

分析师: 李晶
 执业证书编号: S0050510120015
 Tel: 010-59355904
 Email: lijing@chinans.com.cn
 地址: 北京市金融大街5号新
 盛大厦7层(100140)



山煤国际(600546.SH)

煤矿整合进度领先 资产注入保证高成长

投资要点

- 1、2011年公司煤炭产量预计750万吨。霍尔辛赫煤矿和铺龙湾矿目前正逐步达产，产量平稳增加。本部煤矿核定产能1170万吨，预计2011年产量750万吨。
- 2、煤矿注入空间大，整合煤矿进展顺利，进度在山西地区居领先地位。拟注入的7个煤矿合计产能为870万吨，预计2013-2014年逐步达产。整合煤矿建设进展顺利，进度在山西地区领先。集团公司还有7个煤矿合计产能800多万吨，计划在本次资产注入完成后的5年内再次启动资产注入。
- 3、太行海运公司运力近60万吨。公司共有10条船，较原计划增加4条船，新增运力19万吨，走长江内河运输，有效弥补海运进江运力的不足。
- 4、未来亮点是供应链优势。公司发展煤炭贸易业务，建设配煤中心，发展自己的海运轮队，未来将打通煤炭全供应链。
- 5、公司是煤炭板块成长性最为突出和确定的公司之一。公司本身煤炭产能基数低，随着本部技改矿（2012、2013年贡献增量）及拟注入煤矿（2013-2014年贡献增量），预计公司2015年煤炭产量较2010年增长2.5倍，权益产量增长2.2倍，持续的高成长性在行业内尤为突出。
- 6、看好公司的高盈利能力、持续的确定的高成长性。不考虑资产注入对股本的摊薄，小幅提高盈利预测，预计2011-2013年EPS为1.86、2.37、3.20元/股，考虑资产注入的盈利增长和股本摊薄，则2011-2013年EPS为1.41、1.80、2.90元/股，维持“买入”评级，提高目标价至39元。注意煤价波动风险、技改煤矿进度存在不确定性、大盘系统性风险。

采掘

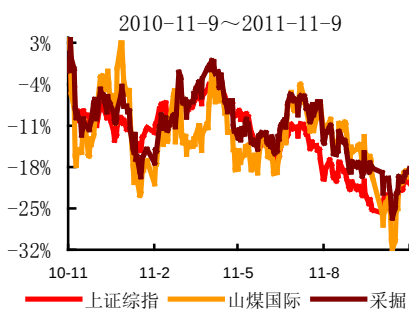
投资评级

本次评级:	买入
跟踪评级:	维持
目标价格:	39

市场数据

市价(元)	28.17
上市的流通A股(亿股)	1.81
总股本(亿股)	7.50
52周股价最高最低(元)	23.27-38.12
上证指数/深证成指	2503.84/10541.10
2010年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

《整合矿进度领先 资产注入保证高成长》
 2011-11-03
 《煤炭成本超预期增长 贸易业务盈利改善
 高成长可期》 2011-08-05

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	38644.18	52073.26	58640.89	65104.12
增长率(%)	83.96	34.75	12.61	11.02
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	755.77	1394.88	1780.91	2398.36
增长率(%)	22.91	84.56	27.67	34.67
毛利率(%)	9.09	9.23	10.12	11.42
净资产收益率(%)	23.29	31.59	30.24	30.38
EPS(元)	1.01	1.86	2.37	3.20
P/E(倍)	27.96	15.15	11.86	8.81
P/B(倍)	6.51	4.79	3.59	2.68

来源: 公司年报、民族证券

问：本部煤矿情况？

答：长治经坊煤业产能 240 万吨，2010 年实际产量达到 310 万吨。

长治经坊庄子河、长治经坊镇里两个矿均为技改矿，产能分别为 120 万吨、90 万吨，预计 2012 年投产，2013 年达产。

凌志达煤矿位于长子县，产能 150 万吨，预计 2011 年底技改完成，2012 年达产。

大平矿产能 150 万吨。

霍尔辛赫煤矿位于长子县，设计产能 300 万吨。

铺龙湾矿产能 120 万吨。

两矿 2010 年 10 月联合试运转，目前处于逐步达产期。本部煤矿规划产能 1210 万吨，2011 年产量预计 700 万吨。

上半年凌志达矿工作面搬迁，预计全年产量 20 多万吨。

霍尔辛赫矿目前有一个工作面，2012 年将新增一个工作面，产量将明显增加。上半年霍矿产量 69 万吨，预计 2012 年达产 300 万吨。

除铺龙湾矿位于山西北部左云地区，所产煤炭发热量 4000 大卡/千克，相对较低，其他煤矿均在长治地区，主产半无烟煤，发热量高，售价高。

预计 2011 年公司煤炭产量为 750 万吨左右。

问：煤矿注入情况？

答：拟注入的 7 个煤矿合计产能 870 万吨，预计 2013 年释放大部分产能，2014 年达产。公司整合煤矿进展顺利，进度在山西地区居领先地位。

集团公司还有 7 个煤矿合计产能 800 多万吨，目前在开工建设初期，有几个矿已经成熟，具备注入条件，集团公司计划在本次资产注入完成后的 5 年内再次启动资产注入，将剩余煤矿注入上市公司。

问：当前煤价情况？

长治经坊矿目前不含税价为 800 元/吨左右，霍尔辛赫矿不含税价 700 元/吨左右。

问：太行海运公司运力情况？

公司共有 10 条船，较原计划增加 4 条船。其中原有 6 条船合计运力 40.1 万吨（ $7.5 \times 5 + 2.6$ ），新增 4 条船运力合计 19 万吨（ 4.75×4 ），为小船，走长江内河运输，开辟长江航线运输业务，弥补海进江的运力不足。太行海运公司运力合计近 60 万吨。

问：公司未来亮点？

公司发展煤炭贸易业务，建设配煤中心，发展自己的海运轮队，公司将打通煤炭全供应链，这是其他公司不具有的优势。

问：煤炭贸易业务盈利状况？

答：盈利水平较低，但是本部财务费用全进煤炭贸易业务板块，这给公司减轻了相当大的负担。

我们的判断：

公司本身煤炭产能基数低，随着本部技改矿（2012、2013 年贡献增量）及拟注入煤矿（2013-2014 年贡献增量），预计公司 2015 年煤炭产量较 2010 年增长 2.5 倍，权益产量增长 2.2 倍，持续的高成长性在行业内尤为突出。

另外，公司整合煤矿质地较好，产权关系理顺完全，整合技改进度快，这是其他公司无法比拟的。

公司煤质好，盈利能力强，毛利率居行业前列，煤炭产品现货销售，受益煤价上涨大趋势。

我们看好公司的高盈利能力和持续的确定的高成长性，认为公司是煤炭板块成长性最为突出和确定的公司。

表 1：山煤国际煤炭产量预测（假设 2012 年公司完成资产注入，2013 年注入煤矿部分投产）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
本部煤炭产量	456	607	750	950	1240	1240	1240
同比	38.18%	33.11%	23.56%	26.67%	30.53%	0.00%	0.00%
本部煤炭权益产量	283	398	517	608	709	709	709
同比		40.49%	29.87%	17.69%	16.69%	0.00%	0.00%
考虑注入资产后煤炭产量				950	1740	2110	2110
同比				26.67%	83.16%	21.26%	0.00%
考虑注入资产后煤炭权益产量				608	1025	1269	1269
同比				17.69%	68.65%	23.73%	0.00%

数据来源：公司公告 民族证券

不考虑资产注入对股本的摊薄，假设 2012 年公司煤价上涨 5%，预计 2011-2013 年 EPS 为 1.86、2.37、3.20 元/股，考虑资产注入的盈利增长和股本摊薄，则 2011-2013 年 EPS 为 1.41、1.80、2.90 元/股。看好公司盈利能力和高成长性，维持“买入”评级，提高目标价至 39 元。风险提示：煤价波动风险、技改煤矿进度存在不确定性、大盘系统性风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15,052	23,916	28,316	33,419
现金	4,226	7,434	9,783	12,890
应收账款	3,408	6,770	7,623	8,464
其它应收款	767	1,427	1,607	1,784
预付账款	4,412	5,707	6,426	7,135
存货	2,239	2,580	2,877	3,147
其他	0	0	0	1
非流动资产	6,603	8,012	9,010	9,992
长期投资	96	96	96	96
固定资产	4,038	5,207	5,864	6,510
无形资产	2,421	2,604	2,932	3,255
其他	48	104	117	130
资产总计	21,656	31,928	37,326	43,412
流动负债	12,575	18,547	20,773	22,876
短期借款	5,468	7,811	8,796	9,766
应付账款	2,787	3,870	4,315	4,721
其他	4,320	6,866	7,661	8,389
非流动负债	4,348	6,822	7,682	8,529
长期借款	3,326	4,687	5,278	5,859
其他	1,021	2,135	2,404	2,669
负债合计	16,922	25,369	28,455	31,405
少数股东权益	1,488	2,145	2,983	4,111
股本	750	750	750	750
资本公积金	79	79	79	79
留存收益	2,172	3,009	4,077	5,516
归属母公司股东权益	3,245	4,415	5,889	7,896
负债和股东权益	21,656	31,928	37,326	43,412

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	844	486	2,483	3,421
净利润	756	1,395	1,781	2,398
折旧摊销	238	182	205	228
财务费用	277	469	528	586
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-1,040	-2,188	-862	-914
其它	618	629	832	1,122
投资活动现金流	-1,091	-1,534	-1,190	-1,197
资本支出	-1,097	-1,534	-1,190	-1,197
长期投资	6	0	0	0
其他	1	2	3	4
筹资活动现金流	1,932	4,256	1,057	884
短期借款	2,598	2,343	985	969
长期借款	1,308	1,360	591	582
普通股增加	-190	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1,784	552	-519	-668
现金净增加额	1,685	3,208	2,349	3,107

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	38,644	52,073	58,641	65,104
营业成本	35,130	47,264	52,708	57,668
营业税金及附加	98	156	176	195
营业费用	440	593	762	846
管理费用	670	781	880	977
财务费用	277	469	528	586
资产减值损失	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	2,003	2,810	3,588	4,832
营业外收入	49	0	0	0
营业外支出	88	0	0	0
利润总额	1,963	2,810	3,588	4,832
所得税	614	759	969	1,305
净利润	1,349	2,051	2,619	3,527
少数股东损益	593	656	838	1,129
归属母公司净利润	756	1,395	1,781	2,398
EBITDA	2,544	3,461	4,321	5,645
EPS（元）	1.01	1.86	2.37	3.20

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	83.96%	34.75%	12.61%	11.02%
营业利润	45.06%	40.31%	27.67%	34.67%
归属母公司净利润	22.92%	84.56%	27.67%	34.67%
获利能力				
毛利率	9.09%	9.23%	10.12%	11.42%
净利率	1.96%	2.68%	3.04%	3.68%
ROE	23.29%	31.59%	30.24%	30.38%
ROIC	5.12%	6.49%	6.93%	7.81%
偿债能力				
资产负债率	78.14%	79.46%	76.23%	72.34%
净负债比率	46.40%	46.97%	45.25%	43.19%
流动比率	1.20	1.29	1.36	1.46
速动比率	1.02	1.15	1.22	1.32
营运能力				
总资产周转率	1.78	1.63	1.57	1.50
应收帐款周转率	11.34	7.69	7.69	7.69
应付帐款周转率	29.15	30.00	30.00	30.00
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.86	2.37	3.20
每股经营现金	1.12	0.65	3.31	4.56
每股净资产	4.33	5.89	7.85	10.53
估值比率				
P/E	27.95	15.15	11.86	8.81
P/B	6.51	4.79	3.59	2.68
EV/EBITDA	12.84	11.06	9.49	7.79

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn