

山煤国际(600546)调研报告

——博观约取 厚积薄发 未来产能将以几何级数增长

煤炭

推荐

首次评级

发布时间: 2010 年 12 月 28 日

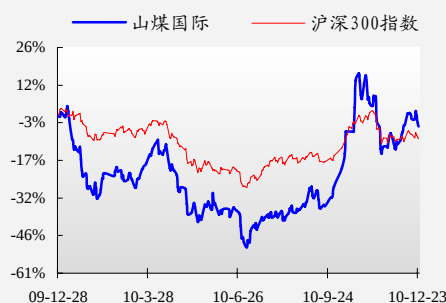
投资要点:

- 在建矿 2011 年产量释放: 公司在建的铺龙湾矿与霍尔辛赫矿设计产能分别为 120 万吨/年和 300 万吨/年。两矿生产系统情况良好、均已联合试生产。明年第一季度之前, 两个在产矿将完全达到各自设计产能, 预计 2011 年将合计贡献 370 万吨产能, 相当于公司 2010 年煤炭产量 58.8%。
- 整合矿蓄势待发: 涉及公司非公开发行募集资金投向的整合矿已经全部停产, 正在进行技术改造, 安全生产证照也已开始逐步进行换领。2011 年将是公司整合矿的蓄势期, 整合产能将于 2012 年开始逐步释放, 2013 年全面释放。如增发进度正常, 公司 2013 年煤炭产量将达到近 1900 万吨, 相当于今年产量近 3 倍。
- 除此次增发的 870 万吨整合产能外, 山煤集团尚有近 2000 万吨煤炭产能未注入上市公司。庞大的集团资产和确定的注入预期值得长期关注。煤炭业务的扩张将改变公司以往煤炭贸易业务主导下的低毛利率格局。
- 山煤国际的煤炭贸易业务一直被市场低估, 主因是大部分投资者认为该业务虽然收入额较大, 但毛利低, 贡献利润少, 估值上应与高速公路企业相当。我们认为山煤国际的煤炭贸易业务具有广泛的地域覆盖和相对垄断的物流渠道, 其贸易利差是可变的, 其趋势向好, 这一点从公司 2010 年的经营情况中即可得到验证。
- 在不考虑增发的情况下, 公司 2010-12 年每股收益分别为 1.10 元、1.63 元和 1.84 元。预计公司非公开发行事项在 2011 年第一季度有望通过审批, 增发完成后, 公司整体规模和盈利能力将以几何级数提升: 预计公司 2011-13 年摊薄每股收益分别为 1.24 元、2.01 元和 3.04 元, 对应当前股价市盈率仅为 19.4X、12X 和 8X。
- 公司净利润年复合增长率达到 54%, 成长空间巨大, 估值水平理应在煤炭板块内享有溢价。鉴于公司本部矿井 2011 年产量增速明显、非公开增发成功可能性较大、集团后续资产有望持续注入等预期, 给予公司“推荐”评级, 强烈建议关注。

●业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	21,006.28		615.00		0.82		38.6	
2010E	28,064.54	33.60%	826.00	34.31%	1.10		28.8	
2011E	31,980.22	13.95%	1,223.00	48.06%	1.63		19.4	
2012E	35,810.26	11.98%	1,378.00	12.67%	1.84		17.2	

走势图



市场数据

2010-12-28

收盘价:	31.67 元
52 周最高价:	40.50 元
52 周最低价:	16.10 元
平均持仓成本:	32.70 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	75,000
流通 A 股 (万股):	75,000
每股收益 (元):	0.79
每股净资产 (元):	4.08
每股经营现金流 (元):	0.92
市净率:	7.76

分析师: 王师

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000-248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1、主要投资着眼点：

- 在产矿中，经坊矿业毛利率较高，今年利润贡献占比较大；
- 在建矿未来几年的逐步达产，2011 年预计可贡献 370 万吨产量，相比 2010 年公司产量增长 68%；
- 非公开增发募集资金投入的整合矿 2012 年前是蓄势期，12-13 年全面爆发，如增发进度正常，公司 2013 年煤炭产量可达到 2010 年 2.95 倍。集团资产未来仍有继续注入的可能；
- 市场对公司贸易业务有所误解。我们认为该业务具备广泛的区域覆盖和相对垄断性，贸易利差变动较大且具备上涨预期，不应按照高速公路类资产进行估值
- 公司最大的经营特点是执行效率高，重大事件决策到执行时间极短，与其他国有企业相比明显不同。

2、在产煤矿最新生产情况简析：经坊矿盈利相对突出

2.1 经坊煤业

经坊煤业是山煤国际旗下盈利能力最强的在产矿井。该矿于 2001 年被公司低价收购，收购价格仅为 7000 万元左右。此次收购行为凸显了公司管理层对煤炭行业运行情况的精准把握和对资本运作的大胆果敢。目前，经坊矿通过技术改造，已具备 300 万吨/年生产能力。

经坊矿出产的配焦煤具备一定稀缺性，因此该矿虽与公司其他在产矿成本相当，但毛利率极具优势。我们认为该矿目前综合成本在 240 元/左右，综合毛利率约为 65%。

2.2 凌志达煤业

凌志达矿目前面临的主要问题就是 3#井工作面的转移，公司表示该矿 3#井已经逐渐枯竭，未来产能将由 15#贡献。工作面的搬离工作已开展较长时间，以现有进度考察，2011 年底，凌志达工作面搬离能够完成，届时单矿产量达到 120 万吨/年。

2.3、大平煤业

大平煤业煤质较好，盈利能力介于经坊矿与凌志达矿之间，未来产量基本稳定在 120 万吨左右，目前矿区正在建设配套洗煤厂。

表 1 山煤国际在产矿资源量与产量预测

	产量				资源量 万吨
	2010	2011	2012	2013	
经坊	300	300	300	300	12344
凌志达	80	80	120	120	6223
大平	150	150	150	150	6618

资料来源：公司公告 东北证券

3、在建煤矿最新建设进度简析：2011 年增长最明显

公司在建的铺龙湾矿与霍尔辛赫矿设计产能分别为 120 万吨/年和 300 万吨/年。目前铺龙湾矿主生产系统目前情况良好、霍尔辛赫矿首采工作面巷道基本完成，两矿均已联合试生产。

今年上半年，两个在产矿合计贡献工程煤量 51 万吨，明年第一季度之前，两个在产矿将完全达到各自设计产能，预计 2011 年将合计贡献 370 万吨产能，相当于公司 2010 年煤炭产量 58.8%。

表 2 山煤国际在建矿资源量与产量预测

	产量			资源量 万吨	
	2010	2011	2012	2013	
铺龙湾	50	100	120	120	6750
霍尔辛赫	51	270	300	300	47410
合计	101	370	420	420	54160

资料来源：公司公告 东北证券

4、逐渐浮出水面的后续产能：整合矿未来产量大爆发

山煤集团在 2009 年山西资源整合中获得小煤矿共计 59 座，计划将其整合为 21 个，总产能（技改后）达到 2900 万吨，是 2009 年山煤国际总产量的 6 倍。

今年 10 月末，山煤国际发布非公开发行预案，拟以募集资金对去年收购的小矿进行技术改造，并同时收购太行海运公司。该方案涉及到公司后续煤炭产能较大，预计合并、技改后该部分原有小矿将达到 870 万吨生产能力。

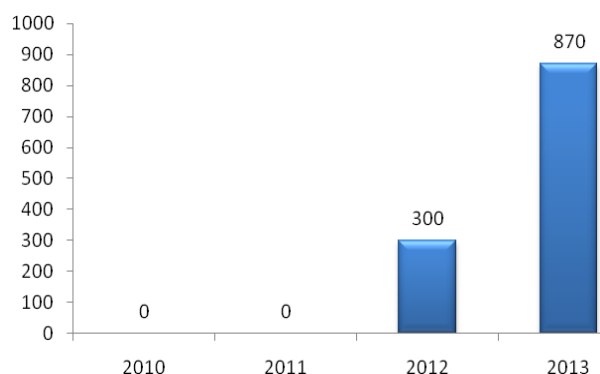
表 3 山煤国际整合矿产量与资源量

新组建公司名称	原有公司	技改后 产量 万吨	股权比例 %	保有 储量 万吨	备注
山西煤炭进出口集团蒲县豹子沟煤业有限公司（暂定名）	山西蒲县利泰煤业有限公司	90	100%	8583	
	山西蒲县杨坡煤业有限公司				
	山西煤炭进出口集团豹子沟煤矿				
山西煤炭进出口集团鹿台山煤业有限公司（暂定名）	山西沁水鹿台山煤业有限公司	60	100%	2400	该地区仍有大块后续资源
山西煤炭进出口集团左云长春兴煤业有限公司（暂定名）	左云长春兴煤矿	240	51%	31119	
	山西左云周大庄煤业有限公司				
	山西左云永新煤矿有限责任公司				
山西煤炭进出口集团左云韩家洼煤业有限公司（暂定名）	左云县水窑乡大路坡村韩家洼煤矿	90	51%	8494	
	左云县毛官屯煤矿				
山西煤炭进出口集团左云东古城煤业有限公司（暂定名）	左云县东古城煤矿	90	51%	10168	
山西煤炭进出口集团左权鑫顺煤业有限公司（暂定名）	左权鑫顺煤业有限公司	180	65%	3669	
	左权突堤煤业有限公司				

山西煤炭进出口集团左权宏远煤业有限公司（暂定名）	左权宏远冀能煤业有限公司	120	65%	4991	
	左权寒王煤业有限公司				
合计		870		69423	

资料来源：公司公告 东北证券

图 1 山煤国际整合矿产量预测



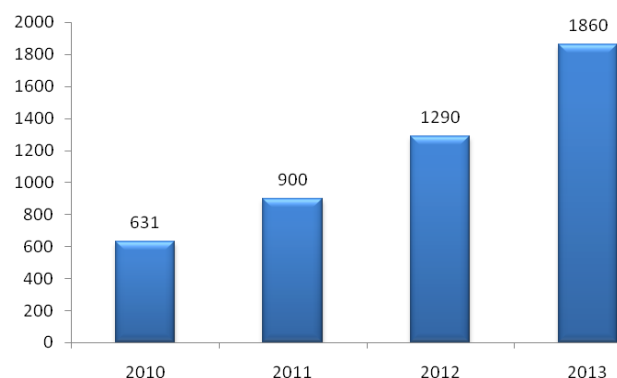
资料来源：东北证券

涉及此次增发的整合矿已经全部停产，正在进行技术改造，安全生产证照也已开始逐步进行换领。资源整合主体合并工作所需的资金可由此次非公开增发和银行信贷解决；管理人员通过行业内招聘也已经充分补充。

2011-12 年将是公司整合矿的蓄势期，整合产能将于 2012 年开始逐步释放，2013 年是全面释放期。如果增发进度正常，公司 2013 年煤炭产量将达到近 1900 万吨，相当于今年产量近 3 倍，但公司股本仅扩张 31.3%

除此次增发的 870 万吨整合产能外，山煤集团尚有近 2000 万吨煤炭产能未注入上市公司。庞大的集团资产和确定的注入预期值得长期关注。煤炭业务的扩张将改变公司以往煤炭贸易业务主导下的低毛利率局面。

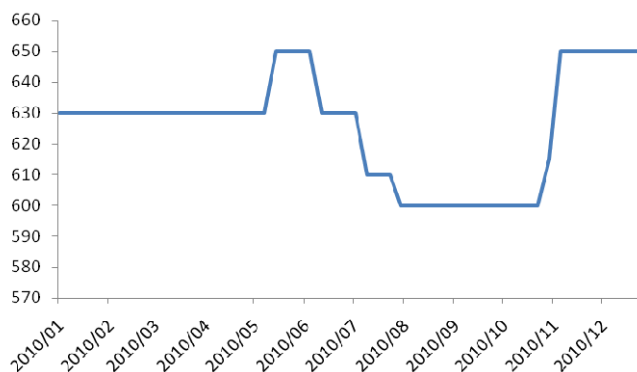
图 2 山煤国际整体产量预测



资料来源：东北证券

山西省乡镇煤矿煤炭产量在 2009 年资源整合后得到了严密控制,从目前各公司的技改方案来看,2011 年大规模释放产量的可能性并不大,这对稳定全国煤炭市场,支撑煤炭价格起到积极作用。

图 3 长治县瘦煤价格 元/吨



资料来源: sxcoal 东北证券

5、煤炭贸易业务:有超预期可能

受益于 2010 年煤炭价格的大幅上涨,公司煤炭贸易业务收入增加本应较为明显,然而由于山西省进行资源整合后,生产规模较小的煤炭企业数量大大减少,公司贸易煤源受到一定负面影响。个别时段煤价波动较大,煤炭到港后,价格不是十分合适,导致中间环节贸易利润差波动。

今年我国煤炭价格的变动幅度较大,对公司煤炭贸易业务的正面影响应大于负面。山煤国际的煤炭贸易业务一直被市场低估,主因是大部分投资者认为该业务虽然收入额较大,但毛利低,贡献利润少,估值上应与高速公路企业相当。但我们认为山煤国际的煤炭贸易业务具有广泛的地域覆盖和相对垄断的物流渠道,其贸易利差是可变的,其趋势向好,这一点从公司 2010 年的经营情况中即可得到验证。

6、投资建议

山煤国际与中油化建进行资产置换登录 A 股至今,时间较短,但从公司各个业务的发展情况和公司运营情况来看,山煤国际管理层对煤炭行业和自身企业了解深刻、决策果断迅速。重大事件从决策到执行时间较短,执行效率较高。

我们预计公司非公开发行事项在 2011 年第一季度有望通过审批,增发后,公司整体规模和盈利能力将以几何级数提升。经我们测算,在不考虑增发的情况下,公司 2010-12 年每股收益分别为 1.10 元、1.63 元和 1.84 元。分别对应 28X、20X、17X 动态市盈率。

增发完成后,预计公司 2011-13 年摊薄每股收益分别为 1.24 元、2.01 元和 3.04 元,

(假设条件: 煤炭价格年均增长 7% (保守估算)、整合矿与公司现有矿净利润率相当、少数股东损益比率按权益折算)。对应当前股价市盈率仅为 19.4X、12X 和 8X。公司利润年复合增长率达到 54%, 成长空间巨大, 估值水平理应在煤炭板块内享有溢价。鉴于公司本部矿井 2011 年产量增速明显、非公开增发成功可能性较大、集团后续资产有望持续注入等预期, 给予公司“推荐”评级, 强烈建议关注。

图 4 公司主营收入与成本变动

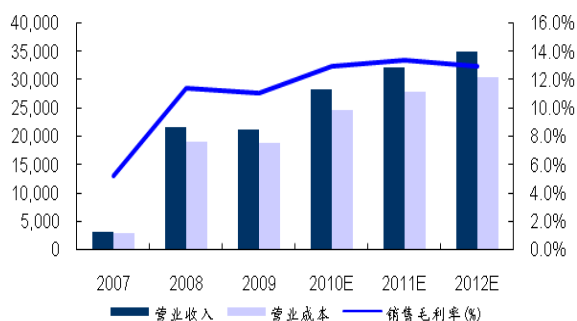
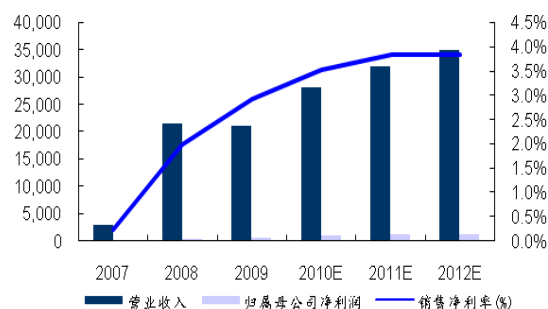
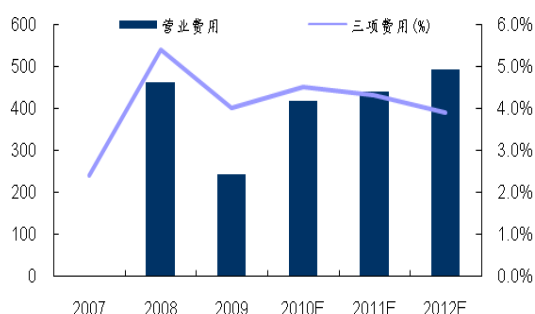


图 5 公司收入与净利润变动



资料来源: 东北证券

图 6 公司费用构成



资料来源: 东北证券

表 5 财务数据预测:

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	21006	28065	31980	35810
营业成本	18686	24781	27695	31155
营业税金及附加	84	134	144	165
营业费用	242	417	439	505
管理费用	489	509	503	505
财务费用	114	350	453	383
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0

投资净收益	5	0	0	0
营业利润	1381	1874	2747	3098
营业外收入	18	17	18	18
营业外支出	48	44	45	45
利润总额	1350	1848	2719	3070
所得税	396	539	795	897
净利润	954	1309	1924	2174
少数股东损益	339	483	702	796
归属母公司净利润	615	826	1223	1378
EBITDA	1736	2449	3504	3825
EPS（元）	0.82	1.10	1.63	1.84

资料来源：wind 东北证券

注：财务估算未考虑增发因素

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。