

证券研究报告

公司研究——中报点评

盘江股份 (600395.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.07.15

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +861083326952

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519110001

联系电话: +861083326923

邮箱: zhoujie@cindasc.com

相关研究

《盘江股份 (600395.SH) 首次覆盖: 高分红西南焦煤龙头步入快速成长期》2020.07.15

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

疫情冲击业绩下滑, 公司成长仍可期待

2020年08月08日

事件: 8月7日晚公司发布2020年中报, 报告期内公司实现营业收入27.72亿元, 同比降15.62%; 其中主营煤炭业务收入26.58亿元, 同比降16.11%。利润总额4.01亿元, 同比降47.96%; 归母净利润3.44亿元, 同比降44.67%; 经营活动产生的现金流净额为3.20亿元, 同比降58.48%; 基本每股收益0.21元, 同比降0.17元。

公司第二季度实现营业收入14.08亿元, 同比降14.25%, 环比增3.17%。利润总额2.45亿元, 同比降42.03%, 环比增57.37%; 归母净利润2.11亿元, 同比降35.20%, 环比增59.23%; 经营活动产生的现金流净额为2.23亿元, 同比降53.95%, 环比增131.38%; 基本每股收益0.13元, 同比降0.07元, 环比增0.05元。

点评:

- **公司上半年煤炭量增价减, 吨煤盈利收窄。** 公司上半年商品煤产量394.92万吨, 同比增26.33万吨(7.14%), 其中精煤产量170.81万吨, 同比降14.73万吨(-7.94%), 占比43.25%, 同比降7.09个pct。公司上半年自产煤售价621.50元/吨, 同比降157.10元/吨(-20.18%), 吨煤毛利186.42元/吨, 同比降123.30元/吨(-39.81%); 其中自产精煤售价1125.50元/吨, 同比降161.61元/吨(-12.56%), 吨精煤毛利330.71元/吨, 同比降177.30元/吨(-34.90%)。上半年公司技改扩能煤矿逐步投产, 煤炭产量增长, 但售价在疫情冲击下明显下滑, 同时精煤率在保电煤供应下有所下降, 煤炭盈利业务盈利收窄。
- **二季度公司煤炭产量继续提升, 精煤率有所改善。** 公司二季度商品煤产量206.40万吨, 同比增19.68万吨(10.54%), 环比增17.87万吨(9.48%); 其中精煤产量90.40万吨, 同比增1.45万吨(1.63%), 环比增9.98万吨(12.41%)。精煤占比43.80%, 同比减3.84个pct, 环比增1.14个pct。
- **公司二季度煤炭售价继续下滑, 降本带来吨煤盈利能力有所改善。** 公司二季度商品煤综合售价为618.46元/吨, 同比降136.40元/吨(-18.07%), 环比降6.33元/吨(-1.01%); 其中精煤售价1097.43元/吨, 同比降173.96元/吨(-13.68%), 环比降58.84元/吨(-5.09%)。在成本明显压缩下, 二季度公司吨煤盈利能力环比改善, 二季度公司吨煤毛利218.76元/吨, 同比降85.60元/吨(-28.12%), 环比增67.35元/吨(44.48%); 其中精煤吨煤毛利383.18元/吨, 同比降124.97元/吨(-24.59%), 环比增109.98元/吨(40.26%)。
- **8月6日公司收购盘南公司54.9%的股权事项完成工商变更登记, 下半年并表贡献利润。** 盘南公司主要经营范围是原煤开采、洗选加工及销售, 所属响水矿设计生产能力400万吨/年, 核定产能为330万吨/年。截止2019年底, 响水矿煤炭

资源剩余可采储量为 39,125 万吨；煤种主要有焦煤、瘦煤、贫瘦煤及贫煤等，可采煤层数多，煤厚为中厚煤层。2018 年和 2019 年的产能利用率分别为 52.73%和 73.64%，后期仍有提升空间。在收购中，盘江控股承诺盘南公司在业绩承诺期内的任意一个会计年度的累计实现净利润低于相应年度的累计承诺净利润，盘江控股对盘江股份进行补偿。盘江控股承诺盘南公司在 2020-2022 年预计实现净利润分别为 1.40 亿、2.18 亿和 2.34 亿。盘江股份并表盘南公司后，将明显增厚上市公司利润。

- **未来两年随着在产矿井技改扩能和新建矿井逐步投产，公司内生性增长潜力巨大。**当前拥有在建煤矿 3 座，分别为马依公司马依西一井一期（120 万吨/年）预计 2021 年一季度建成投产，恒普公司发耳二矿一期（90 万吨/年）预计 2020 年底建成投产，发耳二矿二期（150 万吨/年）预计 2022 年完工投产。根据公司披露，2020 年 4 月公司所属金佳矿核定生产能力已由 155 万吨/年增至 245 万吨/年。预计 2020 年底，山脚树矿、月亮田矿将完成技改扩能，届时产能提升 205 万吨/年。不考虑资产注入，预计到 2022 年底公司内生性产能将较 2019 年增长 655 万吨/年。
- **成长潜力叠加高股息使得公司极具配置价值。**公司资本结构良好，债务负担小。截至 2020 年 6 月底，公司资产负债率 49.94%，处于行业较低水平。公司产量的增长有望带来业绩的提升，叠加较低债务负担，保证公司充足的现金流，是公司强大分红能力的保障。公司历史上连续多年进行高额分红，上市以来年均分红率高达 61%，处于上市公司前列，假定公司 2020 年维持 60%的分红率，当前股价下，股息率有望达到 6%。在全球负利率、无风险收益率不断下行情况下，成长的潜力叠加高股息使得公司极具配置价值。
- **盈利预测及评级：**我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 0.66、1.00 和 1.22 元，对应 2020 年 8 月 7 日收盘价（6.03 元/股）对应市盈率 9/6/5 倍，基于公司兼具高分红和成长性，维持公司“买入”投资评级。
- **股价催化因素：**公司在建产能提前投产；外部优质资产加速注入；区域煤炭供需进一步偏紧。
- **风险因素：**疫情影响下经济超预期下滑；产能释放和资产注入速度不及预期；区域电煤供应紧张下政府要求公司提高电煤供应量；公司煤矿出现安全生产事故。

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	6,089.81	6,457.64	7,116.29	9,542.28	11,091.57
增长率 YoY %	0.14%	6.04%	10.20%	34.09%	16.24%
归属母公司净利润(百万元)	944.94	1,090.97	1,094.34	1,657.71	2,019.49
增长率 YoY%	7.72%	15.45%	0.31%	51.48%	21.82%
毛利率%	33.90%	35.68%	34.87%	39.39%	40.74%
净资产收益率 ROE%	14.52%	15.68%	14.48%	20.04%	21.37%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.66	0.66	1.00	1.22

市盈率 P/E(倍)	10	9	9	6	5
市净率 P/B(倍)	1.48	1.32	1.25	1.11	0.96

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,817.30	4,799.62	5,162.95	6,571.10	8,338.43
货币资金	1,370.28	1,934.96	2,017.78	2,418.98	3,540.90
应收票据	2,528.44	2,080.01	2,292.16	3,073.57	3,572.60
应收账款	500.00	471.54	519.63	696.77	809.90
预付账款	60.23	52.92	59.05	73.69	83.75
存货	95.70	121.99	136.12	169.87	193.07
其他	262.66	138.21	138.21	138.21	138.21
非流动资产	8,311.09	9,534.92	9,820.83	10,055.67	10,216.70
长期股权投资	788.16	803.71	803.71	803.71	803.71
固定资产(合计)	2,777.47	3,126.61	4,981.73	6,968.00	7,230.74
无形资产	752.27	711.19	655.45	601.34	550.12
其他	3,993.19	4,893.40	3,379.93	1,682.62	1,632.13
资产总计	13,128.39	14,334.54	14,983.79	16,626.77	18,555.13
流动负债	3,865.90	3,834.42	4,022.26	4,485.36	4,801.68
短期借款	1,581.10	1,329.70	1,329.70	1,329.70	1,329.70
应付票据	390.68	456.90	509.83	636.23	723.12
应付账款	986.15	1,067.44	1,191.11	1,486.42	1,689.41
其他	907.97	980.38	991.62	1,033.02	1,059.45
非流动负债	2,364.89	2,832.33	2,832.33	2,832.33	2,832.33
长期借款	100.00	200.00	200.00	200.00	200.00
其他	2,264.89	2,632.33	2,632.33	2,632.33	2,632.33
负债合计	6,230.79	6,666.74	6,854.59	7,317.69	7,634.01
少数股东权益	326.16	326.04	354.25	537.26	790.46
归属母公司股东权益	6,571.45	7,341.75	7,774.95	8,771.82	10,130.66
负债和股东权益	13,128.39	14,334.54	14,983.79	16,626.77	18,555.13

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,089.81	6,457.64	7,116.29	9,542.28	11,091.57
同比(%)	0.14%	6.04%	10.20%	34.09%	16.24%
归属母公司净利润	944.94	1,090.97	1,094.34	1,657.71	2,019.49
同比(%)	7.72%	15.45%	0.31%	51.48%	21.82%
毛利率(%)	33.90%	35.68%	34.87%	39.39%	40.74%
ROE%	14.52%	15.68%	14.48%	20.04%	21.37%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.66	0.66	1.00	1.22
P/E	10	9	9	6	5
P/B	1.48	1.32	1.25	1.11	0.96
EV/EBITDA	8.28	7.10	6.99	4.53	3.74

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,089.81	6,457.64	7,116.29	9,542.28	11,091.57
营业成本	4,025.26	4,153.36	4,634.55	5,783.56	6,573.39
营业税金及附加	308.71	308.33	339.78	455.62	529.59
销售费用	19.09	16.40	18.07	24.23	28.16
管理费用	604.80	621.79	685.21	918.80	1,067.98
研发费用	39.42	150.76	166.13	222.77	258.94
财务费用	93.44	104.12	97.45	115.04	121.71
减值损失合计	-25.98	-1.76	-1.94	-2.61	-3.03
投资净收益	42.54	64.15	36.26	47.65	49.36
其他	68.80	146.03	124.19	114.18	129.31
营业利润	1,136.40	1,314.83	1,337.50	2,186.70	2,693.48
营业外收支	-29.10	-10.41	-16.85	-21.14	-19.72
利润总额	1,107.30	1,304.42	1,320.65	2,165.56	2,673.76
所得税	162.96	213.58	198.10	324.83	401.06
净利润	944.35	1,090.84	1,122.55	1,840.73	2,272.70
少数股东损益	-0.60	-0.13	28.20	183.01	253.20
归属母公司净利润	944.94	1,090.97	1,094.34	1,657.71	2,019.49
EBITDA	1,380.36	1,592.15	1,617.90	2,495.89	3,024.15
EPS(当年)(元)	0.57	0.66	0.66	1.00	1.22

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	887.98	1,742.10	1,291.91	1,580.95	2,246.24
净利润	944.35	1,090.84	1,122.55	1,840.73	2,272.70
折旧摊销	211.31	215.84	233.06	265.08	285.67
财务费用	61.74	71.89	64.19	65.25	64.72
投资损失	-42.54	-64.15	-36.26	-47.65	-49.36
营运资金变动	-282.99	427.99	-90.72	-541.24	-326.07
其它	-3.89	-0.31	-0.91	-1.22	-1.42
投资活动现金流	-619.30	-495.22	-482.87	-452.48	-397.59
资本支出	-503.34	-714.39	-519.14	-500.14	-446.95
长期投资	148.40	219.17	36.26	47.65	49.36
其他	-264.36	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	202.66	-633.82	-726.21	-727.27	-726.74
吸收投资	25.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	363.03	-68.30	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	507.20	560.27	726.21	727.27	726.74
现金流净增加额	471.34	613.06	82.83	401.20	1,121.91

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院硕士，中国人民大学硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。