

## 盘江股份(600395.SH)

成本已无下降空间，关注业务转型和国企改革破题

### 改革破题

评级：**增持**

前次：**增持**

目标价(元)：

**8.58-9.06**

分析师

分析师

刘昭亮

李超

S0740510120026

S0740513070003

021-20315150

0531-68889533

liuzl@r.qlzq.com.cn

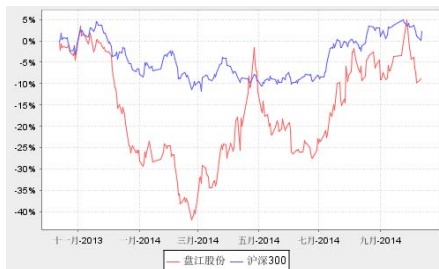
lichao@r.qlzq.com.cn

2014年10月29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)	8.05
市值(百万元)	12975.61
流通市值(百万元)	12975.61

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7,464.93	7,882.29	5,783.69	6,072.87	6,702.02
营业收入增速	36.49%	5.59%	-26.62%	5.12%	10.36%
净利润增长率	26.74%	-11.81%	-68.13%	10.34%	56.25%
摊薄每股收益(元)	1.55	0.91	0.29	0.32	0.50
前次预测每股收益(元)	—	—	—	0.35	0.52
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	13.36	18.73	27.76	25.16	16.1
PEG	0.5	—	—	4.91	1.55
每股净资产(元)	6.29	4.54	4.66	4.52	4.88
每股现金流量	2.15	0.86	1.07	0.91	1.29
净资产收益率	24.57%	20.02%	12.35%	13.68%	16.89%
市净率	3.28	3.75	1.99	5.57	3.30
总股本(百万股)	1,103.37	1,655.05	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28日公布了2014年三季报：报告期内，公司实现营业收入41.91亿元，同比下降2.87%；归属于母公司股东的净利润为3.72亿元，EPS为0.23元，同比增长4.17%；净资产收益率5.18%，同比增长0.18个百分点；毛利率为32.44%，同比增加0.26个百分点。一、二、三季度EPS分别为0.06元、0.10元和0.07元，三季度环比下滑30%。成本方面，吨煤成本及三项费用基本与去年同期持平，未来成本下降空间已不大。1~9月份公司业绩虽然实现小幅增长，但考虑到去年同期因矿难事故导致利润基数较小，煤价下跌实际上已导致盈利能力大幅减弱。我们判断四季度煤价将较三季度反弹约10%，公司四季度业绩也将环比好转。
- 内生性、外延式增长较慢，未来关注集团资产注入及公司煤炭电商业务的拓展。受矿难事故影响，目前马依矿和发耳矿均处于停建状态，技改矿金佳和火铺处于正常调试生产中可贡献部分增量，但总体较小。公司在控股股东“贵州盘江煤电有限责任公司”股权结构清晰化后，大股东旗下的非证券化资产本来有望逐步注入上市公司，其中注入可能性最大的井响水煤矿一期已建成投产，但2012年该矿发生瓦斯爆炸，导致资产注入进程将被迫停止，从而影响整个公司的外延式扩张步伐。公司2013年参股(20%)成立的西部红果煤炭交易公司，整合贵州煤炭资源，建立开放的煤炭电商平台，目前日成交近1万吨。公司作为西南区域龙头焦煤企业，在业务转型方面受惠于政策扶持，估值溢价也将高于同行。
- 投资策略：我们小幅调整公司的盈利预测，2014年~2015年归属于母公司的净利润为5.35亿元和8.26亿元，对应EPS分别为0.32元和0.50元。短期建议关注调控政策转向、产能行政收缩以及煤价反弹带来的估值修复机会，中期看贵州国资三年内完成“国有企业产权改革”对盘江股份经营效率的提升，长期可关注集团资产注入带来的持续扩张机会以及煤炭电商业务的拓展，维持公司“增持”评级，目标价8.58~9.06元。

图表 1: 盈利预测表

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(万元)	546924.15	746493.18	788229.24	578368.61	607287.04	670201.98
营业总成本(万元)	387358.42	545303.49	609987.67	534672.58	555508.85	584284.07
其中: 营业成本(万元)	303367.58	412759.62	460146.91	378417.24	412474.79	416599.54
毛利率(%)	44.53%	44.71%	41.62%	34.57%	32.08%	37.84%
营业税金及附加(万元)	15919.43	41970.01	35718.12	30592.81	32793.50	36190.91
营业税金及附加/营业收入(%)	2.91%	5.62%	4.53%	5.29%	5.40%	5.40%
销售费用(万元)	12822.43	13723.45	11921.07	8967.83	11877.54	12063.64
销售费用率(%)	2.34%	1.84%	1.51%	1.55%	1.96%	1.80%
管理费用(万元)	53987.18	68209.9	87439.27	98290.62	86399.97	99323.93
管理费用率(%)	9.87%	9.14%	11.09%	16.99%	14.23%	14.82%
财务费用(万元)	1042.29	6126.67	13022.6	17344.04	11963.05	20106.06
财务费用率(%)	0.19%	0.82%	1.65%	3.00%	1.97%	3.00%
资产减值损失(万元)	219.51	2513.84	1739.7	1060.04		
加: 公允价值变动净收益(万元)						
投资净收益(万元)	-174.77	1701.13	2148.05	-670.83	12600	12600
营业利润(万元)	159390.96	202890.82	180389.62	43025.20	64378.19	98517.90
加: 营业外收入(万元)	490.63	3226.71	1319.94	2248.58	2248.58	2248.58
减: 营业外支出(万元)	666.06	1878.61	1418.16	1117.77	1117.77	1117.77
利润总额(万元)	159215.53	204238.92	180291.39	44156.01	65509.00	99648.71
减: 所得税(万元)	24693.89	32303.17	27413.68	12831.58	9826.35	14947.31
所得税率(%)	15.51%	15.82%	15.21%	29.06%	15.00%	15.00%
净利润(万元)	134521.64	171935.75	152877.71	31324.43	55682.65	84701.41
减: 少数股东损益(万元)		1437.54	2520.13	-16654.46	2145.12	2145.12
归属于母公司所有者的净利润(万元)	134521.64	170498.21	150357.58	47978.89	53537.53	82556.28
净利率(%)	24.60%	22.84%	19.08%	8.30%	8.82%	12.32%
总股本(万股)	110336.79	110336.79	165505.19	165505.186	165505.1861	165505.186
基本每股收益(元)	1.22	1.55	0.91	0.29	0.32	0.50
基本每股收益(元)注: 按最新股本计算	0.81	1.03	0.91	0.29	0.32	0.50
YOY(%)	36.24%	26.74%	-11.81%	-68.09%	11.59%	54.20%
稀释每股收益(元)	1.22	1.55	0.91	0.29	0.32	0.50

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。