

盘江股份 (600395. SH)

二季度业绩改善明显，冶金煤区域龙头业

绩弹性大

 评级：**买入** 前次：买入

 目标价 (元)：**10.1**

分析师 联系人

刘昭亮 陈晨

S0740510120026

021-20315150

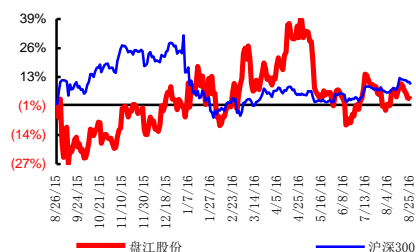
liuzl@r.qlzq.com.cn

2016年08月26日

基本状况

总股本(百万股)	1,655
流通股本(百万股)	1,655
市价(元)	8.48
市值(百万元)	14,035
流通市值(百万元)	14,035

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5,174.8	4,069.0	3,693.7	4,872.6	5,650.7
营业收入增速	-5.99%	-21.37	-9.22%	31.92%	15.97%
归属于母公司的净利润	307.21	23.21	222.71	662.72	807.03
净利润增长率	-34.98	-92.45	859.77	197.57	21.77%
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.01	0.13	0.40	0.49
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	64.22	585.56	63.39	21.30	17.49
PEG	—	—	0.07	0.11	0.80
每股净资产 (元)	3.66	3.42	3.54	3.95	4.43
每股现金流量	0.47	0.33	0.41	0.36	0.53
净资产收益率	5.08%	0.41%	3.80%	10.15%	11.00%
市净率	3.26	2.40	2.41	2.16	1.92
总股本 (百万股)	1,655.0	1,655.0	1,655.0	1,655.0	1,655.0

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：**公司披露 2016 年度中报：营业收入 15.41 亿元，同比下降 22.42%；归属于上市公司股东净利润 7.99 万元，同比下降 99.62%；扣非后归属于上市公司股东净利润为-3027 万元，同比下降 252.05%。其中，一季度实现归属于上市公司股东净利润-1.06 亿元，二季度 1.07 亿元。对其业绩表现，具体点评如下：
- 煤炭主业量价齐滑，毛利率大幅下滑 11 个百分点。**报告期内，公司商品煤销量 353.7 万吨，同比下滑 27.4 万吨，降幅为 7.2%，其中精煤销量 166.4 万吨，同比增长 16 万吨，混煤销量 182.8 万吨，同比下降约 48 万吨，平均销价为 410.3 元/吨，同比大幅下滑 17.9%。煤炭主业的量价齐跌，使得报告期内毛利率仅为 17.7%，同比大幅下滑 11 个百分点。
- 成本压缩力度大，二季度业绩改善明显。**从 1、2 季度分开来看，销量基本相同，但是二季度煤炭售价为 422.8 元/吨，环比上涨 6.3%，收入环比上涨 6.1%。面对较为低迷的行业状态，公司通过降薪裁员、修旧利废等方式大力缩减生产成本，尤其在 2 季度，公司吨煤成本为 313.7 元，环比大幅下滑 13.3%。2 季度毛利率为 26%，环比大涨 17 个百分点，正是 2 季度的业绩大幅改善，使得公司业绩从一季度的亏损实现了半年度的扭亏为盈。
- 政府研发资助增长明显，非经营性收益同比大幅上涨。**公司作为贵州省的龙头企业，拥有领先的技术和顶尖的人才优势，享受着更多的政府支持。报告期内公司收到政府补助 3554.9 万元，非经营性收益达到 3034.9 万元，同比大幅增长约 2900 万，涨幅约 22 倍。
- 期间费用总体下降，管理费用下降显著。**报告期内，公司期间费用合计为 3.81 亿元，同比下降了 15.2%。

其中，销售费用为 2.98 亿元，同比大幅下降约 8800 万元，或 22.8%，这主要得益于公司大力降薪裁员，降低了费用支出。财务费用方面，本期为 3991.8 万元，同比大涨 405%，这主要是因为公司为退休员工设置的受益计划，开始按月计提利息费用导致的。

- **非公开发行项目，提升煤热电一体化运行。**从 2015 年 11 月开始，公司已经三易非公开发行预案，删掉了煤层气开发项目，保留了老屋基低热值煤热电联产动力车间项目，拟募集投资资金 14.1 亿元，增设 2 套 150 兆瓦大型发电机组替代原有 30 兆瓦小型机组。该项目充分利用煤泥、煤矸石等发电，有利于节省资源成本、提高经济效益。
- **冶金煤即将迎来上涨时间窗口，下半年公司业绩有望持续改善。**当前焦煤供给收缩显著，而其港口库存和焦化厂库存都处于低位，随着迈入 9-10 月的冶金煤消费旺季，冶金煤有望迎来快速上涨的时间窗口。公司作为冶金煤区域龙头，客户需求稳定，业绩有望随着煤价上涨持续改善。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年归属于母公司的净利润分别为 2.23/6.63/8.07 亿元，同比增长 859.77%、197.57%、21.77%，折合 EPS 分别是 0.13/0.40/0.49 元/股，继续维持公司“买入”评级，给予 2017 年 25 倍 PE，目标价 10.1 元。
- **风险提示：**宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性；

图表 1：公司各项业务拆分详细表

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务								
煤炭业务合计								
煤炭业务收入(万元)	759,892	787,969	540,764	480,105	382,037	338,714	449,875	519,606
煤炭业务成本(万元)	423,253	467,536	332,335	304,094	295,456	235,540	278,376	321,524
毛利率(%)	44.30%	40.67%	38.54%	36.66%	22.66%	30.46%	38.12%	38.12%
煤炭产量(万吨)	1,230.00	1,354.90	960.04	997.34	925.19	832.67	915.94	1,007.53
商品煤销量(万吨)	988.00	1,013.13	770.15	752.35	808.43	716.10	806.03	886.63
商品煤洗出率(%)	80.33%	74.78%	80.22%	75.44%	87.38%	86.00%	88.00%	88.00%
吨煤均价(元/吨)	769.12	777.76	702.15	638.14	472.57	473.00	558.14	586.05
吨煤成本(元/吨)	428.39	461.48	431.52	404.19	365.47	328.92	345.37	362.64
吨煤毛利(元/吨)	340.73	316.28	270.63	233.95	107.10	144.08	212.77	223.41
吨煤毛利率(%)	44.30%	40.67%	38.54%	36.66%	22.66%	30.46%	38.12%	38.12%
电力业务								
电力业务收入(万元)	15369	17652	16832	17019	358.47	430.16	516.20	619.44
电力业务成本(万元)	14350	17918	18679	18786	412	453	499	549
毛利率(%)	6.63%	-1.51%	-10.97%	-10.38%	-14.98%	-5.40%	3.38%	11.43%
内部抵销								
营业收入(万元)	(40023.57)	(39157.72)	(19841.33)	(19227.09)	(3182.18)	(3000.00)	(3000.00)	(3000.00)
营业成本(万元)	(35630.76)	(39157.72)	(19841.33)	(19227.09)	(3182.18)	(3000.00)	(3000.00)	(3000.00)
主营业务合计								
主营业务收入(万元)	735238	766463	537754	477897	379214	336144	447391	517225
主营业务成本(万元)	401972	446296	331173	303653	292686	232994	275874	319072
毛利率(%)	45.33%	41.77%	38.42%	36.46%	22.82%	30.69%	38.34%	38.31%
其他业务								
其他收入收入(万元)	11,256	21,767	40,614	39,587	27,689	33,226	39,872	47,846
其他业务成本(万元)	10,787	13,851	47,244	41,585	24,852	28,580	32,867	37,797
合计								
营业收入(万元)	746493	788229	578369	517484	406902	369370	487263	565071
营业成本(万元)	412760	460147	378417	345237	317538	261573	308741	356869
毛利率(%)	44.71%	41.62%	34.57%	33.29%	21.96%	29.18%	36.64%	36.85%

来源：中泰证券研究所

图表 2：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	5,505	5,175	4,069	3,694	4,873	5,651
增长率	-30.16%	-6.0%	-21.4%	-9.2%	31.9%	16.0%
营业成本	-3,523	-3,452	-3,175	-2,616	-3,087	-3,569
% 销售收入	64.0%	66.7%	78.0%	70.8%	63.4%	63.2%
毛利	1,981	1,722	894	1,078	1,785	2,082
% 销售收入	36.0%	33.3%	22.0%	29.2%	36.6%	36.8%
营业税金及附加	-280	-161	-174	-149	-193	-228
% 销售收入	5.1%	3.1%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
营业费用	-74	-209	-63	-87	-115	-125
% 销售收入	1.3%	4.0%	1.5%	2.3%	2.4%	2.2%
管理费用	-881	-798	-474	-503	-646	-741
% 销售收入	16.0%	15.4%	11.6%	13.6%	13.3%	13.1%
息税前利润 (EBIT)	747	554	183	339	831	988
% 销售收入	13.6%	10.7%	4.5%	9.2%	17.1%	17.5%
财务费用	-53	-69	-77	-32	-33	-24
% 销售收入	1.0%	1.3%	1.9%	0.9%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-10	-97	-16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-98	-42	-74	-67	-65	-67
% 税前利润	—	—	—	—	—	—
营业利润	586	347	16	240	732	896
营业利润率	10.6%	6.7%	0.4%	6.5%	15.0%	15.9%
营业外收支	12	12	10	11	11	11
税前利润	598	359	26	251	743	907
利润率	10.9%	6.9%	0.6%	6.8%	15.3%	16.0%
所得税	-125	-52	-3	-29	-81	-100
所得税率	20.9%	14.5%	9.8%	11.4%	10.8%	11.0%
净利润	472	307	23	223	663	807
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	472	307	23	223	663	807
净利率	8.6%	5.9%	0.6%	6.0%	13.6%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	472	307	23	223	663	807
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	387	476	387	291	220	148
非经营收益	130	48	119	88	88	81
营运资金变动	-41	-61	24	73	-369	-153
经营活动现金净流	949	771	554	675	602	882
资本开支	661	290	311	-981	-666	-771
投资	123	-70	-52	0	0	0
其他	8	3	15	-67	-65	-67
投资活动现金净流	-529	-357	-348	914	601	704
股权筹资	0	78	0	0	0	0
债权筹资	343	-35	108	27	42	-452
其他	-748	-485	-297	-32	-50	-24
筹资活动现金净流	-405	-442	-189	-5	-8	-476
现金净流量	15	-28	17	1,584	1,195	1,110

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	756	615	633	2,216	3,411	4,521
应收款项	3,474	3,191	2,656	2,281	3,012	3,503
存货	172	123	137	116	132	153
其他流动资产	100	123	86	87	94	101
流动资产	4,502	4,053	3,512	4,700	6,649	8,277
% 总资产	32.3%	37.1%	33.9%	45.7%	58.5%	68.5%
长期投资	787	873	854	854	854	854
固定资产	7,217	4,671	4,705	3,641	2,925	2,175
% 总资产	51.7%	42.7%	45.4%	35.4%	25.7%	18.0%
无形资产	1,312	1,003	940	742	583	426
非流动资产	9,446	6,883	6,856	5,594	4,719	3,811
% 总资产	67.7%	62.9%	66.1%	54.3%	41.5%	31.5%
资产总计	13,948	10,936	10,367	10,294	11,367	12,088
短期借款	1,880	574	649	676	718	266
应付款项	2,275	2,039	2,032	1,695	2,039	2,362
其他流动负债	507	395	246	277	302	345
流动负债	4,663	3,008	2,928	2,649	3,059	2,973
长期贷款	1,179	60	92	92	92	92
其他长期负债	389	1,506	1,375	1,375	1,375	1,375
负债	6,231	4,573	4,394	4,115	4,526	4,440
普通股股东权益	7,217	6,050	5,660	5,867	6,529	7,336
少数股东权益	500	312	312	312	312	312
负债股东权益合计	13,948	10,936	10,367	10,294	11,367	12,088

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.285	0.186	0.014	0.135	0.400	0.488
每股净资产 (元)	4.361	3.655	3.420	3.545	3.945	4.433
每股经营现金净流 (元)	0.573	0.466	0.335	0.408	0.364	0.533
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.010	0.010	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.55%	5.08%	0.41%	3.80%	10.15%	11.00%
总资产收益率	3.39%	2.81%	0.22%	2.16%	5.83%	6.68%
投入资本收益率	6.39%	8.61%	3.16%	7.76%	21.88%	33.39%
增长率						
营业总收入增长率	-30.16%	-5.99%	-21.37%	-9.22%	31.92%	15.97%
EBIT增长率	-61.32%	-25.73%	-67.00%	85.51%	144.87%	18.84%
净利润增长率	-68.57%	-34.98%	-92.45%	859.77%	197.57%	21.77%
总资产增长率	-0.12%	-21.60%	-5.20%	-0.70%	10.43%	6.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.6	61.3	96.7	76.5	80.7	82.0
存货周转天数	20.8	15.6	15.0	16.1	15.7	15.7
应付账款周转天数	123.7	112.8	98.3	107.4	105.3	104.8
固定资产周转天数	334.0	293.2	263.4	235.7	111.1	47.0
偿债能力						
净负债/股东权益	29.85%	0.29%	1.82%	-23.44%	-38.02%	-54.42%
EBIT利息保障倍数	14.1	8.1	2.4	10.7	24.9	40.9
资产负债率	44.67%	41.82%	42.39%	39.98%	39.81%	36.73%

来源：中泰证券研究所

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:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。