

盘江股份：快速成长的西南、湖广地区炼焦煤主导供应商

盘江股份 (600395)

评级: (买入)

股价: 25.66 元

目标价位: 40.00 元

深度报告

2009 年 8 月 18 日

星期二

采掘

谷三剑

021-50586660-5555

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

12 个月目标价位 40

升值潜力 (%) 56 %

目标价确定日期: 2009.8.17

重要数据

总股本(亿股) 11.03

流通股本(亿股) 2.69

总市值(亿元) 321.63

流通市值(亿元) 78.37

一年内最高价(元) 37.3

一年内最低价(元) 8.2

上证 A 股指数 3013.14

市场表现

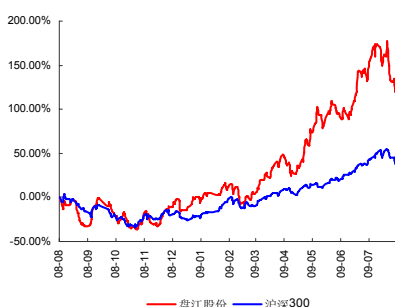
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 -3.12 -5.50

3 个月 26.98 4.70

6 个月 101.54 58.11

个股相对沪深 300 走势图



投资要点

近日, 我们对盘江股份进行了调研, 与公司管理层就公司当前经营状况和未来发展进行了讨论。

□ 公司经营资产注入和整体上市, 关联交易大幅减少使盈利制约解除, 公司基本面获得显著改观。整体上市使公司质地发生飞跃, 资源储量增长 4.7 倍, 产能增长 3.4 倍至 1210 万吨。

□ 整体上市后, 公司产量的增长将再次加速, 2010 年后是公司现新建在建产能集中释放期, 2013 年公司仅权益产能就将再增长 1.3 倍至 2360 万吨, 年均复合增长 23.5%。公司未来产量增长已有充足市场需求保障。

□ 集团煤炭资产仅剩 400 万吨的响水矿, 公司收购已成必然, 预计明年条件成熟后收购的可能性很大。

□ 公司核心竞争优势在于: ◆ 资源禀赋和储量/产量优势使公司成为西南湖广市场主导供应商和资源整合中的受益者。江南仅贵州为煤炭净调出省, 公司在西南和湖广周边省份煤炭供给上担当重要角色, 未来发展有足够大空间; ◆ 盘江矿区具有区内铁路交通相对便利与西南区域市场整体对外相对封闭的特点, 外煤难以进入, 这种区域自给与相对垄断的供需特性为公司增加了市场保护; ◆ 西南多断层的复杂地质条件阻止外来煤企进入开采, 公司具备复杂地质条件的成熟开采技术和管理经验, 生产运营效率显著高于本地其它生产企业。

□ 国内 7 月钢产量创新高, 在山西临汾、吕梁等焦煤主产地市小煤矿短期大面积复产无法实现的情况下, 炼焦煤供需渐紧, 焦煤子行业景气度提升。在 7、8 两月河北、山西两地主要焦化企业上调焦煤合同价和焦炭指导价后, 我们判断公司精煤将跟随提价, 提升公司盈利。

□ 公司当前直接受益于四川灾后重建对资源能源需求的增加, 有效对冲经济危机造成的短期下游需求萎缩, 未来中长期西部城市化进程是公司长期推动力。

□ 预计 2009-2011 年公司销售精煤 383、468、581 万吨, 销售混煤 302、357、472 万吨, 实现营业收入 45.9、55.1、72.0 亿元, EPS 分别为 1.21、1.59 和 1.79 元, 对应市盈率 21.2x、16.1x、14.3x。

- 公司低估值与清晰的高成长为公司带来较高的安全边际，未来 3 年 CAGR 达 22.7%，对应 PEG 仅 0.93 倍。近期市场回调后，煤炭行业估值趋于较合理水平。公司股价经过 24% 的下跌后，已成为价格合理的高成长资源量股票。基于 2010 年高于行业 25% 的平均估值溢价（对应公司 2010 年 25x 市盈率），给予公司人民币 40 元的 12 个月目标价，建议“买入”，并将短期的价格回落视作为中期里的良好买入时机。
- 我们预测的主要风险在于经济复苏进程未如预期、公司产量提升后可能面临运力不足的问题，以及公司在建新建项目和技改项目的延期投产等。

正文目录

1. 公司估值与投资建议	5
1.1 相对估值	5
1.2 投资建议	5
2. 公司基本情况与整体上市	6
2.1 公司基本情况与所有权关系	6
2.2 公司主要业务	6
2.3 本次资产注入与整体上市	7
3. 整体上市释放公司内在价值：体能飞跃式扩张，盈利制约解除	7
3.1 整体上市使公司质地发生革命性变化：资源储量增长 4.7 倍，产能增长 3.4 倍	7
3.2 盈利制约解除，毛利率向行业水平回归释放公司内在价值	8
4. 整体上市后产量增长再次加速：未来 3 年产能翻番	10
4.1 内生的增长：在建新建项目 2010 年后集中放量，至 2013 年产能再增加 1350 万吨	10
4.2 外延的扩张：响水矿明年收购可能性很大	10
4.3 未来 3-4 年权益产能增长 1.3 倍，年均复合增长 23.5%	11
5. 公司核心竞争优势	11
5.1 盘江矿区：华南煤仓的主仓，储量数倍于周边省份，炼焦煤占贵州 53%	11
5.2 矿区对区内市场交通相对的便利 VS. 西南/华南市场整体对外的相对封闭	12
5.3 区域的半封闭性形成市场保护和相对垄断的竞争环境	13
5.4 煤炭资源开发大布局中：区域自给定位 + 江南唯一净调出省：保障公司足够的市场空间	14
5.5 复杂地质条件下的开采技术和效率管理阻断竞争对手进入	14
5.6 未来煤炭增量已有市场保障	15
5.7 四川震后灾区重建对冲短期需求萎缩，城市化建设推动中长期需求	16
6. 世界经济逐步复苏，资源、能源仍是未来长期投资方向	17
6.1 主要经济体经济基本已筑底企稳，国内房地产复苏有助于带动经济持续复苏	17
6.2 经济复苏、通胀预期、美元贬值压力下：资源、能源等大宗商品依然是长期投资方向	18
6.3 焦煤子行业景气提升，公司精煤提价步伐渐近	19
6.4 中国经济长期仍旧看好	20
7. 盈利预测	20
7.1 关键假设：	20
7.2 盈利预测	21
7.3 风险提示	21

图形目录

图 1. 公司股权结构.....	6
图 2. 资产注入使得每股产能与资源量增长快于股本扩张.....	8
图 3. 整体上市后, 盈利制约解除, 公司毛利率向行业正常水平回归.....	9
图 4. 历史上公司向集团采购入洗原煤量一直大幅高于自产原煤.....	9
图 5. 图: 巨额关联交易令公司毛利低于行业平均水平.....	9
图 6. 整体上市后公司产量增长再次加速, 未来 3-4 年权益产能 CAGR23.5%	11
图 7. 贵州省铁路规划示意图.....	12
图 8. 公司主要市场地理分布.....	14
图 9. 公司销售半径涵盖云贵川、湖广、江西等地, 武钢防城港 1000 万吨钢铁项目 和宝钢湛江 2000 万吨项目均在公司铁路运输经济半径之内	15
图 10. 今年 6 月发用电量增速转正.....	17
图 11. 钢价企稳反弹带动钢铁行业盈利改善.....	17
图 12. 商品房销售旺盛下, 推动房地产投资复苏.....	18
图 13. 美国货币投放快速增长: M1、M2.....	18
图 14. CRB 指数去年底大幅下跌, 已从底部反弹 27%, 现高于 04 年以来均值近 9.3%19	

表格目录

表 1. 整体上市前矿井资源情况.....	8
表 2. 此次注入煤矿基本情况, 万吨.....	8
表 3. 公司在建、新建项目与当前进展.....	10
表 4. 公司新建项目资源与权益情况.....	10
表 5. 公司辐射半径内, 云贵川与湖南两广: 人口/GDP/钢铁/精煤/焦炭占全国份额 对比	16
表 6. 公司产销量预测:	20
表 7. 2009-2011 年单位原煤生产成本预测	20
表 8. 2009-2010 公司煤炭产品价格预测	21
表 9. 三张报表.....	22

1. 公司估值与投资建议

公司股价最近 10 个交易日随市场调整已下跌约 24%。

我们给予公司“买入”评级。原因在于，公司低估值与清晰的高成长为公司带来较高的安全边际。公司基本面在经过资产注入和整体上市大幅减少关联交易并使盈利水平回归正常化后已获得显著改观。尽管资产注入与整体上市的影响在较大程度上已经得到体现。然而整体上市后，公司产量的增长将再次加速，2010 年后是公司新增产能的集中释放期，未来 3-4 年公司权益产能再次增长超过 1.3 倍，年均复合增长 23.5%。

在中长期内，鉴于对中国经济将在固定资产投资与住房消费等带动下强劲复苏以及 09 年下半年全球经济将开始复苏的预期，我们对煤炭行业以及能源等大宗商品持积极看法。经过最近股价的回调，行业估值趋于合理水平，我们认为公司属于市场中价格合理的成长型资源类股票，短期内的价格回落是中期里的良好买入时机。

1.1 相对估值

预计公司 2009/2010/2011 年实现每股收益 1.21/1.59/1.79 元(2011 年所得税率恢复至 25%)，以 8 月 17 日 25.66 元收盘价格计，对应市盈率 21.2x/16.1x/14.3x，低于 09/10 年行业平均 24.9x/19.9x 和沪深 300 指数 34.7x/30.6x。

PB: 从 PB 上看，公司 PB 为 5.43x，低于行业的 5.55x，略高于沪深 300 的 4.96x。

公司未来 3 年具备高速增长性，未来 3 年收益 CAGR 达 22.7%，对应 PEG 仅 0.93 倍，远低于行业平均水平。

从估值上看，公司估值指标多低于行业/大盘平均水平而成长性高于后者，公司在估值上处于相对低估位置。

1.2 投资建议

我们对公司价值判断的逻辑：短期内，由于构成煤炭企业收入、利润增长的主要推动力是价格，在经济复苏、下游需求回暖与流动性充沛大背景下，公司下半年业绩将呈逐季改善的上升态势。经 7、8 两月河北、山西两地主要焦煤企业上调焦煤合同价后，公司精煤也将跟随提价，使公司盈利提升。

而从中长期看，资源类公司价值主要源于资源储量价值和产能的扩张，以及对市场的主导和覆盖。区位优势使外煤难以进入，公司在目标市场具有相对垄断的能力。中长期内，2010 年后是公司新增产能的集中释放期，产量的增长将再次加速，未来 3 年公司产能将再增长 1.3 倍以上。即使按照静态的现有资

源控制量评估，公司也能够保持未来 5-10 年的快速成长。

经过近期 24% 的股份回调，公司已成为价格合理的成长型资源类股票。鉴于公司低估值与清晰的高成长，我们基于公司 2010 年高于行业平均估值 25% 的溢价（对应公司 2010 年 25x 市盈率），给予公司人民币 40 元的 12 个月目标价，建议“买入”。

2. 公司基本情况与此次整体上市

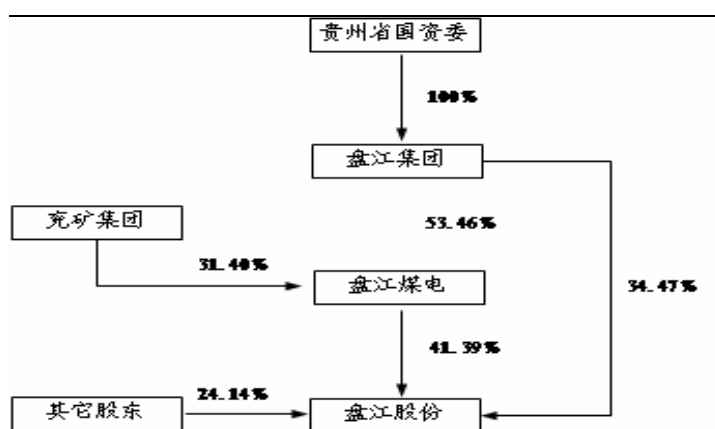
2.1 公司基本情况与所有权关系

贵州盘江精煤股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1999 年 10 月，由贵州盘江煤电（集团）有限责任公司（简称“盘江集团”）作为主发起人设立，公司于 2001 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。

目前公司控股股东为贵州盘江煤电有限责任公司（以下简称“盘江煤电”），盘江煤电持有 41.39% 的公司股份，盘江集团现直接持有公司 34.47% 股份，并持有盘江煤电 53.46% 的股份。贵州省国资委持有盘江集团 100% 的股权，因此贵州省国资委系公司最终实际控制人。

此外，由于公司历史上“债转股”等原因，兖矿集团于 2003 年 7 月受让国家开发银行所持有的盘江煤电约 31.4% 股权。

图1. 公司股权结构



资料来源：公司公告

公司于 2008 年启动重大资产重组与向集团发行股份购买资产工作，并于 09 年 3 月实现整体上市。经过此次资产注入后，公司股份共计 11.034 亿股，由于发行股份购买资产使得流通股相对较小，目前流通股仅 2.687 亿股，占总股本的 24.35%，限售股则占 75.65%。

2.2 公司主要业务

公司集原煤开采和煤炭加工为一体的大型煤炭企业，是西南和湖广市场主要的炼焦煤供应商，可生产灰分 8%-12% 等级的精煤和部分特殊加工煤。公司所在盘江矿区煤质优良，煤种齐全，焦煤和肥煤可与著名的山西西山矿区焦肥煤相比较。公司煤炭产品低硫、低灰、微磷、发热量高，是理想的冶金、化工和

动力用煤。

公司目前业务主要分为煤炭和电力两块，08 年煤炭业务收入占总收入的 97%，少量的电力业务来自于公司的矸石综合利用电厂，未来不是公司发展重点。煤炭业务中，精煤产品主要作为主焦煤供应钢厂和炼焦企业，混煤作为动力煤供应电厂和水泥厂。

2.3 本次资产注入与整体上市

2008 年公司正式启动整体上市工作，08 年 9 月 22 日，公司公布重大资产购买暨关联交易报告书。09 年 3 月 24 日，公司收到中国证监会重组核准批复及大股东豁免要约收购批复，盘江集团煤炭资产整体上市工作基本完成。本次资产注入，公司分别向盘江集团和盘江煤电发行 377,973,506 股和 131,314,401 股人民币普通股。

按照公司披露的方案，本次交易标的包括：

(1) 盘江集团持有的土城矿、月亮田矿、山脚树矿和金佳矿 4 项采矿权、国债专项资金和煤炭价格调节补助基金所形成的安全生产辅助性资产以及 54 项土地使用权。

(2) 盘江煤电持有的土城矿、月亮田矿、山脚树矿的机器设备、房屋构筑物以及土地使用权等相关矿山经营性资产；火烧铺矿改扩建工程；老屋基矿、盘北选煤厂和老屋基选煤厂的生产经营辅助性资产；机电分公司、供应分公司、运销处、机关财务、财务处本部、安全技术培训中心和宣传部等下属职能部门的相关资产。

(3) 新井公司持有的金佳矿（含洗煤厂）的全部经营性资产。

其中，公司以发行股份方式购买前两项资产，以等额承债方式收购第三项资产。

3. 整体上市释放公司内在价值：体能飞跃式扩张，盈利制约解除

3.1 整体上市使公司质地发生革命性变化：资源储量增长 4.7 倍，产能增长 3.4 倍

本次资产收购使公司资源量和产能快速增长。公司之前只有火铺矿、老屋基矿两个煤矿，原有核定产能仅 210 万吨，地质储量 4.94 亿吨，可采储量 2.91 亿吨。收购完成后，公司产能达到 1020 万吨，资源储量达到 16.67 亿吨，可采储量 9.90 亿吨，分别增长 3.8 倍、2.6 倍、2.7 倍。公司现有资源可采年限高达 90 年，处于行业领先。

本次资产注入每股产能与资源量的增长都要快于股本扩张，增厚了投资者的收益。经过资产注入和整体上市，公司目前已在西南/华南市场中处于绝对领先地位。

表1. 整体上市前矿井资源情况

煤矿名称	核定产能	资源储量	可采储量	08 年产量	可采年限	煤 种
火铺矿	120	3.21	1.9	110.98		焦煤、肥煤
老屋基矿	90	1.28	0.64	126.14		焦煤、肥煤
合计	210	4.49	2.54	237.12		

资料来源：公司公告，东海证券研究所

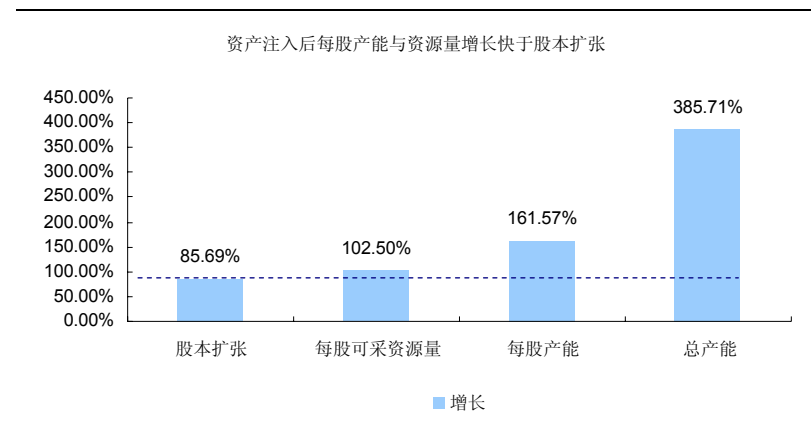
表2. 此次注入煤矿基本情况，万吨

煤矿名称	核定产能	资源储量	可采储量	07 年产量	可采年限	煤 种
山脚树矿	115	21235	12586.58	140.27	109	1/3 焦煤、肥煤
月亮田矿	115	15719	8872.9	131.22	77	1/3 焦煤、肥煤
土城矿	280	29126	17485.63	294.07	62	肥煤、焦煤、少量 1/3 焦煤和气煤
金佳矿 注 ¹	180	51185	31163.25	102.33	173	贫瘦煤
火铺矿改扩建工程	120	-	-	-	-	1/3 焦煤、肥煤
合计	810	117265	70108.36	667.89		
较注入前增长	385.7%	261.2%	275.9%	-	-	-

注：原有两矿与注入四矿公司均持有 100% 股权

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2. 资产注入使得每股产能与资源量增长快于股本扩张



资料来源：公司公告，东海证券研究所

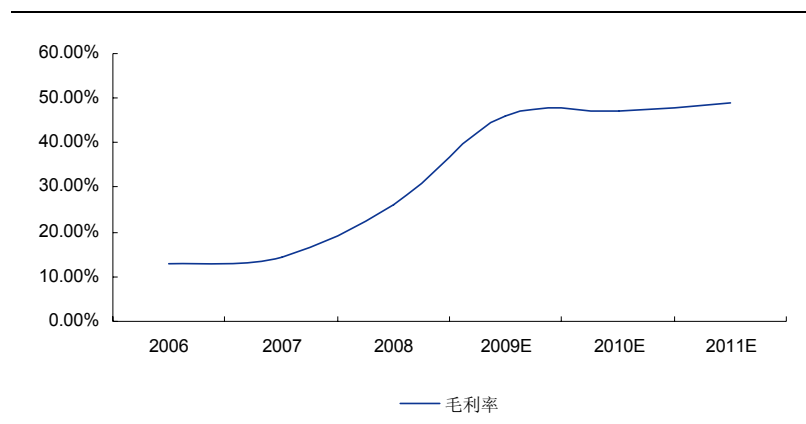
3.2 盈利制约解除，毛利率向行业水平回归释放公司内在价值

此次资产注入前，公司仅有年产 115 万吨的老屋基矿和 120 万吨的火铺矿（注：由于老屋基矿所在的地层条件复杂，断层多，故往往还达不到设计产量）。公司每年需从集团采购大量原煤入洗后销售，形成与集团的巨大关联交易。08 年公司生产原煤 237.12 万吨，向集团采购入洗原煤则达 583.27 万吨，是自产煤的 2.45 倍。由于洗选环节利润低，造成公司营业利润率仅 3.95%，远低于业内平均 18% 的毛利水平。

在今年 4 月完成资产注入后，公司下辖 6 个生产矿井，年产能由 210 万吨大幅提升至 1020 万吨。更值得注意的是，与产能大幅提升对应，关联交易的

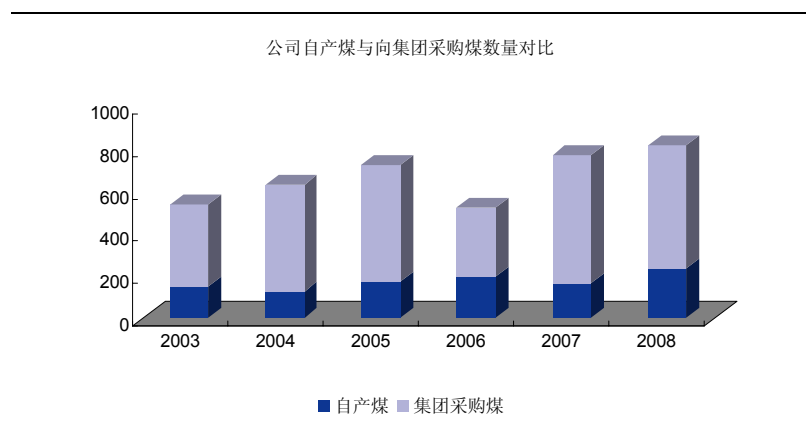
消除使公司毛利趋向行业正常水平，摆脱过去为集团洗选加工的低利润率局面，释放出公司的内在价值。

图3. 整体上市后，盈利制约解除，公司毛利率向行业正常水平回归



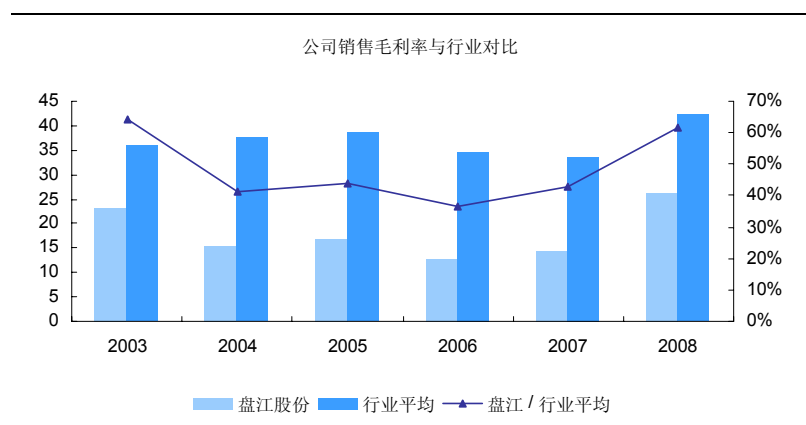
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图4. 历史上公司向集团采购入洗原煤量一直大幅高于自产原煤



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图5. 图：巨额关联交易令公司毛利低于行业平均水平



资料来源：公司公告，东海证券研究所

整体上市完成不仅使公司盈利能力回复正常水平，增强了公司盈利和自我积累能力，还提高了公司在贵州省内的地位和资源整合大环境中占据的优势，为公司长远发展奠定了基础。

4. 整体上市后产量增长再次加速：未来 3 年产能翻番

尽管整体上市使公司产能和资源储量出现飞跃式增长，但从公司现有在建和参股项目来看，公司未来 3-5 年依然能保持高速增长。

4.1 内生的增长：在建新建项目 2010 年后集中放量，至 2013 年产能再增加 1350 万吨

完成注入资产后，公司尚有众多的在建和新建项目，仅就内生性增长而言，即可使公司未来至 2013 年产能增长 1350 万吨，比整体上市后再增加 1.3 倍。

表3. 公司在建、新建项目与当前进展

	设计产能	规划与进展
现有 6 矿技改	330	山脚树南北井延伸，180 万吨，南北井首采工作面预计分别于 2013 年 2、8 月投产 火铺矿烂泥箐采区开拓工程，90 万吨，预定 09 年 12 月投产 月亮田矿北一采区开拓工程，60 万吨，预定 2010 年 10 月投产
松河矿	240	2009 年 9 月首采工作面投产，2011 年达产
马依西	240	已取得探矿权，计划年底进场施工，2012 年建成
马依东	240	正在办理探矿权转让，暂未开始实质性工作
法耳二期（恒普煤业）	300	计划 09 年底办完手续开工建设，2011 年建成投产
茨嘎煤矿（首黔资源）	120	煤钢电基地配套项目，资源尚在划界，正办理用地手续

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表4. 公司新建项目资源与权益情况

项目名称	煤种	设计产能	权益比例	权益资源储量	权益可采	权益产能	预计达产期
松河矿	焦煤	240	35%	1.93	1.16	84	2011 年
法耳矿二期	贫、瘦煤	300	90%	7.01	3.5	270	2011 年
马依煤矿	贫、瘦煤	480	67%	11.39	5.7	322	2012-2013
茨嘎煤矿	焦煤	120	25%	-	-	30	2013

资料来源：公司公告，东海证券研究所

明年产量增长可达 190 万吨

不考虑响水矿注入，2010 年，我们认为公司产量增长主要来源于火铺矿 90 万吨技改项目和松河矿 100 万吨的增长，增幅 18%。

4.2 外延的扩张：响水矿明年收购可能性很大

响水矿是盘江矿区的一个骨干井田，也是贵州省“西电东送”重点项目盘南电厂的配套供煤项目。探明工业储量 10.5 亿吨，可采储量 4.48 亿吨，设计产能 400 万吨/年。盘江集团持股比例 36%，目前由公司代管。

集团煤炭资产除响水矿外已经全部注入上市公司。由于资产注入时响水矿

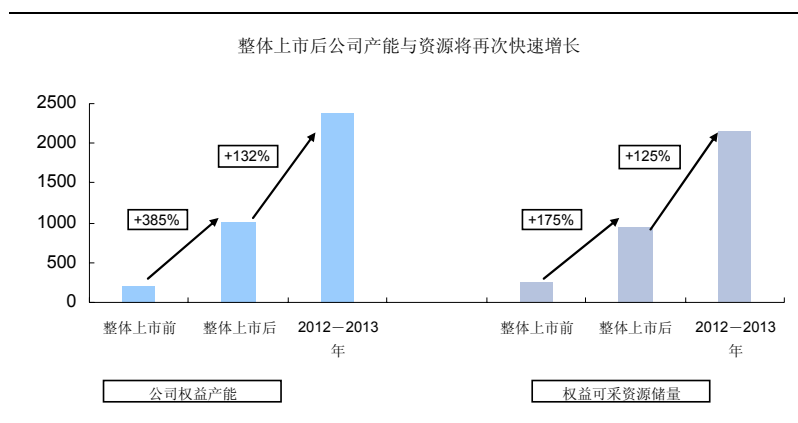
处于建设期，因此本次整体上市未能将其纳入。鉴于盘江集团煤炭资产整体上市的精神，以及集团承诺未来不从事煤炭业务，因此该矿必将纳入上市公司。

该矿一期 100 万吨工作面已于 07 年 10 月投产，现 300 万吨的第二工作面已进入试生产，预计明年可达产。从调研了解的情况看，现只待该矿达产验收和相关证照齐备后即可实施注入。因此我们预计该矿明年注入公司可能性很大。届时，该矿 400 万吨产能的注入，将为公司带来近 30% 的产能增长。

4.3 未来 3-4 年权益产能增长 1.3 倍，年均复合增长 23.5%

公司在整体上市后出现产量增长再次加速，考虑响水矿注入在即，不考虑茨嘎矿，公司至 2013 年将拥有年产能 2770 万吨，其中权益产能 2360 万吨。权益产能将比整体上市后再增加 1.3 倍，合年均增长 23.5%。届时权益可采资源储量增加至 21.52 亿吨。

图6. 整体上市后公司产量增长再次加速，未来 3-4 年权益产能 CAGR23.5%



资料来源：公司公告，东海证券研究所

5. 公司核心竞争优势

对于资源型企业，我们认为优质资源获取、产能扩张、对市场主导和覆盖能力是决定公司价值的主要因素。

5.1 盘江矿区：华南煤仓的主仓，储量数倍于周边省份，炼焦煤占贵州 53%

公司所在的六盘水地理位置独特，位于贵州西部，地处川、滇、黔、桂四省结合部。六盘水市资源丰富，各类资源分布匹配较好，其中煤炭资源远景储量 844 亿吨，具有“江南煤都”之称。由于其独特的地理位置和丰富的煤炭资源，使六盘水早在新中国成立时就成为国家三线建设的重要能源和原材料工业基地。

◆ 公司资源储量丰富：盘江矿区煤炭资源丰，易开发，远景储量达 383 亿吨，500 米内地质测量达 95 亿吨，是云南省的 54%，四川省的 1.1 倍，广西省 4.3 倍，盘江矿区被誉为六盘水这个华南最大的煤仓的主仓。盘江的炼焦煤

资源，则占贵州省炼焦煤总储量的 53%。

◆ 矿区地质条件较好，煤层赋存稳定，属缓倾斜煤层，构造比较简单，埋藏浅，易开发，适宜发展机械化，建设高产高效的大型和特大型矿井。

◆ 从煤种看，盘江矿区煤种齐全，具有气、肥、焦、瘦、贫煤和无烟煤。煤质优，低灰、低硫、微磷、发热量高。肥煤和 1 / 3 焦煤属稀缺煤种。

5.2 矿区对区内市场交通相对的便利 VS. 西南/华南市场整体对外的相对封闭

因为六盘水地处高原，公路相对一直不发达，落后于铁路。加上地处川、滇、黔、桂四省结合部，因此六盘水的铁路发展较好，六盘水铁路枢纽是贵州省内除贵阳外最大的枢纽。株六复线、水佰铁路、六盘水沾益复线、六盘水南编组站等均在矿区附近。

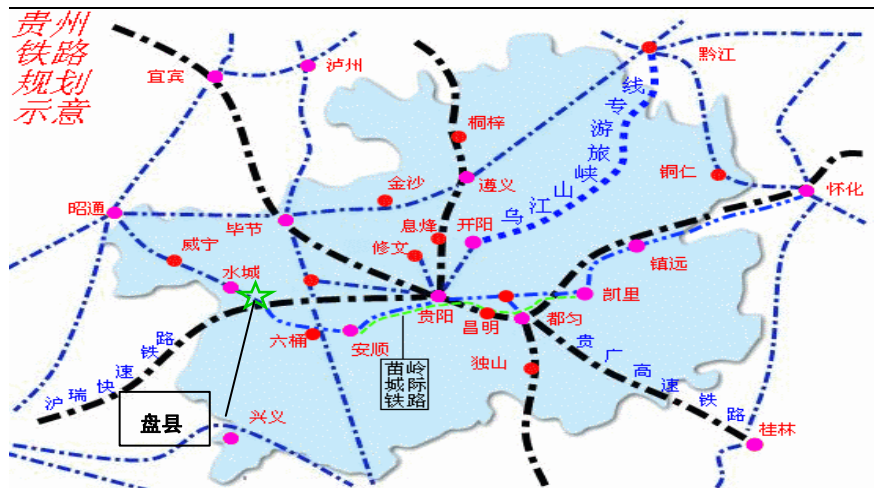
◆ 矿区对区内市场交通的相对便利：云贵煤炭基地的主要运煤线南昆铁路、株六铁路、黔桂铁路均通过或临近或有支线连接矿区。其中，南昆铁路红威支线、盘西支线贯穿矿区南北，目前公司各生产矿井和选煤厂均设有铁路专用线连接至上述铁路。公路方面，320 国道、212 省道和镇胜高速等也经矿区而过。

◆ 公司是区内铁路部门运力分配重点对象，之前，由于西南区铁路发展长期滞后，公司每年运力分配仅 200 多万吨，只能实行以运定产的策略。但随着区内经济活动的加速和成昆铁路、南昆铁路的修建和部分高速公路的接驳，公司目前年铁路运力可达 500 - 600 万吨，基本能满足未来一段时期精煤出省的需求。

◆ 运输与销售半径：公司主要销售半径处于 300 - 800km 以内，部分可达 1000km 以上，非常适于铁路运输销售。公司煤炭产品运达上述省区运距较短，竞争优势明显。

◆ 从贵州省的高铁规划来看，今后逐步将有沪昆（贵阳到昆明）、贵广（贵阳到广州）、渝黔（贵阳到重庆）、贵南湛（贵阳到南宁至湛江）、还有（贵阳到成都）等高速铁路的建设规划。这些铁路的建成，将进一步加强公司对周边省份的辐射力度。

图7. 贵州省铁路规划示意图



资料来源：互联网，东海证券研究所

◆ 西南/华南市场整体对外的相对封闭。从全国各大区域总体情况来看，西南和湖广部分地区，由于地势崎岖，历来交通不便。进出西南湖广地区的交通干线还是较少，物流运输能力有限，铁路密度也远小于东南沿海和华北等地。这使得西南/华南部分地区在整体上呈对外相对封闭的特点。这也使西南地区在国家煤炭工业布局中，被划定为适度开发的煤炭自给区。

5.3 区域的半封闭性形成市场保护和相对垄断的竞争环境

盘江集团是贵州最大的也是唯一的具有上市平台的煤炭企业，在利税贡献和带动地方经济发展方面具有十分重要的地位。从业内调研了解的情况来看，公司和集团未来将是贵州省煤炭资源整合的主力军。

盘江股份是西南地区唯一的千万吨级大型煤炭上市企业，市场主要集中在西南五省市和湖广江西等临近省份。公司所处的西南/华南地区独特的地理环境和煤炭资源在周边的分布特点为公司形成了一道天然保护，使公司具备较强的对区域资源获取、价格主导能力，以及对区域内下游优质客户的开发覆盖能力。随着公司产能在未来 3 年再次翻倍式扩张，这种主导和覆盖能力在市场竞争中会强化。

◆ 西南湖广半封闭型地形使得外煤难入：地理因素使西南地区煤炭市场相对独立与封闭，主要表现为外煤难以进入，供需双方较为区域自给化。

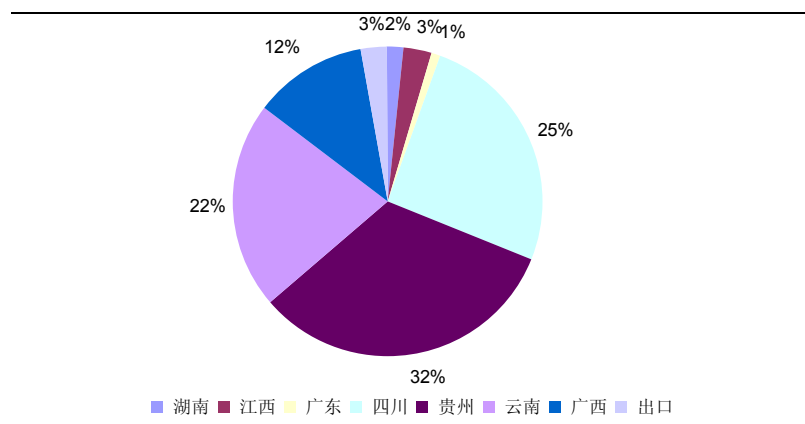
一方面北方煤进入西南/华南，运力难以满足且运距远（超过 2000km）而显得不经济。另一方面，中国进口煤市场更多是个机会市场，进口用户并不在供应稳定、供应可靠上多做要求，更多的要求在于同等品质价格比国内自产煤炭便宜。此外，从中国东南沿海主要进口源来看，距离更近的越南、印尼供应我国的主要是动力煤和无烟煤，炼焦煤少。

◆ 公司是本地唯一上千万吨级的大型优质焦煤供应商，下游企业对公司依赖性强。同时，公司注重与下游客户协调发展和长期互赢，能够在下游行业因

难时充分考虑客户对煤价的承受能力，与主要客户已结成稳固的供需关系，公司 2001 年以来前五大客户销售占比平均达 65%。

公司凭借煤质优和体能快速成长的优势，能够在用煤上保证客户数量、品质和及时运抵的需求，把握住区域市场内的优质客户和新兴客户，成为首选采购伙伴，外来竞争者将难以撼动公司在区域内的领导者地位。

图8. 公司主要市场地理分布



资料来源：公司公告，东海证券研究所

5.4 煤炭资源开发大布局中：区域自给定位 + 江南唯一净调出省：保障公司足够的市场空间

在国家煤炭工业整体布局中，西南地区作为适度开发的自给区，被要求立足自给，实现区内的自我平衡。区内重点建设云贵大型煤炭基地，并适度调出部分煤炭至两广、湖南等地。公司所处的周边省区如四川、重庆、云南、湖南、广东、广西、海南等均为缺煤省，江南仅贵州为煤炭净调出省。这就需要公司在西南和湖广等周边省份煤炭供给上担当重要角色，保障公司未来发展有足够大的市场空间。

5.5 复杂地质条件下的开采技术和效率管理阻断竞争对手进入

西南地区由于地质结构复杂，断层多，煤层赋存条件与山西、陕西、内蒙、新疆等华北西北地区存在较大差异，在开采技术上有着较大不同。公司在特别针对复杂特殊地质条件下的瓦斯治理、突出煤层开采等方面具有明显优势。

在西南地区煤炭开采中，历史经验与过往累积，往往在矿井安全高效生产中扮演着非常重要的角色。公司/集团在此地区已开采 50 年，部分技术和经验成果正申报并有望上升为国家相关行业标准。

国内其它大型煤业集团由于缺乏在此种地质条件下开采煤矿的技术和经验，难以有效进入西南地区开展市场和资源的竞争，而是更多选择北上陕西、内蒙和新疆，鲜有进入西南地区者。历史上也曾有煤炭企业尝试进入区内，但

终因难以克服技术困难和解决生产效率而选择退出。公司凭借在西南地区五十年煤炭开采的技术和经验，在运营和效率上也要远超当地其它煤炭生产企业，例如地方一煤企，在可比情况下，盈利与公司差距就较大。

公司计划在未来择机进入地质条件相似的东南亚地区获取资源，而非北上内蒙新疆，以发挥公司技术和经验优势。

5.6 未来煤炭增量已有市场保障

公司未来煤炭产量增长较快，市场能否消化成为关注重点。从以下两方面分析来看，未来3-5年下游市场需求已有保障。

◆ 配套项目对口消化

公司部分新建项目本身属于电厂、钢厂的配套煤矿。如响水电厂二期完工后，装机容量可达360(240+120)万千瓦，可以消化马依东、西两矿合计480万吨产量。法耳二期为法耳电厂的配套煤矿。

首黔钢铁项目：首期规划200万吨焦化项目，以1.4的煤焦比测算，预计将消耗约280万吨炼焦精煤。公司作为项目第2大股东，又与首钢、水钢等其它股东单位互为战略合作伙伴，项目将优先采购公司所产精煤，因此公司能够消化增加产能，避免遭受小矿的干扰。

◆ 经济发展与新建项目扩大需求

云贵川三省矿产资源丰富，近年兴建扩建大量的有色、钢铁、机械和化工等重工业和耗能产业，需要大量能源。周边省份为加快经济发展，也正在兴建众多项目，如武钢在广西防城港的1000万吨钢铁项目和宝钢在广东湛江2000万吨钢铁项目，建成后将大幅增加西南和华南地区对炼焦煤/喷吹煤的需求。而两个项目所在地的广西和广东本省几乎不产煤，所需煤炭基本靠外部调入和进口。由于两项目产能大，稳定的供应商将是两大钢企的优先选择，相对东南亚和澳大利亚而言，公司距离两地距离适中，煤质优，价格波动比进口煤波动小。能够满足钢厂稳定焦煤供应和减小运输成本的要求。

此外，从更广的视角来看，云南、两广还是中国与东盟深化合作与实施经济一体化的桥头堡，是我国连接东南亚、沟通新马泰等国际经济区域的通道，承载着重要的使命，经济发展潜力很大，对能源和原材料需求也很大。

◆ 长期来看，未来10-15年依然是我国全面实现工业化高级阶段的重要时期，未来10-15年仍然是我国资源消费的高峰时期。从这个意义上讲，公司作为西南/华南地区唯一千万吨级大型煤炭企业，有着广阔的发展空间。

图9. 公司销售半径涵盖云贵川、湖广、江西等地，武钢防城港1000万吨钢铁项目和宝钢湛江2000万吨项目均在公司铁路运输经济半径之内



注：图上黄色和红色圆圈代表钢厂

资料来源：东海证券研究所

表5. 公司辐射半径内，云贵川与湖南两广：人口/GDP/钢铁/焦煤/焦炭占全国份额对比

公司销售辐射经济半径内	全国份额
GDP	27.18%
人口	29.36%
煤炭产量	13.93%
炼焦精煤	12.25%
焦炭	13.01%
钢铁	12.45%

资料来源：国家统计局、sxcoal、东海证券研究所

5.7 四川震后灾区重建对冲短期需求萎缩，城市化建设推动中长期需求

汶川大地震后，国家对重点灾区的灾后恢复重建投资达1万亿，在国家4万亿投资计划中比例高达1/4。一方面，由于地震使四川产煤减少，另一方面，灾后重建对钢铁水泥等基建物资需求大幅拉升对煤炭的需求。以重建工作消费2000万吨钢铁简单计算，则区内至少需增加炼焦煤需求1500万吨以上。

灾后重建对区内的钢铁、水泥、化工和能源短期内的需求拉动明显，有效对冲经济危机造成的下游需求萎缩。

中长期里，中西部地区城市化水平还比较低，在西部大开发和北部湾经济合作进程中，公司还将受益于城市化对资源和能源的需求。

6. 世界经济逐步复苏，资源、能源仍是未来长期投资方向

6.1 主要经济体经济基本已筑底企稳，国内房地产复苏有助于带动经济持续复苏

宏观经济日渐恢复，下游行业需求和盈利正逐步恢复和改善

在政府积极刺激方案的激励下，投资和内需带动经济逐步回暖，从近期国内外发布的经济数据看，主要经济体经济已基本筑底企稳，经济开始步入复苏通道，国际组织也纷纷上调主要经济体的增长预测。外需的逐步恢复对于推动中国出口回暖将起到积极作用。

国内，全社会用电量和下游钢铁行业盈利持续改善。尽管上半年全社会用电量为同比负增长 2.24%，但降幅在不断收窄，6 月份用电量更是首次转为正增长，6 月份我国全社会用电量和发电量分别同比正增长 3.79%和 4.7%，预计下半年用电量将比上年同期增加 9-10%。而随着钢价的企稳反弹，钢铁行业盈利开始逐步改善。下游需求和盈利能力的改善，为煤价温和上涨创造了空间。

图10. 今年6月发电量增速转正

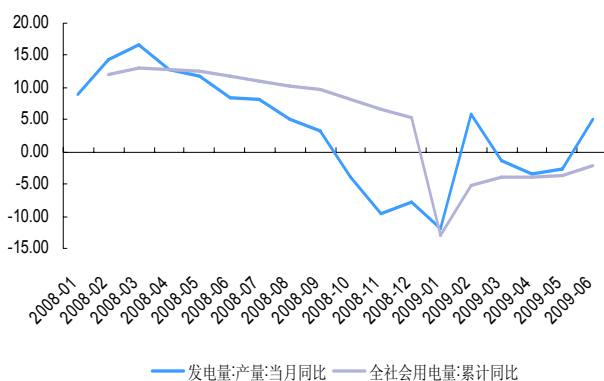
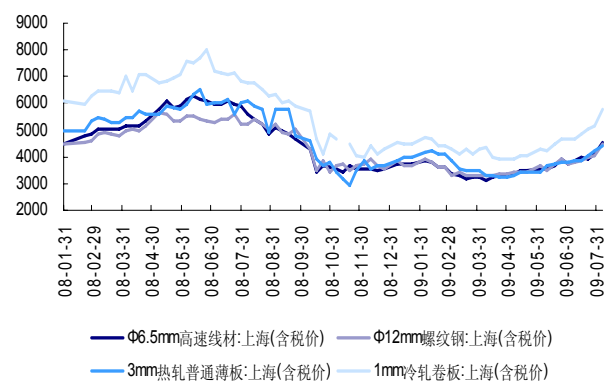


图11. 钢价企稳反弹带动钢铁行业盈利改善



资料来源：国家统计局，Wind

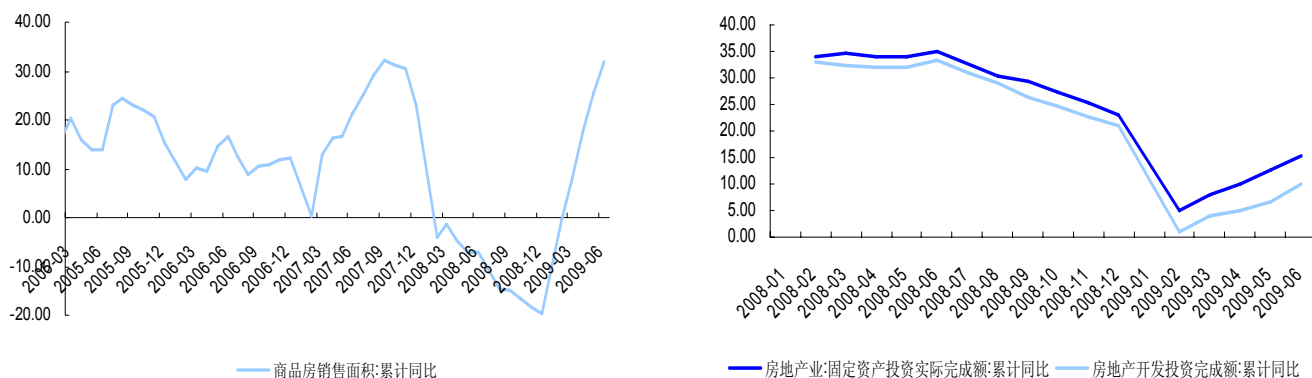
房地产复苏有助于带动经济持续复苏

在基建支出和银行信贷大规模增长下，2 季度中国 GDP 增长的复苏非常明显，同比增长达 7.9%，高于 1 季度的 6.1%。上半年，国内商品房销售面积累积同比增长 31.7%，在商品房销售旺盛带动下，房地产开发投资累计完成额同

比增速开始加快，上半年达到 9.9%。下半年，除 3 季度天气因素导致投资和工业活动有所放缓外，我们看好 4 季度和明年的房地产投资和经济增长。

房地产投资复苏带动下的国内私人部门投资将有望逐步回升，并接替政府基建等投资，这有助于经济在未来一段时间里的持续复苏。未来房地产依旧是中国经济增长的主要动力之一，并且将从过去的工业化带动城市化发展到城市化带动工业化的新阶段。

图12. 商品房销售旺盛下，推动房地产投资复苏



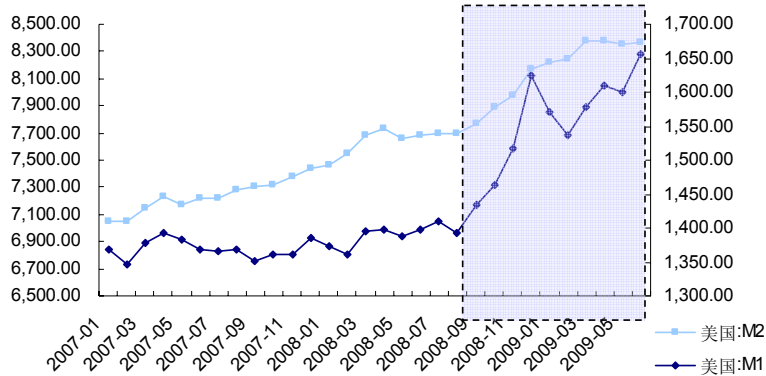
资料来源: Wind, 东海证券研究所

6.2 经济复苏、通胀预期、美元贬值压力下：资源、能源等大宗商品依然是长期投资方向

在宽松的财政货币政策下，09 上半年中国金融机构新增人民币贷款 7.4 万亿元，占 08 年 GDP 的 24.6%，已高于去年全年 4.9 万亿的水平。同时，鉴于经济复苏的基础还不够稳固，政府连续多次表态下半年将维持宽松政策。国外，美国为代表的西方发达国家更是普遍实施“数量宽松”的救市政策，向市场注入大量流动性。

国内外持续的放松性财政货币政策，一方面带来了宏观经济的复苏，但另一方面，也将带来了资产价格的再膨胀。尽管当前通货膨胀由于经济尚未完全恢复到正常增长水平而未正式到来，但市场对通胀的预期已明显出现，并推动包括能源在内的大宗商品反弹。

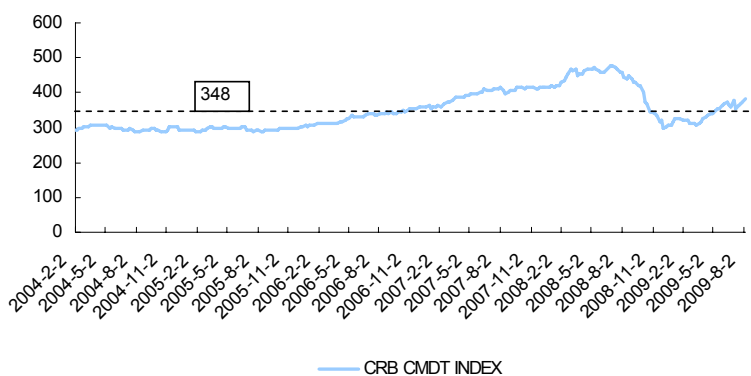
图13. 美国货币投放快速增长：M1、M2



资料来源: Wind, 东海证券研究所

综合未来经济增长复苏和流动性导致的通胀预期、美元币值变化等情况,我们认为,资源、能源和其它大宗商品仍是值得长期投资的方向。

图14. CRB 指数去年底大幅下跌, 已从底部反弹 27%, 现高于 04 年以来均值近 9.3%



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

6.3 焦煤子行业景气提升, 公司精煤跟随提价日渐临近

7月国内钢铁产量创下5067.6万吨的新高,在国内钢产量创新高和国际钢铁产量环比上升的带动下,炼焦煤需求明显上升。由于山西对小煤矿实施严厉的安全整顿和兼并重组工作,临汾、吕梁等焦煤主产地小煤矿短期里大面积复产使产量大幅增加的可能性不大,炼焦煤供需渐紧,焦煤行业景气提升。

7、8两月河北、山西两地冀中能源、开滦集团、山西焦煤集团等主要焦煤企业纷纷上调重点焦煤合同价,同时,两省焦化协会还分别提高了8月焦炭指导价100-200元/吨。从历史看,西南地区煤炭价格调整一般滞后于北方1-2个月,由此我们推断公司精煤不久也即将提价,这将提升公司盈利。下半年公司业绩将呈逐季改善的上升态势。

6.4 中国经济长期仍旧看好

尽管中国经济也受到本次全球经济危机的巨大冲击，特别是出口部门面临较大压力，但中国经济未来仍将在较长时间内保持快速增长的趋势，并没有因此次经济危机而改变。

7. 盈利预测

7.1 关键假设：

在整体上市后，公司洗煤厂现有生产能力能够满足未来 3-5 年洗选需求。公司精煤回收率为 40%左右，综合回收率 60%左右，假设公司未来产销平衡。

我们对公司产销量、成本做出如下预测：

表6. 公司产销量预测：

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原煤产量	178	201	168	237	1080	1310	1645
精煤销量	323	289	289	293	383	468	581
混煤销量	133	161	161	191	302	357	472
商品煤销量	456	457	450	484	302	357	472

公司原煤生产成本主要分为材料、人工、安全维简费、动力和折旧摊销及其它等几个部分。公司成本控制一直较好，目前原煤制造成本在 180-190 元/吨左右。考虑到公司地质开采条件复杂和人工未来增长较快，我们假设未来 3 年主要成本项增长如下：

表7. 2009-2011 年单位原煤生产成本预测

	2008	2009E	2010E	2011E
材料	30	31	34	37
人工	110	119	129	142
安全维简	23	23	23	23
电力燃料、折旧及其它	57	61	65	69
总计	220	234	251	271

关于煤价的假设和预测：

08 年公司商品煤综合平均售价达 837 元/吨，同比增长 59%。其中，洗精煤平均售价 1158 元/吨；混煤平均售价 342 元/吨。

公司上半年精煤含税售价约 1000-1100 元/吨左右，混煤含税售价省内 370-380 元/吨，省外在 450 元/吨左右，预计混煤全年平均售价可达 420 元左右。

从当前六盘水和周边地区现货煤价来看，8 月 10 日，六盘水焦精煤出厂含税价为 950 元/吨，6000 大卡动力煤车板含税价为 500 元/吨，保持稳定并呈小幅上涨态势。与山西、河北等地价格相比，公司精煤折价 15%左右。

结合去年底到今年上半年经济状况和当前贵州等地区煤价走势，我们预计

未来三年公司煤炭售价如下:

表8. 2009 - 2010 公司煤炭产品价格预测

	2008	2009E	2010E	2011E
精煤	1158	855	872	897
混煤	342	350	363	376
商品煤均价	837	632	652	664

7.2 盈利预测

结合以上假设, 我们预计 2009 - 2012 年公司实现每股收益 1.21、1.59、1.79、2.23 元(2011 年所得税率恢复至 25%)。未来 3 年公司 CAGR 达 22.7%。

7.3 风险提示

我们预测的主要风险在于经济复苏进程未如预期、公司产量提升后可能面临运力不足的问题, 以及公司在建新建项目和技改项目的延期投产等。

表9. 三张报表

损益表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2409	4104	4587	5513	7195
营业成本	2061	3029	2475	2978	3888
营业税费	82	108	133	145	189
销售费用	51	61	161	110	158
管理费用	125	151	229	210	277
财务费用	125	151	229	210	277
投资收益	0	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
营业利润	95	758	1566	2038	2632
营业外净收支	20	(11)	0	0	0
利润总额	115	747	1585	2073	2684
所得税	19	108	238	311	671
净利润	97	639	1347	1762	2013

资产负债表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	943	1363	2167	2393	3006
现金及等价物	239	371	413	1108	1329
应收款项	632	810	1420	1110	1448
存货净额	54	176	325	163	213
其他流动资产	18	6	9	12	16
长期投资	63	95	315	100	100
固定资产	1001	1137	3106	4370	5338
无形资产及其他	72	70	1235	1244	1254
资产总计	2079	2665	6822	8107	9698
流动负债	561	478	580	562	718
短期借款	0	0	212	100	100
应付款项	345	351	326	392	511
其它流动负债	216	128	43	71	107
长期负债	67	72	456	806	1156
负债合计	628	550	1036	1368	1874
股东权益	1451	2115	5786	6739	7824
股本	371	594	1103	1103	1103
资本公积	742	631	3061	3082	3082
盈余公积	80	241	241	241	241
未分配利润	258	649	1381	2334	3420
负债股东权益合计	2079	2665	6822	8107	9698

现金流量表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	97	639	1331	1732	1974
折旧摊销	176	148	494	788	1086
财务费用	0	0	18	36	56
营运资本变动	-95	-397	-802	563	-237
经营活动现金流	181	438	1046	3116	2873
投资活动现金流	-153	-253	-3851	-1785	-2000
融资活动现金流	-52	-52	2949	-578	-594
净现金流	-24	133	144	754	279
企业自由现金流	6	115	-3323	1184	722
权益自由现金流	20	108	-2712	1392	1030

重要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.58	1.21	1.59	1.79
每股经营现金流	0.16	0.40	0.95	2.82	2.60
每股净资产	1.31	1.92	5.24	6.11	7.09
盈利能力(%)					
ROIC	8.33	52.37	77.23	27.50	28.83
ROE	6.66	30.22	23.00	25.71	25.23
毛利率	14.42	26.20	46.04	45.99	45.96
EBITDA Margin	11.11	21.93	45.30	51.92	52.44
EBIT Margin	3.90	18.37	34.53	37.63	37.35
成长能力(%)					
收入同比增长	(1.70)	70.39	11.78	20.18	30.50
净利润同比增长	19.24	561.63	108.23	30.19	13.94
偿债能力(%)					
资产负债率	30.20	20.65	15.19	16.88	19.32
流动比率	1.68	2.85	3.73	4.26	4.19
速动比率	1.59	2.48	3.17	3.97	3.89
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.73	0.97	0.74	0.81
应收帐款周转率	29.00	32.88	21.93	22.14	22.96
存货周转率	46.12	35.79	18.31	22.56	38.25
估值指标(倍)					
P/E	325.10	49.14	21.1	16.1	14.3
P/B	21.64	14.85	5.43	4.66	4.01
EV/Sale	4.29	4.03	6.98	5.74	4.43
EV/EBITDA	38.59	18.38	15.41	11.06	8.44

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122