

2020年08月16日

中报业绩增长 34%大超预期，上调至“买入”评级

冀中能源(000937)2020年中报点评

事件概述

根据冀中能源 2020 年中期报告，上半年公司实现营业收入 104 亿元，同比-8.7%，归母净利 6.13 亿元，同比+34%，扣非后归母净利 6.13 亿元，同比+47%。

► **上半年公司扣非归母净利同比大增 47%，中报业绩大超预期，主要由于煤炭板块成本及期间费用压降超预期。**

2020 年上半年，公司煤炭板块收入 82.6 亿元，同比-13%，其中煤炭销量 1505 万吨，同比-2%，商品煤综合售价 537 元/吨，同比-12%；成本 60.1 亿元，同比-17%；毛利润 22.5 亿元，同比持平。上半年由于炼焦精煤和动力煤价格均大幅度下跌，公司煤炭销售收入显著下降，公司对煤炭开采成本大幅压降，使得煤炭板块的毛利润同比实现了持平。

上半年公司大幅压降管理费用，使得公司在毛利润基本持平的情况下，实现了营业利润同比增长 6%。上半年公司管理费用 7.7 亿元，同比-13%，管理费用率由 2019 年上半年的 7.8% 下降至 7.4%，主要由于职工薪酬费用的压降以及修理费的下降。

公司的综合所得税率从 2019 年上半年的 35% 下降至 29%，少数股东损益占比从 2019 年上半年的 26% 下降至 14%（主要由于控股孙公司盈利同比减少，控股子公司盈利同比增加），使得公司归母净利同比增长 34%，由于去年上半年公司政府补助高于今年，因此今年上半年的扣非后归母净利润同比实现了 47% 的大幅增长。

► **公司现金收购集团旗下青龙煤业并进行增资，该矿为在建矿井，煤种为稀缺的主焦煤，此外公司主要在建工程项目为 PVC 及玻纤，均为公司未来业绩增长打开空间。**

根据公司 2020 年 8 月 15 日《关于收购山西冀能青龙煤业有限公司股权并增资暨关联交易的公告》，公司拟以 1.02 亿元收购青龙煤业 60% 股权，并对其增资 8.1 亿元。结合公司 2020 年 7 月以 0.51 亿元收购的青龙煤业 30% 股权，大股东冀中能源将其所持青龙煤业全部 90% 股权注入上市公司。青龙煤矿位于太原市东北，生产规模为 90 万吨/年，为在建矿井，煤种为主焦煤、瘦煤。近年来优质主焦煤新增煤炭产能少，后期供应增量有限，伴随着 2021-22 年焦化新增置换产能的投产，市场销售前景较好。

2020 年 4 月 26 日，太原市行政审批服务管理局原则同意青龙煤业 90 万吨/年矿井及配套洗煤厂建设项目于批复之日起正式开工建设，建设工期 30 个月。

此外，公司主要在建工程项目为聚隆 40 万吨 PVC 项目（预计 2020 年 12 月竣工）、新材年产 20 万吨玻纤项目（预计 2022 年 3 月竣工）、邢台矿西井工程（预计 2021 年 12 月竣工）。青龙煤矿及上述各项在建工程将为公司未来业绩增长打开空间。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：中性
目标价格：
最新收盘价：3.46

股票代码：000937
52 周最高价/最低价：3.73/2.94
总市值(亿)：122.26
自由流通市值(亿)：100.57
自由流通股数(百万)：2,906.60



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：

相关研究

1. 冀中能源：河北焦煤龙头，2019Q3 单季业绩同比改善

2019.10.24

▶ **河北为全国钢铁产能最大的省份，焦煤靠近消费地具有区位优势。大股东冀中能源集团为河北最大的煤炭企业，近期集团内进行整合，同时上市公司换帅，未来上市公司发展向好。**

河北为全国钢铁产能最大的省份，焦煤靠近消费地具有区位优势。冀中能源集团 2019 年河北省内矿区煤炭产量 2837 万吨，占河北省原煤产量的 56%，区域市场地位突出。

根据鄂尔多斯煤炭网，2020 年 7 月 17 日，冀中能源集团进一步深化国企改革，决定邢矿集团与山西冀中公司实施联合重组，同时将井矿集团、张矿集团所持煤炭公司股权注入邢矿集团。

冀中能源集团 2019 年生产原煤 7539 万吨，精煤 1986 万吨；其中上市公司冀中能源原煤产量 2854 万吨，占比 38%，生产精煤 1223 万吨，占比 62%。集团公司旗下冀中能源、华北制药和金牛化工三家上市公司，其中煤炭上市平台仅冀中能源，在内部联合重组理顺股权关系后，未来对上市公司仍有较大支持空间。

根据公司 2020 年 6 月 10 日《关于变更董事长的公告》，公司新任董事长赵兵文，曾任峰峰集团及金牛化工董事长等职务，新任董事长有望带领公司继续降本增效，提升业绩。

▶ **上调公司 2020-22 年盈利预测至 11.9/14.3/15.2 亿元，同比分别+32%/+20%/+6%，上调至“买入”评级。**

我们假设公司 2020-22 年煤炭销量分别为 2900/2900/2900 万吨，吨煤收入分别为 550/560/570 元/吨（同比分别为-9%/+2%/+2%），吨煤成本分别为 410/400/400 元/吨（同比分别为-12%/-2%/0%），上调公司 2020-22 年盈利预测至 11.9/14.3/15.2 亿元（原预测为 2020-21 年归母净利润分别为 7.8/7.0 亿元），同比分别+32%/+20%/+6%，EPS 分别为 0.34/0.40/0.43 元/股（原预测为 2020-21 年 EPS 分别为 0.22/0.20 元），对应 2020 年 8 月 14 日收盘价 3.46 元，PE 分别为 10/8/8 倍。考虑到公司当前 PB 仅 0.6 倍，以及集团联合重组/新董事长上任等边际变化，我们上调公司至“买入”评级（原评级为“中性”）。

风险提示

宏观经济系统性风险；公司成本压降不及预期；在建工程投产不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,458	21,740	20,546	20,679	21,486
YoY (%)	5.3%	1.3%	-5.5%	0.6%	3.9%
归母净利润(百万元)	872	901	1,193	1,425	1,515
YoY (%)	-18.1%	3.4%	32.4%	19.5%	6.3%
毛利率 (%)	26.8%	23.2%	25.3%	27.1%	27.2%
每股收益 (元)	0.25	0.26	0.34	0.40	0.43
ROE	4.4%	4.4%	5.7%	6.6%	6.8%
市盈率	14.02	13.56	10.25	8.58	8.07

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 河北焦煤龙头煤企，业绩主要由煤炭板块贡献	4
1.1. 公司煤炭板块收入占比 80%以上，毛利润占比 90%以上.....	4
1.2. 中报大超预期，主要由于煤炭成本及期间费用压降超预期.....	4
2. 收购集团青龙煤矿+在建 PVC 与玻纤项目，打开增长空间.....	5
2.1. 收购集团青龙煤矿，增加 90 万吨/年优质在建产能.....	5
2.2. 在建 PVC 与玻纤项目，未来三年为公司提供增量空间.....	5
3. 大股东联合重组+上市公司换帅，未来发展更清晰	6
3.1. 大股东联合重组，内部股权结构更为清晰	6
3.2. 上市公司换帅，注入新的发展动力	7
4. 盈利预测及估值.....	7
4.1. 预计 2020-22 年业绩 12/14/15 亿元，同比+32%/+20%/+6%.....	7
4.2. 上调至“买入”评级	7
5. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 公司收入占比中，煤炭占比在 80%以上	4
图 2 公司毛利润占比中，煤炭占比在 90%以上	4
图 3 2020 年上半年公司各板块毛利润(百万元)结构	5
图 4 公司各板块中，煤炭板块毛利率最高且相对稳定	5
图 5 冀中能源股权结构图	6
表 1 冀中能源截止 2020 年一季度的主要在建工程规划情况	6
表 2 冀中能源及主要对标公司的盈利预测与估值	7

1. 河北焦煤龙头煤企，业绩主要由煤炭板块贡献

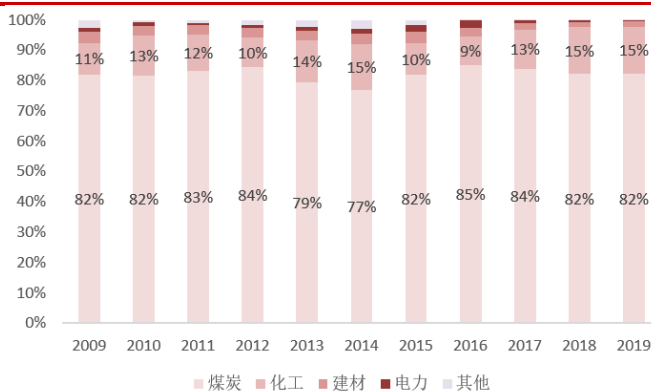
公司地处河北邢台，是河北省最大的煤炭集团冀中能源集团旗下的煤炭上市平台，当前产能约 3420 万吨/年，总地质储量 31.42 亿吨，总可采储量 6.98 亿吨。煤种以优质炼焦煤为主，主要包括 1/3 焦煤、肥煤、气肥煤及瘦煤等，其中 1/3 焦煤是华北地区局部稀缺煤种，具有较强的品种优势。

从地域分布来看，公司煤炭资源主要分布在河北、山西及内蒙古等地，其中以河北地区为主，地质储量河北地区占 60% 以上，可开采储量河北地区约占 30%，生产能力河北地区占 50% 以上。

1.1. 公司煤炭板块收入占比 80% 以上，毛利润占比 90% 以上

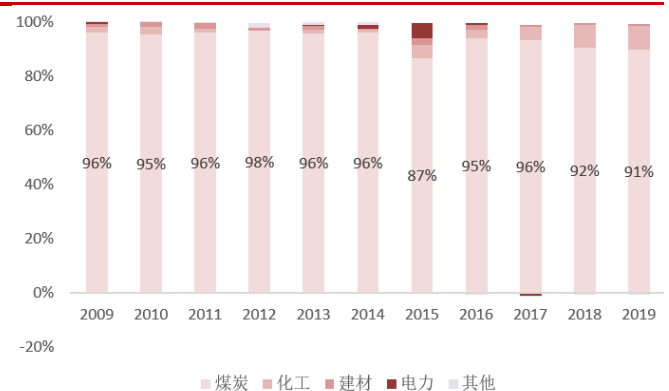
公司主要的业务板块包括煤炭、化工（焦炭）、建材（玻纤）、电力（火电）及其他，近年来，公司煤炭收入占比在 80% 以上，毛利润占比在 90% 以上，煤炭业务是公司最主要的业务。

图 1 公司收入占比中，煤炭占比在 80% 以上



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 2 公司毛利润占比中，煤炭占比在 90% 以上



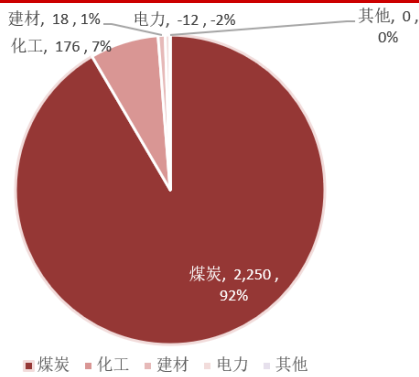
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

1.2. 中报大超预期，主要由于煤炭成本及期间费用压降超预期

根据冀中能源 2020 年中期报告，上半年公司实现营业收入 104 亿元，同比-8.7%，归母净利 6.13 亿元，同比+34%，扣非后归母净利 6.13 亿元，同比+47%。

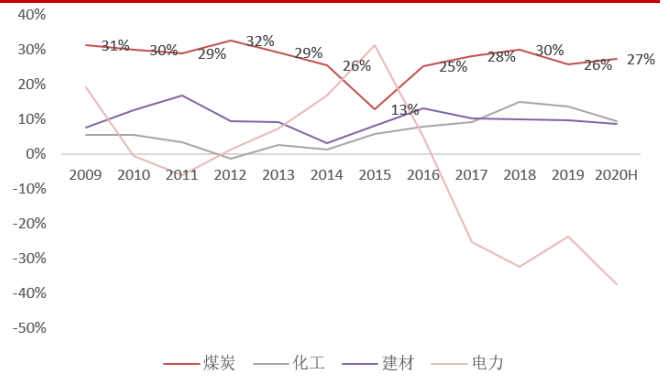
2020 年上半年，公司煤炭板块收入 82.6 亿元，同比-13%，其中煤炭销量 1505 万吨，同比-2%，商品煤综合售价 537 元/吨，同比-12%；成本 60.1 亿元，同比-17%；毛利润 22.5 亿元，同比持平。上半年由于炼焦精煤和动力煤价格均大幅度下跌，公司煤炭销售收入显著下降，公司对煤炭开采成本大幅压降，使得煤炭板块的毛利润同比实现了持平。

图3 2020年上半年公司各板块毛利润(百万元)结构



资料来源:公司公告, Wind, 华西证券研究所

图4 公司各板块中, 煤炭板块毛利率最高且相对稳定



资料来源:公司公告, Wind, 华西证券研究所

上半年公司大幅压降管理费用, 使得公司在毛利润基本持平的情况下, 实现了营业利润同比增长 6%。上半年公司管理费用 7.7 亿元, 同比-13%, 管理费用率由 2019 年上半年的 7.8%下降至 7.4%, 主要由于职工薪酬费用的压降以及修理费的下降。

公司的综合所得税率从 2019 年上半年的 35%下降至 29%, 少数股东损益占比从 2019 年上半年的 26%下降至 14% (主要由于控股孙公司盈利同比减少, 控股子公司盈利同比增加), 使得公司归母净利润同比增长 34%, 由于去年上半年公司政府补助高于今年, 因此今年上半年的扣非后归母净利润同比实现了 47%的大幅增长。

2. 收购集团青龙煤矿+在建 PVC 与玻纤项目, 打开增长空间

公司现金收购集团旗下青龙煤业并进行增资, 该矿为在建矿井, 煤种为稀缺的主焦煤, 此外公司主要在建工程项目为 PVC 及玻纤, 均为公司未来业绩增长打开空间。

2.1. 收购集团青龙煤矿, 增加 90 万吨/年优质在建产能

根据公司 2020 年 8 月 15 日《关于收购山西冀能青龙煤业有限公司股权并增资暨关联交易的公告》, 公司拟以 1.02 亿元收购青龙煤业 60%股权, 并对其增资 8.1 亿元。结合公司 2020 年 7 月以 0.51 亿元收购的青龙煤业 30%股权, 大股东冀中能源将其所持青龙煤业全部 90%股权注入上市公司。青龙煤矿位于太原市东北, 生产规模为 90 万吨/年, 为在建矿井, 煤种为主焦煤、瘦煤。近年来优质主焦煤新增煤炭产能少, 后期供应增量有限, 伴随着 2021-22 年焦化新增置换产能的投产, 市场销售前景较好。

2020 年 4 月 26 日, 太原市行政审批服务管理局原则同意青龙煤业 90 万吨/年矿井及配套洗煤厂建设项目于批复之日起正式开工建设, 建设工期 30 个月。

2.2. 在建 PVC 与玻纤项目, 未来三年为公司提供增量空间

公司主要在建工程项目为聚隆 40 万吨 PVC 项目 (预计 2020 年 12 月竣工)、新材年产 20 万吨玻纤项目 (预计 2022 年 3 月竣工)、邢台矿西井工程 (预计 2021 年 12 月竣工)。青龙煤矿及上述各项在建工程将为公司未来业绩增长打开空间。

表 1 冀中能源截止 2020 年一季度的主要在建工程规划情况

项目名称	规划总投资 亿元	预计竣工时间	已完成投资额	投资计划		
				2020 年 4~12 月	2021 年	2022 年
聚隆 40 万吨 PVC 项目	14.77	2020.12	14.76	0.75	-	-
邢台矿西井工程	4.75	2021.12	3.73	0.3	0.72	-
新材年产 20 万吨玻璃纤 维池窑拉丝生产线项目	20.31	2022.03	3.06	7.5	8.95	0.8
合计	39.83	-	21.55	8.55	9.67	0.8

资料来源：公司债券评级报告，华西证券研究所

3. 大股东联合重组+上市公司换帅，未来发展更清晰

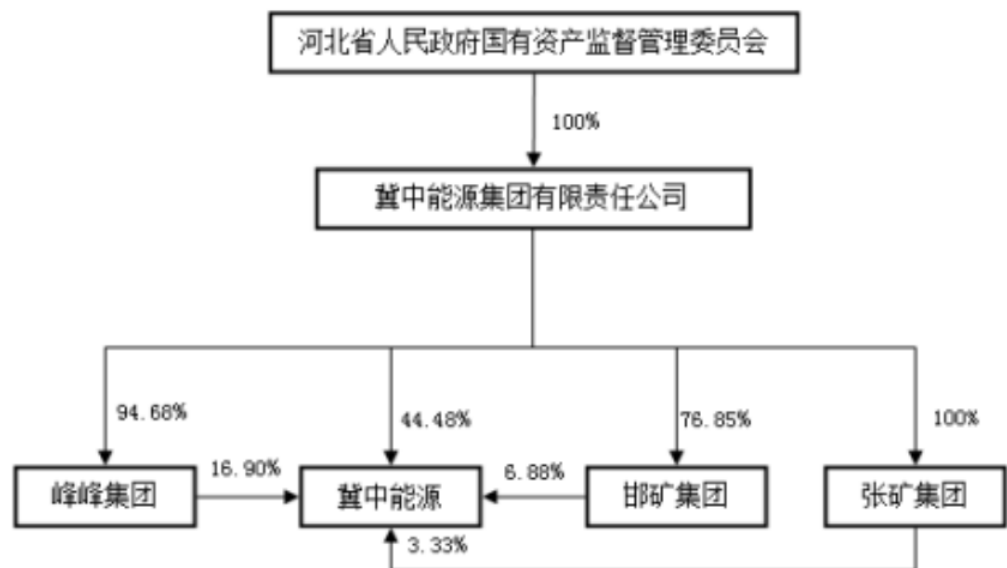
冀中能源是集团旗下唯一煤炭上市平台，近期集团内部联合重组，调整完成后股权结构更清晰，叠加近期上市公司换帅，我们看好未来公司更清晰的发展路径。

3.1. 大股东联合重组，内部股权结构更为清晰

河北为全国钢铁产能最大的省份，焦煤靠近消费地具有区位优势。冀中能源集团 2019 年河北省内矿区煤炭产量 2837 万吨，占河北省原煤产量的 56%，区域市场地位突出。

冀中能源集团 2019 年生产原煤 7539 万吨，精煤 1986 万吨；其中上市公司冀中能源原煤产量 2854 万吨，占比 38%，生产精煤 1223 万吨，占比 62%。集团公司旗下冀中能源、华北制药和金牛化工三家上市公司，其中煤炭上市平台仅冀中能源，在内部联合重组理顺股权关系后，未来对上市公司仍有较大支持空间。

图 5 冀中能源股权结构图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据鄂尔多斯煤炭网，2020年7月17日，冀中能源集团进一步深化国企改革，决定邢矿集团与山西冀中公司实施联合重组，同时将井矿集团、张矿集团所持煤炭公司股权注入邢矿集团。

联合重组完成后，未来冀中能源集团旗下的主要煤炭主体简化为冀中能源（上市公司）、峰峰集团、邯矿集团、邢矿集团四家，结构更为清晰。

3.2. 上市公司换帅，注入新的发展动力

根据公司2020年6月10日《关于变更董事长的公告》，公司新上任董事长赵兵文，曾任峰峰集团及金牛化工董事长等职务，新任董事长有望带领公司继续降本增效，提升业绩。

4. 盈利预测及估值

上调公司2020-22年盈利预测至11.9/14.3/15.2亿元，同比分别+32%/+20%/+6%，上调至“买入”评级。

4.1. 预计2020-22年业绩12/14/15亿元，同比+32%/+20%/+6%

我们假设公司2020-22年煤炭销量分别为2900/2900/2900万吨，吨煤收入分别为550/560/570元/吨（同比分别为-9%/+2%/+2%），吨煤成本分别为410/400/400元/吨（同比分别为-12%/-2%/0%），上调公司2020-22年盈利预测至11.9/14.3/15.2亿元（原预测为2020-21年归母净利润分别为7.8/7.0亿元），同比分别+32%/+20%/+6%，EPS分别为0.34/0.40/0.43元/股（原预测为2020-21年EPS分别为0.22/0.20元），对应2020年8月14日收盘价3.46元，PE分别为10/8/8倍。

4.2. 上调至“买入”评级

考虑到公司当前PB仅0.6倍，以及集团联合重组/新董事长上任等边际变化，我们上调公司至“买入”评级（原评级为“中性”）。

表2 冀中能源及主要对标公司的盈利预测与估值

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元/股)			PE			最新每股净资产 (元/股)	PB
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
000937.SZ	冀中能源	3.46	0.26	0.34	0.40	13.56	10.25	8.58	5.78	0.60
对标公司										
600395.SH	盘江股份	6.16	0.66	0.59	0.80	9.27	10.44	7.70	4.28	1.44
000983.SZ	西山煤电	4.13	0.54	0.39	0.42	11.29	10.53	9.93	5.09	0.81
601666.SH	平煤股份	5.65	0.50	0.56	0.69	8.22	10.18	8.14	6.09	0.93
600997.SH	开滦股份	5.19	0.72	0.57	0.64	7.51	9.09	8.16	7.13	0.73
600985.SH	淮北矿业	9.01	1.67	1.53	1.64	5.98	5.89	5.48	8.51	1.06
对标公司平均						8.45	9.22	7.88	0.99	

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所（股价以2020年8月14日收盘价为基准，冀中能源、平煤股份、盘江股份为华西证券盈利预测，西山煤电、开滦股份、淮北矿业为Wind一致预期的盈利预测）

5. 风险提示

宏观经济系统性风险；公司成本压降不及预期；在建工程投产不及预期等。

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	21,740	20,546	20,679	21,486	净利润	1,203	1,492	1,782	1,894
YoY (%)	1.3%	-5.5%	0.6%	3.9%	折旧和摊销	1,558	624	602	608
营业成本	16,699	15,352	15,085	15,639	营运资金变动	266	-297	-76	108
营业税金及附加	570	539	542	563	经营活动现金流	3,462	2,514	2,932	3,224
销售费用	312	295	297	309	资本开支	-985	-1,215	-1,715	-1,714
管理费用	1,891	1,644	1,654	1,719	投资	3,099	0	0	0
财务费用	523	516	472	472	投资活动现金流	2,380	-1,012	-1,510	-1,501
资产减值损失	-9	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	215	204	205	213	债务募资	6,258	0	0	0
营业利润	2,049	2,456	2,885	3,051	筹资活动现金流	-1,900	-3,265	-1,376	-1,549
营业外收支	-270	-250	-250	-250	现金净流量	3,943	-1,763	45	174
利润总额	1,779	2,206	2,635	2,801	主要财务指标				
所得税	576	714	853	907	成长能力				
净利润	1,203	1,492	1,782	1,894	营业收入增长率	1.3%	-5.5%	0.6%	3.9%
归属于母公司净利润	901	1,193	1,425	1,515	净利润增长率	3.4%	32.4%	19.5%	6.3%
YoY (%)	3.4%	32.4%	19.5%	6.3%	盈利能力				
每股收益	0.26	0.34	0.40	0.43	毛利率	23.2%	25.3%	27.1%	27.2%
资产负债表 (百万元)					净利率率	5.5%	7.3%	8.6%	8.8%
货币资金	11,151	9,387	9,432	9,606	总资产收益率 ROA	2.0%	2.7%	3.2%	3.3%
预付款项	73	67	66	69	净资产收益率 ROE	4.4%	5.7%	6.6%	6.8%
存货	898	826	811	841	偿债能力				
其他流动资产	6,155	6,028	6,042	6,128	流动比率	1.39	1.29	1.30	1.30
流动资产合计	18,277	16,309	16,352	16,644	速动比率	1.32	1.22	1.23	1.23
长期股权投资	3,888	3,888	3,888	3,888	现金比率	0.85	0.74	0.75	0.75
固定资产	14,431	14,683	16,431	18,648	资产负债率	49.6%	45.7%	44.5%	43.9%
无形资产	5,359	4,982	4,633	4,307	经营效率				
非流动资产合计	27,182	27,557	28,455	29,347	总资产周转率	0.48	0.47	0.46	0.47
资产合计	45,458	43,866	44,807	45,991	每股指标 (元)				
短期借款	4,428	4,428	4,428	4,428	每股收益	0.26	0.34	0.40	0.43
应付账款及票据	3,983	3,662	3,598	3,730	每股净资产	5.79	5.96	6.15	6.31
其他流动负债	4,727	4,546	4,532	4,625	每股经营现金流	0.98	0.71	0.83	0.91
流动负债合计	13,138	12,636	12,558	12,784	每股股利	0.30	0.16	0.22	0.26
长期借款	2,556	2,556	2,556	2,556	估值分析				
其他长期负债	6,837	4,837	4,837	4,837	PE	13.56	10.25	8.58	8.07
非流动负债合计	9,394	7,394	7,394	7,394	PB	0.63	0.58	0.56	0.55
负债合计	22,531	20,029	19,952	20,178					
股本	3,534	3,534	3,534	3,534					
少数股东权益	2,485	2,783	3,140	3,519					
股东权益合计	22,927	23,837	24,855	25,814					
负债和股东权益合计	45,458	43,866	44,807	45,991					

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。