

盘江股份 (600395)
买入/维持评级

股价: RMB26.88

分析师

唐宗辰
SAC 执业证书编号:s1000510120047
(0755)8236 4432
tangzc@mail.htlhsc.com.cn

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

价跌量补，全年业绩仍可期待

—盘江股份调研简报

- **需求低迷期，彰显区域龙头地位。** 尽管受经济下滑影响，贵州乃至西南地区焦煤需求出现下滑，但得益于公司西南地区焦煤龙头地位以及与下游钢厂长期建立的战略合作关系，公司焦煤销售情况正常，焦煤价格仅在4月和6月分别下调30元和50元左右；动力煤方面，由于公司和省内三大电厂长期的战略合作关系以及公司煤质好，发热量高（平均5000大卡）等优势，在其他企业纷纷面临销售困境及降价压力的背景下，公司电煤销量及售价基本稳定，公司区域龙头地位在行业整体低迷的环境下更加明显。
- **价跌量补，全年利润仍可期待。** 尽管焦精煤价格有所下跌，但我们判断，公司将通过提高商品煤的产量来弥补收入的下降，全年利润目标仍可期待。从历年公司原煤产量及商品煤产量的对比关系来看，公司商品煤的产出率持续上升，我们判断在公司不断加大在产矿井及洗煤厂技改力度的背景下，公司商品煤的产量仍有较大的提升空间，公司有通过提升商品煤的产量来达成全年利润目标。
- **重申“买入”评级，盘江股份一直是我们的2012年首推品种！** 推荐逻辑：1、《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；2、公司内生性增长潜力巨大，马伊、发耳煤矿预计2014年投产，新增产能780万吨，权益产能592万吨；3、集团做到“6400万吨规模”对公司的实质意义在于区域定价权大大增强；4、公司已完成整体上市，大股东需要现金分红，或有利于公司业绩释放和成本控制；5、地处西南内陆，受进口焦煤冲击小；6、贵州成为电价改革试点的第一个省份，电价机制有望理顺。详见我们2012年3月4日报告《盘江股份：东方不亮西方亮，条条大路通罗马》。
- **略微下调全年盈利预测。** 考虑到近期煤价下跌超我们预期，我们将12-13年的EPS分别由1.9元和2.28元下调至1.87元和2元，对应PE分别为14.4倍和13.4倍，继续维持“买入”评级。
- **风险提示：** IPO抽血过快；欧债危机未得到根本性解决，反而进一步恶化。

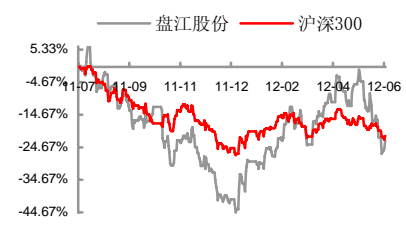
相关研究

《盘江股份：西方不方亮，条条大路通罗马》，2012年3月5日
《盘江股份：今年完成23%增长目标的概率较大》，2012年4月22日

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)	29,659

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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	7465	9602	10635	12891
(+/-%)	36%	29%	11%	21%
归属母公司净利润(百万元)	1705	2058	2210	2538
(+/-%)	27%	21%	7%	15%
EPS(元)	1.55	1.87	2.00	2.30
P/E(倍)	17.40	14.41	13.42	11.69

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

Q: 上半年公司的生产经营状况, 年初的利润目标能实现吗?

A: 上半年公司的生产经营状况基本正常, 动力煤价格持平, 炼焦煤价格 4 月份下调了 30 多块钱, 6 月份再次下调了 50-60 块钱, 合计下调了 80-90 块钱。

由于整体经济环境较差, 贵州也难独善其身, 但公司和主要的下游客户建立了稳定的战略合作关系, 无论是焦精煤还是电煤销售都没有问题, 公司焦精煤产量 400-500 万吨, 而水城也就 100 万吨, 无论从量还是煤质(含硫量 0.2 \ 0.3 居多)上都有优势; 电煤方面, 现在电厂对煤质要求较高, 低于 5000 大卡的电厂基本不收了, 而公司的电煤发热量 5000 大卡, 销售基本正常, 六枝、水城等企业煤质较差, 发热量低, 销售就面临一定的压力。

公司年初的盈利目标暂时没有变化, 在煤价下跌无法控制的背景下, 公司只能采取以量补价的方式来对冲收入的下降, 另外公司会加强可变成本(材料、电力等)的控制, 争取将这部分成本降低 5-10%, 但整体而言, 成本下降空间有限。

Q: 公司目前技改矿的进度如何?

A: 公司一直对煤矿及洗煤厂进行技改, 但是前提是不影响生产, 公司的技改主要是针对阻碍生产能力的部分进行改造, 未来产量的提升也是渐进式释放而不是脉冲式的。

Q: 公司的销售回款情况如何?

A: 应收账款较年初有所增加, 主要是省内的水钢和贵气, 目前下游企业经营较为困难, 因此销售回款有一定的压力, 大部分是以票据进行结算。

票据最长 6 月, 一般在三个月左右, 不贴现, 通常背书。

Q: 公司下游的主要客户是哪些?

A: 精煤下游主要是八大钢厂, 最大客户是攀钢, 每个月 30 多万吨精煤产量中 14、15 万吨是销售给攀钢, 另外是水钢、贵气、柳钢、韶钢、昆钢、宝钢等。

电煤的主要客户是附近的三大电厂, 今年的合同量 510 万吨, 但公司会视市场的情况, 调整供应量, 省内动力煤的非电厂客户主要是海螺三家水泥厂, 目前投产两家, 每天消耗煤炭 3、4 千吨。

Q: 防城港和湛江钢铁项目获批, 对公司未来煤炭需求是否有影响?

A: 宝钢和武钢都曾有过合作, 我们公司煤质好, 焦煤热强度高, 产量稳定, 预计未来会采购盘江的煤炭。

Q: 目前省内外电煤价差多少? 公司电煤是否出省?

A: 价差 100 多块钱, 公司在省外有一些客户, 但现在煤炭需求不旺, 出省量有限。

Q: 公司电煤是否和水城\六枝有竞争关系?

A: 基本不存在竞争, 水城和六枝的煤主要是运往贵阳和湖南。

Q: 公司煤炭的运输方式? 是否存在运力瓶颈, 公司到各个钢厂的运费有多少?

A: 基本上都是铁路运输, 公司不组织汽运, 都是客户组织, 铁路归昆明铁路局管辖, 运力不存在瓶颈。

每年都会谈一个框架性的协议，约600多万吨，精煤运到防城港120块钱，运到攀钢80-90块钱，运到昆钢60块钱，运到柳钢80块钱。

Q: 公司的成本构成情况，公司人工成本今年上涨了多少？

A: 本部按照原煤口径：人工180-190元/吨，材料40，折旧10块，另外是其他的费用。今年人工成本上涨10-15%，但实际增幅还取决于今年的利润完成情况

Q: 松河矿当时的总投资是多少？马伊和发耳的资本支出计划是多少？

A: 松河矿总投资29个亿，按照300万吨产能进行建设（核定产能240万吨），马伊和发耳的吨煤投资会小于松河矿。

Q: 松河煤矿的成本情况如何？

A: 由于小煤矿问题，目前仍未拿到采矿许可证，仍处于试生产阶段，由于产能不能充分释放，及资产负债率较高（80%），1-5月份吨煤财务费用97元，折旧40元，每个月需要缴纳财务费用1100万元，未来正常生产后财务和折旧将降到80元。

Q: 松河煤矿的工人主要是盘江调过去的还是外面招的？未来马伊、发耳煤矿投产后，工人会从盘江调过去吗？

A: 松河矿一部分工人是盘江调过去的尤其是管理技术人员，未来马伊、发耳计划本部输送60%，另外40%外招。

Q: 马伊和发耳矿的建设进度如何？

A: 预计明年年底、后年年初见到煤，马伊先开工，但是地质条件不好，发耳后开工，但是地质条件好，所以两个矿的进度差不多。

Q: 响水矿目前的进展情况如何？

A: 主要还是矿区上的小煤矿问题，松河矿也存在这个问题，目前松河矿正在通过成立投资控股公司的形式（所有权和经营权分离）来解决这个问题，如果成功，响水矿也会效仿这种模式。

Q: 响水矿的煤种及盈利能力？

A: 响水矿主要煤种是贫瘦煤，其精煤的产量极少而且煤质较差，因此主要是销售给盘南电厂，因此盈利能力相对较差。

Q: 六枝工矿的盈利情况怎么样？

A: 六枝工矿煤炭含硫量高，主要是作为电煤销售，暂时不适合注入到上市公司。

Q: 介绍一下价格调节基金的征收情况

A: 征收标准是按照原煤产量减去省内电煤量，然后按照每吨50元进行测算，最近两个月价格调节基金提取了但暂时没有缴纳。

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 生产能力 (万吨)	技改后 生产能力 (万吨)	2011	2012E	2013E	2014E
火铺矿	100%	肥煤、焦煤、气煤	19020	240	300	225	230	250	280
老屋基矿	100%	肥煤、焦煤、气煤	2578	115	120	133	130	130	130
山脚树矿	100%	1/3 焦煤、肥煤	3199	180	200	180	200	200	200
月亮田矿	100%	1/3 焦煤、肥煤	6666	115	180	150	150	160	170
土城矿	100%	肥煤、焦煤、气煤、 1/3 焦煤	12338	280	400	320	320	360	380
金佳矿	100%	贫瘦煤	36864	180	300	155	160	180	220
小计			80665	1110	1500	1163	1190	1280	1380
在建煤矿									
松河煤业	35%	主焦煤	20022	240		76	160	200	240
发耳煤矿二期	90%	焦煤	48881	300					80
马依煤业	67%	无烟煤	79067	840					120
其中：马依西一井			19263	240					60
马依东一井			21181	240					60
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					
合计				1740		76	160	200	440
公司产量合计						1239	1350	1480	1820
增速 (%)						7.8%	9.0%	9.6%	23.0%
公司权益产量						1190	1246	1350	1616
增速 (%)						7.2%	4.7%	8.3%	19.7%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 2：煤炭价格及成本假设

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
煤炭产量 (万吨)	1140	1230	1350	1480	1820
煤炭销量 (万吨)	753	988	1134	1258	1456
其中：精煤	350	394	527	585	677
混煤	397	475	578	642	743
煤炭综合售价 (元/吨)	717	769	833	833	875
其中：精煤单位售价	1121	1346	1306	1306	1371

价格变动 (%)	18.3%	20.0%	-3.0%	0.0%	5.0%
混煤单位售价	360	396	428	428	449
价格变动 (%)	15.9%	10.0%	8.0%	0.0%	5.0%
综合售价变动 (%)	13.7%	7.2%	8.3%	0.0%	5.0%
煤炭成本	383	428	454	477	501
煤炭综合成本变动(%)	2.6%	11.8%	6.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	44.8%	44.3%	45.5%	42.8%	42.8%

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
	单位:百万元					单位:百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4539	7465	9741	12664	营业收入	7465	9602	10635	12891
现金	1147	3568	5489	7415	营业成本	4128	5289	6137	7428
应收账款	270	382	403	501	营业税金及附加	420	576	425	516
其他应收款	50	42	44	59	营业费用	137	177	196	237
预付账款	173	137	174	238	管理费用	682	883	978	1186
存货	304	363	437	519	财务费用	61	135	143	103
其他流动资产	2595	2973	3194	3931	资产减值损失	25	0	0	0
非流动资产	7686	6949	6250	5531	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	359	359	359	359	投资净收益	17	8	0	0
固定资产	4730	4674	4304	3776	营业利润	2029	2551	2756	3421
无形资产	1415	1346	1277	1207	营业外收入	32	0	0	0
其他非流动资产	1181	570	311	188	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	12224	14414	15991	18195	利润总额	2042	2551	2756	3421
流动负债	2487	1242	1263	1335	所得税	323	403	436	541
短期借款	50	50	0	0	净利润	1719	2147	2320	2880
应付账款	1017	264	307	371	少数股东损益	14	89	110	342
其他流动负债	1420	928	956	964	归属于母公司净利润	1705	2058	2210	2538
非流动负债	2260	3546	3606	3666	EBITDA	2562	3345	3605	4254
长期借款	1660	3260	3260	3260	EPS (元)	1.55	1.87	2.00	2.30
其他非流动负债	600	286	346	406					
负债合计	4746	4788	4869	5001	主要财务比率				
少数股东权益	538	628	738	1080		2011	2012E	2013E	2014E
股本	1103	1103	1103	1103	成长能力				
资本公积	2887	2887	2887	2887	营业收入	36.5%	28.6%	10.8%	21.2%
留存收益	2669	5007	6393	8123	营业利润	27.3%	25.7%	8.0%	24.1%
归属于母公司股东权益	6940	8998	10384	12114	归属于母公司净利润	26.7%	20.7%	7.4%	14.8%
负债和股东权益	12224	14414	15991	18195	获利能力				
					毛利率(N)	44.7%	44.9%	42.3%	42.4%
现金流量表					净利率(N)	22.8%	21.4%	20.8%	19.7%
					ROE(%)	24.6%	22.9%	21.3%	21.0%
					ROIC(%)	22.4%	25.2%	28.7%	34.4%
经营活动现金流	2376	1199	2937	2837	偿债能力				
净利润	1719	2147	2320	2880	资产负债率(N)	38.8%	33.2%	30.4%	27.5%
折旧摊销	472	659	706	730	净负债比率(N)	41.80%	69.13%	66.95%	65.19%
财务费用	61	135	143	103	流动比率	1.83	6.01	7.72	9.49
投资损失	-17	-8	0	0	速动比率	1.70	5.72	7.37	9.10
营运资金变动	323	-1784	-230	-875	营运能力				
其他经营现金流	-183	50	-1	-1	总资产周转率	0.73	0.72	0.70	0.75
投资活动现金流	-1369	31	0	0	应收账款周转率	28	28	26	27
资本支出	952	0	0	0	应付账款周转率	5.25	8.26	21.49	21.90
长期投资	-459	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-875	31	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.55	1.87	2.00	2.30
筹资活动现金流	-866	1191	-1016	-911	每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	1.09	2.66	2.57
短期借款	50	0	-50	0	每股净资产(最新摊薄)	6.29	8.15	9.41	10.98
长期借款	1357	1600	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	17.40	14.41	13.42	11.69
资本公积增加	11	0	0	0	P/B	4.27	3.30	2.86	2.45
其他筹资现金流	-2284	-409	-966	-911	EV/EBITDA	12	9	9	7
现金净增加额	142	2421	1921	1926					



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。