

煤价下跌压缩利润，产能有望持续扩张

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季报，报告期内公司实现营业收入 76.19 亿元，同比减少 15.87%；归母净利润 7.73 亿元，同比减少 53.4%。

➤ **23Q3 净利润同环比下滑。**2023 年第三季度，公司实现归母净利润 1.54 亿元，同比下降 62.92%，环比下降 42.88%。23Q3 发生资产减值损失 1.76 亿元，主要为首黔公司计提减值准备，减少归母净利润 1.51 亿元。

➤ **2023 年前三季度煤炭业务产销增长，售价下滑致毛利率下降。**2023 年前三季度，公司完成煤炭产量 922.79 万吨，同比增长 6.96%；煤炭销量 950.52 万吨，同比增长 1%，其中自产煤炭销量 916.67 万吨，同比增长 5.96%。据公告测算，2023 年前三季度公司煤炭综合售价 773.5 元/吨，同比下降 18.73%；吨煤成本 540.13 元/吨，同比增长 0.63%；吨煤毛利 241.99 元/吨，同比下降 45.01%；毛利率为 31.28%，同比下降 15.47 个百分点。

➤ **23Q3 产销下滑，毛利率下降。**23Q3，公司完成煤炭产量 282.83 万吨，同比下降 6.81%，环比下降 12.44%；煤炭销量 276.24 万吨，同比下降 14.69%，环比下降 14.86%，其中自产煤炭销量 276.23 万吨，同比下降 7.29%，环比下降 14.47%。据公告测算，23Q3 煤炭综合售价 796.24 元/吨，同比下降 5.85%，环比增长 9.4%；吨煤成本 544.45 元/吨，同比增长 6.77%，环比增长 8.06%；吨煤毛利 251.8 元/吨，同比下降 31%，环比增长 11.91%；毛利率为 31.62%，同比下降 26.72 个百分点，环比下降 0.71 个百分点。

➤ **煤炭产能持续扩张，煤电新能源一体化发展拓宽成长空间。**1) 煤炭：截至 2023 年半年度末，公司所属生产矿井产能合计 1980 万吨/年，增量来自 120 万吨/年马依西一井一采区，该矿井于 23 年 2 月取得安全生产许可证并正式投产。此外，90 万吨/年发耳二矿西井一期 22 年底已进入联合试运转；加快推进首黔公司杨山煤矿 120 万吨/年技改扩能项目、马依公司西一井二采区 120 万吨/年等在建矿井建设。2) 煤电一体化：盘江新光电厂（2×66 万千瓦燃煤发电），预计年底并网发电；盘江普定电厂（2×66 万千瓦燃煤发电）2022 年 12 月正式进入施工建设期，预计 1 号机组 2024 年底并网发电，第二台机组 2025 年一季度投入运营。3) 新能源：截至 2022 年底，公司累计获得新能源建设指标 375 万千瓦，计划 23H2 加快推进关岭县盘江百万千瓦级光伏基地一期 105 万千瓦项目建设，争取年内建成 60 万千瓦光伏场区，其中 40 万千瓦并网发电；盘州市柏果镇铜厂沟二期农业光伏发电项目于 23 年 8 月正式开工，计划 24 年 2 月竣工。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 9.15/13.95/16.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.65/0.75 元/股，对应 2023 年 10 月 27 日收盘价的 PE 分别为 14/9/8 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 煤炭价格波动的风险。2) 项目进度不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,843	9,498	11,085	11,998
增长率 (%)	21.8	-19.8	16.7	8.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,194	915	1,395	1,618
增长率 (%)	87.1	-58.3	52.4	16.0
每股收益 (元)	1.02	0.43	0.65	0.75
PE	6	14	9	8
PB	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

6.10 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

- 1.盘江股份 (600395.SH) 2023 年半年报点评：售价下滑致业绩受损，在建项目进展顺利-2023/08/27
- 2.盘江股份 (600395.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：量价齐升助力业绩增长，一体化布局赋能未来成长-2023/04/20
- 3.盘江股份 (600395.SH) 首次覆盖报告：业绩大幅增长，产能扩张叠加煤电联营成长可期-2023/02/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,843	9,498	11,085	11,998
营业成本	7,040	6,539	7,355	7,770
营业税金及附加	554	435	507	549
销售费用	18	15	17	18
管理费用	1,568	1,092	1,275	1,380
研发费用	185	188	219	237
EBIT	2,691	1,312	1,811	2,151
财务费用	157	228	345	430
资产减值损失	-1	-176	0	0
投资收益	214	237	277	300
营业利润	2,723	1,149	1,747	2,025
营业外收支	-25	-10	-10	-10
利润总额	2,699	1,139	1,737	2,015
所得税	459	194	295	343
净利润	2,240	946	1,441	1,672
归属于母公司净利润	2,194	915	1,395	1,618
EBITDA	3,076	1,757	2,392	2,878

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,571	5,246	3,826	4,165
应收账款及票据	3,242	2,597	3,034	3,284
预付款项	18	17	19	20
存货	376	349	393	415
其他流动资产	187	560	579	590
流动资产合计	8,394	8,769	7,851	8,474
长期股权投资	708	946	1,223	1,523
固定资产	6,920	7,884	9,412	10,751
无形资产	4,535	5,525	6,305	6,790
非流动资产合计	21,651	26,562	30,688	33,352
资产合计	30,045	35,330	38,539	41,826
短期借款	1,616	2,116	2,716	3,616
应付账款及票据	3,306	3,071	3,455	3,650
其他流动负债	3,469	3,410	3,561	3,640
流动负债合计	8,391	8,597	9,732	10,906
长期借款	3,309	8,009	9,009	10,009
其他长期负债	5,761	5,546	5,546	5,546
非流动负债合计	9,070	13,555	14,555	15,555
负债合计	17,461	22,153	24,287	26,461
股本	2,147	2,147	2,147	2,147
少数股东权益	1,066	1,097	1,143	1,197
股东权益合计	12,583	13,178	14,252	15,365
负债和股东权益合计	30,045	35,330	38,539	41,826

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.77	-19.80	16.71	8.24
EBIT 增长率	37.96	-51.23	38.01	18.78
净利润增长率	87.14	-58.29	52.43	16.02
盈利能力 (%)				
毛利率	40.56	31.15	33.65	35.24
净利润率	18.53	9.64	12.58	13.49
总资产收益率 ROA	7.30	2.59	3.62	3.87
净资产收益率 ROE	19.05	7.57	10.64	11.42
偿债能力				
流动比率	1.00	1.02	0.81	0.78
速动比率	0.95	0.93	0.72	0.70
现金比率	0.54	0.61	0.39	0.38
资产负债率 (%)	58.12	62.70	63.02	63.26
经营效率				
应收账款周转天数	10.65	10.65	10.65	10.65
存货周转天数	19.50	19.50	19.50	19.50
总资产周转率	0.47	0.29	0.30	0.30
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	0.43	0.65	0.75
每股净资产	5.37	5.63	6.11	6.60
每股经营现金流	1.65	0.76	1.02	1.20
每股股利	0.41	0.17	0.26	0.30
估值分析				
PE	6	14	9	8
PB	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.29	11.01	8.09	6.72
股息收益率 (%)	6.72	2.80	4.27	4.96

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,240	946	1,441	1,672
折旧和摊销	385	444	581	727
营运资金变动	904	-13	32	-10
经营活动现金流	3,535	1,625	2,192	2,571
资本开支	-3,911	-4,921	-4,437	-3,097
投资	-1,100	0	0	0
投资活动现金流	-4,961	-5,300	-4,437	-3,097
股权募资	3,500	0	0	0
债务募资	690	4,968	1,600	1,900
筹资活动现金流	3,098	4,350	825	865
现金净流量	1,671	675	-1,420	339

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026