

强烈推荐-A (维持)

山煤国际 600546.SH

当前股价: 5.61 元
2017年07月28日

煤炭业务盈利可观, 持续关注山西国改

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	198246
已上市流通股(万股)	198246
总市值(亿元)	111
流通市值(亿元)	111
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	82.8%
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	18	26	66
相对表现	17	16	51

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山煤国际(600546)一煤炭业绩有望大幅增长, 关注国改动态》2017-04-16
- 2、《*ST山煤(600546)一扭亏为盈成功摘帽, 煤炭业务盈利可期》2017-03-31
- 3、《*ST山煤(600546)一剥离资产轻装上阵, 煤炭业务盈利可观》2017-01-15

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

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

研究助理

王西典
wangxidian@cmschina.com.cn

近日我们调研了山煤国际, 公司未来三年煤炭产量预计将小幅增加, 维持在2000万吨以上, 成本水平在业内处于领先水平, 在当前煤价下煤炭业绩有望大幅增长; 贸易板块严控风险, 经营效率大幅提升, 以往欠款坏账等包袱有望在今年清理, 未来将轻装前行; 山西国改持续推进, 集团优质煤炭资产有望注入公司, 公司部分不良资产有望逐渐剥离, 国改进程反而可能走在前列。预计2017-2019年EPS为0.32、0.35、0.42元/股, 维持“强烈推荐-A”的评级。

- **在建矿井逐渐投产, 未来产量小幅增加。**公司目前有9对在产矿井, 核定产能1630万吨/年; 在建矿井4对, 其中豹子沟(90万吨/年)预计在今年投产, 镇里矿并入庄子坊矿, 鑫顺和东古城矿最快于今年年底开始试运转。公司主力矿井今年一季度停产导致产量下滑, 预计未来三年自产煤分别为2170、2290、2530万吨, 同比增速1.1%、5.5%和10.5%。
- **成本水平领先, 煤炭业务盈利可观。**公司煤炭销售成本不到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, 公司员工仅1.5万人, 也无企业办社会的负担; 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。预计未来三年公司综合售价维持在340元/吨附近, 归母净利润分别为13.9、14.2、15.4亿元, 同比增速104%、6%、11%。
- **贸易业务严控风险, 有望消化包袱轻装前行。**公司去年剥离亏损子公司后, 贸易量不降反升。管理层更迭后严控贸易风险, 经营效率大幅提升, 当前贸易业务已能覆盖财务费用, 以往的欠款坏账等有望在今年清理, 未来将轻装前行。
- **山西国改持续推进。**当前山西省政府正大力推进国企改革, 国有上市公司资本运作空间巨大, 山西煤炭进出口集团的优质煤炭资产(产能960万吨/年)有望注入公司, 而公司部分不良资产有望逐渐剥离。由于公司体量相对较小, 国改进程反而可能走在前列。
- **盈利预测及评级: 预计2017-2019年EPS分别为0.32、0.35、0.42元/股, 同比增长109%、7%、21%, 维持“强烈推荐-A”评级。**
- **风险提示: 煤价大幅上涨引发政府逆向调控过度; 国改进程低于预期**

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	53560	53929	54684
同比增长	-37%	24%	9%	1%	1%
营业利润(百万元)	(2007)	1202	1440	1537	1832
同比增长	44%	-160%	20%	7%	19%
净利润(百万元)	(2380)	308	643	690	831
同比增长	38%	-113%	109%	7%	21%
每股收益(元)	(1.20)	0.16	0.32	0.35	0.42
PB	3.0	2.8	2.3	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

► 在产产能逐渐投产，未来产量小幅增加

公司目前有 9 对在产矿井，核定产能 1630 万吨/年；在建矿井 4 对，其中豹子沟（90 万吨/年）预计在今年投产，镇里矿并入庄子坊矿，鑫顺和东古城矿最快于今年年底开始试运转。预计未来三年自产煤分别为 2170、2290、2530 万吨，同比增速 1.1%、5.5%和 10.5%。公司一季度产量较低主要原因是主力矿井因春节放假、两会、安全检查等因素停产时间较长。

表 1：公司煤矿情况

单位:万吨	煤种	权益	保有储量	可采储量	产能	权益产能	状态
长治县经坊	贫瘦喷吹	75%	47789	30445	300	225	在产
长治县凌志达	喷吹煤	63%	11045	5854	150	95	在产
襄垣大平	喷吹煤	35%	7674	2716	150	53	在产
长治霍尔辛赫	喷吹煤	63%	52706	19687	400	252	在产
朔州应县铺龙湾	动力煤	100%	10829	4858	120	120	在产
晋城沁水鹿台山	无烟	100%	2409	1426	60	60	在产
大同左云长春兴	动力煤	51%	36020	21820	240	122	在产
大同左云韩家洼	长焰/气	51%	8819	4268	90	46	在产
晋中左权宏远	贫	65%	4273	2564	120	78	在产
晋中左权鑫顺	贫/贫瘦	65%	2793	2242	180	117	在建
经坊庄子河	贫	51%	5918	4969	120	61	在建
经坊镇里	贫	51%	1908	1175	90	46	在建
临汾蒲县豹子沟	1/3 焦/焦/肥	100%	8673	5277	90	90	在建
大同左云东古城	长焰/气	51%	8150	2263	90	46	在建
在产		64%	181564	93638	1630	1050	
在建			27442	15926	570	360	
合计			209006	109564	2200	1410	

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司煤矿产量明细及预测

单位:万吨	权益	核定能力	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
长治县经坊煤业	75%	300	339	276	291	278	263	300	300	300
经坊庄子河煤业	51%	120	0	0	0	0	0	60	80	120
经坊镇里煤业	51%	90	0	0	0	0	0	0	0	0
长治县凌志达煤业	63%	150	151	151	150	155	176	150	150	150
襄垣大平煤业	35%	150	163	153	153	130	110	150	150	150
长治长子县霍尔辛赫煤业	63%	300	333	390	400	408	466	420	420	420
朔州应县铺龙湾煤业	100%	120	156	183	261	291	214	200	200	200
晋城沁水鹿台山煤业	100%	60	0	20	25	15	59	60	60	60
临汾蒲县豹子沟煤业	100%	90	0	0	0	0	0	30	60	90
大同左云长春兴煤业	51%	240	0	100	400	515	626	500	500	500
大同左云韩家洼煤业	51%	90	0	0	0	81	152	150	150	150
大同左云东古城煤业	51%	90	0	0	0	0	0	30	50	90
晋中左权宏远煤业	65%	120	0	30	20	80	80	80	80	120
晋中左权鑫顺煤业	65%	180	0	27	0	0	0	40	90	180
合计		2100	1142	1330	1700	1953	2146	2170	2290	2530
权益量		1321	772	892	1121	1271	1362	1382	1465	1620
产量增速			54%	16%	28%	15%	3%	1.1%	5.5%	10.5%
权益产量增速			46%	16%	26%	13%	0%	1.5%	6.0%	10.6%

资料来源：公司公告、招商证券

► 煤价大幅回升，成本水平领先，煤炭盈利可观

受益于煤炭行业供给侧改革和去产能政策,公司综合售价大幅回升,一季度达到 340 元/吨。今年煤价处于高位震荡态势,预计全年综合售价大致也在这个水平,同比上升约 16%。

公司去年煤炭销售成本约为 130 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,公司员工仅 1.5 万人,也无企业办社会的负担;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。今年公司销售成本有所上升,主要源于新矿的投产,但仍会控制在 140 元/吨以内。公司以往的财务负担较重,财务费用在完全成本中占比达到 10%以上。今年公司计划偿还部分贷款,财务费用会有一定程度下降,预计完全成本维持在 200 元/吨以内,与去年基本持平。

预计未来三年公司煤炭板块净利约为 21.6、22.8、25.1 亿元,按权益占比 64%、62%、61% 计算,归母净利分别为 13.9、14.2、15.4 亿元,同比增速 104%、6%、11%。

表 3: 自产煤成本分拆及预测

元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原材料	23	13	12	12	12	12
燃料及动力	9	8	8	15	15	15
职工薪酬	82	70	30	35	35	35
折旧摊销	22	17	10	20	20	20
维简及安全费用	30	35	35	24	24	24
其他	78	43	34	28	28	28
生产成本	244	186	129	134	134	134
三费及附加	59	21	94	65	65	65
完全成本	304	208	224	199	199	199

资料来源:公司公告、招商证券

表 4: 煤炭生产板块经营数据

单位: 元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
煤炭产量	1700	1953	2146	2170	2290	2530
煤炭销量	1214	1774	1997	2040	2153	2378
综合售价	366	214	294	340	340	340
生产成本	244	186	129	134	134	134
毛利	122	28	165	206	206	206
毛利率	33.3%	13.1%	56.1%	60.6%	60.6%	60.6%
完全成本	304	208	224	199	199	199
吨煤利润	62	6	70	141	141	141
所得税	16	2	18	35	35	35
吨煤净利	46	4	52	106	106	106
净利率	12.6%	1.9%	17.7%	31.1%	31.1%	31.1%
煤炭板块损益(万元)	55844	7096	103844	215709	227637	251495

资料来源:公司公告、招商证券

➤ 贸易业务严控风险,有望消化包袱轻装前行

公司去年剥离七个子公司后,经营效率大幅提升,贸易量由 15 年不到 5000 万吨大幅回升至 16 年的 7000 万吨以上。管理层更迭后严控贸易风险,不再寻求贸易量的盲目扩张,预计未来贸易量维持在 7000 万吨左右。当前贸易业务毛利率约为 2%,已能覆盖财务费用,以往的欠款坏账等有望在今年清理,未来将轻装前行。

表 5: 煤炭贸易数据

单位: 元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
煤炭贸易量 (万吨)	10500	4870	7295	7000	7000	7000
贸易价格	420	405	411	659	659	659
贸易成本	408	400	408	646	646	646
毛利	12	5	3	13	13	13
毛利率	2.8%	1.4%	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源: 公司公告、招商证券

山西国改持续推进, 公司有望走在前列

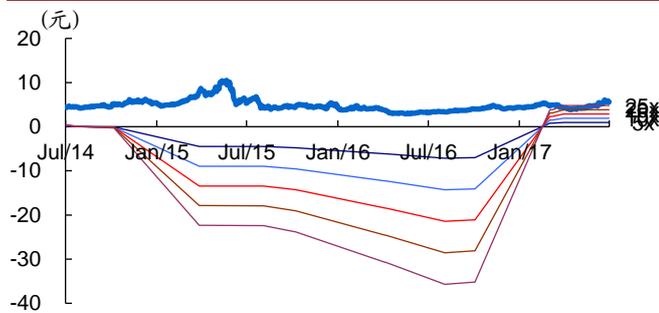
当前山西国改加速推进, 各大煤炭集团的上市公司在资本运作上存在较大空间, 有望实现煤炭优质资产的整体上市。我们对山煤集团的煤炭资产进行了梳理, 合计约有 960 万吨/年的 5 座矿井最有可能注入上市公司。由于公司体量相对较小, 国改进程反而可能走在前列。

表 6: 集团煤炭资产梳理

单位: 万吨	产能	状态
草垛沟煤	60	在产
河曲矿	500	在产
洪洞恒兴煤业	90	在建
洪洞陆成煤业	90	在建
蒲县万家庄煤业	120	在建
合计	960	

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	19740	21110	22229
现金	6261	5696	3100	4366	5285
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	800	1819	1982	1995	2023
应收款项	6606	5341	5819	5859	5941
其它应收款	4129	1840	2005	2019	2047
存货	2732	2076	2234	2246	2266
其他	6305	4274	4600	4625	4667
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	43175	44220	45060
流动负债	37539	31346	27858	27618	27366
短期借款	18788	17701	14983	14690	14349
应付账款	3091	2375	2556	2569	2592
预收账款	2410	2095	2254	2266	2286
其他	13250	9175	8066	8093	8140
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	34533	34294	34042
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积金	2245	2245	2245	2245	2245
留存收益	(487)	(208)	634	1530	2155
少数股东权益	3054	3419	3780	4168	4636
归属于母公司所有者权益	3741	4020	4861	5758	6382
负债及权益合计	50490	44860	43175	44220	45060

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	580	3911	2961	3513	3628
净利润	(2380)	308	643	690	831
折旧摊销	719	753	1134	1082	1035
财务费用	1442	1080	1405	1405	1405
投资收益	3	(2252)	0	0	0
营运资金变动	980	3673	(583)	(51)	(111)
其它	(183)	348	362	388	468
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)	(4801)	(1491)	(1953)
借款变动	2674	(4551)	(3594)	(293)	(341)
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	207	(207)
其他	(872)	557	(1405)	(1405)	(1405)
现金净增加额	1466	(513)	(2596)	1266	919

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	53560	53929	54684
营业成本	37230	45403	48846	49108	49544
营业税金及附加	310	518	565	569	577
营业费用	496	232	201	202	205
管理费用	1093	945	902	909	921
财务费用	1630	1644	1405	1405	1405
资产减值损失	841	1466	200	200	200
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	1440	1537	1832
营业外收入	18	23	0	0	0
营业外支出	56	169	100	100	100
利润总额	(2044)	1057	1340	1437	1732
所得税	220	403	335	359	433
净利润	(2264)	654	1005	1077	1299
少数股东损益	116	346	362	388	468
归属于母公司净利润	(2380)	308	643	690	831
EPS (元)	(1.20)	0.16	0.32	0.35	0.42

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-37%	24%	9%	1%	1%
营业利润	44%	-160%	20%	7%	19%
净利润	38%	-113%	109%	7%	21%
获利能力					
毛利率	6.0%	7.6%	8.8%	8.9%	9.4%
净利率	-6.0%	0.6%	1.2%	1.3%	1.5%
ROE	-63.6%	7.7%	13.2%	12.0%	13.0%
ROIC	-1.3%	12.9%	7.8%	7.8%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	86.5%	83.4%	80.0%	77.6%	75.5%
净负债比率	48.9%	49.4%	43.0%	41.3%	39.8%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
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	22.7	21.9	22.0
应收帐款周转率	6.2	8.2	9.6	9.2	9.3
应付帐款周转率	8.4	16.6	19.8	19.2	19.2
每股资料 (元)					
每股收益	-1.20	0.16	0.32	0.35	0.42
每股经营现金	0.29	1.97	1.49	1.77	1.83
每股净资产	1.89	2.03	2.45	2.90	3.22
每股股利	0.00	-0.05	-0.10	0.10	0.13
估值比率					
PE	-4.7	36.1	17.3	16.1	13.4
PB	3.0	2.8	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	2167.5	52.0	46.9	45.1	42.7

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。