

煤炭开采

2023年08月03日

煤炭 Q2 持仓环比下跌，稳增长催化顺势布局煤炭股

——煤炭行业二季度基金持仓分析

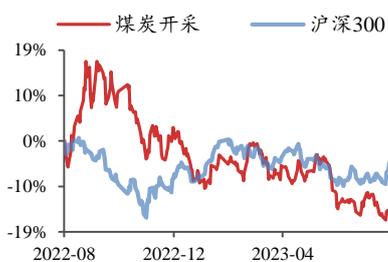
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《稳增长政策超预期&供给收缩，煤炭股可顺势布局—行业周报》-2023.7.30

《动力煤和双焦价格上涨超预期，煤炭股可顺势布局—行业周报》

-2023.7.23

《日耗持续攀升&供给收缩，煤炭股可顺势布局—行业周报》-2023.7.16

● 煤炭 Q2 持仓环比下跌，稳增长催化顺势布局煤炭股

自 2022 年四季度煤炭板块开始调整，2023 年一季度煤炭板块呈现震荡走势，2023Q2 煤炭板块被公募基金环比减仓，截至 2023 年二季度末，基金重仓煤炭的比例为 0.97%（环比-0.49pct，同比-0.46pct），煤炭行业参考配置比例 1.19%。公募基金持有煤炭行业总市值为 298.1 亿元，环比-36.2%。持有基金数量方面，中国神华、陕西煤业超过 100 只基金持有，龙头煤企仍是公募基金主要持仓标的。持股总市值方面，中国神华、陕西煤业、山煤国际、神火股份等排前列。7 月中央政治局会议反映政策层面稳增长意图超预期，多方向布局尤其是对地产支持政策超预期，如没再重申“房住不炒”、“减免房产交易的各种税费”、“降低首套房首付比、落实认房不认贷”等，后续有望对地产新开工带来边际改善，利多黑色产业链，同时也间接利多动力煤产业链（电力、水泥、煤化工）。我们维持对煤炭板块高胜率与高安全边际的逻辑推荐：从高胜率而言，高分红已逐步受到资本市场资金的青睐，煤企高分红已成为大趋势，7 月初兖矿能源将分红承诺从不低于 50%提到 60%更是有利证明；当前稳增长政策出台且超预期，煤炭股同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 5 倍，以 PB-ROE 方法分析煤炭股高 ROE 而 PB 却大幅折价，煤炭企业价值被低估。高弹性且兼具高分红及成长性三合一的受益标的：山煤国际、兖矿能源、广汇能源、潞安环能、山西焦煤；稳健高分红受益标的：中国神华、陕西煤业；经济复苏及冶金煤弹性受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；中特估预期差最大受益标的：中煤能源；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

● 龙头煤企仍是基金主要持仓标的

中国神华、陕西煤业、山煤国际、中国神华 H 股等龙头煤企仍是公募基金主要持仓标的。持有基金数量方面，中国神华、陕西煤业超过 100 只基金持有，分别为 172 只、126 只，其次为山煤国际、中国神华 H 股、兖矿能源、广汇能源、山西焦煤、潞安环能，分别有 51、46、45、39、34、34 只基金持有。

● 能源转型及重组煤企获得加仓

二季度基金加仓较多的公司为盘江股份、华阳股份、电投能源等，分别加仓 9,725 万股（+10.1%）、3,483 万股（+5.1%）、3,261 万股（+6.2%）。

● 焦炭板块获得加仓

2023 年二季度末，公募基金持有动力煤（含无烟煤）行业总市值 239.35 亿元，环比-36.92%，加仓较多的公司为华阳股份、电投能源、新集能源、郑州煤电、晋控煤业等；持有炼焦煤行业总市值 49.2 亿元，环比-37.3%，加仓较多的公司为盘江股份；持有焦炭行业总市值 9.5 亿元，环比+3.0%，加仓较多的公司为云煤能源、陕西黑猫、美锦能源、中国旭阳集团。

● **风险提示：**经济增速下行风险，需求恢复不及预期风险，可再生能源加速替代风险。

目 录

1、 Q2 公募基金持仓：持仓比例大跌.....	3
1.1、 重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值的 0.97%	3
1.2、 龙头煤企是基金主要持仓标的	3
1.3、 龙头企业仍是不同风格基金主要持仓标的.....	5
2、 能源转型及重组煤企获得加仓	7
3、 焦炭板块获得加仓	8
4、 投资策略	9
5、 风险提示	10

图表目录

图 1： 2023Q2 基金重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值 0.97%.....	3
图 2： 持股总市值方面，中国神华、陕西煤业、山煤国际、神火股份等排前列	4
图 3： 股票型基金持有数量最多的标的为中国神华.....	5
图 4： 普通股票型基金持有数量最多的标的为陕西煤业.....	6
图 5： 混合基金持有数量最多的标的为中国神华.....	6
图 6： 灵活配置基金持有数量最多的标的为中国神华.....	7
表 1： 中国神华、陕西煤业、山煤国际、中国神华 H 股等龙头煤企仍是基金主要持仓标的（前 20 名）	3
表 2： 基金持仓占流通股比重较高的有山煤国际、神火股份等.....	5
表 3： 盘江股份、华阳股份等获加仓较多	7
表 4： 广汇能源、神火股份等遭减仓较多	8
表 5： 动力煤板块中，基金增持华阳股份股数最多.....	8
表 6： 炼焦煤中，基金增持盘江股份股数最多.....	9
表 7： 焦炭板块中，基金加仓云煤能源较多.....	9
表 8： 煤炭板块大多维持高股息率	10

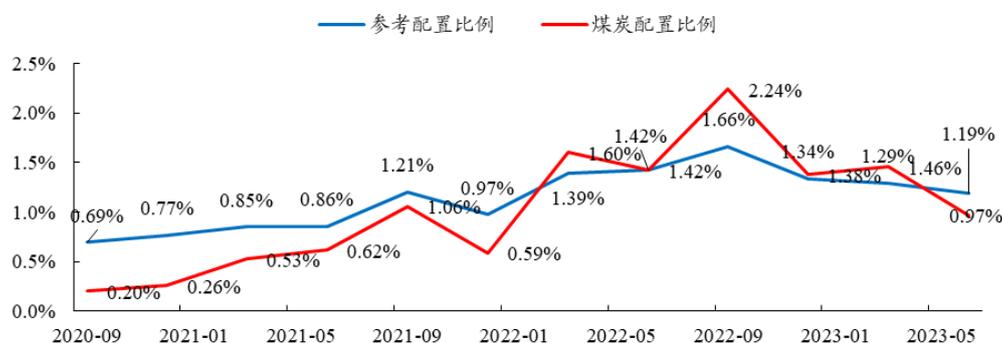
1、Q2 公募基金持仓：持仓比例大跌

1.1、重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值的 0.97%

2023 年二季度煤炭行业遭公募基金减仓。公募基金近期披露 2023 半年报重点持仓，煤炭行业遭公募基金减仓，截至 2023 年二季度末，基金重仓煤炭行业市值占基金重仓持股总市值的比例为 0.97%（环比-0.49pct，同比-0.46pct），煤炭行业参考配置比例 1.19%（煤炭 A 股总自由流通市值/全部 A 股总自由流通市值）。

公募基金重仓煤炭行业市值环比-36.2%。截至 2023 年二季度末，公募基金持有煤炭行业市值为 298.1 亿元，环比-36.2%。

图1：2023Q2 基金重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值 0.97%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：本文中分析的持仓均为基金前 10 大重仓。

1.2、龙头煤企是基金主要持仓标的

中国神华、陕西煤业、山煤国际、中国神华 H 股等龙头煤企是公募基金主要持仓标的。持有基金数量方面，中国神华、陕西煤业超过 100 只基金持有，分别为 172 只、126 只，其次为山煤国际、中国神华 H 股、兖矿能源、广汇能源、山西焦煤、潞安环能，分别有 51、46、45、39、34、34 只基金持有。

表1：中国神华、陕西煤业、山煤国际、中国神华 H 股等龙头煤企仍是基金主要持仓标的（前 20 名）

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	持股总市值(万元)
601088.SH	中国神华	172	15,083	463,815
601225.SH	陕西煤业	126	25,047	455,613
600546.SH	山煤国际	51	18,816	272,269
1088.HK	中国神华（H 股）	46	4,829	106,627
600188.SH	兖矿能源	45	6,354	190,123
600256.SH	广汇能源	39	28,825	197,736
000983.SZ	山西焦煤	34	8,891	145,104
601699.SH	潞安环能	34	9,617	87,517
000933.SZ	神火股份	32	20,743	269,664
601898.SH	中煤能源	28	12,318	103,963

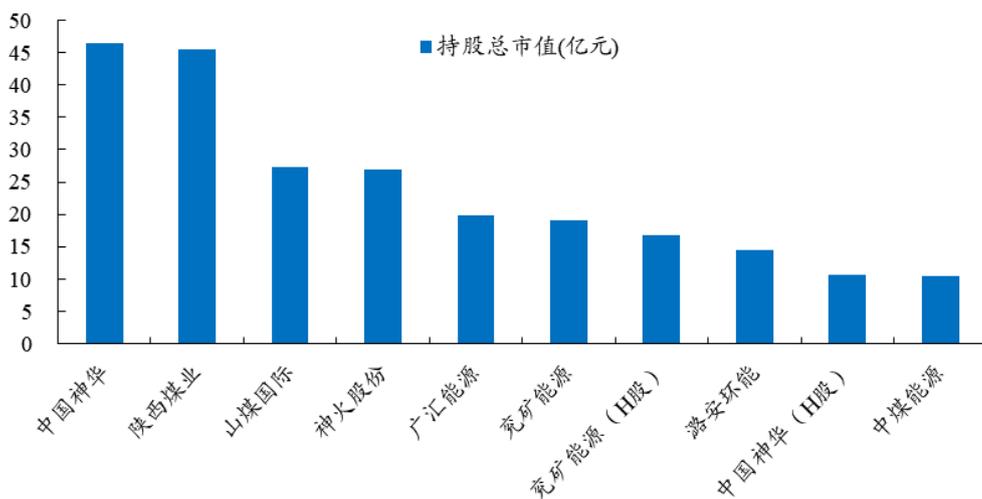
代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	持股总市值(万元)
1171.HK	兖矿能源 (H股)	24	8,092	167,484
600157.SH	永泰能源	22	61,577	87,440
002128.SZ	电投能源	17	3,957	52,313
600985.SH	淮北矿业	16	4,828	55,613
600348.SH	华阳股份	14	8,629	68,252
600395.SH	盘江股份	11	13,843	96,209
1898.HK	中煤能源 (H股)	11	2,015	10,811
601666.SH	平煤股份	8	2,357	17,774
601001.SH	晋控煤业	6	2,167	20,280
600971.SH	恒源煤电	6	331	2,575

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金披露均以人民币计价。

持股总市值方面，中国神华、陕西煤业、山煤国际、神火股份等排前列。截至2023年二季度末，基金持股煤炭行业总市值前十的股票分别为中国神华(46.38亿元)、陕西煤业(45.56亿元)、山煤国际(27.23亿元)、神火股份(26.97亿元)、广汇能源(19.77亿元)、兖矿能源(19.01亿元)、兖矿能源H股(16.75亿元)、潞安环能(14.51亿元)、中国神华H股(10.66亿元)、中煤能源(10.40亿元)。

图2：持股总市值方面，中国神华、陕西煤业、山煤国际、神火股份等排前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

基金持仓占流通股比重最高的为山煤国际。基金持仓占流通股比重较高的标的有：山煤国际(9.49%)、神火股份(9.30%)、盘江股份(6.45%)、广汇能源(4.39%)、兖矿能源H股(4.26%)、潞安环能(2.97%)、中国旭阳集团H股(2.89%)、永泰能源(2.77%)、陕西煤业(2.58%)、华阳股份(2.39%)。

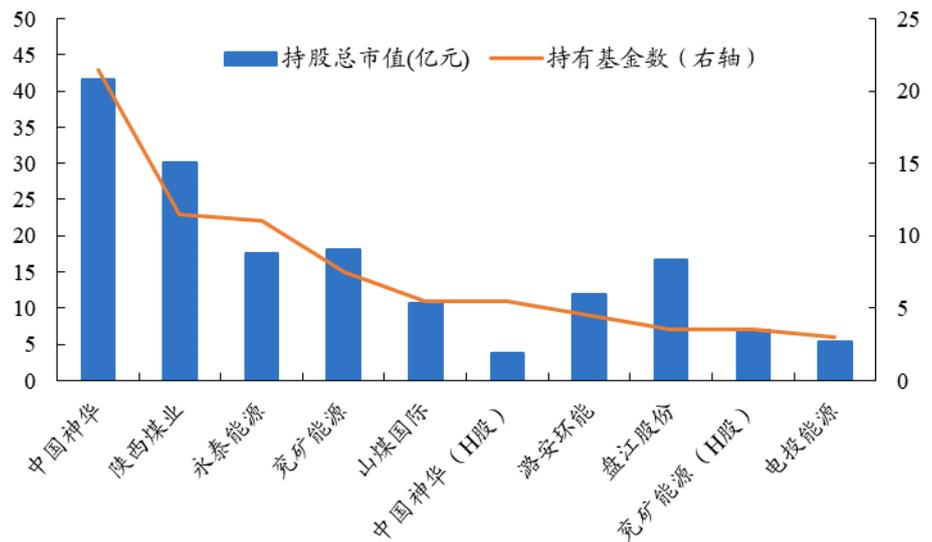
表2：基金持仓占流通股比重较高的有山煤国际、神火股份等

代码	名称	持股占流通股比(%)
600546.SH	山煤国际	9.49
000933.SZ	神火股份	9.30
600395.SH	盘江股份	6.45
600256.SH	广汇能源	4.39
1171.HK	兖矿能源（H股）	4.26
601699.SH	潞安环能	2.97
1907.HK	中国旭阳集团（H股）	2.89
600157.SH	永泰能源	2.77
601225.SH	陕西煤业	2.58
600546.SH	华阳股份	2.39

数据来源：Wind、开源证券研究所

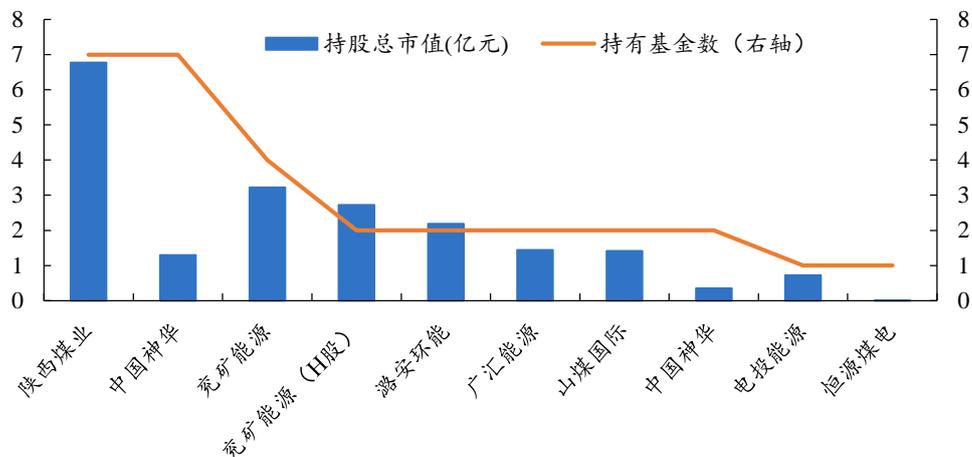
1.3、龙头企业仍是不同风格基金主要持仓标的

股票型基金方面：持有基金数量前五名分别为中国神华（43只）、陕西煤业（23只）、永泰能源（22只）、兖矿能源（15只）、山煤国际（11只）；持股总市值方面，前五名分别为中国神华（20.78亿）、陕西煤业（15.05亿）、兖矿能源（9.07亿）、永泰能源（8.74亿）、盘江股份（8.37亿）。

图3：股票型基金持有数量最多的标的为中国神华


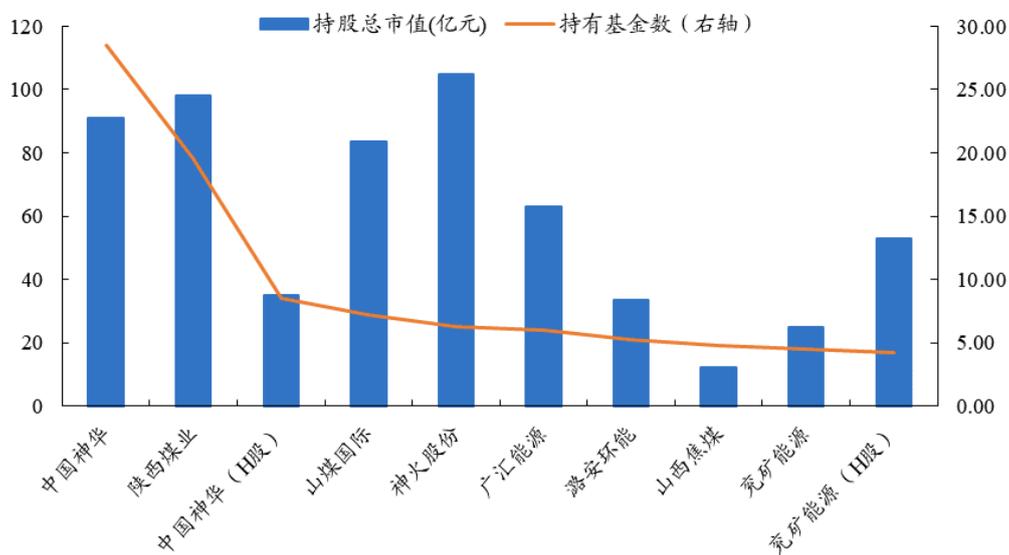
数据来源：Wind、开源证券研究所

普通股票型基金方面：持有基金数量前五名为陕西煤业（7只）、中国神华（7只）、兖矿能源（4只）、山煤国际（2只）、广汇能源（2只）；持股总市值方面，前五名为陕西煤业（6.78亿）、兖矿能源（3.23亿）、兖矿能源（H股）（2.72亿）、潞安环能（2.19亿）、广汇能源（1.44亿）。

图4：普通股票型基金持有数量最多的标的为陕西煤业


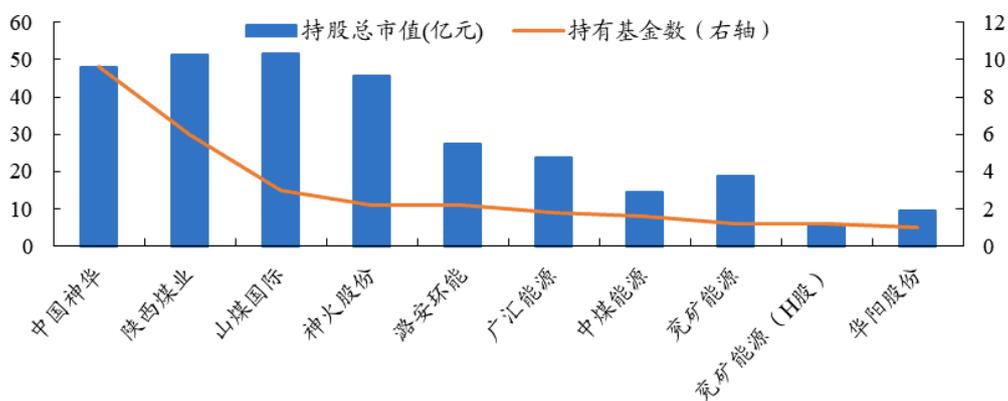
数据来源：Wind、开源证券研究所

混合型基金方面：持有基金数量前五名为中国神华（114 只）、陕西煤业（78 只）、中国神华（H 股）（34 只）、山煤国际（29 只）、神火股份（25 只）；持股总市值方面，前五名为神火股份（26.18 亿）、陕西煤业（24.51 亿）、中国神华（22.78 亿）、山煤国际（20.90 亿）、广汇能源（15.80 亿）。

图5：混合基金持有数量最多的标的为中国神华


数据来源：Wind、开源证券研究所

灵活配置基金方面：持有基金数量前五名为中国神华（48 只）、陕西煤业（30 只）、山煤国际（15 只）、神火股份（11 只）、潞安环能（11 只）；持股总市值方面，前五名为山煤国际（10.31 亿）、陕西煤业（10.25 亿）、中国神华（9.60 亿）、神火股份（9.15 亿）、潞安环能（5.48 亿）。

图6：灵活配置基金持有数量最多的标的为中国神华


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、能源转型及重组煤企获得加仓

基金持仓变动方面：二季度基金加仓较多的公司为盘江股份、华阳股份、电投能源等，分别加仓 9,725 万股(+10.1%)、3,483 万股(+5.1%)、3,261 万股(+6.2%)。能源转型及重组煤企获得加仓：盘江股份：贵州能源集团重组受益；华阳股份：大力发展储能电池及配套业务；电投能源：大规模绿电运营。其他加仓较多的还有云煤能源、新集能源等。

遭基金减仓较多的公司为广汇能源、神火股份、潞安环能等，分别减持 4.86 亿股(-24.6%)、1.37 亿股(-5.1%)、8,655 万股(-6.0%)，其他减持较多的还有兖矿能源(H股)、陕西煤业、山西焦煤、兖矿能源等。

表3：盘江股份、华阳股份等获加仓较多

代码	名称	季报持仓变动(万股)
600395.SH	盘江股份	9,725
600348.SH	华阳股份	3,483
002128.SZ	电投能源	3,261
600792.SH	云煤能源	1,472
601918.SH	新集能源	1,158
601015.SH	陕西黑猫	1,124
000723.SZ	美锦能源	1,040
600121.SH	郑州煤电	1,040
601001.SH	晋控煤业	665
000552.SZ	甘肃能化	584

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：广汇能源、神火股份等遭减仓较多

代码	名称	季报持仓变动(万股)
600256.SH	广汇能源	-48,555
000933.SZ	神火股份	-13,703
601699.SH	潞安环能	-8,655
1171.HK	兖矿能源 (H股)	-7,207
601225.SH	陕西煤业	-5,354
000983.SZ	山西焦煤	-5,076
600188.SH	兖矿能源	-4,830
1088.HK	中国神华 (H股)	-1,330
000937.SZ	冀中能源	-917
601898.SH	中煤能源	-853

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、焦炭板块获得加仓

2023年二季度末，公募基金持有动力煤（含无烟煤）行业总市值239.35亿元，环比-36.92%。加仓较多的公司为华阳股份、电投能源、新集能源、郑州煤电、晋控煤业等，分别加仓3,483万股、3,261万股、1,158万股、1,040万股、665万股。减仓较多的公司为兖矿能源、中国神华（H股）、中煤能源、恒源煤电、山煤国际，分别减仓4,830万股、1,330万股、853万股、6189万股、353万股。

表5：动力煤板块中，基金增持华阳股份股数最多

代码	简称	持有基金数	动力煤持股总市值 (亿元)	持仓变动 (万股)
600348.SH	华阳股份	14	6.83	3,483
002128.SZ	电投能源	17	5.23	3,261
601918.SH	新集能源	2	0.49	1,158
600121.SH	郑州煤电	1	0.49	1,040
601001.SH	晋控煤业	6	2.03	665
000552.SZ	靖远煤电	3	0.19	584
601088.SH	中国神华	172	46.38	471
1898.HK	中煤能源 (H股)	11	1.08	394
600397.SH	安源煤业	1	0.01	27
601101.SH	昊华能源	1	0.01	-39
600123.SH	兰花科创	1	0.01	-45
600546.SH	山煤国际	51	27.23	-353
600971.SH	恒源煤电	6	0.26	-619
601898.SH	中煤能源	28	10.40	-853
1088.HK	中国神华 (H股)	46	10.66	-1,330
600188.SH	兖矿能源	45	19.01	-4,830

数据来源：Wind、开源证券研究所

公募基金持有炼焦煤行业总市值49.2亿元，环比-37.3%。加仓较多的公司为盘

江股份，加仓 9,725 万股。减仓较多的公司为潞安环能、山西焦煤、冀中能源、淮北矿业，分别减仓 8,655 万股、5,076 万股、917 万股、643 万股。

表6：炼焦煤中，基金增持盘江股份股数最多

代码	简称	持有基金数	炼焦煤持股总市值 (亿元)	加仓变动 (万股)
600395.SH	盘江股份	11	9.6	9,725
601666.SH	平煤股份	8	1.8	-21
600157.SH	永泰能源	22	8.7	-37
600985.SH	淮北矿业	16	5.6	-643
000937.SZ	冀中能源	3	0.2	-917
000983.SZ	山西焦煤	34	8.8	-5,076
601699.SH	潞安环能	34	14.5	-8,655

数据来源：Wind、开源证券研究所

公募基金持有焦炭行业总市值 9.5 亿元，环比+3.0%。加仓较多的公司为云煤能源、陕西黑猫、美锦能源、中国旭阳集团，分别加仓 1,472 万股、1,124 万股、1,040 万股、313 万股。

表7：焦炭板块中，基金加仓云煤能源较多

代码	简称	持有基金数	焦炭持股总市值 (亿元)	加仓变动 (万股)
600792.SH	云煤能源	1	0.5	1,472
601015.SH	陕西黑猫	1	0.5	1,124
000723.SZ	美锦能源	5	4.2	1,040
1907.HK	中国旭阳集团 (H 股)	4	4.3	313
603113.SH	金能科技	1	0.03	-599

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资策略

经历了7月份炎热高温带来的日耗同比大增，动力煤价格上涨走势总体超预期；进入8月份市场对煤价走势再起担心，因为按往年日耗走势推断日耗将于8月中旬达到高点后将逐步下行，进入秋季煤价是否会再出现深幅下跌或跌破6月中旬的最低点价格759元？我们判断这个前低点位应该很难再次跌破，主要原因包括：一是秋季面临的基本面和6月已完全不可比拟，6月时的基本面众多利空因素包括“港口和电厂库存均为历史最高、日耗尚处低位、进口煤超预期、海外煤大量甩货”，而秋季所面临的基本面则是“港口库存已去化、电厂库存也从高点缓慢下滑、日耗偏高、进口煤有望政策性收紧（6月底煤炭交易会讨论内容已反映此现象）、不存在海外煤甩货、荷兰天然气气田关闭带来的煤炭替代性需求预期上涨（纽卡Q6000价格当前已大涨）”。二是电厂采购行为将对煤价形成支撑，也是我们在6月份提出的煤价底部区间判断的逻辑，即709-770元会是煤价底部的确认区域，因为709元是年度长协6月的参考价，770元是年度长协区间的上限，跌至此区间电厂将更多的采购现货而减少长协；另外近年来动力煤到环渤海港口的完全成本平均值已大幅提升，成本曲线的边际最高成本超过700元甚至800元，煤价逼近成本价将导致部分煤矿

减产。三是国内生产有望长时间受到安全检查的强监管而导致供给收缩，近期我们看煤矿开工率已连续数周下滑，晋陕蒙 422 家开工率继 6 月环比下降后，7 月连续四周环比下降至 81.8%。四是稳增长政策有望在下半年发挥效力，尤其是在施工旺季的金九银十月份。7 月中央政治局会议反映政策层面稳增长意图超预期，多方向布局尤其是对地产支持政策超预期，如没再重申“房住不炒”、“减免房产交易的各种税费”、“降低首套房首付比、落实认房不认贷”等，后续有望对地产新开工带来边际改善，利多黑色产业链，同时也间接利多动力煤产业链（电力、水泥、煤化工）。

高弹性且兼具高分红及成长性三合一的受益标的：山煤国际、兖矿能源、广汇能源、潞安环能、山西焦煤；稳健高分红受益标的：中国神华、陕西煤业；经济复苏及冶金煤弹性受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；中特估预期差最大受益标的：中煤能源；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

表8：煤炭板块大多维持高股息率

证券代码	上市公司	股价（元）	归母净利润（亿元）			PE	PB	2022 年分红	2022 股息率	评级
			2023/8/1	2022A	2023E			比例		
601699.SH	潞安环能	16.34	141.7	149.3	3.3	0.93	60.2%	17.4%	买入	
600546.SH	山煤国际	14.72	69.8	73.8	4.0	1.73	63.9%	15.3%	买入	
600188.SH	兖矿能源	17.66	307.7	344.2	3.2	1.51	70.0%	17.4%	买入	
000937.SZ	冀中能源	6.59	44.6	57.4	4.1	0.97	79.3%	15.2%	未评级	
601225.SH	陕西煤业	16.27	351.2	279.9	5.6	1.43	60.2%	13.4%	未评级	
600123.SH	兰花科创	8.85	32.2	36.3	3.6	0.80	35.4%	11.3%	买入	
601666.SH	平煤股份	8.06	57.2	63.7	2.9	0.83	35.2%	10.8%	买入	
000983.SZ	山西焦煤	9.07	107.2	119.2	4.3	1.44	63.5%	13.2%	买入	
600348.SH	华阳股份	8.12	70.3	73.1	4.0	1.07	30.0%	10.8%	买入	
600256.SH	广汇能源	7.15	113.4	167.9	2.8	1.47	45.8%	11.2%	买入	
600985.SH	淮北矿业	12.40	70.1	77.5	4.0	0.86	37.2%	8.5%	买入	
601088.SH	中国神华	28.44	696.3	730.1	7.4	1.36	72.8%	9.0%	买入	
000933.SZ	神火股份	15.75	75.7	75.9	4.7	2.01	29.7%	6.3%	买入	
601001.SH	晋控煤业	9.41	30.4	35.0	4.5	1.02	34.6%	6.7%	买入	
601101.SH	昊华能源	6.14	13.4	29.9	3.0	0.80	36.4%	5.5%	买入	
600395.SH	盘江股份	7.15	21.9	25.5	6.0	1.27	40.1%	5.7%	买入	
601898.SH	中煤能源	8.40	182.4	257.4	3.8	0.81	30.0%	4.9%	买入	
000552.SZ	甘肃能化	3.42	31.7	36.5	4.3	1.15	20.4%	4.1%	买入	
002128.SZ	电投能源	13.86	39.9	44.4	7.0	1.06	28.1%	3.6%	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表中已评级标的盈利及估值数据来自开源证券研究所预测，未评级标的盈利预测和估值均来自于 Wind 一致预期；年报披露时间以实际发布日为准；港股股价以港币披露。

5、风险提示

经济增速下行风险，需求恢复不及预期风险，可再生能源加速替代风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn