2020 年 09 月 27 日

山西省喷吹煤龙头企业，估值低于行业平均

潞安环能(601699)

报告摘要

潞安环能是山西省喷吹煤龙头企业，近期集团整合，股权划转至新设立的潞安化工集团，当前估值显著低于行业平均。

▸ **公司是山西省喷吹煤龙头企业，主要业务包括煤炭、焦炭两大板块，煤炭是公司主要利润来源，其中尤以喷吹煤为主。**

公司是山西省喷吹煤龙头企业，主要煤矿位于山西省长治市，目前在产产能 4965 万吨/年。公司业务主要分为煤炭、焦炭两大板块，其中**煤炭业务近十年占收入比重稳定在 85%以上，毛利润占比在 90%以上，是公司的主要利润来源**。2017-19 年公司的动力煤、喷吹煤、炼焦煤吨煤毛利分别为 177/322/241 元/吨，其中**动力煤和喷吹煤销量比例约为 2：1**，炼焦煤数量极少。考虑各煤种的销量和吨煤毛利，以及公司的税金和期间费用后，**主要贡献毛利的煤种是喷吹煤**。

▸ **目前在建矿井 150 万吨/年，焦炭置换产能 140 万吨/年。**

公司目前主要在建项目主要有上庄矿 90 万吨技改项目、忻峪 60 万吨矿井技改以及潞安焦化 140 万吨焦化项目，可为公司未来业绩增长提供动力。其中上庄矿和忻峪矿共计 150 万吨/年产能预计 2021 年投产，将为公司贡献煤炭产能增量。

根据煤化网，140 万吨/年焦炭产能预计 2021 年 6 月投产。根据公司在全景网与投资者交流的信息，按照山西省焦化产业政策，4.3 米焦炉将在今年 10 月底退出（即公司现有潞安焦化和弘峰焦化 4.3 米焦炉合计 216 万吨/年焦炭产能原定于今年 10 月底退出），针对焦炉未来关停，公司正在积极沟通省政府争取配套政策。2019 年，公司焦炭产量约 156 万吨，产能利用率偏低，预计置换完成后，公司的焦炭产量规模基本保持稳定。

▸ **潞安/阳煤/晋煤集团重组，上市公司潞安环能从原潞安集团无偿划转至新设立的潞安化工集团。**

2020 年 8 月 7 日，潞安化工集团成立，预计将着手推动潞安集团、阳煤集团、晋煤集团之间的整合重组。

潞安环能 2020 年 9 月 3 日发布公告，山西潞安集团直接持有的潞安环能 61.81%股份划无偿转至划入方潞安化工集团，将其持有的潞安化工公司 96.5558%股权无偿划转至潞安化工集团，导致潞安化工集团通过潞安化工公司所控制的天脊煤化工股份间接持有潞安环能 0.38%股份。本次划转完成后，潞安化工集团成为公司新控股股东。

▸ **预计 2020-2022 年归母净利 20/24/24 亿，同比-14%/+17%/+1%，首次覆盖，给予“增持”评级**

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	6.13
股票代码：	601699
52 周最高价/最低价：	7.45/5.42
总市值(亿)	183.37
自由流通市值(亿)	183.37
自由流通股数(百万)	2,991.41

分析师：丁一洪
邮箱：dingyh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070001
联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕
邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080004
联系电话：

我我们假设公司 2020-22 年煤炭销量分别为 4574/4645/4696 万吨（同比分别为+4%/+2%/+1%），吨煤收入分别为 483/490/490 元/吨（同比分别为-10%/+3%/+1%），吨煤成本分别为 302/301/301 元/吨（同比分别为-3%/0%/0%），**预计公司 2020-22 年归母净利分别为 20.4/23.8/24.0 亿元，同比分别-14%+17%/+1%**，EPS 分别为 0.68/0.79/0.80 元/股，对应 2020 年 9 月 25 日收盘价 6.13 元，**PE 分别为 9/8/8 倍**。

公司未来尚有产能增量，且经过近两年的下行周期，喷吹煤价格已经过了较为充分的调整，而公司 2020 年预计 PE 仅 9 倍，低于行业中位数 10.8 倍，当前 PB 仅 0.7 倍，低于行业中位数 0.89 倍，**首次覆盖，给予公司“增持”评级。**

风险提示

宏观经济系统性风险；慈林山煤业等煤矿产销量不及预期；在建工程投产不及预期等；集团整合风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,682	26,791	24,923	24,293	25,727
YoY（%）	13.3%	0.4%	-7.0%	-2.5%	5.9%
归母净利润(百万元)	2,346	2,379	2,038	2,375	2,396
YoY（%）	-15.7%	1.4%	-14.3%	16.5%	0.9%
毛利率（%）	38.9%	38.7%	35.2%	37.1%	36.2%
每股收益（元）	0.78	0.80	0.68	0.79	0.80
ROE	9.6%	9.5%	7.7%	8.5%	8.1%
市盈率	8.49	9.13	9.00	7.72	7.65

资料来源：公司公告，WIND，华西证券研究所

正文目录

1. 山西省喷吹煤龙头企业，在产产能约 5000 万吨/年 4
1.1. 公司在产产能约 5000 万吨/年，非整合矿贡献主要产量 4
1.2. 煤炭是公司主要利润来源，其中喷吹煤是主要利润贡献点 5
1.3. 2020 上半年煤价下跌，归母净利润同比-26% 7
2. 在建矿上庄+忻峪共 150 万吨/年，焦化置换 140 万吨/年 8
3. 潞安/阳煤/晋煤集团重组，潞安环能划转潞安化工集团 8
4. 盈利预测及估值 10
4.1. 预计 2020-22 年归母净利 20/24/24 亿，同比-14%+17%/+1% 10
4.2. 首次覆盖，给予公司“增持”评级 10
5. 风险提示 11

图表目录

图 1 潞安环能大事记及股价走势图 5
图 2 公司来自煤炭业务的收入占比超过 85% 5
图 3 公司毛利润主要来自煤炭业务，占比超 90% 5
图 4 公司 2019 年产能增长主要来自慈林山煤矿收购 6
图 5 公司煤炭业务毛利率较高且相对稳定 6
图 6 喷吹煤/动力煤销量情况 6
图 7 动力煤近三年吨煤毛利在 170-180 元/吨区间 6
图 8 喷吹煤近三年吨煤毛利超过 320 元/吨 7
图 9 近三年洗精煤吨煤毛利在 220-240 元/吨区间内 7
图 10 2020 上半年煤炭业务毛利同比下降 7
图 11 2020 上半年商品煤综合售价同比下降 7
图 12 潞安环能股权划转前后的股权结构图 8

表 1 潞安环能非整合煤矿在产产能 3740 万吨/年，整合矿在产产能 1225 万吨/年 4
表 2 潞安集团划转潞安化工集团的 16 家企业股权 10

1. 山西省喷吹煤龙头企业，在产产能约 5000 万吨/年

公司地处山西省，当前在产产能 4965 万吨/年，主要煤种为贫瘦煤、贫煤，煤炭资源主要分布在山西省长治市。公司主要生产动力煤和喷吹煤，是山西省规模最大的喷吹煤生产企业。

1.1. 公司在产产能约 5000 万吨/年，非整合矿贡献主要产量

截至 2019 年末，公司煤炭资源储量 46.56 亿吨，可采储量 20.34 亿吨，其中在产产能 4965 万吨/年，在建产能 150 万吨/年。煤种主要为贫煤、贫瘦煤、气煤、1/3 焦煤和肥煤等，主要分布在山西省长治市。

考虑到公司在山西进行资源整合的历史，我们将公司的煤矿分为整合矿和非整合矿两种，其中非整合矿可采年限约 37 年，当前产能 3740 万吨/年，2019 年产量为 4029 万吨；而资源整合矿当前产能 1225 万吨/年，2019 年产量为 789 万吨，2019 年非整合矿/整合矿的产能利率用分别为 108%/64%，**非整合矿是公司主要煤炭产量来源。**

表 1 潞安环能非整合煤矿在产产能 3740 万吨/年，整合矿在产产能 1225 万吨/年

	矿名	资源储量 亿吨	可采储量 亿吨	产能 万吨	2019 年产量 万吨	可采年限	煤种
非整合矿	常村煤矿	6.54	3.61	800	768	45	贫瘦煤
	王庄煤矿	5.19	2.67	710	823	37	贫煤
	漳村煤矿	1.5	0.96	400	358	24	贫瘦煤
	五阳煤矿	3.38	1.27	360	200	35	贫瘦煤
	余吾煤业	12.24	3.13	750	978	41	贫煤
	潞宁煤业	1.22	0.69	180	302	38	气肥煤
	慈林山煤矿	2.99	1.44	540	600	26	贫煤
	非整合矿合计	**33.06**	**13.77**	**3740**	**4029**	**37**	
整合矿	-	13.5	6.57	1225	789		1/3 焦煤、气煤、肥煤
	上庄矿（在建）	-	-	90	-	-	-
	忻峪矿（在建）	-	-	60	-	-	-
	整合矿合计	**13.5**	**6.57**	**1375**	**789**		
	合计	**46.56**	**20.34**	**5115**	**4818**		

资料来源：Wind，募集说明书，评级报告，华西证券研究所

公司 2018/19 年产能分别为 4170/4965 万吨/年，同比增加 795 万吨/年，非整合矿/整合矿分别增加产能 500/295 万吨/年。**非整合矿方面，公司 2019 年收购了潞安集团旗慈林山煤业 100%股权，增加产能 540 万吨/年**；2018 年 8 月 24 日公司产能置换公告，计划核减五阳煤业产能 40 万吨/年用于产能置换，2019 年非整合矿总产能增加 500 万吨/年。**2019 年，公司原煤产量 4818 万吨，同比 2018 年的 4150 万吨增长 16%，主要由于慈林山煤矿的并购。**

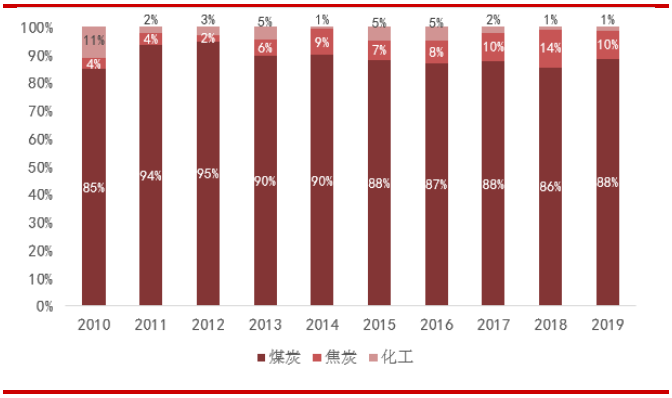
图 1 潞安环能大事记及股价走势图

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

1.2. 煤炭是公司主要利润来源，其中喷吹煤是主要利润贡献点

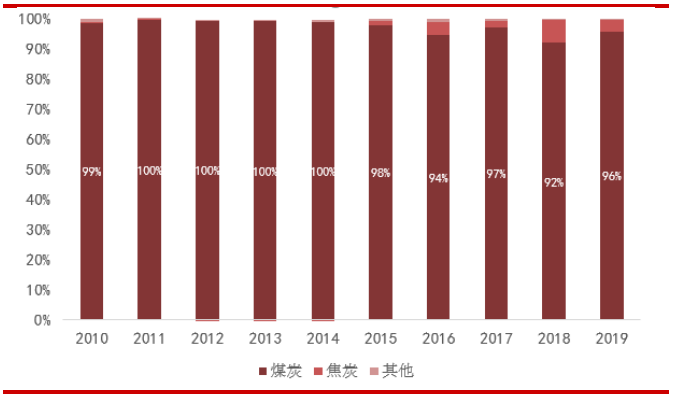
公司业务主要分为煤炭、焦炭板块，**其中煤炭业务近十年占收入比重稳定在 85%以上，毛利润占比在 90%以上，是公司的主要利润来源**。供给侧改革后，公司煤炭业务的毛利率维持在 40%以上，焦炭毛利率亦有所回升，整体来看，煤炭毛利率较高且相对稳定，焦炭毛利率偏低且波动较大。

图 2 公司来自煤炭业务的收入占比超过 85%



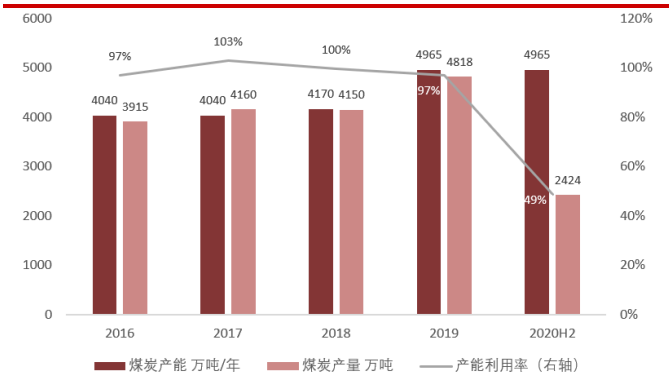
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 3 公司毛利润主要来自煤炭业务，占比超 90%



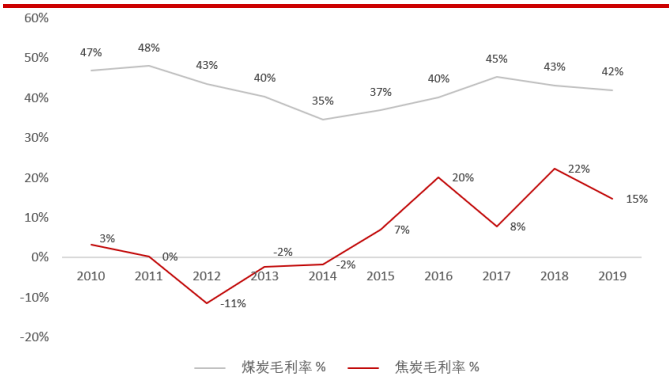
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 4 公司 2019 年产能增长主要来自慈林山煤矿收购



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 5 公司煤炭业务毛利率较高且相对稳定

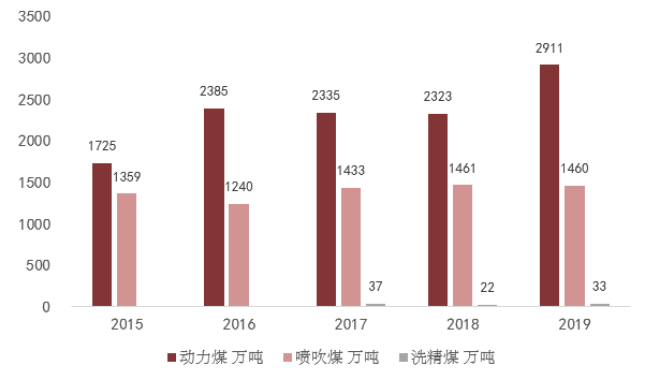


资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

公司主要煤炭产品包括喷吹煤、动力煤和炼焦煤，2019 年公司动力煤/喷吹煤/炼焦煤销量分别为 2911/1460/33 万吨，合计销量 4404 万吨，其中**喷吹煤销量占比约 33%，动力煤约 66%**。其中动力煤和喷吹煤贡献了公司大部分的毛利，2019 年动力煤/喷吹煤毛利润分别为 51.5/47.1 亿元，占公司总毛利的 95%。

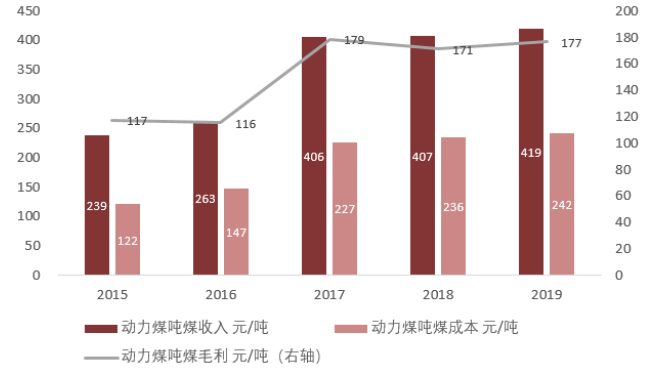
吨煤来看，2017-19 年公司的动力煤、喷吹煤、炼焦煤吨煤收入分别为 419/766/871 元/吨，吨煤成本分别为 242/444/630 元/吨，吨煤毛利分别为 177/322/241 元/吨。**考虑各煤种的销量，以及公司的税金和期间费用后，主要贡献毛利的煤种是喷吹煤。**

图 6 喷吹煤/动力煤销量情况



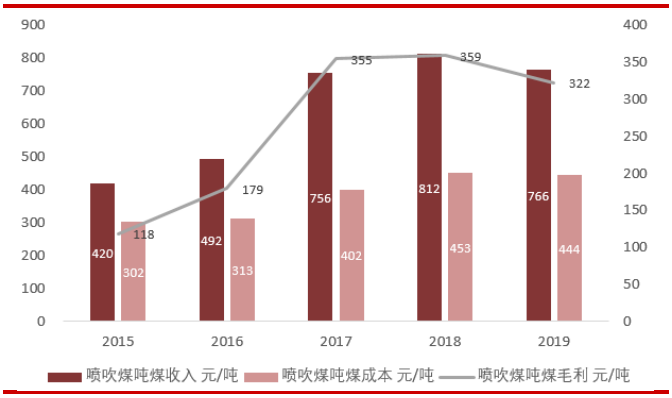
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 7 动力煤近三年吨煤毛利在 170-180 元/吨区间



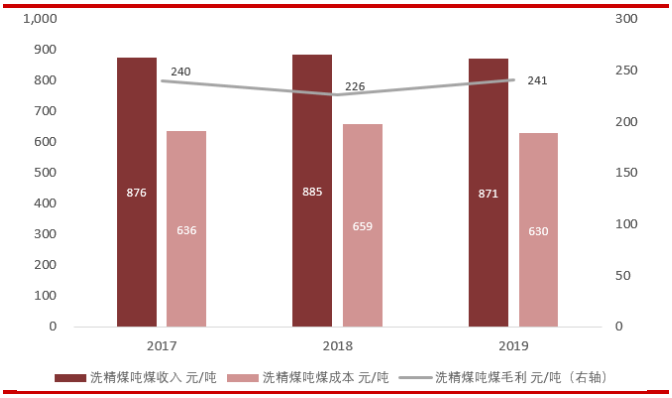
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 8 喷吹煤近三年吨煤毛利超过 320 元/吨



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 9 近三年洗精煤吨煤毛利在 220-240 元/吨区间内



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

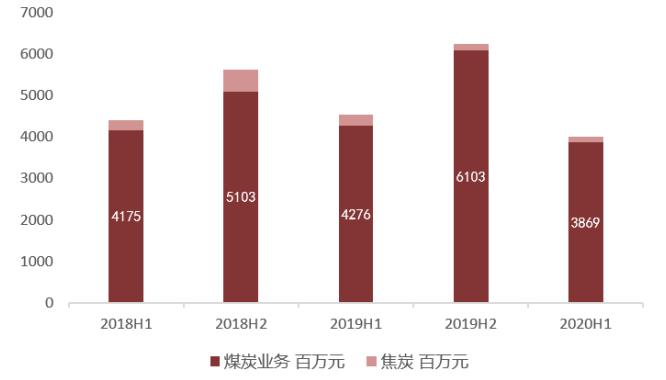
焦炭方面，潞安环能目前产能 216 万吨/年，分别为下属子公司五阳弘峰焦化有限公司（以下简称“五阳弘峰”）产能 60 万吨/年及潞安焦化有限责任公司（以下简称“潞安焦化”）产能 156 万吨/年。五阳弘峰 2019 年焦炭产量 40 万吨，销量 41 万吨，产能利用率 66%；潞安焦化 2019 年焦炭产量 113 万吨，销量 116 万吨，产能利用率 72%。

1.3. 2020 上半年煤价下跌，归母净利润同比-26%

根据潞安环能 2020 年中期报告，上半年公司实现营业收入 118 亿元，同比-8%，毛利 40 亿元，同比-13%，归母净利 11.7 亿元，同比-26%

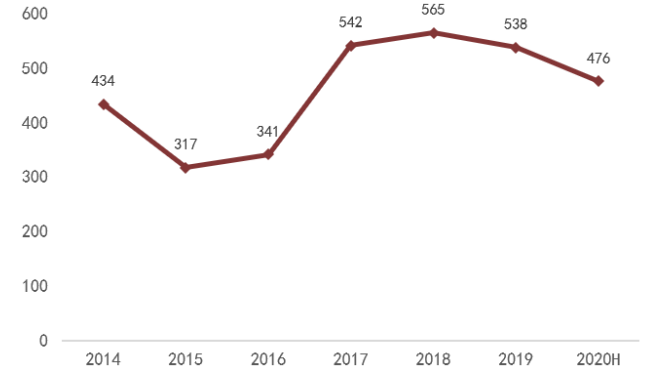
2020 上半年公司煤炭业务实现收入 104 亿元，同比+7%，煤炭销量 2175 万吨，同比+30%，商品煤综合售价 476 元/吨，同比-18%；煤炭业务营业成本 65 亿元，同比+20%；煤炭业务毛利 39 亿元，同比-10%。**公司 2019 年底收购了慈林山煤业，并表后 2020 上半年煤炭销量增长较大，进而煤炭销售收入小幅增长，但由于煤价大幅下跌，使得公司煤炭业务毛利显著下滑。**

图 10 2020 上半年煤炭业务毛利同比下降



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 11 2020 上半年商品煤综合售价同比下降



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

2019/20 年上半年公司税费和期间费用率占营业收入比重分别为 35.2%/35.9%，同比+2%，税费占比基本持平。**由于公司上半年毛利率下滑而税费占收入比重较高，使得公司的归母净利润降幅大于毛利润的降幅。**

2. 在建矿上庄+忻峪共 150 万吨/年，焦化置换 140 万吨/年

公司目前主要在建项目主要有上庄矿 90 万吨技改项目、忻峪 60 万吨矿井技改以及潞安焦化 140 万吨焦化项目，可为公司未来业绩增长提供动力。上庄矿为省内整合矿，预计 2021 年 6 月投产，2020 年 2 月之前其余矿井受山西重组政策影响，均处于停建状态。

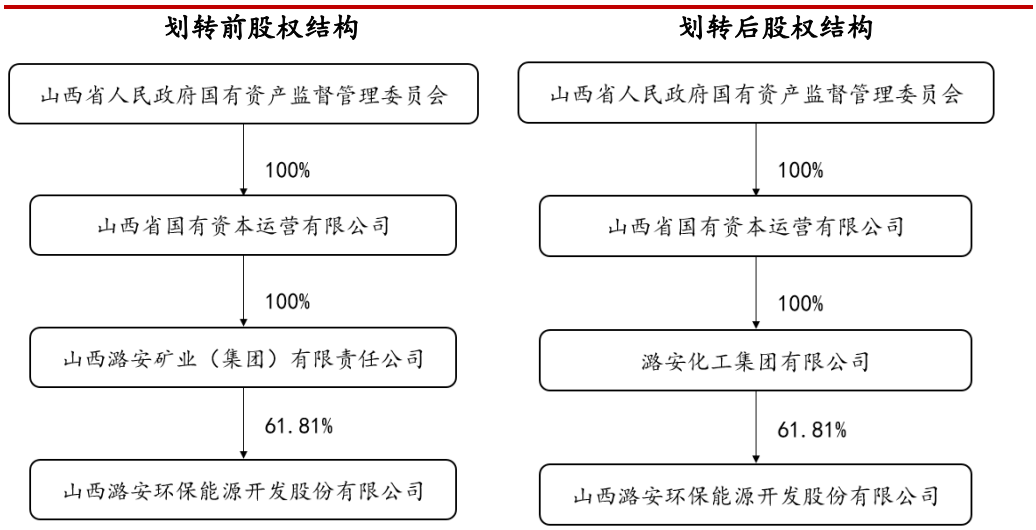
2020 年 2 月 23 日，山西省发改委和山西省钢铁煤炭行业化解产能过剩实现脱困发展领导小组会《晋煤化解产能办发（2020）2 号》文件批复同意重组方案：**忻峪煤业、忻岭煤业、大汉沟煤业 3 座矿井异地重组。重组后矿井产能为 60 万吨/年**；潞宁煤业、大木厂煤业、忻丰煤业、前文明煤业 4 座矿井异地重组，重组后矿井产能为 180 万吨/年；**忻峪 60 万吨矿井技改项目复建，预计亦将于 2021 年 6 月投产。**

焦化业务方面，根据公司 2020 年 6 月 17 日在全景网与投资者交流的信息，按照山西省焦化产业政策，4.3 米焦炉将在今年 10 月底退出（即公司现有潞安焦化和弘峰焦化 4.3 米焦炉合计 216 万吨/年焦炭产能原定于今年 10 月底退出），针对焦炉未来关停，公司正在积极沟通省政府争取配套政策。作为置换，有 140 万吨/年炉型为 6.25 米的新型焦炭产能在建，根据煤化网，预计 2021 年 6 月投产。2019 年，公司焦炭产量约 156 万吨，产能利用率偏低，预计置换完成后，公司的焦炭产量规模基本保持稳定。

3. 潞安/阳煤/晋煤集团重组，潞安环能划转潞安化工集团

公司原控股股东为山西潞安矿业（集团）有限责任公司，实控人为山西省国资委。潞安集团截至 2019 年末省内非整合矿在产产能 5770 万吨/年，上市公司非整合矿在产产能 3740 万吨/年，占比 65%。公司是原潞安集团旗下唯一控股上市子公司。

图 12 潞安环能股权划转前后的股权结构图



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

2020 年 8 月 7 日，潞安化工集团有限公司完成工商注册登记，注册资本为 200 亿元，由山西国资运营公司全资持股。据能源杂志报道，**潞安化工集团成立后，将会着手推动潞安集团、阳煤集团、晋煤集团之间的整合重组。2020 年 7 月 13 日下午，潞安化工集团召开干部大会，宣布了集团领导人选。** 根据搜狐网，原晋煤集团总经理王志清任潞安化工集团董事长，原潞安集团总经理刘俊义任总经理，原潞安集团副总经理马军祥任副总经理，原阳煤集团副总经理吕维赟任副总经理。

潞安环能 2020 年 9 月 3 日发布公告，山西潞安集团直接持有的潞安环能 61.81%股份划无偿转至划入方潞安化工集团，将其持有的潞安化工公司 96.5558%股权无偿划转至潞安化工集团，导致潞安化工集团通过潞安化工公司所控制的天脊煤化工股份间接持有潞安环能 0.38%股份。本次划转完成后，潞安化工集团及其一致行动人潞安工程公司合计持有潞安环能 1,890,797,112 股股份，占潞安环能总股本 63.21%，**潞安化工集团成为公司新控股股东。**

根据原潞安集团债券相关公告，截至目前，潞安集团共无偿划转 16 家企业股权、配套煤矿及关联资产（含潞安环能）至潞安化工集团，其中包括原潞安集团的主要煤矿资产（除新疆和少量山西省内资源整合矿外）和主体化工资产（包括焦炭和化肥等）。阳煤集团和晋煤集团目前尚未划转资产，预计未来将继续整合。

表 2 潞安集团划转潞安化工集团的 16 家企业股权

公司名称	划转标的
山西潞安环保能源开发股份有限公司	61.81%
山西潞安化工有限公司	96.56%
中科潞安能源技术有限公司	75.32%
上海睿碳能源科技有限公司	23.57%
上海岚泽能源科技有限公司	8.82%
上海凯赛生物技术股份有限公司	9.13%
山西潞安配售电有限公司	100%
潞安财务有限公司	66.67%
上海潞安投资有限公司	80%
山西潞安碳一化工有限公司	100%
山西潞安精蜡化学品有限公司	54%
山西拜奥埃森纳新能源有限公司	21%
山西潞安矿业（集团）有限责任公司古城煤矿	净资产
山西潞安矿业（集团）有限责任公司铁路运营公司	净资产
山西潞安矿业（集团）有限责任公司国家煤基合成工程技术研究中心	净资产
上海高潞空气产品能源科技公司	相关资产/所持股权

资料来源：Wind，募集说明书，评级报告，华西证券研究所
注：上海高潞空气产品能源科技公司在筹备中，若未登记则划转相关资产，若已登记设立则划转潞安集团所持股权

4. 盈利预测及估值

我们预测公司 2020-22 年归母净利分别为 20.4/23.8/24.0 亿元，同比分别-14%+17%/+1%，首次覆盖，给予“增持”评级。

4.1. 预计 2020-22 年归母净利 20/24/24 亿，同比-14%+17%/+1%

我们假设公司 2020-22 年煤炭销量分别为 4574/4645/4696 万吨（同比分别为+4%/+2%/+1%），吨煤收入分别为 483/490/490 元/吨（同比分别为-10%/+3%/+1%），吨煤成本分别为 302/301/301 元/吨（同比分别为-3%/0%/0%），**预计公司 2020-22 年归母净利分别为 20.4/23.8/24.0 亿元，同比分别-14%+17%/+1%**，EPS 分别为 0.68/0.79/0.80 元/股，对应 2020 年 9 月 25 日收盘价 6.13 元，PE 分别为 9/8/8 倍。

4.2. 首次覆盖，给予公司“增持”评级

公司未来尚有产能增量，且经过近两年的下行周期，喷吹煤价格已经过了较为充分的调整，而公司 2020 年预计 PE 仅 9 倍，低于行业中位数 10.8 倍，当前 PB 仅 0.7 倍，低于行业中位数 0.89 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5. 风险提示

宏观经济系统性风险；

慈林山煤业等煤矿产销量不及预期；

在建工程投产不及预期等；

集团整合风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	26,791	24,923	24,293	25,727
YoY(%)	0.4%	-7.0%	-2.5%	5.9%
营业成本	16,413	16,149	15,282	16,413
营业税金及附加	2,227	2,072	2,019	2,139
销售费用	427	397	387	410
管理费用	2,196	2,042	1,991	2,108
财务费用	1,273	1,147	1,079	1,067
资产减值损失	-517	0	0	0
投资收益	113	105	102	108
营业利润	3,081	2,602	3,033	3,060
营业外收支	-43	0	0	0
利润总额	3,038	2,602	3,033	3,060
所得税	740	634	739	746
净利润	2,297	1,968	2,294	2,314
归属于母公司净利润	2,379	2,038	2,375	2,396
YoY(%)	1.4%	-14.3%	16.5%	0.9%
每股收益	0.80	0.68	0.79	0.80

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	14,978	16,250	17,150	21,064
预付款项	183	180	170	183
存货	869	855	809	869
其他流动资产	10,531	10,188	10,072	10,336
流动资产合计	26,562	27,473	28,202	32,452
长期股权投资	3,545	3,545	3,545	3,545
固定资产	32,674	32,485	31,814	31,209
无形资产	7,994	7,994	7,994	7,994
非流动资产合计	47,699	47,510	46,839	46,234
资产合计	74,261	74,983	75,041	78,686
短期借款	6,398	6,398	6,398	6,398
应付账款及票据	19,900	19,580	18,530	19,900
其他流动负债	13,395	13,080	12,607	13,287
流动负债合计	39,693	39,058	37,535	39,585
长期借款	1,652	1,652	1,652	1,652
其他长期负债	9,435	9,435	9,435	9,435
非流动负债合计	11,087	11,087	11,087	11,087
负债合计	50,780	50,145	48,622	50,672
股本	2,991	2,991	2,991	2,991
少数股东权益	-1,482	-1,552	-1,633	-1,715
股东权益合计	23,481	24,838	26,419	28,014
负债和股东权益合计	74,261	74,983	75,041	78,686

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,297	1,968	2,294	2,314
折旧和摊销	1,950	3,189	3,171	3,105
营运资金变动	-1,798	-274	-1,352	1,714
经营活动现金流	4,460	5,924	5,156	8,171
资本开支	-1,460	-2,999	-2,499	-2,499
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,489	-2,894	-2,397	-2,391
股权募资	0	0	0	0
债务募资	8,171	0	0	0
筹资活动现金流	-6,191	-1,758	-1,859	-1,866
现金净流量	-3,221	1,272	900	3,914

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	0.4%	-7.0%	-2.5%	5.9%
净利润增长率	1.4%	-14.3%	16.5%	0.9%
盈利能力				
毛利率	38.7%	35.2%	37.1%	36.2%
净利润率	8.6%	7.9%	9.4%	9.0%
总资产收益率 ROA	3.2%	2.7%	3.2%	3.0%
净资产收益率 ROE	9.5%	7.7%	8.5%	8.1%
偿债能力				
流动比率	0.67	0.70	0.75	0.82
速动比率	0.64	0.68	0.73	0.79
现金比率	0.38	0.42	0.46	0.53
资产负债率	68.4%	66.9%	64.8%	64.4%
经营效率				
总资产周转率	0.36	0.33	0.32	0.33
每股指标（元）				
每股收益	0.80	0.68	0.79	0.80
每股净资产	8.34	8.82	9.38	9.94
每股经营现金流	1.49	1.98	1.72	2.73
每股股利	0.24	0.20	0.24	0.24
估值分析				
PE	9.13	9.00	7.72	7.65
PB	0.87	0.69	0.65	0.62

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队分析师，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于 太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。