



煤炭行业研究

买入（维持评级）
行业周报
证券研究报告
国金证券研究所
分析师：姜涛（执业 S1130525120007）
jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：卢佳琪（执业 S1130526070001）
lujiaqi@gjzq.com.cn

分析师：许子怡（执业 S1130526030003）
xuziyi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

供给恢复强预期与弱现实，需求年末低基数与高增长

投资逻辑：

■ 煤炭安全稳产保供新政发布，合规供给有序恢复，煤价上涨斜率或趋缓

近日，三部门联合印发《关于做好煤炭安全稳产保供工作的通知》，政策核心变化在于，在保持安全监管要求的基础上，针对前期整治后部分煤矿复产缓慢、减产不达产的问题，明确合规恢复生产的路径，增强四季度供应保障能力。短期来看，显性停减产有望修复，但隐性超产退出形成的供给约束仍在。文件促进合规停产矿复产，并为部分超产矿井提供合法恢复路径，其本质是“恢复至合法产能”，而非继续超产。与前期观点一致，隐性的非法超产产量退出才是本轮供给收缩的核心，后续产量环比修复与供给约束延续或可以并存。煤价方面，合规产量恢复叠加强化长协履约和进口调节，有望缓解阶段性供应紧张、降低冬季保供担忧，压低四季度上涨斜率，对煤价快速上涨形成约束，但因供需矛盾累积，尚不足以打开煤价下跌空间。后续价格走势仍取决于复产验收的实际进度及冬季需求强度。中长期来看，政策将推动产能向先进矿井集中，但供给释放仍需经历合规转化过程。

■ 8 月主产区产量环比恢复性增长，山西同比降幅 30.9%、供应延续偏紧

2026 年 8 月全国原煤产量 3.62 亿吨、同比-7.7%，降幅较 7 月收窄 2.4pct。日均产量 1167 万吨，环比+5.4%；1-8 月，全国原煤累计产量 30.6 亿吨，同比-3.3%，降幅较前 7 月扩大 0.4pct。2026 年 8 月晋陕蒙新日均产量分别为 241/220/352/139 万吨，环比+8.2%/+1.0%/+6.9%/+11.1%，同比-30.9%/+3.2%/+5.3%/+0.1%。环比来看，受 7 月低基数、8 月旺季用煤高峰影响，主产区产量均有所回升；同比来看，山西降幅延续 30%以上高位，陕蒙增速扩大，新疆增速收窄。进口方面，2026 年 8 月全国煤炭进口量 4209 万吨，同比-1.5%，5-8 月环比增速分别为+0.5%/+28.6%/-0.1%/-1.5%，进口量高位持稳，或因国内供给收缩后进口补位仍在；1-8 月煤炭进口量 3.10 亿吨，同比+3.4%。2026 年 8 月，煤炭总供给（产量+进口）同比-2933 万吨/-6.8%，1-8 月总供给同比-9050 万吨/-2.6%。

■ 复产“强预期、弱现实”，动力煤短期高位震荡，焦煤稳中偏弱运行

动力煤方面，本周秦港 Q5500 煤价高位震荡，9 月 18 日回升至 977 元/吨，产地煤价涨跌互现。主产区煤炭供应仍偏紧，煤矿库存维持低位，进入淡季后终端日耗回落，叠加煤价较高、供给提升预期增强，下游高价采购意愿下降。但考虑政策对实际供应的影响仍需评估，当前发运倒挂持续，内陆电厂库存显著低于去年同期，冬储补库力度或偏强，煤价高位支撑仍较为充足，节前或延续震荡走势，节后走势仍需评估供给边际恢复、假期累库和大秦检修等因素博弈。同时当前欧洲天然气库存显著低于往年同期，美国汽油及馏分油库存亦处于历史偏低水平，若冬季气温偏低叠加 LNG 供应或运输环节扰动，海外能源安全风险将强化煤价上行弹性，并提升煤炭板块的能源安全溢价。焦煤方面，本周京唐港主焦煤价格报收 2700 元/吨，周环比下跌 100 元/吨（-3.6%），同比上涨 1090 元/吨（+67.7%）。山西地区停产产能复产节奏依旧缓慢，焦煤供应延续偏紧，双焦价格大幅上涨后钢厂亏损扩大，采购意愿低，但铁水产量保持相对高位，尚未出现生产负反馈。当前供给端支撑下焦煤价格韧性仍存，但因政策预期和下游负反馈累积影响，市场由单边上涨转为高位偏弱，短期价格或弱稳运行，后续关注山西复产节奏和钢厂铁水产量。

■ 相关标的：动力煤龙头与焦煤弹性

主线一：动力煤龙头业绩表现稳健，业绩增速保持增长，股息价值高，关注利与红利的再深化能否降低股息率要求，相关标的中国神华、陕西煤业、兖矿能源、昊华能源。主线二：电价上行下的煤电一体，相关标的新集能源；主线三：焦煤价格受益供给收缩，Q3 业绩有望显著增长，相关标的淮北矿业、平煤股份、潞安环能、恒源煤电。

■ 风险提示

煤价下行幅度超预期；下游需求不及预期；进口煤冲击超预期。



内容目录

一、煤炭安全稳产保供新政发布，产量影响仍需观察	4
（一）煤炭安全稳产保供新政发布，合规供给有序恢复，煤价上涨斜率或趋缓	4
（二）8月主产区产量环比恢复性增长，山西同比降幅30.9%、供应延续偏紧	4
二、煤炭高频数据跟踪	6
（一）动力煤：煤价高位震荡，港口库存小幅去化，日耗回落	6
（二）双焦：焦煤价格稳中偏弱，供给恢复“强预期、弱现实”	9
三、板块估值及交易情况	11
四、风险提示	13

图表目录

图表 1：《关于做好煤炭安全稳产保供工作的通知》核心内容	4
图表 2：全国原煤产量（万吨）	5
图表 3：山西省原煤产量（万吨）	5
图表 4：内蒙古原煤产量（万吨）	5
图表 5：陕西原煤产量（万吨）	5
图表 6：新疆原煤产量（万吨）	5
图表 7：秦皇岛港 Q5500 动力煤价（元/吨）	6
图表 8：坑口动力煤价格（元/吨）	6
图表 9：国内外煤价对比（元/吨）	6
图表 10：晋陕蒙 442 家样本煤矿周度产量（万吨）	6
图表 11：大秦线日运量/万吨	7
图表 12：唐呼线日运量/万吨	7
图表 13：环渤海港口库存（万吨）	7
图表 14：江内港口库存（万吨）	7
图表 15：沿海八省电厂库存（万吨）	7
图表 16：沿海八省电厂可用天数（天）	7
图表 17：内陆十七省电厂库存（万吨）	8
图表 18：内陆十七省电厂可用天数（天）	8
图表 19：沿海八省电厂日耗（万吨）	8
图表 20：内陆十七省电厂日耗（万吨）	8
图表 21：欧盟天然气储气负荷率	9
图表 22：美国地下储气库中的工作气量（十亿立方英尺）	9
图表 23：美国汽油库存量（千桶）	9



图表 24: 美国馏分燃料油库存量 (千桶)	9
图表 25: 京唐港山西主焦煤价格 (元/吨)	10
图表 26: 天津港准一级冶金焦平仓价 (元/吨)	10
图表 27: 88 家样本焦煤矿原煤产量 (万吨)	10
图表 28: 产业链焦煤库存 (万吨)	10
图表 29: 产业链焦炭库存 (万吨)	10
图表 30: 产业链碳元素库存 (万吨)	10
图表 31: 247 家钢厂日均铁水产量 (万吨)	11
图表 32: 247 家钢厂盈利率	11
图表 33: 煤炭板块 PE	11
图表 34: 煤炭板块 PB	11
图表 35: 动力煤板块 PE	11
图表 36: 动力煤板块 PB	11
图表 37: 焦煤板块 PE	12
图表 38: 焦煤板块 PB	12
图表 39: 煤炭板块成交量/额占比及累计涨跌幅	12
图表 40: 煤炭板块位于申万板块涨跌幅前列	12



一、煤炭安全稳产保供新政发布，产量影响仍需观察

（一）煤炭安全稳产保供新政发布，合规供给有序恢复，煤价上涨斜率或趋缓

近日，三部门联合印发《关于做好煤炭安全稳产稳供工作的通知》（发改办能源〔2026〕666号），围绕生产组织、停产矿复产、超能力生产煤矿分类处置、长协履约及进口调节等作出部署。通知的核心变化在于：在保持安全监管要求的基础上，针对前期整治后部分煤矿复产缓慢、减产不达产的问题，明确合规恢复生产的路径，增强四季度供应保障能力。

图表1：《关于做好煤炭安全稳产稳供工作的通知》核心内容

政策方向	主要内容
优化生产组织	加强产量调度与安全风险分析，优化采掘接续及检修安排；地方重大活动期间原则上不得要求煤矿停工停产；中央企业和省属大型煤炭企业要发挥好保供主力军作用。
分类推进复产	对隐患治理完成的煤矿加快组织验收，验收合格一处、复产一处；长期停工停产、恢复无望的矿井引导有序退出；重大隐患及违法违规煤矿继续依法停产整顿，整改不到位不得恢复生产。
明确超产矿阶段性生产安排	对实际产量已超设计（核定）能力的煤矿，在依法处罚、停产整顿的基础上，经安全评估、符合安全条件并获省政府同意后，年底前单月可按不高于设计（核定）能力的 1/12 组织剩余月份生产。
推进产能核增核减	修订产能核增政策，对符合安全、环保及产能提升条件的煤矿研究核增；对实际产量达不到设计（核定）能力的煤矿研究核减，推动生产能力与实际产量相匹配。
加快先进产能释放与接续建设	加快联合试运转验收，推动已核准项目开工、在建项目投产；做好已建成储备煤矿启动准备，具体启动事项另行通知；推动落后产能有序退出。
强化电煤长协履约	提高长协履约率，加大发电取暖用煤供应比例，保障重点地区及重点用户需求，引导电煤价格在合理区间运行。
发挥进口调节作用	根据国内供需、库存和价格动态调整进口节奏与规模，优先保障东南沿海需求，提升进口多元化及长协进口占比。

来源：《关于做好煤炭安全稳产稳供工作的通知》（发改办能源〔2026〕666号），国金证券研究所

短期来看，显性停减产有望修复，但隐性超产退出形成的供给约束仍在。文件促进合规停产矿复产，并为部分超产矿井提供合法恢复路径，我们认为其本质是“恢复至合法产能”，而非继续超产。与前期观点一致，隐性的非法超产产量退出才是本轮供给收缩的核心，整改验收和生产安排优化能够缩短显性停产时间，但不意味着此前依赖隐蔽工作面、超能力组织生产等形成的产量可以同步恢复。因此，后续产量环比修复与供给约束延续可以并存，并不意味着前期减量全面回补。

煤价方面，政策或压低四季度上涨斜率，但并非打开下跌空间。合规产量恢复叠加强化长协履约和进口调节，有望缓解阶段性供应紧张、降低冬季保供担忧，对煤价快速上涨形成约束，但因供需矛盾累积，尚不足以判断供给重新转向宽松或煤价进入趋势性下行。后续价格走势仍取决于复产验收的实际进度及冬季需求强度。

中长期来看，政策推动产能向先进矿井集中，供给释放仍需经历合规转化过程。产能核增核减、先进项目建设和落后产能退出并行，有望推动资源向安全条件好、生产效率高的矿井集中，提高行业供应稳定性。但隐性非法产量退出与合法产能形成之间存在时间差，核增审批、项目验收及采掘接续均会影响实际释放速度。若先进产能尚不能及时弥补退出产量，供给约束仍将延续；只有当合法产能持续兑现、有效供给增长超过需求增长时，煤价中枢才可能面临下行压力。因此中期验收与核增速度，以及供给增量与需求强度的匹配仍待评估。

（二）8月主产区产量环比恢复性增长，山西同比降幅30.9%、供应延续偏紧

2026年8月全国原煤产量3.62亿吨、同比-7.7%，降幅较7月收窄2.4pct。日均产量1167万吨，环比+5.4%，主因7月急降后恢复性增长；1-8月，全国原煤累计产量30.6亿吨，同比-3.3%，降幅较前7月扩大0.4pct。

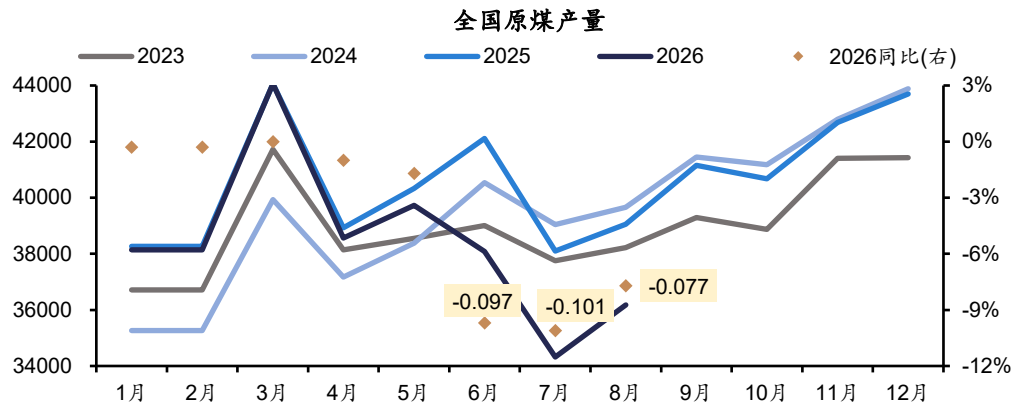
2026年8月晋陕蒙新日均产量分别为241、220、352、139万吨，环比+8.2%、+1.0%、+6.9%、+11.1%，同比-30.9%、+3.2%、+5.3%、+0.1%。环比来看，受7月低基数、8月旺季用煤高峰影响，主产区产量均有所回升。同比来看，山西降幅延续30%以上高位，



陕蒙增速扩大，新疆增速收窄。

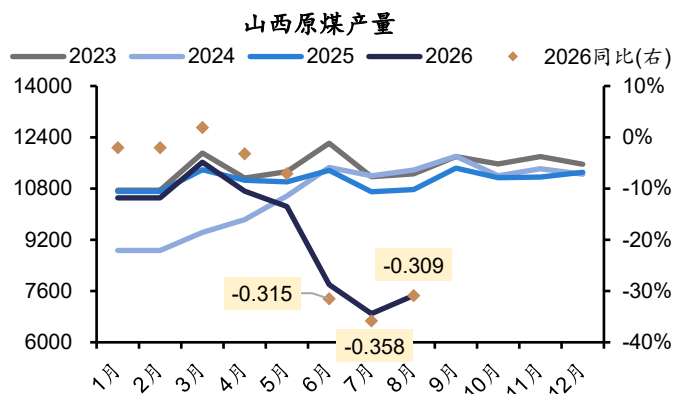
8月安监高压下陕蒙产量仍同比增长且增幅扩大，或因：①新版重大隐患标准中露天矿仅以全年产量超过核定产能110%判定超能力，没有月度、季度限制，而内蒙古露天矿、大型现代化矿占比较高，生产约束相对较小；②陕蒙大型合规矿稳产保供形成对冲，陕煤8月产量同比增长5%，或说明大型国企稳产能够抵消部分中小矿停产影响。

图表2：全国原煤产量（万吨）



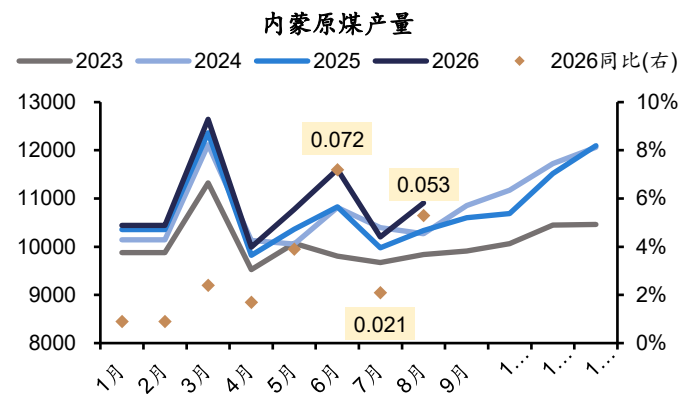
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表3：山西省原煤产量（万吨）



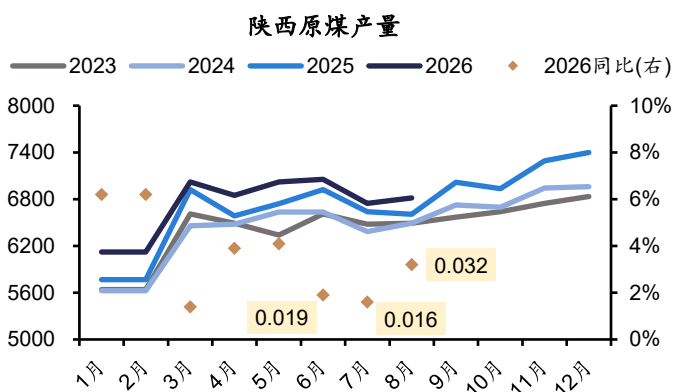
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表4：内蒙古原煤产量（万吨）



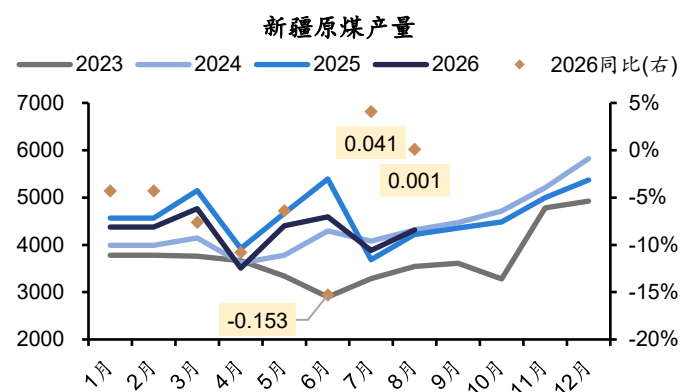
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表5：陕西原煤产量（万吨）



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表6：新疆原煤产量（万吨）



来源：国家统计局，国金证券研究所



二、煤炭高频数据跟踪

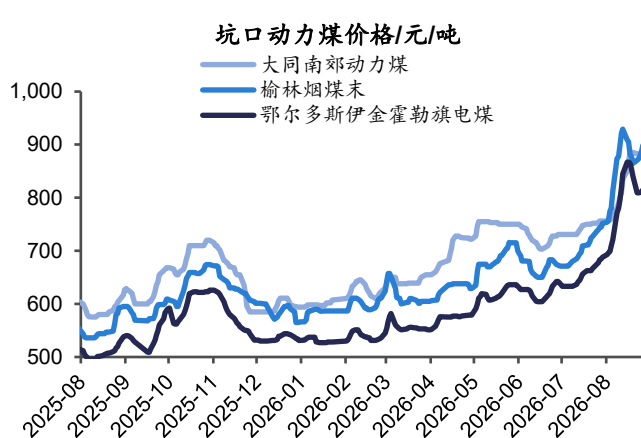
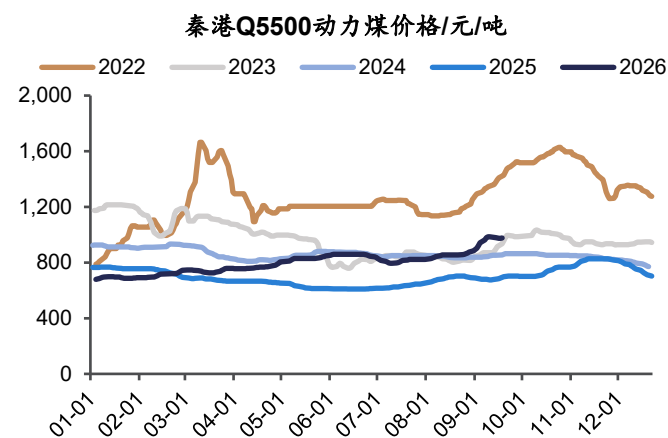
(一) 动力煤：煤价高位震荡，港口库存小幅去化，日耗回落

价格：产地及港口煤价震荡运行。港口方面，9月18日，秦皇岛港5500大卡动力末煤平仓价报收977元/吨，周环比下降7元/吨(-0.7%)，同比上涨122元/吨(+14.3%)。产地方面，本周主产地动力煤价格涨跌互现，其中山西地区煤价周环比下降2元/吨，内蒙地区煤价周环比下降25元/吨，陕西地区煤价周环比上涨34元/吨。国际方面，9月18日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤FOB价(5500大卡)111美元/吨，较之前一周上涨0.8美元/吨(0.7%)。

生产：样本煤矿产量周环比小幅下降。截至9月13日当周，晋陕蒙442家煤矿周度产量2605万吨，同比-4.3%，环比-0.3%；产能利用率78.8%，同比-3.6pct，环比-0.3pct。其中，山西周度产量772万吨，同比-12.2%，环比+0.3%；内蒙古周度产量1180万吨，同比-1.0%，环比-1.1%；陕西周度产量653万吨，同比+0.1%，环比+0.3%。

图表7：秦皇岛港Q5500动力煤价(元/吨)

图表8：坑口动力煤价格(元/吨)

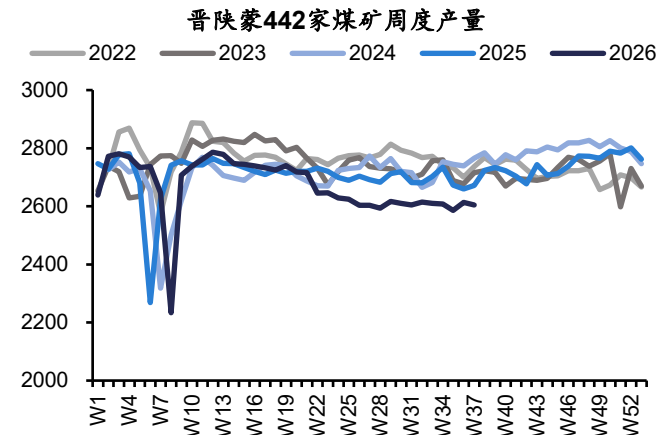
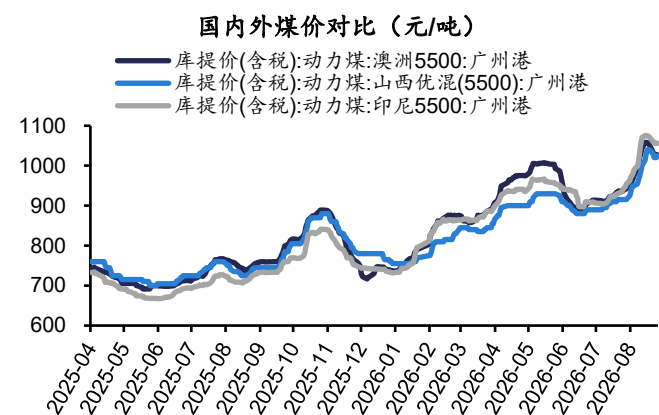


来源：煤炭资源网，国金证券研究所

来源：煤炭资源网，国金证券研究所

图表9：国内外煤价对比(元/吨)

图表10：晋陕蒙442家样本煤矿周度产量(万吨)



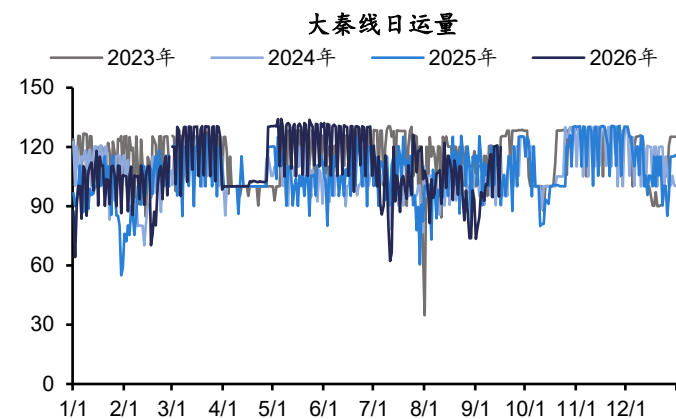
来源：iFind，国金证券研究所

来源：CCTD，国金证券研究所

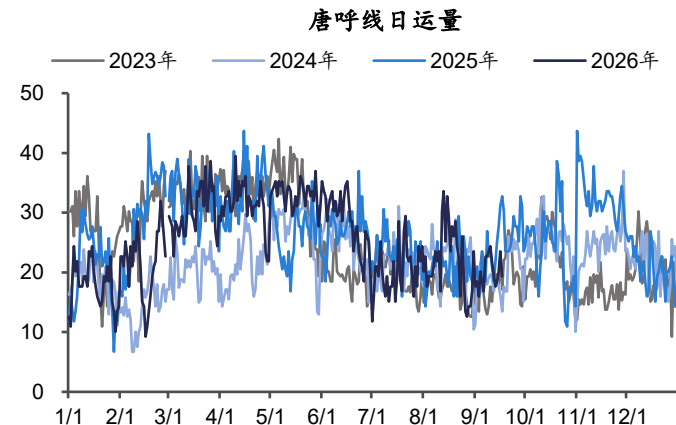
铁路运量：大秦线、唐呼线运量周环比提升。截至9月16日当周，大秦线日均运量112.4万吨，周环比+15.0%，同比+2.1%；唐呼线日均运量20.8万吨，周环比+3.6%，同比-13.9%。



图表11: 大秦线日运量/万吨



图表12: 唐呼线日运量/万吨



来源: CCTD, 国金证券研究所

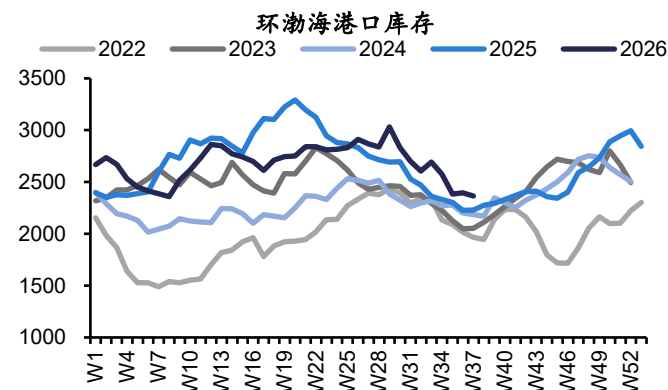
来源: CCTD, 国金证券研究所

库存: 环渤海港口库存去化, 电厂绝对库存周环比下降、可用天数增加。

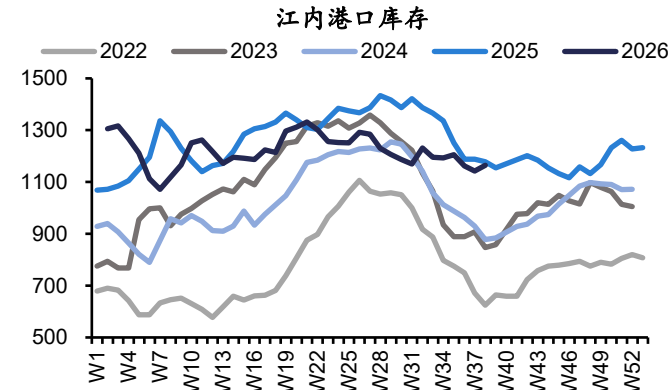
港口方面, 9月16日, 环渤海港库存为2364万吨, 周环比-1.3%, 同比+4.0%; 江内港口库存1164万吨, 周环比+1.9%, 同比-1.2%。

电厂方面, 9月17日, 沿海八省电厂绝对库存3560万吨, 周环比+0.1%, 同比+3.4%, 可用天数约16.3天, 周环比-1.1天, 同比+1.1天; 内陆十七省电厂绝对库存7452万吨, 周环比+1.7%, 同比-16.2%, 可用天数约23.9天, 周环比-0.2天, 同比-3.3天。

图表13: 环渤海港口库存(万吨)



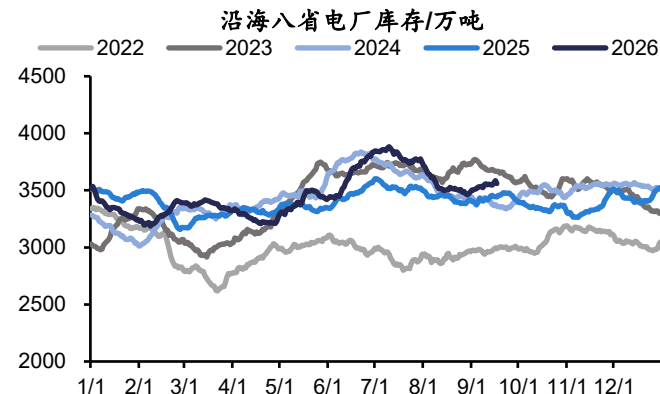
图表14: 江内港口库存(万吨)



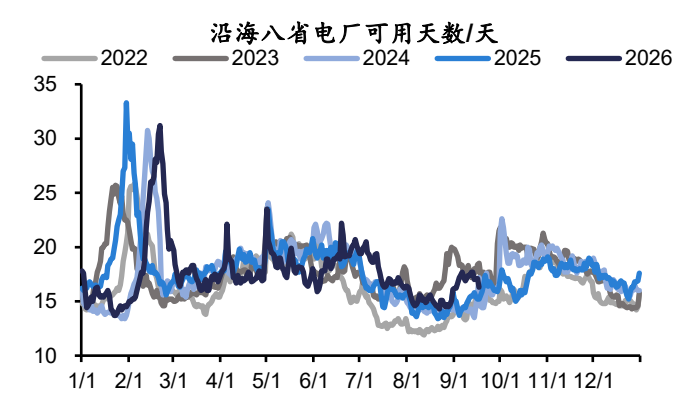
来源: 煤炭江湖, 国金证券研究所

来源: 煤炭江湖, 国金证券研究所

图表15: 沿海八省电厂库存(万吨)



图表16: 沿海八省电厂可用天数(天)

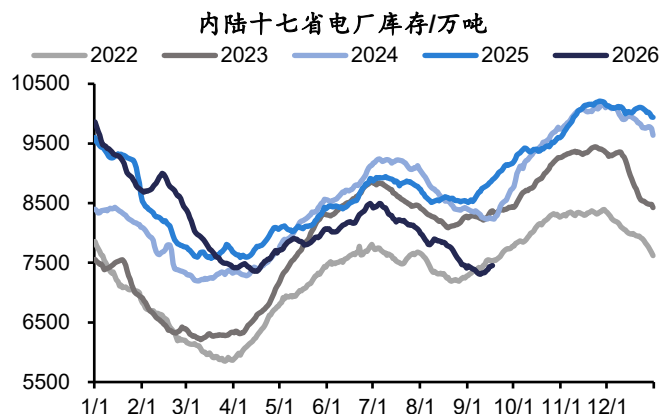


来源: CCTD, 国金证券研究所

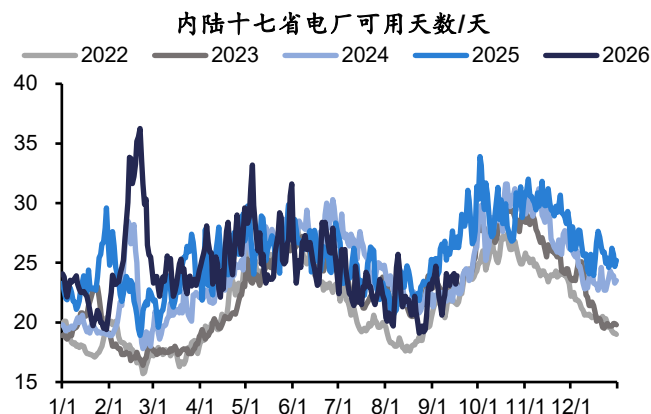
来源: CCTD, 国金证券研究所



图表17：内陆十七省电厂库存（万吨）



图表18：内陆十七省电厂可用天数（天）

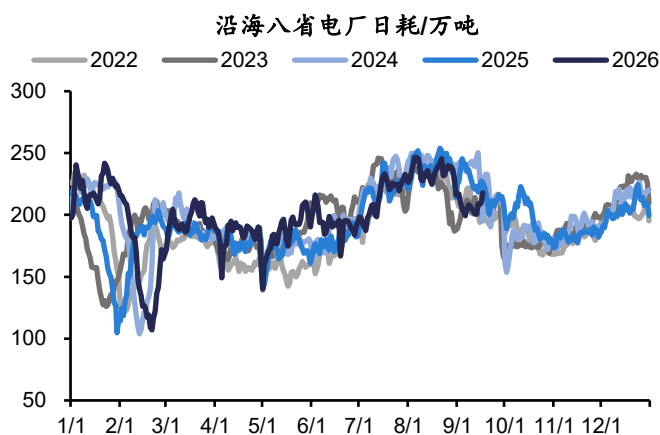


来源：CCTD，国金证券研究所

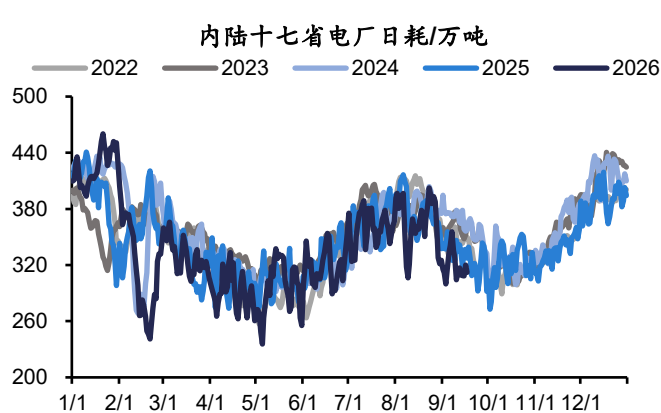
来源：CCTD，国金证券研究所

需求：沿海电厂日耗提升，内陆电厂日耗下降。截至9月17日当周，沿海八省电厂日耗均值为207.2万吨，周环比+2.5万吨（+1.2%），同比-16.0万吨（-7.2%），9月日均日耗207.4万吨，同比-22.5万吨（-9.8%）；内陆十七省电厂日耗均值为312.6万吨，周环比-18.1万吨（-5.5%），同比-20.3万吨（-6.1%），9月日均日耗319.4万吨，同比-16.7万吨（-5.0%）。

图表19：沿海八省电厂日耗（万吨）



图表20：内陆十七省电厂日耗（万吨）



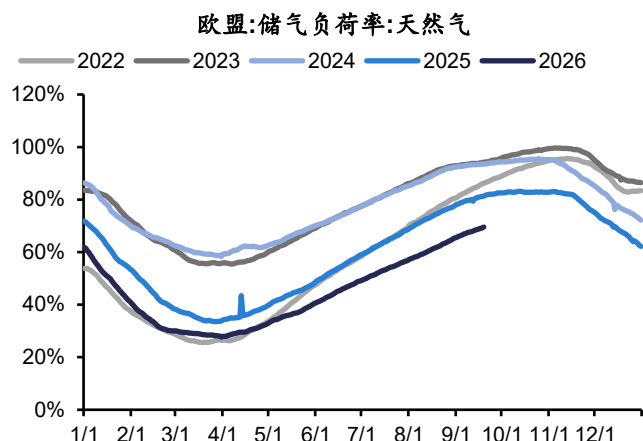
来源：CCTD，国金证券研究所

来源：CCTD，国金证券研究所

海外：能源市场仍具潜在上行可能。当前欧洲天然气库存显著低于往年同期，美国汽油及馏分油库存亦处于历史偏低水平，虽当前美气库存仍高于五年均值、欧洲暂无即时供应缺口，但若冬季气温偏低叠加LNG供应或运输环节扰动，全球天然气及煤炭价格或出现非线性上涨，削弱进口煤价格优势，并通过沿海电厂补库向国内动力煤市场传导。在国内产量恢复偏慢、电厂库存低于往年的背景下，海外能源安全风险将强化煤价上行弹性，并提升煤炭板块的能源安全溢价。

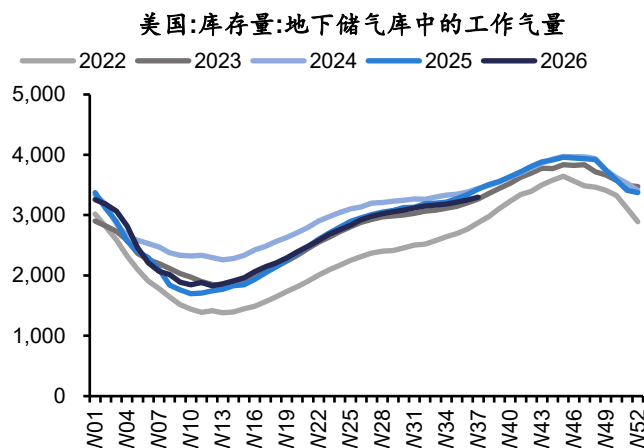


图表21: 欧盟天然气储气负荷率



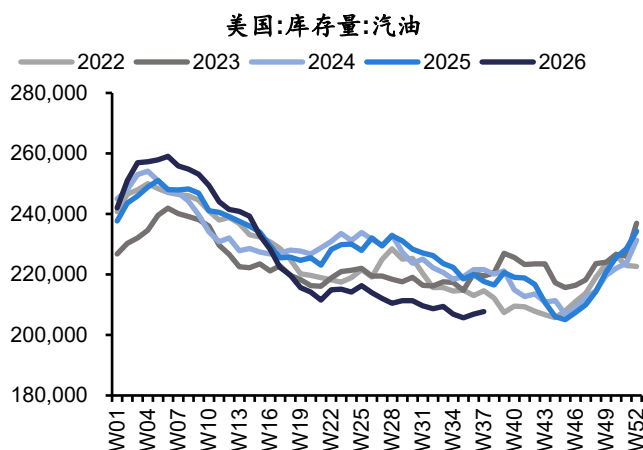
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 美国地下储气库中的工作气量 (十亿立方英尺)



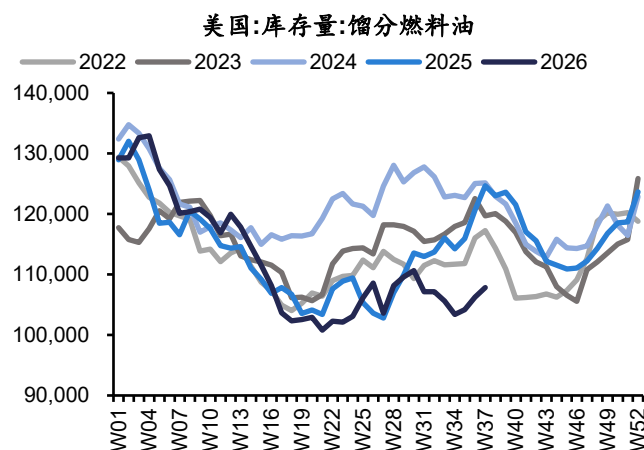
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 美国汽油库存量 (千桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 美国馏分燃料油库存量 (千桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 双焦: 焦煤价格稳中偏弱, 供给恢复“强预期、弱现实”

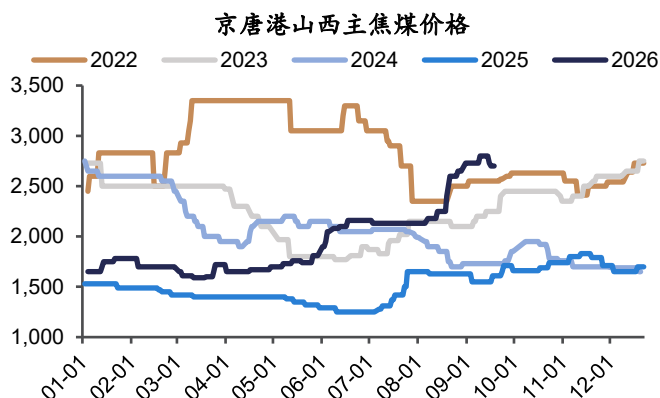
价格: 焦煤价格下跌, 焦炭价格持稳。

焦煤: 港口方面, 9月18日, 京唐港山西产主焦煤库提价报收2700元/吨, 周环比下跌100元/吨(-3.6%), 同比上涨1090元/吨(+67.7%)。产地方面, 本周主产地炼焦煤价下降, 其中山西柳林4#焦煤价格周环比下降100元/吨, 临汾1/3焦价格周环比持平, 沁源瘦精煤价格周环比持平, 内蒙乌海气肥煤价格周环比下降10元/吨, 山东济宁气肥煤价格周环比持平。国际方面, 9月18日, 澳洲峰景矿硬焦煤价格FOB价为281.0美元/吨, 周环比下降4.0美元/吨; 甘其毛都口岸蒙古进口精煤价格为2020元/吨, 周环比持平。

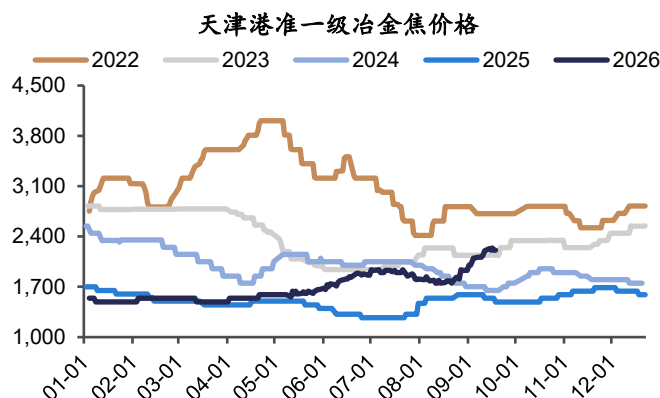
焦炭: 港口方面, 9月18日, 天津港准一级冶金焦平仓价2120元/吨, 周环比上涨10元/吨, 同比上涨720元/吨(+48.3%)。



图表25: 京唐港山西主焦煤价格 (元/吨)



图表26: 天津港准一级冶金焦平仓价 (元/吨)



来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

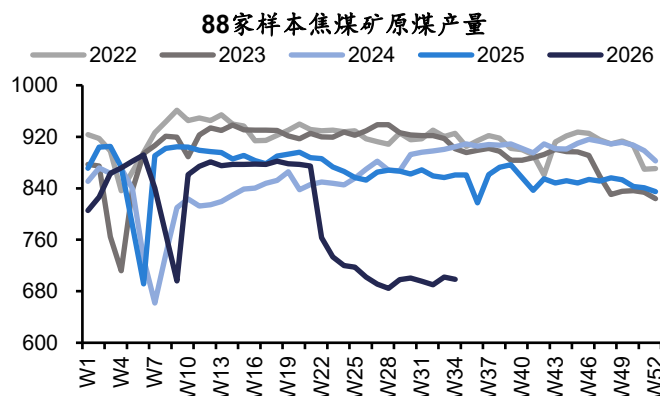
来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

生产: 样本煤矿产量周环比下滑。2026 年第 38 周样本焦煤矿 (88 家) 原煤产量 707.29 万吨, 周环比-1.1%, 同比-18.9%。

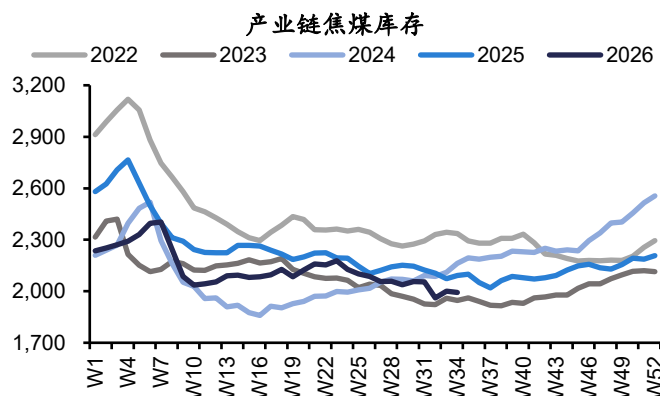
库存: 产业链焦煤库存环比微增, 焦炭库存环比下降。9 月 18 日, 产业链焦煤库存 1987 万吨, 周环比+0.3%, 同比-3.7%; 产业链焦炭库存 786 万吨, 周环比-5.5%, 同比-11.7%; 产业链碳元素库存 3041 万吨, 环比-1.8%, 同比-6.6%。

下游: 铁水产量周环比提升, 钢厂深度亏损。2026 年第 38 周日均铁水产量 (247 家钢厂) 237.63 万吨, 环比+0.6%, 同比-1.4%。2026 年第 38 周钢铁企业盈利率 (247 家钢厂) 7.8%, 环比 0.0pct。

图表27: 88 家样本焦煤矿原煤产量 (万吨)



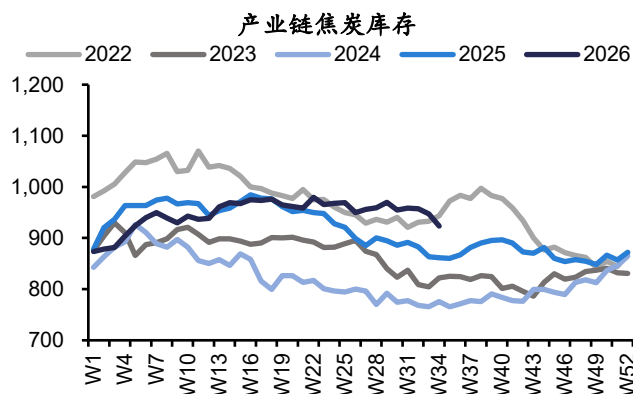
图表28: 产业链焦煤库存 (万吨)



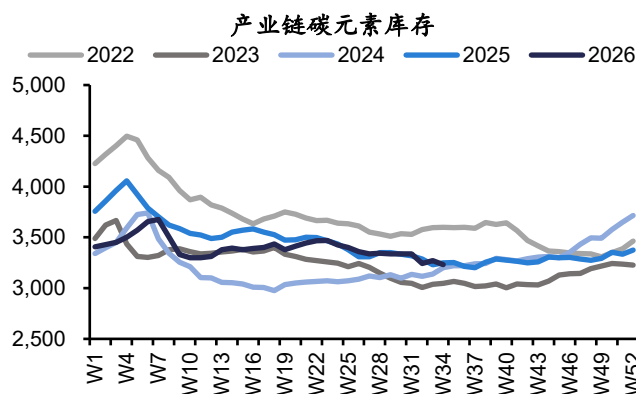
来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

图表29: 产业链焦炭库存 (万吨)



图表30: 产业链碳元素库存 (万吨)

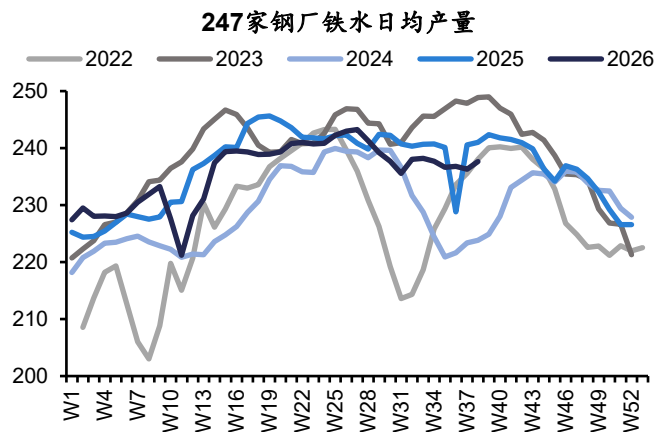


来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

来源: 煤炭资源网, 国金证券研究所

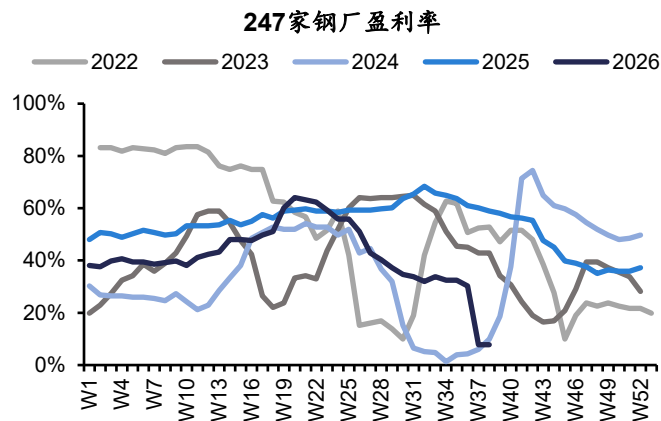


图表31：247家钢厂日均铁水产量（万吨）



来源：Mysteel，国金证券研究所

图表32：247家钢厂盈利率



来源：Mysteel，国金证券研究所

三、板块估值及交易情况

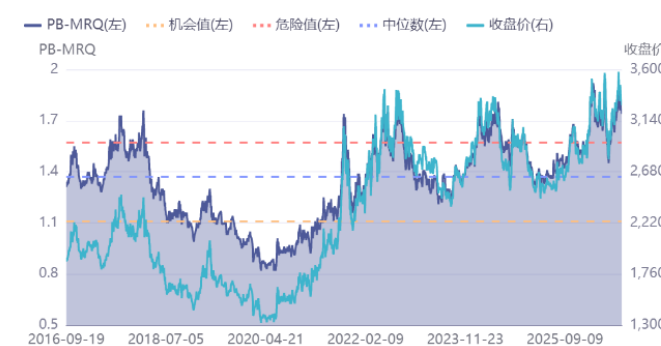
估值方面，煤炭板块市盈率（剔除负值）为16.66，近十年估值分位数为89.83%；市净率为1.74，近十年估值分位数为96.13%。其中，动力煤子板块市盈率（剔除负值）为15.89，近十年估值分位数为90.51%，市净率为1.96，近十年估值分位数为96.65%；焦煤子板块市盈率（剔除负值）为26.79，近十年估值分位数为85.69%，市净率为0.96，近十年估值分位数为42.91%，估值水平较低。

图表33：煤炭板块PE



来源：iFind，国金证券研究所

图表34：煤炭板块PB



来源：iFind，国金证券研究所

图表35：动力煤板块PE



来源：iFind，国金证券研究所

图表36：动力煤板块PB



来源：iFind，国金证券研究所



图表37：焦煤板块 PE



来源：iFind，国金证券研究所

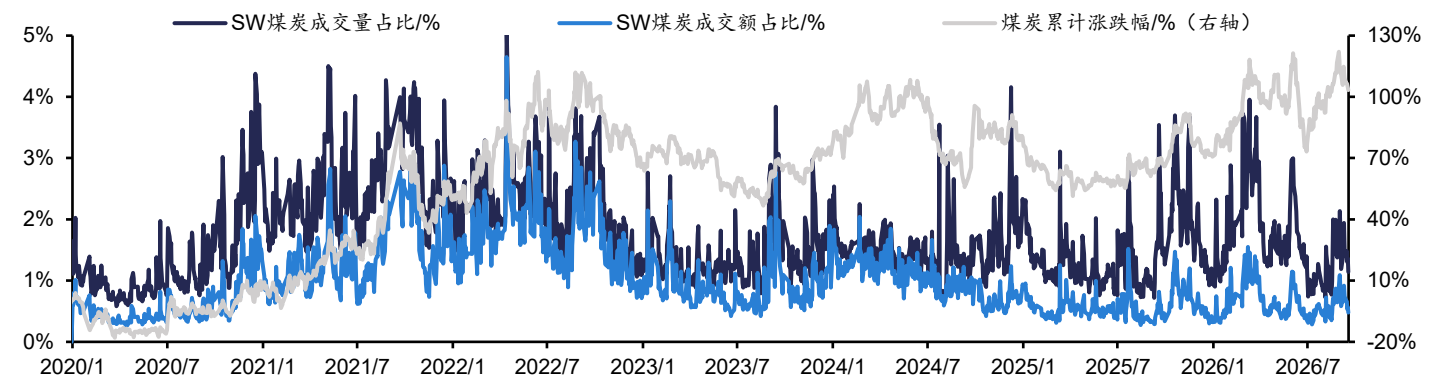
图表38：焦煤板块 PB



来源：iFind，国金证券研究所

交易量方面，煤炭板块成交活跃度自6月初高位回落，本周环比回落，9月18日成交量占比1.14%、成交额占比0.48%。年初至今SW一级行业中，煤炭板块上涨19.07%，位列第三名。

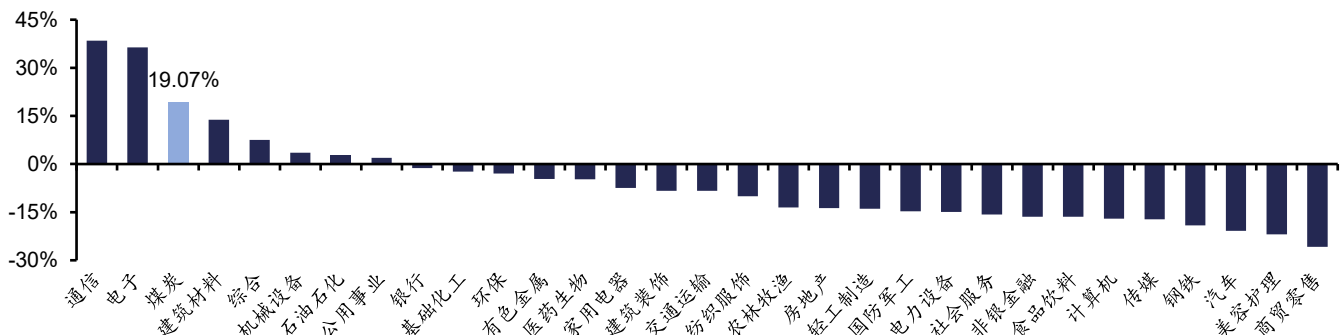
图表39：煤炭板块成交量/额占比及累计涨跌幅



来源：iFind，国金证券研究所

图表40：煤炭板块位于申万板块涨跌幅前列

2026年初至今板块涨跌幅



来源：iFind，国金证券研究所



四、风险提示

煤价下行幅度超预期：若国内煤炭供给释放提速、进口煤到岸增量扩大，叠加下游火电、化工、钢铁需求恢复偏弱，煤价持续承压下行，将压制煤炭企业营收与盈利水平，削弱企业现金流改善、资本开支与分红兑现能力。

下游需求不及预期：地产、基建回暖节奏偏慢，钢铁、化工行业开工持续低迷，火电日耗受风光水出力挤压出现回落，终端耗煤需求走弱，导致港口及电厂煤炭库存被动累积，进一步约束煤价上行空间。

进口煤冲击超预期：印尼、蒙古、俄罗斯等对华煤炭出口增量超预期，低价进口煤持续冲击国内市场，对内贸煤价格形成长期压制，挤压国内煤企盈利空间。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街26号

新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心

18楼1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究