

## 盘江股份 (600395. SH)

### 产销结构优化，看好公司未来成长空间

 评级: **买入**

前次:

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@qlzq.com.cn

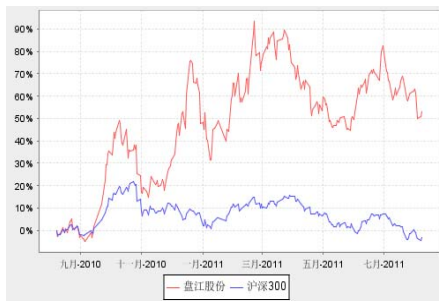
gongyh@qlzq.com.cn

2011年8月24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)	31.03
市值(百万元)	34237.51
流通市值(百万元)	8263.62

#### 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	19.29	15.13	11.96
PEG	0.39	0.74	0.60	0.55	0.45
每股净资产 (元)	4.55	5.33	6.09	8.14	10.74
每股现金流量	1.64	1.04	2.20	2.44	2.90
净资产收益率	19.72%	22.87%	26.42%	25.20%	24.17%
市净率	6.47	6.11	5.10	3.81	2.89
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

- 公司于2011年8月24日发布中期业绩: 上半年实现营业收入35.64亿元, 同比增长38.7%; 归属于上市公司股东净利润8.76亿元, 同比增长37%; 每股收益0.79元, 同比增长36.9%; 每股经营性净现金流净额1.27元, 同比增长154.62%; 加权平均净资产收益率13.26%, 同比增加1.79%。利润增速基本符合我们的预期, 其中二季度利润环比增长13.4%。业绩增长的主要原因是商品煤洗出率大幅提升以及煤炭产品销售价格同比上涨。
- 商品煤量价齐升, 吨煤利润稳步增长。上半年公司煤炭产量583万吨, 同比增长5%; 但由于洗出率大幅提升, 商品煤销量459万吨, 同比增长24%; 其中精煤194万吨, 同比增长18.8%; 因此, 煤炭销量增长贡献较大。同时, 煤炭销售价格同比上涨12.9%至774元/吨, 今年以来公司精煤提价是销售均价上涨的主要推动力。吨煤成本444元, 同比上涨15.9%, 因此煤炭毛利率下滑约1.5个百分点至42.65%。但吨煤税后净利润增长17元至189元/吨。在看好焦煤中长期价格趋势的背景下, 我们认为, 公司在西南地区的煤炭定价权决定了其未来的吨煤净利润仍将继续上涨。
- 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。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- (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 19.29 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。

**图表 1: 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
<b>本部煤矿小计</b>			<b>172,427</b>	<b>80,666</b>	<b>1110</b>	<b>955</b>	<b>1058</b>	<b>1133</b>	<b>1140</b>	<b>1160</b>	<b>1350</b>	<b>1450</b>	<b>1480</b>	<b>1500</b>	<b>1500</b>
<b>在建项目</b>															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
马依西三井			53,683	21,473	240								120	240	240
<b>控股煤矿合计</b>			<b>456,465</b>	<b>208,614</b>	<b>2,370</b>	<b>955</b>	<b>1,058</b>	<b>1,133</b>	<b>1,140</b>	<b>1,160</b>	<b>1,380</b>	<b>1,680</b>	<b>2,190</b>	<b>2,760</b>	<b>2,760</b>
<b>控股煤矿权益合计</b>			<b>387,716</b>	<b>177,633</b>	<b>2,023</b>	<b>955</b>	<b>1,058</b>	<b>1,133</b>	<b>1,140</b>	<b>1,160</b>	<b>1,377</b>	<b>1,627</b>	<b>2,002</b>	<b>2,413</b>	<b>2,413</b>
<b>参股煤矿</b>															
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	120
<b>合计</b>			<b>616,246</b>	<b>276,445</b>	<b>2,970</b>	<b>955</b>	<b>1,058</b>	<b>1,133</b>	<b>1,185</b>	<b>1,280</b>	<b>1,620</b>	<b>1,920</b>	<b>2,490</b>	<b>3,230</b>	<b>3,360</b>
<b>权益合计</b>			<b>431,183</b>	<b>196,593</b>	<b>2,197</b>	<b>955</b>	<b>1,058</b>	<b>1,133</b>	<b>1,156</b>	<b>1,202</b>	<b>1,461</b>	<b>1,711</b>	<b>2,101</b>	<b>2,555</b>	<b>2,587</b>
<b>权益产量 YOY%</b>							<b>10.79%</b>	<b>7.09%</b>	<b>2.01%</b>	<b>4.00%</b>	<b>21.55%</b>	<b>17.12%</b>	<b>22.77%</b>	<b>21.61%</b>	

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 2: 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

**图表 3: 财务预测简表**

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业总收入</b>	<b>4,104</b>	<b>4,546</b>	<b>5,469</b>	<b>7,148</b>	<b>9,175</b>	<b>12,063</b>
增长率	70.39%	10.8%	20.3%	30.7%	28.4%	31.5%
营业成本	-3,145	-2,703	-3,034	-4,090	-5,274	-7,076
% 销售收入	76.6%	59.5%	55.5%	57.2%	57.5%	58.7%
<b>毛利</b>	<b>959</b>	<b>1,843</b>	<b>2,436</b>	<b>3,058</b>	<b>3,901</b>	<b>4,987</b>
% 销售收入	23.4%	40.5%	44.5%	42.8%	42.5%	41.3%
营业税金及附加	-108	-117	-159	-214	-275	-362
% 销售收入	2.6%	2.6%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-61	-175	-128	-157	-202	-265
% 销售收入	1.5%	3.8%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-151	-375	-540	-586	-734	-965
% 销售收入	3.7%	8.2%	9.9%	8.2%	8.0%	8.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>638</b>	<b>1,177</b>	<b>1,608</b>	<b>2,100</b>	<b>2,690</b>	<b>3,395</b>
% 销售收入	15.6%	25.9%	29.4%	29.4%	29.3%	28.1%
财务费用	4	-18	-10	-27	-31	-28
% 销售收入	-0.1%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-6	2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	-2	2	3	2
% 税前利润	0.8%	0.5%	—	0.1%	0.1%	0.1%
<b>营业利润</b>	<b>642</b>	<b>1,167</b>	<b>1,594</b>	<b>2,076</b>	<b>2,662</b>	<b>3,370</b>
营业利润率	15.6%	25.7%	29.1%	29.0%	29.0%	27.9%
营业外收支	-11	0	-2	2	-3	-1
<b>税前利润</b>	<b>631</b>	<b>1,166</b>	<b>1,592</b>	<b>2,078</b>	<b>2,659</b>	<b>3,369</b>
利润率	15.4%	25.7%	29.1%	29.1%	29.0%	27.9%
所得税	-90	-176	-247	-303	-396	-506
所得税率	14.3%	15.1%	15.5%	14.6%	14.9%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>540</b>	<b>990</b>	<b>1,345</b>	<b>1,775</b>	<b>2,263</b>	<b>2,863</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>540</b>	<b>990</b>	<b>1,345</b>	<b>1,775</b>	<b>2,263</b>	<b>2,863</b>
净利率	13.2%	21.8%	24.6%	24.8%	24.7%	23.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>540</b>	<b>990</b>	<b>1,345</b>	<b>1,775</b>	<b>2,263</b>	<b>2,863</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	155	290	405	522	587	685
非经营收益	9	16	24	28	47	46
营运资金变动	-266	514	-625	104	-210	-395
<b>经营活动现金净流</b>	<b>438</b>	<b>1,810</b>	<b>1,148</b>	<b>2,428</b>	<b>2,688</b>	<b>3,199</b>
资本开支	227	684	368	849	1,059	1,332
投资	-31	-181	-225	0	0	0
其他	5	0	5	2	3	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-253</b>	<b>-866</b>	<b>-588</b>	<b>-846</b>	<b>-1,056</b>	<b>-1,329</b>
股权募资	0	289	33	0	0	0
债权募资	0	-3	-43	550	0	0
其他	-52	-661	-508	-32	-985	-47
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-52</b>	<b>-374</b>	<b>-518</b>	<b>518</b>	<b>-985</b>	<b>-47</b>
<b>现金净流量</b>	<b>133</b>	<b>570</b>	<b>43</b>	<b>2,100</b>	<b>646</b>	<b>1,822</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	371	941	984	3,084	3,730	5,552
应收款项	810	1,188	2,046	1,938	2,481	3,544
存货	176	179	193	194	279	403
其他流动资产	6	57	52	48	66	106
<b>流动资产</b>	<b>1,363</b>	<b>2,364</b>	<b>3,275</b>	<b>5,265</b>	<b>6,557</b>	<b>9,606</b>
% 总资产	53.3%	33.0%	39.5%	49.6%	53.0%	59.8%
长期投资	95	276	499	499	499	499
固定资产	1,029	3,283	3,308	3,413	3,600	3,893
% 总资产	40.2%	45.8%	39.9%	32.2%	29.1%	24.2%
无形资产	68	1,247	1,208	1,432	1,714	2,068
非流动资产	1,193	4,810	5,019	5,348	5,817	6,464
% 总资产	46.7%	67.0%	60.5%	50.4%	47.0%	40.2%
<b>资产总计</b>	<b>2,557</b>	<b>7,174</b>	<b>8,294</b>	<b>10,612</b>	<b>12,374</b>	<b>16,070</b>
短期借款	0	152	151	151	151	151
应付款项	371	809	792	828	1,102	1,613
其他流动负债	108	403	473	1,369	593	916
流动负债	478	1,364	1,416	2,348	1,846	2,679
长期贷款	0	345	303	853	853	853
其他长期负债	41	106	187	187	187	187
<b>负债</b>	<b>519</b>	<b>1,815</b>	<b>1,907</b>	<b>3,388</b>	<b>2,886</b>	<b>3,719</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,038</b>	<b>5,331</b>	<b>6,326</b>	<b>7,163</b>	<b>9,426</b>	<b>12,289</b>
少数股东权益	0	28	61	61	61	61
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,557</b>	<b>7,174</b>	<b>8,293</b>	<b>10,612</b>	<b>12,374</b>	<b>16,069</b>

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.910	0.897	1.219	1.609	2.051	2.595
每股净资产 (元)	3.430	4.832	5.733	6.492	8.543	11.138
每股经营现金净流 (元)	0.737	1.640	1.041	2.201	2.436	2.899
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.850	0.850	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	26.51%	18.57%	21.27%	24.78%	24.01%	23.30%
总资产收益率	21.13%	13.80%	16.22%	16.73%	18.29%	17.82%
投入资本收益率	34.79%	21.53%	25.37%	38.64%	36.57%	39.51%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	70.39%	10.77%	20.31%	30.69%	28.36%	31.48%
EBIT 增长率	478.76%	84.27%	36.70%	30.60%	28.06%	26.21%
净利润增长率	357.58%	83.22%	35.88%	31.96%	27.50%	26.50%
总资产增长率	19.27%	180.54%	15.60%	27.96%	16.60%	29.87%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	11.1	16.4	15.2	13.7	14.1	14.8
存货周转天数	13.3	23.9	22.4	17.2	19.2	20.7
应付账款周转天数	33.5	55.3	66.9	47.9	50.9	55.3
固定资产周转天数	81.4	139.4	180.4	142.6	112.1	88.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-18.23%	-8.29%	-8.31%	-28.80%	-28.74%	-36.83%
EBIT 利息保障倍数	-149.8	64.9	154.3	78.3	86.7	122.8
资产负债率	20.31%	25.30%	22.99%	31.93%	23.33%	23.14%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:阴红星  
电话:0531-68889520  
手机:13969199716  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308