

行业评级:

采掘 中性 (维持)
黑色金属 增持 (维持)

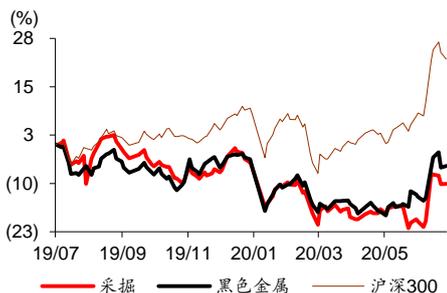
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华
联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1《浙商中拓(000906 SZ,增持): 大宗供应链服务商, 期待金融赋能》2020.07
- 2《采掘/黑色金属: 周期行业数据周报(第二十八周)》2020.07
- 3《中信特钢(000708 SZ,买入): 20Q2 盈利向好, 看好长期发展》2020.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

钢煤企业推动 ESG 建设正当时

钢铁煤炭行业 ESG 评级及建设情况剖析

钢煤企业应推动 ESG 体系建设, 抓住外资配置机遇

ESG 是关注企业环境、社会、治理绩效而非传统财务绩效的投资理念和企业评价标准。国内 ESG 投资仍处于规模化发展初期阶段, ESG 信息披露程度不高, 19 年钢铁、煤炭行业上市公司社会责任报告披露率分别为 56%、54%。钢铁煤炭企业受行业属性拖累, 上市公司 ESG 评级一般, 且剔除法下不占优势。随着 A 股上市公司逐渐被纳入 MSCI、富时罗素等指数, 为提高外资配置比例, 钢煤企业应主动推进 ESG 体系建设, 一方面做好 ESG 相关工作, 例如建设“绿色钢厂”、“智能煤矿”等, 另一方面建立 ESG 相关信息详尽、稳定的披露机制, 提升 ESG 评级表现, 抓住外资配置机遇。

海外 ESG 投资较成熟, 国内方兴未艾

海外 ESG 投资形成于上个世纪 90 年代, 规模较大, 据 GSIA 统计, 截至 2018 年初, 全球五大市场的可持续投资资产规模达 30.7 万亿美元。国内 ESG 投资正处于规模化发展初期阶段, 截至 2020 年 7 月, 国内名称中直接涉及“社会责任”或“ESG”的基金仅有 11 支, 总规模 111 亿元, 加入 UNPRI 的投资机构总计 47 家。在目前国内 ESG 投资各个环节的政策和法则逐步完善的大背景下, 我们认为当下是 ESG 投资加速发展的理想时期, 国内投资者应更加积极参与 ESG 投资领域。

19 年国内钢铁、煤炭上市公司的披露率分别为 56%、54%

据 Wind, 2019 年共计 1000 家披露独立社会责任报告, 披露率仅 25.7%。从行业分布看, 披露率最高的是银行行业, 19 年全部独立披露; 钢铁、煤炭行业的披露率分别为 56%、54%。我们认为钢铁、煤炭行业上市公司独立披露社会责任报告有两点基础: 内部方面, 钢煤公司在年报等中大多已有相关信息的披露, 进一步独立披露社会责任报告难度不大; 外部方面, ESG 投资中的 E、S 因子是钢铁、煤炭行业上市公司经营能力、资金实力的侧面体现, 因此是否可以独立披露社会责任报告也是钢铁、煤炭行业上市公司展示自身实力的一种不错选择。

钢煤上市公司 ESG 评级一般, 且剔除法下不占优势

国外评价体系方面, MSCI 评级中, 钢煤企业表现一般; 富时罗素评级中, 钢铁行业表现较好, 煤炭行业略差。国内评价体系方面, 在商道融绿、社投盟评级中, 钢铁、煤炭企业表现不差, 但可能存在样本偏差。综合来看, 宝钢股份、中信特钢、中国神华、美锦能源 ESG 评级表现较好。从操作层面看, 目前“剔除/负面筛选法”使用较多, 但由于钢煤行业重污染、高能耗, 容易发生负面事件, 在该方法下并不占优。因此在目前 ESG 评级表现一般的情况下, 钢煤企业短期实现 ESG 评级的快速提升或较为困难, 应更加着重于避免发生负面事件, 是可以较小投入实现较大回报的路径之一。

钢煤企业 ESG 建设正当时, 应着重避免受到 G 因子影响

从因子拆分来看, 钢铁、煤炭上市公司 E、S 因子风险较高, G 因子偶有发生。但从对业绩、股价影响程度看, E 因子未有明显影响, S 因子影响较不明确、且影响时间较短, G 因子虽然发生情况较少, 但影响更为深远, 例如 ST 抚钢、昊华能源等, 且恢复时间更长、结果更难预测, 因此应着重避免受到 G 因子影响。目前钢煤企业外资持股普遍较低, 而随着 A 股逐渐被纳入 MSCI、富时罗素等指数, 钢煤企业应主动推进 ESG 体系建设, 为提高外资持股比例提供评判基础。

风险提示: ESG 不是外资配置的唯一参考标准, ESG 信息披露存在偏差, 钢铁煤炭行业公司推动 ESG 建设存在一定难度。

正文目录

海外 ESG 投资较成熟，国内方兴未艾.....	3
ESG 投资是否带来超额收益仍存争议.....	6
19 年国内钢铁、煤炭上市公司的披露率分别为 56%、54%.....	9
钢煤上市公司 ESG 评级一般，且剔除法下不占优势.....	12
MSCI ACWI：A 股钢煤企业仅宝钢股份、中国神华获 BB 评级.....	12
富时罗素：钢铁表现较好，煤炭表现略差.....	13
商道融绿：钢煤上市公司表现不差，钢铁表现相对较好.....	15
社投盟：钢煤企业表现较好，但样本空间偏小.....	17
操作层面剔除法使用最广泛，钢铁、煤炭行业不占优势.....	18
钢煤企业应提高 ESG 表现，抓住外资配置 A 股机遇.....	22
钢铁煤炭企业应着重避免受到 G 因子影响.....	22
E：环保改造逐步推进，环境处罚仍不在少数.....	22
S：钢铁煤炭安全生产风险隐患较大.....	23
G：影响较 E、S 更大，且更难恢复.....	24
MSCI、富时罗素纳入 A 股，钢煤企业 ESG 体系建设正当时.....	25
风险提示.....	28

海外 ESG 投资较成熟，国内方兴未艾

ESG 投资体现投资价值，并可规避风险。与传统关注财务报表不同，ESG (Environmental、Social、Governance) 关注企业环境、社会、治理绩效，投资者基于 ESG 评价可以评估其投资行为和企业（投资对象）在促进经济可持续发展、履行社会责任等方面的贡献。

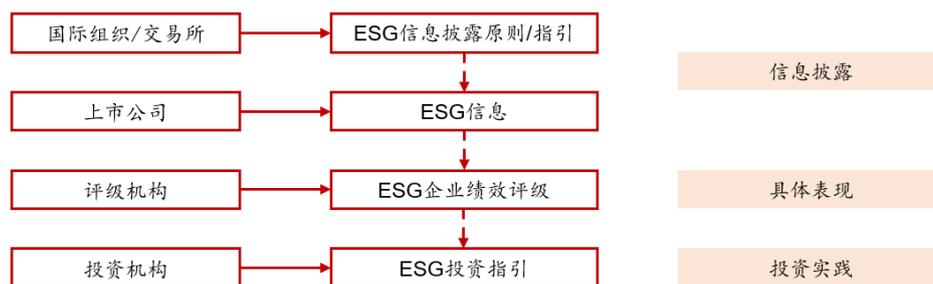
驱动投资者采用 ESG 评价体系的主要原因包括：投资者可通过 ESG 评价反映自己的价值取向，更加关注社会、环境等公共问题；ESG 评级量化程度提高，可操作性强；ESG 可以帮助投资者规避部分风险，且 G 因子表现出超额收益。

图表1：ESG 评价因素

项目	解释	因素
Environmental	考虑企业对环境的影响，部分企业活动会对自然生态和人类健康造成实质或潜在的负面影响	碳及温室气体排放、环境政策、废物污染及管理政策、生物多样性、合规性、员工环境意识、绿色采购政策、节能减排措施、环境成本核算、绿色技术等
Social	考虑企业对社会的影响，通过企业的社会活动来促进一些社会问题的解决	性别及性别平等政策、人权政策及违反情况、健康安全、管理培训、劳动模范、产品责任、职业健康安全、产品质量、供应链责任管理、精准扶贫、公益慈善等
Governance	考虑企业的公司治理情况	贪污受贿政策、反不公平竞争、风险管理、税收透明、董事会独立性及多样性、组织结构、投资者关系等

资料来源：《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》，华泰证券研究所

图表2：ESG 体系框架



资料来源：《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》，华泰证券研究所

海外 ESG 投资较成熟，规模较大。ESG 投资自社会责任投资理念发展而来，于 20 世纪 90 年代形成，具有系统性、定量可比等特征，实操性强。2006 年，联合国责任投资原则组织（UNPRI）成立，旨在帮助投资者理解环境、社会和公司治理等要素对投资价值的影响，并支持各签署机构将 ESG 因素纳入投资决策中。截至 2020 年 7 月，全球有超过 3100 家投资机构签署了 PRI 合作伙伴关系，覆盖资产规模高达 103.4 万亿美元。

图表3：海外社会责任投资理念发展历程

时间	主要内容	举例
20 世纪 60 年代以前	投资者出于自身信仰或寻求对社会产生积极价值等目的产生的伦理投资理念	在 18 世纪的美国，卫理公会教徒拒绝投资与酒精、烟草、赌博或武器相关业务，这种在宗教教义基础上形成的排除性投资准则成了社会责任投资最初的雏形
20 世纪 60-80 年代	伦理投资逐渐发展为社会责任投资，内涵也逐渐扩展到环保主义、度追求利润而破坏环境；美国越南战争带来大量的人员伤亡和财产损失，反战运动兴起，抵反对战、种族平等、女权主义等多个议题	经济高速增长带来一系列的气候、环境和资源问题，公众环保运动随之兴起，抗议企业因过度和破坏环境；美国越南战争带来大量的人员伤亡和财产损失，反战运动兴起，抵制军工企业。公众运动影响民众的价值取向和消费选择，人们自发抵制那些经营过程中对环境和社会产生不良影响的企业
20 世纪 90 年代	社会责任投资理念逐渐进化为现在的 ESG 投资理念	1990 年 KLD 公司发布 Domini 400 Social Index 指数（美国首个以环境、社会 and 治理因素（ESG）为筛选标准的指数）。2006 年联合国责任投资原则组织（UNPRI）成立，旨在帮助投资者理解环境、社会和公司治理等要素对投资价值的影响，并支持各签署机构将 ESG 因素纳入投资战略及决策中

资料来源：中国企业改革与发展研究会，华泰证券研究所

图表4：全球签署 UNPRI 机构数量、资产管理总规模和资产所有者的资产管理规模（每年3月底更新）

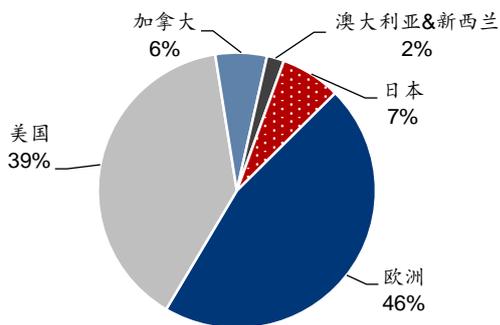


注：资产所有者指拥有所管理资产的所有权的投资机构，资产管理者则不拥有相应资产的所有权

资料来源：UNPRI，华泰证券研究所

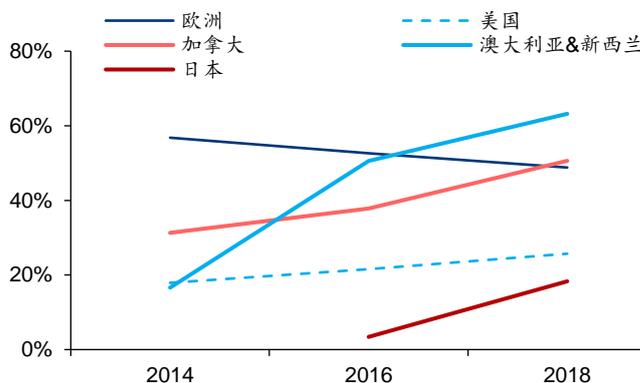
据 GSIA (2 年期报告)，截至 2018 年初，全球五大市场的全球可持续投资规模 (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA) 达 30.7 万亿美元，较 2016 年同期水平增长 34%。从全球占比看，欧洲占比最高，达 46%；从各区域内部看，澳大利亚、新西兰的可持续投资规模占本区域的资产管理总规模比例最高，达到 63%

图表5：欧洲和美国是可持续投资的主要市场



资料来源：GSIA，华泰证券研究所；图中为 2018 年数据

图表6：澳大利亚&新西兰区域内可持续投资类型占比最高



资料来源：GSIA，华泰证券研究所

国内 ESG 投资方兴未艾，但市场规模仍较小。2006 年，深交所发布《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》，开始提及上市公司环境保护和社会责任方面的工作，国内 ESG 投资开始萌芽。经历多年的政策完善和企业的自主发展，目前中国 ESG 投资正处于规模化发展初期阶段。

图表7：中国 ESG 发展历程梳理

阶段	时间	主要内容	具体措施及相关文件
第一阶段	2006年-2008年	上市公司环境保护和社会责任方面的工作开始被提及，交易所倡导上市公司积极承担社会责任	2006年，兴业银行与 IFC 合作推出了中国第一个绿色信贷产品 2006年，深交所发布《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》 2008年，上交所发布《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》
第二阶段	2009年-2016年	相关政策法规不断完善，与绿色信贷、绿色债券相关的政策陆续出台，我国 ESG 投资得到初步发展	2012年，银监会发布《绿色信贷指引》 2015年，发改委印发《绿色债券发行指引》 2016年，G20 峰会成立绿色金融工作小组 2016年，央行、财政部等七部委共同发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》
第三阶段	2017年至今	进一步推动建立和完善上市公司强制性环境信息披露制度；确立了 ESG 信息披露的基本框架；构建了衡量上市公司 ESG 绩效的指标体系	2017年，国务院在浙江、江西、广东、贵州、新疆五省设立八个绿色金融试验区 2017年，环保部与证监会签署《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》 2018年，证监会修订《上市公司治理准则》 2018年，中国证券投资基金业协会发布了《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资指引（试行）》

资料来源：国务院，证监会，地方政府官网，银保监会，上交所，深交所等，华泰证券研究所

根据 Wind 提供的“ESG 投资基金”分类（截至 2020 年 7 月），目前国内共有 122 支涉及 ESG 投资概念的基金，但其中大部分基金仅是从 ESG 理念出发而与 ESG 投资策略无较大关系，例如“美丽中国”、“绿色投资”、“环保产业”等，名称中直接涉及“社会责任”或“ESG”的基金仅有 11 支，总规模仅 111 亿元。

投资机构加入 UNPRI 是其展示自身 ESG 投资意愿的重要渠道之一，但国内机构投资者进行 ESG 投资的意愿相对较低。截至 2020 年 7 月 14 日，中国共计 47 家投资机构加入 UNPRI；同期美国加入 UNPRI 投资机构数量最多，达 603 家。

国内投资者应更加积极投身于 ESG 投资领域。综合对比来看，海外 ESG 投资概念和市场已较为成熟，且市场规模较大，而国内目前仍处于规模化发展初期阶段，但实际情况较海外仍有较大差异。例如国内虽然有较多基金涉及“泛 ESG”投资，但实际基于 ESG 理念指导投资策略的基金较少。因此短期来看，未来国内 ESG 投资或将继续处于规模扩张和理念渗透的发展阶段，未来或将逐渐有较为成熟的 ESG 投资理念和策略在实际投资操作中成型并得以发展。

在目前国内 ESG 投资各个环节的政策和法则逐步完善的大背景下，我们认为当下是 ESG 投资加速发展的理想时期，相关市场或可先“由小到大”，快速扩张规模，为 ESG 投资理念的普及和发展提供广泛土壤；而后再“由繁到简”，即对 ESG 投资市场进行良性引导，支持优秀的 ESG 投资理念、方法进一步发展，从而形成较为成熟的 ESG 投资市场。

ESG 投资是否带来超额收益仍存争议

MSCI 共发布 24 支 ESG 指数，权益和固收均有涉及。截至 2020 年 7 月，MSCI 共发布 ESG 指数 24 支，其中权益指数 17 支，固定收益指数 7 支，以上指数分为综合、影响和价值三类。

以 MSCI ACWI ESG Leaders 指数为例，该指数由 23 个发达市场 (DM) 和 26 个新兴市场 (EM) 国家的大中型公司组成。根据 MSCI 官方统计 (最新截至 20 年 6 月 30 日)，MSCI ACWI ESG Leaders 指数从 2007 年 9 月到 2020 年 6 月的时间范围内，年化涨跌幅达 5.39%，较母指数 MSCI ACWI 高出 0.76pct。

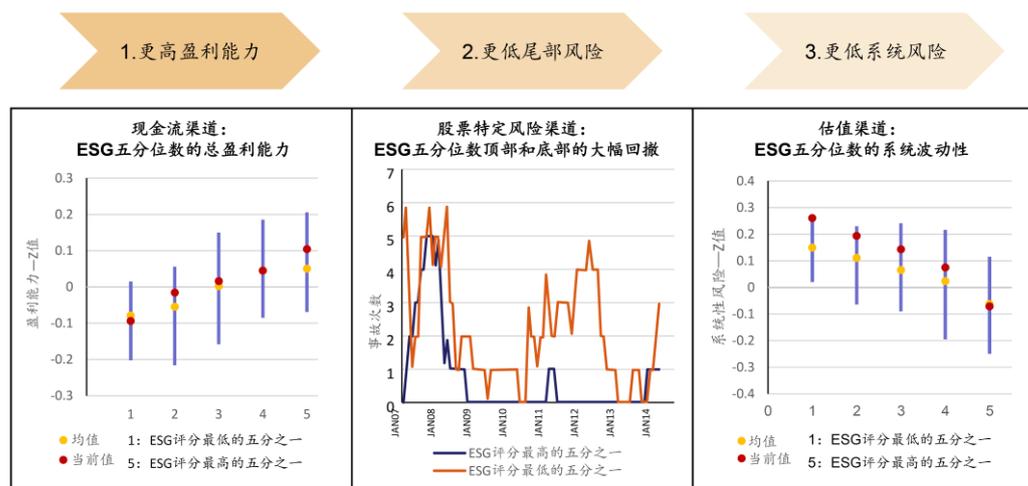
图表8: MSCI ACWI ESG Leaders 指数和母指数 MSCI ACWI 指数回报表现 (%)

	Beta	年化								P/E	P/B	
		1月	3月	1年	YTD	3年	5年	10年	2007.9.28起 Div Yld(%)			
MSCI ACWI ESG Leaders 指数	0.97	3.11	19.04	4.86	-4.70	7.64	7.64	10.14	5.39	2.21	19.96	2.71
MSCI ACWI 指数	1.00	3.24	19.39	2.64	-5.99	6.70	7.03	9.74	4.63	2.21	19.92	2.34

资料来源: MSCI, 华泰证券研究所; 截止 2020 年 6 月 30 日

MSCI 认为超额收益主要来自更高的盈利能力 (G 因子的部分体现) 和分红能力、更低的尾部风险及更低的系统风险。ESG 评级低的公司更易发生负面事件，放大尾部风险，且 beta 更高。

图表9: ESG 投资超额收益的来源



资料来源: MSCI, 华泰证券研究所

国内方面，截至 2020 年 7 月，中证指数有限公司发布了 11 支 ESG 指数，其中 8 支为主题类别，3 支为策略类别。11 支 ESG 指数中，从指数基日起计算，相对样本指数 (母指数) 有 7 支指数有超额收益，占比为 64%。

图表10： 中证 ESG 指数表现

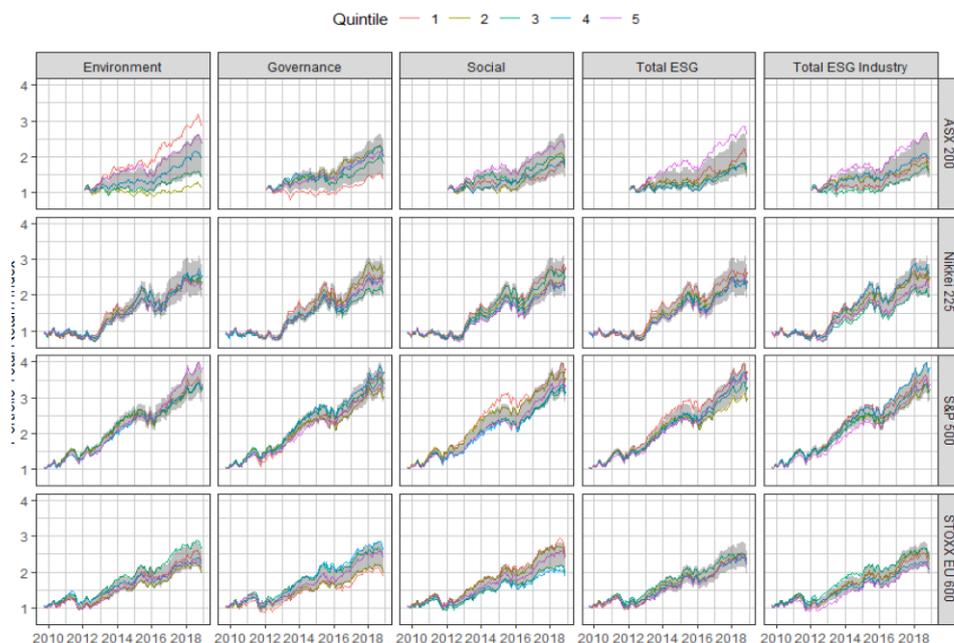
指数名称	发布时间	指数简介	指数基日	相对基日跑赢母指数
ESG 40	10/09/17	从上证 180 公司治理指数样本股中挑选 ESG 评级较高的 40 只股票组成样本股	10/6/30	-39pct
ESG 100	12/10/16	从沪深 300 样本股中挑选 ESG 评级较高的 100 只公司股票组成样本股	11/6/30	-26pct
180 ESG	18/12/10	从沪市上市公司中，选取在环境、社会责任、公司治理等具有较好表现的公司作为最终样本	15/12/31	48pct
ESG 80	19/02/27	从沪深 300 中选取 ESG 评分在 E+ 以上，过去 6 个月波动率最低的 80 只股票作为成分股，并采用波动率倒数加权	11/6/30	13pct
ESG 领先	19/06/27	在沪深 300 样本股中，基于上市公司对环境、社会责任、公司治理表现计算 ESG 评分，选取评分最高的 100 家公司作为最终样本	16/6/30	0pct
嘉实 ESG	19/11/25	从沪深 300 样本股中，选取 ESG 评分较好的 100 只股票作为样本，以反映沪深 300 中 ESG 综合表现较好的公司股票的整体表现	15/12/31	27pct
300 ESG	20/4/30	从沪深 300 样本股中剔除中证一级行业内 ESG 分数最低的 20% 的上市公司股票，选取剩余股票作为指数样本股	17/6/30	2pct
300 ESG 领先	20/4/30	从沪深 300 样本股中选取 ESG 分数最高的 100 只上市公司股票作为样本股	17/6/30	-1pct
300 ESG 价值	20/4/30	从沪深 300 样本股中选取 ESG 分数较高且估值较低的 100 只股票作为样本股	17/6/30	-4pct
ESG 120 策略	20/4/30	从沪深 300 样本股中剔除 ESG 分数较低的股票，依据估值、股息、质量与市场因子分数计算综合得分，选取综合得分较高的 120 只股票作为指数样本股	17/6/30	14pct
华夏银行 ESG	20/4/30	从沪深 300 样本股中剔除 ESG 分数较低的股票，依据估值、股息、质量与市场因子分数计算综合得分，选取综合得分较高的代表性股票作为指数样本股	17/6/30	20pct

备注：ESG 40、180 ESG 样本空间为上证 180，其余均为沪深 300

资料来源：中证官网，华泰证券研究所；截止 2020 年 7 月 14 日

有研究表明 ESG 投资在部分市场未表现出超额收益¹。从基于 ESG 评级排名的五分位数投资组合回报看，仅澳大利亚总 ESG 评级排名最佳的五分位数投资组合表现好于基准，且 G 因子排名最差的五分位数投资组合的回报弱于基准。美国、日本和欧洲市场均未表现出超额回报。

图表11： 基于五分位数的 ESG 投资组合回报



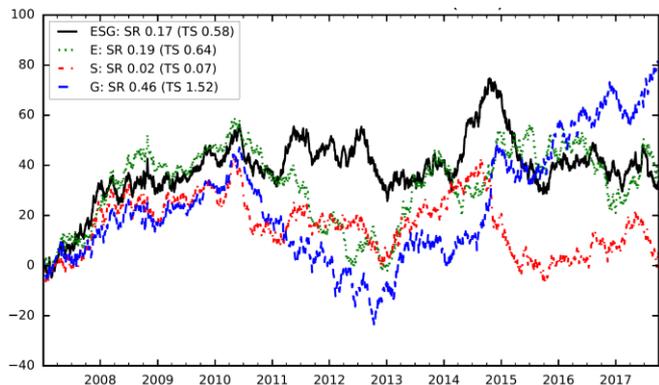
注：阴影部分代表基准指数回报的 95% 置信区间，美国、日本和欧洲市场上表现最佳/最差 ESG 投资组合回报均落在基准指数回报的 95% 置信区间内

资料来源：《Are ESG Alpha and Beta Benefits in Corporate Bonds a Mirage》，华泰证券研究所

¹ Lin, K., Kabel, A., Parker, S., & Joye, C. (2019). Are ESG Alpha and Beta Benefits in Corporate Bonds a Mirage?. Available at SSRN.

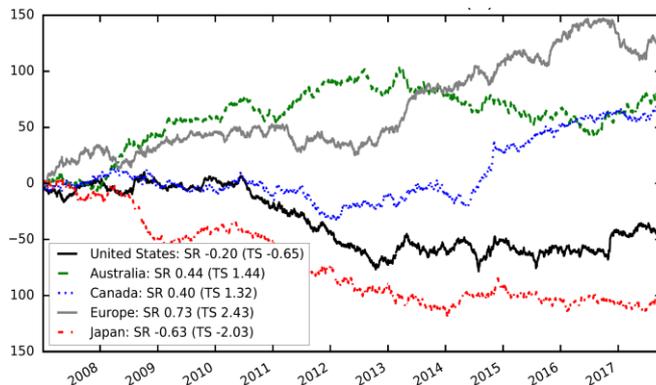
Capital Fund Management²研究不支持 ESG 有超额收益。其在全球多市场验证 ESG 策略，整体表现一般。E、S、G 三个独立因子收益中仅 G 因子表现出超额收益，CFM 认为 G 因子的表现亦可以用盈利能力等因子来解释：更好的公司治理体系有助于提高公司的盈利能力和风险管控能力、合理运用薪酬激励或股权激励，可以缓解代理人矛盾，提高公司业绩等。但 G 因子并非在全球市场均有超额收益，在欧洲、加拿大、澳大利亚表现为正，而在美国、日本表现为负。

图表12: G 因子表现值得关注



资料来源: Is ESG an Equity Factor or Just an Investment Guide, 华泰证券研究所

图表13: G 因子收益在不同市场表现不同



资料来源: Is ESG an Equity Factor or Just an Investment Guide, 华泰证券研究所

² Breedt, A., Ciliberti, S., Gualdi, S., & Seager, P. (2019). Is ESG an Equity Factor or Just an Investment Guide?. The Journal of Investing, 28(2), 32-42.

19年国内钢铁、煤炭上市公司的披露率分别为56%、54%

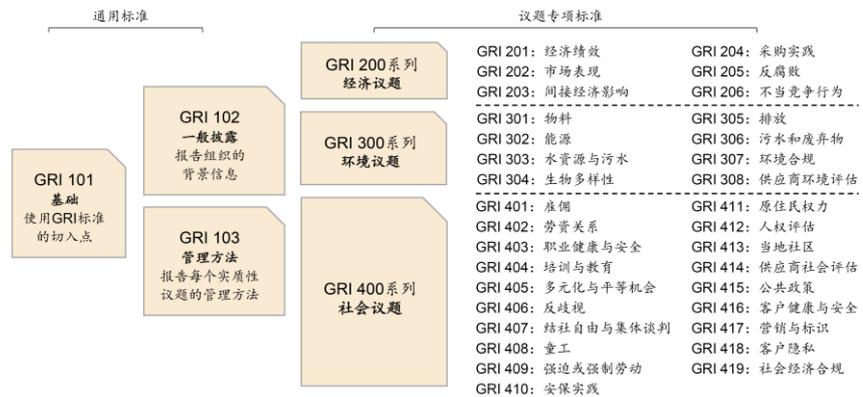
目前，全球三十多个国家和地区的交易机构要求上市公司披露 ESG 信息，鼓励为主、强制为辅，法国进一步要求机构投资者披露投资决策过程是如何将社会、环境和治理标准纳入其战略考虑的范围。从披露信息标准化角度看，GRI 标准是全球使用范围最广的 ESG 报告标准，证券交易所指引其次。

图表14：主要国家和地区 ESG 信息披露制度

国家/地区	披露力度	法律法规
欧盟	强制披露为主，自愿披露为辅	生态环境管理审核规则（EMAS）、环境管理体系 ISO14001
披露要求	要求员工人数多于 500 人的公众企业在审计报告中披露 ESG 信息，企业有选择披露哪些信息的权利，但需要遵循“不披露就解释”的原则	
美国	强制披露	《证券法》、《清洁水源法》、《固体废物处理法》、《污染防治法》、《超级基金法》等
披露要求	在美国交易所上市的公司必须向证券交易委员会呈交载有多项环境事宜数据的年度报告	
英国	半强制	《环境保护法案》、《主要市场和目标公司的企业治理》、《自愿性环境报告指引》、《碳排放报告指引》
披露要求	企业除须披露环境事宜、雇员以及社会与小区事宜数据外，还须披露有关温室气体排放、人权多元化的资料。不能披露的，须列明缺少哪些资料并予以说明	
法国	半强制	Grenelle II 法案
披露要求	500 人以上或 1 亿欧元交易额以上的公司必须在年报中披露其环境及社会业绩方面信息	

资料来源：商道融绿，华泰证券研究所

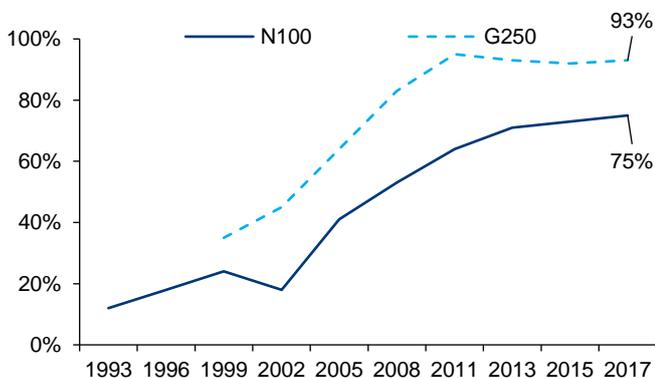
图表15：GRI 可持续发展报告标准



资料来源：GRI，华泰证券研究所

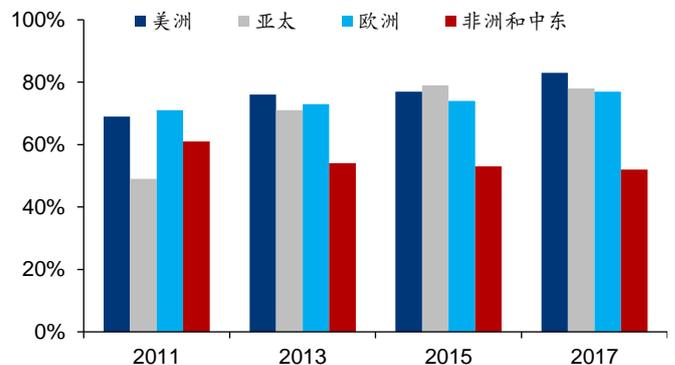
油气、化工、矿业企业倾向披露 ESG 信息。据 KPMG 最新数据，2017 年，N100、G250 样本的社会责任报告率分别为 75%、93%。分地区看，美洲报告率最高，亚太地区提升最快。分行业看，对环境、社会影响较大的行业发布率较高，如石油天然气、化工、采掘等。

图表16：N100、G250 企业社会责任报告率



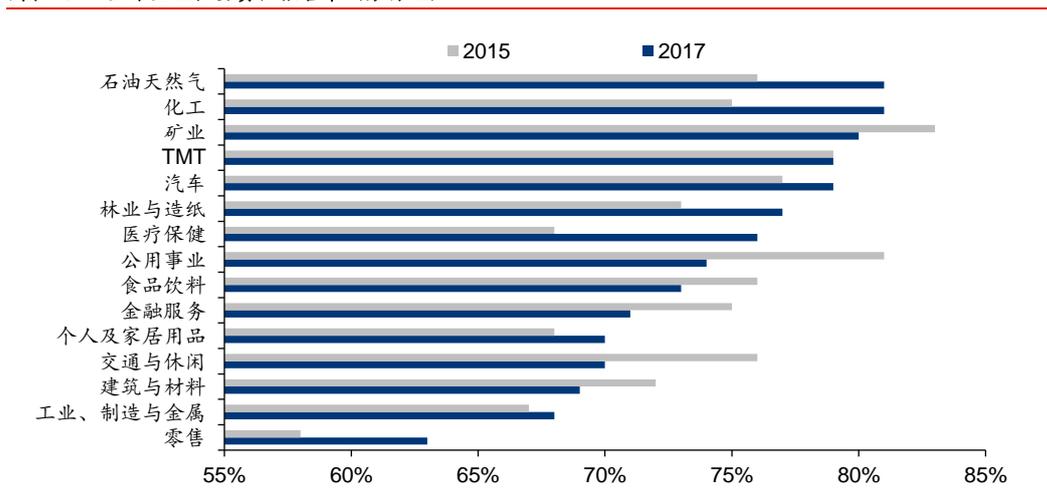
资料来源：KPMG，华泰证券研究所；4900 家 N100 企业，250 家 G250 企业

图表17：企业社会责任报告率 (按地区)



资料来源：KPMG，华泰证券研究所

图表18： 全球企业社会责任报告率（分行业）



资料来源：KPMG，华泰证券研究所

2003 年以来，我国政府和相关机构陆续出台政策引导企业信息披露。2008 年，上交所要求上市的“上证公司治理板块”样本公司、发行境外上市外资股的公司以及金融类公司必须披露社会责任报告，鼓励其他公司披露。2018 年，证监会修订《上市公司治理准则》，确立了 ESG 信息披露的基本框架。

图表19： 政府和相关机构 ESG 信息披露政策指引

时间	机构	文件名称
2003.09	环境保护部	《关于企业环境信息公开的公告》
主要内容	规定列入各省、自治区、直辖市环保部门定期公布的超标准排放污染物或者超过污染物排放总量规定限额的污染严重的企业，应当公布企业环境保护方针等 5 类环境信息，并鼓励没有列入名单的企业自愿进行环境信息公开	
2006.09	深交所	《上市公司社会责任指引》
主要内容	鼓励公司建立社会责任制度，定期检查和评价公司社会责任制度的执行情况和存在问题，形成社会责任报告，与年度报告同时对外披露	
2007.04	环境保护部	《环境信息公开办法（试行）》
主要内容	鼓励企业自愿公开 9 类企业环境信息；污染严重企业应当在环保部门公布污染严重企业名单后 30 日内，公开主要污染物的名称、排放方式等环境信息	
2008.01	国资委	《关于中央企业履行社会责任的指导意见》
主要内容	规定有条件的企业要定期发布社会责任报告或可持续发展报告	
2008.05	上交所	《上市公司环境信息披露指引》
主要内容	鼓励上市公司在披露公司年报的同时，也要披露公司的年度社会责任报告；要求上市公司在重大环保事件发生两日内披露情况及可能产生的影响；要求被列入环保部门污染严重企业名单的上市公司，在名单公布两日内披露指定信息	
2008.12	上交所	《关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》
主要内容	要求“上证公司治理板块”样本公司、发行国际上市外资股的公司和金融类公司必须披露社会责任报告，同时鼓励其他有条件的公司自愿披露社会责任	
2008.12	深交所	《关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》
主要内容	要求纳入“深证 100 指数”的公司必须同年报一起披露社会责任报告，并鼓励其他公司披露社会责任报告	
2010.09	环保部	《上市公司环境信息披露指南（征求意见稿）》
主要内容	列示了上市公司年度环境报告编写参考提纲，要求 16 类重污染行业上市公司应当发布年度环境报告，定期披露污染物排放情况等环境信息；发生突发环境事件或受到重大环保处罚的，应发布临时环境报告	
2018.09	证监会	《上市公司治理准则》
主要内容	规定了上市公司应当依照法律法规和有关部门要求披露环境信息（E）、履行扶贫等社会责任（S）以及公司治理相关信息（G）	

资料来源：生态环境部、国资委、证监会、深交所、上交所，华泰证券研究所

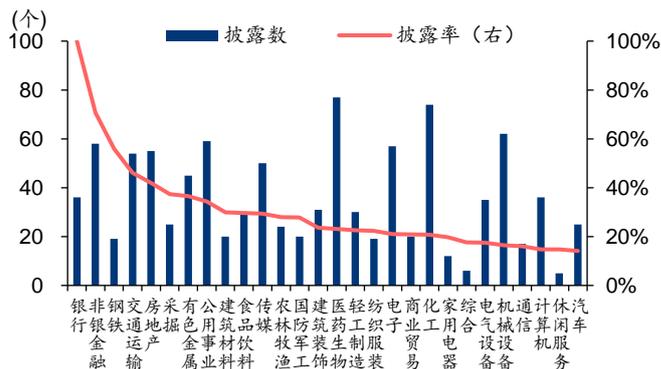
2019 年钢铁、煤炭行业社会责任报告披露率分别为 56%、54%。据 Wind，2019 年共计 1000 家披露独立社会责任报告，披露率仅 25.7%。从行业分布看，披露率最高的是银行业，19 年全部独立披露；钢铁、采掘行业的披露率分别为 56%、37%，采掘中进一步细化到煤炭行业，披露率为 54%；从企业性质看，央企社会责任报告披露率超过 50%；从市值角度看（选取 2020.7.14 收盘价水平），规模较大的公司披露率更高，市值在 1000 亿以上和 500~1000 亿的公司披露率分别达到了 82%和 72%。

图表20: A股上市公司CSR报告发布数量逐年上行,19年披露率26%



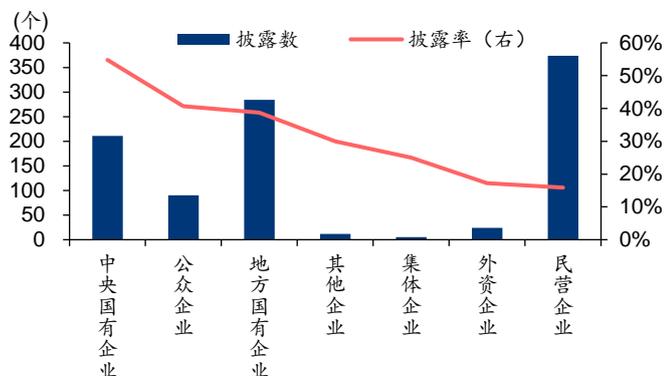
资料来源: Wind, 商道绿融, 华泰证券研究所

图表21: 19年银行、非银披露率靠前,钢铁、采掘披露率处上游



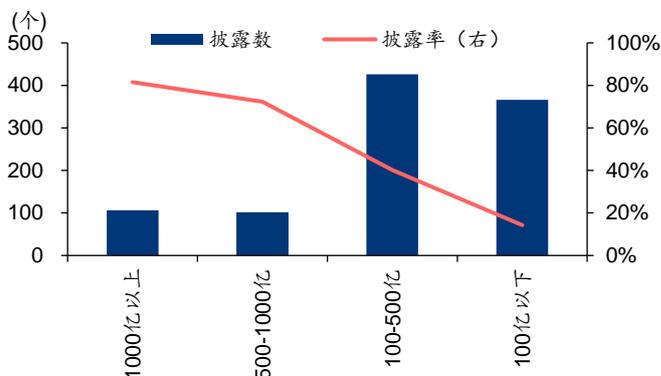
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 19年央企披露率水平最高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 19年市值规模在1000亿以上的上市公司披露率最高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 市值规模选取2020年7月14日收盘价数据

钢铁、煤炭行业上市公司应加大社会责任报告披露力度。虽然目前钢铁、煤炭行业独立披露社会责任报告的占比不低,但仍有较大的上行空间,例如银行业已实现了全部披露。我们认为钢铁、煤炭行业上市公司独立披露社会责任报告有两点基础:内部方面,钢铁、煤炭行业由于多涉及到环境保护等问题,在年报等定期报告中大多已有相关信息的披露,例如钢铁行业目前正在推行超低排放改造,相关污染物排放的信息和数据在公司层面已基本掌握,因此进一步独立披露社会责任报告难度不大;外部方面,ESG投资中的E、S因子其实是钢铁、煤炭行业上市公司经营能力、资金实力的侧面体现,因此是否可以独立披露社会责任报告也是钢铁、煤炭行业上市公司展示自身实力的一种不错选择。

钢煤上市公司 ESG 评级一般，且剔除法下不占优势

目前海内外已有较多较为成熟、体系化的 ESG 评级机构和体系，我们分别选取海外的 MSCI、富时罗素和国内的商道融绿、社投盟进行分析判断。从分析结果上看，目前 A 股上市钢铁、煤炭企业评级情况表现一般，国外评级体系方面，在 MSCI 评级体系下，仅宝钢股份、中国神华处平均水平；在富时罗素评级体系下，钢铁行业评级在平均水平以上的个股在样本中占比表现较高，煤炭行业表现略差；国内评价体系方面，商道融绿、社投盟评级体系下，钢铁、煤炭企业表现不差，但两者覆盖范围较小，可能存在一定的样本偏差。

从实际投资的操作角度看，由于 ESG 评价存在着评价标准难以统一、量化的问题，因此目前剔除法仍占据主要部分，而钢铁、煤炭公司容易发生相关的负面事件或新闻，因此存在着天然劣势。

短期内迅速提升 ESG 评级难度较大，应着重避免发生负面事件。如果钢铁、煤炭上市公司需要提升 ESG 评级表现，除了进行体系化建设、增加信息披露外，更需要增加相关的环保改造、智能化建设等投资，并非一朝一夕可以实现。因此在目前 ESG 评级表现一般的情况下，短期内实现 ESG 体系的全面建设和 ESG 评级的快速提升或较为困难；但从操作层面，目前剔除法仍占据主要地位，因此短期内钢铁、煤炭上市公司应更加着重于避免发生安全事故、环保处罚等负面事件，避免发生“一票否决”的情况发生，从行业层面看这也是短期内较小投入可以实现较大回报的路径之一。

MSCI ACWI: A 股钢煤企业仅宝钢股份、中国神华获 BB 评级

MSCI ESG 评级标准涉及 10 个主题，37 个关键指标。各行业的考察指标及权重在每年 11 月进行重新审查。评级得分由各评价指标加权计算，并根据公司所处行业进行调整，最后按照分值区间给出 AAA 到 CCC 的评价结果。

图表24： MSCI ESG 评级框架



资料来源：MSCI，华泰证券研究所

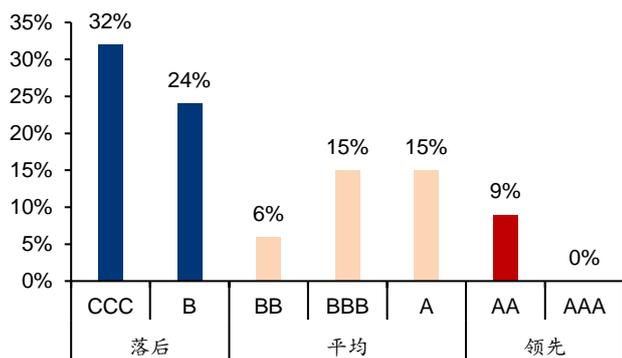
图表25: MSCI ESG 指标体系

3个大类	10个主题	37个关键指标
环境	气候变化	碳排放、产品碳足迹、信贷环境影响、气候变化风险适应性
	自然资源	水资源短缺、生物多样性与土地使用、原材料采购
	污染与废弃物	有毒有害排放物与废弃物、包装材料与废弃物、电子废弃物
	环境机遇	清洁技术机遇、绿色建筑机遇、可再生能源机遇
社会	人力资本	劳工管理、健康与安全、人力资本发展、供应链劳工标准
	产品责任	产品安全与质量、化学品安全、金融产品安全、 隐私和数据安全、责任投资、健康和人口结构风险
	利益相关方冲突	有争议的采购
	社会机遇	通讯服务易获取度、金融服务易获取度、 医疗健康服务易获取度、营养与健康机遇
公司治理	公司治理	董事会结构、薪酬体系、股权结构、财务
	公司行为	商业道德、限制竞争行为、腐败与不稳定、金融系统不稳定性、税务透明

资料来源: MSCI, 华泰证券研究所

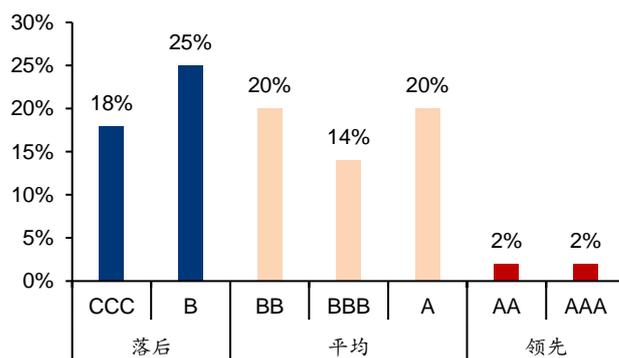
国内仅行业龙头宝钢股份、中国神华评级表现较好。MSCI ACWI 指数中钢铁行业仅 45% 的成分股 ESG 评级在平均水平及以上, 非贵金属和采矿则为 58%。A 股方面, 进入 MSCI ACWI 指数成分股的钢铁、煤炭企业中除宝钢股份、中国神华获得 BB 评级以外, 其余均属落后水平。

图表26: MSCI ACWI 指数钢铁 (33 个) 成分股评级分布



资料来源: MSCI, 华泰证券研究所

图表27: MSCI ACWI 指数非贵金属和采矿 (50 个) 成分股评级分布



资料来源: MSCI, 华泰证券研究所

图表28: 进入 MSCI ACWI 指数成分股的 A 股钢铁煤炭企业 ESG 评级

所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评级	所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评级
钢铁	600019 CH	宝钢股份	BB	煤炭	601088 CH	中国神华	BB
	600808 CH	马钢股份	B		000723 CH	美锦能源	B
	000629 CH	攀钢钒钛	B		600188 CH	兖州煤业	B
	000825 CH	太钢不锈	B		601225 CH	陕西煤业	B
	000709 CH	河钢股份	CCC		000983 CH	西山煤电	CCC
	000932 CH	华菱钢铁	CCC		601699 CH	潞安环能	CCC
	002110 CH	三钢闽光	CCC				
	600010 CH	包钢股份	CCC				

资料来源: MSCI, 华泰证券研究所

富时罗素: 钢铁表现较好, 煤炭表现略差

富时罗素 ESG 评级衡量了 47 个发达市场和新兴市场中超过 4100 家上市公司对环境、社会和公司治理的风险及表现。其评价体系包含环境、社会和治理三项支柱, 14 个主题的敞口和评分, 以及 300 多个独立评估指标, 每个公司评价平均参考 125 个数据指标。富时罗素 ESG 评级分布在 0 至 5 分之间, 其中 5 分为最高评分。

图表29： 富时罗素 ESG 评分体系

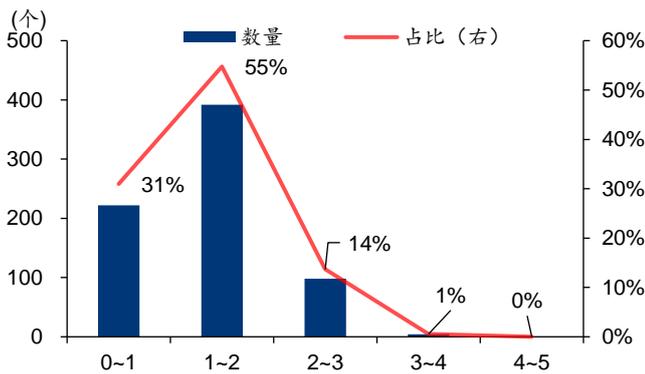


资料来源：FTSE Russell，华泰证券研究所

A股覆盖企业中，评分主要集中在1~2分区间内。富时罗素 ESG 评级涵盖中国 A 股 716 家企业（截至 2020 年 7 月），最高评分为中兴通讯，为 3.9；最低评分为瑞茂通，为 0.3，评分中位数为 1.2。

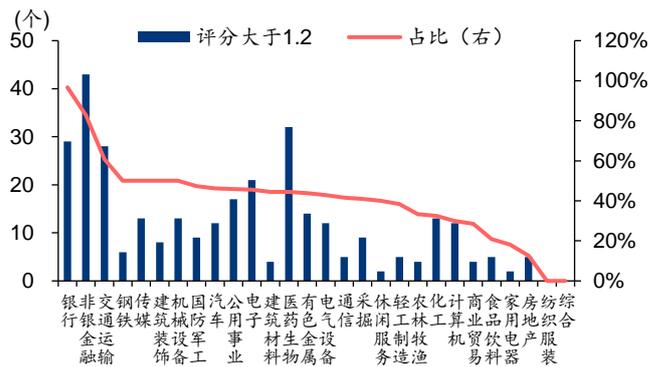
钢铁行业评分水平表现较好，平均水平以上的样本占比为 50%；煤炭行业略差，占比为 27%。分行业看，以高于中位数 1.2 分为界限，非银金融行业高于 1.2 分的企业绝对数量最多，银行行业占比最高。钢铁行业共 6 家公司评分在 1.2 分以上，在评分覆盖样本中占比 50%，其中鞍钢股份评分最高，为 2.0 分；采掘行业中，共 9 家公司评分在 1.2 分以上，占比 41%，进一步细化到煤炭行业，共 4 家公司评分在 1.2 分以上，占比 27%，表现略差，其中中国神华表现最好，评分为 2.3 分。

图表30： 富时罗素 A股公司评级分布，以1~2分为主，占比达55%



资料来源：Wind，FTSE Russell，华泰证券研究所

图表31： 钢铁行业富时罗素 ESG 评级表现较好，采掘行业表现略差



备注：数量、占比代表评级水平在 1.2 以上的个股的数量及占行业个股总数比例
资料来源：Wind，FTSE Russell，华泰证券研究所

图表32: A股钢铁煤炭企业的富时罗素 ESG 评级

所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评分	所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评分
钢铁	000898 CH	鞍钢股份	2.00	煤炭	601088 CH	中国神华	2.30
	000629 CH	攀钢钒钛	1.90		600188 CH	兖州煤业	1.90
	601003 CH	柳钢股份	1.80		601225 CH	陕西煤业	1.60
	600019 CH	宝钢股份	1.50		601898 CH	中煤能源	1.50
	600808 CH	马钢股份	1.50		000937 CH	冀中能源	1.10
	600019 CH	宝钢股份	1.50		000983 CH	西山煤电	1.00
	600010 CH	包钢股份	1.40		601699 CH	潞安环能	1.00
	002110 CH	三钢闽光	1.30		600123 CH	兰花科创	0.90
	000959 CH	首钢股份	1.20		002128 CH	露天煤业	0.70
	000778 CH	新兴铸管	1.20		601666 CH	平煤股份	0.70
	600282 CH	南钢股份	1.20		600348 CH	阳泉煤业	0.70
	000932 CH	华菱钢铁	1.10		601001 CH	大同煤业	0.70
	000761 CH	本钢板材	1.10		600396 CH	盘江股份	0.70
	000709 CH	河钢股份	1.10				
	600516 CH	方大炭素	1.00				

资料来源: Wind, FTSE Russell, 华泰证券研究所

商道融绿: 钢煤上市公司表现不差, 钢铁表现相对较好

商道融绿 ESG 评级目前覆盖沪深 300 及上证 500 成分股。评价体系包括三级指标体系, 根据不同指标对企业的重要及影响程度, 每项 ESG 指标根据行业的不同赋予不同权重, 将各类指标加权求和后, 得到公司的 ESG 得分。

图表33: 商道融绿 ESG 评估流程



资料来源: 商道融绿, 华泰证券研究所

图表34: 商道融绿 ESG 指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	
环境	环境管理	环境管理体系、环境管理目标、员工环境意识、节能和节水政策、绿色采购政策等	
	环境披露	能源消耗、节能、耗水、温室气体排放等	
	环境负面事件	水污染、大气污染、固废污染等	
	社会	员工管理	劳动政策、反强迫劳动、反歧视、女性员工、员工培训等
		供应链管理	供应链责任管理、监督体系等
公司治理	客户管理	客户信息保密等	
	社区管理	社区沟通等	
	产品管理	公平贸易产品等	
	公益及捐赠	企业基金会、捐赠及公益活动等	
	社会负面事件	员工、供应链、客户、社会及产品负面事件	
	商业道德	反腐败和贿赂、举报制度、纳税透明度等	
	公司治理	信息披露、董事会独立性、高管薪酬、董事会多样性等	
	公司治理负面事件	商业道德、公司治理负面事件	

资料来源: 商道融绿, 华泰证券研究所

商道融绿评级体系共分为 10 级, 据 Wind (截至 2020 年 7 月), 在沪深 300 及上证 500 样本股中, 评级主要分布在 B-, 占比达 47%, 即代表“企业 ESG 综合管理水平一般, 过去三年出现过一些影响中等或少数较严重的负面事件”。

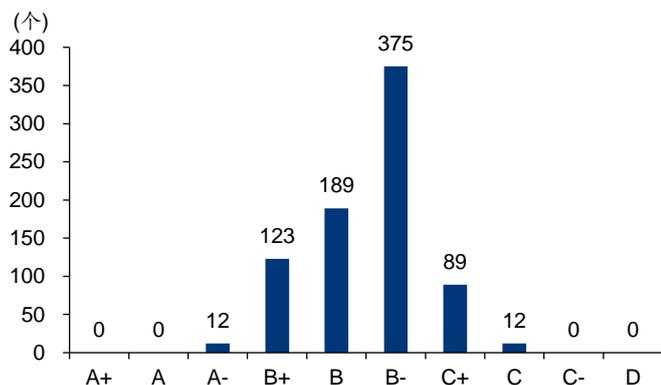
钢煤行业商道融绿 ESG 评级表现不差，钢铁、煤炭评级在平均水平以上的占比达 62%、42%。从行业分布上看，以在 B 及以上评级进行衡量，绝对数量上银行与医药生物最多，均达 29 个。从行业内样本股比例上看，银行占比最高，达 85%；钢铁行业排第 2 达 62%，采掘行业排第 6 达 50%，若进一步剔除采掘行业中非煤炭行业个股，则占比达 42%。

图表35：商道融绿 ESG 级别介绍

级别	含义
A+	企业具有优秀的 ESG 综合管理水平，过去三年几乎没出现 ESG 负面事件或极个别轻微负面事件
A	企业 ESG 综合管理水平较好，过去三年出现过少数影响轻微的 ESG 负面事件
A-	企业 ESG 综合管理水平一般，过去三年出现过一些影响中等或少数较严重的负面事件
B+	企业 ESG 综合管理水平一般，过去三年出现过一些影响中等或少数较严重的负面事件
B	企业 ESG 综合管理水平一般，过去三年出现过一些影响中等或少数较严重的负面事件
B-	企业 ESG 综合管理水平一般，过去三年出现过一些影响中等或少数较严重的负面事件
C+	企业在 ESG 综合管理水平薄弱，过去三年出现过较多或较严重的 ESG 负面事件
C	企业在 ESG 综合管理水平薄弱，过去三年出现过较多或较严重的 ESG 负面事件
C-	企业在 ESG 综合管理水平薄弱，过去三年出现过较多或较严重的 ESG 负面事件
D	企业近期出现了重大的 ESG 负面事件，对企业有重大的负面影响

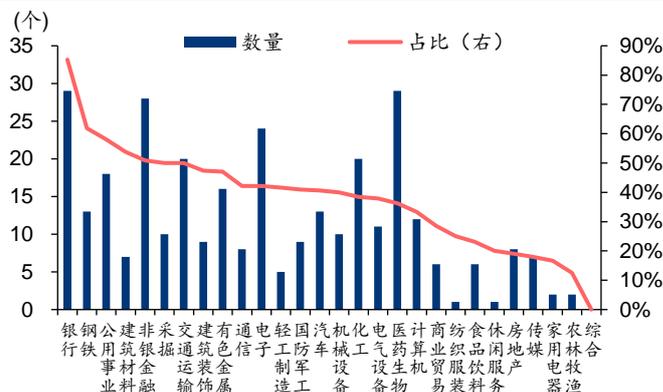
资料来源：商道融绿，华泰证券研究所

图表36：商道融绿样本股评级分布，以 B-级为主，占比达 47%



资料来源：Wind，商道融绿，华泰证券研究所

图表37：钢铁、采掘行业商道融绿 ESG 评级表现不差



备注：数量、占比代表评级水平在 B 及以上个股的数量及占行业个股总数比例

资料来源：Wind，商道融绿，华泰证券研究所

图表38: A股钢铁煤炭企业商道融绿 ESG 评级

所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评级	所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评级	
钢铁	000708 CH	中信特钢	B	煤炭	000723 CH	美锦能源	C+	
	000709 CH	河钢股份	C+		000937 CH	冀中能源	B-	
	000717 CH	韶钢松山	B-		000983 CH	西山煤电	C	
	000778 CH	新兴铸管	B-		002128 CH	露天煤业	C	
	000825 CH	太钢不锈	B+		600188 CH	兖州煤业	B+	
	000898 CH	鞍钢股份	B		600348 CH	阳泉煤业	C	
	000932 CH	华菱钢铁	B-		600985 CH	淮北矿业	B-	
	000959 CH	首钢股份	B		600989 CH	宝丰能源	B	
	002075 CH	沙钢股份	B-		601088 CH	中国神华	A-	
	002110 CH	三钢闽光	B		601225 CH	陕西煤业	B	
	600010 CH	包钢股份	B		601699 CH	潞安环能	B-	
	600019 CH	宝钢股份	B+		601898 CH	中煤能源	B	
	600022 CH	山东钢铁	B					
	600126 CH	杭钢股份	B					
	600282 CH	南钢股份	A-					
	600307 CH	酒钢宏兴	B-					
	600507 CH	方大特钢	C+					
	600782 CH	新钢股份	B					
	600808 CH	马钢股份	B+					
	601003 CH	柳钢股份	B+					
601005 CH	重庆钢铁	B-						

资料来源: 商道融绿, 华泰证券研究所

社投盟: 钢煤企业表现较好, 但样本空间偏小

社会价值投资联盟开发了针对沪深 300 样本股的社会价值评级体系, 评级模型由“筛选子模型”和“评分子模型”两部分构成。评级体系设置 A、B、C、D 四档, 共十个基础等级和十个增强等级。基础等级设置为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 和 D; 增强等级对 AA 至 B 基础等级用“+”和“-”号进行微调, 表示在各基础等级分类中的相对强度。

图表39: 社会价值评估模型-筛选子模型

领域	指标	定义
产业问题	限制类	《产业结构调整指导目录(2011年本)》及其修正版中限制类生产线或生产工艺
	淘汰类	《产业结构调整指导目录(2011年本)》及其修正版中淘汰类生产线或生产工艺
	烟草类	主营烟草或由烟草业公司持股超过 50%
	博彩类	主营博彩或由博彩业公司持股超过 50%
	持有股份	持有具有前述特征的公司股权超过 20%
财务问题	审计报告	审计机构出具非标准无保留意见审计报告
	违法行为	税务违法, 并被税务机关处罚
	行政处罚	受到处罚: 停止出口退税权、没收违法所得、收缴发票或者停止发售发票、提请吊销营业执照、通知出境管理机构阻止出境
	财务诚信	被列入财务失信被执行人名单
	外部监督	被专业财务机构或研究机构公开质疑有重大财务问题, 无合理解释与回应
环境与事故	外部监督	出现环境问题造成严重社会影响且不积极应对、不及时公开披露处理结果
	伤亡事故	1. 发生重大及特别重大事故且不积极应对、不及时公开披露处理结果 2. 重大事故(10人以上30人以下死亡, 或50人以上100人以下重伤, 或5000万元以上1亿元以下直接经济损失的事故) 3. 特别重大事故(30人以上死亡, 或者100人以上重伤, 或者1亿元以上直接经济损失的事故)
	一般违法违规	违法 上市公司涉及到单位犯罪刑事案件, 董事、高管涉及到公司本身的刑事案件且尚未了结 违规 违规并受到处罚的(省部级及以上行政机构)
特殊处理公司	受到监督	受到处罚: 1. 责令停产停业 2. 暂扣或者吊销许可证、暂扣或者吊销执照
	部门处罚	
ST 与 *ST	特别处理的上市公司	
连续停牌	在交易数据考察时段内连续停牌 3 个月或者多次停牌累计 6 个月, 且仍未恢复交易或者恢复交易不满 10 个交易日	

资料来源: 社会价值投资联盟, 华泰证券研究所

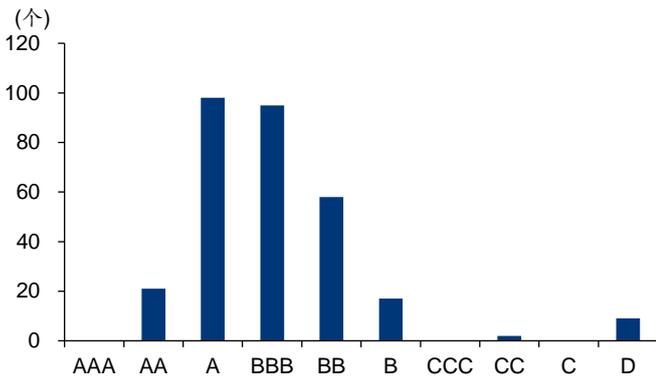
图表40： 社会价值评估模型-评分子模型

一级指标	二级指标	三级指标
目标（驱动力）	价值驱动	核心理念、商业伦理
	战略驱动	战略目标、战略规划
	业务驱动	业务定位、服务受众
方式（创新力）	技术创新	研发能力、产品服务
	模式创新	商业模式、业态影响
	管理创新	参与机制、披露机制、激励机制、风控机制
效益（转化力）	经济转化	盈利能力、运营效率、偿债能力、成长能力、财务贡献
	社会转化	客户价值、员工权益、安全运营、合作伙伴、公益贡献
	环境转化	环境管理、绿色发展、污染防控

资料来源：社会价值投资联盟，华泰证券研究所

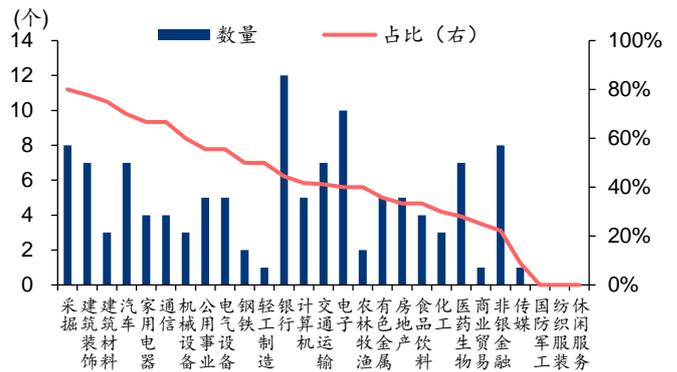
钢铁、煤炭行业社会价值评级情况较好，但或与样本空间有关。从沪深300样本股社会价值评级分布上看，A及BBB级占比主要部分，合计占比达64%。从申万一级行业分布上看，评级在A级及以上等级的公司，银行行业最多，达12家；从行业内占比情况看，采掘行业表现最好，达80%，但8家A及以上评级的公司中包括3家油气开采行业公司，若剔除后，则沪深300样本股中有6家煤炭公司，其中有5家评级在A及以上，占比仍为80%。钢铁行业方面，共有2家公司评级在A及以上，分别为宝钢股份和中信特钢，样本中占比达50%。但需注意的是，社投盟的社会价值评级对象为沪深300样本股，入选个股一般资质较优、盈利较好、且多为行业龙头，因此存在一定的样本偏差。

图表41： 沪深300样本股社会价值评级主要集中在A与BBB级



资料来源：Wind，社投盟，华泰证券研究所

图表42： A及以上评级，银行行业公司最多，采掘行业占比最高



备注：数量、占比代表评级水平在A及以上的个股的数量及占行业个股总数比例

资料来源：Wind，社投盟，华泰证券研究所

图表43： 社投盟的社会价值评级体系中，钢铁煤炭企业评级情况

所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评级	所属行业	股票代码	股票简称	ESG 评级
钢铁	000708 CH	中信特钢	A	煤炭	000723 CH	美锦能源	BB-
	000709 CH	河钢股份	BB+		600188 CH	兖州煤业	A
	600010 CH	包钢股份	BBB-		600989 CH	宝丰能源	A
	600019 CH	宝钢股份	A+		601088 CH	中国神华	AA
					601225 CH	陕西煤业	A+
					601898 CH	中煤能源	A

资料来源：Wind，社投盟，华泰证券研究所

操作层面剔除法使用最广泛，钢铁、煤炭行业不占优势

剔除法使用最广泛，钢铁、煤炭行业不占优势。根据GSIA，目前基于ESG角度进行投资角度的指导，主要从7种策略或方法出发，目前使用较多的方法是“剔除/负面筛选法”。而在实际投资操作中，资产管理人往往会将多种投资策略结合使用，复合型方法是未来ESG投资的发展方向。而由于钢铁、煤炭行业作为重污染、高能耗行业，容易发生ESG负面事件、新闻，因此基于剔除法出发，钢铁、煤炭行业并不占优，目前部分全球大型资产管理机构已将煤炭行业进行剔除。

短期内应着重避免发生负面事件。在目前 ESG 评级表现一般的情况下，短期内实现 ESG 体系的全面建设和 ESG 评级的快速提升或较为困难；但从操作方法层面，目前剔除法仍占据主要地位，因此短期内钢铁、煤炭上市公司应更加着重于避免发生安全事故、环保处罚等负面事件，避免发生“一票否决”的情况发生，从行业层面看这也是短期内较小投入可以实现较大回报的路径之一。

图表44： 7种主要的基于 ESG 角度的投资方法

基于 ESG 的投资方法	基本原理
剔除/负面筛选法 (negative/exclusionary screening)	将投资组合中 ESG 表现较差的标的剔除。该方法一般剔除争议性高、有违社会公序良俗或与自身观念价值不符的公司或产业，如核武器、烟草、赌博等行业
依公约剔除 (norm-based screening)	即为避免剔除法在各地区之间存在任意性问题，以国际组织制订的 ESG 标准来剔除，例如长生生物曾因违反全球契约的“反贪腐”原则而被剔除
同类最佳/正面筛选法 (best-in-class/positive screening)	与剔除法相反，选择投资组合中 ESG 表现较好的标的。该方法对数据的完整性依赖度较高，且须根据评级体系对市场内的所有标的进行评级后筛选。因使用较剔除法繁琐，故使用范围相对较小
ESG 整合法 (ESG Integration)	即投资者将环境、社会和治理因素系统和明确地纳入财务分析
可持续主题法 (sustainability themed investing)	针对解决特定可持续性问题（例如气候变化，食品，水，可再生能源，清洁技术和农业）的主题或资产进行投资
影响力投资 (impact/community investment)	旨在解决社会或环境问题，是一种义利并举、公益与商业相融合的投资方式，关注传统上资本关注不足的领域，特别是弱势群体所需的方面，如平价住房、卫生设施等
股东参与法 (corporate engagement and shareholder action)	指利用股东权力影响公司行为，如直接与高级管理层或公司董事会沟通，或以提案方式，提升公司 ESG 表现

资料来源：GSIA，华泰证券研究所

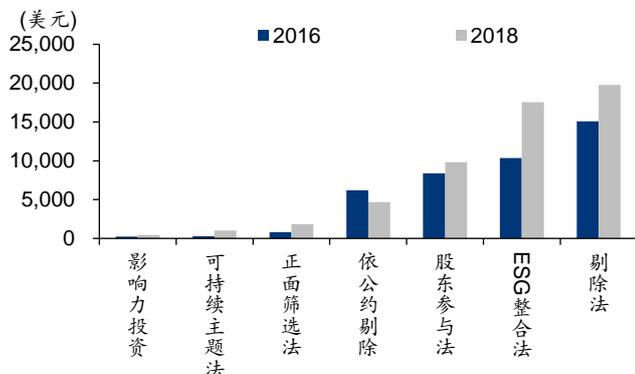
图表45： 全球大型资产管理机构的 ESG 剔除情况

机构名称	剔除行业
挪威政府养老基金	煤炭、烟草、集束武器与核武器、油气勘探与开采
德国安联保险	煤炭
澳大利亚未来基金	集束武器
法国安盛保险	烟草、煤炭
荷兰荷宝集团	烟草
英国英杰华保险	煤炭
贝莱德	动力煤
日本生命保险公司	煤电
英国渣打银行	煤电
法国巴黎银行	烟草、页岩油、油砂、煤电
摩根大通	煤电、煤炭开采、北极地区油气开发
国家开发投资集团有限公司	煤炭

资料来源：中国证券网、新浪财经、人民网、同花顺财经，华泰证券研究所

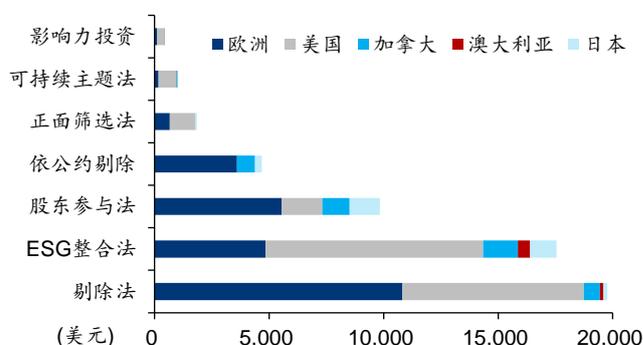
根据 GSIA, 剔除法因使用方便, 在所有 ESG 投资策略中使用最为广泛, 且 2018 年较 2016 年增长 31%, 上行趋势明显。所有 ESG 投资策略中, 仅“依公约剔除”法可持续投资资产规模下降。分地区看, 欧洲使用最广泛的为剔除法, 而 ESG 整合法占美国、加拿大、澳大利亚的大部分可持续投资资产, 日本则以股东参与法使用最为普遍。

图表46: 16-18 年全球使用不同 ESG 策略的可持续投资资产规模



资料来源: GSIA, 华泰证券研究所

图表47: 18 年初主要地区不同 ESG 投资策略的可持续投资资产规模



资料来源: GSIA, 华泰证券研究所

不同应用场景, ESG 投资理念的实现路径各有不同, 但基本思路均是尽量对公司 ESG 相关信息进行分类、量化, 并附加到既有的投资方法和策略当中。

- 1) **将 ESG 因素整合至基本面分析:** 常见做法例如根据全行业公司的同业分析, 采用 ESG 因素进行排序, 对于 ESG 风险较高/较低的企业, 投资人提升/降低其 beta 值/贴现率, 从而减少/增加公允价值。

例: 据 Sycomore Asset Management 官网, 其基于综合财务和 ESG 因素搭建了 SPICE 模型, 即供应商/社会 (S)、人民 (P)、投资者 (I)、客户 (C) 以及环境 (E)。通过对投资范围中的每家公司进行 SPICE 评分, 进而对每支股票的 beta 进行调整。

图表48: 利用 SPICE 评分对每支股票的 Beta 进行调整

机构名称	Beta 调整
A+	-20%
A	-10%
B	0%
C	+10%
C-	+20%

资料来源: Sycomore Asset Management, 华泰证券研究所

- 2) **将 ESG 因素整合至量化模型中**：有两种相对常用的方法，一是根据 ESG 因素与风险调整后的收益表现，把 ESG 排名差的股票权重降至零；或根据 ESG 因素和其他因素之间的统计关系，调整投资范围内股票的权重。

例：据 New Amsterdam Partners 官网，其将所有投资组合中 ESG 评分差的股票权重均降为 0，如因供应链劳动标准、虚假报销以及部分旗下店面会出售武器等问题，该公司将财务报表扎实、业绩持续超预期的超市连锁企业 Kroger 从投资组合中剔除。

- 3) **将 ESG 因素整合至被动策略中**：可以通过对上级指数成分权重做出调整，以降低 ESG 风险。如 iSTOXX 欧洲 600 SD-KPI 是基于主流 STOXX 欧洲 600 指数设计，包括上级指数的所有 600 个成分，但会根据可持续发展关键绩效指标（SD-KPI）增加或减少个股权重。

图表49：根据 SD-KPI 整合得分调整成分权重

SD-KPI 整合得分	成分权重
0-20	权重下调 50%
20.01-40	权重下调 25%
40.01-60	不变
60.01-80	权重上调 25%
80.01-100	权重上调 50%

资料来源：UNPRI，华泰证券研究所

钢煤企业应提高 ESG 表现，抓住外资配置 A 股机遇

从因子拆分角度看，钢煤企业应着重避免受到 G 因子影响。从 ESG 理念中 E、S、G 三项因子拆分来看，囿于行业固有属性，如高污染高能耗、安全生产风险较大等，钢铁、煤炭上市公司 E、S 因子风险较高，G 因子偶有发生。但从对上市公司业绩、股价的影响程度来看，E 因子未有明显影响，S 因子影响较不明确、且影响时间较短，G 因子虽然发生情况较少，但影响更为深远，例如 ST 抚钢、昊华能源等，多会受到监管层处罚，且恢复时间更长、恢复结果更难预测。

A 股逐步纳入国际指数，钢煤企业 ESG 建设正当时。目前钢煤企业外资持股普遍较低，而随着 A 股逐渐被纳入 MSCI、富时罗素等指数，钢煤企业应主动推进 ESG 体系建设，一方面是做好 ESG 相关工作，例如钢企推动超低排放改造、建设“绿色钢厂”、“无人钢厂”等，煤企加大力度进行矿区治理、建设“智能煤矿”等，另一方面建立 ESG 相关信息的详尽、稳定的披露机制，充分与市场形成有效沟通，从而抓住外资配置 A 股机遇。

钢铁煤炭企业应着重避免受到 G 因子影响

E：环保改造逐步推进，环境处罚仍不在少数

钢企正在推进超低排放改造，可主动向市场披露相关信息，改进固有形象。钢铁属于典型的“两高”行业，生产涉及烧结、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢等环节，各工序均会排出一一定废水、废弃和废渣。2019年4月，五部委联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，为钢铁企业减排提出了较高要求。整体上看，钢企逐步推进环保改造，且部分钢企完成情况较好，企业层面应主动通过 ESG 相关报告、新闻主动进行披露、报告，改进固有“高污染、高能耗”的形象。但同时，仍不排除因操作失误等一些不可预计的因素，造成“三废”失控排放或偶然的环保事故，钢企受到其所在省市生态环境局行政处罚的案例仍不在少数。

煤企改善环保问题更为困难，需长期坚持。煤矿开采会直接改变矿区的地质环境，易产生废水、废石、噪声等污染，甚至引发水土流失、地表沉陷、山体滑坡等灾害。曾因生态环境恢复治理工作严重滞后，露天煤业被罚从 2018 年至 2020 年用自筹资金对南露天矿、北露天矿排土场进行生态恢复，累计投资约 2.61 亿元，并向通辽市政府赔偿服务功能损失费 0.30 亿元。相较于钢铁行业，煤炭行业需在成本和环保中进行权衡，且相关设备设施建设投产后，如需改善环保问题需投入资金较大，因此煤企若有意改善环保问题和对外形象，多需在新矿建设环节即开始着手，例如建设成为“智能煤矿”等，需要长期坚持。

图表50：部分钢铁、煤炭企业受到其所在省市生态环境局行政处罚案例

所属行业	公司名称	检查日期	违法事实	罚款金额（万元）
钢铁	山东钢铁	2019.12.05	排气筒外排废气中氮氧化物浓度超标	60.00
	宝钢股份	2019.09.27	未采取防范措施造成工业固体废物渗漏	9.50
	包钢股份	2019.09.16	违反《中华人民共和国大气污染防治法》	475.00
	海南矿业	2019.03.28	废水未经处理通过雨水排洪沟排放	23.75
	鞍钢股份	2018.12.12	排放总氮浓度超过地方规定的水污染物排放标准	10.00
	鞍钢股份	2018.12.12	污水排放口超标排放水污染物	10.00
	攀钢钒钛	2018.07.06	碱洗塔外排废气颗粒物实测浓度超过国家标准	90.00
	马钢股份	2018.04.24	废气排放口氯化氢排放浓度超标	80.00
	武进不锈	2018.04.16	酸洗污泥露天堆放，并未设置危险废物识别标志	3.00
	河钢资源	2017.12.12	未按环评要求使用污染防治设施	10.00
煤炭	新兴铸管	2017.11.06	未按规定配置污染防治设施造成扬尘等污染	130.00
	新集能源	2019.12.20	路面存在煤泥水，堆场未覆盖，矸石输送带未密闭	8.00
	冀中能源	2019.05.15	料堆存区进出未安装车辆清洗装置防治扬尘污染	2.00
	陕西煤业	2019.04.23	自动监控设备多次无历史在线监测数据	20.00
	美锦能源	2019.03.26	子公司未办理相关环保审批手续	150.97
	阳泉煤业	2019.02.01	煤场封闭工程尚未完工，煤场地面有存煤	10.00
	郑州煤电	2018.07.18	全封闭煤场正在施工，物料未覆盖	3.00
	平煤股份	2017.06.12	原煤场防风抑尘网破损，未设置严密围挡	3.00
	中国神华	2017.01.12	锦界煤矿排污许可证过期未重新办理	10.00

资料来源：各省市生态环境局、公司公告，华泰证券研究所；注：包钢股份未公开检查日期，表中为处罚下达日期

一般情况下，因环保所受行政处罚不属于“重大违法行为”，多数上市公司不会在公司公告中及时披露，仅部分公司会在年度报告或社会责任报告中提及，通常较为滞后。此外，多数罚款金额相对钢煤企业收入量级较小，对公司的经营、业绩、股价表现基本无影响。

S：钢铁煤炭安全生产风险隐患较大

钢企生产过程涉及高温金属冶炼，以及煤气、氧气等危险化学品的生产和使用，较轻的安全事故如2020年3月8日宝钢股份宝山基地四号高炉发生设备故障，未造成人员伤亡、环境污染事故，对生产影响有限。严重的安全事故如2019年5月29日方大特钢二号高炉煤气管道发生燃爆事故，造成一名员工死亡，九名员工受伤，事故导致2019年方大特钢产销同比下降约14%。

煤矿在开采煤炭资源过程中可能伴随多种灾害事故的发生，如瓦斯爆炸、煤尘爆炸、中毒、窒息等。多数大型煤业发生安全事故后对应矿区会停产整顿。

安全事故对公司股价影响表现不一，涨跌互现。从公司发生安全事故后的股价表现看，一定时期内，无论事故是否对公司的生产经营造成影响，公司股价表现均没有一致规律、相对申万（钢铁/采掘）指数赢输互现。

图表51：发生安全事故一定时期内钢铁企业股价表现

证券简称	事故情况	对经营影响	披露时间	公司股价表现			跑赢/跑输申万钢铁		
				1天后	3天后	1周后	1天后	3天后	1周后
韶钢松山	2018年2月5日，公司7号高炉发生煤气泄漏事故，造成8人死亡，10人不同程度中毒	全年产量下降	2018/02/05 12:57	0.8%	-11.8%	-4.8%	-1.2pct	-6.5pct	0.8pct
本钢板材	2017年9月1日，公司炼铁厂新一号高炉发生火情，系高炉炉缸烧穿导致铁水泄漏，没有人伤亡	对生产经营影响不大	2017/09/01 15:42	7.8%	-5.0%	1.8%	7.7pct	-4.1pct	4.3pct
酒钢宏兴	2016年8月16日，公司西沟矿施工中，施工方陕西中金建筑工程公司气焊作业导致木板和干草着火，造成井下9名工人被困死亡。在外界救援力量到达之前，西沟矿先期组织工人下井施救，造成3人因一氧化碳中毒严重，救治无效死亡	未对其它工序造成影响，生产经营稳定	2016/08/17 12:31	0.7%	-1.1%	-1.1%	-0.5pct	-0.6pct	-0.2pct
方大特钢	2019年5月29日，二号高炉煤气管道发生燃爆事故，造成1名员工死亡，9名员工受伤	全年产量下降	2019/05/29 23:45	-7.6%	0.7%	-2.5%	-6.6pct	1.8pct	-0.6pct
新钢股份	2013年4月1日，公司2号100吨转炉发生爆炸事故，经初步核实，已查明爆炸造成4名人员死亡，受伤人员26人	对生产经营影响不大	2013/04/01 19:51	2.0%	-2.2%	-0.2%	1.6pct	-1.8pct	0.5pct
宝钢股份	2020年3月8日，宝山基地四号高炉3号热风炉3098号波纹管开裂导致高温热空气窜出，未造成人员伤亡、环境污染事故，其它设备也未发现异常	预计对2020年度铁水产量影响有限	2020/03/09 9:16	-2.0%	-0.6%	-2.7%	1.3pct	-2.4pct	-0.7pct
西宁特钢	2012年7月27日，废旧厂房整体发生坍塌，造成项目施工方作业人员3人死亡，5人受伤的伤害事故	对生产经营方面无任何影响	2012/08/01 18:38	-0.8%	0.8%	9.2%	-1.6pct	-0.1pct	7.4pct

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；注：若披露时间为当天收盘后，则取披露日收盘价作为基准，否则取前一天收盘价作为基准

图表52: 发生安全事故一定时期内煤炭企业股价表现

证券简称	事故情况	对经营影响	披露时间	公司股价表现			跑赢/跑输申万采掘		
				1天后	3天后	1周后	1天后	3天后	1周后
靖远煤电	2020年4月11日,公司魏家地煤矿综放一队1名工作人员在清煤时,被工作面上段滚落的石块砸伤,后经抢救无效死亡	魏家地煤矿停产整顿	2020/4/13 17:08	0.4%	0.4%	-0.4%	-1.1pct	1.4pct	-0.6pct
安源煤业	2019年7月19日,公司所属尚庄煤矿7111底板巷进风措岩巷掘进工作面发生一起爆破伤人的安全事故,确认1人死亡	尚庄煤矿停产整顿	2019/7/23 18:00	-2.2%	0.0%	-3.6%	-2.8pct	-1.2pct	-2.0pct
美锦能源	2017年5月22日,公司子公司山西美锦集团东于煤业有限公司(以下简称“东于煤业”)井下发生透水事故,11人被困井下灾区。最终事故造成6人死亡,5人受伤,直接经济损失505.50万元	东于煤业停产整顿	2017/5/23 15:36	0.2%	0.9%	0.4%	-0.2pct	-1.0pct	1.3pct
陕西煤业	2015年7月6日,公司全资子公司陕西陕煤韩城矿业有限公司所属桑树坪煤矿,在生产过程中发生煤与瓦斯突出事故,4人遇难		2015/7/8 16:16	9.9%	21.0%	-16.7%	3.2pct	9.4pct	-9.9pct

资料来源:公司公告,华泰证券研究所;注:若披露时间为当天收盘后,则取披露日收盘价作为基准,否则取前一天收盘价作为基准

G: 影响较 E、S 更大,且更难恢复

相比 E、S 等, G 因素若出现较严重的问题,对公司影响较大。例如, ST 抚钢于 2018 年 1 月公告(临 2018-006)称,公司存在存货等实物资产不实问题,并申请停牌。2018 年 6 月,公司公告(临 2018-030)称内部控制存在重大缺陷,2014-2016 年出现重大会计差错,截至 2016 年底资产负债表多计存货 7.00 亿元、固定资产原值 8.42 亿元、在建工程 2.97 亿元。2018 年 6 月 26 日,公司股票被实施退市风险警示。2018 年 9 月 21 日,公司复牌,至 2018 年 10 月 26 日再次停牌,股价跌幅达 54%。

昊华能源 2019 年 12 月 28 日公告(2019-042)称,经公司自查发现,2015 年收购京东方能源 30% 股权中关于京东方能源拥有巴彦淖尔 9.6 亿吨配置资源量存在错误,实际应为 4.5 亿吨,导致公司资产和归母净利润分别虚增 28、14 亿元。在回复上交所的问询函(2020 年 4 月 28 日,未有公告编号)中,公司承认时任部分董事、监事和高级管理人员存在未勤勉尽责的情况。公告次交易日,公司股价日跌幅达 9.9%,跑输采掘申万 11pct。

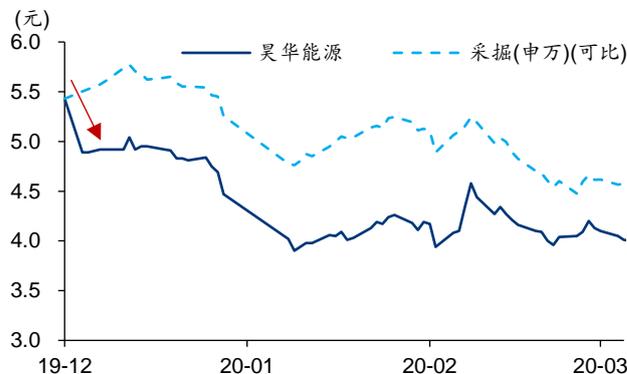
对比来看, G 因子与公司业务相关性不强,更多地反映管理层的能力和水平。从治理角度看,相较于 E、S 因子,上市公司可针对具体分项进行改进,而 G 因子则与人相关,治理途径或更为复杂,但治理效果的呈现和反馈或更为迅速。

图表53: ST 抚钢股价表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表54: 昊华能源股价表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

MSCI、富时罗素纳入 A 股，钢煤企业 ESG 体系建设正当时

钢煤企业应加快 ESG 评级建设，以为外资增持提供基础。由于中国市场的快速发展，以 MSCI、富时罗素为代表的国际指数正在逐步推进将中国 A 股市场的个股纳入，为外资入场提供有效支撑。但虽然部分 A 股钢铁煤炭企业进入 MSCI、富时罗素指数名单，但外资持股比例仍普遍较低。而 ESG 相关信息作为外资评判公司是否具有投资价值的重要依据之一，钢铁煤炭上市公司应更加主动关注、建设 ESG 体系，并加强相关信息披露，为提高外资持股比例提供评判基础。

2017年6月，MSCI宣布将中国A股纳入MSCI ACWI全球指数和MSCI新兴市场指数。2018年6月1日，A股正式被纳入MSCI。首批共226只股票纳入MSCI，纳入因子为5%，其中钢铁企业有鞍钢股份、河钢股份、宝钢股份、马钢股份和包钢股份。

据MSCI官网，2019年，MSCI分三步将A股的纳入因子从5%提高到10%：第一步为2019年5月大盘股纳入因子从5%至10%，并纳入符合条件的创业板个股，纳入因子为10%；第二步为2019年8月大盘股纳入因子从10%提升至15%；第三步为2019年11月大盘股纳入因子从15%提升至20%，并纳入中盘股，纳入因子为20%。

图表55：A股钢铁、煤炭企业纳入MSCI中国指数名单

行业	证券代码	证券简称	股本规模	MSCI ESG 评级	行业	证券代码	证券简称	股本规模	MSCI ESG 评级
钢铁	600010 CH	包钢股份	大盘股	BB	钢铁	600808 CH	马钢股份	中盘股	B
	000898 CH	鞍钢股份	大盘股	CCC		000778 CH	新兴铸管	中盘股	B
	600019 CH	宝钢股份	大盘股	CCC		000932 CH	华菱钢铁	中盘股	B
	000709 CH	河钢股份	大盘股	CCC		002110 CH	三钢闽光	中盘股	B
煤炭	601088 CH	中国神华	大盘股	BB		600282 CH	南钢股份	中盘股	B
	000723 CH	美锦能源	大盘股	B		600782 CH	新钢股份	中盘股	CCC
	600188 CH	兖州煤业	大盘股	B		000629 CH	攀钢钒钛	中盘股	CCC
	601225 CH	陕西煤业	大盘股	B		000825 CH	太钢不锈	中盘股	CCC
					煤炭	000983 CH	西山煤电	中盘股	CCC
						601699 CH	潞安环能	中盘股	CCC

资料来源：MSCI，华泰证券研究所

2018年9月27日，富时罗素宣布正式将中国A股纳入富时罗素新兴市场指数，分类为“次级新兴”。第一阶段A股纳入富时罗素纳入因子为25%，分三批次进行：第一批次于2019年6月21日收盘后正式生效；第二批次于2019年9月20日收盘后正式生效；原计划于2020年3月20日收盘后生效的第三批有所调整，改为3月20日、6月20日分两步完成，维持A股25%的目标纳入因子不变。

2020年2月21日富时全球股票指数中，大盘股新增10家A股公司，中信特钢作为唯一材料类股票被纳入大盘股。

图表56：A股钢铁、煤炭企业纳入富时罗素指数名单

证券代码	证券简称	评级									
000898 CH	鞍钢股份	2.0	000932 CH	华菱钢铁	1.1	601088 CH	中国神华	2.2	601001 CH	大同煤业	0.7
601003 CH	柳钢股份	1.8	000717 CH	韶钢松山	/	600188 CH	兖州煤业	1.9	601666 CH	平煤股份	0.7
600019 CH	宝钢股份	1.5	000825 CH	太钢不锈	/	601225 CH	陕西煤业	1.6	000552 CH	靖远煤电	/
600808 CH	马钢股份	1.5	600231 CH	凌钢股份	/	601898 CH	中煤能源	1.5	000968 CH	蓝焰控股	/
600010 CH	包钢股份	1.4	600507 CH	方大特钢	/	000937 CH	冀中能源	1.1	600740 CH	山西焦化	/
002110 CH	三钢闽光	1.3	600782 CH	新钢股份	/	000983 CH	西山煤电	1.0	600971 CH	恒源煤电	/
000778 CH	新兴铸管	1.2	601005 CH	重庆钢铁	/	601699 CH	潞安环能	1.0	600985 CH	淮北矿业	/
000959 CH	首钢股份	1.2	002318 CH	久立特材	/	600123 CH	兰花科创	0.9	603113 CH	金能科技	/
600282 CH	南钢股份	1.2	000629 CH	攀钢钒钛	/	002128 CH	露天煤业	0.7			
000709 CH	河钢股份	1.1	002075 CH	沙钢股份	/	600348 CH	阳泉煤业	0.7			
000761 CH	本钢板材	1.1	000708 CH	中信特钢	/	600395 CH	盘江股份	0.7			

资料来源：FTSE Russell，华泰证券研究所；注：富时罗素评级分为：0-1、1-2、2-3、3-4、4-5五个等级

图表57: A股钢铁、煤炭企业外资持股占比

证券代码	证券简称	持有外资机构家数	总市值比例	占自由流通		证券代码	证券简称	持有外资机构家数	总市值比例	占自由流通
				市值比例	市值比例					
600019 CH	宝钢股份	63	5.9%	15.7%	002478 CH	常宝股份	-	-	-	-
600282 CH	南钢股份	34	2.1%	5.2%	002110 CH	三钢闽光	31	1.2%	2.8%	2.8%
000825 CH	太钢不锈	33	2.3%	6.2%	002075 CH	沙钢股份	31	1.7%	2.5%	2.5%
600782 CH	新钢股份	22	3.5%	5.6%	600507 CH	方大特钢	33	0.7%	1.1%	1.1%
600010 CH	包钢股份	52	1.9%	4.3%	601003 CH	柳钢股份	23	1.1%	6.0%	6.0%
000932 CH	华菱钢铁	27	3.2%	6.8%	601005 CH	重庆钢铁	27	0.4%	0.6%	0.6%
002318 CH	久立特材	17	1.3%	2.3%	000717 CH	韶钢松山	21	2.1%	4.4%	4.4%
000778 CH	新兴铸管	28	1.6%	2.7%	000959 CH	首钢股份	24	1.0%	7.9%	7.9%
600808 CH	马钢股份	38	1.4%	4.3%	600231 CH	凌钢股份	-	-	-	-
000709 CH	河钢股份	29	1.4%	3.7%	000708 CH	中信特钢	24	0.4%	5.6%	5.6%
000898 CH	鞍钢股份	34	1.0%	4.5%						
600971 CH	恒源煤电	20	3.2%	7.1%	002128 CH	露天煤业	24	1.4%	4.6%	4.6%
601225 CH	陕西煤业	32	1.7%	4.6%	603113 CH	金能科技	18	1.7%	3.9%	3.9%
601699 CH	潞安环能	30	1.3%	3.5%	600123 CH	兰花科创	-	-	-	-
000983 CH	西山煤电	29	1.7%	3.7%	601666 CH	平煤股份	23	0.6%	1.4%	1.4%
600188 CH	兖州煤业	34	0.9%	6.2%	601088 CH	中国神华	43	0.6%	4.1%	4.1%
600395 CH	盘江股份	22	0.8%	2.5%	000552 CH	靖远煤电	-	-	-	-
000937 CH	冀中能源	19	1.0%	3.4%	000968 CH	蓝焰控股	16	0.4%	1.0%	1.0%
601001 CH	大同煤业	21	1.2%	2.7%	600740 CH	山西焦化	13	0.4%	0.8%	0.8%
600348 CH	阳泉煤业	23	0.6%	1.5%	600792 CH	云煤能源	1	0.2%	0.8%	0.8%
000723 CH	美锦能源	33	1.4%	3.2%	601898 CH	中煤能源	27	0.2%	1.4%	1.4%
600546 CH	山煤国际	1	0.7%	1.8%						

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 截至 2020.7.15

从进入 MSCI、富时罗素的 A 股上市钢铁煤炭企业 ESG 评级表现看,基本属于落后水平。钢煤企业应推动 ESG 相关建设,增加 ESG 信息披露,提升 ESG 评级表现,抓住外资配置 A 股机遇。

华菱钢铁 2019 年 5 月被纳入 MSCI 中国概念指数,为促使境内外投资者更加全面了解公司在 ESG 方面的表现,公司自 2019 年年报开始披露相关信息。

图表58: 华菱钢铁 ESG 信息披露

	主要方面	量化指标/具体成果
E (环境保护)	控制并减少温室气体排放	碳排放总量
	杜绝废弃、废水等污染物超标排放	COD、氨氮、二氧化硫、氮氧化物、颗粒物等排放浓度、执行标准、排放总量、超标排放情况
	规范处置危险废弃物,提高固体废弃物综合利用率	危险废弃物处置量、固体废弃物处置量及同比增减幅
S (社会责任)	降低各项能源消耗,提升自发电比例,减少外购电量	电消耗、自发电、各工序气消耗、吨钢耗电、吨钢耗新水、吨钢综合能耗等绝对值及同比增减幅
	安全生产情况	事故起数、轻伤人数、重伤人数、死亡人数、培训场次及培训人次
	供应商及客户权益保护	严防商业贿赂措施、产品质量控制措施
	员工权益保护	确保安全生产、完善员工福利体系
	积极参与抗击新冠肺炎	采购医疗物资进行捐赠
G (公司治理)	公共关系和社会公益事业	捐款捐物、组织志愿者服务、组织无偿献血
	履行精准扶贫社会责任情况	驻村扶贫、贫困学生助学
	公司股权结构	公司股东数量及持股情况
	董事及专业委员会委员	董事会人员构成及任职情况
	监事及高级管理人员情况	监事及高级管理人员构成及任职情况
	投资者权益保障	资本运作情况、利润分配情况、与投资者沟通情况、信息披露情况以及召开股东大会情况
	企业文化	践行“以奋斗者为本”、尊重重视奋斗者

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

中国神华自 2008 年起定期发布企业社会责任报告，自 2019 年起推出环境、社会和治理报告，目前已发布 2018 和 2019 年度共两份 ESG 报告。

图表59： 中国神华 ESG 信息披露

	主要方面	量化指标/具体成果
E (环境保护)	节能减排	能耗指标、碳排放量、碳强度、矿井瓦斯排放量、环境管理体系认证数
	生态恢复	沉陷区土地治理率、露天矿土地复垦率、复垦面积、生态环境投资额、树木种植数
	废弃物处理	污染治理投入、废弃物的产生量、排放量、利用量、利用率
	水资源保护	地下水库数、各类别用水量、万元产值耗水量
	生物多样性	治理面积、植被覆盖率、矿区风沙天数、植物物种数、水土流失控制率、考拉临时栖息地计划
S (社会责任)	安全生产	工伤人数、新增职业病例、死亡率、较大事故次数、安全生产煤矿数、资金投入、专利数、机械化率
	员工发展	性别构成、年龄结构、区域分布、少数民族占比、员工流失结构、平均带薪休假天数、培训时长
	员工帮扶	帮扶困难员工数量、救助家庭数量、发放保障金金额
	责任供应链	建立承包商和供应商管理制度、合规供应商数量及分布
	回馈社会	向湖北省捐赠疫情防控资金、转产医用口罩原料、精准扶贫、志愿服务、抢险救灾、海外社区建设
G (公司治理)	股东和股东大会	股东大会召开次数、议题审议数量、路演和反向路演次数、权益保护政策
	董事、董事会和专门委员会	成员多元化结构、会议召开次数、其他公司兼任人数、反对投票数、董高监持有本公司股票数量
	独立董事和监事	人员结构、会议召开次数、实地调研、独立意见
	法律与道德	合规管理体系、廉洁教育场次/人次、举报数量、处分人数、反腐挽回损失金额
	风险管理	风险管理体系、完善内控制度数量、知识产权培训人次
	党的建设	党委在治理中的角色、党委和管理层任职情况、党建责任制、集中学习次数
	ESG 治理	治理体系、议题识别调查结果、ESG 培训次数、未来 ESG 指标目标、利益相关方沟通内容

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表60: 文中涉及公司信息

彭博代码	证券简称	市值(亿元)	评级	目标价(元)	彭博代码	证券简称	市值(亿元)	评级	目标价(元)
600019 CH	宝钢股份	1,143	增持	5.04~5.46	601088 CH	中国神华	3,218	未评级	-
000708 CH	中信特钢	935	买入	21.96~24.1	601225 CH	陕西煤业	800	增持	8.06~8.75
600010 CH	包钢股份	538	未评级	-	601898 CH	中煤能源	553	增持	3.88~4.2
000932 CH	华菱钢铁	278	未评级	-	600157 CH	永泰能源	169	未评级	-
000629 CH	攀钢钒钛	194	中性	2.02~2.13	002128 CH	露天煤业	226	增持	7.93~8.64
002110 CH	三钢闽光	180	增持	7.96~8.38	600348 CH	阳泉煤业	120	未评级	-
600808 CH	马钢股份	219	增持	2.7~2.88	600740 CH	山西焦化	101	未评级	-
000825 CH	太钢不锈	207	未评级	-	600395 CH	盘江股份	106	未评级	-
600282 CH	南钢股份	209	增持	3.4~3.6	603113 CH	金能科技	101	未评级	-
300226 CH	上海钢联	157	买入	94.89~104.28	601011 CH	宝泰隆	66	未评级	-
600307 CH	酒钢宏兴	106	未评级	-	600971 CH	恒源煤电	64	未评级	-
601003 CH	柳钢股份	135	未评级	-	601015 CH	陕西黑猫	52	未评级	-
000717 CH	韶钢松山	114	增持	3.94~4.05	600725 CH	ST云维	28	未评级	-
600399 CH	ST抚钢	97	未评级	-	600792 CH	云煤能源	31	未评级	-
002318 CH	久立特材	73	未评级	-	600408 CH	ST安泰	19	未评级	-
000923 CH	河钢资源	95	增持	14.57~15.16	600397 CH	安源煤业	26	未评级	-
600569 CH	安阳钢铁	66	未评级	-	000780 CH	*ST平能	24	未评级	-
002756 CH	永兴材料	70	未评级	-	600188 CH	兖州煤业	459	未评级	-
002478 CH	常宝股份	50	买入	6.53~7.26	000723 CH	美锦能源	269	未评级	-
603995 CH	甬金股份	59	未评级	-	600546 CH	山煤国际	265	未评级	-
000906 CH	浙商中拓	45	增持	7.38~7.79	601699 CH	潞安环能	199	未评级	-
603878 CH	武进不锈	33	买入	12.8~15.25	000983 CH	西山煤电	177	未评级	-
600532 CH	宏达矿业	52	未评级	-	601666 CH	平煤股份	112	增持	4.89~5.38
600516 CH	方大炭素	268	未评级	-	000937 CH	冀中能源	129	未评级	-
002075 CH	沙钢股份	258	未评级	-	601918 CH	新集能源	71	未评级	-
000709 CH	河钢股份	244	未评级	-	600403 CH	大有能源	104	未评级	-
000898 CH	鞍钢股份	262	中性	2.68~2.91	000968 CH	蓝焰控股	81	未评级	-
600126 CH	杭钢股份	281	未评级	-	600997 CH	开滦股份	86	未评级	-
601005 CH	重庆钢铁	143	未评级	-	600123 CH	兰花科创	63	未评级	-
000778 CH	新兴铸管	158	未评级	-	601001 CH	大同煤业	89	未评级	-
600782 CH	新钢股份	144	未评级	-	600508 CH	上海能源	66	未评级	-
600022 CH	山东钢铁	154	未评级	-	000552 CH	靖远煤电	58	未评级	-
600507 CH	方大特钢	127	未评级	-	601101 CH	昊华能源	53	未评级	-
000959 CH	首钢股份	243	增持	4.2~4.45	600758 CH	辽宁能源	47	未评级	-
000761 CH	本钢板材	139	未评级	-	600121 CH	郑州煤电	25	未评级	-
601969 CH	海南矿业	114	未评级	-					
600058 CH	五矿发展	74	未评级	-					
600231 CH	凌钢股份	66	未评级	-					
600581 CH	八一钢铁	67	增持	3.36~3.5					
002443 CH	金洲管道	38	增持	6.33~6.86					
600117 CH	西宁特钢	37	未评级	-					
000655 CH	金岭矿业	41	增持	5.58~5.81					

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所; 市值取 2020 年 7 月 21 日收盘价

风险提示

ESG 不是外资配置的唯一参考标准

相较于国内, 外资更为看重 ESG 评价体系, 但绝非仅参考 ESG 评价进行投资指导。

ESG 信息披露存在偏差

由于不同行业相关信息门类存在差异, 如何实现有效分类、量化, 还需进一步努力。

钢铁煤炭行业公司推动 ESG 建设存在一定难度

钢铁煤炭行业公司固有属性较强, 或较难推动 ESG 相关的体系建设。

免责声明

分析师声明

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

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司