

山煤国际 (600546. SH)

进入内涵、外延高速增长轨道

 评级: **买入**

 前次: **增持**

目标价(元):

45.50-46.71

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740210080017

S0740210070002

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

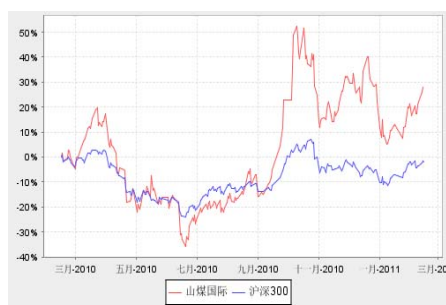
gongyh@qlzq.com.cn

2011年3月3日

基本状况

总股本(百万股)	750.00
流通股本(百万股)	180.73
市价(元)	32.99
市值(百万元)	24742.50
流通市值(百万元)	5962.41

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21,470.3	21,006.2	38,644.1	44,896.1	49,893.7
营业收入增速	633.52%	-2.16%	83.96%	16.18%	11.13%
净利润增长率	6109.09	42.97%	23.37%	73.04%	33.45%
摊薄每股收益(元)		0.82	1.01	1.75	2.34
前次预测每股收益(元)			1.08	1.64	1.95
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)		40.56	32.88	19.00	14.24
PEG		0.94	1.41	0.26	0.43
每股净资产(元)		3.37	4.18	5.93	8.45
每股现金流量		-0.50	-1.04	2.91	5.58
净资产收益率	23.91%	24.32%	24.18%	29.50%	29.77%
市净率		9.86	7.95	5.60	3.94
总股本(百万股)	0.00	750.00	750.00	750.00	750.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于 2011 年 3 月 3 日发布年报业绩: 营业收入 386.44 亿元, 同比增长 83.96%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7.56 亿元, 同比增长 22.91%; 每股收益 1.01 元; 加权平均净资产收益率 26.18%, 同比减少 1.5%。业绩低于我们之前的预期, 主要原因是下半年煤炭产量不及预期以及煤炭贸易业务盈利能力大幅下降。
- 煤炭盈利非常强劲: 销售均价大幅提升带动煤炭开采业务盈利快速增长。2010 年公司煤炭产量 607.48 万吨, 同比增加 151.48 万吨, 同比增幅为 33.22%; 下属煤炭公司净利润 15.83 亿元, 同比增长 69%。根据我们的测算, 全年吨煤销售均价和生产成本为 718 元/吨、277 元/吨, 分别同比增长 48.5%和 81%, 毛利率 61.36%, 同比下降 7 个百分点; 吨煤净利润 261 元/吨, 比去年提高 56 元/吨。我们预计未来公司毛利率将较为稳定。由于公司独特的销售渠道, 煤炭销售基本以市场煤为主, 市场化程度较高, 充分享受煤价上涨带来的红利, 预测 2011 年公司煤价涨幅 10.8%。另外, 公司负担较轻, 成本增速有望明显下降, 吨煤净利润或将维持在 255 元的水平。
- 未来两年煤炭主业内涵高速增长可期, 集团资产注入将引致爆发性增长。从盈利能力角度看, 公司在产三个矿井盈利由强到弱分别是经坊煤业(300万吨)、太平煤业(150万吨)、凌志达煤业(120万吨)。我们预测公司 2011~2012 年煤炭产量为 910 万吨、1200 万吨, 同比增长 50%和 32%。产量增长将主要来自于新建霍尔辛赫煤业(300万吨)和铺龙湾煤业(120万吨)的投产, 以及经坊煤业在长治县整合的 210 万吨改建产能释放。预计霍尔辛赫的盈利能力与经坊煤业相似, 而铺龙湾与凌志达相当。

资产注入或将引爆公司业绩。公司于 2010 年 10 月份公告资产注入和增发预案: 计划拟以不低于 23.06 元/股的价格, 非公开增发 2.385 亿股, 募集 55 亿元收购大股东山煤集团旗下的 7 处煤矿资产, 以及太行海运

100%股权。其中注入的煤矿资产包括焦煤、无烟煤和长焰煤，资源储量6.9亿吨（权益资源储量4.2亿吨），产能870万吨，其中权益产能559万吨。目前7个矿井均为技改矿井，预计在2012~2013年陆续投产。我们认为12~13元左右的收购价较为合理，投产之后对上市公司业绩增厚将非常明显。按照以目前公司盈利水平的假设前提下，我们保守测算7个矿井完全达产后归属于公司的净利润为10.98亿元，按照增发后总股本9.885亿股计算，将增厚EPS1.11元/股。除此之外，山煤集团还将有2000万吨的产能可注入到上市公司，我们看好这个年轻煤炭公司的未来成长性。

- 煤炭贸易业务或成蓄水池：规模继续增长，但盈利乏善可陈。2010年煤炭贸易量6497万吨，同比增长50.17%，其中内贸和外销量均大幅增长；公司共完成铁路发运量2507万吨，同比增长31.33%；虽然煤炭贸易业务实现营业收入335亿元，同比增长80.45%，但营业利润仅6.26亿元，同比下降8.83%。盈利能力继续下滑：2010年毛利率为1.87%，比去年下降一半。我们预计，在煤炭紧俏时期，公司业绩难有大幅改善的预期。但可作为业绩平滑的蓄水池。只有在煤炭供销比较宽松时期，煤炭贸易的毛利率水平或有改善的实际驱动力。另外，密切关注太原铁路局对公司煤炭运力分配的变化。
- 在不考虑资产注入的前提下，我们预测公司2010年~2012年净利润7.56亿元、13.1亿元、17.52亿元。折合每股收益1.01元、1.75元和2.34元，同比增长23%、73%和34%。按照目前的价格对应PE分别为32.88、19、14.24倍。考虑到业绩将进入高速成长轨道，给予公司2011~2012年25倍和20倍PE，目标价格区间45.50~46.71元。给予“买入”评级。

图表 1：山煤国际主要煤矿产量预测

煤矿名称	煤种	股权占比	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
经坊煤业	贫煤	75%	28336	14414	240	145.52	250	300	300	300	300
经坊庄子河煤业	贫煤	38%	8229		120				30	120	120
经坊镇里煤业	贫煤	38%	3906		90				30	90	90
凌志达煤业	贫煤、无烟煤	63%	8348	4404	120	55.3	60	65	100	120	120
大平煤业	贫煤、无烟煤	35%	6618	3069	150	125.7	130	150	150	150	150
霍尔辛赫煤业	贫煤、贫瘦煤	70%	47410	25930	300		5.5	50	200	300	300
铺龙湾煤业	气煤	100%	6150	3061	120		8.5	42	100	120	120
合计			108997	50878	1140	327	454	607	910	1200	1200
权益合计			72806	35871	718	188	283	395	603	763	763

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：资产注入资产盈利预测以及对公司业绩的影响

煤矿名称	煤种	股权占比	保有储量 (万吨)	核定产能 (万吨)		产量(万吨)	吨煤利润 (元/吨)	利润总和(万元)	归属于公司利 润(万元)
沁水鹿台山煤业	无烟煤	100%	2400	60					
蒲县豹子沟煤业	焦煤、肥煤	100%	8583	90	无烟煤、焦肥煤	150	250	37500	37500
左云长春兴煤业	气煤、无烟煤	51%	31119	240	气煤	240	150	36000	18360
左云韩家洼煤业	长焰煤	51%	8494	90					
左云县东古城煤业	长焰煤	51%	10168	90	长焰煤	180	120	21600	11016
左权鑫顺煤业有	贫煤、贫瘦煤	65%	3669	180					
左权宏远煤业	贫煤	65%	4991	120	贫煤、贫瘦煤	300	220	66000	42900
合计			69424	870				合计(万元)	109776
权益合计			42000	559	增发后股本(亿股)	9.885		增厚EPS (元)	1.11

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：山煤国际分业务预测

煤炭开采业务	2008	2009H1	2009	2010H1	2010A	2011E	2012E	2013E
煤炭销售收入（万元）	176695	109775	220250	150190	435532	723456	1007528	1057905
煤炭成本	60226	30474	69681	41440	168278	277507	384240	403452
毛利率	65.91%	72.24%	68.36%	72.41%	61.36%	61.64%	61.86%	61.86%
煤炭净利润（万元）	61552	48527	93590	74926	158291	232050	314400	318000
煤炭销量（万吨）	355	228	456	310	607	910	1200	1200
吨煤均价（元）	498	482	483	484	718	795	840	882
吨煤成本（元）	170	134	153	134	277	305	320	336
吨煤净利润（元）	173	213	205	242	261	255	262	265
煤炭贸易业务								
煤炭贸易收入（万元）	1956952	427680	1856292	1468115	3349710	3691380	3905480	4104660
煤炭贸易成本（万元）	1835905	393483	1787665	1432135	3287143	3562182	3768789	3960997
毛利率	6.19%	8.00%	3.70%	2.45%	1.87%	3.50%	3.50%	3.50%
煤炭贸易量（万吨）	4285	1246	4327	2815	6497	6500	6500	6500

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,927	21,470	21,006	38,644	44,896	49,894
增长率	47.74%	633.5%	-2.2%	84.0%	16.2%	11.1%
营业成本	-2,776	-19,029	-18,686	-35,130	-39,079	-42,222
% 销售收入	94.8%	88.6%	89.0%	90.9%	87.0%	84.6%
毛利	151	2,441	2,320	3,514	5,817	7,671
% 销售收入	5.2%	11.4%	11.0%	9.1%	13.0%	15.4%
营业税金及附加	-66	-136	-84	-97	-180	-200
% 销售收入	2.3%	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
营业费用	0	-461	-242	-425	-539	-599
% 销售收入	0.0%	2.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
管理费用	-65	-548	-489	-669	-1,078	-1,197
% 销售收入	2.2%	2.6%	2.3%	1.7%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	20	1,296	1,505	2,324	4,022	5,676
% 销售收入	0.7%	6.0%	7.2%	6.0%	9.0%	11.4%
财务费用	-6	-152	-114	-223	-217	-208
% 销售收入	0.2%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-7	-148	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	22	5	6	6	6
% 税前利润	0.0%	2.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	7	1,018	1,381	2,107	3,810	5,474
营业利润率	0.2%	4.7%	6.6%	5.5%	8.5%	11.0%
营业外收支	8	-18	-30	0	0	0
税前利润	15	1,000	1,350	2,107	3,810	5,474
利润率	0.5%	4.7%	6.4%	5.5%	8.5%	11.0%
所得税	-8	-288	-396	-632	-1,143	-1,642
所得税率	52.8%	28.8%	29.3%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	7	712	954	1,475	2,667	3,832
少数股东损益	0	282	339	716	1,355	2,080
归属于母公司的净利润	7	430	615	759	1,313	1,752
净利率	0.2%	2.0%	2.9%	2.0%	2.9%	3.5%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	7	712	954	1,475	2,667	3,832
少数股东损益	0	0	0	716	1,355	2,080
非现金支出	46	323	256	315	405	483
非经营收益	-1	101	13	233	222	230
营运资金变动	-43	-1,837	-1,596	-2,800	-1,108	-359
经营活动现金净流	9	-702	-373	-60	3,540	6,266
资本开支	-48	840	1,190	301	400	2,600
投资	-14	-107	-22	0	0	0
其他	0	-32	6	6	6	6
投资活动现金净流	34	-979	-1,207	-295	-394	-2,594
股权募资	0	593	39	0	0	0
债权募资	0	935	2,585	-560	-310	500
其他	-6	-223	-132	-322	-378	-236
筹资活动现金净流	-6	1,305	2,493	-882	-688	264
现金净流量	38	-376	913	-1,236	2,458	3,936
资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	143	1,017	1,930	-23	1,081	2,937
应收款项	558	2,296	2,907	5,184	6,207	6,762
存货	718	885	826	1,646	1,829	1,976
其他流动资产	38	1,906	3,491	6,676	7,426	8,023
流动资产	1,458	6,104	9,155	13,483	16,544	19,698
% 总资产	83.0%	59.5%	62.1%	70.8%	74.9%	72.0%
长期投资	0	89	93	93	93	93
固定资产	231	1,949	2,928	2,782	2,650	4,741
% 总资产	13.1%	19.0%	19.9%	14.6%	12.0%	17.3%
无形资产	52	2,034	2,492	2,622	2,749	2,775
非流动资产	299	4,147	5,578	5,563	5,558	7,675
% 总资产	17.0%	40.5%	37.9%	29.2%	25.1%	28.0%
资产总计	1,757	10,251	14,732	19,046	22,102	27,373
短期借款	70	1,825	3,445	1,385	575	575
应付款项	1,037	3,171	4,046	7,258	8,024	8,898
其他流动负债	24	585	377	714	646	712
流动负债	1,131	5,581	7,868	9,357	9,246	10,185
长期贷款	0	1,053	2,018	3,518	4,018	4,518
其他长期负债	0	1,070	1,278	1,278	1,278	1,278
负债	1,131	7,704	11,164	14,153	14,542	15,981
普通股股东权益	626	1,798	2,528	3,137	4,449	6,201
少数股东权益	0	749	1,039	1,756	3,110	5,190
负债股东权益合计	1,757	10,251	14,732	19,046	22,101	27,372
比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.023	—	0.820	1.011	1.750	2.335
每股净资产 (元)	2.086	—	3.371	4.182	5.932	8.268
每股经营现金净流 (元)	0.031	—	-0.497	-1.036	2.913	5.582
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.11%	23.91%	24.32%	24.18%	29.50%	28.25%
总资产收益率	0.39%	4.20%	4.17%	3.98%	5.94%	6.40%
投入资本收益率	1.70%	21.24%	15.12%	16.69%	25.59%	29.48%
增长率						
营业总收入增长率	47.74%	633.52%	-2.16%	83.96%	16.18%	11.13%
EBIT 增长率	-28.54%	6392.50%	16.11%	54.41%	73.06%	41.13%
净利润增长率	-43.22%	6109.09%	42.97%	23.37%	73.04%	33.45%
总资产增长率	-3.77%	483.48%	43.71%	29.28%	16.04%	23.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.9	16.1	27.2	28.0	27.0	28.0
存货周转天数	114.7	15.4	16.7	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	64.6	20.3	31.7	30.0	31.0	31.0
固定资产周转天数	28.6	10.1	19.4	13.7	13.9	13.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.62%	73.07%	99.00%	100.66%	46.45%	18.92%
EBIT 利息保障倍数	3.6	8.5	13.2	10.4	18.5	27.3
资产负债率	64.38%	75.15%	75.78%	74.31%	65.80%	58.38%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308