

煤炭

行业月度报告

产量加速回升，库存逼近高位

投资要点

- 6月煤炭产量同环比双升：**6月当月，全国煤炭产量3.33亿吨，同比增长10.4%，环比增长6.71%。山西、内蒙古煤炭产量同比续增12.79%和23.43%；陕西煤炭产量同比止跌回升13.77%至6361.5万吨。以上三省产量增速较上月分别提升1.09、5.88及23.75个百分点。从绝对数来看，晋陕蒙6月份同比分别增产996.1、769.9和1675万吨，河南、山东煤炭分别同比减产37万吨和52.6万吨，降幅较上月分别缩窄2.06和0.23个百分点。
- 7月上旬动力煤需求弱于上年同期：**6月，全国发电量同比增长2.8%，火电发电量同比小幅增长0.1%。水电挤出效应持续增强，但受风电、核电占比下跌影响，6月火电占比环比增长0.92个百分点。6月份发电耗煤同比及环比均出现回升，重点电厂煤炭日耗平均数为347.93万吨，同比增长2.03%，环比增长11.32%。截至7月8日，重点电厂煤炭日耗平均数为377.3万吨，同比微跌0.23%，环比上月同期增长13.24%。
- 7月焦钢利润分配向钢厂倾斜：**6月下旬以来，焦炭价格已累计下调150-200元/吨；钢材价格震荡，螺纹钢价格较上月同期上调110元/吨，但较7月初高点累计下跌100元/吨。截至7月16日，焦炭的盈利空间较上月同期减少74.56%，生铁的毛利空间则在生铁价格回升和原材料价格下跌的双重利好下提升，吨铁毛利润为323.49元/吨，较上月同期增长9.04%。
- 终端、中转库存逼近高点：**截止7月15日，六大电厂库存1802.18万吨，环比6月同期上升4.53%，同比回升17.64%，库存可用30.39天，同比高9.82天。截至7月8日，重点电厂煤炭库存9155万吨，同比回升21.21%，环比上月同期上升5.85%，距离历史高点仅1.9%，库存可用天数24天，同比高4天。截止7月16日，环渤海动力煤库存为1405.6万吨，环比回升6.4%。长江口动力煤库存为869万吨，创2016年以来新高，较上月同期增长11.93%。两者合计库存2324.2万吨，较历史高点仅有7.77%的差距。
- 6月煤炭进口同比续增6.39%：**6月中国煤及褐煤进口量为2709.8万吨，同比增长6.39%，环比减少1.35%。1-6月份累计进口煤及褐煤15448.8万吨，同比增长6.18%。近期曹妃甸、京唐港等限制贸易煤通关，后期进口煤有望减量。
- 动力煤积弱难返，焦煤暂时平衡：**水电挤出、陕西榆林复产并取消煤管票的月度限制、终端与中转环节库存的高企，动力煤价格旺季不旺恐已成定局，9月份在安全检查以及限制进口煤政策合力影响下，动力煤市场有望迎来提振和改善；焦价连续下调后，钢厂因唐山地区高炉限产、钢价回升，对煤、焦的价格压力有所缓解；南方梅雨季结束后，钢材消费有望逐步回升；加之进口煤限制的影响，焦煤价格有稳中见升的可能。6月当月地产新开工面积创新高，但政府对房地产融资管控仍可能进一步加强，房地产销售增速和土地购置面积增速的回落，均使

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

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.82	-1.03	-2.32
绝对收益	-17.02	3.77	-9.63

分析师

杨立宏

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

相关报告

- 煤炭：电厂煤耗小幅回升，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

地产新开工高位的持续性存疑。

- ◆ **关注产业的纵向与横向整合：**2019 年煤炭供需边际趋于宽松，我们维持 2016 年以来的行业景气上行周期结束的判断，但是经历本轮供给侧改革后，生产格局区域集中，尾部企业大幅收敛，行业供应的散乱格局得到根本控制，同时在安全、环保的制约下，煤炭周期的底部要显著高于前几轮周期，进入存量市场阶段，企业的纵向整合和横向整合可能带来企业价值和估值体系的变化。维持行业同步大市-A 评级，相对看好中国神华、露天煤业、陕西煤业、盘江股份、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、6月煤炭产量同比增长 10.4%，环比增长 6.71%.....	5
1、6月全国煤炭产量 3.33 亿吨，同比增长 10.4%.....	5
2、6月陕西产量同比止跌回升，增速较上月提升 23.75 个百分点.....	5
3、供应能力持续改善.....	6
二、下游产量高速增长.....	6
1、6月焦炭产量再创新高，生铁产量同比增长 5.8%.....	6
2、6月全国发电量同比增长 2.8%，重点电厂煤炭日耗同比下降 2.25%，环比增长 10.71%.....	8
三、重点电厂、中转库存逼近历史高点.....	9
四、6月煤炭进口同比续增 6.39%.....	10
五、动力煤积弱，焦煤暂稳.....	11
六、投资策略.....	13
1、煤炭板块市场表现.....	13
2、投资策略：静待底部.....	14
七、风险提示.....	14

图表目录

图 1：2015 年-19 年 6 月全国煤炭月度产量 单位：万吨.....	5
图 2：2006 年-2019 年 6 月全国煤炭当月产量及同比增长率.....	5
图 3：2014 -19 年 6 月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨.....	5
图 4：2016-19 年 6 月晋陕蒙产量增速.....	5
图 5：煤炭主要下游行业产量增长率（月度数据）.....	6
图 6：2013-2019 年 6 月焦炭单月产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 7：2013-2019 年 6 月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 8：2013-2019 年 6 月生铁单月产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 9：2013-2019 年 6 月生铁累计产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 10：2014 年-2019 年 7 月焦炭价格走势 单位：元/吨.....	7
图 11：2014-2019 年 7 月螺纹钢价格走势 单位：元/吨.....	7
图 12：2014-19 年 7 月 16 日煤焦价差 单位：元/吨.....	8
图 13：2016-19 年 7 月 16 日单位生铁盈利 单位：元/吨.....	8
图 14：2013 年-19 年 6 月火电发电量及增长率 单位：亿千瓦时.....	8
图 15：2012 年-2019 年 6 月发电结构.....	8
图 16：2015-2019 年 7 月重点电厂煤炭日耗 单位：万吨.....	9
图 17：2016-2019 年 7 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 6 月煤炭进口量及增速 单位：万吨.....	11
图 23：08 年-19 年 5 月分煤种进口量 单位：万吨.....	11
图 24：2019 年 1-5 月焦煤进口分国别 单位：万吨.....	11
图 25：2019 年 1-5 月动力煤进口分国别 单位：万吨.....	11
图 26：2015-19 年 6 月房地产新开工与销售面积增速.....	12

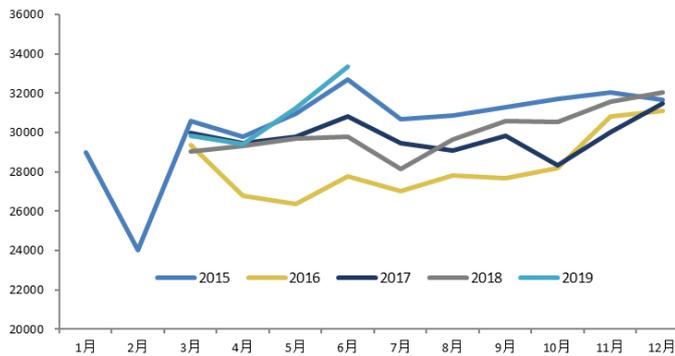
图 27: 100 大中城市土地成交面积及增速	12
图 28: 截止 7 月 15 日各板块月度收益率排名	13
表 1: 煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅	13

一、6月煤炭产量同比增长10.4%，环比增长6.71%

1、6月全国煤炭产量3.33亿吨，同比增长10.4%

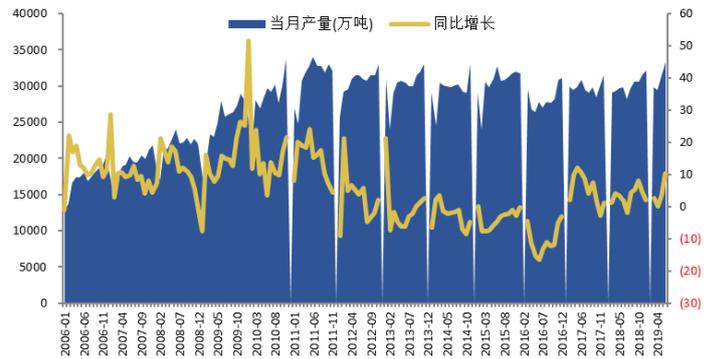
2019年1-6月，全国煤炭产量17.58亿吨，同比增长2.6%，增速较上月提升1.7个百分点。6月当月，全国煤炭产量3.33亿吨，同比增长10.4%。据目前已披露数据，10大产煤省中，晋陕蒙产量同比实现正增长，河南、山东同比减产，但降幅较上月缩减。

图1：2015年-19年6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6月全国煤炭当月产量及同比增长率



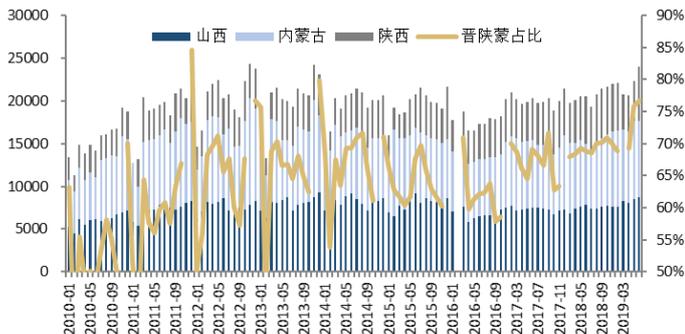
资料来源：Wind，华金证券研究所

2、6月陕西产量同比止跌回升，增速较上月提升23.75个百分点

根据国家统计局分省产量数据，6月份山西煤炭产量为8782万吨，同比增长12.79%；内蒙古煤炭产量为8825.4万吨，同比增长23.43%；陕西煤炭产量同比止跌回升13.77%至6361.5万吨。以上三省产量增速较上月分别提升1.09、5.88及23.75个百分点。

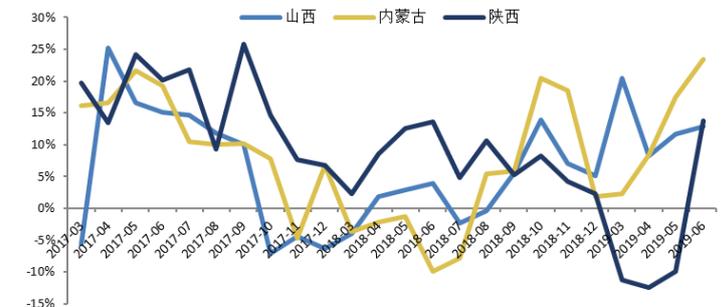
从绝对数来看，晋陕蒙6月份同比分别增产996.1、769.9和1675万吨。山西、陕西环比增产304.9、1722.8万吨，内蒙古较上月减产386.1万吨，抵销主产地19%的产量增量。

图3：2014-19年6月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图4：2016-19年6月晋陕蒙产量增速



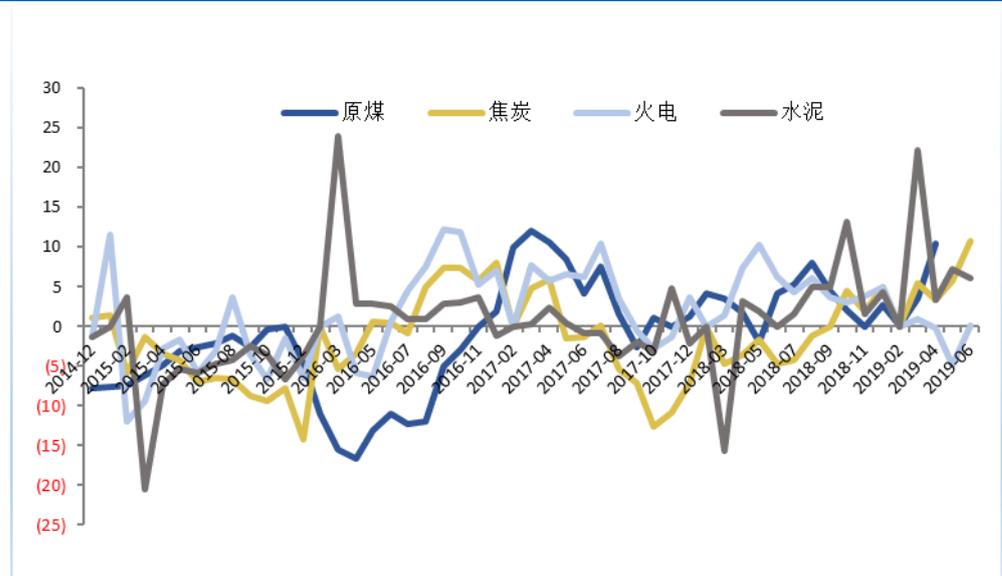
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

据目前已披露数据，6月河南、山东煤炭分别同比减产37万吨和52.6万吨，降幅较上月分别缩窄2.06和0.23个百分点。

3、供应能力持续改善

2019年6月，焦炭、生铁、火电、水泥等煤炭下游行业产量增速分别为10.7%、5.8%、2.83%、6.9%，除焦炭外，煤炭产量增速均大于其他下游产业，煤炭供应能力恢复。从1-6月份累计增速来看，焦炭、生铁、火电、水泥分别为6.7%、7.9%、0.2%、6.8%，除火电外均高于煤炭产量增速。

图5：煤炭主要下游行业产量增长率（月度数据）



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、下游产量高速增长

1、6月焦炭产量再创新高，生铁产量同比增长5.8%

2019年6月，全国焦炭产量4169万吨，同比增长10.7%，单月产量创历史新高。2019年1-6月份焦炭累计产量为2.34亿吨，同比增长6.7%，增速较上月回升0.9个百分点。6月份生铁产量为7014万吨，同比增长5.8%，增速较上月降低0.8个百分点；1-6月份生铁累计产量4.04亿吨，同比增长7.9%，增速较上月下滑1个百分点。

图 6: 2013-2019 年 6 月焦炭单月产量及增长率 单位: 万吨



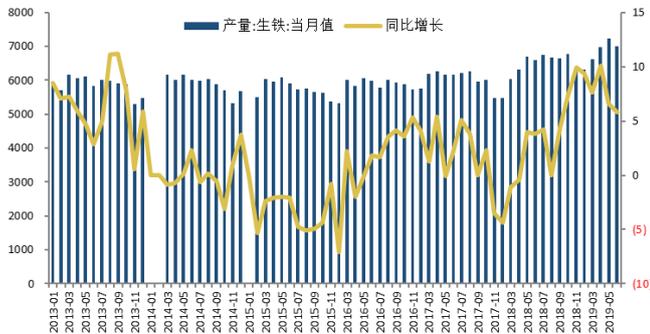
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 2013-2019 年 6 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 6 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

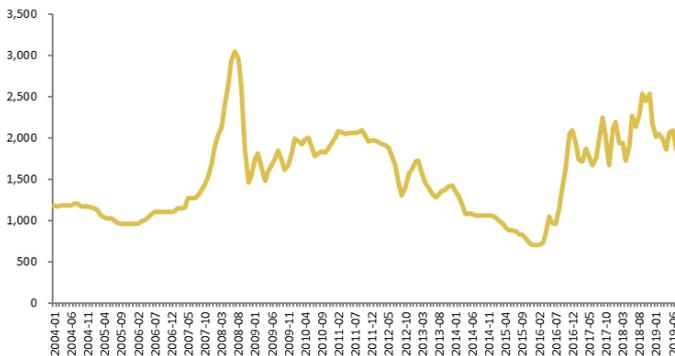
图 9: 2013-2019 年 6 月生铁累计产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

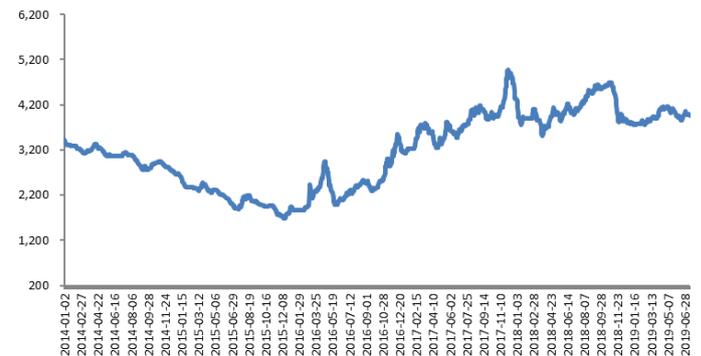
6 月下旬以来, 焦炭价格已累计下调 150-200 元/吨。截至 7 月 16 日, 华东地区二级冶金焦 1950 元/吨, 较上月同期下调 200 元/吨; 钢材价格震荡, 螺纹钢价格较上月同期上调 110 元/吨, 但较 7 月初高点累计下跌 100 元/吨。

图 10: 2014 年-2019 年 7 月焦炭价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

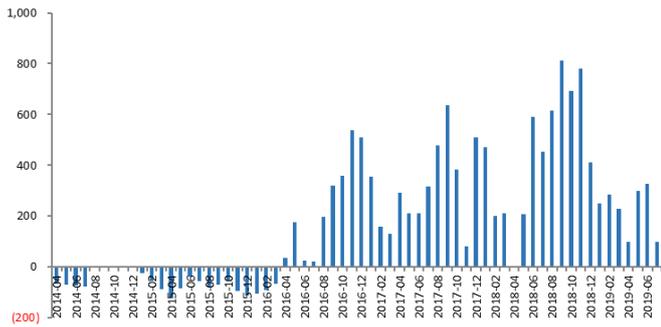
图 11: 2014-2019 年 7 月螺纹钢价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

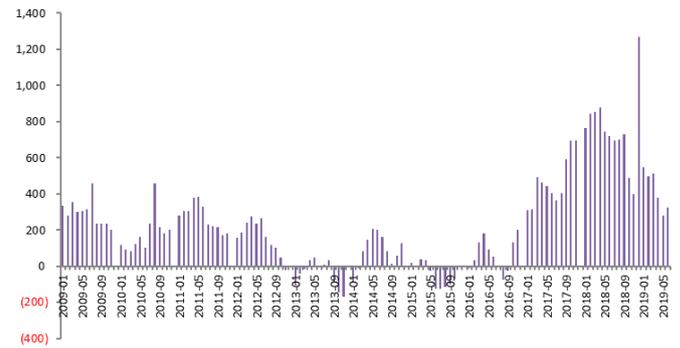
截至 7 月 16 日, 焦炭的盈利空间较上月同期减少 74.56%, 生铁的毛利空间则在生铁价格回升和原材料价格下跌的双重利好下提升, 吨铁毛利润为 323.49 元/吨, 较上月同期增长 9.04%。

图 12: 2014-19 年 7 月 16 日煤焦价差 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 2016-19 年 7 月 16 日单位生铁盈利 单位: 元/吨



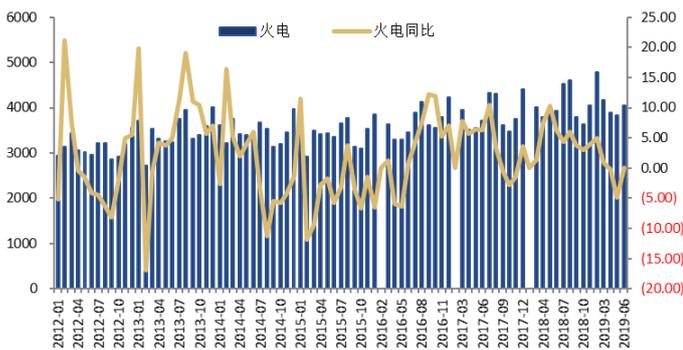
资料来源: Wind, 华金证券研究所

2、6 月全国发电量同比增长 2.8%，重点电厂煤炭日耗同比下降 2.25%，环比增长 10.71%

1-6 月全国累计发电量为 33673 亿千瓦时，同比增长 3.3%，增速与上月持平；其中火电发电量为 24487 亿千瓦时，同比增长 0.2%，增速亦与上月持平。

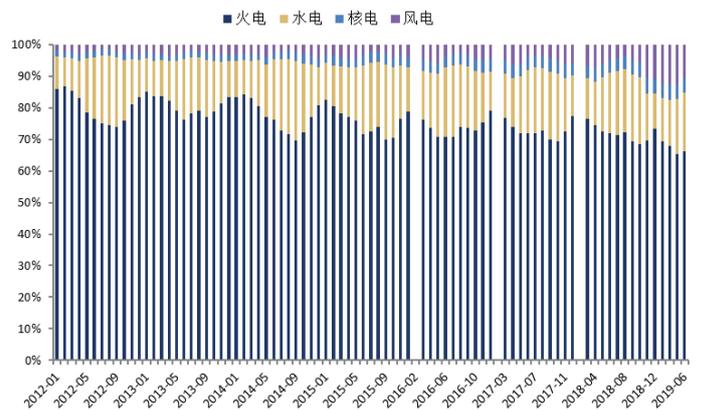
6 月当月，全国发电量为 5834 亿千瓦时，同比增长 2.8%，其中火电发电量为 4052 亿千瓦时，同比增长 0.1%，火电占全国发电量的比重为 69.45%，较上年同期下降 1.54 个百分点。水电对火电的挤出效应持续增强，6 月份水电占比较上月增加 1.13 个百分点，核电、风电占比分别下滑 0.07 和 2.05 个百分点。综合影响下，火电占比较上月增长 0.92 个百分点。

图 14: 2013 年-19 年 6 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

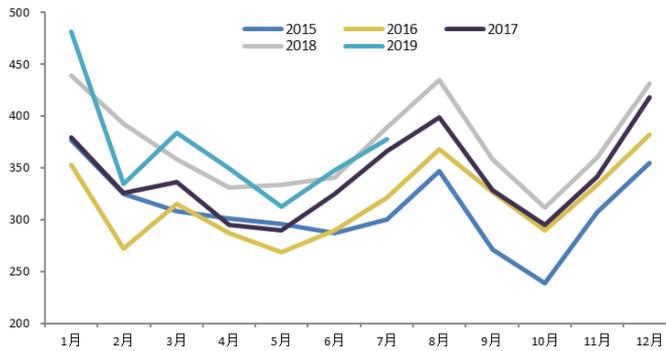
图 15: 2012 年-2019 年 6 月发电结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

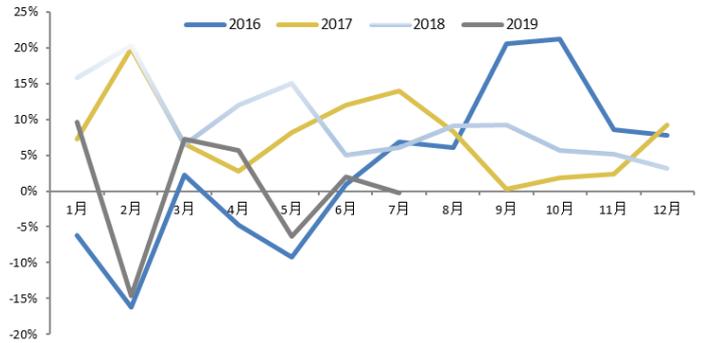
从重点电厂日耗数据来看，6 月份发电耗煤同比及环比均出现回升。截止 6 月 30 日，重点电厂煤炭日耗平均数为 347.93 万吨，同比增长 2.03%，环比增长 11.32%。截至 7 月 8 日，重点电厂煤炭日耗平均数为 377.3 万吨，同比微跌 0.23%，环比上月同期增长 13.24%。

图 16: 2015-2019 年 7 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 7 月重点电厂日耗同比增长

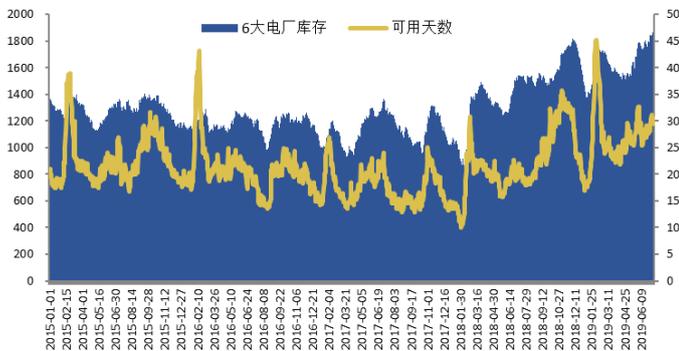


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

三、重点电厂、中转库存逼近历史高点

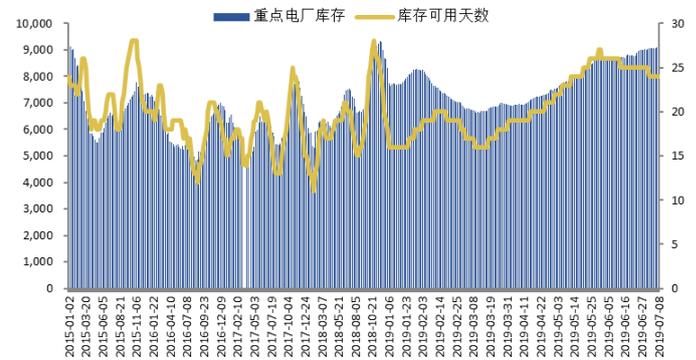
7 月份沿海电厂库存继续回升, 截止 7 月 15 日, 六大电厂库存 1802.18 万吨, 环比 6 月同期上升 4.53%, 同比上年上升 17.64%, 库存可用 30.39 天, 较上年高 9.82 天。

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

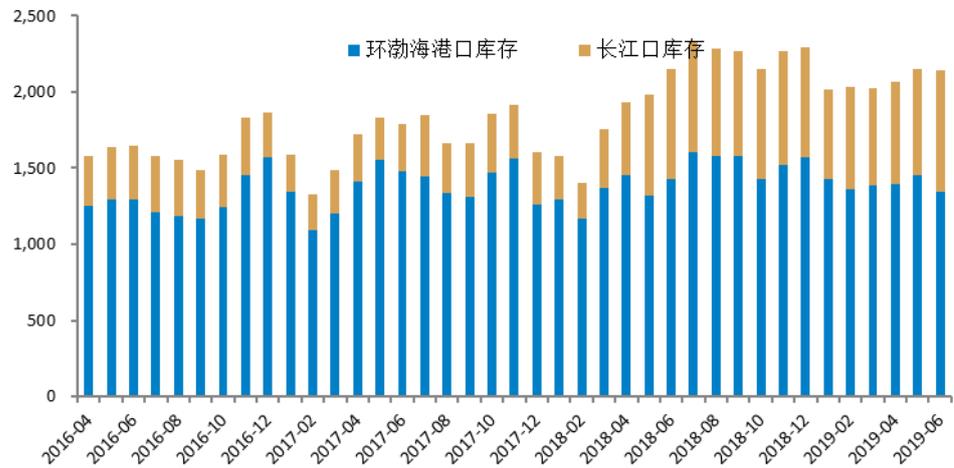


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

全国重点电厂库存持续回升。截至 7 月 8 日, 重点电厂煤炭库存 9155 万吨, 同比回升 21.21%, 环比上月同期上升 5.85%, 距离历史高点仅 1.89%。库存可用天数 24 天, 较上年同期高 4 天。

7 月中转环节库存续升, 接近历史高位。截止 7 月 16 日, 环渤海动力煤库存为 1405.6 万吨, 较上月同期回升 6.4%。长江口动力煤库存为 869 万吨, 创 2016 年以来新高, 较上月同期增长 11.93%。两者合计库存 2324.2 万吨, 较历史高点仅有 7.77% 的差距。

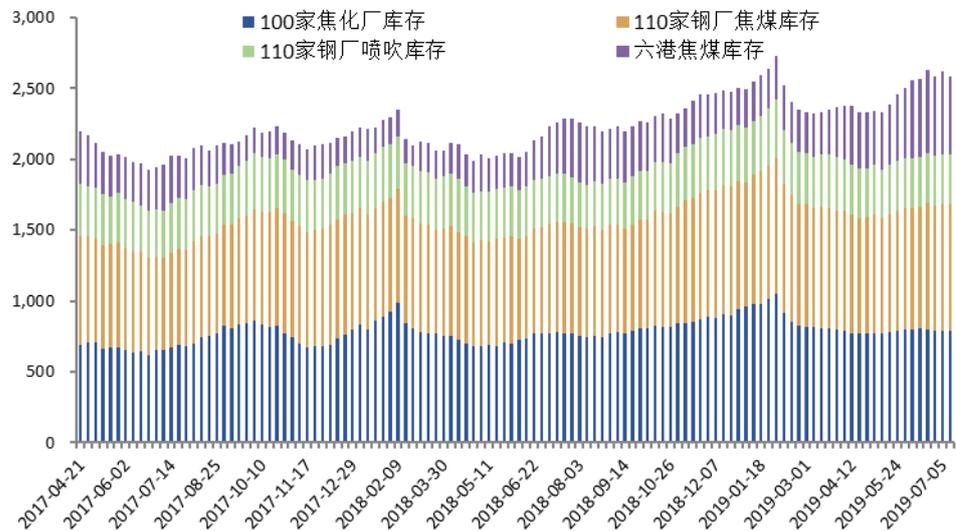
图 20: 动力煤港口库存 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

7 月份焦煤总库存持续回升。截止 7 月 12 日, 焦煤库存总量为 2588.42 万吨, 环比小幅上涨 0.7%。分环节来看, 增长主要来自 110 家钢厂库存, 环比上升 4.6%, 同比上升 15.19%。100 家焦化厂、六大港口焦煤库存环比上月同期分别回落 1.73%和 1.08%。

图 21: 焦煤各环节库存 单位: 万吨

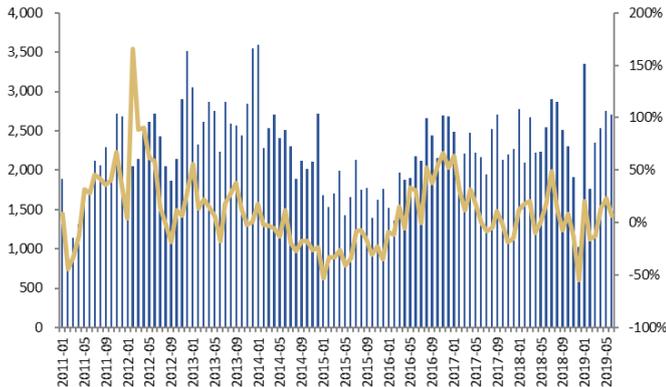


资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、6 月煤炭进口同比续增 6.39%

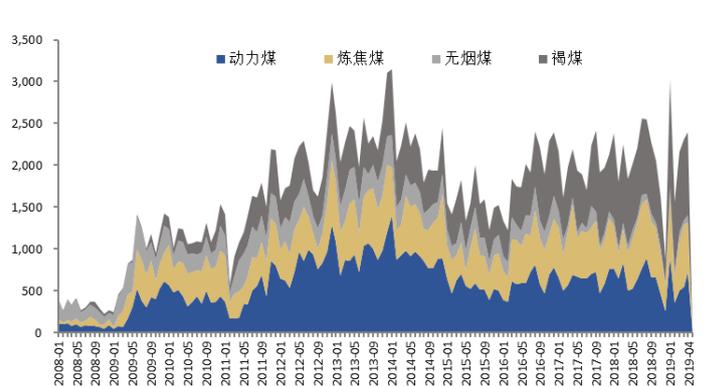
2019 年 6 月中国煤及褐煤进口量为 2709.8 万吨, 同比增长 6.39%, 环比减少 1.35%。1-6 月份累计进口煤及褐煤 15448.8 万吨, 同比增长 6.18%。

图 22: 2008 年-2019 年 6 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 6 月分煤种进口量 单位: 万吨

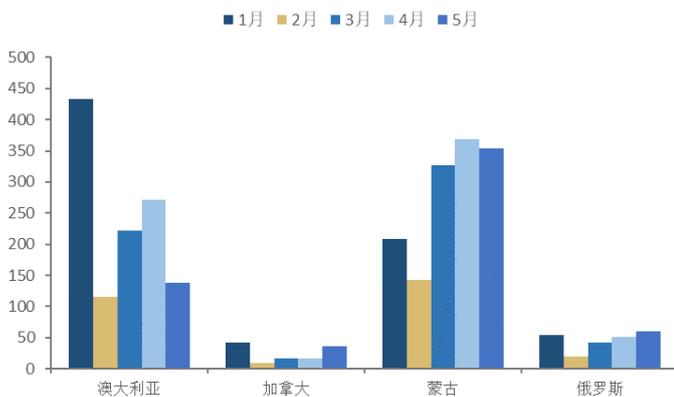


资料来源: Wind, 华金证券研究所

分国别进口数据公布滞后, 我们从 1-5 月份的分国别、分煤种进口量来看, 2019 年 5 月, 进口澳大利亚焦煤量继 2 月后再次出现下跌, 环比减少 49.1%, 份额主要由加拿大及俄罗斯联邦代替, 两者进口量分别环增 115.84%和 18%。5 月, 动力煤的俄罗斯进口量大幅增长 1941.77%, 对澳大利亚和印尼进口份额的替代作用显著, 进口量分别环比减少 23.77 和 45.78 个百分点。

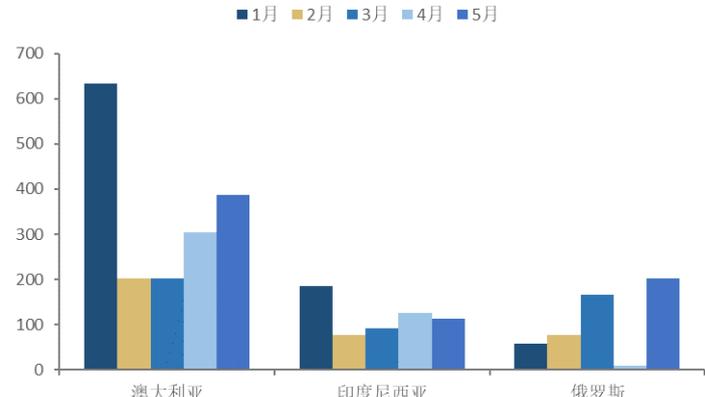
近期进口政策再次收紧, 河北曹妃甸、京唐港等贸易商收到口头通知进口煤不允许通关, 可选择异地报关, 生产企业则一船一议, 其他港口尚未出台限制政策, 但部分港口通关时间延长。随着政策预期的变化, 预计未来几个月进口煤量有望下降, 可部分缓解港口价格疲软态势。

图 24: 2019 年 1-5 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 1-5 月动力煤进口分国别 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、动力煤积弱, 焦煤暂稳

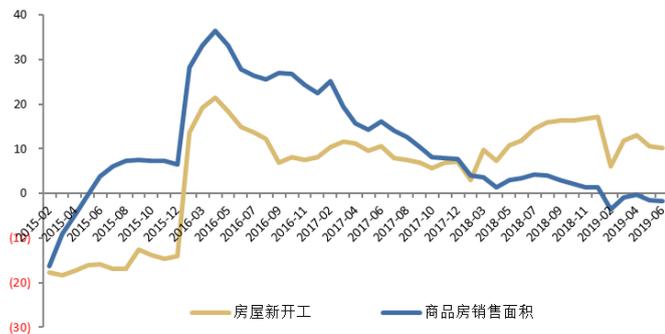
短期动力煤积弱难改。南方省份雨水充沛, 水电挤出效应明显, 火电煤耗疲软难振; 陕西榆林等产地财政压力大, 煤矿基本全部复产, 并取消煤管票的月度限制, 供应宽松仍将持续; 终端与中转环节库存的高企, 动力煤价格旺季不旺恐已成定局。9 月份在安全检查以及限制进口煤政策合力影响下, 动力煤市场有望迎来提振和改善。

焦煤价格相对较稳。经过焦价连续下调后，钢厂因唐山地区高炉限产、钢价回升，对煤、焦的价格压力有所缓解；南方梅雨季结束后，钢材消费有望逐步回升；加之进口煤限制的影响，焦煤价格有望逐步回升。

从拉动煤炭消费额主要终端需求来看，6月当月地产新开工面积创新高，超过市场预期，但政府对房地产信托、发债、贷款等融资管控仍可能进一步加强，房地产销售增速和土地购置面积增速的回落，均使地产新开工高位的持续性存疑。

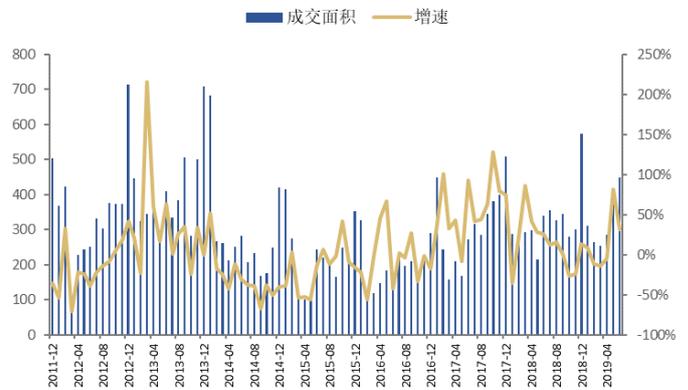
1-6月份，房屋新开工105509万平方米，同比增长10.1%，增速较上月再度回落0.4个百分点；6月单月新开工面积为25725.47万平方米，同比增长8.89%，较上月提升4.87个百分点。1-6月商品房累计销售75786万平方米，同比下滑1.8%，跌幅环比扩大0.2个百分点；单月销售20267.95万平方米，同比下滑2.25%，较上月收窄3.27个百分点。从土地市场情况看，6月份100个大中城市住宅类成交面积同比增长30.49%，增速环比回落50.33个百分点。

图 26: 2015-19 年 6 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 大中城市土地成交面积及增速



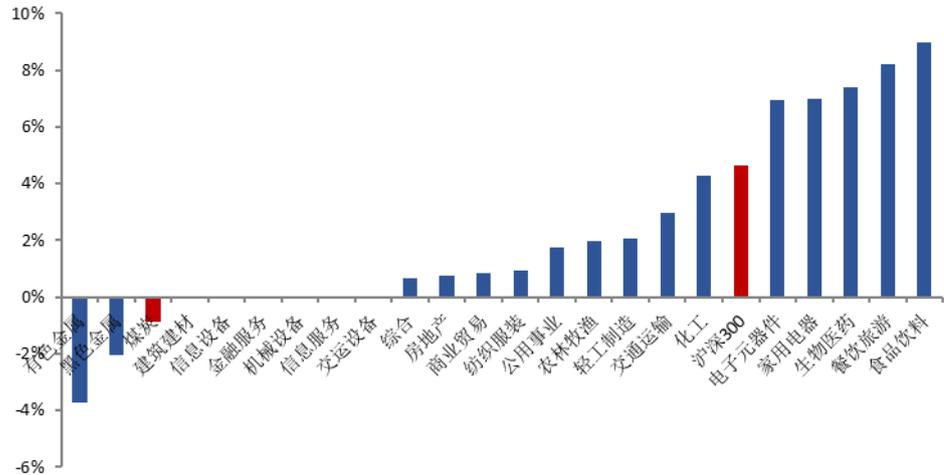
资料来源: WIND, 华金证券研究所

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 3 位，单月绝对收益率为-0.88%，相对收益率为-2.97%。

图 28：截止 7 月 15 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 7 月 17 日

从近一个月的股票表现来看，山煤国际、ST 安泰、平煤股份、陕西煤业、新集能源位列涨幅前五，市场主要关注点在于山西国企改革。

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	87.79%	山煤国际	14.96%	山煤国际	27.02%
山煤国际	59.49%	潞安环能	-0.46%	ST 安泰	21.90%
ST 安泰	40.66%	盘江股份	-2.33%	平煤股份	7.71%
安源煤业	30.77%	中国神华	-2.35%	陕西煤业	5.09%
开滦股份	24.65%	陕西煤业	-3.10%	新集能源	3.94%
陕西煤业	22.86%	平煤股份	-3.56%	山西焦化	3.14%
中国神华	14.88%	淮北矿业	-8.20%	郑州煤电	2.57%
淮北矿业	14.69%	阳泉煤业	-9.44%	阳泉煤业	2.57%
恒源煤电	12.91%	西山煤电	-9.87%	平庄能源	1.91%
兰花科创	11.99%	中煤能源	-10.01%	盘江股份	1.73%
平煤股份	6.91%	兖州煤业	-10.31%	兖州煤业	1.47%
平庄能源	5.19%	开滦股份	-11.09%	大同煤业	1.33%
盘江股份	4.41%	上海能源	-11.21%	西山煤电	1.18%
露天煤业	4.33%	新集能源	-12.87%	兰花科创	0.69%
昊华能源	3.69%	冀中能源	-12.96%	昊华能源	0.33%
中煤能源	2.59%	大同煤业	-13.45%	潞安环能	0.26%
蓝焰控股	1.55%	露天煤业	-14.49%	靖远煤电	0.00%
潞安环能	0.99%	平庄能源	-16.19%	恒源煤电	-0.35%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
西山煤电	-3.29%	靖远煤电	-16.63%	上海能源	-0.38%
永泰能源	-3.59%	昊华能源	-16.73%	蓝焰控股	-0.45%
冀中能源	-3.98%	兰花科创	-16.98%	神火股份	-0.47%
上海能源	-4.74%	山西焦化	-17.05%	中国神华	-0.79%
神火股份	-5.21%	恒源煤电	-18.82%	露天煤业	-0.82%
兖州煤业	-5.32%	蓝焰控股	-20.46%	冀中能源	-1.04%
阳泉煤业	-5.67%	郑州煤电	-21.04%	大有能源	-1.04%
山西焦化	-5.77%	大有能源	-22.45%	开滦股份	-1.18%
郑州煤电	-7.00%	神火股份	-23.58%	中煤能源	-2.09%
大同煤业	-8.60%	永泰能源	-27.48%	淮北矿业	-2.71%
大有能源	-9.52%	安源煤业	-29.56%	永泰能源	-3.01%
靖远煤电	-13.51%	ST安泰	-30.62%	安源煤业	-3.77%
新集能源	-16.52%	美锦能源	-43.97%	美锦能源	-4.45%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 7 月 17 日

2、投资策略：静待底部

2019 年煤炭供需边际趋于宽松，市场已经形成共识，我们维持 2016 年以来的行业景气上行周期结束的判断。但是经历本轮供给侧改革后，生产格局区域集中，尾部企业大幅收敛，行业供应的散乱格局得到根本控制，同时在安全、环保的制约下，煤炭周期的底部要显著高于前几轮周期，进入存量市场阶段，企业的纵向整合和横向整可能带来价值和估值体系的变化，我们后期将重点挖掘上述变化和其中的机会。维持行业同步大市-A 评级，相对看好中国神华、露天煤业、陕西煤业、盘江股份、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.com