



**买入**

**10% ↑**

目标价格: 人民币 18.80

原目标价格: 人民币 19.80

600395.CH

价格: 人民币 17.05

目标价格基础: 23倍12年市盈率

板块评级: 中立

# 盘江股份

**前三季度净利润同比减少10%，大幅低于预期，短期股价承压**

12年1-9月归属于母公司净利润同比下降10%至11.87亿元，每股收益0.72元。3季度每股收益环比大幅下降61%至0.11元，低于预期，主要由于3季度焦煤价格暴跌以及期间费用率控制欠佳（职工工资上涨、财务费用上涨）有关。响水矿的注入预计短期不会启动。我们预计4季度业绩与3季度相似。我们将12、13、14年每股收益分别下调25%、30%和18%。由于业绩低于预期，估值较贵，短期股价将承压。我们看好公司中长期发展，维持公司的买入评级，小幅下调目标价至18.80元。

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27	2	1	4
相对新华富时A50指数	28	(2)	3	13

发行股数(百万)	1,655
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	28,213
3个月日均交易额(人民币 百万)	202
净负债比率(%) (2012E)	8.2
主要股东(%)	
贵州盘江煤电责任有限公司	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年10月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤业

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

## 支撑评级的要点

- 3季度业绩低于预期的原因除了焦煤价格3季度开始暴跌外，还有职工工资仍然缓慢提升(预计6%左右)引发管理费用率和成本的相对提升，以及松水矿财务费用高居不下带来财务费用率的提升。
- 3季度利润率环比下降明显。毛利率由46%下降至33%，净利润率由21%下降至11%。
- 目前公司煤价企稳，但没有出现上涨，4季度由于是旺季，销量会好一些。我们预计4季度的业绩预3季度相仿。
- 响水矿证照没有办齐，短期资产注入不可能启动。
- “十二五”末公司煤炭产能预计4,000万吨，比目前增长2.8倍。12-15年煤炭产量年均复合增长28%，成长性较好，兼备资产注入题材，且受益于加快发展贵州的政策未来区域需求明显好于其他地区。但13年受综合煤炭售价下跌的影响，成长性不突出，预计13年每股收益增长2%。14年将是成长性最高的年份。

## 评级面临的主要风险

- 行业景气度大幅下滑，职工工资却仍会上涨，只是涨幅趋缓，对生产成本和管理费用率形成较大影响。
- 焦煤价格持续低位运行。

## 估值

- 由于煤价下跌和期间费用率超预期，我们下调公司12、13、14年盈利预测25%、30%和18%。短期估值较贵可能股价承压。但我们看好公司中长期优秀成长性，此外还具备资产注入题材以及未来较好的区域煤炭需求。维持买入评级并将目标价由19.80元小幅下调至18.8元。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,469	7,465	7,522	8,816	12,709
变动(%)	12.2	36.5	0.8	17.2	44.2
净利润(人民币 百万)	1,347	1,694	1,359	1,388	2,203
全面摊薄每股收益(人民币)	1.22	1.55	0.83	0.85	1.34
变动(%)	35.9	26.8	(46.4)	2.1	58.2
先前预测每股收益(人民币)			1.10	1.21	1.64
调整幅度(%)			(25)	(30)	(18)
全面摊薄市盈率(倍)	14.5	11.5	20.6	20.2	12.7
每股现金流量(人民币)	1.04	2.15	1.54	1.46	1.69
价格/每股现金流量(倍)	17.0	8.2	11.1	11.7	10.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	14.3	16.3	16.4	10.9
每股股息(人民币)	0.85	1.85	0.25	0.25	0.40
股息率(%)	5.0	10.9	1.5	1.5	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 2012年1-9月净利润同比下降10.3%，低于预期，管理费用、财务费用大幅增长

公司2012年1-9月归属于母公司净利润11.87亿元，同比下降10.3%。每股收益0.72元，同比下降40%，由于扩股所致。主营业务收入59.5亿元，同比增长9.5%。毛利润33.76亿元，同比增长7.7%。营业利润同比下降9.8%至14.11亿元，主要由于管理费用和财务费用的大幅增长。由于松河矿去年5月并表，本期较去年多负担4个月费用，管理费用同比增长30%至6.47亿元，财务费用同比增长167%至9,600万元。此外，我们认为与职工薪酬提高幅度较高有关，也与松河矿本身的财务费用较高有关。应收账款比年初增长211%至8.2亿元，比6月底增长32%，回款能力的减弱主要与下游钢铁等行业不景气直接相关。

尽管焦煤价格从3季度开始大跌，公司毛利率只同比下降1个百分点至43%。由于期间费用的增高，经营利润率、净利润率分别同比下降4个百分点至24%和20%。

图表 1. 12 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年1-9月	2012年1-9月	同比变动(%)
营业收入	5,433	5,950	9.5
营业成本	3,042	3,376	11.0
毛利润	2,391	2,574	7.7
营业税金及附加	211	354	68.0
销售费用	94	82	(12.7)
管理费用	498	647	30.1
财务费用	36	96	167.2
资产减值损失	(1)	0	(100.0)
投资净收益	11	16	52.0
营业利润	1,564	1,411	(9.8)
营业外收入	1	3	101.4
营业外支出	11	8	(34.2)
税前利润	1,554	1,406	(9.5)
所得税	234	210	(10.5)
少数股东损益	(4)	9	(363.7)
归属于母公司所有净利润	1,323	1,187	(10.3)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	1.20	0.72	(40.2)
稀释每股收益 (元)	1.20	0.72	(40.2)
每股经营活动产生现金净流量 (元)	1.97	1.01	(48.9)
毛利率 (%)	44	43	
经营利润率 (%)	29	24	
净利润率 (%)	24	20	
应收账款	264	823	211.3
期间费用率 (%)	12	14	

资料来源：公司数据

## 3季度单季度净利润环比大跌61%，利润率大幅下降

3季度净利润1.76亿元，环比下降61%。除了受煤价大跌影响外，期间费用率的大幅提升是低于预期的原因之一。1-9月期间费用率18%，高于1-6月的14%。在主营业务收入环比下降26%的情况下，管理费用、财务费用只环比下降1.6%和1.9%。管理费用率控制的不是很好，预计是工资薪酬并没有做相应减少，而松河矿的财务费用始终高居不下。

由于3季度焦煤价格的暴跌，利润率出现了明显的下跌。毛利率、经营利润率和净利润率分别下跌13个百分点、12个百分点和10个百分点至33%、13%和11%。

我们认为4季度的业绩情况与3季度相似，尽管目前焦煤价格有了反弹，但高度比较有限，总体综合煤价应该与3季度差不多。

**图表 2.2012年3季度单季环比业绩摘要**

(人民币, 百万)	2012年2季度	2012年3季度	环比变动 (%)
营业收入	2,179	1,611	(26.1)
营业成本	1,172	1,072	(8.5)
毛利润	1,006	538	(46.5)
营业税金及附加	170	50	(70.8)
销售费用	38	28	(26.6)
管理费用	233	230	(1.2)
财务费用	32	31	(1.9)
资产减值损失		0	---
投资净收益	6	6	(6.6)
营业利润	539	205	(61.9)
营业外收入	0	3	26,900
营业外支出	4	2	(47.7)
税前利润	535	206	(61.5)
所得税	81	30	(63.0)
少数股东损益	(0)	(0)	(67.6)
归属于母公司所有净利润	455	176	(61.3)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.42	0.11	(74.5)
稀释每股收益 (元)	0.42	0.11	(73.6)
毛利率 (%)	46	33	
经营利润率 (%)	25	13	
净利润率 (%)	21	11	
期间费用率 (%)	14	18	

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,469	7,465	7,522	8,816	12,709
销售成本	(3,034)	(4,128)	(4,538)	(5,506)	(7,756)
经营费用	(827)	(1,239)	(1,281)	(1,583)	(2,283)
息税折旧前利润	1,608	2,098	1,702	1,727	2,670
折旧及摊销	341	403	1,071	1,244	1,492
经营利润(息税前利润)	2,011	2,570	2,843	3,040	4,232
净利息收入/(费用)	(10)	(61)	(115)	(110)	(104)
其他收益/(损失)	2,011	2,570	2,843	3,040	4,232
税前利润	1,594	2,029	1,610	1,644	2,601
所得税	(247)	(323)	(244)	(249)	(392)
少数股东权益	0	(14)	(9)	(9)	(9)
净利润	1,347	1,694	1,359	1,388	2,203
核心净利润	1,347	1,694	1,359	1,388	2,203
每股收益(人民币)	1.22	1.55	0.83	0.85	1.34
每股股息(人民币)	0.85	1.85	0.25	0.25	0.40
收入增长(%)	20	36	1	17	44
息税前利润增长(%)	37	30	(19)	1	55
息税折旧前利润增长(%)	37	28	11	7	39
每股收益增长(%)	36	27	(46)	2	58

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,592	2,042	1,623	1,657	2,614
折旧与摊销	403	472	1,140	1,314	1,562
净利息费用	10	61	115	110	104
运营资本变动	(822)	252	55	(277)	(953)
税金	(247)	(323)	(244)	(249)	(392)
其他经营现金流	212	(128)	(137)	(137)	(140)
经营活动产生的现金流	1,148	2,376	2,554	2,419	2,796
购买固定资产净值	(368)	(952)	(1,800)	(2,600)	(2,800)
投资减少/增加	(219)	(450)	(459)	(459)	(459)
其他投资现金流	(1)	34	(500)	(500)	(500)
投资活动产生的现金流	(588)	(1,369)	(2,759)	(3,559)	(3,759)
净增权益	33	107	107	107	107
净增债务	(43)	(213)	1,186	2,200	2,500
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(508)	(761)	(1,119)	(1,119)	(1,119)
融资活动产生的现金流	(518)	(866)	174	1,188	1,488
现金变动	43	142	(31)	49	526
期初现金	941	1,005	1,126	1,095	1,143
公司自由现金流	561	1,007	(205)	(1,140)	(962)
权益自由现金流	(7)	(247)	(62)	18	496

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	984	1,147	1,095	1,143	1,670
应收帐款	237	270	272	319	459
库存	193	304	334	405	571
其他流动资产	1,860	2,818	2,364	2,771	3,993
流动资产总计	3,275	4,539	4,065	4,638	6,694
固定资产	3,308	5,805	6,535	7,890	9,199
无形资产	1,208	1,415	1,415	1,415	1,415
其他长期资产	503	465	435	435	435
长期资产总计	5,019	7,686	8,385	9,740	11,049
总资产	8,294	12,224	12,449	14,379	17,743
应付帐款	557	1,017	1,118	1,356	1,911
短期债务	151	324	424	624	624
其他流动负债	709	1,146	1,162	1,160	1,182
流动负债总计	1,416	2,487	2,704	3,140	3,717
长期借款	303	1,660	162	666	1,897
其他长期负债	187	600	585	585	585
股本	1,103	1,103	1,655	1,655	1,655
储备	5,223	5,837	6,796	7,776	9,323
股东权益	6,326	6,940	8,451	9,431	10,978
少数股东权益	61	538	547	556	565
总负债及权益	8,294	12,224	12,449	14,379	17,743
每股帐面价值(人民币)	5.73	6.29	5.11	5.70	6.63
每股有形资产(人民币)	4.63	4.99	4.24	4.83	5.75
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.48)	0.76	(0.31)	0.09	0.51

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	36.8	34.4	37.8	34.5	33.3
息税前利润率(%)	29.4	28.1	22.6	19.6	21.0
税前利润率(%)	29.1	27.4	21.6	18.8	20.6
净利率(%)	24.6	22.8	18.2	15.9	17.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.3	1.8	1.5	1.5	1.8
利息覆盖率(倍)	154.3	34.2	14.8	15.7	25.4
净权益负债率(%)	-	11.2	8.2	1.5	7.4
速动比率(倍)	2.2	1.7	1.4	1.3	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	14.5	11.5	20.6	20.2	12.7
市净率(倍)	3.1	2.8	3.3	3.0	2.6
价格/现金流(倍)	17.0	8.2	11.1	11.7	10.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	14.3	16.3	16.4	10.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	22.4	22.0	25.7	24.5	23.0
应收帐款周转天数	15.8	13.2	13.2	13.2	13.2
应付帐款周转天数	37.2	49.7	54.2	56.2	54.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	69.7	119.7	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	21.3	24.6	16.2	14.8	20.2
资产收益率(%)	16.4	14.5	11.6	10.2	12.8
已运用资本收益率(%)	23.5	22.2	17.8	15.3	19.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371