

盘江股份(600395.sh)

产能稳步增长，提价预期强烈

谢军 研究员
电话: 020-87555888-663
eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 研究助理
电话: 020-87555888-407
eMail: lh10@gf.com.cn

未来四年权益产能复合增长率 20%以上

公司目前正对在产各矿进行扩能改造，除老屋基矿以外产能都具有较大提升空间，预计公司2009—2011年公司原煤产量分别为1372万吨和1799万吨。

公司计划加大对周边矿区的开发建设，力争到2013年，公司煤炭生产规模达到3500万吨左右，新矿井的建成投产以响水矿资产注入顺利的话将基本达到以上目标。公司未来四年权益产能每年复合增长率在20%以上。

未来涨价预期较高

公司精煤价格目前含税在1100—1180元左右。动力煤中省内价格年内基本平稳，含税320—330元/吨左右，省外售价含税目前360—380元/吨。我们判断公司动力煤价格近期仍有上涨，而炼焦煤随着2010年国内外钢铁行业的持续复苏也将有一定的上涨空间。

资产注入之后公司营业成本显著下降

公司2009年1季度完成资产注入，公司以往每年向集团采购的600多万吨原煤全部变为自产煤，营业成本迅速下降。

公司目前原煤车生产成本约240元/吨左右，2009年上半年吨煤营业成本为465.33元，主要受一季度采购集团164万吨原煤影响，考虑人工、材料等成本的增加，我们预计2009—2011年公司吨煤营业成本分别为380元/吨、385元/吨和410元/吨。

盈利预测及投资建议

预计公司2009年到2011年每股收益分别为1.04元、1.40元和1.66元，对应2009—2011年的动态市盈率分别为28.43倍、23.15倍和19.52倍。随着公司各矿改扩建完成及新建矿井的陆续投产，公司四年的产能复合增长率在20%以上，作为西南地区的煤炭龙头企业，有望在贵州煤炭资源整合的进一步收益，我们看好公司的成长能力，维持买入评级。

风险提示

资源税改革将增加公司政策性成本，国际能源价格波动将影响公司股价走势。

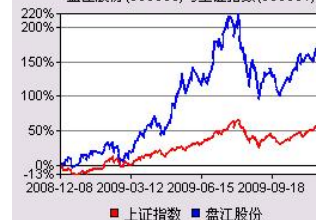
公司评级

买入

当前价格(元)	32.19
目标价格(元)	38.00
前次评级	买入

股价走势

盘江股份(600395)与上证指数(000001)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	10.01%	28.40%	203.45%
上证综指	4.84%	15.13%	64.32%

股票数据

总股本(万股)	110,336.7
	9
流通 A 股(万股)	26,631.07
主要股东:	
	贵州盘江煤电有限责任公司
主要股东持股比例	41.39%
流通 A 股比例	24.14%

财务比率

ROE	30.22%
ROA	23.98%
资产负债率	20.65%
每股净资产(元)	3.56

2008 年报数据。

未来四年权益产能复合增长率20%以上

公司目前正对在产各矿进行扩能改造，除老屋基矿以外产能都具有较大提升空间，公司预计到2011通过对现有在产矿井技术改造使产能达到1500万吨/年的规模，我们认为完全可以达到。

表1: 公司在产煤矿情况

煤矿	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)
山脚树	肥、焦、气煤	2.12	1.26	115.00
月亮田	肥、焦煤	1.57	0.89	115.00
土城	肥、焦煤	2.91	1.75	280.00
金佳	贫瘦煤	5.12	3.12	180.00
火铺矿	肥、焦、气煤	3.26	1.90	240.00
老屋基矿	气、肥、焦煤	1.28	0.40	115.00
合计		16.26	9.32	1,045.00

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

各矿扩能改造现状及进度情况如下:

表2: 各矿现有产能及扩能改造情况

	现有产能	扩能改造进度及未来产能
山脚树	260	改扩建工程2009年4月份已经投产，2010年保持260万吨，未来达到300万吨
月亮田	140	2012年达到180万吨，北部采区预计2012年投产，合计产能达到240万吨
土城	300	2011年达到400万吨
金佳	180	佳竹箐采区180万吨即将进入试生产，2011年达到360万吨
火铺矿	120	滥泥箐采区90万吨2010年7月投产，22采区90万吨2012年投产，远期300万吨
老屋基矿	130	没有新建采区，产能维持在130万吨左右

数据来源: 广发证券发展研究中心

预计公司2009年原煤产量为1200万吨，综合各矿井技改情况，我们预计公司2010年—2011年公司原煤生产能力分别为1372万吨和1799万吨。

公司未来在建、拟建煤矿产能合计约1420万吨，权益产能约780万吨。

表3: 公司及集团在建煤矿情况 (亿吨、万吨/年)

	权益	煤种	储量	产能	建设进度
松河	35%	焦煤	5.50	240	2010年1月120万吨投产，2011年240万吨达产
马依西	67%	贫瘦煤	17.00	480	2010年开工，预计2012年后投产，一期240万吨
发耳二期	90%	贫瘦煤	10.00	300	目前准备前期工作，预计2011年后投产
首黔资源开发	25%	焦煤	/	400	规划之中，无时间表
响水矿(集团)	36%	贫瘦煤	13.25	400	目前400万吨产能，远期设计产能1000万吨。

数据来源: 上市公司公告、广发证券发展研究中心

集团参股36%的响水矿随着年产300万吨播土采区2009年3月底投产，加上07年投产的100万吨产能的河西采区，目前已经达到400万吨的一期规模，未来远期规划将达到1000万吨。公司整体上市时曾承诺未来时机合适将注入上市公司，届时公司资源及产能将有较大增长。

公司计划加大对周边矿区的开发建设，力争到2013年，公司煤炭生产规模达到3500万吨左右，估计随着以上煤矿的建成投产以响水矿资产注入顺利的话将基本达到以上目标。预测，公司未来四年权益产能每年复合增长率在20%以上。

公司计划通过对六盘水、毕节等地优质煤炭资源的整合，到2018年达到5000万吨以上的产能。但由于目前贵州省还没有出台类似山西等地的支持整合的办法，公司目前还没有相关计划。

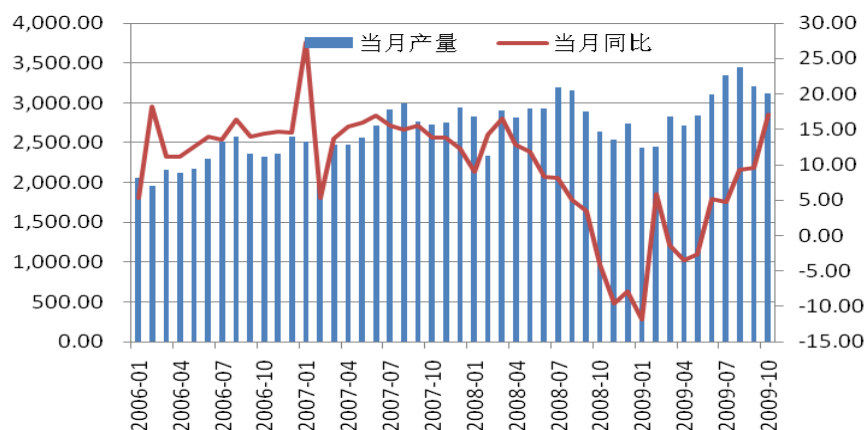
煤炭价格及成本分析

未来涨价预期较高

公司主要产品为炼焦精煤和动力煤。其中精煤主要销往柳钢、攀钢、昆钢、宝钢等15家西南、南方地区的大型钢铁公司。动力煤客户非常集中，主要有粤黔电厂、黔桂电厂、国投曲靖电厂、海螺水泥等5家企业。

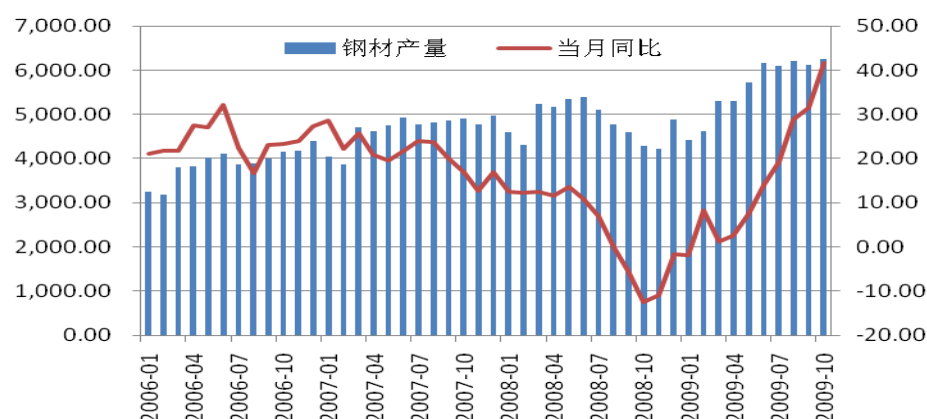
受经济危机影响，2008年下半年全国发电量迅速回落。自2009年以来，随着国家经济刺激政策的拉动，用电量处于稳步回升态势。钢铁产量也从2009年初稳步回升。

图1：我国各月发电量及增速（亿千瓦时、%）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：我国钢材产量及增速（万吨、%）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

表 4：2009—2011年我国煤炭供需预测（亿吨）

	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
国内煤炭需求	25.86	27.40	29.35	30.77	32.66
国内可发挥产能	25.23	27.11	28.2~29.1	29.4~30.3	31.9~32.5

数据来源：煤炭工业协会、广发证券发展研究中心

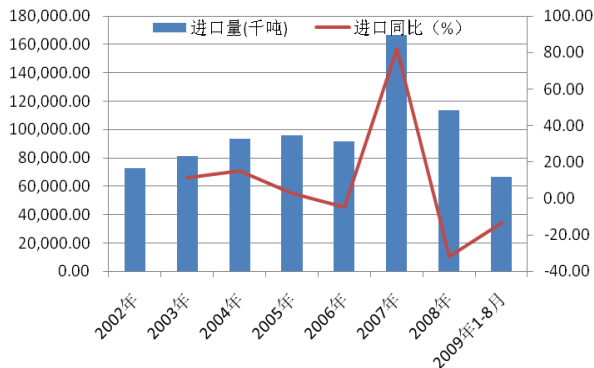
根据我们所做模型预测，未来三年国内煤炭供需基本平衡，如果考虑到资源整合的影响，国内煤炭供给略微偏紧。

图3：国际煤炭价格走势（美元/吨）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：日本动力煤进口情况



数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

图4：主要煤炭进口国经济增速（%）

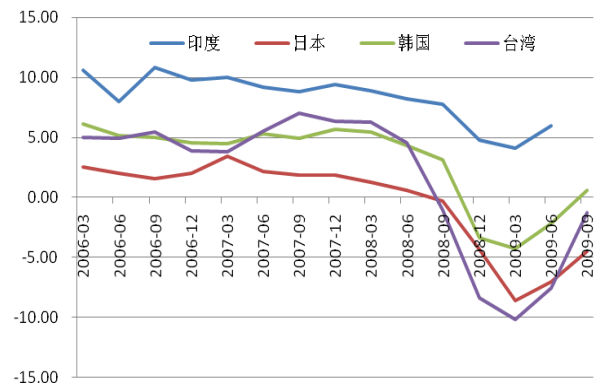
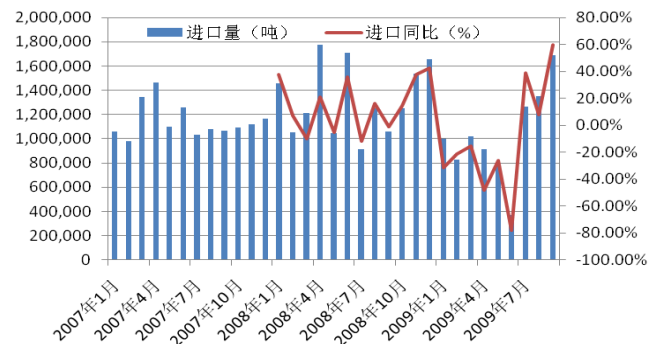


图6：韩国炼焦煤进口情况



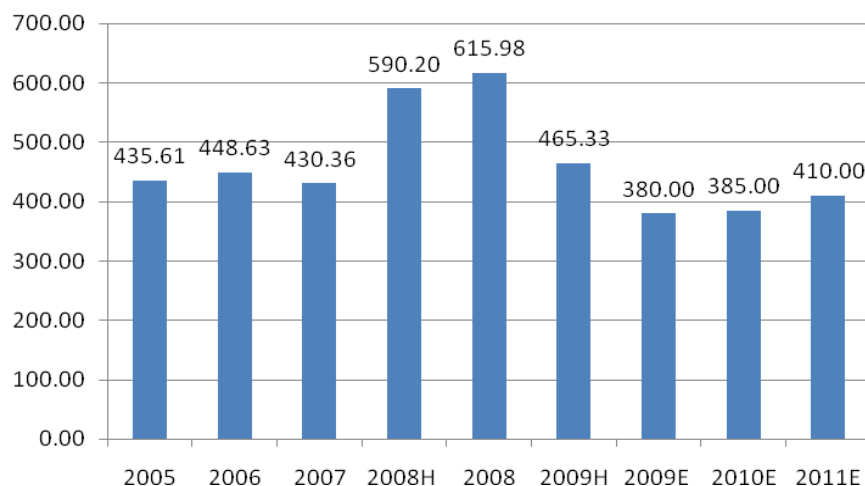
国内经济的迅速回升带来煤炭需求的回暖，目前主要的煤炭进口国和地区如日本、韩国、印度台湾等经济也逐步好转，未来煤炭进口持续上涨，国际煤炭贸易可能进一步偏紧。

公司精煤价格目前含税在1100—1180元左右。动力煤中省内价格年内基本平稳，含税320—330元/吨左右，省外售价含税目前360—380元/吨。我们判断公司动力煤价格近期仍有上涨，而炼焦煤随着2010年国内外钢铁行业的持续复苏也将有一定的上涨空间。

资产注入之后公司营业成本显著下降

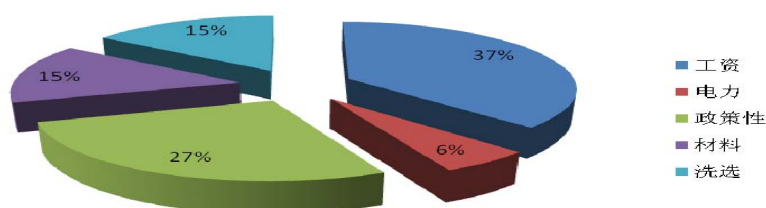
公司2009年1季度完成资产注入，公司以往每年向集团采购的600多万吨原煤全部变为自产煤，营业成本迅速下降。

图7：公司吨煤营业成本变化及预测（元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8：公司原煤生产成本结构图



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

公司目前原煤车生产成本约240元/吨左右,2009年上半年吨煤营业成本为465.33元,主要受一季度采购集团164万吨原煤影响,考虑人工、材料等成本的增加,我们预计2009—2011年公司吨煤营业成本分别为380元/吨、385元/吨和410元/吨。

盈利预测及投资建议

预计公司2009年到2011年每股收益分别为1.04元、1.40元和1.66元,对应2009—2011年的动态市盈率分别为28.43倍、23.15倍和19.52倍。随着公司各矿改扩建完成及新建矿井的陆续投产,公司四年的产能复合增长率在20%以上,作为西南地区的煤炭龙头企业,有望在贵州煤炭资源整合的进一步收益,我们看好公司的成长能力,维持买入评级,给予38元的目标价,对应27倍PE。

表 5：报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2450.22	2408.67	4104.04	4844.40	5905.62	8067.95
减：营业成本	2137.87	2061.33	3028.60	3089.42	3585.34	4960.68
营业税金及附加	14.20	82.30	107.82	96.89	118.11	161.36

营业费用	89.61	51.11	61.25	96.89	118.11	161.36
管理费用	115.38	124.57	151.39	219.12	267.12	364.92
财务费用	-1.94	-1.42	-4.26	-3.79	-4.72	-16.66
资产减值损失	0.53	-4.52	6.40	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	5.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	94.58	95.30	758.21	1345.87	1821.66	2436.30
加: 其他非经营损益	0.91	19.92	-10.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	95.49	115.22	747.30	1345.87	1821.66	2436.30
减: 所得税	14.48	18.63	108.22	201.88	273.25	609.07
净利润	81.01	96.59	639.08	1143.99	1548.41	1827.22
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	81.01	96.59	639.08	1143.99	1548.41	1827.22
每股收益	0.073	0.088	0.579	1.037	1.403	1.656

表 6: 资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	172.04	111.91	234.87	990.59	2095.71	2940.78
应收和预付款项	522.99	650.24	816.33	1146.69	1244.62	2022.86
存货	50.63	53.64	175.69	8.63	205.27	90.69
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31.12	63.28	94.53	94.53	94.53	94.53
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1037.99	1001.03	1137.01	928.19	719.37	510.55
无形资产和开发支出	72.89	70.40	67.96	60.70	53.43	46.16
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1887.66	1950.50	2526.38	3229.32	4412.92	5705.56
短期借款	7.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	403.39	427.78	370.70	311.36	463.18	538.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	78.51	71.92	40.97	40.97	40.97	40.97
负债合计	488.90	499.70	411.68	352.33	504.16	579.24
股本	371.30	371.30	594.08	594.08	594.08	594.08
资本公积	742.07	742.07	630.68	630.68	630.68	630.68
留存收益	285.39	337.42	889.94	1652.23	2684.00	3901.56
归属母公司股东权益	1398.76	1450.79	2114.70	2876.99	3908.76	5126.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1398.76	1450.79	2114.70	2876.99	3908.76	5126.33
负债和股东权益合计	1887.66	1950.50	2526.38	3229.32	4412.92	5705.56

表 7: 现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	152.10	179.33	433.41	1123.64	1587.03	1398.08
投资性现金净流量	-191.70	-153.05	-252.95	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-37.55	-51.77	-51.98	-367.91	-481.91	-553.00

现金流量净额	-77.14	-25.49	128.47	755.73	1105.11	845.08
现金及现金等价物期初余额	341.36	264.22	238.73	234.87	990.59	2,095.71
现金及现金等价物期末余额	264.22	238.73	234.87	990.59	2,095.71	2,940.78

表 8: 跟踪上市公司盈利预测及估值

	PE		EPS		PB		投资评级
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	
远兴能源	124.00	23.25	0.15	0.8	4.12	3.39	买入
大同煤业	24.97	19.10	1.92	2.51	4.03	3.33	买入
国阳新能	24.29	20.76	2.00	2.34	7.29	5.81	买入
安泰集团	188.00	44.76	0.05	0.21	3.22	2.98	买入
盘江股份	31.16	23.15	1.04	1.40	7.35	6.09	买入
西山煤电	35.94	25.92	1.19	1.65	9.42	7.99	买入
国投新集	33.20	23.32	0.59	0.84	5.78	4.89	买入
露天煤业	34.83	21.41	0.83	1.35	10.91	8.76	买入
开滦股份	33.20	25.82	0.84	1.08	6.64	5.81	买入
恒源煤电	44.81	25.83	0.83	1.44	7.34	6.20	买入
平庄能源	29.69	28.07	0.52	0.55	5.53	4.98	买入
兖州煤业	27.77	23.17	0.89	1.06	4.16	3.73	买入

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

资源税改革将增加公司政策性成本, 国际能源价格波动将影响公司股价走势。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

盘江股份(600395)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。