中国民族证券 China Minzu Securities

2012 年 04 月 24 日

实精 用深 特民 色族

分析师： 李晶
执业证书编号： S0050510120015
Tel： 010-59355904
Email： lijing@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

盘江股份(600395.SH)

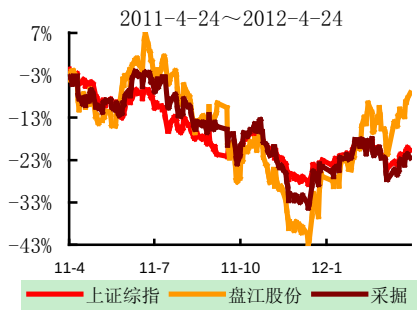
在建矿+整合+区域经济拉动 成长空间巨大

采掘

投资评级	
本次评级：	买入
跟踪评级：	未评级
目标价格：	38

市场数据	
市价(元)	31.35
上市的流通 A 股(亿股)	11.03
总股本(亿股)	11.03
52 周股价最高最低(元)	19.1-37.26
上证指数/深证成指	2388.59/10076.05
2011 年股息率	1.46%

52 周相对市场表现



相关研究

投资要点

● 1、**2011 年业绩优良分红方案优厚**。2011 年公司实现营收 74.65 亿元，归属于母公司股东的净利润 17.05 亿元，同比分别增长 36%、27%，每股收益 1.55 元，加权平均净资产收益率为 24.57%，同比提升 3 个百分点。公司拟每 10 股送转增 5 股派现金 8.5 元（税前）。

● 2、**2011 年及 2012 年 1 季度煤炭销售量价齐涨**。2011 年原煤产量、销量同比分别增长 7.89%、31.21%，煤炭销售均价、吨煤成本同比上涨 7.24%、8.13%，煤炭业务毛利率为 44.30%，接近历史最好水平。2012 年 1 季度贵州地区煤价同比涨幅可观，同时松河矿并表，推动 1 季度公司业绩提升。

● 3、**公司成长来自在建、技改矿及地区资源整合**。公司本部六对矿井中除山脚树矿外均在技改，技改完成后产能将达 1560 万吨，增长空间 27%。公司在建矿及规划矿合计产能达 1410 万吨，是公司目前实际产能的 1.15 倍。公司作为贵州地区煤炭资源整合主体，将实现外延式扩张。

● 4、**预计 2012-2014 年每股收益 1.81、2.21、2.70 元**。假设 2012-2014 年公司煤炭产销量持续增长，煤炭售价同比增长 6%、6%、4%，享受西部大开发优惠税率 15%，不考虑 2012 年股本摊薄，预计 2012-2014 年每股收益为 1.81、2.21、2.70 元，对应 2012 年动态估值为 17 倍，高于行业均值。公司未来受益于区域经济发展，中长期发展前景看好，维持“买入”评级。

● 5、**催化剂及风险**。催化剂：鼓励区域经济发展的优惠政策出台，区域资源整合推进，稀缺资源保护政策出台，煤炭价格上涨。风险提示：区域政策性成本增加，煤矿建设存在不确定性，煤炭价格下跌销售受阻。

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	7464.93	9561.60	10980.24	13454.59
增长率(%)	36.48	28.09	14.84	22.53
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1704.98	2020.64	2436.71	2982.79
增长率(%)	26.74	18.51	20.59	22.41
毛利率(%)	44.70	40.88	42.16	42.17
净资产收益率(%)	24.57	23.59	25.45	33.20
EPS(元)	1.55	1.83	2.21	2.70
P/E(倍)	20.29	17.12	14.20	11.60
P/B(倍)	4.98	4.04	3.61	3.85

来源：公司年报、民族证券

正文目录

2011 年业绩优良，分红方案优厚 3
2011 年煤炭销售量价齐涨 3
2012 年 1 季度贵州煤炭售价同比上涨推动公司盈利能力提升 4
公司成长来自在建、技改矿及地区资源整合 4
受益于政策利好推动 5
公司煤质优良 区域竞争优势突出 5
预计 2012-2014 年每股收益 1.81、2.21、2.70 元 6

图表目录

图 1：2007-2012 年 1 季度公司盈利能力总体上升 3
图 2：2007-2012 年 1 季度公司营收与净利润增速走势 3
图 3：2006-2011 年公司分红情况 3
图 4： 2011 年煤炭公司现金分红比较 3
图 5：2007-2011 年公司煤炭产销量走势 3
图 6：2007-2011 年公司吨煤售价与成本走势 3
图 7：2010 年以来贵州六盘水地区煤价走势 4
图 8：2009-2011 年公司煤炭业务毛利率走势 4
图 9：2010 年以来贵州六盘水地区煤价走势 6

表 1：2012 年 1 季度贵州地区煤价情况 4
表 2：盘江地区与山西地区精煤质量指标比较 6
表 3：盘江股份利润表简表 7

附录：财务预测表 8

2011 年业绩优良，分红方案优厚

2011 年公司实现营收 74.65 亿元，归属于母公司股东的净利润 17.05 亿元，同比分别增长 36%、27%，每股收益 1.55 元，加权平均净资产收益率为 24.57%，同比提升 3 个百分点。公司拟每 10 股送转增 5 股派现金 8.5 元（税前）。

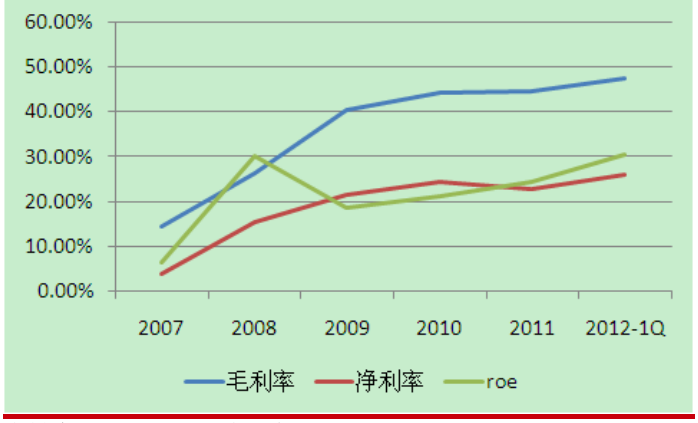
2012 年 1 季度公司实现营收 21.6 亿元，归属于母公司股东的净利润 5.6 亿元，同比分别增长 22%、35%，每股收益 0.50 元，净资产收益率为 7.28%，同比提升 1 个百分点。

2011 年公司煤炭销量、价格同比上涨、成本控制得力，带动毛利率达到历史最好水平。

2012 年 1 季度受益于煤价提升、煤炭生产成本占比下降、期间费用控制较好，公司整体毛利率再获提升。

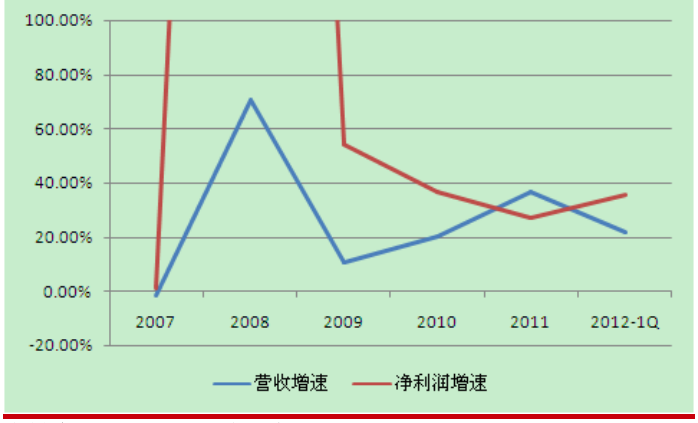
2011 年公司延续高分红传统，股息率为 2.7%，现金分红占当年净利润的 55%，板块居首。

图 1：2007-2012 年 1 季度公司盈利能力总体上升



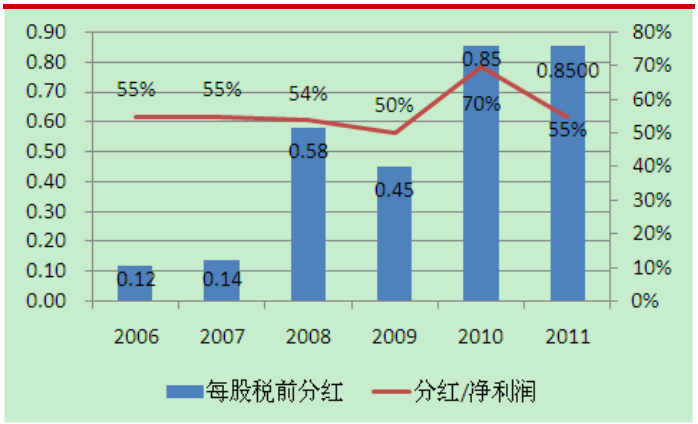
资料来源：wind，民族证券

图 2：2007-2012 年 1 季度公司营收与净利润增速走势



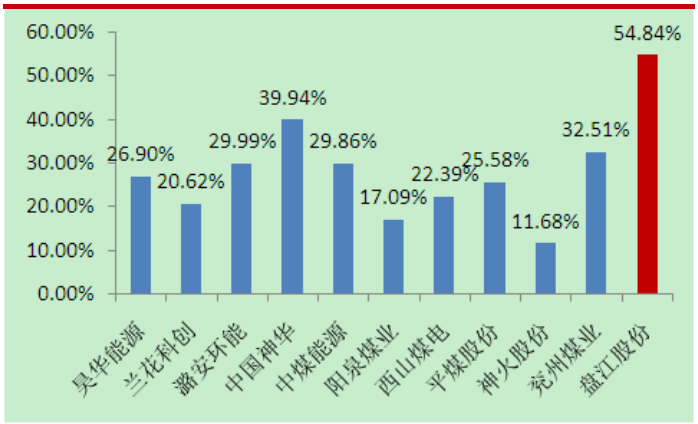
资料来源：wind，民族证券

图 3：2006-2011 年公司分红情况



资料来源：wind，民族证券

图 4： 2011 年煤炭公司现金分红比较



资料来源：wind，民族证券

2011 年煤炭销售量价齐涨

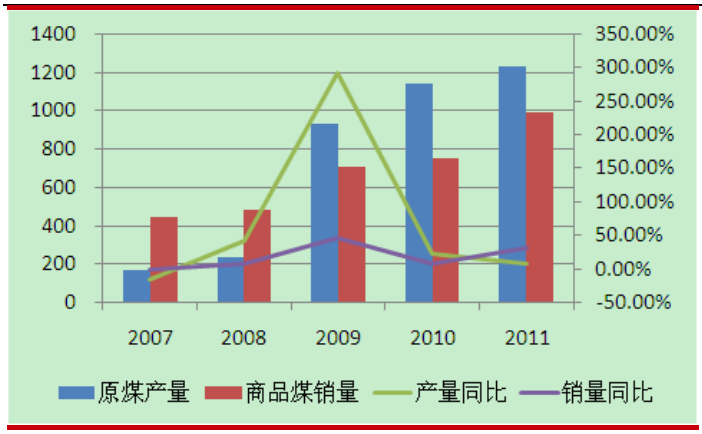
2011 年原煤产量为 1230 万吨，煤炭销量为 988 万吨，同比分别增长 7.89%、31.21%，煤炭销售均价测算为 769 元/吨，同比上涨 7.24%。

经测算，2011 年公司吨煤成本为 428 元/吨，同比上涨 8.13%。

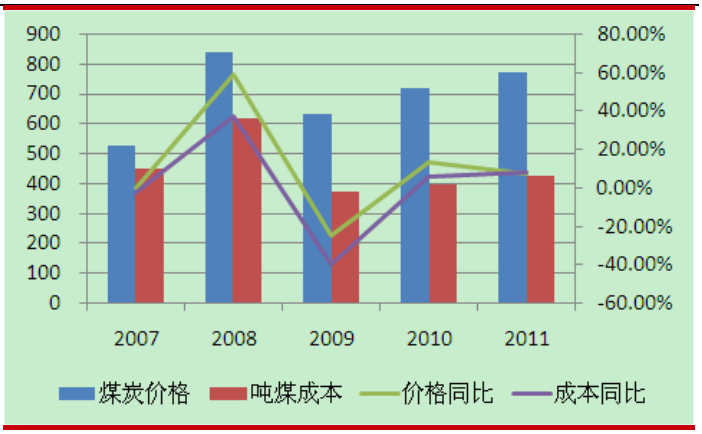
2011 年公司煤炭业务毛利率为 44.30%，同比微降 0.4 个百分点，接近历史最好水平。

图 5：2007-2011 年公司煤炭产销量走势

图 6：2007-2011 年公司吨煤售价与成本走势

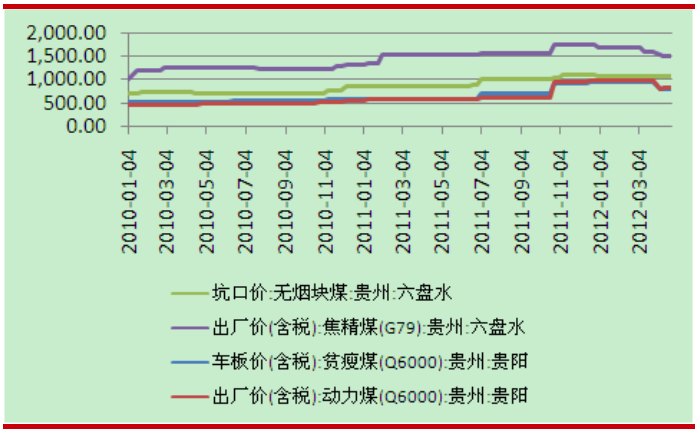


资料来源：wind，民族证券



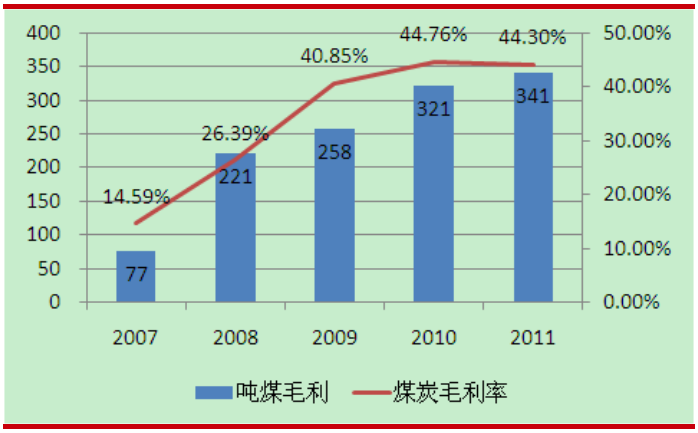
资料来源：wind，民族证券

图 7：2010 年以来贵州六盘水地区煤价走势



资料来源：wind，民族证券

图 8：2009-2011 年公司煤炭业务毛利率走势



资料来源：wind，民族证券

2012 年 1 季度贵州煤炭售价同比上涨推动公司盈利能力提升

根据万德数据，2012 年 1 季度贵州地区煤价同比涨幅可观，这奠定了 1 季度公司业绩提升的基础。另外，1 季度公司合并松河矿增加了营收和净利，2011 年同期松河矿未并表，这也是 1 季度公司业绩增长的重要原因。

4 月份受到炼焦煤需求低迷的影响，贵州地区炼焦煤价格出现回落，将影响 2 季度公司营收增速，预计营收增速将环比收窄。

表 1：2012 年 1 季度贵州地区煤价情况

	坑口价:无烟块煤:贵州:六盘水	出厂价(含税):焦精煤(G79):贵州:六盘水	出厂价(含税):焦精煤(G86):贵州:六盘水	车板价(含税):贫瘦煤(Q6000):贵州:贵阳	出厂价(含税):动力煤(Q6000):贵州:贵阳
2012-1Q	1100	1665	1677	965	985
2011-1Q	850.00	1,458.33	1,511.67	590.00	569.17
%	29.41%	14.15%	10.93%	63.56%	73.06%

资料来源：wind 民族证券

公司成长来自在建、技改矿及地区资源整合

公司本部六对矿井中除山脚树矿外，其他五对矿井目前正在技改，目前本部实际产能为

1230 万吨，技改完成后将达 1560 万吨，增长空间 27%。

公司参股 90%的恒普煤业在建发耳矿二期，预计 2013 年投产；参股 67%的马依煤业在建马依西矿、马依东矿，预计 2014 年投产；公司参股 25%的贵州首黔资源开发公司下属杨山矿 2011 年已经投产并盈利贡献投资收益，利润率高达 35%，另外两个矿在规划中；公司参股 35%的松河煤业 2011 年 5 月投产并表，预计 2012 年可达产 240 万吨。公司在建矿及规划矿合计产能达 1410 万吨，是公司目前实际产能的 1.15 倍。

大股东盘江煤电集团参股 36%的响水矿规划产能 400 万吨，目前一、二采区已建成投产，未来为消除同业竞争，有资产注入预期。

公司作为贵州地区煤炭龙头企业，将作为资源整合主体参与贵州地区煤炭资源整合，获得外部资源，实现外延式扩张。

综合分析，公司未来成长空间大，发展前景看好。

受益于政策利好推动

2012 年 2 月份国务院 2 号文件发布，旨在进一步促进贵州经济社会又好又快发展。

战略定位高远。要把贵州省建成全国重要的能源基地、资源深加工基地、特色轻工业基地、以航空航天为重点的装备制造基地和西南重要陆路交通枢纽。

空间布局优化。按照“黔中带动、黔北提升、两翼跨越、协调推进”的原则，充分发挥黔中经济区辐射带动作用，加快建设黔北经济协作区，积极推动毕水兴(毕节、六盘水、兴义)能源资源富集区可持续发展。以毕节、六盘水、兴义为节点城市，充分发挥能源矿产资源优势，建设我国南方重要的战略资源支撑基地。重点发展**煤电煤化工、钢铁有色、汽车及装备制造**、新能源等产业，深入推进毕节试验区建设。

加强基础设施建设。推进铁路、公路建设，加强能源通道建设。加快实施 500 千伏独山至桂南电力外送新通道建设。完善省内 500 千伏主网架，加快建设毕节—大兴北部通道、兴仁—独山南部通道，形成覆盖全省的坚强电网。

做大能源产业，大力发展资源深加工。加强煤炭资源勘查，推进资源整合与优化开发，加快大型煤炭基地建设。推进煤矿企业兼并重组，重点发展大型企业集团。稳步推进矿业权整合，提高资源勘查开发规模化、集约化程度。加强“西电东送”火电基地电源点建设、加快建设六枝、织金、安顺三期、清江等一批大型坑口电厂和路口电厂，2015 年贵州电力装机达到 5000 万千瓦左右。加快建设国家重要的煤电磷、煤电铝、煤电钢、煤电化等一体化资源深加工基地。以资源环境承载能力为基础，支持煤炭清洁高效综合利用，在资源富集区推进煤炭深加工，建设毕节、六盘水煤制烯烃和贵阳乙二醇等项目。

根据国家战略定位，未来贵州省将成为南方重要的战略资源支撑基地，供电外送、煤炭资源深加工、延伸煤炭产业链，为发展特色产业提供支持，煤炭产业发展空间巨大。公司作为贵州省煤炭龙头企业，将受益于贵州地区经济发展和政策支持。

公司煤质优良 区域竞争优势突出

公司所在地贵州六盘水地区是江南地区储量最大、煤质最好的地区，主产焦煤肥煤。我国西南地区的焦煤主要集中在贵州，而贵州的炼焦煤有 52.87%集中在盘江地区。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 94.8 亿吨。盘江矿区炼焦煤地质储量 64.44 亿吨，占矿区地质储量的 67.8%，占贵州省炼焦煤总储量的 52.87%。

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%，发热量为 6000 大卡。其中肥煤和 1／3 焦煤属稀缺煤种。盘江地区煤质可与西山煤田媲美。

表 2：盘江地区与山西地区精煤质量指标比较

			煤炭质量			
省份	产地	煤种	灰分 (%)	挥发分 (%)	硫分 (%)	粘结指数
贵州省	六盘水	焦精煤	<10	25.3	0.6	79
贵州省	六盘水	焦精煤	<10	26.6	0.6	86
太原市	古交	8 号焦煤	25	16~22	1.3	>60
太原市	古交	2 号焦煤	20～23	20～26	0.9	>65
太原市	古交	焦煤	28-32	16.5	0.5	62
太原市	西山煤电	焦精煤	<10	21	<0.8	73

资料来源：sxcoal 民族证券

公司地理位置得天独厚，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，公司产品运达上述省区运距较短，竞争优势明显。

公司是西南地区规模最大的焦煤企业，区域内无实力相当的竞争对手。公司精煤产品作为主焦煤主要供给钢厂，销售区域辐射云贵川、两广、湖南、江西等地，产品供不应求。长期以来公司与下游厂家建立了稳固的供需关系，前五大客户销售占公司销售收入的比例保持在 60%以上的高位，下游客户对公司精煤产品保持高度依赖。

图 9：2010 年以来贵州六盘水地区煤价走势

资料来源：wind，民族证券

预计 2012-2014 年每股收益 1.81、2.21、2.70 元

假设 2012-2014 年公司煤炭销量分别为 1208、1296、1512 万吨，煤炭售价同比增长 6%、6%、4%，吨煤成本同比增长 5.5%、5%、5%，公司继续享受西部大开发优惠税率 15%，不考虑 2012 年公司每股转增 0.5 股对股本的摊薄，预计 2012-2014 年每股收益为 1.81、2.21、2.70 元，对应 2012 年动态估值为 17 倍，高于行业均值。

公司所处矿区煤炭储量丰富，煤质优良，周边省份煤炭资源匮乏，公司议价能力强，受益于贵州地区经济发展，成长空间大，成本控制能力强，我们看好公司中长期发展前景，给予“买入”评级。

催化剂：鼓励区域经济发展的优惠政策出台，区域资源整合推进，稀缺资源保护政策出台，煤炭价格上涨。

风险提示：区域政策性成本增加（比如价格调节基金等），煤矿建设存在不确定性，煤炭价格下跌销售受阻。

表 3：盘江股份利润表简表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	7,465	9,562	10,980	13,455
主营业务成本	4,128	5,653	6,351	7,780
主营业务税金及附加	420	555	637	780
主营业务利润	2,918	3,354	3,992	4,894
其他业务利润	17	23	25	25
营业费用	137	67	77	94
管理费用	682	765	878	1,076
财务费用	61	124	143	175
EPS（元）	1.55	1.83	2.21	2.70

资料来源：民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	**4,539**	**4,813**	**5,151**	**3,616**
现金	1,147	638	363	-2,251
应收账款	2,843	3,633	4,172	5,113
其它应收款	50	79	90	111
预付账款	173	236	271	332
存货	326	227	254	312
其他	0	1	2	3
非流动资产	**7,686**	**9,631**	**11,055**	**13,465**
长期投资	359	346	384	384
固定资产	5,805	7,649	8,784	10,764
无形资产	1,415	1,530	1,757	2,153
其他	106	106	130	165
资产总计	**12,224**	**14,444**	**16,206**	**17,081**
流动负债	**2,487**	**2,808**	**3,160**	**3,871**
短期借款	50	153	176	215
应付账款	1,220	1,276	1,431	1,753
其他	1,216	1,379	1,553	1,903
非流动负债	**2,260**	**2,582**	**2,965**	**3,633**
长期借款	1,660	1,912	2,196	2,691
其他	600	669	769	942
负债合计	**4,746**	**5,389**	**6,124**	**7,504**
少数股东权益	539	487	506	593
股本	1,103	1,103	1,103	1,103
资本公积金	2,887	2,876	2,876	2,887
留存收益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,940	8,567	9,576	8,985
负债和股东权益	**12,225**	**14,443**	**16,206**	**17,081**

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**1,959**	**731**	**1,609**	**2,416**
净利润	1,705	2,021	2,437	2,983
折旧摊销	472	478	549	673
财务费用	61	124	143	175
投资损失	-17	-23	-25	-25
营运资金变动	-230	-1,816	-1,434	-1,386
其它	-32	-53	-60	-4
投资活动现金流	**-3,050**	**-2,762**	**-3,879**	**-6,369**
资本支出	-3,177	-2,762	-3,879	-6,369
长期投资	127	0	0	0
其他	0	1	2	3
筹资活动现金流	**1,254**	**506**	**870**	**555**
短期借款	50	103	126	165
长期借款	1,357	-12	277	1,031
普通股增加	-153	0	0	0
资本公积增加	11	0	0	0
其他	-11	415	467	-641
现金净增加额	**163**	**-1,525**	**-1,399**	**-3,397**

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**7,465**	**9,562**	**10,980**	**13,455**
营业成本	4,128	5,653	6,351	7,780
营业税金及附加	420	555	637	780
营业费用	137	67	77	94
管理费用	682	765	878	1,076
财务费用	61	124	143	175
资产减值损失	25.14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17.01	23	25	25
营业利润	2,029	2,421	2,919	3,573
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**2,029**	**2,421**	**2,919**	**3,573**
所得税	323	363	438	536
净利润	**1,719**	**2,058**	**2,481**	**3,037**
少数股东损益	14	37	45	55
归属母公司净利润	**1,705**	**2,021**	**2,437**	**2,983**
EBITDA	2,570	3,000	3,586	4,396
EPS（元）	1.55	1.83	2.21	2.70

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	36.49%	28.09%	14.84%	22.53%
营业利润	27.29%	19.32%	20.59%	22.41%
归属母公司净利润	26.74%	18.51%	20.59%	22.41%
获利能力				
毛利率	44.71%	40.88%	42.16%	42.17%
净利率	22.84%	21.13%	22.19%	22.17%
ROE	24.57%	23.59%	25.45%	33.20%
ROIC	17.07%	16.87%	18.13%	21.78%
偿债能力				
资产负债率	38.83%	37.31%	37.79%	43.93%
净负债比率	21.14%	20.92%	21.41%	24.89%
流动比率	1.83	1.71	1.63	0.93
速动比率	1.69	1.63	1.55	0.85
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.66	0.68	0.79
应收帐款周转率	2.63	2.63	2.63	2.63
应付帐款周转率	121.85	90.00	90.00	90.00
每股指标(元)				
每股收益	1.55	1.83	2.21	2.70
每股经营现金	1.78	0.66	1.46	2.19
每股净资产	6.29	7.76	8.68	8.14
估值比率				
P/E	20.29	17.12	14.20	11.60
P/B	4.98	4.04	3.61	3.85
EV/EBITDA	14.67	12.70	10.75	8.97

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看　好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中　性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看　淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买　入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增　持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中　性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减　持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。