

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

调研报告：新建矿整合矿提供 3 倍增长空间

事件描述

近日我们调研了山煤国际，就公司近期发展情况进行了交流。主要观点如下：

- 公司 09 年原煤产量为 456 万吨，10 年-12 年主要增长来源于霍尔辛赫和铺龙湾矿，预计两矿 12 年可以达产。其中霍尔辛赫矿盈利能力较好，吨煤盈利达到 200 元/吨左右，11 年和 12 年产量有望达到 120 万吨和 300 万吨，铺龙湾盈利较差，预计吨煤盈利为 20 元/吨左右，我们预计 11 年和 12 年两矿贡献 EPS 约 0.35 元和 0.83 元。
- 集团整合煤矿进展较快，共整合 1790 万吨，其中 870 万吨拟注入上市公司中。预计 11 年开工，平均技改期在 1 年左右。2012 年产量有望达到 300 多万吨，2013 年全部达产。按照目前各地区平均盈利水平，动力煤吨煤盈利达到 100 元以上，炼焦煤达到 300 元以上。
- 公司承诺煤炭资产整体上市，预计 2013 年前有望将其他整合煤矿也注入上市公司，届时公司权益产量将由 10 年的 400 万吨上涨至 1700 万吨左右，复合增长率达到 60%。
- 预计 2010 年-2012 年公司 EPS 分别为 1.023 元，1.614 元和 2.270 元，2011 年 PE 为 16.8 倍，看好公司近三年的成长性，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，本部矿井产量增长主要来源于霍尔辛赫和铺龙湾矿，预计 11 年和 12 年分别贡献 EPS 约 0.35 元和 0.83 元

公司在建及在产总产能合计达 1140 万吨，权益产能为 718 万吨。2009 年和 2010 年上半年公司产量分别为 456 万吨和 310 万吨。公司在产矿包括：经坊矿、凌志达矿和大平矿；在建矿包括：霍尔辛赫矿和铺龙湾矿。预计 11 年和 12 年两矿贡献 EPS 约 0.35 元和 0.83 元。

- 经坊矿：主要煤种为贫瘦煤，核定产能 240 万吨，预计 10 年和 11 年产量可逐步提升至 300 万吨，吨煤盈利达到 300 元/吨左右；
- 凌志达：主要煤种为贫煤，预计 10 年和 11 年产量均为 60 万吨左右，目前正在进行下组煤基建，完成后产能达到 120 万吨。由于人员负担和地质赋存等原因，盈利能力较差，吨煤盈利约 100 元/吨；
- 大平矿：主要煤种为贫煤，核定产能 150 万吨，煤质与经坊矿相似，主要通过地销，吨煤盈利约 200 元/吨；
- 霍尔辛赫矿：主要煤种为贫煤和贫瘦煤，权益占 70%，目前已实现联合试运转，预计 1 季度末可以拿到生产许可

证。配有 300 万吨的洗煤厂，预计全部达产后喷吹煤洗出率为 70%，吨煤盈利达到 200 元/吨左右。预计 11 年和 12 年产量分别达到 120 万吨和 300 万吨（10 年有部分工程煤，不计入利润）；

- 铺龙湾矿：主要煤种是气煤，设计产能为 120 万吨，权益 100%。目前已具备联合试运转条件，计划今年达到 100 万吨。但由于煤质较差，盈利较低，预计吨煤盈利约 20 元/吨。

表 1：公司本部矿井情况

矿井	产能	煤种	权益占比	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
经纺矿	240	贫瘦煤	75%	250	300	300	300	300
凌志达矿	120	贫煤	63%	60	60	60	120	120
大平矿	150	贫煤	35%	130	150	150	160	150
霍尔辛赫	300	贫煤	70%	8.5	50	120	300	300
铺龙湾矿	120	气煤	100%	5.5	50	100	120	120
经坊庄子河矿	120	贫煤	38%				30	60
经纺镇里矿	90	贫煤	38%				30	60
合计	1140		-	454	610	730	1060	1110
权益产量	718		-	282	400	499	709	729

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，待注入煤矿 12 年全面投产，新增权益产量 560 万吨

集团整合煤矿进展较快，共整合 1790 万吨，其中 870 万吨拟注入上市公司中。预计 11 年开工，平均技改期在 1 年左右。2012 年产量有望达到 300 万吨左右，2013-2014 年全部达产。盈利能力也较高（动力煤达到 100 元以上，炼焦煤达到 300 元以上）。

表 2：拟增发收购集团 7 煤矿资产

所在地区	煤矿	权益	资源量	整合后产能	主要煤种
晋中	鑫顺煤业	65%	3669	180	贫煤、贫瘦煤，可用做炼焦用煤、动力用煤及民用煤
	宏远冀能煤业	65%	4991	120	贫煤，可用做炼焦用煤、动力用煤及民用煤
临汾	蒲县豹子沟煤业	100%	8583	90	焦煤、肥煤，可用做炼焦用煤和炼焦配煤
晋城	鹿台山煤业	100%	2400	60	无烟煤，可用做动力用煤、工业及生活用煤
	韩家洼煤业	51%	8949	90	长焰煤，可用做动力用煤
大同	长春兴煤业	51%	31119	240	气煤、无烟煤，可用做动力用煤
	东古城煤业	51%	10168	90	长焰煤，可用做动力用煤
总计	-	-	69879	870	-
权益量	-	-	42232	559	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，集团仍有部分煤矿资产，成熟后有望全部注入上市公司

除此次拟注入上市公司的煤矿资产外，集团还整合了临汾，忻州和大同地区的其他煤矿资产，合计产能 920 万吨。整合进度与待注入煤矿相似，预计 2012 年底投产，按照集团煤炭业务整体上市的规划，预计 2013 年有望全部注入上市公司中，进一步扩大公司的产能。

表 3：山西省煤炭进出口公司整合小矿一览

地区	煤矿	整合后产能
临汾	陆成煤业	90
	恒兴煤业	90
	万家庄煤业	120
忻州	河曲山煤露天业	300
大同	高家窑煤业	150
	鹊山精煤	110
	草垛沟煤业	60
合计		920

资料来源：山西省政府文件，长江证券研究部

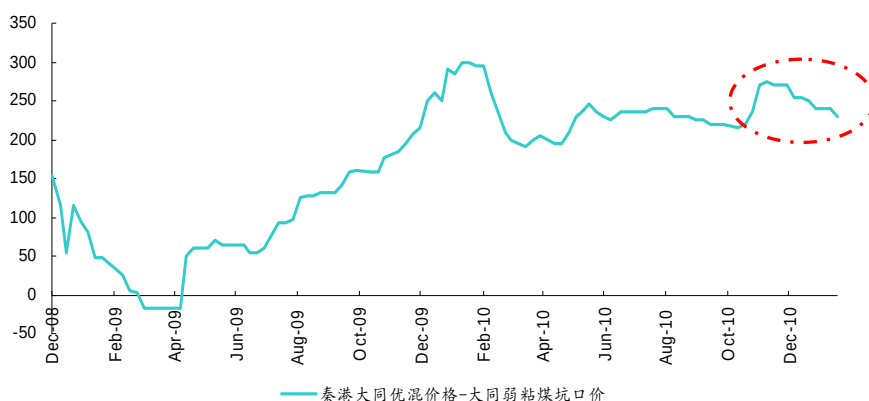
第四，贸易业务具有较强的弹性，公司积极延伸产运销链条，逐步提高市场占有率

2009 年和 2010 年上半年公司贸易量分别为 4327 万吨和 2815 万吨，预计 10 年全年达到 5500 万吨。较去年提升 25% 以上。不过由于 1 季度煤价下跌较快，公司贸易煤业务亏损严重。上半年贸易业务毛利率为 2.51%，较去年同期和去年全年分别下滑 0.65 和 6.18 个百分点。

公司目前积极完善产运销业务链，在秦皇岛、广州港、长三角等地区建立了配煤中心。公司还拟收购集团太行海运有限公司 100% 股权。太行海运有限公司已初步建立由 6 艘干散货运输船组成的、合计运力达 40 万吨的运输船队。

公司的贸易业务具有较高的弹性，公司通过延伸业务链，加大货源的组织力度和沿海沿江运输能力，贸易业务有望取得较好的收益。中性假设下，如果贸易煤吨煤盈利达到 3 元/吨，按照 5000 万吨的贸易量，增厚业绩约 0.2 元。

图 1：中间商的盈利略有好转



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

第五，预计 2010 年-2012 年公司 EPS 分别为 1.023 元，1.614 元和 2.270 元，2011 年 PE 为 16.8 倍，看好公司近三年的成长性，维持“推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21006	33240	36478	44548	货币资金	1930	3324	3648	4455
营业成本	18686	30469	32723	39609	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	2320	2771	3756	4940	应收账款	2037	3179	3586	4498
% 营业收入	11.0%	8.3%	10.3%	11.1%	存货	826	1330	1428	1728
营业税金及附加	84	133	146	178	预付账款	3490	5703	6124	7413
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	242	0	0	0	流动资产合计	9155	14914	16299	19941
% 营业收入	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	489	765	839	1025	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	93	93	93	93
财务费用	114	309	339	307	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.9%	0.9%	0.7%	固定资产合计	2928	3258	3418	3418
资产减值损失	15	31	11	24	无形资产	2482	2358	2240	2128
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	43	8	3	6
营业利润	1381	1534	2421	3406	其他非流动资产	32	32	32	32
% 营业收入	6.6%	4.6%	6.6%	7.6%	资产总计	14732	20663	22085	25619
营业外收支	-30	0	0	0	短期贷款	3445	5793	4914	4452
利润总额	1350	1534	2421	3406	应付款项	1693	2743	2945	3565
% 营业收入	6.4%	4.6%	6.6%	7.6%	预收账款	1749	2759	3028	3697
所得税费用	396	383	605	851	应付职工薪酬	87	152	163	197
净利润	954	1150	1816	2554	应交税费	206	222	323	443
归属于母公司所有者					其他流动负债	689	1120	1203	1456
的净利润	614.9	766.9	1210.4	1702.8	流动负债合计	7868	12788	12576	13811
少数股东损益	339	383	605	851	长期借款	2018	2018	2018	2018
EPS（元/股）	0.82	1.02	1.61	2.27	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	24	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	1254	1254	1254	1254
经营活动现金流净额	-373	203	2489	2577	负债合计	11164	16060	15847	17083
取得投资收益	6	0	0	0	归属于母公司	2529	3180	4209	5657
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-17	0	0	0	少数股东权益	1039	1423	2028	2880
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3568	4603	6237	8536
固定资产投资	-1190	-732	-765	-745	负债及股东权益	14732	20663	22085	25619
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1207	-732	-765	-745		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.820	1.023	1.614	2.270
股权融资	39	0	0	0	BVPS	3.37	4.24	5.61	7.54
银行贷款增加（减少）	2585	2348	-879	-462	PE	32.99	26.45	16.76	11.91
筹资成本	126	-424	-521	-563	PEG	0.82	0.65	0.41	0.29
其他	-257	0	0	0	PB	8.02	6.38	4.82	3.59
筹资活动现金流净额	2493	1924	-1400	-1024	EV/EBITDA	13.75	10.46	6.77	4.88
现金净流量	913	1394	324	807	ROE	24.3%	24.1%	28.8%	30.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。