



证券研究报告·上市公司调研简评

煤炭开采

未来 3、5 年成长性最好的“泰山组合”之一

主力矿井经营正常

公司主力矿井经坊煤业（75%）一季度生产遇到断层，煤质略差，共生产 50 多万吨。目前经坊原煤、精煤平均价在 800-810 之间，配套洗选能力达到 120 万吨（核定 90 万吨，技术改造后达到 120 万吨），但目前还有个联营的洗煤厂。2010 年经坊煤业共生产原煤 314 万吨，全年均价 767 元/吨，其中 151 万吨不入洗直接销售，销售精煤 115 万吨。下属整合的煤矿庄子河和镇里煤矿预计 2012 年底试生产。

凌志达 2012 年进入正常经营轨道

凌志达煤矿（62.99%）正在开采 3#煤层逐渐枯竭，煤矿这两年正在将设备等搬至 15#无烟煤层开采，现在正在进行基建和改扩建工程，工程开工于 2009 年 8 月 17 日，工期 23 个月，预计 2011 年年底完成全部搬迁并进行试生产。2010 年产量仅 60 万吨，均价 756 元/吨不含税，吨煤净利润 131 元/吨，贡献 EPS0.07 元。大平煤矿 2010 年生产 144 万吨，吨煤价格 653 元/吨，吨煤净利润 305 元，贡献 EPS0.21 元。

霍尔辛赫与铺龙湾逐步开始贡献业绩

霍尔辛赫 2010 年 10 月进入试生产阶段，但已进入业绩，4 月份正式验收。今年产量约 120 万吨，贸易业务一季度较去年四季度有所好转。霍尔辛赫一季度贡献业绩约为 5000 万元。目前经坊精煤价格 1200 元含税价，精煤洗出率 70.6%。2010 年经坊贡献 EPS1.06 元，超过全公司的 1.01 元。铺龙湾今年预计产煤 100 万吨，2010 年霍尔辛赫和铺龙湾共生产工程煤 80-90 万吨。两个矿均为 2012 年达产。

贸易业务最低点可能已过

公司贸易业务自山西煤炭整合中小煤矿被兼并整合后煤源一直较为紧张，加之目前各大煤炭企业都在发展煤炭贸易业务以抢占市场和为将来产能扩张准备，因此贸易业务一直盈利能力偏差。2010 年贸易业务毛利率仅 1.9%，较 2010 年中期的 2.5%进一步下降，贸易业务毛利率自 2008 年以来逐年变差。贸易业务山西北部的大同、朔州受制于煤源和煤质，亏损较大；盈利能力较好的贸易公司是晋城公司，主要是煤质较好，市场竞争相对不激烈。2010 年晋城公司盈利 2948 万，而大同公司和大同经营公司分别亏损 3341 万元和 1829 万元，朔州公司亏损 4001 万元。公司贸易业务目前重点打造产业链服务，公司 2010 年 10 月 20 日公告收购的太行海运公司拥有 6 条合计运力 40 万吨的干散货船，今年公司在珠江、晋江建立配煤中心，广州建设 2 个配煤中心，未来将不同煤种煤炭运到配煤中心进行配煤，满足客户多样化需求。

未来 3、5 年成长性最好的“泰山组合”之一

我们认为公司依然是未来煤炭板块成长性最好的两个公司之一，

请参阅最后一页的重要声明

山煤国际 (600546)

维持

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

当前股价：29.92 元

目标价格 6 个月：42 元

调研日期：2011 年 5 月 09 日

发布日期：2011 年 5 月 19 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.71/-5.23	-0.50/1.93	44.46/38.67
12 月最高/最低价 (元)		40.5/16.1
总股本 (万股)		75000.00
流通 A 股 (万股)		18073.40
总市值 (亿元)		224.40
流通市值 (亿元)		54.08
近 3 月日均成交量 (万)		496.42
主要股东		
山西煤炭进出口集团有限公司		75.90%

股价表现



相关研究报告

11.03.02	2010 年年报点评：业绩符合预期，关注未来四大成长点
11.02.28	公司调研简报：三大业绩接力点追捧高成长
10.10.21	山煤国际资产收购公告点评：资产收购大幕开启

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



贸易业务虽然目前亏损，但从煤源角度来说最紧张时刻已经过去，因此未来贸易业务有好转可能。霍尔辛赫被我们寄予厚望，2011、2012 年主要靠霍尔辛赫和铺龙湾投产，此次增发的产能也将在 2012、2013 年陆续投产，2013 年之后公司成长性也非常好。我们继续推荐煤炭行业未来 3、5 年成长性最好的“泰山组合”：永泰能源、山煤国际。不考虑增发，2011-2013 年业绩为 1.31、2.35、2.52 元，考虑增发摊薄 2011-2013 年 EPS 分别为 1.00、2.11、3.07（假设增发 2.29 亿股本）。维持对公司买入评级，目标价 42 元。

表 1：山煤国际盈利预测表 1

煤炭贸易	2006A	2007A	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
贸易量合计	3667	4113	4285	1245	4327	2815	6497	6600	6800	7000
吨煤贸易价格			457	344	429	522	516	520	525	530
煤炭贸易业务收入（百万）			19569	4277	18563	14681	33497	34320	35700	37100
煤炭贸易业务成本（百万）			18156	3935	17877	14321	32871	33599	34879	36247
吨煤贸易成本			424	316	413	509	506	509	513	518
毛利率			7.2%	8.0%	3.7%	2.5%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%
中间费用					3.2%	2.2%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%
净利润					87	38	(108)	(103)	(36)	(37)
贡献EPS					0.12	0.05	-0.14	-0.14	-0.05	-0.05
除煤炭生产外的业务EPS合计					0.02		-0.18	-0.18	-0.18	-0.18

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 2：山煤国际盈利预测表 2

煤矿生产	2006A	2007A	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
长治经坊煤业（75%）										
产量	173	184	146	150	250	157	314	314	314	314
销量	182	184	147	125	238	150	299	299	299	299
价格	311	369	489	623	627		732	827	847	853
吨煤成本及费用附加	146	162	224		270		283	300	320	330
收入（万元）	53872	67811	71117	93556	156866		229948	259578	265951	267846
净利润（万元）	15925	23905	27545	4380	67346	52046	106499	124033	124104	123170
吨煤净利润	92	130	189	29	269	332	339	395	395	392
贡献EPS	0.16	0.24	0.28	0.04	0.67	0.52	1.06	1.24	1.24	1.23
凌志达煤业（62.99%）										
产量	71	51	55	17	55	35	60	80	120	120
价格	290	320	467	465	470		756	770	775	780
吨煤成本及费用附加	228	472			441		569	580	590	600
收入	25021	23912			25860		45332	61600	93000	93600
利润总额	8911	77			1593		11187			
净利润（万元）	5505	-411			931		7832	11400	16650	16200
吨煤净利润	78	-8			17		131	143	139	135
贡献EPS	0.05	0.00			0.01		0.07	0.10	0.14	0.14
大平煤业（35%）										
产量	6	32	126	50	130	66	144	140	210	210
销量		25	129	50		70				
价格		306	525	473	482	620	653	700	730	740
吨煤成本及费用附加		148			207		235	250	270	280
收入		8346			62620	40900	93997	98000	153300	155400
利润总额		3645			35718		60164			
净利润（万元）		2482			25313	23086	43960	47250	72450	72450
吨煤净利润		78			195	350	305	338	345	345
贡献EPS		0.01			0.12	0.11	0.21	0.22	0.34	0.34
铺龙湾煤业（100%）										
产量					8	28	40	100	120	120
价格								400	420	420
成本								300	240	240
吨煤费用及附加								80	80	80
吨煤净利润								15	75	75
权益净利润（万元）	-391	-60						1500	9000	9000
贡献EPS								0.02	0.12	0.12
霍尔辛赫煤业（51%+19%×62.99%）										
产量						23	45	120	300	300
价格								500	713	720
成本								350	240	250
吨煤费用及附加								80	80	80
吨煤净利润								53	294	293
权益净利润（万元）				-41				3967	55609	55255
贡献EPS								0.05	0.74	0.74
长治经坊庄子河煤业+长治县贾掌镇镇里煤矿（75%×51%）										
产量										160
价格										650
成本										250
吨煤费用及附加										80
吨煤净利润										240
权益净利润（万元）										14688
贡献EPS										0.20

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 3：山煤国际盈利预测表 3

	2012E	2013E
鹿台山煤业（100%）		
产量	20	50
价格	680	680
成本	340	300
吨煤费用及附加	100	100
净利润	36	105
贡献EPS	0.04	0.11
蒲县豹子沟煤业（100%）		
产量	30	90
价格	750	770
成本	340	300
吨煤费用及附加	100	100
净利润	70	250
贡献EPS	0.07	0.26
长春兴煤业/韩家洼煤业/古城煤业（51%）		
产量	100	300
价格	630	630
成本	340	300
吨煤费用及附加	100	100
吨煤净利润	143	173
权益净利润（万元）	73	264
贡献EPS	0.07	0.27
左权鑫顺煤业/左权宏远煤业（65%）		
产量	100	300
价格	700	740
成本	340	300
吨煤费用及附加	100	100
吨煤净利润	195	255
权益净利润（万元）	126.75	497.25
贡献EPS	0.13	0.51

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2010 年新财富煤炭行业第 8 名。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。