

山煤国际 (600546)

未来成长确定，业绩释放潜力大

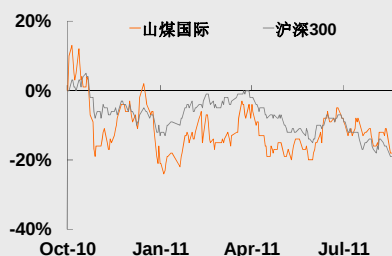
强烈推荐（维持）

现价：26.30 元

主要数据

行业	采掘业
公司网址	www.smgj.com.cn
大股东/持股	山西煤炭进出口集团 /75.90%
实际控制人/持股	山西省国资委/75.9%
总股本(百万股)	750
流通 A 股(百万股)	180.7
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	249.38
流通 A 股市值(亿元)	416.33
每股净资产(元)	60.08
资产负债率(%)	78.14

行情走势图



相关研究报告

年报点评-山煤国际（600546）110303：成长优势突出，整体上市已启航（推荐）

证券分析师

张顺 S1150209110154
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：公司发布公告，预计 2011 年前三季度归属于母公司所有者的净利润为 10.33 亿元，同比增长约 74%，对应每股收益为 1.38 元，业绩显著好于市场预期。

平安观点：

- **业绩大幅增长的主要原因在于公司下属铺龙湾煤业和霍尔辛赫煤业的建成投产。**这两座煤矿的投产贡献公司 2011 年煤炭增量，预计全年煤炭产量为 810 万吨，同比增长 33.9%，权益煤炭产量为 513.7 万吨，同比增长 32.9%，其中霍尔辛赫矿煤炭产量为 160 万吨，铺龙湾矿煤炭产量为 100 万吨。
- **公司定向增发即将推进，释放业绩动力强亦符合预期。**已于 9 月 21 日获得证监会核准通过。经修正后的增发方案为：非公开发行价格不低于 22.76 元/股，发行股票数量调整为不超过 24,165 万股，募集资金约 50 亿元。最近市场走势较弱，前期煤炭股大幅调整，使得整体估值下移，目前公司股价仅较增发价格高出 15%，这也给增发带来一定不确定性。
- **相关煤矿增发注入后，公司未来成长空间将进一步提升。**增发方案涉及 7 座矿井，产能为 870 万吨，在原来的基础上翻一倍，将为未来公司成长提供空间。公司最大的不确定性在于煤炭贸易方面，收入占比 90%以上，但并不盈利。随着公司未来“大物流”战略的推进，经营逐步向好的方向发展，但未来盈利状况仍待观察。
- **盈利预测及评级：暂不考虑增发摊薄，上调 2011 年、2012 年盈利预测为 1.726 元、2.36 元，分别上调 0.35 元、0.16 元，对应估值为 15 倍、11 倍，（预计 2012 年业绩（增发摊薄后）EPS 为 2.15 元，将延续高成长。）**公司是煤炭行业中为数不多的成长股之一，且负担轻，释放业绩潜力较强，估值未充分反映成长性，仍维持“强烈推荐”评级，6 个月目标价 35 元。
- **风险提示：宏观经济增速显著低于预期**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	21,006.3	38,644.2	45,610.5	49,369.3	51,596.9
YoY(%)		84.0%	18.0%	8.2%	4.5%
净利润(百万元)	614.9	755.8	1294.4	1773.4	1980.9
YoY(%)		22.9%	71.3%	37.0%	11.7%
毛利率(%)	11.0%	9.1%	11.1%	12.8%	13.2%
净利率(%)	2.9%	2.0%	2.8%	3.6%	3.8%
ROE(%)	17.2%	16.0%	19.2%	18.9%	16.2%
EPS(摊薄/元)	0.82	1.01	1.73	2.36	2.64
P/E(倍)	31.6	25.7	15.0	11.0	9.8
P/B(倍)	5.4	4.1	2.9	2.1	1.6

图表1 公司主要煤矿状况一览

单位：万吨	权益	煤种	核定能力	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经坊煤业	75%	贫瘦煤	240		240	300	300	300
凌志达煤业	62.99%	贫煤、无烟煤	120		72	65	70	120
大平煤业	35%	贫煤	150		130	150	180	180
霍尔辛赫煤业	51%	贫煤	300		5.5	45	160	250
铺龙湾煤业	100%	气煤	120		8.5	45	100	120
整合小煤矿								
经坊庄子河煤业公司	51%	贫煤	120					60
经坊镇里煤业公司	51%	贫煤	90					50
合计			1140	326.52	456	605	810	1080
增长（%）					39.7%	32.7%	33.9%	33.3%
权益产量					282	386.4	513.7	667.2
增速（%）						37.0%	32.9%	29.9%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司拟增发收购资产状况

单位：万吨	煤种	山煤集团股权	整合后产能	保有储量
蒲县豹子沟煤矿	焦煤、肥煤	100%	90	8583
鹿台山煤矿	无烟煤	100%	60	2400
左云长春兴煤矿	气煤、无烟煤	51%	240	31119
韩家洼煤矿	长烟煤	51%	90	8494
左云东古城煤矿	长烟煤	51%	90	10168
左权鑫顺煤矿	贫煤、贫瘦煤	65%	180	3669
左权宏远煤矿	贫煤	65%	120	4991
合计			870	69424
权益			559.2	42000.3

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	9154.7	15052.3	23291.5	24759.9
现金	1930.1	4226.2	9122.1	9873.9
应收账款	1736.9	1968.3	2323.1	2514.6
其他应收款	300.3	766.8	905.1	979.7
预付账款	3490.1	4412.4	4432.6	4454.1
存货	825.8	2238.8	5182.9	5502.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产	5577.7	6603.2	7212.2	7798.4
长期投资	93.5	96.4	96.4	96.4
固定资产	1275.2	1612.7	3013.1	4033.6
无形资产	2482.1	2420.5	2305.8	2187.8
其他非流动资产	22.5	16.9	20.4	22.2
资产总计	14732.4	21655.5	30503.7	32558.3
流动负债	7868.2	12574.6	18425.5	17026.5
短期借款	2870.0	5468.0	6206.3	3412.0
应付账款	1692.8	1587.0	5673.1	6023.3
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债	3296.2	4347.7	5351.0	6152.8
长期借款	3326.3	4326.3	5126.3	5626.3
其他非流动负债	2.8	11.2	14.5	16.3
负债合计	11164.4	16922.3	23776.5	23179.3
少数股东 权益	1039.5	1488.3	2412.9	3679.6
股本	750.0	750.0	750.0	750.0
资本公积	79.5	79.2	79.2	79.2
留存收益	1565.6	2171.9	3241.3	4626.4
归属母公司股东权益	2528.5	3244.9	4314.3	5699.4
负债和股东权益	14732.4	21655.5	30503.7	32558.3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	-372.6	1119.6	4912.6	4656.2
净利润	954.1	1349.0	2219.0	3040.2
折旧摊销	241.0	238.1	396.6	465.7
财务费用	15.7	283.3	480.0	471.8
投资损失	-5.4	-5.0	0.0	0.0
营运资金变动	-2526.9	-1174.5	1769.3	678.7
其他经营现金流	9.5	4.3	0.5	0.0
投资活动现金流	-1206.7	-1640.4	-1050.0	-1050.0
资本支出	-2709.9	-1055.0	-1050.0	-1050.0
长期投资	5.4	5.0	0.0	0.0
其他投资现金流	1497.8	-590.4	0.0	0.0
筹资活动现金流	2492.6	2816.9	1033.3	-2854.4
短期借款	2870.0	5468.0	6206.3	3412.0
长期借款	2018.2	3326.3	4326.3	5126.3
普通股增加	450.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-147.5	-0.3	0.0	0.0
其他筹资现金流	-2698.1	-5977.0	-9499.3	-11392.6
现金净增加额	913.4	2296.1	4895.9	751.8

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	21006.3	38644.2	45610.5	49369.3
营业成本	18685.8	35130.1	40527.8	43029.1
营业税金及附加	83.9	98.1	136.8	148.1
营业费用	242.1	439.9	592.9	641.8
管理费用	489.5	670.1	790.9	856.1
财务费用	114.3	277.1	480.0	471.8
资产减值损失	15.5	31.5	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	5.4	5.4	0.0	0.0
营业利润	1380.6	2002.7	3081.9	4222.4
营业外收入	17.9	48.6	0.0	0.0
营业外支出	48.1	88.1	0.0	0.0
利润总额	1350.3	1963.2	3081.9	4222.4
所得税	396.2	614.2	862.9	1182.3
净利润	954.1	1349.0	2219.0	3040.2
少数股东损益	339.2	593.3	924.6	1266.7
归属母公司净利润	614.9	755.8	1294.4	1773.4
EBITDA	1746.0	2544.0	3958.6	5159.9
EPS (元)	0.82	1.01	1.73	2.36

主要财务比率				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入		84.0%	18.0%	8.2%
营业利润		45.1%	53.9%	37.0%
归属母公司股东权益		28.3%	33.0%	32.1%
获利能力				
毛利率(%)	6.7%	11.0%	9.1%	11.1%
净利率(%)	0.1%	2.9%	2.0%	2.8%
ROE(%)	0.6%	17.2%	16.0%	19.2%
ROIC(%)	2.3%	10.3%	10.7%	13.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.8%	78.1%	77.9%	71.2%
净负债比率(%)	82.9%	96.5%	21.0%	-14.2%
流动比率	116.4%	119.7%	126.4%	145.4%
速动比率	105.9%	101.9%	98.3%	113.1%
营运能力				
总资产周转率	2.6	2.1	1.7	1.6
应收账款周转率	18.4	20.9	21.3	20.4
应付账款周转率	16.4	21.4	11.2	7.4
每股指标(元)				
每股收益	0.82	1.01	1.73	2.36
每股经营现金流	-0.5	1.5	6.6	6.2
每股净资产	2.1	4.8	6.3	9.0
估值比率				
P/E	31.6	25.7	15.0	11.0
P/B	5.4	4.1	2.9	2.1
EV/EBITDA	13.7	10.1	5.9	4.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257