

强烈推荐-A (维持)

山煤国际 600546.SH

目标估值: 45.00 元

当前股价: 32.08 元

2011年7月12日

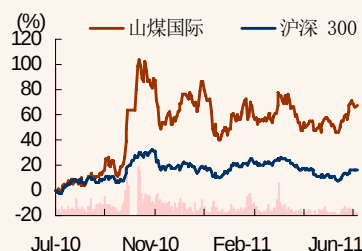
中报业绩超预期, 贸易弹性逐渐显现

基础数据

上证综指	2803
总股本 (万股)	75000
已上市流通股 (万股)	18073
总市值 (亿元)	241
流通市值 (亿元)	58
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	8	-2	88
相对表现	3	-2	71



相关报告

- 1、《山煤国际 (600546) 一收购 PE 低、成长性好》2011/5/25
- 2、《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

事件:

公司公布了中期业绩预增公告, 实现收入 252 亿元, 利润 12.3 亿元, 归属母公司所有者净利润 5.76 亿元, 同比分别增长 55%、32%和 46%。按定增股本后计算 EPS0.58 元。

点评:

1、公司业绩增长超预期

在《煤价上涨助推中报增长, 三类公司业绩增长最快》中, 我们把山煤国际归入三类公司业绩增长最快中的动力煤现货公司。受益于二季度现货煤价大幅度上涨 (环比涨幅 5%) 预期二季度业绩有较好的增长 (我们预测二季度业绩为 0.3 元, 环比增长 36%, 中报 0.52 元, 同比增长 30%)。业绩快报中显示二季度业绩为 0.36 元, 中报业绩 0.58 元, 超出我们预期 20%和 12%。

2、产量和价格推动业绩增长

近两年公司一季度业绩皆是低点, 主要是春节因素影响所致, 二季度产量环比自然增长 (预计产量环比增长 10%), 加之今年二季度现货价格的一定幅度的上涨, 推动了二季度的业绩的大幅度增长。由于没有公告具体数据, 我们分析, 按照煤炭现货价格上涨 5%, 煤炭企业的业绩价格弹性 3 个点计算, 价格推动业绩增长 15%左右, 产量和价格共同推动二季度业绩增长 25%左右 (业绩快报显示环比增长 65%)。

3、煤炭贸易的高弹性可能是业绩超预期的主要因素

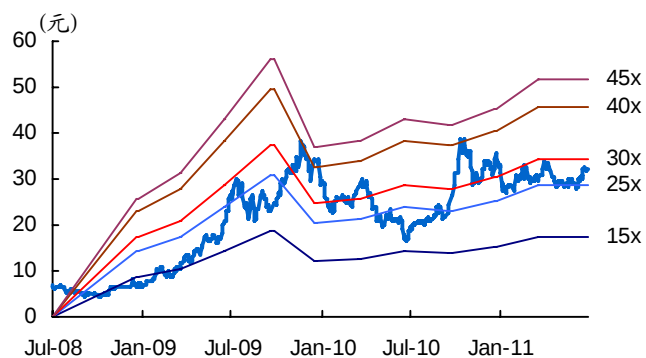
公司煤炭贸易量较大, 2010 年煤炭贸易量 6497 万吨, 贸易收入 380 亿, 毛利 6.4 亿元, 毛利率仅为 1.7%, 净利润亏损 1 亿元 (吨贸易亏损 1.7 元)。今年煤价季度走势差异较大, 一季度煤价下行, 二季度煤价上行, 二季度贸易相对容易获利, 我们猜测二季度业绩超预期可能主要来自于贸易环比增长以及贸易煤的业绩高弹性 (预计二季度贸易大约增加每股收益 0.08 元)。

4、盈利预测及投资评级

产量和价格相对容易把握, 贸易板块对业绩影响较大, 我们小幅上调 11 年业绩至 1.13 元, 同比增长 49%。公司成长性好, 预计 12-13 年业绩分别为 2.22 元和 3.23 元, 对应 11-13 年 P/E28 倍、14 倍和 10 倍, 公司目前的注入在推进中, 未来尚有再次注入预期。也就是说公司 13 年 10 倍 P/E, 加再次注入预期, 值得长期看好的投资品种。维持强烈推荐投资评级。

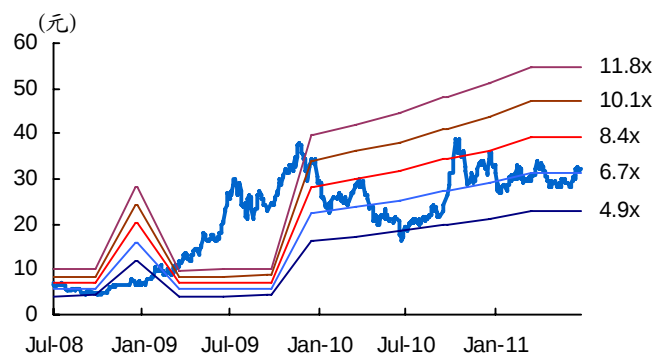
风险提示: 资产注入进展慢于预期。

图 1: 山煤国际历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 山煤国际历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	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	1808	1955	2098
应收款项	1737	1968	2877	2969	3238
其它应收款	300	767	5847	5843	6130
存货	826	2239	2438	2611	2645
其他	3490	4412	777	885	923
非流动资产	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
资产总计	14732	21656	23772	25835	28694
流动负债	7868	12575	8137	8440	8288
短期借款	2870	5468	50	50	50
应付账款	1693	1587	2570	2430	2567
预收账款	1749	1917	2879	2781	2916
其他	1557	3603	3041	3554	3179
长期负债	3296	4348	4201	3350	2800
长期借款	2018	3326	2926	2326	2026
其他	1278	1021	1275	1023	773
负债合计	11164	16922	12337	11790	11088
股本	750	750	992	992	992
资本公积金	79	79	5410	5410	5410
留存收益	1699	2416	3260	4913	7314
少数股东权益	1040	1488	2065	3375	5176
母公司所有者权益	2529	3245	9661	11314	13715
负债及权益合计	14732	21656	23772	25835	28694

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(373)	1120	1137	3733	4863
净利润	615	756	1125	2204	3201
折旧摊销	0	0	394	456	486
财务费用	0	0	466	496	446
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(1674)	(433)	(586)
其它	0	0	485	1159	1561
投资活动现金流	(1207)	(1640)	(7488)	(2004)	(1299)
资本支出	0	0	(7500)	(2000)	(1300)
其他投资	0	0	12	(4)	1
筹资活动现金流	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	(281)	(551)	(800)
其他	0	0	(213)	(747)	(696)
现金净增加额	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
营业收入	21006	38644	46771	51199	54734
营业成本	18686	35130	42610	43973	45079
营业税金及附加	84	98	172	216	251
营业费用	242	440	430	563	669
管理费用	489	670	784	1227	1580
财务费用	114	277	466	496	446
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
营业利润	1381	2003	2310	4725	6709
营业外收入	18	49	48	60	60
营业外支出	48	88	88	100	100
利润总额	1350	1963	2270	4685	6669
所得税	396	614	568	1171	1667
净利润	954	1349	1703	3513	5002
少数股东损益	339	593	577	1310	1800
母公司所有者净利润	615	756	1125	2204	3201
EPS (元)	0.82	1.01	1.13	2.22	3.23

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-2%	84%	21%	9%	7%
营业利润	36%	45%	15%	105%	42%
净利润	43%	23%	49%	96%	45%
获利能力					
毛利率	11.0%	9.1%	8.9%	14.1%	17.6%
净利率	2.9%	2.0%	2.4%	4.3%	5.8%
ROE	24.3%	23.3%	11.6%	19.5%	23.3%
ROIC	11.7%	11.4%	11.8%	21.0%	23.4%
偿债能力					
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
营运能力					
资产周转率	1.4	1.8	1.8	1.8	1.7
存货周转率	24.6	25.2	20.0	20.3	20.8
应收帐款周转率	13.4	20.9	19.3	17.5	17.6
应付帐款周转率	2.9	5.4	5.1	4.4	4.5
每股资料(元)					
每股收益	0.82	1.01	1.13	2.22	3.23
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	9.74	11.41	13.83
每股股利	0.20	1.20	0.28	0.56	0.81
估值比率					
PE	39.1	31.8	28.3	14.4	9.9
PB	9.5	7.4	3.3	2.8	2.3
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。