

山煤国际 (600546.SH) 煤炭行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

郝征

分析师 SAC 执业编号: S1130511030014
(8610)66216815
haoz@gjzq.com.cn

增发实质性推进、产量增长进入快车道;

事件

山煤国际 (600546.sh) 于 2011 年 5 月 24 日发布非公开发行方案 (修订版), 计划不超过发行 2.42 亿股, 发行价格不低于 22.76 元/股, 募集资金不超过 55 亿元。

评论

标志着公司正式启动第一步体外收购, 体外资产下一步注入可期: 公司于 2010 年 10 月份公告非公开发行预案, 至今发布非公开发行方案修订版, 意味着公司第一步体外收购正式启动。集团整合矿井产能 1725 万吨, 此次总产量合计 870 万吨, 未来还将有 855 万吨体外整合产能待注入。

此次注入 560 万吨权益产能, 增厚摊薄后 EPS 1.05 元/股, “再造山煤”: 公司目前煤炭资源保有储量 10.25 亿吨, 核定产能 1170 万吨/年, 2010 年实际生产原煤 607.48 万吨。此次注入权益产能 559.2 万吨, 几乎等同于公司 2010 年原煤产量, 2012 年全部释放相当于“再造山煤”。此次注入资产的吨煤盈利能力较强且煤种多样, 平均盈利能力为 232.9 元/吨, 与目前公司吨煤净利润水平 255.23 元的水平基本持平, 合计增厚利润总额 13.75 亿元, 增厚摊薄后每股收益 1.05 元/股。同时由于主要是整合私人矿井, 矿权收购价格为 12.28 元/吨, 相较于山西同类企业收购集团成熟矿井的成本偏高, 但是考虑到此次注入资产的盈利能力处于行业平均水平之上, 同时 986.24 元/吨的吨产能收购价款还是处于当前二级市场冶金煤类企业平均值之下, 因此总价款尚属合理范围。

2011-2012 年公司产量释放进入逐步加速期: 2011 年公司产量增长主要依靠现有在建矿井铺龙湾、霍尔辛赫煤业的逐步达产, 2012 年存量矿井全部达产可达 930 万吨产量, 再加上经纺煤业下整合矿井和此次注入矿井的产量, 合计可达到 2000 万吨以上, 合计未来三年产量增速均达到 30%以上。同时, 公司整合矿井盈利能力基本和现有矿井平均水平持平, 因此公司业绩释放将进入快车道。

盈利预测与投资建议

假设今年完成增发并表, 按照 2.42 亿股上限计算, 同时根据与公司沟通, 2012 年进入量升价增阶段, 我们相应调整公司 2011-2013 年盈利预测, 对应摊薄后 2011-2013 年 EPS 为 1.137 元、2.118 元、2.96 元, 公司现在股价对应 2011/2012 年 PE24.63x/13.21x, 鉴于公司优异的成长性和明确的注入预期, 我们维持“买入”评级。

重组类公司将成为近期板块投资热点

我们认为在等待整体行业催化剂的情况下, 重组类公司有望成为近期板块的投资热点, 重点关注的品种为煤气化、山煤国际等。

图表1：公司注入资产及盈利预测

煤矿资产	权益	规划产能 (万吨/年)	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)	采矿权评估价值(万元)	煤种	用途	参考不含税价格(元/吨)	吨煤总成本费用(元/吨)	吨煤净利润(元/吨)
山煤集团鹿台山煤业公司	100%	60	2425	1520.48	62674.34	无烟煤	动力煤	471.27	221.73	249.54
山煤集团蒲县豹子沟煤业公司	100%	90	7839	5133.13	192978.67	焦煤、肥煤	炼焦煤	736.00	217.08	518.92
山煤集团长春兴煤业公司	51%	240	37277	25415.96	98400	气煤、无烟煤	动力煤	308.00	161.55	146.45
山煤集团左云韩家洼煤业公司	51%	90	8761	4925.88	21831.52	长焰煤	动力煤	293.00	174.76	118.24
山煤集团左云东古城煤业有限公司	51%	90	10542	3788.7	6291.79	长焰煤	动力煤	313.00	200.05	112.95
山煤集团左权鑫顺煤业有限公司	65%	180	2828	1740.29	65828.48	贫煤、贫瘦煤	动力煤、炼焦配煤	446.00	204.59	241.41
山煤集团左权宏远煤业有限公司	65%	120	4402	2390.75	103501.92	贫煤	炼焦用煤、动力煤	428.00	185.20	242.80
权益汇总数		559.2	74074	44915.19	551506.72			427.90	194.99	232.90
吨储量收购价(元/吨)						12.28				
权益吨产能收购价(元/吨)						986.24				
影响	估算，累计增厚权益利润总额13.74亿元，预计增厚摊薄后每股收益1.05元/股									
	股权	成立时间	拥有货船数		运力(万吨)		航线			
海运公司	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、福等港口			

来源：国金证券研究所

图表2：公司历年矿井产量

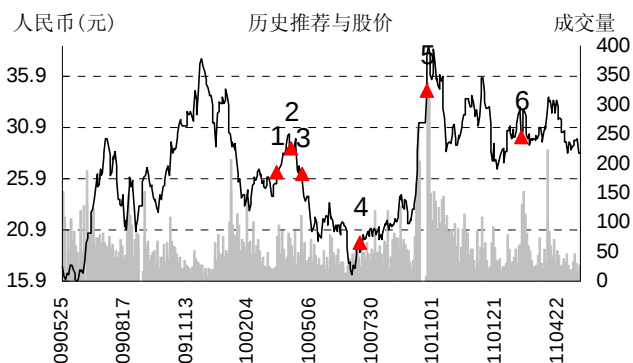
煤矿名称	核定生产能力(万吨/年)	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经坊煤业(75%)	240	173	183.88	145.52	250	300	250	250	250
凌志达煤业(63%)	120	70.55	50.52	55.3	60	60	120	120	120
大平煤业(35%)	150	5.6	31.7	125.7	130	180	150	150	150
霍尔辛赫煤业(51%)	300	0	0	0	5.5	50	200	300	300
铺龙湾煤业(100%)	120				8.5	17	100	120	120
整合矿井产量								200	400

来源：国金证券研究所

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	26.44	N/A
2	2010-04-09	买入	28.79	N/A
3	2010-04-25	买入	26.36	N/A
4	2010-07-14	买入	19.61	N/A
5	2010-10-21	买入	34.45	N/A
6	2011-03-03	买入	29.90	N/A

来源：国金证券研究所



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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室