


2024 年 04 月 28 日
盘江股份 (600395. SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

炼焦煤

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

6.36 元

股价 (2024-04-26)

5.80 元

交易数据

总市值(百万元) 12,450.42

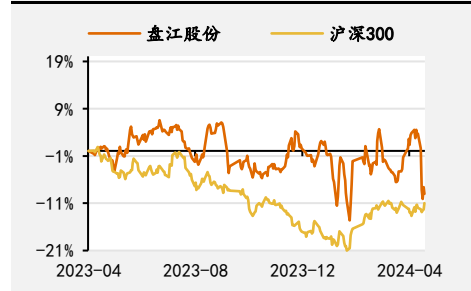
流通市值(百万元) 12,450.42

总股本(百万股) 2,146.62

流通股本(百万股) 2,146.62

12 个月价格区间 5.44/7.22 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.8	-15.3	-4.5
绝对收益	-2.7	-7.8	-13.9

周喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

林祎楠

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122070049

linyn@essence.com.cn

相关报告

价格回升助力吨煤毛利环比改善, 计提资产减值拖累 Q3 业绩	2023-10-30
中报业绩承压, 西南焦煤龙头中长期向好	2023-08-28
一季报量增利减业绩承压, 长期看好公司煤炭产能释放及煤电一体化布局	2023-04-21
煤炭主业全年量价齐升, 火	2023-01-20

多因素致 23 年利润承压, 期待后续业绩改善

■ 公司发布 2023 年年度报告以及 2024 年一季报: 2023 年公司实现营业收入 94.03 亿元, 同比-20.60%; 归母净利润 7.32 亿元, 同比-66.62%; 扣非归母净利润 6.17 亿元, 同比-71.06%。2024 年第一季度公司实现营业收入 19.49 亿元, 同比-31.91%, 环比+9.24%; 归母净利润 0.21 亿元, 同比-93.92%; 扣非归母净利润 0.03 亿元, 同比-99.20%。

■ 分红比例提升明显, 测算股息率为 4.89%。据公司公告, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.80 元人民币(含税), 共派发现金股利 6.01 亿元, 占 2023 年归母净利润的 82.06% (2022 年度为 40.11%, 合计现金分红金额为 8.80 亿元)。截至 2024 年 4 月 26 日收盘, 测算对应股息率为 4.83%。

■ 事故停产拖累产销, 成本增加挤压全年毛利。2023 年 9 月 24 日公司山脚树煤矿(产能 310 万吨/年)发生一起重大事故, 事故发生后该矿被责令停产, 直至 2024 年 1 月 24 日取回安全生产许可证, 2024 年 1 月 25 日开始恢复生产, 事故导致公司连续三季度煤炭产销受到影响。据公司公告, 2023 年公司原煤产量 1530.42 万吨, 同比+1.49%; 公司商品煤产量 1126.94 万吨, 同比-3.60%; 商品煤销量 1153.36 万吨, 同比-9.61%。2023 年公司商品煤单位价格 782.16 元/吨, 同比-13.61%, 主要系精煤平均销售价格较同期减少较多; 商品煤单位成本 563.28 元/吨, 同比+3.91%, 影响因素包括执行企业年金计划后负担薪酬成本增加、电费/折旧/安全费用等增加; 商品煤单位毛利 218.89 元/吨, 同比-39.75%。

■ 24Q1 产销仍受影响, 但吨煤售价回升拉动毛利微增。据公司公告, 2024 年第一季度公司商品煤产量 203.73 万吨, 同比-35.72%, 环比-0.21%; 商品煤销量 190.07 万吨, 同比-45.67%, 环比-6.30%。商品煤单位价格 894.41 元/吨, 同比+12.09%, 环比+8.71%; 商品煤单位成本 665.61 元/吨, 同比+16.70%, 环比-0.92%; 商品煤单位毛利 228.80 元/吨, 同比+0.55%, 环比+51.51%。

■ 煤炭、火电、新能源一体化发展: 1) 事故影响逐步消除, 叠加 23 年新产能落地, 后续煤炭产销有望企稳回升。据公司公告, 事故矿井已于 24 年 1 月底恢复生产。此外, 23 年马依西一井一采区(120 万吨/年)、发耳二矿西井一期(90 万吨/年)顺利通过联

合试运转验收，并取得安全生产许可证，新增煤炭产能 210 万吨/年。截至目前，公司合计控制产能增至 2310 万吨/年(合并口径为 2070 万吨/年)。到 2025 年，随着在建矿井和技改扩能矿井陆续建成投产，公司煤炭产能将不低于 2520 万吨/年，原煤产量将不低于 2000 万吨。**2) 煤电一体化产业格局初步形成，发电量有望快速增长。**盘江新光燃煤发电项目（2×66 万千瓦）1 号机组已投入运营，2 号机组预计 24 年上半年实现并网发电，盘江普定燃煤发电项目（2×66 万千瓦）预计 24 年底实现首台机组并网发电，公司计划 24 年实现发电量 70.65 亿度。**3) 稳步发展新能源发电项目，努力建成盘州和安顺两个多能互补新型综合能源基地。**公司新能源发电项目已实现并网容量超过 100 万千瓦，拟建新能源发电装机容量超过 150 万千瓦。盘州新能源公司已在 2023 年实现营收 2945.53 万元，净利润 677.83 万元。后续伴随公司在电力方面布局规模持续扩大，有望成为未来新的业绩增长点。

电项目有序推进，煤电一体落地可期
西南焦煤龙头，产能增长潜力充足，煤电一体发展可期 2022-11-10

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年的营收为 115.11 亿元、145.62 亿元、162.65 亿元，增速分别为 22.4%、26.5%、11.7%；归母净利润为 8.76 亿元、10.61 亿元、12.43 亿元，增速分别为 19.6%、21.1%、17.1%。公司作为西南焦煤龙头，新增产能落地带来产量成长空间，与此同时依托自身资源优势布局煤电一体化锁定产业链利润，未来伴随火电、绿电项目逐渐落地，看好公司长期增长潜力。维持买入-A 的投资评级，给予公司 2024 年 15.5xPE，对应 6 个月目标价为 6.36 元。

风险提示：政策推进不及预期、项目推进进度不及预期、煤炭价格波动、安全事故生产风险、分红比例不及预期

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	11,843.1	9,403.4	11,510.7	14,561.8	16,264.7
净利润	2,194.1	732.5	876.2	1,061.3	1,243.0
每股收益(元)	1.02	0.34	0.41	0.49	0.58
每股净资产(元)	5.37	5.32	5.69	5.99	6.34

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	5.7	17.0	14.2	11.7	10.0
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
净利率	18.5%	7.8%	7.6%	7.3%	7.6%
净资产收益率	19.1%	6.4%	7.2%	8.3%	9.1%
股息收益率	7.1%	0.0%	2.8%	3.4%	4.0%
ROIC	25.3%	6.9%	5.4%	6.0%	7.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,843.1	9,403.4	11,510.7	14,561.8	16,264.7	成长性					
减:营业成本	7,039.6	6,654.3	8,185.9	10,484.1	11,672.5	营业收入增长率	21.8%	-20.6%	22.4%	26.5%	11.7%
营业税费	554.5	473.5	570.9	720.8	804.0	营业利润增长率	76.5%	-66.1%	20.8%	19.5%	17.4%
销售费用	18.4	22.8	23.0	29.1	32.5	净利润增长率	87.1%	-66.6%	19.6%	21.1%	17.1%
管理费用	1,567.8	1,110.4	1,358.3	1,716.1	1,919.2	EBITDA 增长率	47.1%	-39.2%	3.7%	12.2%	13.1%
研发费用	185.2	216.7	230.2	291.2	309.0	EBIT 增长率	56.6%	-52.7%	3.5%	13.9%	14.2%
财务费用	156.9	170.0	202.9	168.4	149.4	NOPLAT 增长率	62.0%	-62.9%	20.7%	14.2%	14.2%
资产减值损失	-1.3	-175.9	-1.0	-1.0	-1.0	投资资本增长率	36.7%	53.0%	3.9%	-11.8%	1.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	58.3%	-0.5%	6.6%	4.9%	5.5%
投资和汇兑收益	213.6	172.1	175.0	180.0	186.0						
营业利润	2,723.2	923.8	1,115.5	1,333.0	1,565.1	利润率					
加:营业外净收支	-24.6	-1.2	-13.0	-1.0	-5.0	毛利率	40.6%	29.2%	28.9%	28.0%	28.2%
利润总额	2,698.6	922.5	1,102.5	1,332.0	1,560.1	营业利润率	23.0%	9.8%	9.7%	9.2%	9.6%
减:所得税	459.0	175.5	208.4	249.1	291.7	净利润率	18.5%	7.8%	7.6%	7.3%	7.6%
净利润	2,194.1	732.5	876.2	1,061.3	1,243.0	EBITDA/营业收入	26.0%	19.9%	16.8%	14.9%	15.1%
						EBIT/营业收入	22.7%	13.5%	11.5%	10.3%	10.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	193	304	292	248	240
						流动营业资本周转天数	-6	-49	-39	-36	-37
						流动资产周转天数	219	271	234	240	242
						应收账款周转天数	14	19	14	14	14
						存货周转天数	10	12	11	11	11
						总资产周转天数	768	1,250	1,147	946	858
						投资资本周转天数	339	624	629	476	403
						投资回报率					
						ROE	19.1%	6.4%	7.2%	8.3%	9.1%
						ROA	7.5%	2.1%	2.3%	2.8%	3.2%
						ROIC	25.3%	6.9%	5.4%	6.0%	7.7%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						管理费用率	13.2%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
						研发费用率	1.6%	2.3%	2.0%	2.0%	1.9%
						财务费用率	1.3%	1.8%	1.8%	1.2%	0.9%
						四费/营业收入	16.3%	16.2%	15.8%	15.1%	14.8%
						偿债能力					
						资产负债率	58.1%	64.5%	65.0%	63.6%	62.2%
						负债权益比	138.8%	181.7%	185.4%	175.0%	164.3%
						流动比率	1.00	0.60	0.80	0.75	0.82
						速动比率	0.96	0.58	0.76	0.72	0.78
						利息保障倍数	17.16	7.49	6.50	8.92	11.47
						分红指标					
						DPS(元)	0.41	-	0.16	0.20	0.23
						分红比率	40.1%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	7.1%	0.0%	2.8%	3.4%	4.0%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,239.6	747.1	876.2	1,061.3	1,243.0	EPS(元)	1.02	0.34	0.41	0.49	0.58
加:折旧和摊销	384.7	597.2	618.9	672.7	745.3	BVPS(元)	5.37	5.32	5.69	5.99	6.34
资产减值准备	1.3	175.9	-	-	-	PE(X)	5.7	17.0	14.2	11.7	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
财务费用	176.8	201.0	202.9	168.4	149.4	P/FCF	10.7	-12.0	10.9	9.4	12.8
投资收益	-213.6	-172.1	-175.0	-180.0	-186.0	P/S	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	45.6	14.6	17.9	21.7	25.4	EV/EBITDA	5.1	11.5	10.7	8.1	7.0
营运资金的变动	2,070.1	-2,628.0	-1,376.3	1,744.7	-1,060.9	CAGR(%)	-21.5%	19.3%	-11.9%	-21.5%	19.3%
经营活动产生现金流量	3,534.8	1,446.0	164.6	3,488.7	916.2	PEG	-0.3	0.9	-1.2	-0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-4,961.3	-6,742.5	175.0	180.0	186.0	ROIC/WACC	4.2	1.1	0.9	1.0	1.3
融资活动产生现金流量	3,097.8	4,158.9	741.1	-2,753.3	-591.3	REP	0.3	1.0	1.1	1.0	0.7

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编：518046

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034