

产能增长确定，贸易弹性较大—山煤国际（600546）2010年中报点评

评级

买入

点评报告

高级研究员： 张学

电 话： 010-88321528

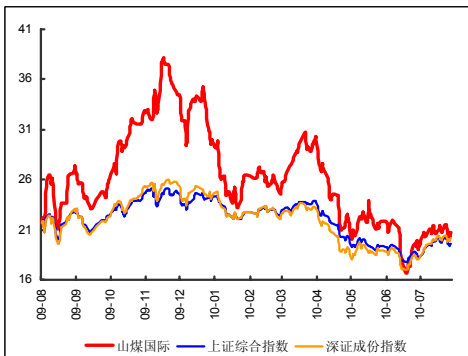
Email: zhangx@tpyzq.com.cn

执业证书编号： S1190209030126

公司数据

股价（2010-8-13，元）	20.52
每股收益（2010年中报，元）	0.53
每股净资产（2010年中报，元）	3.77
总股本（亿股）	7.50
52周最高股价（元）	38.53
52周最低股价（元）	16.10

公司股价与大盘走势比较



相关报告

主要观点：

◆ 收入增幅超过净利润源于煤炭贸易量大增

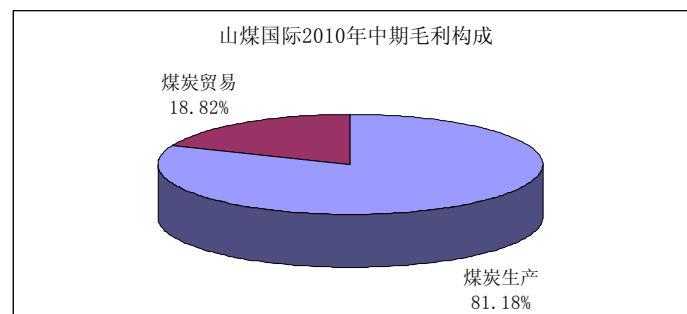
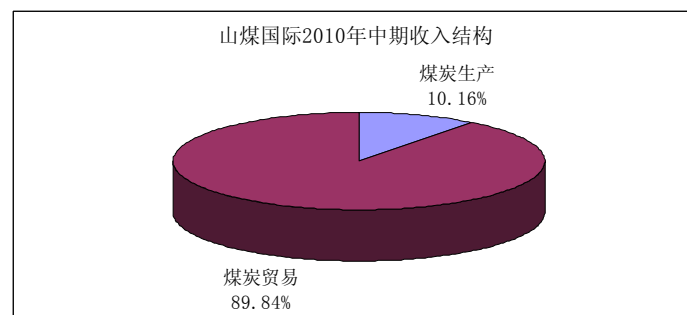
2010年上半年，公司实现营业总收入162.6亿元，同比大幅增长202.55%；归属于上市公司股东的净利润3.94亿元，同比增长33.49%；每股收益0.53元，同比增长33.51%。

公司主要业务有两部分，分别是煤炭生产和煤炭贸易，营业收入大幅增长的主要原因是公司煤炭贸易量大幅增长，报告期内，公司完成煤炭贸易总量2814.52万吨，同比增长125.93%，贸易收入146.08亿元，同比大幅增长245.13%。

◆ 煤炭生产盈利，煤炭贸易亏损

上半年，公司原煤产量为310.06万吨，同比增长36.04%，煤炭生产业务实现营业收入16.52亿元，同比增长44.69%，净利润7.49亿元，同比增长54.4%。煤炭贸易收入虽达百亿以上，毛利仅为2.87亿元，若算上三项费用，则处于亏损状态。

图1、山煤国际2010年中期收入结构



资料来源：公司公告

◆ 煤炭产能增长确定

上半年，铺龙湾煤矿和霍尔辛赫煤矿两个在建矿井的建设进展顺利。铺龙湾煤业的主生产系统试运转运行良好，实现工程煤量 27.91 万吨；霍尔辛赫煤矿首采工作面巷道已完成 95%，上半年实现工程煤量 23 万吨，预计将于 2010 年下半年进行联合生产的试运转。

公司产能增长确定，公司目前在产煤矿分别是经纺矿、凌志达矿和大平矿，产能分别为：240 万吨/年、120 万吨/年和 150 万吨/年，权益产能合计为 308.1 万吨/年；公司在建煤矿有霍尔辛赫矿和铺龙湾矿，产能分别为 300 万吨/年和 120 万吨/年，权益产能合计为 330 万吨/年；另外，公司整合了经纺庄子河矿和经纺镇里矿，产能分别为 120 万吨和 90 万吨，权益产能合计为 79.8 万吨/年。考虑公司在建煤矿和整合煤矿，公司未来产能将达到 1140 万吨，权益产能达到 717.9 万吨，分别比目前增长 123.53%和 133%，实现产能翻番。

表、山煤国际煤矿及产能

煤矿	产能	权益	权益产能	状态
经纺矿	240	75%	180.00	在产
凌志达矿	120	63%	75.60	在产
大平矿	150	35%	52.50	在产
霍尔辛赫矿	300	70%	210.00	在建，上半年联合试运行，产煤 27.91 万吨。
铺龙湾矿	120	100%	120.00	在建，上半年产煤 23 万吨，预计下半年联合试运行。
经纺庄子河矿	120	38%	45.60	整合煤矿
经纺镇里矿	90	38%	34.20	整合煤矿
合计	1140		717.9	

资料来源：公司公告、太平洋证券

◆ 煤炭贸易盈利弹性较大

上半年，由于山西省中小煤矿仍处于整合状态，煤矿开工不足，导致货源严重短缺，公司不得不到外省组织货源，甚至大幅度增加进口，使得成本上升，从而导致亏损。

煤炭贸易是公司的老本行，亏损并非常态，预计待山西省资源整合收官，煤炭产能释放，公司的煤炭贸易业务将恢复正常盈利，为公司贡献利润。

◆ 盈利预测与投资评级

公司煤炭产能扩张较快，是公司盈利快速增长的基础。煤炭贸易由于数量巨大，而且今年上半年处于亏损状态，使得未来业绩上升的空间较大。预计 2010 年-2012 年，公司每股收益分别为：1.19 元、1.69 元和 2.29 元，以目前价格 20.52 元计算，对应预测市盈率分别为：17.24 倍、12.14 倍和 8.96 倍，继续维持其“买入”的投资评级。

表1、山煤国际盈利预测表

	2009 年报	2010 中报	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业总收入(万元)	2100627.87	1626045.65	3300584.12	3567421.67	3900465.57
二、营业总成本(万元)	1963111.24	1533214.99	3089354.64	3267877.46	3494722.74
营业成本(万元)	1868579.86	1473574.77	2973838.16	3143021.99	3358211.13
营业税金及附加(万元)	8388.64	4200.13	8525.52	9214.77	10075.03
销售费用(万元)	24212.80	14299.98	29026.42	31373.08	34301.98
管理费用(万元)	48947.43	29559.30	60000.13	64850.88	70905.16
财务费用(万元)	11433.29	139.99	17964.41	19416.75	21229.44
资产减值损失(万元)	1549.22	0.00	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益(万元)					
投资净收益(万元)	542.34	177.04	177.04	0.00	0.00
四、营业利润(万元)	138058.97	93007.70	211406.51	299544.21	405742.83
加：营业外收入(万元)	1785.22	3654.78	3654.78	0.00	0.00
减：营业外支出(万元)	4811.57	3506.86	3506.86	0.00	0.00
五、利润总额(万元)	135032.62	93155.62	211554.43	299544.21	405742.83
减：所得税(万元)	39624.12	27087.16	61514.36	87099.44	117979.15
六、净利润(万元)	95408.50	66068.46	150040.07	212444.77	287763.68
减：少数股东损益(万元)	33921.05	26627.73	60471.01	85622.13	115978.09
归属于...净利润(万元)	61487.45	39440.73	89569.06	126822.65	171785.59
总股本	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00
七、每股收益：	1.00	0.53	1.19	1.69	2.29

资料来源：Wind资讯，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。