

山煤国际 (600546)

成长优势突出，整体上市已启航

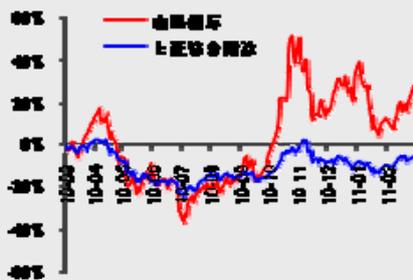
推荐 (维持)

现价: 33.25 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

研究员

张顺 S1150209110154
010-59734975
zhangshun030@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩基本符合预期

公司 2010 年报显示,实现营业收入 386.44 亿元,同比增长 83.96%;实现营业利润 20.03 亿元,同比增长 45.06%;实现归属于上市公司股东的净利润 7.56 亿元,同比增长 22.9%,每股收益 1.01 元,其中每 10 股派发现金红利 3 元(税前)。总体符合市场预期。

■ 煤炭采矿业继续轻装、高效推进,煤炭贸易增量不增利

分业务看,煤炭开采业务是业绩增长动力,全年生产原煤 607.48 万吨,同比增加 151.48 万吨,增长 33.2%,其中,实现营业收入 43.55 亿元,同比增长 97.7%,实现营业利润 26.73 亿元,同比增长 77.5%,毛利率高达 61.4%,盈利能力位居行业一流,公司负担轻效率高的优势凸显。

煤炭贸易业务作为传统优势业务,总体盈利能力一般,规模继续维持,盈利略有下降,全年完成煤炭贸易量 6497 万吨,同比增加 50.2%,实现营业收入 335 亿元,同比增长 50.2%,营业利润 6.26 亿元,同比下降 8.83%。

■ 霍尔辛赫煤业、铺龙湾煤业成为 2011 年业绩增长点

霍尔辛赫煤业(300 万吨,51%)、铺龙湾煤业(120 万吨,100%)2010 年下半年试生产,2011 年将正式贡献有限产能,预计全年产量分别可达 150 万吨、100 万吨,预计未来两年公司煤炭产能保持 30%左右的复合增长率。

中期来看,集团整体上市是最大看点,事实上,公司已经在 2010 年通过定向增发预案(拟以 23.06 元的股价,非公开发行股票数量不超过 2.39 亿股,募集不超过 55 亿元资金,向大股东山煤集团收购煤矿资产),整体上市已在推进,未来进展值得期待。

■ 盈利预测及估值

预计 2011 年、2012 年 EPS 为 1.37 元、2.19 元,当前股价对应市盈率为 24.2 倍、15.1 倍,估值高于行业均值,考虑到公司未来的高成长,仍维持“推荐”评级,目标价 40.0 元。

■ 风险提示: 紧缩政策加强

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	21,006.3	38,644.2	37,750.8	40,993.4	42,342.7
YoY(%)	-	84.0%	-2.3%	8.6%	3.3%
净利润(百万元)	614.9	755.8	1024.3	1642.8	1838.3
YoY(%)	-	22.9%	35.5%	60.4%	11.9%
毛利率(%)	11.0%	9.1%	11.3%	14.3%	14.8%
净利率(%)	2.9%	2.0%	2.7%	4.0%	4.3%
ROE(%)	17.2%	16.0%	16.4%	18.7%	16.1%
EPS(摊薄/元)	0.82	1.01	1.37	2.19	2.45
P/E(倍)	40.2	32.7	24.2	15.1	13.5
P/B(倍)	6.9	5.2	3.9	2.8	2.2

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	40	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	150	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	770	1080
增长（%）					39.7%	32.7%	27.3%	40.3%
权益产量					282	386.4	489.7	667.2
增速（%）						37.0%	26.7%	36.2%

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	20028.3	21233.6	
现金	1930.1	4226.2	7550.2	8198.7	
应收账款	1736.9	1968.3	1922.8	2087.9	
其他应收款	300.3	766.8	749.1	813.5	
预付账款	3490.1	4412.4	4429.1	4446.7	
存货	825.8	2238.8	4279.9	4495.4	
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动资产	5577.7	6603.2	7208.3	7794.2	
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	16.4	18.1	
资产总计	14732.4	21655.5	27236.5	29027.8	
流动负债	7868.2	12574.6	15625.2	14105.9	
短期借款	2870.0	5468.0	4792.1	2182.3	
应付账款	1692.8	1587.0	4684.7	4920.6	
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动负债	3296.2	4347.7	5347.3	6148.8	
长期借款	3326.3	4326.3	5126.3	5626.3	
其他非流动负债	2.8	11.2	10.8	12.3	
负债合计	11164.4	16922.3	20972.5	20254.7	
少数股东 权益	1039.5	1488.3	2219.9	3393.4	
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	2971.1	4306.7	
归属母公司股东权益	2528.5	3244.9	4044.1	5379.7	
负债和股东权益	14732.4	21655.5	27236.5	29027.8	

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	4723.4	4228.9	
净利润	954.1	1349.0	1755.9	2816.3	
折旧摊销	241.0	238.1	396.6	465.7	
财务费用	15.7	283.3	448.5	413.4	
投资损失	-5.4	-5.0	0.0	0.0	
营运资金变动	-2526.9	-1174.5	2074.5	533.6	
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	-349.4	-2530.4	
短期借款	2870.0	5468.0	4792.1	2182.3	
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	-9467.7	-9839.0	
现金净增加额	913.4	2296.1	3323.9	648.5	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
营业收入	21006.3	38644.2	37750.8	40993.4	
营业成本	18685.8	35130.1	33466.8	35151.7	
营业税金及附加	83.9	98.1	113.3	123.0	
营业费用	242.1	439.9	528.5	573.9	
管理费用	489.5	670.1	755.0	819.9	
财务费用	114.3	277.1	448.5	413.4	
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	2438.7	3911.5	
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	2438.7	3911.5	
所得税	396.2	614.2	682.8	1095.2	
净利润	954.1	1349.0	1755.9	2816.3	
少数股东损益	339.2	593.3	731.6	1173.5	
归属母公司净利润	614.9	755.8	1024.3	1642.8	
EBITDA	1746.0	2544.0	3283.9	4790.6	
EPS (元)	0.82	1.01	1.37	2.19	

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%	-2.3%	8.6%	
营业利润		45.1%	21.8%	60.4%	
归属母公司股东权益		28.3%	24.6%	33.0%	
获利能力					
毛利率(%)	6.7%	11.0%	9.1%	11.3%	
净利率(%)	0.1%	2.9%	2.0%	2.7%	
ROE(%)	0.6%	17.2%	16.0%	16.4%	
ROIC(%)	2.3%	10.3%	10.7%	12.5%	
偿债能力					
资产负债率(%)	75.8%	78.1%	77.0%	69.8%	
净负债比率(%)	82.9%	96.5%	25.0%	-10.1%	
流动比率	116.4%	119.7%	128.2%	150.5%	
速动比率	105.9%	101.9%	100.8%	118.7%	
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.1	1.5	1.5	
应收账款周转率	18.4	20.9	19.4	20.4	
应付账款周转率	16.4	21.4	10.7	7.3	
每股指标(元)					
每股收益	0.82	1.01	1.37	2.19	
每股经营现金流	-0.5	1.5	6.3	5.6	
每股净资产	2.1	4.8	6.3	8.4	
估值比率					
P/E	40.6	33.0	24.3	15.2	
P/B	7.0	5.3	4.0	2.8	
EV/EBITDA	16.9	12.3	8.8	5.8	

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）

分析师声明及风险提示：

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。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