

盘龙啸天,蒸蒸日上

增持维持

目标价格: 17.7 元

投资要点:

- 📖 政策暖风频吹, 区位优势凸显, 股权理顺后盘江集团站在新起点
- 📖 内生成长增速近 15%, 债务负担低, 盈利能力强
- 📖 响水、六枝工资资产注入有预期, 省内资源扩张具备空间

报告摘要:

- **股权理顺后盘江集团站在新起点。**盘江集团煤炭业务无论在储量还是产量上均在江南地区居首位, 依托盘江、六枝矿区资源正处于黄金发展时期, 十二五末计划产量达到 5000 万吨, 年复合增速 30%。2011 年通过理顺股权结构, 集团借助公司加快资本运作的道路愈加顺畅。
- **政策暖风频吹, 区位优势显著。**由于周边省份资源匮乏, 需求稳中有升, 公司的产品较北方产煤省运输成本偏低, 区位优势比较明显, 虽然近几年受到进口煤一定的冲击, 但下半年压力减轻。政策上, 贵州省煤炭产业十二五规划及国务院 2 号文将区域振兴提升到国家战略高度, 十二五省内煤炭需求复合增速超过 9%, 远高于行业平均水平。
- **内生成长较好, 煤价短期承压。**公司煤炭业务近两年成长主要依靠本部技改矿及在建矿井, 预计年复合增速近 15%, 金佳矿及松河矿商品结构有优化的空间, 新的客户资源积极储备, 但受制于钢铁、电力行业景气度低迷煤价有所下调, 据测算目前六盘水焦煤车板含税价近 1300 元/吨, 电煤基本稳定, 而经济向好时可体现出较强的议价能力。
- **资产注入和资源整合是后期看点。**目前注入预期较强的是响水矿及六枝工矿两部分资产, 其中响水矿安全生产许可证待办, 而六枝工集团盈利能力尚需改善。除此以外, 预计公司也有望在赫章等地扩充资源, 推进煤电气一体化建设。
- **维持“增持”评级。**预计近 3 年 EPS 分别为 1.08 元、1.18 元及 1.53 元, 对应今年 PE 为 15 倍。我们看好其中长期价值, 是战略配置的首选, 但短期受制于焦煤价格的走弱, 目标价 17.7 元。

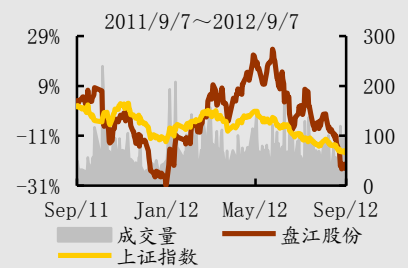
分析师

王京乐 (S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 公司中报点评 * 盘江股份: 区域龙头弱市增长稳健 * 600395 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2012.8
- 2 《宏源证券 * 公司年报点评 * 盘江股份: 政策暖风频吹, 成长有望提速 * 600395 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2012.4
- 3 《宏源证券 * 公司季报简评 * 盘江股份: 业绩符合预期, 利空得以释放 * 600395 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》, 2011.10
- 4 《宏源证券 * 公司研究 * 盘江股份: 西南焦煤龙头稳健成长 * 600395 * 煤炭行业 * 王京乐》, 2011.8

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	7464.93	8301.38	9377.62	12156.96
YOY	36.49%	11.21%	12.96%	29.64%
归属母公司净利润	1704.98	1788.00	1951.67	2530.64
YOY	26.74%	4.87%	9.15%	29.67%
EPS(元)	1.03	1.08	1.18	1.53
PE	14	15	14	11

目录

一、股权理顺后盘江集团站在新起点.....	5
二、强力政策拓宽想象空间	6
(一) 贵州省煤炭资源丰富，区位优势突出	6
(二) 政策暖风频吹，助力区域发展	9
三、内在有成长，业绩有弹性	12
(一) 业务状况：高瞻远瞩，稳健成长	12
1、煤炭主业：利润增长的重要引擎.....	12
(1) 量能逐步释放，议价能力较强.....	12
(2) 产品结构可优化，积极扩充客户资源.....	14
(3) 严控成本保障业绩.....	15
2、非煤产业：顺势发展，产业链更趋完备.....	16
(二) 财务状况：债务负担低，盈利能力强	16
四、资产注入和资源整合是后期看点.....	18
(一) 响水矿等集团资产有望陆续注入	18
(二) 省内资源整合具备空间	20
五、投资建议与盈利预测	21
(一) 经营指标预测	21
(二) 投资建议与估值	22
六、风险提示	23

插图

图 1: 2011 年开始集团股权关系进一步理顺.....	6
图 2: 贵州省主要煤矿区位分布图.....	6
图 3: 贵州省各煤矿矿区资源分布.....	7
图 4: 十二五贵州煤炭产量规划.....	7
图 5: 周边省份煤炭资源储量及净调出情况.....	7
图 6: 澳洲主焦煤港口库提价与六盘水焦煤出厂价拟合.....	8
图 7: 周边省份生铁产量累计增速.....	8
图 8: 周边省份火电累计增速.....	8
图 9: 贵州及周边省份人均 GDP 变化.....	10
图 10: 贵州及周边省份 GDP 累计同比.....	10
图 11: 贵州及周边省份工业增加值月度增速.....	11
图 12: 2011 年后贵州省工业增速领先周边.....	11
图 13: 十二五期间贵州火电装机及电煤需求预测.....	11
图 14: 十二五期间贵州煤炭需求总量变化.....	11
图 15: 贵州省内生铁及焦炭产量累计增速.....	12
图 16: 贵州省内电力、火电及水电增速变化.....	12
图 17: 并表的松河煤业盈利情况的变化.....	13
图 18: 联营公司首黔资源公司盈利情况变化.....	13
图 19: 贵州六盘水焦精煤价格走势.....	14
图 20: 贵州水城混煤价格走势.....	14
图 21: 公司商品煤结构变化.....	15
图 22: 盘江集团省内外销售结构变化.....	15
图 23: 焦煤类上市公司吨煤成本变动比较.....	15
图 24: 公司成本控制力处于行业中游.....	15
图 25: 公司原煤成本结构预测.....	16
图 26: 历年公司价格调节基金收取情况.....	16
图 27: 历年公司收入及利润增速.....	16
图 28: 公司盈利指标稳步提升.....	16
图 31: 响水矿股权结构.....	19
图 32: 六枝工集团股权结构.....	19
图 33: 历年响水矿原煤产量变化.....	19
图 34: 响水矿收入及盈利状况.....	19
图 35: 历年六枝工集团原煤产量变化.....	20
图 36: 六枝工集团收入及盈利状况.....	20
图 37: 盘江集团新建矿井单位投入水平.....	21
图 38: 公司分红比例保持较高水平.....	23

表格

表 1: 贵州省原有四大煤炭集团基本情况.....	5
表 2: 贵州六盘水焦煤价与澳洲进口焦煤价比较.....	8
表 3: 2010 年贵州六盘水与北煤南运运费价格比较.....	9

表 4: 推动贵州煤炭产业发展关键政策一览.....	10
表 5: 公司煤矿基本情况及产量预测.....	13
表 6: 历史上公司调价情况.....	14
表 7: 2009-2011 年焦煤公司煤价上涨对业绩弹性比较.....	17
表 8: 08-09 年焦煤公司煤价下跌对业绩弹性比较.....	17
表 9: 十二五期间盘江集团在建、拟建煤矿情况.....	18
表 10: 未来预期集团注入资产基本情况.....	20
表 11: 公司煤炭业务经营指标预测.....	22
表 12: 公司主营收入、成本预测.....	22
表 13: 焦煤类公司吨储量市值比较.....	23

一、股权理顺后盘江集团站在新起点

公司大股东为盘江控股集团，目前合计持股 58.67%，多年以来坚持“以煤为主、多业并举、科学发展”的战略，逐步形成了“煤炭、煤化工、煤焦化、煤层气、电力、铁合金、建材、装备制造、特色地产”等十多个产业板块，其中，煤炭产业在我国江南地区无论是储量还是规模上均居首位，也是集团利润的主要来源，且依托盘江、六枝矿区丰富的煤炭资源，结合合理的资源优化整合，正处于加速发展的黄金时期，截止到 2011 年底，集团原煤产量已达到 1400 万吨，十二五末计划达到 5000 万吨，年复合增速超过 30%。

贵州省内原有四大煤炭集团，分别为盘江集团、水城矿业集团、林东矿业集团及六枝工矿集团，前两者规模较大，而随着六枝工矿与盘江集团的重组完成，盘江集团的龙头地位愈加突出，竞争力提升显著。与此同时，水城矿业集团正谋求改制上市，但今年以来盈利能力有所下降，且资金状况趋紧，最终兑现有一定难度，未来再加上河南煤化工在当地的 投资平台“永贵能源”，贵州可能最终形成三分天下的行业格局。

表 1: 贵州省原有四大煤炭集团基本情况

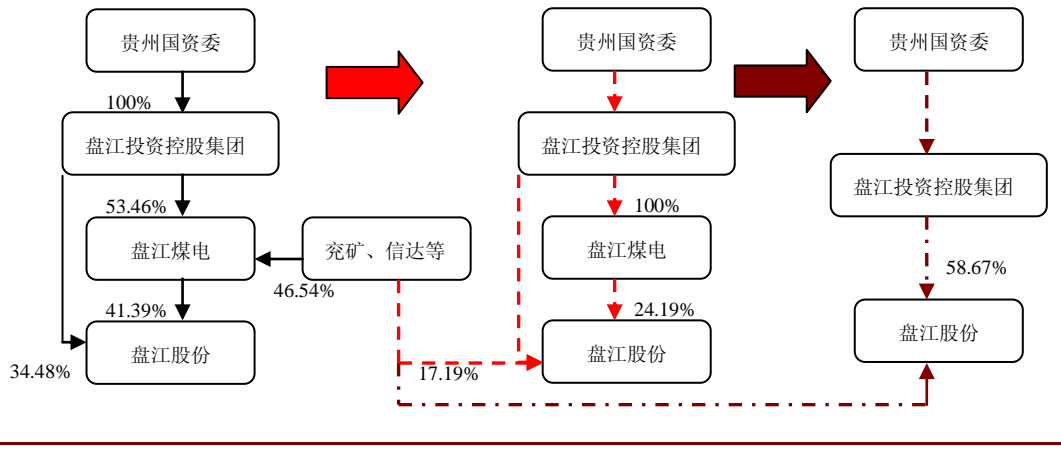
企业集团	矿区位置	煤炭产能 (万吨)	煤炭产量 (万吨)	保有储量 (亿吨)	储量省内 占比	产量省内 占比	备注
盘江控股集团	盘江、六枝	1685	1400	94	18%	9%	十二五末产量达到 5000 万吨
水城矿业集团	水城、织纳	1200	1200	44	8.3%	7.7%	十二五末产量达到 3000-4000 万吨，十三五末达到 5000 万吨，正筹划上市
林东矿业集团	贵阳	300	180	5	1%	1.2%	2012 年 6 月并入盘江控股集团，十二五末产能扩至 600 万
六枝工矿集团	六枝	540	300	23	4.7%	1.9%	2011 年 3 月并入盘江控股集团，十二五产能扩至 1000 万
合计		3985	3080	166	32.0%	20%	-

资料来源：互联网、宏源证券

盘江股份（600395）是盘江控股集团旗下唯一的上市平台，2011 年集团控股子公司“盘江煤电”通过减少注册资本的方式，使其他少数股东如宄矿集团、信达资产等持有“盘江煤电”的股权转为持有上市公司的股权，盘江煤电成为盘江控股集团全资子公司，随着股权关系的理顺，标志着集团已站在了历史新的起点上，启动资本运作的道路将更加通畅，股东利益进一步统一也为企业做大做强带来了最直接的驱动力。

公司主营煤炭开采洗选和研石发电等业务，近两年也在逐步介入煤炭机械、煤炭深加工（焦炭及附属品）等领域意在延伸产业链条，未来也不排除涉猎煤制烯烃等新兴领域，当前收入及利润主要来自煤炭开采。

图 1: 2011 年开始集团股权关系进一步理顺



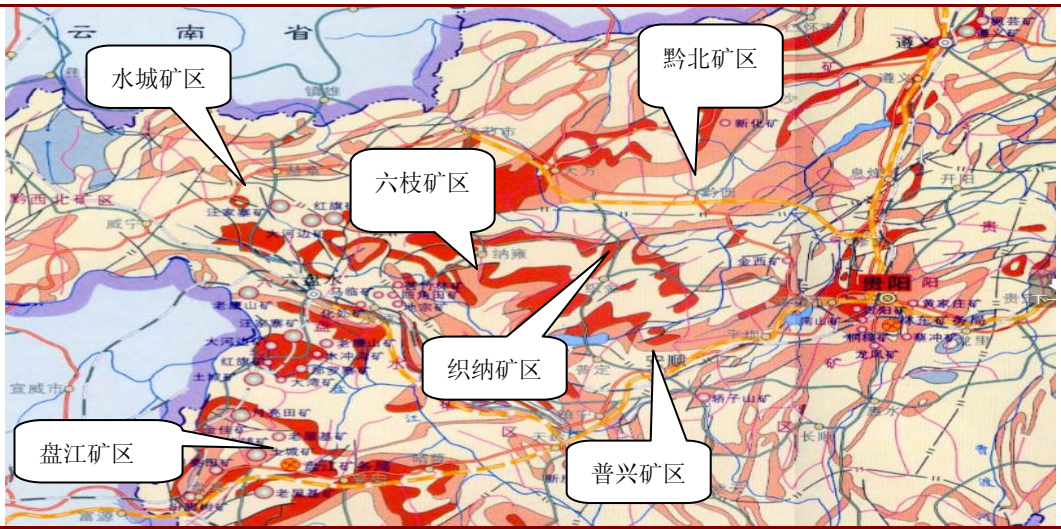
资料来源: 公司公告、宏源证券

二、强力政策拓宽想象空间

(一) 贵州省煤炭资源丰富，区位优势突出

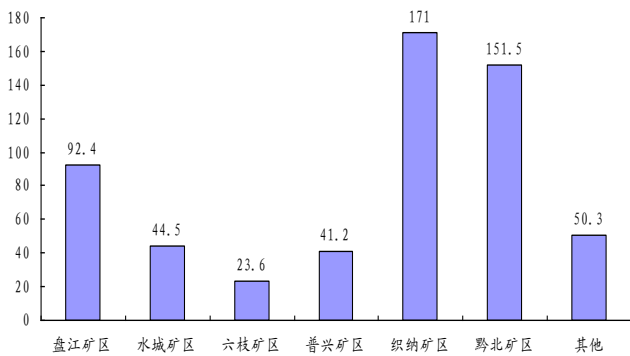
贵州省属于我国规划的 13 个大型煤炭基地之一——云贵基地，目前煤炭探明储量 569.2 亿吨，占全国探明保有储量的 5.6%，相当于江南九省之和，煤种包括 1/3 焦煤、主焦煤、气煤、贫煤、无烟煤等，品种丰富多样，目前主要划分为水城、盘江、织纳、六枝、黔北及普兴等六大矿区，其中盘江、织纳和黔北合计占全省资源比重 90% 以上，但大部分矿井的生产规模不大。此外，2011 年贵州省完成原煤产量 1.56 亿吨，精煤产量 1532 万吨，在全国居于第五位，销售原煤 1.52 亿吨，其中省内销售 1.24 亿吨，占比为 82%，省内电煤销售 0.57 亿吨，占比为 46%，十二五期间全省新建（改扩建）矿井规模约 5145 万吨。

图 2: 贵州省主要煤矿区位分布图



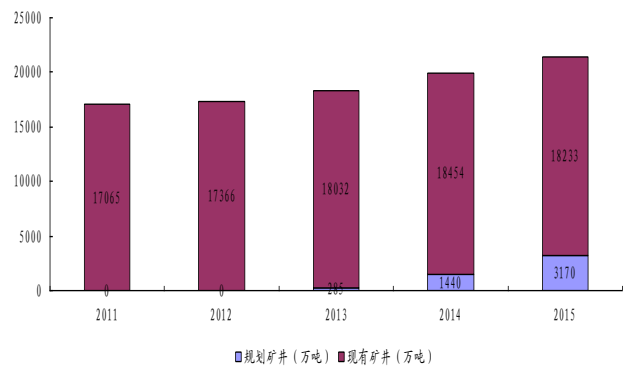
资料来源: 互联网、宏源证券

图 3: 贵州省各煤矿矿区资源分布



资料来源: 贵州煤炭工业十二五发展规划、宏源证券

图 4: 十二五贵州煤炭产量规划

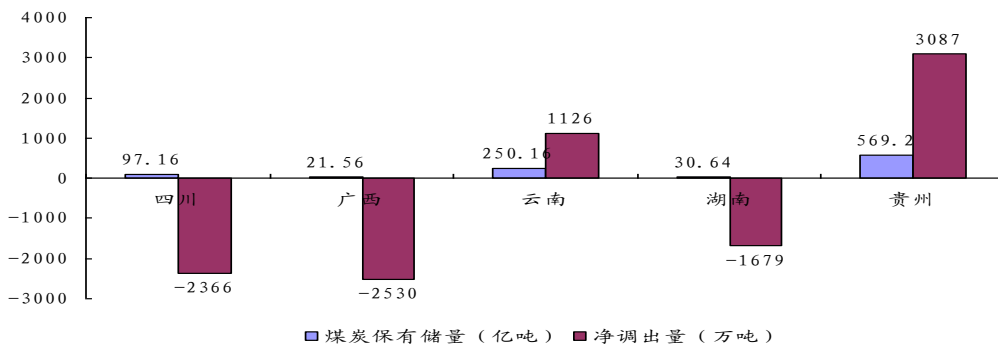


资料来源: 贵州煤炭工业十二五发展规划、宏源证券

贵州省的煤炭企业均具备独特的区位优势, 具体体现在:

- 周边省份煤炭资源匮乏, 需求稳中有升。贵州周边各省份中, 除云南资源储量超过 200 亿吨以外, 其他均在 100 亿吨以下, 体现为煤炭净调入的状态, 然而十一五期间云南省煤炭净调出总量仅为 2000 万吨, 调出的潜力不大, 贵州则规划十二五期间年调出量在 4000 万吨左右, 将成为区域主要的资源供应基地, 但根据贵州省煤炭工业十二五规划的测算数据, 2015 年省内供需缺口可能在 3000 万吨, 因此不排除届时贵州实际调出量比预期偏低, 其资源的战略价值将更加突出。

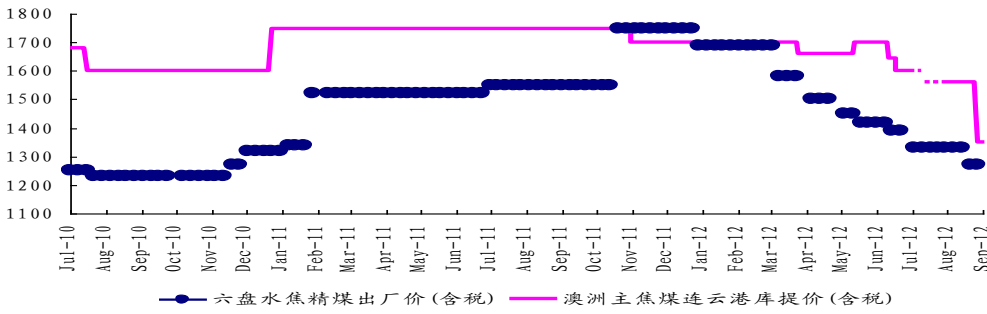
图 5: 周边省份煤炭资源储量及净调出情况



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券 (注: 调出量为 09 年数据)

此外, 从其他煤炭供应渠道看, 近两年广东、广西、海南等沿海地区进口煤炭的数量明显增加, 贵州省又重启价格调节基金, 使得进口煤对公司销售带来一定影响, 但据我们测算, 目前六盘水焦精煤车板含税价近 1300 元/吨, 到达广西防城港的价格大约 1395 元/吨, 与澳洲进口焦煤价格相差无几, 且 7 月份开始澳洲增收矿产资源税和碳税继续推高出口成本, Q3 日澳焦煤合同价也环比提高, 因此来自进口煤的压力有所减轻。中长期看贵州作为我国西南的最大煤仓, 对于平衡区域煤炭需求, 调剂煤炭品种作用显著。

图 6: 澳洲主焦煤港口库提价与六盘水焦煤出厂价拟合



资料来源: WIND、宏源证券

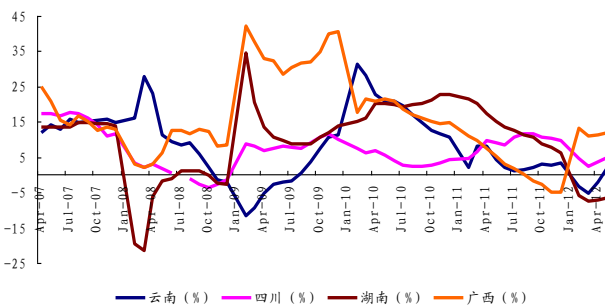
表 2: 贵州六盘水焦煤价与澳洲进口焦煤价比较

贵州焦煤到港价测算			
贵州焦精煤车板价 (含税, 元/吨)	六盘水到防城港运距 (公里)	运费 (元/吨)	六盘水焦煤到港价 (元/吨)
1300	950	95	1395
澳洲焦煤到港价测算			
澳洲主焦煤天津港平仓价 (元/吨)	天津港—防城港运费	澳洲焦煤到防城港价 (元/吨)	价差
1315	70	1385	10

资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

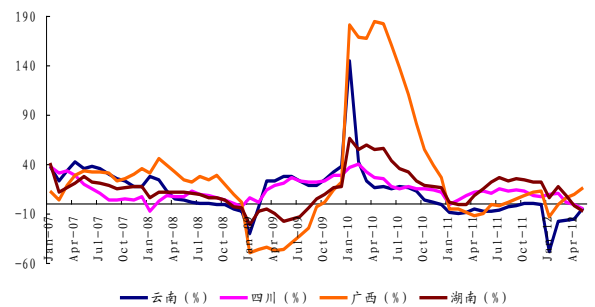
从需求上看, 西南地区贵州、四川、云南等省水资源丰富, 但近几年干旱等自然灾害增多, 火电需求增长好于全国, 广西、湖南相对较快, 同时该区域整体工业化程度不高, 基数偏低, 因此钢铁产量增长也有保障, 四川、广西相对较快, 且上半年贵州省本身固定资产投资增速就高达 60%, 继续保持全国领先, 对拉动资源需求起到积极影响。展望十二五, 西部大开发及城镇化进程将继续推进, 湛江、防城港等大型钢铁项目获批后的建设也值得期待, 预计将新增钢铁产能超过 1000 万吨, 拉动焦煤需求 700-800 万吨, 其中大部分可能来自贵州。

图 7: 周边省份生铁产量累计增速



资料来源: WIND、宏源证券

图 8: 周边省份火电累计增速



资料来源: WIND、宏源证券

- **煤炭运输成本明显低于北方产煤大省。**与从山西、内蒙等产煤大省的商品煤运到西南地区的运费进行比较，贵州六盘水最高相对便宜 130 元/吨，这对于煤炭消费地的客户吸引力更强，有助于培育忠诚度。

表 3：2010 年贵州六盘水与北煤南运运费价格比较

运输方式	目的地	太原	六盘水	差额
海运	广州	201	168	33
	南宁	217	87	130
	湛江	207	122	85
	防城港	214	100	114
铁运	广州	202	137	65
	怀化	133	70	63
	南宁	210	93	117
	长沙	144	100	44
汽运	宜宾	94	39	55
	内江	85	48	37
	成都	68	65	3
	泸州	93	53	40

资料来源：盘江集团 2011 短期融资券说明书、宏源证券（元/吨）

（二）政策暖风频吹，助力区域发展

自 2000 年开始，我国就启动了西部大开发战略，在金融、产业等方面对西部欠发达省份加大政策上的支持，在此背景下近两年又先后出台了《贵州省煤炭产业十二五发展规划》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》【国发（2012）2 号】两个标志性的政策文件，前者对贵州省煤炭产业进行了前瞻性的指导，后者将贵州省的经济腾飞提升到国家战略高度，表明该区域已迎来了黄金发展时期，煤炭市场前景广阔。

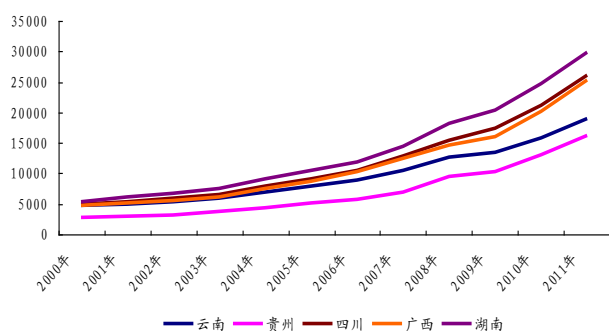
表 4: 推动贵州煤炭产业发展关键政策一览

序号	政策	发布时间	主要内容
1	《贵州省煤炭产业十二五发展规划》	2011.01	1) 预计十二五电煤需求将升至 9910 万吨, 年复合增速 15% 以上; 2) 大力发展煤经甲醇制烯烃, 预计 2015 年煤化工行业、冶金、建材用煤量为 3230 万吨、1900 万吨和 1100 万吨; 3) 预计煤炭年净调出量为 4000 万吨; 需求总量升至 2.12 亿吨, 增速为 9.4%, 2015 年省内供需缺口超过 3000 万吨; 4) 建成 1 个年产 5000 万吨(盘江)、2 个年产 3000 万吨(水城和普兴)大型煤炭企业集团
2	《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》	2012.01	1) 到 2015 年, 工业化、城镇化带动作用显著增强; 2) 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; 3) 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; 4) 对有条件在贵州加工转化的能源、资源开发利用项目, 予以优先规划布局并优先审批核准; 5) 支持开展煤炭矿业权审批改革试点, 对于四类项目优先审批设置探矿权

资料来源: 发改委、贵州省政府、宏源证券

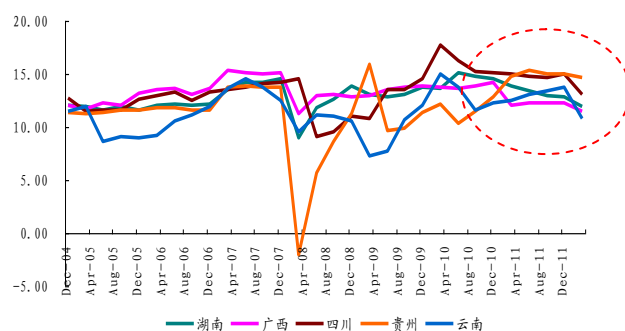
由于经济发展较晚, 目前贵州省人均 GDP 仅为 16117 元, 明显低于周边其他省份, 但近两年季度 GDP 增速持续提高, 基本保持在 14% 以上的水平, 在全国处于领先。此外, 今年 1-7 月份贵州省工业增加值增速为 16.1%, 较十二五 20% 的目标仍有提升空间, 且 2011 年之后整体工业增速也逐渐超过周边其他省份, 体现出较好的经济活力, 为煤炭产业的腾飞营造较好的氛围。

图 9: 贵州及周边省份人均 GDP 变化



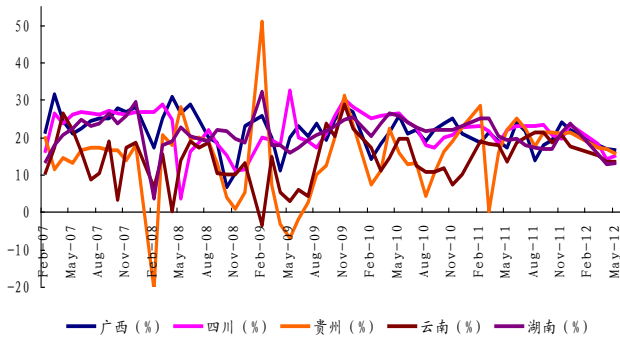
资料来源: WIND、宏源证券

图 10: 贵州及周边省份 GDP 累计同比



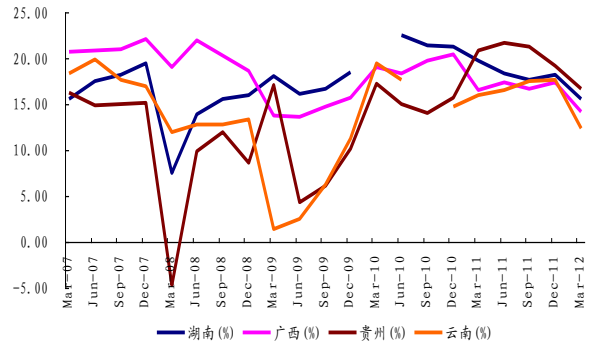
资料来源: WIND、宏源证券

图 11: 贵州及周边省份工业增加值月度增速



资料来源: WIND、宏源证券

图 12: 2011 年后贵州省工业增速领先周边

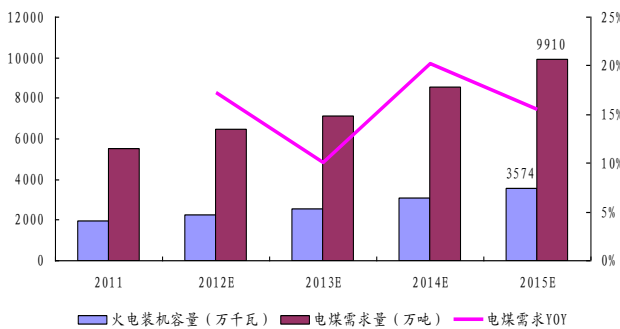


资料来源: WIND、宏源证券

此外，贵州省本身需求的增长也是煤炭产业发展的动力之一，2011 年贵州省火电装机容量约为 1934 万千瓦，电煤需求为 0.55 亿吨，预计十二五末将分别提升至 3574 万千瓦和 0.99 亿吨，年复合增速为 16.6%和 15.8%，而冶金、建材和化工的煤炭需求复合增速也可分别达到 13%、2.4%和 18.3%。总之，十二五贵州煤炭总需求年复合增速有望超过 9%，而行业整体预期才在 4.5%-5%之间。

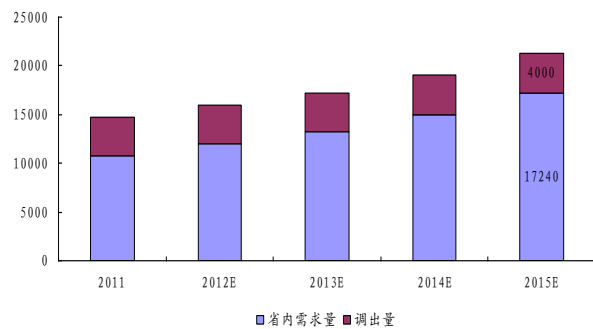
今年前 7 月，贵州省发电量增速同样伴随经济出现放缓迹象，但 6、7 月份出现有所好转，其中水力发电量增速为 8.5%，而火电量增速则为 -0.4%，电煤需求这两个月较为疲弱。同时，生铁及焦炭的产量增速均创出金融危机以来的新高，分别达到 39.1%和 20.2%，可能源于水钢新的高炉投产，但总的增量不大，对于焦煤起到一定的拉动效应。

图 13: 十二五期间贵州火电装机及电煤需求预测



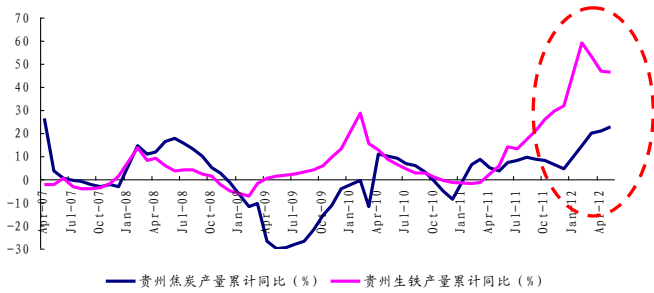
资料来源: 贵州省煤炭工业十二五规划、宏源证券

图 14: 十二五期间贵州煤炭需求总量变化



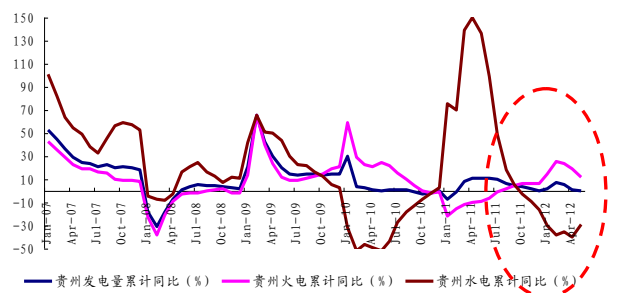
资料来源: 贵州省煤炭工业十二五规划、宏源证券

图 15: 贵州省内生铁及焦炭产量累计增速



资料来源: WIND、宏源证券

图 16: 贵州省内电力、火电及水电增速变化



资料来源: WIND、宏源证券

三、内在有成长，业绩有弹性

(一) 业务状况：高瞻远瞩，稳健成长

1、煤炭主业：利润增长的重要引擎

(1) 量能逐步释放，议价能力较强

目前公司旗下现有本部 6 对矿井，在建 2 对矿井和 1 对参股矿井，合计资源可采储量 27.6 亿吨，核定产能 2970 万吨，权益产能 2228 万吨，2011 年总产量和权益产量分别为 1230 万吨、1190 万吨，未来几年的增量主要来自本部技改矿及在建矿井，各部分具体情况为：

- **本部技改矿：**2010 年山脚树矿技改结束，产能已提至 180 万吨，当前火铺矿、金佳矿、月亮田及土城矿均在技改阶段，其中火铺、老屋基矿进度较快，今明年两年即可完成，由于土城等矿实际能力仍有空间，预计最终本部产能最大可由 1100 万吨扩至 1800 万吨，每年增量在 50-100 万吨左右。
- **松河矿：**2010 年 9 月正式投产，并于去年并表，第二个工作面于今年投产，近几年该矿产量将逐步释放，是今年主要的增量来源。
- **马依矿、发耳二期：**陆续开工建设，预计在 2013 年底开始释放产量。
- **松沙煤矿：**作为后备矿井，预计十二五内难见贡献。
- **首黔资源公司：**公司的参股公司，控股方为贵州首钢（51%），目前旗下有杨山煤矿，预计每年投资收益增加约 0.12 亿元。

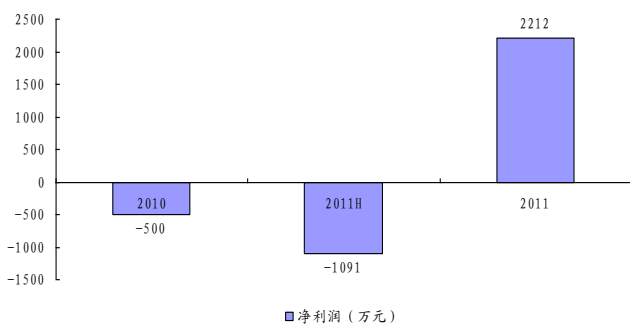
总之，我们预计未来 3 年公司原煤产量分别为 1340 万吨、1470 万吨和 1850 万吨，年复合增速为 15%，具备一定的内生长能力。值得关注的是，由于贵州地区地质条件复杂，开采及维系难度偏大，公司具备较强的技术及治理门槛，相对省外企业形成了独特的竞争优势。

表 5: 公司煤矿基本情况及产量预测

煤矿	持股比例	煤种	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	可采年限 (年)	产量 (万吨)			
						2011	2012E	2013E	2014E
本部煤矿									
火铺矿	100%	1/3 焦煤	1.9	240	44	225	230	250	280
老屋基矿	100%	1/3 焦煤	0.26	115	22	124	130	130	130
山脚树矿	100%	1/3 焦煤、肥煤	0.32	180	40	180	190	200	200
月亮田矿	100%	1/3 焦煤、肥煤	0.67	115	26	150	150	150	150
土城矿	100%	肥煤、焦煤, 少量 1/3 焦、气煤	1.23	280	22	320	330	360	380
金佳矿	100%	贫瘦煤为主	3.69	180	87	155	160	180	230
本部合计		-	8.07	1110		1154	1190	1270	1370
在建煤矿									
松河煤业	35%	主焦煤	2.00	240	60	76	140	200	240
发耳二期	90%	焦煤	4.89	300	116	-	-	-	80
马依煤业	67%	无烟煤	7.91	960	60	-	-	-	160
首黔资源	25%	1/3 焦煤	3.75	240	86	-	-	-	-
松沙煤矿	51%	-	1.02	120	60	-	-	-	-
产量合计		-	27.64	2970		1230	1330	1470	1850
YOY		-	-	-		7.9%	8.1%	10.5%	25.9%
权益产量合计		-	-	-		1181	1239	1340	1633.2
YOY		-	-	-		6.0%	4.9%	8.2%	21.9%

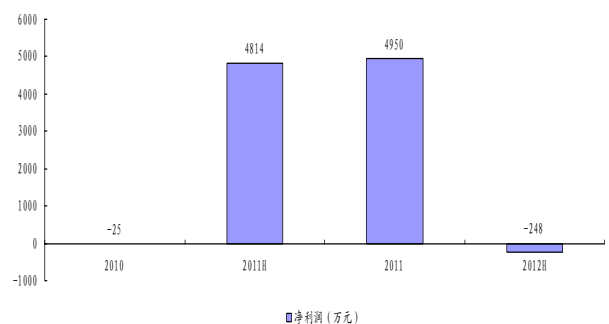
资料来源: 宏源证券

图 17: 并表的松河煤业盈利情况的变化



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 18: 联营公司首黔资源公司盈利情况变化

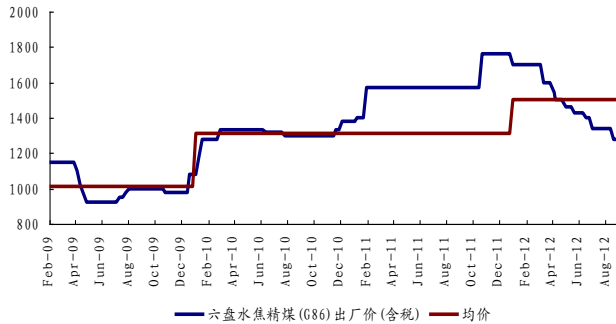


资料来源: 公司公告、宏源证券

从煤价上看, 截止到 9 月初贵州六盘水焦精煤出厂价 (含税) 为 1270 元/吨, 较年初下降 25%, 但今年上半年均价较去年同期仍小幅上涨 1.7%, 同时贵州混煤价格 (6000 大卡) 车板含税价为 620 元/吨, 较年初下降 33%, 但今年上半年均价较去年同期仍上涨 40%, 预计今年精煤价格短期内仍存在压力, 但由于与下游客户关系紧密, 加上气候偏旱, 且存在低热值煤的市场挤出效应, 公司大部分为省内合同电煤, 价格基本保持稳定在 500 元/吨左右。

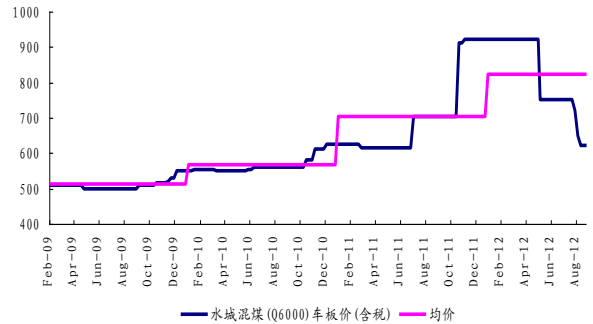
值得关注的是，去年 10 月省内曾将价格调节基金改为从价征收，政策成本提高后公司即刻将冶炼精煤和混煤价格分别上调了 5% 和 25%，充分体现了较强的提价能力，也为今年的煤价回调预留了空间。

图 19: 贵州六盘水焦精煤价格走势



资料来源: WIND、宏源证券

图 20: 贵州水城混煤价格走势



资料来源: WIND、宏源证券

表 6: 历史上公司调价情况

品种 (含税)	2010-01	2010-12	2011-01	2011-10	2012 前 8 月 E
1/3 焦精煤	1260	1390	1500	1575	1290
贫精煤	-	1040	1190	-	-
混煤	-	-	400	500	500

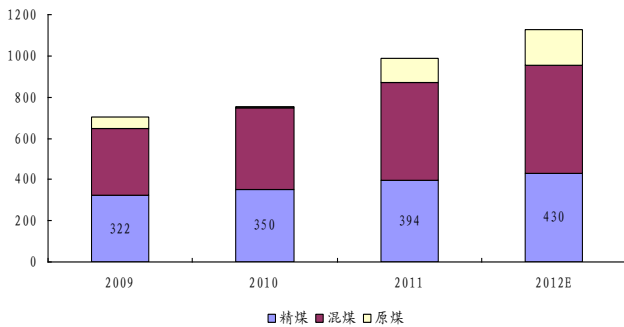
资料来源: 宏源证券

(2) 产品结构可优化，积极扩充客户资源

我们认为公司商品在结构上存在一定的优化空间，一方面 2014 年之前产量增量主要来自本部技改矿和松河矿，煤种大部分是 1/3 焦煤和主焦煤，且金佳矿主要是贫瘦煤，洗出后可产出贫精煤，目前售价在 1000 元/吨左右，另一方面松河矿煤种为主焦煤，目前每年有 100 万吨作为原煤直供电厂，小部分在月亮田洗煤厂入洗，未来松河 240 万吨洗煤厂配套完备，焦精煤的贡献将会提高。

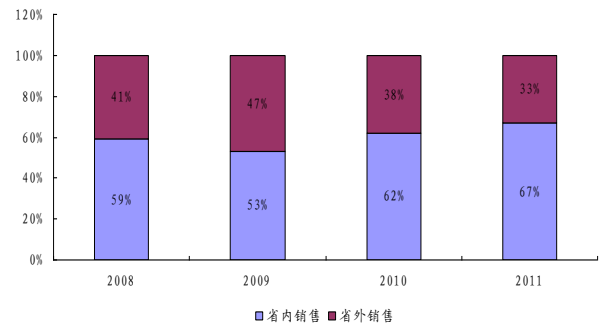
而从地域的角度看，目前公司混煤基本 80% 以上在省内销售，精煤 3/4 左右供应省外客户，随着未来产能的逐步释放，公司也在云贵川等地积极储备新的客户资源。

图 21: 公司商品煤结构变化



资料来源: 宏源证券

图 22: 盘江集团省内外销售结构变化



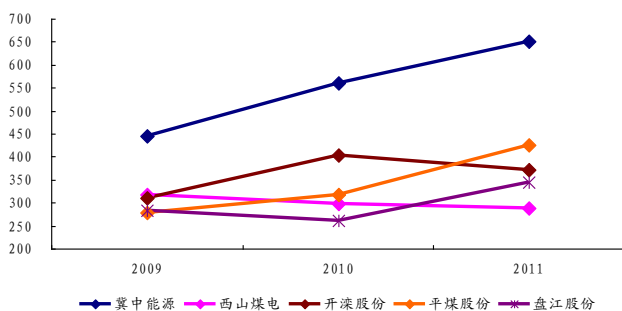
资料来源: 公司公告, 宏源证券

(3) 严控成本保障业绩

由于行业景气度下降, 煤价合理回归, 今年各煤炭企业均将成本费用目标进行了下调, 去年公司吨煤成本虽有上升, 整体仍低于焦煤行业的平均水平, 且上半年的成本控制力处于行业中游水平, 预计今年人工成本仍有 10%-15% 的涨幅, 在考虑利润目标的完成情况下可能控制其他变动成本, 力争与去年保持平稳。

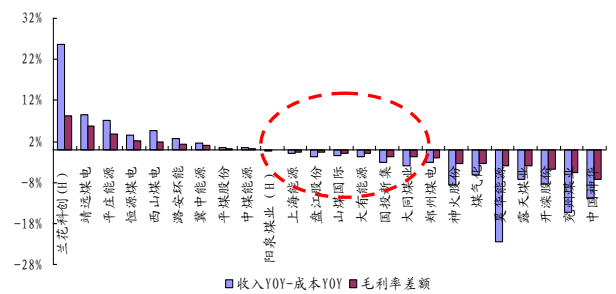
此外, 今年公司政策性成本上升忧虑消除, 2011 年年初已将安全费由 15 元/吨调升至 40 元/吨, 基本可满足安全生产的要求, 一段时间内再度上调可能性不大, 此外省内在去年重新征收价格调节基金, 并在 10 月份改为从价 10% 征收, 对于出省煤炭又加收 200 元/吨二次基金, 这部分费用一般由国家收取后再将约 70% 进行返还计入到专项应付款中, 但因为国家后期又规范地方涉煤收费标准, 今年 8 月份之后调整为从价 4% 征收, 低于每吨 20 元的, 按 20 元征收, 预计公司 2012 年 8 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日将负担煤炭价格调节基金 8000 万元。

图 23: 焦煤类上市公司吨煤成本变动比较



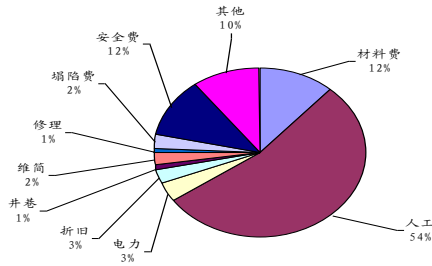
资料来源: 宏源证券

图 24: 公司成本控制力处于行业中游



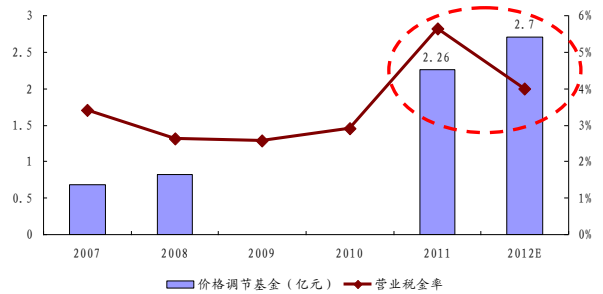
资料来源: 盘江集团 2011 年短期融资券说明书, 宏源证券

图 25: 公司原煤成本结构预测



资料来源: 宏源证券

图 26: 历年公司价格调节基金收取情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

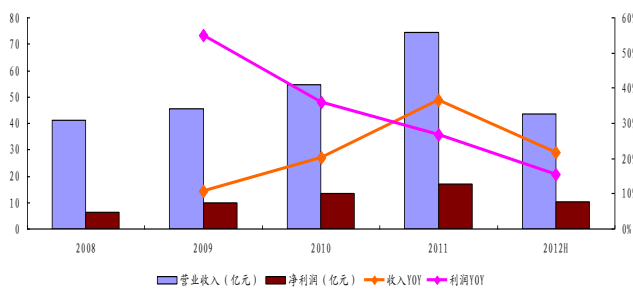
2、非煤产业：顺势发展，产业链更趋完备

未来公司可能将加快发展煤化工及配套项目和煤矸石发电等综合利用产业，贵州省目前电力产能大约 3300 万千瓦，计划十二五末达到 5000 万千瓦，目前旗下主要有老屋基、火铺两家配套电厂 75MW，后期马依矿也可能会打造成煤电一体化，同时公司未来可能还将发展焦化产业，目的在于进一步加强对区域焦煤供需的掌控力，盘江集团也开始培育页岩气、煤制烯烃等新兴产品，有望拓展新的产业方向。此外，公司于去年 9 月份成立了贵州盘江矿山机械有限公司，意在壮大产业力量，强化自身设备配套能力。总之，未来这些非煤产业有望成为公司收入的新增长点，并提升产业链的综合竞争力。

(二) 财务状况：债务负担低，盈利能力强

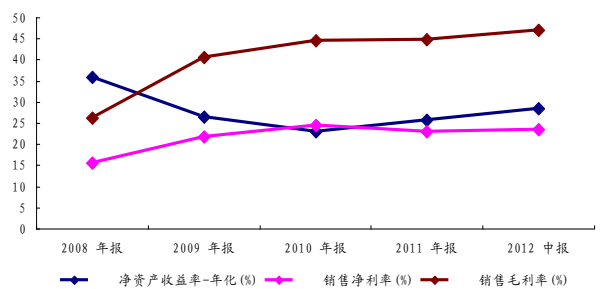
从财务表现上看，公司资产负债率仅为 41%，处于行业偏低水平，且偿债能力较强，长短期借款较少，表明未来可以更多利用财务杠杆进行融资以加快企业的发展，同时公司 ROE、净利率等盈利指标稳步提升，体现出较好的盈利能力，吨净利也始终处于焦煤类公司中的领先水平。

图 27: 历年公司收入及利润增速



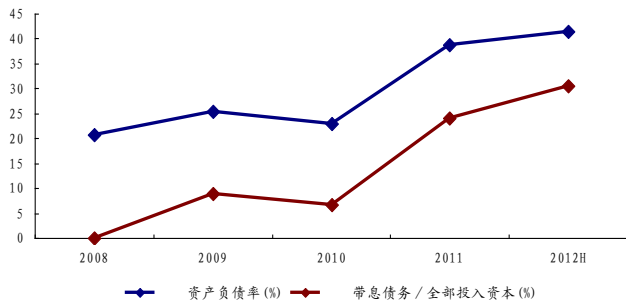
资料来源: WIND、宏源证券

图 28: 公司盈利指标稳步提升



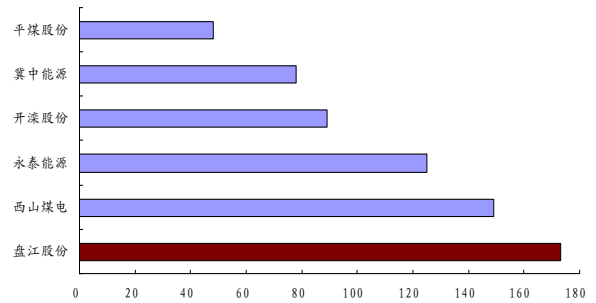
资料来源: WIND、宏源证券

图 29: 盘江股份债务负担偏低



资料来源: WIND, 宏源证券

图 30: 公司吨煤净利在焦煤业最高



资料来源: 宏源证券

此外,我们将各焦煤公司的煤价变动对业绩的实际弹性进行了比较,按照常理看,净利率水平高的公司一般煤价对业绩的弹性较低,目前净利率最高的是盘江股份(26.2%),最低的是开滦股份(4.6%),因此理论上在当前煤价下跌的左侧区间,公司业绩的抗风险能力应该最强,而在上涨阶段弹性不足。

然而,从实证的角度我们选取了 08-09 年煤价下跌区间和 09-11 年煤价上涨区间进一步比较业绩弹性发现,在历史上煤价上涨阶段,业绩弹性较好的是盘江股份和冀中能源,而在煤价下跌时,各公司表现出的弹性差异较大,由于 08-09 年盘江股份启动资产注入拉升了盈利水平,实际参考意义不大。

表 7: 2009-2011 年焦煤公司煤价上涨对业绩弹性比较

上市公司	综合售价(元/吨,按销量)		吨净利(元/吨,按销量)		价格上涨幅度	吨净利上涨幅度	业绩弹性
	2009	2011	2009	2011			
冀中能源	717	900	69	88	26%	28%	1.1
平煤股份	422	581	40	48	38%	20%	0.5
西山煤电	609	805	131	149	32%	14%	0.4
盘江股份	631	769	140	173	22%	24%	1.1
行业平均	595	764	95	114.5	29%	21%	0.8

资料来源: 宏源证券

表 8: 08-09 年焦煤公司煤价下跌对业绩弹性比较

上市公司	综合售价(元/吨,按销量)		吨净利(元/吨,按销量)		价格下跌幅度	吨净利下跌幅度	业绩弹性
	2008	2009	2008	2009			
平煤股份	563	422	94	40	33%	135%	4.0
西山煤电	740	609	185	131	22%	41%	1.9
开滦股份	747	678	215	185	10%	16%	1.6
盘江股份	837	631	132	140	33%	-6%	-
行业平均	722	585	157	124	24%	47%	1.9

资料来源: 宏源证券

四、资产注入和资源整是后期看点

(一) 响水矿等集团资产有望陆续注入

根据贵州省政府的规划，十二五期间将培育 1 个 5000 万吨级大型旗舰煤炭企业集团和 2 个 3000 万吨级的大型煤炭企业，具体已分别锁定了盘江控股集团、水城矿业集团及永贵能源等三家主体，其中盘江集团目前在产、在建和拟建的产能规模已达到 5470 万吨（在建 1260 万吨，在产 2680 万吨，拟建 1530 万吨），相对于山西等地的其他大型煤企已不存在信达股权问题的障碍，整体上市的道路通畅，后期必将给予股份公司以最大的支持。

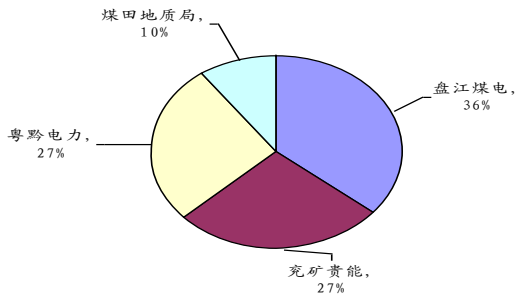
表 9：十二五期间盘江集团在建、拟建煤矿情况

煤矿	所属矿区	性质	设计产能 (万吨)	开工时间	配套项目	状态
在建矿井						
化乐矿	六枝	新建	300	2011	六枝电厂	已批准，开展前期工作
黑拉嘎矿	六枝	新建	120	2012	六枝电厂	已批准，开展前期工作
新华矿	六枝	新建	120	2011	-	上报待批
马依西一井	盘江	新建	240	2011	盘南电厂+盘江煤化工	上报待批，开展前期工作
茨噶矿	盘江	拟建	120	2011	首钢盘县煤钢电基地	上报待批，开展前期工作
马依东一井	盘江	新建	240	2012	就地	上报待批，开展前期工作
纳木矿	盘江	新建	120	2011	首钢盘县煤钢电基地	上报待批，开展前期工作
合计		新建	1260	2011-2012	-	-
拟建矿井						
发耳二期	盘江	拟建	300	2014	发耳电厂+盘县煤钢电基地	已批准，开展前期工作
松沙矿	盘江	拟建	120	2015	首钢盘县煤钢电基地+盘县煤化工	上报待批
大寨一井矿	盘江	拟建	90	2015	就地	上报待批
大寨二井矿	盘江	拟建	60	2015	就地	上报待批
马依西二井	盘江	拟建	240	2015	普兴煤电一体化	上报待批
马依东二井	盘江	拟建	240	2015	就地	上报待批
其他	盘江	拟建	480	-	-	-
合计		拟建	1530	2014-2015	-	-

资料来源：贵州省煤炭工业十二五规划、宏源证券

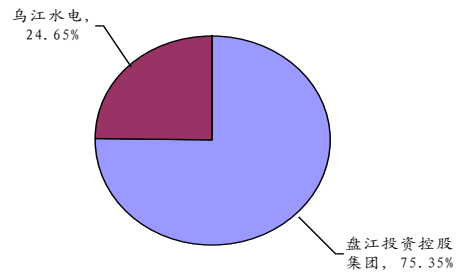
在此背景下，集团现有成熟资产中注入预期较强的主要是响水矿和六枝工矿两部分资产，目前持有响水矿 36% 股权，比例不高，而持有六枝工集团比例为 75.35%。我们认为，资产注入将提升公司的现有价值及估值预期，这两块资产的具体情况如下：

图 31: 响水矿股权结构



资料来源: 公司公告, 宏源证券

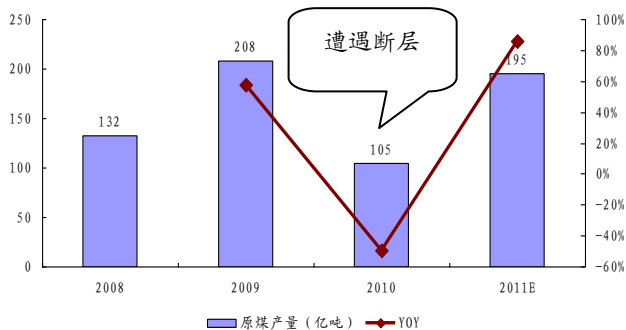
图 32: 六枝工集团股权结构



资料来源: 宏源证券

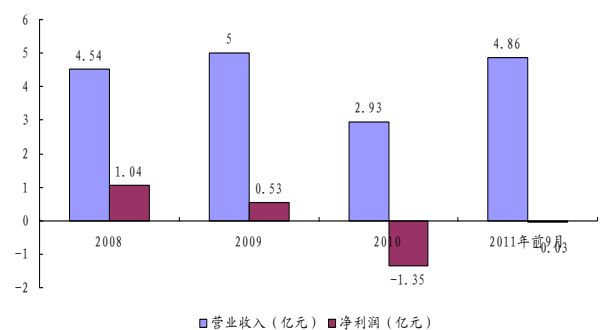
- 响水矿:** 该矿是国家煤炭重点规划矿区的特大型骨干矿井, 也是贵州省现代化程度最高的煤矿, 2004 年开始施工, 设计生产能力为 400 万吨/年, 主要由盘南煤炭公司经营, 盘江集团全资子公司盘江煤电持股 36%, 煤种主要是贫瘦煤, 高发热量、低灰、低磷及微硫, 主要用做电煤, 当前共分为河西和播土两个采区, 尚待办理安全许可证, 依照盘江集团的承诺, 后期注入仍存在较强的预期。

图 33: 历年响水矿原煤产量变化



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 34: 响水矿收入及盈利状况

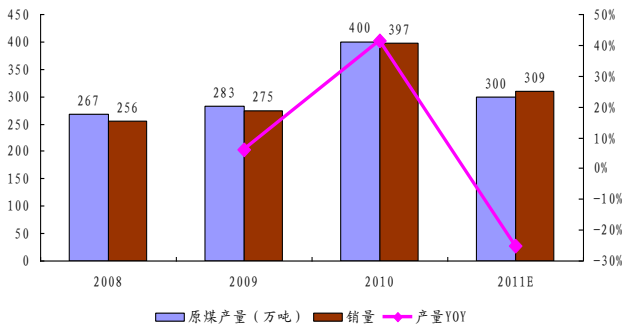


资料来源: 公司公告, 宏源证券

- 六枝工集团:** 最初, 六枝工集团破产改制后引入战略投资者股权关系为贵州省国资委持股 55%, 乌江公司持股 45%, 之后贵州省国资委将股权转让给盘江集团, 盘江集团在申请调整注册资本后持股比例升至 75.35%。目前六枝工集团煤炭资源地质储量为 18.1 亿吨, 可采储量为 10 亿吨, 旗下在产矿井 7 对, 在建 3 对, 拟建 1 对, 合计设计产能 1370 万吨。

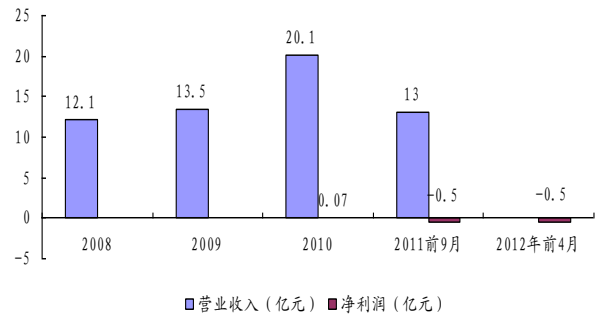
由于地质、煤质条件一般、原煤销售占比偏高及矿井投入大等原因, 六枝工集团盈利能力偏弱, 而今年盘江集团对其提出了改进的要求。此外, 六枝工矿区也有望成为未来现代煤化工的基地, 并同步加快电力及焦化业务的发展。

图 35: 历年六枝工集团原煤产量变化



资料来源: 宏源证券

图 36: 六枝工集团收入及盈利状况



资料来源: 宏源证券(2012年净利润为预测数据)

表 10: 未来预期集团注入资产基本情况

资产标的	持股比例	煤种	核定产能 (万吨)	煤炭产量 (万吨)	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
响水矿	36%	主焦、贫煤	400	200	13.2	4	6.5	亏损
六枝工矿集团	75.35%	煤、瘦煤、 贫煤、无 烟煤等	540	305	18.1	10	17.3	亏损

资料来源: 宏源证券

(二) 省内资源整合具备空间

贵州省煤炭资源整合也是以“规模化”、“集团化”为原则的，并将主要矿区进行了主体划分，大力支持盘江集团、水城矿业、永贵能源等企业通过兼并重组，实现资源的优化配置，由于目前原有四大集团产量仅占全省的 20%，实际还有较大的拓展空间。

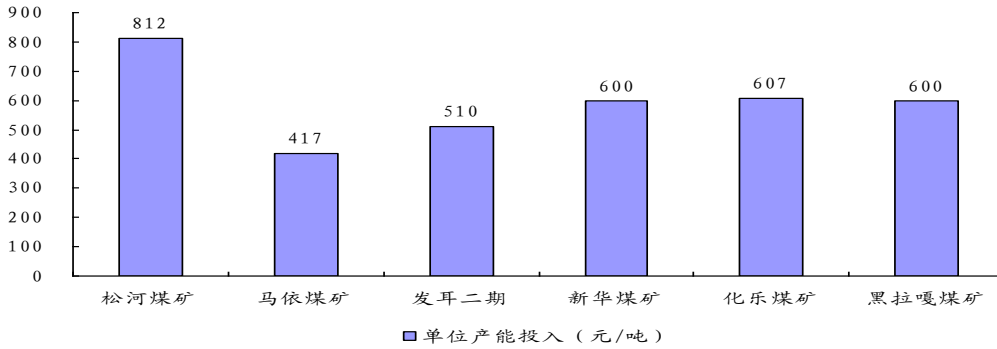
公司获取省内资源具备优势，已和毕节政府达成战略合作，并成立了公司，计划开发赫章等地的资源或整合小矿，其中赫章县已探明资源储量为 34 亿吨，远景储量 40 亿吨，煤种以无烟煤为主，有一些竞争对手，公司将推进煤电气一体化项目建设。

(三) 注入整合催生融资需求

2011-2012 年盘江集团在建矿井产能约 1260 万吨，2014-2015 年拟建产能约 1530 万吨，假设按照吨产能 600 元/吨的投资额计算，将需要资金规模达到 167.4 亿元，况且公司还计划进一步参与区域资源整合或在周边省份外延扩张，都需要较大的资金支持，近几年盘江集团基本是通过发行短融或中期票据来补充流动资金，而盘江股份是旗下唯一的上市平台，在煤炭资产整体上市的过程中，已开始考虑加大财务杠杆的力度，并不排除借助资本市场进一步发挥融资的功能，成为股价上升的催化剂。

此外，2012年5月股份公司计划与控股股东盘江集团和六枝工矿共同设立财务公司，这实际是在股权关系理顺后的又一重要举措，不仅提高了资金使用效率并拓宽融资渠道，也有助于借助盘江集团整体优势实现做大做强并最终战略规划。

图 37: 盘江集团新建矿井单位投入水平



资料来源: 宏源证券

五、投资建议与盈利预测

(一) 经营指标预测

表 11: 公司煤炭业务经营指标预测

项目	2011	2012E	2013E	2014E
原煤产量 (万吨)	1230	1330	1470	1850
YOY	7.9%	8.1%	10.5%	25.9%
权益产量 (万吨)	1181	1239	1340	1633.2
YOY	6.0%	4.9%	8.2%	21.9%
商品煤销量 (万吨)	988	1104	1220	1536
其中: 精煤	394	401	456	588
混煤	475	553	604	748
其他	120	150	160	200
综合售价 (按销量, 元/吨)	769	773	791	820
其中 精煤	1261	1270	1283	1321
混煤	436	492	502	512
其他	474	480	485	499
吨煤成本 (元/吨)	344	363	382	400
煤炭业务毛利率	44.3%	43.4%	41.9%	41.2%

资料来源: 宏源证券

表 12: 公司主营收入、成本预测

项目 (万元)	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	7465	8301	9378	12157
其中				
煤炭	759976	853015	965518	1259044
电力	15369	15984	16623	17288
内部抵消	40023.6	51181	57931	75543
其他	11200	12320	13552	14907.2
主营成本 (百万元)	4126.4	4630	5376	7026
其中				
煤炭	423120	482418	564199	743926
电力	14349.85	14865	15459	16078
内部抵消	35630.7	46712	53607	70785
其他	10796.8	11827	13010	14311
毛利率	44.7%	44.2%	42.7%	42.2%
其中				
煤炭	44.3%	43.4%	41.9%	41.2%
电力	7%	7%	7%	7%
其他	4%	4%	4%	4%

资料来源: 宏源证券

(二) 投资建议与估值

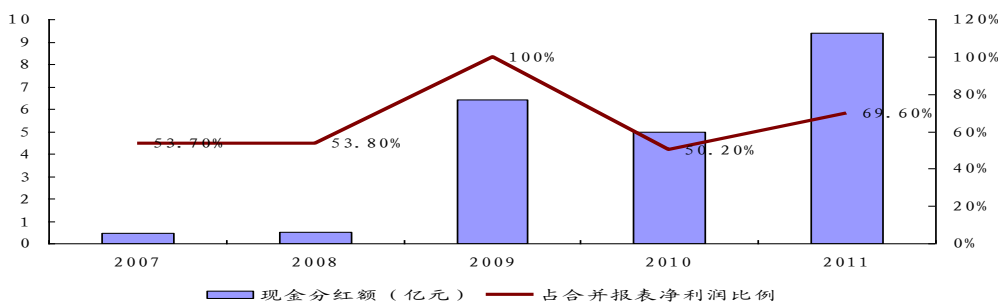
从估值上看，预计公司近3年EPS分别为1.08元、1.18元及1.53元，对应今年PE为15倍。鉴于公司资源禀赋突出，议价能力强，区位优势明显，中长期受益区域经济崛起和政策支持，且具备资产注入及整合预期，我们看好其中长期的价值及成长，但短期内受制于焦煤价格的走弱，后期若出现企稳迹象必是战略配置首选标的，暂给予“增持”评级，按照明年15倍的保守判断，目标价17.7元。

表 13: 焦煤类公司吨储量市值比较

项目	权益可采储量(亿吨)	吨储量市值
西山煤电	29.25	16.7
潞安环能	23.74	20.7
冀中能源	12.14	29.5
永泰能源	11.16	15.2
盘江股份	19.4	15.3
焦煤子行业平均	19.14	19.5

资料来源: 宏源证券

图 38: 公司分红比例保持较高水平



资料来源: 公司公告、宏源证券

六、风险提示

- 1) 地质复杂，可能影响日常经营及在建矿投产进度
- 2) 西部大开发优惠税率得以调整
- 3) 受到新疆、进口煤炭的冲击
- 4) 天气干旱影响生产进度
- 5) 开展焦炭、煤化工业务影响估值
- 6) 经济下滑，煤价调整超预期

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7464.93	8301.38	9377.62	12156.96
减: 营业成本	4127.60	4630.47	5375.90	7026.26
营业税金及附加	419.70	498.08	515.77	668.63
营业费用	137.23	107.92	112.53	145.88
管理费用	682.10	813.54	937.76	1215.70
财务费用	61.27	122.30	111.68	87.11
资产减值损失	25.14	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	17.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2028.91	2129.08	2323.97	3013.38
加: 其他非经营损益	13.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	2042.39	2129.08	2323.97	3013.38
减: 所得税	323.03	319.36	348.60	452.01
净利润	1719.36	1809.71	1975.37	2561.37
减: 少数股东损益	14.38	21.72	23.70	30.74
归属母公司股东净利润	1704.98	1788.00	1951.67	2530.64
EPS	1.030	1.080	1.179	1.529
PE	13.56	15	14	11

资料来源: 宏源证券

资产负债表(单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	590.69	1051.04	2422.15	3408.39
应收和预付款项	2665.48	3204.55	3715.83	4764.30
存货	303.89	357.60	469.46	534.29
其他流动资产	422.50	422.50	422.50	422.50
长期股权投资	359.29	359.29	359.29	359.29
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5805.42	4836.78	4343.38	4294.98
无形资产和开发支出	1415.22	1520.82	1686.42	1722.03
其他非流动资产	30.00	30.00	30.00	30.00
资产总计	11592.49	11782.59	13449.03	15535.77
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1530.81	1483.43	1662.41	1820.44
长期借款	1660.00	1660.00	1660.00	1660.00
其他负债	873.64	873.64	873.64	873.64
负债合计	4114.44	4017.07	4196.05	4354.08
股本	1103.37	1103.37	1103.37	1103.37
资本公积	2887.45	2887.45	2887.45	2887.45
留存收益	2948.73	4289.73	5753.48	7651.46
归属母公司股东权益	6939.55	8280.55	9744.30	11642.28
少数股东权益	538.50	560.22	583.92	614.66
股东权益合计	7478.05	8840.76	10328.22	12256.94
负债和股东权益合计	11592.49	12857.83	14524.27	16611.01
现金流量表				
经营性现金净流量	2376.76	2396.45	2814.44	2983.07
投资性现金净流量	-1368.60	-1350.00	-900.00	-1350.00
筹资性现金净流量	-865.64	-586.09	-543.34	-646.83
现金流量净额	142.52	460.35	1371.10	986.24

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

王京乐: 煤炭行业研究员，东北财经大学金融学硕士，3年证券从业经历，2011年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、平庄能源、昊华能源、兰花科创等。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18682185141 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。