



600395.CH

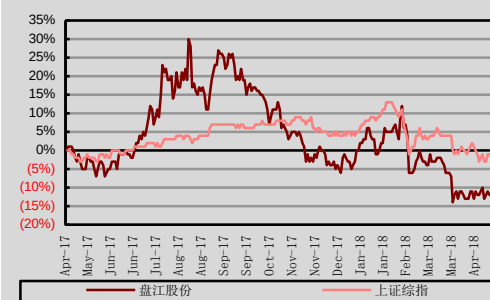
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 6.09

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13.9)	0.8	(16.1)	(11.6)
相对上证指数	(5.7)	2.7	(2.5)	(9.6)

发行股数(百万)	1,655
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,079
3个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2018E)	4.7
主要股东(%)	
贵州盘江控股(集团)有限公司	58

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月26日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
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

盘江股份

吨煤净利112元, 有成长, 低估值

17年实现归属母公司的净利润8.8亿元, 同比大增348%, 盈利大幅好转。公司焦煤产销量占比50%以上, 煤矿盈利能力较好, 吨煤净利102元, 后续在建矿提供10%左右的年均产量增长, 具有一定成长性。派息率连年维持高位, 股息率6.3%。公司18年市盈率只有10倍, 基于行业平均12倍市盈率, 我们给与公司增持评级。

支撑评级的要点

- 17年实现归属母公司的净利润8.8亿元, 同比大增348%, 盈利大幅好转。基本每股收益0.53元。每10股派息3.5元, 派息率高达66%, 历史看公司一贯保持高派息率, 即使在行业景气度最差的15年仍有71%的派息率。近三年派息率平均113%。
- 营业收入同比增长5.5%至60.8亿元, 营业成本增长26.6%至38亿元, 毛利润大幅增长149%至29亿元, 主要原因是自产煤价格较同期增长, 导致商品煤收入较同期增加18.4亿元。营业利润同比大幅上升501%至10.3亿, 本期计提坏账准备、固定资产减值准备、在建工程减值准备导致资产减值损失同比下降51%至2.4亿。
- 期间费用率由16%下降至12%。由于持有的宝硕股份的股价下跌导致投资收益同比下降近100%至200万元。毛利率上升15个百分点至38%, 经营利润率由4.4%增长至17%, 净利润率由5%增长至14.4%, 净资产收益率由-6.74%大幅增长至11.92%。负债率不高, 净负债率只有4.4%。
- 2017年完成原煤产量828.4万吨, 同比增长2%, 销售商品煤719.8万吨(含外购商品煤42.5万吨), 同比下降2%。综合煤炭售价813元/吨, 同比上涨60%。吨煤毛利355元, 同比大幅增长138%, 吨煤净利增长338%至102元/吨, 位于行业前列, 整体盈利能力提升较大。
- 公司是优质的焦煤公司, 自产焦煤量占比52%, 2017年公司焦煤均价1,100元/吨, 吨煤毛利高达460元, 盈利能力非常高。公司在建矿项目比较丰富, 年报披露了包括金佳矿佳竹箐采区(90万吨产能), 力争在2019年初建成投产; 恒普公司发耳二矿一期工程(90万吨产能)力争在2020年建成投产; 加快推进马依公司项目手续核准, 马依公司马依西一井(240万吨产能)力争今年下半年开工建设。如果金佳矿和发耳二矿一期能否如期投产, 19、20年将各有10%左右的产量增长, 带来较好的成长性。

评级面临的主要风险

- 煤价下跌, 在建拟建矿延期。

估值

- 公司18年市盈率只有10倍, 基于行业平均12倍市盈率, 我们给与公司增持评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,914	6,081	6,526	7,165	7,802
变动(%)	(3.8)	55.4	7.3	9.8	8.9
净利润(人民币 百万)	196	877	965	1,043	1,114
全面摊薄每股收益(人民币)	0.12	0.53	0.58	0.63	0.67
变动(%)	566.5	255.1	12.5	9.8	8.3
全面摊薄市盈率(倍)	51.4	11.5	10.4	9.7	9.1
价格/每股现金流量(倍)	(0.06)	0.54	0.64	0.60	0.59
每股现金流量(人民币)	(101.8)	11.3	9.5	10.2	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	85.9	0.0	0.0	0.0	0.0
每股股息(人民币)	0.24	0.35	0.39	0.42	0.44
股息率(%)	3.9	5.7	6.3	6.8	7.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

17 年净利润 8.8 亿元，同比增长 348%，盈利大幅好转

公司 17 年实现归属母公司的净利润 8.8 亿元，同比大增 348%，基本每股收益 0.53 元。每 10 股派息 3.5 元，派息率高达 66%，历史看公司一贯保持高派息率，即使在行业景气度最差的 15 年仍有 71% 的派息率。近三年派息率平均 113%。

报告期内营业收入同比增长 5.5% 至 60.8 亿元，营业成本增长 26.6% 至 38 亿元，毛利润大幅增长 149% 至 29 亿元，主营业务收入增加的主要原因是自产煤价格较同期增长，导致商品煤收入较同期增加 18.4 亿元。营业利润同比大幅上升 501% 至 10.3 亿，主要是本期计提坏账准备、固定资产减值准备、在建工程减值准备导致资产减值损失同比下降 51% 至 2.4 亿，以及期间费用率降低（由 16% 下降至 12%）。尽管持有的宝硕股份的股价下跌导致投资收益同比下降近 100% 至 200 万元。

毛利率上升 15 个百分点至 38%，经营利润率由 4.4% 增长至 17%，净利润率由 5% 增长至 14.4%，净资产收益率由 -6.74% 大幅增长至 11.92%。负债率不高，净负债率只有 4.4%。

17 年煤炭产量增加 2.4% 至 828 万吨，煤价大幅上涨 60% 至 813 元，吨煤净利增长 338% 至 102 元，整体盈利能力提升较大

公司 2017 年完成原煤产量 828.4 万吨，同比增长 2%，销售商品煤 719.8 万吨（含外购商品煤 42.5 万吨），同比下降 2%。综合煤炭售价 813 元/吨，同比上涨 60%。吨煤毛利 355 元，同比大幅增长 138%。

吨煤生产成本同比上升 28% 至 458 元/吨。成本控制一般。整体煤炭开采业务毛利率上升 12 个百分点至 35%，煤炭业务仍贡献公司主要的利润，毛利占比由 92% 下降至 90%。吨煤毛利上升 138% 至 388 元，不考虑其他业务吨煤净利增长 338% 至 102 元/吨，位于行业前列，整体盈利能力提升较大。

焦煤占比高，盈利好，后续仍有成长性

公司是优质的焦煤公司，自产焦煤量占比 52%，2017 年公司焦煤均价 1,100 元/吨，吨煤毛利高达 460 元，盈利能力非常高。公司在建矿项目比较丰富，年报披露了包括金佳矿佳竹箐采区（90 万吨产能），力争在 2019 年初建成投产；恒普公司发耳二矿一期工程（90 万吨产能）力争在 2020 年建成投产；加快推进马依公司项目手续核准，马依公司马依西一井（240 万吨产能）力争今年下半年开工建设。如果金佳矿和发耳二矿一期能否如期投产，19、20 年将各有 10% 左右的产量增长，带来较好的成长性。

公司是焦煤占比比较高的公司，煤矿盈利能力较好，吨煤净利 102 元，后续的在建矿提供 10% 左右的年均产量增长，具有一定成长性。派息率连年维持高位，股息率 6.3%，公司 18 年市盈率只有 10 倍，基于行业平均 12 倍市盈率，我们给与公司 **增持** 评级。

图表 1.17 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年	2017 年	同比变动(%)
营业收入	3,914	6,081	55.4
营业成本	2,995	3,793	26.6
毛利润	919	2,288	149.0
营业税金及附加	185	309	67.1
销售费用	18	11	(40)
管理费用	556	652	17
财务费用	66	80	22
资产减值损失	488	239	(51)
投资净收益	566	2	(100)
营业利润	172	1,034	501
营业外收入	49	9	(81)
营业外支出	16	20	25
税前利润	204	1,023	401
所得税	8	157	1,824
少数股东损益	0	(12)	
归属于母公司所有净利润	196	877	348
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.12	0.53	347
每股经营活动产生现金净流量(元)	(0.06)	0.54	1,002
毛利率(%)	23	38	
经营利润率(%)	4.4	17.0	
净利润率(%)	5.0	14.4	
应收账款	670	602	(10)
期间费用率(%)	16	12	
净资产收益率-加权(%)	(6.74)	11.92	
有效税率(%)	4	15	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.煤炭业务经营数据

指标	2016 年	2017 年	同比变动(%)
产量(百万吨)	8.09	8.28	2.4
销量(百万吨)	7.37	7.20	(2.4)
价格(元/吨)	506	813	60
成本(元/吨)	357	458	28
吨煤毛利(元/吨)	149	355	138
营业收入(百万元)	3,733	5,849	57
营业成本(百万元)	2,888	3,790	31
毛利率(%)	23	35	
煤炭收入占比(%)	95	96	
煤炭毛利占比(%)	92	90	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 3.17 年 4 季度环比业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年 3 季度	2017 年 4 季度	环比变动(%)
营业收入	1,445	1,730	20
营业成本	985	1,027	4
毛利润	460	703	53
营业税金及附加	75	80	6
销售费用	2	1	(53)
管理费用	158	212	34
财务费用	20	19	(2)
资产减值损失	(7)	246	3,569
投资净收益	(6)	13	332
营业利润	205	305	49
营业外收入	21	(96)	(551)
营业外支出	15	(49)	(421)
税前利润	211	258	22
所得税	28	36	28
少数股东损益	0	(12)	
归属于母公司所有净利润	183	233	27
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.11	0.14	27
毛利率(%)	32	41	
经营利润率(%)	14	18	
净利润率(%)	14	18	
期间费用率(%)	12	13	
净资产收益率-加权(%)	13	14	
有效税率 (%)	0.11	0.14	27

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,914	6,081	6,526	7,165	7,802
销售成本	(2,995)	(3,913)	(4,211)	(4,644)	(5,076)
经营费用	(759)	(971)	(984)	(1,080)	(1,176)
息税折旧前利润	160	1,197	1,331	1,441	1,549
折旧及摊销	138	139	139	139	139
经营利润(息税前利润)	365	1,403	1,538	1,650	1,758
净利息收入/(费用)	(63)	(76)	(91)	(110)	(132)
其他收益/(损失)	365	1,403	1,538	1,650	1,758
税前利润	181	892	1,012	1,107	1,194
所得税	(8)	(157)	(175)	(189)	(202)
少数股东权益	0	12	0	0	0
净利润	196	877	965	1,043	1,114
核心净利润	196	877	965	1,043	1,114
每股收益(人民币)	0.12	0.53	0.58	0.63	0.67
核心每股收益(人民币)	0.12	0.53	0.58	0.63	0.67
每股股息(人民币)	0.24	0.35	0.39	0.42	0.44
收入增长(%)	(4)	55	7	10	9
息税前利润增长(%)	(13)	649	11	8	7
息税折旧前利润增长(%)	(35)	285	10	7	7
每股收益增长(%)	567	255	12	10	8
核心每股收益增长(%)	567	255	12	10	8

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	722	1,006	967	1,025	1,156
应收帐款	670	602	646	709	772
库存	88	119	128	142	155
其他流动资产	2,349	2,797	3,644	3,506	3,393
流动资产总计	3,828	4,524	5,386	5,382	5,476
固定资产	4,657	4,869	5,161	5,638	6,091
无形资产	876	816	817	817	817
其他长期资产	2,147	2,018	1,267	1,267	1,267
长期资产总计	7,681	7,703	7,246	7,723	8,175
总资产	11,508	12,227	12,632	13,104	13,652
应付帐款	700	909	979	1,079	1,180
短期债务	1,119	1,308	1,300	1,300	1,300
其他流动负债	1,622	1,733	1,746	1,763	1,780
流动负债总计	3,441	3,951	4,025	4,142	4,260
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,607	1,531	1,534	1,535	1,587
股本	1,655	1,655	1,656	1,656	1,656
储备	4,361	4,946	5,273	5,627	6,005
股东权益	6,016	6,601	6,929	7,283	7,661
少数股东权益	312	303	303	303	303
总负债及权益	11,508	12,227	12,632	13,104	13,652
每股帐面价值(人民币)	3.64	3.98	4.17	4.38	4.61
每股有形资产(人民币)	3.09	3.47	3.67	3.88	4.10
每股净负债/(现金)(人民币)	0.24	0.09	0.07	0.06	0.03

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	213	881	1,001	1,096	1,183
折旧与摊销	205	206	207	208	209
净利息费用	63	76	91	110	132
运营资本变动	(595)	(490)	(466)	(638)	(736)
税金	(8)	(157)	(175)	(189)	(202)
其他经营现金流	24	377	402	399	396
经营活动产生的现金流	(99)	894	1,061	985	982
购买固定资产净值	(210)	(296)	(300)	(400)	(500)
投资减少/增加	50	(78)	(190)	(179)	(2)
其他投资现金流	0	(272)	34	0	0
投资活动产生的现金流	(159)	(646)	(456)	(579)	(502)
净增权益	0	1	0	0	0
净增债务	345	243	50	100	100
支付股息	0	1	2	2	2
其他融资现金流	(25)	(430)	(456)	(456)	(456)
融资活动产生的现金流	320	(184)	(400)	(350)	(350)
现金变动	61	64	204	56	130
期初现金	657	938	758	962	1,019
公司自由现金流	(256)	252	609	412	487
权益自由现金流	32	42	207	60	135

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.3	23.1	23.6	23.0	22.5
息税前利润率(%)	4.1	19.7	20.4	20.1	19.9
税前利润率(%)	5.4	14.5	15.3	15.3	15.2
净利率(%)	5.3	12.2	12.7	12.7	12.7
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	2.4	14.9	13.8	12.5	11.2
净权益负债率(%)	6.3	4.4	4.7	3.7	1.9
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
估值					
市盈率(倍)	51.4	11.5	10.4	9.7	9.1
核心业务市盈率(倍)	51.4	11.5	10.4	9.7	9.1
市净率(倍)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	(101.8)	11.3	9.5	0.0	0.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	85.9	0.0	0.0	0.0	0.0
周转率					
存货周转天数	13.7	9.7	10.7	10.6	10.7
应收帐款周转天数	62.5	36.1	36.1	36.1	36.1
应付帐款周转天数	65.2	54.6	54.7	55.0	55.2
回报率					
股息支付率(%)	190.9	78.4	76.7	75.5	74.5
净资产收益率(%)	3.5	11.2	12.0	12.6	12.9
资产收益率(%)	1.3	8.0	8.7	9.1	9.4
已运用资本收益率(%)	2.2	14.6	15.7	16.3	16.8

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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