

# 山煤国际 (600546.SH)

## 16年剥离贸易业务，业绩大幅改善

**公司评级** 谨慎增持

当前价格 4.09元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-08

### 相对市场表现



分析师: 沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师: 安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

### 相关研究:

山煤国际 (600546.SH): 煤 2015-11-02

炭产销持续低迷, 三季度业绩

转亏

山煤国际 (600546.SH): 煤 2015-08-30

炭生产维持微利, 贸易业务转

型有望

山煤国际 (600546.SH): 进 2015-04-24

军“互联网+煤炭”, 15年业

绩或大幅改善

联系人: 宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

### ● 16年扭亏为盈，主营业务盈利约3.4亿元

公司2016年净利润3.1亿元，扭亏为盈（2015年亏损23.8亿元）。折合每股收益0.16元，其中单季度EPS分别为-0.03元、-0.20元、-0.03元和0.41元；17年1季度净利润0.02亿元。

16年9月，公司转让7个亏损严重的贸易公司增加非经常性损益约21亿元，公司16年底计提资产减值损失14.7亿元，公司主营业务盈利约3.4亿元，经营已经开始改善。

### ● 16年原煤产量增长10%，吨煤净利约52元

16年原煤产量2146万吨，同比增长9.9%；商品煤销量9263万吨，同比增加39.4%。根据煤炭业务收入和成本测算，吨煤收入474元，同比增长7.5%，吨煤成本436元，同比增长3.7%，实现商品煤吨煤毛利38元，同比增长83.2%。

分煤矿来看，16年公司9个主要生产矿井实现净利润10.6亿元，吨煤净利52元，15年分别为8179万元和4元，盈利大幅改善。

### ● 在建矿产能约360万吨，鑫顺矿和豹子沟矿都是焦煤

上市公司拥有煤矿13座矿井，生产矿井9座，庄子河煤矿与经坊矿相邻合并产能，3座在建煤矿，包括东古城（90万吨）、豹子沟矿（90万吨）和鑫顺矿（180万吨），其中，鑫顺矿和豹子沟矿都是焦煤。

### ● 预计17-19年EPS分别为0.25、0.17和0.19元

通过持续剥离亏损严重的贸易业务，公司产业结构不断优化。17年公司还有望受益于山西省国企改革。不过，目前公司估值较高，给予“谨慎增持”评级。

### ● 风险提示：煤价超预期下跌，电商平台推进速度较慢。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	39,594.89	49,159.76	57,947.34	55,311.07	55,311.07
增长率(%)	-37.39%	24.16%	17.88%	-4.55%	0.00%
EBITDA(百万元)	1,185.86	2,813.91	4,242.10	3,716.41	3,854.76
净利润(百万元)	-2,380.21	307.68	500.94	337.07	376.09
增长率(%)	-38.04%	112.93%	62.81%	-32.71%	11.58%
EPS(元/股)	-1.201	0.155	0.253	0.170	0.190
市盈率(P/E)		26.22	16.54	24.58	22.03
市净率(P/B)	2.35	2.01	1.90	1.81	1.71
EV/EBITDA	24.62	9.43	6.17	6.99	6.67

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 16 年扭亏为盈，主营业务盈利约 3.4 亿元

公司2016年实现归母净利润3.1亿元，扭亏为盈（2015年亏损23.8亿元）。折合每股收益0.16元，其中单季度EPS分别为-0.03元、-0.20元、-0.03元和0.41元。17年1季度净利润0.02亿元。

16年9月，公司转让7个亏损严重的贸易公司增加非经常性损益约21亿元，公司16年底计提资产减值损失14.7亿元，公司主营业务盈利约3.4亿元，经营明显改善。

表 1: 公司核心财务数据概览 (单位: 亿元)

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	395.9	491.6	79.0	134.5	160.0	118.1	24.2%	-26.2%
营业成本	372.3	454.0	73.2	131.8	153.3	95.8	22.0%	-37.5%
毛利率	6.0%	7.6%	7.3%	2.1%	4.2%	18.9%	1.7%	14.7%
管理费用	10.9	9.5	2.0	2.5	2.6	2.3	-13.5%	-9.6%
销售费用	5.0	2.3	0.7	0.6	0.6	0.4	-53.2%	-30.7%
财务费用	16.3	16.4	2.5	2.2	2.2	9.5	0.8%	322.2%
期间费用率	8.1%	5.7%	6.5%	4.0%	3.4%	10.3%	-2.4%	6.9%
营业利润	-20.1	12.0	0.0	-3.5	0.3	15.3		5407.5%
净经营现金流	5.8	39.1	0.5	1.2	6.2	31.2	573.7%	401.5%
销售商品现金/收入	81.7%	64.9%	79.7%	101.5%	71.6%	4.4%	-16.8%	-67.2%
EPS	-1.20	0.16	-0.03	-0.20	-0.03	0.41		

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 16 年原煤产量增长 10%，吨煤净利约 52 元

16年原煤产量2146万吨，同比增长9.9%；商品煤销量9263万吨，同比增加39.4%。煤炭业务收入439.4亿元，同比增长49.8%，其中，煤炭生产收入58.8亿元，同比增长54.9%，煤炭贸易收入380.6亿元，同比增长41.3%。煤炭业务毛利35.3亿元，同比增长155.4%，其中，煤炭生产毛利33.0亿元，同比增长95.5%；煤炭贸易毛利2.3亿元，同比减少37.1%。

根据煤炭业务收入和成本测算，商品煤吨煤收入474元，同比增长7.5%，商品煤吨煤成本436元，同比增长3.7%，实现商品煤吨煤毛利38元，同比增长83.2%。

分煤矿来看，16年公司9个主要生产矿井实现净利润10.6亿元，吨煤净利52元，15年分别为8179万元和4元，盈利大幅改善。其中盈利最好的霍尔辛赫矿、长春兴矿、经坊矿和大平矿分别实现净利润5.7亿元、2.5亿元、2.1亿元和1.2亿元，吨煤净利分别为136元、40元、79元和109元。

表 1: 公司产销数据概览

	2015A	2016A	2016A 同比
原煤产量 (万吨)	1953	2146	9.9%
商品煤销量 (万吨)	6644	9263	39.4%
煤炭业务收入 (亿元)	293.3	439.4	49.8%
其中: 煤炭生产	38.0	58.8	54.9%
煤炭贸易	269.3	380.6	41.3%
煤炭业务成本 (亿元)	279.5	404.1	44.6%
其中: 煤炭生产	21.1	25.8	22.4%
煤炭贸易	265.6	378.3	42.4%
煤炭业务毛利 (亿元)	13.8	35.3	155.4%
其中: 煤炭生产	16.9	33.0	95.5%
煤炭贸易	3.7	2.3	-37.1%
吨煤收入 (元)	441	474	7.5%
吨煤成本 (元)	421	436	3.7%
吨煤毛利 (元)	21	38	83.2%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 2: 公司煤矿盈利情况

矿井名称	商品煤产量 (万吨)	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
经坊矿	263	5.8%	10.21	16.4%	487	23.4%	20725	155.6%
大平矿	110	-15.4%	4.19	22.9%	371	38.6%	12030	218.8%
凌志达矿	176	8.3%	3.24	29.6%	197	29.7%	-232	59.5%
霍尔辛赫矿	422	19.4%	17.19	38.9%	396	18.9%	57476	93.4%
铺龙湾矿	183	5.4%	3.00	13.8%	164	14.4%	2064	
宏远矿	30	-63.0%	0.93	-11.0%	238	60.0%	-14181	1.0%
长春兴矿	626	21.5%	9.23	55.7%	158	61.8%	25201	651.8%
韩家洼矿	150	99.0%	2.51		168	80.9%	1647	168.8%
鹿台山矿	59		1.41		237		1190	

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

## 在建矿产能约 360 万吨，鑫顺矿和豹子沟矿都是焦煤

**煤炭业务:** 上市公司拥有煤矿 13 座矿井，生产矿井 9 座，庄子河煤矿与经坊矿相邻合并产能，3 座在建煤矿，包括东古城（90 万吨）、豹子沟矿（90 万吨）和鑫顺矿（180 万吨），其中，鑫顺矿和豹子沟矿都是焦煤。

**煤炭电商平台:** 公司和上海钢联以及山西东泰共同出资设立了一家煤炭电商平台，公司持股 40%，上海钢联以及山西东泰能源分别持股 35%、25%。公司力图通过打造电商平台进行贸易升级，从贸易企业转型为贸易服务企业。由于政府领导班子调

整，该项目前期推进较慢，预计后期有望逐步启动加速。

## 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.25、0.17 和 0.19 元

通过持续剥离亏损严重的贸易业务，公司产业结构不断优化。17年公司还有望受益于山西省国企改革。不过，目前公司估值较高，给予“谨慎增持”评级。

## 风险提示

煤价超预期下跌，电商平台推进速度较慢。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	26832	21047	22551	23706	25018
货币资金	6261	5696	6426	6767	7225
应收及预付	17658	13144	13801	14491	15216
存货	2732	2076	2180	2289	2403
其他流动资产	182	131	144	158	174
<b>非流动资产</b>	23658	23813	24178	24572	24942
长期股权投资	15	10	10	10	10
固定资产	10336	10583	11384	12192	12954
在建工程	6252	6092	6092	6092	6092
无形资产	6552	6317	5849	5400	4968
其他长期资产	502	811	843	879	918
<b>资产总计</b>	50490	44860	46729	48278	49960
<b>流动负债</b>	37539	31346	32203	33025	33898
短期借款	18788	17701	17701	17701	17701
应付及预收	15674	12059	12758	13405	14086
其他流动负债	3077	1586	1744	1919	2111
<b>非流动负债</b>	6156	6075	6183	6303	6434
长期借款	3014	2994	2994	2994	2994
应付债券	1985	1991	1991	1991	1991
其他非流动负债	1158	1090	1199	1318	1449
<b>负债合计</b>	43695	37422	38387	39328	40331
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	2245	2245	2245	2245	2245
留存收益	-728	-420	-81	148	403
归属母公司股东权	3741	4020	4359	4588	4843
少数股东权益	3054	3419	3983	4362	4786
<b>负债和股东权益</b>	50490	44860	46729	48278	49960

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	580	3911	3109	2777	2877
净利润	-2264	654	1065	717	800
折旧摊销	719	753	884	911	939
营运资金变动	-232	2206	-165	-173	-182
其它	2357	297	1325	1323	1320
<b>投资活动现金流</b>	-817	-430	-1229	-1283	-1284
资本支出	-805	-361	-1229	-1283	-1284
投资变动	0	1	0	0	0
其他	-12	-70	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1701	-3994	-1151	-1153	-1136
银行借款	21468	21554	0	0	0
债券融资	-20649	-24120	256	281	310
股权融资	1987	0	0	0	0
其他	-1105	-1428	-1407	-1435	-1445
<b>现金净增加额</b>	1464	-513	729	342	458
<b>期初现金余额</b>	3212	6261	5696	6426	6767
<b>期末现金余额</b>	4676	5747	6426	6767	7225

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-37.4	24.2	17.9	-4.5	-
营业利润增长	-43.7	159.9	18.1	-32.7	11.6
归属母公司净利润增长	-38.0	112.9	62.8	-32.7	11.6
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	6.0	7.6	9.2	9.2	9.2
净利率	-5.7	1.3	1.8	1.3	1.4
ROE	-63.6	7.7	11.5	7.3	7.8
ROIC	1.9	5.0	9.8	8.0	8.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	86.5	83.4	82.1	81.5	80.7
净负债比率	3.0	2.5	2.1	2.0	1.8
流动比率	0.71	0.67	0.70	0.72	0.74
速动比率	0.48	0.47	0.50	0.51	0.53
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.81	1.03	1.27	1.16	1.13
应收账款周转率	6.21	8.23	14.60	14.60	14.60
存货周转率	12.74	18.89	14.60	14.60	14.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.20	0.16	0.25	0.17	0.19
每股经营现金流	0.29	1.97	1.57	1.40	1.45
每股净资产	1.89	2.03	2.20	2.31	2.44
<b>估值比率</b>					
P/E	-3.7	26.2	16.5	24.6	22.0
P/B	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	24.6	9.4	6.2	7.0	6.7

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	39595	49160	57947	55311	55311
营业成本	37230	45403	52590	50210	50210
营业税金及附加	310	518	611	583	583
销售费用	496	232	274	482	427
管理费用	1093	945	1114	1230	1174
财务费用	1630	1644	1938	1850	1850
资产减值损失	841	1466	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	2252	0	0	0
<b>营业利润</b>	-2007	1202	1420	956	1066
营业外收入	18	23	0	0	0
营业外支出	56	169	0	0	0
<b>利润总额</b>	-2044	1057	1420	956	1066
所得税	220	403	355	239	267
<b>净利润</b>	-2264	654	1065	717	800
少数股东损益	116	346	564	380	424
<b>归属母公司净利润</b>	-2380	308	501	337	376
EBITDA	1186	2814	4242	3716	3855
EPS(元)	-1.20	0.16	0.25	0.17	0.19

## 广发煤炭行业研究小组

- 沈涛: 首席分析师, 对外经济贸易大学金融学硕士, 2015 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 安鹏: 首席分析师, 上海交通大学金融学硕士, 2015 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 姚遥: 研究助理, 美国普林斯顿大学工学博士, 2015 年进入广发证券发展研究中心, 2015 年煤炭行业新财富第一名(团队), 水晶球第一名(团队), 金牛第一名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。