

“类债券”视角下的江南煤海明珠

——盘江股份 (600395.SH) 投资价值分析报告

公司深度

◆江南煤海明珠，内生外延皆有力

盘江股份是西南地区的煤炭龙头企业。2017年西南煤炭供需缺口已达0.7亿吨，煤炭供给侧改革加速了西南中小型落后产能退出，进一步加大了区域市场供需缺口。公司抓住改革契机加速新建产能释放，在建产能合计720万吨/年。2019年以来实际控制人盘江煤电集团整合了省内煤炭资源，公司可能获得六枝工矿、林东矿业集团、水矿控股集团下属矿井的资产注入，外延空间高达1850万吨/年。

◆“类债券”迎来春天，公司高分红具有可持续性

全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对市场资金尤其是风险偏好较低、对回报率要求不高的资金的吸引力在增强。2020年3月12日，公司股息率接近7%，在煤炭板块中位列第4，上市以来累计分红率69%，大幅高于其他高股息率煤炭企业。我们认为公司高分红并非偶然事件，具有可持续性。云、贵、川三大核心市场煤炭需求韧性较强。前5大客户集中度约70%，客户以大型优质国企为主，其中攀钢、柳钢等客户产能规模扩大将进一步提升用煤需求。

◆持续布局煤层气，产业链有望延伸

西南地区煤矿具有高瓦斯特点，开发煤层气同时符合安全生产和经济效益。国家“十三五”已明确提出将加大煤层气开发力度，贵州省政府也陆续出台相关支持政策。公司在煤层气领域深耕多年，具有核心技术优势，目前与盘江煤层气公司合作运营，未来产业链有望进一步延伸。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021净利润分别为10.9/11.3/11.6亿元，对应EPS分别为0.66/0.68/0.70元。当前股价对应PE分别为9/9/8。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司2020年10倍PE，对应目标价6.80元。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**若在建矿井和资产注入进度放缓，可能导致公司产能扩张低于市场预期；贵州省煤矿整合可能导致煤层气可采气井数量下降，政策补贴落实力度可能存在不足；疫情对下游需求影响难以预测，可能导致需求大幅下降。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,081	6,090	6,433	6,947	7,506
营业收入增长率	55.36%	0.14%	5.63%	7.99%	8.05%
净利润(百万元)	877	945	1,086	1,132	1,164
净利润增长率	347.52%	7.72%	14.98%	4.18%	2.86%
EPS(元)	0.53	0.57	0.66	0.68	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.62%	14.38%	15.53%	14.61%	13.76%
P/E	11	10	9	9	8
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年3月12日

买入(首次)

当前价/目标价：5.70/6.80元

分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)

021-52523799

jiangc@ebsec.com

联系人

市场数据

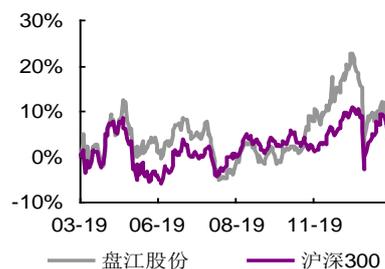
总股本(亿股)：16.55

总市值(亿元)：96.49

一年最低/最高(元)：4.90/6.47

近3月换手率：34.29%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.66	-2.07	1.57
绝对	-0.18	-0.53	6.78

资料来源：Wind

相关研报

“类债券”也有春天——类债券权益资产跨行业专题报告

.....2019-09-12

投资聚焦

关键假设

公司核心业务为煤炭开采，我们对于煤炭板块业务的关键假设如下：金佳矿佳一采区（90万吨/年）首采工作面贯通，山脚树矿技改后提升产能130万吨/年，预计将于2020年贡献产量；月亮田矿技改后提升产能65万吨/年，发耳二矿一期工程（90万吨/年），预计将在2021年贡献产量。我们假设2019-2021年商品煤产量分别为753/840/924万吨，商品煤综合销售价分别为757/740/730元/吨，吨煤生产成本保持稳定。

我们区别于市场的观点

2020年以来疫情对世界经济造成了剧烈冲击，为了对冲经济下行压力，各国经济体纷纷进入新一轮宽松周期，利率持续下行。在全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对市场资金尤其是风险偏好较低、对回报率要求不高的资金的吸引力在逐步增强。

盘江股份是煤炭板块中为数不多的、具有上述特征标的。公司当前股息率接近7%，我们认为从以下几个方面可以体现高分红可持续性：（1）公司具有回报投资者的优良传统。上市以来累计分红率69%，远高于其他煤炭企业；（2）西南区域市场供需缺口较大，云、贵、川三大核心市场煤炭需求韧性较强。前5大客户集中度约70%，且以大型优质国企为主，其中攀钢、柳钢等客户产能规模扩大将进一步提升用煤需求。（3）公司加速新建产能释放，在建产能合计720万吨/年。实际控制人盘江煤电集团整合了省内煤炭资源，外延空间高达1850万吨/年。

股价上涨的催化因素

国债收益率降低；炼焦煤价格上涨；集团注入先进煤矿产能。

估值与目标价

我们预计公司2019-2021年净利润分别为10.9/11.3/11.6亿元，对应EPS分别为0.66/0.68/0.70元。当前股价对应PE分别为9/9/8。公司作为西南地区煤炭龙头企业，下游客户集中度较高，业务经营具有良好稳定性。公司当前股息率接近7%，对风险偏好较低、对回报率要求不高的资金具有吸引力。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司2020年10倍PE，对应目标价6.80元。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、 江南煤海明珠，内生外延皆有力	5
1.1、 西南供需缺口扩大，贵州成为供给支柱	5
1.2、 2020-2022 煤炭产能将进入上升通道	6
1.3、 贵州煤企整合，具有资产注入空间	8
2、 “类债券”迎来春天，高分红具有可持续性	9
2.1、 高股息率+高股利支付率	10
2.2、 核心区域市场煤炭需求无忧	11
2.3、 下游客户集中，扩产提升用煤需求	13
3、 持续布局煤层气，产业链有望延伸	16
3.1、 煤层气开采的政策支持力度逐步加大	16
3.2、 2019 成功突破煤层气核心技术	16
3.3、 合作运营煤层气公司，具有产业链延伸可能	17
4、 盈利预测	17
5、 估值水平与投资评级	18
5.1、 相对估值	18
5.2、 绝对估值	18
5.3、 估值结论与投资评级	20
6、 风险分析	20

图表目录

图 1：贵州是长江以南最大的煤炭生产基地（2017 年）	5
图 2：2017 年西南地区煤炭供需缺口达 0.7 亿吨	6
图 3：2019 前三季度营业收入 49.4 亿元	6
图 4：2019 前三季度归母净利润 9.0 亿元	6
图 5：公司营业收入结构（2018）	7
图 6：公司业务板块毛利率（2018）	7
图 7：经历 3 年调整期后，2016 年起公司产量进入增长期	8
图 8：实际控制人盘江资本更名为盘江煤电集团（2019 年）	8
图 9：公司资本开支与股利支付率反相关	10
图 10：公司上市累计分红率、股息率皆位于行业前列	10
图 11：公司煤炭产品分为精煤与混煤	11
图 12：2019 年贵州发电量增速高出全国 4.6 个百分点	11
图 13：云南、四川是公司核心省外市场（2018 年）	12
图 14：主要外省市场粗钢产量累计同比增速	12
图 15：主要外省市场房地产投资累计同比增速	13
图 16：攀钢集团铁、钢、材产量情况	14
表 1：公司产能情况（2019Q3）	7
表 2：划转后盘江煤电集团煤矿资产（2019 年）	9
表 3：公司前五大客户情况	13
表 4：攀枝花钒钢偿债能力指标	14
表 5：柳州钢铁产能情况（2019H1）	15
表 6：鼓励煤层气开采政策持续加码	16
表 7：公司主营业务盈利预测	17
表 8：可比公司盈利预测与估值	18
表 9：基本假设	18
表 10：FCFF 估值	19
表 11：敏感性分析	19
表 12：估值结果汇总	19

1、江南煤海明珠，内生外延皆有力

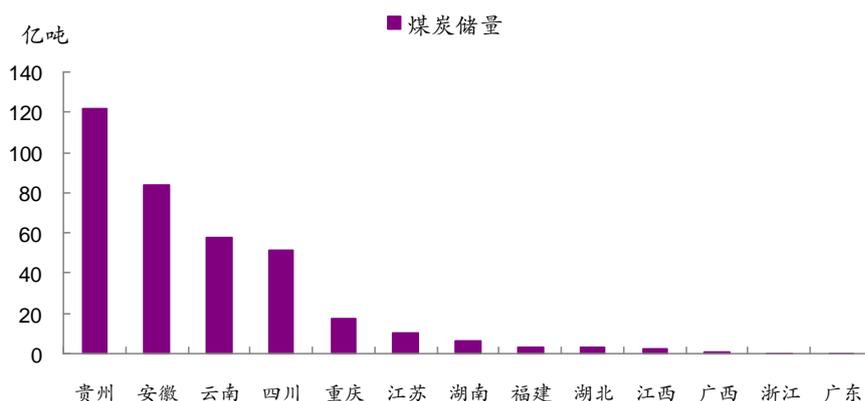
盘江股份是西南地区的煤炭龙头企业。煤炭供给侧改革加速了西南中小型落后产能退出，进一步加大了区域市场供需缺口。公司抓住改革契机，一方面加速新建产能释放，加大对四川、云南等周边地区辐射。2019 年以来实际控制人盘江煤电集团整合了省内煤炭资源，为公司外延式增长打开空间。

1.1、西南供需缺口扩大，贵州成为供给支柱

贵州素有“江南煤海”之美称，截至 2017 年底煤炭储量为 121.6 亿吨，位列南方省份之首，在全国范围内仅次于蒙、晋、疆、陕位列第五。此外，贵州煤炭种类繁多且品质尚好，低硫、低灰、高热值的焦煤、无烟煤占有相当比重，为炼焦、化工、冶金、电力等领域提供丰富的原料资源。

盘江股份是贵州煤炭行业的龙头企业，也是长江以南地区最大的动力煤和炼焦煤生产基地，占据着全国 14 个大型煤炭生产基地之一的盘江矿区，尽享优渥煤炭资源，是长江以南最为闪耀的“煤海明珠”。

图 1：贵州是长江以南最大的煤炭生产基地（2017 年）

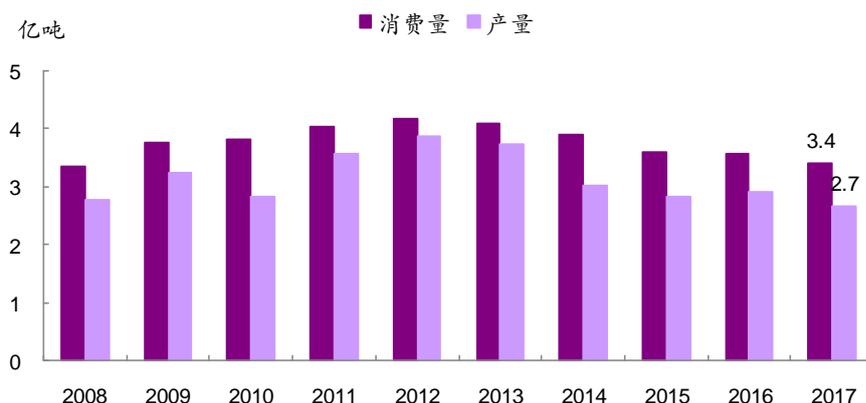


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

从供给上看，随着供给侧结构性改革的不断深化，煤炭产能总体过剩的局面得以缓解，煤炭产业布局和区域供应格局发生了新的变化。一些传统的煤炭净调出省逐步演变为净调入省，煤炭主产区由于受运输瓶颈和运输成本的制约，煤炭调出量增速放缓，区域供需不平衡矛盾凸显。公司所在的西南片区，周边省份大量关闭煤矿，贵州省也退出了很多小煤矿，导致西南片区煤炭产能供给不足，2017 年西南煤炭供需缺口达 0.7 亿吨

我国南方地区多为少煤省份，而北煤南下存在运输成本过高的劣势，因而南方煤炭市场存在较高的市场壁垒。贵州省深居内陆西南地区，省内有沪昆铁路、林六铁路、川黔铁路、内昆铁路、黔桂铁路、南昆铁路等便利的交通铁路线，盘江股份恰好利用自身优越的市场区域优势，在封闭的西南市场里打造天地，并逐渐横向延伸至江南东部省份开拓市场。

图 2：2017 年西南地区煤炭供需缺口达 0.7 亿吨



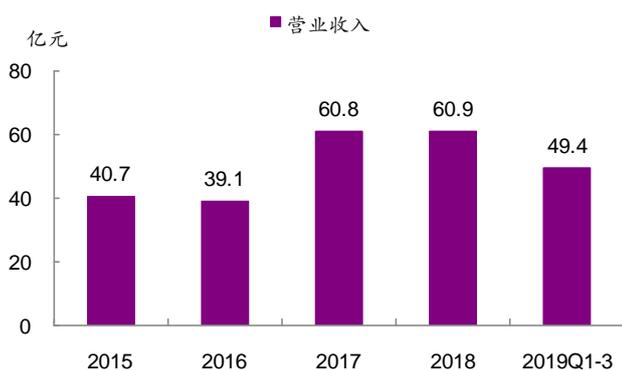
资料来源：国家统计局，光大证券研究所（注：西南地区包括云南、四川、重庆、贵州。）

1.2、2020-2022 煤炭产能将进入上升通道

盘江股份秉持“以煤为主、多业并举”的发展战略，煤炭业务是对开采的原煤进行洗选加工获得产品以售卖给下游企业，其煤炭产品主要是供化工、钢铁行业使用的精煤和供电力、水泥行业使用的混煤；同时公司利用煤矿生产过程中的尾矿或废弃物进行低热值煤发电，其电力产品主要供下属矿区使用。此外，公司也在证券、财务、器械、农业、酒业、贸易、电商、物流、物业等领域有所涉足。

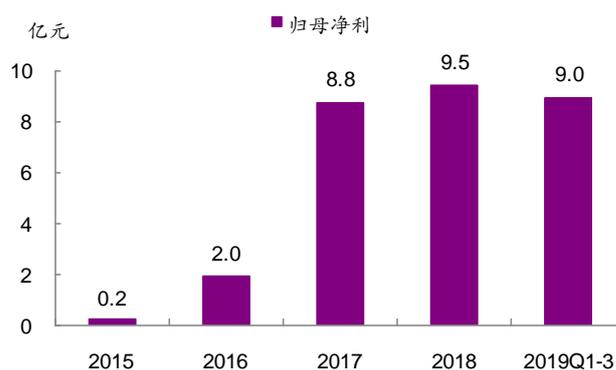
2019 年前三季度公司营业收入、归母净利润分别为 49.4/9.0 亿元，同比增长 11.3%/23.4%。从业务结构来看煤炭板块是公司盈利核心来源，营收占比高达 96%，此外机械业务亦贡献少量业绩。2019 年上半年，煤炭、机械毛利率保持平稳，分别为 33%/25%。

图 3：2019 前三季度营业收入 49.4 亿元



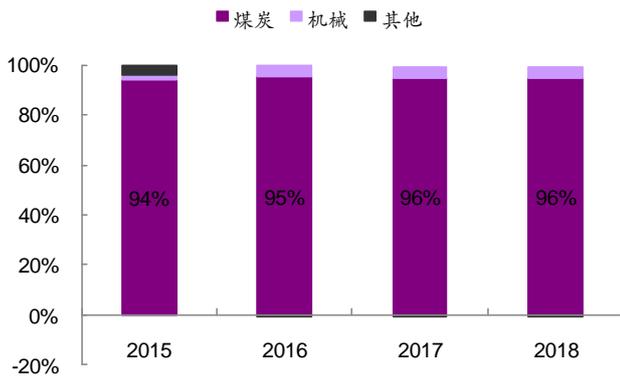
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：2019 前三季度归母净利润 9.0 亿元



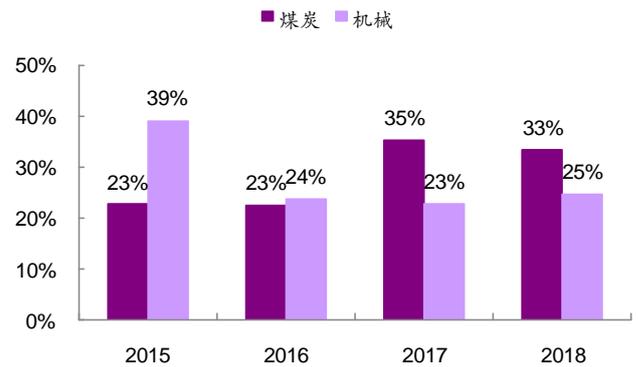
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：公司营业收入结构（2015-2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司业务板块毛利率（2015-2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

截至 2019 年三季度，公司煤矿在产产能合计 910 万吨/年，包括火铺矿、月亮田矿、山脚树矿、土城矿、金佳矿等主力煤矿。另外公司还委托经营松河公司、盘南公司煤矿，合计产能 570 万吨/年。

公司目前处于产能快速扩张期，正在积极推进新项目核准和新矿井建设，在建产能合计 720 万吨/年。月亮田矿、山脚树矿产能提升空间合计 195 万吨/年。随着技改、新建、扩建项目的完工，公司 2020-2022 年产能有望大幅提升。

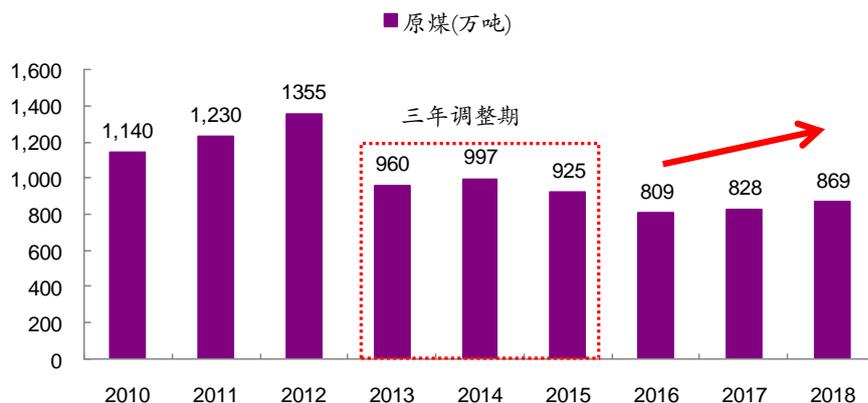
表 1：公司产能情况（2019Q3）

权属	矿井名称	产能 (万吨)	状态	煤炭种类	备注
自有	火铺矿	180	在产	焦煤、肥煤	-
	月亮田矿	115	在产	焦煤、肥煤	技改后增至 180 万吨/年
	山脚树矿	180	在产	焦煤、肥煤	技改后增至 310 万吨/年
	土城矿	280	在产	焦煤、肥煤	-
	金佳矿	155	在产	无烟煤、贫煤、瘦煤	2019 年佳一采区 (90 万吨/年) 首采工作面贯通
	马依西一井	240	在建	瘦煤、贫瘦煤	预计 2022 建成投产
	马依东一井	240	在建	焦煤、无烟煤、贫煤	办理核准前期手续
	发耳二矿一期	90	在建	焦煤、贫煤、瘦煤	预计 2020 建成投产
	发耳二矿二期	150	在建	焦煤、贫煤、瘦煤	办理核准前期手续
托管	松河公司	240	在产	焦煤、贫煤、瘦煤	-
	盘南公司	330	在产	焦煤、瘦煤	-

资料来源：公司公告，投资者互动关系平台，盘江控股集团中期票据募集说明书

2019 年公司商品煤产量 753 万吨，同比增长 10.8%。从公司发展历史来看，2012 年是上一轮产能扩张高点，当年原煤产量 1355 万吨。此后随着煤炭行业景气度下行，公司经历了三年调整期，在这期间通过加强成本管控、剥离落后产能等方式，极大地优化了产能结构。自 2016 年煤炭供给侧改革以来，公司煤矿产能重新打开上升通道。

图 7：经历 3 年调整期后，2016 年起公司产量进入增长期

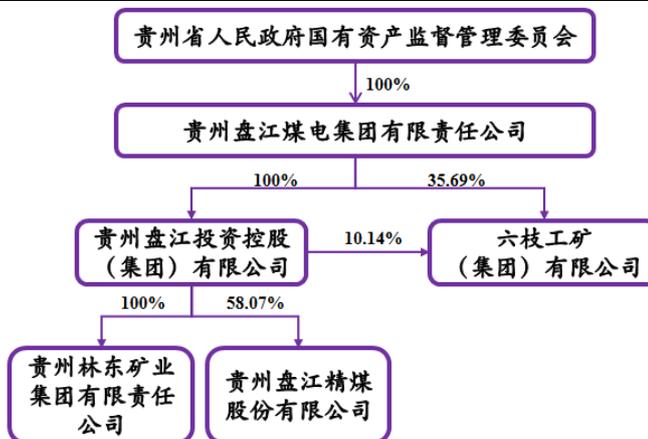


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、贵州煤企整合，具有资产注入空间

2018 年 7 月，贵州省政府批复原则同意了《贵州盘江煤电集团有限责任公司组建方案》，盘江股份实控人贵州盘江国有资本运营有限公司更名为贵州盘江煤电集团有限责任公司，六枝工矿（集团）、贵州水矿控股集团划转至盘江煤电集团。基于此方案的规划，盘江煤电集团将成为贵州省以煤电为龙头骨干的全产业链集团，实现全省煤炭和火电资源的大整合。

图 8：实际控制人盘江资本更名为盘江煤电集团（2019 年）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

- **六枝工矿集团**：下属煤矿 3 对，其中生产矿井 1 对（设计生产能力 120 万吨/年），在建矿井 1 对（设计生产能力 300 万吨/年），复建矿井 1 对（设计生产能力 90 万吨/年，总产能共计 510 万吨/年）。
- **水矿控股集团**：拥有 8 座在产煤矿、5 座在建煤矿、2 座拟建煤矿，截至 2019 年 3 月核定产能 1175 万吨/年。根据在建项目规划，未来将新增产能 585 万吨/年。

- **林东矿业集团**：其下属煤矿 3 座，包括泰来煤矿（45 万吨/年）、红林煤矿（30 万吨/年）、龙凤煤矿（90 万吨/年），主要开采无烟煤产品，共计产能 165 万吨/年。

表 2：划转后盘江煤电集团煤矿资产（2019 年）

主体	矿井名称	产能（万吨/年）	状态	煤炭种类	备注
六枝工矿集团	A	120	生产	-	-
	B	300	在建	-	-
	C	90	复建	-	-
林东矿业集团	泰来煤矿	45	在产	无烟煤	-
	红林煤矿	30	在产	无烟煤	-
	龙凤煤矿	90	在产	无烟煤	-
水矿控股集团	汪家寨煤矿	270	在产	焦煤	-
	大湾煤矿	200	在产	焦煤、气煤	-
	大河煤矿	90	在产	焦煤	-
	那罗煤矿	120	在产	焦煤	-
	老鹰山煤矿	90	在产	焦煤	-
	中岭公司	225	在产	无烟煤	-
	玉舍中井	60	在产	贫瘦煤	-
	文家坝一矿（一期）	120	在产	无烟煤	-
	大湾煤矿中井	90	在建	焦煤、气煤	-
	文家坝二矿（一期）	120	在建	无烟煤	预计 2020 建成投产
	马场煤矿	45	在建	主焦煤	预计 2020 建成投产
	玉舍煤矿东井	90	在建	贫瘦煤	预计 2021 建成投产
	大坝田煤矿	60	在建	-	-
	文家坝一矿（二期）	90	拟建	无烟煤	-
	文家坝二矿（二期）	90	拟建	无烟煤	-

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据《组建方案》，待完成相关国有资产划转后，盘江煤电集团将采取（包括但不限于）资产注入、资产转让、剥离等方式整合其控制的与上市公司所经营相同及相似业务的其他企业，以避免同业竞争。这意味着盘江股份作为盘江煤电集团下主营煤炭板块业务的子公司，将有可能获得六枝工矿、林东矿业集团、水矿控股集团下属矿井的资产注入，合计产能高达 1850 万吨/年。

2、“类债券”迎来春天，高分红具有可持续性

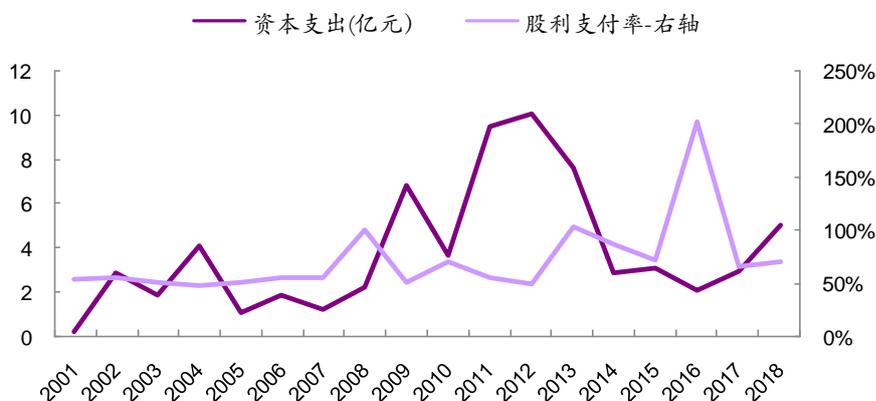
公司当前股息率接近 7%，在煤炭板块中位列第 4，上市以来累计分红大幅高于其他高股息率煤炭企业。我们认为公司高分红并非偶然事件，具有可持续性。云、贵、川三大核心市场煤炭需求韧性较强。下游客户集中度高，攀钢、柳钢等客户产能规模扩大将进一步提升用煤需求。

2.1、高股息率+高股利支付率

根据公司章程，盘江股份承诺在成熟期且有重大资金支出安排的阶段，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；在成熟期且无重大资金支出安排的阶段，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%。

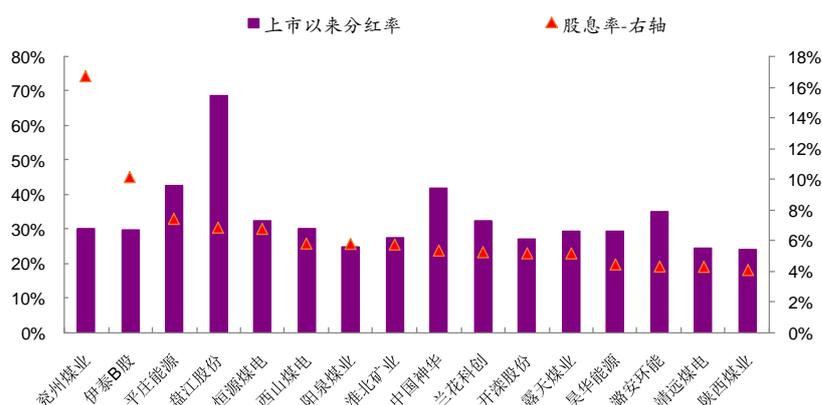
我们统计了上市以来盘江股份的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金科目与股利支付率，二者呈现较为显著的反向关系，在 2011/2012 年因马依公司、恒普公司在建工程投入增加缘故资本支出较大，股利支付率为 55%/50% 处于历史低位，而 2016 年资本支出较低，股利支付率增至 202%。公司自 2001 年上市以来，始终保持高于 48% 的股利支付率。2020 年 3 月 12 日公司股息率约 7%，在煤炭板块中位列第 4，上市以来累计分红大幅高于其他高股息率煤炭企业。

图 9：公司资本开支与股利支付率反相关



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：公司上市累计分红率、股息率皆位于行业前列



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：股息率计算时点为 2020 年 3 月 11 日）

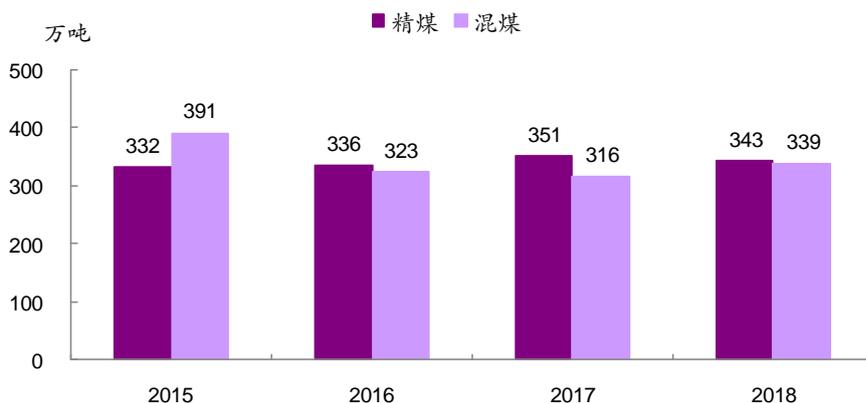
控股股东贵州盘江投资控股集团于 2019 年 7 月、9 月、12 月分别发行了三期三年期中期票据，发行规模分别为 5/10/10 亿元，根据已披露信息，前两期募集资金全部用于偿还到期银行借款。此外，盘江控股在 2019 年初将盘江股份无限售流通股 70,600,000 股质押给平安证券股份有限公司，用

于对此前 312,900,100 股无限售流通股股票质押给平安证券股份有限公司的补充质押,至此累计质押数量 383,500,100 股,占盘江股份总股本的 23.17%。2019 年三季度盘江投资控股集团资产负债率维持 74.5% 高位,合理的分红政策有利于补充控股股东现金来源。

2.2、核心区域市场煤炭需求无忧

从公司煤炭产品结构来看,主要分为精煤与混煤两部分。2018 年精煤、混煤产量分别为 343/339 万吨。由于商品煤的物理特性不同,二者主要下游客户分别为钢厂/火电厂。

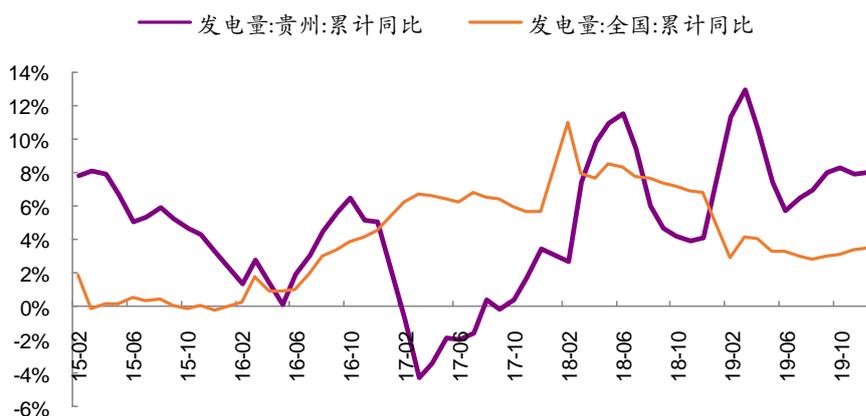
图 11: 公司煤炭产品分为精煤与混煤



资料来源:公司公告,光大证券研究所

2019 年全国、贵州发电量增速分别为 3.5%/8.1%,贵州高出全国 4.6 个百分点。从历史上看二者发电量增速并不同步。贵州发电量增速已于 2017 年初见底,自 2019 年以来发电需求不断走强,有利于拉动省内动力煤需求。

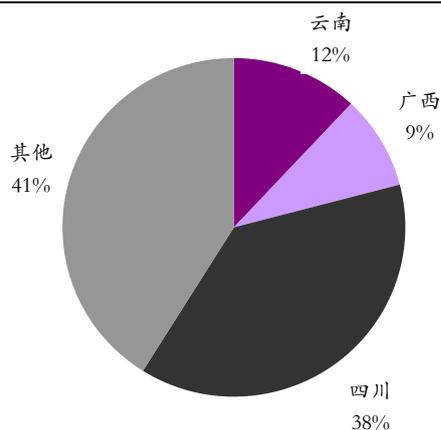
图 12: 2019 年贵州发电量增速高出全国 4.6 个百分点



资料来源:Wind,光大证券研究所(注:数据截至 2019 年 12 月)

公司省外市场包括四川、云南、广西,销售以精煤为主。2018 年三省营业收入分别为 23.6/7.5/5.6 亿元,占收入比重的 38%/12%/9%。其中云南、四川两地 2016-2018 年增速较高,其平均复合增速分别为 21%/37%。

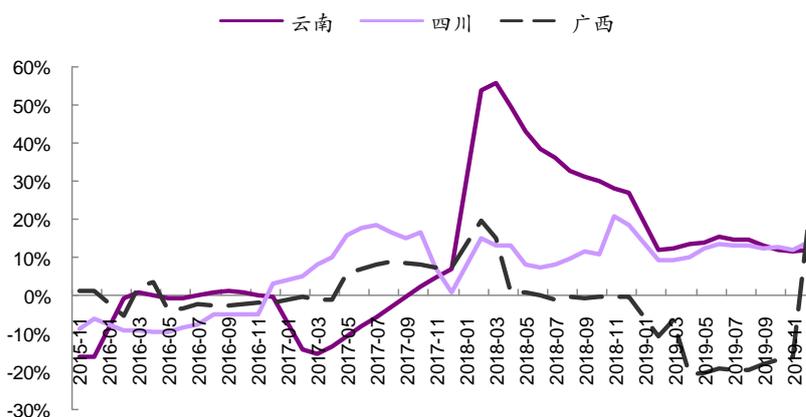
图 13：四川、云南是公司核心省外市场（2018 年）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

由于精煤主要应用于钢铁冶炼，因此我们首先选取了粗钢产量指标衡量精煤需求，数据显示云南、四川粗钢产量增速自 2016 年以来由负转正，2019 年至今维持在 10% 以上水平。广西省粗钢产量在 2018 年末触底后开始向上反弹。钢材产业总体呈现向好态势，间接反映出三省固定资产投资加码。

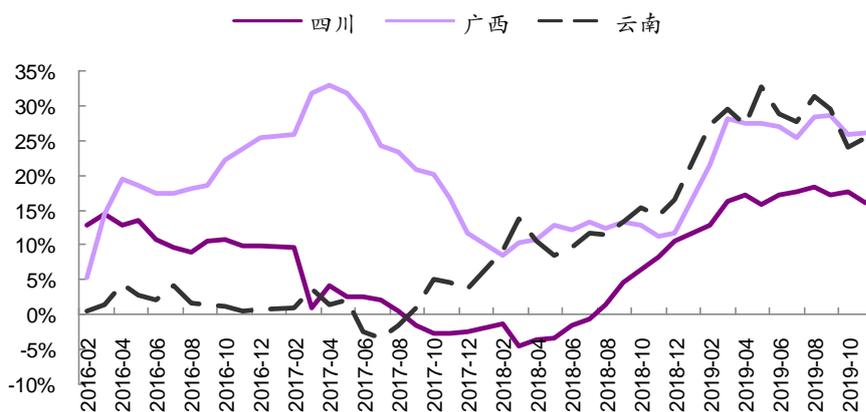
图 14：主要外省市场粗钢产量累计同比增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所（注：数据截至 2019 年 12 月）

进一步探究房地产开发投资额方面，云南省同比增速经历了长期为负的阶段后自 2017 年 7 月起持续上升，2019 年稳定在 10% 至 19% 区间；四川省同比增速在 2018 年 3 月触底后反弹；广西同比增速在经历了下跌平稳后自 2018 年 12 月起向上修复，2019 年保持在 20% 以上。可以看出，三省的房地产投资额均呈现增长趋势，有利于拉动焦煤需求提振公司精煤销量。

图 15: 主要外省市场房地产投资累计同比增速



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所 (注: 数据截至 2019 年 12 月)

2.3、下游客户集中, 扩产提升用煤需求

2017、2018、2019Q1 期间, 公司前五大客户销售收入占比总和分别为 64%/65%/75%, 客户集中度高, 尤以攀钢、柳钢、黔桂发电 (盘江电投发电) 为长期主要客户。公司主要客户多数为大型国有企业, 具有较强综合实力。高集中度且优质的客户资源一方面为公司带来了稳定的市场需求, 另一方面客户良好的资信状况也保障了及时的现金流回款。

表 3: 公司前五大客户情况

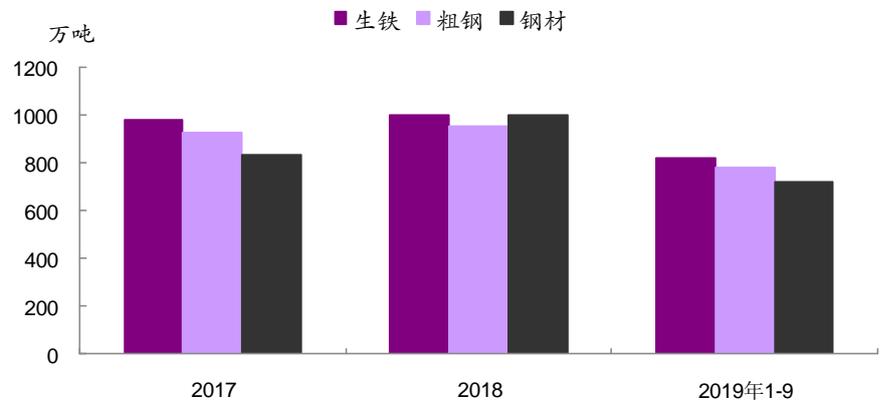
年度	序号	客户名称	销售收入 (亿元)	销售占比
2019Q1	1	攀钢集团物资贸易有限公司	4.39	27%
	2	攀钢集团西昌钢钒有限公司	3.28	20%
	3	柳州钢铁股份有限公司	2.42	15%
	4	贵州盘江电投发电有限公司	1.46	9%
	5	云南煤业能源股份有限公司贸易分公司	0.71	4%
小计			12.25	75%
2018 年	1	攀钢集团攀枝花钢钒有限公司	13.06	21%
	2	攀钢集团西昌钢钒有限公司	10.57	17%
	3	柳州钢铁股份有限公司	5.52	9%
	4	贵州盘江电投天能焦化有限公司	5.37	9%
	5	贵州盘江电投发电有限公司	4.92	8%
小计			39.44	65%
2017 年	1	攀钢集团攀枝花钢钒有限公司	11.85	19%
	2	攀钢集团西昌钢钒有限公司	10.52	17%
	3	柳州钢铁股份有限公司	8.66	14%
	4	贵州盘江电投发电有限公司	3.92	6%
	5	贵州黔桂天能焦化有限责任公司	3.74	6%
小计			38.68	64%

资料来源: 公司公告, 盘江控股集团中期票据募集说明书, 光大证券研究所

公司前两大客户为攀钢集团攀枝花钢钒有限公司、攀钢集团西昌钢钒有限公司, 二者均归属攀钢集团旗下。攀钢集团 2018 年生铁、粗钢和板材产

量均同比增加，分别为 996.9/952.3/876.9 万吨，并且在 2019 年前三季度公司持续扩大生产规模，保持上升态势。

图 16：攀钢集团铁、钢、材产量情况



资料来源：攀钢集团跟踪评级报告，光大证券研究所

攀枝花钢钒

攀枝花钢钒有限公司系国内最大的钢轨生产企业之一，也是中国西部地区最大的板材生产企业。作为攀钢集团下属企业，攀枝花钢钒在销售及采购等环节受其统筹管理，其中主要产品销售均通过关联企业攀钢集团国际经济贸易有限公司实现。攀枝花钢钒近年钢铁产能基本保持稳定，生铁、钢坯、重轨以及板材的年生产能力分别为 620 万吨、560 万吨、140 万吨和 270 万吨。

经营活动现金流方面，2018 年攀枝花钢钒“平进平出”的板材贸易业务终止使销售与采购环节的价差有所扩大，经营性现金净流入规模有所扩张。2018 年公司经营性现金净流入规模上升至 13.42 亿元，同比增长 17.23%。当年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.14 倍和 5.74 倍，同比分别增加 0.08 倍和 0.55 倍，经营活动净现金流对债务本息保障能力有所增强。

偿债能力方面，整体表现良好。从短期偿债能力指标来看，2018 年公司速动比率由 0.55 上升到 0.84。从长期偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA 为 5.41 倍，较上年下降 1.02 倍，EBITDA 利息保障倍数为 7.67 倍，较上一年下降 0.65 倍，原因是受 2018 年公司终止低盈利业务、高炉大修使折旧规模下降两因素影响而导致的 EBITDA 规模略微下降。

表 4：攀枝花钢钒偿债能力指标

相关指标	2016	2017	2018	2019Q1
短期债务 (亿元)	91.90	107.10	69.96	66.99
总债务 (亿元)	106.20	118.1	98.91	93.94
EBITDA (亿元)	14.55	18.35	17.92	-
资产负债率 (%)	67.24	66.0	52.87	52.59
总资本化率 (%)	59.97	59.21	43.30	42.41
经营净现金流/总债务 (X)	0.20	0.10	0.14	0.14
经营净现金流/利息支出 (X)	8.87	5.19	5.74	-

总债务/EBITDA (X)	7.30	6.43	5.41	-
EBITDA 利息倍数 (X)	6.0	8.32	7.67	-

资料来源：攀枝花钒钢跟踪评级报告，光大证券研究所

➤ 西昌钢钒

攀钢集团西昌钢钒有限公司主要产品为汽车板、高级别管线钢和高档家电用钢，年产能为生铁 460 万吨、粗钢 430 万吨、热板 400 万吨、冷板 210 万吨。

➤ 柳州钢铁

盘江股份第三大客户是柳州钢铁股份有限公司，主营业务为烧结、炼铁、炼钢及其副产品的销售，钢材轧制、加工及其副产品的销售，炼焦及其副产品的销售等。2017/2018/2019Q1 期间柳钢贡献的销售收入为 8.7/5.5/2.4 亿元，占公司各期间内销售收入 14%/9%/15%。

产能方面截至 2019H1，柳钢有炼铁产能 1150 万吨，炼钢产能 1250 万吨，轧钢产能 900 万吨，产能规模较大，致使煤炭需求量大，而柳钢所处广西地区煤炭资源相对较少，其所需煤炭均从外地采购，2018 年柳钢煤炭采购量共为 908 万吨，较上年增长 2.9%。

此外，控股股东柳钢集团于 2018 年 7 月完成了对广西钢铁的股权变更，柳钢集团和柳州钢铁股份共同持有广西钢铁 88.5% 股权，而广西钢铁正在建设防城港钢铁项目，项目规划产能为 919 万吨钢材，柳钢将藉此大幅扩张铁、钢、材产能，进一步增加煤炭需求。

表 5：柳州钢铁产能情况（2019H1）

工艺	设备	数量	合计产能（万吨）
炼铁	2750m ³ 高炉	1 座	260
	2650 m ³ 高炉	1 座	224
	2000 m ³ 高炉	2 座	380
	1500 m ³ 高炉	2 座	286
炼钢	150 吨转炉	5 座	825
	120 吨转炉	3 座	425
轧钢	中厚板轧机	1 套	160
	小型型钢轧机	6 套	520
	高速线材轧机	2 套	140

资料来源：柳钢股份公司公告，光大证券研究所

偿付能力方面，柳钢整体表现亮眼，长短期偿债指标均有所提升。从短期偿债能力指标来看，2018 年底柳州钢铁股份有限公司流动比率从年初的 0.83 倍上升至 1.21 倍，速动比率由年初 0.52 倍提高至 0.80 倍，现金短期债务比由年初 0.69 倍提高至 1.41 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较强。从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司总债务/EBITDA 由上年的 2.4 倍下降为 1.3 倍；EBITDA 利息倍数由上年的 11.11 倍提升至 22.44 倍。主要原因是公司销售收入上升，利润总额大幅增长（2018 年 EBITDA 为 65.50 亿元，同比大幅增长 52.06%），以及偿债力度加大。因此，公司长期偿债能力指标良好。

3、持续布局煤层气，产业链有望延伸

西南地区煤矿具有高瓦斯特点，开发煤层气同时符合安全生产和经济效益。国家“十三五”已明确提出将加大煤层气开发力度，贵州省政府也陆续出台相关支持政策。公司在煤层气领域深耕多年，具有核心技术优势，目前与盘江煤层气公司合作运营，未来产业链有望进一步延伸。

3.1、煤层气开采的政策支持力度逐步加大

煤层气作为一种洁净能源资源，其开发利用不仅有经济价值，还对环境保护方面产生积极作用。更重要的是，贵州煤层气探明储量位居全国第二，同时贵州矿井具有薄煤层、高瓦斯的特点，瓦斯灾害发生概率大，对安全生产带来巨大压力，因此开发煤层气对贵州省来说意义重大，是一项实现瓦斯综合治理、保障安全生产的主要举措。

2016 年国家能源局印发《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》，提出到 2020 年，中国建成 2 至 3 个煤层气产业化基地；煤层气抽采量达到 240 亿立方米。2018 年底，贵州省政府出台《贵州省十大千亿级工业产业振兴行动方案》，推动煤层气、页岩气的开发利用是重点任务之一。2020 年 1 月 20 日贵州省人民政府办公厅发布《关于加快推进煤层气（煤矿瓦斯）产业发展的指导意见（2019—2025 年）》，进一步明确“以煤层气产业化基地和煤矿瓦斯抽采规模化矿区建设为重点”的思路，加大煤层气资源勘探开发利用工作力度。

此外，国家对煤层气的补贴力度也逐渐提升。2018 年 2 月，《贵州省煤层气（煤矿瓦斯）开发利用财政补贴资金管理办法》提出“十三五”期间，煤层气（煤矿瓦斯）开采利用中央财政补贴标准为 0.3 元/立方米，煤层气地面勘探开发利用省级奖励补贴为 0.2 元/立方米。

表 6：鼓励煤层气开采政策持续加码

年份	发布机构	政策文件	目标
2016	国家能源局	《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》	到 2020 年，中国建成 2 至 3 个煤层气产业化基地；煤层气抽采量达到 240 亿立方米，其中地面煤层气产量 100 亿立方米，利用率 90% 以上；煤矿瓦斯抽采 140 亿立方米，利用率 50% 以上；煤矿瓦斯发电装机容量 280 万千瓦，民用超过 168 万户。
2018	贵州省财政厅、省能源局	《贵州省煤层气（煤矿瓦斯）开发利用财政补贴资金管理办法》	煤层气（煤矿瓦斯）开采利用中央财政补贴标准为 0.3 元/立方米，煤层气地面勘探开发利用省级奖励补贴为 0.2 元/立方米
	贵州省政府	《贵州省十大千亿级工业产业振兴行动方案》	要求加快推进煤层气开发示范县（区）、开发基地及示范项目建设，大力开展煤层气抽采，实现规模化、商业化开采利用，加大勘探开发力度，推进商业化利用
2020	贵州省政府	《关于加快推进煤层气（煤矿瓦斯）产业发展的指导意见（2019—2025 年）》	力争贵州全省煤层气探明储量、年产能、年产量到 2020 年分别达 100 亿立方米、1 亿立方米、0.2 亿立方米；到 2025 年分别达 800 亿立方米、8 亿立方米、5 亿立方米；建立 CNG/LNG 站 15—20 个，加气站 100 个以上，形成织金和盘州两个煤层气产业化基地

资料来源：国家能源局，贵州省政府网站，光大证券研究所

3.2、2019 成功突破煤层气核心技术

煤层气开发是一项专业技术密集的行业。以盘江矿区为代表的贵州煤矿普遍具有厚度薄、倾角大、层数多、瓦斯压力大且含量高、煤质松软、煤层透气性低等特点，由此带来开采难度大、成本高、产量低、资源浪费等问题。

2015年，在贵州省科技厅的支持下，公司联手中国矿业大学开展煤层地下气采技术攻关。由中国矿业大学王作棠教授领衔的科研团队，驻扎在乌蒙山区的山脚树煤矿，先后攻克了五大项重大关键技术，于2019年成功实现地下煤气化点火，该技术把煤层气压裂开采变为热力共采，将地下的煤炭进行有效燃烧，在不开挖的情况下直接把地下煤层中的含能成分提取并转化为可燃气体，使煤炭发电、煤化工的煤制气变为一步到位的煤变气。这一技术将对贵州省的煤与瓦斯突出煤层资源开采产生重大推进作用，而盘江股份作为创新试点先驱，将在煤层气开发利用领域具备技术先进性。

3.3、合作运营煤层气公司，具有产业链延伸可能

2015年盘江股份计划通过非公开发行增资控股其控股股东下属的贵州盘江煤层气开发利用有限责任公司，虽然最终因管理层原因终止计划，但是公司仍未放弃在煤层气开发利用领域的尝试。

目前，盘江股份与贵州盘江煤层气开发利用有限责任公司在煤层气开发环节中合作运营，以公司下属的矿井作为资源点，公司负责开采环节，煤层气公司负责加工利用环节（包括发电、LNG、CNG等），双方发挥各自专业优势，加快推进煤层气的开发和利用，现已在盘州市松河矿区完成2个井组9口丛式井，单井日产气量1500至2000立方米；在响水煤矿、火烧铺煤矿、盘关矿区、金佳煤矿共施工参数井15口。此外，煤层气公司在立足盘江股份的同时，也积极向贵州其他煤矿拓展煤层气开发利用项目，已在金沙林华矿区施工3口煤层气预探井，单井日产气量突破1000立方米，加快推进煤层气业务的拓展。2018年度煤层气公司实现营业收入17074万元，毛利润6256万元，2019年1~3月营业收入4071万元，毛利润1446万元。

4、盈利预测

公司核心业务为煤炭开采，我们对于煤炭板块业务的关键假设如下：金佳矿佳一采区（90万吨/年）首采工作面构成，山脚树矿技改后提升产能130万吨/年，预计将在2020年贡献产量；月亮田矿技改后提升产能65万吨/年，发耳二矿一期工程（90万吨/年），预计将在2021年贡献产量。我们假设2019-2021年商品煤产量分别为753/840/924万吨，商品煤综合销售价分别为757/740/730元/吨，吨煤生产成本保持稳定。

根据上述关键假设，我们对于公司各主营业务进行预测，预计公司2019-2021年的营业收入分别为64.3/69.5/75.1亿元，对应增速分别为5.6%/8.0%/8.0%，综合毛利率分别为35%/34%/33%。公司2019-2021年净利润分别为10.9/11.3/11.6亿元，对应EPS分别为0.66/0.68/0.70元

表7：公司主营业务盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	60.8	60.9	64.3	69.5	75.1
YoY%	55.4%	0.1%	5.6%	8.0%	8.0%
煤炭	58.5	58.4	61.8	67.0	72.6
其他	2.3	2.5	2.5	2.5	2.5
营业成本(亿元)	39.1	40.3	42.0	45.6	49.7
煤炭	37.9	1.3	40.4	40.4	40.4

其他	1.2	1.3	1.6	1.3	1.3
毛利 (亿元)	21.7	20.7	22.4	23.5	24.7
煤炭	20.6	19.5	21.5	22.3	23.5
其他	1.1	1.2	0.9	1.2	1.2
毛利率 (%)	35.7%	33.9%	34.8%	33.8%	32.9%
煤炭	35.2%	33.3%	34.7%	33.2%	32.3%
其他	47.0%	48.6%	36.0%	48.0%	48.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所预测

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

公司是西南地区最大煤炭生产企业,在区域市场具有较强的议价能力。随着下游市场及核心客户煤炭需求提升,公司煤炭产品售价将得到支撑。作为贵州煤矿资源整个主体,公司实际控制人贵州煤电集团旗下拥有诸多优质煤矿资源,资产注入空间较大。我们选取煤炭标的平煤股份、冀中能源、大同煤业3家煤炭上市公司作为可比公司,2020年平均PE为11倍。盘江股份2020年PE为9倍,基于其稳固的区域市场龙头地位以及较高股息率,我们认为公司2020年合理估值水平为10倍PE,对应股价6.80元。

表8: 可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
601666	平煤股份	4.46	0.30	0.50	0.55	15	9	8
000937	冀中能源	3.17	0.25	0.24	0.22	13	13	14
601001	大同煤业	3.75	0.39	0.42	0.39	10	9	10
行业均值						12	10	11
600395	盘江股份	5.70	0.57	0.66	0.68	10	9	9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (注: 除盘江股份外, 其他公司数据为 wind 一致预期值, 股价选自 2020-3-12 收盘价)

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 假设长期增长率为 2%;
- 2、 β 值选取: 采用申万二级行业分类-煤炭开采的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率: 公司符合《西部地区鼓励类产业目录》要求,按 15%进行企业所得税汇算,假设公司未来税率为 15%。

表9: 基本假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta(\beta_{levered})$	0.90

Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.09%
税率	15.00%
Kd	3.48%
Ve	10301.17
Vd	2068.93
目标资本结构	16.73%
WACC	6.48%

资料来源：光大证券研究所

表 10: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3937.82	31.10%
第二阶段	3303.61	26.09%
第三阶段 (终值)	5422.27	42.82%
企业价值 AEV	12663.70	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1534.41	12.12%
减: 少数股东权益 (市值)	652.22	-5.15%
减: 债务价值	2068.93	-16.34%
总股本价值	11476.96	90.63%
股本 (百万股)	1655.05	
每股价值 (元)	6.93	
PE (隐含)	10.56	
PE (动态)	8.88	

资料来源：光大证券研究所

表 11: 敏感性分析

WACC	长期增长率(g)				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.48%	7.46	7.93	8.54	9.36	10.51
5.98%	6.83	7.19	7.64	8.22	9.00
6.48%	6.31	6.59	6.93	7.36	7.92
6.98%	5.88	6.10	6.37	6.69	7.10
7.48%	5.51	5.69	5.90	6.15	6.46

资料来源：光大证券研究所

表 12: 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	6.93	5.51	—	10.51	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	6.46	4.98	—	9.79	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

根据绝对估值结果，盘江股份估值区间为 6.46-6.93 元。

5.3、估值结论与投资评级

我们预计公司 2019-2021 净利润分别为 10.9/11.3/11.6 亿元,对应 EPS 分别为 0.66/0.68/0.70 元。当前股价对应 PE 分别为 9/9/8。综合绝对估值法与相对估值法,我们给予公司 2020 年 10 倍 PE,对应目标价 6.80 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

6、风险分析

- 1) 矿井建设和资产注入进度不及预期。目前处于产能快速扩张期,正在积极推进新项目核准和新矿井建设,在建产能合计 720 万吨/年。若在建矿井和资产注入进度放缓,可能导致公司产能扩张低于市场预期。
- 2) 贵州省煤矿整合可能导致煤层气可采气井数量下降,政策补贴落实力度可能存在不足。
- 3) 疫情对下游需求影响难以预测,可能导致需求大幅下降。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,081	6,090	6,433	6,947	7,506
营业成本	3,913	4,025	4,196	4,601	5,040
折旧和摊销	202	210	297	318	335
税金及附加	309	309	302	347	375
销售费用	11	19	20	22	24
管理费用	652	605	527	625	676
研发费用	0	39	42	45	49
财务费用	80	93	69	68	66
投资收益	2	43	0	0	0
营业利润	1,034	1,136	1,287	1,341	1,379
利润总额	1,023	1,107	1,278	1,332	1,370
所得税	157	163	192	200	205
净利润	866	944	1,086	1,132	1,164
少数股东损益	-12	-1	0	0	0
归属母公司净利润	877	945	1,086	1,132	1,164
EPS(按最新股本计)	0.53	0.57	0.66	0.68	0.70

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	894	888	1,050	1,170	1,277
净利润	877	945	1,086	1,132	1,164
折旧摊销	202	210	297	318	335
净营运资金增加	533	438	825	368	314
其他	-720	-706	-1,159	-647	-536
投资活动产生现金流	-646	-619	-120	-575	-550
净资本支出	-296	-503	-250	-250	-250
长期投资变化	764	788	-300	-300	-300
其他资产变化	-1,114	-904	430	-25	0
融资活动现金流	-184	203	-692	-467	-587
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	189	426	39	-19	-69
无息负债变化	245	323	-488	63	240
净现金流	64	471	238	128	140

主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	35.7%	33.9%	34.8%	33.8%	32.9%
EBITDA 率	21.6%	22.8%	26.2%	24.0%	23.1%
EBIT 率	18.3%	19.3%	21.6%	19.5%	18.6%
税前净利润率	16.8%	18.2%	19.9%	19.2%	18.2%
归母净利润率	14.4%	15.5%	16.9%	16.3%	15.5%
ROA	7.1%	7.2%	8.3%	8.1%	7.9%
ROE(摊薄)	13.6%	14.4%	15.5%	14.6%	13.8%
经营性 ROIC	13.5%	13.5%	14.8%	13.7%	13.6%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	45%	47%	44%	42%	41%
流动比率	1.14	1.25	1.54	1.65	1.72
速动比率	1.11	1.22	1.52	1.62	1.69
归母权益/有息债务	4.92	3.79	3.94	4.42	5.02
有形资产/有息债务	8.33	6.82	6.91	7.42	8.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	12,227	13,128	13,105	13,900	14,783
货币资金	1,002	1,370	1,608	1,737	1,876
交易性金融资产	100	0	10	10	10
应收账款	602	500	672	535	475
应收票据	2,592	2,528	2,637	2,848	3,077
其他应收款(合计)	20	88	129	139	150
存货	119	96	80	92	101
其他流动资产	1	5	139	339	557
流动资产合计	4,524	4,817	5,397	5,829	6,382
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	764	788	1,088	1,388	1,688
固定资产	2,815	2,777	3,292	3,632	3,840
在建工程	2,044	2,880	2,265	1,804	1,458
无形资产	815	752	787	820	854
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	5	7	117	117	117
非流动资产合计	7,703	8,311	7,707	8,071	8,401
总负债	5,482	6,231	5,782	5,826	5,998
短期借款	1,258	1,581	1,574	1,555	1,486
应付账款	909	986	587	460	706
应付票据	273	391	42	230	252
预收账款	155	89	96	104	113
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,951	3,866	3,498	3,542	3,713
长期借款	0	100	100	100	100
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,135	1,298	1,298	1,298	1,298
非流动负债合计	1,531	2,365	2,285	2,285	2,285
股东权益	6,744	6,898	7,322	8,074	8,785
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655
公积金	3,211	3,306	3,306	3,306	3,306
未分配利润	1,499	1,771	2,196	2,947	3,659
归属母公司权益	6,442	6,571	6,996	7,748	8,459
少数股东权益	303	326	326	326	326

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	0%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	11%	10%	8%	9%	9%
财务费用率	1%	2%	1%	1%	1%
研发费用率	0%	1%	1%	1%	1%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	0.35	0.40	0.23	0.27	0.28
每股经营现金流	0.54	0.54	0.63	0.71	0.77
每股净资产	3.89	3.97	4.23	4.68	5.11
每股销售收入	3.67	3.68	3.89	4.20	4.54

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	11	10	9	9	8
PB	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.0	7.8	6.5	6.4	5.9
股息率	6.0%	6.9%	3.9%	4.7%	4.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼