

盘江股份 (600395.SH)

西南煤炭龙头，风光火储一体化带来新成长

增持

核心观点

公司是西南地区最大煤炭上市公司，煤炭业务收入占比 94.9%。公司从事煤炭的开采、洗选加工和销售以及电力的生产和销售，主要产品为煤炭和电力。2021 年，公司 94.9% 的营业收入来自煤炭业务，电力和机械业务的营业收入分别占 0.4%、4.7%。“十四五”时期，盘江煤电集团煤炭产能将达到 7000 万吨/年以上，产量 5000 万吨/年以上。

区域资源相对紧缺，供需关系持续紧张。截至 2021 年底，西南及周边地区煤炭基础储量为 244.8 亿吨，占全国的 11.78%。西南及周边地区中，贵州资源储量区域资源量的 55.1%。受供给侧改革影响，西南及周边地区煤炭产量显著下降，2021 年产量相比 2015 年下降 39.8%。但是用电量增长 43.0%，供需偏紧。煤化工项目的规划建设将进一步拉动当地煤炭需求。

公司煤炭资源丰富，产能仍有增长空间。公司所在的盘江矿区被国家列为重点开发的矿区之一，矿区煤炭资源储量丰富，炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的 47.97%。2021 年，公司煤炭规模实现新突破，煤炭生产能力快速提升，在建矿井有序推进。2021 年，公司煤炭产能提升至 2100 万吨/年，预计到 2025 年达到 2500 万吨/年产能。

“风光火储”项目推动新旧能源互补。以贵州省“煤电扩能、增容、提质行动”为契机，公司加快推进盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电和盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目建设，预计分别于 2024 年上半年和下半年投产运行。2022 年 2 月，盘江煤电统筹安排由公司作为投资主体，在安顺市开展盘江“风光火储”多能互补一体化项目，规划电源规模 612 万千瓦（含普定煤电项目）。

盈利预测与估值：预计公司 22-24 年收入分别为 122.9/136.3/145.8 亿元，归属母公司净利润 20.7/23.8/24.5 亿元，每股收益 22-24 年分别为 0.96/1.11/1.14 元。通过多角度估值，预计公司股票合理估值在 7.84-8.44 元，相对目前股价有 11.5%-20%溢价空间。考虑公司煤炭产能仍有增长，未来火电“风光火储”项目推动新旧能源互补，具备较好的成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：区域经济放缓导致煤炭需求下降、区域新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,481	9,726	12,287	13,626	14,582
(+/-%)	0.4%	50.1%	26.3%	10.9%	7.0%
净利润(百万元)	862	1172	2070	2383	2453
(+/-%)	-21.0%	36.0%	76.5%	15.1%	3.0%
每股收益(元)	0.52	0.71	0.96	1.11	1.14
EBIT Margin	14.0%	19.7%	25.7%	23.9%	23.1%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	16.9%	17.7%	18.2%	16.8%
市盈率 (PE)	13.5	9.9	7.3	6.3	6.2
EV/EBITDA	17.2	10.6	7.7	7.6	7.7
市净率 (PB)	1.66	1.68	1.29	1.15	1.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

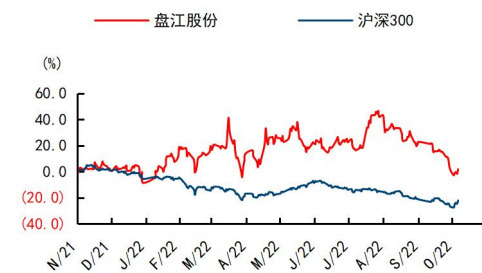
fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	7.84 - 8.44 元
收盘价	7.03 元
总市值/流通市值	15093/15093 百万元
52 周最高价/最低价	10.66/6.49 元
近 3 个月日均成交额	290.89 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	4
公司沿革及经营概况	4
业务以煤为主，经营持续改善	5
业绩稳健，分红稳定	6
公司发展战略	6
区域产能优化，供需持续紧张	7
区域资源相对紧缺，贵州一枝独秀	7
区域产量大幅下降，供需偏紧	7
煤化工产业升级发展，拉动焦煤和化工煤需求	8
公司煤炭资源丰富，产能仍有空间	9
炼焦煤资源丰富，产能仍有增长空间	9
公司产销量稳步回升	9
公司与其他焦煤公司单位产能市值对比	10
“风光火储”项目推动新旧能源互补	10
公司建设煤电规模 264 万千瓦	10
加快风电光伏发电等新能源建设	11
盈利预测	12
假设前提	12
未来 3 年业绩预测简表	13
盈利预测的敏感性分析	13
估值与投资建议	15
绝对估值：7.84-8.95 元	15
相对估值：7.55-8.44 元	16
投资建议	17
风险提示	17
财务预测与估值	19

图表目录

图 1: 盘江股份股权结构	4
图 2: 2017 年以来公司营业收入平稳增长 (亿元)	5
图 3: 2022 年前三季度公司煤炭业务毛利率新高	5
图 4: 2017 年以来分红维持高位 (亿元)	6
图 5: 2014 年以来公司股息支付率保持 66% 以上	6
图 6: 西南及周边地区煤炭资源储量分布	7
图 7: 西南地区煤炭产能分布	7
图 8: 2010-2021 年公司生产情况 (万吨)	9
表 1: 2015 年至 2021 年区域原煤产量 (万吨)	7
表 2: 2015 年至 2020 年区域电力产量变化 (亿千瓦时)	8
表 3: 贵州省煤化工产业发展规划 (2019-2025 年)	8
表 4: 2022 年 1-3 季度煤炭产销量继续增长	9
表 5: 焦煤公司产能对比	10
表 6: 盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目供电煤耗	11
表 7: 公司未来电力建设项目及规模	12
表 8: 公司业绩预测 (百万元)	12
表 9: 未来 3 年盈利预测表	13
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	13
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%)	15
表 12: 资本成本假设	15
表 13: 盘江股份 FCFF 估值表	15
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	16
表 15: 同类公司估值比较	16

公司概况

公司沿革及经营概况

公司是西南地区煤炭龙头上市公司。公司大股东盘江煤电 2021 年在中国煤炭企业 50 强中排名第 14 位。公司业务以煤为主，供给侧改革以来，业绩和分红稳定。

贵州盘江精煤股份有限公司（以下简称“公司”）是经贵州省人民政府【1999】140 号文批准，由贵州盘江投资控股（集团）有限公司、中国煤炭工业进出口集团公司、贵阳特殊钢有限责任公司、福建省煤炭工业（集团）有限责任公司、贵州省煤矿设计研究院、中煤工程设计咨询集团重庆设计研究院、防城港务局和贵州煤炭实业总公司等八家法人共同发起设立。

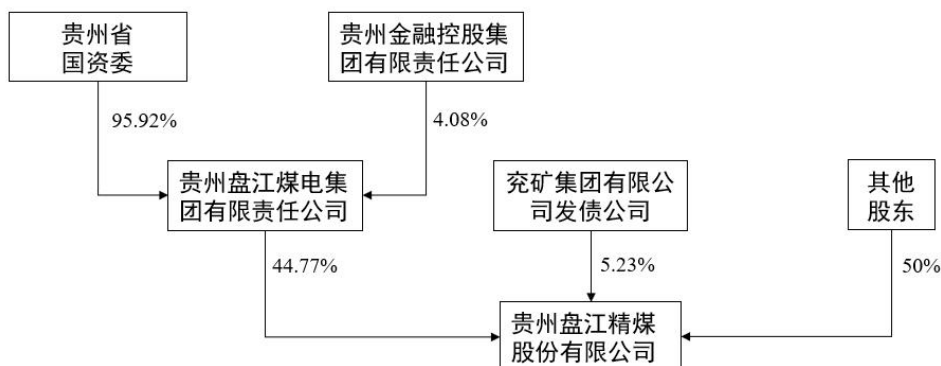
公司于 1999 年 10 月 29 日登记注册，2001 年 5 月 31 日在上海证券交易所挂牌上市。公司 2009 年向盘江控股、盘江煤电定向增发普通股；2012 年，盘江煤电将部分股份转让给兖矿集团有限公司、中国建设银行股份有限公司贵州省分行、中国华融资产管理公司等；2013 年，盘江煤电将持有所有股份转让给了盘江控股，盘江控股持股比例达到 58.07%，实际控制人为贵州省国资委。

2021 年 9 月 3 日，贵州盘江煤电集团有限责任公司（以下称“盘江煤电”）股东贵州省人民政府国有资产监督管理委员会印发《省国资委关于盘江控股吸收合并盘江煤电有关事宜的批复》（黔国资复改革[2021]88 号），同意公司控股股东盘江控股吸收合并盘江煤电。盘江控股吸收合并盘江煤电后，存续公司盘江控股更名为新的“盘江煤电”，新的盘江煤电是贵州省国资委监管下的国有独资公司，为本公司直接控股股东（持股比例为 58.07%）。

2022 年 4 月 20 日，公司发布《非公开发行股票发行结果暨股本变动公告》，公司非公开发行股票数量 4.92 亿股，募集资金总额 35.0 亿元。盘江煤电持股比例下降到 44.77%。

2021 年，盘江煤电集团生产原煤 2788 万吨、焦炭 751 万吨，供应电煤 1693 万吨，发电 88.3 亿千瓦时。在 2021 年中国煤炭企业 50 强中排名第 14 位、比 2020 年提升 7 位，在中国能源集团 500 强排名第 81 位、同比上升 26 位，是我国长江以南最大的煤炭企业。“十四五”时期，盘江煤电集团煤炭产能将达到 7000 万吨/年以上，产量 5000 万吨/年以上，焦炭产能 1100 万吨/年，电力装机规模 400 万千瓦，营业收入 800 亿元，利润总额 20 亿元，总资产 1200 亿。

图1：盘江股份股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

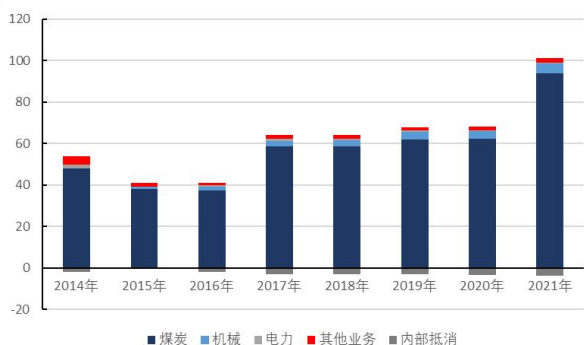
业务以煤为主，经营持续改善

公司从事煤炭的开采、洗选加工和销售以及电力的生产和销售，主要产品为煤炭和电力。煤炭产品经营模式是对开采出的原煤进行洗选加工，获得的煤炭产品主要为精煤和混煤。其中，精煤产品可分为焦煤、喷吹煤等，主要供钢铁化工行业使用；混煤又称为动力煤，是良好的燃料，主要供电力、水泥等行业使用。电力产品经营模式是在盘江矿区建设坑口电厂，发展煤电一体化项目，并利用煤炭生产过程中尾矿或废弃物，进行低热值煤发电，并进行电力销售。2021年，公司94.9%的营业收入都来自煤炭业务，电力和机械业务的营业收入分别占0.4%、4.7%。

营收方面，2016年起，受益于供给侧改革，公司营业收入维持增长抬升。2016至2021年的营业总收入分别是39.14、60.81、60.90、64.58、64.81、97.26亿元。毛利率变化趋势与营收趋势基本一致，2020年受疫情影响略有下降，2021年毛利率超过至疫情前水平。

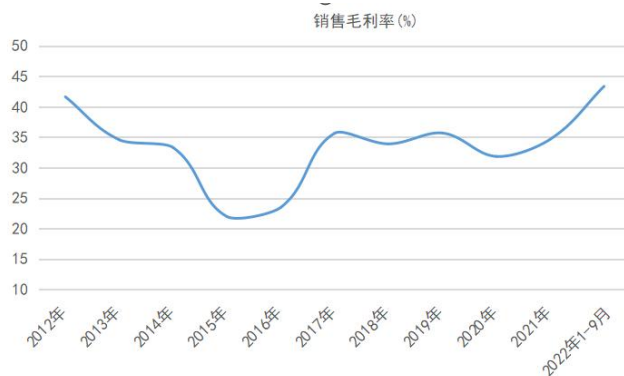
10月27日，公司发布三季报，2022年前三季度实现营收90.6亿元，同比增加47.3%；归母净利润16.6亿元，同比增加107.1%；同时，煤炭业务毛利率创新高，达到43%。其中，第三季度实现归母净利润4.1亿元，同比增加22.2%，但是环比下降45.9%。三季度业绩环比下降，主要因为焦煤价格波动较大。

图2：2017年以来公司营业收入平稳增长（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2022年前三季度公司煤炭业务毛利率新高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩稳健，分红稳定

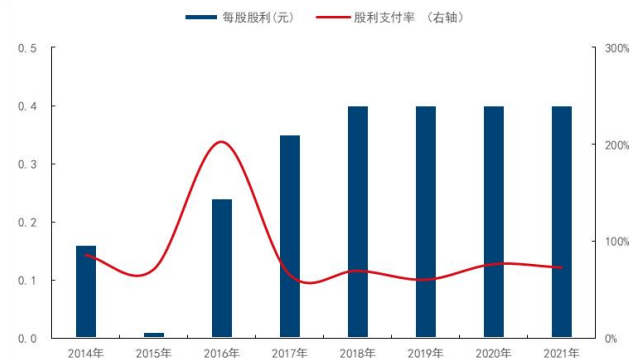
供给侧改革以来，公司利润稳定。2021年，公司归属母公司净利润11.72亿元；公司2021年度向股东现金分红（含税）8.59亿，占当年合并报表归属于上市公司普通股股东净利润的73.24%，多年均保持60%以上的分红率。

图4：2017年以来分红维持高位（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：2014年以来公司股息支付率保持66%以上



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司发展战略

2021年12月，公司发布《盘江股份“十四五”（2021-2025）发展规划（纲要）》。纲要提出：

坚持“以煤为主，延伸产业链，科学发展”发展战略。围绕“做好一个主业、推动两大任务、科学布局下游三大产业、提升四种能力、实现五大突破”开展工作，简称“12345”总体目标。

在坚持优先发展煤炭主业的同时，积极布局下游相关产业。依托盘江矿机公司发展基础，做强做大机械制造及加工、维修租赁等市场，拓展企业盈利空间。通过自主建设、兼并重组、煤电联营等方式扩大煤电焦一体化关联产业规模，提升协同效应，增强企业盈利能力。持续拓展瓦斯发电业务，深层次开发利用煤层气资源，培育企业新增长极。

战略发展目标方面，公司提出：到2025年，力争将盘江股份建设成为产业结构优、发展动力足、资产质量优、人才支撑强、生态环境美、具有较强综合竞争力的优质能源企业。到2025年，力争盘江股份下属矿井（含参股矿井）原煤产能达到2520万吨以上，原煤产量2000万吨/年以上；电力装机规模达到136.5万千瓦；瓦斯抽采量达到2.9亿立方米。

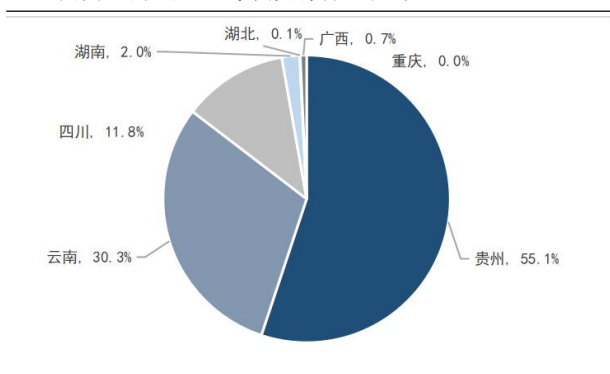
区域产能优化，供需持续紧张

区域产能优化，供需持续紧张。西南及周边地区中，贵州资源储量区域资源量的55.1%。供给侧改革以来，区域产量下降39.8%，但是发电量增长43.0%，供需偏紧。

区域资源相对紧缺，贵州一枝独秀

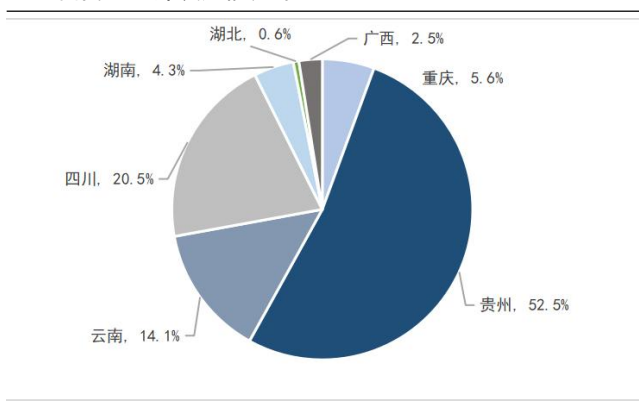
本文重点研究贵州周边地区的煤炭供需情况。西南及周边地区是指重庆、四川、贵州、云南、广西、湖南、湖北等七省。西南及周边地区，在煤炭资源、产能方面，贵州省占有绝对优势。截至2021年底，西南及周边地区煤炭储量为244.8亿吨，占全国的11.78%；贵州省资源储量有134.9亿吨，占区域储量的55.1%，云南、四川分别占30.3%和11.8%。2018年底，西南及周边地区煤炭产能为3亿吨/年，其中贵州占据52.5%，贵州、四川、云南、重庆、湖南、广西、湖北的产能分别为15727、6152、4214、1667、1280、735、189万吨/年。

图6: 西南及周边地区煤炭资源储量分布



资料来源：同花顺，政府官网，国信证券经济研究所整理

图7: 西南地区煤炭产能分布



资料来源：同花顺，政府官网，国信证券经济研究所整理

区域产量大幅下降，供需偏紧

从供给端看，近几年受供给侧改革影响，西南及周边地区煤炭产量显著下降。2021年产量相比2015年下降39.8%（全国增长10.1%），贵州、重庆、四川、云南、广西、湖北、湖南分别变化-23.1%、-100%、-69.5%、-17.6%、-17.3%、-96.5%、-79.6%。从消费端看，西南及周边地区煤炭消费保持平稳。从发电量看，2021年相比2015年增长43.0%。

从供需看，西南及周边地区在产量大幅度减少的同时，电力生产保持一定增长，煤炭供需整体偏紧。

表1: 2015年至2021年区域原煤产量(万吨)

年份	贵州	重庆	四川	云南	广西	湖北	湖南	区域合计	全国累计
2015	17205	3562	6406	5184	425	860	3559	37202	374654
2016	16851	2437	6165	4587	433	594	2787	33853	341060
2017	16344	1194	4799	4675	443	316	1938	29708	352356
2018	14323	1212	3708	4727	488	120	1858	26437	369774
2019	13168	1171	3397	5523	406	41	1473	25179	384600
2020	12100	900	2200	5500	400	40	1100	22240	390200
2021	13232	0	1953	6099	352	30	727	22392	412583
21年较15年变化	-23.1%	-100.0%	-69.5%	17.6%	-17.3%	-96.5%	-79.6%	-39.8%	10.1%

资料来源：同花顺，国信证券经济研究所整理

表2: 2015年至2020年区域电力产量变化(亿千瓦时)

年份	贵州	重庆	四川	云南	广西	湖北	湖南	区域合计	全国累计
2015	1815.0	680.0	3130.0	2553.0	1300.0	2341.0	1314.0	13133.0	58145.7
2016	1904.0	701.2	3273.9	2692.5	1346.5	2479.0	1385.1	13782.2	61331.6
2017	1899.1	728.1	3480.4	2955.1	1401.1	2615.5	1434.7	14513.9	66044.5
2018	2016.0	799.5	3687.0	3241.0	1752.0	2835.8	1532.7	15864.1	71661.3
2019	2206.6	811.6	3923.9	3465.6	1846.3	2957.5	1559.4	16770.8	75034.3
2020	2305.4	840.5	4182.3	3674.4	1970.9	3015.8	1554.4	17543.8	77790.6
2021	2368.4	991.4	4530.3	3770.2	2081.9	3292.4	1741.9	18776.6	85342.5
21年较15年变化	30.5%	45.8%	44.7%	47.7%	60.1%	40.6%	32.6%	43.0%	46.8%

资料来源: 同花顺, 国信证券经济研究所整理

煤化工产业升级发展, 拉动焦煤和化工煤需求

2022年11月3日, 贵州省工业和信息化厅发布《关于印发贵州省煤化工产业发展规划(2019-2025年)(2022年修订)的通知》, 提出积极推广煤基多联产, 大力推动煤化工与石油化工、盐化工、磷化工、氟化工等产业的共生耦合, 延伸产业链, 扩大产业集群, 构建稳定持续、多产品共生、多产业协同发展的产业体系。到2025年, 贵州省煤化工产业结构调整 and 转型升级取得重大进展, 绿色发展水平显著提高, 产业新型化取得阶段性成效, 现代煤化工产业格局基本形成。

煤化工产业结构调整 and 转型升级将拉动焦煤和化工煤的需求, 考虑当地电煤需求旺盛, 整体煤炭供需仍偏紧。

表3: 贵州省煤化工产业发展规划(2019-2025年)

指标项目	具体内容
经济发展目标	到2025年, 贵州省煤化工产业工业总产值达到600亿元。
结构调整目标	到2025年, 全省煤化工产业结构明显优化, 新型煤化工产品比重提升到50%以上, 煤制乙二醇、聚乙醇酸及后加工产业链基本形成。
创新驱动目标	到2025年, 全省煤化工研发投入占主营业务收入的比重达到3%。煤化工产学研协同发展体系日益完善, 煤化工产业创新体系基本建立。
产业布局	结合全省煤炭资源尤其是主焦煤的分布特点, 在六盘水发展以冶金焦及焦化副产品精深加工为主的煤焦化一体化产业, 打造六盘水煤焦化一体化产业集聚区; 在毕节布局以现代煤化工产业链补链为主体功能的产业集聚区。
重点园区	有序推进具备煤化工项目建设的区域规范发展, 重点建设毕节黔西、织金, 六盘水盘北、六枝、盘南等以煤化工为主导产业的集聚区。
煤焦化一体化产业循环工程	重点推进首钢水城钢铁(集团)160万吨/年焦系统结构调整项目、盘州宏源新能源有限公司150万吨/年煤焦化循环经济项目、贵州骏信实业有限公司120万吨/年煤炭深加工及综合利用项目、贵州(美锦能源)六枝佳顺180万吨/年煤-焦-氢能源综合利用示范项目、盘江新光200万吨/年循环经济煤焦化项目、威箐焦化200万吨/年异地搬迁技改项目、盘江电投天能公司焦化装置技改升级项目建设。
现代煤化工延链补链工程	中国石化长城能源化工(贵州)有限公司50万吨/年聚乙醇酸(PGA)项目, 黔西市蕙黔新材料有限公司碳酸二甲酯(DMC)项目、贵州锂想时代新能源材料有限公司6万吨/年锂电材料碳酸甲乙酯项目、黔孚气体(贵州)有限公司20万吨/年双氧水生产及食品级二氧化碳扩能升级改造项目等重点项目。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司煤炭资源丰富，产能仍有空间

炼焦煤资源丰富，产能仍有增长空间

公司煤炭资源丰富，产能仍有空间。2021年，公司煤炭产能提升至2100万吨/年，未来达到2500万吨/年产能。

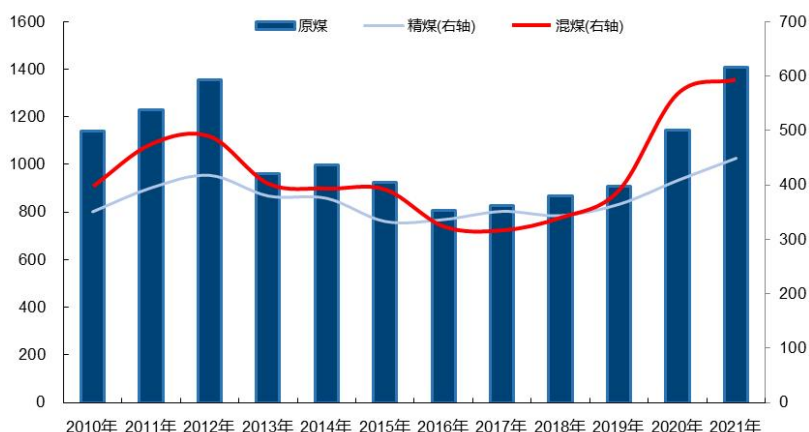
公司所在的盘江矿区被国家列为重点开发的矿区之一，矿区煤炭资源储量丰富，探明地质储量近100亿吨，远景储量383亿吨，炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的47.97%。同时煤炭种类齐全，主要煤炭产品为1/3焦煤、主焦煤、动力煤，具有低灰、低硫、微磷、发热量高的显著特点，是理想的冶金、化工和动力用煤。

2021年，公司煤炭规模实现新突破。一是煤炭生产能力快速提升。全面完成老矿井技改扩能，并取得安全生产许可证，全公司8对生产矿井（含代管松河煤矿）煤炭产能提升至2100万吨/年，较上年增加500万吨/年，增长31%。同时各生产矿井不断优化系统，统筹谋划采掘接续、瓦斯治理、煤层配采等重点工作，8对生产矿井全年生产原煤1600万吨，较上年增加364万吨，增长30%，较好完成生产任务。二是在建矿井有序推进。通过与盘江煤电集团进行资产置换，进一步提升公司对首黔公司的持股比例，积极推进杨山煤矿（120万吨/年）兼并重组项目建设，同时马依西一井一采区（120万吨/年）和发耳二矿西井一期（90万吨/年）项目建设顺利推进，公司发展后劲进一步增强。公司公告提出，未来力争达到2500万吨以上。

公司产销量稳步回升

公司煤炭产量在2012年达到历史最高，2013年由于下属公司发生煤与瓦斯突出事故，同时受产能过剩影响，煤炭产量持续下滑。直到2017年，煤炭产能严重过剩的局面得以缓解，煤炭价格理性回归，公司煤炭产量开始逐步提升，精煤和混煤的销量稳步回升。2021年，公司生产原煤1407.37万吨，生产商品煤1052.58万吨，销售商品煤1121.21万吨（含外购商品煤82.60万吨）。

图8：2010-2021年公司生产情况(万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：2022年1-3季度煤炭产销量继续增长

指标项目	2022年1-9月	2021年1-9月	变动比例(%)
煤炭产量(万吨)	862.78	753.88	14.45

煤炭销量（万吨）	941.08	806.64	16.67
其中：自产煤炭销量（万吨）	865.13	750.88	15.21
煤炭销售收入（万元）	885,860.21	595,786.22	48.69
销售成本（万元）	505,143.52	393,109.97	28.50
毛利（万元）	380,716.69	202,676.25	87.84

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年的主要经营预算目标是：生产原煤 1,465 万吨，自产商品煤销量 1,025 万吨（精煤 447 万吨、混煤 578 万吨），外购商品煤销量 36 万吨，营业总收入 83.70 亿元，利润总额 16.60 亿元。2022 年前三季度，公司煤炭产量 862.78 万吨，销量 941.08 万吨，自产商品煤销量 865.13 万吨（完成全年任务的 84.4%）。预计冬季保供情况下，全年煤炭销量将超过预定目标。

公司与其他焦煤公司单位产能市值对比

目前，主要上市的焦煤公司有平煤股份、盘江股份、冀中能源、山西焦煤、淮北矿业。从产能来看，公司产能相对较低，但未来仍有增量；从市值看，公司市值相对其他公司较低；但是从单位产能市值看，公司仅高于冀中能源，低于平煤股份、淮北矿业、山西焦煤等公司。

表5：焦煤公司产能对比

代码	公司名称	产能(万吨/年)	市值(亿元)	单位产能市值 万元/(万吨/年)
000937.SZ	冀中能源	3330	225.09	675.94
600395.SH	盘江股份	2100	150.91	718.61
601666.SH	平煤股份	3203	271.57	847.88
600985.SH	淮北矿业	3555	341.14	959.61
000983.SZ	山西焦煤	3780	487.08	1288.57

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“风光火储”项目推动新旧能源互补

公司建设煤电规模 264 万千瓦

以贵州省“煤电扩能、增容、提质行动”为契机，公司加快推进 264 万千瓦燃煤发电项目建设。集团“风光火储”多能互补一体化项目，规划电源规模 612 万千瓦（含 132 万千瓦煤电）。

以贵州省“煤电扩能、增容、提质行动”为契机，公司加快推进盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电和盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目建设，预计将分别于 2024 年上半年和下半年投产运行。建成后，每年将消耗煤炭 500-600 万吨，根据公司今年生产经营目标，自产混煤销量为 578 万吨，可以基本满足自有电厂需求。

2021 年 6 月 25 日，公司第六届董事会 2021 年第四次临时会议审议通过了《关于向贵州盘江新光发电有限公司增加投资的议案》，会议同意公司向新光公司增加投资 76600 万元，用于实施盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目（具体详见公司公告临 2021-037）。2022 年 5 月 31 日，公司第六届董事会 2022 年第四次临时会议审议通过了《关于公司向贵州盘江新光发电有限公司增加投资的议案》，为了充分发挥煤炭资源优势，延伸煤炭产业链条，加快盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目建设，促进煤电联营协同发展，会议同意公司以货币方式向全资子公司贵州盘江新光发电有限公司增加投资 186,917 万元，并根据项目建设进度分期进行

出资（具体详见公司公告临 2022-039）。该项增资的资金来源全部为非公开发行股票募集资金。

2022 年 4 月 20 日，公司第六届董事会 2022 年第三次临时会议审议通过了《关于投资设立贵州盘江普定发电有限公司的议案》，会议同意公司投资设立全资子公司普定发电公司，具体实施盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目，促进煤电联营协同发展。

公司发电项目供电煤耗设计较为先进，低于《常规燃煤发电机组单位产品能源消耗限额》（GB21258—2017）中 600MW 容量机组能耗限额和《贵州省煤电机组改造升级高质量发展行动方案》“十四五”期间新建煤电机组平均供电煤耗。

表6: 盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目供电煤耗

指标名称	设计指标	国家规定或同类项目标准
供电煤耗(克标准煤/千瓦时)	282.39	不高于 293 乘以修正系数《常规燃煤发电机组单位产品能源消耗限额》（GB21258—2017）中 600MW 容量机组能耗限额
		《贵州省煤电机组改造升级高质量发展行动方案》“十四五”期间新建煤电机组平均供电煤耗
		注：修正系数根据机组的燃煤成分、当地气温、冷却方式、机组负荷、环保要求选取，取值≥1；

资料来源：同花顺，国信证券经济研究所整理；注：修正系数根据机组的燃煤成分、当地气温、冷却方式、机组负荷、环保要求选取，取值≥1；

加快风电光伏发电等新能源建设

2022 年 4 月 20 日，公司第六届董事会 2022 年第三次临时会议审议通过了《关于向盘江新能源发电（盘州）有限公司增加投资的议案》，为加快布局发展清洁能源，公司拟通过盘江新能源发电（盘州）有限公司投资建设盘州市柏果镇铜厂沟 10 万千瓦农业光伏电站项目，为了满足项目建设需要，公司向盘江新能源发电（盘州）有限公司增加投资 5,400 万元（具体详见公告临 2022-017）。

2022 年 2 月，公司控股股东盘江煤电与安顺市人民政府签订了《战略合作框架协议》，为进一步做大做强上市公司，盘江煤电统筹安排由公司作为投资主体，在安顺市开展盘江“风光火储”多能互补一体化项目。2022 年 7 月 7 日，盘江煤电取得省国资委《关于同意盘江集团安顺市“风光火储”多能互补一体化项目开展前期工作的通知》，规划电源规模 612 万千瓦，其中：风电项目 30 万千瓦、光伏项目 300 万千瓦、火电项目“盘江普定 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电”、抽水蓄能项目 150 万千瓦。

现公司已在安顺市关岭县、普定县、西秀区、镇宁县获得风电光伏发电年度建设规模项目 21 个，规模合计 258 万千瓦，初步规划总投资约 98.95 亿元（具体以经评审后项目可行性研究报告及省能源局核准备案结果为准）。

2022 年 11 月 2 日，贵州省能源局发布关于公开征求《关于推动煤电新能源一体化发展的工作措施（征求意见稿）》意见建议的公告。公告中提到，支持煤电一体化项目优先并网，对未纳入煤电新能源一体化、需参与市场化并网的新能源项目，应按不低于新能源装机规模 10%（挂钩比例可根据实际动态调整）满足 2 小时运行要求自建或购买储能，以满足调峰需求；对新建未配储能的新能源项目，暂不考虑并网，以确保平稳供电。从趋势来看，公司将受益煤电与新能源一体化发展。

表7: 公司未来电力建设项目及规模

序号	项目类型	项目规模
1	火电	盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目
2	火电	盘江普定 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电
3	风电	30 万千瓦
4	光伏	300 万千瓦+10 万千瓦
5	抽水蓄能	150 万千瓦

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

按假设前提, 我们预计公司 22-24 年收入分别为

122.9/136.3/145.8 亿元, 归属母公司净利润 20.7/23.8/24.5 亿元, 每股收益 22-24 年分别为

0.96/1.11/1.14 元。

公司业务以煤炭为主, 新建电力项目投产预计在 2024 年, 我们盈利预测暂不考虑新建电力项目投产对业绩的影响, 仅考虑公司煤炭产量的逐步释放。

煤炭业务: 根据公司 2022 年前三季度生产以及未来煤炭产量规划情况, 预计 2022-2024 年, 公司原煤产量 1600 万吨、1800 万吨、2100 万吨, 煤炭销售均价为 920 元/吨、900 元/吨、820 元/吨。给予 22-24 年煤炭业务 39%/37%/36% 的毛利率, 预计公司 2022-2024 煤炭业务营收为 119.6/132.3/141.0 亿元, 同比 +27.3%/10.6%/6.6%。

机械业务: 公司机械业务占比较小, 我们预测 2022-2024 年, 公司机械业务增速为 15%、10%、10%, 毛利率维持 25% 的水平。

电力业务: 不考虑新建电力项目的投产情况下, 公司目前电力业务占比较小, 我们预测 2022-2024 年, 公司电力业务增速为 5%、5%、10%, 毛利率分别为 -15%、15%、15% 的水平。

其他业务: 公司其他业务占比较小, 我们预测 2022-2024 年, 公司其他业务增速为 20%、15%、15%, 毛利率维持 45% 的水平。

公司各项业务增速及毛利率假设如表 6 所示:

表8: 公司业绩预测 (百万元)

业务	类别	2020	2021	2022E	2023E	2024E
煤炭	销售收入	6,218.11	9,396.11	11,960.00	13,230.00	14,104.00
	成本	4,363.57	6,229.29	7,295.60	8,334.90	9,026.56
	销售收入增长率 (自定义)	0.42%	51.11%	27.29%	10.62%	6.61%
	毛利率 (自定义)	29.82%	33.70%	39.00%	37.00%	36.00%
机械	销售收入	373.53	460.39	529.45	582.39	640.63
	成本	259.67	351.55	397.09	436.79	480.47
	销售收入增长率 (自定义)	6.21%	23.25%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (自定义)	30.48%	23.64%	25.00%	25.00%	25.00%

电力	销售收入	49.04	42.12	44.23	46.44	51.08
	成本	42.03	47.68	50.86	39.47	43.42
	销售收入增长率（自定义）	-33.70%	-14.11%	5.00%	5.00%	10.00%
	毛利率（自定义）	14.30%	-13.19%	-15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	销售收入	184.11	220.76	264.91	304.64	350.34
	成本	96.23	121.04	145.70	167.55	192.69
	销售收入增长率（自定义）	-	19.91%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率（自定义）	47.73%	45.17%	45.00%	45.00%	45.00%
内部抵销	销售收入	-343.79	-393.80	-511.94	-537.54	-564.41
	成本	-343.79	-393.80	-511.94	-537.54	-564.41
	销售收入增长率（自定义）	-7.11%	-14.55%	30.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（自定义）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	营业收入	6,481.01	9,725.58	12,286.64	13,625.94	14,581.64
	同比增长率	0.36%	50.06%	26.33%	10.90%	7.01%
	营业成本	4,417.71	6,355.77	7,377.31	8,441.18	9,178.73
	毛利率	31.84%	34.65%	39.96%	38.05%	37.05%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

综上所述，预计未来3年营收122.9/136.3/145.8亿元，同比+26.3%/+10.9%/+7.0%，毛利率40.0%/38.1%/37.1%，毛利49.1/51.8/54.0亿元，同比+45.7%/+5.6%/+4.2%。

未来3年业绩预测简表

表9：未来3年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9726	12287	13626	14582
营业成本	6356	7377	8441	9179
销售费用	19	23	26	28
管理费用	843	980	1068	1110
财务费用	196	135	126	149
营业利润	1543	2721	3132	3225
利润总额	1541	2721	3132	3223
归属于母公司净利润	1172	2070	2383	2453
EPS	0.71	0.96	1.11	1.14
ROE	17%	18%	18%	17%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司22-24年收入分别为122.9/136.3/145.8亿元，归属母公司净利润20.7/23.8/24.5亿元，利润年增速分别为76.5%/15.1%/3.0%。每股收益22-24年分别为0.96/1.11/1.14元。

盈利预测的敏感性分析

表10：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	6,481	9,726	12,543	14,047	15,130

(+/-%)	0.4%	50.1%	29.0%	12.0%	7.7%
净利润(百万元)	862	1172	2882	3338	3511
(+/-%)	-21.0%	36.0%	145.8%	15.8%	5.2%
摊薄 EPS	0.52	0.71	1.34	1.56	1.64
中性预测					
营业收入(百万元)	6,481	9,726	12,287	13,626	14,582
(+/-%)	0.4%	50.1%	26.3%	10.9%	7.0%
净利润(百万元)	862	1172	2070	2383	2453
(+/-%)	-21.0%	36.0%	76.5%	15.1%	3.0%
摊薄 EPS(元)	0.52	0.71	0.96	1.11	1.14
悲观的预测					
营业收入(百万元)	6,481	9,726	12,031	13,211	14,045
(+/-%)	0.4%	50.1%	23.7%	9.8%	6.3%
净利润(百万元)	862	1172	1315	1510	1497
(+/-%)	-21.0%	36.0%	12.2%	14.8%	-0.9%
摊薄 EPS	0.52	0.71	0.61	0.70	0.70
总股本(百万股)	1,655	1,655	2,147	2,147	2,147

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 7.84-8.44 元,首次覆盖给予增持评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 7.84-8.95 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表11: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	6.04%	0.36%	50.06%	26.33%	10.90%	7.01%	1.00%	1.00%
营业成本/营业收入	64.32%	68.16%	65.35%	60.04%	61.95%	62.95%	67.00%	67.00%
管理费用/营业收入	8.63%	8.76%	7.72%	7.60%	7.50%	7.30%	8.60%	8.60%
研发费用/营业收入	2.33%	2.46%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
销售费用/销售收入	0.25%	0.25%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
营业税及附加/营业收入	4.77%	5.02%	4.86%	4.86%	4.86%	4.86%	4.86%	4.86%
所得税税率	16.37%	13.69%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%
股利分配比率	51.36%	46.86%	51.12%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	15.15%
无风险利率	2.80%	Ka	11.20%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.66
公司股价 (元)	7.03	Ke	14.39%
发行在外股数 (百万)	2147	E/(D+E)	69.07%
股票市值 (E, 百万元)	15091	D/(D+E)	30.93%
债务总额 (D, 百万元)	6757	WACC	11.33%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	0.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFE 估值方法, 得出公司价值区间 7.84-8.95 元。

表13: 盘江股份 FCFE 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	3,155.9	3,258.8	3,374.3	2,620.1	2,646.8
所得税税率	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%
EBIT*(1-所得税税率)	2,677.9	2,765.2	2,863.2	2,223.3	2,245.9
折旧与摊销	839.2	1,159.1	1,361.9	1,564.6	1,767.0
营运资金的净变动	159.2	1,050.8	889.5	545.1	207.9
资本性投资	(2,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)	(3,001.0)	(3,001.0)
FCFE	1,676.3	1,975.1	2,114.6	1,331.9	1,219.8
PV(FCFE)	1,505.6	1,593.5	1,532.4	867.0	713.2
核心企业价值	18,043.7				
减: 净债务	97.4				
股票价值	17,946.3				
每股价值	8.36				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.1%	10.7%	11.33%	11.9%	12.5%
永续 增长 率变 化	0.8%	9.68	9.04	8.47	7.97	7.52
	0.7%	9.62	8.99	8.43	7.94	7.50
	0.6%	9.57	8.95	8.40	7.91	7.47
	0.5%	9.52	8.90	8.36	7.88	7.44
	0.4%	9.47	8.86	8.32	7.84	7.42
	0.3%	9.42	8.82	8.29	7.81	7.39
	0.2%	9.37	8.78	8.25	7.79	7.36

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：7.55–8.44 元

我们预计盘江股份 2022–2024 年 EPS 分别为 0.96/1.11/1.14 元，考虑到公司煤炭产能仍有增长，未来火电“风光火储”项目推动新旧能源互补，带来新的业绩增长。因此我们重点选取与公司同行业的煤电一体化公司、焦煤公司以及区域煤炭龙头公司进行比较，分别为中国神华、山西焦煤、陕西煤业。

1) 中国神华：作为煤电路港航化一体化行业龙头，全产业链布局平抑行业周期波动，因此估值位于市场前列。考虑未来盘江股份煤电新产能投运以及新能源项目带来的增量，因此我们认为盘江股份的估值水平未来可与中国神华相当。

2) 山西焦煤：公司作为焦煤龙头，坐拥山西焦煤主产地焦煤资源，未来资产注入带来产能外延增长。考虑到盘江股份未来煤炭增产主要靠公司内产能投产和达产实现，我们认为可给盘江股份较高的估值溢价。

3) 陕西煤业：公司作为西部煤炭龙头，先天优势明显，享有优质的动力煤资源，资产注入以及核增产能带来未来增量。考虑到盘江股份未来煤炭增产预期，以及煤电新产能投运和新能源项目带来的增量，我们认为可给盘江股份较高的估值溢价。

上述可比公司 2023 年 PE 平均值为 6.2，综合考虑，我们合理预计盘江股份 2023 年 PE 水平应为 6.8–7.6，对应公司股票合理估值区间为 7.55–8.44 元。

表15: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601088.SH	中国神华	无评级	29.74	5908.90	3.83	3.92	7.77	7.59
000983.SZ	山西焦煤	无评级	11.89	487.08	2.48	2.62	4.80	4.54
601225.SH	陕西煤业	无评级	20.86	2022.38	3.69	3.18	5.65	6.56
	平均值						6.07	6.23
600395.SH	盘江股份	增持	7.03	137	0.96	1.11	7.32	6.33

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测（盘江股份外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测）

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 7.84-8.44 元之间,相对于公司目前股价有 11.5%-20.0%溢价空间。考虑公司煤炭产能仍有增长,未来火电“风光火储”项目推动新旧能源互补,具备较好的成长性,首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 7.84-8.44 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 7%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际更低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、山西焦煤、陕西煤业等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司的龙头地位和成长性,在行业平均动态 PE 的基础上给予 11.5%-23%的溢价,最终给予公司 23 年 6.8-7.6 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 26.3%/10.9%/7.0%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 40.0%/38.1%/37.1%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受煤炭价格影响较大,我们预计未来 3 年公司平均煤炭价格为 920/900/820 元/吨,若由于形势变化,煤炭实际价格大大低于我们的预期,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

区域经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响,可能出现区域经济放缓,煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降,公司煤炭销量或价格受到影响。

区域水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

西南水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

安全生产事故的影响

公司大多数矿井属于瓦斯突出或高瓦斯矿井，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司在建产能不及预期

在建矿井、火电与新能源项目可能会出现工程进度不及预期、产能释放滞后的情况，影响公司业绩。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1516	1785	8088	10893	13786	营业收入	6481	9726	12287	13626	14582
应收款项	2800	3376	4265	4106	3995	营业成本	4418	6356	7377	8441	9179
存货净额	202	280	307	342	366	营业税金及附加	326	472	597	662	708
其他流动资产	91	557	369	409	437	销售费用	16	19	23	26	28
流动资产合计	4608	5998	13029	15750	18585	管理费用	655	843	980	1068	1110
固定资产	9380	11410	12315	14202	15886	研发费用	159	122	154	170	182
无形资产及其他	1012	1150	1104	1058	1012	财务费用	131	196	135	126	149
投资性房地产	1529	1373	1373	1373	1373	投资收益	27	(195)	0	0	0
长期股权投资	827	572	572	572	572	资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(300)	0	0
资产总计	17357	20502	28393	32954	37427	其他收入	56	(102)	(154)	(170)	(182)
短期借款及交易性金融负债	2642	2880	3000	3000	3000	营业利润	1019	1543	2721	3132	3225
应付款项	1682	2487	2727	3034	3255	营业外净收支	57	(1)	0	0	0
其他流动负债	917	1297	1442	1602	1712	利润总额	1076	1541	2721	3132	3225
流动负债合计	5240	6663	7169	7635	7967	所得税费用	147	233	412	474	488
长期借款及应付债券	782	1757	3757	5757	7757	少数股东损益	66	135	239	275	283
其他长期负债	3544	4132	4632	5132	5632	归属于母公司净利润	862	1172	2070	2383	2453
长期负债合计	4326	5889	8389	10889	13389	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9566	12552	15558	18524	21356	净利润	862	1172	2070	2383	2453
少数股东权益	766	1027	1171	1336	1506	资产减值准备	(2)	0	0	0	0
股东权益	7026	6922	11664	13094	14566	折旧摊销	328	372	839	1159	1362
负债和股东权益总计	17357	20502	28393	32954	37427	公允价值变动损失	0	0	300	0	0
						财务费用	131	196	135	126	149
						营运资本变动	875	808	159	1051	890
						其它	37	66	143	165	170
						经营活动现金流	2100	2418	3512	4758	4874
						资本开支	0	(2307)	(2000)	(3000)	(3000)
						其它投资现金流	0	0	0	0	0
						投资活动现金流	(24)	(2051)	(2000)	(3000)	(3000)
						权益性融资	0	0	3500	0	0
						负债净变化	582	975	2000	2000	2000
						支付股利、利息	(404)	(599)	(828)	(953)	(981)
						其它融资现金流	(2852)	(849)	120	0	0
						融资活动现金流	(2495)	(98)	4792	1047	1019
						现金净变动	(419)	269	6304	2805	2893
						货币资金的期初余额	1935	1516	1785	8088	10893
						货币资金的期末余额	1516	1785	8088	10893	13786
						企业自由现金流	0	496	1676	1975	2115
						权益自由现金流	0	622	3682	3868	3988

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032