

盘江股份(600395)/煤炭开采

西南地区冶金煤龙头, 坐享区域优势

评级: 增持(维持)

市场价格: 5.73

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

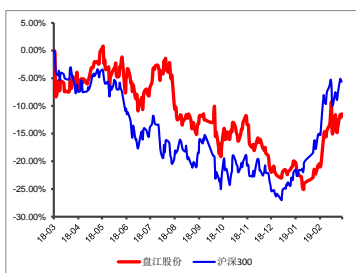
分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,655.1
流通股本(百万股)	1,655.1
市价(元)	5.73
市值(百万元)	9,483.4
流通市值(百万元)	9,483.4

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,914	6,081	6,454	6,743	7,102
增长率 yoy%	-3.80%	55.36%	6.13%	4.48%	5.33%
净利润	196	877	938	968	1,010
增长率 yoy%	744.74%	347.52%	6.88%	3.29%	4.30%
每股收益(元)	0.12	0.53	0.57	0.59	0.61
每股现金流量	-0.06	0.54	0.74	0.55	0.82
净资产收益率	3.19%	13.62%	13.91%	13.59%	13.41%
P/E	48.38	10.81	10.11	9.79	9.39
PEG	0.69	2.04	0.04	0.14	1.77
P/B	1.54	1.47	1.41	1.33	1.26

备注:

投资要点

- **长江以南唯一一家上市煤炭企业, 优质冶金煤标的。**公司是贵州省内煤炭龙头企业, 主要生产冶金用精煤和优质动力煤, 具有低灰、低硫、微磷、发热量高等优点, 在产产能合计 910 万吨, 近三年原煤产量约 800 多万吨, 精煤产量约 350 万吨, 精煤洗选率约为 43%, 具有显著的业绩弹性。
- **公司煤矿产能有一定的增长空间。**盘江股份所处矿区煤炭资源储量丰富, 当前在产矿井 5 座, 合计产能 910 万吨, 未来金佳矿佳竹箐采区(90 万吨/年)、马依西一井项目一期(240 万吨/年)、发耳二矿西井一期(90 万吨/年)等三座矿井, 产能合计 420 万吨, 有望逐步释放产量, 新增产能比例为 46%。
- **享受高煤价优势, 净资产收益率行业领先。**公司地处西南地区, 周边省份皆为缺煤省份, 享受着高煤价优势, 虽然公司在吨煤员工薪酬、计提费用等方面在行业内偏高, 但得益于高煤价, 公司净利率和资产收益率在行业内领先。2018 上半年, 盘江吨煤售价 792 元/吨, 高出冶金煤行业均值 154 元/吨, 吨煤销售成本 523 元/吨, 高于冶金煤行业均值 111 元/吨, 前三季度 ROE 为 11%, 高于行业均值 10%。
- **预计 2019 年焦煤供需格局有一定改善。**由于环保政策的部分调整, 2019 年焦煤需求预计同比将有所扩张, 叠加老矿产能利用率提升有限和进口限制预期, 我们认为 2019 年焦煤供需格局相对 2018 年会有一定的改善, 焦煤价格预计在高位震荡, 整体而言相对平稳。
- **流动性改善预期下, 看好板块估值提升。**复盘发现, 在央行降准改善流动性后(如 2008.11-2009.8, 2012.1-2012.5, 2014.3.-2015.6, 2017.12-2018.2), 煤炭开采 II(申万)指数分别上涨 284%、30%、172%、19%, PE(TTM)估值分别提升 164%、27%、548%、20%, 且市场更青睐定价市场化、业绩弹性大的冶金煤公司。2019 年 1 月央行全面降准 1 个百分点。
- **盈利预测与估值:**我们预测公司 2018-2020 年实现营业收入 64.5/67.4/71.0 亿元, 同比增长 6.1%、4.5%、5.3%, 实现归属于母公司股东的净利润分别为 9.38/9.68/10.1 亿元, 同比增长 6.9%、3.3%、4.3%, 折合 EPS 分别是 0.57/0.59/0.61 元/股, 当前股价(5.73 元/股)对应 PE 分别为 10.1/9.8/9.4 倍, 给予公司“增持”推荐评级。
- **风险提示:**(1) 经济增速放缓可能影响煤炭消费需求;(2) 行政性干预手段不确定性;(3) 资产计提减值损失风险等。

内容目录

公司简介：煤炭业务为主导，实控人是盘江煤电集团	- 4 -
西南地区冶金煤龙头，坐享区域优势	- 5 -
西南地区冶金煤龙头，资源储备丰富	- 5 -
煤炭开采条件偏复杂，生产成本偏高	- 7 -
坐享区域优势，具有高煤价优势	- 9 -
同行比较：利润率处于行业前列水平	- 11 -
冶金煤行业：预计 2019 年供需格局改善，看好板块估值修复	- 14 -
2019 年冶金煤行业供需格局预计会有改善	- 14 -
2019 年看好板块估值修复	- 16 -
投资建议	- 19 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1：盘江煤电集团持有公司股份占比 58.07%	- 4 -
图表 2：控股股东盘江投资旗下矿井产能数据（截至 2018 年 1 季度）	- 4 -
图表 3：2013 年以来公司收入占比结构	- 5 -
图表 4：2013 年以来公司毛利占比结构	- 5 -
图表 5：盘江股份的矿井数据	- 7 -
图表 6：2009 年以来盘江股份煤炭产销量情况	- 7 -
图表 7：2011 年以来盘江股份单位生产成本结构情况	- 8 -
图表 8：2017 年盘江股份吨煤生产成本构成情况	- 8 -
图表 9：2017 年盘江、潞安、神华吨煤生产成本比较	- 8 -
图表 10：2017 年主要焦煤公司人均产出对比情况	- 9 -
图表 11：各省份煤炭供需缺口测算（单位：亿吨）	- 10 -
图表 12：公司营业收入按地区划分（2017 年）	- 10 -
图表 13：国内不同地区主焦煤平均价格比较（元/吨）	- 11 -
图表 14：2009 年以来盘江股份吨煤销售均价与吨煤销售成本情况	- 11 -
图表 15：2009 年以来公司营业总收入情况	- 12 -
图表 16：2009 年以来公司归母净利润情况	- 12 -
图表 17：主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况（2012A-2018H）	- 12 -
图表 18：主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况（2012A-2018H）	- 13 -
图表 19：主要冶金煤上市公司的经营状况	- 13 -

图表 20: 2018 全年炼焦精煤产量同比下滑 2.4%	- 14 -
图表 21: 2018 全年焦煤进口量同比下滑 6.4%	- 14 -
图表 22: 炼焦煤港口库存处于历史上中低水平	- 14 -
图表 23: 钢厂炼焦煤库存处于历史中枢水平	- 14 -
图表 24: 2018 年下游环保限产制约焦煤需求端表现	- 15 -
图表 25: 2019 年以来焦化厂开工率同比有所提升	- 15 -
图表 26: 2018 年焦煤进口量占国内总供应量 13%	- 15 -
图表 27: 澳洲是我国焦煤进口第一大来源国	- 15 -
图表 28: “煤-焦-钢”产业链的价格传导机制	- 16 -
图表 29: 2018 年以来焦煤价格稳中有涨	- 16 -
图表 30: 煤炭板块与沪深 300 表现对比	- 16 -
图表 31: 2018 全年煤炭个股涨跌幅 (%)	- 16 -
图表 32: 当前主要焦煤标的市净率基本处于历史上最低位置附近	- 17 -
图表 33: 2008 年以来央行实施全面 (或定向) 降准后煤炭板块表现情况	- 18 -
图表 34: 煤炭上市公司的估值比较	- 18 -
图表 35: 盘江股份主要产品产销量及价格成本预测	- 19 -
图表 36: 三张报表摘要	- 21 -

公司简介：煤炭业务为主导，实控人是盘江煤电集团

- 控股股东为盘江投资控股，实际控制人为盘江煤电集团。盘江股份（600395.SH）是我国重要产煤区贵州省内唯一煤炭上市公司，也是长江以南唯一一家上市煤炭企业。截至2018年9月30日，贵州盘江投资控股（集团）有限公司持有上市公司股份58.07%，是公司的第一大股东，贵州盘江煤电集团有限责任公司（贵州省国资委持股100%）全资拥有盘江投资，是公司的实际控制人。
- 根据贵州省政府的规划，将按照“煤龙头、电骨干、新能源补充”的产业布局，通过整合全省煤炭和火电资源，将盘江煤电集团打造成为实力强劲、优势突出、结构合理的新型能源供应全产业链集团。
- 公司控股股东盘江投资控股集团，目前是一家以煤炭为核心，集焦化、煤层气开发、物流贸易、医院等业务为一体的大型综合型国有企业。截至2018年一季度末，旗下拥有煤炭矿井9座，资源储量30.9亿吨，可采储量18.0亿吨，合计产能1405万吨，2017年煤炭产量1098万吨。

图表 1：盘江煤电集团持有公司股份占比 58.07%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：控股股东盘江投资旗下矿井产能数据（截至2018年1季度）

矿井名称	地质储量	可采储量	产能	2017年产量	煤炭种类
火铺矿	30,952.00	18,631.00	180.00	160.00	焦煤、肥煤
月亮田矿	14,583.00	9,605.00	115.00	109.00	焦煤、肥煤
山脚树矿	34,424.00	19,230.00	180.00	178.00	焦煤、肥煤
土城矿	41,647.00	27,599.00	280.00	265.00	焦煤、肥煤
金佳矿	51,410.00	32,776.00	155.00	116.00	无烟煤、贫煤、瘦煤
响水矿	119,387.00	60,919.00	330.00	183.00	焦煤、贫煤、瘦煤
泰来煤矿	1,086.00	492.00	45.00	2.00	无烟煤
红林煤矿	9,191.00	6,262.00	30.00	52.00	无烟煤
龙凤煤矿	6,250.00	4,227.00	90.00	33.00	无烟煤
合计	308,930.00	179,741.00	1,405.00	1,098.00	-

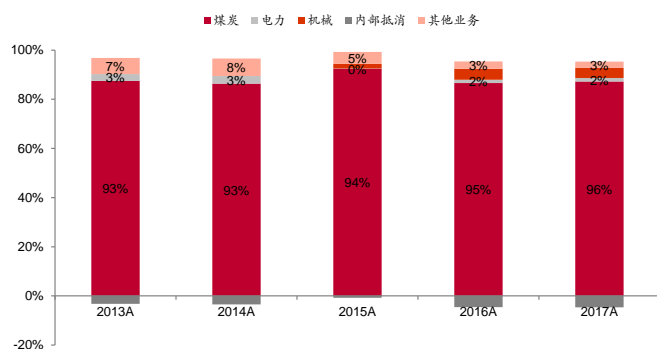
来源：集团公告，中泰证券研究所

- 盘江股份：绝大部分收入和利润来源于煤炭采选业务。公司主要从事煤炭开采洗选、机械、发电等业务，其中收入和利润绝大部分来自煤炭业

务。2017年，公司实现收入总额60.8亿元，毛利总额21.7亿元，毛利率为35.7%，其中煤炭业务收入和毛利占比分别为96%、95%，机械业务分别为5%、3%，发电业务分别为2%、-0.2%。

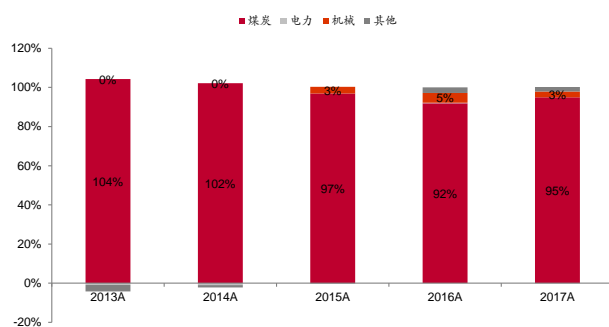
- **机械业务和电力业务规模偏小。**公司机械业务主要由全资子公司贵州盘江矿山机械有限责任公司运营，主要业务有：机电产品加工制造和修理，设备的租赁和服务，设备的承修、保修和服务，综采综掘设备安装、回收和维护等，从2016年以来机械业务规模有所扩大，但整体仍然偏小，2017年收入2.81亿元，同比增加48%，实现毛利额0.64亿元，同比增加42%，占公司比重分别为5%和3%。
- 公司发电业务主要利用煤矸石等尾矿或废弃物，进行低热值煤发电，主要供下属矿区使用，且整体规模偏小。随着老屋基矸石发电厂（30mw）在2014年关闭淘汰，发电经营主体主要是火铺矸石发电厂（3*15mw）。2017年发电业务实现收入0.96亿元，同比增加61%（电厂环保改造后复产因素），实现毛利-378万元，同比下降235%，占公司比重分别为2%和-0.2%。

图表3：2013年以来公司收入占比结构



来源：wind、中泰证券研究所

图表4：2013年以来公司毛利占比结构



来源：wind、中泰证券研究所

西南地区冶金煤龙头，坐享区域优势

西南地区冶金煤龙头，资源储备丰富

- **所处矿区煤炭资源储量丰富，公司主要生产冶金用精煤和优质动力煤。**公司所处的盘江矿区是我国14个大型煤炭生产基地之一，是南方地区重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地，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比重高达48%。公司气煤、肥煤、焦煤、瘦煤、无烟煤等煤种齐全，主要生产精煤和混煤，精煤产品分为焦煤、喷吹煤等，主要用于冶金行业，混煤又称动力煤，主要用于电力、水泥等行业，公司所产煤具有低灰、低硫、微磷、发热量高等优点。
- **2009年收购集团4座矿山，实现资源量大幅提升。**公司在2001年上市时候，只有老屋基矿和火烧铺矿两个煤矿资产，2009年通过定向发行股

份及等额承债方式收购了集团层面的土城矿、月亮田矿、山脚树矿、金佳矿等四座矿山采矿权及相关经营性资产，通过该次收购，公司原煤产能从 210 万吨/年增至 955 万吨/年（2009 年），资源储量从 4.53 亿吨增至 16.77 亿吨（2009 年），煤炭资源储量得到大幅提升。

- **供给侧改革背景下，公司退出和核减产能，产能指标用于建设优质产能。**老屋基煤矿（核定产能 115 万吨/年）投产于 1975 年，截至 2015 年底地质资源储量 1.49 亿吨，可采储量 0.8 亿吨，2015 年产量为 79.4 万吨，由于开采时间长，煤赋存条件复杂，开采成本过高，经济效益差，公司于 2016 年末选择了关闭退出，产能指标用于马依西一井（240 万吨/年）或发耳二矿（合计 420 万吨/年）的产能置换。2017 年 3 月公司所属火烧铺煤矿生产能力从 240 万吨/年核减至 180 万吨/年，公司受托管理的响水煤矿生产能力从 400 万吨/年降至 330 万吨/年，核减的 130 万吨产能折算后用于马依西一井（240 万吨/年）产能置换。2017 年 12 月，公司所属金佳煤矿生产能力从 180 万吨/年核减至 155 万吨/年，核减的 25 万吨产能折算后用于发耳二矿一期（90 万吨/年）产能置换。
- **当前在产矿井 5 座，合计产能 910 万吨。**截至 2017 年底，公司拥有在产煤矿 5 座，合计（权益）产能为 910 万吨/年，保有资源储量 17.1 亿吨，可采储量 10.5 亿吨，分别是火铺矿（180 万吨/年）、山脚树矿（180 万吨/年）、月亮田矿（115 万吨/年）、土城矿（280 万吨/年）、金佳矿（155 万吨/年）。
- **从内生增长角度来看，金佳矿佳竹箐采区（90 万吨/年）预计在 2019 年建成投产；**马依煤业（持股 73.51%）设计总规模 1080 万吨/年，其中一期工程 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），**马依西一井项目在 2018 年 5 月 28 日已取得国家能源局项目核准批复，未来有望加快项目建设进度；**恒普煤业（持股 90%）设计总规模 420 万吨/年，分别为发耳二矿西井 240 万吨/年、发耳二矿东井 180 万吨/年，其中**发耳二矿西井一期（90 万吨/年）于 2018 上半年已经取得全部支撑性文件，预计将于 2020 年 7 月投产。整体而言，公司未来有三个矿井有望逐步释放产量，合计新增产能 420 万吨/年，新增产能比例为 46%。**

图表 5: 盘江股份的矿井数据

矿井名称 (单位: 万吨)	所属单位	地区	煤种	持股比例	截至2017年底保有储量	截至2017年底可采储量	核定产能	权益产能	状态
火铺矿	公司本部	贵州六盘水	肥煤、焦煤、气煤	100%	30,771	18,707	180	180	在产
山脚树矿	公司本部	贵州六盘水	肥煤、焦煤	100%	34,010	17,887	180	180	在产
月亮田矿	公司本部	贵州六盘水	肥煤、焦煤	100%	14,411	9,531	115	115	在产
土城矿	公司本部	贵州六盘水	肥煤、焦煤	100%	40,933	26,197	280	280	在产
金佳矿	公司本部	贵州六盘水	无烟煤、贫瘦煤	100%	51,070	32,220	155	155	在产
金佳矿佳竹箐采区	公司本部	贵州六盘水	无烟煤、贫瘦煤	100%			90	90	建设
马依西一井 (一期)	马依煤业	贵州六盘水	无烟煤	74%	321,875		240	176	建设
马依东一井 (一期)	马依煤业	贵州六盘水	无烟煤	74%			240	176	建设
马依西二井 (二期)	马依煤业	贵州六盘水	无烟煤	74%			300	221	建设
马依东二井 (二期)	马依煤业	贵州六盘水	无烟煤	74%			300	221	建设
发耳二矿西井一期	恒普煤业	贵州六盘水	贫煤和瘦煤	90%	125,715		90	81	建设
发耳二矿西井二期	恒普煤业	贵州六盘水	贫煤和瘦煤	90%			150	135	建设
发耳二矿东井	恒普煤业	贵州六盘水	贫煤和瘦煤	90%			180	162	建设
在产-合计				100%	171,194	104,542	910	910	
在建-合计				83%	447,590		420	347	
总计				87%	618,784		2,500	2,172	
松河煤矿(参股)	松河煤业	贵州六盘水	炼焦煤	35%	35222	20022	240	84	在产

来源: 公司公告、中泰证券研究所

■ 2017 年起原煤产量开始缓慢爬升, 近三年精煤平均洗出率约为 43%。

公司煤炭产量在 2012 年达到历史峰值, 其中原煤产量为 1355 万吨, 商品煤 (包括精煤和混煤) 产量为 906 万吨。而其后的 2013-2016 年, 由于下属金佳煤矿发生“2013.1.18”煤与瓦斯突出事故、行业产能过剩导致煤价持续低迷、公司煤矿赋存条件较差等因素影响, 公司煤炭产量持续下滑, 2016 年原煤产量降至 809 万吨。随着, 供给侧结构性改革背景下的煤价大幅回升, 2017 年开始公司原煤产量呈现缓慢恢复状态, 2018 上半年公司原煤产量 410 万吨, 同比上涨 3.6%, 商品煤产量 322 万吨, 同比下降 2.0%, 其中精煤产量 175 万吨 (-0.2%), 混煤产量 147 万吨 (-2.5%)。从近三年数据来看, 公司精煤、混煤产量分别在 350、320 万吨左右的水平, 精煤洗出率保持在 43%左右的水准。

图表 6: 2009 年以来盘江股份煤炭产销量情况

煤炭业务指标	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016 A	2017H	2017A	2018H
原煤产量 (万吨)	931	1,140	1,230	1,355	960	997	925	809	396	828	410
yoy		22%	8%	10%	-29%	4%	-7%	-13%		2%	4%
商品煤销量 (万吨)	705	753	988	1,013	770	752	808	737	349	720	357
其中贸易煤量 (万吨)	-	-	-	-	-	-	70	60	21	62	33
产销率	76%	66%	80%	75%	80%	75%	87%	91%	88%	87%	87%
精煤产量 (万吨)	322	350	394	417	379	375	332	336	176	351	175
混煤产量 (万吨)	326	397	475	489	402	393	391	323	151	316	147
精煤洗出率	35%	31%	32%	31%	39%	38%	36%	42%	44%	42%	43%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 2015 年起商品煤销售中包含贸易煤

煤炭开采条件偏复杂, 生产成本偏高

- 公司所处的盘江矿区, 由于向斜翼部含煤带宽缓平坦, 有利于煤层气的富集, 且煤种以中变质烟煤为主, 煤层储气能力强, 煤层甲烷含量

12.4-15.0m³/t，甲烷资源总量为 1092 亿立方米，这导致公司高瓦斯矿井居多，开采条件较为复杂。公司历经 50 年形成了一套较为完整且国内领先的技术体系，适应南方复杂地质条件高瓦斯突出煤层条件下煤炭开采、瓦斯治理与利用。

- 盘江股份吨煤生产成本结构分析。**由于各个产煤区资源禀赋及开采条件的差异，煤炭开采的成本及成本结构差异较大，但煤炭生产成本主要包括材料费用（井下使用的设备配件、钢材支柱等）、职工薪酬、燃料电力、折旧费、维简及安全生产费用和其他支出（包括征地及塌陷补偿、环保支出、税费等）等 6 大方面。2017 年，盘江股份单位生产成本中，上述 6 项分别为 57、190、37、9、51、46 元/吨，合计为 388 元/吨，占比分别为 15%、49%、9%、2%、13%和 12%。2016 年行情回暖之后，公司在材料费、工资待遇和其他支出等三方面回升比较明显，经历了 2017 年明显上涨之后，2018 年以来吨煤成本表现较为平稳。

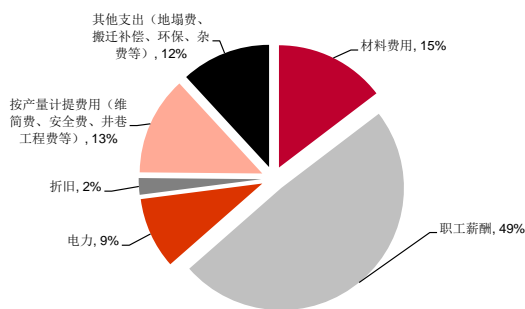
图表 7：2011 年以来盘江股份单位生产成本结构情况

单位生产成本结构（元/吨）	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016 A	2017A
材料费用	55	51	50	47	41	41	57
职工薪酬	135	146	175	160	134	153	190
电力	24	25	27	23	21	30	37
折旧	19	18	19	19	20	9	9
按产量计提费用（维简费、安全费、井巷工程费等）	51	51	48	51	49	52	51
其他支出（地塌费、搬迁补偿、环保、杂费等）	41	33	12	20	12	33	46
合计	323	323	332	320	278	317	388

来源：公司公告、中泰证券研究所

备注：单位生产成本=煤炭业务生产成本/原煤产量

图表 8：2017 年盘江股份吨煤生产成本构成情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 9：2017 年盘江、潞安、神华吨煤生产成本比较

2017年（元/吨）	盘江股份	潞安集团	中国神华
材料费用	57	36	18
燃料电力	37	11	19
职工薪酬	190	56	18
折旧摊销	9	21	54
按产量计提费用（维简费、安全费、井巷工程费等）	51	37	86
其他支出（地塌费、搬迁补偿、环保、杂费等）	46	86	109
合计	388	248	109

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 折旧：**对比同行业的中国神华、潞安矿业，盘江股份吨煤折旧费用仅为 9 元/吨，占比仅为 2%，皆为三家中最低，主要由于公司对原有生产设备进行技术更新并定期检修和维护，公司股东大会决议于 2016 年 1 月 1 日起，调整固定资产折旧年限，将房屋、建筑物、生产设备等固定资产延长了折旧年限，从而 2016 年起折旧费用实现了大幅降低，当年单位折旧费用同比下降 55%。
- 职工薪酬：**盘江地处西南地区，旗下 5 座生产矿井，单位产能为 182 万吨，而潞安本部 6 座主力矿井，单井规模约 533 万吨，中国神华

更以千万吨级别大矿为主。盘江股份矿井规模偏小，导致其产出的规模效应较差，生产人员偏多，2017年底公司在职工总数为2.15万人，人均产出为385万吨，仅高于河南地区的平煤，显著低于山西、河北的焦煤企业。由于其人均产出少，导致公司单吨员工薪酬偏高，2017年为190元/吨，在成本中占比高达50%，然而同期潞安、神华单吨员工薪酬仅为56元/吨、19元/吨，占比仅为23%、17%。

图表 10: 2017 年主要焦煤公司人均产出对比情况

2017年	原煤产量（万吨）	在职员工总数（人）	人均产出（吨/人）
潞安环能	4160	33734	1233
盘江股份	828	21510	385
西山煤电	2498	28289	883
冀中能源	2753	43554	632
平煤股份	3125	90416	346

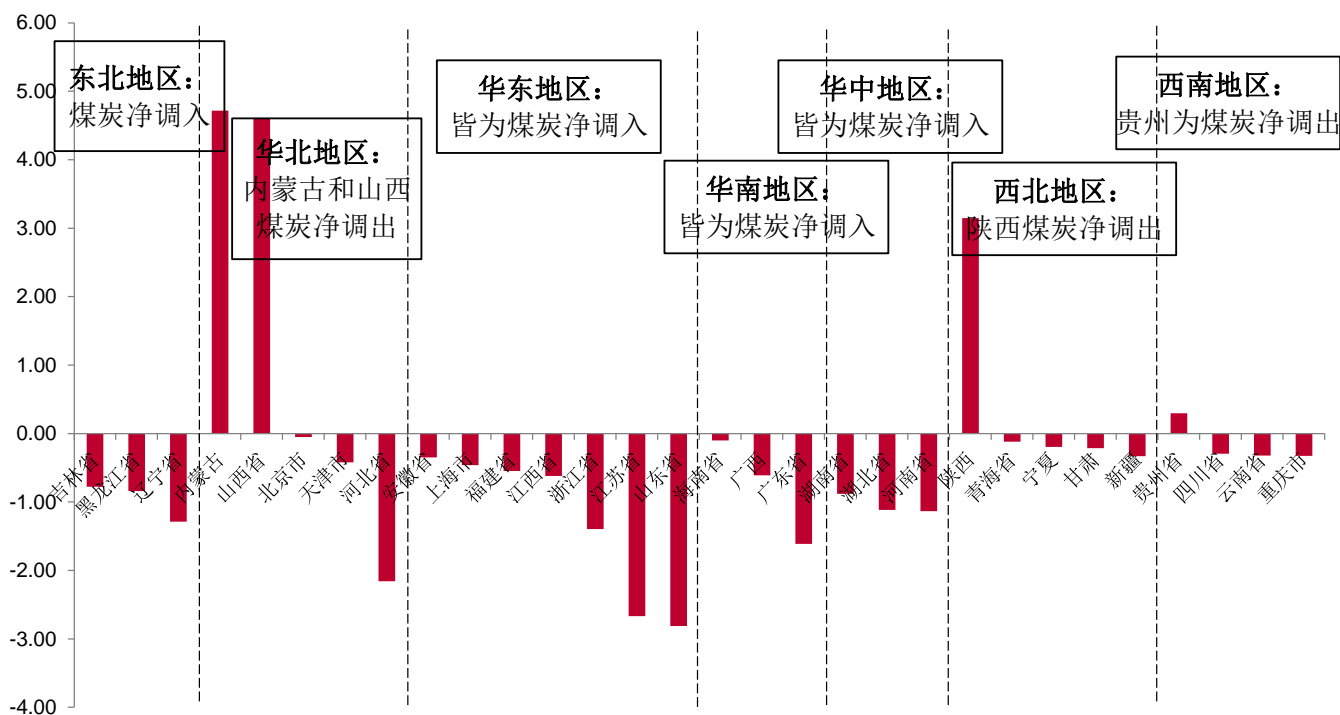
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **按原煤产量计提费用：**按照国家相关部门规定，煤炭企业在生产活动中需要提取安全生产费用和维简费等专项储备，其中安全生产费用的具体标准为5-40元/吨，维简费的具体标准为8.5-10元/吨（含2.5元/吨井巷费用）。由于公司矿井瓦斯含量高、赋存条件比较复杂，公司对两项费用的计提都达到了标准的最上限，其中吨安全生产费用计提40元/吨、维简费（含井巷费用）计提10.5元/吨。而横向对比，潞安环能在山西地区高瓦斯矿井吨安全生产费用计提30元/吨、低瓦斯矿井为15元/吨，2017年陕西煤业计提维简费不足8元/吨，安全生产费用约14.3元/吨，两家公司都显著低于盘江股份。

坐享区域优势，具有高煤价优势

- 由于资源禀赋布局的差异化，长江以南仅贵州省为煤炭净调出省，贵州周边的省份，包括四川、云南、重庆、广西、湖南、湖北、江西等都存在大量的煤炭供应缺口。根据我们测算，2016年上述省份分别缺口0.29、0.32、0.33、0.61、0.88、1.12、0.62亿吨。公司所在的六盘水位于川、滇、黔、桂结合区域中部，铁路和公路交通便捷，境内有沪昆铁路、株六铁路、川黔铁路、内昆铁路、黔桂铁路、南昆铁路等主要铁路运输通道，有沪昆高速、盘兴高速、水盘高速、盘百公路等公路主干道。根据公司披露，2015年销售的商品煤76%通过铁路专用线运输（省外），24%采用汽车运输（主要是矿区附近电厂及自备电厂），运输状况比较稳定。

图表 11: 各省份煤炭供需缺口测算 (单位: 亿吨)

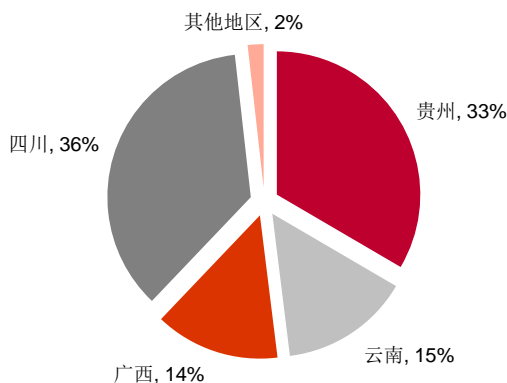


来源: wind、中泰证券研究所

备注: 供需缺口=产量-消费量, 采用 2016 年数据。

- 公司除了承担贵州省内电煤供应保障任务, 还与周边的攀钢、昆钢等钢企签订相对稳定的协议价格, 形成了长期稳定的市场供应关系。2017 年, 公司营业收入主要来自五个地区, 分别是四川、贵州、云南、广西和四川, 占比分别为 36%、33%、15%、14%、2%

图表 12: 公司营业收入按地区划分 (2017 年)

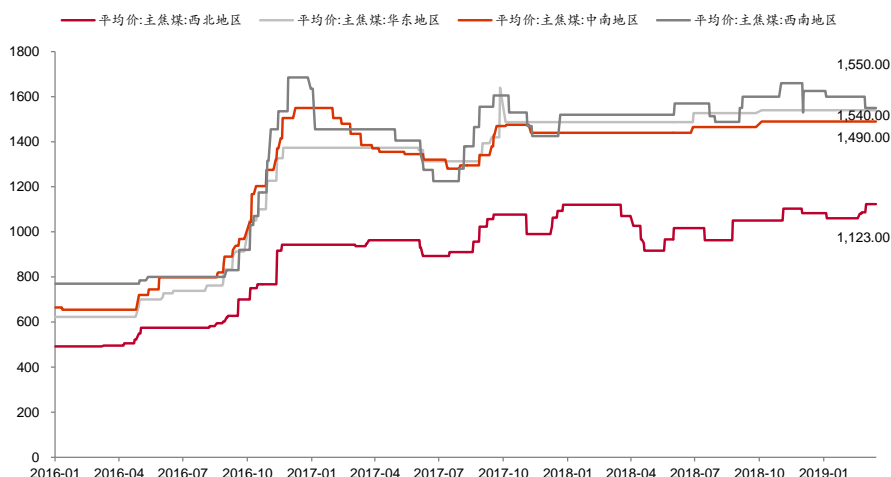


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 贵州周边省份缺煤, 如果依赖北方煤进行补充的话, 要克服运距远、物流成本高等问题。从这方面来讲, 公司具有一定的区域优势, 虽然开采成本偏高, 但可以享受到高煤价的优势, 依然可以实现较好的盈利水平。根据 wind 统计, 截至 2019 年 3 月 20 日, 西南地区主焦煤平均价为 1550 元/吨, 华东地区为 1540 元/吨, 中南地区为 1490 元/吨, 西北地区为 1123

元/吨，公司所处的西南地区高煤价优势明显。

图表 13: 国内不同地区主焦煤平均价格比较 (元/吨)



来源: wind, 中泰证券研究所

同行比较: 利润率处于行业前列水平

- 从公司煤炭销售价格表现来看，与全行业走势较为一致。2009-2011年在“四万亿”财政刺激下，价格中枢持续上升，从631元/吨涨至769元/吨；2012-2015年，产能过剩阶段，公司煤炭均价逐步下台阶，从778元/吨降至473元/吨；2016-2017年，供给侧结构性改革下煤价快速达到中高位，从506元/吨涨至813元/吨。2018年上半年均价为792元/吨，同比微降1.2%，低于市场煤价涨幅，但整体偏平稳，一方面是因为自产精煤与下游客户签订长协价格平稳，另一方面动力煤销售存在一定的折价。
- 从公司煤炭单位销售成本来看，基本上与销售价格走势较为一致，但其涨跌弹性低于价格弹性。2016年开始，随着行业效益提升，生产成本也逐渐恢复，2018年上半年单位销售成本为523元/吨，同比下降1%，基本与2017年全年水平持平。
- 2016年以来，公司盈利能力实现了大幅回升。2018年上半年，公司实现单位煤炭毛利为269元/吨，同比基本持平，高于2009-2017年平均值250元/吨，毛利率为34%，略低于2009-2017年平均值36%。

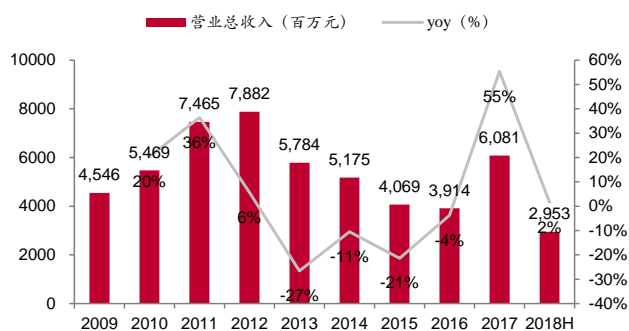
图表 14: 2009 年以来盘江股份吨煤销售均价与吨煤销售成本情况

煤炭业务指标	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016 A	2017H	2017A	2018H
吨煤售价 (元/吨)	631	717	769	778	702	638	473	506	801	813	792
yoy		14%	7%	1%	-10%	-9%	-26%	7%		60%	-1%
吨煤销售成本 (元/吨)	373	396	428	461	432	404	365	392	527	527	523
yoy		6%	8%	8%	-6%	-6%	-10%	7%		34%	-1%
吨煤毛利 (元/吨)	258	321	341	316	271	234	107	115	274	286	269
毛利率 (%)	41%	45%	44%	41%	39%	37%	23%	23%	34%	35%	34%

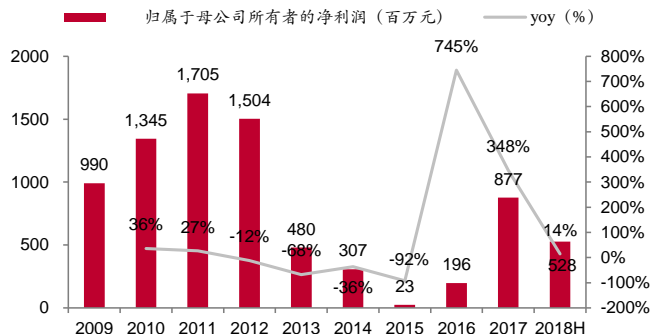
来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 吨煤售价=煤炭业务营业收入/商品煤销量; 吨煤销售成本=煤炭业务营业成本/商品煤销量

- 由于煤价涨跌的弹性大于成本端，2016 年以来，公司盈利能力实现了大幅回升。在 2017 年较高基数的基础上，2018 上半年，公司实现营业收入 29.5 亿元，同比增长 2%，归属于上市公司股东净利润为 5.28 亿元，同比增长 14%。

图表 15: 2009 年以来公司营业总收入情况


来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 2009 年以来公司归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 吨煤售价及吨煤成本皆属于同行中最高水平。正如前面分析，公司具有一定的区域优势，享受高煤价优势，2018 上半年吨煤均价 792 元/吨，高于冶金煤行业 638 元/吨的平均水平。公司旗下矿井开采条件较为一般，规模效应不明显，生产成本不具有优势，2018 上半年吨煤销售成本为 523 元/吨，高于行业均值 412 元/吨。

图表 17: 主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况 (2012A-2018H)

吨煤价格 (元/吨)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H
潞安环能	662	564	434	317	341	542	577
西山煤电	705	578	459	361	407	663	669
阳泉煤业	513	426	347	242	259	400	438
冀中能源	668	546	415	348	429	619	622
盘江股份	778	702	638	473	506	806	792
平煤股份	532	486	429	312	430	645	671
淮北矿业	-	590	470	380	421	669	697
平均值	643	556	456	348	399	621	638

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 淮北矿业 2018H 数据实际为前三季度的。

图表 18: 主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况 (2012A-2018H)

吨煤销售成本 (元/吨)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H
潞安环能	374	336	284	200	204	297	322
yoy		-10%	-16%	-29%	2%	45%	9%
西山煤电	388	334	262	162	185	281	281
yoy		-14%	-22%	-38%	14%	52%	0%
阳泉煤业	411	360	295	203	201	313	367
yoy		-12%	-18%	-31%	-1%	56%	17%
冀中能源	451	387	309	303	322	445	444
yoy		-14%	-20%	-2%	6%	38%	0%
盘江股份	461	432	404	365	392	520	523
yoy		-6%	-6%	-10%	7%	33%	1%
平煤股份	442	400	371	305	368	527	518
yoy		-10%	-7%	-18%	21%	43%	-2%
淮北矿业	-	469	412	341	278	372	432
yoy			-12%	-17%	-19%	34%	16%
平均值	421	388	334	269	278	394	412
yoy		-8%	-14%	-20%	4%	41%	5%

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 淮北矿业 2018H 数据实际为前三季度的。

- 资产收益率水平在行业内领先。** 得益于公司优质的产品质量, 公司销售净利率稳居冶金煤行业前列, 2018 年前 3 季度公司销售净利率 16%, 显著高于同行平均水平 8.4%。得益于领先的净利率, 2017 年, 公司实现平均 ROE 为 14%, 显著高于行业均值 10.6%。从偿债能力来看, 公司截至 2018 年 3 季度末, 流动比率、速动比率为 1.26、1.22, 分别高于行业平均 0.89 和 0.83。

图表 19: 主要冶金煤上市公司的经营状况

名称	ROE (20171231)	ROE (20180930)	销售净利率	总资产周转率	权益乘数	资产负债率	流动比率	速动比率
潞安环能	14%	10%	12%	26%	280%	64%	94%	90%
西山煤电	9%	8%	8%	40%	257%	61%	80%	64%
阳泉煤业	11%	8%	6%	59%	221%	55%	69%	66%
冀中能源	6%	4%	6%	35%	212%	53%	134%	129%
盘江股份	14%	11%	16%	36%	176%	43%	126%	122%
平煤股份	12%	4%	4%	32%	321%	69%	80%	70%
淮北矿业	8%	28%	6%	146%	303%	67%	41%	37%
平均	11%	10%	8%	53%	253%	59%	89%	83%

来源: wind、中泰证券研究所

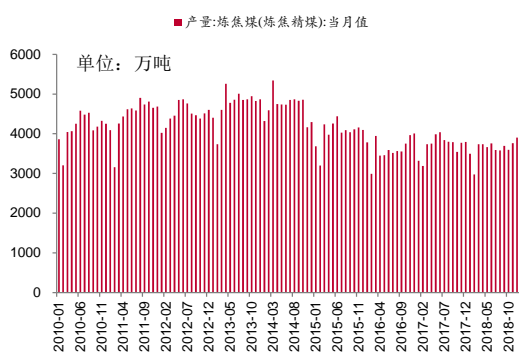
备注: 数据日期为 2018 年 9 月 30 日

冶金煤行业：预计 2019 年供需格局改善，看好板块估值修复

2019 年冶金煤行业供需格局预计会有改善

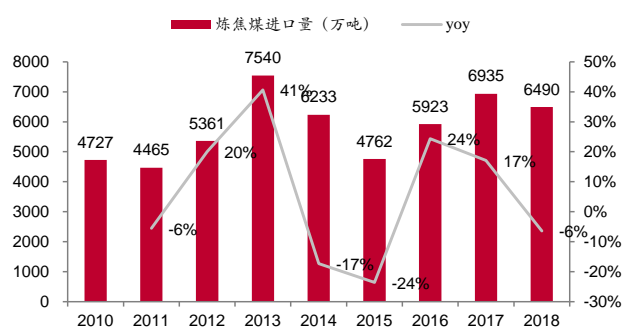
- **行业供给端约束能力强。**2018 年，尤其是前三季度，焦煤下游产业焦化、钢铁等实施较大力度的环保限产，这对焦煤的需求形成一定的不利影响。但是，焦煤行业国有企业和老矿占比较高，供给端约束能力也比较强。根据 wind 统计，2018 年炼焦精煤产量 4.35 亿吨，同比下降 2.4%，累计进口量 6490 万吨，同比下降 6.4%，焦煤表观消费量 5.0 亿吨，同比下降 2.9%。

图表 20：2018 全年炼焦精煤产量同比下滑 2.4%



来源：wind、中泰证券研究所

图表 21：2018 全年焦煤进口量同比下滑 6.4%



来源：wind、中泰证券研究所

- **2016 年以来焦煤库存有所回升，但整体补库的幅度偏小。**当前港口库存，基本处于中低位置，截至 2019 年 3 月 15 日，京唐港焦煤库存 175 万吨，同比增加 90 万吨，但 2011 年以来均值为 249 万吨。截至 2019 年 3 月 15 日，国内大中型钢厂焦煤库存可用天数为 16.6 天，同比增加约 3 天，而自 2011 年以来均值为 16.03 天，当前基本处于历史中枢水平。

图表 22：炼焦煤港口库存处于历史上中低水平



来源：wind、中泰证券研究所

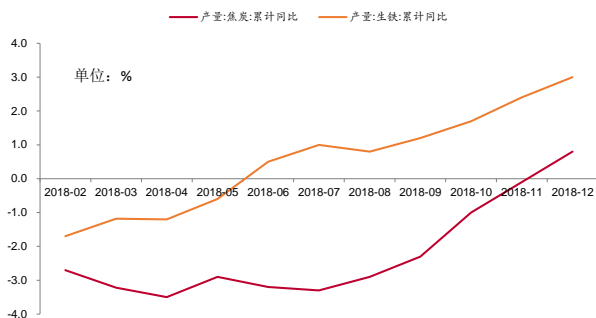
图表 23：钢厂炼焦煤库存处于历史中枢水平



来源：wind、中泰证券研究所

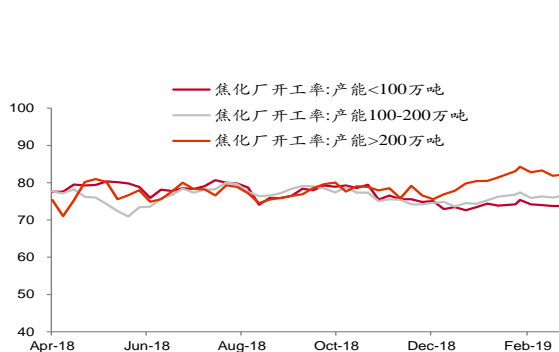
- 2018年四季度以来，稳增长摆在突出位置，环保政策出现一定的调整，2019年焦煤的需求端预计同比有所扩张。2019年1月1日至3月15日，国内独立焦化厂（100家）焦炉生产率平均为79.5%，同比增加1.3个百分点，全国高炉开工率平均为64.8%，同比增加1.4个百分点，1-2月焦炭产量累计同比增加7.6%，生铁同比增加9.8%。

图表 24: 2018 年下游环保限产制约焦煤需求端表现



来源: wind、中泰证券研究所

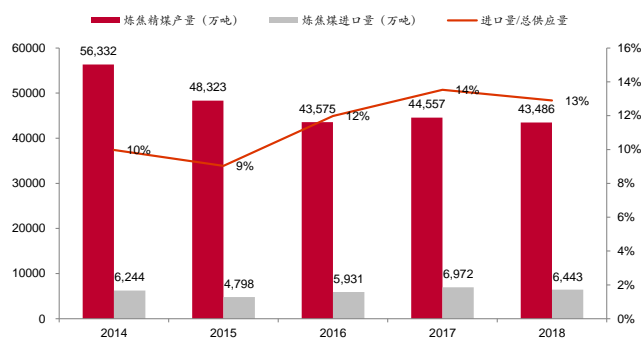
图表 25: 2019 年以来焦化厂开工率同比有所提升



来源: wind、中泰证券研究所

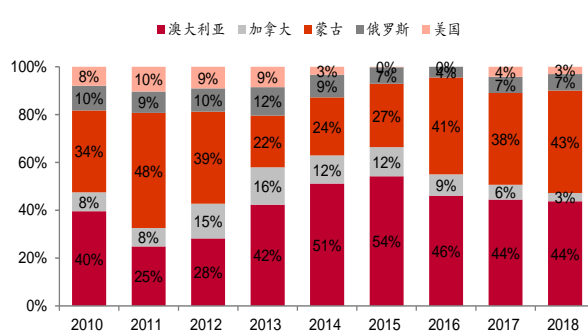
- 据煤炭资源网报道，1月末东北地区鲅鱼圈、丹东以及大连港等多个港口开始限制进口澳洲焦煤，主要体现在通关时间的加长。根据wind统计，2018年焦煤总进口量0.64亿吨，进口量占焦煤总供应量（约4.99亿吨）的12.9%。其中，从进口来源地看，从澳洲进口2826万吨、蒙古国2768万吨、俄罗斯443万吨、加拿大221万吨，占比分别为44%、43%、7%和3%，澳洲焦煤占到全国焦煤总供应量的5.7%。澳洲主要出口低硫低灰的优质主焦煤，进口限制将加剧这类品种短缺性，对国内焦煤价格产生一定的提振作用。

图表 26: 2018 年焦煤进口量占国内总供应量 13%



来源: wind、中泰证券研究所

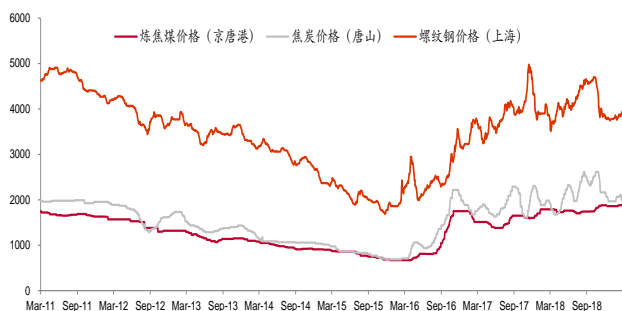
图表 27: 澳洲是我国焦煤进口第一大来源国



来源: wind、中泰证券研究所

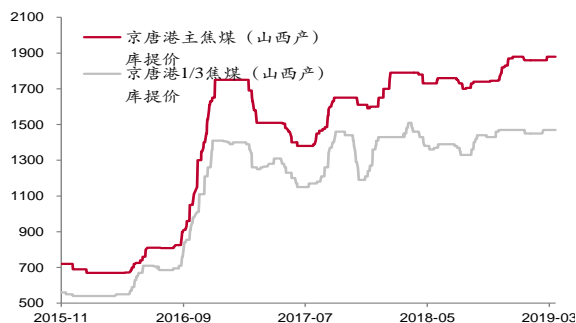
- 由于环保政策的部分调整，2019年焦煤需求预计同比将有所扩张，叠加老矿产能利用率提升有限和进口限制预期，我们认为2019年焦煤供需格局相对2018年会有一定的改善，焦煤价格预计在高位震荡，整体而言相对平稳。

图表 28: “煤-焦-钢” 产业链的价格传导机制



来源: wind、中泰证券研究所

图表 29: 2018 年以来焦煤价格稳中有涨

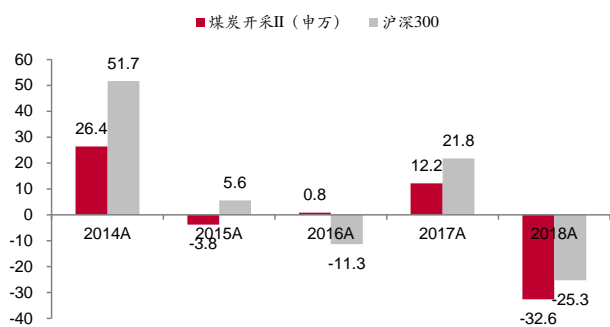


来源: wind、中泰证券研究所

2019 年看好板块估值修复

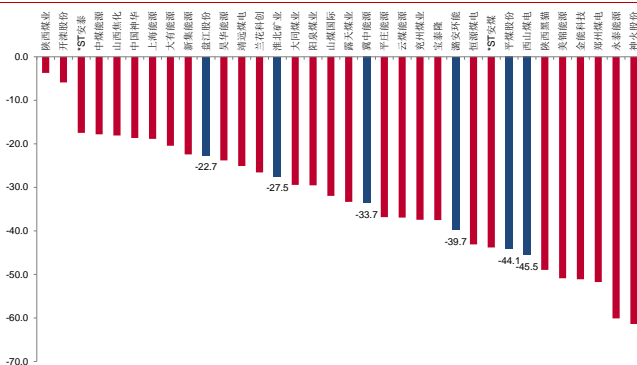
- 2018 年,受制于经济金融去杠杆和中美贸易摩擦等各方面因素影响,煤炭板块的估值遭受持续下挫,全年煤炭开采 II (申万) 下跌 32.6%, 弱于沪深 300 的下跌 25.3%。至于炼焦煤子行业,由于其供需格局相对偏弱,下跌的幅度更深,西煤、平煤、潞安、冀中等主流焦煤股全年分别下跌 45.5%、44.1%、39.7%、33.7%,跑输板块指数。
- 经历了 2018 年持续下跌后,焦煤主流标的如:潞安环能、西山煤电、冀中能源、平煤、开滦等 PB 分别降至 1.02、1.02、0.77、0.81、1.06 (截至 2019 年 3 月 20 日),公司市值几乎处于跌破净资产状态,且都在历史最低水平附近; PE (TTM) 分别降至 7.8、11.7、14.5、11.7、9.2 倍 (截至 2019 年 3 月 20 日),基本上都处于历史最低水平附近。悲观预期反应较为充分,这为投资提供了一定的安全边际。

图表 30: 煤炭板块与沪深 300 表现对比

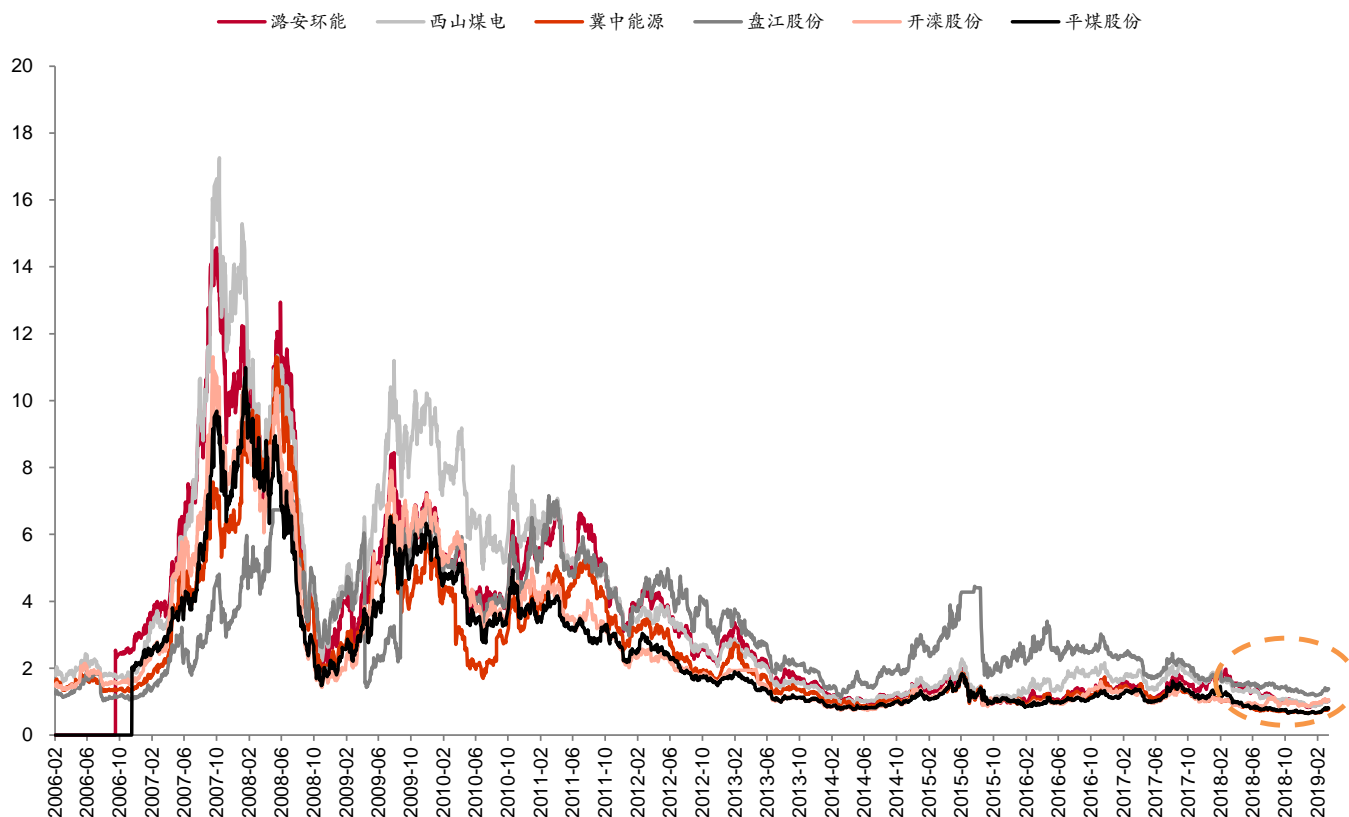


来源: wind、中泰证券研究所

图表 31: 2018 全年煤炭个股涨跌幅 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 32：当前主要焦煤标的市净率基本处于历史上最低位置附近


来源：wind、中泰证券研究所

- 2019年1月15日和25日，央行分两次分别下调存款准备金率0.5个百分点。降准是央行扩张性货币政策之一，通过降准，实现银行可贷资金数量的增加从而增大信贷规模，提高货币供应量，释放流动性，促进经济的增长。
- 我们复盘了2008年以来煤炭板块的表现，发现在央行降准后（如2008.11.4-2009.8.4，2012.1.5-2012.5.4，2014.3.10-2015.6.12，2017.12.15-2018.2.5），煤炭开采II（申万）板块指数分别上涨284%、30%、172%、19%，煤炭开采II的PE（TTM）估值分别提升164%、27%、548%、20%，且市场更加看好冶金煤标的，主要是因为焦煤定价市场化、业绩弹性大，市场在预期流动性改善的背景下，更加青睐冶金煤股票。
 - 2008.11.4-2009.8.4：板块指数上涨284%，潞安环能、西山煤电、开滦股份、阳煤、平煤分别上涨4.4倍、4.4倍、4.4倍、4.3倍和3.6倍。
 - 2012.1.5-2012.5.4：板块指数上涨30%，盘江股份、永泰能源、潞安环能、阳煤分别上涨68%、48%、43%、41%，
 - 2014.3.10-2015.6.12：板块指数上涨172%，永泰能源、盘江股份分别上涨4.6倍和2.1倍。
 - 2017.12.15-2018.2.5：板块指数上涨19%，潞安环能、阳煤、平煤、西煤分别上涨48%、33%、30%、27%。

图表 33: 2008 年以来央行实施全面（或定向）降准后煤炭板块表现情况

时间	全面/定向降准举措	煤炭板块上涨区间	上证综指涨幅	煤炭开采II指数涨幅	煤炭开采IPE (TTM) 涨幅
2008年9月25日	"-1%或者-2%	2008. 11. 4-2009. 8. 4	103%	284%	(从10倍涨至27倍) 涨幅164%
2008年10月15日	-0.50%				
2008年12月5日	"-0.5%或者-1%				
2008年12月22日	-0.50%				
2011年12月5日	-0.50%	2012. 1. 5-2012. 5. 4	14%	30%	(从14倍涨至18倍) 涨幅27%
2012年2月24日	-0.50%				
2012年5月18日	-0.50%				
2014年4月25日	定向降准0.5%或者2.0%				
2014年6月16日	定向降准0.5%	2014. 3. 10-2015. 6. 12	158%	172%	(从12倍涨至79倍) 涨幅548%
2015年2月5日	-0.50%				
2015年4月20日	-1.00%				
2015年6月28日	定向降准0.5%或者3.0%				
2015年9月6日	-1.00%				
2015年10月24日	-0.50%				
2016年3月1日	-0.50%				
2018年1月25日	定向降准0.5%或者1.5%				
2018年4月25日	定向降准1%	2017. 12. 15-2018. 2. 5	7%	19%	(从13. 7倍涨至16. 4倍) 涨幅20%
2018年7月5日	定向降准0.5%				
2018年10月15日	定向降准1%				
2019年1月15日	-0.50%	2019. 1. 1-2019. 2. 28	18%	19%	(从9. 2倍涨至11倍) 涨幅19%
2019年1月25日	-0.50%				

来源: wind、中泰证券研究所

- **行业 PE 估值偏低，静态市盈率约 10 倍。**截至 2019 年 3 月 20 日，我们可以发现，主要冶金煤标的 2018 年预期业绩对应的 PE 估值均值为 10.0，动力煤为 10.1 倍，盘江股份为 9.6 倍，行业整体和主流个股估值偏低。

图表 34: 煤炭上市公司的估值比较

名称	总市值 (20190320)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
潞安环能	241	30	30	32	8.1	8.0	7.5
西山煤电	201	19	20	22	10.6	9.9	9.2
冀中能源	156	11	12	12	13.7	13.4	12.9
平煤股份	103	8	11	12	12.2	9.2	8.4
淮北矿业	267	36	37	38	7.5	7.2	7.0
阳泉煤业	144	18	20	20	7.8	7.4	7.1
冶金煤均值					10.0	9.2	8.7
陕西煤业	889	110	133	119	8.1	6.7	7.5
中国神华	3,947	440	478	494	9.0	8.3	8.0
兖州煤业	448	76	84	91	5.9	5.4	4.9
中煤能源	597	34	59	66	17.4	10.2	9.0
动力煤均值					10.1	7.6	7.4
盘江股份	95	10	10	11	9.6	9.1	8.8

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 淮北矿业、陕西煤业、中国神华、中煤能源的 2018 年归属于上市公司股东净利润预测来自公司公告，其余业绩预期皆为 wind 一致预期。

投资建议

- 公司是长江以南唯一一家上市煤炭企业，贵州省煤炭龙头企业，主要生产冶金用精煤和优质动力煤，具有低灰、低硫、微磷、发热量高等优点，在产产能合计 910 万吨，近三年原煤产量约 800 多万吨，精煤产量约 350 万吨，精煤洗选率约为 43%，具有显著的业绩弹性。
- 盘江股份所处矿区煤炭资源储量丰富，当前在产矿井 5 座，合计产能 910 万吨，未来金佳矿佳竹箐采区（90 万吨/年）、马依西一井项目一期（240 万吨/年）、发耳二矿西井一期（90 万吨/年）等三座矿井，产能合计 420 万吨，有望逐步释放产量，新增产能比例为 46%。
- 公司地处西南地区，周边省份皆为缺煤省份，享受着区位和高煤价优势，虽然公司在吨煤员工薪酬、计提费用等方面在行业内偏高，但得益于高煤价，公司净利率和资产收益率在行业内领先。2018 上半年，盘江吨煤售价 792 元/吨，高出冶金煤行业均值 154 元/吨，吨煤销售成本 523 元/吨，高于冶金煤行业均值 111 元/吨，前三季度 ROE 为 11%，高于行业均值 10%。
- 由于环保政策的部分调整，2019 年焦煤需求预计同比将有所扩张，叠加老矿产能利用率提升有限和进口限制预期，我们认为 2019 年焦煤供需格局相对 2018 年会有一些改善，焦煤价格预计在高位震荡，整体而言相对平稳。
- 复盘发现，在央行降准改善流动性后（如 2008.11-2009.8，2012.1-2012.5，2014.3.-2015.6，2017.12-2018.2），煤炭开采 II（申万）指数分别上涨 284%、30%、172%、19%，PE（TTM）估值分别提升 164%、27%、548%、20%，且市场更青睐定价市场化、业绩弹性大的冶金煤公司。2019 年 1 月央行全面降准 1 个百分点。流动性改善预期下，看好板块估值提升。

图表 35：盘江股份主要产品产销量及价格成本预测

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
煤炭业务合计							
煤炭业务收入(万元)	480,105	382,037	373,270	584,913	587,128	611,863	643,257
煤炭业务成本(万元)	304,094	295,456	288,802	378,980	383,438	403,015	427,242
毛利(万元)	176,011	86,581	84,468	205,933	203,690	208,849	216,015
毛利率(%)	36.7%	22.7%	22.6%	35.2%	34.7%	34.1%	33.6%
煤炭产量(万吨)	997	925	809	828	833	875	927
商品煤销量(万吨)	752	808	737	720	737	770	812
商品煤洗出率(%)	75%	87%	91%	87%	88%	88%	88%
吨煤均价(元/吨)	638	473	506	813	797	795	792
吨煤成本(元/吨)	404	365	392	527	521	523	526
吨煤毛利(元/吨)	234	107	115	286	277	271	266

来源：wind、中泰证券研究所

- 我们预测公司 2018-2020 年实现营业收入 64.5/67.4/71.0 亿元，同比增长 6.1%、4.5%、5.3%，实现归属于母公司股东的净利润分别为 9.38/9.68/10.1 亿元，同比增长 6.9%、3.3%、4.3%，折合 EPS 分别是 0.57/0.59/0.61 元/股，当前股价（5.73 元/股）对应 PE 分别为 10.1/9.8/9.4

倍，维持公司“增持”推荐评级。

风险提示

- **（1）经济增速放缓风险。**可能造成下游钢铁、电力等需求不及预期风险，影响公司销售量和销售价格，从而造成业绩波动。
- **（2）行政性干预手段不确定性风险。**供给侧改革仍是影响行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大等风险。
- **（3）资产计提减值损失风险。**参股子公司首黔公司（持股 25%）涉及一系列纠纷案件，公司对其长期股权投资期末余额还剩 2.53 亿元，可能存在减值的风险。

图表 36: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3,914	6,081	6,454	6,743	7,102
增长率	-3.8%	55.4%	6.1%	4.5%	5.3%
营业成本	-2,995	-3,913	-4,290	-4,505	-4,769
% 销售收入	76.5%	64.3%	66.5%	66.8%	67.1%
毛利	919	2,168	2,164	2,237	2,333
% 销售收入	23.5%	35.7%	33.5%	33.2%	32.9%
营业税金及附加	-185	-309	-323	-337	-355
% 销售收入	4.7%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
营业费用	-18	-11	-23	-24	-25
% 销售收入	0.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-556	-652	-587	-614	-646
% 销售收入	14.2%	10.7%	9.1%	9.1%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	160	1,197	1,232	1,263	1,307
% 销售收入	4.1%	19.7%	19.1%	18.7%	18.4%
财务费用	-66	-80	-85	-90	-95
% 销售收入	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
资产减值损失	488	239	50	40	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	566	2	23	23	23
% 税前利润	47.9%	0.2%	1.9%	1.9%	1.9%
营业利润	1,148	1,358	1,220	1,236	1,265
营业利润率	29.3%	22.3%	18.9%	18.3%	17.8%
营业外收支	32	-11	-16	-16	-16
税前利润	1,180	1,347	1,204	1,220	1,249
利润率	30.2%	22.1%	18.7%	18.1%	17.6%
所得税	-8	-157	-166	-171	-178
所得税率	0.7%	11.7%	13.8%	14.0%	14.3%
净利润	196	866	938	969	1,011
少数股东损益	0	-12	1	1	1
归属于母公司的净利润	196	877	938	968	1,010
净利率	5.0%	14.4%	14.5%	14.4%	14.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	196	866	938	969	1,011
加: 折旧和摊销	202	203	204	237	262
资产减值准备	488	239	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	44	53	85	90	95
投资收益	-566	-2	-23	-23	-23
少数股东损益	0	-12	1	1	1
营运资金的变动	-211	-510	17	-356	18
经营活动现金净流	-99	894	1,221	917	1,362
固定资本投资	48	-212	-530	-330	-230
投资活动现金净流	-159	-646	-446	-246	-146
股利分配	-397	-397	-563	-581	-606
其他	717	213	-152	-43	-551
筹资活动现金净流	320	-184	-714	-624	-1,157
现金净流量	61	64	61	48	59

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	719	1,002	1,063	1,111	1,170
应收款项	2,940	3,213	2,664	2,862	2,377
存货	88	119	85	108	76
其他流动资产	81	189	178	184	174
流动资产	3,828	4,524	3,990	4,265	3,796
% 总资产	33.3%	37.0%	33.2%	34.5%	32.0%
长期投资	1,684	1,506	1,506	1,506	1,506
固定资产	2,862	2,815	2,825	3,225	3,531
% 总资产	24.9%	23.0%	23.5%	26.1%	29.7%
无形资产	876	815	697	574	452
非流动资产	7,681	7,703	8,018	8,106	8,075
% 总资产	66.7%	63.0%	66.8%	65.5%	68.0%
资产总计	11,508	12,227	12,009	12,371	11,871
短期借款	949	1,258	1,267	1,314	858
应付款项	1,931	2,196	1,867	1,972	1,684
其他流动负债	560	497	452	412	376
流动负债	3,441	3,951	3,586	3,698	2,917
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,607	1,531	1,378	1,240	1,116
负债	5,048	5,482	4,964	4,939	4,034
普通股股东权益	6,148	6,442	6,741	7,128	7,532
少数股东权益	312	303	304	304	305
负债股东权益合计	11,508	12,227	12,009	12,371	11,871

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.12	0.53	0.57	0.59	0.61
每股净资产 (元)	3.71	3.89	4.07	4.31	4.55
每股经营现金净流 (元)	-0.06	0.54	0.74	0.55	0.82
每股股利 (元)	0.24	0.24	0.34	0.35	0.37
回报率					
净资产收益率	3.19%	13.62%	13.91%	13.59%	13.41%
总资产收益率	1.70%	7.08%	7.81%	7.83%	8.52%
投入资本收益率	4.15%	17.81%	18.07%	18.06%	17.84%
增长率					
营业总收入增长率	-3.80%	55.36%	6.13%	4.48%	5.33%
EBIT增长率	155.03%	304.00%	25.52%	3.43%	4.34%
净利润增长率	744.74%	347.52%	6.88%	3.29%	4.30%
总资产增长率	11.01%	6.24%	-1.78%	3.02%	-4.04%
资产管理能力					
应收账款周转天数	86.5	38.8	34.9	31.4	28.3
存货周转天数	10.3	6.1	5.7	5.2	4.7
应付账款周转天数	90.8	74.0	66.6	60.0	54.0
固定资产周转天数	265.8	168.0	157.3	161.5	171.2
偿债能力					
净负债/股东权益	1.81%	3.64%	2.94%	2.62%	-3.34%
EBIT利息保障倍数	3.6	12.0	14.2	13.8	13.7
资产负债率	43.86%	44.84%	41.34%	39.92%	33.98%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。