

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

拟增发 55 亿收购集团整合煤矿，产量将翻两番

事件描述

山煤国际今日公告非公开发行股票预案：

- 公司拟以不低于 23.06 元/股的价格非公开发行股票，发行股票数量不超过 2.38 亿股；
- 募集资金主要用于向山煤集团收购相关被兼并整合煤矿资产及太行海运有限公司 100%股权。

事件评论

第一，拟增发收购集团兼并整合煤矿资产，注入资产使总产能接近翻番

此次增发主要用于收购山煤集团 7 个整合矿井，整合煤矿主要位于晋中、临汾、晋城和大同地区，煤种包括贫煤，焦煤，无烟煤等，煤种较为齐全。新增核定生产规模 870 万吨/年，新增煤矿资源保有储量约 6.94 亿吨。相当于在公司原产能和储量基础上分别增加 91%和 77%。

表 1：拟增发收购集团 7 煤矿资产

所在地区	煤矿	权益	资源量	整合后产能	主要煤种
晋中	鑫顺煤业	65%	3669	180	贫煤、贫瘦煤，可用做炼焦用煤、动力用煤及民用煤
	宏远冀能煤业	65%	4991	120	贫煤，可用做炼焦用煤、动力用煤及民用煤
临汾	蒲县豹子沟煤业	100%	8,583	90	焦煤、肥煤，可用做炼焦用煤和炼焦配煤
晋城	鹿台山煤业	100%	2400	60	无烟煤，可用做动力用煤、工业及生活用煤
	韩家洼煤业	51%	8949	90	长焰煤，可用做动力用煤
大同	长春兴煤业	51%	31,119	240	气煤、无烟煤，可用做动力用煤
	东古城煤业	51%	10,168	90	长焰煤，可用做动力用煤
总计	-	-	69879	870	-
权益量	-	-	42232	559	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

除煤矿资产外，公司还拟收购集团太行海运有限公司 100%股权并向其增资。太行海运有限公司已初步建立由 6 艘干散货运输船组成的、合计运力达 40 万吨的运输船队（长治轮为 2.6 万吨级灵便型散货船，太行 1、3、6、8、9 轮属于 7 万吨级巴拿马型散货船），从 2010 年 1 月起各轮先后投入营运，主要走南北运输航线，即从北方秦皇岛、京唐、曹妃甸、黄骅、日照等港口运输煤炭到南方上海、广州、福州、温州、汕尾、舟山等港口，注入后将于公司煤炭业务整合，打造完整的产业链，增加贸易业务的盈利能力。

第二，拟收购价格为 12 元/吨储量，收购价格基本合理，吨煤净利超过 50 元/吨，将对业绩有增厚

公司拟以不低于 23.06 元/股的价格发行股票数量不超过 2.38 亿股，扣除发行费用及购买太行海运的资金外，吨煤储量的收购价格约为 12 元，考虑到收购煤矿煤种一般为贫煤、焦煤、无烟煤等质量较好的煤种，我们认为收购价格基本合理。

注入矿井的相关手续还在办理之中，因此收购后对业绩的影响亦难以计算，简单测算得到的结论是：当吨煤净利为 50 元/吨时，对业绩的增厚不明显。当吨煤净利分别为 80 元，120 元和 150 元时，EPS 增厚幅度分别为 0.175 元，0.226 元和 0.571 元（按照 2010 年估计业绩测算）。

表 2：增发对业绩影响的简单测算

	发行前	发行后			
吨煤净利假设	-	50	80	120	150
股本	75000	98850	98850	98850	98850
净利润	86302	114252	131022	153382	170152
EPS	1.151	1.156	1.325	1.552	1.721
增厚幅度		0.005	0.175	0.401	0.571

资料来源：长江证券研究部

第三，收购资产后以及现有产能达产后，公司新增年产量约为 1370 万吨，即相当于在 2009 年基础上增长 300%！

目前，本公司已拥有经坊煤业、凌志达煤业、大平煤业、霍尔辛赫煤业、铺龙湾煤业等 5 家煤炭开采公司，煤炭资源保有储量约 9 亿吨，核定产能 960 万吨/年，2009 年实际生产原煤 456 万吨。收购资产以及现有产能达产后，公司新增年产量约为 1370 万吨，即相当于在 2009 年基础上增长 300%。

表 3：公司主要矿井及产量预测

矿井	产能	权益占比	2009A	2010E	2011E	2012E
经坊矿	240	75%	250	260	300	300
凌志达矿	120	63%	60	80	120	120
大平矿	150	35%	130	160	160	160
霍尔辛赫	300	70%	8.5	100	250	300
铺龙湾矿	120	100%	5.5	80	120	120
经坊庄子河矿	120	38%			40	80
经坊镇里矿	90	38%			30	60
合计	1140	63%	454	680	1020	1140

资料来源：公司公告，长江证券研究部

其中，2010 年产量增量主要来源于大平矿，霍尔辛赫矿和铺龙湾矿。

✧ 大平矿：核定产能为 150 万吨，2009 年生产约 130 万吨，今年预计增量 20-30 万吨。

✧ 霍尔辛赫矿：核定产能为 300 万吨，预计今年产量为 100 万吨左右。

✧ 铺龙湾矿：目前在试运行阶段，预计今年产量 80 万吨左右。

预计 2010 年-2012 年，公司原有煤炭产量分别达到 680 万吨，1020 万吨和 1140 万吨，增速分别为 49.1%，50.0% 和 11.8%。考虑整合矿井，预计将在 2013 年前全部达产，届时公司 2009 年至 2013 年产量年复合增长率将达到 40% 以上。

第四，集团仍有部分煤矿资产，期待资产注入继续进行

除此次拟注入上市公司的煤矿资产外，集团还整合了临汾，忻州和大同地区的其他煤矿资产，合计产能 920 万吨，预计矿井条件成熟后，集团将全部注入上市公司中，进一步扩大公司的产能。

表 4: 山西省煤炭进出口公司整合小矿一览

地区	煤矿	整合后产能
临汾	陆成煤业	90
	恒兴煤业	90
	万家庄煤业	120
忻州	河曲山煤露天业	300
大同	高家窑煤业	150
	鹊山精煤	110
	草垛沟煤业	60
合计		920

资料来源：山西省政府文件，长江证券研究部

第五，确定成长性 + 贸易业务弹性 + 继续资产注入预期，给予“推荐”评级

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.151 元, 1.653 元和 1.800 元，目前股价对应 2010 年 PE 为 27.55 倍, 19.17 倍和 17.61 倍，高于行业平均水平，但考虑到公司确定的成长性、贸易业务的弹性以及未来增长注入预期，维持对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21006	30831	37101	42735	货币资金	1930	3083	3710	4274
营业成本	18686	27956	33280	38559	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	2320	2875	3821	4177	应收账款	2037	2949	3647	4315
% 营业收入	11.0%	9.3%	10.3%	9.8%	存货	826	1220	1452	1683
营业税金及附加	84	123	148	171	预付账款	3490	5233	6229	7217
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	242	0	0	0	流动资产合计	9155	13763	16577	19260
% 营业收入	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	489	709	853	983	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	93	93	93	93
财务费用	114	292	321	306	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.9%	0.9%	0.7%	固定资产合计	2928	3235	3404	3389
资产减值损失	15	25	19	18	无形资产	2482	2358	2240	2128
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	43	6	5	4
营业利润	1381	1726	2480	2699	其他非流动资产	32	32	32	32
% 营业收入	6.6%	5.6%	6.7%	6.3%	资产总计	14732	19488	22351	24907
营业外收支	-30	0	0	0	短期贷款	3445	5002	4877	4416
利润总额	1350	1726	2480	2699	应付款项	1693	2516	2995	3471
% 营业收入	6.4%	5.6%	6.7%	6.3%	预收账款	1749	2559	3079	3547
所得税费用	396	432	620	675	应付职工薪酬	87	139	166	192
净利润	954	1295	1860	2025	应交税费	206	238	330	364
归属于母公司所有者的净利润	614.9	863.0	1240.1	1349.7	其他流动负债	689	1028	1223	1417
少数股东损益	339	432	620	675	流动负债合计	7868	11483	12672	13406
EPS (元/股)	0.82	1.15	1.65	1.80	长期借款	2018	2018	2018	2018
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	24	0	0	0
经营活动现金流净额	-373	726	2030	2261	其他非流动负债	1254	1254	1254	1254
取得投资收益	6	0	0	0	负债合计	11164	14754	15943	16678
收回现金					归属于母公司	2529	3262	4316	5463
长期股权投资	-17	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1039	1471	2091	2766
固定资产投资	-1190	-708	-771	-727	股东权益	3568	4733	6407	8229
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	14732	19488	22351	24907
投资活动现金流净额	-1207	-708	-771	-727	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	39	0	0	0	EPS	0.820	1.151	1.653	1.800
银行贷款增加 (减少)	2585	1557	-125	-462	BVPS	3.37	4.35	5.75	7.28
筹资成本	126	-421	-507	-508	PE	38.67	27.55	19.17	17.61
其他	-257	0	0	0	PEG	1.29	0.92	0.64	0.59
筹资活动现金流净额	2493	1136	-632	-970	PB	9.40	7.29	5.51	4.35
现金净流量	913	1153	627	563	EV/EBITDA	15.77	10.90	7.66	6.72
					ROE	24.3%	26.5%	28.7%	24.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。