

2020年04月27日

盘江股份 (600395.SH)

公司快报

电煤保供及需求萎缩导致 Q1 业绩下滑

投资要点

- ◆ **2020 年 Q1 归母净利大降 55.12%:** 2020 年 Q1 公司实现收入 13.65 亿元, 同比下降 16.99%, 实现归母净利 1.33 亿元, 同比下降 55.12%; 毛利率和净利润率分别为 23.72% 和 9.72%, 分别较上年同期 13 个和 8 个百分点, 单季度毛利率仅高于上轮周期底部 2015 年 Q4 和 2016 年 Q1 的水平。单季度 EPS 为 0.08 元。
- ◆ **疫情期间力保省内电煤供应是业绩下滑的原因之一:** 贵州省内煤炭供应以地方煤矿为主 (2019 年正常生产情况下占比为 87%), Q1 受疫情影响复工困难, 省内电煤供应相对短缺, 公司作为省内唯一国有平台, 为保障省内电力生产调整了产品结构, 减少主要利润源的精煤产量, 增加电煤供应, 2020 年 Q1 公司精煤产量 80.42 万吨, 同比下降 16.76%, 同期混煤产量 107.51 万吨, 同比增加 26.09%; 精煤占公司销量的比重为 42.66%, 同比、环比分别下降 11 个百分点和 6 个百分点, 产品结构向低毛利产品调整是导致公司盈利下滑的原因之一。
- ◆ **煤炭价格回落, 是业绩大幅下滑的另一原因:** Q1 受到疫情影响, 建筑处于停工状态, 钢材滞销, 公司主要利润来源的焦煤销售价格为 1159.46 元/吨, 较上年同期下降 11.46%, 环比 Q4 下降 3.36%; 吨精煤毛利为 251.16 元/吨, 同比下降 46.71%, 环比下降 16.61%; 公司混煤吨煤价格和毛利环比也分别下降 9.85% 和 35.23%。
- ◆ **预计 2 季度起煤炭销售结构有望逐步恢复正常:** 截止 4 月中旬, 贵州地方煤矿产能利用率回升至 75%, 较 2 月回升 15 个百分点, 省内电煤供给不足状态缓解; 盘江集团 1、2 月份产能利用率在 70% 左右, 3 月底也已恢复至 90%。随着省内产能的恢复和公司产能利用率的提升, 预计 2 季度公司产量和结构有望恢复正常。
- ◆ **短期业绩调整不改公司长期成长逻辑:** 长期来看, 贵州省内乃至西南地区 30 万吨以下煤矿产能占比仍为 56% 以上, 3 月份云南宣布关闭三州五县外的所有煤矿, 未来贵州和西南地区淘汰落后产能的步伐不会停止; 在区域市场供应收缩背景下, 贵州省对唯一国有煤矿的倚重和支持不会改变; 发耳二矿二期 150 万吨/年核准后, 公司未来 3-5 年产能的内生增速在 70% 以上。基于以上, 我们看好公司的长期逻辑没有变化。
- ◆ **投资建议:** 我们根据 Q1 的价格情况将全年综合煤价的下跌幅度由 8% 调整至 11%, 调整后公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.46、0.66 和 0.74 元, 净资产收益率分别为 9.2%、12.1% 和 12.9%, 公司是成长型最佳的煤炭上市公司, 我们维持公司买入—B 的评级。
- ◆ **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。

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

买入-B(维持)

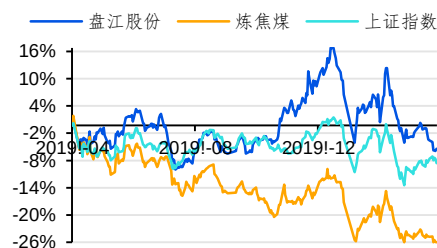
股价(2020-04-24)

5.19 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,589.72
流通市值 (百万元)	8,589.72
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	-5.82	-5.49	-0.74
绝对收益	-4.24	-11.13	-9.74

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: 即将进入内生增长释放期
 2020-04-14

 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 盈利再创新本轮周期新高
 2019-08-27

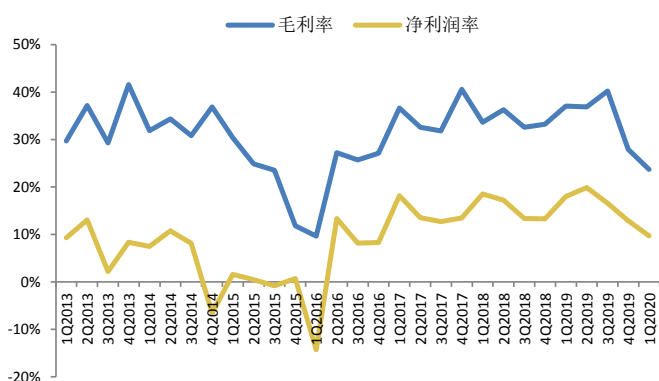
 盘江股份: 开局良好, 2019 年 Q1 盈利创 2013 年以来新高
 2019-04-20

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	6,142	6,585	7,298
YoY(%)	0.1	6.0	-4.9	7.2	10.8
净利润(百万元)	945	1,091	770	1,091	1,228
YoY(%)	7.7	15.5	-29.5	41.8	12.5
毛利率(%)	33.9	35.7	30.7	36.5	37.6
EPS(摊薄/元)	0.57	0.66	0.46	0.66	0.74
ROE(%)	13.7	14.2	9.2	12.1	12.9
P/E(倍)	9.5	8.3	11.7	8.3	7.3
P/B(倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	15.5	16.9	12.5	16.6	16.8

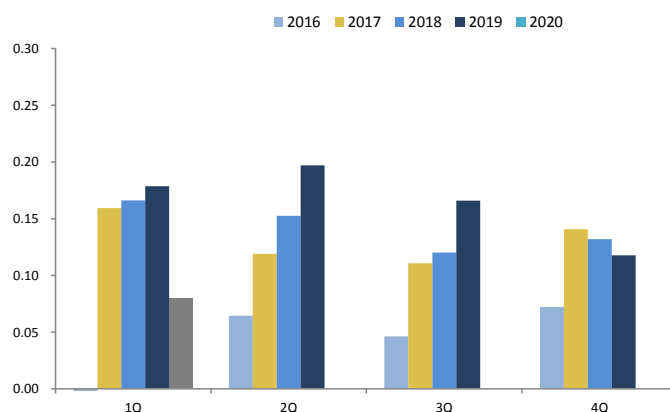
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2020 年 Q1 公司分季度毛利率和利润率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2020 年 Q1 单季度 EPS 单位: 元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2019-2020Q1 公司煤炭量价情况表 单位: 吨、元/吨

销量	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	YoY	QoQ
精煤	104	99	100	95	89	-14.42%	-6.32%
其中: 外购精煤	8	10	10	9	7	-12.50%	-22.22%
自产精煤	96	89	90	86	81	-15.63%	-5.81%
混煤	91	104	111	110	118	29.67%	7.27%
其中: 外购混煤	7	7	8	12	9	28.57%	-25.00%
自产混煤	85	97	103	98	109	28.24%	11.22%
原煤直销	0	0	2	1	1		
其中: 外购原煤直销	0	0	0	0			
自产原煤直销		0	2	1	1		
合计	195	203	213	206	207	6.15%	0.49%
吨煤价格	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	YoY	QoQ
精煤	1309	1280	1240	1198	1159	-11.46%	-3.26%
其中: 外购精煤	1404	1359	1352	1292	1196	-14.81%	-7.43%
自产精煤	1302	1271	1227	1188	1156	-11.21%	-2.69%
混煤	244	301	308	264	238	-2.46%	-9.85%
其中: 外购混煤	366	560	455	284	316	-13.66%	11.27%
自产混煤	235	283	297	261	231	-1.70%	-11.49%
原煤直销	237		92	80	77	-67.51%	-3.75%
其中: 外购原煤直销	237						
自产原煤直销			92	80	77		-3.75%
合计	812	779	745	696	631	-22.29%	-9.34%
吨煤成本	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	YoY	QoQ
精煤	838	825	759	897	908	8.35%	1.23%
其中: 外购精煤	1403	1357	1351	1290	1194	-14.90%	-7.44%
自产精煤	794	763	692	855	883	11.21%	3.27%
混煤	155	190	185	175	181	16.77%	3.43%
其中: 外购混煤	365	558	454	282	314	-13.97%	11.35%
自产混煤	139	165	165	162	170	22.30%	4.94%
原煤直销	235		44	44	60	-74.47%	36.36%

其中：外购原煤直销	235						
自产原煤直销			44	44	60		36.36%
合计	519	500	454	509	491	-5.39%	-3.54%
吨煤毛利	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	YoY	QoQ
精煤	471	456	481	301	251	-46.71%	-16.61%
其中：外购精煤	2	2	2	2	2	0.00%	0.00%
自产精煤	508	508	535	333	273	-46.26%	-18.02%
混煤	89	111	123	88	57	-35.96%	-35.23%
其中：外购混煤	2	2	2	2	2	0.00%	0.00%
自产混煤	96	118	132	99	61	-36.46%	-38.38%
原煤直销	1	0	48	36	16		-55.56%
其中：外购原煤直销	1	0	0	0			
自产原煤直销			48	36	16		-55.56%
合计	292	279	291	187	140	-52.05%	-25.13%

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	5752	6430	7223	营业收入	6090	6458	6142	6585	7298
现金	1370	1935	2730	3165	3532	营业成本	4025	4153	4253	4184	4554
应收票据及应收账款	3028	2552	2755	2934	3371	营业税金及附加	309	308	287	316	350
预付账款	60	53	55	61	67	营业费用	19	16	15	14	16
存货	96	122	101	118	120	管理费用	605	622	587	642	712
其他流动资产	263	138	111	151	133	研发费用	39	151	46	61	85
非流动资产	8311	9535	9069	9165	9448	财务费用	93	104	84	88	85
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	3474	4001	4545	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	4129	3759	3548	营业利润	1136	1315	925	1320	1547
资产总计	13128	14335	14821	15595	16671	营业外收入	13	27	24	18	21
流动负债	3866	3834	3614	3734	3962	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	921	1306	1532
应付票据及应付账款	1377	1524	1447	1476	1705	所得税	163	214	147	204	240
其他流动负债	908	980	838	928	928	税后利润	944	1091	773	1102	1292
非流动负债	2365	2832	2766	2728	2696	少数股东损益	-1	-0	4	11	65
长期借款	100	200	133	95	64	归属母公司净利润	945	1091	770	1091	1228
其他非流动负债	2265	2632	2632	2632	2632	EBITDA	1380	1556	1163	1559	1811
负债合计	6231	6667	6380	6462	6658	主要财务比率					
少数股东权益	326	326	330	341	406	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	-4.9	7.2	10.8
留存收益	2647	2908	3026	3520	4134	营业利润(%)	9.9	15.7	-29.6	42.6	17.2
归属母公司股东权益	6571	7342	8111	8793	9608	归属于母公司净利润(%)	7.7	15.5	-29.5	41.8	12.5
负债和股东权益	13128	14335	14821	15595	16671	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	33.9	35.7	30.7	36.5	37.6
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	15.5	16.9	12.5	16.6	16.8
经营活动现金流	888	1742	686	1284	1421	ROE(%)	13.7	14.2	9.2	12.1	12.9
净利润	944	1091	773	1102	1292	ROIC(%)	9.5	9.8	6.5	8.6	9.4
折旧摊销	211	216	226	258	296	偿债能力					
财务费用	93	104	84	88	85	资产负债率(%)	47.5	46.5	43.0	41.4	39.9
投资损失	-43	-64	-55	-41	-51	流动比率	1.2	1.3	1.6	1.7	1.8
营运资金变动	-283	428	-342	-123	-201	速动比率	1.2	1.2	1.5	1.7	1.8
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	295	-313	-528	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
筹资活动现金流	203	-634	-186	-536	-527	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	0.46	0.66	0.74	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	1.05	0.41	0.78	0.86	P/E	9.5	8.3	11.7	8.3	7.3
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.44	4.90	5.31	5.81	P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	8.6	7.4	9.1	6.5	5.4

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