

2019年08月27日

公司研究●证券研究报告

# 盘江股份 (600395.SH)

## 公司快报

### 区位优势突出，Q2 盈利再创本轮周期新高

#### 投资要点

◆ **2019 年上半年公司盈利同比增长 17.81%**：上半年公司实现收入 32.86 亿元，同比增长 11.27%，实现归属股东净利 6.22 亿元，同比增长 17.81%；毛利率为 36.95%，同比提升 2.01 个百分点；净利率为 18.92%，同比提升 1.08 个百分点；EPS 为 0.38 元。

◆ **盈利增长来自煤炭的量价齐升，吨煤价格、毛利均创本轮周期的新高**：上半年公司煤炭产量 369 万吨，同比增长 14.29%，煤炭销量为 399 万吨，同比增长 11.52%。煤炭综合销售价格为 862 元/吨，同比上涨 8.92%，吨煤毛利为 310 元，同比上升 15.10%，吨煤均价和吨煤毛利均为本轮周期反弹以来的最高水平。

◆ **2019 年 Q2 价格环比小幅回落，营业税下降、投资收益增长带来盈利环比增长**：2019 年 Q2 公司实现收入 16.42 亿元，环比下降 0.14%；实现归属股东净利润 3.26 亿元，环比增长 10.29%，单季度 EPS 为 0.20 元，创本轮周期新高。2019 年 Q2 公司煤炭产量 187 万吨，环比增加 2.67%，销量 203 万吨，环比增长 4.14%；吨煤销售价格 779 元，环比下降 4.02%；吨煤成本 500 元，环比下降 3.73%；吨煤毛利 279 元，环比下降 4.54%。Q2 利润环比增长主来得益于增值税下降和投资收益增加，其中营业税及附加环比下降 2252 万元，投资收益环比增加 1571 万元。

◆ **在建项目稳步推进，内生增长潜力大**：公司在建项目 3 处，初期合计产能 420 万吨，全部投产后产能增加 46%。其中金佳矿佳竹箐采区 90 万吨；发耳二矿设计产能 420 万吨，一期 90 万吨已于 2018 年 4 月正式开工建设，预计 2020 年建成；马依西一井 240 万吨于 2018 年 12 月正式开工建设，预计 2022 年建成。公司仍在积极推进发耳二矿二期（150 万吨）项目核准和马依东一井项目核准前期手续。

◆ **公司区位优势突出**：公司的区位优势体现在四个方面：首先，贵州省内其他三大煤炭集团均已划归盘江煤电集团旗下，盘江煤电集团成为贵州省唯一省属国有煤炭集团，其中水矿债转股时承诺注入上市公司，后期整合可期；其次，贵州省民营企业产量占比 87%，安全隐患多，未来仍有整合和关闭空间，有利于公司扩大资源储备或市场空间；再次，周边西南诸省和两湖一江是当前煤炭调入主要增量地区，区域市场供应紧缺，公司作为西南地区最大的煤炭企业，能够充分分享区域市场的扩张，四川、湖南、江西市场的拓展为公司带来毛利率的提升，随着未来产能的建成和释放，公司在上述地区的市场占有率仍有望进一步提升，最后，西南焦煤市场相对独立于北方市场，上轮周期底部贵州省焦煤最低价格较山西最低价格高近 50%。

◆ **投资建议**：我们根据 Q2 公司的煤炭销售价格小幅上调 2019 年均价，调整后公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.64、0.68 和 0.73 元，对应净资产收益率分别为 14.5%、15.0%和 15.2%，公司内生增长动力充足，区位优势突出，我们维持公司增持-A 投资评级。

◆ **风险提示**：经济增长低于预期；环保监管对煤炭生产和销售的影响；重大安全事故；

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

增持-A(维持)

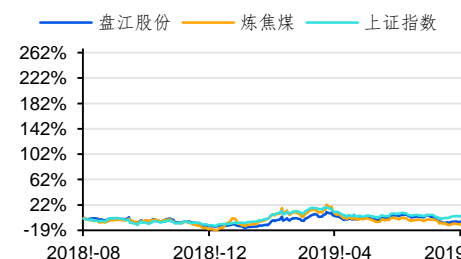
股价(2019-08-26)

5.01 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	8,291.81
流通市值(百万元)	8,291.81
总股本(百万股)	1,655.05
流通股本(百万股)	1,655.05
12 个月价格区间	4.80/6.46 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.95	-7.19	-10.09
绝对收益	-10.7	-6.82	-5.17

#### 分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号：S0910518030001  
 yanglihong@huajinsec.cn

#### 相关报告

盘江股份：开局良好，2019 年 Q1 盈利创 2013 年以来新高 2019-04-20

盘江股份：增长潜力尚待释放 2018-10-26

盘江股份：业绩符合预期，远期成长无忧 2018-08-29

盘江股份：区位优势将进一步强化 2018-04-27

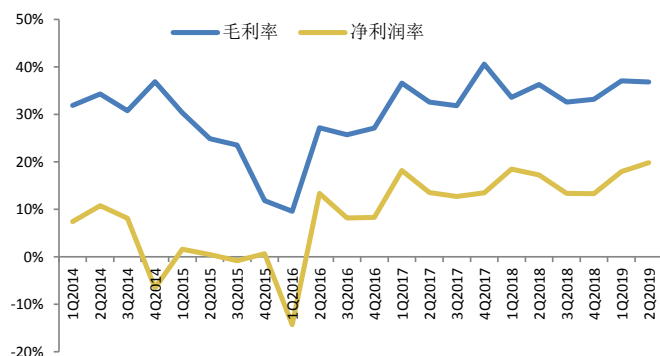
项目建设不达预期；在产矿井遭遇断层等不可测因素导致产量不达预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,081.3	6,089.8	6,530.6	6,918.4	7,450.2
同比增长(%)	55.4%	0.1%	7.2%	5.9%	7.7%
营业利润(百万元)	1,033.9	1,136.4	1,242.9	1,343.3	1,453.8
同比增长(%)	501.4%	9.9%	9.4%	8.1%	8.2%
净利润(百万元)	877.2	944.9	1,054.2	1,129.7	1,200.7
同比增长(%)	347.5%	7.7%	11.6%	7.2%	6.3%
每股收益(元)	0.53	0.57	0.64	0.68	0.73
PE	9.6	8.9	8.0	7.5	7.0
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

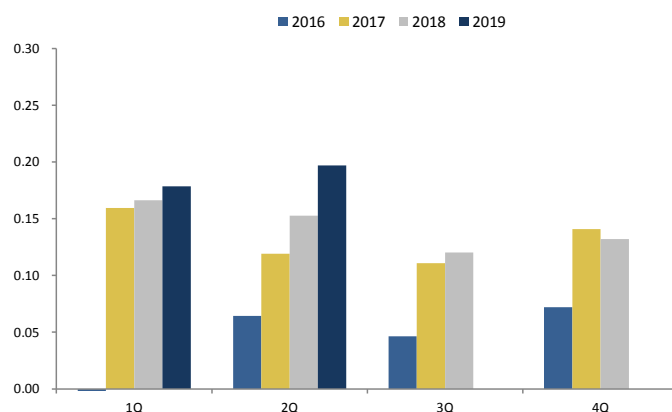
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2019 年 Q2 公司分季度毛利率和净利润率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2019 年 Q2 单季度 EPS 单位：元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：2017-2019 年 Q2 公司煤炭产销收入情况 单位：万吨、万元、元/吨

	20181H	20191H	YoY	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ
煤炭产量	322	369	14.29%	168	155	159	193	182	187	2.67%
煤炭销量	357	399	11.52%	185	172	178	204	195	203	4.14%
其中：自产煤炭销量	324	367	13.35%	165	159	159	192	181	186	2.96%
煤炭销售收入	283006	316880	11.97%	142871	140136	143060	154312	158474	158406	-0.04%
销售成本	186786	203031	8.70%	94581	92204	94075	104190	101383	101648	0.26%
毛利	96221	113849	18.32%	48289	47931	48985	50122	57091	56758	-0.58%
吨煤价格	792	862	8.92%	772	813	804	757	812	779	-4.02%
吨煤成本	523	553	5.74%	511	535	529	511	519	500	-3.73%
吨煤毛利	269	310	15.10%	261	278	275	246	292	279	-4.54%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,081.3	6,089.8	6,530.6	6,918.4	7,450.2	年增长率					
减:营业成本	3,913.1	4,025.3	4,331.1	4,457.8	4,757.2	营业收入增长率	55.4%	0.1%	7.2%	5.9%	7.7%
营业税费	309.1	308.7	318.7	346.6	371.5	营业利润增长率	501.4%	9.9%	9.4%	8.1%	8.2%
销售费用	10.8	19.1	13.1	17.3	19.0	净利润增长率	347.5%	7.7%	11.6%	7.2%	6.3%
管理费用	651.5	604.8	593.6	668.3	698.1	EBITDA 增长率	164.6%	21.4%	7.8%	6.2%	8.2%
财务费用	80.2	93.4	69.3	62.9	84.8	EBIT 增长率	304.0%	25.1%	9.3%	7.2%	9.4%
资产减值损失	239.0	-26.0	66.2	45.6	55.9	NOPLAT 增长率	313.4%	11.2%	6.3%	7.2%	9.4%
加:公允价值变动收益	-	-	100.0	-	-33.3	投资资本增长率	7.1%	5.6%	-4.3%	-3.1%	17.9%
投资和汇兑收益	2.1	42.5	4.3	23.4	23.4	净资产增长率	4.4%	2.3%	10.4%	3.2%	4.7%
营业利润	1,033.9	1,136.4	1,242.9	1,343.3	1,453.8	盈利能力					
加:营业外净收支	-11.0	-29.1	-2.6	-14.3	-15.3	毛利率	35.7%	33.9%	33.7%	35.6%	36.1%
利润总额	1,022.9	1,107.3	1,240.3	1,329.0	1,438.5	营业利润率	17.0%	18.7%	19.0%	19.4%	19.5%
减:所得税	157.2	163.0	186.0	199.4	215.8	净利润率	14.4%	15.5%	16.1%	16.3%	16.1%
净利润	877.2	944.9	1,054.2	1,129.7	1,200.7	EBITDA/营业收入	19.1%	23.2%	23.3%	23.3%	23.5%
						EBIT/营业收入	15.8%	19.7%	20.1%	20.3%	20.7%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	44.8%	47.5%	46.2%	39.6%	43.8%
货币资金	1,001.7	1,370.3	1,306.1	1,383.7	1,490.0	负债权益比	81.3%	90.3%	85.7%	65.7%	77.8%
交易性金融资产	100.0	-	100.0	100.0	66.7	流动比率	1.14	1.25	1.25	1.54	1.54
应收账款	621.5	500.0	951.2	482.7	1,041.3	速动比率	1.11	1.22	1.22	1.51	1.50
应收票据	2,591.7	2,528.4	3,101.7	2,662.1	3,635.8	利息保障倍数	11.96	12.85	18.92	22.35	18.14
预付账款	59.0	60.2	67.5	61.4	78.2	营运能力					
存货	119.3	95.7	166.2	81.6	187.1	固定资产周转天数	168	165	149	133	116
其他流动资产	30.5	262.7	108.5	133.9	168.3	流动营业资本周转天数	45	53	42	26	56
可供出售金融资产	742.2	549.0	788.7	693.3	677.0	流动资产周转天数	247	276	293	279	280
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	39	33	40	37	37
长期股权投资	763.7	788.2	788.2	788.2	788.2	存货周转天数	6	6	7	6	6
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	703	749	752	707	668
固定资产	2,814.7	2,777.5	2,630.1	2,482.8	2,335.5	投资资本周转天数	324	344	323	294	292
在建工程	2,044.4	2,888.1	2,933.1	2,993.1	3,059.1	费用率					
无形资产	815.3	752.3	691.1	629.9	568.7	销售费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	522.6	556.2	510.5	524.5	528.5	管理费用率	10.7%	9.9%	9.1%	9.7%	9.4%
资产总额	12,226.7	13,128.4	14,142.8	13,017.1	14,624.3	财务费用率	1.3%	1.5%	1.1%	0.9%	1.1%
短期债务	1,258.1	1,581.1	706.7	325.7	1,030.4	三费/营业收入	12.2%	11.8%	10.4%	10.8%	10.8%
应付账款	1,768.6	986.1	2,743.6	1,752.3	1,957.2	投资回报率					
应付票据	272.7	390.7	313.7	387.4	381.2	ROE	13.6%	14.4%	14.5%	15.0%	15.2%
其他流动负债	651.8	908.0	863.1	728.0	954.3	ROA	7.1%	7.2%	7.5%	8.7%	8.4%
长期借款	-	100.0	100.0	100.0	100.0	ROIC	17.8%	18.5%	18.6%	20.9%	23.5%
其他非流动负债	1,531.1	2,264.9	1,801.1	1,865.7	1,977.2	分红指标					
负债总额	5,482.2	6,230.8	6,528.3	5,159.1	6,400.4	DPS(元)	0.35	0.40	0.45	0.48	0.51
少数股东权益	302.8	326.2	326.2	326.2	348.2	分红比率	66.0%	70.1%	70.0%	70.0%	70.0%
股本	1,655.1	1,655.1	1,655.1	1,655.1	1,655.1	股息收益率	6.9%	7.9%	8.8%	9.4%	10.0%
留存收益	4,710.7	5,077.3	5,633.3	5,876.8	6,220.7						
股东权益	6,744.5	6,897.6	7,614.5	7,858.0	8,223.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	865.7	944.3	1,054.2	1,129.7	1,200.7	EPS(元)	0.53	0.57	0.64	0.68	0.73
加:折旧和摊销	202.6	211.3	208.5	208.5	208.5	BVPS(元)	3.89	3.97	4.40	4.55	4.76
资产减值准备	239.0	-26.0	-	-	-	PE(X)	9.6	8.9	8.0	7.5	7.0
公允价值变动损失	-	-	100.0	-	-33.3	PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
财务费用	53.2	61.7	69.3	62.9	84.8	P/FCF	12.2	8.0	17.8	9.4	9.2
投资损失	-2.1	-42.5	-4.3	-23.4	-23.4	P/S	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
少数股东损益	-11.6	-0.6	-	-	22.0	EV/EBITDA	6.6	5.6	4.5	4.0	4.1
营运资金的变动	-510.1	635.8	138.0	12.8	-1,140.4	CAGR(%)	9.3%	9.0%	75.2%	9.3%	9.0%
经营活动产生现金流量	893.5	888.0	1,565.8	1,390.5	318.9	PEG	1.0	1.0	0.1	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-646.0	-619.3	-386.8	43.4	19.5	ROIC/WACC	1.8	1.9	1.9	2.1	2.4
融资活动产生现金流量	-183.8	202.7	-1,243.2	-1,356.3	-232.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)