

# 煤炭

# 行业月度报告

## 需求拐点进一步确认

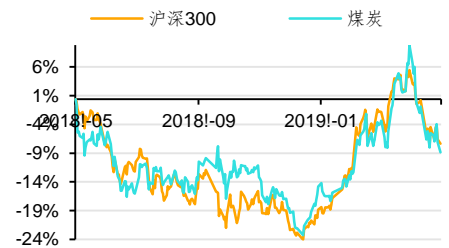
### 投资要点

- ◆ 5月煤炭产量恢复增长：**5月当月,全国煤炭产量3.12亿吨,同比增长3.5%。10大产煤省份中,河南、山东、安徽、黑龙江等省份合计减产290万吨,减量较上月降低56%;贵州、河北、新疆恢复正增长,合计同比增产198.07万吨。陕西煤炭产量同比下降8.06%,降幅较上月缩小3.33个百分点。从绝对数来看,陕西和其他产煤省份的减量抵消了山西、内蒙古、贵州等地51.34%的产量增量。
- ◆ 6月上旬动力煤需求降幅收窄：**5月,全国发电量同比小幅增长0.2%,受水电的挤出,火电发电量同比下降4.9%。从6月上旬重点电厂日耗数据来看,发电耗煤继2月份后再次同比下滑。截止6月10日,重点电厂煤炭日耗平均数为334.8万吨,同比微跌0.35%,环比增加11.97%。
- ◆ 6月焦钢利润博弈激化：**5月中上旬焦炭价格上调后,6月上中旬焦炭价格保持平稳,钢价调整。截至6月17日,焦炭的盈利空间较上月同期增加62.02%,生铁的盈利空间则在价格回落和原材料上涨的双重夹击下继续收窄,吨铁毛利润为292.2元/吨,为2017年2月以来最低值。
- ◆ 终端、港口库存逼近历史高位：**截止6月17日,六大电厂库存1746.56万吨,环比5月同期上升6.53%,同比上年上升26.99%,库存可用27.43天,较上年高8.13天。截至6月10日,重点电厂煤炭库存8664万吨,同比回升23.54%,环比上月同期上升10.75%,库存可用天数26天,较上年同期高6天。截止6月12日,环渤海和长江口动力煤库存分别为1400.4万吨和760万吨,较上月同期分别上升-6.62%和11.93%,距离历史高位分别有6.8%和9.2%的差距。
- ◆ 进口恢复性增长：**2019年5月中国煤及褐煤进口量为2746.7万吨,同比增长23%,环比上升8.57%。1-5月份累计进口煤及褐煤12738.7万吨,同比增长6.13%。
- ◆ 需求拐点进一步确认：**动力煤下行趋势已经得到确立。火电需求的疲软、终端与中转环节库存的高企,南方地区雨量充沛,即使旺季效应、安全检查以及限制进口煤能够部分延缓煤价下跌的时间和降低调整幅度,但景气见顶的趋势已经确立。焦煤的见顶时间略滞后于动力煤,但并不会独立于动力煤。从6月份钢铁行业利润的收窄、产能利用率维持在高位、焦炭价格见顶回落等迹象来看,产业链本身已经难以传导原材料的涨价。从终端需求来看,1-5月份,房屋新开工同比增长10.5%,增速较上月降低2.6个百分点;5月单月新开工面积同比增长4.02%,增速较上月降低11.48个百分点。5月销售13432.55万平米,同比下滑5.52%,创自2017年11月以来最大降幅。2018年拿地高增长带来的新开工已经出现见顶回落,而钢材价格与基础设施投资增速呈现反向相关关系,基础设施投资难以弥补地产下滑对产业链的影响。未来焦钢产业链条需求回落的拐点也

投资评级

同步大市-A 维持

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.82	-1.03	-2.32
绝对收益	-17.02	3.77	-9.63

分析师

杨立宏

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

### 相关报告

- 煤炭：电厂煤耗小幅回升，焦价二次提涨-煤炭行业数据周报-201905013 2019-05-13
- 煤炭：铁路运价下调，坑口与港口价格倒挂现象有望改观-煤炭行业数据周报-20190506 2019-05-06
- 煤炭：乏力的增长-煤炭板块年报总结及中报前瞻 2019-05-06
- 煤炭：云横秦岭，雪拥蓝关 2019-04-23
- 煤炭：动煤沿江库存回升，焦炭试探性提价-煤炭行业数据周报-20190422 2019-04-22

将获得确认。

- ◆ **建议静待行业底部：**2018 年底发改委等部门建立了煤炭未批先建产能合法化绿色通道审批通道，1.7 亿吨大型先进产能获批，2019 年启动铁路、港口降费等措施，政策拐点和供给拐点均有已明确，5 月份需求的疲弱之局初现，未来地产新开工的传导将逐渐在下半年的煤炭需求中进一步显现，我们维持 2016 年以来的行业景气上行周期结束的判断。但是经历行业去产能后，煤炭生产格局进一步实现区域集中，尾部企业大幅收敛，行业供应的散乱格局得到根本控制，同时在安全、环保的制约下，煤炭生产的可控性较前几轮周期明显增强，煤炭周期的底部要显著高于前几轮周期。我们维持同步大市-A 评级。动力煤公司相对看好防守品种中国神华、露天煤业和内生成长品种陕西煤业。
- ◆ **风险提示：**通胀超预期；环保监管政策波动；进口政策变动；重大安全事故。

## 内容目录

一、5月煤炭产量同比增长3.5%，环比增长6.15%.....	5
1、5月全国煤炭产量3.12亿吨，同比增长3.5%.....	5
2、5月陕西产量同比续降8.06%，降幅较上月缩小3.33个百分点.....	5
3、产需缺口仍存在.....	6
二、下游产量高速增长.....	6
1、5月焦炭、生铁产量再创新高.....	6
2、5月全国发电量同比小幅增长，重点电厂煤炭日耗同比下降5.46%，环比下降6.4%.....	8
三、终端与中转库存同升，旺季难言乐观.....	9
四、5月煤炭进口恢复性增长.....	10
五、未来2-3个月价格压力增大.....	11
六、投资策略.....	12
1、煤炭板块市场表现.....	12
2、投资策略：无为胜有为.....	13
七、风险提示.....	13

## 图表目录

图1：2015年-19年5月全国煤炭月度产量 单位：万吨.....	5
图2：2006年-2019年5月全国煤炭当月产量及同比增长率.....	5
图3：2014-19年5月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨.....	5
图4：2016-19年5月晋陕蒙产量增速.....	5
图5：煤炭主要下游行业产量增长率（月度数据）.....	6
图6：2013-2019年5月焦炭单月产量及增长率 单位：万吨.....	7
图7：2013-2019年5月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨.....	7
图8：2013-2019年5月生铁单月产量及增长率 单位：万吨.....	7
图9：2013-2019年5月生铁累计产量及增长率 单位：万吨.....	7
图10：2014年-2019年6月焦炭价格走势 单位：元/吨.....	7
图11：2014-2019年6月螺纹钢价格走势 单位：元/吨.....	7
图12：2014-19年6月17日煤焦价差 单位：元/吨.....	8
图13：2016-19年6月17日单位生铁盈利 单位：元/吨.....	8
图14：2013年-19年5月火电发电量及增长率 单位：亿千瓦时.....	8
图15：2012年-2019年5月发电结构.....	8
图16：2015-2019年5月重点电厂煤炭日耗 单位：万吨.....	9
图17：2016-2019年5月重点电厂日耗同比增长.....	9
图18：沿海六大电厂库存及库存可用天数 单位：万吨、天.....	9
图19：全国重点电厂库存及可用天数 单位：万吨、天.....	9
图20：动力煤港口库存 单位：万吨.....	10
图21：焦煤各环节库存 单位：万吨.....	10
图22：2008年-2019年5月煤炭进口量及增速 单位：万吨.....	11
图23：08年-19年4月分煤种进口量 单位：万吨.....	11
图24：2019年1-4月焦煤进口分国别 单位：万吨.....	11
图25：2019年1-4月动力煤进口分国别 单位：元/吨.....	11
图26：2015-19年5月房地产新开工与销售面积增速.....	12

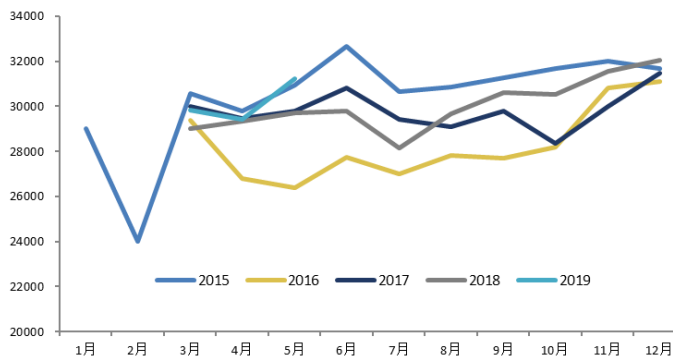
图 27：基础设施投资与螺纹钢价格走势 .....	12
图 28：截止 6 月 17 日各板块月度收益率排名 .....	12
表 1：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅 .....	12

## 一、5月煤炭产量同比增长3.5%，环比增长6.15%

### 1、5月全国煤炭产量3.12亿吨，同比增长3.5%

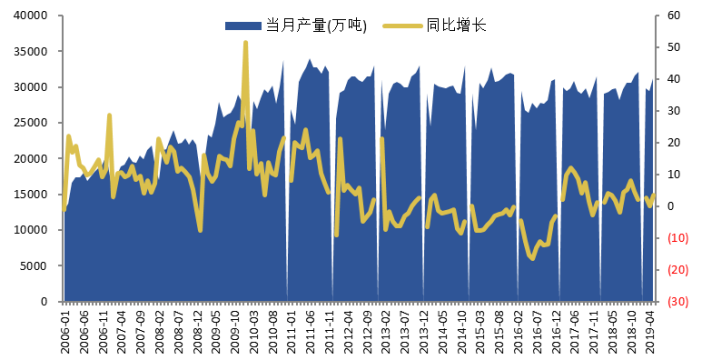
2019年1-5月，全国煤炭产量14.23亿吨，同比增长0.9%，增速较上月提升0.3个百分点。5月当月，全国煤炭产量3.12亿吨，同比增长3.5%。10大产煤省中，除山西、内蒙古、贵州、河北、新疆产量正增长外，其余5个省份产量均同比下降，其中陕西省产量同比下降8.06%，降幅较上月缩小3.33个百分点。

图1：2015年-19年5月全国煤炭月度产量 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：2006年-2019年5月全国煤炭当月产量及同比增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 2、5月陕西产量同比续降8.06%，降幅较上月缩小3.33个百分点

根据煤炭运销协会分省产量数据，5月份山西煤炭产量为8581.61万吨，同比增长6.52%；内蒙古煤炭产量为8680.41万吨，同比增长8.11%；陕西煤炭产量为4737.52万吨，同比下降8.06%，降幅较上月缩小3.33个百分点。

从绝对数来看，山西、内蒙古5月份增产量分别为525.31万吨和651.13万吨，陕西同比减产415.48万吨，主产地产量减量抵消逾1/3增量。

图3：2014-19年5月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨

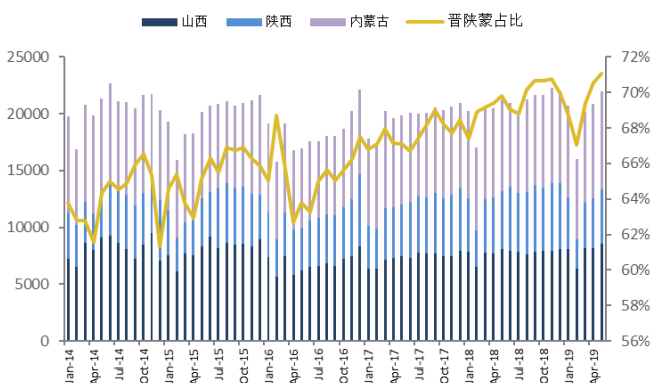
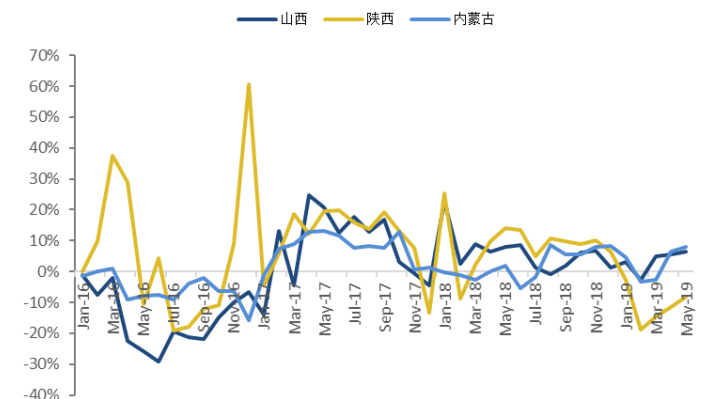


图4：2016-19年5月晋陕蒙产量增速



资料来源：煤炭运销协会，华金证券研究所

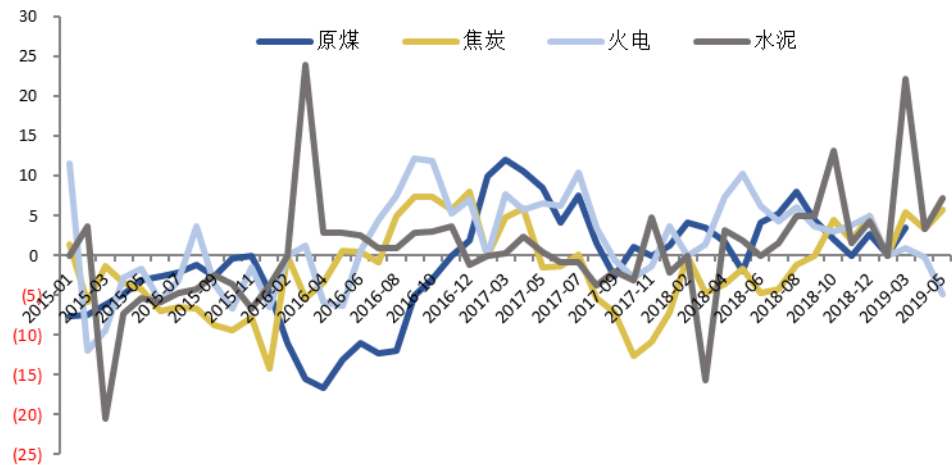
资料来源：煤炭运销协会，华金证券研究所

除了陕西省产量恢复缓慢外，十大产煤省份中，河南、山东、安徽、黑龙江等省份合计减产 290 万吨，减量较上月降低 56%；贵州、河北、新疆则恢复正增长，合计同比增产 198.07 万吨。陕西和其他产煤省份的减量抵消了山西、内蒙古、贵州等地 51.34% 的产量增量。

### 3、产需缺口仍存在

2019 年 5 月，焦炭、生铁、火电、水泥等煤炭下游行业产量增速分别为 5.7%、6.6%、-4.9%、7.2%，除火电外，其他行业的产量增速仍高于煤炭。从 1-5 月份累计增速来看，焦炭、生铁、火电、水泥 5.8%、8.9%、0.2%、7.1%，均高于煤炭产量增速。陕西省产量释放的滞后，较大程度支撑了当前的煤炭市场价格。

图 5：煤炭主要下游行业产量增长率（月度数据）



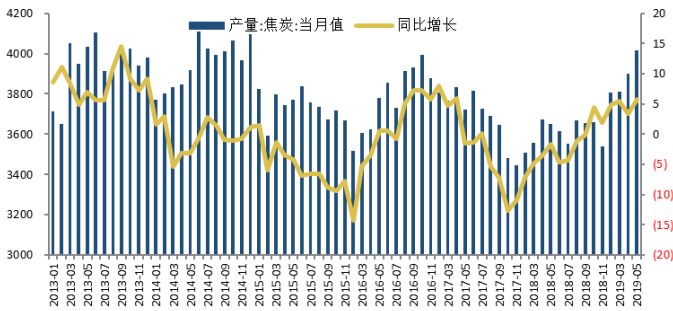
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、下游产量高速增长

### 1、5 月焦炭、生铁产量再创新高

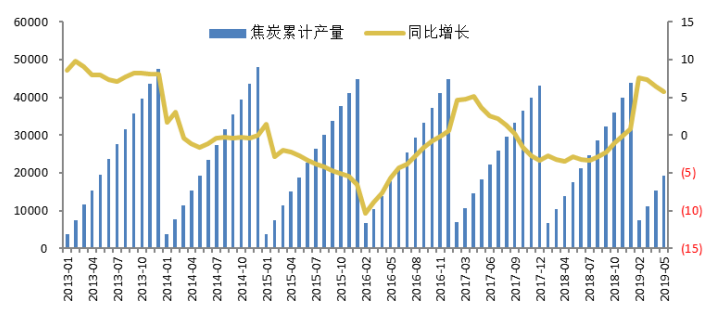
2019 年 5 月，全国焦炭产量 4016 万吨，同比增长 5.7%，单月产量继上月后再创 2017 年 7 月以来新高。2019 年 1-5 月份焦炭累计产量为 1.92 亿吨，同比增长 5.8%，增速较上月下滑 0.7 个百分点。5 月份生铁产量为 7219 万吨，同比增长 6.6%，产量再创历史新高，增速较上月降低 3.5 个百分点；1-5 月份生铁累计产量 33535 万吨，同比增长 8.9%，增速较上月下滑 0.7 个百分点。

图 6: 2013-2019 年 5 月焦炭单月产量及增长率 单位: 万吨



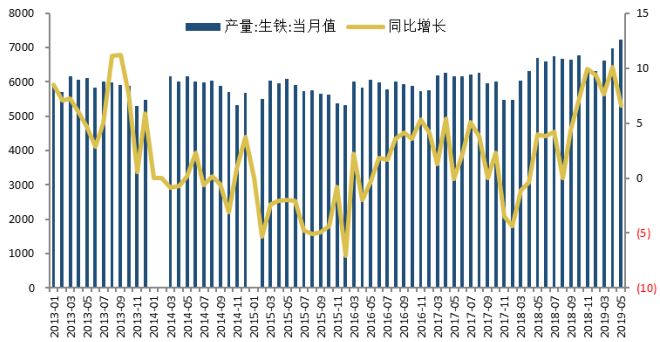
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 2013-2019 年 5 月焦炭累计产量及增长率 单位: 万吨



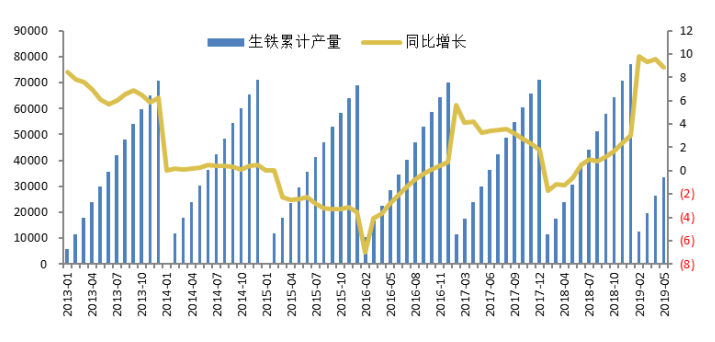
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 2013-2019 年 5 月生铁单月产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

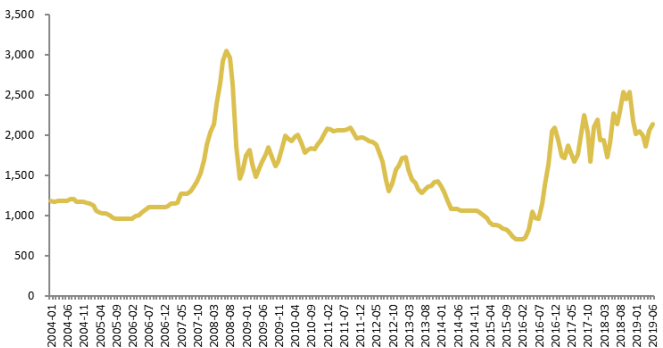
图 9: 2013-2019 年 5 月生铁累计产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

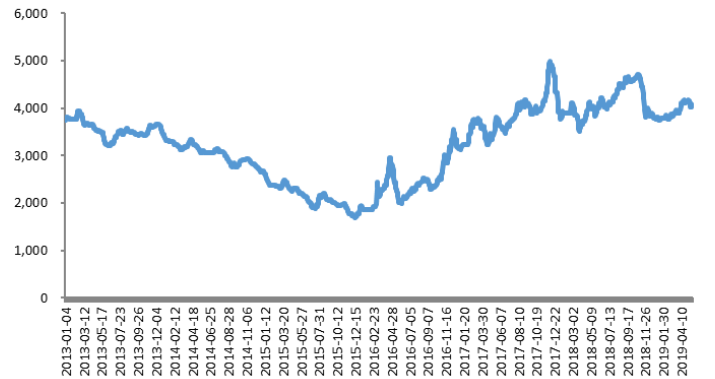
5 月中上旬焦炭价格上调后, 6 月上中旬焦炭价格保持平稳, 钢价调整。截至 6 月 17 日, 华东地区二级冶金焦 2140 元/吨, 较上月同期价格累计上调 100 元/吨; 同期钢材价格则持续调整, 截至 6 月 17 日, 螺纹钢价格较上月同期下调 210 元/吨, 较 5 月初高点累计下跌 310 元/吨。

图 10: 2014 年-2019 年 6 月焦炭价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 2014-2019 年 6 月螺纹钢价格走势 单位: 元/吨

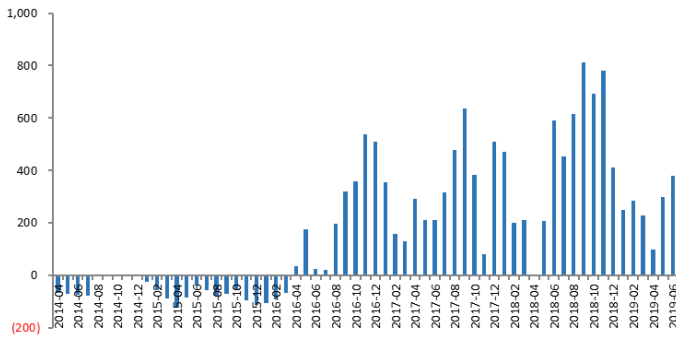


资料来源: Wind, 华金证券研究所

截至 6 月 17 日, 焦炭的盈利空间较上月同期增加 62.02%, 生铁的毛利空间则在价格回落和原材料上涨的双重夹击下大幅收窄, 吨铁毛利润为 292.2 元/吨, 为 2017 年 2 月以来最低值。

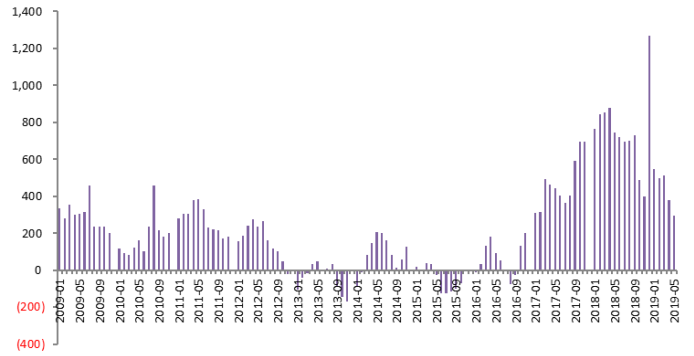


图 12: 2014-19 年 6 月 17 日煤焦价差 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 2016-19 年 6 月 17 日单位生铁盈利 单位: 元/吨



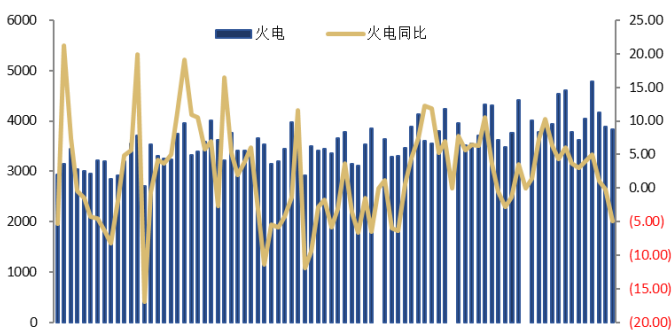
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 2、5 月全国发电量同比小幅增长，重点电厂煤炭日耗同比下降 5.46%，环比下降 6.4%

1-5 月全国累计发电量为 27809 亿千瓦时，同比增长 3.3%，增速较上月下降 0.8 个百分点；其中火电发电量为 20409 亿千瓦时，同比增长 0.2%，增速上月降低 1.2 个百分点。

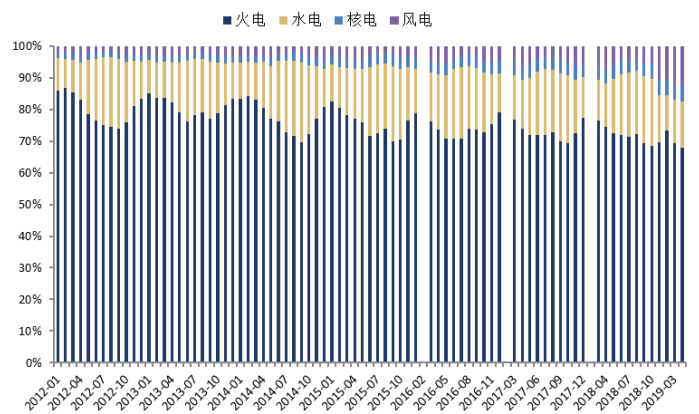
5 月份，全国发电量为 5589 亿千瓦时，同比增长 0.2%，其中火电发电量为 3831 亿千瓦时，同比下降 4.9%，火电占全国发电量的比重为 68.55%，较上年同期下降 3.5 个百分点。火电占比下降的主要原因是受水电的挤出，5 月份水电占比上升 3.1 个百分点，火电占比较上月下降 2.9 个百分点。

图 14: 2013 年-19 年 5 月火电发电量及增长率 单位: 亿千瓦时



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 2012 年-2019 年 5 月发电结构

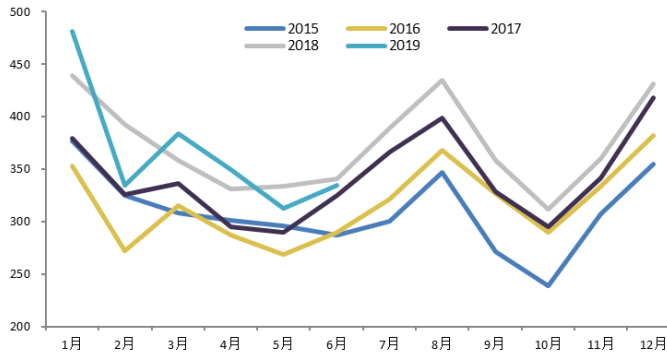


资料来源: Wind, 华金证券研究所

从更为高频的重点电厂日耗数据来看，5 月份发电耗煤继 2 月份后再次同比下滑。截止 5 月 31 日，重点电厂煤炭日耗平均数为 312.55 万吨，同比下降 6.34%，环比下降 10.64%。截至 6 月 10 日，重点电厂煤炭日耗平均数为 334.8 万吨，同比微跌 0.35%，环比上月同期增加 11.97%。

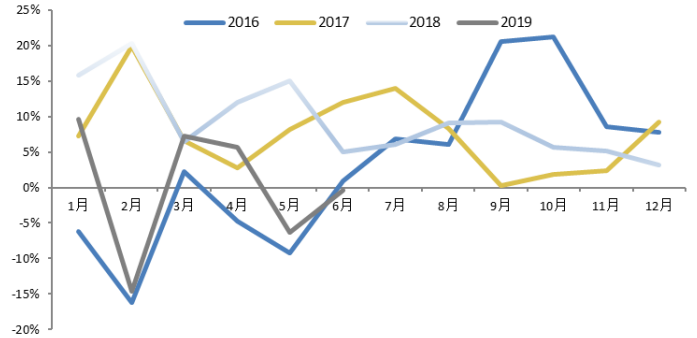


图 16: 2015-2019 年 5 月重点电厂煤炭日耗 单位: 万吨



资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

图 17: 2016-2019 年 5 月重点电厂日耗同比增长

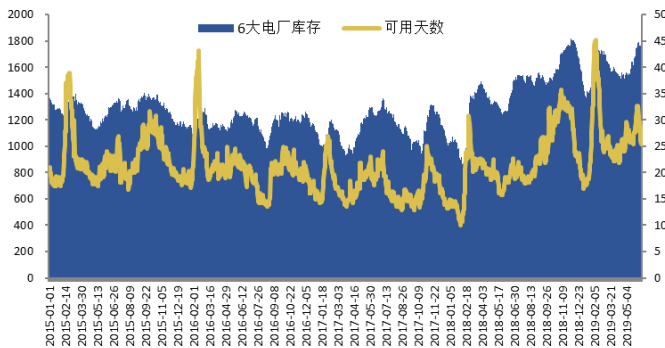


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

### 三、动力煤库存逼近历史高位

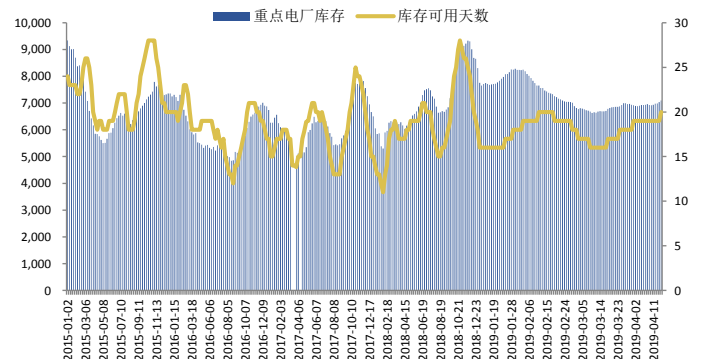
6 月份沿海电厂库存继续回升, 截止 6 月 17 日, 六大电厂库存 1746.56 万吨, 环比 5 月同期上升 6.53%, 同比上年上升 26.99%, 库存可用 27.43 天, 较上年高 8.13 天。

图 18: 沿海六大电厂库存及库存可用天数 单位: 万吨、天



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 全国重点电厂库存及可用天数 单位: 万吨、天

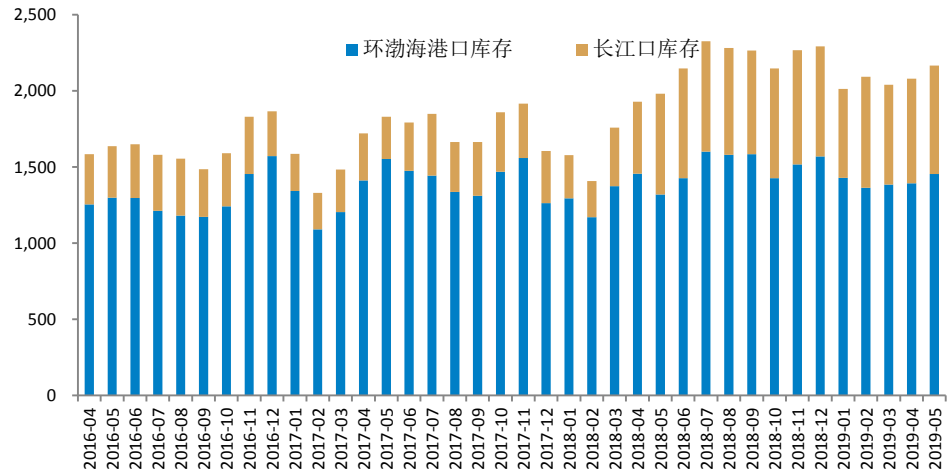


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

全国重点电厂库存持续回升。截至 6 月 10 日, 重点电厂煤炭库存 8664 万吨, 同比回升 23.54%, 环比上月同期上升 10.75%, 库存可用天数 26 天, 较上年同期高 6 天。

6 月中转环节库存也呈现回升趋势。截止 6 月 12 日, 环渤海和长江口动力煤库存分别为 1400.4 万吨和 760 万吨, 较上月同期分别上升 -6.62% 和 11.93%, 距离历史高位仅分别有 6.8% 和 9.2% 的差距。

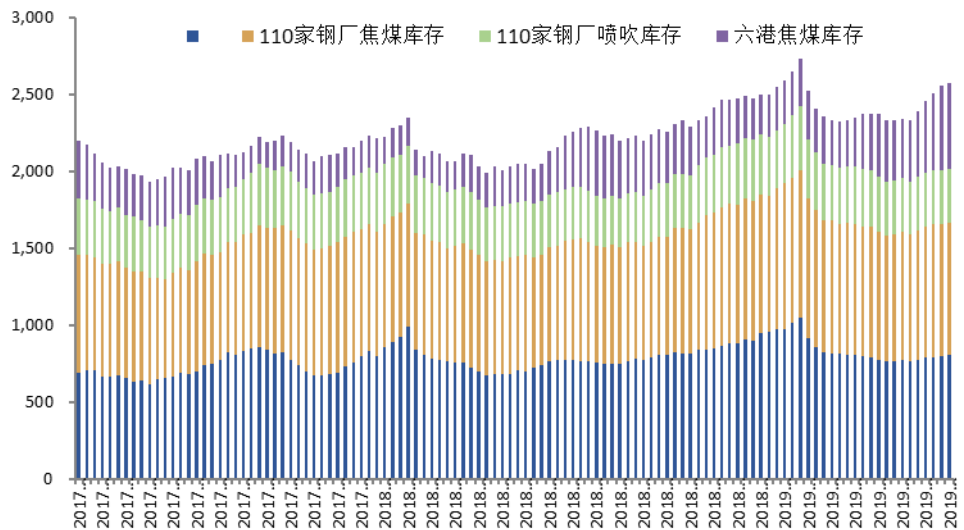
图 20: 动力煤港口库存 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

6 月份焦煤总库存持续回升。截止 6 月 14 日,焦煤库存总量为 2570.5 万吨,环比上升 7.62%。分环节来看,增长主要来自港口库存,环比上升 30.68%,同比上升 128.78%。焦化厂、钢厂的焦煤库存环比上月同期分别上升 3.32%和 2.91%。

图 21: 焦煤各环节库存 单位: 万吨

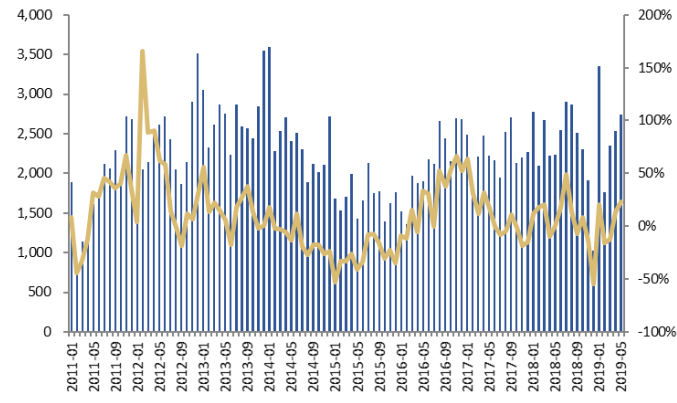


资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### 四、5 月煤炭进口恢复性增长

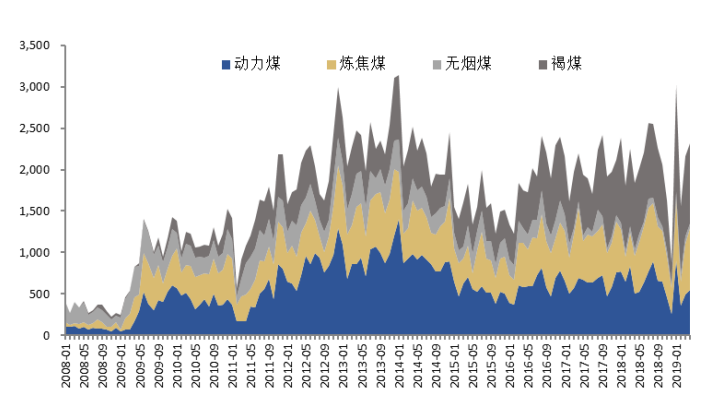
2019 年 5 月中国煤及褐煤进口量为 2746.7 万吨,同比增长 23%,环比上升 8.57%。1-5 月份累计进口煤及褐煤 12738.7 万吨,同比增长 6.13%。

图 22: 2008 年-2019 年 5 月煤炭进口量及增速 单位: 万吨



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

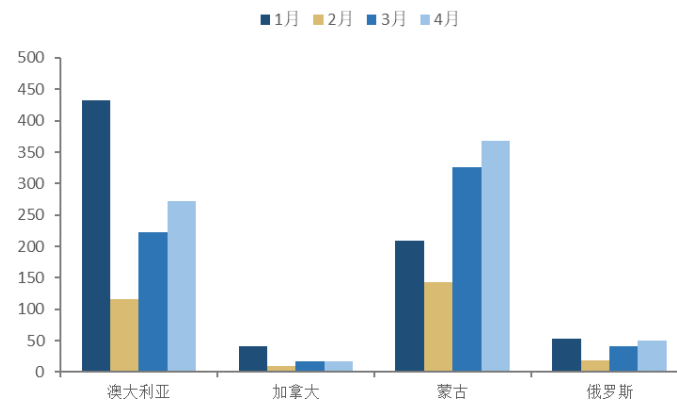
图 23: 08 年-19 年 4 月分煤种进口量 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

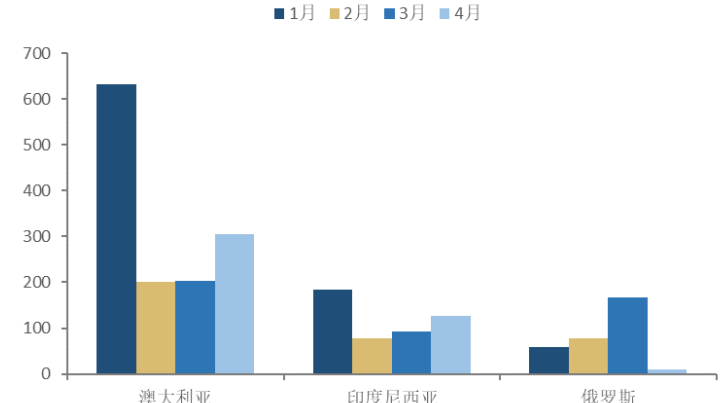
分国别进口数据公布滞后, 我们从 1-4 月份的分国别、分煤种进口量来看, 澳大利亚的焦煤进口逐渐恢复。2019 年 4 月, 进口澳大利亚焦煤环比增长 22.06%; 动力煤的澳大利亚的进口量环比增长 50.36%, 较上月增加 49.75 个百分点; 俄罗斯对澳大利亚动力煤进口份额的替代减弱, 4 月进口量环比降低 94.05%。

图 24: 2019 年 1-4 月焦煤进口分国别 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 2019 年 1-4 月动力煤进口分国别 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

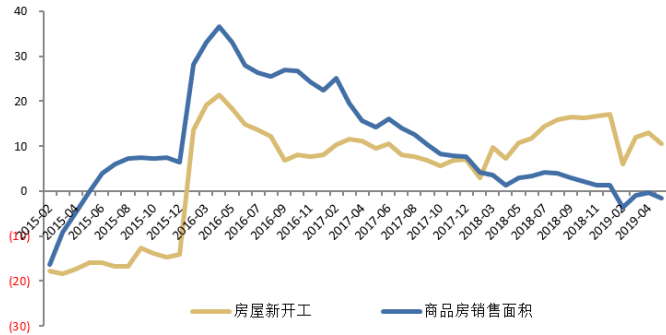
## 五、煤价下行趋势进一步确立

动力煤下行趋势已经得到确立。火电需求的疲软、终端与中转环节库存的高企, 南方地区雨量充沛, 即使旺季效应、安全检查以及限制进口煤能够部分延缓煤价下跌的时间和降低调整幅度, 但景气见顶的趋势已经确立。

焦煤的见顶时间略滞后于动力煤, 但并不会独立于动力煤。从 6 月份钢铁行业利润的收窄、产能利用率维持在高位、焦炭价格见顶回落等迹象来看, 产业链本身已经难以传导原材料的涨价。从终端需求来看, 1-5 月份, 房屋新开工 79783.53 万平方米, 同比增长 10.5%, 增速自年初以来首次出现回落, 较上月降低 2.6 个百分点; 5 月单月新开工面积为 21231.19 万平方米, 同比增长 4.02%, 增速较上月降低 11.48 个百分点。1-5 月商品房累计销售 55518 万平方米, 同比下滑 1.6%, 单月销售 13432.55 万平方米, 同比下滑 5.52%, 创自 2017 年 11 月以来最大降幅。从土地市场情况看, 5 月份 100 个大中城市住宅类成交面积同比增长 76.21%, 为近一年新高。2018 年拿地高

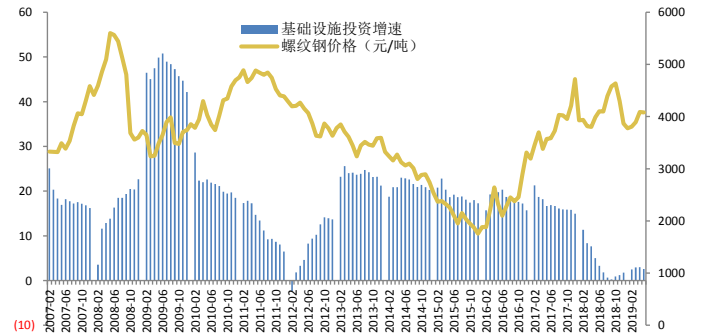
增长带来的新开工已经出现见顶回落，而钢材价格与基础设施投资增速呈现反向相关关系，基础设施投资难以弥补地产下滑对产业链的影响。未来焦钢产业链条需求回落的拐点也将获得确认。

图 26: 2015-19 年 5 月房地产新开工与销售面积增速



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 27: 基础设施投资与螺纹钢价格走势



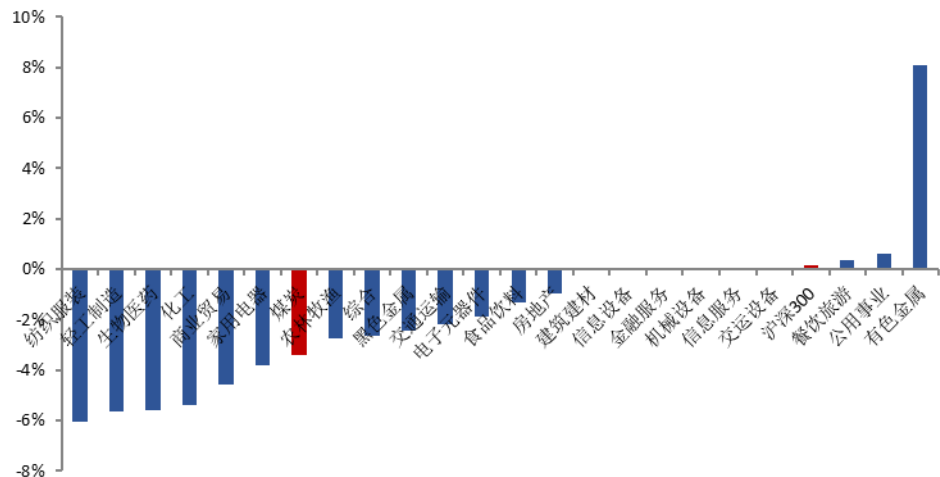
资料来源: WIND, 华金证券研究所

## 六、投资策略

### 1、煤炭板块市场表现

近一个月以来，煤炭板块跑输沪深 300 指数，位居各板块跌幅榜第七位，单月绝对收益率为-3.39%，相对收益率为-3.58%。

图 28: 截止 6 月 17 日各板块月度收益率排名



资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价为 6 月 17 日

近一个月以来，煤炭股涨跌互现，我们看好的淮北矿业、盘江股份、中国神华和潞安环能优质公司表现相对较好，涨幅均居前。

表 1: 煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
美锦能源	96.53%	美锦能源	65.09%	淮北矿业	11.90%
安源煤业	42.47%	山煤国际	32.27%	中国神华	8.72%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
ST 安泰	28.05%	潞安环能	4.40%	潞安环能	7.93%
山煤国际	21.27%	盘江股份	3.58%	开滦股份	4.60%
开滦股份	11.5%	淮北矿业	2.85%	盘江股份	2.85%
蓝焰控股	8.98%	恒源煤电	2.38%	西山煤电	2.28%
陕西煤业	1.94%	兖州煤业	1.61%	山煤国际	1.85%
淮北矿业	1.91%	安源煤业	1.53%	兖州煤业	0.85%
恒源煤电	0.8%	中国神华	0.50%	山西焦化	0.35%
中国神华	-0.55%	西山煤电	0.00%	冀中能源	0.23%
兰花科创	-0.61%	陕西煤业	-0.92%	阳泉煤业	0.17%
中煤能源	-3.95%	阳泉煤业	-2.39%	昊华能源	0.00%
盘江股份	-4.12%	平庄能源	-3.83%	中煤能源	-0.21%
永泰能源	-5.68%	开滦股份	-4.35%	兰花科创	-0.28%
昊华能源	-7.89%	平煤股份	-4.96%	蓝焰控股	-0.45%
冀中能源	-8.90%	露天煤业	-5.13%	上海能源	-0.71%
平煤股份	-10.67%	大同煤业	-5.65%	靖远煤电	-1.15%
露天煤业	-11.26%	冀中能源	-7.73%	露天煤业	-1.28%
平庄能源	-12.58%	山西焦化	-8.16%	大同煤业	-1.31%
上海能源	-12.66%	兰花科创	-8.7%	神火股份	-2.33%
大有能源	-12.93%	中煤能源	-9.13%	恒源煤电	-2.47%
大同煤业	-14.74%	昊华能源	-9.76%	陕西煤业	-3.25%
潞安环能	-15.97%	郑州煤电	-10.37%	平煤股份	-4.06%
靖远煤电	-18.35%	上海能源	-11.27%	新集能源	-4.08%
阳泉煤业	-19.01%	蓝焰控股	-11.84%	平庄能源	-4.61%
新集能源	-19.69%	靖远煤电	-12.41%	郑州煤电	-5.18%
西山煤电	-21.41%	大有能源	-12.73%	安源煤业	-5.69%
神火股份	-21.72%	新集能源	-16.39%	大有能源	-6.11%
郑州煤电	-22.06%	神火股份	-18.29%	永泰能源	-13.09%
山西焦化	-25.71%	永泰能源	-24.55%	ST 安泰	-22.51%
兖州煤业	-27.11%	ST 安泰	-47.76%	美锦能源	-29.48%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 6 月 17 日

## 2、投资策略：静待底部

2018 年底发改委等部门建立了煤炭未批先建产能合法化绿色审批通道,1.7 亿吨大型先进产能获批,2019 年启动铁路、港口降费等措施,政策拐点和供给拐点均有已明确,5 月份需求的疲弱之局初现,未来地产新开工的传导将逐渐在下半年的煤炭需求中进一步显现,我们维持 2016 年以来的行业景气上行周期结束的判断。但是经历行业去产能后,煤炭生产格局进一步实现区域集中,尾部企业大幅收敛,行业供应的散乱格局得到根本控制;受特高压建设的影响,需求中心内移,同时在安全、环保的制约下,煤炭生产的可控性较前几轮周期明显增强,煤炭周期的底部要显著高于前几轮周期。我们维持同步大市-A 评级。动力煤公司相对看好防守品种中国神华、露天煤业和内生长品种陕西煤业。

## 七、风险提示

通胀超预期；环保监管政策波动；进口政策变动；重大安全事故。

#### 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%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](http://www.huajinsec.com)