

2020年07月22日

高成长+高分红，产能看翻倍的西南龙头煤企迎拐点

盘江股份(600395)

报告摘要

盘江股份兼具高成长与高分红，产能有翻倍空间，拟现金收购集团响水矿，且二季度毛利环比改善超预期，上调公司盈利预测，首次给予目标价8.98元，现价空间40%，重申“买入”。

► 2020年二季度，公司单季吨煤成本实现2017年以来的历史最低水平，吨煤毛利环比改善程度显著超预期。

2020年二季度单季，公司煤炭产量206万吨，同比+11%，环比+9%，是供给侧改革后最高的单季产量，逐步体现公司产能释放带来的增长。单季煤炭销量220万吨，同比+11%，环比+8%。

Q2单季实现煤炭销售收入13.5亿元，同比-15%，环比+3%；煤炭销售成本9.0亿元，同比-12%，环比-12%；煤炭销售毛利4.5亿元，同比-20%，环比+56%。单季吨煤收入614元/吨，同比-21%，环比-3%，焦煤价格下跌部分被焦煤占比提升抵消，售价环比降幅低于预期。单季吨煤成本408元/吨，同比-18%，环比-17%，吨煤成本实现2017年以来的历史最低水平，环比降幅大超预期。吨煤毛利206元/吨，同比-26%，环比+48%，二季度吨煤毛利环比改善程度显著超预期。

► 公司拟8.6亿元现金收购集团下属盘南公司330万吨/年产能（权益产能181万吨/年），预计增厚今年业绩0.8亿元。

在煤炭行业上市公司缺乏关注的6月，公司拟以8.6亿元现金收购集团下属盘南公司响水矿330万吨/年产能（54.9%股权对应权益产能181万吨/年），交易对方盘江控股承诺盘南公司2020-22年净利润不低于1.40/2.18/2.34亿元，收购价对应2021年PE为7.2倍（2020年由于疫情业绩异常），现金收购不摊薄EPS，收购PE偏低且有业绩承诺，我们认为本次收购有利于增厚公司业绩，但没有引起投资者的关注。

► 公司产能增长进入密集释放期，预计公司今年产能增长近50%，至2023年产能将翻倍。

2019年底公司正式产能1000万吨/年（910万吨/年正式产能+90万吨/年金佳矿技改联合试运转）。结合盘南公司收购，我们预计2020-23年底公司控制产能分别为1455/1665/1665/1935万吨/年，同比分别+46%/+15%/0%/+16%，权益产能分别为1306/1475/1475/1699万吨/年，同比分别+31%/+13%/0%/+15%。

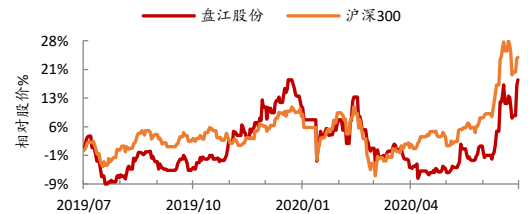
考虑盘南公司有70万吨/年的增量空间（目前核定产能330万吨/年，设计产能400万吨/年），以及技改的增量空间，我们预计公司至2023年控制产能不止翻倍，权益产能亦将接近翻倍。

► 当前公司焦煤价格预计为年内低点，今年煤价预计为近年低点，结合产量逐年增长，我们认为当前即为公司业绩向上拐点。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：8.98
最新收盘价：6.40

股票代码：600395
52周最高价/最低价：6.4/4.94
总市值(亿)：105.92
自由流通市值(亿)：105.92
自由流通股数(百万)：1,655.05



分析师：丁一洪
邮箱：dingyh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070001
联系电话：(0755) 2394 5082

分析师：洪奕昕
邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080004
联系电话：(021) 5038 0388(8054)

相关研究

1. 收购响水矿+产能核增，盘江产能增长46%
2020.05.12
2. 盘江股份2020年一季报点评：电煤保供挤压精煤产量，盘江一季报提前探底
2020.04.28
3. 盘江股份2019年报点评：股息率7.4%，产能有增长的西南焦煤龙头极具性价比
2020.04.14
4. 盘江股份首次覆盖：西南龙头煤企，稳定煤价高分红带来配置价值
2020.01.03

今年以来受疫情等影响，焦煤价格整体偏弱下行。考虑到下半年需求继续恢复，以及柳钢防城港项目钢铁基地（一期）2020年6月28日全线投产，预计未来西南区域焦煤供需格局向好，我们预计下半年煤价有望修复。当前公司焦煤价格预计为年内低点，今年煤价预计为近年低点，价格向下风险较小，结合产量逐年增长，我们认为当前即为公司业绩向上拐点。

► **上调公司2020-22年盈利预测至9.8/13.3/16.8亿元，对应EPS为0.59/0.80/1.02元，首次给予目标价8.98元/股，重申“买入”评级。**

本次上调盈利预测主要考虑吨煤成本的下降和毛利的修复超预期。上调公司2020-22年盈利预测至9.8/13.3/16.8亿元（原预测为8.3/11.4/13.6亿元），对应EPS 0.59/0.80/1.02元（原预测为0.50/0.69/0.82元），对应PE分别为11/8/6倍。

公司未来产能有翻倍空间，未来煤价预计趋势向上，单位成本有下降空间，同时公司保持较高的分红率，兼具成长性与高股息。公司过去十年平均分红率67%，2019年分红率61%，以偏保守的61%外推至未来三年，2020年股息率为5.6%。以公司2022年业绩给予当前行业中位数估值8.8倍PE，首次给予目标价8.98元/股，维持并重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统性风险；公司技改及在建矿投产进度不及预期；西南地区基础设施投资增速下滑超预期；西南地区的新增钢铁产能投产不及预期；贵州省内电煤需求超预期，挤占精煤产量；进口煤限制放开超预期，广西进口增加。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,090	6,458	7,395	8,393	9,707
YoY (%)	0.1%	6.0%	14.5%	13.5%	15.7%
归母净利润(百万元)	945	1,091	977	1,327	1,683
YoY (%)	7.7%	15.5%	-10.4%	35.8%	26.8%
毛利率 (%)	33.9%	35.7%	33.6%	37.1%	39.2%
每股收益 (元)	0.57	0.66	0.59	0.80	1.02
ROE	14.4%	14.9%	12.6%	16.1%	18.8%
市盈率	8.77	9.27	10.84	7.98	6.29

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 响水矿注入+Q2 吨煤成本大幅下降，预计全年业绩超预期.....	5
1.1. 现金收购集团响水矿 55%股权，7 倍 PE 显著增厚公司业绩.....	5
1.2. 2020 年二季度吨煤成本显著下降，单季毛利润超预期.....	6
2. 产量持续增长叠加价格见底，公司业绩当前迎来拐点.....	7
2.1. 公司产能看翻倍空间，预计未来年产量增速维持 10%以上.....	7
2.2. 当前焦煤价预计为低点，后续西南区域供需格局优于全国.....	7
3. 上调盈利预测，首次给予目标价 8.98 元，重申“买入”.....	8
3.1. 上调公司 2020-22 年盈利预测至 9.8/13.3/16.8 亿元.....	8
3.2. 首次给予目标价 8.98 元，重申“买入”.....	9
4. 风险因素.....	9

图表目录

图 1 预计盘南公司响水矿产能利用率持续提升.....	5
图 2 盘南公司今年业绩受疫情影响，未来将继续增长.....	5
图 3 20Q2 公司单季煤炭产量为 2015 年以来最高.....	6
图 4 20Q2 公司吨煤成本为供给侧改革以来的最低水平.....	6
图 5 今年上半年焦煤下跌，贵州的焦煤价格跌幅显著小于山西，体现了西南地区焦煤价格的区域韧性（元/吨）..	8
表 1 盘江股份当前在产矿井（含拟收购响水矿）及在产（含核准）矿井的情况.....	7

盘江股份是西南的焦煤龙头，2019 年底正式产能 910 万吨/年，产能已基本打满（当前为 1000 万吨/年+拟现金收购 330 万吨/年）。目前的产品结构中炼焦用焦煤和发电用混煤各约一半，其中由于贵州电煤保供且政府指导定价，基本维持盈亏平衡，因此公司的主要利润贡献来自焦煤。

我们自去年开始持续关注盘江股份主要因为：

- 1) **量：公司的产能具有翻倍空间。**这在 2018-19 年先进产能集中释放后的当前，是非常稀缺的，且公司的煤炭品质优良、可采年限保守估计至少 70 年；
- 2) **价：西南区域的焦煤从供需来看具有区位优势。**从需求来看，西南区域承接高耗能产业转移，近年经济高增长，且作为焦煤直接下游的钢铁产能在西南有显著增量（如柳钢防城港项目）；从供给来看，西南焦煤需要外调，盘江是西南唯一的上市龙头煤企；
- 3) **成本：人力成本占一半，随产能增长有较大下降空间。**且各类历史遗留问题，如资产减值计提、“三供一业”改造、债权债务纠纷、前管理层涉腐、参股公司亏损等均基本解决，逐渐步入正轨；
- 4) **高分红是公司的优良传统。**公司过去十年平均分红率 67%，2019 年分红率 61%，近 7 年未低于 60%，近 20 年历史上仅有一年分红率低于 50%（2004 年为 48%），因此公司目前虽然没有分红承诺，我们仍然认为对其继续给予高分红预期是合理的；
- 5) **集团为贵州省四大矿务局整合后的唯一国有煤企。**能源是贵州省的支柱产业之一，公司为贵州唯一国有煤企旗下的唯一上市平台，未来在各类资源获取上具有较大的想象空间。

我们认为当前是盘江股份在二级市场很好的介入时点：

- 1) **公司的业绩拐点已至：**经历了疫情影响下的电煤保供和煤价下跌，我们认为今年一季度即为公司的业绩低点，二季度开始公司业绩将显著拐点向上；
- 2) **公司焦煤价格跌至当前企稳，预计未来将拐点向上：**我们预计当前公司焦煤价格为年内低点，今年煤价为近年低点，预计未来煤价将中长期拐点向上。
- 3) **市场风险偏好的提升和周期股的价值重估：**我们认为当前的市场风险偏好提升，在周期股的价值重估过程中，具有成长性同时拐点向上的盘江股份符合当前的市场风格。

之所以在近期出现价值重估，我们认为主要有以下三个催化剂：

- 1) **公司二季度经营数据显示，**公司吨煤成本压降超预期，Q2 吨煤毛利环比修复超预期，预计今年业绩将超我们此前预期；
- 2) **公司现金收购集团下属盘南公司响水矿，**直接增厚公司业绩约 10%；
- 3) **柳钢防城港钢铁项目（一期）6 月底正式投产，**焦煤的西南供需格局将随其产能释放进一步改善。

未来的催化剂主要包括西南地区焦煤价格的上涨、技改及新建矿的投产等。

基于对公司基本面的信心和长期看好，我们自年初首次覆盖盘江股份。此后经历了疫情影响下煤价事件性叠加周期性的下行，我们认为当前是公司煤价和业绩的拐点，上调公司盈利预测，首次给予目标价 8.98 元，现价空间 40%，重申“买入”。

1. 响水矿注入+Q2 吨煤成本大幅下降，预计全年业绩超预期

在煤炭行业上市公司缺乏关注的 6 月，公司拟以 8.6 亿元现金收购集团下属盘南公司响水矿 330 万吨/年产能，交易对方盘江控股承诺盘南公司 2020-22 年净利润不低于 1.40/2.18/2.34 亿元，收购价对应 2021 年 PE 为 7.2 倍，现金收购不摊薄 EPS，收购 PE 偏低且有业绩承诺，我们认为本次收购有利于增厚公司业绩，但没有引起投资者的关注。

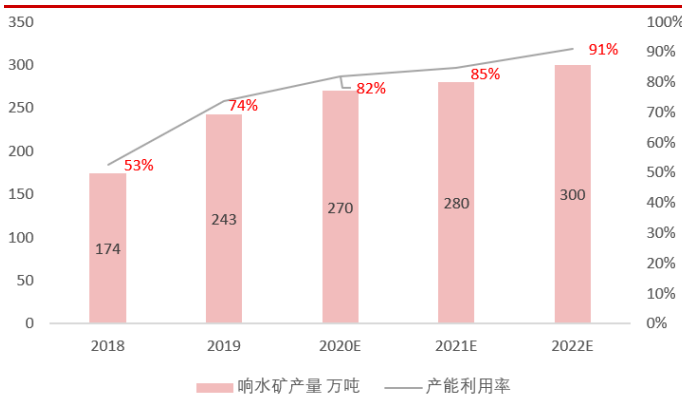
2020 年二季度，公司煤炭销售毛利单季同比-20%，但环比一季度+56%；吨煤成本实现 2017 年以来的历史最低水平，吨煤毛利环比改善程度显著超预期。

1.1. 现金收购集团响水矿 55%股权，7 倍 PE 显著增厚公司业绩

根据公司 2020 年 6 月 3 日《关于收购贵州盘南煤炭开发有限责任公司 54.90%股权暨关联交易公告》及 2020 年 5 月 13 日《关于签署〈股权转让意向协议〉暨关联交易的公告》，公司拟以 8.6 亿元现金收购集团下属盘南公司响水矿 330 万吨/年产能（54.9%股权对应权益产能 181 万吨/年），交易对方盘江控股承诺盘南公司 2020-22 年净利润不低于 1.40/2.18/2.34 亿元，对应增厚公司归母净利润分别为 0.8/1.2/1.3 亿元，增厚幅度约为 10%。

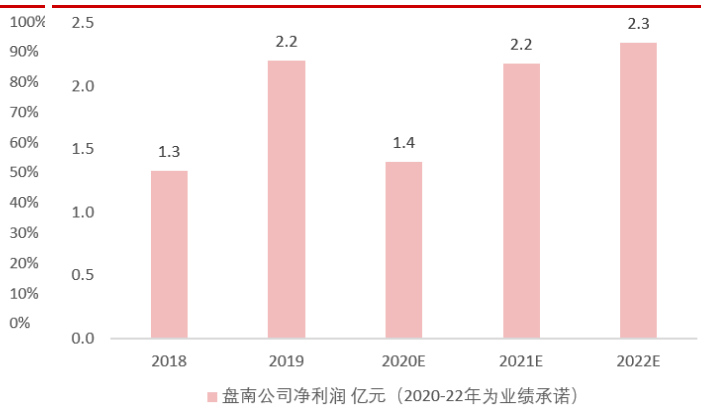
2018/19 年，公司净利润分别为 1.3/2.2 亿元，2019 年的增长主要由于产能利用率从 53%提升至 74%，而 2020 年承诺利润的下降，主要由于疫情影响下一季度公司业绩受到较大影响，预计 2021 年恢复正常，2022 年的业绩增长来自产能利用率的进一步提高。收购价对应 2021 年 PE 为 7.2 倍（2020 年由于疫情业绩异常），现金收购不摊薄 EPS，收购 PE 偏低且有业绩承诺，我们认为本次收购有利于增厚公司业绩。

图 1 预计盘南公司响水矿产能利用率持续提升



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 2 盘南公司今年业绩受疫情影响，未来将继续增长



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

本次拟交易标的盘南公司的大股东为盘江股份的母公司贵州盘江投资控股（集团）有限公司，属于同一控制下企业合并。盘南公司位于贵州省盘州市响水镇，所属响水矿设计生产能力 400 万吨/年，核定产能为 330 万吨/年。响水矿煤炭资源储量丰富，截至 2019 年底剩余可采储量为 3.9 亿吨，可采服务年限为 70 年；煤种齐全，主要有焦煤、瘦煤、贫瘦煤及贫煤等，可满足不同用户需求；开采条件优越，可采煤层层数多，煤厚为中厚煤层。盘南公司紧邻电厂等煤炭用户，物流成本较小，竞争优势明显，盈利能力较强。

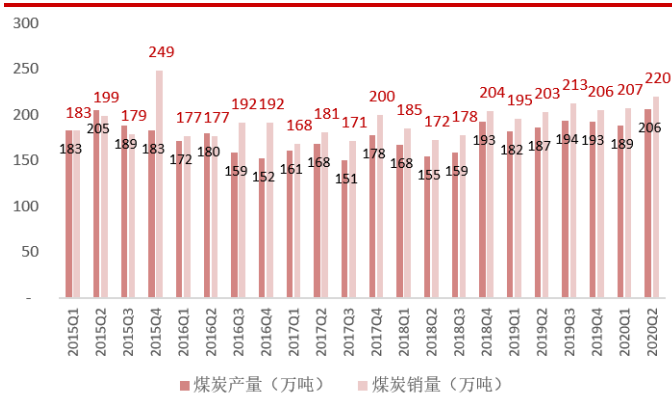
2018/19 年，盘南公司原煤产量分别为 174/243 万吨，产能利用率分别为 53%/74%，未来尚有提升空间，因此未来三年的承诺业绩逐年增长。若产量继续提升至接近 330 万吨/年的核定产能，未来尚有 70 万吨/年的空间核增至 400 万吨/年的设计产能，为公司的产能提供可能的增量。

1.2. 2020 年二季度吨煤成本显著下降，单季毛利润超预期

根据公司 2020 年半年度主要经营数据公告，2020 年二季度单季，煤炭产量 206 万吨，同比+11%，环比+9%，是供给侧改革后最高的单季产量，逐步体现公司产能释放带来的增长（金佳矿佳竹箐采区 90 万吨/年产能是 2017 年以来公司首次提高产能，2019 年联合试运转，2020 年转为正式产能）。单季煤炭销量 220 万吨，同比+11%，环比+8%。

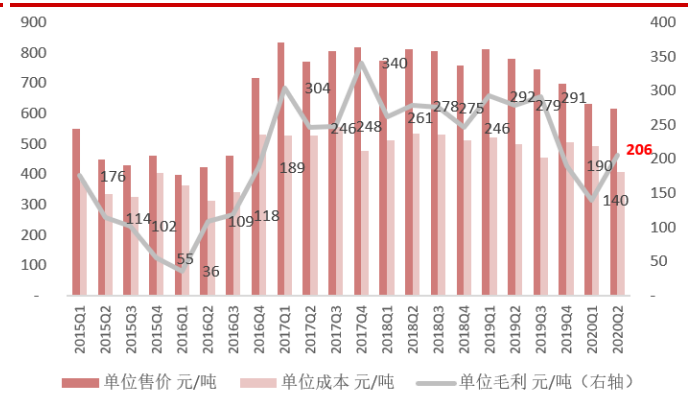
2020 年上半年，煤炭产量 395 万吨，同比+7%，销量 427 万吨，同比+7%。

图 3 20Q2 公司单季煤炭产量为 2015 年以来最高



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 4 20Q2 公司吨煤成本为供给侧改革以来的最低水平



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

2020 年二季度单季，公司实现煤炭销售收入 13.5 亿元，同比-15%，环比+3%，煤炭销售成本 9.0 亿元，同比-12%，环比-12%，煤炭销售毛利 4.5 亿元，同比-20%，环比+56%。

二季度单季吨煤收入 614 元/吨，同比-21%，环比-3%，焦煤价格下跌被焦煤占比提升部分抵消，售价环比降幅低于预期。**单季吨煤成本 408 元/吨，同比-18%，环比-17%，吨煤成本实现 2017 年以来的历史最低水平，环比降幅大超预期。**吨煤毛利 206 元/吨，同比-26%，环比+48%，二季度吨煤毛利环比改善程度显著超预期。

2020 年上半年，煤炭产量 395 万吨，同比+7%；销量 427 万吨，同比+7%；销售收入 26.6 亿元，同比-16%；成本 19.2 亿元，同比-6%；毛利 7.4 亿元，同比-35%。由于一季度业绩受疫情影响较大，上半年公司业绩虽同比明显下滑，但已超过了我们此前的预期。

2. 产量持续增长叠加价格见底，公司业绩当前迎来拐点

2.1. 公司产能看翻倍空间，预计未来年产量增速维持 10%以上

2019 年底公司正式产能 1000 万吨/年（910 万吨/年正式产能+90 万吨/年金佳矿技改联合试运转）。盘南公司收购后，考虑公司今年预计尚有 125 万吨/年技改进入联合试运转，预计 2020 年底公司控制产能将至少增加 455 万吨/年（+46%）至 1445 万吨/年，权益产能将增加 306 万吨/年（+31%）至 1306 万吨/年。

表 1 盘江股份当前在产矿井（含拟收购响水矿）及在产（含核准）矿井的情况

产能情况	主要矿区	股比	资源储量 亿吨	可采储量 亿吨	产能 万吨/年	2019 年产量 万吨	可采年限 测算年	煤炭种类
在产	火铺矿	100%	3.05	1.85	180	180	60	焦煤、肥煤
	月亮田矿	100%	3.49	2.42	115	115	124	焦煤、肥煤
	山脚树矿	100%	3.36	1.76	180	180	57	焦煤、肥煤
	土城矿	100%	4.04	2.58	280	280	54	焦煤、肥煤
	金佳矿				155	152		
	金价矿佳竹箐采区	100%	5.07	3.28	90	2020 年正式投产	79	无烟煤、贫煤、瘦煤
	响水矿（拟收购）	54.9%	11.94	3.91	330	243	70	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤
在产合计			30.94	15.79	1330	1150	70	
在建	马依公司马依西一井一期	73.51%	32.52	13.6	120	预计 2021.07 竣工	333	瘦煤、贫瘦煤
	马依公司马依西一井二期				120	预计 2023.08 竣工		
	恒普公司发耳二矿一期	90%	11.42	4.69	90	预计 2020 年 2021 年初竣工	115	焦煤、贫煤、瘦煤
	恒普公司发耳二矿二期				150	预计 2023 竣工		
在建合计			43.94	18.29	480		224	
合计			74.88	34.08	1810	1150	111	

资料来源：公司公告，母公司债券评级报告，母公司债券募集说明书，华西证券研究所

2021 年预计新建马依一采区 120 万吨+恒普一期 90 万吨预计进入联合试运转。控制产能将增长 210 万吨至 1665 万吨/年（+15%），权益产能将增长 169 万吨至 1475 万吨/年（+13%）。

2023 年预计新建马依二采区 120 万吨+恒普二期 150 万吨预计进入联合试运转。控制产能将增长 270 万吨至 1935 万吨/年（+16%），权益产能将增长 223 万吨至 1699 万吨/年（+15%）。

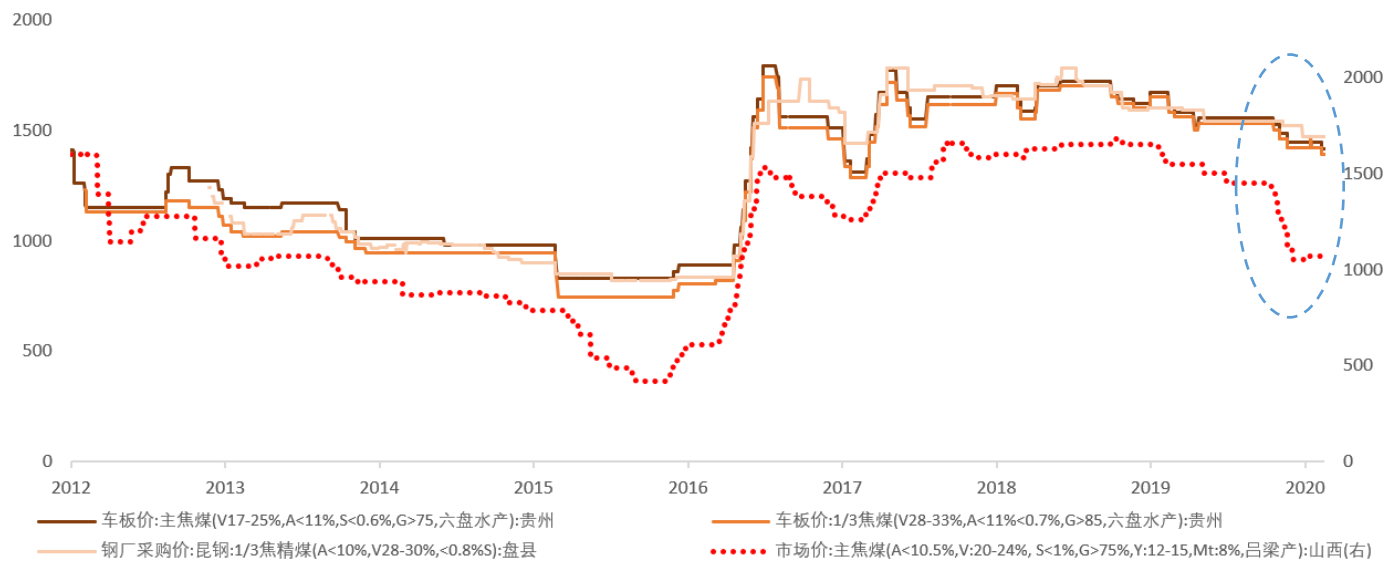
同时考虑盘南公司有 70 万吨/年的增量空间（目前核定产能 330 万吨/年，设计产能 400 万吨/年），以及技改的增量空间，我们预计公司至 2023 年控制产能将翻倍，权益产能亦将接近翻倍。

由于贵州地区煤炭地质条件较为复杂，产能释放是一个渐进的过程，除今年因收购盘南矿产量骤增外，未来 3-5 年预计年产量维持 10%以上的增长。

2.2. 当前焦煤价预计为低点，后续西南区域供需格局优于全国

西南区域主要的煤炭产区集中于贵州及云南东北部，区域煤炭供不应求，焦煤需要外调，整体的供需格局好于全国。我们从 2012 年开始的贵州地区焦煤价格和以山西为代表的全国焦煤价格进行比较，如下图所示，可以明显看到**贵州地区焦煤价格易涨难跌**，以最近的 2020 年上半年的焦煤下跌为例，山西主焦煤从年初的 1450 元/吨下跌至当前的 1100 元/吨，跌幅高达 24%，而贵州的焦煤车板价仅下跌 9%，这种差异在 2012-15 年间的漫长下跌中亦明显存在。我们认为这种趋势将延续，西南区域的焦煤价格下跌风险小于全国。

图 5 今年上半年焦煤下跌，贵州的焦煤价格跌幅显著小于山西，体现了西南地区焦煤价格的区域韧性（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

今年以来受疫情等影响，全国焦煤价格整体偏弱下行，公司的焦煤价格亦如此。考虑到下半年需求继续恢复，以及柳钢防城港项目钢铁基地（一期）2020年6月28日全线投产，预计未来西南区域焦煤供需格局向好，我们预计下半年煤价有望修复。当前公司焦煤价格预计为年内低点，今年煤价预计为近年低点，价格向下风险较小，结合产量逐年增长，我们认为当前即为公司业绩向上拐点。

3. 上调盈利预测，首次给予目标价 8.98 元，重申“买入”

上调公司 2020-22 年盈利预测至 9.8/13.3/16.8 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.80/1.02 元，首次给予目标价 8.98 元/股，重申“买入”评级。

3.1. 上调公司 2020-22 年盈利预测至 9.8/13.3/16.8 亿元

考虑到公司吨煤成本的下降和毛利的修复超预期，我们上调公司 2020-22 年盈利预测至 9.8/13.3/16.8 亿元（原预测为 8.3/11.4/13.6 亿元），对应 EPS 分别为 0.59/0.80/1.02 元（原预测为 0.50/0.69/0.82 元），对应 PE 分别为 11/8/6 倍。

以上盈利预测基于以下假设：

1) 不考虑收购的盘南公司响水矿，我们预计 2020-22 年公司精煤产量分别为 382/439/518 万吨，同比分别+5%/+15%/+18%，混煤产量分别为 428/480/537 万吨，

同比分别+10%/+12%/+12%，合计产量同比增速分别为+7%/+13%/+13%。其中精煤在2021/22年的增速高于混煤，主要考虑到随着公司产量的逐步增长，在完成电煤保供任务的同时，精煤产量将不再被电煤挤压。

2) 预计2020-22年公司精煤均价（不含税）分别为1150/1175/1200元/吨，同比分别-9%/+2%/+2%；

3) 预计2020-22年公司吨煤成本分别为467/458/456元/吨，同比分别-6%/-2%/0%，随着产量逐步释放，公司人均产量增长，吨煤成本将随着吨煤人力成本的下降而下降，2020年的降幅较大，主要考虑到“三供一业”等改造完成一次性降低部分成本；

4) 拟收购标的盘南公司的盈利预测基本按照公司公告的业绩承诺预计。

3.2. 首次给予目标价 8.98 元，重申“买入”

公司未来产能有翻倍空间，未来煤价预计趋势向上，单位成本有下降空间，同时公司保持较高的分红率，兼具成长性与高股息。公司过去十年平均分红率67%，2019年分红率61%，以偏保守的61%外推至未来三年，2020年股息率为5.6%。

我们认为公司的业绩将迎拐点，采用PE和PB两种方法对公司进行估值。PE法下，考虑到公司的高成长和行业的低增速，我们以公司2022年业绩给予当前煤炭行业（申万三级行业煤炭开采）中位数估值8.8倍PE，目标价8.98元；PB法下，我们基于公司当前最新每股净资产4.51元/股，给予当前煤炭行业（申万三级行业煤炭开采）中位数估值0.86倍PB，目标价3.88元。以上两种方法中，我们认为PB法显著低估了盘江股份的高成长和高股息，因此选取PE估值法，给予公司目标价8.98元。

我们看好盘江股份当前时点的投资价值，上调盈利预测，首次给予目标价8.98元，现价空间40%，维持并重申“买入”评级。

4. 风险因素

- 宏观经济系统性风险；
- 公司技改及在建矿投产进度不及预期；
- 西南地区基础设施投资增速下滑超预期；
- 西南地区的新增钢铁产能投产不及预期；
- 贵州省内电煤需求超预期，挤占精煤产量；
- 进口煤限制放开超预期，广西进口增加。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,458	7,395	8,393	9,707	净利润	1,091	1,086	1,442	1,810
YoY (%)	6.0%	14.5%	13.5%	15.7%	折旧和摊销	216	386	602	747
营业成本	4,153	4,910	5,276	5,901	营运资金变动	428	21	-204	-196
营业税金及附加	308	353	401	463	经营活动现金流	1,742	1,534	1,932	2,499
销售费用	16	19	21	25	资本开支	-714	-1,550	-1,550	-2,050
管理费用	622	712	808	935	投资	170	0	0	0
财务费用	104	115	175	235	投资活动现金流	-495	-1,477	-1,467	-1,954
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	64	73	83	96	债务募资	1,559	1,000	1,000	1,000
营业利润	1,315	1,298	1,725	2,164	筹资活动现金流	-634	299	29	-245
营业外收支	-10	0	0	0	现金净流量	613	356	494	301
利润总额	1,304	1,298	1,725	2,164	主要财务指标				
所得税	214	213	282	354	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利润	1,091	1,086	1,442	1,810	成长能力				
归属于母公司净利润	1,091	977	1,327	1,683	营业收入增长率	6.0%	11.3%	15.1%	13.9%
YoY (%)	15.5%	-10.4%	35.8%	26.8%	净利润增长率	15.5%	-24.1%	38.0%	18.9%
每股收益	0.66	0.59	0.80	1.02	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	35.7%	31.4%	34.6%	35.5%
2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	16.9%	12.8%	15.0%	15.5%	
货币资金	1,935	2,291	2,785	3,086	总资产收益率 ROA	7.6%	5.1%	6.3%	6.8%
预付款项	53	63	67	75	净资产收益率 ROE	14.9%	10.8%	14.1%	15.7%
存货	122	144	155	173	偿债能力				
其他流动资产	2,690	3,076	3,486	4,027	流动比率	1.25	1.29	1.40	1.44
流动资产合计	4,800	5,573	6,493	7,361	速动比率	1.21	1.24	1.35	1.39
长期股权投资	804	804	804	804	现金比率	0.50	0.54	0.60	0.60
固定资产	3,127	3,805	4,765	6,080	资产负债率	46.5%	50.1%	52.1%	53.7%
无形资产	711	697	684	673	经营效率				
非流动资产合计	9,535	10,699	11,647	12,950	总资产周转率	0.45	0.44	0.46	0.47
资产合计	14,335	16,272	18,140	20,311	每股指标 (元)				
短期借款	1,330	1,330	1,330	1,330	每股收益	0.66	0.50	0.69	0.82
应付账款及票据	1,524	1,802	1,936	2,166	每股净资产	4.44	4.64	4.91	5.24
其他流动负债	980	1,141	1,228	1,370	每股经营现金流	1.05	0.88	1.06	1.35
流动负债合计	3,834	4,273	4,494	4,865	每股股利	0.40	0.30	0.41	0.49
长期借款	200	1,200	2,200	3,200	估值分析				
其他长期负债	2,632	2,632	2,632	2,632	PE	7.74	10.19	7.39	6.21
非流动负债合计	2,832	3,832	4,832	5,832	PB	1.38	1.17	1.11	1.04
负债合计	6,667	8,105	9,327	10,698					
股本	1,655	1,655	1,655	1,655					
少数股东权益	326	435	550	677					
股东权益合计	7,668	8,167	8,813	9,613					
负债和股东权益合计	14,335	16,272	18,140	20,311					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。