

左前明 煤炭行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: +86 10 83326795
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

王志民 研究助理
联系电话: +86 10 83326951
邮箱: wangzhimin@cindasc.com

周杰 研究助理
联系电话: +86 10 83326797
邮箱: zhoujie@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

煤炭行业: 兖州煤业、陕西煤业

2019年04月08日

➤ 本周行业观点: 估值修复正当时!

1、动力煤进入需求淡季,但仍超预期: 上周沿海六大电日耗均值为65.8万吨,较上期的67.9万吨下降2.0万吨,降幅3%,较18年同期的66.9万吨下降1.0万吨,降幅1.6%; 4月8日六大电日耗为61.5万吨,周环比下降6.9万吨,降幅10.1%,同比下降4.2万吨,降幅6.4%,可用天数为25.2天,较上期增加2.3天,较去年同期增加3.5天。最新一期重点电厂日均耗煤371.0万吨,较上期下降8.0万吨,降幅2.1%; 较18年同期增加6.2万吨,增幅1.7%。在供暖季结束、水电出力较好的背景下,周内日耗均值仍在65万吨以上的较高水平,可见需求端依然相对较好,超出市场预期。

2、中下游煤炭库存小幅下降: 上周国内重要港口(秦皇岛、曹妃甸、国投京唐港)库存小幅增加,周内库存水平均值1176.1万吨,较上期的1257.5万吨下降81.3万吨,降幅6.5%; 下游电厂库存方面,上周六大电厂煤炭库存均值1549.2万吨,周环比下降23.2万吨,降幅1.5%,较18年同期增加117.4万吨,增幅8.2%; 最新一期全国重点电厂库存6873.0万吨,较上期增加171.0万吨,增幅2.6%,较18年同期增加637.0万吨,增幅10.2%。截至4月8日秦皇岛港港口吞吐量周环比下降9.5万吨至55.8万吨。

3、煤焦板块: 焦炭方面,随着两轮焦炭降价的落地,焦企利润几无,部分焦企接近盈亏点,月末虽有部分钢厂再次提出第三轮下调,但是焦企抵触心态强烈。虽然两会结束后钢厂存一定复产情况,但是焦炭库存仍处高位,钢厂采购积极性不高,市场整体弱势情况难有改观,需等待需求回升,短期焦炭价格或将弱稳运行。焦煤方面,产地煤企逐步恢复正常生产,主流煤种价格继续下探。焦炭价格弱势下行及部分区域焦企因为环保影响有限产行为,焦企对于焦煤采购也多趋于谨慎,按需采购为主,焦煤需求面表现偏弱,短期内价格弱势运行。

4、我们认为,按照年初我们提出的煤炭系统性低估下价值回归的观点,需求无忧、供给增量有限的逻辑正逐步验证,目前正处回归途中! 当前,PMI数据重返荣枯线以上,淡季6大电日耗依然良好,下游基建、地产需求稳健,微观经济超预期,煤炭消费量依然保持了正增长。然而供给端一方面煤炭主产区矿难事故导致的煤矿复工复产低于预期。另一方面,蒙冀铁路检修结束后迎来大秦线(4月6-4月30日)为期25天的春季集中检修,影响运量20万吨/天。整体来看,在动力煤需求淡季超预期,供给端安监环保高压下叠加煤运通道检修受阻下,动力煤价格将有望维持中高位运行。焦煤方面,螺纹钢库存去化加速,螺纹钢价格走高,焦企开工率有所提升,产地焦煤价格在经历30-80元/吨左右的调整后,考虑到焦煤主产地整体库存压力不

大以及部分主焦煤资源供应结构性紧缺以及澳洲进口受限等因素，焦煤下跌空间有限，再考虑 1~4 月焦煤均价同、环比均呈现上涨，因此焦煤板块一季度业绩释放将更加充分。得益于经济微观改善和安监趋严，行业基本面超预期，推动估值修复，重点关注焦煤板块机会。动力煤重点推荐估值优势明显，安全边际较高且具有成长性的兖州煤业（H、A）、陕西煤业，和业绩稳健、现金流充沛的中国神华三大核心标的组合，炼焦煤积极关注西山煤电、平煤股份、淮北矿业、潞安环能。

5、风险提示：下游用能用电部继续较大规模限产，宏观经济大幅失速下滑。

➤ 本期【卓越推】：兖州煤业（600188）、陕西煤业（601225）。

兖州煤业（600188）

（2019-04-04 收盘价 12.06 元）

- **核心推荐理由：1、公司煤炭产量同比大增，陕蒙基地产能释放逐步恢复。**公司 2018 年权益煤炭产量 9510.1 万吨，同比增 1517.5 万吨（18.99%）。产量的增长主要来自兖煤澳洲，因收购联合煤炭后并表时间的增加以及莫拉本二期的投产，2018 年兖煤澳洲给公司贡献权益煤炭产量 3359.9 万吨，同比增 1433.3 万吨（74.40%）；山西能化和菏泽能化因开采条件的好转，产能利用率提高，权益煤炭产量合计增加 127.4 万吨；山东本部产煤 3247.4 万吨，同比增 26 万吨（0.81%），陕蒙基地（鄂尔多斯能化、榆林能化）煤炭产量 1813.7 万吨，同比降 7.7 万吨（-0.42%）。公司第四季度煤炭产量 2564.3 万吨，同比减少 152 万吨（-5.93%），环比增 164.7 万吨（7.33%）。四季度公司煤炭产量同比下降主要因为 2018 年二季度以来昊盛煤业下属的石拉乌素煤矿受安全、环保政策的影响产能释放受到制约导致四季度产量同比下降 172.3 万吨（69.59%），环比增 9.3 万吨（14.07%）。预计 2019 年石拉乌素煤矿产能利用率将有所恢复。同样受安全、环保政策的影响的鄂尔多斯能化下属煤矿四季度生产基本恢复正常，单季煤炭产量合计 450.9 万吨，同比持平，环比增 204.6 万吨（83.07%），2019 年 1 月 2 日国家发改委批复转龙湾煤矿产能由 500 万吨/年核增至 1000 万吨/年，预计鄂尔多斯能化 2019 年煤炭产量仍有提升空间。
- **2、国内炼焦煤价及国际煤价涨势强劲，公司煤价延续上涨态势。**2018 年公司综合煤炭售价 547.9 元/吨，同比增 47.17 元/吨（9.42%）。其中山东本部吨煤售价 599.36 元/吨，同比增 14.54 元/吨（2.49%）；兖煤澳洲吨煤售价 623.21 元/吨，同比增 82.83 元/吨（15.33%）；陕蒙基地吨煤售价 267.89 元/吨，同比增 1.95 元/吨（0.73%）。第四季度公司综合吨煤售价 531.31 元/吨，同比增 29.66 元/吨（5.91%），环比降 53.27 元/吨（-9.11%）。其中山东本部吨煤售价 633.69 元/吨，同比增 58.59 元/吨（10.19%），环比增 48.03 元

/吨(8.20%); 兖煤澳洲吨煤售价 621.06 元/吨, 同比增 26.1 元/吨(4.39%), 环比降 23.29 元/吨(-3.61%); 陕蒙基地吨煤售价 270.46 元/吨, 同比降 12.48 元/吨(-4.41%), 环比增 11.54 元/吨(4.46%)。2018 年国内炼焦煤价以及国际煤价的强劲涨势带动公司煤炭综合售价上扬。

- **3、陕蒙基地产量下滑及安全环保投入增加使得吨煤成本明显上升, 拖累 2018 年公司煤炭板块盈利, 四季度明显改善。** 2018 年公司吨煤毛利 241.18 元/吨, 同比增 16.65 元/吨(7.42%), 吨煤毛利率 44.02%, 同比降 0.82 个 pct。其中山东本部吨煤毛利 346.31 元/吨, 同比降 9.29 元/吨(-2.61%), 毛利率 57.78%, 同比降 3.03 个 pct; 兖煤澳洲吨煤毛利 353.12 元/吨, 同比增 50.19 元/吨(16.57%), 毛利率 56.66%, 同比增 0.60 个 pct; 陕蒙基地吨煤毛利 69.62 元/吨, 同比降 58.66 元/吨(-45.73%), 毛利率 25.99%, 同比降 22.25 个 pct。第四季度公司吨煤毛利率 42.79%, 同比下滑 5.05 个 pct, 环比提升 2.10 个 pct; 其中山东本部、兖煤澳洲和陕蒙基地的吨煤毛利率分别为 57.33%、60.45%、23.34%, 同比分别降 6.50 个 pct、升 0.80 个 pct、降 24.17 个 pct, 环比分别升 0.60 个 pct、升 3.84 个 pct、升 43.52 个 pct。今年以来陕蒙基地毛利率明显下降原因是安全环保强监管使得产量下降以及安全环保投入增加带来的吨煤成本明显上升, 陕蒙基地 2018 年吨煤成本 198.27 元/吨, 同比增 60.61 元/吨(44.03%), 拖累公司煤炭板块盈利, 第四季度吨煤成本 207.33 元/吨, 环比降 103.84 元/吨(-33.37%), 四季度明显改善。
- **4、甲醇业务量稳价升, 化工板块业绩亮眼。** 2018 年公司甲醇产量同比增长 2.60%(4.2 万吨)至 165.6 万吨, 销量同比增长 2.11%(3.4 万吨)至 164.5 万吨。2018 年甲醇综合售价 2124.55 元/吨, 同比增 10.09%(194.75 元/吨), 单位生产成本 1370.45 元/吨, 同比持平, 全年甲醇单位毛利 754.11 元/吨, 同比大增 34.9%(195.08 元/吨)。甲醇量稳价升带来甲醇业务全年实现收入 34.95 亿元, 同比增 12.41%(3.86 亿元); 实现毛利 12.41 亿元, 同比增 37.74%(3.40 亿元); 毛利率 35.49%, 同比增 6.53 个 pct, 盈利能力明显提升。2019 年 3 月 19 日多部委联合发布《关于在部分地区开展甲醇汽车推广应用的指导意见》, 鼓励在陕西、山西等资源禀赋条件较好的地区加快发展甲醇汽车, 公司在陕蒙地区两个合计产能 160 万吨/年的甲醇二期项目预计 2019 年上半年投产, 在政策催化以及产能扩张产生的规模效应下, 公司煤化工板块的盈利水平有望进一步提高。
- **5、公司营收质量持续改善, 全年业绩受非经常性开支侵蚀, 但正常经营盈利能力强劲。** 公司 2018 年营收 1630.08 亿元, 同比增 7.79%(117.80 亿), 煤炭业务收入 624.28 亿元, 同比增 28.79%(139.56 亿元)。占总营收比例为 38.30%, 同比提升 6.25 个 pct, 低利润的贸易业务收入持续收窄, 营收质量改善。公司第四季度营业收入 438.18 亿元, 同比增 118.09 亿元(36.89%), 环比增 9.36 亿元(2.18%), 而煤炭业务收入 166.06 亿元, 同比增 2.9 亿元(1.78%), 环比增 7.13 亿元(4.49%)。2018 年公司三费合计 153.18 亿元, 同比增 34.15 亿元(28.69%)。期间费用率 9.40%, 同比增 1.53 个 pct。期间费用率的增加主要因为销售费用和管理费用的增加, 兖煤澳洲煤炭销量增加影响销售费用增加 18.74 亿元, 公司部分社会保险

纳入济宁市统筹管理一次性计提社会保险费导致管理费用增加 10.16 亿元。第四季度三费合计 28.16 亿元，同比降 5.57 亿元 (-16.51%)，环比降 15.37 亿元 (-35.31%)，期间费用率 6.43%，同比降 4.11 个 pct，环比降 3.72 个 pct，四季度期间费用率的降低主要来自财务费用大幅下降。2018 年公司实现归母净利润 79.09 亿元，同比增 16.81% (11.38 亿元)；扣非归母净利润为 84.91 亿元，同比增 47.36% (27.40 亿元)；ROE 13.48%，同比降 0.52 个 pct。四季度单季实现归母净利润 24.05 亿元，同比增 4.18 亿元 (21.03%)，环比增 12.42 亿元 (106.83%)；扣非后归母净利润为 26.06 亿元，同比增 12.45 亿元 (91.50%)，环比增 12.55 亿元 (92.91%)。公司全年业绩受三方面因素侵蚀，陕蒙基地产量释放不及预期及成本上升，移交“三供一业”至地方管理产生非经常性开支 2.38 亿元以及部分社保纳入地方统筹管理一次性计提社保费 10.16 亿元。随着经营恢复正常，四季度单季业绩彰显公司盈利能力。

- **6、强劲现金盈利叠加资本开支下行保障可靠红利，股权激励计划护航公司稳健经营。**2018 年公司 EBITDA 利润率 14.73%，同比增 3.17 个 pct，全年经营活动现金净流量 224.32 亿元，同比增 63.69 亿元 (39.65%)。2018 年末账面未分配利润 431.42 亿元，资产负债率为 58.29%，较 2017 年末下降 2.06 个 pct，杠杆率适中，且公司部分债务拟通过定增方式募集资金偿还，负债水平有望继续降低。当前陕蒙基地、澳洲基地的煤矿基本投建完成，2019 年公司资本开支计划 90.24 亿元，较 2018 年的 108.09 亿元明显下降。2018 年公司章程将分红率由 30% 提升至 35%，基于公司的现金流情况，即便按照基本分红率下的股息率也较为可观。公司 2019 年 2 月 22 日公告股权激励计划股票期权授予登记完成，股权激励计划的实施进一步增强公司稳健经营的可靠性。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 19、20、21 年 EPS 分别为 1.75 元、1.85 元、1.88 元，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：**煤价短期波动风险、安全生产风险。
- **相关研究：**《20190401 兖州煤业 (600188) 年报点评：生产逐步正常，增量效益可期》
《20190226 兖州煤业 (600188) 子公司业绩突出超出市场预期》
《20181029 兖州煤业 (600188) 三季报点评：煤炭产量受限，业绩不及预期》
《20180827 兖州煤业 (600188) 中报点评：量价齐升，中报亮眼》
《20180528 兖州煤业 (600188)：国内调控风声四起，澳洲基地坐享行业上行红利》
《20180430 兖州煤业 (600188) 境内外产量如期大幅释放，巩固行业龙头地位》
《20180325 兖州煤业 (600188) 2017 年年报点评：内生性增长强劲+高分红潜力的煤炭核心资产》

- 《20171227 兖州煤业 (600188): 长协煤量占比较小, 业绩更具弹性》
- 《20171207 兖州煤业 (600188): 甲醇价格创三年新高, 公司甲醇板块受益显著》
- 《20171204 兖州煤业 (600188): 收购准东铁路股权完善产业链条, 增厚利润同时打开陕蒙外运通道》
- 《20171129 兖州煤业 (600188): 入股临商银行, 产融结合 “再下一城”》
- 《20171113 兖州煤业 (600188.SH) 陕蒙基地崛起+澳洲业绩反转——低估值煤炭核心资产》

陕西煤业 (601225)

(2019-04-04 收盘价 9.93 元)

- **核心推荐理由: 1、核心提要:** 我们认为当前市场虽认识到陕煤资源优、盈利强, 但从估值角度仍然低估了其资源禀赋优势给其带来的核心竞争力与竞争壁垒, 更低估了其作为西部龙头的资源整合潜力与内在发展潜力, 尤其在“十三五”煤炭行业周期性向好的态势下, 当前标的无论从静态还是动态看, 无论从国内还是国际看, 都属于严重低估。
- **2、公司煤炭产销量增长, 毛利率下降, 煤炭板块盈利微增。** 公司报告期内煤炭产量 8005.73 万吨, 同比增 446.22 万吨 (5.9%), 销量 10201.35 万吨, 同比增 525.26 万吨 (5.43%)。吨煤售价 385.21 元/吨, 同比降 5.32 元/吨 (-1.36%), 产销量增长抵消售价的下跌, 使得公司报告期内实现煤炭销售收入 392.96 亿元, 同比增 15.08 亿元 (3.99%)。此外报告期内公司吨煤成本上升 4.68 元/吨 (2.62%) 至 183 元/吨, 煤炭销售总成本同比增 14.14 亿元 (8.2%) 至 186.68 亿元。前三季度实现毛利 206.28 亿元, 同比增 0.94 亿元 (0.46%), 吨煤毛利 202.21 元, 同比降 10 元/吨 (4.71%), 吨煤毛利率同比降 1.85 个 pct 至 52.49%。我们认为吨煤毛利率微降一方面来自吨煤售价的下降, 另一方面由于贸易煤量的增加带来单位成本的上升。公司 Q3 煤炭产量 2734.73 万吨, 同比增 122.22 万吨 (4.68%), 环比微降 10.31 万吨 (0.38%); 销量 3660.35 万吨, 同比增 338.26 万吨 (10.18%), 环比增 223.67 万吨 (6.51%)。
- **3、公司期间费用降低、投资收益增加以及坏账冲回贡献业绩主要增量。** 报告期内, 公司煤炭销售良好, 一票制结算量减少 (从而减少销售费中的运费), 销售费用同比降低 11.92 亿元 (-40.11%) 至 17.8 亿; 贷款减少使得财务费用同比降低 1.35 亿元 (64.76%) 至 7.36 亿元; 应收账款收回坏账准备使得资产减值损失减少 3.07 亿 (112.28%) 至 -0.34 亿元; 联营企业效益好转使得投资收益增加 2.44 亿元 (30.24%) 至 10.48

亿元。以上四项变动使得营业利润同比增加 18.79 亿元，是公司业绩增长的主要推动力。报告期内管理费用增长 3.38 亿元（11.53%）至 32.7 亿元以及税金的增长对利润有所抵减。

- **4、新增优质产能核准，业绩稳健增长可期。**2月15日发改委复函同意曹家滩煤矿项目、小庄煤矿项目、小保当一号煤矿项目（权益占比60%）、小保当二号煤矿项目（权益占比60%）核准内容变更，四个煤矿项目建设规模分别为1500万吨/年、600万吨/年、1500万吨/年、1300万吨/年；核增后公司权益产能较核增前增加720万吨，小保当一期于2018年第四季度投产，预计2019年下半年开始达到满产。小保当二期预计在2020年投产。新增优质产能即将释放，将支撑公司业绩稳健增长。
- **5、公司现金流充沛，负债率低，资本开支趋下行，同时回购股份，彰显高分红潜力和对自身价值认可与发展信心。**前三季度公司经营性现金流净额增加19.2亿元（17.57%）至128.47亿元，资产负债率44.13%，明显低于煤炭开采上市公司平均的50.73%（含中国神华），伴随陕北基地开发跨过投资顶峰期，公司资本开支已连续2年下降。展望18、19、20年，公司自由现金流充沛，账面未分配利润283.32亿元，公司自2014年上市以来分红较为积极，平均分红率32.61%。从现金流角度，公司具备维持较高分红率，乃至进一步提升的能力，未来高额分红潜力较大。报告期内公司公告拟以10-50亿元的自有资金以不超过10元/股的价格回购公司股份，公司在10月26日以集中竞价方式回购股份3400万股，占公司目前总股本的比例为0.34%，成交最高价为8.94元/股，成交的最低价为8.59元/股，支付的资金总金额为2.99亿元（不含印花税、佣金等交易费用），成交均价约8.79元/股。回购股份充分体现了公司对自身价值的认可以及对未来发展前景的信心。
- **6、公司发布2018年业绩快报，2018年公司实现营业收入573.94亿元，同比增加12.7%，实现利润总额187.75亿元，同比增加3.07%；实现归属于上市公司股东的净利润109.94亿元，同比增加5.21%，实现扣非后的归母净利润111.31亿元，同比增加6.71%，实现基本每股收益1.10元，较17年同期的1.04元增加5.82%。**
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司18、19、20年EPS分别为1.20、1.30、1.46元，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅失速下滑；安全事故风险。

相关研究：《20181030 陕西煤业（601225）季报点评：业绩稳增长下现金流充沛，回购股份彰显信心》

《20180810 陕西煤业（601225）业绩稳健增长下即将开启产量集中释放期》

《20180601 陕西煤业（601225.SH）资源禀赋优异的成长性煤炭核心资产》

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

煤炭行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国投新集	601918	潞安环能	601699	平煤股份	601666	中国神华	601088
大同煤业	601001	开滦股份	600997	山煤国际	600546	大有能源	600403
中煤能源	601898	盘江股份	600395	阳泉煤业	600348	兖州煤业	600188
兰花科创	600123	郑州煤电	600121	昊华能源	601101	西山煤电	000983
新大洲	000571	神火股份	000933	平庄能源	000780	永泰能源	600157

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。