

## 煤炭开采

2023年01月31日

## 煤炭 Q4 基金持仓分析：持仓低位，配置价值凸显

——行业点评报告

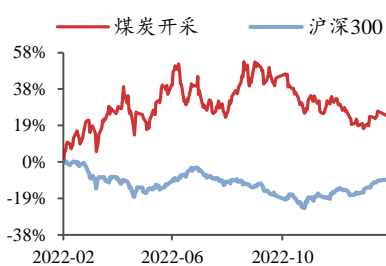
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《新春经济预期更乐观，煤炭股投资价值更凸显》——行业周报

-2023.1.29

《投资价值凸显，煤炭股可更乐观》——行业周报

-2023.1.15

《煤价止跌反弹，Q1 煤炭投资价格更凸显》——行业周报

-2023.1.8

### ● 2022 年四季度公募基金持仓降至低位，配置价值凸显

2022 年四季度，受前期涨幅较大及煤价下跌影响，煤炭板块持续回调，煤炭板块获公募基金减持，公募基金持仓降至低位。截至 2022 年四季度末，公募基金持有煤炭行业股票市值占基金股票总市值比例为 1.38%，季度环比-0.86pct，煤炭行业参考配置比例为 1.33%。公募基金持有煤炭行业总市值为 434.8 亿元，环比-37.3%。持有基金数量方面，陕西煤业、中国神华、广汇能源、兖矿能源等龙头煤企仍是公募基金主要持仓标的。持股总市值方面，陕西煤业、广汇能源、神火股份、中国神华等排前列。我们认为 2022 年 9 月底以来煤炭等传统能源板块出现较大调整，当前无论是 PE 还是 PB 估值都已处低位（PB 要用 PB-ROE 体系分析），具有足够高的安全边际。春节之前市场对煤价存在悲观情绪，但动力煤港口现货价仅下跌至 1180 元/吨后即出现反弹，目前仍在 1200 元/吨以上，随着未来需求的复苏且供给仍存在不确定性，煤价可以保持更乐观且不存在大跌的风险。春节前多数煤炭企业已发布 2022 年业绩预告且均实现同比业绩大增，个别公司 Q4 业绩表现更为亮眼，在高煤价的判断之下，2023 年煤企业绩仍有望维持高位。春节之后，随着二三产的恢复需求有望稳步提升，新召开的国常会对稳经济已做部署，而且未来 3 月的两会换届有望带来更多的稳增长政策。当前煤炭板块具有低估值、高股息、基金持仓低位的特点，安全边际较高，配置价值凸显。  
**海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创、晋控煤业；销售结构稳定且高分红的受益标的：中国神华、陕西煤业、山煤国际；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源；焦煤需求预期改善逻辑受益标的：山西焦煤、平煤股份、淮北矿业（含转债）；高成长标的：广汇能源、中煤能源、宝丰能源（煤化工且有拿煤矿意愿）。**

### ● 龙头煤企仍是基金主要持仓标的

陕西煤业、中国神华、广汇能源、兖矿能源、神火股份等龙头煤企仍是基金主要持仓标的。持有基金数量方面，陕西煤业、中国神华、广汇能源、兖矿能源超过 80 只基金持有，分别为 169 只、150 只、112 只、82 只，其次为神火股份、山西焦煤、永泰能源、中国神华（HK）。持股总市值方面，陕西煤业（63.8 亿元）、广汇能源（56.3 亿元）、神火股份（52.6 亿元）、中国神华（38.1 亿元）、兖矿能源（36.7 亿元）、兖矿能源（H 股）（34.7 亿元）、潞安环能（24.7 亿元）、山煤国际（20.7 亿元）、山西焦煤（19.4 亿元）、中煤能源（16.2 亿元）等位于前列。

### ● 特色煤企及转型煤企获得加仓

四季度基金加仓较多的公司为永泰能源（重组后生产经营持续向好并转型全钒液流电池）、潞安环能（喷吹煤+动力煤市场煤占比高）、神火股份（煤+铝持续高景气）、兖矿能源（H 股）（海外煤价格弹性）、兰花科创（市场煤占比高）等，分别加仓 2.1 亿股（+31.2%）、6584 万股（+81.7%）、4720 万股（+15.5%）、2020 万股（14.1%）、2019 万股（+418.8%）。

### ● 煤炭子板块中，动力煤与炼焦煤均出现较大幅度减仓

2022 年四季度末，公募基金持有动力煤（含无烟煤）行业总市值 349.9 亿元，环比-38.9%；持有炼焦煤行业总市值 76.8 亿元，环比-30.3%；持有焦炭行业总市值 8.1 亿元，环比-17.2%。

● **风险提示：**经济增速下行风险，疫情影响风险，可再生能源加速替代风险。

## 目 录

1、 Q4 公募基金持仓：持仓低位，配置价值凸显.....	3
1.1、 重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值的 1.38%，环比下滑 0.86pct.....	3
1.2、 龙头煤企仍是基金主要持仓标的 .....	3
1.3、 龙头企业仍是不同风格基金主要持仓标的.....	5
2、 特色煤企及转型煤企获得加仓 .....	7
3、 煤炭子板块中，动力煤与炼焦煤均出现较大幅度减仓 .....	8
4、 投资策略 .....	9
5、 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1： 2022Q4 基金重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值 1.38%.....	3
图 2： 持股总市值方面，陕西煤业、广汇能源、神火股份、中国神华等排前列 .....	4
图 3： 股票型基金持有数量最多的标的为永泰能源.....	5
图 4： 普通股票型基金持有数量最多的标的为广汇能源.....	6
图 5： 偏股混合基金持有数量最多的标的为中国神华 .....	6
图 6： 灵活配置基金持有数量最多的标的为陕西煤业 .....	7
表 1： 陕西煤业、中国神华、广汇能源、兖矿能源等龙头煤企仍是基金主要持仓标的（前 20 名） .....	3
表 2： 基金持仓占流通股比重较高的有神火股份、广汇能源等 .....	5
表 3： 永泰能源、潞安环能等获加仓较多 .....	7
表 4： 陕西煤业、晋控煤业等获减仓较多 .....	8
表 5： 动力煤板块中，基金减持陕西煤业股数最多.....	8
表 6： 炼焦煤中，基金减持淮北矿业股数最多 .....	9
表 7： 焦炭板块中，基金加仓宝泰隆股数最多.....	9

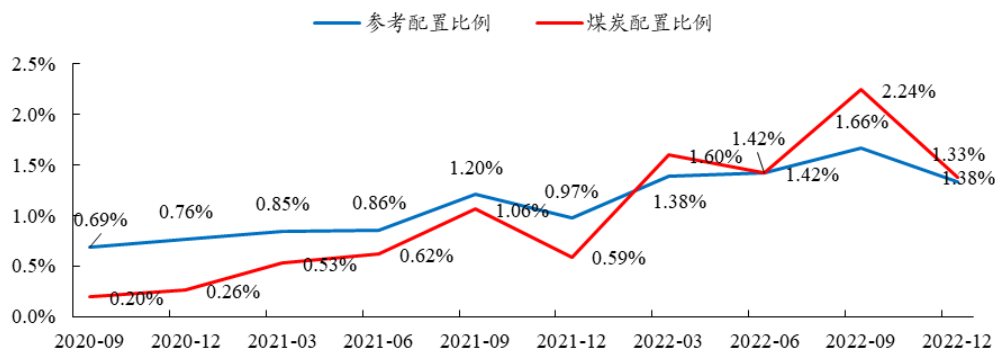
## 1、Q4 公募基金持仓：持仓低位，配置价值凸显

### 1.1、重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值的 1.38%，环比下滑 0.86pct

2022 年四季度煤炭行业获公募基金减仓，公募基金持仓降至低位。公募基金近期披露 2022 年年报重点持仓，煤炭行业获公募基金减仓，持股市值降至低位。截至 2022 年四季度末，基金重仓煤炭行业市值占基金重仓持股总市值的比例为 1.38%（环比-0.86pct，同比+0.79pct），煤炭行业参考配置比例 1.33%（煤炭 A 股总自由流通市值/全部 A 股总自由流通市值）。

公募基金重仓煤炭行业市值环比-37.3%。截至 2022 年四季度末，公募基金持有煤炭行业市值为 434.8 亿元，环比-37.3%。2022 年四季度，随着煤价下跌，煤炭股回调，煤炭行业获公募基金减仓。当前，动力煤价格止跌企稳，煤炭供需双弱，春节之后，随着二三产恢复，需求有望稳步提升。

图1：2022Q4 基金重仓煤炭市值占基金总重仓持股市值 1.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.2、龙头煤企仍是基金主要持仓标的

陕西煤业、中国神华、广汇能源、兖矿能源等龙头煤企仍是公募基金主要持仓标的。持有基金数量方面，陕西煤业、中国神华、广汇能源、兖矿能源超过 80 只基金持有，分别为 169 只、150 只、112 只、82 只，其次为神火股份、山西焦煤、永泰能源、中国神华（HK），分别有 55、52、46、44 只基金持有。

表1：陕西煤业、中国神华、广汇能源、兖矿能源等龙头煤企仍是基金主要持仓标的（前 20 名）

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	持股总市值(万元)
601225.SH	陕西煤业	169	34,320.46	637,674.14
601088.SH	中国神华	150	13,794.93	381,015.98
600256.SH	广汇能源	112	62,470.32	563,482.25
600188.SH	兖矿能源	82	10,958.31	366,559.71
000933.SZ	神火股份	55	35,127.84	525,512.45
000983.SZ	山西焦煤	52	16,686.50	194,397.68
600157.SH	永泰能源	46	87,654.89	134,111.99
1088.HK	中国神华	44	7,253.89	146,114.68

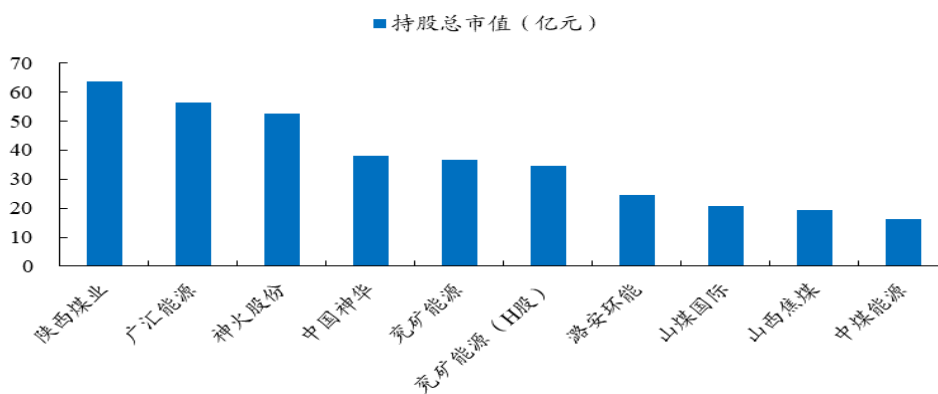
代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	持股总市值(万元)
601699.SH	潞安环能	39	14,644.44	246,758.78
601898.SH	中煤能源	38	18,777.93	161,865.73
600546.SH	山煤国际	33	14,254.36	206,545.74
1171.HK	兖矿能源	30	16,314.15	346,836.16
601666.SH	平煤股份	25	7,814.21	84,471.64
600985.SH	淮北矿业	23	5,056.13	64,718.47
600348.SH	华阳股份	23	6,237.29	88,881.35
601001.SH	晋控煤业	17	2,573.67	30,781.08
600395.SH	盘江股份	11	5,162.62	34,692.83
600123.SH	兰花科创	8	2,500.77	33,360.24
1898.HK	中煤能源	7	1,249.50	7,087.49
000723.SZ	美锦能源	6	5,747.31	51,840.71

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金披露均以人民币计价。

**持股总市值方面，陕西煤业、广汇能源、神火股份、中国神华等排前列。**截至2022年四季度末，基金持股煤炭行业总市值前十的股票分别为陕西煤业(63.8亿元)、广汇能源(56.3亿元)、神火股份(52.6亿元)、中国神华(38.1亿元)、兖矿能源(36.7亿元)、兖矿能源(H股)(34.7亿元)、潞安环能(24.7亿元)、山煤国际(20.7亿元)、山西焦煤(19.4亿元)、中煤能源(16.2亿元)。

**图2：持股总市值方面，陕西煤业、广汇能源、神火股份、中国神华等排前列**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**基金持仓占流通股比重最高的为神火股份。**基金持仓占流通股比重较高的标的有：神火股份(15.74%)、广汇能源(9.51%)、兖矿能源H股(8.59%)、山煤国际(7.19%)、潞安环能(4.90%)、山西焦煤(4.07%)、永泰能源(3.95%)、兖矿能源(3.67%)、陕西煤业(3.54%)、平煤股份(3.41%)。

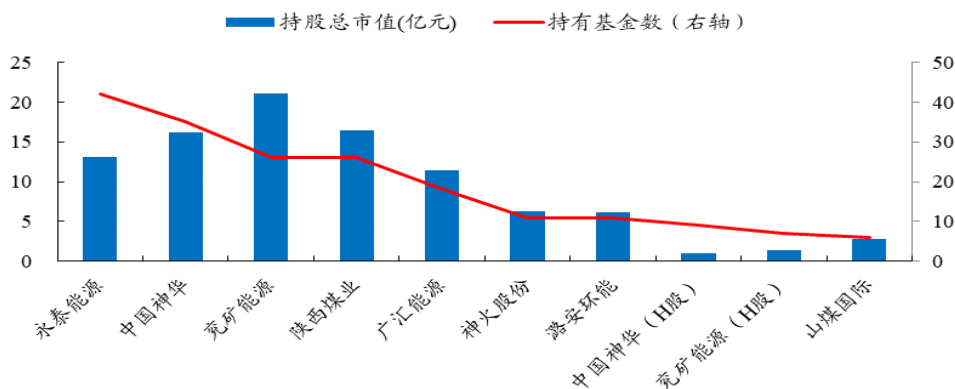
**表2：基金持仓占流通股比重较高的有神火股份、广汇能源等**

代码	名称	持股占流通股比(%)
000933.SZ	神火股份	15.74
600256.SH	广汇能源	9.51
1171.HK	兖矿能源	8.59
600546.SH	山煤国际	7.19
601699.SH	潞安环能	4.90
000983.SZ	山西焦煤	4.07
600157.SH	永泰能源	3.95
600188.SH	兖矿能源	3.67
601225.SH	陕西煤业	3.54
601666.SH	平煤股份	3.41

数据来源：Wind、开源证券研究所

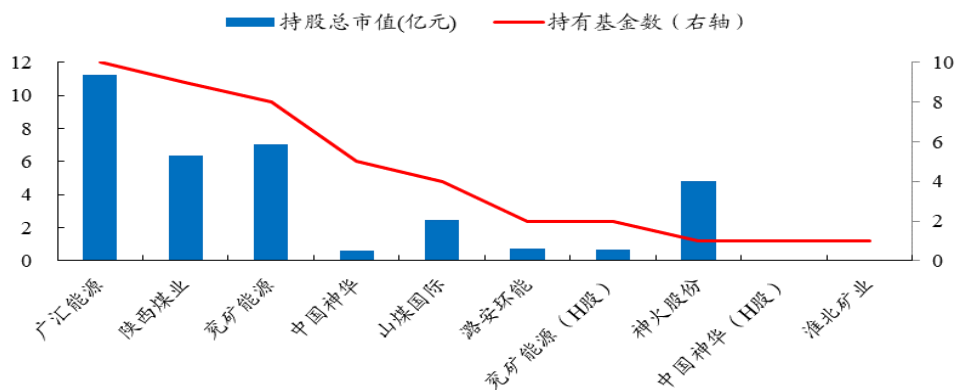
### 1.3、龙头企业仍是不同风格基金主要持仓标的

**股票型基金方面：**持有基金数量前五名分别为永泰能源（42只）、中国神华（35只）、兖矿能源（26只）、陕西煤业（26只）、广汇能源（18只）；持股总市值方面，前五名分别为兖矿能源（21.1亿）、陕西煤业（16.5亿）、中国神华（16.2亿）、永泰能源（13.1亿）、广汇能源（11.5亿）。

**图3：股票型基金持有数量最多的标的为永泰能源**


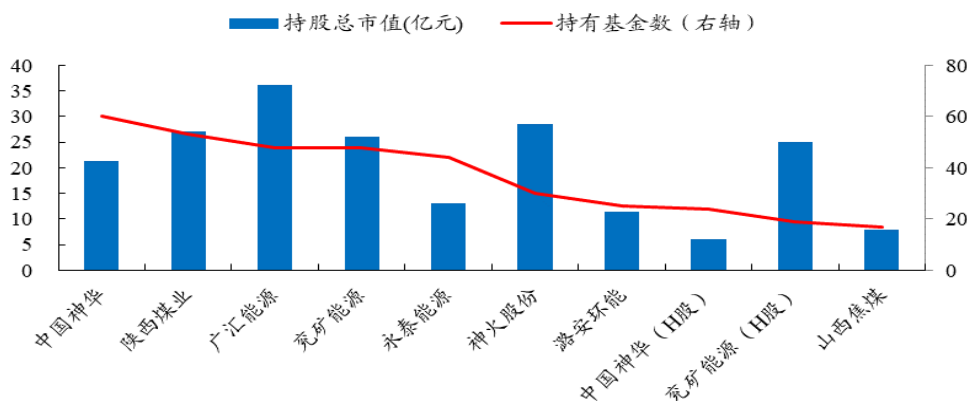
数据来源：Wind、开源证券研究所

**普通股股票型基金方面：**持有基金数量前五名为广汇能源（10只）、陕西煤业（9只）、兖矿能源（8只）、中国神华（5只）、山煤国际（4只）；持股总市值方面，前五名为广汇能源（11.3亿）、兖矿能源（7.0亿）、陕西煤业（6.4亿）、神火股份（4.8亿）、山煤国际（2.5亿）。

**图4：普通股股票型基金持有数量最多的标的为广汇能源**


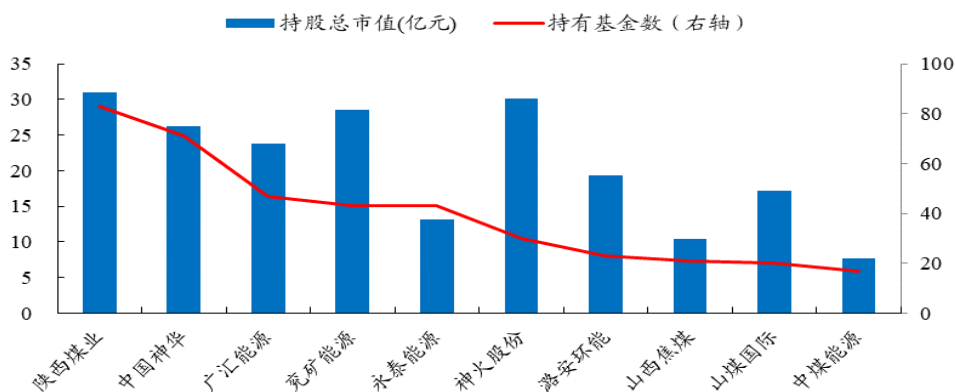
数据来源：Wind、开源证券研究所

**偏股混合型基金方面：**持有基金数量前五名为中国神华（60只）、陕西煤业（53只）、广汇能源（48只）、兖矿能源（48只）、永泰能源（44只）；持股总市值方面，前五名为广汇能源（36.2亿）、神火股份（28.5亿）、陕西煤业（27.2亿）、兖矿能源（26.0亿）、兖矿能源（H股）（25.1亿）。

**图5：偏股混合基金持有数量最多的标的为中国神华**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**灵活配置基金方面：**持有基金数量前五名为陕西煤业（83只）、中国神华（71只）、广汇能源（47只）、兖矿能源（43只）、永泰能源（43只）；持股总市值方面，前五名为陕西煤业（31.0亿）、神火股份（30.1亿）、兖矿能源（28.5亿）、中国神华（26.3亿）、广汇能源（23.8亿）、潞安环能（19.3亿）。

**图6：灵活配置基金持有数量最多的标的为陕西煤业**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、特色煤企及转型煤企获得加仓

**特色煤企及转型煤企获得加仓。**基金持仓变动方面：四季度基金加仓较多的公司为永泰能源、潞安环能、神火股份、兖矿能源（H股）、兰花科创等，分别加仓2.1亿股（+31.2%）、6584万股（+81.7%）、4720万股（+15.5%）、2020万股（14.1%）、2019万股（+418.8%）。特色煤企及转型煤企获得加仓：永泰能源，重组后生产经营持续向好，向全钒液流电池全产业链转型发展；潞安环能，喷吹煤龙头企业，动力煤市场煤占比高，公司业绩持续释放；神火股份，煤+铝持续高景气，云南神火铝业资产注入后水电铝全面投产；兖矿能源（H股），海外煤炭资源不受限价，享受高价格弹性；兰花科创，动力煤市场煤占比高，具有业绩弹性。

**前期涨幅较大的龙头煤企获减仓较多。**获基金减仓较多的公司为陕西煤业、晋控煤业、兖矿能源、淮北矿业、山西焦煤等，分别减持1.3亿股（-27.6%）、1.2亿股（-82.2%）、1.1亿股（-49.0%）、1.0亿股（-66.6%）、1.0亿股（-37.5%），其他减持还有山煤国际、广汇能源、盘江股份、中国神华（H股）、华阳股份等。

**表3：永泰能源、潞安环能等获加仓较多**

代码	名称	季报持仓变动(万股)	环比 Q3
600157.SH	永泰能源	20,849	31.2%
601699.SH	潞安环能	6,584	81.7%
000933.SZ	神火股份	4,720	15.5%
1171.HK	兖矿能源	2,020	14.1%
600123.SH	兰花科创	2,019	418.8%
601011.SH	宝泰隆	1,439	84.2%
600997.SH	开滦股份	860	1719.9%
601898.SH	中煤能源	659	3.6%
603113.SH	金能科技	419	147.4%
601666.SH	平煤股份	173	2.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表4：陕西煤业、晋控煤业等获减仓较多**

代码	名称	季报持仓变动(万股)	环比 Q3
601225.SH	陕西煤业	-13,113	-27.6%
601001.SH	晋控煤业	-11,923	-82.2%
600188.SH	兖矿能源	-10,548	-49.0%
600985.SH	淮北矿业	-10,101	-66.6%
000983.SZ	山西焦煤	-10,003	-37.5%
600546.SH	山煤国际	-7,114	-33.3%
600256.SH	广汇能源	-5,845	-8.6%
600395.SH	盘江股份	-5,673	-52.4%
1088.HK	中国神华	-4,121	-36.2%
600348.SH	华阳股份	-4,065	-39.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、煤炭子板块中，动力煤与炼焦煤均出现较大幅度减仓

2022年四季度末，公募基金持有动力煤（含无烟煤）行业总市值349.9亿元，环比-38.9%。减仓较多的公司为陕西煤业、晋控煤业、兖矿能源、山煤国际、广汇能源，分别减仓1.3亿股、1.2亿股、1.1亿股、7114万股、5845万股。加仓较多的公司为神火股份、兖矿能源（H股）、兰花科创、中煤能源、电投能源等，分别加仓4720万股、2020万股、2019万股、659万股、67万股。

**表5：动力煤板块中，基金减持陕西煤业股数最多**

代码	简称	持有基金数	动力煤持股总市值(亿元)	持仓变动(万股)
601225.SH	陕西煤业	169	63.77	-13,113
601001.SH	晋控煤业	17	3.08	-11,923
600188.SH	兖矿能源	82	36.66	-10,548
600546.SH	山煤国际	33	20.65	-7,114
600256.SH	广汇能源	112	56.35	-5,845
1088.HK	中国神华	44	14.61	-4,121
600348.SH	华阳股份	23	8.89	-4,065
601088.SH	中国神华	150	38.10	-3,451
1898.HK	中煤能源	7	0.71	-342
600971.SH	恒源煤电	3	0.07	-18
002128.SZ	电投能源	4	0.30	67
601898.SH	中煤能源	38	16.19	659
600123.SH	兰花科创	8	3.34	2,019
1171.HK	兖矿能源	30	34.68	2,020
000933.SZ	神火股份	55	52.55	4,720

数据来源：Wind、开源证券研究所

公募基金持有炼焦煤行业总市值76.8亿元，环比-30.3%。减仓较多的公司为淮北矿业、山西焦煤、盘江股份、冀中能源，分别减仓1.0亿股、1.0亿股、5673万股、

87 万股。加仓较多的公司为永泰能源、潞安环能、平煤股份、上海能源，分别加仓 2.1 亿股、6584 万股、173 万股、14 万股。

**表6：炼焦煤中，基金减持淮北矿业股数最多**

代码	简称	持有基金数	炼焦煤持股总市值 (亿元)	加仓变动 (万股)
600985.SH	淮北矿业	23	6.47	-10,101
000983.SZ	山西焦煤	52	19.44	-10,003
600395.SH	盘江股份	11	3.47	-5,673
000937.SZ	冀中能源	6	0.84	-87
600508.SH	上海能源	1	0.02	14
601666.SH	平煤股份	25	8.45	173
601699.SH	潞安环能	39	24.68	6,584
600157.SH	永泰能源	46	13.41	20,849

数据来源：Wind、开源证券研究所

公募基金持有焦炭行业总市值 8.1 亿元，环比-17.2%。加仓较多的公司为宝泰隆、开滦股份、金能科技，分别加仓 1439 万股、860 万股、419 万股。

**表7：焦炭板块中，基金加仓宝泰隆股数最多**

代码	简称	持有基金数	焦炭持股总市值 (亿元)	加仓变动 (万股)
601011.SH	宝泰隆	2	1.09	1,439
600997.SH	开滦股份	2	0.62	860
603113.SH	金能科技	2	0.64	419
000723.SZ	美锦能源	6	5.18	26
600740.SH	山西焦化	1	0.59	10

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、投资策略

我们认为 2022 年 9 月底以来煤炭等传统能源板块出现较大调整，当前无论是 PE 还是 PB 估值都已处低位（PB 要用 PB-ROE 体系分析），具有足够高的安全边际。春节之前市场对煤价存在悲观情绪，但动力煤港口现货价仅下跌至 1180 元/吨后即出现反弹，目前仍在 1200 元/吨以上，随着未来需求的复苏且供给仍存在不确定性，煤价可以保持更乐观且不存在大跌的风险。春节前多数煤炭企业已发布 2022 年业绩预告且均实现同比业绩大增，个别公司 Q4 业绩表现更为亮眼，在高煤价的判断之下，2023 年煤企业绩仍有望维持高位。春节之后，随着二三产的恢复需求有望稳步提升，新召开的国常会对稳经济已做部署，而且未来 3 月的两会换届有望带来更多的稳增长政策。当前煤炭板块具有低估值、高股息、基金持仓低位的特点，安全边际较高，配置价值凸显。海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创、晋控煤业；销售结构稳定且高分红的受益标的：中国神华、陕西煤业、山煤国际；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源；焦煤需求预期改善逻辑受益标的：山西焦煤、平煤股份、淮北矿业（含转债）；高成长标的：广汇能源、中煤能源、宝丰能源（煤化工且有拿煤矿意愿）。

## 5、风险提示

经济增速下行风险，疫情影响风险，可再生能源加速替代风险

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn