延续 2025 年分红比例，计算出预期股息率，淮北矿业预期股息率居可比公司平均水平。公司注重股东回报与市值管理，2026 年周期上行，公司分红比例或进一步提升。

图16：2025 年公司现金分红比例提升至 44.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：公司 2026 年预期股息率居可比公司平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：预期股息率计算中收盘价截至 2026 年 6 月 22 日

仅供内部参考，请勿外传

2、 坐拥淮北稀缺焦煤资源，量价齐升业绩弹性可期

2.1、 焦煤资源储备充足，复产+资源拓展带来量增弹性

公司为华东稀缺炼焦煤龙头，资源储备充足、煤种齐全煤质优良。公司煤矿位于全国 14 大煤炭基地之一的两淮煤炭基地，资源储备充足。截至 2026 年 5 月末，公司在产矿井 15 对，对应可采煤炭储量为 20.1 亿吨，核定产能 3375 万吨/年，可采年限约 59 年；在建陶忽图动力煤矿井 1 对，可采煤炭储量为 6.67 亿吨。从资源禀赋看，淮南矿区煤炭资源为动力煤，淮北为优质炼焦煤。公司煤矿资源集中于淮北矿区，**（1）煤种稀缺：**核心产出优质焦煤，焦煤、肥煤等稀缺炼焦煤储量占公司煤炭总储量超 80%；**（2）煤种齐全：**涵盖焦煤、肥煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等八大品种；**（3）煤质优良：**所产煤低硫、特低磷、中高发热量、强粘结性、结焦性良好。

表2：公司在产产能 3375 万吨/年，在建矿井一对，核定产能 800 万吨/年

主要矿区	地区	主要煤种	持股比例	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	状态	可采年限（年）
信湖煤矿	安徽省亳州市	焦煤、1/3 焦煤	68%	3.70	300	在产	123
青东煤矿	安徽省淮北市	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	100%	1.39	180	在产	77
祁南煤矿	安徽省宿州市	1/3 焦煤、肥煤、气煤	100%	2.33	260	在产	90
临涣煤矿	安徽省淮北市	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	100%	1.93	260	在产	74
许疃煤矿	安徽省亳州市	1/3 焦煤、肥煤	100%	1.65	350	在产	47
袁店一井煤矿	安徽省淮北市	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	100%	1.36	180	在产	75
杨柳煤矿	安徽省淮北市	1/3 焦煤、气煤、贫煤	100%	1.45	180	在产	81
邹庄煤矿	安徽省淮北市	1/3 焦煤、气煤	65%	1.16	240	在产	48
孙疃煤矿	安徽省淮北市	1/3 焦煤、气煤	100%	0.97	270	在产	36
芦岭煤矿	安徽省宿州市	气煤、1/3 焦煤	100%	0.92	230	在产	40
朱仙庄煤矿	安徽省宿州市	煤、1/3 焦煤	100%	0.83	240	在产	35
袁店二井煤矿	安徽省亳州市	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	68%	0.64	180	在产	35
桃园煤矿	安徽省宿州市	气煤	100%	0.70	175	在产	40
童亭煤矿	安徽省淮北市	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	100%	0.56	150	在产	37
涡北煤矿	安徽省亳州市	焦煤、肥煤	100%	0.45	180	在产	25
陶忽图煤矿	内蒙古自治区鄂尔多斯市	动力煤	38%	6.67	800	在建	83
朱庄煤矿	安徽省淮北市	贫煤、瘦煤			160	**关闭**	-
海孜煤矿	安徽省淮北市	焦煤、肥煤			50	**关闭**	-
合计在产产能		-		**20.03**	**3375**		**59**
合计在建产能				**6.67**	**800**		**83**
合计产能				**26.67**	**4175**		**64**

资料来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

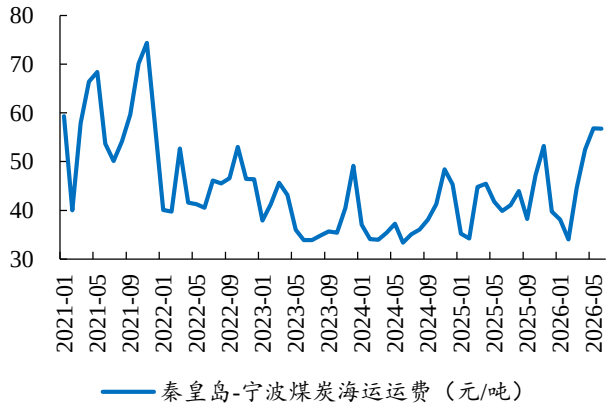
立足淮北辐射华东，交通及销区优势明显。公司煤炭核心供应华东长三角地区，享交通便利及经济发展区位优势。**交通方面，**我国其他煤炭主产区多位于西、北部，东部地区煤炭供不应求，依赖西煤东运及进口。公司地处华东腹地交通枢纽，铁路运输便利运力有保证，矿内水路联接长三角及沿海地区，煤炭运输便捷且成本优势明显。**销区优势方面，**2025 年动力煤消费结构中发电占比 63%，焦煤消费结构中钢铁冶炼我们预计占比约 85%，华东地区发电需求高、焦化、钢铁产业发达，2025 年江苏发电量及粗钢产量均居全国第二，公司销区优势明显。

图18：公司立足淮北辐射华东，区位优势明显



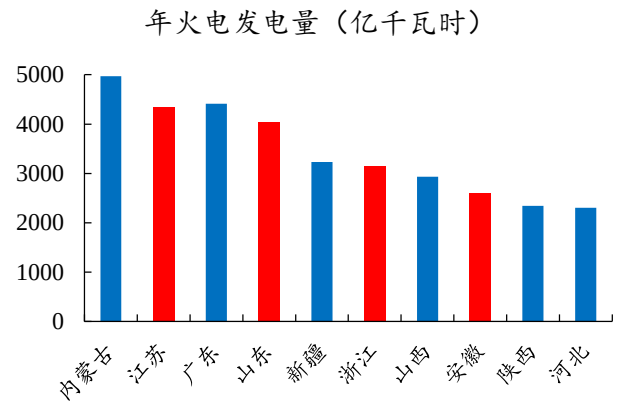
资料来源：公司官网

图19：公司煤炭供应华东地区具备运输成本优势



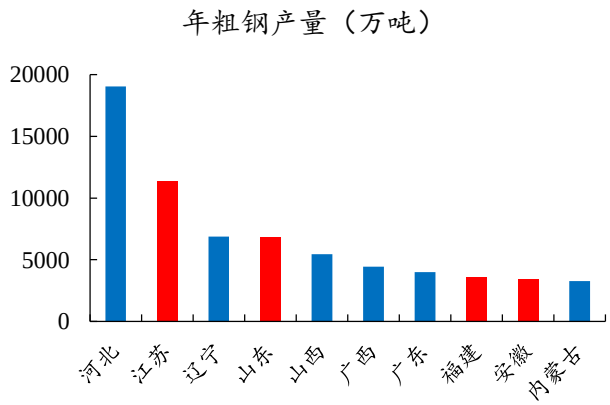
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2025 年华东核心省份火电发电需求旺盛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2025 年江苏粗钢产量居全国第二

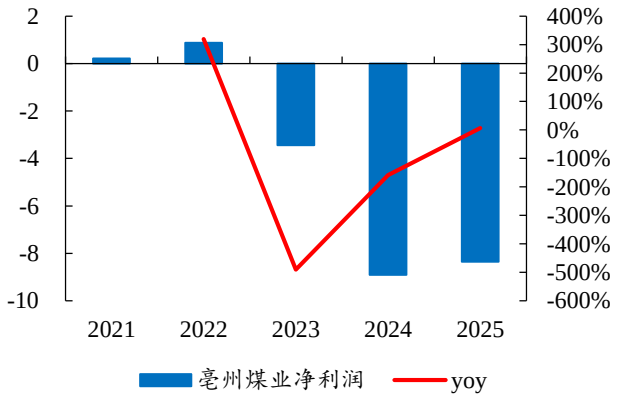


数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

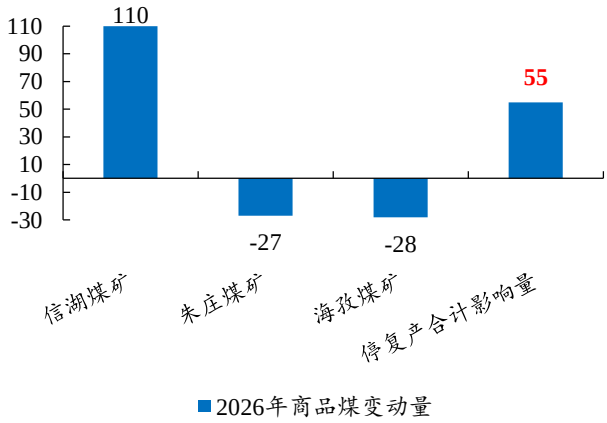
信湖优质主焦煤矿复产，带动公司产量增长与煤种结构优化。亳州煤业信湖煤矿核定产能 300 万吨/年，2023 年 11 月因透水事故被迫停产，2026 年 4 月正式复产。我们预计信湖煤矿 2026 年原煤产量约 140 万吨，商品煤产量 110 万吨，2027 年原煤产量恢复至 240 万吨。2026Q1 受资源结构影响，公司主焦煤销量占比下降，信湖煤矿主产优质焦煤、1/3 焦煤，有望带动公司煤炭产量增长同时优化煤种结构。此外公司亦推动资源枯竭煤矿关闭，朱庄煤矿 2025 年 6 月关闭（2025 年 1-5 月商品煤产量约 27 万吨），海孜煤矿 2026 年 2 月关闭（2025 年商品煤产量约 28 万吨）。信湖煤矿复产抵消朱庄及海孜煤矿关停影响，2026 年公司商品煤由此产量同比增加约 55 万吨。

图22：2026 年信湖煤矿复产，亳州煤业有望扭亏为盈



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

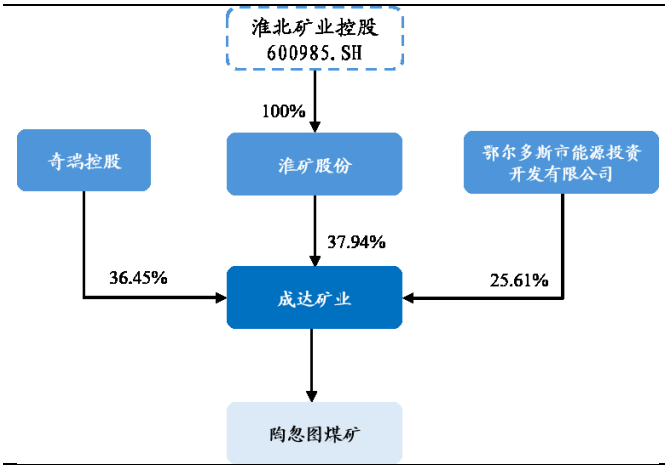
图23：煤矿停复产或致公司 2026 年商品煤产量+55 万吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

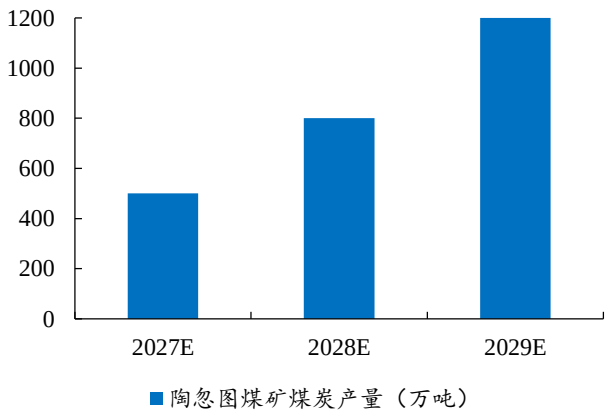
积极拓展省内外煤炭资源，陶忽图煤矿 2027 年正式投产贡献增量。成达矿业旗下陶忽图煤矿位于内蒙古鄂尔多斯市纳林河矿区，煤种为优质动力煤矿（低灰、低硫、高发热量的不黏煤，平均发热量 6000 大卡以上），可采储量达 6.67 亿吨，核定产能 800 万吨/年（2028 年或可申请提升至 1200 万吨/年）。2023 年陶忽图煤矿由淮北矿业（38%）、奇瑞控股（36%）、鄂尔多斯市能源投资开发有限公司（26%）合资投建，待投产后公司或以收益法评估定价收购奇瑞控股股份，进一步提高持股比例。**公司积极拓展省内外煤炭资源，**2021 年以来累计完成**省内**涡北、芦岭、临涣矿深部资源 1.5 亿吨收扩储，**省外**亦积极拓展储备晋陕蒙新煤炭资源，推动煤炭资源储量提升。

图24：公司持有成达矿业 38%股份（截至 2025 年末）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图25：预计 2028 年陶忽图煤矿年产量达 800 万吨

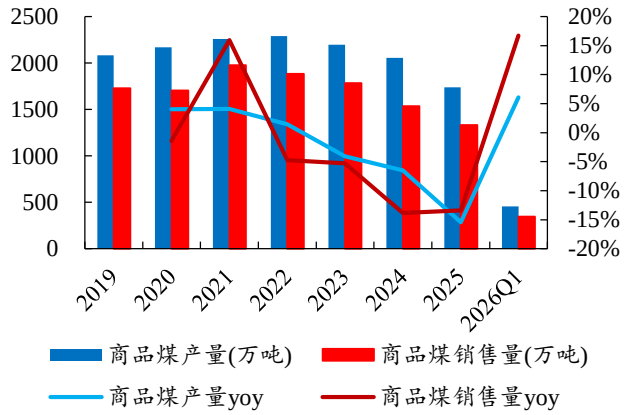


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

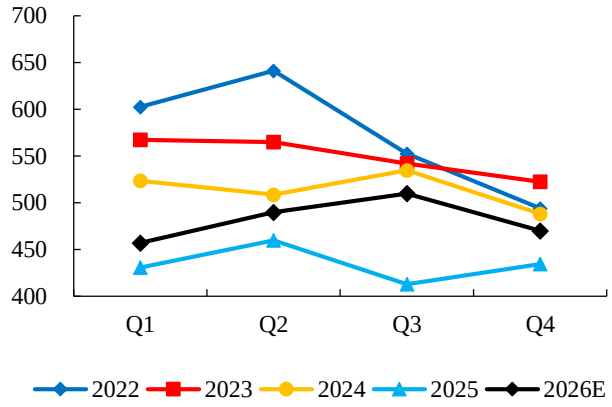
新旧采场完成接替转换，2026 年公司商品煤产量或超 1900 万吨。受 2025Q3 公司部分主力矿井集中进行新旧采场接替转换、过断层、无煤区影响，2025Q3 公司商品煤产量 412.97 万吨，同比-22.77%。2026Q1 公司新旧采场完成接替转换，生产恢复甚至产量超此前旧采场，商品煤产量 457.08 万吨，同比+6.10%，商品煤销量 346.97 万吨，同比+16.75%。我们预计 2026H2 公司煤炭产量或修复趋近 2024H2 水平，2026 全年公司商品煤产量或超 1900 万吨，产量同比增长超 10%。

图26：2026Q1 公司商品煤销量同比+16.75%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图27：2026 年公司商品煤产量或超 1900 万吨

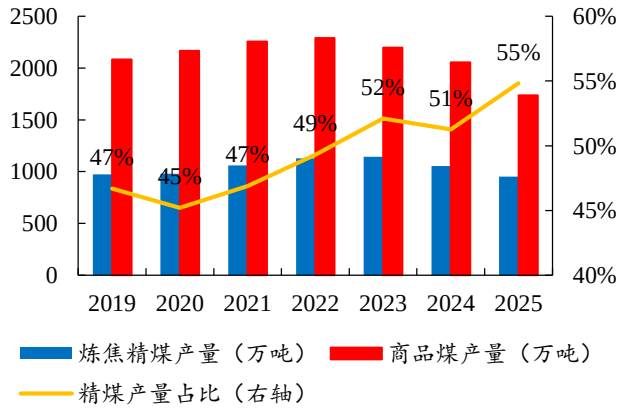


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.2、 精煤产率提升销售结构优化，吨煤毛利居可比公司前列

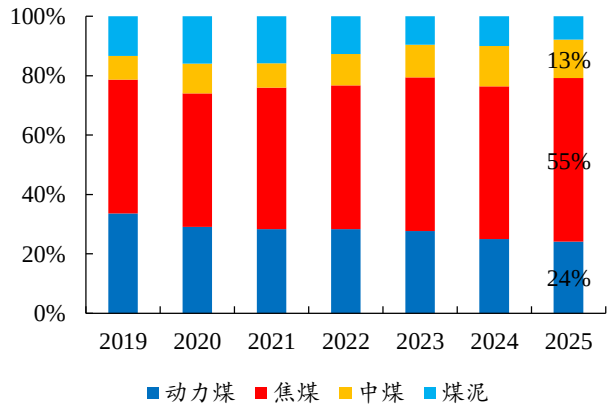
资源优质+优化洗选工艺，深化精煤战略，炼焦精煤产量占比稳步提升。公司依托优质焦煤资源禀赋，加强煤炭洗选加工布局，优化配煤洗选工艺方案，已形成行业领先的洗选能力体系。截至 2025 年，公司 4 座炼焦煤选煤厂，年总入洗能力达 2900 万吨，其中临涣选煤厂以 1600 万吨/年居国内前列。从工艺水平看，各炼焦煤选煤厂均采用“重介-浮选-压滤”技术路线，选煤粒度覆盖 50-0 毫米，产品质量指标优异（灰分控制在 9.01%-12.50%，水分≤12.0%-14.0%）。公司炼焦精煤产量占比由 2019 年 46.7%提升至 2025 年 54.8%，公司持续深化精煤战略，提升高价值精煤产量，差异化开发涡北焦煤 2 号等多款精煤新品，成功打造“九神”牌等知名精煤品牌，市场认可度高。

图28：公司炼焦精煤产量占比稳步提升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图29：2025 年公司炼焦精煤产量占比达 54.8%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

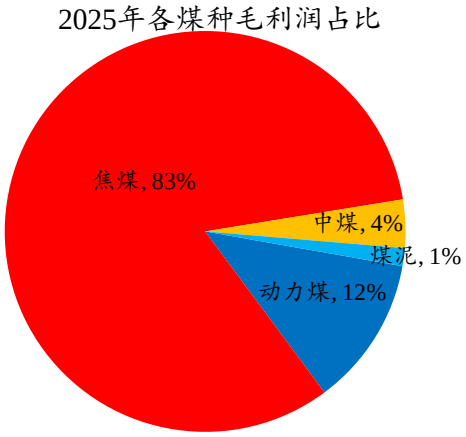
表3：公司 4 座炼焦煤选煤厂设计入洗能力 2900 万吨/年

选煤厂	设计能力（万吨/年）	洗选工艺	选煤粒度（毫米）	产品质量	
				灰分（%）	水分（%）
临涣选煤厂	1600	重介-浮选-压滤	50~0	10.51~11.00 9.51~10.00 9.01~9.50	≤12.0
淮北选煤厂	400	重介-浮选-压滤	50~0	12.01~12.50 10.51~11.00 10.01~10.50	≤12.0
涡北选煤厂	600	重介一浮选-压滤	50~0	10.51~11.00 10.01~10.50 9.51~10.00	≤12.0
芦岭选煤厂	300	重介一浮选-压滤	50~0	9.01~9.5	≤14.0

资料来源：公司公告、开源证券研究所

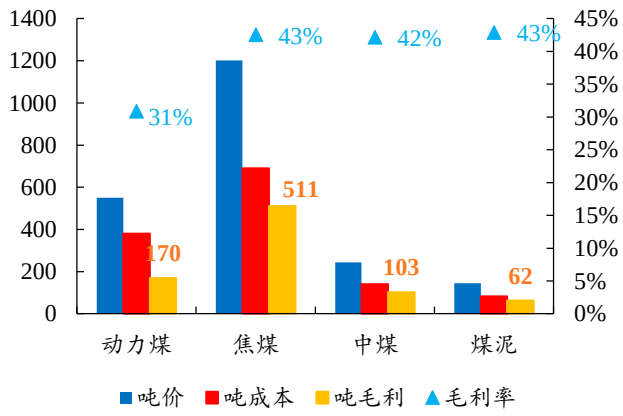
焦煤贡献煤炭核心利润，吨煤利润居行业前列。焦煤为公司核心煤种，2025 年焦煤贡献煤炭板块毛利的 83%。毛利率方面，动力煤毛利率 31%，焦煤及其他煤种毛利率均在 40%以上。公司 2025 年商品煤吨煤销售成本 474 元/吨，同比-79 元/吨，预计 2026 年进一步下降 20 元/吨。公司煤质优良，持续推动成本下降，吨煤毛利 333 元/吨，居焦煤可比公司前列。

图30：2025 年焦煤毛利占煤炭板块 83%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

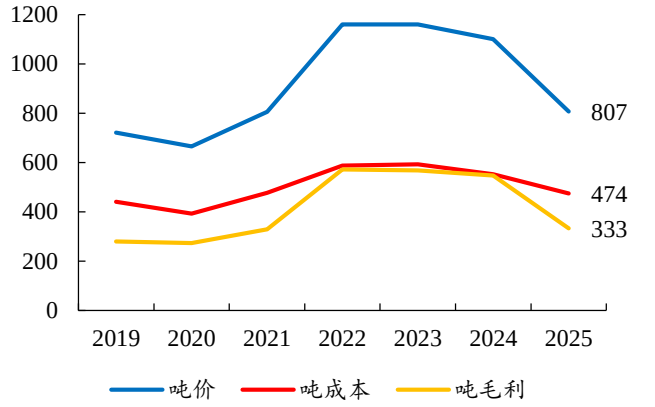
图31：动力煤毛利率低于其他煤种



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

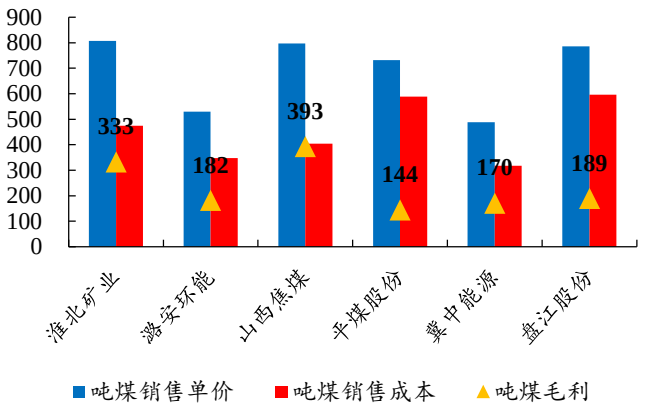
仅供内部参考，请勿外传

图32：2023 年以来公司焦煤吨煤成本稳步下移（元/吨）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图33：公司焦煤吨利居可比公司前列（元/吨）

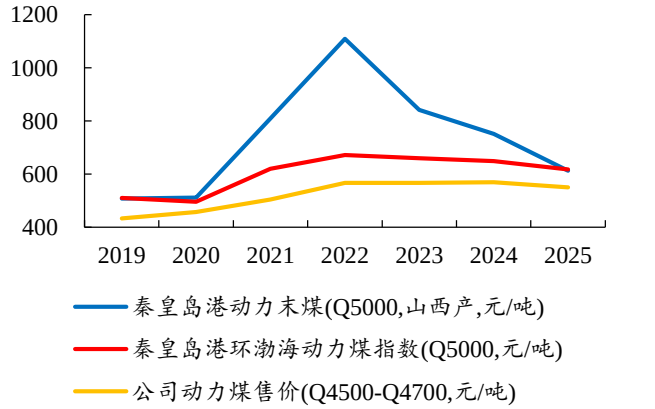


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.3、 动力煤长协经营稳健，焦煤调价及时受益周期上行

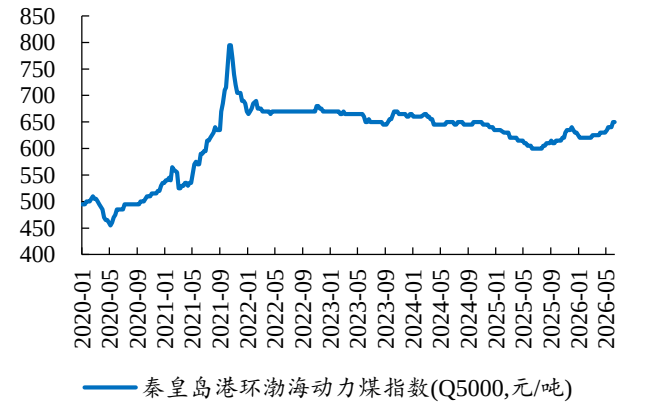
动力煤：100%“基准价+浮动价”长协定价，经营稳健。2025 年公司动力煤销量仅占公司煤炭销量 24%，占煤炭板块毛利 12%。公司动力煤热值 Q4500-Q4700，100%长协销售，供应省内电厂及自有电厂，年度锁量，价格“基准价+浮动价”定价机制，基准价 675 元/吨（Q5000），浮动价挂钩 4 大煤价指数（全国煤炭交易中心综合价格指数、环渤海动力煤综合价格指数、CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数、中国沿海电煤采购价格指数 CECI），每月末调整确定下个月长协价格。整体经营稳健，贡献利润有限。

图34：公司动力煤长协定价较市价波动小



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

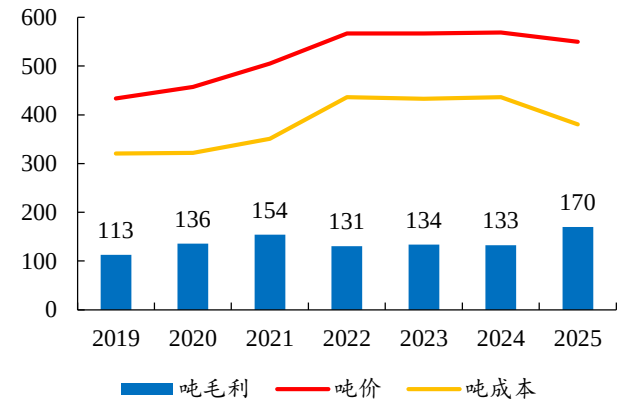
图35：2025 年下半年以来动力煤价格中枢上移



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

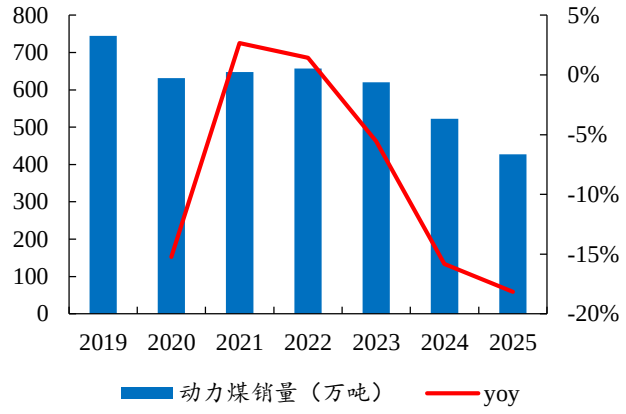
仅供内部参考，请勿外传

图36：公司 2025 年动力煤吨煤毛利提升（元/吨）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

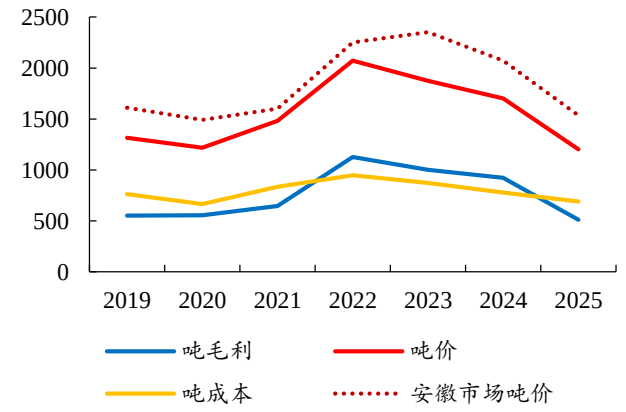
图37：受生产节奏影响，公司 2025 年动力煤销量下滑



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

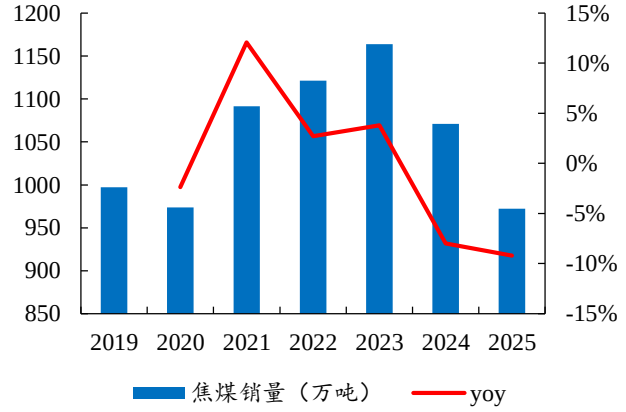
焦煤：100%长协销售，月度价格调整更及时，充分受益焦煤价格上行。公司焦煤销售同样 100%长协模式，定价机制为“年度锁量，季度锁价”，调价机制由季内长协市价价差 15%熔断调价调整为月度价差偏离一定幅度即开启长协调价，月内可多次调价。公司焦煤价格月度调价更及时，有望充分受益于焦煤价格上行。

图38：公司焦煤价格变动与市场价变动较贴合（元/吨）



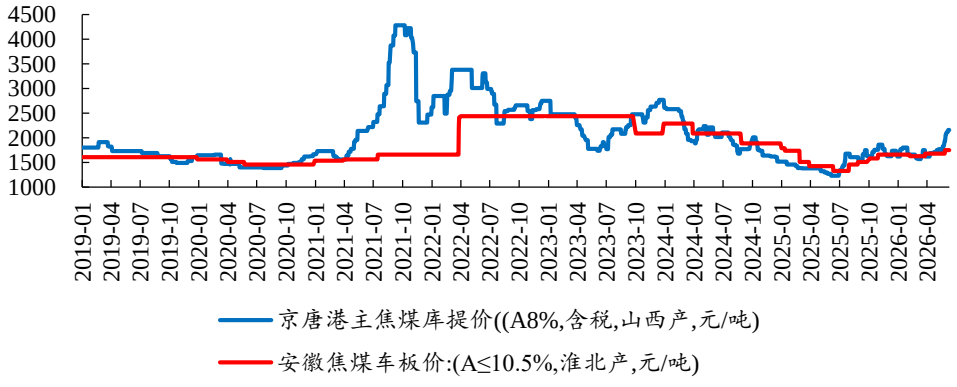
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图39：2025 年公司焦煤销量同比-9%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图40：安徽省焦煤价格波动幅度较京唐港小



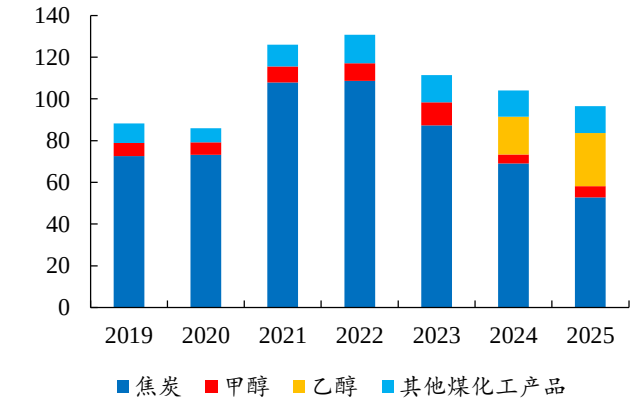
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3、煤化工：高端化延伸渐入佳境，新项目集中释放量价齐升

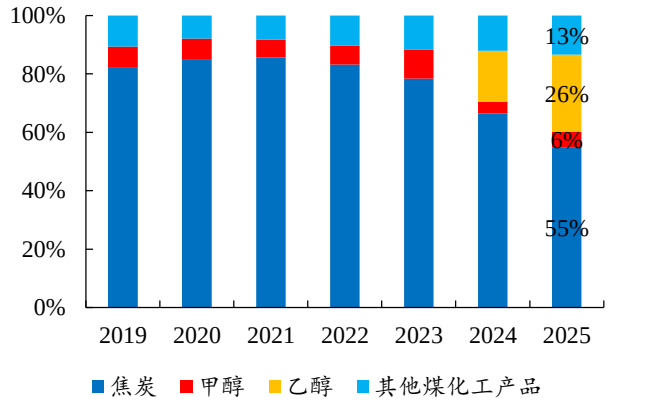
公司煤化工核心产品为焦炭、甲醇、乙醇，延伸丰富高端精细化工品。公司煤化工业务经营主体为临涣焦化（股权占比 67.65%）、碳鑫科技（股权占比 100%），生产产品以焦炭、甲醇、乙醇三大产品为主，延伸布局碳酸酯、碳酸二甲酯、乙基胺等高端精细化工产品，产品矩阵持续丰富，新建项目持续推进。2025 年公司煤化工业务营收构成中，焦炭、甲醇、乙醇分别占比 55%、6%、26%。截至 2025 年末，公司焦炭、甲醇、乙醇年产能分别达 440 万吨、90 万吨、60 万吨，碳酸酯及焦炉煤气分质深度利用项目将于 2026 年 6 月完工投产。

图41：焦炭营收体量高于其他煤化工业务（亿元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图42：2025 年乙醇业务营收占煤化工比重提升至 26%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表4：煤化工板块共有 440 万吨/年焦炭产能、90 万吨/年甲醇及 60 万吨/年乙醇产能装置

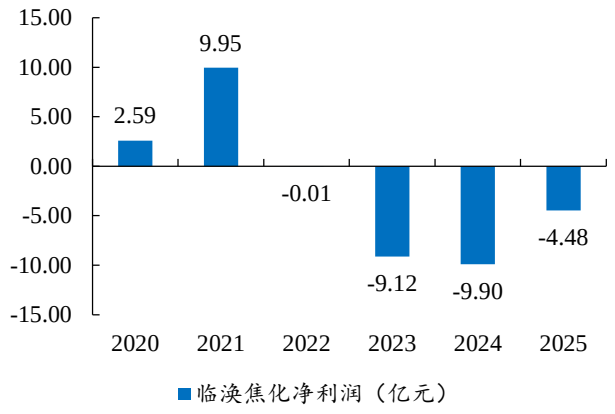
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率（%）	在建产能	在建产能已投资额（亿元）	在建产能预计完工时间
焦炭	440 万吨/年	82.18			
甲醇	90 万吨/年	77.44			
DMC 项目	10 万吨/年	0.91			
甲醇综合利用制乙醇项目	60 万吨/年	91.13			
焦炉煤气分质深度利用项目	2.51 亿 Nm³/年 LNG		2.51 亿 Nm³/年 LNG	6.0	2026 年 6 月
碳酸酯项目	2.5 万吨 EMC 0.5 万吨 DEC		2.5 万吨 EMC 0.5 万吨 DEC	2.4	2026 年 6 月
乙基胺项目	3 万吨/年	66.67			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

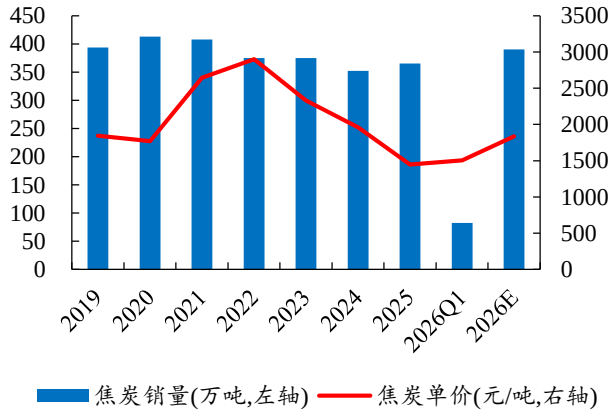
临涣焦化：焦炭有望扭亏为盈，甲醇等化工品利润有望释放。临涣焦化年产焦炭 440 万吨，甲醇 40 万吨，并副产粗苯、精苯、硫铵、煤焦油等产品，延产碳酸酯 3 万吨、焦炉煤气分质深度利用项目 10 亿立方米（已产出合格品）。2025 年临涣焦化净利润亏损 4.48 亿元，核心由焦炭亏损导致。2026 年 3 月以来受美伊冲突、山西煤矿安全事故影响，甲醇、焦炭价格上行，2026 年 6 月华东地区甲醇、焦炭市场价分别为 3192、1679 元/吨（公司甲醇价格为 2900 元/吨），分别同比+25.31%、+51.49%，我们预计 2026 年临涣焦化焦炭销量有望达 390 万吨，价格同比+27%，甲醇销量达 35 万吨，价格同比+19%，临涣焦化焦炭业务有望扭亏为盈，甲醇等化工品利润释放空间可观。

图43：2025 年临涣焦化净利润亏损收窄至 4.48 亿元



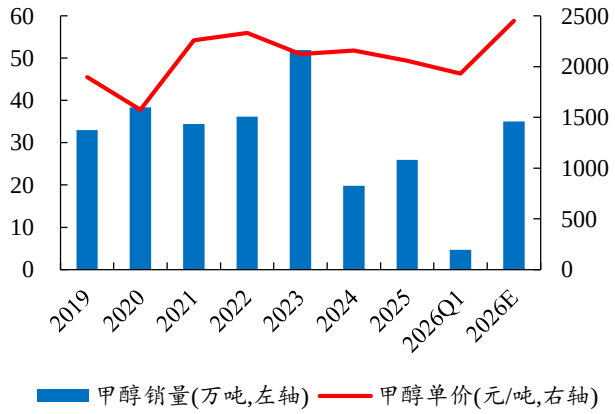
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图44：我们预计 2026 年公司焦炭销量达 390 万吨



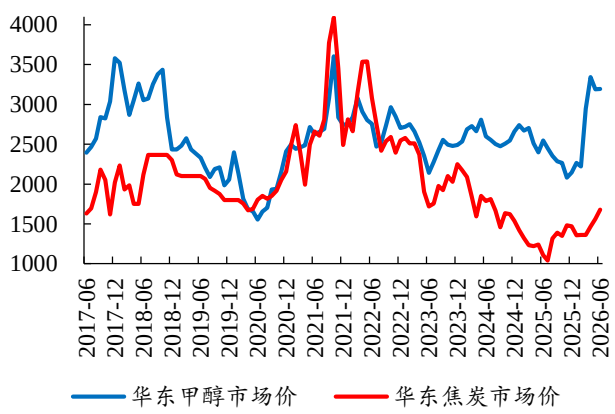
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图45：预计 2026 年公司甲醇销售量价齐升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图46：2026 年 3 月以来甲醇价格明显上涨（元/吨）

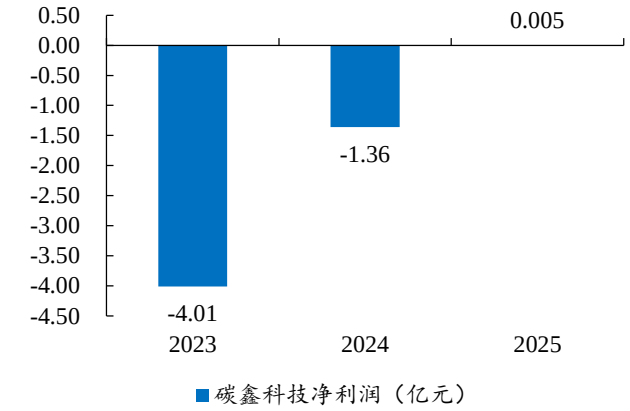


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

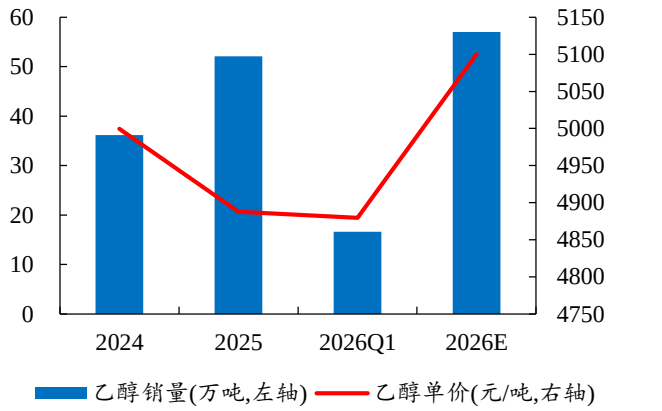
碳鑫科技：乙醇产能释放，价格上行充分受益。碳鑫科技年产甲醇产 50 万吨（焦炉煤气综合利用，自用生产乙醇）、乙醇 60 万吨（全球最大的单体装置）、乙基胺 3 万吨（2025 年建成投产，2025H2 产量 1 万吨）。2025 年受乙醇价格低迷影响，碳鑫科技营业利润亏损 0.10 亿元，2026 年 3 月以来乙醇价格上行，公司产能释放，有望充分受益。此外，公司 10 万吨高纯度乙醇项目规划中，煤化工布局持续延伸扩量。

图47：2025 年碳鑫科技净利润扭亏为盈



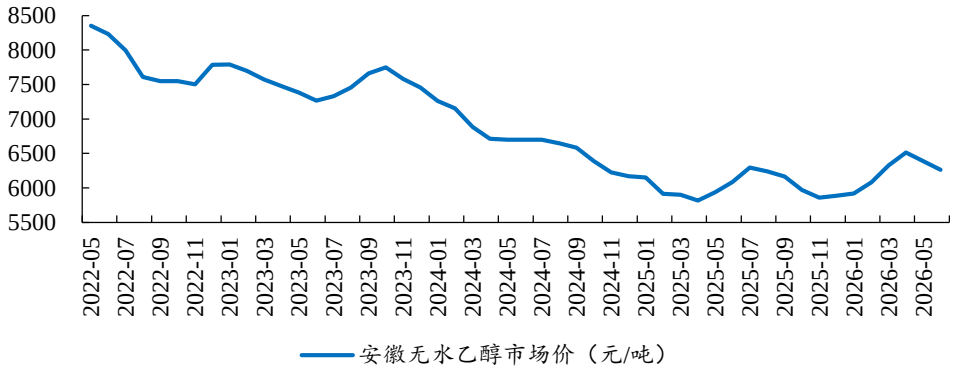
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图48：预计 2026 年公司乙醇销量达 57 万吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图49：2026 年 3 月以来乙醇价格上行



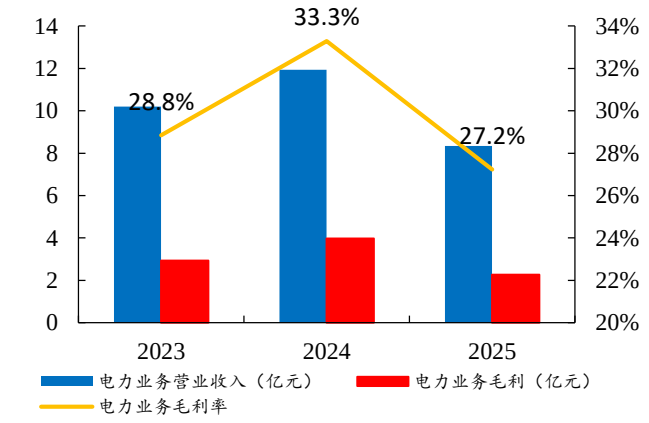
数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4、非煤业务多元拓展，电力、矿山稳步推进

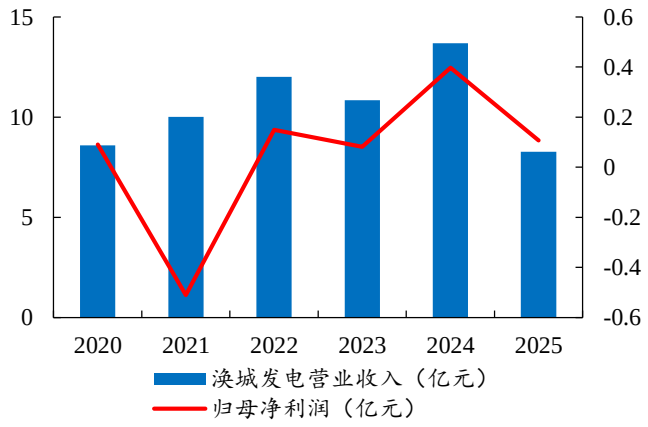
火电贡献电力板块核心利润，新能源发电同步加速布局。公司电力板块涵盖火力发电、瓦斯发电、新能源发电等多项电力业务，火电当前贡献电力板块核心利润，涣城发电（公司间接控股 51%）为经营主体，2025 年受电价下行影响，净利润降至 0.21 亿元。涣城发电火电机组为 2×320MW，年发电量 21 亿 kWh，为自供煤矸石、煤泥等低热值燃料发电设备。瓦斯发电方面，公司共 12 个瓦斯电站，装机容量 70.25MW，2025 年实现瓦斯发电超 2 亿 kWh。此外，公司在新能源发电领域加速布局，232MW 光伏项目稳定并网发电、150MW 风电及烈山区东部风电场项目等多个项目稳步推进。

图50：2025 年公司电力业务毛利降至 2.27 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图51：2025 年涣城发电净利润 0.21 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

超超临界燃煤发电项目投产在即，有望贡献增量利润。2×660MW 超超临界燃煤发电机组项目为公司火电重点投建项目，由下属公司聚能发电（公司间接控股 80%）运营。项目采用国内最先进的二次再热技术，设计机组供电标煤耗 265g/kWh（远低于存量机组的 320-330g/kW•h）。项目预计 2026 年 7 月底完成 168 小时试运营并投产，项目主要使用公司自供煤，部分外购煤掺配以降低成本，机组年利用小时数预计 4000 小时，2026 年安徽省电价在 0.36-0.37 元/kWh，2×660MW 超超临界燃煤发电项目有望投产即盈利。

表5：2×660MW 机组 2026 年预计贡献归母净利润约 1 亿元

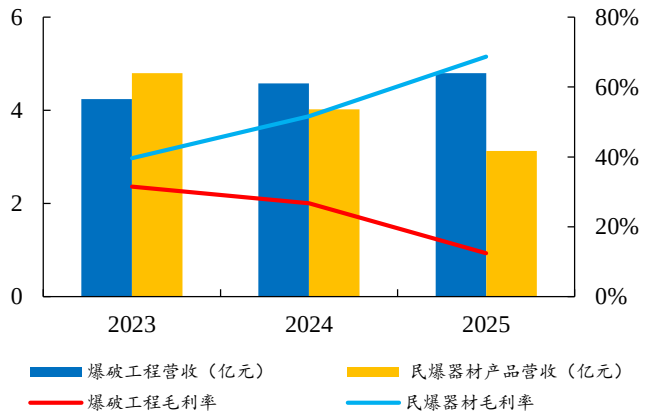
聚能发电 2*660MW	
年利用小时数	4000 小时
年度发电量	52.8 亿千瓦时
预计 2026 年利用小时数	2000 小时
预计 2026 年总发电量	26.4 亿千瓦时
上网电价	0.36-0.37 元/千瓦时
2026 年预计营收	9.50-9.77 亿元

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

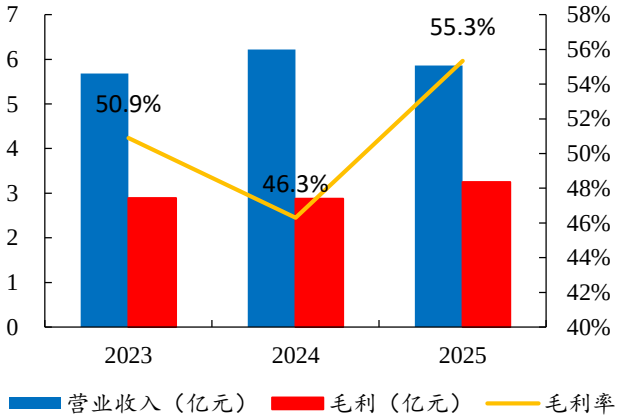
民爆业务稳健经营，非煤矿山资源量持续提升。公司**民爆业务**包括民爆器材、爆破工程，由全资子公司雷鸣科化经营。民爆业务整体经营稳健，2025 年民爆器材及爆破工程营收分别为 3.13、4.80 亿元，毛利率分别为 68.7%、12.4%。矿山业务由雷鸣科化子公司雷鸣矿业经营，2024 年以来公司加大非煤矿山资源收储及产能建设，非煤矿山业务作为公司非煤业务重要增长来源，2025 年公司矿山业务实现毛利 3.25 亿元（yoy+12.85%），毛利率 55.3%（yoy+9.03pct），全年收储石灰石资源 3462 万吨。截至 2025 年末，公司持有石灰石资源量超 6 亿吨，拥有砂石骨料矿山采矿权 15 座，年产能 200 万吨的桑植干溪矿山建成投产，石灰石产能增加至 2920 万吨/年。预计 2026 年公司新增收储资源 1 亿吨，并全面加快在手矿山建设进度。

图52：2025 年公司民爆器材业务毛利率进一步提升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图53：2025 年公司矿山业务实现毛利 3.25 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5、 盈利预测与投资建议

公司为华东稀缺焦煤龙头，资源储备充足、煤种齐全煤质优良，销区优势明显，一体化布局，煤焦化协同发展。**煤炭业务：**销量方面，2025 年受朱庄煤矿停产、部分主力矿井新旧采场接替转换等影响，煤炭销量同比下滑。2026 年公司信湖煤矿复产、新旧采场接替转换完成，并积极拓展省内外煤炭资源，预计公司 2026 年煤炭销量同比提升超 10%。价格方面，受山西煤炭安全事故影响，全国监督趋势或趋严，焦煤迎供给收缩转折点，煤价中枢中长期上移。公司煤炭业务 2026 年有望量价齐升，成本下降，业绩充分兑现。**煤化工业务：**焦炭业务有望扭亏为盈，甲醇、乙醇及其他煤化工产品受益于油价相对高位运行，利润有望释放。**非煤业务：**2×660MW 超超临界燃煤发电机组项目投产在即，有望贡献增量利润。民爆业务稳健经营，非煤矿山资源量持续提升。

鉴于煤价上行超预期，我们上调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 37.37/47.96/54.04（原 2026-2028 年预测分别为 27.57/36.68/43.27）亿元，EPS 分别为 1.39/1.78/2.01 元，当前股价对应 PE 分别为 11.1/8.7/7.7 倍。公司坐拥淮北优质焦煤资源，煤炭业务量价齐升业绩有望充分兑现，估值低于可比公司平均水平，维持“买入”评级。

表6：2026 年公司业绩兑现，估值低于可比公司（2026 年 6 月 22 日收盘价）

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000983.SZ	山西焦煤	6.58	0.21	0.50	0.55	0.59	31.1	13.2	11.9	11.2
601666.SH	平煤股份	8.88	0.09	0.49	0.59	0.70	95.0	18.0	15.2	12.8
601699.SH	潞安环能	17.06	0.37	1.26	1.38	1.57	46.1	13.5	12.4	10.9
600395.SH	盘江股份	5.06	0.15	0.25	0.28	0.35	33.1	20.4	17.9	14.4
均值							**51.3**	**16.3**	**14.3**	**12.3**
600985.SH	淮北矿业	15.47	0.56	1.39	1.78	2.01	27.7	11.1	8.7	7.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除山西焦煤、平煤股份、盘江股份 EPS 及 PE 为 Wind 一致预测外，其他公司 EPS 及 PE 均为开源证券研究所预测值

6、 风险提示

（1）国际能源价格异常下行：国际原油、煤炭及天然气等能源价格超预期下行，影响传导至国内煤价，则影响公司盈利水平。

（2）新收煤矿资源不足：公司若新收煤矿资源不足，则远期煤矿产量面临衰竭收缩。

（3）生产安全事故：公司煤矿若遇严重生产安全事故，则面临停产整顿风险。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	14198	12721	15274	16888	22278
现金	4284	2700	3115	6739	9767
应收票据及应收账款	2603	2932	2727	2754	2805
其他应收款	220	274	296	302	320
预付账款	505	377	641	427	683
存货	3087	1973	3754	2141	3912
其他流动资产	3500	4465	4740	4525	4791
非流动资产	73547	76309	75204	72468	69415
长期投资	1055	1093	1200	1318	1443
固定资产	41103	40734	41117	39806	38003
无形资产	19441	19235	18787	18339	17891
其他非流动资产	11949	15247	14099	13005	12077
资产总计	87745	89030	90477	89356	91692
流动负债	25575	25190	25661	24329	25892
短期借款	128	141	497	141	141
应付票据及应付账款	13663	15278	14289	14410	14659
其他流动负债	11784	9771	10875	9778	11092
非流动负债	15294	18245	16645	14886	13122
长期借款	3676	7305	5705	3947	2183
其他非流动负债	11618	10939	10939	10939	10939
负债合计	40869	43434	42306	39215	39014
少数股东权益	4487	4149	3661	2888	1882
股本	2693	2693	2693	2693	2693
资本公积	11131	11131	11131	11131	11131
留存收益	27064	26550	28472	30815	33356
归属母公司股东权益	42389	41447	44511	47253	50797
负债和股东权益	87745	89030	90477	89356	91692

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9063	5428	5151	8892	7468
净利润	4476	1012	3249	4023	4398
折旧摊销	3538	3975	3482	3703	3856
财务费用	491	517	435	366	223
投资损失	-165	-155	-140	-150	-152
营运资金变动	280	-296	-1943	880	-992
其他经营现金流	442	375	67	70	135
投资活动现金流	-6616	-7853	-2160	-734	-593
资本支出	8559	7346	2269	849	678
长期投资	1703	-807	-107	-118	-125
其他投资现金流	240	300	217	233	210
筹资活动现金流	-3446	790	-2932	-4179	-3847
短期借款	48	13	356	-356	-0
长期借款	-2920	3629	-1600	-1759	-1764
普通股增加	212	0	0	0	0
资本公积增加	2923	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-3708	-2853	-1688	-2064	-2083
现金净增加额	-1001	-1636	59	3980	3028

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	65735	41125	47447	49776	51759
营业成本	53712	33543	37968	39082	40127
营业税金及附加	863	748	863	905	941
营业费用	198	183	153	167	182
管理费用	3285	2944	2789	2867	3079
研发费用	1933	1773	1422	1573	1735
财务费用	491	517	435	366	223
资产减值损失	-128	-107	0	0	0
其他收益	363	186	285	279	278
公允价值变动收益	-3	10	15	16	10
投资净收益	165	155	140	150	152
资产处置收益	12	50	62	67	48
营业利润	5470	1532	4173	5175	5767
营业外收入	59	85	76	83	76
营业外支出	121	106	195	137	140
利润总额	5408	1511	4055	5121	5703
所得税	932	499	806	1098	1306
净利润	4476	1012	3249	4023	4398
少数股东损益	-379	-494	-488	-773	-1006
归属母公司净利润	4855	1506	3737	4796	5404
	9068	5896	7807	8978	9545
EPS(元)	1.80	0.56	1.39	1.78	2.01

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-10.4	-37.4	15.4	4.9	4.0
营业利润(%)	-22.7	-72.0	172.5	24.0	11.4
归属于母公司净利润(%)	-22.0	-69.0	148.2	28.3	12.7
获利能力					
毛利率(%)	18.3	18.4	20.0	21.5	22.5
净利率(%)	7.4	3.7	7.9	9.6	10.4
ROE(%)	9.5	2.2	6.7	8.0	8.3
ROIC(%)	8.3	2.3	6.0	7.1	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	48.8	46.8	43.9	42.5
净负债比率(%)	18.0	26.7	21.3	9.0	-0.5
流动比率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	31.2	17.6	30.0	30.0	30.0
应付账款周转率	4.6	2.8	3.2	3.3	3.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.80	0.56	1.39	1.78	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	2.02	1.91	3.30	2.77
每股净资产(最新摊薄)	15.74	15.39	16.53	17.54	18.86
估值比率					
P/E	8.6	27.7	11.1	8.7	7.7
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	9.5	6.9	5.3	4.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn