

2011 年 8 月 9 日

山煤国际

成长性可期

公司 2011 年上半年净利润同比增长 46% 至 5.76 亿元，折合每股收益 0.77 元。我们预计霍尔新赫煤矿的投产，以及贸易业务盈利能力的改善，将成为公司 2011 年下半年业绩增长的主要推动力。我们看好公司的成长潜力，基于 25 倍的 11 年目标市盈率，我们维持公司目标价 36.89 元，并维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2011 年上半年净利润同比增长 46%，受煤炭业务拖累，利润率小幅下降。
- 公司对煤炭贸易业务进行体制改革，预计下半年贸易业务盈利能力将有所改善。
- 公司此次拟非公开发行，募集 47 亿元，用以收购母山煤集团拥有的 7 家整合煤矿，技改完成后合计产能 870 万吨/年，权益产能 569 万吨/年，预计拟注入煤矿最早将于 2012 年下半年开始释放产能。
- 成长性优异。不考虑拟注入的 7 个煤矿，我们预计公司 2011-13 年的原煤产量年均复合增长率为 25%；考虑拟注入的 7 个煤矿，我们预计公司 2011-14 年的原煤产量年均复合增长率为 36%。

影响评级的主要风险

- 非公开发行后，公司的股本将增至 10 亿股，则公司 2011-13 年的每股收益将摊薄至 1.11、1.45 元和 1.69 元。

估值

- 基于 11 年 25 倍目标市盈率，我们维持目标价格及买入评级不变。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	21,006	38,644	50,177	59,194	70,385
变动(%)	(2)	84	30	18	19
净利润(人民币 百万)	615	756	1,107	1,451	1,694
全面摊薄每股收益(人民币)	0.820	1.008	1.476	1.935	2.259
变动(%)	43.0	22.9	46.4	31.1	16.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.532	1.981	2.348
全面摊薄市盈率(倍)	39.0	31.8	21.7	16.5	14.2
每股现金流量(人民币)	(0.50)	1.49	1.59	3.14	4.55
价格/每股现金流量(倍)	(64.4)	21.4	20.1	10.2	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.4	12.0	8.2	6.6	4.9
每股股息(人民币)	0.200	0.300	0.439	0.576	0.672
股息率(%)	0.6	0.9	1.4	1.8	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

600546.SS - 人民币 30.79

目标价格：人民币 36.89

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207060241

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(11)	(3)	8	48
相对新华富时 A50 指数(%)	(1)	8	20	58

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	750
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	5,542
3 个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%) (2011E)	71
主要股东(%)	
山西煤炭进出口集团	76

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

净利润同比增长 35.1%，利润率小幅下降

公司 2011 年上半年净归属于母公司所有者的净利润为 5.8 亿元，折合每股收益 0.77 元，同比增长 46.0%。由于之前有业绩快报，所以不存在超预期情况。

公司营业收入达到了 252 亿元，同比增长 54.7%。毛利率为 9.2%，经营利润率为 5.0%，净利率为 2.3%，比去年同期略微下降。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动(%)
营业收入	16,260	25,151	54.7
营业成本	14,736	22,834	55.0
营业税及附加	1,525	2,318	52.0
毛利润	42	72	71.0
销售费用	143	296	107.1
管理费用	296	414	40.1
财务成本	115.8	283	144.4
资产减值	-	-	-
投资收益	1.8	6.8	282.0
营业利润	930	1,259	35.4
营业外收入	37	8.8	(75.9)
营业外支出	35	34	(3.4)
税前利润	932	1,234	32.5
所得税	271	341	26.1
少数股东权益	266	317	19.0
归属于母公司的净利润	394	576	46.0
每股收益 (人民币)	0.53	0.77	46.4
毛利率(%)	9.4	9.2	
经营利润率(%)	5.7	5.0	
净利率(%)	2.4	2.3	

资料来源：公司数据，中银国际研究

煤炭主营业务收入同比增长 71%

公司煤炭业务收入同比增长 71%至 25.7 亿元，主要由于原煤产量同比增长 9.9%至 341 万吨，以及综合煤炭售价同比上升 56%至 754 元/吨。煤炭业务毛利率由去年同期的 72%大幅下降至 61%，我们认为这是因为铺龙湾煤矿吨煤盈利较低所致，公司也可能平滑了四个季度的成本。

图表 3.煤炭开采业务经营数据

	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	增幅%
原煤产量(百万吨)	3.1	3.4	9.9
吨煤售价(元/吨)	484	754	55.7
煤炭收入(百万元)	1,502	2,571	71.2
煤炭成本(百万元)	414	994	140.0
毛利率(%)	72	61	

资料来源：公司数据，中银国际研究

贸易量大幅上升，毛利率同比小幅上升

公司 2011 年上半年贸易量达到 3,950 万吨，同比增长 40.4%。贸易收入达到 214 亿元，同比增长 48.9%；贸易成本 208 亿元，上涨 48.5%，贸易业务毛利率 2.7%，同比增长 0.2 个百分点。我们认为公司贸易盈利能力下半年有望得到继续改善。

图表 4.煤炭贸易业务经营数据

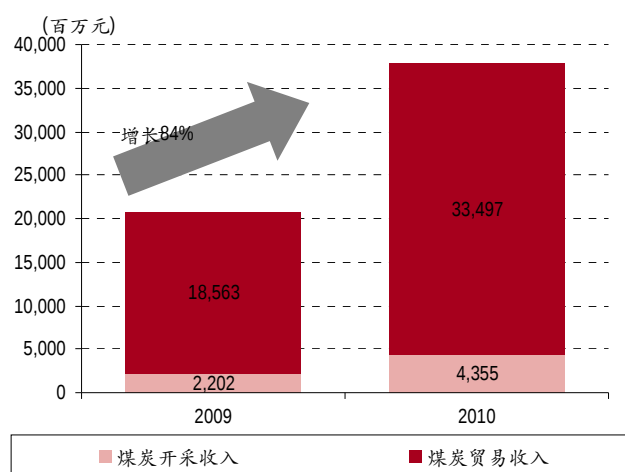
	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	增幅%
贸易收入(百万元)	14,386	21,414	48.9
贸易成本(百万元)	14,033	20,838	48.5
贸易量合计(百万吨)	28.1	39.5	40.4
煤炭贸易毛利率(%)	2.5	2.7	

资料来源：公司数据，中银国际研究

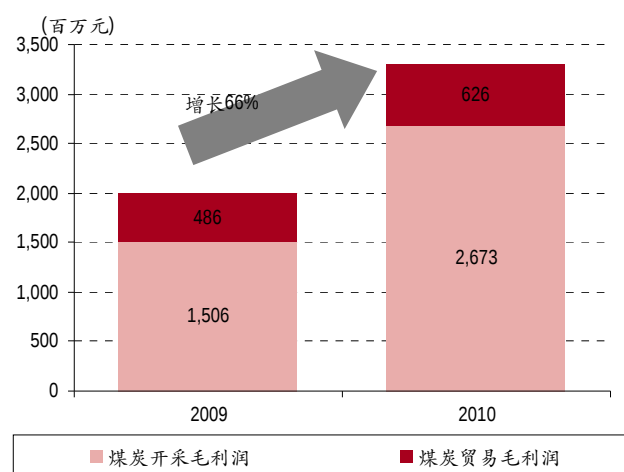
贸易业务 2011 年有望扭亏

公司对贸易业务进行体制改革，由之前各贸易子公司独立经营，转为公司统一营销，避免了子公司恶性竞争的情况。此外，由于历史遗留原因，公司上半年仍在消化之前年度的亏损，而到下半年，情况会得到较大改观。我们预计公司 2011 年的贸易业务有望扭亏，则在不考虑煤价及产量增长的情况下，公司的每股收益将同比增长 30% 或 0.31 元。

图表 5.山煤国际主营收入变化



图表 6.山煤国际毛利润变化



预计霍尔辛赫矿 2011 年贡献每股收益 0.2 元

公司现有 7 个煤矿,核定产能 1,170 万吨。我们预计持股 100% 的铺龙湾煤业将于 2011 年达产;持股 51% 的霍尔辛赫煤业于 2011 年 7 月投产。霍尔辛赫核定产能 300 万吨/年,我们预计其 2011 年贡献 130 万吨产量,按照 300 元/吨的吨煤净利假设,我们预计其 2011 年归属于母公司的净利润为 1.5 亿元,折合每股收益 0.2 元。

图表 7.山煤国际现有 7 个煤矿

	权益 %	核定产能 万吨	地点	煤种
经坊煤业	75	300	长治	贫瘦煤
庄子河煤业	51	120	长治	贫煤
镇里煤业	38	90	长治	贫煤
凌志达煤业	63	90	长治	贫煤、无烟煤
霍尔辛赫煤业	51	300	长治	贫煤, 贫瘦煤
大平煤业	35	150	长治	贫煤
铺龙湾煤业	100	120	大同	气煤
总计		1170		

资料来源:公司公告,中银国际研究

预计拟注入煤矿 2012 年下半年开始投产

公司此次拟将非公开发行募集的 47 亿元资金用于收购山煤集团拥有的 7 家整合煤矿,技改完成后合计产能 870 万吨/年,权益产能 569 万吨/年,预计拟注入煤矿最早将于 2012 年下半年开始释放产能。

考虑到技改矿盈利能力的释放需要时间,我们在 2011-12 年暂不考虑整合煤矿的利润释放。增发后,公司的股本将增加至 10 亿股,则公司 2011-13 年的每股收益将摊薄至 1.11、1.45 元和 1.69 元。

图表 8.山煤国际拟注入七个煤矿

	权益 %	产能 万吨	地点	煤种
长春兴煤业	51	240	大同	气煤、长焰煤
韩家洼煤业	51	90	大同	长焰煤
东古城煤矿	51	90	大同	长焰煤, 气煤
鑫顺煤业	65	180	晋中	贫煤、贫瘦煤
宏远煤业	65	120	晋中	贫煤
豹子沟煤矿	100	90	临汾	焦煤、肥煤
鹿台山煤业	100	60	晋城	无烟煤
总计		870		

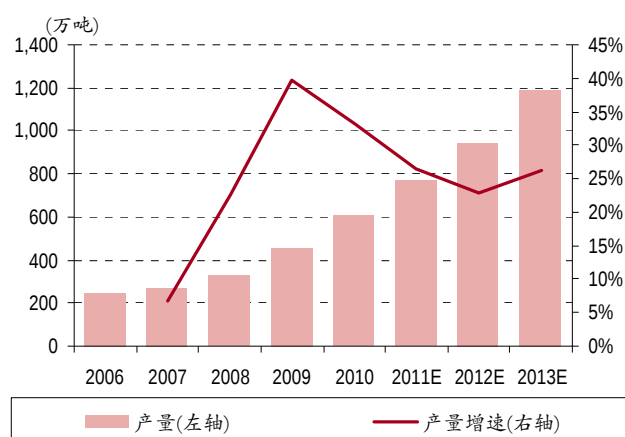
资料来源:公司公告,中银国际研究

预计公司 2010-2014 年煤炭产量复合增长率为 36%

我们认为公司 7 个拟注入煤矿将在 2012 年底逐渐投产。

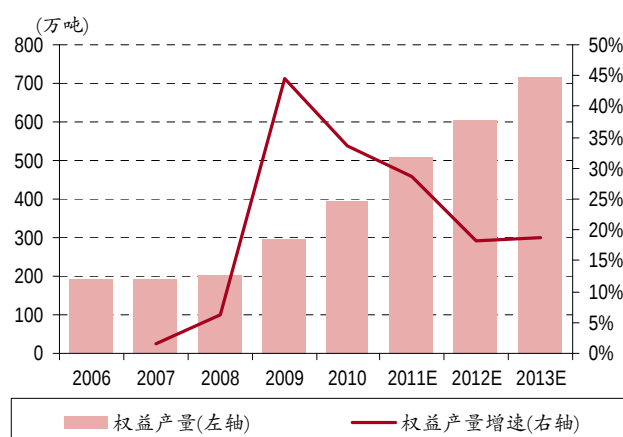
不考虑拟注入的 7 个煤矿，我们预计公司 2011-13 年的原煤产量分别为 768 万吨、943 万吨和 1,190 万吨，年均复合增长率为 25%；

图表 9. 山煤国际原煤产量及增速



资料来源：公司数据

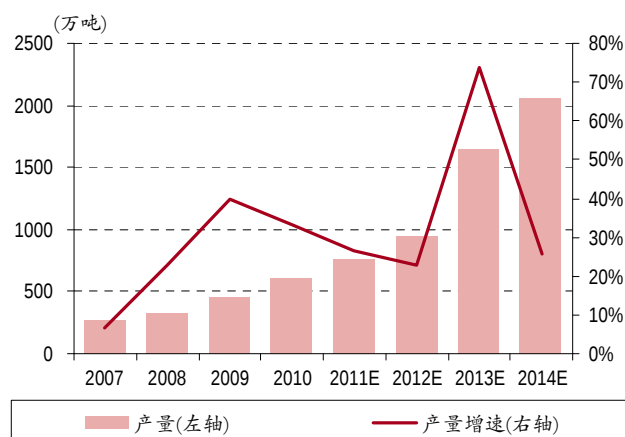
图表 10. 山煤国际原煤权益产量及增速



资料来源：公司数据

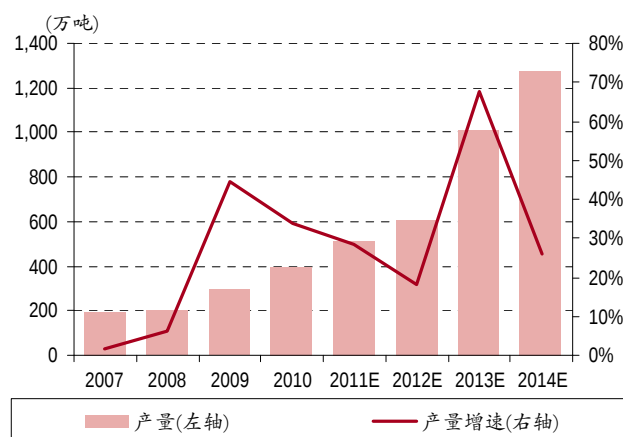
考虑拟注入的 7 个煤矿，我们预计公司 2011-14 年的原煤产量分别为 768 万吨、943 万吨、1,640 万吨和 2,060 万吨，年均复合增长率为 36%。

图表 11. 山煤国际原煤产量及增速



资料来源：公司数据

图表 12. 山煤国际原煤权益产量及增速



资料来源：公司数据

母公司可注入的煤炭资源依然较多

母公司山煤集团共有 21 个煤矿，核定产能共计 2,865 万吨：7 个已经进入上市公司，核定产能 1,170 万吨/年；7 个拟注入上市公司，核定产能 870 万吨；7 个尚在集团手中，核定产能 795 万吨/年。

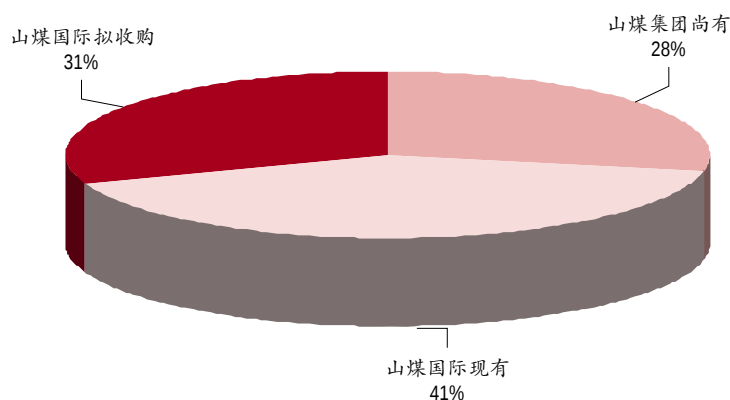
山煤集团尚有的 7 个煤矿中，有 3 个矿位于临汾，产能共计 300 万吨/年，煤种为焦煤。

图表 13. 母公司山煤集团尚有 7 个整合煤矿

	产能 万吨	地点	煤种
草垛沟煤业	60	大同	动力煤
小孩沟煤业	45	大同	动力煤
露天煤业	300	忻州	动力煤
上炭水煤业	90	忻州	动力煤
万家庄煤矿	120	临汾	焦煤
陆成煤业	90	临汾	焦煤
恒兴煤业	90	临汾	焦煤
总计	795		

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 14. 山煤国际核定产能分布



资料来源：公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	21,006	38,644	50,177	59,194	70,385
销售成本	(18,686)	(35,130)	(45,050)	(52,475)	(61,331)
经营费用	(578)	(978)	(1,334)	(1,790)	(2,167)
息税折旧前利润	1,742	2,536	3,793	4,929	6,887
折旧及摊销	(237)	(230)	(235)	(296)	(363)
经营利润(息税前利润)	1,505	2,306	3,558	4,634	6,524
净利息收入/(费用)	(114)	(277)	(400)	(500)	(600)
其他收益/(损失)	(40)	(66)	(38)	(42)	(47)
税前利润	1,350	1,963	3,120	4,091	5,877
所得税	(396)	(614)	(976)	(1,280)	(1,838)
少数股东权益	(339)	(593)	(1,037)	(1,360)	(2,344)
净利润	615	756	1,107	1,451	1,694
核心净利润	636	783	1,137	1,484	1,730
每股收益(人民币)	0.820	1.008	1.476	1.935	2.259
核心每股收益(人民币)	0.848	1.044	1.516	1.979	2.307
每股股息(人民币)	0.200	0.300	0.439	0.576	0.672
收入增长(%)	(2)	84	30	18	19
息税前利润增长(%)	16	53	54	30	41
息税折旧前利润增长(%)	19	46	50	30	40
每股收益增长(%)	43	23	46	31	17
核心每股收益增长(%)	44	23	45	31	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,350	1,963	3,120	4,091	5,877
折旧与摊销	237	230	235	296	363
净利息费用	114	277	400	500	600
运营资本变动	(1,678)	(737)	(1,584)	(1,250)	(1,588)
税金	(396)	(614)	(976)	(1,280)	(1,838)
其他经营现金流	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	(373)	1,120	1,195	2,357	3,413
购买固定资产净值	(1,198)	(1,313)	(1,040)	(1,400)	(1,400)
投资减少/增加	9	2	(18)	(18)	(18)
其他投资现金流	(17)	(330)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,207)	(1,640)	(1,058)	(1,418)	(1,418)
净增权益	39	74	0	0	0
净增债务	2,585	3,090	3,000	2,000	(1,000)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(132)	(348)	(2,730)	(2,032)	(1,104)
融资活动产生的现金流	2,493	2,817	270	(32)	(2,104)
现金变动	913	2,296	408	907	(109)
期初现金	1,017	1,930	4,226	4,634	5,542
公司自由现金流	(1,579)	(521)	138	939	1,995
权益自由现金流	880	2,048	2,808	2,507	491

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,930	4,226	4,634	5,542	5,432
应收帐款	1,737	1,968	2,556	3,015	3,585
库存	826	2,239	2,871	3,344	3,909
其他流动资产	4,662	6,619	8,442	10,521	11,014
流动资产总计	9,155	15,052	18,503	22,422	23,940
固定资产	2,928	3,983	3,698	3,994	4,015
无形资产	2,482	2,421	2,849	2,770	4,683
其他长期资产	168	200	197	197	198
长期资产总计	5,578	6,603	6,744	6,962	8,896
总资产	14,732	21,656	25,246	29,384	32,836
应付帐款	1,693	1,587	2,035	2,371	2,771
短期债务	3,445	5,723	6,255	5,255	5,255
其他流动负债	2,730	5,264	6,398	6,821	7,339
流动负债总计	7,868	12,575	14,689	14,447	15,365
长期借款	2,018	3,326	3,000	5,000	4,000
其他长期负债	1,278	1,021	1,010	1,010	1,010
股本	750	750	750	750	750
储备	1,779	2,495	3,272	4,291	5,481
股东权益	2,529	3,245	4,022	5,041	6,231
少数股东权益	1,039	1,488	2,525	3,885	6,230
总负债及权益	14,732	21,656	25,246	29,384	32,836
每股帐面价值(人民币)	3.37	4.33	5.36	6.72	8.31
每股有形资产(人民币)	0.06	1.1	1.56	3.03	2.06
每股净负债/(现金)(人民币)	4.71	6.43	6.16	6.29	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	8.3	6.6	7.6	8.3	9.8
息税前利润率	7.2	6	7.1	7.8	9.3
税前利润率	6.4	5.1	6.2	6.9	8.3
净利率	2.9	2	2.2	2.5	2.4
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.6	1.6
利息覆盖率	13.2	8.3	8.9	9.3	10.9
净权益负债率(%)	99	101.9	70.6	52.8	30.7
速动比率	1.1	1	1.1	1.3	1.3
估值(倍)					
市盈率(倍)	39	31.8	21.7	16.5	14.2
核心业务市盈率(倍)	37.7	30.7	21.1	16.2	13.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	43.5	35.3	24.3	18.6	16
市净率(倍)	9.5	7.4	6	4.8	3.9
价格/现金流(倍)	(64.4)	21.4	20.1	10.2	7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.4	12	8.2	6.6	4.9
周转率					
存货周转天数	16.7	15.9	20.7	21.6	21.6
应收帐款周转天数	30.2	18.6	18.6	18.6	18.6
应付帐款周转天数	29.4	15	14.8	14.6	14.4
回报率(%)					
股息支付率	24.4	29.8	29.8	29.8	29.8
净资产收益率	24.3	23.3	27.5	28.8	27.2
资产收益率	7.2	7.3	9.7	10.8	13.7
已运用资本收益率	16.7	16.7	22.5	24.2	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371