



上市公司年报点评

研究报告
煤炭行业

买入 维持

山煤国际 (600546)

2010 年 3 月 23 日

煤炭行业核心分析师: 韩振国

SAC 执业证书编号: S0850200010364

zghan@htsec.com

021-23219400

助理分析师: 刘惠莹

SAC 执业证书编号: S0850209090680

liuhy@htsec.com

021-23219441

煤炭开采业务依然是公司业绩增长的主力

2010 年 3 月 22 日股价: 26.90 元

未来 6 个月目标价位: 34.00 元

主要内容:

2009 年, 公司的煤炭开采和煤炭贸易的数量以及收入同比都有提高, 煤炭贸易亏损, 公司净利来源于自产煤炭的销售, 吨煤净利超过 205 元, 是煤炭上市公司中最高的。

2010 年, 公司的煤炭开采量以及销量增幅超过 50%, 煤炭价格同比上涨 10%, 考虑成本费用增长的因素, 公司吨煤净利有望保持 200 元。煤炭贸易以及其他贸易由于大势好转也将扭转亏损状态。2011 年各个业务板块还将维持良好发展趋势。我们维持此前的业绩预测, 预计 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.36 元和 1.69 元。考虑公司的快速成长性, 我们维持“买入”的投资评级, 维持 6 个月的目标价位 34.00 元。

2009 年年报点评

公司 2009 年实现归属于母公司所有者净利润为 61487 万元, 按照期末股本计算的 EPS 为 0.82 元。2009 年, 公司的煤炭开采收入和煤炭贸易收入同比都有增长, 煤炭贸易亏损, 公司盈利主要来自煤炭开采业务。公司吨煤净利超过 200 元, 自产煤炭销量增加, 使得公司的业绩同比有较大增长。基本每股收益为 1.00 元, 按照期末股本计算的 EPS 为 0.82 元。2009 年的分配预案为: 以 2009 年 12 月 31 日公司总股本 75000 万股为基数, 向全体股东按每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税) 进行分配。

2009 年原煤开采 456 万吨, 同比增长 39.65%。公司 2009 年原煤开采 456 万吨 (2008: 326.52 万吨), 同比增长 39.65%。原煤开采量小于我们此前的预计。我们推测, 公司严格按照核定产能生产, 经坊煤业以及大平煤矿产量比预期的要低。铺龙湾煤矿和霍尔辛赫煤矿两个在建矿井的工程煤炭产量分别是 8.5 万吨和 5.5 万吨, 也低于此前我们的预期。就此简单推断, 这两个煤矿的进展可能有所延迟。

煤炭价格同比有所下跌。由于数据可得的原因, 我们推断公司 2009 年的煤炭销量在 456-500 万吨之间, 按照煤炭收入 220.25 亿元推断, 公司 2009 年的煤炭综合售价为 440.50-483.00 元/吨, 比 2008 年的 497.86 元/吨下降约 3.00-12.53%。考虑公司煤炭主要是市场销售的方式, 考虑秦皇岛煤炭价格在 2009 年平均下跌 10% 以上, 我们更倾向认为公司的煤炭综合售价同比下跌超过 10%。

价格下降但公司煤炭销售的毛利率有所提高, 公司成本控制能力极强。2009 年公司的煤炭销售毛利率为 68.36% (2008: 65.91%), 同比提高 2.45 个百分点。如此高毛利率在所有上市公司是极为罕见的。从公司最新公布的员工数量看, 在职

员工为 7285 人，公司的劳动效率无疑是同类上市公司中最高的之一。这恐怕也是煤炭价格下降但毛利率有所提高的主要原因之一。

煤炭贸易数量增加，由于煤炭、焦炭价格下跌，导致盈利水平下降以至于亏损。公司的煤炭贸易包括煤炭、焦炭的内贸和外贸。2009 年，公司完成煤炭贸易总量 4326.58 万吨，较去年同期增加 41.58 万吨，其中内贸煤炭增加，外贸下降。由于煤炭、焦炭价格下跌，导致公司实现营业收入 185 亿元，同比下降 5.14%。煤炭价格下跌也导致公司煤炭贸易的毛利率从 2008 年的 6.19%，下跌为 2.62%，考虑期间费用，可以断定，公司煤炭贸易是亏损的。可以佐证的是，公司三个煤炭子公司 2009 年的净利润，经坊煤业为 67345 万元，凌志达为 931 万元，大平煤业为 25313 万元，合计为 93589 万元，超过公司 2009 年所有业务的净利润之和 95409 万元。

期间费用率有所下降。2009 年，公司的期间费用率为 4.02%，比 2008 年的 5.40% 有一定幅度的下降。当年，公司的煤炭产销量增加，煤炭贸易数量也增加。公司在成本费用中很强的控制力再次体现出来。

吨煤净利达到 205 元。按照公司三个在产煤矿 456 万吨的产量计算，三个煤矿的合计净利为 93589 万元，吨煤净利达到 205 元。不论煤种，公司煤炭的这一盈利水平在所有煤炭上市公司中是最高的。

2010 年以后业绩分析和预测

公司 2010 年的自产煤炭产量在 690 万吨左右，略低于我们此前推测。2009 年，公司在产的经坊煤业和大平煤业分别取得了核定产能为 240 万吨/年和 150 万吨/年的采矿权证。在建煤矿中，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 年煤炭开采预计会达到 690 万吨，超过的概率较大。2011 年，加上改扩建的凌志达煤业，公司所有煤矿达产，煤炭产量可达到 930 万吨。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 1 和表 2）

表 1 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，此后会略有提高
大平煤业	襄垣县	贫煤、无烟煤	35.00	3069	150	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 年取得了 150 万吨的核定生产能力
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	930	按照核定产能的权益产能为 638 万吨/年。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 煤炭生产分析和预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
煤炭产量（万吨）	266.10	326.52	456.00	690.00	930.00
煤炭产量增幅（%）	6.80	22.71	39.65	51.32	34.78
煤炭销量（万吨）	283.04	354.92	456.00	690.00	930.00
煤炭销量增幅（%）	5.65	25.40	28.48	51.32	34.78
权益煤炭销量（万吨）	231.41	209.67	279.50	463.19	638.09
权益煤炭销量增幅（%）	-5.49	-9.39	48.70	65.72	37.76
平均煤炭价格（元/吨）	350.49	497.86	440.50	484.55	500.00
煤炭价格增幅（%）	15.11	41.80	-11.37	10.00	3.19

资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

2010 年的煤炭综合售价同比上涨约 10.00%。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。2010 年合同煤炭价格同比上涨约 10%。我们认为，全年的市场煤炭价格在现行的基础上将保持稳定，同比 2009 年涨幅将超过 10%。——这一幅度也是我们对公司煤炭综合售价的一个基本判断。

2010 年的煤炭开采的完全成本同比会略有提高。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 2008 年和 2009 年的资产负债率分别为 63.85%和 59.74%，高于行业平均水平，但向好趋势明显，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。在山西省资源整合的背景下，全省煤炭产量同比下降，公司 2009 年能保持煤炭贸易量的增加实属不易，也超乎我们推想。2010 年煤炭焦炭价格都会上涨，山西省煤炭产量会保持超过 10% 以上增长，公司也着力从国内、进口、出口三方面发展煤炭贸易，我们维持此前对公司煤炭贸易的判断：2009 年是公司煤炭贸易的一个低点，走势会越来越越好。

维持我们此前对公司的业绩推断，2010-2011 年 EPS 分别为 1.36 元、1.69 元。公司 2009 年吨煤净利超过 200 元，考虑 2010 年价格的提高的现实以及新矿投产成本适当增加的可能，这一盈利水平预计还可保持。按照我们的预测，公司 2010 年的权益煤炭销量为 463 万吨，按照吨煤 200 元计算，归属于母公司所有者的净利润将达到 9.26 亿元。由于大势转好，公司的煤炭贸易以及其他贸易会有部分盈利，2010 年公司归属于母公司所有者的净利润有望超过 10 亿元左右，我们维持此前的预测，2010-2011 年的 EPS 将分别为 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。

维持“买入”的投资评级。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，维持 34.00 元的未来 6 个月目标价位。

敬请参阅我们此前的系列跟踪报告：

《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》。

《山煤国际（600546）跟踪报告：快速增长可期，20100222》。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业核心分析师

刘惠莹：煤炭行业助理分析师

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、昊华能源、山煤国际、冀中能源。

公司评级、行业评级及相关定义

我们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：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来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：我们预计未来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。