

煤炭开采

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 王理廷

S0960111080447

0755-82026908

wangliting1@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.20元

当前股价: 13.97元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2051.92
总股本(百万)	1103
流通股本(百万)	1103
流通市值(亿)	231
EPS	1.55
每股净资产(元)	6.29
资产负债率	38.83%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
盘江股份	-18.30	-30.98	-22.72
采掘	-8.64	-19.72	-27.08
沪深300指数	-5.77	-13.33	-16.71



相关报告

盘江股份

600395

强烈推荐

西南地区炼焦煤领军企业, 有望随贵州大发展而快速崛起

盘江股份是贵州最大的煤炭企业, 也是西南地区炼焦煤领军企业。公司凭借在产矿扩产和在建矿投产, 未来产量内生增长强劲, 而贵州等西南省大发展则能顺利消化公司新增产量, 因此公司未来有望随产量释放和贵州发展而进入快速增长期, 值得重点关注。

投资要点:

- **公司是西南地区的炼焦煤龙头企业。**公司煤种是优质的 1/3 焦煤和主焦煤, 在西南地区具有较强的市场地位。2012 年中期公司原煤产量为 633 万吨, 其中炼焦精煤产量为 203 万吨。
- **受钢铁业低迷影响, 全国炼焦煤价格短期承压, 但资源稀缺决定了炼焦煤长期景气。**钢铁业盈利和产量增速的下滑使得全国炼焦煤价格短期承受下跌压力, 不过随着中国加快铁路、道路交通等基建投资, 炼焦煤价格有望逐渐企稳, 而长远来看, 炼焦煤属稀缺煤种, 国内炼焦煤长期将存在供不应求, 资源紧缺促进行业长期景气。
- **西南地区炼焦煤供需相对独立, 供需紧缺甚于其他地区。**受制于铁路运力与运距, 北方炼焦煤较少运至西南地区, 区域内炼焦煤供应相对独立。而贵州等省未来仍将高速发展, 炼焦煤需求旺盛, 使得西南炼焦煤供需矛盾严重。而海外进口面临全球资源争夺, 难以完全逆转供需偏紧, 因此西南炼焦煤景气度有望持续高于全国水平。
- **在产矿扩产可促公司未来三年原煤产量快速增长。**目前公司在产矿产能为 1350 万吨, 而公司土城矿等五个矿井正在进行技改, 总共可扩产 430 万吨产能, 各技改工程将在未来三年内陆续完成。同时公司松河矿 (240 万吨) 2011 年产量仅为 86.8 万吨, 未来几年也将逐渐达产。
- **公司马依煤业和恒普煤业的建设保障公司产量在三年后的持续增长能力。**公司马依煤业负责建设马依井田, 一期 480 万吨正在建设, 二期 480 万吨处于规划阶段。恒普煤业负责发耳煤矿二期的建设, 产能 300 万吨, 马依煤业一期和恒普煤业均将在 2014 年左右投产, 从而促公司原煤产量在未来三年后继续高增长。
- **集团资产注入预期和贵州资源整合为公司未来产量可获得的外延式增长提供想象空间。**盘江集团响水矿 (400 万吨) 在办妥安全生产许可证后有望注入, 集团新整合的六枝工矿集团在各项整合完成后, 也有望在远期注入。而贵州拟推行的资源整合则可能成为集团和公司原煤产量外延增长的又一来源。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级。**预测公司 2012~2014 年原煤产量为 1370 万吨、1590 万吨和 1820 万吨, 对应 EPS 为 1.01 元、1.14 元和 1.32 元。

风险提示:

- 未来炼焦煤价继续承压; 在产矿和在建矿产量释放不确定; 产量外延增长不确定。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7465	7968	9600	11544
收入同比(%)	36%	7%	20%	20%
归属母公司净利润	1705	1669	1880	2180
净利润同比(%)	27%	-2%	13%	16%
毛利率(%)	44.7%	41.6%	40.6%	40.4%
ROE(%)	24.6%	21.8%	21.8%	22.1%
每股收益(元)	1.03	1.01	1.14	1.32
P/E	16.42	16.78	14.90	12.84
P/B	4.04	3.65	3.25	2.84
EV/EBITDA	11	11	9	7

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：有望随贵州发展而快速崛起的西南地区炼焦煤领军企业.....	4
二、行业分析：西南炼焦煤价短期受累于需求下行，但在基建投资的促进下仍将维持长期上升趋势.....	5
2.1 需求下行拖累国内炼焦煤行业，但资源稀缺将支撑行业的长期景气.....	6
2.2 西南地区炼焦煤供需相对独立，炼焦煤国内供需紧缺状况更为明显.....	8
2.3 海外炼焦煤进口面临全球资源争夺，难以完全逆转国内供需状况.....	10
三、公司分析：公司原煤产量内生增长动力强劲，在贵州大发展的促进下有望快速崛起.....	12
3.1 在产矿扩产是公司原煤产量在未来三年内持续增长的主要推动力.....	12
3.2 在建矿投产确保公司原煤产量在未来三年后的持续增长能力.....	13
3.3 公司原煤产量内生增长能力强劲，精煤化战略值得期待.....	14
3.4 集团还拥有响水矿等煤炭资产，条件成熟后均有望注入公司.....	16
3.5 贵州正推进资源整合，有望成为集团和公司产量外延增长又一来源.....	16
四、盈利预测及投资建议：“强烈推荐”.....	17

图 目 录

图 1 公司拥有主要生产资源情况一览.....	4
图 2 公司商品煤销量和煤价近年来提升明显.....	5
图 3 受益煤炭价量齐升，公司营业收入逐年增加.....	5
图 4 公司炼焦精煤均价远高于洗混煤均价.....	5
图 5 公司营业毛利主要由炼焦精煤贡献.....	5
图 6 受地产和基建影响，钢铁价格走势低迷.....	6
图 7 钢铁盈利不佳，产量同比增速下行.....	6
图 8 受钢铁业颓势影响，焦炭价格持续低迷.....	6
图 9 全国焦炭业产量增速放缓.....	6
图 10 中国主要炼焦煤产地均出现不同程度的价格下调.....	7
图 11 我国炼焦煤储量占比低，稀缺性明显.....	7
图 12 近年来我国炼焦煤产量占比逐年下滑.....	7
图 13 中国炼焦煤行业未来五年仍将维持供需偏紧状态.....	8
图 14 云贵川渝炼焦煤产量占比远高于储量占比，表明四省炼焦煤资源的开发程度高.....	9
图 15 云贵川渝桂五省固定资产投资增速较高.....	10
图 16 云贵川渝桂五省生铁产量维持较高增速.....	10
图 17 受国际焦煤价格回落影响，中国 2012 年炼焦煤进口量同比大幅增长.....	11
图 18 中国炼焦煤主要进口自澳大利亚和蒙古.....	11
图 19 印度钢铁业发展加剧全球炼焦煤争夺.....	11
图 20 广西、广东和贵州三省炼焦煤进口情况.....	12

表目录

表 1	山西炼焦煤运至四川、广西的运距和运费远高于贵州炼焦煤	8
表 2	公司在产矿井基本情况一览.....	12
表 3	公司正在进行改扩建的矿井情况一览.....	13
表 4	公司马依煤业和恒普煤业在建矿井情况一览.....	13
表 5	受益于在产矿扩产与在建矿投产，公司原煤产量内生增长能力强劲.....	14
表 6	公司拥有及在建选煤厂情况一览	15
表 7	盘江投资集团剩余在产矿井情况一览.....	16
表 8	盘江股份煤炭产量预测（单位：万吨）	17
表 9	盘江股份未来三年收入预测.....	17
表 10	盘江股份未来三年盈利预测（单位：百万元）	18

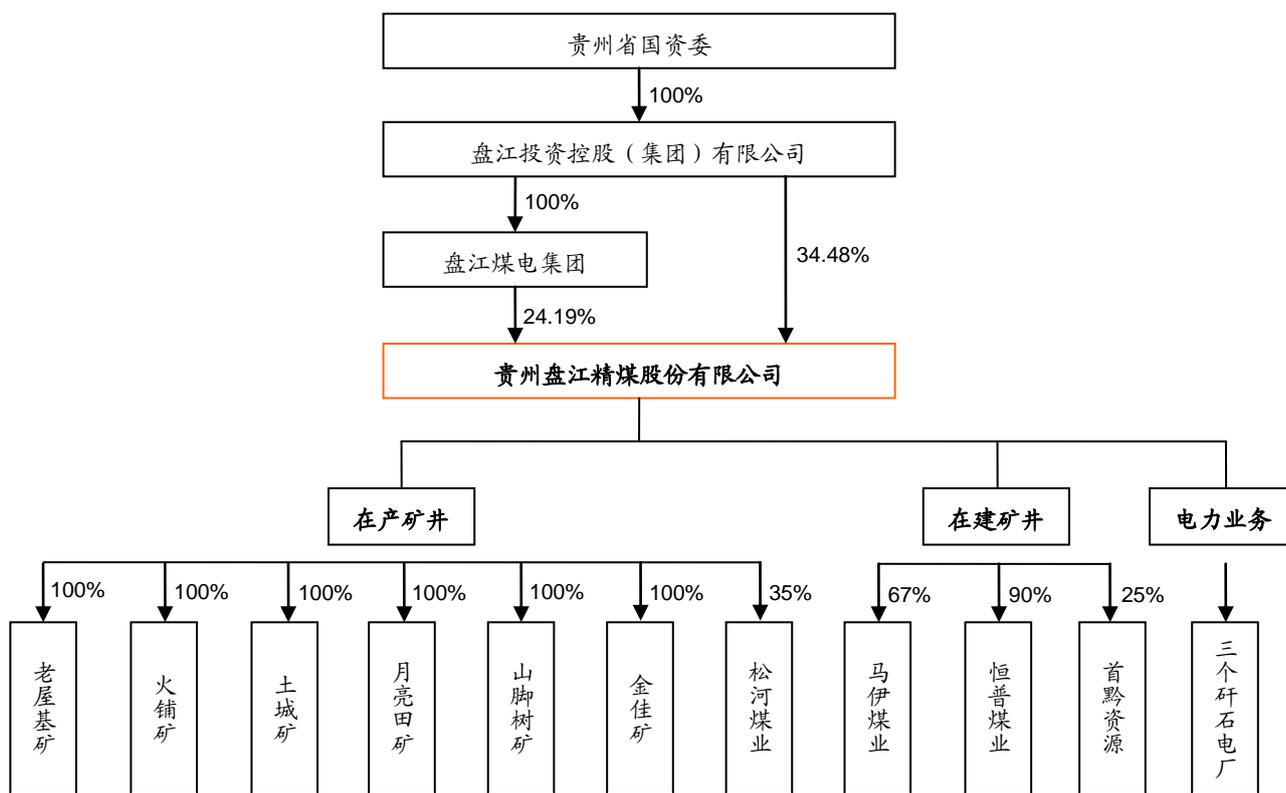
一、公司简介：有望随贵州发展而快速崛起的西南地区炼

焦煤领军企业

盘江股份是贵州省最大的煤炭企业，也是西南区域的炼焦煤领军企业。公司总部位于贵州省六盘水市，公司成立于1999年，为盘江煤电集团以旗下老屋基矿、火铺矿及配套选煤厂等资产投入设立而成。2001年，公司成功在上交所上市交易，此后经过多次送转股，公司目前总股本为16.55亿股，全部为流通股。

盘江股份以煤炭业务为主，同时有少量的发电业务。公司煤种以1/3焦煤为主，也有部分主焦煤和贫瘦煤。在产矿井主要是位于盘江矿区的老屋基矿、火铺矿、土城矿、月亮田矿、山脚树矿、金佳矿和松河煤业（35%），总在建产能为1350万吨。在建矿井是马伊煤业（67%）和恒普煤业（90%），总在建产能为1260万吨。公司还参股了首黔资源25%的股权，不过该公司目前只有杨山矿（30万吨）在产，纳木矿和茨嘎矿尚处规划阶段。公司发电业务为火铺矿矸石电厂、老屋基矸石电厂和在建的盘北矸石电厂（45%），发电量主要供矿区自用，收入和业绩贡献较少。

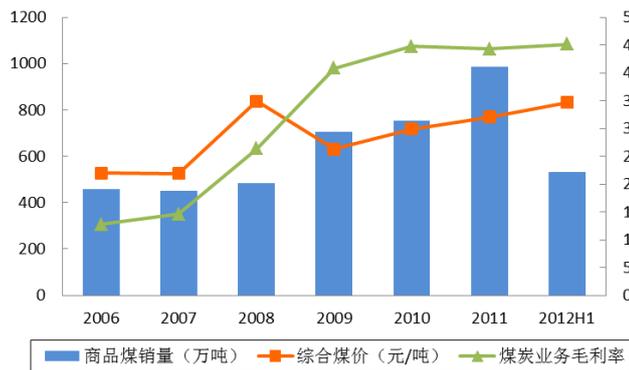
图 1 公司拥有主要生产资源情况一览



资料来源：公司公告、中投证券研究所

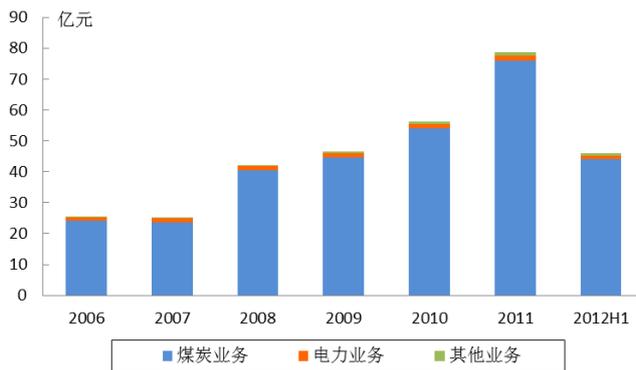
公司营业收入主要由煤炭业务提供，电力业务占比极低。公司在2009年成功收购集团土城矿等四矿后，商品煤销量和毛利率迅速提升，而商品煤综合煤价也大致保持着逐年提升的态势，使得公司煤炭业务收入在近年来增长明显。

图 2 公司商品煤销量和煤价近年来提升明显



资料来源：公司公告、中投证券研究所

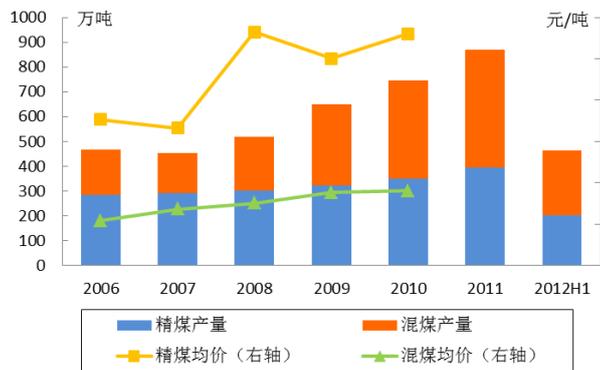
图 3 受益煤炭价量齐升，公司营业收入逐年增加



资料来源：公司公告、中投证券研究所

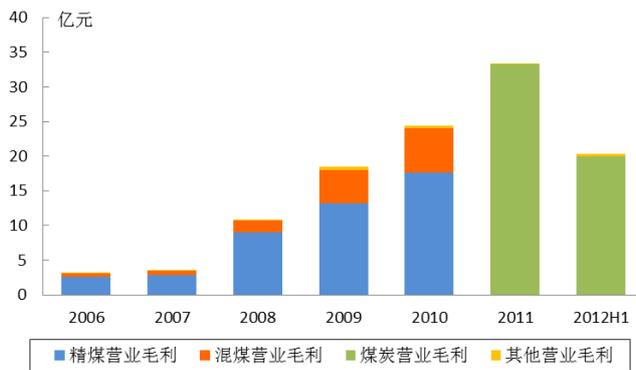
公司开采的原煤基本全部入洗（省内电煤任务重时，有部分原煤不洗选而直接用作电煤），洗选出商品煤为用于炼制焦炭的炼焦精煤和用作动力燃料煤的洗混煤。公司炼焦精煤和洗混煤的销量和毛利率基本相等，不过由于公司炼焦精煤均价相当于洗混煤均价的 3 倍左右，因此公司的营业毛利主要由炼焦精煤提供。

图 4 公司炼焦精煤均价远高于洗混煤均价



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司营业毛利主要由炼焦精煤贡献



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、行业分析：西南炼焦煤价短期受累于需求下行，但在

基建投资的促进下仍将维持长期上升趋势

公司的商品煤主要是炼焦精煤和动力混煤，本文重点分析炼焦精煤未来的供需状况和价格走势，理由主要有以下三点：1) 公司洗混煤售价低于炼焦精煤，对公司收入和业绩贡献也远小于炼焦精煤；2) 公司洗混煤全部采用重点合同煤的方式销售，今年以来洗混煤省内价格和省外价格均保持稳定，未来波动的空间也较小；3) 公司省外电煤价格比省内高 100 多元/吨，去年贵州省内电煤任务重，公司洗混煤约 90%为省内销售，今年电煤出省限制较少，公司能扩大省外电煤销量，从而可获得洗混煤综合售价的提升。

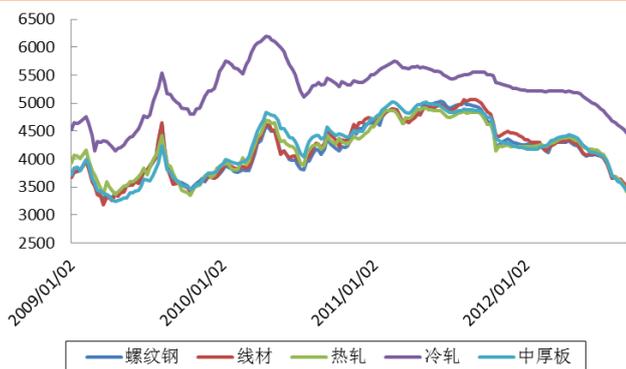
综上所述，由于洗混煤对公司收入和业绩贡献不高，且销售均价受宏观经济下行的影响相对较小，因此我们重点关注对宏观经济波动更敏感，给公司未来业绩带来的贡献及不确定性更大的炼焦精煤。

2.1 需求下行拖累国内炼焦煤行业,但资源稀缺将支撑行业的长期景气

炼焦煤主要用于隔绝空气高温干馏以炼制焦炭,而焦炭又主要充当生铁冶炼时的还原剂、热源和骨架,因此钢铁行业的景气度就决定了炼焦煤行业的需求量。

需求下行拖累国内炼焦煤行业: 中国政府自 2009 年底以来就一直对房地产采取严格的调控措施,抑制了各地的地产投资,同时铁路基建投资自去年温州动车事故以来就出现停滞,拖累了今年的铁路投资,2012 年 1~7 月,全国铁路投资同比下行了 31.9%。受地产和铁路基建投资下行的影响,中国钢铁行业在需求压力下,价格和产量增速均下降明显。

图 6 受地产和基建影响,钢铁价格走势低迷



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

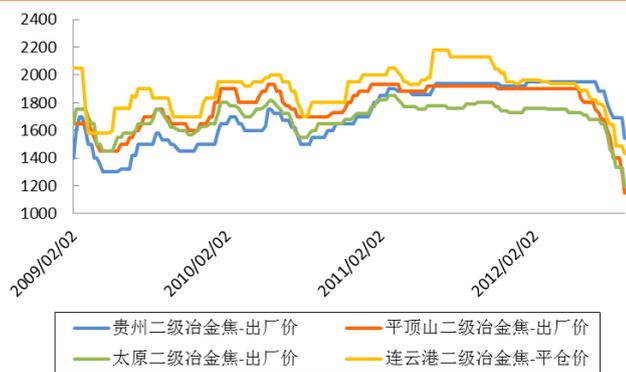
图 7 钢铁盈利不佳,产量同比增速下行



资料来源: iFinD、统计局、中投证券研究所

受累于钢铁需求的低迷,宝钢等各大钢铁企业纷纷下调产品出厂价,而短期内在经济下行及宏观调控的作用下,未来各地钢材价格和产量仍将面临较大压力。钢铁业的低迷也放缓了对焦炭业的需求,各主要焦炭产地的价格相应的出现了一定程度的下调,全国焦炭产量增速也随之下滑。

图 8 受钢铁业颓势影响,焦炭价格持续低迷



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

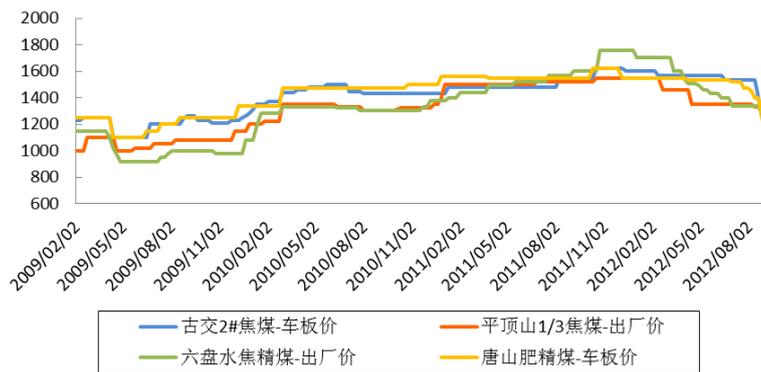
图 9 全国焦炭业产量增速放缓



资料来源: iFinD、统计局、中投证券研究所

在钢铁和焦炭的价格和产量增速持续低迷的压力下,下游企业对炼焦煤的需求亦持续减少,使得各炼焦煤生产企业不得不降价进行销售。从去年底至今,全国各炼焦煤主产品的价格均出现不同程度的下调,且短期内仍面临着较大的价格下跌压力,炼焦煤行业进入了低迷期。

图 10 中国主要炼焦煤产地均出现不同程度的价格下调



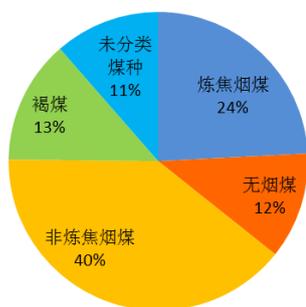
资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

不过，地产和基建投资的下行也拖累了中国的宏观经济增速，2012年二季度中国 GDP 增速下滑至 7.6%，已连续六个季度放缓。经济的下滑也倒逼政府出台各种稳增长的政策。温家宝近期在各地调研时，多次强调稳增长的重要性，而铁道部将 2012 年铁路基建投资额上调至 4960 亿元，同比下降 14%，而 1~7 月份为 -31.9%，预计接下来月份铁路投资有望加速回升。此外，发改委近期集中审批了万亿的投资项目，其中大部分为道路运输业投资，如年底前投资下达 60%，今年道路运输业投资额预计将有 1.4 万亿 (+23%)，而 1~7 月增速仅为 2.4%，预计后续道路投资也将快速增长。我们认为，随着铁路、道路运输等基建投资政策的陆续推进，与基建投资相关的钢铁、水泥的盈利能力和产量增速将可能得到有效提升，从而也将刺激煤炭价格在四季度的逐步企稳，并有望在未来重回价格上涨轨迹。

炼焦煤受益于钢铁业盈利的复苏，价格将有望在四季度企稳，上涨空间也能重新打开。而从长期来看，炼焦煤的资源稀缺性和保护性开发政策的推行将促炼焦煤行业的持续景气。

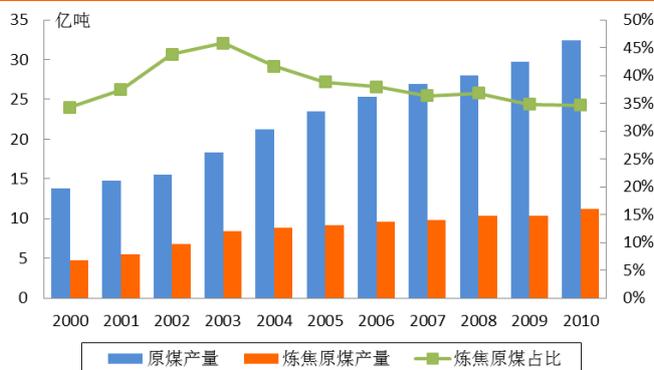
资源稀缺支撑行业的长期景气：中国虽然是煤炭大国，但炼焦煤储量相对缺乏，查明储量为 2803 亿吨，占比仅为 24.2%。炼焦煤资源主要分布在山西、安徽、河南、黑龙江、贵州等省份。2010 年全国炼焦原煤产量约为 11.23 亿吨，占比为 34.7%，产量占比高于储量占比，表明我国炼焦煤资源的开发程度大于非炼焦煤。受制于资源稀缺与开发程度，近年来炼焦原煤产量增幅远小于原煤产量同期增幅，使得中国炼焦原煤产量占比逐年下滑。

图 11 我国炼焦煤储量占比低，稀缺性明显



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

图 12 近年来我国炼焦煤产量占比逐年下滑



资料来源: 煤监局、统计局、中投证券研究所

由于安徽、河南、黑龙江等省份已进入资源衰退期，炼焦煤产能提升空间有限，而山西炼焦煤整合矿井尚需等到 2013 年才能大规模释放产能，预计到 2015 年炼焦煤新建矿井和整合技改矿井投产后，全国仅能释放约 1.3 亿吨炼焦煤产能。而除

了资源稀缺带来的新增产能较少之外,政府对稀缺炼焦煤资源采取的保护性开发政策也将制约我国炼焦煤产量在未来的增长。

稀缺炼焦煤资源是钢铁业不可或缺的原料,具有重大战略意义。在澳洲等炼焦煤大国,炼焦煤资源的开采都会受到保护性开发政策的限制。在中国,稀缺炼焦煤资源的战略价值也逐渐被政府重视,国家能源局已经完成《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》征求意见稿的意见征集工作,该规定指出我国炼焦煤等稀缺煤种将实施总量控制,山西、河南等地的稀缺炼焦煤资源将被纳入保护性开发之内,新建大中型稀缺煤类矿井投产十年内原则上不得提高生产能力。

由于资源稀缺,在建与整合技改所能新增的炼焦煤产能较少,同时《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》正式出台后,国家将推行对炼焦煤资源的保护性开发,也将影响到炼焦煤产量的释放。因此我们预计“十二五”期间炼焦精煤的产量将保持低速增长,预计未来五年复合增速3.2%左右。而尽管受经济转型影响,“十二五”期间钢铁产量增速可能也将回落至3%~4%左右,但炼焦煤在未来仍维持供需偏紧状态,出现大规模过剩的概率较低,炼焦煤行业也将在长期存在的国内供需缺口促进下持续景气。

图 13 中国炼焦煤行业未来五年仍将维持供需偏紧状态



资料来源: 汾渭能源、中投证券研究所预测

2.2 西南地区炼焦煤供需相对独立,炼焦煤国内供需紧缺状况更为明显

中国炼焦煤行业受资源稀缺和保护性开发的支撑,总体有望保持长期的供需偏紧,而贵州及周边的四川、广西、云南、重庆等省由于地处中国西南地区,区域内的炼焦煤供需相对独立,供需偏紧状况也更为明显。

供应方面: 贵州及周边的四川、广西和云南等省位于中国西南地区,距离山西、河南、安徽等北方焦煤产地较远,因此北方煤运到西南各省所需的运费要比贵州煤高出一倍以上。同时,西南地区现有铁路运力基本饱和,而西南地区基本为盆地、高原等复杂地形,地势起伏大,新铁路修建及既有铁路扩能较难,也不适合修建重型货运铁路专线,因此北方煤运入西南地区所受到的运力限制暂难以有改善。

表 1 山西炼焦煤运至四川、广西的运距和运费远高于贵州炼焦煤

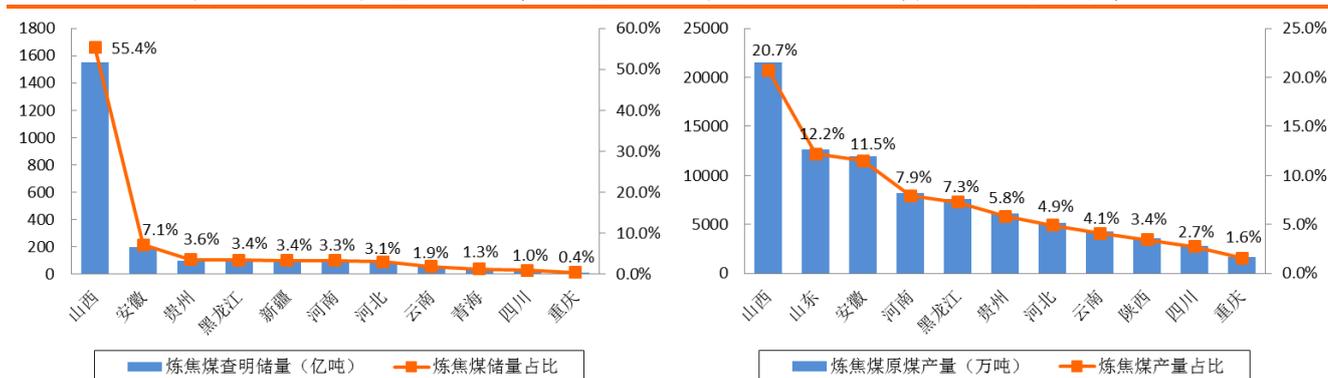
	铁路里程 (公里)	运输费用 (元/吨)
太原——攀枝花	2313	267
六盘水——攀枝花	739	92
太原——柳州	2160	240
六盘水——柳州	844	103

资料来源: 铁道部、中投证券研究所

受制于铁路运费和运力，我国西南地区炼焦煤市场相对独立，区域内炼焦煤的国内供应主要来自贵州等西南省份自产的炼焦煤，外购的北方炼焦煤只是对西南地区自产煤供应不足时的一种补充。

西南地区炼焦煤资源主要分布在云贵川渝四省，四省炼焦煤的总查明储量为193亿吨，占全国比例为6.9%，而2009年四省炼焦煤原煤产量为1.48亿吨，产量占比为14.3%，产量占比远高于储量占比，说明我国西南四省对炼焦煤资源的开发程度较高。

图 14 云贵川渝炼焦煤产量占比远高于储量占比，表明四省炼焦煤资源的开发程度高



资料来源: Sxcoal、煤监局、中投证券研究所

具体说来，四川和重庆两省处于资源衰退期，煤炭资源大多已开发利用，基本无可供建新井开采的资源。云贵两省资源相对川渝丰富，但云贵高原的特殊地形使得两省资源赋存条件不佳，矿区煤层薄，断层多，对开采技术要求较高，使得新矿工作面可实现的产能要低于北方，新矿投产及达产所需时间也长于北方，同时，云贵地形复杂，经济欠发达，铁路公路等基础设施建设落后，矿区煤炭外运通道的运力不足也在一定程度上限制了煤炭资源的大规模开发。受制于云贵的资源禀赋和运输条件，我们预计两省新矿井的建设将难以在短期内带来炼焦煤产量的大幅提升。

西南地区的资源禀赋制约了新矿井的产能规模和建设进程，而云贵川渝四省可能推进的煤炭资源整合则将减少现有矿在未来的产量贡献。

贵州煤炭生产以小煤矿为主，截至2010年底，贵州总共有矿井1738对，其中30万吨以下的小煤矿数量占总数的86.5%，产量占总量的70.8%。为了解决小矿带来的安全生产问题，贵州政府规划到十二五末期，将全省煤矿企业兼并重组至100个，矿井减少至1000对。虽然由于小煤矿利益关系复杂，该资源整合方案尚未在小矿中实质性推行，不过该政策如在未来大规模推行后，随着小煤矿大范围的关停整合，贵州现有矿井的产量规模将减少。除贵州外，云南、四川、重庆三省也属煤炭“十二五”规划中要求加大兼并重组力度，减少煤炭企业数量的省份，因此未来三省也可能出台相应的资源整合政策，从而减少小煤矿的产量贡献。

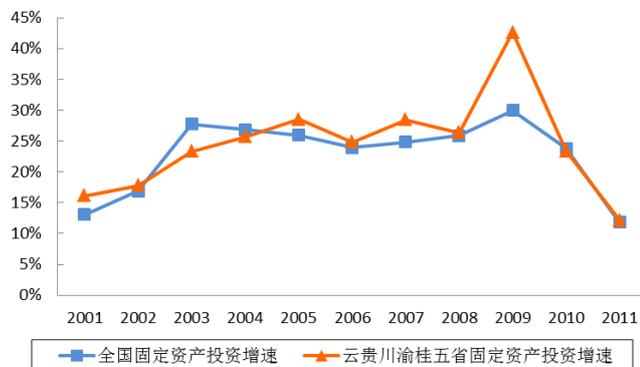
基于以上分析，我们认为在十二五期间，受资源衰退的影响，四川、重庆的炼焦煤产量将稳中有降，而受资源禀赋和小煤矿整合的制约，贵州、云南的炼焦煤产量将仅能略有增长，这也是煤炭“十二五”规划中对四省煤炭产量控制的目标。

需求方面：同样受制于铁路运费和运力，贵州、云南等西南地区开采的炼焦煤难以大量运输至区域外，因此，西南地区炼焦煤需求也相对独立，需求主要来自区域内的贵州、广西、云南、四川和重庆五省，也有部分来自周边的湖南和广东。

自2000年西部大开发战略实施后，西南云贵川渝桂五省在国家资金投入和优惠政策倾斜下，加大了基建和水利等投资，2000~2011年西南五省固定资产投资复合增速为24.2%，高于全国同期22.7%的增速。而随着投资的增长，西南五省

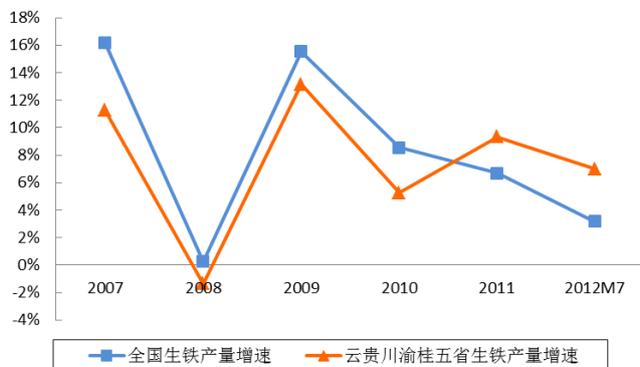
对钢材的需求也逐渐上升，但区域内钢铁产能相对不足，2009年西南五省仍需从区域外购入1000多万吨钢材。不过随着西南五省钢铁产能的建设，区域生铁产量近年来也稳步增长，在近年来全国生铁产量增速大幅回落的背景下，西南五省生铁产量也仍能维持较高增速。

图 15 云贵川渝桂五省固定资产投资增速高



资料来源: Wind、统计局、中投证券研究所

图 16 云贵川渝桂五省生铁产量维持较高增速



资料来源: Mysteel、统计局、中投证券研究所

今年以来受钢铁需求和价格持续下行的影响，西南钢企通过停产检修等方式减产，使得生铁产量增速同比回落，也拖累了西南焦煤的价格。不过若政府下半年加快基建投资来稳增长，西南五省的钢铁产量也将有望重回高增长轨迹，从而带来炼焦煤需求的稳定增长和炼焦煤价格的景气恢复。

而从长期来看，西南地区未来仍将是投资的重点区域。西南五省目前铁路、公路、机场等基础设施相比东部仍有很大的发展空间。根据年初出台的《西部大开发“十二五”规划》，“十二五”期间国家仍将继续加大西南地区“铁公机”和水利工程建设，因此西南五省未来的固定资产投资增速仍有望在政策支持下继续保持稳步增长态势，从而带来对钢材和炼焦煤的稳定需求。而在西南地区的未来发展中，值得重点关注的是“二号文”带来的贵州发展和防城港、湛江钢铁基地的建设。

贵州经济严重滞后于中国其他地区，人均 GDP 也连续多年居全国末位。为改善贵州经济状况，中央颁发了二号文《关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的若干意见》，我们认为，随着国发二号文和配套倾斜政策的落实，贵州固定资产投资在交通基建、水利工程和煤炭能源等领域投资的促进下，未来增速将超越超越西部地区平均水平，而贵州省 2016 年全省固定资产投资额比 2011 年水平翻一番以上这一目标也有望顺利实现，从而促西南地区钢材和炼焦煤需求持续增长。

为满足未来西南地区的钢材需求和调整全国钢铁产能布局，发改委近期审批通过了防城港和湛江钢铁基地项目，两钢铁基地均为千万吨级别，且未来可根据需要扩产至三千万吨。我们认为，钢铁基地建设本身就可带来大量投资，同时，基地在 2015 年左右投产后，也能保障西南钢铁产能的持续增长能力。不过，由于钢铁基地均会采用大型或超大型的高炉，其对焦炭的机械质量要求高，因此基地未来带来的炼焦煤需求将集中于贵州六盘水等地或澳洲进口的优质炼焦煤。

综合供需两方面分析可以看出，受益于贵州等西南省固定资产投资在未来的持续增长，其对炼焦煤的需求也会稳步提升，而受制于资源禀赋和资源整，区域内炼焦煤产量在短期内难以大幅提升，因此未来西南地区炼焦煤的国内供需矛盾将比全国更为明显。

2.3 海外炼焦煤进口面临全球资源争夺，难以完全逆转国内供需状况

由于国内炼焦煤产量常年低于需求量，中国每年均需从国外进口炼焦煤以满足国内需求。2011 年因澳洲洪水，中国从澳大利亚进口炼焦煤量下滑 40.6%，也使

得 2011 年中国炼焦煤进口总量下滑 5.5%。不过随着国际焦煤价格的持续回落，澳洲炼焦煤进口量迅速回升，也使得今年前五个月中国炼焦煤进口量大增 33.8%。

图 17 受国际焦煤价格回落影响，中国 2012 年炼焦煤进口量同比大幅增长

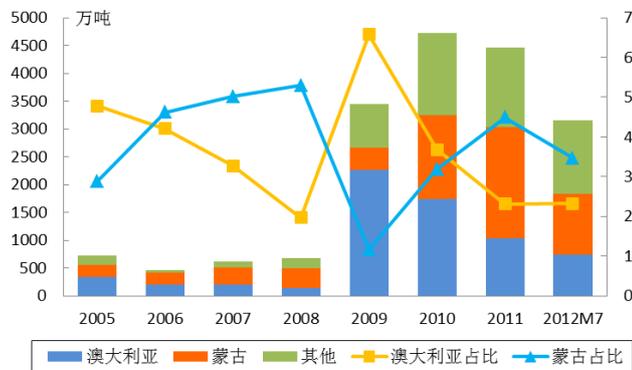


资料来源：中国海关、中投证券研究所

中国炼焦煤主要进口自澳大利亚与蒙古，美国东部炼焦煤由于硫份较高，为保证焦炭质量，只能与低硫煤在配煤炼焦时配入少量，更主要的是用作动力用途，因此美国以后若加大煤炭的出口，预计未来对中国炼焦煤行业的冲击也较为有限。

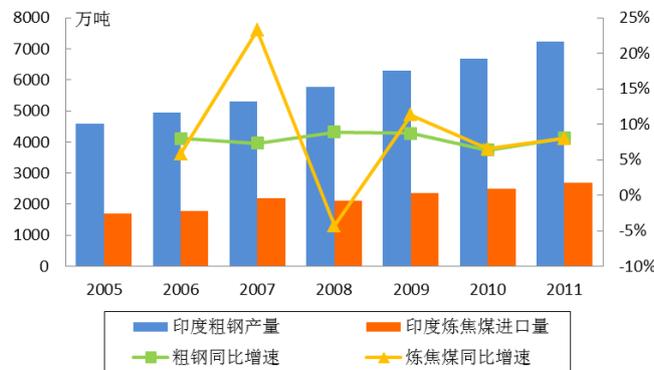
澳大利亚是全球最大的炼焦煤出口国，2011 年出口量为 1.33 亿吨，占据全球炼焦煤贸易 52% 的份额，但中国从澳大利亚进口炼焦煤将面临全球尤其是印度的激烈竞争。印度近年来经济发展强劲，印度钢铁企业也持续扩张产能，使得钢铁产量近年来快速增长，且未来将随产能扩张而继续稳定增长。但印度国内炼焦煤资源匮乏，主要依赖从澳洲进口，因此随着印度钢铁业的发展，其对澳洲炼焦煤的需求也将推动澳洲炼焦煤价格在未来的上涨，从而压制中国进口自澳洲的炼焦煤量。

图 18 中国炼焦煤主要进口自澳大利亚和蒙古



资料来源：中国海关、中投证券研究所

图 19 印度钢铁业发展加剧全球炼焦煤争夺



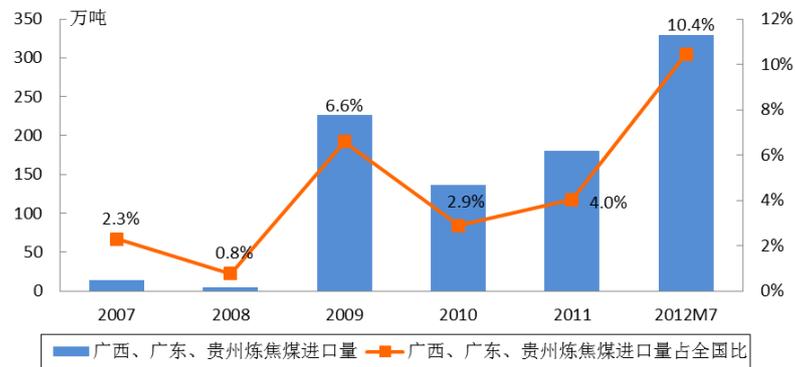
资料来源：IEA、世界钢铁协会、中投证券研究所

蒙古为内陆国家，主要与俄罗斯和中国接壤，且通往俄罗斯的铁路通道正在修建扩容中，因此中国成为了蒙古炼焦煤的主要出口市场，而蒙古煤也将是中国未来炼焦煤进口增量的主要来源国。不过，随蒙古通往俄罗斯铁路通道的建成，蒙古煤可借道俄罗斯港口出口至日本等国，而且蒙古对于矿产开发的民族情绪较为严重，出于经济安全和政治筹码的考虑，蒙古煤炭出口也不会完全依赖于中国市场，中国也较难获得充足的蒙古煤供应。因此，我们认为，尽管未来随着蒙古炼焦煤的大量涌入，国内炼焦煤的供需缺口将能得到部分满足，但仍难以完全逆转行业供需。

具体到西南地区而言，区域内主要由广西、广州和贵州进口来自澳大利亚等国的海运炼焦煤。随着今年国际煤价的下跌，西南三省从澳洲等国进口炼焦煤量迅速增加，不过由于面临印度和国内东部地区的竞争，预计未来西南地区可获得的海运煤供应量增速将受压制。而蒙古由于距离远，蒙古炼焦煤主要供应北部地区，对西

南地区基本无影响。因此，我们预计西南地区的炼焦煤供需缺口在未来仍将持续，西南炼焦煤行业也将在供需矛盾的促进下长期景气。

图 20 广西、广东和贵州三省炼焦煤进口情况



资料来源：中国海关、中投证券研究所

三、公司分析：公司原煤产量内生增长动力强劲，在贵州

大发展的促进下有望快速崛起

3.1 在产矿扩产是公司原煤产量在未来三年内持续增长的主要推动力

公司是西南地区炼焦煤行业的领军企业，目前拥有的在产矿井均位于贵州六盘水市盘县地区，其中，老屋基矿、火铺矿、土城矿、月亮田矿、山脚树矿煤种以 1/3 焦煤为主，相对控股 35% 的松河煤业煤种为主焦煤，金佳矿为贫瘦煤。公司在产矿总产能为 1350 万吨，2011 年原煤产量为 1230 万吨。

表 2 公司在产矿井基本情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)
老屋基矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	2578	115
火铺矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	19020	240
土城矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	12338	280
月亮田矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	6666	115
山脚树矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	3199	180
松河煤业	六盘水盘县	35%	主焦煤	20022	240
金佳矿	六盘水盘县	100%	贫瘦煤	36864	180
在产矿井小计				100688	1350

资料来源：公司公告、中投证券研究所

除松河矿和山脚树矿外，公司老屋基矿等五个在产矿均在实施技改扩产的工程，技改的总产能为 1360 万吨，可扩产 430 万吨产能，使公司在产矿产能增至 1780 万吨，这也是公司未来三年内原煤产量持续增长的主要推动力。

表 3 公司正在进行改扩建的矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	现有产能 (万吨)	技改产能 (万吨)	可扩产产能 (万吨)
老屋基矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	115	180	65
火铺矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	240	300	60
土城矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	280	400	120
月亮田矿	六盘水盘县	100%	1/3 焦煤	115	180	65
金佳矿	六盘水盘县	100%	贫瘦煤	180	300	120
改扩建矿井小计				930	1360	430

资料来源：公司公告、中投证券研究所

其中，土城矿和火铺矿的技改进程较快，已基本完工，正在等待验收；月亮田矿和金佳矿的技改工程正在稳步推进中，有望在明后年可贡献增量；老屋基矿由于资源条件和生产状况的原因，技改难度较大，预计技改进度会稍晚于其他矿井。

除以上五矿的技改工程外，公司松河矿为 2010 年 9 月投产的新矿，目前核定产能为 240 万吨，实际建设产能为 300 万吨，2011 年松河矿产量约为 86.82 万吨，未来几年产量将逐渐达产 300 万吨。山脚树矿目前正在实施与老屋基矿的巷道联通工程，以使山脚树矿的原煤可直接从矿下送往老屋基矿选煤厂，从而解决路面汽运的运力限制问题，相应的也能再增加山脚树矿的产量。

3.2 在建矿投产确保公司原煤产量在未来三年后的持续增长能力

除在产矿扩产带来的产量提升外，在建矿投产也是公司原煤产量内生增长的重要来源。公司由马依煤业（67%）和恒普煤业（90%）负责建设新井，在建产能总共为 1260 万吨，几乎等于公司目前的在产产能，而从各矿井的建设进程来看，在建矿投产将能充分保障了公司原煤产量在未来三年后的持续增长能力。

表 4 公司马依煤业和恒普煤业在建矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)	备注
马依煤业		67%		79067	960	
马依西一井	六盘水盘县		瘦煤、贫瘦煤	19263	240	在建，2013 年底投产
马依东一井	六盘水盘县		瘦煤、贫瘦煤	21181	240	在建，2014 年投产
马依西二井	六盘水盘县		瘦煤、贫瘦煤	17150	240	下组煤，规划阶段
马依东二井	六盘水盘县		瘦煤、贫瘦煤	21473	240	下组煤，规划阶段
恒普煤业		90%		48881	300	
发耳煤矿二期	六盘水水城		瘦煤、贫煤	48881	300	在建，2014 年投产
矿井小计				127948	1260	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

马依煤业在建矿井未来主要生产动力煤，供应盘南电厂和拟建的马依电厂。马依西一井和马依东一井为马依井田的浅部矿井，马依西一井建设进度较快，有望在 2013 年底投产，马依东一井目前正在开展前期工作，预计将在 2014 年中期投产。拟建的马依西二井和马依东二井为开发马依井田下组煤的深部矿井，预计需等浅部矿井投产后才会开工建设，因此主要将保障“十三五”期间公司的产量增长。

恒普煤业负责建设发耳煤矿二期，未来生产商品煤也主要作动力用途，供应发耳电厂。发耳煤矿二期的地质条件好于马依井田，因此虽开工晚于马依东一井，但预计也将能在 2014 年中期投产。

公司除在建矿井外，还有松沙矿（120万吨）作为后备资源，不过目前尚无开发计划。此外，公司参股 25% 的首黔资源拥有在产的杨山矿，拟建纳木矿和茨嘎矿，其中杨山矿正在实施 30 万吨的技改扩产，预计 2012 年底可完成。拟建的纳木矿（120万吨）和茨嘎矿（120万吨）正在落实矿权，不过目前进展缓慢，预计两矿短期内难以贡献产量。

3.3 公司原煤产量内生增长能力强劲，精煤化战略值得期待

公司未来产量增长主要来源于在产矿扩产与在建矿投产，其中，在产矿扩产是未来三年内公司产量增长的主要推动力，而在建矿投产则保障了公司三年后的产量持续增长。预测 2012~2016 年公司权益产量为 1284 万吨、1466 万吨、1646 万吨、1879 万吨和 2104 万吨，未来公司原煤产量内生增长的能力强劲。

表 5 受益于在产矿扩产与在建矿投产，公司原煤产量内生增长能力强劲

煤矿	权益比例	产能	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
在产矿			1230	1370	1590	1730	1810	1860
老屋基矿	100%	115	120	120	120	120	140	160
火铺矿	100%	240	240	270	300	300	300	300
土城矿	100%	280	300	340	380	400	400	400
月亮田矿	100%	115	120	120	150	180	180	180
山脚树矿	100%	180	183	200	220	220	220	220
松河煤业	35%	240	87	140	200	240	270	300
金佳矿	100%	180	180	180	220	270	300	300
马依煤业	67%					70	220	360
马依西一井		240				60	140	200
马依东一井		240				10	80	160
马依西二井		240						
马依东二井		240						
恒普煤业	90%					20	100	200
发耳煤矿二期		300				20	100	200
首黔资源	25%		12	18	25	30	30	70
杨山矿		30	12	18	25	30	30	30
纳木矿		120						20
茨嘎矿		120						20
产量总计		2880	1242	1388	1615	1850	2160	2490
产量增速				12%	16%	15%	17%	15%
权益产量总计		2175	1176	1284	1466	1646	1879	2104
权益产量增速				9%	14%	12%	14%	12%

资料来源：公司公告、中投证券研究所预测

煤炭企业除了不断扩张原煤产量的能力外，另一个重要能力就是对煤炭产量的利用，即优化产品结构，增加高效益精煤的产量来提高盈利能力。公司一直重视精煤化，目前对下属矿井考核由过去的强调原煤产量转变为强调商品煤销量，而未来公司高效益的精煤产品产量也有望随入洗原煤的增加和洗选能力的提升而逐渐增长。具体说来，主要原因有以下四点。

可入洗原煤增加:

1) 公司原煤产量在在产矿扩产和在建矿投产促进下, 2011~2016 年以 15% 的复合增速强劲增长, 从而增加公司总可入洗原煤量;

2) 公司电煤压力大, 有部分未洗选的原煤将直接用作电煤。而随着公司原煤产量在未来的增长, 公司洗混煤的产量也会相应增加, 从而减轻电煤供应压力, 减少未入洗而直接用作电煤的量;

可洗选能力提升:

3) 公司在产矿配套选煤厂均已完成或即将完成技改, 原煤洗选能力将能提升至 1700 万吨, 同时也能提高精煤洗出率。其中, 老屋基选煤厂三车间 (200 万吨) 和土城选煤厂 (300 万吨) 的异地技改已在去年完成, 金佳矿选煤厂在今年 3 月完成 300 万吨技改, 可洗出精煤用于喷吹和化工。松河矿选煤厂 (300 万吨) 目前已建成, 即将投产, 火铺矿选煤厂 300 万吨异地技改也有望在 10 月完工;

4) 公司在建矿均有配套选煤厂的建设计划。马依选煤厂规划洗选能力为 500 万吨, 同时预留了达到 960 万吨规模的场地, 恒普煤业也规划有配套的选煤厂 (300 万吨)。不过由于在建矿未来规划是主要生产动力煤以供电厂使用, 炼焦配煤的洗出量较少, 因此预计投产后对业绩的贡献要小于目前在产矿井。

表 6 公司拥有及在建选煤厂情况一览

	入洗原煤来源	现有洗选能力 (万吨)	规划洗选能力 (万吨)	备注
现有选煤厂		1340	1700	
老屋基选煤厂	老屋基矿、山脚树矿	300	300	正常生产
老屋基选煤厂三车间	月亮田矿	200	200	正常生产
土城选煤厂	土城矿	300	300	正常生产
金佳矿选煤厂	金佳矿	300	300	2012.3 月完成技改
松河矿选煤厂	松河矿		300	已建成, 即将投产
火铺矿选煤厂	火铺矿	240	300	预计 2012.10 月投产
在建选煤厂			800	
马依选煤厂	马依西一井、马依东一井		500	与矿井建设同步
恒普选煤厂	发耳煤矿二期		300	与矿井建设同步
小计		1340	2500	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

公司选煤厂建设带来的洗选能力与洗出率提升能增加公司未来精煤和洗混煤的产量, 而公司的地域优势则将有力的保障精煤和洗混煤顺利销售, 销售成为制约公司产量释放因素的概率较低。

公司商品煤集中销往贵州和周边省份的大客户, 2011 年前五大客户占据了公司 53.62% 的营业收入, 其中炼焦精煤主要销往攀钢、柳钢、水钢等钢企, 动力洗混煤销往盘县电厂、盘南电厂和贵阳海螺等企业。未来贵州等省在国家资金支持和政策倾斜下未来仍将保持大发展, 使得区域内炼焦煤和动力煤需求旺盛, 而西南地区的炼焦煤供应又相对独立, 因此公司作为西南地区煤质优异的炼焦煤领军企业, 能够充分享受区域优势, 顺利实现新增商品煤产量的销售。在价格方面, 由于客户集中度高, 炼焦煤价格上涨时, 公司精煤价格上调滞后, 售价要低于周边市场价, 但在目前这样的弱市中, 公司精煤价格的防御性也较强, 精煤售价要高于周边市价。

3.4 集团还拥有响水矿等煤炭资产，条件成熟后均有望注入公司

公司除在产矿扩产与在建矿投产带来的产量内生增长外，未来还有望获得产量的外延式增长，即集团资产的注入预期与贵州省可能的资源整合。

盘江投资集团除上市公司外，还拥有盘南煤炭公司和六枝工矿集团。其中，盘南煤炭公司为盘江投资集团全资子公司盘江煤电集团控股，主要经营响水矿，六枝工矿集团为贵州省整合至盘江投资集团煤炭集团。

表 5 盘江投资集团剩余在产矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)
盘南煤炭公司		36%		40524	400
响水矿	六盘水盘县		贫煤、少量焦煤	40524	400
六枝工矿集团	六盘水、毕节	100%	焦煤、瘦煤、贫煤、无烟煤	15516	359
集团在产矿井小计				56040	759

资料来源：公司公告、中投证券研究所

响水矿的注入预期较强，但因为矿井主采区上面有 4 个小矿，需等待通过托管或收购等手段解决小矿问题后，才能办理安全生产许可证，从而解决注入障碍。不过响水矿因煤炭主要用作电煤，盈利能力一般，且集团控股比例仅为 36%，未来若注入，预计对公司盈利的直接提升也较为有限，更多的是帮公司承担省内电煤任务，减轻炼焦煤矿井的电煤压力。

六枝工矿集团旗下拥有化处矿等 7 对在产矿，总产能 359 万吨，同时在建拟建化乐矿等 4 对矿井，总产能 600 万吨。目前盘江投资集团目前正在对六枝工矿集团进行管理和设备上的整合，同时推进在建拟建矿的建设。

3.5 贵州正推进资源整合，有望成为集团和公司产量外延增长又一来源

贵州省煤矿的特点是以小矿为主，大矿建设滞后。截至 2010 年底，贵州共有矿井 1738 对，其中 30 万吨以下的小煤矿数量占 86.5%，产量占 70.8%，单井平均产能仅为 9 万吨左右。为解决小煤矿带来的安全生产等问题，并加快大矿建设，贵州省正在推行煤炭资源整合方案，通过兼并小矿和建设大矿，规划到“十二五”末期将全省煤矿企业兼并重组至 100 个，矿井减少至 1000 对，大中型矿井的产量占比要超过 70%。

由于小煤矿涉及的利益关系复杂，目前整合小矿政策尚未实质性推行。不过推进小矿兼并重组，建立大型煤炭基地是煤炭“十二五”规划的重要内容，同时也是国发“二号文”支持贵州大发展的政策方向。而盘江集团作为贵州省最大的煤炭企业，又有沉淀多年的贵州复杂地质条件开采经验和难洗煤层的洗选技术，预计未来将能最大化受益贵州省的煤炭资源整合。集团和公司也有望通过兼并小矿和新建大矿来获得产量的外延式增长，公司近期公告成立的赫章资源公司即意在开发赫章县的煤炭资源，从而获得产量的外延增长。

不过，小矿开工技改到复产一般需 1~2 年的时间，获得新资源到矿井建成需 3 年左右的时间，再加上之前与小矿谈妥或获得新资源所需时间，以及各行政审批流程的时间，我们预计公司参与贵州资源整合将主要是保障公司远期可获得的产量外延增长，短期内公司产量的外延增长将主要是对集团响水矿等在产矿的收购。

四、盈利预测及投资建议：“强烈推荐”

盈利预测基本假设：

1) 公司未来三年原煤产量内生增长主要来自在产矿扩产与在建矿投产，外延增长来自集团可能的资产注入与贵州煤炭资源整合，不过因外延增长的不确定性较大，盈利预测时仅考虑产量的内生增长；

2) 公司通过在产选煤厂的技改和在建松河选煤厂的投产，未来三年原煤洗选能力和洗出率能得到提升，而今年电煤任务不重，原煤基本可全部入洗，未来随着洗混煤产量的增长，也可以减轻电煤压力；

3) 价格方面，公司大客户集中度高，尽管在炼焦煤价格上涨时，调价会相对滞后，但在今年炼焦煤弱市中，焦精煤价格也相对周边市价具有一定防御性。而成本方面，今年公司通过控制原材料等成本，吨煤成本有望与去年基本持平。

表 7 盘江股份煤炭产量预测（单位：万吨）

	2011	2012E	2013E	2014E
在产矿井	1230	1370	1590	1730
在建矿井				90
公司原煤产量	1230	1370	1590	1820
原煤产量增速		11.38%	16.06%	14.47%
精煤产量	394	466	557	655
洗混煤产量	475	562	636	710

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 盘江股份未来三年收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
煤炭业务				
煤炭产量（万吨）	1230	1370	1590	1820
煤炭销量（万吨）	988	1128	1293	1465
综合煤价（元/吨）	769	722	760	807
吨煤成本（元/吨）	428	430	460	490
煤炭业务收入（亿元）	76	81	98	118
煤炭业务成本（亿元）	42	48	59	72
煤炭业务毛利率	44.30%	40.46%	39.49%	39.26%
电力业务				
发电收入（亿元）	1.54	1.60	1.60	1.60
发电成本（亿元）	1.44	1.47	1.47	1.47
发电业务毛利率	6.63%	8.00%	8.00%	8.00%
营业收入（亿元）	75	80	96	115
营业成本（亿元）	41	47	57	69
营业毛利率	44.71%	41.57%	40.60%	40.35%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 盘江股份未来三年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7465	7968	9600	11544
营业成本	4128	4655	5703	6886
营业税金及附加	420	319	384	462
营业费用	137	151	182	219
管理费用	682	729	878	1056
财务费用	61	121	157	191
资产减值损失	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	18	26	31
营业利润	2029	2011	2321	2760
营业外收入	32	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	2042	2011	2321	2760
所得税	323	322	371	442
净利润	1719	1689	1949	2318
少数股东损益	14	20	70	138
归属于母公司净利润	1705	1669	1880	2180
EBITDA	2562	2743	3285	3972
EPS (元)	1.03	1.01	1.14	1.32

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

投资建议:

公司是西南地区的炼焦煤领军企业,未来原煤产量内生增长主要源于在产矿扩产和在建矿投产,预测 2012~2014 年公司原煤产量为 1370 万吨、1590 万吨和 1820 万吨,未来三年复合增速为 14%。尽管受炼焦煤需求下行的影响,公司炼焦煤价格承受下跌压力,但受益于西南地区的区域优势,公司目前炼焦煤销售基本正常,销量受影响程度小于其他炼焦煤企业,因此 2012 年公司业绩将维持稳定。从长远来说,公司在产矿扩产和在建矿投产使公司产量内生增长强劲,集团响水矿等资产的注入预期和贵州省的煤炭资产整合则为公司未来可获得的外延增长提供想象空间,而贵州等西南省份的大发展则使公司可顺利实现新增煤炭产量的销售,公司也将随原煤产量快速增长和贵州等省的大发展而进入高速增长期。因此我们给予公司“强烈推荐”的投资评级,预计 2012~2014 年公司 EPS 为 1.01 元、1.14 元和 1.32 元,考虑到稀缺炼焦煤的资源价值和公司的地域优势,按 12 年 EPS 给予公司 20 倍 PE,对应目标价为 20.20 元。

风险因素:

- 1) 若基建投资政策力度不足,中国钢铁业景气度可能进一步下滑,从而使得公司炼焦煤未来面临进一步跌价的压力;
- 2) 贵州地质复杂,矿井产量释放可能会因地质问题而拖延,尽管公司有丰富的复杂地质开采经验,但在产矿和在建矿的产量释放进度仍面临一定不确定性;
- 3) 集团公司资产注入和贵州资源整合可能为公司未来带来产量的外延增长,但公司可获得的标的与获取时点具有一定的不确定性。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4539	4616	5384	6397
现金	1147	885	960	1154
应收账款	270	341	410	493
其他应收款	50	70	84	102
预付账款	173	186	228	275
存货	304	344	421	509
其他流动资产	2595	2790	3280	3863
非流动资产	7686	8583	10283	11270
长期投资	359	410	460	510
固定资产	4730	5736	7447	8385
无形资产	1415	1445	1475	1505
其他非流动资产	1181	991	901	870
资产总计	12224	13199	15667	17667
流动负债	2487	2676	4133	4752
短期借款	50	0	994	1109
应付账款	1017	1164	1426	1721
其他流动负债	1420	1513	1713	1922
非流动负债	2260	2293	2282	2271
长期借款	1660	1660	1660	1660
其他非流动负债	600	633	622	611
负债合计	4746	4969	6415	7023
少数股东权益	538	559	628	766
股本	1103	1655	1655	1655
资本公积	2887	2336	2336	2336
留存收益	2669	3400	4353	5607
归属母公司股东权益	6940	7671	8624	9877
负债和股东权益	12224	13199	15667	17667

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2376	2339	2597	3125
净利润	1719	1689	1949	2318
折旧摊销	472	611	807	1021
财务费用	61	121	157	191
投资损失	-17	-18	-26	-31
营运资金变动	323	-19	-247	-331
其他经营现金流	-183	-45	-44	-43
投资活动现金流	-1369	-1418	-2432	-1927
资本支出	952	1308	2308	1808
长期投资	-459	51	50	50
其他投资现金流	-875	-59	-74	-69
筹资活动现金流	-866	-1183	-90	-1004
短期借款	50	-50	994	115
长期借款	1357	0	0	0
普通股增加	0	552	0	0
资本公积增加	11	-552	0	0
其他筹资现金流	-2284	-1133	-1084	-1118
现金净增加额	142	-262	75	194

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7465	7968	9600	11544
营业成本	4128	4655	5703	6886
营业税金及附加	420	319	384	462
营业费用	137	151	182	219
管理费用	682	729	878	1056
财务费用	61	121	157	191
资产减值损失	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	18	26	31
营业利润	2029	2011	2321	2760
营业外收入	32	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	2042	2011	2321	2760
所得税	323	322	371	442
净利润	1719	1689	1949	2318
少数股东损益	14	20	70	138
归属母公司净利润	1705	1669	1880	2180
EBITDA	2562	2743	3285	3972
EPS (元)	1.55	1.01	1.14	1.32

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	36.5%	6.7%	20.5%	20.2%
营业利润	27.3%	-0.9%	15.4%	18.9%
归属于母公司净利润	26.7%	-2.1%	12.6%	16.0%
获利能力				
毛利率	44.7%	41.6%	40.6%	40.4%
净利率	22.8%	20.9%	19.6%	18.9%
ROE	24.6%	21.8%	21.8%	22.1%
ROIC	22.4%	20.6%	19.8%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	38.8%	37.7%	40.9%	39.8%
净负债比率	41.80	37.43%	44.49	42.27%
流动比率	1.83	1.72	1.30	1.35
速动比率	1.70	1.59	1.20	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.63	0.67	0.69
应收账款周转率	28	25	24	24
应付账款周转率	5.25	4.27	4.40	4.38
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.03	1.01	1.14	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	1.41	1.57	1.89
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.63	5.21	5.97
估值比率				
P/E	16.42	16.78	14.90	12.84
P/B	4.04	3.65	3.25	2.84
EV/EBITDA	11	11	9	7

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

王理廷, 中投证券研究所煤炭行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学材料成型及控制工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434