

盘江股份 (600395) \ 采掘

——西南煤炭龙头，受益于量价齐升

投资建议:
**推荐
首次覆盖**
当前价格:

8.09元

目标价格:

9元

投资要点:

► 煤炭行业迎来良性发展，价格有望高位维持

2016年，国家发布了煤炭行业十三五规划，提出一系列产能调控政策，到2020年，煤炭产量达到39亿吨。相比2016年的34亿吨，年均复合增长率3.5%。需求方面，煤炭的消费量维持高位，上半年除1月同比下滑12.3%之外，随后5月煤炭销量同比均呈正增长，体现在累计销量上，同比增速持续增加，截止2017年6月，煤炭销量累计达到16.05亿吨，同比增加4.2%。结合17年上半年GDP增速维持在6.9%的相对高位，我们认为经济复苏仍在持续，对应煤炭需求有确定增速，煤炭价格有望维持在较高位置。

► 公司作为区域焦煤龙头将持续受益

盘江股份在广大的西南、华南地区，尤其在贵州省内，都属于绝对的煤炭龙头。长期来看，随着焦煤供需格局的变化，尤其是钢铁去产能导致各区域对焦煤需求量的调整以及进口煤的影响加深，公司在四川、广西、湖南，江西等地的毛利将受到影响。但另一方面，公司在云贵两省的业务因相对较小的竞争和其龙头地位，有望持续保持较好的盈利能力。综合来看，公司将持续受益于行业的回暖。

► 自有矿山新增产出+并购预期，公司未来煤炭有望持续放量

长远来看，公司自有矿山恒普和马依的建成投产将带来1500万吨的产能增量，而母公司旗下的盘南煤炭拥有产能336万吨。建成投产以及并购一旦完成，有望新增1380万吨的权益产能，增幅达到165.29%。

► 投资建议

不考虑产能放量，我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为10.0亿，11.2亿和12.7亿，EPS分别为0.6元、0.68元和0.77元，对应当前股价，PE分别为13.2X、11.8X和10.4X。首次覆盖，给予“推荐”评级，目标价9元。

► 风险提示

1) 煤炭去产能不达预期; 2) 中国经济增速放缓

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,655/1,655
流通A股市值 (百万元)	13,389
每股净资产 (元)	3.92
资产负债率 (%)	43.05
一年内最高/最低 (元)	10.70/6.36

一年内股价相对走势


马群星 分析师

执业证书编号: S0590516080001

电话: 0510-85613163

邮箱: maqx@glsc.com.cn

叶洋

电话: 0510-85611779

邮箱: yey@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,069.02	3,914.22	5,744.90	6,049.57	6,372.41
增长率 (%)	-21.37%	-3.80%	46.77%	5.30%	5.34%
EBITDA (百万元)	426.29	443.43	1,701.59	1,927.31	2,121.40
净利润 (百万元)	23.20	196.02	999.78	1,120.07	1,267.19
增长率 (%)	-92.45%	744.74%	410.03%	12.03%	13.13%
EPS (元/股)	0.01	0.12	0.60	0.68	0.77
市盈率 (P/E)	566.31	67.04	13.14	11.73	10.37
市净率 (P/B)	2.32	2.14	1.84	1.59	1.38
EV/EBITDA	32.60	30.06	8.13	6.92	5.95

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	盘江股份：西南地区煤炭龙头	3
1.1.	国资委控股，兖矿集团持股 11%	3
1.2.	2017 业绩大幅回暖，煤炭是主要利润来源	3
2.	供给侧改革成效显著，煤炭行业反转	5
2.1.	行业供给持续收缩，长期将步入理性增长	5
2.2.	行业需求保持缓慢增长	6
2.3.	贵州作为煤炭输出省份，产量有望保持增长	9
2.4.	贵州“十三五”期间经济有望保持高速增长	12
3.	公司煤电持续发展，有望成为区域整合平台	14
3.1.	区域煤炭龙头地位稳固	14
3.2.	扩产+并购预期，未来有望大幅增产	14
3.3.	计提损失轻装上阵，拥抱行业景气周期	16
4.	业绩弹性：估值偏低，当前规模下弹性有限	18
4.1.	下游去产能致市场更趋一体化，云贵区位优势有望保持	18
4.2.	弹性较弱，估值具备比较优势	20
5.	盈利预测	20
6.	风险提示	20

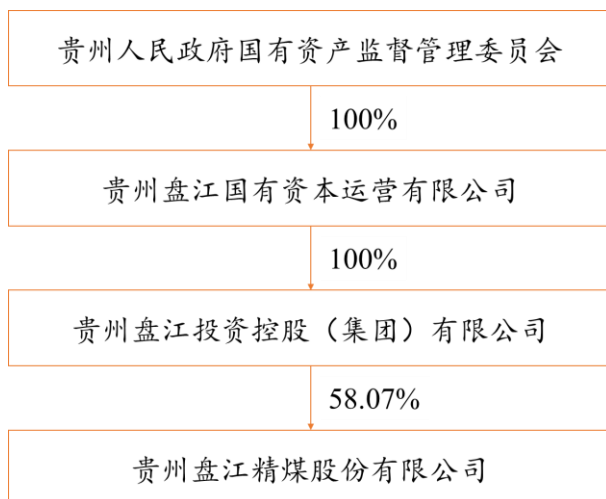
1. 盘江股份：西南地区煤炭龙头

1.1. 国资委控股，兖矿集团持股 11%

盘江精煤股份有限公司，于 2001 年上市，经历过 2009 年的定增和 2012 年转增股本，现有股数 16.55 亿股。公司的控股股东是贵州盘江投资控股集团有限公司，持股比例达到 58.07%，实际控制人是贵州省国资委。

在 2013 年盘江控股吸收公司原第二大股东盘江煤电前，盘江煤电将部分股份转让给兖矿集团有限公司、中国华融资产管理公司、中国信达资产管理股份有限公司、中国建设银行股份有限公司贵州省分行，其中兖矿集团股数最大，达到 1.92 亿股，此后兖矿集团未有减持及其他操作，当前持股比例保持在 11.6%。

图表 1：公司股权控制关系图



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：2017 年 Q1 公司十大股东

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
贵州盘江投资控股(集团)有限公司	961,050,600	58.07%
兖矿集团有限公司	191,972,653	11.60%
中国华融资产管理股份有限公司	16,837,400	1.02%
建设银行贵州省分行	16,201,513	0.98%
海通证券-中融中证煤炭指数分级证券投资基金	6,360,757	0.38%
太平洋资管-农行-卓越财富股息价值股票型	6,167,366	0.37%
农行-富国中证国企改革指数分级证券投资基金	5,529,357	0.33%
四川川投峨眉钒合金(集团)有限责任公司	5,489,820	0.33%
建行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	5,419,688	0.33%
中石油集团公司企业年金计划-工商银行	4,939,328	0.30%
合计	1,219,968,482	73.71%

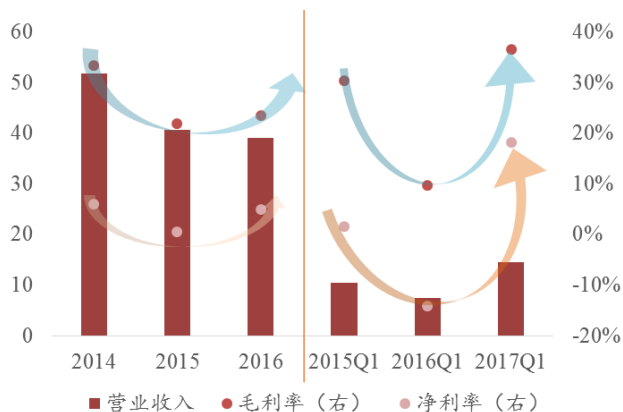
来源：Wind，国联证券研究所

1.2. 2017 业绩大幅回暖，煤炭是主要利润来源

➢ 2017 年煤炭高景气，业绩大幅回暖

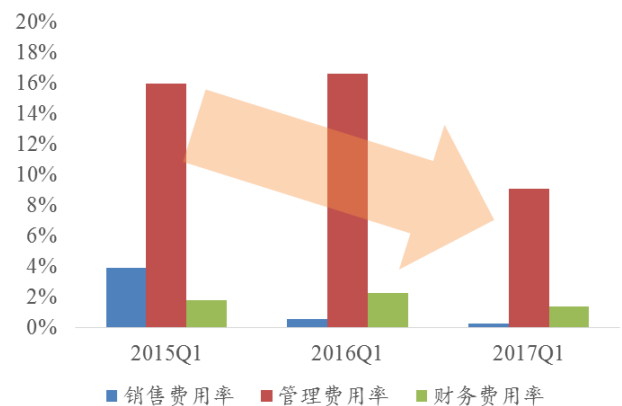
公司 2015 和 2016 年迎来业绩低点，2016 年营收 39.14 亿，连续两年下滑。2016 年毛利率 23.48%，虽然相比 2015 年略有回升，但相比 2014 年 33.29% 仍然有显著差异。2016 年下半年，随着煤炭去产能的严格持行，煤炭行业的供需格局大为改善，带动全行业业绩环比持续改善，进入 2017 年，去产能持续推进，煤炭价格高位维持，2017 年营收和净利同比有显著回暖。公司 2017 年一季度营收 14.52 亿，同比增加 94.90%，净利润 2.64 亿，去年同期亏损 1.06 亿。此外，公司加强内部优化，三费率均有不同程度的下降。

图表3：公司营收及毛利、净利变化



来源：Wind，国联证券研究所

图表4：公司三费变化情况



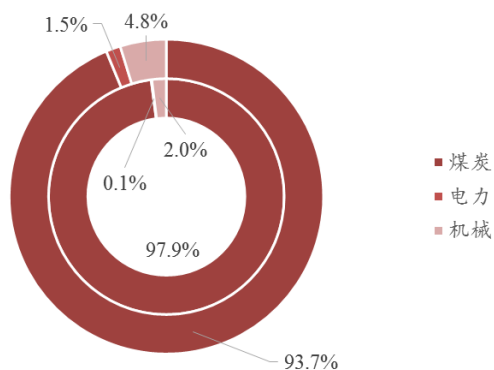
来源：Wind，国联证券研究所

► 煤炭是公司利润最主要来源

公司的主营业务主要有三大块，分别是煤炭、电力和机械业务，从公司的营收结构来看，煤炭贡献营收超过90%，2015年电力占比仅为2%，主要原因是2015年部分电厂环保关停，2016年复产后恢复正常水平。

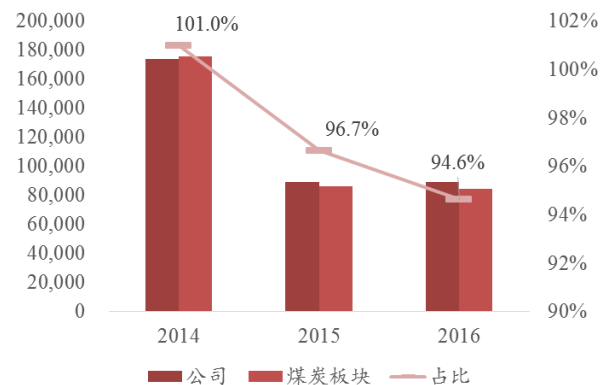
2014年公司电力板块出现亏损，2015和2016年，煤炭板块分别贡献公司总利润的96.7%和94.6%，可以看出煤炭是公司绝对的核心业务。

图表5：公司抵消前营收结构（外，2016，内2015）



来源：Wind，国联证券研究所

图表6：煤炭贡献绝大部分利润



来源：Wind，国联证券研究所

图表7：公司历年煤炭产量

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
原煤(万吨)	1,230	1,355	960	997	925	809
精煤(万吨)	394	417	379	375	332	336
混煤(万吨)	475	489	402	393	391	323

来源：Wind，国联证券研究所

2. 供给侧改革成效显著，煤炭行业反转

2.1. 行业供给持续收缩，长期将步入理性增长

2016年，国家发布了煤炭行业十三五规划，其中关于产量规划提出“化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年左右，到2020年，煤炭产量39亿吨。”相比2016年的34亿吨，年均复合增长率3.5%。

2016年，全国定下2.5亿吨落后产能的去化目标，其中上半年仅完成全年计划的29%，下半年加速执行并超额完成，实际去除产能达到3亿吨。而2016年5月开始，国家更是严格执行276工作日的生产制度，这导致2016年5月开始煤炭供给收缩严重。从煤炭产能上测算截止年底收缩幅度超过23%。2016年全年，中国原煤产量33.64亿吨，同比下降8.71%。2017年，中国继续推进煤炭行业去产能，全年计划退出1.5亿吨。算上年内新增产能，全年产能有望维持平稳，由于年初全面取消了276工作日，2017年初至今煤炭产量呈现恢复性增长，未来数年产量有望缓慢增加。炼焦煤的产量与原煤基本类似，截止2017年5月累计产出1.80亿吨，略高于2016年同期的1.76亿吨。

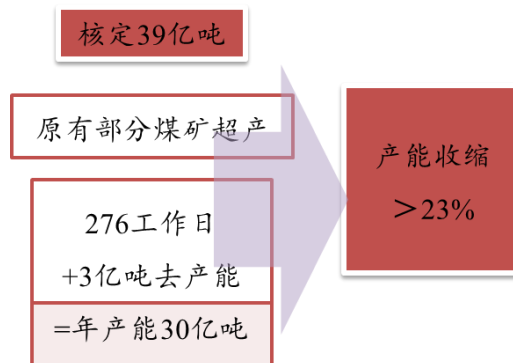
图表8：十三五规划中关于煤炭产量

化解淘汰过剩落后产能**8亿吨/年左右**，通过减量置换和优化布局增加先进产能**5亿吨/年左右**，到2020年，**煤炭产量39亿吨**。

煤炭生产结构优化，煤矿数量控制在6000处左右，120万吨/年及以上大型煤矿产量占80%以上，30万吨/年及以下小型煤矿产量占10%以下。煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，大型煤炭基地产量占95%以上。产业集中度进一步提高，煤炭企业数量3000家以内，5000万吨级以上大型企业产量占60%以上。

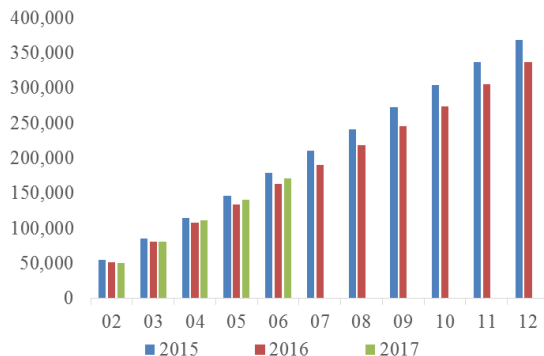
来源：Wind，国联证券研究所

图表9：煤炭去产能超预期



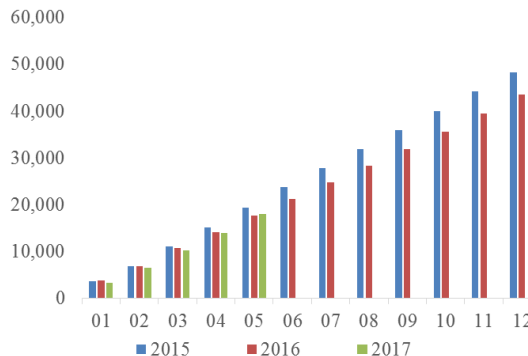
来源：Wind，国联证券研究所

图表10：原煤近三年累计产量



来源：国家统计局，国联证券研究所

图表11：炼焦焦煤近三年累计产量



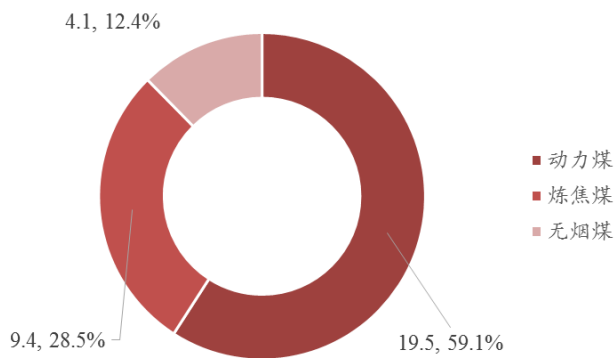
来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 行业需求保持缓慢增长

煤炭主要分为动力煤、炼焦煤和无烟煤，中国国内 2016 年全年产量达到 33 亿吨，其中动力煤 19.5 亿吨，达到 59.1%，炼焦煤 9.4 亿吨，占比 28.5%，无烟煤 4.1 亿吨，占比 12.4%。

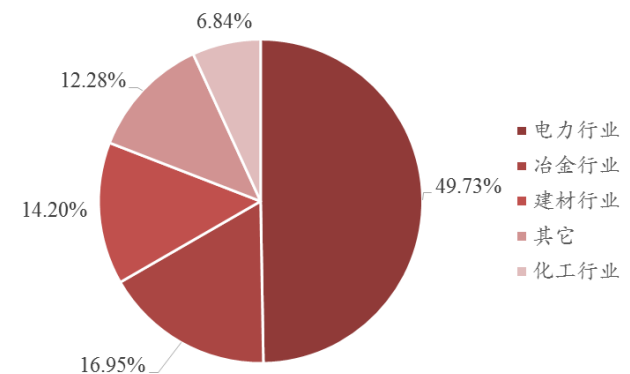
从煤炭的下游应用领域来看，行业集中度较高。其中炼焦煤 97% 用于生产焦炭，再下游则是冶金行业。动力煤和无烟煤的下游行业类似，电力行业占比达到或超过半数，以下分别为冶金、建材和化工行业。

图表 12：2016 年煤炭产量及占比



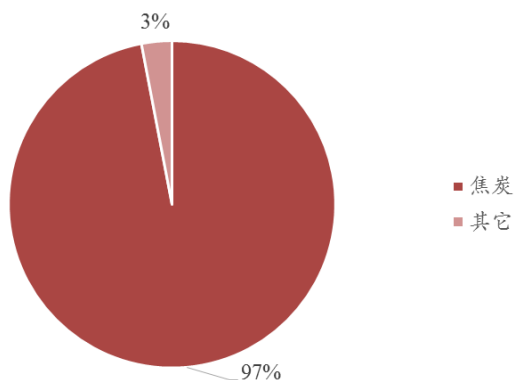
来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表 13：动力煤下游应用结构



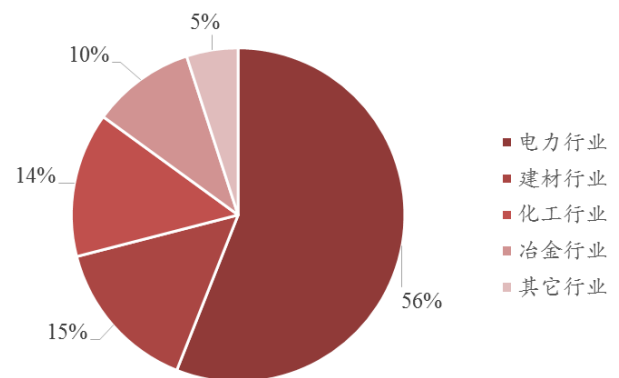
来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表 14：炼焦煤下游应用结构



来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表 15：无烟煤下游应用结构



来源：卓创资讯，国联证券研究所

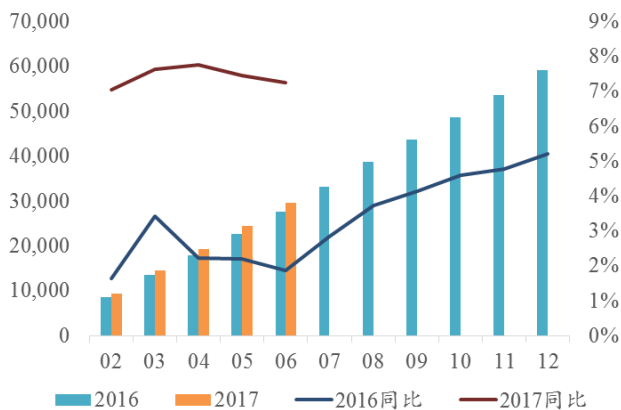
➤ 电力行业：同比大幅增长，火电增幅更大

2016 年，火电发电量同比持续增长，2016 年上半年增幅较小，2016 年下半年后增幅逐月提高。截止 2016 年底，全国发电量 5.91 万亿千瓦时，累计同比增加 5.2%。2017 年，全国发电量出现显著增幅，年初至今同比增速连续维持在 7% 以上，截止六

月，全国总发电量 2.96 万亿千瓦时，同比增加 7.3%。火电发电量的同比增速高于全国总发电量，截止 2017 年 6 月，火电发电量累计达到 2.22 万亿千瓦时，同比增加 7.9%。另外三大主要电力能源中，水电发电量同比持续下降，截止 2017 年 6 月，累计发电量 4613 亿千瓦时，同比的下降 4.1%。风电和光伏的发电量同比大幅增长，风电上半年发电量同比增加 24.6%，光伏发电量同比增加 65.2%。

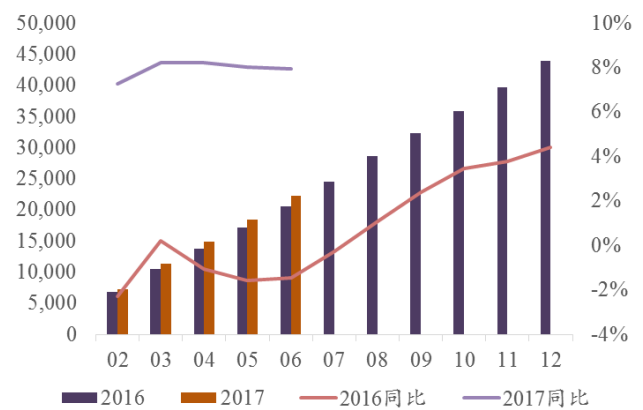
从绝对量上来看，火电仍是最为重要的电力能源。上半年火电发电量占总发电量的 75% 以上。从增量上看，上半年总发电量增加 2003 亿千瓦时，火电的增量达到 1636 亿千瓦时，占比达到 81.7%

图表 16：全国发电量（亿千瓦时）及同比（右）



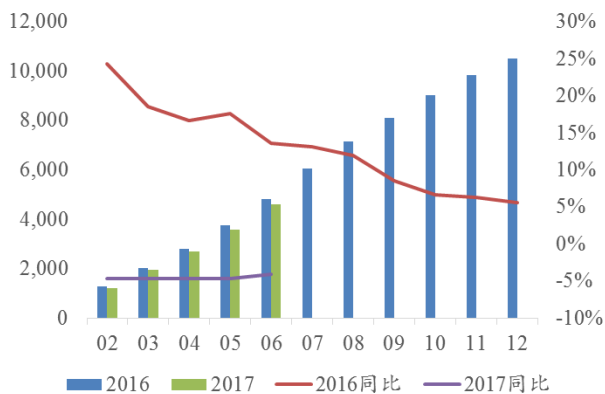
来源：Wind，国联证券研究所

图表 17：火电发电量（亿千瓦时）及同比（右）



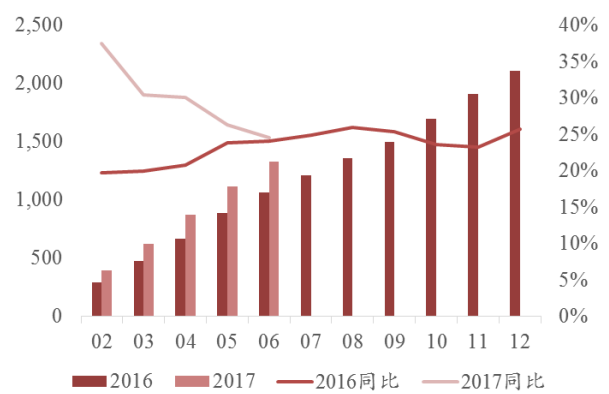
来源：Wind，国联证券研究所

图表 18：水电发电量（亿千瓦时）及同比（右）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 19：风电发电量（亿千瓦时）及同比（右）



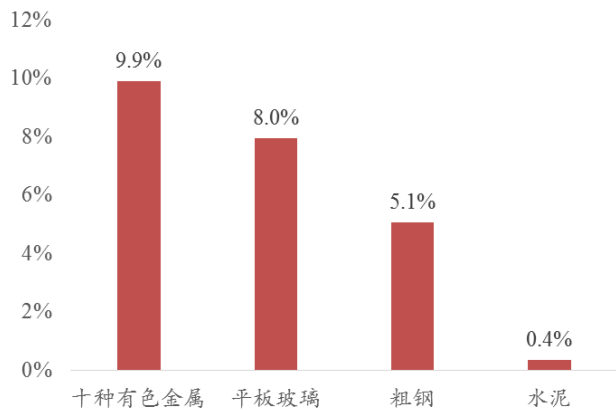
来源：Wind，国联证券研究所

► 建材、冶金、化工产量大幅增长

煤炭的其它下游主要是建材、冶金和化工行业。从 2017 年上半年各产品的产量来看，十种有色金属整体产量同比增加 9.9%。达到 2760 万吨；平板玻璃半年度产量 4.14 亿重量箱，同比增加 8.0%；此外，粗钢和水泥的产量同样出现增长，同比分别

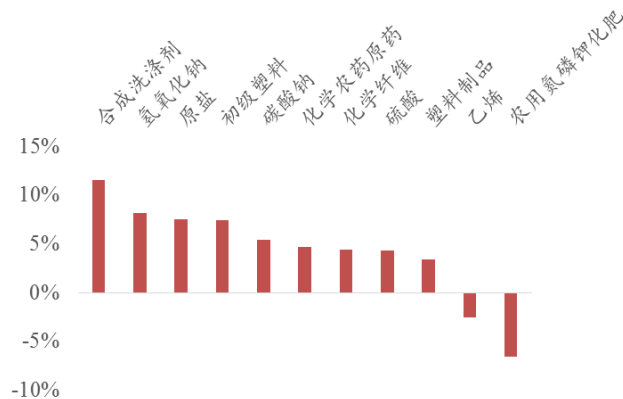
增加 5.1%和 0.4%。十一个主要化工品中，只有乙烯和农用化肥产量同比略有下降，其余品种均有不同程度的增加。

图表 20: 17H1 钢铁、建材、有色冶金产量同比增长



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 17H1 化工行业主要产品产量同比多数增长



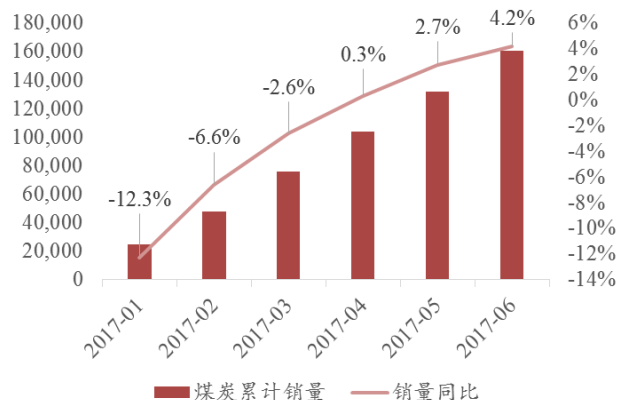
来源: Wind, 国联证券研究所

► 煤炭需求同比提升，进口量大幅增加

下游行业产量的增加直接提升了上游原材料的需求，其中也包括煤炭。煤炭的消费量维持高位，上半年除 1 月同比下滑 12.3% 之外，随后 5 月煤炭销量同比均呈正增长，煤炭的累计销量上，同比增速持续增加，截止 2017 年 6 月，煤炭销量累计达到 16.05 亿吨，同比增加 4.2%。

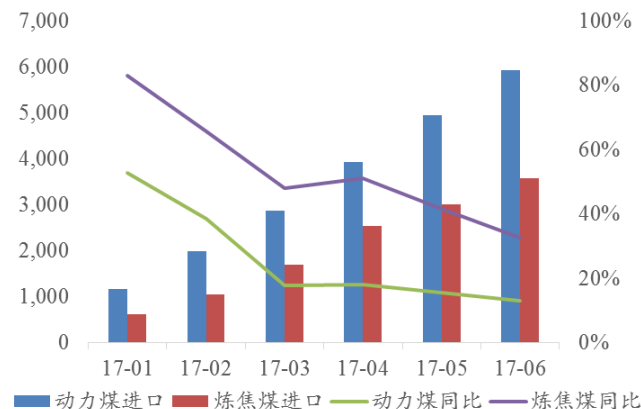
由于国内供给收缩和消费的增长，导致供需缺口增大，2017 年，动力煤和炼焦煤的进口量同比均大幅增加。截止 6 月底，动力煤和炼焦煤的进口量分别达到 5938 万吨和 3582 万吨，同比增幅分别达到 12.9% 和 32.5%。

图表 22: 2017 煤炭累计销量 (万吨) 及同比 (右)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 煤炭进口量 (万吨) 及同比 (右)



来源: Wind, 国联证券研究所

► 经济回暖，煤炭价格可持续高位

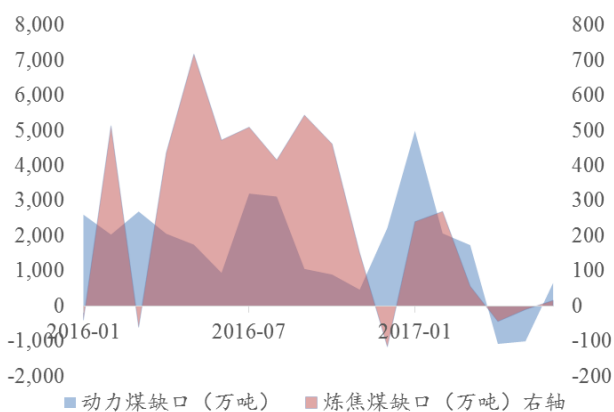
在国内全面放开 330 工作日制度以及煤炭进口量同比大幅增长的情况下，国内煤炭市场的供需相对比较宽松，但 2017 年初至今供需持续紧张，过剩量持续下降，4 月

和5月出现了煤炭短缺的情况，6月处于微平衡状态。

发电集团的煤炭库存从2017年初开始持续上升，当前库存比去年同期略高，但相比2015年同期仍少了约100万吨。7月广州港和秦皇岛港的库存环比上升，曹妃甸港库存持续下降。当前库存水平高于去年同期，但相比2015年，仍处于低位。

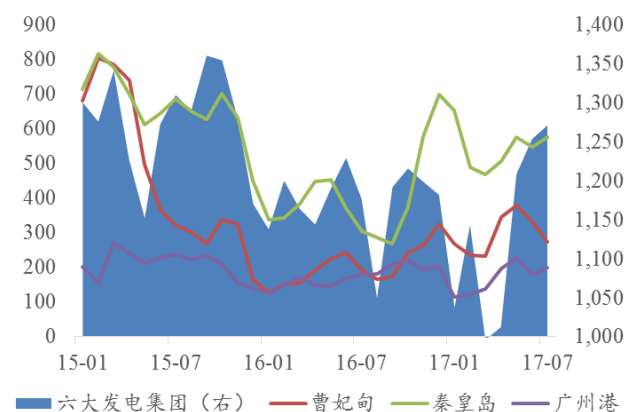
煤炭市场景气指数和煤炭市场预期指数走势几乎相同，同时领先价格3个月左右的时间。进入2017年市场景气指数和市场预期指数虽有波动，但持续高于2014年至2016年上半年。结合17年上半年GDP增速维持在6.9%的相对高位，我们认为经济复苏仍在持续，对应煤炭需求有确定增速，煤炭价格有望维持在较高位置。

图表 24：煤炭缺口（万吨）



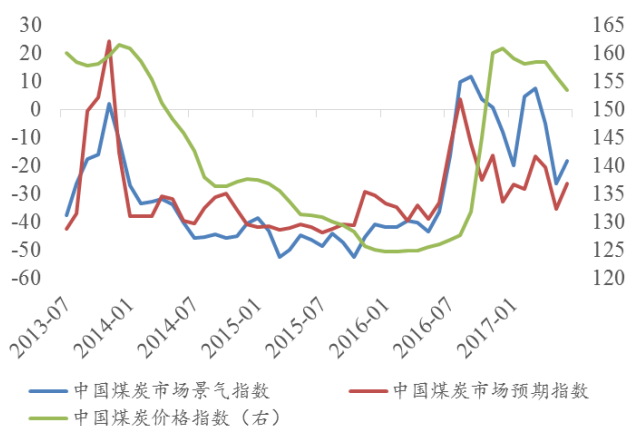
来源：Wind，国联证券研究所

图表 25：煤炭库存情况（万吨）



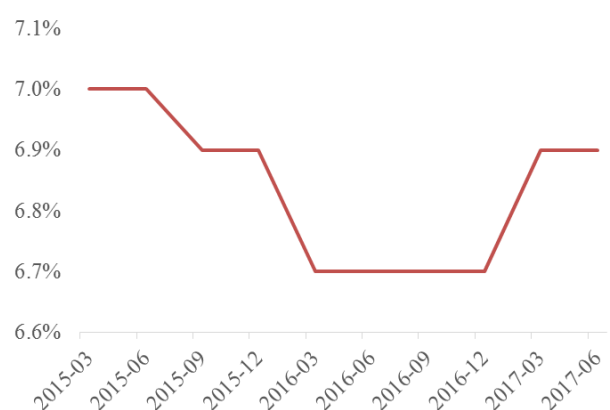
来源：Wind，国联证券研究所

图表 26：煤炭市场相关指数（左）及价格指数（右）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：GDP 同比增速



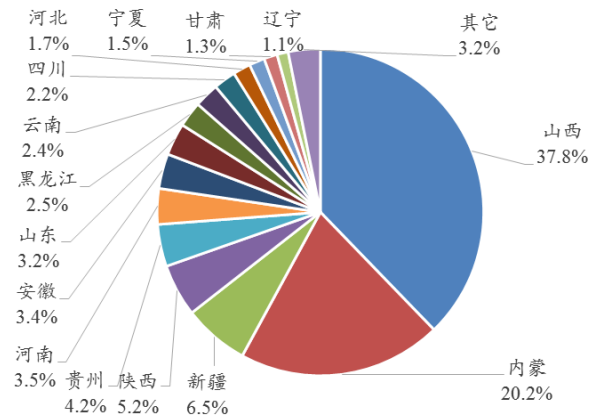
来源：Wind，国联证券研究所

2.3. 贵州作为煤炭输出省份，产量有望保持增长

贵州在全国范围内煤炭储量排名第五，占比达到4.2%，次于山西、内蒙、新疆和陕西。在炼焦煤储量方面，贵州仅次于山西和安徽，位列第三，占比达到6%。而且，

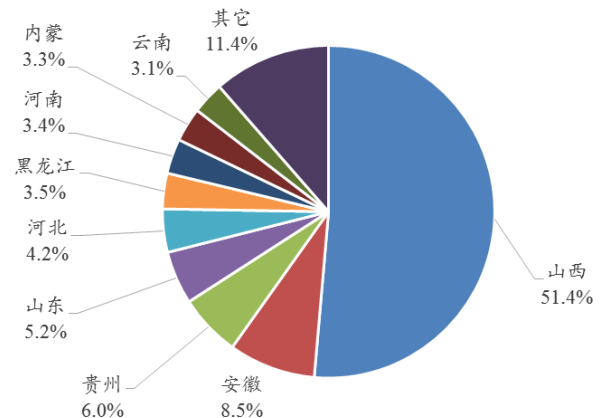
中国埋藏深度在 1000 米以内的炼焦煤资源 80% 分布在山西省和贵州省，可以说贵州省作为我国西南的煤炭大省，不管是在储量、产量还是资源禀赋方面都具有显著优势。

图表 28：全国煤炭储量 (2015)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 29：全国炼焦煤储量 (2012)



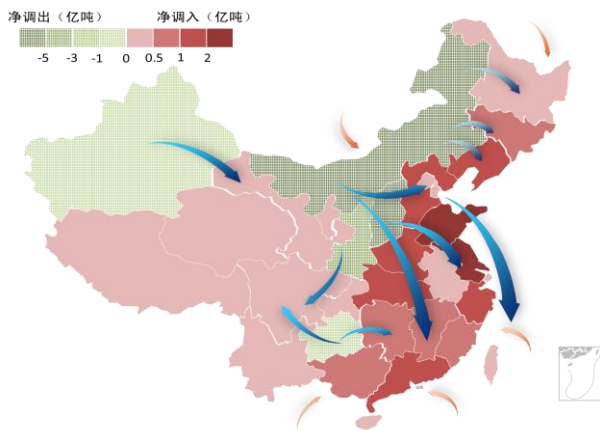
来源：国联证券研究所整理

➤ 十三五规划，煤炭与煤层气同步发展

上大压小，煤矿整合优化，产能持续增加

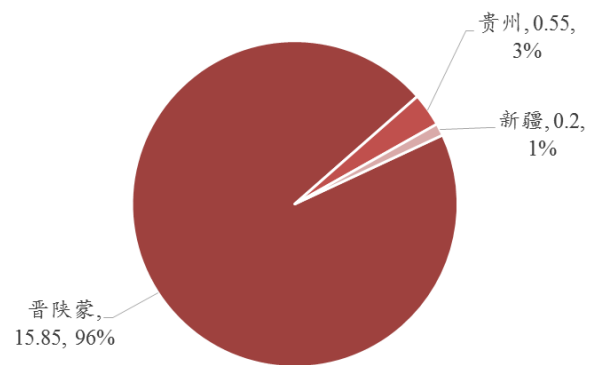
在煤炭行业十三五规划中，明确提到了贵州作为煤炭五大输出省的地位，计划到 2020 年，贵州省规划完成 9 万吨/年、15 万吨/年煤矿的兼并重组，保留 750 处煤矿，所有煤矿达到 30 万吨/年的规模。而且要求机械化程度达到 100%，全省年产出 1.9 亿吨，年净调出煤炭 0.55 亿吨，主要调往云南、湖南、广东、广西、四川和重庆等地。

图表 30：全国五省煤炭净调出



来源：煤炭“十三五”规划，国联证券研究所

图表 31：十三五规划煤炭净调出省份



来源：煤炭“十三五”规划，国联证券研究所

在实现路径上，去产能和先进产能释放将同步进行。2016 年贵州退出煤矿 147 座，对应产能 2376 万吨。从贵州省公布的《煤炭行业淘汰落后产能三年攻坚行动实施方案》来看，2017 年到 2019 年仍有大量煤矿持续退出，四年共计退出煤矿 586 座，涉及产能近 9000 万吨。同时，也有部分煤矿进行改造，新建煤矿投产。按计划，未来四年将有 257 座煤矿改造或新建完成，结合煤矿产能利用率的提升，未来四年贵州省的煤炭产量将保持稳定上涨。

图表 32：“十三五”期间贵州煤炭产能退出计划

年份	关闭矿井数	关闭产能 (万吨)
2016	147	2376
2017	204	2010
2018	114	1710
2019	121	2691

来源：国联证券研究所整理

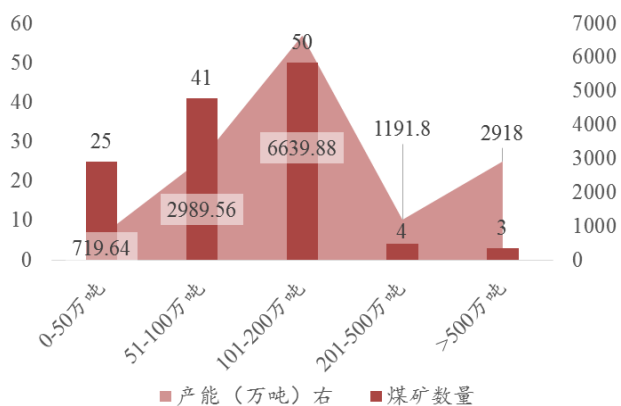
图表 33：“十三五”期间贵州煤炭预计产量

年份	改造或新投 矿井数	提高 利用率	预计产量 (亿吨)
2017	13	5pct	1.23
2018	66	5pct	1.48
2019	132	5pct	1.76
2020	46	7pct	1.92

来源：国联证券研究所整理

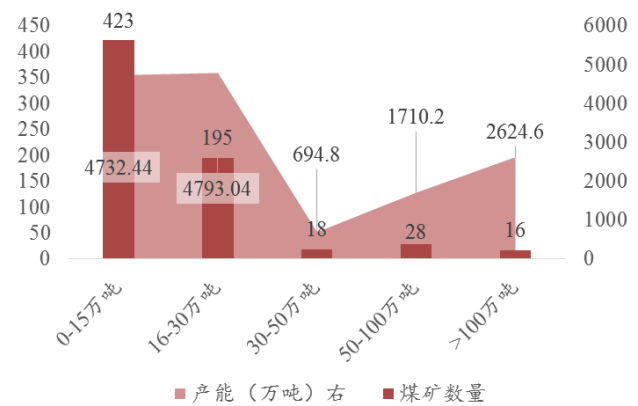
贵州 123 个煤炭企业中，只有 7 个煤炭企业的产能大于 200 万吨，而 100 万吨以下的煤炭企业达到 66 个，占比超过 50%。具体到煤矿层面，全省目前 680 个煤矿，有 618 个煤矿的产能在 30 万吨以下，全省核定产能约 1.46 亿吨，其中 30 万吨以下煤矿共计产能接近 1 亿吨。可以看到小煤矿的数量占比和产能占比都非常大。在行业整体向大型集约化发展的过程中，小煤矿的退出和重组是大势所趋。

图表 34：贵州煤炭规模按企业统计



来源：国联证券研究所整理

图表 35：贵州煤炭规模按煤矿统计



来源：国联证券研究所整理

开展煤层气的勘探开发

云贵地区煤层气储量达到 3.47 万亿立方，占全国储量约 10%，在全国范围内区域储量仅次于鄂尔多斯地区、沁水地区、和准噶尔地区，属于资源十分丰富的区域。

单看贵州省，煤层气资源深度在 2000 米以内，含气量大于 4 立方/吨的可采煤层气地质资源量达到 3.15 万亿立方，其中在深度在 1500 米以内的资源量达到 2.3 万亿立方，资源量位列全国各省第二，占华南聚气区煤层气资源总量的 76.34%。十三五规划中，明确提出了开展贵州织金地区的煤层气勘查工作和贵州六盘水地区的煤层气开发工作。

图表 36：“十三五”规划煤层气

煤层气勘查

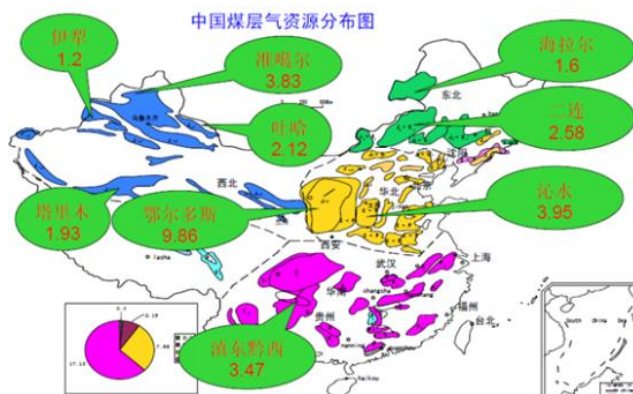
山西沁源、保德、临兴、石楼，内蒙古石拐、霍林河，陕西韩城，四川筠连，贵州织金，新疆碱沟、艾维尔沟等

煤层气开发

山西柿庄南、古交、柳林、马必、三交，贵州六盘水、毕节，陕西韩城南、彬长，新疆阜康等

来源：“十三五”规划，国联证券研究所整理

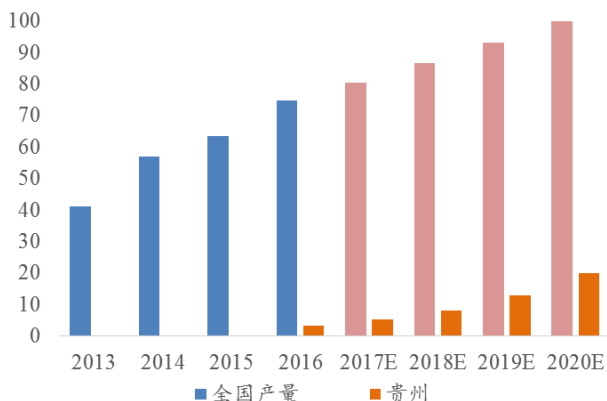
图表 37：中国煤层气分布（万亿立方）



来源：国联证券研究所整理

2016 年，全国煤层气产量达到 74.8 亿立方，按照十三五规划，2020 年计划全国煤层气产量达到 100 亿立方，按此规划，包括 2017 年在内，年均复合增长率需要达到 7.5%。就贵州省来看，2016 年煤层气产量约 3.4 亿立方，计划到 2020 年产量达到 20 亿立方，复合增长率需达到 55.9%。未来煤层气同样将成为贵州大力发展的项目。

图表 38：中国煤层气产量及预测（亿立方）



来源：中商产业研究院，国联证券研究所整理

图表 39：贵州煤层气开发现状（截止 2015）

序列	公司	进度
1	格瑞克&胜利油田	2口井
2	山东能源新矿集团 香港中华煤气易高	2个瓦斯抽放孔
3	中石化华东分公司	20井+1口U型井
4	盘江投资控股	9口井
5	西南能矿页岩气	3口井，布局100口

来源：中商产业研究院，国联证券研究所整理

2.4. 贵州“十三五”期间经济有望保持高速增长

➤ 新老结合，贵州经济多点开花

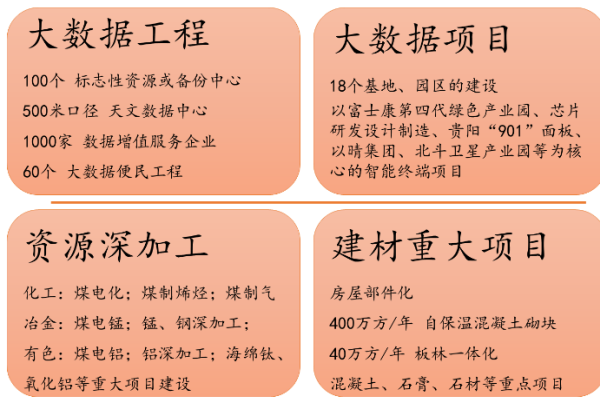
贵州已经成为国家大数据中心，“十三五”期间计划引进国内外、行业级、央企或标志性数据资源或容灾备份中心 100 个，依托“云上贵州”和贵阳大数据交易所，培育大数据交换交易产业。推进大数据专业人才培养基地和研发中心建设，发展大数据教育培训研发产业，在全省各地建设 18 个以大数据为主导的产业聚集区、软件园、产业基地，并发展以富士康、以晴集团和北斗为核心的智能终端产业。

在传统工业方面，资源深加工和新型建材将成为主要发展方向。依托省内丰富的煤炭资源，贵州将广泛拓展煤化工和煤-电-下游一体化项目建设，包括煤电锰、煤电铝，煤电化等，并对铝、锰、钢的深加工进行积极开发；此外贵州还将积极发展新型

建材行业，为本省和周边的城镇一体化提供原材料保障。

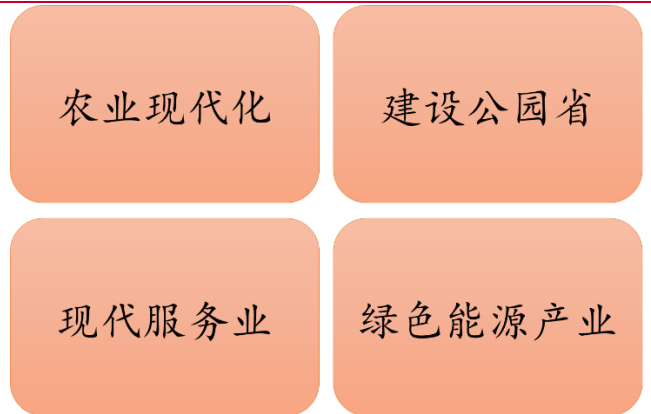
此外，贵州在“十三五”期间还将重点建设现代化农业、服务业，打造全省旅游成为公园省，大力发展绿色能源产业。

图表 40：大数据和传统产业升级



来源：贵州“十三五”规划，国联证券研究所整理

图表 41：



来源：贵州“十三五”规划，国联证券研究所整理

► “十三五”期间保持 10% 以上的年均增速

“十二五”期间贵州 GDP 保持高速增长，年均增幅达到 12.5%，第二产业年均增速达到 14.5%。进入“十三五”，全国经济 L 型筑底，GDP 力争保持 6.5% 的增速，贵州的同比增速也将略有下滑，但相比全国平均水平仍处于较高位置。

根据贵州“十三五”规划目标，预计 2020 年全省 GDP 将达到 1.8 万亿元，年均增速保持在 10% 左右，其中第二产业和第三产业都将保持 11% 左右的年均增速。固定资产投资预计将达到 2.1 万亿元，年均增速达到 15% 以上。

经济的发展离不开电力，贵州省预计投产的有织金、茶园、六枝、普安、大方二期、黔西二期、兴仁、安顺三期、华润毕节电厂和习水二郎等电厂；此外还规划建设煤电一体化电厂、低热值电厂和乌江水电等项目。

图表 42：贵州“十三五”规划目标

指标名称	2015年	2020年E	年均增长 (%)
地区生产总值 (亿元)	10502.56	18000 (力争20000)	10左右
第一产业 (亿元)	1640.62	2100	5
第二产业 (亿元)	4146.94	8200	11左右
第三产业 (亿元)	4715	8700	11左右
人均地区生产总值 (元)	29900	50930	10左右
固定资产投资 (亿元)	10676.7	21000	15以上

来源：贵州“十三五”规划，国联证券研究所整理

图表 43：贵州“十三五”规划电力建设

建成投产织金、茶园、六枝、普安、大方二期、黔西二期、兴仁、安顺三期、华润毕节（黔西、大方）电厂、习水二郎等电厂；规划建设产业耦合度高、市场前景好的煤电一体化电厂及低热值电厂，积极推进建设乌江水电深度开发（抽水蓄能）项目。

来源：贵州“十三五”规划，国联证券研究所整理

3. 公司煤电持续发展，有望成为区域整合平台

3.1. 区域煤炭龙头地位稳固

在公布的全国煤炭企业中，排名前列的多处于山西、山西、内蒙等地，相比而言，西南、华南区域产量相对较少。2015年统计的全国煤炭50强企业中，西南和华南地区共有四个企业上榜，盘江股份为主体的盘江国有资本运营有限公司以2016亿元排全国第26位，在区域内仅次于重庆市能源投资集团。另一方面，从2015年统计的全国煤炭产量50强企业排名来看，整个西南和华南地区盘江国有资本运营有限公司在产量上排第三，仅次于四川煤炭产业集团和重庆市能源投资集团。

从贵州本省的产能统计来看，盘江精煤股份有限公司以1373.8万吨的产能排名第一，贵州水城矿业以1027.6万吨的产能排名第二。全省千万吨产能的企业仅此两家。排名第三的充矿贵州能化属于充矿集团旗下，产能516.6万吨；第四的永贵能源属于河南煤业化工集团旗下，产能473.4万吨；第五位的六枝工矿集团属于国有独资，产能277.4万吨。6-10位的煤炭企业产能均低于250万吨，且都属于民营性质。

综合来看，盘江股份在广大的西南、华南地区，尤其在贵州省内，都属于绝对的煤炭龙头。

图表44：全国煤炭50强西南区域排名（2015）

排名	煤炭企业50强（西南地区）	营收	单位
19	重庆市能源投资集团	360.08	亿元
26	盘江国有资本运营有限公司	205.98	亿元
33	贵州水矿控股集团	107.81	亿元
47	百色百矿集团	44.73	亿元

排名	煤炭产量50强（西南地区）	产量	单位
39	四川煤炭产业集团	1293	万吨
40	重庆市能源投资集团	1286	万吨
41	盘江国有资本运营有限公司	1096	万吨
45	贵州水矿控股集团	930	万吨

来源：煤炭资源网，国联证券研究所

图表45：贵州地区煤炭企业排名

公司	公司性质	产能（万吨）
贵州盘江精煤股份有限公司	国资控股	1373.8
贵州水城矿业股份有限公司	国资控股	1027.6
充矿贵州能化有限公司	中外合资	516.6
永贵能源开发有限责任公司	国资	473.4
六枝工矿（集团）有限责任公司	国资	277.4
贵州鲁中矿业有限责任公司	民营	226.8
贵州飞尚能源有限公司	民营	214.2
贵州黔宜能源集团有限公司	民营	191.5
贵州贵能投资股份有限公司	民营	189.0
贵州邦达能源开发有限公司	民营	189.0

来源：国联证券研究所整理

3.2. 扩产+并购预期，未来有望大幅增产

➤ 储量丰富，马依、恒普保障公司长远发展

公司目前有七大煤矿，其中在产煤矿5个，分别是火铺矿、月亮田矿、山脚树矿、土城矿和金佳矿，合计资源储量17.21亿吨，可采储量10.55亿吨。公司另有两大煤矿待建，分别是马依公司和恒普公司，截止2016年底，马依和恒普的煤炭资源量分别达到32.19亿吨和12.57亿吨，远高于现有煤矿的资源储量。

从公司披露的在建工程中，可以看到马依和恒普煤矿的建设正在积极进行，未来

三到五年有望逐步放量,金佳矿井巷工程的建设同样将支撑公司中长期的产出。另外,矿井开拓延伸工程即将完成,对公司中短期的煤炭产出形成支撑。

图表 46: 盘江股份煤炭储量 (2016)

主要矿区	资源储量 (吨)	可采储量 (吨)
火铺矿	308,820,000	187,950,000
月亮田矿	144,970,000	95,960,000
山脚树矿	342,230,000	180,070,000
土城矿	412,370,000	263,920,000
金佳矿	512,160,000	327,290,000
马依公司 (待建)	3,218,750,000	
恒普公司 (待建)	1,257,150,000	
合计	6,196,450,000	1,055,190,000

来源:公司公告,国联证券研究所

图表 47: 盘江股份主要在建工程及进度

项目名称	预算数 (万元)	期末余额 (万元)	工程进度
马依基建项目	224,800	108,655	49%
恒普基建项目	204,000	30,203	15%
金佳矿佳竹箐采区井巷工程	42,347	8,004	19%
矿井开拓延伸工程	18,000	9,706	92%

来源:公司公告,国联证券研究所

贵州盘江马依煤业项目设计总规模为 1080 万吨/年,项目分两期建设,一期工程 480 万吨/年,马依西一井和马依东一井各 240 万吨/年,二期工程 600 万吨/年,马依西一井和马依东一井各 300 万吨/年。截止 2016 年 12 月,该项目累计完成投资 112,218.09 万元。2014 年 5 月,国家发改委批复了《贵州盘江矿区南区总体规划》,2016 年公司制定了《贵州盘江马依煤业有限公司马依西一井化解过剩产能方案》,目前方案待批。

贵州盘江恒普煤业项目建设规模为 420 万吨/年,分为发耳二矿西井 240 万吨/年、发耳二矿东井 180 万吨/年,矿井计划分期建设,先期开发发耳二矿一期(90 万吨/年,属西井范围),截止 2016 年累计完成投资 30,473.02 万元。该项目于 2014 年 9 月底,取得发耳二矿西井一期(90 万吨/年)的核准批复文件《贵州发展改革委关于水城县发耳二矿一期工程(90 万吨/年)项目核准的批复》(黔发改能源〔2014〕1708 号),2015 年 8 月取得《初步设计批复》,2016 年 6 月取得贵州煤监局《安全设施设计》批复,2017 年 3 月发耳二矿一期(90 万吨)项目化解过剩产能方案(即减量置换方案)获得贵州省能源局批复(黔能源煤炭〔2017〕31 号)。

基于目前产能和远景规划,公司原煤产能有望达到 2300 万吨,相较于当前 810 万吨的产量,增幅超过 180%。

➤ 控股股东旗下仍有煤矿资产,外延并购值得期待

贵州煤矿中,盘江股份相关的有 8 个,其中盘江股份下属 5 个在产煤矿,控股股东旗下盘南煤炭两个煤矿,以及盘江股份持股 35%松河煤业。在煤矿产能上,盘江股份相关的煤矿具有显著规模优势,贵州前十大煤矿中,盘江股份相关的占据 6 个,且所有 8 个都在前 20 大煤矿中。

盘江股份当前在产的煤炭产能 835.8 万吨,股东旗下的盘南煤炭 336 万吨,另有松河煤业 202 万吨。公司 2009 年曾经披露,由于究矿贵能存在退出可能,暂时不适合将盘南煤炭的股权注入上市公司,同时盘江煤电承诺待盘南煤炭的股权调整完成

后，即将盘南煤炭的股权注入盘江股份。

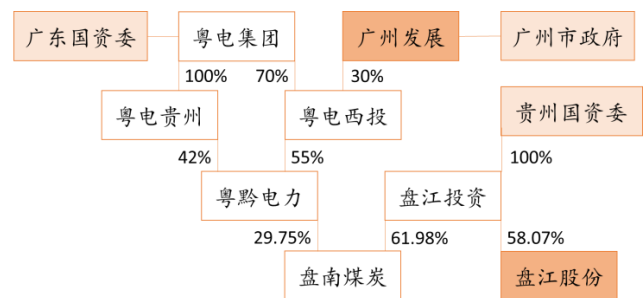
从公司的投资人变更信息来看，2014年12月，盘江煤电更名为盘江投资，另外三个股东分别是贵州省煤田地质局，粤黔电力和充矿贵能。2015年3月10日，充矿贵能退出，公司的股东变更为盘江投资、粤黔电力和贵州省煤田地质局三个，并延续至今。从盘南煤炭的股权结构看，盘江投资控股持股61.98%，粤黔电力持股占比29.75%，而最终的实际控制人是贵州国资委、广东国资委和广州市人民政府。当前盘南煤炭股权变更告一段落，煤矿并购或将提上日程。

图表 48：盘江精煤股份有限公司旗下在产煤矿

盘江股份相关煤矿	盘江股份持股比例	产能
盘江精煤火烧铺煤矿	100%	201.6
盘江精煤金佳煤矿	100%	151.2
盘江精煤山脚树煤矿	100%	151
盘江精煤土城煤矿	100%	235
盘江精煤月亮田煤矿	100%	97
盘南煤炭响水煤矿播土区	0%	252
盘南煤炭响水煤矿河西采区	0%	84
松河煤业松河煤矿	35%	202

来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表 49：盘南煤炭股权结构



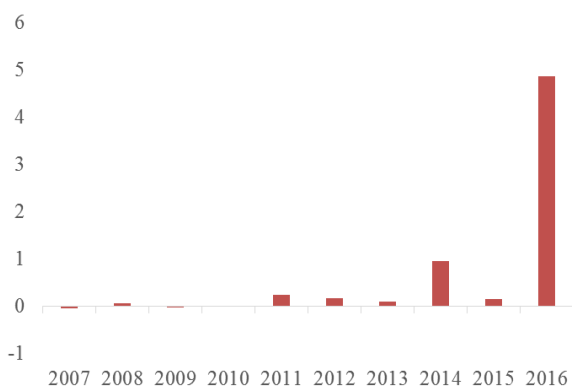
来源：天眼查，国联证券研究所整理

3.3. 计提损失轻装上阵，拥抱行业景气周期

➤ 2016 年底计提 4.88 亿资产减值损失

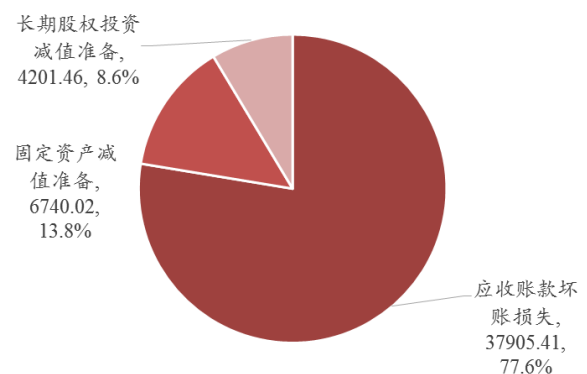
公司 2016 年底大幅计提资产减值，为公司上市以来首次，此前公司仅在 2014 年计提近 1 亿资产减值损失，其中包括 6056.6 万元坏账损失和 2688.5 万元固定资产减值损失。2016 年，公司计提 4.88 亿资产减值损失，其中由于下游钢铁、焦化企业的持续亏损导致公司计提 3.79 亿坏账损失；由于煤矿退出计提资产残值 6740.02 万元；由于投资子公司发展受限计提减值准备 4201.5 万元。

图表 50：公司历年资产减值损失



来源：Wind，国联证券研究所

图表 51：2016 年资产减值结构



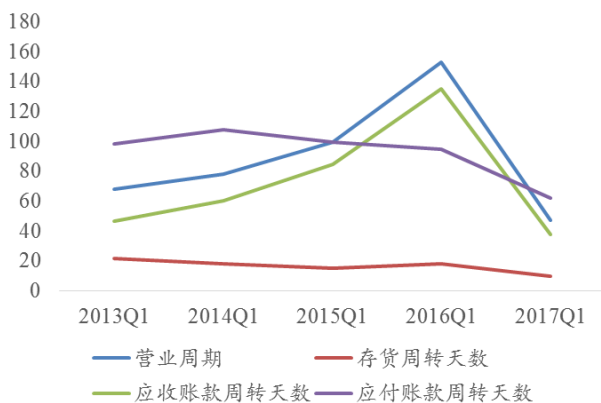
来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 公司当前经营状况良好，偿债能力逐渐改善

受益于整体的经营环境改善和公司自身管控优化，公司营运能力有很大提高：营业周期、存货周转天数、应收和应付账款周转天数均达到近五年同期低点。此外，流动资产周转率、总资产周转率、非流动和固定资产周转率则均达到近五年同期高点。

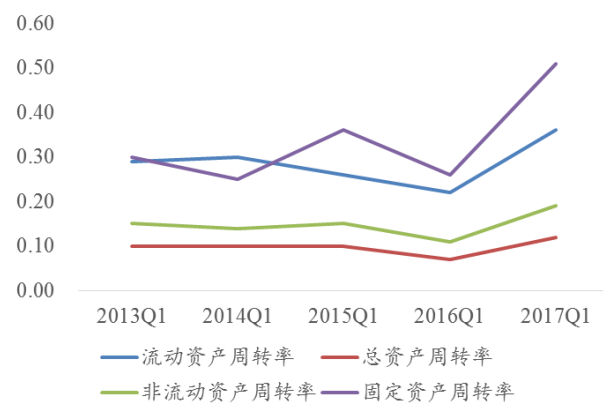
公司的资产负债率一直维持在 40% 左右，几乎没有波动，长期资本负债率则始终维持在 20% 左右，环比略有下降。另一方面，公司的偿债能力环比有显著改善，流动比率和速动比率在 2016 年底触底后迅速回升。而 EBIT/利息费用的已获利息倍数环比持续改善。

图表 52：主要周转天数指标均显著下降



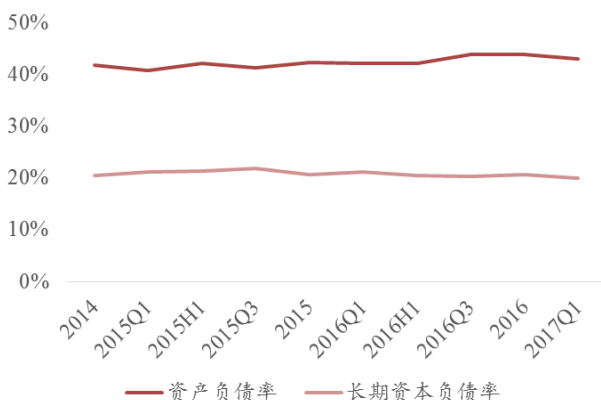
来源：Wind，国联证券研究所

图表 53：主要周转率指标显著下降



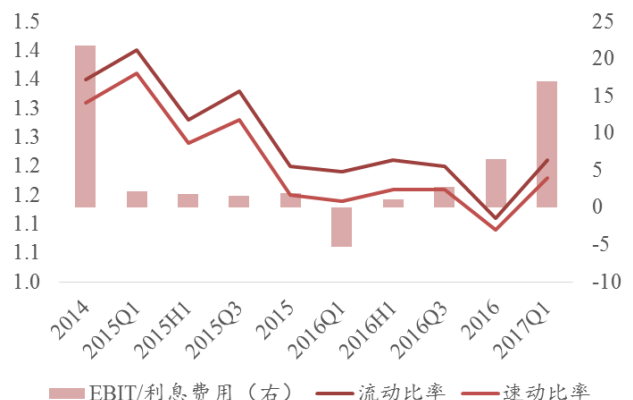
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 54：资产负债率平稳维持



来源：Wind，国联证券研究所

图表 55：偿债能力逐渐改善



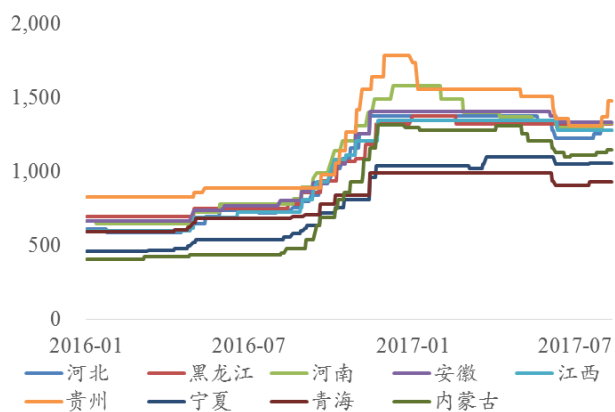
来源：Wind，国联证券研究所

4. 业绩弹性：估值偏低，当前规模下弹性有限

4.1. 下游去产能致市场更趋一体化，云贵区位优势有望保持

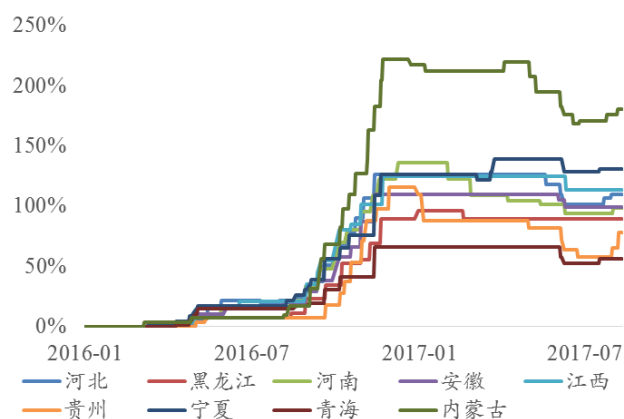
从绝对的价格上可以看到，2016 年以来，贵州地区主焦煤车板价格高于全国大多数煤炭产地，主要原因是公司所处的局部市场环境相对割裂，贵州地区的焦煤具备相对垄断性。随着供给侧收缩，全国煤炭价格普遍上涨，这一特点或将逐渐减弱，2016 年以来，9 个主焦煤产地车板价涨幅中贵州省煤炭价格涨幅位居第 8，涨幅居后。

图表 56：主焦煤车板价



来源：Wind，国联证券研究所

图表 57：主焦煤车板价涨幅

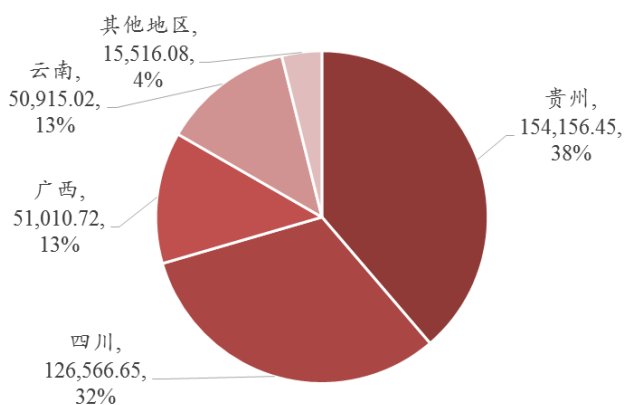


来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 当前仍处局部资源垄断

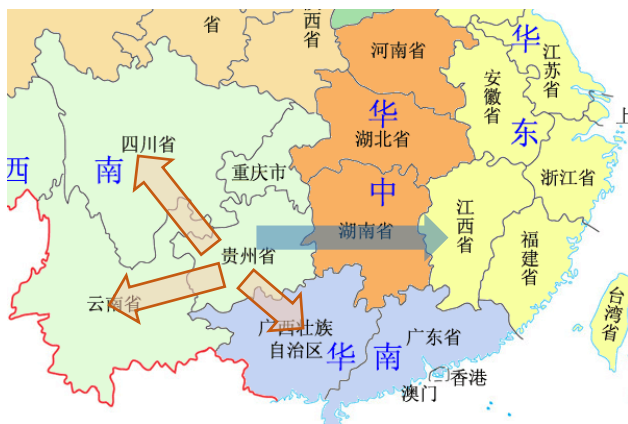
2016 年公司的煤炭营收中，贵州地区营收 15.4 亿，占比 38%。四川地区 12.7 亿，占比 32%，广西和云南分别占比 13%。由于四大省区 2016 年精煤需求不旺，公司积极开发新市场，其他区域的营收新增 1.1 亿达到 1.55 亿元，占比 4%。

图表 58：公司 2016 年煤炭销售区域（万元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 59：公司业务辐射省区

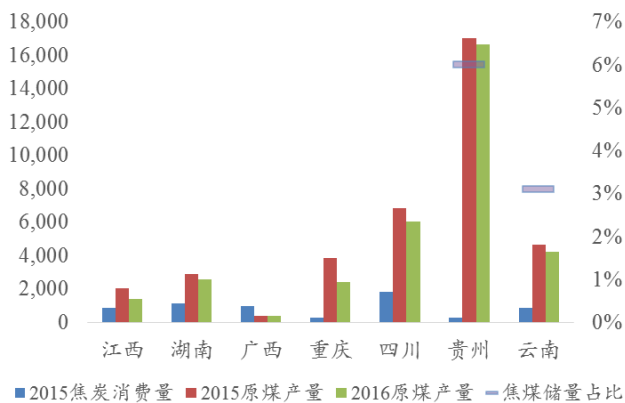


来源：公司公告，国联证券研究所

从公司的主要销售地区供需情况来看，四川、江西、湖南、广西和重庆几乎没有炼焦煤储量，其焦炭消费量所对应的炼焦煤需求几乎全部依赖于外省采购。从地理位置上看，这几个省份或是靠近南部港口，或是靠近北部焦煤主产区，虽然贵州与四川、

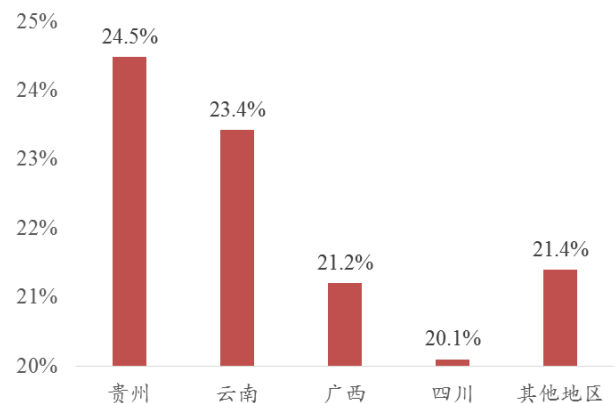
广西、湖南等省份接壤，但面临外部竞争，地理位置带来的运费优势并不明显，从毛利率上也可以看到，销往这些省份的毛利率相对偏低；而贵州本省和云南的毛利率相对较高，主要原因是贵州本省自产自销，运费极低，云南相对远离港口和其它焦煤产地，竞争较弱。

图表 60：公司煤炭销售省份供需及储量（右）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 61：公司煤炭分区域毛利情况



来源：公司公告，国联证券研究所

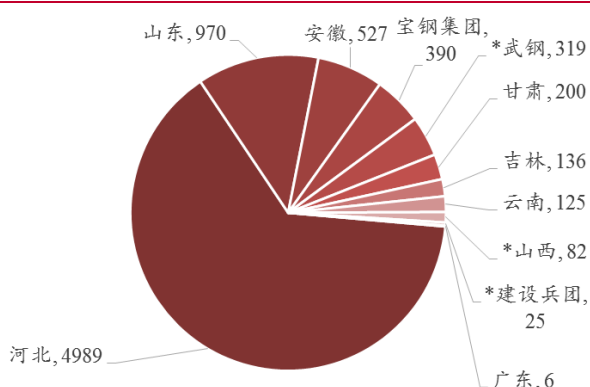
➤ 未来市场趋于一体化，云贵区位优势有望保持

供给方面，国家确定了晋陕蒙黔新为煤炭输出省的地位，行业年均保持 3.4% 左右的产量增速。需求方面，钢铁行业十三五规划同样实行去产能，各省去除产能不尽相同，但可以预见行业当前的产能布局必将被打破，随之而来的将是焦炭，最终演变为炼焦煤的需求端布局的变化，贵州和其它四省对供给重叠省份的交互将更加频繁，市场更加趋于一体化，从而加剧竞争。

另一方面进口煤炭对国内煤炭市场的冲击将加剧，进口煤与国产煤的相互制衡也将进一步加剧，长期来看，我们认为国内煤炭，尤其是炼焦煤的产地价差将逐渐缩小。

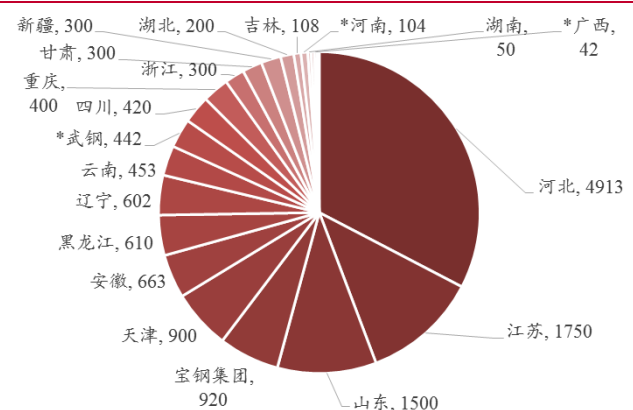
对于盘江股份而言，营收占比超过 50% 的贵州和云南仍有较为明显的运输成本优势，公司作为区域龙头，有望以规模优势持续扩大市场份额，从而保持区域内相对较高的毛利和业绩。

图表 62：炼铁去产能规划（万吨）



来源：西本新干线，国联证券研究所

图表 63：炼钢去产能规划（万吨）



来源：西本新干线，国联证券研究所

4.2. 弹性较弱，估值具备比较优势

公司计划 2017 年商品煤销量 670 万吨，其中精煤 350 万吨，混煤 320 万吨，与 2016 年基本持平。根据同行业上市公司公布的 17 年产量计划结合一季报披露业绩，我们对同行业上市公司的估值和弹性进行梳理，盘江股份在弹性上同样稍显不足，在但估值方面处于行业低位，具有比较优势。

图表 64：同行业上市公司估值及弹性【均假设税后价涨 100 元/吨】对比（煤炭销量为自产煤销量预估）

	EPSQ1年化	PE年化	EPS一致预期	PE一致预期	精煤销量E (万吨)	混煤销量E (万吨)	焦炭销量E (万吨)	合计EPS弹性
601101.SH 昊华能源	1.04	9.7	0.79	12.70	800			0.41
600395.SH 盘江股份	0.64	12.5	0.51	15.64	350	320		0.34
601666.SH 平煤股份	0.54	13.5	0.56	12.87	900	1250		0.97
600508.SH 上海能源	0.92	13.8	0.72	17.71	550	100		0.29
601699.SH 潞安环能	0.68	14.4	0.83	11.88	1150	1950	120	1.46
000983.SZ 西山煤电	0.59	17.2	0.57	17.76	1087	1200	412	1.22
600997.SH 开滦股份	0.37	18.5	0.32	21.61	149		724	0.40
000937.SZ 冀中能源	0.32	21.4	0.38	18.06	1500	900	100	1.13
600157.SH 永泰能源	0.03	107.4	0.18	20.34	50	850		0.41

来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

5. 盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 10.0 亿，11.2 亿和 12.7 亿，EPS 分别为 0.6 元、0.68 元和 0.77 元，对应当前股价，PE 分别为 13.2X、11.8X 和 10.4X。鉴于公司华南和西南地区焦煤龙头低位和未来扩产的预期，看好公司长期发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

- 1) 煤炭去产能不达预期；
- 2) 中国经济增速放缓

图表 65：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	691.72	614.61	1,148.98	1,209.91	1,274.48	营业收入	4,069.0	3,914.2	5,744.9	6,049.5	6,372.4
应收账款+票据	2,655.70	2,940.16	3,490.93	3,676.63	3,873.43	营业成本	3,175.3	2,995.3	3,595.4	3,715.9	3,842.4
预付账款	44.42	49.08	59.87	54.46	63.77	营业税金及附加	174.12	185.01	315.97	332.73	350.48
存货	137.30	87.60	92.17	120.17	127.73	营业费用	62.87	18.01	17.23	18.15	19.12
其他	41.59	32.32	32.32	32.32	32.32	管理费用	473.69	556.06	517.04	544.46	573.52
流动资产合计	3,570.74	3,723.77	4,824.28	5,093.50	5,371.73	财务费用	77.43	65.69	154.49	156.96	136.50
长期股权投资	663.86	609.43	634.43	662.43	692.43	资产减值损失	15.75	488.13	10.00	10.00	10.00
固定资产	2,917.52	2,861.90	2,381.36	3,606.38	3,986.07	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,787.33	1,795.32	2,795.32	2,000.00	2,000.00	投资净收益	-77.64	15.94	25.00	28.00	30.00
无形资产	940.18	876.45	845.15	813.86	782.56	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	194.88	1,079.60	1,079.60	1,079.60	1,079.60	营业利润	12.14	-378.08	1,159.7	1,299.3	1,470.3
非流动资产合计	6,503.77	7,222.70	7,735.86	8,162.26	8,540.66	营业外净收益	13.58	582.27	0.40	0.40	0.40
资产总计	10,074.5	10,946.4	12,560.1	13,255.7	13,912.3	利润总额	25.72	204.19	1,160.1	1,299.7	1,470.7
短期借款	540.00	948.99	1,374.30	987.33	285.55	所得税	2.52	8.17	170.27	190.76	216.11
应付账款+票据	1,054.40	992.00	1,062.52	1,060.88	1,134.80	净利润	23.20	196.02	989.88	1,108.9	1,254.6
其他	1,086.97	1,109.28	1,140.82	1,212.49	1,242.34	少数股东损益	0.00	0.00	-9.90	-11.09	-12.55
流动负债合计	2,681.36	3,050.27	3,577.63	3,260.70	2,662.69	归属于母公司净利	23.20	196.02	999.78	1,120.0	1,267.1
长期带息负债	92.00	0.00	96.43	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	44.09	42.34	42.34	42.34	42.34		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	184.09	270.61	270.61	270.61	270.61	成长能力					
非流动负债合计	320.18	312.95	409.38	312.95	312.95	营业收入	-	-3.80%	46.77%	5.30%	5.34%
负债合计	3,001.54	3,363.22	3,987.01	3,573.65	2,975.64	EBIT	-	342.90	396.39	11.33%	10.79%
少数股东权益	312.50	312.40	302.50	291.42	278.87	EBITDA	-	4.02%	283.73	13.27%	10.07%
股本	1,655.05	1,655.05	1,655.05	1,655.05	1,655.05	归属于母公司净利	-	744.74	410.03	12.03%	13.13%
资本公积	2,339.41	2,429.39	2,429.39	2,429.39	2,429.39	获利能力					
留存收益	1,665.88	2,063.62	3,063.40	4,183.47	5,450.65	毛利率	21.96%	23.48%	37.42%	38.58%	39.70%
股东权益合计	5,972.84	6,460.46	7,450.34	8,559.32	9,813.96	净利率	0.57%	5.01%	17.23%	18.33%	19.69%
负债和股东权益总	10,074.5	10,946.4	12,560.1	13,255.7	13,912.3	ROE	0.41%	3.19%	13.99%	13.55%	13.29%
						ROIC	0.59%	3.13%	16.15%	14.52%	14.90%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债	29.79%	30.72%	31.74%	26.96%	21.39%
净利润	103.33	-369.16	964.54	1,080.64	1,224.30	流动比率	1.33	1.22	1.35	1.56	2.02
折旧摊销	371.72	201.73	501.84	591.60	641.60	速动比率	1.26	1.18	1.31	1.52	1.96
财务费用	35.26	43.59	39.59	35.96	9.05	营运能力					
存货减少	-14.41	49.70	-4.57	-28.00	-7.56	应收账款周转率	1.54	1.34	1.66	1.65	1.66
营运资金变动	138.25	-538.97	-459.51	-110.25	-102.33	存货周转率	23.13	34.19	39.01	30.92	30.08
其它	-31.46	542.27	10.00	10.00	10.00	总资产周转率	0.40	0.36	0.46	0.46	0.46
经营活动现金流	602.70	-70.83	1,051.89	1,579.95	1,775.06	每股指标(元)					
资本支出	310.72	209.86	1,000.00	1,000.00	1,000.00	每股收益	0.01	0.12	0.60	0.68	0.77
长期投资	102.49	182.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.36	-0.04	0.64	0.95	1.07
其他	64.85	232.38	0.34	0.34	0.34	每股净资产	3.42	3.71	4.32	5.00	5.76
投资活动现金流	-348.35	-159.49	-999.66	-999.66	-999.66	估值比率					
债权融资	108.00	344.99	521.73	-483.39	-701.78	市盈率	566.31	67.04	13.14	11.73	10.37
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	2.32	2.14	1.84	1.59	1.38
其他	-296.51	-25.00	-39.59	-35.96	-9.05	EV/EBITDA	32.60	30.06	8.13	6.92	5.95
筹资活动现金流	-188.51	319.99	482.14	-519.36	-710.84	EV/EBIT	254.63	55.14	11.54	9.99	8.54
现金净增加额	65.84	89.67	534.37	60.94	64.57						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064