

# 煤炭

# 行业月度报告

## 动力煤全面去库，供应提前收缩

投资评级 同步大市-A 维持

### 投资要点

- ◆ **11月煤炭产量同比环比双升，山西产量环比微降：**1-11月，全国煤炭产量34.07亿吨，同比增长4.5%。11月，全国煤炭产量3.34亿吨，同比增长4.5%，月度环比增长2.83%。11月山西、内蒙古、陕西产量同比分别增长1.57%、3.09%、5.28%，环比分别下降0.18%、增长1.17%、增长8.24%。11月三省合计产量占全国产量的比重为71.99%，较上月上涨0.24个百分点。
- ◆ **11月焦炭产量加速回升，火电产量较去年同期增长4.4%：**11月，全国焦炭产量3863万吨，同比增长4.9%，增速较上月增长3.7%；进入12月后焦煤价格有所下降，二级冶金焦价格有所上升，焦炭盈利空间有所回升。11月火电发电量为4325亿千瓦时，同比增长4.4%，火电占全国发电量的比重为73.43%，较上年同期提高0.35%。
- ◆ **12月动力煤各环节去库，焦煤补库：**12月以来沿海电厂、全国重点电厂、环渤海港口等动力煤各环节库存均呈现下降趋势，较月初分别下降5%、6%和9%。12月焦煤总库存则较上月底回升，截止12月17日，焦煤库存总量为2734.52万吨，较月初上升2.18%。
- ◆ **11月进口同比增环比下降：**受进口管控影响，11月中国煤炭进口量为2078.10万吨，环比回落到-19.11%，同比增加8.52%。
- ◆ **未来1-2个月煤价以稳为主：**动力煤部分矿井已经完成全年生产任务，陕西对超产企业限制煤管票发放，晋北则受安全检查影响，整体生产受限；需求方面，12月以来沿海六大电厂和全国重点电厂日耗较上年同比分别提升10.6%和5.97%，较前几个月的平均增速有所提升，显示需求有企稳迹象；后期随着节日临近，供需双向收缩加剧，预计价格以平稳为主；山西矿难后晋中地区安全监管趋严，部分矿井提前停产影响焦煤产出，焦煤供应偏紧；山东焦炭去产能节奏加快，焦企不同程度受到环保预警限产，焦企库存较低，价格仍有提涨可能，后期钢材进入需求淡季，加之节日因素影响，预计煤焦价格延续涨势，但幅度有限。
- ◆ **投资策略：**整体上我们维持行业的同步大市-A评级。具体分板块来看，2020年动力煤产能释放幅度放缓，需求下降的空间不大，实际从近期电厂煤耗有改善趋势，预计供大于求的格局较2019年有所收窄；动力煤公司75%左右的长协锁定业绩，板块PB估值回落至历史最低位，风险释放较为充分，部分公司分红率和股息率较高，我们建议配置中国神华、露天煤业、陕西煤业等全国或区域性龙头。焦煤与动力煤的溢价率扩大，主要来自地产产业链的支撑，随着地产补库周期进入后期，对煤焦需求的拉动效应边际递减，风险也逐步累加，我们建议关注其中市场相对独立且有需求增量、公司自身成长性高、股息率高的盘江股份。
- ◆ **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。

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.55	-8.07	-25.23
绝对收益	3.75	-5.60	6.24

分析师

杨立宏

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

### 相关报告

- 煤炭：生产缩减，动煤去库，双焦强势-煤炭行业数据周报-20191216 2019-12-16
- 煤炭：沿海电厂日耗在低基数上实现高增长，山西拟淘汰焦炭落后产能3700万吨-煤炭行业数据周报-20191209 2019-12-09
- 煤炭：2020年动力煤合同价格初定，冀鲁关停焦炭落后产能-煤炭行业数据周报-20191202 2019-12-02
- 煤炭：安全与环保监管再次升级-煤炭行业数据周报-20191125 2019-11-25
- 煤炭：电厂囤煤压价，煤焦企稳有望-煤炭行业数据周报-20191118 2019-11-18

## 内容目录

一、11月煤炭产量3.34亿吨，同比增4.5%，环比增2.83%.....	
1、1-11月煤炭产量同比增长4.5%，11月当月同比增长4.5%.....	
2、11月蒙陕产量环比增加、晋产量环比下降0.18%.....	
3、11月煤炭供应能力持续改善.....	
二、焦、铁产量增速上升，火电产量较去年同期增长4.4%.....	
1、11月焦、铁产量增速上升.....	
2、11月火电发电量同比增长4.4%，发电占比提升3.96%.....	
三、12月电厂库存全面回落，焦煤库存回升.....	
四、11月煤炭进口同比增长8.52%.....	
五、动力煤有望走稳，焦煤涨幅有限.....	1
六、投资策略.....	1
1、煤炭板块市场表现.....	1
2、投资策略：配置以动力煤为主.....	1
七、风险提示.....	1

## 图表目录

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

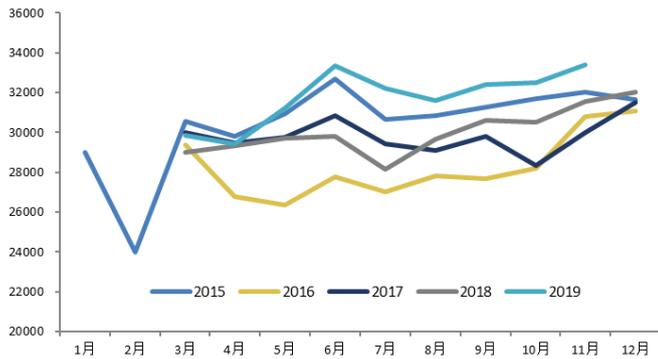
表 1：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅..... 1.

## 一、11月煤炭产量3.34亿吨，同比增4.5%，环比增2.83%

### 1、1-11月煤炭产量同比增长4.5%，11月当月同比增长4.5%

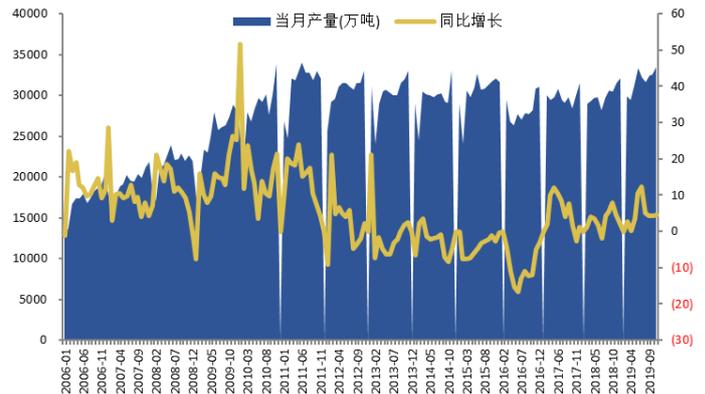
2019年1-11月，全国煤炭产量34.07亿吨，同比增长4.5%。11月，全国煤炭产量3.34亿吨，同比增长4.5%，月度环比增长2.83%。

图1：2015年-2019年11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11月全国煤炭当月产量及同比增长率

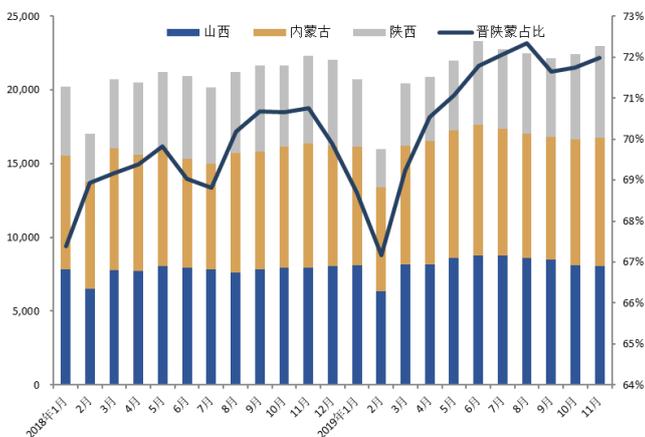


资料来源：Wind，华金证券研究所

### 2、11月蒙陕产量环比增加、晋产量环比下降0.18%

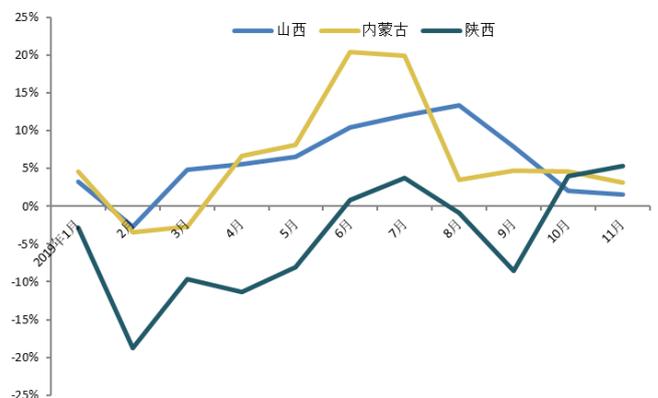
根据煤炭市场网数据，11月份山西煤炭产量为8076.50万吨，同比增长1.57%，环比下降0.18%；内蒙古煤炭产量8682.10万吨，同比增长3.09%，环比增长1.17%；陕西煤炭产量6243.8万吨，同比增加5.28%，环比增长8.24%。11月三省合计产量占全国产量的比重为71.99%，较上月上涨0.24个百分点。

图3：2018-19年11月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

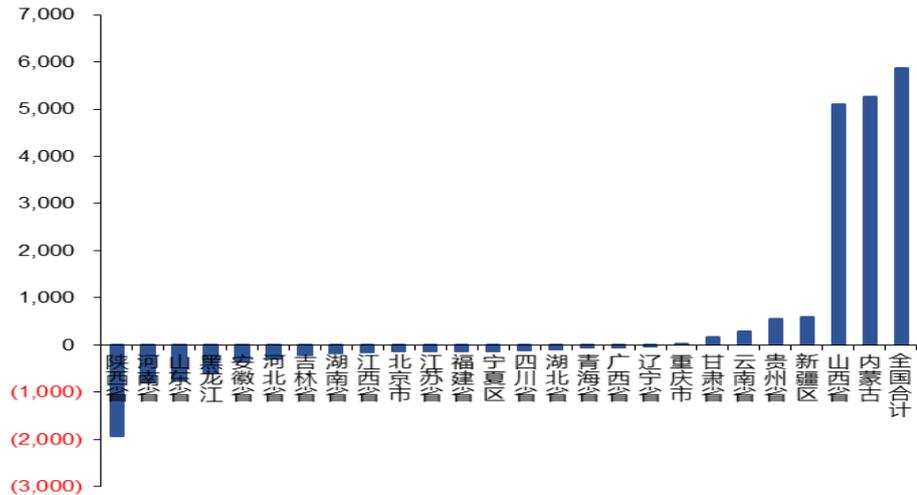
图4：2019年1-11月晋陕蒙煤炭产量同比增速



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

与去年同期相比，2019年1-11月煤炭产量增加的省份主要包括内蒙古、山西省、新疆区、贵州省、云南省等，产量减少的省份主要包括陕西省、河南省、山东省、黑龙江省等。增量有正有负，对冲后全国净增量为正，较去年同期增长5878.79万吨。

图 5: 2019 年 1-11 月较去年同期增量对比

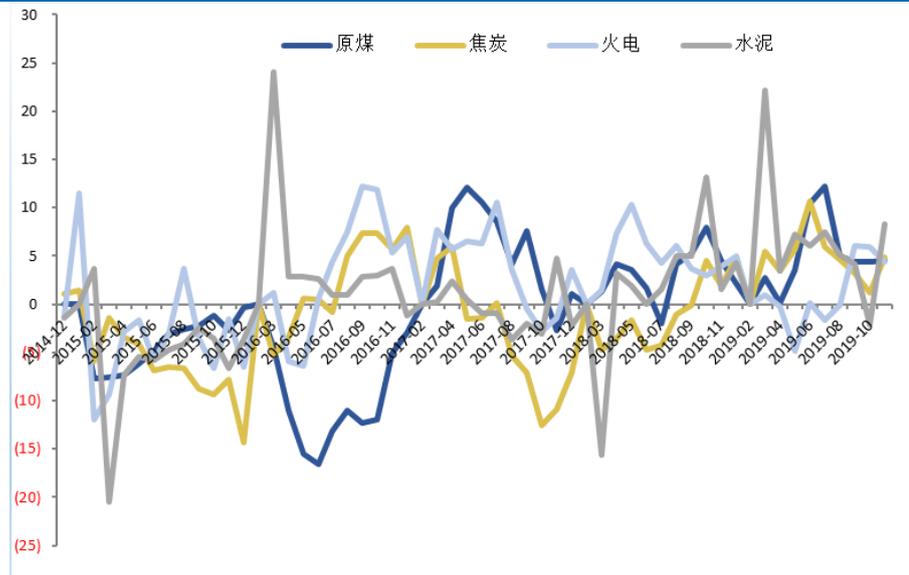


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 3、11 月煤炭供应能力持续改善

2019 年 11 月, 焦炭、生铁、火电、水泥等煤炭下游行业产量增速分别为 4.90%、2.10%、4.40%、-6.40%, 其中火电同比增速较上月下降 1.50 个百分点; 煤炭产量同比增速为 4.5%, 比 10 月上升 0.1%, 除低于焦炭外, 增速高于其他下游行业, 煤炭供应能力持续改善。但是从 1-11 月份累计增速来看, 煤炭产量累计同比增速为 4.5%, 焦炭、生铁、火电、水泥分别为 5.9%、5.1%、1.6%、6.1%, 煤炭累计同比增速仍然低于除火电以外的其他下游行业。

图 6: 煤炭主要下游行业产量当月同比 (月度数据)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、焦、铁产量增速上升, 火电产量较去年同期增长 4.4%

### 1、11 月焦、铁产量增速上升

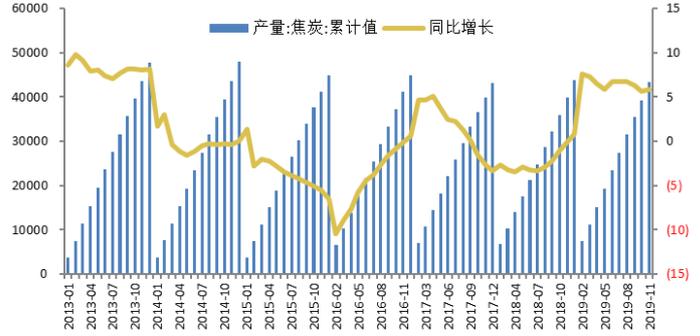
11月，全国焦炭产量3863万吨，同比增长4.9%，增速较上月增长3.7%；1-11月份焦炭累计产量为4.33亿吨，同比增长5.9%，增速较上月增长1.1个百分点。11月份生铁产量为6477万吨，同比增长2.1%，增速较上月增长4.8个百分点；1-11月份生铁累计产量7.39亿吨，同比增长5.1%，增速较上月回落0.3个百分点。

图 7: 2013-2019 年 11 月焦炭单月产量及增长率 单位: 万吨



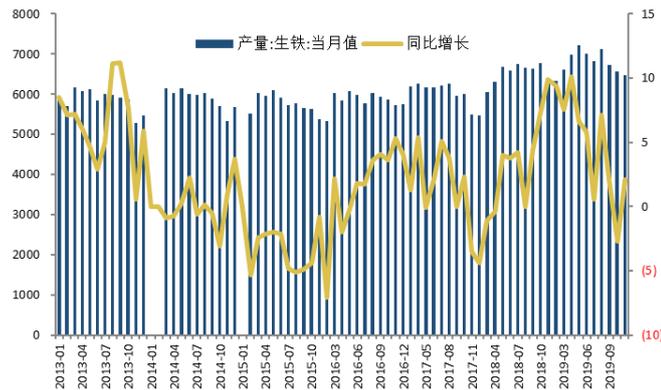
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 2013-2019 年 11 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 11 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

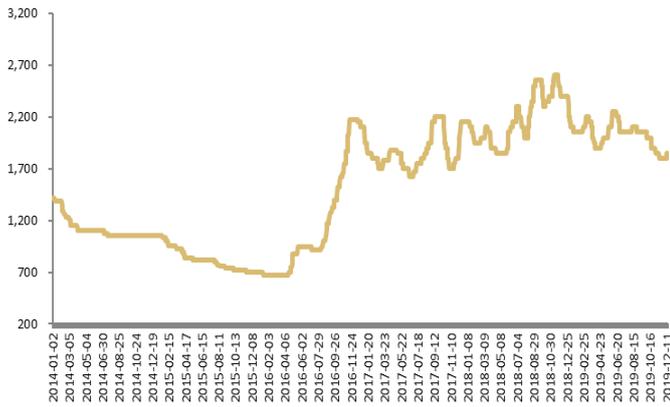
图 10: 2013-2019 年 11 月生铁累计产量及增长率 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

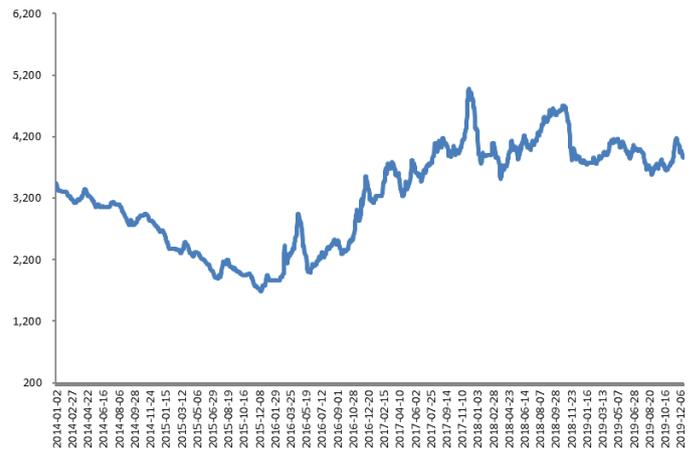
下游产品价格方面，12月上旬焦炭价格整体与11月中下旬保持一致，华东地区二级冶金焦价格为1800元/吨，从12月12日开始，焦炭价格开始上升，截止到12月17日为1850元/吨；钢材价格12月以来整体呈现下降的趋势，12月17日螺纹钢价格为3860元/吨，较11月同期下降3.74%，较12月初下降5.16%。

图 11: 2014 年-2019 年 12 月中焦炭价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

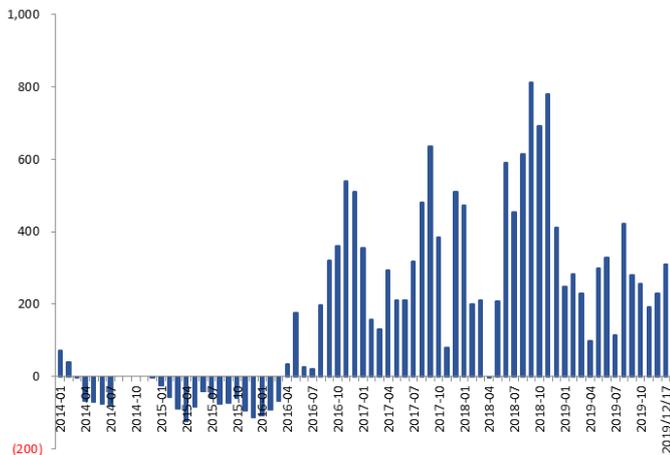
图 12: 2014-2019 年 12 月中螺纹钢价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

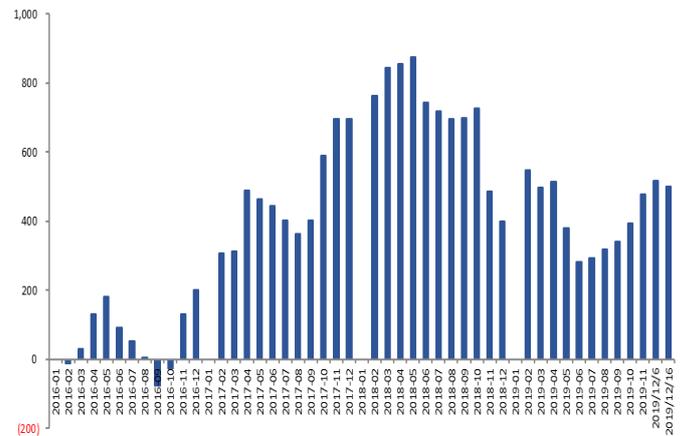
焦炭盈利空间 12 月以来有所回升。12 月焦煤价格较 11 月有所下降, 二级冶金焦价格较 11 月有所上升, 焦炭盈利空间有所回升; 12 月以来铁精价格上升 1.20%, 12 月 17 日生铁价格较 11 月底上升 0.67%, 经测算 12 月中上旬生铁盈利最高点较 11 月增长 8.14%, 但从 12 月 6 日最高点开始盈利空间有所收窄。

图 13: 2014-19 年 12 月中煤焦价差 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 2016-19 年 12 月中单位生铁盈利 单位: 元/吨



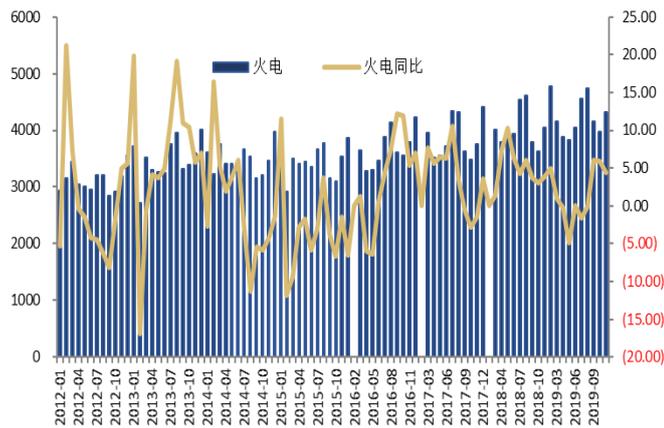
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 2、11 月火电发电量同比增长 4.4%，发电占比提升 3.96%

1-11 月全国累计发电量为 64796 亿千瓦时, 同比增长 3.4%, 增速较上月提高 0.3%; 其中火电发电量为 46522 亿千瓦时, 同比增长 1.6%。

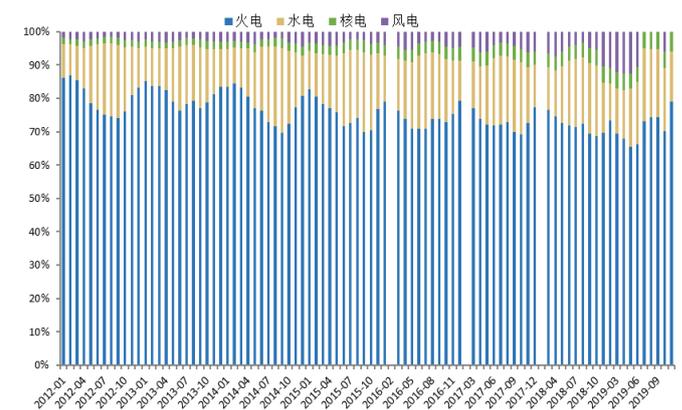
11 月当月, 全国发电量为 5890 亿千瓦时, 同比增长 4.0%, 其中火电发电量为 4325 亿千瓦时, 同比增长 4.4%, 火电占全国发电量的比重为 73.43%, 较上年同期提高 0.35%。水电对火电的挤出效应持续减弱, 11 月份水电占比较上月减少 4.88%, 核电占比上升 0.48%, 风电占比下降 5.86%。综合影响下, 火电占比较上月上升 3.96%。

图 15: 2013 年-19 年 11 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 16: 2012 年-2019 年 11 月发电结构

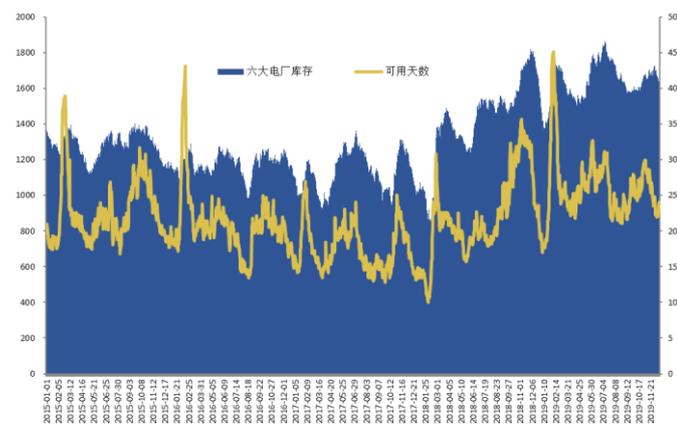


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、12 月电厂库存全面回落，焦煤库存回升

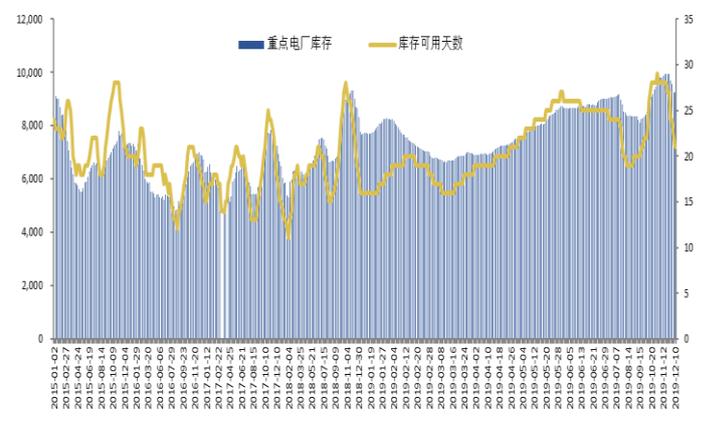
12 月以来，六大电厂库存整体呈现下降的趋势。截止 12 月 17 日，六大电厂库存 1621.50 万吨，环比 11 月同期下降 4.79%，较 11-12 月最高点 1725.94 万吨下降 6.05%，较上年同期下降 5.75%。11 月以来，库存可用天数波动下降，12 月 6 日达到最低点后开始上升，12 月 17 日库存可用 24.07 天。

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

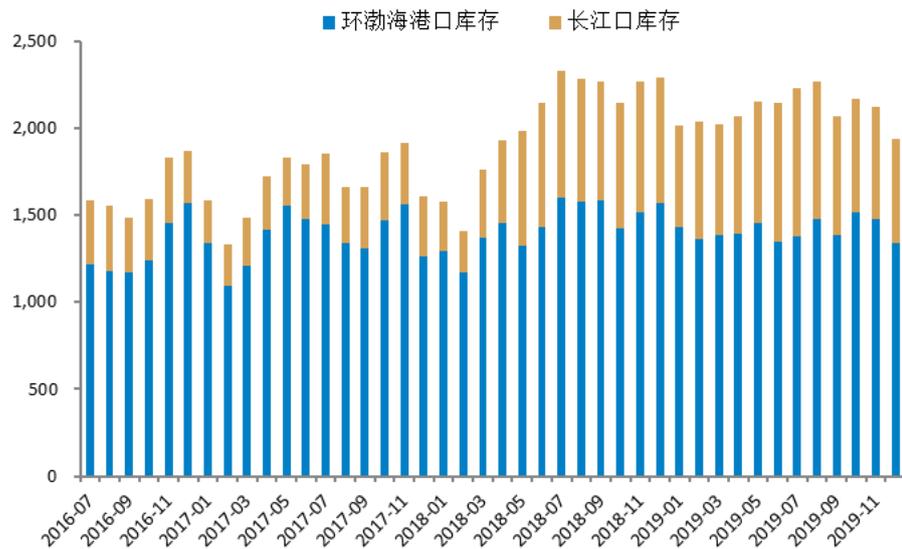


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

全国重点电厂库存呈下降趋势。截止 12 月 10 日，重点电厂煤炭库存为 9251 万吨，较月初下降 4.60%，较去年同期下降 5.5%。库存可用天数 21 天，较月初减少 3 天，较上月减少 6 天。

12 月中转环节库存下降。截止 12 月 18 日，环渤海动力煤库存为 1341.2 万吨，较 11 月库存下降 9.24%。长江口动力煤库存为 1933.2 万吨，较上月下降 8.20%。两者合计库存 1933.2 万吨，较 11 月底减少 189.4 万吨。

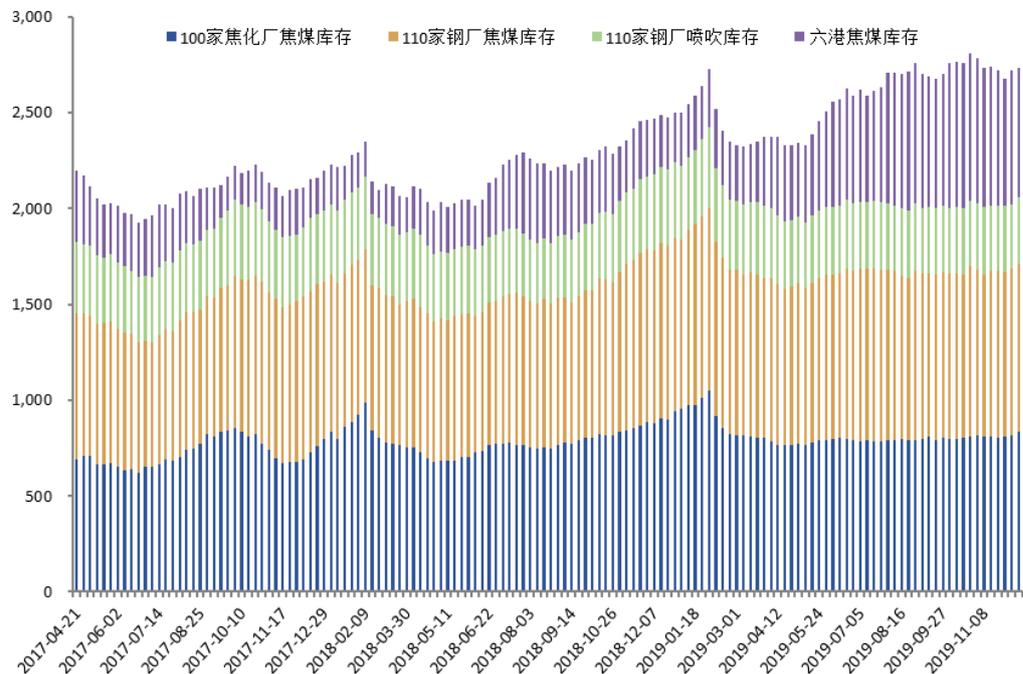
图 19: 动力煤港口库存 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

12月焦煤总库存较月初开始回升。截止12月17日,焦煤库存总量为2734.52万吨,较11月底上升2.18%。分环节来看,上升来自中转环节的100家焦化厂焦煤库存上升3.47%、110家钢厂焦煤库存上升1.08%、110家钢厂喷吹库存上升1.47%、港焦煤库存上升2.18%,

图 20: 焦煤各环节库存 单位: 万吨



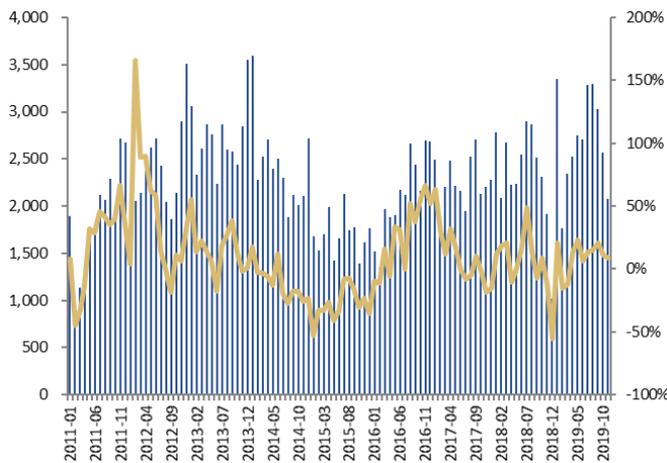
资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### 四、11月煤炭进口同比增长8.52%

受进口限制的影响，11月煤炭进口量环比出现回落，但与上年同期相比仍有较大增长。2019年11月中国煤炭进口量为2078.10万吨，环比回落到-19.11%，同比增加8.52%。1-11月份累计进口煤及褐煤29709.10万吨，同比增长9.81%。

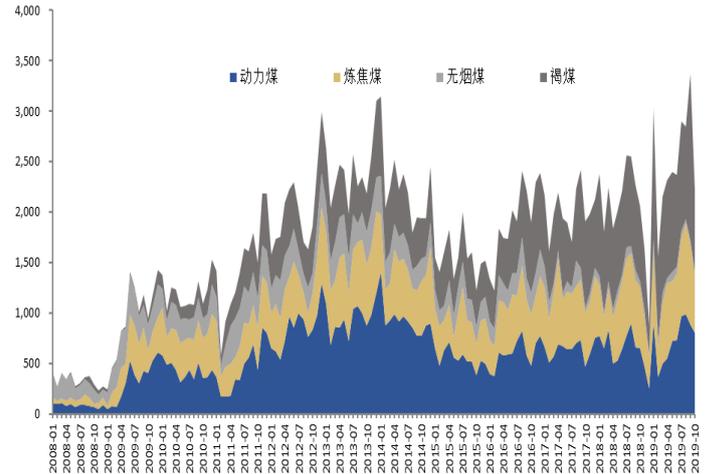
分煤种进口数据公布滞后。2019年10月，动力煤进口量在9月出现连续六个月增长第一次下滑出现后，仍保持下降的趋势，本月环比-9.20%，但较去年同期有22.87%的增长；炼焦煤进口量减少，环比-28.48%，较上年同期减少6.38%；无烟煤进口量有所下滑，同环比分别减少38.73%和15.00%；褐煤进口量本月环比为-50.76%，较去年同期增长11.13%。

图 21：2008 年-2019 年 11 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 22：2008 年-2019 年 11 月分煤种进口量 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

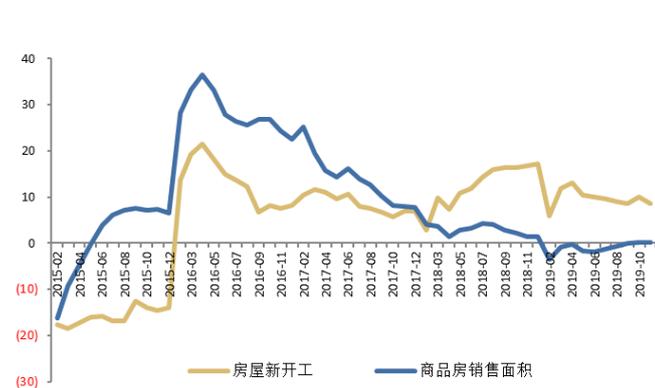
## 五、动力煤有望走稳，焦煤涨幅有限

动力煤逐步走稳。与往年年底月份产量大幅释放的情况不同，部分矿井已经完成全年生产任务，陕西对超产企业限制煤管票发放，晋北则受安全检查影响，供应已经提前进入收缩阶段；需求方面，12月以来沿海六大电厂日耗维持73万吨左右，较上年提升10.6%，12月上旬全国重点电厂日耗同比上升5.97%，较前几个月的平均增速有所提升，表明用电需求出现企稳迹象。随着节日临近，供需双向收缩加剧，预计动力煤价格以平稳为主。

临近年底部分矿井完成生产任务，加之山西矿难后晋中地区安全监管趋严，部分矿井提前停产影响焦煤产出，焦煤供应偏紧；焦炭在续涨100元/吨后盈利恢复，部分仍有提涨计划，山东去产能节奏加快，焦企不同程度受到环保预警限产，焦炭企业库存较低，后期钢材进入需求淡季，加之节日因素影响，预计煤焦价格延续涨势，但幅度有限。

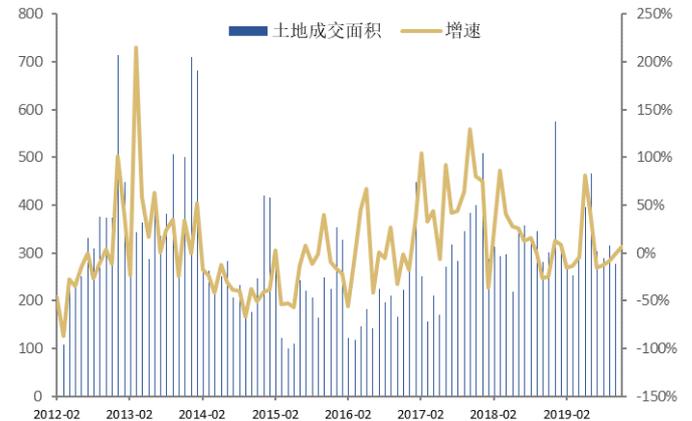
终端制造业和地产的分化格局仍在延续。11月制造业维持低速增长，地产销售、土地市场回升，新开工同比环比齐降。11月制造业投资累计增长为2.5%，环比下降0.1个百分点。1-11月份，房屋新开工205194万平方米，同比增长8.60%，增速较上月下降1.4个百分点；11月单月新开工面积为19559.58万平方米，同比下降2.88%，环比下降1.85%。1-11月商品房累计销售148905万平方米，同比增长0.2%，环比增长11.74%；单月销售15654.32万平方米，同比增长1.08%，环比增加11.24%。土地市场交易有所回升，11月份100个大中城市住宅类土地成交面积322.47万平方米，环比增加16.21%，同比增加7.10%。

图 23: 2015-19 年 11 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 24: 100 大中城市土地成交面积及增速



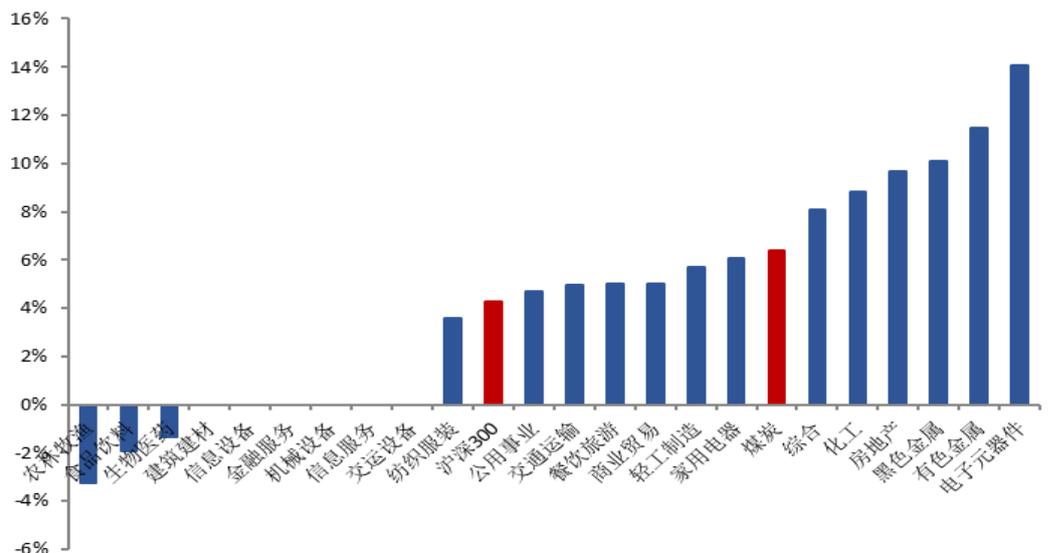
资料来源: WIND, 华金证券研究所

## 六、投资策略

### 1、煤炭板块市场表现

近一个月以来,煤炭板块跑赢沪深 300 指数,位居各板块涨幅榜第 7 位,单月绝对收益率为 6.39%,相对收益率为 1.82%。

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 12 月 17 日

从近一个月的股票表现来看,煤炭板块表现很好,除了山煤国际,其他公司涨幅均为正,涨幅前四的四家分别为安源煤业、美锦能源、神火股份、恒源煤电。我们下半年重点推荐的盘江股份分别位列三个月和一个月涨幅榜的第 3 位和第 5 位。

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	155.26%	新集能源	14.33%	安源煤业	40.00%
山煤国际	81.38%	大有能源	13.93%	美锦能源	13.82%
恒源煤电	25.13%	盘江股份	10.57%	神火股份	12.67%
神火股份	23.36%	神火股份	9.74%	恒源煤电	12.31%
安源煤业	21.88%	安源煤业	6.64%	盘江股份	11.20%
盘江股份	19.81%	露天煤业	3.55%	ST 安泰	10.63%
兖州煤业	18.29%	恒源煤电	2.64%	山西焦化	10.42%
陕西煤业	16.11%	上海能源	0.54%	陕西煤业	8.96%
露天煤业	15.93%	冀中能源	-0.28%	淮北矿业	8.85%
新集能源	11.73%	阳泉煤业	-1.12%	郑州煤电	8.29%
淮北矿业	7.84%	大同煤业	-1.38%	潞安环能	8.09%
大有能源	7.63%	中煤能源	-1.61%	开滦股份	6.79%
平煤股份	5.71%	靖远煤电	-1.95%	西山煤电	6.53%
永泰能源	3.62%	平煤股份	-2.02%	冀中能源	6.53%
阳泉煤业	3.58%	西山煤电	-3.45%	新集能源	6.52%
中煤能源	2.56%	陕西煤业	-3.52%	阳泉煤业	6.40%
西山煤电	1.73%	平庄能源	-4.14%	露天煤业	6.33%
平庄能源	-0.47%	ST 安泰	-4.18%	永泰能源	5.93%
潞安环能	-2.03%	昊华能源	-4.24%	兖州煤业	5.83%
兰花科创	-3.71%	兖州煤业	-4.48%	昊华能源	5.65%
靖远煤电	-4.31%	山煤国际	-4.67%	靖远煤电	5.44%
开滦股份	-4.52%	淮北矿业	-5.17%	上海能源	5.20%
上海能源	-4.53%	兰花科创	-5.80%	中煤能源	5.16%
冀中能源	-5.09%	郑州煤电	-6.37%	大同煤业	5.13%
中国神华	-5.20%	蓝焰控股	-6.64%	平煤股份	4.85%
大同煤业	-5.49%	潞安环能	-7.57%	大有能源	4.60%
蓝焰控股	-6.05%	开滦股份	-7.76%	中国神华	4.56%
郑州煤电	-7.04%	永泰能源	-8.33%	兰花科创	4.46%
昊华能源	-12.20%	中国神华	-10.40%	蓝焰控股	4.42%
ST 安泰	-16.12%	山西焦化	-10.69%	平庄能源	3.08%
山西焦化	-17.45%	美锦能源	-18.18%	山煤国际	-6.50%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 12 月 17 日

## 2、投资策略：配置以动力煤为主

行业仍处下行周期中，整体上我们维持行业的同步大市-A 评级。具体分板块来看，2020 年动力煤产能释放幅度放缓，需求下降的空间不大，实际从近期电厂煤耗数据来看，有小幅改善趋势，预计供大于求的格局较 2019 年有所收敛；动力煤公司 75% 左右的长协比例锁定业绩，板块 PB 估值回落至历史低位，风险释放较为充分，部分公司分红率和股息率较高，我们建议配置中国神华、露天煤业、陕西煤业等全国或区域性龙头。

焦煤与动力煤的溢价率扩大，主要来自地产产业链的支撑，随着地产补库周期进入后期，对煤焦需求的拉动效应边际递减，风险也逐步累加，我们建议关注其中市场相对独立且有需求增量、公司自身成长性高、股息率高的盘江股份。

## 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](http://www.huajinsec.com)