

2019年10月17日

未来秦港报价影响将下降，江内自身库存和天气将更直接影响江内价格

——动力煤及动力煤运输行业研究系列报告之二

报告摘要：

- ▶ 全国范围内，仅晋陕蒙黔新5省区为煤炭净调出省（其中主要是晋陕蒙三省），其余地区煤炭供需缺口总计约19亿吨，形成了五类煤炭价格体系。沿海/沿江区域以西煤东运铁路“北通路”+水运“海进江”为主要运输途径，形成了以秦皇岛煤价为代表的北方港口报价体系。华北/西北地区、西南地区、东北地区均主要通过铁路/汽运方式运输，采用“坑口价+运费”方式计价，根据运距和煤质，划分为三类区域报价体系。新疆地区基本自产自销，且地处偏远较难外运，自行形成了偏低的煤炭定价体系。
- ▶ 北方七港下水量年化近8亿吨，在“西煤东运”主格局下，目前秦皇岛港报价是全国主要的煤炭定价指标。通过大秦/朔黄/蒙冀线等东西向的“北通路”煤运干线运至秦皇岛/曹妃甸/黄骅港/京唐港等北方港口后，下水经海运/江运将煤炭运至沿海/江内省份，是沿海/沿江省市的主要煤运方式，由于该区域供需缺口占到全国的约6成，这也是全国范围内主要的煤炭运输方式。根据WIND数据，2019年上半年北方七港的煤炭下水量为3.8亿吨，年化近8亿吨，占到国内煤炭调运量约15-16亿吨的一半，因此秦皇岛港报价是目前全国主要的煤炭定价体系。
- ▶ “两湖一江”地区煤炭外调量近3亿吨，浩吉铁路开通后，无需通过北方港口中转，其在全国煤炭定价体系中的地位将提升。未来，当浩吉铁路上量，以及荆州煤码头投入使用之后，江内自身的库存和天气将更直接成为江内煤价短期波动的因素。浩吉铁路设计运力2亿吨，“两湖一江”地区2017年煤炭消费量3.2亿吨且在继续增长，而2018年自产量只有2305万吨且还会继续下滑。按照上述数据推算，2018年两湖一江地区每年的煤炭调入量至少2.9亿吨，即使由于分省口径原因进行系数调整，“两湖一江”地区的供需缺口亦有2.6亿吨，完全超过了浩吉铁路的设计运力。我们估计北方七港煤炭下水量中有一亿吨左右的存量是两湖一江客户，未来这些运量或许会部分挪至浩吉，且这些客户市场煤采购占比判断较高，所以未来荆州煤港的报价在市场中的地位或将提升。北方七港的煤炭下水量将减少，秦皇岛港动力煤报价在价格体系中的地位或将下降。
- ▶ **风险因素：**浩吉铁路定价过高；靖神铁路定价尚未确定；荆州煤码头建设进度及上量不达预期；进口煤政策；宏观经济的系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：中性

行业走势图



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

正文目录

1. 全国煤炭定价体系中，当前以秦皇岛煤价为锚	3
1.1. 全国煤炭产销与调运格局决定各区域煤炭定价机制	3
1.2. 沿海沿江近 8 亿吨调运量由北方港口中转，奠定定价地位	4
2. 浩吉铁路开通后，“两湖一江”地区煤价定价机制将逐渐改变	6
2.1. 浩吉将致“两湖一江”定价机制逐渐改变，西南或受影响	7
2.2. 煤价定价体系中，秦港地位将降低，荆州煤港地位将提升	7
3. 风险因素	10

图表目录

图 1 晋陕蒙新是主要煤炭增产省份，其他地区多减产	3
图 2 经测算，全国仅晋陕蒙黔新 5 省为煤炭调出省	3
图 3 沿海/沿江区域的煤炭净调入量约占全国的六成	4
图 4 西煤东运铁路主干线：北通路/中通路/南通路	4
图 5 大秦、朔黄、张唐是煤运“北通路”主干线	5
图 6 煤炭经秦皇岛等环渤海港口下水“海进江”	5
图 7 我国煤炭分区域定价及各区域主要运输途径	5
图 8 沿海/沿江(秦皇岛/环渤海)、西北/华北(陕西)、东北(锦州港)、西南(重庆)、新疆区域的煤价因运距/煤质差异而大不相同(单位：元/吨)	6
图 9 浩吉铁路开通后，两湖一江地区将逐渐受益	7
图 10 湘鄂赣电煤价格几为全国最高(元/吨, Q5000)	7
图 11 “两湖一江”煤炭供需缺口逐年扩大	9
图 12 荆州煤码头是浩吉铁路南下至长江的第一站	9
表 1 浩吉铁路运至荆州(江陵港)运费较“大秦线+海进江”方式节省约 30 元/吨，较原国铁亦节省约 30 元/吨	8
表 2 按目前暂行运价，浩吉铁路对比“海进江”运至湖南的优势较湖北有所削弱，而运至江西浩吉已无优势	9

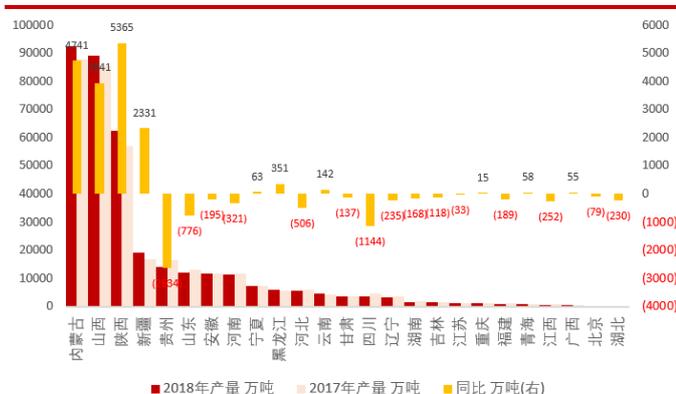
1. 全国煤炭定价体系中，当前以秦皇岛煤价为锚

在全国范围内，目前煤炭的净调出省仅内蒙古、山西、陕西、贵州、新疆 5 省区，其中主要集中在晋陕蒙 3 省区，作为全国的煤炭主产区，除自身外主要供应沿海、沿江、华北、东北、西南省份；贵州为西南的煤炭主产区，主要供应西南地区，供给侧改革后贵州产量下降较快，已渐渐难以自足；新疆近年供需两旺，且由于地处偏远、运输不便，目前基本处于区域内自给自足状态，偶有余量供应甘肃等。根据以上煤炭供需及调运格局，我国的煤炭定价机制主要分为沿海/沿江、华北/西北、东北、西南、新疆 5 种。

1.1. 全国煤炭产销与调运格局决定各区域煤炭定价机制

我们从纵向和横向比较两方面考量全国的煤炭产销与调运格局。首先，从纵向来看，我们对比全国各省市 2017 年与 2018 年的煤炭产能，在除西藏、中国台湾外（统计数据缺失）的 30 个省/自治区/直辖市中，仅内蒙古、山西、陕西、新疆 4 省区保持了千万吨以上级别的同比产量增长，4 省 2018 年煤炭产量分别为 9.3/ 8.9/ 6.9/ 1.9 亿吨（同比分别增长 0.47/ 0.39/ 0.54/ 0.23 亿吨）。其余省市区中，广东、浙江、上海、天津、海南 5 省市目前已不产煤炭，除宁夏、黑龙江、云南、重庆、青海、广西有极少量增长外，其他省份的煤炭产量均同比下降。整体来看，除晋陕蒙新的煤炭生产扩张趋势较为明显外，其他地区基本处于停滞或收缩的状态。

图 1 晋陕蒙新是主要煤炭增产省份，其他地区多减产



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 经测算，全国仅晋陕蒙黔新 5 省为煤炭调出省



资料来源: Wind, 华西证券研究所

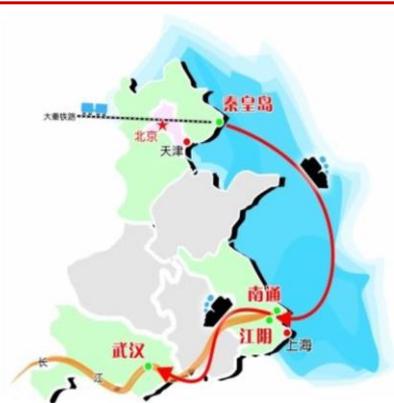
其次，从横向来看，我们对比各省市区的煤炭消费量与产量，由于 2018 年消费量暂时缺失，且煤炭消费量数据整体较为平稳（根据 2018 年国民经济和社会发展统计公报，煤炭消费量仅增长 1.0%），我们以 2017 年煤炭消费量与 2018 年煤炭产量之差测算各省的供需缺口。另外，由于折算系数不同，各省市区的煤炭消费量合计（43.5 亿吨）与全国口径（38.6 亿吨）存在差异，我们取 0.886 的系数对各省市区的口径进行折算，折算后 2017 年煤炭消费量合计 38.6 亿吨，与 2018 年煤炭产量合计 35.5 亿吨，差异主要来自进口煤（根据海关总署，2018 年进口煤及褐煤 2.8 亿吨）及少量的统计口径差异。

图 5 大秦、朔黄、张唐是煤运“北通路”主干线



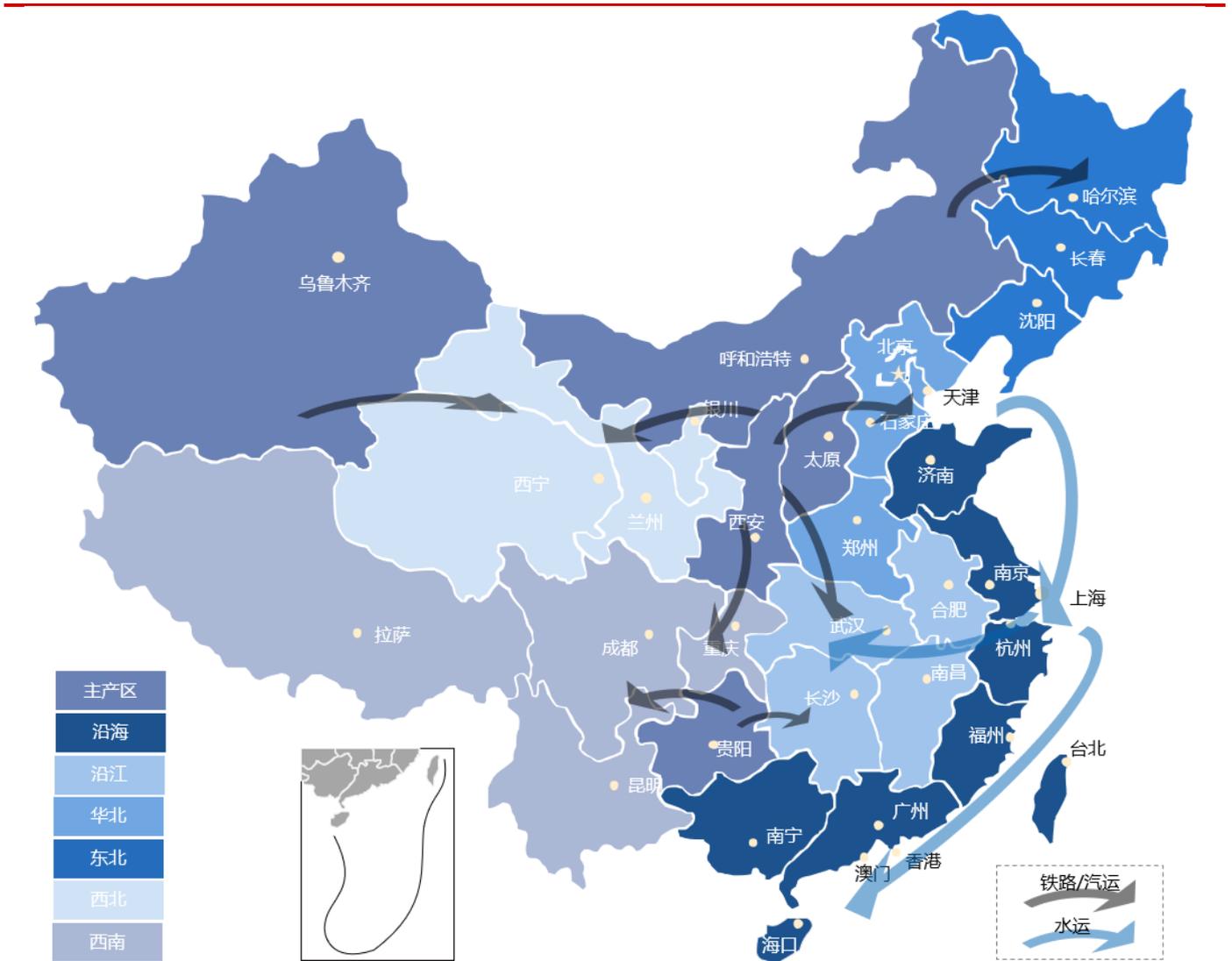
资料来源：百度图片，华西证券研究所整理

图 6 煤炭经秦皇岛等环渤海港口下水“海进江”



资料来源：百度图片，华西证券研究所整理

图 7 我国煤炭分区域定价及各区域主要运输途径



资料来源：华西证券研究所

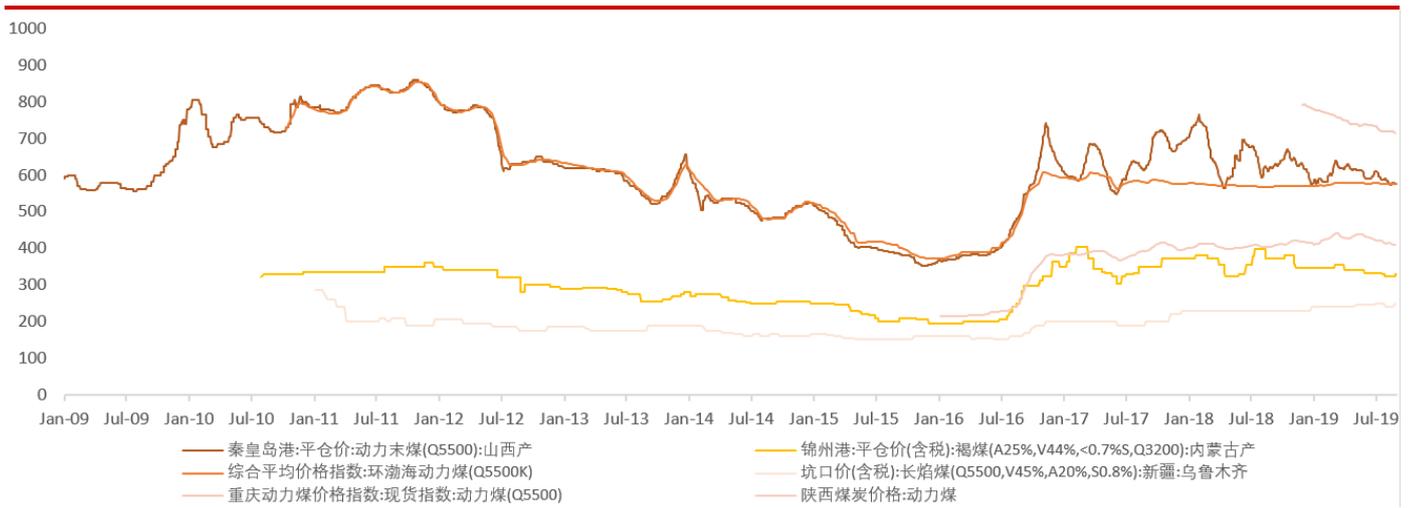
华北/西北地区的煤炭供需缺口合计约 3.6 亿吨（占总调入量的 19%），主要由“三西”地区通过铁路/汽运调运，以“坑口+运费”的方式形成到厂价格。

东北地区的煤炭供需缺口合计约 2.6 亿吨（占总调入量的 14%），主要由蒙东地区的褐煤（呼伦贝尔、通辽、锡林郭勒、赤峰均有褐煤矿）通过铁路调运至黑吉辽三省，亦以“坑口+运费”的方式形成到厂价格。由于褐煤的热值较低，因而坑口价较低，从经济性考虑单吨运费不宜过高，同时考虑到褐煤易自燃，与烟煤相比运输半径较短（通常不超过 600 公里），因此其在东北地区形成了区域性定价。

西南地区的煤炭供需缺口合计约 1.0 亿吨（占总调入量的 5%），主要由陕西、贵州等主产区通过铁路/汽运调运，由“坑口+运费”的方式形成到厂价格，由于运距较长，该区域的电煤到厂价格偏高。

新疆地区的煤炭产量增长较快，同时由于较低的能源价格和电价，吸引了高耗能产业迁入，煤炭消费量增长亦较快。由于地处偏远地带，煤炭基本供需平衡，因此自成一体形成了区域性定价。

图 8 沿海/沿江(秦皇岛/环渤海)、西北/华北(陕西)、东北(锦州港)、西南(重庆)、新疆区域的煤价因运距/煤质差异而大不相同（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 浩吉铁路开通后，“两湖一江”地区煤价定价机制将逐渐改变

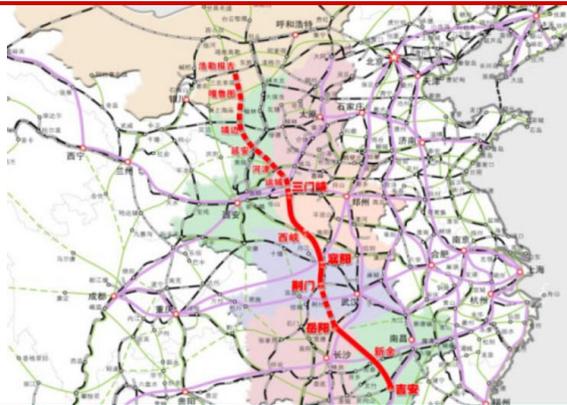
“两湖一江”地区煤炭供需缺口约 2.6 亿吨（占总调入量的 14%），浩吉铁路开通后，无需通过北方港口中转，其在全国煤炭定价体系中的地位将提升。西南地区的 1.0 亿吨调入量（占总调入量的 5%）亦有望通过与浩吉连接的铁路或长江中上游的水运受益。未来荆州煤港的煤炭定价或将影响这近 2 成（含进口）的煤炭供需缺口，而北方港口的煤炭调运量或将下降，其影响的煤炭外调量（含进口）或将从超 6 成降至不到 5 成。

2.1. 浩吉将致“两湖一江”定价机制逐渐改变，西南或受影响

“两湖一江”（湖南、湖北、江西）地区是浩吉铁路直接途经的下游煤炭承接省，三省的电煤到厂价格位列全国最高梯队（除广西外）。安徽省和西南地区（四川、重庆）的煤价亦偏高，未来亦有望通过与浩吉连接的铁路或长江中上游的水运，间接受益于浩吉铁路的开通。

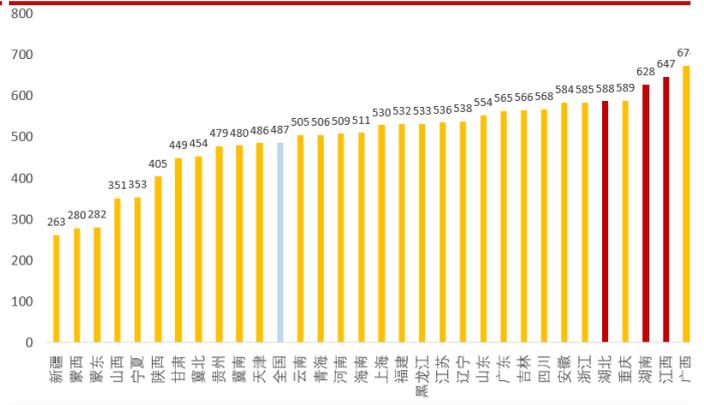
浩吉铁路的远期设计运力 2 亿吨，“两湖一江”地区供需缺口 2.6 亿吨（占总调入量的 14%），超过了浩吉铁路的设计运力，若再考虑到西南地区的 1.0 亿吨调入量（占总调入量的 5%），若不定价过高，浩吉铁路有望较快打满运力。

图 9 浩吉铁路开通后，两湖一江地区将逐渐受益



资料来源：百度图片，华西证券研究所整理

图 10 湘鄂赣电煤价格几为全国最高(元/吨, Q5000)



资料来源：Wind（2019 年 8 月数据），华西证券研究所

2.2. 煤价定价体系中，秦港地位将降低，荆州煤港地位将提升

2.2.1. 浩吉铁路运至荆州/岳阳较海进江尚有优势，运至江西已无优势

由于浩吉铁路运输时间在 3 天以内，而海进江需要近 1 月，因此只要通过浩吉铁路运输的价格与海进江打平，即具有竞争优势。我们以陕北煤矿为例，测算其海进江（大秦线）与浩吉铁路的运输成本差异。

浩吉铁路现行运费已公布：江陵以北(含江陵)为 0.2024 元/吨公里；江陵-岳阳(含岳阳)，0.184 元/吨公里；岳阳以南 0.174 元/吨公里。

海进江情况下，通过矿区专用线，经神木北接入神朔线，经神朔线、北同蒲线、大秦线发运至秦皇岛港，加上港杂费及海进江运费，至荆州港合计运费测算约 327 元/吨(含税)。

浩吉铁路情况下，经矿区专用线、靖神铁路、浩吉线至荆州港，靖神铁路 233 公里(陕煤矿距离平均在 175 公里)，靖边到江陵港 1062 公里，假设靖神铁路定价与浩吉铁路相同，均为 0.2024 元/吨，预计经浩吉铁路运至荆州港全程运费测算约 295 元/吨(含税)。

浩吉铁路与“大秦线+海进江”相比，节约运输成本约 30 元/吨。

表 1 浩吉铁路运至荆州(江陵港)运费较“大秦线+海进江”方式节省约 30 元/吨,较原国铁亦节省约 30 元/吨

单位:元/吨	浩吉线	大秦线	蒙冀线	瓦日线	朔黄线	国铁直达
矿区连接线	25	25	25	25	25	25
站台费用	20	20	20	20	20	20
上线站	神木西	神木北	神木西	神木西	神木北	神木西
正线	靖神线+浩吉线	神朔线+北同蒲线+大秦线	包西线+蒙冀线	包西线+太中银线+瓦日线	神朔线+朔黄线	包西线+陇海/宁西线+焦柳/京广线
到达港口	江陵港(荆州)	秦皇岛	曹妃甸	日照港	黄骅港	湖北(武汉/荆州)
里程(公里)	1237 =175+1062	1036 =233+150+653	1262 =225+1037	1400 =200+100+1100	827 =233+594	1800
运费	250 = (175+1062) *0.2024	173 =233*0.2 +150*0.1551 +653*0.1581	232 = (225+1037) *0.184	255 =200*0.184 +100*0.1551 +1100*0.184	118 =233*0.2 +594*0.12	279 =1800*0.1551
折扣运费	250	173	209	229	118	279
北方港杂费	-	23.5	16.5	20	24.6	-
海运费	-	30	30	30	30	-
长江口倒运费	-	20	20	20	20	-
江运费	-	35	35	35	35	-
总运费	295	327	355	379	272	324
与蒙华差额	-	31	60	84	-23	29

资料来源:煤炭江湖,《大秦铁路股份有限公司出资蒙西华中铁路有限公司可行性研究报告》,华西证券研究所

注 1: 矿区连接线、站台费用、北方港杂费、海运费、长江口到运费、江运费等费用均根据不同运输规模和时间等波动,此处为估值;

注 2: 单位运价:浩吉线确定为 0.2024 元/吨公里,靖神线暂估为 0.2024 元/吨公里;大秦线根据基价 1+基价 2+铁路建设基金计算为 0.1581 元/吨公里,神朔线暂估为 0.2 元/吨公里,北同蒲线、太中银线、国铁直达全线以国铁 0.1551 元/吨公里暂估;包西线暂估为 0.184 元/吨公里;蒙冀线、瓦日线为 0.184 元/吨公里;朔黄线为 0.12 元/吨公里;

注 3: 折扣运费:蒙冀线、瓦日线以全线下浮 10%打折测算,实际上此二线有站台一口价,或低于此处测算运价,但下浮 10%情况下仍较为明显地高于大秦线运费;

注 4: 北方港杂费:秦皇岛港/曹妃甸港/黄骅港/日照港的港杂费分别以 23.5/16.5/24.6/20 元/吨测算,其中秦皇岛港/黄骅港的港杂费参照《大秦铁路股份有限公司出资蒙西华中铁路有限公司可行性研究报告》的测算,曹妃甸港的港杂费参照煤炭江湖的信息,日照港的港杂费为华西煤炭团队的估计值;

注 5: 此处未考虑铁路运至港口/铁路站台后倒运至电厂地费用;

注 6: 朔黄线为神华自用线,除陕煤和伊泰有少量置换运量外并不对外运输,因此在与浩吉铁路竞争的各运输线路中可不考虑朔黄线。

考虑浩吉铁路目前暂行的运至湖南、江西的分段运价,运至湖南岳阳的优势不如湖北明显,而运至江西吉安已无优势。考虑浩吉主要的煤源地为陕北矿区,我们主要关注靖边运至湖北(以荆州为例)、湖南(以岳阳为例)、江西(以吉安为例)的运费,与“海进江”运至湖北(以荆州为例)、湖南(以岳阳为例)、江西(以九江为例)的运费差,运至湖北(荆州)浩吉铁路较“海进江”有约 21 元/吨的运费优势,而运至湖南(岳阳)浩吉铁路的优势略有下降,但仍保持约 14 元/吨的优势,但按暂行运价浩吉铁路运至江西(吉安)较“海进江”运至江西(九江)已无优势。以上测

算以各省的交通枢纽为例，实际上由于电厂的具体分布不同，浩吉铁路与“海进江”的优势对比将发生变化。

表 2 按目前暂行运价，浩吉铁路对比“海进江”运至湖南的优势较湖北有所削弱，而运至江西浩吉已无优势

单位: 元/吨	湖北 (荆州)	湖南 (岳阳)	江西 (吉安)
浩勒报吉里程 公里	1260	1428	1837
靖边里程 公里	1028	1196	1605
单价 元/吨公里	0.2024	0.184	0.174
浩勒报吉起运运费	255	263	320
靖边起运运费	208	220	279
与浩勒报吉-湖北运费差		8	65
与靖边-湖北运费差		12	71
海进江江运费差(与运至湖北比)		-5	-10
与浩勒报吉-湖北运费差(考虑江运费)		3	55
与靖边-湖北运费差(考虑江运费)		7	61
靖边起运与海进江差距	31	24	-30

资料来源: 煤炭江湖, 中国铁路地图, 华西证券研究所

注: 由于最新的分段数据缺失, 此处仍沿用浩吉铁路全长 1837 公里时的分段里程数据, 与当前 1814 公里左右总里程下的分段数据或有出入, 但差距不大。

2.2.2. 若运价不下调, 未来浩吉铁路上量尚需依托荆州煤码头

浩吉铁路从蒙西和陕北两大主产区南下后, 进入湖北行至荆州时, 将首次与长江交汇, 由于水运较铁运更具有成本优势, 若铁运至荆州后转为水运, 顺江而下到达“两湖一江”的其他电厂, 将成为经济性与便捷性的中和之选。

图 11 “两湖一江”煤炭供需缺口逐年扩大



资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 此处煤炭供需缺口未经全国口径与各省口径的系数调整

图 12 荆州煤码头是浩吉铁路南下至长江的第一站



资料来源: 百度地图, 华西证券研究所

目前陕煤化集团与湖北能源各 50% 股权合资建设荆州煤炭铁水联运储配基地 (下简称“荆州煤码头”或“荆州煤港”), 该项目为浩吉铁路规划配套集疏项目, 通过铁路专用线与浩吉铁路相连, 通过铁水联运向湖北、江西、湖南及安徽等供应煤炭, 为浩吉铁路重要的煤炭中转节点。根据湖北能源 2014 年 8 月公告, 该项目规划煤炭

中转能力 5000 万吨/年，煤炭静态堆存能力 500 万吨，配煤加工能力 1000 万吨/年。目前在建并预计 2020 年中投入使用的为一期工程，拟新建散货泊位 6 个，并配套建设铁路专用线及煤炭堆场，形成煤炭中转量 2000 万吨/年，煤炭静态堆存能力 200 万吨。未来煤炭经浩吉铁路运至荆州煤码头中转时的定价，或将类比西煤东运中北方港口的定价，在整个华中地区煤炭定价体系中被赋予一定的权重。

从供需缺口的口径来测算浩吉铁路对煤炭定价体系的影响，未来有“两湖一江”（若考虑荆州煤码头可覆盖安徽，影响区域将扩展至整个沿江区域）和西南地区合计近 2 成（含进口）的煤炭供需缺口将受到荆州煤港的煤炭定价影响。而北方港口的煤炭调运量或将受此影响而下降，以秦皇岛港煤价为代表的北方港口定价影响的煤炭外调量（含进口）或将从超 6 成降至不到 5 成。

而从煤炭下水量的口径来来测算影响，北方环渤海的主要煤运港口中，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港（国投/曹二期/华能合计 2 亿吨设计能力，若加上华电曹妃甸，为 2.5 亿吨设计能力）等下水量均在 2 亿吨/年左右，京唐港（老港/国投/36-40#码头）略超 1 亿吨/年。在北方七港近 8 亿吨煤炭下水量中，估计有 1 亿吨左右的存量是“两湖一江”客户，未来这部分运量或许会挪至浩吉，且由于华中地区煤运不畅、议价能力较弱，这部分客户市场煤采购占比判断较高，所以我们判断未来荆州煤港的煤炭报价在市场中的地位或将提升。

荆州煤码头远期设计能力 5000 万吨/年，与环渤海港口的设计能力相比虽较小，但与湖北省内的武汉新港林四房港区、宜昌枝城港、襄阳余家湖港，以及规划的湖南省华容煤炭铁水联运储配基地等华中江内港口相互影响，或可承接更多北方七港的煤炭下水量，未来秦皇岛港动力煤报价在价格体系中的地位将降低，荆州煤港的煤炭报价在价格体系中的地位会增强。

未来，当浩吉铁路上量，以及荆州煤码头投入使用之后，江内自身的库存和天气等将更直接成为江内煤价短期波动的因素。事实上，当荆州煤港报价的地位提升后，江内的价格将更少受到北方港口的价格、库存和天气，以及沿海六大电厂的日耗、库存、可用天数等非本区域的因素影响，而更多地回归自身区域的因素，如江内自身的库存和天气、华中地区的气温和日耗等，煤价的波动将更贴近各区域自身的供需状况和区域内运输情况。

3. 风险因素

浩吉铁路及相关配套工程的建设进度和定价策略将会影响煤炭通过浩吉运输的量，例如浩吉铁路定价过高，靖神铁路定价尚未确定，荆州煤码头建设进度及上量不达预期等都是可能的风险。

另外，宏观层面有存在系统性风险的可能，进口煤政策和汇率也存在一定的不确定性。过去的 2017 年和 2018 年，当“西煤东运”运力紧张，煤炭产地库存较低，产地供需紧平衡的状态下，进口煤确实曾经是一个重要的调剂北方港口及沿海煤价的方式。实际上从 2019 年初开始，我们认为，若剔除春节期间非经常性的连续三个矿难的影响，运输已经不再紧张，国内煤炭的供给也趋于宽松。在这个情况下，进口煤对煤市的影响能力在边际趋弱，下半年进口煤因素对煤价的支撑因素或许被高估，除非人民币汇率出现比较大的波动，但是，我们认为人民币汇率应该会基本维持稳定。

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。