

强烈推荐-A (维持)

盘江股份 600395.SH

当前股价: 21.09 元
2010 年 5 月 24 日

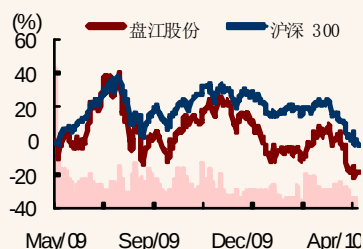
未来三年权益产量翻番，资源整合提供更大空间

基础数据

上证综指	2583
总股本 (万股)	110337
已上市流通股 (万股)	26631
总市值 (亿元)	230
流通市值 (亿元)	56
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	19.6
资产负债率	22.6%
主要股东	盘江煤电有限公司
主要股东持股比例	41.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-31	-14
相对表现	-2	-7	-10



相关报告

- 1、《盘江股份 (600395) 一期待后续资产注入及资源整合》2009/8/31
- 2、《盘江股份 (600395) 一整体上市后煤炭产量仍保持高增长》2009/5/19

卢平

010-88087949
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-88086945
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

近期我们调研了公司，并与高管进行深入交流。未来三年公司煤炭权益产量翻一倍，年度复合增速 28%，成长性优势突出；集团层面的资源整合和后续注入将为上市公司提供更大的成长空间和持续的发展动力。我们维持对公司强烈推荐投资评级。

□ 公司煤炭产量未来三年权益产量翻一倍，年度复合增幅 28%。考虑现有煤矿改扩建的完成和在建、拟建煤矿陆续投产的贡献，10 年~13 年公司煤炭产量预计为 1170 万吨、1620 万吨、2280 万吨和 2880 万吨，权益产量分别为 1131 万吨、1274 万吨、1892 万吨和 2356 万吨，同比增长 21%、21%、38%和 24%。未来三年，公司煤炭权益产量翻一倍，年度复合增速 28%。

- ✓ 技改逐步完成后，本部煤矿产量基本稳定。根据公司计划，10 年本部在产煤矿产量为 1100 万吨，随着技改逐步完成，预计 13 年本部煤矿产量将完全达到计划产能 1500 万吨。
- ✓ 在建的松河煤矿预计 10 年中期投产。松河煤矿核定产能 240 万吨，计划 10 年中期投产，预计年度产量贡献 60 万吨左右。
- ✓ 拟建煤矿资源丰富，产量规划 1600 吨（权益约 1000 万吨），是未来公司煤炭产量主要增长点。拟建煤矿主要包括恒普煤业，马依矿业，茨嘎煤矿、纳木煤矿（煤-钢-电配套项目）和松沙煤矿，资源储量超过 40 亿吨，可采储量近 18 亿吨，计划产能 1620 万吨。目前恒普煤业、马依东井等已获准开展前期工作，预计自 11 年起开始贡献产量。

□ 上市公司密切关注相关政策出台，积极参与周边小矿整合，增加资源储备。贵州省小矿众多，单井产量普遍不高，事故频发。公司所在的盘县地区共有矿井约 200 对，产能合计 2500 万吨左右。作为盘县地区唯一千万吨级煤炭企业，公司密切关注相关政策，积极参与周边小矿整合，增加资源储备。目前，贵州省资源整合相关政策正在制定中，希望通过控制矿井数量，开办大型矿井，实现资源联合开发。

□ 集团响水矿基本建成，注入上市公司只是时间问题。

- ✓ 根据盘江集团承诺，其经营的业务不会直接或者间接与股份公司构成同业竞争，若由于扩大业务范围造成相关业务与上市公司构成竞争，则停止经营或者注入股份公司。
- ✓ 响水矿设计产能 400 万吨，目前煤矿已经基本建成，正在申请办理安全生产许可证，待证照办理齐全后便具备注入上市公司的条件。
- ✓ 响水煤矿的股权结构是：盘江煤电 36%，兖矿贵能 27%，粤黔电力 27%，贵州省煤田地质局 10%。根据规定，若公司股东转让股权，现有股东具有优先购买权。因此，盘江煤电转让响水矿股权，其他股东可以优

先购买，而如果其他股东有意退出，集团或能获得更多股权并注入上市公司。

- ✓ 响水矿以主焦煤、贫煤和贫瘦煤为主，由于目前洗煤厂尚未正式投入运行，煤矿主要销售原煤和混煤，售价相对较低，盈利能力较弱。09 年度，响水矿净利润约 1 亿元，生产原煤 208 万吨，吨煤净利折合 50 元左右。未来煤矿完全达产及洗煤厂投入运行后，一方面原煤开采成本将有降低，另一方面商品煤为精煤和混煤，盈利能力将有较大提升空间。
- 集团积极参与省内其他地区资源开发和整合，已与毕节政府达成战略合作协议，开发威宁和赫章两县煤炭资源。根据初步估算，两县煤炭资源储量超过 40 亿吨。其中，威宁县是毕节地区唯一的主焦煤区域，煤质较好，而且有贵昆线通过，交通便利，具有煤种和运输优势，公司计划首先开发威宁煤炭资源，初步规划建设 500 万吨以上的煤矿。赫章地区以无烟煤为主，适合发展煤电一体项目。
- 近期公司董事会和部分领导换届，对集团和上市公司的发展也制定更加明确的规划：上市公司负责经营煤炭业务，投资建设煤矿项目，并参与周边小矿整合工作；集团则转型为投资控股公司，充分利用集团层面优势，争取在省内较大规模的资源整合中取得进展，并将成熟的煤炭项目注入上市公司。因此，集团取得资源将为上市公司未来提供更大的成长空间和持续的发展动力。公司的规划是，煤炭产量在 2013 年达到 3500 万吨，在 2018 年达到 5000 万吨。

表 1: 上市公司及集团煤矿情况及产量预测

单位: 万吨	股权	地质储量	可采储量	计划产能	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
在产煤矿									
火铺矿		32015	19020	300	216	240	270	300	300
老屋基矿		12502	2578	120	117	115	115	120	120
土城矿		40952	12338	400	233	280	280	400	400
月亮田矿		14072	6666	180	112	115	115	180	180
山脚树矿		21235	3199	200	152	180	180	200	200
金佳矿		51651	36864	300	102	180	180	240	300
本部小计		172427	80666	1500	931	1110	1140	1440	1500
在建煤矿									
松河煤业	35%	35222	20022	240		60	240	240	240
在建小计		35222	20022	240		60	240	240	240
拟建煤矿									
恒普煤业	90%	108624	48881	300				120	300
其中: 法耳二期				180					
都各煤矿				120					
马依矿业	67%	175414	79067	960				120	480
其中: 马依西一井		37134	19263	240				60	240
马依东一井		50298	21181	240				60	240
马依西二井		34299	17150	240					
马依东二井		53683	21473	240					
首黔资源开发公司	25%	82559	37609	240			120	240	240
其中: 茨噶煤矿		32962	14422	120			120	120	120
纳木煤矿		49597	23187	120				120	120
松沙煤矿		42000	10200	120			120	120	120
拟建小计		408597	175757	1620			240	600	1140
产量合计		616246	276445	3360	931	1170	1620	2280	2880
增速						26%	38%	41%	26%
权益					931	1131	1374	1892	2356
增速						21%	21%	38%	24%
权益复合增速						28%			
响水矿	36%	132538	40524	400	208	400	400	400	400

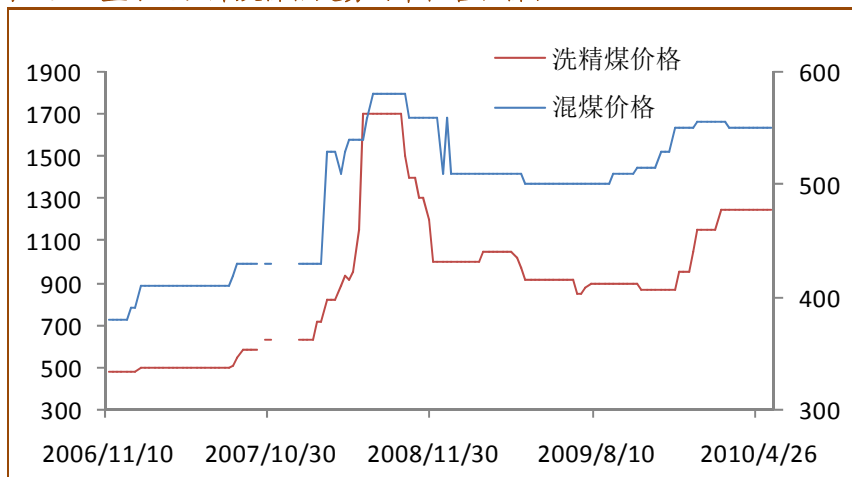
资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

□ 公司煤价走势相对稳定, 波幅远小于市场价格。

- ✓ 公司主要精煤销售对象为攀钢、昆钢、水钢等大钢厂, 一方面这些钢厂有部分铁矿石资源, 铁矿石成本控制能力较强, 盈利能力的相对稳定, 也提高了对焦炭价格的承担能力; 另一方面, 公司生产的优质 1/3 焦是生产大高炉适用焦炭的必备原料煤, 盘江煤在几大钢厂的精煤消费量中占比基本超过 40%, 其对盘江煤具有一定的需求刚性。
- ✓ 10 年以来, 公司精煤售价基本稳定, 为含税 1300 元/吨左右, 我们判断, 下半年公司精煤售价基本能够维持目前水平。如果考虑到在严厉的调控下, 下半年房地产开工大幅减少, 钢铁需求下降, 可能对公司精煤销售及煤价形成压力, 但是煤价下行空间有限 (08 年经济危机时, 公司精煤最低售价为 1050 元/吨)。

- ✓ 公司混煤主要供给华南地区的粤黔电力、黔桂电厂、曲靖电厂等。3月份以来西南持续干旱，近期部分地区的降水并未能完全缓解旱情，水电出力少于正常年份，西南地区电煤需求增加较多，对煤价形成支撑。公司混煤售价 400~450 元/吨，预计未来能够维持。

图 1：六盘水地区煤炭价格走势（车板含税价）



资料来源：招商证券研发中心

表 2：公司煤价数据及预测（含税价）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E
煤炭综合售价	645	616	615	979	738	890
其中：精煤	816	825	778	1355	1171	1294
混煤	201	254	285	400	413	449

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

- **精细化管理，分级销售，充分挖掘公司优质焦煤的内在价值，进一步提高盈利能力。**公司商品煤主要是优质炼焦配煤，其灰分低于 10%，硫分低于 0.5%（区域内其它煤炭企业同类产品硫分一般为 1%~2%），挥发分约为 33%。目前，公司开始实施差别价格销售，即确定一个基价，在此基础上根据硫份等的差别实行不同售价，优质优价，进一步提升优质焦煤盈利能力。
- **开采成本有所增加，主要是弥补历史欠账和政策性成本增加。**我们预计，10 年公司原煤开采成本将增加 50 元/吨左右，主要是弥补职工工资及福利等反面的历史欠账以及政策形成成本增加。
- **电力业务：**根据公司公告，10 年发电量计划为 4.85 亿度，售电量 4.21 亿度，较 09 年小幅增长。此外，公司持股 45%的国投盘江发电正在筹建中。
- **盈利预测：**我们预测，10 年~12 年公司 EPS 分别为 1.33 元、1.45 元和 1.79 元，同比增长 32%、9%和 23%。

表 3: 本部煤炭产销量及价格、成本假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
原煤产量 (万吨)	178	201	168	237	931	1110	1140	1440
商品煤销量 (万吨)	456	457	450	484	705	744	764	965
其中: 精煤	321	285	290	293	322	389	399	504
混煤	158	183	180	191	326	355	365	461
商品煤综合售价 (元/吨)	551	527	526	837	631	761	764	764
其中: 精煤	698	705	665	1158	1001	1106	1111	1111
混煤	172	217	244	342	353	383	385	385
单位销售成本 (元/吨)	393	423	429	631	373	434	435	435
按销量计算的吨煤净利	18	18	26	132	140	192	194	171

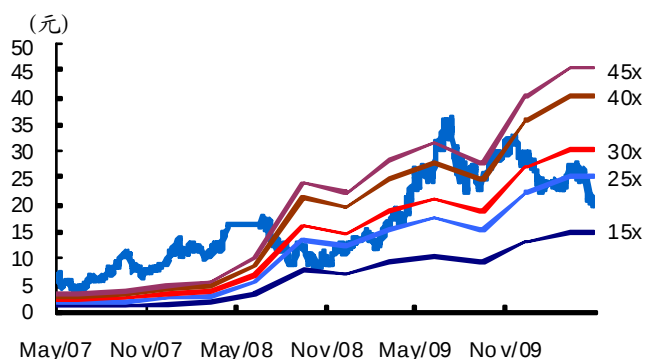
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

□ 维持强烈推荐投资评级:

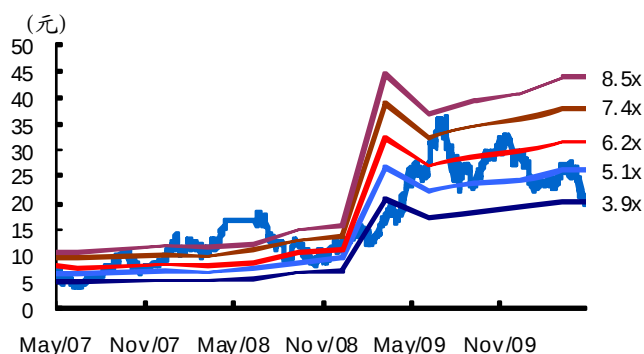
- ✓ 公司未来三年煤炭权益产量复合增速 28%, 是煤炭企业中成长性优势突出的公司, 应该享受一定估值溢价。而 5 月 21 日公司收盘价 21.09 元, 据此计算 10 年 PE 为 15.8 倍, 与行业平均水平基本持平, 因此具有一定估值优势。
- ✓ 集团转型为投资控股公司, 充分利用集团层面优势, 争取在省内较大规模的资源整合中取得进展, 并将成熟的煤炭项目注入上市公司, 将为上市公司未来提供更大的成长空间和持续的发展动力。
- ✓ 公司煤质优势突出, 主要客户需求有刚性, 销售稳定, 煤价波幅相对较小, 盈利相对稳定。

□ 风险提示:

- ✓ 严厉的宏观调控下, 存在房地产开工下滑, 下游需求减少的风险。
- ✓ 资源税从价征收已在新疆试行, 若在全国普遍推开将拉升成本。

图 2: 盘江股份历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 盘江股份历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1363	2365	2702	3629	5028
现金	371	941	974	1510	2118
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	577	956	1147	1417	1940
应收款项	192	217	291	345	479
其它应收款	41	15	34	47	63
存货	176	179	223	268	369
其他	6	57	34	42	60
非流动资产	1302	4807	5311	5817	6224
长期股权投资	95	276	215	236	229
固定资产	970	2611	3217	3743	4196
无形资产	68	1247	1206	1166	1127
其他	169	672	672	672	672
资产总计	2665	7171	8013	9445	11252
流动负债	478	1353	1206	1386	1671
短期借款	0	67	100	50	50
应付账款	264	555	585	747	1009
预收账款	20	59	59	76	102
其他	194	673	462	512	510
长期负债	72	451	440	443	442
长期借款	0	345	345	345	345
其他	72	106	95	98	97
负债合计	550	1804	1646	1829	2113
股本	594	1103	1103	1103	1103
资本公积金	631	3175	3175	3175	3175
留存收益	890	1062	2016	3060	4342
少数股东权益	0	28	73	279	518
母公司所有者权益	2115	5340	6294	7338	8621
负债及权益合计	2665	7171	8013	9445	11252

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	435	1505	1630	2230	2384
净利润	639	987	1468	1605	1974
折旧摊销	146	247	479	563	635
财务费用	(4)	18	20	20	40
投资收益	(5)	(6)	0	0	0
营运资金变动	(370)	292	(400)	(162)	(506)
其它	30	(33)	63	203	241
投资活动现金流	(245)	(2068)	(990)	(1070)	(1043)
资本支出	(212)	(1888)	(1050)	(1050)	(1050)
其他投资	(33)	(179)	60	(20)	7
筹资活动现金流	95	3536	(607)	(625)	(733)
借款变动	0	430	(52)	(50)	0
普通股增加	223	509	0	0	0
资本公积增加	(111)	2544	0	0	0
股利分配	0	0	(514)	(562)	(691)
其他	(17)	53	(42)	(13)	(42)
现金净增加额	285	2974	33	536	608

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4104	4546	6131	7274	10090
营业成本	3029	2703	3525	4169	5773
营业税金及附加	108	117	184	218	303
营业费用	61	175	123	145	202
管理费用	151	378	490	582	807
财务费用	(4)	18	20	20	40
资产减值损失	6	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	0	0	0
营业利润	758	1164	1789	2139	2966
营业外收入	5	4	8	8	16
营业外支出	16	4	16	16	32
利润总额	747	1163	1781	2131	2950
所得税	108	176	267	320	738
净利润	639	987	1514	1811	2213
少数股东损益	0	(0)	45	206	239
母公司所有者净利润	639	987	1468	1605	1974
EPS (元)	1.08	0.89	1.33	1.45	1.79

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	70%	11%	35%	19%	39%
营业利润	696%	53%	54%	20%	39%
净利润	562%	55%	49%	9%	23%
获利能力					
毛利率	26.2%	40.5%	42.5%	42.7%	42.8%
净利率	15.6%	21.7%	24.0%	22.1%	19.6%
ROE	30.2%	18.5%	23.3%	21.9%	22.9%
ROIC	30.5%	17.1%	22.6%	22.9%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	20.7%	25.2%	20.5%	19.4%	18.8%
净负债比率	0.0%	6.9%	5.6%	4.2%	3.5%
流动比率	2.8	1.7	2.2	2.6	3.0
速动比率	2.5	1.6	2.1	2.4	2.8
营运能力					
资产周转率	1.5	0.6	0.8	0.8	0.9
存货周转率	35.8	25.7	30.5	29.6	31.7
应收帐款周转率	32.9	22.2	24.2	22.9	24.5
应付帐款周转率	4.0	1.6	1.5	1.6	1.6
每股资料(元)					
每股收益	1.08	0.89	1.33	1.45	1.79
每股经营现金	0.73	1.36	1.48	2.02	2.16
每股净资产	3.56	4.84	5.70	6.65	7.81
每股股利	0.58	1.58	0.47	0.51	0.63
估值比率					
PE	19.6	23.6	15.8	14.5	11.8
PB	5.9	4.4	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	20.9	13.2	8.2	6.9	5.2

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。

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 年度和 2009 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 月加入招商证券。

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±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

免责条款

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。