

盘江股份(600395.SH)

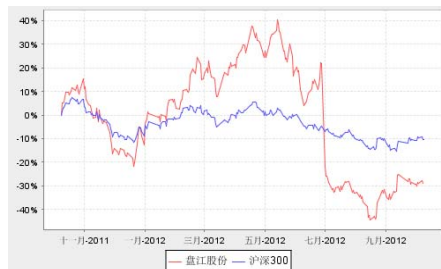
业绩大幅下滑，期待集团资产证券化

评级: 持有 **前次:** 买入
目标价(元): -
分析师: 刘昭亮 **联系人:** 王永辉
 S0740510120026
 021-20315150 021-20315201
 liuzl@r.qlzq.com.cn wangyh@r.qlzq.com.cn
 2012年10月25日

基本状况

总股本(百万股)	1655.05
流通股本(百万股)	1655.05
市价(元)	17.43
市值(百万元)	28847.55
流通市值(百万元)	28847.55

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5,469.24	7,464.93	8,206.23	7,973.22	9,719.17
营业收入增速	20.31%	36.49%	9.93%	-2.84%	21.90%
净利润增长率	35.88%	26.74%	-24.26%	-38.37%	41.20%
摊薄每股收益(元)	1.22	1.55	0.78	0.48	0.68
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	26.70	13.36	22.24	36.08	25.55
PEG	0.74	0.50	—	—	0.62
每股净资产(元)	5.73	6.29	4.12	4.60	5.28
每股现金流量	1.04	2.15	1.13	0.88	0.83
净资产收益率	21.27%	24.57%	18.92%	10.44%	12.85%
市净率	5.68	3.28	4.21	3.77	3.28
总股本(百万股)	1,103.37	1,103.37	1,655.05	1,655.05	1,655.05

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

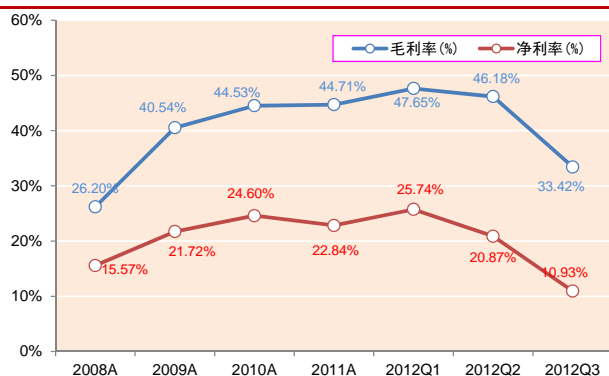
- 公司于10月25日发布三季度报告: 1~9月份, 公司实现营业收入59.5亿元, 同比增长9.53%; EPS为0.11元, 同比下降73.74%。其中, 7~9月份, 公司实现营业收入16.1亿元, 同比下降13.83%; EPS为0.11元, 同比下降73.74%, 环比下滑61.29%; 加权平均净资产收益率2.38%, 同比下降4.22个百分点。综合毛利率为33.42%, 较去年同期下降12.47个百分点。公司1~3季度EPS分别为0.34元、0.27元、0.11元(按最新股本计算), 三季度业绩环比下滑的主要原因是煤炭价格大幅下跌。
- 三季度公司产地主要煤炭价格混煤和精煤环比下跌60~150元/吨, 综合毛利率较二季度大幅下降12.76个百分点; 期间费用绝对额基本平稳, 但由于收入下滑导致三季度费用率环比被动增加4.06个百分点至17.96%。公司上半年以来提高商品煤洗出率及产品结构优化无法对冲煤价下跌对业绩的影响。根据我们对行业的判断, 我们认为, 随着下游钢铁行业回暖, 冶金煤大幅下跌的风险已经基本释放, 四季度冶金煤价格将以企稳为主, 考虑到翘尾因素影响, 预计四季度业绩仍将环比下滑。
- 煤炭价格调节基金下调大幅降低公司吨煤成本(体现在营业税金及附加)。自2012年8月1日起, 贵州省下调煤炭价格调节基金征收标准: 对原煤按含税销售价格的10%征收煤炭价格调节基金下调至4%(低于20元/吨的按20元征收)。按照上半年公司吨煤均价(含税)972.8元/吨计算, 吨煤成本下降58.3元/吨。因此公司三季度营业税金及附加项目环比降低1.2亿元。虽然三季度公司主产地煤炭价格大幅下跌, 我们测算本次价格调节基金下调仍将有效降低吨煤成本45~52元/吨, 对冲部分煤价下跌的影响, 预计降低2012年煤炭业务成本2.74~3.16亿元。
- 公司具有较强内生性增长能力, 未来公司煤炭产量进入高速成长期。其中公司拥有的在产、在建矿井总权益产能将在2015年达到2333万吨。

- (1) 目前, 公司主要有六对在产矿井, 煤种大多为稀缺焦煤, 可采储量 8 亿吨, 核定产能 1110 万吨。未来 1~2 年内在产矿井的改扩建将逐步完成, 核定产能有望提升 400 万吨至 1500 万吨。
 - (2) 公司控股的在建煤矿发耳煤矿二期 (90%, 贫瘦煤、主焦煤, 300 万吨) 和马依煤矿 (67%, 贫瘦煤, 960 万吨), 将在 2013~2014 年陆续进入投产期, 增加核定产能 1296 万吨。
 - (3) 公司参股松河煤矿 (25%, 主焦煤, 240 万吨) 已经进入试生产阶段, 而参股贵州首黔资源开发公司 (35%, 主焦煤, 360 万吨) 将在 2014 年投产, 增加核定产能 600 万吨。
- 我们看好公司的外延式扩张能力。公司作为贵州省煤炭资源整合的最大受益者, 特别是在直接控股股东“贵州盘江煤电有限责任公司”股权结构明晰化之后 (兖矿集团、华融资产、信达资产、建行不再持有“贵州盘江煤电有限责任公司”的股权), 大股东旗下非证券化资产注入到上市公司的进程可能加快。包括: 贵州盘南煤炭开发有限责任公司 36% 股权以及其它 2 家全资子公司 (盘江煤电勘测有限责任公司、盘江煤电集团煤矿设计有限公司) 股权。其中, 盘南煤炭开发投资公司的新投产成熟矿井响水矿, 煤种为主焦煤和无烟煤, 一期核定产能 400 万吨, 盈利预期较好。响水矿注入预期一直比较强烈, 我们预计未来上述资产打包进入上市公司的概率较大。另外, 贵州省将把盘江打造 5000 万吨以上的煤电集团, 未来六枝工矿和林东矿业等几大矿务局整合及资本运作值得关注。
 - 我们预测盘江股份 2012~2014 年归属于母公司净利润为 12.91 亿元、7.96 亿元和 11.24 亿元。对应 EPS 分比为 0.78 元、0.48 元和 0.68 元, 同比变化-49.68%、-38.46%和 41.67%。按照目前的股价对应的 PE 为 22 倍, 估值处于行业较高水平。综合考虑公司的成长性及估值, 降低公司评级至“持有”。

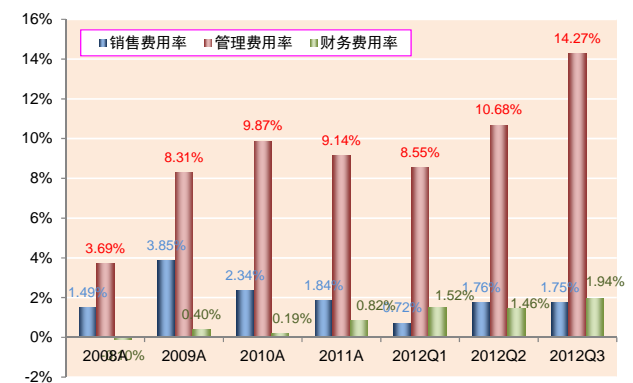
图表 1: 盘江股份主要盈利指标变化

主要盈利指标	2008A	2009A	2010A	2011A	年趋势图	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012M1-9	三季度环比	三季度同比	M1-9同比
营业总收入 (亿元)	41.04	45.46	54.69	74.65		21.61	21.79	16.10	59.50	-26.08%	-13.81%	9.53%
净利润 (亿元)	6.39	9.87	13.45	17.05		5.56	4.55	1.76	11.87	-61.29%	-60.59%	-10.28%
每股收益 (元)	0.39	0.60	0.81	1.03		0.34	0.27	0.11	0.72	-61.29%	-60.59%	-10.28%
净资产收益率 (%)	30.22%	18.49%	21.27%	24.57%		7.28%	6.22%	2.30%	15.53%	-3.92%	-3.95%	-3.00%
毛利率 (%)	26.20%	40.54%	44.53%	44.71%		47.65%	46.18%	33.42%	43.26%	-12.76%	-12.47%	-0.75%

来源: 齐鲁证券研究所 备注: 每股收益按最新股本计算

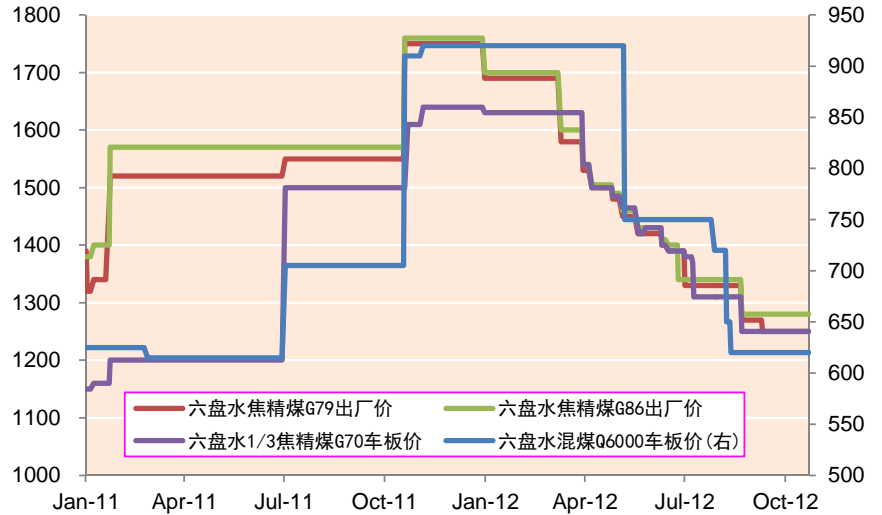
图表 2: 公司毛利率及净利率变化趋势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司销售、管理、财务费用率变化趋势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 公司产地煤炭价格三季度阶梯式大幅下降



来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	4,546	5,469	7,465	8,206	7,973	9,719	货币资金	941	984	1,147	2,884	2,887	4,275
增长率	10.77%	20.3%	36.5%	9.9%	-2.8%	21.9%	应收账款	1,188	2,046	2,492	2,826	2,746	3,347
营业成本	-2,703	-3,034	-4,128	-5,143	-5,665	-6,849	存货	179	193	304	285	314	380
%销售收入	59.5%	55.5%	55.3%	62.7%	71.1%	70.5%	其他流动资产	57	52	596	525	536	559
毛利	1,843	2,436	3,337	3,063	2,308	2,870	流动资产	2,364	3,275	4,539	6,521	6,483	8,562
%销售收入	40.5%	44.5%	44.7%	37.3%	28.9%	29.5%	%总资产	33.0%	39.5%	37.1%	47.2%	48.3%	56.7%
营业税金及附加	-117	-159	-420	-430	-255	-311	长期投资	276	499	389	389	389	389
%销售收入	2.6%	2.9%	5.6%	5.2%	3.2%	3.2%	固定资产	3,283	3,308	5,805	5,427	5,049	4,670
营业费用	-175	-128	-137	-118	-132	-153	%总资产	45.8%	39.9%	47.5%	39.2%	37.6%	30.9%
%销售收入	3.8%	2.3%	1.8%	1.4%	1.7%	1.6%	无形资产	1,247	1,208	1,415	1,415	1,415	1,415
管理费用	-375	-540	-682	-884	-894	-1,038	非流动资产	4,810	5,019	7,686	7,307	6,929	6,550
%销售收入	8.2%	9.9%	9.1%	10.8%	11.2%	10.7%	%总资产	67.0%	60.5%	62.9%	52.8%	51.7%	43.3%
息税前利润 (EBIT)	1,177	1,608	2,098	1,631	1,027	1,368	资产总计	7,174	8,294	12,224	13,828	13,411	15,112
%销售收入	25.9%	29.4%	28.1%	19.9%	12.9%	14.1%	短期借款	152	151	324	274	274	274
财务费用	-18	-10	-61	-128	-146	-173	应付账款	809	792	1,531	1,758	1,916	2,316
%销售收入	0.4%	0.2%	0.8%	1.6%	1.8%	1.8%	其他流动负债	403	473	632	2,162	784	951
资产减值损失	2	-2	-25	0	0	0	流动负债	1,364	1,416	2,487	4,194	2,974	3,541
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	345	303	1,660	1,660	1,660	1,660
投资收益	6	-2	17	17	50	126	其他长期负债	106	187	600	600	600	600
%税前利润	0.5%	—	0.8%	1.1%	5.3%	9.4%	负债	1,815	1,907	4,746	6,453	5,234	5,800
营业利润	1,167	1,594	2,029	1,520	932	1,321	普通股股东权益	5,331	6,326	6,940	6,824	7,620	8,744
营业利润率	25.7%	29.1%	27.2%	18.5%	11.7%	13.6%	少数股东权益	28	61	538	551	558	569
营业外收支	0	-2	13	13	13	13	负债股东权益合计	7,174	8,294	12,224	13,828	13,411	15,112
税前利润	1,166	1,592	2,042	1,533	945	1,334	比率分析						
利润率	25.7%	29.1%	27.4%	18.7%	11.9%	13.7%	每股指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-176	-247	-323	-230	-142	-200	每股收益 (元)	0.897	1.219	1.545	0.780	0.481	0.679
所得税率	15.1%	15.5%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产 (元)	4.832	5.733	6.289	4.123	4.604	5.283
净利润	990	1,345	1,719	1,303	803	1,134	每股经营现金净流 (元)	1.640	1.041	2.153	1.133	0.883	0.825
少数股东损益	0	0	14	12	7	11	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.850	0.850	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	990	1,345	1,705	1,291	796	1,124	回报率						
净利率	21.8%	24.6%	22.8%	15.7%	10.0%	11.6%	净资产收益率	18.57%	21.27%	24.57%	18.92%	10.44%	12.85%
							总资产收益率	13.80%	16.22%	13.95%	9.34%	5.93%	7.44%
							投入资本收益率	21.53%	25.36%	22.29%	22.97%	12.77%	17.66%
							增长率						
							营业总收入增长率	10.77%	20.31%	36.49%	9.93%	-2.84%	21.90%
							EBIT增长率	84.27%	36.70%	30.47%	-22.26%	-37.02%	33.13%
							净利润增长率	83.22%	35.88%	26.74%	-24.26%	-38.37%	41.20%
							总资产增长率	191.85%	15.60%	47.39%	13.12%	-3.01%	12.68%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	16.4	15.2	12.4	14.5	14.5	14.5
							存货周转天数	23.9	22.4	22.0	20.2	20.2	20.2
							应付账款周转天数	55.3	66.9	69.6	65.0	65.0	65.0
							固定资产周转天数	139.4	180.4	184.0	202.0	190.6	142.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-8.29%	-8.31%	11.20%	-12.88%	-11.65%	-25.14%
							EBIT利息保障倍数	64.9	154.3	34.2	12.7	7.0	7.9
							资产负债率	25.30%	22.99%	38.83%	46.67%	39.02%	38.38%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。