

2020年04月14日

盘江股份 (600395.SH)

公司快报

即将进入内生增长释放期

投资要点

- ◆ **2019 年公司归母净利同比增长 15.45%，股息率 7.35%：**2019 年公司实现收入 64.58 亿元，同比增长 6.04%，实现归属股东净利 10.91 亿元，同比增长 15.45%；毛利率为 35.68%，同比上升 1.78 个百分点；净利率 16.89%，同比上升 1.38 个百分点；EPS 为 0.66 元，符合我们预期；分配方案为每 10 股派发现金股利 4 元人民币（含税），按照报告日收盘价格计算，分红率为 60.7%，股息率为 7.35%。
- ◆ **煤炭量增价跌，成本控制良好，吨煤毛利保持平稳：**公司收入增长主要来自煤炭产、销量增长，2019 年公司煤炭产量、销量分别为 753 万吨和 817 万吨，同比均上升 10.5%；煤炭销售均价 737 元/吨，同比下降 3.6%；吨煤成本 494 元/吨，同比下降 5.2%，吨煤毛利 263 元/吨，同比下降 0.5%。公司成本控制良好，其中吨煤材料、人工、电费三项合计减少吨煤成本 33 元/吨，部分抵减了价格下降的冲击。
- ◆ **省外市场收入和毛利贡献占比增加：**2019 年公司省外销售占比和毛利贡献继续提升，其中广西、四川收入占比分别提升 5 个和 6 个百分点，二者合计占公司收入的比重上升至 57%；省外销售对毛利的贡献占比为 70.9%，同比提升 4 个百分点，验证了我们对区域市场短缺加剧、对公司煤炭调出更加倚重的判断。
- ◆ **Q4 外购煤增加、管理费用惯性翘尾导致净利环比下降：**公司 Q4 收入环比下降 8.7%，净利润环比下降 29.6%。收入下降的原因是量价环比同步下降，Q4 公司煤炭产、销量分别为 191 万吨和 206 万吨，环比分别下降 1.6%和 3.2%，其中外购煤 21 万吨，环比增加 18.3%，同比增长 86.8%，由此公司吨煤成本环比上升 11.5%至 506 元/吨，而同比价格环比下跌 6.5%至 696 元/吨，二者夹击下吨煤毛利 190 元/吨，环比大幅下降 34.6%，加之管理费用惯性翘尾，管理费用率环比提升 1.77 个百分点，导致归母净利降幅大于收入降幅。
- ◆ **公司内生增长再填助力：**公司金佳矿佳一采区（90 万吨/年）已进入联合试运转，山脚树矿、月亮田技改扩能有序进行，在建的马依西一井、发耳二矿一期建设进度分别达到 54%和 81%，预计将分别于 2020 年底和 2021 年 1 季度投产。在贵州省矿难频发的背景下，关小建大的政策趋势进一步明朗，恒普公司发耳二矿二期 150 万吨/年项目于 2019 年 12 月 30 日获核准。公司在建新项目产能 480 万吨，加上技改扩能，未来 3-5 年产能的内生增速在 70%以上。此外，集团合并水矿后承诺注入上市公司，公司也计划积极寻找和兼并优质资源。
- ◆ **区位供需和竞争格局仍将朝向有利于公司方向演化：**西南地区是仅次于华中区域的第二大大新增煤炭调入区域，2015-2019 年净调入量持续增长；西南地区 30 万吨以下煤炭产能仍占全国的比重高达 56.31%，导致矿难频发，后期关闭整合空间较大；西南区域市场受运输条件制约，相对北方市场独立，上轮贵州焦煤价格的底部较北方地区高 98%；贵州省占西南地区焦煤储量的 54%、产量的 64%，广西防城港钢铁项目投产后新增焦煤需求 900 万吨，相当于 2018 年贵州省焦煤产量的 12%，

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

买入-B(上调)

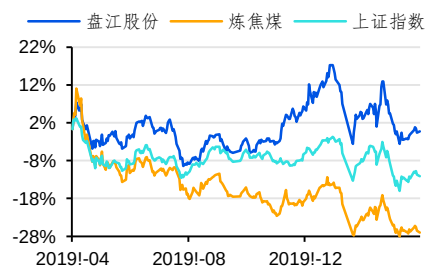
股价(2020-04-13)

5.44 元

交易数据

总市值（百万元）	9,003.48
流通市值（百万元）	9,003.48
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	4.90/6.47 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.95	-4.33	12.51
绝对收益	-4.56	-15.0	-0.21

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：产量释放叠加成本控制，毛利率创本轮周期新高 2019-10-28
- 盘江股份：区位优势进一步强化，高股息提升配置价值 2019-10-17
- 盘江股份：区位优势突出，Q2 盈利再创本轮周期新高 2019-08-27
- 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

区域供需格局进一步趋紧。

◆ **投资建议：**2020 年公司计划生产原煤 910 万吨，营业总收入 66 亿元，利润总额 12 亿元。结合行业判断、公司经营计划和在建项目进度，我们预计 2020 年至 2022 年公司每股收益分别为 0.57 元、0.68 元和 0.73 元。净资产收益率分别为 11.0%、12.2%和 12.5%。公司进入内生增长的释放期，并持续受益区域市场格局的优化，上述判断在年报中得以验证和加强，我们上调公司投资评级至买入-B。

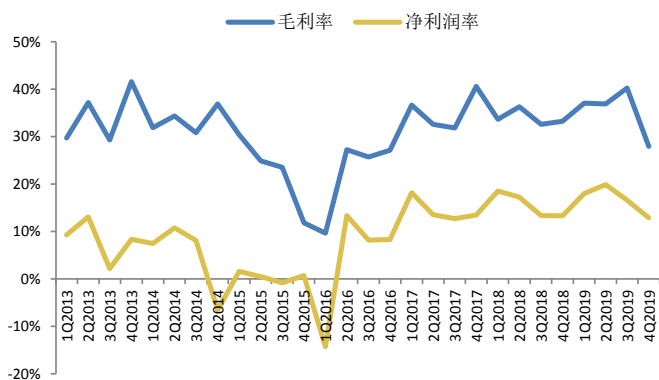
◆ **风险提示：**公司项目达产时间低于预期或达产率低于预期；遭遇矿难或断层导致产量不达预期；煤价下跌幅度超预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,090	6,458	6,842	7,504	8,279
YoY(%)	0.1	6.0	5.9	9.7	10.3
净利润(百万元)	945	1,091	942	1,119	1,208
YoY(%)	7.7	15.5	-13.7	18.8	8.0
毛利率(%)	33.9	35.7	33.6	35.0	35.3
EPS(摊薄/元)	0.57	0.66	0.57	0.68	0.73
ROE(%)	13.7	14.2	11.0	12.2	12.5
P/E(倍)	9.5	8.3	9.6	8.0	7.5
P/B(倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	15.5	16.9	13.8	14.9	14.6

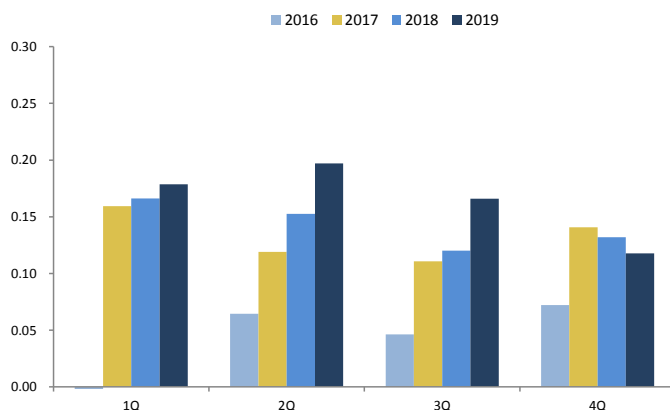
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2019 年 Q4 公司分季度毛利率和净利润率



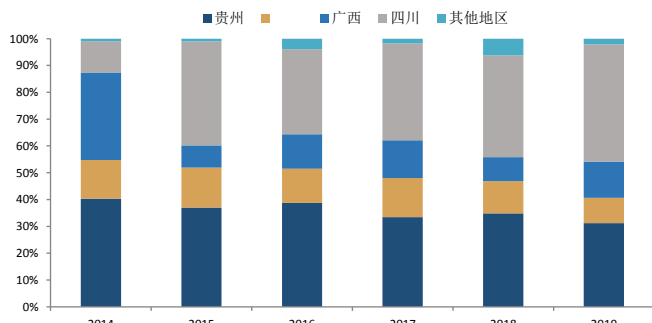
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2019 年 Q4 单季度 EPS 单位：元



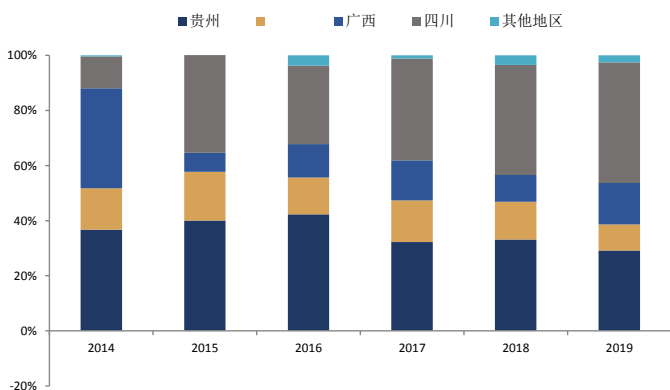
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2014-2019 年公司分地区销售收入贡献



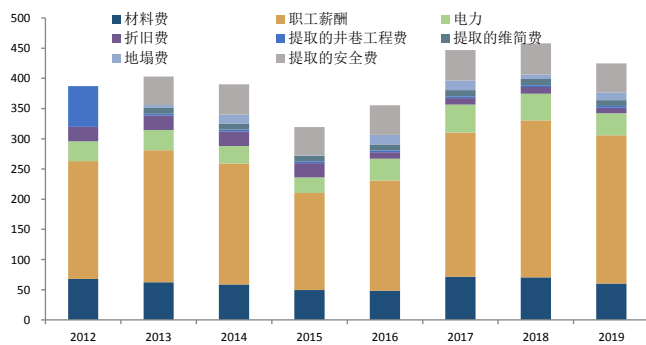
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2014-2019 年公司分地区销售毛利贡献



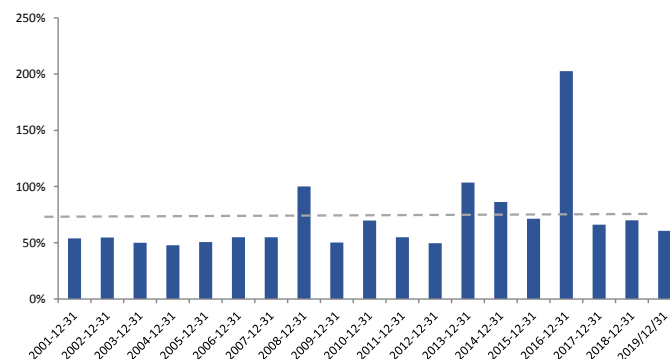
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2014-2019 年公司分地区销售收入贡献



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：公司上市以来平均股息支付率为 71%



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：2018-2019 年公司煤炭产销收入情况 单位：万吨、万元、元/吨

2018	2019	YoY	1Q2019	2Q2019	3Q2019	QoQ
------	------	-----	--------	--------	--------	-----

煤炭产量	682	753	10.5%	182	187	194	191	-1.6%
煤炭销量	739	817	10.5%	195	203	213	206	-3.2%
其中：自产煤炭销量	675	746	10.6%	181	186	195	184	-5.2%
煤炭销售收入	580378	618382	6.5%	158474	158406	158259	143243	-9.5%
销售成本	385051	403626	4.8%	101383	101648	96481	104114	7.9%
毛利	195327	214756	9.9%	57091	56758	61778	39129	-36.7%
吨煤价格	785	757	-3.6%	812	779	745	696	-6.5%
吨煤成本	521	494	-5.2%	519	500	454	506	11.5%
吨煤毛利	264	263	-0.5%	292	279	291	190	-34.6%

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

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4817	4800	5678	6347	7104	营业收入	6090	6458	6842	7504	8279
现金	1370	1935	2003	2862	2696	营业成本	4025	4153	4545	4875	5360
应收票据及应收账款	3028	2552	3360	3124	4030	营业税金及附加	309	308	328	360	397
预付账款	60	53	67	65	81	营业费用	19	16	17	17	18
存货	96	122	116	139	142	管理费用	605	622	667	732	807
其他流动资产	263	138	132	158	155	研发费用	39	151	51	70	96
非流动资产	8311	9535	9621	9873	10180	财务费用	93	104	123	117	117
长期投资	788	804	869	921	983	资产减值损失	-26	-1	0	0	0
固定资产	2778	3127	3801	4458	5055	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	752	711	597	484	373	投资净收益	43	64	55	41	51
其他非流动资产	3993	4893	4353	4009	3769	营业利润	1136	1315	1164	1375	1534
资产总计	13128	14335	15299	16220	17284	营业外收入	13	27	24	18	21
流动负债	3866	3834	3887	4108	4345	营业外支出	42	38	29	32	35
短期借款	1581	1330	1330	1330	1330	利润总额	1107	1304	1160	1361	1519
应付票据及应付账款	1377	1524	1651	1754	1990	所得税	163	214	209	219	248
其他流动负债	908	980	907	1024	1026	税后利润	944	1091	951	1142	1272
非流动负债	2365	2832	2793	2761	2729	少数股东损益	-1	-0	10	23	64
长期借款	100	200	161	129	96	归属母公司净利润	945	1091	942	1119	1208
其他非流动负债	2265	2632	2632	2632	2632	EBITDA	1380	1556	1422	1652	1842
负债合计	6231	6667	6680	6869	7074	主要财务比率					
少数股东权益	326	326	336	358	422	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1655	1655	1655	1655	1655	成长能力					
资本公积	2430	2430	2430	2430	2430	营业收入(%)	0.1	6.0	5.9	9.7	10.3
留存收益	2647	2908	3054	3565	4169	营业利润(%)	9.9	15.7	-11.4	18.1	11.6
归属母公司股东权益	6571	7342	8283	8992	9788	归属于母公司净利润(%)	7.7	15.5	-13.7	18.8	8.0
负债和股东权益	13128	14335	15299	16220	17284	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	33.9	35.7	33.6	35.0	35.3
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	15.5	16.9	13.8	14.9	14.6
经营活动现金流	888	1742	532	1905	973	ROE(%)	13.7	14.2	11.0	12.2	12.5
净利润	944	1091	951	1142	1272	ROIC(%)	9.5	9.8	7.9	8.9	9.2
折旧摊销	211	216	235	278	322	偿债能力					
财务费用	93	104	123	117	117	资产负债率(%)	47.5	46.5	43.7	42.3	40.9
投资损失	-43	-64	-55	-41	-51	流动比率	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6
营运资金变动	-283	428	-722	409	-687	速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
其他经营现金流	-36	-33	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-619	-495	-266	-489	-579	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	203	-634	-198	-557	-559	应收账款周转率	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)						应付账款周转率	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.66	0.57	0.68	0.73	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	1.05	0.32	1.15	0.59	P/E	9.5	8.3	9.6	8.0	7.5
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.44	5.00	5.43	5.91	P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	8.6	7.4	8.0	6.4	5.8

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn