

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

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

执业证书编号： S0490510120022

1 季度同比环比均大幅回升，11 年新建矿正式投产

主要事件

山煤国际今日发布 2011 年 1 季报，其主要内容为：

- 2011 年 1 季度公司实现营业收入 106.66 亿元，同比增长 44.15%；实现利润总额 5.29 亿元，同比增长 69.01%；实现归属于母公司的净利润 2.17 亿元，同比增长 93.33%；EPS 和扣非后的 EPS 分别为 0.29 元和 0.3 元；
- 1 季度公司毛利率和净利率分别为 9.20%和 3.63%，同比增长 0.83 和 0.76 个百分点；加权平均净资产收益率为 6.45%，同比增加 2.05 个百分点。

事件评论

第一，1 季度 EPS 同比环比均大幅上涨，环比 4 季度毛利率下降净利率回升

公司 1 季度公司实现 EPS 为 0.29 元，同比和环比分别上涨 93%和 35%；营业收入和营业成本同比分别增长 44.15%和 42.84%，主要由于贸易量扩大；1 季度毛利率和净利率分别为 9.20%和 3.63%，同比增长 0.83 和 0.76 个百分点，主要原因可能在于贸易业务较去年同期有所好转；1 季度期间费用同比增长 31.1%，其中销售费用和管理费用分别上涨 23.0%和 39.0%；其中管理费用的上涨主要由于“2010 年新设子公司上年同期尚未注册运营及在建霍尔辛赫煤矿和铺龙湾煤矿由基建期转入生产期所致”；

第二，1 季度煤价同比环比均小幅上涨，贸易业务盈利能力环比可能下滑

1 季度公司所在长治地区的贫煤价格同比和环比分别上涨 50 元/吨和 15 元/吨左右，但中转地与生产地的价差较 4 季度有所下降，贸易业务盈利能力环比可能下降但同比回升；

第三，霍尔辛赫矿和铺龙湾矿投产，11 年-12 年保守估计贡献 EPS 约 0.36 元和 0.87 元。预计公司 2011 年-2013 年本部产量分别为 730 万吨、1050 万吨和 1110 万吨，权益产量为 499 万吨、706 万吨和 729 万吨

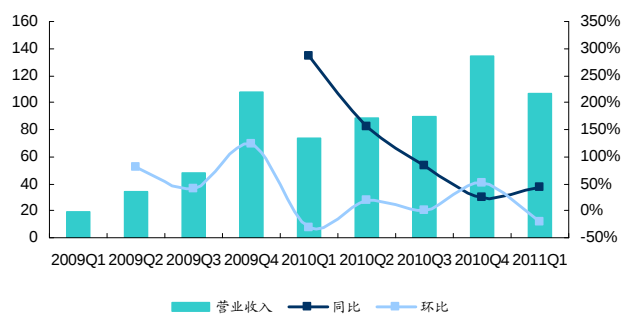
第四，预计待注入煤矿 12 年全面投产，新增权益产能 560 万吨，集团剩余整合煤矿产能 920 万吨，2013 年有望全部注入；考虑到整合煤矿的增量，公司 11-14 年煤炭权益产量为 499 万吨、898 万吨、1113 万吨和 1320 万吨，复合增长率为 38%；

第五，不考虑整合煤矿的产能，预计 2011 年-2013 年公司 EPS 分别为 1.605 元、2.177 元和 2.322 元，对应 PE 分别为 20.31 倍、14.98 倍和 14.04 倍；考虑增发 2.385 亿股以及整合煤矿的盈利，2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.22 元、1.94 元和 2.35 元，对应 PE 为 26.8 倍、16.80 倍和 13.87 倍，估值略高于行业，但考虑到公司长期的成长性，维持“推荐”评级。

第一，1 季度 EPS 同比环比均大幅上涨，环比 4 季度毛利率下降净利率回升

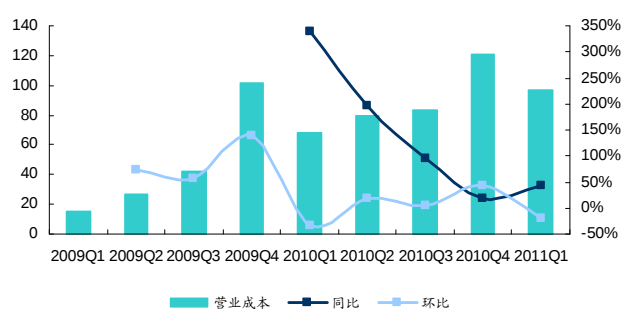
- 1 季度 EPS 为 0.29 元，同比和环比分别上涨 93%和 35%，10 年 1-4 季度 EPS 分别为 0.15 元、0.38 元、0.27 元和 0.21 元；
- 1 季度公司营业收入和营业成本 106.66 亿元和 101.21 亿元，同比分别增长 44.15%和 42.84%，主要由于 1 季度贸易量扩大；环比 4 季度分别下降 20.76%和 19.65%；
- 1 季度公司毛利率为 9.2%，同比和环比分别增长 0.83 和-1.27 个百分点，同比增长主要原因可能在于贸易业务较去年同期有所好转；1 季度公司净利率为 3.63%，同比增长 0.76 个百分点，环比增长 1.29 个百分点，净利润环比增长主要由于期间费用的下降；
- 1 季度公司期间费用为 2.78 亿元，同比增长 31.1%，期间费用率为 2.61%，同比下降 0.26 个百分点；分项来看，1 季度销售费用和管理费用分别为 9066 万元和 19191 万元，同比分别上涨 23.0%和 39.0%；其中管理费用的上涨主要由于“2010 年新设子公司上年同期尚未注册运营及在建霍尔辛赫煤矿和铺龙湾煤矿由基建期转入生产期所致”。

图 1：1 季度公司营业收入同比增长 44%



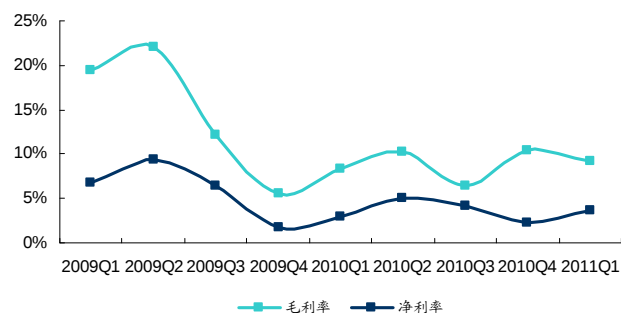
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：1 季度公司营业成本同比增长 43%



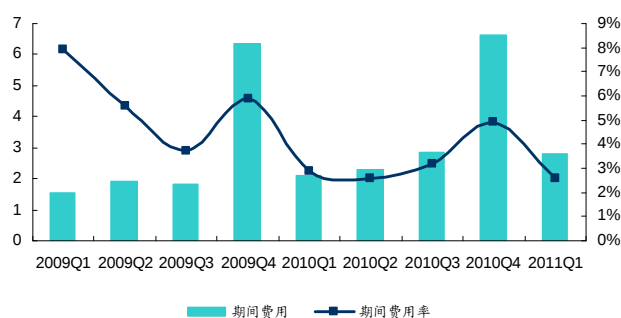
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：1 季度公司营业收入同比增长 44%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：期间费用同比增长 31%，期间费用率下降

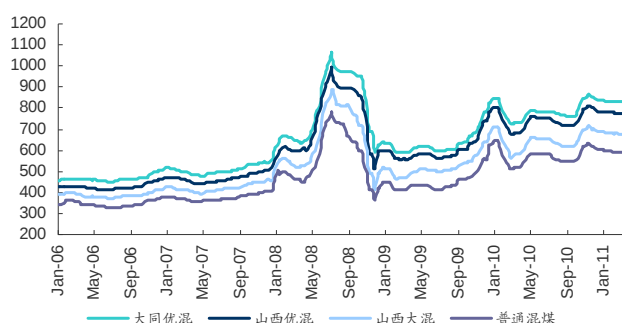


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，1 季度煤价同比环比均小幅上涨，贸易业务盈利能力环比可能下滑

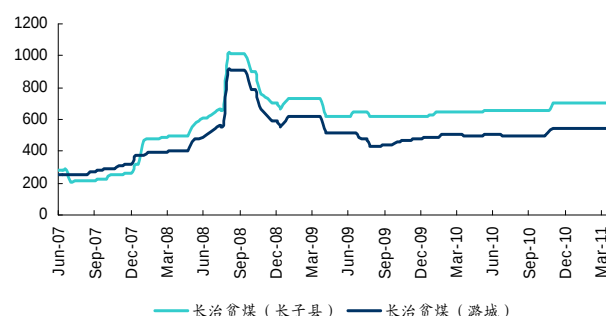
- 公司的贸易业务盈利能力同比改善，但环比可能下降。1 季度中转地煤价环比去年 4 季度有所下滑，而生产地煤价小幅上涨，秦皇岛大同优混和山西弱粘的价差 1 季度降至 160 元/吨，相比去年 4 季度的均值 208 元/吨下降了 23.08%；
- 山西等地煤炭坑口价格环比小幅上涨，公司所在长治地区的贫煤价格相比去年 4 季度上涨在 15 元/吨左右。

图 5：1 季度秦皇岛煤价环比下降 0.8%



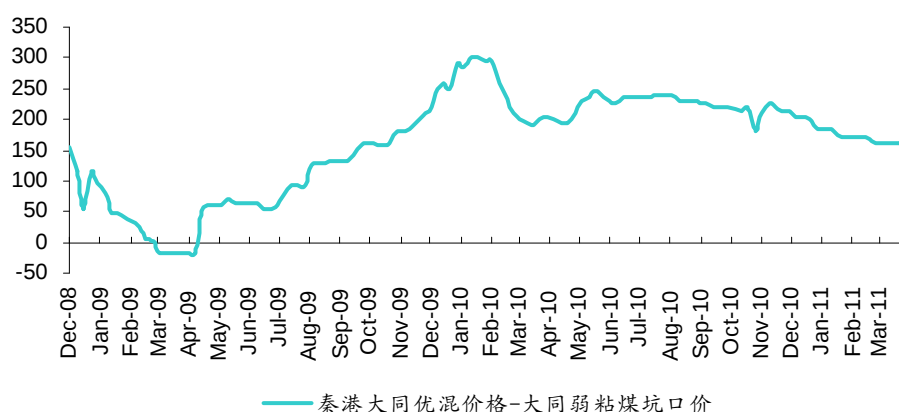
资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 7：公司所在长治地区贫煤价格同比环比均略有上升



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 7：1 季度中间商的盈利环比下滑



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

第三，霍尔辛赫矿和铺龙湾矿投产，预计 11 年-12 年分别贡献 EPS 约 0.36 元和 0.87 元

1 季度公司霍尔辛赫矿和铺龙湾矿由基建期转入生产期，成为 11-12 年产量增长的主要来源。预计公司 2011 年-2013 年本部产量分别为 730 万吨、1050 万吨和 1110 万吨，权益产量为 499 万吨、706 万吨和 729 万吨。

- 经纺矿：主要煤种为贫瘦煤，2010 年吨煤净利达到 355 元/吨，预计 2011 年产量为 300 万吨；
- 凌志达：主要煤种为贫煤，核定产能为 60 万吨，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，盈利能力低于其他煤矿，2010 年吨煤净利为 137.4 元/吨；
- 大平矿：主要煤种为贫煤，核定产能 150 万吨，煤质与经纺矿相似，主要通过地销，吨煤净利为 293.1 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。配有 300 万吨的洗煤厂，预计全部达产后喷吹煤洗出率为 70%，吨煤净利 300 元/吨左右。预计 11 年和 12 年产量分别达到 120 万吨和 300 万吨；
- 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 2011 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。

保守估计，霍尔辛赫吨煤净利 300 元/吨，铺龙湾吨煤净利 20 元/吨，预计 11 年和 12 年两矿贡献 EPS 约 0.36 元和 0.87 元。

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	150	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	1050	1110
权益产量	718		-	282	400	499	706	729

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，待注入煤矿 12 年全面投产，新增权益产能 560 万吨，集团剩余整合煤矿产能 920 万吨，2013 年有望全部注入；考虑到整合煤矿的增量，公司近三年煤炭权益产量为 499 万吨、898 万吨、1113 万吨和 1320 万吨，复合增长率为 38%

集团整合煤矿进展较快，共整合 1790 万吨，公司拟发行不超过 2.385 亿股收购其中 870 万吨产能。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）。考虑到整合煤矿的增量，公司近三年煤炭总产量分别为 730 万吨、1350 万吨、1710 万吨和 2070 万吨，权益产量为 499 万吨、898 万吨、1113 万吨和 1320 万吨，复合增长率为 38%。

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

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
	高家窑煤业	150
大同	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

第五，预计 2011 年-2013 年公司 EPS 分别为 1.605 元、2.177 元和 2.322 元，2011 年和 2012 年 PE 分别为 20.3 倍和 15.0 倍，看好公司近三年的成长性，维持“推荐”评级

不考虑整合煤矿的产能，预计 2011 年-2013 年公司 EPS 分别为 1.605 元、2.177 元和 2.322 元，对应 PE 分别为 20.31 倍、14.98 倍和 14.04 倍；考虑增发 2.385 亿股以及整合煤矿的盈利，2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.22 元、1.94 元和 2.35 元，对应 PE 为 26.8 倍、16.80 倍和 13.87 倍，估值略高于行业，但考虑到公司长期的成长性，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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	38644	42857	48077	51654	货币资金	4226	4286	4808	5165
营业成本	35130	38829	43044	46362	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3514	4028	5033	5292	应收账款	2735	3205	3596	3863
% 营业收入	9.1%	9.4%	10.5%	10.2%	存货	2239	2122	2352	2533
营业税金及附加	98	109	122	131	预付账款	4412	5034	5580	6010
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	440	0	0	0	流动资产合计	15052	16275	18162	19535
% 营业收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	670	857	962	1033	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	长期股权投资	96	96	96	96
财务费用	277	387	321	257	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.5%	固定资产合计	3984	4572	5089	5463
资产减值损失	32	0	0	0	无形资产	2421	2300	2185	2075
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	48	0	0	0
营业利润	2003	2676	3628	3871	其他非流动资产	55	55	55	55
% 营业收入	5.2%	6.2%	7.5%	7.5%	资产总计	21656	23297	25587	27224
营业外收支	-40	0	0	0	短期贷款	5723	4007	2862	1216
利润总额	1963	2676	3628	3871	应付款项	2787	3438	3811	4105
% 营业收入	5.1%	6.2%	7.5%	7.5%	预收账款	1917	2571	2885	3099
所得税费用	614	722	980	1045	应付职工薪酬	94	194	215	231
净利润	1349	1953	2648	2826	应交税费	302	357	474	506
归属于母公司所有者的净利润	755.8	1204.1	1632.6	1741.8	其他流动负债	1751	1900	2106	2269
少数股东损益	593	749	1016	1084	流动负债合计	12575	12467	12353	11426
EPS (元/股)	1.01	1.61	2.18	2.32	长期借款	3326	3326	3326	3326
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	23	0	0	0
经营活动现金流净额	1120	3172	3113	3338	其他非流动负债	998	998	998	998
取得投资收益	2	0	0	0	负债合计	16922	16792	16677	15750
收回现金					归属于母公司	3245	4268	5656	7137
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1488	2238	3253	4337
固定资产投资	-1312	-829	-881	-817	股东权益	4733	6506	8909	11474
其他	-328	0	0	0	负债及股东权益	21656	23297	25587	27224
投资活动现金流净额	-1640	-829	-881	-817	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	74	0	0	0	EPS	1.008	1.605	2.177	2.322
银行贷款增加 (减少)	3090	-1717	-1145	-1646	BVPS	4.33	5.69	7.54	9.52
筹资成本	522	-567	-566	-518	PE	32.35	20.31	14.98	14.04
其他	-869	0	0	0	PEG	1.01	0.63	0.47	0.44
筹资活动现金流净额	2817	-2284	-1711	-2164	PB	7.53	5.73	4.32	3.43
现金净流量	2296	59	522	358	EV/EBITDA	11.66	8.03	5.83	5.09
					ROE	23.3%	28.2%	28.9%	24.4%

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
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

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。