

2019年04月20日

盘江股份 (600395.SH)

公司快报

开局良好, 2019年Q1盈利创2013年以来新高

投资要点

- ◆ **2018年公司盈利同比增长7.72%，股息率6.37%：**2018年公司实现收入68.90亿元，同比增长10.61%，实现归属股东净利润9.44亿元，同比增长7.72%；毛利率为33.90%，同比下降1.75个百分点；净利率为15.52%，同比提升1.09个百分点；EPS为0.57元，符合我们的预期。分配方案为每10股派现4.00元（含税），分红比例为70.06%，按照报告日收盘价计算，股息率为6.37%。
- ◆ **2018年费用控制和投资收益贡献盈利增量：**受煤价回落影响，2018年公司煤炭盈利能力下降，全年煤炭产量、销量分别为682万吨和739万吨，同比分别增长3.61%和2.86%，煤炭销售均价为785.28元/吨，同比下降2.58%，吨煤毛利264元，同比下降7.63%，受价格下跌和成本煤炭板块毛利19.53亿元，同比下降7.63%。公司利润的增长一方面来自管理费用的控制，全年管理费用率同比下降0.78个百分点，减少约4651万元；另一方面来自投资收益所贡献的4254万元，其中首黔公司较同期减亏1467.64万元，国投电力较同期增加收益1841.57万元。
- ◆ **2019年Q1价格回升，盈利创2013年以来新高：**2019年Q1公司实现收入16.44亿元，环比下降0.14%，同比增长10.61%；实现归属股东净利润2.96亿元，环比增长35.23%，同比增长7.47%。Q1利润增长主来得益于煤炭价格的回升。2019年Q1公司煤炭产量182万吨，环比下降5.52%，同比增长8.44%，销量195万吨，环比下降4.16%，同比增长5.51%；吨煤销售价格812元，环比上升7.15%，同比上涨5.13%；吨煤成本519元，环比上升1.53%；吨煤毛利292元，环比上升25.04%，同比上升120.5%。
- ◆ **在建项目稳步推进，内生增长潜力大：**公司在建项目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；发耳二矿设计产能420万吨，一期90万吨已于2018年4月正式开工建设，预计2020年建成；马依西一井240万吨已取得相关部门核准批复，于2018年12月正式开工建设，预计2022年建成。同时，公司仍在积极推进发耳二矿二期（150万吨）项目核准和马依东一井项目核准前期手续。
- ◆ **外延扩张存在较大空间：**贵州省国企改革重组继续推进，原省直属的贵州水矿、林东矿业集团、六枝工矿全部纳入盘江煤电集团，公司股东已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。贵州省民营企业产量占比90%，相对分散，安全隐患多，未来仍有整合和关闭空间，有利于公司扩大资源储备或市场空间。
- ◆ **西南、两江一湖市场拓展顺利：**周边的西南和两湖一江地区是受“去产能”影响最大的区域之一，同时也承接沿海产业转移，煤炭需求快速增长，2018年川渝煤炭调入量的同比增长幅度为66.01%，两湖一江煤炭调入增幅为19.82%。公司作为西南地区最大的煤炭企业，充分分享区域市场的成长，2018年公司在四川的销售收入和毛利的比重分别为37.99%和39.97%，均超过贵州省内；在湖南、江西同

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

增持-A(维持)

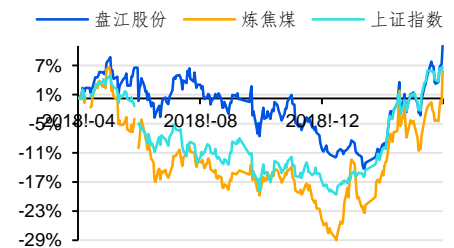
股价(2019-04-19)

6.28元

交易数据

总市值(百万元)	10,393.73
流通市值(百万元)	10,393.73
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	4.80/6.59元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.78	-4.76	3.15
绝对收益	9.6	21.24	8.07

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：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

比增加收入 2.8 亿元，成为重要利润增长来源。随着未来产能的建成和释放，公司在上述地区的市场占有率仍有望进一步提升。

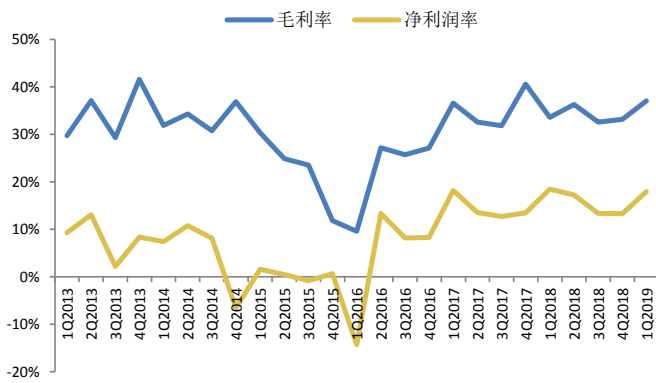
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 0.58、0.62 和 0.66 元的预测，对应净资产收益率分别为 13.3%、13.8%和 14.1%，公司发展占据天时地利人和之利，天时体现为周边西南诸省、两江一湖等为全国煤炭供应最为紧缺的区域；地利体现在贵州省内经济增速维持全国第一梯队，省内小矿众多，闭整合空间大；人和体现为公司内生增长动力充足。西南地区市场相对独立，煤价下行压力不大，维持公司增持-A 投资评级。
- ◆ **风险提示:** 经济增长低于预期；环保监管对煤炭生产和销售的影响；重大安全事故；项目建设不达预期；在产矿井遭遇断层等不可测因素导致产量不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,081.3	6,089.8	6,411.6	6,792.7	7,315.2
同比增长(%)	55.4%	0.1%	5.3%	5.9%	7.7%
营业利润(百万元)	1,033.9	1,136.4	1,136.4	1,230.9	1,331.5
同比增长(%)	501.4%	9.9%	0.0%	8.3%	8.2%
净利润(百万元)	877.2	944.9	963.7	1,034.1	1,098.6
同比增长(%)	347.5%	7.7%	2.0%	7.3%	6.2%
每股收益(元)	0.53	0.57	0.58	0.62	0.66
PE	11.8	11.0	10.8	10.1	9.5
PB	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3

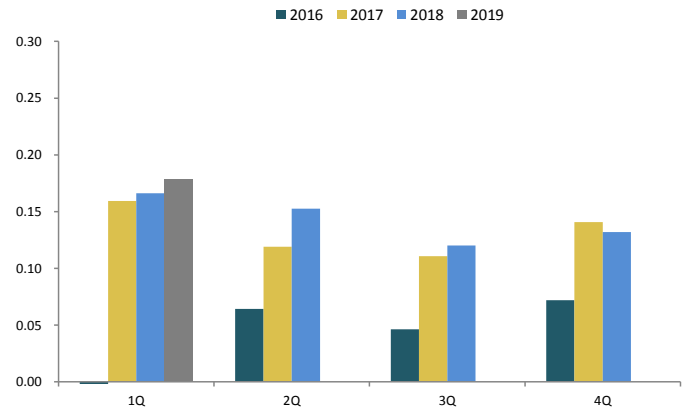
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2019 年 Q1 公司分季度毛利率和利润率



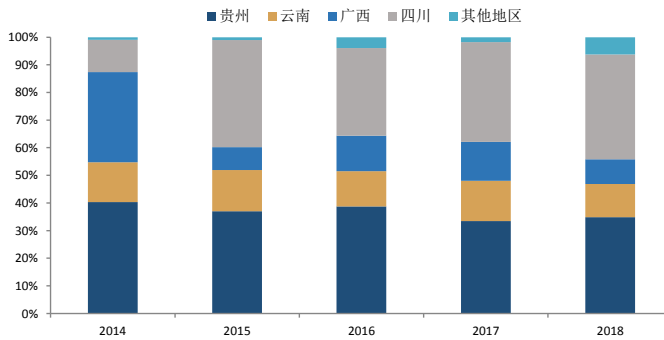
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2019 年 Q1 单季度 EPS 单位: 元



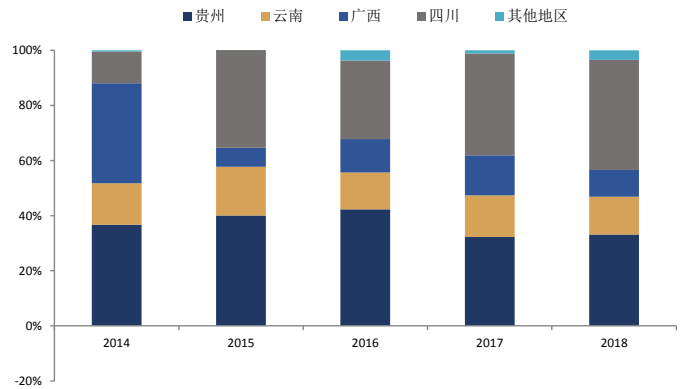
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2014-2018 年公司分区域收入结构



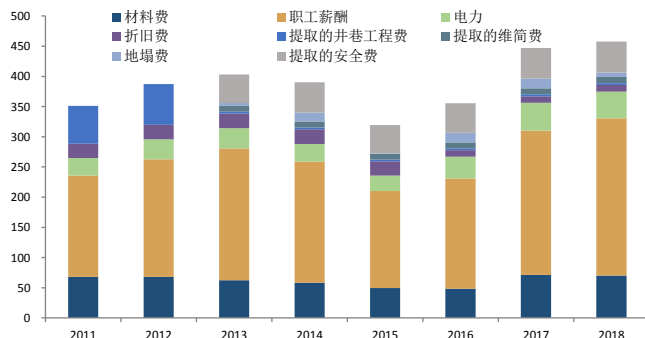
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2014-2018 年公司分区域毛利结构



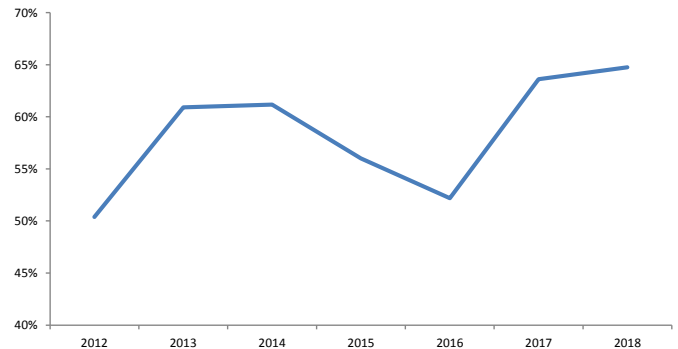
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 5: 2011-2018 年公司吨煤成本及结构 单位: 元/吨



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 2012-2018 年公司前 5 大客户收入集中度



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2017-2019 年 Q1 公司煤炭产销收入情况 单位: 万吨、万元、元/吨

	2017	2018	YoY	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	QoQ
煤炭产量	658	682	3.61%	168	155	159	193	182	-5.52%

煤炭销量	720	739	2.68%	185	172	178	204	195	-4.16%
其中：自产煤炭销量	657	675	2.70%	165	159	159	192	181	-5.89%
煤炭销售收入	580183	580378	0.03%	142871	140136	143060	154312	158474	2.70%
销售成本	374250	385051	2.89%	94581	92204	94075	104190	101383	-2.69%
毛利	205933	195327	-5.15%	48289	47931	48985	50122	57091	13.90%
吨煤价格	806	785	-2.58%	772	813	804	757	812	7.15%
吨煤成本	520	521	0.20%	511	535	529	511	519	1.53%
吨煤毛利	286	264	-7.63%	261	278	275	246	292	18.85%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,081.3	6,089.8	6,411.6	6,792.7	7,315.2	年增长率					
减:营业成本	3,913.1	4,025.3	4,338.0	4,465.1	4,765.0	营业收入增长率	55.4%	0.1%	5.3%	5.9%	7.7%
营业税费	309.1	308.7	312.9	340.3	364.8	营业利润增长率	501.4%	9.9%	0.0%	8.3%	8.2%
销售费用	10.8	19.1	12.8	17.0	18.6	净利润增长率	347.5%	7.7%	2.0%	7.3%	6.2%
管理费用	651.5	604.8	582.8	656.2	685.4	EBITDA 增长率	164.6%	21.4%	0.1%	6.3%	8.2%
财务费用	80.2	93.4	66.8	61.1	84.0	EBIT 增长率	304.0%	25.1%	0.2%	7.4%	9.6%
资产减值损失	239.0	-26.0	66.2	45.6	55.9	NOPLAT 增长率	313.4%	11.2%	-2.5%	7.4%	9.6%
加:公允价值变动收益	-	-	100.0	-	-33.3	投资资本增长率	7.1%	5.6%	-6.4%	-0.9%	15.5%
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%	10.0%	2.8%	4.3%
营业利润	1,033.9	1,136.4	1,136.4	1,230.9	1,331.5	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%	32.3%	34.3%	34.9%
利润总额	1,022.9	1,107.3	1,133.8	1,216.6	1,316.2	营业利润率	17.0%	18.7%	17.7%	18.1%	18.2%
减:所得税	157.2	163.0	170.1	182.5	197.4	净利润率	14.4%	15.5%	15.0%	15.2%	15.0%
净利润	877.2	944.9	963.7	1,034.1	1,098.6	EBITDA/营业收入	19.1%	23.2%	22.0%	22.1%	22.2%
						EBIT/营业收入	15.8%	19.7%	18.8%	19.0%	19.4%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	44.8%	47.5%	45.8%	39.9%	43.7%
货币资金	1,001.7	1,370.3	1,282.3	1,358.5	1,463.0	负债权益比	81.3%	90.3%	84.4%	66.5%	77.7%
交易性金融资产	100.0	-	100.0	100.0	66.7	流动比率	1.14	1.25	1.25	1.51	1.53
应收帐款	621.5	500.0	924.8	483.1	1,013.2	速动比率	1.11	1.22	1.22	1.49	1.49
应收票据	2,591.7	2,528.4	2,999.1	2,659.9	3,523.8	利息保障倍数	11.96	12.85	18.01	21.16	16.85
预付帐款	59.0	60.2	67.7	61.4	78.4	营运能力					
存货	119.3	95.7	166.6	81.6	187.6	固定资产周转天数	168	165	152	135	119
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	39	23	53
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	294	279	280
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	39	33	40	37	37
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	761	715	675
固定资产	2,814.7	2,777.5	2,630.1	2,482.8	2,335.5	投资资本周转天数	324	344	325	296	294
在建工程	2,044.4	2,888.1	2,933.1	2,993.1	3,059.1	费用率					
无形资产	815.3	752.3	691.1	629.9	568.7	销售费用率	0.2%	0.3%	0.2%	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	13,990.6	12,990.2	14,458.0	财务费用率	1.3%	1.5%	1.0%	0.9%	1.1%
短期债务	1,258.1	1,581.1	580.6	353.1	952.7	三费/营业收入	12.2%	11.8%	10.3%	10.8%	10.8%
应付帐款	1,768.6	986.1	2,749.6	1,753.7	1,962.0	投资回报率					
应付票据	272.7	390.7	314.8	387.4	382.5	ROE	13.6%	14.4%	13.3%	13.8%	14.1%
其他流动负债	651.8	908.0	857.1	728.1	948.0	ROA	7.1%	7.2%	6.9%	8.0%	7.7%
长期借款	-	100.0	100.0	100.0	100.0	ROIC	17.8%	18.5%	17.1%	19.6%	21.7%
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	6,403.3	5,188.0	6,322.4	DPS(元)	0.35	0.40	0.41	0.44	0.46
少数股东权益	302.8	326.2	326.2	326.2	346.3	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	5.6%	6.4%	6.5%	7.0%	7.4%
留存收益	4,710.7	5,077.3	5,606.2	5,821.0	6,134.2						
股东权益	6,744.5	6,897.6	7,587.4	7,802.2	8,135.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.53	0.57	0.58	0.62	0.66
净利润	865.7	944.3	963.7	1,034.1	1,098.6	BVPS(元)	3.89	3.97	4.39	4.52	4.71
加:折旧和摊销	202.6	211.3	208.5	208.5	208.5	PE(X)	11.8	11.0	10.8	10.1	9.5
资产减值准备	239.0	-26.0	-	-	-	PB(X)	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
公允价值变动损失	-	-	100.0	-	-33.3	P/FCF	15.0	9.9	26.9	12.5	12.3
财务费用	53.2	61.7	66.8	61.1	84.0	P/S	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
投资损失	-2.1	-42.5	-4.3	-23.4	-23.4	EV/EBITDA	8.3	7.0	6.2	5.6	5.6
少数股东损益	-11.6	-0.6	-	-	20.1	CAGR(%)	6.1%	5.8%	70.0%	6.1%	5.8%
营运资金的变动	-510.1	635.8	267.5	-113.4	-1,004.6	PEG	1.9	1.9	0.2	1.6	1.6
经营活动产生现金流量	893.5	888.0	1,602.3	1,166.9	349.9	ROIC/WACC	1.8	1.8	1.7	2.0	2.2
投资活动产生现金流量	-646.0	-619.3	-386.8	43.4	19.5						
融资活动产生现金流量	-183.8	202.7	-1,303.4	-1,134.1	-264.8						

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