

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: 17.43元

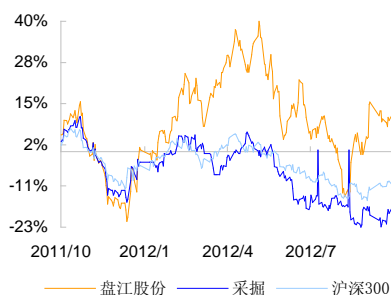
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2114.45 |
| 总股本(百万) | 1103 |
| 流通股本(百万) | 1103 |
| 流通市值(亿) | 288 |
| 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 | 9.28 | -0.97 | -12.97 |
| 采掘 | 5.41 | -3.86 | -18.81 |
| 沪深300指数 | 5.14 | -3.60 | -11.98 |



相关报告

盘江股份-西南地区炼焦煤领军企业,有望随贵州大发展而快速崛起 2012-09-10

盘江股份

600395

强烈推荐

煤价下跌致业绩下滑,仍看好公司未来的成长能力

事件: 盘江股份公布2012年三季报。公司前三季度实现营业收入59.5亿元(+9.5%),归属于上市公司股东的净利润为11.87亿元(-10.3%),实现基本每股收益0.72元。其中,三季度单季公司营业收入为16.1亿元(-13.8%),归属上市公司股东净利润为1.76亿元(-60.6%),单季EPS为0.11元,业绩环比下滑的主因是三季度煤价的下跌。

投资要点:

- **精煤价格下行,致使三季度单季业绩大幅负增长,但公司炼焦煤价格有望在四季度企稳回升。**受钢铁低迷拖累,公司炼焦精煤价格在三季度累计下跌150元/吨左右(同比-15%以上),使得公司三季度单季营业收入下滑13.8%。公司对营业成本控制较有效,营业成本仅同比增长6%,但受煤价下跌影响,三季度单季毛利率下跌至33.4%(去年同期为45.9%),这也使得公司三季度单季盈利下滑60.6%,致使业绩略低于预期。不过,近期西南地区钢价回升促焦炭价格回升,对炼焦煤起推动作用,贵州当地的炼焦煤价格已上调30元/吨左右,由于公司主要是攀钢、柳钢等大客户,因此价格调整滞后于当地小矿,但预计四季度炼焦精煤价格也有望平稳回升。
- **三季度煤炭下游需求恶化,使得公司煤炭库存和回款难度显著上升。**随着钢铁需求的下降,公司煤炭库存增加,存货小幅上升至4.06亿元(+33.6%),而在煤炭弱市中,下游客户的议价能力加强,使得公司回款难度增加,应收帐款上升至8.23亿元(+205.3%),影响了公司收益的质量。
- **依靠在产矿扩产与在建矿投产,公司原煤产量有望保持长期的快速增长。**公司未来三年内产量快速增长来自在产矿扩产,公司目前在产产能为1350万吨,而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。三年后公司的产量增长则主要来源于在建矿的陆续投产,公司马依井田一期480万吨正在建设,二期480万吨处于规划阶段,发耳煤矿二期的建设,产能300万吨,马依井田一期和发耳煤矿二期均将在2014年左右投产,从而保障原煤产量在未来三年后的持续高增长。
- **集团资产注入预期和贵州资源整合则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目整合完成后,也有望在近期注入。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。
- **维持公司“强烈推荐”的投资评级。**尽管炼焦煤价在三季度大幅下行,但受益于西南地区的区位优势,公司炼焦精煤的销售情况要好于北方煤企,同时,公司在产矿扩产与在建矿陆续投产也可保障未来原煤产量的持续高增长,因此我们维持对公司“强烈推荐”的评级,预测公司2012~2014年EPS为0.84元、1.01元和1.23元。

风险提示:

- 炼焦煤价格持续低迷;公司在建矿扩产进度低于预期;集团资产注入的不确定。

主要财务指标

| 单位:百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7465 | 7310 | 9315 | 11370 |
| 收入同比(%) | 36% | -2% | 27% | 22% |
| 归属母公司净利润 | 1705 | 1393 | 1672 | 2037 |
| 净利润同比(%) | 27% | -18% | 20% | 22% |
| 毛利率(%) | 44.7% | 39.4% | 38.8% | 39.4% |
| ROE(%) | 24.6% | 18.8% | 20.5% | 22.0% |
| 每股收益(元) | 1.03 | 0.84 | 1.01 | 1.23 |
| P/E | 16.55 | 20.26 | 16.88 | 13.85 |
| P/B | 4.07 | 3.82 | 3.47 | 3.05 |
| EV/EBITDA | 11 | 12 | 10 | 8 |

表 1 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

表 2 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

表 3 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

表 4 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

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

表 5 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 | 7310 | 9315 | 11370 |
| 营业成本 | 4128 | 4427 | 5703 | 6886 |
| 营业税金及附加 | 420 | 292 | 373 | 455 |
| 营业费用 | 137 | 139 | 177 | 216 |
| 管理费用 | 682 | 669 | 852 | 1040 |
| 财务费用 | 61 | 123 | 172 | 225 |
| 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 | 1679 | 2064 | 2579 |
| 营业外收入 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2042 | 1679 | 2064 | 2579 |
| 所得税 | 323 | 269 | 330 | 413 |
| 净利润 | 1719 | 1410 | 1734 | 2166 |
| 少数股东损益 | 14 | 17 | 62 | 129 |
| 归属于母公司净利润 | 1705 | 1393 | 1672 | 2037 |
| EBITDA | 2562 | 2412 | 3043 | 3824 |
| EPS (元) | 1.03 | 0.84 | 1.01 | 1.23 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 4539 | 4265 | 5256 | 6318 |
| 现金 | 1147 | 791 | 932 | 1137 |
| 应收账款 | 270 | 313 | 398 | 486 |
| 其他应收款 | 50 | 64 | 82 | 100 |
| 预付账款 | 173 | 177 | 228 | 275 |
| 存货 | 304 | 327 | 421 | 509 |
| 其他流动资产 | 2595 | 2593 | 3195 | 3811 |
| 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 | 12848 | 15539 | 17589 |
| 流动负债 | 2487 | 2605 | 4500 | 5321 |
| 短期借款 | 50 | 0 | 1362 | 1679 |
| 应付账款 | 1017 | 1107 | 1426 | 1721 |
| 其他流动负债 | 1420 | 1498 | 1712 | 1921 |
| 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 | 4898 | 6782 | 7592 |
| 少数股东权益 | 538 | 555 | 617 | 746 |
| 股本 | 1103 | 1655 | 1655 | 1655 |
| 资本公积 | 2887 | 2336 | 2336 | 2336 |
| 留存收益 | 2669 | 3124 | 3869 | 4979 |
| 归属母公司股东权益 | 6940 | 7395 | 8140 | 9250 |
| 负债和股东权益 | 12224 | 12848 | 15539 | 17589 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流 | 2376 | 2247 | 2309 | 2968 |
| 净利润 | 1719 | 1410 | 1734 | 2166 |
| 折旧摊销 | 472 | 611 | 807 | 1021 |
| 财务费用 | 61 | 123 | 172 | 225 |
| 投资损失 | -17 | -18 | -26 | -31 |
| 营运资金变动 | 323 | 169 | -336 | -370 |
| 其他经营现金流 | -183 | -47 | -43 | -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 | -1184 | 263 | -835 |
| 短期借款 | 50 | -50 | 1362 | 316 |
| 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 | -1134 | -1099 | -1152 |
| 现金净增加额 | 142 | -355 | 140 | 206 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 7465 | 7310 | 9315 | 11370 |
| 营业成本 | 4128 | 4427 | 5703 | 6886 |
| 营业税金及附加 | 420 | 292 | 373 | 455 |
| 营业费用 | 137 | 139 | 177 | 216 |
| 管理费用 | 682 | 669 | 852 | 1040 |
| 财务费用 | 61 | 123 | 172 | 225 |
| 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 | 1679 | 2064 | 2579 |
| 营业外收入 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2042 | 1679 | 2064 | 2579 |
| 所得税 | 323 | 269 | 330 | 413 |
| 净利润 | 1719 | 1410 | 1734 | 2166 |
| 少数股东损益 | 14 | 17 | 62 | 129 |
| 归属母公司净利润 | 1705 | 1393 | 1672 | 2037 |
| EBITDA | 2562 | 2412 | 3043 | 3824 |
| EPS (元) | 1.55 | 0.84 | 1.01 | 1.23 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 36.5% | -2.1% | 27.4% | 22.1% |
| 营业利润 | 27.3% | -17.3% | 22.9% | 25.0% |
| 归属于母公司净利润 | 26.7% | -18.3% | 20.0% | 21.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 44.7% | 39.4% | 38.8% | 39.4% |
| 净利率 | 22.8% | 19.1% | 17.9% | 17.9% |
| ROE | 24.6% | 18.8% | 20.5% | 22.0% |
| ROIC | 22.4% | 17.8% | 18.0% | 20.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 38.8% | 38.1% | 43.6% | 43.2% |
| 净负债比率 | 41.80 | 37.98% | 47.52 | 46.61% |
| 流动比率 | 1.83 | 1.64 | 1.17 | 1.19 |
| 速动比率 | 1.70 | 1.51 | 1.07 | 1.09 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.73 | 0.58 | 0.66 | 0.69 |
| 应收账款周转率 | 28 | 24 | 25 | 24 |
| 应付账款周转率 | 5.25 | 4.17 | 4.50 | 4.38 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.03 | 0.84 | 1.01 | 1.23 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.44 | 1.36 | 1.40 | 1.79 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.19 | 4.47 | 4.92 | 5.59 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 16.55 | 20.26 | 16.88 | 13.85 |
| P/B | 4.07 | 3.82 | 3.47 | 3.05 |
| EV/EBITDA | 11 | 12 | 10 | 8 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.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