

# 煤炭

## 暗潮已到无人会，只有篙师识水声

### 投资要点

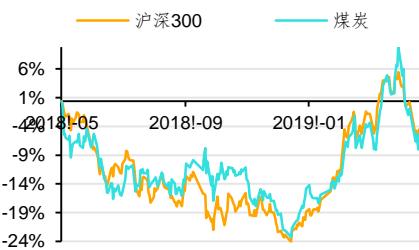
- ◆ **陕西复产缓慢拖累全国产量恢复：**4月当月，全国煤炭产量2.94亿吨，同比增长0.10%。10大产煤省中，除内蒙古、山西和新疆产量正增长外，其余6个省份产量均为下降，其中陕西省产量同比下降12.50%，拖累全国产量恢复。从绝对数来看，山西、内蒙古4月份增产量分别为608万吨和652万吨，陕西同比减产614万吨，主产地产量减量抵消近半增量。
- ◆ **5月动力煤需求加速恶化：**4月，受到新能源的挤出，火电发电量同比下降0.2%，从5月上旬重点电厂日耗数据来看，发电耗煤继2月份后再次同比下滑。截止5月12日，重点电厂煤炭日耗平均数为301.5万吨，同比下降9.65%，环比下降13.8%。
- ◆ **5月钢铁利润空间收窄：**经历两次提价后，焦炭的盈利空间较上月185%，恢复到2019年2月的相对高位；生铁的毛利空间则在价格回落和原材料上涨的双重夹击下大幅收窄，截止2019年5月20日吨铁毛利为2017年8月以来最低值。
- ◆ **终端、港口库存均现回升，动力煤恐将旺季不旺：**5月20日六大电厂库存1616.92万吨，环比4月同期上升4.06%，同比上年上升25.24%，库存可用23.73天，较上年高9.4天，重点电厂煤炭库存7877万吨，同比上升20.57%，环比上月同期上升8.78%，库存可用天数24天，较上年同期高7天。中转环节库存也呈现回升趋势。截止5月中旬，环渤海和长江口动力煤库存分别为1454万吨和712万吨，较上月同期分别上升4.4%和3.6%，距离历史高位分别有6.8%和9.2%的差距。
- ◆ **进口恢复性增长：**2019年4月中国煤及褐煤进口量为2529万吨，同比增长13.55%，环比上升7.45%。1-4月份累计进口煤及褐煤9992.6万吨，同比增长1.7%。
- ◆ **未来煤价下行压力逐渐增大：**火电需求已现疲态，终端与中转环节库存回升，动力煤价格压力增大，尽管即将到来的用电旺季可能部分缓解上述压力，但从库存的情况来看，再次出现旺季不旺的局面的可能性较大；焦煤产业链表现相对强势，但钢铁行业利润空间收窄，焦煤价格难以上涨，而高价能否得以维持仍需观察地产开工的变化。从历次周期来看，焦煤价格从未走出过独立行情。
- ◆ **投资策略：无为胜有为：**本轮景气周期上行已经持续3.5年，推动行业景气上行的力量逐步平稳或逆转，尽管部分地区小煤矿的关停仍在进行，但对供给影响更大的非法产能合法化加速，需求的恶化逐步显现；环保、安全等供给扰动因素可能仍影响短期价格，景气下行可能因此迟到，但不会缺席。在价格将跌未跌的阶段，最重要的任务依然是风险防范，这一阶段无为胜有为。我们维持同步大市-A评级。动力煤公司相对看好中国神华、陕西煤业、露天煤业，冶金煤公司看好盘

## 行业月度报告

投资评级

同步大市-A 维持

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
相对收益	-3.96	0.08	-1.36
绝对收益	-15.41	5.78	-7.88

分析师

杨立宏

SAC 执业证书编号: S0910518030001  
yanglihong@huajinsec.cn

### 相关报告

煤炭：电厂耗煤小幅回升，焦价二次提涨-煤炭行业数据周报-201905013 2019-05-13

煤炭：铁路运价下调，坑口与港口价格倒挂现象有望改观-煤炭行业数据周报-20190506  
2019-05-06

煤炭：乏力的增长-煤炭板块年报总结及中报前瞻 2019-05-06

煤炭：云横秦岭，雪拥蓝关 2019-04-23

煤炭：动煤沿江库存回升，焦炭试探性提价-煤炭行业数据周报-20190422 2019-04-22

江股份、潞安环能、淮北矿业。

◆ **风险提示:** 通胀超预期；环保监管政策波动；进口政策变动；重大安全事故。

## 内容目录

一、4月煤炭产量同比增长 0.10%，环比下降 1.36%.....	5
1、4月全国煤炭产量 2.94 亿吨，同比增长 0.10%.....	5
2、4月陕西产量同比仍降 12.50%，降幅较上月扩大 1.3 个百分点.....	5
3、产需缺口仍存在 .....	6
二、下游产量高速增长 .....	6
1、4月焦炭、生铁产量创新高 .....	6
2、4月全国发电量增速下滑，火电发电量增速为-0.2%.....	8
三、终端与中转库存同升，旺季难言乐观.....	9
四、4月煤炭进口恢复性增长 .....	10
五、未来 2-3 个月价格压力增大 .....	11
六、投资策略 .....	12
1、煤炭板块市场表现 .....	12
2、投资策略：无为胜有为.....	13
七、风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1：2015 年-19 年 4 月全国煤炭月度产量 单位：万吨 .....	5
图 2：2006 年-2019 年 4 月全国煤炭当月产量及同比增长率 .....	5
图 3：2010 -19 年 4 月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨 .....	5
图 4：2017 年 3 月-2019 年 4 月晋陕蒙产量增速 .....	5
图 5：煤炭主要下游行业产量增长率（累计数据） .....	6
图 6：2013-2019 年 4 月焦炭单月产量及增长率 单位：万吨 .....	7
图 7：2013-2019 年 4 月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨 .....	7
图 8：2013-2019 年 4 月生铁单月产量及增长率 单位：万吨 .....	7
图 9：2013-2019 年 4 月生铁累计产量及增长率 单位：万吨 .....	7
图 10：2014 年-2019 年 5 月焦炭价格走势 单位：元/吨 .....	7
图 11：2013-2019 年 5 月螺纹钢价格走势 单位：元/吨 .....	7
图 12：2014-2019 年 5 月煤焦价差 单位：元/吨 .....	8
图 13：2016-2019 年 5 月单位生铁盈利 单位：元/吨 .....	8
图 14：2013 年-19 年 4 月火电发电量及增长率 单位：亿千瓦时 .....	8
图 15：2012 年-2019 年 4 月发电结构 .....	8
图 16：2015-2019 年 5 月重点电厂煤炭日耗 单位：万吨 .....	9
图 17：2016-2019 年 5 月重点电厂日耗同比增长 .....	9
图 18：沿海六大电厂库存及库存可用天数 单位：万吨、天 .....	9
图 19：全国重点电厂库存及可用天数 单位：万吨、天 .....	9
图 20：动力煤港口库存 单位：万吨 .....	10
图 21：焦煤各环节库存 单位：万吨 .....	10
图 22：2008 年-2019 年 4 月煤炭进口量及增速 单位：万吨 .....	11
图 23：08 年-19 年 3 月分煤种进口量 单位：万吨 .....	11
图 24：2019 年 1-3 月焦煤进口分国别 单位：万吨 .....	11
图 25：2019 年 1-3 月动力进口分国别 单位：元/吨 .....	11
图 26：2015-19 年 3 月房地产新开工与销售面积增速 .....	12

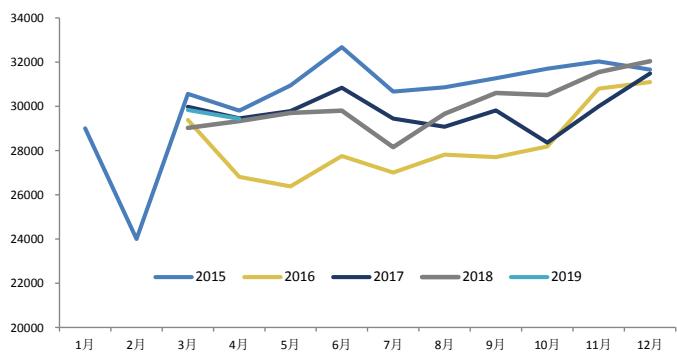
图 27: 100 个大中城市住宅成交面积及增速	单位: 万平米	.....	12
图 28: 截止 5 月 21 日各板块月度收益率排名	.....	12	12
表 1: 煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅	.....	12	12

## 一、4月煤炭产量同比增长0.10%，环比下降1.36%

### 1、4月全国煤炭产量2.94亿吨，同比增长0.10%

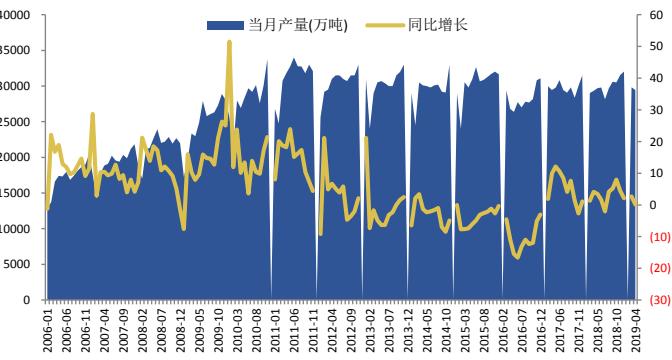
2019年1-4月，全国煤炭产量11.10亿吨，同比增长0.6%，增速较上月提升0.2个百分点。4月当月，全国煤炭产量2.94亿吨，同比增长0.10%。10大产煤省中，除内蒙古、山西和新疆产量正增长外，其余6个省份产量均同比下降，其中陕西省产量同比下降12.50%，拖累了全国产量恢复。

图1：2015年-19年4月全国煤炭月度产量 单位：万吨



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图2：2006年-2019年4月全国煤炭当月产量及同比增长率



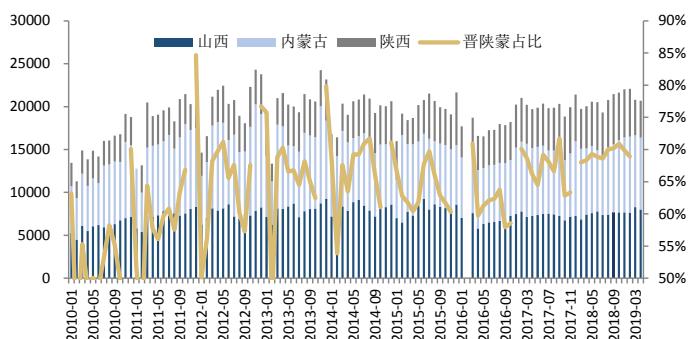
资料来源：Wind, 华金证券研究所

### 2、4月陕西产量同比仍降12.50%，降幅较上月扩大1.3个百分点

根据统计局分省产量数据，4月份山西煤炭产量为8109万吨，同比增长8.2%；内蒙古煤炭产量为8372万吨，同比增长8.45%；陕西煤炭产量为4302万吨，同比下降12.50%，降幅较上月扩大1.3个百分点。

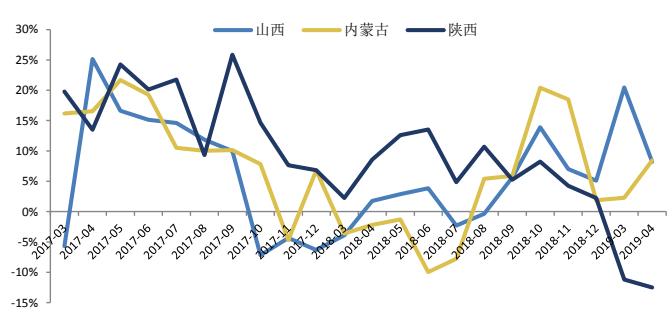
从绝对数来看，山西、内蒙古4月份增产量分别为608万吨和652万吨，陕西同比减产614万吨，主产地产量减量抵消近半增量。

图3：2010-19年4月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图4：2017年3月-2019年4月晋陕蒙产量增速



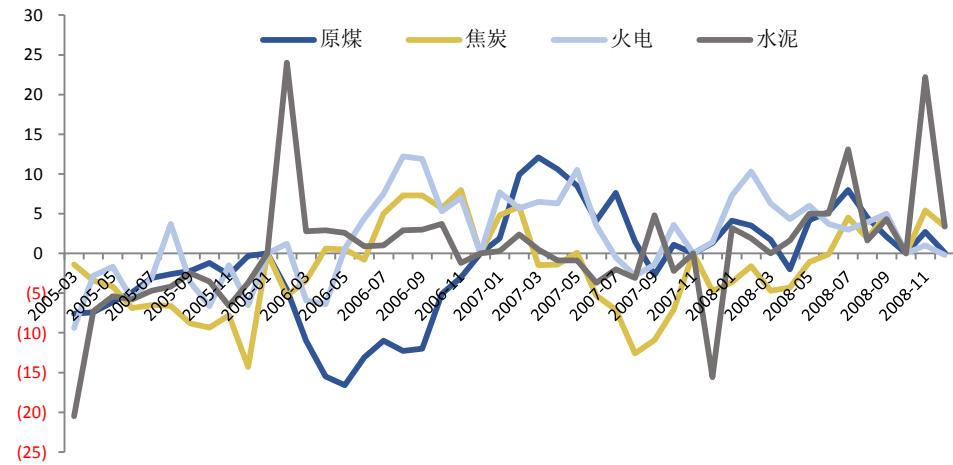
资料来源：Wind, 华金证券研究所

除了陕西省产量恢复缓慢外，十大产煤省份中，贵州、河南、山东、河北、安徽、黑龙江等省份合计产量减量 518 万吨。意味着山西和内蒙古的产量增量基本被陕西。和其他产煤省份的减量所抵消，导致整体产量无增长。

### 3、产需缺口仍存在

2019 年 4 月，焦炭、生铁、火电、水泥等煤炭下游行业产量增速分别为 3.40%、10.10%、-0.20%、3.40%，除火电外，其他行业的产量增速仍高于煤炭。从 1-4 月份累计增速来看，焦炭、生铁、火电、水泥 6.50%、9.60%、1.40%、7.30%，均高于煤炭产量增速。陕西省产量释放的滞后，较大程度支撑了当前的煤炭市场价格。

图 5：煤炭主要下游行业产量增长率（累计数据）



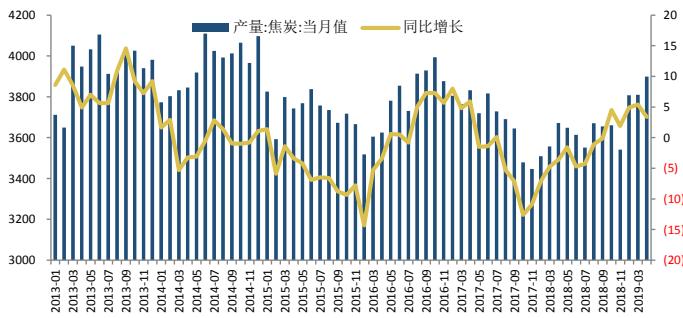
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、下游产量高速增长

### 1、4 月焦炭、生铁产量创新高

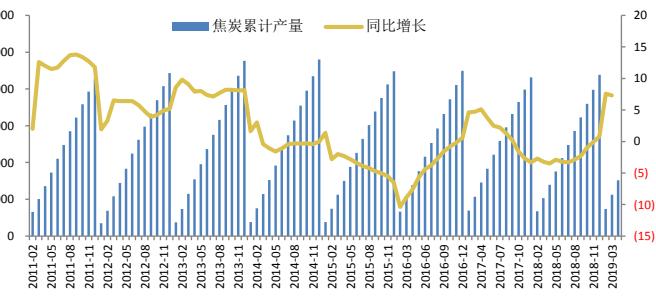
2019 年 4 月，全国焦炭产量 3898.7 万吨，同比增长 3.4%，单月产量创 2017 年 7 月以来的新高。2019 年 1-4 月份焦炭累计产量为 1.52 亿吨，同比增长 6.5%，增速较上月下滑 0.8 个百分点。4 月份生铁产量为 6,983.40 万吨，同比增长 10.10%，产量创历史新高，增速创 2013 年 9 月以来的新高；1-4 月份生铁累计产量 26264.50 万吨，同比增长 9.6%，增速创 2011 年 11 月以来的新高。

图 6: 2013-2019 年 4 月焦炭单月产量及增长率 单位: 万吨



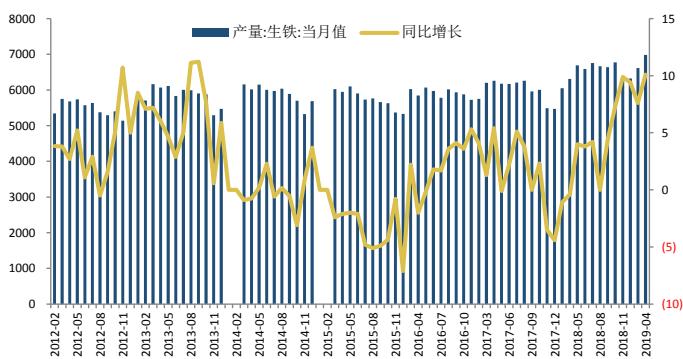
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 2013-2019 年 4 月焦炭累计产量及增长率 单位: 万吨



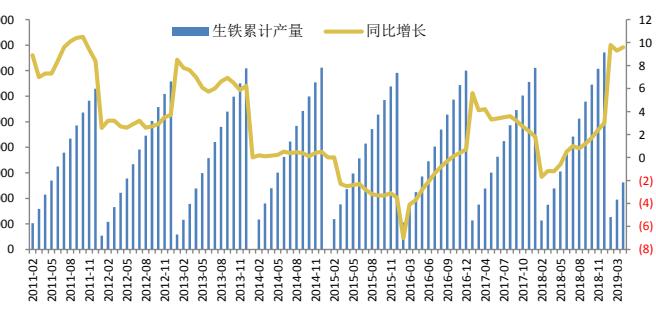
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 2013-2019 年 4 月生铁单月产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

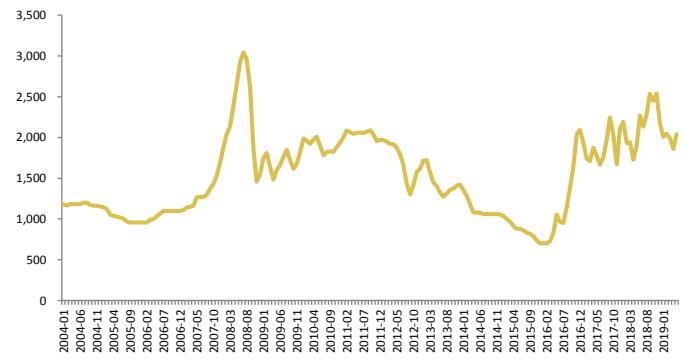
图 9: 2013-2019 年 4 月生铁累计产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

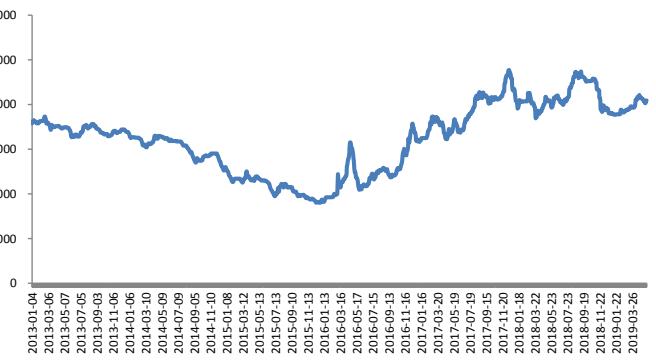
5 月上中旬焦炭价格回升，钢价调整。5 月份焦炭价格两次提价，部分省份正在酝酿第三次提涨，截止 5 月 20 日，华东地区二级冶金焦 2040 元/吨，较 4 月中旬的价格累计上调 200 元/吨；同期钢材价格则持续调整，截止 5 月 20 日，螺纹钢价格较 4 月底高点累计下跌 120 元，幅度为 2.85%。

图 10: 2014 年-2019 年 5 月焦炭价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

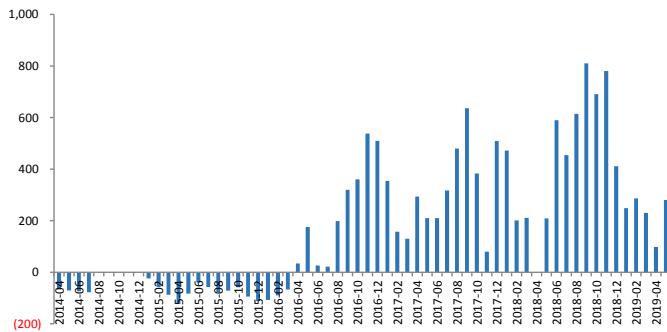
图 11: 2013-2019 年 5 月螺纹钢价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

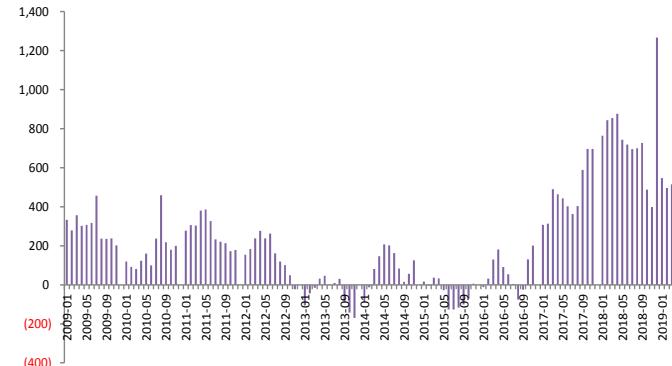
经历两次提价后，焦炭的盈利空间较上月 185%，恢复到 2019 年 2 月的相对高位；生铁的毛利空间则在价格回落和原材料上涨的双重夹击下大幅收窄，截止 2019 年 5 月 20 日，吨铁毛利润为 347 元/吨，为 2017 年 8 月以来最低值。

图 12: 2014-2019 年 5 月煤焦价差 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 2016-2019 年 5 月单位生铁盈利 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 2、4 月全国发电量增速下滑，重点电厂煤炭日耗同比下降 9.65%，环比下降 13.8%

1-4 月全国累计发电量为 22198 亿千瓦时，同比增长 4.1%，增速较上月下降 0.1 个百分点；其中火电发电量为 16653.6 千瓦时，同比增长 1.4%，增速上月提升 0.6 个百分点。

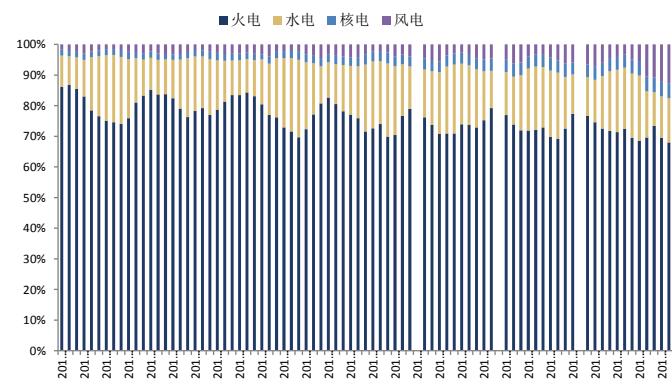
4 月份，全国发电量为 5440.20 亿千瓦时，同比增长 3.8%，其中火电发电量为 3886.20 亿千瓦时，同比下降 0.2%，火电占全国发电量的比重为 71.43%，较上年同期下降 2.7 个百分点。火电占比下降的主要原因是受到新能源的挤出，4 月份水电占比上升 1.5%，核电占比提升 0.89 个百分点，新能源占比提升 6.2 个百分点。

图 14: 2013 年-19 年 4 月火电发电量及增长率 单位: 亿千瓦时



资料来源: Wind, 华金证券研究所

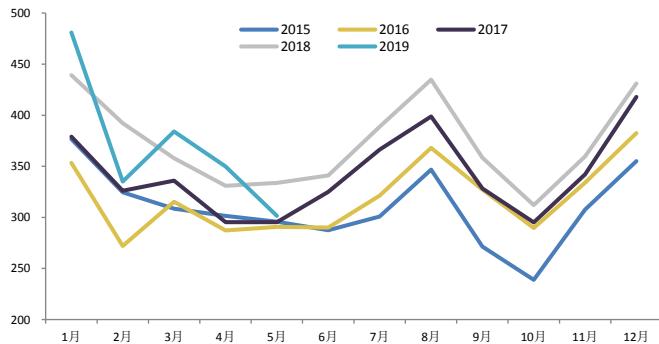
图 15: 2012 年-2019 年 4 月发电结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

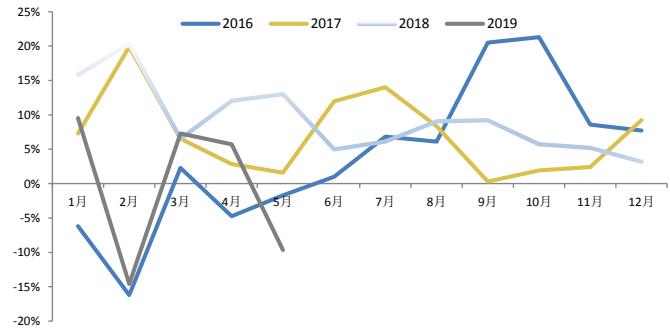
从更为高频的重点电厂日耗数据来看，5月份发电耗煤继2月份后再次同比下滑。截止5月12日，重点电厂煤炭日耗平均数为301.5万吨，同比下降9.65%，环比下降13.8%。

图 16: 2015-2019年5月重点电厂煤炭日耗 单位: 万吨



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

图 17: 2016-2019年5月重点电厂日耗同比增长

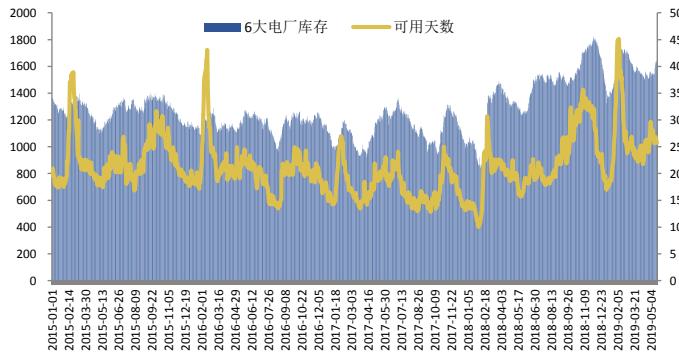


资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

### 三、终端与中转库存同升，旺季难言乐观

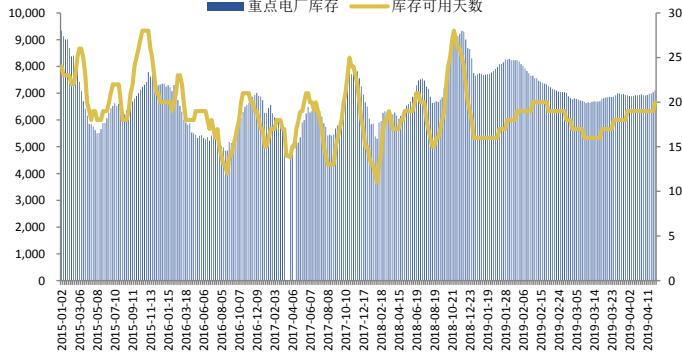
5月份沿海电厂库存止跌回升，截止5月20日，六大电厂库存1616.92万吨，环比4月同期上升4.06%，同比上年上升25.24%，库存可用23.73天，较上年高9.4天。

图 18: 沿海六大电厂库存及库存可用天数 单位: 万吨、天



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19: 全国重点电厂库存及可用天数 单位: 万吨、天

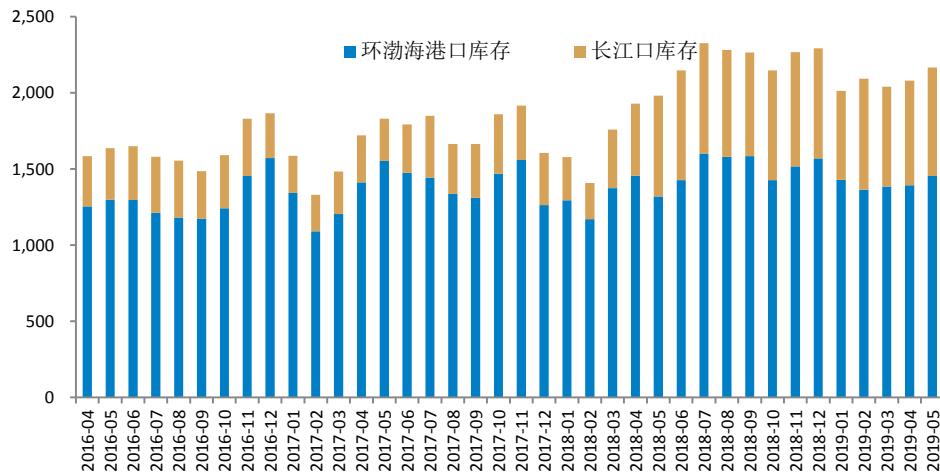


资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

全国重点电厂库存则持续回升。截止5月12日，重点电厂煤炭库存7877万吨，同比上升20.57%，环比上月同期上升8.78%，库存可用天数24天，较上年同期高7天。

5月中转环节库存也呈现回升趋势。截止5月中旬，环渤海和长江口动力煤库存分别为1454万吨和712万吨，较上月同期分别上升4.4%和3.6%，距离历史高位分别有6.8%和9.2%的距离。

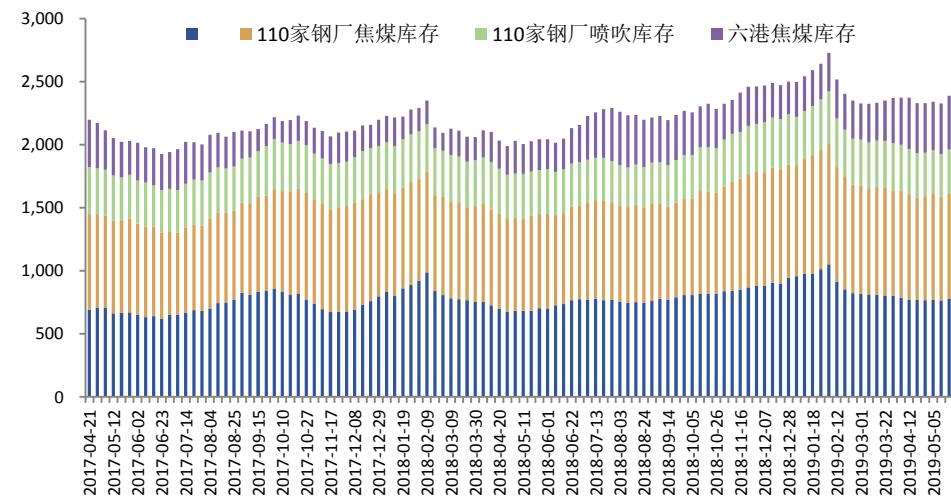
图 20: 动力煤港口库存 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

5月份焦煤总库存延续了4月份的温和回升势头。截止5月20日，焦煤库存总量为2388.56万吨，同比上升2.44%。分环节来看，增长主要来自港口库存，环比上月上升7.29%，同比上升76.52%。焦化厂、钢厂的焦煤库存环比上月分别上升1.13%和2.28%。

图 21: 焦煤各环节库存 单位: 万吨

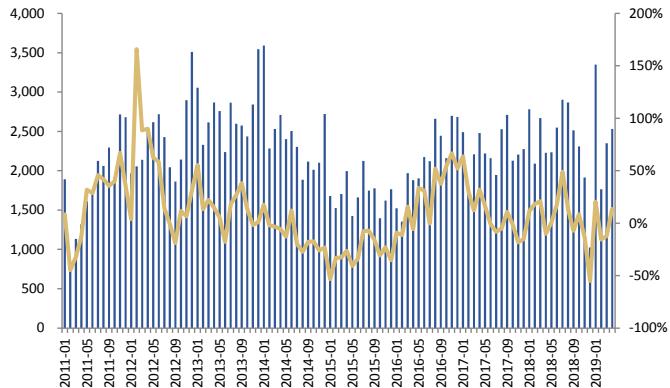


资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### 四、4月煤炭进口恢复性增长

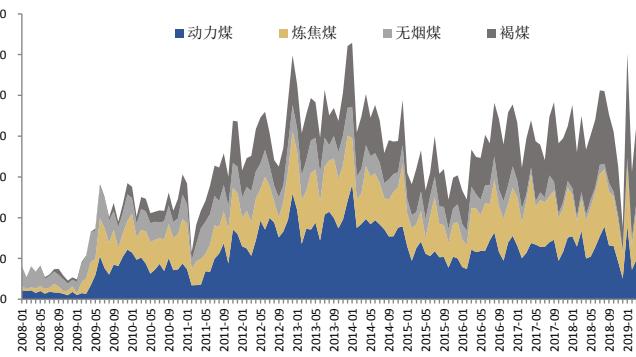
2019年4月中国煤及褐煤进口量为2529万吨，同比增长13.55%，环比上升7.45%。1-4月份累计进口煤及褐煤9992.6万吨，同比增长1.7%。

图 22: 2008 年-2019 年 4 月煤炭进口量及增速 单位: 万吨



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

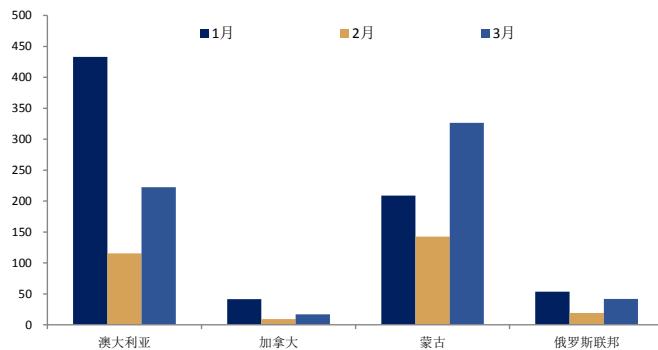
图 23: 08 年-19 年 3 月分煤种进口量 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

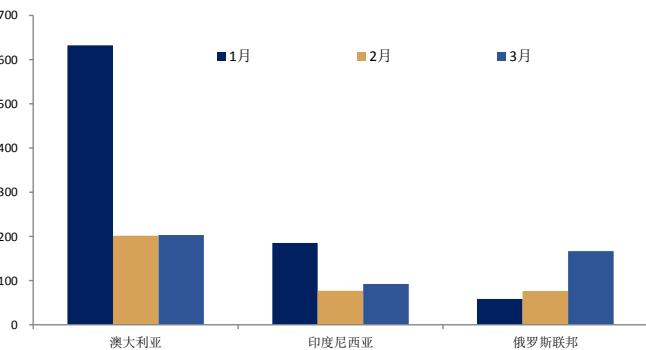
分国别进口数据公布滞后, 我们从 1-3 月份的分国别、分煤种进口量来看, 澳大利亚的焦煤进口主要由蒙古替代, 2019 年 3 月, 进口蒙古焦煤环比增长 128.66%; 动力煤的澳大利亚的进口份额则由俄罗斯和印尼替代, 二者 3 月进口量环比分别增长 117.01% 和 19.42%。

图 24: 2019 年 1-3 月焦煤进口分国别 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 2019 年 1-3 月动力煤进口分国别 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 五、未来 2-3 个月价格压力增大

火电需求已现疲态, 终端与中转环节库存回升, 动力煤价格的压力增大, 尽管即将到来的用电旺季可能部分缓解上述压力, 但从库存的情况来看, 再次出现旺季不旺的局面的可能性较大。今年以来动力煤价格尚得以维持高位的动力驱动主要来自陕西停产和进口煤的限制, 随着陕西产量的恢复和进口的回升, 动力煤价格调整只是时间问题。

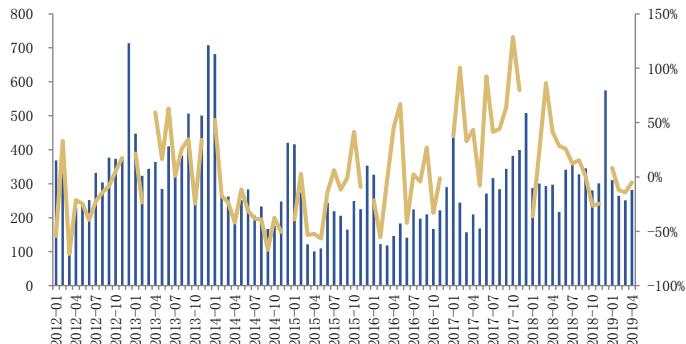
焦煤产业链表现相对强势, 一方面焦煤的供给弹性较小, 另一方面钢材产量在上年高利润的刺激下出现放量增长, 终端地产新开工仍维持高位也对钢材产量的释放提供了需求吸纳。但钢铁行业利润空间收窄, 焦煤价格难以上涨, 而高价能否得以维持仍需观察地产开工的变化。从历次周期来看, 焦煤价格从未走出独立行情。

图 26: 2015-19 年 4 月房地产新开工与销售面积增速



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 27: 100 个大中城市住宅成交面积及增速



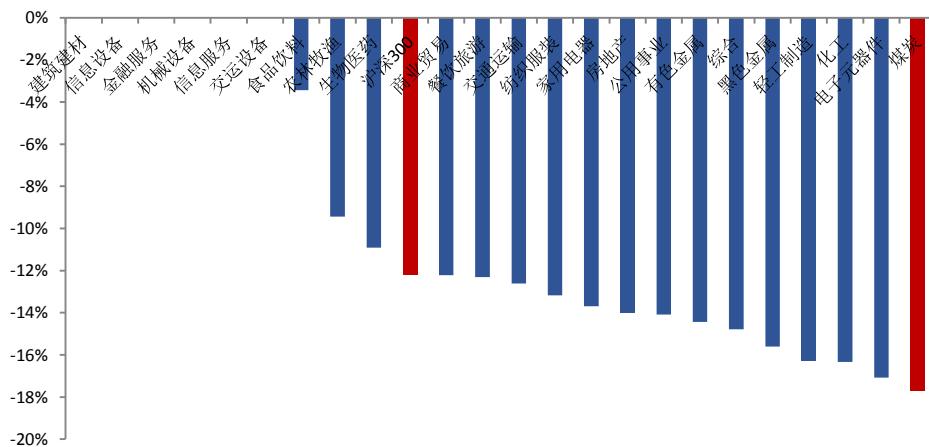
资料来源: WIND, 华金证券研究所

## 六、投资策略

### 1、煤炭板块市场表现

近一个月以来, 煤炭板块跑输沪深 300 指数, 位居各板块跌幅榜第一位, 单月绝对收益率为 17.17%, 相对收益率为-5.5%, 市场对煤价滞涨与行业景气下滑的担忧渐成一致预期。

图 28: 截止 5 月 21 日各板块月度收益率排名



资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价为 5 月 21 日

近一个月以来, 煤炭股普跌 10%-20%, 我们看好的陕西煤业、盘江股份和中国神华、潞安环能等优质公司表现相对较好。

表 1: 煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
美锦能源	150.90%	美锦能源	158.40%	陕西煤业	-7.26%
ST 安泰	22.38%	山煤国际	40.40%	盘江股份	-10.03%
山煤国际	7.69%	安源煤业	22.03%	中国神华	-10.79%
开滦股份	6.59%	恒源煤电	18.82%	上海能源	-11.74%
陕西煤业	6.57%	兖州煤业	11.36%	山煤国际	-12.03%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
安源煤业	6.13%	益江股份	10.14%	潞安环能	-12.61%
兰花科创	-1.12%	露天煤业	8.19%	平煤股份	-13.22%
恒源煤电	-3.50%	平庄能源	7.81%	中煤能源	-13.45%
大有能源	-6.75%	平煤股份	6.54%	兖州煤业	-13.88%
盘江股份	-7.86%	陕西煤业	6.14%	露天煤业	-14.01%
中煤能源	-9.05%	西山煤电	6.09%	淮北矿业	-14.29%
露天煤业	-9.38%	淮北矿业	5.85%	阳泉煤业	-14.78%
蓝焰控股	-10.41%	阳泉煤业	4.96%	恒源煤电	-15.72%
平煤股份	-12.47%	大有能源	4.59%	新集能源	-16.00%
中国神华	-13.07%	郑州煤电	3.13%	开滦股份	-16.19%
上海能源	-13.24%	神火股份	2.09%	西山煤电	-17.90%
昊华能源	-14.60%	大同煤业	2.02%	大有能源	-18.16%
新集能源	-16.00%	兰花科创	1.99%	兰花科创	-18.20%
淮北矿业	-16.53%	新集能源	1.61%	平庄能源	-18.78%
冀中能源	-17.85%	潞安环能	1.60%	冀中能源	-19.14%
平庄能源	-18.19%	靖远煤电	0.72%	靖远煤电	-19.71%
靖远煤电	-19.94%	冀中能源	-0.25%	大同煤业	-20.35%
大同煤业	-20.21%	昊华能源	-0.97%	昊华能源	-21.48%
阳泉煤业	-21.23%	中煤能源	-1.04%	郑州煤电	-21.67%
永泰能源	-21.70%	上海能源	-2.17%	蓝焰控股	-21.69%
郑州煤电	-22.59%	山西焦化	-3.41%	山西焦化	-22.04%
西山煤电	-27.45%	蓝焰控股	-3.51%	神火股份	-22.26%
潞安环能	-28.09%	开滦股份	-5.12%	安源煤业	-24.11%
兖州煤业	-29.43%	永泰能源	-6.12%	永泰能源	-28.13%
山西焦化	-32.13%	中国神华	-8.55%	ST安泰	-29.01%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 5 月 21 日

## 2、投资策略：无为胜有为

本轮景气周期上行已经持续 3.5 年, 推动行业景气上行的力量逐步平稳或逆转, 尽管部分地区小煤矿的关停仍在进行, 但对供给影响更大的非法产能合法化加速, 需求的恶化也逐步显现; 环保、安全等供给扰动因素可能持续, 景气下行可能因此迟到, 但不会缺席。行业去产能完成, 尽管行业头部企业并未明显提升集中度, 但尾部收敛也极大改善了行业供给的无序性, 同时结构性的不均衡也将长期存在, 本轮周期的底部会明显抬高。但在价格将跌未跌的阶段, 最重要的依然是风险防范, 这一阶段无为胜有为。我们维持同步大市-A 评级。动力煤公司相对看好中国神华、陕西煤业、露天煤业, 冶金煤公司看好盘江股份、潞安环能、淮北矿业。

## 七、风险提示

通胀超预期; 环保监管政策波动; 进口政策变动; 重大安全事故。

## 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%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%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

杨立宏声明，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

华金证券股份有限公司（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。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)