

偏安一隅，外资缘何情有独钟？

——恒源煤电(600971.SH)投资价值分析报告

公司深度

◆迈入丰收时节，股息率高达7.4%

公司作为皖北煤电集团上市平台，通过资产注入方式实现了快速发展，2016-2019 公司进行产区结构调整，先后关闭了百善、刘桥一矿、卧龙湖等高成本矿井，开采成本大幅下降。公司固定资产占比与货币资金占比走出了“剪刀差”趋势，2019 年三季度二者数值分别为 22%/21%。公司资本开支已进入尾声，具有持续稳定的现金分红能力。根据 3 月 25 日收盘价计算，股息率高达 7.4%。

◆煤炭板块估值修复，外资占比提升

长协执行效果让市场逐步认识到，稳定、可持续的煤价绿色区间将使煤炭企业周期性大大弱化。2020 年是煤炭供给侧改革的收官之年，板块估值修复仍将持续。3 月 24 日煤炭板块外资持仓占比前三位分别是恒源煤电、盘江股份、陕西煤业，比例分别为 7.7%/6.5%/4.2%。从外资的持仓结构和比例变化，我们认为两类煤炭公司符合其“审美观”：（1）掌握煤炭核心资源，成本优势显著的煤炭公司，例如陕西煤业、中国神华；（2）区域市场龙头，资本开支进入尾声的煤炭公司，例如恒源煤电、盘江股份。

◆安徽毗邻华东消费市场，公司外延空间广阔

我国煤炭资源呈供需逆向分布特征，供给侧改革加大了运输压力。安徽省作为华东地区主要煤炭资源地，具有显著区位优势。近年来随着“皖电东送”的推进，安徽省供需缺口逐渐扩大，煤炭价格显示出较强韧性。皖北煤电集团省外煤矿产能超过 2100 万吨/年，公司具有优先认购权，外延空间广阔。

◆盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 净利润分别为 12.5/12.9/12.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.04/1.07/1.06 元。当前股价对应 PE 分别为 4.5/4.3/4.4。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司 2020 年 6 倍 PE，对应目标价 6.42 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：控股股东资产注入进度不及预期；实际分红率难以准确预测；疫情可能导致下游需求大幅下降。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,536	5,900	5,840	6,142	6,125
营业收入增长率	41.30%	-9.73%	-1.02%	5.17%	-0.29%
净利润(百万元)	1,105	1,221	1,252	1,288	1,277
净利润增长率	3030.79%	10.50%	2.58%	2.82%	-0.84%
EPS(元)	1.10	1.22	1.04	1.07	1.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.98%	15.59%	14.44%	13.55%	12.46%
P/E	4.2	3.8	4.5	4.3	4.4
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 3 月 26 日

买入(首次)

当前价/目标价：4.60/6.42 元

分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)

021-52523799

jiangcheng@ebscn.com

市场数据

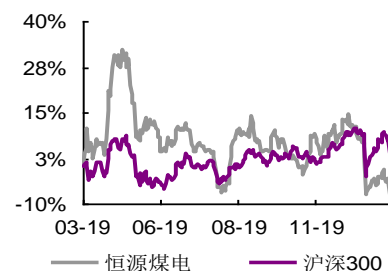
总股本(亿股)：12.00

总市值(亿元)：55.80

一年最低/最高(元)：4.47/7.16

近 3 月换手率：58.76%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.27	-12.13	-17.19
绝对	-8.46	-18.86	-17.73

资料来源：Wind

相关研报

“类债券”视角下的江南煤海明珠——
——盘江股份(600395.SH)投资价值分析报告

.....2020-03-13

火车一响，黑金万两——蒙华铁路煤电路
专题研究

.....2019-03-13

投资聚焦

关键假设

公司核心业务为煤炭开采，我们对于煤炭板块业务的关键假设如下：随着产区结构调整的完成，公司未来煤矿产量将趋于稳定，2019/2020/2021 产量分别为 1030/1082/1082 万吨。安徽具有区位优势，煤炭供给缺口扩大，煤价韧性高于全国平均水平，假设商品煤综合销售价分别为 650/635/633 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。

我们区别于市场的观点

2020 年以来疫情对世界经济造成了剧烈冲击，为了对冲经济下行压力，各国经济体纷纷进入新一轮宽松周期，利率持续下行。在全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对市场资金尤其是风险偏好较低、对回报率要求不高的资金的吸引力在逐步增强。

根据 3 月 25 日收盘价计算，公司股息率高达 7.4%。并且是目前外资持股占比最高的煤炭股。市场认为煤炭作为周期品不适合价值投资，因而对高股息煤炭标的难以下手。我们认为疫情冲击为煤炭股带来绝佳买点，绝对收益特征显著，适合“高股息”投资策略。

(1) 公司业绩可持续性较强，具备持续分红能力。凭借安徽区位优势，公司煤价韧性显著。随着产区结构调整完毕，资本开支已接近尾声，抗风险能力大幅提高。按照公司章程最低分红率 30% 与 3 月 25 日收盘价测算，股息率已超过 7%，具有较高安全边际，超过 2100 万吨产能注入空间更提供了超预期可能。

(2) 外资机构对高分红的区域煤炭龙头持仓提升。我们认为两类煤炭公司符合其“审美观”。一是掌握煤炭核心资源，成本优势显著的煤炭公司，例如陕西煤业、中国神华。二是区域市场龙头，资本开支进入尾声的煤炭公司，例如恒源煤电、盘江股份。持仓结构改变后，投资者在做投资决策时不能忽视北上资金对煤炭行业以及公司的看法，才能更好地把握投资节奏。

股价上涨的催化因素

国债收益率降低；炼焦煤价格上涨；集团注入先进煤矿产能。

估值与目标价

我们预计公司 2019-2021 净利润分别为 12.5/12.9/12.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.04/1.07/1.06 元。当前股价对应 PE 分别为 4.5/4.3/4.4。安徽省靠近能源消费地具有区位优势，煤炭价格表现好于全国平均水平，韧性显著。公司已进入成熟期股息率高达 7.4%（按 3 月 25 日收盘价计算）且具有一定外延空间。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司 2020 年 6 倍 PE，对应目标价 6.42 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、 背靠皖北煤电，迈入丰收时节	5
1.1、 资产注入助力公司快速发展	5
1.2、 产能结构调整完成，资本开支尾声	6
2、 煤炭板块估值修复，外资占比提升	8
2.1、 收官之年，供求关系逐步走向宽松	8
2.2、 长协机制引导煤价维持绿色区间	9
2.3、 煤炭板块迎来久违的估值修复	10
2.4、 外资占比提升，反映两类煤炭股投资偏好	10
3、 区位优势与外延空间并存	12
3.1、 煤炭产需逆向分布，运输成本高	12
3.2、 安徽省区位优势显著，供需缺口逐年扩大	14
3.3、 省内资源天花板已现，“走出去”势在必行	15
4、 盈利预测	17
5、 估值水平与投资评级	18
5.1、 相对估值	18
5.2、 绝对估值	19
5.3、 估值结论与投资评级	20
6、 风险分析	20

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2019Q3）	5
图 2：2019 前三季度营业收入 49.4 亿元	6
图 3：2019 前三季度归母净利润 7.2 亿元	6
图 4：公司营业收入结构（2015-2018）	7
图 5：公司业务板块毛利率（2015-2018）	7
图 6：2013-2018 公司煤矿规模持续收缩	7
图 7：公司煤炭销售收入精煤为主、混煤为辅	7
图 8：货币资金、固定资产呈“剪刀差”	8
图 9：煤炭单位生产成本	8
图 10：综合交易价与现货价差收窄	9
图 11：2019 年煤炭板块估值回升	10
图 12：恒源煤电外资持仓占比与股价	12
图 13：全国煤炭铁路-港口-消费地示意图（单位：亿吨）	13
图 14：运输环节占煤炭终端价格的 40%	13
图 15：华东电网区域煤炭产能（2018）	14
图 16：华东电网区域煤炭储量（2018）	14
图 17：2015 年以来安徽省煤炭供需缺口持续扩大	14
图 18：安徽省动力煤价格波动率较低	15
图 19：安徽省炼焦煤价格高于全国均价	15
表 1：公司合计支付 48.8 亿元购买集团煤矿资产	5
表 2：公司主要矿井情况（2019H1）	6
表 3：2017-2020 年去产能计划及实际去产能情况（单位：万吨）	8
表 4：2020 年煤炭实际产量预计增加 0.91 亿吨	9
表 4：煤炭板块外资持仓占比前 15 公司股息率	11
表 5：安徽省煤炭“十三五”主要建设规划	15
表 6：安徽省煤炭“十三五”煤企转型路线	16
表 7：集团煤矿资产（截至 2019H1）	16
表 8：集团避免同业竞争相关资产（2018 年）	17
表 7：公司主营业务盈利预测	18
表 8：可比公司盈利预测与估值	18
表 9：基本假设	19
表 10：FCFF 估值	19
表 11：敏感性分析	20
表 12：估值结果汇总	20

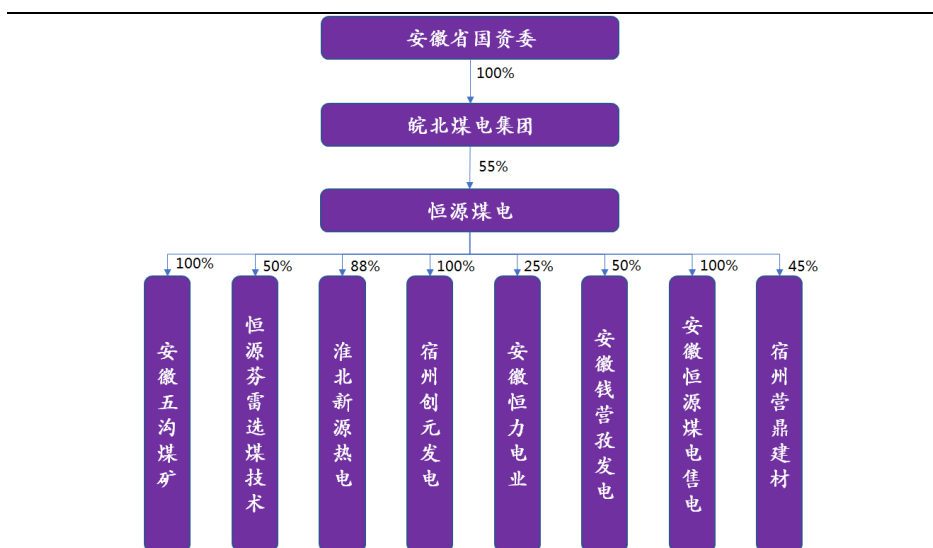
1、背靠皖北煤电，迈入丰收时节

公司作为皖北煤电集团上市平台，通过资产注入方式实现了快速发展，目前集团安徽省内煤矿资产已经全部装入公司。2016-2019 公司进行产区结构调整，先后关闭了百善、刘桥一矿、卧龙湖等高成本矿井，开采成本大幅下降。公司固定资产占比与货币资金占比走出了“剪刀差”趋势，2019 年三季度二者数值分别为 22%/21%。公司资本开支已进入尾声，具有持续稳定的现金分红能力。

1.1、资产注入助力公司快速发展

恒源煤电由皖北煤电集团联合安徽燃料公司、四方化工集团、开元工程公司、高斯达公司等四家企业，于 2000 年共同发起设立。截至 2019 年 3 季度，前三大股东皖北煤电集团、香港中央结算有限公司（陆股通）和中央汇金资产管理有限责任公司持股比例分别为 55%/6%/2%。

图 1：公司股权结构（截至 2019Q3）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

自上市以来利用资本市场融资平台，公司煤炭规模实现了快速发展。2004 年至今公司通过募集资金、自有资金等形式，合计 48.8 亿元，购买皖北煤电集团任楼、祁东、钱营孜等煤矿资产。截至 2019 年 6 月 30 日，恒源煤电已拥有皖北煤电集团省内所有煤矿资源，公司煤矿资源储量 50030.6 万吨，核定产能 1095 万吨/年。五座煤矿中除了最早投产的恒源煤矿外，其他矿井剩余可采年限都在 30 年以上。

表 1：公司合计支付 48.8 亿元购买集团煤矿资产

时间	融资方式	募资净额 (亿元)	收购集团的资产标的
2004	首发	4.1	刘桥一矿
2007	可转债	3.8	卧龙湖煤矿、五沟煤矿
2009	定向增发	15.4	任楼煤矿、祁东煤矿以及钱营孜煤矿

2010	定向增发	15.3	任楼煤矿、祁东煤矿以及钱营孜煤矿
2011	现金	10.1	刘桥深部煤矿探矿权、龙王庙(南部)煤矿探矿权
合计		48.8	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：公司主要矿井情况 (2019H1)

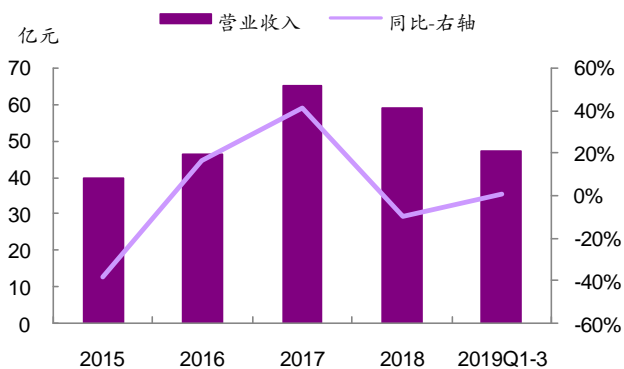
矿井	主要煤种	状态	投产时间	资源储量(万吨)	剩余可采储量(万吨)	剩余可采年限(年)	核定产能(万吨/年)	18年产量(万吨)
恒源煤矿	贫煤、无烟煤	在产	1993	8113.4	3298.4	16	200	188.97
任楼煤矿	气煤、无烟煤	在产	1998	20260.9	8117.2	34	240	195.07
祁东煤矿	肥煤、1/3 焦煤	在产	2002	29743.8	13637	55	180	172.92
五沟煤矿	焦煤、肥煤	在产	2008	12537.8	5906.9	41	90	87.09
钱营孜煤矿	气煤、1/3 焦煤	在产	2010	54371.4	19071.1	49	385	371.35
合计				125027.3	50030.6	-	1095	1015.4

资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：公司于 2017 年关停刘桥一矿，2018 年关闭卧龙湖煤矿）

1.2、产能结构调整完成，资本开支尾声

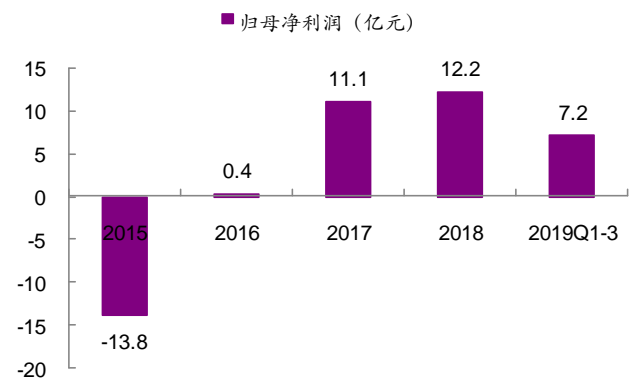
公司经营范围包括煤炭开采业务和发电业务，2019 年前三季度营业收入、归母净利润分别为 49.4/7.2 亿元，同比增速分别为 1.0%/4.3%。从收入结构来看，煤炭贡献占比在 90%以上，是公司核心盈利来源。2016 年煤炭供给侧改革以来，煤炭价格大幅回升，煤炭板块毛利率由 2015 年的负值回升至 2018 年的 46%。

图 2：2019 前三季度营业收入 49.4 亿元



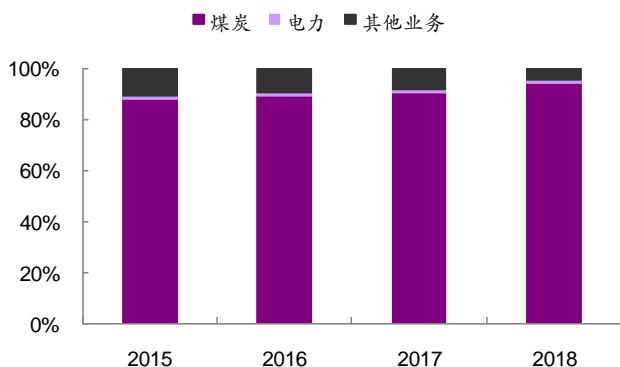
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2019 前三季度归母净利润 7.2 亿元



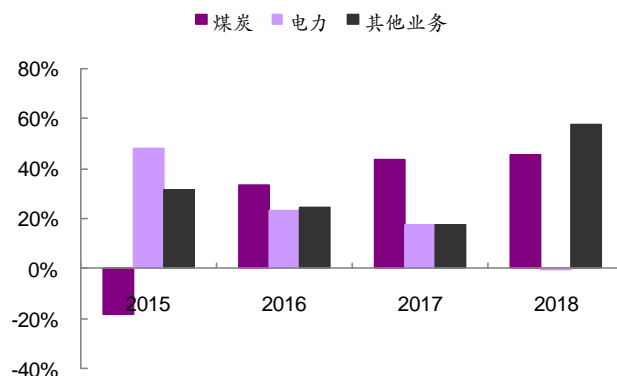
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司营业收入结构（2015-2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

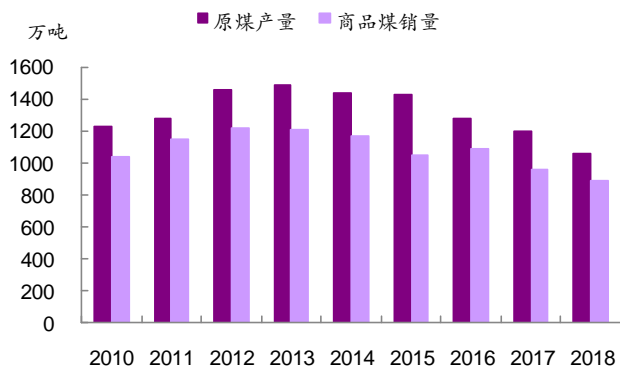
图 5：公司业务板块毛利率（2015-2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

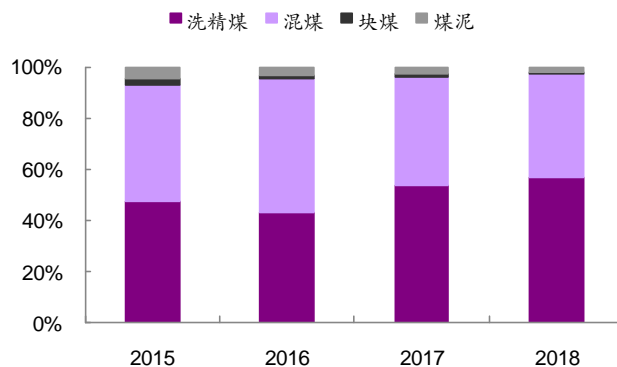
受关闭产能影响（2016 年 150 万吨/年百善矿关闭、2017 年 140 万吨/年刘桥一矿退出、2018 年 90 万吨/年卧龙湖煤矿退出）。公司原煤产量和商品煤产量呈下降趋势。公司产能高峰期为 2013 年，当期原煤产量 1485 万吨，之后随着行业景气度下行进行了产区结构调整，将高成本煤矿剥离从而提高经营效率。2018 年公司原煤产量 1061 万吨，较 2013 年下降了 40%。公司煤炭销售收入精煤为主、混煤为辅，2018 年二者收入占比分别为 57%/40%。

图 6：2013-2018 公司煤矿规模持续收缩



资料来源：公司公告，光大证券研究所

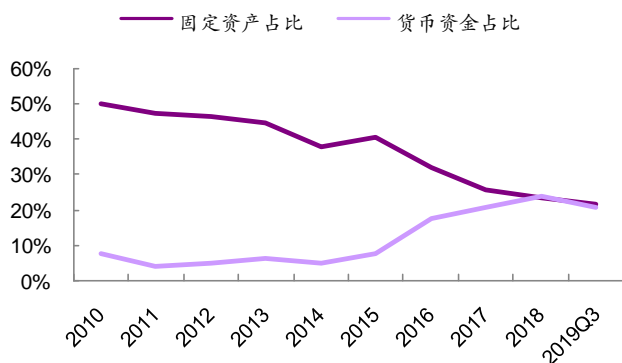
图 7：公司煤炭销售收入精煤为主、混煤为辅



资料来源：公司公告，光大证券研究所

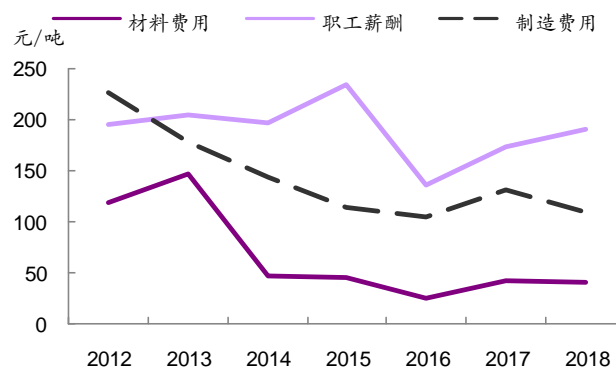
2013-2019 煤矿产能结构调整期，公司通过关闭、出售等方式对落后矿井资产进行了剥离。在此期间公司固定资产占比与货币资金占比逐渐走出了“剪刀差”趋势，2019 年三季度二者数值分别为 22%/21%，体现了公司对资本开支的谨慎态度和较厚的安全垫。2018 年公司吨煤生产成本 340 元，较 2013 年下降 36%。公司通过向集团收购电力、热力公司并且淘汰落后产能，使单位材料费用、制造费用大幅下降。

图 8：货币资金、固定资产呈“剪刀差”



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：煤炭单位生产成本



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、煤炭板块估值修复，外资占比提升

长协执行效果让市场逐步认识到，稳定、可持续的煤价绿色区间将使煤炭企业周期性大大弱化。2020 年是煤炭供给侧改革的收官之年，板块估值修复仍将持续。公司是 A 股煤炭板块中外资占比最高的公司，从外资的持仓结构和比例变化，我们认为两类煤炭公司符合其“审美观”：（1）掌握煤炭核心资源，成本优势显著的煤炭公司，例如陕西煤业、中国神华；（2）区域市场龙头，资本开支进入尾声的煤炭公司，例如恒源煤电、盘江股份。

2.1、收官之年，供求关系逐步走向宽松

截至 2018 年末，煤炭供给侧改革累计化解过剩产能 6.9 亿吨，已完成“十三五”煤炭去产能目标 8 亿吨的 86%。截至 2018 年末我国共有生产煤矿 3373 处、产能 35.3 亿吨，比上年同期分别减少 534 处，增加 3885 万吨；现有建设煤矿 1010 处，产能 10.3 亿吨，比上年同期分别减少 146 处，增加 10003 万吨。

表 3：2017-2020 年去产能计划及实际去产能情况（单位：万吨）

	2017 年		2018 年		2019-2020 年
	计划	实际	计划	实际	计划
山西	2000	2265	2300	2330	-
陕西	-	90	210	581	-
内蒙古	880	660	405	1110	-
全国	15000	14950	15000	15000	18000

资料来源：中国煤炭网，光大证券研究所

煤炭建设有其固有规律，一座煤矿从立项至合法生产，周期往往长达 6-8 年时间。全国进入联合试运转的煤矿产能供给 3.74 亿吨，预计 2020 年全国煤炭新增产量将达到 0.91 亿吨，对应 2.4% 增速。2019 年煤炭消费量同比增速 1.0%，与 2018 持平。2020 年是煤炭供给侧改革的收官之年，产能端

重心将持续由“去总量”向“调结构”过渡。随着去产能力度收缩，未来供求关系将趋于宽松。

表 4：2020 年煤炭实际产量预计增加 0.91 亿吨

产能来源	2019 年边际产量增量 (亿吨)	2020 年边际产量增量 (亿吨)
1.合法建设煤矿	0.48	0.48
2.核准煤矿	0.71	0.58
3.产能核增煤矿	0	0
4.去产能 (-)	0.15	0.15
合计	1.04	0.91

资料来源：国家能源局，光大证券研究所测算

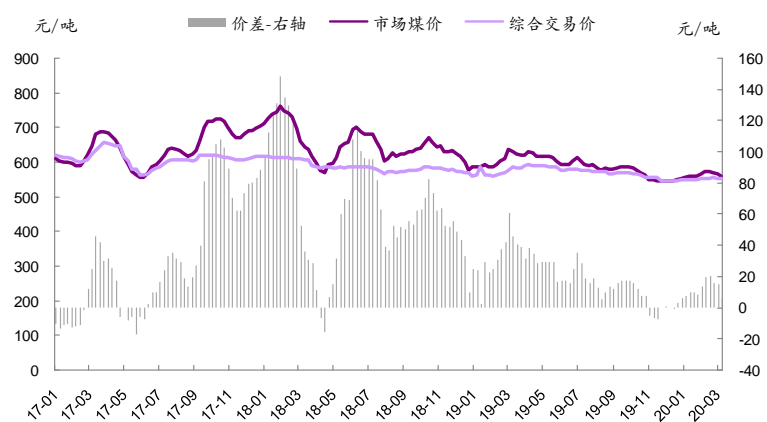
2.2、长协机制引导煤价维持绿色区间

根据国家发改委《关于做好 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，2020 继续参照“基准价+浮动价”定价机制确定电煤长协价格，价格原则上应稳定在《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》绿色区间以内。对外购煤长协确因采购成本较高的，价格应不超过黄色区间上限。绿色区域为价格上下波动 6%以内，即 500-570 元/吨，黄色区域为价格上下波动幅度在 6%-12%之间，即上限为 600 元/吨。

2016 年底，神华集团等大型煤炭企业在发改委稳定煤价的要求下，以 535 元/吨基准价标准制定长协价格。相比于市场煤，长协煤虽然弹性不足但更具稳定性，并且铁路部门为其优先匹配铁路运力。

以 Q5500 大卡动力煤的市场价与综合交易价（包含长协）作为观察指标，可以发现电煤价格的两个趋势：（1）电煤价格波动幅度逐步收窄，呈现弱弹性特征。（2）现货与综合交易价差逐步收窄，现货价向长协价回归。供给侧改革已取得阶段性成果，政府对煤炭市场的调控、引导能力加强。随着产能及铁路运力的有序释放，双轨制下套利空间也将消失。

图 10：综合交易价与现货价差收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

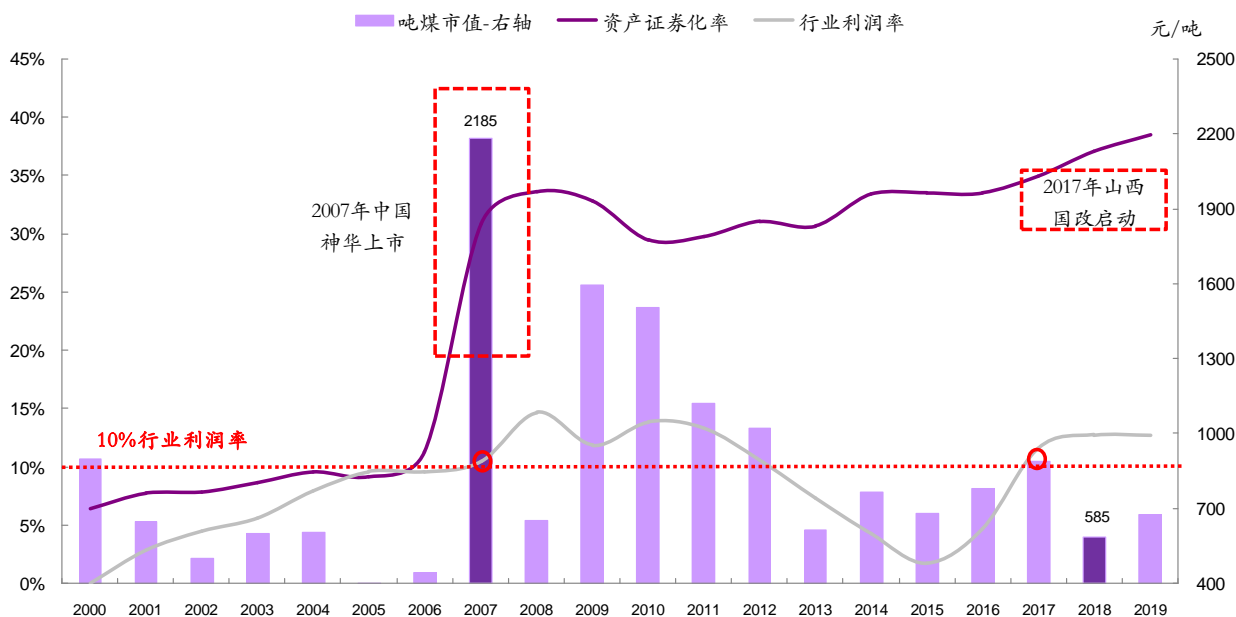
2.3、煤炭板块迎来久违的估值修复

煤炭作为上游资源品，商品价格、企业盈利、行业景气度具有明显周期性。做长周期复盘时并不适宜用 PE/PB 估值，因为 PE 估值不能准确反映盈利受经济周期的影响，PB 以资产盈利能力相同为假设前提，而煤矿因地质条件不同盈利能力差异极大。

回归煤炭资源价值属性，我们构建了煤炭行业吨煤市值指标，以过去 20 年为复盘周期，结合行业利润率、行业资产证券化率综合判断煤炭行业真实估值水平。回顾过去 20 年行业发展历史，2007 年与 2018 年是特别值得关注的年份。2007 年中国神华上市，行业资产证券化率大幅提升，估值水平达到 2185 元/吨历史高点，对应煤炭行业利润率 10%。这一时期煤炭股高估值的第一要素是流动性泛滥，即经济过热煤炭下游需求旺盛，叠加政府主动投放流动性。

2018 年末煤炭行业吨煤市值仅 585 元/吨，在行业销售利润率修复至 10% 以上后，估值却创 2006 年以来新低。估值与行业盈利水平背离的主要原因在于，过去市场对煤炭板块抱着“炒价格”的投资习惯，认为煤价非理性上涨之后必然再次探底，因此在 2017 年煤价创出高点后估值大幅回落。但发改委长协政策的执行效果让市场逐步认识到，稳定、可持续的煤价绿色区间将使煤炭企业周期性大大弱化。2017-2019 煤价平稳运行，煤炭企业资产负债表持续改善，2019 年煤炭板块估值迎来第一波修复。

图 11：2019 年煤炭板块估值回升



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2.4、外资占比提升，反映两类煤炭股投资偏好

煤炭板块外资持仓占比前三位分别是恒源煤电、盘江股份、陕西煤业，比例分别为 7.7%/6.5%/4.2%。中国神华与兖州煤业同时也在港股上市，由于 A 股溢价更高导致外资在配置上会优先选择港股。从煤炭板块的外资持仓结构可以看出，海外投资者对煤炭股的投资偏好：（1）掌握煤炭核心资源，

成本优势显著的煤炭公司，例如陕西煤业、中国神华；（2）区域市场龙头，资本开支进入尾声的煤炭公司，例如恒源煤电、盘江股份。（盘江股份我们已在2020年3月13日报告《“类债券”视角下的江南煤海明珠》中对其做了深入分析。）

公司与盘江股份的共性在于，二者虽然不是煤炭行业中生产成本最低的企业，但是在各自的区域市场具有绝对优势。华东与西南都属于我国煤炭净调入地区，华东能源需求更大，西南地理环境更封闭。2016年供给侧改革加速了这些地区煤矿退出，从而使区域供需缺口加速放大。另一方面，两家公司在过去3年中陆续完成了产区结构调整，剥离落后产能后整体抗风险能力大幅提高。同时资本开支开始进入尾声，稳定的分红政策可以为投资者带来可观的股息收益。

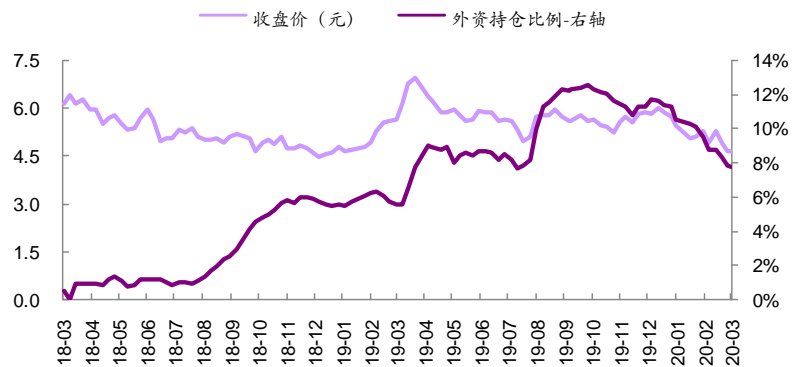
表4：煤炭板块外资持仓占比前15公司股息率

序号	证券代码	证券简称	股息率 (TTM)	沪(深)股通持股占自由流通股比例
1	600971.SH	恒源煤电	7.4%	7.7%
2	600395.SH	盘江股份	7.5%	6.5%
3	601225.SH	陕西煤业	4.4%	4.2%
4	601088.SH	中国神华	5.6%	3.9%
5	601699.SH	潞安环能	4.7%	3.8%
6	000937.SZ	冀中能源	3.3%	3.7%
7	000983.SZ	西山煤电	6.2%	3.7%
8	600188.SH	兖州煤业	18.3%	3.7%
9	600985.SH	淮北矿业	6.1%	3.1%
10	000723.SZ	美锦能源	0.0%	2.6%
11	600348.SH	阳泉煤业	6.1%	2.6%
12	601666.SH	平煤股份	0.0%	2.5%
13	601001.SH	大同煤业	0.0%	1.5%
14	601898.SH	中煤能源	1.9%	1.4%
15	603113.SH	金能科技	1.5%	1.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所（注：股价为2020年3月24日收盘价）

公司2017年报公布分红方案，每股派发现金股利0.36元，2014-2016年由于盈利较低没有分红。可以看到，自2018年3月公布分红方案后，外资开始建仓恒源煤电，2019年10月持股比例曾达到12%。2018年股价下跌并没有影响外资买入，外资占比在股价下跌中快速提升。持仓结构改变后，投资者在做投资决策时不应忽视北上资金对煤炭行业以及公司的看法，才能更好地把握投资节奏。

图 12：恒源煤电外资持仓占比与股价



资料来源：Wind，光大证券研究所

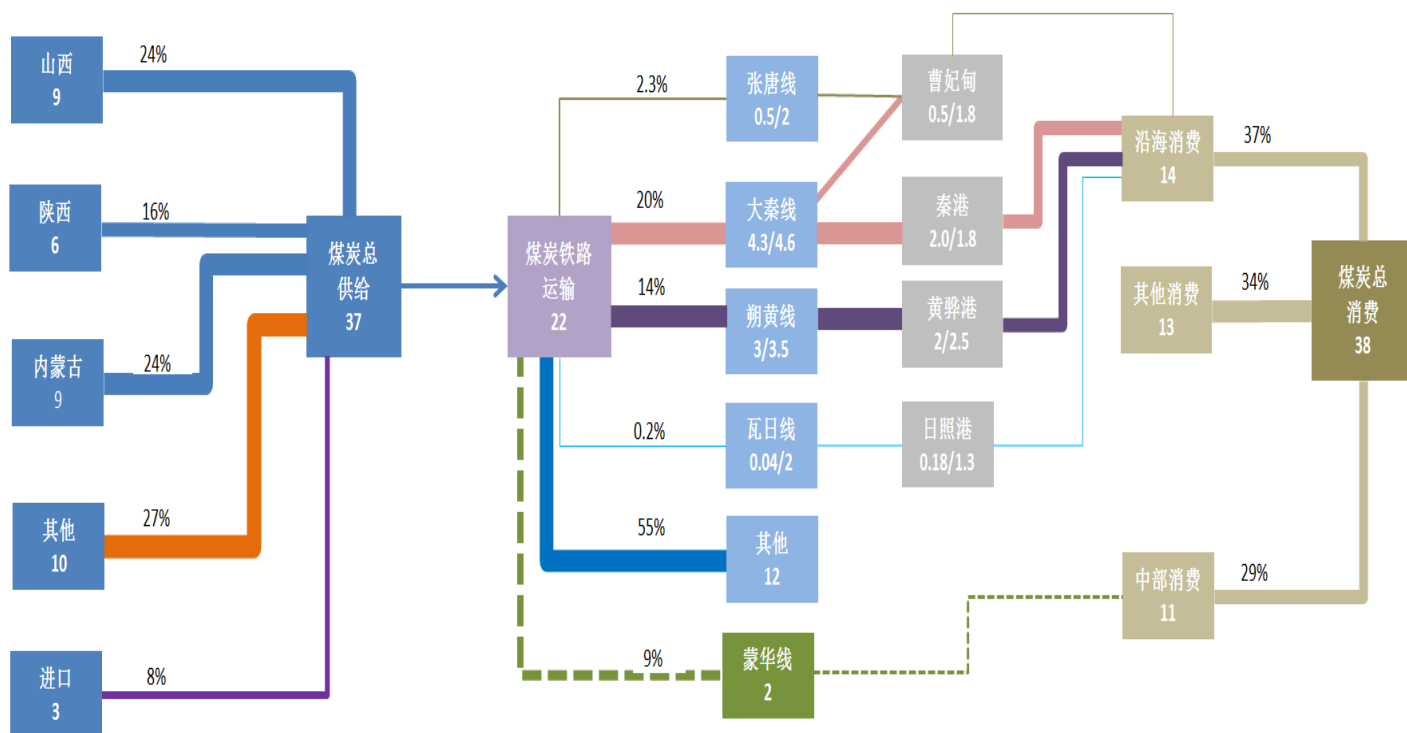
3、区位优势与外延空间并存

我国煤炭资源呈供需逆向分布特征，供给侧改革加大了运输压力。安徽省作为华东地区主要煤炭资源地，具有显著区位优势。近年来随着“皖电东送”的推进，安徽省供需缺口逐渐扩大，煤炭价格显示出较强韧性。皖北煤电集团省外煤矿产能超过 1100 万吨/年，公司具有优先认购权，外延空间广阔。

3.1、煤炭供需逆向分布，运输成本高

煤炭在我国一次能源中具有明显的经济性，由于单位热值低、供需市场逆向分布，运输成为煤炭价格体系的重要环节。煤炭资源主要分布于以山西、陕西、内蒙古为核心的“三西”地区，而消费地主要集中于中部、沿海地带。铁水联运是“西煤东运”最主要的运输方式，即由主产地“三西”经铁路发往环渤海主要港口，再由港口发往沿海或由内河到达中部省份。

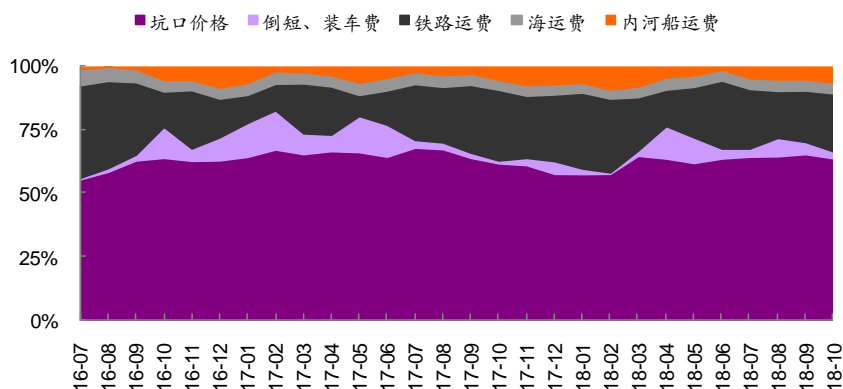
图 13：全国煤炭铁路-港口-消费地示意图（单位：亿吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：铁路及港口数值分别为 2017 年实际运量/吞吐量与设计运能、吞吐量。例如曹妃甸 2017 年实际吞吐量 0.5 亿吨，根据规划未来设计吞吐量 1.8 亿吨；张唐线 2017 年煤炭运量 0.5 亿吨，设计运力 2 亿吨。）

以山西 5500 大卡热值的动力煤为例，我们可以清晰地看到运输环节（包括：公路倒短、铁运、海运、内河运输）在终端价格中的权重：煤炭产品本身价格仅占终端价格的 60% 左右，第二大构成则是煤矿至港口段的铁路运费。基于资源禀赋条件，我国一次能源中煤炭具有极高的经济性。但容易被忽略的是，煤炭虽然价格低，但能源效率远不及石油与天然气。相同质量的煤炭热值仅为石油的 60%，低廉运输成本是煤炭“以量补质”的重要前提。

图 14：运输环节占煤炭终端价格的 40%



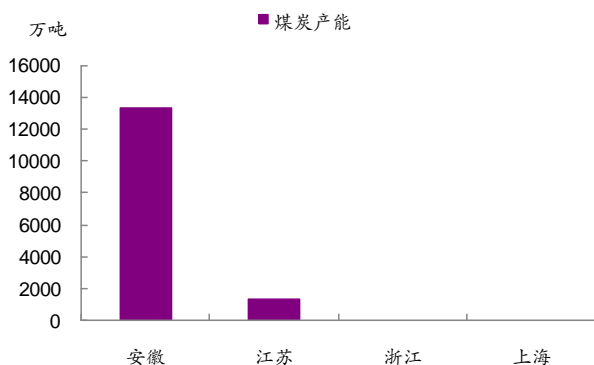
资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、安徽省区位优势显著，供需缺口逐年扩大

安徽作为华东地区最重要的煤炭大省，2018年在华东电网（包括上海、浙江、江苏、安徽）区域内其煤炭基础储量、产能占比分别为88%/91%。近年来安徽省政府坚定不移地推进“皖电东送”战略，充分利用省内煤炭资源的优势，将安徽打造为江、浙、沪三地电力供应基地。“皖电东送”为长三角提供了优质廉价的电力资源，缓解长三角环保、交通运输压力。2018年安徽省电力行业煤炭消费继续显著增长，电力行业煤炭消费量9533万吨，同比增加8.3%，电煤占煤炭消费的比重从2017年的54.7%提高到57.8%。

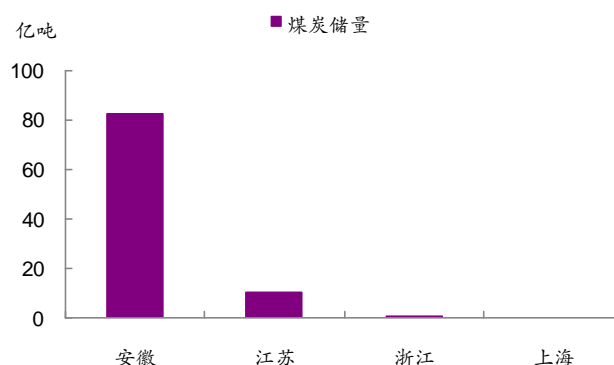
公司煤炭销售均以长协合同为主，销售运输方式以铁路运输为主，动力煤市场主要稳定在省内周边区域，精煤销售市场主要为皖、赣、湘、鲁、浙地区，主要客户为大工业客户。

图 15：华东电网区域煤炭产能（2018）



资料来源：中国（太原）煤炭交易中心，光大证券研究所

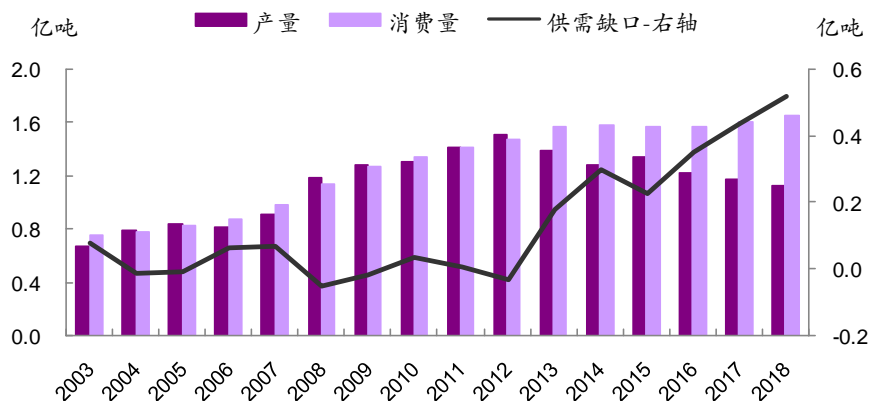
图 16：华东电网区域煤炭储量（2018）



资料来源：中国（太原）煤炭交易中心，光大证券研究所

在“皖电东送”落地和江浙沪用电需求持续增长下，安徽省正在从供需平衡转变为供给不足。数据显示2015年以后供需缺口加速扩大，2018年煤炭供需缺口已达0.52亿吨。由于安徽省内电煤供应紧张，因此四大煤炭集团的动力煤销售均以中长期合同为主。

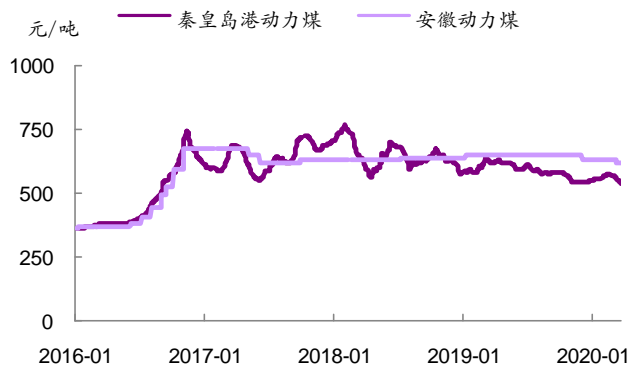
图 17：2015 年以来安徽省煤炭供需缺口持续扩大



资料来源：Wind，安徽省统计局，光大证券研究所

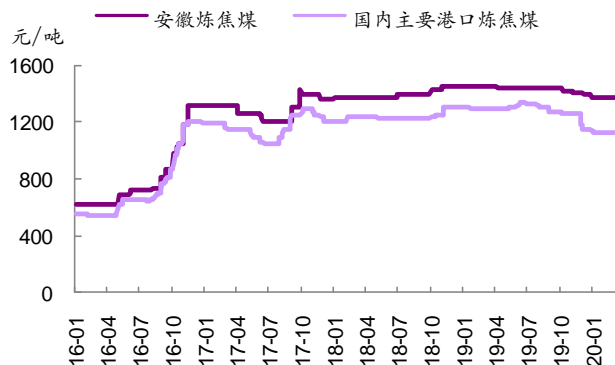
与全国均价相比，安徽省煤炭价格波动率较低，在价格下行时期也具有较强韧性。由于靠近华东能源消费区域，区位优势显著。安徽与我国煤炭主产区“三西”相比，运输距离大大缩短，运费优势弥补了开采条件的差距。随着华东区域供需缺口的扩大，调入量增加也为安徽省煤炭价格提供了支撑。

图 18: 安徽省动力煤价格波动率较低



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 数据截至 2020 年 2 月)

图 19: 安徽省炼焦煤价格高于全国均价



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 数据截至 2020 年 2 月)

3.3、省内资源天花板已现，“走出去”势在必行

安徽省地处华东地区，毗邻煤炭消费地，加之大多数煤矿开采时间长，导致开采矿井深度增加，煤矿瓦斯、水害、地温、地压等治理难度加大，部分矿井生产成本居高不下。安徽省能源局于 2017 年出台了《安徽省煤炭工业发展“十三五”规划》，要求全省严控新增煤炭产能引导过剩产能有序退出。

“十三五”期间计划建成矿井 4 对，建设规模 790 万吨/年；缓建矿井 3 对，建设规模 845 万吨/年；关闭矿井 18 对，退出产能 3200 万吨/年；整合矿井 2 对，核减产能 20 万吨/年；至 2020 年，全省煤矿核定产能 13274 万吨/年。截至 2018 年底安徽省在产产能为 13441 万吨/年，已经基本完成省内去产能目标。

为了响应省内去产能的目标，恒源煤电于 2016 年-2018 年关闭退出矿井 3 座，分别是恒源煤电刘桥一矿、卧龙湖煤矿、皖北煤电百善煤矿，化解产能 380 万吨/年，至此公司已完成省内煤炭去产能任务。

表 5: 安徽省煤炭“十三五”主要建设规划

序号	项目类型	相关煤矿
一. 淮北矿区		
1	续建项目:	信湖 (300 万吨/年)、金黄庄 (45 万吨/年)、金石矿业 (45 万吨/年) 等 3 对矿井; 适时开工建设赵集煤矿 (300 万吨/年)
2	缓建项目:	龙玉庙矿井 (45 万吨/年)
3	退出矿井:	袁庄 (69 万吨/年)、杨庄 (210 万吨/年)、芦岭 (230 万吨/年)、海孜大井 (120 万吨/年)、双龙 (66 万吨/年)、岱河 (120 万吨/年)、朔里 (165 万吨/年)、石台 (150 万吨/年)、刘店 (150 万吨/年)、百善 (150 万吨/年)、刘一 (140 万吨/年)、卧龙湖 (90 万吨/年)、金石矿业 (45 万吨/年) 等 13 对矿井。
二. 淮南潘谢矿区		
1	续建项目:	朱集西 (400 万吨/年)
2	退出矿井:	谢一 (330 万吨/年)、新庄孜 (400 万吨/年)、李嘴孜 (90 万吨/年)、潘一 (600 万吨/年) 等 4 对矿井。

三、淮南新集矿区

1	缓解项目:	板集 (300 万吨/年)、杨村 (500 万吨/年) 等 2 对矿井
2	退出矿井:	新集三矿 (75 万吨/年)

资料来源: 安徽省能源局, 光大证券研究所 (注: 红色表示上市公司拥有或托管煤矿)

另一方面, 规划提出要加速省内煤炭企业转型发展: (1) **延长煤炭产业链**, 积极支持煤炭企业发展煤电一体化、煤电联营项目, 建成投产利辛板集电厂等煤电一体化项目、加快淮南潘集坑口电厂前期工作; 稳妥推进淮南、淮北、阜阳、亳州煤化工产业基地的建设, 加快推进淮北矿业集团临涣焦化和定远盐化两个化工基地项目, 积极推进省能源集团淮南煤制天然气项目、皖北煤电集团甲醇转化烯烃及乙二醇项目和煤制天然气项目前期工作。 (2) **支持省内煤炭企业“走出去”**, 充分利用人才、技术、管理等优势, 开发省外煤炭资源。

表 6: 安徽省煤炭“十三五”煤企转型路线

序号	转型路线	主要内容
1	煤炭主业	稳步推进内蒙古泊江海子矿、唐家会矿、色连二号矿、孔兑沟矿、玻璃沟矿、陶忽图矿、 麻地梁矿 、胜利西三号露天矿、 嵯北东露天矿 、嵯北西露天矿, 陕西古城一矿、古城二矿、 招贤矿 , 山西恒昇煤业、恒晋煤业、昌恒矿 等矿井建设或前期工作。
2	煤电一体化	建成板集电厂 2×100 万千瓦, 推进潘集电厂 2×66 万千瓦前期工作。
3	煤化工	加快推进淮北矿业集团煤化-盐化一体化工程项目, 形成 30 万吨/年煤焦油、80 万吨/年甲醇转化等资源综合利用项目; 皖北煤电集团中安联合煤化 170 万吨/年煤制甲醇及 60 万吨/年甲醇转化烯烃等项目 ; 积极推进省能源集团淮南 22 亿立方米/年煤制天然气、神皖安庆 60 万吨/年煤制乙二醇、安徽京皖公司 40 亿立方米/年煤制天然气等项目前期工作。
4	其他	建设神皖沿江煤炭储配中心项目、芜湖港煤炭储配中心二期工程、淮南矿业集团芜湖 LNG 接收站等。

资料来源: 安徽省能源局, 光大证券研究所 (注: 红色表示皖北煤电集团项目)

皖北煤电集团煤矿、煤化工相关项目纳入安徽省煤炭“十三五”煤企转型: 在延长产业链方面, 集团投资建设中安联合煤化 170 万吨/年煤制甲醇及 60 万吨/年甲醇转化烯烃等项目, 2019 年 7 月已顺利打通全流程产出合格产品; “走出去”方面, 集团在山西、陕西、内蒙古等资源优质地区建设麻地梁矿、嵯北东露天矿、招贤矿等新矿井项目。

截至 2019H1, 集团拥有山西在产产能 360 万吨/年, 陕西在产产能 240 万吨/年, 内蒙在建产能 1500 万吨/年, 省外资源合计产能为 2100 万吨/年, 总产能为 3195 万吨/年。安徽省内除朱集西煤矿外, 集团其他煤矿已注入上市公司, 该矿由中安联合煤化有限公司负责运营。皖北煤电、长城能化各持有中安煤化 50% 股份, 控股方为长城能化。

表 7: 集团煤矿资产 (截至 2019H1)

	矿井	主要煤种	状态	集团持股比例	所属子公司	剩余可采储量 (万吨)	剩余可采年限	核定产能 (万吨/年)	18 年产量 (万吨)
安徽	恒源煤矿	贫煤、无烟煤	在产	54.96%	恒源煤电股份有限公司	3298.4	16	200	189.0
	任楼煤矿	气煤、无烟煤	在产	54.96%		8117.2	34	240	195.1
	祁东煤矿	肥煤、1/3 焦煤	在产	54.96%		13637	55	180	172.9
	五沟煤矿	焦煤、肥煤	在产	54.96%		5906.9	41	90	87.1
	钱营孜煤矿	气煤、1/3 焦煤	在产	54.96%		19071.1	49	385	371.4
小计							1095	1015.4	
山西	恒晋矿	肥煤、1/3 焦煤	在产	42.00%	皖北煤电集团临汾西北矿业有限责任公司	2373.4	20	120	119.7
	恒昇矿	肥煤、1/3 焦煤	在产	42.00%		2215.0	15	150	145.0

	昌恒煤矿	1/3 焦煤	在产	51%	山西岚县昌恒煤焦有限公司	1920.6	11	90	89.6
小计								360	354.3
陕西	招贤煤矿	长焰煤	在产	40%	陕西金源招贤矿业有限公司招贤煤矿	18949.2	79	240	230.2
内蒙	麻地梁矿	长焰煤	在建	53.79%	内蒙古智能煤炭有限责任公司麻地梁煤矿	44245.0	88	500	/
内蒙	嵯北东露天煤矿	/	规划	/	/	39700.0	77	1000	/
小计								1740	230.2
合计								3195	1599.9

资料来源：皖北煤电集团债券募集说明书，光大证券研究所

为了避免同业竞争皖北煤电集团向上市公司作出承诺，恒源煤电可以根据自身经营发展需要和市场时机，通过自有资金、公开发行人股票、非公开发行人股票、配股、发行可转换公司债券或其他方式收购集团相关煤矿资产。截至 2018 年末，公司对 10 个煤炭项目拥有不可撤销的优先收购权，合计产能超过 1100 万吨/年，包括 4 个在产煤矿（600 万吨/年）、3 个在建煤矿（1500 万吨/年），3 个探矿权。从 2018 年盈利情况可以看出，恒晋、恒昇、昌恒、招贤等在产煤矿位于山西、陕西，资源禀赋优越，当期净资产收益率在 20% 以上且高于上市公司。

表 8：集团避免同业竞争相关资产（2018 年）

序号	煤矿资产	所属公司	营收 (亿元)	利润总额 (亿元)	销售利润率	净资产 收益率	净资产 (亿元)	是否存在同业 竞争	恒源煤电是否存在优先 收购权
1	恒晋煤矿	安徽省皖北煤电集团临汾西北矿业有限责任公司	9.54	3.38	35.43%	22.53%	11.19	是	是
2	恒昇煤矿								
3	昌恒煤矿	山西岚县昌恒煤焦有限公司	5.86	2.93	50.00%	20.56%	10.60	是	是
4	朱集西煤矿	中安联合煤化有限责任公司朱集西煤矿	/	/	/	/	/	否	否
5	任楼深部探矿权	皖北煤电集团	/	/	/	/	/	是	19 年 1 月已注入，评估价值 6.22 亿元
6	祁东深部探矿权								是
7	卧龙湖西部探矿权								是
8	招贤煤矿	陕西金源招贤矿业有限公司	6.69	2.35	35.13%	20.24%	9.82	是	是
9	麻地梁矿	内蒙古智能煤炭有限责任公司	/	/	/	/	7.00	是	是，目前尚处于在建状态
10	嵯北东煤矿	/	/	/	/	/	/	是	是，目前尚处于规划状态
11	嵯北西煤矿	/	/	/	/	/	/	是	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、盈利预测

公司核心业务为煤炭开采，我们对于煤炭板块业务的关键假设如下：随着产区结构调整的完成，公司未来煤矿产量将趋于稳定，2019/2020/2021 产量分别为 1030/1082/1082 万吨。安徽具有区位优势，煤炭供给缺口扩大，

煤价韧性高于全国平均水平，假设商品煤综合销售价分别为 650/635/633 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。

根据上述关键假设，我们对于公司各主营业务进行预测，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 58.4/61.4/61.2 亿元，对应增速分别为 -1%/5%/0%，综合毛利率分别为 46%/46%/46%。公司 2019-2021 年净利润分别为 12.5/12.9/12.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.04/1.07/1.06 元。

表 9：公司主营业务盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	65.4	59.0	58.4	61.4	61.2
YoY%	41%	-10%	-1%	5%	0%
煤炭	59.1	55.7	55.3	58.3	58.2
电力	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
其他	5.7	2.8	2.5	2.5	2.5
营业成本 (亿元)	38.7	32.0	31.3	33.1	33.1
煤炭	33.4	30.2	29.9	30.3	30.4
电力	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
其他	4.7	1.2	0.8	0.8	0.8
毛利 (亿元)	26.7	27.0	27.1	27.3	27.0
煤炭	25.6	25.4	26.2	25.6	25.3
电力	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	1.0	1.6	1.7	1.7	1.7
毛利率 (%)	41%	46%	46%	46%	46%
煤炭	43%	46%	46%	46%	46%
电力	17%	0%	-2%	-2%	-2%
其他	17%	58%	68%	68%	68%

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

公司煤矿均位于安徽省内，靠近华东能源消费区。与“三西”煤矿主产区相比具有运输优势，安徽省煤炭价格表现好于全国平均水平，韧性显著。随着安徽省供需缺口的扩大，公司煤炭产品售价将得到支撑。近年来安徽省积极落实“走出去”战略，公司实际控制人皖北煤电集团在省外拥有诸多优质煤矿资源，资产注入空间较大。我们选取煤炭标的平煤股份、盘江股份、大同煤业 3 家煤炭上市公司作为可比公司，2020 年平均 PE 为 8.3 倍。恒源煤电 2020 年 PE 为 4.3 倍，基于其稳固的区域市场地位以及较高股息率，我们认为公司 2020 年合理估值水平为 6 倍 PE，对应股价 6.42 元。

表 10：可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
601666	平煤股份	4.19	0.31	0.51	0.56	14.1	8.5	7.8
600395	盘江股份	5.32	0.57	0.66	0.68	9.5	8.2	7.9
601001	大同煤业	3.58	0.39	0.42	0.39	9.2	8.7	9.3
行业均值						10.9	8.5	8.3

600971	恒源煤电	4.60	1.22	1.04	1.07	3.8	4.5	4.3
--------	------	------	------	------	------	-----	-----	-----

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (注: 除恒源煤电外, 其他公司数据为 wind 一致预期值, 股价选自 2020-3-26 收盘价)

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 我国煤炭消费已进入平稳期, 假设长期增长率为 2%;
- 2、 β 值选取: 采用申万二级行业分类-煤炭开采的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率: 公司被安徽省政府认定为高新技术企业, 享受 15%企业所得税优惠, 假设公司未来税率为 15%。

表 11: 基本假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β (levered)	1.11
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.95%
税率	15.00%
Kd	4.65%
Ve	5784.94
Vd	2929.50
目标资本结构	33.62%
WACC	6.84%

资料来源: 光大证券研究所

表 12: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	9060.52	85.31%
第二阶段	997.61	9.39%
第三阶段 (终值)	562.51	5.30%
企业价值 AEV	10620.64	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1533.53	14.44%
减: 少数股东权益 (市值)	204.93	-1.93%
减: 债务价值	2929.50	-27.58%
总股本价值	9019.75	84.93%
股本 (百万股)	1200.00	
每股价值 (元)	7.52	
PE (隐含)	7.20	
PE (动态)	4.46	

资料来源: 光大证券研究所

表 13: 敏感性分析

WACC	长期增长率(g)				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.84%	7.73	7.79	7.87	7.97	8.11
6.34%	7.57	7.62	7.68	7.76	7.85
6.84%	7.43	7.47	7.52	7.57	7.64
7.34%	7.30	7.34	7.37	7.41	7.47
7.84%	7.19	7.21	7.24	7.27	7.32

资料来源: 光大证券研究所

表 14: 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	7.52	7.19	-	8.11	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	6.39	7.26	-	4.28	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所

根据绝对估值结果, 恒源煤电估值区间为 6.39-7.52 元。

5.3、估值结论与投资评级

我们预计公司 2019-2021 净利润分别为 12.5/12.9/12.8 亿元, 对应 EPS 分别为 1.04/1.07/1.06 元。当前股价对应 PE 分别为 4.5/4.3/4.4。安徽省靠近能源消费地具有区位优势, 煤炭价格表现好于全国平均水平, 韧性显著。公司已进入成熟期股息率高达 7.4% (按 3 月 25 日收盘价计算) 且具有一定外延空间。综合绝对估值法与相对估值法, 我们给予公司 2020 年 6 倍 PE, 对应目标价 6.42 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

6、风险分析

- 1) **控股股东资产注入进度不及预期。**公司自上市以来煤炭主业依靠皖北煤电集团资产注入实现规模扩张。目前公司没有在建煤矿, 若资产注入进度放缓, 可能导致公司产能增长低于市场预期。
- 2) **实际分红率难以准确预测。**虽然我们从公司分红政策、资本开支、货币资金等角度对 2020 年现金分红做了乐观预期, 但实际分红取决于公司管理层决策, 无法准确预测。
- 3) **疫情对下游需求影响难以预测, 可能导致煤炭需求大幅下降。**

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,536	5,900	5,840	6,142	6,125
营业成本	3,865	3,197	3,092	3,272	3,280
折旧和摊销	665	626	564	566	568
税金及附加	181	167	146	154	153
销售费用	86	98	117	123	122
管理费用	797	565	555	584	582
研发费用	0	372	369	388	386
财务费用	149	114	67	39	30
投资收益	16	10	0	0	0
营业利润	1,293	1,391	1,541	1,583	1,570
利润总额	1,258	1,611	1,532	1,574	1,561
所得税	148	388	230	236	234
净利润	1,110	1,223	1,302	1,338	1,327
少数股东损益	6	2	50	50	50
归属母公司净利润	1,105	1,221	1,252	1,288	1,277
EPS(按最新股本计)	1.10	1.22	1.04	1.07	1.06

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,755	2,377	1,786	2,947	1,934
净利润	1,105	1,221	1,252	1,288	1,277
折旧摊销	665	626	564	566	568
净营运资金增加	1,301	-656	259	-755	-26
其他	-316	1,186	-288	1,848	115
投资活动产生现金流	-361	-418	-10	-25	0
净资本支出	-251	-511	0	0	0
长期投资变化	559	549	0	0	0
其他资产变化	-669	-457	-10	-25	0
融资活动现金流	-1,366	-1,201	-1,312	-495	-565
股本变化	0	0	200	0	0
债务净变化	-752	-656	-835	0	0
无息负债变化	202	-50	-249	246	10
净现金流	1,029	757	465	2,427	1,369

主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	40.9%	45.8%	47.1%	46.7%	46.4%
EBITDA 率	32.0%	35.9%	36.4%	35.6%	35.4%
EBIT 率	21.8%	25.3%	26.7%	26.4%	26.1%
税前净利润率	19.3%	27.3%	26.2%	25.6%	25.5%
归母净利润率	16.9%	20.7%	21.4%	21.0%	20.8%
ROA	7.8%	8.5%	9.1%	8.7%	8.2%
ROE (摊薄)	16.0%	15.6%	14.4%	13.5%	12.5%
经营性 ROIC	11.4%	11.3%	13.8%	16.7%	17.7%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	51%	45%	38%	37%	35%
流动比率	1.33	1.50	2.06	2.34	2.67
速动比率	1.27	1.44	1.99	2.18	2.51
归母权益/有息债务	2.08	2.94	4.74	5.20	5.61
有形资产/有息债务	3.56	4.59	6.69	7.32	7.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	14,246	14,451	14,259	15,387	16,189
货币资金	4,226	4,971	5,436	7,863	9,232
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	188	159	210	221	220
应收票据	1,986	1,817	1,752	614	612
其他应收款(合计)	78	141	175	123	122
存货	286	271	247	654	656
其他流动资产	27	25	23	31	30
流动资产合计	6,831	7,427	7,961	9,626	10,993
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	559	549	549	549	549
固定资产	3,668	3,419	2,972	2,514	2,047
在建工程	708	762	686	617	556
无形资产	2,122	2,024	1,978	1,939	1,900
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	49	51	51	51	51
非流动资产合计	7,415	7,024	6,298	5,761	5,195
总负债	7,204	6,499	5,414	5,661	5,670
短期借款	1,727	835	0	0	0
应付账款	768	746	773	818	820
应付票据	16	3	31	33	33
预收账款	408	283	292	307	306
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,136	4,955	3,869	4,115	4,125
长期借款	1,290	788	788	788	788
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	2,069	1,544	1,546	1,546	1,546
股东权益	7,041	7,953	8,845	9,727	10,518
股本	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
公积金	2,617	2,617	2,504	2,504	2,504
未分配利润	2,753	3,614	4,369	5,201	5,943
归属母公司权益	6,915	7,829	8,671	9,503	10,244
少数股东权益	126	124	174	224	274

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	1%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	12%	10%	10%	10%	10%
财务费用率	2%	2%	1%	1%	0%
研发费用率	0%	6%	6%	6%	6%
所得税率	12%	24%	15%	15%	15%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	0.36	0.41	0.38	0.45	0.44
每股经营现金流	2.75	2.38	1.49	2.46	1.61
每股净资产	6.91	7.83	7.23	7.92	8.54
每股销售收入	6.54	5.90	4.87	5.12	5.10

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	4	4	4	4	4
PB	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.3	3.3	3.1	2.1	1.5
股息率	7.7%	8.8%	8.2%	9.6%	9.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼