独享整合盛宴，盘江傲视江南

盘江股份
600395

公司是贵州省唯一煤炭上市公司。2009 年 3 月，公司收购了参股股东盘江煤电集团持有的土城矿、月亮田矿、山脚树矿和金佳矿四个采矿权，加上原本拥有的火铺矿和老屋基矿，公司共拥有 6 座煤矿，产能大幅增加，目前，公司是江南最大的煤炭生产销售企业，2010 年，公司销售精煤、混煤的收入和占总收入的 96%。

贵州省是江南地区主要产煤省。南方诸产煤省中，具备煤炭生产基地条件只有贵州西部与云南连接的一带。从规划的增量上看，盘江矿区是云贵基地发展的重点。盘江矿区储量丰富，煤种齐全，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，富产肥煤和 1/3焦煤等稀缺煤种。

省内及周边地区煤炭需求旺盛。煤炭是贵州主体能源，今后较长时期内以煤为主的能源格局不会改变。贵州省电力除满足本省需求外，还需向外省提供电力保障，发展火力发电仍将是电力供应主要来源。周边的云南、四川等地区焦炭产量大，但是焦煤紧缺，位于云贵边界的盘江矿区具有得天独厚的区位优势。公司的主要客户包括攀钢、水钢、昆钢、柳钢等，外省需求旺盛。

公司将受益于行业整合和区位优势。贵州省在“十二五”期间将继续进行煤炭行业整合。我们认为盘江集团会在整合期间得到扩张，这也为上市公司将来的发展提供更多的想象空间。公司本部六座煤矿规划技改后在 2013 年将达到 1500 万吨的产能。控股的马伊煤业、恒普煤业和参股的松河煤业、贵州首黔资源开发公司的煤矿预计 2013 年将逐步贡献产能。由于公司所在的贵州省及周边地区煤炭整体供小于求，产品不愁销路，地区间物流的政策性阻碍也正逐渐消除，公司将长期保持良好的盈利能力，产品涨价空间大，随着公司未来产能的释放，盈利能力也将大幅提高。

盈利预测。不考虑资产注入，公司 2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 1.60 元、1.90 元和 2.41 元，对应 2012 年 2 月 27 日 27.26 元的收盘价，市盈率分别为 18.3 倍、14.4 倍和 11.3 倍，给予增持评级。

附表　公司业绩预测表

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（亿元）	54.69	71.53	94.49	119.06
营业收入同比（%）	20.3	30.8	32.1	26
净利润（亿元）	13.45	17.63	20.97	26.54
净利润同比（%）	35.9	31.08	18.94	26.56

首次	增持

分析师：鲍庆
投资咨询执业证书编号：
S0630207100035
联系信息：
021-50586660-8642
bq@longone.com.cn
联系人：罗彦明
021-50586660-8614
luoym@longone.com.cn

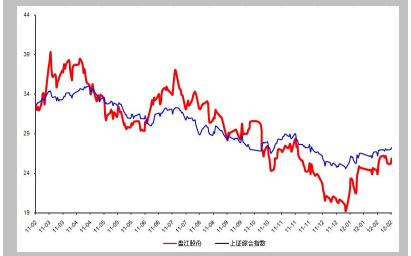
日期

分析日期：2012 年 02 月 27 日
发布日期：2012 年 03 月 01 日
调研日期：n/a

价格

当前市价：27.26 元
半年目标：28.72 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	1.22	1.60	1.90	2.41
PE	22.3	18.3	14.4	11.3

目录

1.贵州省唯一的煤炭上市公司 4
2 江南地区供应偏紧，需求旺盛 5
2.1 公司地处江南最大煤仓 5
2.2 贵州省及周边地区拉动需求 7
3 公司将受益于区位优势和行业整合 9
3.1 政策支持提升公司盈利空间 9
3.2 产能扩张，避开北方运输瓶颈约束 11
3.3 成本优势明显 极具竞争优势 12
4. 公司估值 13

图表目录

图表 1 盘江股份股权结构图 5
图表 2 公司营业收入构成 5
图表 3 2010 年公司营业收入占比 5
图表 4 贵州省及周围省市原煤产量（当月值 单位：吨） 6
图表 5 贵州省煤炭资源储量情况表（单位：亿吨） 6
图表 6 贵州省国家规划矿区规模以上矿井产量安排表 单位:（万吨） 7
图表 7 贵州省的能源终端消费构成 7
图表 8 贵州省内外煤炭消费量及预测（单位：万吨） 7
图表 9 贵州省水力发电和火力发电在发电量中占比 8
图表 10 贵州省发电量（当月值 单位：亿千瓦时） 8
图表 11 部分省市焦炭产量（当月值 单位万吨） 8
图表 12 贵州省及周边省(市、区)煤炭产需初步预测 （亿吨） 9
图表 13 现有煤矿生产能力和产量预测表 10
图表 14 贵州省煤炭价格走势 10
图表 15 公司所属煤矿产能及规划 11
图表 16 公司部分煤矿分布 12
图表 17 部分煤炭上市公司比较（前三季度） 12
图表 18 相关公司比较 13

1.贵州省唯一的煤炭上市公司

盘江精煤股份有限公司是由盘江煤电（集团）有限责任公司作为发起人，联合中国煤炭工业进出口集团公司、贵阳特殊钢有限责任公司、福建省煤炭工业（集团）有限责任公司、贵州省煤炭设计研究院、煤炭工业部重庆设计研究院、防城港务局、贵州煤炭实业总公司等七家企业于1999年10月29日组建的股份有限公司，2001年4月9日，公司在上海证券交易所挂牌上市。公司经营范围主要包括原煤开采及销售，洗选精煤、特殊加工煤、焦炭的销售；煤炭附产品的深加工；电力的生产与销售（仅供分支机构用）；汽车运输。

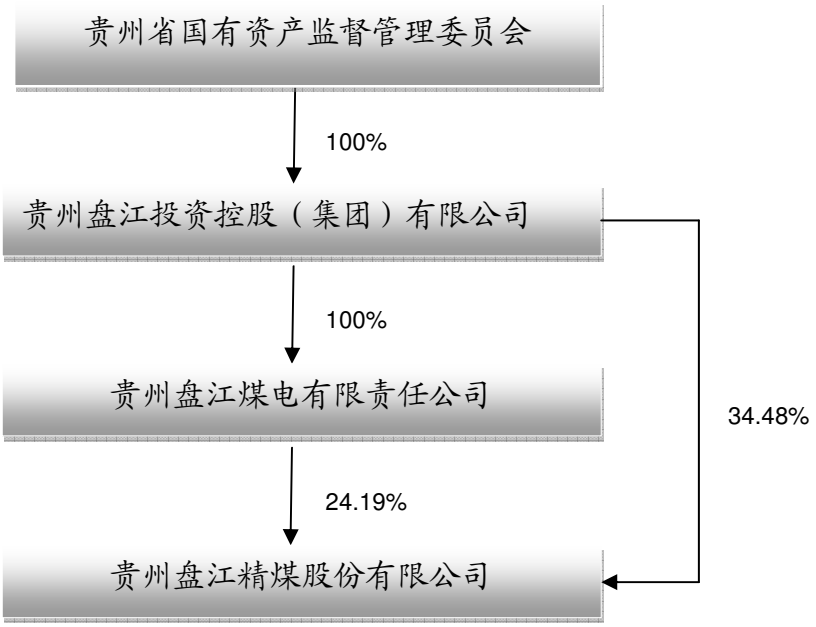
2009年3月，盘江股份进行了资产重组，公司向盘江煤电（集团）有限责任公司、盘江煤电有限责任公司进行了定向增发，收购了参股股东盘江煤电集团持有的土城矿、月亮田矿 、山脚树矿和金佳矿四个采矿权以及相关辅助性资产和负债；收购了盘江煤电有限责任公司持有的土城矿、月亮田矿、山脚树矿的机械设备、房屋构筑物以及土地使用权等相关矿产经营性资产，火烧铺矿产改建工程，老屋基矿、盘北选煤厂和老屋基选煤厂的生产经营辅助性资产，以及相关下属职能部门的资产；收购了盘江煤电集团的全资子公司贵州盘江煤电新井开发有限公司持有的金佳矿(含洗煤厂)的全部经营性资产。至此，盘江煤电集团持有盘江股份的股权占比为34.47%；盘江煤电持有盘江股份的股权占比为41.39%，盘江煤电集团与盘江煤电股权合计占比为75.86%。盘江煤电集团通过盘江股份的定向增发实现了旗下煤炭业务的整体上市，同时盘江股份的产能也大幅增加。

2010年9月，盘江煤电（集团）有限责任公司于2010年9月13日起由“盘江煤电（集团）有限责任公司”更名为“贵州盘江投资控股（集团）有限公司”。原盘江煤电（集团）有限责任公司的所有债权、债务、知识产权由贵州盘江投资控股（集团）有限公司承继。

2011年末，盘江煤电将持有的公司总股本的11.6%、2.48%、2.13%和0.98%分别转让给其股东兖矿集团、华融公司、信达公司和建设银行，从而使盘江煤电成为贵州盘江投资控股（集团）有限公司的全资子公司。至此，盘江煤电持有公司总股本的24.19%。

目前，公司是贵州省唯一的煤炭上市企业。

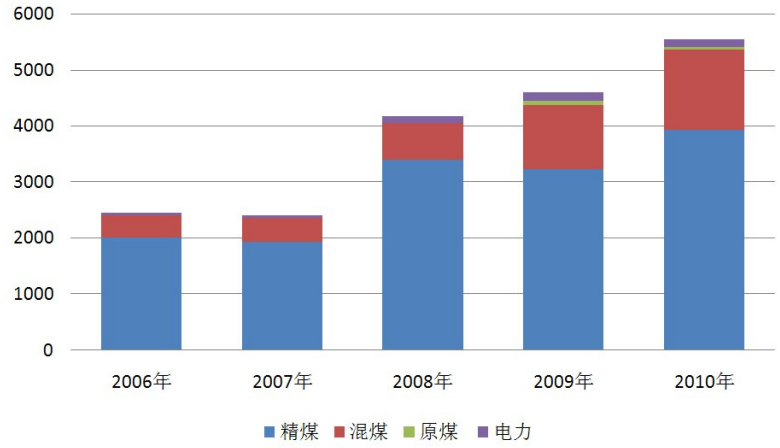
图表 1 盘江股份股权结构图



资料来源:公司公告

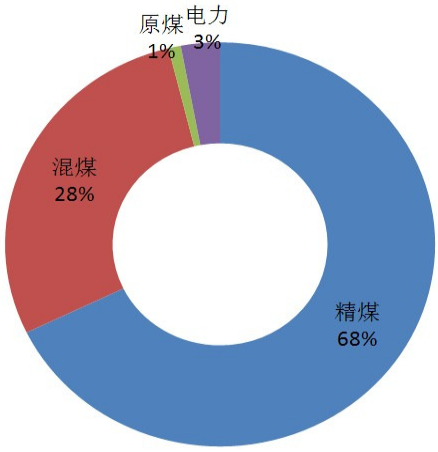
公司主要收入来源是煤炭的生产和销售，2010年，公司销售精煤的混煤的收入和占总收入的96%。

图表 2 公司营业收入构成



资料来源:公司公告

图表 3 2010 年公司营业收入占比



资料来源:公司公告

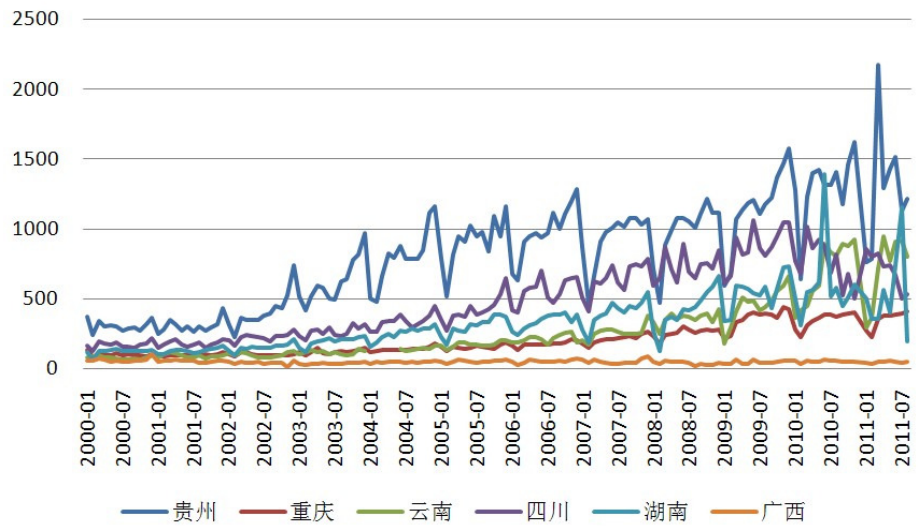
2 江南地区供应偏紧，需求旺盛

2.1 公司地处江南最大煤仓

国家煤炭工业“十二五”规划提出“加快全国14个大型煤炭生产基地建设,基地内煤炭产量占全国的90%

以上；形成10个亿吨级、10个5000万吨级的特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%；全国煤矿数量减少到1万处以下。”南方诸产煤省中，从资源来看，具备基地条件只有贵州西部与云南连接的一带。

图表 4 贵州省及周围省市原煤产量（当月值 单位：吨）



数据来源：wind资讯

从产量上看，贵州省是江南地区生产的主力。如贵州省的六枝、盘县、水城、和老厂矿区等均可成为云贵基地的组成部分。公司位于贵州省六盘水（即取六枝、盘县、水城三个县字头而得名），是长江以南最大的煤炭上市公司。贵州周边省（市、区）大多数煤炭资源贫乏、能源短缺，后备储量不足，即使有少量煤炭资源的省区，近年来产量也是呈逐年下降趋势，需要大量调入煤炭。

图表 5 贵州省煤炭资源储量情况表（单位：亿吨）

矿区名称	累计查明资源量	保有资源储量	生产煤矿已利用资源储量	在建煤矿已利用资源储量	尚未利用资源储量
盘江矿区	94.6396	92.3297	34.5340	12.1044	48.0012
水城矿区	47.5423	44.4791	24.4121	13.9469	9.1833
六枝矿区	25.0053	23.6048	5.9430	2.2150	16.8473
普兴矿区	41.4279	41.2224	4.7990	12.8367	23.7922
织纳矿区	171.9529	170.9106	3	15.1098	153.8431
黔北矿区	151.9607	151.6138	12.3721	39.463	100.1256
其它矿区	53.3754	50.3194	11.7830	6.8501	34.7423
总计	**585.9041**	**574.4798**	**96.8432**	**102.5259**	**386.5350**

数据来源：贵州省煤炭十二五规划

盘江矿区煤炭储量丰富。煤炭远景储量为383 亿吨；在勘探深度500 米内，地质储量95 亿吨，为云南省的54%，四川省的1.1 倍，广西区的4.3 倍，尤其是盘江的炼焦煤资源，占贵州省炼焦煤总储量的52.87%。可以说，六盘水是华南最大的煤仓。而盘江则是这个大煤仓的主仓。 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。

图表 6 贵州省国家规划矿区规模以上矿井产量安排表　单位：（万吨）

矿区名称	矿井处数	规划生产能力万吨/年	2010 年产量	2015 年规划产量	2020 年规划产量
国家规划矿区合计	**310**	**22165**	**4022**	**13225**	**20695**
1. 盘江矿区	59	4985	1541	3635	4985
2. 普兴矿区	41	2295	565	1275	2295
3. 水城矿区	42	3110	1015	2675	3110
4. 六枝矿区	19	1200	170	645	1200
5. 织纳矿区	47	4290	271	1770	3090
6. 黔北矿区	102	6285	460	3225	6015

数据来源：贵州省煤炭十二五规划

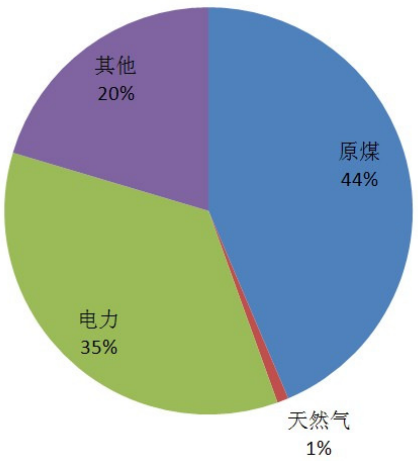
从规划的增量上看，盘江矿区是发展的重点，另一个增量较大的地区为黔北矿区，该地区目前尚无铁路通过，且公路的技术标准相对较低，煤炭外运能力严重不足，预计将发展火力发电和煤化工，将煤就地转化，因而不会对煤炭的外运量造成直接影响。

盘江矿区煤种齐全，有气、肥、焦、瘦、贫煤和无烟煤。煤质优良，低灰、低硫、微磷、发热量高。煤层灰分4.8-32%，全硫含量小于0.5%，挥发分为25-37%，发热量25.1 百万焦耳/公斤。其中肥煤和1/3焦煤属稀缺煤种。

2.2 贵州省及周边地区拉动需求

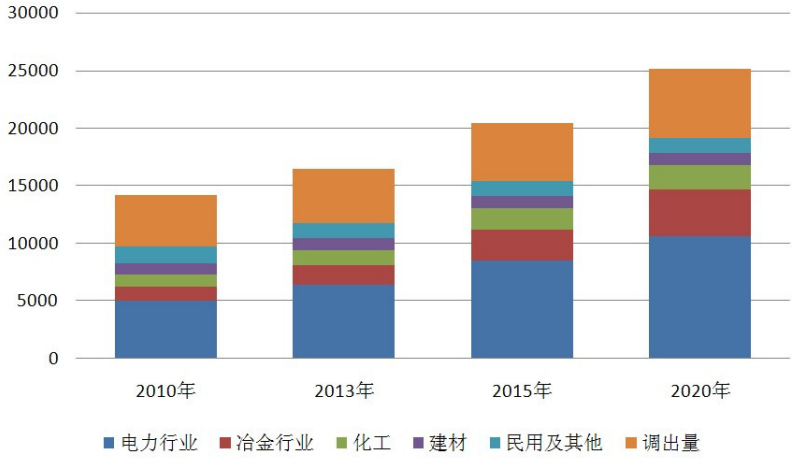
公司主要产品包括肥煤、焦煤和混煤，其中，混煤主要用于发电，肥煤和焦煤的用途主要是炼焦，即烧制焦炭，焦炭主要用于炼铁及其他金属。我们重点分析贵州省火电和冶金对煤炭的需求情况。

图表 7 贵州省的能源终端消费构成



数据来源：贵州省煤炭十二五规划

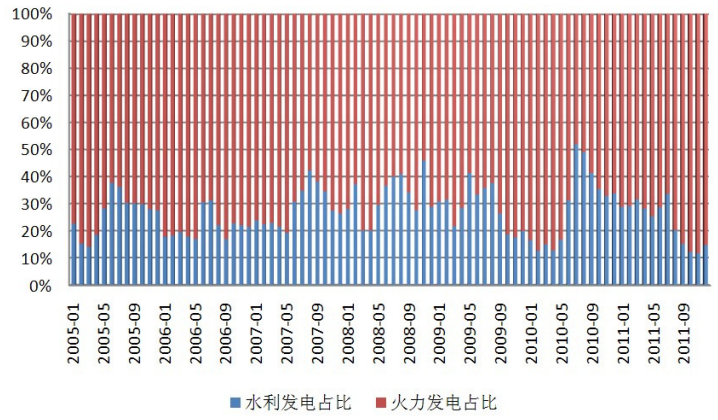
图表 8 贵州省内外煤炭消费量及预测（单位：万吨）



数据来源：贵州省煤炭十二五规划，2013 年为东海证券推测

从贵州省的能源终端消费构成来看，煤炭和电力占比较大。煤炭是贵州主体能源，今后较长时期内以煤为主的能源格局不会改变，煤炭产业发展事关全省能源发展大局。

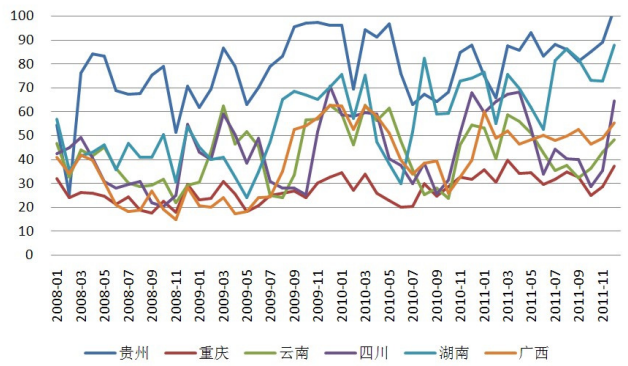
图表 9 贵州省水力发电和火力发电在发电量中占比



数据来源：wind 资讯

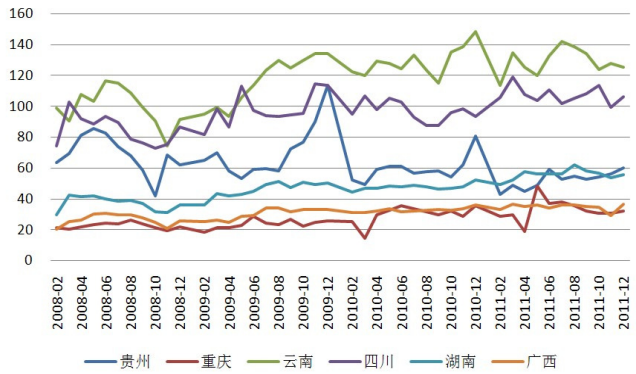
贵州省的电力主要来源于火力发电和水利发电，其他能源（如太阳能、核能等）的利用占比微乎其微。尽管位于我国南方水资源较为丰富的地区，贵州省火力发电仍然占主导作用，在每年的 678 月份的汛期，水力发电在总发电量的平均占比为 35%左右，而在每年的其他月份，则只有 25%左右的水平。水力发电量和降雨量有着密切关系，2011 年，中国平均降水量 556.8 毫米，比常年偏少 9%，为 60 年来最少。受此影响，全国重点水电厂来水总体偏枯，水电发电明显回落。据国家电网公司统计，全国水力发电量 6205 亿千瓦时，同比下降 5.5%。从区域分布看，除黄河流域降水偏多外，其他流域降水都偏少，其中长江流域降水量是 33 年来最少，红水河、澜沧江流域降水量偏少接近 50%。湖南、贵州两省年降水量为 1951 年以来最少，导致水电出力大幅减少。水力发电不给力也使火力发电量的占比自 6 月份以来持续上升。综合来看，水利发电有较多不确定因素，且对生态环境有一定影响，发展火力发电仍将是电力供应主要来源。

图表 10 贵州省发电量（当月值 单位：亿千瓦时）



数据来源：wind 资讯

图表 11 部分省市焦炭产量（当月值 单位万吨）



数据来源：wind 资讯

作为电力外输大省，贵州省电力除满足本省需求外，还需向外省提供电力保障。根据《贵州省“十二五”

电力需求及外送规模研究报告》预测，贵州省“西电东送”及外送周边地区负荷在“十一五”基础上分别增加 3000MW 和 1440MW。“十二五”末，贵州省外送电量达到 750 亿 kWh（目前贵州省电网外送能力已达 900 万千瓦），外送电量和负荷年均增长 11%和 8.9%。

从焦化产量来看，贵州省的产量保持小幅增长，周边的云南、四川等地区产量较大。由于焦煤的稀缺性，本地的供应整体偏紧，需要外购。从区位上来看，四川、云南等地周边的印度、泰国等国家都是煤炭进口国，煤炭供应尚不能自给自足，而缅甸的煤炭出口量仅能满足泰国的需求。国内的焦煤主要分布在东北、山西、河北等省。相比之下，位于云贵边界的盘江矿区具有得天独厚的区位优势。公司的主要客户包括攀钢、水钢、昆钢、柳钢等，外省需求旺盛。

图表 12 贵州省及周边省(市、区)煤炭产需初步预测 （亿吨）

地区		2009 年分析			2015 年预测		
		产量	消费	净调出	产量	消费	净调出
贵州省		1.37	0.92	+0.24	2.06	1.56	+0.5
周边地区	重庆	0.446	0.43	+0.02	0.25	0.53	-0.28
	四川	0.899	1.00	-0.1	0.6	1.2	-0.6
	云南	0.86	0.8	+0.06	1.0	0.9	+0.1
	湖北	0.139	1.0	-0.86	0.06	1.15	-1.09
	湖南	0.688	0.75	-0.06	0.40	0.85	-0.45
	广东	0.00	1.40	-1.40	0.00	1.6	-1.60
	广西	0.0589	0.41	-0.35	0.05	0.60	-0.55
	海南	0.00	0.04	-0.04	0.00	0.06	-0.06
合计		4.4609	6.75	-2.81 +0.32	4.42	8.45	-5.23 +0.6

数据来源：贵州省煤炭十二五规划

3 公司将受益于区位优势和行业整合

3.1 政策支持提升公司盈利空间

贵州省在“十一五”期间进行了煤炭行业整合。根据《贵州省煤炭十二五规划》中披露，贵州省小煤矿由 2004 年底 2049 处，生产能力 8205 亿吨/年，单井规模平均 4 万吨/年，整合到 2009 年末的 1408 处，生产能力 16702 万吨/年，单井规模平均 12 万吨/年。根据《规划》，十二五期间贵州省将启动一轮新的重组，坚持“一个矿区以一个主体开发为主”和就近适量的原则，遵循地质规律，科学合理划分兼并重组区域，确定兼并重组主体；大力支持大型煤炭企业优先兼并重组相邻相近煤炭企业和整合煤炭资源。要求十二五末或将建成 2～3 个 3000 万吨以上级的大型煤炭企业集团。省骨干煤炭企业规模不低于 120 万吨/年，控制的煤炭资源量占全省占用煤炭资源量的 80%以上，产量占全省总产量的 70%以上。在“十二五”整合期间，对具备资源整合条件的小煤矿，就近整合煤炭资源，重组煤炭企业，并进行切实的技改扩能；对不具备资源整合

条件，但有一定发展潜力的小煤矿，通过技术改造，提升矿井生产能力、改进采煤方法，提高资源回收率；对达不到安全生产基本条件的小煤矿，要通过法律、经济、行政等手段，坚决依法淘汰关闭。整合兼并重组的方式主要是企业并购、转让、联合重组、控股等多种方式，由大型煤炭企业兼并重组中小煤矿，也鼓励大型煤炭企业联合重组。

图表 13 现有煤矿生产能力和产量预测表

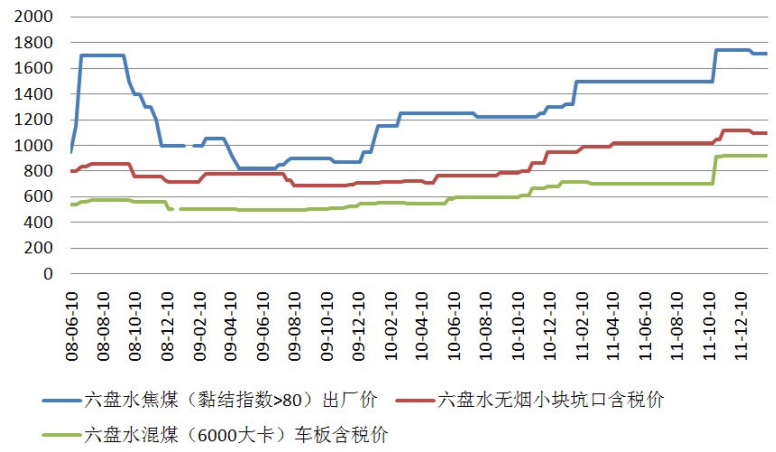
项目		数量（处）	生产能力（万吨/年）	产量安排（万吨）			
				2009 年	2010 年	2015 年	2020 年
在籍煤矿		1460	21294	13691	14514	10810	9590
其中	≥30 万吨/年	52	4592	3155	3727	4667	4637
	＜30 万吨/年	1408	16702	10536	10787	6143	4923

数据来源：贵州省煤炭十二五规划

我们认为盘江集团作为盘江矿区的开发主体，会在“十二五”整合期间得到扩张，这也为上市公司将来的发展提供更多的想象空间。根据我们在《内蒙古煤炭行业整合，当地大型煤企将受益》中分析，煤炭行业整合往往使本地大型煤企受益，原因主要是整合过程中关闭了部分中小煤矿，清除了竞争对手并减少了煤炭供应，作为煤炭行业整合主体的大型煤企通过兼并扩建其他煤矿自身的资源和产量也得到提升。

由于电煤紧缺，贵州省从 2011 年 10 月 1 日起对省内原煤按照从价 10%征收煤炭价格调节基金，征收金额每吨不低于 50 元，且对出省原煤、洗混煤实行差别征集价格调节基金，对每吨出省煤加征 200 元。在此期间，公司生产的煤炭主要供应省内，与此同时，公司从 2011 年 10 月 1 日起调整部分煤炭产品价格，其中：优质冶炼精煤（1/3 焦精煤）由 1500 元/吨上调至 1575 元/吨（含税），提价幅度 5%；洗混煤（5000 千卡/千克）由 400 元/吨上调至 500 元/吨（含税），提价幅度 25%。公司在接受成本提升的同时将产品提价，据此分析，公司将煤炭成本向下游转嫁的能力很强。

图表 14 贵州省煤炭价格走势



资料来源：wind 资讯

2011 年 11 月 30 日，发改委发布了《国家发改委关于加强发电用煤价格调控的通知》，要求全面清理整

顿涉煤基金和收费。《通知》中明确规定：省级人民政府对煤炭征收的价格调节基金和其他基金、收费项目，征收标准合计不得高于国务院批准的山西省煤炭可持续发展基金每吨 23 元的征收标准；不得对省内外用煤实行不同标准；超过每吨 23 元，以及对省内外征收不同标准的，必须在 2011 年 12 月 31 日前进行整改。《通知》中还规定对煤炭设立的基金、收费项目不得新设，已设立项目征收标准低于 23 元的不得提高。也就是说，之前征收的煤炭出省费已经被取消。我们认为煤炭的流通壁垒正逐渐被打破，加收在煤炭价格上的各种收费项目的取消也给公司腾出了更大的盈利空间。

3.2 产能扩张，避开北方运输瓶颈约束

公司是贵州省唯一一家主营煤炭的上市公司，也是江南地区最大的煤炭生产、销售企业。公司本部目前拥有 6 座煤矿，分别是原有的火铺矿、老屋基矿和盘江煤电注入的山脚树矿、月亮田矿、土城矿和金屋矿，目前产能约 1110 万吨，规划技改后在 2013 年将达到 1500 万吨的产能。

公司控股的有马伊煤业、恒普煤业，参股了松河煤业和贵州首黔资源开发公司，以上煤矿尚未完全投产，预计 2013 年将逐步贡献产能。

图表 15 公司所属煤矿产能及规划

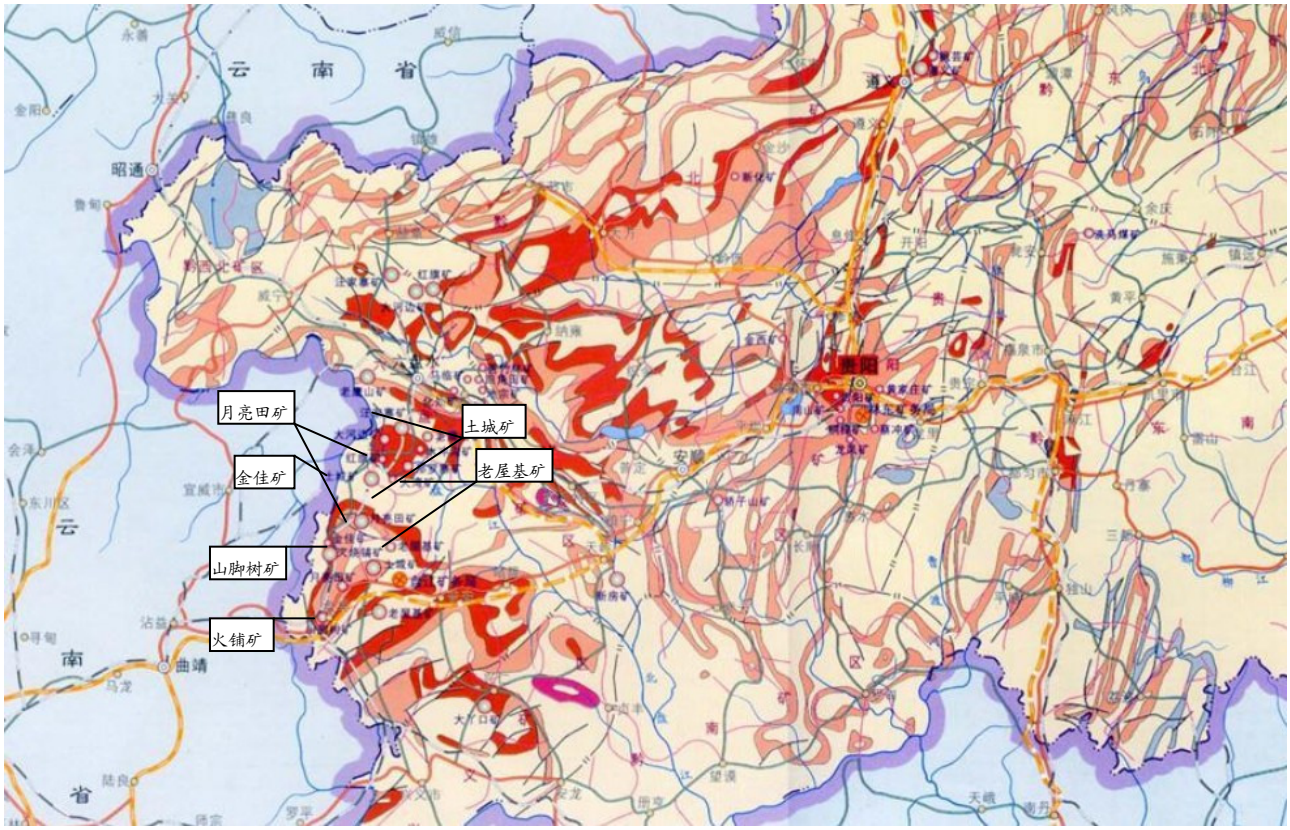
所属	名称	煤种	权益	现有产能	规划产能	备注
本部	火铺矿	肥煤、焦煤	100%	240	300	规划 2013 年完成技改
	老屋基矿	肥煤、焦煤	100%	115	120	同上
	山脚树矿	肥煤、1/3 焦煤	100%	180	200	同上
	月亮田矿	肥煤、1/3 焦煤	100%	115	180	同上
	土城矿	肥煤、焦煤	100%	280	400	同上
	金佳矿	贫瘦煤	100%	180	300	同上
马伊煤业	马伊西	贫瘦煤	67%	在建	840	规划 2013 年投产
	马伊东	贫瘦煤	67%	在建		同上
恒普煤业	发尔二期	焦煤	90%	在建	300	同上
松河煤业		主焦煤	35%	试生产	300	规划“十二五”末投产
首黔资源开发公司	茨嘎煤矿	主焦煤	25%	筹建	120	同上
	纳木煤矿	主焦煤	25%	筹建	129	同上

数据来源：公司公告，东海证券

通过之前的分析我们认为，公司所在的贵州省及周边地区煤炭整体供小于求，产品不愁销路，地区间物流的政策性阻碍也正逐渐消除，公司将长期保持良好的盈利能力，产品涨价空间大，随着公司未来产能的释放，盈利能力也将大幅提高。

由于煤炭紧缺，公司目前煤炭销售主要供应省内，随着政策的放开，预计公司的销售半径将重新向外省和海外延伸，赚取价差。公司的煤炭外运通道主要是南昆线，各矿井拥有铁路专线，运输便利，避开了北部拥堵的运输瓶颈。

图表 16 公司部分煤矿分布



资料来源：东海证券

3.3 成本优势明显 极具竞争优势

由于公司的煤炭资源质量上乘，焦煤含硫量低（硫分大约在 0.5%-0.7%之间），洗出率高（精煤约 40%，混煤约 30%），机械化率为 100%，公司的毛利率水平高于同行业平均水平。

图表 17 部分煤炭上市公司比较（前三季度）

公司名称	盘江股份	冀中能源	潞安环能	平煤股份	行业平均
毛利率	44%	24.12%	43.2%	42.9%	31%
期间费用率	10.41%	11.5%	17.8%	17.78%	12%

数据来源：东海证券

我们认为公司的高毛利率是以区位优势为基础的，江南地区的煤炭需求受运输瓶颈的限制呈现供小于求。而目前铁道部面临的困境很可能使铁路建设的规划延期，铁道部自身也缺乏改革和发展货运的动力。即使“北煤南运”的大规划能顺利实施，从距离上说，公司仍有巨大优势。黔煤外运与北煤南运（山西煤炭）相比，铁路运距可相对缩短 400-1800km，根据公司公告计算，江南地区从贵州购煤比从山西购买每吨可节省运费 33-130 元。所以我们认为，公司在江南地区的独霸地位难以动摇。

贵州地区地质条件复杂，煤系地层经风化剥蚀后易形成凹地，断层较多。公司在当地从事煤炭开采多年，积累了丰富的复杂地质条件下开采经验，较其他大型煤企更具地域开采技术优势。复杂地质条件下成熟的煤炭开采技术阻断了外来竞争者。

公司所在地区主要竞争对手有水城矿业和六枝矿业，相比而言盘江煤煤质更优良，属中高挥发分的强粘结性特低硫烟煤，可炼制块大裂纹小、耐磨强度高、熔融性好的高强度焦炭，可产生大量的气体和液体化学产品，被煤炭科学研究总院定为保护性开采的煤炭资源，是江南得天独厚的优质炼焦煤和化工、动力用煤。曾多次获“创名牌出口产品企业”、“知名出口品牌”荣誉称号。2002 年 11 月盘江煤电公司中心化验室获得国家煤炭质量监督检验中心颁发的 CCRICA 能力验证合格证书。经过 40 多年的经营历程，“盘江煤”已具有一定的用户认知度，具备了名牌产品的声誉。从产量上说，盘江集团的拥有的产能最大，公司上市以来，现金流也更加充裕。

4. 公司估值

我们假设 2011 年-2013 年公司销售的精煤平均价格分别为 1295 元/吨、1370 元/吨和 1400 元/吨，销售混煤的平均价格为 420 元/吨、430 元/吨和 450 元/吨，2011 年-2013 年公司原煤总产量分别为 1270 万吨、1420 万吨和 1850 万吨（公司在建矿井产能开始释放），精煤和混煤的洗出率均保持在 30%-40%之间，公司的毛利率保持在 40%-44%之间，由于对公司将来盈利能力的看好，我们调高了公司的盈利预测，预计 2011 年至 2013 年公司的 EPS 分别为 1.60 元、1.90 元和 2.41 元，对应 2012 年 2 月 27 日 27.26 元的收盘价，市盈率分别为 18.3 倍、14.4 倍和 11.3 倍，给予增持评级。

图表 18 相关公司比较

	股价 RMB	EPS(RMB)				P/E			
	(2012/2/27)	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
盘江股份	27.26	1.22	1.60	1.90	2.41	22.3	18.3	14.4	11.3
冀中能源	20.37	1.04	1.35	1.60	1.80	19.6	15.1	12.7	11.3
平煤股份	13.29	0.78	0.93	1.05	1.20	17	14.3	12.7	11

数据来源：东海证券

附表：

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**410404**	**454606**	**546924**	**715322**	**944940**	**1190625**
营业成本	302860	270297	303368	400580	548065	678656
营业税金及附加	10782	11701	15919	27754	36853	46434
销售费用	6125	17501	12822	12375	16064	20241
管理费用	15139	37456	53987	65595	94494	130969
财务费用	(426)	1813	1042	2584	3312	2567

投资收益	536	576	(175)	1200	600	600
资产减值及公允价值变动	640	(236)	220	0	0	0
其他收入	(1279)	472	(439)	(0)	0	0
营业利润	75821	116651	159391	207633	246752	312358
营业外净收支	(1091)	(27)	(175)	0	50	50
利润总额	**74730**	**116624**	**159216**	**207633**	**246802**	**312408**
所得税费用	10822	17623	24694	31353	37144	47017
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**63908**	**99001**	**134522**	**176280**	**209659**	**265390**
增长率	576.2%	54.9%	35.9%	31.0%	18.9%	26.6%

现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	63908	99001	134522	176280	209659	265390
资产减值准备	1092	(876)	456	(220)	0	0
折旧摊销	14842	29323	40277	34056	39403	43935
公允价值变动损失	(640)	236	(220)	0	0	0
财务费用	(426)	1813	1042	2584	3312	2567
营运资本变动	(35546)	32618	(73020)	(86012)	(53674)	(63102)
其它	(1092)	876	(456)	220	0	0
经营活动现金流	**42565**	**161178**	**101558**	**124325**	**195388**	**246223**
资本开支	(29924)	(238171)	(37099)	(53982)	(14547)	(16101)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**(33049)**	**(256311)**	**(59420)**	**(53842)**	**(14547)**	**(16201)**
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	34500	(4200)	0	0	0
支付股利、利息	(34457)	(49652)	(93786)	(88140)	(104829)	(132695)
其它融资现金流	**72671**	**182391**	**158144**	**70659**	**(2678)**	**13635**
融资活动现金流	3758	152088	(37828)	(17481)	(107508)	(119061)
现金净变动	13273	56955	4310	53002	73333	110962
货币资金的期初余额	23873	37146	94101	98411	151413	224746
货币资金的期末余额	37146	94101	98411	151413	224746	335707
企业自由现金流	0	(61900)	87058	71518	183102	231751
权益自由现金流	0	0	241003	139983	177610	243205

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	37146	94101	98411	151413	224746	335707
应收款项	80991	118766	204593	274370	362443	456678
存货净额	17569	17860	19315	15228	21069	26250
其他流动资产	641	5722	5154	14306	18899	23813
流动资产合计	**136347**	**236449**	**327473**	**455317**	**627157**	**842448**
固定资产	113701	328281	330377	354765	333934	310126
无形资产及其他	6796	124731	120775	116749	112724	108698

投资性房地产	212	371	837	837	837	837
长期股权投资	9453	27593	49913	49773	49773	49873
资产总计	**266510**	**717425**	**829375**	**977441**	**1124424**	**1311981**
短期借款及交易性金融负债	0	15150	15050	85709	83031	96665
应付款项	26428	58382	55699	60912	84277	105000
其他流动负债	21419	62873	70886	53339	74306	94312
流动负债合计	**47847**	**136405**	**141635**	**199961**	**241615**	**295977**
长期借款及应付债券	0	34500	30300	30300	30300	30300
其他长期负债	7193	10583	18740	20340	20840	21340
长期负债合计	**7193**	**45083**	**49040**	**50640**	**51140**	**51640**
负债合计	**55040**	**181489**	**190675**	**250601**	**292755**	**347617**
少数股东权益	0	2810	6110	6110	6110	6110
股东权益	211470	533126	632590	720730	825559	958255
负债和股东权益总计	**266510**	**717425**	**829375**	**977441**	**1124424**	**1311981**

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.08	0.90	1.22	1.60	1.90	2.41
每股红利	0.58	0.45	0.85	0.80	0.95	1.20
每股净资产	3.56	4.83	5.73	6.53	7.48	8.68
ROS	16%	22%	25%	25%	22%	22%
ROE	30%	19%	21%	24%	25%	28%
毛利率	26%	41%	45%	44%	42%	43%
EBIT Margin	19%	26%	29%	29%	26%	26%
EBITDA Margin	22%	32%	37%	34%	31%	30%
收入增长	70%	11%	20%	31%	32%	26%
净利润增长	576%	55%	36%	31%	19%	27%
资产负债率	21%	26%	24%	26%	27%	27%
息率	4.9%	1.5%	2.6%	3.2%	3.8%	4.8%
P/E	10.9	32.8	26.7	15.8	13.3	10.5
P/B	3.3	6.1	5.7	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	7.7	22.6	18.2	13.1	11.1	9.2

作者简介

鲍　庆：宏观策略分析师，上海财经大学产业经济学硕士，3 年银行业从业经验，3 年以上证券业从业经验，2007 年加入东海证券研究所，主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

评级定义

市场指数评级　看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级　超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级　买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京　东海证券研究所	上海　东海证券研究所
中国　北京　100089	中国　上海　200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：（8610）　66216231	电话：（8621）　50586660
传真：（8610）　59707100	传真：（8621）　50819897