

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盘江股份（600395）

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

刘波 煤炭行业研究助理

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

煤价下跌&产量下滑拖累业绩，厚积薄发业绩改善可期

2024年4月23日

事件：2024年4月23日，盘江股份发布2023年度报告，2023年，公司实现营业收入94.03亿元，同比下降20.60%，实现归母净利润7.32亿元，同比下降66.62%；扣非后净利润6.17亿元，同比下降71.06%。经营活动现金流量净额14.46亿元，同比下降59.09%；基本每股收益0.34元/股，同比下降69.20%。

2023年第四季度，公司单季度营业收入17.84亿元，同比下降35.99%，环比下降23.17%；单季度归母净利润-0.40亿元，同比下降107.53%，环比下降126.19%；单季度扣非后净利润-0.81亿元，同比下降117.99%，环比下降157.39%。

2024年第一季度，公司单季度营业收入19.49亿元，同比下降31.91%，环比增长9.2%；单季度归母净利润0.21亿元，同比下降93.92%；单季度扣非后净利润0.026亿元，同比下降99.20%。资产负债率为65.91%，同比增加7.66pct，较2023年全年增加1.4pct。

点评：

- **受矿井安全事故影响，2023年业绩大幅下滑。**2023年公司商品煤产量1127万吨，同比下降42万吨（-3.6%）；其中，四季度商品煤产量204万吨，环比下降79万吨（-27.82%），同比下降102万吨（-33.34%）。公司2023年煤炭售价降幅较明显，煤炭综合售价为782元/吨，较2022年的905元/吨下降123元/吨（-13.61%）。其中，四季度公司煤炭综合售价为823元/吨（同比+2.29%，环比+3.33%）。公司2023年吨煤成本微增，吨煤综合成本563元/吨（同比+3.81%），其中，四季度受矿井安全事故影响，吨煤综合成本672元/吨（同比+20.17%，环比+23.38%）。公司2023年煤炭板块毛利率28%，同比下降12.1pct，其中四季度毛利率18.4%，同比下降12.1pct，环比下降13.3pct。受煤炭价格大幅下降及成本有所抬升的影响，公司2023年业绩大幅下滑（归母净利润同比-66.62%）。
- **2024年一季度公司商品煤产量仍受影响，毛利率有所改善。**公司2024年一季度商品煤产量204万吨，环比基本持平，同比下降113万吨（-35.72%）。煤炭综合售价为894元/吨（同比+8.71%，环比+12.09%）。吨煤综合成本666元/吨（同比+16.7%，环比-0.92%）。一季度毛利率25.6%，同比下降2.9pct，环比增长7.2pct。
- **煤炭产能规模不断提升，西南焦煤龙头快速成长。**公司现有产能2220万吨/年，拟建、在建矿井规模超700万吨/年，发耳二矿西井一期（90万吨/年）2022年底已进入联合试运转，2023年12月取得安全许可证，杨山矿（120万吨/年）兼并重组技改项目进展顺利，马依西一井二采区（120万吨/年）建设有序推进，杨山煤矿露天开采项目（100万吨/年）

于 2023 年 12 月开始建设，马依东一井项目（240 万吨/年）前期工作正在加快推进，争取早日具备开工条件。此外，盘江股份将作为现贵州能源集团煤炭、电力业务整合的唯一平台，资产注入空间较大，2021 年 6 月，控股股东发布《关于实际控制人避免同业竞争承诺的公告》，集团承诺在承诺出具之日起五年内将满足资产注入条件的煤炭业务资产通过股权转让、资产出售或其他合法方式注入盘江股份。到“十四五”末，公司煤炭产能力争达到 2520 万吨/年，在炼焦煤板块整体新增资源、矿井较少的大背景下格外珍贵。

- **风光火储一体发展，2024 公司业绩有望迎来新增长点。**煤电方面：公司加快推进盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目和盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目建设。盘江新光燃煤发电项目 1 号机组顺利实现首次并网发电，2 号机组力争 2024 年 3 月末实现首次并网发电。同时，公司争取普定燃煤发电项目在 2024 年底实现首台机组并网发电。**新能源方面：**截至 2022 年底，公司累计获得新能源建设指标 375 万千瓦。其中，截至 2023 年 3 月底，盘州新能源项目已建成并网发电达 2.82 万千瓦。关岭新能源项目一期 1050MWp 于 2023 年 12 月 29 日顺利实现首组并网发电，截至 2023 年 12 月 31 日已建成装机容量 870MWp，实现并网容量 420MWp，力争 2024 年 4 月实现全容量并网发电。以上项目均有望在 2024 年贡献业绩。
- **当前安全事故影响或逐步消除，2024 年业绩有望企稳回升。**2023 年 9 月 24 日上午，贵州盘江精煤股份有限公司所属山脚树煤矿（产能 310 万吨/年，主产 1/3 焦煤、肥煤、气肥煤）发生一起事故，造成 16 人遇难。事故后，事故矿井及公司其他矿井均停止作业。2023 年 10 月 7 日，除事故煤矿继续停产外，其余煤矿已经有序复产。2024 年 1 月 25 日，公司事故矿井山脚树矿开始恢复生产。受安全事故等影响，2023 年公司产销量有所下降，当年公司实现商品煤产量、销量分别同比下降 3.6%、9.6%。叠加煤价中枢下跌等因素，公司 2023 年煤炭业务毛利同比大幅下滑，降幅达 45.5%，全年实现归属于母公司所有者的净利润为 6.5 亿元到 7.7 亿元，与上年同期相比，将同比减少 64.91%到 70.37%。自 2024 年 1 月山脚树矿复产以来，公司安全事故影响或逐步消除，2024 年业绩有望企稳回升。
- **现金分红比例大幅提高，分红绝对额下降。**2023 年，公司现金分红占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 82.06%，较 2022 年的 40.11%翻倍。从分红绝对额来看，受业绩大幅下滑影响，2023 年公司每股现金分红 0.28，较 2022 年的 0.41 下降约 32%。整体上，公司积极回报投资者，分红比例维持高位。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为西南地区焦煤龙头，我们看好焦煤行业基本面和能源改革转型发展下公司未来持续发展潜力。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.79 亿、15.40 亿、18.62 亿，EPS 分别 0.50/0.72/0.87 元/股；截至 4 月 23 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 11.64/8.15/6.74 倍；维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内宏观经济增长失速；安全生产风险；产量出现波动的风

险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	11,843	9,403	14,275	18,053	19,095
同比(%)	21.8%	-20.6%	51.8%	26.5%	5.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,194	732	1,079	1,540	1,862
同比(%)	87.1%	-66.6%	47.3%	42.8%	20.9%
毛利率(%)	40.6%	29.2%	26.9%	28.5%	30.2%
ROE(%)	19.1%	6.4%	8.6%	10.9%	11.7%
EPS (摊薄)(元)	1.02	0.34	0.50	0.72	0.87
P/E	5.72	17.14	11.64	8.15	6.74
P/B	1.09	1.10	1.00	0.89	0.79

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表						单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E					
流动资产	8,394	5,761	6,465	7,291	6,801					
货币资金	4,571	2,373	2,502	2,481	1,763					
应收票据	2,896	909	1,379	1,744	1,845					
应收账款	346	394	505	638	675					
预付账款	18	19	42	52	53					
存货	376	245	467	578	596					
其他	187	1,823	1,571	1,798	1,868					
非流动资产	21,651	29,498	32,800	35,959	39,112					
长期股权投资	708	772	822	872	922					
固定资产(合计)	6,920	8,935	9,892	10,836	11,787					
无形资产	4,535	5,230	6,090	6,950	7,810					
其他	9,488	14,562	15,997	17,301	18,593					
资产总计	30,045	35,259	39,265	43,251	45,913					
流动负债	8,391	9,540	11,413	12,981	13,188					
短期借款	1,616	1,815	1,715	1,615	1,515					
应付票据	600	540	811	1,003	1,036					
应付账款	2,707	3,435	4,262	5,275	5,444					
其他	3,469	3,751	4,625	5,087	5,194					
非流动负债	9,070	13,204	14,128	14,927	15,427					
长期借款	3,309	7,739	8,739	9,539	10,039					
其他	5,761	5,465	5,389	5,388	5,388					
负债合计	17,461	22,744	25,540	27,908	28,615					
少数股东权益	1,066	1,101	1,156	1,233	1,326					
归属母公司股东权益	11,517	11,414	12,569	14,110	15,972					
负债和股东权益	30,045	35,259	39,265	43,251	45,913					

重要财务指标						单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E					
营业总收入	11,843	9,403	14,275	18,053	19,095					
同比(%)	21.8%	-20.6%	51.8%	26.5%	5.8%					
归属母公司净利润	2,194	732	1,079	1,540	1,862					
同比(%)	87.1%	-66.6%	47.3%	42.8%	20.9%					
毛利率(%)	40.6%	29.2%	26.9%	28.5%	30.2%					
ROE%	19.1%	6.4%	8.6%	10.9%	11.7%					
EPS(摊薄)(元)	1.02	0.34	0.50	0.72	0.87					
P/E	5.72	17.14	11.64	8.15	6.74					
P/B	1.09	1.10	1.00	0.89	0.79					
EV/EBITDA	5.50	13.58	11.27	8.86	7.98					

利润表						单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E					
营业总收入	11,843	9,403	14,275	18,053	19,095					
营业成本	7,040	6,654	10,436	12,916	13,330					
营业税金及附加	554	473	693	877	928					
销售费用	18	23	28	36	38					
管理费用	1,568	1,110	1,604	2,029	2,146					
研发费用	185	217	244	308	326					
财务费用	157	170	372	404	427					
减值损失合计	-1	-176	5	5	5					
投资净收益	214	172	314	271	248					
其他	190	172	159	201	212					
营业利润	2,723	924	1,375	1,960	2,366					
营业外收支	-25	-1	-9	-9	-9					
利润总额	2,699	923	1,366	1,951	2,357					
所得税	459	175	233	333	402					
净利润	2,240	747	1,133	1,618	1,955					
少数股东损益	46	15	54	77	93					
归属母公司净利润	2,194	732	1,079	1,540	1,862					
EBITDA	3,076	1,694	2,063	2,705	3,142					
EPS(当年)(元)	1.11	0.34	0.50	0.72	0.87					

现金流量表						单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	3,535	1,446	2,775	2,961	2,610					
净利润	2,240	747	1,133	1,618	1,955					
折旧摊销	385	599	325	350	358					
财务费用	177	201	383	416	439					
投资损失	-214	-172	-314	-271	-248					
营运资金变动	903	-102	1,241	821	80					
其它	44	173	8	26	27					
投资活动现金流	-4,961	-6,742	-3,334	-3,265	-3,289					
资本支出	-3,911	-7,877	-3,526	-3,531	-3,532					
长期投资	-1,100	1,080	0	0	0					
其他	50	54	193	266	243					
筹资活动现金流	3,098	4,159	688	284	-39					
吸收投资	3,500	58	0	0	0					
借款	3,661	7,239	900	700	400					
支付利息或股息	-1,078	-991	-383	-416	-439					
现金流净增加额	1,671	-1,138	130	-21	-718					

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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十余年，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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。