

## 盘江股份 (600395.SH) 煤价下跌致盈利下滑，关注焦煤反弹及新项目投产

2023年08月28日

——公司中报点评报告

投资评级：买入（维持）

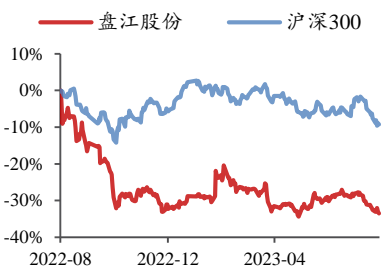
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2023/8/25
当前股价(元)	6.19
一年最高最低(元)	9.94/6.11
总市值(亿元)	132.88
流通市值(亿元)	132.88
总股本(亿股)	21.47
流通股本(亿股)	21.47
近3个月换手率(%)	32.6

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《全年业绩高增，关注产能增长与绿电转型落地——公司年报及一季报点评报告》-2023.4.20

《全年业绩高增，关注煤炭产能增长与能源转型——公司年报预告点评报告》-2023.1.20

《价格下滑影响Q3业绩，关注产能增长与能源转型——公司三季报点评报告》-2022.10.29

### ● 煤价下跌致盈利下滑，关注焦煤反弹及新项目投产。维持“买入”评级

公司发布2023半年报，2023年公司实现营收53.0亿元，同比-15.2%，实现归母净利润6.2亿元，同比-50.2%；实现扣非归母净利润5.6亿元，同比-61.6%。其中，Q2公司实现归母净利润2.7亿元，环比-23.1%。2023年上半年公司煤炭产销量维持增长，但煤炭价格高位回落，导致公司盈利能力同比有所下滑。我们下调2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年实现归母净利润11.2/13.7/15.0(前值25.5/31.0/35.0)亿元，同比-48.9%/+21.7%/+10.0%；EPS分别为0.52/0.64/0.70元，对应当前股价PE为11.9/9.8/8.9倍。公司煤炭产能稳步增长，煤-电-新能源一体化稳步发展，看好公司盈利能力和发展前景，维持“买入”评级。

### ● 煤炭量增价减，二季度末煤价开始反弹

**2023H1 煤炭量增价减：**2023年2月马依公司马依西一井（一采区）120万吨/年正式投产带来量增，上半年公司原煤产量800万吨，同比+8.5%，商品煤产/销量640/674万吨，同比+14.4%/+9.2%，商品煤综合售价761元/吨，同比-23.3%，吨煤成本519元，同比-5.8%，吨煤毛利242元，同比-45.2%。**2023Q2 焦精煤利润继续下滑：**Q2煤炭产量323万吨，环比+1.9%，销量324万吨，环比-7.3%，自产精煤售价1570元/吨，环比-16.8%，成本1054元/吨，环比-14.2%，自产精煤毛利516元/吨，环比-21.7%，炼焦煤价格下跌导致Q2业绩环比下滑。**炼焦煤价格触底反弹：**海内外焦煤价格都在二季度末触底反弹，截至2023年8月24日，澳洲峰景矿硬焦煤指数271.6美元/吨，相比二季度末+10.4%，六盘水主焦煤车板价2100元/吨，相比二季度末最低点上涨23.5%，我国炼焦煤供给几乎没有增量，稀缺属性对焦煤利润有保障，下半年焦煤盈利将有所改善。

### ● 煤炭产能逐年释放&风光火储一体化加速推进

**煤炭产能逐年释放：**马依西一井（一采区）投产后，公司产能达2220万吨/年（含托管松河矿），2022年12月发耳二矿西井一期（90万吨/年）进入联合试运转，未来有望正式转固投产，根据公司披露，“十四五”末公司煤炭产能有望达到2520万吨/年。**煤电一体化：**盘江新光2×66万千瓦燃煤发电项目预计于2024年上半年建成投产，盘江普定2×66万千瓦燃煤发电项目已于2022年底开工。**风光火储一体化加速推进：**2023年4月，公司拟投资建设关岭县盘江百万千瓦级光伏基地一期项目，总投资37.9亿元。截至2022年底，公司累计获得新能源建设指标375万千瓦，截至2023年3月底，已建成并网发电达2.82万千瓦，实现了公司在新能源发电领域的零突破。

● **风险提示：**经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,726	11,843	10,195	12,011	12,980
YOY(%)	48.2	21.8	-13.9	17.8	8.1
归母净利润(百万元)	1,172	2,194	1,121	1,365	1,501
YOY(%)	35.3	87.1	-48.9	21.7	10.0
毛利率(%)	34.6	40.6	32.2	32.4	33.1
净利率(%)	12.1	18.5	11.0	11.4	11.6
ROE(%)	16.5	17.8	8.6	9.5	9.4
EPS(摊薄/元)	0.55	1.02	0.52	0.64	0.70
P/E(倍)	11.4	6.1	11.9	9.8	8.9
P/B(倍)	1.9	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5,998	8,394	4,067	7,172	5,927
现金	1,785	4,571	549	2,174	1,782
应收票据及应收账款	3,282	3,242	2,925	4,131	3,483
其他应收款	94	142	34	183	48
预付账款	191	18	197	51	212
存货	280	376	217	485	273
其他流动资产	366	44	145	148	130
<b>非流动资产</b>	14,504	21,651	23,303	24,855	26,347
长期投资	572	708	743	811	880
固定资产	5,750	6,920	11,675	14,796	17,077
无形资产	1,150	4,535	4,402	4,269	4,136
其他非流动资产	7,033	9,488	6,483	4,979	4,253
<b>资产总计</b>	20,502	30,045	27,370	32,027	32,273
<b>流动负债</b>	6,600	8,391	6,000	8,427	6,552
短期借款	2,724	1,616	2,233	2,191	2,013
应付票据及应付账款	2,487	3,306	1,930	4,246	2,433
其他流动负债	1,389	3,469	1,837	1,990	2,105
<b>非流动负债</b>	5,952	9,070	7,598	8,388	8,932
长期借款	1,757	3,309	3,779	4,228	4,625
其他非流动负债	4,195	5,761	3,820	4,160	4,307
<b>负债合计</b>	12,552	17,461	13,598	16,815	15,484
少数股东权益	1,027	1,066	1,134	1,209	1,285
股本	1,655	2,147	2,147	2,147	2,147
资本公积	1,794	4,797	4,797	4,797	4,797
留存收益	3,563	4,898	5,314	5,818	6,370
<b>归属母公司股东权益</b>	6,922	11,517	12,638	14,003	15,504
负债和股东权益	20,502	30,045	27,370	32,027	32,273

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,679	3,535	848	3,203	1,656
净利润	1,308	2,240	1,188	1,440	1,578
折旧摊销	372	385	532	717	857
财务费用	196	157	165	173	182
投资损失	195	-214	-11	-19	-15
营运资金变动	-316	904	-984	892	-946
其他经营现金流	-76	64	-41	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-1,633	-4,961	-2,172	-2,250	-2,334
资本支出	1,523	3,924	907	22,366	22,366
长期投资	-147	-1,100	-35	-63	-68
其他投资现金流	-257	-2,138	-1,300	20,053	19,963
<b>筹资活动现金流</b>	330	3,098	-2,698	671	286
短期借款	365	-1,108	617	-42	-178
长期借款	975	1,551	470	450	397
普通股增加	-0	492	-0	-0	-0
资本公积增加	-214	3,003	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-796	-840	-3,785	264	66
<b>现金净增加额</b>	376	1,671	-4,022	1,625	-393

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9,726	11,843	10,195	12,011	12,980
营业成本	6,356	7,040	6,907	8,120	8,681
营业税金及附加	472	554	486	568	616
营业费用	19	18	19	21	23
管理费用	843	1,568	1,223	1,441	1,558
研发费用	122	185	143	178	188
财务费用	196	157	165	173	182
资产减值损失	-0	-1	-0	-0	-0
其他收益	24	206	163	207	150
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-195	214	11	19	15
资产处置收益	-17	-25	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	1,543	2,723	1,425	1,736	1,898
营业外收入	24	3	13	8	11
营业外支出	25	28	27	27	27
<b>利润总额</b>	1,541	2,699	1,412	1,717	1,882
所得税	233	459	223	276	304
<b>净利润</b>	1,308	2,240	1,188	1,440	1,578
少数股东损益	135	46	67	75	76
<b>归属母公司净利润</b>	1,172	2,194	1,121	1,365	1,501
EBITDA	2,138	3,265	2,059	2,604	2,895
EPS(元)	0.55	1.02	0.52	0.64	0.70

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	48.2	21.8	-13.9	17.8	8.1
营业利润(%)	51.5	76.5	-47.7	21.8	9.4
归属于母公司净利润(%)	35.3	87.1	-48.9	21.7	10.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.6	40.6	32.2	32.4	33.1
净利率(%)	12.1	18.5	11.0	11.4	11.6
ROE(%)	16.5	17.8	8.6	9.5	9.4
ROIC(%)	9.6	9.8	5.6	6.3	6.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.2	58.1	49.7	52.5	48.0
净负债比率(%)	87.0	65.3	70.5	58.6	58.3
流动比率	0.9	1.0	0.7	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.9	0.6	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.2	3.6	3.3	3.4	3.4
应付账款周转率	3.0	2.4	2.6	2.6	2.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	0.52	0.64	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	1.65	0.39	1.49	0.77
每股净资产(最新摊薄)	3.22	5.37	5.89	6.52	7.22
<b>估值比率</b>					
P/E	11.4	6.1	11.9	9.8	8.9
P/B	1.9	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.0	6.9	11.8	9.0	8.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn