

强烈推荐-A (维持)

山煤国际 600546.SH

当前股价: 4.9 元
2017 年 04 月 13 日

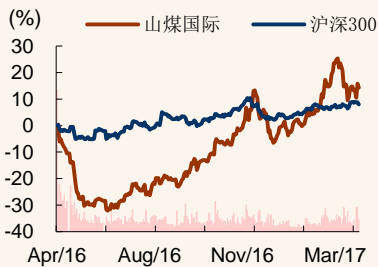
煤炭业绩有望大幅增长, 关注国改动态

基础数据

上证综指	3246
总股本(万股)	198246
已上市流通股(万股)	198246
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	97
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	83.4%
主要股东	山西煤炭进出口集团
主要股东持股比例	57.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	32	15
相对表现	-5	27	8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《*ST 山煤(600546)——扭亏为盈成功摘帽, 煤炭业务盈利可期》2017-03-31
- 2、《*ST 山煤(600546)——剥离资产轻装上阵, 煤炭业务盈利可观》2017-01-15
- 3、《*ST 山煤(600546)——剥离亏损贸易业务, 迈出扭亏保壳第一步》2016-09-09

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁

021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

公司经营稳定, 煤炭生产成本行业领先, 2017 年业绩有望大幅增长; 贸易板块严控风险, 经营效率大幅提升, 当前已经做到不亏; 预计 2017 年 EPS 为 0.35 元/股, 维持“强烈推荐-A”的评级。

- 煤炭板块: 成本行业领先, 业绩有望大幅增长。公司目前有 9 个在产矿, 2017 年 90 万吨的豹子沟预计会投产, 年产量预计在 2000 万吨左右, 煤种以动力煤为主, 有少量喷吹煤。公司煤炭完全成本不到 140 元/吨, 在井工矿中属于全国领先水平, 一方面是由于公司进入煤炭生产领域时间不长, 人员负担不重, 用工方式也比较灵活, 整个公司员工才 1.5 万人, 同时企业办社会的负担也基本没有; 二是由于公司主力矿井都是机械化大矿, 完全成本不到 100 元/吨。

2016 年公司自产煤销量 1997 万吨, 实现净利润 10.6 亿, 其中归母净利 6.4 亿; 展望 2017 年, 销量有望维持在 2000 万吨的水平, 综合售价预计在 340 元/吨, 完全成本 140 元/吨, 吨煤利润 200 元, 吨煤净利 150 元, 煤炭板块可实现净利 30 亿, 按照 60% 的权益占比来算, 公司煤炭板块可实现归母净利 18 亿。

- 贸易板块: 严控风险, 贸易整体已经不亏。公司拥有铁路运力指标和稳定的下游客户关系, 贸易煤规模长期处于行业前列, 由于前几年煤炭行业不景气, 贸易板块亏损较多。当前管理层更迭之后严控贸易风险, 整体经营效率大幅提升, 贸易板块整体已经不亏。前几年积累的一些包袱也将慢慢消化。
- 国企改革: 当前山西省政府正在大力推进国企改革, 国有上市公司资本运作的预期很强, 山西煤炭进出口集团主要的资产是河曲的一个露天矿和一些整合矿, 河曲矿已经投产, 一年大概 500 万吨的量, 盈利能力很强, 建议关注公司国改预期。
- 盈利预测及评级: 预计 2017 年 EPS 为 0.35, 维持“强烈推荐-A”评级。预计 2017 年 EPS 为 0.35 元/股, 公司无论估值还是市值都处于低位, 叠加山西国改在强力推进中, 维持“强烈推荐-A”的评级。

- 风险提示: 煤价大幅下跌。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	39595	49160	50143	52650	55283
同比增长	-37%	24%	2%	5%	5%
营业利润(百万元)	(2007)	1202	1201	1421	1546
同比增长	44%	-160%	-0%	18%	9%
净利润(百万元)	(2380)	308	700	837	916
同比增长	38%	-113%	127%	20%	9%
每股收益(元)	(1.20)	0.16	0.35	0.42	0.46
PB	2.6	2.4	2.0	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 历年煤炭产量和贸易量

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
原煤产量	607	742	1141	1330	1700	1953	2146
同比	33%	22%	54%	17%	28%	15%	10%
煤炭贸易量	6497	10900	13100	12300	10500	6644	9263
同比	50%	68%	20%	-6%	-15%	-38%	39%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司煤矿情况

单位:万吨	权益	煤种	保有储量	可采储量	核定能力	2012	2013	2014	2015	2016
长治县经坊煤业	75%	贫瘦煤	47789	30445	300	339	276	291	278	263
经坊庄子河煤业	51%	贫煤	5918	4969	120	0	0	0	0	0
经坊镇里煤业	51%	贫煤	1908	1175	90	0	0	0	0	0
长治县凌志达煤业	63%	贫煤、无烟煤	11045	5854	150	151	151	150	155	176
襄垣大平煤业	35%	贫煤	7674	2716	150	163	153	153	130	110
长治长子县霍尔辛赫煤业	63%	贫煤	52706	19687	300	333	390	400	408	422
朔州应县铺龙湾煤业	100%	气煤	10829	4858	120	156	183	261	291	183
晋城沁水鹿台山煤业	100%	无烟煤	2409	1426	60	0	20	25	15	59
临汾蒲县豹子沟煤业	100%	1/3 焦煤、焦	8673	5277	90	0	0	0	0	0
大同左云长春兴煤业	51%	气煤、长焰煤	36020	21820	240	0	100	400	515	626
大同左云韩家洼煤业	51%	长焰煤、气煤	8819	4268	90	0	0	0	81	150
大同左云东古城煤业	51%	长焰煤、气煤	8150	2263	90	0	0	0	0	0
晋中左权宏远煤业	65%	贫煤	4273	2564	120	0	30	20	80	30
晋中左权鑫顺煤业	65%	贫煤、贫瘦煤	2793	2242	180	0	27	0	0	0
合计			209005	109562	2100	1142	1330	1700	1953	2019
权益量			135212	71368	1321	772	892	1121	1271	1270
产量增速						54%	16%	28%	15%	3%
权益产量增速						46%	16%	26%	13%	0%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 煤炭生产板块经营数据

万元/万吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	同比
营业收入	371093	538142	685671	663144	444393	379524	587737	55%
营业成本	107589	219540	298237	383899	296527	210909	258156	22%
营业利润	263504	318602	387434	279245	147866	168615	329581	95%
毛利率	71%	59%	57%	42%	33%	44%	56%	26%
煤炭产量	607	742	1141	1330	1700	1953	2146	10%
煤炭销量	565	722	1032	1117	1214	1774	1997	13%
产销比	93%	97%	90%	84%	71%	91%	93%	2%
煤炭价格	657	745	664	594	366	214	294	38%
销售成本	191	304	289	344	244	119	129	9%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4：2016 年分煤矿经营情况

矿井名称	商品煤产量(万吨)	同比 (%)	掘进进尺(米)	同比 (%)	销售收入(亿元)	同比 (%)	煤炭售价(元/吨)	同比 (%)	净利润(万元)	同比 (%)
经坊煤业	263	5.8	10687	-15.9	10.2	16.4	487	23.4	20725	155.6
大平煤业	110	-15.4	2770	-50.0	4.2	22.9	371	38.6	12030	218.8
凌志达煤业	176	8.3	4207	-6.1	3.2	29.6	197	29.7	-232	59.5
霍尔辛赫煤业	422	19.4	10285	-47.8	17.2	38.9	396	18.9	57476	93.4
铺龙湾煤业	183	5.4	9118	-10.0	3.0	13.8	164	14.4	2064	-
宏远煤业	30	-63.0	3012	-52.0	0.9	-11.0	238	60.0	-14181	1.0
长春兴煤业	626	21.5	10285	-6.6	9.2	55.7	158	61.8	25201	651.8
韩家洼煤业	150	99.0	2351	-40.3	2.5	-	168	80.9	1647	168.8
鹿台山煤业	59	-	1964	-	1.4	-	237	-	1190	-
合计	2019	-	-	-	51.91	-	-	-	105920	-

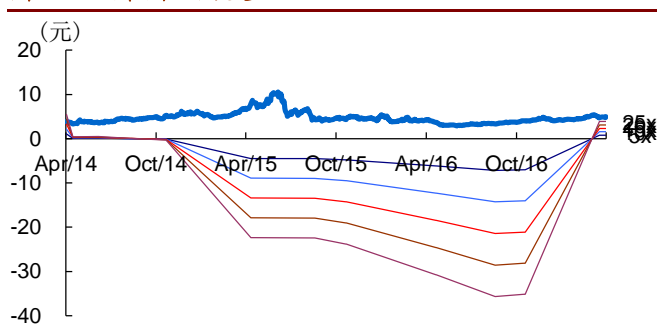
资料来源：公司公告、招商证券

表 5：山煤国际贸易业务经营情况

万元/万吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	同比
营业收入	3805214	6697253	8609251	5492528	4406726	2692656	3806053	41%
营业成本	3741481	6549048	8480263	5030761	4281461	2655590	3782726	42%
营业利润	63733	148205	128988	461767	125265	37066	23327	-37%
毛利率	1.67%	2.21%	1.50%	8.41%	2.84%	1.38%	0.61%	-56%
煤炭贸易量	6497	10900	13100	12300	10500	6644	9263	39%
贸易价格	586	614	657	447	420	405	411	1%
贸易成本	576	601	647	409	408	400	408	2%

资料来源：公司公告、招商证券

图 1：山煤国际历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：山煤国际历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	26832	21047	18733	20670	22594
现金	6261	5696	3100	4269	5374
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	800	1819	1855	1948	2046
应收款项	6606	5341	5448	5720	6006
其它应收款	4129	1840	1877	1971	2070
存货	2732	2076	2110	2210	2321
其他	6305	4274	4343	4551	4778
非流动资产	23658	23813	23435	23110	22831
长期股权投资	15	10	10	10	10
固定资产	10265	10531	10790	11037	11273
无形资产	6491	6261	5635	5071	4564
其他	6886	7011	7000	6991	6984
资产总计	50490	44860	42168	43779	45425
流动负债	37539	31346	26369	25974	25923
短期借款	18788	17701	14050	13204	12659
应付账款	3091	2375	2414	2529	2655
预收账款	2410	2095	2128	2230	2341
其他	13250	9175	7777	8011	8268
长期负债	6156	6075	6675	6675	6675
长期借款	3014	2994	3594	3594	3594
其他	3143	3082	3082	3082	3082
负债合计	43695	37422	33044	32649	32599
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积金	2245	2245	2245	2245	2245
留存收益	(487)	(208)	690	1753	2418
少数股东权益	3054	3419	4206	5150	6181
归属于母公司所有者权益	3741	4020	4917	5980	6645
负债及权益合计	50490	44860	42168	43779	45425

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	580	3911	3468	3526	3638
净利润	(2380)	308	700	837	916
折旧摊销	719	753	1134	1082	1035
财务费用	1442	1080	980	980	980
投资收益	3	(2252)	0	0	0
营运资金变动	980	3673	(133)	(316)	(325)
其它	(183)	348	788	943	1032
投资活动现金流	(817)	(430)	(756)	(756)	(756)
资本支出	(807)	(361)	(756)	(756)	(756)
其他投资	(10)	(69)	0	0	0
筹资活动现金流	1702	(3994)	(5308)	(1601)	(1777)
借款变动	2674	(4551)	(4527)	(846)	(546)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(99)	0	198	225	(251)
其他	(872)	557	(980)	(980)	(980)
现金净增加额	1466	(513)	(2596)	1169	1105

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	39595	49160	50143	52650	55283
营业成本	37230	45403	46132	48333	50749
营业税金及附加	310	518	529	555	583
营业费用	496	232	237	249	261
管理费用	1093	945	964	1013	1063
财务费用	1630	1644	980	980	980
资产减值损失	841	1466	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	2252	0	0	0
营业利润	(2007)	1202	1201	1421	1546
营业外收入	18	23	80	80	80
营业外支出	56	169	169	169	169
利润总额	(2044)	1057	1113	1332	1457
所得税	220	403	(375)	(449)	(491)
净利润	(2264)	654	1487	1781	1948
少数股东损益	116	346	788	943	1032
归属于母公司净利润	(2380)	308	700	837	916
EPS (元)	(1.20)	0.16	0.35	0.42	0.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-37%	24%	2%	5%	5%
营业利润	44%	-160%	-0%	18%	9%
净利润	38%	-113%	127%	20%	9%
获利能力					
毛利率	6.0%	7.6%	8.0%	8.2%	8.2%
净利率	-6.0%	0.6%	1.4%	1.6%	1.7%
ROE	-63.6%	7.7%	14.2%	14.0%	13.8%
ROIC	-1.3%	12.9%	10.9%	11.5%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	86.5%	83.4%	78.4%	74.6%	71.8%
净负债比率	48.9%	49.4%	41.8%	38.4%	35.8%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转率	12.7	18.9	22.0	22.4	22.4
应收帐款周转率	6.2	8.2	9.3	9.4	9.4
应付帐款周转率	8.4	16.6	19.3	19.6	19.6
每股资料 (元)					
每股收益	-1.20	0.16	0.35	0.42	0.46
每股经营现金	0.29	1.97	1.75	1.78	1.84
每股净资产	1.89	2.03	2.48	3.02	3.35
每股股利	0.00	-0.05	-0.11	0.13	0.14
估值比率					
PE	-4.1	32.0	14.1	11.8	10.8
PB	2.6	2.5	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	2167.5	286.8	58.2	58.9	58.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。