

2021年04月21日

盘江股份 (600395.SH)

公司快报

产能进入释放期

投资要点

- ◆ **2020 年公司归母净利同比下降 28.85%，股息率 5.37%：**2020 年公司实现收入 64.81 亿元，调整口径后同比下降 12.58%，实现归属股东净利 8.62 亿元，同比下降 28.85%；毛利率为 31.84%，同比降 3.85 个百分点；净利率 13.30%，同比降 3.59 个百分点；EPS 为 0.52 元，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 76.8%，股息率为 5.37%。
- ◆ **煤炭量增价跌拖累收入和毛利下行：**2020 年公司煤炭产量、销量分别为 976 万吨和 1036 万吨，同比分别上升 29.5%和 26.9%；煤炭销售均价 599 元/吨，同比下降 20.9%，其中精煤价格下降 14.31%，混煤价格下降 5.38%；吨煤成本 420.2 元/吨，同比下降 15.1%，吨煤毛利 179 元/吨，同比下降 31.72%。公司吨煤毛利下降幅度较大的原因一方面是煤价下行，另一方面是产品结构变化，低价低毛利的混煤占比由上年的 51.6%上升到 2020 年的 58.1%
- ◆ **省内市场收入和毛利贡献占比增加：**2020 年公司省内收入和毛利占比分别为 43.8%和 40.9%，分别较上年提高 12.6 和 11.8 个百分点，省内销售毛利率为 27.77%，除云南外的其他三个省外市场的毛利率区间在 33%-42%之间，2020 年公司省外销售占下降也是盈利下降的原因之一。
- ◆ **Q4 收入环比下降 19.09%，所得税减少导致盈利环比增 2.77%：**公司 Q4 收入环比下降 19.09%，主要原因是煤炭销量环比下降 25.0%至 261 万吨，尽管吨煤销售均价环比上升 6.2%至 603 元/吨，但由于单位成本环比升 10.2%至 423 元/吨，吨煤毛利环比下降 2.0%至 181 元/吨。所得税率由 Q3 的 16.66%降至 Q4 的 9.99%，使得净利润环比小幅增长 2.77%。
- ◆ **公司煤炭产能逆势增长并进入释放期：**公司金佳矿佳一采区（90 万吨）已进入联合试运转，山脚树矿、月亮田矿等老矿技改预计新增产能 315 万吨；盘南公司并表新增响水矿 330 万吨，增资控股首黔公司新增杨山矿 30 万吨，2020 年底产能达到 1360 万吨；火铺、响水矿技改取得阶段性进展，杨山矿（120 万吨）技改项目正式开工建设，新建矿马依西一井（240 万吨/年）、发耳二矿一期（180 万吨）在 2020 年底建设进度分别达到 81.75%和 95.42%，上述项目全部投产后公司产能达到 2000 万吨，后期仍有发耳二矿二期 240 万吨、马依东等规划待建。公司拟定增募集 35 亿元用于 2*66 万千瓦燃煤发电项目建设，以延伸产业链。
- ◆ **投资建议：**2020 年公司计划生产原煤 1290 万吨，其中精煤 422 万吨，混煤 577 万吨，营业总收入 78.4 亿元，利润总额 11 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 2021 年至 2023 年公司每股收益分别为 0.68 元、0.72 元和 0.77 元，净资产收益率分别为 13.7%、13.7%和 14.1%。公司技改、并购、新建产能进入释放期释放期，并持续受益区域市场格局的优化，我们维持公司买入-B 的投资评级。

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

买入-B(维持)

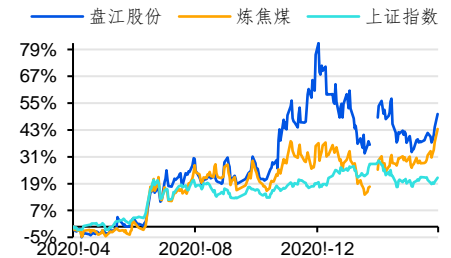
股价(2021-04-19)

7.44 元

交易数据

总市值 (百万元)	12,313.59
流通市值 (百万元)	12,313.59
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	5.00/9.15 元

一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.27	-1.51	27.31
绝对收益	9.41	-4.0	49.82

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：电煤保供及需求萎缩导致 Q1 业绩下滑 2020-04-28
- 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

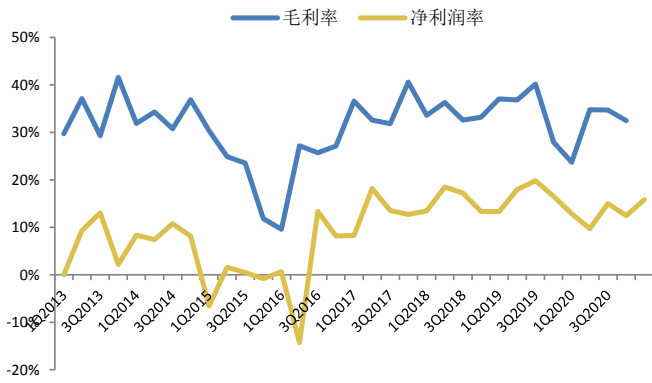
- ◆ **风险提示:** 公司项目达产时间低于预期或达产率低于预期; 遭遇矿难或断层导致产量不达预期; 煤价下跌幅度超预期; 增发摊薄每股收益。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,458	6,481	7,566	8,156	8,740
YoY(%)	6.0	0.4	16.7	7.8	7.2
净利润(百万元)	1,091	862	1,125	1,193	1,271
YoY(%)	15.5	-21.0	30.5	6.0	6.6
毛利率(%)	35.7	31.8	35.0	34.8	35.4
EPS(摊薄/元)	0.66	0.52	0.68	0.72	0.77
ROE(%)	14.2	11.9	13.7	13.7	14.1
P/E(倍)	11.2	14.2	10.9	10.3	9.6
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
净利率(%)	16.9	13.3	14.9	14.6	14.5

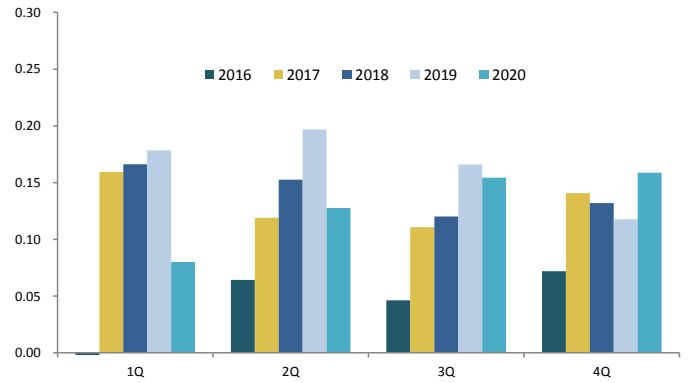
数据来源: 贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2020 年 Q4 公司分季度毛利率和利润率



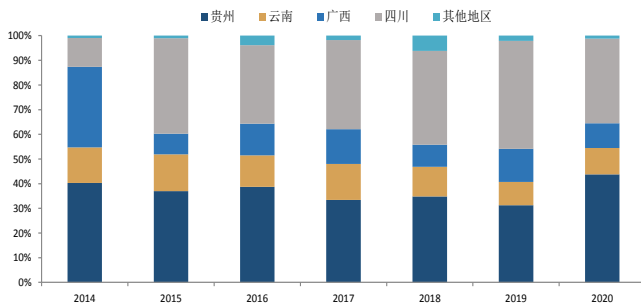
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2020 年 Q4 单季度 EPS 单位：元



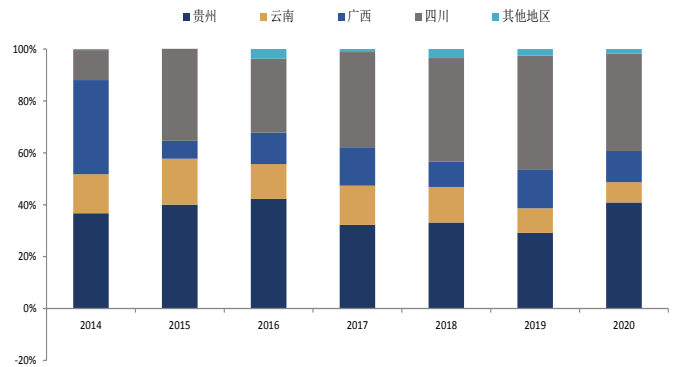
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2014-2020 年公司分地区销售收入贡献



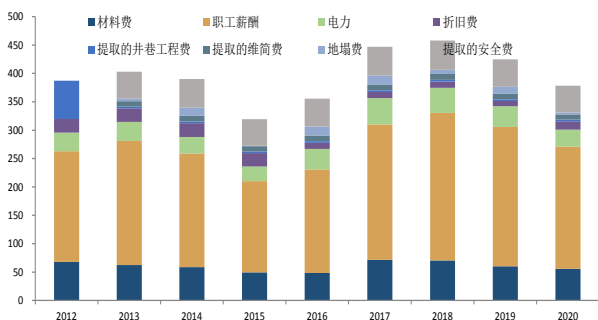
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2014-2020 年公司分地区销售毛利贡献



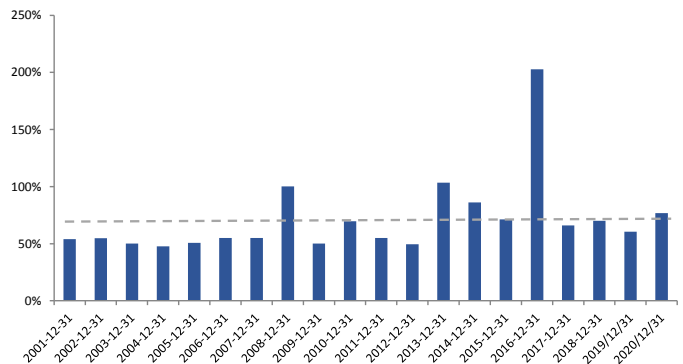
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2012-2020 年公司吨煤成本构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：公司上市以来分红率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1: 2019-2020 年公司煤炭产销收入情况 单位: 万吨、万元、元/吨

	2019	2020	YoY	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ
煤炭产量	753	976	29.5%	189	206	332	249	-25.0%
煤炭销量	817	1036	26.9%	207	220	348	261	-25.0%
其中: 自产煤炭销量	746	977	30.9%	191	207	331	248	-24.9%
煤炭销售收入	618382	620912	0.4%	130881	134961	197574	157496	-20.3%
销售成本	403626	435458	7.9%	101922	89676	133495	110365	-17.3%
毛利	214756	185455	-13.6%	28959	45285	64079	47131	-26.4%
吨煤价格	757	599	-20.9%	631	614	568	603	6.2%
吨煤成本	494	420	-15.0%	491	408	384	423	10.2%
吨煤毛利	263	179	-31.9%	140	206	184	181	-2.0%

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4800	4608	5322	5263	6085	营业收入	6458	6481	7566	8156	8740
现金	1935	1516	1513	1631	1748	营业成本	4153	4418	4915	5320	5646
应收票据及应收账款	2552	2717	3434	3197	3909	营业税金及附加	308	326	353	375	420
预付账款	53	88	77	101	89	营业费用	16	16	19	18	19
存货	122	202	158	231	182	管理费用	622	655	723	758	804
其他流动资产	138	85	140	103	157	研发费用	151	159	103	139	172
非流动资产	9535	12749	13385	13572	13720	财务费用	104	131	164	176	161
长期投资	804	827	901	968	1037	资产减值损失	-1	-0	0	0	0
固定资产	3127	5108	6229	6958	7529	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	711	1012	942	886	843	投资净收益	64	27	55	47	48
其他非流动资产	4893	5801	5313	4760	4311	营业利润	1315	1019	1345	1416	1567
资产总计	14335	17357	18707	18835	19805	营业外收入	27	65	29	33	39
流动负债	3834	5240	6254	5976	6425	营业外支出	38	8	27	29	25
短期借款	1330	2159	2988	2837	2852	利润总额	1304	1076	1346	1421	1580
应付票据及应付账款	1524	1682	1885	1976	2122	所得税	214	147	215	216	242
其他流动负债	980	1399	1382	1163	1451	税后利润	1091	928	1131	1205	1338
非流动负债	2832	4326	4192	4034	3874	少数股东损益	-0	66	6	12	67
长期借款	200	782	648	491	331	归属母公司净利润	1091	862	1125	1193	1271
其他非流动负债	2632	3544	3544	3544	3544	EBITDA	1556	1542	1824	1970	2165
负债合计	6667	9566	10446	10011	10300						
少数股东权益	326	766	771	783	850	主要财务比率					
股本	1655	1655	1655	1655	1655	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2430	1995	1995	1995	1995	成长能力					
留存收益	2908	3058	3415	3789	4208	营业收入(%)	6.0	0.4	16.7	7.8	7.2
归属母公司股东权益	7342	7026	7489	8041	8655	营业利润(%)	15.7	-22.5	32.0	5.3	10.6
负债和股东权益	14335	17357	18707	18835	19805	归属于母公司净利润(%)	15.5	-21.0	30.5	6.0	6.6
						获利能力					
						毛利率(%)	35.7	31.8	35.0	34.8	35.4
						净利率(%)	16.9	13.3	14.9	14.6	14.5
						ROE(%)	14.2	11.9	13.7	13.7	14.1
						ROIC(%)	9.8	7.5	8.4	8.9	9.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.5	55.1	55.8	53.1	52.0
						流动比率	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9
						速动比率	1.2	0.8	0.8	0.8	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	2.3	2.5	2.5	2.5	2.5
						应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
						估值比率					
						P/E	11.2	14.2	10.9	10.3	9.6
						P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
						EV/EBITDA	9.5	11.9	10.3	9.3	8.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1742	683	1375	1783	1627
净利润	1091	928	1131	1205	1338
折旧摊销	216	329	344	401	449
财务费用	104	131	164	176	161
投资损失	-64	-27	-55	-47	-48
营运资金变动	428	-643	-209	48	-272
其他经营现金流	-33	-35	0	0	0
投资活动现金流	-495	-1081	-925	-541	-549
筹资活动现金流	-634	-119	-1281	-974	-977
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.52	0.68	0.72	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	0.41	0.83	1.08	0.98
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.25	4.53	4.86	5.23

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.huajinsec.cn