

采掘

2020年08月11日

盘江股份 (600395)

——盘踞西南焦煤龙头，产能增长有望带动盈利稳步提升

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据： 2020年08月10日

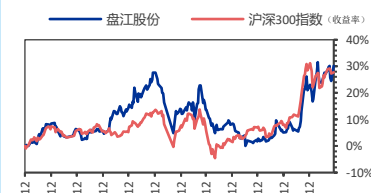
收盘价(元)	6.13
一年内最高/最低(元)	6.72/4.9
市净率	1.4
息率(分红/股价)	6.53
流通A股市值(百万元)	10145
上证指数/深证成指	3379.25/13657.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020年06月30日

每股净资产(元)	4.28
资产负债率%	49.94
总股本/流通A股(百万)	1655/1655
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
mengxw@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王宏为 A0230519060001
wanghw@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230119030003
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
(8621)23297818x转
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **公司是西南地区煤炭龙头企业，区位优势得天独厚。**公司为西南地区最大的煤炭上市企业，截至2019年底，公司可采储量30.18亿吨；在产煤矿5座，核定产能为910万吨，权益产能910万吨。随着收购集团盘南响水矿并表、马依及恒普公司新建矿井投产及月亮田等技改矿完工，公司2020-2022年核定产能预计增长215、395、335万吨/年，合计产能较2019年底预计分别增长24%、67%、104%；20-22年权益产能预计增长153、275、295万吨/年，合计权益产能较2019年底预计将分别增长17%、54%和99%。随着产能的显著增长，公司产销量预计持续增长，在区域内市场占有率有望进一步提升。

● **集团优质资产注入为公司后续发展提供动力。**贵州国企改革有望加速：六枝工矿股权已于19年划转至盘江煤电集团，旗下有三座矿井（生产矿井120万吨/年、在建300万吨/年、复建90万吨/年）；水城矿业在产矿井产能合计1370万吨/年，权益产能1142万吨/年，后期有望划转至盘江煤电集团，集团煤矿产能有望实现较大幅度增长。贵州省优质煤炭资源向母公司盘江控股集团倾斜，组建贵州最大煤电集团。作为旗下核心企业，盘江股份有望受益于国企改革，实现煤炭业务大幅提升。

● **得益于得天独厚的区位优势，公司吨煤综合售价抗跌性好。**在2011-2015年的行业下行周期中，秦皇岛港现货价下跌约50%，而公司综合售价下跌38.56%，较港口现货价少跌约11个百分点；2019年港口现货价下跌约9.23%，而同年公司煤炭综合售价仅下跌4.24%，比港口价格少跌约5个百分点。在行业下行周期中，公司煤炭售价较市场价格跌幅更小。

● **公司分红比例高且稳定。**公司自2001年上市以来共分红19次，累计实现净利润107.72亿元，累计分红71.17亿元，历史分红率66.08%。近十年来，公司每年分红率保持在50%以上，平均分红率更是高达83.47%，即使在全行业低谷的2015年公司也分红达到71.32%；2010年以来公司平均股息率更是高达5.62%。十年间煤炭行业行情波动较大，与A股主要煤炭上市公司相比，公司的分红高且稳定。

● **投资建议：**公司作为西南地区最大煤炭上市公司，区位优势明显，公司煤炭产品尤其是焦煤产品售价较为坚挺。随着自集团收购矿井并表、新建矿投产及技改矿完工，2020-2022年公司产能有望大幅增长。预计2020-2022年公司EPS分别为0.67元、0.80元和1.03元；对应PE分别为9.1倍、7.7倍和6.0倍。以A股主要5家焦煤公司作为对标的，2020年-2022年平均估值PE为11.4倍、10.3倍和9.2倍，对应公司20-22年PE折价幅度高达24.64%、34.52%和54.56%，公司极具投资价值，首次覆盖，予以“**买入**”评级。

● **风险提示：**宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	6,458	2,772	7,092	8,650	10,513
同比增长率(%)	6.0	-15.6	9.8	22.0	21.5
归母净利润(百万元)	1,091	344	1,113	1,325	1,702
同比增长率(%)	15.5	-44.7	2.0	19.1	28.5
每股收益(元/股)	0.66	0.21	0.67	0.80	1.03
毛利率(%)	35.7	29.3	34.9	33.9	35.4
ROE(%)	14.9	4.9	14.5	16.1	18.9
市盈率	9		9	8	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司作为西南地区最大煤炭上市公司，区位优势明显，公司煤炭产品尤其是焦煤产品售价较为坚挺。随着自集团收购矿井并表、新建矿投产及技改矿完工，2020-2022年公司产能有望大幅增长。预计2020-2022年公司EPS分别为0.67元、0.80元和1.03元；对应PE分别为9.1倍、7.7倍和6.0倍。以A股主要5家焦煤公司作为对标标的，2020年-2022年平均估值PE为11.4倍、10.3倍和9.2倍，对应公司20-22年PE折价幅度高达24.64%、34.52%和54.56%，公司极具投资价值，首次覆盖，予以“买入”评级。

关键假设点

1、随着公司自集团收购矿井并表、新建矿陆续投产、技改矿逐步完工，公司产能有望明显增长，2020-2022年核定产能预计增长215、395、335万吨/年，合计产能较2019年底预计分别增长24%、67%、104%；20-22年权益产能预计增长153、275、295万吨/年，合计权益产能较2019年底预计将分别增长17%、54%和99%。

2、2020上半年特殊事件影响需求端，公司焦煤价格全年预计下跌3.6%；但是国内焦煤供给持续偏紧，焦煤价格高位盘整。因公司所在区域焦煤稀缺更加明显，且公司为区域焦煤龙头，价格更抗跌，因此预计2021-2022年公司炼焦煤价格分别小幅下跌，跌幅为-1.2%、-1.2%。

2、公司在产煤矿无列入煤炭去产能计划，公司无煤矿关停，无需计提减值。

有别于大众的认识

市场认为公司过去几年退出落后产能，而新建产能投放时间周期较长，故公司产能增长有限。但是公司一方面不断推进国企改革、从集团收购矿井；另一方面积极推进在产矿的技改进度；以及公司大力推进新建矿的建设进度。预计3年内公司产能将有明显增长。

股价表现的催化剂

- 1、公司新建矿陆续投产、技改矿逐步完工，公司产能显著增长。
- 2、特殊事件阶段性影响消散，公司焦煤下游需求稳步回升。
- 2、公司国企改革持续稳步推进。

核心假设风险

宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。

目录

1. 西南煤炭行业龙头，长江以南唯一上市煤炭企业	5
1.1 控股股东盘江控股为西南地区最大煤炭生产企业	5
1.2 煤炭业务占比超九成，为公司收入的重要稳定器	5
2. 煤炭业务为主，坐享区位优势	6
2.1 矿区煤炭资源储量丰富，产能充裕	6
2.2 区域资源相对紧缺，贵州受益供给侧改革	8
2.2.1 供给端——区域内资源持续整合，产业集中度有望明显提升	8
2.2.2 消费端——区域 GDP 增速高于全国平均，拉动用电量较快增长 ..	9
2.3 公司区位优势凸显，吨煤毛利居行业前列	10
2.4 煤炭板块未来产能增长测算	13
3. 电力业务为辅，主供下属矿区使用	14
4. 集团优质资源整合推进，公司有望受益于贵州国改	14
5. 公司投资价值分析	15
5.1 煤价变动对公司业绩影响分析	15
5.2 九年平均分红率高达 83%，现金流优质	16
5.3 盈利预测与估值	17

图表目录

图 1: 公司控股股东为盘江控股 (截至 2020 年中报)	5
图 2: 盘江控股集团资产重组	5
图 3: 煤炭业务营收占比 90%以上 (2012-2019)	6
图 4: 公司分部门毛利率情况 (2012-2019)	6
图 5: 近年来产销量小幅增长, 吨煤售价及毛利趋稳 (2012-2019)	7
图 6: 西南及周边地区平均用电量增速与 GDP 增速均高于全国	9
图 7: 公司所处位置交通便利	10
图 8: 前五名客户销售情况	10
图 9: 西南四省销售占比超过 90%	10
图 10: 公司吨煤售价具有较好的抗跌性 (元/吨)	11
图 11: 主要煤炭公司吨煤售价 (元/吨)	11
图 12: 公司自产煤销量占比高	12
图 13: 主要焦煤公司吨煤毛利 (元/吨)	12
图 14: 公司煤炭销售价格与秦港动力煤价格比较 (2014-2019)	15
图 15: 公司平均分红率高达 83.47% (2010-2019)	16
图 16: 公司分红率高且稳定	16
图 17: 公司现金流状况良好 (百万元)	16
图 18: 主要焦煤上市公司盈利指标 (2019 年报, %)	16
表 1: 截至 2019 年底公司矿井列表 (万吨、万吨/年、年、%)	7
表 2: 公司产能核减及置换	7
表 3: 2017 年底西南及周边地区煤炭基础储量	8
表 4: 西南及周边地区煤炭产能分布 (万吨/年、%)	8
表 5: 西南及周边地区煤炭产量 (亿吨、%)	8
表 6: 区域煤炭供需缺口 (亿吨)	9
表 7: 2020-2022 年预计新增产能情况 (亿吨、万吨/年、%、万吨)	13
表 8: 公司控/参股电厂 (万千瓦、%)	14
表 9: 贵州水城矿业主要矿井(万吨/年)	15
表 10: A 股主要焦煤上市公司 PE 估值 (元/股、元、倍)	17

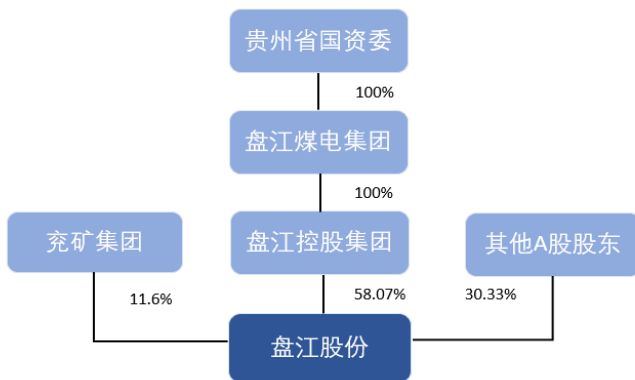
1. 西南煤炭行业龙头，长江以南唯一上市煤炭企业

1.1 控股股东盘江控股为西南地区最大煤炭生产企业

公司于 1999 年 10 月由盘江控股等八家法人共同发起成立，并于 2001 年 5 月在上交所上市。截至 2020 年 6 月底，公司控股股东为盘江控股集团，持股为 58.07%，实际控制人为盘江煤电集团，最终控制方为贵州省国资委。

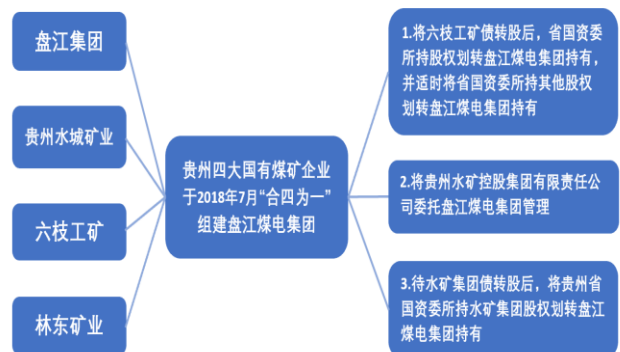
公司控股股东盘江控股集团为贵州省国资委下属大型国有独资企业，是西南地区最大的煤炭生产企业，煤炭资源储量丰富、生产能力强，区域规模优势明显。集团于 2009 年 3 月进行资产重组实现煤炭主业整体上市，资产全部注入盘江股份。2018 年 7 月，集团与贵州水城矿业、六枝工矿、林东矿业重组组建盘江煤电集团。通过资产重组，致力于打造以煤炭为主业的全产业链集团；盘江股份则可充分利用集团的平台优势，吸收优质煤炭资产。

图 1：公司控股股东为盘江控股（截至 2020 年中报）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：盘江控股集团资产重组



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 煤炭业务占比超九成，为公司收入的重要稳定器

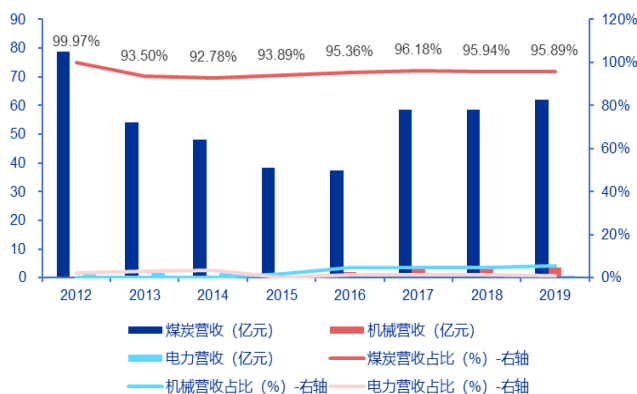
公司主营业务为煤炭的开采、洗选加工和销售，主要的煤炭产品为精煤及混煤。公司煤炭资源丰富，截至 2019 年底，公司资源储量 62.94 亿吨，可采储量 30.18 亿吨；在产煤矿 5 座，核定产能为 910 万吨，权益产能 910 万吨；在建的马依公司和恒普公司矿井合计核定产能 720 万吨，权益产能 569 万吨。2012 年至 2019 年，公司 90% 以上的营收来自煤炭业务，而煤炭业务的毛利率维持在 22% 以上，是公司收入重要的稳定器。2015 年以前公司煤炭业务毛利率在 35% 以上，盈利能力较强。但是 2015 年和 2016 年受行业下行周期影响，毛利率低至 22% 左右的水平，但仍处于行业内中上游水平。随后，由于煤炭行业推行供给侧改革，煤价回升，煤炭板块毛利率亦回升并维持在 33% 以上，在行业中仅次于焦煤龙头西山煤电。

近年来，公司通过增资国投盘江发电公司和盘江矿山机械公司延伸了产业链，在公司业务中增加了机械、电力业务，虽然两块业务合计营收占比不足 10%，但是随着业务规模不断壮大，将增强公司整体抗风险能力。

公司机械业务由全资子公司贵州盘江矿山机械公司主导，主要包含综采综掘设备的租赁、检修、技术服务等。煤机需求增长主要来源于新增煤炭产能、设备更新换代以及煤矿机械化率提升等方面，与行业固定资产投资密切相关。得益于供给侧改革以后行业固定资产投资增加，以及为适应不断提高的安监环保要求，煤机更新换代需求井喷式增长，2016-2019 年公司机械业务营收同比增速分别达到 145%、49%、5%和 20%，2015 年以来毛利率水平维持在 22%以上，2019 年分部毛利已超过 1 亿元。

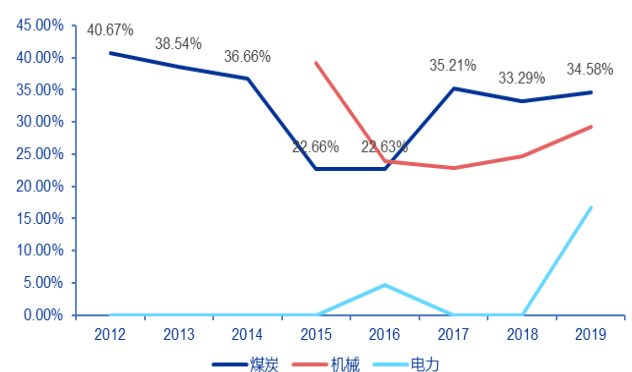
电力业务方面，截至 2019 年末，公司全资控股盘江电投发电厂和火铺矸石发电厂，合计装机容量 136.5 万千瓦；参股国投盘江电力（45%权益占比），装机容量 60 万千瓦，权益装机 27 万千瓦。盘江电投 2019 年供电标准煤耗约 315 克/千瓦时，国投盘江电力约 347 克/千瓦时，参考公司使用的低热值煤热量约为 1200 大卡，则两家电厂年耗煤合计约 1800 万吨。2019 年发电厂锅炉进行环保技改，使得电力业务毛利大幅增长至 16.77%。

图 3：煤炭业务营收占比 90%以上 (2012-2019)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司分部门毛利率情况 (2012-2019)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 煤炭业务为主，坐享区位优势

2.1 矿区煤炭资源储量丰富，产能充裕

公司所在的盘江矿区被国家列为重点开发的十大矿区之一，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%。公司是西南地区最大的炼焦煤企业，煤炭产品以焦煤为主（2019 年焦煤收入占公司总营收的 77.64%），动力煤为辅（2019 年动力煤收入占公司总营收的 18.24%），所产煤具有低灰、低硫、微磷、发热量高等优点。

截至 2019 年底，公司拥有在产煤矿 5 座，资源储量约 19 亿吨，可采储量约 11.89 亿吨，核定产能为 910 万吨/年；在建煤矿 3 座，资源储量 43.94 亿吨，可采储量 18.29 亿吨，核定产能 360 万吨/年。

表 1: 截至 2019 年底公司矿井列表 (万吨、万吨/年、年、%)

在产煤矿	资源储量	可采储量	核定产能	可采年限	权益占比	权益产能	品种
土城矿	40,357	25,828	280	92	100%	280	肥煤、焦煤
月亮田矿	34,855	24,153	115	210	100%	115	1/3 焦煤、肥煤
山脚树矿	33,601	17,594	180	98	100%	180	1/3 焦煤、肥煤
金佳矿	50,726	32,876	155	212	100%	155	贫瘦煤
火烧铺矿	30,456	18,465	180	103	100%	180	肥煤、焦煤气煤
在产小计	189,995	118,917	910	131		910	
在建煤矿	资源储量	可采储量	核定产能	可采年限	权益占比	权益产能	品种
马依西一井一采区	325181	136,045	120	-	73.51%	88	贫煤、贫瘦煤
恒普发耳二矿一期	114228	46,888	90	-	90%	81	焦煤、贫煤、瘦煤
恒普发耳二矿二期			150	-	90%	135	
在建小计	439,409	182,933	360			304	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 在建煤矿资源储量、可采储量分别为马依公司和恒普公司各自的总数, 不限于列示矿井

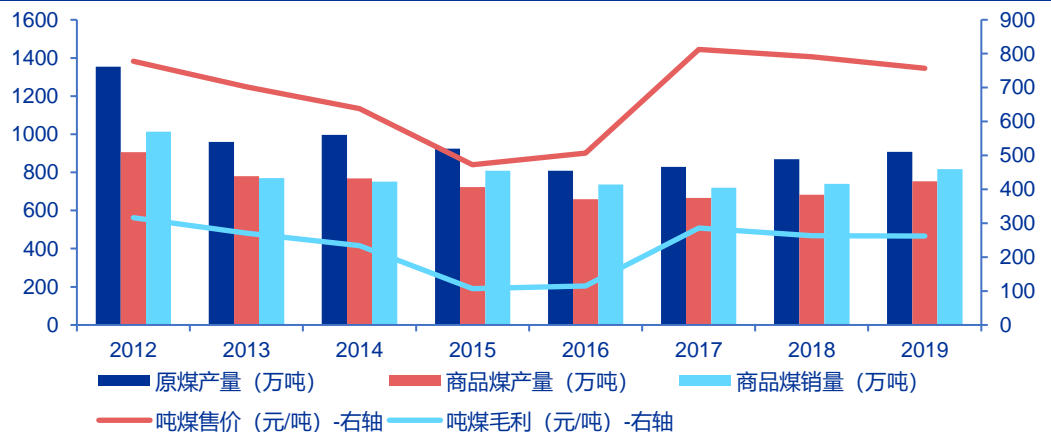
在供给侧改革政策下, 公司矿井通过产能置换政策换取了更多优质产能。截至 2019 年底, 公司先后退出产能 275 万吨, 具体置换情况如下:

表 2: 公司产能核减及置换

煤矿	时间	产能变化	涉及产能变动(万吨/年)	置换内容
金佳矿	2017.12	180 万吨/年核减到 150 万吨/年	30	子公司恒普煤业发耳二矿一期(90 万吨/年)
响水煤矿	2017.3	400 万吨/年核减到 330 万吨/年	70	子公司马依煤业马依西一井 (240 万吨/年)
火烧铺煤矿	2017.3	240 万吨/年核减到 180 万吨/年	60	子公司马依煤业马依西一井 (240 万吨/年)
老屋基煤矿	2016	退出: 115 万吨/年	115	马依西一井(240 万吨/年)或发耳二矿(西井 240 万吨/年、东井 180 万吨/年)
合计			275	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

得益于公司优良的资源禀赋, 2016 年供给侧改革以后, 尽管公司退出了部分落后产能, 但是优质产能也陆续投放, 公司原煤产量呈现小幅增长趋势。此外, 随着商品煤洗出率的提高, 公司商品煤产销量于 2018、2019 年也出现了小幅增长, 且近三年来吨煤售价和吨煤毛利较为稳定。

图 5: 近年来产销量小幅增长, 吨煤售价及毛利趋稳 (2012-2019)


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.2 区域资源相对紧缺，贵州受益供给侧改革

2.2.1 供给端——区域内资源持续整合，产业集中度有望明显提升

截至 2017 年底，西南四省（不含西藏）及周边三省（湖南、湖北、广西）煤炭基础储量为 259.03 亿吨，占全国总基础储量的 10.39%。其中，贵州省煤炭基础储量为 121.62 亿吨，占区域储量的 46.95%，而云南、四川、重庆分别占区域储量 22.21%、19.93%、6.83%。贵州省煤炭资源总量居全国第五位、西南地区第一位，在西南地区占有绝对优势。

表 3：2017 年底西南及周边地区煤炭基础储量

省份	贵州	云南	四川	重庆	湖南	湖北	广西	合计	全国
储量 (亿吨)	121.62	57.52	51.63	17.69	6.49	3.19	0.89	259.03	2492.26
占比	46.95%	22.21%	19.93%	6.83%	2.51%	1.23%	0.34%	10.39%	

资料来源：wind，申万宏源研究

注：7 省市各自占比为占西南总储量比重；7 省市合计占比为占全国比重

在供给侧改革背景下，我国力争到 2021 年全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内，以提高产业集中度，促进煤炭行业高质量发展。据国家能源局公告，截至 2018 年底，西南及周边地区煤炭产能约为 3 亿吨/年。其中贵州产能 1.57 亿吨/年，占比 52.49%；其后的四川、云南、重庆分别占 20.53%、14.06%、5.56%。其中，区域内年产能 30 万吨以下的煤矿产能合计约 9100 万吨/年，占区域总产能的 31%。其中湖北、湖南、四川省内这类落后产能矿井占比高达 100%、80.08%和 57.62%，区域内 30 万吨以下年产量的煤矿占比较高。未来随着结构性去产能逐步推进，年产能 30 万吨以下落后产能假设全部退出，则贵州省煤炭产能在区域内占比将进一步上升至 63.28%，在区域内优势将进一步凸显。

表 4：西南及周边地区煤炭产能分布 (万吨/年、%)

省份	贵州	云南	四川	重庆	湖南	广西	湖北	区域合计
总产能	15,727	4,214	6,152	1,667	1,280	735	189	29,964
总产能占区域比	52.49%	14.06%	20.53%	5.56%	4.27%	2.45%	0.63%	
30 万吨 (含) 以上产能	13,177	2,825	2,607	1,370	255	588	-	20,822
30 万吨 (含) 以上占区域比	63.28%	13.57%	12.52%	6.58%	1.22%	2.82%	0.00%	
30 万吨以下产能	2,550	1,389	3,545	297	1,025	147	189	9,142
30 万吨以下占总产能比	16.21%	32.96%	57.62%	17.82%	80.08%	20.00%	100.00%	30.51%

资料来源：国家能源局，申万宏源研究

随着供给侧改革推进、区域内落后产能不断退出，使得近年来西南地区煤炭产量持续下降。2019 年相比于 2015 年，西南地区及周边三省产量合计减少 32.39%，其中湖北、湖南、重庆产量下降幅度分别高达 95.76%、76.16%、66.4%。而贵州省煤炭产量占区域内总产量的比重也由 2015 年 46.99% 上升至 2019 年的 54.12%。

表 5：西南及周边地区煤炭产量 (亿吨、%)

年份	贵州	云南	四川	重庆	湖南	广西	湖北	合计	全国
2012	1.81	1.04	0.65	0.38	0.88	0.05	0.13	4.95	39.45
2013	1.91	1.04	0.39	0.39	0.74	0.05	0.10	4.63	39.74
2014	1.85	0.44	0.35	0.39	0.72	0.05	0.10	3.90	38.74
2015	1.67	0.49	0.34	0.34	0.58	0.04	0.09	3.54	37.47
2016	1.66	0.43	0.59	0.24	0.26	0.04	0.05	3.28	34.11

年份	贵州	云南	四川	重庆	湖南	广西	湖北	合计	全国
2017	1.66	0.44	0.47	0.12	0.19	0.04	0.03	2.94	35.24
2018	1.39	0.45	0.36	0.12	0.17	0.05	0.01	2.55	36.83
2019	1.30	0.48	0.33	0.12	0.14	0.04	0.00	2.40	37.50
19年与15年比	-22.14%	-2.14%	-2.66%	-66.40%	-76.16%	-15.50%	-95.76%	-32.39%	0.09%

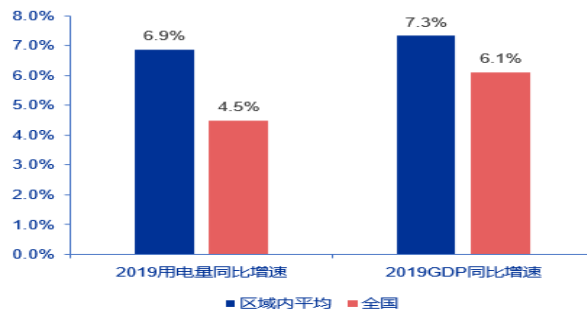
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.2.2 消费端——区域 GDP 增速高于全国平均，拉用电量较快增长

西南与周边地区 GDP 增长速度高于全国平均水平，拉动该区域用电量较快增长。2019 年该区域内七省市平均 GDP 增速为 7.3%，较全国的 6.1% 高出 1.2 个百分点；而 2019 年区域内平均的用电量增速为 6.9%，高出全国 2.4 个百分点。区域内经济高速发展带动煤炭消费需求大幅增长。

图 6：西南及周边地区平均用电量增速与 GDP 增速均高于全国

	贵州	云南	四川	重庆	湖南	广西	湖北	区域内平均	全国
2018用电量同比增速	7.0%	9.2%	11.9%	11.8%	10.4%	17.8%	10.8%	11.3%	8.5%
2018GDP同比增速	9.1%	8.9%	8.0%	6.0%	7.8%	6.8%	7.8%	7.8%	6.7%
2019用电量同比增速	3.5%	7.9%	7.2%	3.7%	6.8%	12.0%	6.9%	6.9%	4.5%
2019GDP同比增速	8.3%	8.1%	7.5%	6.3%	7.6%	6.0%	7.5%	7.3%	6.1%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

但是 2016 年以来进行的供给侧改革，使得该区域内煤炭产量明显下降，近年来煤炭供给缺口出现增长趋势，其中 2019 年湖北、湖南的缺口在 1 亿吨以上，而广西、四川、重庆的缺口也都在 5000 万吨以上，区域内煤炭供给压力大。而贵州省是区域内缺口最小省份，是区域内向“两湖一江”地区输出煤炭的主力省份。随着西南地区逐渐成为我国经济新增长点，其经济增速位于全国前列，有望拉动能源需求快速增长。

表 6：区域煤炭供需缺口 (亿吨)

年份	贵州	云南	四川	重庆	湖南	广西	湖北	合计
2015	0.38	-0.28	-0.59	-0.26	-0.54	-0.56	-1.09	-2.94
2016	0.30	-0.32	-0.29	-0.33	-0.88	-0.61	-1.12	-3.25
2017	0.31	-0.28	-0.32	-0.45	-1.05	-0.62	-1.15	-3.56
2018	0.01	-0.36	-0.53	-0.52	-1.19	-0.72	-1.29	-4.60
2019	-0.16	-0.38	-0.61	-0.56	-1.22	-0.83	-1.43	-5.19

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

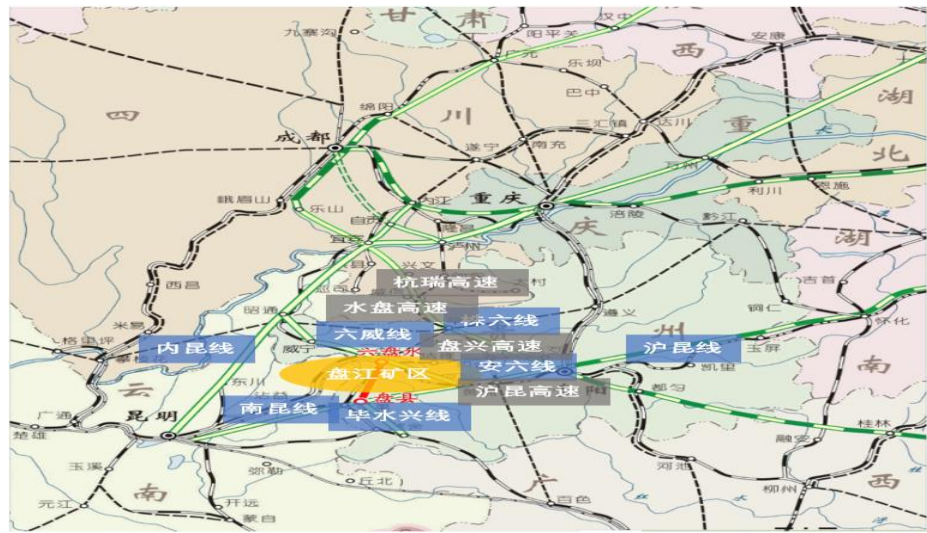
注：煤炭供需缺口=产量-消费量

在炼焦煤需求方面，该区域钢铁产量逐步增长，2019 年西南及周边地区粗钢产量同比增长率平均达到 16.36%，拉动了焦煤需求快速增长。此外，随着柳钢广西防城港钢铁基地项目和玉林中金不锈钢项目的推进，预计到 2020 年底，柳钢 3 个钢铁基地产能之和将超过 2000 万吨，对炼焦煤的年总需求量将超 1800 万吨，区域内需求增长可期。

2.3 公司区位优势凸显，吨煤毛利居行业前列

公司所在的六盘水矿区交通较为便利。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线；又有沪昆高速、盘兴高速、水盘高速等公路主干道。公司矿井基本均位于铁路沿线，下属各矿厂均建有铁路专用线，并建有直供电厂的皮带走廊。根据公司公告披露，公司销售的商品煤 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)，交通运输便利。

图 7：公司所处位置交通便利



资料来源：贵阳铁路局，申万宏源研究

公司煤炭销售方式主要以直接与用煤企业签订合同为主，周边省份包括攀钢、昆钢、柳钢、水钢等在内的大型钢企较多，长期采购量大，与公司签订相对稳定的价格协议，战略联盟使得公司市场需求长期稳定。近年来，公司前五大客户销售额及占公司销售总额比例稳中有增，至 2019 年销售占比已超过 70%，显示与主要客户的关系愈加稳定。

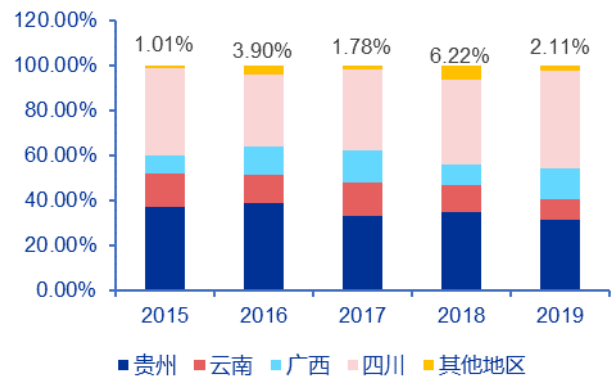
公司煤炭产品销售覆盖江南 12 省市，包括广西、广东、湖南、四川、云南、贵州以及重庆等，其中主要集中在贵州、云南、广西和四川四省。2015-2019 年，公司在以上西南四省的销售收入占公司总销售额的 90%以上。

图 8：前五名客户销售情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：西南四省销售占比超过 90%

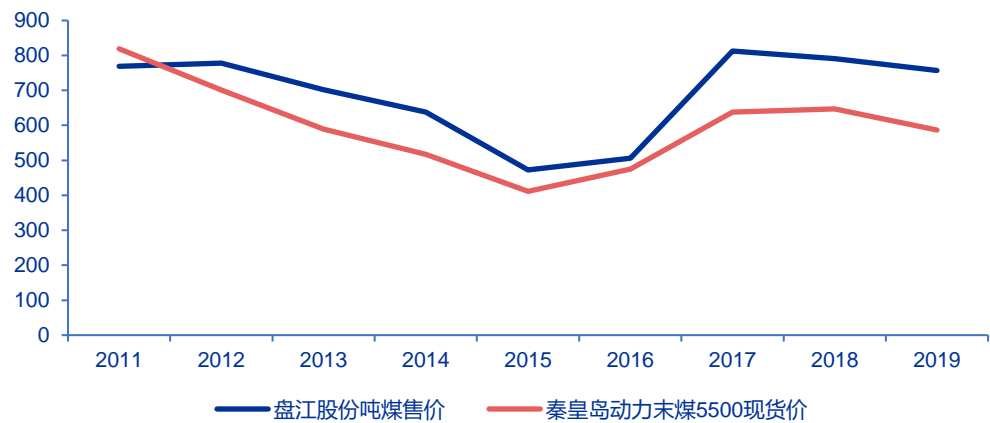


资料来源：公司公告，申万宏源研究

得天独厚的区位优势使得公司可以享受高煤价的优势，实现较好的盈利水平。一方面，贵州省周边省份均为煤炭调入省，贵州作为南方唯一煤炭净调出省，在西南地区占有绝对优势；另一方面，由于运输距离远、成本高，北方煤较难调入西南区域缺煤省份，因此西南区域市场相对北方市场独立。贵州炼焦煤价格相比于我国其他地区价格高出 30%及以上，且受进口煤影响较小，价格波动幅度远低于华北地区。

由于公司明显的区位优势以及焦煤对于公司售价有极好的稳定作用，公司吨煤综合售价抗跌性较好。我们注意到在 2011-2015 年的行业下行周期中，秦皇岛港现货价下跌约 50%，而公司综合售价下跌 38.56%，较港口现货价少跌约 11 个百分点；另外，2019 年港口现货价下跌约 9.23%，而同年公司煤炭综合售价仅下跌 4.24%，比港口价格少跌约 5 个百分点。在行业下行周期中，公司煤炭售价较市场价格跌幅更小。

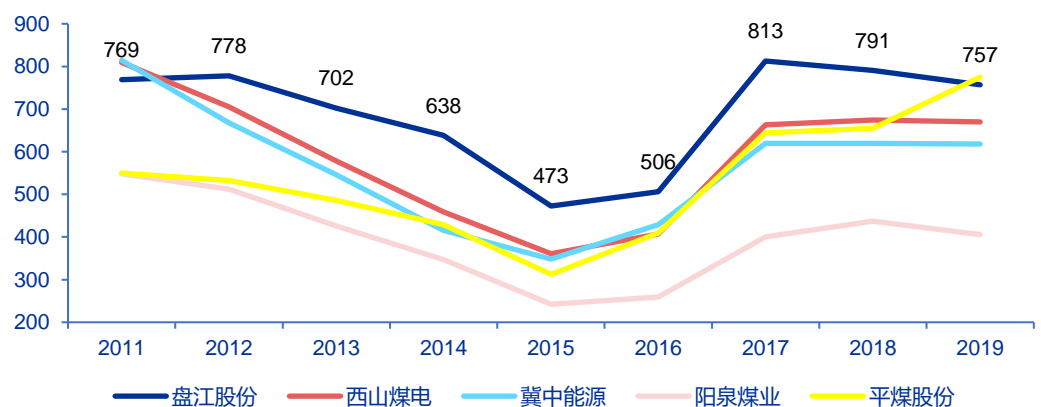
图 10：公司吨煤售价具有较好的抗跌性（元/吨）



资料来源：秦皇岛煤炭网，公司公告，申万宏源研究

与行业内主要焦煤公司相比，公司的整体售价较高。公司整体平均煤价由 2011 年的 769 元 / 吨降至 2015 年的 473 元 / 吨；在 2016 年供给侧改革政策出台后，又触底反弹，自 2016 年的均价 506 元/吨上涨至 2017 年 813 元 / 吨，涨幅高达 60.46%。2018 年和 2019 年，公司平均煤价维持在 750 元/吨以上的较高水平，高于大部分焦煤上市公司，居于行业领先地位。

图 11：主要煤炭公司吨煤售价（元/吨）

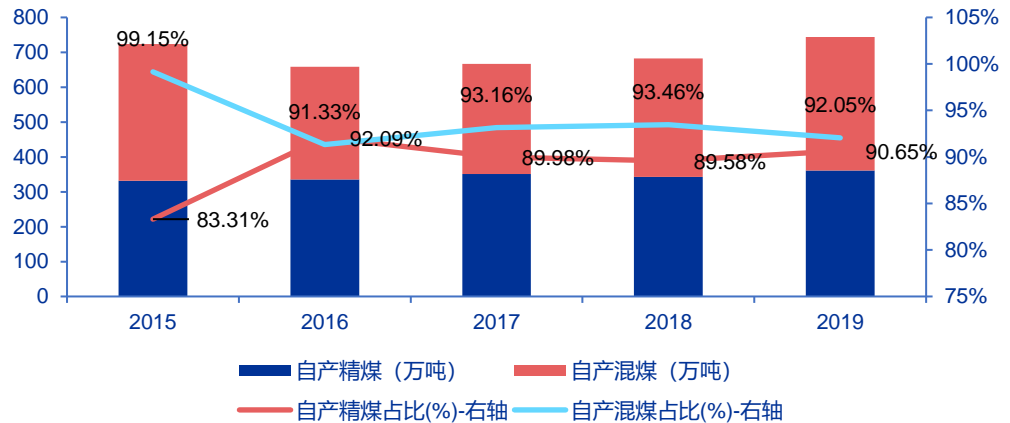


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司煤炭产品收入中焦煤收入占比高达八成,2017-2019 年公司焦煤均价分别为 1203 元/吨、1244 元/吨和 1258 元/吨,同比增速分别达 71.56%、3.41%和 1.14%。随着西南地区钢铁产量的持续增加,该区域对焦煤的需求将被拉动增长,加之西南地区特殊的地理壁垒优势,公司焦煤售价有望维持高位,进而使得公司整体售价坚挺。

吨煤成本方面,由于公司煤炭销售中自产煤销售比例高且稳定,公司煤炭成本得到有效控制。

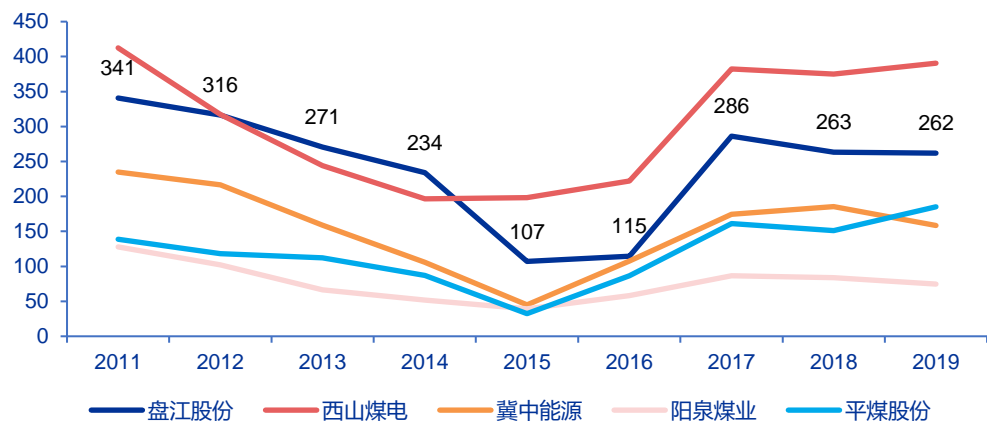
图 12: 公司自产煤销量占比高



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

由于售价坚挺及成本控制良好,公司吨煤毛利居于行业领先地位。2011-2012 年公司吨煤毛利维持在 300 元/吨以上的高水平,仅次于焦煤龙头西山煤电。2013-2014 年公司吨煤毛利曾一度超越西山煤电跃居行业领头羊,随后在 2015 年行业低谷期时随行业下跌。2017 年迅速回升,2017-2019 年保持在 260 元/吨以上的较高水平,在行业中也仅次于西山煤电而高于大部分其他公司,在众多焦煤公司中极具竞争优势。

图 13: 主要焦煤公司吨煤毛利 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.4 煤炭板块未来产能增长测算

公司 2020-2022 年煤炭产能的增长将主要来自**在建**的马依公司西一井一期项目（240 万吨/年）、恒普发耳二矿一期项目（90 万吨/年）、**20 年 8 月初已完成并表**的盘南公司的响水矿（330 万吨/年）以及在产月亮田（核增 65 万吨/年）、山脚树（核增 130 万吨/年）和金佳矿（核增 90 万吨/年）的**技改项目**。

表 7：2020-2022 年预计新增产能情况（亿吨、万吨/年、%、万吨）

	矿井	资源储量	可采储量	核定产能	权益占比	权益产能	19 年底并表产能	新增核定产能			新增权益产能		
								20E	21E	22E	20E	21E	22E
收购并表	响水矿		3.91	330	55%	181		137.5	192.5		75	106	
在建	马依西一井一期	32.52	13.60	240	73.51%	176			90	150		66	110
	恒普发耳二矿西井	11.42	4.69	240	90%	216			90			81	
	月亮田矿	3.49	2.42	115	100%	115	115			65			65
技改项目	山脚树矿	3.36	1.76	180	100%	180	180	10		120	10		120
	金佳矿	5.07	3.29	245	100%	245	245	68	23		68	23	
	合计		29.67	1,350			540	215	395	335	153	275	295
	公司在产矿井合计						910	1125	1520	1855	1063	1400	1815
	较 19 年底增长率							24%	67%	104%	17%	54%	99%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：资源储量、可采储量为 2019 年底数据，马依、恒普为所在公司全部储量，不局限于表中列示矿井

公司 2020 年 6 月公告拟收购控股股东盘江控股集团旗下盘南煤业，主要涉及并表响水煤矿 330 万吨/年的产能，8 月初已公告完成工商登记变更、正式并表。

新建矿马依西一井一期预计将于 2021 年一季度完工，而恒普发耳二矿西井预计将于 20 年底完工。

而技改矿中金佳矿已完成技改并于 2020 年 4 月公告产能由 155 万吨/年核增至 245 万吨/年，山脚树矿预计 20 年投产 10 万吨/年产能，剩余的 120 万吨预计将于 21 年底完成。

因此我们预计 2020-2022 年核定产能分别增长 215、395、335 万吨/年，合计产能较 2019 年底预计分别增长 24%、67%、104%；20-22 年权益产能预计分别增长 153、275、295 万吨/年，合计权益产能较 2019 年底预计将分别增长 17%、54%和 99%。

3. 电力业务为辅，主供下属矿区使用

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，整体规模偏小。截至 2019 年末，公司全资控股盘江电投发电厂和火铺矸石发电厂，合计装机容量 136.5 万千瓦；参股国投盘江电力（45%权益占比），装机容量 60 万千瓦，权益装机 27 万千瓦。其中盘江电投所生产电量主要包括基础电量、西电东送电力及供给当地工业企业的市场化交易电量，平均利用小时数高，2018、2019 年分别达到 5788 和 5338 小时；参股的国投盘江电力近两年平均利用小时数在 5000 小时左右，两家电厂盈利能力均较强。

表 8：公司控/参股电厂（万千瓦、%）

	装机容量（万千瓦）	权益占比	权益装机（万千瓦）
火铺矸石电厂	4.5	100%	4.5
盘江电投发电	132	100%	132
国投盘江电力	60	45%	27
合计	196.5		163.5

资料来源：公司公告，申万宏源研究

区位条件上，西南 GDP 增长领跑全国，其中贵州 GDP 增速连续 8 年居全国前三，经济增长显著拉动区域发电量和用电量的较快增长，高于全国平均水平。由于区域内火电占总发电量比例稳定在 35% 左右，而煤炭是区域重要的电力来源，故公司的电力盈利能力有望进一步增强。此外，由于贵州省为我国“西电东送”计划南线的重要电源省，公司未来有望借此机会延伸产业链，促进煤电一体化发展。

4. 集团优质资源整合推进，公司有望受益于贵州国企改革

2018 年 7 月，贵州省政府批复公司股东盘江控股集团，连同贵州水城矿业、六枝工矿、林东矿业这贵州四大国有煤矿企业“合四为一”，资本重组组建贵州盘江煤电集团，力图打造以煤电为龙头骨干的全产业链集团。

六枝工矿有矿井 3 对，其中：生产矿井 1 对（设计生产能力 120 万吨/年），在建矿井 1 对（设计生产能力 300 万吨/年），复建矿井 1 对（设计生产能力 90 万吨/年）。2019 年 1 月，贵州省国资委将六枝工矿股权划转至贵州煤电集团，盘江煤电集团成为六枝工矿控股股东。贵州水城矿业在产矿井共 10 对，合计核定产能为 1370 万吨/年，权益产能 1142 万吨/年，在条件满足后有望划转至盘江煤电集团。林东矿业现为盘江控股集团全资子公司，主要生产主焦煤、贫瘦煤、无烟煤等；有 3 座洗煤厂，具备 250 万吨原煤洗选能力；有 6 个铁路装车站台和 6 条铁路专用线，全长 17.51 公里，储装能力达 600 万吨，年运输能力可达 300 万吨。

待相关资产满足注入条件后，盘江煤电集团将整合集团和上市公司煤炭资产，贵州省优质煤炭资源要素将向集团倾斜，作为集团的核心企业，公司有望受益于国企改革，实现煤炭业务规模提升。

表 9：贵州水城矿业主要矿井(万吨/年)

煤矿	产能	权益占比	权益产能	煤种
汪家寨煤矿	270	100%	270	焦煤
大湾煤矿	200	100%	200	焦煤、气煤
那罗煤矿（一井、三井）	120	100%	120	焦煤
大河煤矿	90	100%	90	焦煤
中岭公司矿井	225	55.15%	124	无烟煤
玉舍中井	60	41.99%	25	贫瘦煤
老鹰山煤矿	45	100%	45	1/3 焦煤
文家坝一矿（一期）	120	61.46%	74	无烟煤
文家坝二矿（一期）	120	61.46%	74	无烟煤
肥田煤矿	120	100%	120	
在产小计	1370		1142	

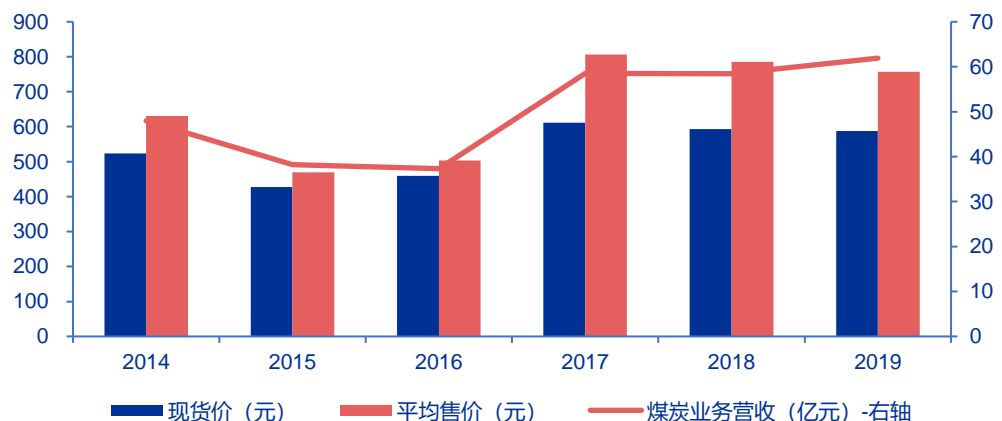
资料来源：集团票据评级报告，申万宏源研究

5. 公司投资价值分析

5.1 煤价变动对公司业绩影响分析

2015 年煤炭全行业亏损面达 95%，公司为行业中仅有的几家未出现亏损的公司之一。其后受益于 2016 年以来煤炭市场供给侧改革去产能政策影响，煤价大幅上涨。对标秦皇岛港动力煤价格，公司由于区位优势享受高煤价优势，盈利状况大幅改善。公司 2016、2017 年归母净利润同比增长分别高达 744.74%和 347.52%，后续年份持续增长，2019 年实现归母净利润 10.91 亿元，较 2015 年增长 46 倍。

对比秦皇岛港动力煤价格，公司煤价的敏感程度更高。在秦皇岛动力煤价格涨跌幅超过 10%的时段，公司煤价的涨跌幅更大。但从营业收入来看，叠加销量变化等原因，公司煤价的大幅涨跌并未引起营业收入同等幅度的涨跌。总体来看，公司营业收入的涨跌方向与公司煤价的涨跌方向一致，幅度则更为平和。

图 14：公司煤炭销售价格与秦港动力煤价格比较（2014-2019）


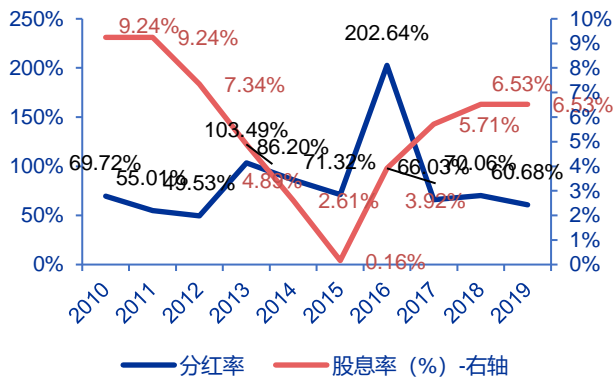
资料来源：秦皇岛煤炭网，公司公告，申万宏源研究

5.2 九年平均分红率高达 83%，现金流优质

公司自 2001 年上市以来共分红 19 次，累计实现净利润 107.72 亿元，累计分红 71.17 亿元，历史分红率 66.08%。近十年来，公司每年分红率保持在 50% 以上，平均分红率更是高达 83.47%，即使在全行业低谷的 2015 年公司也分红达到 71.32%！而 2010 年以来公司的平均股息率为 5.62%，属于较高水平。

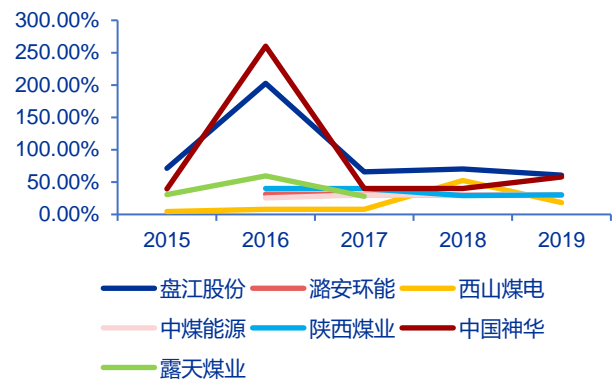
十年间煤炭行业行情波动较大，与 A 股主要煤炭上市公司相比，公司的分红率高，且分红较为稳定。

图 15: 公司平均分红率高达 83.47% (2010-2019)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16: 公司分红率高且稳定

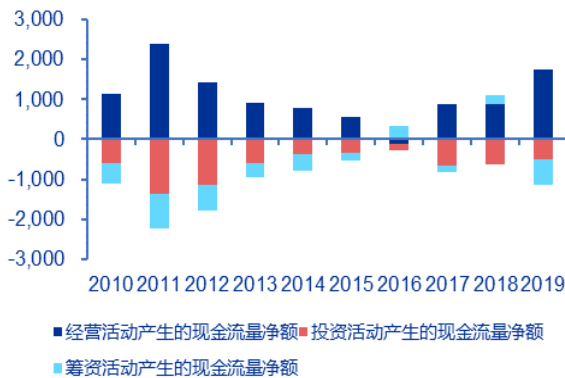


资料来源：公司公告，申万宏源研究

能维持高比例分红，主要得益于公司良好的现金流管理。以历史情况来看，公司经营现金流流入基本可以覆盖投资和筹资活动现金流流出，2015 年以来净现金流均为正值。

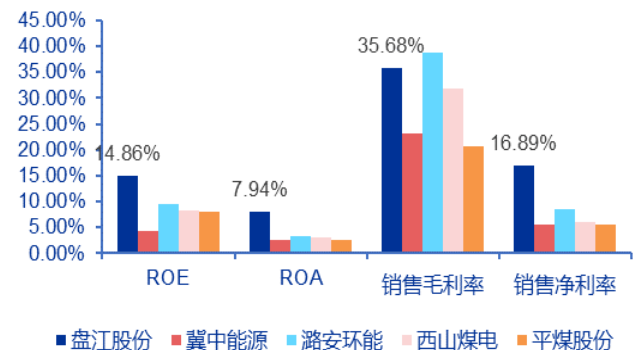
对比国内主要焦煤上市公司的盈利指标，盘江股份表现几乎均列首位，明显高于行业平均值，公司经营状况较好。

图 17: 公司现金流状况良好 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18: 主要焦煤上市公司盈利指标 (2019 年报, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.3 盈利预测与估值

公司作为西南地区最大煤炭上市公司，区位优势明显，公司煤炭产品尤其是焦煤产品售价较为坚挺。随着自集团收购矿井并表、新建矿投产及技改矿完工，2020-2022 年公司产能有望大幅增长。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.67 元、0.80 元和 1.03 元；对应 PE 分别为 9.1 倍、7.7 倍和 6.0 倍。以 A 股主要 5 家焦煤公司作为对标标的，2020 年-2022 年平均估值 PE 为 11.4 倍、10.3 倍和 9.2 倍，对应公司 20-22 年 PE 折价幅度高达 24.64%、34.52%和 54.56%，公司极具投资价值，首次覆盖，予以“买入”评级。

表 10: A 股主要焦煤上市公司 PE 估值 (元/股、元、倍)

代码	简称	2020/8/10	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
		收盘价	EPS	EPS	EPS	EPS	P/E	P/E	P/E	P/E
000983.SZ	西山煤电	4.17	0.54	0.39	0.42	0.45	7.7	10.6	10.0	9.2
600348.SH	阳泉煤业	4.84	0.71	0.57	0.68	0.71	6.8	8.4	7.1	6.8
000937.SZ	冀中能源	3.59	0.26	0.19	0.21	0.27	14.1	18.5	16.9	13.3
601666.SH	平煤股份	5.44	0.50	0.52	0.58	0.59	11.0	10.4	9.3	9.2
601699.SH	潞安环能	6.30	0.80	0.71	0.78	0.83	7.9	8.9	8.1	7.6
	平均							11.4	10.3	9.2
600395.SH	盘江股份	6.13	0.66	0.67	0.80	1.03		9.1	7.7	6.0
	折价幅度							24.64%	34.52%	54.56%

资料来源：WIND，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,090	6,458	7,092	8,650	10,513
营业收入	6,090	6,458	7,092	8,650	10,513
营业总成本	5,065	5,355	5,959	7,259	8,670
营业成本	4,025	4,153	4,617	5,715	6,787
税金及附加	309	308	355	415	505
销售费用	19	16	28	26	42
管理费用	605	622	695	835	1,014
研发费用	39	151	166	182	216
财务费用	93	104	100	84	104
资产减值损失	-26	-1	-1	1	0
信用减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	57	150	150	150	150
投资收益	43	64	64	64	64
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	12	0	0	0	0
营业利润	1,136	1,315	1,347	1,605	2,057
营业外收支	-29	-10	-17	-19	-15
利润总额	1,107	1,304	1,330	1,586	2,042
所得税	163	214	217	261	340
净利润	944	1,091	1,113	1,325	1,702
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归母净利润	945	1,091	1,113	1,325	1,702

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	944	1,091	1,113	1,325	1,702
加: 折旧摊销减值	185	218	207	209	208
财务费用	62	72	100	84	104
非经营损失	-44	-101	-36	-64	-74
营运资本变动	-283	428	744	573	386
其它	24	34	631	0	-200
经营活动现金流	888	1,742	2,758	2,127	2,127
资本开支	503	714	0	0	0
其它投资现金流	-116	219	64	64	64
投资活动现金流	-619	-495	64	64	64
吸收投资	25	0	0	0	0
负债净变化	363	-68	468	124	24
支付股利、利息	507	560	863	863	1,032
其它融资现金流	322	-5	375	-50	-100
融资活动现金流	203	-634	-20	-789	-1,108
净现金流	471	613	2,803	1,402	1,083

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,817	4,800	7,712	9,206	10,432
现金及等价物	1,370	1,935	4,737	6,140	7,223
应收款项	3,177	2,710	2,830	2,924	3,062
存货净额	96	122	112	110	115
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	175	33	33	33	33
长期投资	1,337	1,818	1,818	1,818	1,818
固定资产	5,666	6,467	6,259	6,050	5,842
无形资产及其他资产	1,308	1,250	1,250	1,250	1,250
资产总计	13,128	14,335	17,039	18,324	19,342
流动负债	3,866	3,834	5,298	5,914	6,192
短期借款	1,634	1,406	1,700	1,650	1,500
应付款项	1,896	1,946	2,798	3,464	3,992
其它流动负债	336	483	800	800	700
非流动负债	2,365	2,832	3,724	3,848	3,812
负债合计	6,231	6,667	9,022	9,762	10,004
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,430	2,430	2,430	2,430	2,430
其他综合收益	-442	115	115	115	115
盈余公积	876	876	876	876	876
未分配利润	1,771	2,032	2,381	2,927	3,702
少数股东权益	326	326	326	326	326
股东权益	6,898	7,668	8,017	8,563	9,337
负债和股东权益合计	13,128	14,335	17,039	18,324	19,342

资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.57	0.66	0.67	0.80	1.03
每股经营现金流	0.54	1.05	1.67	1.29	1.28
每股红利	0.35	0.40	0.46	0.47	0.56
每股净资产	3.97	4.44	4.65	4.98	5.44
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	11.3	13.1	15.4	20.0	27.7
ROE	14.4	14.9	14.5	16.1	18.9
毛利率	33.9	35.7	34.9	33.9	35.4
EBITDA Margin	23.2	25.2	23.1	21.7	22.4
EBIT Margin	19.7	21.9	20.2	19.3	20.4
营业总收入同比增长	0.1	6.0	9.8	22.0	21.5
归母净利润同比增长	7.7	15.5	2.0	19.1	28.5
资产负债率	47.5	46.5	52.9	53.3	51.7
净资产周转率	0.93	0.88	0.92	1.05	1.17
总资产周转率	0.46	0.45	0.42	0.47	0.54
有效税率	15.3	17.2	17.2	17.2	17.2
股息率	6.0	6.8	7.9	8.0	9.6
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	10.7	9.3	9.1	7.7	6.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/Sale	2.1	1.8	1.4	1.0	0.7
EV/EBITDA	8.9	7.2	6.2	4.7	3.2
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。