

股权投资部分兑现，预计大幅增加2020年当期业绩

陕西煤业(601225)

事件概述

根据隆基股份2020年7月24日公告，陕西煤业减持前直接(3.88%)和通过朱雀信托间接(4.81%)持股隆基8.69%，因朱雀信托存续期即将届满，需要退出并进行清算，陕西煤业于7月6-22日通过朱雀信托集中竞价减持隆基3.69%的股权。

► **陕西煤业不超过55亿元成本投资隆基股份，当前市值173亿元(不考虑减持)，浮盈约120亿元。**

在陕西煤业报表中，对隆基的持股在长期股权投资科目中以权益法核算，测算得初始投资成本不超过55亿元，每股成本平均不超过16.8元。以隆基股份2020年7月23日市值1988亿元(每股52.71元)及陕西煤业减持前持股8.69%测算，陕煤所持隆基股份当前市值173亿元，浮盈约120亿元。

陕煤在2020年7月6-22日减持隆基3.69%股份，期间隆基股份收盘价平均46.84元；减持部分股权的取得成本以全部股权平均取得成本测算，陕煤减持3.69%股权的资本利得约42亿元。若2020年陕煤继续减持剩余的间接持有的1.12%股权，预计还将取得资本利得13亿元，预计共取得资本利得54-55亿元。由于通过朱雀信托对隆基股份的减持，陕西煤业2020年的业绩将大幅超过我们此前的预期。

► **陕煤购买朱雀的公募基金，以交易性金融资产核算，朱雀基金进行主动管理投资赣锋锂业，具体金额未知但预计浮盈可观。**

朱雀基金对赣锋锂业的持股主要为H股，在我们通过其在Wind中的重要股东买卖查询，朱雀基金主要在2019年10月至12月(主要价格区间13-20元HKD)以及2020年2月至3月密集建仓(主要价格区间25-31元HKD)，自2020年4月以来有所减仓(主要价格区间27-44元HKD)，最新持仓为2020年7月7日的约4600万股，可见记录中最高持仓为2020年3月的5632万股。

陕煤设立信托购买朱雀的公募基金，在陕煤的会计处理中计入交易性金融资产，公允价值变动损益计入当期损益。该基金由朱雀进行主动管理投资赣锋锂业，陕煤持有赣锋锂业的具体金额暂不可得。但从主要买卖记录中可知，陕煤投资赣锋锂业目前应有较为可观的投资收益率。

► **龙头煤炭股现金流丰厚，现金再投资效率对估值提升尤为重要，且不提估值提升的可能性，近期案例已经增厚了股东当期回报。**

根据今日头条2020年7月20日转载中国煤炭网的报道，日前从陕西煤业了解到，截至6月底，陕煤投资浮盈超过100亿元，2017年开始投资至今收益率超过100%。

公司投资方向主要聚焦新能源、新材料、新经济，对二级市场

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: 12.96
最新收盘价: 7.94

股票代码: 601225
52周最高价/最低价: 9.46/6.84
总市值(亿): 794.00
自由流通市值(亿): 794.00
自由流通股数(百万): 10,000.00



分析师: 丁一洪
邮箱: dingyh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070001
联系电话: (0755) 2394 5082

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

相关研究

1. 陕西煤业: 年报及一季报符合预期, 煤价至暗时刻静待曙光 2020.04.29
2. 陕西煤业: 总经理增持彰显自信 2020.03.22
3. 陕西煤业: 2019年度业绩快报超预期, 上调盈利预测重申“买入” 2020.02.26
4. 陕西煤业: 三季度业绩略超预期, 上调盈利预测重申“买入”评级 2019.10.31
5. 陕西煤业首次覆盖: 陕西煤业将提升华中市场份额 2019.10.13

主要投资标的隆基股份、赣锋锂业，陕西煤业均派驻董事持续跟踪。我们认为陕煤利用煤炭主业现金牛的优势布局未来有前景的产业，以寻求公司的长期发展。

► 考虑对隆基的减持，上调 2020 年盈利预测，预计 2020-22 年归母 120/105/115 亿元，同比+3%/-12%/+9%，上调目标价至 12.96 元，现价空间 62%，维持并重申“买入”评级。

我们调整 2020-22 年陕煤销售均价的预测至 310/320/335 元/吨，同时非煤投资部分，假设 2020 年公司部分减持隆基股份与投资赣锋锂业等合计贡献投资收益与公允价值变动损益 35 亿元，上调 2020 年盈利预测，调整后 2020-22 年盈利预测为 120/105/115 亿元（原预测为 101/123/129 亿元），同比+3%/-12%/+9%，对应 EPS 分别为 1.24/1.08/1.18 元（原预测为 1.04/1.26/1.33 元），当前 PE 分别为 6.4/7.3/6.7 倍。

我们以 2022 年业绩为公司长期业绩基准，稀缺的低成本优质资源，以及远超行业平均的剩余可采年限，增加考虑公司的现金能力以及附加考虑最近现金再投资的两个成功案例，我们给予公司 2021 年预测 EPS 1.08 元以略超申万三级煤炭开采行业 2021 年中位数估值 10 倍 PE 的 12 倍 PE，上调目标价至 12.96 元（原目标价为 12.6 元），现价空间 62%，维持并重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统性风险；进口煤限制放开超预期；内蒙及陕西煤炭产量超预期；浩吉铁路上量低于预期；荆州煤码头投产及上量不达预期；神渭管道转固。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,224	73,403	65,606	70,012	72,543
YoY (%)	12.4%	28.3%	-10.6%	6.7%	3.6%
归母净利润(百万元)	10,993	11,643	12,000	10,516	11,485
YoY (%)	5.2%	5.9%	3.1%	-12.4%	9.2%
毛利率 (%)	48.7%	40.9%	38.4%	39.9%	41.5%
每股收益 (元)	1.13	1.20	1.24	1.08	1.18
ROE	21.7%	20.0%	17.2%	13.1%	12.5%
市盈率	6.56	7.49	6.41	7.31	6.69

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 新能源/新材料领域的成功投资：隆基股份和赣锋锂业.....	4
1.1. 不超过 55 亿元投资隆基，不考虑减持当前浮盈约 120 亿元.....	4
1.2. 部分减持隆基股份兑现投资收益，公司 2020 年业绩超预期.....	4
1.3. 通过朱雀的公募基金持有赣锋锂业，同时派驻非独立董事.....	5
2. 盈利预测与估值.....	6
2.1. 上调公司 2020 年盈利预测至 120 亿元.....	6
2.2. 当前陕煤在新能源/新材料等领域的投资估值超 100 亿元，煤炭板块估值不足 700 亿元.....	6
2.3. 上调目标价至 12.96 元，重申“买入”.....	6
3. 风险因素.....	7

在本次疫情的压力测试下，动力煤价格在 470-600 元/吨之间区间波动逐渐成为煤炭产业的一致预期，资本市场未来或亦将逐渐认可。在这一预期下，历史包袱较轻的优质龙头动力煤企业具有较高的 ROE 和持续的高现金流，现金的运用成为市场关注的焦点。

陕西煤业就是符合这一情况的龙头煤企，而其运用自身高 ROE 在煤炭主业产生的持续现金流，在新能源、新材料、新经济等产业进行投资。由于其投资主要通过二级市场，且大部分金额在长期股权投资科目中确认，因此过去三年的相关投资收益并未充分在利润表中体现，市场对陕西煤业的现金再投资能力关注较低。

近日隆基股份公告称，陕煤通过朱雀基金间接持股的部分隆基股权由于基金到期而减持，该部分投资收益将在今年的利润表中得以体现，帮助公司在煤炭主业相对低迷的情况下平滑业绩，我们认为这将大幅增加股东 2020 年的当期回报。

1. 新能源/新材料领域的成功投资：隆基股份和赣锋锂业

根据我们的测算，陕西煤业仅在隆基股份一项投资上，近三年收益率超过 200%，浮盈约 120 亿元。公司承诺对隆基股份直接持股的部分两年内不减持，因朱雀信托存续期即将届满，需要退出并进行清算，近期减持了部分通过朱雀信托间接持有的股份。公司对隆基的持股在长期股权投资中权益法核算，二级市场的浮盈本不影响当期利润表，但由于部分减持，退出部分的资本利得预计将在今年确认投资收益。

公司通过朱雀基金持有的赣锋锂业为朱雀基金的自主投资行为，朱雀基金的相关份额在交易性金融资产中确认，浮盈通过公允价值变动损益在当期利润表中确认。

1.1. 不超过 55 亿元投资隆基，不考虑减持当前浮盈约 120 亿元

根据隆基股份 2020 年 7 月 23 日晚间《关于股东权益变动的提示性公告》，陕西煤业减持前直接（3.88%）和通过朱雀信托间接（4.81%）持股隆基 8.69%，因朱雀信托存续期即将届满，需要退出并进行清算，陕西煤业于 7 月 6-22 日通过朱雀信托集中竞价减持隆基 3.69% 的股权。

根据陕西煤业 2019 年年度财务报表，截至 2019 年底，公司持有隆基股份 8.63% 股份，在长期股权投资科目中以权益法核算，期末余额 60 亿元，剔除 2018/19 年投资收益、其他综合收益、宣告发放现金等的影响后，倒算投资成本不超过 55 亿元（由于公司在将隆基股份股权确认为长期股权投资时的成本可能已含有部分投资收益，我们认为实际陕煤对隆基的投资成本少于 55 亿元），每股成本平均不超过 16.8 元。

以隆基股份 2020 年 7 月 23 日市值 1988 亿元及陕西煤业减持前持股 8.69% 测算，陕煤以不超过 55 亿元成本投资隆基，当前市值 173 亿元。仅隆基股份一项投资，陕西煤业的浮盈约 120 亿元。

1.2. 部分减持隆基股份兑现投资收益，公司 2020 年业绩超预期

陕煤在 2020 年 7 月 6-22 日减持隆基 3.69% 股份，期间隆基股份收盘价平均 46.84 元；减持部分股权的取得成本以全部股权平均取得成本测算，陕煤减持 3.69% 股权的资本利得约 42 亿元。若 2020 年陕煤将继续减持剩余的通过朱雀信托间接持有的 1.12%，假设未来的减持股价与此前减持的一致，则剩余的 1.12% 股权预计还将

取得资本利得 13 亿元，预计共取得资本利得 54-55 亿元。考虑朱雀信托管理费和此前在报表中确认的投资收益等需要扣除，我们预计因减持将在利润表中确认的投资收益为 30 多亿元（若剩余的 1.12% 不继续减持，预计在 20-30 亿之间）。

由于通过朱雀信托对隆基股份的减持，陕西煤业 2020 年的业绩将大幅超过我们此前的预期。

1.3. 通过朱雀的公募基金持有赣锋锂业，同时派驻非独立董事

根据陕西煤业 2019 年年报，交易性金融资产中的信托产品投资余额 18 亿元；2019 年中报时该科目余额约 17 亿元，其中西部信托-陕煤-朱雀新材料产业投资单一资金信托项目（下简称“新材料信托”）约 10 亿元，西部信托有限公司-西部信托-陕煤-朱雀产业投资单一资金信托项目约 7 亿元。根据陕西煤业 2020 年一季报，交易性金融资产余额增加 11 亿元，主要由于新增投资。

我们通过赣锋锂业 H 股（1772.HK）在 Wind 中“重要股东买卖”查询，朱雀基金主要在 2019 年 10 月至 12 月（主要价格区间 13-20 元 HKD）以及 2020 年 2 月至 3 月密集建仓（主要价格区间 25-31 元 HKD），自 2020 年 4 月来有所减仓（主要价格区间 27-44 元 HKD），最新数据为 2020 年 7 月 7 日持仓约 4600 万股 H 股，可见记录中最高持仓为 2020 年 3 月 16 日的 5632 万股。在赣锋锂业 2020 年一季度机构投资者查询中未出现朱雀基金，预计朱雀基金在赣锋锂业的持仓主要在 H 股。

若上述朱雀基金对赣锋锂业的股票投资部分通过与陕煤设立的新材料信托，则陕煤间接持有赣锋锂业的股份将计入交易性金融资产，公允价值变动损益计入当期损益。同时提示三点，一是购买赣锋锂业股票系朱雀基金的自主投资行为，二是新材料信托并不一定全部投资于赣锋锂业，三是 2020 年一季度新增的 11 亿元交易性金融资产不一定均为新材料信托。

由于可得信息所限，我们无法从公开信息中得知朱雀基金的港股持仓中通过陕煤新材料信托持股的具体数值，但从主要买卖记录中可知，陕煤若通过朱雀信托持有在赣锋锂业 H 股，从朱雀基金的操作记录来看应有较为可观的浮盈。

根据赣锋锂业 2020 年 2 月 8 日《第四届董事会第三十九次董事会决议公告》，审议通过《关于公司董事会换届选举的议案》，提名陕西煤业财务部副经理杨娟娟女士为公司第五届董事会非独立董事候选人。对此，公司称“赣峰锂业业务经营有相关物流和用煤需求，未来与本公司存在业务合作基础，本公司也希望了解新能源产业链的发展，故本公司财务部副经理被提名为赣峰锂业第五届董事会外部非独立董事候选人之一”。我们认为陕煤对赣锋锂业派驻董事亦体现了公司在新材料领域的战略眼光。

注：对于赣锋锂业相关事项，陕西煤业于 2020 年 2 月 11 日在“上证 e 互动”平台答投资者问：“赣锋锂业作为同时在深交所和香港联交所上市的公司，根据香港联交所的相关规则，公司董事会成员应当多元化。因此除主要持股股东委派董事及独立董事外，赣峰锂业董事会自港股上市以来也一直有少数既不持有赣峰锂业公司股份也不属于独立董事的外部非独立董事，以促进公司治理的进一步优化。此外，赣峰锂业业务经营有相关物流和用煤需求，未来与本公司存在业务合作基础，本公司也希望了解新能源产业链的发展，故本公司财务部副经理被提名为赣峰锂业第五届董事会外部非独立董事候选人之一。”

“公司此次投资行为，仅系购买朱雀基金作为公募基金发行的基金产品，根据公募基金的监管政策，其对外投资行为由其根据公募基金监管规则及投资策略自主决策，基金持有人无权干预公募基金的投资决策，因此本次朱雀基金投资赣峰锂业的行为

也属于朱雀投资的自主投资行为。朱雀基金对赣峰锂业的投资不会导致本公司对赣峰锂业进行权益法核算。”

2. 盈利预测与估值

我们上调 2020 年盈利预测，调整后 2020-22 年盈利预测为 120/105/115 亿元，同比 +3%/-12%/+9%，对应 EPS 分别为 1.24/1.08/1.18 元，当前 PE 分别为 6.4/7.3/6.7 倍。同时上调目标价至 12.96 元，维持并重申“买入”评级。

2.1. 上调公司 2020 年盈利预测至 120 亿元

由于今年 4/5 月份陕西的坑口煤价下行超预期，而后续下游复工复产后的需求亦超预期，我们调整 2020-22 年陕煤销售均价的预测至 310/320/335 元/吨，同时在非煤投资部分，假设 2020 年公司部分减持隆基股份与投资赣锋锂业等合计贡献投资收益与公允价值变动损益 35 亿元，上调 2020 年盈利预测，调整后 2020-22 年盈利预测为 120/105/115 亿元（原预测为 101/123/129 亿元），同比 +3%/-12%/+9%，对应 EPS 分别为 1.24/1.08/1.18 元（原预测为 1.04/1.26/1.33 元），当前 PE 分别为 6.4/7.3/6.7 倍。

2.2. 当前陕煤在新能源/新材料等领域的投资估值超 100 亿元， 煤炭板块估值不足 700 亿元

假设陕煤减持所有通过朱雀信托间接持有的 4.81%隆基股份，预计在利润表中确认投资收益超过 30 亿元（扣除所得税后超过 23 亿元），同时，剩余的直接持有的 3.88%股权于 2020 年 7 月 23 日收盘后对应的市值为 77 亿元，合计后仅陕煤对隆基股份的投资估值即超过 100 亿元。

虽然陕煤持有赣锋锂业的规模无法获知，同时公司通过一级市场投资新能源、新材料、新经济等领域的金额亦暂不明，我们仍然可以测算当前陕煤在新能源/新材料等领域的投资估值超过 100 亿元，而以 2020 年 7 月 23 日收盘后陕西煤业的市值 801 亿元测算，陕煤的煤炭板块估值当前不足 700 亿元，煤炭估值仅 7 倍（行业中位数 2020 年 PE 为 11 倍）。

2.3. 上调目标价至 12.96 元，重申“买入”

今年疫情影响下，浩吉铁路的运量不及年初的计划，我们认为荆州煤码头预计今年下半年投产后，2022 年浩吉铁路将逐步培育至正常轨道，同时今年底若小保当二号矿正常投产，2022 年的产量亦为常规产量，因此我们以 2022 年业绩为公司长期业绩基准。考虑到陕煤稀缺的低成本优质资源，以及远超行业平均的剩余可采年限，再增加考虑被市场低估的现金再投资能力以及客观上已经增加的当期回报，我们给予公司 2021 年预测 EPS 1.08 元以超过申万三级煤炭开采行业 2021 年中位数估值 10 倍 PE 的 12 倍 PE，上调目标价至 12.96 元（原目标价为 12.6 元），现价空间超 60%，维持并重申“买入”评级。

3. 风险因素

宏观经济系统性风险；
进口煤限制放开超预期；
内蒙及陕西煤炭产量超预期；
浩吉铁路上量低于预期；
荆州煤码头投产及上量不达预期；
神渭管道转固。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	73,403	65,606	70,012	72,543	净利润	16,632	15,999	15,695	17,141
YoY (%)	28.3%	-10.6%	6.7%	3.6%	折旧和摊销	5,848	3,630	3,750	3,861
营业成本	43,357	40,445	42,050	42,408	营运资金变动	-2,060	-733	402	52
营业税金及附加	3,615	3,231	3,448	3,573	经营活动现金流	19,200	14,561	18,150	19,434
销售费用	2,768	2,559	2,520	2,612	资本开支	-4,824	-4,987	-5,000	-2,000
管理费用	5,628	5,030	5,368	5,562	投资	-1,274	0	0	0
财务费用	548	366	424	565	投资活动现金流	-5,825	-287	-2,880	186
资产减值损失	-85	0	0	0	股权募资	1,470	-305	0	0
投资收益	1,727	4,200	1,820	1,886	债务募资	1,870	-4,170	0	0
营业利润	19,674	18,652	18,297	19,984	筹资活动现金流	-8,307	-9,641	-4,624	-5,165
营业外收支	-284	0	0	0	现金净流量	5,069	4,634	10,647	14,454
利润总额	19,390	18,652	18,297	19,984	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	2,758	2,653	2,602	2,842	成长能力 (%)				
净利润	16,632	15,999	15,695	17,141	营业收入增长率	28.3%	-10.6%	6.7%	3.6%
归属于母公司净利润	11,643	12,000	10,516	11,485	净利润增长率	5.9%	3.1%	-12.4%	9.2%
YoY (%)	5.9%	3.1%	-12.4%	9.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.20	1.24	1.08	1.18	毛利率	40.9%	38.4%	39.9%	41.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	22.7%	24.4%	22.4%	23.6%
货币资金	19,243	23,877	34,524	48,978	总资产收益率 ROA	9.2%	9.1%	7.3%	7.3%
预付款项	2,144	2,000	2,079	2,097	净资产收益率 ROE	20.0%	18.4%	14.7%	14.7%
存货	1,314	1,226	1,274	1,285	偿债能力 (%)				
其他流动资产	12,111	11,284	11,751	12,019	流动比率	1.25	1.48	1.84	2.36
流动资产合计	34,812	38,387	49,628	64,379	速动比率	1.12	1.36	1.72	2.24
长期股权投资	12,104	12,104	12,104	12,104	现金比率	0.69	0.92	1.28	1.79
固定资产	40,209	42,431	44,500	43,426	资产负债率	39.9%	33.8%	31.6%	29.2%
无形资产	21,803	20,951	20,133	19,346	经营效率 (%)				
非流动资产合计	91,872	93,229	94,479	92,618	总资产周转率	0.58	0.50	0.49	0.46
资产合计	126,684	131,616	144,108	156,998	每股指标 (元)				
短期借款	170	0	0	0	每股收益	1.20	1.24	1.08	1.18
应付账款及票据	14,383	13,417	13,950	14,068	每股净资产	6.01	6.72	7.37	8.08
其他流动负债	13,353	12,527	12,991	13,221	每股经营现金流	1.98	1.50	1.87	2.00
流动负债合计	27,906	25,944	26,941	27,290	每股股利	0.36	0.50	0.43	0.47
长期借款	9,071	5,071	5,071	5,071	估值分析				
其他长期负债	13,536	13,536	13,536	13,536	PE	7.49	6.41	7.31	6.69
非流动负债合计	22,607	18,607	18,607	18,607	PB	1.50	1.18	1.08	0.98
负债合计	50,514	44,551	45,548	45,897					
股本	10,000	9,695	9,695	9,695					
少数股东权益	17,916	21,916	27,095	32,752					
股东权益合计	76,170	87,064	98,559	111,101					
负债和股东权益合计	126,684	131,616	144,108	156,998					

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研究助理，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。