

业绩符合预期，利空得以释放

增持维持

目标价格：30 元

投资要点：

- 📖 Q3 业绩符合预期，增速环比略有放缓
- 📖 价格调节基金风波平息，调价显示强大转嫁能力
- 📖 控股股东计划减资，间接解决信达问题，资产注入预期增强

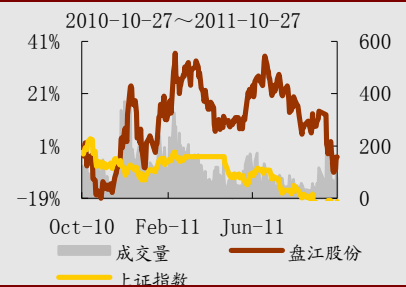
分析师：

王京乐 (S1180511080003)
 电话：010-88085230
 Email: wangjingle@hysec.com

报告摘要：

- **业绩基本符合预期。**公司前3季度实现收入54.3亿元，增长35.7%，实现归属于母公司股东净利润13.2亿元，增长29%，对应EPS1.2元，其中Q3单季净利润同比增长16%，增速环比放缓。
- **成本掌控能力较强，费用率上升。**Q3公司营业成本增长31.3%，综合毛利率环比提升2.1个百分点，体现出较好的成本控制力。此外，由于利息支出增加，公司财务费用较去年同期增加2200万元，期间费率升至13.7%。
- **价格调节基金风波平息。**3季度公司股价向下大幅波动，一方面源于贵州省修订了煤炭价格调节基金征收办法，预计Q4向公司征收1.35亿元，较调整前加收约1.12亿元，同时国家又上调焦煤企业资源税，假设按照20元/吨的最高标准，预计Q4将增加公司税赋0.26亿元。为减少政策对业绩造成较大影响，公司同时上调焦精煤和洗混煤价格5%和25%，可新增Q4收入1.4亿元，基本抵消了调节基金和资源税的负面影响。
- **盘江煤电减资带来想象空间。**近期公司公告，控股股东拟实施减资计划，并以上市公司股份作为减资对价，这实际理顺了股权结构，为未来集团资产注入奠定了基础，目前响水矿（400万吨无烟煤）注入预期最为强烈，而后续贵州本地或云南整合矿也有望带来惊喜。
- **维持公司“增持”评级。**估值上，预计公司未来3年EPS为1.59元、2.04元和2.54元，对应明年PE为13倍，处于行业平均水平，建议继续关注后续资产注入的进展，看好其中长期价值。

市场表现

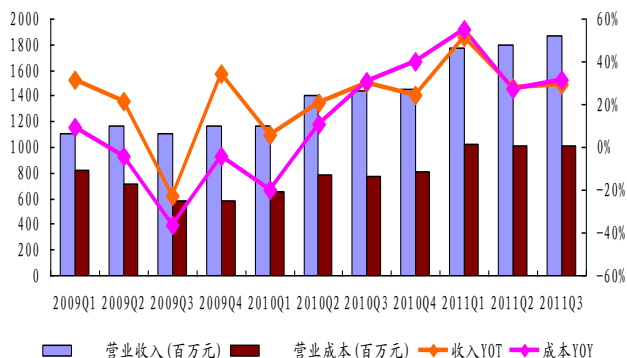


相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*盘江股份：西南焦煤龙头稳健成长*600395*煤炭行业*王京乐》，2011.8

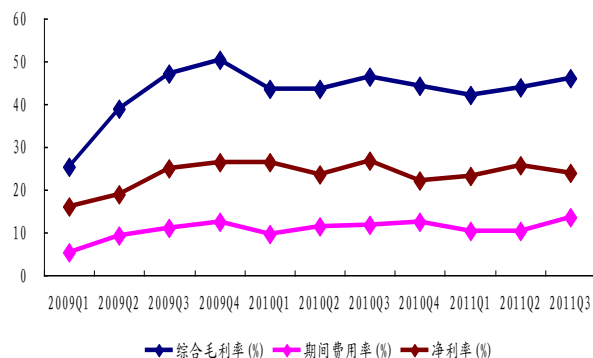
| 主要经营指标 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入(百万元) | 5469.24 | 7208.36 | 9542.06 | 12019.45 |
| YOY | 20.31% | 31.80% | 32.37% | 25.96% |
| 归属母公司净利润 | 1345.22 | 1750.49 | 2255.56 | 2802.78 |
| YOY | 35.88% | 30.13% | 28.85% | 24.26% |
| EPS(元) | 1.22 | 1.59 | 2.04 | 2.54 |
| PE | 21 | 17 | 13 | 10 |

图 1: 公司单季收入及成本变化



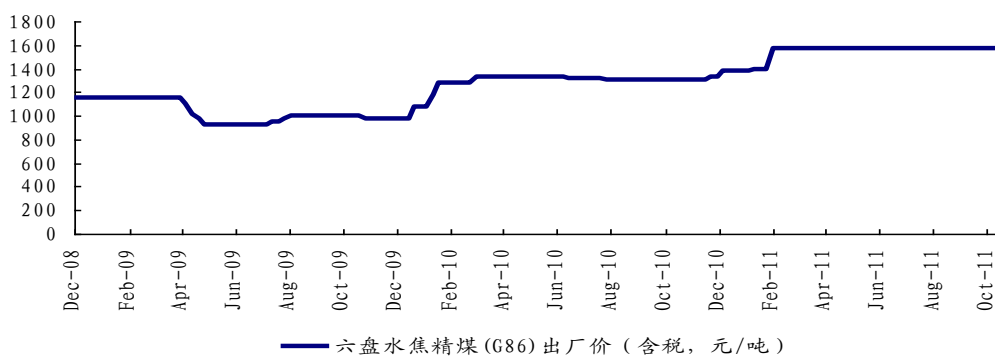
资料来源: 宏源证券

图 2: 公司单季盈利指标变化



资料来源: 宏源证券

图 3: 贵州六盘水焦煤价走势



资料来源: 宏源证券

表 1: 公司未来产量预测

| 项 目 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|--------|-------|--------|
| 原煤产量 (万吨) | 1140 | 1365 | 1690 | 2110 |
| YOY | 22.4% | 19.7% | 23.8% | 24.9% |
| 权益产量 (万吨) | 1114 | 1280.5 | 1534 | 1862.8 |
| YOY | 19.7% | 14.9% | 19.8% | 21.4% |
| 其中 本部六矿 | 1100 | 1235 | 1450 | 1510 |
| 火铺矿 | 240 | 270 | 300 | 300 |
| 老屋基矿 | 115 | 120 | 120 | 130 |
| 山脚树矿 | 180 | 200 | 200 | 200 |
| 月亮田矿 | 115 | 145 | 180 | 180 |
| 土城矿 | 270 | 300 | 350 | 400 |
| 金佳矿 | 180 | 200 | 300 | 300 |
| 在建煤矿 | 40 | 130 | 240 | 600 |
| 松河煤业 (35%) | 40 | 130 | 240 | 240 |

| | |
|--------------|-----|
| 发耳煤矿二期 (90%) | 120 |
| 马依煤业 (67%) | 240 |
| 其中 马依西一井 | 120 |
| 马依东一井 | 120 |
| 马依西二井 | 0 |
| 马依东二井 | 0 |
| 首黔资源 (25%) | 0 |
| 其中 茨桶煤矿 | 0 |
| 纳木煤矿 | 0 |
| 松沙煤矿 (51%) | 0 |

资料来源: 宏源证券

财务报表

| 利润表 (单位: 百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 5469.24 | 7208.36 | 9542.06 | 12019.45 |
| 减: 营业成本 | 3033.68 | 3979.17 | 5182.32 | 6581.52 |
| 营业税金及附加 | 159.19 | 360.42 | 572.52 | 721.17 |
| 营业费用 | 128.22 | 151.38 | 229.01 | 312.51 |
| 管理费用 | 539.87 | 634.34 | 858.79 | 1081.75 |
| 财务费用 | 10.42 | 23.66 | 45.83 | 25.12 |
| 资产减值损失 | 2.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | -1.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1593.91 | 2059.40 | 2653.60 | 3297.39 |
| 加: 其他非经营损益 | -1.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1592.16 | 2059.40 | 2653.60 | 3297.39 |
| 减: 所得税 | 246.94 | 308.91 | 398.04 | 494.61 |
| 净利润 | 1345.22 | 1750.49 | 2255.56 | 2802.78 |
| 减: 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 1345.22 | 1750.49 | 2255.56 | 2802.78 |
| BPS | 1.219 | 1.586 | 2.044 | 2.540 |
| PE | 21.27 | 16.34 | 12.68 | 10.21 |

资料来源: 宏源证券

| 资产负债表(单位: 百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 514.70 | 3015.49 | 4085.25 | 5387.85 |
| 应收和预付款项 | 2097.47 | 2552.26 | 3399.61 | 4551.10 |
| 存货 | 193.15 | 217.77 | 223.28 | 232.19 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 499.13 | 499.13 | 499.13 | 499.13 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 3308.11 | 3149.84 | 3055.98 | 2903.52 |
| 无形资产和开发支出 | 1207.75 | 1282.97 | 1296.88 | 1300.49 |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 7820.31 | 10717.46 | 12560.13 | 14874.29 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 792.41 | 868.92 | 909.79 | 1024.18 |
| 长期借款 | 303.00 | 1703.00 | 1683.00 | 1653.00 |
| 其他负债 | 337.90 | 342.28 | 359.92 | 347.77 |
| 负债合计 | 1433.31 | 2914.20 | 2952.72 | 3024.95 |
| 股本 | 1103.37 | 1103.37 | 1103.37 | 1103.37 |
| 资本公积 | 2876.45 | 2876.45 | 2876.45 | 2876.45 |
| 留存收益 | 2346.08 | 3762.34 | 5566.49 | 7808.41 |
| 归属母公司股东权益 | 6325.90 | 7742.16 | 9546.31 | 11788.23 |
| 少数股东权益 | 61.10 | 61.10 | 61.10 | 61.10 |
| 股东权益合计 | 6387.00 | 7803.26 | 9607.41 | 11849.33 |
| 负债和股东权益合计 | 7820.31 | 10717.46 | 12560.13 | 14874.29 |
| 现金流量表 | | | | |
| 经营性现金净流量 | 1148.79 | 2209.55 | 2416.09 | 2782.74 |
| 投资性现金净流量 | -587.59 | -791.00 | -869.00 | -888.00 |
| 筹资性现金净流量 | -517.67 | 1082.24 | -477.33 | -592.13 |
| 现金流量净额 | 43.52 | 2500.79 | 1069.76 | 1302.60 |

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

王京乐: 煤炭行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 2 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀中能源、盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、兰花科创、兖州煤业、平庄能源等。

机构销售团队

| | 郭振举 | 牟晚凤 | 孙利群 | |
|------|---|--|---|--|
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | |
| 华东区域 | 张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com |
| 华南区域 | 崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| 重点机构 | 曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com | | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。