

# 盘江股份 (600395.SH)

增持

煤价下行、销量下滑拖累业绩，煤电新一体化发展改善可期

## 核心观点

**2023年煤价下行、自产煤销量减少，业绩下降；2024Q1自产煤销量下滑致业绩下降。**2023年公司实现营业总收入94.0亿元(-20.6%)，归母净利润7.3亿元(-66.6%)，扣非净利润6.2亿元(-71.1%)；其中2023Q4公司实现营业总收入17.8亿元(-36.0%)，归母净利润-0.4亿元(-107.5%)。2023年业绩下滑主要系煤价下行、发生安全事故导致自产煤产销量减少。2024Q1公司实现营业总收入19.5亿元(-31.9%)，归母净利润0.2亿元(-93.9%)，业绩下滑主要系煤矿事故及安检趋严导致自产煤产销量减少。

**2023年煤炭售价下降、成本上涨致毛利下滑；2024Q1吨煤毛利环比改善。**2023年公司商品煤产量1126.9万吨(-3.6%)；商品煤销量1153.4万吨(-9.6%)；吨煤售价782.2元/吨(-13.6%)；吨煤成本563.6元/吨(+3.9%)，主要系2023年由于执行企业年金计划职工薪酬同比增加15.6%，同时提取的安全费、电力、折旧费等也有所增加；吨煤毛利218.6元/吨(-39.8%)。2024Q1商品煤产量203.7万吨(-35.7%)；商品煤销量190.1万吨(-45.7%)；吨煤售价894.4元/吨(+12.1%)；吨煤成本665.6元/吨(+16.7%)；吨煤毛利228.8元/吨，环比增加77.8元/吨。

**分红总额下降，分红率提高。**2023年公司合计派发现金分红6.0亿元，同比下降31.7%；分红率为82.06%，同比提高41.95pct。

**公司加快推进煤电新一一体化发展。**煤炭方面，马依西一井一采区(120万吨/年)、发耳二矿西井一期(90万吨/年)通过联合试运转验收并取得安全生产许可证；首个露天项目杨山煤矿(100万吨/年)取得省能源局核准。电力方面，盘江新光2×66万千瓦燃煤发电项目1号机组已投入运营，2号机组有望今年上半年并网发电；关岭县盘江百万千瓦级光伏基地项目一期2024年4月底有望实现全部并网发电；盘江普定2×66万千瓦燃煤发电项目有望今年年底实现首台机组并网发电。煤电一体化产业格局初步形成。

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。**综合考虑煤炭销量下降、成本上升等对业绩的影响，下调盈利预测，预计公司2024-2026年归属母公司净利润9.4/10.1/10.6亿元(2024-2025年前值为12.8/15.4亿元)，每股收益分别为0.44/0.47/0.50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，电力业务有望在2024年贡献较大业绩增量，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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,843	9,403	12,389	14,329	15,925
(+/-%)	21.8%	-20.6%	31.7%	15.7%	11.1%
净利润(百万元)	2194	732	943	1012	1064
(+/-%)	87.1%	-66.6%	28.8%	7.2%	5.2%
每股收益(元)	1.02	0.34	0.44	0.47	0.50
EBIT Margin	20.9%	9.8%	10.6%	10.3%	10.1%
净资产收益率(ROE)	19.1%	6.4%	8.1%	8.6%	8.9%
市盈率(PE)	5.6	16.8	13.0	12.2	11.6
EV/EBITDA	10.4	23.0	15.8	13.7	13.0
市净率(PB)	1.07	1.08	1.06	1.05	1.03

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  
 证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908 huruiyang@guosen.com.cn S0980523060002

### 基础数据

投资评级 增持(维持)  
 合理估值  
 收盘价 5.73元  
 总市值/流通市值 12300/12300百万元  
 52周最高价/最低价 7.23/5.31元  
 近3个月日均成交额 169.12百万元

### 市场走势



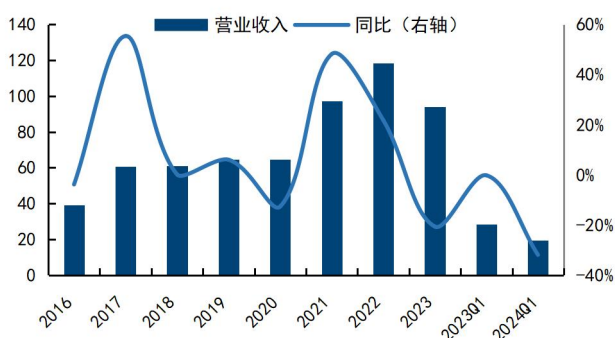
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《盘江股份(600395.SH)-价格下降、成本上升致业绩下滑，事故影响四季度业绩》——2023-10-31
- 《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》——2023-08-26
- 《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

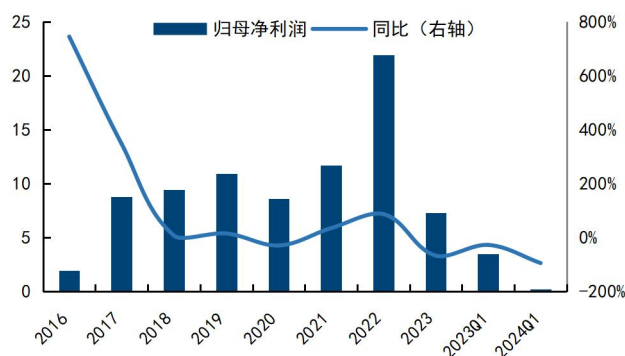
**2023年煤价下行、自产煤销量减少，业绩下降；2024Q1自产煤销量下滑致业绩下降。**2023年公司实现营业总收入94.0亿元（-20.6%），归母净利润7.3亿元（-66.6%），扣非净利润6.2亿元（-71.1%）；其中2023Q4公司实现营业总收入17.8亿元（-36.0%），归母净利润-0.4亿元（-107.5%）。2023年业绩下滑主要系煤价下行、发生安全事故导致自产煤产销量减少。2024Q1公司实现营业总收入19.5亿元（-31.9%），归母净利润0.2亿元（-93.9%），业绩下滑主要系煤矿事故及安检趋严导致自产煤产销量减少。

图1：公司营业收入及增速（亿元）



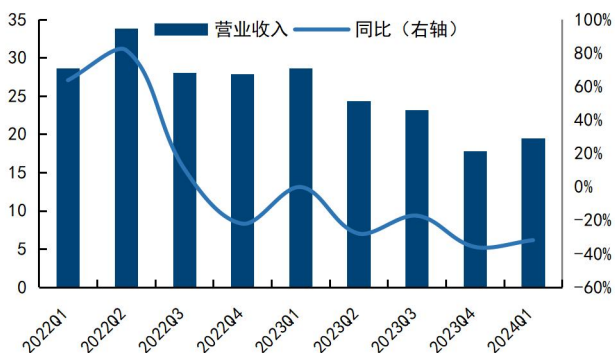
资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（亿元）



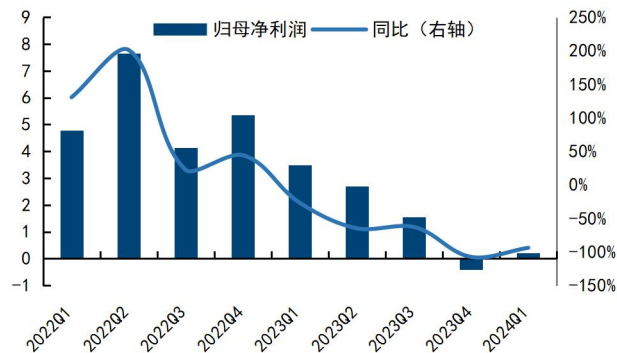
资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

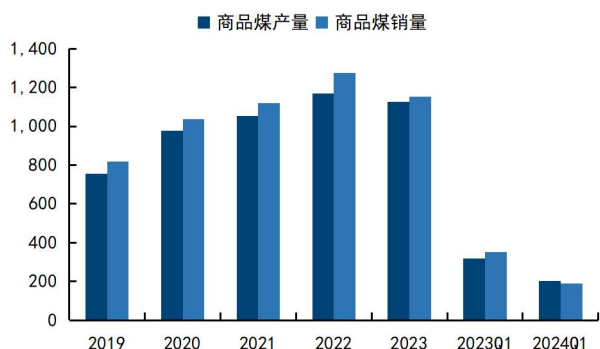
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

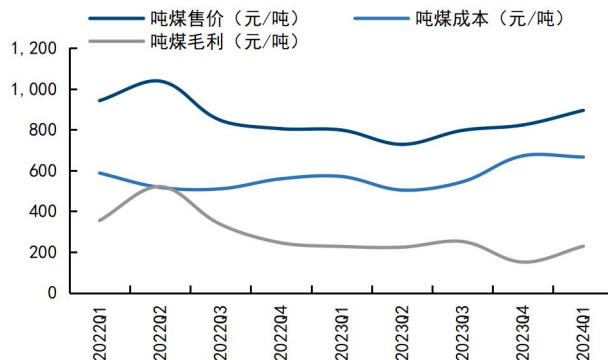
**2023年煤炭售价下降、成本上涨致毛利下滑；2024Q1吨煤毛利环比改善。**2023年公司商品煤产量1126.9万吨（-3.6%）；商品煤销量1153.4万吨（-9.6%）；吨煤售价782.2元/吨（-13.6%）；吨煤成本563.6元/吨（+3.9%），主要系2023年由于执行企业年金计划职工薪酬同比增加15.6%，同时提取的安全费、电力、折旧费等也有所增加；吨煤毛利218.6元/吨（-39.8%）。2024Q1商品煤产量203.7万吨（-35.7%）；商品煤销量190.1万吨（-45.7%）；吨煤售价894.4元/吨（+12.1%）；吨煤成本665.6元/吨（+16.7%）；吨煤毛利228.8元/吨，环比增加77.8元/吨。

图5: 公司煤炭产销情况 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 2024Q1 吨煤毛利有所改善

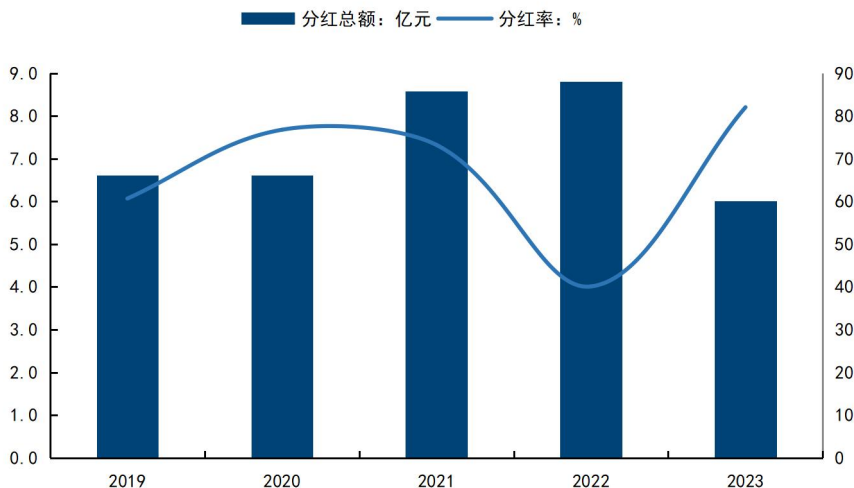


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**分红总额下降, 分红率提高。**2023 年公司合计派发现金分红 6.0 亿元, 同比下降 31.7%; 分红率为 82.06%, 同比提高 41.95pct。

**公司加快推进煤电新一体化发展。**煤炭方面, 马依西一井一采区 (120 万吨/年)、发耳二矿西井一期 (90 万吨/年) 通过联合试运转验收并取得安全生产许可证; 首个露采项目杨山煤矿 (100 万吨/年) 取得省能源局核准。电力方面, 盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目 1 号机组已投入运营, 2 号机组有望今年上半年并网发电; 关岭县盘江百万千瓦级光伏基地项目一期 2024 年 4 月底有望实现全部并网发电; 盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目有望今年底实现首台机组并网发电。煤电一体化产业格局初步形成。

图7: 公司分红情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司 2024 年的主要经营预算目标:** 生产原煤 1560 万吨 (2023 年生产原煤 1530 万吨), 生产商品煤 1013 万吨 (2023 年生产商品煤 1127 万吨), 发电量 70.65 亿度, 营业总收入 101.3 亿元 (2023 年营业总收入 94.0 亿元), 利润总额 11 亿元 (2023 年利润总额 9.2 亿元)。

**投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。** 综合考虑煤炭销量下降、成本上升等对业绩的影响, 下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年煤炭销量分别为 1150/1250/1350 万吨, 煤炭售价为 820/820/820 元/吨, 销售收入为 94.3/102.5/110.7 亿元; 此外, 考虑 2024 年公司发电机组逐步并网发电, 根据公司公告的 2024 年发电目标, 预计 2024-2026 年公司发电量分别为 71/100/120 亿千瓦时, 电力业务收入分别为 26.6/37.6/45.1 亿元; 综合看, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 123.9/143.3/159.3 亿元 (2024-2025 年前值为 114.2/122.3 亿元), 归属母公司净利润 9.4/10.1/10.6 亿元 (2024-2025 年前值为 12.8/15.4 亿元), 每股收益分别为 0.44/0.47/0.50 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, 电力业务有望在 2024 年贡献较大业绩增量, 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。

表1: 煤炭板块营收成本预测假设调整 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>煤炭</b>				
销售收入	9,084.85	9,430.00	10,250.00	11,070.00
煤炭销量: 万吨	1153.36	1150.00	1250.00	1350.00
煤炭售价: 元/吨	782.16	820.00	820.00	820.00
成本	6,564.03	6,440.00	7,000.00	7,560.00
销售收入增长率	-21.41%	3.80%	8.70%	8.00%
毛利率	27.75%	31.71%	31.71%	31.71%
<b>电力</b>				
销售收入	54.76	2,656.44	3,760.00	4,512.00
成本	53.87	2,231.41	3,158.40	3,790.08
销售收入增长率	118.86%	4751.06%	41.54%	20.00%
毛利率	1.62%	16.00%	16.00%	16.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4571	2373	2375	2377	2380	营业收入	11843	9403	12389	14329	15925
应收款项	3384	1402	1697	1963	2182	营业成本	7040	6654	8820	10309	11507
存货净额	376	245	305	342	378	营业税金及附加	554	473	602	696	783
其他流动资产	63	1742	1023	1305	1905	销售费用	18	23	25	29	32
<b>流动资产合计</b>	<b>8394</b>	<b>5761</b>	<b>5401</b>	<b>5987</b>	<b>6844</b>	管理费用	1568	1110	1386	1570	1690
固定资产	14218	20949	26622	30940	33983	研发费用	185	217	248	255	304
无形资产及其他	4535	5230	5020	4811	4602	财务费用	157	170	260	341	413
投资性房地产	2190	2548	2548	2548	2548	投资收益	214	172	150	150	150
长期股权投资	708	772	822	862	892	资产减值及公允价值变动	(1)	(176)	(10)	(5)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>30045</b>	<b>35259</b>	<b>40413</b>	<b>45149</b>	<b>48869</b>	其他收入	5	(45)	(248)	(255)	(304)
短期借款及交易性金融负债	3755	4381	8011	11769	14535	营业利润	2723	924	1188	1274	1340
应付款项	3306	3975	5068	5680	6273	营业外净收支	(25)	(1)	0	0	0
其他流动负债	1330	1185	1442	1622	1788	<b>利润总额</b>	<b>2699</b>	<b>923</b>	<b>1188</b>	<b>1274</b>	<b>1340</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8391</b>	<b>9540</b>	<b>14521</b>	<b>19071</b>	<b>22596</b>	所得税费用	459	175	226	242	255
长期借款及应付债券	3309	7739	7739	7739	7739	少数股东损益	46	15	19	20	21
其他长期负债	5761	5465	5465	5465	5465	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2194</b>	<b>732</b>	<b>943</b>	<b>1012</b>	<b>1064</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>9070</b>	<b>13204</b>	<b>13204</b>	<b>13204</b>	<b>13204</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>17461</b>	<b>22744</b>	<b>27725</b>	<b>32275</b>	<b>35800</b>	净利润	2194	732	943	1012	1064
少数股东权益	1066	1101	1105	1108	1112	资产减值准备	1	175	294	95	70
股东权益	11517	11414	11583	11765	11957	折旧摊销	383	595	1222	1791	2092
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>30045</b>	<b>35259</b>	<b>40413</b>	<b>45149</b>	<b>48869</b>	公允价值变动损失	1	176	10	5	5
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	157	170	260	341	413
每股收益	1.02	0.34	0.44	0.47	0.50	营运资本变动	2052	479	2017	303	(25)
每股红利	0.50	0.46	0.36	0.39	0.41	其它	26	(172)	(290)	(92)	(67)
每股净资产	5.37	5.32	5.40	5.48	5.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>4657</b>	<b>1985</b>	<b>4196</b>	<b>3114</b>	<b>3139</b>
ROIC	12.88%	3.62%	4%	4%	3%	资本开支	0	(7125)	(7000)	(6000)	(5000)
ROE	19.05%	6.42%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	41%	29%	29%	28%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(137)</b>	<b>(7188)</b>	<b>(7050)</b>	<b>(6040)</b>	<b>(5030)</b>
EBIT Margin	21%	10%	11%	10%	10%	权益性融资	0	58	0	0	0
EBITDA Margin	24%	16%	20%	23%	23%	负债净变化	1551	4430	0	0	0
收入增长	22%	-21%	32%	16%	11%	支付股利、利息	(1078)	(991)	(774)	(830)	(873)
净利润增长率	87%	-67%	29%	7%	5%	其它融资现金流	(2680)	(3930)	3630	3758	2766
资产负债率	62%	68%	71%	74%	76%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1734)</b>	<b>3005</b>	<b>2857</b>	<b>2928</b>	<b>1893</b>
股息率	8.8%	8.1%	6.3%	6.7%	7.1%	<b>现金净变动</b>	<b>2786</b>	<b>(2199)</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
P/E	5.6	16.8	13.0	12.2	11.6	货币资金的期初余额	1785	4571	2373	2375	2377
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	货币资金的期末余额	4571	2373	2375	2377	2380
EV/EBITDA	10.4	23.0	15.8	13.7	13.0	企业自由现金流	0	(5302)	(2701)	(2715)	(1631)
						权益自由现金流	0	(4802)	718	766	800

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提及的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