

公用事业/电力

火电行业专题研究报告:

--周期依旧在, 静待彩云归

评级: 增持(维持)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijun@r.qlzq.com.cn

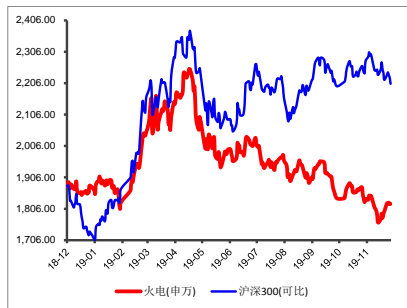
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司 27
行业总市值(百万元) 488,070

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 火电行业专题研究报告: 区域供需格局分化分析兼议火电供给侧改革
- 2 深化燃煤发电上网电价改革文件点评: 改革力度略有放宽, 水电、新能源发电隐忧不再
- 3 完善燃煤发电上网电价形成机制点评: 计划电向市场电的进一步过渡

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
华电国际	3.69	0.04	0.17	0.32	0.43	92.3	21.7	11.5	8.6	0.82	买入
华能国际	5.79	0.12	0.09	0.38	0.49	48.3	64.3	15.2	11.8	1.17	买入
内蒙华电	2.70	0.09	0.13	0.23	0.27	30.0	20.8	11.7	10.0	1.35	未评级

备注 华电国际、华能国际、内蒙华电来自 wind 一致预期

投资要点

- 霍华德马克思在其著作《周期》一书中如是写道: 人容易走极端的倾向, 永远不会终止。因此, 这些极端最终必须得到修正, 而不是周期的发生会有所改变。经济和市场从来从来不是走一条直线, 过去不走直线, 未来也肯定不会走直线。这就意味着, 投资人能够理解周期, 就能够找到赚钱的良机。作为周期性行业, 火电行业近期出现了两个较为重要的事件。其一是11月煤电标杆电价改革文件; 其二是12月份国资委发布的央企煤电区域整合试点方案。在当前时点, 笔者通过本文主要想通过分析上述两个政策回答以下三个重要问题: (1) 当前火电行业处于周期的什么位置? (2) 这次的周期和过去相比有什么不同? (3) 我们是否应该相信周期依旧在?
- 周期的位置: 当前火电行业股价和估值处于历史低位。从绝对值上, 过去二十年火电行业股价和市净率中位数分别为 5.86 元和 1.94; 最低点出现在 2019 年 11 月 15 日, 股价和市净率分别为 3.81 元和 0.96; 截至 2019 年 12 月 6 日火电行业股价和市净率分别为 3.96 元和 0.9998, 由此判断火电行业无论是股价还是估值均处于历史大底。从相对值看, 当前火电行业、wind 全 A 指数成份市净率比值为 0.6149, 相比过去十年中位数 0.8156 仍有较大差距。距离历史大底 (2007 年 1 月 16 日) 的 0.5656 已经十分接近, 处于历史底部区域。
- 周期的细节: 一样的煤价趋势, 不一样的供需格局和电价政策。决定火电周期的三要素主要是量 (利用小时)、价 (电价) 以及成本 (煤价)。具体来看:
 - 相同点: 煤价趋势向下。展望未来, 虽然煤炭行业去产能仍将持续进行, 但边际效果不断减弱, 叠加发改委近年来核准大批优质产能有望在未来 3-5 年集中释放, 供需格局趋于宽松的背景下动力煤价的下行趋势基本确立。回顾历史, 火电行业股价的上涨一直伴随着动力煤价格中枢的下行, 当前时点煤价下行这一核心要素和历史基本相同。
 - 不同点: 供需格局相似, 但形成原因不同。复盘历史, 利用小时和火电行业的相对收益并没有充分或者必要的逻辑关系。当前火电利用小时和上次上行周期 (2013-2015) 一样处于下行通道, 说明当前电力供需格局和 2013-2015 年一样都较为宽松。虽然供需格局相似, 但形成的原因却不尽相同。2013-2015 年利用小时的下降主要源于国内 GDP 增速下行导致的全社会用电量增速大幅下滑; 当前利用小时的下降则很大程度源自大规模建设水电、新能源发电对火电形成的挤占效应。
 - 不同点: 电价政策已然不同。中国的电力市场化改革始于 2002 年的《电力体制改革方案(中发 [2002] 5 号)文》但在 2002-2014 年这十几年时间里电力市场化改革方面基本停滞不前。在这样的背景下, 2015 年发改委发布了《关于进一步深化电力体制改革的若干意见(中发 [2015] 9 号)文》。截至目前, 输配以外的竞争性环节电价正在有序放开, 大用户直购电和电力市场集中竞价等市场电目前合计占比达到 40% 左右, 但电网企业在从事电网投资运行、电力传输配送业务的同时依然在大规模参与售电业务。2019 年 11 月发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》, 可以将文件理解为电力市场化的进一步扩大, 让电价回归商品属性, 即让电力市场供求变化、电力企业成本变化决定电价水平。总体来说, 2015 年至今再到未来, 是电价由行政决定过渡到市场决定的过程, 这也是本轮火电周期与以往最大的不同。
- 周期的推演: 市场认为的行业未来演绎。目前市场认为的行业未来演绎

过程为：(1) 全社会用电量增速预计随 GDP 增速下行，叠加国家近年来大力发展新能源，总体看电力供需格局较为宽松，煤电利用小时预计被持续压缩，电厂若想保证利用小时，则势必电价承压；(2) 2019 年 11 月《深化燃煤发电上网电价改革文件》将标杆电价改为“基准+浮动”机制，此举意味着将进一步放开电力市场化叠加发改委规定 2020 年暂不上浮电价，进一步说明国家的大基调是降低电价；(3) 即使动力煤价格下行，电价的利空因素也将吸收或大部分吸收煤价下行的利好，火电企业盈利能力预计依旧不会理想，因此不具备投资价值。

- **周期的推演：笔者认为的行业未来演绎。**12 月国资委发布的《中央企业煤电资源区域整合试点方案》意味着煤电供给侧改革进入加速阶段且未来有望扩大化。基于这一背景，笔者认为的行业未来演绎方向如下：
(1) 电价承压背景下火电行业亏损问题依然没有得到妥善解决，供给侧改革力度不断加大，亏损机组加速出清，存量机组利用小时得到大幅提升；(2) 存量煤电机组利用小时提升至较高水平后，电力供需宽松形式缓解，电厂在降电价以持续提升利用小时和不过度追求利用小时以稳电价的博弈中将会更倾向于后者，由此电价企稳；(3) 在电价企稳、煤价下行、利用小时回升三因素作用下，火电行业景气度有望不断提升，从而具备投资价值。
- **风险提示：**(1) 供给侧改革不及预期风险；(2) 宏观需求不及预期风险；(3) 市场电占比扩大风险。

内容目录

周期依旧在，静待彩云归	- 4 -
周期的位置：当前火电行业股价和估值处于历史低位	- 4 -
周期的细节：一样的煤价趋势，不一样的供需格局和电价政策	- 5 -
周期的推演：周期依旧在，行业初现良机	- 7 -
风险提示	- 11 -

图表目录

图表 1: 1999-2019 火电行业收盘价及市净率走势	- 4 -
图表 2: 1999-2019 火电行业、wind 全 A 指数市净率及二者比值走势	- 5 -
图表 3: 2003-2019 火电、wind 全 A 市净率比值及秦港 5500K 动力煤价格 (元/吨)	- 6 -
图表 4: 2001-2019 火电、wind 全 A 市净率比值及全国火电利用小时	- 6 -
图表 5: 2002 至今重要电力改革文件、主要内容及执行情况	- 7 -
图表 6: 市场认为的火电行业周期未来演绎	- 8 -
图表 7: 大型电力上市公司、集团火(煤)电装机情况	- 9 -
图表 8: 2020 年国内各省份电力产能预警情况	- 9 -
图表 9: 笔者认为的火电行业周期未来演绎	- 10 -

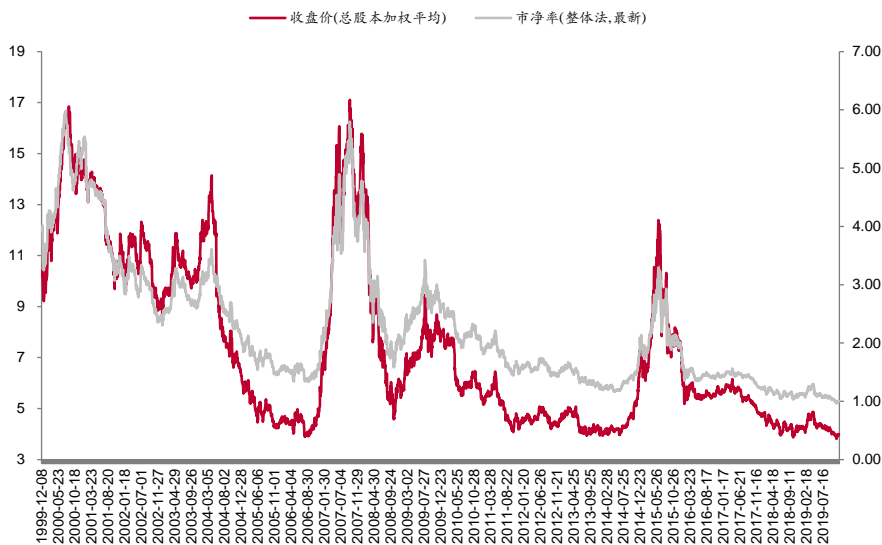
周期依旧在，静待彩云归

- 霍华德马克思在其著作《周期》一书中如是写道：人容易走极端的倾向，永远不会终止。因此，这些极端最终必须得到修正，而不是周期的发生会有所改变。经济和市场从来从来不是走一条直线，过去不走直线，未来也肯定不会走直线。这就意味着，投资人能够理解周期，就能够找到赚钱的良机。
- **本篇文章所要回答的三个问题。**作为周期性行业，火电行业近期出现了两个较为重要的事件。其一是 11 月煤电标杆电价改革文件；其二是 12 月份国资委发布的央企煤电区域整合试点方案。在当前时点，笔者通过本文主要想分析上述两个政策并回答以下三个重要问题：
 - （1）当前火电行业处于周期的什么位置？
 - （2）这次的周期和过去相比有什么不同？
 - （3）我们是否应该相信周期依旧在？

周期的位置：当前火电行业股价和估值处于历史低位

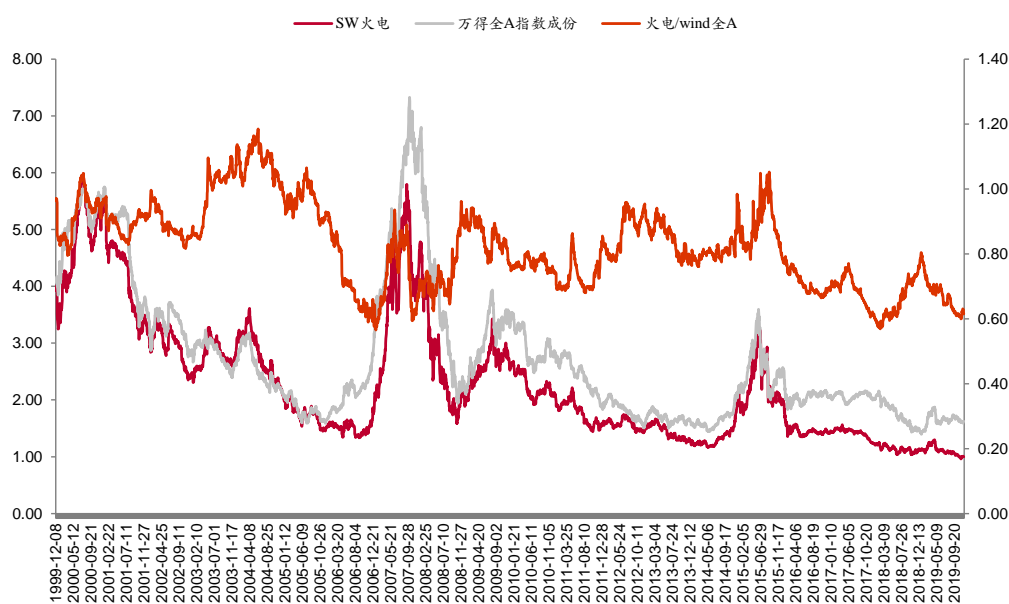
- **绝对值：火电行业股价和估值处于历史大底。**本轮火电行业下行周期始于 2015 年 6 月，股价和市净率在此期间虽有反复但总体趋势向下，主要是由于基本面因素和市场因素共同导致。基本面主要是上游煤炭行业去产能导致煤价于 2015 年末触底反弹，成本端压力加大导致火电企业盈利能力急速恶化；市场原因则主要来源于 2015 年股市泡沫破裂以及市场对于行业盈利能力持续恶化预期形成的杀估值。回顾过去二十年（见下图 1），火电行业股价和市净率中位数分别为 5.86 元（总股本加权平均，下同）和 1.94（整体法、剔除负值，下同）；最低点出现在 2019 年 11 月 15 日，股价和市净率分别为 3.81 元和 0.96；截至 2019 年 12 月 6 日火电行业股价和市净率分别为 3.96 元和 0.9998。由此从绝对值方面判断，火电行业无论是股价还是估值均处于历史大底。

图表 1：1999-2019 火电行业收盘价及市净率走势



来源：wind、中泰证券研究所

- 相对值：火电/wind 全 A 市净率比值处于历史底部。**图 2 是火电行业、wind 全 A 指数成份市净率比值（下称比值）走势。倘若我们将比值作为相对收益指标，则更能看出火电行业的周期属性。从比值数据看，当前火电行业的下行周期依然始于 2015 年，虽然 2018 年全年有所反弹（主要因为彼时盘指跳水而板块估值已无太多压缩空间），但总体趋势依然向下。截至 2019 年 12 月 6 日，比值为 0.6149，相比过去十年中位数 0.8156 仍有较大差距。比值的**历史大底**出现在 2007 年 1 月 16 日，主要原因是 2003-2008 年国内 GDP 增速年均高达 11.4%，国民经济呈现火热势头，煤价不断攀升导致火电企业业绩承压，彼时市净率低点为 0.5656，相比之下目前比值虽然不属于历史大底，但也已经十分接近，处于**历史底部区域**。

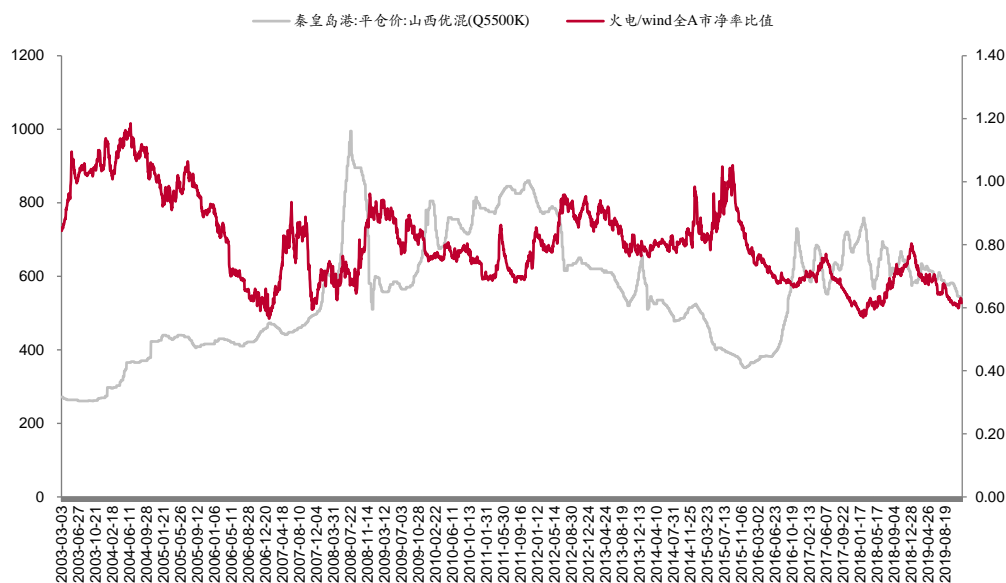
图表 2：1999-2019 火电行业、wind 全 A 指数市净率及二者比值走势


来源：wind、中泰证券研究所

周期的细节：一样的煤价趋势，不一样的供需格局和电价政策

- 《周期》一书中多次引用马克吐温的经典语句：“历史不会重演细节，过程却会重复相似”。**“这次不一样”是不相信周期的投资者的观点基础，因此本节主要讨论本轮周期细节与历史相比的不同之处。
- 相同点：煤价趋势向下。**2016 年 2 月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，煤炭行业大规模去产能正式开始。也是从 2015 年末开始，动力煤价格企稳回升。随着去产能的不断进行，动力煤价格于 2018 年初达到高点，随后震荡向下。展望未来，煤炭行业的去产能虽然仍将持续进行，但边际效果不断减弱，叠加发改委近年来核增大批优质产能有望在未来 3-5 年集中释放，**供需格局趋于宽松**的背景下**动力煤价的下行趋势基本确立**。回顾过去七年，火电行业股价的上涨一直伴随着动力煤价格中枢的下行，当前时点煤价下行这一核心要素和历史基本相同。

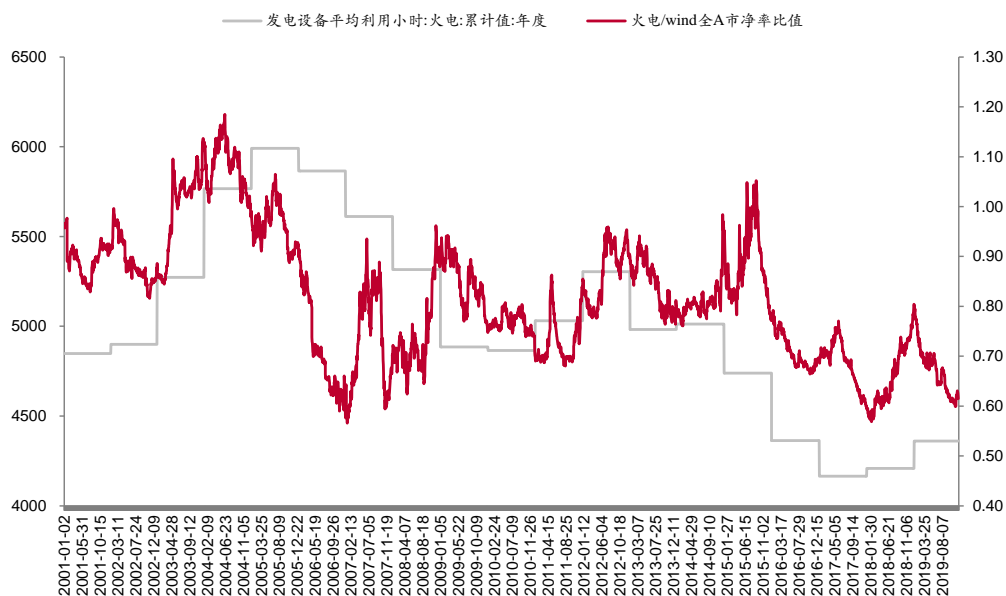
图表 3: 2003-2019 火电、wind 全 A 市净率比值及秦港 5500K 动力煤价格 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- 不同点: 供需格局相似, 但形成原因不同。复盘历史, 利用小时和火电行业的相对收益并没有充分或者必要的逻辑关系。上一次火电行业的超额收益 (2013-2015) 建立在利用小时下降的基础上, 当前利用小时同样也是下行趋势 (2019 年 1-10 月火电利用小时同比下降 2.81%)。由于火电利用小时是反映电力供需关系的关键指标, 由此说明当前电力供需格局和 2013-2015 年一样, 都较为宽松。虽然供需格局相似, 但形成的原因却不尽相同。2013-2015 年利用小时的下降主要源于国内 GDP 增速下行导致的全社会用电量增速大幅下滑; 当前利用小时的下降则很大程度源自大规模建设水电、新能源发电对火电形成的挤占效应。

图表 4: 2001-2019 火电、wind 全 A 市净率比值及全国火电利用小时



来源: wind、中泰证券研究所

- 不同点：电价政策已然不同。**中国的电力市场化改革始于2002年的《电力体制改革方案(中发〔2002〕5号)文》。在2002-2014年这十几年时间里，文件中提出的实施厂网分开，重组发电和电网企业基本完成，形成了两网（国家电网、南方电网）+五大发电集团（华能、华电、大唐、国电投、国家能源集团）的格局；文件中提出的健全合理的电价形成机制，将电价划分为上网电价、输电电价、配电电价和终端销售电价的目标也基本达成，在2004年发改委发布的《关于进一步疏导电价矛盾规范电价管理的通知》中引入了标杆电价制度；然而在电力市场化改革方面却基本停滞不前。在这样的背景下，2015年发改委发布了《关于进一步深化电力体制改革的若干意见(中发〔2015〕9号)文》，重点提出有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，推进电力交易体制改革，完善市场化交易机制。截至目前，输配以外的竞争性环节电价正在有序放开，大用户直购电和电力市场集中竞价等市场电目前合计占比达到40%左右，但电网企业在从事电网投资运行、电力传输配送业务的同时依然在大规模参与售电业务。2019年11月发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，**可以将文件理解为电力市场化的进一步扩大，让电价回归商品属性，即让电力市场供求变化、电力企业成本变化决定电价水平。**总体来说，2015年至今再到未来，**是电价由行政决定过渡到市场决定的过程，这也是本轮火电周期与以往最大的不同。**

图表 5：2002 至今重要电力改革文件、主要内容及执行情况

政策名称	发布时间	政策总体目标	政策执行情况
《电力体制改革方案(中发〔2002〕5号)文》	2002年2月	打破垄断，引入竞争，提高效率，降低成本，健全电价机制，优化资源配置，促进电力发展，推进全国联网，构建政府监管下的政企分开、公平竞争、开放有序、健康发展的电力市场体系	(1) 厂网分开，重组了发电和电网企业，形成两网+五大发电集团；(2) 电力市场化改革基本停滞不前
《关于进一步疏导电价矛盾规范电价管理的通知》	2004年	规范上网电价管理，同一地区新投产的同类机组，原则上按同一价格水平核定上网电价	健全合理的电价形成机制，上网标杆电价制度形成
《关于进一步深化电力体制改革的若干意见(中发〔2015〕9号)文》	2015年3月	在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上，按照管住中间、放开两头的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；	(1) 输配以外的竞争性环节电价有序放开，大用户直购电和电力市场集中竞价等市场电目前占比达到40%；(2) 电网企业虽然主要从事电网投资运行、电力传输配送业务，但依然大规模参与售电业务
《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》	2019年10月	执行标杆上网电价的燃煤发电电量，具备市场交易条件的，具体上网电价由发电企业、售电公司、电力用户等市场主体通过场外双边协商或场内集中竞价(含挂牌交易)等市场化方式在“基准价+上下浮动”范围内形成，并以年度合同等中长期合同为主确定	-

来源：北极星电力网、中泰证券研究所

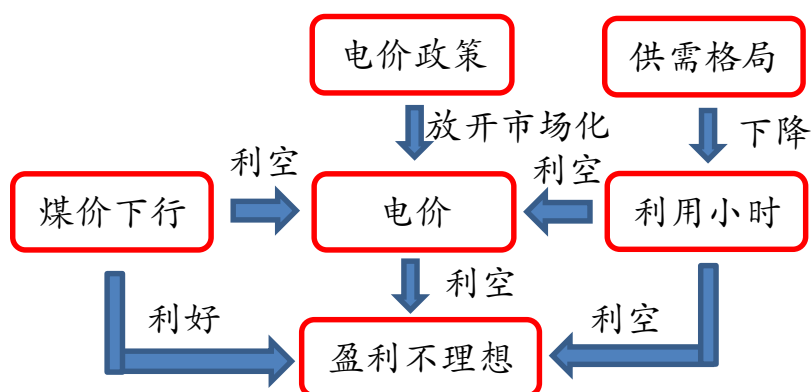
周期的推演：周期依旧在，行业初现良机

- 市场认为的周期未来演绎：**自2018年末火电行业大幅跑输大盘，目前市

净率已经处于历史大底，目前市场认为的行业未来演绎过程如下：

- 1、全社会用电量增速预计随 GDP 增速下行，叠加国家近年来大力发展新能源，总体看电力供需格局较为宽松，煤电利用小时预计被持续压缩，电厂若想保证利用小时，则势必电价承压；
- 2、2019 年 11 月《深化燃煤发电上网电价改革文件》将标杆电价改为“基准+浮动”机制，此举意味着将进一步放开电力市场化叠加发改委规定 2020 年暂不上浮电价，进一步说明国家的大基调是降低电价；
- 3、即使动力煤价格下行，电价的利空因素也将吸收或大部分吸收煤价下行的利好，火电企业盈利能力预计依旧不会理想，因此不具备投资价值；

图表 6：市场认为的火电行业周期未来演绎



来源：中泰证券研究所

- **供给侧改革开始加速及其必然性：**2019 年 12 月国资委发布《中央企业煤电资源区域整合试点方案》，方案中将甘肃、陕西、新疆、青海、宁夏 5 个煤电产能过剩、煤电企业连续亏损的省份纳入第一批中央企业煤电资源区域整合试点。华能、大唐、华电、国电投以及国家能源集团将分别牵头上述 5 省的煤电资源整合。文件要求力争到 2021 年末，试点区域产能结构明显优化，煤电产能压降 1/4-1/3，平均设备利用小时明显上升，整体减亏超过 50%，资产负债率明显下降。《方案》还要求严格控制新增产能，属于国内电力产能预警红色和橙色等级的省区，自开展煤电资产重组起，原则上停止新建煤电投资项目。此举意味着煤电行业供给侧改革开始加速且笔者认为未来试点有望扩大到全国，原因如下：
 - **煤电行业供给侧改革符合节能减排要求。**与其他传统行业供给侧改革不同的是，煤电行业去产能不会带来发电量的减少，相反落后产能的出清会带来存量机组利用小时的提升。而因为优质机组的单位煤耗更少、相应的碳排放更少，因此行业的供给侧改革符合国家节能减排的大方向。
 - **煤电行业供给侧改革需要使用行政手段。**当前央企煤电装机约占全国煤电总装机的 60% 左右，五大发电集团煤电装机约占全国煤电总装机的 50% 左右，行业集中度很高。行业剩余煤电装机主要是工业的自备电厂，清理起来较为复杂，耗时耗力，而大型央企财力雄厚，指望其自发性大规模去产能可能性很小，因此煤电行业的供给侧改革需要更多的行政手段；

- **煤电行业供给侧改革需要先从试点开始。**大规模淘汰亏损煤电装机在国内尚属首次，缺乏经验。此次五省试点将是第一次试水，若诸如员工安置问题、电厂负债问题能够成功拿出解决方案，则供给侧改革扩大化可能性较大；

图表 7：大型电力上市公司、集团火（煤）电装机情况

上市公司	装机容量	类型	集团总计	装机容量	类型	上市公司占集团比重
大唐发电	4616	煤电	大唐集团	9445	火电	49%
国电电力	3491	火电	国家能源集团	18052	火电	19%
华电国际	4023	煤电	华电集团	10503	火电	38%
华能国际	8850	煤电	华能集团	12869	火电	69%
			国电投集团	7873	火电	-
	单位：万千瓦		五大集团合计	58742	火电	

来源：上市公司公告、集团年度社会责任报告、中泰证券研究所

图表 8：2020 年国内各省份电力产能预警情况

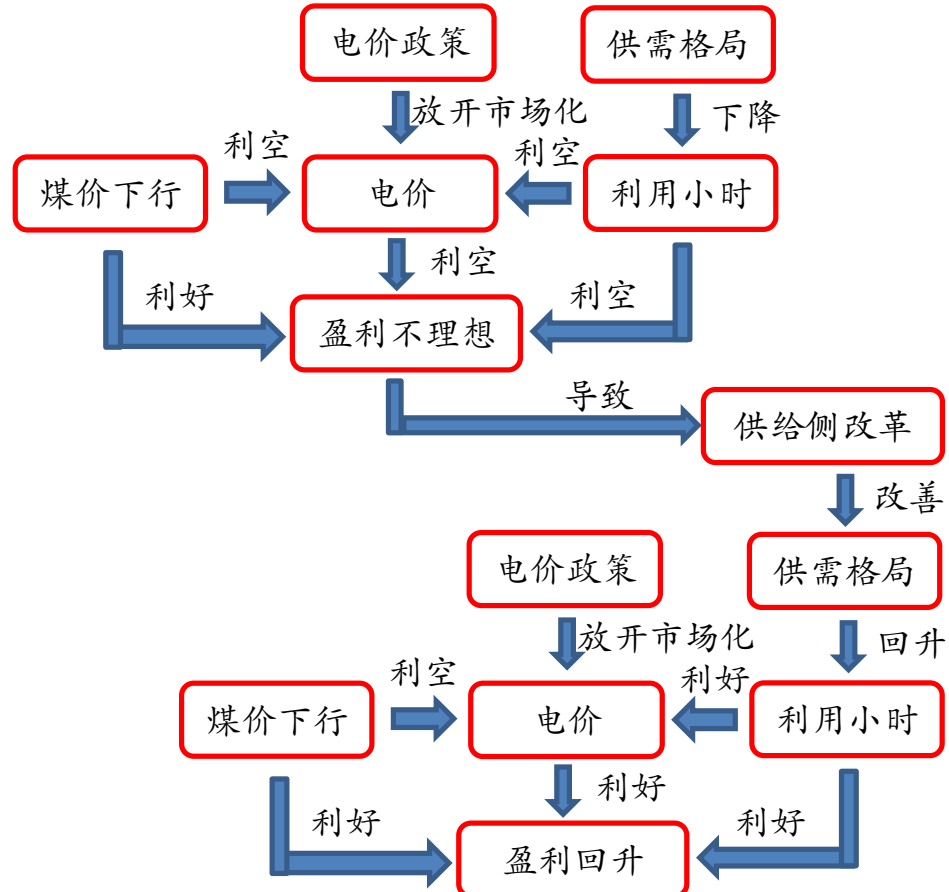
序号	地区	煤电建设经济性预警指标	煤电装机充裕度预警指标	资源约束指标	煤电规划建设风险预警结果
1	黑龙江	绿色	红色	绿色	红色
2	吉林	绿色	红色	绿色	红色
3	辽宁	红色	红色	绿色	红色
4	蒙东	绿色	红色	绿色	红色
5	蒙西	绿色	红色	绿色	红色
6	北京	-	-	红色	红色
7	天津	橙色	红色	红色	红色
8	河北	绿色	红色	红色	红色
9	山东	红色	红色	红色	红色
10	山西	红色	红色	绿色	红色
11	陕西	绿色	红色	绿色	红色
12	甘肃	红色	红色	绿色	红色
13	青海	红色	红色	绿色	红色
14	宁夏	橙色	红色	绿色	红色
15	新疆	绿色	红色	绿色	红色
16	河南	绿色	橙色	绿色	橙色
17	湖北	红色	橙色	绿色	橙色
18	湖南	绿色	绿色	绿色	绿色
19	江西	绿色	橙色	绿色	橙色
20	四川	红色	红色	绿色	红色
21	重庆	红色	红色	绿色	红色
22	西藏	-	-	-	-
23	上海	绿色	红色	红色	红色
24	江苏	绿色	绿色	红色	红色
25	浙江	绿色	红色	红色	红色

26	安徽	绿色	橙色	绿色	橙色
27	福建	红色	红色	绿色	红色
28	广东	绿色	红色	红色	红色
29	广西	红色	红色	绿色	红色
30	云南	红色	红色	绿色	红色
31	贵州	红色	红色	绿色	红色
32	海南	绿色	绿色	绿色	绿色

来源：北极星电力网、中泰证券研究所

- **火电行业很有可能的周期未来演绎：**短期看，上述悲观预期的确存在短暂演绎可能，但在国内火电厂大规模亏损的背景下笔者认为行业供给侧改革无疑将是解决问题的最优路径。因此随着后续行业供给侧改革有望不断加码，行业未来的演绎过程很有可能将是以下过程：
 - 电价承压背景下火电行业亏损问题依然没有得到妥善解决，**供给侧改革力度不断加大，亏损机组加速出清，存量机组利用小时得到大幅提升；**
 - 存量煤电机组利用小时提升至较高水平后，**电力供需宽松形式缓解，电厂在降电价以继续提升利用小时和不过度追求利用小时以稳电价的博弈中将会更倾向于后者，由此电价企稳；**
 - 在电价企稳、煤价下行、利用小时回升三因素作用下，火电行业景气度有望不断提升，从而具备投资价值；

图表 9：笔者认为的火电行业周期未来演绎



来源：中泰证券研究所

风险提示

- **（1）供给侧改革不及预期风险；**在火电行业供给侧改革进行的过程中，人员安置以及债务问题可能成为阻碍改革推进的主要问题，从而造成供给侧改革不及预期。
- **（2）宏观需求不及预期风险；**当前经济下行压力依然较大，虽然国家逆周期调节不断发力有望稳定经济增速，但由于当前存在的结构性问题依然可能造成经济增速下行导致全社会用电量增速下行。
- **（3）市场电占比扩大风险；**随着国家电力市场化改革的不断推进，电力市场化改革交易机制逐年完善，推动电价市场化程度显著提高。我国电力市场化交易比重由改革前的 14%，提高至 2018 年的近 40%，未来仍将进一步提升。市场电占比的扩大可能导致相关标的电价存在下行压力，进而影响企业盈利能力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。