

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2009年5月18日

盘江股份(600395.SH)/22.99 元

整体上市后煤炭产量仍保持高增长

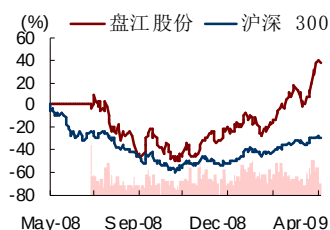
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 上调
目标估值: 29-33 元

基础数据

总股本(万股)	110337
流通股本(万股)	26876
总市值(亿元)	254
流通市值(亿元)	62
52周股价	8.5-29.4 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	111	37
相对表现	16	67	66



相关报告

- 1、《盈余管理的 08 年业绩低于预期, 资产注入的 09 年保持较高增长》2009/1/20
- 2、《煤炭行业关于安全费、维简费会计处理变更的影响分析》2008/1/9
- 3、《盘江股份(600395) - 产业资本 PK 金融资本》2008/11/28
- 4、《盘江股份(600395) - 解决关联交易的整体上市推动盈利大幅提升》2008/7/14
- 5、《资产注入专题报告-产业资本 PK 金融资本》2008/12/23

近期我们调研该公司, 公司已经完成整体上市, 未来仍然具有较高的成长性, 加之公司属于西南地区炼焦煤龙头企业, 可能成为贵州省整合其他煤炭企业的主体, 目标价 29-33 元, 上调评级至强烈推荐。

q 公司发展的目标是: 建设成为以煤为主、关联产业多业并举的资源能源型特大型企业。一是煤炭主业规模继续做大做强。到 2013 年, 公司煤炭生产规模达到 3500 万吨左右, 2018 年达到 5000 万吨以上。二是发展煤化工及其配套项目。加快煤层气勘探和开发, 力争在时机成熟时, 使煤化工产业领域有较大发展。三是围绕主业, 加快发展其他产业。大力发展煤研石发电、建材、煤层气综合利用及其他配套产业。目前公司仍然集中于煤炭主业。如果公司能够实现预期煤炭产能目标, 从 2009 年的 1100 万吨算起, 到 2013 年煤炭产量的复合增速为 34%, 到 2018 年的复合增速为 18%。

q 整体上市煤炭产量达到 1100 万吨, 增长 364%, 每股产量增长 150%。

公司既有两个煤矿产能 235 万吨, 其中火铺矿和老屋基矿产能分别为 120 万吨和 115 万吨。

此次资产注入四个半煤矿产能 810 万吨。其中, 三脚树矿、月亮田矿、土城矿、金佳矿、火铺矿改扩建工程产能分别为 115 万吨、115 万吨、280 万吨、180 万吨和 120 万吨。

公司已完成整体上市并在一季度并表, 其煤炭产量达到 1100 万吨, 较 08 年公司的产量 237.12 万吨增长 364%。而股本仅从 59408 万股增加到 110337 万股, 增长 86%。每股煤炭产量从此前的 4 千克/股增加到 10 千克/股, 增幅 150%。整体上市后较高的每股产量大幅度提升了公司业绩的价格弹性。

q 整体上市后煤炭产能仍然有较大的增长空间

通过技改增加煤炭产能 330 万吨。

火铺烂泥箐采区工程设计产能 90 万吨, 其首采工作面 2009 年 12 月投产。

山脚树矿开拓延深工程设计产能 180 万吨, 预计南井首采工作面 2013 年 2 月投产, 北井首采工作面 2013 年 8 月投产。

月亮田北部采区工程设计产能 60 万吨, 预计首采工作面 2010 年 10 月投产。

公司投资建设新矿增加产能 1420 万吨。

公司持股 35% 的松河煤业设计产能 240 万吨, 2009 年 9 月首采工作面投产, 预计 2011 年达产。

公司持股 90% 的恒普煤业正在建设发耳煤矿, 设计产能 300 万吨, 预计 2009 年底办理完相关手续并开工建设, 争取 2011 年建成投产。

公司持股 67% 的马依煤矿设计产能 480 万吨, 马依西一井计划于 2009 年底办理完相关手续并开工建设, 2012 年建成投产。

公司与首钢合作的贵州首黔资源开发公司(公司持股 25%)规划建设 400 万吨煤矿项目。煤种为主焦煤。

- q 未来四年总产量复合增速 30%，权益产量复合增速为 22%（如果考虑收购集团的响水煤矿，复合增速 24%）。
- Ø 根据公司的煤炭建设项目，我们测算公司 09-13 年的煤炭总产量分别为 1110 万吨、1520 万吨、1860 万吨、2400 万吨和 3130 万吨，同比分别增长 368%、37%、22%、29%和 30%。剔出 09 年资产注入的异常增长，未来四年的复合增速为 30%。
- Ø 预计公司 09-13 年的权益产量为别为 1110 万吨，1481 万吨、1704 万吨、2135 万吨和 2486 万吨，同比分别增长 368%、33%、15%、25%和 16%。剔出 09 年资产注入的异常增长，未来四年产量的复合增速为 22%。
- q 此外，母公司盘江煤电集团正在建设响水煤矿（集团持股 36%），设计产能 400 万吨，一期 100 万吨已经投产，二期 300 万吨预计 09 年底建成。整体上市时承诺建好后由公司进行收购。如果考虑收购集团 400 万吨的响水煤矿 36%的股权，则未来四年权益产量复合增速可达 24%。
- q 我们测算的 2013 年的煤炭产量为 3130 万吨，加上可能收购的 400 万吨的响水煤矿，公司基本上能够实现预计 3500 万吨的发展目标。
- q 公司 2018 年煤炭产能目标 5000 万吨以上。我们认为，在全国实施煤炭资源整合的大背景下，公司有可能通过整合贵州省的煤炭资源项目，来实现煤炭产量的进一步提升，以达到 2018 年的 5000 万吨以上的煤炭规模，则资源整合的煤炭产能可以预计大约 2000 万吨。资源整合或将成为投资公司股票的意外惊喜
- q 注入资产一季度损益放入资本公积，并未在损益表中体现，二季度或有可能调整到损益表中：
- Ø 一季度注入资产的损益大约 23000 万元，由于对会计政策理解的不同（收购资产还是业务合并），公司把该部分放入资产负债表的资本公积项。
- Ø 如果还原一季度的损益，则一季度实现净利润 40912 万元，按新股本计算每股收益为 0.37 元。较原业绩 0.3 元增厚 23%。
- Ø 如果按照业务合并会计处理，则注入资产的损益应该调整到损益表中，二季度或有可能调整该部分损益。
- q 整体上市后成本大幅度下降：
- Ø 在 08 年报公司披露要尽快建立成本费用管理责任制度，加大对二级班子成员尤其是经营管理一把手的责任考核，严肃追究责任，力争把原煤单位完全成本控制在 240 元/吨以下，将洗煤加工费用支出控制在 30 元/吨以下（两项成本较 08 年皆小幅下降）。
- Ø 整体上市后，原先买煤洗选业务成为自产煤炭洗选，收购价格与原煤开采成本的差额直接减少了煤炭的销售成本（08 年买煤价格 412 元/吨，原煤开采成本大约 246 元/吨）。
- Ø 我们预计 09 年公司销售成本大约为 360 元/吨，较 08 年的 616 元/吨下降 41%。
- q 煤价同比下降，近期炼焦煤价格具有上涨预期
- Ø 一季度精煤价格 1020 元/吨，混煤价格 329 元/吨，综合煤价大约 767 元/吨，较 08 年的均价 837 元/吨下降 8%。

- Ø 目前精煤含税价格 1020 元/吨，整体上市后，由于价格较低的混煤销量占比上升，我们预计 09 年煤炭综合售价大约 608 元/吨，较 08 年下降 27%。
- Ø 随着下游钢材价格上涨和供求形势再度利于煤炭行业，公司的炼焦煤价格存在一定的上涨预期。
- q 盈利预测：我们预计 09-11 年每股收益分别为 1.33 元、1.78 元和 2.19 元，同比增长 24%、34%和 23%。
- q 上调评级至“强烈推荐”。未来四年较高的成长性（复合增速 24%），整合资源预期，再次资产注入预期（收购集团响水煤矿），以及炼焦煤可能的提价预期，我们认为可以按照 09 年 EPS 22-25 倍 PE 估值，目标价为 29-33 元。上调评级至强烈推荐。
- q 风险因素：煤矿投产时间低于预期，资源税从价改革出台增加成本。

表 1: 公司煤矿及投产情况

单位: 万吨	核定能力	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
公司既有煤矿								
火铺矿	120	111	120	120	120	120	120	120
老屋基矿	115	126	115	120	120	120	120	120
合计	235	237	235	240	240	240	240	240
增发收购煤矿								
山脚树矿	115		180	200	200	200	200	200
月亮田矿	115		115	180	180	180	180	180
土城矿	280		280	350	400	400	400	400
金佳矿	180		180	250	300	300	300	300
火铺坑改扩建工程	120		120	150	150	150	150	150
小计	810		875	1130	1230	1230	1230	1230
技改煤矿								
火铺烂泥箐采区工程	90			90	90	90	90	90
山脚树矿开拓延深工程	180						90	180
月亮田北部采区工程	60				60	60	60	60
小计	330			90	150	150	240	330
公司投资建设煤矿								
松河煤业 (35%)	240			60	240	240	240	240
发耳煤矿二期 (恒普煤业 90%)	300					300	300	300
马依煤矿 (马依煤业 67%)	480					240	480	480
贵州首黔资源开发公司 (25%)	400						400	400
小计	1420			60	240	780	1420	1420
合计	2795	237	1110	1520	1860	2400	3130	3220
同比增长		41 %	368%	37%	22%	29%	30%	3%

资料来源: 公司公告

表 2: 公司煤炭产销量、煤价和成本情况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
原煤产量 (万吨)	153	127	178	201	168	237
买煤量 (万吨)	383	444	485	499	531	516
买煤价格 (元/吨)	119	201	256	260	251	412
煤炭销量 (万吨)	399	467	456	457	450	484
产销率	74%	82%	69%	65%	64%	64%
煤炭价格 (元/吨)	241	366	551	527	526	837
实际成本 (元/吨)	186	316	458	459	449	616
三项费用 (元/吨)	31.3	29.3	42.4	44.5	38.7	43.1
税金及附加 (元/吨)	0.9	7.9	24.1	3.1	18.3	22.3
完全成本 (元/吨)	218	354	524	507	506	681
吨煤利润 (元/吨)	23	12	27	19	20	155
吨煤净利 (元/吨)	19	17	18	18	26	132

资料来源: 公司公告

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	943	1363	2089	3952	6093
现金	239	371	807	2262	4018
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	568	577	884	1118	1394
应收款项	57	192	201	288	345
其它应收款	6	41	12	13	17
存货	54	176	146	212	252
其他	18	6	39	58	68
非流动资产	1136	1302	8756	8156	7626
长期股权投资	63	95	84	88	86
固定资产	904	970	6078	5555	5105
无形资产	70	68	2426	2345	2267
其他	98	169	168	169	168
资产总计	2079	2665	10845	12108	13720
流动负债	561	478	742	725	767
短期借款	0	0	200	100	50
应付账款	110	264	234	332	398
预收账款	83	20	55	59	78
其他	368	194	253	234	241
长期负债	67	72	70	71	71
长期借款	0	0	0	0	0
其他	67	72	70	71	71
负债合计	628	550	812	796	837
股本	371	594	1103	1103	1103
资本公积金	80	631	7085	7085	7085
留存收益	337	890	1262	2542	4112
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	788	2115	9450	10730	12300
负债及权益合计	2079	2665	10845	12108	13720

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	203	437	1808	2586	2978
净利润	97	639	1472	1969	2415
折旧摊销	174	146	572	955	879
财务费用	(1)	(4)	(10)	(15)	(20)
投资收益	0	(5)	0	0	0
营运资金变动	(66)	(370)	(226)	(325)	(294)
其它	1	32	0	2	(2)
投资活动现金流	(148)	(245)	(8039)	(354)	(349)
资本支出	(116)	(212)	(8050)	(350)	(350)
其他投资	(32)	(33)	11	(4)	1
筹资活动现金流	(10)	(577)	6667	(777)	(874)
借款变动	0	0	200	(100)	(50)
普通股增加	0	223	509	0	0
资本公积增加	0	(111)	6454	0	0
股利分配	0	(671)	(515)	(689)	(845)
其他	(10)	(17)	19	12	21
现金净增加额	45	(384)	435	1456	1755

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2409	4104	5130	6913	8432
营业成本	2061	3029	3086	4170	5071
营业税金及附加	82	108	56	166	202
营业费用	51	61	77	69	84
管理费用	125	151	190	207	253
财务费用	(1)	(4)	(10)	(15)	(20)
资产减值损失	(5)	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	0	0	0
营业利润	95	758	1731	2315	2841
营业外收入	21	5	2	2	2
营业外支出	1	16	1	1	1
利润总额	115	747	1732	2316	2842
所得税	19	108	260	347	426
净利润	97	639	1472	1969	2415
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	97	639	1472	1969	2415
EPS (元)	0.26	1.08	1.33	1.78	2.19

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-2%	70%	25%	35%	22%
营业利润	1%	696%	128%	34%	23%
净利润	19%	562%	130%	34%	23%
获利能力					
毛利率	14.4%	26.2%	39.8%	39.7%	39.9%
净利率	4.0%	15.6%	28.7%	28.5%	28.6%
ROE	6.7%	30.2%	15.6%	18.3%	19.6%
ROIC	5.4%	30.5%	15.2%	18.1%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	30.2%	20.7%	7.5%	6.6%	6.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.8%	0.8%	0.4%
流动比率	1.7	2.8	2.8	5.5	7.9
速动比率	1.6	2.5	2.6	5.2	7.6
营运能力					
资产周转率	1.2	1.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	46.2	35.8	31.9	38.6	36.3
应收帐款周转率	30.2	32.9	26.1	28.3	26.6
应付帐款周转率	5.2	4.0	3.1	3.7	3.5
每股资料(元)					
每股收益	0.26	1.08	1.33	1.78	2.19
每股经营现金	0.55	0.74	1.64	2.34	2.70
每股净资产	3.91	3.56	8.57	9.73	11.15
每股股利	0.14	0.58	0.47	0.62	0.77
估值比率					
PE	88.4	21.4	17.2	12.9	10.5
PB	5.9	6.5	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	47.1	14.0	5.5	3.9	3.4

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的免责条款

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。