

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)

### 3 季度焦煤价格还将承压 区域优势明显 产能增长空间大

#### 投资要点

- 1、3 季度焦煤价格承压。受到钢铁行业减产、钢材产品价格下跌拖累，公司精煤产品价格下跌压力较大。年初以来，公司冶炼精煤价格有所下调，据测算目前六盘水冶炼精煤车板含税价近 1300 元/吨。3 季度下游市场需求难有实质性改善，精煤价格还将承受较大压力。
- 2、2015 年本部及控股煤矿产能增长空间 58%。公司本部 6 座煤矿中除山脚树矿外的其余 5 座均有扩产计划，控股的发耳矿、马依矿一期合计产能 780 万吨，预计 2013 年底、2014 年初投产。2015 年公司产量 2040 万吨，较 2012 年增长约 58%。
- 3、大股东煤炭资产待注入。盘江控股集团下属响水矿、六枝工矿及未来参与开发的其他煤矿，合计产能未来有注入上市公司预期。
- 4、公司亮点：煤质、区位、区域需求优势明显。公司煤炭偏肥，议价能力强。西南市场相对独立，公司是地区龙头煤企，竞争优势明显。西南地区经济发展潜力大，公司煤炭需求将受益于区域经济带动。
- 5、盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 1.06、1.17、1.43 元/股。2012 年 PE13 倍，与行业水平基本持平。在建项目投产时间在“十二五”后期，因此 2014-2015 年量能释放带来业绩增长相对明显。考虑到公司区位优势明显，受益于区域经济提振，内外生成长空间可观。维持“买入”评级。风险在于钢铁行业持续低迷、焦煤价格继续下跌。

#### 采掘

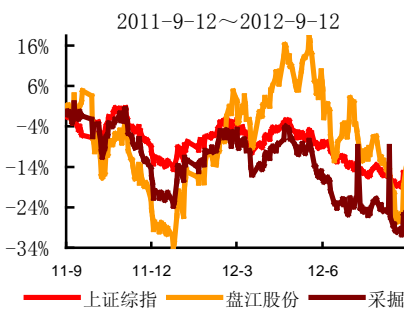
#### 投资评级

本次评级:	买入
跟踪评级:	维持
目标价格:	

#### 市场数据

市价(元)	16.55
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)	13.51-34.86
上证指数/深证成指	2120.55/8739.47
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	8372.73	9292.44	11638.06
增长率(%)	36.48	12.16	10.98	25.24
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1704.98	1757.66	1929.63	2360.88
增长率(%)	26.74	3.09	9.78	22.35
毛利率(%)	44.70	42.65	42.38	41.87
净资产收益率(%)	24.57	22.65	21.47	22.32
EPS(元)	1.55	1.06	1.17	1.43
P/E(倍)	10.71	15.58	14.20	11.60
P/B(倍)	2.63	3.53	3.05	2.59

来源: 公司年报、民族证券

## 正文目录

3 季度焦煤价格承压 .....	3
2015 年本部及控股煤矿产能增长空间 58% .....	3
大股东煤炭资产待注入 .....	4
公司亮点：煤质优、区位优势明显、区域需求有保障 .....	4
（一）煤质偏肥 .....	4
（二）区位优势明显 .....	5
（三）区域经济发展、西电东输、钢铁项目保障区域煤炭需求 .....	5
贵州省下调煤炭价格调节基金为公司减负 .....	6
盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 1.06、1.17、1.43 元 .....	6

## 图表目录

图 1：贵州六盘水地区 1/3 焦煤价格跌幅低于其他地区 .....	5
图 2：贵州六盘水地区二级冶金焦价格跌幅低于其他地区 .....	5
图 3：贵州省城镇居民人均可支配收入低于全国 24% .....	5
图 4：2009 年来贵州省 GDP 增速明显高于全国平均水平 .....	5
图 5：贵州省火电发电量受到丰水影响同比下滑 .....	6
图 6：贵州省火电发电量占比 70% 左右 .....	6
表 1：盘江股份所属煤矿产能释放预期 .....	3
表 2：盘江股份盈利预测核心假设 .....	6
附录：财务预测表 .....	8

### 3 季度焦煤价格承压

公司主打产品是焦精煤，主要供钢铁企业。受到钢铁行业减产、钢材产品价格下跌、钢材市场需求低迷的拖累，公司精煤产品价格下跌压力较大。

年初以来，公司冶炼精煤价格有所下调，目前冶炼精煤出厂含税价格为 1300 元/吨左右。

3 季度下游市场需求难有实质性改善，公司精煤价格还将承受较大下调压力。

另外，煤炭产品回款情况不乐观。据公司半年报显示，上半年公司应收账款账面余额为 6.12 亿元，较年初增加 3.42 亿元或 126%，占营业收入的 14%，年初这一比例仅为 4%。在钢铁企业盈利持续下行的背景下，煤炭回款压力还将扩大，坏账损失风险将增加，公司现金流将受到影响。

### 2015 年本部及控股煤矿产能增长空间 58%

公司本部 6 座煤矿中除山脚树矿外的其余 5 座均有扩产计划，目前设计产能 1110 万吨/年，扩产后产能 1540 万吨，预计 2015 年可实现，增长空间 39%，考虑到目前实际产能约 1280 万吨/年，实际增长空间 20%。

公司控股 90%的恒普煤业下属发耳矿规划产能 300 万吨/年，预计 2013 年底投产。

参股 67%的马依矿一期项目 2\*240 万吨产能预计 2013 年底 2014 年初投产，深部矿井即二期项目 2\*240 万吨目前在规划中。

参股 35%的松河煤业目前未竣工验收，核定产能 240 万吨/年，预计 2012 年实际产量 150 万吨，将为公司贡献投资收益。

参股 25%的贵州首黔资源开发公司整合的小煤矿目前在技改中，贡献产量不大。

上半年公司原煤产量为 633 万吨，预计 2012 年产量 1280-1300 万吨，同比增长 5%左右。

不考虑盘江控股集团资产注入的影响，预计 2015 年公司控股煤矿的原煤产量为 2040 万吨，权益产量 1921 万吨，分别较 2012 年增长 58%、49%，未来 3 年年均复合增长率为 16.5%、14.2%。

表 1: 盘江股份所属煤矿产能释放预期

	股权	产能	扩建产能	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
火铺矿	100%	240	300	270	280	300	300	300
老屋基矿	100%	115	180	130	130	160	180	180
山脚树矿	100%	180	180	180	180	180	180	180
月亮田矿	100%	115	180	130	130	130	130	180
金佳矿	100%	180	300	200	220	250	280	300
土城矿	100%	280	400	300	350	350	350	400
<b>原有 6 对矿井</b>		<b>1110</b>	<b>1540</b>	<b>1210</b>	<b>1290</b>	<b>1370</b>	<b>1420</b>	<b>1540</b>
发耳矿二期	90%	-	300	-	-	20	100	200
马依西矿一井	67%	-	240	-	-	-	120	200
马依东矿一井	67%	-	240	-	-	-	50	100
马依西矿二井	67%	-	180	-	-	-	-	-
马依东矿二井	67%	-	180	-	-	-	-	-
<b>在建:</b>	-	-	<b>1140</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>270</b>	<b>500</b>
<b>合计</b>	-	-	<b>2680</b>	<b>1210</b>	<b>1290</b>	<b>1390</b>	<b>1690</b>	<b>2040</b>
<b>权益产量合计</b>	-	-	-	<b>1210</b>	<b>1290</b>	<b>1388</b>	<b>1624</b>	<b>1921</b>
<b>参股煤矿</b>	-	-	2373	-	-	-	-	-

首黔-茨噶矿	25%		120	-	-	-	-	50
首黔-纳木矿	25%		120	-	-	-	-	50
首黔-杨山矿	25%		30	20	30	30	30	30
松河矿	35%	240	240	100	150	240	240	240
响水矿-待注入	36%	400	400	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告 民族证券

## 大股东煤炭资产待注入

大股东盘江控股集团下属响水矿（持股 36%）核定产能 400 万吨，一、二采区已建成投产，目前未通过验收。

大股东已经重组贵州六枝工矿，300 万吨/年在产产能，集团公司已经过户。

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。

未来为消除同业竞争，大股东剩余煤炭资产将择机注入上市公司，公司外延式扩张空间较大。

## 公司亮点：煤质优、区位优势明显、区域需求有保障

### （一）煤质偏肥

公司所在的盘江矿区煤种齐全，有气、肥、焦、瘦、贫煤和无烟煤。煤质优良，低灰、低硫、微磷、发热量高。煤层灰分 4.8-32%，全硫含量小于 0.5%，挥发分为 25-37%，发热量 25.1 百万焦耳/千克（约 6000 大卡/千克）。其中肥煤和 1/3 焦煤属稀缺煤种。

#### 精煤煤质评价：

- 中高挥发分的强粘结特低硫烟煤；
- 煤塑性体量大、流动度高、粘度适中；
- 可炼制块大裂纹少耐磨强度高，熔融性好的高强度焦炭；
- 可产大量的气体和液体化学产品；
- 可配入较宽范围内的其它烟煤；

“盘江精煤”品质优势：

- ◆ “盘江精煤”为 中高挥发分的强粘结特低硫烟煤，是优质的炼焦主配煤。
- ◆ “盘江精煤”为 高流动度煤，炼焦时粘度高、塑性好，炼出焦炭的强度高。
- ◆ “盘江精煤”为 低碱金属含量煤，炼出焦炭的反应后强度高。

#### 混煤煤质评价：

- 中高灰分的极易磨煤；
- 中高挥发分的特低硫烟煤；
- 煤灰熔融性好，属较低流动度煤；

“盘江混煤”混煤产品的品质特征表现为煤炭硫分低、可磨性好、煤灰熔融性佳，热稳定好，可广泛用于化工、建材和发电。

“盘江混煤”品质优势：

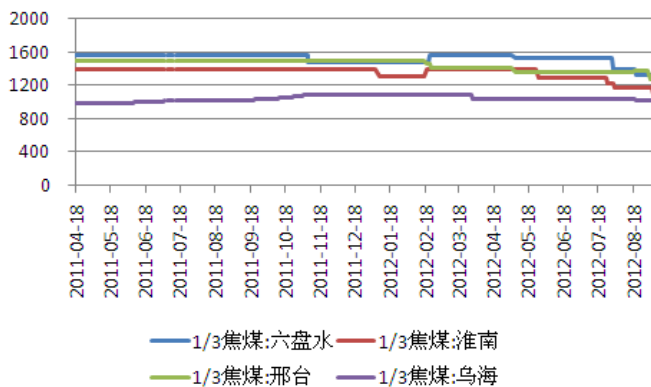
- ◆ “盘江混煤”为 中高灰分的极易磨煤，是优质的发电粉煤锅炉用煤。
- ◆ “盘江混煤”为 中高挥发分的特低硫烟煤，是优质的水泥回转窑用煤。

◆“盘江混煤”为煤灰熔融性好，属较低流动度煤，是优质的化工用粉煤气化煤。

## （二）区位优势明显

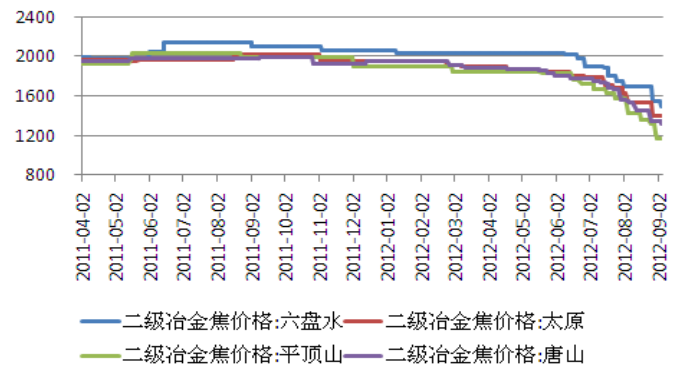
**市场相对独立，波动相对滞后。**公司位于西南地区，主要客户均分布在周边的四川、云南、广西、广东等地，如攀枝花钢铁、昆明钢铁、水城钢铁、柳州钢铁、广西钢铁等，长期合作关系稳定，客户相互依存度高，前五名客户销售收入占比超过 50%。西南市场相对独立，受到中原市场变化的影响相对较小，煤价下跌相对滞后，跌幅相对较小，低于同期淮南、邢台地区价格跌幅。数据显示，2012 年初至今贵州六盘水地区 1/3 焦煤价格累计下跌 155 元/吨或 10%，低于淮南、邢台地区价格跌幅。

图 1：贵州六盘水地区 1/3 焦煤价格跌幅低于其他地区



资料来源：wind，民族证券

图 2：贵州六盘水地区二级冶金焦价格跌幅低于其他地区



资料来源：wind，民族证券

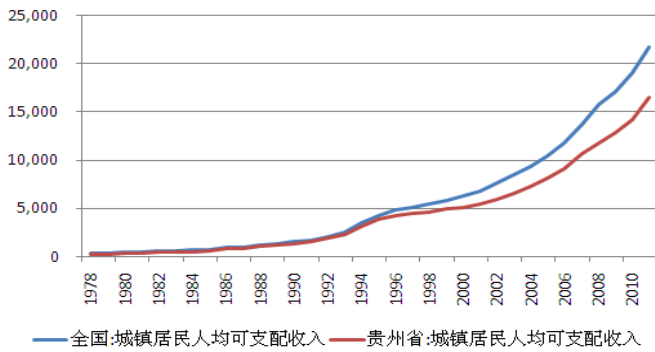
**区域龙头地位稳固。**公司当前产能规模为 1300 万吨/年左右，产品结构以焦煤为主，是西南地区焦煤龙头企业。在贵州省，较大的煤炭企业有永贵煤业（河南煤化工集团在贵州省的全资子公司）、六枝矿业、林东煤业、水城矿业等，在产产能分别为 1300 万吨、300 万吨、180 万吨、1200 万吨。其中，永贵煤业属于省外企业；六枝工矿已经被盘江控股集团整合，目前已完成过户；林东矿业规模较小。盘江股份大股东作为贵州省煤炭资源整合主体之一，优先开发区域优质煤矿，未来为消除同业竞争，将逐步注入上市公司。综合分析，盘江股份区域竞争优势明显。

## （三）区域经济发展、西电东输、钢铁项目保障区域煤炭需求

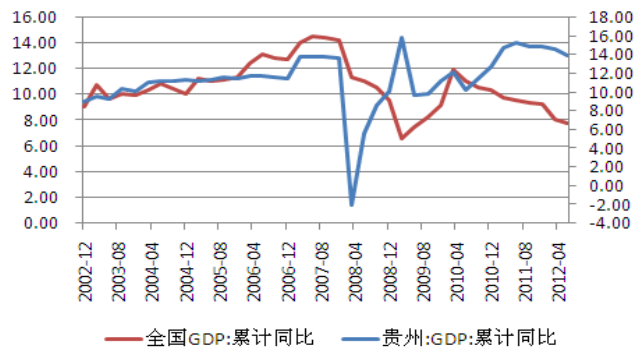
**贵州经济发展潜力巨大。**2010 年贵州省城镇化率为 33.81%，仅高于新疆、西藏地区。2011 年全国人均可支配收入平均水平为 2.18 万元，贵州省人均可支配收入为 1.65 万元，较全国平均水平低 5300 元或 24%。贵州省作为西部大开发的重点省份，2009 年以来经济发展速度明显高于全国平均水平。2012 年 2 季度贵州省 GDP 同比增速为 14%，全国增速为 7.8%。

图 3：贵州省城镇居民人均可支配收入低于全国 24%

图 4：2009 年来贵州省 GDP 增速明显高于全国平均水平



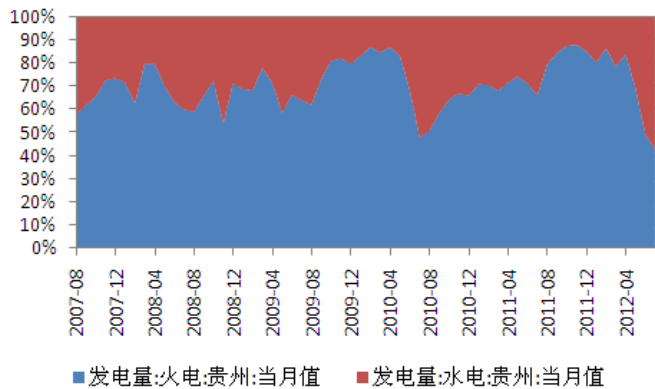
资料来源：同花顺，民族证券



资料来源：同花顺，民族证券

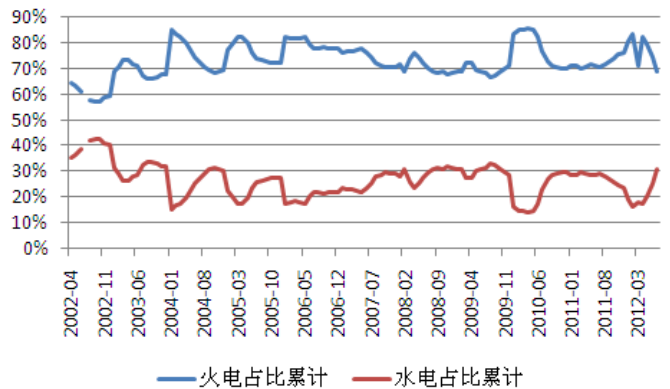
**火电占主导地位。**贵州省发电结构中，省内火电发电量占比 70%左右，水电占 30%。贵州作为西电东输的重要输出省份，未来电源建设还将加速，对电煤的需求将保持高位。

图 5：贵州省火电发电量受到丰水影响同比下滑



资料来源：同花顺，民族证券

图 6：贵州省火电发电量占比 70%左右



资料来源：同花顺，民族证券

**武钢防城港、宝钢湛江港钢铁项目将拉动焦煤需求。**武钢防城港、宝钢湛江港钢铁项目规划钢材产能合计约 2000 万吨，虽然“等量置换”会削减一部分产能，但钢铁产能的区域转移将提振贵州地区焦煤需求，公司作为贵州地区焦煤龙头企业将直接受益。

### 贵州省下调煤炭价格调节基金为公司减负

2012 年 8 月 1 日起，下调煤炭价格调节基金征收标准，原煤按销售价格的 4%征收，低于 20 元/吨的，按 20 元征收，预计公司 2012 年 8 月至 12 月将负担煤炭价格调节基金 8000 万元。未来煤炭价格调节金的变化有待进一步观察，但弱市下政府为企业减负是大趋势。

### 盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 1.06、1.17、1.43 元

表 2：盘江股份盈利预测核心假设

	2012E	2013E	2014E
原煤产量	1290	1390	1690
商品煤销量	1058	1140	1386
原煤综合售价	6.00%	2.00%	2.00%
煤炭综合成本%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源：公司公告 民族证券

主要假设如上表所示，预计 2012-2014 年实现每股收益 1.06、1.17、1.43 元，2012 年 PE15 倍。由于在建项目投产时间在“十二五”后期，因此 2014-2015 年量能释放带来业绩增

长相对明显。考虑到公司区位优势明显，受益于区域经济提振，内外生长空间可观。维持“买入”评级。

风险在于钢铁行业持续低迷、焦煤价格继续下跌。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>4,539</b>	<b>6,422</b>	<b>7,954</b>	<b>9,962</b>
现金	1,147	2,558	3,664	4,586
应收账款	2,843	3,182	3,531	4,422
其它应收款	50	184	204	255
预付账款	173	229	255	319
存货	326	269	300	380
其他	0	1	2	3
<b>非流动资产</b>	<b>7,686</b>	<b>8,497</b>	<b>9,418</b>	<b>11,703</b>
长期投资	359	346	384	384
固定资产	5,805	6,698	7,434	9,310
无形资产	1,415	1,340	1,487	1,862
其他	106	114	113	146
<b>资产总计</b>	<b>12,224</b>	<b>14,919</b>	<b>17,372</b>	<b>21,665</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,487</b>	<b>4,019</b>	<b>4,479</b>	<b>5,654</b>
短期借款	50	151	167	209
应付账款	1,220	1,224	1,365	1,726
其他	1,216	2,644	2,946	3,719
<b>非流动负债</b>	<b>2,260</b>	<b>2,261</b>	<b>2,509</b>	<b>3,142</b>
长期借款	1,660	1,675	1,858	2,328
其他	600	586	650	815
<b>负债合计</b>	<b>4,746</b>	<b>6,279</b>	<b>6,988</b>	<b>8,797</b>
少数股东权益	539	554	572	593
股本	1,103	1,655	1,655	1,655
资本公积金	2,887	2,887	2,887	2,887
留存收益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,940	7,760	8,986	10,575
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,225</b>	<b>14,919</b>	<b>17,372</b>	<b>21,665</b>
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,959</b>	<b>1,626</b>	<b>2,508</b>	<b>3,556</b>
净利润	1,705	1,758	1,930	2,361
折旧摊销	472	335	372	466
财务费用	61	126	139	175
投资损失	-17	-23	-25	-25
营运资金变动	-230	-507	163	600
其它	-32	-62	-70	-19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,050</b>	<b>-1,172</b>	<b>-1,255</b>	<b>-2,717</b>
资本支出	-3,177	-1,152	-1,255	-2,717
长期投资	127	-20	0	0
其他	0	1	2	3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,254</b>	<b>-59</b>	<b>648</b>	<b>2,600</b>
短期借款	50	101	117	159
长期借款	1,357	-249	-61	668
普通股增加	-153	-544	-82	2,212
资本公积增加	11	11	11	0
其他	-11	623	663	-440
<b>现金净增加额</b>	<b>163</b>	<b>395</b>	<b>1,902</b>	<b>3,439</b>

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>7,465</b>	<b>8,373</b>	<b>9,292</b>	<b>11,638</b>
营业成本	4,128	4,802	5,354	6,765
营业税金及附加	420	544	604	756
营业费用	137	84	93	116
管理费用	682	754	836	1,047
财务费用	61	126	139	175
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
<b>营业利润</b>	<b>2,029</b>	<b>2,087</b>	<b>2,291</b>	<b>2,803</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,029</b>	<b>2,087</b>	<b>2,291</b>	<b>2,803</b>
所得税	323	313	344	420
<b>净利润</b>	<b>1,719</b>	<b>1,774</b>	<b>1,947</b>	<b>2,382</b>
少数股东损益	14	16	18	21
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,705</b>	<b>1,758</b>	<b>1,930</b>	<b>2,361</b>
EBITDA	2,570	2,524	2,777	3,418
EPS（元）	1.55	1.06	1.17	1.43
<b>主要财务比率</b>				
	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.49%	12.16%	10.98%	25.24%
营业利润	27.29%	2.84%	9.78%	22.35%
归属母公司净利润	26.74%	3.09%	9.78%	22.35%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.71%	42.65%	42.38%	41.87%
净利率	22.84%	20.99%	20.77%	20.29%
ROE	24.57%	22.65%	21.47%	22.32%
ROIC	17.07%	15.77%	15.20%	15.63%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.83%	42.09%	40.22%	40.60%
净负债比率	21.14%	19.53%	18.61%	18.10%
流动比率	1.83	1.60	1.78	1.76
速动比率	1.69	1.53	1.71	1.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.61	0.56	0.53	0.54
应收帐款周转率	2.63	2.63	2.63	2.63
应付帐款周转率	121.85	100.00	100.00	100.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.55	1.06	1.17	1.43
每股经营现金	1.78	0.98	1.52	2.15
每股净资产	6.29	4.69	5.43	6.39
<b>估值比率</b>				
P/E	8.87	15.58	14.20	11.60
P/B	2.18	3.53	3.05	2.59
EV/EBITDA	7.10	12.23	11.23	9.37

资料来源：公司报表、民族证券



## 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](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。