



中煤能源： “中”流砥柱、“煤”开二度

Changjiang
Securities



长江证券研究所煤炭研究小组

小组成员：肖勇/赵超/叶如祯/庄越/韦思宇/宋楚

2025-06-23

汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

• 证券研究报告 •

评级

看好

维持



分析师及联系人

分析师 肖勇

SAC执业证书编号: S0490516080003

SFC执业证书编号: BUT918

分析师 赵超

SAC执业证书编号: S0490519030001

SFC执业证书编号: BUY139

分析师 叶如祯

SAC执业证书编号: S0490517070008

分析师 庄越

SAC执业证书编号: S0490522090003

分析师 韦思宇

SAC执业证书编号: S0490524120007

联系人 宋楚



目录

- 01 长期资产优势：资源充足+成本优势突出
- 02 短期盈利优势：煤炭稳盈利+煤化工改善
- 03 提分红潜质：偿债能力提升+CAPEX收尾
- 04 投资建议：稳健型龙头央企估值修复可期



01

长期资产优势

- 1、资源充足，可采年限高；
- 2、资产优化，盈利增强。

Changjiang
Securities

汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

01 长期资产优势：资源充足，可采年限高



资源充足，主要分布在山西/内蒙古/陕西

公司目前煤炭在产产能1.98亿吨（权益1.61亿吨），其中控股在产产能1.71亿吨（权益1.49亿吨），参股在产产能0.27亿吨（权益0.12亿吨）。

表：公司主要生产矿区和煤矿产能分布梳理（万吨）

子公司	矿区	煤矿名称	煤炭品种	核定产能	公司持股比例	权益产能	状态
上海能源公司（江苏）	江苏大屯矿区	姚桥煤矿	焦煤	425	62%	265	在产
		孔庄煤矿	焦煤	144	62%	90	在产
		徐庄煤矿	焦煤	160	62%	100	在产
		小计		729		455	
中煤能源新疆天山煤电有限责任公司	新疆	新疆106矿	动力煤	180	32%	57	在产
		安家岭露天矿	动力煤	2500	100%	2500	在产（核增至2500万吨手续2023年办完）
		安太堡露天矿	动力煤	2000	100%	2000	在产（核增至2500万吨手续在办）
		东露天矿	动力煤	3000	100%	3000	在产（核增至3000万吨手续2023年办完）
平朔集团	山西平朔矿区	安太堡井工三矿	动力煤	1000	100%	1000	在产
		安家岭井工一矿	动力煤	1000	100%	1000	在产
		东坡（东坡公司）	动力煤	270	100%	270	在产
		北岭	动力煤	90	100%	90	在产
		小回沟	动力煤	300	100%	300	在产
		小计		10160	100%	10160	
		王家岭矿	配焦煤	750	51%	382.5	在产
中煤华晋公司	山西乡宁矿区	华宁	焦煤	300	26%	78.03	在产
		韩咀	焦煤	120	51%	61.2	在产
		小计		1170	45%	521.73	
西北能源公司	内蒙古呼吉尔特矿区	南梁	动力煤	300	55%	165	在产
西北能源公司·蒙大矿业		纳林河二号	动力煤	800	66%	528	在产
西北能源公司·伊化矿业		母杜柴登	动力煤	600	51%	306	在产
金通煤矿		金通煤矿	动力煤	150	100%	150	在产
神通煤矿		神通煤矿	动力煤	90	100%	90	在产
小计				1940		1239	
唐山沟公司	山西	唐山沟	动力煤	150	80%	120	在产
陕西榆林能源化工公司	陕西榆林矿区	大海则	动力煤	2000	100%	2000	在产
		禾草沟煤业	动力煤	500	40%	200	
黑龙江煤化工公司	黑龙江依兰矿区	依兰第三煤矿	动力煤	240	100%	240	已投产
中天合创能源有限责任公司	内蒙古	葫芦素	动力煤	800	39%	312	在产
		门克庆	动力煤	800	39%	312	在产
		小计		1600		624	
华晋焦煤	山西吕梁	沙曲一号煤矿	炼焦煤	450	49%	221	
		沙曲二号煤矿	炼焦煤	270	49%	132	
	山西临汾	吉宁煤矿	炼焦煤	300	25%	75	
		明珠煤矿	炼焦煤	90	25%	22	
	小计			1110		450.261	
合计	-	-	-	19779	-	16067	-
控股合计				17069		14858	
参股合计				2710		1210	

01

长期资产优势：资源充足，可采年限高



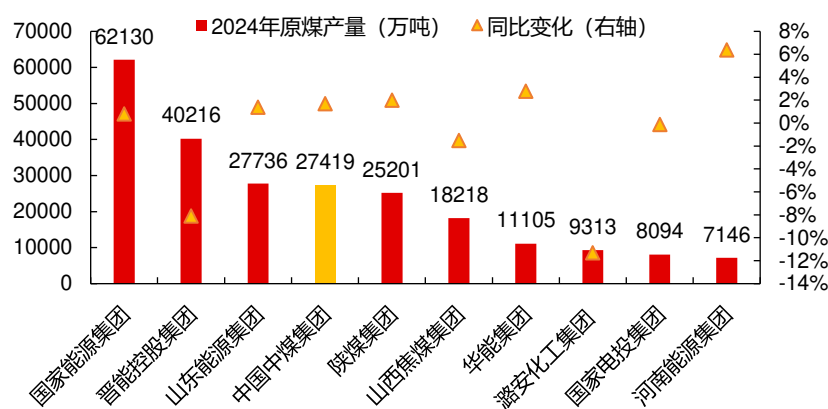
公司可采年限81年，处于行业前列，内生外延方面公司亦有空间

中煤能源目前可采储量为138亿吨，可采年限81年；公司所属集团产能3.1亿吨，仍有可注入公司产能；内生方面，公司苇子沟+里必矿预计2026年投产，合计年产能640万吨，并且大海则二号矿年产能2000万吨正在积极推进，后续有望通过审批开工建设。

表：中煤能源目前可采年限为81年处于行业前列（截至2024年）

公司	主要煤种	煤种结构	产地	煤炭产能 (万吨)	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)
盘江股份	焦煤	59%动力煤、37%焦煤、4%原煤	贵州	2310	39	169
广汇能源	动力煤	100%动力煤	新疆	3500	59	167
永泰能源	焦煤	25%焦煤、其余75%	山西	1710	24	141
山西焦煤	焦煤	41%焦煤、其余为中煤&煤泥	山西	4890	65	134
华阳股份	动力煤（无烟煤）	100%动力煤&无烟煤	山西	3590	30	82
中煤能源	动力煤	92%动力煤、8%焦煤	山西	17069	138	81
新集能源	动力煤	100%动力煤	安徽	2350	18	78
陕西煤业	动力煤	100%动力煤	陕西	16205	102	63
淮北矿业	焦煤	27%动力煤、52%焦煤、21%煤泥&中煤	安徽	3585	20	57
昊华能源	动力煤（无烟煤）	95%动力煤（含化工用煤）、5%焦煤	内蒙古，宁夏	1930	11	56
平煤股份	焦煤	主焦54%、1/3焦23%、肥焦23%	河南	3230	17	51
恒源煤电	焦煤	40%焦煤、60%动力煤	安徽	1095	5	48
中国神华	动力煤	100%动力煤	内蒙古，陕西，山西	35430	151	43
晋控煤业	动力煤	100%动力煤	山西	5050	19	38
电投能源	动力煤	100%动力煤（褐煤）	内蒙古	4800	17	35
兰花科创	动力煤（无烟煤）	73%无烟煤、20%动力煤、7%焦煤	山西	1990	7	33
甘肃能化	动力煤	100%动力煤	甘肃	2314	7	31
兖矿能源	动力煤	81%动力煤、19%焦煤	山东，新疆，内蒙古，山西	21255	60	28
山煤国际	动力煤	74%动力煤、26%炼焦煤	山西	3470	7	21
潞安环能	焦煤	52%动力煤、39%喷吹煤、1%焦煤	山西	5030	10	20
冀中能源	焦煤	22%动力煤、36%焦煤、42%中煤&煤泥&原煤	河北	3265	6	19

图：外延方面，公司所属集团产量处于全国第四



表：内生方面，苇子沟+里必+远期大海则二号

子公司	矿区	煤矿名称	煤炭品种	核定产能 (万吨)	公司持 股比例	权益产能 (万吨)	状态
上海能源公司（新疆）	新疆	苇子沟	动力煤（热值5000+）	240	50%	120	2024年底完成二期工程，开始三期工程；预计2026年投产
中煤华晋公司	山西乡宁矿区	里必煤矿	无烟煤	400	51%	204	预计2025年竣工，2026年投产，盈利能力低于王家岭
陕西榆林能源化工公司	陕西榆林矿区	大海则二号	动力煤	2000	100%	2000	规划，审批推进

01 长期资产优势：资产优化，盈利增强

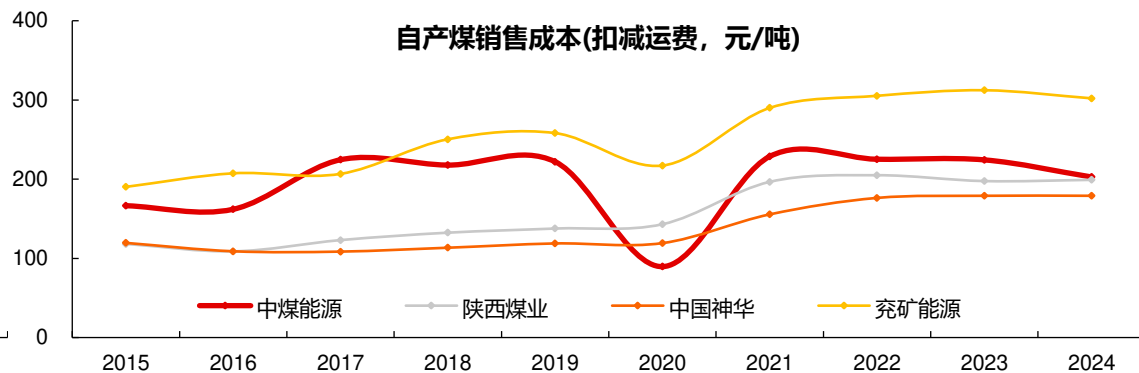
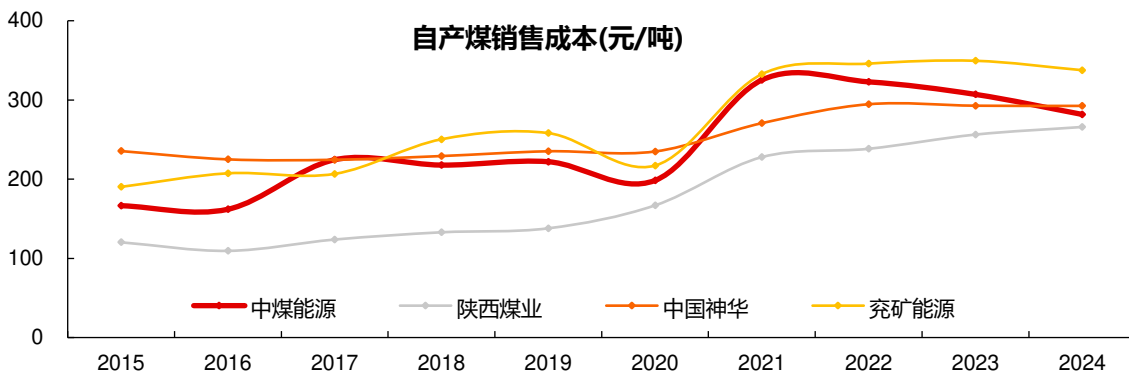


成本提升幅度低于其他公司，未来成本优势有望逐步显现

受益于扩增大矿摊薄成本，公司成本提升幅度低于可比公司。扣除运费影响，2015-2024年公司自产煤成本的提升幅度(21.8%)为四大煤企中最低；自产煤完全成本视角同样较低，背后原因或与公司近年来建设投产大海则等千万吨级高热值低成本优质矿井有关。未来随着优质矿井发挥规模效应，成本优势有望逐步凸显。

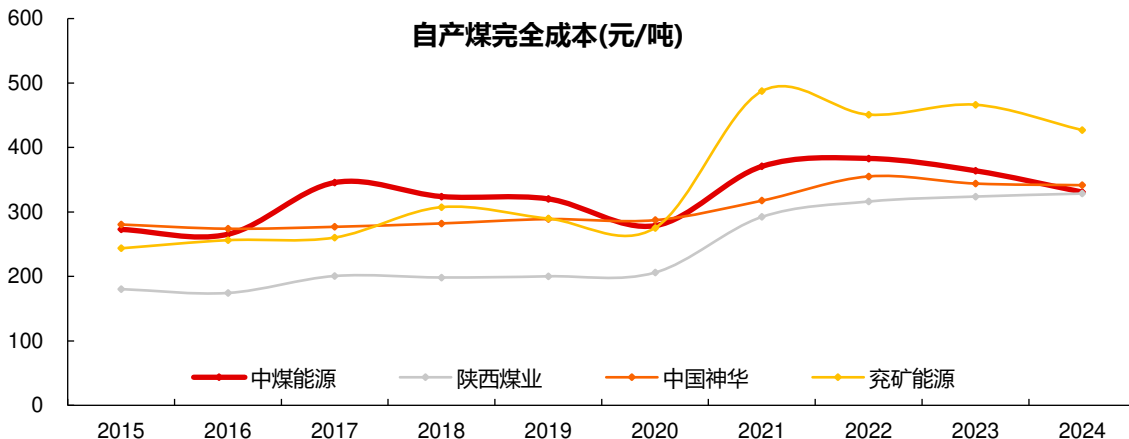
图：公司自产煤销售成本处于可比公司中低位

图：公司自产煤销售成本（扣减运费）处于可比公司中低位



图：公司自产煤完全成本处于可比公司中低位

表：公司自产煤成本提升幅度处于可比公司低位



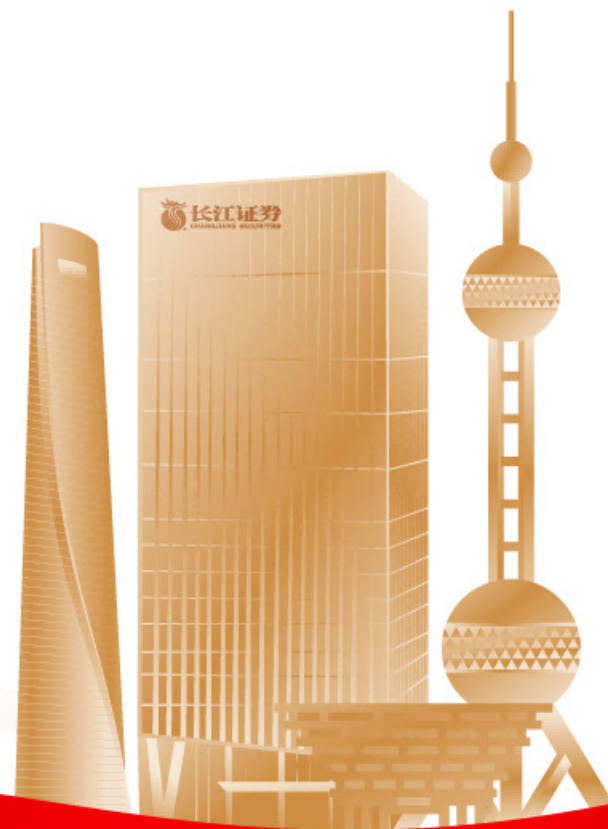
自产煤销售成本	2015-2024累计涨幅	9年CAGR
中煤能源	69.2%	6.0%
陕西煤业	121.1%	9.2%
中国神华	24.2%	2.4%
兖矿能源	77.5%	6.6%
自产煤销售成本(扣减运费)	2015-2024累计涨幅	9年CAGR
中煤能源	21.8%	2.2%
陕西煤业	68.4%	6.0%
中国神华	49.8%	4.6%
兖矿能源	58.8%	5.3%
自产煤完全成本	2015-2024累计涨幅	9年CAGR
中煤能源	21.2%	2.2%
陕西煤业	82.2%	6.9%
中国神华	21.8%	2.2%
兖矿能源	75.3%	6.4%

02

短期盈利优势

- 1、煤炭长协比例高，价格稳定性强；
- 2、煤化工业务盈利有望改善。

Changjiang
Securities



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

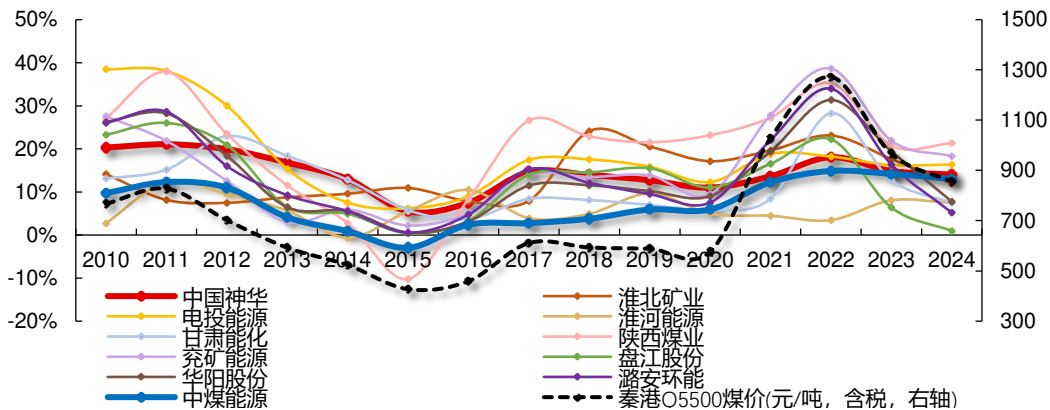
02 短期盈利优势：煤炭长协比例高，价格稳定性强



高长协致中煤盈利稳定性&抗风险能力相对强

中煤能源受益于长协比例较高，ROE在同类可比公司中稳定性强。

图：从主要煤企ROE来看神华/中煤波动较小



表：神华/中煤的长协比例相对较高

上市公司	长协煤销售大致比例
中国神华	80%以上
中煤能源	75%以上
陕西煤业	60%
兖矿能源	30%左右
晋控煤业	50%~60%
山煤国际	60%~70%
兰花科创	40%~50%
华阳股份	80%左右
电投能源	90%左右
新集能源	85%左右

表：神华/陕煤/中煤/兖矿盈利及股息率弹性测算

2025E弹性测算：归母净利润（亿元）							2025E弹性测算：股息率								
中国神华	秦港动力煤（元/吨）						中国神华	秦港动力煤（元/吨）							
	600	620	640	660	680	700		600	620	640	660	680	700		
	4.5	459	465	472	478	484		491	4.5	4.5%	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.8%
	4.0	465	471	478	484	491		497	4.0	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%
	3.5	471	477	484	490	497		503	3.5	4.6%	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%
	3.0	477	483	490	496	503		509	3.0	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%
	2.5	483	490	496	503	509		515	2.5	4.7%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%	5.0%
	2.0	489	496	502	509	515		522	2.0	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%
1.5	495	502	508	515	521	528	1.5	4.8%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.2%		
陕西煤业	秦港动力煤（元/吨）						陕西煤业	秦港动力煤（元/吨）							
	600	620	640	660	680	700		600	620	640	660	680	700		
	3.5	108	123	138	153	168		178	3.5	3.3%	3.7%	4.2%	4.6%	5.1%	5.4%
	3.0	109	124	139	154	168		179	3.0	3.3%	3.7%	4.2%	4.6%	5.1%	5.4%
	2.5	110	124	139	154	169		180	2.5	3.3%	3.8%	4.2%	4.7%	5.1%	5.4%
	2.0	110	125	140	155	169		180	2.0	3.3%	3.8%	4.2%	4.7%	5.1%	5.4%
	1.5	111	126	140	155	170		181	1.5	3.3%	3.8%	4.2%	4.7%	5.1%	5.5%
	1.0	111	126	141	156	170		181	1.0	3.4%	3.8%	4.3%	4.7%	5.2%	5.5%
0.5	107	123	139	154	169	181	0.5	3.2%	3.7%	4.2%	4.7%	5.1%	5.5%		
中煤能源	秦港动力煤（元/吨）						中煤能源	秦港动力煤（元/吨）							
	600	620	640	660	680	700		600	620	640	660	680	700		
2025E归母净利润	145	149	152	156	160	163	2025E股息率	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%		
兖矿能源	秦港动力煤（元/吨）						兖矿能源	秦港动力煤（元/吨）							
	600	620	640	660	680	700		600	620	640	660	680	700		
2025E归母净利润	67	70	74	78	81	85	2025E股息率	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%	3.7%		

02 短期盈利优势：煤化工业务盈利有望改善



煤化工：盈利能力改善&新增煤化工产能贡献业绩增量

煤化工：1) 产能：24年公司煤化工控股产能513万吨，权益产能498万吨，其中聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵核定产能120/175/160/58万吨，产能利用率维持在较高水平。**2) 盈利：**24年公司煤化工业务实现营收205亿元，毛利率15%，贡献毛利31亿元，占公司毛利比重6.6%。近年来虽然煤化工产品售价承压，但由于煤价持续回落，成本下行对冲价格压力，25Q1煤化工产品盈利能力有所改善；此外，26年新增煤化工产能投产有望为化工业务进一步带来业绩增量。

图：公司煤化工在产产能情况

公司名称	项目	持股比例	核定产能 (万吨)					权益产能 (万吨)				
			合计	聚烯烃	尿素	甲醇	硝铵	合计	聚烯烃	尿素	甲醇	硝铵
中煤陕西榆林能源化工	榆林煤制烯烃一期项目	100%	60	60	-	-	-	60	60	-	-	-
中煤鄂尔多斯能源化工	图克化肥项目	100%	175	-	175	-	-	175	-	175	-	-
	合成气制甲醇项目	100%	100	-	-	100	-	100	-	-	100	-
内蒙古中煤蒙大新能源化工	中煤蒙大新能源化工有限公司	100%	60	60	-	-	-	60	60	-	-	-
中煤平朔集团	劣质煤综合利用示范项目	100%	58	-	-	-	58	58	-	-	-	58
内蒙古中煤远兴能源化工	蒙大甲醇项目	75%	60	-	-	60	-	45	-	-	45	-
控股合计		97%	513	120	175	160	58	498	120	175	145	58

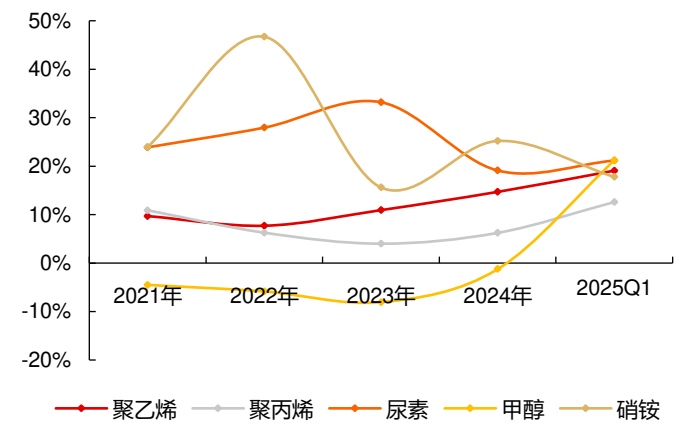
图：近年来公司煤化工产量销量 (万吨)

项目	2023年			2024年			2025Q1		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
聚乙烯	60	76.8	128%	60	77.4	129%	60	19.3	129%
聚丙烯	60	71.9	120%	60	74	123%	60	18.5	123%
尿素	175	206.6	118%	175	187.1	107%	175	52.8	121%
甲醇	160	190.1	114%	160	173	105%	160	51.4	129%
硝铵	58	58.2	100%	58	57.5	99%	58	13.9	96%

图：公司新增煤化工项目有望贡献业绩增量

公司名称	项目	持股比例	核定产能 (万吨)		
			合计	聚烯烃	甲醇
中煤陕西榆林能源化工	中煤陕西榆林能源化工有限公司二期	100%	310	90	220
中煤鄂尔多斯能源化工	图克“液态阳光”示范项目	100%	10	-	10
在建合计		100%	320	90	230

图：公司煤化工产品毛利率25Q1有所改善



03

提分红潜质

- 1、提分红能力：偿债能力逐步向高分红公司靠拢；
- 2、提分红意愿：2-3年后资本开支规模有望下降。

Changjiang
Securities



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

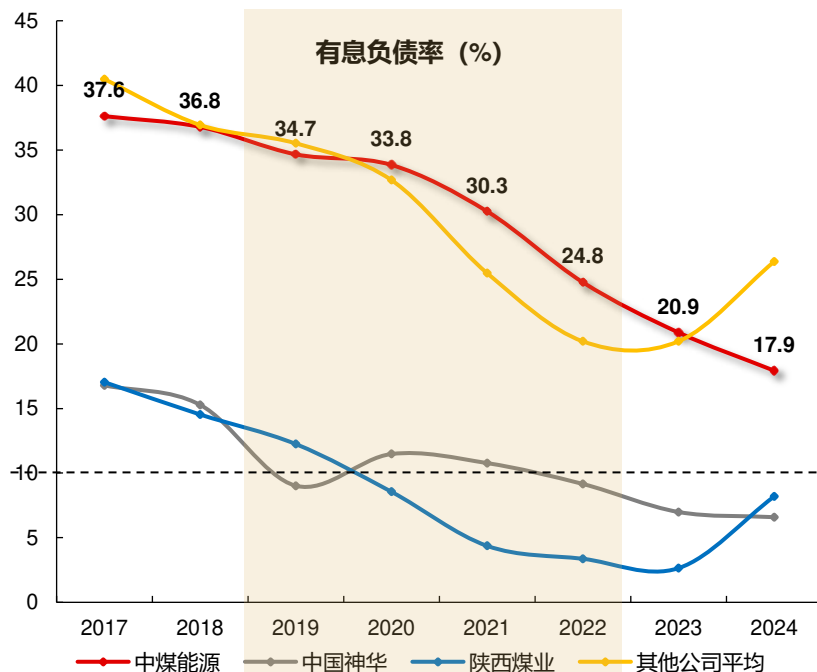
03 提分红能力：偿债能力逐步向高分红公司靠拢

从EBDA/有息负债&有息负债率指标来看，中煤已初步具备提分红潜质

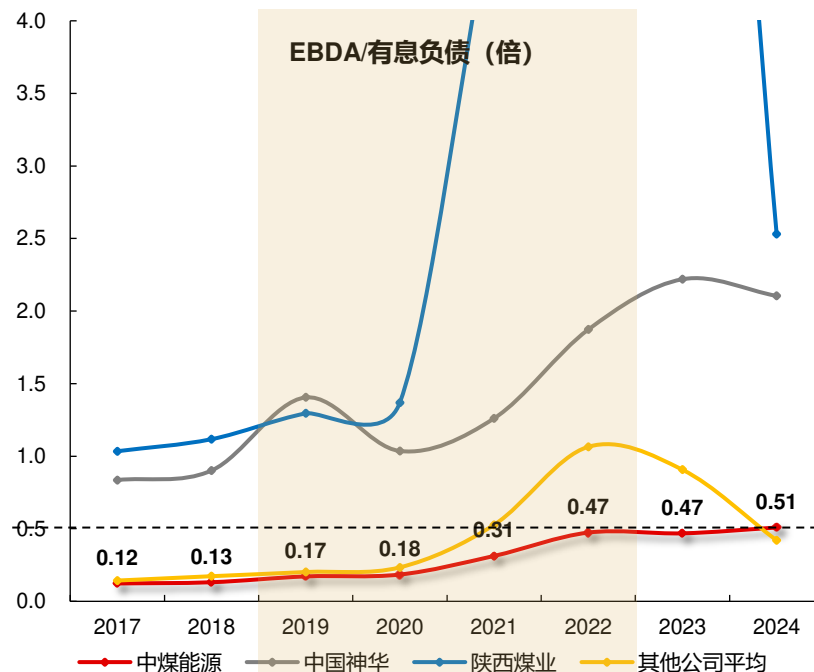
1、参考指标：（1）**EBDA/有息负债：**从主流高分红公司历史经验来看，该指标对分红提升或具有一定指导意义。2019-2021年间，主流高分红公司该指标均有不同程度抬升，并伴随分红比例提升，反映息税后经营现金流对有息负债偿还能力提升。根据神华及陕煤以外的其他公司情况，当该指标达到0.5倍+时，分红或更易显著提升。（2）**有息负债率：**类似地，从历史经验来看，神华、陕煤在2019-2021年有息负债率降至10%附近时分红比例显著提高。

2、中煤情况：（1）**EBDA/有息负债：**截至2024年末，中煤该指标已达到**0.51倍**，虽然距离神华、陕煤仍有差距，但已达到其他煤企2019-2021年提分红阶段水平，初步具备提分红潜质。（2）**有息负债率：**中煤目前有息负债率**17.9%**，若延续当前下降斜率，距离10%还有约3年时间，可类比神华陕煤2017年状态。

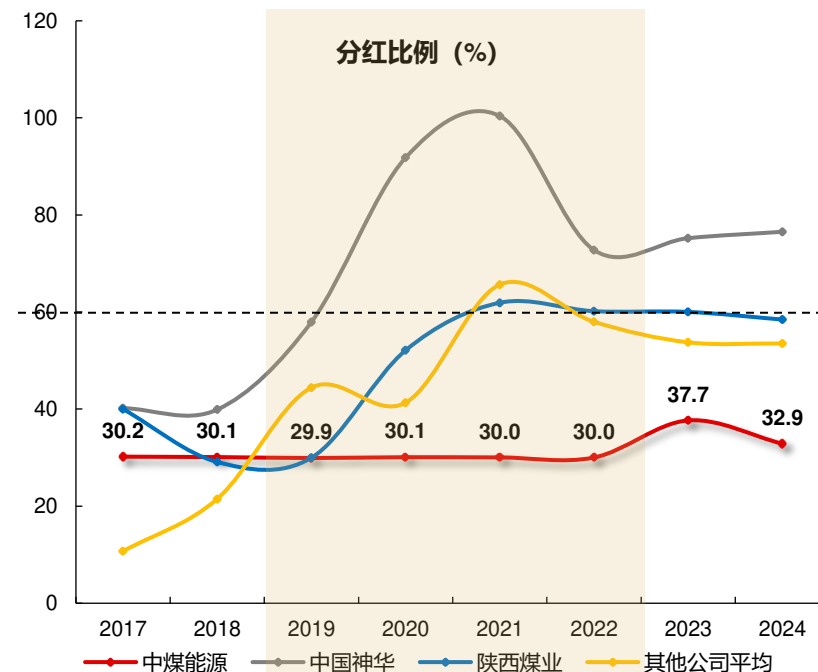
图：中煤能源有息负债率已低于其他公司均值



图：中煤能源偿债能力逐步超越其他公司均值



图：中煤能源分红比例仍待向高分红公司靠拢

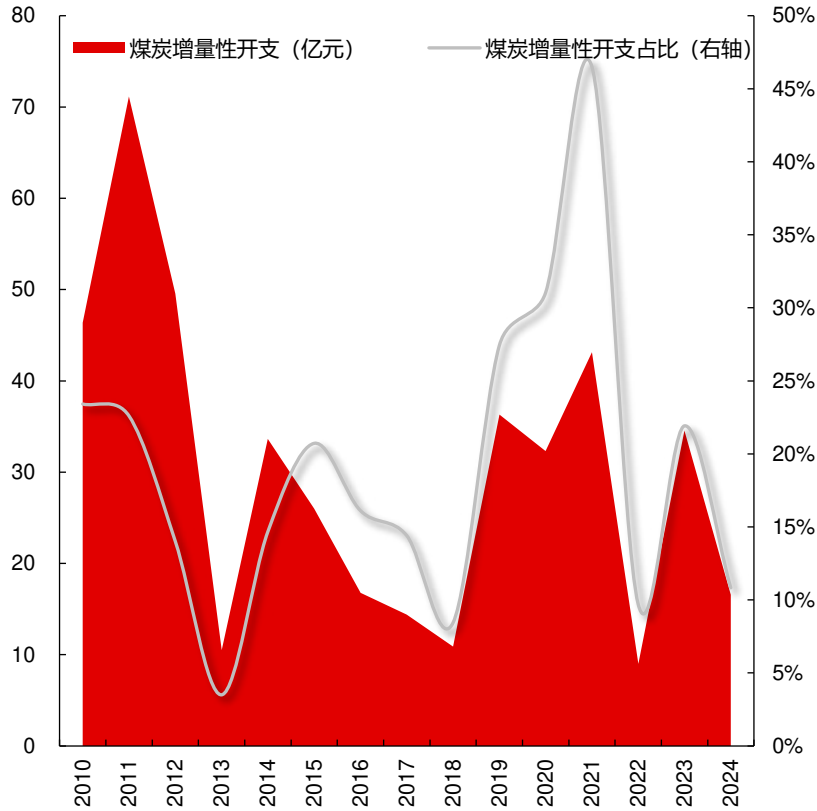


03 提分红意愿：2-3年后资本开支规模有望下降

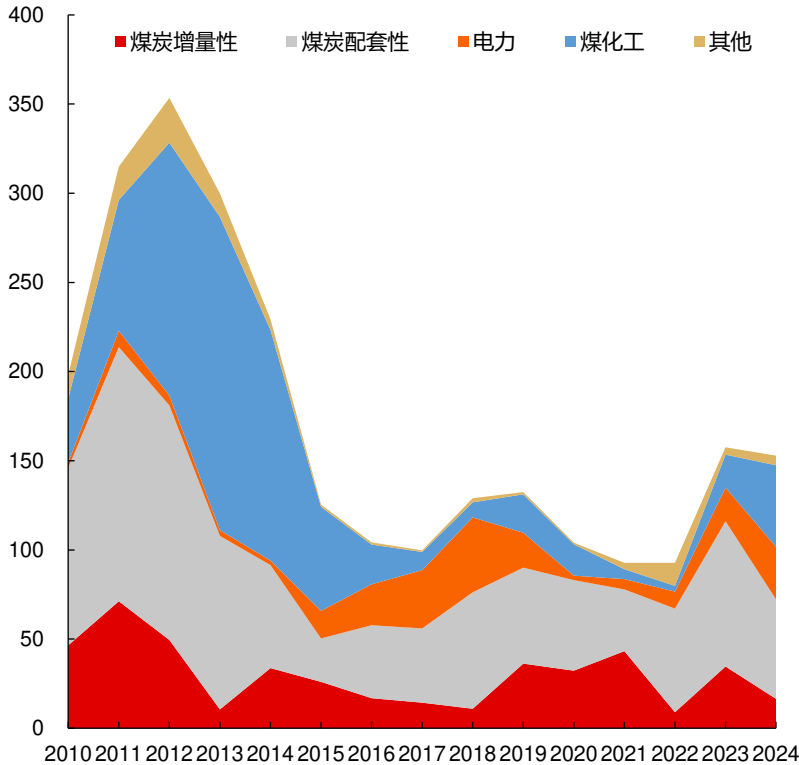
煤矿项目投产在即，电力及煤化工项目建设周期相对短

公司2024年资本开支总额152.94亿元，其中煤炭增量性开支/煤炭维简性开支/电力项目/煤化工项目占比分别为11%/36%/19%/30%。目前重点项目中，里必煤矿/苇子沟煤矿计划于2025-2026年投产，安太堡2×350MW低热值煤炭发电项目已建成投产并网发电，剩余项目正在加快推进。**考虑到电力和煤化工项目建设周期一般为2-3年，预计2-3年后公司资本开支规模有望下降，届时分红提升意愿也有望加强。**

图：中煤能源煤炭增量性资本开支呈下降趋势



图：中煤能源近年资本开支增量集中在煤化工和电力项目 (亿元)



图：2024年中煤能源重点项目进展情况 (亿元)

重点项目	2024完成	占总资本开支比重	累计完成	总投资	2024进度	累计进度
里必煤矿	12.76	8%	52.23	94.95	13%	55%
苇子沟煤矿	3.8	2%	27.9	39.85	10%	70%
安太堡发电项目	2.68	2%	29.42	31.97	8%	92%
乌审旗电厂项目	4.37	3%	5.02	57.62	8%	9%
榆林煤炭深加工	36	24%	46.37	238.88	15%	19%
液态阳光项目	7.49	5%	7.98	44.74	17%	18%

04

投资建议

稳健型龙头央企估值修复可期

Changjiang
Securities



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

04 投资建议

公司投资逻辑及盈利预测

- 1、长期资产优势：**（1）**资源储备：**公司当前煤炭可采年限81年，处于行业前列，未来拟建+在建合计2640万吨产能（占控股在产产能15%）加快推进，叠加集团储备资产，内生外延空间可期。（2）**成本优势：**受益于扩增大矿摊薄成本，公司近年自产煤单位成本提升幅度低于可比公司且未来优势有望逐步凸显。
- 2、短期盈利优势：**（1）**高长协比例稳定煤炭盈利：**公司长协比例达75%以上，对现货煤价波动的敏感性偏低，业绩及ROE稳定性优于同业。（2）**成本下行煤化工盈利边际改善：**受益于成本端煤价下行，25Q1及全年公司煤化工盈利有望同比改善；26年新增煤化工产能陆续投产有望进一步带来业绩增量。
- 3、提分红潜质：**随着公司**偿债能力**指标达到非龙头公司提分红阶段水平、有息负债率达到神华陕煤提分红前2-3年水平，叠加2-3年后项目陆续投产**资本开支规模有望下降**，公司逐步具备提分红能力及意愿，契合中长期资金配置需要。

总体来看，当前时点考虑到基本面短期供需改善拐点临近，叠加资金面风险偏好下降存在高切低需求，我们看好季度级别动力煤板块修复行情，重点推荐稳盈利+低估值+分红长期有望提升的中煤能源。预计公司2025-2027年归母净利润分别为154/156/157亿元，对应6月20日收盘价计算PE分别为9.42/9.33/9.22倍，给予公司“买入”评级。

表：中煤能源盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	1893.99	1585.23	1586.35	1587.89
YoY	-1.90%	-7.30%	-0.70%	-0.60%
归母净利润（亿元）	193.23	154.19	155.67	157.44
YoY	-1.10%	-22.40%	2.00%	2.50%
PE	7.51	9.42	9.33	9.22
分红比例	33%	33%	33%	33%
股息率	4.4%	3.5%	3.5%	3.6%



风险提示



风险提示

- 1、经济承压影响下游需求风险：若后期经济复苏较弱，用电需求承压下动力煤市场价格存在下行风险，公司长协价可能随着市场价同步下跌，影响业绩表现；
- 2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险：如海外流动性危机导致油气价格跌幅较大，可能一定程度压制国内煤价和板块情绪，进一步使得煤炭板块估值存在调整风险。

更多研究服务，请访问长江研究小程序



最新研报



专题精选



长江研究小程序



线上会议



活动报名

电脑端请访问<https://research.95579.com/>

办公地址

上海

虹口区新建路200号国华金融中心B栋22、23层

(200080)

武汉

武汉市江汉区淮海路88号长江证券大厦37楼

(430023)

北京

朝阳区景辉街16号院1号楼泰康集团大厦23层

(100020)

深圳

深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场3期36楼

(518048)



评级说明



评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10% 增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5% ~ 10%之间 中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。	



分析师声明、法律主体声明及其他声明



分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。



THANKS

*Changjiang
Securities*



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth