

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)

税费侵蚀利润空间 2015 年产能有望翻番

投资要点

- 1、上半年公司净利润同比增长 15%。2012 年上半年公司实现营收 43.4 亿元，归属于母公司股东的净利润 10.1 亿元，同比分别增长 21.77%、15.36%，实现基本每股收益 0.92 元，净资产收益率为 13.83%，同比提升 0.44 个百分点。
- 2、**营业税金及期间费用增长侵蚀利润空间。**上半年公司支付的营业税金及附加为 3.05 亿元，同比增长 118%，占营收的比例为 7%，同比增加 3 个百分点，期间费率 12%，同比增加 2 个百分点。上半年公司计提 1.84 亿元煤炭价格调节基金，影响每股收益 0.14 元/股，占上半年每股收益的 15%。
- 3、**煤炭业务量价齐升，吨煤毛利创历史最好水平。**上半年公司煤炭产销量同比分别增长 8.58%、15.69%，综合售价 831 元/吨，同比上涨 7.49%，吨煤成本 456 元/吨，同比增长 2.77%，吨煤毛利 376 元/吨，达到历史最好水平，煤炭业务毛利率为 45.17%，也创出历史新高。
- 4、**2015 年在建技改矿贡献产能有望翻倍，中期存在资产注入预期。**公司本部 5 对矿井技改，潜在增量 300 万吨，参股控股的煤矿规划产能合计 1650 万吨，权益产能 984 万吨。2015 年公司煤炭产量有望翻番。大股东旗下响水矿及整合贵州地区煤矿未来有资产注入预期。
- 5、**盈利预测：2012-2014 年 EPS0.99、1.12、1.41 元/股。**假设下半年贵州地区煤价维持低位，2012-2014 年煤价同比上涨 5%、2%、2%，成本同比上涨 4%。盈利对应 2012 年 PE 为 17 倍。考虑到公司成长空间大且确定，维持“买入”评级。注意煤价下跌及在建项目进展低于预期风险。

采掘

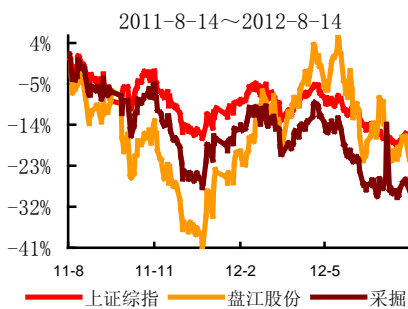
投资评级

| | |
|-------|----|
| 本次评级： | 买入 |
| 跟踪评级： | 维持 |
| 目标价格： | |

市场数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 市价(元) | 16.57 |
| 上市的流通 A 股(亿股) | 16.55 |
| 总股本(亿股) | 16.55 |
| 52 周股价最高最低(元) | 16.26-34.86 |
| 上证指数/深证成指 | 2136.08/9039.22 |
| 2011 年股息率 | 1.46% |

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

| 项目 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7464.93 | 8154.18 | 9303.30 | 11979.15 |
| 增长率(%) | 36.48 | 9.23 | 14.09 | 28.76 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 1704.98 | 1643.04 | 1852.66 | 2326.98 |
| 增长率(%) | 26.74 | -3.63 | 12.76 | 25.60 |
| 毛利率(%) | 44.70 | 42.14 | 41.87 | 41.35 |
| 净资产收益率(%) | 24.57 | 20.06 | 20.60 | 27.94 |
| EPS(元) | 1.55 | 0.99 | 1.12 | 1.41 |
| P/E(倍) | 16.08 | 16.69 | 14.80 | 11.79 |
| P/B(倍) | 0.00 | 3.35 | 3.05 | 3.29 |

来源：公司年报、民族证券

正文目录

| | |
|---|---|
| 上半年公司净利润同比增长 15.36% | 3 |
| 2 季度增收不增利 | 3 |
| 营业税金、期间费用大增侵蚀盈利空间 | 3 |
| 煤炭量价齐升 吨煤毛利创历史新高 | 3 |
| 下半年贵州地区煤价走势不容乐观 | 3 |
| 2015 年在建技改矿贡献产能有望翻倍 中期存在资产注入预期..... | 4 |
| 盈利预测：2012-2014 年 EPS0.99、1.12、1.41 元/股..... | 4 |

图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图 1：贵州六盘水地区焦精煤、无烟块煤价格走势..... | 3 |
| 附录：财务预测表 | 5 |

上半年公司净利润同比增长 15.36%

2012年上半年公司实现营收 43.4 亿元，归属于母公司股东的净利润 10.1 亿元，同比分别增长 21.77%、15.36%，实现基本每股收益 0.92 元，净资产收益率为 13.83%，同比提升 0.44 个百分点。上半年公司实现毛利率 47%，净利率 23%，同比分别增加 4 个点、下降 2 个点，环比 1 季度分别下降 1、3 个百分点。

2 季度增收不增利

2 季度公司实现营收 211.79 亿元，归属于母公司股东的净利润 4.55 亿元，同比分别增长 22%、-2%，环比 1 季度增长 1%、-18%。2 季度公司毛利率为 46%，净利率为 21%，环比 1 季度分别下降 2、5 个百分点。从单季度盈利情况来看，2 季度增收不增利，盈利能力环比明显下滑。

营业税金、期间费用大增侵蚀盈利空间

上半年公司支付的营业税金及附加为 3.05 亿元，同比增长 118%，管理费用 4.17 亿元，同比增长 35%，财务费用 0.65 亿元，同比增长 363%，销售费用 0.54 亿元，同比增幅较小为 7.63%。期间费用合计 2.14 亿元，同比增长 44%，加上营业税金及附加后合计同比增长 64%。

由于税费大幅增加，合计占公司营收的 19%，同比增加 5 个点，环比 1 季度增加 2 个点，影响公司净利率同比、环比均有所下滑。

上半年公司按原煤外销及入洗量计提煤炭价格调节基金 50 元/吨，上半年计提了 1.84 亿元煤炭价格调节基金，同比增加 1.39 亿元，增幅 309%，影响每股收益 0.14 元/股，占上半年每股收益的 15%。

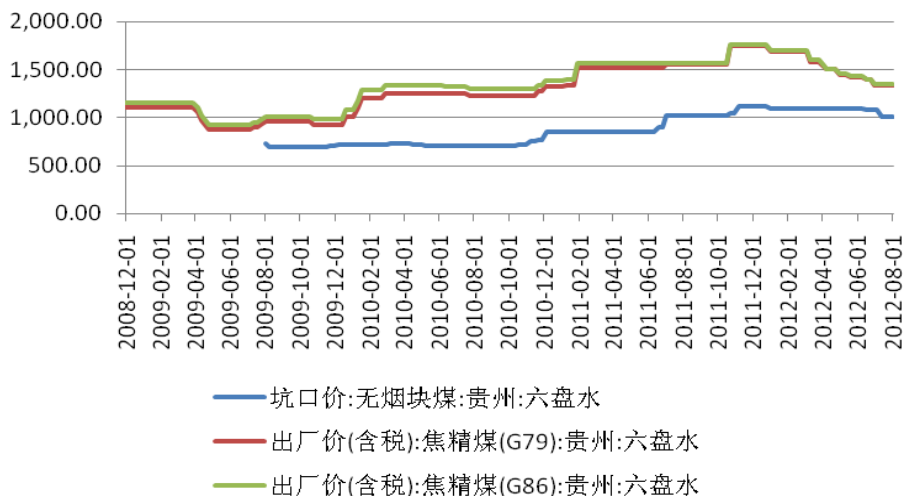
煤炭量价齐升 吨煤毛利创历史新高

上半年公司生产原煤 633 万吨，商品煤销量 531 万吨，同比分别增长 8.58%、15.69%，综合售价 831 元/吨，同比上涨 7.49%，吨煤成本 456 元/吨，同比增长 2.77%，吨煤毛利 376 元/吨，达到历史最好水平，较 2011 年增加 35 元/吨，煤炭业务毛利率为 45.17%，也创出历史新高，较 2011 年提高 0.87 个百分点。

受到量价齐升的提振，上半年公司煤炭业务收入为 44.15 亿元，同比增长 24%。

下半年贵州地区煤价走势不容乐观

图 1：贵州六盘水地区焦精煤、无烟块煤价格走势



数据来源：wind 民族证券

上半年受到需求低迷的影响，贵州六盘水地区炼焦精煤、动力煤、无烟煤价格均出现大幅下

跌，截止 2012 年 8 月 3 日，六盘水焦精煤（G86）出厂含税价为 1340 元/吨，贵阳地区发热量 6000 大卡的动力煤出厂含税价为 610 元/吨，较年初分别下跌 420 元/吨、355 元/吨，跌幅为 24%、37%，无烟块煤价格跌幅相对较小为 10%。

下半年在经济持续疲弱、下游钢铁需求未能改善的背景下，贵州地区煤炭价格依然面临较大压力，不排除进一步下滑的可能。因此公司煤价仍不容乐观，将给公司业绩蒙上阴影。

2015 年在建技改矿贡献产能有望翻倍 中期存在资产注入预期

公司在建及技改煤矿较多。

1、原有 6 对矿井中除山脚树矿外，其余 5 对矿井均在进行了改扩建，产能增量为 300 万吨，预计 2015 年完成。

2、参股、控股煤矿产能合计 1650 万吨，权益产能 984 万吨。

公司参股 35%的松河矿（产能 240 万吨）2011 年 5 月投产并表，随着第二个工作面的投产，预计 2012 年松河矿有望达产，是公司投资收益增量的主要来源；恒普煤业（90%）下属的发耳矿二期（产能 300 万吨）、马依煤业（67%）下属的马依西矿一井、马依东矿一井（合计产能 480 万吨）预计 2015 年投产，马依西矿二井、马依东矿二井（规划产能合计 360 万吨）均在规划当中；公司参股 25%的首黔公司煤矿正在技改或规划当中，是公司远期增量的主要来源。到 2015 年公司参股的煤矿产能预计为 1650 万吨，权益产能 984 万吨，占目前产量的近 80%。加上本部改扩建煤矿产能的释放，2015 年公司实际控制煤矿产能有望翻倍。

3、大股东旗下煤炭资产存在资产注入预期。

大股东参股 36%的响水矿（产能 400 万吨）一、二采区已建成投产；大股东主导贵州地区煤炭资源整合，将获得新增煤炭资源。为消除同业竞争，未来有资产注入预期。

总体来看，公司中长期增长空间较大，且预期明确。但考虑到建设工期 2-3 年，在建矿大多 2014 年后逐步贡献产量，因此 2013 年仅有本部少量增量，增速约 5%，短期成长空间有限。

盈利预测：2012-2014 年 EPS0.99、1.12、1.41 元/股

假设下半年贵州地区煤价维持低位，2012-2014 年煤价同比上涨 5%、2%、2%，成本同比上涨 4%，贵州地区煤价相对低迷，公司产能释放在 2014 年以后，生产成本控制相对较好，预计 2012-2014 年 EPS 为 0.99、1.12、1.41 元/股，对应 2012 年 PE 为 17 倍，明显高于行业平均水平。考虑到公司未来成长性较确定且空间较大，维持“买入”评级。

注意煤价下跌风险、在建项目进展低于预期风险。

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 | 4,976 | 5,285 | 3,635 |
| 现金 | 1,147 | 1,416 | 1,223 | -1,598 |
| 应收账款 | 2,843 | 3,099 | 3,535 | 4,552 |
| 其它应收款 | 50 | 67 | 76 | 98 |
| 预付账款 | 173 | 201 | 229 | 295 |
| 存货 | 326 | 193 | 221 | 287 |
| 其他 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| 非流动资产 | 7,686 | 8,265 | 9,429 | 12,034 |
| 长期投资 | 359 | 346 | 384 | 384 |
| 固定资产 | 5,805 | 6,523 | 7,443 | 9,583 |
| 无形资产 | 1,415 | 1,305 | 1,489 | 1,917 |
| 其他 | 106 | 92 | 113 | 150 |
| 资产总计 | 12,224 | 13,241 | 14,713 | 15,669 |
| 流动负债 | 2,487 | 2,385 | 2,732 | 3,546 |
| 短期借款 | 50 | 130 | 149 | 192 |
| 应付账款 | 1,220 | 1,083 | 1,242 | 1,614 |
| 其他 | 1,216 | 1,171 | 1,341 | 1,740 |
| 非流动负债 | 2,260 | 2,202 | 2,512 | 3,234 |
| 长期借款 | 1,660 | 1,631 | 1,861 | 2,396 |
| 其他 | 600 | 571 | 651 | 839 |
| 负债合计 | 4,746 | 4,586 | 5,244 | 6,781 |
| 少数股东权益 | 539 | 465 | 478 | 560 |
| 股本 | 1,103 | 1,655 | 1,655 | 1,655 |
| 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 | 8,189 | 8,992 | 8,329 |
| 负债和股东权益 | 12,225 | 13,241 | 14,714 | 15,669 |
| 现金流量表 | | | | |
| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流 | 1,959 | 448 | 1,209 | 1,929 |
| 净利润 | 1,705 | 1,643 | 1,853 | 2,327 |
| 折旧摊销 | 472 | 326 | 372 | 479 |
| 财务费用 | 61 | 122 | 140 | 180 |
| 投资损失 | -17 | -23 | -25 | -25 |
| 营运资金变动 | -230 | -1,559 | -1,059 | -1,009 |
| 其它 | -32 | -61 | -71 | -23 |
| 投资活动现金流 | -3,050 | -1,259 | -2,092 | -4,759 |
| 资本支出 | -3,177 | -1,259 | -2,092 | -4,759 |
| 长期投资 | 127 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| 筹资活动现金流 | 1,254 | 64 | 343 | 84 |
| 短期借款 | 50 | 80 | 99 | 142 |
| 长期借款 | 1,357 | -293 | -58 | 736 |
| 普通股增加 | -153 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -11 | 276 | 303 | -793 |
| 现金净增加额 | 163 | -747 | -539 | -2,745 |

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 营业收入 | 7,465 | 8,154 | 9,303 | 11,979 |
| 营业成本 | 4,128 | 4,718 | 5,408 | 7,026 |
| 营业税金及附加 | 420 | 571 | 651 | 839 |
| 营业费用 | 137 | 82 | 93 | 120 |
| 管理费用 | 682 | 734 | 837 | 1,078 |
| 财务费用 | 61 | 122 | 140 | 180 |
| 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 | 1,951 | 2,199 | 2,762 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,029 | 1,951 | 2,199 | 2,762 |
| 所得税 | 323 | 293 | 330 | 414 |
| 净利润 | 1,719 | 1,658 | 1,869 | 2,348 |
| 少数股东损益 | 14 | 15 | 17 | 21 |
| 归属母公司净利润 | 1,705 | 1,643 | 1,853 | 2,327 |
| EBITDA | 2,570 | 2,376 | 2,686 | 3,396 |
| EPS（元） | 1.55 | 0.99 | 1.12 | 1.41 |
| 主要财务比率 | | | | |
| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 36.49% | 9.23% | 14.09% | 28.76% |
| 营业利润 | 27.29% | -3.86% | 12.76% | 25.60% |
| 归属母公司净利润 | 26.74% | -3.63% | 12.76% | 25.60% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 44.71% | 42.14% | 41.87% | 41.35% |
| 净利率 | 22.84% | 20.15% | 19.91% | 19.43% |
| ROE | 24.57% | 20.06% | 20.60% | 27.94% |
| ROIC | 17.07% | 14.74% | 15.04% | 18.54% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 38.83% | 34.64% | 35.64% | 43.27% |
| 净负债比率 | 21.14% | 19.46% | 19.98% | 24.16% |
| 流动比率 | 1.83 | 2.09 | 1.93 | 1.02 |
| 速动比率 | 1.69 | 2.01 | 1.85 | 0.94 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.61 | 0.62 | 0.63 | 0.76 |
| 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 | 0.99 | 1.12 | 1.41 |
| 每股经营现金 | 1.78 | 0.27 | 0.73 | 1.17 |
| 每股净资产 | 6.29 | 4.95 | 5.43 | 5.03 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 11.23 | 17.48 | 15.50 | 12.34 |
| P/B | 2.76 | 3.51 | 3.19 | 3.45 |
| EV/EBITDA | 8.66 | 13.37 | 11.96 | 9.73 |

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。