

盘江股份（600395.SH）

价格下降、成本上升致业绩下降，煤电一体可期

增持

核心观点

2023H1，公司营收利润均降。2023H1，公司主营收入 52.97 亿元，同比下降 15.23%；归母净利润 6.19 亿元，同比下降 50.23%；扣非净利润 5.57 亿元，同比下降 61.59%；其中 2023Q2，公司单季度主营收入 24.35 亿元，同比下降 27.99%；单季度归母净利润 2.69 亿元，同比下降 64.85%；单季度扣非净利润 2.33 亿元，同比下降 75.66%。

公司原煤产量同比增长 8.5%。2023H1，公司原煤产量 799.85 万吨，同比增长 8.5%；其中，精煤产量 226.23 万吨，同比增长 5.9%；混煤产量 361.50 万吨，同比增长 8.3%。从结构看，精煤占比略降。

公司煤炭价格下降，成本上升。上半年，煤炭供应呈宽松态势，国内煤炭产量和进口煤量大幅增加，同时受下游钢铁、水泥等行业需求收缩、预期转弱等多重因素的影响，导致煤炭价格大幅下跌。公司自产精煤价格较同期下降 415.81 元/吨，成本增加 40.86 元/吨。

公司产能增加 120 万吨/年。公司所属各生产矿井已公示产能合计 1980 万吨/年，较 2022 年底已公示产能增加 120 万吨/年，主要是马依公司马依西一井（一采区）120 万吨/年于 2023 年 2 月取得安全生产许可证正式投入生产。

公司加快推进煤电新能源一体化发展。公司深入贯彻落实集团“建设新型综合能源基地和打造西南地区煤炭保供中心”的战略定位。一是加快推进首黔公司技改扩能、马依公司西一井二采区和发耳二矿西井等在建矿井建设和配套洗煤厂建设；二是加快推进新光燃煤发电、普定燃煤发电项目建设，有序开发优质新能源项目，推进煤电新能源一体化发展。

投资建议：考虑 2024 年-2025 年，公司 264 万千瓦先进火电机组投产贡献业绩，维持“增持”评级。综合考虑煤炭价格下降、成本上升等对业绩的影响，下调盈利预测，预计公司 23-25 年收入分别为 106.7/115.1/122.5 亿元，归属母公司净利润 12.8/16.8/17.9 亿元（原为 22.1/23.2/23.6 亿元），每股收益 23-25 年分别为 0.60/0.78/0.83 元。考虑公司煤炭产能仍有增长，未来火电“风光火储”项目推动新旧能源互补，具备较好的成长性，煤电一体平抑波动，维持“增持”评级。

风险提示：区域经济放缓导致煤炭需求下降、区域新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,726	11,843	10,670	11,511	12,247
(+/-%)	50.1%	21.8%	-9.9%	7.9%	6.4%
净利润(百万元)	1172	2194	1284	1676	1791
(+/-%)	36.0%	87.1%	-41.5%	30.5%	6.9%
每股收益(元)	0.71	1.02	0.60	0.78	0.83
EBIT Margin	19.7%	20.9%	16.6%	20.1%	20.3%
净资产收益率(ROE)	16.9%	19.1%	10.5%	12.6%	12.5%
市盈率(PE)	8.7	6.1	10.3	7.9	7.4
EV/EBITDA	10.0	10.8	11.0	9.0	8.9
市净率(PB)	1.48	1.15	1.08	1.00	0.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	6.19 元
总市值/流通市值	13288/13288 百万元
52 周最高价/最低价	10.28/6.11 元
近 3 个月日均成交额	76.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《盘江股份（600395.SH）-年报量价齐升，煤质下降影响季报业绩》——2023-04-20

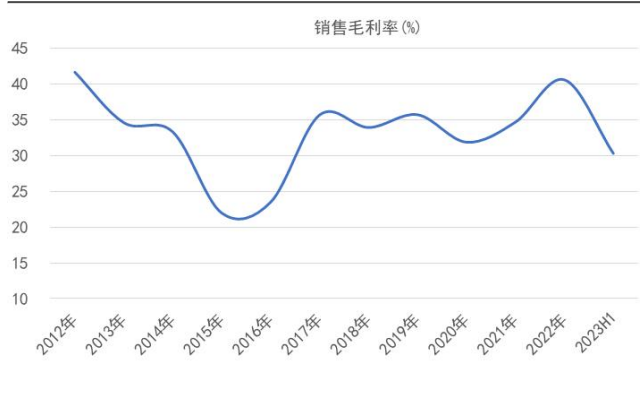
《盘江股份（600395.SH）-西南煤炭龙头，风光火储一体化带来新成长》——2022-11-07

图1: 2023H1, 公司营业收入同比下降 (亿元)



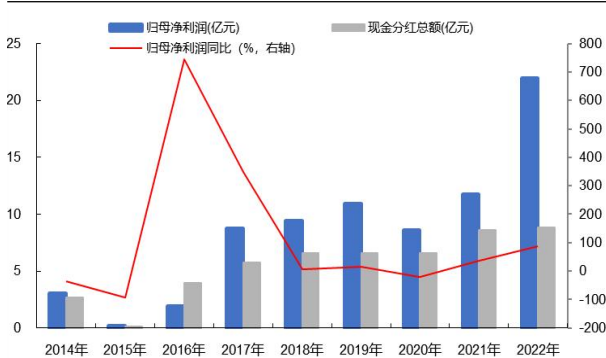
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2023 年 H1 销售毛利率回落



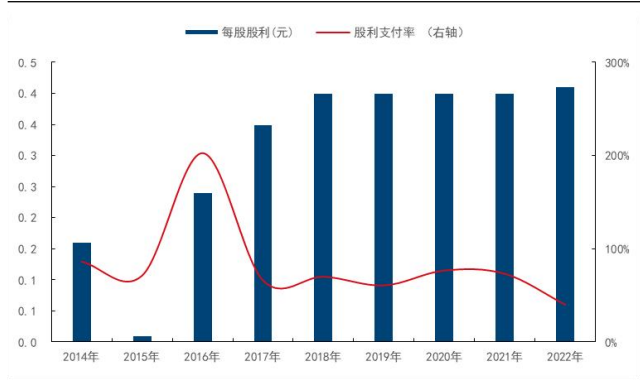
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2017 年以来分红维持高位



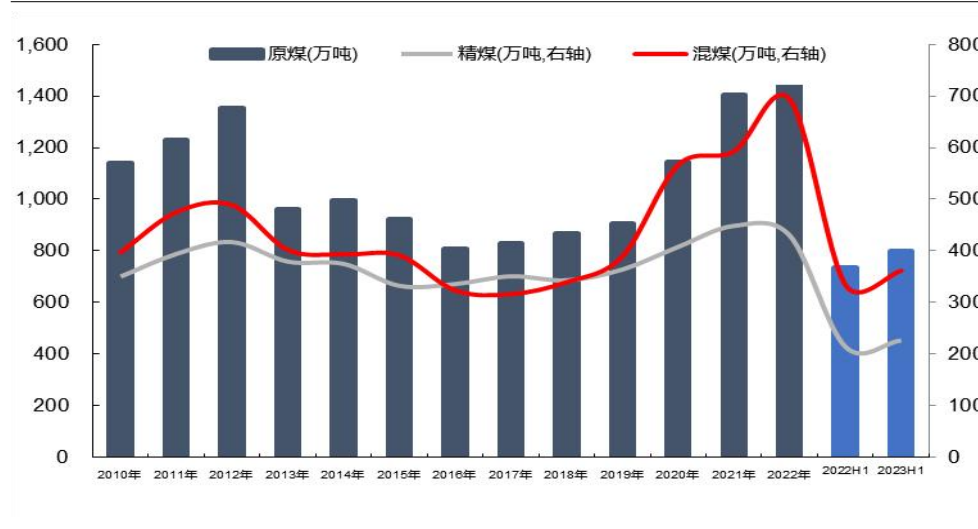
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2014 年以来公司股息支付率高位



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 2023H1 公司产量同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 2023H1 商品煤产销量以及经营情况

指标项目	2023 年 1-6 月	2022 年 1-6 月	变动比例 (%)
煤炭产量 (万吨)	639.96	559.29	14.42
煤炭销量 (万吨)	674.28	617.28	9.23
其中: 自产煤炭销量 (万吨)	640.44	567.19	12.91
煤炭销售收入 (万元)	515,273.90	612,019.84	-15.81
销售成本 (万元)	363,003.66	340,032.98	6.76
毛利 (万元)	152,270.24	271,986.86	-44.02

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 2023H1 业绩数据

项目	本报告期	本报告期比上年同期增减变动幅度(%)
营业收入 (元)	5,297,402,874.88	-15.23
归属于上市公司股东的净利润 (元)	619,277,332.88	-55.4
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 (元)	557,396,194.40	-61.59
经营活动产生的现金流量净额 (元)	795,992,811.10	-44.41
基本每股收益 (元/股)	0.288	-50.35
稀释每股收益 (元/股)	0.288	-50.35

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3: 自产煤售价及成本变化情况 (元/吨)

主要产品	售价	成本	售价同比	成本同比	售价同比变化率	成本同比变化率
自产精煤	1721.1	1137.2	-415.8	40.9	-19.5%	3.7%
自产混煤	242.4	154.6	-40.4	9.4	-14.3%	6.4%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 煤炭板块营收成本预测假设调整 (百万元)

内容	2022A	2023E	2024E	2025E
销售收入	11,559.56	10,403.61	11,090.89	11,645.43
成本	6,930.60	7,074.45	7,209.08	7,569.53
销售收入增				
长率	23.02%	-10.00%	6.61%	5.00%
毛利率	40.04%	32.00%	35.00%	35.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

考虑上半年煤炭价格下降以及成本上升, 结合上半年的增速以及毛利率, 我们重点对煤炭板块的营收增速以及毛利率水平进行修改, 公司 23-25 年煤炭板块营收增速由原预测的 10.6%/6.6%/5%调整为-10%/6.6%/5%, 毛利率由原预测的 38%/37%/36%调整为 32%/35%/35%。

投资建议：考虑 2024 年-2025 年，公司 264 万千瓦先进火电机组投产贡献业绩，维持“增持”评级。综合考虑煤炭价格下降、成本上升等对业绩的影响，下调盈利预测，预计公司 23-25 年收入分别为 106.7/115.1/122.5 亿元，归属母公司净利润 12.8/16.8/17.9 亿元（原为 22.1/23.2/23.6 亿元），每股收益 23-25 年分别为 0.60/0.78/0.83 元。考虑公司煤炭产能仍有增长，未来火电“风光火储”项目推动新旧能源互补，具备较好的成长性，煤电一体平抑波动，维持“增持”评级。

风险提示：区域经济放缓导致煤炭需求下降、区域新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1785	4571	5190	7060	9997	营业收入	9726	11843	10670	11511	12247
应收款项	3376	3384	3049	3469	3355	营业成本	6356	7040	7082	7289	7741
存货净额	280	376	340	332	346	营业税金及附加	472	554	500	539	573
其他流动资产	557	63	320	345	367	销售费用	19	18	20	22	23
流动资产合计	5998	8394	8899	11206	14065	管理费用	843	1568	1142	1171	1235
固定资产	11410	14218	16225	17834	19226	研发费用	122	185	160	173	184
无形资产及其他	1150	4535	4353	4172	3991	财务费用	196	157	217	256	288
投资性房地产	1373	2190	2190	2190	2190	投资收益	(195)	214	30	0	0
长期股权投资	572	708	708	708	708	资产减值及公允价值变动	(0)	(1)	0	0	0
资产总计	20502	30045	32376	36111	40181	其他收入	(102)	5	(160)	(173)	(184)
短期借款及交易性金融负债	2880	3755	3000	3000	3000	营业利润	1543	2723	1580	2061	2203
应付款项	2487	3306	2991	2919	3041	营业外净收支	(1)	(25)	0	0	0
其他流动负债	1297	1330	1145	1126	1176	利润总额	1541	2699	1580	2061	2203
流动负债合计	6663	8391	7136	7045	7217	所得税费用	233	459	269	351	375
长期借款及应付债券	1757	3309	5309	7309	9309	少数股东损益	135	46	27	35	37
其他长期负债	4132	5761	6561	7361	8161	归属于母公司净利润	1172	2194	1284	1676	1791
长期负债合计	5889	9070	11870	14670	17470	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	12552	17461	19006	21715	24687	净利润	1172	2194	1284	1676	1791
少数股东权益	1027	1066	1082	1103	1126	资产减值准备	0	1	2	0	0
股东权益	6922	11517	12287	13293	14368	折旧摊销	372	383	1166	1572	1789
负债和股东权益总计	20502	30045	32376	36111	40181	公允价值变动损失	0	1	0	0	0
						财务费用	196	157	217	256	288
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	808	2052	421	271	1051
每股收益	0.71	1.02	0.60	0.78	0.83	其它	66	22	14	20	22
每股红利	0.36	0.50	0.24	0.31	0.33	经营活动现金流	2418	4653	2888	3540	4653
每股净资产	4.18	5.37	5.72	6.19	6.69	资本开支	0	(3104)	(3000)	(3000)	(3000)
ROIC	13.71%	12.88%	8%	10%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16.94%	19.05%	10%	13%	12%	投资活动现金流	256	(3241)	(3000)	(3000)	(3000)
毛利率	35%	41%	34%	37%	37%	权益性融资	0	3500	0	0	0
EBIT Margin	20%	21%	17%	20%	20%	负债净变化	975	1551	2000	2000	2000
EBITDA Margin	24%	24%	27%	34%	35%	支付股利、利息	(599)	(1078)	(514)	(670)	(717)
收入增长	50%	22%	-10%	8%	6%	其它融资现金流	(3157)	(3072)	(755)	0	0
净利润增长率	36%	87%	-41%	30%	7%	融资活动现金流	(2405)	1374	731	1330	1283
资产负债率	66%	62%	62%	63%	64%	现金净变动	269	2786	619	1870	2937
股息率	4.5%	8.1%	3.9%	5.0%	5.4%	货币资金的期初余额	1516	1785	4571	5190	7060
P/E	8.7	6.1	10.3	7.9	7.4	货币资金的期末余额	1785	4571	5190	7060	9997
P/B	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	1387	54	766	1907
EV/EBITDA	10.0	10.8	11.0	9.0	8.9	权益自由现金流	0	(134)	1119	2554	3668

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032