

中信证券研究部

核心观点



祖国鹏
首席煤炭分析师
S1010512080004

煤炭板块昨日领涨，我们认为短期较难出现持续的行情，主要是因为从目前宏观经济预期下，煤价很难显著上涨。而从长期看，板块“破净”公司众多、机构持仓比例较低等因素构成板块上涨的有利基础，板块下一轮上涨的催化剂还在于宏观经济预期的改善。

■ **板块昨日上涨主要来自于悲观情绪的修复。**2019 年二季度以来，市场对煤炭需求和煤价的预期持续悲观，叠加 10 月份港口煤价和期货价格的下跌，板块也一路走低。随着上周煤价的止跌以及期货价格的反弹，市场情绪有所恢复，也带动了部分资金对板块的关注。

■ **历史数据显示，Q4 及年初煤炭板块易现上涨，但目前上涨仍缺乏催化剂。**2009 年以来，煤炭板块“岁末年初”共出现过七次大漲行情，其中 5 次出现明显的超额收益。板块之所以此时容易上涨一方面来自于冬季旺季需求集中释放容易出现对基本面的预期差，另一方面也来自于对下一年宏观经济及政策面预期的改善。目前利于板块上涨的因素有三：“破净”公司众多、机构持仓较低以及传统的旺季因素。但由于宏观经济短期无法转暖，导致煤炭需求持续低速增长，今年的旺季效应或有所折扣，预计会压制上涨行情的出现。未来行情的催化剂还依赖于宏观经济预期的改善。

■ **四季度煤价及板块全年业绩展望：煤价环比波动不大，全年业绩仍可实现 5% 左右的增长。**目前动力煤需求好于预期，前期煤价下跌主要受高库存和贸易商悲观情绪的影响。按照短库存周期的波动频率，我们认为如果四季度旺季需求有所扩张，高库存就可得到一定程度的消化，煤价并不会出现持续下跌的情形。预计全年板块业绩还可维持 5% 左右的同比增速。

■ **风险因素：**宏观经济增速进一步放缓影响煤炭需求；安监、环保等政策放松。

■ **投资策略：**在煤价走弱的背景下，整体板块业绩还可实现小幅增长，业绩确定性较好。目前板块估值已经反映了绝大部分悲观预期，60% 的公司处于“破净”状态，股价安全边际高，但尚需宏观层面催化才可能产生有效行情。基于长期角度，可以配置估值修复空间大的低估值、高股息率标的，如阳泉煤业、兖州煤业、中煤能源、中国神华、盘江股份、陕西煤业等。

煤炭行业

评级	中性（维持）
景气趋势	煤炭→
利润增长率	0~5%YoY
估值水平	19P/E=8

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (x)			评级
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
阳泉煤业	5.1	0.82	0.87	0.82	6.22	5.86	6.22	买入
盘江股份	5.3	0.57	0.67	0.73	9.3	7.91	7.26	买入
中煤能源	4.96	0.26	0.5	0.47	19.08	9.92	10.55	买入
兖州煤业	10.68	1.61	1.78	1.86	6.63	6.0	5.74	买入
陕西煤业	8.3	1.1	1.16	1.21	7.55	7.16	6.86	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 12 日收盘价

目录

历史数据显示，煤炭板块岁末年初容易出现上涨行情	1
历史上的“岁末年初”行情通常需要政策和事件的催化才能实现	2
目前板块上涨仍缺少关键催化剂	3
目前的估值和持仓水平是板块上涨的潜在基础	3
宏观经济及行业需求预期偏弱是压制板块上涨的主要因素	5
风险因素	9
投资策略：可持续关注低估值、高股息率的优质标的	9

插图目录

图 1：中信一级煤炭指数绝对收益历史走势	1
图 2：中信一级煤炭指数超额收益历史走势	1
图 3：煤炭板块 PB 估值走势（倍）	2
图 5：2005 年以来单月煤炭板块上涨概率	3
图 6：2019 年以来中信一级行业涨跌幅（%）	4
图 7：各行业 PB（LF，倍）处于 09 年以来的位置	4
图 8：各行业相对沪深 300 的 PB（LF，倍）处于 09 年以来的位置	5
图 9：机构持仓煤炭股与煤炭板块走势对比	5
图 10：沿海六大电厂日耗及模拟（万吨）	6
图 11：2017~2019 年全国重点电厂每月日均煤耗（万吨）	6
图 12：2017~2019 年全国重点电厂绝对库存（万吨）	6
图 13：国内火电发电量（亿千瓦时）	7
图 14：三峡电站入库流量（立方米/秒）	7
图 15：沿海六大电厂日耗及模拟（万吨）	7
图 16：房地产开发投资与新开工面积增速（%）	8
图 17：全国高炉开工率	8
图 18：动力煤价格分季度预测（元/吨）	9
图 19：焦煤价格分季度预测（元/吨）	9

表格目录

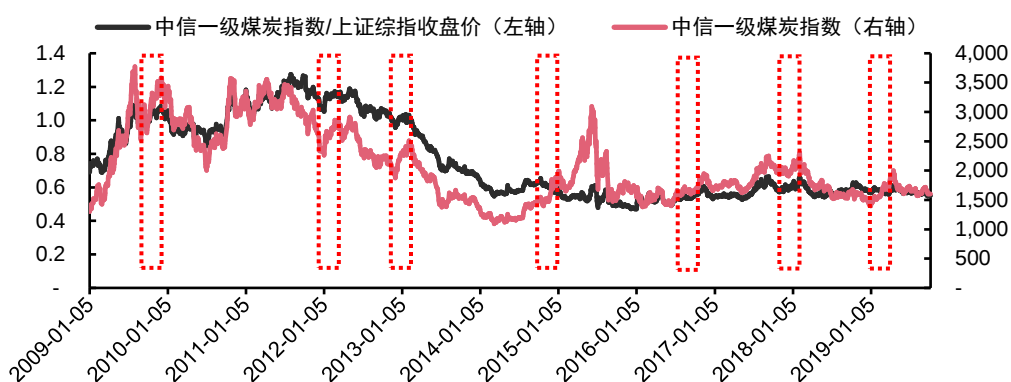
表 1：主要上市煤企 PB 估值对比（单位：亿元）	9
表 2：主要上市煤企盈利预测表	10

历史数据显示，煤炭板块岁末年初容易出现上涨行情

在每年市场中各行业经历了不同的行情走势后，到年底投资者将开始关注下一年风格切换的机会，最主要的判断基于下一年各行业的景气趋势和宏观流动性趋势。因此我们在本篇报告中将探讨 2019~2020 年的岁末年初煤炭板块是否存在异动效应。

通过梳理，2009 年以来煤炭板块岁末年初异动较多，总共出现过七次大涨行情：2009 年 10 月~12 月（最大涨幅为 35.4%），2012 年 1 月~2 月（26.5%），2012 年 12 月~2013 年 1 月（33.9%），2014 年 11 月~12 月（42.6%），2016 年 10~11 月（18.5%），2017 年 12 月~2018 年 1 月（20.4%），2019 年 1 月~2 月（27.6%）。

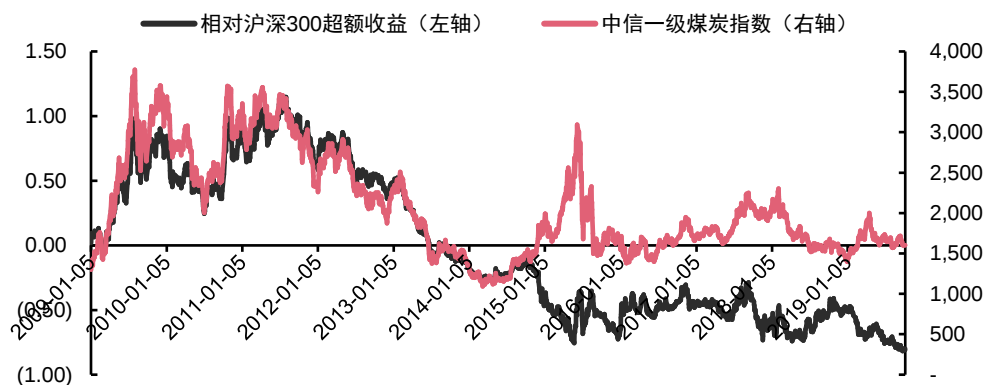
图 1：中信一级煤炭指数绝对收益历史走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

历史上，煤炭板块七次“岁末年初”行情上涨过程中，仅有 2014 年 11 月~12 月及 2019 年 1 月~2 月两次跑输沪深 300 指数，其余 5 次均有一定的超额收益，这主要还是与煤炭板块的基本面有关：2014 年底煤炭板块绝对收益主要因为牛市期间流动性因素驱动，2019 年初则由于中美贸易摩擦预期改善催化市场情绪回暖，但两次煤炭板块行情的背后市场对行业预期基本持悲观态度。

图 2：中信一级煤炭指数超额收益历史走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

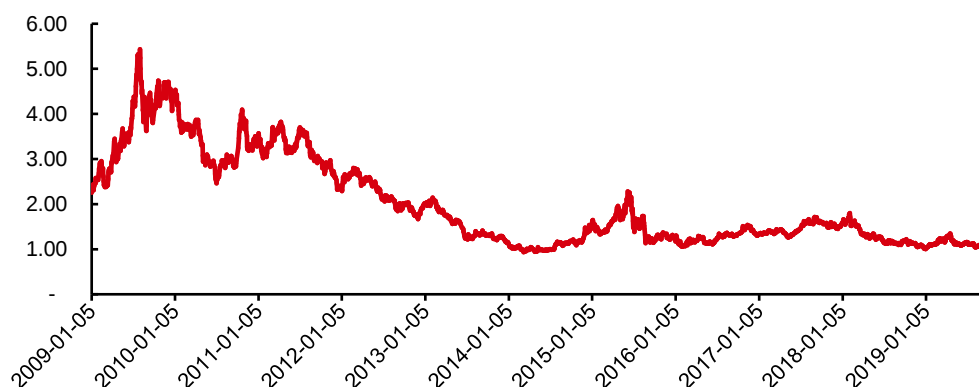
历史上的“岁末年初”行情通常需要政策和事件的催化才能实现

煤炭板块岁末年初异动核心驱动因素在于政策与事件催化，从而影响投资者对下一年的宏观流动性趋势和行业自身景气度的判断：

- 2009 年 11 月~12 月：国内四万亿投资对冲海外金融危机，宏观需求回暖，煤炭行业景气度持续向上。
- 2012 年 12 月~2013 年 1 月：为稳定国内经济下滑，政府推出基建刺激政策，市场对宏观经济及煤炭行业预期转暖。
- 2014 年 11 月~12 月：国内牛市流动性推动股票绝对收益明显。
- 2016 年 10 月~11 月：供给侧改革的去产能效应不断叠加，导致煤炭行业供给收缩明显，煤炭价格持续上涨。
- 2017 年 12 月~2018 年 1 月：南方大范围雨雪天气导致电厂日耗攀升，同时运输受阻造成电厂库存告急，煤价达到周期高点 765 元/吨。
- 2019 年 1 月~2 月：煤炭行业矿难事故造成短期内行业部分区域停产，安监政策强化，煤价淡季出现明显反弹。

在出现政策与事件催化预期后，投资者还需要考虑到板块的安全边际，这主要包括估值与基金仓位水平，以及前期板块涨跌幅情况。估值方面，投资者会比较当期煤炭板块估值与历史估值水平情况，若当期估值水平与历史估值水平相比仍有一定的上行空间，那么在政策与事件催化出现后，煤炭板块可实现一定的上涨，反之较高的估值水平则会降低投资者对煤炭板块的投资兴趣，如 2014~2015 年牛市期间煤炭板块脱离基本面的估值抬升，但超额收益持续为负。

图 3：煤炭板块 PB 估值走势（倍）

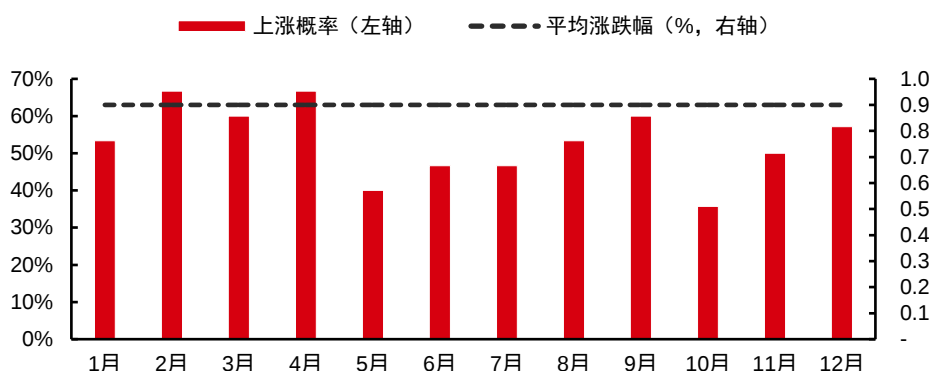


资料来源：Wind，中信证券研究部

基金仓位水平方面，政策与事件催化出现会吸引市场资金流入煤炭板块，但投资者需要权衡考虑市场上各行业的景气度来分配投资比例，若当期市场对煤炭行业的投资比例较低，那么在政策与事件催化预期出现后，市场对煤炭行业的投资比例容易出现提升，反之市场资金对煤炭行业增加投资比例的偏好相对较低（还取决于政策与事件催化的是长周期还是短周期行情）。历史上每一次煤炭板块岁末年初的上涨行情均伴随着基金持仓占比的阶段性提升。

另外，煤炭板块岁末年初行情也会受到前期板块涨跌幅因素影响。若受宏观需求下滑影响前期板块上涨较少，那么在市场博弈下一年经济预期中，作为顺周期品种，前期涨幅较少的煤炭股可能接力上涨，典型代表如 2012 年底时的板块表现。

图 4：2005 年以来单月煤炭板块上涨概率



资料来源：Wind，中信证券研究部

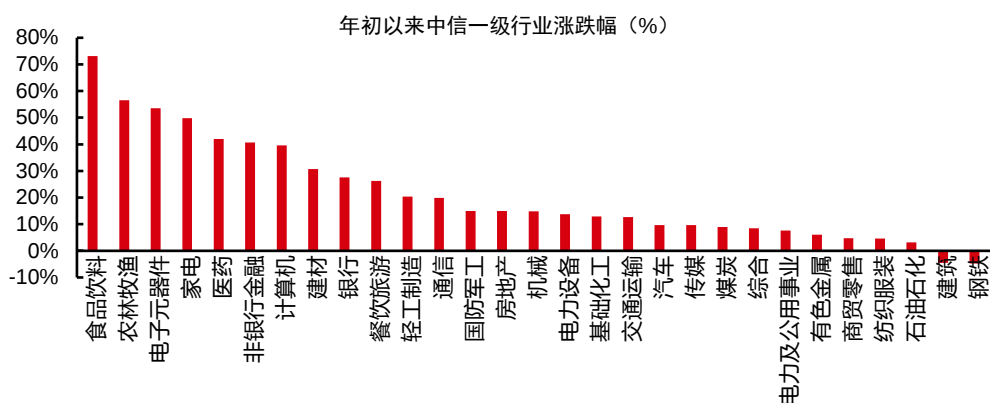
■ 目前板块上涨仍缺少关键催化剂

目前的估值和持仓水平是板块上涨的潜在基础

板块前期涨幅偏低

2019 年以来受国内宏观经济放缓及中美贸易摩擦因素影响，煤炭价格不断走低，煤炭板块收益也落后于指数。2019 年年初以来，煤炭板块收益为 8.99%，低于各板块涨幅的中位数近 6pcts

图 5：2019 年以来中信一级行业涨跌幅（%）

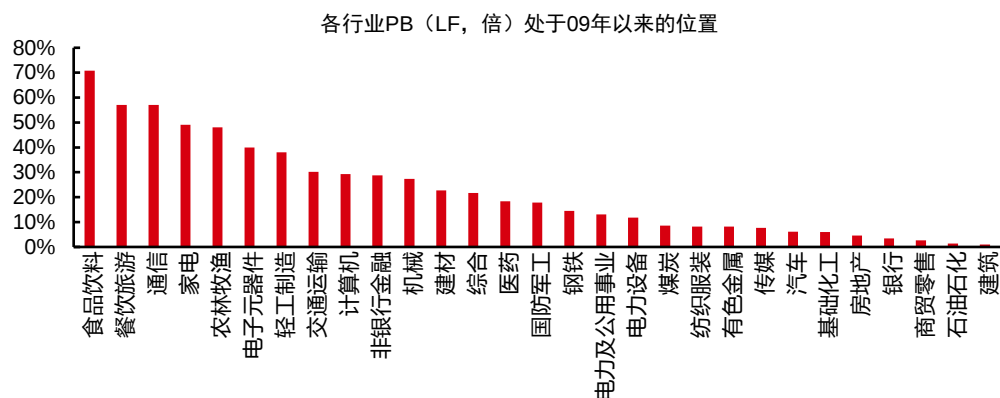


资料来源：Wind，中信证券研究部

估值处于历史低位

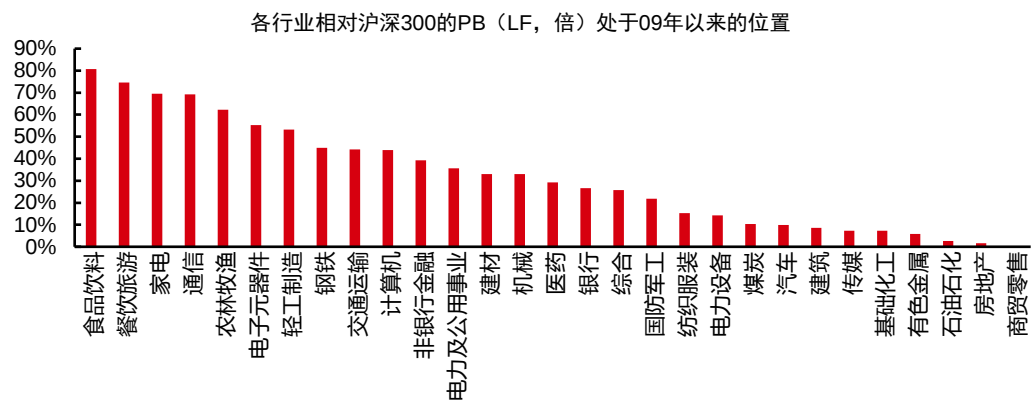
从估值角度看煤炭板块估值处于历史较低水平，以目前 PB（LF）估值为基准，煤炭板块的绝对估值和相对估值（相对沪深 300）处于 2009 年以来由低到高的 10%以内，在中信 29 个一级子行业中均处于由低到高的前 40%分位。因此，从历史估值分为情况，未来煤炭股的 P/B 估值水平下行空间有限，估值水平在适当的催化剂下具备较大的上行空间。

图 6：各行业 PB（LF，倍）处于 09 年以来的位置



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：各行业相对沪深 300 的 PB（LF，倍）处于 09 年以来的位置



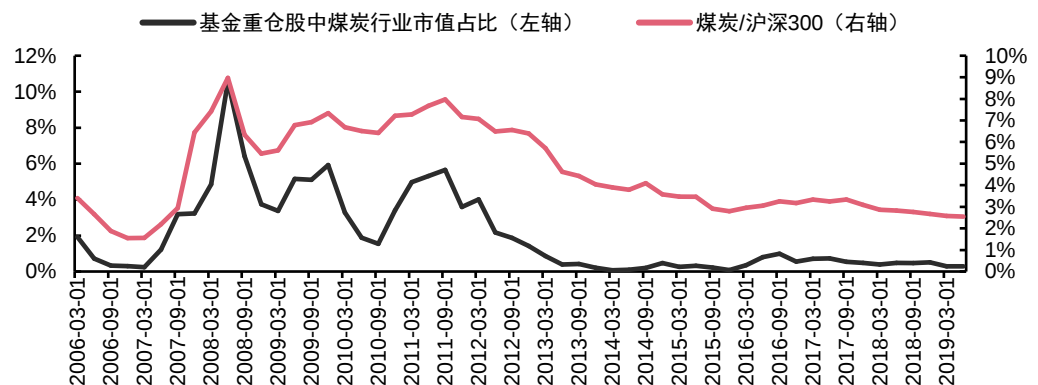
资料来源：Wind，中信证券研究部

机构持仓比例较低

截至 2019 年三季度，煤炭板块机构持仓比例为 0.28%，处于 2006 年以来由低到高 15% 分位，历史上基金重仓股中煤炭持仓比例也与煤炭板块占沪深 300 市值比例走势基本一致。

因此，未来很难出现资金大幅卖出煤炭股的情形，而相对小规模的资金流入即可对板块行情带来明显的提振效应。

图 8：机构持仓煤炭股与煤炭板块走势对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

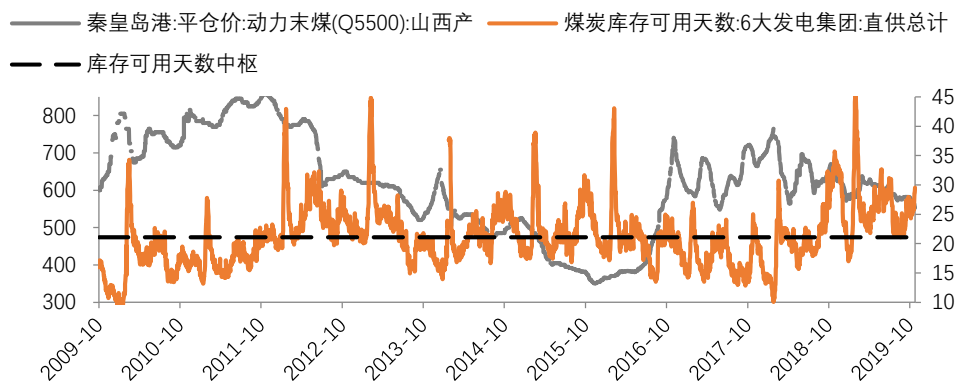
宏观经济及行业需求预期偏弱是压制板块上涨的主要因素

动力煤需求压力有所减轻，但目前需求难支撑煤价显著上涨

经过前段时间港口煤价的连续下跌，目前看短期影响煤价下跌的因素陆续出现好转。目前行业基本面呈现的特征如下：从供给角度看，产量增速并未加快，供给没有出现进一步的宽松。需求角度看，电厂煤耗的同比增速依然好于上半年，主要是从 9 月份开始水电出力出现了明显的下降。从数据看，影响煤价下跌的主要因素还是高库存。那么库存压力是否会进一步造成煤价下跌？

先从总体节奏看，沿海六大电厂库存可用天数的历史数据显示，库存周期的变化比较短，较高的极值库存可以在短期内消化，这主要取决于需求的变化。从沿海六大电厂库存可用天数观察，近 10 年库存可用天数的中枢是 21.09 天，2016 年~2017 年是明显的低库存阶段，而 2018 年初就开始就进入了高库存阶段（高于历史中枢阶段），但这并没有影响 2018 年煤价的上涨。目前的库存可用天数虽然位于高库存区间，但依然低于去年同期水平，对比去年同期以来煤价波动的节奏，并不意味着煤价是持续大幅下跌的走势。

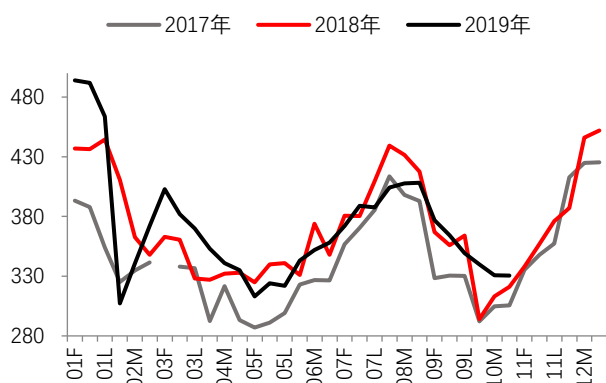
图 9：沿海六大电厂日耗及模拟（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

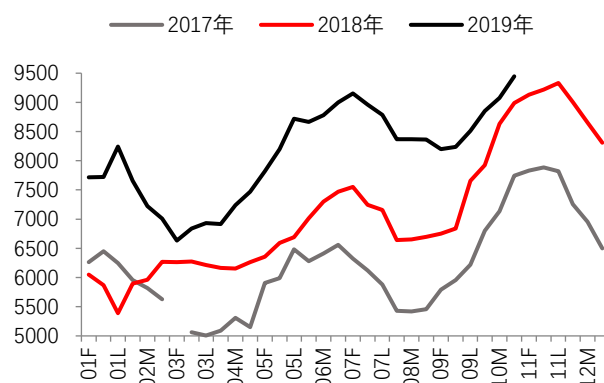
从具体的库存数据分析，目前的库存压力同比并没有显著增加。按照全国重点电厂的数据统计，10 月以来的日耗水平同比高于过去两年的水平，较 2018 年同比增长近 3%，显示四季度以来日耗并不弱。绝对库存水平虽然在 10 月下旬创出了年内新高，达到 9446 万吨，较去年同期增长不到 5%。对照日耗的增速，相当于相对的库存天数增长不足 2%。所以从同比的情况看，库存累积尚不足以成为巨大的负面压力。但是关键的因素在需求，如果需求同比可持续扩张，库存的消化会加快，煤价压力有望减轻。

图 10：2017~2019 年全国重点电厂每月日均煤耗（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：2017~2019 年全国重点电厂绝对库存（万吨）

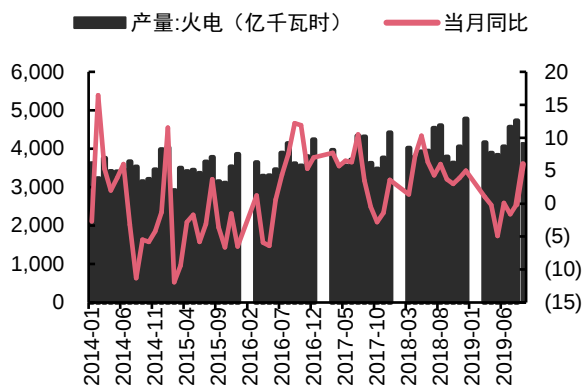


资料来源：Wind，中信证券研究部

从下游六大电厂的煤耗数据看，日耗改善也较为明显，显著好于全国重点电厂的情况。9 月份开始沿海六大电厂平均日耗同比止跌转正，10 月份平均日耗为 61.49 万吨，同比增

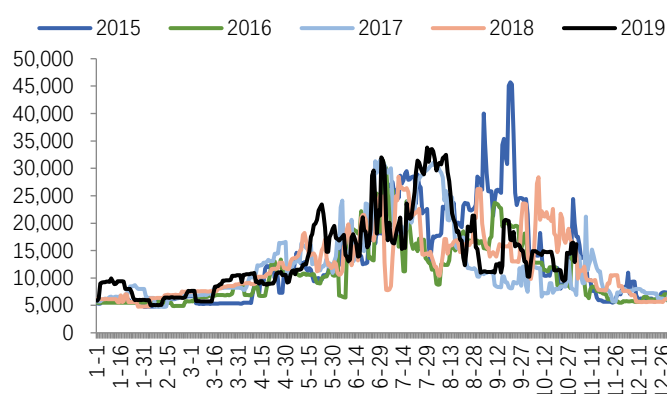
长 19.29%。与此同时，电厂库存也并未回到年内的高点，后续若用电需求进一步扩张，沿海电厂的采购还会恢复，预计对北方港口需求会形成有利支撑。

图 12：国内火电发电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind，中信证券研究部

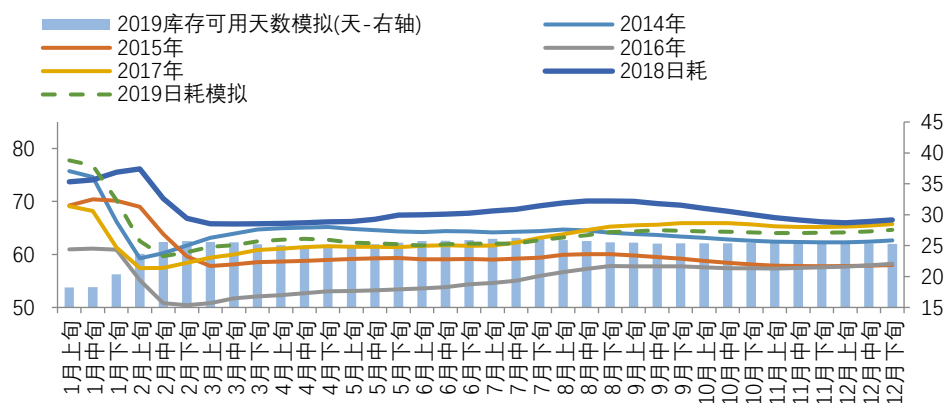
图 13：三峡电站入库流量（立方米/秒）



资料来源：Wind，中信证券研究部

展望年内，我们判断水电结构性挤压会继续减弱，火电发电增速会有小幅改善，加之冬季旺季效应，动力煤需求会出现阶段性回暖。我们利用沿海六大电厂的数据外推，沿海六大电厂全年的耗煤增速同比降幅或落至 6.5% 以内，较前三季度降幅超过 7% 的状态有一定改善。如果考虑东南沿海省份减煤及外调电因素，预计全国火电发电量同比还可实现 0.5~1% 左右的增长。

图 14：沿海六大电厂日耗及模拟（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

近期影响动力煤价的因素除了供需层面之外，还有煤电博弈的因素，为了在即将到来的年度煤电合同谈判中居于有利地位，下游企业通常会刻意减缓采购，压制煤价。因此，目前低迷的煤价还有博弈的因素在。但预计在 11 月下旬，煤电双方签约形势逐步明朗后，对煤价的压制作用也将减弱。

对于中小用户和贸易商而言，市场情绪也还会影响短期煤价。持续下跌的煤价会导致市场出现观望和恐慌情绪，贸易商的出货也会加快，容易形成“降价—出货—降价”的

负向循环。另一方面，期货价格波动也在一定程度上影响到了现货定价，导致市场对远期价格的悲观，如果期货价格再度下跌，则可能会引发更多的中小贸易商降价“甩货”预期。

综上分析，我们认为，短期煤价下跌趋势持续的时间有限，在需求季节性扩张的背景下，高库存会得到一定的消化；同时，国内煤价下跌后，进口煤价格优势在逐步缩小，加之进口政策也在调整，进口煤的边际冲击也不会进一步扩大。煤电博弈和市场情绪等因素的影响也会在时间的推移下逐步转变。因此，影响短期煤价下跌的因素在 11 月中下旬开始有望淡化，煤价寻底之后大概率会有一定幅度的反弹。不过从目前的需求情况看，煤价向上的弹性较弱，旺季效应即便出现，料也很难驱动煤价大涨。

“双焦”四季度基本面或波动有限，明年 Q1 价格压力较大

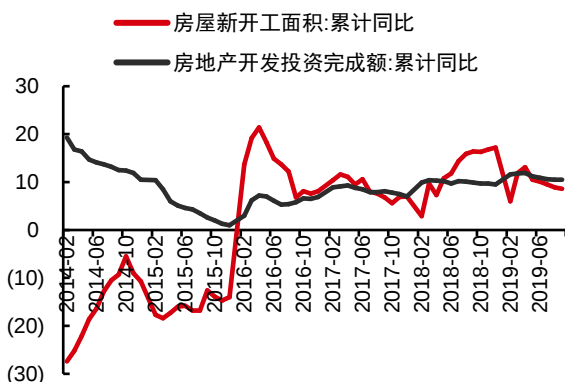
2019 年前三季度在下游房地产开发投资维持高位的带动下，房屋新开工面积增速止跌回升，加之环保限产力度减弱，整个黑色产业链开工率显著提升。粗钢产量今年前 9 个月产量为 7.48 亿吨，同比增长 8.4%。高速增长的产量也压制了黑色产业链的价格，钢铁价格今年以来整体呈下跌的走势，而焦炭价格跟随钢铁价格在 2~3 季度也经历了明显的下滑。

目前焦炭的利润在盈亏平衡线附近波动，价格四季度继续下跌的概率较小。而钢铁供需双向或都有季节性收缩的可能，因此预计钢价短期也不会出现大幅震荡。焦煤可能由于利润传导的滞后性，价格或出现较小幅度的下跌。

而 2020 年由于春节较早，因此下游停工时间也较早，年初的黑色产业链需求或更加疲弱，价格压力可能较大。

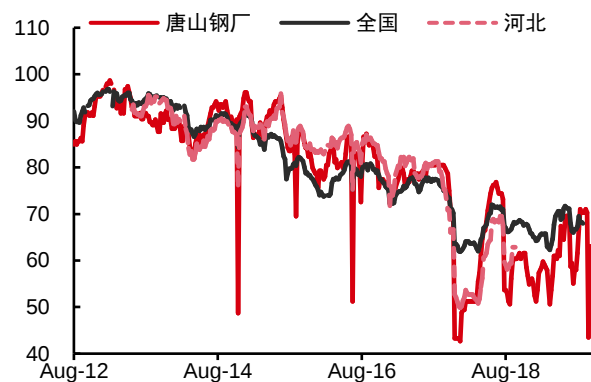
中长期看，今年以来地产投资高增长的趋势或难以维持，根据我们之前的推演，2020 年开始新开工面积增速将逐步下滑，连带钢材和“双焦”的需求增速或进一步放缓。

图 15：房地产开发投资与新开工面积增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

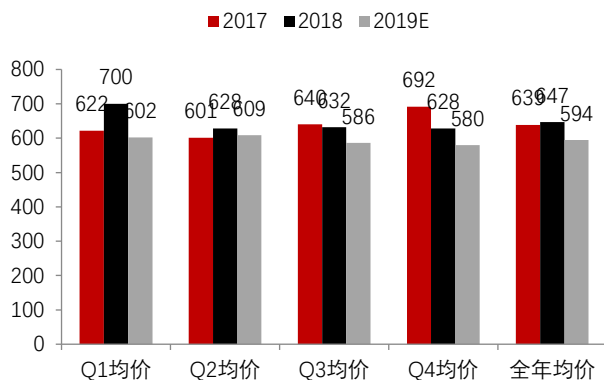
图 16：全国高炉开工率



资料来源：Wind，中信证券研究部

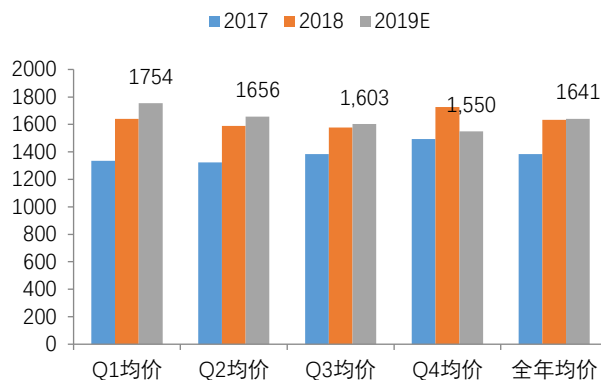
因此，在目前的宏观预期下，煤炭需求和煤价预期很难出现扩张的逻辑，也就导致板块投资缺乏催化剂，公司有估值修复的基础，但行情启动还缺少关键的催化剂，需要宏观预期的系统性转暖。

图 18：动力煤价格分季度预测（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 19：焦煤价格分季度预测（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

风险因素

宏观经济增速放缓，固定资产投资增速继续下滑，影响煤炭需求；

进口、环保监管因素放松，产能进一步宽松压制煤价。

投资策略：可持续关注低估值、高股息率的优质标的

从估值角度看，目前高达 60% 的上市公司对应的 P/B 估值在 1 倍以下，属于历史上最高的“破净”比例。如果从 P/E 角度看，目前板块整体的估值水平仅为 8x 左右。从相对估值水平来看，无论是 PE 还是 PB，煤炭板块均具备明显的估值优势。

表 1：主要上市煤企 PB 估值对比（单位：亿元）

证券代码	证券简称	市值	归母净资产	2019 三季报对应 P/B
600348.SH	阳泉煤业	123	226	0.54
601898.SH	中煤能源	570	976	0.58
601666.SH	平煤股份	88	139	0.64
600123.SH	兰花科创	70	108	0.65
600188.SH	兖州煤业	437	665	0.66
600157.SH	永泰能源	173	239	0.72
600997.SH	开滦股份	81	112	0.72
000552.SZ	靖远煤电	55	76	0.72
601101.SH	昊华能源	63	85	0.74
000780.SZ	*ST 平能	29	38	0.75
601699.SH	潞安环能	199	262	0.76
600121.SH	郑州煤电	27	34	0.78
600971.SH	恒源煤电	64	82	0.78
000983.SZ	西山煤电	176	212	0.83
601015.SH	陕西黑猫	50	56	0.88

证券代码	证券简称	市值	归母净资产	2019 三季报对应 P/B
600740.SH	山西焦化	99	106	0.94
601088.SH	中国神华	3389	3,469	0.98
002128.SZ	露天煤业	155	158	0.98
600758.SH	红阳能源	54	55	0.98
601001.SH	大同煤业	69	64	1.08
600985.SH	淮北矿业	198	183	1.08
600403.SH	大有能源	97	86	1.13
601918.SH	新集能源	87	73	1.18
600395.SH	盘江股份	88	71	1.24
600408.SH	*ST 安泰	21	16	1.29
601225.SH	陕西煤业	830	564	1.47
600397.SH	*ST 安煤	20	8	2.64
000723.SZ	美锦能源	317	80	3.96

资料来源：Wind，中信证券研究部 *市值对应 2019 年 11 月 12 日

在煤价走弱的背景下，整体板块业绩还可实现小幅增长，业绩确定性较高。目前板块估值已经反映了绝大部分悲观预期，过半数公司处于“破净”状态，股价安全边际高，但还需要宏观层面的催化才有可能产生有效行情。基于长期角度，可以配置估值修复空间大的低估值、高股息率标的，如阳泉煤业、兖州煤业、中煤能源、中国神华、盘江股份、陕西煤业等。

表 2：主要上市煤企盈利预测表

简称	当前股价(元)	目标价(元)	评级	EPS(元每股)				P/E(x)			
				18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E
兖州煤业	10.68	14	买入	1.61	1.78	1.86	1.87	7	6	6	6
阳泉煤业	5.1	7.36	买入	0.82	0.87	0.82	0.87	6	6	6	6
山西焦化	6.56	10.5	买入	1.21	1.05	1.34	1.33	5	6	5	5
盘江股份	5.3	6.7	买入	0.57	0.67	0.73	0.78	9	8	7	7
上海能源	8.99	13.81	买入	0.92	0.92	1.28	1.54	10	10	7	6
陕西煤业	8.3	11.20	买入	1.10	1.16	1.21	1.25	8	7	7	7
平煤股份	3.74	5.52	买入	0.30	0.46	0.51	0.54	12	8	7	7
潞安环能	6.65	17.4	买入	0.89	0.92	1.14	1.36	7	7	6	5
西山煤电	5.6	7.92	买入	0.57	0.66	0.78	0.83	10	8	7	7
露天煤业	8.05	11.7	买入	1.24	1.32	1.40	1.41	6	6	6	6
中煤能源	4.96	7.36	买入	0.26	0.50	0.47	0.49	19	10	11	10
开滦股份	5.1	7.20	买入	0.86	0.89	1.07	1.01	6	6	5	5
兰花科创	6.1	12	买入	0.95	1.00	1.20	1.10	6	6	5	6
冀中能源	3.46	5.79	买入	0.25	0.26	0.33	0.37	14	13	10	9
恒源煤电	5.32	7.05	买入	1.22	0.87	1.02	1.09	4	6	5	5
宝泰隆	4.16		增持	0.21	0.33	0.46	0.58	20	13	9	7
山煤国际	7		增持	0.11	0.46	0.49	0.51	64	15	14	14
新集能源	3.34		增持	0.10	0.42	0.57	0.67	33	8	6	5
美锦能源	7.73		增持	0.44	0.30	0.41	0.45	18	26	19	17
郑州煤电	2.19		增持	0.15	0.14	0.17	0.19	15	16	13	12

简称	当前股	目标价	评级	EPS(元每股)					P/E(x)		
昊华能源	5.25		增持	0.60	0.66	0.77	0.80	9	8	7	7
大同煤业	4.13		增持	0.39	0.49	0.56	0.61	11	8	7	7
红阳能源	4.1		增持	0.09	0.11	0.13	0.14	46	37	32	29
神火股份	4.58		增持	0.13	0.11	0.30	0.61	35	42	15	8

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 *股价对应 2019 年 11 月 12 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）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。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。