

2021年03月19日

煤炭

行业月度报告

动煤需求淡季不淡,焦炭价格回归

投资评级 同步大市-A 维持

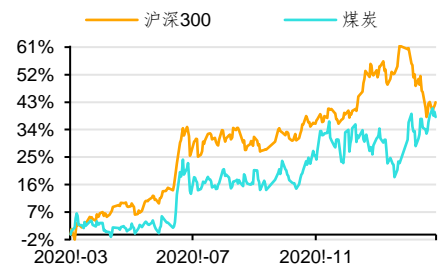
投资要点

- ◆ **1-2月煤炭产量同比上升25%，晋陕同比增加：**2021年1-2月，全国煤炭累计产量为6.18亿吨，同比上升25.0%。2月份山西、陕西煤炭产量同比增加34.4%和25.0%，内蒙古煤炭产量同比减少1.44%，环比减少28.2%。受疫情影响节日期间停产幅度较低，是产量大幅增长的主要原因。
- ◆ **焦炭盈利环收窄，生铁盈利由负转正：**近一个月焦炭价格下调5轮，而焦煤价格暂稳，煤焦差价月环比下降39.49%，增速6个月连升后首次转负，盈利空间仍在历史前40%分位；生铁盈利连续两个月为负后，在价格月环比上涨14.49%和焦炭下降17.22%的作用下盈利转正。
- ◆ **火电发电增速高增长：**1-2月份全国累计发电量为12428亿千瓦时，同比增长19.5%，较19年同期增13.2%；其中火电发电量为4695亿千瓦时，同比增长18.4%，较19年同期增长11.4%。
- ◆ **电厂去库、港口累库，焦炭库存4个月续降：**截止16日，沿海8省电厂库存2465万吨，月环比下降2.1%，可用天数为13.6天，较上月减少9.6天；港口动煤库存合计为1651.4万吨，月环比续升27.12%，其中环渤海港口库存合计1352.4万吨，月环比续升37.37%；3月12日焦煤整体库存月环比下降9.06%，其中六大港口补库4.4%，钢厂和焦炭厂分别去库1.7%和23.3%。
- ◆ **1-2月煤炭进口大幅减少：**2021年1-2月进口煤炭4112.6万吨，累计同比减少39.5%，较19年减少19.6%。全球疫情逐渐得到控制，其他国家煤炭需求提升，拉涨运费，压缩进口煤利润空间，进口煤炭供应收缩。
- ◆ **动力煤延续强势，焦炭价格有望回稳：**动力煤需求淡季不淡，电厂库存近3年同期低位，需求淡季和水电恢复的洼地可能被供给端的扰动抵减，维持强势的概率较大；焦炭价格在经历5轮价格下调后，风险得到较大程度的释放，3月底仍有部分焦炭产能淘汰，价格有望企稳，但后期置换产能的陆续投产将使焦钢在博弈地位出现渐次逆转；焦煤在产地生产扰动和澳大利亚进口政策维持不变的情况下，仍有望延续平稳。
- ◆ **建议配置区域或全国性龙头企业：**2021年在经济复苏和生产平稳的供需大背景下，行业整体延续景气回升势头，碳中和对下游需求端的限制成为行业发展的隐形背景，低成本的优势企业有望在行业类供给侧改革中进一步提升市场地位和份额；焦炭落后产能集中压缩阶段结束，随着后期置换产能的投产，相对下游行业的强势进攻有望转入平衡对峙；我们看好盘江股份、陕西煤业、露天煤业、中国神华。
- ◆ **风险提示：**疫情影响超预期；进口、安全、环保政策变化、重大矿难。

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	12.34	0.93	-4.73
绝对收益	1.32	3.76	38.53

分析师

杨立宏

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

相关报告

- 煤炭：电厂周均日耗回升18%，焦炭四轮降价落地-煤炭行业数据周报-20210315 2021-03-15
- 煤炭：电厂加速去库，焦炭二轮降价落地-煤炭行业数据周报-20210308 2021-03-08
- 煤炭：秦皇岛库存创近10个月新高，焦炭价格第二轮提降-煤炭行业数据周报-20210301 2021-03-01
- 煤炭：环渤海港口库存回升至中位，焦炭价格首次提降-煤炭行业数据周报-20210222 2021-02-22
- 煤炭：秦港煤价跌幅收窄，焦钢博弈暂得平衡-煤炭行业数据周报-20210208 2021-02-08

内容目录

一、春节停产面较低，低基数下产量同比大增.....	3
1、1-2月煤炭产量同比上升25%.....	3
2、2月晋蒙陕产量环比下降，晋陕同比大幅增加.....	3
3、下游行业产量延续回升势头.....	4
二、3月生铁利润转正.....	4
1、1-2月焦炭、生铁产量加速回升，焦、铁盈利反向变动.....	4
2、发电量同比增长19.5%.....	6
三、3月中动力煤终端去库，港口累库.....	7
四、1-2月煤炭进口大幅减少.....	8
五、动力煤将持续强势，双焦有望逐步回稳.....	8
六、投资策略.....	9
七、风险提示.....	11

图表目录

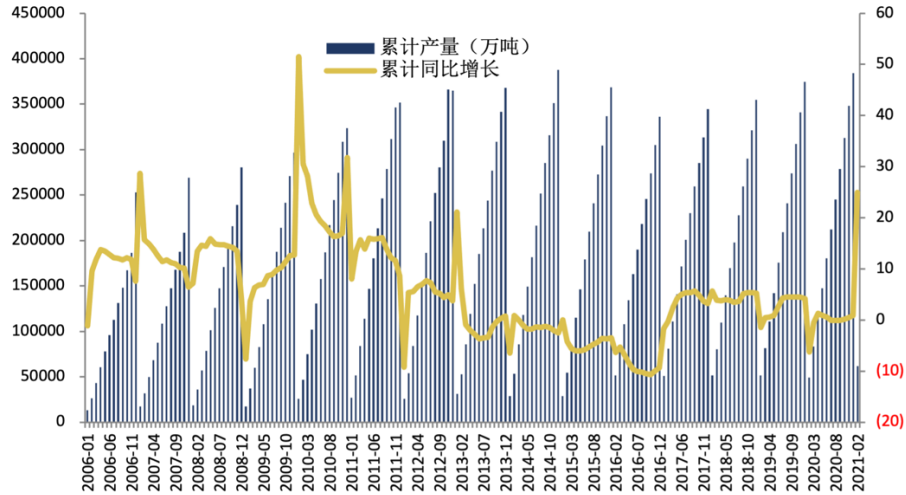
图1：2006年-2020年12月煤炭累计产量及增长率 单位:万吨.....	3
图3：2018-2020年12月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨.....	3
图4：2019-2020年12月晋陕蒙煤炭产量同比增速.....	3
图6：煤炭主要下游行业产量累计增长率.....	4
图9：2013-2021年2月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨.....	4
图10：2013-2021年2月生铁累计产量及增长率 单位：万吨.....	4
图11：2014年-2021年3月中焦炭价格走势 单位：元/吨.....	5
图12：2014-2021年3月中螺纹钢价格走势 单位：元/吨.....	5
图13：2014-2021年3月中煤焦价差 单位：元/吨.....	5
图14：2016-2021年3月中单位生铁盈利 单位：元/吨.....	5
图15：2012-21年2月火电发电量及增长率 单位:亿千瓦时.....	6
图16：2012年-2021年2月发电结构.....	6
图17：2020-2021年旬度发电量同比趋势.....	6
图18：2019-2021年沿海8省电厂库存情况 单位：万吨.....	7
图19：港口库存情况 单位：万吨.....	7
图20：焦煤各环节库存 单位：万吨.....	7
图21：2011年-2020年12月煤炭进口量及增速 单位：万吨.....	8
图22：08年-20年12月分煤种进口量 单位：万吨.....	8
图23：2015-2021年2月房地产新开工与销售面积增速.....	9
图24：2015-2021年2月固定资产投资增速.....	9
图25：各板块月度收益率排名.....	9
表1：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅.....	10

一、春节停产面较低，低基数下产量同比大增

1、1-2月煤炭产量同比上升 25%

2021年1-2月，全国煤炭累计产量为6.18亿吨，同比上升25.0%，较19年同比上升20.2%。

图1：2006年-2020年12月煤炭累计产量及增长率 单位:万吨



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

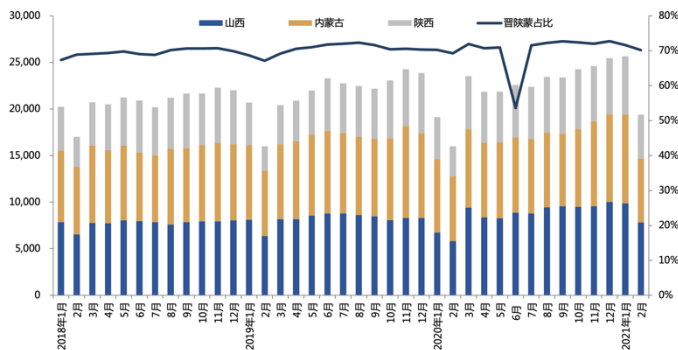
2、2月晋蒙陕产量环比下降，晋陕同比大幅增加

根据煤炭市场网数据，2月份山西煤炭产量为7839.7万吨，同比增加34.4%，环比减少20.7%；内蒙古煤炭产量6845.0万吨，同比减少1.44%，环比减少28.2%；陕西煤炭产量为4693.9万吨，同比增加25.0%，环比减少25.0%。2月春节期间虽有原地过年政策，部分煤矿不放假或缩短假期，但整体产量较1月份明显下滑。其中内蒙古1月份产量同比增长20.6%，2月受销售不佳，运力受限及煤管票收紧的影响，产量下滑。2月三省合计产量占全国产量的比重为70.21%，较上月下降1.46个百分点。

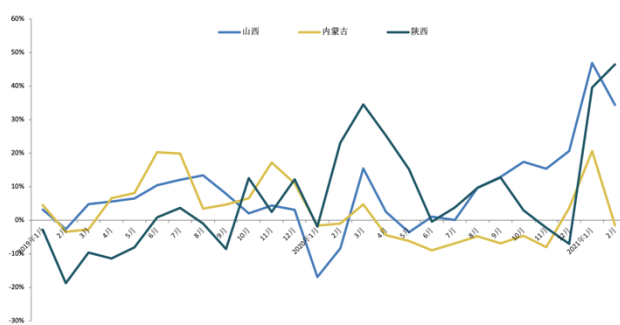
1-2月份，晋蒙陕煤炭累计产量分别为1.77亿吨、1.64亿吨和1.10亿吨，累计同比分别增长41.08%、10.30%和42.48%。

图2：2018-2020年12月晋陕蒙三省煤炭产量 单位：万吨

图3：2019-2020年12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

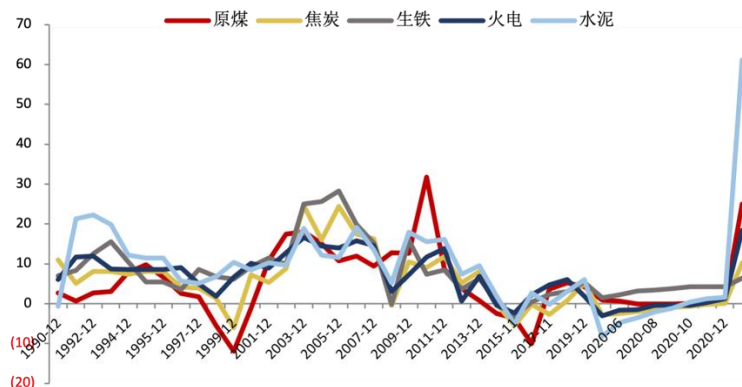


资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

3、下游行业产量延续回升势头

2021年1-2月累计增速来看，煤炭、焦炭、生铁、火电、水泥分别为25%、10.3%、6.4%、18.4%、61.1%，较19年同期分别增长了20.2%、7.1%、14.3%、11.4%、13.9%。20年受疫情影响基数较低，但与19年相比，增速也有明显提升。尤其是煤炭大幅增长。下游行业增速均低于煤炭，其中生铁、火电和水泥受益于经济好转、工业需求复苏，增速较大。

图4：煤炭主要下游行业产量累计增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

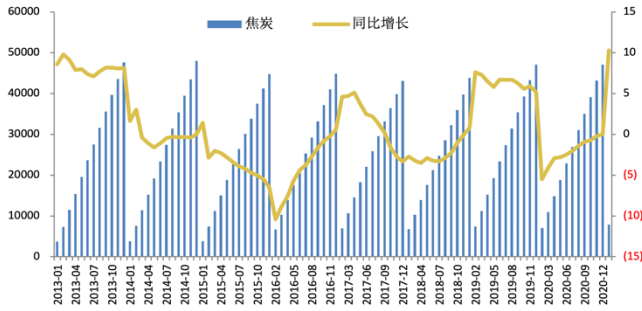
二、3月生铁利润转正

1、1-2月焦炭、生铁产量加速回升，焦、铁盈利反向变动

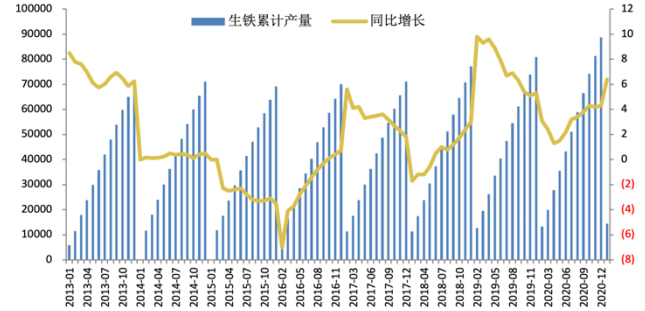
1-2月，焦炭累计产量为0.79亿吨，同比上升10.3%，同比增速扩大；生铁累计产量1.45亿吨，同比增长6.4%，增速较上月上升2.1个百分点。

图5：2013-2021年2月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨

图6：2013-2021年2月生铁累计产量及增长率 单位：万吨



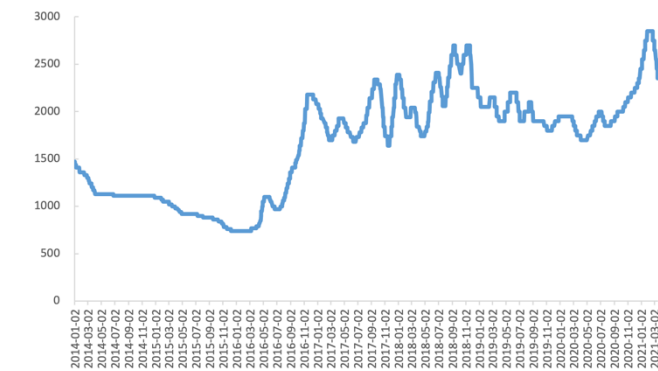
资料来源: Wind, 华金证券研究所



资料来源: Wind, 华金证券研究所

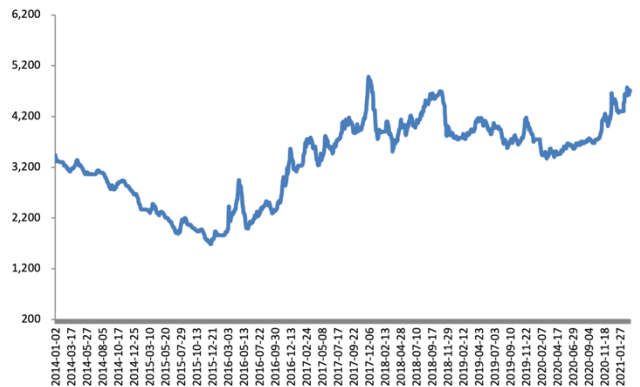
3月焦炭价格形成下跌趋势, 钢材价格全面上行。焦炭价格自20年8月以来保持上涨趋势, 各产地焦炭累计上调900元/吨, 于1月创历史新高2850元/吨, 随后焦钢博弈, 近一个月钢厂已提降第五轮; 截至3月17日, 焦炭价格从历史高点下滑17.5%, 较19年同期上涨14.6%, 仍在中高位; 自1月下旬钢材价格回弹上行, 截至17日螺纹钢价格月环比上涨5.38%, 同比上涨32.8%; 线材、热轧和冷轧月环比分别上涨6.36%、4.36%和4.43%。

图7: 2014-2021年3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8: 2014-2021年3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

3月焦炭盈利收窄, 生铁盈利由负转正。近一个月焦炭价格下调4次, 而焦煤价格暂稳, 煤焦价差月环比下降39.49%, 增速连升6个月后首次转负, 盈利空间仍在历史前40%分位; 生铁盈利连续两个月为负后于3月转正, 主要原因是生铁和焦炭价差扩大带来利润提升。截至17日, 生铁价格月环比上涨14.49%, 而原材料焦炭、铁矿石价格分别下降17.22%和上涨4.85%。

图9: 2014-2021年3月中煤焦价差 单位: 元/吨

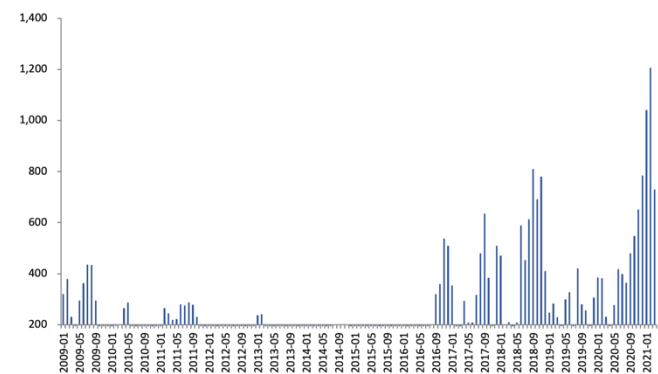
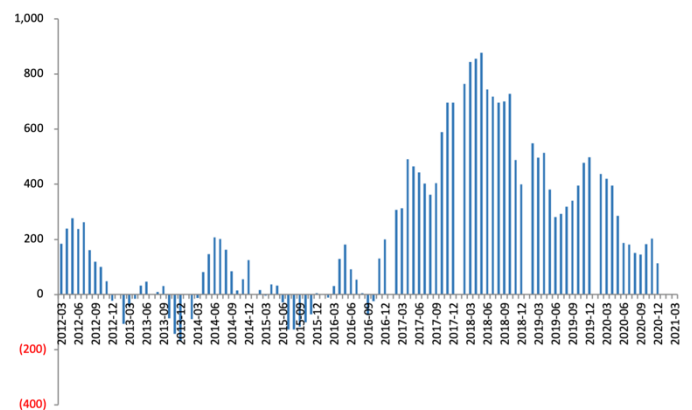


图10: 2016-2021年3月中单位生铁盈利 单位: 元/吨



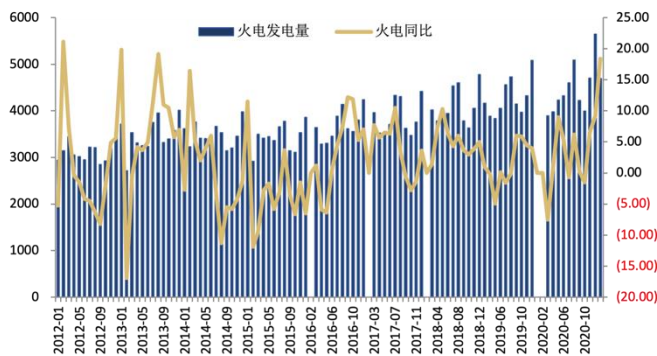
资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2、发电量同比增长 19.5%

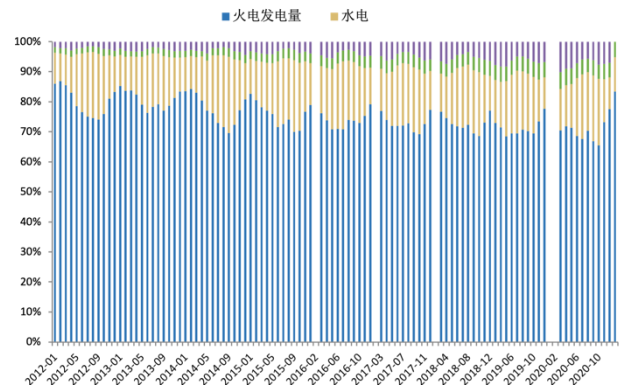
1-2 月份全国累计发电量为 12428 亿千瓦时, 同比增长 19.5%, 较 19 年同期增 13.2%; 其中火电发电量为 4695 亿千瓦时, 同比增长 18.4%, 较 19 年同期增长 11.4%。火电占全国发电量的比重为 75.6%, 占比较上年同期微降 0.48 个百分点, 主要是由风电占比从 20 年 6.4% 提升到 9.3%, 有小幅度的挤出效应。

图 11: 2012-21 年 2 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

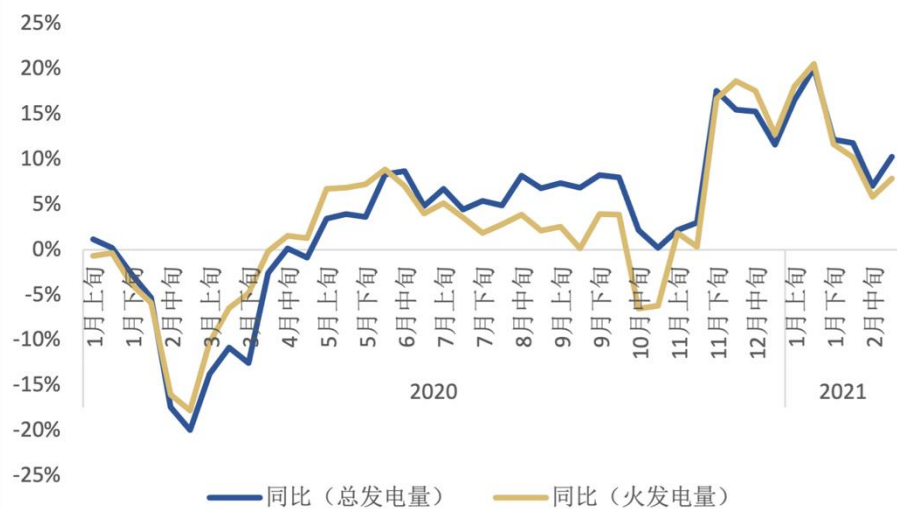
图 12: 2012 年-2021 年 2 月发电结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2 月下旬火电发电量增速反弹。从旬度数据来看, 2 月下旬总发电量 156.3 亿千瓦时, 旬同比增速为 10.3%, 火力发电量 123.5 亿千瓦时, 旬同比增速为 7.86%, 2 月份旬同比增速均较 1 月份放缓, 气温回暖后供暖用电负荷减少; 火电占总发电量 79%, 占比较 1 月上旬上升 1 个百分点, 火力发电量于 1 月初反弹后又逐步下滑, 2 月下旬再次反弹, 而 3 月工业用电量提升, 八省电厂日耗维持在中高位 200 万吨左右, 预计火力发电量同比增速将维持在中位。

图 13: 2020-2021 年旬度发电量同比趋势

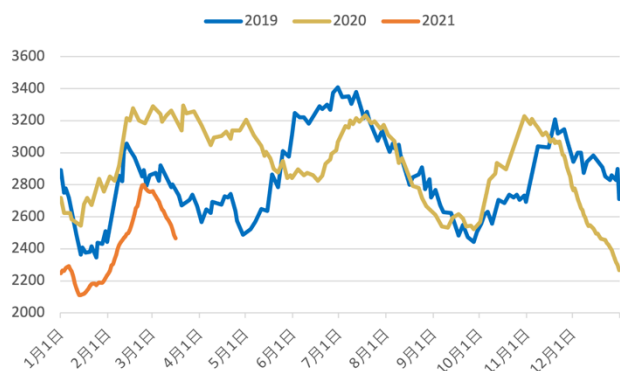


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

三、3月中动力煤终端去库，港口累库

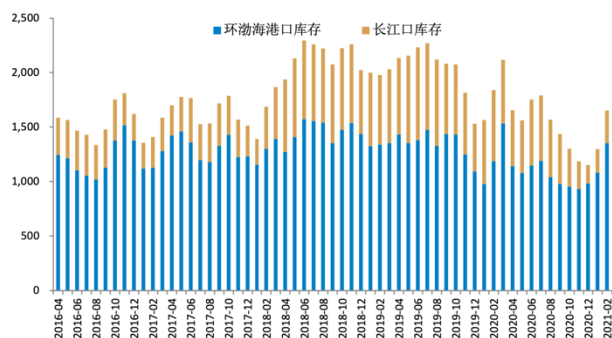
电厂日耗高位、库存偏低位。近两月，电厂日耗在过年前较缓下落而过年期期间急速探底，节后工业用电需求增长，日耗快速反弹上行。截止 2021 年 3 月 16 日，沿海 8 省电厂日耗 180.8 万吨，距离 1 月 11 日的高点 244.7 万吨有 27.4% 的空间，月环比上升 64.5%；库存 2465 万吨，同比上年下降 24.1%，月环比下降 2.1%；可用天数为 13.6 天，较上月减少 9.6 天，可用天数处于偏低位置。

图 14：2019-2021 年沿海 8 省电厂库存情况 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：港口库存情况 单位：万吨

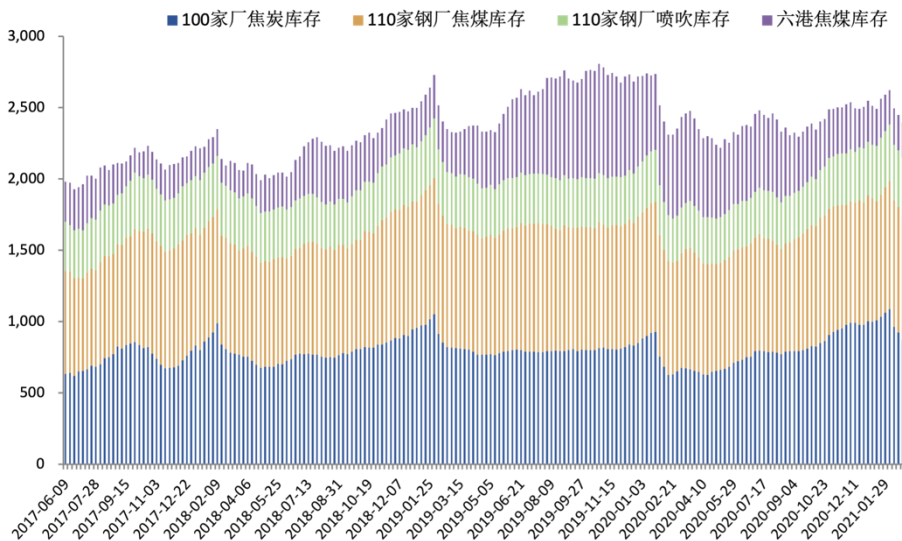


资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

2-3 月动力煤港口库存连续累库，月环比上升 27.12%。进入 2021 年，1 月份下游需求旺盛，动力煤库存保持低位，2-3 月气温回暖，下游主力电厂需求大幅收缩，港口被动累库。截止 3 月 17 日港口库存合计为 1651.4 万吨，月环比续升 27.12%，同比下降 10.13%；具体来看，截至 3 月 11 日，长江口库存 299 万吨，月环比续升 37.37%，同比下降 55.11%；环渤海港口库存合计 1352.4 万吨，月环比 3 个月上升，本月上升 25.06%，同比上升 13.85%，上升幅度扩大。

3 月下游焦化厂去库 23.3%。焦煤总库存 1 月逐步上升，到 2 月春节前达到一年内高点 2622 万吨后回落。截至 3 月 12 日整体库存为 2370 万吨，较上月环比下降 9.06%，同比下降 3.7%，下降主要来自焦化厂去库，月环比下降 23.3%，钢厂月环比下降 1.7%，六港焦煤库存月环比上升 4.4%。

图 16：焦煤各环节库存 单位：万吨

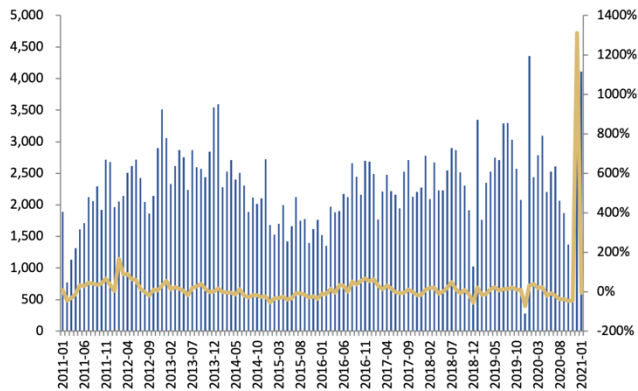


资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、1-2月煤炭进口大幅减少

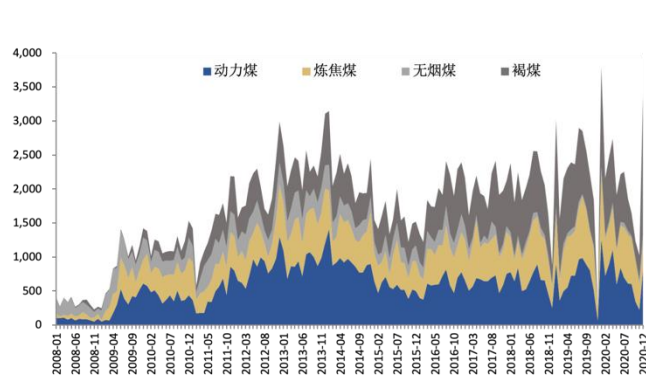
2021年1-2月进口煤炭4112.6万吨,累计同比减少39.5%,较19年减少19.6%。2020全年累计进口煤及褐煤3.04亿吨,同比下降1.4%。全球疫情逐渐得到控制,其他国家对煤炭需求提升,拉涨运费,压缩进口煤利润空间,进口煤炭供应收缩。

图 17: 2011 年-2020 年 12 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 18: 08 年-20 年 12 月分煤种进口量 单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从滞后披露的分煤种进口数据来看,2020年12月,褐煤占比大幅增大,为进口总量的61%,动力煤、无烟煤、褐煤进口环比、同比均大幅增长。具体来看,12月动力煤、炼焦煤、无烟煤和褐煤进口量分别为805.44万吨、357.03万吨、162.67万吨和2042.49万吨,由于19年基数小,参考18年同期分别增长216.49%、14.14%、363.01%、643.14%,环比较上月变化为260.2%、-4.08%、174.71%、453.3%。

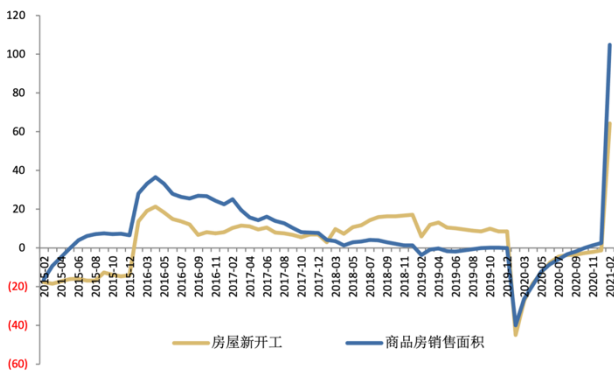
五、动力煤将持续强势,双焦有望逐步回稳

动力煤价格仍将延续强势。一方面需求淡季不淡，经济复苏的力度未减、势头未改，电厂库存近 3 年同期低位，尽管后期面临需求淡季、水电恢复等，但可能被供给端的扰动抵减，近期内蒙古在保供结束后收紧煤管票管理、山西环保检查均对供给造成一定扰动，后期内蒙古能耗双控政策仍可能对煤炭供给形成较长时间的扰动。综合以上，我们判断动力煤维持强势的概率较大。

双焦价格有望逐步企稳。焦炭价格在经历 5 轮价格下调后，价格风险得到较大程度的释放，3 月底仍有部分焦炭产能淘汰，供给带来阶段性收紧，价格有望企稳；1 季度后，焦炭置换产能的陆续投产将使焦钢在博弈地位出现渐次逆转，我们对焦炭的看法趋于谨慎；焦煤在产地生产扰动和澳大利亚进口政策维持不变的情况下，仍有望延续平稳。

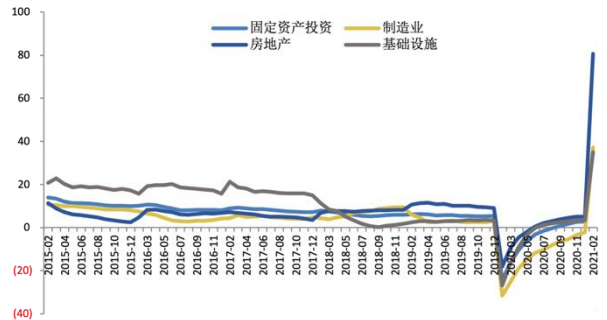
2 月投资增速分化。1-2 月份投资持续回升，固定资产投资总额为 45236 亿元，累计同比增长 35%，较 19 年同期增长 0.86%，月均投资额较去年 12 月增长 16.9%，其中制造业、房地产、基建累计增速同比分别为 37.3%、80.69%和 34.95%，较 19 年同期增长-6%、48%和-1%。从地产数据来看，新开工面积、竣工面积、销售面积分别较 19 年同期变化-9.4%、8.2%和 23.1%，制造业的强力复苏与地产新开工的回落也是动力煤和焦煤价格差异的重要原因之一。

图 19: 2015-2021 年 2 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 20: 2015-2021 年 2 月固定资产投资增速



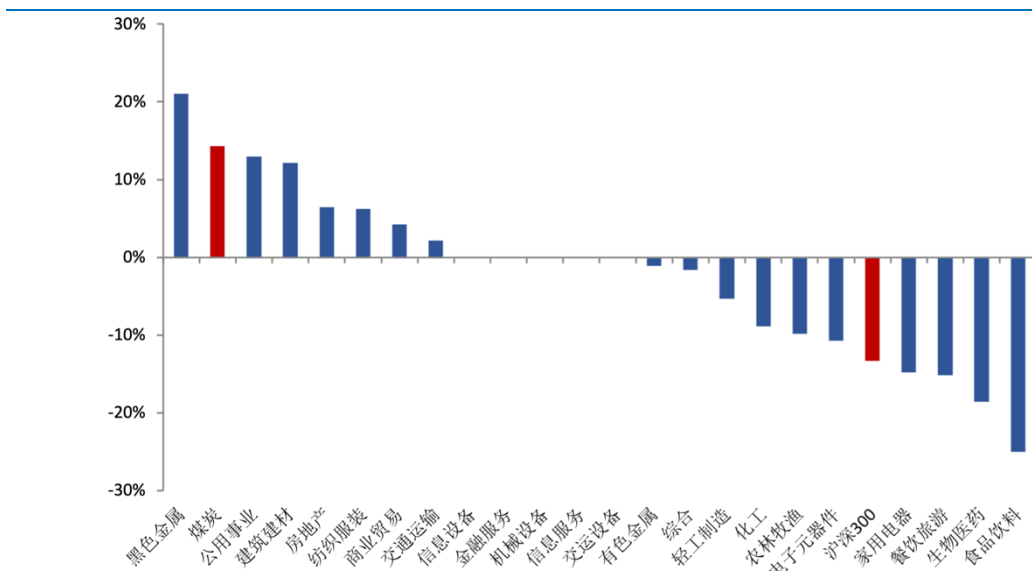
资料来源: WIND, 华金证券研究所

六、投资策略

1、煤炭板块市场表现

近一个月以来，煤炭板块大幅跑赢沪深 300 指数，位居各板块涨幅榜第 2 位，单月绝对收益率为 14.33%，相对收益率为 27.63%。

图 21: 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 11 月 18 日

从近一个月的股票表现来看, 兖州煤业、郑州煤电、神火股份、中煤能源、安源煤业居涨幅榜前 5 位; 仅*ST 平能、美锦能源两家下跌。

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
郑州煤电	213.33%	ST 安泰	53.14%	兖州煤业	50.79%
神火股份	159.12%	神火股份	48.45%	郑州煤电	36.51%
山西焦化	67.30%	开滦股份	35.13%	神火股份	35.64%
陕西煤业	66.15%	郑州煤电	31.86%	中煤能源	34.92%
开滦股份	62.42%	兖州煤业	25.14%	安源煤业	34.26%
兖州煤业	57.48%	山西焦化	22.60%	大有能源	31.68%
露天煤业	49.45%	中煤能源	21.49%	山西焦化	25.34%
淮北矿业	47.34%	陕西煤业	18.49%	新集能源	24.44%
晋控煤业	42.59%	新集能源	14.93%	昊华能源	22.59%
山西焦煤	41.16%	美锦能源	13.85%	晋控煤业	20.50%
*ST 平能	39.38%	*ST 平能	9.39%	恒源煤电	19.71%
靖远煤电	37.53%	上海能源	3.87%	露天煤业	19.05%
ST 安泰	33.19%	中国神华	3.06%	靖远煤电	19.05%
盘江股份	32.13%	淮北矿业	2.91%	陕西煤业	16.99%
平煤股份	31.63%	ST 永泰	2.90%	淮北矿业	16.48%
中国神华	29.82%	靖远煤电	1.69%	冀中能源	16.40%
中煤能源	29.55%	恒源煤电	-0.34%	兰花科创	15.19%
恒源煤电	28.06%	兰花科创	-1.27%	中国神华	14.76%
安源煤业	23.93%	华阳股份	-2.44%	上海能源	14.59%
冀中能源	20.97%	露天煤业	-2.63%	潞安环能	14.58%
上海能源	18.92%	潞安环能	-2.97%	山西焦煤	14.56%
华阳股份	16.94%	山西焦煤	-5.48%	平煤股份	13.65%
新集能源	16.18%	平煤股份	-5.66%	华阳股份	13.57%
潞安环能	7.57%	冀中能源	-6.58%	ST 安泰	12.81%
兰花科创	2.28%	大有能源	-6.99%	蓝焰控股	12.66%
ST 永泰	2.16%	昊华能源	-7.08%	山煤国际	11.90%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
大有能源	1.27%	晋控煤业	-7.84%	ST 永泰	9.23%
美锦能源	0.54%	盘江股份	-11.51%	盘江股份	4.59%
昊华能源	-0.52%	安源煤业	-16.43%	开滦股份	1.07%
蓝焰控股	-24.46%	蓝焰控股	-20.00%	*ST 平能	-7.67%
山煤国际	-34.28%	山煤国际	-25.14%	美锦能源	-8.53%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 11 月 18 日

2、投资策略：配置动力煤及焦煤龙头

2021 年在经济复苏和生产平稳的供需大背景下，行业整体延续景气回升势头；碳中和对下游需求端的限制成为行业发展的隐形背景，低成本的优势企业有望在行业类供给侧改革中进一步提升市场地位和份额；焦炭落后产能集中压缩阶段结束，随着后期置换产能的投产，相对下游行业的强势进攻有望转入平衡对峙；我们看好盘江股份、陕西煤业、露天煤业、中国神华。

七、风险提示

疫情持续时间及影响超预期；经济进入滞胀或衰退期；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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn