

被低估的蒙东龙头煤企，煤+电作稳定器，铝提供向上弹性

露天煤业(002128)首次覆盖

摘要:

► 2019年1-3季度，公司营业收入142.19亿元，同比+8.76%；归母净利润19.60亿元，同比+20.14%。2019年第三季度，公司单季营业收入46.86亿元，同比+11.62%；归母净利润5.85亿元，同比+45.86%。2018年Q3，煤+电业务归母净利润3.34亿元，今年Q3同比+2.51亿元，主要由于电解铝业务盈利有所修复。

► 东北地区煤炭需求主要依赖蒙东褐煤，地处一个自成区域的市场，由于区域供需持续紧张，煤价走势优于全国平均。东北地区自身煤炭资源已基本枯竭，因其气候寒冷，采暖季对煤炭的需求较全国其他区域更为刚性。而由于地处偏僻，周围较近的煤炭资源主要为蒙东的褐煤，包括通辽、赤峰、呼伦贝尔，甚至偏中部的锡林郭勒等亦有煤矿供应东北。供给侧改革以来，东北煤炭产能持续下降，煤炭供需缺口约3亿吨，整体煤炭供需偏紧，以锦州港Q3200褐煤价格作为东北煤价的指标，该指数走势在过去三年中优于全国煤价走势，而根据蒙东的煤炭开发情况，我们认为东北将在未来较长一段时间内维持煤炭供需偏紧的格局。

► 褐煤运输半径有限，露天煤业占据地理位置优势，4600万吨优质产能成蒙东龙头煤企。褐煤由于热值较低，单价亦较低，从经济角度考虑，不适合远距离运输，否则将因单卡运费过高而导致电厂成本过高。同时，由于褐煤的挥发分较高、孔隙度较大，易自燃不宜久存，因此从安全角度考虑，整体运输半径在600公里以内。在这种情况下，区位优势显得尤为重要，露天煤业地处通辽，且禀赋较优，是辽宁和吉林煤炭采购的优选。上市公司旗下产能合计4600万吨，为蒙东地区龙头煤企。

► 预计公司2019-21年EPS分别为1.29/1.21/1.17元/股，同比+22%/-6%/-3%，给予2019年预测EPS 1.29元以行业可比公司平均的8.26倍PE，目标价10.66元，首次覆盖，“买入”评级。霍煤鸿骏并购已完成，煤电铝一体化思路清晰，我们认为公司煤+电业绩稳定，电解铝业务提供向上弹性。

风险提示：宏观经济系统性风险；电解铝或氧化铝价格波动导致铝板块业绩不达预期；电价下调风险。

盈利预测与估值

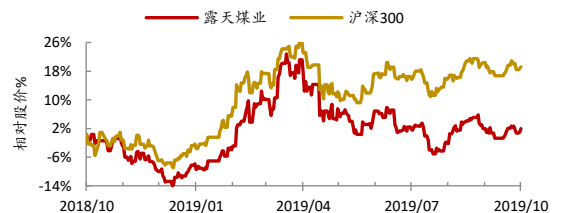
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7588.38	8229.67	19503.68	19389.45	19340.63
YoY (%)	37.95%	8.45%	136.99%	-0.59%	-0.25%
归母净利润(百万元)	1754.61	2027.03	2480.47	2320.47	2255.68
YoY (%)	112.95%	15.53%	22.37%	-6.45%	-2.79%
毛利率 (%)	43.41%	44.54%	26.35%	25.51%	25.13%
每股收益(元)	0.91	1.05	1.29	1.21	1.17
ROE	16.25%	16.49%	16.79%	13.57%	11.66%
市盈率	9.19	7.95	6.50	6.95	7.15

资料来源：华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：10.66
最新收盘价：8.40

股票代码：002128
52周最高价/最低价：10.13/7.06
总市值(亿)：161.22
自由流通市值(亿)：137.12
自由流通股数(百万)：1,634.38



分析师：丁一洪
邮箱：dingyh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070001
联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕
邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080004
联系电话：0755-83025232

分析师：卓乃建
邮箱：zhuonj@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100003
联系电话：0755-83025232

研究助理：李承鹏
邮箱：licp1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：0755-83025232

正文目录

1. 东北地区煤炭依赖蒙东褐煤，煤价走势优于全国	3
1.1. 东北三省煤炭供需缺口逐年扩大	3
1.2. 东北地区动力煤价走势优于全国	3
2. 褐煤运输半径有限，露天煤业区位优势凸显	4
2.1. 通霍线将霍林河露天煤运至通辽，占据了区位优势	4
2.2. 露天煤业核定产能 4600 万吨，为蒙东龙头煤企	4
2.3. 公司煤炭主要为长协煤，煤价较为稳定	5
3. 盈利预测与估值	6
3.1. 霍煤鸿骏已并表，煤+电为稳定器，铝提供向上弹性	6
3.2. 给予公司目标价 10.66 元，首次覆盖，“买入”评级	6
4. 风险提示	7
4.1. 宏观经济系统性风险	7
4.2. 电解铝或氧化铝价格波动导致铝板块业绩不达预期	7
4.3. 电价下调风险	7

图表目录

图 1 黑吉辽三省煤炭供需缺口逐年扩大	3
图 2 2018 年以来秦港煤价下行，锦州港煤价走势更好	3
图 3 通霍铁路将霍林河露天矿运至铁路枢纽通辽	4
图 4 露天煤业大股东蒙东集团，实际控制人为国电投	5
图 5 公司煤/电/铝收入占比分别 37%/9%/53%(百万元)	6
图 6 公司煤/电/铝毛利占比分别 66%/14%/18%(百万元)	6
表 1 露天煤业煤矿位于霍林河，总核定产能 4600 万吨，剩余可采年限保守估计尚余 31 年	5
表 2 可比公司估值（根据 2019 年 10 月 23 日收盘价）	7

1. 东北地区煤炭依赖蒙东褐煤，煤价走势优于全国

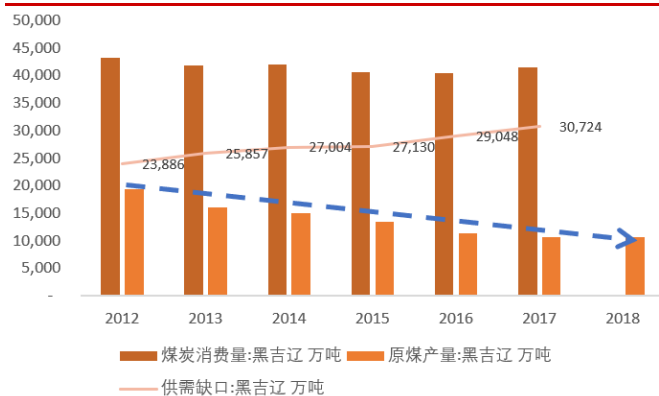
东北地区煤炭需求主要依赖蒙东褐煤，地处一个自成区域的市场，由于区域供需持续紧张，煤价走势优于全国平均。

1.1. 东北三省煤炭供需缺口逐年扩大

东北三省自身煤炭资源已基本枯竭，因其气候寒冷，采暖季对煤炭的需求较全国其他区域更为刚性。供给侧改革以来，黑吉辽三省煤炭产能持续下降，煤炭供需缺口约3亿吨，整体煤炭供需偏紧。

由于东北地处一个自成区域的市场，周围较近的煤炭资源主要为蒙东的褐煤，包括通辽（霍林河）、赤峰（平庄）、呼伦贝尔（宝日希勒、伊敏、大雁等）、锡林郭勒（白音华）等均有煤矿供应东北。褐煤和烟煤对锅炉的要求不同，形成使用褐煤习惯的过程中，黑吉辽的锅炉亦基本针对褐煤进行了改造，在未来较长一段期间内，东北地区烧褐煤的习惯将维持。

图1 黑吉辽三省煤炭供需缺口逐年扩大



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图2 2018年以来秦港煤价下行，锦州港煤价走势更好



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.2. 东北地区动力煤价走势优于全国

全国范围内，沿海、沿江区域的煤价目前主要参考秦皇岛煤价，东北的褐煤一方面由于煤质与一般的烟煤不同，另一方面由于调运方式主要为铁路直达，因此区域煤价与秦港煤价走势略有差异。

我们以锦州港 Q3200 褐煤价格作为东北煤价的指标（露天煤业的长协煤价中有30%的权重参考该指数，另70%的权重参考环渤海指数）。该指数走势在过去三年中优于全国煤价走势，尤其是2018年以来，秦港现货价格基本确立了下行的趋势，锦州港褐煤价格的优势更为明显。根据蒙东的煤炭目前的开发情况，未来增量有限，我们认为东北将在未来较长一段时间内仍将维持煤炭供需偏紧的格局。

2. 褐煤运输半径有限，露天煤业区位优势凸显

褐煤由于热值较低，单价亦较低，从经济角度考虑，不适合远距离运输，否则将因单卡运费过高而导致电厂成本过高。同时，由于褐煤的挥发分较高、孔隙度较大，易自燃不宜久存，因此从安全角度考虑，整体运输半径在 600 公里以内。在这种情况下，区位优势显得尤为重要。

2.1. 通霍线将霍林河露天煤运至通辽，占据了区位优势

露天煤业的煤矿包括霍林河矿区一号露天矿和扎哈淖尔露天矿，均位于霍林河，通霍线连通了霍林河和通辽，将公司的煤矿直接运至交通枢纽通辽。通辽运至沈阳和四平/长春运距均较短，该区位是蒙东主要的矿区中最便捷的。锡林郭勒盟的白音华露天矿较霍林河更远；而位于呼伦贝尔的哈尔乌素、伊敏、大雁等均偏北，主要供黑龙江；赤峰的煤矿一方面面临枯竭，另一方面铁路不如通辽便捷（通辽的崛起即是因为铁路，京通、通让、大郑、通霍、集通、甘库 6 条铁路在通辽汇集）。

露天煤业地处通辽，且在蒙东褐煤中煤质较优（热值相对高，硫分相对低），是辽宁和吉林煤炭采购的优选。根据公司 2018 年公告，公司煤炭的主要客户包括中电投东北电力燃料有限公司（沈阳）、内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司（霍林河）、吉林电力股份有限公司燃料分公司（长春）、通辽发电总厂有限责任公司（通辽），均在公司的经济运距内。

图 3 通霍铁路将霍林河露天矿运至铁路枢纽通辽



资料来源：百度地图，公司公告，华西证券研究所

2.2. 露天煤业核定产能 4600 万吨，为蒙东龙头煤企

露天煤业上市公司旗下煤矿核定产能合计 4600 万吨，为蒙东地区龙头煤企。霍林河矿区一号露天矿和扎哈淖尔露天矿的剩余可采储量分别为 9.38/10.28 亿吨，可采年限估计分别为 24/41 年，合计剩余可采储量 19.66 亿吨，保守估计平均剩余可采年限 31 年。

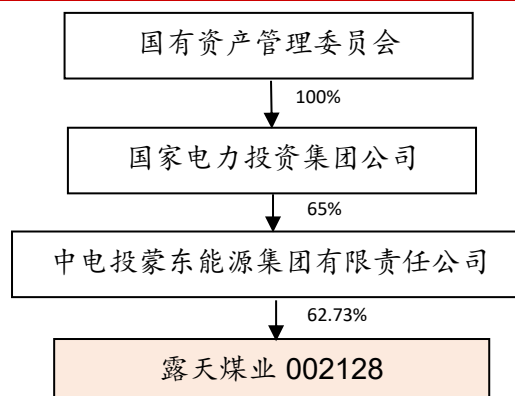
表 1 露天煤业煤矿位于霍林河，总核定产能 4600 万吨，剩余可采年限保守估计尚余 31 年

矿区	矿井	核定产能 (万吨)	核实储量 (亿吨)	累计动用储 量(亿吨)	剩余可采储 量(亿吨)	回采率 估计	储量备用 系数估计	可采年限保守 估计(年)
霍林河矿 区一号露 天矿	南露天矿	1800						
	北露天一采区	300	13.87	4.49	9.38	86.6%	1.2	24.2
	北露天二采区	300						
	北露天三采区	400						
扎哈淖尔露天煤矿	1800	12.17						
合计		4600	26.04	6.38	19.66	86.6%	1.2	30.8

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司前身为霍林河矿务局，后实际控制人变为国电投集团。大股东蒙东集团在白音华矿区经核增后有 3500 万吨产能（白音华二号矿 1500 万吨+白音华三号矿 2000 万吨），目前尚在上市公司体外。

图 4 露天煤业大股东蒙东集团，实际控制人为国电投



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 公司煤炭主要为长协煤，煤价较为稳定

公司为国电投集团旗下公司，煤炭中有相当比例为对集团内部销售的长协煤，且煤价较为稳定。公司目前长协煤占比近九成，长协煤定价根据“环渤海指数：锦州港指数=7：3”的权重来进行月度调节，若月末煤价变化累计超过 3%，则在下月初进行煤价调节。我们复盘环渤海和锦州港指数的变化，估计自今年以来，公司的长协煤价尚未进行调节，具有相当的稳定性。

根据公司 2019 年 3 月 12 日“重大经营环境变化公告”，根据公司煤炭销售形势，预计 2019 年度煤炭售价较 2018 年有所提高，预计将使 2019 年度归属于母公司所有者的净利润增加 5.3 亿元左右，同时考虑公司其他复垦绿化、环保等成本因素影响，抵消后预计增加公司 2019 年度归属于母公司所有者的净利润 2.25 亿元左右。

根据上述 5.3 亿元与 4700 万吨年度生产计划，我们测算公司煤价税后净提高约 11 元/吨。

3. 盈利预测与估值

我们预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 1.29/1.21/1.17 元/股，同比+22%/-6%/-3%，给予 2019 年预测 EPS 1.29 元以行业可比公司平均的 8.26 倍 PE，目标价 10.66 元，首次覆盖，“买入”评级。

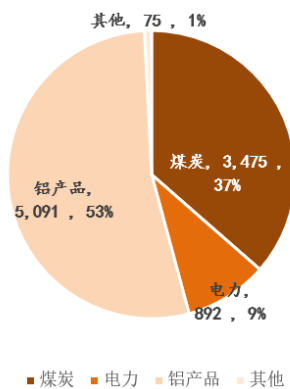
3.1. 霍煤鸿骏已并表，煤+电为稳定器，铝提供向上弹性

霍煤鸿骏收购已完成，已于 2019 年中报并入报表。由于其为同一控制下股权合并，年初至今的业绩均进入合并报表。

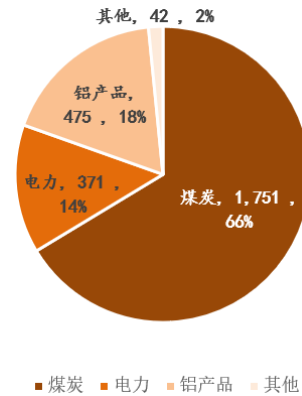
2019 年 1-3 季度，公司营业收入 142.19 亿元，同比+8.76%；归母净利 19.60 亿元，同比+20.14%。2019 年第三季度，公司单季营业收入 46.86 亿元，同比+11.62%；归母净利 5.85 亿元，同比+45.86%。2018 年 Q3，煤+电业务归母净利仅 3.34 亿元，今年 Q3 同比+2.51 亿元，除煤价上升影响外，主要由于电解铝业务盈利有所修复。

未来“煤电铝”一体化发展思路清晰，我们认为公司煤+电业绩稳定，电解铝业务提供向上弹性。2019 年上半年，公司煤/电/铝收入占比分别为 37%/9%/53%，毛利占比分别为 66%/14%/18%，毛利率分别为 50%/42%/9%。其中煤炭由于量价均较为稳定，与电力业务一起作为公司的业绩稳定器，而从 2019 年第三季度的业绩来看，铝业可以为公司的业绩提供向上弹性。

图 5 公司煤/电/铝收入占比分别 37%/9%/53%(百万元) 图 6 公司煤/电/铝毛利占比分别 66%/14%/18%(百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

3.2. 给予公司目标价 10.66 元，首次覆盖，“买入”评级

我们假设公司 2019-21 年煤炭产量分别 4700/4700/4700 万吨，吨煤收入分别 141/139/137 元/吨，吨煤开采成本分别 78/78/78 元/吨，售电量分别 51/53/55 亿千瓦时，铝产品销量分别 86/86/86 万吨，吨铝毛利分别 1450/1450/1450 元/吨，预计公司 2019-21 年归母净利分别为 24.8/ 23.2/ 22.6 亿元，EPS 分别为 1.29/ 1.21/ 1.17 元/股，同比+22%/-6%/-3%，对应 2019 年 10 月 23 日收盘价 8.40 元，PE 分别为 6.5/ 6.9/ 7.2 倍。

我们选取中国神华、陕西煤业、兖州煤业、中煤能源、大同煤业五家动力煤龙头企业作为可比公司，采用 PE 和 PB 两种估值方法对公司进行估值。PE 法下，我们给予 2019 年可比公司的平均 PE 8.26 倍，目标价 10.66 元；PB 法下，我们给予 2019 年可比公司的平均 PB 1.11 倍，目标价 8.80 元。

考虑到公司尚有超过一半的营业收入来自铝业务，而铝行业的上市公司估值普遍高于动力煤，我们已采取了相对保守的估值。最终我们选择 PE 法给公司估值，给予公司 2019 年 8.26 倍 PE，目标价 10.66 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 2 可比公司估值（根据 2019 年 10 月 23 日收盘价）

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元/股)			PE			最新每股净资产 (元/股)	PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
002128.SZ	露天煤业	8.40	1.29	1.21	1.17	6.51	6.96	7.16	7.93	1.06
对标公司										
601088.SH	中国神华	18.04	2.17	2.13	2.15	8.31	8.47	8.39	15.96	1.13
601225.SH	陕西煤业	8.51	1.03	0.98	1.03	8.26	8.68	8.26	5.28	1.61
600188.SH	兖州煤业	10.85	1.82	1.82	1.90	5.96	5.97	5.71	11.05	0.98
601898.SH	中煤能源	4.75	0.46	0.50	0.52	10.32	9.53	9.13	7.10	0.67
601001.SH	大同煤业	4.19	0.50	0.53	0.53	8.42	7.97	7.91	3.68	1.14
对标公司平均						8.26	8.12	7.88		1.11

资料来源：公司公告，WIND，华西证券研究所（除露天煤业、中国神华、陕西煤业盈利预测根据华西证券预测外，其他公司盈利预测根据 WIND 一致预期）

4. 风险提示

4.1. 宏观经济系统性风险

宏观经济若发生系统性风险，可能造成煤价下跌超预期，进而影响公司业绩。

4.2. 电解铝或氧化铝价格波动导致铝板块业绩不达预期

公司的电解铝板块盈利波动较大，其优势在于低煤炭成本带来的低电价，利润波动主要来自于铝价和电解铝价格的波动。未来电解铝价格下行或氧化铝价格上行等波动，均可能导致铝板块业绩不达预期。

4.3. 电价下调风险

煤电标杆电价取消，采用浮动定价后，公司的煤电板块可能存在电价下行的风险。风电方面，随着平价上网的继续推行，也存在着一定的电价下行风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8229.67	19503.68	19389.45	19340.63	净利润	2037.68	2696.17	2522.25	2451.82
YoY (%)	8.45%	136.99%	-0.59%	-0.25%	折旧和摊销	765.87	1824.80	1874.80	1924.80
营业成本	4564.16	14363.84	14443.13	14480.38	营运资金变动	-989.19	277.13	42.82	18.86
营业税金及附加	945.78	1170.22	1163.37	1160.44	经营活动现金流	1792.12	5181.53	4841.80	4797.41
销售费用	28.70	56.11	55.78	55.64	资本开支	-2397.44	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	332.85	390.07	387.79	386.81	投资	-9.40	-89.15	0.00	0.00
财务费用	76.87	513.59	532.09	532.09	投资活动现金流	-2282.57	-958.99	-869.85	-869.85
资产减值损失	22.14	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	156.86	130.15	130.15	130.15	债务募资	1019.65	6764.90	0.00	0.00
营业利润	2420.87	3140.00	2937.45	2855.43	筹资活动现金流	409.27	6250.05	-532.09	-532.09
营业外收支	-36.65	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-81.18	10472.58	3439.87	3395.48
利润总额	2384.22	3140.00	2937.45	2855.43					
所得税	346.54	443.83	415.20	403.61	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2037.68	2696.17	2522.25	2451.82	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	2027.03	2480.47	2320.47	2255.68	营业收入增长率	8.45%	136.99%	-0.59%	-0.25%
YoY (%)	15.53%	22.37%	-6.45%	-2.79%	净利润增长率	15.53%	22.37%	-6.45%	-2.79%
每股收益	1.05	1.29	1.21	1.17	盈利能力 (%)				
					毛利率	44.54%	26.35%	25.51%	25.13%
					净利率	24.76%	13.82%	13.01%	12.68%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率 ROA	11.44%	5.54%	4.90%	4.53%
货币资金	1760.43	12233.01	15672.88	19068.36	净资产收益率 ROE	16.49%	16.79%	13.57%	11.66%
预付款项	163.02	513.05	515.88	517.21	偿债能力 (%)				
存货	341.33	1377.35	1384.96	1388.53	流动比率	1.84	1.78	2.09	2.39
其他流动资产	4342.33	5610.46	5577.92	5564.01	速动比率	1.70	1.61	1.91	2.22
流动资产合计	6607.11	19733.88	23151.64	26538.11	现金比率	0.49	1.10	1.41	1.72
长期股权投资	617.97	617.97	617.97	617.97	资产负债率	30.22%	49.99%	46.16%	42.95%
固定资产	6587.58	19497.71	18665.81	17783.91	经营效率 (%)				
无形资产	621.47	578.57	535.67	492.77	总资产周转率	0.51	0.62	0.42	0.40
非流动资产合计	11108.60	25064.98	24190.18	23265.38	每股指标 (元)				
资产合计	17715.72	44798.86	47341.82	49803.49	每股收益	1.05	1.29	1.21	1.17
短期借款	1748.50	6303.00	6303.00	6303.00	每股净资产	6.40	7.69	8.90	10.07
应付账款及票据	1174.69	1967.65	1978.51	1983.61	每股经营现金流	0.93	2.70	2.52	2.50
其他流动负债	673.09	2811.44	2821.29	2826.04	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3596.28	11082.09	11102.80	11112.65	估值分析				
长期借款	1733.90	3944.30	3944.30	3944.30	PE	7.95	6.50	6.95	7.15
其他长期负债	24.17	24.17	24.17	24.17	PB	1.12	1.09	0.94	0.83
非流动负债合计	1758.07	3968.47	3968.47	3968.47					
负债合计	5354.36	15050.57	15071.28	15081.12					
股本	1634.38	1634.38	1634.38	1634.38					
少数股东权益	67.24	282.93	484.71	680.86					
股东权益合计	12361.36	15056.26	17578.51	20030.33					
负债和股东权益合计	17715.72	30106.83	32649.79	35111.46					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造、出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后就职于立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源资管、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。