

# 煤炭行业2021年中期策略报告

## 龙头稳健高股息，焦煤化工高弹性

2021年06月15日



### 行业评级

煤炭 强于大市（维持）

### 证券分析师

樊金璐 投资咨询资格编号：S1060520060001

邮箱：fanjinlu749@pingan.com.cn

# 投资要点

## □ 供需：供需偏紧将持续

- 国内煤炭产量稳定增长。1-4月份，全国原煤产量累计完成12.9亿吨，同比增长12.3%；从主产省区看，山西、陕西、内蒙古累计生产原煤分别为3.8、2.1、3.4亿吨，三省总产量9.2亿吨，占全国总产量的71.3%。保供受安全和环保限制，从高频数据看，产量释放不及预期。
- 煤炭进口总量持续下降。1-4月，全国累计进口煤及褐煤9013万吨，同比减少3650万吨，下降28.8%。其中，4月份进口煤炭2173万吨，同比下降29.8%。全球煤炭需求继续释放，亚洲需求高位稳定，进口煤可采购资源释放空间有限。
- 需求持续快速增长。1-4月，全国煤炭消费总量约14.1亿吨，同比增长13.7%。从分行业表现看，四大行业煤炭消费同比呈现全面上涨，增速最高的电力行业达到26.8%，增速最低的钢铁行业达到6.7%；从两年平均增速看，四大行业增速在4.2%-7.1%之间。

## □ 价格：持续高位，中枢提升

- 煤炭价格全面上涨：2021年前5月动力煤、炼焦煤、无烟煤价格均值同比分别增长45.2%、13%、11.3%。但电煤受长协价格影响，均价增长受限。

## □ 预测：需求可期，供给平稳

- 2021年煤化工用煤或增加5000万吨。如果油价一直处于60美元/桶左右的高位区间，预计2021年现代煤化工用煤同比增加约5000万吨。
- 2021年煤炭消费增长约2.8亿吨。预计全年消费增速为7.1%，达到43.4亿吨，需求增长约2.9亿吨。
- 碳中和下煤炭产能或先于需求达峰。“十四五”时期，能源消费仍处于上升达峰趋势中，供给或阶段性、区域性跟不上需求。

- **投资主线：把握节奏，优选弹性，关注稳健。**展望下半年，我们认为煤炭价格保持高位，煤炭行业景气度处于相对高位，基于2020年的低基数，全年行业利润大幅改善，维持行业“强于大市”评级不变。从节奏上看，二、三季度业绩预计大幅增长，短期建议关注高弹性焦煤、煤化工公司，但是煤价难以长期维持800元/吨以上的高位，适时关注高股息稳健的龙头公司。

- **风险提示：**海内外疫情的反复；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响。

## 目录 CONTENTS

● 供需：供需偏紧，库存低位

● 价格：持续高位，中枢提升

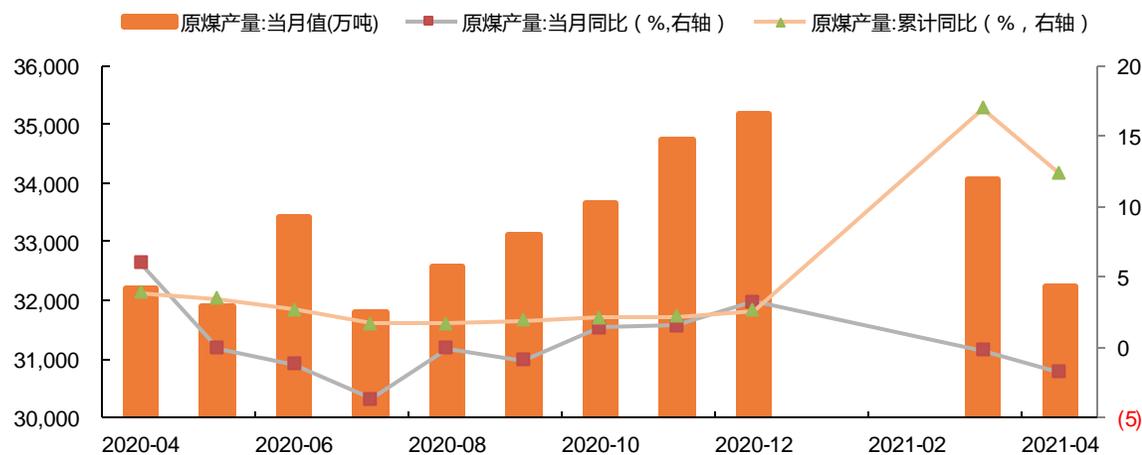
● 预测：需求可期，供给平稳

● 投资主线：把握节奏，优选弹性，关注稳健

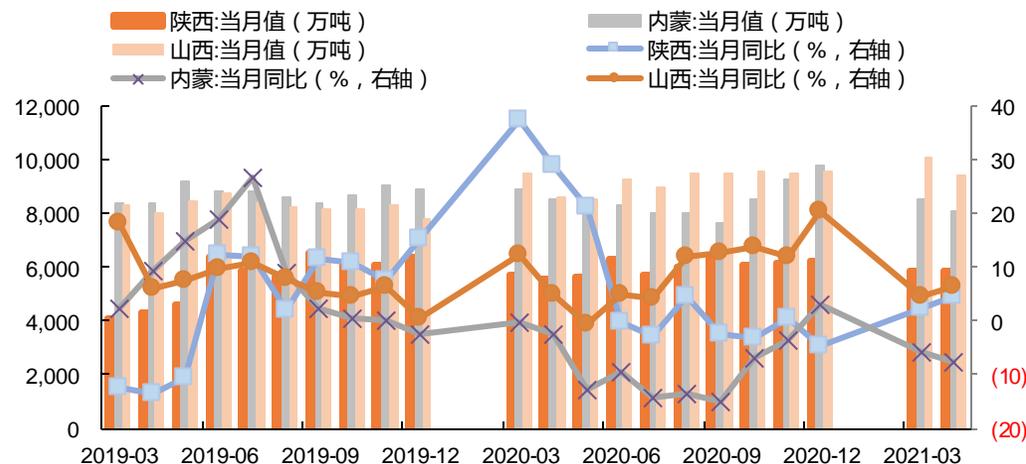
# 供需 | 国内煤炭产量保持稳定增长

- 原煤产量：**1-4月份，全国原煤产量累计完成12.9亿吨，同比增长12.3%。其中4月份，全国原煤产量完成3.2亿吨，同比下降1.8%；5月上中旬，重点监测煤炭企业产量累计完成9983万吨，比4月上中旬减少67万吨、下降0.7%，同比增加328万吨、增长3.4%。
- 从主产区看：**1-4月，山西、陕西、内蒙古累计生产原煤分别为3.8、2.1、3.4亿吨，三省总产量9.2亿吨，占全国总产量的71.3%。其中4月份三省总产量为2.3亿吨，占全国总产量的71.8%。
- 保供受安全和环保限制：**须坚守生产安全和环境保护两条红线不触碰。产地释放产量仍需合法合规的进行，主要有两方面来源。首先核增产能，其次是露天煤矿释放产量。但是超产不得超过10%。从高频数据看，产量释放不及预期。

2021年1-4月原煤产量稳定增长



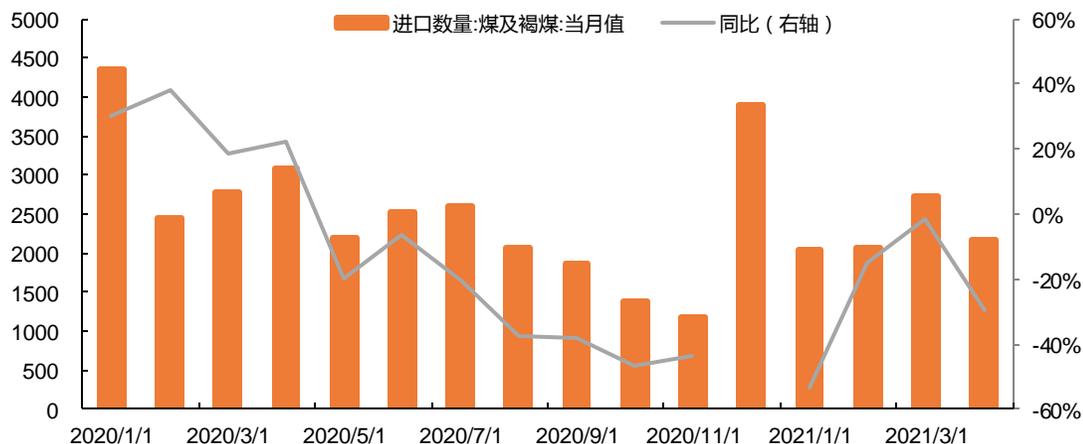
晋陕蒙三省区煤炭产量当月值及当月同比



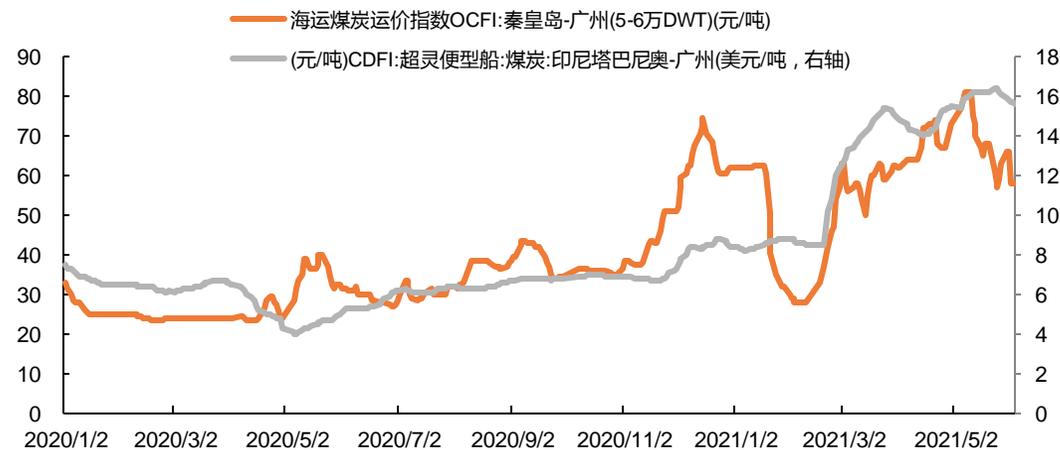
# 供需 | 煤炭进口总量大幅下降

- **进口煤总量持续下降：**1-4月，全国累计进口煤及褐煤9013万吨，同比减少3650万吨，下降28.8%；比2019年同期下降10%，两年平均下降5%。其中，4月份进口煤炭2173万吨，同比下降29.8%。
- **进口煤可采购资源释放空间有限：**全球煤炭需求继续释放，亚洲需求高位稳定。一是日本、韩国等均有大量需求放出；二是受印尼雨季、内需扩大，以及蒙古受疫情反复等多重因素影响，短期内进口煤可采购资源释放空间有限。预计随着全球经济复苏，海外煤炭需求将维持高位。
- **进口煤比价优势走弱：**进口煤价叠加国际海运价格大幅攀升，进口采购意愿受到成本抑制有所下降。6月以来，浙江、江苏、福建除澳煤外已全面放开进口煤管控，6月底前到港资源不占用全年额度。但受制于进口船期及进口资源偏紧，预计6月底前到港资源有限。

1-4月煤炭进口数量及同比增速（万吨）



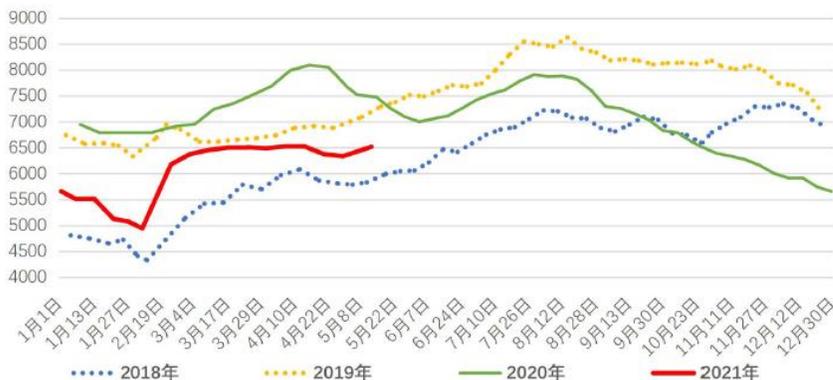
今年3月以来国内外煤炭运价快速上涨



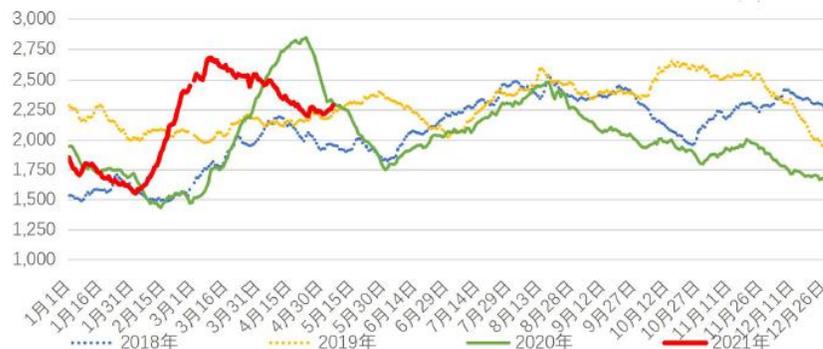
# 供需 | 主要环节库存持续下降

- **煤炭企业库存：**截止4月底，全国煤炭企业库存4800万吨，比年初的5471万吨减少671万吨，下降12.3%；同比减少1556万吨，下降19.7%。
- **全国统调电厂：**截止4月底，存煤1.1亿吨，比年初下降2300万吨，下降17.3%；同比下降800万吨左右，下降7.8%。
- **全国主要港口：**截止4月底，全国主要港口（煤炭中转、接卸港口共计73个）存煤总量6335.2万吨，比年初上涨677万吨，上涨12.0%；同比下降1329万吨，下降17.3%。其中，环渤海港口动力煤存煤总量2117万吨，同比基本持平。5月中旬，全国主要港口（煤炭中转、接卸港口共计73个）存煤总量持续在6518.3万吨，比4月末略有增加。

全国重点港口库存



环渤海港口库存



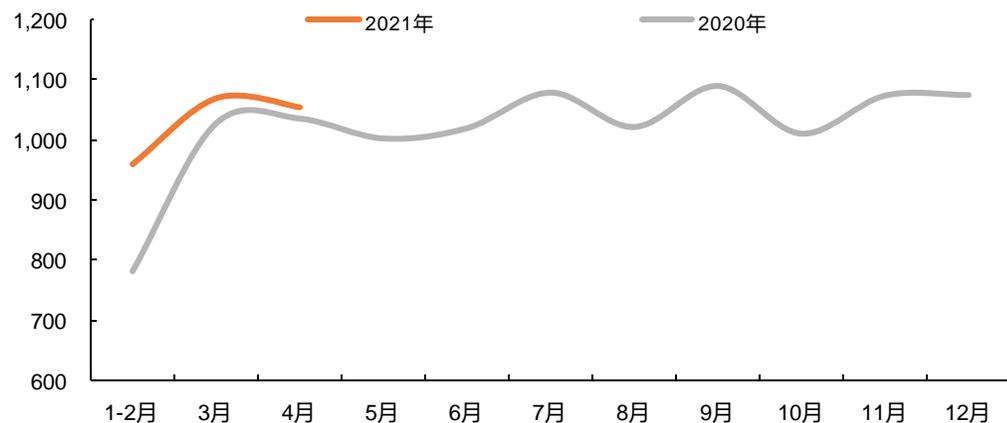
全国统调电厂库存



## 供需 | 需求持续快速增长

- **煤炭销量同比增长。**4月，全国煤炭销量完成3.16亿吨，同比增加900万吨，增长2.93%。1-4月，全国煤炭销量累计完成12.3亿吨，同比增加1.28亿吨，增长11.6%。
- **煤炭消费增速较快：**1-4月，全国煤炭消费总量约14.1亿吨，同比增长13.7%。从分行业表现看，四大行业煤炭消费同比呈现全面上涨，其中增速最高的电力行业达到26.8%，增速最低的钢铁行业达到6.7%；从两年平均增速看，四大行业增速在4.2%-7.1%之间。

● 煤炭日均销量显著提高（万吨）



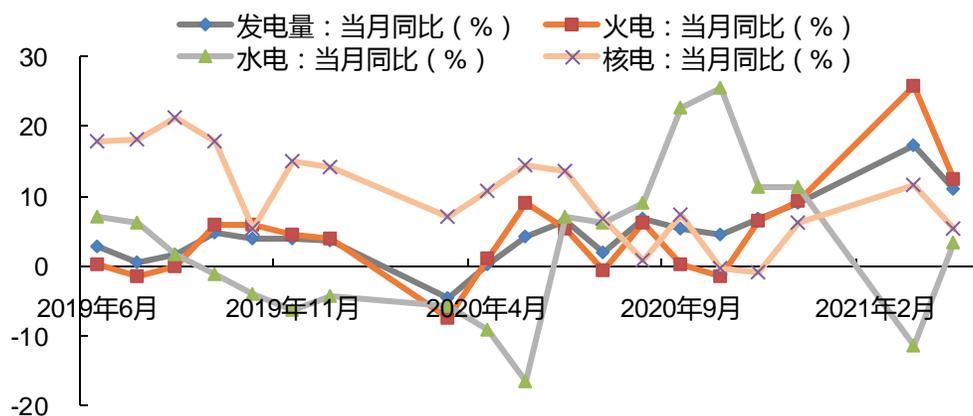
● 主要耗煤行业煤炭消费量测算表

序号	行业	消费量（亿吨）	同比增幅（%）	19-21年平均增速（%）
1	电力	7.5	26.8	7.1
2	钢铁	2.3	6.7	4.2
3	建材	1.6	23.0	5.5
4	化工	1	16.2	5.8
5	消费量	14.1	13.7	3.7

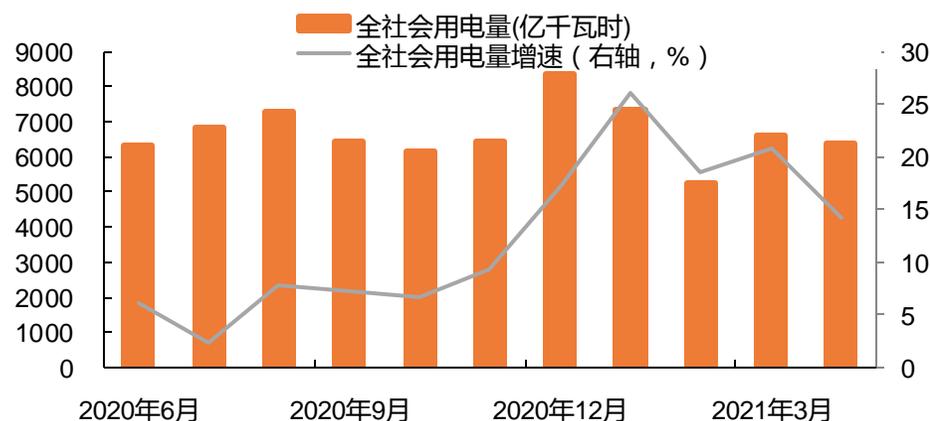
# 供需 | 电力行业消费大幅增长

- **电力生产增长较快：**4月份，发电量6230亿千瓦时，同比增长11.0%，1-4月份，发电25276亿千瓦时，同比增长16.8%。
- **全国火电厂供煤、耗煤同比增长：**4月份，全国火电厂日均供煤558.7万吨，同比增加85.5万吨，增长18.1%；日均耗煤561.3万吨，同比增加85.5万吨，增长18%；月末库存10890万吨，环比减少68万吨，下降0.6%，同比减少947万吨，下降8%。
- 基于去年下半年用电的高增速，预计夏季用电高峰后，用电量增速将呈现下降趋势。

2021年1-4月火电呈同比大幅增长



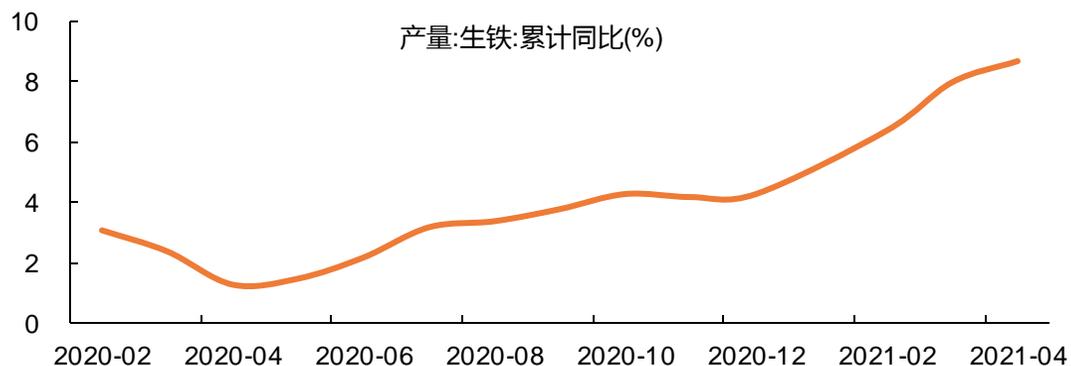
2021年1-4月用电量同比大幅增长



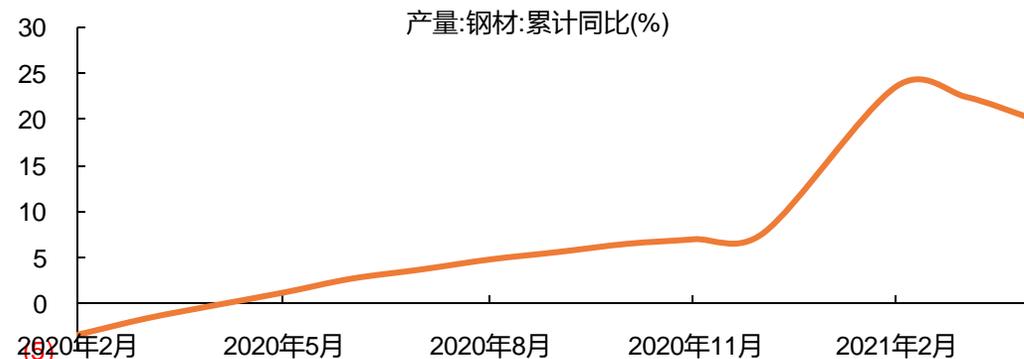
# 供需 | 钢铁行业消费持续增长

- 粗钢、钢材产量同比均呈两位数增长，生铁、焦炭产量有所增加。统计局数据显示，4月份，钢材、粗钢产量同比增幅在13%左右，生铁产量增长3.8%，焦炭产量增长2.4%。
- 预计下半年，钢铁行业用煤需求增速将有所下降，仍保持增长态势。

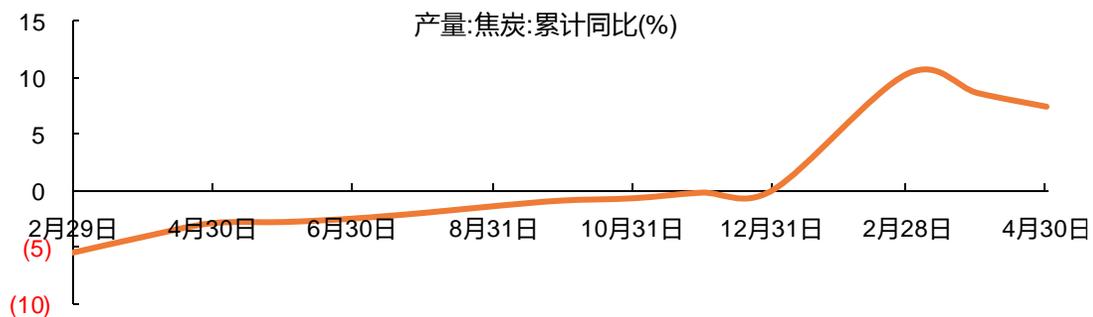
● 2020年4月以来生铁产量持续增长



● 2020年4月以来钢铁产量持续增长



● 2021年1月以来焦炭产量持续增长



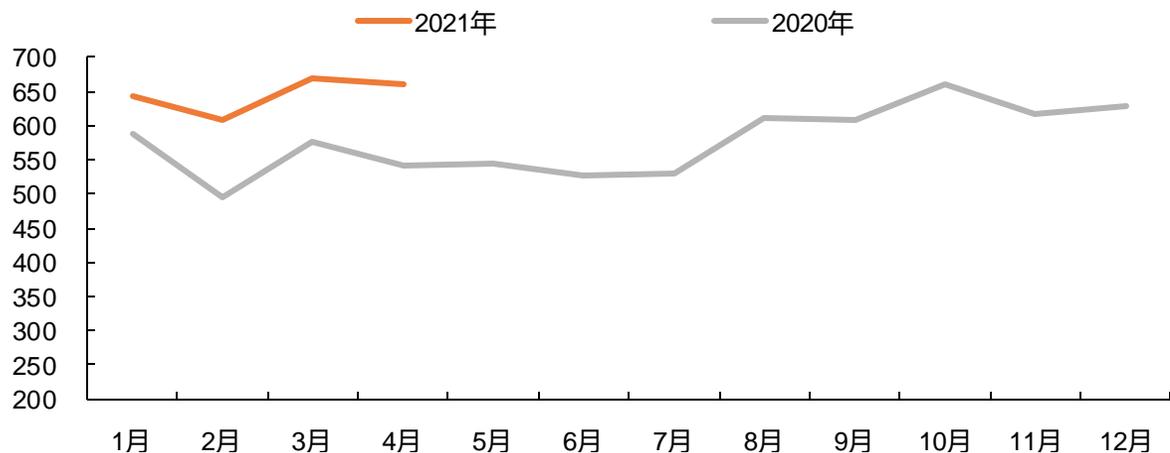
● 2021年1-4月同比大幅增长

	4月 (万吨)	当月同比%	1-4月累计 (万吨)	1-4月累计同比%
生铁	7597	3.8	30664	8.7
粗钢	9785	13.4	37456	15.8
钢材	12128	12.5	45253	20.1
焦炭	3934	2.4	15862	7.4

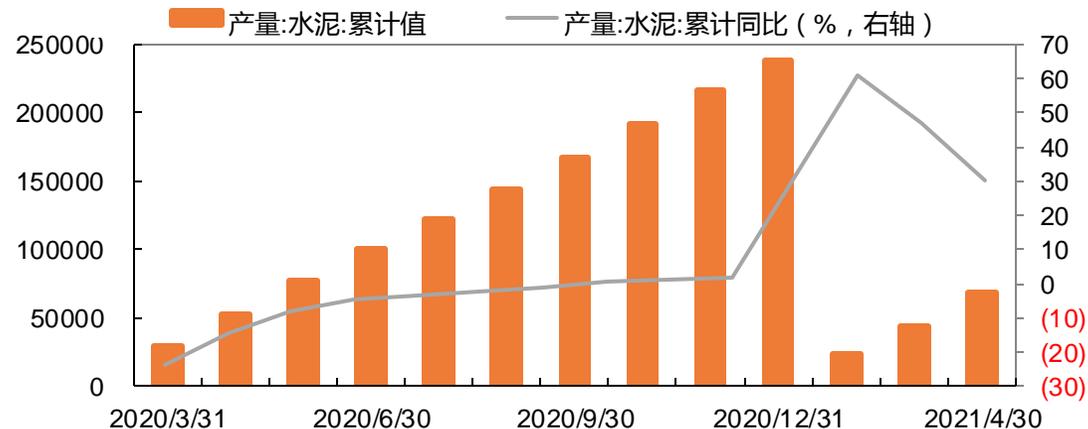
## 供需 | 化工、建材行业消费大幅增长

- **化工**：1-4月，化工用煤量同比增长16.2%。4月，甲醇（全国样本企业）产量660.18万吨，同比增长22.0%。预计石油价格维持高位的情况下，煤化工用煤需求旺盛。
- **建材**：1-4月，建材用煤量同比增长23%。1-4月水泥产量累计同比增长30.1%。由于去年下半年基数较高，预计下半年水泥用煤增速将回落。

2021年以来甲醇产量大幅增长（万吨）



2021年以来水泥产量大幅增长（万吨）



## 目录 CONTENTS

● 供需：供需偏紧，库存低位

● 价格：持续高位，中枢提升

● 预测：需求可期，供给平稳

● 投资主线：把握节奏，优选弹性，关注稳健

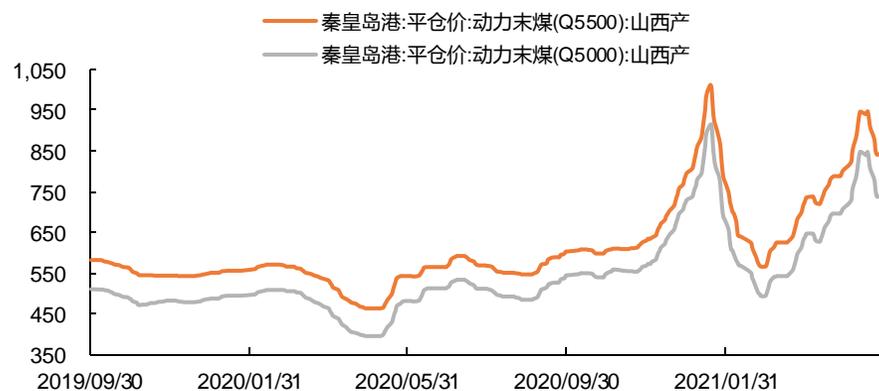
# 价格 | 市场价格继续呈现快速上涨

➤ **煤炭价格全面上涨：**从1-5月煤炭平均价格看，各煤种均上涨，2021年前5月动力煤、炼焦煤、无烟煤价格均值分别为779.7、1745.6、1085元/吨，同比分别上涨242.8、201.1、110元/吨，同比分别变化45.2%、13.0%、11.3%。但动力煤中的电煤受长协价格影响，均价增长受限。假定全年均价维持前五个月均价水平，炼焦煤和无烟煤煤价平均涨幅将高于前五个月水平。

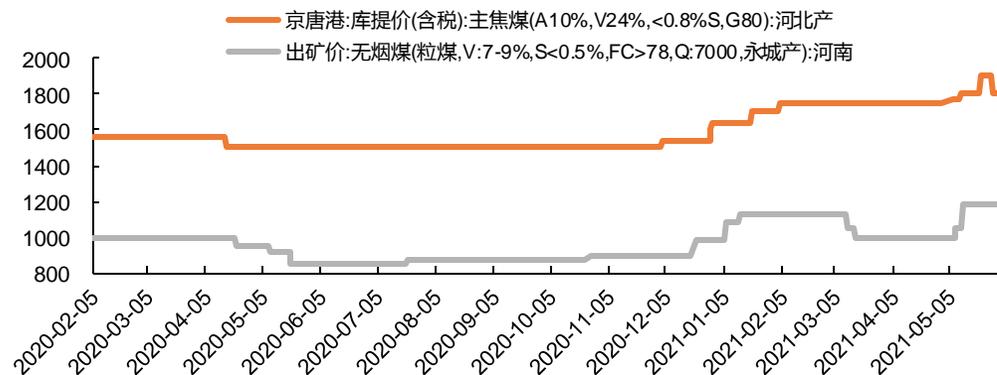
➤ **中长期合同价格总体保持稳定：**1-5月动力煤年度中长期合同价格为559.9元/吨，价格均值为587.2元/吨，同比上涨46.6元/吨，但大幅

动力煤	2021年	2020年	同比变化	同比变化率
低于同期市场均价。	779.7	536.9	242.8	45.2%
1-12月	779.7	575.7	204.0	35.4%
炼焦煤	2021年	2020年	同比变化	同比变化率
1-5月	1745.6	1544.5	201.1	13.0%
1-12月	1745.6	1527.6	218.0	14.3%
无烟煤	2021年	2020年	同比变化	同比变化率
1-5月	1085.0	975.0	110.0	11.3%
1-12月	1085.0	927.9	157.0	16.9%

动力煤价格波动上涨、中枢抬升（元/吨）



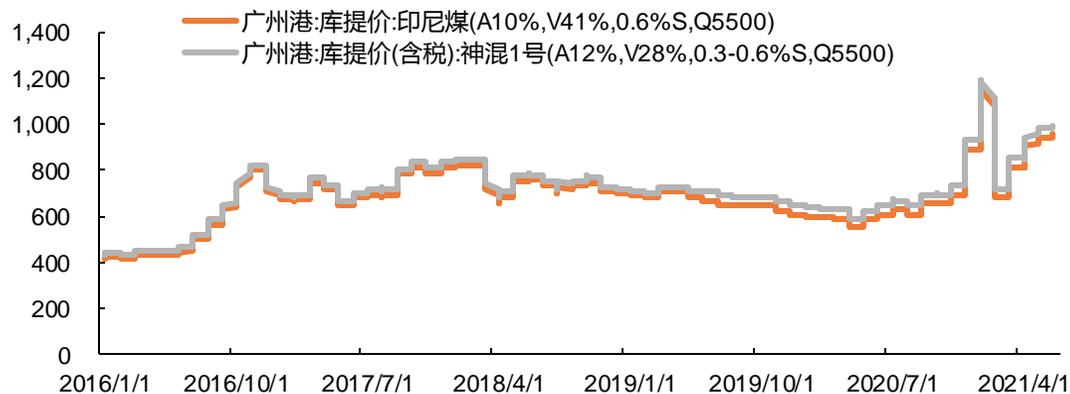
炼焦煤和无烟煤价格显著上涨



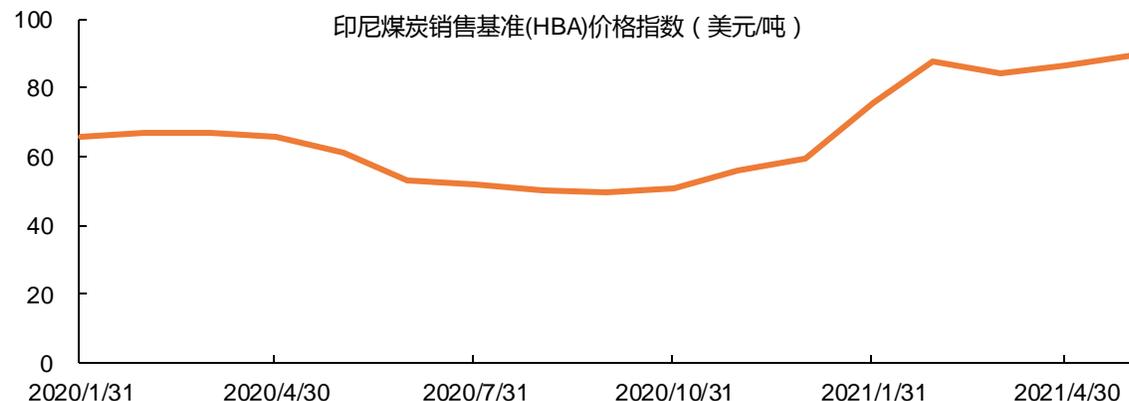
# 价格 | 国际煤价快速上涨

➤ 截止6月9日，澳大利亚纽卡斯尔5500大卡动力煤价格124.6美元/吨，同比上涨131.7%；澳洲峰景矿硬中国到岸价为189美元/吨，同比增长56.8%。今年5月，印尼煤炭销售基准价格指数89.7美元/吨，同比上涨46.8%。随着全球经济复苏，国际煤炭价格有望保持高位。

● 海外煤价与国内煤炭价格呈现同向变化 (元/吨)



● 印尼煤炭销售基准价格同比上涨



● 纽卡斯尔动力煤现货价格显著上涨



● 景峰焦煤价格显著上涨



## 目录 CONTENTS

● 供需：供需偏紧，库存低位

● 价格：持续高位，中枢提升

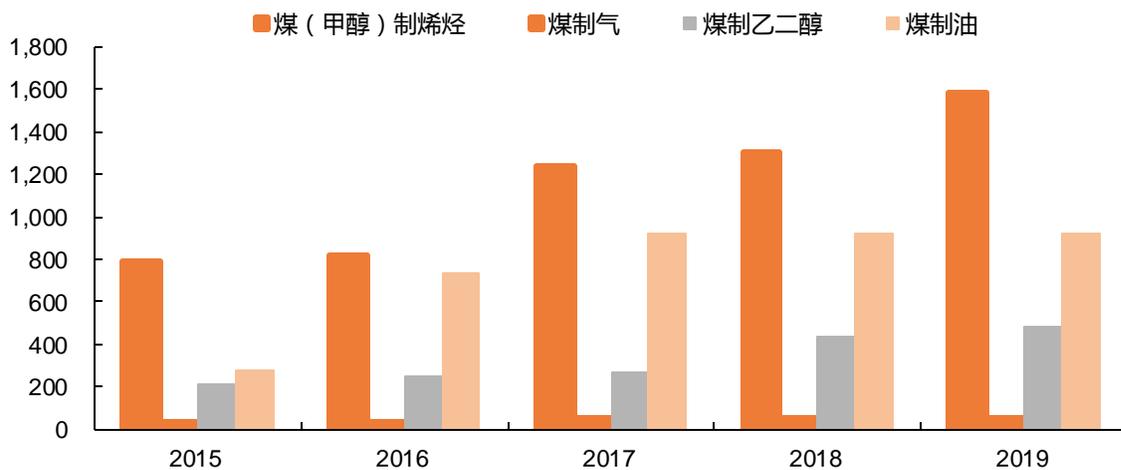
● 预测：需求可期，供给平稳

● 投资主线：把握节奏，优选弹性，关注稳健

# 预测 | 2021年煤化工用煤预计增加5000万吨

- **发展煤化工是替代石油的重要途径：**现代煤化工产品可以替代石油产品，减少石油对外依存度，同时在较高油价下具有明显经济性。
- **60美元/桶是现代煤化工盈亏平衡点：**煤炭液化项目盈亏平衡点在国际布伦特油价55-65美元/桶之间。当国际原油价格高于50美元/桶时，煤制烯烃项目具备成本竞争力；原油价格高于60美元/桶时，煤制芳烃项目具备成本竞争力；原油价格高于55美元/桶时，煤制乙二醇项目具备成本竞争力。
- **高油价支撑煤化工开工率或显著提升：**油价复苏提升煤化工用煤需求，如果油价一直处于60美元/桶左右的高位区间，预计2021年现代煤化工用煤同比增加约5000万吨，平均每月增长400多万吨，对抗口煤价有一定支撑。“十四五”期间，如果油价一直处于相对高位，2025年煤化工用煤量将比2020年底增加约1.2亿吨。

2015-2019年煤化工产量呈增长趋势（万吨，亿立方米）



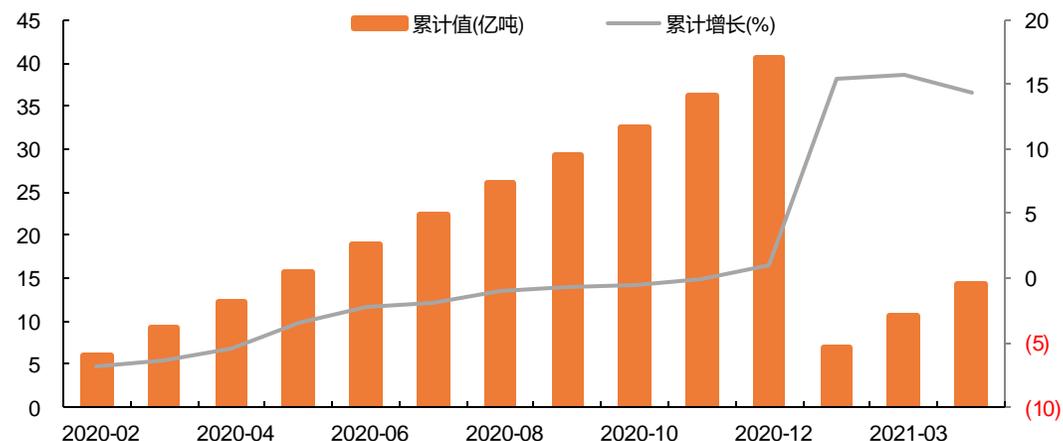
2021年开工率增加至100%用煤需求提高约5000万吨（万吨）

负荷	70%	80%	90%	100%
煤制油	3451	3944	4437	4930
煤制天然气	226	258	290	323
低阶煤分质利用	700	800	900	1000
煤制烯烃 (不含甲醇制烯烃)	4958	5667	6375	7083
煤制乙二醇	1630	1863	2096	2329
合计	10965	12532	14098	15665

# 预测 | 2021年煤炭消费增长约2.9亿吨

- 采用能源弹性系数法预测煤炭消费量。2021年一季度GDP增长18.3%，根据wind一致性预期，二季度、三季度、四季度GDP预测分别为8.6%、6.6%、5.4%，全年GDP预测为9.0%。
- 根据统计数据，以公布的煤炭产量数据（假设产量与消费量相等）和GDP数据为基础，2020年四季度和2021年一季度煤炭消费弹性系数（煤炭消费增速/GDP增速）分别为0.65、0.87，剔除今年冷冬影响，合理的煤炭消费弹性系数可参考2020年四季度煤炭消费弹性系数0.65，经过估算，预计二季度、三季度、四季度煤炭消费增幅分别为5.6%、4.3%、3.5%，全年消费增速为7.1%，达到43.4亿吨，需求增长约2.9亿吨。
- 从供应来看，假设全年进口和社会总库存保持不变，全年煤炭生产需增加2.9亿吨才能满足需求。如果进口不及预期，国内需增加更多煤炭产量才能满足需求。如果产量难以大幅增长，预计煤炭价格全年将维持高位。

## 2021年以来，商品煤消费快速增长



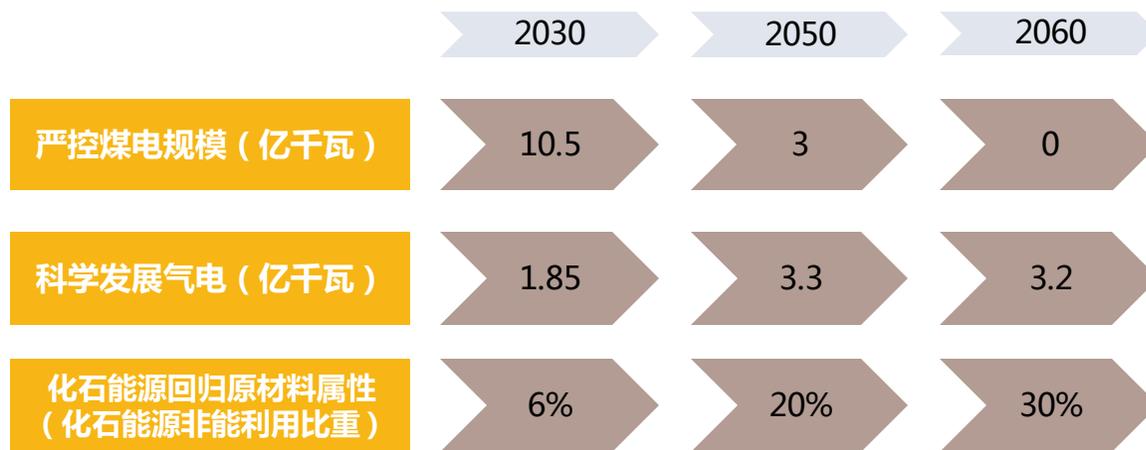
## 预计全年煤炭消费增速约7.1%

	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E	全年合计
GDP增速	18.3%	8.6%	6.6%	5.4%	9.0%
煤炭消费增速	16.0%	5.6%	4.3%	3.5%	7.1%
2020年煤炭消费 (亿吨)	9.2	9.7	10.4	11.2	40.5
2021年煤炭消费 (亿吨)	10.7	10.2	10.8	11.6	43.4

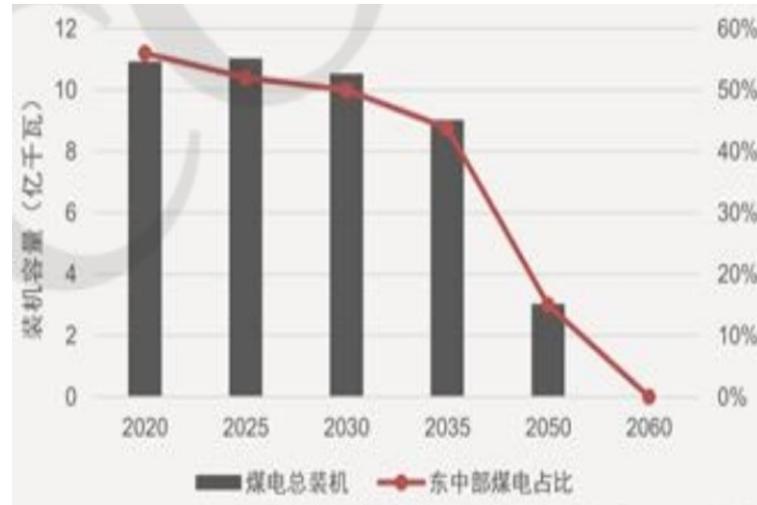
# 预测 | 碳中和下煤炭产能或先于需求达峰

- “碳中和”目标下，传统高耗能、碳排量大的行业受负面影响较大，包括煤炭、冶炼、石化等。
- 根据GEIDCO的预测，化石能源总量预计在2028年左右达峰，煤炭发电将逐渐退出。其中，将力争2025年实现煤电碳达峰，煤电装机将于2050年前后加速下降，直到2060年全面退出。
- 工业生产方面，六大高耗能行业的工业增加值占比有望从2017年的30%以上降至2030年的20%左右，到2060年高耗能行业能效水平将达到全球领先，建成低碳生产体系。
- 碳中和下，国有企业在扩产能方面较为慎重，且新煤矿建设周期普遍需3-5年左右。“十四五”时期，能源消费仍处于上升达峰趋势中，供给或阶段性跟不上需求。

化石能源转型行动路线图



2020-2060年煤电总装机与东中部占比将持续下行



## 目录 CONTENTS

● 供需：供需偏紧，库存低位

● 价格：持续高位，中枢提升

● 预测：需求可期，供给平稳

● 投资主线：把握节奏，优选弹性，关注稳健



# 投资主线 | 行业集中度提升，高股息龙头表现稳健

- **通过兼并重组，产能进一步集中。**2020年，通过产能置换，煤炭产能集中度提升，煤矿下降到4700处左右，预计到2025年煤矿数量下降到4000处以内。神华与国电合并、中煤接管涉煤央企煤矿、山能与兖矿合并、焦煤吸收合并山煤、组建晋能控股、华阳新材料、潞安化工等，进一步提升了煤炭企业的集中度。CR10由2016年的40%上升到2020年前8月的47%。
- **内循环下，龙头企业产量有望进一步提升。**在兼并重组推进下，国家能源集团、晋能控股、山西焦煤、山东能源等龙头企业规模显著提升，未来相关上市公司有望受益资产注入。

## ◎ 兼并重组推动集中度提升

时间	事件
2017年8月	神华集团和国电集团合并重组成立国家能源投资集团
2018年1月	中煤集团接管11家涉煤央企的煤矿
2018年11月	辽宁能源集团挂牌成立
2020年4月	山西焦煤吸收合并山煤集团
2020年7月	山东能源集团与兖矿集团联合重组方案
2020年10月	组建成立晋能控股集团

## ◎ CR10稳步提升 (亿吨)

指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年1-8月
前十大产量	13.7	14.9	15.6	16.7	11.6
全国产量	34.1	35.2	36.8	38.5	24.5
CR10	40.2%	42.3%	42.4%	43.4%	47.4%

## ◎ 稳定的盈利支撑企业较高分红水平

代表公司	分红政策
中国神华	2019-2021年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的50%。 <b>2021年分红1.81元/股 (董事会预案)。</b>
平煤股份	2019-2021年度每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的60%且每股派息不低于0.25元人民币。 <b>2021年分红0.36元/股 (董事会预案)。</b>
兖州煤业	2020-2024年各会计年度分配的现金股利总额，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约百分之五十，且每股现金股利不低于人民币0.5元。 <b>2021年分红1元/股 (董事会预案)。</b>
陕西煤业	每年以现金方式分配的利润不少于当年可供分配利润的30%。 <b>2021年分红1元/股 (股东大会通过)。</b>
盘江股份	1. 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%。 2. 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%。 3. 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。 <b>2021年分红0.4元/股 (股东大会通过)。</b>

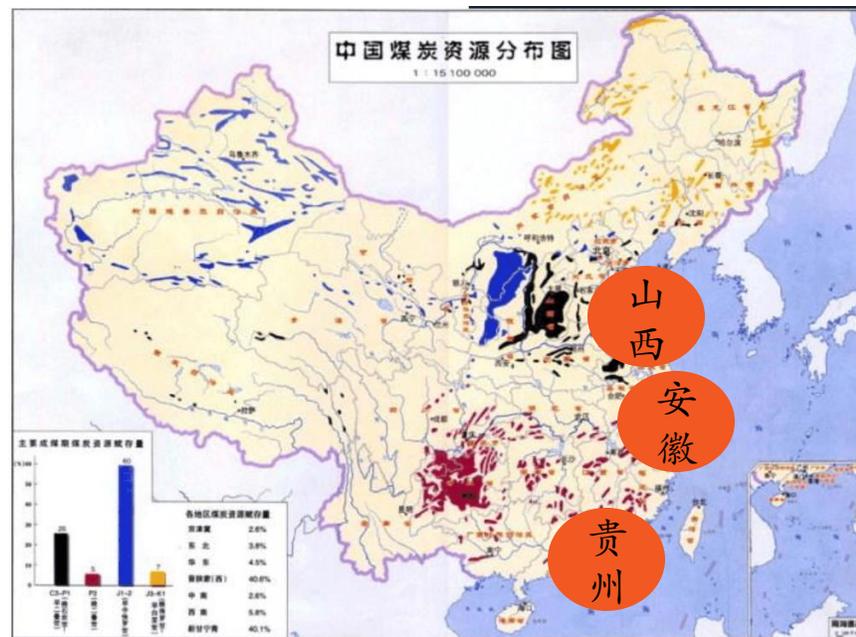
# 投资主线 | 内循环下，关注焦煤量价提升

- **进口焦煤占焦煤消费比重高，限制进口对焦煤影响较大。**2020年，我国煤炭进口约3亿吨，其中焦煤约0.73亿吨，约占进口总量的23.9%，占钢铁行业用煤总量的9.9%。进口炼焦煤中，以优质的主焦煤为主，国内优质主焦煤相对稀缺。5月6日，国家发展改革委决定，自即日起，无限期暂停国家发展改革委与澳联邦政府相关部门共同牵头的中澳战略经济对话机制下的一切活动；同时蒙古国疫情对蒙煤进口造成一定影响，焦煤稀缺性凸显。
- **从品种看，山西、贵州优质主焦煤产地受益。**主要炼焦煤矿区大约有16个，分布于山西、贵州、安徽等地。
- **从区位看，山西、贵州、安徽具备各自区位优势。**进口主焦煤主要供应沿海地区，贵州和安徽在区位上满足长三角和珠三角需求较为便利，山西省焦煤供应京津冀较为便利。

## 沿海地区焦煤缺口的补充来源

## 2020年进口煤中焦煤占比较高 (亿吨)

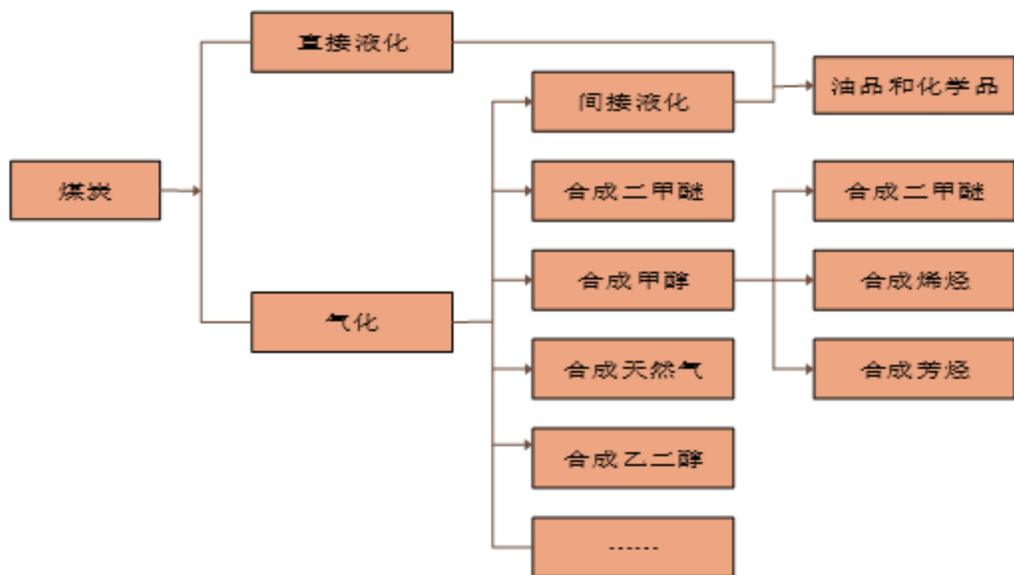
分类	总量	动力煤	焦煤	焦煤占比
进口煤	3.04	2.31	0.73	23.9%
煤炭消费	40.50	33.20	7.30	18.0%



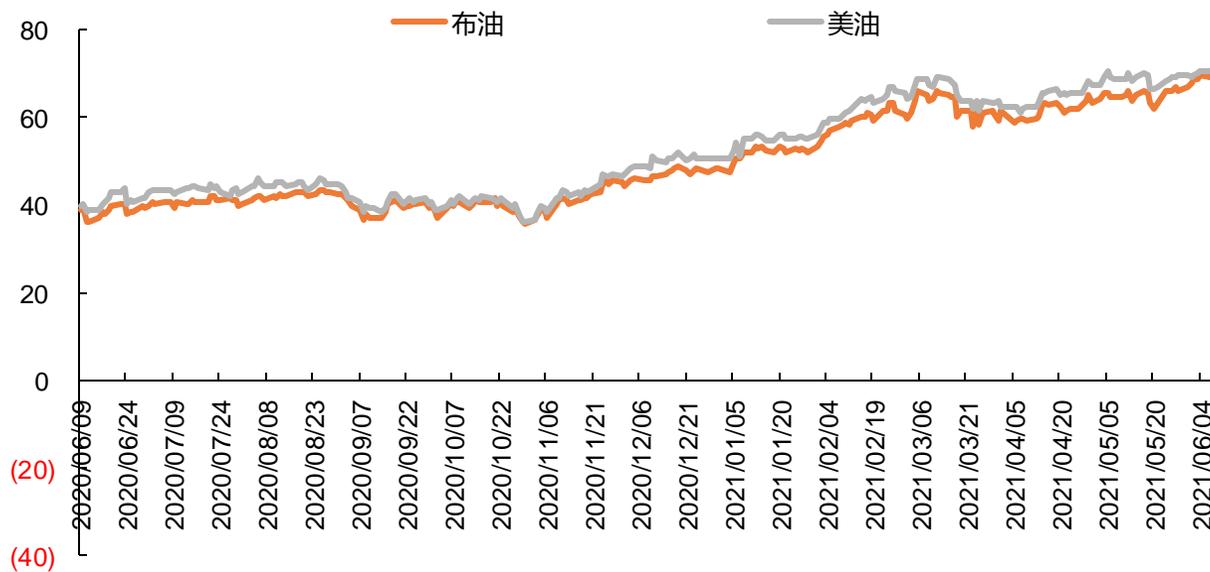
# 投资主线 | 油价中枢抬升预期下，关注煤化工行业

- 煤化工在较高油价下具有明显经济性。去年，国际油价大部分时间处于40美元/桶以下，化工品价格低迷，大部分煤化工企业面临亏损，随着疫苗普及，国际油价已经回到60美元/桶以上水平。美国能源署预计2021年布伦特原油价格为65.19美元/桶，预计2022年为60.49美元/桶。
- 煤化工产品的价格跟国际石油价格呈正相关，随着国际油价的上涨，国内煤化工产品价格将呈上升趋势；同时煤炭价格难以继续大幅上涨，煤化工相关公司的利润向显著改善。

煤化工产业链



国际油价维持高位（美元/桶）



# 投资主线 | 把握节奏，优选弹性，关注稳健

- 展望下半年，我们认为煤炭价格保持高位，煤炭行业景气度处于相对高位，基于2020年的低基数，全年行业利润大幅改善，维持行业“强于大市”评级不变。从节奏上看，二、三季度业绩预计大幅增长，短期建议关注高弹性焦煤、煤化工公司，但是煤价难以长期维持800元/吨以上的高位，适时关注高股息稳健的龙头公司。



股票名称	股票代码	股票价格					EPS					P/E					评级
		2021/06/11	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E			
中国神华	601088.SH	20.58	1.97	2.2	2.15	2.16	10.4	9.4	9.6	9.5	推荐						
盘江股份	600395.SH	7.64	0.52	0.75	0.88	1.02	14.7	10.2	8.7	7.5	未评级						
淮北矿业	600985.SH	11.88	1.52	1.95	2.08	2.21	7.8	6.1	5.7	5.4	未评级						
山西焦煤	000983.SZ	8.18	0.48	0.77	0.8	0.87	17.0	10.6	10.2	9.4	未评级						
宝丰能源	600989.SH	13.95	0.63	0.84	1.02	1.54	22.1	16.6	13.7	9.1	未评级						

注：未评级公司采用wind一致预期，单位：元

## 风险提示

- **海内外疫情的反复。** 疫情可能会反复，国内可能出现煤炭消费需求下降，海外煤炭需求和煤价低迷也会传导到国内。
- **煤炭产能大量释放。** 随着煤炭行业产能优化推进，可能出现煤炭产能释放超过预期，导致供应大于需求，造成煤价较大幅度下跌。
- **新能源对煤炭替代。** 碳中和政策下，太阳能、风能、天然气以及其他低成本、低排放新能源技术出现替代煤炭部分需求，导致煤炭需求下降，煤炭开发利用不及预期。
- **煤矿安全事故影响。** 煤矿安全事故发生，导致相关公司停业整顿，对生产经营造成影响。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2021版权所有。保留一切权利。