



买入

12% ↑

目标价格: 人民币 19.80

600395.SS

原目标价格: 人民币 19.00

价格: 人民币 17.67

目标价格基础: 18倍12年市盈率

板块评级: 中立

盘江股份

成长性优秀、区域性需求较好

12年1-6月归属于母公司净利润同比上涨15.4%至10.11亿元,每股收益0.92元,基本符合预期,2季度每股收益环比下降18%至0.41元。2季度表现比较正常,但3季度将是较大的考验。预计公司12-15年煤炭产量年均复合增速为28%,具有优秀成长性,此外还具备资产注入题材以及较好的区域煤炭需求。由于下调煤价假设,我们将12、13、14年每股收益分别下调14%、23%和20%至1.10元、1.21元、1.64元。基于18倍12年市盈率,我们将目标价由19.00元小幅提升至19.80元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 12年1-6月归属于母公司净利润同比上涨15.4%至10.11亿元,每股收益0.92元,基本符合预期,2季度每股收益环比下降18%至0.41元。
- 公司上半年表现比较正常,原煤产量增长8.6%至633万吨,商品煤销量增长15.7%至531万吨,毛利率由43%上涨至47%,净利率由25%下滑至23%。吨煤毛利上涨5.8%至449元,其中综合煤炭价格上涨7.5%至831元,吨煤成本9.5%至382元。
- 公司人工薪酬增长较快。报告期,管理费用中的职工薪酬增幅达50%,而预计占生产成本40%的人工费用也有20%的上涨。
- 受益于今年初国务院2号文件,贵州上半年GDP同比增长14%,全国第二,固定资产投资增速达58%,明显高于全国平均水平。未来贵州发展将呈现较快发展,这对区域煤炭需求将明显好于其他省份。
- “十二五”末公司煤炭产能预计为4,000万吨,比目前增长2.8倍。12-15年煤炭产量年均复合增长28%,成长性较好。

评级面临的主要风险

- 公司目前销售压力很大,我们认为主要由于钢厂减产幅度加大、钢厂盈利恶化。钢厂减产对焦煤的需求影响较大,会直接影响焦煤价格,3季度的业绩可能会受到较大影响。

估值

- 预计公司12-15年煤炭产量年均复合增速为28%,具有优秀成长性,此外还具备资产注入题材以及较好的区域煤炭需求。基于18倍12年市盈率,我们将目标价由19.00元小幅上调至19.80元,维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,469	7,465	8,559	10,038	14,171
变动(%)	12.2	36.5	14.7	17.3	41.2
净利润(人民币 百万)	1,347	1,694	1,812	1,993	2,703
全面摊薄每股收益(人民币)	1.22	1.55	1.10	1.21	1.64
变动(%)	35.9	26.8	(28.7)	9.9	35.5
先前预测每股收益(人民币)			1.28	1.58	2.05
调整幅度(%)			(14)	(23)	(20)
全面摊薄市盈率(倍)	14.5	11.5	16.1	14.6	10.8
每股现金流量(人民币)	1.04	2.15	1.60	1.78	1.98
价格/每股现金流量(倍)	17.0	8.2	11.1	9.9	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	14.3	13.4	12.2	9.2
每股股息(人民币)	0.85	1.85	1.32	1.45	1.96
股息率(%)	4.8	10.5	7.5	8.2	11.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29	(7)	(20)	(20)
相对新华富时A50指数	26	(6)	(12)	(11)

发行股数(百万)	1,655
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	29,421
3个月日均交易额(人民币 百万)	187
净负债比率(%) (2012E)	8.2
主要股东(%)	
贵州盘江煤电责任有限公司	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤业

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

2012年1-6月归属于母公司净利润同比上涨15.4%至10.11亿元，毛利率上涨

公司上半年归属于母公司净利润为10.11亿元，每股收益0.92元，同比上涨15.4%，符合预期。主营业务收入43.4亿元，同比增长21.8%，营业利润同比上涨17%至12.06亿元。总体来讲公司经营数据比较正常。期间费用率由10%上涨至12%，主要受职工薪酬增加50%和财务费用大涨363%所致。受2季度以来煤炭不景气持续，特别是焦煤价格持续走低，钢铁企业盈利能力恶化的影响，公司的应收账款同比大幅上涨190%至6.2亿元。每股经营现金流同比大幅减少57%至0.54元。毛利率表现较好，出现上涨，由去年同期的43%上涨至47%，但由于期间费用率的上涨，经营利润率下滑一个百分点至28%，净利率下降2个百分点至23%。

2012年2季度归属母公司净利润环比下降18%

公司2季度归属于母公司净利润、每股收益环比均下降18%分别至4.55亿元和0.41元。2季度主营业务收入环比上涨0.8%至21亿元。营业利润同比下降19%至5.39亿元，主要由于毛利率下降和由职工薪酬上涨带来的管理费用上涨所致。毛利率由48%下降至46%。净利率由26%下降至21%。

图表 1.12 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年1-6月	2012年1-6月	同比变动(%)
营业收入	3,564	4,340	21.8
营业成本	2,031	2,304	13.4
毛利润	1,533	2,036	32.8
营业税金及附加	140	305	117.7
销售费用	50	54	7.6
管理费用	308	417	35.5
财务费用	14	65	363.1
资产减值损失	(1)	0	(100.0)
投资净收益	8	10	27.1
营业利润	1,030	1,206	17.0
营业外收入	1	0	(85.8)
营业外支出	8	6	(32.4)
税前利润	1,023	1,200	17.3
所得税	154	180	16.8
少数股东损益	(7)	9	(233.0)
归属于母公司所有净利润	876	1,011	15.4
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.79	0.92	15.3
稀释每股收益(元)	0.79	0.92	15.4
每股经营活动产生现金净流量(元)	1.27	0.54	(57.1)
毛利率(%)	43	47	
经营利润率(%)	29	28	
净利润率(%)	25	23	
应收账款	211	612	190.3
期间费用率(%)	10	12	

资料来源: 公司数据

图表 2.12 年 2 季度业绩环比摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2012 年 1 季度	环比变动 (%)
营业收入	2,161	2,179	0.8
营业成本	1,131	1,172	3.6
毛利润	1,030	1,006	(2.3)
营业税金及附加	134	170	26.9
销售费用	15	38	148.3
管理费用	185	233	25.9
财务费用	33	32	(3.1)
资产减值损失	0	0	---
投资净收益	4	6	57.0
营业利润	666	539	(19.1)
营业外收入	0	0	(90.1)
营业外支出	2	4	130.5
税前利润	665	535	(19.5)
所得税	99	81	(18.1)
少数股东损益	10	(0)	(103.4)
归属于母公司所有净利润	556	455	(18.3)
基本每股收益 (元)	0.50	0.41	(18.3)
稀释每股收益 (元)	0.50	0.41	(18.2)
毛利率 (%)	48	46	
经营利润率 (%)	31	25	
净利润率 (%)	26	21	
期间费用率 (%)	11	14	

资料来源: 公司数据

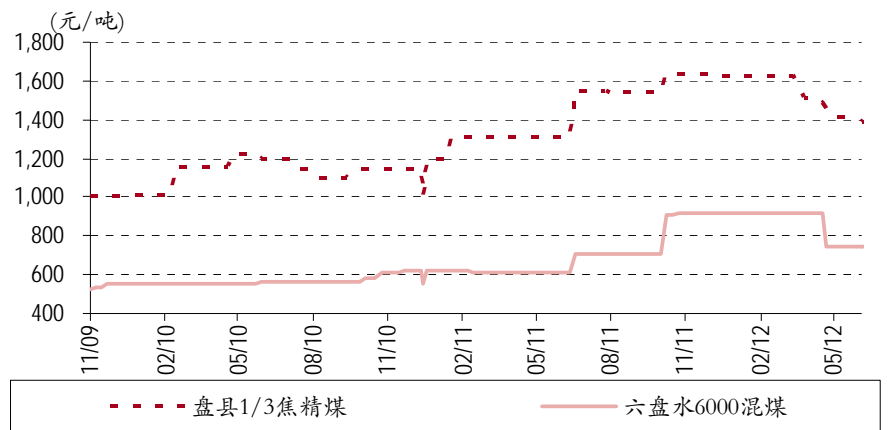
煤炭业务: 吨煤价格上涨 7.5%, 吨煤毛利上涨 5.8%, 但 3 季度压力较大

公司可以算是纯煤炭公司, 上半年煤炭业务占收入比例高达 98%。上半年原煤产量 633 万吨, 同比增长 8.6%。销量 531 万吨, 同比增长 15.7%。综合煤炭售价同比增长 7.5% 至 831 元, 吨煤成本同比增长 9.5% 至 382 元。吨煤毛利增长 5.8% 至 449 元。公司精煤 (焦煤)、混煤占销量比例进一步减少, 由去年同期的 42% 下降至 39%, 混煤比例由 54% 下降至 48%, 原煤占比有较大提高, 由 4% 上涨至 13%。尽管目前动力煤价格基本企稳, 但焦煤价格仍有下跌空间, 主要由于钢厂目前亏损加剧, 库存高企, 正在加大减产力度 (而 2 季度减产并不多), 这会非常直接影响焦煤的需求。以贵州盘县的焦精煤车板价为例, 如果今年剩余月份价格保持在目前的水平, 那么下半年将比上半年价格下跌 16% 至 1,300 元, 3 季度将比 2 季度环比下跌 10%, 何况焦煤价格未来应该还会继续下跌, 跌幅可能会大于 10%。我们认为 3 季度的业绩可能受负面影响较大。

图表 3.2012 年 1-6 月煤炭业务经营数据

指标	2011 年 1-6 月	2012 年 1-6 月	同比变动 (%)
原煤产量 (百万吨)	5.83	6.33	8.6
商品煤销量 (百万吨)	4.59	5.31	15.7
综合煤炭售价 (元/吨)	774	831	7.5
原煤成本 (元/吨)	349	382	9.5
吨煤毛利 (元/吨)	424	449	5.8
营业收入 (百万元)	3,550	4,415	24.4
营业成本 (百万元)	2,036	2,421	18.9
毛利率 (%)	43	45	5.9

资料来源: 公司数据

图表 4. 贵州煤炭价格


资料来源：中国煤炭资源网

未来煤炭产量释放较快，成长性较好，兼具资产注入题材

公司的煤炭产量未来呈现快速增长，目前公司煤炭产能 1,400 万吨，“十二五”末煤炭产能有望达到 4,000 万吨，为现有产能的 2.8 倍，主要通过现有矿技改、在建矿、整合小煤矿实现。12-15 年煤炭产量年均复合增长 24%，具有优秀的成长性。受益于国务院年初促进贵州又快又好发展政策，贵州的发展面临良好机遇，今年上半年贵州 GDP 增速达 14%，仅次于天津，全国排名第二，其固定资产投资增速高达 58%，较快的地域性发展使得煤炭需求好于其他省份。集团 400 万吨的响水矿目前由于证照不全不能注入，但有望年底或明年完成注入。保守起见，我们的盈利预测没有考虑，此外，“十二五”末集团除公司外还有 2500 万吨的煤炭产能，可能成为注入的标的。今年、明年主要成长点的松河矿持股有望由 35% 提升至 50% 以上，实现并表，并且产能有望从 240 万吨提升至 300 万吨，我们的盈利预测同样没有考虑。因此，综上，公司今明两年存在超预期的可能性。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,469	7,465	8,559	10,038	14,171
销售成本	(3,034)	(4,128)	(4,736)	(5,746)	(8,346)
经营费用	(827)	(1,239)	(1,588)	(1,833)	(2,519)
息税折旧前利润	1,608	2,098	2,236	2,459	3,305
折旧及摊销	341	403	1,071	1,244	1,492
经营利润(息税前利润)	2,011	2,570	3,376	3,773	4,867
净利息收入/(费用)	(10)	(61)	(80)	(94)	(104)
其他收益/(损失)	2,011	2,570	3,376	3,773	4,867
税前利润	1,594	2,029	2,153	2,367	3,211
所得税	(247)	(323)	(343)	(377)	(509)
少数股东权益	0	(14)	18	22	25
净利润	1,347	1,694	1,812	1,993	2,703
核心净利润	1,347	1,694	1,812	1,993	2,703
每股收益(人民币)	1.22	1.55	1.10	1.21	1.64
每股股息(人民币)	0.85	1.85	1.32	1.45	1.96
收入增长(%)	20	36	15	17	41
息税前利润增长(%)	37	30	7	10	34
息税折旧前利润增长(%)	37	28	31	12	29
每股收益增长(%)	36	27	(29)	10	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,592	2,042	2,167	2,381	3,224
折旧与摊销	403	472	1,140	1,314	1,562
净利息费用	10	61	80	94	104
运营资本变动	(822)	252	(272)	(334)	(973)
税金	(247)	(323)	(343)	(377)	(509)
其他经营现金流	212	(128)	(128)	(128)	(132)
经营活动产生的现金流	1,148	2,376	2,644	2,951	3,276
购买固定资产净值	(368)	(952)	(1,800)	(2,600)	(2,800)
投资减少/增加	(219)	(450)	(459)	(459)	(459)
其他投资现金流	(1)	34	(500)	(500)	(500)
投资活动产生的现金流	(588)	(1,369)	(2,759)	(3,559)	(3,759)
净增权益	33	107	107	107	107
净增债务	(43)	(213)	1,186	2,000	1,400
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(508)	(761)	(1,119)	(1,119)	(1,119)
融资活动产生的现金流	(518)	(866)	174	988	388
现金变动	43	142	59	380	(94)
期初现金	941	1,005	1,126	1,185	1,566
公司自由现金流	561	1,007	(114)	(608)	(482)
权益自由现金流	(7)	(247)	29	350	(124)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	984	1,147	1,185	1,566	1,472
应收帐款	237	270	309	363	512
库存	193	304	349	423	614
其他流动资产	1,860	2,818	2,690	3,155	4,452
流动资产总计	3,275	4,539	4,533	5,506	7,052
固定资产	3,308	5,805	6,535	7,890	9,199
无形资产	1,208	1,415	1,415	1,415	1,415
其他长期资产	503	465	435	435	435
长期资产总计	5,019	7,686	8,385	9,740	11,049
总资产	8,294	12,224	12,918	15,246	18,100
应付帐款	557	1,017	1,167	1,415	2,056
短期债务	151	324	424	624	624
其他流动负债	709	1,146	1,503	2,352	3,874
流动负债总计	1,416	2,487	3,094	4,391	6,554
长期借款	303	1,660	1,392	1,660	1,984
其他长期负债	187	600	761	1,918	2,818
股本	1,103	1,103	1,655	1,655	1,655
储备	5,223	5,837	5,478	5,083	4,550
股东权益	6,326	6,940	7,133	6,738	6,205
少数股东权益	61	538	538	538	539
总负债及权益	8,294	12,224	12,918	15,246	18,100
每股帐面价值(人民币)	5.73	6.29	4.31	4.07	3.75
每股有形资产(人民币)	4.63	4.99	3.44	3.20	2.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.48)	0.76	0.38	0.43	0.69

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.8	34.4	39.4	37.6	34.3
息税前利润率(%)	29.4	28.1	26.1	24.5	23.3
税前利润率(%)	29.1	27.4	25.3	23.7	22.8
净利率(%)	24.6	22.8	21.3	20.0	19.2
流动性					
流动比率(倍)	2.3	1.8	1.5	1.3	1.1
利息覆盖率(倍)	154.3	34.2	27.9	26.2	31.5
净权益负债率(%)	-	11.2	8.2	9.9	16.9
速动比率(倍)	2.2	1.7	1.4	1.2	1.0
估值					
市盈率(倍)	14.5	11.5	16.1	14.6	10.8
市净率(倍)	3.1	2.8	4.1	4.3	4.7
价格/现金流(倍)	17.0	8.2	11.1	9.9	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	14.3	13.4	12.2	9.2
周转率					
存货周转天数	22.4	22.0	25.1	24.5	22.7
应收帐款周转天数	15.8	13.2	13.2	13.2	13.2
应付帐款周转天数	37.2	49.7	49.7	51.5	53.0
回报率					
股息支付率(%)	69.7	119.7	119.7	119.7	119.5
净资产收益率(%)	21.3	24.6	25.6	29.7	43.8
资产收益率(%)	16.4	14.5	14.6	13.6	15.4
已运用资本收益率(%)	23.5	22.2	23.6	25.7	35.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371