

2019年11月17日

# 冬季大气环境形势严峻，水电季度性萎缩看好火电

## 环保公用事业

### 报告摘要:

我们跟踪的161只环保及公用行业股票，本周跑输上证指数1.85个百分点。年初至今跑输上证指数9.08个百分点。本周明星电力、京蓝科技、鹏鹞环保分别上涨4.12%、3.70%、2.71%，表现较好；新疆浩源、金鸿控股、钱江水利分别下跌-14.06%、-12.13%、-11.57%，表现较差。

### ► 环保：冬季大气环境形势严峻，攻坚战难度依旧很大

2019年11月12日，生态环境部联合9部委及对应省市，正式印发《长三角地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》和《汾渭平原2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。加上此前的《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（以下均简称《方案》），三大重点地区均已明确了今年秋冬季环境空气质量改善目标。当前，大气环境形势十分严峻，在《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收尾阶段，各区域将加强大气污染物监测与防治，环境监测板块建议关注项目持续推进、收款状况良好的【先河环保】。扬尘综合治理带动机械化清扫率的提升，【龙马环卫】、【盈峰环境】有望受益。

### ► 电力：水电季度性萎缩，看好火电

截至11月15日，六大发电集团沿海电厂库存1696.38万吨，环比上周增加34.55万吨，库存可用天数为27.73天，同比减少4天。同时当周耗煤417.72万吨，环比上周增加18.61万吨，日均耗煤59.67万吨，环比上周增加2.65万吨，同比增加15.3%。由于目前港口价格跌破年度长协，电厂有少量需求释放出来，但库存高企下其补库需求依旧较少，加之年度煤炭订货会召开在即，预计短期内其仍难出现大规模集中采购，预计下周动力煤持续弱势运行。1-10月全社会用电量增速同比回落，三产及居民用电量增长明显。全社会用电量59040亿千瓦时，同比增长4.4%，增速较去年同期回落4.32pct。1-10月，我国规模以上工业发电量5.9万亿千瓦时，同比增长3.1%，增速较1—9月提高0.1pct。

### ► 燃气：国产LNG供应增加，国际天然气价格环比下跌

本周全国工厂、接收站LNG周均价为4025.29元/吨，较上周价格下跌159.93元/吨，环比下跌3.82%。前期工厂出货价格大幅上涨后，虽又下调，但跌幅不及涨幅，偏高价格抑制部分下游LNG需求，下游接货显出疲态，加之目前国内LNG供应非常充裕，西北工厂出货价格陆续下跌，带动国内其他地区部分工厂出货价格联动下调。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话：0755-8302 6989

## 投资策略

特高压通道助力蓝天保卫战，利好西北及西南电力外送，推荐关注【内蒙华电】及【长江电力】，云南及四川省水电公司均受益。扬尘综合治理带动机械化清扫率的提升，【龙马环卫】、【盈峰环境】有望受益。环保监测网络、监控体系、监控系统相关完善和强化要求，将提升大气环境监测密度，推荐关注【先河环保】。

四季度为传统枯水期，水电板块业绩环比已经出现明显回落；季节性采暖用电需求环比将上升，火电板块发电量环比将增加以满足电力需求缺口。尽管当前港口价格跌破年度长协，但由于下游电厂库存及煤炭可用天数均高位运行，电厂市场煤拉运需求仍较低，未来煤价将持续弱势运行，预计成本端持续优化将支撑火电企业在四季度的盈利表现。建议关注湖北省火电分布较多的【湖北能源】（华西环保公用&煤炭交运联合覆盖），以及【华电国际】。另外建议关注利用小时数高，受益今年有新增机组投产的【京能电力】、【建投能源】。长期来看，以水电为代表的清洁能源在供给端比重将持续增加，电网建设加大跨区域输送能力，推荐关注富余水电消纳的直接受益标的云南省上市水电公司，另外正在进行火电弱资产瘦身并加大清洁能源装机投入的【国投电力】也建议关注。

## 风险提示

- 1) 环保政策发生较大变动；
- 2) 冬季平均气温较历史数据偏高较多；
- 3) 动力煤价格事件性上涨；
- 4) 天然气价格上行；
- 5) 电力上网价格下调；
- 6) 民企融资持续承压。

## 盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司				P/E			
				EPS(元)							
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603686	龙马环卫	10.33	买入	0.79	0.64	0.76	0.90	13.08	16.14	13.59	11.48
300137	先河环保	7.07	买入	0.47	0.57	0.7	0.82	15.04	12.40	10.10	8.62
000883	湖北能源	4.00	买入	0.28	0.27	0.37	0.40	14.29	14.81	10.81	10.00
600027	华电国际	3.51	买入	0.17	0.33	0.45	0.63	20.65	10.64	7.80	5.57
600578	京能电力	2.97	买入	0.13	0.26	0.31	0.34	22.85	11.42	9.58	8.74
000600	建投能源	4.44	增持	0.24	0.36	0.53	0.55	18.50	12.33	8.38	8.07
600886	国投电力	8.29	买入	0.64	0.75	0.78	0.80	12.95	11.05	10.63	10.36

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：湖北能源为华西环保公用&煤炭交运联合覆盖

**正文目录**

1. 冬季大气环境形势依然严峻，水电季度性萎缩看好火电.....	4
1.1. 环保：冬季大气环境形势严峻，攻坚战难度依旧很大.....	4
1.2. 电力：水电季度性萎缩，看好火电.....	5
1.3. 燃气：国产 LNG 供应增加，国际天然气价格环比下跌.....	9
2. 行情回顾.....	11
3. 风险提示.....	13

**图表目录**

图 1 2019 年 1-10 月全社会用电量及同比增速.....	5
图 2 2019 年 1-10 月分产业用电量同比增速.....	5
图 3 规模以上工业发电量及同比增速.....	6
图 4 10 月平均气温.....	6
图 5 10 月平均降水量.....	6
图 6 当月日均发电量及同比.....	7
图 7 各类型发电量当月同比 (%).....	7
图 8 火电发电量及当月同比.....	7
图 9 水电发电量及当月同比.....	7
图 10 煤炭进口量及当月增速.....	8
图 11 天然气进口量及当月增速.....	8
图 12 动力煤期现价差 (元/吨).....	8
图 13 动力煤 (Q5500) 价格 (元/吨).....	8
图 14 六大发电集团沿海电厂库存同比情况 (万吨).....	9
图 15 六大发电集团沿海电厂可用天数同比情况 (天).....	9
图 16 LNG 每周均价及变化 (元/吨).....	10
图 17 主要地区 LNG 每周均价及变化 (元/吨).....	10
图 18 国际天然气每日价格变化 (美元/百万英热).....	10
图 19 中国 LNG 到岸价及市场价差每周变化 (元/吨).....	10
图 20 环保财政月支出 (亿元).....	11
图 21 电力及公用事业板块本周下跌 3.60%，表现位于各行业中游水平.....	11
图 22 电力及公用事业板块整体法 PE 18.32 倍，处在各行业中下水平.....	12
图 23 环保及公用事业板块本周个股涨跌幅 TOP10.....	12
图 24 SW 水务板块本周个股涨跌幅 TOP5.....	13
图 25 SW 环保工程及服务板块本周个股涨跌幅 TOP5.....	13
图 26 SW 燃气板块本周个股涨跌幅 TOP5.....	13
图 27 SW 电力板块本周个股涨跌幅 TOP5.....	13

## 1. 冬季大气环境形势依然严峻，水电季度性萎缩看好火电

### 1.1. 环保：冬季大气环境形势严峻，攻坚战难度依旧很大

“战书”下达，主攻PM2.5。2019年11月12日，生态环境部联合9部委及对应省市，正式印发《长三角地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》和《汾渭平原2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。加上此前的《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（以下均简称《方案》），三大重点地区均已明确了今年秋冬季环境空气质量改善目标。其中，在PM2.5平均浓度同比下降比率方面，京津冀及周边地区为4%，长三角地区为2%，汾渭平原为3%；在重度及以上污染天数同比减少比率方面，京津冀及周边地区为6%，长三角地区为2%，汾渭平原为3%。虽然近年三区域年均PM2.5浓度大幅下降，但三地区秋冬季节PM2.5浓度是其他季节的2倍左右，大气环境形势依然严峻。去年秋冬季，京津冀及周边地区PM2.5平均浓度同比上升6.5%，汾渭平原重污染天数同比增加42.9%，长三角地区10个城市未完成PM2.5浓度下降目标，其中，5个城市同比不降反升。

北方地区持续推进散煤治理，“煤改”工作小有成绩。京津冀及周边地区和汾渭平原的《方案》中均着重强调了散煤治理工作。《方案》指出各地要采取综合措施，加强监督检查，防止已完成替代地区散煤复烧。对已完成清洁取暖改造的地区，地方人民政府应依法划定高污染燃料禁燃区，并制定实施相关配套政策措施。各地应加大清洁取暖资金投入，确保补贴资金及时足额发放。同时，有效推进清洁取暖。按照“以气定改、以煤定需，先立后破、不立不破”的原则，坚持“先规划、先合同、后改造”，在保证温暖过冬的前提下，集中资源大力推进散煤治理；同步推动建筑节能改造，提高能源利用效率，合理推行“煤改气”和“煤改电”项目。2017年至2019年，“煤改电”配套电网建设累计投入超过700亿元。2019年“煤改电”工程惠及19684个村、372万户居民，供暖面积约2.3亿平方米，其中京津冀周边及汾渭平原重点区域惠及18479个村、340万户居民。电采暖全面启用后，预计2019-2020年采暖季，国家电网公司范围内北方电采暖用户取暖电量将超过200亿千瓦时，减排二氧化碳2000万吨，减排二氧化硫、氮氧化物和粉尘污染物600万吨，相当于替代散烧煤1100万吨，节能减排效果显著。

再次发声严禁一刀切，实施差异化应急管理。2017年的秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案中，对采暖季钢铁、焦化、建材等行业明确了限停产比例。从治理效果上看，这样“一刀切”的监管方式并未达到对排污企业引导及促进转型升级的目的。2018年的行动方案据此作出了调整，取消了一刀切的做法，对行业排污绩效明显好于同行业的环保标杆企业可不予限产。2019年长三角及汾渭平原大气污染攻坚方案中，均依据今年8月的《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》和《重污染天气重点行业应急减排措施制定技术指南》的要求，以量化的形式对钢铁、煤炭、水泥、化工等15个重点行业开展绩效分级评价和差异化管理，通过生产工艺水平、治理技术等多项指标制定绩效评级细则，根据不同天气条件，根据等级采取不同的停限产措施。原则上，A级企业在重污染期间可不采取减排措施，政策旨在引导相关排污企业主动进行环保升级，提高自身治污的积极性，实现环保和经济的双赢。

政策延续性强，相应细分行业确定性高。不论是长三角、汾渭平原还是京津冀，攻坚方案中都有严格控制煤炭消费总量的需求，特别是长三角及京津冀地区，后续需求延续性好，特高压外送通道在控煤及助力地方打赢“蓝天保卫战”中发挥了重要作用，西北地区及西南电力外送量逐步增长，利好当地的发电企业。扬尘综合治理要求基本保持不变，仅在渭汾平原的要求中删去了“沙尘暴影响大的月份平均降尘量不得高于12吨/月·平方公里”，总体上看环保政策要求稳中趋紧。在强化道路扬尘管控、

扩大机械化清扫范围、加大机械化清扫力度的政策下，预计环卫设备仍有较大市场需求。2019年12月底前，各城市完成国家级新区、高新区、重点工业园区及机场环境空气质量监测站点建设。2020年1月起，各省对高新区、重点工业园区等环境空气质量进行排名，排名主体进一步下沉，有望提升监测相关企业的业绩。综合各方治理任务细则，方案三年来保持了较好的政策延续性，具体要求及措施不断改善深化。预计未来环保治理将遵循循序渐进及持续不放松原则，在现有成绩的基础上，有步骤有计划的完成十三五攻坚任务。

当前正处于蓝天保卫战收官阶段，大气环境形势依然严峻。特高压通道助力蓝天保卫战，利好西北及西南电力外送，推荐关注【内蒙华电】及【长江电力】，云南及四川省水电公司均受益。扬尘综合治理带动机械化清扫率的提升，【龙马环卫】、【盈峰环境】有望受益。环保监测网络、监控体系、监控系统相关完善和强化要求，将提升大气环境监测密度，推荐关注【先河环保】。

## 1.2. 电力：水电季度性萎缩，看好火电

1-10月全社会用电量增速同比回落，三产及居民用电量增长明显。1-10月，全社会用电量59040亿千瓦时，同比增长4.4%，增速较去年同期回落4.3pct。其中，第一产业用电量647亿千瓦时（占全社会用电量1.1%），同比增长5.2%；第二产业用电量39732亿千瓦时（占全社会用电量67.3%），同比增长3.0%，增速较上年同期回落4.2pct；第三产业用电量9922亿千瓦时（占全社会用电量16.8%），同比增长9.3%，增速比上年同期回落3.8pct；城乡居民生活用电量8773亿千瓦时（占全社会用电量14.9%），同比增长5.9%，增速比上年同期回落5.2pct。

图1 2019年1-10月全社会用电量及同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

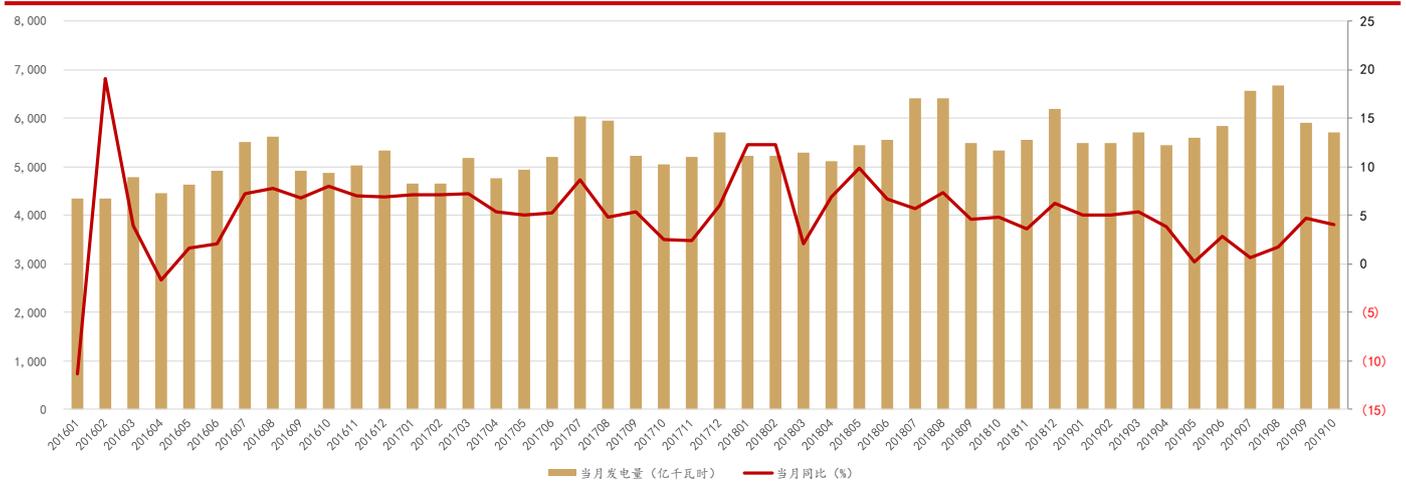
图2 2019年1-10月分产业用电量同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

发电量增速放缓，核光及水电增速降幅扩大。1-10月，我国规模以上工业发电量5.9万亿千瓦时，同比增长3.1%，增速较1—9月提高0.1pct。其中，10月份平均气温较常年同期偏高0.8℃，降水量较常年偏多2.23%。规模以上工业发电量5714亿千瓦时，增速比上个月放缓0.7pct，日均发电184.3亿千瓦时，环比减少12.6亿千瓦时。细分来看，火电同比增长5.9%，增速比上月放缓0.1pct；水电同比减少4.1%，降幅扩大3pct；核电和太阳能分别增长5.4%和3%，增速分别回落12.5和16.4pct；风电增长10%，由负转正（上个月下降7.9%）。综上所述，10月份由于天气转凉，发电量总体增速环比有所放缓。

图3 规模以上工业发电量及同比增速



资料来源：统计局, 华西证券研究所

图4 10月平均气温



资料来源：中国气象局, 华西证券研究所

图5 10月平均降水量



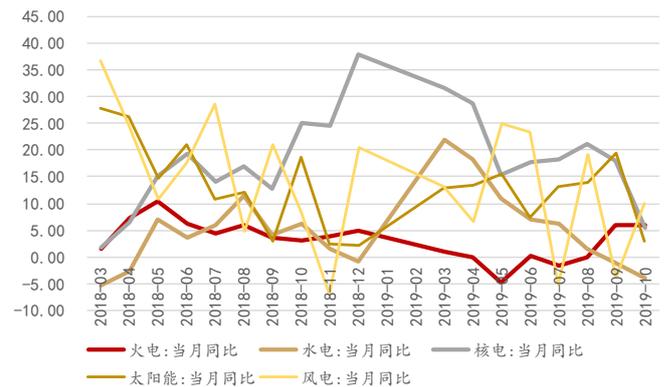
资料来源：中国气象局, 华西证券研究所

图6 当月日均发电量及同比



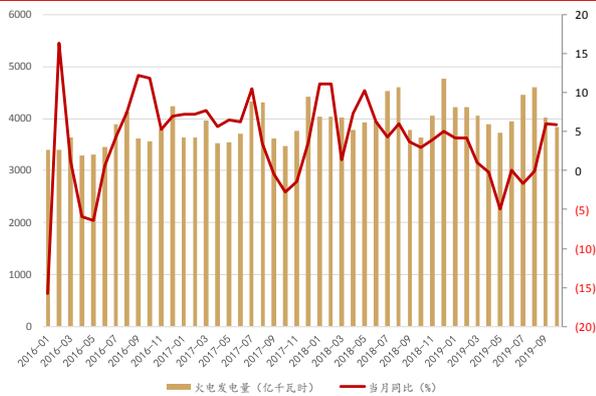
资料来源：统计局，华西证券研究所

图7 各类型发电量当月同比 (%)



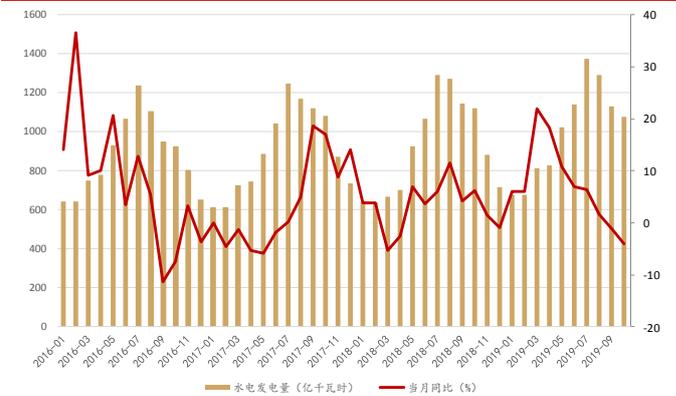
资料来源：统计局，华西证券研究所

图8 火电发电量及当月同比



资料来源：统计局，华西证券研究所

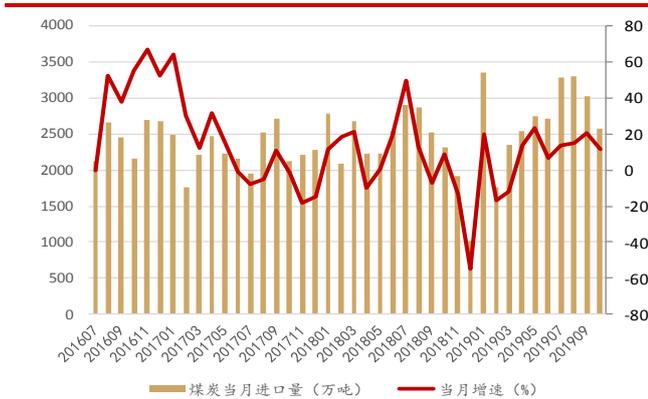
图9 水电发电量及当月同比



资料来源：统计局，华西证券研究所

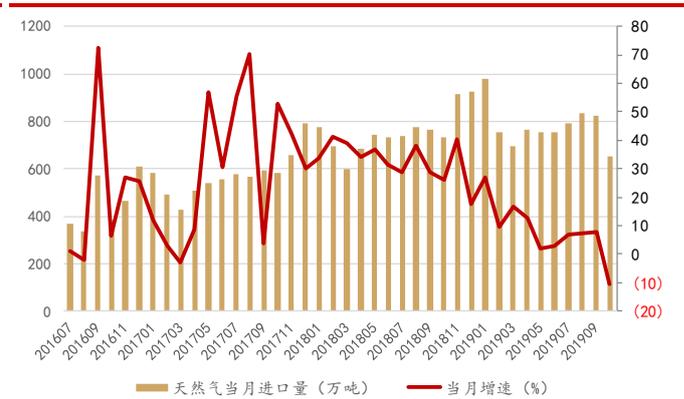
煤油稳产进口同比增长，天然气生产增速放缓进口同比减少。1-10月，全国原油生产15925万吨，同比增长1.1%；原油进口41454.5万吨，同比增长10.5%。其中10月份原油生产1611万吨，产量较去年基本持平，日均产量52万吨，环比减少0.1万吨。原油进口4551万吨，同比增长17.1%，增速较上个月增加6.3pct。同时，国内进口煤炭2568.50万吨，同比增长11.30%，增速减缓9.3pct。1-10月，天然气生产1423亿立方米，同比增长9.3%；10月生产146亿立方米，同比增长8.2%，增速较上月放缓2.4pct；日均产量4.7亿立方米，环比增加0.2亿立方米。天然气进口652万吨，同比下降10.6%。

图 10 煤炭进口量及当月增速



资料来源：统计局，华西证券研究所

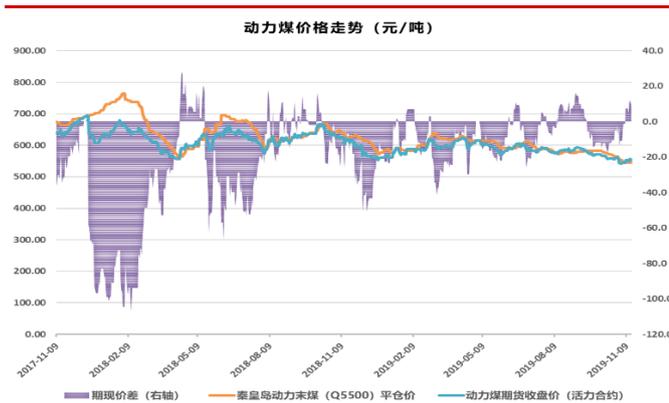
图 11 天然气进口量及当月增速



资料来源：统计局，华西证券研究所

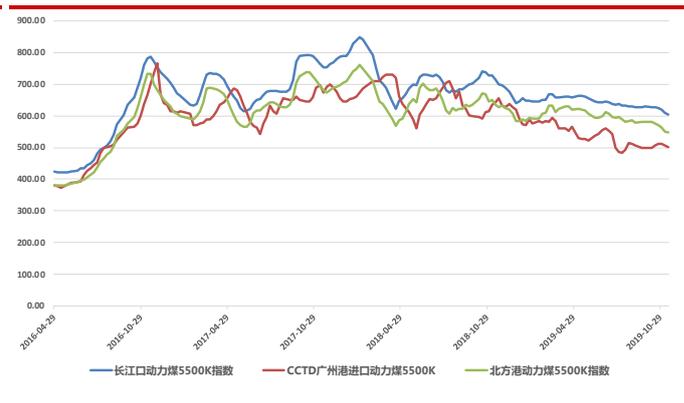
期现价差扩大，动力煤价格环比不变。动力煤期货主力合约周五收于 554 元/吨，周环比上升 1.4 元，价格小幅上涨。现货方面，秦皇岛港 5500 大卡动力末煤本周价格维持至 545 元/吨，期现价差扩大至 9.0 元/吨。

图 12 动力煤期现价差（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 动力煤（Q5500）价格（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

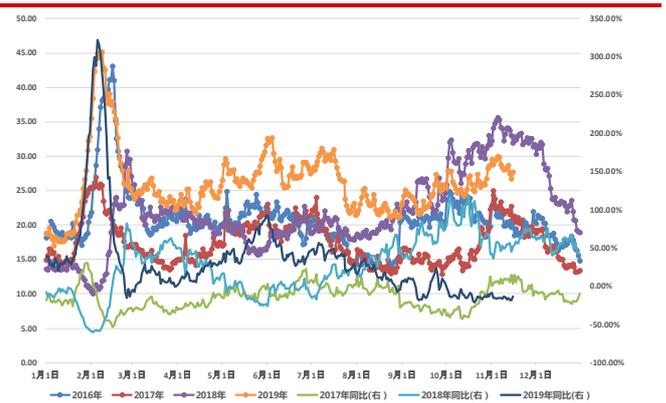
电厂库存持续高位运行，预计动力煤价格持续承压。截至 11 月 15 日，六大发电集团沿海电厂库存 1696.38 万吨，环比上周增加 34.55 万吨，库存可用天数为 27.73 天，同比减少 4 天。同时当周耗煤 417.72 万吨，环比上周增加 18.61 万吨，日均耗煤 59.67 万吨，环比上周增加 2.65 万吨，同比增加 15.3%。由于目前港口价格跌破年度长协，电厂有少量需求释放出来，但库存高企下其补库需求依旧较少，加之年度煤炭订货会召开在即，预计短期内其仍难出现大规模集中采购，下周动力煤价格预计持续承压。

图 14 六大发电集团沿海电厂库存同比情况 (万吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 六大发电集团沿海电厂可用天数同比情况 (天)



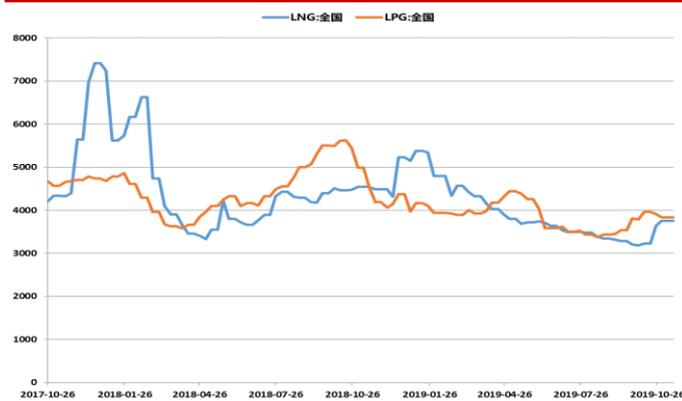
资料来源: Wind, 华西证券研究所

11 月底预计动力煤价格持续承压, 水电产能萎缩利好火电。四季度为传统枯水期, 10 月份水电板块业绩环比已经出现明显回落; 季节性采暖用电需求环比将上升, 火电板块发电量环比将增加以满足电力需求缺口。尽管当前港口价格跌破年度长协, 但由于下游电厂库存及煤炭可用天数均高位运行, 电厂市场煤拉运需求仍较低, 未来煤价将持续弱势运行, 预计成本端持续优化将支撑火电企业在四季度的盈利表现。建议关注湖北省火电分布较多的【湖北能源】(华西环保公用&煤炭交运联合覆盖), 以及【华电国际】。另外建议关注利用小时数高, 受益今年有新增机组投产的【京能电力】、【建投能源】。长期来看, 以水电为代表的清洁能源在供给端比重将持续增加, 电网建设加大跨区输送能力, 推荐关注富余水电消纳的直接受益标的云南省上市水电公司, 另外正在进行火电弱资产瘦身并加大清洁能源装机投入的【国投电力】也建议关注。

### 1.3. 燃气: 国产 LNG 供应增加, 国际天然气价格环比下跌

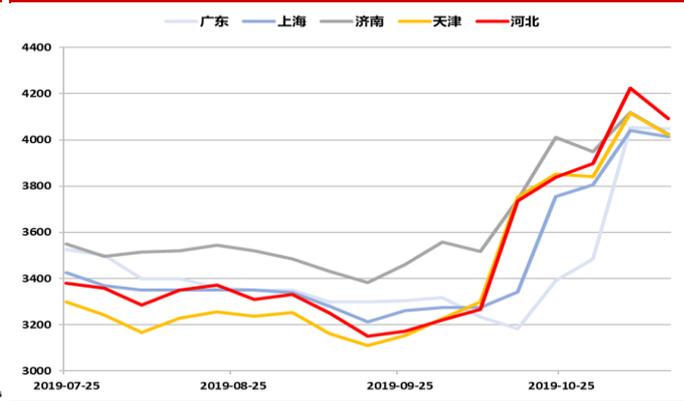
开工率上浮较大, 国产 LNG 供应继续增加。截至本周四 (11 月 14 日), 开工厂家 108 家, LNG 工厂周均开工率为 62%, 与上周相比增加 5%。LNG 工厂周均日产为 7363 万立方米, 与上周相比增加 657 万立方米。本周全国工厂、接收站 LNG 周均价为 4025.29 元/吨, 较上周价格下跌 159.93 元/吨, 环比下跌 3.82%。前期 LNG 工厂出货价格大幅上涨后, 虽又下调, 但跌幅不及涨幅, 偏高价格抑制部分下游 LNG 需求, 下游接货显出疲态, 加之目前国内 LNG 供应非常充裕, 西北工厂出货价格陆续下跌, 带动国内其他地区部分工厂出货价格联动下调。

图 16 LNG 每周均价及变化 (元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 主要地区 LNG 每周均价及变化 (元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

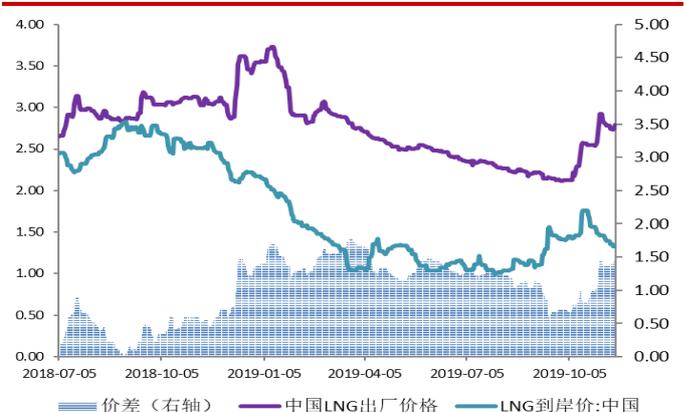
国际天然气价格环比下跌，国内产量进口齐降。截至本周五，NYMEX 天然气报 2.64 美元/百万英热单位，环比上周下降 15 美分；澳大利亚 LNG 离岸价 4.43 美元/百万英热单位，环比下跌 28 美分。11 月 15 日中国 LNG 市场价和 LNG 到岸价价差扩大至 1.47 元/立方米。11 月 8 日至 11 月 14 日美国天然气市场整体呈现先涨后跌趋势，其中下行趋势较为明显。前期受寒冷气候影响供暖需求尚可，对天然气价格形成支撑；后期来看，一方面受美国天然气产量高位影响，另外就是气象预测美国部分地区周末气候温和，抑制供暖需求。整体来看，虽然近期价格下行明显，然而价格整体仍处于高位水平。

图 18 国际天然气每日价格变化 (美元/百万英热)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

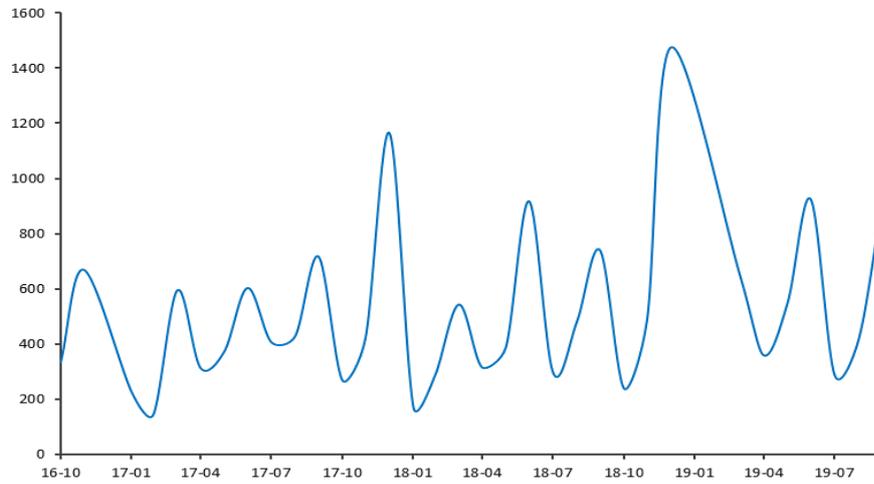
图 19 中国 LNG 到岸价及市场价差每周变化 (元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

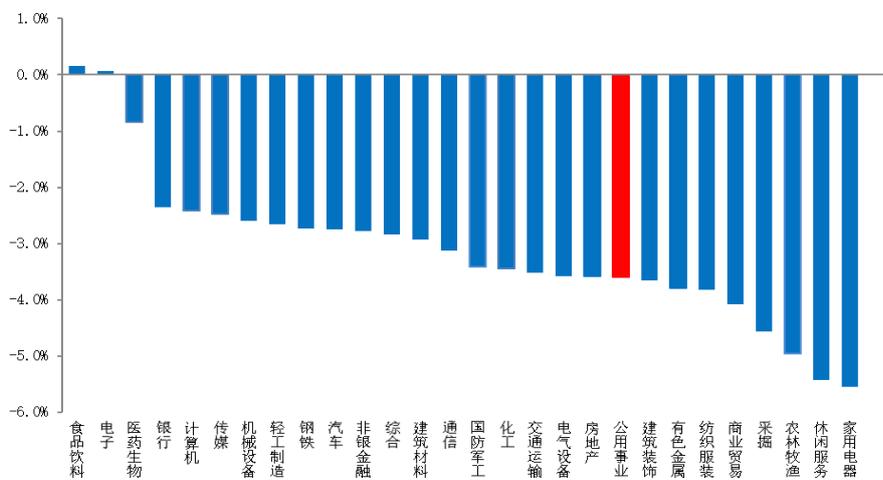
## 2.行情回顾

图 20 环保财政月支出 (亿元)



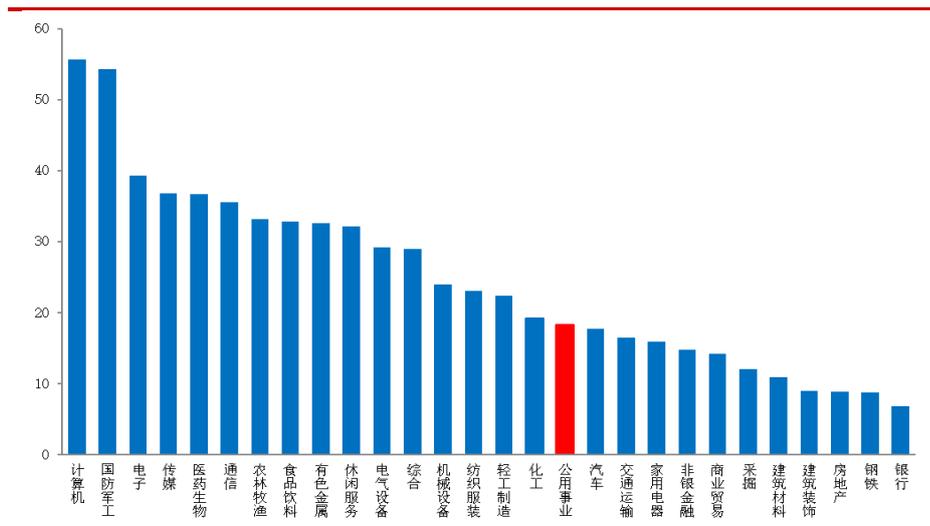
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 电力及公用事业板块本周下跌 3.60%，表现位于各行业中游水平



资料来源: Wind, 华西证券研究所

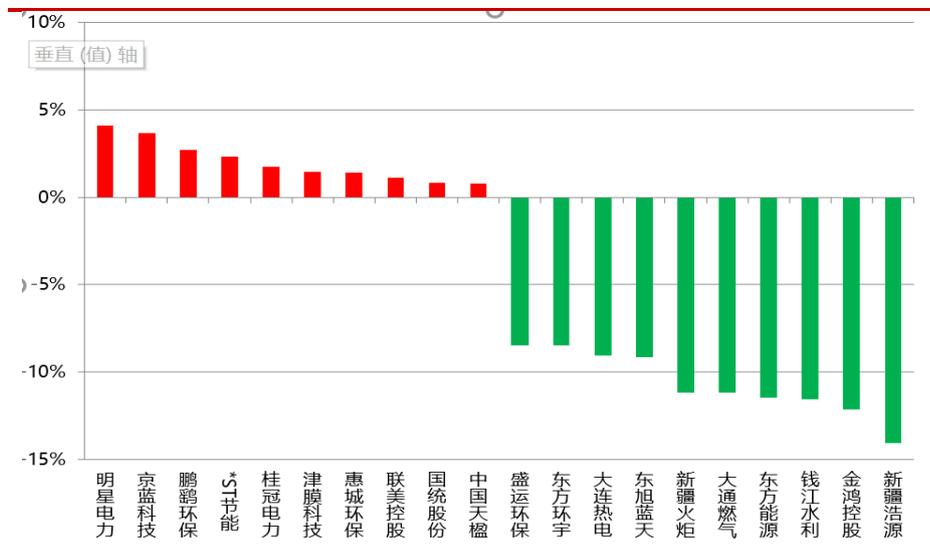
图 22 电力及公用事业板块整体法 PE 18.32 倍，处在各行业中下水平



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们跟踪的 161 只环保及公用行业股票，本周跑输上证指数 1.85 个百分点。年初至今跑输上证指数 9.08 个百分点。本周明星电力、京蓝科技、鹏鹞环保分别上涨 4.12%、3.70%、2.71%，表现较好；新疆浩源、金鸿控股、钱江水利分别下跌 -14.06%、-12.13%、-11.57%，表现较差。

图 23 环保及公用事业板块本周个股涨跌幅 TOP10



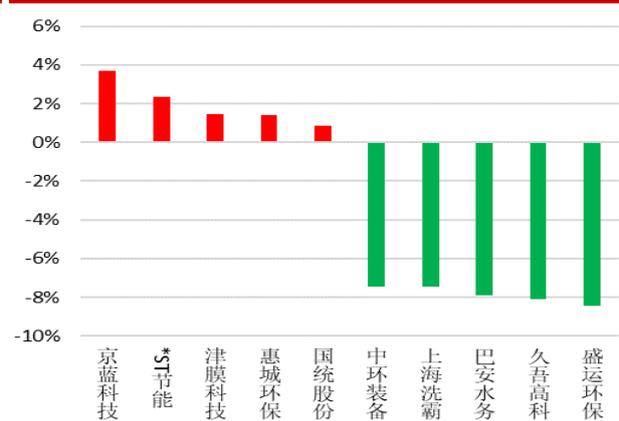
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 24 SW 水务板块本周个股涨跌幅 TOP5



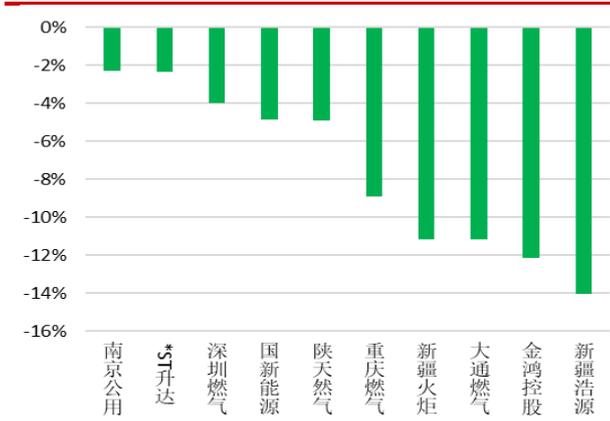
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 SW 环保工程及服务板块本周个股涨跌幅 TOP5



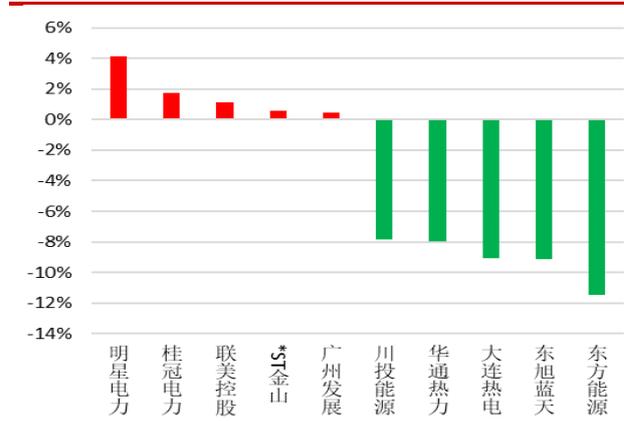
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 SW 燃气板块本周个股涨跌幅 TOP5



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 27 SW 电力板块本周个股涨跌幅 TOP5



资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3.风险提示

- 1) 环保政策发生较大变动;
- 2) 冬季平均气温较历史数据偏高较多;
- 3) 动力煤价格事件性上涨;
- 4) 天然气价格上行;
- 5) 电力上网价格下调;
- 6) 民企融资持续承压。

### 分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。