盘江股份

一季报业绩欠佳，费用控制欠佳

持有 **8%** ⬇

目标价格: 人民币 6.00

原目标价格: 人民币 8.16

600395.CH

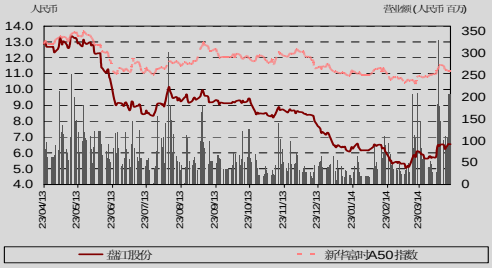
价格: 人民币 6.54

目标价格基础: 24 倍 14 年市盈率

板块评级: 中立

13 年归属母公司净利润 4.8 亿元，同比下降 68%，每股收益 0.29 元，基本符合预期。但 14 年 1 季度净利润同比下降 22%至 1.01 亿元，环比下降 18%，每股收益 0.06 元，表现欠佳。公司的费用管理欠佳，尽管在矿难和行业景气度下降的双重打压下，13 年公司管理费用中职工薪酬仍有 15%的增长让人觉得遗憾，管理费用率由 11%大幅提升至 17%，是影响业绩的原因之一。公司估值较贵，动态市盈率 26 倍，市净率 1.5 倍。基于 24 倍 14 年市盈率，我们将目标价由 8.16 元下调至 6.00 元。维持*持有*评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9.9)	12.0	5.7	(50.2)
相对新华富时 A50 指数	(6.2)	6.1	3.3	(36.4)

发行股数 (百万)	1,655
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	10,824
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	67
净负债比率 (%) (2014E)	29
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 2014 年 4 月 18 日收市价为标准

支撑评级的要点

- 公司 13 年实现归属母公司净利润 4.8 亿元，同比下降 68%，每股收益 0.29 元，基本符合预期。营业收入同比下降 27%至 57.84 亿元。受矿难停产的影响，产量大幅下降 29%至 960 万吨，精煤占比提高，综合煤价下降 10%至 702 元。
- 尽管去年 1 季度基数较低，但 14 年 1 季度净利润同比下降 22%至 1.01 亿元，环比下降 18%，表现欠佳。
- **费用控制较差。**管理人员职工薪酬逆势增长 15%至 5.1 亿元。在矿难和行业景气度下降的双重打压下，公司管理人员职工薪酬仍能增长 15%让人觉得遗憾（12 年在行业景气度锐减下，管理费用中职工薪酬同样同比大幅增长 34%）。由于 13 年管理费用率从 11%大幅提升至 17%，管理费用率与业绩敏感度较大，1 个百分点变化将带来 13%的净利润变化，而职工薪酬占管理费用超过 50%，未来能否控制费用将是除了煤价外对业绩影响较大的因素，值得关注。
- 电力业务表现欠佳，毛利率-11%。发电量减少 4%至 4.61 亿度。
- 建议关注贵州国企改革对公司经营的影响及调整。

评级面临的主要风险

- 贵州矿难频发，安全生产受到挑战。
- 受矿难影响，公司未来经营发展存在不确定性

估值

- 基于 24 倍 14 年市盈率，我们将目标价由 8.16 元下调至 6.00 元，维持*持有*的评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	7,882	5,784	6,297	8,108	9,552
变动 (%)	5.6	(26.6)	8.9	28.8	17.8
净利润 (人民币 百万)	1,504	472	402	492	572
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.91	0.29	0.25	0.30	0.35
变动 (%)	(41.2)	(68.1)	(14.4)	21.8	15.9
先前预测每股收益 (人民币)			0.28	0.34	
调整幅度 (%)			(11)	(11)	
全面摊薄市盈率(倍)	7.2	22.6	26.4	21.6	18.7
每股现金流量 (人民币)	0.86	0.55	0.76	0.60	0.83
价格/每股现金流量 (倍)	7.6	11.9	8.6	10.9	7.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.4	21.1	19.3	16.5	15.0
每股股息 (人民币)	0.45	0.30	0.12	0.15	0.17
股息率 (%)	6.9	4.6	1.9	2.3	2.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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

13 年净利润同比下降 68%至 4.8 亿元，费用控制较差

公司 13 年实现归属母公司净利润 4.8 亿元，同比下降 68%，每股收益 0.29 元，基本符合预期。营业收入同比下降 27%至 57.84 亿元，主要由于二次矿难停产导致煤炭产量大幅下降以及煤价下跌。生产成本下降 18%，毛利润下 39%至 20 亿元。期间费用率由 14%上升大幅至 22%，主要由于管理费用和财务费用大幅增长，其中管理费用大幅增长是主因，管理费用增长 12%至 9.8 亿元，管理人员职工薪酬逆势增长 15%至 5.1 亿元。在矿难和行业景气度下降的双重打压下，公司管理人员职工薪酬仍能增长 15%实在让人觉得遗憾（12 年年报管理费用中职工薪酬同比增长 34%）。由于 13 年管理费用率从 11%大幅提升至 17%，管理费用率与业绩敏感度较大，1 个百分点变化将带来 13%的净利润变化，未来能否控制费用将是除了煤价外对业绩影响较大的因素，值得关注。

毛利率由 42%下降至 35%，经营利润率由 23%下降至 7%，净利润率由 19%下降至 8%。净资产收益率由 21%下降至 7%。每股经营性现金流下降 37%至 0.55 元。

受矿难影响产量大幅下降 29%至 960 万吨，精煤占比提高，综合煤价下降 10%至 702 元

受矿难影响，13 年公司自产煤 960 万吨，同比下降 29%，年内共销售煤炭 770 万吨，同比下降 24%。由于精煤占销量比例由 31%提升至 39%，综合煤炭售价下降 10%至 702 元，低于行业平均水平。生产成本同比持平至 346 元。尽管煤炭业务收入的占比由 99.97%下降到 93%，但煤炭业务毛利占比达到 103%（由于电力业务亏损）

电力业务表现欠佳，毛利率-11%。发电量减少 4%至 4.61 亿度。

公司 14 年的经营目标值原煤产量 1,265 万吨，发电量 4.875 亿度，收入 62.81 亿元。

尽管去年 1 季度基数较低，但 14 年 1 季度净利润同比下降 22%至 1.01 亿元，环比下降 18%，表现欠佳

公司今年 1-3 月实现归属母公司净利润 1.01 亿元，同比下降 22%，环比下降 18%，基本每股收益 0.06 元，表现欠佳。尽管去年 1 季度矿难停产的影响最大，基数原因，今年同期产量明显增长，由于 1 季度以来焦煤价格的直线下降，导致收入同比下降 2%至 13.4 亿元。期间费用率同比由 19%提升至 21%，其中管理费用增长 12.6%。毛利率由 30%提高至 32%，净利润率由 9%降至 7.4%，净资产收益率由 1.7%降至 1.4%。

图表 1. 13 年业绩摘要

(人民币，百万)	2012	2013	同比变动(%)
营业收入	7,882	5,784	(26.6)
营业成本	4,601	3,784	(17.8)
毛利润	3,281	2,000	(39.1)
营业税金及附加	357	306	(14.3)
销售费用	119	90	(24.8)
管理费用	874	983	12.4
财务费用	130	173	33.2
资产减值损失	17	11	(39.1)
投资净收益	21	(7)	(131.2)
营业利润	1,804	430	(76.1)
营业外收入	13	22	70.3
营业外支出	14	11	(21.2)
税前利润	1,803	442	(75.5)
所得税	274	128	(53.2)
少数股东损益	25	(167)	(760.9)
归属于母公司所有净利润	1,504	480	(68.1)
每股收益（人民币，元）			
基本每股收益（元）	0.91	0.29	(68.1)
每股经营活动产生现金净流量（元）	0.86	0.55	(36.5)
毛利率（%）	42	35	
经营利润率（%）	23	7	
净利润率（%）	19	8	
应收账款	651	753	16
期间费用率（%）	14	22	
净资产收益率-加权（%）	7	21	

资料来源：公司数据

图表 2. 13 年煤炭业务经营指标

	2012	2013	同比变动（%）
产量（百万吨）	13.55	9.60	(29.1)
销量（百万吨）	10.13	7.70	(24.0)
价格（元/吨）	778	702	(9.7)
成本（元/吨）	345	346	0.3
吨煤毛利（元/吨）	433	356	(17.7)
营业收入（百万元）	7,880	5,408	(31.4)
营业成本（百万元）	4,675	3,323	(28.9)
毛利率（%）	41	39	
煤炭收入占比（%）	100	93	
煤炭毛利占比（%）	0.98	1.04	

资料来源：公司数据,中银国际研究

图表 3. 14 年 1 季度业绩同比、环比比较

（人民币，百万）	2013 年 1 季度	2013 年 4 季度	2014 年 1 季度	环比变动(%)	同比变动(%)
营业收入	1,384	1,469	1,353	(7.9)	(2.3)
营业成本	973	922	922	0.0	(5.3)
毛利润	411	547	431	(21.2)	4.9
营业税金及附加	71	63	61	(4.2)	(14.4)
销售费用	20	27	19	(31.7)	(6.3)
管理费用	194	323	219	(32.2)	12.6
财务费用	48	44	47	8.5	(2.3)
资产减值损失	0	11	0	---	---
投资净收益	11	(10)	(1)	(85.7)	(113.1)
营业利润	88	134	84	(37.0)	(4.4)
营业外收入	0	19	0	(100)	(73)
营业外支出	2	5	0	(95.9)	(91.0)
税前利润	86	148	84	(43.2)	(2.5)
所得税	30	49	22	(55.0)	(26.0)
少数股东损益	(72)	(23)	(38)	67.5	(46.5)
归属于母公司所有净利润	129	122	101	(17.8)	(21.6)
每股收益（人民币，元）					
基本每股收益（元）	0.08	0.07	0.06	(17.8)	(21.6)
毛利率（%）	30	37	32		
经营利润率（%）	6.4	9.1	6.2		
净利润率（%）	9.3	8.3	7.4		
期间费用率（%）	19.0	26.8	21		
净资产收益率-加权（%）	1.7	1.7	1.4		

资料来源：公司数据

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	7,882	5,784	6,297	8,108	9,552
销售成本	(4,601)	(3,784)	(4,242)	(5,503)	(6,502)
经营费用	(1,351)	(1,379)	(1,375)	(1,771)	(2,086)
息税折旧前利润	1,930	621	680	834	964
折旧及摊销	412	383	830	978	1,127
经营利润 (息税前利润)	2,414	1,077	1,583	1,887	2,166
净利息收入/(费用)	(130)	(173)	(224)	(246)	(270)
其他收益/(损失)	2,414	1,077	1,583	1,887	2,166
税前利润	1,804	430	439	573	681
所得税	(274)	(128)	(121)	(156)	(185)
少数股东权益	(25)	167	80	70	69
净利润	1,504	472	402	492	572
核心净利润	1,504	472	402	492	572
每股收益(人民币)	0.91	0.29	0.25	0.30	0.35
每股股息(人民币)	0.45	0.30	0.12	0.15	0.17
收入增长(%)	6	(27)	9	29	18
息税前利润增长(%)	(8)	(68)	10	23	16
息税折旧前利润增长(%)	(6)	(55)	47	19	15
每股收益增长(%)	(41)	(68)	(14)	22	16

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,803	442	450	585	693
折旧与摊销	484	456	903	1,053	1,202
净利息费用	130	173	224	246	270
运营资本变动	(830)	71	(159)	(679)	(544)
税金	(274)	(128)	(121)	(156)	(185)
其他经营现金流	114	(107)	(43)	(56)	(60)
经营活动产生的现金流	1,428	906	1,255	992	1,376
购买固定资产净值	(1,008)	(765)	(1,000)	(1,100)	(1,200)
投资减少/增加	(118)	167	167	(22)	(22)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,126)	(598)	(833)	(1,122)	(1,222)
净增权益	69	0	0	0	0
净增债务	126	754	800	1,300	1,100
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(835)	(1,111)	(1,134)	(1,134)	(1,134)
融资活动产生的现金流	(640)	(357)	(334)	166	(34)
现金变动	(338)	(49)	87	37	121
期初现金	1,150	805	739	826	862
公司自由现金流	302	308	422	(128)	157
权益自由现金流	(650)	151	312	262	347

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	813	756	827	864	986
应收帐款	651	753	820	1,056	1,244
库存	229	172	193	250	296
其他流动资产	3,019	2,821	2,993	3,853	4,538
流动资产总计	4,711	4,502	4,833	6,024	7,064
固定资产	6,942	7,217	7,548	8,570	9,443
无形资产	1,348	1,312	1,312	1,312	1,312
其他长期资产	963	917	887	887	887
长期资产总计	9,253	9,446	9,747	10,769	11,642
总资产	13,964	13,948	14,580	16,793	18,706
应付帐款	1,153	1,235	1,384	1,796	2,122
短期债务	1,087	1,880	1,800	2,300	2,700
其他流动负债	1,622	1,548	1,871	2,795	3,367
流动负债总计	3,862	4,663	5,055	6,892	8,189
长期借款	1,246	1,179	1,300	1,500	1,900
其他长期负债	620	389	384	384	385
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655
储备	5,954	5,562	5,765	6,012	6,296
股东权益	7,609	7,217	7,420	7,667	7,951
少数股东权益	627	500	420	350	281
总负债及权益	13,964	13,948	14,580	16,793	18,706
每股帐面价值(人民币)	4.60	4.36	4.48	4.63	4.80
每股有形资产(人民币)	3.77	3.56	3.68	3.82	3.99
每股净负债/(现金)(人民币)	0.92	1.39	1.37	1.77	2.18

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	30.6	18.6	25.1	23.3	22.7
息税前利润率(%)	24.5	10.7	10.8	10.3	10.1
税前利润率(%)	22.9	7.6	7.2	7.2	7.3
净利率(%)	19.1	8.3	6.5	6.2	6.1
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	14.8	3.6	3.0	3.4	3.5
净权益负债率(%)	18.5	29.8	29.0	36.6	43.9
速动比率(倍)	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
估值					
市盈率 (倍)	7.2	22.6	26.4	21.6	18.7
市净率 (倍)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
价格/现金流 (倍)	7.6	11.9	8.6	10.9	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	21.1	19.3	16.5	15.0
周转率					
存货周转天数	21.1	19.4	15.7	14.7	15.3
应收帐款周转天数	30.1	47.6	47.6	47.6	47.6
应付帐款周转天数	53.4	78.0	80.2	80.9	81.1
回报率					
股息支付率(%)	49.5	103.5	49.5	49.2	49.0
净资产收益率 (%)	19.8	6.6	5.5	6.5	7.3
资产收益率 (%)	11.7	3.2	3.4	3.6	3.8
已运用资本收益率(%)	18.3	5.8	6.2	7.1	7.5

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

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，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