

分析师：李晶
执业证书编号：S0050510120015
Tel：010-59355904
Email：lijing@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



盘江股份 (600395. SH)

量价齐跌管理费用增长导致三季度盈利下降 61%

投资要点

● **前三季度净利润同比下降 10%，5 年内首次下滑。**2012 年前三季度公司实现营收 59.50 亿元，归属于母公司股东的净利润 11.87 亿元，同比分别增长 9.53%、-10.28%，每股收益 0.7170 元，摊薄净资产收益率 15.53%，同比下降 3 个百分点。第三季度公司实现营收、净利润同比分别下降 13.81%、60.59%，环比分别下降 26.08%、61.29%。

● **煤炭量价齐跌，期间费用增加，三季度盈利降至 5 年内低点。**第三季度六盘水地区 1/3 焦精煤、主焦煤均价环比下降 10%左右，动力煤价环比下降 19%，销量环比下降，合并松河矿导致管理费用、财务费用占比提高，三季度盈利能力大幅下降。

● **应收账款较年初大幅增加 2 倍。**三季度末应收账款总额达到 8.23 亿元，较年初增加 5.53 亿元，增幅 205%，占营收的比例由年初的 3.6%增至 13.8%。

● **内外部产能扩张确保高成长。**原有 6 个矿中有 5 个矿存在扩产计划，规划增产 430 万吨/年，在建发耳矿、马依矿合计产能 780 万吨/年，松河矿逐步达产，预计 2013-2015 年煤炭产能增速为 18%、22%、23%。另外，大股东旗下 880 万吨煤矿产能未来待注入上市公司。

● **下调盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 0.83、0.92、1.11 元/股。**下调煤价涨幅与产量增速，下调公司盈利预测，对应 2012-2014 年 PE 为 20.58、18.61、15.42 倍，估值较高。考虑到公司成长空间明确，区域优势突出，焦煤价格目前处于底部区域，维持“买入”评级。注意经济复苏进度低于预期，焦煤价格上涨乏力，成本超预期增长风险。

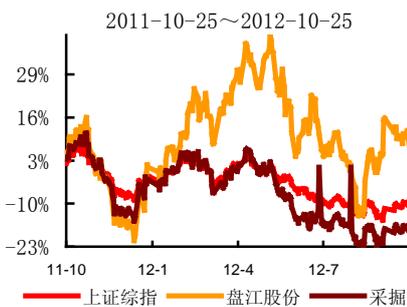
采掘

投资评级	
本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	

市场数据

市价(元)	17.05
上市的流通 A 股(亿股)	16.55
总股本(亿股)	16.55
52 周股价最高最低(元)	13.51-34.86
上证指数/深证成指	2115.99/8653.91
2011 年股息率	1.46%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	7464.93	7682.42	9143.14	11395.98
增长率(%)	36.48	2.91	19.01	24.64
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1704.98	1371.09	1515.97	1829.52
增长率(%)	26.74	-19.58	10.57	20.68
毛利率(%)	44.70	39.71	38.25	37.67
净资产收益率(%)	24.57	18.60	18.18	19.13
EPS(元)	1.55	0.83	0.92	1.11
P/E(倍)	16.55	20.58	18.61	15.42
P/B(倍)	4.70	3.83	3.38	2.95

来源：公司年报、民族证券

正文目录

前三季度净利润同比下降 10% 五年内首次下滑	3
煤炭量价齐跌 期间费用增加 三季度盈利能力降至近五年低点	3
应收账款较年初大增 2 倍	4
公司拟出资 10 亿元设立贵州盘江职业卫生技术服务有限公司	4
内外部产能扩张确保高成长	5
下调盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 0.83、0.92、1.11 元/股	5

图表目录

图 1：贵州六盘水地区 1/3 焦煤价格 3 季度大幅下跌	3
图 2：2012 年第三季度营收同比下降 14%	3
图 3：2012 年第三季度管理费率为 14.27%	3
图 4：2012 年第三季度财务费率为 1.94%	3
图 5：2012 年第三季度营业利润环比下降 62%	4
图 6：2012 年第三季度净利润环比下降 61%	4
图 7：2012 年前三季度应收账款较年初增长 205%	4
图 8：2012 年前三季度应收账款占营收比例为 14%	4
表 1：利润表简表	5
附录：财务预测表	6

前三季度净利润同比下降 10% 五年内首次下滑

2012 年前三季度公司实现营收 59.50 亿元，归属于母公司股东的净利润 11.87 亿元，同比分别增长 9.53%、-10.28%，每股收益 0.7170 元，摊薄净资产收益率 15.53%，同比下降 3 个百分点。

第三季度公司实现营收 16.10 亿元，归属于母公司股东的净利润 1.76 亿元，同比分别下降 13.81%、60.59%，环比分别下降 26.08%、61.29%，单季度每股收益 0.1064 元，单季度净资产收益率 2.35%，同比大幅下降 4.18 个百分点，环比下降 3.73 个百分点。第三季度公司净利润降至 2009 年以来最低点，净资产收益率降至 2008 年以来最低点。

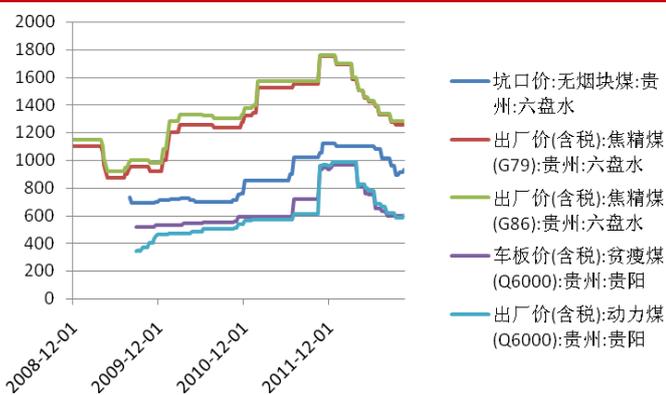
1-9 月份净利润增速 5 年内首次下降，源于焦煤价格大跌（9 月初贵州六盘水地区 1/3 焦精煤价格为 1225 元/吨，较年初累计下跌 255 元/吨或 17%，1-9 月均价同比下降 4%左右）、成本刚性增长（1-9 月营业成本同比增长 11%）、期间费用同比增长 31%，净利润及盈利能力均大幅下降。

煤炭量价齐跌 期间费用增加 三季度盈利能力降至近五年低点

煤炭销售量价齐跌，第三季度毛利率大幅下降。第三季度公司毛利率为 33.42%，同比、环比分别下降 12.48、12.76 个百分点，净利率为 10.92%，同比、环比分别下降 13.18、9.94 个百分点。第三季度六盘水地区 1/3 焦精煤、主焦煤均价环比下降 10%左右，贵阳动力煤含税车板价环比下降 19%，同时煤炭销售不畅，销量环比下降，导致营收规模下滑，同时营业成本刚性增长，毛利空间大幅挤压。

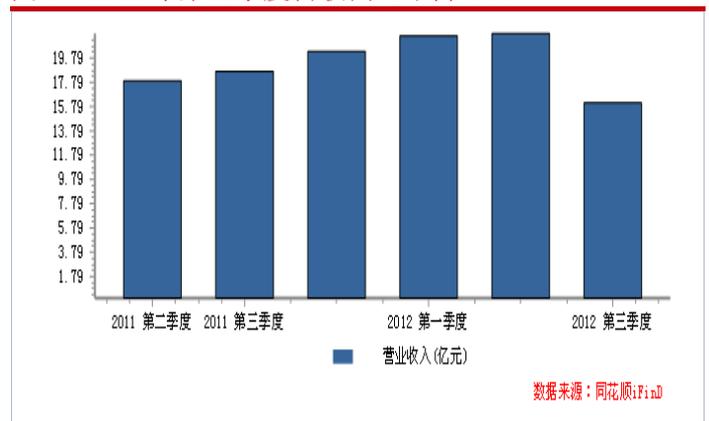
管理费用、财务费用侵蚀净利润空间。第三季度管理费用同比增长 21%，财务费用同比增长 41%，管理费用占营收的比例为 14.27%，同比、环比分别增加 4.13、3.59 个百分点，财务费用占营收的比例为 1.94%，同比、环比分别增加 0.76、0.48 个百分点，导致三季度营业利润同比下降 61.54%，环比下降 61.94%。管理费用、财务费用的增加主要是合并松河煤业所致。

图 1：贵州主焦煤、动力煤价格 3 季度大幅下跌



资料来源：同花顺，民族证券

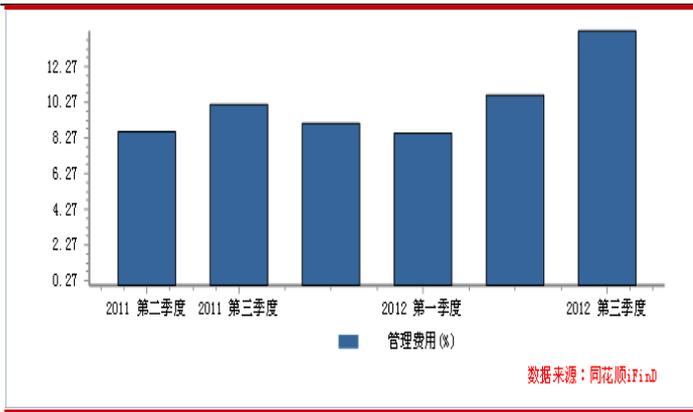
图 2：2012 年第三季度营收同比下降 14%



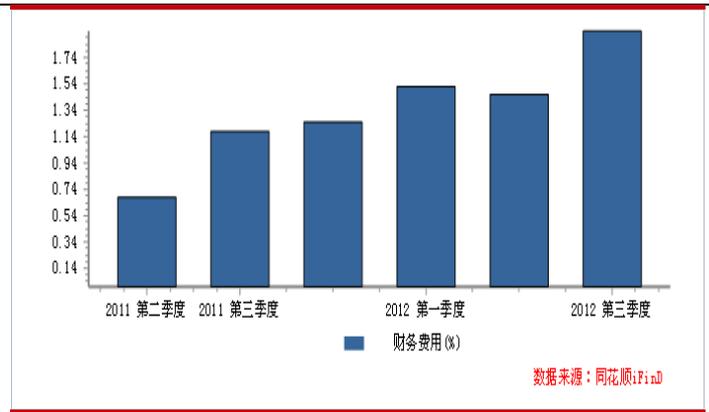
资料来源：同花顺，民族证券

图 3：2012 年第三季度管理费率为 14.27%

图 4：2012 年第三季度财务费率为 1.94%

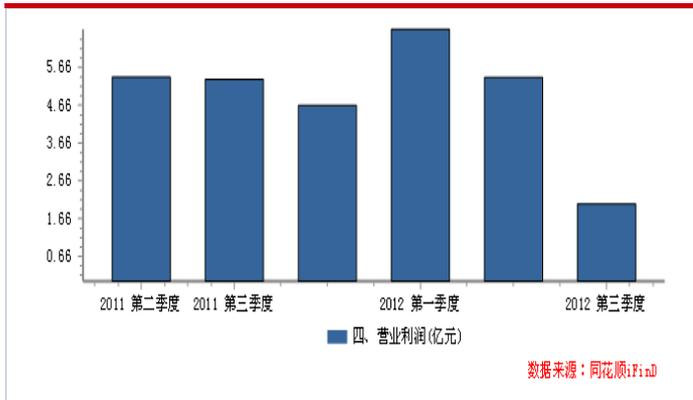


资料来源：同花顺，民族证券



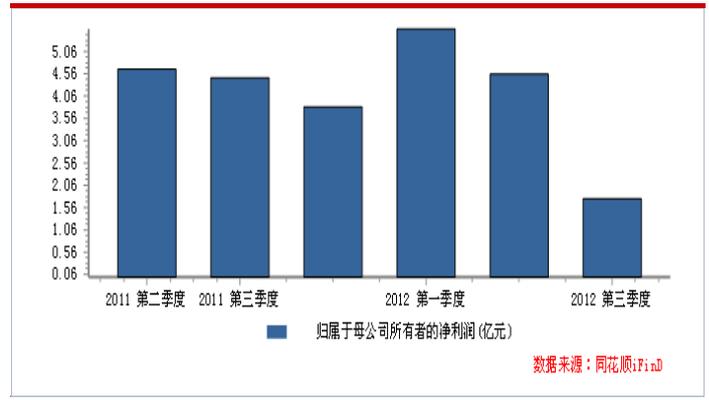
资料来源：同花顺，民族证券

图 5：2012 年第三季度营业利润环比下降 62%



资料来源：同花顺，民族证券

图 6：2012 年第三季度净利润环比下降 61%



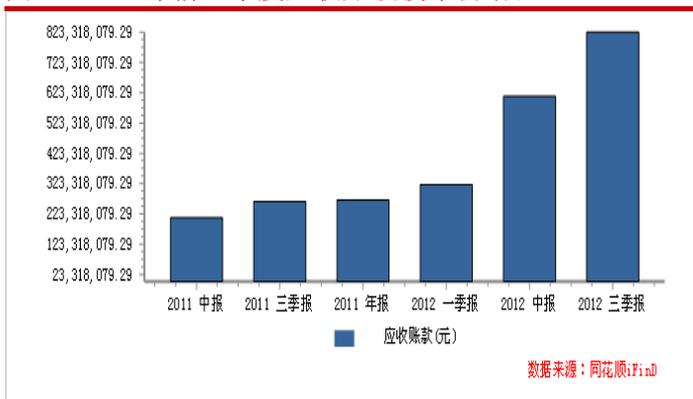
资料来源：同花顺，民族证券

应收账款较年初大增 2 倍

三季度末应收账款总额达到 8.23 亿元，较年初增加 5.53 亿元，增幅 205%，占营收的比例由年初的 3.6%增至 13.8%。

2012 年以来公司现金回款较慢，应收账款快速增加，营收质量下降。

图 7：2012 年前三季度应收账款较年初增长 205%



资料来源：同花顺，民族证券

图 8：2012 年前三季度应收账款占营收比例为 14%



资料来源：同花顺，民族证券

公司拟出资 10 亿元设立贵州盘江职业卫生技术服务有限公司

公司拟现金出资 10 亿元，设立全资子公司贵州盘江职业卫生技术服务有限公司（暂定名），拟定经营范围是职业卫生服务检测。设立全资子公司意在使公司在煤矿职业病预防工作中发挥积极作用，向社会开展有偿服务。预计对公司业绩影响不大。

内外部产能扩张确保高成长

扩能改造及新建矿 2013 年后集中释放产能。原有 6 个矿中有 5 个矿存在扩产计划，规划产能增加 430 万吨，在建发耳矿、马依矿合计产能 780 万吨/年，同时 2011 年 5 月份合并报表的松河矿正逐步达产，2013 年后公司产能将集中释放。预计 2013-2015 年公司产能增速为 18%、22%、23%。

大股东旗下煤矿存在资产注入预期。目前集团公司旗下拥有响水矿（400 万吨）、六枝工矿（300 万吨）及毕节地区整合的煤矿（180 万吨），合计产能约 880 万吨，是目前产能的 65%，未来为消除同业竞争，待条件成熟后，有资产注入预期，将带来股份公司的外延式扩张。

下调盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 0.83、0.92、1.11 元/股

下调煤价涨幅假设为 2012-2014 年 -4.5%、-2%、0%，调整吨煤成本涨幅为 -0.8%、2%、2%，小幅下调原煤产量假设为 2012-2014 年 1330、1580、1950 万吨，公司盈利预测下降至 0.83、0.92、1.11 元/股，对应 2012-2014 年 PE 为 20.58、18.61、15.42 倍，估值较高。

考虑到公司成长空间明确，区域优势突出，焦煤价格目前处于底部区域，下跌空间不大，四季度业绩预计环比降幅收窄或小幅回升，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏进度低于预期，焦煤价格上涨乏力；成本超预期增长。

表 1：利润表简表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,469	7,465	7,682	9,143	11,396
主营业务成本	3,034	4,128	4,631	5,646	7,103
主营业务税金及附加	159	420	461	549	684
主营业务利润	2,276	2,918	2,590	2,949	3,610
其他业务利润	-4	17	21	21	21
营业费用	128	137	100	119	148
管理费用	540	682	768	914	1,140
财务费用	10	61	115	137	171
EPS（元）	1.22	1.55	0.83	0.92	1.11

资料来源：民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,539	5,292	6,768	8,913
现金	1,147	1,425	2,158	3,162
应收账款	2,843	3,227	3,840	4,786
其它应收款	50	168	200	250
预付账款	173	210	250	312
存货	326	262	319	402
其他	0	1	2	3
非流动资产	7,686	8,901	10,549	13,060
长期投资	359	344	380	380
固定资产	5,805	7,221	8,595	10,712
无形资产	1,415	1,229	1,463	1,823
其他	106	107	111	144
资产总计	12,224	14,193	17,318	21,972
流动负债	2,487	3,869	4,705	5,914
短期借款	50	138	165	205
应付账款	1,220	1,189	1,452	1,827
其他	1,216	2,542	3,089	3,881
非流动负债	2,260	2,074	2,469	3,077
长期借款	1,660	1,536	1,829	2,279
其他	600	538	640	798
负债合计	4,746	5,943	7,174	8,991
少数股东权益	539	551	565	581
股本	1,103	1,655	1,655	1,655
资本公积金	2,887	2,887	2,887	2,887
留存收益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,940	7,373	8,341	9,564
负债和股东权益	12,225	14,193	16,905	20,836
现金流量表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1,959	1,092	1,987	2,895
净利润	1,705	1,371	1,516	1,830
折旧摊销	472	292	347	433
财务费用	61	115	137	171
投资损失	-17	-21	-21	-21
营运资金变动	-230	-607	80	504
其它	-32	-59	-72	-22
投资活动现金流	-3,050	-1,542	-1,954	-2,911
资本支出	-3,177	-1,522	-1,954	-2,911
长期投资	127	-20	0	0
其他	0	1	2	3
筹资活动现金流	1,254	-289	363	2,032
短期借款	50	88	115	155
长期借款	1,357	-388	-90	619
普通股增加	-153	-544	-314	1,732
资本公积增加	11	11	11	0
其他	-11	544	642	-475
现金净增加额	163	-739	396	2,015

利润表

单位：百万元	v	2012E	2013E	2014E	
营业收入	7,465	7,682	9,143	11,396	
营业成本	4,128	4,631	5,646	7,103	
营业税金及附加	420	461	549	684	
营业费用	137	100	119	148	
管理费用	682	768	914	1,140	
财务费用	61	115	137	171	
资产减值损失	25.14	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	17.01	21	21	21	
营业利润	2,029	1,628	1,800	2,172	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	2,029	1,628	1,800	2,172	
所得税	323	244	270	326	
净利润	1,719	1,384	1,530	1,846	
少数股东损益	14	12	14	17	
归属母公司净利润	1,705	1,371	1,516	1,830	
EBITDA	2,570	2,014	2,263	2,755	
EPS (元)	1.55	0.83	0.92	1.11	
主要财务比率		2011	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	36.49%	2.91%	19.01%	24.64%	
营业利润	27.29%	-19.77%	10.57%	20.68%	
归属母公司净利润	26.74%	-19.58%	10.57%	20.68%	
获利能力					
毛利率	44.71%	39.71%	38.25%	37.67%	
净利率	22.84%	17.85%	16.58%	16.05%	
ROE	24.57%	18.60%	18.18%	19.13%	
ROIC	17.07%	13.03%	12.64%	13.07%	
偿债能力					
资产负债率	38.83%	41.87%	41.42%	40.92%	
净负债比率	21.14%	18.84%	18.37%	17.18%	
流动比率	1.83	1.37	1.44	1.51	
速动比率	1.69	1.30	1.37	1.44	
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.54	0.53	0.52	
应收帐款周转率	2.63	2.38	2.38	2.38	
应付帐款周转率	121.85	100.00	100.00	100.00	
每股指标(元)					
每股收益	1.55	0.83	0.92	1.11	
每股经营现金	1.78	0.66	1.20	1.75	
每股净资产	6.29	4.45	5.04	5.78	
估值比率					
P/E	10.00	18.66	16.88	13.99	
P/B	2.46	3.47	3.07	2.68	
EV/EBITDA	7.85	14.31	12.96	10.94	

资料来源：公司报表、民族证券

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本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。

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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。