仅供内部参考，请勿外传！

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 07 月 02 日
煤炭

行业分析

证券研究报告

供给弹性收缩下的煤炭再定价

投资评级 领先大市-A
维持评级

摘要

动力煤：2026 年 1-4 月，全国原煤产量约 15.8 亿吨，同比-0.1%。进口方面，煤及褐煤累计进口 1.49 亿吨，同比-2.2%，其中动力煤进口 1.06 亿吨，同比-9.1%。中东地缘冲突导致 LNG 供给短缺，国际气价上涨，驱动日韩、南亚等地区加速气转煤，形成海运煤增量需求。同时，印尼主动收紧出口，边际定价推动澳煤价格上涨。地缘冲突缓和后，煤炭板块短期恐慌溢价或有回落，但仍存基本面支撑煤价中枢高位运行。需求端，1-4 月全社会用电量 3.33 万亿千瓦时，同比+5.6%，火电累计发电量 2.05 万亿千瓦时，同比+3.6%。非电方面，煤化工景气延续，化工耗煤在高基数上同比+8.6%。地产基建偏弱，粗钢、水泥产量分别同比-4.1%和-10.5%。

焦煤：沁源留神峪煤矿事故的影响远超短期停产，对比 2024 年区别在于安监力度的系统性升级与表外产能的长期出清，国内焦煤供给弹性收缩。进入 6 月，随着山西煤矿自检自查陆续结束，停产煤矿复产进度明显加快，已有 43.7%的煤矿恢复生产，但复产后多数煤矿产量下滑，降幅达 33.15%。进口方面，2026 年 1-4 月炼焦煤进口 0.44 亿吨，同比+19.9%，其中蒙煤进口 2642 万吨，同比+68.3%。蒙煤总量虽有增量，但增量集中于 1/3 焦煤及动力煤，主焦煤（蒙四、蒙五）的补充能力极为有限。在钢铁产量高位运行，焦煤刚需支撑的背景下，焦煤相对动力煤的比价中枢有望长期修复，主焦煤的稀缺溢价将持续体现。

投资建议：

2026 年上半年，煤炭板块在供给约束与需求韧性的共同影响下，煤价中枢持续抬升。展望下半年，国内安监升级与表外产能出清将系统性收紧焦煤供给弹性，蒙煤虽总量增长但难以补充主焦结构性缺口，焦煤相对动力煤比价中枢有望长期修复，主焦稀缺溢价持续凸显。动力煤方面，印尼出口管控、全球气转煤需求及国内用电超预期增长共同支撑供需偏紧格局，进口减量进一步强化内贸煤价韧性，建议关注：**1）焦煤比值修复弹性标的：**供需紧平衡下主焦煤溢价抬升，建议关注【淮北矿业】、【平煤股份】、【山西焦煤】、【首钢资源】。钢厂降本增效带动优质喷吹煤需求增长，建议关注【潞安环能】。**2）动力煤顺周期弹性标的：**进口减量叠加旺季需求，煤价具备上行弹性，建议关注现货比例高的动力煤标的，如【兖矿能源】、【晋控煤业】、【昊华能源】。**3）资源禀赋优异的稳健红利标的：**盈利韧性较强，具备抗周期属性，如【中国神华】、【陕西煤业】、【电投能源】。

风险提示：需求不及预期、政策调控下供需宽松风险、进口煤冲击风险、计算假设不及预期风险。

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.8	-19.2	-9.8
绝对收益	-16.4	-9.6	16.0

汪磊 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525050002
wanglei10@sdicsc.com.cn

卢璇 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525060004
luxuan@sdicsc.com.cn

徐奕琳 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525110003
xuyl2@sdicsc.com.cn

相关报告

专精特新 IPO 绿色通道开启，北交所迎制度性催化	2026-06-29
需求韧性支撑焦煤涨价延续	2026-06-22
政策与资金协同发力，北交所市场迎来修复	2026-06-07
改革预期持续强化，关注北证 50 核心标的	2026-05-31
资源主权约束下的煤炭稀缺性溢价	2026-05-26

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 2026 年上半年行情及价格回顾 4
2. 动力煤：地缘冲突缓和不改供需偏紧格局 6
2.1. 国内供给：产量增速回落，整体保持平稳 6
2.2. 进口：总量收缩，来源国分化 6
2.3. 电煤需求：全社会用电量超预期，火电需求同步增长 8
2.4. 非电需求：煤化工景气延续，为煤炭需求提供核心增量 9
3. 焦煤：表外产能长期压降，主焦稀缺性溢价抬升 12
3.1. 国内供给：山西煤矿合规管控趋严，表外产能受明显压制 12
3.2. 进口：蒙煤进口总量提升，但存在主焦煤结构性缺口 14
4. 投资建议 16
5. 风险提示 17

图表目录

图 1. 2026.1.1-2026.4.30 申万一级各板块涨跌幅 4
图 2. 动力煤港口价和进口价走势对比（元/吨） 5
图 3. 北方重点港口库存变化（万吨） 5
图 4. 炼焦煤港口价和进口价走势对比（元/吨） 5
图 5. 炼焦煤库存变化（万吨） 5
图 6. 全国月度原煤产量（亿吨） 6
图 7. 2026 年 1-4 月原煤产量 15.84 亿吨，同比-0.1% 6
图 8. 分省份原煤产量（亿吨） 6
图 9. 主要省份煤炭产量同比增速（%） 6
图 10. 2026 年 1-4 月中国煤及褐煤累计进口 1.5 亿吨，同比-2.2% 7
图 11. 秦港动力煤价与进口煤价差（元/吨） 7
图 12. 分月度动力煤进口量（万吨） 7
图 13. 分月度炼焦煤进口量（万吨） 7
图 14. 动力煤分国别进口量（万吨） 7
图 15. 动力煤主要进口国占比（2026 年 1-4 月，万吨，%） 7
图 16. 分月度印尼进口动力煤（万吨） 8
图 17. 分月度澳大利亚进口动力煤（万吨） 8
图 18. 国际动力煤价格指数走势（美元/吨） 8
图 19. 动力煤港口价和进口价走势对比（元/吨） 8
图 20. 布伦特原油期货结算价（美元/桶） 8
图 21. TTF 天然气价格（美元/百万英热） 8
图 22. 2026 年 1-4 月二产/三产/居民用电边际增量放缓 9
图 23. 2026 年 1-4 月全国火电发电量同比+3.9%（单位：亿千瓦时） 9
图 24. 月度水电发电量（亿千瓦时） 9
图 25. 三峡水库站出库流量同比增速（%） 9
图 26. 国内甲醇开工率（%） 10
图 27. 山东企业平均尿素开工率（%） 10
图 28. 2026 年 1-4 月化肥产量 2253 万吨，同比+5.6% 10
图 29. 月度化肥产量（万吨） 10
图 30. 地产和基建相关指标累计同比增速（%） 10
图 31. 日均铁水产量（万吨） 10

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图 32. 月度粗钢产量（万吨） 11
图 33. 月度钢材出口量（万吨） 11
图 34. 2025 年山西分煤种产量占比（%） 13
图 35. 山西焦煤精煤洗出率变化（%） 13
图 36. 分产地炼焦原煤产量（亿吨） 13
图 37. 分煤种炼焦原煤产量（亿吨） 13
图 38. 炼焦煤分国别进口量（万吨） 14
图 39. 2026 年 1-4 月炼焦煤主要进口国占比（%） 14
图 40. 分月度蒙古进口炼焦煤（万吨） 14
图 41. 分月度俄罗斯进口炼焦煤（万吨） 14

表 1： 动力煤月度供需平衡表（万吨） 11
表 2： 动力煤供需平衡表（万吨） 12
表 3： 从阶段性整治到常态化监管 14
表 4： 蒙古国主要新增/在建煤矿项目及煤种概况 15
表 5： 炼焦煤月度供需平衡表（万吨） 15
表 6： 炼焦煤供需平衡表（万吨） 15
表 7： 各公司分红情况 16
表 8： 各公司资产注入情况 17
表 9： 估值比较表（截至 2026 年 5 月 21 日） 17

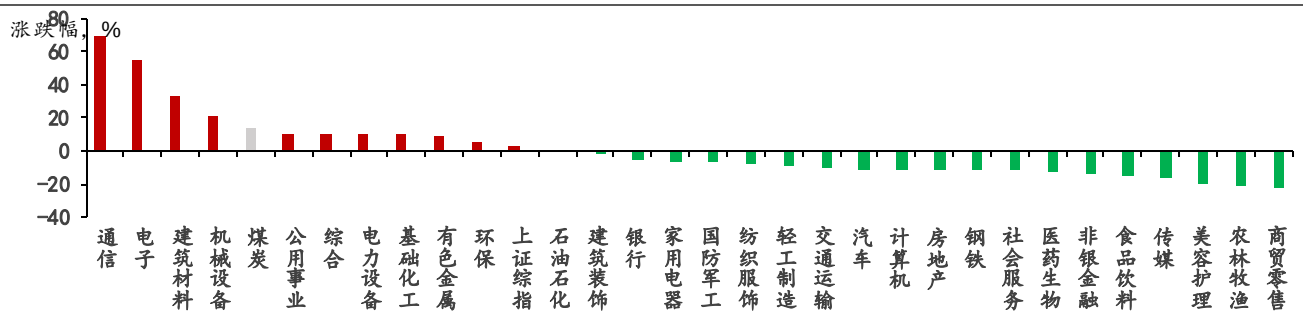
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

1. 2026 年上半年行情及价格回顾

截至 2026 年 6 月 16 日，沪深 300 指数上涨 5.49%，煤炭指数跑赢大市，煤炭指数上涨 13.38%。申万 31 个一级行业分类板块中，煤炭涨幅处于第 5 名。

图1. 2026.1.1-2026.6.16 申万一级各板块涨跌幅



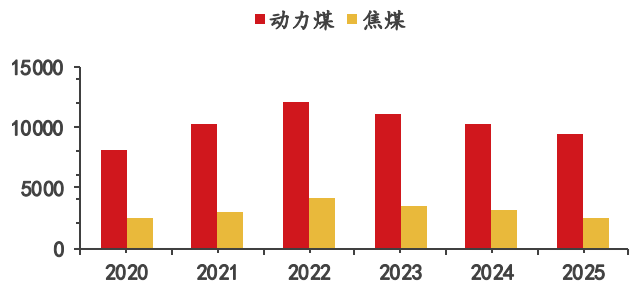
资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

分煤种看，2025 年动力煤板块、焦煤板块分别实现营业收入 9429.85/2445.87 亿元，同比-8.47%/-24.20%；实现扣非后归母净利润 971.19/52.49 亿元，同比-26.21%/-73.12%。2026 年第一季度分别实现营业收入 2993.51/385.46 亿元，同比+3.20%/-1.81%；实现扣非后归母净利润 236.27/15.80 亿元，同比-9.62%/-25.96%。

动力煤：2026 年煤价中枢上移，盈利改善可期。2025 年秦皇岛港 5500 混煤月度均价为 697 元/吨，较 2024 年-18.56%，价格下跌对利润的冲击大于收入。2026Q1 煤价环比回升，营收同比转正，但价格同比仍小幅走弱，叠加成本刚性，盈利修复滞后。后续随着煤价传导逐步到位及迎峰度夏需求释放，盈利改善可期。

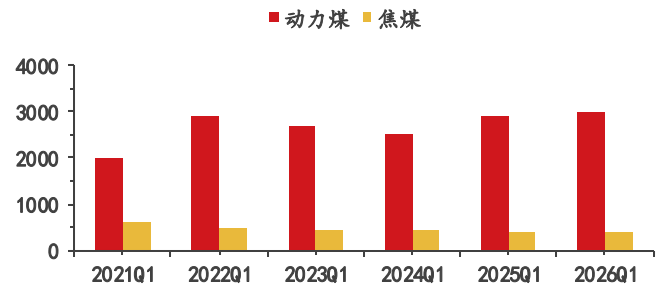
焦煤：供给端再添扰动，价格具备上行弹性。2025 年下游钢铁持续低迷，焦煤价格经历深度回调，利润端降幅显著。2026Q1 随价格同比回升，业绩降幅大幅收窄。进入 5 月，山西长治沁源县煤矿事故发酵，安监范围进一步扩大，停产矿井增多，供给端收缩预期强化，焦煤价格弹性有望进一步释放，推动盈利持续修复。

图2. 煤炭分板块历年营业收入（单位：亿元）



资料来源：Choice，国投证券证券研究所

图3. 煤炭分板块历年 Q1 营业收入（单位：亿元）

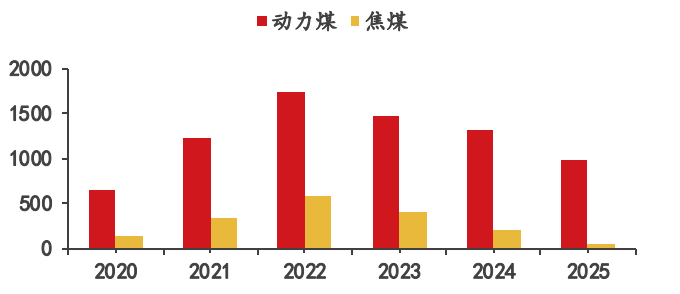


资料来源：Choice，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

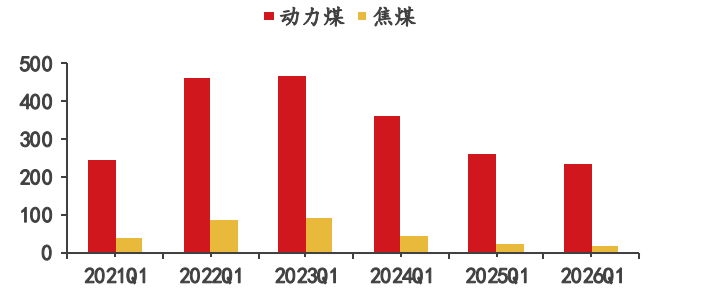
仅供内部参考，请勿外传！

图4.煤炭分板块历年扣非归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Choice，国投证券证券研究所

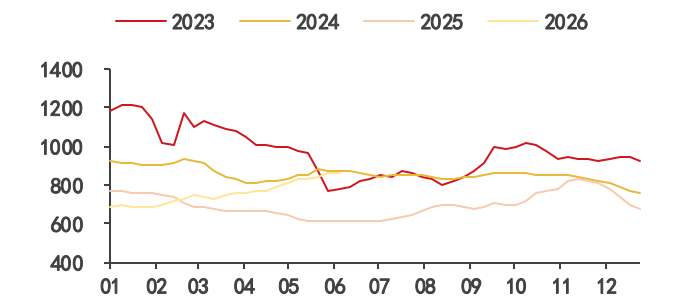
图5.煤炭分板块历年 Q1 扣非归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Choice，国投证券证券研究所

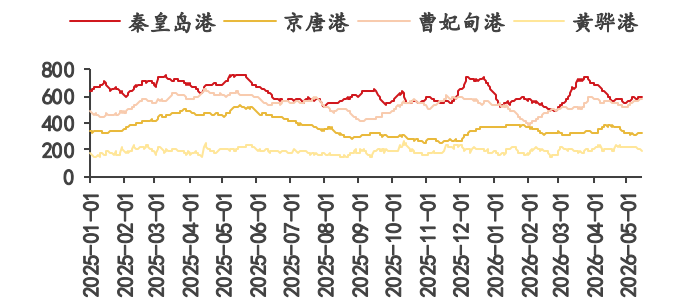
动力煤：海外供给冲击叠加气转煤需求，煤价预期进一步抬升。1-2 月，印尼矿商因产量配额大幅削减而暂停现货煤炭出口，煤价开始上行。3 月，中东地缘冲突升级，霍尔木兹海峡航运受阻，卡塔尔 LNG 长期停产，全球能源贸易流重构。国际油气价格大幅飙升带动潜在气转煤需求，海内外煤价持续走高，港口 5500 大卡动力煤价格达到 830 元/吨。北方港口库存方面，5 月大秦线检修结束后铁路运力快速恢复，港口库存小幅累库。截至 5 月 22 日，环渤海区域港口库存 1718.1 万吨，处于中性偏高位置，后续随终端补库逐步释放，有望再度进入库存去化通道。

图6.秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价（元/吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

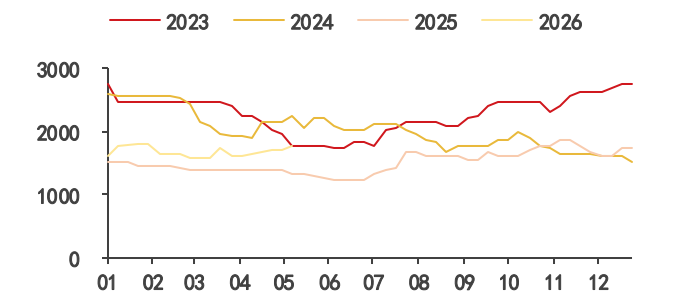
图7.北方重点港口库存变化（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

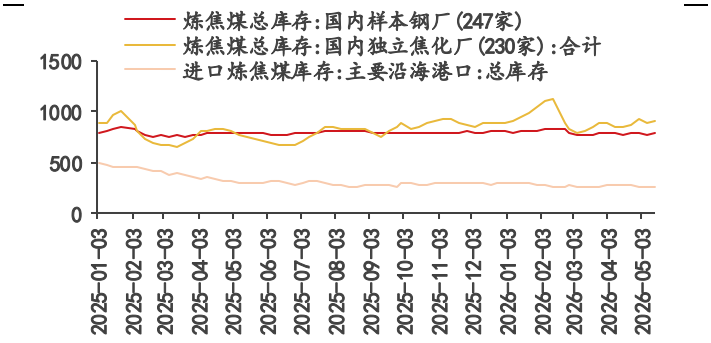
焦煤：焦煤供需紧平衡延续，价格震荡。受下游需求偏弱及蒙煤进口大幅增长压制，1-4 月炼焦煤进口 0.44 亿吨，同比+19.9%，其中蒙煤进口约 2642 万吨，同比+68.3%，焦煤价格整体呈震荡走势。5 月 22 日，山西长治沁源县留神峪煤业发生特别重大瓦斯爆炸事故（产能 120 万吨，主产低硫主焦煤），沁源县全县 25 座煤矿（合计产能 2560 万吨）停产。山西省层面紧急要求全省所有煤矿开展为期 3 个月的自查自纠与安全大排查，供给端扰动对价格形成一定支撑。

图8.京唐港主焦煤库提价（元/吨）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图9.炼焦煤库存变化（万吨）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

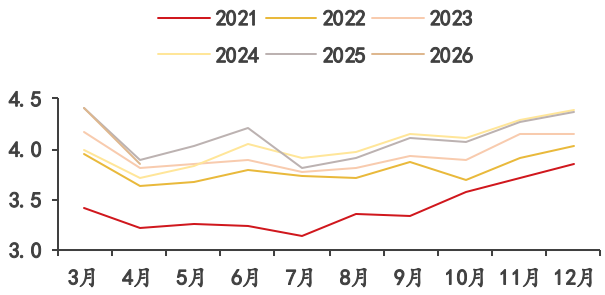
仅供内部参考，请勿外传！

2. 动力煤：地缘冲突缓和不改供需偏紧格局

2.1. 国内供给：产量增速回落，整体保持平稳

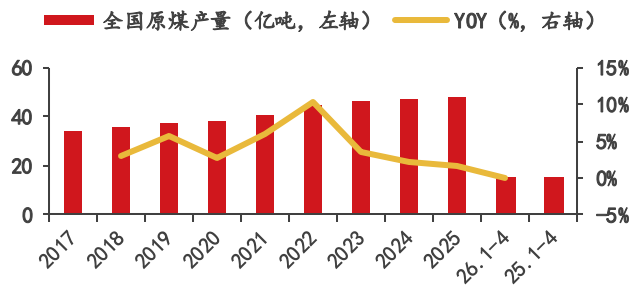
原煤供给增速放缓，2026 年 1-4 月产量同比微降。2026 年 1-4 月全国原煤产量约 15.8 亿吨，同比-0.1%。分产地看，山西/内蒙/陕西/新疆产量分别为 4.32/4.33/2.61/1.70 亿吨，同比-0.3%/+1.2%/+3.7%/-4.3%，占比 27%/27%/16%/11%。受益于新建产能持续释放以及保供政策支撑，内蒙产量小幅高于山西，成为全国第一大产煤省份，而新疆仍受限于外运通道瓶颈。展望“十五五”期间，全国煤炭供给量预计收敛于 50 亿吨，结构上呈现产能西移的特征，新疆、内蒙、陕西凭借资源禀赋优势与先进产能布局成为增量主力。

图10. 全国月度原煤产量（亿吨）



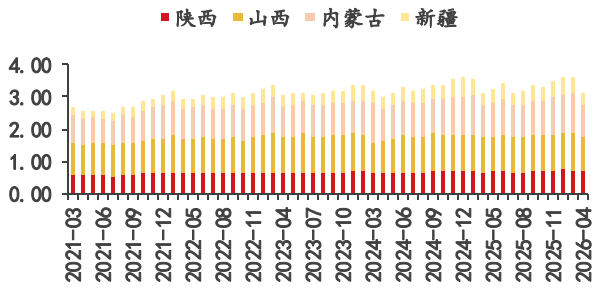
资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图11. 2026 年 1-4 月原煤产量 15.84 亿吨，同比-0.1%



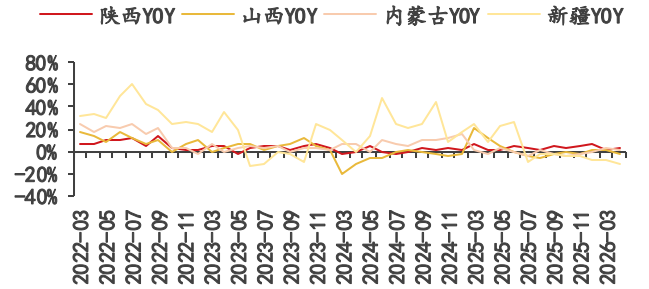
资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图12. 分省份原煤产量（亿吨）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图13. 主要省份煤炭产量同比增速（%）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

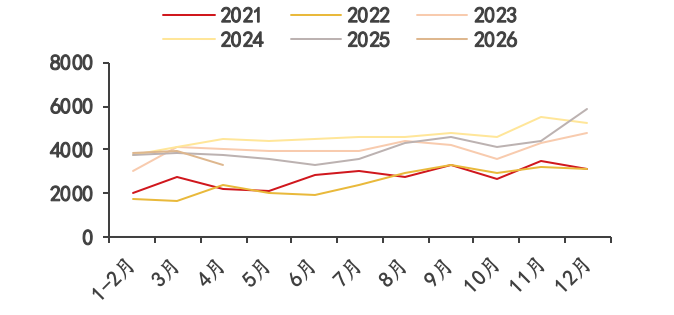
2.2. 进口：总量收缩，来源国分化

进口煤价倒挂加剧，1-4 月进口总量同比小幅下降。2026 年 1-4 月，中国煤及褐煤累计进口约 1.49 亿吨，同比-2.2%，其中动力煤/炼焦煤分别累计进口 1.06/0.435 亿吨，同比-9.1%/+19.9%。1 月进口增长主要受春节前补库需求拉动，进口 4628 万吨，同比+10.8%；2 月受春节假期影响，到货量减少至 3094 万吨，同比-9.9%；3 月进口 3906 万吨，同比+0.8%，基本持平；4 月进口明显下滑至 3308 万吨，同比-12.5%，主要因进口煤价倒挂加剧，进口利润收窄甚至亏损，贸易商采购意愿下降，其中 4 月动力煤进口降至近四年低点，仅 2178 万吨，同比-24.56%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

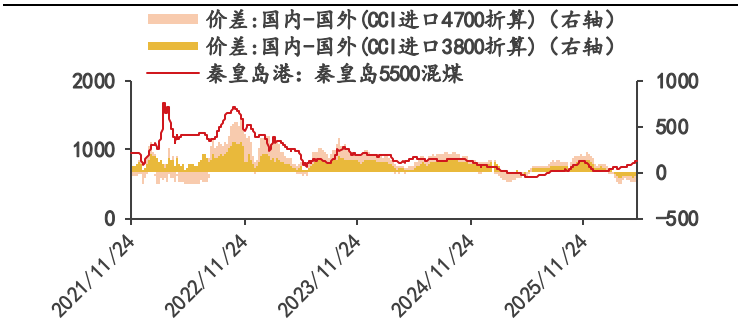
仅供内部参考，请勿外传！

图14. 2021-2026 年中国煤及褐煤进口量（万吨）



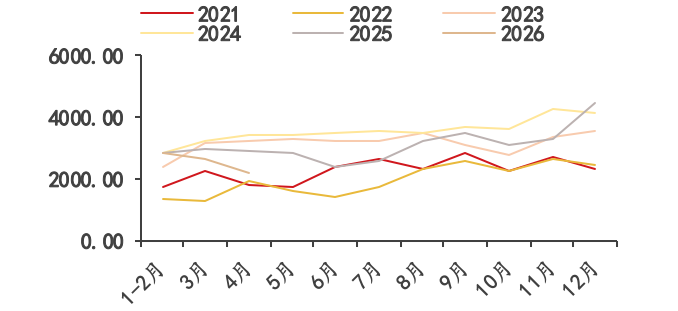
资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图15. 秦港动力煤价与进口煤价差（元/吨）



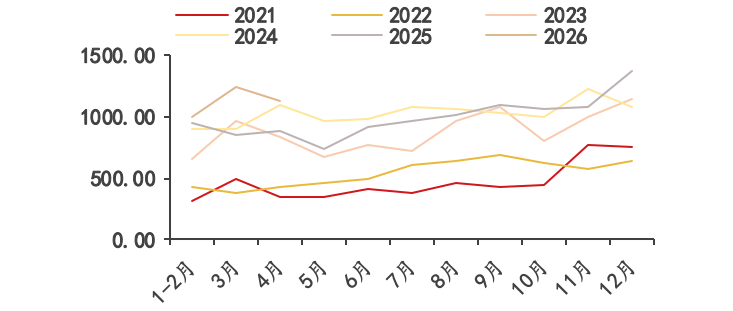
资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图16. 分月度动力煤进口量（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

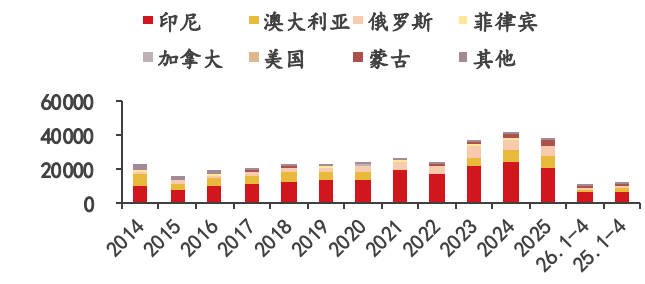
图17. 分月度炼焦煤进口量（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

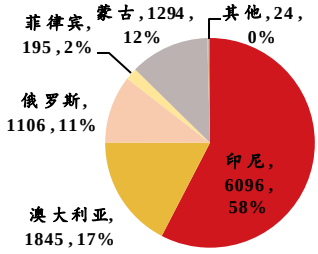
进口动力煤方面，2026 年 1-4 月动力煤进口 1.06 亿吨，同比-9.1%。缩减的进口量主要来自印尼（较同期-507 万吨，同比-7.68%），俄罗斯（较同期-571 万吨，同比-34.05%），澳大利亚（较同期-267 万吨，同比-12.64%）。蒙古（较同期+414 万吨，同比+47.02%）进口量提升。印尼 HBA 定价政策持续削弱印尼煤价格竞争力，国内进口意愿明显降低。俄煤价格优势微弱，运力受限问题尚未解决，进口量呈现下降趋势。澳大利亚受东北亚地区气转煤需求增多分流，流入中国的澳洲煤占比明显回落。蒙煤本具备价格和运输优势，又通关能力得到持续优化，2026 年 1-4 月进口动力煤中蒙煤占比提升至 12%。

图18. 动力煤分国别进口量（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图19. 动力煤主要进口国占比（2026 年 1-4 月，万吨，%）

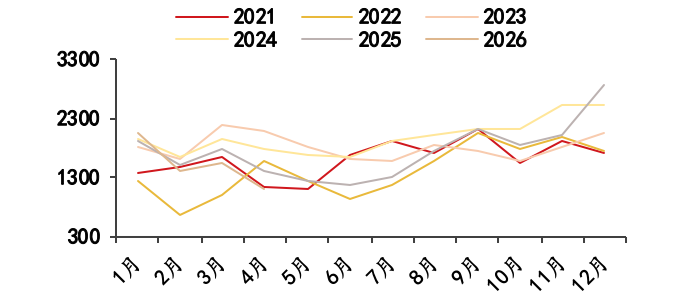


资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

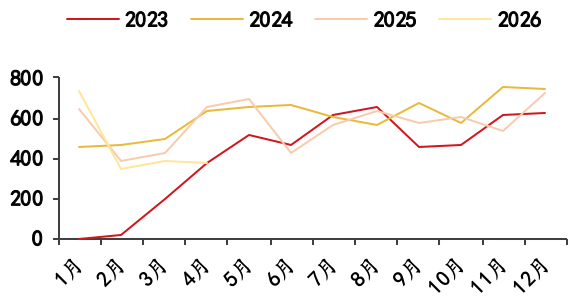
仅供内部参考，请勿外传！

图20.分月度印尼进口动力煤（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

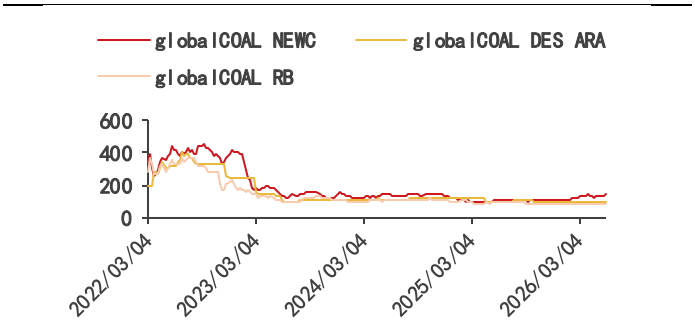
图21.分月度澳大利亚进口动力煤（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

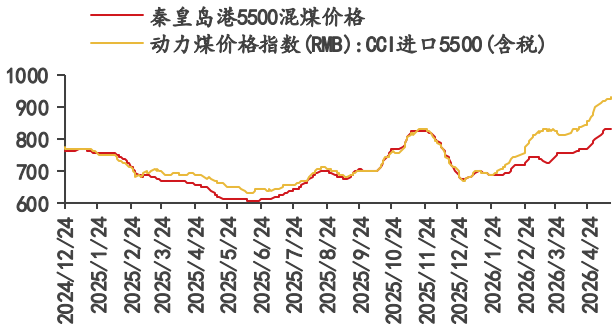
我们在煤炭海外供需专题中提到，中东地缘冲突导致 LNG 供给短缺，国际气价上涨，驱动日韩、南亚等地区加速气转煤，形成刚性海运煤增量需求。同时，印尼主动收紧出口，澳煤现货流通量补充有限，且长期产能收缩，边际定价推动澳煤价格持续上涨。**地缘冲突缓和后，煤炭板块短期恐慌溢价或有回落，但仍存基本面支撑煤价中枢高位运行：1）天然气价格调整幅度有限：**卡塔尔液化设施受损带来中长期实际供给缺口，叠加迎峰度夏补库需求攀升且亚洲库存偏低，气价中枢具备较强支撑，气转煤的替代逻辑在成本端依然成立；**2）能源安全诉求强化：**中东地缘冲突印证了能源供给来源高度集中所隐含的风险，推动各国能源发展战略从成本导向转向安全优先。在此背景下，海外部分国家阶段性重启燃煤机组，中国则进一步强化保供体系，提高电厂存煤天数。煤炭作为电力系统的“压舱石”，其战略地位或被重新定价；**3）印尼政策具备持续性：**印尼削减生产配额并实施出口管控，体现出制度性收紧资源出口权的政策意志，其约束具备长效持续性。在需求刚性的情况下，出口缩减的供给量或形成全球海运煤实质性的供给缺口，支撑国际煤价中枢抬升，同时通过进口减量传导至国内市场。

图22.国际动力煤价格指数走势（美元/吨）



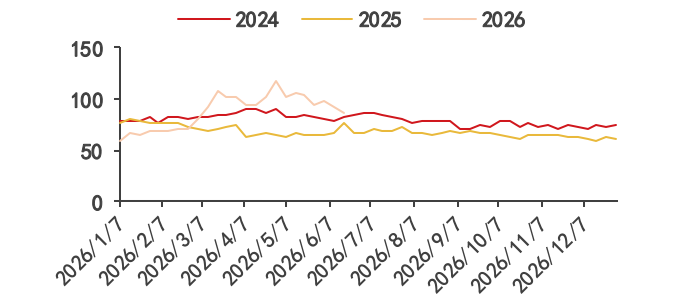
资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图23.动力煤港口价和进口价走势对比（元/吨）



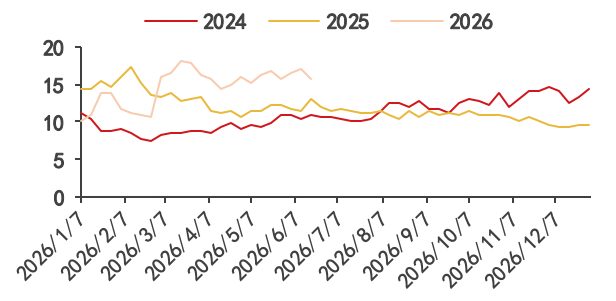
资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图24.布伦特原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图25.TTF 天然气价格（美元/百万英热）



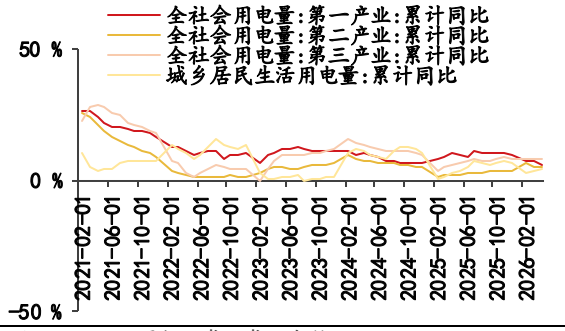
资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

2.3.电煤需求：全社会用电量超预期，火电需求同步增长

仅供内部参考，请勿外传！

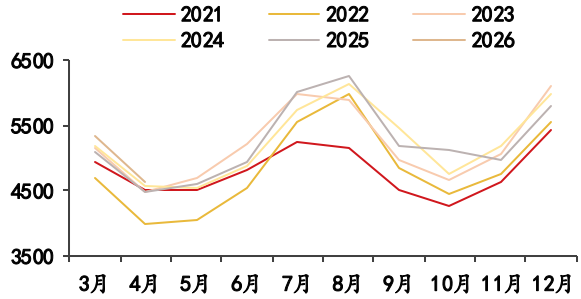
用电需求结构性增长叠加火电装机扩张，1-4 月火电发电量同比+3.6%。2026 年 1-4 月全社会用电量 33345 亿千瓦时，同比+5.6%，其中一产/二产/三产/城乡居民用电量分别同比+5.8%/+4.9%/+8.3%/+3.9%，充换电服务业、互联网数据服务等新兴用电需求增长，加上厄尔尼诺影响下夏季高温天气提前，构成需求侧结构性增量。分电源来看，当前新增装机结构中，火电新增装机仍占较大比重。2026 年 1-4 月全国新增装机 106.2GW，同比-26.6%，其中太阳能新增装机 50.9GW，同比-51.7%；风电新增装机 21.3GW，同比+4.8%；火电新增装机 28.0GW，同比+70.9%；核电新增装机 3.6GW，去年同期无新增装机；水电新增装机 2.5GW，同比-7.6%。在火电装机持续增长、需求扩张、风电替代减弱的情况下，1-4 月火电累计发电量 20546 亿千瓦时，同比+3.6%，继续承担电力保供的主力角色。

图26. 2026 年 1-4 月二产/三产/居民用电边际增量放缓



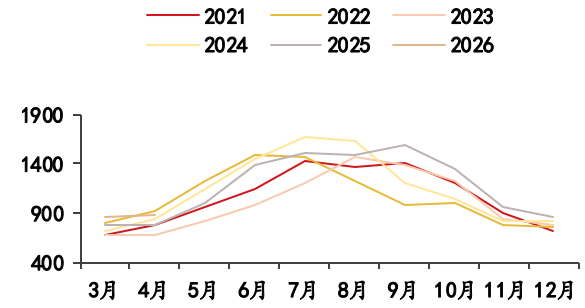
资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图27. 2026 年 1-4 月全国火电发电量同比+3.6%（单位：亿千瓦时）



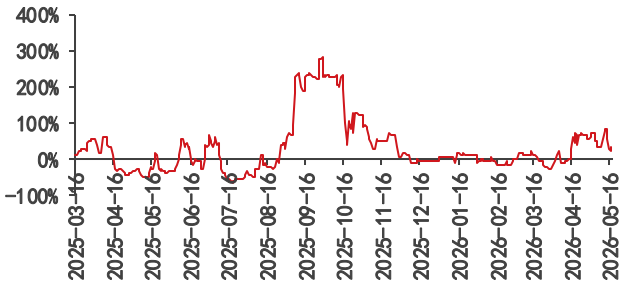
资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图28. 月度水电发电量（亿千瓦时）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图29. 三峡水库站出库流量同比增速（%）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

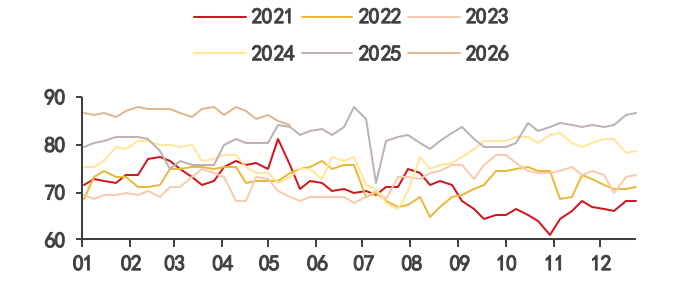
2.4. 非电需求：煤化工景气延续，为煤炭需求提供核心增量

煤化工景气高位，化工用煤需求持续增长。2026 年 3 月，中东地缘冲突导致部分化工品进口短缺，叠加油煤价差走阔，煤化工路线的成本优势增强，煤制烯烃、煤制甲醇等产品利润大幅改善，驱动行业高景气。2026 年 1-4 月，国内甲醇开工率分别为 86.5%/87.6%/87.0%/86.6%，山东企业尿素开工率分别为 98.5%/99.2%/98.1%/95.8%，均处于历史同期高位。高景气沿产业链向上游传导，拉动化工用煤需求增长。根据中国煤炭工业协会数据，2025 年我国化工耗煤达 4.3 亿吨，同比+10.2%，2026 年 1-4 月化工耗煤在高基数上继续增长，同比+8.6%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

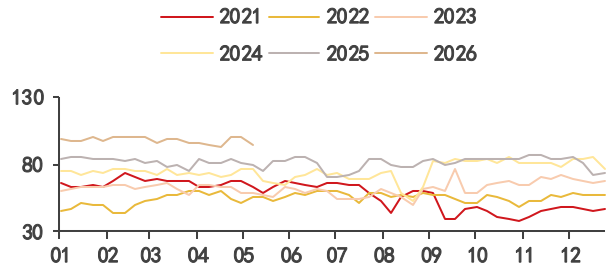
仅供内部参考，请勿外传！

图30. 国内甲醇开工率（%）



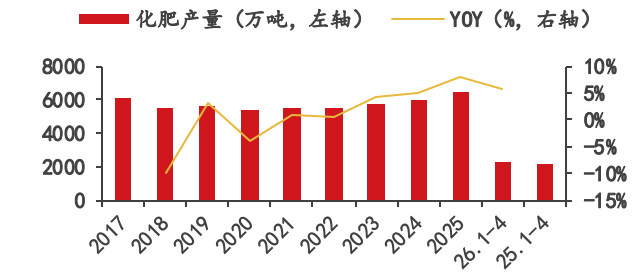
资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图31. 山东企业平均尿素开工率（%）



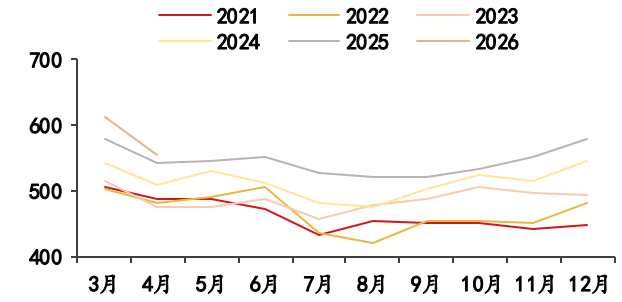
资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图32. 2026 年 1-4 月化肥产量 2253 万吨，同比+5.6%



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

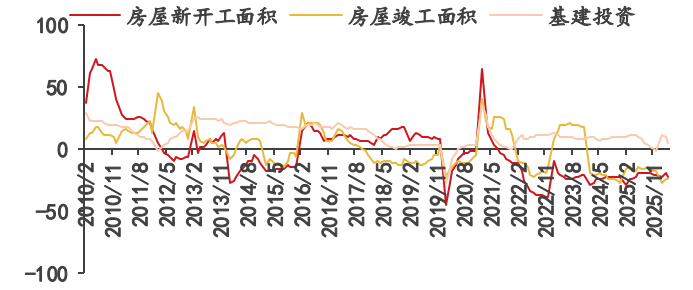
图33. 月度化肥产量（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

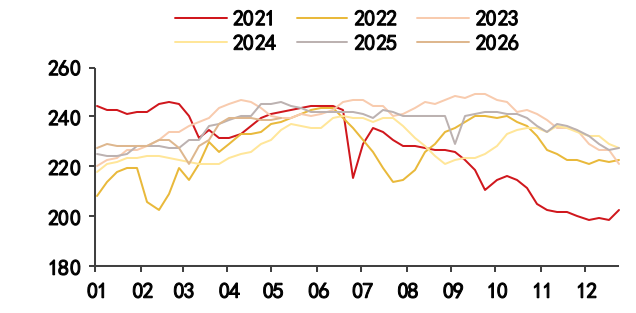
地产基建需求仍偏弱叠加“反内卷”政策约束，粗钢和水泥产量延续收缩趋势。2026 年 1-4 月国内粗钢累计产量约 3.3 亿吨，同比-4.1%；水泥累计产量 44328 万吨，同比-10.5%。从国内需求看，房地产数据持续偏弱，1-4 月房屋新开工面积同比约-22%，竣工面积同比约-24%，对建筑钢材需求形成压制。基建投资增速 4.9%，保持温和增长。出口方面，2026 年 1-4 月钢材出口 3421.4 万吨，同比-9.7%，主要受出口许可证管理制度落地及海外反倾销关税加征的影响，传统市场份额有所收缩。

图34. 地产和基建相关指标累计同比增速（%）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图35. 日均铁水产量（万吨）

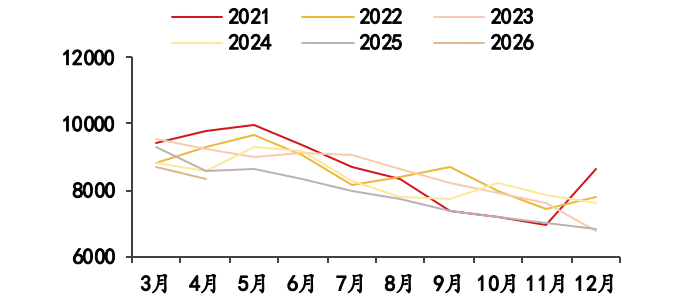


资料来源：Choice、国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

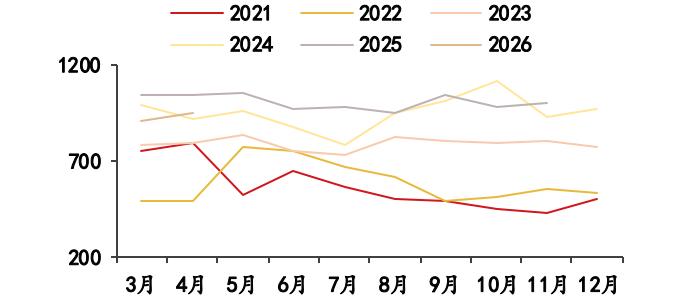
仅供内部参考，请勿外传！

图36.月度粗钢产量（万吨）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

图37.月度钢材出口量（万吨）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所

表1：动力煤月度供需平衡表（万吨）

	有效供应量	净进口量	电力用煤量	建材用煤量	化工用煤量	冶金用煤量	供热耗煤	其他用煤量	合计用煤	供需对比	动力煤价格
2025-01	31443	3144	23073	1250	2718	1460	5815	2860	37176	-2589	762
2025-02	29041	2510	18919	1129	2617	1362	5262	2441	31731	-180	734
2025-03	34880	2977	20958	2355	2744	1533	4052	3516	35158	2700	679
2025-04	30376	2838	18438	2414	2715	1473	1934	3173	30147	3067	663
2025-05	31755	2826	19069	2411	2866	1500	1497	3255	30598	3983	622
2025-06	33412	2330	21222	2341	2821	1460	1516	3764	33124	2617	611
2025-07	30039	2532	25184	2143	2781	1444	1518	4033	37103	-4531	631
2025-08	31303	3212	26023	2201	2756	1487	1495	4145	38105	-3590	687
2025-09	34065	3448	21897	2324	2708	1356	1531	3774	33590	3922	690
2025-10	33951	3079	21641	2218	2804	1330	2499	3986	34478	2552	743
2025-11	35000	3302	21440	2128	2862	1272	4115	4334	36152	2150	816
2025-12	35016	4445	24963	2167	2940	1258	4650	4904	40883	-1422	739
2025	390944	36296	265690	25389	32777	17136	36050	44038	421081	6159	698
yoy	0.4%	-12.5%	-0.3%	-6.0%	13.6%	-0.6%	0.8%	-1.1%	0.3%		
2026-01	32171	3426	24278	1305	3127	1454	5900	3005	39068	-3472	691
2026-02	28374	2245	19009	1178	3002	1307	5299	2483	32279	-1660	710
2026-03	35359	2633	22154	1856	3315	1488	4143	3662	36619	1374	741
2026-04	30186	2142	19238	2092	3203	1447	2027	3231	31238	1089	768

资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表2：动力煤供需平衡表（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
动力煤总供给	309913	327746	341060	345350	368741	399000	419070	430793	427832	423678
YOY		5.8%	4.1%	1.3%	6.8%	8.2%	5.0%	2.8%	-0.7%	-1.0%
有效供应量	290457	306453	319004	322430	342094	376426	382283	389334	391190	390536
YOY		5.5%	4.1%	1.1%	6.1%	10.0%	1.6%	1.8%	0.5%	-0.2%
原煤产量	344546	354591	374553	384374	407136	449584	465838	475896	483178	486178
YOY		2.9%	5.6%	2.6%	5.9%	10.4%	3.6%	2.2%	1.5%	0.6%
折算系数	1.03	1.01	1.02	1.04	1.04	1.06	1.08	1.09	1.10	1.11
净进口	19457	21293	22056	22920	26647	22574	36787	41459	36643	33143
YOY		9.4%	3.6%	3.9%	16.3%	-15.3%	63.0%	12.7%	-11.6%	-9.6%
动力煤总需求	314751	326833	338098	346381	370776	377466	405329	419756	419880	426447
YOY		3.8%	3.4%	2.4%	7.0%	1.8%	7.4%	3.6%	0.0%	1.6%
1、火电	188091	201085	205782	210533	228987	237839	258722	266380	263844	268330
YOY		6.9%	2.3%	2.3%	8.8%	3.9%	8.8%	3.0%	-1.0%	1.70%
2、钢焦	14420	15421	15976	17573	16942	17101	17609	17234	16937	16496
YOY		6.9%	3.6%	10.0%	-3.6%	0.9%	3.0%	-2.1%	-1.7%	-2.60%
3、化工	17902	17483	19442	19925	22053	22871	24995	28852	33949	38023
YOY		-2.3%	11.2%	2.5%	10.7%	3.7%	9.3%	15.4%	17.7%	12.0%
4、建材	31421	28780	32065	32546	32255	29614	29096	27008	25081	22573
YOY		-8.4%	11.4%	1.5%	-0.9%	-8.2%	-1.7%	-7.2%	-7.1%	-10.0%
四大行业小计	251834	262769	273265	280577	300236	307425	330422	339473	339811	345422
小计占比	80%	80%	81%	81%	81%	81%	82%	81%	81%	81%
供给-需求	-4837	913	2963	-1030	-2035	21534	13741	11037	7952	-2769
秦皇岛 5500 大卡（元/吨）	639	648	587	570	857	1,265	970	857	697	780

资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

3. 焦煤：表外产能长期压降，主焦稀缺性溢价抬升

沁源事故并非短期推高焦煤价格，对比 2024 年区别在于安监力度的系统性升级与表外产能的长期出清，国内焦煤供给弹性收缩。进口方面，蒙煤总量虽有增量，但增量集中于 1/3 焦煤及动力煤，主焦煤（蒙四、蒙五）的补充能力极为有限。在钢铁产量高位运行，焦煤刚需支撑的背景下，焦煤相对动力煤的比价中枢有望长期修复，主焦煤的稀缺溢价将持续凸显。

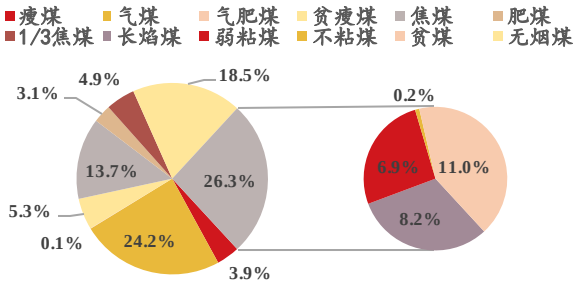
3.1. 国内供给：山西煤矿合规管控趋严，表外产能受明显压制

山西为国内核心煤炭生产基地，年均原煤产量约 13 亿吨。从煤种结构看，炼焦煤（包括焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤等）占比约 55%，一般烟煤（动力煤）占比约 26%，无烟煤占比约 19%。山西焦煤产量占全国同类煤种的 50%以上，省内产量变动对全国焦煤供需具有决定性影响。近年来，随着煤炭开采向深部、低质复杂区域推进，原煤洗选后的精煤产出率波动下行，同等原煤可产出的精煤量呈现收缩趋势，优质产能的稀缺性凸显。同时，过往保供阶段产能利用率长期处于高位，而近年行业推进产能规范化管理，引导矿井严格按照核定产能生产，产能弹性空间被逐步压缩。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

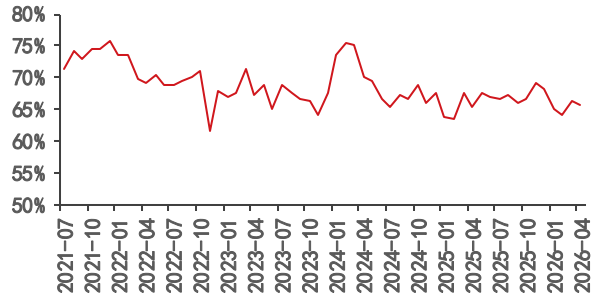
仅供内部参考，请勿外传！

图38. 2025 年山西分煤种产量占比（%）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图39. 山西焦煤精煤洗出率变化（%）

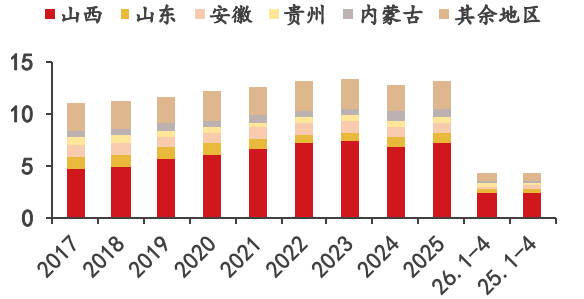


资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

2024 年的“三超”整治在保供基调下体现为短期扰动。山西省焦煤产能在连续多年增产后，于 2024 年首次出现回落，山西/全国焦煤原煤产量分别为 6.8/12.8 亿吨，同比-6.2%/-4.3%。此后，在稳产保供的政策导向下，监管部门统筹安全生产与能源安全，推动供给弹性迅速修复，2025 年山西/全国焦煤原煤产量分别为 7.2/13.1 亿吨，同比+5.2%/+2.7%。进入 2026 年，全国焦煤供给保持平稳，2026 年 1-4 月山西/全国焦煤原煤产量分别为 2.4/4.3 亿吨，同比-0.6%/+0.5%。

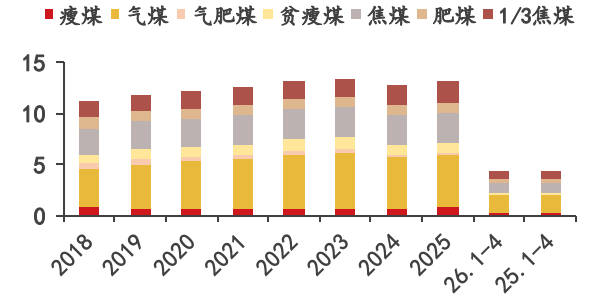
分煤种看，配煤技术的优化继续拉动气煤产量和占比的提升，主焦煤及肥煤产量保持相对稳定。2026 年 1-4 月，瘦煤/气煤/气肥煤/贫瘦煤/焦煤/肥煤/1/3 焦煤产量约 0.26/1.68/0.05/0.31/0.96/0.37/0.68 亿吨，占比 6%/39%/1%/7%/22%/9%/16%。

图40. 分产地炼焦原煤产量（亿吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图41. 分煤种炼焦原煤产量（亿吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

与之相对，2026 年留神峪煤矿事故的影响不仅仅为短期停产，核心在于对表外产量的系统性清理。从事故发生后的复产节奏来看，截至 6 月 3 日，山西停产煤矿总计数量 135 座（产能 1.54 亿吨），其中复产煤矿数量达到 59 座（产能 7765 万吨），仍在停产状态煤矿共计 77 座（产能 7605 万吨）。进入 6 月，随着山西煤矿自检自查陆续结束，停产煤矿复产进度明显加快，已有 43.7%的煤矿恢复生产。然而，复产后多数煤矿产量下滑，已复产的 59 座煤矿中，原煤日产已由停产前的 29.26 万吨减至 19.56 万吨，降幅达 33.15%。制度层面，《煤矿重大事故隐患判定标准》将于 2026 年 7 月 1 日正式实施，将重大隐患细化为 7 个方面、80 余条具体情形，监管的硬性标准将有效限制行业超产行为，表外产能的出清已从此前政策倡导变为刚性执行。

此外，表外产能清理进一步延伸至在建项目环节。山西省能源局开展为期三个月的煤矿安全生产集中整治，重点检查建设项目开工报告未经批准擅自组织施工等违规行为，这一整治措施对于在建矿井构成明确的合规约束，进一步压缩了潜在的增量释放空间。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表3：从阶段性整治到常态化监管

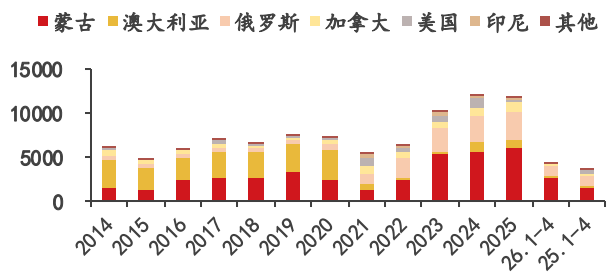
	2024年"三超"专项整治	2026年事故后表外产能清理
触发因素	2023年吕梁永聚重大火灾事故，全国矿山安全督导要求，自上而下阶段性专项任务	2026年5月22日特别重大事故，隐蔽工作面、超产、数据造假等问题系统性暴露
执行力度	企业自查+行政处罚为主，追责层级有限	国务院成立事故调查组，追责至企业实际控制人、负责人
政策定位	短期阶段性专项整治（2024年2-5月），兼顾保供稳产和安全整改双重目标	安全生产治本改革，常态化长效监管，安全优先级高于短期保供
政策工具	检查与处罚为主，监管松紧存在较大自由裁量空间	7月1日《煤矿重大事故隐患判定标准》修订实施（17类、80余条具体情形），监管刚性显著增强
产量供影响	仅短期扰动，整改期满后表外产能小幅复产	表外产量或永久出清，山西焦煤供给弹性存在不可逆的收缩

资料来源：中国新闻网、国家矿山安全监察局、新浪财经、国投证券证券研究所

3.2. 进口：蒙煤进口总量提升，但存在主焦煤结构性缺口

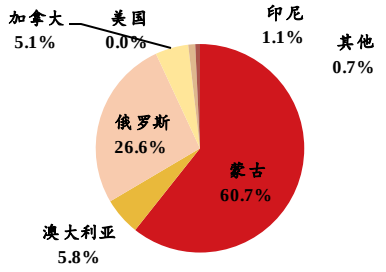
进口焦煤增量主要在于蒙煤。2026年1-4月进口炼焦煤0.44亿吨，同比+19.9%。其中，蒙古通关效率提升、口岸库存扩容及性价比优势拉动下，1-4月进口约2642万吨，同比+68.3%，占炼焦煤进口总量的61%，同比+18pct。俄罗斯受益于稳定的长期协议，1-4月进口约1156万吨，同比+9.1%，占份额约27%。澳大利亚进口约254万吨，同比+10.5%。加拿大进口约224万吨，同比-40.3%。美国炼焦煤受加征关税影响，进口量继续维持低位。

图42. 炼焦煤分国别进口量（万吨）



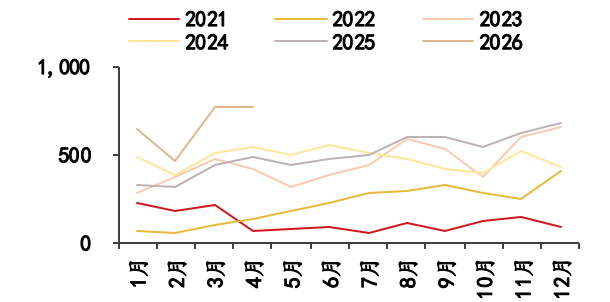
资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图43. 2026年1-4月炼焦煤主要进口国占比（%）



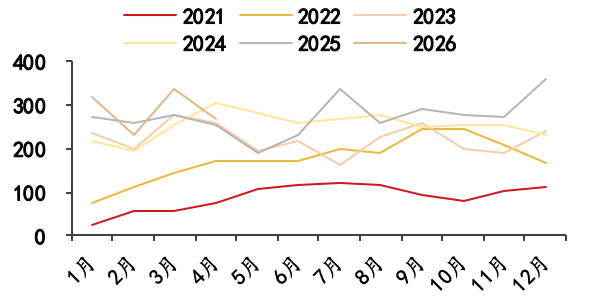
资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图44. 分月度蒙古进口炼焦煤（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

图45. 分月度俄罗斯进口炼焦煤（万吨）



资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

蒙古国2026/2027/2028年煤炭出口目标分别为9500万吨/1亿吨/1.05亿吨，但主焦煤（蒙四、蒙五）的增量空间有限。塔本陶勒盖（Tavan Tolgoi，简称TT矿）地处蒙古国南戈壁省，为蒙古规模化外销的核心矿区。该矿预计储量约64亿吨，其中焦煤约18亿吨、动力煤约46亿吨。TT矿区煤层整体埋藏较浅，煤化变质程度随埋藏深度增加而提升，因此优质主焦煤仅赋存于局部区块，资源储量有限。根据ETT发布的2026年一季度销售数据显示，在TT矿售出的950万吨煤炭中，炼焦煤占比约41%（约389.5万吨）、1/3焦煤占比约37%（约351.5万吨）、动力煤占比约16%（约152万吨）、精煤占比约6%（约57万吨）。从商品煤产出的增量结构来看，TT矿及其运营主体ETT新增产能向1/3焦煤方向倾斜。蒙煤出口增量虽能在总量层面补充国内焦煤的保供需求，但受矿区资源禀赋约束，优质主焦煤新增产能有限，国内结构性主焦煤缺口难以依靠蒙煤进口补充，主焦煤价格长期具备较强韧性。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表4：蒙古国主要新增/在建煤矿项目及煤种概况

项目/矿区	所属公司/主体	开发状态	资源量/储量	主要煤种
Tsankhi 仓赫（东坑）第三矿区	ETT	2025 年 1 月已投产	隶属于 TT 矿	1/3 焦煤（主产），焦煤
Bor Tolgoi 矿床	ETT/国家能源集团合作	勘探/开发中	储量 4.24 亿吨，95%弱粘结焦煤，5%动力煤	95%弱粘结焦煤（新煤种），5%动力煤
Borteeg（宝尔特格）矿区	蒙古国政府/ETT	2026 年启动公开招标，2026 年起进入经济流通	储量 4.242 亿吨，95%弱粘结炼焦煤（灰分 22%-25%），5%动力煤	95%弱粘结炼焦煤，5%动力煤
Ovoot Coking Coal Project	Aspire Mining（100%权益）	建设中，目标 2026 年 Q4 投产，首产推迟至 2027 年底	JORC 资源量 2.194 亿吨，JORC 储量 1.301 亿吨	优质'fat'肥焦煤，符合中国 GB/T 5751-2009 中 FM36 标准

资料来源：ETT，Mining Insight，国投证券证券研究所

表5：炼焦煤月度供需平衡表（万吨）

	有效供应量	净进口量	炼焦用煤量	焦炭产量	供需对比	焦煤价格
2025-01	3943	995	5140		-202	1507
2025-02	3623	868	4607	8190	-116	1443
2025-03	4161	849	4941	4129	70	1383
2025-04	3926	873	4925	4160	-126	1380
2025-05	4070	733	5051	4238	-248	1325
2025-06	4064	896	4963	4170	-2	1241
2025-07	3881	949	4953	4186	-123	1421
2025-08	3928	1008	5004	4260	-67	1628
2025-09	4080	1082	5085	4256	76	1638
2025-10	3997	1059	5030	4200	26	1698
2025-11	4166	1060	5025	4170	201	1799
2025-12	4102	1372	5184	4274	290	1684
2025	47942	11745	59909	50223	-221	1512
yoy	0.8%	-7.7%	1.5%	2.0%		
2026-01	3995	1158	5147		5	1725
2026-02	3536	794	4717	8255	-387	1688
2026-03	4195	1234	5252	4276	177	1634
2026-04	3876	1129	4974	4153	32	1661

资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

表6：炼焦煤供需平衡表（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
炼焦煤总供给	51328	51701	55389	55689	54451	55708	59356	59456	59687	58532
YOY		0.7%	7.1%	0.5%	-2.2%	2.3%	6.5%	0.2%	0.4%	-1.9%
有效供应量	44570	45406	48060	48510	48991	49351	49142	47303	47942	45942
YOY		1.9%	5.8%	0.9%	1.0%	0.7%	-0.4%	-3.7%	1.4%	-4.2%
净进口	6757	6295	7329	7179	5460	6358	10214	12153	11745	12590
YOY		-6.8%	16.4%	-2.1%	-23.9%	16.4%	60.6%	19.0%	-3.4%	7.2%
炼焦煤总需求	51451	51952	55204	55771	54542	55618	59149	58779	59909	59208
YOY		1.0%	6.3%	1.0%	-2.2%	2.0%	6.3%	-0.6%	1.9%	-1.17%
钢焦	51451	51952	55204	55771	54542	55618	59149	58779	59909	59208
YOY		1.0%	6.3%	1.0%	-2.2%	2.0%	6.3%	-0.6%	1.9%	-1.2%
粗钢产量	83173	92826	99634	105300	103279	101300	101908	100509	97996	95496
YOY		11.6%	7.3%	5.7%	-1.9%	-1.9%	0.6%	-1.4%	-2.5%	-2.6%
折算系数	0.62	0.56	0.55	0.53	0.53	0.55	0.58	0.58	0.61	0.62
供给-需求	-123	-251	185	-82	-91	90	207	676	-221	-675
京唐港主焦煤价（元/吨）	1565	1783	1695	1497	2536	2839	2287	2027	1512	1872

资料来源：sxcoal、国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

4. 投资建议

2026 年上半年，煤炭板块在供给约束与需求韧性的共同影响下，煤价中枢持续抬升。展望下半年，国内安监升级与表外产能出清将系统性收紧焦煤供给弹性，蒙煤虽总量增长但难以补充主焦结构性缺口，焦煤相对动力煤比价中枢有望长期修复，主焦稀缺溢价持续凸显。动力煤方面，印尼出口管控、全球气转煤需求及国内用电超预期增长共同支撑供需偏紧格局，进口减量进一步强化内贸煤价韧性，建议关注：

（1） **焦煤比值修复弹性标的：**供需紧平衡下主焦煤溢价抬升，建议关注【淮北矿业】、【平煤股份】、【山西焦煤】、【首钢资源】。钢厂降本增效带动优质喷吹煤需求增长，建议关注【潞安环能】。

（2） **动力煤顺周期弹性标的：**进口减量叠加旺季需求，煤价具备上行弹性，建议关注现货比例高的动力煤标的，如【兖矿能源】、【晋控煤业】、【昊华能源】。

（3） **资源禀赋优异的稳健红利标的：**盈利韧性较强，具备抗周期属性，如【中国神华】、【陕西煤业】、【电投能源】。

表7：各公司分红情况

		2022	2023	2024	2025	分红承诺
600256.SH	广汇能源	46%	88%	135%	0%	22-24 年连续三年现金分红不低于三年年均可供分配利润的 30%
601088.SH	中国神华	73%	75%	80%	37%	
600188.SH	兖矿能源	64%	57%	52%	22%	
601225.SH	陕西煤业	60%	55%	58%	2%	25-27 年分红比例不低于当年归母净利的 75%，且每股现金股利不低于 0.19 元
000983.SZ	山西焦煤	63%	67%	40%	17%	
601699.SH	潞安环能	60%	60%	50%	0%	
601666.SH	平煤股份	35%	63%	62%	0%	24-26 年分红比例不低于当年可供分配利润的 60%
600546.SH	山煤国际	64%	30%	60%	0%	22-24 年现金分配利润不低于近三年年均可供分配利润的 90%，且每年现金分红不低于 0.7 元/股
600971.SH	恒源煤电	47%	50%	53%	-155%	22-24 年分红比例不低于当年可供分配利润的 60%
601101.SH	昊华能源	36%	48%	64%	70%	25-27 年分红比例不低于当年归母净利的 65%
600348.SH	华阳股份	30%	50%	50%	0%	20-24 年分红比例不低于扣除法定储备后净利润的 50%，且每股现金股利不低于 0.5 元
600985.SH	淮北矿业	37%	43%	42%	45%	25-27 年分红比例不低于当年合并报表归母净利的 35%
601001.SH	晋控煤业	35%	40%	45%	0%	24-26 年分红比例不低于当年可供分配利润的 30%
600123.SH	兰花科创	35%	53%	31%	0%	
000933.SZ	神火股份	30%	30%	42%	45%	
601898.SH	中煤能源	30%	30%	41%	12%	
002128.SZ	电投能源	28%	33%	36%	54%	23-25 年分红比例不低于当年合并报表可供分配利润的 60%
600575.SH	淮河能源	0%	56%	0%	80%	24-26 年分红比例不低于母公司可分配利润的 10%；最近三年现金分红不低于三年年均可分配利润的 30%
601918.SH	新集能源	14%	18%	17%	6%	23-25 年分红比例不低于当年归母净利的 30%
001286.SZ	陕西能源	53%	53%	51%	51%	

资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所（注：表中数据为年度现金分红比例；因恒源煤电 2025 年度归属母公司的净利润为负，分红比例显示为-155%）

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表8：各公司资产注入情况

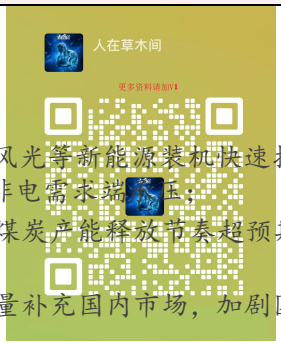
交易主体	标的资产	转让价格（亿元）	交易对价（亿元）	账面净资产（亿元）	评估净资产（亿元）	对应 PB	评估基准日
中国神华	杭锦能源 100%股权	8.53	现金 8.5	-42.54	8.53	1.00	2024 年 8 月
陕西煤业	陕煤电力集团 88.65%股权	156.95	现金 157.0	117.78	177.04	1.00	2024 年 10 月
兖矿能源	西北矿业 51%股权	140.66	现金 140.7	134.87	252.63	1.09	2024 年 11 月
淮河能源	电力集团 89.30%股权	116.94	现金 17.5+股权 99.4	107.14	130.95	1.00	2024 年 11 月
冀中能源	锡林能源 49%股权	6.69	现金 6.69	11.18	13.74	0.99	2024 年 12 月
兰花科创	山东嘉祥易隆港务 62%股权	1.49	现金 1.5	2.50	2.41	1.00	2025 年 2 月
电投能源	白音华煤电 100%股权	111.49	现金 15.6+股权 95.9	75.33	109.98	1.01	2025 年 3 月
中国神华	国源电力等 12 家公司股权	1335.98	股份+现金（30%/70%）	873.99	1335.98	1.00	2025 年 7 月
恒源煤电	宏能煤业、昌盛能源 100%股权	4.40	现金 4.4+承接债权 11.4	5.00	5.13	0.86	2025 年 8 月

资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

表9：估值比较表（截至 2026 年 6 月 16 日）

代码	简称	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（倍）			股价（元）
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
000933.SZ	神火股份	382.84	1.81	2.84	3.11	15.18	6.83	6.38	17.02
000983.SZ	山西焦煤	370.15	0.21	0.50	0.54	30.35	13.74	12.44	6.52
002128.SZ	电投能源	425.23	2.42	2.71	2.80	11.53	9.69	9.07	18.97
600123.SH	兰花科创	96.35	-0.37	0.29	0.35	-16.13	24.22	15.19	6.54
600188.SH	兖矿能源	1294.83	0.84	1.20	1.33	15.68	12.23	11.63	12.90
600256.SH	广汇能源	396.26	0.21	0.59	0.68	23.75	11.95	9.84	6.10
600348.SH	华阳股份	243.15	0.43	0.72	0.82	19.21	12.85	11.71	6.74
600546.SH	山煤国际	173.46	0.59	0.82	0.90	17.10	11.43	10.57	8.75
600575.SH	淮河能源	138.35	0.24	0.34	0.38	14.17	17.11	14.62	3.56
600971.SH	恒源煤电	79.68	-0.16	0.53	0.62	-39.00	20.42	13.92	6.64
600985.SH	淮北矿业	319.96	0.56	1.50	1.65	19.84	13.84	11.07	11.88
601001.SH	晋控煤业	200.84	1.09	1.48	1.53	12.06	13.39	12.29	12.00
601088.SH	中国神华	7756.67	2.66	2.76	2.79	15.23	16.09	15.49	39.04
601101.SH	昊华能源	104.83	0.36	0.79	0.88	19.89	14.04	11.85	7.28
601225.SH	陕西煤业	1917.67	1.73	2.07	2.17	12.32	11.78	10.90	19.78
601666.SH	平煤股份	188.11	0.09	0.64	0.80	84.17	17.19	14.43	7.60
601699.SH	潞安环能	323.67	0.37	0.92	1.05	31.89	15.16	13.30	10.82
601898.SH	中煤能源	1384.20	1.35	1.35	1.41	9.21	9.27	8.76	10.44
601918.SH	新集能源	172.53	0.83	0.98	1.05	8.01	10.48	9.88	6.66

资料来源：Choice，国投证券证券研究所（注：盈利预测来自 Choice 一致预期）



5. 风险提示

下游需求不及预期。火电需求受水电来水超预期、风光等新能源装机快速扩张的双重挤压。地产、基建行业持续调整拖累建材用煤需求，导致非电需求端压力；

政策调控下供需宽松风险。保供稳价政策加码导致煤炭产能释放节奏超预期，煤炭价格上涨空间受限；

进口煤冲击风险。国际煤价低位推动进口煤资源大量补充国内市场，加剧国内煤炭市场供需矛盾，对国产煤价及企业盈利形成压制。

计算假设不及预期风险。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

行业评级体系

收益评级：
领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；
同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046
上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082
北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034