

山煤国际 (600546.SH)

煤炭行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

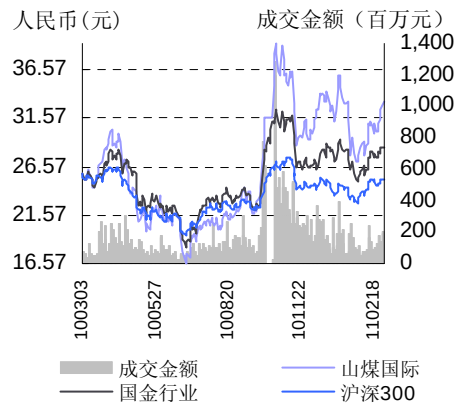
市价(人民币): 33.25 元

业绩基本符合市场预期, 产量增量逐步释放

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	180.73
总市值(百万元)	24,937.50
年内股价最高最低(元)	39.29/16.57
沪深 300 指数	3243.30
上证指数	2913.81



相关报告

1. 《资产注入产能翻倍、转型序幕正式拉开》，2010.10.21
2. 《转型路上、质变拐点渐行渐近》，2010.7.14
3. 《业绩低于预期不改长期经营向好》，2010.4.25

郝征

分析师 SAC 执业编号: S1130210080001
 (8610)66215599
 haoz@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E
摊薄每股收益(元)	0.023	0.012	0.820	1.01	1.509
每股净资产(元)	3.47	3.81	3.61	4.3	6.16
每股经营性现金流(元)	0.03	0.86	0.14	5.53	6.28
市盈率(倍)	30.76	16.02	32.02	22.06	21.86
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	-31.12%	-42.47%	17008.33%	51.30%	60.34%
净资产收益率(%)	1.11%	0.57%	25.67%	28.82%	32.25%
总股本(百万股)	300.00	300.00	750.00	750.00	750.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 山煤国际(600546.SH)公布 2010 年业绩, 实现营业收入 384.41 亿元, 其中煤炭生产实现营业收入 43.55 亿元, 煤炭贸易实现营业收入 334.97 亿元。实现营业利润 20.03 亿元, 同比增长 45.06%。实现归属上市公司股东的净利润 7.56 亿元, 同比增长 22.91%。实现每股收益 1.01 元, 基本符合市场预期和我们预期。同时报告期内每 10 股派发现金红利 3 元(含税)进行分配。

经营分析

- 营业收入结构中贸易业务仍然占比较大、但是贡献利润有限: 公司目前在建矿井尚未达产, 业务收入格局依然以煤炭生产为主。报告期内煤炭生产业务实现收入占比 11.32%。煤炭贸易业务仍然占比较大, 尽管煤炭贸易业务营业利润率 1.87%, 但仍然占比 88.68%。全年实现煤炭铁路发运量 2507.16 万吨, 煤炭贸易量 6497.07 万吨。但是由于贸易业务自身的局限性, 吨煤盈利不足 10 元, 总计实现营业利润 6.26 亿元, 占比 31.25%, 同比下降 8.83%。
- 在建煤炭矿井开始贡献 2011 年业绩: 2010 年公司实现煤炭产量 620 万吨左右, 其中霍尔辛赫矿贡献 50 万吨、铺龙湾矿贡献 30 万吨, 两个在建矿井都处于联合试运转期尚未贡献利润。预计 2011 年公司实现煤炭总产量 820 万吨左右, 其中在建矿井中的霍尔辛赫矿开始进入实质利润贡献期, 全年将能实现 200 万吨产量, 同比增长 150 万吨。
- 价格同比增长明显成为一季报增长的主要因素: 近期调研了解, 山西各煤炭企业焦煤价格和无烟煤价格均较去年同期明显增长。山煤国际主力矿井焦煤价格较去年同期增长 50-100 元左右。目前经纺矿井不含税煤价平均 708 元/吨、凌志达矿井 620 元/吨、大平煤业不含税均价 580 元/吨。

基本维持盈利预测

- 不考虑注入产能及摊薄, 我们小幅调整公司 2011-2012 年盈利预测为 EPS 为 1.509 元、2.366 元。

投资建议

- 目前股价对应 2010-2011 年 22.03x-21.86xPE 以及 7.72xPB, 均处于行业平均水平之上。股价包含了未来公司资产注入的部分预期。但是考虑到公司明确的成长性, 我们依然维持公司推荐评级。

图表1：各矿今年产能

煤矿名称	核定生产能力(万吨/年)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
经坊煤业 (75%)	240	173	183.88	145.52	250	300	250	250
凌志达煤业 (63%)	120	70.55	50.52	55.3	60	60	120	120
大平煤业 (35%)	150	5.6	31.7	125.7	130	180	150	150
霍尔辛赫煤业 (51%)	300	0	0	0	55	50	200	300
铺龙湾煤业 (100%)	120				85	30	100	120
合计产量 (万吨)	930	249.15	266.1	326.52	454	620	820	940
增速			6.80%	22.71%	39.04%	36.56%	32.26%	14.63%

来源：国金证券研究所

图表2：公司增发预案计划注入矿井资产及模拟利润

煤矿资产	权益	规划产能 (万吨/年)	保有储量 (万吨)	煤种	用途	参考不含税价格 (元/吨)	吨煤净利润 (元/吨)	权益净利润 (万元)
山煤集团鹿台山煤业公司	100%	60	2400	无烟煤	动力煤	606.84	203.42	12205.13
山煤集团蒲县豹子沟煤业公司	100%	90	8583	焦煤、肥煤	炼焦煤	820.51	310.26	27923.08
山煤集团长春兴煤业公司	51%	240	31119	气煤、无烟煤	动力煤	529.91	164.96	20190.77
山煤集团左云韩家洼煤业公司	51%	90	8494	长焰煤	动力煤	529.91	164.96	7571.54
山煤集团左云东古城煤业有限公司	51%	90	10168	长焰煤	动力煤	529.91	164.96	7571.54
山煤集团左权鑫顺煤业有限公司	65%	180	3669	贫煤、贫瘦煤	动力煤、炼焦配煤	508.55	154.27	18050.00
山煤集团左权宏远煤业有限公司	65%	120	4991	贫煤	炼焦用煤、动力煤	508.55	154.27	12033.33
产能		870	69424					105545.38
影响	保守测算，累计增厚权益净利润10.55亿元，预计增厚摊薄后每股收益1.07元/股							
海运公司	股权	成立时间	拥有货船数	运力 (万吨)	航线			
	100%	2009年9月	6条大型散货船	40	秦皇岛、京唐、曹妃甸、黄骅、日照等港口运输至上海、广州、福州、温州、汕尾等港口			

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	2	4	7	19
买入	1	1	1	1	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.40	1.30	1.22	1.23

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-22	买入	26.63	N/A
2 2010-04-09	买入	29.00	N/A
3 2010-04-25	买入	26.55	N/A
4 2010-07-14	买入	19.74	N/A
5 2010-10-21	买入	34.87	N/A

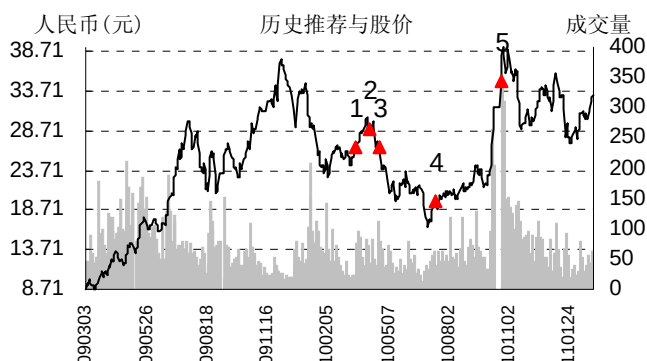
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室