



继续关注盈利能力好和股息率高的标的

—煤炭开采板块上半年总结及下半年展望

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2024年7月23日

分析师：陈雳

执业证书：S1100517060001

联系方式：chenli@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 2024年1-6月煤炭板块收益率表现较好

2024年1月1日至2024年6月30日，上证指数下跌0.25%，沪深300上涨0.89%，创业板综下跌15.63%，中证1000下跌16.84%。申万一级煤炭行业上涨11.96%，行业涨幅月排名2/31，跑赢上证综指12.21个百分点；申万二级煤炭开采板块上涨15.89%，行业涨幅月排名7/124，跑赢上证综指16.15个百分点。申万三级动力煤板块上涨27.90%，行业涨幅月排名5/259，跑赢上证综指28.16个百分点；申万三级焦煤板块下跌6.41%，行业涨幅月排名74/259，跑输上证综指6.16个百分点。

❖ 2014年供给侧改革后，动力煤板块估值逻辑逐渐向公用事业模式演进

行业运行上，社会电气化水平持续提高是近几年生产资料需求要素中最主要的积极方向，传统工业需求疲软仍是行业主要的软肋。供给侧改革和安全生产继续保证动力煤供给刚性，煤电在新型电力能源系统中的价值重估和电力价格体制改革则提供了煤炭价格和业绩的弹性，出口变化则是当前煤炭价格的主要影响变量。

从行业盈利水平角度来看，我们认为，煤价整体重心在回归正常化的过程中，而且大概率是阶梯平台式回归，煤价也体现出易涨难跌的特点。近期火电行业盈利的恢复，除了煤价的正常回归之外，也有很大比例来自于销售电价的上涨，缓解了煤电矛盾，但也会让煤价回归合理的过程和幅度拉长，有利于煤炭行业盈利回归的更平滑。

从权益市场估值逻辑角度来看，我们认为，煤价的周期性大波动会明显收敛且周期拉长，煤炭行业回归正常化后的盈利绝对水平和预期稳定性相对乐观，煤炭板块的分红预期也会比较稳定，市场对煤炭板块的盈利预期和估值逻辑都体现出向公用事业板块类型的演进和转变，煤炭板块股价的波动性也将明显收敛。当煤价回归常态的过程完成后，动力煤板块有望通过更低的价格波动性以及稳定的盈利和分红预期，吸引中低风险的中长期资金进行稳定的配置，在A股市场上体现出更多的板块防御性。建议可以继续关注股息率较高，补涨预期较好的相关标的。

❖ 焦煤需求预期维持弱势，稀缺属性支撑行业盈利回归常态

房地产和基建投资的疲软以及工业产能的相对过剩，使得各类固定资产投资增长预期维持谨慎。焦煤下游以金属冶炼为主，市场对需求端仍维持偏负面的预期，这个预期有望随着经济增长预期的修复进程而有所改善。与动力煤一样，供给侧改革和安全生产继续保证焦煤供给的刚性，而焦煤的稀缺性则保证其价格向下的刚性和向上的弹性。从行业运营和盈利稳定性上看，焦煤是一个典型的经济强势期的弹性品种和经济下行初期的防御品种。在当前经济修复过程中的平台期，动力煤受煤电板块的修复带动，权益市场的表现更强势；焦煤则受需求端弱势预期影响，相对表现较弱。

❖ 风险提示：宏观经济增长低于预期，社会能源利用电动化趋势放缓，外需超预期下滑。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

正文目录

一、	宏观经济运行情况	4
1.1.	国内主要经济和行业数据追踪	4
1.2.	重点宏观和行业动态	5
二、	A 股行业板块市场表现	6
2.1.	主要行业和板块市场运行表现	6
2.2.	相关板块 6 月收益率	7
2.2.1.	动力煤板块	7
2.2.2.	焦煤板块	7
2.3.	相关板块第二季度收益率	8
2.3.1.	动力煤板块	8
2.3.2.	焦煤板块	9
2.4.	相关板块上半年收益率	9
2.4.1.	动力煤板块	10
2.4.2.	焦煤板块	10
三、	煤炭开采板块能源属性明显，估值逻辑向公共事业板块演进	11
3.1.	2014 年供给侧改革后，动力煤板块估值逻辑逐渐向公用事业模式演进	11
3.2.	焦煤需求预期维持弱势，稀缺属性支撑行业盈利回归常态	11

图表目录

图 1: 2019 年以来中国 PMI 走势	4
图 2: 2019 年以来中国 PMI 分项走势	4
图 3: 典型港口动力煤价 2023 年以来走势	4
图 4: 典型港口焦煤煤价 2023 年以来走势	4
图 5: 相关行业和板块指数走势	6
图 6: 相关板块市盈率 (TTM) 变化	6
图 7: 相关板块市净率 (LF) 变化	6
图 8: 申万一级行业 6 月收益率	7
图 9: 申万二级行业 6 月收益率	7
图 10: 申万一级行业第二季度收益率	8
图 11: 申万二级行业第二季度收益率	8
图 12: 申万一级行业上半年收益率	10
图 13: 申万二级行业上半年收益率	10
表格 1. 近期国内核心宏观政策动态	5
表格 2. 动力煤行业个股 6 月涨跌幅前五	7
表格 3. 焦煤行业个股 6 月涨跌幅前五	8
表格 4. 动力煤行业个股第二季度涨跌幅前五	9
表格 5. 焦煤行业个股第二季度涨跌幅前五	9
表格 6. 动力煤板块个股上半年涨跌幅前五	10
表格 7. 焦煤行业个股上半年涨跌幅前五	10

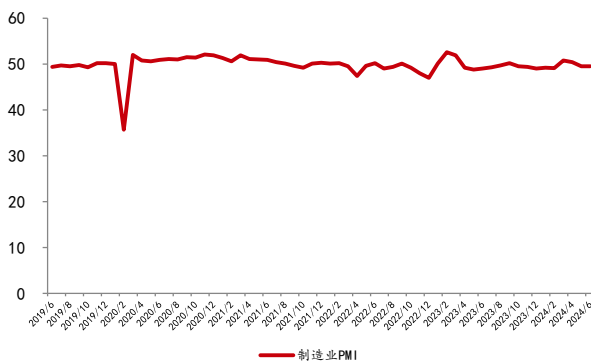
一、宏观经济运行情况

1.1. 国内主要经济和行业数据追踪

中国 PMI 2024 年 6 月值为 49.50，相比月前值 49.50，环比持平。PMI 生产为 50.60，相比月前值 50.80 相比，环比下降了 0.20。新出口订单 48.30，相比月前值 48.30 相比，环比持平。6 月制造业运行情况环比 5 月略微下行。

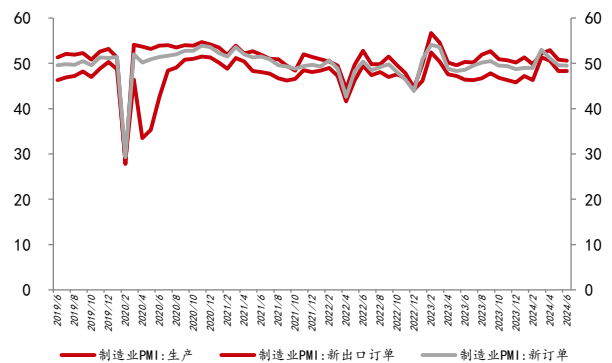
2024 年 1-6 月，制造业 PMI 最高是 3 月的 50.80，最低是 2 月的 49.1，6 个月平均值为 49.75，主要在枯荣线 50 上下微幅波动，仍呈弱势修复态势。

图 1：2019 年以来中国 PMI 走势



资料来源：iFinD，川财证券研究所

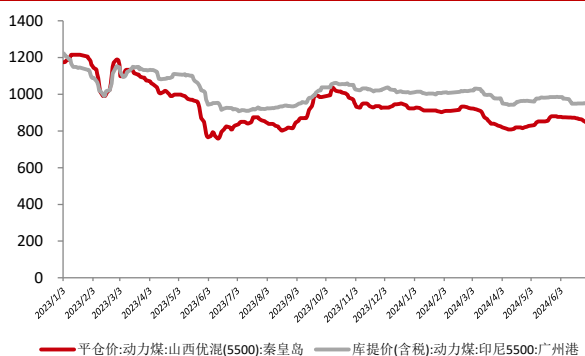
图 2：2019 年以来中国 PMI 分项走势



资料来源：iFinD，川财证券研究所

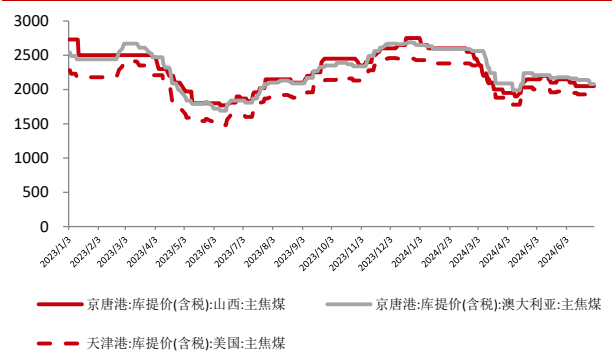
2024 年 7 月 1 日，5500 大卡动力煤秦皇岛港口平仓价 847 元/吨，广州港库提价 948 元/吨，5500 大卡动力煤价 5 月底以来有所走弱。京唐港山西主焦煤 2050 元/吨，京唐港澳大利亚主焦煤 2080 元/吨，天津港美国主焦煤 1870 元/吨，主焦煤价 5 月以来总体保持平稳，略微走弱。

图 3：典型港口动力煤价 2023 年以来走势



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 4：典型港口焦煤煤价 2023 年以来走势



资料来源：iFinD，川财证券研究所



1.2. 重点宏观和行业动态

表格 1. 近期国内核心宏观政策动态

标题	内容
国家能源局关于印发《2024 年能源工作指导意见》的通知	<p>2024 年是新中国成立 75 周年，是深入实施“四个革命、一个合作”能源安全新战略十周年，是完成“十四五”规划目标任务的关键一年，做好全年能源工作十分重要。为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，持续推动能源绿色低碳转型和高质量发展，保障能源安全，制定本意见。</p> <p>主要目标</p> <p>供应保障能力持续增强。全国能源生产总量达到 49.8 亿吨标准煤左右。煤炭稳产增产，原油产量稳定在 2 亿吨以上，天然气保持快速上产态势。发电装机达到 31.7 亿千瓦左右，发电量达到 9.96 万亿千瓦时左右，“西电东送”输电能力持续提升。</p> <p>能源结构持续优化。非化石能源发电装机占比提高到 55% 左右。风电、太阳能发电量占全国发电量的比重达到 17% 以上。天然气消费稳中有增，非化石能源占能源消费总量比重提高到 18.9% 左右，终端电力消费比重持续提高。</p> <p>质量效率稳步提高。能源清洁高效开发利用取得新成效。煤电“三改联动”持续推进。跨省跨区输电通道平均利用小时数处于合理区间。推动北方地区清洁取暖持续向好发展。科技创新成果应用取得新进展。</p>
国家能源局关于进一步加快煤矿智能化建设促进煤炭高质量发展的通知	<p>各产煤省（自治区）能源局，有关产煤省（自治区）及新疆生产建设兵团发展改革委、煤炭行业管理部门，有关中央企业：为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，加快发展新质生产力，推进数智技术与煤炭产业深度融合，进一步提升煤矿智能化建设水平，促进煤炭高质量发展，现通知如下。</p> <p>全面推进建设煤矿智能化发展。新建煤矿原则上按照智能化标准设计建设，采掘（剥）机运通选等主要生产环节可结合实际情况编制智能化专项设计，工艺选择、设备选型等应符合智能化标准规范，在联合试运转和竣工验收时要对智能化生产系统进行评估、验收，保证系统运转正常。在建煤矿特别是大型在建煤矿要结合建设进度优化设计，及时增补智能化建设方案，具备条件的力争在竣工投产前完成智能化建设。</p> <p>加快推进生产煤矿智能化改造。生产煤矿在保障煤炭安全稳定供应的前提下，积极有序推进生产、经营、管理环节智能化改造，重点推进大型煤矿和灾害严重煤矿智能化改造。大型煤矿要加快智能化改造，到 2025 年底前建成单个或多个系统智能化，具备条件的要实现采掘系统智能化。鼓励 300 万吨/年以上的生产煤矿全面推进主要生产环节智能化改造，力争率先建成全系统智能化煤矿。灾害严重煤矿以及海拔高于 2400 米或采深大于 600 米的生产煤矿，要根据地质条件与灾害特点一矿一策制定智能化改造方案，加快推进重点危险环节智能化改造，全面增强生产安全保障能力。发生较大及以上事故的煤矿，复产前要制定智能化建设方案，明确完成时限，按要求限期建成。</p>

资料来源：中国政府网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

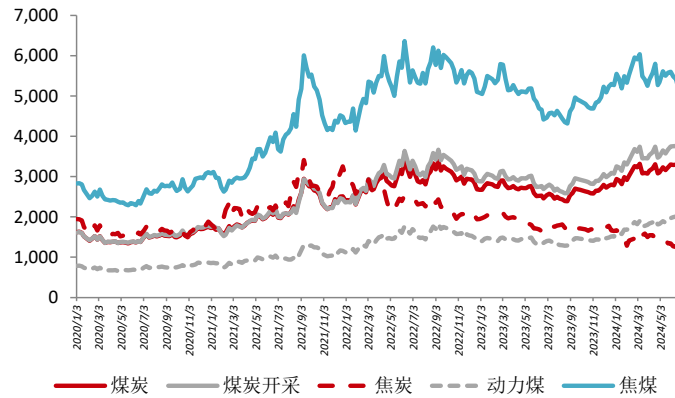
二、A股行业板块市场表现

2.1. 主要行业和板块市场运行表现

2024年1月1日至2024年6月30日，上证指数下跌0.25%，沪深300上涨0.89%，创业板综下跌15.63%，中证1000下跌16.84%。

申万一级煤炭行业上涨11.96%，申万二级煤炭开采板块上涨15.89%，申万二级焦炭板块下跌29.39%。申万三级动力煤板块上涨27.90%，申万三级焦煤板块下跌6.41%。

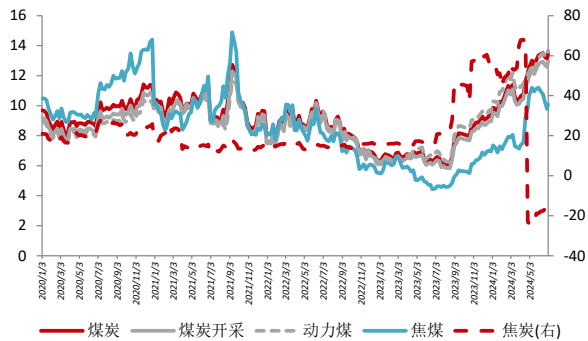
图 5：相关行业和板块指数走势



资料来源：iFinD，川财证券研究所

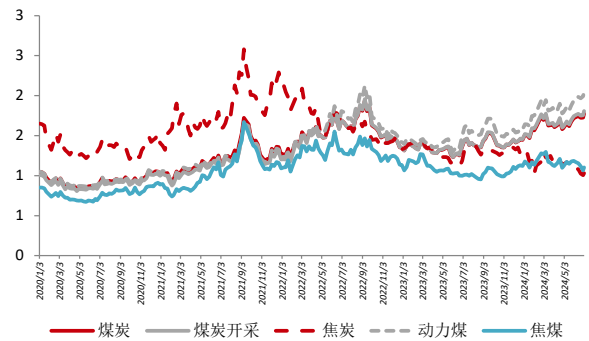
2024年7月1日，煤炭、煤炭开采、动力煤和焦煤板块市盈率(TTM)最新为13.51、12.96、13.68和10.11倍；焦炭行业整体亏损，市盈率为负。煤炭、煤炭开采、动力煤和焦煤板块市净率(最新)为1.78、1.81、1.03、2.05和1.10倍。

图 6：相关板块市盈率 (TTM) 变化



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 7：相关板块市净率 (LF) 变化



资料来源：iFinD，川财证券研究所

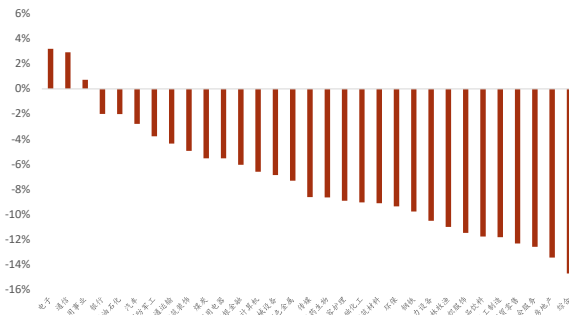
2.2. 相关板块 6 月收益率

2024 年 6 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日，上证指数下跌 3.87%，沪深 300 下跌 3.30%，创业板综下跌 6.84%，中证 1000 下跌 8.58%。

申万一级煤炭行业下跌 5.54%，行业涨幅月排名 10/31，跑输上证综指 1.67 个百分点；申万二级煤炭开采板块下跌 5.09%，行业涨幅月排名 31/124，跑输上证综指 1.22 个百分点。

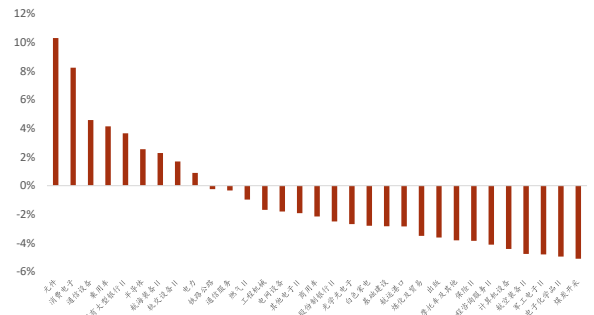
申万三级动力煤板块下跌 2.07%，行业涨幅月排名 34/259，跑赢上证综指 1.80 个百分点；申万三级焦煤板块下跌 12.03%，行业涨幅月排名 199/259，跑输上证综指 8.16 个百分点。

图 8：申万一级行业 6 月收益率



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 9：申万二级行业 6 月收益率



资料来源：iFinD，川财证券研究所

2.2.1. 动力煤板块

申万二级电力行业，涨幅前三个股为淮河能源、中国神华和昊华能源，涨幅分别为 8.49%、4.82%和-5.98%。跌幅前三的个股为安源煤业、大有能源和物产环能，跌幅分别为-16.28%、-16.23%和-11.32%。

表格 2. 动力煤行业个股 6 月涨跌幅前五

编号	股票代码	股票简称	涨幅	涨跌幅	股票代码	股票简称	跌幅	涨跌幅
1	600575.SH	淮河能源	8.49%		600397.SH	安源煤业	-16.28%	
2	601088.SH	中国神华	4.82%		600403.SH	大有能源	-16.23%	
3	601101.SH	昊华能源	-5.98%		603071.SH	物产环能	-11.32%	
4	601898.SH	中煤能源	-6.02%		600121.SH	郑州煤电	-9.94%	
5	601918.SH	新集能源	-6.03%		600188.SH	兖矿能源	-9.77%	

资料来源：iFinD，川财证券研究所

2.2.2. 焦煤板块



申万一级燃气行业，涨幅前三个股为山西焦煤、永泰能源和盘江股份，涨幅分别为-6.53%、-7.09%和-7.96%。跌幅前三的个股为开滦股份、辽宁能源和潞安环能，跌幅分别为-16.03%、-15.38%和-13.74%。

表格 3. 焦煤行业个股 6 月涨跌幅前五

编号	股票代码	涨幅		跌幅		
		股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
1	000983.SZ	山西焦煤	-6.53%	600997.SH	开滦股份	-16.03%
2	600157.SH	永泰能源	-7.09%	600758.SH	辽宁能源	-15.38%
3	600395.SH	盘江股份	-7.96%	601699.SH	潞安环能	-13.74%
4	600508.SH	上海能源	-8.18%	601666.SH	平煤股份	-13.71%
5	600348.SH	华阳股份	-9.29%	000937.SZ	冀中能源	-10.90%

资料来源：iFinD，川财证券研究所

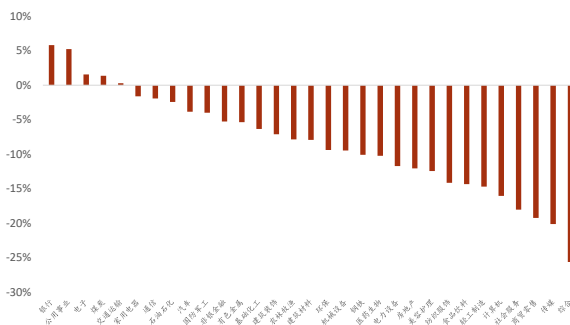
2.3. 相关板块第二季度收益率

2024 年 4 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日，上证指数下跌 2.43%，沪深 300 下跌 2.14%，创业板综下跌 8.50%，中证 1000 下跌 10.02%。

申万一级煤炭行业上涨 1.35%，行业涨幅月排名 4/31，跑赢上证综指 3.78 个百分点；申万二级煤炭开采板块上涨 3.13%，行业涨幅月排名 15/124，跑赢上证综指 5.55 个百分点。

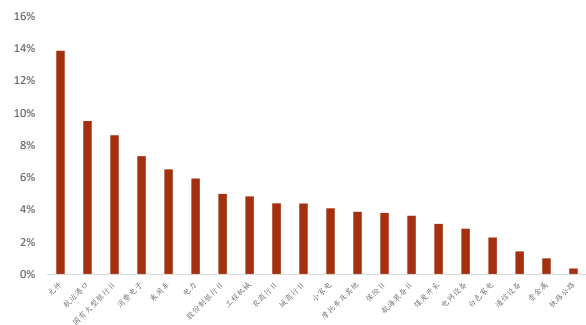
申万三级动力煤板块上涨 7.27%，行业涨幅月排名 11/259，跑赢上证综指 9.69 个百分点；申万三级焦煤板块下跌 6.14%，行业涨幅月排名 87/259，跑输上证综指 3.71 个百分点。

图 10：申万一级行业第二季度收益率



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 11：申万二级行业第二季度收益率



资料来源：iFinD，川财证券研究所

2.3.1. 动力煤板块

申万二级电力行业，涨幅前三个股为淮河能源、电投能源和昊华能源，涨幅分别为 53.21%、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



29.36%和 28.96%。跌幅前三的个股为安源煤业、大有能源和山煤国际，跌幅分别为-23.73%、-23.12%和-10.86%。

表格 4. 动力煤行业个股第二季度涨跌幅前五

编号	涨幅			跌幅		
	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
1	600575.SH	淮河能源	53.21%	600397.SH	安源煤业	-23.73%
2	002128.SZ	电投能源	29.36%	600403.SH	大有能源	-23.21%
3	601101.SH	昊华能源	28.96%	600546.SH	山煤国际	-10.86%
4	000552.SZ	甘肃能化	21.18%	000571.SZ	新大洲 A	-6.91%
5	601918.SH	新集能源	13.61%	600121.SH	郑州煤电	-6.86%

资料来源：iFinD，川财证券研究所

2.3.2. 焦煤板块

申万一级燃气行业，涨幅前三个股为山西焦煤、永泰能源和盘江股份，涨幅分别为-6.53%、-7.09%和 7.96%。跌幅前三的个股为开滦股份、辽宁能源和路安环能，跌幅分别为-16.03%、-15.38%和-13.74%。

表格 5. 焦煤行业个股第二季度涨跌幅前五

编号	涨幅			跌幅		
	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
1	000983.SZ	山西焦煤	-6.53%	600997.SH	开滦股份	-16.03%
2	600157.SH	永泰能源	-7.09%	600758.SH	辽宁能源	-15.38%
3	600395.SH	盘江股份	-7.96%	601699.SH	潞安环能	-13.74%
4	600508.SH	上海能源	-8.18%	601666.SH	平煤股份	-13.71%
5	600348.SH	华阳股份	-9.29%	000937.SZ	冀中能源	-10.90%

资料来源：iFinD，川财证券研究所

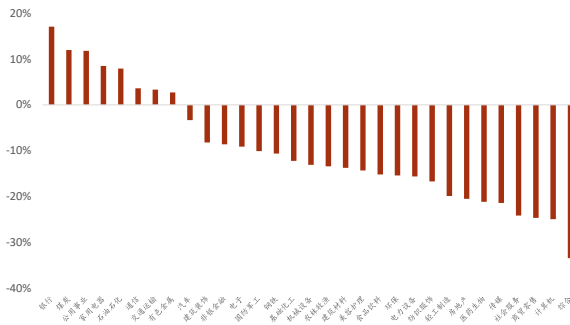
2.4. 相关板块上半年收益率

2024年1月1日至2024年6月30日，上证指数下跌0.25%，沪深300上涨0.89%，创业板综下跌15.63%，中证1000下跌16.84%。

申万一级煤炭行业上涨11.96%，行业涨幅月排名2/31，跑赢上证综指12.21个百分点；申万二级煤炭开采板块上涨15.89%，行业涨幅月排名7/124，跑赢上证综指16.15个百分点。

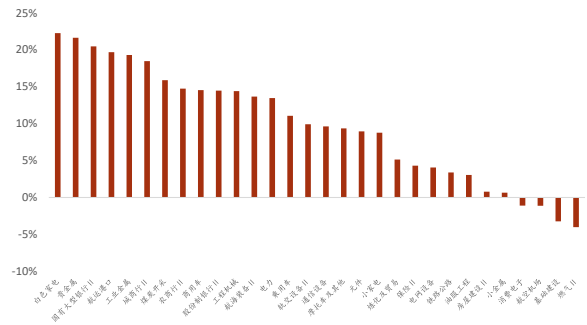
申万三级动力煤板块上涨27.90%，行业涨幅月排名5/259，跑赢上证综指28.16个百分点；申万三级焦煤板块下跌6.41%，行业涨幅月排名74/259，跑输上证综指6.16个百分点。

图 12: 申万一级行业上半年收益率



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 13: 申万二级行业上半年收益率



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

2.4.1. 动力煤板块

申万二级电力行业, 涨幅前三个股为新集能源、淮河能源和电投能源, 涨幅分别为 87.77%、66.56%和 52.39%。跌幅前三的个股为安源煤业、大有能源和郑州煤电, 跌幅分别为-40.59%、-32.11%和-19.70%。

表格 6. 动力煤板块个股上半年涨跌幅前五

编号	股票代码	股票简称	涨幅	涨跌幅	股票代码	股票简称	跌幅	涨跌幅
1	601918.SH	新集能源	87.77%		600397.SH	安源煤业	-40.59%	
2	600575.SH	淮河能源	66.56%		600403.SH	大有能源	-32.11%	
3	002128.SZ	电投能源	52.39%		600121.SH	郑州煤电	-19.70%	
4	601101.SH	昊华能源	51.00%		603071.SH	物产环能	-13.49%	
10	601088.SH	中国神华	41.53%		600546.SH	山煤国际	-12.64%	

资料来源: iFinD, 川财证券研究所

2.4.2. 焦煤板块

申万一级焦煤板块, 月涨幅前三个股为淮北矿业、平煤股份和山西焦煤, 涨幅分别为 6.35%、4.39%和 4.35%。跌幅前三的个股为辽宁能源、永泰能源和兰花科创, 跌幅分别为-20.99%、-13.87%和-13.22%。

表格 7. 焦煤行业个股上半年涨跌幅前五

编号	股票代码	股票简称	涨幅	涨跌幅	股票代码	股票简称	跌幅	涨跌幅
1	600985.SH	淮北矿业	6.35%		600758.SH	辽宁能源	-20.99%	
2	601666.SH	平煤股份	4.39%		600157.SH	永泰能源	-13.87%	
3	000983.SZ	山西焦煤	4.35%		600123.SH	兰花科创	-13.22%	
4	600508.SH	上海能源	2.09%		601699.SH	潞安环能	-10.71%	
5	600348.SH	华阳股份	2.05%		600997.SH	开滦股份	-6.13%	

资料来源: iFinD, 川财证券研究所



三、煤炭开采板块能源属性明显，估值逻辑向公共事业板块演进

公用事业板块是红利策略的核心板块，也是长期资金和大型机构配置的重点板块。而且在当前经济换挡和修复期，行业的公用事业属性表现的非常明显，产业链运行稳定，实际的盈利回报预期稳定。在当前国内低风险收益资产稀缺的情况下，公用事业类资产属于类现金类资产，低风险且较稳定的股息收益，且能持续跑赢短期无风险利率，从稀缺性的角度看，还应当适当享受估值的溢价。

3.1. 2014 年供给侧改革后，动力煤板块估值逻辑逐渐向公用事业模式演进

行业运行上，社会电气化水平持续提高是近几年煤炭需求要素中最主要的积极方向，传统工业需求疲软仍是行业主要的软肋。供给侧改革和安全生产继续保证动力煤供给刚性，煤电在新型电力能源系统中的价值重估和电力价格体制改革则提供了煤炭价格和业绩的弹性，出口变化则是当前煤炭价格的主要影响变量。

从行业盈利水平角度来看，我们认为，煤价整体重心在回归正常化的过程中，而且大概率是阶梯平台式回归，煤价也体现出易涨难跌的特点。近期火电行业盈利的恢复，除了煤价的正常回归之外，也有很大比例来自于销售电价的上涨，缓解了煤电矛盾，但也会让煤价回归合理的过程和幅度拉长，有利于煤炭行业盈利回归的更平滑。

从权益市场估值逻辑角度来看，我们认为，煤价的周期性大波动会明显收敛且周期拉长，煤炭行业回归正常化后的盈利绝对水平和预期稳定性相对乐观，煤炭板块的分红预期也会比较稳定，市场对煤炭板块的盈利预期和估值逻辑都体现出向公用事业板块类型的演进和转变，煤炭板块股价的波动性也将明显收敛。当煤价回归常态的过程完成后，动力煤板块有望通过更低的价格波动性以及稳定的盈利和分红预期，吸引中低风险的中长期资金进行稳定的配置，在 A 股市场上体现出更多的板块防御性。

3.2. 焦煤需求预期维持弱势，稀缺属性支撑行业盈利回归常态

房地产和基建投资的疲软以及工业产能的相对过剩，使得各类固定资产投资增长预期维持谨慎。焦煤下游以金属冶炼为主，市场对需求端仍维持偏负面的预期，这个预期有望随着经济增长预期的修复进程而有所改善。与动力煤一样，供给侧改革和安全生产继续保证焦煤供给的刚性，而焦煤的稀缺性则保证其价格向下的刚性和向上的弹性。从行业运营和盈利稳定性上看，焦煤是一个典型的经济强势期的弹性品种和经济下行初期的防御品种。在当前经济修复过程中的平台期，动力煤受煤电板块的修复带动，权益市场的表现更强势；焦煤则受需求端弱势预期影响，相对表现较弱。

风险提示

宏观经济增长低于预期

社会能源利用电动化趋势放缓

外需超预期下滑

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司产品或服务风险等级评估相关制度，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，转发机构需注明证券研究报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。请慎重使用公众媒体刊载的本公司证券研究报告。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000047280