



买入

34% ↑

目标价格:人民币 11.40

原目标价格:人民币 14.80

600395.CH

价格:人民币 8.48

目标价格基础:38倍 17年市盈率

行业评级:中立

盘江股份

优质、低估值的焦煤好标的

16年上半年归属母公司净利润7.99万元,同比下降99.6%,每股收益0.00元。2季度业绩表现靓丽,归属母公司净利润1.07亿元。我们预计2季度吨煤净利超过50元,显示了明显高于同业的较好盈利能力。公司是焦煤龙头公司,尽管近期有些负面消息,但我们认为已经包括在股价中,股价前期表现欠佳,随着焦煤价格的走高,和估值优势的体现,以及业绩的回归正常,作为为数不多的较优质且低估值的焦煤标的,公司股价有望有所表现。基于38倍17年市盈率,我们将目标价由14.90元下调至11.40元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2季度业绩表现靓丽。**公司16年上半年实现归属母公司净利润7.99万元,同比下降99.6%,每股收益0.00元。净利润大幅下降主要由于1季度亏损,2季度盈利,上半年盈亏平衡造成的可比数过低。但单看2季度业绩,归属母公司净利润1.07亿元,每股收益0.06元,表现靓丽(1季度仅为-0.06元,严重拖累了业绩)。
- **吨煤盈利明显高于同业。**公司自产煤419万吨,同比下降10.5%,销售煤炭354万吨,同比下降7.1%。综合煤炭售价下降17.6%至412元。生产成本同比下降1.2%至286元。自产精煤吨煤毛利为107元,混煤47元,平均吨煤毛利73元,显示了公司一贯的较好的盈利能力,2季度预计吨煤净利超过50元。由于地处西南地区,4季度是公司焦煤、动力煤的旺季,业绩有望继续提升。
- **精煤占比提升,销售结构优化。**售价更高、盈利更好的精煤产销量本期提升明显,精煤销量同比增加11%至166万吨,混煤产量下降21%至183万吨,精煤销量占比由39%提升至47%,混煤则从61%下降至52%。优化的销售结构使得综合煤价下降幅度(17.6%)小于行业平均水平(约25%)。
- 公司是焦煤龙头公司,尽管近期有些负面消息,但我们认为已经包括在股价中,股价前期表现欠佳,随着焦煤价格的走高,和估值优势的体现,以及业绩的回归正常,作为为数不多的较优质且低估值的焦煤标的,公司股价有望有所表现。
- **受益于所在区域更明显的供给收缩:**作为西南地区最大的煤炭企业和焦煤龙头企业,公司所处贵州省小煤矿多,未来3-5年计划淘汰7,000万吨产能,约占15年煤炭产量的41%,当然贵州还会上新的产能替换原有落后产能。但总体淘汰规模较大。公司周围省份不是产煤大省,且小煤矿、落后、不安全产能多,属于去产能相对容易的地区,供应收缩前景较好。公司区位优势比较明显。

评级面临的主要风险

- 煤价下跌;地质结构复杂,安全隐患相对多,也可能影响生产稳定性;供给侧改革低于预期。

估值

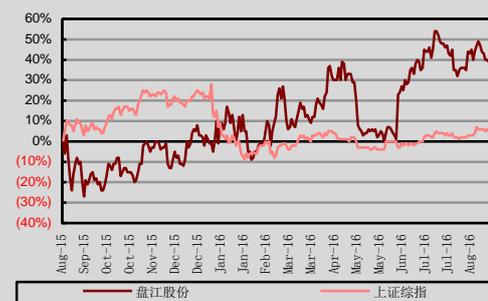
- 基于38倍17年市盈率,我们将目标价由14.90元下调至11.40元,维持买入评级。

投资摘要

年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	5,175	4,069	3,448	4,062	4,253
变动(%)	(10.5)	(21.4)	(15.3)	17.8	4.7
净利润(人民币百万)	301	22	251	498	511
全面摊薄每股收益(人民币)	0.19	0.01	0.15	0.30	0.30
变动(%)	(35.1)	(90.0)	732.6	95.2	2.5
先前预测每股收益(人民币)			0.05	0.08	0.10
调整幅度(%)			200	271	202
全面摊薄市盈率(倍)	45.1	604.9	56.6	28.6	28.1
每股现金流量(人民币)	0.47	0.33	0.49	0.29	0.47
价格/每股现金流量(倍)	18.2	25.3	17.2	28.9	18.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.1	73.4	32.2	0.0	0.0
每股股息(人民币)	0.16	0.01	0.11	0.21	0.22
股息率(%)	1.9	0.1	1.3	2.5	2.5

资料来源:公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	47.1	(2.0)	35.5	25.2
相对上证指数	65.0	(3.7)	26.5	21.7

发行股数(百万)	1,655
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	14,035
3个月日均交易额(人民币百万)	168
净负债比率(%) (2016E)	22
主要股东(%)	
贵州盘江投资控股(集团)有限公司	58

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以2016年8月25日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘:煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

16年上半年净利润同比下降99.6%至7.99万元

公司16年上半年实现归属母公司净利润7.99万元，同比下降99.6%，每股收益0.00元。净利润大幅下降主要由于1季度亏损，2季度盈利，上半年盈亏平衡造成的可比数过低。但单看2季度业绩，每股收益0.06元，表现靓丽（1季度仅为-0.06元，严重拖累了业绩）。16年上半年公司营业收入同比下降22.4%至15.41亿元，毛利润下降71.2%至1.77亿元。费用压缩控制较好，期间费用率由19%大幅下降至17%，管理费用同比下降28.7%至2.13亿元，其中职工薪酬大幅下降38%至1.1亿元。销售费用同比下降75.4%至1,100万元，主要由于对攀钢集团的销售运费由一票改为两票结算。

毛利率由31%下降至11%，经营利润率降至-2%，净利润率由1%下降至0.57%。净资产收益率由0.35%下降至0.00%。每股经营性现金流下降164.6%至-0.13元。表现欠佳主要由于1季度亏损拖累了业绩。预计16年净负债率22%，负债不高。

产量减少10.5%至419万吨，综合煤价下降17.6%至412元，生产成本同比下降1.2%至286元

16上半年年公司自产煤419万吨，同比下降10.5%，销售煤炭354万吨，同比下降7.1%。综合煤炭售价下降17.6%至412元。生产成本同比下降1.2%至286元。

自产精煤吨煤毛利为107元，混煤47元，平均吨煤毛利73元。显示了公司一贯的较好的盈利能力。

由于地处西南地区，4季度是公司焦煤、动力煤的旺季，业绩有望继续提升。

精煤占比提升，销售结构优化

售价更高、盈利更好的精煤产销量本期提升明显，精煤销量同比增加11%至166万吨，混煤产量下降21%至183万吨，精煤销量占比由39%提升至47%，混煤则从61%下降至52%。

优化的销售结构使得综合煤价下降幅度（17.6%）小于行业平均水平（约25%）。

在建规划煤炭项目1,500万吨，是现有产量的1倍多，其中330万吨产能有待释放产能

公司拥有约1,500万吨在建及规划煤炭项目，其中马依煤业设计总规模1,080万吨，项目分两期，一期480万吨，二期600万吨，截至16年6月，累计完成投资11.2亿元。14年发改委批复了《贵州盘江矿区南区总体规划》，240万吨的马仪西一井项目核准所需25个支撑性文件全部完成，安全核准正在办理中。发耳二矿420万吨在建中，分两期建设，累计投资2.9亿元，90万吨已经获得核准和批文，16年6月获得贵州煤监局《安全设施设计》批复。共330万吨产能已经或即将获得核准有待释放产能。

16年2季度归属母公司净利润环比上升200.1%，每股收益0.06元，表现靓丽

公司今年4-6月盈利1.07亿元，归属母公司净利润环比上升200.1%，基本每股收益0.06元，表现靓丽。煤价回暖导致营业收入环比增长6.9%至7.96，营业成本环比大幅下降13.9%至5.8亿元，毛利润大幅增长203%至2.17亿元。

不仅生产成本，期间费用率也控制的较好由19%下降至14%，其中管理费用环比大幅下降28%至8,900万元。毛利率由10%提升至27%，经营利润率由-14%提升至9%，净利润率由-14%提升至13%。

图表 1.16 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 上半年	同比变动(%)
营业收入	1,986	1,541	(22.4)
营业成本	1,373	1,364	(0.7)
毛利润	613	177	(71.2)
营业税金及附加	96	69	(28.1)
销售费用	43	11	(75.4)
管理费用	298	213	(28.7)
财务费用	40	33	(18.0)
资产减值损失	0	0	---
投资净收益	(41)	4	(109.9)
营业利润	34	(33)	(197.8)
营业外收入	1	36	6,379.4
营业外支出	2	1	(48.5)
税前利润	33	2	(94.8)
所得税	11	2	(85.9)
少数股东损益	0	(0)	---
归属于母公司所有净利润	21	0	(99.6)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.01	0.00	(99.6)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.20	(0.13)	(164.6)
毛利率(%)	30.88	11.48	
经营利润率(%)	1.70	(2.15)	
净利润率(%)	1.07	0.01	
应收账款	1,026	1,146	11.8
期间费用率(%)	19.18	16.61	
净资产收益率-加权(%)	0.35	0.00	
有效税率(%)	34.99	95.33	

资料来源：公司数据

图表 2.16 年 2 季度业绩同比、环比比较

(人民币, 百万)	2016 年 1 季度	2016 年 2 季度	环比变动(%)
营业收入	745	796	6.9
营业成本	673	580	(13.9)
毛利润	72	217	202.6
营业税金及附加	33	36	8.4
销售费用	4	6	46.1
管理费用	124	89	(28.3)
财务费用	17	16	(3.4)
资产减值损失	0	0	---
投资净收益	1	3	123.6
营业利润	(105)	72	168.6
营业外收入	0	36	88,889
营业外支出	0	1	44.9
税前利润	(106)	107	201.6
所得税	1	1	(17.4)
少数股东损益	0	(0)	---
归属于母公司所有净利润	(106)	107	200.1
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	(0.06)	0.06	200.1
毛利率(%)	10	27	
经营利润率(%)	(14)	9	
净利润率(%)	(14)	13	
期间费用率(%)	19	14	
有效税率(%)	(1)	1	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	5,175	4,069	3,448	4,062	4,253
销售成本	(3,452)	(3,175)	(2,491)	(2,716)	(2,850)
经营费用	(1,168)	(711)	(503)	(612)	(641)
息税折旧前利润	554	183	455	733	761
折旧及摊销	316	308	180	189	198
经营利润(息税前利润)	935	557	701	990	1,028
净利息收入/(费用)	(68)	(75)	(82)	(90)	(107)
其他收益/(损失)	935	557	701	990	1,028
税前利润	350	22	274	547	559
所得税	(52)	(3)	(27)	(53)	(54)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	301	22	251	498	511
核心净利润	301	22	251	498	511
每股收益(人民币)	0.19	0.01	0.15	0.30	0.30
每股股息(人民币)	0.16	0.01	0.11	0.21	0.22
收入增长(%)	(11)	(21)	(15)	18	5
息税前利润增长(%)	(11)	(67)	148	61	4
息税折旧前利润增长(%)	(13)	(40)	26	41	4
每股收益增长(%)	(35)	(90)	733	95	3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	362	32	284	557	569
折旧与摊销	380	374	246	257	267
净利息费用	68	75	82	90	107
运营资本变动	(107)	127	241	(349)	(93)
税金	(52)	(3)	(27)	(53)	(54)
其他经营现金流	120	(52)	(12)	(15)	(18)
经营活动产生的现金流	771	554	814	486	778
购买固定资产净值	(290)	(311)	(270)	(360)	(400)
投资减少/增加	(67)	(38)	(102)	(97)	(102)
其他投资现金流	0	0	0	0	34
投资活动产生的现金流	(357)	(348)	(372)	(457)	(469)
净增权益	78	0	0	(1)	(2)
净增债务	(35)	108	(50)	250	200
支付股息	0	0	0	1	2
其他融资现金流	(485)	(297)	(301)	(303)	(355)
融资活动产生的现金流	(442)	(189)	(351)	(51)	(151)
现金变动	(28)	17	91	(22)	159
期初现金	643	615	633	723	702
公司自由现金流	415	208	444	33	314
权益自由现金流	(151)	15	94	(18)	214

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	616	635	726	706	865
应收帐款	985	1,171	992	1,169	1,224
库存	123	137	108	117	123
其他流动资产	2,329	1,569	1,296	1,522	1,592
流动资产总计	4,053	3,512	3,122	3,514	3,805
固定资产	4,671	4,705	5,767	5,981	6,186
无形资产	1,003	940	940	941	942
其他长期资产	1,019	1,016	1,016	1,015	1,014
长期资产总计	6,693	6,661	7,723	7,936	8,141
总资产	9,766	10,172	10,845	11,451	11,946
应付帐款	899	811	637	694	728
短期债务	574	649	1,900	2,101	2,302
其他流动负债	1,535	1,467	1,799	1,944	2,019
流动负债总计	3,008	2,928	4,335	4,739	5,050
长期借款	60	92	150	210	250
其他长期负债	1,315	1,092	229	230	231
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655
储备	4,395	4,092	4,163	4,304	4,448
股东权益	6,050	5,747	5,818	5,959	6,103
少数股东权益	312	313	313	313	313
总负债及权益	9,766	10,172	10,845	11,451	11,946
每股帐面价值(人民币)	3.66	3.47	3.52	3.59	3.67
每股有形资产(人民币)	3.04	2.89	2.93	3.01	3.10
每股净负债/(现金)(人民币)	0.01	0.06	0.80	0.49	0.34

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.1	13.7	20.3	24.4	24.2
息税前利润率(%)	10.7	4.5	13.2	18.0	17.9
税前利润率(%)	7.0	0.8	8.2	13.7	13.4
净利率(%)	6.0	0.8	7.5	12.5	12.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	8.1	2.4	5.3	7.8	6.8
净权益负债率(%)	0.3	1.8	21.6	25.7	26.4
速动比率(倍)	1.3	1.2	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	45.1	604.9	56.6	28.6	28.1
市净率(倍)	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3
价格/现金流(倍)	18.2	25.3	17.2	28.9	18.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.1	73.4	32.2	0.0	0.0
周转率					
存货周转天数	15.6	15.0	18.0	15.1	15.4
应收帐款周转天数	69.5	105.0	105.0	105.0	105.0
应付帐款周转天数	63.4	72.8	67.4	62.4	62.5
回报率					
股息支付率(%)	85.1	53.0	68.0	69.1	68.6
净资产收益率(%)	5.1	0.5	4.5	8.5	8.6
资产收益率(%)	4.4	1.7	3.8	5.8	5.8
已运用资本收益率(%)	7.9	2.7	5.6	8.6	8.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

本报告期内含保密信息，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。所有本报告期内使用的商标、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及其附属及关联公司版权所有。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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371