

分析师：李晶

执业证书编号：S0050210030002

Tel: 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

采掘

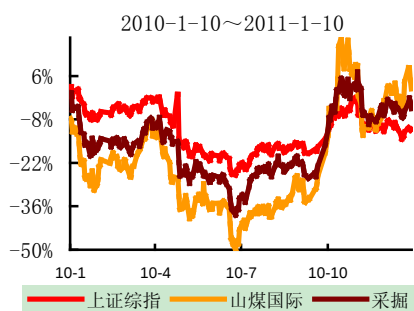
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	42

市场数据

市价(元)	25.22
上市的流通A股(亿股)	14.72
总股本(亿股)	31.51
52周股价最高最低(元)	16.45-42.1
上证指数/深证成指	2751.53/12114.56
2009年股息率	1.24%

52周相对市场表现



相关研究

山煤国际(600546.SH)

煤炭新秀 成长性突出

投资要点

● **公司煤炭主营业务盈利能力强。**公司营业收入的主要来源是煤炭贸易，净利润的主要来源是煤炭业务。2010年上半年煤炭业务毛利率高达72%，明显超过同类型公司，位居行业之首。公司盈利能力较高的主要原因是公司由贸易公司转型而来，人员负担轻，所属煤矿埋藏条件较好，生产成本低，且煤炭产品以地销为主，具有销售成本优势。

● **公司煤炭业务进入高速成长期。**公司在产煤矿产能440万吨，基数较低，未来成长空间大。目前在建煤矿霍尔辛赫矿和铺龙湾煤矿，2010年10月联合试运转，改扩建煤矿凌志达煤矿预计2012年达产，拟收购集团公司7个煤矿规划产能870万吨，集团公司还有约1000万吨的产能未来可能注入。2011-2013年煤炭产能年均复合增速为50%，成长性突出。

● **公司煤炭贸易业务独树一帜。**公司拥有大秦铁路运力配额，和稳定的消费客户。公司拟收购太行海运公司，获得6艘货船，规划建设4大物流中心，7大配煤中心，打造完整的煤矿-铁路-港口-海运-配煤中心-用户供应链，这种煤炭生产、物流、贸易一体化模式在煤炭行业独有且难以复制，未来随着煤炭行业产能的增加及煤炭物流行业的整顿，公司的煤炭贸易业务将持续增长且优势更加明显。

● **公司是煤炭新秀，成长性突出。**公司煤炭产能预计在2012年集中释放，高成长性将兑现，公司领导执行力强，未来进一步资产注入值得期待。假设2011年完成增发，预计2010-2012年公司实现每股收益1.10/1.60/2.65元/股，2011年目标价42元，首次给予“推荐”评级。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21006.28	31422.00	35837.16	42371.87
增长率(%)	-2.16	49.58	14.05	18.23
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	614.87	822.14	1582.46	2615.05
增长率(%)	42.97	33.71	92.48	65.25
毛利率(%)	11.05	8.83	12.44	16.04
净资产收益率(%)	24.32	26.80	34.03	36.00
EPS(元)	1.00	1.10	1.60	2.65
P/E(倍)	41.23	30.83	21.11	12.78
P/B(倍)	4.23	8.26	7.19	4.60

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9,155	16,499	20,087	25,857
现金	1,931	5,822	8,694	12,466
应收账款	2,607	4,713	4,659	5,508
其它应收款	300	1,463	1,669	1,973
预付账款	3,490	3,013	3,436	4,063
存货	826	1,487	1,629	1,846
其他	0	0	0	0
非流动资产	5,578	5,814	6,618	7,807
长期投资	93	95	95	95
固定资产	2,959	3,142	3,584	4,237
无形资产	2,482	2,514	2,867	3,390
其他	43	63	72	85
资产总计	14,732	22,314	26,705	33,664
流动负债	7,868	12,773	14,189	16,329
短期借款	2,870	3,771	4,300	5,085
应付账款	1,693	3,365	3,686	4,178
其他	3,305	5,637	6,202	7,066
非流动负债	3,296	4,116	4,695	5,551
长期借款	2,018	2,828	3,225	3,813
其他	1,278	1,288	1,469	1,737
负债合计	11,164	16,889	18,883	21,880
少数股东权益	1,040	1,463	2,278	3,625
股本	300	750	989	989
资本公积金	79	79	79	79
留存收益	1,566	2,059	3,008	4,577
归属母公司股东权益	2,395	3,067	4,650	7,265
负债和股东权益	14,599	21,420	25,811	32,770

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-1,220	1,967	2,747	3,505
净利润	615	822	1,582	2,615
折旧摊销	241	82	93	110
财务费用	114	157	179	212
投资损失	-5	-2	0	0
营运资金变动	-2,542	498	81	-772
其它	357	410	811	1,341
投资活动现金流	-5,503	-296	-888	-1,286
资本支出	-5,415	-296	-888	-1,286
长期投资	-88	0	0	0
其他	0	1	2	3
筹资活动现金流	8,385	1,460	1,013	1,553
短期借款	2,800	901	530	784
长期借款	2,018	810	397	588
普通股增加	1,152	0	0	0
资本公积增加	-147	0	0	0
其他	2,562	-250	86	180
现金净增加额	1,661	3,131	2,872	3,771

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	21,006	31,422	35,837	42,372
营业成本	18,686	28,647	31,379	35,577
营业税金及附加	84	94	108	127
营业费用	242	276	287	339
管理费用	489	566	645	763
财务费用	114	157	179	212
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	5	2	0	0
营业利润	1,381	1,683	3,240	5,354
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	48	0	0	0
利润总额	1,350	1,683	3,240	5,354
所得税	396	438	842	1,392
净利润	954	1,246	2,398	3,962
少数股东损益	339	424	815	1,347
归属母公司净利	615	822	1,582	2,615
EBITDA	1,746	1,920	3,512	5,676
EPS（元）	2.05	1.10	1.60	2.65

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	658.89%	49.58%	14.05%	18.23%
营业利润	30994.37%	21.93%	92.48%	65.25%
归属母公司净利	17027.30%	33.71%	92.48%	65.25%
获利能力				
毛利率	11.05%	8.83%	12.44%	16.04%
净利率	2.93%	2.62%	4.42%	6.17%
ROE	25.67%	26.80%	34.03%	36.00%
ROIC	6.07%	6.33%	9.55%	11.73%
偿债能力				
资产负债率	75.78%	75.69%	70.71%	65.00%
净负债比率	45.59%	38.02%	36.23%	33.98%
流动比率	1.16	1.29	1.42	1.58
速动比率	1.06	1.18	1.30	1.47
营运能力				
总资产周转率	1.43	1.41	1.34	1.26
应收帐款周转率	8.06	6.67	7.69	7.69
应付帐款周转率	33.50	43.00	43.00	43.00
每股指标(元)				
每股收益	0.82	1.10	1.60	2.65
每股经营现金	-4.07	2.62	2.78	3.55
每股净资产	7.98	4.09	4.70	7.35
估值比率				
P/E	41.23	30.83	21.11	12.78
P/B	4.23	8.26	7.19	4.60
EV/EBITDA	10.25	18.38	12.92	8.54

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn