

评级: 买入(维持)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

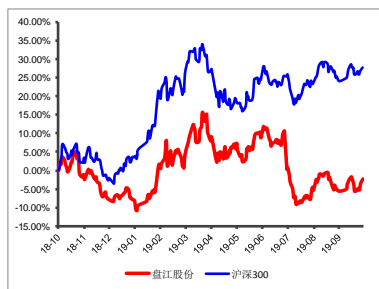
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 1,655.1 |
| 流通股本(百万股) | 1,655.1 |
| 市价(元)     | 5.31    |
| 市值(百万元)   | 8,788.3 |
| 流通市值(百万元) | 8,788.3 |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 盘江股份 2018 年报点评: 低估值区域性龙头, 2019 年一季度业绩持续增长
- 2 盘江股份(600395)点报: 中报业绩同比大增, 关注产能置换获批后的规模增长
- 3 年报业绩同比大增, 区域龙头优先享受政策

### 公司盈利预测及估值

| 指标        | 2017A   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,081   | 6,090  | 7,033  | 7,421  | 7,833  |
| 增长率 yoy%  | 55.36%  | 0.14%  | 15.49% | 5.51%  | 5.56%  |
| 净利润       | 877     | 945    | 1,047  | 1,107  | 1,169  |
| 增长率 yoy%  | 347.52% | 7.72%  | 10.77% | 5.74%  | 5.62%  |
| 每股收益(元)   | 0.53    | 0.57   | 0.63   | 0.67   | 0.71   |
| 每股现金流量    | 0.54    | 0.54   | 0.73   | 0.65   | 0.86   |
| 净资产收益率    | 13.62%  | 14.38% | 14.64% | 14.58% | 14.50% |
| P/E       | 10.02   | 9.30   | 8.40   | 7.94   | 7.52   |
| PEG       | 1.17    | 1.26   | 0.11   | 0.93   | 1.02   |
| P/B       | 1.36    | 1.34   | 1.23   | 1.16   | 1.09   |

备注:

### 投资要点

- **公司披露 2019 年三季度报告:** 实现营业收入 49.4 亿元 (+11.3%), 归属于上市公司股东净利润 8.96 亿元 (+23.4%), 其中 Q1、Q2、Q3 分别为 3.0、3.3 2.7 亿元, 扣非后归属于上市公司股东净利润为 8.3 亿元 (+19.3%)。实现基本每股收益为 0.54 元/股 (+23.2%), 加权平均 ROE 达到 13.2% (同比增长 2.4 个 pct)。
- **业绩增长原因:** 自产煤销量上升叠加精煤价格上涨, 推动煤炭毛利率提升
- 报告期内, 公司生产原煤 563 万吨 (+16.9%), 销售商品煤 611 万吨 (+14.2%), 其中自产商品煤销售 562 万吨 (+16.4%)、外购煤销售 49.2 万吨 (-7%)。吨煤均价为 777.5 元/吨 (-2.3%), 其中自产精煤均价 1268 元/吨 (+5.1%)、自产混煤均价 274 元/吨 (-13%)。吨煤销售成本 490 元/吨 (-6.6%), 其中自产精煤单位成本 751 元/吨 (+0.1%)、自产混煤单位成本 157 元/吨 (-15.4%)。自产煤销量上升叠加精煤价格上涨推动煤炭业务盈利能力增强, 煤炭业务收入 47.5 亿元 (+11.5%), 营业成本 30.0 亿元 (+6.6%), 毛利率为 37%, 同比增加 3 个百分点。
- **业绩环比下降原因:** 煤价环比下滑所致
- 公司 Q2、Q3 归母净利润分别为 3.3、2.7 亿元, 环比下降约 0.6 亿元, 根据业务拆分来看, 主要是由于行业价格环比下滑所致, 西南地区主焦煤均价为 1487 元/吨, 环比下降 3%。具体从公司来看, Q3 公司煤炭销量 212.6 万吨 (+5%), 单位售价 744.6 元/吨 (-4.4%), 单位成本 453.9 元/吨 (-9.2%)。
- **公司看点一: 煤矿产能有一定的增长空间**
- 公司是贵州省煤炭行业的龙头企业, 为西南地区最大的煤炭生产企业, 所处矿区煤炭资源储量丰富, 当前在产矿井 5 座, 合计产能 910 万吨, 未来金佳矿佳竹箐采区 (90 万吨/年)、马依西一井项目一期 (240 万吨/年)、发耳二矿西井一期 (90 万吨/年) 等三座矿井, 产能合计 420 万吨, 有望逐步释放产量, 新增产能比例为 46%。
- **公司看点二: 持续高分红, 煤炭股中股息率最高**
- 2001 年上市以来, 公司已经累计分红 17 次, 现金分红 57.9 亿元, 占累计实现归母净利润 58.9%, 高分红政策一直延续。2018 年, 公司现金分红 6.62 亿元, 占当期归母净利润的 70.1%, 以截至 2019 年 8 月 27 日收盘后 87.9 亿元市值计算, 公司股息率高达 7.5%, 在煤炭股中属于最高。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司的净利润分别为 10.5/11.1/11.7 亿元, 同比增长 11%、6%、6%, 折合 EPS 分别是 0.63/0.67/0.71 元/股, 当前股价 5.31 元对应 PE 分别为 8.4/7.9/7.5 倍, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济低迷; 行政性调控的不确定性;

**图表 1: 公司第三季度经营数据详细表**

| 指标项目            | 2019 年 1-9 月 | 2018 年 1-9 月 | 变动比例 (%) |
|-----------------|--------------|--------------|----------|
| 煤炭产量 (万吨)       | 562.53       | 481.37       | 16.86    |
| 煤炭销量 (万吨)       | 611.14       | 535.36       | 14.15    |
| 其中: 自产煤炭销量 (万吨) | 561.98       | 482.72       | 16.42    |
| 煤炭销售收入 (万元)     | 475,139.02   | 426,066.02   | 11.52    |
| 销售成本 (万元)       | 299,511.71   | 280,860.85   | 6.64     |
| 毛利 (万元)         | 175,627.31   | 145,205.17   | 20.95    |

来源: 中泰证券研究所

**图表 2: 三张报表摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2017A        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b> | <b>6,081</b> | <b>6,090</b> | <b>7,033</b> | <b>7,421</b> | <b>7,833</b> |
| 增长率          | 55.4%        | 0.1%         | 15.5%        | 5.5%         | 5.6%         |
| 营业成本         | -3,913       | -4,025       | -4,685       | -4,962       | -5,258       |
| % 销售收入       | 64.3%        | 66.1%        | 66.6%        | 66.9%        | 67.1%        |
| 毛利           | 2,168        | 2,065        | 2,348        | 2,459        | 2,575        |
| % 销售收入       | 35.7%        | 33.9%        | 33.4%        | 33.1%        | 32.9%        |
| 营业税金及附加      | -309         | -309         | -338         | -356         | -376         |
| % 销售收入       | 5.1%         | 5.1%         | 4.8%         | 4.8%         | 4.8%         |
| 营业费用         | -11          | -19          | -21          | -22          | -23          |
| % 销售收入       | 0.2%         | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         |
| 管理费用         | -652         | -605         | -633         | -668         | -705         |
| % 销售收入       | 10.7%        | 9.9%         | 9.0%         | 9.0%         | 9.0%         |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,197        | 1,132        | 1,357        | 1,413        | 1,471        |
| % 销售收入       | 19.7%        | 18.6%        | 19.3%        | 19.0%        | 18.8%        |
| 财务费用         | -80          | -93          | -90          | -85          | -80          |
| % 销售收入       | 1.3%         | 1.5%         | 1.3%         | 1.1%         | 1.0%         |
| 资产减值损失       | 239          | -26          | 50           | 40           | 30           |
| 公允价值变动收益     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益         | 2            | 43           | 50           | 50           | 50           |
| % 税前利润       | 0.2%         | 4.1%         | 3.8%         | 3.6%         | 3.5%         |
| 营业利润         | 1,358        | 1,055        | 1,367        | 1,418        | 1,471        |
| 营业利润率        | 22.3%        | 17.3%        | 19.4%        | 19.1%        | 18.8%        |
| 营业外收支        | -11          | -29          | -34          | -34          | -34          |
| 税前利润         | 1,347        | 1,026        | 1,332        | 1,383        | 1,436        |
| 利润率          | 22.1%        | 16.8%        | 18.9%        | 18.6%        | 18.3%        |
| 所得税          | -157         | -163         | -185         | -195         | -206         |
| 所得税率         | 11.7%        | 15.9%        | 13.9%        | 14.1%        | 14.4%        |
| 净利润          | 866          | 944          | 1,048        | 1,108        | 1,170        |
| 少数股东损益       | -12          | -1           | 1            | 1            | 1            |
| 归属于母公司的净利润   | 877          | 945          | 1,047        | 1,107        | 1,169        |
| 净利率          | 14.4%        | 15.5%        | 14.9%        | 14.9%        | 14.9%        |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2017A       | 2018A       | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润             | 866         | 944         | 1,048        | 1,108        | 1,170        |
| 加: 折旧和摊销        | 203         | 211         | 250          | 289          | 326          |
| 资产减值准备          | 239         | -26         | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动损失        | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用            | 53          | 62          | 90           | 85           | 80           |
| 投资收益            | -2          | -43         | -50          | -50          | -50          |
| 少数股东损益          | -12         | -1          | 1            | 1            | 1            |
| 营运资金的变动         | -510        | 388         | -127         | -348         | -97          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>894</b>  | <b>888</b>  | <b>1,210</b> | <b>1,084</b> | <b>1,429</b> |
| 固定资本投资          | -212        | -797        | -700         | -500         | -400         |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-646</b> | <b>-619</b> | <b>-700</b>  | <b>-500</b>  | <b>-400</b>  |
| 股利分配            | -579        | -579        | -628         | -664         | -701         |
| 其他              | 395         | 782         | 330          | 168          | -235         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-184</b> | <b>203</b>  | <b>-298</b>  | <b>-496</b>  | <b>-936</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>64</b>   | <b>471</b>  | <b>212</b>   | <b>87</b>    | <b>93</b>    |

来源: 中泰证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 1,002         | 1,370         | 1,583         | 1,670         | 1,763         |
| 应收款项            | 3,213         | 3,116         | 3,463         | 2,785         | 3,151         |
| 存货              | 119           | 96            | 130           | 85            | 120           |
| 其他流动资产          | 189           | 235           | 240           | 230           | 235           |
| 流动资产            | 4,524         | 4,817         | 5,415         | 4,770         | 5,268         |
| % 总资产           | 37.0%         | 36.7%         | 37.9%         | 34.2%         | 36.0%         |
| 长期投资            | 1,506         | 1,337         | 1,337         | 1,337         | 1,337         |
| 固定资产            | 2,815         | 2,778         | 3,301         | 3,759         | 4,141         |
| % 总资产           | 23.0%         | 21.2%         | 23.1%         | 26.9%         | 28.3%         |
| 无形资产            | 815           | 752           | 737           | 718           | 694           |
| 非流动资产           | 7,703         | 8,311         | 8,865         | 9,186         | 9,376         |
| % 总资产           | 63.0%         | 63.3%         | 62.1%         | 65.8%         | 64.0%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>12,227</b> | <b>13,128</b> | <b>14,280</b> | <b>13,955</b> | <b>14,644</b> |
| 短期借款            | 1,258         | 1,581         | 1,940         | 2,193         | 2,038         |
| 应付款项            | 2,196         | 1,802         | 2,384         | 1,605         | 2,198         |
| 其他流动负债          | 497           | 483           | 440           | 401           | 366           |
| 流动负债            | 3,951         | 3,866         | 4,764         | 4,199         | 4,603         |
| 长期贷款            | 0             | 100           | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期负债          | 1,531         | 2,265         | 2,038         | 1,835         | 1,651         |
| <b>负债</b>       | <b>5,482</b>  | <b>6,231</b>  | <b>6,802</b>  | <b>6,034</b>  | <b>6,254</b>  |
| 普通股股东权益         | 6,442         | 6,571         | 7,151         | 7,594         | 8,061         |
| 少数股东权益          | 303           | 326           | 327           | 328           | 329           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>12,227</b> | <b>13,128</b> | <b>14,280</b> | <b>13,955</b> | <b>14,644</b> |

**比率分析**

|               | 2017A   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |        |        |        |        |
| 每股收益 (元)      | 0.53    | 0.57   | 0.63   | 0.67   | 0.71   |
| 每股净资产 (元)     | 3.89    | 3.97   | 4.32   | 4.59   | 4.87   |
| 每股经营现金净流 (元)  | 0.54    | 0.54   | 0.73   | 0.65   | 0.86   |
| 每股股利 (元)      | 0.35    | 0.35   | 0.38   | 0.40   | 0.42   |
| <b>回报率</b>    |         |        |        |        |        |
| 净资产收益率        | 13.62%  | 14.38% | 14.64% | 14.58% | 14.50% |
| 总资产收益率        | 7.08%   | 7.19%  | 7.34%  | 7.94%  | 7.99%  |
| 投入资本收益率       | 17.81%  | 18.51% | 19.26% | 18.43% | 17.82% |
| <b>增长率</b>    |         |        |        |        |        |
| 营业总收入增长率      | 55.36%  | 0.14%  | 15.49% | 5.51%  | 5.56%  |
| EBIT 增长率      | 304.00% | 25.06% | 13.02% | 4.85%  | 4.79%  |
| 净利润增长率        | 347.52% | 7.72%  | 10.77% | 5.74%  | 5.62%  |
| 总资产增长率        | 6.24%   | 7.37%  | 8.77%  | -2.28% | 4.93%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 38.8    | 35.7   | 32.2   | 29.0   | 26.1   |
| 存货周转天数        | 6.1     | 6.4    | 5.8    | 5.2    | 4.7    |
| 应付账款周转天数      | 74.0    | 84.8   | 76.3   | 68.7   | 61.8   |
| 固定资产周转天数      | 168.0   | 165.3  | 155.6  | 171.3  | 181.5  |
| <b>偿债能力</b>   |         |        |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | -0.92%  | 2.20%  | 4.33%  | 6.10%  | 3.92%  |
| EBIT 利息保障倍数   | 12.0    | 12.8   | 15.1   | 16.7   | 18.6   |
| 资产负债率         | 44.84%  | 47.46% | 47.63% | 43.24% | 42.71% |

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。