

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)



山煤国际(600546. SH)

成本增长吞噬利润 高成长仍将持续

投资要点

● **公司业绩略低于预期。**2010年公司实现营收386.44亿元,归属于母公司股东的净利润7.56亿元,同比分别增长84%、23%,实现每股收益1.01元/股,加权平均净资产收益率26.18%,同比减少1.5个百分点。公司拟每10股派3元现金股利。公司盈利略低于预期,成本增长成主因。

● **2010年煤炭贸易业务带动营收大幅增长。**2010年公司营收快速增长,主要源于煤炭贸易业务的高增长。2010年公司煤炭贸易量达到6497万吨,同比增长50%,但盈利能力下降,贸易业务的毛利率由2009年的2.6%将至2010年1.6%的水平。

● **煤炭业务盈利能力下降。**2010年公司生产原煤607万吨,同比增长33%,煤炭业务收入上涨98%。同期煤炭生产成本上涨142%,煤炭业务毛利率由上半年的72%降至61%,造成增收难增利的局面。

● **本部与整合煤矿产能释放保证公司高成长。**霍尔辛赫和铺龙湾煤矿2011年将逐步达产,预计贡献产量超过300万吨。2010年10月公司发布公告拟非公开增发股票,将山煤集团拥有的7家资源整合煤矿注入上市公司。这部分煤矿目前处于技改与待复工阶段,注入上市公司后将陆续释放产能,保障公司的高成长。

● **不考虑2011年增发因素,预计2011、2012年公司实现每股收益1.61、1.91元/股,维持“推荐”评级。**

采掘

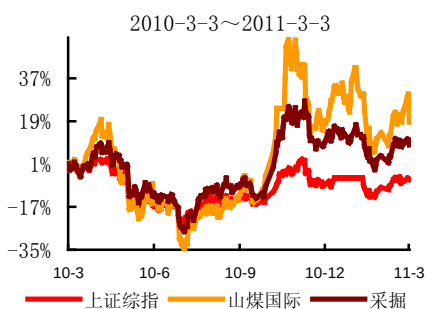
投资评级

本次评级:	推荐
跟踪评级:	维持
目标价格:	

市场数据

市价(元)	30.23
上市的流通A股(亿股)	1.81
总股本(亿股)	7.50
52周股价最高最低(元)	16.1-40.5
上证指数/深证成指	2902.98/12698.16
2010年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	38644.18	44715.53	49121.27	53242.83
增长率(%)	83.96	15.71	9.85	8.39
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	755.77	1206.60	1429.21	1594.19
增长率(%)	22.91	59.65	18.45	11.54
毛利率(%)	9.09	10.17	10.10	10.29
净资产收益率(%)	23.29	28.55	26.51	23.90
EPS(元)	1.01	1.61	1.91	2.13
P/E(倍)	30.00	18.79	15.86	14.22
P/B(倍)	6.99	5.36	4.21	3.40

来源: 公司年报、民族证券

正文目录

2010 年公司增收难增利 成本上涨是主因	3
在建及整合煤矿保障公司未来高成长.....	3
后续仍有待注入资产	3
预计 2011-2012 年每股收益 1.28、1.63 元/股，维持“推荐”评级.....	3

图表目录

附录：财务预测表	4
----------------	---

2010 年公司增收难增利 成本上涨是主因

2010 年公司实现营收 386.44 亿元，归属于母公司股东的净利润 7.56 亿元，同比分别增长 84%、23%，实现每股收益 1.01 元/股，加权平均净资产收益率 26.18%，同比减少 1.5 个百分点。公司拟每 10 股派 3 元现金股利。公司盈利略低于预期（此前我们预计 2010 年 EPS1.1 元/股），成本增长成主因。

煤炭贸易业务量达到 6497 万吨，同比增长 50%，煤炭贸易业务营收增长 80%，成本增长 82%，毛利率由上半年的 2.5 下降至 1.6%。

2010 年公司生产原煤 607 万吨，同增长 33%，煤炭业务营收增长 98%，成本增长 142%，毛利率由上半年的 72%大幅下降至 61%。

2010 年公司煤炭销售行情较好，由于加大了营销力度，在山西、陕西、内蒙古三个省份组织货源，内销、进口和出口三个市场组合营销，使收入规模大幅增长的同时，成本出现更快的增长。

销售费用、管理费用分别增长 82%、37%。煤炭销量增长致使相应的船运费、港杂费、销售机构费用、运输费用、站台费用增加，计入管理费用的各项税费、地方性收费、咨询费、职工福利费、离退休人员支出增加较多，另外租赁费用、长期待摊费用、物业费增加较多。

在建及整合煤矿保障公司未来高成长

凌志达煤矿技改项目预计 2011 年底完成，2012 年达产，霍尔辛赫和铺龙湾煤矿 2010 年 10 月试运行，预计 2011 年达产，2012 年满产。

山煤集团的 7 个煤矿预计 2011 年完成资产注入，新增规划产能 870 万吨，预计 2011-2013 年逐步释放产能。

不考虑整合煤矿，我们预计 2011-2012 年公司将实现原煤产量 800 万吨、830 万吨。本部在建煤矿及拟注入煤矿的陆续投产，将保障公司未来高增长。随着煤矿的投产，公司的盈利能力也将获得实质性提高，逐步进入良性发展的轨道。

后续仍有待注入资产

另外公司还将在条件成熟的时候收购宁武洗煤厂、5 家托管的煤炭贸易公司、内蒙古兴华工贸公司 60%的股权及大同鹊山精煤有限责任公司等 6 家山煤集团参股的公司，同时霍尔辛赫煤矿铁路专用线土地相关手续正在办理之中。公司消除关联交易和同业竞争的决心较强，后续资产注入值得期待。

预计 2011-2012 年每股收益 1.61、1.91 元/股，维持“推荐”评级

假设 2011 年煤炭售价同比增长 8%，煤炭业务毛利率保持现有水平，不考虑 2011 年非公开增发的因素，我们预计公司 2011-2012 年实现每股收益 1.61、1.91 元/股，对应 2011 年动态 PE19 倍，稍高于行业平均水平。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15,052	20,643	23,984	27,412
现金	4,226	6,513	8,461	10,592
应收账款	3,408	5,813	6,386	6,922
其它应收款	767	1,225	1,346	1,459
预付账款	4,412	4,900	5,383	5,835
存货	2,239	2,191	2,409	2,606
其他	0	0	0	1
非流动资产	6,603	7,564	8,300	8,988
长期投资	96	96	96	96
固定资产	4,038	4,472	4,912	5,324
无形资产	2,421	2,907	3,193	3,461
其他	48	89	98	106
资产总计	21,656	28,206	32,284	36,400
流动负债	12,575	15,830	17,397	18,835
短期借款	5,468	6,707	7,368	7,986
应付账款	2,787	3,287	3,613	3,908
其他	4,320	5,836	6,415	6,940
非流动负债	4,348	5,858	6,435	6,975
长期借款	3,326	4,024	4,421	4,792
其他	1,021	1,833	2,014	2,183
负债合计	16,922	21,687	23,831	25,810
少数股东权益	1,488	2,293	3,062	3,921
股本	750	750	750	750
资本公积金	79	79	79	79
留存收益	2,172	2,896	3,753	4,710
归属母公司股东权益	3,245	4,227	5,390	6,670
负债和股东权益	21,656	28,207	32,284	36,400

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	844	1,048	2,162	2,471
净利润	756	1,207	1,429	1,594
折旧摊销	238	179	196	213
财务费用	277	268	295	319
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-1,040	-1,390	-523	-510
其它	618	784	765	854
投资活动现金流	-1,091	-1,098	-923	-893
资本支出	-1,097	-1,098	-923	-893
长期投资	6	0	0	0
其他	1	2	3	4
筹资活动现金流	1,932	2,337	709	553
短期借款	2,598	1,239	661	618
长期借款	1,308	698	397	371
普通股增加	-190	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1,784	399	-349	-436
现金净增加额	1,685	2,287	1,948	2,131

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	38,644	44,716	49,121	53,243
营业成本	35,130	40,167	44,158	47,765
营业税金及附加	98	134	147	160
营业费用	440	509	540	586
管理费用	670	805	884	958
财务费用	277	268	295	319
资产减值损失	32	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	2,003	2,832	3,097	3,454
营业外收入	49	0	0	0
营业外支出	88	0	0	0
利润总额	1,963	2,832	3,097	3,454
所得税	614	821	898	1,002
净利润	1,349	2,011	2,199	2,453
少数股东损益	593	804	770	858
归属母公司净利润	756	1,207	1,429	1,594
EBITDA	2,544	3,280	3,588	3,987
EPS（元）	1.01	1.61	1.91	2.13

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	83.96%	15.71%	9.85%	8.39%
营业利润	45.06%	41.43%	9.34%	11.54%
归属母公司净利润	22.92%	59.65%	18.45%	11.54%
获利能力				
毛利率	9.09%	10.17%	10.10%	10.29%
净利率	1.96%	2.70%	2.91%	2.99%
ROE	23.29%	28.55%	26.51%	23.90%
ROIC	5.12%	6.23%	6.34%	6.16%
偿债能力				
资产负债率	78.14%	76.89%	73.82%	70.90%
净负债比率	46.40%	45.66%	43.82%	42.13%
流动比率	1.20	1.30	1.38	1.46
速动比率	1.02	1.17	1.24	1.32
营运能力				
总资产周转率	1.78	1.59	1.52	1.46
应收帐款周转率	11.34	7.69	7.69	7.69
应付帐款周转率	29.15	30.00	30.00	30.00
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.61	1.91	2.13
每股经营现金	1.12	1.40	2.88	3.29
每股净资产	4.33	5.64	7.19	8.89
估值比率				
P/E	30.00	18.79	15.86	14.22
P/B	6.99	5.36	4.21	3.40
EV/EBITDA	13.45	11.54	11.12	10.52

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