

盘江股份 (600395. SH)

大股东股权结构明晰化，未来资产注入可
能加速

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

40.22-41.02

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740510120026

S0740510120014

021-20315150

021-20315156

liuzl@r.qlzq.com.cn

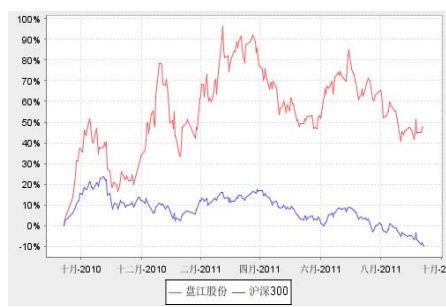
gongyh@r.qlzq.com.cn

2011 年 9 月 30 日

基本状况

总股本(百万股)	1103.37
流通股本(百万股)	266.31
市价(元)	29.56
市值(百万元)	32615.56
流通市值(百万元)	7872.14

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,546.06	5,469.24	7,147.92	9,175.34	12,063.4
营业收入增速	10.77%	20.31%	30.69%	28.36%	31.48%
净利润增长率	83.22%	35.88%	31.96%	27.50%	26.50%
摊薄每股收益(元)	0.90	1.22	1.61	2.05	2.59
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	32.81	26.70	18.50	14.51	11.47
PEG	0.39	0.74	0.58	0.53	0.43
每股净资产(元)	4.83	5.73	6.49	8.54	11.14
每股现金流量	1.64	1.04	2.20	2.44	2.90
净资产收益率	18.57%	21.27%	24.78%	24.01%	23.30%
市净率	6.09	5.68	4.59	3.48	2.67
总股本(百万股)	1,103.37	1,103.37	1,103.37	1,103.37	1,103.37

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011 年 9 月 29 日，公司发布公告：直接控股股东贵州盘江煤电有限责任公司已召开临时股东会会议，决议拟履行减少其注册资本程序，并拟将其持有的本公司部分股份作为减资支付对价，支付给拟参与其减资的股东兖矿集团有限公司、中国华融资产管理公司、中国信达资产管理股份有限公司、中国建设银行股份有限公司。

按计划，本次减资完成后，兖矿集团、华融资产、信达资产、建行不再持有盘江煤电的股权，盘江煤电将成为贵州盘江投资控股(集团)有限公司的全资子公司。预计盘江煤电本次减资程序完成后，上市公司的实际控制人不会发生变化，仍为贵州盘江投资控股(集团)有限公司。

- 与冀中能源的“信达退出方案”类似，本次集团股权结构变动有利于上市公司中长期发展战略——资本运作将更加顺畅。目前，公司的实际控制人盘江投资控股集团通过两个路径持有上市公司股权：一是直接持有“盘江股份”34.48%；二是持有盘江煤电53.46%，而盘江煤电持有“盘江股份”41.38%。由于盘江煤电的股东还有兖矿以及其他资产管理公司的存在，旗下资产重组难免存在分歧。而这些股东退出盘江煤电之后，控股集团之间的整合以及盘江煤电与上市公司之间的整合障碍将显著减小。

- “盘江煤电”旗下非证券化资产注入到上市公司的进程可能加快。我们预计本次方案实施后，“盘江煤电”或有可能直接把旗下资产全部划转至盘江控股集团，减少管理层级，理顺股权构架。目前，“盘江煤电”非上市公司资产包括：贵州盘南煤炭开发有限责任公司36%股权以及其它2家全资子公司(盘江煤电勘测有限责任公司、盘江煤电集团煤矿设计有限公司)股权。其中，盘南煤炭开发投资公司的新投产成熟矿井响水矿，煤种为主焦煤和无烟煤，一期核定产能400万吨。响水矿注入预期一致比较强烈，我们预计本次未来上述资产打包进入上市公司的概率较大。

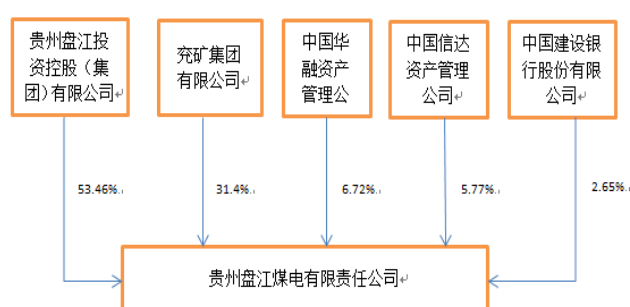
- 公司基本面较好，内生性增长与外延式扩张并举，未来公司煤炭产量高速增长可期。其中公司拥有的在产在建矿井总权益产能将在 2015 年达到 2587 万吨，复合增速约 20%。
 - (1) 目前，公司主要有六对在产矿井，煤种大多为稀缺焦煤，可采储量 8 亿吨，核定产能 1110 万吨。未来 1~2 年内在产矿井的改扩建将逐步完成，核定产能有望提升 400 万吨至 1500 万吨。
 - (2) 公司控股的在建煤矿发耳煤矿二期（90%，贫瘦煤、主焦煤，300 万吨）和马依煤矿（67%，贫瘦煤，960 万吨），将在 2013~2014 年进入投产期，增加核定产能 1296 万吨。
 - (3) 公司参股松河煤矿（25%，主焦煤，240 万吨）已经进入试生产阶段，而参股贵州首黔资源开发公司（35%，主焦煤，360 万吨）将在 2014 年投产，增加核定产能 600 万吨。
 - 集团资产注入：目前集团还有旗下盘南煤炭开发投资公司的新投产成熟矿井响水矿，盘江煤电集团控股 36%，煤种为主焦煤和无烟煤，一期核定产能 400 万吨。根据集团关于避免同业竞争的承诺，未来注入到上市公司的预期较强。
- 贵州省煤炭资源整合背景下的大集团战略，贵州作为华南和西南区域内的重要煤炭输出省，而盘江又是贵州唯一上市煤炭企业，可能成为最大受益者。我们认为，对上市公司主要影响有两点：
 - 根据贵州省政府对煤炭企业兼并重组规划：至 2013 年，煤炭企业的数量将从整合前的 1000 多降至 200 以内。形成一个年生产能力 5000 万吨特大型煤炭旗舰企业集团。无论是从公司目前的地位还是产业政策导向，盘江都面临着重大外延式扩张机遇，包括对中小煤矿的兼并重组以及集团之间的整合。
 - 区域内煤炭定价继续提升。整合之后，贵州省年产量 500 万吨级以上的煤炭企业集团控股生产的煤炭产量达到全省煤炭总产量的 60% 以上。根据最新数据，由于资源整合的因素，2011 年 1~7 月，贵州省累计生产原煤 9098 万吨，同比仅增长 4.7%，煤炭调出还同比下滑。因此，无论是从短期抑制供给的角度，还是中长期区域内煤炭产能集中度的角度看，都有助于提升公司的定价话语权，煤炭销售价格有望继续上涨。
- 基于谨慎和保守原则，我们预测公司 2011 年~2013 年归属于公司股东净利润为 17.75 亿元、22.63 亿元、28.6 亿元，折合每股收益 1.61 元、2.05 元和 2.60 元，同比增长 32%、27.5% 和 26.5%。按照目前的价格对应 2011 年 PE 为 18.5 倍，估值处于行业中等偏上水平。考虑到对焦煤价值看好，以及业绩的快速增长预期，公司未来成长空间较大，我们认为，公司具备长期投资价值。综合上述因素，按照公司 2011~2012 年 25 倍和 20 倍 PE，对应合理价格区间 40.22~41.02 元，给予“买入”评级。
- 风险提示：本次减资对价需国资委批复；全球宏观经济衰退风险；资源税从价计征风险等。

图表 1：盘江股份的股权结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：盘江煤电的股权结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：盘江股份主要煤炭资产及产量预测（单位：万吨）

本部煤矿	权益占比	煤种	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	改扩建产能 (万吨)
火铺矿	100%	肥煤、焦煤、气煤	32,015	19,020	240	185	228	233	232	240	270	300	300	300	300
月亮田矿	100%	1/3焦煤、肥煤	14,072	6,666	115	131	125	141	120	120	160	180	180	180	180
山脚树矿	100%	1/3焦煤、肥煤	21,235	3,199	180	140	168	204	201	200	200	200	200	200	200
老屋基矿	100%	肥煤、焦煤、气煤	12,502	2,578	115	103	126	117	126	120	120	120	120	120	120
土城矿	100%	肥煤、1/3焦煤	40,952	12,338	280	294	276	303	301	300	350	350	380	400	400
金佳矿	100%	贫瘦煤	51,651	36,864	180	102	135	135	160	180	250	300	300	300	300
本部煤矿小计			172,427	80,666	1110	955	1058	1133	1140	1160	1350	1450	1480	1500	1500
在建项目															1500
发耳煤矿二期	90%	贫瘦煤、主焦煤	108,624	48,881	300						30	100	200	300	300
马依煤矿	67%	贫瘦煤	175,414	79,067	960							130	510	960	960
其中：马依西一井			37,134	19,263	240							80	150	240	240
马依东一井			50,298	21,181	240							50	120	240	240
马依西二井			34,299	17,150	240								120	240	240
马依西二井			53,683	21,473	240								120	240	240
控股煤矿合计			456,465	208,614	2,370	955	1,058	1,133	1,140	1,160	1,380	1,680	2,190	2,760	2,760
控股煤矿权益合计			387,716	177,633	2,023	955	1,058	1,133	1,140	1,160	1,377	1,627	2,002	2,413	2,413
参股煤矿															
松河矿	35%	主焦煤	35,222	20,022	240				45	120	240	240	240	240	240
贵州首黔资源开发有限公司	25%	主焦煤	124,559	47,809	360								60	230	360
其中：茨嘎煤矿			32,962	14,422	120								30	100	120
松沙煤矿			42,000	10,200	120								30	100	120
纳木煤矿			49,597	23,187	120								30	100	120
合计			616,246	276,445	2,970	955	1,058	1,133	1,185	1,280	1,620	1,920	2,490	3,230	3,360
权益合计			431,183	196,593	2,197	955	1,058	1,133	1,156	1,202	1,461	1,711	2,101	2,555	2,587
权益产量YOY%							10.79%	7.09%	2.01%	4.00%	21.55%	17.12%	22.77%	21.61%	

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：盘江股份煤炭业务指标

煤炭业务指标	2009A	2010H1	2010A	2011H1	2011E	2012E	2013E
煤炭产量（万吨）	931.2	554.88	1,140	583	1,160	1,380	1,680
煤炭销量（万吨）	705.39	369.66	753	459	904.8	1076.4	1310.4
精煤产量（万吨）	322.02	163.35	350	194	382.8	455.4	554.4
混煤产量（万吨）	326.19	198.62	397	250	498.8	593.4	722.4
商品煤洗出率	75.75%	66.62%	66.05%	78.73%	78.00%	78.00%	78.00%
精煤洗出率	34.58%	29.44%	30.70%	33.28%	33.00%	33.00%	33.00%
吨煤售价（元/吨）	631	685	717	774	790	852	923
吨煤成本（元/吨）	373	383	396	444	452	490	540
税后吨煤利润（元/吨）	140	173	179	189	194	206	215
收入（万元）	445,053	253,238	540,071	355,048	714,792	917,534	1,209,709
成本（万元）	263,265	141,436	298,330	203,620	408,970	527,436	707,616
毛利润（万元）	181,788	111,802	241,741	151,429	305,822	390,098	502,093
净利润（万元）	99,001	63,873	134,522	86,935	175,531	221,738	281,736
毛利率	40.85%	44.15%	44.76%	42.65%	42.78%	42.52%	41.51%

来源：齐鲁证券研究所