

2018年04月28日

阳泉煤业 (600348.SH)

动态分析

开局良好，国改可期

投资要点

- ◆ **盈利持续高增长：**2017年公司实现营业总收入281.14亿元，同比增长50.33%；归属于上市公司股东的净利润16.38亿元，同比增长281.67%；EPS为0.68元，拟每股派股息0.205元（含税）。2018年一季度公司实现收入80.40亿元，同比增长5.91%；实现归属股东净利5.01亿元，同比增长17.92%，单季度EPS为0.21元，创2013年二季度以来的新高。
- ◆ **2017年价格上涨54.44%，驱动业绩增长：**2017年公司煤炭销量增长幅度为1.58%，销售均价为400/吨，同比上涨54.44%，其中喷粉煤价格为793元/吨，同比涨幅为66.24%，为2013年以来最高水平；吨煤毛利为87元，同比上升50%，其中喷粉煤151.26%，增长幅度最大。
- ◆ **未来内生增长来自三个方面：**一是平舒煤业产能由90提升500万吨，可为公司贡献200万吨的产量增量；三是整合矿井，公司整合12家小煤矿兼并整合事项已接近尾声，取得营业执照和采矿权许可证，整合矿合计产能1050万吨；三是公司拟建泊里煤矿，技改工程预算投资36亿元，项目完成后预计新增产能到500万吨/年，已经获得国家能源局减量置换核准，公司持股比例为70%。
- ◆ **资产注入将改变公司盈利模式：**股东阳煤集团是山西国企改革标的之一，股权已经划拨山西省国有资本投资运营公司。集团资产注入对公司的意义相对其他公司更为重大。为了避免同业竞争，股份公司采购集团煤炭统一销售，毛利空间较低。未来如果可以实现整体上市，对于公司而言并不是简单的合并和规模的扩张，而是盈利模式的转变，由半生产半贸易模式转为全面生产型企业，盈利空间将大幅提升。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为0.77元、0.78元和0.80元。净资产收益率分别为13.1%、12.1%和11.4%，给予增持-A建议。
- ◆ **风险提示：**经济增长低于预期；环保监管严于预期；项目建设不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	18,701.4	28,114.1	28,997.7	28,367.4	30,201.7
同比增长(%)	10.9%	50.3%	3.1%	-2.2%	6.5%
营业利润(百万元)	1,041.7	2,762.9	2,880.8	2,912.2	2,959.7
同比增长(%)	439.8%	165.2%	4.3%	1.1%	1.6%
净利润(百万元)	429.0	1,637.6	1,856.0	1,872.4	1,917.0
同比增长(%)	414.5%	281.7%	13.3%	0.9%	2.4%
每股收益(元)	0.18	0.68	0.77	0.78	0.80
PE	39.6	10.4	9.1	9.1	8.9
PB	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

煤炭 | 无烟煤 III

投资评级

增持-A(首次)

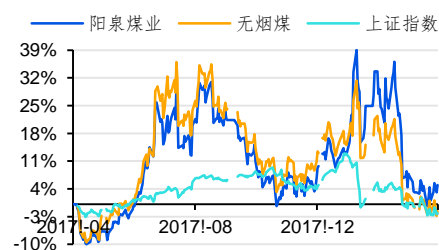
股价(2018-04-27)

7.06元

交易数据

总市值(百万元)	16,979.30
流通市值(百万元)	16,979.30
总股本(百万股)	2,405.00
流通股本(百万股)	2,405.00
12个月价格区间	5.96/9.55元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.24	6.64	7.59
绝对收益	0.57	-6.74	5.37

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 281.67%和 17.92%	3
二、煤价上涨 54.44%，是业绩提升的主动力	4
三、未来内生增长来自三个方面	5
四、国企改革可期待，资产注入对公司意义重大	5
五、盈利预测与投资评级	6
六、风险提示	6

图表目录

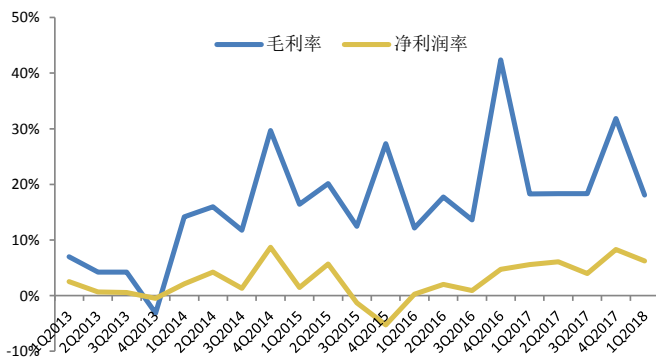
图 1：2013-2018 年 Q1 公司分季度毛利率和利润率	3
图 2：2016-2018 年 Q1 单季度 EPS 单位：元	3
图 3：2012-2017 年公司营业收入构成	3
图 4：2012-2017 年公司毛利构成	3
表 1：2013-2017 年公司煤炭销量、均价、吨煤成本与毛利 单位：元/吨	4
表 2：公司整合煤矿状况 单位：万吨	5

一、2017 年和 2018 年一季度净利润分别增长 281.67%和 17.92%

4 月 28 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 281.14 亿元,同比增长 50.33%;归属于上市公司股东的净利润 16.38 亿元,同比增长 281.67%;公司整体毛利率 21.09%,同比提升 2.8 个百分点;净利率为 5.82%,较上年提升 3.5 个百分点。EPS 为 0.68 元,拟每股派股息 0.205 元(含税)。

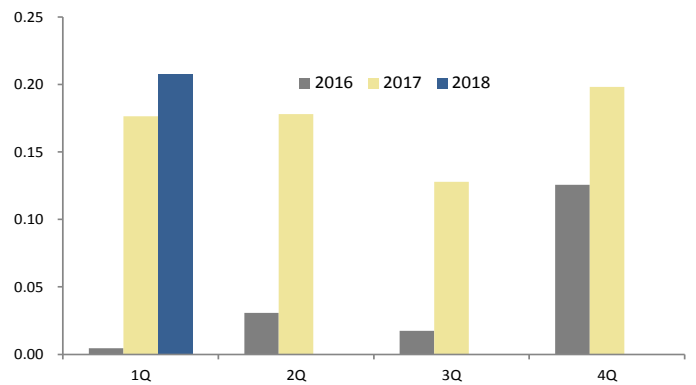
2018 年一季度公司实现收入 80.40 亿元,同比增长 5.91%,环比增长 39.46%;毛利率为 18.09%,同比下降 0.3 个百分点;实现归属股东净利 5.01 亿元,同比增长 17.92%,环比增长 4.97%,单季度 EPS 为 0.21 元,创 2013 年二季度以来的新高。

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

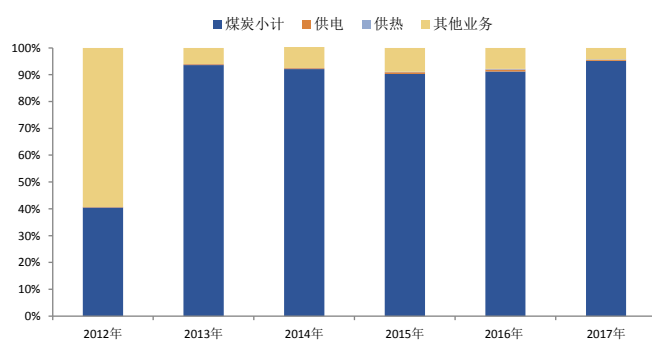
图 2: 2016-2018 年 Q1 单季度 EPS 单位: 元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

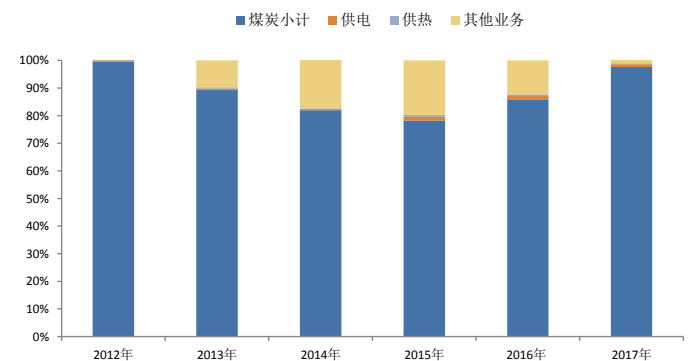
公司业务板块主要为煤炭, 电力、热力, 电力业务主要是为煤研石、瓦斯发电等环保配套项目, 收入和毛利占比较低, 煤炭板块是公司的收入和利润主要来源。2017 年煤炭、电力、热力对收购的贡献分别为 94.27%、0.31%和 0.08%, 对毛利的贡献分别为 96.32%、1.03%和 0.35%。

图 3: 2012-2017 年公司营业收入构成



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2012-2017 年公司毛利构成



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

二、煤价上涨 54.44%，是业绩提升的主动动力

2017 年公司煤炭销量增长幅度为 1.58%，公司盈利的增长主要来自价格的提升。

2017 年公司煤炭自产量为 3545 万吨，同比增长 9.08%，收购集团煤炭 3626 万吨，同比增长 1.03%。公司商品煤销量为 6687 万吨，同比增长 1.58%，其中，块煤、喷粉销量分别为 479 万吨和 300 万吨，同比分别增长 8.12%和-2.89%，占公司煤炭总销量的比重分别为 7%和 4%，合计占比较上年下降 1 个百分点；末煤销量为 5563 万吨，同比增长 1.26%，占煤炭总销量的比重为 85%。

2017 年全年销售均价为 400/吨，同比上涨 54.44%，其中喷粉煤价格为 793 元/吨，为 2013 年以来最高水平，同比涨幅为 66.24%；块煤价格 589 元/吨，同比上涨 36.98%，为涨幅最低的品种，价格也未恢复至 2014 年及之前年度的水平。

2017 年吨煤销售成本为 313 元，同比上涨为 55.72%；吨煤毛利为 87 元，同比上升 50%，其中喷粉煤 151.26%，增长幅度最大；块煤吨煤毛利 141 元，同比增长 24.78%，涨幅为各品种中最低。

曾经高毛利的块煤在量、价、盈利方面均未能如其他煤种一样恢复至前期较高水平，我们认为主要原因是随着化工企业粉煤造气和水煤浆造气技术的推广，循环流化床技术的退出,工业块煤用量逐步减少，需求萎缩所致。这一现象提醒我们需要密切关注技术进步对煤炭消费的影响。

表 1：2013-2017 年公司煤炭销量、均价、吨煤成本与毛利 单位：元/吨

	2013	2014	2015	2016	2017	YoY
销量	5,752	5,481	6,282	6,583	6687	1.58%
块煤	580	556	485	443	479	8.13%
喷粉煤	610	555	502	309	300	-2.91%
选末煤	4,313	4,174	5,110	5,612	5683	1.27%
煤泥	249	196	185	218	225	3.21%
吨煤价格	426	348	242	259	400	54.44%
块煤	818	654	521	430	589	36.98%
喷粉煤	676	551	442	477	793	66.25%
选末煤	350	288	201	240	372	55.00%
煤泥	211	143	110	103	174	68.93%
吨煤成本	360	295	203	201	313	55.72%
块煤	483	385	297	317	449	41.64%
喷粉煤	479	410	344	358	494	37.99%
选末煤	347	281	188	191	305	59.69%
煤泥	0	0	0	0	0	
吨煤毛利	66	53	39	58	87	50.00%
块煤	335	268	225	113	141	24.78%
喷粉煤	198	141	98	119	299	151.26%
选末煤	3	7	13	49	67	36.73%
煤泥	211	143	110	103	174	68.93%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、未来内生增长来自三个方面

公司未来内生增长的动力来自三个方面：

一是平舒煤业的新增产能。公司持股 56.31% 的平舒煤业产能由 90 提升 500 万吨已经通过购买南庄煤炭、阳煤集团三矿等获得置换指标 410 万吨。2016 年和 2017 年平舒煤业的产量分别为 265 万吨和 288 万吨，未来平舒煤业达产可为公司贡献 200 万吨左右的产量增量，权益产量 100 万吨。

二是整合矿井的盈利恢复。2017 年公司整合的平定地区 12 家小煤矿兼并整合事项已接近尾声，新煤业公司已设立，并取得营业执照和采矿权许可证。整合矿合计资源储量 7.48 亿吨，合计产能 1050 万吨。目前兴裕、裕泰、泰昌、榆树坡已经达到生产条件，2017 年裕泰、兴裕、榆树坡的煤炭销量分别为 50 万吨、72 万吨和 223 万吨，但盈利情况尚不佳，2017 年分别实现净利润 -1499 万元、-3937 万元和 5401 万元。未来上述矿井能否形成正向业绩贡献依赖于盈利能否恢复至行业正常水平。

表 2：公司整合煤矿状况 单位：万吨

煤矿	区域	地质储量	生产能力	状态	煤种
平定兴裕	阳泉	5530	90	技改阶段	9#无烟末煤
平定裕泰	阳泉	6414	60	技改阶段	15#无烟混煤
平定泰昌	阳泉	2399	60	生产	15#无烟混煤
榆树坡	忻州	41159	120	试生产	精煤、煤泥
下交	翼城	1853	60	技改	高硫无烟煤
河寨	翼城	5000	60	停产	高硫无烟煤
华泓	翼城	3201	90	技改	高硫无烟煤
汇嵘	翼城	3121	60	技改	高硫无烟煤
中卫青洼	翼城	1180	60	技改	高硫无烟煤
山凹	翼城	2587	60	技改	低硫无烟煤
石丘	翼城	914	60	技改	高硫无烟煤
新星	翼城	1400	30	回收	低硫无烟煤
合计		74758	1050		

资料来源：公司公告，华金证券研究所

三是公司拟建泊里煤矿。泊里技改工程预算投资 36 亿元，项目完成后预计新增产能到 500 万吨/年，公司持股比例 70%。根据《国家能源局综合司关于山西阳泉矿区泊里煤矿产能置换方案的复函》（国能综煤炭[2016]870 号），国家能源局同意泊里煤矿项目建设规模 500 万吨/年，通过关闭退出其他煤矿进行产能置换。公司已经通过收购阳泉集团关停置换指标和外部市场购置换指标落实。

四、国企改革可期待，资产注入对公司意义重大

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》，2017 年 9 月山西国资委将所持有的阳煤集团 100% 股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司。山西国有资本管理的思路之一是利用上

市公司平台实现资源和资产的资本化。未来随着国企改革的推进，阳煤集团的资产注入进度可能重启。

阳煤集团在产矿井可采储量 33.53 亿吨，核定产能 5510 万吨，整合矿资源量 24.52 亿吨，产能 3030 万吨。

集团资产注入对公司的意义相对其他公司更为重大。公司上市以来为了避免与集团形成同业竞争，采取通过采购集团煤炭方式由股份公司进行统一销售的模式。近年来随着集团煤炭生产规模的扩大，采购量达到 3600 万吨左右。这部分煤炭对于公司而言相当于贸易煤，毛利空间较低。未来如果可以实现整体上市，对于公司来讲并不是简单 1+1=2 的合并和规模的扩张，而是盈利模式的转变，由半生产、半贸易模式转为全面的生产型企业，盈利空间将大幅提升。此外，资产注入、煤炭板块整体上市后可以彻底解决关联交易问题，并促进股份公司的分红意愿。

五、盈利预测与投资评级

泊里矿投产前，公司的内生增长幅度不大，盈利驱动仍然主要来自煤炭价格。

煤价方面，我们预计 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，同时去产能仍在持续推进，2018 年将去产能目标 1.5 亿吨，供应有序释放，煤炭价格在相对高位箱体中窄幅盘整，2018 年煤炭销售均价与 2017 年持平或小幅下调。

公司预计 2018 年煤炭产量为 3592 万吨，煤炭销量为 6905 万吨，单位销售成本 307 元/吨。

不考虑资产注入，我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.77 元、0.78 元和 0.80 元。净资产收益率分别为 13.1%、12.1%和 11.4%，给予增持-A 建议。

六、风险提示

公司面临行业层面的风险主要有：经济增长低于预期；环保监管对煤炭生产和销售的影响。公司个体风险为建设项目不达预期。

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	18,701.4	28,114.1	28,997.7	28,367.4	30,201.7
减:营业成本	14,231.3	22,184.0	22,393.5	22,035.1	23,823.9
营业税费	704.3	1,118.4	1,049.7	1,001.4	1,069.1
销售费用	278.9	312.7	324.8	300.7	331.4
管理费用	1,381.4	1,173.3	1,212.1	1,151.7	1,244.3
财务费用	601.0	726.4	862.6	728.5	610.5
资产减值损失	522.6	106.3	357.5	328.8	264.2
加:公允价值变动收益	-	-10.8	-7.2	1.2	1.6
投资和汇兑收益	59.8	119.3	90.5	89.9	99.9
营业利润	1,041.7	2,762.9	2,880.8	2,912.2	2,959.7
加:营业外净收支	-157.0	-137.8	-102.0	-132.3	-124.0
利润总额	884.7	2,625.1	2,778.7	2,780.0	2,835.7
减:所得税	430.3	931.9	861.4	834.0	850.7
净利润	429.0	1,637.6	1,856.0	1,872.4	1,917.0

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,192.7	5,414.5	4,349.7	4,255.1	4,530.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	3,748.2	3,019.7	7,290.3	2,162.5	7,195.1
应收票据	3,891.0	3,034.7	6,174.2	2,550.6	6,222.8
预付帐款	231.9	375.1	394.4	340.3	414.7
存货	711.7	682.7	1,208.3	527.6	1,267.8
其他流动资产	272.5	409.5	249.5	310.5	323.2
可供出售金融资产	6.0	6.0	6.3	6.1	6.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	764.3	883.6	883.6	883.6	883.6
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	14,301.8	18,401.1	20,615.7	21,749.8	23,179.2
在建工程	5,202.8	3,386.5	1,693.2	846.6	423.3
无形资产	5,072.9	5,237.9	5,006.0	4,774.2	4,542.3
其他非流动资产	1,397.1	1,116.7	1,316.8	1,235.3	1,219.3
资产总额	41,793.0	41,967.9	49,188.2	39,642.2	50,207.7
短期债务	6,227.5	7,618.5	9,237.8	4,776.2	6,736.3
应付帐款	9,936.0	9,096.3	14,681.5	8,588.8	15,042.9
应付票据	1,274.0	1,518.7	1,944.9	1,441.6	2,006.9
其他流动负债	5,046.3	5,014.6	4,735.6	4,724.8	5,187.6
长期借款	1,316.5	714.6	714.6	714.6	714.6
其他非流动负债	3,962.9	2,381.7	2,964.8	3,103.1	2,816.5
负债总额	27,763.2	26,344.4	34,279.2	23,349.2	32,504.9
少数股东权益	517.6	636.5	697.8	771.4	839.3
股本	2,405.0	2,405.0	2,405.0	2,405.0	2,405.0
留存收益	8,869.1	10,506.6	11,806.1	13,116.6	14,458.6
股东权益	14,029.8	15,623.6	14,909.0	16,293.0	17,702.9

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	454.5	1,693.2	1,856.0	1,872.4	1,917.0
加:折旧和摊销	1,037.7	1,572.7	1,710.5	1,944.4	2,225.7
资产减值准备	522.1	106.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	10.8	-7.2	1.2	1.6
财务费用	611.3	740.7	862.6	728.5	610.5
投资损失	-59.8	-119.3	-90.5	-89.9	-99.9
少数股东损益	25.4	55.6	61.4	73.6	67.9
营运资金的变动	1,931.4	-2,157.6	-1,293.4	2,636.1	-2,181.0
经营活动产生现金流量	3,418.1	2,869.9	3,099.2	7,166.3	2,541.8
投资活动产生现金流量	-3,143.2	-4,590.2	-1,909.8	-1,909.9	-2,900.1
融资活动产生现金流量	2,518.7	-120.9	-2,254.3	-5,351.0	633.5

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	10.9%	50.3%	3.1%	-2.2%	6.5%
营业利润增长率	439.8%	165.2%	4.3%	1.1%	1.6%
净利润增长率	414.5%	281.7%	13.3%	0.9%	2.4%
EBITDA 增长率	56.5%	82.8%	11.3%	2.4%	3.8%
EBIT 增长率	175.3%	102.6%	12.5%	-2.7%	-1.9%
NOPLAT 增长率	-1348.8	166.7%	14.8%	-1.3%	-1.9%
投资资本增长率	8.0%	15.5%	6.5%	-11.1%	14.8%
净资产增长率	5.1%	11.4%	-4.6%	9.3%	8.7%
盈利能力					
毛利率	23.9%	21.1%	22.8%	22.3%	21.1%
营业利润率	5.6%	9.8%	9.9%	10.3%	9.8%
净利润率	2.3%	5.8%	6.4%	6.6%	6.3%
EBITDA/营业收入	14.3%	17.4%	18.8%	19.7%	19.2%
EBIT/营业收入	8.8%	11.8%	12.9%	12.8%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	62.8%	69.7%	58.9%	64.7%
负债权益比	197.9%	168.6%	229.9%	143.3%	183.6%
流动比率	0.67	0.56	0.64	0.52	0.69
速动比率	0.64	0.53	0.60	0.49	0.64
利息保障倍数	2.73	4.58	4.34	5.00	5.85
营运能力					
固定资产周转天数	233	209	242	269	268
流动营业资本周转天数	-92	-77	-65	-76	-73
流动资产周转天数	248	179	202	189	179
应收帐款周转天数	73	43	64	60	56
存货周转天数	12	9	12	11	11
总资产周转天数	726	536	566	564	535
投资资本周转天数	340	253	272	271	257
费用率					
销售费用率	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	7.4%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%
财务费用率	3.2%	2.6%	3.0%	2.6%	2.0%
三费/营业收入	12.1%	7.9%	8.3%	7.7%	7.2%
投资回报率					
ROE	3.2%	10.9%	13.1%	12.1%	11.4%
ROA	1.1%	4.0%	3.9%	4.9%	4.0%
ROIC	5.0%	12.3%	12.2%	11.3%	12.5%
分红指标					
DPS(元)	-	0.21	0.23	0.23	0.24
分红比率	0.0%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.0%	2.9%	3.3%	3.3%	3.4%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.18	0.68	0.77	0.78	0.80
BVPS(元)	5.62	6.23	5.91	6.45	7.01
PE(X)	39.6	10.4	9.1	9.1	8.9
PB(X)	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
P/FCF	6.9	-19.8	10.0	54.4	22.2
P/S	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.1	4.7	4.6	3.9	4.0
CAGR(%)	62.4%	5.4%	-553.4	62.4%	5.4%
PEG	0.6	1.9	-0.0	0.1	1.6
ROIC/WACC	0.6	1.4	1.4	1.3	1.4

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.cn