

盘江股份 (600395)
增持/维持评级

股价: RMB26.91

分析师

陈亮
SAC 执业证书编号:S1000511030003
(021) 5010 6012
chenliang@mail.htlhsc.com.cn

唐宗辰
SAC 执业证书编号:S1000510120047
(0755)8236 4432
tangzc@mail.htlhsc.com.cn

东方不亮西方亮，条条大路通罗马

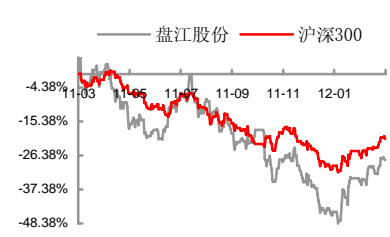
- 盘江股份 2012 年 PE 处于煤炭行业中等水平，未显著高估，但相比其他煤炭公司拥有更多的看点，如：《西部大开发十二五规划》和《国务院关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的若干意见》有望使**西部地区固定资产投资增速显著高于全国平均，对钢铁和焦煤需求旺盛**；上市公司马依、发耳等新建矿有望按预期于 2014 年投产；集团整合及新投产矿有望注入上市公司。这些预期只要有部分兑现，就可以支持公司盈利高于行业平均增速，可谓“东方不亮西方亮，条条大路通罗马”。
- 有别于市场的认识：
 - “5000 万吨”对公司的实质意义在于区域定价权大大增强。**贵州省煤炭工业“十二五”规划中，提出“力争将盘江煤电（盘江股份大股东）建成 5000 万吨级大型煤炭企业”（近期又传将目标提升至 6400 万吨）。我们认为，喊口号容易，但在中国做事太慢，**2015 年实现 5000 万吨目标不易**。且整合当地小矿的成本不低，即使注入上市公司，增厚未必明显。不过，公司现有 1300 万吨产量，已是西南地区最大的煤炭公司，有区域定价权（在 2011 年 10 月贵州出台价格调节基金后一周，公司就通过提价全部转嫁政策性成本）。当公司控制了 3000-5000 万吨的产能，议价能力将进一步大大增强。
 - 已完成整体上市，大股东需要现金分红，或有利于公司业绩释放。**公司于 2009 年 4 月正式完成集团煤炭业务整体上市。大股东继续发展的资金来源，主要靠上市公司分红，这或有利于公司的成本控制和业绩释放。**整体上市后，公司的 2008-2010 年度的现金分红比率均超过 50%，2010 年更达到 70%。**
 - 地处西南内陆，受进口焦煤冲击小。**有观点认为，未来几年全球焦煤新增产能逐渐释放，尤其是蒙古焦煤会大量冲击中国市场，焦煤供需形势会逆转。但公司地处西南，云贵川渝是主要销售市场，距离与运输是公司的“护城河”。
 - 贵州成为电价改革试点的第一个省份，电价机制有望理顺。**尽管改革内容尚不明朗，有传言称将从开展阶梯电价试点，但也不能完全排除理顺煤电价格的可能性。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,103
流通 A 股 (百万股)	1,103
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	29,692

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5469	7524	9164	10822
(+/-%)	20%	38%	22%	18%
归属母公司净利润(百万元)	1345	1749	1929	2314
(+/-%)	36%	30%	10%	20%
EPS(元)	1.22	1.59	1.75	2.10
P/E(倍)	21.27	16.35	14.83	12.36

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

- **维持“增持”评级。**预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 1.59 元、1.75 元和 2.1 元，对应 12 年 PE 为 16 倍，估值处于煤炭行业中等水平，未显著高估，考虑到公司拥有的诸多独特性，继续给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**

2011 年 10 月，贵州省按“从价计征”原则，对原煤按销售（含税，下同）价格的 10%收取煤炭价格调节基金。政策性成本的风险始终存在。

国家发改委在 2011 年 11 月《关于加强发电用煤价格调控的通知》要求“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，以及对省内外实行不同标准的，必须在 2011 年 12 月 31 日前进行整改；未对煤炭设立基金、收费项目的，不得新设基金、收费项目；已设基金、收费项目征收标准合计低于每吨 23 元的，不得提高。”中央部委的规定，在地方能否得到很好的落实，存在不确定性。

核心假设

表 1：公司煤炭产量假设

本部 煤矿	股权 比例	煤种	可开采量 (万吨)	核定产能 (万吨)	技改后 产能 (万吨)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
火铺矿	100%	肥煤、焦煤、气煤	19020	240	300	221	225	230	250	280	300
老屋基矿	100%	肥煤、焦煤、气煤	2578	115	120	131	133	130	130	130	130
山脚树矿	100%	1/3 焦煤、肥煤	3199	180	200	171	180	200	200	200	200
月亮田矿	100%	1/3 焦煤、肥煤	6666	115	180	101	150	150	160	170	180
土城矿	100%	肥、焦、气、1/3 焦	12338	280	400	302	320	320	360	380	400
金佳矿	100%	贫瘦煤	36864	180	300	163	155	160	180	220	300
小计			80665	1110	1500	1089	1163	1190	1280	1380	1510
在建煤矿											
松河煤业	35%	主焦煤	20022	240		60	76	160	200	240	240
发耳煤矿二期	90%	焦煤	48881	300						80	150
马依煤业	67%	无烟煤	79067	840						120	240
其中：马依西一井			19263	240						60	120
马依东一井			21181	240						60	120
马依西二井			17150	180							
马依东二井			21473	180							
首黔资源公司	25%	主焦煤		240							
其中：茨噶煤矿			14422	120							
纳木煤矿			23187	120							
松沙煤矿	51%		10200	120							
小计				1740		60	76	160	200	440	630
公司产量合计						1149	1239	1350	1480	1820	2140
增速 (%)							7.8%	9.0%	9.6%	23.0%	17.6%
公司权益产量						1110	1190	1246	1350	1616	1890
增速 (%)							7.2%	4.7%	8.3%	19.7%	16.9%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

表 2：煤炭价格及成本假设

	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量（万吨）	1140	1239	1350	1480
煤炭销量（万吨）	753	929	1013	1110
其中：精煤	350	390	496	544
混煤	397	520	506	555
煤炭综合售价（元/吨）	717	793	890	961
其中：精煤单位售价	1121	1346	1373	1483
价格变动（%）	18.3%	20.0%	2.0%	8.0%
混煤单位售价（元/吨）	360	396	428	462
价格变动（%）	15.9%	10.0%	8.0%	8.0%
综合售价变动（%）	13.7%	7.9%	12.2%	8.0%
煤炭成本（元/吨）	383	445	472	509
煤炭综合成本变动(%)	2.6%	16.2%	6.0%	8.0%
毛利率（%）	44.8%	43.9%	47.0%	47.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
	单位: 百万元					单位: 百万元			
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3275	5657	7120	9005	营业收入	5469	7524	9164	10822
现金	984	2919	3542	4942	营业成本	3034	4275	4915	5794
应收账款	237	343	408	487	营业税金及附加	159	286	825	974
其他应收款	14	38	37	40	营业费用	128	176	202	227
预付账款	52	54	80	89	管理费用	540	692	770	866
存货	193	277	316	374	财务费用	10	44	71	50
其他流动资产	1795	2026	2737	3073	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	5019	4559	4077	3581	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	499	499	499	499	投资净收益	-2	8	0	0
固定资产	2794	2654	2361	1991	营业利润	1594	2058	2381	2911
无形资产	1208	1146	1084	1023	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	518	260	133	69	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	8294	10217	11197	12587	利润总额	1592	2058	2381	2911
流动负债	1416	1010	1016	1089	所得税	247	309	357	437
短期借款	0	50	0	0	净利润	1345	1749	2024	2474
应付账款	557	214	246	290	少数股东损益	0	0	95	160
其他流动负债	859	747	770	799	归属于母公司净利润	1345	1749	1929	2314
非流动负债	490	2008	2029	2036	EBITDA	2007	2559	2935	3456
长期借款	303	1903	1903	1903	EPS (元)	1.22	1.59	1.75	2.10
其他非流动负债	187	105	126	133					
负债合计	1907	3018	3045	3125	主要财务比率				
少数股东权益	61	61	156	316		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1103	1103	1103	1103	成长能力				
资本公积	2876	2876	2876	2876	营业收入	20.3%	37.6%	21.8%	18.1%
留存收益	1902	2713	3571	4721	营业利润	36.6%	29.1%	15.7%	22.2%
归属于母公司股东权益	6326	7137	7996	9145	归属于母公司净利润	35.9%	30.0%	10.3%	20.0%
负债和股东权益	8294	10217	11197	12587	获利能力				
					毛利率(N)	44.5%	43.2%	46.4%	46.5%
现金流量表					净利率(N)	24.6%	23.3%	21.0%	21.4%
					ROE(%)	21.3%	24.5%	24.1%	25.3%
					ROIC(%)	25.2%	31.2%	34.7%	42.5%
经营活动现金流	1148	1407	1816	2614	偿债能力				
净利润	1345	1749	2024	2474	资产负债率(N)	23.0%	29.5%	27.2%	24.8%
折旧摊销	403	457	483	496	净负债比率(N)	23.78%	64.71%	62.49%	60.90%
财务费用	10	44	71	50	流动比率	2.31	5.60	7.01	8.27
投资损失	2	-8	0	0	速动比率	2.18	5.33	6.70	7.93
营运资金变动	-821	-825	-768	-418	营运能力				
其他经营现金流	210	-11	6	12	总资产周转率	0.71	0.81	0.86	0.91
投资活动现金流	-588	10	-0	-0	应收账款周转率	23	25	23	23
资本支出	368	-2	0	0	应付账款周转率	5.45	11.09	21.39	21.64
长期投资	-225	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-445	8	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.59	1.75	2.10
筹资活动现金流	-518	517	-1192	-1214	每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.28	1.65	2.37
短期借款	-67	50	-50	0	每股净资产(最新摊薄)	5.73	6.47	7.25	8.29
长期借款	-42	1600	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	21.27	16.35	14.83	12.36
资本公积增加	14	0	0	0	P/B	4.52	4.01	3.58	3.13
其他筹资现金流	-423	-1133	-1142	-1214	EW/EBITDA	14	11	9	8
现金净增加额	43	1934	624	1400					



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层

邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932

传真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层

邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028

传真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司