

2018年04月27日

# 大同煤业 (601001.SH)

## 动态分析

### 收购塔山矿 21%股权将大幅增厚业绩

#### 投资要点

- ◆ **低基数，高增长：**2017年公司实现营业收入91.63亿元，同比增长23.97%；归母净利润5.59亿元，同比增长222.63%，EPS为0.36元；2018年一季度公司实现营业收入27.66亿元，同比增长11.51%；实现归母净利1.25亿元，同比增长587.58%。
- ◆ **2017年盈利主要来自塔山矿和投资收益：**2017年商品煤销量为1938万吨，同比持平；销售均价为430元吨，同比上涨17.81%。母公司吨煤净利为-64.03元，塔山矿吨煤净利91.43元，是盈利的主要来源之一。其次，2017年4月公司向集团转让煤峪口矿完成交割，贡献5.18亿元的投资收益，增加当期EPS0.31元。
- ◆ **收购塔山矿 21%股权将大幅增厚业绩：**公司拟收购集团塔山矿 21%股权，评估价格为24.87亿元。按照塔山矿 2017年盈利估算，收购市盈率为6.8倍，对应可采储量计算的收购价格为吨可采储量4.63元，定价相对较低。按照2017年和2018年一季度盈利估计，塔山矿 21%股权模拟合并后公司盈利分别增厚61%和113%。
- ◆ **2018年色连矿正式贡献产量。**公司持股51%的色连煤矿2018年正式投产，开始贡献产量和盈利。该矿设计产能500万吨，位于内蒙古鄂尔多斯。
- ◆ **外延增长潜力大：**2017年9月山西国资委将所持有的同煤集团股权注入省国有资本投资运营公司。同煤集团是全国第二大煤炭生产企业和动力煤龙头企业，作为山西动力煤企业整合平台的可能性较大。同煤集团2016年底年生产能力1.60亿吨，在山西支持利用上市公司平台做大的政策引导下，公司外延成长的空间较大。
- ◆ **投资建议：**随着公司低效资产逐步剥离，盈利回到正常轨道。假设塔山矿2018年下半年并表，我们预测公司2018年至2010年每股收益分别为0.40、0.55和0.63元。净资产收益率分别为12.5%、14.6%和14.3%，给予增持-A建议。
- ◆ **风险提示：**经济回落风险；环保风险；塔山矿收购进度不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	7,391.4	9,162.9	9,597.4	10,331.7	11,110.9
同比增长(%)	3.7%	24.0%	4.7%	7.7%	7.5%
营业利润(百万元)	-11.6	2,020.7	1,192.7	1,394.1	1,837.3
同比增长(%)	-99.3%	-17569.0%	-41.0%	16.9%	31.8%
净利润(百万元)	185.7	599.2	671.0	917.0	1,049.5
同比增长(%)	-110.3%	222.6%	12.0%	36.7%	14.5%
每股收益(元)	0.11	0.36	0.40	0.55	0.63
PE	47.6	14.7	13.2	9.6	8.4
PB	1.8	1.6	1.6	1.4	1.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

煤炭 | 动力煤 III

投资评级

**增持-A(首次)**

股价(2018-04-26)

5.28元

#### 交易数据

总市值(百万元)	8,837.14
流通市值(百万元)	8,837.14
总股本(百万股)	1,673.70
流通股本(百万股)	1,673.70
12个月价格区间	4.57/8.15元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.37	-4.92	-1.87
绝对收益	2.5	-18.5	-3.96

分析师

杨立宏

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

#### 相关报告

## 内容目录

一、2017 年和 2018 年一季度净利润分别增长 222.63%和 587.48% .....	3
二、盈利主要来自塔山矿和资产转让收益 .....	3
三、收购塔山矿 21%股权及色连矿成为增长动力 .....	5
四、外延增长潜力较大 .....	6
五、盈利预测与投资评级 .....	6
六、风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1：2013-2018 年 Q1 公司分季度毛利率和利润率 .....	3
图 2：2016-2018 年 Q1 单季度 EPS 单位：元 .....	3
图 3：2011-17 年公司吨煤成本构成 单位：元/吨 .....	4
图 4：2012-17 年公司人均工效 单位：吨/人/年 .....	4
表 1：2013-2017 年公司煤炭产量、销量、吨煤价格、成本及盈利 单位：万吨、元/吨 .....	4
表 2：塔山矿煤炭销量、收入及盈利情况 单位：吨、万元、元/吨 .....	5

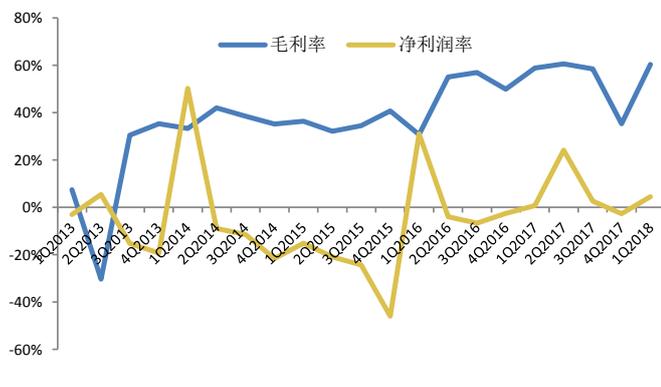
## 一、2017 年和 2018 年一季度净利润分别增长 222.63%和 587.48%

4 月 24 日公司发布 2017 年报及 2018 年一季度报告，2017 年公司实现营业总收入 91.63 亿元，同比增长 23.97%；归属于上市公司股东的净利润 5.59 亿元，同比增长 222.63%；公司整体毛利率 53.75%，同比提升 4.8 个百分点；净利率为 6.54%，较上年提升 4.0 个百分点。EPS 为 0.36 元。2017 年单季度 EPS 分别为 0.01 元、0.35 元、0.03 元和-0.03 元。

2017 年公司季度间盈利波动较大，主要原因是：2017 年 4 月公司向集团转让煤峪口矿完成交割，导致 2017 年 2 季度产生 5.18 亿元的投资收益，增加当期 EPS0.31 元；公司 2017 年 4 季度毛利率环比大幅下滑 23 个百分点至 35.31%，主要原因是公司根据财政部 2016 年 9 月 30 日发布的《企业产品成本核算制度—煤炭行业》，将与煤炭产品生产相关的维护及修理费、采矿权摊销等费用由管理费用调整到产品成本中核算，与上年相比，管理费用减少 3.9 亿元，成本相应增加。

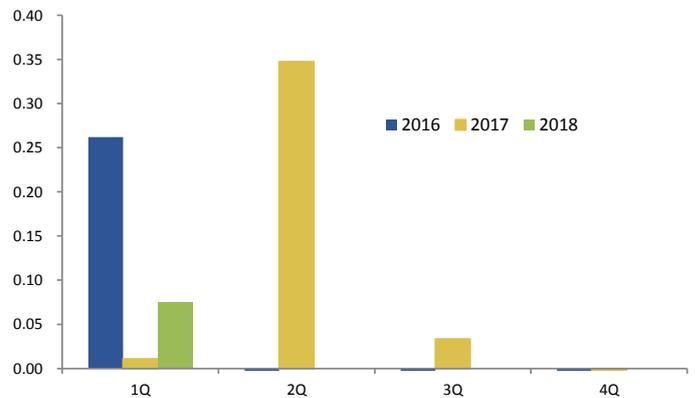
2018 年一季度公司实现收入 27.66 亿元，同比增长 11.51%，环比增长 29.53%，毛利率为 60.32%，同比增长 1 个百分点，环比提升 25 个百分点，实现归属股东净利 1.25 亿元，同比增长 587.48%，环比增长 162.52%，单季度 EPS 为 0.07 元。一季度业绩大幅增长的原因是 2017 年一季度由于尚未剥离煤峪口矿，母公司亏损导致当年业绩基数较低。

图 1：2013-2018 年 Q1 公司分季度毛利率和利润率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2018 年 Q1 单季度 EPS 单位：元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、盈利主要来自塔山矿和资产转让收益

2017 年公司煤炭产量为 2418 万吨，同比下降 1.39%，实现商品煤销量 1938 万吨，同比持平。其中，母公司煤炭产量 155 万吨，同比下降 25.12%，销量 155 万吨，同比下降 35.42%，主要原因是向集团转让亏损的煤峪口煤业所致；塔山矿煤炭产量 2263，同比增长 0.80%，实现煤炭销量 1902 万吨，同比增长 12.01%。

2017 年公司煤炭销售均价为 430 元/吨，同比上涨 17.81%，其中母公司煤价为 373.97 元/吨，同比上涨 44.95%，塔山矿销售均价 434.47%，同比上涨 14.31%。吨煤成本为 178 元，同比上涨 11.6%，其中母公司吨煤成本 410.32 元，吨煤毛利为 -36.35 元，吨煤净利为 -64.03 元；塔山矿吨煤成本为 177.60 元，吨煤毛利 256.77 元，吨煤净利 91.43 元。

表 1：2013-2017 年公司煤炭产量、销量、吨煤价格、成本及盈利 单位：万吨、元/吨

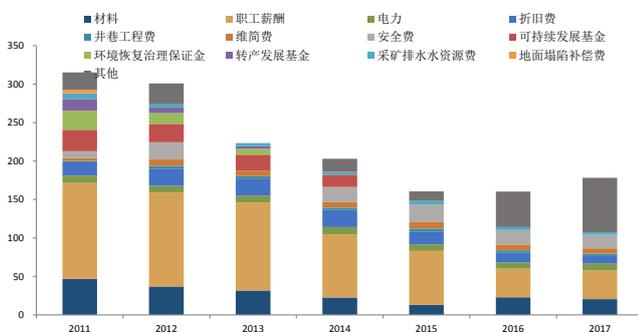
	2013	2014	2015	2016	2017	YoY
<b>产量</b>	<b>3166</b>	<b>3027</b>	<b>3487</b>	<b>2452</b>	<b>2418</b>	<b>-1.39%</b>
母公司	1160	918	940	207	155	-25.12%
塔山	2006	2109	2548	2245	2263	0.80%
<b>销量</b>	<b>2595</b>	<b>2362</b>	<b>2332</b>	<b>1938</b>	<b>1938</b>	<b>0.00%</b>
母公司	1002	758	813	240	155	-35.42%
塔山	1593	1604	1520	1698	1902	12.01%
<b>销售均价</b>	<b>407</b>	<b>357</b>	<b>295</b>	<b>365</b>	<b>430</b>	<b>17.81%</b>
母公司	416	356	275	258	373.97	44.95%
塔山	401	358	305	380	434.37	14.31%
<b>吨煤成本</b>	<b>250.59</b>	<b>203.08</b>	<b>160.53</b>	<b>160.42</b>	<b>178.17</b>	<b>11.6%</b>
母公司					410.32	
塔山					177.60	
<b>吨煤净利</b>						
母公司	-124.39	38.28	-12.88	68.63	91.43	33.22%
塔山	71.39	68.13	23.04	42.68	-64.08	-250.14%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

近年来由于公司持续向集团剥离人员负担较重的老矿井及相关人员，员工工效大幅提升，2017 年人均工效为 4078.41 吨/人/年，在煤炭上市公司中处于领先水平。吨煤职工薪酬从 2011 年的 125 元下降至 2017 年的 37.17 元，占成本的比重由 2013 年 45.5% 的近年最高水平下降至 2017 年的 20.86%。

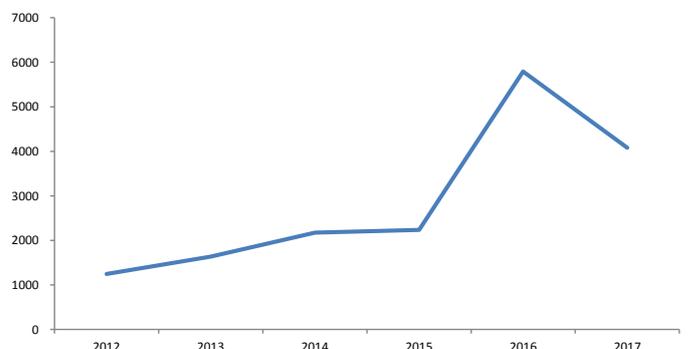
2017 年公司吨煤成本上升主要原因是会计核算口径的变化所致，原计入管理费用的维护及修理费、采矿权摊销等费用调整到产品成本中。

图 3：2011-17 年公司吨煤成本构成 单位：元/吨



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2012-17 年公司人均工效 单位：吨/人/年



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2017 年塔山矿的 51% 股权为公司贡献净利润 13.75 亿元，转让煤峪口煤矿获得投资收益 5.18 亿元，是公司盈利的主要来源，母公司忻州窑矿则继续亏损吞噬利润。

公司上市最初的煤炭资产中包含煤峪口、同家梁、四老沟、忻州窑等 4 座属于上个世纪 20-50 年代投产的煤井，在上轮煤炭下行阶段，由于矿井资源的不断衰减，加之老矿井人员负担重，成本高企，亏损严重，拖累公司业绩。2013 年以来公司陆续通过向集团转让方式，逐步剥离了大部分老矿井资产。2013 年 10 月，向集团转让了同家梁和四老沟煤矿，转让价格为 14.93 亿元；2016 年 2 月，向集团转让燕子山煤矿，转让价格 17.72 亿元；2016 年 12 月，向集团朔州煤电转让煤峪口煤矿，转让价格 5.18 亿元。目前除忻州窑外，其余老矿资产已经全部剥离。

在上述转让完成后，公司只剩下忻州窑和持股比例为 51%的塔山矿，在当前煤炭市场景气度非常高的阶段，忻州窑矿仍处于亏损状态，2017 年和 2018 年一季度，母公司分别亏损 0.99 亿元（含投资收益 5.18 亿元）和 1.64 亿元。

### 三、收购塔山矿 21%股权及色连矿成为增长动力

为了提升公司盈利能力，公司拟以现金购买同煤集团持有的塔山煤矿 21%股权，收购完成后，公司对塔山矿的持股比例上升至 72%。塔山矿投产于 2008 年 12 月，设计年产能 1500 万吨，在单井口产量、工作面单产、人均效率、煤炭回收率、成本利税率等方面达到国内一流水平，属于现代化的高产高效矿井。根据 4 月 27 日披露的收购报告，塔山 21%股权的评估价格为 24.87 亿元，按照塔山矿 2017 年盈利估算，收购市盈率为 6.8 倍，对应可采储量计算的收购价格为吨可采储量 4.63 元，定价相对较低，有利于上市公司股东。

按照塔山矿 2017 年盈利模拟估计，塔山矿 21%股权为公司新增利润 3.65 亿元，折合 EPS0.22 元，在目前基础上增厚 61%；2018 年一季度，塔山矿净利润 6.3 亿元，21%股权模拟合并后新增净利润 1.32 亿元，相对公司一季度业绩增厚 112.85%。

表 2：塔山矿煤炭销量、收入及盈利情况 单位：吨、万元、元/吨

	2013	2014	2015	2016	2017	1Q2018
煤炭销量	1593.00	1593.00	1519.81	1697.92	1901.56	-
收入	639121.30	574400.26	464286.76	644649.29	834136.24	252164.4
净利润	113729.30	108530.00	35018.00	72461.00	173887.24	62958.25
吨煤价格	401.21	360.58	305.49	379.67	434.38	-
吨煤净利	71.39	68.13	23.04	42.68	91.43	-
21%股权贡献盈利	23883.15	22791.30	7353.78	15216.81	36509.97	13221.23
折合 EPS	0.14	0.14	0.04	0.09	0.22	0.08
公司实际 EPS	-0.84	0.09	-1.08	0.11	0.36	0.07
模拟增厚幅度	-	155.56%	-	81.82%	61.11%	112.85%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

色连煤矿位于内蒙古鄂尔多斯，煤炭储量 3.38 亿吨，设计产能 500 万吨，公司持股比例为 51%。色连矿于 2009 年 10 月开工，但在项目实施过程中，由于井田西北部区域与农胜新轴矿范围重叠，需调整矿井开拓开采方案，同时调整部分地面建构筑物、设备型号等，造成了建设进度和投产时间慢于预期。2016 年 5 月 18 日，内蒙古自治区煤炭工业局对色连一号煤矿及选煤厂修改初步设计予以批复，同意修改初步设计。2017 年 12 月，取得内蒙古煤矿安全监察局颁发的《安全生产许可证》。2018 年色连矿将正式贡献产量和盈利。

## 四、外延增长潜力较大

2017年9月，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》要求，山西省国资委将所持有的同煤集团股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司。

同煤集团是全国第二大煤炭生产企业和动力煤龙头企业，地处全国最重要的优质动力煤产区——晋北地区，未来作为山西动力煤企业整合平台的可能性非常大。同煤集团煤炭资源储量丰富，以大同、宁武、河东三大煤田资源为基础，主要矿区为大同、朔南、轩岗、保德四大矿区，跨越大同、朔州、忻州三市。截至2016年末，同煤集团拥有70座矿井，井田面积合计2049.08平方公里，年生产能力1.60亿吨，资源储量合计310.61亿吨，其中：生产矿井55座，煤炭资源储量144.17亿吨，年生产能力11,361万吨；资源整合矿井29座（20座在产，9座技改），煤炭资源储量19.42亿吨，年生产能力2,175万吨；在建及筹建矿井15座，煤炭资源储量120.34亿吨，年生产能力5370万吨；山西省政府给予同煤集团配置矿井6座，资源储量26.5亿吨。在山西国企改革逐步落地、支持利用上市公司平台做大的政策引导下，公司外延成长的空间较大。

公司承诺利用资本运作倍增效应，加快内部“腾笼换鸟”，加快注入优质资产步伐，打赢高质量发展、深化改革、风险防控三场硬仗。推进效益规模双提升，逐步实现煤炭产业与新型产业的协同发展。预计未来仍将有序推进资产置换和资产注入。

## 五、盈利预测与投资评级

煤价方面，2018年煤炭政策性收紧的方向开始转变，政府将有序释放已建成未核准产能以产能置换方式进入市场，在政策监管松动的背景下，煤炭的供给弹性加大，但由于去产能和资源梯度衰退的影响，煤炭供应进一步集中增加了供应链条的整体脆弱性风险，环保监管、进口变化等外部环境的变化也可能会引发阶段性的不足，预计煤价将在一个相对高位的箱体波动，全年均价与2017年持平或小幅调整。

2018年公司预计煤炭产量2500万吨，商品煤销量2100万吨。

我们假设塔山矿2018年中期完成交割，下半年正式纳入合并报表，公司将基本走出老矿井拖累业绩的泥沼，未来集团资产仍有望持续注入。根据上述假设，2018-2010年公司EPS分别为0.40、0.55和0.63元。净资产收益率分别为12.5%、14.6%和14.3%，给予增持-A建议。

## 六、风险提示

公司面临的行业方面的风险主要有：经济增长不达预期和环保监管对煤炭生产和消费的不利影响；公司面临的个体风险主要有塔山矿的收购进度不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

**利润表**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,391.4	9,162.9	9,597.4	10,331.7	11,110.9
减:营业成本	3,770.1	4,238.1	4,462.6	4,805.9	5,117.2
营业税费	426.8	569.5	593.1	625.7	683.4
销售费用	1,875.5	1,845.8	1,923.3	2,257.7	2,297.6
管理费用	772.2	445.7	436.7	486.3	523.0
财务费用	565.5	538.8	866.6	703.5	572.0
资产减值损失	103.6	154.1	214.8	157.5	175.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	110.5	94.0	92.4	99.0	95.1
营业利润	-11.6	2,020.7	1,192.7	1,394.1	1,837.3
加:营业外净收支	739.7	-6.0	250.3	328.0	190.8
利润总额	728.1	2,014.7	1,443.0	1,722.0	2,028.0
减:所得税	270.6	634.1	360.7	430.5	507.0
净利润	185.7	599.2	671.0	917.0	1,049.5

**资产负债表**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,862.2	8,364.3	8,637.6	9,298.6	9,999.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,651.5	1,483.6	3,829.6	1,944.0	3,847.4
应收票据	885.6	141.9	2,432.0	1,171.4	1,077.0
预付帐款	40.4	29.7	215.7	3.7	196.2
存货	296.5	304.8	601.8	290.9	614.5
其他流动资产	338.6	335.0	258.0	310.6	301.2
可供出售金融资产	451.5	451.5	509.8	470.9	477.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,446.6	2,407.4	2,407.4	2,407.4	2,407.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	5,366.4	6,255.0	5,812.1	5,369.2	4,926.4
在建工程	4,191.2	3,527.4	3,527.4	3,527.4	3,527.4
无形资产	3,543.6	3,389.1	3,306.2	3,223.3	3,140.5
其他非流动资产	198.7	254.6	282.7	241.4	257.9
资产总额	26,273.0	26,944.3	31,820.4	28,258.9	30,773.1
短期债务	1,337.6	1,916.6	4,611.2	101.9	886.8
应付帐款	3,079.0	3,422.0	4,085.6	3,995.7	4,358.7
应付票据	183.1	22.3	241.8	70.6	223.9
其他流动负债	3,848.8	4,081.9	3,574.6	3,813.0	3,864.7
长期借款	1,566.0	2,289.7	2,289.7	2,289.7	2,289.7
其他非流动负债	6,199.4	3,788.3	5,407.6	5,131.7	4,775.9
负债总额	16,213.8	15,520.8	20,210.4	15,402.6	16,399.7
少数股东权益	5,068.0	5,838.1	6,228.8	6,597.1	7,058.1
股本	1,673.7	1,673.7	1,673.7	1,673.7	1,673.7
留存收益	2,379.0	2,978.2	3,707.5	4,585.6	5,641.6
股东权益	10,059.2	11,423.6	11,610.0	12,856.4	14,373.4

**现金流量表**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	457.6	1,380.6	671.0	917.0	1,049.5
加:折旧和摊销	741.3	570.0	525.8	525.8	525.8
资产减值准备	103.6	154.1	-	-	-
公允价值变动损失	626.8	-	-	-	-
财务费用	-	626.0	866.6	703.5	572.0
投资损失	-110.5	-94.0	-92.4	-99.0	-95.1
少数股东损益	271.8	781.4	411.3	374.5	471.5
营运资金的变动	1,691.5	385.1	-3,925.7	3,327.8	-1,815.5
经营活动产生现金流量	2,659.4	2,982.4	-1,543.6	5,749.7	708.2
投资活动产生现金流量	-632.8	9.8	34.1	137.9	88.6
融资活动产生现金流量	-817.1	-1,467.1	1,782.9	-5,226.6	-95.6

**财务指标**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	3.7%	24.0%	4.7%	7.7%	7.5%
营业利润增长率	-99.3%	-17569.0%	-41.0%	16.9%	31.8%
净利润增长率	-110.3%	222.6%	12.0%	36.7%	14.5%
EBITDA 增长率	-403.7%	99.3%	0.7%	1.5%	11.9%
EBIT 增长率	-142.5%	261.8%	2.8%	1.9%	14.9%
NOPLAT 增长率	-124.6%	403.9%	-11.9%	1.9%	14.9%
投资资本增长率	-1.2%	-5.2%	26.5%	-23.8%	10.5%
净资产增长率	4.0%	13.6%	1.6%	10.7%	11.8%
盈利能力					
毛利率	49.0%	53.7%	53.5%	53.5%	53.9%
营业利润率	-0.2%	22.1%	12.4%	13.5%	16.5%
净利润率	2.5%	6.5%	7.0%	8.9%	9.4%
EBITDA/营业收入	17.4%	28.0%	26.9%	25.4%	26.4%
EBIT/营业收入	7.5%	21.9%	21.5%	20.3%	21.7%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	57.6%	63.5%	54.5%	53.3%
负债权益比	161.2%	135.9%	174.1%	119.8%	114.1%
流动比率	1.31	1.13	1.28	1.63	1.72
速动比率	1.28	1.10	1.23	1.59	1.65
利息保障倍数	0.98	3.72	2.38	2.98	4.21
营运能力					
固定资产周转天数	264	228	226	195	167
流动营业资本周转天数	-15	-49	-10	7	-20
流动资产周转天数	519	427	500	505	471
应收帐款周转天数	121	81	100	101	94
存货周转天数	19	12	17	16	15
总资产周转天数	1,284	1,045	1,102	1,047	956
投资资本周转天数	650	507	534	488	413
费用率					
销售费用率	25.4%	20.1%	20.0%	21.9%	20.7%
管理费用率	10.4%	4.9%	4.6%	4.7%	4.7%
财务费用率	7.7%	5.9%	9.0%	6.8%	5.1%
三费/营业收入	43.5%	30.9%	33.6%	33.4%	30.5%
投资回报率					
ROE	3.7%	10.7%	12.5%	14.6%	14.3%
ROA	1.7%	5.1%	3.4%	4.6%	4.9%
ROIC	2.6%	13.2%	12.3%	9.9%	14.9%
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

**业绩和估值指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.11	0.36	0.40	0.55	0.63
BVPS(元)	2.98	3.34	3.22	3.74	4.37
PE(X)	47.6	14.7	13.2	9.6	8.4
PB(X)	1.8	1.6	1.6	1.4	1.2
P/FCF	17.8	11.1	10.5	35.2	34.4
P/S	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.3	6.2	7.5	5.6	5.1
CAGR(%)	41.3%	3.3%	-184.0%	41.3%	3.3%
PEG	1.2	4.5	-0.1	0.2	2.6
ROIC/WACC	0.2	1.1	1.0	0.8	1.2

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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