



证券研究报告·上市公司简评

煤炭开采

增发进展顺利 注入资产技改进行中

公司公布非公开发行修订稿

公司公布非公开发行修订稿，拟以不低于 22.76 元/股增发不超过 24165 万股，募资总额不超过 55 亿元，主要用于收购鹿台山煤矿（100%）、豹子沟煤业（100%）、长春兴煤业（51%）、韩家洼煤业（51%）、东古城煤业（51%）、鑫顺煤业（65%）、宏远煤业（65%）以及太行海运 100%权益及耗资 5.5 亿增资太行海运用于建造 4 艘 4.75 万吨船舶。本次收购吨资源储量收购价约 11 元，其中左权鑫顺、宏远、鹿台山、豹子沟煤矿吨资源收购价均在 25 元以上，其煤种为贫瘦、焦肥煤和无烟煤，左权长春兴、韩家洼、东古城煤矿吨资源收购价在 1-4 元不等，主要用动力煤。

注入产能 870 万吨增厚 77%，权益产能增加 559 万吨

公司现有在产和在产产能超过 1000 万吨，其中经纺、凌志达和大平在产产能约 500 万吨，新投产的霍尔辛赫和铺龙湾产能分别为 300 万吨和 120 万吨，经纺下属的庄子河和镇里煤矿合计 210 万吨。本次注入 870 万吨产能占现有产能约 77%。

注入煤矿均已开工技改，预计 2012 年下半年陆续投产

注入煤矿中，鹿台山煤业于 2010 年 12 月 13 日开工建设，豹子沟煤业于 2010 年 12 月 16 日开工建设，长春兴煤业于 2011 年 1 月 18 日开工建设，韩家洼煤业于 2010 年 10 月 29 日开工建设，东古城煤业于 2010 年 11 月 18 日开工建设，宏远煤业于 2011 年 1 月 10 日开工建设，鑫顺煤业于 2011 年 5 月 22 日正式开工建设；如果按照 18 个月技改期推算，预计 2012 年下半年将有技改矿井陆续投产。

收购太行海运 100%权益并增资 5.5 亿新造船舶扩大运输能力

此次增发公司还将耗资 7732 万元收购太行海运 100%权益并增资 5.5 亿用于购买 4 艘 47500 吨级的新造船舶，收购 PE14.14 倍（按照 2010 年净利润测算）。太行海运目前由 6 艘散货船，其中 5 艘为 7-7.5 万吨级巴拿马型船，主要承担北煤南运海上运输任务，而适合长江航线运输的 4.2-4.5 万吨级灵便型运力仅 1 艘 2.5 万吨型船。公司新购 4 艘 4.75 万吨船舶主要用于扩大煤炭沿长江航线运输业务，目前太行海运长江航线船型上的不足。

未来 3、5 年煤炭板块成长性最好的“泰山组合”成员

我们认为公司是未来 3、5 年煤炭板块成长性最好的煤炭股之一，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。2011 年业绩增量主要来自霍尔辛赫和铺龙湾投产，较高的煤价提升也是今年利润的保障，2012 年之后将来自霍尔辛赫放量以及此次注入技改矿的陆续投产，因为公司业绩在未来 3 年将保持快速增长势头，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.98（完全摊薄，不考虑增发摊薄业绩为 1.28）、2.09（增发摊薄后）、2.97（增发摊薄后），维持公司买入评级，给予公司 2012 年 20PE 估值，目标价 42 元。

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：28.28 元

目标价格 6 个月：42 元

发布日期：2011 年 5 月 25 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
-10.48/-2.39	-9.29/-5.95	30.67/23.57

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) 212.10

流通市值 (亿元) 51.11

近 3 月日均成交量 (万) 484.46

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

11.05.18	调研简评：未来 3、5 年成长性最好的“泰山组合”之一
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

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



表 1：山煤国际历次注入矿情况

收购煤矿	权益	设计产能（万吨）	资源储量（万吨）	评估值（万元）	吨资源评估值
2009 年 9 月注入情况：					
经坊煤业	75%	250	28336	28336	4
凌志达煤业	62.99%	50	8348	8348	7
大平煤业	35%	150	6618	6618	6
霍尔辛赫煤业	62.97%	300	47410	47410	3
铺龙湾煤业	100%	120	6150	6150	3
本次注入情况：					
鹿台山煤业	100%	60	2425	69706.63	29
豹子沟煤业	100%	90	7839	201199.32	26
长春兴煤业	51%	240	37277	58745.03	3
韩家洼煤业	51%	90	8761	18474.76	4
东古城煤业	51%	90	10542	5694.23	1
鑫顺煤业	65%	180	2828	45826.38	25
宏远煤业	65%	120	4402	72840.55	25
本次注入合计	870 万吨（权益 559.2 万吨）		74074（权益 43819 万吨）	390326 万元	11

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 2：山煤国际在产矿井盈利预测表

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
利润总额	27362	38084	38148		92571		145387			
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

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 2：山煤国际在建或新投产矿井盈利预测表

煤矿生产	2006A	2007A	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
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
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
贡献EPS										0.20
鹿台山煤业（100%）										
产量									20	50
价格									470	480
成本									150	130
吨煤费用及附加									100	100
净利润									33	94
贡献EPS									0.03	0.10
蒲县豹子沟煤业（100%）										
产量									30	90
价格									750	770
成本									150	130
吨煤费用及附加									100	100
净利润									113	365
贡献EPS									0.11	0.37
长春兴煤业/韩家洼煤业/古城煤业（51%）										
产量									100	300
价格									320	330
成本									100	90
吨煤费用及附加									80	80
吨煤净利润									105	120
贡献EPS									0.05	0.19
左权鑫顺煤业/左权宏远煤业（65%）										
产量									90	300
价格									430	440
成本									100	90
吨煤费用及附加									80	80
吨煤净利润									187.5	202.5
贡献EPS									0.11	0.40
合计EPS			0.57	0.39	0.82	0.53	1.01	1.28	2.32	2.49
考虑增发股份摊薄及注入资产业绩			0.44	0.30	0.63	0.40	0.77	0.98	2.09	2.97

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。