



中信证券研究部

核心观点



祖国鹏
首席煤炭分析师
S1010512080004

公司上半年净利润同比大幅下滑，主要受公司精煤量价双降的影响。但 Q2 单季盈利明显改善，环比趋势向好。公司目前已实现对盘南公司的控股，有望为今年利润带来新的业绩增量。作为贵州省唯一的国有煤炭上市平台，公司远期仍有资源整合预期，成长性向好。此外公司近年分红率持续领先板块，价值吸引力明显。

■ 上半年净利润同比下滑近 45%，二季度单季环比改善。公司上半年营业收入/净利润分别为 27.72/3.44 亿元（同比-15.6%/-44.7%），EPS 为 0.208 元，业绩下滑主要是公司精煤量价齐跌的影响，此外公司上半年除税费返还外的政府补助收入同比下滑 1.73 亿元。但从季度趋势看，二季度盈利状况好转，Q2 单季营收/净利润分别为 14.1/2.11 亿元（环比+3.2%/+59.2%）。

■ 上半年精煤量价齐跌，但 Q2 精煤单位成本环比下滑显著。公司上半年生产原煤 395 万吨（同比+7%），其中精煤/混煤分别为 171/223 万吨（同比-8%/+22%）；精煤产量下降主要是一季度电煤“保供”政策下，公司煤炭产量向混煤倾斜，预计后续季度精煤比例或向正常水平回归。上半年商品煤销量 427 万吨（同比+7%），精煤/混煤销售均价分别为 1130/249 元/吨（同比-13%/-9%），吨煤销售成本 448 元（同比-12%）。Q2 单季精煤吨毛利约 369 元（同/环比-19%/+47%），毛利环比大幅上升主要因为精煤成本环比大幅下行（Q2 单季吨精煤成本约为 732 元/吨，环比下滑约 19%）。

■ 区域龙头成长预期明确。公司作为区域煤炭龙头企业，有望长期受益于集团和区域的资源整合。公司目前有恒普公司发耳二矿一期（90 万吨）及马依煤矿（一井 240 万吨）两座矿井在建，预计分别于今明两年陆续投产，同时发耳二期 150 万吨项目已取得核准。此外，公司目前已从集团获得盘南公司 54.90% 的股权，新增控股产能 330 万吨，集团承诺盘南公司 2020~2022 年净利润不低于 1.40/2.18/2.34 亿元，今年开始将为公司带来新的业绩增量。

■ 风险因素：区域安全生产风险较大，影响公司产量释放的稳定性；煤价下滑。

■ 投资建议：考虑上半年业绩基数，我们下调公司 2020~2022 年 EPS 预测至 0.49/0.59/0.70 元（原预测 0.61/0.67/0.74 元），当前价 5.86 元，对应 2020~22 年 P/E12/10/8x，给予 2020 年 P/E15x，对应目标价 7.35 元，维持“买入”评级。

盘江股份	600395
评级	买入（维持）
当前价	5.86 元
目标价	7.35 元
总股本	1,655 百万股
流通股本	1,655 百万股
52 周最高/最低价	6.4/4.94 元
近 1 月绝对涨幅	-4.40%
近 6 月绝对涨幅	-6.45%
近 12 月绝对涨幅	4.11%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,090.0	6,458.0	6,921.0	7,943.1	9,223.9
营业收入增长率	0.1%	6.0%	7.2%	14.8%	16.1%
净利润(百万元)	945.0	1,094.0	813.2	969.4	1,153.5
净利润增长率	7.6%	15.8%	-25.7%	19.2%	19.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.57	0.66	0.49	0.59	0.70
毛利率%	34%	36%	31%	33%	33%
净资产收益率 ROE%	14.38%	16.65%	12.21%	13.62%	14.88%
每股净资产(元)	3.97	3.97	4.02	4.30	4.68
PE	10	9	12	10	8
PB	1.48	1.48	1.46	1.36	1.25

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,090	6,458	6,921	7,943	9,224
营业成本	4,025	4,153	4,771	5,330	6,218
毛利率	33.91%	35.69%	31.07%	32.90%	32.58%
营业税金及附加	309	308	339	381	445
销售费用	19	16	19	24	25
营业费用率	0.31%	0.25%	0.28%	0.30%	0.28%
管理费用	605	622	678	755	784
管理费用率	9.93%	9.63%	9.80%	9.50%	8.50%
财务费用	93	104	72	101	133
财务费用率	1.53%	1.61%	1.05%	1.28%	1.45%
投资收益	43	64	70	65	66
营业利润	1,136	1,319	1,050	1,248	1,466
营业利润率	18.65%	20.42%	15.17%	15.71%	15.89%
营业外收入	13	27	25	22	25
营业外支出	42	38	35	38	37
利润总额	1,107	1,308	1,040	1,232	1,453
所得税	163	214	156	189	226
所得税率	14.72%	16.36%	15.00%	15.36%	15.57%
少数股东损益	(1)	0	71	73	74
归属于母公司股东的净利润	945	1,094	813	969	1,153
净利率	15.52%	16.94%	11.75%	12.20%	12.51%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,370	1,370	1,384	1,589	1,882
存货	96	96	123	129	151
应收账款	3,028	3,028	3,405	3,981	4,586
其他流动资产	323	323	318	356	380
流动资产	4,817	4,817	5,230	6,054	6,999
固定资产	2,777	2,777	2,885	3,184	3,475
长期股权投资	788	788	800	806	816
无形资产	752	752	711	676	651
其他长期资产	3,993	3,993	4,770	5,346	5,422
非流动资产	8,311	8,311	9,165	10,012	10,363
资产总计	13,128	13,128	14,396	16,066	17,363
短期借款	1,581	1,581	2,247	3,126	3,302
应付账款	1,377	1,377	1,552	1,774	2,051
其他流动负债	908	908	975	1,014	1,049
流动负债	3,866	3,866	4,773	5,915	6,402
长期借款	100	100	300	300	400
其他长期负债	2,265	2,265	2,265	2,265	2,265
非流动性负债	2,365	2,365	2,565	2,565	2,665
负债合计	6,231	6,231	7,338	8,480	9,067
股本	1,655	1,655	1,655	1,655	1,655
资本公积	2,430	2,430	2,430	2,430	2,430
归属于母公司所有者权益合计	6,571	6,571	6,661	7,117	7,752
少数股东权益	326	326	397	470	543
股东权益合计	6,898	6,898	7,058	7,586	8,296
负债股东权益总计	13,128	13,128	14,396	16,066	17,363

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,107	1,308	1,040	1,232	1,453
所得税支出	-163	-214	-156	-189	-226
折旧和摊销	211	216	216	225	233
营运资金的变化	-283	428	-84	-400	-377
其他经营现金流	16	4	-71	79	104
经营现金流合计	888	1,742	945	946	1,187
资本支出	-503	-714	-1,059	-1,065	-575
投资收益	43	64	70	65	66
其他投资现金流	-159	155	-12	-6	-9
投资现金流合计	-619	-495	-1,001	-1,006	-517
发行股票	25	0	0	0	0
负债变化	3,439	3,186	866	880	275
股息支出	-662	-662	-662	-529	-632
其他融资现金流	-2,599	-3,158	-134	-87	-19
融资现金流合计	203	-634	69	265	-376
现金及现金等价物净增加额	472	613	14	204	294

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	0.15%	6.04%	7.17%	14.77%	16.13%
营业利润增长率	9.86%	16.11%	-20.41%	18.89%	17.45%
净利润增长率	7.63%	15.77%	-25.67%	19.21%	18.99%
毛利率	33.91%	35.69%	31.07%	32.90%	32.58%
EBITDA Margin	22.48%	21.20%	18.18%	18.69%	18.93%
净利率	15.52%	16.94%	11.75%	12.20%	12.51%
净资产收益率	14.38%	16.65%	12.21%	13.62%	14.88%
总资产收益率	7.20%	8.33%	5.65%	6.03%	6.64%
资产负债率	47.46%	47.46%	50.97%	52.78%	52.22%
所得税率	14.72%	16.36%	15.00%	15.36%	15.57%
股利支付率	70.06%	60.51%	65.00%	65.19%	63.57%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。