

2020年09月27日

# 全国炼焦煤龙头，精煤价格高度稳定

## 西山煤电 (000983)

### 报告摘要

西山煤电是全国最大的焦煤集团旗下的主要煤炭上市平台，焦煤煤种齐全，集团在焦煤方面的定价权较强，精煤价格稳定性显著高于行业平均，竞争优势将长期持续。

► **公司是全国炼焦煤龙头，煤炭业务近三年毛利占比接近95%，其中尤以炼焦精煤的售价和毛利较高，精煤销量接近总销量的一半，且价格稳定性显著高于行业平均水平。**

公司地处山西，当前产能3080万吨/年，是国内炼焦煤龙头企业，包含部分稀缺煤种。三大业务板块为煤炭、焦化、电力，其中煤炭收入占比在50-60%之间，毛利润占比维持在80%以上，近三年占比接近95%，煤炭是公司最主要的毛利润来源。

公司煤炭以炼焦精煤和动力煤两大类为主，其中精煤销量占比近三年保持在46-47%之间。供给侧改革后，公司的吨煤收入和吨煤成本保持在稳定的水平，其中精煤价格较高，是公司利润的主要贡献点，且精煤价格的稳定性显著高于行业平均，

► **未来增量方面，上市公司尚有在建煤矿180万吨/年，预计未来两年将贡献产量增长；集团层面，大股东焦煤集团合并山煤集团，煤炭资源及综合实力进一步增强。**

上市公司体内目前有在建矿井2处，分别为光道煤业和圪堆煤业，合计产能180万吨/年，2020年8月10日，光道煤业已通过验收，圪堆煤业也进入项目建设尾声，预计将于2022年投产，未来两年公司产能增量占现有产能的约6%。公司主要在建工程还有已近尾声的奥隆水泥厂/华通水泥-新建水泥项目。

大股东焦煤集团体外尚有产能6540万吨/年，同时2020年上半年，焦煤集团吸收合并山煤集团，山煤集团在产+在建煤炭产能3660万吨/年，未来公司在集团煤炭资源方面后继丰富。

► **预计2020-22年归母净利润分别为16.4/18.4/20.7亿元，同比-4%/+12%/+12%，首次覆盖给予“增持”评级。**

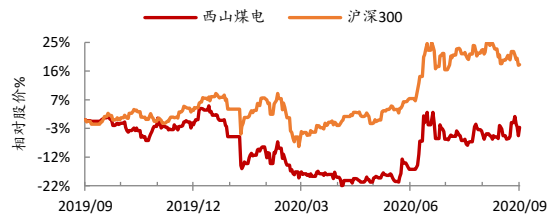
我们假设公司2020-22年煤炭销量分别为2356/2589/2758万吨（同比分别-6%/+10%/+7%），吨煤收入分别为646/641/641元/吨（同比分别-4%/-1%/0%），吨煤成本分别为276/276/276元/吨（同比-1%/0%/0%），我们预测公司2020-22年归母净利为16.4/18.4/20.7亿元，同比分别-4%/+12%/+12%，EPS分别为0.40/0.45/0.51元/股，对应2020年9月25日收盘价4.34元，PE分别为11/10/9倍。

考虑到公司的焦煤价格稳定性显著高于行业平均水平，且在煤种丰富性和集团定价权方面将具有持续优势，同时未来仍有增量产能，集团合并山煤后煤炭资源进一步增加，当前PB

### 评级及分析师信息

评级：增持  
上次评级：首次覆盖  
目标价格：  
最新收盘价：4.34

股票代码：000983  
52周最高价/最低价：6.18/3.73  
总市值(亿)：177.79  
自由流通市值(亿)：177.79  
自由流通股数(百万)：4,096.56



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：

仅 0.83 倍，低于行业中位数 0.89 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

### 风险提示

宏观经济系统性风险；公司煤炭产销量低于预期；在建工程投产不及预期；集团资源整合进度低于预期等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,271	32,955	31,311	32,685	33,767
YoY (%)	12.6%	2.1%	-5.0%	4.4%	3.3%
归母净利润(百万元)	1,802	1,710	1,641	1,842	2,070
YoY (%)	14.9%	-5.1%	-4.0%	12.2%	12.4%
毛利率 (%)	31.8%	31.9%	29.9%	31.0%	31.8%
每股收益 (元)	0.44	0.42	0.40	0.45	0.51
ROE	9.1%	8.4%	7.2%	7.6%	8.0%
市盈率	12.48	14.68	10.83	9.65	8.59

资料来源：公司公告，WIND，华西证券研究所

## 正文目录

1. 全国炼焦煤龙头，供给侧改革后精煤价格稳定性超预期.....	4
1.1. 公司在产产能 3080 万吨/年，在建产能 180 万吨/年.....	4
1.2. 煤炭是公司利润主要贡献点，近三年毛利润占比接近 95%.....	5
1.3. 炼焦精煤售价较高，且精煤价格稳定性显著高于行业平均.....	6
1.4. 2020 上半年，销量及煤价下降导致公司业绩下降.....	7
2. 在建矿井+在建水泥厂进入尾期，为公司提供增长空间.....	8
3. 焦煤集团合并山煤，公司预计为集团主要煤炭上市平台.....	8
4. 盈利预测及估值.....	9
4.1. 预计 2020-22 年归母净利 16.4/18.4/20.7 亿元.....	9
4.2. 焦煤价格较行业更稳定，首次覆盖给予“增持”评级.....	9
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1 西山煤电上市以来股价走势及重大事项.....	5
图 2 煤炭、焦化、电力业务提供 90%以上收入.....	5
图 3 近三年煤炭业务毛利占比近 95%.....	5
图 4 公司煤炭业务毛利率维持在 55%左右，是毛利率最高的板块.....	6
图 5 公司精煤及动力煤销量及占比.....	7
图 6 公司吨煤收入/成本/毛利走势.....	7
图 7 公司各类炼焦精煤售价走势.....	7
图 8 公司各类动力煤售价走势.....	7
图 9 西山煤电股权结构图.....	9

表 1 公司在产产能 3080 万吨/年，在建产能 180 万吨/年.....	4
表 2 截止 2019 年末西山煤电主要在建工程.....	8

## 1. 全国炼焦煤龙头，供给侧改革后精煤价格稳定性超预期

公司地处山西，当前产能 3080 万吨/年，公司煤种丰富，包含焦煤、贫煤、瘦煤、肥煤、贫瘦煤、气煤等，是国内炼焦煤龙头企业。

### 1.1. 公司在产产能 3080 万吨/年，在建产能 180 万吨/年

公司地处山西省太原市，成立于 1999 年，2000 年在深交所上市，是国内炼焦煤龙头企业。目前公司业务主要涉及三个板块，分别是煤炭、焦化、电力。

公司主要开采的煤田地处国家大型煤炭规划基地的山西省太原、吕梁地区，具有天然的炼焦煤资源优势。目前公司煤炭品种包括主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤和贫煤等，具有硫份低、粘结性强和发热值稳定等特点，是大型炉焦用煤的理想原料，其母公司山西焦煤集团是我国目前规模最大品种最全的炼焦煤生产企业

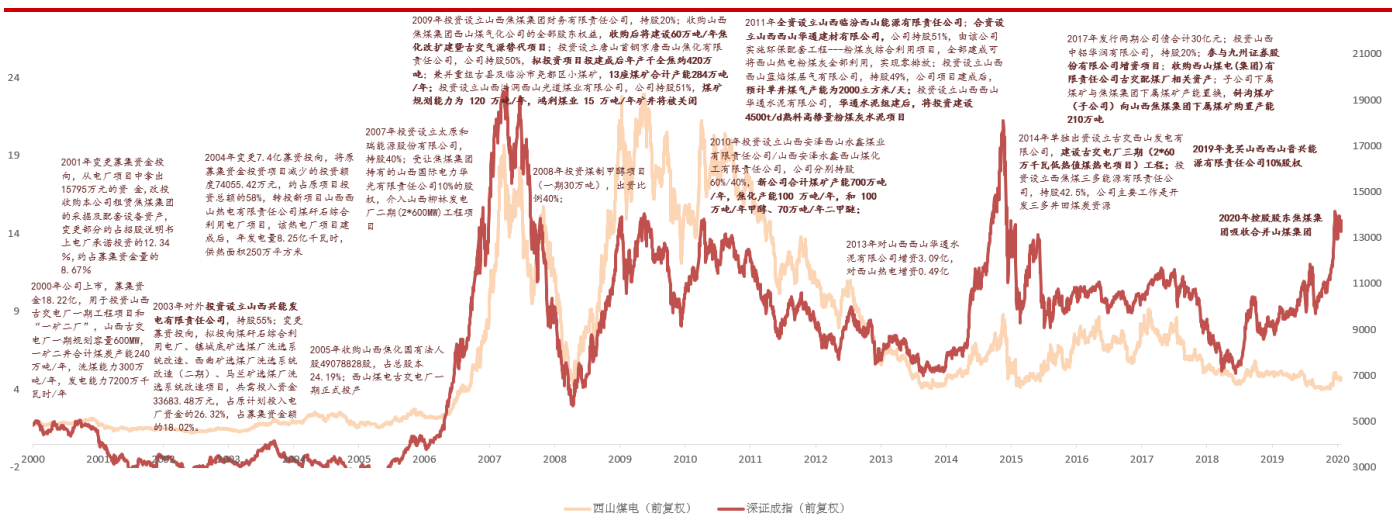
截止 2020 年 3 月，公司拥有在产矿井 9 座，煤炭资源储量 40.40 亿吨，可采储量 21.05 亿吨，在产产能 3080 万吨/年，在建产能 180 万吨/年。2019 年，公司原煤产量 2889 万吨，同比 2018 年的 2745 万吨增长 5%；商品煤销量 2517 万吨，同比 2018 年的 2561 万吨略降 2%。

表 1 公司在产产能 3080 万吨/年，在建产能 180 万吨/年

	主要矿区	可采储量 亿吨	产能 万吨/年	可采年限 年	煤种
在产	西铭矿	1.25	360	24.8	贫煤、贫瘦煤、瘦煤
	西曲矿	1.60	400	28.5	焦煤、瘦煤
	镇城底矿	0.98	190	36.7	焦煤、肥煤
	马兰矿	6.00	360	119.1	焦煤、肥煤、瘦煤、贫煤
	兴县斜沟矿	10.46	1500	49.8	气煤、1/2 中粘煤、1/3 焦煤
	登福康矿	0.21	60	25.0	焦煤
	生辉煤矿	0.16	90	12.6	肥煤
	义城煤业	0.04	60	5.2	焦煤
	鸿兴煤业	0.11	60	12.9	1/3 焦煤
	<b>在产合计</b>	<b>20.80</b>	<b>3080</b>		
在建	光道煤业	0.20	120		
	圪堆煤业	0.05	60		
	<b>在建合计</b>	<b>0.24</b>	<b>180</b>		
<b>合计</b>	<b>21.05</b>	<b>3260</b>			

资料来源：公司公告、债券评级报告、华西证券研究所

图1 西山煤电上市以来股价走势及重大事项

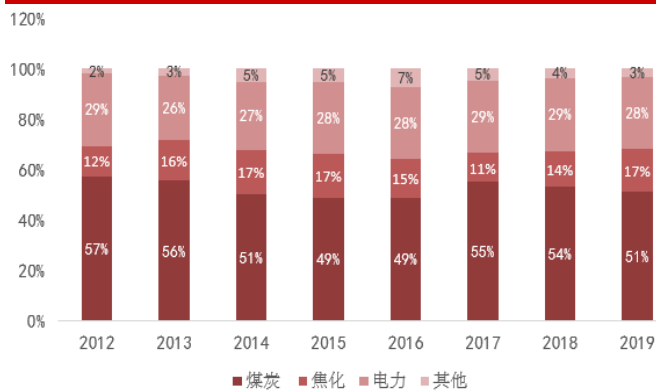


资料来源：Wind、公司公告、华西证券研究所

## 1.2.煤炭是公司利润主要贡献点，近三年毛利润占比接近95%

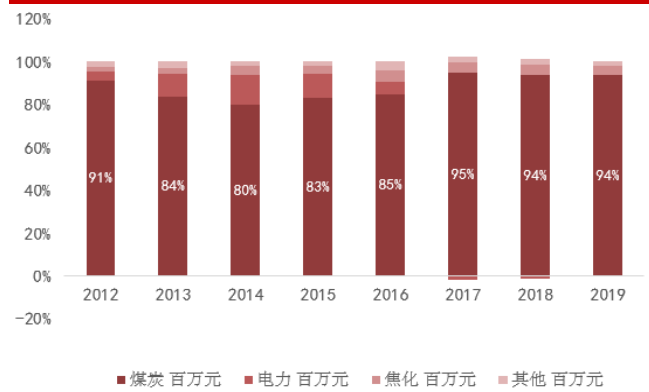
公司实行“煤焦电”业务协同发展策略，主要业务板块为煤炭、焦化、电力，三大板块业务合计收入占比在90%以上，其中煤炭占比在50-60%之间，是公司主要收入来源。公司煤炭业务毛利率最高，在50%以上，煤炭业务毛利润占比维持在80%以上，近三年占比接近95%，是公司最主要的毛利润来源。

图2 煤炭、焦化、电力业务提供90%以上收入



资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

图3 近三年煤炭业务毛利占比近95%

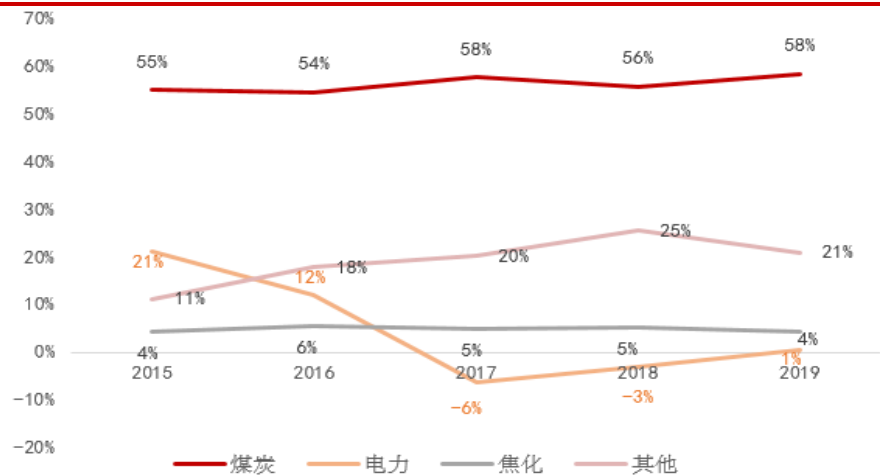


资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

公司焦化业务的运营主体为山西西山煤气化有限公司（以下简称“西山煤气化”）和唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司（以下简称“京唐焦化”）。截至2020年3月末，公司拥有540万吨/年的焦炭产能。

近年来受产品结构及环保政策趋严等因素影响，公司焦炭业务未能实现满产，2017-19年公司焦炭产量分别为431/438/433万吨，销量分别为424/448/432万吨，产能利用率约为80%，公司焦化产品产销量整体保持稳定，毛利率亦基本保持稳定。

图4 公司煤炭业务毛利率维持在55%左右，是毛利率最高的板块



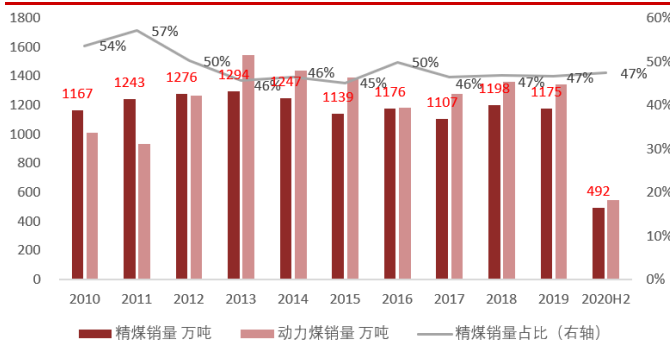
资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

电力板块方面，截至2020年3月末，公司总装机容量为447万千瓦。公司电厂运行所用燃煤约80%由公司及山西焦煤内部单位供应，可以保证供应的充足和稳定。2019年及2020年上半年，公司单位售电煤耗呈不断下降态势，发电分部毛利率有所提高。

### 1.3. 炼焦精煤售价较高，且精煤价格稳定性显著高于行业平均

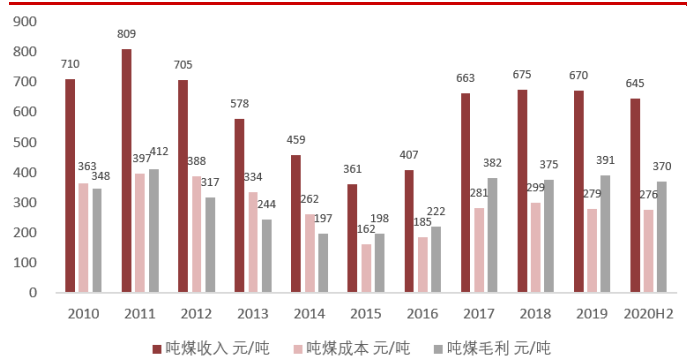
公司煤炭以炼焦精煤和动力煤两大类为主，其中精煤销量的占比近三年保持在46-47%之间。供给侧改革后，公司的吨煤收入和吨煤成本保持在稳定的水平，2017-19年及2020年上半年，公司的吨煤收入分别为663/675/670/645元/吨，吨煤成本分别为382/375/391/370元/吨，吨煤毛利分别为281/299/279/276元/吨。

图5 公司精煤及动力煤销量及占比



资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

图6 公司吨煤收入/成本/毛利走势

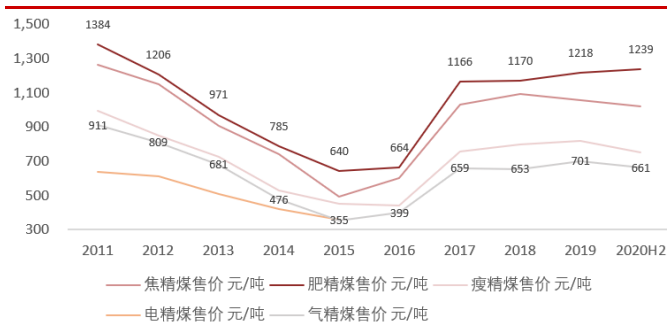


资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

公司的炼焦精煤主要包括焦精煤、肥精煤、瘦精煤和气精煤，2019年销量分别为217/365/202/391万吨，精煤销量合计1175万吨，煤价分别为1058/1218/819/701元/吨。公司的动力煤主要包括洗混煤、原煤、煤泥，2019年销量分别为1037/222/83万吨，动力煤销量合计1342万吨，煤价分别为481/285/118元/吨。

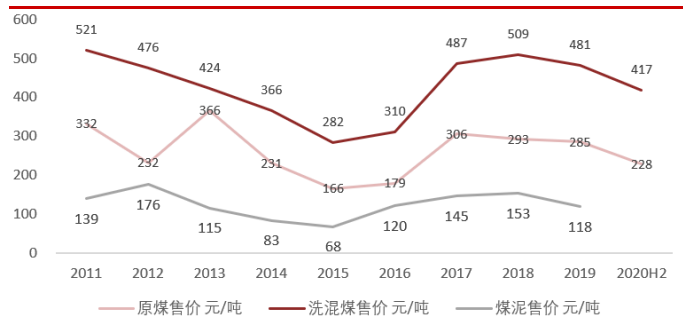
根据WIND，2017-19年及2020年上半年，山西主焦煤(A<10.5%,V:20-24%,S<1%,G>75%,Y:12-15,Mt:8%,吕梁产)市场价的均价分别为1399/1615/1587/1276元/吨，2019年/2020年上半年的同比增速分别为-2%/-23%。而由图7可知，西山煤电的精煤价格在供给侧改革之后基本保持稳定，尤其是2020年上半年，在全行业焦煤价格整体明显下滑的情况下，公司的精煤价格保持了超预期的高度稳定。

图7 公司各类炼焦精煤售价走势



资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

图8 公司各类动力煤售价走势



资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

### 1.4. 2020 上半年，销量及煤价下降导致公司业绩下降

根据西山煤电2020年中报，公司上半年实现营业收入141.5亿，同比-16%，归母净利润10.84亿，同比-15%。

公司2020年上半年实现毛利润43亿，同比-22%，其中煤炭业务实现毛利润38亿，同比-25%。2020上半年煤炭业务毛利率为57%，同比-0.6%，基本保持不变，

公司商品煤销量 1038 万吨，同比-20%；商品煤平均售价 645 元/吨，同比-5%，吨煤成本 276 元/吨，同比-3.6%，吨煤毛利 369 元/吨，同比-6%。公司上半年毛利润下降主要因为商品煤销量下降和煤价下跌，其中煤价下跌主要由于动力煤价格下跌。

2020 年上半年公司期间费用（含研发费用）22 亿元（期间费用率 15.7%），同比-25%，主要减少来自于销售费用，公司利润总额 15.9 亿元，同比-18%。公司期间费用显著降低，使得公司利润总额降幅小于毛利润降幅，归母净利润降幅亦较小。

## 2.在建矿井+在建水泥厂进入尾期，为公司提供增长空间

公司目前有在建矿井 2 处，分别为光道煤业和圪堆煤业，合计产能 180 万吨/年，可采储量 2450 万吨，2020 年 8 月 10 日，光道煤业已通过验收，圪堆煤业也进入项目建设尾声，预计将于 2022 年投产，未来两年公司将获得 180 万吨/年的产能增量，占现有产能的约 6%。

此外公司主要在建工程还有奥隆水泥厂/华通水泥-新建水泥项目，工程累计投入占总预算比分别为 99%/77%，均已进入项目中后期阶段，未来投资规模不大。

表 2 截止 2019 年末西山煤电主要在建工程

项目名称	计划总投资 亿元	已完成投资额 亿元	累计投入占预算比
奥隆水泥厂	12.90	13	99%
华通水泥-新建水泥项目	12.41	10	77%
合计	25.31	180	

资料来源：Wind、跟踪评级报告、华西证券研究所

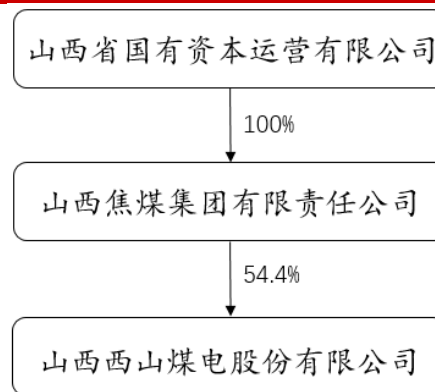
## 3.焦煤集团合并山煤，公司预计为集团主要煤炭上市平台

公司控股股东为山西焦煤集团有限责任公司（简称“焦煤集团”），是山西省七大煤企之一。焦煤集团旗下共有三家上市公司，分别为西山煤电、南风化工、山西焦化，西山煤电是焦煤集团合并山煤集团之前旗下唯一煤炭上市企业。

根据焦煤集团债券募集说明书，截止 2020 年 3 月，焦煤集团焦炭产能 1180 万吨/年，煤炭资源储量 216.96 亿吨，可采储量 114.22 亿吨，核定产能 10045 万吨/年，集团除西山煤电以外公司煤炭产能 6540 万吨/年，分别为汾西矿业 3350 万吨/年、霍州煤电 1790 万吨/年、华晋焦煤 1190 万吨/年以及投资公司 210 万吨/年。



图9 西山煤电股权结构图



资料来源：Wind、华西证券研究所

公司 2020 年 4 月 25 日公告，为实现山西省焦煤资源的专业化重组，山西省国有资本运营有限公司将所持有的山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团。山煤集团旗下拥有上市煤企山煤国际，煤矿资源丰富。截至 2020 年 3 月，山煤集团煤炭资源储量 25.45 亿吨，可采储量 13.43 亿吨，在产煤炭产能为 2880 万吨/年，在建产能 780 万吨/年，合计产能 3660 万吨/年。

山煤集团划为焦煤集团子公司后，焦煤集团将对原来自身煤炭资源和山煤集团煤炭资源进行整合，打造一个规模更大，更加专业化的焦煤龙头企业。西山煤电或将成为集团主要煤炭整合平台。

## 4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2020-22 年归母净利润分别 16.4/18.4/20.7 亿元，同比分别-4%/+12%/+12%，给予公司“增持”评级。

### 4.1. 预计 2020-22 年归母净利 16.4/18.4/20.7 亿元

我们假设公司 2020-22 年煤炭销量分别为 2356/2589/2758 万吨（同比分别-6%/+10%/+7%），吨煤收入分别为 646/641/641 元/吨（同比分别-4%/-1%/0%），吨煤成本分别为 276/276/276 元/吨（同比-1%/0%/0%），我们预测公司 2020-22 年归母净利润为 16.4/18.4/20.7 亿元，同比分别-4%/+12%/+12%，EPS 分别为 0.40/0.45/0.51 元/股，对应 2020 年 9 月 25 日收盘价 4.34 元，PE 分别为 11/10/9 倍。

### 4.2. 焦煤价格较行业更稳定，首次覆盖给予“增持”评级

在业绩稳定性方面，公司焦煤价格的稳定性显著高于行业平均水平，公司焦煤煤种丰富，包括部分国内稀缺焦煤，同时大股东焦煤集团是全国最大的焦煤集团，在焦煤定价权方面的优势凸显，我们认为公司未来焦煤价格将继续保持高于行业平均的稳定性。

同时，在增量方面，公司在建矿井光道煤业已在 2020 年 8 月 10 日通过验收，圪堆煤业预计 2022 年也将投产，未来两年将有 180 万吨产能增量，推动公司业绩增长。公司控股股东吸收合并山煤集团，集团煤炭资源进一步增长，整体实力亦进一步加强。

公司当前 PB 仅 0.83 倍，低于行业中位数的 0.89 倍，同时考虑公司在焦煤行业的龙头地位及高于行业平均的煤价稳定性，我们首次覆盖西山煤电，给予“增持”评级。

## 5.风险提示

宏观经济系统性风险；  
公司煤炭产销量低于预期；  
在建工程投产不及预期；  
集团资源整合进度低于预期等。

## 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	32,955	31,311	32,685	33,767	净利润	2,021	1,939	2,176	2,445
YoY (%)	2.1%	-5.0%	4.4%	3.3%	折旧和摊销	2,486	2,280	2,306	2,291
营业成本	22,450	21,935	22,557	23,045	营运资金变动	1,801	-209	281	221
营业税金及附加	1,373	1,305	1,362	1,407	经营活动现金流	7,534	4,772	5,521	5,713
销售费用	2,305	2,035	2,286	2,362	资本开支	-1,927	-1,500	-2,000	-2,000
管理费用	2,260	2,147	2,241	2,316	投资	-871	0	0	0
财务费用	839	796	782	769	投资活动现金流	-2,774	-1,432	-1,929	-1,927
资产减值损失	-436	0	0	0	股权募资	0	945	0	0
投资收益	71	68	71	73	债务募资	5,913	0	0	0
营业利润	3,076	2,913	3,268	3,673	筹资活动现金流	-4,777	-213	-1,198	-1,244
营业外收支	-41	0	0	0	现金净流量	-18	3,127	2,394	2,543
利润总额	3,035	2,913	3,268	3,673	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	1,015	974	1,093	1,228	<b>成长能力</b>				
净利润	2,021	1,939	2,176	2,445	营业收入增长率	2.1%	-5.0%	4.4%	3.3%
归属于母公司净利润	1,710	1,641	1,842	2,070	净利润增长率	-5.1%	-4.0%	12.2%	12.4%
YoY (%)	-5.1%	-4.0%	12.2%	12.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.42	0.40	0.45	0.51	毛利率	31.9%	29.9%	31.0%	31.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	6.1%	6.2%	6.7%	7.2%
货币资金	6,974	10,102	12,496	15,039	总资产收益率 ROA	2.6%	2.4%	2.6%	2.9%
预付款项	333	326	335	342	净资产收益率 ROE	8.4%	7.2%	7.6%	8.0%
存货	2,783	2,719	2,796	2,857	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	5,135	4,988	5,110	5,207	流动比率	0.66	0.80	0.90	1.00
流动资产合计	15,225	18,135	20,738	23,445	速动比率	0.53	0.67	0.76	0.86
长期股权投资	2,990	2,990	2,990	2,990	现金比率	0.30	0.45	0.54	0.64
固定资产	28,419	28,796	28,646	28,507	资产负债率	64.5%	61.8%	60.5%	59.0%
无形资产	8,198	8,040	7,885	7,733	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	49,888	49,108	48,802	48,511	总资产周转率	0.51	0.47	0.47	0.47
资产合计	65,113	67,242	69,540	71,956	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3,394	3,394	3,394	3,394	每股收益	0.42	0.40	0.45	0.51
应付账款及票据	13,874	13,555	13,940	14,241	每股净资产	4.99	5.54	5.90	6.31
其他流动负债	5,744	5,635	5,741	5,824	每股经营现金流	1.84	1.16	1.35	1.39
流动负债合计	23,012	22,585	23,075	23,460	每股股利	0.10	0.08	0.09	0.10
长期借款	9,312	9,312	9,312	9,312	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	9,659	9,659	9,659	9,659	PE	14.68	10.83	9.65	8.59
非流动负债合计	18,971	18,971	18,971	18,971	PB	1.23	0.78	0.74	0.69
负债合计	41,983	41,556	42,046	42,431					
股本	3,151	4,097	4,097	4,097					
少数股东权益	2,677	2,975	3,309	3,685					
股东权益合计	23,130	25,687	27,494	29,525					
负债和股东权益合计	65,113	67,242	69,540	71,956					

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。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，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。曾就职于申万宏源证券资产管理部、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分析师，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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。