

2010年8月16日

盘江股份

潜力巨大的江南焦煤龙头

A
未有评级

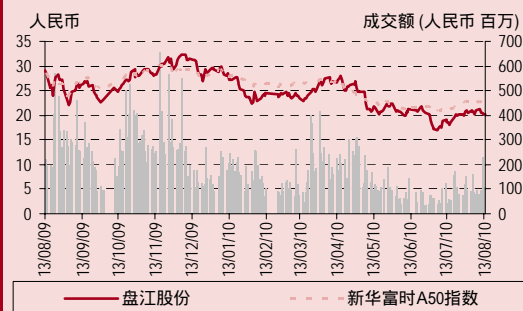
600395.SS – 人民币 20.13

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

股价相对指数表现


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(32)	9	(7)	(31)
相对新华富时A50指数(%)	(7)	5	(3)	(7)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1103
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	5316
3个月日均交易额(人民币 百万)	88
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
贵州盘江煤电有限责任公司	41
盘江煤电(集团)有限责任公司	34

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

*盘江煤电(集团)持有贵州盘江煤电53%的股权

中银国际证券有限责任公司

公司为江南最大的煤炭企业, 焦煤储量占贵州省的48%, 区域及技术优势明显。公司计划2013年产能达到3,500万吨, 较目前产能增长215%, 增长潜力较大。此外, 集团参与贵州毕节地区的煤矿勘探和整合, 预计将支撑公司更长期的发展。我们看好公司未来良好的成长性。根据万得资讯的盈利预测统计, 截至8月13日, 公司2010年市盈率为15倍, 具有估值优势。

主要发现

- 公司现有产能1,110万吨/年。公司计划通过现有煤矿的改扩建和在建煤矿的投产, 以及集团的资产注入, 将产能在2013年提升至3,500万吨/年, 2018年达到5,000万吨/年。
- 集团将在毕节地区勘探建设180万吨/年以上的煤炭产能, 整合建设500万吨/年的煤炭产能, 建设200万吨/年的焦化产能。按照集团承诺, 我们预计上述项目都将注入到上市公司。
- 为解决公司快速成长过程中的铁路运力瓶颈, 集团正在尝试通过管道、水路等其他运输方式来弥补。
- 公司目前享受西部大开发的优惠税率, 所得税率仅为15%。我们认为公司的优惠税率可能继续享受。
- 公司下游需求稳定。主要客户的用煤需求, 占公司整体销量的90%。公司煤炭销售执行市场价, 由于大客户较多, 煤价波动性较小。

估值

- 根据万得资讯的盈利预测统计, 截至8月13日, 公司2010年市盈率为15倍, 具有估值优势。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	4,104	4,546	5,774	7,857	9,626
增长率(%)	70	11	27	36	23
归属母公司股东的净利润(百万元)	639	987	1,447	1,837	2,268
增长率(%)	562	55	47	27	24
每股收益-摊薄(元)	1.076	0.895	1.311	1.665	2.056
市盈率	19	22	15	12	10

资料来源: 公司数据及 Wind 资讯

江南焦煤龙头，区域优势明显

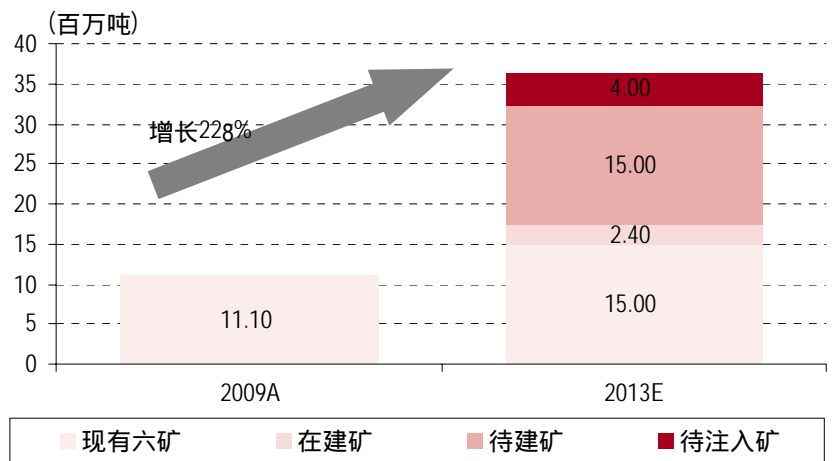
公司是长江以南最大的煤炭企业，焦煤储量占贵州省焦煤总储量的 48%。未来集团还将在毕节地区寻找更多的焦煤资源，并将注入上市公司。集团目前仅有一个在建矿未注入上市公司。

贵州省紧邻华中和华南缺煤省区，黔煤外运与北煤南运（山西煤炭）相比，铁路运距可相对缩短 400-1,800km，可节省运费 33-130 元/吨。此外，贵州地区地质条件复杂，煤矿断层较多。在该地质条件下，外来竞争者难以与公司的丰富经验抗衡。

公司产能将在未来 4 年内增长 2.3 倍

公司现有 6 个成熟矿，产能 1,110 万吨。公司计划通过现有煤矿的改扩建和在建煤矿陆续投产，以及从集团获得的资产注入，在 2013 年达到产能 3,500 万吨/年，2018 年达到 5,000 万吨/年。

图表 2. 盘江股份产能增长迅速



1) 现有煤矿改扩建。公司现有六座煤矿，持股比例 100%，目前产能为 1,110 万吨/年，公司计划未来通过技改增加至 1,500 万吨/年，新增产能 390 万吨/年。

图表 3.现有六矿基本情况

煤矿名称	可采储量 万吨/年	可采年限 年	煤种	设计产能 万吨/年	技改后 产能 万吨/年	2009年 表产量 万吨/年	2009年 实际产量 万吨/年
火铺矿	190	45	肥煤、焦煤、气煤	240	300	233	233
老屋基	26	22	肥煤、焦煤、气煤	115	120	117	117
土城矿	123	22	肥煤、焦煤、1/3 焦煤、气煤	280	400	233	303
月亮田矿	67	26	1/3焦煤、肥煤	115	180	112	141
山脚树矿	32	40	1/3焦煤、肥煤	180	200	152	204
金佳矿	369	87	贫瘦煤	180	300	102	135
总计	807			1,110	1,500	949	1,133

资料来源：公司公告，中银国际研究

2) 在建煤矿即将投产。在建的松河矿产能 240 万吨/年，可采储量 2 亿吨，其中 87.5%为主焦煤。公司预计松河矿将于 2010 年 8 月试生产。我们预计该矿今年可生产 45 万吨原煤。

图表 4.在建矿基本情况

煤矿名称	可采 储量 百万吨	权益可 采储量 百万吨	可采 年限 年	煤种	持股 比例 %	设计 产能 万吨/年	权益 产能 万吨/年	2010E 万吨/年
松河矿	200	70	60	主焦煤	35	240	84	45

资料来源：公司公告，中银国际研究

3) 待建煤矿将于 2013 年投产。公司待建的煤矿主要有马依矿、发耳矿、茨嘎矿和纳木矿，以及作为后备资源的松沙矿，产能共计 1,500 万吨/年。公司预计待建矿将于 2013 年投产。

图表 5.待建矿基本情况

煤矿名称	可采储 量 百万吨	权益可 采储量 百万吨	可采 年限 年	地点	煤种	持股 比例 %	设计 产能 万吨/年	权益产能 万吨/年
马依矿西一	193	193	57	盘县	贫瘦煤	35	240	161
马依矿西二	215	215	64	盘县	贫瘦煤	67	180	121
马依矿东一	212	142	63	盘县	贫瘦煤	67	240	161
马依矿东二	172	172	51	盘县	贫瘦煤	67	180	121
发耳矿二	489	440	116	盘县	贫瘦煤和主焦 煤	67	300	270
茨嘎煤矿	144	36	86	盘县		90	120	30
纳木煤矿	232	58	138	盘县		25	120	30
松沙煤矿	102		60	盘县		25	120	
总计	1,758	1,255					1,500	893

资料来源：公司公告，中银国际研究

公司将从集团获得持续发展动力

贵州盘江煤电有限责任公司（盘江煤电）和盘江煤电集团有限责任公司（盘江集团）分别持有公司 41%和 34%的股权，盘江集团持有盘江煤电 53%的股权，为上市公司实际控制人。

盘江集团和盘江煤电承诺不会直接或间接与股份公司构成同业竞争。我们认为未来公司可从母公司获得响水矿和整合煤矿。

1) 盘江煤电仅存一个矿，且在建

母公司盘江煤电目前仅有一个响水矿未注入上市公司，持股比例为 36%，相对控股。母公司承诺在盘南煤炭（即响水矿）达产后，如其他股东放弃优先购买权，则及时将所持响水矿的全部股权转让给上市公司；否则，依法转让给响水矿的其他股东。

图表 6.响水矿基本情况

煤矿名称	可采储量	权益可采储量	煤种	持股比例	设计产能	权益产能	
						2009A	2009A
	百万吨			%	万吨/年	万吨/年	万吨/年
响水矿	405	142	主焦煤,贫煤	36	400	144	208

资料来源：公司公告，中银国际研究

2) 盘江集团将在毕节地区建设 680 万吨/年以上的煤炭产能

据《六盘水日报》报道，2010 年 3 月，盘江集团与毕节政府签订战略合作协议：在毕节地区的威宁县、赫章县两县，拟勘探建设 3 个以上年产 60 万吨左右的矿井；拟整合建设年产 500 万吨规模的煤矿项目；拟在威宁建设年产 200 万吨以上规模的焦化项目。

毕节地区探明煤炭储量 257 亿吨，占贵州省 48%。按照盘江集团承诺，我们预计上述项目都将注入到上市公司。

3) 积极解决运力瓶颈

贵州省铁路运能不足的矛盾相对突出，公司精煤销售受到运力不足的压制。为解决公司快速成长过程中的运力瓶颈，集团正在尝试通过管道、水路等运输方式来弥补运力不足。

针对大客户的销量占比较大，价格相对稳定

公司主要用户包括攀钢、昆钢、柳钢、水钢等大型钢企和贵州黔桂发电、广西建设燃料、贵州粤黔电力、曲靖发电等电企，以及海螺水泥公司，上述主要用户近年采购量占公司销售总量的 90%以上。

公司煤炭销售执行市场价，但由于大客户占比较高，实际的煤价波动较市场小，因而业绩相对稳定。

公司目前正在尝试根据硫份含量等的差异，对不同的精煤实行差别化定价，这将有利于发挥公司优质精煤的优势，提高精煤售价。

预计优惠税率可能继续享受

公司目前享受西部大开发的优惠税率，所得税率仅为 15%，低于大部分煤炭公司。随着国家对西部发展力度的加大，我们认为公司的优惠税率可能继续享受。

今年上半年净利润同比增长 59%

公司上半年每股收益 0.58 元，其中第一季度和第二季度每股收益分别为 0.28 元和 0.30 元。公司盈利同比大增 59%，主要是由于煤炭销量同比增长 14%；吨商品煤成本下降 18%。

公司 09 年收购母公司的全部四个成熟矿后，外购煤消失，因而今年上半年的吨商品煤成本大幅下跌。由于 09 年收购集团的煤矿从当年 2 季度开始并表，因而公司今年上半年的原煤产量同比增长 63%。

煤炭综合售价同比略跌 0.2%，是因煤炭销售比例发生变化：精煤洗出率同比下降 5 个百分点至 30%，而混煤产量占比上升 9 个百分点至 37%。我们认为由于今年铁路运力同比偏紧，且贵州省内旱情导致水电减少；因而公司调高了当地消化的混煤的洗出率，降低了依靠铁路出省的精煤的洗出率。

图表 7.公司 2010 年上半年主要经营指标

	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
产量(百万吨)			
原煤	3.41	5.55	63
精煤	1.76	1.63	(7)
混煤	1.42	1.99	40
销量(百万吨)			
精煤	1.83	1.62	(11)
混煤	1.42	1.94	36
总销量	3.24	3.70	14
商品煤综合售价(元/吨)	686	685	(0.2)
商品煤成本(元/吨)	465	383	(18)
发电量(亿千瓦时)	2.52	2.18	(13)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
营业收入	2,269	2,573	13
营业成本	1,535	1,452	(5.4)
营业税及附加	46	78	70
毛利润	1,098	1,483	52
销售费用	83	42	(50)
管理费用	125	240	92
财务成本	5	8	45
营业利润	474	753	59
营业外收入	1.9	2.6	40
营业外支出	4.0	4.1	31
税前利润	472	752	59
所得税	71	113	59
少数股东权益	(0.6)	(0.1)	(82)
归属于母公司的净利润	402	639	59
每股收益(人民币)	0.36	0.58	59
毛利率(%)	32	44	
经营利润率(%)	21	29	
净利率(%)	18	25	

资料来源：公司数据，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371