

强烈推荐-A (维持)

山煤国际 600546.SH

目标估值: 8-10 元

当前股价: 5.55 元

2017 年 08 月 22 日

山西国改提速, 优质资产注入可期

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)	110
流通市值(亿元)	110
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	8	24	67
相对表现	8	15	58



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山煤国际(600546)——煤炭业务盈利可观, 持续关注山西国改》2017-07-28
- 2、《山煤国际(600546)——煤炭业绩有望大幅增长, 关注国改动态》2017-04-16
- 3、《*ST 山煤(600546)——扭亏为盈成功摘帽, 煤炭业务盈利可期》2017-03-31

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

年初以来山西国企改革风起云涌, 是全国范围内当之无愧的国改第一方阵, 山西省属各个集团都在积极影响改革号召。山煤国际作为山煤集团旗下唯一的上市平台, 有望获得集团优质煤炭资产注入。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.37/1.05/1.11 元/股, 同比分别增长 140%、180%、6%, 对应当前股价 PE 不到 6 倍, 维持“强烈推荐-A”。

- **煤炭开采成本对标神华, 盈利能力行业领先。**公司目前拥有 13 对矿井, 产能 2110 万吨, 考虑到主力矿井都做过升级改造, 实际的煤炭产量预计要做到 2600 万吨。预计 2017-2019 年商品煤产量分别为 1600 万吨、2365 万吨、2590 万吨, 同比分别增长-20.8%、48%、10%。假定秦港 Q5500 中枢在 570-600 元/吨, 估算公司自产煤综合售价大致在 359 元/吨, 由于公司历史短人员少, 负担轻, 开采成本仅 120 元/吨, 完全成本在 230 元/吨附近, 预计 2017-2019 年公司自产煤 EPS 分别为 0.42、0.69、0.76 元/股, 同比分别增长 32%、64%、10%。
- **山西国改风起, 优质资产注入可期。**山煤集团目前有五大产业板块, 除了煤炭生产贸易外, 还有山煤投资、山煤地产、山煤科技、山煤农业。仔细梳理下来, 最集团最优质的资产是河曲露天矿, 地质储量 2.6 亿吨, 煤质长焰煤, 原煤发热量为 6000 大卡。最初设计生产规模为年产 300 万吨, 后通过技改实际产能达到了 800 万吨, 目前正在通过购买置换指标的形式核增产能。目前煤价下一年可贡献 10 亿净利, 集团持股 80%, 如果通过现金收购, 则上市公司 2018 年 EPS 有望达到 1.05 元/股, 对应当前股价仅 5.5 倍 PE, 估值极具吸引力。
- **盈利预测及评级:**假设集团 5 对矿井 2018 年全年并表进入上市公司, 港口 Q5500 均价稳定在 600 元/吨, 我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.37/1.05/1.11 元/股, 同比分别增长 140%、180%、6%, 对应当前股价 PE 不到 6 倍, 维持“强烈推荐-A”。

□ **风险提示:** 国改进展低于预期, 煤价大幅下滑

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	40311	12093	12940
同比增长	-37%	24%	-18%	-70%	7%
营业利润(百万元)	(2007)	1202	1488	4398	4648
同比增长	44%	-160%	24%	195%	6%
净利润(百万元)	(2380)	308	740	2073	2192
同比增长	38%	-113%	141%	180%	6%
每股收益(元)	(1.20)	0.16	0.37	1.05	1.11
PE	-4.6	35.8	14.9	5.3	5.0
PB	2.9	2.7	2.3	1.7	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、煤炭开采成本对标神华，盈利能力行业领先	3
1、产能 2110 万吨，主产优质动力煤和喷吹煤	3
2、成本对标神华，盈利能力突出	4
3、贸易业务盈利能力较弱，公司不断处置贸易资产	7
二、山西国改风起，优质资产注入可期	10
1、集团资产梳理	10
2、方案猜想	11
三、国改破冰前行，维持强烈推荐	12

图表目录

图 1 海运市场持续低迷	6
图 2 沿海煤炭运费指数走势	6
图 3：山煤国际历史 PE Band	12
图 4：山煤国际历史 PB Band	12
表 1：矿井明细	3
表 2：上市公司人员构成	4
表 3：自产煤成本测算	4
表 4：商品煤产量预测	5
表 5：自产煤业务盈利预测	5
表 6：业绩弹性测算	6
表 7：贸易业务经营数据	7
表 8：2016 年转让的七家公司财务数据	7
表 9：华南和忻州公司财务数据	8
表 10：公司旗下贸易公司名录	8
表 11：集团煤矿明细	10
表 12：山煤资产注入 EPS 影响测算	11
附：财务预测表	14

一、煤炭开采成本对标神华，盈利能力行业领先

1、产能 2110 万吨，主产优质动力煤和喷吹煤

公司目前拥有 13 对矿井，产能 2110 万吨，资源储量 21 亿吨，可采储量 11 亿吨，其中在产矿井 9 对，产能 1630 万吨，在建矿井 4 对，产能 480 万吨。煤矿主要位于长治、大同、临汾和晋中等煤炭主产区，煤种多以贫煤和贫瘦煤为主，具有低硫、低灰、高发热量等特点，属于优质的动力煤和喷吹煤，主要往山西、山东、河南、河北等周边地区。

分区域来看，位于长治地区的经纺、凌志达、大平、霍尔辛赫都是贫瘦煤，主要洗选出喷吹煤销售，除了凌志达由于硫份高盈利稍弱外，其他三个都是公司主要盈利矿井，2016 年经纺、大平、霍尔辛赫三矿就贡献了 9 亿的净利。此外整合矿长春兴主产动力煤，2016 年商品煤产量 626 万吨，由于规模优势显著，成本仅 80 元/吨，2016 年净利 2.5 亿，也是公司的核心盈利矿井。

在建矿方面，90 万吨的豹子沟今年投产，鑫顺和东古城预计明年，庄子河今年复工建设，投产预计在 18 年之后了。

全部矿井投产之后，公司在产产能将达到 2110 万吨，其中权益占比 65%，考虑到经纺煤业、铺龙湾、霍尔辛赫、大平煤业、长春兴都做过升级改造，实际的煤炭产量预计要做到 2600 万吨。

表 1：矿井明细

单位:万吨	煤种	权益	保有储量	可采储量	产能	权益产能	状态
经坊矿	喷吹煤	75%	47789	30445	300	225	在产
凌志达	喷吹煤	63%	11045	5854	150	95	在产
大平矿	喷吹煤	35%	7674	2716	150	53	在产
霍尔辛赫	喷吹煤	63%	52706	19687	400	252	在产
铺龙湾	动力煤	100%	10829	4858	120	120	在产
鹿台山	无烟煤	100%	2409	1426	60	60	在产
长春兴	动力煤	51%	36020	21820	240	122	在产
韩家洼	动力煤	51%	8819	4268	90	46	在产
宏远矿	动力煤	65%	4273	2564	120	78	在产
在产合计		64%	181564	93638	1630	1050	
鑫顺矿	贫、贫瘦	65%	2793	2242	180	117	在建
庄子河	动力煤	51%	5918	4969	120	61	在建
豹子沟	1/3 焦煤	100%	8673	5277	90	90	在建
东古城	动力煤	51%	8150	2263	90	46	在建
在建合计		65%	25534	14751	480	314	
合计		65%	207098	108389	2110	1364	
权益量			135237	71553	1364		

资料来源：wind、招商证券

注 1：整合的 90 万吨镇里矿资源合并到庄子河矿了，不再单独列示。

注 2：长春兴核定 240 万吨，实际是按照 600 万吨建设的；铺龙湾核定产能是 120 万吨，技改之后实际产量能达到 300 万吨。

2、成本对标神华，盈利能力突出

山煤集团是七大集团里面成立最晚的一家，前身叫山西省地方煤炭对外贸易公司，专业从事煤炭贸易业务，2008 年才改制成国有独资公司，更名为现在的“山西煤炭进出口集团有限公司”，2009 年山煤集团借壳中油化建实现煤炭主业上市的时候，只有经纺、凌志达、大平三个在产矿，霍尔辛赫和铺龙湾彼时还是在建矿井，鹿台山等整合矿井都是 2010 年前后山西煤炭资源大整合的时候进入上市公司的。

山煤集团在七大集团里历史短，人员少，负担轻，整个集团才 1.6 万人（其他集团人员都在 10 万以上），上市公司 1.5 万人，同时由于矿井都较年轻，主力矿井都是后上的大型机械化设备，开采成本优势显著。

表 2：上市公司人员构成

	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31
生产	6,919		10,085	10,085	8,483	9,035
行政			1,118	1,118	3,174	3,380
技术	497		663	663	663	706
销售	397		574	574	574	611
财务	273		375	375	375	400
综合管理	1,000					
其他专业	261		810	810	1,168	1,244
员工总人数	9,347	13,658	13,625	13,625	14,437	15,376

资料来源：wind、招商证券

从历史来看，公司的煤炭生产业务一直都是盈利的，即使在煤价跌到最低的 2016 年上半年，公司煤炭生产板块仍然做到了盈利，彼时煤炭行业除了神华陕煤伊泰等极少数企业外，基本上都处于亏损状态。

从成本的角度来看，公司的煤炭开采成本对标神华，尤其是长春兴完成技改投产之后，单矿成本只有 80 元/吨，600 万吨的量，大幅降低公司整体煤炭成本，2016 年公司吨煤销售成本仅 129 元/吨，基本和神华持平，整体完全成本 224 元/吨，在全国的井工矿里成本压缩到这个位置已经是非常领先了。

表 3：自产煤成本测算

成本测算：	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016
原材料	47	37	32	23	13	12	12
燃料及动力	10	8	12	9	8	8	8
职工薪酬	124	122	120	82	70	40	30
折旧摊销	17	22	24	22	17	15	10
维简及安全费用	41	34	30	30	35	30	35
其他	65	65	126	78	43	32	34
生产成本	304	289	344	244	186	138	129
吨煤毛利	441	375	250	122	27	80	165
毛利率	59%	57%	42%	33%	13%	37%	56%
三费及附加	146	61	46	59	21	73	94
完全成本	450	350	390	304	208	210	224

资料来源：wind、招商证券

产量方面，2014-2016 年公司商品煤产量分别是 1255 万吨、1953 万吨、2019 万吨，目前公司方面正在积极争取核增产能。今年一季度，公司原煤产量 338 万吨，同比下降

21.4%，主要是受春节因素以及安全问题暂时制约，预计二季度产量也会受到一些影响，估计全年商品煤产量在 1600 万吨，下降 20.8%。考虑到在建矿的陆续投放，预计 2017-2019 年商品煤产量分别为 1600 万吨、2365 万吨、2590 万吨，同比分别增长 -20.8%、48%、10%。三年增长 28%，平均年增速 9%

预计 2017-2019 年商品煤权益产量分别为 1028 万吨、1511 万吨、1638 万吨，同比分别增长 -19%、47%、8%。三年增长 29%，平均年增速约 10%。

表 4：商品煤产量预测

单位:万吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经坊矿	291	278	263	200	300	300
凌志达	150	155	176	90	160	160
大平矿	153	130	110	100	150	150
霍尔辛赫	400	408	422	200	420	420
铺龙湾	261	291	183	180	180	180
鹿台山		15	59	60	60	60
长春兴		515	626	500	600	600
韩家洼		81	150	150	150	150
宏远矿		80	30	90	90	90
鑫顺矿					90	180
庄子河					30	120
豹子沟				30	90	90
东古城					45	90
商品煤产量	1255	1953	2019	1600	2365	2590
增速		56%	3%	-21%	48%	10%
权益产量	879	1271	1270	1028	1511	1638
权益增速		45%	0%	-19%	47%	8%

资料来源：wind、招商证券

煤价方面，公司综合售价和港口煤价走势高度一致，我们判断煤炭行业未来将呈现供需均衡略微偏紧的态势，煤价高位震荡运行，港口 Q5500 中枢预计在 570-600 元/吨，我们以此测算公司自产煤综合售价大致在 359 元/吨。2017-2019 年公司自产煤 EPS 分别为 0.42、0.69、0.76 元/股，同比分别增长 32%、64%、10%。

今年自产煤业务归母净利预计在 8 亿左右，上半年由于安全问题煤炭产量受到影响，一季度原煤产量下降了 21%，预计二季度也受到影响，在产量下降的同时人员薪酬、矿井通风通电排气抽水等费用都在，变相抬高了吨煤生产成本，导致盈利下滑；如果今年矿井不受到影响，满产满销的话，自产煤板块可以贡献约 12 亿的归母净利。

表 5：自产煤业务盈利预测

单位：万、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	742	1141	1330	1700	1953	2146	1600	2400	2650
商品煤产量				1255	1953	2019	1504	2365	2590
自产煤销量	722	1032	1117	1214	1774	1997	1504	2365	2590
综合售价	745	664	594	366	214	294	359	359	359
销售成本	304	289	344	244	186	129	145	130	130
毛利	441	375	250	122	27	165	214	229	229
三费及附加	146	61	46	59	21	94	90	100	100
完全成本	450	350	390	304	208	224	235	230	230

单位: 万、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
吨煤利润	295	314	204	63	6	71	124	129	129
吨煤净利	222	236	153	47	5	53	93	97	97
煤炭净利	159931	243375	170603	56946	8178	105920	139843	228768	250533
权益净利	95959	146025	102362	34168	4907	63552	83906	137261	150320
股本	198246	198248	198250	198252	198254	198256	198257	198258	198259
EPS	0.48	0.74	0.52	0.17	0.02	0.32	0.42	0.69	0.76

资料来源: wind、招商证券

表 6: 业绩弹性测算

秦港 Q5500	470	500	535	550	570	600	620	640	660	680
综合售价	281	299	320	329	341	359	371	383	395	407
完全成本	215	215	215	215	215	230	230	230	230	230
吨煤利润	66	84	105	114	126	129	141	153	165	177
吨煤净利	50	63	79	86	95	97	106	115	124	133
销量	2100	2100	2100	2100	2100	2100	2100	2100	2100	2100
煤炭净利	104260	132529	165510	179644	198490	203135	221981	240827	259673	278519
权益净利	62556	79517	99306	107787	119094	121881	133188	144496	155804	167112
其他净利	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000
归母净利	52556	69517	89306	97787	109094	111881	123188	134496	145804	157112
股本	198246	198246	198246	198246	198246	198246	198246	198246	198246	198246
EPS	0.27	0.35	0.45	0.49	0.55	0.56	0.62	0.68	0.74	0.79

资料来源: 招商证券单位: 元/吨、万注: 假设航运业务亏 1 亿, 贸易业务剥离。

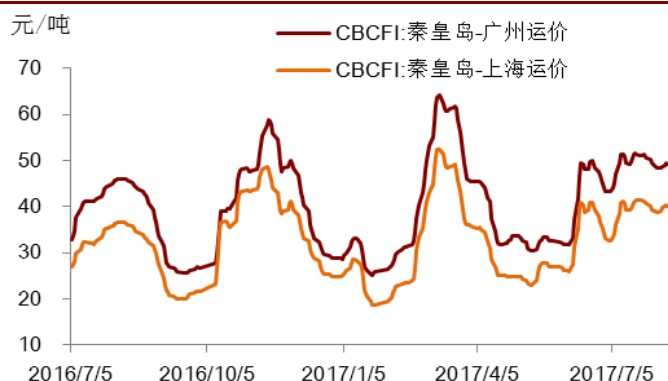
航运业务方面, 2009 年成立了太行海运有限公司, 从事国内沿海、长江中下游及珠江三角洲货船运输, 总运力达到 32 余万吨, 开通了秦皇岛、天津、日照、青岛、京唐港、连云港等出海通道, 在华东、华中、华南地区建立三大配煤中心, 形成了矿站港口配煤体系、矿站装车质量保证体系及港口卸车装船质量保证体系, 可以满足不同用户的多种煤炭品种、质量要求, 形成了占据全国主要出海口的运输体系, 增加和拓宽了企业的运输渠道。目前海运业务每年收入大约 3 亿, 由于干散货海运行业整体不景气, 海运业务出现连续亏损, 每年亏损额约 1 亿。

图 1 海运市场持续低迷



资料来源: wind、招商证券

图 2 沿海煤炭运费指数走势



资料来源: wind、招商证券

贸易业务方面, 公司最早就是从贸易业务起家的, 拥有铁路运输计划单列权, 发运能力超过 1 亿吨, 高峰时期贸易量达到 1.2 亿吨/年, 但由于风险管控不到位, 此前贸易业务出现了比较大的坏账风险, 这也导致公司 2016 年被*ST。目前公司已经在陆续剥离贸易类公司, 2016 年剥离了 7 家, 今年 5 月又公告将忻州公司和华南公司两家贸易企

业剥离给集团，应收账款也随之剥离，目前还有 14 家在正常开采贸易业务的子公司，预计后面也会慢慢处置，公司在贸易业务上做减法是有利于其长远发展的。

3、贸易业务盈利能力较弱，公司不断处置贸易资产

公司最早是从贸易业务起家的，贸易规模高峰时达到 1.3 亿吨，但近年来贸易业务盈利能力较弱，2016 年毛利率仅 0.6%，且出现了大规模的坏账风险，直接导致公司 2016 年被 ST。因此公司近年来不断在贸易业务上做减法，一方面贸易规模持续下降，2016 年只有 7266 万吨，另一方面，不断剥离贸易类子公司，处置贸易资产。

表 7：贸易业务经营数据

财务数据:万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	6156700	7657747	5118972	4406726	2653596	3806053
营业成本	6008574	7539274	5030761	4281461	2655590	3782726
毛利	148126	118473	88211	125265	(1994)	23327
毛利率	2.4%	1.5%	1.7%	2.8%	-0.1%	0.6%
贸易量	10900	13100	12300	10500	6644	7266
综合售价	565	585	416	420	399	524
销售成本	551	576	409	408	400	521

资料来源：wind、招商证券

2016 年公司以 7 元的价格将 7 家全资贸易子公司转让给了华融晋商资产管理公司，获得 22 亿的转让收益。

表 8：2016 年转让的七家公司财务数据

单位: 万元	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
大同公司	总资产	160402	158854
	负债合计	199634	200078
	股东权益合计	(39232)	(41224)
	项目	2015 年度	2016 年 1-6 月
	营业收入	152549	43910
	利润总额	(27218)	(1992)
	净利润	(27417)	(1992)
	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
	总资产	8529	7811
	负债合计	28211	28496
阳泉公司	股东权益合计	(19682)	(20684)
	项目	2015 年度	2016 年 1-6 月
	营业收入	3860	1425
	利润总额	(3226)	(1002)
	净利润	(3332)	(1002)
	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
	总资产	46100	45162
	负债合计	71109	72381
	股东权益合计	(25008)	(27219)
	项目	2015 年度	2016 年 1-6 月
朔州公司	营业收入	3472	16
	利润总额	(14914)	(2211)
	净利润	(15047)	(2211)
	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日

单位: 万元	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
	总资产	37390	23555
	负债合计	69980	59466
	股东权益合计	(32591)	(35912)
	项目	2015 年度	2016 年 1-6 月
	营业收入	137689	25907
	利润总额	(13328)	(3321)
	净利润	(13213)	(3321)
通海煤焦	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
	总资产	27882	25907
	负债合计	41489	42883
	股东权益合计	(13606)	(16976)
	项目	2015 年度	2016 年 1-6 月
	营业收入	201099	-
	利润总额	(10841)	(3370)
	净利润	(11621)	(3370)
晋鲁公司	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
	总资产	22422	22063
	负债合计	45419	46098
	股东权益合计	(22997)	(24036)
	营业收入	-	-
	利润总额	(4504)	(1038)
	净利润	(4504)	(1038)
连云港公司	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
	总资产	86885	83778
	负债合计	102673	99726
	股东权益合计	(15788)	(15949)
	项目	2015 年度	2016 年 1-6 月
	营业收入	249700	14920
	利润总额	(7415)	(160)
	净利润	(9483)	(160)

资料来源: wind、招商证券

今年 5 月, 公司又公告拟将华南公司和忻州公司两家贸易企业转让给集团旗下的子公司, 贸易资产进一步剥离, 预计未来还会进一步处置贸易资产。

表 9: 华南和忻州公司财务数据

单位: 万元	账面权益价值	评估值	拟定转让价格
华南公司	(45031)	(45028)	0
忻州公司	266	337	726

资料来源: wind、招商证券 华南公司转让价格为 1 元。

截止 2016 年 6 月, 上市公司体内还有 16 家业务性质为煤炭贸易的子公司, 总资产 150 亿, 但对应的净资产只有-1 亿, 贸易业务目前整体盈亏平衡。

表 10: 公司旗下贸易公司名录

单位: 万元	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	净资产	净利润
山煤国际能源集团晋城有限公司	煤炭贸易	100	2149	122927	24778	(1670)
山西金石达国际贸易有限公司	煤炭贸易	100	5000	36441	9912	37
山煤国际能源集团日照有限公司	煤炭贸易	100	1142	22322	(216)	4
山煤国际能源集团山西鑫源贸易有限公	煤炭贸易	100	1000	39638	(2967)	(1676)
山煤国际能源集团山西辰天国贸易有限公	煤炭贸易	100	2000	211017	10381	228

单位：万元	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	净资产	净利润
山煤国际能源集团长治有限公司	煤炭贸易	100	5395	17173	(252)	(613)
山煤国际能源集团青岛有限公司	煤炭贸易	100	1000	62876	(4965)	(2021)
山煤国际能源集团销售有限公司	煤炭贸易	100	5000	143395	(27846)	(5276)
山煤煤炭进出口有限公司	煤炭贸易	100	10000	359735	(48662)	(16025)
山煤国际能源集团临汾有限公司	煤炭贸易	100	3700	55032	(2941)	(95)
山煤国际能源集团华远有限公司	煤炭贸易	100	10000	81005	10744	(116)
山煤国际能源集团华东销售有限公司	煤炭贸易	100	8000	49886	(1303)	(1074)
山煤国际能源集团秦皇岛有限公司	煤炭贸易	100	1202	74457	7607	(301)
福建山福国际能源有限责任公司	煤炭贸易	51	5000	85453	5006	13
内蒙古山煤晟达贸易有限公司	煤炭贸易	90	1110	22284	569	(230)
山煤国际能源集团天津有限公司	煤炭贸易	100	8236	119796	9287	(645)
	合计		69934	1503437	(10868)	(29460)

资料来源：wind、招商证券 注：数据来源于公司 2016 年中报，2016 年报未披露该项数据

二、山西国改风起，优质资产注入可期

1、集团资产梳理

山煤集团目前有五大产业板块，除了煤炭生产贸易外，还有山煤投资、山煤地产、山煤科技、山煤农业。

山煤投资：山煤投资集团有限公司成立于 2009 年 7 月。公司注册资本 4 亿元，是集团的主要资本运营和资产管理平台，主要发挥金融资本经营、产权资本经营和孵化培育的职能。作为集团多元转型的投资平台，山煤投资正积极将触角延伸至现代金融体系，目标打造成涵盖银行、融资租赁、信托、保险、证券和期货的全牌照综合金融服务商，实现产融贸协同发展，目前累计投资额已经达到 10 亿。

山煤地产：山煤房地产开发有限公司成立于 2010 年 11 月，主要负责山煤集团房地产及与房地产相关领域的市场开发研究及销售、工程项目建设管理等行业管理工作，并独立开发房地产项目，拥有全资、控股、参股子公司七个。分别是山西明盛公司、秦皇岛晟基公司、大同富利达公司、鑫盛联公司、内蒙晟基公司、昱盛公司、海南科思公司。目前在建的房地产项目有 5 个，预算总投资 108 亿，目前完成投资约 40 亿。

山煤科技：山西煤炭进出口集团科学技术研究院有限公司于 2015 年 4 月注册成立，与中科院山西煤化所展开全面战略合作，将建设“煤沥青制备高端活性炭技术、石墨烯绿色制备中试技术开发、煤沥青碳纤维制备技术”三个煤基新材料项目的科研试制线、中试线、实验线，并通过工程集成放大，规模化生产，建成全省乃至全国的煤基科技成果转化产业示范基地，进而形成国内相关产业配套与技术集成创新的重要集散地，推动山煤集团加快完成转型升级，实现差异化发展。

山煤农业：成立于 2014 年 6 月，是集团为尽快打通扶贫开发融资渠道，享受国资委关于产业扶贫投资纳入企业利润考核、融资贷款享受财政贴息等相关优惠政策成立的全资子公司。山煤农业作为集团公司一个新的产业板块，总体负责集团公司产业扶贫开发和转型综改项目建设，下辖灵丘、五寨、河曲、榆社四个控股子公司。

目前集团 4 大业务都还没有形成规模，缺乏持续盈利能力，注入上市公司的可能性极低，最有可能往上市公司装的还是煤炭资产。集团当前还有 5 对矿井，都是整合矿，其中只有河曲旧县露天矿和草垛沟矿在产，草垛沟 2014 年底就正式投产了，但 2015-2016 年产量分别只有 12 万吨和 27 万吨，没有达产；其余都是在建矿，整体建设进度较为缓慢，最有可能装到上市公司的是河曲露天矿。当然如果集团想要实现煤炭主业的整体上市，那全部矿井都会注入到上市公司。

表 11：集团煤矿明细

单位:万吨	煤种	权益	保有储量	可采储量	产能	权益产能	状态
河曲露天	长焰煤	80%	26064	23463	800	640	在产
万家庄	焦煤	60%	7828	1256	120	72	在建
陆成	肥煤	60%	3009	1541	90	54	在建
草垛沟	不粘煤	100%	2350	1107	60	60	在产
恒兴	肥煤	60%	5956	1841	90	54	在建
合计		76%	45206	29207	1160	880	

资料来源：wind、招商证券

河曲旧县露天煤矿是由山西煤炭进出口集团有限公司作为主体企业，对原山西河曲范家

梁石堡子煤业有限公司等 8 家煤矿进行兼并重组整合而成。公司于 2012 年 10 月注册，注册资本 1 亿元，其中山煤集团占 80%，山西中汇大地矿业有限公司占 20%。矿区井田面积 25 m²，批准 8-14 号煤层，地质估算储量为 2.6 亿吨，煤质为长焰煤，原煤发热量为 6000 大卡/千克，是优质动力用煤。最初设计生产规模为年产 300 万吨，后通过技改实际产能达到了 800 万吨，目前正在通过购买置换指标的形式核增产能，该矿还配套建设了 500 万吨选煤厂。

2、方案猜想

根据山煤集团官网最新披露的 2016 年三季度财务公开信息

- 河曲矿：河曲矿对应的总资产在 20 亿左右，其中净资产约 5 亿，完全成本在 150 元/吨附近，去年三季度至今，煤价一直在高位运行，预计河曲矿这段时间实现的净利约有 6 亿，河曲矿净资产将达到 11 亿的规模
- 陆成矿：资产 12.3 亿，负债 6.3 亿，权益 6 亿；
- 恒兴矿：资产 19.8 亿，负债 19.6 亿，权益 2700 万；
- 万家庄：资产 22.6 亿，负债 12.2 亿，权益 10.4 亿；
- 草垛沟：资产 10.6 亿，负债 8.3 亿，权益 2.3 亿；

权益价值累计刚好是 30 亿。

参照大同煤业收购集团塔山矿部分股权大约 30% 评估溢价的算法，集团 5 个矿井对应的资产评估价值是 39 亿。目前有两种潜在的注入方案。

- **增发收购**：当前山煤股价在 5.5 元附近波动，参考这个价位增发的话，将增加股本 7 亿股，达到 27 亿股。在秦港 Q5500 均价在 600 的情况下，河曲矿 800 万吨煤预计可以实现 10 亿的净利，其他矿井没有盈利，山煤本部矿井正常生产的情况下可实现 12 亿归母净利润，合计 22 亿，对应增发后 EPS 约为 0.81 元/股，对应当前股价 PE 不到 7 倍。
- **现金购买**：河曲矿完全成本只有 150 元/吨，目前煤价高位运行，河曲矿盈利能力很强，如果上市公司纯现金收购集团 5 对矿井，大概率只能购买集团持有的股权，也就是说河曲矿只有 80% 即 8 亿的归母利润。这种情况下上市公司在秦港 Q5500 均价在 600 元/吨的假设下可以实现 20 亿的净利，对应 1 元/股的 EPS，当前 P/E 仅 5.5 倍。

表 12：山煤资产注入 EPS 影响测算

单位：万吨、万元	上市公司	注入资产	合计
原煤产能	2100	800	2900
商品煤销量	2000	760	2760
吨煤净利	100	135	110
煤炭净利	200000	102600	302600
权益净利	116000	82080	198080
对应股本	198246	198246	198246
EPS	0.59	0.41	1.00

资料来源：wind、招商证券。注：假设现金收购集团持有的矿井股权。

三、国改破冰前行，维持强烈推荐

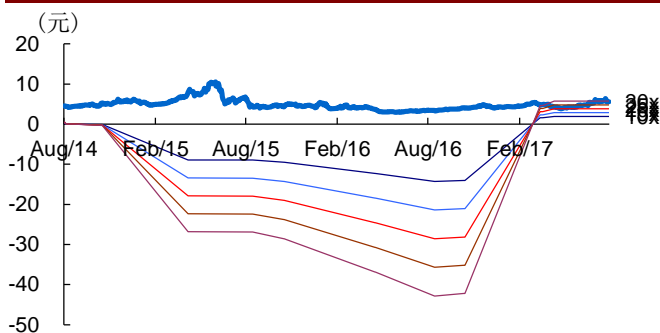
年初以来，山西国改力度空前，王一新副省长在山西国有资产监督管理委员会工作会议上明确提出“我省国企，凡是能够通过股改独立上市的就独立上市，凡是能装进既有上市公司的逐步装进上市公司，凡是二者皆不能的，则考虑逐步退出。18 家国有控股上市公司今年开始每年都必须在资本市场上有动作，放着宝贵的上市公司平台长期不善利用是一种失职行为”。

目前山西各个集团都在积极推进国企改革，部分集团投行都已经入场在梳理资产，摸查国改将要解决的问题，很多问题集团层面解决不了的，都报由省政府层面拍板，国改有望破冰成行，取得实质进展，资产注入只是国改的一小部分内容，国改真正要改的是体制机制，释放企业活力，对企业的利好是无形而又长远的。

就山煤而言，上半年由于安全问题产量受到限制，一季报业绩低于预期，正常情况下，山煤矿井应该能实现 12 个亿的归母净利，扣除海运亏损 1 个亿，还有 11 亿的归母净利，对应当前市值 10 倍左右的估值。如果通过资产置入河曲矿，EPS 将达到 1 元/股，对应当前股价也就 5.5 倍。

盈利预测及评级：假设集团 5 对矿井 2018 年全年并表进入上市公司，港口 Q5500 均价稳定在 600 元/吨，我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.37/1.05/1.11 元/股，同比分别增长 140%、180%、6%，维持“强烈推荐-A”投资评级。

图 3：山煤国际历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：山煤国际历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《供给侧改革主题发酵，行业配置价值提升——供给侧改革系列报告之一》2016/1/22
 2. 《1998-2000 年煤炭行业化解过剩产能政策回顾-供给侧改革系列报告之三》2016/2/19
 3. 《供给侧改革 2.0 版：加大去产能力度—供给侧改革系列报告之五》2016/3/1
 4. 《短期煤价超跌反弹，长期煤价看供给侧力度——供给侧改革系列报告之六》2016/3/8
 5. 《供求均衡下煤炭 PB 估值可高看到 2 倍—供给侧改革系列报告之七》2016/3/22
 6. 《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你—供给侧改革系列报告之八》2016/3/26
 7. 《回到 276，行业大逆转—供给侧改革系列报告之九》2016/4/24
 8. 《冶金煤弹性大，首选阳泉潞安和冀中—供给侧改革系列报告之十》2016/5/2
 9. 《从供给拉动切换到需求推动—煤炭行业 2016 年中期策略报告》2016/5/30
 10. 《供改进展超预期，产能今年退出 2.8 亿吨—供给侧改革系列报告之十二》2016/6/26
 11. 《不忘初心，供改持续发酵——供给侧改革系列报告之十三》2016/7/4
 12. 《央企化解过剩产能会议召开，去产能再下一城——供给侧改革系列报告之十四》7/10
 13. 《供给侧改革推动煤价上涨，中报业绩改善明显——供给侧改革系列报告之十五》7/12
 14. 《目前的煤炭，年初的钢铁—供给侧改革系列报告之十六》2016/7/28
 15. 《低库存降无可降，维持股票 50%空间判断—供给侧改革系列报告之十七》2016/8/9
 16. 《改变煤价上涨路径，目标仍是供求均衡—供给侧改革系列报告之十八》2016/8/11
 17. 《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15
 18. 《进口煤冲击不足为虑——供给侧改革系列报告之二十》2016/8/17
 19. 《煤价上涨多少触发“煤电联动”？——供给侧改革系列报告之二十一》2016/8/27
 20. 《先进产能及影响——供给侧改革系列报告之二十二》2016/9/6
 21. 《煤价目标实现，估值目标仍需努力——供给侧改革系列报告之二十三》2016/9/20
 22. 《产业政策也相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》2016/9/27
 23. 《煤价上涨带动煤企业绩大幅改善——供给侧改革系列报告之二十五》2016/10/10
 24. 《三类释产保供，急涨煤价承压——供给侧改革系列报告之二十六》2016/10/13
 25. 《股价煤价错配调整：最后一定一致——供给侧改革系列报告之二十七》2016/10/19
 26. 《供改政策转向，煤价面临压力—煤炭行业 2017 年度投资策略》2016/11/30
 27. 《别了，276！—供给侧改革系列报告之三十二》2017/3/3
 28. 《业绩同比大增，估值渐具较高吸引力—供给侧改革系列报告之三十三》
 29. 《高弹性煤价又逢新区拉动，强推冶金煤龙头冀中—供给侧改革系列报告之三十四》
 30. 《煤价短期有看涨期权，调控心有余而力不足—供给侧改革系列报告之三十五》
 31. 《煤炭行业 2017 年中期投资策略-抄底煤炭股》2017/6/3
 32. 《渐次展开的三重机会，继续抄底煤炭股-供给侧改革专题之三十九》2017/6/14
 33. 《煤炭行业 2017 年中报业绩前瞻—供给侧改革系列报告之四十》
 34. 《大胆假设小心求证，煤价会创年内新高吗？—供给侧改革系列报告之四十一》
- 公司深度系列**

1. 《潞安环能深度报告—喷吹煤龙头公司，煤价驱动下的高弹性品种》2016/5/13
2. 《西山煤电深度报告—供改力度和速度超预期，龙头配置正当时》2016/6/27
3. 《盘江股份深度报告—打造西南区域龙头，转型综合能源企业》2016/7/3
4. 《*ST 山煤深度报告—扭亏为盈势在必行，加码电商提升估值》2016/8/1
5. 《兰花科创深度报告—煤炭化工双双反弹，估值处于底部区间》2016/12/29
6. 《*ST 郑煤（600121）—低估值+国改预期，股票提升空间大》2017/4/23
7. 《兖州煤业（600188）—内生增长龙头，外延扩张助推业绩爆发》2017/6/3
8. 《西山煤电（000983）—山西国改背水一战，焦煤旗舰呼之欲出》2017/6/10
9. 《陕西煤业（601225）—盈利能力傲视同行，抄底煤炭股优选标的》2017/6/11
10. 《中煤能源深度报告—三年 12%的年度增速，三大整合想象空间》2017/7/13

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	16767	10306	13744
现金	6261	5696	4326	7149	10348
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	800	1819	1492	447	479
应收款项	6606	5341	4380	1314	1406
其它应收款	4129	1840	1509	453	484
存货	2732	2076	1654	304	331
其他	6305	4274	3407	639	696
非流动资产	23658	23813	23179	22609	22098
长期股权投资	15	10	10	10	10
固定资产	10265	10531	10534	10537	10540
无形资产	6491	6261	5635	5071	4564
其他	6886	7011	7000	6991	6984
资产总计	50490	44860	39945	32916	35842
流动负债	37539	31346	22275	12229	12351
短期借款	18788	17701	12000	8000	8000
应付账款	3091	2375	1892	348	379
预收账款	2410	2095	1668	307	334
其他	13250	9175	6715	3574	3638
长期负债	6156	6075	9075	9075	9075
长期借款	3014	2994	5994	5994	5994
其他	3143	3082	3082	3082	3082
负债合计	43695	37422	31350	21305	21426
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积金	2245	2245	2245	2245	2245
留存收益	(487)	(208)	532	2383	3954
少数股东权益	3054	3419	3835	5001	6234
归属于母公司所有者权益	3741	4020	4760	6610	8181
负债及权益合计	50490	44860	39945	32916	35842

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	580	3911	4356	8035	4780
净利润	(2380)	308	740	2073	2192
折旧摊销	719	753	1134	1069	1011
财务费用	1442	1080	1450	490	460
投资收益	3	(2252)	(400)	0	0
营运资金变动	980	3673	1016	3238	(117)
其它	(183)	348	416	1166	1233
投资活动现金流	(817)	(430)	(500)	(500)	(500)
资本支出	(807)	(361)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(10)	(69)	0	0	0
筹资活动现金流	1702	(3994)	(5227)	(4712)	(1082)
借款变动	2674	(4551)	(4177)	(4000)	0
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	0	(222)	(622)
其他	(872)	557	(1050)	(490)	(460)
现金净增加额	1466	(513)	(1371)	2823	3199

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	40311	12093	12940
营业成本	37230	45403	36159	6651	7246
营业税金及附加	310	518	425	128	136
营业费用	496	232	282	85	91
管理费用	1093	945	806	242	259
财务费用	1630	1644	1450	490	460
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	400	0	0
营业利润	(2007)	1202	1488	4398	4648
营业外收入	18	23	20	20	20
营业外支出	56	169	100	100	100
利润总额	(2044)	1057	1408	4318	4568
所得税	220	403	252	1079	1142
净利润	(2264)	654	1156	3238	3426
少数股东损益	116	346	416	1166	1233
归属于母公司净利润	(2380)	308	740	2073	2192
EPS (元)	(1.20)	0.16	0.37	1.05	1.11

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-37%	24%	-18%	-70%	7%
营业利润	44%	-160%	24%	195%	6%
净利润	38%	-113%	141%	180%	6%
获利能力					
毛利率	6.0%	7.6%	10.3%	45.0%	44.0%
净利率	-6.0%	0.6%	1.8%	17.1%	16.9%
ROE	-63.6%	7.7%	15.5%	31.4%	26.8%
ROIC	-1.3%	12.9%	8.3%	14.3%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	86.5%	83.4%	78.5%	64.7%	59.8%
净负债比率	48.9%	49.4%	45.0%	42.5%	39.0%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.1
营运能力					
资产周转率	0.8	1.1	1.0	0.4	0.4
存货周转率	12.7	18.9	19.4	6.8	22.8
应收帐款周转率	6.2	8.2	8.3	4.2	9.5
应付帐款周转率	8.4	16.6	16.9	5.9	19.9
每股资料 (元)					
每股收益	-1.20	0.16	0.37	1.05	1.11
每股经营现金	0.29	1.97	2.20	4.05	2.41
每股净资产	1.89	2.03	2.40	3.33	4.13
每股股利	0.00	0.00	0.11	0.31	0.33
估值比率					
PE	-4.6	35.8	14.9	5.3	5.0
PB	2.9	2.7	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	569.8	13.7	11.2	7.7	7.5

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。

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。

王西典：毕业于上海交大，工学硕士，2017年3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，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见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，任何机构和个人均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。