

山煤国际(600546)

公司研究/简评报告

看好霍尔辛赫业绩释放，关注后续资产注入

—子公司受让高平康瀛点评

民生精品---简评报告/煤炭行业

2011年12月11日

一、事件概述

2011年12月9日，公司发布子公司对外投资公告，全资子公司山煤国际能源集团晋城有限公司受让公司控股股东山西煤炭进出口集团有限公司持有的高平康瀛55%的股权。标的股权的交易价格参考北京国友大正资产评估有限公司出具的评估报告最终确定为630.14万元。

二、分析与判断

➤ 高平康瀛概况

高平康瀛原为公司控股股东山煤集团持有55%股权的下属子公司，经营范围为通过铁路（南陈铺站康营铁路专用线）发运出口煤及内销煤炭，组织煤炭货源；煤炭加工转化。在2009年公司重大资产重组时，因高平康瀛在土地、资产权属方面存在瑕疵，不具备注入上市公司的条件。为避免同业竞争，控股股东将其股权托管给公司下属的晋城公司。公司10年主营业务收入4.18亿元，利润总额38.15万元；11年1-2月份主营收入6.17亿元，利润总额0.16万元。

➤ 本次交易对公司业绩影响较小，集团资产注入工作稳步推进

从10年盈利状况看，高平康瀛10年利润总额38.15万元，子公司受让55%股权后对公司业绩影响极为有限。在公司刚刚完成非公开发行收购集团整合的7座煤矿之后，进一步解决了公司与集团之间的同业竞争，表明集团资产注入工作还将稳步推进。

非公开发行收购集团的7座煤矿合计权益产能559.2万吨，权益资源量4.2亿吨，预计12年下半年开始释放产量，13年以后逐步达产。此外，集团在临汾、大同地区等地区整合了大量优质煤矿，合计产能近1000万吨，储量10亿吨左右，未来在条件成熟后也有望注入上市公司。

➤ 短期看好霍尔辛赫的业绩释放

11~12年，公司霍尔辛赫和铺龙湾煤矿正式进入产能释放期，预计11年产量分别为130万吨和100万吨，12年分别达到300万吨和120万吨的设计产能。其中霍尔辛赫凭借煤种优势吨煤净利将与经坊煤业相当，预计2011年净利润将达到3个多亿，2012年随着煤矿达产净利润有望达到10亿元左右。分别占公司2011年、2012煤炭业务净利润的16%和32%。

三、盈利预测与投资建议

不考虑后续资产注入，预计公司2011—2013年每股收益分别为1.36元、2.12元和2.49元，对应2011—2013年PE分别为18倍、11倍和10倍，鉴于公司未来产能的高增长以及集团后续资产注入的预期，给予“强烈推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	38,644	47,179	50,277	53,472
增长率(%)	83.96%	22.09%	6.57%	6.36%
归属母公司股东净利润(百万元)	756	1343	2101	2471
增长率(%)	22.91%	77.69%	56.45%	17.60%
每股收益(元)	0.76	1.35	2.12	2.49
PE	31.69	17.83	11.40	9.69
PB	7.38	5.32	3.71	2.73

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

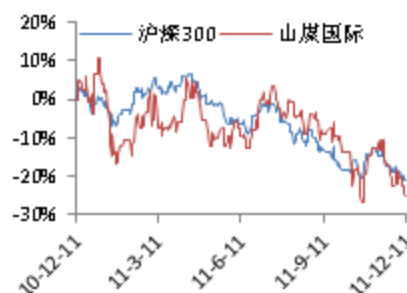
维持评级

合理估值： 32元

交易数据(2011-12-11)

收盘价(元)	24.160
近12个月最高/最低	35.69/23.57
总股本(百万股)	991.23
流通股本(百万股)	180.73
流通股比例%	18.23
总市值(亿元)	239.48
流通市值(亿元)	43.67

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：林红垒

执业证书编号：S0100511060003

电话：(8610)8512 7892

Email: linhonglei@mszq.com

联系人：陶贻功

电话：(8610)8512 7892

Email: taoyigong@mszq.com

相关研究

1、《山煤国际—霍尔辛赫业绩释放，十二五产能增4倍》20110817

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	38644	47179	50277	53472
减：营业成本	35130	42134	43637	46007
营业税金及附加	98	120	128	136
销售费用	440	537	572	609
管理费用	670	818	872	927
财务费用	277	596	441	352
资产减值损失	32	0	0	0
加：投资收益	5	0	0	0
二、营业利润	2003	2975	4627	5442
加：营业外收支净额	(40)	0	0	0
三、利润总额	1963	2975	4627	5442
减：所得税费用	614	892	1388	1633
四、净利润	1349	2082	3239	3809
归属于母公司的利润	756	1343	2101	2471
五、基本每股收益 (元)	0.76	1.35	2.12	2.49
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	8.78	3.92	3.81	1.63
成长能力:				
营业收入同比	83.96%	22.09%	6.6%	6.36%
营业利润同比	55.17%	59.17%	38.1%	13.01%
净利润同比	41.40%	54.36%	55.5%	17.61%
营运能力:				
应收账款周转率	11.34	8.24	12.54	8.43
存货周转率	15.69	15.41	18.06	15.27
总资产周转率	1.83	2.22	2.35	1.86
盈利能力与收益质量:				
毛利率	9.09%	10.69%	13.2%	13.96%
净利率	3.49%	4.41%	6.44%	7.12%
总资产净利率 ROA	10.54%	14.91%	21.8%	18.72%
净资产收益率 ROE	23.29%	29.85%	32.5%	28.18%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.21	1.51	2.25	2.23
资产负债率	77.64%	68.37%	54.2%	53.24%
长期借款/总负债	20.24%	22.87%	28.7%	21.68%
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.35	2.12	2.49
每股经营现金流量	1.14	10.80	(3.96)	12.27
每股净资产	6.31	8.97	13.10	17.96

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3785	8741	4635	16679
应收票据	1704	2863	2004	3172
应收账款	1704	2863	2004	3172
预付账款	4412	(2264)	4489	(2143)
其他应收款	767	536	852	624
存货	2239	2734	2416	3013
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	14611	15472	16400	24517
长期股权投资	96	96	96	96
固定资产	1613	3514	3046	2577
在建工程	2370	0	0	0
无形资产	2421	2149	1877	1605
其他非流动资产	17	17	17	17
非流动资产合计	6,555	5,796	5,036	4,296
资产总计	21,167	21,268	21,436	28,813
短期借款	5,468	0	0	0
应付票据	1394	2078	1517	2273
应付账款	1394	2078	1517	2273
预收账款	1917	4124	2314	4533
其他应付款	1681	1681	1681	1681
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	255	255	255	255
流动负债合计	12109	10217	7285	11016
长期借款	3326	3326	3326	3326
其他非流动负债	4325	4325	4325	4325
非流动负债合计	4325	4325	4325	4325
负债合计	16433	14541	11610	15341
股本	750	750	750	750
资本公积	79	79	79	79
留存收益	2416	3670	5632	7939
少数股东权益	1488	2228	3366	4704
所有者权益合计	4,733	6,727	9,827	13,472
负债和股东权益合计	21,167	21,268	21,436	28,813
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	1129	10709	(3926)	12159
投资活动现金流量	(1640)	0	0	0
筹资活动现金流量	2817	(5753)	(180)	(115)
现金及等价物净增加	2305	4956	(4106)	12044

分析师与行业专家简介

林红垒，采矿工程学学士，经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2011年4月加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。