



证券研究报告·上市公司简评

煤炭开采

业绩超预期，煤源和煤价均有利 贸易改善，“泰山”小爆发

事件

公司公布 2011 年半年度报告

2011 年上半年公司实现收入 251.15 亿，同比增长 54.68%；实现营业利润 12.59 亿，同比增长 35.38%；归属母公司净利润 5.76 亿，同比增长 45.97%，折合 EPS0.77 元，业绩超出我们的预期。

简评

超预期可能主要来自于贸易业务好转，煤源和煤价均对贸易有利。虽然没有看到更多的解释，但从我们公布的数据判断中报超出我们预期主要是由于贸易业务好转带来的。按照公司公布的数据我们测算公司营业利润率为 5%，较 2010 年全年的 4.7%提高 0.3%。我们此前的预期营业利润率也是 5%，可见主要是收入超预期。今年的煤价持续上涨也十分有利于贸易业务好转，公司今年规划贸易业务突破 7000 万吨，总收入达到 500 亿规模，到十二五末突破 1 亿吨贸易规模。公司目前的业务定位是煤炭生产创造利润，贸易部分保证规模，也为以后公司煤炭生产产能扩张打下市场基础，贸易业务将丰富煤炭产业供应链。公司今年贸易将实行精细化管理，节约费用开支。目前贸易业务货源在逐步好转，山西省资源整合慢慢出来，外省调进煤源好一些。贸易业务最大的成本是购进煤源成本和资金成本，最大风险是市场波动，而今年的煤价持续上涨有利于贸易业务恢复。

年内完成增发，二次注入明年可期

预期公司 10.1 之前增发能过会，年底之前 7 个煤矿就能做完。此次增发注入矿完成后，就会着手集团其余 9 个矿的事情，但注入方案尚未成型，但明年将考虑注入，公司原来考虑 2013 年剩余 900 万吨均能装进来。

三季度又一利好待释放：霍尔辛赫投产

公司的霍尔辛赫煤矿目前还没有投产，正在试生产，三季度应该能够验收。霍尔辛赫煤矿规划 300 万吨产能，今年产量能达到 150 万吨，明年达产。其煤种相比铺龙湾好，吨煤盈利在 300-350 元之间，霍尔辛赫矿今年预计毛利润 4 亿，我们预期净利润约 1.28 亿元，贡献 0.16 元 EPS。

“泰山”组合小爆发，煤炭板块成长最佳组合 TOP2

我们认为，“泰山”组合（永泰能源、山煤国际）是煤炭板块未来 3、5 年成长最好的品种。上半年山煤抓住煤价持续上涨和煤源紧张缓解有利时机加大贸易发展，并实现了好转，我们认为只要煤价不出现大幅波动，山煤的贸易业务都将能实现不错收益。我们调高 2011-2013 年 EPS 为 1.31、2.2、3.2（增发完全摊薄）。

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

发布日期：2011 年 7 月 13 日

当前股价：32.08 元

目标价格 6 个月：45 元

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
10.47/6.86	-4.10/3.40	66.60/53.17
12 月最高/最低价 (元)		40.5/18.45
总股本 (万股)		75000.00
流通 A 股 (万股)		18073.40
总市值 (亿元)		240.60
流通市值 (亿元)		57.98
近 3 月日均成交量 (万)		313.96
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

11.05.25	增发进展顺利，注入资产技改进行中
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



我们依然将山煤作为煤炭板块未来 3 年成长最好的品种推荐，维持对公司买入评级，目标价 45 元。

表 1：山煤国际盈利预测表

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	7500	7800	8000
煤炭贸易业务收入（百万）			19569	4277	18563	14681	34141	42750	45240	46880
煤炭贸易业务成本（百万）			18491	3935	18207	14321	33478	41639	44199	45802
毛利率			5.5%	8.0%	1.9%	2.5%	1.9%	2.6%	2.3%	2.3%
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	856	876
贡献EPS	0.16	0.24	0.28	0.04	0.67	0.52	1.06	1.24	1.26	1.29
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
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
价格		306	525	473	482	620	653	700	730	740
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
贡献EPS								0.02	0.12	0.12
霍尔辛赫煤业（51%+19%×62.99%）										
产量						23	45	150	300	300
价格								550	713	720
成本								300	240	250
吨煤费用及附加								80	80	80
吨煤净利润								128	294	293
贡献EPS								0.16	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
贡献EPS										0.20
鹿台山煤业（100%）										
产量									20	50
贡献EPS									0.04	0.10
蒲县豹子沟煤业（100%）										
产量									30	90
贡献EPS									0.12	0.40
长春兴煤业/韩家洼煤业/古城煤业（51%）										
产量									100	300
贡献EPS									0.06	0.21
左权鑫顺煤业/左权宏远煤业（65%）										
产量									90	300
贡献EPS									0.12	0.45
合计煤炭产量			327	228	456	310	607	784	1304	1964
合计EPS			0.57	0.39	0.82	0.53	1.01	1.64	2.33	2.53
考虑增发股份摊薄及注入资产业绩			0.46	0.32	0.66	0.42	0.81	1.31	2.20	3.20
假定：增发价								30	30	30

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。