中性

煤炭行业20年半年报综述

归母净利下跌21%，资产质量下滑

煤炭企业 20 年中报归母净利润同比下降 21%，跌幅近年最大。主要受到疫情及经济下行导致的需求低迷带来的煤价下降以及产销量增长不佳。资产质量受到疫情影响：经营现金流、ROE 下跌明显。20 年上半年采矿业基金持仓占净值比例、占股票投资市值比、以及占股票市场标准行业配置比例都降到了近 5 年新低，同时市盈率、市净率等估值指标也为历史较低位，我们认为安全边际比较高。建议重点关注近期由于供给受限、库存较低、需求回升带来的煤价上涨利好对板块的阶段利好。

支撑评级的要点

- **归母净利同比下跌 21%，跌幅近年最大，受到疫情及经济下行导致的需求低迷影响。**2020 年 22 家上市公司归母净利润同比增速平均为-21%至 19 亿元，基本符合我们预计的 20%左右的同比跌幅预期，主要是受到煤价下跌以及疫情导致产销量增长不佳导致。营业收入下跌 7%。业绩增长较好的有**冀中能源（+34%）**，主要是成本费用控制有力，吨煤成本下跌 15%，期间费用下降 8%；**平煤股份（+19%）**，主要是继续推进“精煤战略”洗精煤比例大幅提升，抵消了煤价的下跌，同时成本费用控制较好；**露天煤业（+3%）**，主要是煤价逆势上涨 7.8%以及电解铝产销量增长及吨铝成本下降12%带来的电解铝业务盈利显著改善；业绩跌幅较大的有**新集能源（-87%）**、主要是煤炭产销量下降、煤价下跌、以及上网电量处于较低水平；**昊华能源（-79%）**主要由于疫情导致内蒙煤矿产销量减少而利润率较高的京西煤矿全部退出带来的量价齐跌，以及甲醇价格大幅下降等影响；**兰花科创（-73%）**，主要是煤炭和主要化工品价格大幅下降以及受到环保、疫情、市场影响部分公司停产导致大部分产品销量下降。
- **资产质量受到疫情的影响有所下滑**：每股经营现金流受到疫情影响较大，同比大幅下降 49%，结束了连续三年的大幅增长；ROE 下降 1.9 个百分点至 3.8%，降幅较大；资产负债率保持在 55%，没有继续下降。应收账款和票据继续下降 19%，表现较好。
- **产量增长 1.4%；综合煤价下降 9.9%；吨煤成本下跌 5.3%；吨煤净利下降 22%至 59 元。**2020 年上半年 22 个主流煤炭上市公司产量平均增长 1.4%至 2371 万吨，受到疫情的影响，增速明显减弱，但明显快于全国原煤产量增速（0.6%）。综合煤价下降 9.9%至 502 元，跌幅加大，主要是由于需求疲弱。吨煤成本跌幅 5.3%，跌幅较大，好于预期，新矿的单位成本普遍更低。20 年上半年吨煤净利同比下降 22%至 59 元，下降幅度明显增大。
- 2020 年上半年采矿业基金持仓占净值比例、占股票投资市值比、以及占股票市场标准行业配置比例都降到了近 5 年新低，同时市盈率、市净率等估值指标也为历史较低位，我们认为安全边际比较高。建议重点关注近期由于供给受限、库存较低、需求回升带来的煤价上涨利好对板块的阶段利好。

重点推荐

- 我们看好龙头低估值、业绩表现较好、转型升级经营改善明显的公司：山煤国际、陕西煤业、潞安环能、阳泉煤业等。建议重点关注平煤股份、露天煤业、冀中能源等。

评级面临的主要风险

- 经济走势低于预期；环保安检趋严且常态化；清洁能源替代加速，对进口煤、超产、违规违建矿的监管放松；国企改革进度和力度低于预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘：煤炭开采
证券分析师：唐倩
(8610)66229077
qian.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120036

目录

2020 年中报总结 4

收入增速中值-7%，结束了近三年的正增长，主要是煤价下滑叠加销量小幅下跌。 4

毛利率 29%，下滑 4 个百分点 5

20 年上半年归母净利润中值同比增长-21%，业绩分化明显 7

资产质量受到疫情影响有所下滑 9

1. 20 年上半年资产质量受到疫情的影响有所下滑，其中经营现金流、ROE 跌幅较大。资产负债率和净负债率基本持平，没有继续下降。 9

2. 资产负债率继续保持在 55%，没有继续下降。 9

2020 年上半年生产经营数据点评..... 12

产量------同比增长 1.4%，受到疫情影响，增速明显减弱。 12

综合煤价下降 9.9%至 502 元，跌幅加大，主要是由于需求疲弱。 13

吨煤成本跌幅 5.3%，跌幅较大，好于预期，新矿的单位成本普遍更低。 14

20 年上半年吨煤净利同比下降 22%至 59 元，下降幅度明显增大。 14

煤炭业务收入占总收入的比例 70%，近年来变化不大，在转型方面仍有待突破。 15

图表目录

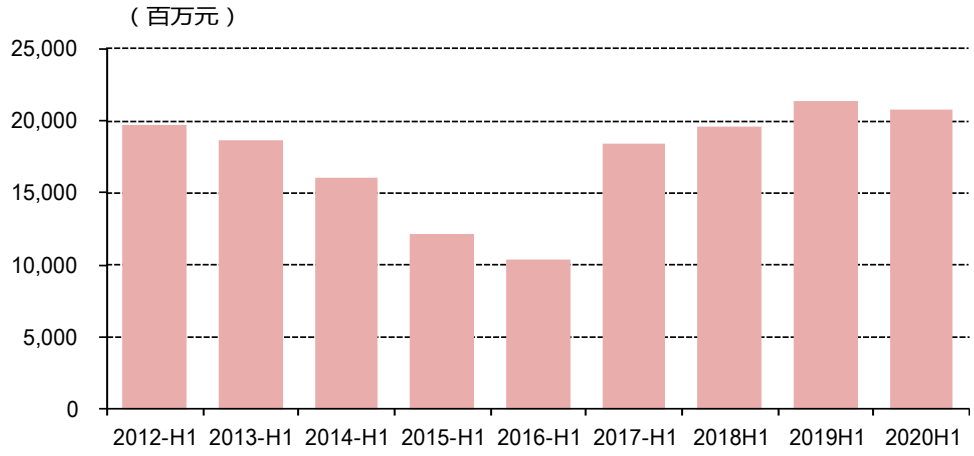
图表 1. 22 家主流煤炭公司平均主营业务收入 4
图表 2. 主流煤炭公司历史平均主营业务收入增速 4
图表 3. 20 年上半年主营业务收入增速 5
图表 4. 20 年上半年主流煤炭公司毛利润率 5
图表 5. 19 年上半年主流上市公司平均毛利润率 6
图表 6. 20 年上半年净利润率 6
图表 7. 煤炭上市公司平均归属母公司净利润（百万元） 7
图表 8. 20 年上半年归属母公司净利润同比增速 7
图表 9. 上市煤企归母净利润平均增速 8
图表 10. 煤炭上市公司平均每股经营活动现金流 9
图表 11. 上市煤企应收账款和票据平均同比增长 9
图表 12. 2020 年上半年资产负债率 10
图表 13. 煤炭上市公司平均资产负债率 10
图表 14. 煤炭上市公司平均净负债率 10
图表 15. 上市煤企平均 ROE 11
图表 16. 历年上市公司平均煤炭产量 12
图表 17. 上市公司平均煤炭产量增速 12
图表 18. 2020 年上半年煤炭产量 13
图表 19. 2020 年上市煤企煤炭产量增速分化较大 13
图表 20. 上市煤企综合煤价与市场煤价、年度长协煤价的关系 14
图表 21. 上市煤企平均吨煤价格与吨煤成本涨幅 14
图表 22. 2020 年上半年吨煤净利 15
图表 23. 上市煤企平均吨煤净利 15
图表 24. 上市煤企煤炭业务占总收入比例 16
图表 25. 基金持仓采矿业 16
图表 26. 采矿业基金持仓占净值比例 17
图表 27. 基金持仓采矿业 17
图表 28. 报告中提及上市公司估值表 18

2020 年中报总结

收入增速中值-7%，结束了近三年的正增长，主要是煤价下滑叠加销量小幅下跌。

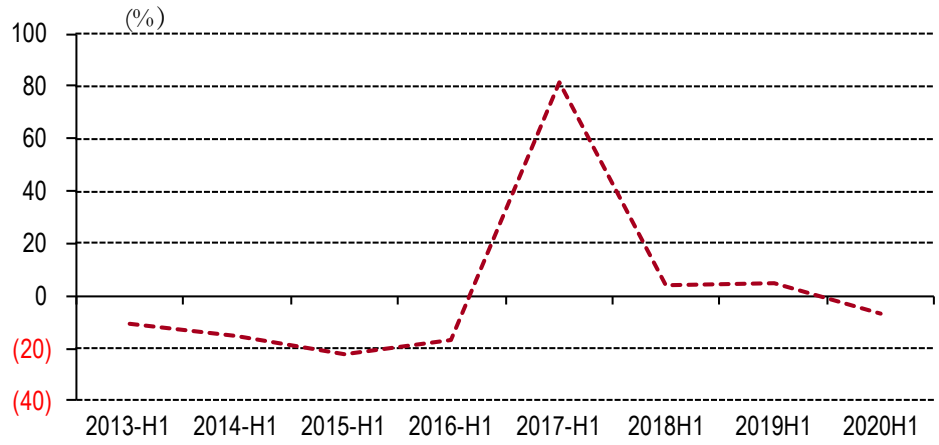
22 家主流煤炭公司 20 年中报主营业务收入增长率中值-7%至 207 亿元（不包括中国神华，平均收入为 167 亿元），结束了 2017 年同期以来的连续 3 年的正增长，主要是受到因疫情和经济下行导致的煤价下跌的影响和销量小幅下跌的影响。上市公司产销量增速中值分别为 1.4%和-1.9%至平均 2371 万吨和 3480 万吨（不包括中国神华，平均产销量分别为 1762 万吨和 2628 万吨）。上市公司煤炭综合售价平均下降 9.9%（中值 9.4%）至 502 元，跌幅明显放大（去年同期跌幅均值 7.6%），跌幅小于秦皇岛 5500 大卡山西优混动力煤 12%的跌幅，明显大于年度长协价 3%的跌幅。由于年度长协价和市场煤各占一定比例，上市公司综合煤价比较客观真实的反应了实际煤价的涨跌。

图表 1. 22 家主流煤炭公司平均主营业务收入



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 主流煤炭公司历史平均主营业务收入增速

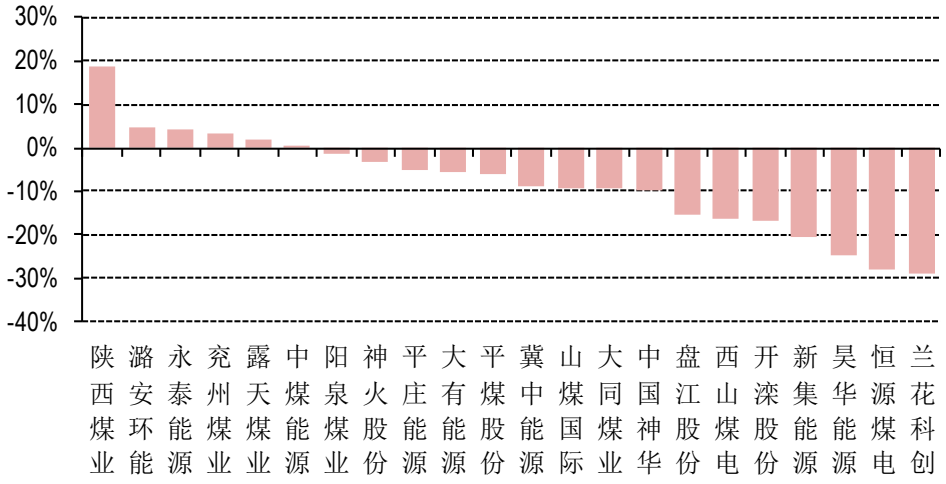


资料来源：万得，中银证券

收入增速表现较好的有陕西煤业（+18.9%），主要由于煤炭销量大幅增长 37%，主要是贸易煤增幅较大；潞安环能（+4.6%），主要由于收购母公司的慈林山煤业并表带来的煤炭销量增长 30%；兖州煤业（+3.4%），主要由于煤炭销量增长 22%（其中山西及内蒙销量增长 57%贡献了主要增长）。

收入增速表现欠佳的有兰花科创（-29%），主要是煤炭和主要化工品价格大幅下降以及受到环保、疫情、市场影响部分公司停产导致大部分产品销量下降；恒源煤电（-28%）主要是受到疫情、工作面断层等影响产销量大幅下降 28%、昊华能源（-25%），主要由于疫情导致内蒙煤矿产销量减少而利润率较高的京西煤矿全部退出带来的量价齐跌，以及甲醇价格大幅下降等影响。

图表 3. 20 年上半年主营业务收入增速

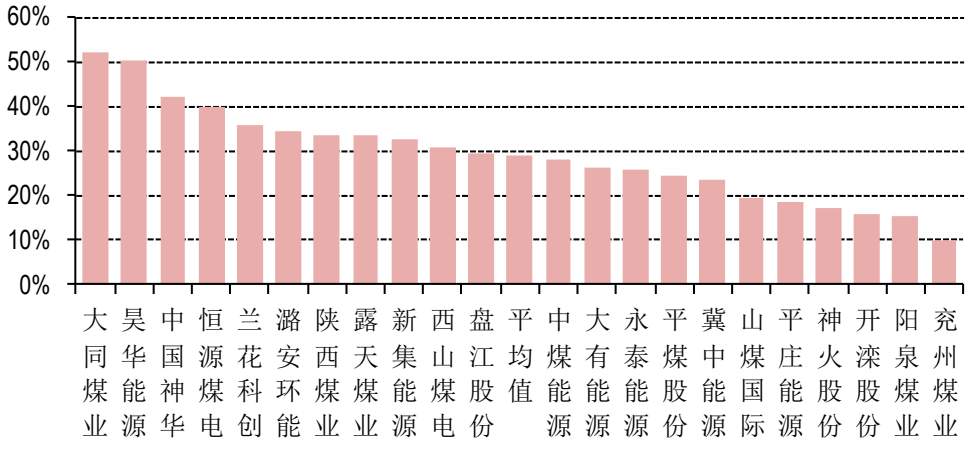


资料来源：万得，中银证券

毛利率 29%，下滑 4 个百分点

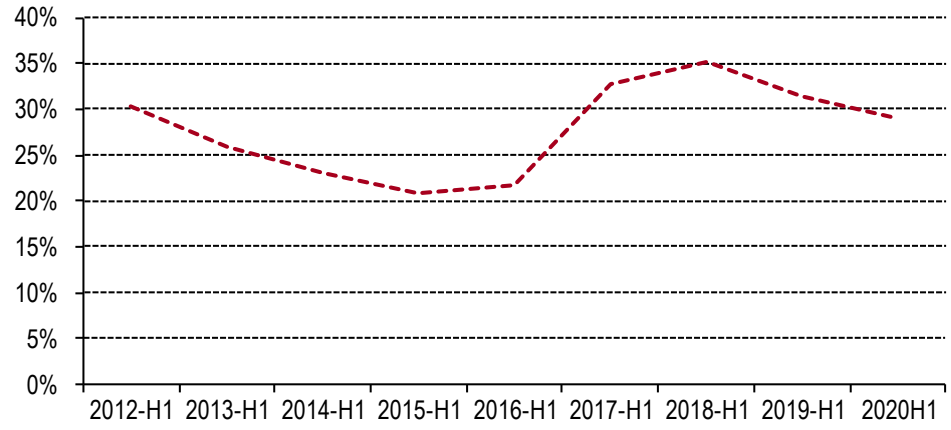
2020 年上半年 22 家公司平均毛利润率平均为 29.1%，比 2019 年、2018 年同期分别下降 4 个百分点和 6 个百分点，（2018/2019/2020 年中期分别为 35%、32%，29%），比行业景气度很差的 14-16 年平均高 7 个百分（14-16 年平均为 22%）。除了煤价下降外，今年上半年疫情原因导致产量释放较低，单位成本升高，也是造成毛利润率下滑较快的原因，如果没有疫情，我们认为毛利润率会偏缓下行，预计下滑 2-3 个百分点。不可否认的是，18 年中期左右是行业最景气时期，未来随着煤价向合理区间回归，毛利润率仍将呈现下滑态势。

图表 4. 20 年上半年主流煤炭公司毛利润率



资料来源：万得，中银证券

图表 5.19 年上半年主流上市公司平均毛利润率

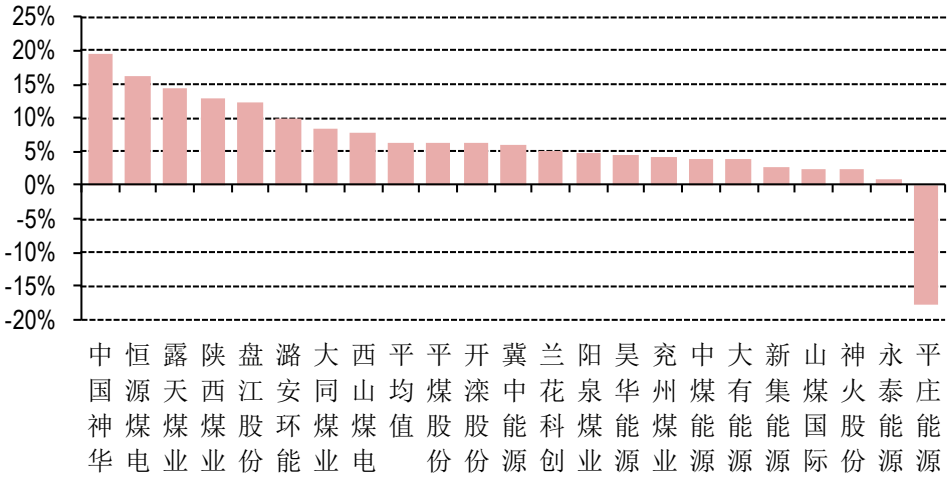


资料来源：万得，中银证券

2020 年中报上市公司经营利润率同比有 4 个百分点的下滑至 10.3%，2019,2018 年同期为 14%和 16%，，跌幅较大，主要是由于疫情导致销售费用大幅平均增加 19%而带来的期间费用率从 14.6%增长至 15.3%。相比而言，管理费用和财务费用控制的较好，平均各减少 2%和 11%。

净利润率由去年同期 8.4%下降至 6.2%，下降幅度增大，2018/2019/2020 年中期分别为 9.9%、8.4%和 6.2%。主要与经营利润率下降较快有关。

图表 6.20 年上半年净利润率



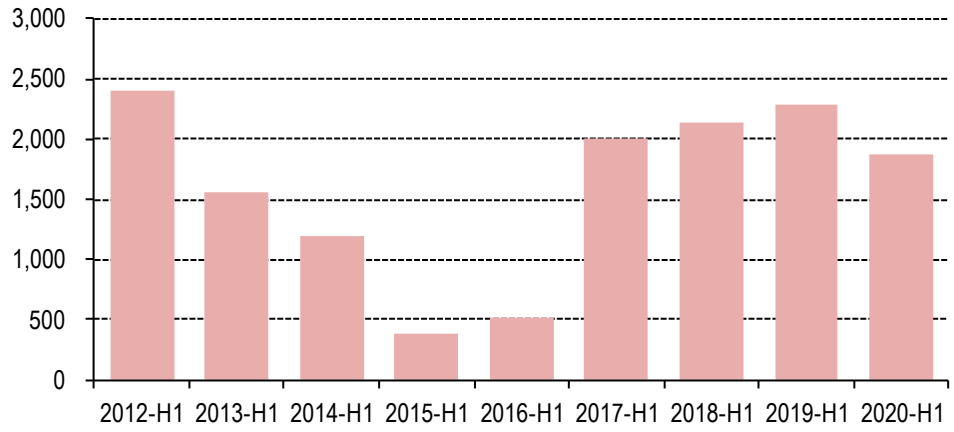
资料来源：万得，中银证券

20 年上半年归母净利润中值同比增长-21%，业绩分化明显

2020 年 22 家上市公司归母净利润同比增速平均为-21%至 19 亿元（中值为-15%），基本符合我们预计的 20%左右的同比跌幅。扣非后归母净利润同比增速为-30%（中值为-23%）至 17 亿元，跌幅更大。业绩分化依旧非常明显。业绩增长较好的有冀中能源（+34%），主要由于成本费用控制有力，吨煤成本下跌 15%，期间费用下降 8%；平煤股份（+19%），主要由于继续推进“精煤战略”洗精煤比例大幅提升，抵消了煤价的下跌，同时成本费用控制较好；露天煤业（+3%），主要由于煤价逆势上涨 7.8%以及电解铝产销量增长及吨铝成本下降 12%带来的电解铝业务盈利显著改善；而业绩跌幅较大的有新集能源（-87%）、主要由于煤炭产销量下降、煤价下跌、以及上网电量处于较低水平；昊华能源（-79%）主要由于疫情导致内蒙煤矿产销量减少而利润率较高的京西煤矿全部退出带来的量价齐跌，以及甲醇价格大幅下降等影响；兰花科创（-73%），主要是煤炭和主要化工品价格大幅下降以及受到环保、疫情、市场影响部分公司停产导致大部分产品销量下降。

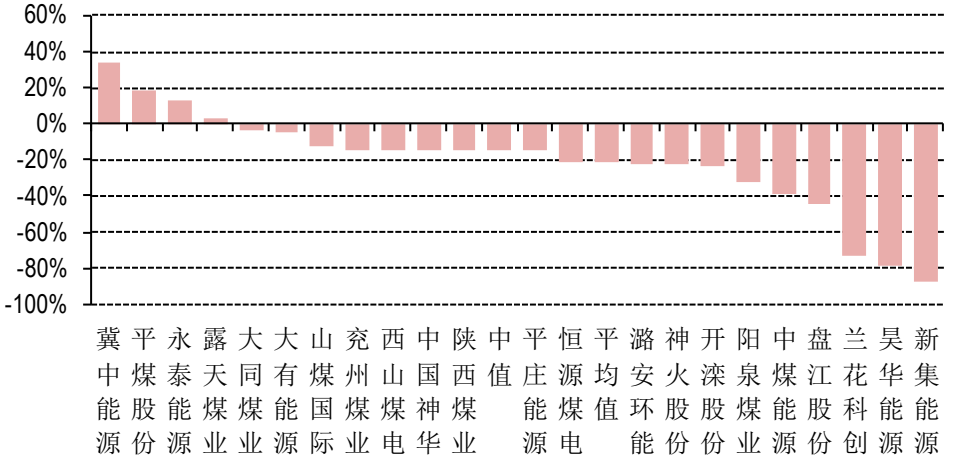
业绩好的公司今年以来明显跑赢行业，位于涨幅榜前几名，而业绩跌幅较大的公司则在最后几名，近期市场对业绩的关注度和认可度较高，股价与业绩的关系比较紧密。

图表 7. 煤炭上市公司平均归属母公司净利润（百万元）



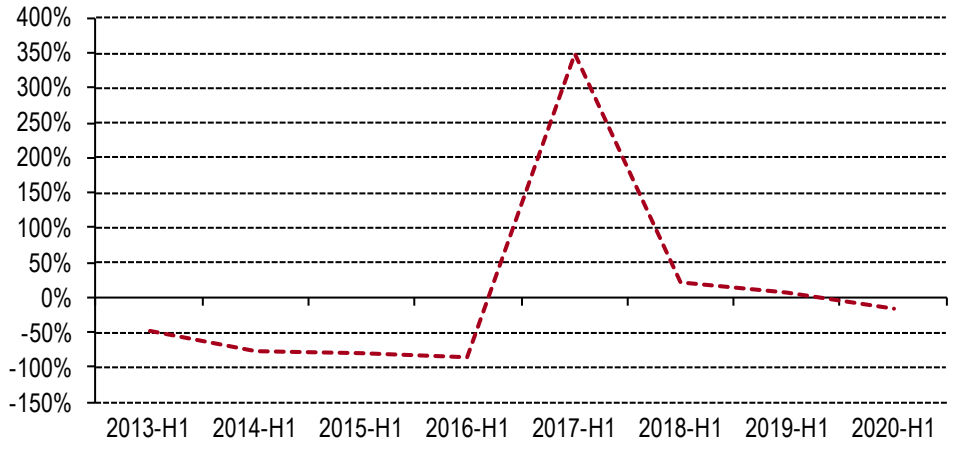
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 20 年上半年归属母公司净利润同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 上市煤企归母净利润平均增速



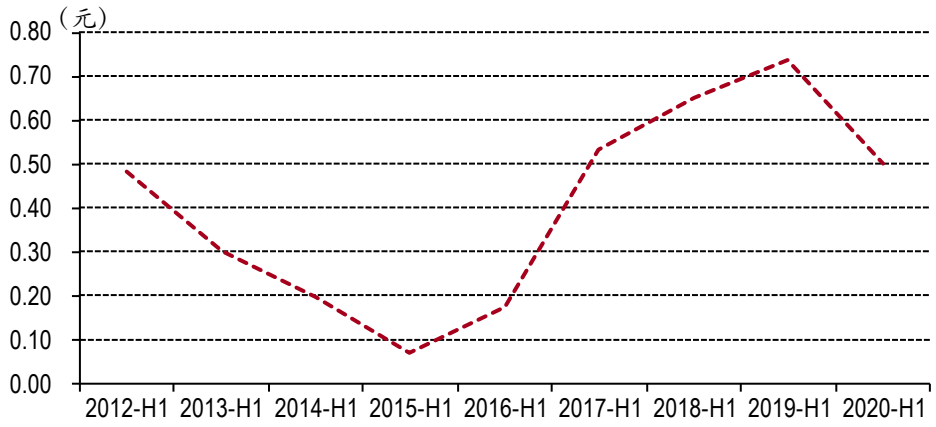
资料来源：万得，中银证券

资产质量受到疫情影响有所下滑

1. 20 年上半年资产质量受到疫情的影响有所下滑，其中经营现金流、ROE 跌幅较大。资产负债率和净负债率基本持平，没有继续下降。

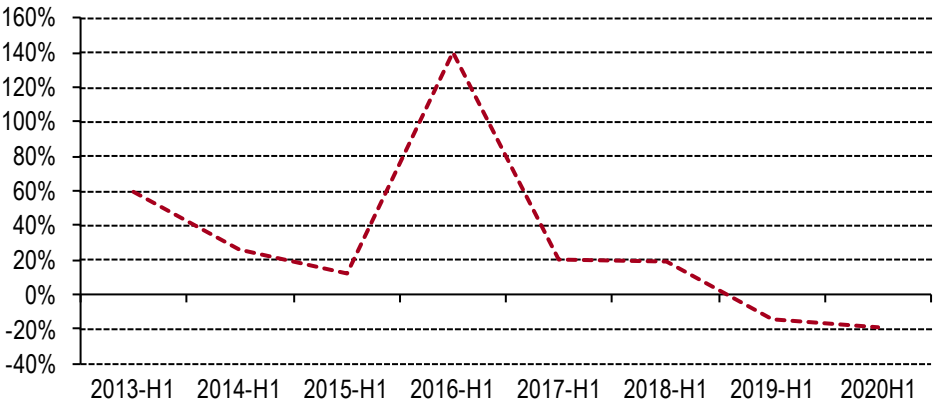
每股经营现金流受到疫情影响较大，同比大幅下降 49%，结束了连续三年的大幅增长；ROE 下降 1.9 个百分点至 3.8%，降幅较大；资产负债率保持在 55%，没有继续下降。应收账款和票据继续下降 19%，表现较好。

图表 10. 煤炭上市公司平均每股经营活动现金流



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 上市煤企应收账款和票据平均同比增长

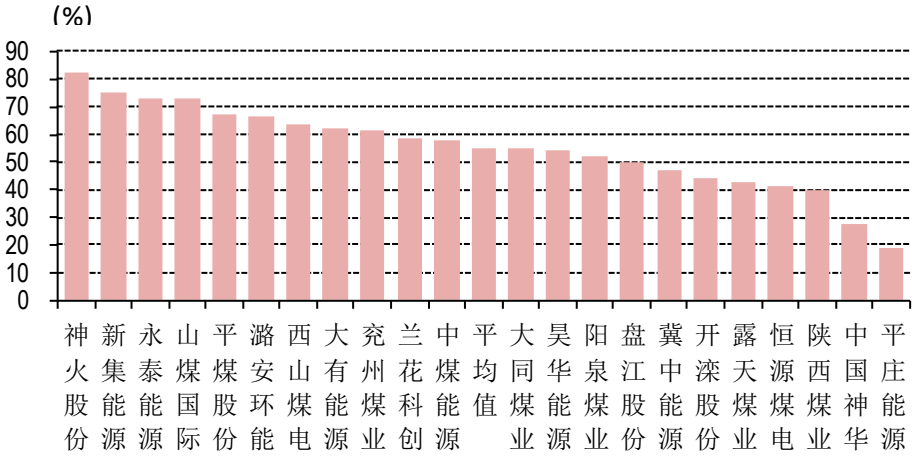


资料来源：万得，中银证券

2. 资产负债率继续保持在 55%，没有继续下降。

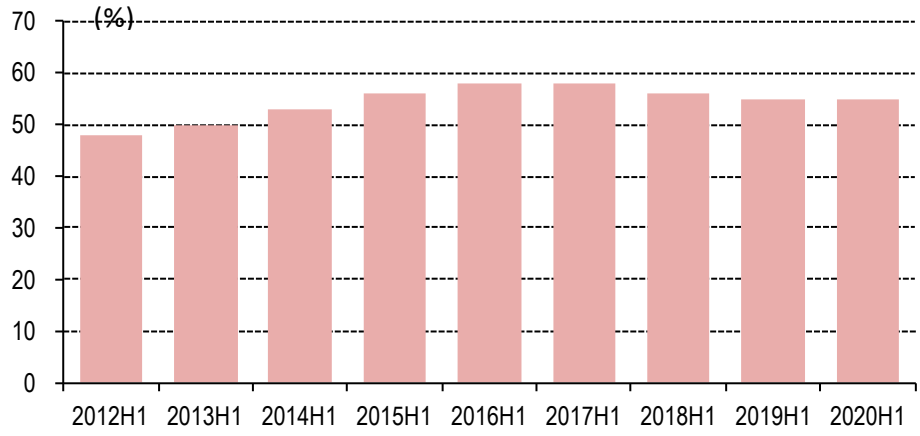
20 年上半年资产负债率保持在 55%，与 2014 年行业景气度低谷的 55%相等，仍在历史偏高位置。资产负债率最高的神火股份与永泰能源分别为 85%和 73%，同比没有任何变化。原来较高的山煤国际下降了 3 个百分点到 76%。净资产负债率有所抬升，

图表 12. 2020 年上半年资产负债率



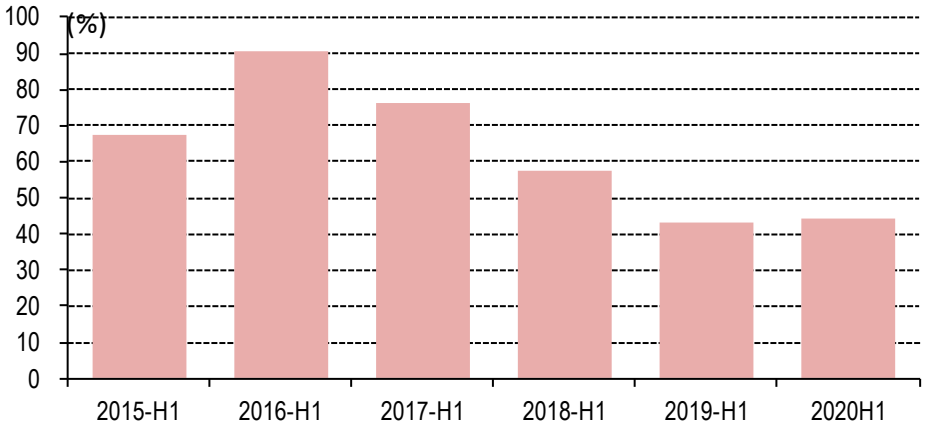
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 煤炭上市公司平均资产负债率



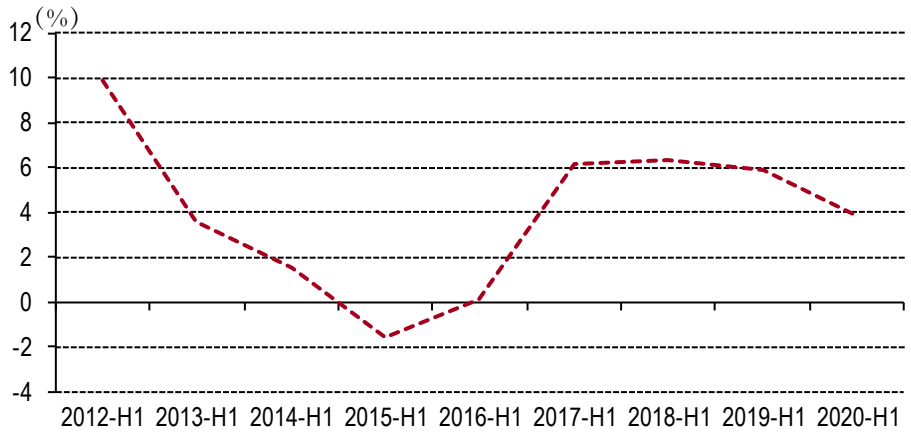
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 煤炭上市公司平均净负债率



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 上市煤企平均 ROE



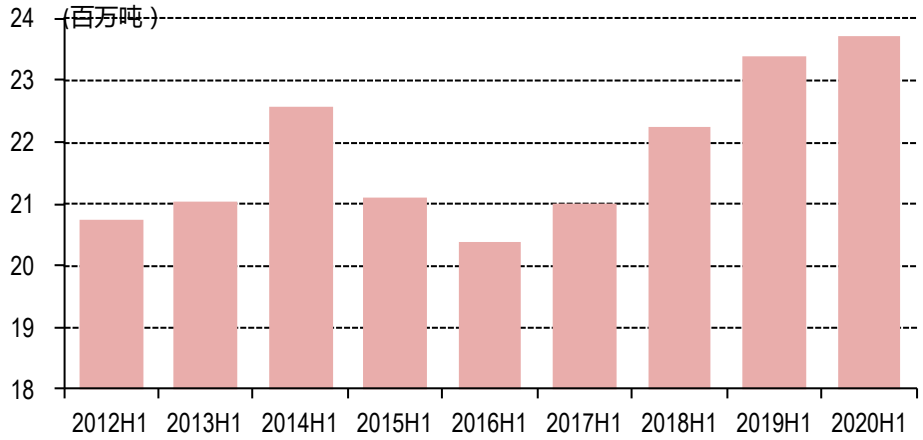
资料来源：万得，中银证券

2020 年上半年生产经营数据点评

产量------同比增长 1.4%，受到疫情影响，增速明显减弱。

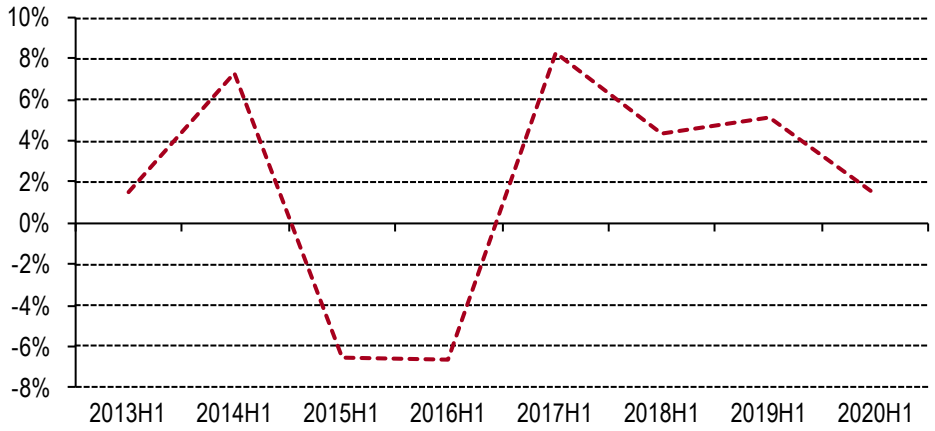
2020 年上半年 22 个主流煤炭上市公司产量平均增长 1.4%至 2371 万吨，受到疫情的影响，增速明显减弱，但明显快于全国原煤产量增速（0.6%）。销量增长 6.5%至 3480 万吨，销量增速较高主要由于外购煤数量的增长快于自产煤。产量增幅较大的有盘江股份（+23%），潞安环能（+18%），陕西煤业（+8%）.主要是由于新产能投放所致。

图表 16. 历年上市公司平均煤炭产量



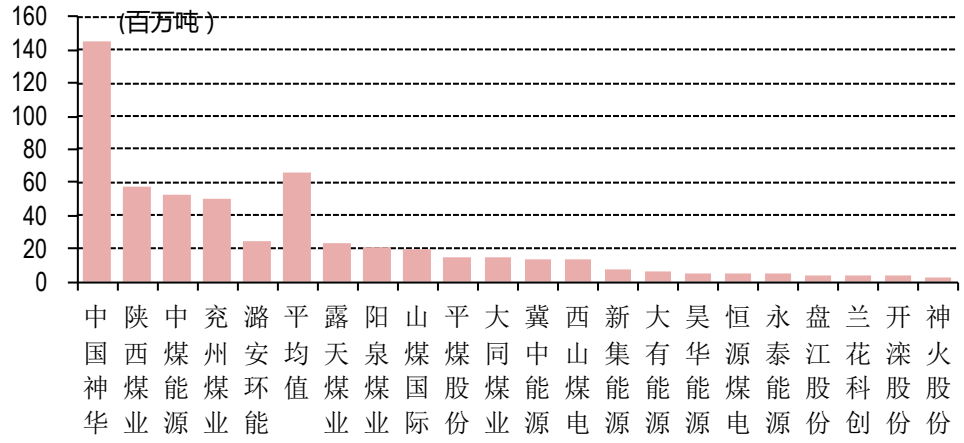
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 上市公司平均煤炭产量增速



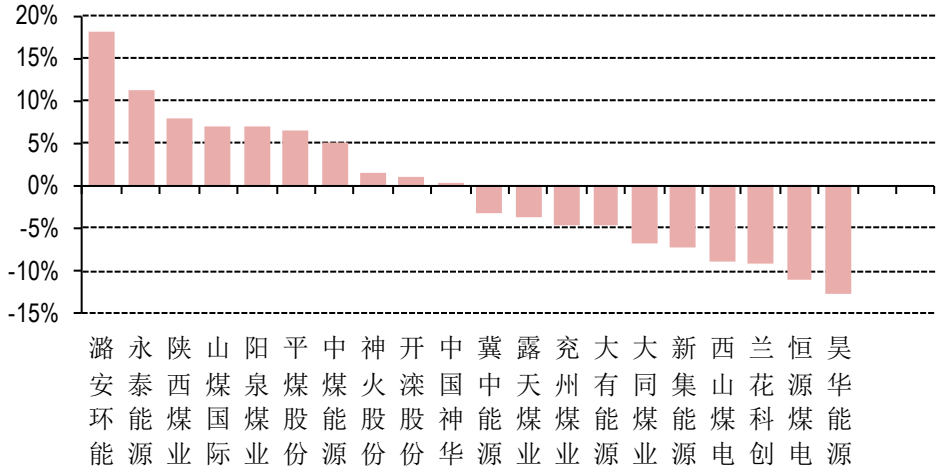
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2020 年上半年煤炭产量



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2020 年上市煤企煤炭产量增速分化较大

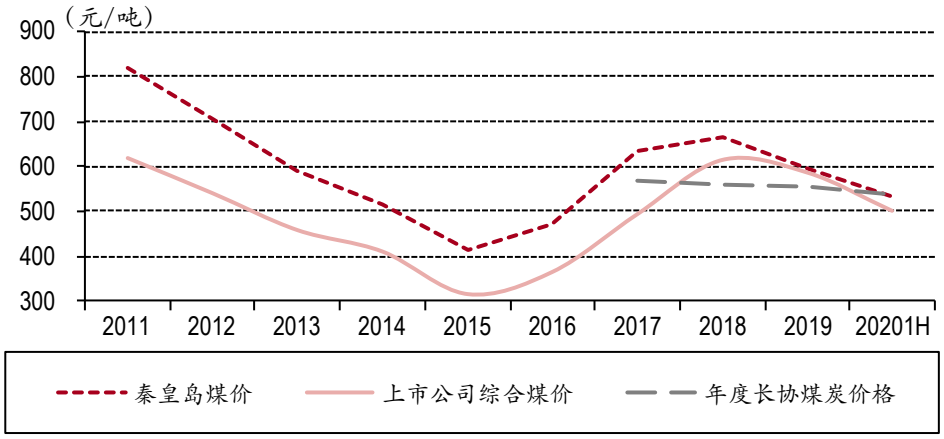


资料来源：万得，中银证券

综合煤价下降 9.9%至 502 元，跌幅加大，主要是由于需求疲弱。

2020 年上半年上市公司煤炭综合售价平均下跌 9.9%至 502 元，跌幅加大（2019 年中报为-7.6%）。下跌主要由于经济下行压力叠加疫情造成的需求疲弱。煤价跌幅小于市场煤的指标：秦皇岛 5500 大卡山西优混 535 元下跌 12%，大于同期年度长协价的跌幅（539 元跌幅 3.2%），由于上市公司的煤价普遍包含了市场煤和长协煤，长协煤平滑了一些业绩，但从综合煤价看，本次市场煤价的占比权重很高。

图表 20. 上市煤企综合煤价与市场煤价、年度长协煤价的关系

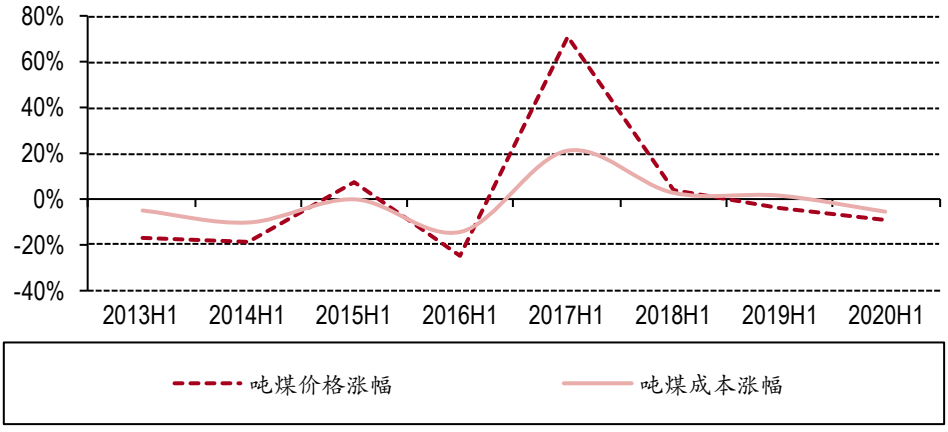


资料来源：万得，中银证券

吨煤成本跌幅 5.3%，跌幅较大，好于预期，新矿的单位成本普遍更低。

2020 年上半年吨煤成本平均下降 5.3%至 295 元，好于预期。近年尽管行业景气度在较高位，但成本的控制一直较好。除了普遍较好的成本控制、期间费用控制外，关闭效率低下的落后产能、更现代化、地质赋存天剑更好、成本更低的新矿投产带来的单位成本下降起到了较大的作用。此外，本次成本的下降也与疫情有一定关系。

图表 21. 上市煤企平均吨煤价格与吨煤成本涨幅

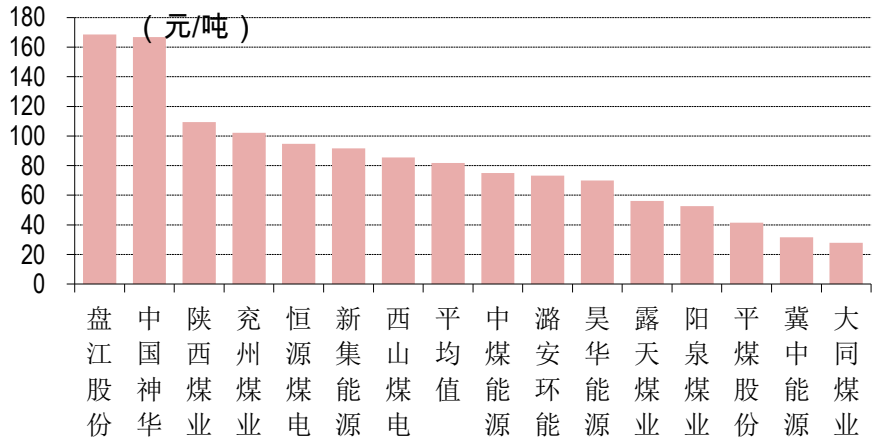


资料来源：万得，中银证券

20 年上半年吨煤净利同比下降 22%至 59 元，下降幅度明显增大。

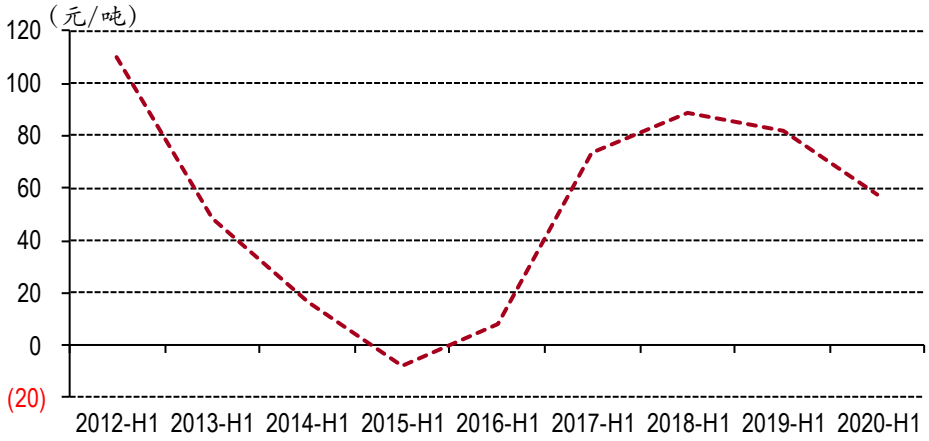
我们选取煤炭业务占毛利比例 80%以上的公司，大致测算了吨煤净利。2020 年上半年，吨煤毛利下降 15%至 260 元，吨煤净利同比下降 22%至 59 元。吨煤净利的下降幅度明显增大，2019 年同期只有 4%。只有盈利较好的 2011 年 110 元的吨煤净利的一半。除了受到疫情的影响外，18 年以来行业景气度随着煤价高位回落到合理水平，吨煤净利下滑的趋势已定，不考虑疫情的影响，吨煤净利预计仍将小幅下降中。

图表 22. 2020 年上半年吨煤净利



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 上市煤企平均吨煤净利

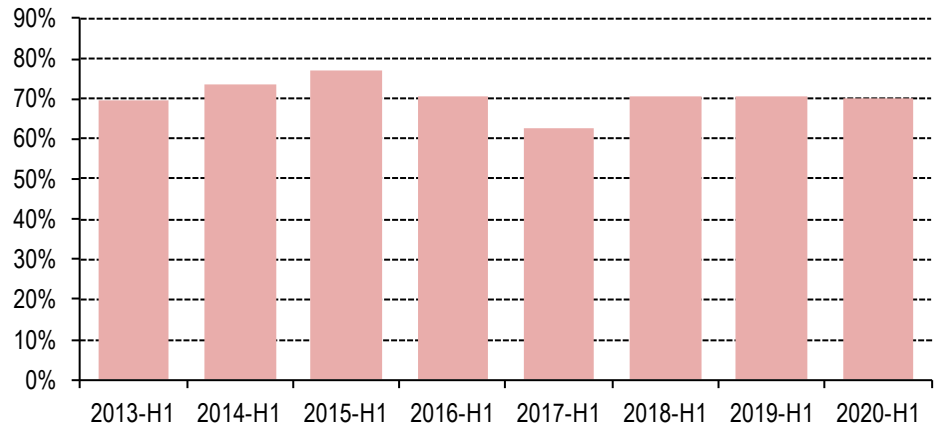


资料来源：万得，中银证券

煤炭业务收入占总收入的比例 70%，近年来变化不大，在转型方面仍有待突破。

2020 年上半年煤炭业务占总收入的平均比例为 70%，同比持平。近三年同期比例变化不大，2018 年同期为 71%。上市公司的经营模式仍是煤炭为主，其他业务包括电力、化工等下游。尽管有一些公司进军电力、电解铝、新能源、业务更多元化，但总体变化不大，量比较小，不足以明显分担煤炭份额。在 2015 年全行业巨亏以及 2016 年供给侧改革后，转型有了一些进展，但总体速度并不快，除了个别公司转型意愿较强，并有实质进展外，大多数在转型和改革方面仍有待突破。

图表 24. 上市煤企煤炭业务占总收入比例



资料来源：万得，中银证券

2020 年上半年采矿业基金持仓占净值比例、占股票投资市值比、以及占股票市场标准行业配置比例都降到了近 5 年

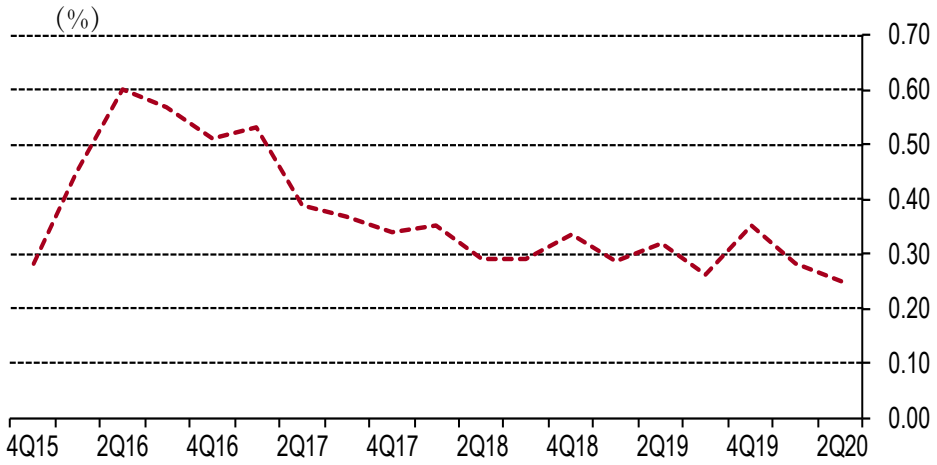
新低，同时市盈率、市净率等估值指标也为历史较低位，我们认为安全边际比较高。**建议重点关注近期由于供给受限、库存较低、需求回升带来的煤价上涨利好对板块的阶段利好。**

图表 25. 基金持仓采矿业

时间	行业名称	采矿业市值(万元)	采矿业占净值比(%)	采矿业占股票投资市值比（%）	采矿业占股票市场标准行业配置比例（%）	采矿业相对标准行业配置比例(%)	采矿业市值增长率(%)
2Q20	采矿业	4,139,495	0.25	1.23	4.30	(3.06)	(10.52)
1Q20	采矿业	4,626,786	0.28	1.72	5.13	(3.41)	(7.96)
4Q19	采矿业	5,026,870	0.35	1.97	5.76	(3.79)	41.96
3Q19	采矿业	3,542,532	0.26	1.59	6.14	(4.55)	(16.84)
2Q19	采矿业	4,259,905	0.32	2.04	6.70	(4.66)	8.72
1Q19	采矿业	3,919,580	0.29	1.91	6.79	(4.88)	(10.30)
4Q18	采矿业	4,369,549	0.34	2.79	7.87	(5.07)	13.93
3Q18	采矿业	3,835,373	0.29	2.23	8.72	(6.49)	3.45
2Q18	采矿业	3,707,413	0.29	2.07	7.79	(5.71)	(13.16)
1Q18	采矿业	4,300,647	0.35	2.29	7.40	(5.12)	10.65
4Q17	采矿业	3,886,762	0.34	2.13	7.51	(5.38)	(5.41)
3Q17	采矿业	4,108,867	0.37	2.21	7.52	(5.31)	5.19
2Q17	采矿业	3,906,140	0.39	2.16	7.65	(5.49)	(16.27)
1Q17	采矿业	4,664,907	0.53	2.63	7.73	(5.10)	1.72
4Q16	采矿业	4,586,250	0.51	2.76	7.76	(5.00)	(6.00)
3Q16	采矿业	4,878,889	0.57	2.89	7.52	(4.63)	2.15
2Q16	采矿业	4,776,005	0.60	2.94	7.68	(4.73)	37.81
1Q16	采矿业	3,465,618	0.45	2.20	7.85	(5.65)	49.44
4Q15	采矿业	2,319,041	0.28	1.23	7.30	(6.07)	5.60
3Q15	采矿业	2,196,041	0.33	1.53	8.42	(6.90)	(30.59)
2Q15	采矿业	3,163,722	0.45	1.57	8.86	(7.29)	(5.02)
1Q15	采矿业	3,330,876	0.66	1.77	9.90	(8.13)	(3.13)

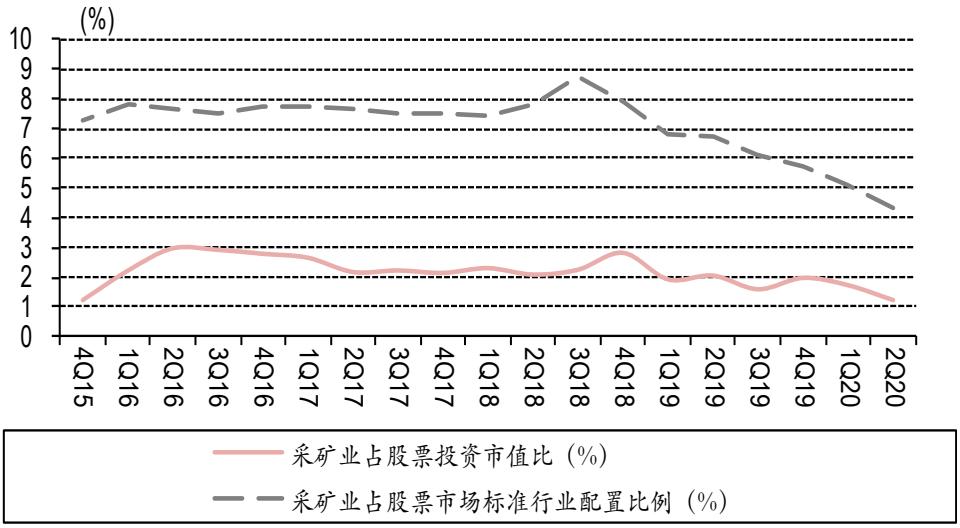
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 采矿业基金持仓占净值比例



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 基金持仓采矿业



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 报告中提及上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	每股收益(元)			价格(元)	市盈率(倍)			每股净资产(元)	市净率(倍)
			2019	2020E	2021E	9 月 15 日	2019	2020E	2021E	6M2020	
000983.SH	西山煤电	未有评级	0.54	0.49	0.52	4.18	7.7	8.5	8.0	7.30	0.57
600188.SH	兖州煤业	未有评级	1.76	1.54	1.53	9.07	5.2	5.9	5.9	11.36	0.80
601918.SH	新集能源	未有评级	0.22	0.11	0.15	2.52	11.5	22.9	16.8	2.41	1.05
600740. SH	山西焦化	中性	0.31	0.25	0.31	4.77	15.4	19.1	15.4	5.38	0.89
600348.SH	阳泉煤业	买入	0.71	0.51	0.63	4.71	6.6	9.2	7.5	7.01	0.67
600546.SH	山煤国际	买入	0.59	0.48	0.61	10.08	17.1	21.0	16.5	3.55	2.84
601225.SH	陕西煤业	买入	1.16	1.01	1.25	8.46	7.3	8.4	6.8	6.04	1.40
600395.SH	盘江股份	未有评级	0.66	0.59	0.74	5.90	8.9	10.0	8.0	4.28	1.38
601699.SH	潞安环能	买入	0.80	0.72	0.83	6.21	7.8	8.6	7.5	8.75	0.71
600123.SH	兰花科创	未有评级	0.58	0.41	0.48	5.12	8.8	12.5	10.7	9.20	0.56
601088.SH	中国神华	未有评级	2.17	2.05	2.10	16.06	7.4	7.8	7.6	17.47	0.92
000937.SZ	冀中能源	未有评级	0.26	0.31	0.35	3.75	14.4	12.1	10.7	5.90	0.64
000933.SZ	神火股份	未有评级	0.71	0.22	0.28	5.00	7.0	22.7	17.9	4.12	1.21
601898.SH	中煤能源	未有评级	0.42	0.37	0.42	4.05	9.6	10.9	9.6	7.39	0.55
002128.SZ	露天煤业	未有评级	1.28	1.40	1.52	9.74	7.6	7.0	6.4	8.83	1.10
600997.SH	开滦股份	未有评级	0.72	0.59	0.66	5.05	7.0	8.6	7.7	7.30	0.69
601101.SH	昊华能源	未有评级	0.22	0.09	0.14	4.05	18.4	45.0	28.9	5.61	0.72
601666.SH	平煤股份	未有评级	0.49	0.54	0.61	6.04	12.3	11.2	9.9	6.09	0.99
上述 A 股主要煤炭公司平均值							**9.6**	**11.7**	**11.4**	**7.1**	**0.87**

资料来源：万得,中银证券

注：股价截止日 2020/9/15，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371