

# 煤炭

# 行业月度报告

## 估值修复进行中，夏季保供压力凸显

### 投资要点

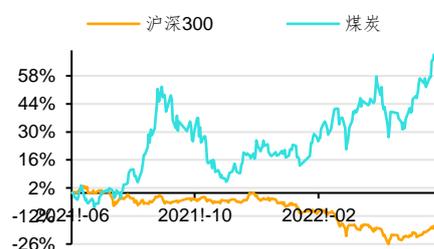
- ◆ **供给端：1-5月煤炭产量持续释放，但供给端结构性紧张。**统计局口径下，2022年1-5月，全国煤炭产量18.14亿吨，同比增加10.4%；5月当月实现产量3.68亿吨，同比增加10.30%，环比下增1.39%。CCTD口径下，山西、陕西和内蒙三大主产区产量持续释放，但全国角度看供给结构性紧张。除了晋陕蒙主产区外，新疆和贵州对煤炭产量的增量贡献超过5%。由于新疆和贵州离东南沿海消费地较远，其产量更多服务区域市场。五大产区之外的地区产量明显收缩。整体来看当前煤炭供给结构性紧张，保供压力仍大。
- ◆ **需求端：下游行业增速整体趋缓。**从终端需求来看，投资增速增速下修，制造业和地产投资有所下降，基建边际改善。1-5月固定资产投资累计增速为6.20%，较上个月减少0.60个百分点，其中制造业、基建和房地产累计增速分别为10.60%、6.70%和-4.00%，分别较上期增速收窄1.60个百分点、走扩0.20个百分点和收窄1.30个百分点。以2022年1-5月累计增速来看，原煤、焦炭、生铁、火电、水泥分别为10.40%、-0.50%、-5.90%、-3.50%和-15.30%，煤炭产量增速高于下游行业。
- ◆ **库存端：动力煤继续补库，冶金煤完成去库。**电厂库存继续回补。截止2022年6月10日，沿海8省电厂日耗171万吨，月环比增2.15%；库存3047万吨，月环比升0.69%，同比上年增21.7%；可用天数为17.8天，较上月增加0.2天。5月动力煤环渤海港口继续补库。电煤逐步进入旺季，上游港口库存继续回补。截止2022年5月，全国主要港口库存月环比增12.33%，较去年同期下降11.36%。5月下旬至今冶金煤库存维持相对低位。焦煤库存自2021年11月以来需求乏力库存开始回补，12月库存快速回补并超过历史水平。截止6月13日，冶金煤总库存2557.62万吨，较上月同期降1.79%，其中六大港口降3.49%，钢厂和焦炭企业分别增0.15%和降4.74%。
- ◆ **进口端：持续收缩。**2022年1-5月累计进口0.96亿吨，同比降13.6%。5月当月进口煤炭2054万吨，同比降2.33%，环比降12.74%。
- ◆ **投资策略：估值修复进行中，夏季保供压力凸显。**随着2021年和2022年一季度业绩持续释放，大部分公司均超出市场预期，行业动态估值水平再次回到偏低位置。随着疫情好转和迎峰度夏，需求端持续改善，估值修复进行中。考虑当前估值仍处于相对低位，未来还有一定空间。供给端结构性偏紧，夏季能源安全问题凸显。近期主产区陆续开展保供增产工作，整体看保供压力仍存。随着欧盟对俄能源制裁持续推进，海外煤炭贸易不确定性增大，国内进口煤量收缩达成一致预期。动力煤旺季特征逐步显现，价格开始反弹；冶金煤需求端有所改善，海外煤价支撑力度强，走势平稳。考虑本轮价格约束主要在动力煤，预计未来动力煤业绩确定性更强，非动力煤业绩弹性更大。动力煤建议关注兖矿能源、陕西煤业、中国神华；非动力煤建议关注平煤股份、潞安环能、华阳股份。

投资评级

**领先大市-B 维持**

首选股票	评级
600188	兖矿能源 买入-B
601225	陕西煤业 增持-A
601088	中国神华 增持-A

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	82.48	82.48	82.48
绝对收益	66.68	66.68	66.68

### 分析师

 胡博  
 SAC 执业证书编号：S0910521090001  
 hubo@huajinsec.com.cn

### 分析师

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

### 相关报告

- 煤炭：后俄乌时代的煤炭贸易再平衡之二：如何看待欧盟煤炭多重缺口？ 2022-06-15
- 煤炭：日耗回升，板块估值修复进行中 2022-06-12
- 煤炭：欧盟对俄能源制裁加码，印尼煤炭基准价大幅提升 2022-06-05
- 煤炭：料夏季煤炭缺口仍存，需求端变化值得关注 2022-05-29
- 煤炭：政策明确动力煤范畴，关注需求变化 2022-05-22

◆ **风险提示：**价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；进口煤价格大跌；业绩不及预期；其他扰动因素。

## 内容目录

一、供给：1-5月煤炭产量同比增10.4%.....	4
1、5月煤炭当月产量环比增1.39%.....	4
2、5月主产区产量释放降速.....	4
二、需求：下游行业增速整体趋缓.....	5
1、终端需求：投资增速下修，基建边际改善.....	5
2、增速对比：下游需求增速放缓.....	6
3、火电：1-5月火电发电量同比降1.41%.....	6
4、焦铁：1-5月焦炭、生铁累计产量增速边际改善.....	7
三、库存：动力煤继续补库，冶金煤完成去库.....	9
四、进口：1-5月进口煤同比降13.6%.....	11
五、投资策略.....	12
六、风险提示.....	13

## 图表目录

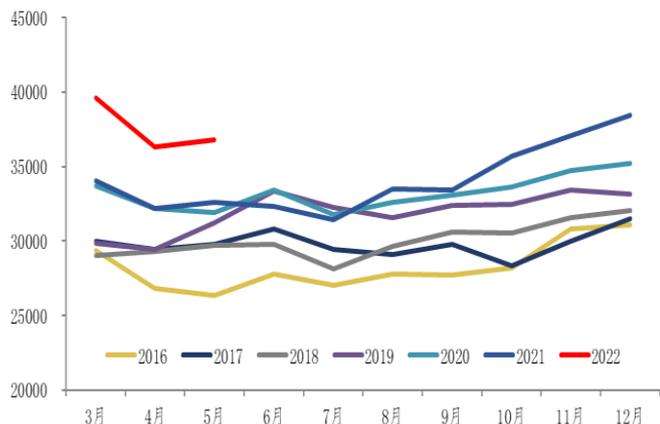
图 1：2016-2022 年 5 月全国煤炭当月产量 单位：万吨.....	4
图 2：2006 年-2022 年 5 月煤炭累计产量及增长率 单位：万吨.....	4
图 3：2019-2022 年 5 月晋陕蒙三省煤炭产量同比增速.....	4
图 4：2018-2022 年 5 月晋陕蒙煤炭产量及占比 单位：万吨.....	4
图 5：2022 年以来煤炭供给结构性紧张 单位：万吨.....	5
图 6：2015-2022 年 1-5 月固定资产投资增速.....	5
图 7：2015-2022 年 1-5 月房地产新开工与销售面积增速.....	5
图 8：煤炭主要下游行业产量当月增长率.....	6
图 9：煤炭主要下游行业产量累计增长率.....	6
图 10：2012-2022 年 5 月火电发电量及增长率 单位：亿千瓦时.....	6
图 11：2012 年-2022 年 5 月发电结构.....	6
图 12：2013-2022 年 5 月焦炭累计产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 13：2013-2022 年 5 月生铁累计产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 14：2013-2022 年 5 月焦炭当月产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 15：2013-2022 年 5 月生铁当月产量及增长率 单位：万吨.....	7
图 16：2014 年-2022 年 6 月中焦炭价格走势 单位：元/吨.....	8
图 17：2014-2022 年 6 月中螺纹钢价格走势 单位：元/吨.....	8
图 18：2016-2022 年 6 月中煤焦价差 单位：元/吨.....	8
图 19：2016-2022 年 6 月中单位生铁盈利 单位：元/吨.....	8
图 20：2019-2022 年沿海 8 省电厂库存情况 单位：万吨.....	9
图 21：港口库存情况 单位：万吨.....	9
图 22：冶金煤各环节库存 单位：万吨.....	10
图 23：2011 年-2022 年 5 月煤炭进口量及增速 单位：万吨.....	11
图 24：2008 年-22 年 4 月分煤种进口量 单位：万吨.....	11
图 25：各板块月度收益率排名.....	12
表 1：煤炭及焦炭上市公司阶段涨幅.....	12

## 一、供给：1-5月煤炭产量同比增 10.4%

### 1、5月煤炭当月产量环比增 1.39%

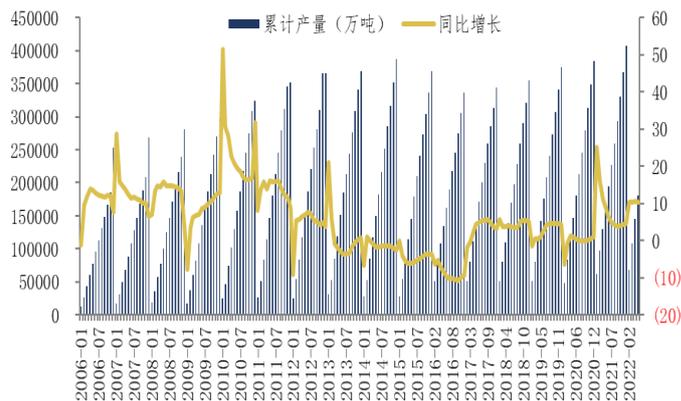
统计局口径下，2022年1-5月，全国煤炭产量 18.14 亿吨，同比增加 10.4%；5月当月实现产量 3.68 亿吨，同比增加 10.30%，环比增 1.39%。

图 1：2016-2022 年 5 月全国煤炭当月产量 单位：万吨



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 2：2006 年-2022 年 5 月煤炭累计产量及增长率 单位：万吨



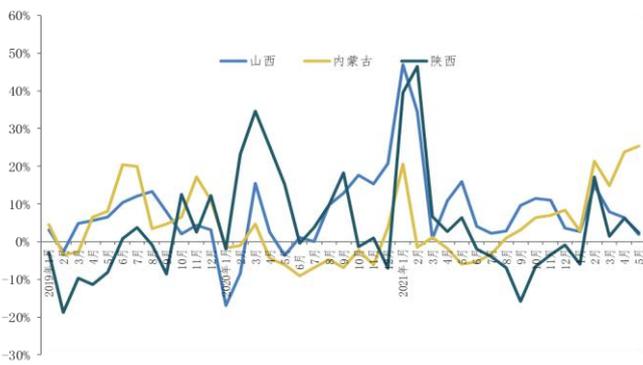
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

### 2、5月主产区产量释放降速

受保供增量影响，山西、陕西和内蒙三大主产区产量持续释放。根据 CCTD 数据，5 月份山西、内蒙古、陕西煤炭月度产量分别为 9789.4 万吨、9607.9 万吨和 5943.2 万吨，同比分别变化 1.97%、25.29%和 2.39%，环比 4 月份分别变化-0.78%、-1.50%和-0.24%。5 月晋陕蒙三省占全国煤炭产量的比重为 72.41%，环比下降 0.41 个百分点。

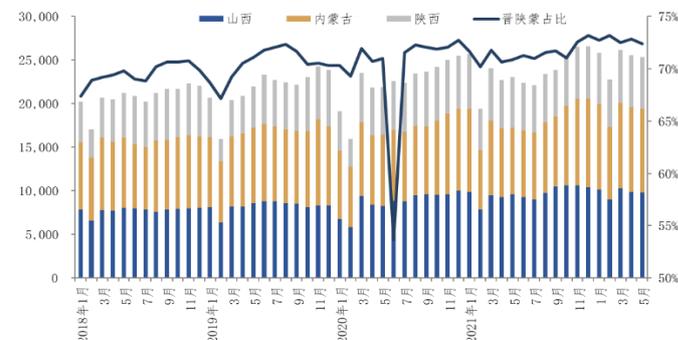
1-5 月份，晋蒙陕煤炭累计产量分别为 4.91 亿吨、4.73 亿吨和 2.94 亿吨，同比变动分别为 6.47%、16.82%和 3.54%。

图 3：2019-2022 年 5 月晋陕蒙三省煤炭产量同比增速



资料来源：CCTD，华金证券研究所

图 4：2018-2022 年 5 月晋陕蒙煤炭产量及占比 单位：万吨



资料来源：CCTD，华金证券研究所

**供给结构性紧张。**除了晋陕蒙主产区外，新疆和贵州对煤炭产量的增量贡献超过5%。由于新疆和贵州离东南沿海消费地较远，其产量更多服务区域市场。五大产区之外的地区产量明显收缩。整体来看当前煤炭供给结构性紧张，保供压力仍大。

图 5：2022 年以来煤炭供给结构性紧张 单位：万吨

省份	2021年前5月	2022年前5月	增速	增量	增量贡献
全国合计	161741	172897	6.90%	11156	100.00%
新疆区	11204	13659	21.91%	2454	22.00%
内蒙古	40457	47263	16.82%	6806	61.01%
贵州省	6350	6927	9.08%	577	5.17%
山西省	46088	49070	6.47%	2982	26.73%
陕西省	28410	29415	3.54%	1005	9.01%
其他地区	29232	26563	-9.13%	-2669	-23.92%

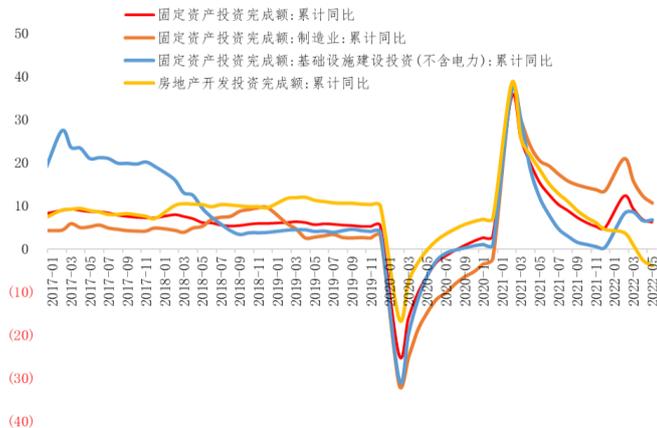
资料来源：CCTD，华金证券研究所

## 二、需求：下游行业增速整体趋缓

### 1、终端需求：投资增速下修，基建边际改善

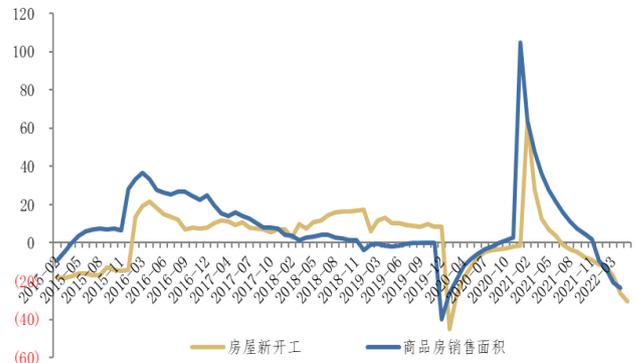
从终端需求来看，投资增速增速下修，制造业和地产投资有所下降，基建边际改善。1-5月固定资产投资累计增速为6.20%，较上个月减少0.60个百分点，其中制造业、基建和房地产累计增速分别为10.60%、6.70%和-4.00%，分别较上期增速收窄1.60个百分点、走扩0.20个百分点和收窄1.30个百分点；1-5月房地产新开工同比下降30.60%，销售面积同比上年同期下降23.60%。

图 6：2015-2022 年 1-5 月固定资产投资增速



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 7：2015-2022 年 1-5 月房地产新开工与销售面积增速

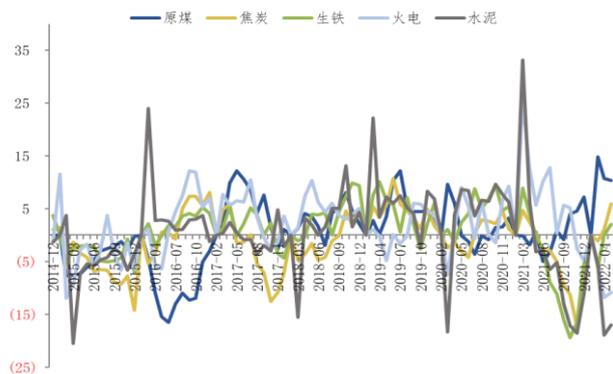


资料来源：WIND，华金证券研究所

## 2、增速对比：下游需求增速放缓

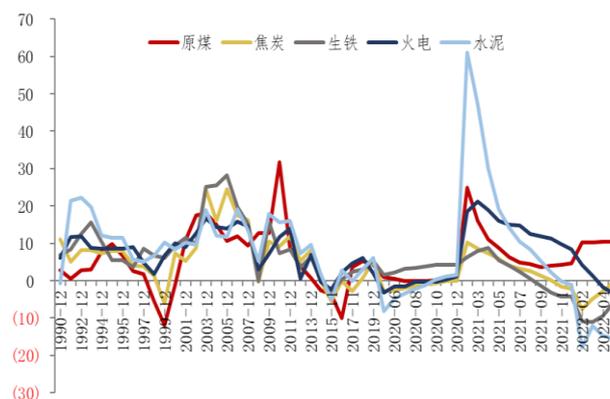
2022年5月原煤、焦炭、火电、水泥当月增速分别为10.30%、5.90%、2.00%、-10.90%、-17.00%。2022年1-5月累计增速来看，原煤、焦炭、生铁、火电、水泥分别为10.40%、-0.50%、-5.90%、-3.50%和-15.30%，煤炭产量增速高于下游行业。

图 8：煤炭主要下游行业产量当月增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 9：煤炭主要下游行业产量累计增长率



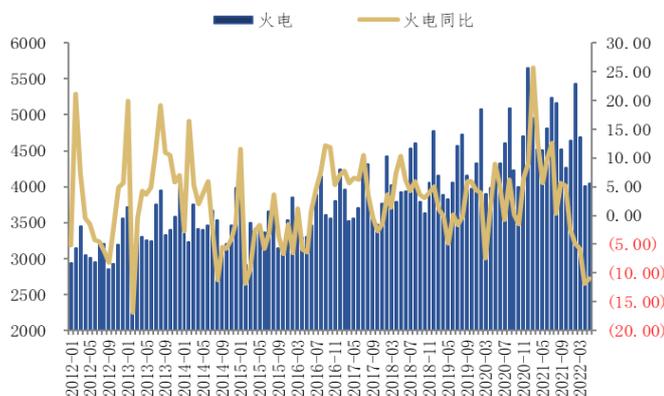
资料来源：WIND，华金证券研究所

## 3、火电：1-5月火电发电量同比降1.41%

5月份全国当月发电量为6410亿千瓦时，同比降3.30%，增速较上月增1.00个百分点，环比增5.33%；火电发电量为4045亿千瓦时，同比降低10.90%，增速较上月增0.90个百分点，环比增0.93%。截至5月，火电占全国发电量的比重为63.10%，环比减少2.75个百分点，较上年同期低7.05个百分点。

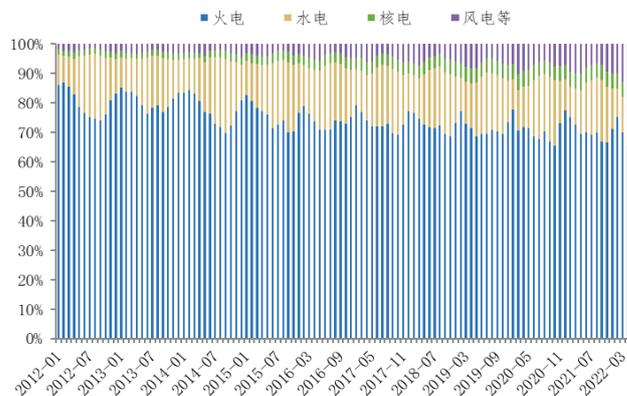
1-5月全国累计发电量为32484亿千瓦时，同比增长2.24%，增速较上月下滑0.74个百分点；其中火电发电量累计值为22712亿千瓦时，同比降1.41%，增速较上月下降1.6个百分点。

图 10：2012-2022年5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 11：2012年-2022年5月发电结构

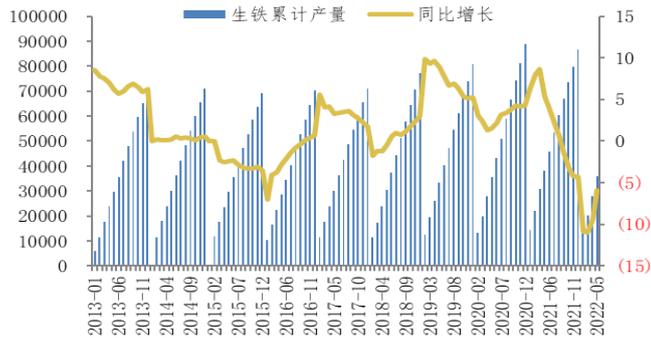


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 4、焦铁：1-5月焦炭、生铁累计产量增速边际改善

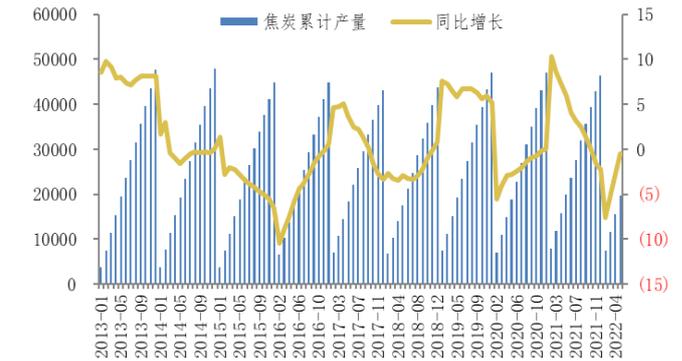
1-5月，焦炭累计产量为1.98亿吨，同比降低0.50%，增速较上月增2.2个百分点，增速边际改善；生铁累计产量3.61亿吨，同比下降5.90%，增速较上月增3.5个百分点。

图 12：2013-2022 年 5 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

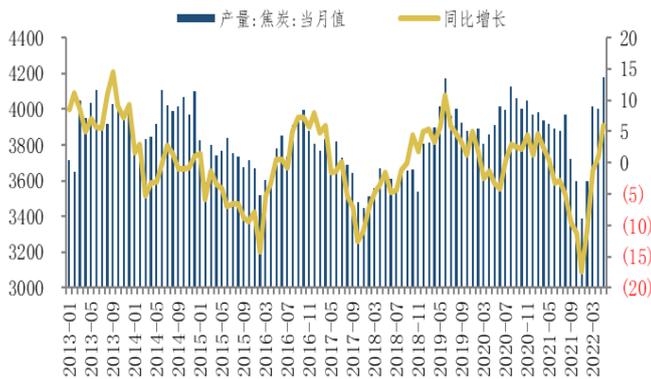
图 13：2013-2022 年 5 月生铁累计产量及增长率 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

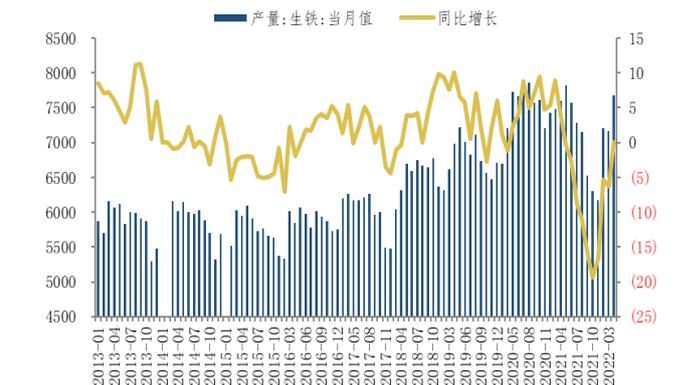
5月份焦炭当月产量为4176万吨，同比增5.9%，环比增4.37%；5月份生铁产量为8049万吨，同比增2.00%，环比增加5.00%。

图 14：2013-2022 年 5 月焦炭当月产量及增长率 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

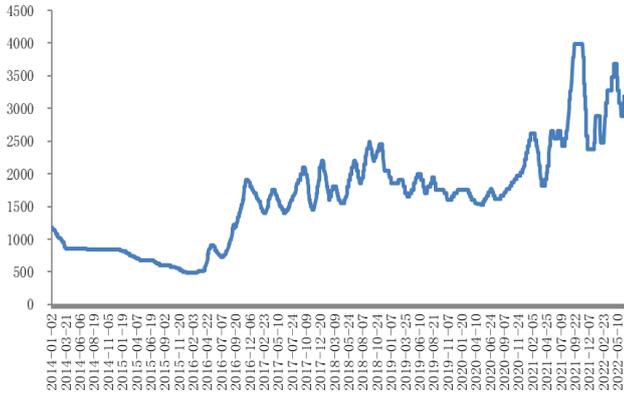
图 15：2013-2022 年 5 月生铁当月产量及增长率 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

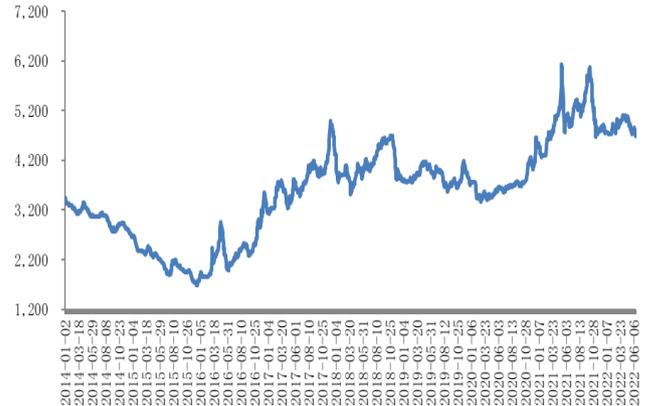
5月中旬至今焦炭价格和钢材价格持续降低。近月焦炭和螺纹钢价受需求端影响持续提升，截止6月15日，焦炭、螺纹价格分别较上月同期变化-3.05%和-4.29%。

图 16: 2014 年-2022 年 6 月中焦炭价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

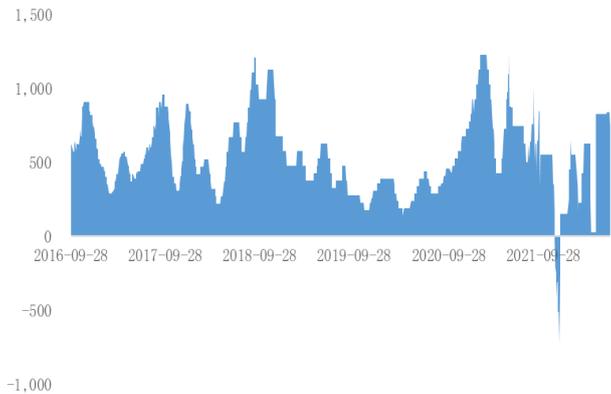
图 17: 2014-2022 年 6 月中螺纹钢价格走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

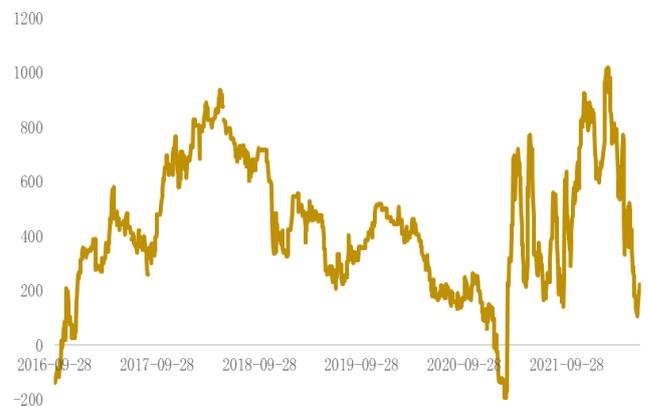
**6 月中焦炭和生铁盈利下修。**3 月中至 4 月中焦炭价格调涨, 煤焦价差收窄, 焦化厂盈利下修; 吨铁盈利受焦炭和铁矿石涨价影响下修。5 月中至 6 月中, 焦化厂利润有所改善, 生铁盈利持续下降。

图 18: 2016-2022 年 6 月中煤焦价差 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 2016-2022 年 6 月中单位生铁盈利 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、库存：动力煤继续补库，冶金煤完成去库

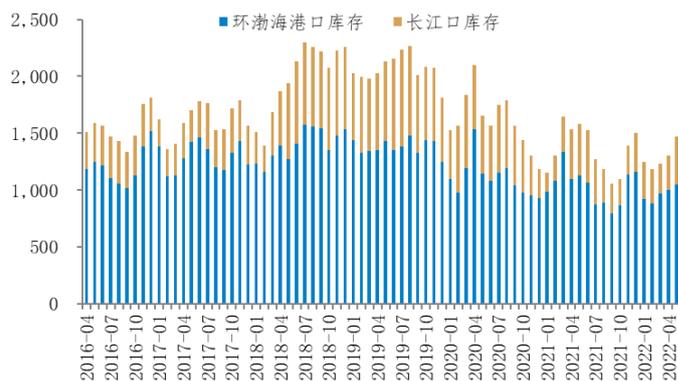
**电厂库存继续回补。**截止 2022 年 6 月 10 日,沿海 8 省电厂日耗 171 万吨,月环比增 2.15%; 库存 3047 万吨,月环比升 0.69%,同比上年增 21.7%;可用天数为 17.8 天,较上月增加 0.2 天。

图 20: 2019-2022 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 21: 港口库存情况 单位: 万吨

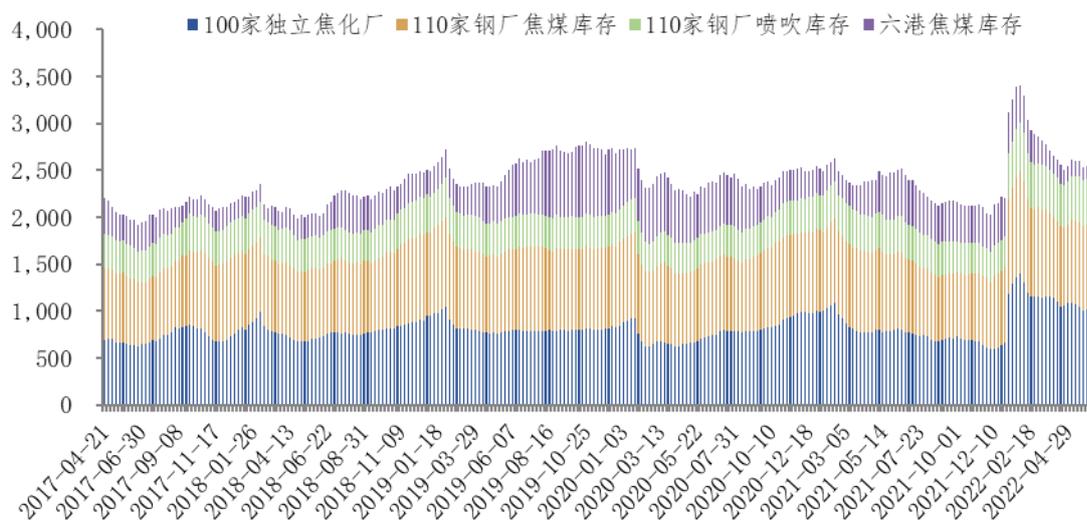


资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

**5 月动力煤环渤海港口继续补库。**电煤逐步进入旺季,上游港口库存继续回补。截止 2022 年 5 月,全国主要港口库存月环比增 12.33%,较去年同期下降 11.36%。其中,长江口库存 422 万吨,月环比升 39.37%,同比下降 17.70%;环渤海港口库存合计 1045.7 万吨,环比增 4.17%,同比下降 8.52%。

**5 月下旬至今冶金煤库存维持相对低位。**焦煤库存自 2021 年 11 月以来需求乏力库存开始回补,12 月库存快速回补并超过历史水平。2022 年 2 月开始库存持续去化,6 月以来维持今年的低位。截止 6 月 13 日,冶金煤总库存 2557.62 万吨,较上月同期降 1.79%,其中六大港口降 3.49%,钢厂和焦炭企业分别增 0.15%和降 4.74%;相较上年同期,总库存增加 2.32%,六大港口降 65.84%、钢厂和焦炭企业分别降 8.41%和升 26.53%。

图 22: 冶金煤各环节库存 单位: 万吨

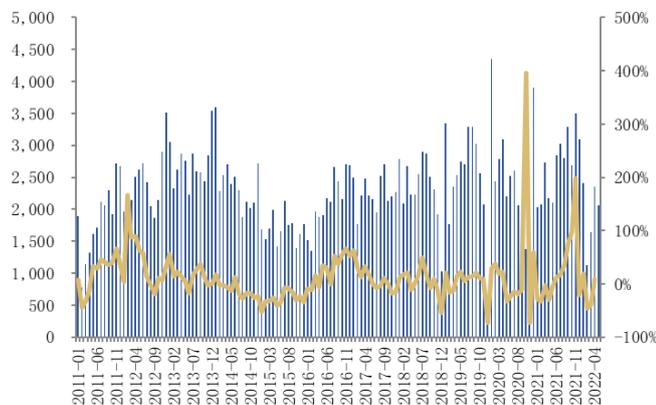


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 四、进口：1-5月进口煤同比降 13.6%

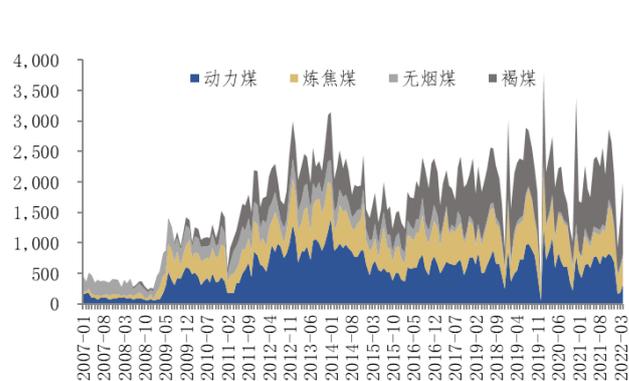
2022年1-5月累计进口0.96亿吨，同比降13.6%。5月当月进口煤炭2054万吨，同比降2.33%，环比降12.74%。

图 23：2011 年-2022 年 5 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 24：2008 年-22 年 4 月分煤种进口量 单位：万吨



资料来源：Wind，华金证券研究所

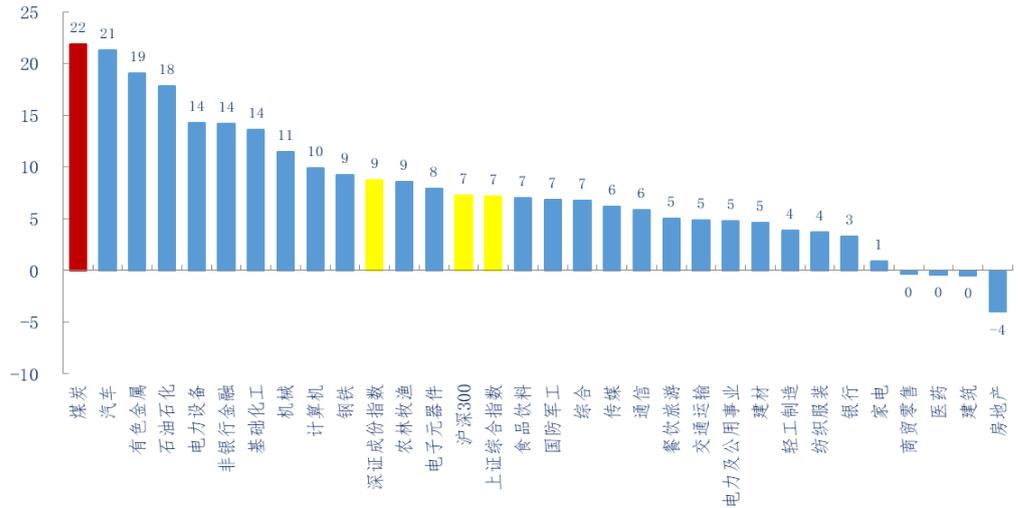
从分煤种进口数据来看，2022年4月，动力煤进口环比、同比分别增73.41%和降51.56%，焦煤进口同比增22.20%，环比上月增13.14%。

## 五、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，单月绝对收益率为 21.41%，相对收益率为 15.59%。3 个月累计收益率为 36.38%。

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 4 月 18 日

从近一个月的股票表现来看，行业内所有上市公司呈上涨走势，驱动因素为板块估值修复。其中排名前 5 的分别为郑州煤电、山煤国际、兰花科创、晋控煤业和上海能源。

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
兖矿能源	191.25%	上海能源	125.65%	郑州煤电	93.80%
山煤国际	167.17%	郑州煤电	98.41%	山煤国际	53.38%
冀中能源	131.52%	山煤国际	93.67%	兰花科创	46.21%
平煤股份	125.60%	中煤能源	73.34%	晋控煤业	40.52%
上海能源	115.08%	兰花科创	73.15%	上海能源	37.99%
晋控煤业	109.67%	蓝焰控股	66.30%	华阳股份	35.13%
兰花科创	109.51%	陕西煤业	61.28%	安源煤业	32.86%
华阳股份	101.21%	山西焦煤	55.66%	山西焦煤	29.80%
山西焦煤	94.38%	晋控煤业	45.59%	大有能源	27.92%
陕西煤业	87.65%	中国神华	39.66%	昊华能源	26.89%
昊华能源	86.23%	平煤股份	39.58%	陕西煤业	26.67%
蓝焰控股	83.86%	靖远煤电	37.35%	冀中能源	26.42%
中国神华	82.55%	冀中能源	37.24%	潞安环能	25.53%

公司	年度涨幅	公司	季度涨幅	公司	月涨幅
大有能源	81.22%	安泰集团	36.90%	山西焦化	24.59%
美锦能源	73.33%	兖矿能源	36.19%	开滦股份	24.36%
靖远煤电	60.77%	大有能源	36.11%	平煤股份	24.30%
淮河能源	54.09%	华阳股份	34.86%	新集能源	22.76%
中煤能源	52.79%	神火股份	34.70%	恒源煤电	21.94%
电投能源	50.45%	恒源煤电	33.90%	兖矿能源	21.01%
淮北矿业	35.04%	盘江股份	32.50%	美锦能源	20.25%
潞安环能	33.59%	淮北矿业	29.62%	中煤能源	20.19%
盘江股份	33.54%	新集能源	26.07%	盘江股份	19.85%
安源煤业	31.93%	山西焦化	26.03%	淮北矿业	17.96%
神火股份	28.04%	开滦股份	24.36%	靖远煤电	17.53%
郑州煤电	26.48%	安源煤业	21.68%	安泰集团	17.11%
山西焦化	23.43%	潞安环能	16.43%	电投能源	13.06%
新集能源	23.25%	电投能源	15.00%	永泰能源	11.54%
恒源煤电	21.60%	昊华能源	14.86%	蓝焰控股	10.72%
永泰能源	9.43%	永泰能源	8.75%	神火股份	10.48%
开滦股份	9.41%	淮河能源	8.31%	中国神华	9.42%
安泰集团	1.53%	美锦能源	6.86%	淮河能源	9.00%

资料来源: Wind, 华金证券研究所, 收盘价截止 6 月 15 日

## 2、投资策略：估值修复进行中，夏季保供压力凸显

**估值修复进行中，夏季保供压力凸显。**随着 2021 年和 2022 年一季度业绩持续释放，大部分公司均超出市场预期，行业动态估值水平再次回到偏低位置。随着疫情好转和迎峰度夏，需求端持续改善，估值修复进行中。考虑当前估值仍处于相对低位，未来还有一定空间。供给端结构性偏紧，夏季能源安全问题凸显。近期主产区陆续开展保供增产工作，整体看保供压力仍存。随着欧盟对俄能源制裁持续推进，海外煤炭贸易不确定性增大，国内进口煤量收缩达成一致预期。动力煤旺季特征逐步显现，价格开始反弹；冶金煤需求端有所改善，海外煤价支撑力度强，走势平稳。考虑本轮价格约束主要在动力煤，预计未来动力煤业绩确定性更强，非动力煤业绩弹性更大。动力煤建议关注兖矿能源、陕西煤业、中国神华；非动力煤建议关注平煤股份、潞安环能、华阳股份。

## 六、风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；进口煤价格大跌；业绩不及预期；其他扰动因素。

## 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

胡博、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