

采掘

2010年11月15日

公司研究

调研简报

跟踪评级_调低: 短期_推荐, 长期_A

煤价上涨带动煤销业务盈利回升

——山煤国际(600546)调研简报

核心观点

一、在建矿井项目进展顺利, 预计年内产煤 640 万吨左右。

公司在建的霍尔辛赫煤矿和铺龙湾煤矿进展顺利, 预计今年可产煤 100 万吨和 80 万吨, 11 年产煤量可达 300 万吨、120 万吨。预计 10 年公司煤炭产量为 640 万吨, 11 年可达 1170 万吨。

二、整合小煤矿预计将于 12 年投产, 未来产能 4 倍增长空间。

本次收购集团蒲县、左云县、左权县 7 处煤矿目前处于技改期, 以 2 年的煤矿建设期计算, 本次收购集团煤矿预计将于 12 年中后期释放产能, 13 年基本可达满产。同时集团整合的约 1000 万吨煤矿也正在技改, 将于 12 年开始释放产能, 待煤矿证照齐全后预计也将注入公司。不考虑集团资产继续注入, 到 13 年公司煤炭产能可达 2130 万吨, 较目前增长 230%; 如果考虑集团约 1000 万吨煤矿的注入, 公司未来产能增幅可达 4 倍。

三、煤价上涨带动煤销业务盈利回升。

煤炭贸易量达 5000 万吨, 销售收入占总收入的 90%以上, 但由于近年来竞争的加剧, 贸易业务毛利率持续下降, 目前吨煤毛利在 10-20 元/吨左右, 毛利率低于 3% (10 年上半年为 2.47%)。

公司煤炭贸易盈利主要来源于煤价的季节性波动, 即在淡季屯煤、旺季销售, 赚取差价。近期受到天气以及季节的影响, 煤炭海运价格较淡季时上涨 40%; 加之受到“千年极寒”的影响, 下游用户加紧存煤, 港口及消费地煤炭价格持续上涨。而公司目前已经完成屯煤工作, 签订的煤炭运费也远低于当前价格, 销售成本低于其他公司, 煤销业务盈利能力较上半年明显增强。

四、航运业务消峰平谷, 贡献投资收益。

公司本次收购的太行海运拥有 6 条船、60 万吨煤炭运力, 可部分满足公司运输需求, 公司规划后期将加大船运投入力度。航运公司在煤矿→铁路→港口→海运→配煤中心→用户”煤炭供应链条中起到重要的一环。一方面能够降低煤炭运输成本, 消峰平谷; 另一方面在航运业不景气的时期进行投资, 待航运景气高点来临时出售, 赚取投资收益。

五、盈利预测与评级。

预计整合煤矿将于 12 年开始释放产能, 以 11、12 年 9.88 亿总股本计算, 公司收购资产完成后, 10-12 年 EPS 为 1.16、1.58、2.47 元, PE 为 28、20、13 倍。考虑到目前市场对流动性紧缩的预期进一步加强, 下调公司估值区间至 11 年 20 倍 PE, 目标价 31.6 元, 下调公司投资评级至“推荐_A”。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	75000.00
流通A股(万股)	18073.40
52周内股价区间(元)	16.1-40.5
总市值(亿元)	247.80
总资产(亿元)	147.32
每股净资产(元)	4.12
目标价	6个月
	12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-山煤国际(600546):构建具有前瞻性的煤炭产销链条》 2010-10-21
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-山煤国际(600546):小煤矿复产进程缓慢, 集团注资或慢于预期》 2010-08-11
- 3.《国都证券-公司研究-公司点评-山煤国际(600546):09年稳增长, 10年期反弹》 2010-03-23

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	21006.28	30554.70	33511.00	36746.26
同比增速(%)	-2.16%	45.46%	9.68%	9.65%
净利润(百万)	954.09	1387.69	2457.47	3875.78
同比增速(%)	34.04%	45.45%	77.09%	57.71%
EPS(元)	0.82	1.16	1.58	2.47
P/E	39	28	20	13

研究员: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号: S0940210080002

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 本次资产注入煤矿表

	矿井	权益	产能	保有资源储量	煤种	当前状态
蒲县豹子沟	蒲县利泰煤业	100%	90	8583	焦煤、肥煤	关闭
	阳坡煤业					关闭
	豹子沟煤矿					改造
鹿台山煤业	沁水鹿台山煤业	100%	60	2400	无烟煤	改造
左云长春兴煤业	左云长春兴煤矿	51%	240	31119	气煤、无烟煤	关闭
	左云周大庄煤业					改造
左云韩家洼煤业	左云永新煤矿	51%	90	8494	长焰煤	关闭
	韩家洼煤矿					关闭
	毛官屯煤矿					改造
左云东古城煤业	左云县东古城煤矿	51%	90	10168	长焰煤	改造
左权鑫顺煤业	左权鑫顺煤业	65%	180	3669	贫煤、贫瘦煤	改造
	左权突堤煤业					改造
左权宏远煤业	左权宏远冀能煤业	65%	120	4991	贫煤	改造
	左权寒旺煤业					关闭
合计			870	69424		

资料来源：公司公告、国都证券

表 2: 公司煤炭产量预测表

煤矿名称	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经坊煤业	173	183.9	145.5	240.0	240.0	240.0	240.0
凌志达煤业	70.55	50.5	55.3	60.0	110.0	120.0	120.0
大平煤业	5.6	31.7	125.7	120.0	120.0	120.0	120.0
霍尔辛赫煤业	-	-	-	21.0	100.0	300.0	450.0
铺龙湾煤业	-	-	-	15.0	80.0	120.0	120.0
蒲县豹子沟						50.0	90
鹿台山						30.0	60
左云长春兴煤业						100.0	240
左云韩家洼煤业						40.0	90
左云东古城煤业						40.0	90
左权鑫顺煤业						100.0	180
左权宏远煤业						60.0	120
合计	249.15	266.1	326.5	456.0	650.0	1,380.0	1,240.0
增长率		6.8%	22.7%	39.7%	42.5%	112.3%	-10.1%
权益产量	176.15	180.83	187.97	290.09	440.86	694.90	894.62
增长率		2.7%	3.9%	54.3%	52.0%	57.6%	28.7%

资料来源：国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9155	12493	14766	22361	营业收入	21006	30555	33511	36746
现金	1930	1915	3279	6537	营业成本	18686	27075	28396	29334
应收账款	1737	1657	2557	1805	营业税金及附加	84	157	153	179
其它应收款	300	695	525	739	营业费用	242	504	470	561
预付账款	3490	4994	7252	9402	管理费用	489	723	810	871
存货	826	2506	250	2748	财务费用	114	114	180	300
其他	871	726	905	1130	资产减值损失	15	15	15	15
非流动资产	5578	6286	7270	7921	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	93	91	92	92	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	1275	1978	2261	2330	营业利润	1381	1970	3492	5491
无形资产	2482	3293	4375	5158	营业外收入	18	15	17	17
其他	1727	923	541	340	营业外支出	48	29	37	38
资产总计	14732	18779	22036	30282	利润总额	1350	1957	3471	5470
流动负债	7868	9757	9665	13065	所得税	396	569	1014	1594
短期借款	2870	2258	2465	2263	净利润	954	1388	2457	3876
应付账款	1693	2925	1205	3552	少数股东损益	339	521	899	1437
其他	3305	4573	5996	7250	归属母公司净利润	615	866	1559	2439
非流动负债	3296	4199	5241	6211	EBITDA	1495	2170	3786	5920
长期借款	2018	3027	4014	5012	EPS (元)	0.82	1.16	1.58	2.47
其他	1278	1172	1226	1199	主要财务比率				
负债合计	11164	13957	14906	19276		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1039	1561	2459	3896	成长能力				
股本	750	750	750	750	营业收入	-2.2%	45.5%	9.7%	9.7%
资本公积金	79	79	79	79	营业利润	35.7%	42.7%	77.3%	57.3%
留存收益	1566	2432	3841	6280	归属母公司净利润	43.0%	40.9%	80.0%	56.5%
归属母公司股东权益	2395	3261	4670	7109	获利能力				
负债和股东权益	14732	18779	22036	30282	毛利率	11.0%	11.4%	15.3%	20.2%
现金流量表					净利率	2.9%	2.8%	4.7%	6.6%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	25.7%	26.6%	33.4%	34.3%
经营活动现金流	-373	522	1556	3551	ROIC	15.0%	16.9%	23.9%	33.4%
净利润	954	1388	2457	3876	偿债能力				
折旧摊销	0	86	114	129	资产负债率	75.8%	74.3%	67.6%	63.7%
财务费用	114	114	180	300	净负债比率	48.93%	41.99%	47.32%	40.72%
投资损失	-5	-5	-5	-5	流动比率	1.16	1.28	1.53	1.71
营运资金变动	0	-1004	-1145	-750	速动比率	1.06	1.02	1.50	1.50
其它	-1436	-55	-45	-	2 营运能力				
投资活动现金流	-1207	-805	-1079	-778	总资产周转率	1.68	1.82	1.64	1.40
资本支出	1198	0	0	0	应收帐款周转率	13	18	16	17
长期投资	-5	-2	1	-1	应付帐款周转率	11.53	11.73	13.75	12.33
其他	-14	-807	-1078	-779	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2493	267	887	486	每股收益	0.82	1.16	1.58	2.47
短期借款	1620	-612	207	-203	每股经营现金	-0.50	0.70	2.07	4.74
长期借款	965	1009	987	998	每股净资产	3.19	4.35	6.23	9.48
普通股增加	750	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	79	0	0	0	P/E	39	28	20	13
其他	-922	-130	-307	-310	P/B	8.42	6.19	4.32	2.84
现金净增加额	0	-15	1364	3259	EV/EBITDA	16.48	11.35	6.51	4.16

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			