

## 盘江股份 (600395) 深度研究报告

# 发展新阶段，西南煤炭龙头寻求产量倍增

**强推 (首次)**

目标价: 8.20 元

当前价: 5.9 元

- ❖ **扎根西南成就煤炭区域龙头，又逢发展机遇期。**公司 2009 年通过定增收购实现了大股东旗下煤炭业务的整体上市，然后以煤炭为绝对主业，相对平稳的产能规模进入十三五。在 2018 年，贵州国资委重设主体盘江煤电，整合盘江控股、林东矿业、六枝工矿和水城矿业，完成“四合一”后盘江股份实控法人盘江煤电掌握了省内几乎所有省属煤炭资源，有望为上市公司的跨越式发展提供大力支持。着眼西南，五省中唯一一个原煤产量过亿吨的便是贵州，公司立足贵州，自然成为了区域内煤炭龙头企业。
- ❖ **焦煤价格见底，预计下半年整体平稳。**按照经验规律，钢材需求年内存在较强的连续性，周度表需峰谷差值不足 100 万吨，结合建筑活动的活跃性，需求端不容易出现断崖风险。供给端，螺纹 20%-30% 产量来自于电炉，钢材价格贴着电炉成本运行使钢价整体平稳的同时，铁水维持了远高于焦炭产量的增速，使得焦炭处于供需偏紧+贸易商生厂商低库存的环境下，这意味着焦炉生产利润有望持续在偏高水平运行。虽然焦煤供需关系因为煤矿负荷过高持续宽松，但在焦炉强化生产的牵引下，焦煤价格有望触底小幅修复。
- ❖ **锐意进取寻求产量倍增，规模驱动发展新阶段。**随着技改矿、新建矿的投产和收购矿的进表，公司到 2021 年底在产能将从 2020Q1 的 1000 万吨快速攀升至 1865 万吨，若假设贸易煤规模不变，销量 2020-2022 年复合增速高达 27%。若着眼更长时间，公司在建产能+在产产能合计 3035 万吨，即能实现产能翻 3 倍的跨越式发展，且其中未考虑实控法人持有煤矿的收购潜力。
- ❖ **扩规模可摊薄人员负担，高分红增强吸引力。**贵州地质条件相对复杂，煤炭赋存条件相对较差，这使得盘江吨煤生产成本明显高于西山煤电；与此同时，公司人员负担较重，在 2017-2019 财年，公司人员工资折吨成本比同行均值分别高 109 元/吨、129 元/吨和 98 元/吨，而新矿人员配备合理、技术装备先进，其大规模投产能有效摊薄人员压力，减轻成本压力。作为弥补，公司面对股东持续坚持高分红的策略，近 10 年平均分红比例高达 66%，若按照 2020 年一致预期业绩测算股息率达到 6.5%，有效增强了该公司在资本市场的吸引力。
- ❖ **投资建议：**按照我们的测算，公司 2020-2022 年归母净利润预计依次为 10 亿元、14 亿元和 15 亿元，对应 EPS 依次为 0.61、0.82 和 0.91 元/股。按照周期股普遍的估值水平 10 倍市盈率计算，2021 年业绩对应 8.20 元/股的目标价，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**焦煤价格下跌超预期。

**主要财务指标**

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	6,458	7,845	10,090	11,153
同比增速(%)	6.0%	21.5%	28.6%	10.5%
归母净利润(百万)	1,091	1,005	1,350	1,505
同比增速(%)	15.5%	-7.9%	34.3%	11.5%
每股盈利(元)	0.66	0.61	0.82	0.91
市盈率(倍)	9.0	9.7	7.2	6.5
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 07 月 17 日收盘价

**华创证券研究所**
**证券分析师: 任志强**

电话: 021-20572571

邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号: S0360518010002

**证券分析师: 张文龙**

电话: 010-66500983

邮箱: zhangwenlong@hcyjs.com

执业编号: S0360520050003

**公司基本数据**

总股本(万股)	165,505
已上市流通股(万股)	165,505
总市值(亿元)	97.65
流通市值(亿元)	97.65
资产负债率(%)	45.9
每股净资产(元)	4.5
12个月内最高/最低价	6.47/4.9

**市场表现对比图(近 12 个月)**


## 投资主题

### 报告亮点

系统地剖析公司地优势和不足，认为公司快速扩规模能同时驱动营收高增和毛利率改善。公司作为西南煤炭业龙头，受制于地质条件和人员压力，使其成本相对同行没有明显压力，其中吨煤人工成本压力最为突出，相对同行均值高出了近 100 元/吨。眼下公司地发展机遇在于，技改、新建煤矿陆续投产，实控法人持有的优质煤矿有较大的注入空间，投产进度，公司 2020-2022 年销量复合增速可达 27%，将再次进入高速发展期。随着人员配备合理、技术装备新建的新井，其大规模投产能有效地摊薄人员负担，进而改善公司效益。

### 投资逻辑

动力煤毛利率低位稳定，业绩对精煤价格弹性大，当下属于较好的配置时机。贵州地区动力煤价格以政府指导价为主，相对市场价折扣较为显著，使其毛利率低位平稳运行。以此为前提，我们做的业绩敏感性测试显示，“以量补价”需要精煤价格在 1000 元/吨以上的水平。站在当下，我们认为在钢材需求韧性+电炉保护的作用下，焦炭在高铁水产量增速下维持高利润水平，焦煤价格触底回升，因此我们认为公司 2020 年的业绩位于 8.5-11.8 亿元之间，即焦精煤价格位于 1100-1200 元/吨之间。

### 关键假设、估值与盈利预测

本报告的核心假设是金佳矿在 2020 年达到 75% 的负荷，收购的向谁矿负荷爬坡至 85%，山脚树、月亮田煤矿、发耳二矿西井（一期）在 2021 年实现 75% 的负荷，马依西一井（一期）实现 50% 负荷，2022 年以上所有煤矿均满负荷。价格端，假设混煤吨营收环比 2019 年下降 27 元/吨至 256 元/吨，精煤吨营收稳定在 1146 元/吨的水平。在该假设下，公司 2020-2022 年归母净利润预计依次为 10 亿元、14 亿元和 15 亿元，对应 EPS 依次为 0.61、0.82 和 0.91 元/股。

# 目录

一、公司简介：扎根西南，成就煤炭区域龙头.....	5
二、行业：年度价格底部已出现，下半年焦煤盈利触底回升.....	6
（一）铁水产量持续高增保障焦炉高利润水平.....	6
（二）焦化厂维持高利润水平，牵引焦煤市场逐步回暖.....	8
三、公司：锐意进取寻求产量倍增，规模驱动发展新阶段.....	9
（一）锐意进取，寻求产量倍增.....	9
（二）赋存条件造成成本劣势，新产能投放优化结构.....	11
（三）持续大比例分红，增强投资价值.....	11
（四）业绩敏感性测算：以量补价成就强业绩.....	12
四、风险提示.....	13

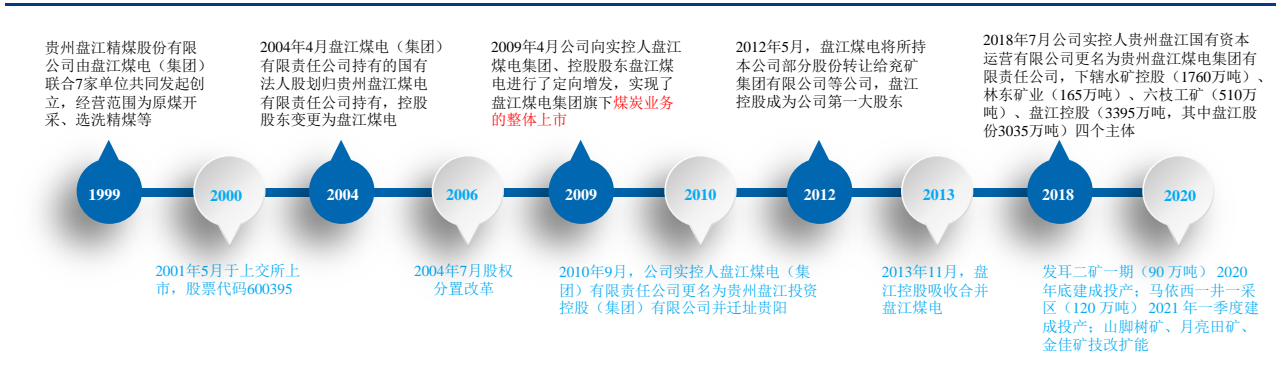
# 图表目录

图表 1 盘江股份发展历程.....	5
图表 2 盘江股份股权结构.....	5
图表 3 公司重组以来一直以煤炭为绝对主业.....	6
图表 4 煤炭业务毛利贡献率 10 年来一直在 90% 以上.....	6
图表 5 电炉螺纹持续低利润运行.....	6
图表 6 铁水产量同比高增.....	6
图表 7 230 家焦化厂焦炭日产量走势.....	7
图表 8 焦炭全流程样本库存走势.....	7
图表 9 焦化厂焦炭库存.....	7
图表 10 港口焦炭库存.....	7
图表 11 各地焦化厂开工率走势.....	8
图表 12 螺纹周度表需走势.....	8
图表 13 焦煤供需关系持续偏于宽松.....	8
图表 14 焦炉生产利润.....	9
图表 15 焦煤价格走势.....	9
图表 16 公司煤矿资源和产能、生产情况.....	9
图表 17 公司在建矿井名单.....	9
图表 18 盘南公司 2018-2019 年财务指标.....	10
图表 19 煤炭吨营收构成对比.....	10
图表 20 煤炭业务毛利率对比.....	10
图表 21 水城矿业煤炭精煤占比不足 20%.....	11
图表 22 上市公司精煤销量占比接近 50%.....	11
图表 23 公司 2019 年吨煤盈利处于焦煤行业中部.....	11
图表 24 人力成本高企是成本压力的关键.....	11
图表 25 公司现金分红比例持续高于 50%.....	12
图表 26 公司资产负债率持续低于 50%.....	12
图表 27 主要煤炭企业按照 2020 年一致预期业绩、2019 年分红比例折算股息率.....	12
图表 28 公司业绩敏感性测算.....	13

## 一、公司简介：扎根西南，成就煤炭区域龙头

公司由盘江煤电等7家单位于1999年设立，在2009年通过增发收购实现了盘江煤电旗下煤炭业务的整体上市，其中盘江煤电主体于2013年被盘江控股吸收合并，2018年在省国资委运营公司更名为盘江煤电并通过“四合一”地方式整合了省内所有的煤炭资源，孙公司盘江股份作为唯一煤炭上市平台。

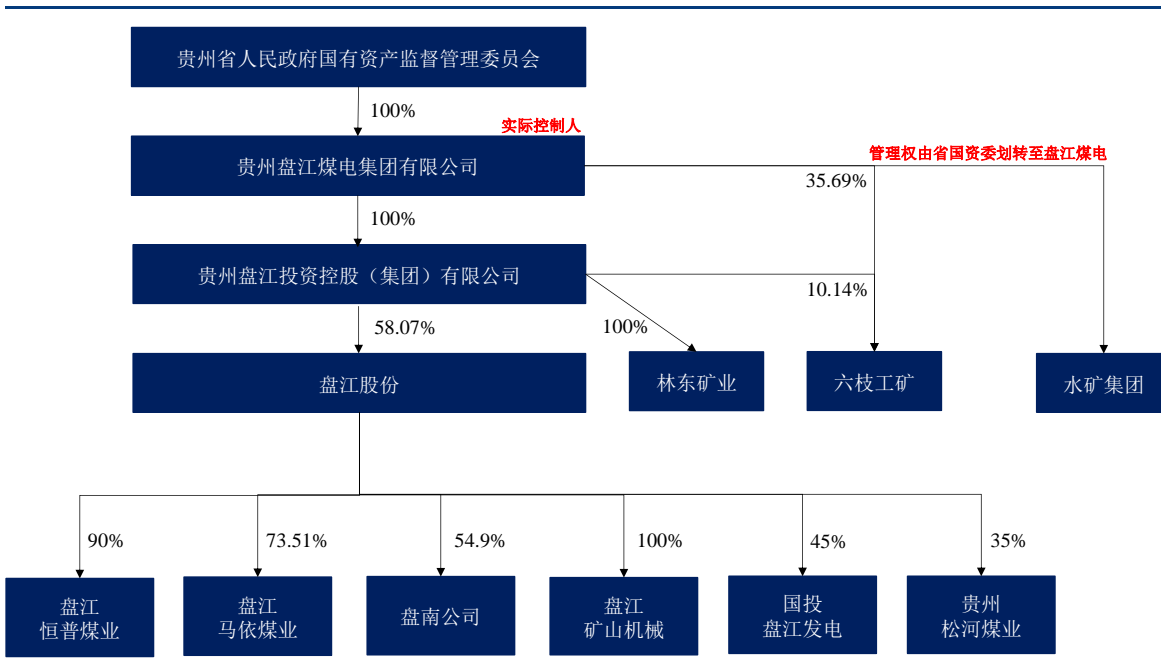
图表 1 盘江股份发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

从股权结构的角度出发，贵州省煤炭资源实控主体为盘江煤电，下辖盘江控股、林东矿业、六枝工矿和水矿集团四大主体，产能合计约5830万吨，其中上市平台拥有3035万吨产能，1705万吨在建，1330万吨在产。贵州作为西南五省中唯一一个原煤产量过亿吨的省份，其龙头自然成为了区域内当之无愧的煤炭龙头企业。

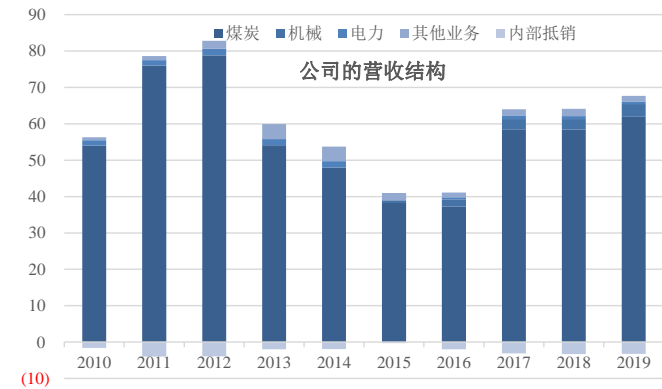
图表 2 盘江股份股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

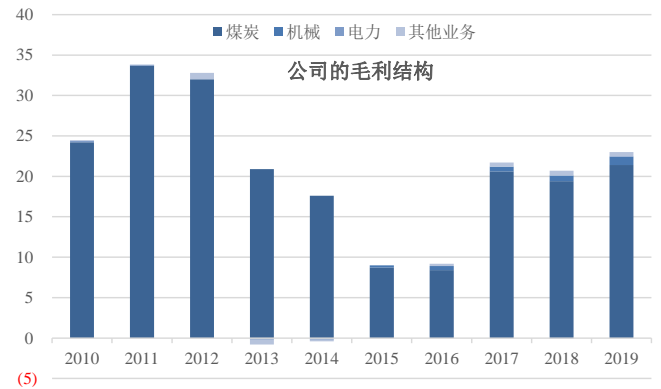
从业务结构上看，公司2019财年实现营收65亿元，其中96%来自于煤炭业务；在利润贡献的角度，公司2019财年共实现贸易利润23亿元，其中93%来自于煤炭，机械、电力等其他业务权重相对较小，利润贡献最大的也是经营煤炭业务的盘江股份本部。

图表 3 公司重组以来一直以煤炭为绝对主业



资料来源: wind、华创证券

图表 4 煤炭业务毛利贡献率 10 年来一直在 90% 以上



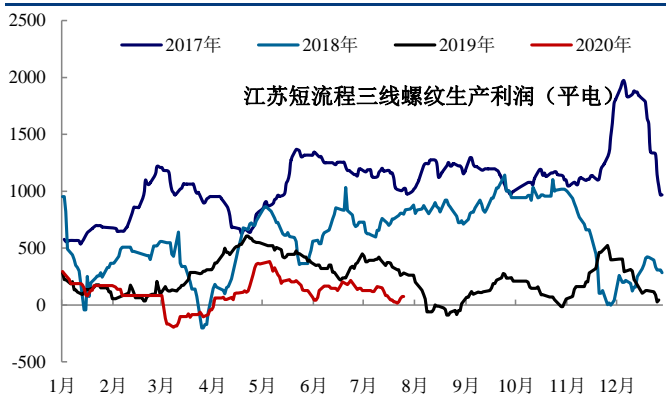
资料来源: wind、华创证券

## 二、行业：年度价格底部已出现，下半年焦煤盈利触底回升

### （一）铁水产量持续高增保障焦炉高利润水平

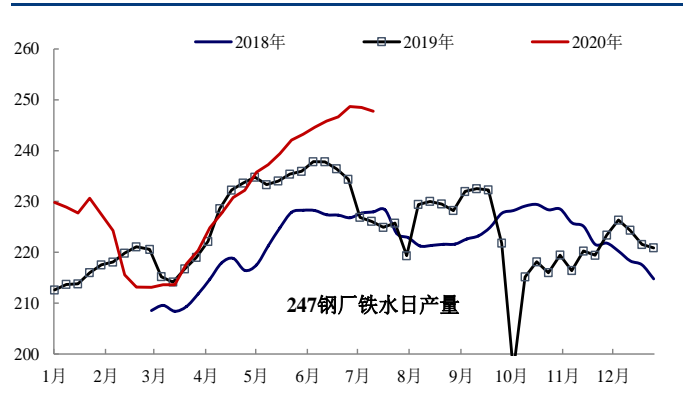
在螺纹的供应结构中，电炉占比约 20%-30%，由于库存压制，钢价持续沿着电炉成本线附近运行，使得螺纹产量在总量平稳的背景下形成了极高的铁水产量增速。

图表 5 电炉螺纹持续低利润运行



资料来源: wind、华创证券

图表 6 铁水产量同比高增

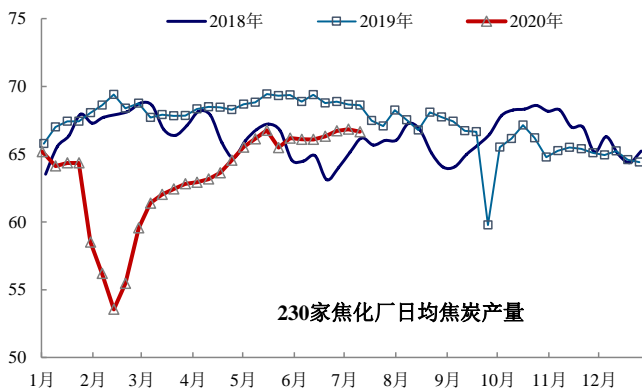


资料来源: wind、华创证券

与此同时，焦炭产量维持低增速，使得焦炭全环节样本库存已经降至低位。在库存结构上，焦化厂库存降至低位，贸易商在去年多次抄底失败后也显得十分克制，使得自身的库存也去到了十分健康的位置上，这使得焦炭生产利润得以维持在中高水平上。

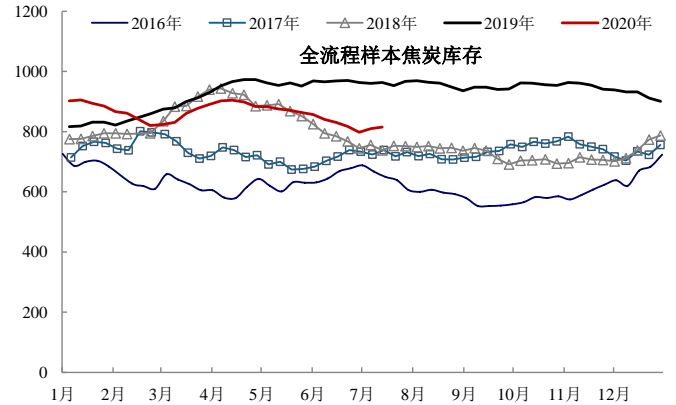


图表 7 230 家焦化厂焦炭日产量走势



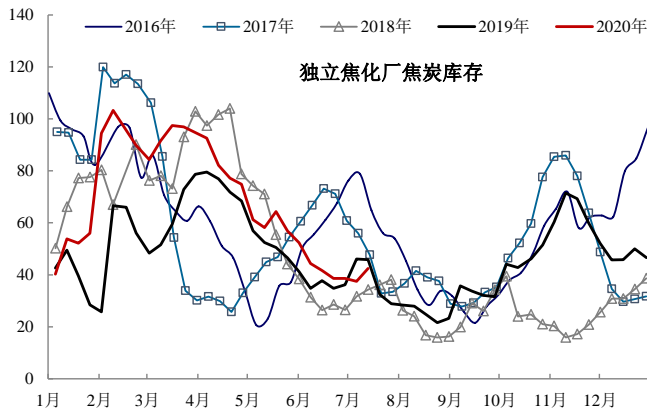
资料来源: wind, 华创证券

图表 8 焦炭全流程样本库存走势



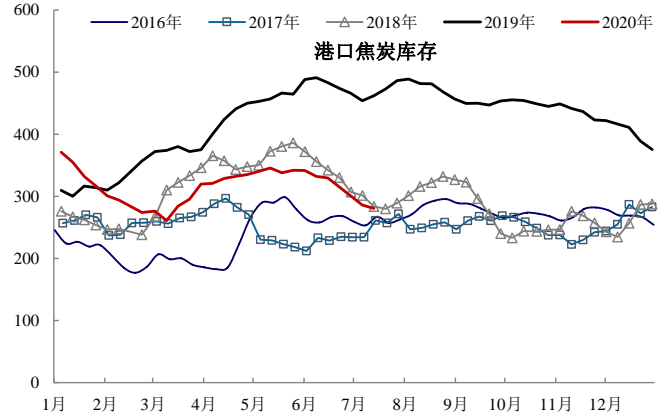
资料来源: wind, 华创证券

图表 9 焦化厂焦炭库存



资料来源: wind, 华创证券

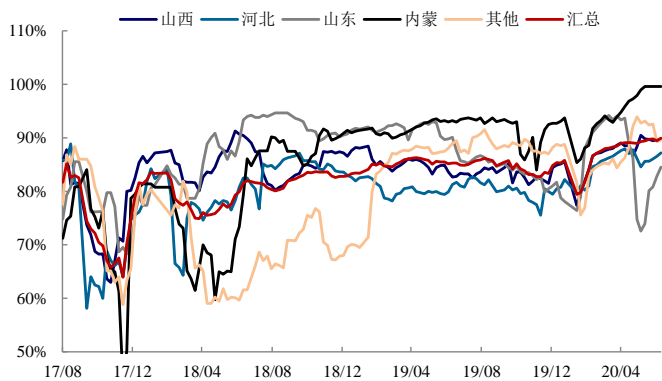
图表 10 港口焦炭库存



资料来源: wind, 华创证券

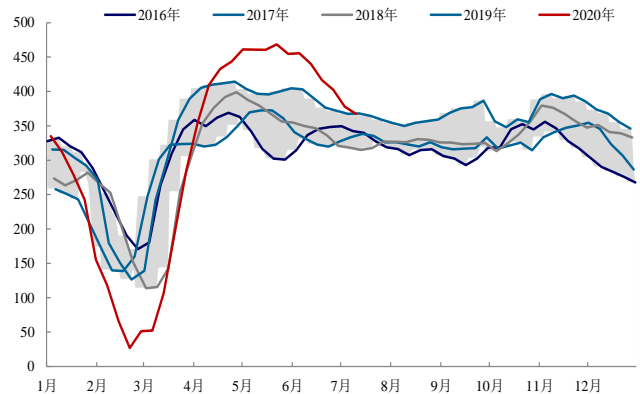
焦炭需求端受到铁水高产量支撑,供给端产能利用率暂已经没有多少提升空间,新产能投放进度又受制于疫情,使其始终处于供需偏紧的格局下。这意味着只要钢价不明显下跌,走入“减产保价”的负循环里,焦炭利润或者焦煤需求都会持续处于偏强的状态里。历史经验规律显示,年内螺纹钢需求存在一定的韧性,周度表需峰谷差值不到 100 万吨,且“金九银十”的峰值仅比“金三银四”略低 20 万吨左右,这意味着 2020 年的金九银十螺纹钢表需当在 440 万吨/周左右,即使按照 400 万吨/周的幅度计算,螺纹钢社库+厂库去化可达 40 万吨/周,能显著缓解“大库存”的问题,叠加原料供需偏紧的格局,螺纹钢价格难以步入“跌价的负反馈”。

图表 11 各地焦化厂开工率走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 12 螺纹周度表需走势

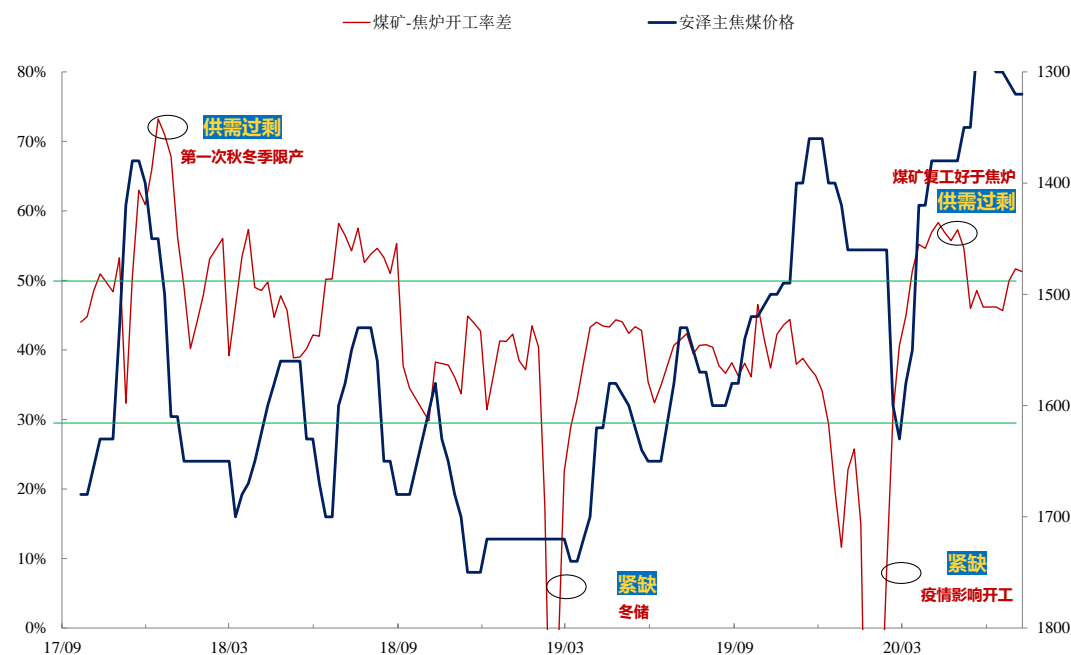


资料来源: wind, 华创证券

## （二）焦化厂维持高利润水平，牵引焦煤市场逐步回暖

在静态的角度里，焦煤供需关系持续偏于宽松，造成宽松的核心原因在于焦煤矿负荷同比出现明显的抬升，且在时间上，煤矿上负荷相对焦炉更加迅速，这使得焦煤价格触底后没能跟随焦炉利润出现迅速回升。

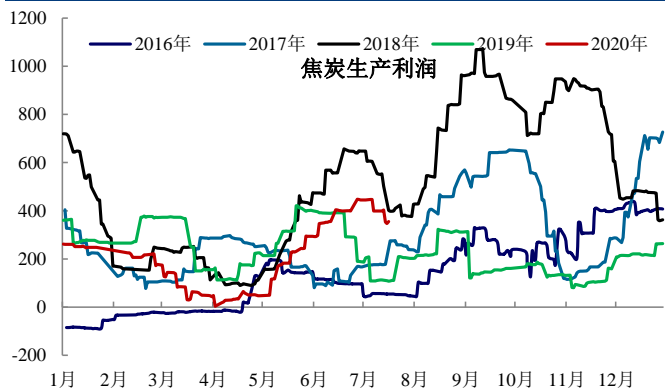
图表 13 焦煤供需关系持续偏于宽松



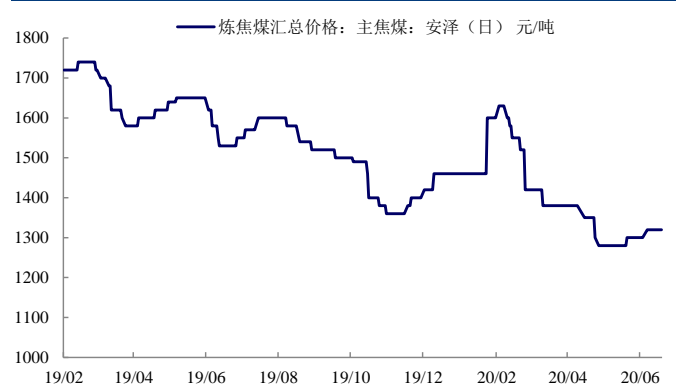
资料来源: wind, 华创证券

虽然焦煤受制于自身宽松的供需格局，但是焦炉利润维持中高位所带来的焦煤需求边际改善能有效地支撑其价格，护住其相对丰厚地利润水平。更重要地问题在于，若焦炭需要解决供需偏紧地问题，在螺纹不进入“跌价减产负循环”的判断下只能增产，即焦煤供需关系在下半年的大多时候都会处于改善的进程中，直至螺纹需求韧性的假设遭遇到挑战。



**图表 14 焦炉生产利润**


资料来源: wind、华创证券

**图表 15 焦煤价格走势**


资料来源: wind、华创证券

### 三、公司：锐意进取寻求产量倍增，规模驱动发展新阶段

#### （一）锐意进取，寻求产量倍增

截至 2020Q1，公司在产产能 1000 万吨，随着山角树、月亮田 205 万吨扩产在 2020 年底落地，公司本部全资矿产能将进一步增加值 1205 万吨。

**图表 16 公司煤矿资源和产能、生产情况**

	地质储量	可采储量	产能	2019 年产量	煤种
火铺矿	30952	18631	180	180	焦煤、肥煤
月亮田矿	14583	9605	115	115	焦煤、肥煤
山角树矿	34424	19230	180	180	焦煤、肥煤
土城矿	41647	27599	280	280	焦煤、肥煤
金佳矿	51410	32776	245	152	无烟煤等
响水矿	119387	60919	330	243	焦煤等
合计	292403	168760	1330	1150	-

资料来源: 公司公告、华创证券

在新建矿井方面，公司在规划和建设的产能合计 1500 万吨，分布在马依和恒普两个主体下面，按照建设规划，其中马依西一井（一期）、发耳二矿西井（一期）在将在 2020 年-2021 年之间陆续投产，即到 2021 年底，公司在产矿并表产能将增加至 1535 万吨。

**图表 17 公司在建矿井名单**

子公司	矿井	产能	权益占比	状态	规划投资	2019 年底已投资金
马依公司	马依西一井（一期）	240	73.51%	2021Q1 投产	30 亿元	16 亿元
	马依西二井（二期）	300		规划		
	马依东一井（一期）	240		规划		
	马依东二井（二期）	300		规划		
恒普公司	发耳二矿西井（一期）	90	90%	2020 年底投产	12 亿元	10 亿元

	发耳二矿西井（二期）	150		已核准		
	发耳二矿东井	180		规划		

资料来源：公司公告、华创证券

在矿权收购或者贵州煤炭股权注入方面，公司于2020年6月获得了盘南公司响水矿330万吨产能的55%股权，使得公司截至2021年底的并表矿权增加至1865万吨。该矿设计产能400万吨，核准产能330万吨，2019年产量243万吨，产能利用率74%，正处于产能爬坡的阶段。盘南公司作价15.6亿元，股权转让价款为8.6亿元，按照评估基准日（2019年12月31日）的市净率为2.4，市盈率为7.1，对应2020-2022年业绩承诺为1.4、2.2和2.3亿元。

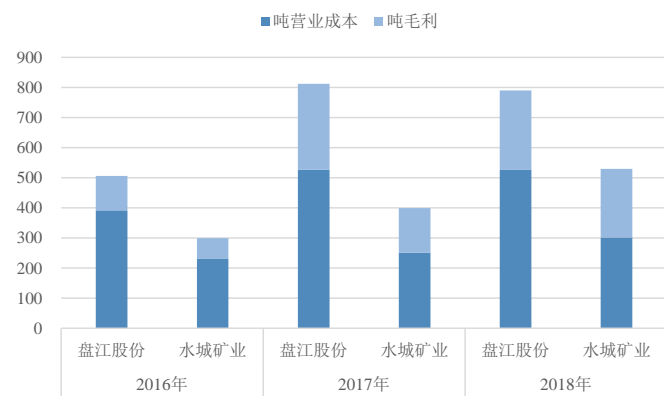
图表 18 盘南公司 2018-2019 年财务指标

项目	2018 年度	2019 年度
原煤产量（万吨）	174	243
产能利用率	52.73%	73.64%
总资产（万元）	230,213.78	225,178.33
净资产（万元）	39,438.52	65,798.85
营业收入（万元）	78,598.58	98,548.96
净利润（万元）	13,318.78	22,011.49

资料来源：公司公告、华创证券

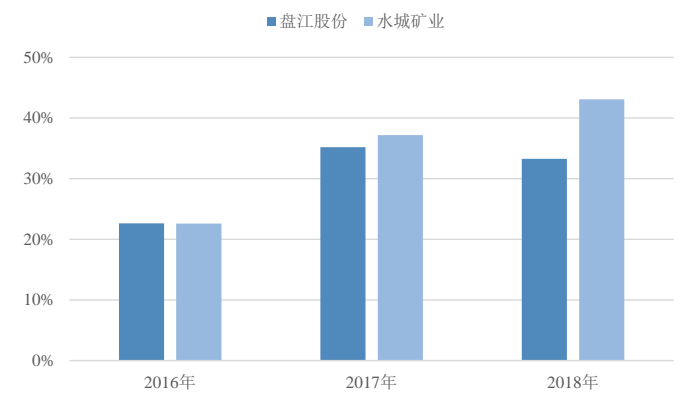
在未来资产注入潜力上，实控人手中还有水城矿业旗下1760万吨，林东矿业165万吨，六枝工矿510万吨，盘江控股非上市公司产能360万吨，合计2795万吨产能可备注入。就煤炭资产质量而言，水城矿业煤炭生产人员负担相对较轻，虽然产品结构以混煤（动力煤）为主，毛利率相对上市公司仍有一定优势，其未来若能注入，则有望显著增强上市平台煤炭业务业绩的稳定性。

图表 19 煤炭吨营收构成对比



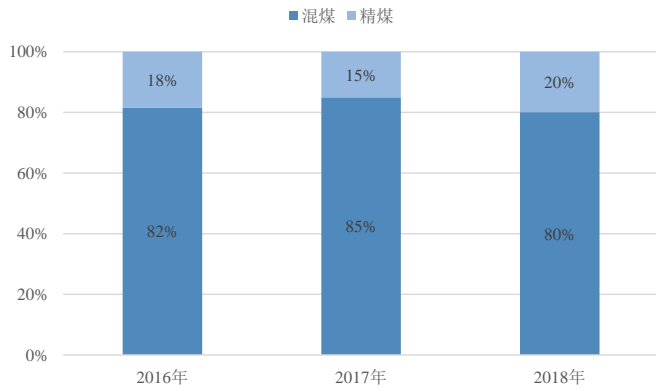
资料来源：wind、华创证券

图表 20 煤炭业务毛利率对比



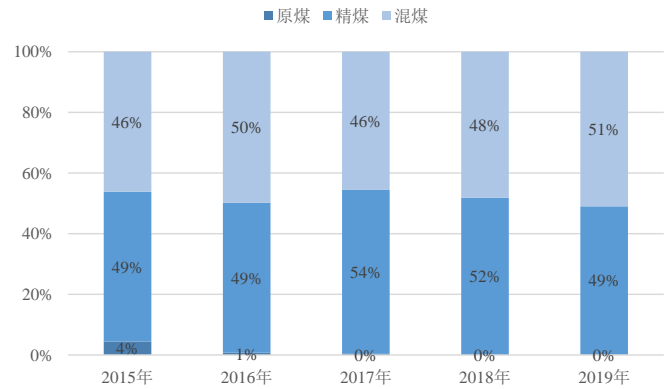
资料来源：wind、华创证券

图表 21 水城矿业煤炭精煤占比不足 20%



资料来源：公司公告、华创证券

图表 22 上市公司精煤销量占比接近 50%

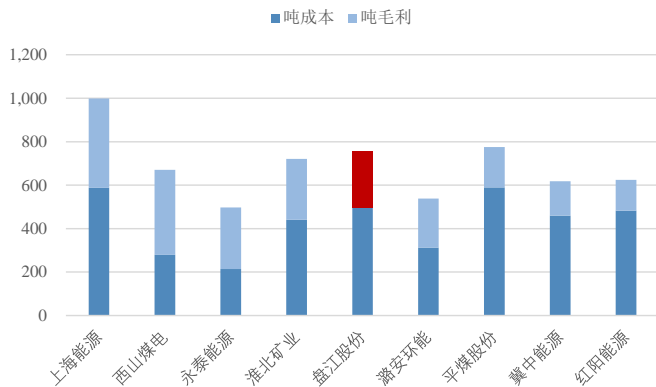


资料来源：公司公告、华创证券

## （二）赋存条件造成成本劣势，新产能投放优化结构

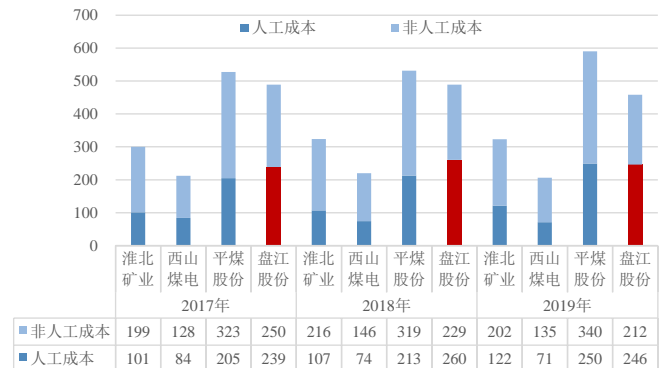
贵州相对晋陕蒙而言，存在较为明显的瓦斯突出和赋存条件不佳的问题，从而使得区域内的企业在煤炭开采成本上存在较为明显的劣势。作为贵州乃至西南地区的煤炭行业龙头，公司另外一层压力主要来自于人员成本相对偏高，其中 2017-2019 年折吨煤生产成本，盘江吨人工成本比准矿、西山、平煤的均值高出 109 元/吨、129 元/吨和 98 元/吨。

图表 23 公司 2019 年吨煤盈利处于焦煤行业中部



资料来源：wind、华创证券

图表 24 人力成本高企是成本压力的关键



资料来源：wind、华创证券

人员问题大多属于退休人员较多，而公司煤炭业务规模相对同行偏小，导致摊吨人力成本偏高。未来随着采用新装备、新技术、新人员的新矿井投产，能显著摊薄人员层面的成本压力，且新井采深较小，安全等支出也会明显偏小，即新产能的快速释放有望大幅优化公司的吨煤成本。

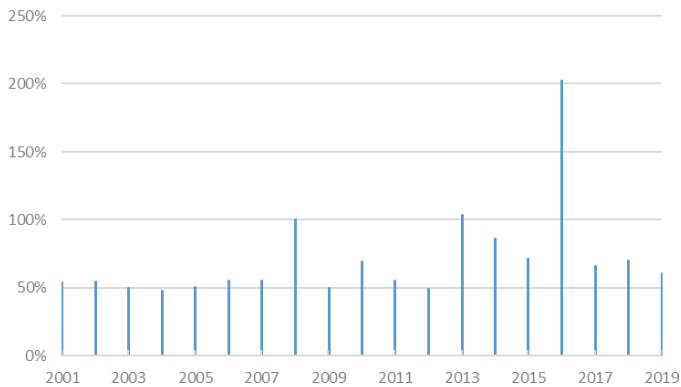
## （三）持续大比例分红，增强投资价值

按照公司章程规定，分红计划主要从发展阶段和资本开支两个角度划分四个阶段：1) 成熟阶段+无重大资本开支分红 80%以上；2) 成熟+有重大资本开支分红 40%以上；3) 成长+有重大资本开支分红 20%以上；4) 年度最低分红比例 10%以上。

在具体的执行中，公司分红比例持续高于 50%，自 2009 年完成重组以后，即使剔除 2013 年和 2016 年的高分红比例，公司 2010-2019（近 10 年）的平均分红比例也高达 66%。支撑公司以如此高强度进行分红的基础在于公司稳

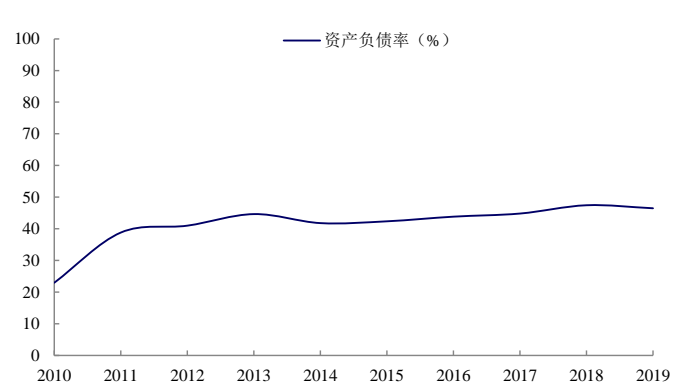
健的财务政策，从资产负债率的角度出发，公司近 10 年资产负债率从未超越过 50%。

**图表 25 公司现金分红比例持续高于 50%**



资料来源: wind、华创证券

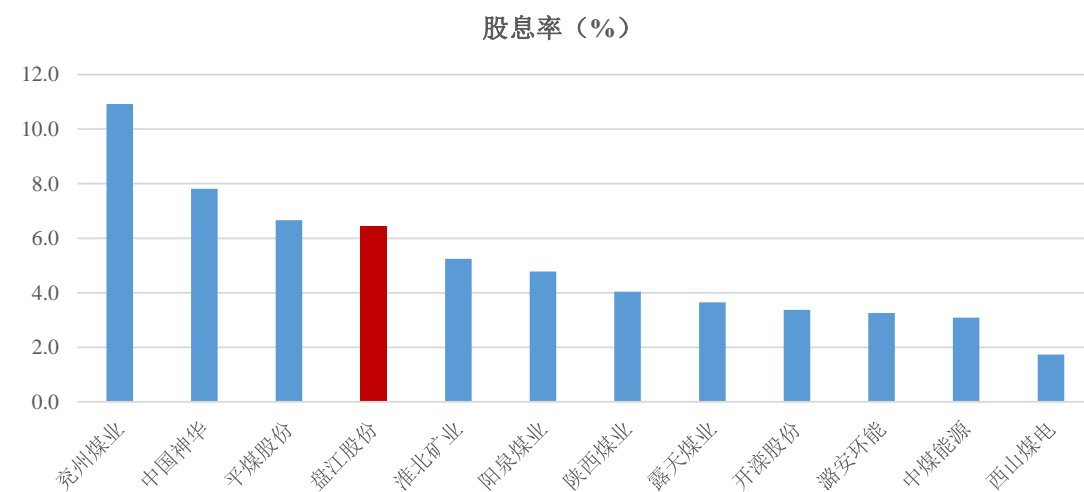
**图表 26 公司资产负债率持续低于 50%**



资料来源: wind、华创证券

若按照 2020 年一致预期业绩 9.5 亿元归母净利润进行折算，EPS 为 0.58 元/股，66% 分红对应的每股股息高达 0.38 元/股，按照 2020 年 7 月 17 日收盘价折算股息率高达 6.5%，股息率极具吸引力。

**图表 27 主要煤炭企业按照 2020 年一致预期业绩、2019 年分红比例折算股息率**



资料来源: wind、华创证券 (注: 盘江股份是按照 66% 分红比例这算的, 而不是 2019 年的 61%)

**(四) 业绩敏感性测算: 以量补价成就强业绩**

公司地处贵州，因此动力煤按照当地政府指导价执行，在高折扣的背景下难以再次出现大幅下跌，公司业绩的主变量为焦精煤价格。因此，在做业绩敏感性测算之前，我们将公司混煤吨营收固定为 256 元/吨，相对 2019 年再次下跌 27 元/吨，该假设价格采取 2020 年至今不含税均价+公司折扣推算获得。在此基础上，我们按照 2020 年精煤吨营收依次为 900 元/吨、1000 元/吨、1100 元/吨和 1200 元/吨进行测算。

测算结果显示，公司业绩对焦精煤价格敏感性较高，以 2020 年业绩为例，900 元精煤吨营收对应的净利润为 1.9 亿元，而 1200 元精煤吨营收对应净利润为 12 亿元，相差 6 倍。按照我们对 2020 年焦煤价格走势的判断，公司精煤吨营收预计分布在 1100-1200 元/吨之间，即净利润分布在 8.5-11.8 亿元之间。

**图表 28 公司业绩敏感性测算**

业绩敏感性测算	精煤吨营收 900 元/吨			精煤吨营收 1000 元/吨			精煤吨营收 1100 元/吨			精煤吨营收 1200 元/吨		
	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
销量假设	1102	1441	1600	1102	1441	1600	1102	1441	1600	1102	1441	1600
自产煤	1032	1370	1529	1032	1370	1529	1032	1370	1529	1032	1370	1529
贸易煤	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
混煤吨营收假设	256	256	256	256	256	256	256	256	256	256	256	256
输出综合售价	572	572	572	621	621	621	670	670	670	719	719	719
输出净利	194	266	293	523	706	785	853	1146	1277	1182	1586	1768

资料来源：华创证券测算

#### 四、风险提示

焦煤价格下跌超预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,935	1,030	1,664	2,812
应收票据	2,080	2,527	3,250	3,592
应收账款	472	573	737	814
预付账款	53	68	87	95
存货	122	156	198	218
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	138	168	215	240
流动资产合计	4,800	4,522	6,151	7,771
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	804	804	804	804
固定资产	3,127	3,668	4,082	4,215
在建工程	3,333	3,433	3,533	3,533
无形资产	711	640	576	518
其他非流动资产	1,560	1,559	1,560	1,559
非流动资产合计	9,535	10,104	10,555	10,629
<b>资产合计</b>	<b>14,335</b>	<b>14,626</b>	<b>16,706</b>	<b>18,400</b>
短期借款	1,330	1,480	1,630	1,780
应付票据	457	589	747	823
应付账款	1,067	1,375	1,746	1,922
预收款项	72	88	113	125
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	483	483	483	483
一年内到期的非流动负债	76	76	76	76
其他流动负债	350	516	715	864
流动负债合计	3,835	4,607	5,510	6,073
长期借款	200	550	900	1,250
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,632	1,743	1,743	1,743
非流动负债合计	2,832	2,293	2,643	2,993
<b>负债合计</b>	<b>6,667</b>	<b>6,900</b>	<b>8,153</b>	<b>9,066</b>
归属母公司所有者权益	7,342	7,336	8,077	8,762
少数股东权益	326	390	476	572
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,668</b>	<b>7,726</b>	<b>8,553</b>	<b>9,334</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,335</b>	<b>14,626</b>	<b>16,706</b>	<b>18,400</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,742</b>	<b>1,147</b>	<b>1,267</b>	<b>1,683</b>
现金收益	1,411	1,384	1,772	1,955
存货影响	-26	-34	-42	-20
经营性应收影响	485	-562	-904	-428
经营性应付影响	277	455	555	263
其他影响	-405	-95	-114	-88
<b>投资活动现金流</b>	<b>-495</b>	<b>-800</b>	<b>-700</b>	<b>-340</b>
资本支出	-976	-800	-700	-340
股权投资	-16	0	0	0
其他长期资产变化	497	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-634</b>	<b>-1,252</b>	<b>67</b>	<b>-195</b>
借款增加	-129	500	500	500
股利及利息支付	-560	-702	-928	-1,031
股东融资	0	0	0	0
其他影响	55	-1,050	495	336

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>6,458</b>	<b>7,845</b>	<b>10,090</b>	<b>11,153</b>
营业成本	4,153	5,351	6,794	7,478
税金及附加	308	375	482	533
销售费用	16	20	26	28
管理费用	622	755	951	1,052
研发费用	151	183	236	260
财务费用	104	84	86	90
信用减值损失	-1	0	-1	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	64	64	64	64
其他收益	150	150	150	150
<b>营业利润</b>	<b>1,315</b>	<b>1,289</b>	<b>1,728</b>	<b>1,925</b>
营业外收入	27	28	28	27
营业外支出	38	38	38	38
<b>利润总额</b>	<b>1,304</b>	<b>1,279</b>	<b>1,718</b>	<b>1,914</b>
所得税	213	210	282	313
<b>净利润</b>	<b>1,091</b>	<b>1,069</b>	<b>1,436</b>	<b>1,601</b>
少数股东损益	0	64	86	96
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,091</b>	<b>1,005</b>	<b>1,350</b>	<b>1,505</b>
NOPLAT	1,178	1,140	1,508	1,676
EPS(摊薄) (元)	0.66	0.61	0.82	0.91

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	6.0%	21.5%	28.6%	10.5%
EBIT 增长率	17.3%	-3.2%	32.3%	11.1%
归母净利润增长率	15.5%	-7.9%	34.3%	11.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.7%	31.8%	32.7%	32.9%
净利率	16.9%	13.6%	14.2%	14.4%
ROE	14.2%	13.0%	15.8%	16.1%
ROIC	13.7%	13.4%	15.5%	15.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.5%	47.2%	48.8%	49.3%
债务权益比	55.3%	49.8%	50.8%	51.9%
流动比率	125.2%	98.2%	111.6%	128.0%
速动比率	122.0%	94.8%	108.0%	124.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	27	24	23	25
应付账款周转天数	89	82	83	88
存货周转天数	9	9	9	10
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.66	0.61	0.82	0.91
每股经营现金流	1.05	0.69	0.77	1.02
每股净资产	4.44	4.43	4.88	5.29
<b>估值比率</b>				
P/E	9.0	9.7	7.2	6.5
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.6	16.9	13.1	11.9



## 大宗组团队介绍

**副所长、大宗组组长：任志强**

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017年加入华创证券研究所。2015年-2017年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

**组长、高级分析师：张文龙**

上海交通大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票盘江股份（600395），根据上市公司公告，贵州盘江精煤股份有限公司持有本公司的控股股东华创阳安 4.11% 的股份。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500