

买入 维持

山煤国际（600546）

2010 年 2 月 22 日

快速增长可期

2010 年 2 月 22 日股价 26.08 元，未来 6 个月目标价 34.00 元

煤炭行业分析师：韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

内容提要：

公司预计 2009 年度实现归属于母公司所有者的净利润为 6.2 亿元，EPS 为 0.83 元。这一业绩与公司重大资产重组承诺的 0.80 元的业绩相差不多，与市场的预计相差较多。了解以及推断的主要原因包括但不限于以下两个主要方面：（1）2009 年煤炭价格同比下跌幅度较大。（2）煤炭贸易数量大幅度下降，煤炭贸易处于微利状态。

2010 年公司煤炭产销量还会保持 50%左右的增长，权益产销量增幅大于煤炭产量增幅，主要是因为即将投产两个煤矿的权益比例较高。保守估计，煤炭价格同比会有 10%的涨幅。煤炭贸易会盈利但有限。陆续投产的新矿成本较高，较高的资产负债率短期无法改变，公司的成本费用同比也会有较大幅度增长。基于公司公告的 2009 年业绩，我们推断 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.36 元和 1.69 元，低于我们此前的预期，远高于公司重组时的业绩承诺。

横比其他上市公司，公司短期的相对估值优势并不明显。需要强调的是，（1）我们看好煤炭行业。我们认为 2010 年煤炭行业维持紧平衡状态，确保了煤炭价格的稳定上涨。煤炭板块经过较大幅度调整后，到了合理的价值投资区间，建议超配煤炭股。（2）我们看好集团公司支持下公司的快速扩张。公司未来 3000 万吨左右的煤炭资产迟早将注入上市公司。（3）我们看好公司的成本控制能力。股价经过较完全调整后具有一定投资价值，我们维持“买入”的投资评级，按照 2010 年 25 倍、2011 年 20 倍 PE，未来 6 个月的目标价位为 34.00 元。

敬请参阅我们的跟踪报告：

《中油化建（600546）调研简报：袖珍公司，极速发展，20090706》；

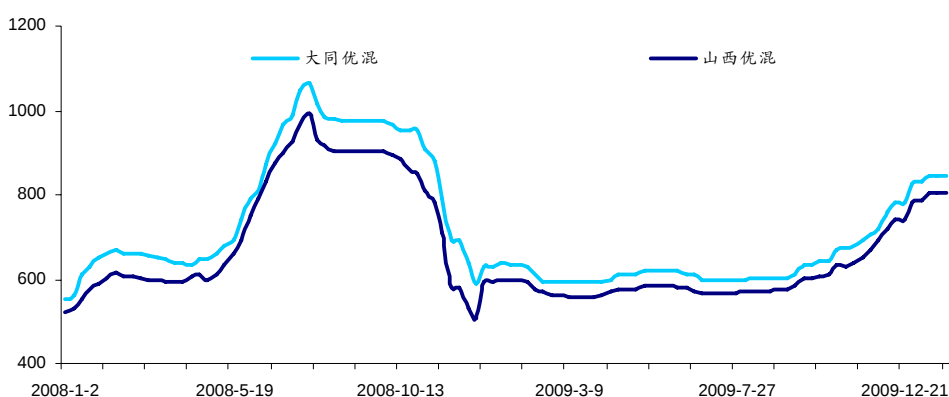
《中油化建（600546）跟踪报告：小公司，大发展，20090713》；

《中油化建（600546）跟踪报告：中油化建，增长为王，20091103》。

公司预计 2009 年度实现归属于母公司所有者的净利润为 6.2 亿元，EPS 为 0.83 元。这一业绩与公司重大资产重组承诺的 0.80 元的业绩相差不多，与市场的预计相差较多。了解以及推断的主要原因包括但不限于以下两个主要方面：（1）2009 年煤炭价格同比下跌幅度较大。（2）煤炭贸易数量大幅度下降，煤炭贸易处于微利状态。

2009 年原煤产量超过 500 万吨，销量也正常，主要是价格的下跌影响了煤炭板块的贡献。与公司的沟通表明，2009 年公司原煤产量超过 500 万吨，与我们此前一直的预期并无二致。公司的主营业务之一是煤炭贸易，近水楼台，公司自产煤炭产销率一直比较高。由于公司煤炭生产规模较小，加上煤炭产销历史较短，合同煤炭比例极低，主要通过市场化的销售方法，价格随行就市，波动也比较大。由于数据可得的原因，我们通过秦皇岛煤炭价格推断公司煤价变化趋势。2009 年，秦皇岛几种代表性的煤炭价格（平仓价）同比下降了 15-20%。倒推，我们预计 2009 年，公司的煤炭综合售价同比也会有 10%以上的同比下跌。公司 2008 年煤炭综合售价在 497 元/吨，预计 2009 年在 450 元/吨上下，同比下跌 10%左右。煤炭价格下降幅度超过我们预期，这是公司 2009 年业绩增幅低于我们预期的主要原因之一。

图 1 秦皇岛煤炭价格变化（平仓价，元/吨）



资料来源：公司资料、海通证券研究所

2009 年，山西省煤炭产销量大幅度减少导致公司煤炭贸易数量大幅度减少，加上煤价下跌，导致公司煤炭贸易微利。统计数字表明，山西省 2009 年的煤炭产量 61534.98 万吨（2008：65576.92 万吨），同比下降 6.16%。当年山西省煤炭运量同比减少 12.19%，其中铁路减少 11.31%，参见表 1，原煤产量下降是煤炭运量减少的根本原因。原煤产量减少而铁路运力增加使得铁路运输减少幅度小于公路运输。山西省原煤产量下降，蛋糕变小，公司的煤炭贸易自然也会减少。公司煤炭运量下降幅度远超过山西省，主要的原因可能是：山西省资源整合严重影响了乡镇煤矿的产量，以非国有重点煤矿（主要包括国有非重点煤矿以及乡镇煤矿）为贸易来源的山煤国际就会受到巨大冲击。煤炭贸易量减少，煤炭价格下跌，导致煤炭贸易全年微利，这是公司业绩低于我们预期的另一个主要原因。

表 1 煤炭运量完成比较（万吨）

	山西省全省			山煤国际		
	铁路运量	公路运量	合计	铁路运量	公路运量	合计
2009 年	37695.40	16478.65	54174.05	1737.65	-	1737.65
2008 年	42500.91	19193.67	61694.58	3013.73	24.89	3038.62
同比（%）	-11.31	-14.15	-12.19	-42.34	-	-42.81

资料来源：中国煤炭资源网

2010 年公司煤炭产销量还会保持 50%左右的增长，权益产销量增幅大于煤炭产量增幅，主要是由于即将投产两个煤矿的权益比例较高。保守估计，煤炭价格同比会有 10%的涨幅。煤炭贸易会盈利但有限，陆续投产的新矿成本较高，较高的资产负债率短期无法改变，公司的成本费用同比也会有较大幅度增长。基于公司公告的 2009 年业绩，我们推断 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.36 元和 1.69 元，低于我们此前的预期，远高于公司重组时的业绩承诺。

公司 2009 年的自产煤炭产量超过 500 万吨，2010 年在 735 万吨左右，连续两年同比增长在 50%上下。了解得知，公司 2009 年自产煤炭产量超过 500 万吨。参见表 2 和表 3。其中，经坊煤业 240 万吨/年的核定批文已经拿到，2009 年会超

过这个产量。凌志达煤业的改扩建在进行中，全年贡献约 60 万吨，大平煤业 120 万吨/年的产能，实际的产量会超过这个数量，加上部分在建煤矿的巷道煤贡献，2009 年的煤炭产量 500 万吨（2008 年 326 万吨），同比增长 53.13%。

表 2 煤矿生产情况

煤矿名称	所处区域	主要煤种	权益 (%)	可采储量 (万吨)	核定生产规模 (万吨/年)	备 注
经坊煤业	长治县	贫煤	75.00	14414	240	从150万吨/年到240万吨/年的核定批文已经拿到。实际的产量将会达到300万吨/年。2009年贡献240万吨左右
凌志达煤业	长子县	贫煤、无烟煤	62.99	4404	120	3#煤层在产，同时正在进行5#煤层延深改造，120万吨/年的改造预计在2010年下半年完成。2008年煤炭产量55万吨。预计2009年生产60万吨
大平煤业	襄垣县	贫煤、无烟煤	35.00	3069	120	120万吨/年生产规模扩能建设办理完毕。实际能力超过200万吨/年。2008年已经超过了120万吨。2009年预计产量160万吨
霍尔辛赫煤业	长治县	贫煤、贫瘦煤	70.00	25930	300	正在进行300万吨/年基建，预计2010年年中开始试生产，略晚于公司年初试生产计划。2011年全部产能发挥
铺龙湾煤业	左云县	气煤	100.00	3061	120	按120万吨/年的生产规模进行基建改造，预计2010年第二季度开始试生产。2010年产量80万吨
合计	-	-	-	50878	900	按照核定产能的权益产能为628万吨/年。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司在建的有两个煤矿。300万吨/年的霍尔辛赫煤业将于 2010 年年中贡献，当年贡献最多一半的产能。120 万吨/年的铺龙湾煤业 2010 年 3 月底投产，当年可贡献 90 万吨。考虑已经在产煤矿的改扩建贡献，2010 年完成 735 万吨料无困难。我们略微调低此前对 2010 年的煤炭产量的预测，预计，2009-2011 年的自产煤炭增幅分别为 53.13%、47.00%和 28.57%。预计这也是公司煤炭销量的增幅。需要特别指出的是，公司的权益煤炭产销量增幅高于合并的煤炭产销量，主要是由于即将贡献的两个煤矿的权益比例较大。参见表 3。

表 3 煤炭生产分析和预测

煤矿名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经坊煤业	183.88	145.52	260.00	300.00	300.00
凌志达煤业	50.52	55.30	60.00	65.00	65.00
大平煤业	31.70	125.70	160.00	160.00	160.00
霍尔辛赫煤业	-	-	10.00	120.00	300.00
铺龙湾煤业	-	-	10.00	90.00	120.00
合计	266.10	326.52	500.00	735.00	945.00
煤炭产量增幅 (%)	6.80	22.71	53.13	47.00	28.57
煤炭销量 (万吨) 合计	283.04	354.92	500.00	735.00	945.00
煤炭销量增幅 (%)	5.65	25.40	40.88	47.00	28.57
权益煤炭销量 (万吨) 合计	231.41	209.67	287.59	480.89	636.89
权益煤炭销量增幅 (%)	-5.49	-9.39	37.16	67.21	32.44
煤炭价格 (元/吨) 平均	350.49	497.01	435.00	480.00	500.00
煤炭价格增幅 (%)	15.11	41.80	-12.48	10.34	4.17

资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

2009 年公司的煤炭综合售价同比下降 12.48%，2010 年同比上涨 10.34%。公司在产以及在建总共 5 个煤矿，主要煤种为动力煤以及高炉喷吹煤，主要下游用户是电力企业，少部分销售给冶金企业。由于煤炭产量相对比较少，公司煤炭销售主要采取市场化的销售方式，价格随行就市，波动幅度也较大。2009 年，以秦皇岛为代表的市场煤炭价格同比下降 15% 左右，就此我们推断，公司 2008 年的煤炭综合售价平均为 497 元/吨。2009 年下降为 435 元/吨。2010 年以来的市场煤炭价格同比上涨超过 25%，即便考虑期间的季度性变化，预计全年均价同比上涨会有 15%。较保守估计，公司 2010 年的煤炭综合售价同比提高约 10.34%，达到 480 元/吨，依然低于 2008 年的综合售价。

2010 年的煤炭生产成本同比会略有提高。由于资产负债率一直居高不下，期间费用中的财务费用等将保持一定增长。2010 年，公司的霍尔辛赫以及铺龙湾两个煤矿将陆续投入运营，由于产能发挥尚需时日，这两个煤矿投产之日会抬高整个煤炭板块生产成本。一旦产能充分发挥，将拉低整个煤炭生产成本。公司 2007 年和 2008 年的资产负债率分别为 63.38% 和 63.85%，远高于行业平均约 50% 的比例，这使得公司的财务费用相对较高（尽管绝对占比不是很高）。——这也许是公司今后启动融资的主要动力之一。

煤炭贸易板块微利的状况在 2010 年注定会有所改观。公司的贸易公司及其发运站主要分布在山西省内，煤炭产量以及出省销量的大幅度减少对于公司的贸易收入以及利润有不小的影响。加上出口数量的大幅度减少，公司的煤炭贸易数量同比下降超过 30%，超过我们此前的预期。如此导致公司 2009 年煤炭贸易板块处于盈亏平衡状态。为了减少贸易量减少对于公司收入和利润的冲击，公司正在陕西省、内蒙古等主要煤炭产地建立贸易公司以及发煤站，扩大贸易货源；着手购买自己的运煤船队，在主要消费地建立配煤中心，提高销售效益；加大进口煤炭力度，弥补出口煤炭贸易的减少。公司的煤炭贸易，主要从国内、进口、出口三方面着手，考虑山西省 2010 年煤炭产量将会保持 10-15% 左右的增幅，虑及市场煤炭价格同比有所提高的现实，我们预计，2009 年是公司煤炭贸易的一个低点，走势会越来越越好。

调低此前对于公司的业绩推断，2009-2011 年 EPS 分别为 0.83 元、1.36 元、1.69 元。在公司预告的 2009 年业绩（2009 年的 EPS 为 0.83 元）基础上，我们做了如下推断：2010 年公司权益煤炭产销量增长 67.21%；煤炭价格同比增幅为 10% 左右。2010 年煤炭贸易板块盈利会有所提高。2010 年，单位煤炭生产成本会略有提高，期间费用因煤炭产销量增加而增加，就此，推断 2010 年归属于母公司的净利润同比会有超过 60% 的增幅，EPS 为 1.36 元。2011 年，不考虑收购，产销量增长以及煤炭价格提高双因素推动公司业绩依然保持 20% 以上增长。——2009-2011 年的 EPS 将分别达到 0.83 元、1.36 元和 1.69 元，远高于公司此前出于稳健的考虑下的承诺业绩。参见表 4。

表 4 公司业绩分析和预测（万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1318874	2164459	1595000	1812800	2052500
其中：营业收入	1318874	2164459	1595000	1812800	2052500
二、营业总成本	1255364	2059386	1466600	1616400	1780600
其中：营业成本	1150113	1909615	1350000	1484000	1640000
营业税金及附加	6141	13684	9600	10400	11600
销售费用	44967	50445	46000	52000	57000
管理费用	42089	55456	45000	50000	55000
财务费用	12273	15166	15000	18000	15000
资产减值损失	(219)	15020	1000	2000	2000
投资收益	623	2037	2000	2000	2000
三、营业利润	64133	107110	128400	196400	271900
加：营业外收入	2167	930	1000	1000	1000
减：营业外支出	1045	4715	1000	1000	1000
四、利润总额	65255	103326	128400	196400	271900
减：所得税费用	23685	30321	32100	49100	67975
五、净利润	41570	73005	96300	147300	203925
归属于母公司所有者的净利润	34088	42583	62500	102300	151925
少数股东损益	7482	30422	33800	45000	52000
EPS（元）	0.45	0.57	0.83	1.36	1.69

资料来源：海通证券研究所

横比其他上市公司，公司短期的相对估值优势并不明显。不过，我们看好整个煤炭板块的向好走势，看好集团公司支持下公司的快速扩张，看好公司的成本控制能力，而股价经过较完全调整后具有一定投资价值，我们维持“买入”的投资评级，未来 6 个月的目标价位为 34.00 元。

短期估值优势并不明显。横比其他主要煤炭上市公司，公司短期的估值优势并不是特别明显。

表 5 上市公司业绩分析和比较

	股价(元) (20100222)	EPS(元)			每股净资产(元)		PE(X)			PB(X)	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E
平庄能源	12.68	0.67	0.55	0.68	2.89	3.40	18.93	23.05	18.65	4.39	3.73
神火股份	28.99	2.30	0.86	1.21	4.50	5.10	12.60	33.71	23.96	6.44	5.68
冀中能源	35.61	2.49	1.23	1.60	8.38	8.94	14.30	28.95	22.26	4.25	3.98
煤气化	18.30	1.33	0.75	1.00	5.34	5.87	13.76	24.40	18.30	3.43	3.12
西山煤电	33.43	1.44	1.18	2.00	4.13	4.57	23.22	28.33	16.72	8.09	7.32
露天煤业	23.92	0.85	1.15	1.36	2.85	3.20	28.14	20.80	17.59	8.39	7.48
兰花科创	39.60	2.45	2.22	2.60	8.22	8.99	16.16	17.84	15.23	4.82	4.40
兖州煤业	20.54	1.32	0.87	1.15	6.23	6.70	15.56	23.61	17.86	3.30	3.07
国阳新能	38.52	1.51	1.89	2.49	5.60	6.12	25.51	20.38	15.47	6.88	6.29
盘江股份	24.12	1.07	0.85	1.20	6.26	7.18	22.54	28.38	20.10	3.85	3.36
上海能源	21.51	1.54	1.03	1.34	6.13	6.52	13.97	20.88	16.05	3.51	3.30
山煤国际	26.08	0.57	0.83	1.36	3.88	4.56	45.75	31.42	19.18	6.72	5.72
恒源煤电	29.06	1.62	1.41	1.86	7.74	8.20	17.94	20.61	15.62	3.39	3.27
开滦股份	20.61	1.46	0.80	1.01	4.50	5.01	14.12	25.76	20.41	4.58	4.11
大同煤业	35.50	2.40	1.86	2.15	8.90	9.67	14.79	19.09	16.51	3.99	3.67
中国神华	29.04	1.34	1.65	1.82	8.20	8.61	21.67	17.60	15.96	3.54	3.37
平煤股份	26.13	2.20	1.01	1.30	7.46	7.87	11.88	25.87	20.10	3.50	3.32
潞安环能	41.84	2.48	2.03	2.38	7.65	8.29	16.87	20.61	17.58	5.47	5.05
中煤能源	11.76	0.52	0.56	0.68	5.25	5.72	29.37	21.00	17.29	2.24	2.06
国投新集	15.27	0.65	0.61	0.91	3.52	3.91	23.49	25.03	16.78	4.34	3.91
均值							20.03	23.87	18.08	4.76	4.31

资料来源:海通证券研究所

看好煤炭板块的走势。我们对于铁路运力以及煤炭进出口的分析表明,铁路运力给 2010 年产量增长提供了可能,而国内的煤炭净进口将有较大幅度下降,这是煤炭增长的反向对冲因素,一增一减的两种力量,将使得煤炭行业维持紧平衡状态,确保了煤炭价格今年的稳定上涨。实际上,市场煤以及合同煤同比上涨趋势已经确定。我们对于煤炭板块的结论是:煤炭板块经过较大幅度调整后,到了合理的价值投资区间,建议超配煤炭股。主要原因有,(1)季节性淡季不改变 2010 年全年煤价同比上涨的态势。(2)煤炭上市公司重组行动,尤其是山西省的煤炭公司,才刚刚拉开序幕。(3)资源税带来的成本增加非常有限。(4)今后两年,煤炭板块业绩由价格和规模双因素推动会保持 25%以上增幅。(5)煤炭股 2010 年 15-16 倍的市盈率具有较高的安全边际。一轮减仓之后,市场会重新审视煤炭股的投资价值。(敬请参阅《煤炭行业跟踪报告:铁路运力,今年略宽,明年趋紧,20100203》)

集团公司煤炭板块发展顺利,2010-2013 年煤炭产能可以达到 3000 万吨——这为上市公司未来快速发展提供了条件和基础。集团公司规划,整体煤炭板块(包括上市公司的煤炭产能)未来三年达到 3000 万吨,此后努力达到 5000 万吨。参见表 5。包括上市公司 2010 年 800 万吨-1000 万吨的产能,集团公司 2010-2013 年年均增加 1000 万吨产能。主要包括:(1)河曲县露天煤矿,2010 年核定产能 300 万吨/年,实际会达到 500 万吨/年,贡献在 2011 年以后。(2)资源整合煤矿。大同地区收购的两个煤矿,产能 200 万吨;临汾收购的 4 个煤矿,其中 2 个立即可产的有 200 万吨/年;左权县收购的一个煤矿,整合建设后有 120 万吨/年的产能,这些矿在一年左右时间都会有贡献。整合的其他煤矿将陆续发挥作用。(3)焦煤基地的贡献。

表 6 集团公司资源整合进展

基地规划	发展状态	产量释放预估	备注
无烟煤基地	晋城公司已经圈定了 52 平方公里的煤田，目前已拥有探矿权	属于新建，产量释放至少在 3 年以后	煤种主要是无烟煤
长治半无烟煤基地	2010 年，生产能力将达到 1000 万吨（包括上市公司现有的三个生产矿井以及在建的霍尔辛赫煤业）	2010 年会有 800 万吨产量释放	煤炭可作喷吹以及动力用
炼焦煤基地	临汾公司已经圈定了两块炼焦煤煤田，吕梁公司现在正在洽谈拥有 3 亿多吨煤炭储量的柳林煤田	临汾公司在已有矿的基础上改扩建，未来可能达到 500 万吨/年，吕梁公司洽谈的资源在进行中，如果释放在 3 年以后	炼焦煤
动力煤基地	左云县已经获政府批准整合十六座煤矿，预计整合成七座煤矿。预计产能为 860 万吨 与忻州河曲县政府正式签订资源整合的框架协议，并支付了 3000 万元定金，开发一个首期 500 万吨/年规划 1000 万吨/年的露天煤矿，力争在 2011 年投产 内蒙拿到 25 亿吨资源量，等待合适时机进一步开采，产能达到 1000 万吨	左云县的资源整合 2009 年没有贡献。山西省北部的露天煤矿预计 2011 年会陆续生产。内蒙古的贡献预计在 2011 年以后。	主要是动力煤

资料来源：公司公告，海通证券研究所

上市公司将陆续收购集团公司的煤炭资产，上市公司的煤炭产量会快速增长。公司非公开发行 4.5 亿股股份于 2009 年 12 月 23 日办理了登记托管手续，重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易 2009 年 12 月 29 日全部实施完毕。上市公司的主营业务变更为煤炭开采和煤炭贸易。重大资产重组完成后，公司的总股本为 75000 万股。其中山西煤炭进出口集团有限公司持有 56926.62 万股，占 75.90%。集团公司承诺，将在该次兼并重组完成后、所收购煤矿建设完成、经营成熟、建立稳定的盈利模式、产生稳定利润或山煤国际要求时，尽快将兼并重组取得的煤矿资产以合法及适当的方式注入上市公司。2010 年之后三年，集团公司每年都会有新增产能，我们预计，2010 年和 2011 年两年间，上市公司至少会有一次较大规模的收购。集团公司的煤炭增量迟早会成为上市公司的煤炭增量。

考虑公司快速成长的特质，给予 2010 年 25 倍的市盈率，公司未来 6 个月的目标价位在 34.00 元，维持“买入”的投资评级。横比同类上市公司，公司目前的估值优势并不是特别明显。公司最大的竞争优势在于：公司煤炭板块偏小，却无疑具有也确实表现出快速成长的潜质，因为年轻，也摆脱了大多数煤炭公司沉重的社会负担（参见此前跟踪报告），这有利于公司成本的控制和业绩的快速上涨；小公司大集团的模式，为公司今后持续的发展壮大提供了可能和依托。维持“买入”的投资评级。

主要不确定性因素。行业方面主要是资源税的影响。公司层面，收购集团公司资产是公司今后扩大规模的主要途径。较高的资产负债率也会促使公司采取股权融资的方式。收购有利于公司业绩的快速增长，推动二级市场股价，不过，太高的股价阻碍着收购的完成。因此，公司收购的时间点需要密切跟踪。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

集团公司的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。