

2018年08月29日

# 盘江股份 (600395.SH)

## 公司快报

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

**增持-A(维持)**

股价(2018-08-28)

5.72 元

### 交易数据

总市值(百万元)	9,417.25
流通市值(百万元)	9,417.25
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	5.60/9.15 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.88	7.98	-7.41
绝对收益	-4.11	-3.49	-23.94

分析师

杨立宏

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

### 相关报告

 盘江股份: 区位优势将进一步强化  
 2018-04-27

## 业绩符合预期, 远期成长无忧

### 投资要点

- ◆ **2018年上半年净利润同比增长 14.46%:** 上半年公司实现收入 29.53 亿元, 同比增长 1.59%, 实现归属股东净利 5.28 亿元, 同比增长 14.46%; 毛利率为 34.95%, 同比提升 0.34 个百分点; 净利率为 17.87%, 同比提升 2.01 个百分点; EPS 为 0.32 元。
- ◆ **产量、价格小幅下降, 成本费用控制良好:** 上半年公司煤炭产量为 322.49 万吨, 同比下降 2.04%, 煤炭销量 357.41 万吨, 同比增长 2.44%, 销量增长主要来自外购煤; 煤炭销售价格为 791.83 元/吨, 同比下降 1.17%, 吨煤成本 522.61 元, 同比下降 0.88%, 吨煤毛利 269.22 元, 同比下降 1.71%。业绩增长的主要来自销量增长、管理费用控制和投资收益的增加。
- ◆ **2季度量减价升, 盈利环比下降:** 2季度公司实现收入 14.67 亿元, 环比下降 1.31%, 实现归属股东净利 2.53 亿元, 环比下降 8.16%; 毛利率为 36.29%, 环比提升 2.6 个百分点, 净利率为 17.22%, 环比下降 1.3 个百分点。单季度 EPS 为 0.15 元。2季度业绩环比下降的原因是费用的上升, 2季度公司煤炭产量和销量分别为 154.77 万吨和 172.36 万吨, 环比分别下降 7.72% 和 6.66%, 煤炭销售均价 813.04 元/吨, 环比上升 5.31%, 吨煤毛利 278.09 元, 环比上升 6.57%; 公司管理费用率环比提高 2.2 个百分点, 导致净利环比降幅大于收入降幅。
- ◆ **预计前3季度盈利同比加速增长, 3季度盈利环比仍将回落:** 按照目前价格, 前三季度贵州六盘水地区焦煤、动力煤分别较上年同期上升 9.27% 和 5.07%, 增速较上半年提升 1-2 个百分点, 有望带动公司前三季度业绩加速增长; 3季度环比来看, 焦煤均价下降 1.47%, 动力煤环比上涨 0.63%, 整体来看公司 3 季度业绩环比仍有下行压力。
- ◆ **公司内生增长潜力巨大:** 公司在建、拟建项目 3 处, 初期合计产能 420 万吨, 全部投产后产能增加 46%。其中金佳矿佳竹箐采区 90 万吨, 计划 2019 年初投产; 发耳二矿设计产能 420 万吨, 一期 90 万吨的减量置换方案已于 2017 年 3 月获得贵州能源局批准, 计划 2020 年 7 月投产; 马依西一井 240 万吨于 2018 年 5 月份获得发改委国家能源局核准, 预计年内开工。
- ◆ **区域市场短缺和省内资源整合的受益者:** 西南地区是受“去产能”影响最大的区域之一, 2017 年云川渝年净调入煤炭量为 4866 万吨, 较 2015 年增加 174%, 调入依存度为 36%, 较 2015 年提升 23 个百分点; 按照 2018 年上半年数据年化计算, 预计该区域全年净调入量同比增长 8%; 公司作为西南地区最大的煤炭企业, 将受益于区域市场紧缺; 从贵州省内供应格局看, 小煤矿占比 90%, 省内整合空间较大; 2018 年 7 月贵州省政府批复公司股东组建盘江煤电集团, 以整合全省煤炭资源, 进一步提升贵州省煤炭资源的掌控力, 待六枝工矿、水城集团债转股完成后股权将划归盘江煤电集团, 届时盘江集团将完成省内 4 家国企合并, 成为贵州省唯一省属

国有煤炭平台,有望进一步整合省内资源,同时为公司的外延扩张拓展空间和可能。

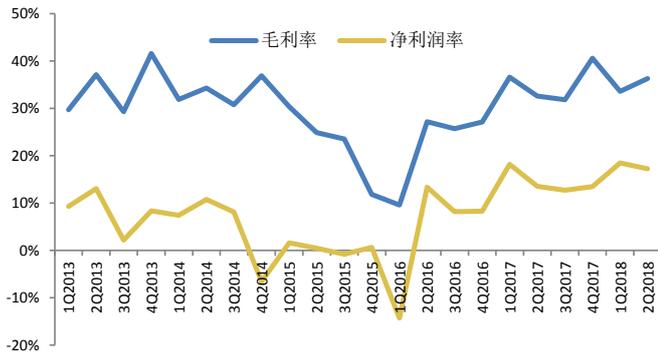
- ◆ **投资建议:**我们维持对公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.58、0.60 和 0.61 元的预测,对应净资产收益率分别为 14.8%、14.6%、14.5%,公司内生增长动力充足,同时作为区域市场龙头有望分享区域市场增长和资源整合红利,维持增持-A 建议。
- ◆ **风险提示:**经济增长低于预期;环保监管对煤炭生产和销售的影响;项目建设不达预期;在产矿井遭遇断层等不可测因素导致产量不达预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	3,914.2	6,081.3	6,586.5	6,589.3	6,914.0
同比增长(%)	-3.8%	55.4%	8.3%	0.0%	4.9%
营业利润(百万元)	171.9	1,033.9	1,115.5	1,164.0	1,204.4
同比增长(%)	992.8%	501.4%	7.9%	4.4%	3.5%
净利润(百万元)	196.0	877.2	957.0	998.4	1,008.1
同比增长(%)	744.7%	347.5%	9.1%	4.3%	1.0%
每股收益(元)	0.12	0.53	0.58	0.60	0.61
PE	48.3	10.8	9.9	9.5	9.4
PB	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4

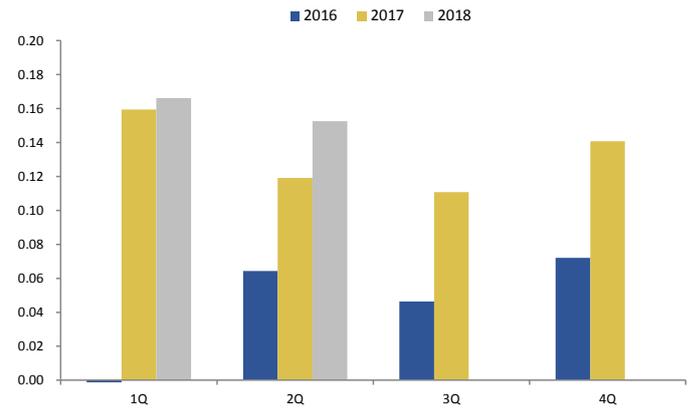
数据来源:贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2018 年 Q2 公司分季度毛利率和净利润率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2018 年 Q2 单季度 EPS 单位: 元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2017-2018 年 Q2 分季度产销收入情况 单位: 万吨、万元、元/吨

	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	QoQ
煤炭产量	160.82	168.38	150.71	178.29	167.72	154.77	-7.72%
煤炭销量	168.27	180.64	171.13	199.72	185.05	172.36	-6.86%
其中: 自产煤炭销量	159.16	168.74	153.06	176.35	165.15	158.99	-3.73%
煤炭销售收入	140131.36	139401.58	137576.26	163073.82	142870.64	140135.57	-1.91%
销售成本	88946.41	95008.94	95194.18	95100.05	94581.33	92204.37	-2.51%
毛利	51184.95	44392.64	42382.08	67973.77	48289.31	47931.2	-0.74%
吨煤价格	832.78	771.71	803.93	816.51	772.07	813.04	5.31%
吨煤成本	528.59	525.96	556.27	476.17	511.11	534.95	4.66%
吨煤毛利	304.18	245.75	247.66	340.35	260.95	278.09	6.57%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3,914.2	6,081.3	6,586.5	6,589.3	6,914.0	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	2,995.3	3,913.1	4,364.2	4,289.5	4,537.0	营业收入增长率	-3.8%	55.4%	8.3%	0.0%	4.9%
营业税费	185.0	309.1	321.4	322.6	342.4	营业利润增长率	992.8%	501.4%	7.9%	4.4%	3.5%
销售费用	18.0	10.8	13.2	16.5	14.5	净利润增长率	744.7%	347.5%	9.1%	4.3%	1.0%
管理费用	556.1	651.5	598.7	636.5	647.8	EBITDA 增长率	-5.5%	164.6%	22.9%	3.8%	2.6%
财务费用	65.7	80.2	111.6	117.7	115.2	EBIT 增长率	155.0%	304.0%	27.8%	4.5%	3.0%
资产减值损失	488.1	239.0	66.2	45.6	55.9	NOPLAT 增长率	171.5%	313.4%	10.6%	4.5%	3.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.8%	7.1%	20.6%	-23.4%	21.9%
投资和汇兑收益	565.9	2.1	4.3	3.2	3.2	净资产增长率	8.2%	4.4%	0.6%	5.3%	1.9%
<b>营业利润</b>	171.9	1,033.9	1,115.5	1,164.0	1,204.4	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	32.3	-11.0	10.4	10.5	3.3	毛利率	23.5%	35.7%	33.7%	34.9%	34.4%
<b>利润总额</b>	204.2	1,022.9	1,125.9	1,174.6	1,207.7	营业利润率	4.4%	17.0%	16.9%	17.7%	17.4%
减:所得税	8.2	157.2	168.9	176.2	181.2	净利润率	5.0%	14.4%	14.5%	15.2%	14.6%
<b>净利润</b>	196.0	877.2	957.0	998.4	1,008.1	EBITDA/营业收入	11.2%	19.1%	21.7%	22.5%	22.0%
						EBIT/营业收入	6.1%	15.8%	18.6%	19.5%	19.1%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	43.9%	44.8%	53.0%	40.2%	49.1%
货币资金	718.6	1,001.7	1,317.3	1,317.9	1,382.8	负债权益比	78.1%	81.3%	112.6%	67.2%	96.4%
交易性金融资产	-	100.0	100.0	100.0	100.0	流动比率	1.11	1.14	1.14	1.38	1.29
应收帐款	688.4	621.5	2,092.5	341.0	1,956.3	速动比率	1.09	1.11	1.11	1.35	1.25
应收票据	2,251.8	2,591.7	3,209.4	2,559.1	3,323.9	利息保障倍数	3.62	11.96	10.99	10.89	11.46
预付帐款	49.1	59.0	80.3	49.5	86.4	<b>营运能力</b>					
存货	87.6	119.3	186.0	97.0	188.6	固定资产周转天数	266	168	150	142	128
其他流动资产	32.3	30.5	34.8	32.5	32.6	流动营业资本周转天数	61	45	77	73	66
可供出售金融资产	1,075.0	742.2	669.2	828.8	746.7	流动资产周转天数	338	247	315	315	301
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	86	39	74	66	60
长期股权投资	609.4	763.7	763.7	763.7	763.7	存货周转天数	10	6	8	8	7
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,006	703	728	721	684
固定资产	2,861.9	2,814.7	2,675.0	2,535.4	2,395.7	投资资本周转天数	496	324	342	330	303
在建工程	1,784.7	2,044.4	2,089.4	2,149.4	2,215.4	<b>费用率</b>					
无形资产	876.5	815.3	753.7	692.1	630.4	销售费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
其他非流动资产	473.1	522.6	455.1	483.9	486.8	管理费用率	14.2%	10.7%	9.1%	9.7%	9.4%
<b>资产总额</b>	11,508.4	12,226.7	14,426.6	11,950.2	14,309.3	财务费用率	1.7%	1.3%	1.7%	1.8%	1.7%
短期债务	949.0	1,258.1	2,502.7	732.0	1,745.1	三费/营业收入	16.3%	12.2%	11.0%	11.7%	11.2%
应付帐款	1,501.6	1,768.6	2,497.3	1,615.8	2,576.5	<b>投资回报率</b>					
应付票据	292.3	272.7	456.3	244.6	473.5	ROE	3.2%	13.6%	14.8%	14.6%	14.5%
其他流动负债	697.7	651.8	679.0	664.1	702.4	ROA	1.7%	7.1%	6.6%	8.4%	7.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	4.1%	17.8%	18.4%	15.9%	21.4%
其他非流动负债	1,607.4	1,531.1	1,504.3	1,547.6	1,527.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	5,047.9	5,482.2	7,639.7	4,804.0	7,025.1	DPS(元)	0.24	0.35	0.46	0.48	0.49
少数股东权益	312.4	302.8	302.8	302.8	321.2	分红比率	202.6%	66.0%	80.0%	80.0%	80.0%
股本	1,655.1	1,655.1	1,655.1	1,655.1	1,655.1	股息收益率	4.2%	6.1%	8.1%	8.4%	8.5%
留存收益	4,230.6	4,710.7	4,829.0	5,188.3	5,307.9						
<b>股东权益</b>	6,460.5	6,744.5	6,786.8	7,146.2	7,284.2						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	196.0	865.7	957.0	998.4	1,008.1	EPS(元)	0.12	0.53	0.58	0.60	0.61
加:折旧和摊销	201.7	202.6	201.3	201.3	201.3	BVPS(元)	3.71	3.89	3.92	4.13	4.21
资产减值准备	488.1	239.0	-	-	-	PE(X)	48.3	10.8	9.9	9.5	9.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
财务费用	43.6	53.2	111.6	117.7	115.2	P/FCF	12.1	13.7	8.7	11.4	11.1
投资损失	-565.5	-2.1	-4.3	-3.2	-3.2	P/S	2.4	1.6	1.4	1.4	1.4
少数股东损益	-0.0	-11.6	-	-	18.5	EV/EBITDA	19.6	7.5	6.9	5.3	5.8
营运资金的变动	-211.3	-510.1	-1,258.9	1,429.5	-1,283.6	CAGR(%)	72.1%	5.8%	245.5%	72.1%	5.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-99.0	893.5	6.7	2,743.7	56.2	PEG	0.7	1.8	0.0	0.1	1.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-159.5	-646.0	31.0	-215.9	19.4	ROIC/WACC	0.5	2.0	2.0	1.7	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	320.0	-183.8	277.8	-2,527.3	-10.6						

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.com](http://www.huajinsec.com)