

山煤国际 (600546)

增持 (维持)

主业持续收缩, 控费维持盈利

市场数据

报告日期	2014-10-31
收盘价(元)	4.67
总股本(百万股)	1982.46
流通股本(百万股)	1982.46
总市值(百万元)	9258.07
流通市值(百万元)	9258.07
净资产(百万元)	8045.57
总资产(百万元)	52303.1
每股净资产	4.06

相关报告

《山煤国际-煤炭采选业务收窄 非煤业务拖累明显》2014-08-22
《山煤国际 2013 半年报点评-自产煤量价齐跌 煤炭贸易继续恶化》2013-08-19
《山煤国际-焦煤属性提升估值空间, 资源收购助力未来增长》2013-02-04

分析师:

刘建刚

liujg@xyzq.com.cn

S0190511030007

研究助理:

韩祝慧

hanzhuhui@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	81329	65141	69838	74389
同比增长	-14.8%	-19.9%	7.2%	6.5%
净利润(百万元)	244	107	186	226
同比增长	-68.2%	-56.1%	74.2%	21.5%
毛利率	5.1%	4.6%	4.5%	4.6%
净利润率	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
净资产收益率(%)	3.1%	1.3%	2.3%	2.7%
每股收益(元)	0.12	0.05	0.09	0.11
每股经营现金流(元)	0.58	2.63	0.85	0.98

投资要点

事件:

山煤国际公布 2014 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 490 亿元, 同比下降 31.6%, 实现归属于母公司净利润 0.72 亿元, 同比下降 78.7%, EPS 0.04 元。其中, 三季度单季实现营业收入 138 亿元, 同比下降 42.2%, 环比下降 24.8%, 实现归属于母公司净利润 0.1 亿元, 同比下降 72.8%, 环比上升 4.9%, EPS 0.01 元。

点评:

山煤国际三季报符合预期, 贸易量持续下降, 通过控制费用维持盈利, 具体分析如下:

- **收入环比大降, 煤炭贸易量快速收缩。**三季度公司营业收入 138 亿元, 同比环比均大幅下降。我们推测收入环比下降的主要原因是煤炭贸易量持续收缩。煤价下跌不仅削减了开采企业的盈利能力, 贸易企业同样会受到牵连。上半年公司煤炭贸易收入大幅下滑, 从微观上验证了这一点。
- **费用减少弥补主业下滑的损失。**三季度公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.6 亿元、2.53 亿元和 2.32 亿元, 环比减少 0.28 亿元、0.53 亿元和 0.16 亿元。期间费用减少 0.96 亿元, 部分弥补了主业下降而导致的毛利下降, 使得单季度继续盈利。
- **新建矿产能较大, 盈利尚需时间。**目前, 山煤国际旗下拥有 8 座在建煤矿, 其中, 韩家洼煤业(90 万吨, 51%)正在办理峻工手续, 长春兴(240 万吨, 51%)正在办理联合试运转手续, 而鹿台山煤业(60 万吨, 100%)、豹子沟煤业(90 万吨, 100%)、鑫顺煤业(180 万吨, 65%)、和东古城

请阅读最后一页信息披露和重要声明

(90 万吨, 51%) 和经坊庄子河煤业 (120 万吨, 51%) 正在办理联合试运转前的手续, 而经坊镇里煤业则因市场和资源因素处于停工阶段。从整体来看, 上述在建 7 座矿井合计权益产能 593 万吨, 相当于当前年产量的 40% 左右, 但需要注意的是, 由于上述矿井改造资金较大, 矿井盈亏平衡点较高, 且投产时间和量产时间未定, 故我们持谨慎态度。

- **维持“增持”评级。**预计山煤国际 2014 年 EPS 分别为 0.05 元、0.09 元和 0.11 元, 对应 PE 估值水平分别为 93 倍、52 倍和 42 倍, 明显偏高。但是, 其 PB 估值水平仅 1.16 倍, 明显偏低。我们预计煤炭市场好转即可获得煤炭开采和煤炭贸易等双重环节的弹性, 故暂时维持“增持”评级。
- **风险提示:** 煤价降幅高于预期。

表 1、山煤国际分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-3Q	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2013-09	2014-09	YOY
营业收入	23804	9712	16972	18278	13755	-42.2%	71617	49005	-31.6%
营业成本	22879	8535	16222	17437	13070	-42.9%	68656	46729	-31.9%
毛利	925	1176	750	841	685	-25.9%	2961	2276	-23.1%
销售费用	119	216	78	88	60	-49.6%	365	226	-38.0%
管理费用	322	383	249	306	253	-21.5%	842	808	-4.1%
财务费用	223	276	211	248	232	4.1%	595	690	15.9%
资产减值	0	147	0	0	0	-	0	0	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	-1	1	0	3	105845.5%	1	4	159.4%
营业利润	229	106	183	163	116	-49.5%	1057	462	-56.3%
利润总额	223	105	186	165	114	-49.0%	1027	464	-54.9%
净利润	35	-93	53	9	10	-72.8%	337	72	-78.7%
EPS	0.02	-0.05	0.03	0.00	0.00	-72.8%	0.17	0.04	-78.7%
销售费用率	0.5%	2.2%	0.5%	0.5%	0.4%	-0.1%	0.5%	0.5%	-0.1%
管理费用率	1.4%	3.9%	1.5%	1.7%	1.8%	0.5%	1.2%	1.7%	0.5%
财务费用率	0.9%	2.8%	1.2%	1.4%	1.7%	0.8%	0.8%	1.4%	0.6%
所得税率	43.8%	104.5%	34.2%	56.8%	47.5%	3.7%	30.6%	45.5%	14.9%
毛利率	3.9%	12.1%	4.4%	4.6%	5.0%	1.1%	4.1%	4.6%	0.5%
净利润率	0.2%	-1.0%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.5%	0.2%	-0.3%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	25195	22078	22612	23293
货币资金	2650	4829	3916	3328
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7464	5812	6426	6773
其他应收款	1013	810	867	924
存货	4206	3371	3581	3833
非流动资产	20852	21454	21933	22279
可供出售金融资产	0	88	88	88
长期股权投资	129	44	44	44
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	8651	9266	10075	10715
在建工程	4749	4887	4709	4567
油气资产	0	0	0	0
无形资产	6842	6729	6612	6494
资产总计	46048	43532	44545	45571
流动负债	29050	25547	26711	27263
短期借款	11120	10458	10772	10731
应付票据	1752	848	1002	1124
应付账款	5657	4971	5380	5622
其他	10521	9270	9557	9786
非流动负债	6178	6967	6413	6392
长期借款	4048	4048	4048	4048
其他	2130	2920	2365	2344
负债合计	35228	32515	33124	33655
股本	1982	1982	1982	1982
资本公积	2243	2243	2243	2243
未分配利润	3269	3266	3434	3638
少数股东权益	2845	3034	3252	3520
股东权益合计	10820	11017	11421	11916
负债及权益合计	46048	43532	44545	45571

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	244	107	186	226
折旧和摊销	787	930	1051	1183
资产减值准备	61	-81	18	13
无形资产摊销	176	182	182	181
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	871	948	912	950
投资损失	-0	-6	-5	-4
少数股东损益	465	189	218	268
营运资金的变动	438	-3133	701	687
经营活动产生现金流量	2015	5219	1677	1951
投资活动产生现金流量	-2875	-1564	-1560	-1558
融资活动产生现金流量	1520	-1477	-1030	-981
现金净变动	660	2179	-913	-588
现金的期初余额	3034	2650	4829	3916
现金的期末余额	3694	4829	3916	3328

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	81329	65141	69838	74389
营业成本	77191	62125	66695	70967
营业税金及附加	150	131	136	145
销售费用	581	300	321	342
管理费用	1225	1107	1187	1265
财务费用	871	948	912	950
资产减值损失	147	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	6	5	4
营业利润	1163	536	591	724
营业外收入	32	25	25	25
营业外支出	63	22	22	22
利润总额	1132	539	594	727
所得税	424	243	190	233
净利润	709	296	404	494
少数股东损益	465	189	218	268
归属母公司净利润	244	107	186	226
EPS(元)	0.12	0.05	0.09	0.11

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	-14.8%	-19.9%	7.2%	6.5%
营业利润增长率	-50.2%	-53.9%	10.3%	22.5%
净利润增长率	-68.2%	-56.1%	74.2%	21.5%
盈利能力				
毛利率	5.1%	4.6%	4.5%	4.6%
净利率	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
ROE	3.1%	1.3%	2.3%	2.7%
偿债能力				
资产负债率	76.5%	74.7%	74.4%	73.9%
流动比率	0.87	0.86	0.85	0.85
速动比率	0.72	0.73	0.71	0.71
营运能力				
资产周转率	1.8	1.5	1.6	1.7
应收帐款周转率	9.4	9.7	11.3	11.1
每股资料(元)				
每股收益	0.12	0.05	0.09	0.11
每股经营现金	0.58	2.63	0.85	0.98
每股净资产	4.02	4.03	4.12	4.23
估值比率(倍)				
PE	28.1	64.1	36.8	30.3
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。