

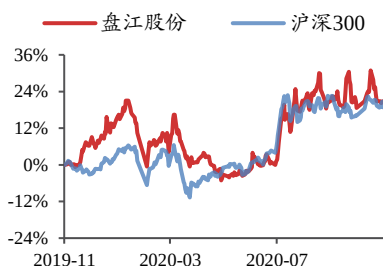
盘江股份 (600395.SH)

2020 年 11 月 01 日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2020/10/30
当前股价(元)	6.00
一年最高最低(元)	6.72/5.00
总市值(亿元)	99.30
流通市值(亿元)	99.30
总股本(亿股)	16.55
流通股本(亿股)	16.55
近 3 个月换手率(%)	36.17

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司中报点评报告-降本增效对冲疫情影响, 关注高成长&高分红&区域整合》-2020.8.8

《公司首次覆盖报告-高分红兼具快速增长, 国改整合稳固西南龙头地位》-2020.7.18

Q3 单季煤炭毛利环比提升, 增量产能即将进入集中投产期

——公司三季报点评报告

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

事件: 公司发布 2020 年三季报, 2020Q1-Q3 实现总营业收入 48.2 亿元, 同比下降 15.4%; 实现归母净利润 6 亿元, 同比下降 39.8%。2020Q3 单季实现总营业收入 17.03 亿元, 环比增长 45.6%; 归母净利润 2.28 亿元, 环比增长 8%。

● Q3 单季煤炭毛利环比提升, 增量产能即将进入集中投产期

三季度煤炭毛利环比增长, 盘南公司并表增厚业绩, 新增产能即将陆续进入投产期, 支撑未来业绩增长。我们维持公司盈利预测, 预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9.1/13.5/14.8 亿元, 同比变化-16.5%/48.3%/9.4%; EPS 分别为 0.55/0.82/0.89 元, 对应当前股价, PE 为 10.9x/7.3x/6.7x。维持“买入”评级。

● Q3 单季业绩环比增长, 盘南公司并表增厚业绩

2020Q3 单季公司实现归母净利润 2.28 亿元, 相较于 Q2 单季 2.11 亿元(调整前), 环比增长 8%, 考虑到三季度内盘南公司完成并表, 一定程度增厚业绩, 以可比口径来看公司三季度单季业绩或基本平稳。

● Q3 单季煤炭板块毛利环比提升, 主因产销量大增对冲价跌

2020Q3 单季煤炭板块毛利 6.4 亿元, 环比增长 42.1%, 毛利率为 32.5%, 环比下降 1.1pct。当期实现商品煤产/销量 332/348 万吨, 环比增长 60.7%/58.3%, 自产煤销量 331 万吨, 环比增长 60%, 主因盘南公司并表响水矿贡献新增产量。Q3 单季吨煤价格 570 元/吨, 环比下降 7.2%; 吨煤成本 384 元/吨, 环比下降 5.8%; 吨煤毛利 185 元/吨, 环比下降 10%, 主因价格下挫侵蚀吨煤盈利。

● 新增产能进入集中投产期, 澳煤禁令利好国内焦煤龙头

公司现有技改或在建的新增产能共计约 600 万吨, 其中预计在 2021 年二季度之前可正式投产的产能共计 330 万吨: 月亮田矿技改扩产 60 万吨、山脚树矿技改扩产 60 万吨、马依西一井一采区在建 120 万吨、发耳二矿西井一期在建 90 万吨。大量优质产能投产将为公司未来业绩增长提供支撑。另外, 澳煤进口禁令将收紧国内炼焦煤供给, 形成的优质炼焦煤缺口或主要由国内产地增产替代, 且焦煤价格补涨有望获得支撑, 公司作为西南地区炼焦煤龙头, 或将在量价两端均受益。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期; 煤炭价格下跌超预期; 新增产能进度落后预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,090	6,458	7,143	10,127	11,179
YOY(%)	0.1	6.0	10.6	41.8	10.4
归母净利润(百万元)	945	1,091	911	1,351	1,478
YOY(%)	7.7	15.5	-16.5	48.3	9.4
毛利率(%)	33.9	35.7	31.3	32.3	32.2
净利率(%)	15.5	16.9	12.8	13.3	13.2
ROE(%)	13.7	14.2	11.5	14.6	13.7
EPS(摊薄/元)	0.57	0.66	0.55	0.82	0.89
P/E(倍)	10.5	9.1	10.9	7.3	6.7
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 Q3 单季煤炭毛利环比提升，增量产能即将进入集中投产期.....	3
1.1、 2020 年前三季度业绩同比明显下滑，煤价下跌压缩毛利空间	3
1.2、 2020Q3 单季业绩环比增长，盘南公司并表增厚部分业绩	3
1.3、 2020Q3 单季煤炭板块毛利环比提升，主因产销量大增对冲价跌	3
1.4、 新增产能建设有序推进，2021 年进入集中投产期.....	3
1.5、 澳煤禁令收紧国内炼焦煤供给，利好国内焦煤龙头	3
2、 投资建议：维持“买入”评级.....	3
3、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

图 1： 2020 年三季度六盘水焦煤产地价格下跌（元/吨）	4
表 1： 公司煤炭业务经营数据明细	4

1、Q3 单季煤炭毛利环比提升，增量产能即将进入集中投产期

公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现总营业收入 48.2 亿元，同比下降 15.4%；实现归母净利润 6 亿元，同比下降 39.8%。2020Q3 单季实现总营业收入 17.03 亿元，环比增长 45.6%；归母净利润 2.28 亿元，环比增长 8%。

1.1、2020 年前三季度业绩同比明显下滑，煤价下跌压缩毛利空间

2020 年前三季度归母净利润 6 亿元，相较于 2019 年同期 10 亿元（追溯调整后），同比下滑 39.8%；扣非净利润 4.95 亿元，同比下降 35.5%，非经常性损益中主要为年初至 7 月 31 日盘南公司并表期间利润，为 0.68 亿元。业绩同比下滑主因营收减少压缩毛利：当期实现营业收入 48.2 亿元，同比下降 15.4%，主要受煤价下跌影响；营业成本 33 亿元，同比下降 5.2%；总毛利 15.2 亿元，同比下降 31.4%，降幅达 7 亿元。考虑到疫情影响炼焦煤市场价同比大幅下跌，公司前三季度业绩符合预期。

1.2、2020Q3 单季业绩环比增长，盘南公司并表增厚业绩

2020Q3 单季公司实现归母净利润 2.28 亿元，相较于 Q2 单季 2.11 亿元（调整前），环比增长 8%，考虑到三季度内盘南公司完成并表，一定程度增厚业绩，以可比口径来看公司三季度单季业绩或基本平稳。

1.3、2020Q3 单季煤炭板块毛利环比提升，主因产销量大增对冲价跌

2020Q3 单季煤炭板块毛利 6.4 亿元，环比增长 42.1%，毛利率为 32.5%，环比下降 1.1pct。当期实现商品煤产/销量 332/348 万吨，环比增长 60.7%/58.3%，自产煤销量 331 万吨，环比增长 60%，主因盘南公司并表响水矿贡献新增产量。Q3 单季吨煤价格 568 元/吨，环比下降 7.4%；吨煤成本 383 元/吨，环比下降 6%；吨煤毛利 185 元/吨，环比下降 10.2%，主因价格下挫侵蚀吨煤盈利。

1.4、新增产能建设有序推进，2021 年进入集中投产期

公司现有技改或在建的新增产能共计约 600 万吨，其中预计在 2021 年二季度之前可正式投产的产能共计 330 万吨：月亮田矿技改扩产 60 万吨、山脚树矿技改扩产 60 万吨、马依西一井一采区在建 120 万吨、发耳二矿西井一期在建 90 万吨。大量优质产能投产将为公司未来业绩增长提供支撑。

1.5、澳煤禁令收紧国内炼焦煤供给，利好国内焦煤龙头

10 月澳煤进口禁令将收紧国内炼焦煤供给，形成的优质炼焦煤缺口或主要由国内产地增产替代，且焦煤价格补涨有望获得支撑，公司作为西南地区炼焦煤龙头，或将在量价两端均受益。

2、投资建议：维持“买入”评级

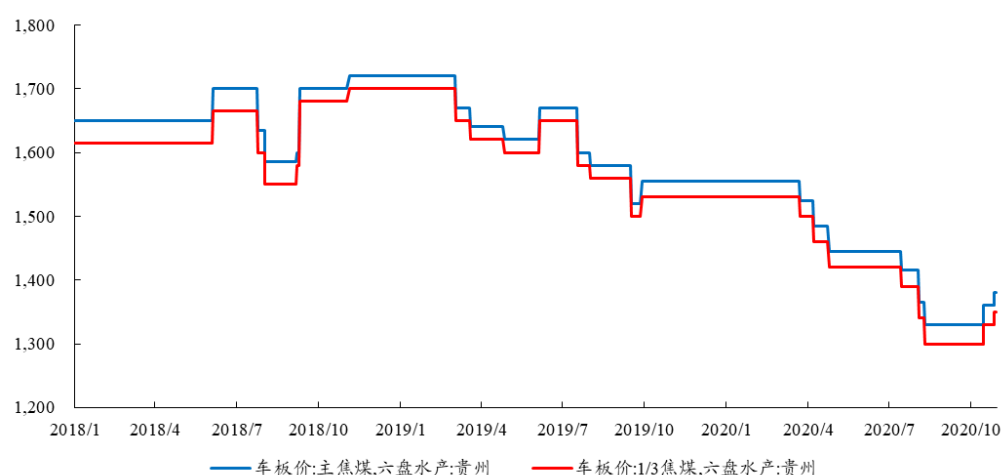
三季度煤炭毛利环比增长，盘南公司并表增厚业绩，新增产能即将陆续进入投产期，支撑未来业绩增长。我们维持公司盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9.1/13.5/14.8 亿元，同比变化-16.5%/48.3%/9.4%；EPS 分别为 0.55/0.82/0.89 元，对应当前股价，PE 分别为 10.9x/7.3x/6.7x。维持“买入”评级。

表1: 公司煤炭业务经营数据明细

	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	环比	2020Q1-Q3	2019Q1-Q3	环比
商品煤产量	万吨	188	206	332	60.7%	727	561	-22.8%
精煤产量	万吨	80	90	129	42.2%	299	275	-8.1%
混煤产量	万吨	108	116	203	75.2%	427	286	-33.0%
商品煤销量	万吨	207	220	348	58.3%	775	611	-21.2%
自产煤销量	万吨	191	207	331	59.9%	729	714	-2.0%
精煤销量	万吨	89	93	134	44.3%	315	303	-3.7%
混煤销量	万吨	118	127	214	68.5%	460	306	-33.3%
煤炭收入	亿元	13.1	13.5	19.8	46.5%	46.4	47.5	2.5%
煤炭成本	亿元	10.2	9.0	13.3	48.8%	32.5	30.0	-7.8%
煤炭毛利	亿元	2.9	4.5	6.4	42.1%	13.9	17.6	26.7%
吨煤价格	元/吨	631	614	568	-7.4%	598	777	30.0%
吨煤成本	元/吨	491	408	383	-6.0%	419	490	16.9%
吨煤毛利	元/吨	140	206	185	-10.2%	179	287	60.7%
毛利率	%	22.1%	33.6%	32.5%	-1pct	29.9%	37.0%	7.1pct

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图1: 2020 年三季度六盘水焦煤产地价格下跌 (元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、风险提示

经济恢复不及预期。当前受疫情冲击影响，经济不确定性提升，社会总需求整体较为疲弱。随着疫情逐渐受控制，复工复产也在逐步推进。由于公司主业专注与煤炭，如果经济恢复不及预期，下游煤炭需求持续低迷将会对公司业绩产生严重影响。

煤炭价格下跌超预期。公司专注于煤炭生产，受炼焦煤及动力煤市场价格影响较大。2020 年来，新冠疫情冲击下煤炭需求一度低迷，动力煤与冶金煤价格曾出现大幅下跌，对整体煤炭行业的盈利性造成冲击。如果后市出现超预期的煤价下跌，将对公司基本面造成严重影响。

新增产能进度落后预期。公司未来业绩增长的主要驱动力来自于可预期的增量产能，包括月亮田矿、山脚树矿技改项目，马依西一井、发耳二矿西井一期等新建项目。由于项目建设周期较长，存在诸多不确定因素会导致项目投产时间落后预期。如果新增产能进度出现延期滞后，会对公司业绩增长潜力造成削弱。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,817	4,800	5,776	7,613	7,452
现金	1,370	1,935	1,271	1,802	1,989
应收票据及应收账款	3,028	2,552	4,120	5,221	5,018
其他应收款	88	105	68	194	89
预付账款	60	53	77	107	95
存货	96	122	137	225	175
其他流动资产	175	33	103	63	86
非流动资产	8,311	9,535	10,026	10,473	10,856
长期投资	788	804	845	875	907
固定资产	2,778	3,127	5,034	6,204	6,974
无形资产	752	711	650	588	526
其他非流动资产	3,993	4,893	3,497	2,806	2,449
资产总计	13,128	14,335	15,802	18,086	18,308
流动负债	3,866	3,834	6,359	7,248	5,966
短期借款	1,581	1,330	3,388	2,921	2,334
应付票据及应付账款	1,377	1,524	1,660	2,885	2,147
其他流动负债	908	980	1,311	1,442	1,485
非流动负债	2,365	2,832	1,528	1,574	1,603
长期借款	100	200	225	251	280
其他非流动负债	2,265	2,632	1,304	1,323	1,323
负债合计	6,231	6,667	7,887	8,822	7,568
少数股东权益	326	326	324	322	320
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655
资本公积	2,430	2,430	2,430	2,430	2,430
留存收益	2,647	2,908	3,272	3,811	4,402
归属母公司股东权益	6,571	7,342	7,591	8,942	10,420
负债和股东权益	13,128	14,335	15,802	18,086	18,308

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	888	1,742	19	1,837	1,629
净利润	944	1,091	909	1,349	1,476
折旧摊销	211	216	253	333	391
财务费用	93	104	109	115	121
投资损失	-43	-64	-5	-6	-5
营运资金变动	-283	428	-1,124	45	-353
其他经营现金流	-36	-33	-122	-0	-0
投资活动现金流	-619	-495	-738	-775	-769
资本支出	503	714	1,060	22,438	22,438
长期投资	-11	170	-42	-33	-32
其他投资现金流	-127	389	281	21,630	21,638
筹资活动现金流	203	-634	-2,004	-64	-85
短期借款	323	-251	-0	-0	-0
长期借款	100	100	25	26	28
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	1	-0	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-221	-482	-2,029	-90	-113
现金净增加额	471	613	-2,723	998	775

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,090	6,458	7,143	10,127	11,179
营业成本	4,025	4,153	4,904	6,859	7,581
营业税金及附加	309	308	352	496	546
营业费用	19	16	20	27	30
管理费用	605	622	688	975	1,076
研发费用	39	151	99	160	183
财务费用	93	104	109	115	121
资产减值损失	-26	-1	-0	-0	-0
其他收益	57	150	119	119	124
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	43	64	5	6	5
资产处置收益	12	0	-0	-0	-0
营业利润	1,136	1,315	1,096	1,620	1,772
营业外收入	13	27	20	20	20
营业外支出	42	38	39	38	39
利润总额	1,107	1,304	1,077	1,601	1,753
所得税	163	214	169	252	277
净利润	944	1,091	909	1,349	1,476
少数股东损益	-1	-0	-2	-2	-2
归母净利润	945	1,091	911	1,351	1,478
EBITDA	1,385	1,564	1,435	2,090	2,259
EPS(元)	0.57	0.66	0.55	0.82	0.89

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	6.0	10.6	41.8	10.4
营业利润(%)	9.9	15.7	-16.6	47.7	9.4
归属于母公司净利润(%)	7.7	15.5	-16.5	48.3	9.4
获利能力					
毛利率(%)	33.9	35.7	31.3	32.3	32.2
净利率(%)	15.5	16.9	12.8	13.3	13.2
ROE(%)	13.7	14.2	11.5	14.6	13.7
ROIC(%)	9.5	9.8	8.0	11.0	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	47.5	46.5	49.9	48.8	41.3
净负债比率(%)	36.9	28.4	46.4	29.4	18.5
流动比率	1.2	1.3	0.9	1.1	1.2
速动比率	1.2	1.2	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.0	2.3	2.1	2.2	2.2
应付账款周转率	3.1	2.9	3.1	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.66	0.55	0.82	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	1.05	0.01	1.11	0.98
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.44	4.59	5.40	6.30
估值比率					
P/E	10.5	9.1	10.9	7.3	6.7
P/B	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.2	8.0	9.7	6.2	5.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn