

## 盘江股份 (600395. SH)

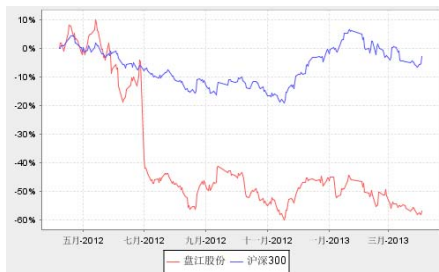
### 安全事故对业绩影响较大

**评级:** 持有      **前次:** 持有  
**目标价 (元):** -  
**分析师:** 研究助理  
 刘昭亮      王永辉  
 S0740510120026  
 021-20315150      021-20315201  
 liuzl@r.qlzq.com.cn      wangyh@r.qlzq.com.cn  
 2013年4月22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)	13.46
市值(百万元)	22277.00
流通市值(百万元)	22277.00

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	5,469.24	7,464.93	7,882.29	8,065.14	10,661.58
营业收入增速	20.31%	36.49%	5.59%	2.32%	32.19%
净利润增长率	35.88%	26.74%	-11.81%	-36.60%	38.67%
摊薄每股收益 (元)	1.22	1.55	0.91	0.58	0.80
前次预测每股收益 (元)	—	—	0.83	0.78	1.05
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	26.7	13.36	18.73	23.37	16.85
PEG	0.74	0.5	—	—	0.44
每股净资产 (元)	5.73	6.29	4.54	4.66	5.46
每股现金流量	1.04	2.15	0.86	1.07	0.91
净资产收益率	21.27%	24.57%	20.02%	12.35%	14.62%
市净率	5.68	3.28	3.75	2.89	2.46
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

- 事件:** 盘江股份于4月20日公布2012年年度报告以及2013年一季度报告, 好于此前预期:
  - 2012年, 公司实现营业收入78.8亿元, 同比增长5.59%; 归属于上市公司股东净利润15.04亿元, 同比下降11.81%; 每股收益0.91元, 同比下降11.84%; 加权平均净资产收益率20.9%, 较去年同期下降5.12个百分点。其中, 四季度EPS为0.19元, 环比增长79.8%, 同比下降17.1%。
  - 2013年Q1, 公司实现营业收入14亿元, 环比下降28.4%, 同比下降36%; 归属于上市公司股东净利润1.3亿元, 环比下降59.4%, 同比下降76.9%; 每股收益0.078元, 环比下降59.4%, 同比下降76.9%。

#### 点评:

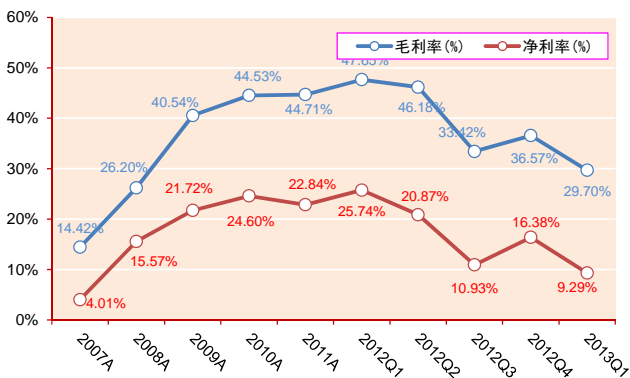
- 我们认为, 2012年业绩下降的主要原因是煤炭盈利能力下降以及期间费用的增加, 混煤涨价支撑综合煤价较为坚挺。其中, 四季度下游“焦-钢”产业链补库存, 冶金煤产销量增加, 推动业绩环比大幅改善。2013Q1, 受多起安全事故影响, 商品煤产销量下滑严重(测算影响原煤产量100~150万吨)。近期公司停产煤矿陆续复产后产销量正逐步恢复, 而盈利能力恢复程度取决于需求情况。
  - 产销量稳步上升, 煤炭业务盈利能力下降。2012年, 原煤产量1355万吨, 同比增长10.15%, 其中, 精煤417吨, 同比增长5.81%; 混煤489万吨, 同比增长2.87%。商品煤销量1013万吨, 同比增长2.54%。产品结构优化提升煤炭均价, 煤炭销售均价同比上涨16.3元至778元/吨。人工及材料费用等成本刚性增长, 吨煤成本上升37.4元至461元/吨; 由于煤价涨幅大于成本上升, 煤炭业务毛利率较去年同期下降3.64个百分点至40.7%, 吨煤毛利下降21元至316元/吨。

- 期间费用大幅增加。2012 年公司期间费用大幅增加 2.43 亿元或 27.6%，其中，管理费用增加 1.92 亿元（主要增额来自职工薪酬，折合 EPS 为 0.12）或 28.2%，财务费用增加 0.69 亿元或 112.6%（主要原因是报告期内公司合并松河煤矿）。预计 2013 年期间费用将维持较高水平。

#### 未来看点：

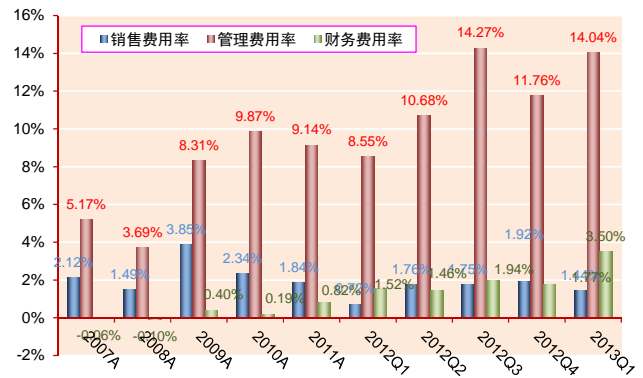
- 公司具有较强内生性增长能力，未来公司煤炭产量进入高速成长期。其中公司拥有的在产、在建矿井总权益产能将在 2015 年达到 2333 万吨。同时，公司作为西南地区做大的煤炭企业，在该地区拥有一定的区域定价能力。
  - （1）目前，公司主要有六对在产矿井，煤种大多为稀缺焦煤，可采储量 8 亿吨，核定产能 1110 万吨。未来 1~2 年内产矿井的改扩建将逐步完成，核定产能有望提升 400 万吨至 1500 万吨。
  - （2）公司控股的在建煤矿发耳煤矿二期（90%，贫瘦煤、主焦煤，300 万吨）和马依煤矿（67%，贫瘦煤，960 万吨），将在 2013~2014 年陆续进入投产期，增加核定产能 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。
- 公司的外延式扩张可能由于矿难的影响而延后。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，盈利预期相对较好，未来注入的可能性较大。但是由于去年该矿发生瓦斯爆炸的原因，从监管层面因素考虑可能会影响该矿的注入进程。
- 综合考虑煤价、煤矿事故以及新产能投放等因素，我们预测盘江股份 2013~2014 年归属于上市公司股东净利润为 9.53 亿元和 13.22 亿元。对应 EPS 为 0.58 元和 0.8 元，同比变化-36.6%和 38.7%。按照目前的股价对应 2013 年动态 PE 为 23 倍，估值处于行业较高水平。维持“持有”评级。

图表 1：盘江股份毛利率与净利率变化趋势



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：盘江股份期间费用率变化趋势



来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	<b>4,546</b>	<b>5,469</b>	<b>7,465</b>	<b>7,882</b>	<b>8,065</b>	<b>10,662</b>
增长率	10.77%	20.31%	36.5%	5.6%	2.3%	32.2%
营业成本	-2,703	-3,034	-4,128	-4,601	-5,471	-7,257
% 销售收入	59.5%	55.5%	55.3%	58.4%	67.8%	68.1%
毛利	1,843	2,436	3,337	3,281	2,594	3,405
% 销售收入	40.5%	44.5%	44.7%	41.6%	32.2%	31.9%
营业税金及附加	-117	-159	-420	-357	-371	-490
% 销售收入	2.6%	2.9%	5.6%	4.5%	4.6%	4.6%
营业费用	-175	-128	-137	-119	-122	-157
% 销售收入	3.8%	2.3%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-375	-540	-682	-874	-895	-1,174
% 销售收入	8.2%	9.9%	9.1%	11.1%	11.1%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	1,177	1,608	2,098	1,930	1,206	1,583
% 销售收入	25.9%	29.4%	28.1%	24.5%	15.0%	14.9%
财务费用	-18	-10	-61	-130	-116	-127
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.8%	1.7%	1.4%	1.2%
资产减值损失	2	-2	-25	-17	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	-2	17	21	50	126
% 税前利润	0.5%	—	0.8%	1.2%	4.4%	8.0%
营业利润	1,167	1,594	2,029	1,804	1,141	1,582
营业利润率	25.7%	29.1%	27.2%	22.9%	14.1%	14.8%
营业外收支	0	-2	13	-1	-1	-1
税前利润	1,166	1,592	2,042	1,803	1,140	1,581
利润率	25.7%	29.1%	27.4%	22.9%	14.1%	14.8%
所得税	-176	-247	-323	-274	-171	-237
所得税率	15.1%	15.5%	15.8%	15.2%	15.0%	15.0%
净利润	990	1,345	1,719	1,529	969	1,344
少数股东损益	0	0	14	25	16	22
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>990</b>	<b>1,345</b>	<b>1,705</b>	<b>1,504</b>	<b>953</b>	<b>1,322</b>
净利率	21.8%	24.6%	22.8%	19.1%	11.8%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
净利润	990	1,345	1,719	1,529	969	1,344
少数股东损益	0	0	0	0	16	22
非现金支出	290	405	497	502	377	377
非经营收益	16	24	1	46	47	-38
营运资金变动	514	-625	159	-649	384	-173
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,810</b>	<b>1,148</b>	<b>2,376</b>	<b>1,428</b>	<b>1,793</b>	<b>1,532</b>
资本开支	684	368	952	1,008	1	1
投资	-181	-225	-459	-140	0	0
其他	0	5	42	23	50	126
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-866</b>	<b>-588</b>	<b>-1,369</b>	<b>-1,126</b>	<b>49</b>	<b>125</b>
股权募资	289	33	107	69	0	0
债权募资	-3	-43	-213	126	-300	0
其他	-661	-508	-761	-835	-96	-832
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-374</b>	<b>-518</b>	<b>-866</b>	<b>-640</b>	<b>-396</b>	<b>-832</b>
<b>现金净流量</b>	<b>570</b>	<b>43</b>	<b>142</b>	<b>-338</b>	<b>1,446</b>	<b>825</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	941	984	1,147	813	2,243	3,046
应收账款	1,188	2,046	2,492	3,318	2,778	3,672
存货	179	193	304	229	303	402
其他流动资产	57	52	596	352	289	325
流动资产	2,364	3,275	4,539	4,711	5,613	7,445
% 总资产	33.0%	39.5%	37.1%	33.7%	38.7%	46.7%
长期投资	276	499	389	801	801	801
固定资产	3,283	3,308	5,805	6,942	6,564	6,187
% 总资产	45.8%	39.9%	47.5%	49.7%	45.3%	38.8%
无形资产	1,247	1,208	1,415	1,348	1,348	1,348
非流动资产	4,810	5,019	7,686	9,253	8,876	8,498
% 总资产	67.0%	60.5%	62.9%	66.3%	61.3%	53.3%
<b>资产总计</b>	<b>7,174</b>	<b>8,294</b>	<b>12,224</b>	<b>13,964</b>	<b>14,489</b>	<b>15,944</b>
短期借款	152	151	324	1,087	787	787
应付账款	809	792	1,531	2,096	1,857	2,462
其他流动负债	403	473	632	679	1,518	1,024
流动负债	1,364	1,416	2,487	3,862	4,163	4,273
长期贷款	345	303	1,660	1,246	1,246	1,246
其他长期负债	106	187	600	620	620	620
<b>负债</b>	<b>1,815</b>	<b>1,907</b>	<b>4,746</b>	<b>5,728</b>	<b>6,029</b>	<b>6,139</b>
普通股股东权益	5,019	6,194	7,104	7,509	7,717	9,039
少数股东权益	28	61	538	627	643	665
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,862</b>	<b>8,162</b>	<b>12,389</b>	<b>13,864</b>	<b>14,389</b>	<b>15,843</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.897	1.219	1.545	0.908	0.576	0.799
每股净资产 (元)	4.549	5.614	6.438	4.537	4.663	5.462
每股经营现金净流 (元)	1.640	1.041	2.153	0.863	1.074	0.912
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.450	0.450	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.87%	21.72%	24.00%	20.02%	12.35%	14.62%
总资产收益率	21.98%	16.48%	13.76%	10.85%	6.62%	8.34%
投入资本收益率	37.13%	26.01%	21.83%	18.48%	13.95%	17.06%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	10.77%	20.31%	36.49%	5.59%	2.32%	32.19%
EBIT 增长率	84.27%	36.70%	30.47%	-8.02%	-37.49%	31.25%
净利润增长率	83.22%	35.88%	26.74%	-11.81%	-36.60%	38.67%
总资产增长率	14.65%	18.94%	51.79%	11.91%	3.76%	10.04%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	11.1	15.2	12.4	21.3	14.5	14.5
存货周转天数	13.3	22.4	22.0	21.1	20.2	20.2
应付账款周转天数	33.5	66.9	69.6	86.1	65.0	65.0
固定资产周转天数	81.4	180.4	184.0	218.7	204.9	142.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-19.16%	-8.48%	10.95%	18.69%	-2.51%	-10.44%
EBIT 利息保障倍数	-149.8	154.3	34.2	14.8	10.4	12.4
资产负债率	21.13%	23.36%	38.31%	41.32%	41.90%	38.75%

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。