

# 煤价回归合理中枢，红利资产属性增强

## ——煤炭行业2026年投资策略

报告日期：2025-12-01

研究部

姓名：杨义琼

SFC：AXU943

电话：0755-21516065

Email:[yangyq@gyzq.com.hk](mailto:yangyq@gyzq.com.hk)

证券研究报告

请务必阅读免责条款

- 1、供给：国内新疆产能增加，海外进口持续偏紧
- 2、需求：动力煤刚性稳健，焦煤韧性犹存
- 3、行业趋势：价格回归合理中枢，红利资产属性增强
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、行业估值
- 6、风险提示

## 1.1 供给：查超产+安监趋严，国内产量增长有限

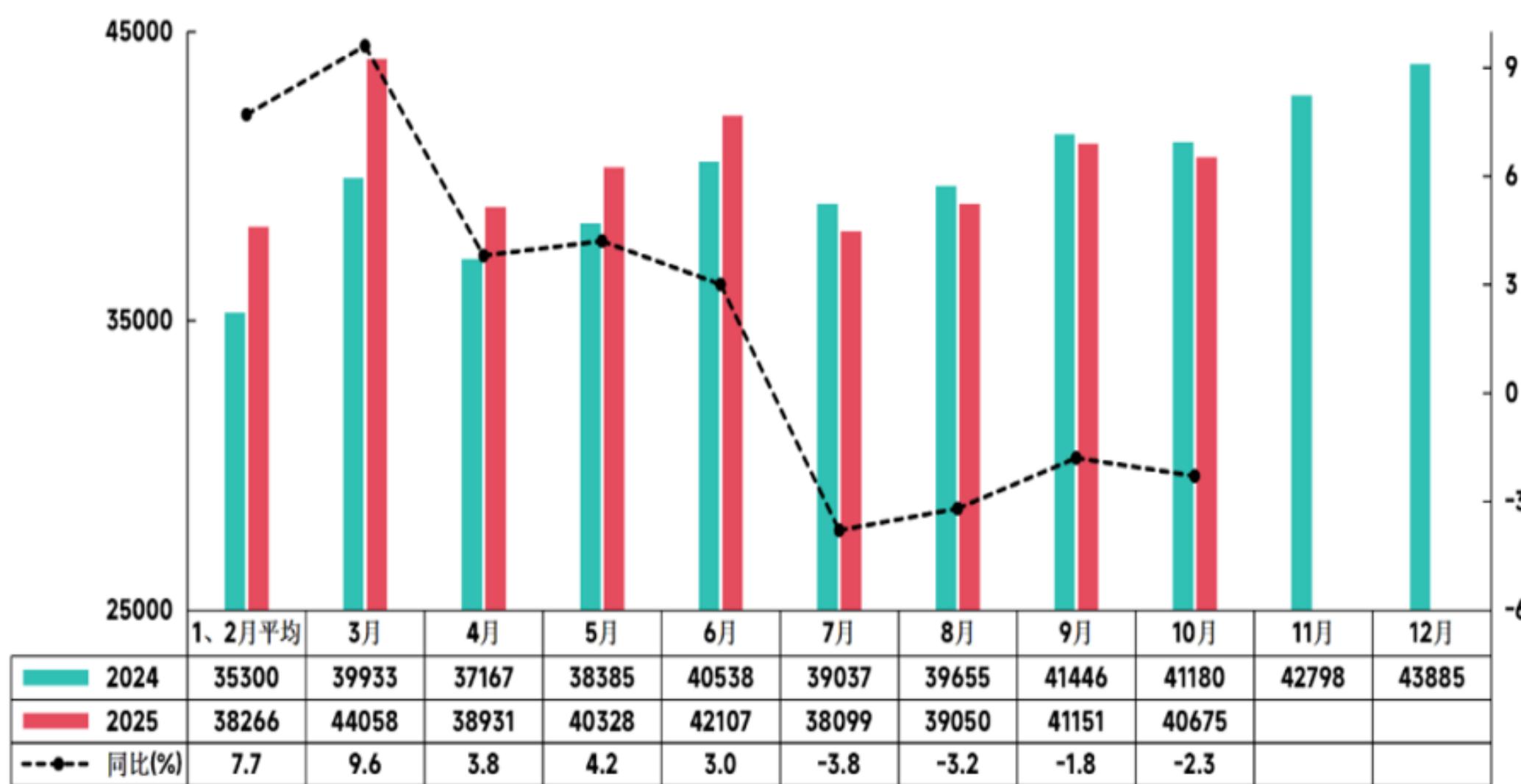
政策层面：煤炭行业“反内卷”通过政策调控、市场机制和企业转型多管齐下，旨在打破低价无序竞争，推动行业从“规模扩张”转向“质量提升”，国内产量增长有限。

- 2025年7月22日，国家能源局综合司发布《关于组织开展煤矿生产情况核查，促进煤炭供应平稳有序的通知》，规定煤矿年度原煤产量不得超过公告产能，月度原煤产量不得超过公告产能的10%，涉及省份（自治区）主要为山西、内蒙、安徽、贵州、陕西、宁夏、新疆、河南。
- 内蒙古生产核查情况处罚情况近期推进，9月18日内蒙古自治区能源局通告，2024年超公告产能组织生产煤矿89处，占整体核查煤矿的30%；2024年度原煤产量超过公告产能110%的煤矿33处，25年1-6月单月原煤产量超过公告产能10%的煤矿15处。超产煤矿一律责令停产整改，总计受影响产能预计2840万吨/年。
- 2025年7月24日发布《煤矿安全规程》，2026年2月1日起施行。新版《煤矿安全规程》与上版相比，新增56条，实质性修改353条。修订与完善部分主要聚焦于灾害等级鉴定、瓦斯防治、火灾防治、冲击地压防治等几个方面，相关安全要求进一步严格与细化。
- 2025年11月安全生产考核巡查将开启。据应急管理部，2025年度中央安全生产考核巡查工作安排，11月份，22个中央安全生产考核巡查组将陆续进驻31个省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团开展年度考核巡查。

## 1.2 供给：国内新增产能主要集中于新疆

➤ 国家统计局数据显示，2025年上半年全国原煤产量单月均正增长，但7月能源局下发产能核查文件后，各产地逐步执行核查，全国原煤产量7-9月连续3个月同比负增长，同比分别下滑3.8%、3.2%、1.8%。2025年10月，中国原煤产量为40675万吨，同比下降2.3%；1-10月累计产量397319.4万吨，同比增长1.5%。从分省数据来看，1-10月山西、内蒙古和陕西原煤产量累计同比分别增长3.0%、-1.2%和2.4%。

国内原煤产量(万吨)及同比增速



2025年1-10月分省市原煤产量 (万吨)

排名	省份	原煤产量占全国比重 (约)	同比变化
1	内蒙古	26.7%	+4.9%
2	山西	26.3%	-7.7%
3	陕西	16.1%	+2.1%
4	新疆	10.7%	+21.0%
5	贵州	3.0%	+8.4%
6	河南	2.2%	+2.2%
7	安徽	2.2%	-6.4%
8	宁夏	2.2%	+4.6%
9	山东	1.8%	+0.8%
10	云南	1.4%	-13.4%
11	甘肃	1.4%	+10.7%
12	黑龙江	1.1%	-24.3%
13	河北	1.0%	-1.8%
14	辽宁	0.7%	+7.9%
15	四川	0.5%	+4.5%

## 1.3 供给：国内新增产能主要集中于新疆

- 新疆是我国煤炭资源与未来增量的核心承载区，预测煤炭资源量约2.19万亿吨、累计查明约4500亿吨，呈“北富南贫、四大煤田集中”的格局；煤种以低变质长焰煤、不黏煤、弱黏煤为主（约占保有储量95%），埋藏浅、露天为主、开采成本显著低于内地，2024年原煤产量约5.4亿吨、占全国约11%，产能与产量持续释放。
- 2022年新疆核增1.5亿吨产能、占当年全国核增约55%。初步统计新疆主要在建煤矿，新增产能超过5000万吨。

## 新疆主要在建煤矿区域分布



## 新疆主要在建煤矿及开发主体

项目名称	设计产能 (万吨/年)	
西黑山红沙泉二号露天煤矿 (一期)	1000	华电煤业
条湖一号矿井及选煤厂项目 (1000万吨/年)	1000	中煤集团
马朗一号煤矿总规1500万t/y (一期先期开采露天)	1000	广汇能源
库木塔格矿区一号露天矿项目	1000	湘煤集团
伊泰伊犁矿业 (在建产能)	450	伊泰伊犁矿业
巴州轮台阳霞矿区塔里克二号改扩建煤矿	300	卫东矿业
库车北山中部煤矿项目	300	开滦集团
苇子沟煤矿	240	中煤集团
轮台县阳霞矿区塔里克一号矿井 (卫东煤矿)	120	卫东矿业
克布尔碱矿区十二号煤矿	150	托克逊县博胜煤炭矿业
阳霞矿区卡达希区一号煤矿	120	托克逊县博胜煤炭矿业
东兴泰煤矿60万吨/年改扩建项目	60	冀中能源峰峰集团
<b>合计</b>	<b>5740</b>	

## 1.4 供给：疆煤外运通道能力持续扩张

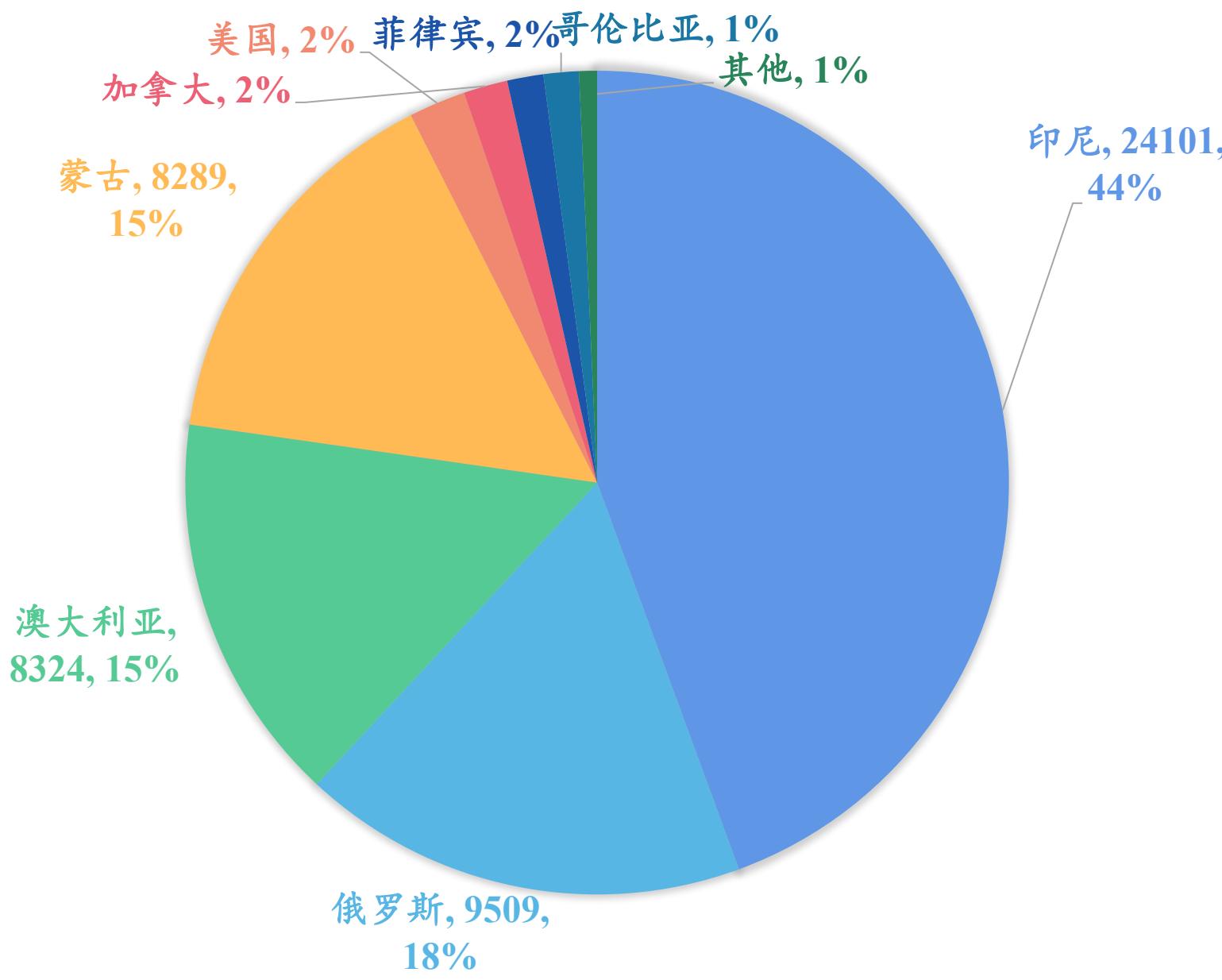
- 新疆煤矿的核心特征是“资源禀赋优、露天占比高、坑口成本低、运输成本敏感”，在铁路运费与沿海煤价的双变量驱动下形成显著的“供给弹性”。新疆作为国家能源资源战略保障基地，2025年核定年产能约4.6亿吨以上、产量5.5-6亿吨；“十五五”阶段产量预期将达到7.6亿吨。远期区域产能目标或达到10亿吨。近年来，就地转化的煤化工需求显著提升，疆煤“就地转化为主、外运为辅”的格局强化，外运体量仍取决于通道与价差。
- 截至2025年，新疆煤炭外运体系已形成“铁路为主、公路为辅，多元联运”格局，配套管道能源外输，构建起一张覆盖全国的能源保障网，铁路外运聚焦“一主两翼”。2024年，新疆煤炭铁路外运量9061万吨，同比增长50.2%。2025年1-9月铁路煤炭外运量7028.86万吨，同比增加7.8%。全年目标力争达到1亿吨规模。依托运输网络，新疆煤炭铁路出疆量预计2025年达1.5亿吨，2030年有望达2.5-3亿吨，铁路外运能力将持续扩张。

通道	方向	主要线路	现有运能 (万吨/年)	远期运能 (万吨/年)	主要流向
主通道	东向	兰新铁路 (+将淖-红淖)	7000-8000	11000	河西走廊、兰州、湖北、湖南等地
北翼通道	北东向	临哈+将淖+红淖	1400-3000	4000+	河北、天津、内蒙古、东北港口及中欧班列通道
南翼通道	西南向	格库线、南疆铁路	1500-3357	3300	青海、西藏、四川等西南区域
多式联运基地	-	甘肃明水、宁夏宁东等	-	-	煤炭仓储集疏港口、多港口/专线下游区

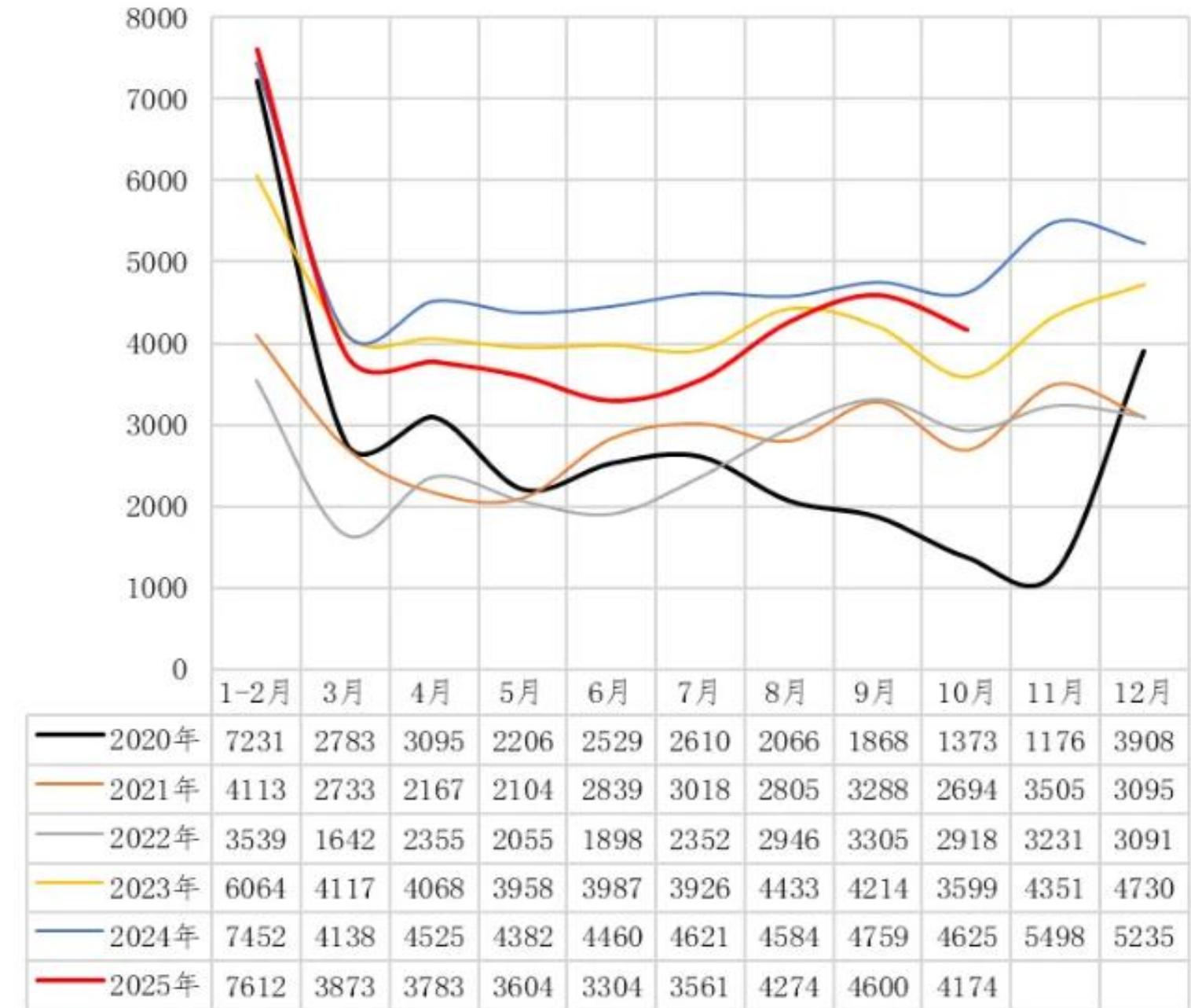
## 1.5 供给：2025年海外进口同比下降

- 2024年我国煤炭进口量达约5.43亿吨、同比+14.4%，创历史新高。分国别来看，2024年我国进口印尼煤占最大份额达到44%，其次为俄罗斯占比18%，澳大利亚占比15%，蒙古占比15%。
- 2025年在“价差倒挂+政策与库存约束”共振下，国内煤炭进口量由增转降，1月至10月累计同比约-11%，月度高点出现在9月，10月环比明显回落。

2024年国内煤炭进口量（万吨）分国别及占比



2020-2025年国内煤炭分月进口量（万吨）



数据来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：海关总署、Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 1.6 供给：印尼煤炭产量下降，海外进口收紧

- 2018-2024年间，印尼煤炭出口占比基本维持在产量的65%-70%。2025年4月，印尼政府颁布新规对采矿权税率进行调整，推高印尼煤炭的出口成本；且受多雨天气影响，预计2025-2026年煤炭产量维持下降，印尼能矿部预计2026年产量低于7亿吨。
- 预计2025年全年我国进口印尼煤炭总量为1.95-2.05亿吨，较2024年（2.41亿吨）大幅回落，降幅在15%-18%区间。全年占我国进口煤总量比例降至41%左右。
- 除了印尼产量和出口量下降，其他国家中，俄罗斯煤炭供应受到制裁影响，蒙古煤通关量受政治斗争影响，而澳大利亚煤炭企业面临经营困境，都显示海外进口量存在不确定性和收紧态势。

印尼煤炭采矿权税率结构对比(以 HBA > \$100/t 为背景)

热值区间	HBA<70	70≤HBA<90	HBA≥90 (旧规)	HBA≥90 (新规)
≤4200大卡	5%	6%	8%	9% (+1pct)
4200-5200大卡	7%	8.5%	10.5%	11.5% (+1pct)
≥5200大卡	9.5%	11.5%	13.5%	13.5% (不变)

印尼煤炭产量、出口量及出口中国占比

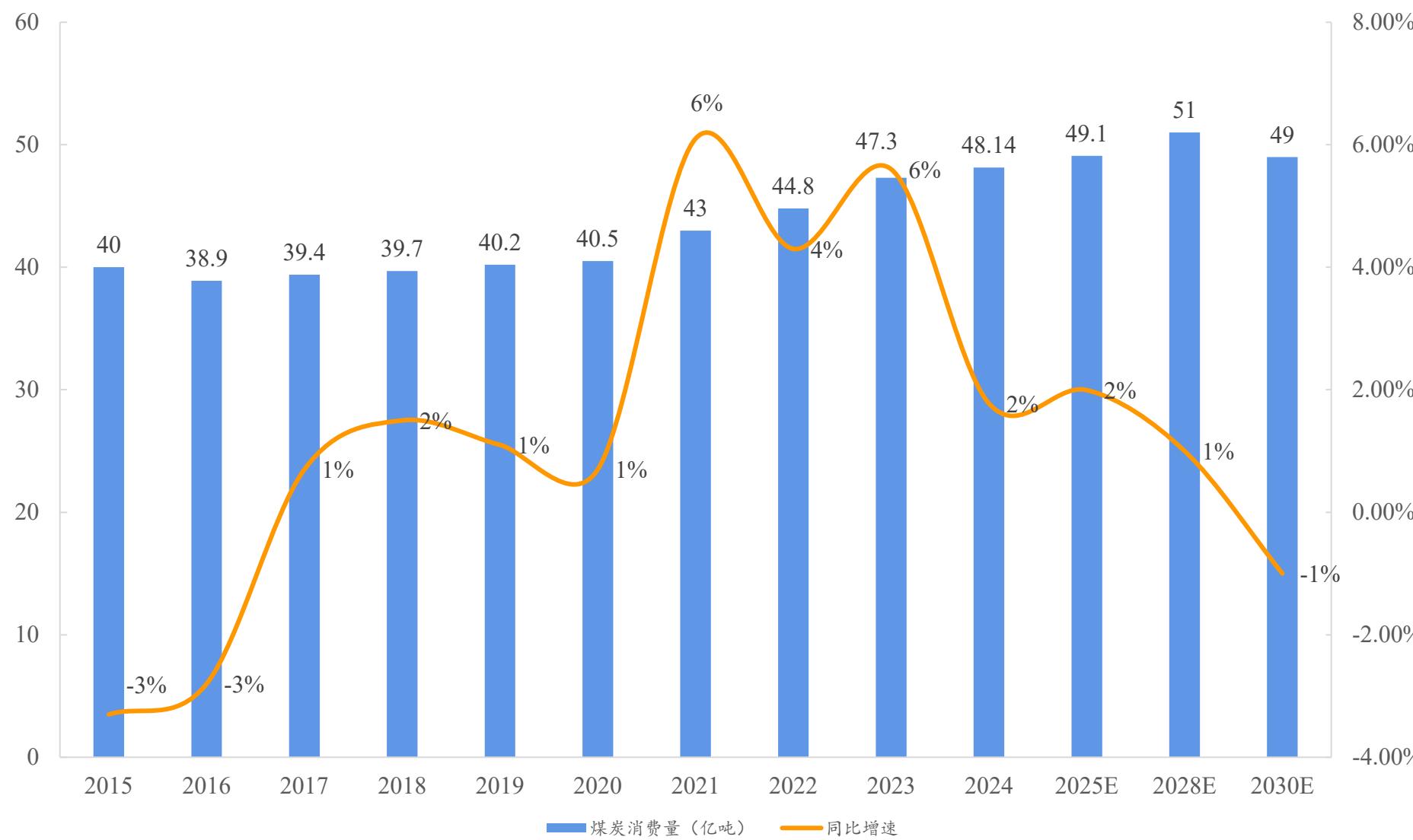
年份	产量 (亿吨)	出口量 (亿吨)	出口中国 (亿吨)	出口中国占比
2018	6.09	4.58	1.06	23%
2019	6.16	4.6	1.16	25%
2020	5.6	4.1	1.25	30%
2021	6.11	4.3	1.86	43%
2022	6.92	4.7	1.93	41%
2023	7.75	5.21	2.13	41%
2024	8.36	5.58	2.42	43%
2025年1-9月	5.85	3.76	1.4	37%
2025E	7.55	5.02	1.8	36%

- 1、供给：国内新疆产能增加，海外进口持续偏紧
- 2、需求：动力煤刚性稳健，焦煤韧性犹存
- 3、行业趋势：价格回归合理中枢，红利资产属性增强
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、行业估值
- 6、风险提示

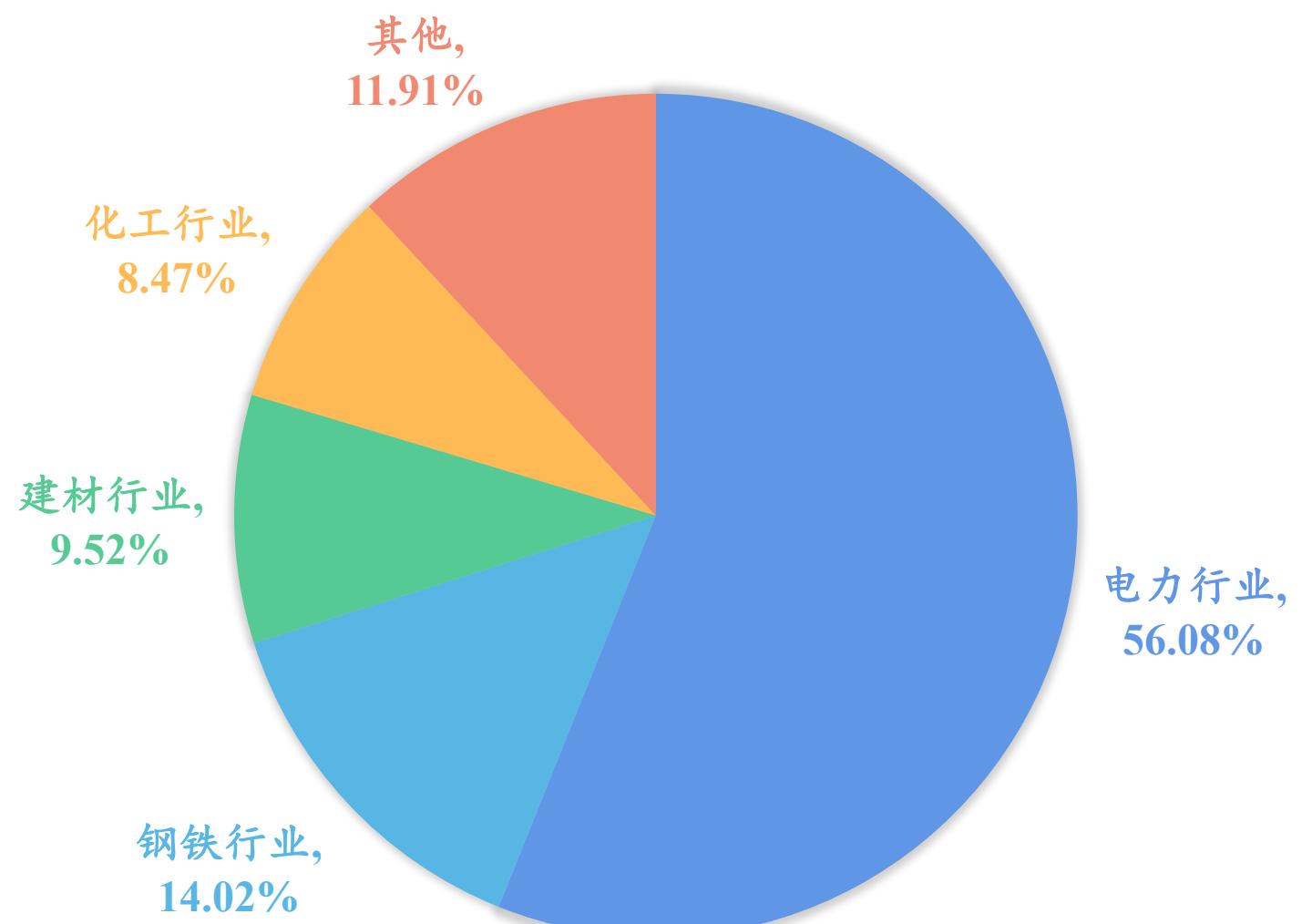
## 2.1 需求：电力消费是主力，刚性稳健增长

- 自2015年探底后，煤炭消费重返增长通道，2020-2025年实现五年连增，2025年有望创新高。预计中国煤炭消费总量有望在2028年前后进入峰值平台期。但这并不意味着达峰后就将形成‘拐点’进而大幅下降，而是在5-10年的平台期内小幅波动。
- 煤炭下游消费行业集中度比较高且相对稳定，主要集中在电力、钢铁、建材、化工四大行业，其中电力行业占比最大。消费主力来自“发电撑底、化工增量”，中国煤炭工业协会公布数据显示，2025年1-9月，我国煤炭消费量38.1亿吨，电力行业耗煤量为21.2亿吨，在煤炭消费总量中占比56.08%。

2015-2030E煤炭消费量及同比增速



2025年1-9月煤炭下游消费四大行业占比



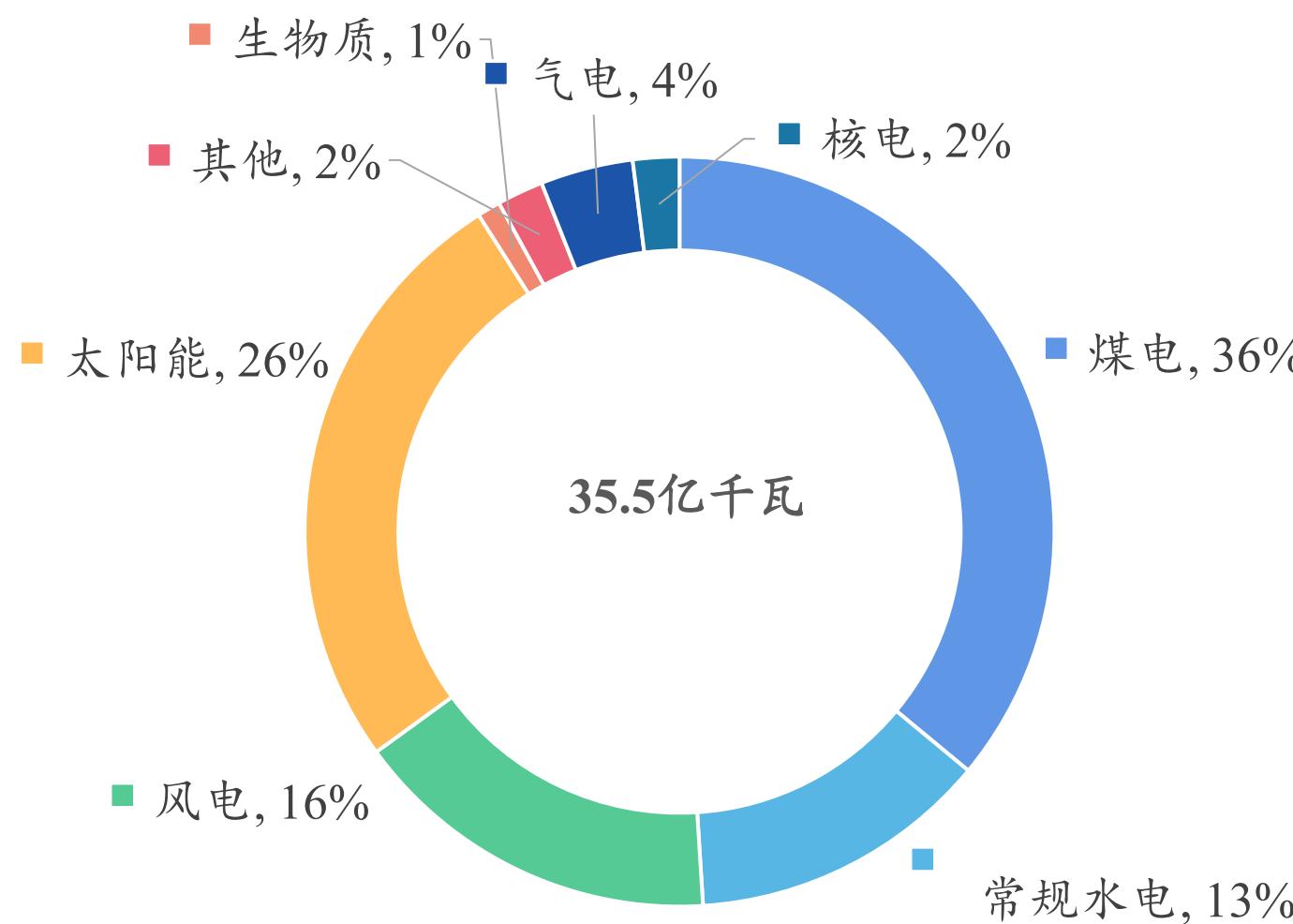
数据来源：中国煤炭工业协会、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：中国煤炭工业协会、国元证券经纪（香港）整理

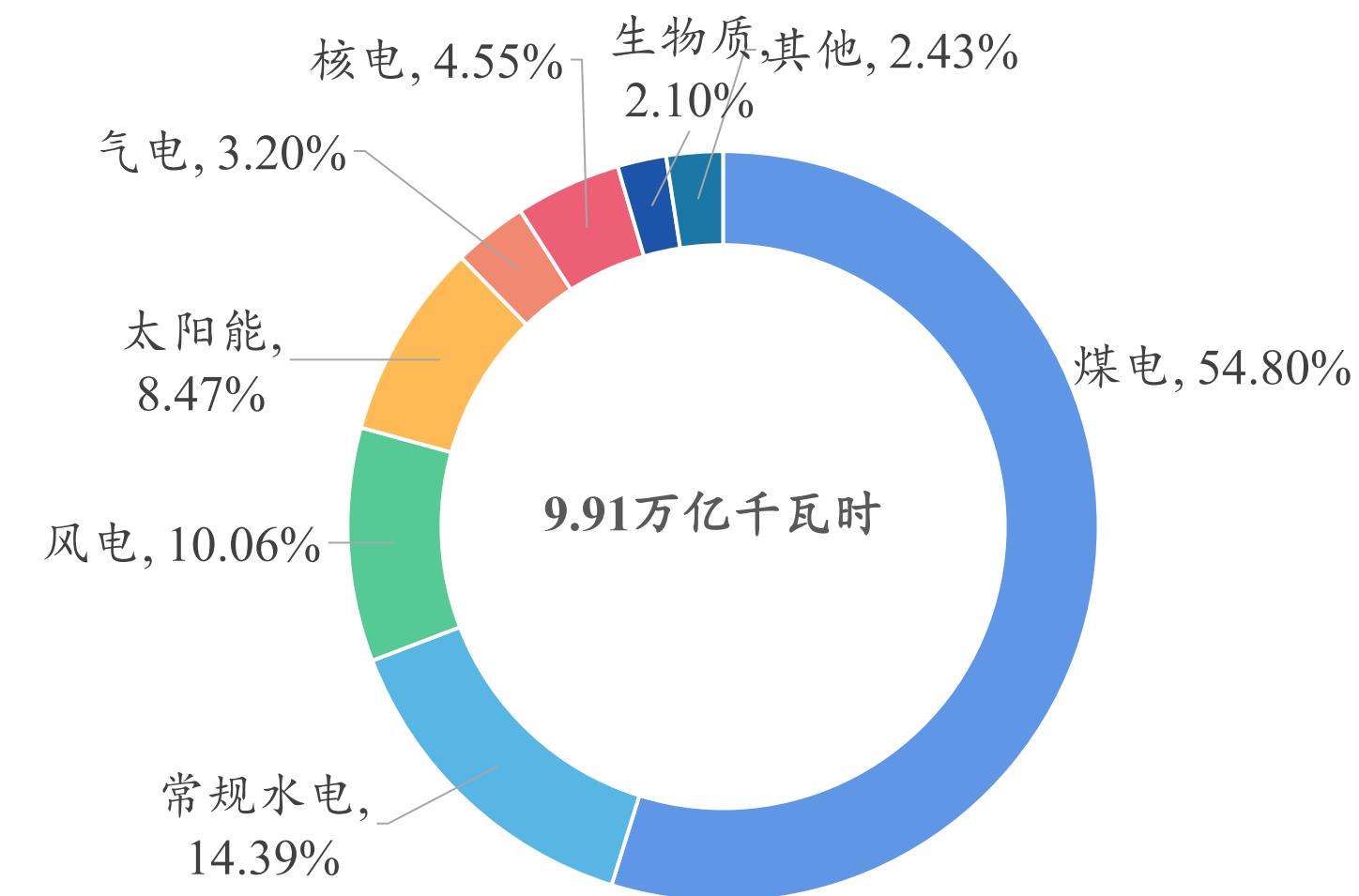
## 2.2 需求：能源保供安全，火电压舱石作用凸显

- 2024年，我国电源总装机规模达33.5亿千瓦。水、抽、核、煤、气等支撑性电源装机规模达18.4亿千瓦，占比约55%。煤电布局持续优化、结构不断调整、顶峰能力稳步增强。
- 能源转型趋势下，火电（主要是煤电）的装机量和发电量占比未来会逐步下降，但其在短期内保障电力安全供应“压舱石”的地位不会改变。它的新角色将更多地体现在通过技术改造，火电将提升调峰能力，在无风、无光时快速顶上，弥补新能源的间歇性和波动性。在长时间阴雨、寒潮等极端天气下，火电仍是确保电网不失衡的最后防线。

2024年我国电源装机结构

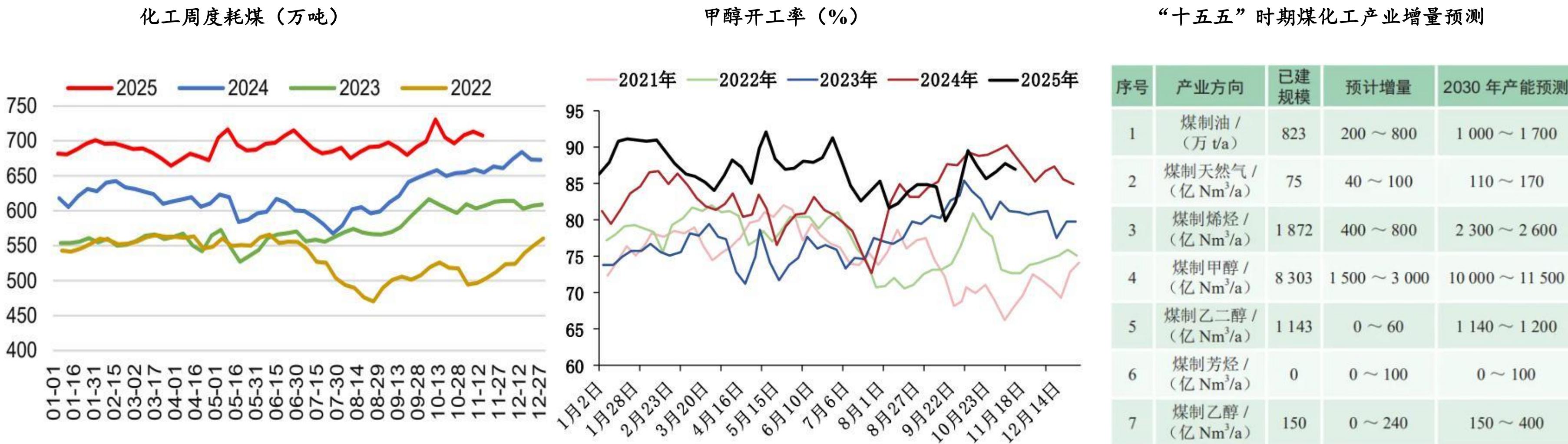


2024年我国电源发电量结构



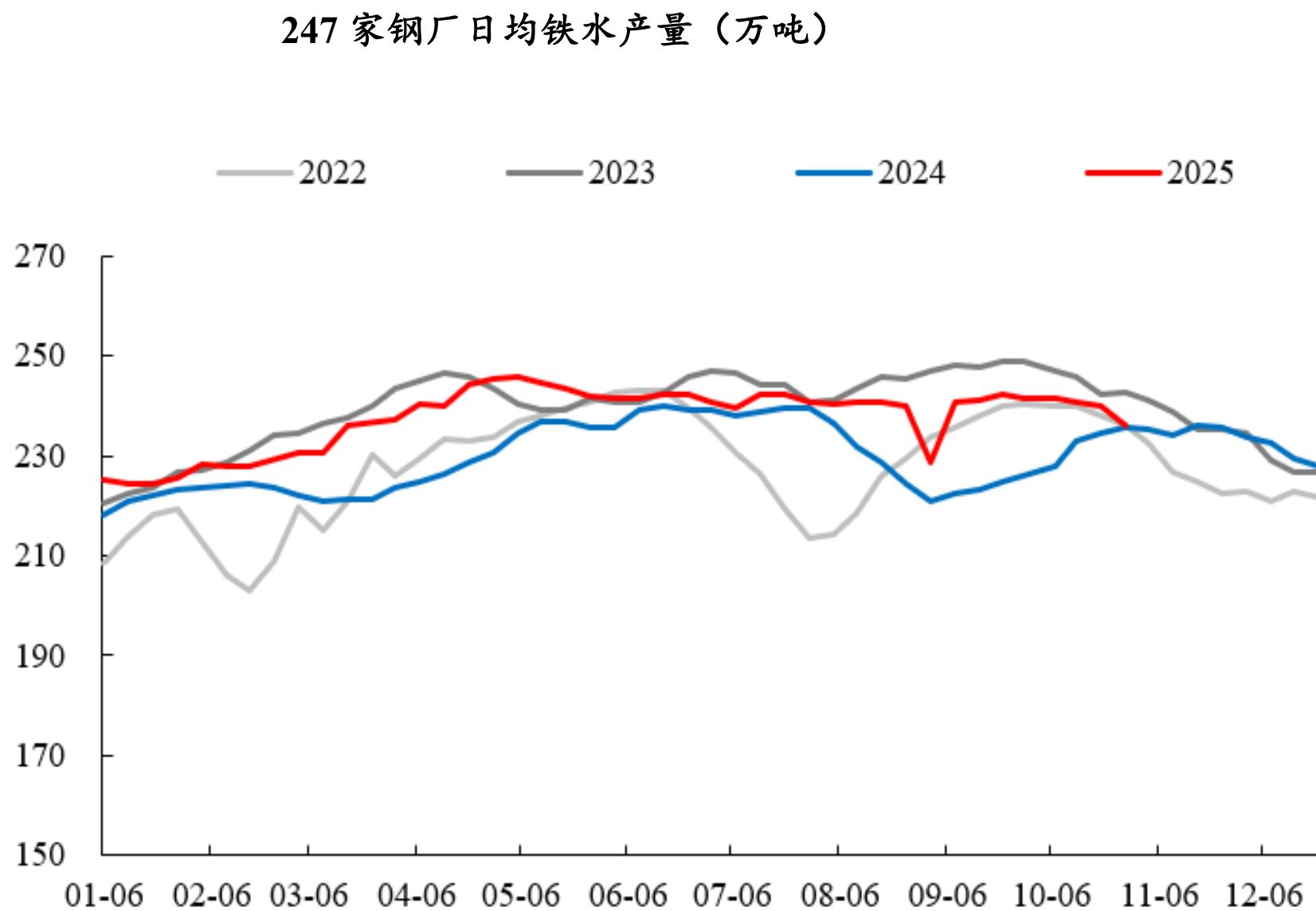
## 2.3 需求：新型煤化工贡献增量

- 2025年以来煤价中枢下移与油价回落错位，煤头路线相较油头具备成本优势，推动煤化工开工率与耗煤量上行（如甲醇装置开工率高位），成为化工耗煤高增的核心内生动力。
- 预计“十五五”期间煤化工产业新增产能将面临显著约束，但仍存在有限增量空间，新型煤化工成为我国非电煤需求最确定的增量引擎；全国层面，五年期化工用煤增量的区间为+1.9亿吨（保守）~+3.4亿吨（高配），基准情景约+2.6亿吨；折算为年均新增化工煤需求约+3700万~+6800万吨/年，对全国煤炭总需求年增速的结构性贡献约+0.74%~+1.2%/年。



## 2.4 需求：钢铁支撑焦煤需求韧性犹在

- 2025年11月中旬，Mysteel调研247家样本钢厂显示，全国日均铁水产量为236.88万吨，环比上周增加2.66万吨，同比去年增加0.94万吨，呈现小幅回升态势。
- 当前，我国钢材出口仍具备一定的价格优势，钢铁企业出口订单指数也回升至扩张区间。海关总署数据显示，2025年10月中国出口钢材978.2万吨，较上月减少68.3万吨，环比下降6.5%，出口价格684.4美元/吨；1-10月累计出口钢材9773.7万吨，同比增长6.6%。



数据来源：Mysteel、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

## 2.5 需求：资源稀缺，焦煤价格具弹性空间

- 全球优质主焦煤资源在地理分布上呈现高度集中性，约80%的可采储量集中在俄罗斯、中国、美国、澳大利亚和蒙古五国。然而，真正具备低灰、低硫、强黏结性的优质炼焦煤资源全球仅有约600亿吨，占总量不足15%。
- 中国优势主焦煤集中于山西，以河东煤田为核心的柳林、乡宁矿区产出世界级的优质主焦煤，具备低灰、低硫、强黏结性的特性。然而山西优质资源正面临快速枯竭危机。目前山西炼焦煤可采年限仅23年，部分主力矿井资源品位持续下滑，精煤回收率从十年前的65%降至当前的55%以下。此外，随着行业转型、高炉炼铁比重保持高位，优质焦煤自给率逐年下降，长期依赖部分进口补充，资源溢价将长期存在，在国内安监趋严约束下，结构性供应偏紧带来阶段性向上弹性空间。

全球主要优质主焦煤产区煤质指标对比

产区	灰分(%)	硫分(%)	黏结指数(G值)	反应后强度(CSR%)	挥发分(%)
澳大利亚昆士兰	5-10	0.5-1.0	80+	65+	18-24
中国山西	8-11	0.6-0.9	80-85	60-65	20-26
蒙古南戈壁	18-20(原煤)	0.7-1.0	75-80	55-60	26-28
俄罗斯库兹巴斯	8月12日	0.3-0.6	70-75	24-30	24-28

2024-2025年主要产国炼焦煤供应预测(百万吨)

国家/地区	2024年实际产量	2025年预测产量	同比变化(%)	主要驱动/制约因素
中国	472	490	3.80%	新疆产能释放，安监政策放松
澳大利亚	169	176	4.10%	新增项目投产，气候条件改善
蒙古	83.8(出口量)	92(出口量)	9.80%	铁路运力提升，口岸扩建
俄罗斯	96	98	2.10%	亚洲市场开拓，制裁适应
美国	58	62	6.90%	Warrior Met扩产
印尼	10.2	11.8	15.70%	下游政策推动

数据来源：掌上煤焦、国元证券经纪（香港）整理

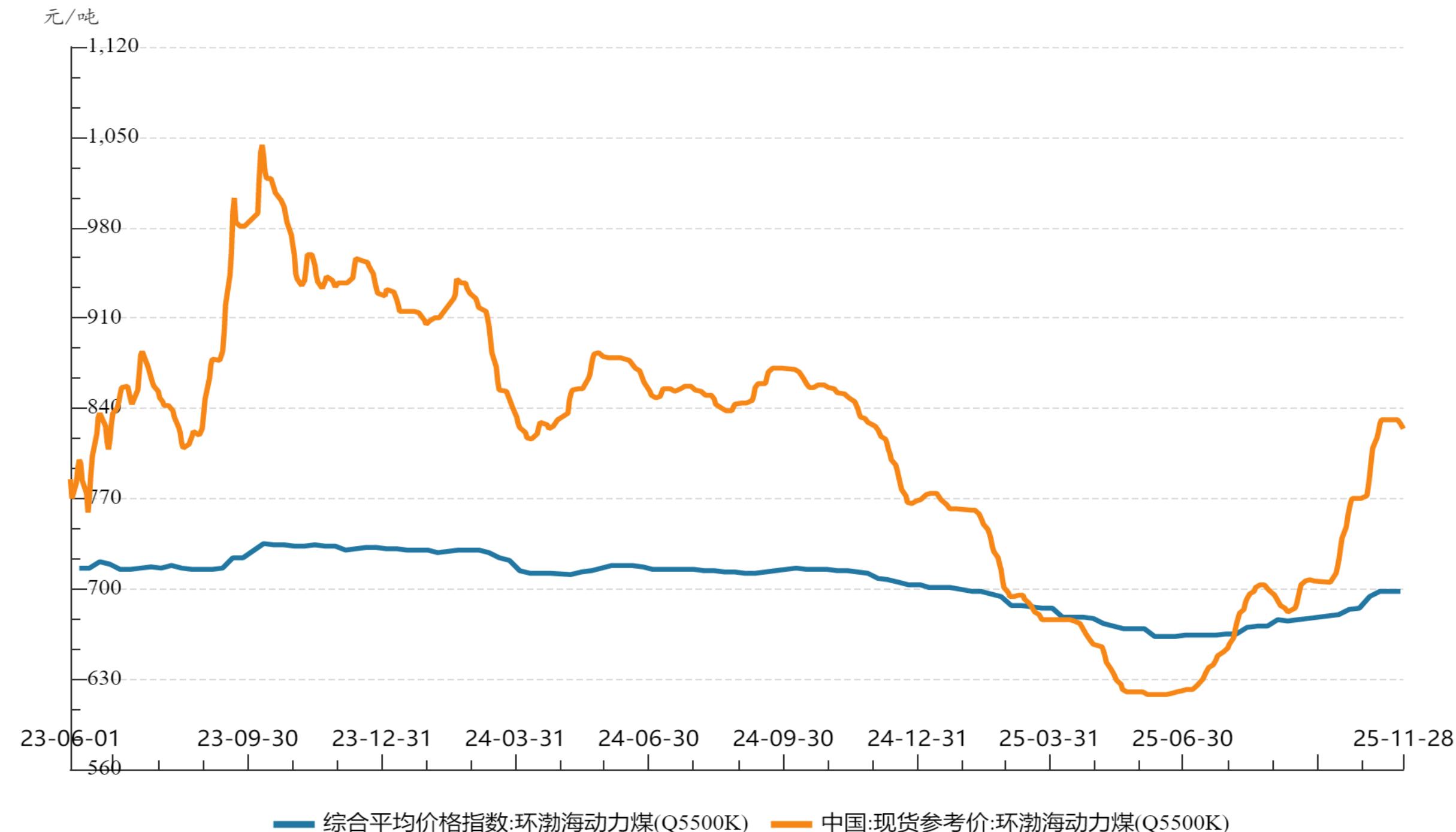
数据来源：掌上煤焦、国元证券经纪（香港）整理

- 1、供给：国内新疆产能增加，海外进口持续偏紧
- 2、需求：动力煤刚性稳健，焦煤韧性犹存
- 3、行业趋势：价格回归合理中枢，红利资产属性增强
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、行业估值
- 6、风险提示

### 3.1 动力煤：供需整体弱平衡，回归合理中枢

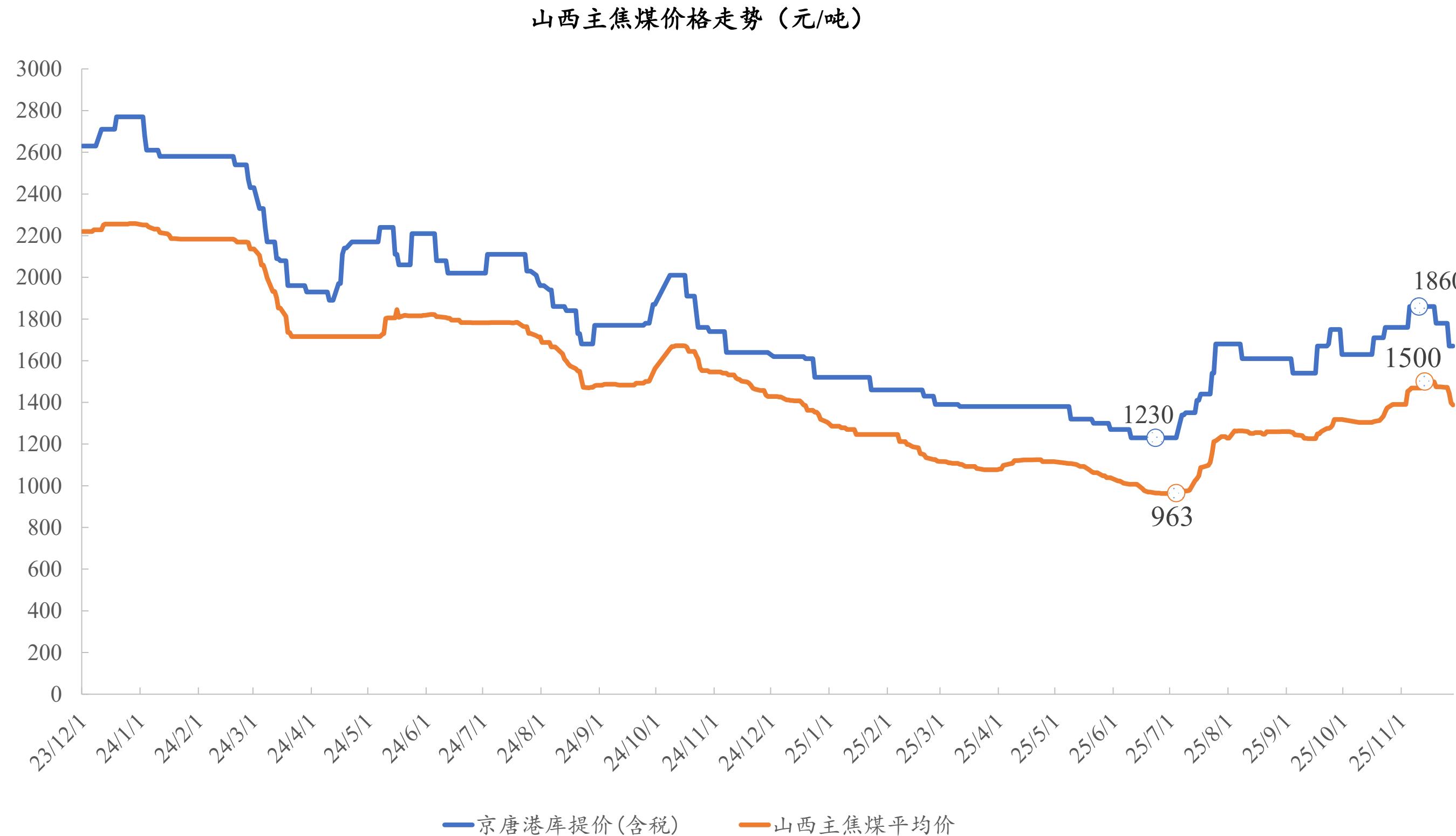
- 展望2026全年现货：在“供需平衡、成本支撑、中长协稳价”框架下，回归750元/吨合理中枢，全年波动区间预计670-830元/吨。（750元为火电和煤炭企业盈利均分点，而830元为火电盈亏平衡点）
- 展望2026全年长协：在更市场化定价规则下，中枢围绕670-700元/吨波动，月度微调增强。长协-现货价差有望收敛与稳定，价差继续发挥“压舱石”作用。

长协煤与现货价(Q5500K)



## 3.2 焦煤：底部回升企稳

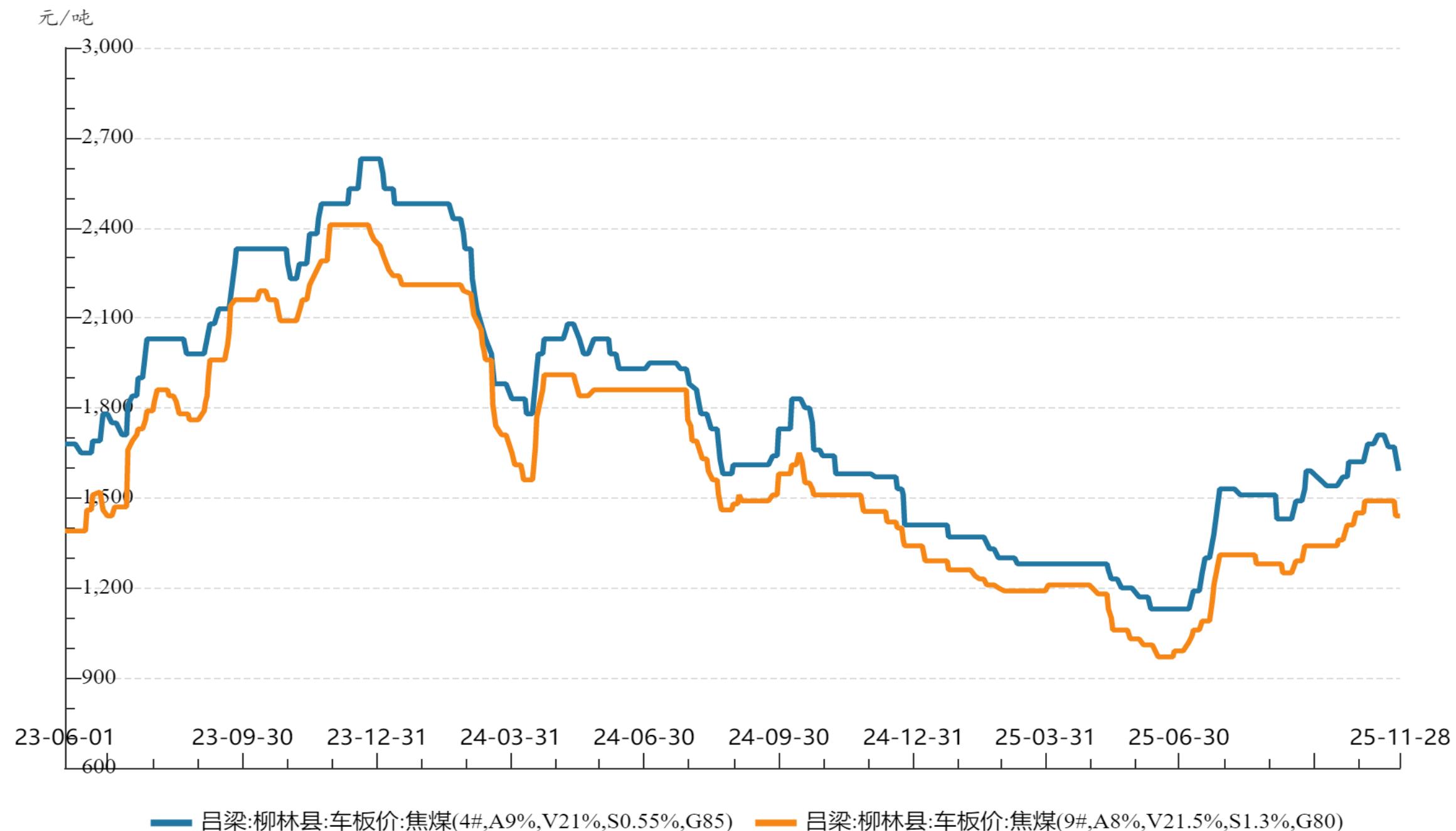
根据钢之家数据显示，山西产主焦煤京唐港库提价（含税），2025年全年价格在1230-1860元/吨区间震荡，年内低点出现在6月底，最低价为1230元/吨，高点在11月中旬为1860元/吨，11月底价格从高点有所回落，稳定在1670元/吨左右。



### 3.3 柳林主焦煤：稀缺煤种，资源溢价

- 山西柳林4号煤：2025年6月触底后在“反内卷/安监+冬储”驱动下持续走强，11月中旬现货反弹至1710元/吨，为年内高位区间，6月底低点为1130元/吨，价格反弹+580元/吨，幅度显著。
- 山西柳林9号煤：2025年11月中旬高点为1490元/吨，低点为970元/吨，价格反弹+520元/吨。
- 2025年下半年，4号/9号价差在200–250元/吨区间，较上半年扩大，体现出优质低硫主焦煤资源的溢价。

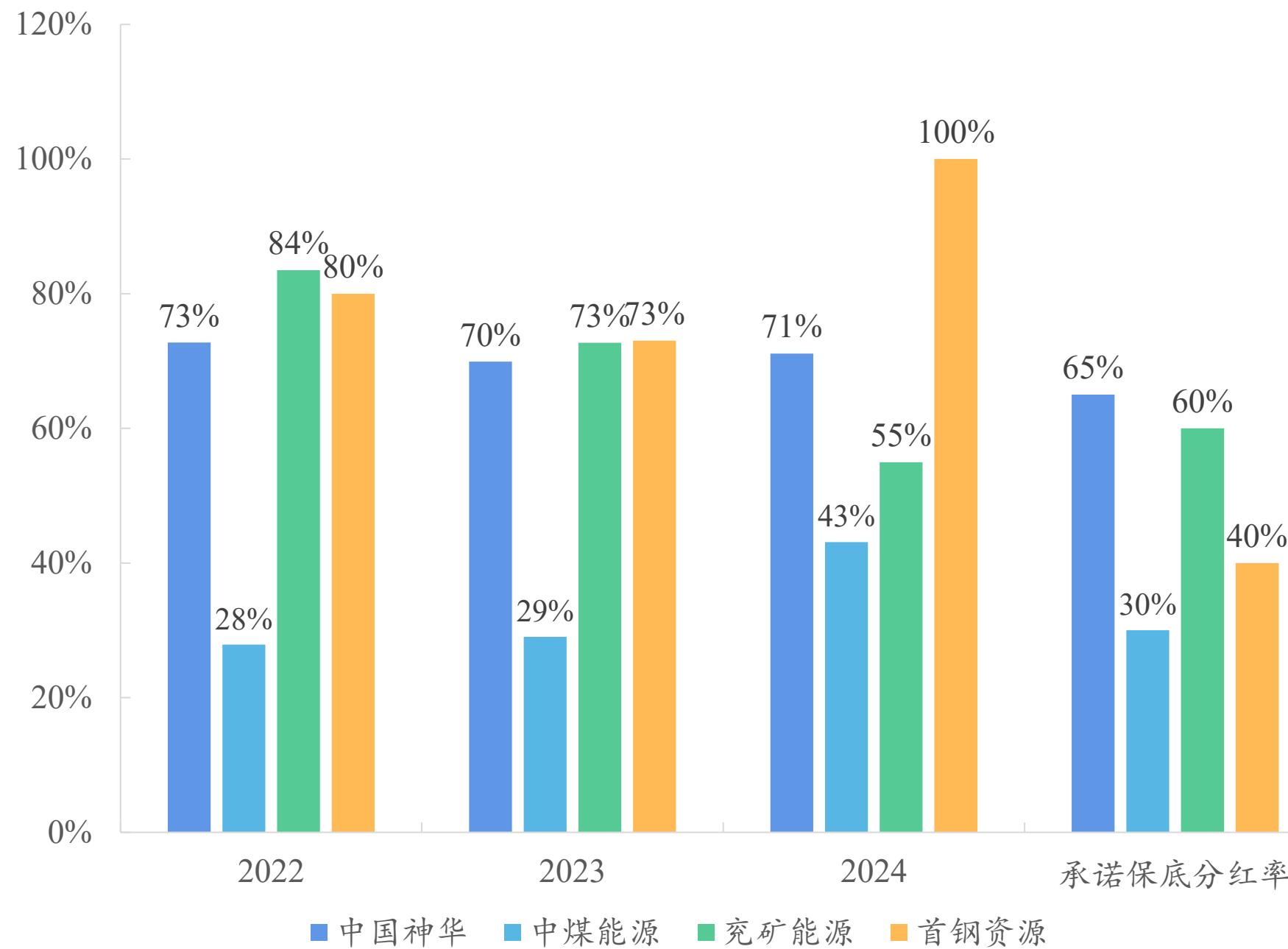
柳林4#和9#主焦煤价格走势



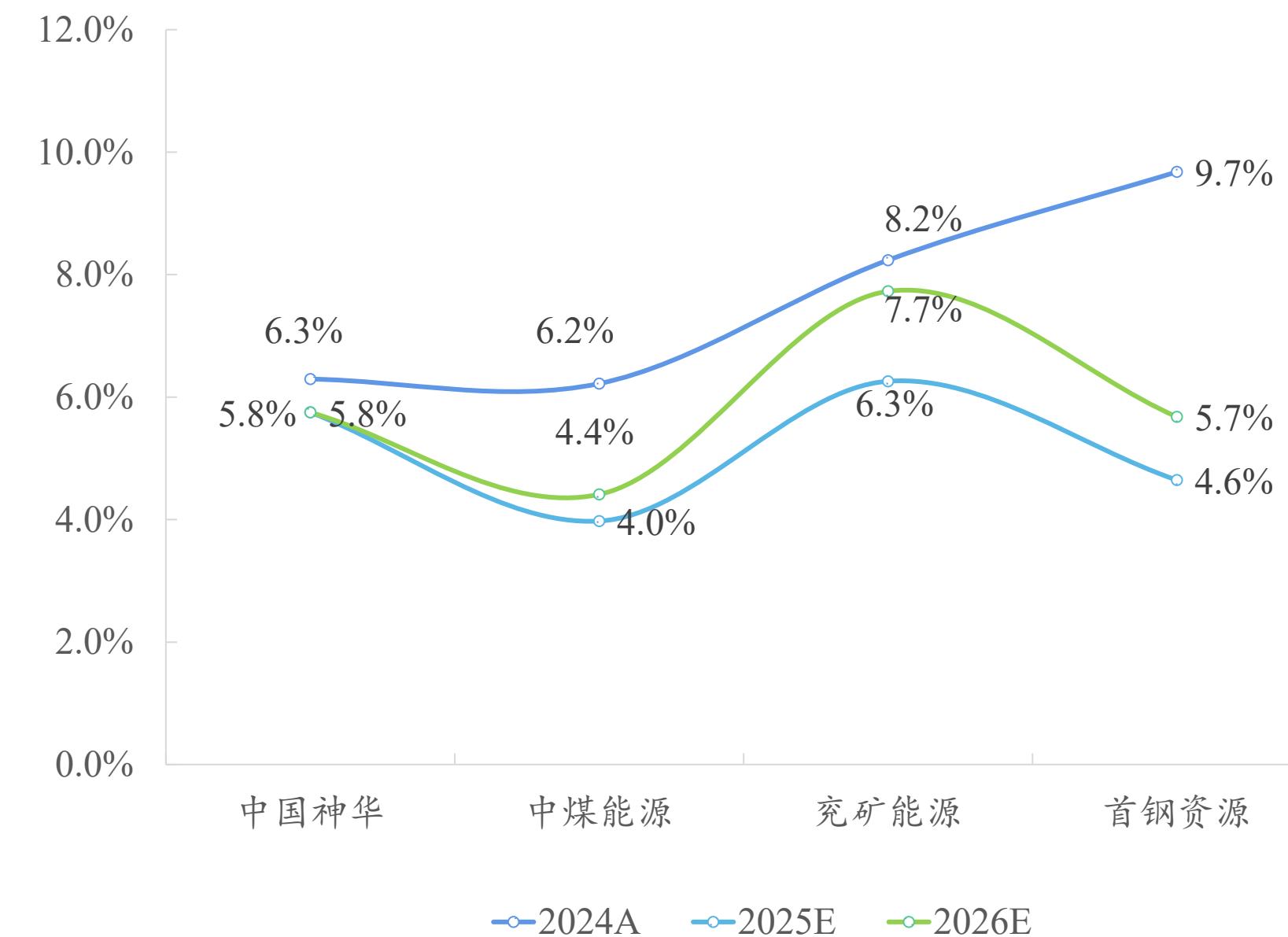
### 3.4 周期弱化，高股息红利资产属性增强

近几年来，香港主要上市煤炭公司均保持较高分红率，2024年中国神华、中煤能源、兖矿能源和首钢资源分红率分别为71%、43%、55%和100%。“稳煤价”预期下，煤企盈利趋稳，行业周期将弱化，而高股息率彰显中长期投资价值。

香港上市主要煤炭公司分红率



香港上市主要煤炭公司股息率



- 1、供给：国内新疆产能增加，海外进口持续偏紧
- 2、需求：动力煤刚性稳健，焦煤韧性犹存
- 3、行业趋势：价格回归合理中枢，红利资产属性增强
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、行业估值
- 6、风险提示

## 4.1 投资建议

- “十五五”期间，煤炭作为保障国家能源安全的基石，其战略地位愈发凸显。随着安监和环保常态化加强，行业供给秩序趋于理性；新型电力系统下，煤炭“稳定器”作用突出。因此，煤电作为“保供、调峰”的基础能源在供给约束、政策调控与基本面改善共振背景下，煤炭板块仍是价值投资优选；
- 国家层面通过产量、成本及安全等要素对行业利润进行动态调节，一方面避免价格过高刺激无序扩产，另一方面亦防止煤价剧烈下行导致企业盈利能力弱化，未来煤炭价格中枢趋于合理化区间运行。因此，“稳煤价”政策托底预期下，煤炭板块的传统强周期属性正在弱化；
- 优质煤企凭借资源禀赋及成本优势，能够保持稳健盈利和充裕现金流，分红持续性高，成为高股息投资标的，资产红利属性不断增强，行业进入“红利+周期”双属性阶段；
  - 建议优先配置高分红行业龙头：中国神华（1088 HK）、中煤能源（1898 HK）和兖矿能源（1171 HK）。资源禀赋突出、成本优势显著、分红政策稳定的龙头煤企优选标的，能够兼顾收益安全性与红利资产属性。
  - 重点关注高派息且具成长空间的中小市值优质企业：首钢资源（0639 HK）。受益优质精焦煤稀缺，在供给受限、新增产能受约束下，具备资源溢价的中小市值优质资源型煤企。

## 4.2 推荐标的

### ➤ 中国神华 (1088 HK) (未覆盖)

公司独特的“煤-电-路-港-航-化”一体化模式，使其在行业周期波动中表现出极强的业绩韧性；2025年8月，公司拟收购包括煤炭、煤电、煤化工在内的13家集团资产，相关标的2024年合计营业收入1259.96亿元，扣非归母净利润达80.05亿元，剔除资产减值后为98.11亿元。收购完成后，公司煤炭产量、资源储量和相关产业规模将实现跨越式增长；公司分红政策延续高分红传统，2025-2027年每年分配利润不低于归母净利润65%，2022-2024年实际分红率均超70%。

### ➤ 中煤能源 (1898 HK) (未覆盖)

公司作为中煤集团主要煤炭上市平台，拥有晋陕蒙优质高热值煤炭资源，可采储量居上市煤企第二，2025年长协比例预计达75%，具备行业领先的成本管控能力及经营稳定性；产能增量方面，里必煤矿（400万吨/年）和苇子沟煤矿（240万吨/年）两大在建项目将在2026年底前陆续投产，合计增加640万吨优质产能；公司目前承诺的保底分红率为30%，对比行业平均水平，未来分红率存较大增长空间。

### ➤ 兖矿能源 (1171 HK) (未覆盖)

公司正从单一煤炭企业向国际化清洁能源和新材料集团转型。除了煤炭，公司正积极布局多矿种，重点推进内蒙古曹四夭钼矿（规划年利润20亿）和加拿大钾盐项目（氯化钾资源量17亿吨），打开了非煤业务的巨大增长空间；化工方面，聚焦高端化工新材料，荣信化工、新疆能化等多个烯烃项目有序推进；公司承诺的保底分红比例不低于60%，且每股现金股利不低于人民币0.5元，并于2025年实施了中期分红和股票回购。

### ➤ 首钢资源 (0639 HK) (未覆盖)

公司拥有兴无、金家庄、寨崖底三个煤矿，总产能525万吨，三个矿区均位于山西焦煤主产地柳林矿区，资源得天独厚，煤炭品位高；公司长期坚持高比例分红回馈股东，历史派息率平均在80%左右。截至2025年6月底，公司在手94.5亿港元的充裕现金，且无任何有息负债，支撑持续高股息率回报股东，是稀缺的优质红利资产；公司正在积极推进郭家沟（联山）煤矿的审批工作，一旦获批，将有效解决公司长期资源接续问题，打开新的成长空间。

- 1、供给：国内新疆产能增加，海外进口持续偏紧
- 2、需求：动力煤刚性稳健，焦煤韧性犹存
- 3、行业趋势：价格回归合理中枢，红利资产属性增强
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、行业估值
- 6、风险提示

## 5. 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1088.HK	中国神华	HKD	39.82	8,801	11.7	12.2	12.3	12.2	1.7	1.4	1.4	1.4
1898.HK	中煤能源	HKD	10.51	1,791	7.1	7.5	6.7	7.3	0.8	0.8	0.8	0.8
1171.HK	兖矿能源	HKD	10.16	1,326	6.7	9.4	7.6	6.8	1.8	1.8	1.8	1.8
0639.HK	首钢资源	HKD	2.91	148	9.9	16.2	13.2	11.6	0.9	0.9	0.8	0.9
<b>平均</b>					<b>8.9</b>	<b>11.3</b>	<b>10.0</b>	<b>9.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>

- 1、供给：国内新疆产能增加，海外进口持续偏紧
- 2、需求：动力煤刚性稳健，焦煤韧性犹存
- 3、行业趋势：价格回归合理中枢，红利资产属性增强
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、行业估值
- 6、风险提示

## 6. 风险提示

- 宏观经济下滑，煤炭需求不及预期；
- 新能源装机超预期大幅度增长，煤价下跌超出预期；
- 国内水电超发，造成火电利用小时数大幅下降；
- 国际煤价大幅下跌，国内进口煤炭大量增加。

# 免责声明

## 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。