

分析师：李晶  
执业证书编号：S0050510120015  
Tel：010-59355904  
Email：lijing@chinans.com.cn  
地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)



## 盘江股份(600395.SH)

### 13年安全事故拖累业绩 在建矿投产时间延后

#### 投资要点

● **2012年业绩低于预期。**2012年公司实现营收78.82亿元，同比增长5.6%，归属母公司股东的净利润15.04亿元，同比下降11.81%，加权平均净资产收益率20.91%，同比下降5.12个百分点，每股收益0.91元。2013年1季度实现营收13.84亿元，同比下降35.96%，归属于母公司股东的净利润1.29亿元，同比下降76.90%，每股收益0.08元。公司拟每10股现金分红4.5元(含税)，占净利润的49.53%，延续高分红传统。

● **2012年煤炭量价齐涨，毛利率下降。**2012年煤炭销量同比增长2.5%，均价同比增长1%，使煤炭营收同比增长3.7%，其中精煤、混煤销量均增加，混煤、原煤售价上涨，弥补精煤价格下跌损失。人工成本增长16%带动吨煤成本增长7.7%，毛利率下降3.6个百分点至41%。

● **1季度受到安全事故影响产销量大幅下降。**12年11月24日公司参股36%的响水矿发生事故，13年1月18日金佳矿发生事故，3月份水城矿业马场煤矿发生事故，公司下属煤矿1季度停产整顿，产量同比下降23%左右。同时松河矿停产亏损并表拖累业绩，管理费率提升侵占利润空间。

● **盈利预测：2013-2015年每股收益0.68、0.72、0.81元/股。**受到1季度煤矿停产整顿影响13年煤炭产销量同比下降约10%，在建矿停产，复产时间不确定，投产时间预计延后。13年估值21倍，不具有吸引力，区位优势、焦煤煤种优势仍在，成长空间可期，考虑到当前焦煤产业链低迷及公司高估值情况，暂下调评级至“增持”评级。注意煤价跌幅大于预期、在建矿进度慢于预期、安全生产风险。

#### 采掘

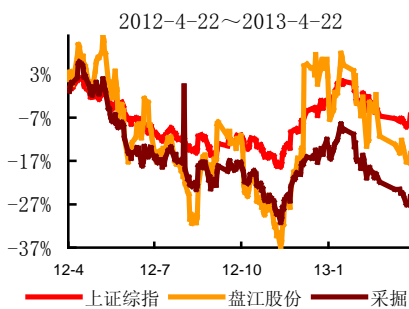
#### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	16.30

#### 市场数据

市价(元)	13.46
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)	34.86/12.46
上证指数/深证成指	2245/9111
2012年股息率	2.55%

#### 52周相对市场表现



#### 相关研究

《量价齐跌管理费用增长导致三季度盈利下降61%》 2012-10-25

#### 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7882.29	7472.56	9866.88	13257.24
增长率(%)	5.59	-5.20	32.04	34.36
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1503.58	1124.16	1187.99	1347.37
增长率(%)	-11.81	-25.23	5.68	13.42
毛利率(%)	41.62	33.48	33.49	32.16
净资产收益率(%)	19.76	14.07	13.61	14.04
EPS(元)	0.91	0.68	0.72	0.81
P/E(倍)	14.82	19.82	18.75	16.53
P/B(倍)	2.93	2.79	2.55	2.32

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

2012 年业绩低于预期 .....	3
2012 年煤炭量价齐涨 盈利能力下降 .....	3
1 季度受安全事故影响产销量大降 松河矿并表拖累业绩.....	3
安全事故预计推迟在建矿投产时间 .....	3
盈利预测：2013-2015 年每股收益 0.68、0.72、0.81 元/股 .....	3

## 图表目录

表 1：利润表简表 .....	4
附录：财务预测表 .....	5

## 2012 年业绩低于预期

2012 年公司实现营收 78.82 亿元，同比增长 5.6%，归属母公司股东的净利润 15.04 亿元，同比下降 11.81%，加权平均净资产收益率 20.91%，同比下降 5.12 个百分点，每股收益 0.91 元，低于预期。公司拟每 10 股现金分红 4.5 元（含税），占净利润的 49.53%，延续高分红传统。

12 年煤炭产销量增加支撑煤炭营收增长，12 年 3 季度煤炭价格调节基金的下调，导致营业税金及附加同比大降。

第 4 季度实现营收 19.32 亿元，净利润 3.16 亿元，环比增长 20%、80%，同比下降 5%、17%，好于预期。第 4 季度营业税金及附加环比下降 95%。

## 2012 年煤炭量价齐涨 盈利能力下降

2012 年原煤产量 1355 万吨，同比增长 10%，其中精煤、混煤分别增长 6%、3%。增量主要来自本部煤矿技改贡献和托管煤矿松河矿的增产，原煤产量分别增加 50 万吨、75 万吨。

2012 年商品煤销量 627 万吨，同比增长 18%。

2012 年煤炭价格同比增长 1%，其中混煤、原煤价格小幅上涨，精煤价格下跌。12 年有少量化工煤销售较好，对整体煤价有提振作用。

量价齐涨支撑煤炭业务营收同比增长 3.7%。

2012 年吨煤成本上涨 7.7%，主要是人工工资涨幅 16%所致。

煤炭业务毛利率为 40.67%，同比下降 3.6 个百分点，吨煤毛利 316 元/吨，同比减少 24 元或 7%。煤炭业务整体毛利下降 4.8%。

## 1 季度受安全事故影响产销量大降 松河矿并表拖累业绩

2013 年 1 季度实现营收 13.84 亿元，同比下降 35.96%，归属于母公司股东的净利润 1.29 亿元，同比下降 76.90%，每股收益 0.08 元。

1 季度由于下属煤矿金佳矿、参股的松河矿及六盘水地区水城矿业下属马场矿发生安全事故，导致 1 季度公司所属煤矿停产整顿，原煤产量约 230 万吨，较正常水平减少约 70 万吨。同时管理费率、财务费率提升，使净利润大幅下降。

松河矿 1 季度停产亏损，并表拖累业绩明显，目前松河矿处于联合试运转时期，证照尚不齐全，后续进展存在不确定性。

2012 年 11 月 24 日公司参股 36%的响水矿发生煤与瓦斯突出事故，2013 年 1 月 18 日金佳矿发生事故，受此影响公司下属煤矿停产整顿，2013 年 2 月 1、2、3、4、5 日土城、月亮田、火铺矿、老屋基、山脚树矿先后复产。受到六盘水地区煤矿事故的影响，3 月 15 日晚公司下属煤矿再次停产整顿，3 月底 4 月初公司下属煤矿除金佳矿外陆续复产。

## 安全事故预计推迟在建矿投产时间

13 年 1 季度贵州地区煤矿安全事故频发，公司在产矿停产整顿，在建矿停工。目前在建项目发耳矿、马依矿依然未复工，参股的松河矿由于安全事故挺产停工，目前正处于联合试运转期间，证照不全，后续在建矿投产的时间预计延后，13 年复工复产时间存在较大不确定性。金佳矿目前已停产近 3 个月，预计近期将复产。

## 盈利预测：2013-2015 年每股收益 0.68、0.72、0.81 元/股

根据公司规划，13 年原煤产量 1225 万吨，同比减少 130 万吨或 9.6%，煤炭价格预计同比持平或小幅下降。吨煤成本刚性增长将侵蚀利润空间。

公司看点在于 2014 年后在建矿产能释放及本部煤矿增产潜力，合计产能预计翻倍，支持煤炭业务盈利规模增长。

假设 2013-2015 年煤价同比增速为 0%、3%、0%，吨煤成本增速为 5%、5%、5%，原煤

产量预计 1225、1555、2110 万吨，预计 2013-2015 年每股收益为 0.68、0.72、0.81 元/股，对应 13 年动态 PE 为 20 倍，不具有估值吸引力。公司所处西南地区的区位优势、焦煤煤种优势仍在，成长空间可期。但考虑到当前焦煤产业链低迷、在建矿停产、估值较高的情况，暂下调评级至“增持”评级。给予 13 年 24 倍 PE 对应目标价 16.30 元。注意煤价跌幅大于预期、在建矿进度慢于预期、安全生产风险。

**表 1：利润表简表**

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	7,465	7,882	7,473	9,867	13,257
主营业务成本	4,128	4,601	4,971	6,563	8,993
主营业务税金及附加	420	357	374	493	663
<b>主营业务利润</b>	2,918	2,924	2,128	2,811	3,601
其他业务利润	17	21	40	40	40
营业费用	137	119	105	138	186
管理费用	682	874	971	1,283	1,723
财务费用	61	130	75	99	133
<b>EPS（元）</b>	1.55	0.91	0.68	0.72	0.81

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	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>4,711</b>	<b>6,396</b>	<b>6,149</b>	<b>8,487</b>
现金	813	2,641	1,192	1,816
应收账款	3,318	3,138	4,144	5,568
其它应收款	0	164	216	291
预付账款	172	205	270	363
存货	409	248	327	449
其他	1	2	3	4
<b>非流动资产</b>	<b>9,253</b>	<b>8,789</b>	<b>11,480</b>	<b>15,277</b>
长期投资	741	399	399	399
固定资产	6,942	7,024	9,275	12,462
无形资产	1,348	1,196	1,579	2,121
其他	222	169	227	295
<b>资产总计</b>	<b>13,964</b>	<b>15,185</b>	<b>17,630</b>	<b>23,765</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,862</b>	<b>4,107</b>	<b>5,422</b>	<b>7,404</b>
短期借款	300	299	395	530
应付账款	1,643	1,859	2,454	3,369
其他	1,919	1,949	2,573	3,504
<b>非流动负债</b>	<b>1,866</b>	<b>1,644</b>	<b>2,171</b>	<b>2,917</b>
长期借款	1,246	1,121	1,480	1,989
其他	620	523	691	928
<b>负债合计</b>	<b>5,728</b>	<b>5,751</b>	<b>7,593</b>	<b>10,320</b>
少数股东权益	627	368	311	323
股本	1,655	1,655	1,655	1,655
资本公积金	2,339	2,339	2,887	2,887
留存收益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7,609	7,989	8,727	9,599
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,964</b>	<b>14,933</b>	<b>18,331</b>	<b>20,243</b>
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,158</b>	<b>1,208</b>	<b>1,972</b>	<b>2,962</b>
净利润	1,504	1,124	1,188	1,347
折旧摊销	502	448	592	795
财务费用	130	75	99	133
投资损失	-21	-40	-40	-40
营运资金变动	88	4	312	904
其它	-44	-404	-178	-177
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,961</b>	<b>-378</b>	<b>-3,226</b>	<b>-4,525</b>
资本支出	-1,571	-378	-3,226	-4,525
长期投资	-390	0	0	0
其他	1	2	3	4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-531</b>	<b>50</b>	<b>1,298</b>	<b>2,356</b>
短期借款	250	249	345	396
长期借款	-678	-798	-180	329
普通股增加	104	-274	1,537	609
资本公积增加	-537	-537	0	0
其他	330	1,410	-404	1,023
<b>现金净增加额</b>	<b>-334</b>	<b>879</b>	<b>45</b>	<b>793</b>

**利润表**

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>7,882</b>	<b>7,473</b>	<b>9,867</b>	<b>13,257</b>
营业成本	4,601	4,971	6,563	8,993
营业税金及附加	357	374	493	663
营业费用	119	105	138	186
管理费用	874	971	1,283	1,723
财务费用	130	75	99	133
资产减值损失	17.397006	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	21.480518	40	40	40
<b>营业利润</b>	<b>1,804</b>	<b>1,017</b>	<b>1,331</b>	<b>1,600</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,804</b>	<b>1,017</b>	<b>1,331</b>	<b>1,600</b>
所得税	274	153	200	240
<b>净利润</b>	<b>1,529</b>	<b>865</b>	<b>1,131</b>	<b>1,360</b>
少数股东损益	25	-259	-57	12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,504</b>	<b>1,124</b>	<b>1,188</b>	<b>1,347</b>
EBITDA	2,432	1,500	1,982	2,488
EPS (元)	0.91	0.68	0.72	0.81

**主要财务比率**

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.59%	-5.20%	32.04%	34.36%
营业利润	-11.09%	-43.60%	30.84%	20.17%
归属母公司净利润	-11.81%	-25.23%	5.68%	13.42%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.62%	33.48%	33.49%	32.16%
净利率	19.08%	15.04%	12.04%	10.16%
ROE	19.76%	14.07%	13.61%	14.04%
ROIC	13.64%	10.32%	9.59%	9.34%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.02%	37.87%	43.07%	43.43%
净负债比率	21.15%	17.72%	20.08%	20.08%
流动比率	1.22	1.56	1.13	1.15
速动比率	1.11	1.50	1.07	1.09
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.49	0.56	0.56
应收帐款周转率	2.38	2.38	2.38	2.38
应付帐款周转率	146.27	150.00	150.00	150.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.91	0.68	0.72	0.81
每股经营现金	1.30	0.73	1.19	1.79
每股净资产	4.60	4.83	5.27	5.80
<b>估值比率</b>				
P/E	14.82	19.82	18.75	16.53
P/B	2.93	2.79	2.55	2.32
EV/EBITDA	10.63	16.89	13.19	11.00

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

李晶，具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

## 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](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。