

## 强烈推荐-A (维持)

## 山煤国际 600546.SH

目标估值: 45 元

当前股价: 28.28 元

2011 年 5 月 25 日

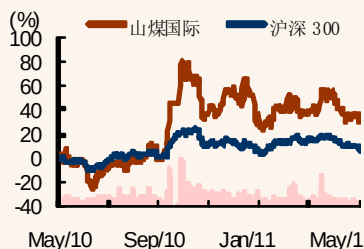
### 收购P/E低、成长性好

#### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2767      |
| 总股本(万股)    | 75000     |
| 已上市流通股(万股) | 18073     |
| 总市值(亿元)    | 212       |
| 流通市值(亿元)   | 51        |
| 每股净资产(MRQ) | 4.7       |
| ROE(TTM)   | 24.6      |
| 资产负债率      | 78.7%     |
| 主要股东       | 山西煤炭进出口集团 |
| 主要股东持股比例   | 75.9%     |

#### 股价表现

|      |     |    |     |
|------|-----|----|-----|
| %    | 1m  | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -16 | -3 | 39  |
| 相对表现 | -8  | 1  | 33  |



#### 相关报告

1、《山煤国际(600546)-资产注入预期兑现, 后续注入值得期待》  
2010/10/21

卢平

010-57601856  
luping@cmschina.com.cn  
S1090511040008

王培培

010-57601857  
wangpp@cmschina.com.cn  
S1090511040022

公司收购 7 个煤矿和 1 个海运公司, 收购 P/E 不到 5 倍, 业绩增厚明显。此外集团剩余煤矿产能 870 万吨的收购指日可待, 预计 13 年达产后公司业绩 3 元以上, 按照 15 倍 P/E 估值 45 元, 持有不到 2 年收益 60%, 维持强烈推荐投资评级。

- **公司收购 7 个煤矿和 1 个海运公司, 总收购价款 48 亿元。**其中, 主要收购产能 870 万吨(权益产能 559 万吨)的在建煤矿, 其评估利用资源储量 7.2 亿吨。可采储量 4.4 亿吨, 可采年限 36 年, 采矿权价款 55 亿元, 按资源储量和可采储量计算单位采矿权价款为 7.7 元/吨和 12.5 元/吨。通过非公开发行不超过 24165 万股, 发行价不超过 22.76 元/股, 募集资金不超过 55 亿元用于收购上述资产。
- **收购 P/E 不到 5 倍。**公司此次资产收购价款为 48 亿元, 收购资产达产后可实现权益净利润 10.4 亿元, 其收购 P/E 仅为 4.6 倍, 目前上市公司 P/E 为 31 倍, 对上市公司业绩增厚明显。
- **公司的成长性好,**公司收购煤矿目前是在建煤矿, 预计 12 年下半年后将陆续投产, 13 年基本上达产。我们预计公司 11-13 年煤炭产量为 730 万吨、1560 万吨和 2100 万吨, 同比增长 20%、114%和 35%, 权益煤炭产量分别为 554 万吨、1111 万吨和 1431 万吨, 同比增长 31%、101%和 29%。三年权益产量复合增速 50%。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 11-13 年摊薄每股收益分别为 0.91 元、1.93 元和 2.67 元。同比增长 20%、112%和 38%。三年业绩复合增速 52%。目前股价下对应 2011 年 P/E31 倍, 远高于行业平均估值水平, 但是公司大部分煤矿属于在建产能, 到 13 年后业绩才得以充分释放。按照 13 年业绩 15 倍估值, 股价为 40 元, 较目前有 42%的升值空间。此外, 集团尚余 660 万吨在建煤矿, 预计在 12 年左右也将完成收购, 届时公司每股收益将达 3 元以上, 按照 15 倍 P/E 估值股价为 45 元, 较目前股价有 60%的升值空间, 也就是说持有不到 2 年时间将有 60%的收益。**维持“强烈推荐-A”投资评级。**
- **风险提示:** 宏观调控收紧影响估值, 煤矿投产进度低于预期。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 21006 | 38644 | 42826 | 47499 | 50101 |
| 同比增长      | -2%   | 84%   | 11%   | 11%   | 5%    |
| 营业利润(百万元) | 1381  | 2003  | 1766  | 4073  | 5584  |
| 同比增长      | 36%   | 45%   | -12%  | 131%  | 37%   |
| 净利润(百万元)  | 615   | 756   | 905   | 1916  | 2648  |
| 同比增长      | 43%   | 23%   | 20%   | 112%  | 38%   |
| 每股收益(元)   | 0.82  | 1.01  | 0.91  | 1.93  | 2.67  |
| PE        | 34.5  | 28.1  | 31.0  | 14.6  | 10.6  |
| PB        | 8.4   | 6.5   | 3.0   | 2.6   | 2.2   |

资料来源: 招商证券

表1: 收购煤矿情况

| 单位: 万吨         | 煤种           | 评估保有储量 | 评估可采储量 | 采矿权价款 (万元) | 设计产能 | 可采年限 | 按保有储量计算采矿权价款 (元/吨) | 按可采储量计算采矿权价款 (元/吨) |
|----------------|--------------|--------|--------|------------|------|------|--------------------|--------------------|
| 鹿台山煤业 (100%)   | 无烟煤          | 2124   | 1520   | 62676      | 60   | 18   | 29.5               | 41.2               |
|                | 1/3 焦煤、焦煤、肥煤 |        |        |            |      |      |                    |                    |
| 蒲县豹子沟煤业 (100%) | 肥煤           | 7802   | 5133   | 192979     | 90   | 41   | 24.7               | 37.6               |
| 左云长春兴煤业 (100%) | 气煤、长焰煤       | 35933  | 24515  | 98400      | 240  | 73   | 2.7                | 4.0                |
| 左云韩家洼煤业 (51%)  | 长焰煤、气煤       | 8648   | 4926   | 21832      | 90   | 39   | 2.5                | 4.4                |
| 左云东古城煤业 (51%)  | 长焰煤、气煤       | 10125  | 3789   | 6292       | 90   | 33   | 0.6                | 1.7                |
| 左权鑫顺煤业 (65%)   | 贫煤、贫瘦煤       | 2621   | 1740   | 65828      | 180  | 7    | 25.1               | 37.8               |
| 左权宏远煤业 (65%)   | 贫煤           | 4345   | 2391   | 103502     | 120  | 14   | 23.8               | 43.3               |
| 合计             |              | 71599  | 44014  | 551509     | 870  | 36   | 7.7                | 12.5               |

资料来源: 公司公告

表2: 收购P/E较低

|                | 收购价款 (万元) | 吨煤价格 (元/吨) | 吨煤完全成本 (元/吨) | 吨煤利润 (元/吨) | 预计权益净利润 (万元) | 收购 P/E |
|----------------|-----------|------------|--------------|------------|--------------|--------|
| 鹿台山煤业资产 100%权益 | 69707     | 471        | 222          | 249        | 11217        | 6.2    |
| 豹子沟煤业资产 100%权益 | 201199    | 736        | 217          | 519        | 35027        | 5.7    |
| 长春兴煤业资产 51%权益  | 58745     | 308        | 162          | 146        | 13444        | 4.4    |
| 韩家洼煤业资产 51%权益  | 18475     | 293        | 175          | 118        | 4070         | 4.5    |
| 东古城煤业资产 51%权益  | 5694      | 313        | 200          | 113        | 3888         | 1.5    |
| 鑫顺煤业资产 65%权益   | 45826     | 446        | 205          | 241        | 21184        | 2.2    |
| 宏远煤业资产 65%权益   | 72841     | 428        | 185          | 243        | 14204        | 5.1    |
| 太行海运 100%股权    | 7732      |            |              |            | 547          | 14.1   |
| 合计             | 480219    |            |              |            | 103582       | 4.6    |

资料来源: 公司公告

表3: 集团12年可能注入的剩余煤矿

|            | 设计产能 (万吨) |
|------------|-----------|
| 蒲县万家庄煤业    | 120       |
| 洪洞恒兴煤业煤业   | 90        |
| 左云草垛沟煤业    | 60        |
| 山西河曲旧县露天煤业 | 300       |
| 洪洞陆成煤业     | 90        |
| 合计         | 660       |

资料来源: 公司公告

表4: 煤炭产量预测

| 单位: 万吨      | 权益     | 煤种           | 保有储量    | 核定能力 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------------|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 经坊煤业        | 75%    | 贫瘦煤          | 28336   | 300  | 266  | 310   | 300   | 300   | 300   |
| 经坊庄子河煤业有限公司 | 51%    | 贫煤           | 8229    | 120  |      |       |       | 60    | 120   |
| 经坊镇里煤业有限公司  | 51%    | 贫煤           | 3906    | 90   |      |       |       | 45    | 90    |
| 凌志达煤业       | 62.99% | 贫煤、无烟煤       | 8348    | 120  | 41   | 60    | 20    | 120   | 120   |
| 太平煤业        | 35%    | 贫煤           | 6618    | 150  | 135  | 130   | 150   | 180   | 180   |
| 霍尔辛赫煤业      | 63%    | 贫煤           | 47410   | 300  | 5.5  | 40    | 140   | 300   | 300   |
| 铺龙湾煤业       | 100%   | 气煤           | 6150    | 120  | 8.5  | 67    | 120   | 120   | 120   |
| 合计          |        |              | 108997  | 1200 | 456  | 607   | 730   | 1125  | 1230  |
| 产量同比增长      |        |              |         |      | 40%  | 33%   | 20%   | 54%   | 9%    |
| 权益产量        |        |              | 88276   | 861  | 287  | 424   | 554   | 832   | 872   |
| 权益产量增速      |        |              |         |      | 53%  | 48%   | 31%   | 50%   | 5%    |
| 非公开发行收购煤矿   |        |              |         |      |      |       |       |       |       |
| 鹿台山煤业       | 100%   | 无烟煤          | 2123.8  | 60   |      |       |       | 30    | 60    |
| 蒲县豹子沟煤业     | 100%   | 1/3 焦煤、焦煤、肥煤 | 7802.3  | 90   |      |       |       | 45    | 90    |
| 左云长春兴煤业     | 51%    | 气煤、长焰煤       | 35933.4 | 240  |      |       |       | 120   | 240   |
| 左云韩家洼煤业     | 51%    | 长焰煤、气煤       | 8647.8  | 90   |      |       |       | 45    | 90    |
| 左云东古城煤业     | 51%    | 长焰煤、气煤       | 10125.4 | 90   |      |       |       | 45    | 90    |
| 左权鑫顺煤业      | 65%    | 贫煤、贫瘦煤       | 2621    | 180  |      |       |       | 90    | 180   |
| 左权宏远煤业      | 65%    | 贫煤           | 4345.2  | 120  |      |       |       | 60    | 120   |
| 产量合计        |        |              | 71598.9 | 870  |      |       |       | 435   | 870   |
| 权益产量        |        |              | 42354   | 559  |      |       |       | 280   | 559   |
| 非公开发行收购后    |        |              |         |      |      |       |       |       |       |
| 产量          |        |              | 180596  | 2070 | 456  | 607   | 730   | 1560  | 2100  |
| 权益产量        |        |              | 130631  | 1421 | 287  | 424   | 554   | 1111  | 1431  |
| 产量增速        |        |              |         |      |      | 33%   | 20%   | 114%  | 35%   |
| 权益产量增速      |        |              |         |      |      | 48%   | 31%   | 101%  | 29%   |

资料来源: 公司公告

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 9155         | 15052        | 17227        | 19391        | 22388        |
| 现金             | 1930         | 4226         | 4449         | 6048         | 8450         |
| 交易性投资          | 1            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 870          | 1440         | 1655         | 1814         | 1921         |
| 应收款项           | 1737         | 1968         | 2635         | 2754         | 2964         |
| 其它应收款          | 300          | 767          | 5399         | 5460         | 5683         |
| 存货             | 826          | 2239         | 2250         | 2424         | 2440         |
| 其他             | 3490         | 4412         | 777          | 885          | 923          |
| <b>非流动资产</b>   | 5578         | 6603         | 6545         | 6444         | 6307         |
| 长期股权投资         | 93           | 96           | 95           | 96           | 96           |
| 固定资产           | 1275         | 1613         | 2207         | 2436         | 2630         |
| 无形资产           | 2482         | 2421         | 7748         | 7490         | 7240         |
| 其他             | 1727         | 2473         | 1903         | 1651         | 1394         |
| <b>资产总计</b>    | <b>14732</b> | <b>21656</b> | <b>23772</b> | <b>25835</b> | <b>28694</b> |
| <b>流动负债</b>    | 7868         | 12575        | 8137         | 8440         | 8288         |
| 短期借款           | 2870         | 5468         | 50           | 50           | 50           |
| 应付账款           | 1693         | 1587         | 2372         | 2256         | 2368         |
| 预收账款           | 1749         | 1917         | 2658         | 2581         | 2690         |
| 其他             | 1557         | 3603         | 3041         | 3554         | 3179         |
| <b>长期负债</b>    | 3296         | 4348         | 4201         | 3350         | 2800         |
| 长期借款           | 2018         | 3326         | 2926         | 2326         | 2026         |
| 其他             | 1278         | 1021         | 1275         | 1023         | 773          |
| <b>负债合计</b>    | <b>11164</b> | <b>16922</b> | <b>12337</b> | <b>11790</b> | <b>11088</b> |
| 股本             | 750          | 750          | 992          | 992          | 992          |
| 资本公积金          | 79           | 79           | 5410         | 5410         | 5410         |
| 留存收益           | 1699         | 2416         | 3094         | 4531         | 6517         |
| 少数股东权益         | 1040         | 1488         | 1908         | 3047         | 4587         |
| 母公司所有者权益       | 2529         | 3245         | 9496         | 10933        | 12919        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>14732</b> | <b>21656</b> | <b>23772</b> | <b>25835</b> | <b>28694</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(373)</b>  | 1120          | 1137          | 3733          | 4863          |
| 净利润            | 615           | 756           | 905           | 1916          | 2648          |
| 折旧摊销           | 0             | 0             | 394           | 456           | 486           |
| 财务费用           | 0             | 0             | 416           | 646           | 596           |
| 投资收益           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 营运资金变动         | 0             | 0             | (1067)        | (503)         | (446)         |
| 其它             | 0             | 0             | 485           | 1159          | 1561          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1207)</b> | <b>(1640)</b> | <b>(7488)</b> | <b>(2004)</b> | <b>(1299)</b> |
| 资本支出           | 0             | 0             | (7500)        | (2000)        | (1300)        |
| 其他投资           | 0             | 0             | 12            | (4)           | 1             |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2493          | 2817          | (577)         | (1780)        | (2113)        |
| 借款变动           | 0             | 0             | (5673)        | (400)         | (600)         |
| 普通股增加          | 0             | 0             | 242           | 0             | 0             |
| 资本公积增加         | 0             | 0             | 5331          | 0             | 0             |
| 股利分配           | 0             | 0             | (226)         | (479)         | (662)         |
| 其他             | 0             | 0             | (163)         | (897)         | (846)         |
| <b>现金净增加额</b>  | 913           | 2296          | 223           | 1599          | 2402          |

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

### 利润表

| 单位：百万元           | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 21006 | 38644 | 42826 | 47499 | 50101 |
| 营业成本             | 18686 | 35130 | 39328 | 40810 | 41587 |
| 营业税金及附加          | 84    | 98    | 233   | 280   | 306   |
| 营业费用             | 242   | 440   | 505   | 645   | 723   |
| 管理费用             | 489   | 670   | 578   | 1045  | 1305  |
| 财务费用             | 114   | 277   | 416   | 646   | 596   |
| 资产减值损失           | 15    | 32    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 5     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 1381  | 2003  | 1766  | 4073  | 5584  |
| 营业外收入            | 18    | 49    | 10    | 22    | 22    |
| 营业外支出            | 48    | 88    | 10    | 22    | 22    |
| <b>利润总额</b>      | 1350  | 1963  | 1766  | 4073  | 5584  |
| 所得税              | 396   | 614   | 441   | 1018  | 1396  |
| <b>净利润</b>       | 954   | 1349  | 1324  | 3055  | 4188  |
| 少数股东损益           | 339   | 593   | 419   | 1139  | 1540  |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 615   | 756   | 905   | 1916  | 2648  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.82  | 1.01  | 0.91  | 1.93  | 2.67  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | -2%   | 84%   | 11%   | 11%   | 5%    |
| 营业利润           | 36%   | 45%   | -12%  | 131%  | 37%   |
| 净利润            | 43%   | 23%   | 20%   | 112%  | 38%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 11.0% | 9.1%  | 8.2%  | 14.1% | 17.0% |
| 净利率            | 2.9%  | 2.0%  | 2.1%  | 4.0%  | 5.3%  |
| ROE            | 24.3% | 23.3% | 9.5%  | 17.5% | 20.5% |
| ROIC           | 11.7% | 11.4% | 11.8% | 21.0% | 23.4% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 75.8% | 78.1% | 51.9% | 45.6% | 38.6% |
| 净负债比率          | 37.1% | 41.8% | 14.2% | 11.5% | 8.3%  |
| 流动比率           | 1.2   | 1.2   | 2.1   | 2.3   | 2.7   |
| 速动比率           | 1.1   | 1.0   | 1.8   | 2.0   | 2.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.4   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.7   |
| 存货周转率          | 24.6  | 25.2  | 19.1  | 20.3  | 20.6  |
| 应收帐款周转率        | 13.4  | 20.9  | 18.6  | 17.6  | 17.5  |
| 应付帐款周转率        | 2.9   | 5.4   | 5.0   | 4.4   | 4.5   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.82  | 1.01  | 0.91  | 1.93  | 2.67  |
| 每股经营现金         | -0.50 | 1.49  | 1.15  | 3.78  | 4.92  |
| 每股净资产          | 3.37  | 4.33  | 9.58  | 11.02 | 13.03 |
| 每股股利           | 0.20  | 1.20  | 0.23  | 0.48  | 0.67  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 34.5  | 28.1  | 31.0  | 14.6  | 10.6  |
| PB             | 8.4   | 6.5   | 3.0   | 2.6   | 2.2   |
| EV/EBITDA      | 23.4  | 16.0  | 14.3  | 7.5   | 5.8   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平：**毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 至 2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届最佳分析师金牛奖。

**王培培：**毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。