

2019年10月15日

盘江股份 (600395.SH)

深度分析

区位优势进一步强化，高股息提升配置价值

投资要点

- ◆ **公司为西南地区焦煤龙头：**公司煤炭资产位于贵州省盘县，拥有在产矿井5对，产能910万吨，主产肥煤、气煤等优质炼焦煤，是西南地区最大和资源赋存条件最好的焦煤生产企业。
- ◆ **公司的区位优势进一步强化：**去产能后西南地区成为仅次于华中区域的第二大新增煤炭调入区域，2015-2019年净调入持续增长；西南地区30万吨以下煤炭产能仍占全国的比重高达56.31%，安全隐患大，后期关闭整合空间较大；贵州区域市场受运输条件制约，相对北方市场独立，上轮焦煤价格的底部较北方地区高97.6%；西南地区炼焦煤资源的53.85%分布在贵州，与区域内主要大型煤炭集团相比，公司煤炭资源赋存条件较好，一方面适合建设大型煤矿，另一方面煤质较好，含硫量相对较低。
- ◆ **公司未来成长仍占据地利与人和：**地利来自贵州经济与基础设施建设增速持续领涨全国，大数据中心的建设将带来省内14%的新增用电量，广西的防城港钢铁项目2019年底投产，新增焦原煤需求近900万吨，相当于公司当前产能规模，占贵州焦煤产量的12%，为区域供需增压。人和来自两个方面，一方面公司在建马依西一井、发耳二矿等预计未来3年陆续投产，将新增产能420万吨，在目前基础上新增46%；在省政府支持下，贵州省其他三大煤炭集团划归盘江集团，其中水矿煤炭核定产能1175万吨，在建矿井405万吨将陆续于2019-2021年投产，集团承诺注入上市公司。
- ◆ **高分红，高股息：**公司自2001年上市以来持续高分红，截止2018年的18年中年均分红率为72%。按照我们2019年的盈利预测、70%的分红率假设和当前股价测算，公司的股息率为8.3%。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.63、0.58和0.59元。净资产收益率分别为14.2%、12.9%和12.5%。通过敏感性测算，即使2020-2021年公司焦煤价格连续下行10%，公司的EPS仍可以维持在0.42-0.43元，估值不超过13倍，不考虑股价变动，股息率在5.6%-5.8%间。采用储量市值来对比同类公司，公司吨可采储量的市值为8.4元，即使从产业资本角度考虑也具有吸引力。综合考虑行业的趋势、公司的区位优势、内生与外延增长潜力，估值水平以及分红率，我们重申对公司增持-A的投资评级。
- ◆ **风险提示：**公司项目达产时间低于预期或达产率低于预期；遭遇矿难或断层导致产量不达预期；煤价下跌幅度超预期；公司分红政策变更。

财务数据与估值

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

增持-A(维持)

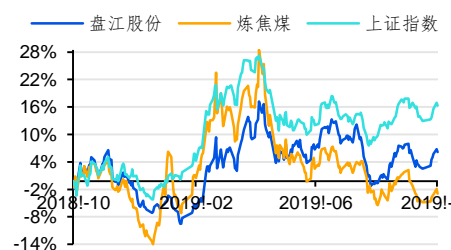
股价(2019-10-15)

5.31元

交易数据

总市值(百万元)	8,788.33
流通市值(百万元)	8,788.33
总股本(百万股)	1,655.05
流通股本(百万股)	1,655.05
12个月价格区间	4.80/6.46元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.16	-4.82	-11.68
绝对收益	-1.48	-2.76	3.05

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

- 盘江股份：区位优势突出，Q2盈利再创新本轮周期新高 2019-08-27
- 盘江股份：开局良好，2019年Q1盈利创2013年以来新高 2019-04-20
- 盘江股份：增长潜力尚待释放 2018-10-26
- 盘江股份：业绩符合预期，远期成长无忧 2018-08-29
- 盘江股份：区位优势将进一步强化 2018-04-27

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,081.3	6,089.8	6,785.6	6,883.9	7,118.6
同比增长(%)	55.4%	0.1%	11.4%	1.4%	3.4%
营业利润(百万元)	1,033.9	1,136.4	1,222.7	1,151.4	1,180.0
同比增长(%)	501.4%	9.9%	7.6%	-5.8%	2.5%
净利润(百万元)	877.2	944.9	1,037.1	966.6	972.2
同比增长(%)	347.5%	7.7%	9.7%	-6.8%	0.6%
每股收益(元)	0.53	0.57	0.63	0.58	0.59
PE	10.0	9.3	8.5	9.1	9.0
PB	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、主要结论.....	5
二、公司基本情况.....	5
1、公司股东已成为贵州唯一省属国有煤炭集团.....	5
2、主要资源情况.....	6
3、煤炭是公司主要盈利来源，混煤盈利存在低估.....	6
4、销售市场定位西南，并向华中扩张.....	8
三、公司的区位优势与地位.....	8
1、落后产能占比高，市场整合空间大.....	8
2、区域市场具有相对独立性.....	9
3、西南区域成为第二大煤炭调入区域.....	10
4、公司在区域市场具有绝对领导地位.....	11
四、未来发展仍得地利与人和.....	12
（一）区域市场需求增速仍将高于全国水平.....	12
1、贵州经济领涨全国.....	12
2、大数据中心投运后将新增用电需求 14%.....	13
3、钢铁重点项目投产增加区域焦煤需求.....	14
（二）公司内生与外延增长动力充足.....	14
1、内生成长动力充足.....	14
2、资产注入空间较大.....	15
六、高分红提升配置价值.....	16
六、盈利预测与投资建议.....	17
1、盈利预测.....	17
2、公司盈利对煤价的敏感性测算及冶金煤公司估值比较.....	18
七、风险提示.....	18

图表目录

图 1：2014-18 年公司分业务板块收入 单位：万元.....	6
图 2：2014-18 年公司分业务板块毛利 单位：万元.....	6
图 3：2014-2019 年 8 月公司混煤与当地现货价格及涨幅对比 单位：元.....	7
图 4：2016-19 年 Q2 公司吨煤价格、成本、毛利 单位：元/吨.....	7
图 5：2016-19 年 Q2 公司单季度 EPS 单位：元.....	7
图 6：2014-18 年公司分地区销售收入比重.....	8
图 7：2014-18 年公司分地区销售毛利率.....	8
图 8：2011-2019 年各主产区焦煤价格 单位：元/吨.....	10
图 9：2015-19E 西南主要省份煤炭净调出量 单位：万吨.....	10
图 10：2015-2019E 煤炭新增调入量的区域市场份额.....	10
图 11：贵州各焦煤煤种产量占全国的比重.....	11
图 12：2014-2019 年 8 月西南地区主要国有煤炭集团煤炭产量.....	12
图 13：2015-19 年全国及贵州基建投资占投资比重.....	13
图 14：2015-18 年贵州省基建投资占全国比重 单位：亿元.....	13
图 15：入驻贵州省的大数据企业拟投资额 单位：亿元.....	14
图 16：第一批绿色数据中心分布.....	14

图 17: 2001 年上市以来公司的年分红率及股息率.....	16
图 18: 冶金煤公司储量市值比较 单位: 元/吨	18
图 19: 冶金煤公司产能市值对比 单位: 元/吨	18
表 1: 公司主要矿井情况 单位: 万吨.....	6
表 2: 30 万吨以下矿井产能排名前 10 位的省份 单位: 万吨.....	9
表 3: 2017-19 年矿难高发区域矿难数量及死亡人数	9
表 4: 2014-2019 年上半年全国各省 GDP 增速 TOP5.....	12
表 5: 公司规划及在建项目 单位: 万吨/亿元	15
表 6: 水城矿业主要煤炭资源情况 单位: 万吨.....	15
表 7: 水城矿业在建拟建矿井情况.....	16
表 8: 水矿煤炭板块经营情况 单位: 万吨、元/吨、亿元、	16
表 9: 盈利预测主要假设	17
表 10: 公司 EPS 对焦煤价格变动及股息率的敏感性分析.....	18

一、主要结论

公司煤炭资产位于贵州省盘县，拥有在产矿井 5 对，产能 910 万吨，主产肥煤、气煤等优质炼焦煤，2018 年焦煤占公司煤炭销量的比重为 51.87%，占收入和毛利的比重分别为 80.90% 和 82.95%。公司（集团）在全国煤炭产量排名 34 位，也是西南地区最大和资源赋存条件最好的焦煤生产集团。

公司的主要优势体现为区位优势。去产能后西南地区成为仅次于华中区域的第二大新增煤炭调入区域；西南地区 30 万吨以下煤炭产能占全国的比重高达 56.31%，安全隐患大，后期关闭整合空间较大；贵州区域市场受运输条件制约，相对北方市场独立，上轮焦煤价格的底部较北方地区高 50%；贵州省大数据中心的建设和广西防城港钢铁项目投产相当于新增贵州省 14% 用电量和 12% 的焦煤需求，加剧区域市场煤炭供需矛盾。

未来 3-5 年公司内生增长与外延扩张动力充足。规划的马依矿和发耳二矿合计产能 1500 万吨，目前在建的一期项目产能分别为 240 万吨和 90 万吨，分别将于 2022 年和 2020 年投产，加上金佳矿竹菁采区的 90 万吨，未来 3 年公司内生产能增长幅度为 50%；贵州其他三大煤炭集团已划归盘江集团旗下，其中水矿煤炭产能 770 万吨，在建产能 405 万吨，将陆续于 2019-2021 年投产，承诺注入上市公司。

按照我们对公司 2019 年盈利预测、70% 的年分红率假设和当前股价计算，公司股息率高达 8.3%。

通过敏感性测算，即使 2020-2021 年公司焦煤价格连续下行 10%，公司的业绩仍可以维持在 0.42-0.43 元，估值不超过 13 倍，不考虑股价变动，股息率在 5.6%-5.8% 间。采用储量市值来对比同类公司，公司吨可采储量的市值为 8.4 元，即使从产业资本角度考虑也具有吸引力。综合考虑行业的趋势、公司的区位优势、内生与外延增长潜力，估值水平以及分红率，我们重申对公司增持-A 的投资评级。

二、公司基本情况

1、公司股东已成为贵州唯一省属国有煤炭集团

公司大股东为贵州盘江煤电集团有限责任公司，对公司的持股比例为 58.07%。盘江集团是贵州省国资委下属的大型国有独资公司，其前身是成立于 1966 年的盘江矿务局，2010 年 2 月变更为盘江投资控股集团，总部迁往贵阳市。贵州省国资委通过盘江集团持有公司 100% 股份，为公司实际控制人。

近年来，为了做强煤炭产业、理顺煤电关系、降低用电成本，为全省发展提供战略性、基础性能源支撑，贵州省政府持续推进国有煤炭企业战略性重组，2011 年 3 月，贵州省国资委将六枝工矿 55% 股权划转给盘江集团，2012 年 4 月，贵州省国资委林东矿业集团划入盘江集团经营管理。2018 年 7 月，贵州省第二大有色金属集团——水矿集团划归盘江集团，至此，贵州四大国有煤矿企业（原盘江矿务局、水城矿务局、六枝矿务局和林东矿务局）“合四为一”，贵州省煤炭

资源要素全部向盘江煤电集团集中。公司作为盘江煤电集团旗下的核心企业，在资源、技术、人才等方面将得到大力支持。

2、主要资源情况

公司目前拥有在产矿井 5 对，合计煤炭可采储量 10.78 亿吨，核定产能 910 万吨，2016 年、2017 年、2018 年产量分别为 808 万吨、829 万吨和 870 万吨。公司煤炭未达到满产的原因是西南地区地质条件较为复杂，断层较多。贵州复杂地质条件下的煤炭开采技术阻断了外来竞争者，公司的龙头地位得以巩固。

表 1：公司主要矿井情况 单位：万吨

主要矿井	地质储量	可采储量	煤种	瓦斯情况	核定产能	产量		
						2016	2017	2018
火铺矿	31285	18631	肥、气煤	突	180	133	160	177
月亮田矿	14810	9605	肥、气煤	高	115	97	109	113
山脚树矿	35099	19230	肥、气煤	高	180	201	178	176
土城矿	42298	27599	肥、焦煤	突	280	242	266	265
金佳矿	51717	32776	贫、瘦煤	高	155	135	116	139
合计	175209	107841			910	808	829	870

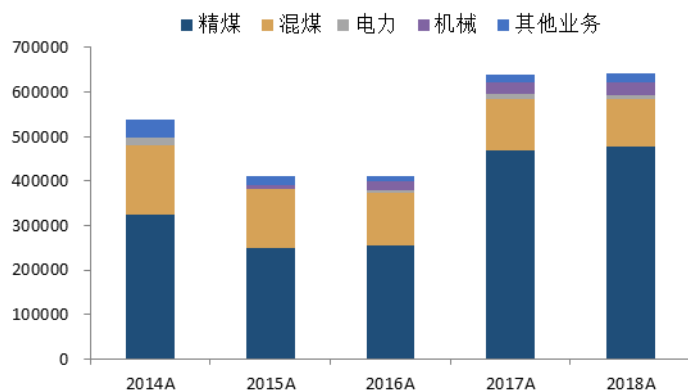
资料来源：公司公告，华金证券研究所

3、煤炭是公司主要盈利来源，混煤盈利存在低估

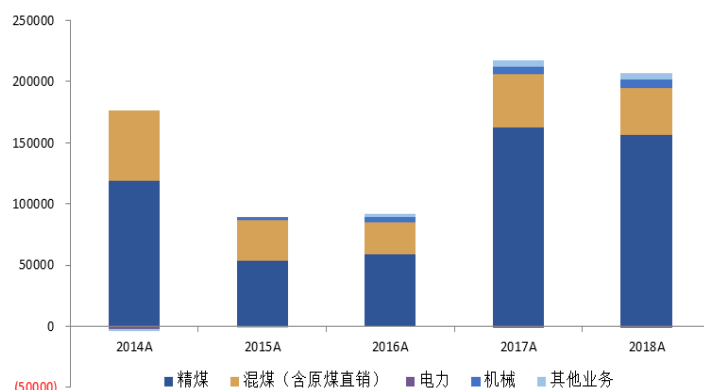
公司主营业务包扩煤炭、电力、机械等，2018 年公司合并抵消前收入和毛利分别为 64.17 亿元和 20.65 亿元，其中煤炭板块占比分别为 99.15%和 93.49%，是公司的核心利润来源。其中，精煤占收入和毛利的比重分别为 80.90%和 82.65%，而 2017 年前精煤占公司收入和毛利的比重通常在 60%-70%这一区间，混煤贡献 30%左右的毛利份额。造成这一现象的主要原因是去产能后省内动力煤供应一度严重不足，火电面临缺煤停机风险，为了确保省内电力生产的稳定，地方政府要求省属企业在低价格上保证供应，2016-18 年公司的动力煤销售价格分别为 320 元/吨、357 元/吨和 303 元/吨，均未超过 2015 年行业景气最低谷的 358 元/吨的价格水平，也远远低于 2016-2019 年期间当地动力煤市场价格 50%的涨幅，而同期秦皇岛 5500 大卡动力煤的最高涨幅是 111.11%

图 1：2014-18 年公司分业务板块收入 单位：万元

图 2：2014-18 年公司分业务板块毛利 单位：万元

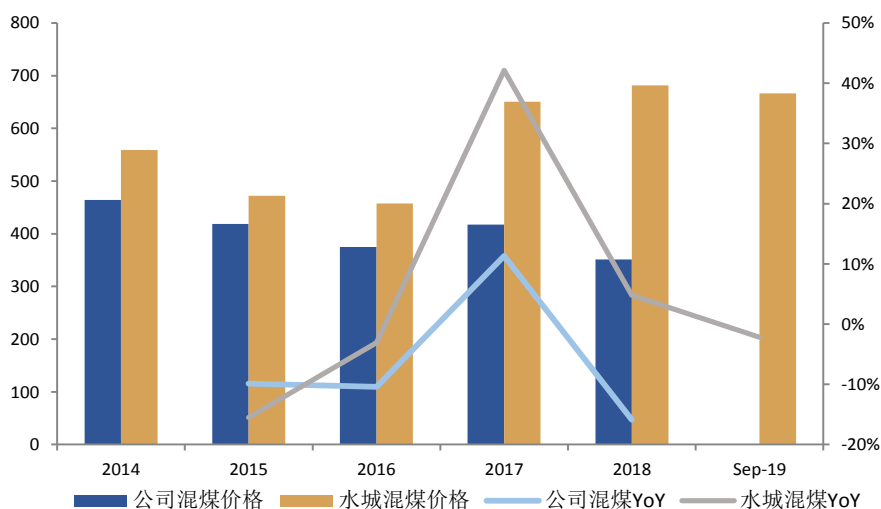


资料来源：公司公告，华金证券研究所



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2014-2019 年 8 月公司混煤与当地现货价格及涨幅对比 单位：元

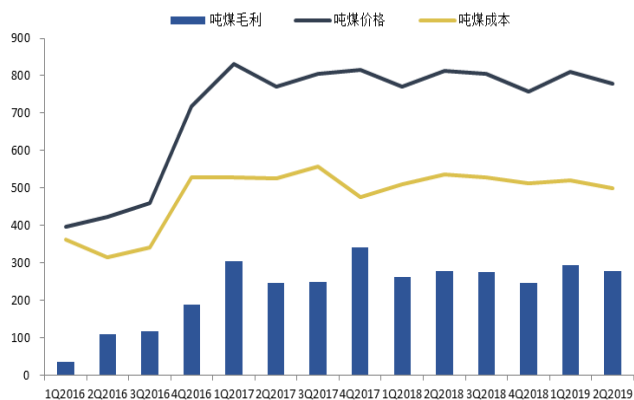


资料来源：Wind, 华金证券研究所

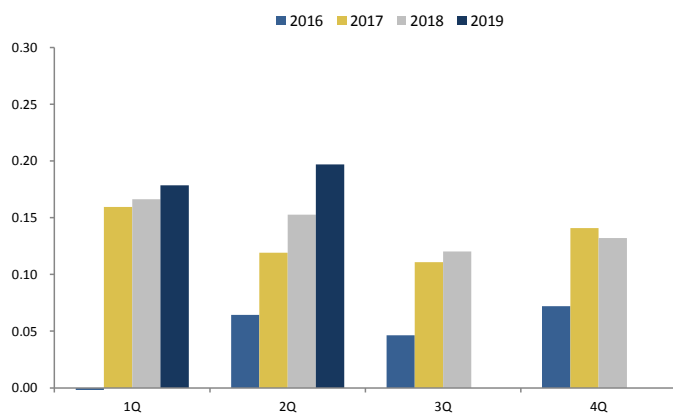
2019 年上半年公司煤炭产量 369 万吨，同比增长 14.29%，煤炭销量为 399 万吨，同比增长 11.52%。煤炭综合销售价格为 795 元/吨，同比上涨 0.40%，吨煤毛利为 286 元，同比上升 6.10%。在价格平稳、外购煤下降的情况下，叠加增值税下降和投资收益的贡献，公司在 2019 年 Q2 单季度 EPS 创本轮周期复苏以来的新高。

图 4：2016-19 年 Q2 公司吨煤价格、成本、毛利 单位：元/吨

图 5：2016-19 年 Q2 公司单季度 EPS 单位：元



资料来源: Wind, 华金证券研究所



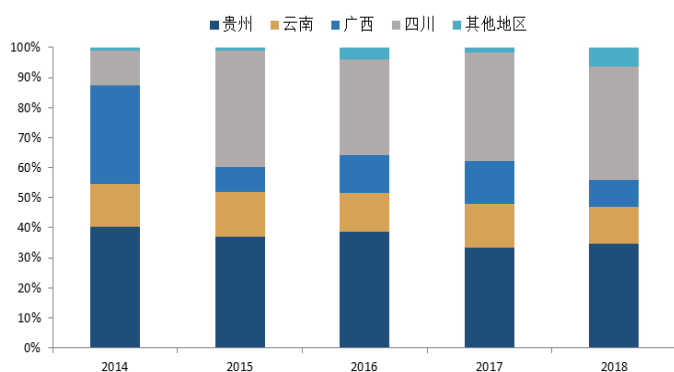
资料来源: Wind, 华金证券研究所

4、销售市场定位西南，并向华中扩张

公司是西南地区的主要焦煤生产企业，随着周边市场去产能导致煤炭缺口扩大，省内占公司煤炭销售比重呈现下降趋势，2018年占比为34.84%，较2014年的40.30%下降了5个百分点。占比大幅增长的主要是四川省，2014年占比仅为11.67%，2015年上升至38.76%后一直维持30%以上的比重，2016年以来，湖南、江西等占比从2014年的不足1%上升至2018年的6.22%。

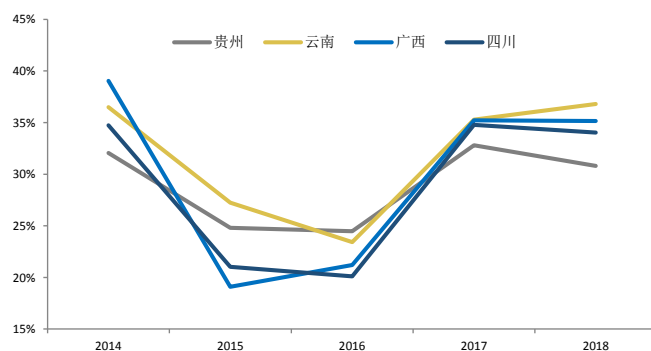
此外，从历史数据来看，除2015、2016年行业景气极度低迷的市场条件外，公司省外销售的毛利率水平高于贵州省内3-6个百分点，省外销售的扩大提升了公司盈利水平。

图 6：2014-18 年公司分地区销售收入比重



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 7：2014-18 年公司分地区销售毛利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、公司的区位优势与地位

1、落后产能占比高, 市场整合空间大

西南地区地质条件复杂，小煤矿众多，是2016-2018年去产能的主要区域，尽管如此，未来随着安全标准的提升，去产能的空间仍然非常大。截止2018年底，川渝滇黔四省共有煤矿数量1000座，较2015年减少了55.14%，其中30万吨以下的矿井数量仍有750座，占比75%，30万吨以下的矿井产能为1.37亿吨，占上述四省总产能的比重为49.21%

表2：30万吨以下矿井产能排名前10位的省份 单位：万吨

省份	产能	全国占比	省内占比	省份	数量	全国占比	省内占比
贵州省	7050	29.06%	44.83%	贵州省	316	20.68%	67.09%
四川省	3965	16.34%	64.45%	黑龙江省	306	20.03%	55.74%
黑龙江省	2751	11.34%	31.30%	四川省	288	18.85%	87.80%
云南省	2139	8.82%	50.76%	云南省	121	7.92%	78.06%
河南省	1917	7.90%	13.10%	江西省	109	7.13%	77.86%
陕西省	1155	4.76%	2.60%	湖南省	88	5.76%	31.10%
湖南省	1115	4.60%	87.11%	河南省	86	5.63%	40.95%
江西省	654	2.70%	66.46%	陕西省	42	2.75%	17.57%
内蒙古	540	2.23%	0.63%	重庆市	25	1.64%	54.35%
重庆市	507	2.09%	30.41%	福建省	22	1.44%	61.11%

资料来源：能源局，华金证券研究所

东北、西南区域有由于矿井规模小、地质赋存条件复杂，是煤炭事故的高发区。随着2018年东北地区去产能的完成，西南地区所发生的矿难占全国的比重逐年提升，未来西南地区淘汰落后产能、关闭小矿的压力仍居全国各区域之首。

表3：2017-19年矿难高发区域矿难数量及死亡人数

省份	煤矿事故（起）			死亡人数（人）		
	2017	2018	1H2019	2017	2018	1H2019
贵州	23	26	6	58	43	9
云南	3	13	6	4	17	14
四川	8	8	12	11	15	15
重庆	3	8	1	3	18	3
西南小计	37	55	25	76	93	41
全国占比	16.37%	24.55%	34.25%	19.84%	27.93%	31.30%
黑龙江	7	5	1	32	21	1
辽宁	11	6	1	25	6	1
吉林	3	4	1	4	5	9
东北小计	21	15	3	61	32	11
全国占比	9.29%	6.70%	4.11%	15.93%	9.61%	8.40%

资料来源：各省煤监局，华金证券研究所

对于贵州省而言，2019年前8个月，地方煤矿占全省煤炭的产量比重为87%，30万吨以下煤矿产能占全省产能的比重为45%，未来如何在保证供应的同时整合省内资源、提升安全生产水平仍将是贵州煤炭行业管控中最重要的主题。

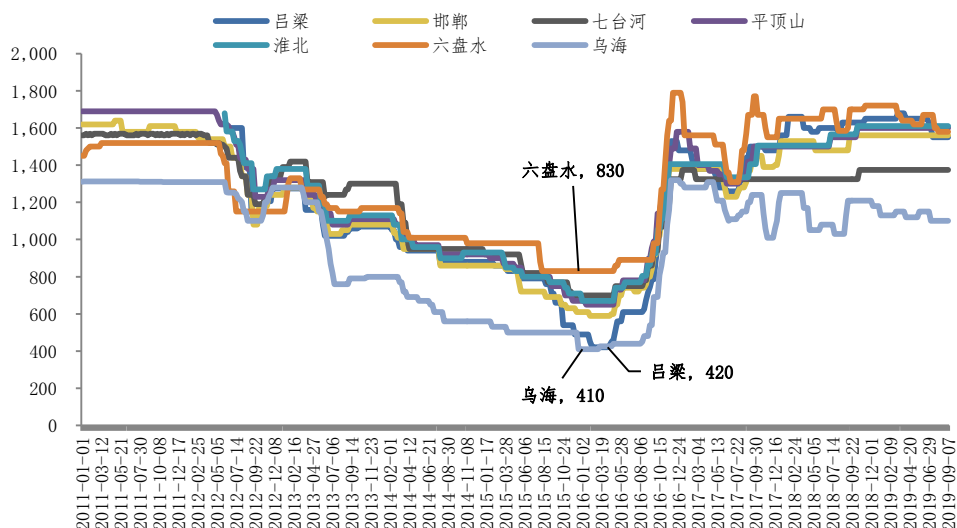
2、区域市场具有相对独立性

西南地区由于地质条件复杂，断层与褶皱煤层多，多不具备大规模机械化开采条件，因此相对北方地区开采成本较高；但另一方面西南地区交通条件不便，运输存在一定瓶颈，较少受到蒙古、澳煤等外部市场的冲击，区域市场具有一定的封闭性和独立性。

表现在煤炭价格上，贵州省煤炭价格波动幅度远远低于华北地区的煤炭价格，同时价格的底部也远远高于北部地区。2016年初，焦煤价格跌至2012年行业景气下行以来的低点，北方省份的主焦煤价格低至400元/吨左右，大部分地区价格区间在600元/吨左右，但贵州省的最低价格维持在830元/吨以上，较中国优质焦煤主产区吕梁地区的价格高97.6%。

贵州省焦炭价格也表现相对坚挺。2016年初，北方地区的二级焦最低价格一度降至450元/吨，全国大部分地区维持在650-700元/吨，贵州地区最低价格为910元/吨，高出全国其他地区平均价格50%。

图 8：2011-2019 年各主产区焦煤价格 单位：元/吨



资料来源：Wind, 华金证券研究所

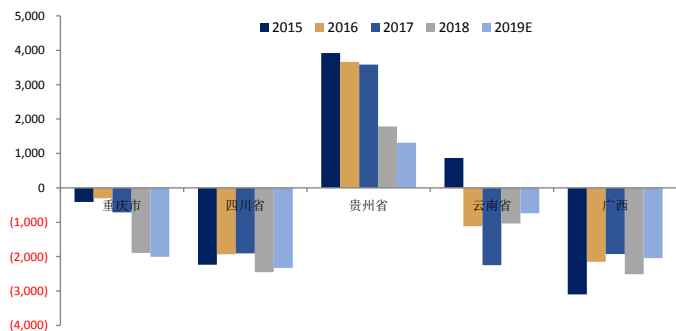
3、西南区域成为第二大煤炭调入区域

2016-2018 年的去产能中，西南地区的贵州、四川、重庆分别贡献了所去产能的 9.6%、7.1% 和 4.6%，省份从高到低排名中分别居于第 2、第 4 和第 9 位。受此影响，西南省份煤炭供需格局出现重大变化，其中重庆由基本自给自足转变为净输入省，云南从煤炭输出省变为煤炭净输入省，贵州省的输出量大幅减少。2015 年，该区域为煤炭调出区域，外调煤炭 2143 万吨，2017 年，该区域净调入煤炭 1281 万吨，较 2015 年净增了 3424 万吨，2018 年则净调入 3596 万吨，按照 2019 年前 8 月的数据年化计算，预计 2019 年得净调入量将达到 3761 万吨。

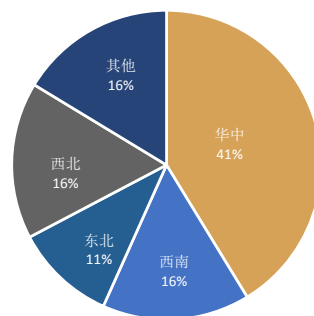
在 2015-2018 年期间新增的煤炭净调入增量中，华中区域所占份额最大，占比为 41%，其次为西南区域的 16%。

图 9：2015-19E 西南主要省份煤炭净调出量 单位：万吨

图 10：2015-2019E 煤炭新增调入量的区域市场份额



资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所



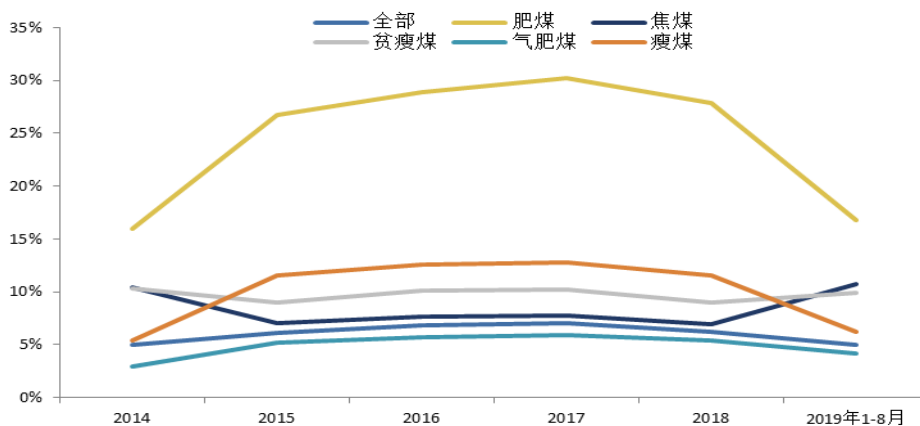
资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

4、公司在区域市场具有绝对领导地位

公司(含集团)煤炭产量(2018年)在全国排名第34位,同时也是西南地区最大和资源赋存条件最好的焦煤生产集团。

西南地区炼焦煤经济可采储量占全国可采储量的9.8%,其中53.85%分布在贵州。贵州的肥煤、主焦煤等稀缺煤种产量占优,2018年贵州省肥煤、主焦煤占全国的产量比重分别为27.87%和6.91%,2019年占比则分别为16.80%和9.94%。

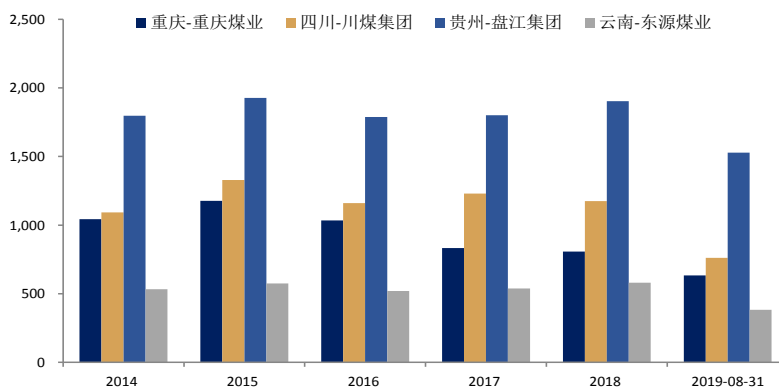
图 11: 贵州各焦煤煤种产量占全国的比重



资料来源: 煤炭资源网, 华金证券研究所

公司所在的盘江矿区资源储量丰富,埋藏深度基本在1000米以内,煤种有气、肥、焦、瘦、贫及无烟煤,相对齐全,煤炭含硫量小于0.6%,灰份含量≤10%,煤质优良。与区域内主要大型煤炭集团相比,公司煤炭资源赋存条件较好,一方面适合大规模开采,建设大型煤矿,另一方面煤质较好,含硫量相对低,西南其他地区煤炭含硫量较高,其中重庆地区的煤炭平均含硫量为3.48%,在西南高硫煤区域居榜首,川煤集团近40%的煤炭产量硫分含量在3%-7%之间。在环保压力日益增加的政策环境下,公司优质煤炭的竞争优势进一步凸现。

图 12：2014-2019 年 8 月西南地区主要国有煤炭集团煤炭产量



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

四、未来发展仍得地利与人和

(一) 区域市场需求增速仍将高于全国水平

1、贵州经济领涨全国

贵州省产业基础薄弱,工业发展起步晚,在我国各省 GDP 排名较低,但增速很快。2019 年 1-6 月,贵州省实现生产总值 7,212.94 亿元,排名全国第 23 位。截至 2019 年中期,贵州省 GDP 增速连续 9 年居于全国前三位。同时从 2009 年至今贵州 GDP 增速一直较全国平均高 2 个百分点以上。虽然近两年绝对增速有所回落,但贵州省相对于全国仍保持着 2 个点以上的增速优势。

表 4：2014-2019 年上半年全国各省 GDP 增速 TOP5

2014		2015		2016		2017		2018		2019-06		
省份	增速	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	10.2	贵州	9.1	云南	9.2
2	西藏	10.8	重庆	11	贵州	10.53	西藏	10.04	西藏	9.1	贵州	9
3	贵州	10.8	贵州	10.7	西藏	10.1	云南	9.5	云南	8.9	西藏	9
4	天津	10	天津	9.3	天津	9.1	重庆	9.3	江西	8.7	江西	8.6
5	新疆	10	江西	9.1	江西	9	江西	8.8	福建	8.3	福建	8.1

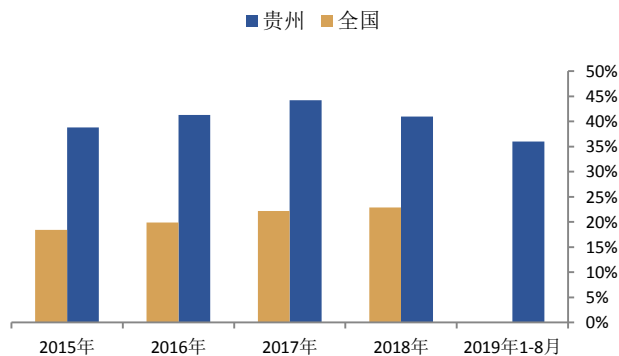
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

从投资结构来看,基础设施投资是贵州经济增长的主要驱动。2015 年至 2018 年,贵州年度基础设施投资额由 4137.35 亿元增长至 7824.94 亿元,增长 89.1%,高于全国增速 40 个百分点;期间基建投资占固定资产比重均在 36.0%以上,各年占比高于全国平均水平 18.1%-22.0%。贵州基建投资占全国比重也呈逐年上升的趋势,由 2015 年的 4.1%增长至 2018 年的 5.4%。

西南区域的整体情况与贵州类似，2008-2017 年区域每年基建投资占固定资产投资比重均在 30% 以上，稳定高于全国水平 6 个百分点以上。且该比例从 2003 年以来不断提高，2017 年西南地区基建投资额达 30534.9 亿元，占固定资产投资比重高达 38.2%。

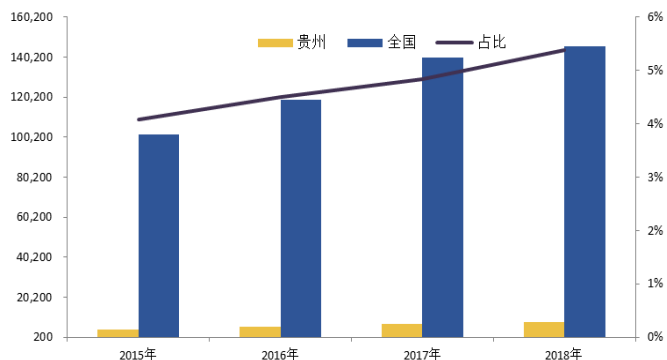
贵州及周边省份经济的快速增长和基础设施建设拉动当地工业原料等耗煤行业的需求。

图 13：2015-19 年全国及贵州基建投资占投资比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：2015-18 年贵州省基建投资占全国比重 单位：亿元



资料来源：Wind，华金证券研究所

2、大数据中心投运后将新增用电需求 14%

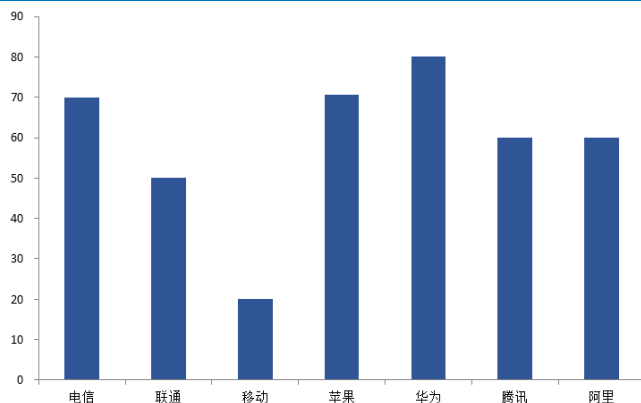
贵州的自然禀赋非常适合发展大数据产业。首先，贵州气候凉爽。大数据中心能耗中有很大一部分用于冷却，而贵州最热月（7 月）平均气温也一般在 22℃~25℃ 左右，且有许多恒温恒湿的山洞，可以降低大数据中心的能耗。其次，贵州煤炭和电力资源丰富，且电价较低，可以负担大数据中心巨大的能耗。2018 年贵州省 220 千伏电压等级下电价仅为 0.487 元/千瓦时，低于全国平均 0.538 元/千瓦时，在各省由低到高排名中位列第 8 位。最后，贵州相比周边同为发电大省的云南四川还有安全的优势，贵州远离地震带，20 世纪以来，我国共发生 800 余次 6 级以上的地震，但贵州均在名单之外。

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，并推动大数据产业与实体经济深度融合；同时积极推进大数据立法，使对大数据产业的监管有法可依。

在优越的自然条件和政策的拉动下，贵州大数据产业已初具规模。据贵州省大数据局统计，2018 年全省实际安装使用服务器达 2.58 万标准机架，数据中心 PUE 平均值为 1.56，比全国数据中心 PUE 平均值 1.63 低 4.3%。根据估算全省大数据中心 2018 年耗电量约为 33.78 亿千瓦时。而随着电信、联通、移动三大运营商二期扩建工程稳步推进，苹果、华为、腾讯、阿里等大数据行业巨头陆续在贵州部署大数据中。据统计，仅上述七家企业投资额就超过 400 亿元人民币，预估其全部数据中心完工后将增加用电需求 205.89 亿千瓦时/年，相当于贵州省 2018 年用电量的 13.9%。

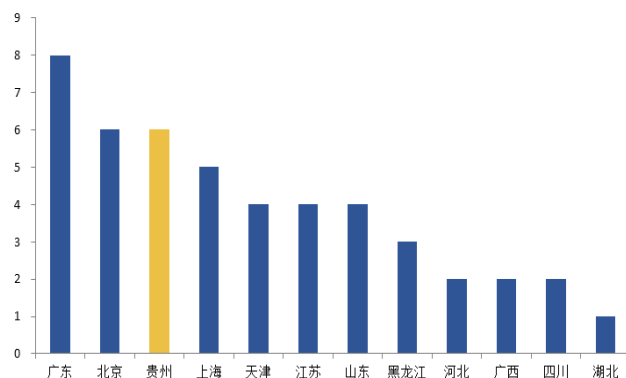
除头部企业积极落户贵州外，中小型大数据企业也纷纷在此创设。截至 2018 年 8 月，贵州已拥有 8900 家大数据企业，产值达 1100 亿元。同时，2018 年工业和信息化部、国家机关事务管理局、国家能源局遴选出 49 家国家绿色数据中心，贵州省独占 6 席，数量仅次于广东，与北京并列第二。

图 15: 入驻贵州省的大数据企业拟投资额 单位: 亿元



资料来源: 工信部, 华金证券研究所

图 16: 第一批绿色数据中心分布



资料来源: 工信部, 华金证券研究所

3、钢铁重点项目投产增加区域焦煤需求

2018 年, 包含四川、重庆、贵州、云南、广西的西南省份合计生产粗钢 9951.98 万吨, 占全国粗钢产量的 10.72%; 上述五省合计生产焦煤产量 1.09 亿吨, 占全国比重为 9.8%, 低于钢铁产量占比。贵州粗钢产量 418.41 万吨, 在西南地区占比仅为 4.2%。从炼焦煤分布来看, 西南地区炼焦煤经济可采储量共 72.48 亿吨, 占全国可采储量的 9.8%, 其中 53.85% 分布在贵州。因此, 西南地区对贵州焦煤资源的依赖度非常高。

经过股权让渡和项目重企, 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, 预计将于 2019 年底投产。防城港钢铁基地项目产品主要为满足广西和东南亚市场汽车、家电制造所需的热轧薄板、镀锌板、彩涂板等中高端板材, 以此将该项目与相距仅 200 公里的湛江项目相区分。

2018 年, 柳钢集团的生铁、钢、钢材产量分别为 1215 万吨、1308 万吨、765 万吨。而柳钢防城港钢铁基地建成后将拥有 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, 相当于公司当前的产能和贵州省焦煤产量的 12%。尽管部分需求可能通过进口澳煤来满足, 但毫无疑问也将给区域焦煤市场带来增量需求。

柳钢股份目前是盘江股份的重要客户。2016 年至 2018 年按照盘江集团口径, 对柳州钢铁股份有限公司的销售收入分别占公司收入的 7.12%、11.04% 和 8.11%。

(二) 公司内生与外延增长动力充足

1、内生长动力充足

公司规划和在建矿井主要为马依矿和发耳煤矿。

马依基建项目由贵州盘江马依煤业有限公司建设, 公司成立于 2009 年 1 月 19 日, 是由盘江股份、贵州粤黔电力有限责任公司、贵州省煤田地质局共同投资成立的煤炭企业, 该公司注册资

本 107,000 万元，其中公司出资 78,650 万元，持股比例为 73.51%。该项目设计总规模为 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。马依西一井项目于 2018 年 5 月取得国家能源局核准批复，项目总投资 22.48 亿元。

恒普基建项目由贵州盘江恒普煤业有限公司建设，公司成立于 2009 年 1 月 19 日，是由盘江股份、贵州省煤田地质局共同投资成立的煤炭企业，该公司注册资本 30,888.89 万元，公司累计出资 27,800 万元，持股比例 90%。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），项目总投资 12.06 亿元，2019 年计划投资 0.98 亿元，2020 年计划投资 3 亿元，预计 2020 年 7 月投产。

此外，公司在推进金佳矿佳竹菁采区建设，建成后全矿生产能力将从 180 万吨/年提高到 270 万吨/年，建成后将新增 90 万吨/年的生产能力。

按照公司在建项目进度，预计未来 3 年公司有望新增产能 420 万吨，在目前基础上新增 46%。

表 5：公司规划及在建项目 单位：万吨/亿元

省份	煤种	规划产能	持股比例	当前在建年产能	计划投资额	项目完成比例
马依西一井	瘦煤、贫瘦煤	540	73.51%	240	22.48	50.85%
增长马依东一井	焦煤、无烟煤、贫煤	540	73.51%			
发耳煤矿二矿	焦煤、瘦煤、贫煤、瘦煤	420	90%	90	12.06	72.46%
金佳矿竹菁采区	贫煤、瘦煤	90	100%	90	4.24	43.07%
合计		1590		420	38.78	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、资产注入空间较大

2018 年 7 月，贵州省第二大煤炭集团——水矿集团划归盘江集团。水矿集团拥有煤炭可采储量 11 亿吨，8 座在产矿井，核定产能 1175 万吨，主要煤种为焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤、贫瘦煤、无烟煤，品质优良，低灰、低硫、高发热量，也是西南地区最重要的煤炭供应基地之一。

表 6：水城矿业主要煤炭资源情况 单位：万吨

主要矿井	股权比例	煤种	可采储量	核定产能	产量		
					2016	2017	2018
汪家寨煤矿	100%	焦煤	8964	270	161	95	129
大湾煤矿	100%	焦、气煤	1265	200	119	133	153
盛远煤矿	100%	焦煤			39		
大河煤矿	100%	焦煤	6132	90	57	42	69
那罗煤矿	100%	焦煤	9883	120	60	87	79
老鹰山煤矿	100%	1/3 焦煤	4535	90		35	67
中岭公司	55%	无烟煤	14338		107	102	79
玉舍中井	41.99%	贫瘦煤	2461	60	16	48	69
玉舍煤矿东井	41.99%	贫瘦煤	13056				

米箩煤矿	41.99%	贫瘦煤	10104				
马场煤矿	16.80%	主焦煤	2947				
文家坝一矿（一期）	61.46%	无烟煤	16739	120	49	51	27
文家坝一矿（二期）	61.46%	无烟煤	19710				
合计		-	110135	1175	608	593	672

资料来源：公司公告，华金证券研究所

水矿多个项目即将进入产能释放期，截止 2019 年中期公司在建矿井 5 对，合计产能 405 万吨，分别将于 2019 年-2021 年投产，规划矿井一对，设计产能 90 万吨。

表 7：水城矿业在建拟建矿井情况

省份	产能(万吨)	开工时间	预计投产时间
大湾煤矿中井	90	2006.05	2019.12
文家坝公司二矿（一期）	120	2010.01	2020.11
格目底公司马场煤矿	45	2010.06	2020.09
玉舍煤矿东井	90	2006.05	2021.02
大坝田煤矿	60		2019.12
文家坝公司二矿（二期）	90	2019	
合计	495		

资料来源：公司公告，华金证券研究所

近年来，水矿集团由于在建规模较大，适逢行业下行周期，资产负债率水平偏高。为降低还本付息的压力，保证企业现金流，2019 年 4 月，水城矿业实施了债转股，转股后公司合并资产负债率下降至 70% 以下，并承诺债转股 3 年期满后的 2 年内，通过与省内企业吸收合并等重组方式注入上市公司。公司未来 3 年公司产能释放，内生产能增长 35%，随着产能释放和负债压力的缓解，经营情况有望大幅改善，成为资产注入的良好标的。

表 8：水矿煤炭板块经营情况 单位：万吨、元/吨、亿元、

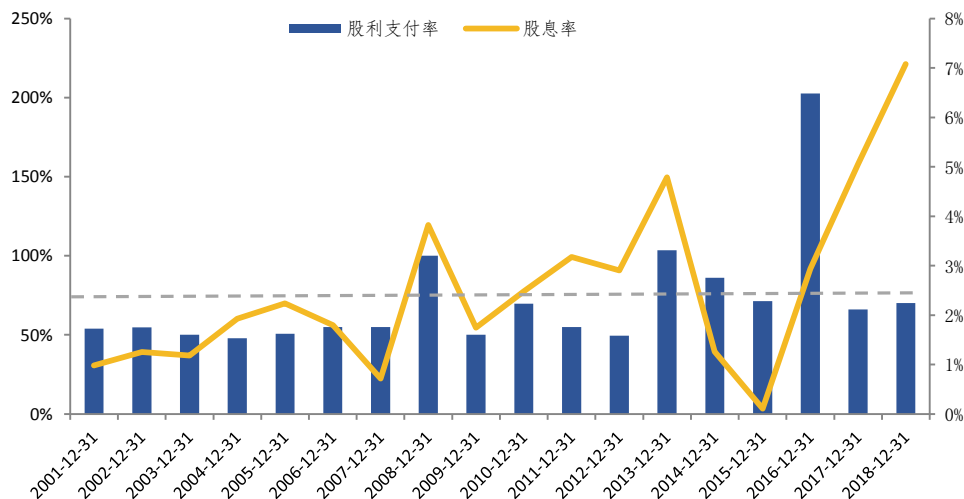
主要经营指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
煤炭产量（万吨）	646.14	713.64	618.31	592.47	672.5	172.59
精煤销量（万吨）	109.36	137.5	91.04	74.45	104.23	29.99
混煤销量（万吨）	360.68	337.45	404.45	421.18	419.29	98.31
精煤单位价格（元/吨）	851.49	701.88	655.18	1089.66	1270.63	1254.06
混煤单位价格（元/吨）	314.4	265.04	218.89	277.01	349.64	370.34
吨煤成本（元/吨）	288.16	284.12	236.85	250.87	265.66	255.25
煤炭板块收入（亿元）	20.65	18.59	14.84	19.78	27.74	7.4
煤炭板块毛利率（%）	31.93	32.45	22.61	37.21	43.09	45.58

资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、高分红提升配置价值

公司自 2001 年上市以来持续高分红，截止 2018 年的 18 年中年均分红率为 72%。按照我们 2019 年的盈利预测、70% 的分红率假设和当前股价测算，公司的股息率为 8.3%。

图 17：2001 年上市以来公司的年分红率及股息率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

盈利预测主要假设:

- 2020-2022 年公司炼焦煤价格年下跌 2%，混煤价格不变；
- 发耳二矿 2020 年 7 月投产，当年贡献产量 20 万吨，2022 年完全达产；马依西一井 2022 年投产；
- 外购煤维持 60-70 万吨规模；
- 吨煤成本滞后价格变动幅度一年；
- 不考虑资产注入。

表 9: 盈利预测主要假设

主要经营指标	2019E	2020E	2021E	2022E
煤炭产量	890	910	950	1020
煤炭销量	765	783	817	877
精煤	417	427	445	478
混煤	348	356	372	399
煤炭销售价格	824	810	797	797
精煤	1256	1231	1206	1206
混煤	306	306	306	306
吨煤成本	527	517	507	496
EPS	0.63	0.58	0.59	0.71

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2、公司盈利对煤价的敏感性测算及冶金煤公司估值比较

煤价是煤炭上市公司业绩最大的不确定因素。根据我们对行业的判断，未来 2 年煤炭行业进入下行周期，但由于供给区域集中和尾部企业的收敛，供应的有序性和对需求变化的调整速度大幅提升，加之本轮景气上升阶段并无集中的新建产能，因此煤价下行幅度预计比较缓和，对于华中、西南、东北三大新兴煤炭调入区域，煤价波动幅度有望低于北方和沿海市场。

在此判断前提下，我们对公司业绩相对煤价做了敏感性分析。由于公司混煤价格受省内管控影响未能超越上轮周期低点，下跌可能非常小，我们仅测算市场化定价的焦煤价格对公司盈利的影响。根据测算结果，即使 2020-2021 年公司焦煤价格连续下行 10%，公司的业绩仍可以维持在 0.42-0.43 元，PE 估值不超过 13 倍，不考虑股价变动，股息率在 5.6%-5.7% 间。

表 10：公司 EPS 对焦煤价格变动及股息率的敏感性分析

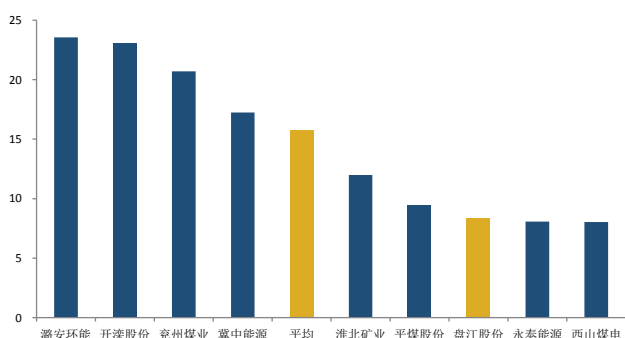
价格变动	EPS				PE				股息率			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
5%	0.63	0.77	0.81	0.92	8.43	6.85	6.56	5.80	8.31%	10.21%	10.67%	12.07%
0	0.63	0.66	0.67	0.74	8.43	8.08	7.91	7.22	8.31%	8.67%	8.85%	9.70%
-5%	0.63	0.54	0.55	0.58	8.43	9.84	9.74	9.10	8.31%	7.12%	7.19%	7.70%
-10%	0.63	0.42	0.43	0.46	8.43	12.57	12.31	11.60	8.31%	5.57%	5.69%	6.03%

资料来源：公司公告，华金证券研究所，收盘价为 10 月 15 日，2019 年公司业绩锁定性较强，敏感性测试针对 2020 年度及其后年度指标

采用储量市值来对比同类公司，公司吨可采储量的市值为 8.4 元，在冶金煤类公司中仅高于 2 家公司，即使从产业资本角度考虑，公司资源价值也具有吸引力。从产能市值来估算，公司吨产能市值在冶金煤公司中排名较高，反映了市场对公司未来的产能扩张有一定预期，将未来 3 年的新增产能纳入计算后，公司的吨产能市值居于同类公司较低水平。

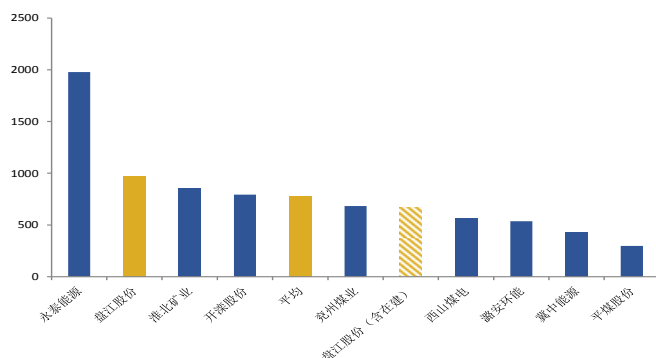
综合考虑行业的趋势、公司的区位优势、内生与外延增长潜力，估值水平以及分红率，我们重申对公司增持-A 的投资评级。

图 18：冶金煤公司储量市值比较 单位：元/吨



资料来源：Wind，华金证券研究所，收盘价为 10 月 15 日

图 19：冶金煤公司产能市值对比 单位：元/吨



资料来源：Wind，华金证券研究所，收盘价为 10 月 15 日

七、风险提示

公司项目达产时间低于预期或达产率低于预期；

遭遇矿难或断层导致产量不达预期；

煤价下跌幅度超预期；

公司分红政策变更。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,081.3	6,089.8	6,785.6	6,883.9	7,118.6	年增长率					
减:营业成本	3,913.1	4,025.3	4,569.7	4,623.2	4,770.6	营业收入增长率	55.4%	0.1%	11.4%	1.4%	3.4%
营业税费	309.1	308.7	331.1	344.9	355.0	营业利润增长率	501.4%	9.9%	7.6%	-5.8%	2.5%
销售费用	10.8	19.1	17.0	17.2	19.3	净利润增长率	347.5%	7.7%	9.7%	-6.8%	0.6%
管理费用	651.5	604.8	616.8	665.0	667.0	EBITDA 增长率	164.6%	21.4%	7.5%	-1.8%	2.9%
财务费用	80.2	93.4	66.5	60.0	60.9	EBIT 增长率	304.0%	25.1%	7.4%	-6.0%	2.4%
资产减值损失	239.0	-26.0	66.2	45.6	55.9	NOPLAT 增长率	313.4%	11.2%	4.5%	-6.0%	2.4%
加:公允价值变动收益	-	-	100.0	-	-33.3	投资资本增长率	7.1%	5.6%	-8.6%	0.7%	0.8%
投资和汇兑收益	2.1	42.5	4.3	23.4	23.4	净资产增长率	4.4%	2.3%	10.3%	2.6%	3.8%
营业利润	1,033.9	1,136.4	1,222.7	1,151.4	1,180.0	盈利能力					
加:营业外净收支	-11.0	-29.1	-2.6	-14.3	-15.3	毛利率	35.7%	33.9%	32.7%	32.8%	33.0%
利润总额	1,022.9	1,107.3	1,220.1	1,137.2	1,164.7	营业利润率	17.0%	18.7%	18.0%	16.7%	16.6%
减:所得税	157.2	163.0	183.0	170.6	174.7	净利润率	14.4%	15.5%	15.3%	14.0%	13.7%
净利润	877.2	944.9	1,037.1	966.6	972.2	EBITDA/营业收入	19.1%	23.2%	22.3%	21.6%	21.5%
						EBIT/营业收入	15.8%	19.7%	19.0%	17.6%	17.4%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	44.8%	47.5%	46.4%	39.7%	40.4%
货币资金	1,001.7	1,370.3	1,357.1	1,376.8	1,423.7	负债权益比	81.3%	90.3%	86.5%	65.7%	67.9%
交易性金融资产	100.0	-	100.0	100.0	66.7	流动比率	1.14	1.25	1.27	1.61	1.78
应收帐款	621.5	500.0	819.4	543.6	824.6	速动比率	1.11	1.22	1.23	1.59	1.73
应收票据	2,591.7	2,528.4	3,314.8	2,804.3	3,343.2	利息保障倍数	11.96	12.85	19.40	20.20	20.38
预付帐款	59.0	60.2	74.5	59.1	80.8	营运能力					
存货	119.3	95.7	180.6	76.4	193.1	固定资产周转天数	168	165	155	177	188
其他流动资产	30.5	262.7	108.5	133.9	168.3	流动营业资本周转天数	45	53	37	29	51
可供出售金融资产	742.2	549.0	788.7	693.3	677.0	流动资产周转天数	247	276	286	289	283
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	39	33	35	36	35
长期股权投资	763.7	788.2	788.2	788.2	788.2	存货周转天数	6	6	7	7	7
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	703	749	725	709	671
固定资产	2,814.7	2,777.5	3,051.6	3,710.8	3,733.8	投资资本周转天数	324	344	304	287	280
在建工程	2,044.4	2,888.1	2,463.3	1,607.7	1,375.0	费用率					
无形资产	815.3	752.3	636.0	514.8	393.6	销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	522.6	556.2	510.5	524.5	528.5	管理费用率	10.7%	9.9%	9.1%	9.7%	9.4%
资产总额	12,226.7	13,128.4	14,193.1	12,933.3	13,596.6	财务费用率	1.3%	1.5%	1.0%	0.9%	0.9%
短期债务	1,258.1	1,581.1	505.2	330.7	97.3	三费/营业收入	12.2%	11.8%	10.3%	10.8%	10.5%
应付帐款	1,768.6	986.1	2,949.1	1,744.8	1,975.2	投资回报率					
应付票据	272.7	390.7	352.5	374.6	396.2	ROE	13.6%	14.4%	14.2%	12.9%	12.5%
其他流动负债	651.8	908.0	875.8	713.6	953.6	ROA	7.1%	7.2%	7.3%	7.5%	7.3%
长期借款	-	100.0	100.0	100.0	100.0	ROIC	17.8%	18.5%	18.3%	18.8%	19.1%
其他非流动负债	1,531.1	2,264.9	1,801.1	1,865.7	1,977.2	分红指标					
负债总额	5,482.2	6,230.8	6,583.8	5,129.4	5,499.5	DPS(元)	0.35	0.40	0.44	0.41	0.41
少数股东权益	302.8	326.2	326.2	326.2	344.0	分红比率	66.0%	70.1%	70.0%	70.0%	70.0%
股本	1,655.1	1,655.1	1,655.1	1,655.1	1,655.1	股息收益率	6.6%	7.5%	8.3%	7.7%	7.7%
留存收益	4,710.7	5,077.3	5,628.2	5,822.7	6,098.1						
股东权益	6,744.5	6,897.6	7,609.4	7,803.9	8,097.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.53	0.57	0.63	0.58	0.59
净利润	865.7	944.3	1,037.1	966.6	972.2	BVPS(元)	3.89	3.97	4.40	4.52	4.68
加:折旧和摊销	202.6	211.3	226.9	277.6	290.9	PE(X)	10.0	9.3	8.5	9.1	9.0
资产减值准备	239.0	-26.0	-	-	-	PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
公允价值变动损失	-	-	100.0	-	-33.3	P/FCF	12.7	8.4	17.1	12.1	12.5
财务费用	53.2	61.7	66.5	60.0	60.9	P/S	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
投资损失	-2.1	-42.5	-4.3	-23.4	-23.4	EV/EBITDA	6.9	5.8	4.6	4.6	4.3
少数股东损益	-11.6	-0.6	-	-	17.8	CAGR(%)	3.7%	1.6%	74.2%	3.7%	1.6%
营运资金的变动	-510.1	635.8	292.3	-371.8	-377.2	PEG	2.7	5.9	0.1	2.4	5.7
经营活动产生现金流量	893.5	888.0	1,718.5	909.0	907.7	ROIC/WACC	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
投资活动产生现金流量	-646.0	-619.3	-301.8	143.4	125.5						
融资活动产生现金流量	-183.8	202.7	-1,429.8	-1,032.7	-986.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn