

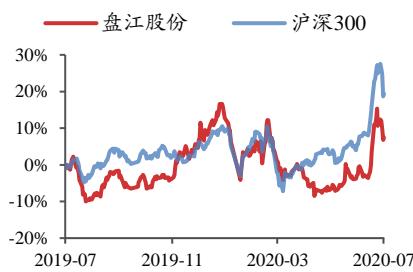
盘江股份 (600395.SH) 高分红兼具快速成长，国改整合稳固西南龙头地位

2020年07月17日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/7/17
当前股价(元)	5.90
一年最高最低(元)	6.47/4.90
总市值(亿元)	97.65
流通市值(亿元)	97.65
总股本(亿股)	16.55
流通股本(亿股)	16.55
近3个月换手率(%)	29.32

股价走势图

数据来源：贝格数据

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● 高分红兼快速成长，国改整合稳固龙头地位。首次覆盖，给予“买入”评级

盘江股份作为贵州重点国有煤企，是西南地区煤炭龙头，地处“江南煤海”，资源储量丰富，炼焦煤生产是公司的业绩支柱，煤炭行业供改以来业绩实现修复且平稳释放。公司未来业绩增长存在三方面强劲驱动力：1) 2020年公司进入产能快速扩张期，技改项目、新建煤矿等内生增量与煤炭资产并购重组的外生扩张结合，或将使公司在未来三年实现产能翻倍；2) 西南经济领涨全国，电力及冶金用煤需求释放，行业去产能力度加大，供改深化收紧区域煤炭供给，“供紧需旺”格局利好公司业绩增长；3) 贵州国改持续发力，以盘江集团为平台对省内煤炭资产进行横向整合，为公司带来进一步的优质资产注入预期。另一方面，公司积极回馈股东，稳定高分红凸显长期投资价值，当前估值处于历史低位，相较稳健业绩和增长潜力大幅折价，存在估值修复预期。在假设盘南公司2021年初完成并表的情况下，我们预计公司2020/2021/2022年度分别实现归母净利润7.4/13.5/14.8亿元，同比变化-32.0%/82.0%/9.4%；EPS分别为0.45/0.82/0.89元，对应当前股价，PE分别为13.2x/7.2x/6.6x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 产能达千万吨，增量产能有序推进后劲十足

公司自有的主要在产煤矿包括火铺矿、月亮田矿、山脚树矿、土城矿、金佳矿5座，在产产能共计1000万吨/年。未来三年内可预期的增量产能包括月亮田矿、山脚树矿技改项目，马依西一井、发耳二矿西井一期等新建项目，盘南公司响水矿重组并表，预期增量共计930万吨，产能规模或将实现翻倍。

● 需求增长领先&区域供改深化，西南市场具有独特成长空间

西南地区由于远离北方煤市场，区域煤价相对独立且易涨难跌。需求方面，随着西南GDP领涨全国，大数据产业及大型钢铁项目落地西南，区域内需求潜力十足；供给方面，贵州去产能力度加大，小产能加速出清集中度提升收紧供给，利好龙头煤企。公司作为区域煤炭龙头将在西南供需改善环境中率先受益。

● 风险提示：经济恢复不及预期；煤炭价格下跌超预期；新增产能进度落后预期**财务摘要和估值指标**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,090	6,458	6,460	10,127	11,179
YOY(%)	0.1	6.0	0.0	56.8	10.4
归母净利润(百万元)	945	1,091	742	1,351	1,478
YOY(%)	7.7	15.5	-32.0	82.0	9.4
毛利率(%)	33.9	35.7	29.9	32.3	32.2
净利率(%)	15.5	16.9	11.5	13.3	13.2
ROE(%)	13.7	14.2	9.6	14.8	14.0
EPS(摊薄/元)	0.57	0.66	0.45	0.82	0.89
P/E(倍)	10.3	9.0	13.2	7.2	6.6
P/B(倍)	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、西南焦煤龙头，受益行业供改业绩平稳释放.....	6
1.1、西南焦煤龙头，贵州重点国有煤企旗下唯一上市平台	6
1.2、专注煤炭业绩平稳释放，炼焦精煤贡献主要盈利.....	7
2、“江南煤海”赋予丰厚资源，产能扩张发力后劲十足	8
2.1、地处“江南煤海”，煤炭储量丰富	8
2.2、在产产能达千万吨，增量产能有序推进后劲十足	9
3、远离北方产地，西南市场具有独特成长空间.....	11
3.1、西南地区“绝缘”北方煤市场，煤价独立易涨难跌	11
3.2、需求端：西南地区经济增长强劲，看好煤炭需求潜力	12
3.2.1、西南地区经济领涨全国，宏观环境带来成长空间	12
3.2.2、动力煤需求：贵州发电量高增长，大数据产业或成强劲驱动力	13
3.2.3、炼焦煤需求：西南钢铁增长强劲，煤钢合作稳定需求	14
3.3、供给端：西南去产能力度加强，区域供给格局持续优化	15
4、贵州国改增大资产注入预期，横向整合是供改主要发力点	17
4.1、“合四为一”，贵州四大国有煤企整合并入盘江集团	17
4.2、以全国层面来看，区域内横向整合是行业供改主要发力点	19
4.3、集团煤炭资产丰富尚未注入，证券化预期加强	20
5、稳定高分红具备长期投资价值，低估值有望修复	21
5.1、延续稳定高分红，基本面提供强力分红保障	21
5.2、估值处于历史低位，相较稳健业绩与增长预期大幅折价	23
6、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	24
6.1、关键假设	24
6.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	26
7、风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1：公司具有贵州省国有煤企背景，是盘江煤电集团旗下唯一上市平台	6
图 2：公司及盘江煤电集团历史上经历多次更名和重组	6
图 3：2016 年-2019 年，公司营收平稳增长	7
图 4：2016 年-2019 年，归母净利润稳定增长	7
图 5：经过 3 年调整期，期间费用率明显下调	7
图 6：经过 3 年调整期，公司产量进入增长期	7
图 7：精煤贡献公司主要营收，2019 年占比达 78%	8
图 8：精煤贡献公司主要毛利，2019 年占比达 74%	8
图 9：贵州煤炭基础储量位列第五（亿吨，2017 年数据）	9
图 10：长江以南地区，贵州煤炭储量绝对领先（亿吨）	9
图 11：公司营业收入主要来自于西南省份	11
图 12：2019 年除云南外，其他三省毛利率均有所增长	11
图 13：西南地区中仅贵州省煤炭净调入量为负，即为净调出省份（万吨）	11
图 14：贵州炼焦煤价格相对强势，具有一定独立性（元/吨）	12
图 15：2015-2019 年，西南地区 GDP 增速基本高于全国	13

图 16: 2015-2019 年西南地区人均 GDP 相对较低	13
图 17: 从发电量占比来看，火电仍为贵州电力主要来源	13
图 18: 2019 年贵州累计发电量增速高于全国	13
图 19: 公司炼焦煤收入主要来源于西南地区	15
图 20: 西南四省粗钢产量累计同比增速表现强劲	15
图 21: 经过一系列重组，盘江煤电集团已基本完成对四大煤企的整合	18
图 22: 山西省开展焦煤集团与山煤集团横向整合	19
图 23: 山东省开展山东能源与兖矿集团横向整合	19
图 24: 公司具有稳定高分红传统，2019 年分红率达 61%	21
图 25: 公司账面货币资金充裕	22
图 26: 公司未分配利润充沛	22
图 27: 公司经营现金流净额稳定（亿元）	22
图 28: 公司股权自由现金流（FCFE）充沛	22
图 29: 公司资产负债率明显低于可比公司及行业平均	23
图 30: 2018-2019 年公司资产有息负债率维持在 20%	23
图 31: 公司 PE 与 PB 估值均处于历史低位	23
图 32: 公司原煤产量测算：预计 2020-2022 年原煤产量分别为 964、1458、1594 万吨	24
 表 1: 公司在产煤矿产能共计 1000 万吨/年，且仍有 600 万吨/年产能在建	10
表 2: 公司仍有 1020 万吨/年的远期规划产能	10
表 3: 2015-2019 年，西南省份纷纷跻身全国 GDP 增速前五行列（%）	13
表 4: 公司下游客户集中度高，炼焦精煤需求为主	14
表 5: 西南地区基本完成“十三五”去产能目标（万吨/年）	16
表 6: 西南地区（除贵州）及全国矿井情况（截止 2019）	17
表 7: 2020 年 6 月发布的三项政策文件均对加大去产能力度提出要求	17
表 8: 贵州四大煤企简介（除盘江控股外）：前身均为矿务局，改制后成为省属国有煤企	19
表 9: 经过整合，盘江煤电集团（含水矿集团）旗下包含大量未证券化煤炭产能	20
表 10: 公司各业务关键假设	25
表 11: 可比公司盈利预测与估值	26

目 录

1、西南焦煤龙头，受益行业供改业绩平稳释放	6
1.1、西南焦煤龙头，贵州重点国有煤企旗下唯一上市平台	6
1.2、专注煤炭业绩平稳释放，炼焦精煤贡献主要盈利	7
2、“江南煤海”赋予丰厚资源，产能扩张发力后劲十足	8
2.1、地处“江南煤海”，煤炭储量丰富	8
2.2、在产产能达千万吨，增量产能有序推进后劲十足	9
3、远离北方产地，西南市场具有独特成长空间	11
3.1、西南地区“绝缘”北方煤市场，煤价独立易涨难跌	11
3.2、需求端：西南地区经济增长强劲，看好煤炭需求潜力	12
3.2.1、西南地区经济领涨全国，宏观环境带来成长空间	12
3.2.2、动力煤需求：贵州发电量高增长，大数据产业或成强劲驱动力	13
3.2.3、炼焦煤需求：西南钢铁增长强劲，煤钢合作稳定需求	14
3.3、供给端：西南去产能力度加强，区域供给格局持续优化	15

4、贵州国改增大资产注入预期，横向整合是供改主要发力点.....	17
4.1、“合四为一”，贵州四大国有煤企整合并入盘江集团	17
4.2、以全国层面来看，区域内横向整合是行业供改主要发力点.....	19
4.3、集团煤炭资产丰富尚未注入，证券化预期加强.....	20
5、稳定高分红具备长期投资价值，低估值有望修复.....	21
5.1、延续稳定高分红，基本面提供强力分红保障.....	21
5.2、估值处于历史低位，相较稳健业绩与增长预期大幅折价	23
6、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	24
6.1、关键假设	24
6.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	26
7、风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1：公司具有贵州省国有煤企背景，是盘江煤电集团旗下唯一上市平台	6
图 2：公司及盘江煤电集团历史上经历多次更名和重组.....	6
图 3：2016 年-2019 年，公司营收平稳增长	7
图 4：2016 年-2019 年，归母净利润稳定增长	7
图 5：经过 3 年调整期，期间费用率明显下调.....	7
图 6：经过 3 年调整期，公司产量进入增长期.....	7
图 7：精煤贡献公司主要营收，2019 年占比达 78%	8
图 8：精煤贡献公司主要毛利，2019 年占比达 74%	8
图 9：贵州煤炭基础储量位列第五（亿吨，2017 年数据）	9
图 10：长江以南地区，贵州煤炭储量绝对领先（亿吨）	9
图 11：公司营业收入主要来自于西南省份	11
图 12：2019 年除云南外，其他三省毛利率均有所增长.....	11
图 13：西南地区中仅贵州省煤炭净调入量为负，即为净调出省份（万吨）	11
图 14：贵州炼焦煤价格相对强势，具有一定独立性（元/吨）	12
图 15：2015-2019 年，西南地区 GDP 增速基本高于全国	13
图 16：2015-2019 年西南地区人均 GDP 相对较低	13
图 17：从发电量占比来看，火电仍为贵州电力主要来源	13
图 18：2019 年贵州累计发电量增速高于全国	13
图 19：公司炼焦煤收入主要来源于西南地区	15
图 20：西南四省粗钢产量累计同比增速表现强劲	15
图 21：经过一系列重组，盘江煤电集团已基本完成对四大煤企的整合	18
图 22：山西省开展焦煤集团与山煤集团横向整合	19
图 23：山东省开展山东能源与兖矿集团横向整合	19
图 24：公司具有稳定高分红传统，2019 年分红率达 61%	21
图 25：公司账面货币资金充沛	22
图 26：公司未分配利润充沛	22
图 27：公司经营现金流净额稳定（亿元）	22
图 28：公司股权自由现金流（FCFE）充沛	22
图 29：公司资产负债率明显低于可比公司及行业平均	23
图 30：2018-2019 年公司资产有息负债率维持在 20%	23

图 31: 公司 PE 与 PB 估值均处于历史低位	23
图 32: 公司原煤产量测算: 预计 2020-2022 年原煤产量分别为 964、1458、1594 万吨.....	24
表 1: 公司在产煤矿产能共计 1000 万吨/年, 且仍有 600 万吨/年产能在建.....	10
表 2: 公司仍有 1020 万吨/年的远期规划产能	10
表 3: 2015-2019 年, 西南省份纷纷跻身全国 GDP 增速前五行列 (%)	13
表 4: 公司下游客户集中度高, 炼焦精煤需求为主.....	14
表 5: 西南地区基本完成“十三五”去产能目标 (万吨/年)	16
表 6: 西南地区(除贵州)及全国矿井情况(截止 2019)	17
表 7: 2020 年 6 月发布的三项政策文件均对加大去产能力度提出要求	17
表 8: 贵州四大煤企简介(除盘江控股外): 前身均为矿务局, 改制后成为省属国有煤企	19
表 9: 经过整合, 盘江煤电集团(含水矿集团)旗下包含大量未证券化煤炭产能	20
表 10: 公司各业务关键假设	25
表 11: 可比公司盈利预测与估值.....	26

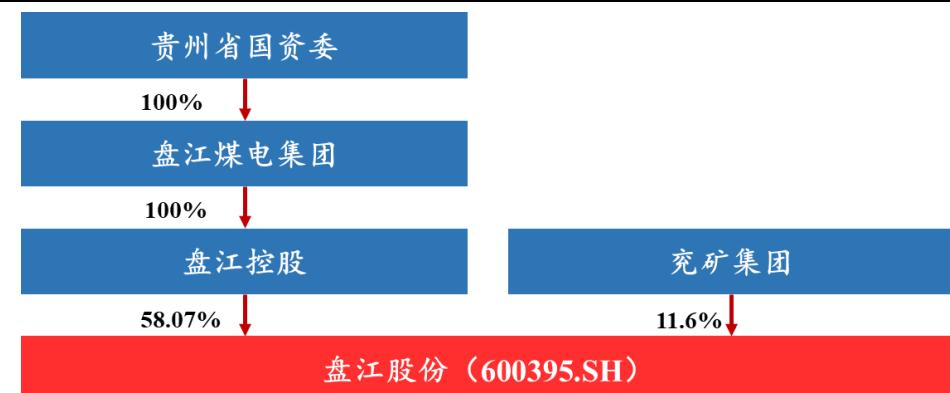
1、西南焦煤龙头，受益行业供改业绩平稳释放

1.1、西南焦煤龙头，贵州重点国有煤企旗下唯一上市平台

西南地区煤炭龙头，南方最大煤炭基地。贵州盘江精煤股份有限公司（以下简称“公司”或“盘江股份”）是以原煤生产、洗选加工为主导，融资本营运、发电、安装、矿建、机械加工及维修、仪器仪表、质检化验为一体的大型煤炭工业企业，是西南地区煤炭龙头。公司拥有丰富的煤炭资源，是中国南方地区重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地。

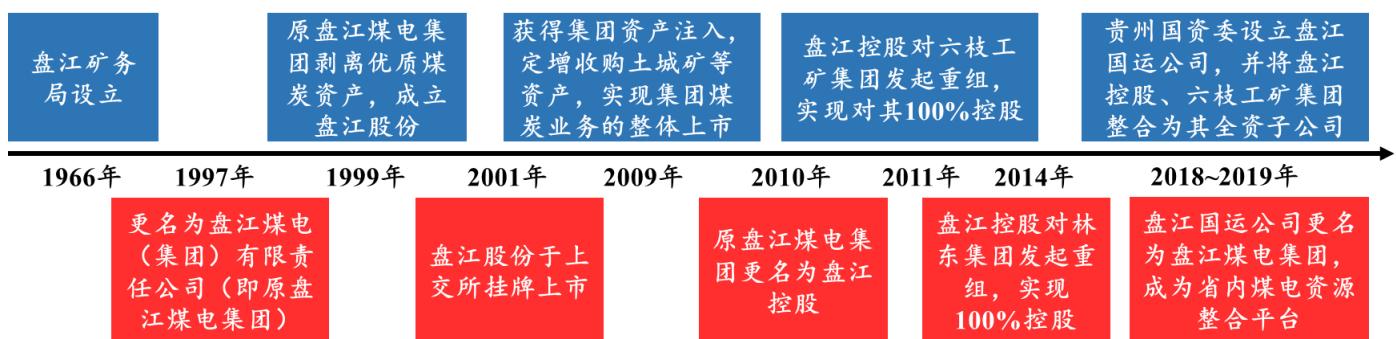
贵州省重点国有煤企背景，盘江煤电集团旗下唯一上市平台。公司于 1999 年 10 月成立，并于 2001 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。公司直接控股股东为贵州盘江投资控股（集团）有限公司（原盘江煤电集团，于 2010 年更名，以下简称“盘江控股”），其前身是成立于 1966 年的盘江矿务局，持股比例为 58.07%（截至 2020 年 3 月 31 日）。公司实际控制人为贵州省国资委，持有贵州盘江煤电集团有限责任公司（以下简称“盘江煤电集团”或“集团”）100% 股份。盘江煤电集团的组建源于 2014 年贵州国企改革的开展及深化，是贵州省全省煤炭及电力资源的整合平台，盘江股份、六枝工矿集团、林东集团等贵州重点煤企资产均已整合在集团资产内，公司是盘江煤电集团旗下唯一的上市平台。

图1：公司具有贵州省国有煤企背景，是盘江煤电集团旗下唯一上市平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司及盘江煤电集团历史上经历多次更名和重组

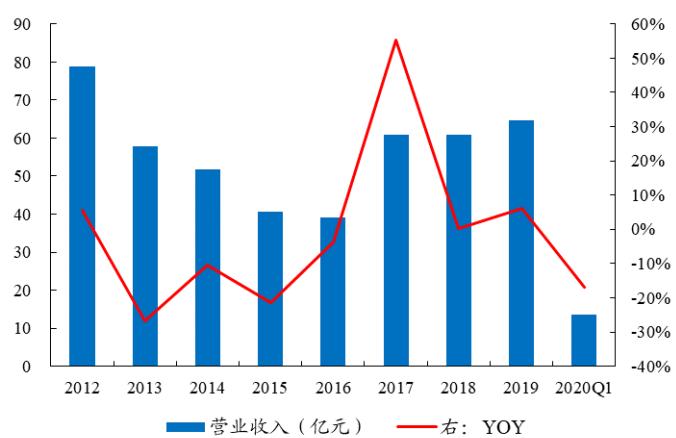


资料来源：集团公告、公司公告、开源证券研究所

1.2、专注煤炭业绩平稳释放，炼焦精煤贡献主要盈利

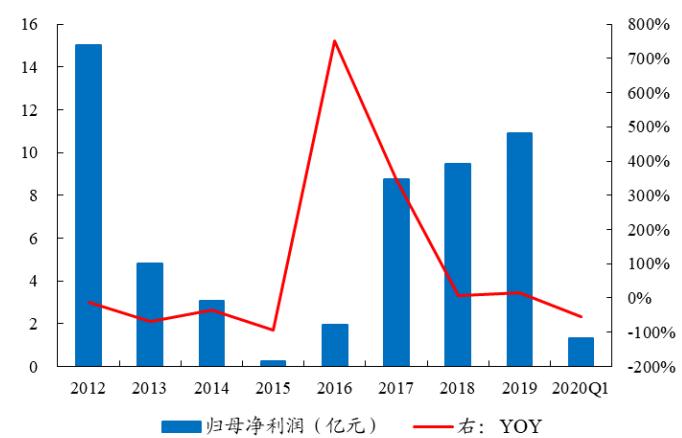
受益于煤炭行业供给侧改革，公司业绩平稳释放。从公司发展历史来看，2012年是上一轮产能扩张高点，当年原煤产量为1355万吨（2019年公司产能为753万吨）。此后随着煤炭行业景气度下降，公司业绩曾受到明显冲击。2012-2015年公司经历了三年的调整期，在期间内公司通过加强成本管控、剥离落后产能等方式，期间费用率从2013年的21.5%下降至2015年的15.1%，并且在之后持续得到改善，于2019年下降至11.5%，极大地优化了成本结构。2四项改革后，受益于煤炭供给侧改革，煤炭行业景气度回升，煤价大幅上涨行业盈利实现修复，同时公司产量于2017年开始进入新一轮的上升通道，盈利大幅改善，总营收及归母净利润均进入平稳增长期，2019年公司营收64.6亿元，同比增长6.0%；归母净利润为10.9亿元，同比增长15.4%。

图3：2016年-2019年，公司营收平稳增长



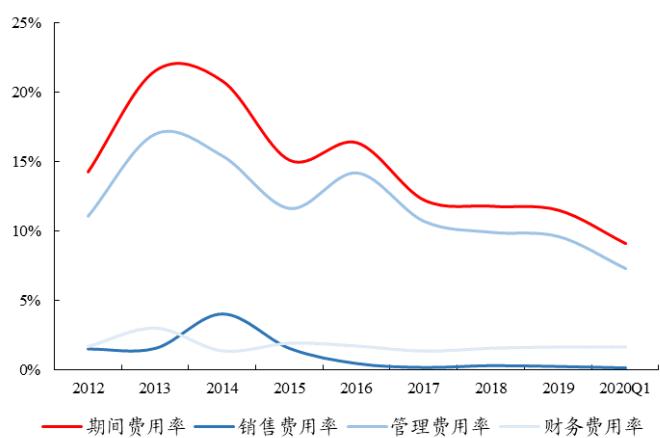
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2016年-2019年，归母净利润稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：经过3年调整期，期间费用率明显下调



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：经过3年调整期，公司产量进入增长期

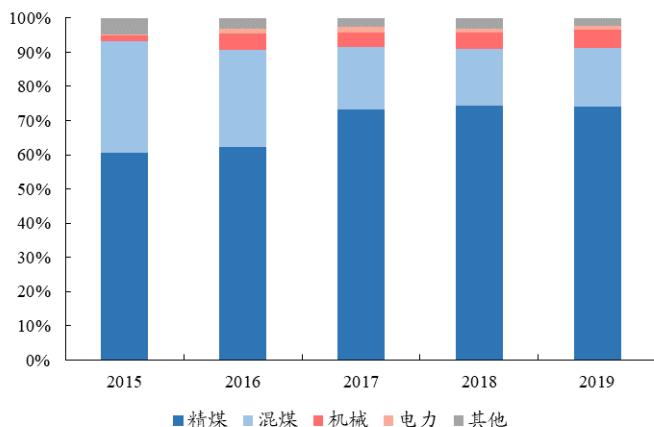


数据来源：公司公告、开源证券研究所

专注煤炭主业，精煤贡献主要营收及毛利。作为贵州省煤炭龙头企业，公司的煤炭业务对于省内产业布局具有重要意义，因此公司在战略层面上专注于煤炭主业。

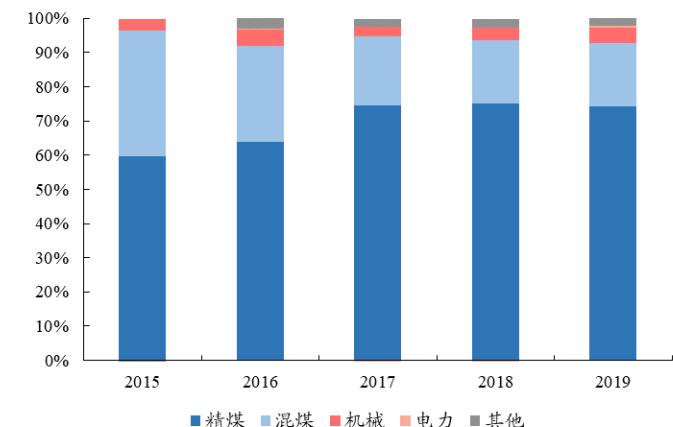
煤炭业务对于公司的营收及毛利贡献稳定保持在 90%以上，是公司的立业之基。在公司的煤炭产品中，精煤是最主要的盈利来源。2019 年公司 64.6 亿元的营收中，精煤贡献 50.1 亿元，占比达 78%；23.1 亿元的毛利中，精煤贡献 17.1 亿元，占比达 74%。

图7：精煤贡献公司主要营收，2019年占比达78%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：精煤贡献公司主要毛利，2019年占比达74%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年短期疫情冲击已过，年内业绩改善可预期。2020 年一季度公司实现营收 13.7 亿元，同比下降 17%，归母净利润为 1.33 亿元，同比下降 55%，疫情冲击影响下，需求低迷导致煤价下行，短期内对公司业绩影响较大。由于春节前周边电厂煤炭储存低位，疫情期间多数企业电煤告急，贵州省对公司提出电煤保供的要求，一季度公司产销量均有明显提升，分别为 189、207 万吨，同比增长 3.7%、6.2%，但由于精煤占比的下降，“量增”对于“价减”的对冲效应并不显著。根据公司发布的 2020 年半年度经营数据，上半年公司煤炭产销量分别为 395、427 万吨，同比增长 7.14%、7.19%，较一季度同比增速边际提升；上半年实现煤炭销售收入 26.6 亿元，同比下降 16.1%，实现毛利 7.4 亿元，同比下降 34.8%，相较于一季度 -46.8% 的毛利同比增速实现边际改善。从吨煤角度分析，2020H1 吨煤毛利为 174 元/吨，较一季度 140 元/吨水平有明显提升。总的来看，疫情的冲击只是短期影响，二季度以来，随着下游产业复工复产加速、经济持续回暖，煤价经历底部回升，公司业绩有望在二季度及以后得到明显改善。

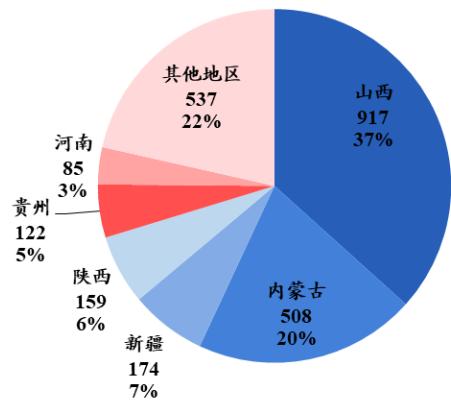
2、“江南煤海”赋予丰厚资源，产能扩张发力后劲十足

2.1、地处“江南煤海”，煤炭储量丰富

贵州省煤炭资源丰富，有“江南煤海”之称。中国虽然煤炭资源丰富，但约 70% 煤炭储量集中在“三西”地区及新疆，长江以南地区煤炭储备相对贫乏。而其中贵州省煤炭基础储量达 122 亿吨，占比 5%，在全国仅次于蒙、晋、疆、陕，位列第五，在长江以南地区更是绝对领先，素有“江南煤海”之称。公司所在的盘江矿区被国家列为重点开发的十大矿区之一，矿区煤炭资源储量丰富，探明地质储量近 100 亿吨，远景储量 383 亿吨，炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的 48.0%。

公司资源储备丰厚，煤炭品质优良。公司目前拥有在产矿井 5 对，在建矿井 2 对，公司已建成煤矿的煤炭资源储备共计 29.2 亿吨，可采储备共 16.9 亿吨，资源储备丰厚，煤炭种类齐全。主要煤炭产品为 1/3 焦煤、主焦煤、动力煤，具有低灰、低硫、微磷、发热量高的显著特点，是理想的冶金、化工和动力用煤。依靠丰富的资源储备及广泛的产能建设，公司成为中国南方地区重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地，也是西南地区最大的炼焦煤企业。

图9：贵州煤炭基础储量位列第五（亿吨，2017 年数据）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图10：长江以南地区，贵州煤炭储量绝对领先（亿吨）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：基础储量指能满足现行采矿和生产所需的指标要求(包括品位、质量、厚度等)，是经详查、勘探所获控制的、探明的并通过可行性研究、预可行性研究，认为属于经济的、边际经济的部分。

2.2、在产产能达千万吨，增量产能有序推进后劲十足

公司在产产能已达千万吨。公司自有的主要在产煤矿包括火铺矿、月亮田矿、山脚树矿、土城矿、金佳矿等五座，在产产能共计 1000 万吨/年，其中金佳矿佳竹箐采区 90 万吨/年的产能已于 2019 年 4 月联合试运转，并于 2020 年 4 月完成产能核增。另外，作为贵州省内煤炭资源整合平台，同时避免与集团内部煤企同业竞争，公司还托管经营松河公司煤矿、首黔公司杨山煤矿、盘南公司响水煤矿（公司宣布收购 54.9% 股权，尚未并表），托管产能合计 690 万吨/年。

2020-2023 年为公司的产能快速扩张期，公司正在积极推进新项目核准和新矿井建设，内生产能增量共计 600 万吨。现有煤矿方面，月亮田矿、山脚树矿的技改项目在 2020 年内申请试运转，其中山脚树矿技改新增 60 万吨产能预计 2020 年下半年投产，月亮田矿新增 60 万吨产能预计 2021 年上半年投产，技改产能提升空间合计 120 万吨/年。新建煤矿方面，公司共有在建产能 480 万吨，其中马依西一井（240 万吨/年）的两个采区中，一采区（120 万吨/年）预计 2021 年上半年联合试运转，二采区（120 万吨/年）预计于 2023 年联合试运转；发耳二矿西井一期（90 万吨/年）预计 2020 年底联合试运转，2021 年一季度投产，发耳二矿西井二期（150 万吨/年）已获批，目前处于准备阶段。随着未来技改、新建、扩建项目的陆续投产，不考虑集团煤炭资产注入，公司产能凭借内生增长在 2020~2023 年间有望达到 1600 万吨/年。

整合盘南公司，响水矿贡献 330 万吨外生产能增量。2020 年 6 月公司发布公告将收购盘江控股的子公司盘南公司 54.9% 的股权，此前盘南公司旗下响水煤矿交由公司负责托管经营，收购完成后响水矿将为公司贡献 330 万吨外生产能增量，将新增权益产能 181 万吨/年。内外生产能增量结合，公司在未来三年内可预期的产能增量为 930 万吨，产能规模或将实现翻倍。

公司仍有远期规划产能共计 1020 万吨/年。公司的远期规划项目均属于马依公司（持股比例 73.51%）和恒普公司（持股比例 90%），包括马依西一井二期（300 万吨/年）、马依东一井一期（240 万吨/年）/二期（300 万吨/年）、发耳二矿东井（180 万吨/年），共计 1020 万吨，目前仍处于规划当中，尚未开始建设。

表1：公司在产煤矿产能共计 1000 万吨/年，且仍有 600 万吨/年产能在建

主要矿区	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	持股 比例	权益产能 (万吨/年)	煤炭种类	备注
在产产能							
火铺矿	3.05	1.85	180	100%	180	焦煤、肥煤	在产
月亮田矿	3.49	2.42	115	100%	115	焦煤、肥煤	在产
山脚树矿	3.36	1.76	180	100%	180	焦煤、肥煤	在产
土城矿	4.04	2.58	280	100%	280	焦煤、肥煤	在产
金佳矿	5.07	3.29	245	100%	245	无烟煤、贫煤、瘦煤	在产，2020 年 4 月佳竹箐采区技改项目核增产能 90 万吨
在产合计	19.00	11.89	1000	100%	1000		
在建产能							
月亮田矿技改		60	100%	60	焦煤、肥煤	预计 2021 年上半年投产	
山脚树矿技改		60	100%	60	焦煤、肥煤	预计 2020 年下半年投产	
马依西一井一期		240	73.5%	176	瘦煤、贫瘦煤	预计一采区（120 万吨）2021 年投产 预计二采区（120 万吨）2023 年投产	
发耳二矿西井一期		90	90%	81	焦煤、贫煤、瘦煤	预计 2021 年一季度投产	
发耳二矿西井二期		150	90%	135	焦煤、贫煤、瘦煤	已获批，处于建设准备阶段	
在建合计		600	65%	392	-	-	-
总计		1600					
托管矿							
松河公司煤矿		240			焦煤、贫煤、瘦煤	托管经营	
首黔公司杨山煤矿		120			焦煤、瘦煤	托管经营	
盘南公司响水煤矿		330			焦煤、贫煤、瘦煤	正在对盘南公司进行重组，尚未并表	
托管合计		690					

资料来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

表2：公司仍有 1020 万吨/年的远期规划产能

远期项目规划	所属公司	核定产能 (万吨/年)	持股比例	权益产能 (万吨/年)	煤种
马依西一井二期	马依公司	300	73.51%	221	瘦煤、贫瘦煤
马依东一井一期	马依公司	240	73.51%	176	瘦煤、贫瘦煤
马依东一井二期	马依公司	300	73.51%	221	瘦煤、贫瘦煤
发耳二矿东井	恒普公司	180	90%	162	焦煤、贫煤、瘦煤
合计		1,020	76%	779	

资料来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

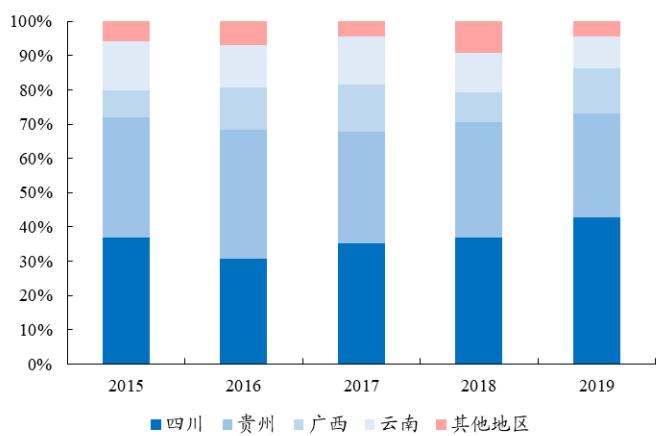
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3、远离北方产地，西南市场具有独特成长空间

3.1、西南地区“绝缘”北方煤市场，煤价独立易涨难跌

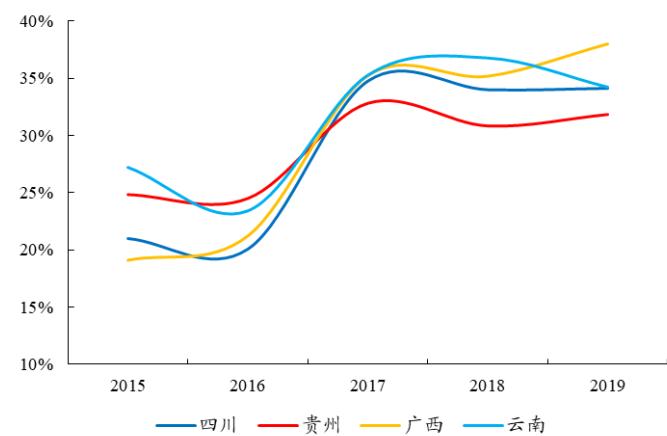
西南地区是公司主要市场。公司的主要营收基本来自于四川、贵州、云南、广西这西南四省，其中四川省为最大市场，2019年营收为28.9亿元，占公司总营收的45%。2019年除了云南地区毛利率轻微回调，其他三地均稳定增长，其中广西地区的毛利率最高，达到了38%。贵州省毛利率自2017年以来一致保持相对较低水平是因为公司承担了省内煤电保供任务，导致低价的电煤省内销售占比高，一定程度拉低了整体毛利率水平。

图11：公司营业收入主要来自于西南省份



数据来源：公司公告、开源证券研究所

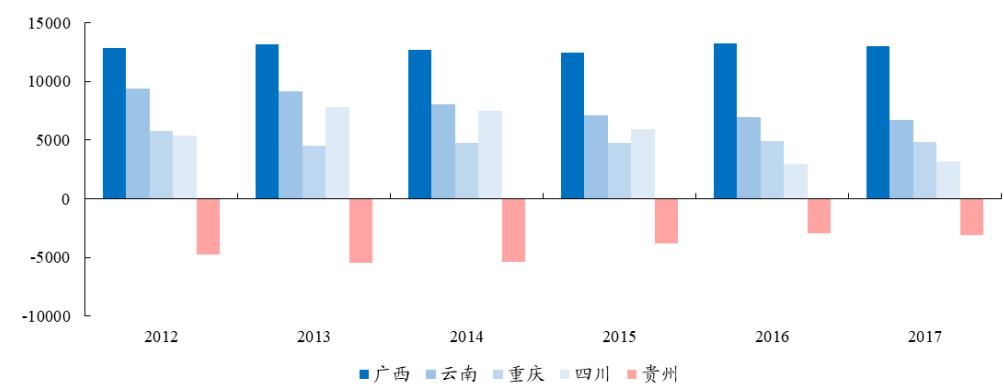
图12：2019年除云南外，其他三省毛利率均有所增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

由于地理位置的原因，西南地区煤炭具有一定的独立性和封闭性。北方煤进入贵州省需克服以下不利因素：1、运输距离较远，造成物流成本居高不下，煤炭产品缺乏竞争优势；2、北煤南下需要协调沿线几个铁路局，而当前铁路运力紧张，无法满足运输需求。虽然北煤南运的浩吉铁路已经开通，但由于浩吉终点位于江西，且主要提供湖北、湖南等地煤炭需求，对西南地区煤炭市场影响较小。因此，就目前而言，北方煤仍然很难补给贵州及周边缺煤省份。长江以南仅贵州为煤炭调出省，贵州省作为西南地区的能源基地，承担了西南地区的煤炭供应任务。

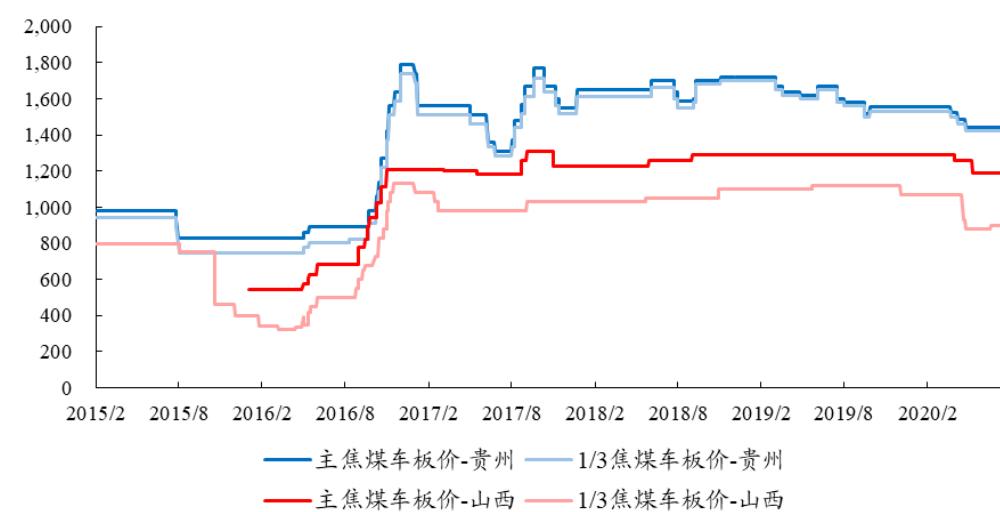
图13：西南地区中仅贵州省煤炭净调入量为负，即为净调出省份（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

西南市场的相对独立性，使其一定程度“绝缘”北方煤炭主产地，造就炼焦煤价格易涨难跌的特点。在煤价跌破行业低点的几个历史时间点，贵州煤价表现相对强势。在2016年前的价格下行过程中，贵州焦煤下降幅度小于山西焦煤，而在2016年开始的上涨行情中，贵州焦煤也展现了较大的向上弹性，且从2017年以来，价格基本稳定维持在高位水平。总体来看，相较于华北地区直接受到产地供给辐射，华东、华南地区受到港口下水煤辐射，西南地区的供给灵活性受限，更多还是依赖于云贵基地产煤供给，从而造就了贵州煤价相对强势的特点，相较于“三西”地区等主产地煤价具有一定溢价，易涨难跌。

图14：贵州炼焦煤价格相对强势，具有一定独立性（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、需求端：西南地区经济增长强劲，看好煤炭需求潜力

3.2.1、西南地区经济领涨全国，宏观环境带来成长空间

西南地区产业基础较为薄弱，工业发展起步晚，在我国各省的GDP排名相对靠后，但是近些年增长迅速。2019年西南地区五省中仅广西GDP首次低于全国增速，贵州省近5年来GDP增速始终保持全国前三的水平，2019年增速达8.3%，超出全国2.2pct，云南省近两年亦跻身前三甲，2019增速达8.1%。

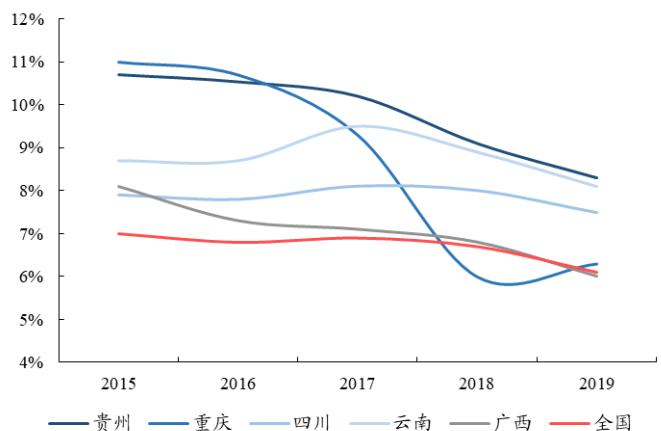
从西南地区的人均GDP来看，除了重庆以外，其他四省与全国经济水平仍较大差距，其中贵州、云南的人均GDP仅4.12、3.17万元，分别为全国平均水平的62%/56%，具有较大的成长空间。同时，北方和沿海地区环保政策趋于严格、劳动力成本偏高，产业向西南地区转移已成为趋势。因此，我们认为西南地区（除重庆）未来仍将保持高于全国平均水平的经济增速成长。

表3：2015-2019年，西南省份纷纷跻身全国GDP增速前五行列（%）

排名	2015		2016		2017		2018		2019	
	省份	增速	省份	增速	省份	增速	省份	增速	省份	增速
1	重庆	10.9	西藏	11.01	重庆	10.7	贵州	9.1	贵州	8.3
2	贵州	10.8	重庆	11	贵州	10.53	西藏	9.1	云南	8.1
3	西藏	10.8	贵州	10.7	西藏	10.1	云南	8.9	江西	8
4	天津	10	天津	9.3	天津	9.1	江西	8.7	福建	7.6
5	新疆	10	江西	9.1	江西	9	福建	8.3	安徽	7.5

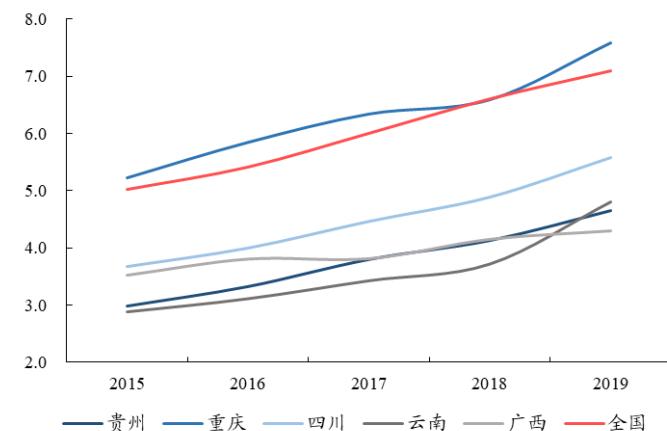
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2015-2019年，西南地区GDP增速基本高于全国



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2015-2019年西南地区人均GDP相对较低

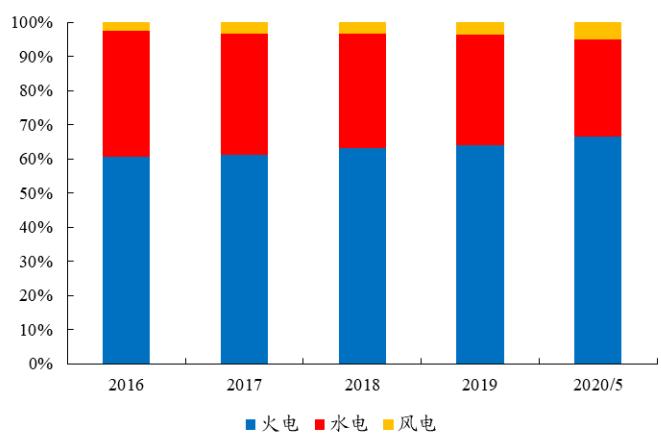


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、动力煤需求：贵州发电量高增长，大数据产业或成强劲驱动力

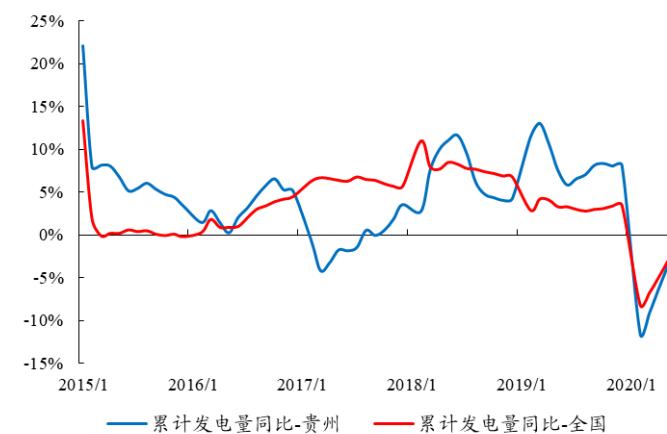
公司与贵州省人民政府签订电煤保供协议，公司的动力用混煤基本用于支援省内发电。2019年全国、贵州总发电量增速分别为3.5%、8.1%，贵州高于全国4.6pct；全国、贵州火电发电量增速分别为1.9%、9.6%，贵州高于全国7.7pct。从历史上看贵州发电增速与全国并不同步，贵州发电量增速已在2017年初见底，此后持续走强，2019年全年均高于全国。从电力结构上来看，贵州省60%以上的电力来自于火电，且近些年火电占比呈现出平稳增长的趋势，省内动力煤需求存在增长空间。

图17：从发电量占比来看，火电仍为贵州电力主要来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2019年贵州累计发电量增速高于全国



数据来源：Wind、开源证券研究所

贵州得益于自然禀赋和地理环境，非常适合大数据产业的发展。具有以下优点：

气候适宜：贵州年均气温 14-17°C，最热月（7月）平均气温约 25°C，能节约大数据服务器的散热能耗。**电价优势**：2019 年贵州省 220 千伏电压等级的价格为 0.4826 元/千瓦时，低于全国平均 0.5288 元/千万时，在各省由低到高的排名中位列第 7 名。

且贵州相比周边同为发电大省的云南和四川，因其远离地震带，因此更具安全性。

政策优势：从 2012 年开始，贵州政府颁布了一系列公文支持大数据产业的发展。比如，投资 1000 万元及以上的大数据企业，从企业投产运营之日起 3 年内，企业所缴纳的省级以下税收地方财政留存增量部分，由企业所在地市、县政府全额补给企业；投产运营 3 年以上 5 年以内的，以减半方式给予支持。而符合国家税收优惠政策规定的大数据企业，可享受第一年至第二年免征企业所得税、第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税的优惠。

贵州大数据产业目前已初具规模，高耗电有望带动用煤需求。截至 2019 年，贵州省大数据相关企业已达 9551 家，根据 2020 年 7 月最新发布的《中国数字经济发展白皮书（2020 年）》，贵州 2019 年数字经济增速达 22%，连续 5 年位列全国第一。

目前，贵州省仍有数座在建大型数据中心，电信、联通、移动三大运营商二期扩建工程稳步推进，苹果 iCloud 中国（贵安）数据中心预计 2020 年将正式完工，贵安华为云数据中心正在施工中，腾讯贵安七星绿色数据中心一期已投入运营，阿里也陆续在进行部署。随着大量高耗电的数据中心建成投运，高用电需求将带动力煤需求的增加。

3.2.3. 炼焦煤需求：西南钢铁增长强劲，煤钢合作稳定需求

炼焦煤供给西南各省重点钢企，集中度高、需求稳定。公司炼焦精煤产品的客户集中度高，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，二者均属攀钢集团，占比约为 45%，柳钢集团为第二大精煤客户，2017、2018 年占比分别为 17%、11%，此外公司与昆钢集团、水钢集团、首钢集团都有长期合作关系。总体来看，公司下游客户主要为西南各省的重点国有钢企，需求稳定。

表4：公司下游客户集中度高，炼焦精煤需求为主

年度	序号	客户名称	销售收入（亿元）	占总收入百分比	占精煤收入百分比
2018	1	攀钢集团攀枝花钢钒有限公司	13.06	21%	25%
	2	攀钢集团西昌钢钒有限公司	10.57	17%	21%
	3	柳州钢铁股份有限公司	5.52	9%	11%
	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%	-
合计			39.44	64%	
2017	1	攀钢集团攀枝花钢钒有限公司	11.85	19%	23%
	2	攀钢集团西昌钢钒有限公司	10.52	17%	21%
	3	柳州钢铁股份有限公司	8.66	14%	17%
	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%	-
合计			38.68	64%	

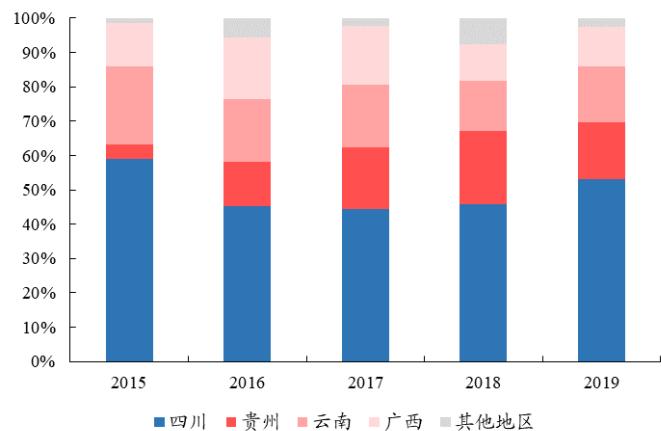
资料来源：公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

14 / 30

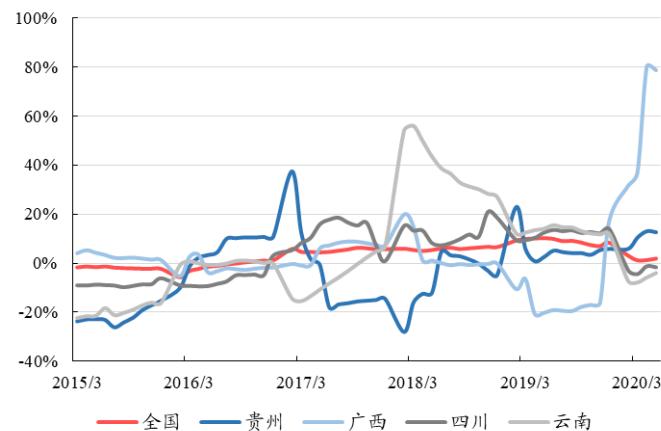
西南钢铁产量增长强劲，需求空间大。云南、四川粗钢产量增速自 2016 年以来由负转正，2019 年全年维持在 10%以上水平，始终高于全国平均水平。广西粗钢产量于 2018 年末触底后开始向上反弹，2020 年 5 月累计同比增速更是达到 78.8%。随着疫情影响消退，经济全面回暖，复工复产加速，在包括“两新一重”建设等国家战略推动下，西南地区存在强劲的钢铁需求增长潜力，有望带动炼焦煤需求进一步增长。

图19：公司炼焦煤收入主要来源于西南地区



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：西南四省粗钢产量累计同比增速表现强劲



数据来源：Wind、开源证券研究所

大型钢铁项目落户广西，区域内需求有潜力。柳钢集团通过股权转让和项目重组，国家特批的防城港大型钢铁项目于 2017 年正式交由柳钢集团运营，已于 2019 年底投产。柳钢防城港钢铁基地完全建成后将拥有 4 座 3200m³ 炼铁高炉、7 座 200t 炼钢转炉，生铁产能达 1068 万吨，粗钢产能达 1470 万吨。按照 70% 的焦煤回收率测算，防城港钢铁项目将新增焦原煤需求近 900 万吨，柳钢海外进口煤占比 40%，供应以国内焦煤为主，将给区域煤炭市场带来增量需求。

3.3、供给端：西南去产能力度加强，区域供给格局持续优化

阶段性的区域去产能任务基本完成。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。在 2016-2018 年间，我国累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。西南五省三年累计去产能 1.7 亿吨，基本完成“十三五”目标，完成率 95.32%。

表5：西南地区基本完成“十三五”去产能目标（万吨/年）

省份	2016年	2017年	2018年	三年合计	“十三五”目标	目标完成率
四川	2303	1648	1522.4	5473.4	3303	166%
云南	1896	169	1246	3311	4800	69%
重庆	2084	264	200	2548	2300	111%
广西	421	246	147	814	473	172%
贵州	2107	1749	1038	4894	7000	70%
西南地区合计	8811	4076	4153.4	17040.4	17876	95.32%
全国合计	29000	25000	27000	81000	80000	101.25%
西南地区占 全国比例	30.38%	16.30%	15.38%	21.03%	22.35%	

数据来源：国家煤矿安监局、开源证券研究所

西南地区 30 万吨以下煤矿占全国近一半，是去产能重心所在。截止 2019 年 12 月，西南地区（除贵州）共计在产煤矿数 495 座，30 万吨以下的煤矿数数量有 376 座，数量占为比 76%，提供的产能占总产能的 41%。以全国范围来看，西南四省的总产能占全国产能 3.57%，而 30 万吨以下的煤炭合计产能/数目却占了 49.73%/42.06%，将近一半的水平。另外，西南地区地势复杂、地质构造运动频繁，导致了煤层稳定性差，瓦斯灾害十分严重，贵州省 2018、2019 年连续量一年煤矿事故死亡人数位居全国第一位，地区煤矿安全形势严峻，政府推动去产能持续进行。

西南去产能力度持续加强，小产能加速出清利好龙头。进入 2020 年以来，国家层面上多项去产能政策纷纷出台，供改力度持续强化，在 2020 年 6 月发布的两个能源指导文件及化解过剩产能文件中均进一步提到深化供给侧结构性改革，推动煤炭行业“上大压小、增优减劣”，落实年产能 30 万吨以下煤矿分类处置工作方案，加快淘汰落后煤矿产能。总体来看，煤炭供给侧改革的进程仍在进行中，区域内的产能结构优化将是下阶段供改的重心所在。根据国家煤矿安监局数据，截止 2019 年底，四川、云南、重庆、广西的 30 万吨/年以下的生产煤矿产能分别占 56%、29%、22%、16%，四省合计 41%。根据《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号），到 2021 年底，晋、蒙、陕、宁等 4 个地区产能小于 60 万吨/年，冀、辽、吉、黑、苏、皖、鲁、豫、甘、青、新等 11 个地区产能小于 30 万吨/年，其他地区产能小于 9 万吨/年的煤矿将通过政策引导而逐步退出。另外，贵州省发布《贵州省 30 万吨/年以下煤矿有序退出方案》，2019 年实施 30 万吨/年以下（不含 30 万吨/年）煤矿有序退出，实现 2020 年全省煤矿全部为 30 万吨/年及以上。随着 30 万吨以下煤矿逐步退出，西南地区煤炭供给将持续收紧，产能结构也愈发优化，逐步向大中型产能集中，将对西南煤价产生提振作用，十分利好区域龙头。

表6：西南地区（除贵州）及全国矿井情况（截止 2019）

省份	总产能 (万吨/年)	煤矿数 (座)	30 万吨以下煤矿	30 万吨以下煤矿 合计数目(座)	30 万吨以下煤矿 产能占比	30 万吨以 下煤 矿数量占比
			合计产能 (万吨/年)			
四川	6283	314	3541	269	56%	86%
云南	4178	121	1218	75	29%	62%
重庆	1748	42	378	23	22%	55%
广西	686	18	113	9	16%	50%
西南四省合计	12895	495	5250	376	41%	76%
全国合计	361164	3127	10556	894	3%	29%
西南四省占 全国比例	3.57%	15.83%	49.73%	42.06%		

数据来源：国家煤矿安监局、开源证券研究所

表7：2020 年 6 月发布的三项政策文件均对加大去产能力度提出要求

发布时间	政策文件	相关内容
2020 年 6 月	《关于做好 2020 年能源安全保障工作指导意见》	不断优化煤炭产能结构。严格安全、环保、能耗执法，分类处置 30 万吨/年以下煤矿、与环境敏感区重叠煤矿和长期停产停建的“僵尸企业”，加快退出达不到安全环保等要求的落后产能，为优质产能释放腾出环境容量和生产要素。坚持“上大压小、增优汰劣”，持续优化煤炭生产开发布局和产能结构，扩大优质增量供给，促进供需动态平衡。2020 年再退出一批煤炭落后产能，煤矿数量控制在 5000 处以内，大型煤炭基地产量占全国煤炭产量的 96%以上。
2020 年 6 月	《2020 年能源工作指导意见》	1、制定能源消费目标：全国能源消费总量不超过 50 亿吨标准煤。煤炭消费比重下降到 57.5%左右；2、深化供给侧结构性改革：坚持煤炭产能置换长效机制，不断完善产能置换政策。推动煤炭行业“上大压小、增优减劣”，落实年产能 30 万吨以下煤矿分类处置工作方案，加快淘汰落后煤矿产能。按照煤炭发展规划和产业政策，有序建设大型现代化煤矿，推动释放煤炭先进产能。
2020 年 6 月	《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》	1、全面巩固去产能成果。尚未完成“十三五”去产能目标的地区和中央企业，要统筹推进各项工作，确保去产能任务在 2020 年底前全面完成；2、持续推进煤炭上大压小、增优汰劣。严格执行全、环保、质量等方面执法，坚决淘汰不具备安全环保条件、不符合产业政策的落后产能。

资料来源：国家能源局、国家发改委、国家工信部、开源证券研究所

4、贵州国改增大资产注入预期，横向整合是供改主要发力点

4.1、“合四为一”，贵州四大国有煤企整合并入盘江集团

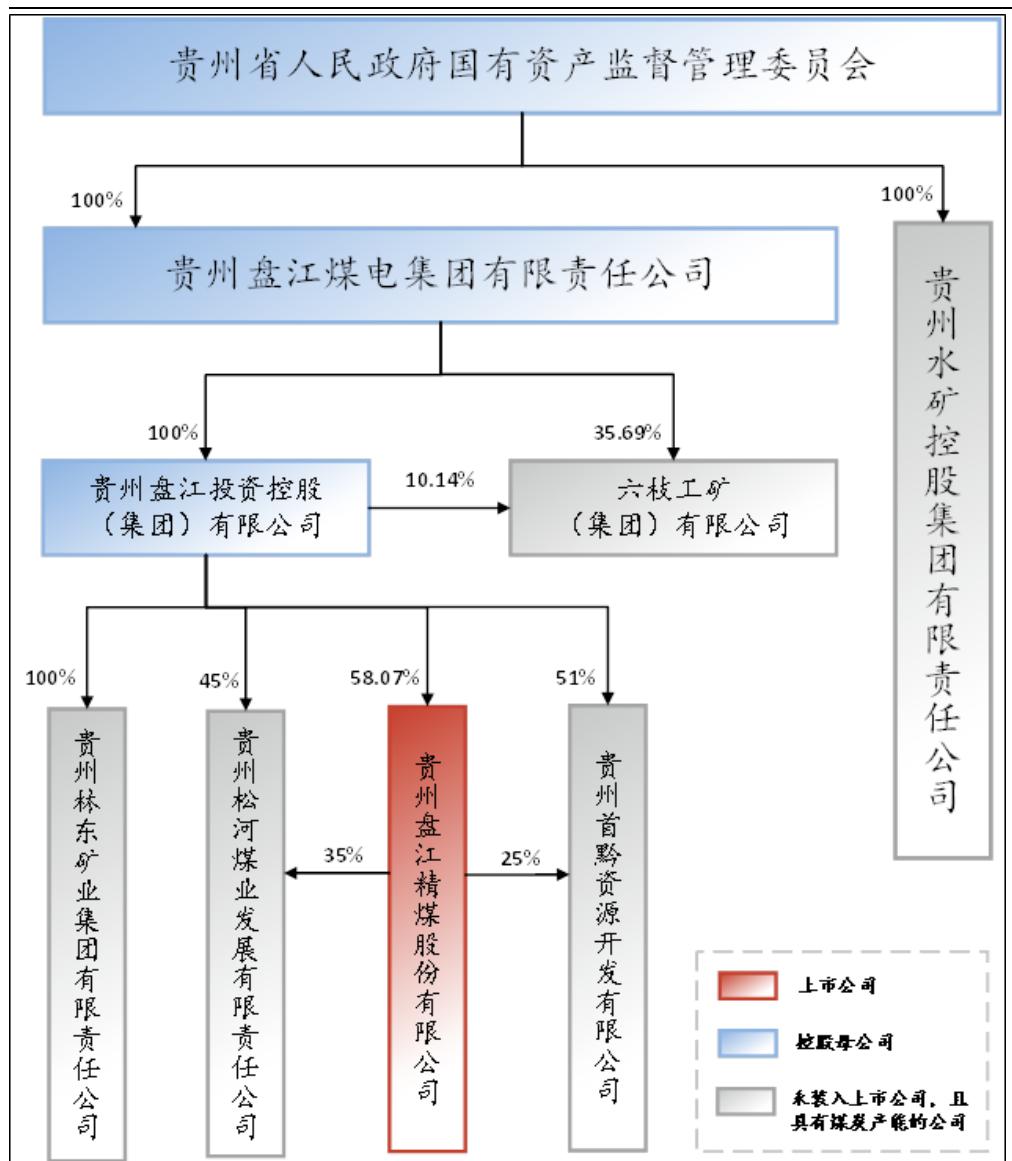
贵州深化国企改革是煤企整合大背景。十八大以来，贵州深入推进国有企业改革，通过整合重组国有资本、推进重点改革试点、稳步推进困难企业改革脱困等措施，国改力度持续深化。贵州省国企国资改革的主要目标是：到“十三五”末，努力形成 15-20 家行业领先、具有较强带动力、年营业收入超过 100 亿元的龙头企业；5-6 家具有国际竞争力、年营业收入超过 500 亿元的大型企业集团，力争实现千亿元级企业零的突破。

贵州国有煤企改革重组是省内煤炭产业整合的重大基石，供给侧改革势在必行。相较于“三西”地区等煤炭主产区，贵州省内的煤炭产能存在诸多问题，包括：产

能集中度低，产能分散且规模普遍较小；小煤矿安全生产基础薄弱，监管难度大；部分煤企生产效率低，融资门槛高，抗风险能力差等。为解决这些问题，省内煤炭产能的大规模整合势在必行。因此，组建盘江煤电集团对省内四大国有煤企进行重组是省内煤炭产业整合的重要风向标，提供了煤炭资源整合平台，是省内供给侧改革的重大基石。

“合四为一”，四大煤企集体并入盘江集团。贵州四大国有煤企分别为盘江控股、林东集团、六枝工矿集团、水矿集团。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》，贵州省四大国有煤企重组并入盘江煤电集团。截止2019年末，林东集团、六枝工矿集团及盘江控股已完成重组。另外，贵州省国资委已将水矿集团委托给盘江煤电集团管理，待水矿集团债转股完成后，贵州省国资委所持的水矿集团股份将划转至盘江煤电集团。基于此方案的规划，盘江煤电集团已为以煤电为龙头骨干的全产业链集团，贵州省国资委对集团的发展给予厚望。

图21：经过一系列重组，盘江煤电集团已基本完成对四大煤企的整合



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表8：贵州四大煤企简介（除盘江控股外）：前身均为矿务局，改制后成为省属国有煤企

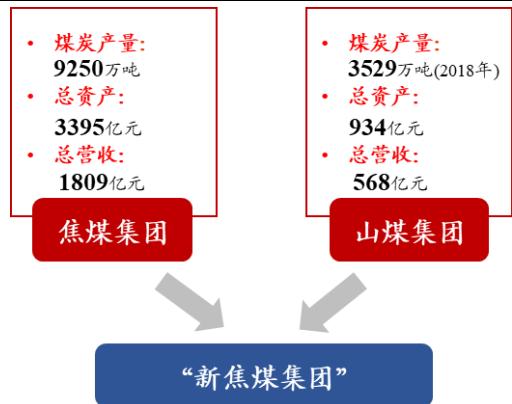
煤企	简称	简介
贵州水城矿业 (集团)有限责任公司	水矿集团	国家“三线”建设时期开工建设的原煤炭部直属企业，前身是水城矿务局，2001年改制为水矿集团，现为贵州省国有资产监督管理委员会监管企业。经过四十多年的建设开发，公司初步建设成集煤炭生产及加工、煤化工、焦化、机械制修、发电等产业为一体的综合性大型企业集团。
六枝工矿(集团)有限责任公司	六枝工矿集团	前身为六枝矿务局，成立于1970年7月的“大三线”建设时期，是原煤炭部所属全国98个统配局之一。2000年元月，经贵州省委省政府批准，改制重组为省属大型国有独资企业——六枝工矿(集团)有限责任公司。
贵州林东矿业集团有限责任公司	林东集团	成立于2007年，前身为林东矿务局，是贵州省开发最早的省属国有煤炭企业，始建于上世纪50年代。现已发展成为以煤炭生产销售为主，集建井施工、煤炭洗选、煤机制造、矿井设计、安全培训、医疗救护、建筑安装和其它多种经营于一体的综合型煤炭企业。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

4.2、以全国层面来看，区域内横向整合是行业供改主要发力点

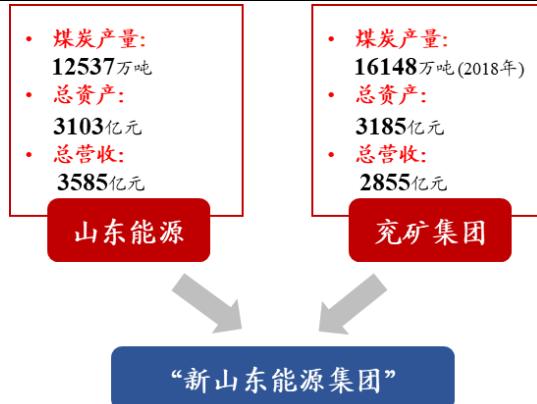
国有煤企改革以区域内横向整合为主。煤炭作为资源性商品，关系到国家能源安全保供。随着供给侧改革的推进，如果国家能实现对煤炭价格的合理调控，未来着力点主要有两个方面：一是进一步提高产业集中度，二是提升煤矿国有资本的比重。“十三五”规划中，支持优势煤炭企业兼并重组，培育大型骨干企业集团，提高产业集中度，增强市场控制力和抗风险能力。支持山西、内蒙古、陕西、新疆等重点地区煤矿企业强强联合，组建跨地区、跨行业、跨所有制的特大型煤矿企业集团，推动煤炭生产要素在全国范围内的优化配置。上一轮产能周期，煤炭行业产能分散且民营资本占比较大，国家已经进行了一轮行业整合，如国进民退、省内煤企的整合。考虑到资本整合的难易程度，未来整合更多仍是区域内的横向整合为主。

山西、山东等地已着力开展横向整合。2020年是煤炭行业供给侧改革的关键之年，山西、山东等地的国有企业改革也进入了“决胜期”，改革力度加大。2020年4月，山西焦煤集团宣布对山煤集团进行合并重组，是山西省内煤企国改的关键一步，有望解决山西省国有煤企“大而不专、大而不强”等问题，推动省内煤企专业化整合及转型升级；2020年7月，山东省宣布对山东能源集团与兖矿集团进行重组，整合完成后，新集团或将成为仅次于国家能源集团的全国第二大煤企，竞争力将大大提升。

图22：山西省开展焦煤集团与山煤集团横向整合


数据来源：各集团公司公告、开源证券研究所

注：除特殊标明外，图中数据均为2019年数据

图23：山东省开展山东能源与兖矿集团横向整合


数据来源：各集团公司公告、开源证券研究所

注：除特殊标明外，图中数据均为2019年数据

4.3、集团煤炭资产丰富尚未注入，证券化预期加强

原盘江煤电集团曾于2009年对上市公司实施了大规模的资产注入，当时基本实现了煤炭资产整体上市。但随着贵州煤企整合，四大煤企的并入，为盘江煤电集团带来了丰富的煤炭资产。而公司作为盘江煤电集团旗下唯一上市平台，有望成为集团优质煤炭资产的核心整合平台，存在较大资产注入预期。根据《贵州盘江煤电集团有限责任公司组建方案》，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）资本注入、资产转让、剥离等方式整合其控制的上市公司所经营相同或相似业务的企业，最大程度避免同业竞争。这说明了公司作为盘江煤电集团旗下唯一的上市平台，将有可能获得六枝工矿集团、林东矿业集团、水矿集团等下属矿井的产能划入，资本注入空间较大。经测算，我们估计盘江煤电集团（含水矿集团）产能证券化率为41%，共有未证券化的在产产能1880万吨/年。

收购盘南公司54.9%股权，资产注入再进一步。2020年6月，公司发布公告向母公司盘江控股收购盘南公司54.9%股份，成为其控股股东。此次收购将结束公司对盘南公司长达7年的托管经营，交易完成后盘南公司将正式并入上市公司资产，是集团煤炭资产向上市公司整合的关键一步。盘南公司所属煤矿为响水煤矿，产能330万吨/年，2013年为避免同业竞争，交由公司托管，收购完成后公司权益产能将增长181万吨。根据公司公告盈利预测数据我们预计，若重组能在2020年内完成，盘南公司或全年增厚公司利润约0.8亿元。

表9：经过整合，盘江煤电集团（含水矿集团）旗下包含大量未证券化煤炭产能

主体	矿井名称	产能(万吨/年)	状态	煤炭种类
水矿集团	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
	马场煤矿	45	在建	主焦煤
	玉舍煤矿东井	90	在建	贫煤
六枝工矿集团	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
	A	120	在产	-
	B	300	在建	-
盘江煤电集团	C	90	复建	-
	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
	松河公司	240	在产	-
盘江控股	松河煤矿	240	在产	-
	(上市公司托管)	60	在产	-

主体	矿井名称	产能(万吨/年)	状态	煤炭种类
首黔公司 (上市公司托管)	杨山煤矿(杨山+纳木一期)	120	在产	焦煤、瘦煤
在产合计		1880		
总计		2855		

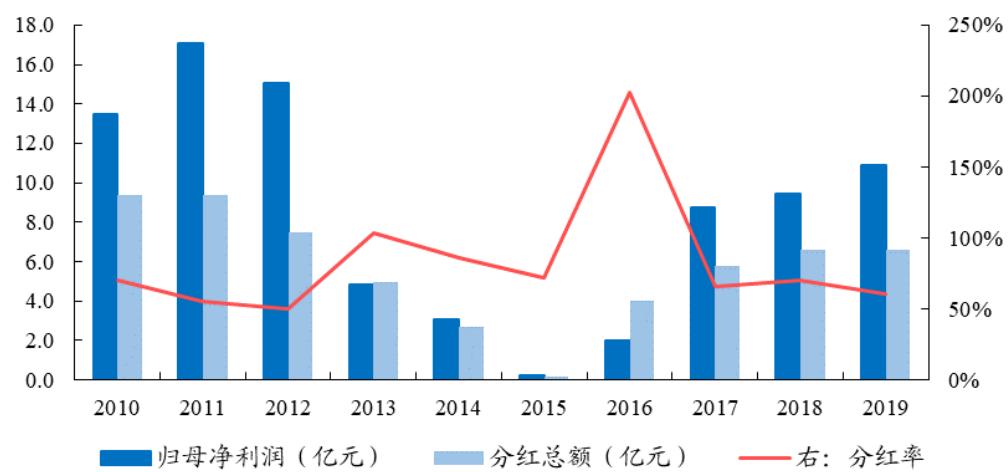
资料来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

5、稳定高分红具备长期投资价值，低估值有望修复

5.1、延续稳定高分红，基本面提供强力分红保障

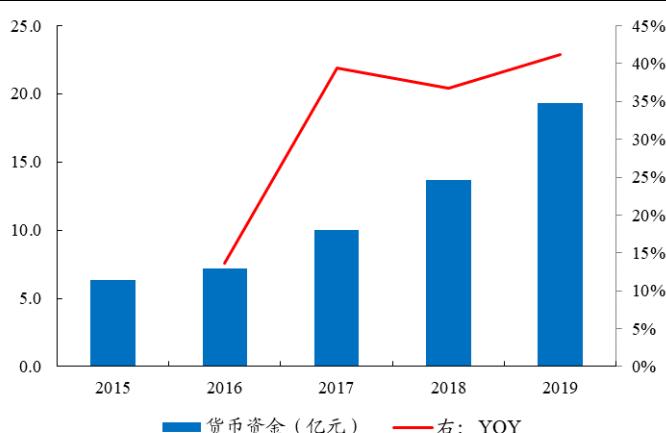
2019年分红率为61%，延续稳定高分红传统。根据公司公告，2019年公司预计将分配股利6.62亿元，每股股利（含税）为0.4元，对应最新收盘价（2020/7/17），股息率为6.8%，以2019年归母净利润10.9亿元进行测算，分红率达61%。相较于2018年70%的分红率有所下降，但考虑到公司未来规划新建煤矿项目众多，存在重大资本支出预期，2019年分红率符合预期，且依然明显高于公司章程承诺下限水平（根据公司章程关于现金分红的规定，公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排时，最低分红率为40%）。回顾公司分红历史，高分红回馈股东力度持续稳定，即使在2016年行业整体亏损公司业绩不佳的情况下，公司依然通过203%超高分红率的特殊分红方式保障分红水平。整体来看，公司的高分红具有稳定持续性。

图24：公司具有稳定高分红传统，2019年分红率达61%

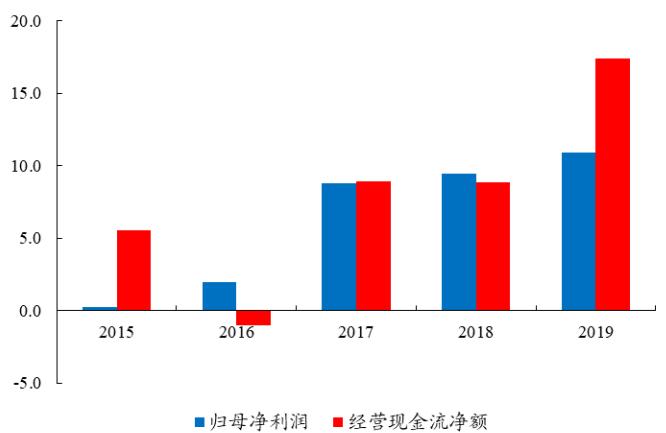


数据来源：Wind、开源证券研究所

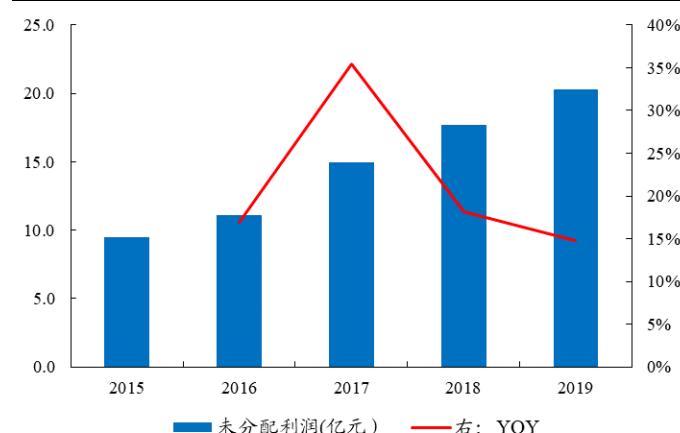
公司现金流充沛，高分红有保障。账面资金方面，公司货币资金在近年内保持稳定增长的态势，现金储备十分充沛，截至2019年末公司账面现金达19.4亿元；未分配利润方面，截至2019年末公司账面未分配利润达20.3亿元，为后续稳定利润分配提供了基础；现金流方面，公司的经营现金流净额在2017年业绩大幅改善后逼近10亿元，2019年更是同比大幅增长100%以上；股权自由现金流（FCFE）由“经营现金流净额-财务费用-资本支出-偿还债务本金+新增债务”计算所得，反映了公司经营中可分配给股权投资者的现金流数额，经测算，2017年及以后的三年内，公司FCFE提升至新高位，2019年为8.6亿元，整体较为充足，对2019年的持续高分红形成覆盖。

图25：公司账面货币资金充裕


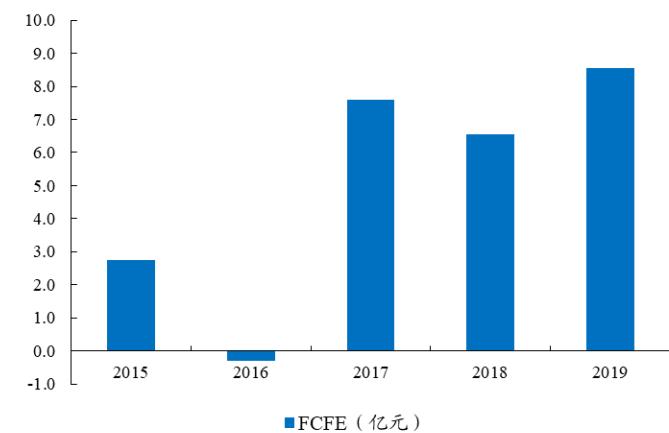
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：公司经营现金流净额稳定（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

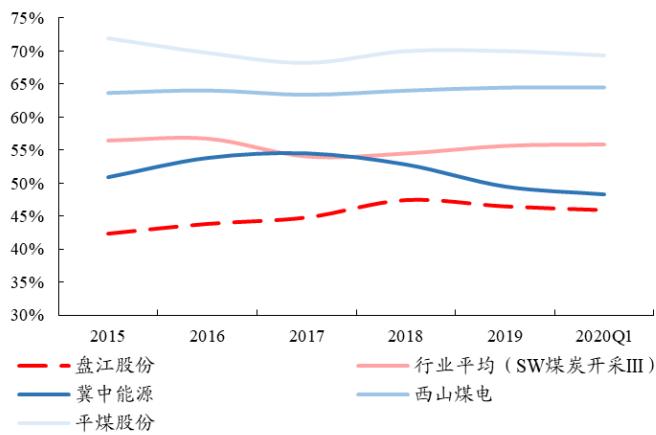
图26：公司未分配利润充沛


数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：公司股权自由现金流（FCFE）充沛


数据来源：Wind、开源证券研究所

低资产负债率水平，为资本开支留足空间，高分红有保障。公司常年以来保持低资产负债率水平，截至2020年末，公司资产负债率为47%，明显低于炼焦煤可比公司（西山煤电、冀中能源、平煤股份）以及行业平均水平。从资产有息负债率来看，近年来公司通过增加有息负债用于加大固定资产投资，资产有息负债率有所提升，但整体仍然保持较低的合理水平，2018-2020Q1，均保持在20%左右。总体来看，低资产负债率水平一方面为公司后续的资本投入留下充足的提升空间，也有助于公司保持合理的融资成本，另一方面也保障了公司即使在悲观的业绩假设下依然可以通过提升资产负债率来保障分红稳定可持续。

图29：公司资产负债率明显低于可比公司及行业平均


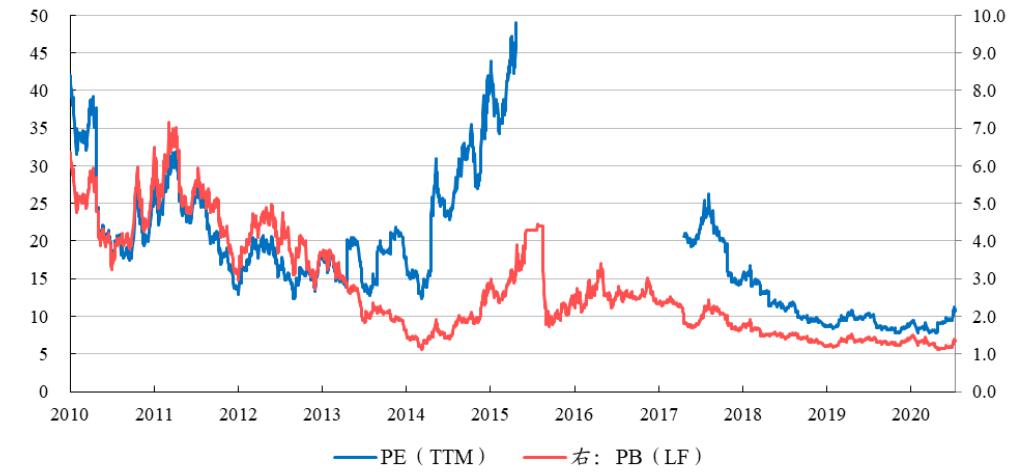
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2018-2019年公司资产有息负债率维持在20%


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值处于历史低位，相较稳健业绩与增长预期大幅折价

进入2020年以来，公司PE保持在8-10倍区间内，PB保持在1.0-1.4倍区间，均处于历史低位，且低估值持续时间较长。从公司基本面来看，2017年后公司业绩得到大幅改善且保持稳健，同时新建产能的未来投产预期也为公司提供了强劲的内生增长驱动力，随着西南地区煤炭供需格局的持续改善，公司未来增长潜力较为乐观。相较于稳健业绩和增长预期，公司估值存在大幅折价，周期底部的环比改善尚未得到市场定价，存在较强的估值修复预期。

图31：公司PE与PB估值均处于历史低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中PE已剔除2016-2017年间极大或负值等异常值

6、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

6.1、关键假设

产销量方面：2020年，由于金佳矿技改完成核增产能以及疫情期间贵州省能源“保供”政策要求，公司煤炭产销量将有所增长；2021-2022年，随着盘南公司响水矿完成并表（目前并表时间不确定，我们假设2021年初完成），月亮田矿、山脚树矿技改项目投产，马依西一井、发耳二矿西井一期等项目建成投产，煤炭产销量将会大幅提升。我们根据在建产能投产进度进行测算，预计2020-2022年，公司煤炭产量分别为964、1458、1594万吨，假设产销率保持90%的情况下，商品煤销量分别为868、1312、1435万吨。

图32：公司原煤产量测算：预计2020-2022年原煤产量分别为964、1458、1594万吨

产能时间表	年末产能 (万吨/年)				产能增量 (万吨/年)				新增产能权重 (依据投产时间&调试减产)				当年实际可用产能 (万吨/年)						
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
火铺矿	180	180	180	180									180	180	180	180			
月亮田矿	115	115	175	175			60				60%		115	115	151	175			
山脚树矿	180	180	240	240			60				80%		180	180	228	240			
土城矿	280	280	280	280									280	280	280	280			
金佳矿	155	245	245	245		90				60%			155	209	245	245			
响水煤矿			330	330			330				100%			330	330				
马依西一井			120	120			120				75%			90	120				
发耳二矿西井			90	90			90				75%			68	90				
合计	910	1000	1660	1660		90	660						910	964	1572	1660			
产能利用率	2018年				2019年				产能利用率假设				产量时间表	产量(万吨)					
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
火铺矿	180	177	98%	180	180	100%	100%	100%	100%	100%	火铺矿	180	180	180	180	180	180	180	180
月亮田矿	115	113	98%	115	115	100%	100%	100%	100%	100%	月亮田矿	115	115	151	175	115	115	151	175
山脚树矿	180	176	98%	180	180	100%	100%	100%	100%	100%	山脚树矿	180	180	228	240	180	180	228	240
土城矿	280	265	95%	280	280	100%	100%	100%	100%	100%	土城矿	280	280	280	280	280	280	280	280
金佳矿	155	139	90%	155	152	98%	98%	100%	100%	100%	金佳矿	152	209	245	245	152	209	245	245
响水煤矿	330	174	53%	330	243	74%				75%	80%	响水煤矿		248	264	248	264		
马依西一井										80%	100%	马依西一井		72	120	72	120		
发耳二矿西井										80%	100%	发耳二矿西井		54	90	54	90		
合计*	910	870	96%	910	907	100%					合计	907	964	1458	1594	907	964	1458	1594

*：仅合计公司已有产能，不含响水矿

数据来源：集团公告、公司公告、开源证券研究所

煤炭产品结构方面：我们认为随着贵州省内能源保供任务减轻、西南市场炼焦煤需求提升，公司或将进一步上调精煤销售占比，我们预计2020-2022年炼焦煤销售占比分别为50%、51%、52%，对应炼焦煤销量分别为434、669、746万吨，动力煤销量分别为434、643、689万吨。

价格及成本方面：随着疫情冲击影响消退、经济回暖以及行业供改力度加强，西南煤炭市场供需基本面逐渐改善，煤炭价格将有所回升，我们预计2020-2022年公司炼焦煤吨煤价格（不含税）分别为1160、1200、1200元/吨，动力煤吨煤价格（不含税）分别为260、280、280元/吨；成本方面，我们预计公司吨煤成本均保持稳定，炼焦煤吨煤成本为830元/吨，动力煤吨煤成本为180元/吨。

表10：公司各业务关键假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭业务					
原煤产量（万吨）	869	907	964	1458	1594
商品煤销量（万吨）	739	817	868	1312	1435
产销率	85.0%	90.1%	90.0%	90.0%	90.0%
炼焦煤					
销量（万吨）	383	399	434	669	746
占比	52%	49%	50%	51%	52%
吨煤价格（元/吨，不含税）	1244	1258	1160	1200	1200
吨煤成本（元/吨）	837	829	830	830	830
吨煤毛利（元/吨）	407	429	330	370	370
收入（亿元）	48	50	50	80	90
成本（亿元）	32	33	36	56	62
毛利（亿元）	16	17	14	25	28
毛利率	33%	34%	28%	31%	31%
动力煤					
销量（万吨）	355	416	434	643	689
占比	48%	51%	50%	49%	48%
吨煤价格（元/吨，不含税）	303	283	260	280	280
吨煤成本（元/吨）	194	180	180	180	180
吨煤毛利（元/吨）	108	104	80	100	100
收入（亿元）	10.8	11.8	11	18	19
成本（亿元）	6.9	7.5	8	12	12
毛利（亿元）	3.9	4.3	3	6	7
毛利率	36%	37%	31%	36%	36%
煤炭业务合计					
收入（亿元）	58	62	62	98	109
成本（亿元）	39	41	44	67	74
毛利（亿元）	19	21	18	31	34
毛利率	33%	35%	29%	32%	32%
其他业务					
收入（亿元）	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0
成本（亿元）	1.3	1.0	1.5	1.5	1.5
毛利（亿元）	1.2	1.6	1.5	1.5	1.5
毛利率	49%	62%	50%	50%	50%
合计					
收入（亿元）	61	65	65	101	112
成本（亿元）	40	42	45	69	76
毛利（亿元）	21	23	19	33	36
毛利率	34%	36%	30%	32%	32%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

6.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

盘江股份作为贵州重点国有煤企，是西南地区煤炭龙头，地处“江南煤海”，资源储量丰富，炼焦煤生产是公司的业绩支柱，煤炭行业供改以来业绩实现修复且平稳释放。公司未来业绩增长存在三方面强劲驱动力：1) 2020年公司进入产能快速扩张期，技改项目、新建煤矿等内生增量与煤炭资产并购重组的外生扩张结合，或将使公司在未来三年实现产能翻倍；2) 西南经济领涨全国，电力及冶金用煤需求释放，行业去产能力度加大，供改深化收紧区域煤炭供给，“供紧需旺”格局利好公司业绩增长；3) 贵州国改持续发力，以盘江集团为平台对省内煤炭资产进行横向整合，为公司带来进一步的优质资产注入预期。另一方面，公司积极回馈股东，稳定高分红凸显长期投资价值，当前估值处于历史低位，相较稳健业绩和增长潜力大幅折价，存在估值修复预期。

我们预计公司2020/2021/2022年度分别实现归母净利润7.4/13.5/14.8亿元，同比变化-32.0%/82.0%/9.4%；EPS分别为0.45/0.82/0.89元，对应当前股价，PE分别为13.2x/7.2x/6.6x。相对估值方面，我们选取同样以炼焦煤为主业的四家上市公司作为可比公司（西山煤电、平煤股份、冀中能源、淮北矿业）进行估值对比，公司2020年预测PE为13.2倍，略高于可比公司11.1倍的平均PE，公司PB为1.31倍，高于可比公司0.79倍的平均PB。相较于可比公司，盘江股份内生产能增长强劲，外生产能存在较大空间，技改、新建项目以及整合重组的外延扩张均有序推进，存在明确的产能增长预期，看好公司未来业绩增长潜力。因此，我们认为公司应当享有一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE	PB
			2020/7/17	2020E	2021E	2022E		
000983.SZ	西山煤电	171	15.5	17.1	18.7	11.1	10.0	9.2
601666.SH	平煤股份	107	10.9	11.8	12.2	9.8	9.0	8.8
000937.SZ	冀中能源	120	6.9	7.5	9.5	17.4	16.0	12.6
600985.SH	淮北矿业	200	33.3	35.7	37.2	6.0	5.6	5.4
平均						11.1	10.2	9.0
600395.SH	盘江股份	98	7.4	13.5	14.8	13.2	7.2	6.6
2020/7/17								

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除西山煤电、平煤股份、盘江股份外，其他公司盈利预测与估值均来自Wind一致预期。

7、风险提示

经济恢复不及预期。当前受疫情冲击影响，经济不确定性提升，社会总需求整体较为疲弱。随着疫情逐渐受控制，复工复产也在逐步推进。由于公司主业专注与煤炭，如果经济恢复不及预期，下游煤炭需求持续低迷将会对公司业绩产生严重影响。

煤炭价格下跌超预期。公司专注于煤炭生产，受炼焦煤及动力煤市场价格影响较大。2020年来，新冠疫情冲击下煤炭需求一度低迷，动力煤与冶金煤价格曾出现大幅下跌，对整体煤炭行业的盈利性造成冲击。如果后市出现超预期的煤价下跌，将对公司基本面造成严重影响。

新增产能进度落后预期。公司未来业绩增长的主要驱动力来自于可预期的增量产能，包括月亮田矿、山脚树矿技改项目，马依西一井、发耳二矿西井一期等新建项目。由于项目建设周期较长，存在诸多不确定因素会导致项目投产时间落后预期。如果新增产能进度出现延期滞后，会对公司业绩增长潜力造成削弱。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,817	4,800	4,968	8,299	6,766	营业收入	6,090	6,458	6,460	10,127	11,179
现金	1,370	1,935	1,150	1,802	1,989	营业成本	4,025	4,153	4,531	6,859	7,581
应收票据及应收账款	3,028	2,552	3,482	5,859	4,380	营业税金及附加	309	308	318	496	546
其他应收款	88	105	52	211	73	营业费用	19	16	18	27	30
预付账款	60	53	65	119	83	管理费用	605	622	622	975	1,076
存货	96	122	117	245	155	研发费用	39	151	89	160	183
其他流动资产	175	33	103	63	86	财务费用	93	104	109	115	121
非流动资产	8,311	9,535	10,026	10,473	10,856	资产减值损失	-26	-1	-0	-0	-0
长期投资	788	804	845	875	907	其他收益	57	150	119	119	124
固定资产	2,778	3,127	5,034	6,204	6,974	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
无形资产	752	711	650	588	526	投资净收益	43	64	5	6	5
其他非流动资产	3,993	4,893	3,497	2,806	2,449	资产处置收益	12	0	-0	-0	-0
资产总计	13,128	14,335	14,994	18,772	17,622	营业利润	1,136	1,315	897	1,620	1,772
流动负债	3,866	3,834	5,719	8,103	5,447	营业外收入	13	27	20	20	20
短期借款	1,581	1,330	3,101	3,424	2,167	营业外支出	42	38	39	38	39
应付票据及应付账款	1,377	1,524	1,418	3,126	1,905	利润总额	1,107	1,304	878	1,601	1,753
其他流动负债	908	980	1,201	1,552	1,375	所得税	163	214	137	252	277
非流动负债	2,365	2,832	1,528	1,574	1,603	净利润	944	1,091	740	1,349	1,476
长期借款	100	200	225	251	280	少数股东损益	-1	-0	-2	-2	-2
其他非流动负债	2,265	2,632	1,304	1,323	1,323	归母净利润	945	1,091	742	1,351	1,478
负债合计	6,231	6,667	7,248	9,677	7,050	EBITDA	1,385	1,564	1,229	2,098	2,270
少数股东权益	326	326	324	322	320	EPS(元)	0.57	0.66	0.45	0.82	0.89
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655						
资本公积	2,430	2,430	2,430	2,430	2,430	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	2,647	2,908	3,204	3,744	4,334	成长能力					
归属母公司股东权益	6,571	7,342	7,422	8,773	10,251	营业收入(%)	0.1	6.0	0.0	56.8	10.4
负债和股东权益	13,128	14,335	14,994	18,772	17,622	营业利润(%)	9.9	15.7	-31.8	80.6	9.4
						归属于母公司净利润(%)	7.7	15.5	-32.0	82.0	9.4
						获利能力					
						毛利率(%)	33.9	35.7	29.9	32.3	32.2
						净利率(%)	15.5	16.9	11.5	13.3	13.2
						ROE(%)	13.7	14.2	9.6	14.8	14.0
						ROIC(%)	9.5	9.8	6.8	10.8	11.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	47.5	46.5	48.3	51.5	40.0
						净负债比率(%)	36.9	28.4	45.2	35.5	17.2
						流动比率	1.2	1.3	0.9	1.0	1.2
						速动比率	1.2	1.2	0.8	1.0	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.0	2.3	2.1	2.2	2.2
						应付账款周转率	3.1	2.9	3.1	3.0	3.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.57	0.66	0.45	0.82	0.89
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	1.05	0.11	0.71	1.39
						每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.44	4.48	5.30	6.19
						估值比率					
						P/E	10.3	9.0	13.2	7.2	6.6
						P/B	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
						EV/EBITDA	9.1	7.8	11.1	6.3	5.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

28 / 30

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835