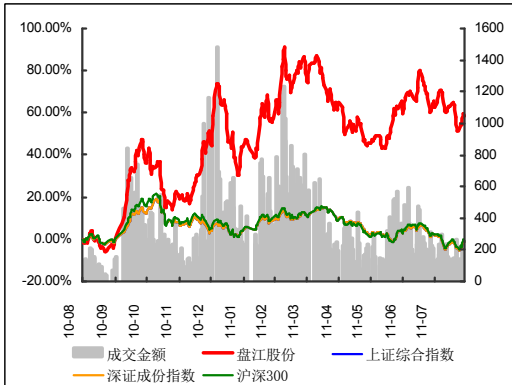


评级：**强烈推荐（首次）**

坐拥华南最大煤仓，“质、量”优秀， 静待增长

报告时间：2011年8月29日

—盘江股份深度研究报告



市场数据（截至8月26日）：

公司评级	强烈推荐（首次）
年内最高价/最低价	40.10/26.11
上证指数	2612.19
深圳综指	11568.20
沪深300指数	2901.22

分析师：于宏

执业证书编号：S0770511030001

电话：(0351) 4131415

E mail: yuh@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

联系人：诸艺方

邮编：030012

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

近期报告：

《能源供应西移 跨越式发展 成就未来“大秦帝国”---大秦铁路深度研究报告》2011-8-12

《澳洲开征碳税 经济影响不大 但影响深远---澳洲开征碳税点评》2011-7-13

《煤炭行业周报》2011-7-13

《焦炭行业周报》2011-7-8

《2011年中期煤炭行业投资策略报告》2011-7-5

经过资产注入后，公司煤矿数量由原有的2个增加到6个，公司煤炭产量爆发式增长，从2007年到2010年产量年均复合增长31%，公司矿区技改的进行，推动产能持续扩大，预计到2013年，产能将扩至1500万吨。同时受益于电价的上涨，公司盈利水平随着煤炭产量的增加而大幅上涨。

公司主要客户需求稳定。四川攀枝花的攀钢集团、六盘水市的水城钢铁、贵州黔桂发电公司、贵州粤黔电力公司、广西建设燃料公司等，这四大客户占其销售量的58%。短期内我国难以改变能源格局，下游煤炭、钢铁等行业需求持续旺盛，煤价上涨压力较大。

“十二五”西南地区煤炭需求持续增长带来市场空间。“十二五”期间西南地区的工业化、城市化将加速推进，贵州省是主要的煤炭调出省，年净调出量不低于4000万吨；“十二五”期间贵州省煤炭需求预计年均增长近10%，需求的持续增长给公司的扩张带来了广阔的市场空间。

公司生产成本优势明显。公司2010年吨煤生产成本为261.7元，比行业平均水平低14.7%，公司的吨煤销售费用仅为72.8元，低于行业平均成本。省内煤炭价格调节基金对公司利润影响不大。

或受益稀缺煤种保护政策。公司拥有丰富的肥煤和1/3焦煤资源，这些稀缺煤种存在着严重浪费，在煤价还未完全市场化之前，指导价格和市场价格差距较大，稀缺煤种价格被严重低估，一旦保护性政策出台，必然引起煤价的大幅上涨，公司将从中获益。

公司地理位置优越，相对竞争力强。公司拥有华南最大的煤矿资源，产煤量大、质量高。盘江矿区交通运输条件便利，南昆铁路红威支线，盘西支线及320国道、镇胜

高速公路贯穿矿区南北,公司各生产矿井和选煤厂均设有铁路专用线;地理位置得天独厚,公司所处的周边省区如四川、重庆、云南、湖南、广东、广西、海南等均为缺煤省,江南仅贵州为煤炭净调出省,相对于山西、内蒙煤,运输成本优势明显。

➤ 公司是目前贵州最大的也是唯一的 A 股上市煤炭企业,现有产能 1100 万吨。贵州是江南第一煤炭大省,贵州煤炭工业发展“十二五”规划的出台,拉开了新的产业整合大幕,“十二五”规划建成 1 个 5000 万吨大型煤炭企业,公司是 5000 万吨企业的唯一培养目标。

➤ 有望再获母公司资产注入。目前母公司旗下主要煤炭资产为子公司盘南煤炭开发公司持有的响水矿,设计年产能 400 万吨,尽管响水煤矿的股权结构较为复杂,但是将此资产注入上市公司符合集团公司长期利益和发展目标。我们预计响水矿有望在 2012 年注入上市公司。

➤ 现有煤矿扩能以及新建项目可使“十二五”末产能达 3000 万吨,复合增速 22%,公司自身的成长性在煤炭上市公司中首屈一指。公司作为兼并重组主体,参与省内煤炭整合(整合小煤矿以及未来可能的大中型煤炭企业的合并重组)可助推 5000 万吨目标的实现。

➤ 在不考虑资产注进的情况下,我们预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 1.63 元, 2.08 元, 2.66 元。P/E 估值我们给出 2011 到 2013 年分别为 19.7X, 15.4X, 12.1X。公司净利润年均增长 30%, 现金流量充沛, 各项财务指标良好。

➤ 目前的估值水平高于行业平均的 18 倍,考虑到公司在贵州省的地位以及未来产量增长明确,因此我们给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示: 系统性风险将带来个股估值的大幅波动, 请投资者注意风险。



目录

公司简介.....	5
股权结构.....	5
经营分析.....	6
主营煤炭开采业务.....	6
资产重组后公司盈利能力显著提高.....	8
投资亮点.....	8
依托丰富的资源储量.....	8
区域垄断优势明显.....	9
内生增长明确.....	10
未来五年新建矿产能释放.....	10
下游需求旺盛，主要客户需求稳定.....	11
公司煤炭产品成本优势巨大.....	13
稀缺煤种保护政策有望出台.....	13
坐拥华南最大煤仓，地理位置优越.....	13
受益贵州省煤炭资源整合.....	15
集团继续将优质资产注入上市公司.....	16
盈利预测.....	17
风险提示.....	17



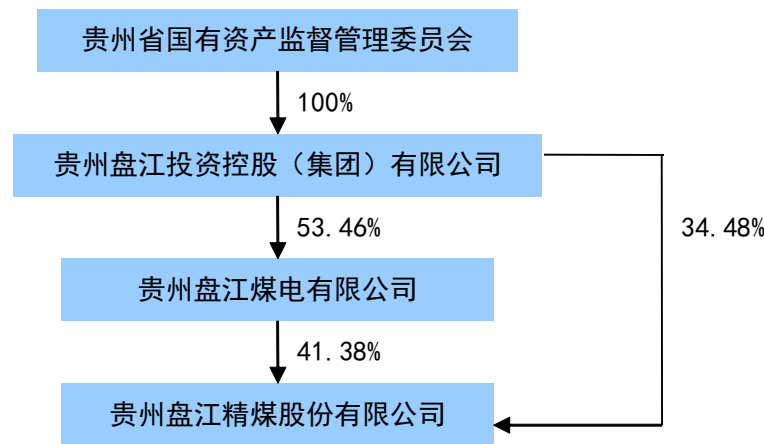
图表目录

图表 1 公司股权结构.....	5
图表 2 公司资产注入前后煤矿情况.....	6
图表 3 主营业务购成 (单位: 亿元)	6
图表 4 主营业务购成 (单位: 亿元)	7
图表 5 销售毛利率及净利率 (单位: 百分比)	7
图表 6 公司煤炭销售价格 (单位: 元/吨)	8
图表 7 公司煤炭销售情况 (万吨)	8
图表 8 贵州省煤炭资源分布.....	9
图表 9 公司周边钢厂.....	10
图表 10 本部煤炭产量增长情况 (单位: 万吨)	10
图表 11 公司投资建设煤矿.....	11
图表 12 六盘水焦煤出厂价格 (单位: 元/吨)	11
图表 13 贵州省煤炭需求量预测 (单位: 万吨)	12
图表 14 煤炭行业部分上市公司煤炭综合售价 (单位: 元/吨)	12
图表 15 煤炭行业单位产量成本 (单位: 百万吨 元/吨)	13
图表 16 煤炭销售路线示意图.....	14
图表 17 公司销售较海运优势比较 (单位: 公里 元)	14
图表 18 公司销售较铁路优势比较 (单位: 公里 元)	14
图表 19 贵州省“十一五”生产总值与煤炭产量情况 (单位: 亿元 万吨)	15
图表 20 贵州省截至 2008 年底煤炭资源储量情况表 (单位: 亿吨)	15
图表 21 响水煤矿股权结构示意图.....	16
附录: 财务报表及主要财务指标.....	15

公司简介

贵州盘江精煤股份有限公司是由贵州盘江投资控股（集团）有限公司、中国煤炭工业进出口集团公司等八家法人共同发起设立。2001年4月9日，经中国证监会批准，公司在上海证券交易所挂牌上市。公司经营范围为原煤开采、选洗精煤、特殊加工煤、焦炭的销售和煤炭附产品的深加工。

股权结构



图表 1 公司股权结构

资料来源：公司公告

2008年4月公司根据发展需要实施了重大资产重组工作，盘江股份向其实际控制人盘江煤电集团、控股股东盘江煤电进行了定向增发，收购了盘江煤电集团拥有的土城矿、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；收购了盘江煤电拥有的土城矿、月亮田矿、山脚树矿、火烧铺矿改扩建工程、老屋基矿剩余资产、盘北选煤厂剩余资产、老屋基选煤厂剩余资产及其下属单位的相应的资产和负债。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。

2010年9月13日，经贵州省人民政府国有资产监督管理委员会《关于盘江煤电（集团）有限责任公司名称变更为贵州盘江投资控股（集团）有限公司的批复》同意，并经六盘水市工商行政管理局批准，盘江煤电（集团）有限责任公司于二〇一〇年九月十三日起由“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。

图表 2 公司资产注入前后煤矿情况

煤矿名称	股权	煤种	核定产能(万吨)	可采储量(亿吨)	可采年限(年)
原有煤矿:					
火铺矿	100%	肥煤 焦煤	240	1.9	79.17
老屋基矿	100%	肥煤 焦煤	115	0.23	20.00
注入煤矿:					
山脚树矿	100%	肥煤 1/3 焦煤	180	1.26	70.00
月亮田矿	100%	肥煤 1/3 焦煤	115	0.89	77.39
土城矿	100%	肥煤 焦煤	280	1.75	62.50
金佳矿	100%	贫瘦煤	180	3.12	173.33
小计			1110	9.15	

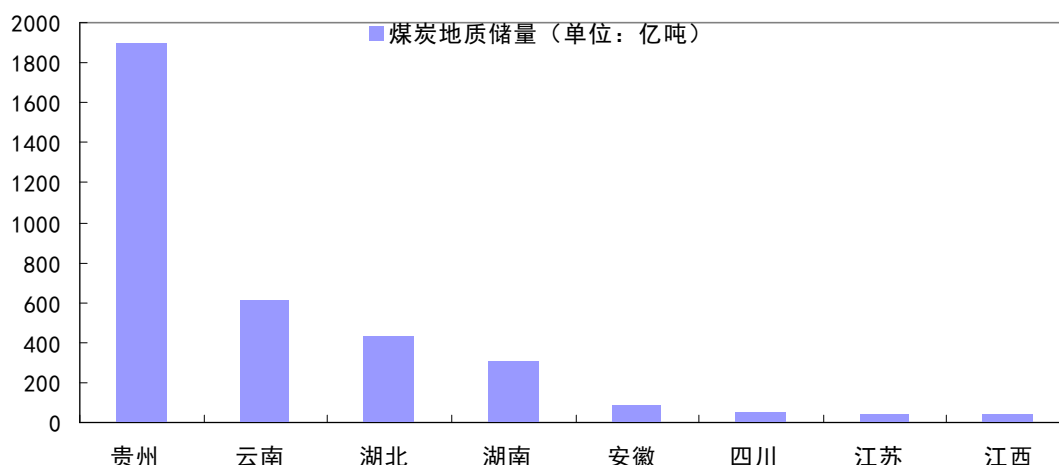
资料来源：公司公告

经营分析

主营煤炭开采业务

公司所在的贵州省号称“西南煤海”，是我国南方最大的产煤省区，也是煤炭输出主要省份之一。煤炭资源分布广泛，在全省 88 个县（市、区）中，产煤县有 74 个，含煤面积约 7 万平方公里。据该省能源局数据，其煤矿预测储量（可靠级）约有 864 亿吨，居全国第 5 位。超过南方 12 省（区、市）煤炭资源储量的总和。

图表 3 主营业务购成（单位：亿元）

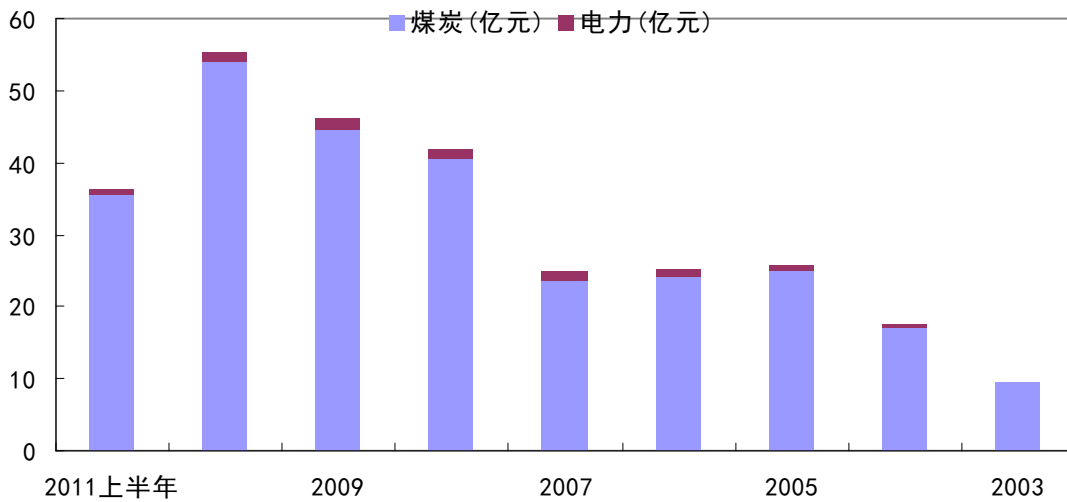


资料来源：公司公告

贵州煤炭种类主要有气煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、贫煤和无烟煤。无烟煤资源最大，约占总量的 70%，低灰、低硫、发热量高，且品质优良，是化工行业的重要原材料和燃料。优质炼焦用煤约占

总量的 15%，几乎全部都分布在六盘水煤田，是国家列入保护性开采的煤种。盘江股份的经营范围以原煤开采、选洗精煤、特殊加工煤、焦炭的销售和煤炭附产品的深加工为主。公司煤碳产品品种较全，主要产品有精煤、混煤（动力煤）。2010 年，公司年产炼焦精煤 350 万吨，混煤近 400 万吨，原煤 1100 万吨，销售煤炭产品 750 万吨。

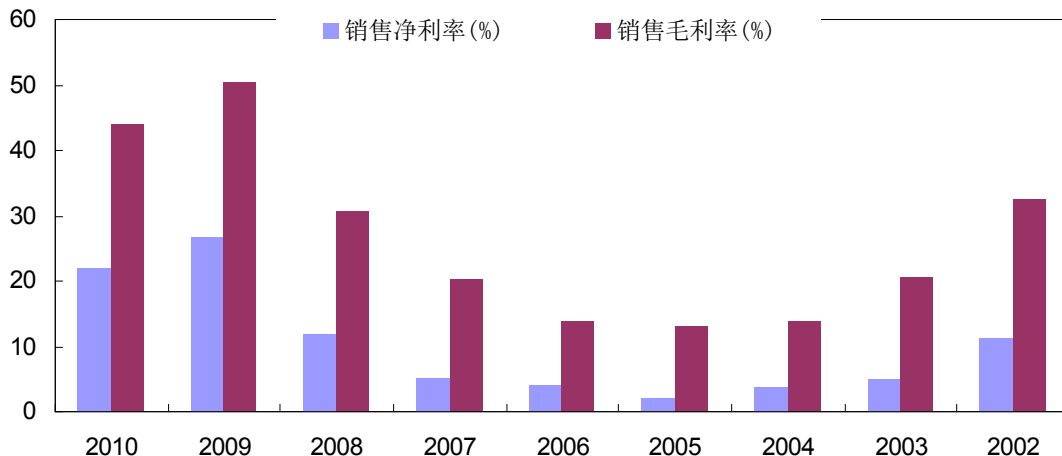
图表 4 主营业务购成（单位：亿元）



资料来源：公司公告

公司煤炭资源丰富，开采条件好，产品煤种齐全，煤质优良，且低灰、低硫、微磷、发热量高。公司可生产 8%~10% 等级的炼焦精煤，在我国南方地区少有类似的情况，产品在长江以南省份优势明显。特别是 1/3 焦和气、肥煤属稀缺煤种。公司业务较为单一，煤炭业务占到总收入的 98% 以上，业务比重多年基本保持不变。

图表 5 销售毛利率及净利率（单位：百分比）



资料来源：公司公告

焦煤是钢铁生产过程中的重要原料，1.4-1.6吨的焦煤才能练成1吨焦炭，由于钢铁业节能减排的要求越来越高，而高炉大型化是节能减排的首选和必选，优质焦煤成为热门的大宗商品，虽然08年金融危机导致大宗商品价格出现暴跌，但受益资源的稀缺性，炼焦煤价格持续上涨，使得公司煤炭毛利率经历07-08年的低谷后，出现恢复性上涨，目前保持了较高水平，2011年年报显示达到了44%。

图表 6 公司煤炭销售价格（单位：元/吨）

售价情况（元/吨）	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
精煤	698	678	668	1158	947	1149	1256	1344	1439	1525
混煤	172	246	272	342	347	371	390	409	430	447
原煤					224	177	184	194	201	209
综合煤价	551	527	526	837	631	717	785	835	890	939

资料来源：公司公告

资产重组后公司盈利能力显著提高

经过09年资产注入后，公司获得了集团公司的优质资产，煤炭产品产量出现了爆发式的增长。2010年度，公司生产精煤350万吨，生产混煤397万吨，原煤1,140万吨，销售商品煤753万吨。发电45,231万度，供电39,119万度。主营业务收入539,133万元，主营业务成本296,015万元；实现净利润134,522万元，比上年同期提高35.86%，煤炭盈利能力进一步提升。

图表 7 公司煤炭销售情况（万吨）

销售情况（万吨）	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
煤炭销量	479	468	450	484	704	773	913	1145	1383	1667
精煤销量	321	285	289	293	340	350	425	533	644	776
混煤销量	158	183	161	191	331	397	448	562	679	818
原煤销量					33	26	40	50	60	72

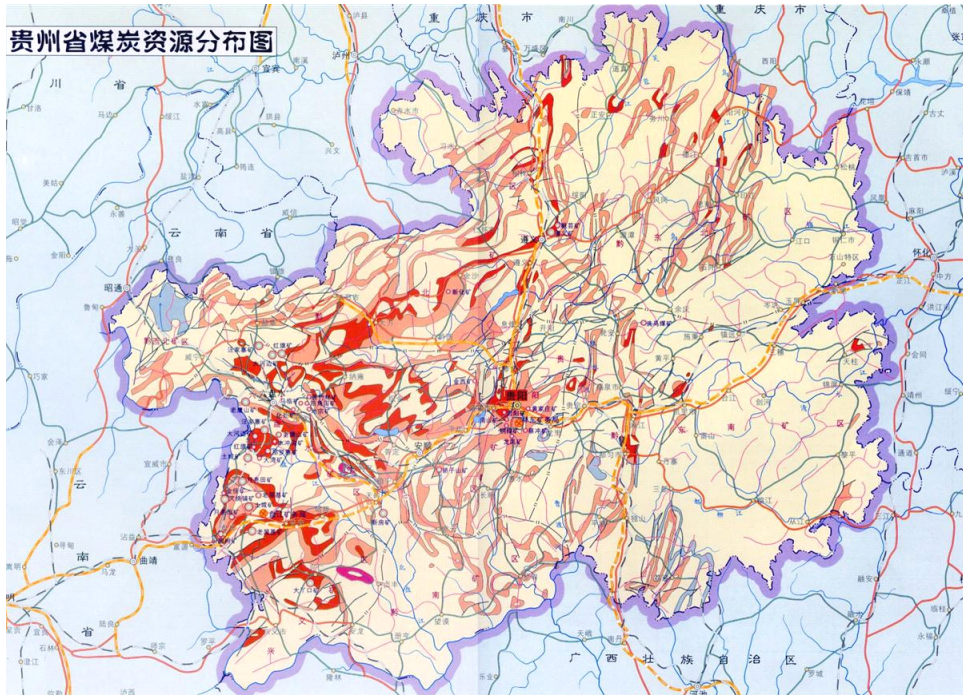
资料来源：公司公告

投资亮点

依托丰富的资源储量

贵州省煤炭资源十分丰富，分布广泛，全省86个县（市）中，产煤县（市）达74个，占86%。在全省国土面积17.6万平方公里中，含煤面积约7万平方公里，占40%左右。截至2002年底，贵州省探明的煤炭资源量569.2亿吨，占全国探明的保有储量10,077亿吨的5.6%，仅次于山西、

内蒙、陕西、新疆四省区，名列全国第五位，占江南 13 个省（市、区）已探明的保有储量的 52.3%，居江南之首。



图表 8 贵州省煤炭资源分布

资料来源：大同证券研究部整理

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%。煤田地质界权威人士认为：“六盘水是华南最大的煤仓。”可以说，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。

区域垄断优势明显

公司生产的精煤主要用于冶金行业钢厂炼焦配煤，混煤主要用于电厂发电，所以，煤炭产品的主要供应对象为冶金行业的重点钢厂和能源行业的大型电厂，其中攀钢、广钢、柳钢、水钢、涟钢、湘钢、贵阳气源厂、广西建燃、黔桂电力等用户占公司产品销量的 70% 以上。



图表 9 公司周边钢厂

资料来源：大同证券研究部整理

内生增长明确

公司本部六矿，除了山脚树矿以外，其余几矿都在进行技改，预计在 2013 年完成时，产能将提高至 1500 万吨，年复合增长率 7%；公司投资建设的煤矿产能合计 1650 万吨，权益产能 984 万吨。不考虑收购，“十二五”期末，公司煤炭产量从 1100 万吨达到 3000 多万吨，复合增长率为 22%，权益产量达到 2524 万吨，复合增长率为 17.9%。

图表 10 本部煤炭产量增长情况（单位：万吨）

煤矿	煤种	核定产能（万吨）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
火铺矿	肥煤 焦煤	240	111	200	240	270	300	300
老屋基矿	肥煤 焦煤	115	126	115	115	120	150	120
山脚树矿	肥煤 1/3 焦煤	180	115	115	115	120	150	180
月亮田矿	肥煤 1/3 焦煤	115	115	115	115	120	150	200
土城矿	肥煤 焦煤	280	280	280	310	400	400	400
金佳矿	贫瘦煤	180	180	180	180	200	250	300
小计		1110	927	1005	1075	1230	1400	1500

资料来源：大同证券研究部整理

未来五年新建矿产能释放

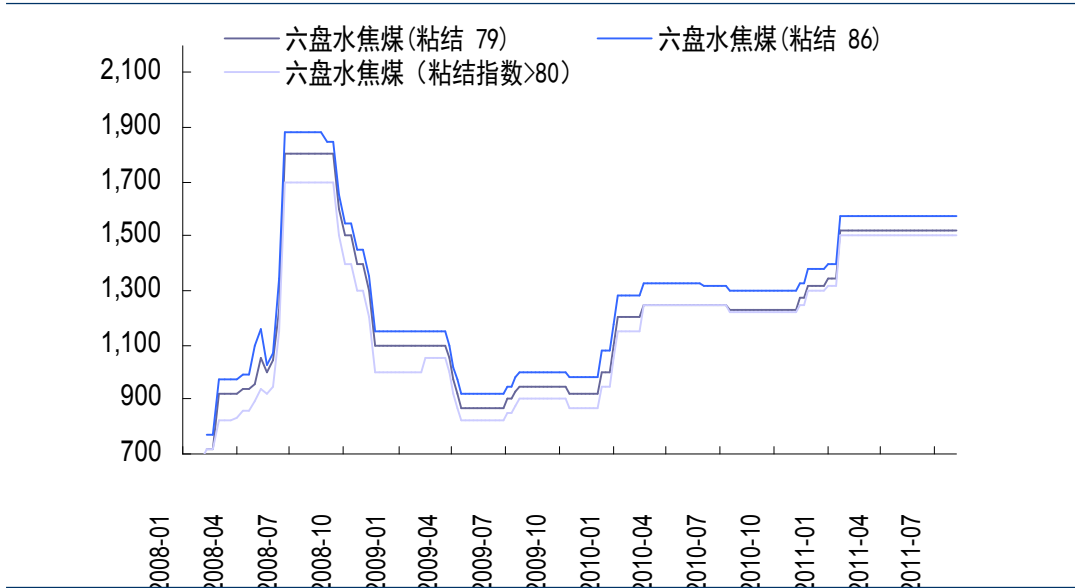
公司投资新建煤矿项目主要有两个：发耳煤矿（90%，控股子公司恒普煤业开发）和马依煤矿（67%，控股子公司马依煤业开发），规划产能分别为 300 万吨和 960 万吨，预计 2012 年下半年可以逐步贡献产量。公司还参股松河煤业（持股 35%），贵州黔首资源（持股 25%），各规划产能 240 万吨的煤矿，预计“十二五”末将贡献产能。

图表 11 公司投资建设煤矿

单位：万吨	煤种	权益 (%)	可采储量	核定产能	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
松河煤业	主焦煤	35%	20022	240	150	240	240	240	240
恒普煤业	焦煤	90%	48881	300			120	300	300
马依煤业	贫瘦煤	67%	79067	960			280	480	960
	马依西一井		19263	240		30	80	120	240
	马依东一井		21181	240			60	120	240
	马依西二井		17150	240			80	120	240
	马依东二井		21473	240			60	120	240
贵州首黔资源开发公司	主焦煤	25%		240				60	240
	茨噶煤矿		14422	120				60	120
	纳木煤矿		23187	120					120
小计				1740	150	240	640	1080	1740

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

图表 12 六盘水焦煤出厂价格（单位：元/吨）



资料来源：sxcoal

下游需求旺盛，主要客户需求稳定

公司在年初将部分产品价格进行调整，包括冶炼精煤（1/3 焦精煤）从 1390 元/吨上调至 1500 元/吨（含税）；贫精煤由 1040 元/吨上调至 1190 元/吨；今年 2 月份对公司征收的价格调节基金，3 月份盘水市的四大电厂库存告急都反映了贵州本省内煤炭供给较为紧张；8 月份，住建部最新公布

的数据显示，全国保障房的开工率已达 56.6%，但仍有近一半的缺口，下半年钢铁、水泥等保障房建设原材料需求依然不减。种种迹象表明下游需求非常旺盛，价格有望进一步上涨。

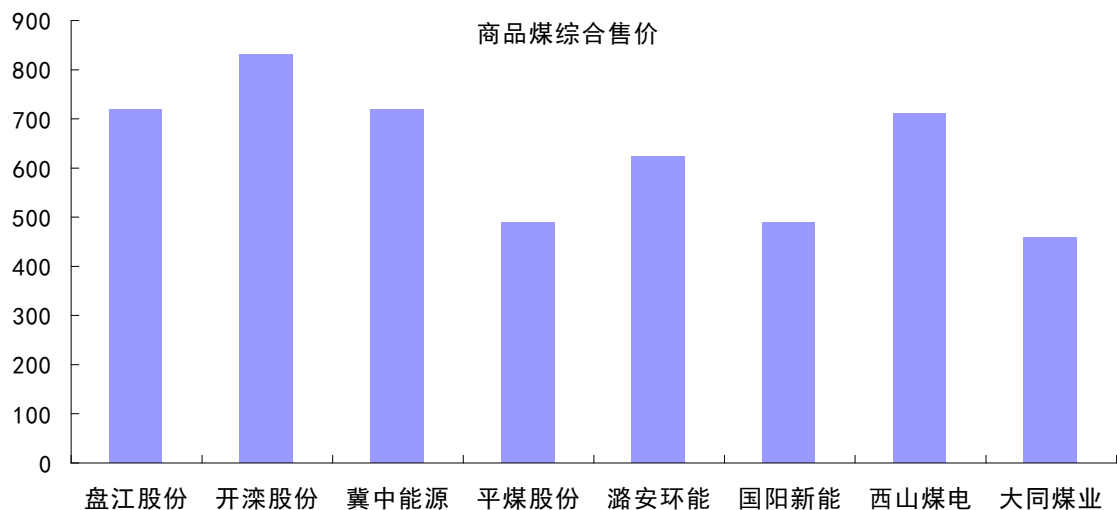
图表 13 贵州省煤炭需求量预测（单位：万吨）

煤炭消费量	“十一五”		“十二五”			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
1.电力行业	4820	5540	6490	7140	8580	9910
2.化工行业	1640	1650	1800	2200	2500	3230
3.冶金行业	1050	1160	1250	1500	1650	1900
4.建材行业	1000	1000	1050	1050	1100	1100
5.民用及其他	1500	1380	1360	1300	1200	1100
省内需求合计	9980	10730	11950	13190	15030	17240
6.调出量	3500	4000	4000	4000	4000	4000
煤炭需求总计	13480	14730	15950	17190	19030	21240

资料来源：《贵州省煤炭行业“十二五”发展规划》

虽然贵州省是产煤大省，但除去省外煤炭需求以外，省内煤炭需求形势也较为紧张。预测到 2015 年我省煤炭总需求为 21240 万吨，但按照现有煤矿建设规划和在籍矿井及在建煤矿产量安排，2015 年全省煤矿产量将达到 18233 万吨，供需缺口超过 3000 万吨。下游需求的旺盛，以及稳定的大客户资源使得公司拥有一定的议价优势，公司煤炭综合售价处于行业较高水平。

图表 14 煤炭行业部分上市公司煤炭综合售价（单位：元/吨）



资料来源：公司公告

公司煤炭产品成本优势巨大

盘江矿区煤层赋存稳定，属缓倾斜煤层，构造比较简单，埋藏浅，易开发，并且公司在当地从事煤炭开采 40 余年，积累了丰富的复杂地质条件开采经验，采煤机械化水平达到 100%。公司 2010 年吨煤生产成本为 261.7 元，比行业平均水平低 14.7%，公司的吨煤销售/管理费用仅为 72.8 元，低于行业平均成本。

图表 15 煤炭行业单位产量成本（单位：百万吨 元/吨）

	盘江股份	开滦股份	冀中能源	中平煤业	潞安环能	国阳新能	西山煤电	大同煤业	行业平均
2010年原煤产量	11.4	8.4	31.0	39.2	33.2	26.2	25.8	29.3	25.6
吨煤生产成本	261.7	394.0	346.2	340.3	291.1	296.2	280.8	245.4	307.0
吨煤销售费用	72.8	122.4	163.1	51.2	139.6	81.4	123.5	65.2	102.4

资料来源：公司公告

政策性成本将小幅增加公司生产成本，但影响不大。2011 年 1 月 1 日起，贵州省属煤炭生产企业按煤炭品种征收价格调节基金，原煤每吨 30 元，洗精煤每吨 50 元，焦炭每吨 70 元。由于价格调节基金只对出省煤炭征收，而出省煤炭销量仅占全部煤炭销量的 30%左右，故对公司盈利影响不大。

稀缺煤种保护政策有望出台

我国煤炭资源丰富，根据统计数据显示，我国目前已探明的煤炭资源保有储量 13000 多亿吨，位于世界第三。但无烟煤及焦煤储量相对较低，特别是焦煤中的优质品：肥煤、焦煤、瘦煤占比很低。相关资料显示，我国炼焦煤探明储量仅占全部煤炭储量约 22%，其中肥煤、焦煤、瘦煤在炼焦煤中的比重分别只有大约 13%、23%和 15%。并且，稀缺煤种的浪费现象十分严重，为此国家能源局已在积极筹划制定佳美等稀缺煤种的保护性开发管理办法。一旦此管理办法出台，必然使得现行市场被低估的稀有煤种价格上升，从而给公司带来巨大利润额，公司将面临重新估值。

坐拥华南最大煤仓，地理位置优越

盘江矿区交通运输条件便利，地理位置得天独厚。南昆铁路红威支线，盘西支线及 320 国道、镇胜高速公路贯穿矿区南北，公司各生产矿井和选煤厂均设有铁路专用线；地理位置得天独厚，公司所处的周边省区如四川、重庆、云南、湖南、广东、广西、海南等均为缺煤省，江南仅贵州为煤炭净调出省，产品运达上述省区运距较短，公司的地理位置有效的避开了山西、内蒙的锋芒，山西、内蒙

等地煤炭运往广州、四川等省份，运费成本要高出贵州产煤运输成本的 40%到 60%，公司的竞争优势明显。



图表 16 煤炭销售路线示意图

资料来源：大同证券研究部整理

图表 17 公司销售较海运优势比较（单位：公里 元）

海运	太原		六盘水		比较	
	经秦皇岛海运至	运费	经南昆线、防城港	运费	节省费用	比例 (%)
广州	3,422	201	1,899	168	33	16.4
南宁	4,236	217	763	87	130	59.5
湛江	3,717	207	1,201	122	85	41.1
防城港	4,078	214	921	100	114	53.3
海口	3,768	208	1,243	155	53	25.5

资料来源：公司公告

图表 18 公司销售较铁路优势比较（单位：公里 元）

铁运	太原		六盘水		比较	
	经铁路运至	运费	经六复线运至	运费	节省费用	比例 (%)
广州	2,525	202	1,675	137	65	32.2
怀化	1,617	130	715	70	60	46.2
南宁	2,620	210	1,130	93	117	55.7
长沙	1,794	144	1,191	100	44	30.6

资料来源：公司公告

受益贵州省煤炭资源整合

贵州省煤炭资源丰富、分布集中，全省煤炭保有资源量549亿吨，其中六盘水、织纳和黔北三个煤田保有资源量占总量的90%左右，占云贵煤炭基地总量的2/3以上。由于煤层埋藏较浅、易开发，大部分探明储量在垂深500米以浅，因此贵州省煤炭生产以小煤炭厂家居多。

按照贵州省煤炭行业“十二五”发展规划，力争建成1个年产5000万吨、2个年产3000万吨大型煤炭企业集团，煤炭企业集团控制在200个以内。省骨干煤炭企业规模不小于120万吨/年，规模以上煤炭企业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。

规划明确将盘江集团列为发展主体，力争“十二五”建成5000万吨级大型煤炭企业。我们认为盘江投控集团将主要通过整合周边小煤矿来实现产能的提升，而公司自身煤炭资源量也有望大幅增加。

图表 19 贵州省“十一五”生产总值与煤炭产量情况（单位：亿元 万吨）

	“十五”		“十一五”			
	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (计划)
生产总值 (亿元)	1979.06	2270.89	2741.90	3333.40	3887	4500
原煤产量 (万吨)	10798	11817	10864	11798	13691	15000
调出省外(万吨)	2617.15	2419.04	2692.53	2043.80	2417.66	3000
电煤销量 (万吨)	3212.31	4001.54	4320.38	4170.83	4645.37	4820

资料来源：《贵州省煤炭行业“十二五”发展规划》

图表 20 贵州省截至 2008 年底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	织金区	109.4467	108.8516	1.5460	104.3369	104.3369
	纳雍区	62.5062	62.0590	1.4540	49.5062	49.5062
黔北矿区	毕节区	13.2284	13.2101	1.6360	11.0734	11.0734
	大方区	54.2525	54.2261	3.0621	40.4744	40.4744

黔西区	23.9515	23.8707	3.3770	12.5685	12.5685
金沙区	16.3462	16.2423	1.5900	6.8422	6.8422
桐梓区	36.6586	36.5436	1.3550	25.3656	25.3656
二郎区	7.5235	7.5210	1.3520	3.8015	3.8015
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

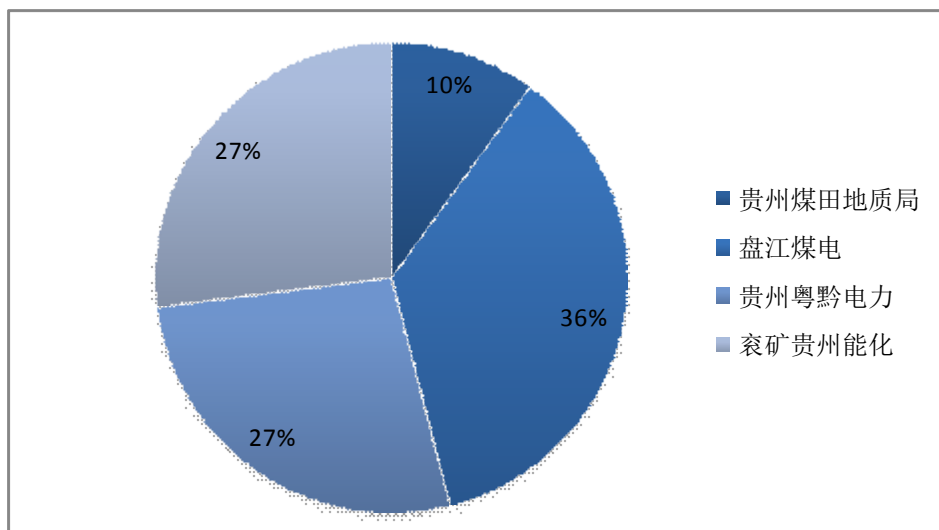
资料来源：《贵州省煤炭行业“十二五”发展规划》

集团继续将优质资产注入上市公司

由于母公司对上市公司已作出承诺，不从事与本公司生产经营业务存在竞争或者可能构成竞争的经营活动，盘江煤电将煤炭资源注入上市公司的可能性较大，目前母公司旗下主要煤炭资产为子公司盘南煤炭开发公司持有的响水矿，设计年产能400万吨，目前一采区100万吨/年已建成投产，二采区300万吨/年已建成。

尽管响水煤矿的股权结构较为复杂，但是将此资产注入上市公司符合集团公司长期利益和发展目标。另外，盘江投控集团为盘江矿区的整合主体，将通过自身或者上市公司兼并重组大幅增加煤炭资源，母公司的煤炭资源待条件成熟后将逐步放进上市公司，从而支持上市公司的可持续发展。

图表 21 响水煤矿股权结构示意图



资料来源：公开信息

盈利预测

在不考虑资产注进与保护性煤炭政策出台的情况下，我们假设企业正常经营，由于公司近年产能不断增加，我们修改了财务模型，保守假设公司煤炭销售量年增长 12%；由于我国煤炭为主能源结构难以短时间内转变，加之每年电荒的发生，煤价上涨是大概率事件，我们假设综合煤炭价格每年上涨 10%。公司客户稳定，能保证较高收入增长率。经计算，未来三年净利润增长率在 30%左右。公司现金流量充沛，财务状况良好。

我们预计公司 EPS 2011 年为 1.63 元，2012 年为 2.08 元，2013 年为 2.66 元。P/E 估值我们给出 2011 到 2013 年分别为 19.7X，15.4X，12.1X。目前的估值水平高于行业平均的 18 倍，考虑到公司在贵州省的地位以及未来产量增长明确，因此我们给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示

煤矿生产存在一定的不安全因素，煤炭价格波动是公司业绩的绝对决定因素，公司目前所得税为 15%，税收优惠政策能否继续存在一定的政策风险。

附录：财务报表及主要财务指标

资产负债表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	10	18	32	46	营业收入	55	66	81	100
应收款项	20	25	27	33	营业成本	(30)	(36)	(43)	(52)
存货净额	2	3	3	4	营业税金及附加	(2)	(2)	(2)	(3)
其他流动资产	1	1	1	1	销售费用	(1)	(2)	(2)	(3)
流动资产合计	33	47	63	83	管理费用	(5)	(6)	(7)	(9)
固定资产	33	35	36	37	财务费用	(0)	0	0	1
无形资产及其他	12	12	11	11	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	0	(0)	(0)	0
资产总计	83	98	115	136	营业利润	16	21	27	35
短期借款及交易性金融负债	2	3	3	3	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	6	7	8	10	利润总额	16	21	27	35
其他流动负债	7	9	10	12	所得税费用	(2)	(3)	(4)	(5)
流动负债合计	14	18	21	25	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3	3	3	3	归属于母公司净利润	13	18	23	29
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	5	5	5	5	现金流量表				
负债合计	19	23	26	30		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1	0	0	0	净利润	13	18	23	29
股东权益	64	75	88	106	资产减值准备	(0)	(0)	0	0
负债和股东权益总计	84	98	115	136	折旧摊销	4	3	3	4
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(0)	0	0	1
					营运资本变动	(7)	(3)	1	(3)
					其它	0	0	(0)	0
财务指标					经营活动现金流				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.22	1.63	2.08	2.66	资本开支	(7)	(4)	(4)	(4)
每股红利	0.00	0.65	0.83	1.06	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	5.84	6.76	8.00	9.58	投资活动现金流	(7)	(4)	(4)	(4)
ROE	21%	24%	26%	28%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	55%	54%	53%	52%	负债净变化	(2)	1	0	0
EBIT Margin	29%	32%	33%	34%	支付股利、利息	0	0	(7)	(9)
EBITDA Margin	37%	37%	37%	38%	其它融资现金流	(0)	(7)	(2)	(3)
收入增长	20%	21%	23%	23%	融资活动现金流	(2)	(6)	(9)	(12)
净利润增长率	36%	33%	28%	28%	现金净变动	0	8	14	14
资产负债率	23%	24%	23%	22%	货币资金的期初余额	9	10	18	32
P/E (静态)	26.3	19.7	15.4	12.1	货币资金的期末余额	10	18	32	46
P/B (静态)	5.5	4.8	4.0	3.3					

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。