

煤炭

行业月度报告

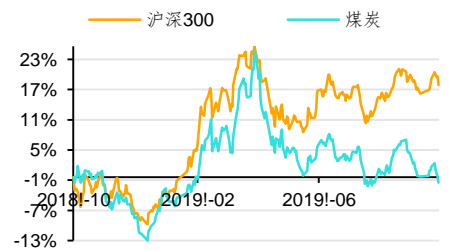
库存再现回升，需求仍存韧性

投资要点

- ◆ **9月煤炭产量同比环比双升，三大主产区产能增速环比齐降：**2019年1-9月，全国煤炭产量27.36亿吨，同比增长4.5%。9月当月，全国煤炭产量3.24亿吨，同比增长4.4%，增速较上月下降0.6个百分点，月度环比增长2.6%。9月份山西、内蒙古、陕西产量分别同比增长7.92%、4.66%和-8.59%，环比分别下降1.47%、0.99%和1.64%。9月三省合计产量占全国产量的比重为71.65%，较上月回落0.69个百分点。
- ◆ **9月焦炭产量增速回落，火电大幅回升：**2019年9月全国焦炭产量3922万吨，同比增长3.2%，增速较上月回落1.4%；10月中上旬双焦价格平稳，焦炭盈利空间与上月持平，生铁盈利空间回升10.8%。火电发电量为4150亿千瓦时，同比增长6.0%，占全国发电量的比重为70.24%，较上年同期提高1.17个百分点。
- ◆ **库存再现回升：**10月以来沿海电厂库存小幅波动，重点电厂库存10月上旬同比、环比分别上升11.70%和7.97%，中转环节库存也出现反弹，截止10月15日，环渤海动力煤库存为1486.7万吨，较8月下旬低点上升15.11%，较上年同期增长10.86%。经过9月初短暂回落之后，9月下旬以来焦煤总库存再次回升。截止10月11日，焦煤库存总量为2763.58万吨，环比增加2.73%。
- ◆ **9月进口同比增环比降，预计10月反弹：**9月中国煤炭进口量为3028.8万吨，环比回落8.08%，同比增加20.48%。由于国内外差价较大，进口管控不及预期，10月进口环比有望回升。
- ◆ **投资策略：**煤炭行业仍在下行周期中运行，本轮周期供给端相对需求变化的调整能力大大增强，主要来自生产区域的高度集中、大型企业集中度提升、尾部企业收敛，政策方面的环保与安全对生产影响长期化、常态化，也使得供应相对有序，我们预计本轮煤价底部高于上轮周期。同时，受去产能和产业转移的双重影响，煤炭的区域性、结构性失衡在华中、西南、东北三大区域仍将长期存在，该区域的煤炭供应企业能够在保证销售的情况下享受一定的价格溢价。维持行业同步大市-A评级，建议配置低业绩弹性、高分红的防御性品种，相对看好中国神华、露天煤业、盘江股份。
- ◆ **风险提示：**经济回落及持续时间超预期；环保监管政策波动；进口政策变动；重大安全事故。

投资评级

同步大市-A 维持

首选股票
评级
一年行业表现


资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.61	-6.74	-20.72
绝对收益	-5.30	-5.13	2.70

分析师

杨立宏

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

相关报告

- 煤炭：晋陕蒙生产恢复，局地焦钢延续限产-煤炭行业数据周报-20191014 2019-10-14
- 煤炭：浩吉铁路正式开通-煤炭行业数据周报-20190930 2019-09-30
- 煤炭：秦港动力煤连涨四周，环保整治十月再启-煤炭行业数据周报-20190923 2019-09-23
- 煤炭：产量增速放缓，动力煤全面去库 2019-09-18
- 煤炭：动力煤走强，焦煤疲弱-煤炭行业数据周报-20190916 2019-09-16

内容目录

一、9月煤炭产量3.24亿吨，同比增4.4%，环比增2.6%.....	4
1、1-9月煤炭产量同比增长4.5%，9月当月同比增长4.4%.....	4
2、9月晋陕蒙产量环比均下降.....	4
3、9月煤炭供应能力持续改善.....	5
二、焦、铁产量增速下滑，火电大幅回升.....	6
1、9月焦炭生铁产量增速双回落，钢材价格持续震荡.....	6
2、9月火电发电量同比增长6.0%.....	7
三、库存再现回升.....	8
四、9月煤炭进口同比增长20.48%.....	9
五、动力煤以稳为主，焦煤面临下行压力.....	10
六、投资策略.....	11
1、煤炭板块市场表现.....	11
2、投资策略：寻找防御品种.....	12
七、风险提示.....	12

图表目录

图1：2015年-2019年9月全国煤炭月度产量 单位：万吨.....	4
图2：2006年-2019年9月全国煤炭当月产量及同比增长率.....	4
图3：2018-19年9月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨.....	4
图4：2019年晋陕蒙煤炭产量同比增速.....	4
图5：2019年鲁豫皖三省各月煤炭产量增速.....	5
图6：煤炭主要下游行业产量增长率（月度数据）.....	5
图7：2013-2019年9月焦炭单月产量及增长率 单位：万吨.....	6
图8：2013-2019年9月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨.....	6
图9：2013-2019年9月生铁单月产量及增长率 单位：万吨.....	6
图10：2013-2019年9月生铁累计产量及增长率 单位：万吨.....	6
图11：2014年-2019年9月焦炭价格走势 单位：元/吨.....	6
图12：2014-2019年10月螺纹钢价格走势 单位：元/吨.....	6
图13：2014-19年9月煤焦价差 单位：元/吨.....	7
图14：2016-19年9月单位生铁盈利 单位：元/吨.....	7
图15：2013年-19年9月火电发电量及增长率 单位：亿千瓦时.....	7
图16：2012年-2019年9月发电结构.....	7
图17：沿海六大电厂库存及库存可用天数 单位：万吨、天.....	8
图18：全国重点电厂库存及可用天数 单位：万吨、天.....	8
图19：动力煤港口库存 单位：万吨.....	8
图20：焦煤各环节库存 单位：万吨.....	9
图21：2008年-2019年9月煤炭进口量及增速 单位：万吨.....	9
图22：08年-19年8月分煤种进口量 单位：万吨.....	9
图23：2015-19年9月房地产新开工与销售面积增速.....	10
图24：100大中城市土地成交面积及增速.....	10
图25：截止10月16日各板块月度收益率排名.....	11

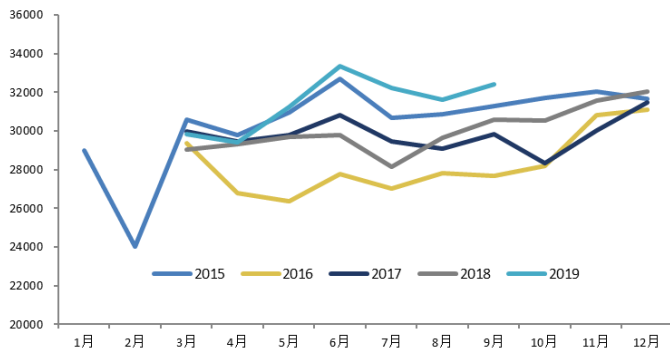
表 1：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅..... 11

一、9月煤炭产量3.24亿吨，同比增4.4%，环比增2.6%

1、1-9月煤炭产量同比增长4.5%，9月当月同比增长4.4%

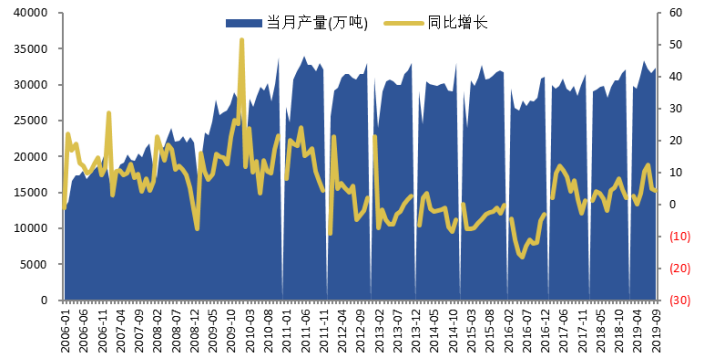
2019年1-9月，全国煤炭产量27.36亿吨，同比增长4.5%。9月当月，全国煤炭产量3.24亿吨，同比增长4.4%，增速较个月下降0.6个百分点，月度环比增长2.6%。

图1：2015年-2019年9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9月全国煤炭当月产量及同比增长率

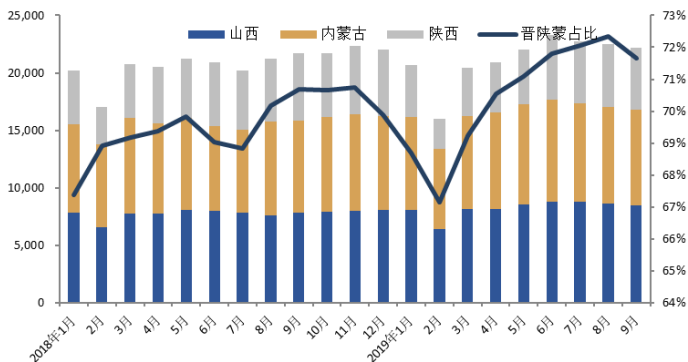


资料来源：Wind，华金证券研究所

2、9月晋陕蒙产量环比均下降

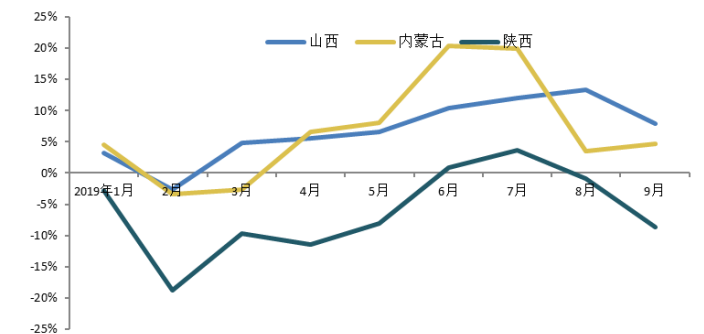
根据煤炭市场网数据，9月份山西煤炭产量为8485.8万吨，同比增长7.92%，环比下降1.47%；内蒙古煤炭产量为8335.9万吨，同比增长4.66%，环比下降0.99%；陕西煤炭产量5353.15万吨，同比下降8.59%，环比下降1.64%。9月三省合计产量占全国产量的比重为71.65%，较上月回落0.69个百分点。（注：根据煤炭市场网数据9月全国煤炭产量环比下降微降0.38%，与统计局口径存在差异。）

图3：2018-19年9月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图4：2019年晋陕蒙煤炭产量同比增速

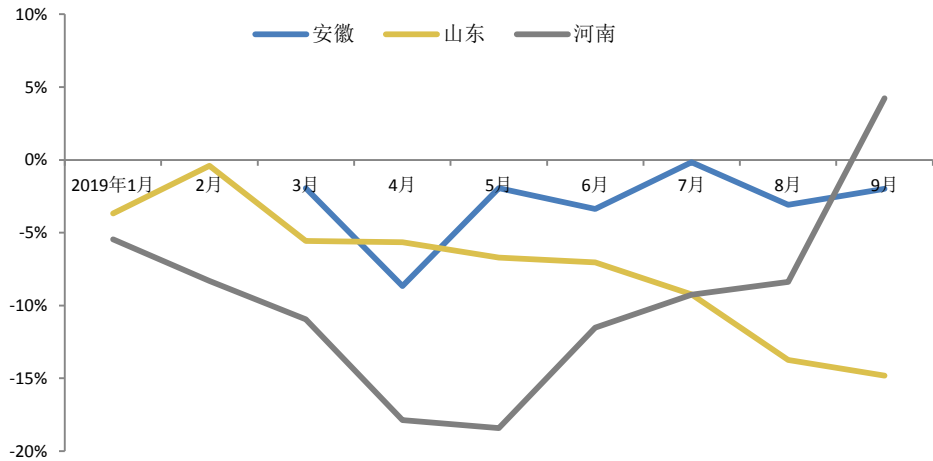


资料来源：国家统计局，华金证券研究所

除晋陕蒙三大煤炭主产区外，其他产煤省也存在波动和扰动，影响全国生产总量。2018年山东龙郓煤业“10.20”冲击地压事故发生后，国家煤矿安监局责令采深超千米冲击地压的煤与瓦斯突出矿立即停产进行安全论证。山东、河南以及安徽三省涉及煤矿数分别为20、5、4座，

占全国比重达 74.4%；三省涉及煤炭生产能力分别为 4060、1564 和 1700 万吨，分别相当于各省 2018 年产量的 33.4%、12.9%和 14.7%。受此影响，除 2019 年 7 月安徽和 9 月河南较上年煤炭产量略有增长以外，2019 年 1 月份以来三省各月煤炭产量均低于上年同期水平，其中山东省单月产煤量同比降幅逐月扩大，2019 年 9 月煤炭产量同比上年减少 14.8%。

图 5：2019 年鲁豫皖三省各月煤炭产量增速

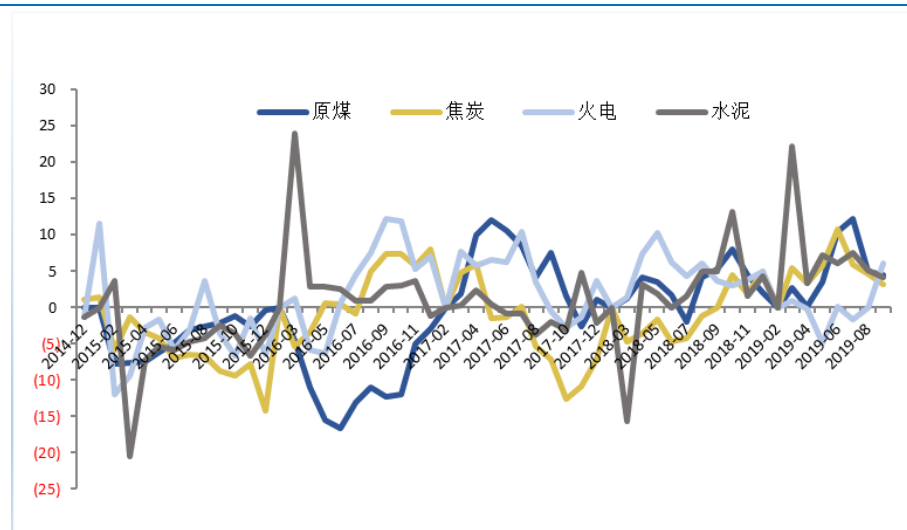


资料来源：Wind，华金证券研究所

3、9 月煤炭供应能力持续改善

2019 年 9 月，焦炭、生铁、火电、水泥等煤炭下游行业产量增速分别为 3.2%、2.1%、6.0%、4.1%，其中火电增速环比增加 6.1 个百分点；煤炭产量增速环比降低 0.6 个百分点至 4.4%后，除低于火电外，增速高于其他下游行业，煤炭供应能力持续改善。但是从 1-9 月份累计增速来看，焦炭、生铁、火电、水泥分别为 6.3%、6.3%、0.5%、6.9%，煤炭 4.5%的产量增速仍然低于除火电外的其他下游行业。

图 6：煤炭主要下游行业产量增长率（月度数据）



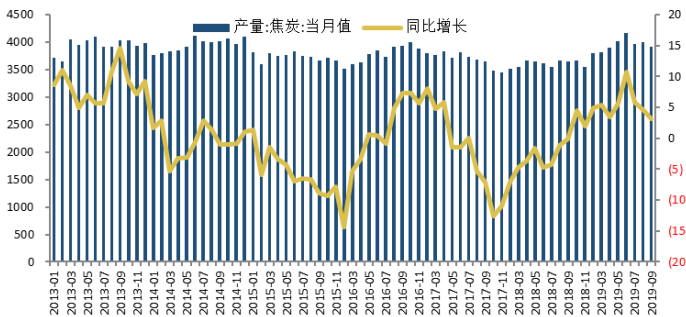
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、焦、铁产量增速下滑，火电大幅回升

1、9月焦炭生铁产量增速双回落，钢材价格持续震荡

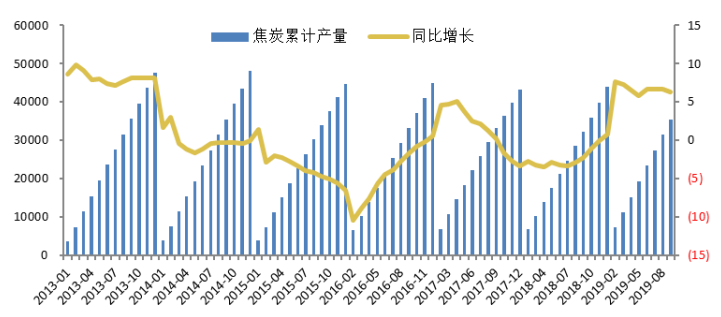
2019年9月，全国焦炭产量3922万吨，同比增长3.2%，增速较上月回落1.4%；1-9月份焦炭累计产量为3.54亿吨，同比增长6.3%，增速较上月回落0.4个百分点。9月份生铁产量为6731万吨，同比增长2.1%，增速较上月回落2.1个百分点；1-9月份生铁累计产量6.12亿吨，同比增长6.3%，增速较上月回落0.6个百分点。

图7: 2013-2019年9月焦炭单月产量及增长率 单位: 万吨



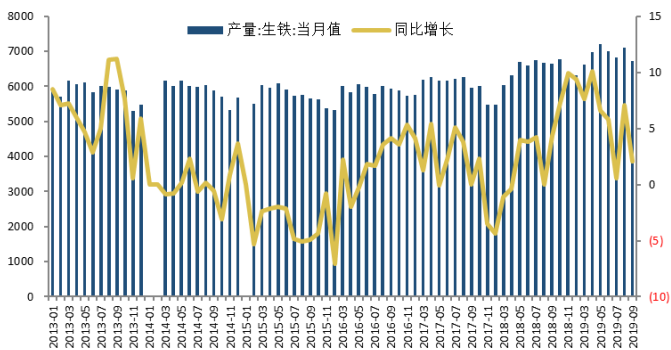
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图8: 2013-2019年9月焦炭累计产量及增长率 单位: 万吨



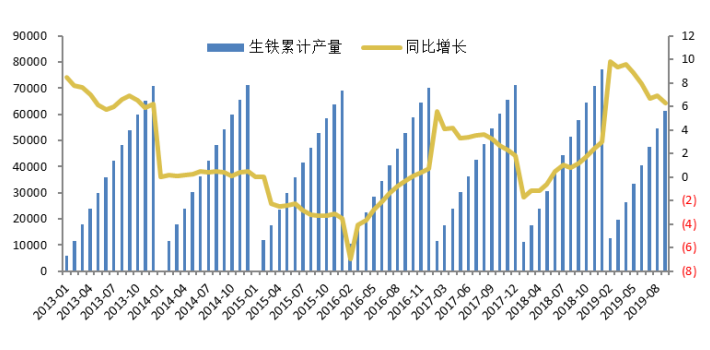
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图9: 2013-2019年9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10: 2013-2019年9月生铁累计产量及增长率 单位: 万吨

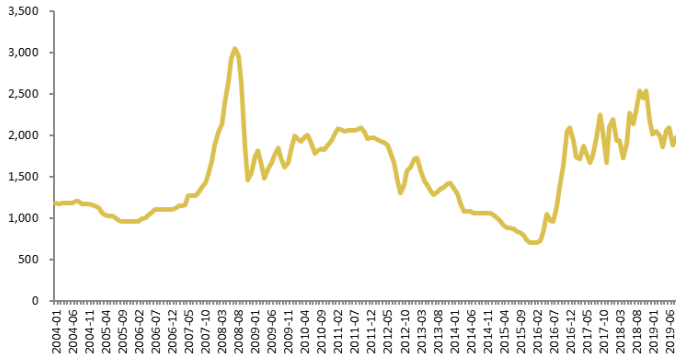


资料来源: Wind, 华金证券研究所

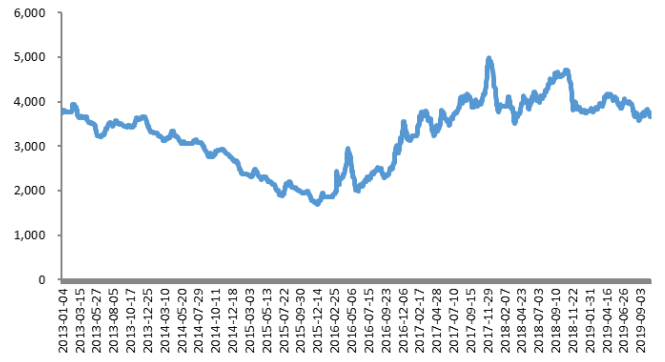
下游产品价格方面，9月16日以来焦炭价格保持平稳，截至10月17日，华东地区二级冶金焦价格维持1840元/吨的水平；钢材价格宽幅震荡，9月下旬至10月上旬螺纹钢价格上涨4.1%，而后又出现了4.2%的下跌，截至10月17日，螺纹钢价格较上月同期下调2.4%至3670元/吨。

图11: 2014年-2019年9月焦炭价格走势 单位: 元/吨

图12: 2014-2019年10月螺纹钢价格走势 单位: 元/吨



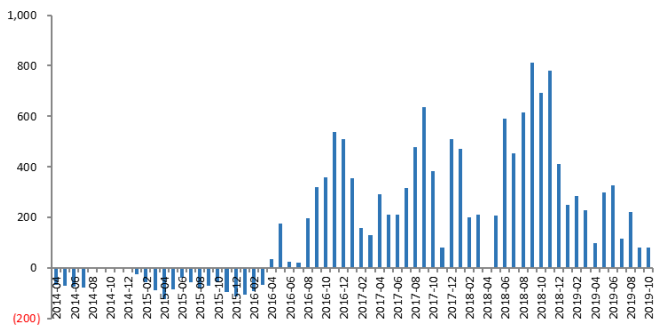
资料来源: Wind, 华金证券研究所



资料来源: Wind, 华金证券研究所

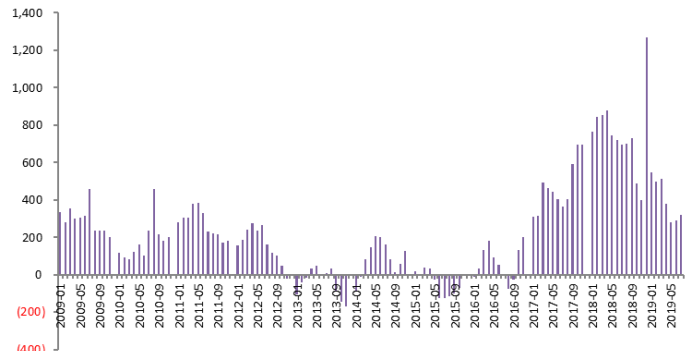
生铁盈利空间回升。10月中上旬焦煤及二级冶金焦价格走势平稳,焦炭盈利空间与上月相比维持稳定;10月以来铁精和生铁价格分别上涨0.9%和1.7%,综合影响下单位生铁盈利空间上浮10.8%。

图 13: 2014-19 年 9 月煤焦价差 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 2016-19 年 9 月单位生铁盈利 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

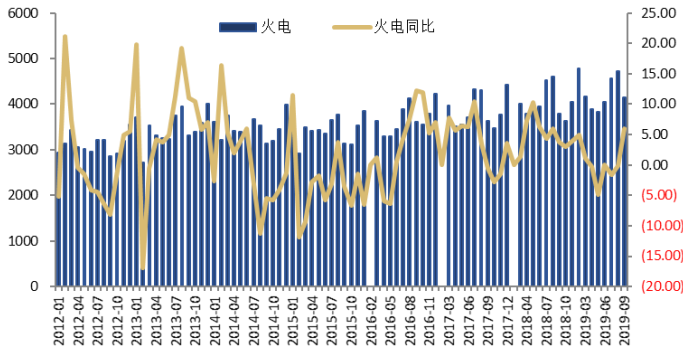
2、9 月火电发电量同比增长 6.0%

1-9 月全国累计发电量为 52967 亿千瓦时,同比增长 3.0%,增速较上月提高 0.2%;其中火电发电量为 38020 亿千瓦时,同比增长 0.5%。

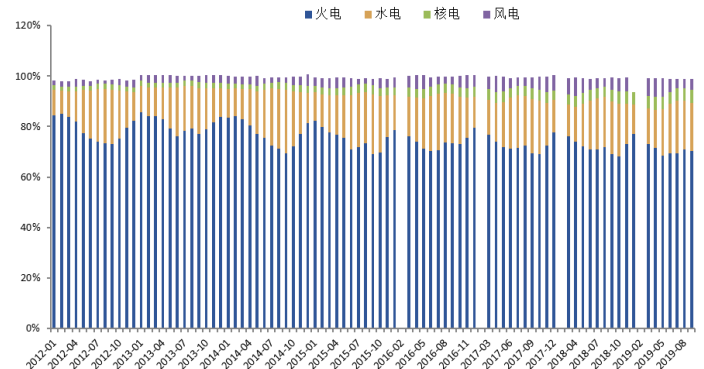
9 月当月,全国发电量为 5908 亿千瓦时,同比增长 4.7%,其中火电发电量为 4150 亿千瓦时,同比增长 6.0%,火电占全国发电量的比重为 70.24%,较上年同期提高 1.17 个百分点。水电对火电的挤出效应持续减弱,7 月份水电占比较上月减少 0.24 个百分点,核电占比上升 0.11 个百分点。综合影响下,火电占比较上月降低 0.54 个百分点。

图 15: 2013 年-19 年 9 月火电发电量及增长率 单位: 亿千瓦时

图 16: 2012 年-2019 年 9 月发电结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

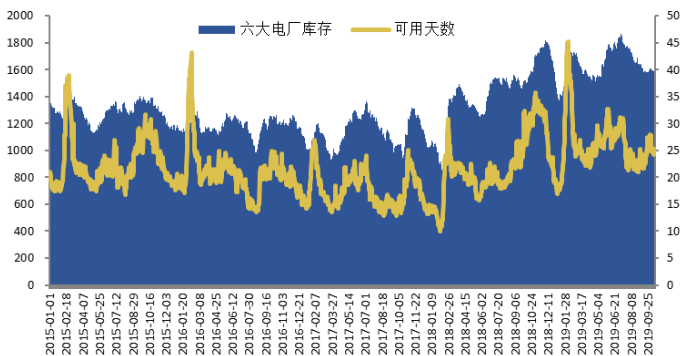


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、库存再现回升

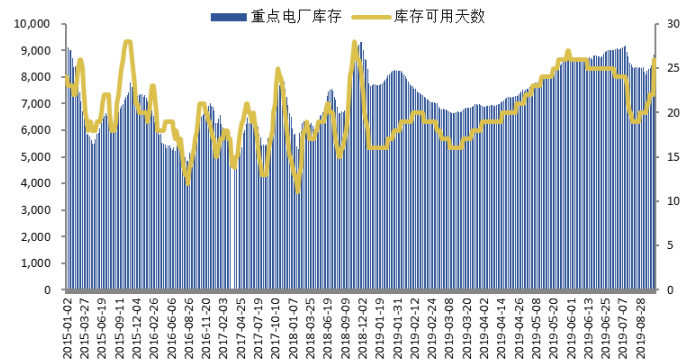
10月以来沿海电厂库存震荡,截止10月15日,六大电厂库存1587.01万吨,环比9月同期增加0.13%,但较月初高点回落0.15%,较上年同期增加3.32%,库存可用25.20天,较上年减少4.68天。

图 17: 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 18: 全国重点电厂库存及可用天数 单位: 万吨、天

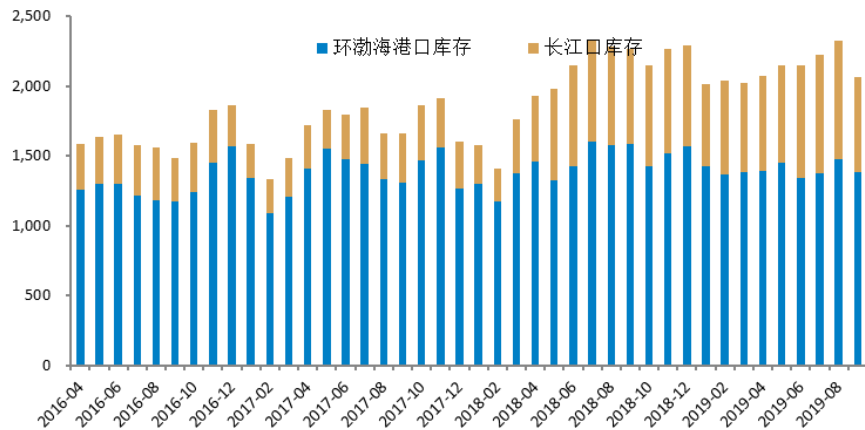


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

全国重点电厂库存再次回升。截止10月10日,重点电厂煤炭库存8850万吨,同比、环比分别上升11.70%和7.97%。库存可用天数26天,较上年同期高2天。

10月以来中转环节库存迎来回升。截止10月15日,环渤海动力煤库存为1486.7万吨,较8月下旬低点上升15.11%,较上年同期增长10.86%。长江口动力煤库存较上月平均数下降4.02%至653万吨,较上年同期减少9.68%。两者合计库存2139.7万吨,同比增长3.66%。

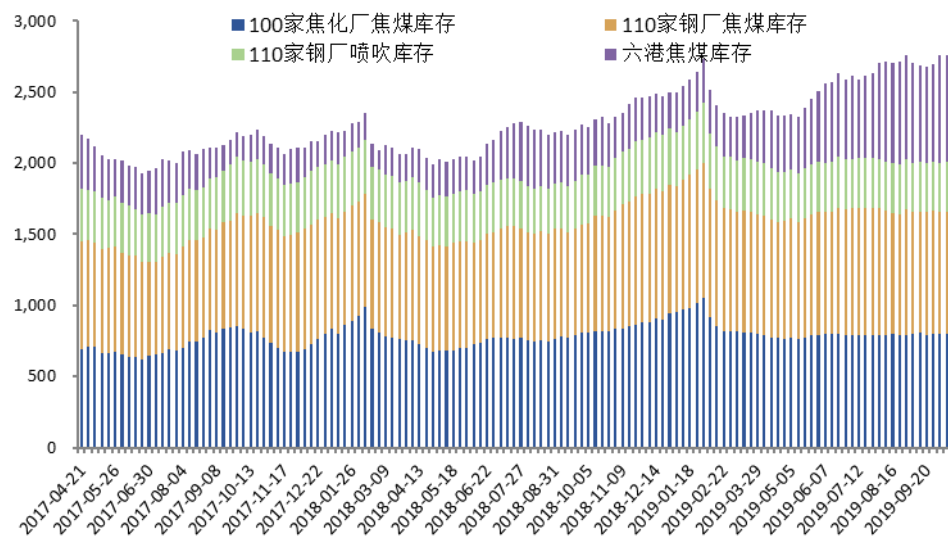
图 19: 动力煤港口库存 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

经过9月初短暂回落之后,9月下旬以来焦煤总库存再次回升。截止10月11日,焦煤库存总量为2763.58万吨,环比增加2.73%。分环节来看,增长主要来自中转环节,六港焦煤库存环比增加10.83%。100家焦化厂焦煤库存、110家钢厂焦煤库存和110家钢厂喷吹库存环比上月同期分别减少1.19%、增长1.50%和减少1.06%。

图 20: 焦煤各环节库存 单位: 万吨



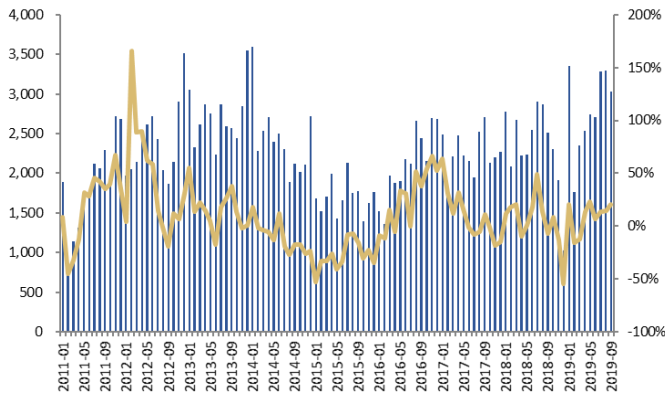
资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、9月煤炭进口同比增长20.48%

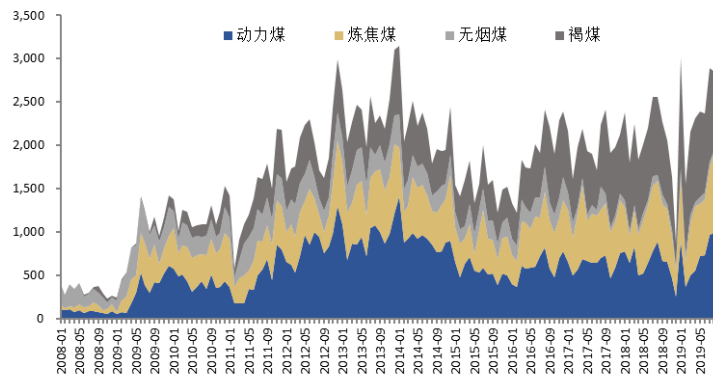
9月煤炭进口量环比出现回落,但同比上年仍有较大增长。2019年9月中国煤炭进口量为3028.8万吨,环比回落8.08%,同比增加20.48%。1-9月份累计进口煤及褐煤25061.8万吨,同比增长9.76%。由于国内外煤炭差价较大,加之进口管控力度不及预期,10月进口煤有望回升。

图 21: 2008年-2019年9月煤炭进口量及增速 单位: 万吨

图 22: 08年-19年8月分煤种进口量 单位: 万吨



资料来源：国家统计局，华金证券研究所



资料来源：Wind，华金证券研究所

分煤种进口数据公布滞后。2019年8月，动力煤进口量连续六个月增长，本月环比续增2.07%，是2月低点的2.72倍；炼焦煤进口量环比续增17.03%，较上年同期增加29.45%。无烟煤进口量有所下滑，同环比分别减少48.60%和51.39%；褐煤进口量同环比分别增长14.89%和0.18%。

五、动力煤以稳为主，焦煤面临下行压力

动力煤短期疲弱，关注后期补库需求。当前动力煤面临淡季需求，库存水平不低，加之10月份以来进口冲击，短期呈现疲弱之态。月底逐步进入冬季取暖旺季前的补库，水电也逐步进入枯水期，预计动力煤价格下行空间不大。

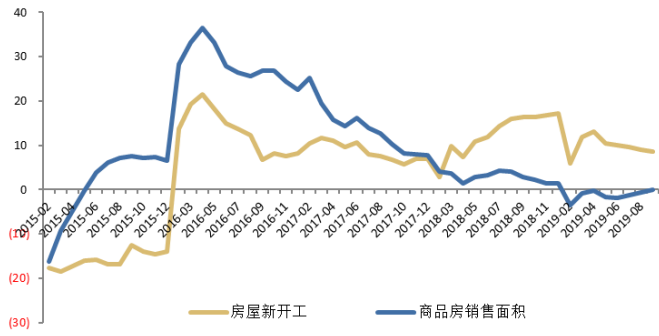
焦煤价格面临下行压力。地产新开工增速仍维持相对高增长，钢铁消费仍体现了较强的韧性，产量维持高位，有利于支撑上游双焦的需求，但钢铁利润空间收窄，对上游价格的承受能力减弱。后期冬季取暖季的焦钢限产力度较大、钢铁需求淡季这两大不利因素将影响焦煤需求，更长的时期需求变量仍将视地产新开工的变动。

从9月数据来看，地产对原材料的需求仍维持较强的韧性，制造业则延续疲软之势。9月当月地产新开工面积增速环比提升，销售面积小幅下滑。9月制造业累计增长为2.5%，环比下降0.1个百分点。

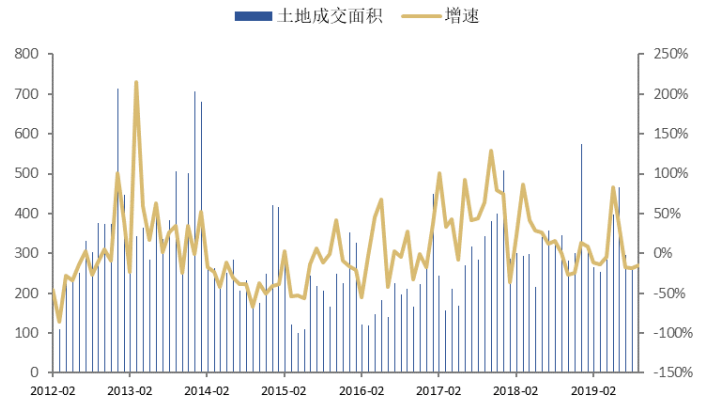
1-9月份，房屋新开工165707万平方米，同比增长8.6%，增速较上月再度回落0.3个百分点；9月单月新开工面积为20573.93万平方米，同比增长6.66%，增速较上月提高1.77个百分点。1-9月商品房累计销售119179万平方米，同比下滑0.1%，降幅环比收窄0.5个百分点；单月销售17330.44万平方米，同比增加2.92%。土地市场小幅回暖，9月份100个大中城市住宅类成交面积299.47万平方米，环比上月增长11.27%，但同比上年同期仍有13.26%的下降。

图 23：2015-19 年 9 月房地产新开工与销售面积增速

图 24：100 大中城市土地成交面积及增速



资料来源: WIND, 华金证券研究所



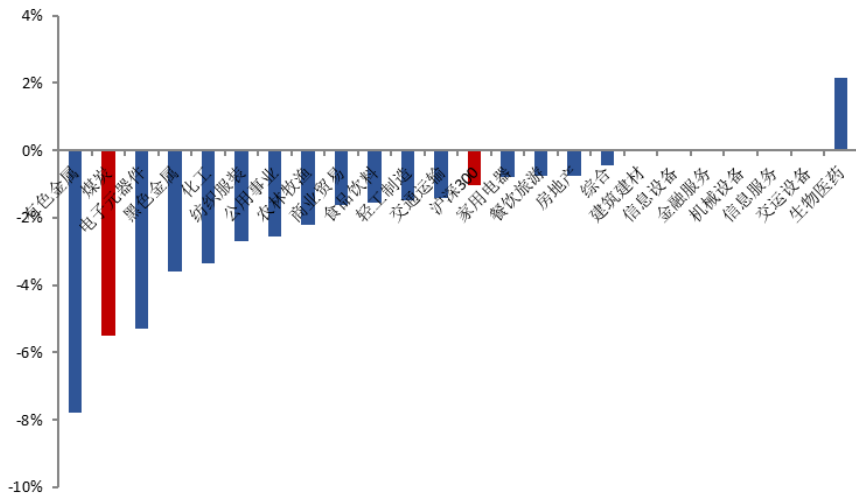
资料来源: WIND, 华金证券研究所

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 2 位,单月绝对收益率为-5.51%,相对收益率为-4.47%。

图 25: 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 10 月 19 日

从近一个月的股票表现来看,只有大有能源月涨幅为正,跌幅最低的四家分别为山煤国际、新集能源、冀中能源和恒源煤电。

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	161.10%	山煤国际	7.13%	大有能源	3.92%
山煤国际	98.16%	神火股份	6.52%	山煤国际	-0.77%
恒源煤电	23.74%	兖州煤业	4.24%	新集能源	-1.34%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
安源煤业	21.16%	中煤能源	3.02%	冀中能源	-1.40%
淮北矿业	19.20%	蓝焰控股	-0.37%	恒源煤电	-2.11%
神火股份	11.92%	露天煤业	-0.48%	露天煤业	-2.13%
大有能源	8.54%	恒源煤电	-0.53%	上海能源	-2.16%
陕西煤业	8.19%	大有能源	-0.58%	蓝焰控股	-2.42%
平煤股份	7.93%	陕西煤业	-3.05%	淮北矿业	-2.61%
露天煤业	6.97%	西山煤电	-3.49%	ST安泰	-2.95%
兖州煤业	5.40%	上海能源	-4.03%	靖远煤电	-3.11%
盘江股份	5.08%	中国神华	-4.11%	永泰能源	-3.25%
靖远煤电	4.08%	美锦能源	-4.35%	平煤股份	-3.54%
平庄能源	4.05%	新集能源	-5.14%	大同煤业	-3.69%
开滦股份	3.84%	靖远煤电	-5.32%	盘江股份	-3.75%
兰花科创	3.07%	ST安泰	-5.35%	中煤能源	-4.02%
中煤能源	3.01%	冀中能源	-5.61%	昊华能源	-4.24%
阳泉煤业	2.74%	盘江股份	-5.73%	兰花科创	-4.61%
郑州煤电	0.96%	兰花科创	-5.74%	开滦股份	-4.70%
中国神华	-0.31%	阳泉煤业	-6.56%	阳泉煤业	-5.00%
西山煤电	-1.11%	大同煤业	-6.70%	西山煤电	-5.23%
冀中能源	-1.34%	昊华能源	-7.71%	山西焦化	-5.30%
潞安环能	-1.53%	开滦股份	-7.90%	神火股份	-5.36%
上海能源	-6.55%	潞安环能	-8.60%	陕西煤业	-5.40%
大同煤业	-7.93%	安源煤业	-9.13%	潞安环能	-5.61%
蓝焰控股	-7.94%	郑州煤电	-9.20%	平庄能源	-6.05%
新集能源	-10.04%	永泰能源	-9.70%	兖州煤业	-6.63%
永泰能源	-10.78%	平煤股份	-10.35%	中国神华	-7.01%
山西焦化	-10.86%	平庄能源	-10.88%	郑州煤电	-7.78%
昊华能源	-12.88%	山西焦化	-11.85%	安源煤业	-8.40%
ST安泰	-21.50%	淮北矿业	-14.24%	美锦能源	-17.00%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 10 月 19 日

2、投资策略：寻找防御品种

煤炭行业仍在下行周期中运行，在先行指标触底前尚难判断底在何处、在何时，但本轮周期供给端相对需求变化的调整能力大大增强，主要来自生产区域的高度集中、大型企业集中度提升、尾部企业的收敛，政策方面的环保与安全对生产的影响长期化、常态化，也使得供应相对有序可控，我们预计本轮煤价底部将高于上轮周期。同时，受去产能和产业转移的双重影响，煤炭的区域性、结构性失衡在华中、西南、东北三大区域仍将长期存在，该区域的煤炭供应企业能够在保证销售量的情况下享受一定的价格溢价。

我们维持行业同步大市-A 评级，建议配置低业绩弹性、高分红的防御性品种，相对看好中国神华、露天煤业、盘江股份。

七、风险提示

经济回落及持续时间超预期；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