

湘财证券研究所

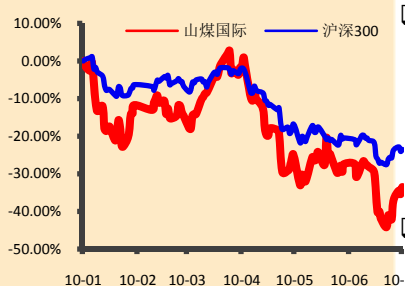
煤炭行业

研究员 王师

Tel: 021-68634518-8228

ws2978@xcsc.com

山煤国际相对指数表现



数据来源：Wind，湘财证券研究所

当前价格：19.74 元

目标价格：23 元

昨日，山煤国际发布 2010 年上半年业绩快报。据公司财务部门初步测算，2010 上半年，山煤国际主营业务收入和归属公司股东净利润同比大幅增长，分别达到 203% 和 32%，我们对此点评如下：

投资要点

□ **主营业务收入增幅较大，利润增幅符合预期：**2010 年 1-6 月，山煤国际共完成主营业务收入 162.6 亿元，同比增长 202.55%；录得归属公司股东净利润 3.9 亿，同比增长 21.01%。每股收益和每股净资产分别达到 0.52 元和 3.77 元。山煤国际今年上半年主营业务收入大幅增长一定程度超出市场预期，但利润增幅在我们预期之内。

□ 山煤国际大股东山西煤炭进出口集团是国内 4 家煤炭出口商之一。该公司多年来一直以煤炭贸易为主，旗下 25 家煤炭贸易公司遍布山西省内外。公司业务近年起逐步向资源提供商转移，但煤炭资源控制量较少，截至去年年末，公司共控制在产矿 3 对，在建矿 2 对。以公司上半年业绩快报来看，公司煤炭业务与贸易业务应为双双增长，我们预计其 2010 年煤炭产量将比 2009 年增长 49%。

□ 山煤国际最大的看点来源于未来母公司的其他煤炭资产注入。2009 年，公司大股东——山西煤炭进出口集团在省内进行大规模兼并重组，获得小煤矿共计 59 座，停产整顿前产能合计 2019 万吨，储量达到 21 亿吨。山煤集团计划将这些小矿整合为 21 个，计划总产能（技改后）达到 2900 万吨，是 2009 年山煤国际总产量的 6 倍。整合资源的主体和资金提供方均是山煤集团，并不是上市公司，但集团曾承诺未来将旗下一切煤炭业务注入上市公司。

□ 在不考虑大股东未来资产注入的情况下，山煤国际旗下铺龙湾矿和霍尔辛赫矿将于明年全部达产，届时煤炭业务收入将达到顶峰。公司煤炭贸易业务规模虽然巨大，但毛利率较低，对利润贡献较为有限。我们预计公司今年起 3 年的 EPS 分别为 1.32 元、1.64 元和 1.78 元，分别对应 14.94X、12X 和 11.08X 动态市盈率，略高于行业平均水平。鉴于公司未来外延式增长潜力较大，符合我们关注“市场占有率弹性大”的投资策略，因而给予公司“增持”评级。

重要财务指标			单位：百万元	
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	21006	28065	31980	34810
收入同比(%)	-2%	34%	14%	9%
归属母公司净利润	615	993	1230	1337
净利润同比(%)	43%	61%	24%	9%
每股收益(元)	0.82	1.32	1.64	1.78
P/E	24.08	14.92	12.04	11.08
P/B	5.86	4.39	3.22	2.49

财务数据预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9155	7425	10035	9083	营业收入	21006	28065	31980	34810
现金	1930	0	0	0	营业成本	18686	24416	27695	30285
应收账款	1737	614	2342	778	营业税金及附加	84	134	144	160
其他应收款	300	295	389	404	营业费用	242	417	439	491
预付账款	3490	4560	5173	5657	管理费用	489	509	503	505
存货	826	794	807	803	财务费用	114	342	438	364
其他流动资产	871	1163	1325	1442	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	5578	5238	4934	4590	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	93	0	0	0	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	1275	1841	1932	1785	营业利润	1381	2247	2761	3005
无形资产	2482	2482	2482	2482	营业外收入	18	17	18	18
其他非流动资产	1727	915	520	323	营业外支出	48	44	45	45
资产总计	14732	12664	14969	13673	利润总额	1350	2221	2734	2978
流动负债	7868	5654	6025	2620	所得税	396	648	799	870
短期借款	2870	5654	6025	2620	净利润	954	1573	1935	2109
应付账款	1693	0	0	0	少数股东损益	339	580	705	772
其他流动负债	3305	0	0	0	归属母公司净利润	615	993	1230	1337
非流动负债	3296	2018	2018	2018	EBITDA	1736	2814	3504	3714
长期借款	2018	2018	2018	2018	EPS (元)	0.82	1.32	1.64	1.78
其他非流动负债	1278	0	0	0					
负债合计	11164	7673	8043	4638	主要财务比率				
少数股东权益	1039	1620	2325	3097	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	750	750	750	750	成长能力				
资本公积	79	79	79	79	营业收入	-2.2%	33.6%	14.0%	8.8%
留存收益	1566	2408	3638	4974	营业利润	35.7%	62.7%	22.9%	8.8%
归属母公司股东权益	2529	3371	4601	5937	归属于母公司净利润	43.0%	61.4%	23.9%	8.7%
负债和股东权益	14732	12664	14969	13673	获利能力				
					毛利率 (%)	11.0%	13.0%	13.4%	13.0%
现金流量表					净利率 (%)	2.9%	3.5%	3.8%	3.8%
单位: 百万元					ROE (%)	24.3%	29.4%	26.7%	22.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					

经营活动现金流	-373	-3658	67	3769	ROIC(%)	15.0%	14.5%	15.2%	17.5%
净利润	954	1573	1935	2109	偿债能力				
折旧摊销	241	225	304	344	资产负债率(%)	75.8%	60.6%	53.7%	33.9%
财务费用	114	342	438	364	净负债比率(%)	48.93%	100.00%	100.00%	100.00%
投资损失	-5	0	0	0	流动比率	1.16	1.31	1.67	3.47
营运资金变动	-1602	-5738	-2610	952	速动比率	1.06	1.17	1.53	3.16
其他经营现金流	-75	-60	-0	0	营运能力				
投资活动现金流	-1207	95	0	0	总资产周转率	2.55	2.05	2.31	2.43
资本支出	1198	0	0	0	应收账款周转率	18	24	22	22
长期投资	-5	-93	0	0	应付账款周转率	16.37	28.85	-	-
其他投资现金流	-14	1	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2493	1633	-67	-3769	每股收益(最新摊薄)	0.82	1.32	1.64	1.78
短期借款	2800	2784	371	-3405	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.50	-4.88	0.09	5.03
长期借款	2018	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.37	4.49	6.13	7.92
普通股增加	450	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-147	0	0	0	P/E	24.08	14.92	12.04	11.08
其他筹资现金流	-2628	-1151	-438	-364	P/B	5.86	4.39	3.22	2.49
现金净增加额	913	-1930	0	0	EV/EBITDA	11	7	5	5

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。