

布局稀缺资源 受益周期成长

——盘江股份 (600395.SH)

采掘/煤炭开采


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

焦煤供给端长期缺乏弹性,同时需求处于旺盛状态,长周期牛市可期,公司作为西南焦煤龙头,吨煤盈利行业领先,后续受益于产量大幅提升及高分红带来的成长性,公司盈利有望大幅攀升。

煤炭供给弹性缺失,焦煤陷入长期短缺

- 行业新增投资受到融资环境与碳政策的双重压制;受安监、压减政策以及法规趋严因素影响,产能释放持续受限;新增煤矿批复同比下跌八成、山东再度压减 3400 万吨焦煤产能,行业仍处于持续去产能过程之中;
- 煤炭进口规模快速收缩,澳洲煤炭进口接近停滞,疫情影响其他国家进口量,进口依存度三成以上的主焦煤缺口扩大,国内替代迫在眉睫;
- 粗钢产量同比增长 13.9%显著高于焦煤产量增速,电炉与清洁能源炼钢替代受限,加上国内焦炭进入投产周期,焦煤需求有望显著增长;电力供应中火电占比提升,动力煤需求仍将跟随经济同步复苏;
- 预计煤炭供需缺口将持续扩大,其中焦煤供应缺口在 2021、2022 年扩大至 0.71 亿吨与 1.01 亿吨,动力煤供应缺口在 2021、2022 年扩大至 2.41 亿吨与 2.78 亿吨。

公司受益区位优势,产量高增与价格强势双轮驱动

- 西南区域原煤产量三年下滑 31%,同时焦煤与动力煤需求受到周边区域钢铁产量增加以及 GDP 高增速的支撑,区域环境优于全国,煤价更易涨难跌;
- 公司发力技改与扩建,煤炭产能持续扩张,公司产能在 2020 年大增 49%的基础上,2021-2023 年年复合增长率仍高达 19.7%,成长属性显著;
- 公司受益西南区位优势,吨煤毛利持续处于行业前列,后续小煤矿退出政策促进产业集中度提升,公司长期利润获取能力强;分红比例高居行业前列,具备长期投资价值;

投资建议: 碳政策与行业融资环境限制新增投资,焦煤供应端长期缺乏弹性,受限于进口替代不足、安监与产量压减政策,煤炭行业正在面临供给端持续收缩与需求端温和增长的长期错配局面,其中焦煤品种因其稀缺特性与需求高增现状,弹性更为突出,公司处在优质赛道的同时,具备显著成长特性,量增价升有望持续推升业绩高增长,预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 13.1 亿/19.1 亿/26.6 亿,对应 EPS 为 0.79/1.16/1.61,对应 PE 分别为 8.8X/6X/4.3X,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 原料价格抬升风险;下游需求增长不及预期;行业需求测算误差;产量扩张不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,457.64	6,481.01	8,220.57	10,232.18	12,712.67
增长率(%)	6.04%	0.36%	26.84%	24.47%	24.24%
归母净利润(百万)	1,090.97	862.23	1,313.64	1,917.94	2,659.82
增长率(%)	15.45%	-20.97%	52.35%	46.00%	38.68%
净资产收益率(%)	14.86%	12.27%	17.81%	22.96%	27.41%
每股收益(元)	0.66	0.52	0.79	1.16	1.61
PE	10.56	13.36	8.77	6.01	4.33
PB	1.57	1.64	1.56	1.38	1.19

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2021年07月02日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

高亢

研究助理

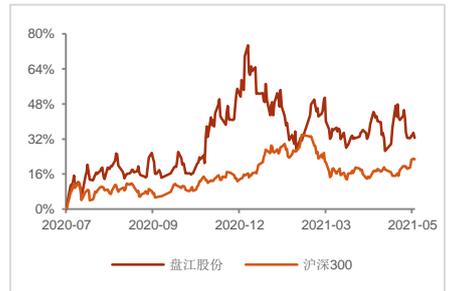
SAC 执业证书编号: S1660121010010

交易数据

时间 2021.07.02

总市值/流通市值(亿元)	115.69/115.69
总股本(万股)	165,505.19
资产负债率(%)	55.09
每股净资产(元)	4.36
收盘价(元)	6.99
一年内最低价/最高价(元)	6.51/8.33

公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

证券研究报告

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 煤炭供给弹性缺失 焦煤陷入长期短缺	4
1.1 我国煤炭储量大 焦煤仍属于稀缺品种.....	4
1.2 行业投资前景低迷 产能持续压减.....	5
1.3 行业开工受限 超产限制趋严.....	7
1.4 进口显著回落 焦煤迎来历史性机遇.....	7
1.5 煤炭需求稳步增长.....	8
1.6 小结: 中长期煤炭市场继续面临供需节奏错配.....	9
2. 产量高增与价格强势双轮驱动	11
2.1 公司为西南焦煤龙头.....	11
2.2 西南地区供应持续收缩 公司拥有区位优势.....	12
2.3 公司产能与产量进入高增时期.....	14
2.4 行业集中度提升利好龙头保供 公司长期竞争力有保障.....	16
2.5 高比例分红维持 投资价值凸显.....	16
3. 盈利预测与投资建议	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1: 焦煤期货与现货价格走势 (元/吨)	4
图 2: 我国焦煤对外依存度居高不下 (万吨)	5
图 3: 行业固定资产投资转弱 (亿元)	6
图 4: 煤炭产量增速高点已现 (亿吨)	6
图 5: 国家能源局及发改委煤炭新批复产能下滑 (万吨)	6
图 6: 原煤单月产量同比增速.....	7
图 7: 内蒙古原煤产量季节性图表.....	7
图 8: 我国年度煤炭进口量及品种占比 (至 2021 年 5 月, 万吨)	7
图 9: 动力煤进口国别及同比增速 (至 2021 年 5 月, 万吨)	8
图 10: 炼焦煤进口国别及同比增速 (至 2021 年 5 月, 万吨)	8
图 11: 粗钢与焦炭产量增速加快.....	9
图 12: 大中型独立焦化厂开工率高位运行.....	9
图 13: 发电量与工业增加值累计同比.....	9
图 14: 火电占比提升.....	9
图 15: 全国煤炭产量前五省份 (万吨)	11
图 16: 商品煤产销以及产量增速 (万吨)	12
图 17: 焦煤与动力煤产量、营收与毛利贡献.....	12
图 18: 焦煤与动力煤销售毛利率.....	12
图 19: 西南四省煤炭产量 (万吨)	12
图 20: 西南及周边区域生铁产量及同比增速 (万吨)	13
图 21: 西南四省 GDP 单季增速.....	13
图 22: 贵州与山西主焦煤市场价格 (元/吨)	13
图 23: 公司单季度产量与吨煤毛利 (万吨, 元/吨)	14
图 24: 可比焦煤公司吨煤毛利 (元/吨)	14
图 25: 西南地区煤炭产量 (万吨)	16

图 26: 国有重点煤矿产量月度数据及贵州占比 (万吨)	16
图 27: 行业主要公司上市以来分红率情况	17
表 1: 我国煤炭分类标准	4
表 2: 动力煤供需平衡表	10
表 3: 焦煤供需平衡表	10
表 4: 公司在产矿区与产能情况 (已全部计入技改试运转产能, 万吨, 万吨/年)	14
表 5: 公司在建、待建矿区与产能情况 (万吨, 万吨/年)	15
表 6: 公司权益产能变动情况 (万吨/年)	15
表 7: 西南四省煤矿产能及小煤矿占比 (万吨/年)	16
表 8: 公司盈利预测表	19

1. 煤炭供给弹性缺失 焦煤陷入长期短缺

公司是中国南方地区重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地，是西南地区最大的炼焦煤企业，焦煤开采与销售业务占公司主营收入 70% 左右。自 2016 年以来，行业的持续变革也给公司的竞争环境带来了较大变化，特别是 2020 年以来全国范围焦煤短缺拉动煤价从持续四年的 1200 元/吨的平台一举跃升至 2000 元/吨上方，并在 2021 年创出历史新高，随着供需不平衡状况的延续，预计焦煤供需缺口将在未来三到五年持续扩大，推升价格进入长期上升通道，在此背景下，公司业绩也有望显著改善。

图1：焦煤期货与现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.1 我国煤炭储量大 焦煤仍属于稀缺品种

按照用途来看，煤炭可以分为动力煤、焦煤与化工煤三种，理论上讲煤炭均可以用于提供动力或用于化工用途，但仅有煤化度较高，结焦性好的烟煤才能归为焦煤行列，根据我国的煤炭分类标准，烟煤中的气煤、肥煤、气肥煤、1/3 焦煤、焦煤、瘦煤和贫瘦煤属于炼焦煤，超过 90% 的焦煤用于生产焦炭，成为炼铁环节仅次于铁矿石的关键原料之一。

表1：我国煤炭分类标准

类别	缩写	Vdaf%	GR.I	Ymm	b%	PM%	Qgr, maf
无烟煤	WY	10					
贫煤	PM	>10.0-20.0					
贫瘦煤	PS	>10.0-20.0	5-20				
瘦煤	SM	>10.0-20.0	>20-65				
焦煤	JM	>20.0-28.0, >10.0-20.0	>50-65, >65				
肥煤	FM	>10.0-37.0	>85	>25	>150		
1/3 焦煤	1/3JM	>28.0-37.0	>65		≤220		
气肥煤	QF	>37.0	>85	>25.0	>220		
气煤	QM	>28.0-37.0, >37.0	>50-65, >35-65		≤220		
1/2 中粘煤	1/2ZN	>20.0-37.0	>30-50				
弱粘煤	RN	>20.0-37.0	>5-30				

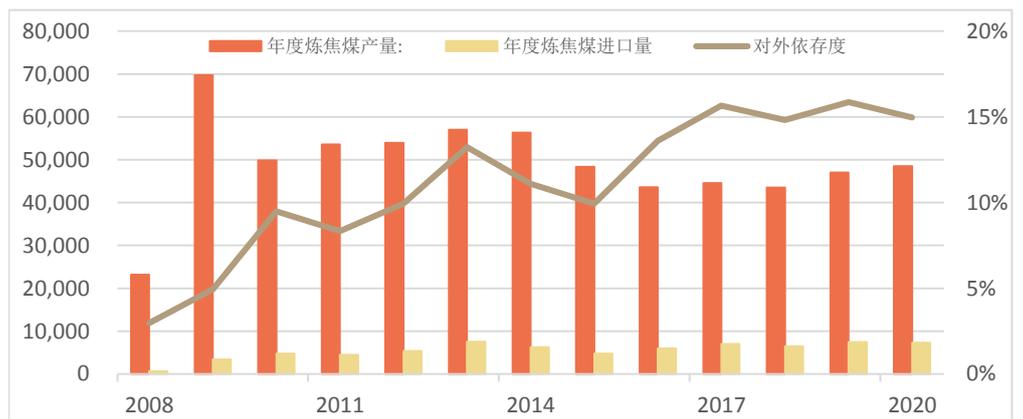
类别	缩写	Vdaf%	GR.I	Ymm	b%	PM%	Qgr, maf
不粘煤	BN	>20.0-37.0					
长焰煤	CY	>37.0				>50	≤24
褐煤	HM	>37.0>37.0				30-50	≤24

资料来源:《中国煤炭分类》,申港证券研究所

我国具有开采价值的炼焦煤总量不高,同时结构性矛盾明显,炼焦配煤所占比重过大,优质主焦煤储量较少、占比低。我国炼焦煤的储量仅占煤炭储量的 19%,其中具有开采价值的炼焦煤储量只有 395 亿吨(占煤炭储量的 2.5%)。这 395 亿吨包含了强粘结性煤和弱粘结性炼焦配煤,其中强粘结性的主焦煤有 94.8 亿吨,占比 24%(占煤炭储量的 0.6%);肥煤有 51.4 亿吨,占比 13%,其余 63%都是弱粘结性炼焦配煤。

钢铁产量持续高增的背景下,炼焦所需的优质主焦煤仍需要大量依赖进口,从产量来看,2020 年我国生产炼焦精煤 4.85 亿吨,其中主焦煤产量约 1.7 亿吨,占比仅为 34%,焦煤整体对外依存度为 15%,主焦煤对外依存度在 40%左右,目前我国期货市场上市的品种即为主焦煤。

图2: 我国焦煤对外依存度居高不下 (万吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2 行业投资前景低迷 产能持续压减

供给侧改革带来行业产能的快速压缩:自 2016 年开始煤炭行业持续去产能,至 2018 年表内产能压缩 8.1 亿吨,提前两年完成十三五规划目标,而后经过两年的优化整合,至 2020 年全国累计退出煤矿 5500 处左右、退出落后煤炭产能 10 亿吨/年以上,全国煤炭产能降至约 54 亿吨,有效产能约 42.5 亿吨,其中炼焦煤仅占四分之一,其余为动力煤,煤炭产量到 2020 年底全国煤炭产量为 39 亿吨;

近十年来行业投资逐级回落,而 2021 年开始的“碳达峰、碳中和”政策给煤炭行业投资及供给前景再度蒙上了一层阴影,压减投资与消费、逐步降低碳排放成为政策的目标导向,与碳相关产业的投资前景也进一步低迷。

- 行业固定投资高峰出现在 2012-2013 年,随后投资同比进入五年的负值区间,虽然 2018-2019 年投资出现复苏,其主要原因在于前期缓建产能的集中投放,而非

真正新增，2020 年度投资同比再度转负，按照 2-3 年左右的产量释放周期来看，后续投资与产量增长都相对有限；

- ◆ 与 2017-2019 年每年近亿吨的产量批复力度不同，2020 年新批复煤矿产能锐减至 5000 万吨以下，且集中在西北地区，截至 6 月底，今年新批复煤矿仅贵州一处，产能为 210 万吨，另有两处新疆煤矿扩建共 400 万吨，这一趋势也侧面印证政策端导向。
- ◆ 煤炭行业受到“碳达峰、碳中和”政策的冲击明显，无论是从银行对煤炭行业贷款的口径，还是实际的债务融资难度加剧的现状来看，煤企能够获得的信贷力度显著减弱，绿色债券剔除煤炭等化石能源项目反映出央行对于行业进一步收紧的态度，面临着矿业投资长达数十年的周期，资本投资情绪将长期处于低迷状态；
- ◆ 山东地区大力推进炼焦去产能，今年再压减 3400 万吨：4 月山东印发《全省落实“三个坚决”行动方案(2021—2022 年)》对煤炭产能进行严格限制，2021 年全省 30 万吨/年以下 8 处煤矿全部关闭，合计产能 240 万吨，关闭退出 19 处采深超千米冲击地压煤矿，合计产能 3160 万吨，总计 3400 万吨炼焦煤产能，约占全国炼焦煤产能的 3.2%左右；

行业十四五规划中对 2025 年的煤炭产量预估为 41 亿吨左右，较 2020 年仅增加 5.12%，规划矿井数量将从接近 4700 处收缩至 4000 处左右，未来产能有望进一步集中。

图3：行业固定资产投资转弱（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：煤炭产量增速高点已现（亿吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：国家能源局及发改委煤炭新批复产能下滑（万吨）



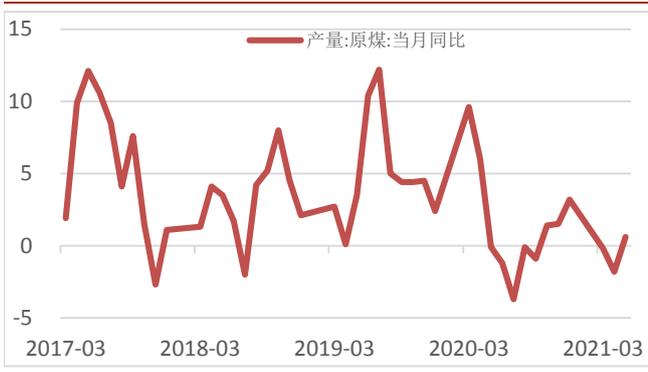
资料来源：国家能源局、发改委，申港证券研究所

1.3 行业开工受限 超产限制趋严

2020 年初至今煤炭单月产量同比增速持续下行，即使在去年低基数的情况下，今年 1-5 月原煤产量累计同比增速也仅有 8.8%，5 月单月较 2019 年同期仅增长 0.6%，其中区域去产能、安监环保以及严厉的超产惩罚机制成为抑制煤炭产量的主要原因：

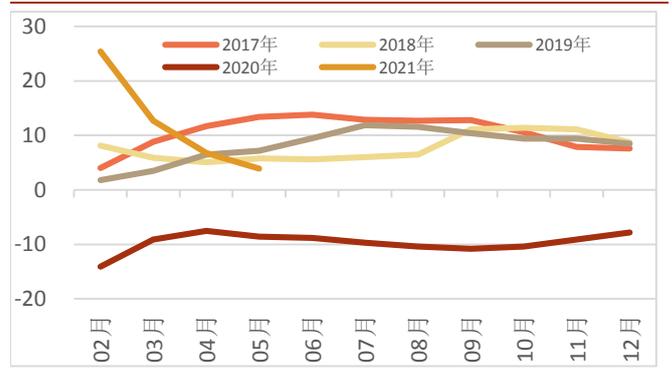
- ◆ 2020 年内蒙地区进行煤炭领域“倒查 20 年”反腐行动后，产量一直处于严格受限状态，区域产量增速大大落后于全国水平，2021 年 3 月后产量更是同比无增长，作为产量占比煤炭主产区，预计内蒙产量将长期处于低水平；
- ◆ 2020 年至今，贵州、山西等煤炭主产区事故频发，3 月国家矿山安监局发布关于煤矿瓦斯的检查通知，而后山东、山西以及新疆等主产区开启全面安全检查与矿井分类措施，受上述措施影响，煤矿产量与洗煤量显著低于往年水平；
- ◆ 自 2021 年 3 月起，安全问题追责上升至刑法修正案，对煤矿生产中可能出现的安全问题及隐患的界定最高上升至刑事责任，而其他安全生产相关法律法规也从严调整，未来煤矿违法超产行为受到严格管制；

图6：原煤单月产量同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：内蒙古原煤产量季节性图表

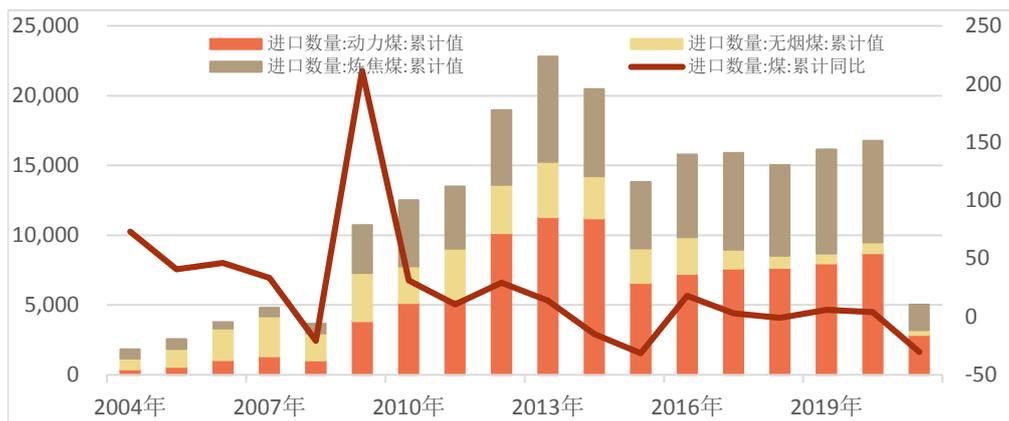


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.4 进口显著回落 焦煤迎来历史性机遇

澳煤曾是我国煤炭进口的主要来源，2020 年煤炭进口总量为 3.1 亿吨，同比增长 1.5%，剔除褐煤后总量为 2.05 亿吨，同比增速为 3.82%，自 2017 年以来持续位于偏低位置，截至 2021 年 5 月，煤炭进口量同比下滑 30.38%，从进口原煤的构成来看，动力煤占绝大多数，炼焦煤次之，无烟煤比例较小，动力煤进口国中，排在前两位的澳大利亚与印尼分别占比 49%与 25%，炼焦煤进口国中，排在前两位的澳大利亚与蒙古分别占比 49%与 33%。

图8：我国年度煤炭进口量及品种占比（至 2021 年 5 月，万吨）

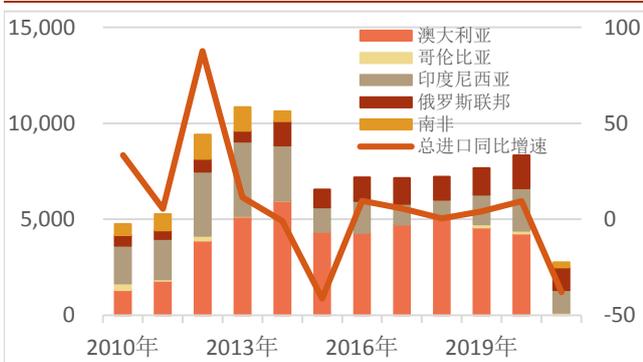


资料来源: Wind, 申港证券研究所

自2020年10月起,澳煤进口限制政策逐步实施,到11月基本实现澳煤进口停止并持续至今,澳大利亚进口的动力煤及炼焦煤的缺位给煤炭供给带来显著冲击,焦煤由于其难以替代,受到了更大程度的影响:

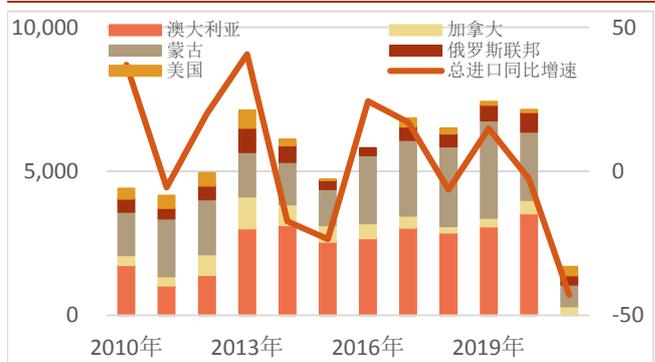
- ◆ 动力煤方面,由于国内产品替代性较强以及进口规模占消费比重不大(约3%),其对供需格局影响有限,动力煤价更多受到国内供给政策及需求节奏的影响。
- ◆ 澳洲焦煤属于炼焦配煤中占比最高的“骨架煤”——主焦煤,国内原本的对外依存度在35%以上,作为替代的蒙煤及加拿大煤在品质上不如澳煤,同时两国的出口阶段性受到疫情影响,无法通过进口有效补充的焦煤只能住过通过国内增产来弥补。

图9: 动力煤进口国别及同比增速(至2021年5月,万吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 炼焦煤进口国别及同比增速(至2021年5月,万吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.5 煤炭需求稳步增长

在焦炭投产周期、粗钢产量高增以及海外需求扩张的背景下,中期焦煤消费量仍将保持稳步增长态势。焦煤消费端95%以上用于炼制焦炭,其比例约为1.4吨混煤(主焦煤+其他配煤)生产1吨焦炭,其需求受到焦炭产量的联动影响,后续焦化厂将迎来投产高峰,同时受限于涨价而弱化的粗钢限产给予钢厂更大的扩产动能:

- ◆ 2021年1-5月全国粗钢产量继续保持13.9%的高增速,这也是自供给侧改革以来粗钢产量的同期最高增速,年初粗钢产量不增的导向曾一度压制原料端的需求预期,但在唐山限产及旺季需求的影响下,钢价上涨推升PPI指数持续升高,在

疫情后海内外宽松的背景下，价格维稳重新成为市场主流导向，粗钢后续高概率弱化全国同比不增政策，其根源在于钢材需求端仍有稳步增长；粗钢扩产也带来高位的焦化利润，刺激大中型焦化厂开工率上行，1-5月全国焦炭产量达1.98亿吨，同比增长5.9%，再创供给侧改革以来同期新高；

- ◆ 2020年焦炭产能去化速度较快，2021年全国范围的焦炭去产能概率不大，同时前期置换的产能在利润的环境下迎来集中投产，焦炭的投产周期到来进一步推升焦煤需求预期，根据mysteel统计，2021年焦炭行业预计淘汰产能2500万吨左右，新增产能6186万吨，产能净增长6%以上；

图11: 粗钢与焦炭产量增速加快



资料来源: Wind, 申港证券研究所

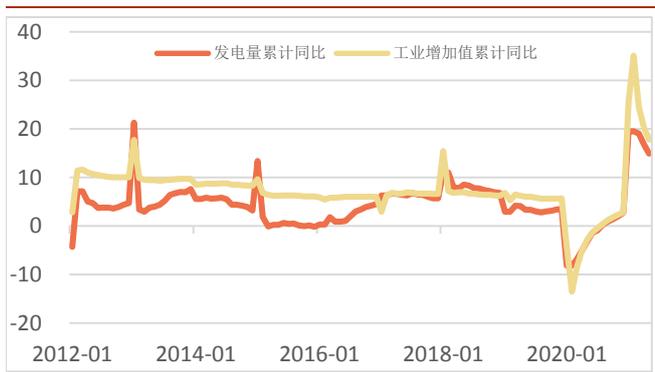
图12: 大中型独立焦化厂开工率高位运行



资料来源: Wind, 申港证券研究所

动力煤方面，随着经济增速的恢复以及工业增加值的提升，电力需求同步增加：2021年一季度GDP同比增速为18.3%，1-5月工业增加值累计增速17.8%，1-5月份全国规模以上电厂发电量31772亿千瓦时，同比增长14.9%；从结构上来看在水电贡献偏低的2021年，火电仍然是国内能源供应的基石，1-5月份全国规模以上电厂火电发电量23417亿千瓦时，同比增长16%，同期水电增速仅为3.8%，火电压力增大带动动力煤库存持续下降，在经济稳态增长以及水电贡献比例偏高的背景下，后续动力煤需求有望继续维持良好态势。

图13: 发电量与工业增加值累计同比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 火电占比提升



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.6 小结：中长期煤炭市场继续面临供需节奏错配

整体来看，中长期煤炭市场继续处于供需节奏错配阶段，在碳政策实施的前期，供给端受政策导向、投资意向以及政治因素的影响显著受限，实际产出与预期均处于压制状态，而需求端在经济惯性向上的背景下温和扩张，需求端抑制政策既不现实、

也无必要, 在这一背景下, 煤炭价格将长期面临易涨难跌局面。

与动力煤较为可控的供给与相对稳态的需求不同, 焦煤市场正在面临更加严峻的供需形势, 一方面资源储量有限、开采难度大以及进口补充有限共同组成了焦煤资源的长期稀缺属性, 另一方面, 焦炭产能的扩充乃至终端钢材需求的增加继续拉升需求端的增速, 我们判断焦煤资产将拥有更加短缺的基本面以及价格弹性, 还将先于铁矿资产受益于战略资源自主化进程, 有望成为资源品中的黄金赛道。

表2: 动力煤供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021 (E)	2022 (E)
产量	28.74	29.60	31.25	31.79	33.07	34.39
YOY	4%	3%	6%	2%	4%	4%
进口数量	1.19	1.22	1.38	1.02	1.02	1.02
YOY	-4%	3%	13%	-26%	0	0
总供给	29.92	30.82	32.47	32.82	34.09	35.41
YOY	4%	3%	5%	5%	4%	4%
电力行业消费	18.81	19.71	20.51	20.86	22.52	23.87
YOY	-2%	5%	4%	2%	8%	6%
冶金行业消费	1.44	1.54	1.60	1.72	1.79	1.84
YOY	1%	7%	4%	8%	4%	3%
化工行业消费	1.76	1.75	1.94	1.99	2.15	2.28
YOY	-15%	-1%	11%	2%	8%	6%
建材行业消费	3.06	2.83	3.02	3.22	3.32	3.39
YOY	-38%	-8%	7%	7%	3%	2%
供热行业消费	2.32	2.65	2.82	2.89	3.01	3.10
YOY	5%	15%	6%	3%	4%	3%
其他行业消费	3.98	3.70	3.58	3.69	3.69	3.69
YOY	219%	-7%	-3%	3%	0	0
消费量合计	31.37	32.17	33.47	34.37	36.48	38.17
YOY	1%	3%	4%	3%	6%	5%
出口数量	0.06	0.04	0.05	0.02	0.02	0.02
YOY	-22%	-35%	38%	-64%	0%	0%
总需求	31.43	32.21	33.52	34.39	36.50	38.19
YOY	1%	3%	4%	-12%	6%	5%
缺口	-1.50	-1.39	-1.05	-1.57	-2.41	-2.78

资料来源: Wind, 申港证券研究所

表3: 焦煤供需平衡表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (E)	2022 (E)
产量	4.83	4.36	4.46	4.35	4.70	4.85	5.00	5.15
YOY			2%	-2%	8%	3%	3%	3%
进口数量	0.48	0.59	0.70	0.64	0.75	0.73	0.44	0.48
YOY			18%	-8%	16%	-3%	-40%	10%
总供给	5.31	4.95	5.15	4.99	5.45	5.58	5.43	5.63

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (E)	2022 (E)
YOY			4%	-3%	9%	-12%	-3%	4%
焦炭产量	4.48	4.49	4.31	4.38	4.71	4.71	5.18	5.60
YOY			-4%	2%	8%	0%	10%	8%
焦煤消费量	5.28	5.34	5.15	5.11	5.47	5.58	6.13	6.63
YOY			-4%	-1%	7%	2%	10%	8%
出口数量	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
YOY			91%	-53%	30%	-38%	0%	0%
总需求	5.29	5.35	5.17	5.12	5.48	4.77	6.14	6.63
YOY			-3%	-1%	7%	-13%	29%	8%
供需缺口	0.03	-0.40	-0.02	-0.13	-0.03	0.81	-0.71	-1.01

资料来源: Wind, 申港证券研究所

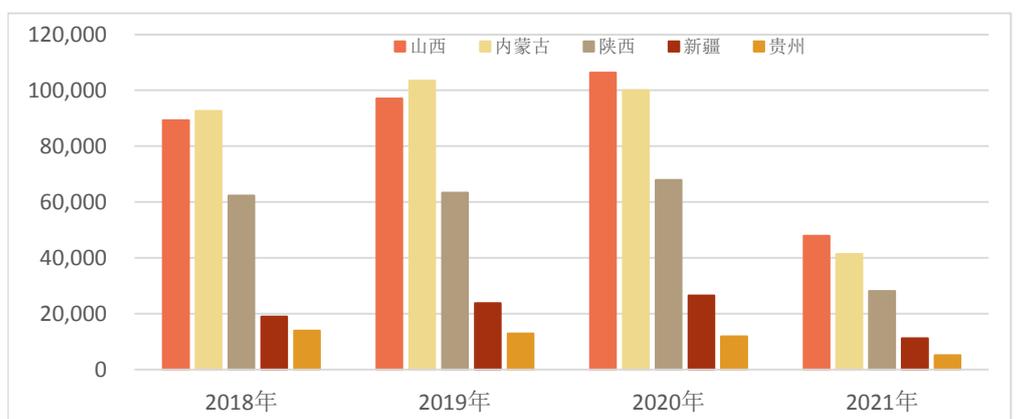
2. 产量高增与价格强势双轮驱动

2.1 公司为西南焦煤龙头

盘江股份为贵州煤炭资源整合方盘江煤电旗下唯一上市平台: 盘江股份全称为贵州盘江精煤股份有限公司, 于 1999 年由盘江控股等 7 家公司共同设立, 大股东为盘江煤电集团 (通过盘江控股持有 58.7% 的股份), 实控人为贵州省国资委。盘江煤电集团为国资运营公司于 2018 年通过资产重组方式, 整合省内主要煤炭资源 (原盘江集团、水城矿业、林东矿业、六枝工矿) 后形成的煤炭全产业链集团, 截至 2020 年底, 公示产能合计接近 4000 万吨, 盘江股份 2020 年底在产公示产能 1360 万吨, 待建及规划产能 1500 万吨。

贵州省煤炭资源丰富, 有“江南煤海”之称, 在全国仅次于蒙、晋、疆、陕, 排列第五位, 公司所在的盘江矿区是国家重点开发矿区, 煤炭探明地质储量近 100 亿吨, 远景储量 383 亿吨, 炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的 47.97%, 公司坐拥丰富炼焦煤资源, 主力产品为 1/3 焦煤、主焦煤等稀缺煤种以及动力煤, 产品具有低灰、低硫、微磷、发热量高的显著特点, 是理想的冶金、化工和动力用煤。

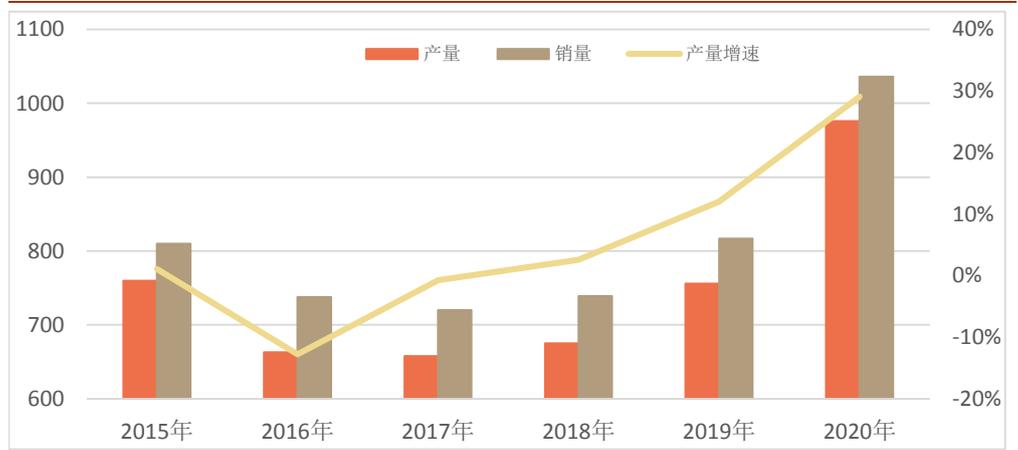
图15: 全国煤炭产量前五省份 (万吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司供给侧改革以来商品煤产销稳步增长：公司主营业务为煤炭开采与销售，在淘汰落后与新建优质产能同步进行的情况下，公司维持了相对稳定的吨煤毛利水平，公司 2020 年实现原煤产量 1143 万吨，商品煤产量 976 万吨，商品煤销售 1036 万吨，实现营业收入 64.81 亿元，归母净利 8.62 亿元。

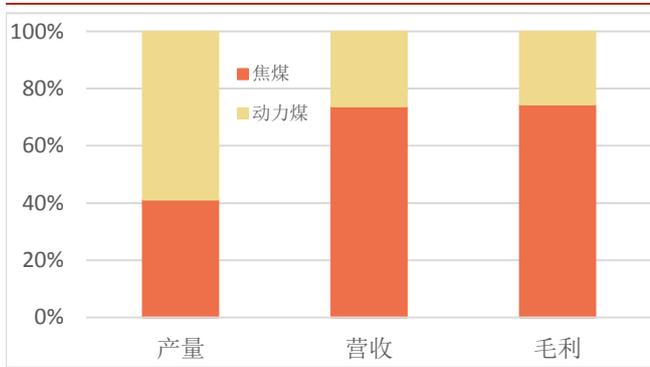
图16：商品煤产销以及产量增速（万吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

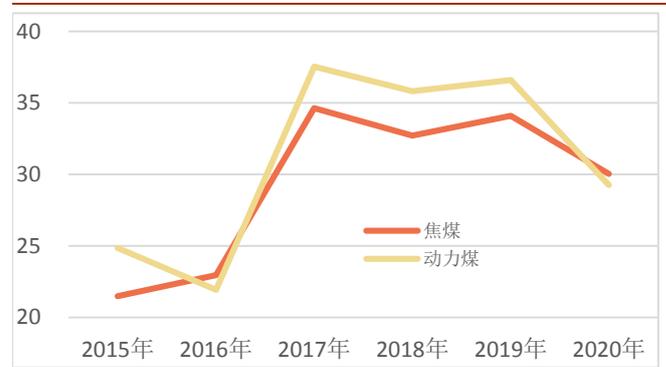
公司整体盈利受焦煤价格影响更大：2020 年公司销售动力煤（含原煤直销）610 万吨，焦煤 426 万吨，但由于焦煤具有更高的货值，因而在主营收入与利润贡献中占比较高，公司整体盈利受焦煤价格影响更大，随着焦煤需求逐步转好，销售毛利率也在 2020 年反超动力煤。

图17：焦煤与动力煤产量、营收与毛利贡献



资料来源：Wind，申港证券研究所

图18：焦煤与动力煤销售毛利率

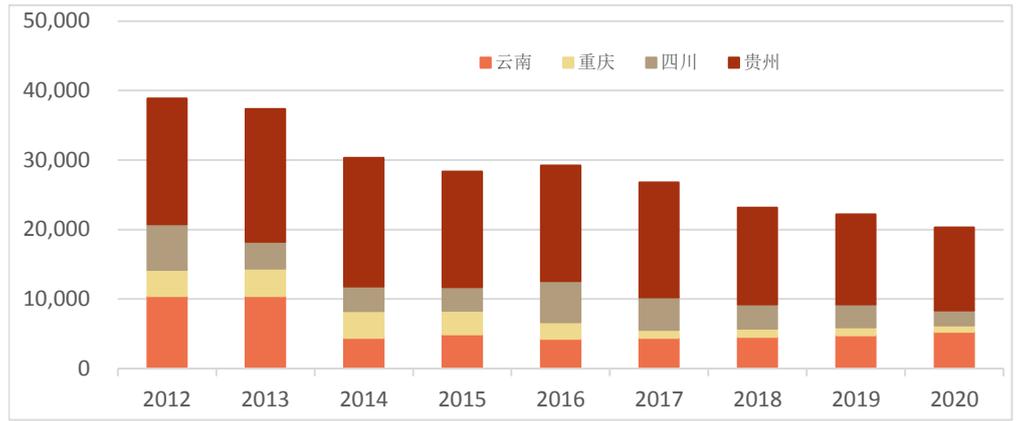


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 西南地区供应持续收缩 公司拥有区位优势

2016 年以来西南地区煤炭产能持续压缩，带动原煤产量回落，2017-2020 年，西南四省（贵州、四川、重庆、云南）原煤产能下降 29%，产量下降 31%，其中后续随着贵州 30 万吨以下煤矿去产能完成以及周边四川、云南的跟进，供应有望延续收缩格局；

图19：西南四省煤炭产量（万吨）

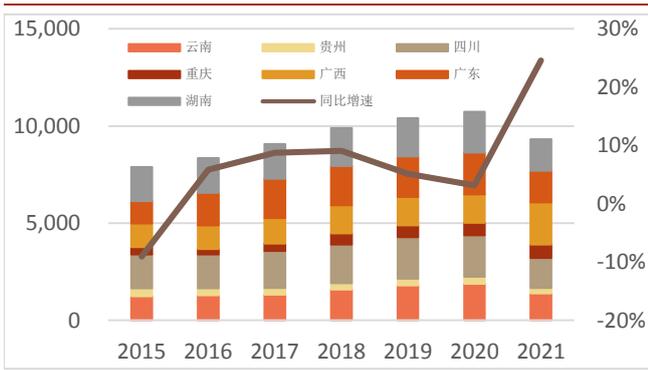


资料来源: Wind, 申港证券研究所

预计西南区域需求将稳步增长: 需求方面, 贵州省及周围区域均为煤炭调入区域, 公司煤炭产品市场需求相对稳定, 客户主要集中在四川、贵州、云南和广西等地, 多为大型钢铁及电力企业, 客户集中度较高, 2020 年报显示前五名客户销售额占年度销售总额 68.85%。

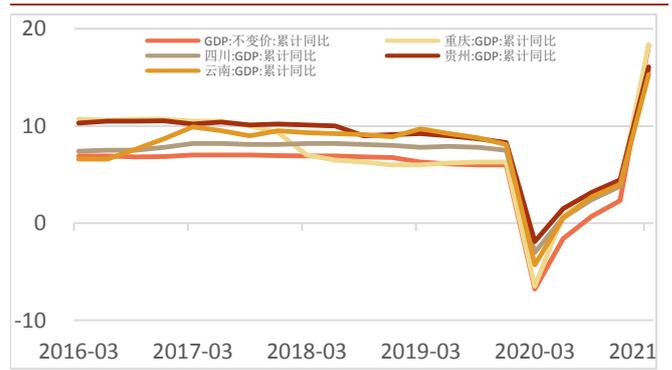
- ◆ 公司焦煤客户主要集中在攀钢、柳钢、昆钢、水钢等, 目前西南区域除公司外无大型焦煤企业, 山西焦煤仍占据较大比重, 但随着钢铁产能向广西区域沿海转移, 西南区域及周边的辐射需求将给公司带来新的需求增量, 截至 2021 年 4 月西南四省及周边湖南两广区域生铁产量同比增速达到 25%, 显著高于全国平均增速;
- ◆ 动力煤需求方面, 西南四省 GDP 与固定资产投资增速快速增长, 单季增速多数时间领先全国平均增速, 由于地区经济相对落后, 后续增长潜力巨大, 随着政策倾斜以及财政转移支付力度的增大, 区域电力需求仍有望保持高增速。

图20: 西南及周边区域生铁产量及同比增速 (万吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

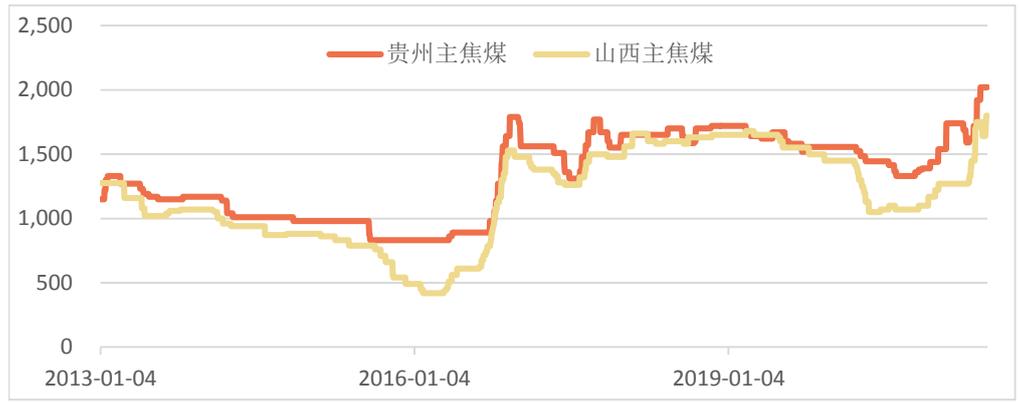
图21: 西南四省 GDP 单季增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

煤炭运输成本使得贵州焦煤价格相对坚挺: 与山西相比, 公司煤炭运往广西、广东、湖南等省份较北煤南运能节约 40%~60%的运费, 运输过程中的高成本与事件周期使得西南地区煤炭价格相对抗跌, 在过往历次焦煤价格波动中, 贵州地区均显著高于山西地区价格。

图22: 贵州与山西主焦煤市场价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司单季度吨煤毛利维持高位: 公司保持高位的吨煤售价的同时, 受益于高煤价与良好的成本控制, 公司十年来吨煤毛利仅阶段性低于山西焦煤, 处于可比焦煤上市公司前列。

图23: 公司单季度产量与吨煤毛利 (万吨, 元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图24: 可比焦煤公司吨煤毛利 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

2.3 公司产能与产量进入高增时期

2020 年公司产能同比增长 49%: 随着金佳矿佳一采区 90 万吨/年顺利投产, 盘南公司股权并购如期完成, 新增产能 330 万吨/年, 首黔公司股权重组实现公司绝对控股, 新增产能 30 万吨/年, 至 2020 年底公司公示产能达 1360 万吨, 目前在产煤矿如下所示:

表4: 公司在产矿区与产能情况 (已全部计入技改试运转产能, 万吨, 万吨/年)

矿井	资源量	可采储量	产能	持股比例	权益产能	煤种	
核心矿区	火铺矿	42348	31931	180	100%	180	焦煤、肥煤
	月亮田矿	34753	24072	115	100%	115	焦煤、肥煤
	山脚树矿	33378	17461	180	100%	180	焦煤、肥煤
	土城矿	43010	27526	280	100%	280	焦煤、肥煤
	金佳矿	50542	32692	245	100%	245	无烟煤、贫煤、瘦煤
新建及控股	响水矿 (新增盘南注入)	119727	38908	330	54.9%	181	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、
	杨山矿 (新增控股)	36,863	23,581	30	52.3%	16	焦煤
在产产能合计			1,360	/	1,197		

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

2021-2025 年公司技改与新建项目推动产能维持高增速:

- ◆ 一方面核心矿区均具备技改扩产条件, 2020 年以来老矿井技改加快推进, 去年金佳矿 90 万吨技改已投产, 2021 年山脚树矿、月亮田、土城矿技改已基本完成待公示, 三矿共新增 315 万吨产能, 而后续火铺矿、响水矿技改扩能空间巨大, 至 2022 年上述两矿区技改预计新增产能 175 万吨, 至 2024 年杨山矿区现有产能技改项目将额外新增产能 90 万吨;
- ◆ 另一方面, 公司新建矿井扩产迅速, 从年报披露进度数据来看, 马依与恒普基建项目建设进度分别达到 81.75% 与 95.42%, 分别对应在建的马依西一井 (240 万吨/年) 与发耳二矿西井一期 (90 万吨), 而马依矿区与发耳矿区均有大量的规划产能等待建设;

表5: 公司在建、待建矿区与产能情况 (万吨, 万吨/年)

矿区	初始产能	产能增量	建成产能	权益比例	权益产能	预计时间	
技改	月亮田矿	115	65	180	100%	180	2021 年
	山脚树矿	180	130	310	100%	310	2021 年
	土城矿	280	120	400	100%	400	2021 年
	火铺矿	180	105	285	100%	285	2022 年
	响水矿	330	70	400	54.9%	220	2022 年
	杨山矿	30	90	120	52.3%	63	2024 年
新建	马依西一井一区	/	120	120	73.5%	88	2021 年底
	马依西一井二区	/	120	120	73.5%	88	2023 年
	发耳二矿西井一期	/	90	90	90%	81	2022 年上半年
	发耳二矿西井二期	/	150	150	90%	135	2023 年底
规划	马依西二井	/	300	300	73.5%	221	2025 年完成项目核准
	马依东一井	/	240	240	73.5%	176.4	
	马依东二井	/	300	300	73.5%	220.5	
	发耳二矿东井	/	180	180	90%	162	

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司产能在 2020 年大增 49% 的基础上, 2021-2023 年年复合增长率仍高达 19.7%: 根据公司年报规划, 公司将于 2021 年实现 2000 万吨产能目标, 十四五末产能达到 2600 万吨以上, 从目前建设进度来看, 这一目标实现的可能性较高。预计公司 2021 及 2023 权益产能分别增至 1600 万吨与 2048 万吨, 较 2020 年底分别增长 34.5% 与 71.1%。

表6: 公司权益产能变动情况 (万吨/年)

矿区	权益比例	2020 年	2021 年 (E)	2022 年 (E)	2023 年 (E)	2024 年 (E)
火铺矿	100%	180	180	285	285	285
月亮田矿	100%	115	180	180	180	180
山脚树矿	100%	180	310	310	310	310
土城矿	100%	280	400	400	400	400
金佳矿	100%	245	245	245	245	245
响水矿	54.9%	330	330	400	400	400
杨山矿	52.3%	30	30	30	30	120
马依矿	73.5%		120	120	240	240

矿区	权益比例	2020年	2021年(E)	2022年(E)	2023年(E)	2024年(E)
发耳矿	90%			90	240	240
在产产能合计		1360	1795	2060	2330	2420
权益产能合计		1197	1600	1824	2048	2095
权益产能同比增速		/	33.7%	14.0%	12.2%	2.3%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.4 行业集中度提升利好龙头保供 公司长期竞争力有保障

政策仍然导向小煤矿的整合，按照 2019 年发改委发布的《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，到 2021 年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内，西南区域小煤矿数量众多，经过近两年的小煤矿整合，2020 年底区域原煤产量较 2018 年下降了 14.2%；

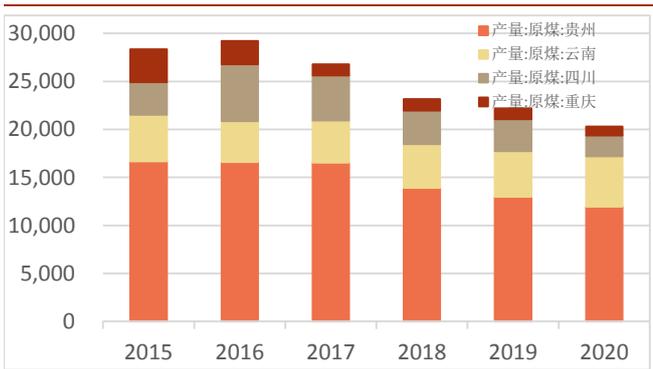
贵州地区煤炭产能占比有望由 53%左右进一步提升至 60%以上：西南四省在去除落后产能执行过程中进度并不统一，根据贵州省能源局数据，“十三五”期间，贵州省关闭退出煤矿 477 处，淘汰落后产能 7426 万吨，到 2020 年底 30 万吨/年以下煤矿历史性全部淘汰退出，但与此同时，西南区域的云南、四川、区域仍有大量低于 30 万吨/年以下煤矿，后期随着供给侧改革的深入推进，其余省区小煤矿有望退出市场，公司竞争优势有望持续增强。

表7：西南四省煤矿产能及小煤矿占比（万吨/年）

	总产能	30 万吨以下矿井产能	30 万吨以下产能占比
贵州	13777	0	0
四川	6283	3541	56%
云南	4178	1218	29%
重庆	1667	297	18%

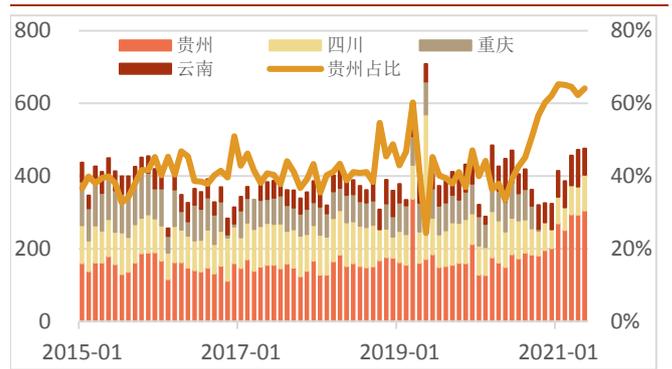
资料来源：国家能源局，申港证券研究所

图25：西南地区煤炭产量（万吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图26：国有重点煤矿产量月度数据及贵州占比（万吨）

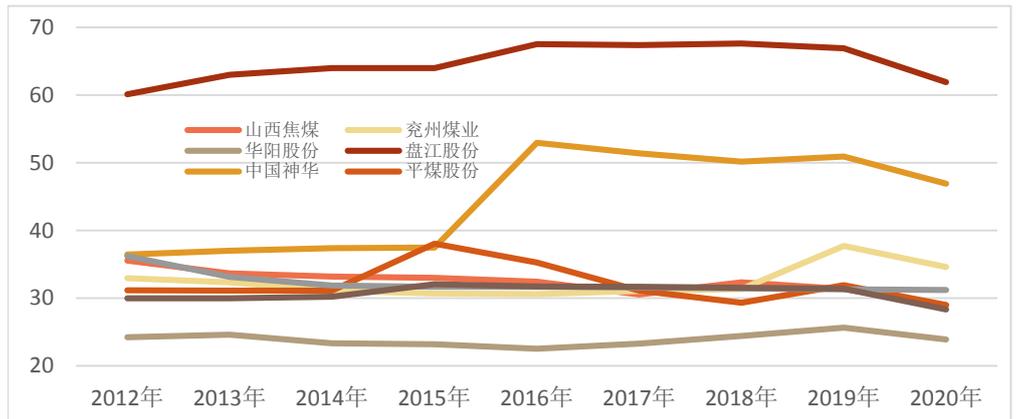


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.5 高比例分红维持 投资价值凸显

公司上市以来分红率长期居于行业第一：自上市以来公司维持高分红的传统，近十年每年现金分红比例最低为 49%，最高达到 202%，平均分红率高达 80%以上，2020 年公司拟分红 6.6 亿元，每股分红 0.4 元，分红率达 77%，股息率为 5.3%；

图27：行业主要公司上市以来分红率情况



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司作为盘江煤电唯一上市平台，后续担负着整合资源与创收重任，在2020年整合盘南股份后，国企改革过程带来的集团资产注入有望给公司带来产量增长，同时母公司盘江煤电仍需依赖股份公司的高分红实现受益，预计后续高分红政策大概率延续，投资价值凸显。

3. 盈利预测与投资建议

基于以下主要假设条件进行盈利预测，对公司主要产品销量、成本、单价的预测如下：

- ◆ 公司目前在建项目较为明晰，后续煤矿资产注入尚有不不确定性，暂不纳入考虑，在现有新建矿投产及技改矿稳步推进的背景下，预计2021-2023年公司商品煤产量分别增至1019万吨、1196万吨、1430万吨，同比增速为6%、16%、20%；预计2021-2023年公司商品煤销量分别增至1091万吨、1260万吨、1494万吨，同比增速为6%、16%、19%；其中焦煤（精煤）销量分别增至509万吨、617万吨、765万吨，同比增速为20%、21%、24%；动力煤（混煤）销量分别增至588万吨、654万吨、697万吨，同比增速为-5%、11%、13%；
- ◆ 煤炭行业供应端的快速收缩以及需求的韧性增长有望推动煤价持续走强，其中焦煤由于其供给收缩与需求恢复力度更大，有着更好的弹性，随着供需不均格局的持续，我们根据对标现货价格已有涨幅以及供需缺口变动情况，预计2021-2023年焦煤与动力煤均价增速分别为15%/6%/3%、6%/3%/0；
- ◆ 随着产量快速增长以及技改进度的推进，预计吨煤成本将随着产量的提升有所下降，同时生产成本随原料及人工价格上升，预计公司2021-2023年自产吨煤成本保持稳定；

碳政策与行业融资环境限制新增投资，焦煤供应端长期缺乏弹性，受限于进口替代不足、安监与产量压减政策，煤炭行业正在面临供给端持续收缩与需求端温和增长的长期错配局面，其中焦煤品种因其稀缺特性与需求高增现状，弹性更为突出，公司处在优质赛道的同时，具备显著成长特性，量增价升有望持续推升业绩高增长，预计公司2021/2022/2023年归母净利润分别为13.1亿/19.1亿/26.6亿，对应

EPS 为 0.79/1.16/1.61，对应 PE 分别为 8.8X/6X/4.3X，按照申万三级行业煤炭开采中位数 12 倍 PE 计算给予 2021/2022/2023 年目标价 9.48/13.92/19.32 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

新建与技改项目投产不及预期风险；焦煤出口政策变动风险；行业需求测算误差风险；煤价异常波动风险；

表8: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6458	6481	8221	10232	12713	流动资产合计	4800	4608	5832	7260	9026
营业成本	4153	4418	4971	5875	7118	货币资金	1935	1516	1922	2393	2973
营业税金及附加	308	326	413	514	639	应收账款	472	624	791	985	1224
营业费用	16	16	20	26	32	其他应收款	105	83	105	131	162
管理费用	622	655	830	1034	1284	预付款项	53	88	128	176	233
研发费用	151	159	175	193	212	存货	122	202	227	268	325
财务费用	104	131	288	369	347	其他流动资产	33	3	3	3	3
资产减值损失	-0.97	-0.07	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	9535	12749	12311	11835	11354
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	804	827	827	827	827
投资净收益	64.15	27.42	0.00	0.00	0.00	固定资产	3126.61	5108.47	6904.70	7584.57	7718.92
营业利润	1315	1019	1522	2222	3082	无形资产	711	1012	911	820	738
营业外收入	27.15	65.13	0.00	0.00	0.00	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	37.56	8.13	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	19	41	41	41	41
利润总额	1304	1076	1522	2222	3082	资产总计	14335	17357	18143	19095	20380
所得税	214	147	208	304	422	流动负债合计	3834	5240	7438	7393	7300
净利润	1091	928	1314	1918	2660	短期借款	1330	2159	4752	4532	4190
少数股东损益	0	66	0	0	0	应付账款	1067	1215	1349	1594	1931
归属母公司净利润	1091	862	1314	1918	2660	预收款项	72	0	-57	-127	-215
EBITDA	2280	2403	2256	3078	3919	一年内到期的非流动负债	76	482	482	482	482
EPS (元)	0.66	0.52	0.79	1.16	1.61	非流动负债合计	2832	4326	2246	2266	2290
主要财务比率						长期借款	200	782	782	782	782
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	6667	9566	9683	9659	9590
营业收入增长	6.04%	0.36%	26.84%	24.47%	24.24%	少数股东权益	326	766	766	766	766
营业利润增长	15.70%	-22.53%	49.42%	46.00%	38.68%	实收资本(或股本)	1655	1655	1655	1655	1655
归属于母公司净利润增长	52.35%	46.00%	52.35%	46.00%	38.68%	资本公积	2430	1995	1995	1995	1995
获利能力						未分配利润	2032	2181	1655	886	-179
毛利率(%)	35.68%	31.84%	39.53%	42.58%	44.01%	归属母公司股东权益合计	7342	7026	7376	8352	9705
净利率(%)	16.89%	14.32%	15.98%	18.74%	20.92%	负债和所有者权益	14335	17357	18143	19095	20380
总资产净利润(%)	7.61%	4.97%	7.24%	10.04%	13.05%	现金流量表					
ROE(%)	14.86%	12.27%	17.81%	22.96%	27.41%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力						经营活动现金流	1742	683	728	1991	2561
资产负债率(%)	47%	55%	53%	51%	47%	净利润	1091	928	1314	1918	2660
流动比率						折旧摊销	860.98	1252.92	0.00	395.40	408.29
速动比率						财务费用	104	131	288	369	347
营运能力						应付帐款减少	0	0	-167	-194	-239
总资产周转率	0.47	0.41	0.46	0.55	0.64	预收帐款增加	0	0	-57	-70	-88
应收账款周转率	13	12	12	12	12	投资活动现金流	-495	-1081	-8	-10	-10
应付账款周转率	6.29	5.68	6.41	6.95	7.21	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.52	0.79	1.16	1.61	投资收益	64	27	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.37	-0.31	0.25	0.28	0.35	筹资活动现金流	-634	-119	-313	-1510	-1971
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.25	4.46	5.05	5.86	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	10.56	13.36	8.77	6.01	4.33	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	1.57	1.64	1.56	1.38	1.19	资本公积增加	0	-436	0	0	0
EV/EBITDA	4.91	5.59	6.92	4.85	3.57	现金净增加额	613	-516	407	470	580

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

高亢，上海交通大学硕士，曾就职于多家期货公司负责黑色金属产业链分析工作，擅长从产业细节研究中发掘投资机会，2021年1月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上