

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

2 季度业绩大幅提升，贸易业务改善

事件描述

山煤国际今日发布 2011 年半年报，其主要内容为：

- 2011 年上半年公司实现营业收入 251.51 亿元，同比增长 54.68%；实现利润总额 12.34 亿元，同比增长 32.48%；实现归属于母公司的净利润 5.76 亿元，同比增长 45.98%；EPS 和扣非后的 EPS 分别为 0.77 元和 0.78 元；
- 上半年公司毛利率和净利率分别为 9.21%和 3.55%，同比分别下降 0.16 和 0.51 个百分点；加权平均净资产收益率为 16.82%，同比增加 2.10 个百分点；
- 上半年公司原煤产量为 340.86 万吨，同比增幅为 9.93%；上半年公司完成煤炭贸易总量 3951.98 万吨，较去年同期增加了 1137.46 万吨，增幅为 40.41%。

事件评论

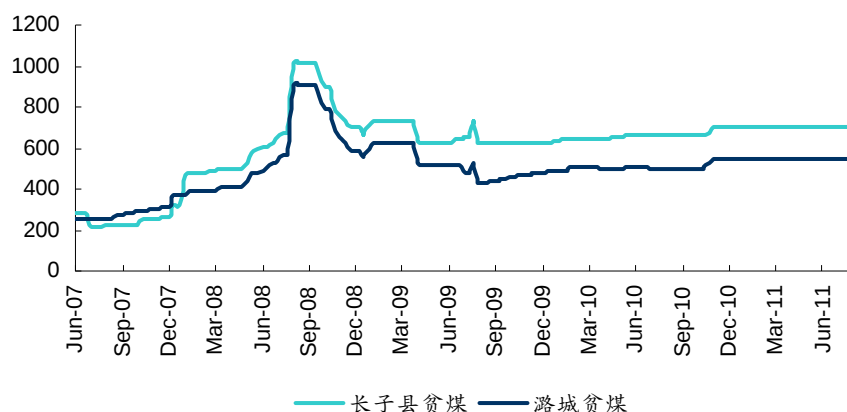
第一，2 季度公司业绩大幅提升，可能主要由于收入增加和贸易业务的减亏

- 上半年公司 EPS 为 0.77 元，同比增长 45.28%。其中，2 季度 EPS 为 0.48 元，环比增长 65.52%；环比增长可能主要由于以收入增加及贸易业务的减亏；
- 上半年公司煤炭贸易、煤炭生产分别实现营业收入 214.14 亿元和 25.71 亿元，同比分别增加 48.86%和 71.17%；营业成本分别为 208.38 亿元和 25.71 亿元，同比分别增加 48.49%和 139.98%；上半年公司煤炭生产和煤炭贸易毛利率分别为 61.32%和 2.69%，同比分别减少 11.09 个和增加 0.25 个百分点；
- 上半年公司毛利率和净利率分别为 9.21%和 3.55%，同比分别下降 0.16 和下降 0.51 个百分点。2 季度，公司毛利率和净利率分别为 9.22%和 3.49%，环比分别增加 0.02 个和下滑 0.15 个百分点；
- 上半年公司期间费用 9.93 亿，同比增长 79.2%，期间费用率为 3.95%，同比增加 0.54 个百分点。其中，1 季度和 2 季度分别为 2.61%和 4.94%。

第二，近两年本部产量增长主要来源于霍尔辛赫矿和铺龙湾矿

- 上半年公司原煤产量为 340.86 万吨，同比增加 30.80 万吨，增幅为 9.93%。煤炭生产板块实现营业收入 25.71 亿元，同比增长 71.17%；
- 上半年吨煤售价为 754.22 元/吨，吨煤成本为 291.76 元/吨；

图 1: 公司所在长治地区贫瘦煤市场价格同比增长约 8%



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

预计 2011 年-2013 年本部产量分别为 730 万吨、990 万吨和 1110 万吨，权益产量为 499 万吨、683 万吨和 729 万吨。主要增长来源于霍尔辛赫和铺龙湾矿。

- 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%，预计 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 50 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	310	300	300	300
凌志达矿	120	贫煤	63%	60	60	60	120	120
大平矿	150	贫煤	35%	130	145	150	150	150
霍尔辛赫	300	贫煤	70%	8.5	47	120	300	300
铺龙湾矿	120	气煤	100%	5.5	45	100	120	120
经坊庄子河矿	120	贫煤	38%					60
经纺镇里矿	90	贫煤	38%					60
合计	1140		-	454	607	730	990	1110
权益产量	718		-	282	399	499	683	729

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

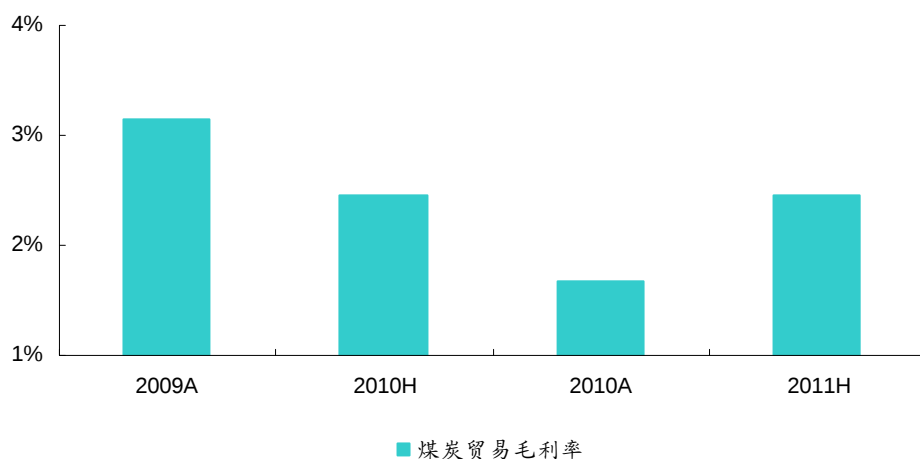
第三, 煤炭贸易规模继续提升, 盈利能力出现改善

- 煤炭发运量: 上半年公司累计发运煤炭 1750.6 万吨, 同比增加 642.45 万吨, 增幅为 69.76%, 创历史同期发运量最好水平。
- 煤炭贸易量: 上半年公司完成煤炭贸易总量 3951.98 万吨, 较去年同期增加了 1137.46 万吨, 增幅为 40.41%。其中内贸煤炭总量为 3717.46 万吨, 较去年同期增加 1262.69 万吨, 增幅为 51.44%; 外贸煤炭总量为 215.73 万吨,

较去年同期减少了 144.02 万吨。

- 上半年煤炭贸易板块共实现营业收入 2,141,437.68 万元，同比上升 48.86%。煤炭贸易毛利率为 2.69%，同比增加 0.25 个百分点。公司的贸易业务弹性较大，随着公司储配煤中心建立以及货源的稳定，公司的贸易业务有望继续好转。

图 2：上半年公司贸易业务毛利率同比回升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，增发完成后公司权益产能将增加 77%，完全达产后业绩增厚约 1.04 元

集团整合煤矿进展较快，共整合 1790 万吨，公司拟发行不超过 2.42 亿股收购其中 870 万吨产能。根据公司测算，各煤矿平均不含税价格和单位成本费用分别为 439 元/吨和 193 元/吨，测算吨煤净利约 185 元/吨。各煤矿计划于 2012 年下半年至 2013 年逐步投产，预计 2012 年-2015 年产量权益产量分别为 150 万吨、250 万吨、400 万吨和 560 万吨。

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

表 3: 拟收购 7 煤矿投产进展以及未来盈利能力估计

煤矿	不含税价格	单位成本费用	吨煤净利	开工日期	竣工日期	增加净利	EPS
鹿台山煤业	471.27	221.73	187.2	2010 年 12 月	2012 年 6 月	11229	0.11
豹子沟煤业	736.01	217.08	389.2	2010 年 12 月	2013 年 8 月	35028	0.35
长春兴煤业	308.33	161.55	110.1	2010 年 11 月	2012 年 8 月	13474	0.14
韩家洼煤业	293.33	174.76	88.9	2010 年 10 月	2011 年 12 月	4082	0.04
东古城煤业	313.33	200.05	85.0	2010 年 11 月	2012 年 8 月	3900	0.04
鑫顺煤业	446.57	204.59	181.5	2011 年 3 月	2013 年 4 月	21234	0.21
宏远煤业	428.33	185.2	182.3	2011 年 1 月	-	14223	0.14
合计	439.49	193.49	184.50	-	-	103170	1.04

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 770 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 4: 山西省煤炭进出口公司剩余煤矿一览

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	河曲旧县露天煤业	300
大同	鹊山精煤 (参股 30.86%) 注	110
	草垛沟煤业	60
合计		770

注: 鹊山精煤, 公司参股 30.86%, 下辖鹊儿山煤矿 (110 万吨), 09 年整合高家窑煤业 (150 万吨)

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 1.513 元、2.056 元和 2.445 元, 2011 年和 2012 年 PE 分别为 21.18 倍、15.51 倍和 13.10 倍, 考虑增发, 11-13 年 EPS 分别为 1.14 元、1.65 元和 2.22 元, 对应 PE 分别为 28.00 倍、19.39 倍和 14.43 倍。看好公司 2013 年后资产注入带来的业绩增厚、自产煤业务的快速增长以及贸易业务的弹性, 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	49613	55352	60340	货币资金	4226	4961	5535	6034
营业成本	35130	44933	49263	53438	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3514	4680	6089	6902	应收账款	2735	3711	4140	4513
% 营业收入	9.1%	9.4%	11.0%	11.4%	存货	2239	2455	2692	2920
营业税金及附加	98	126	141	153	预付账款	4412	5825	6386	6927
% 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	546	609	664	流动资产合计	15052	18838	20856	22687
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	670	893	996	1086	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	长期股权投资	96	96	96	96
财务费用	277	414	373	298	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.5%	固定资产合计	3984	4638	5222	5672
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	2701	3970	4701	其他非流动资产	55	55	55	55
% 营业收入	5.2%	5.4%	7.2%	7.8%	资产总计	21656	25926	28414	30585
营业外收支	-40	0	0	0	短期贷款	5723	5300	4003	2031
利润总额	1963	2701	3970	4701	应付款项	2787	3979	4362	4731
% 营业收入	5.1%	5.4%	7.2%	7.8%	预收账款	1917	2977	3321	3620
所得税费用	614	729	1072	1269	应付职工薪酬	94	224	246	266
净利润	1349	1972	2898	3432	应交税费	302	368	521	612
归属于母公司所有者					其他流动负债	1751	2220	2435	2642
的净利润	755.8	1134.5	1548.4	1833.5	流动负债合计	12575	15067	14888	13903
少数股东损益	593	837	1350	1598	长期借款	3326	3326	3326	3326
EPS (元/股)	1.01	1.51	2.06	2.44	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	23	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	998	998	998	998
经营活动现金流净额	1120	2640	3429	3947	负债合计	16922	19391	19213	18227
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	3245	4209	5525	7084
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1488	2326	3676	5274
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4733	6535	9201	12358
固定资产投资	-1312	-896	-954	-903	负债及股东权益	21656	25926	28414	30585
其他	-328	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1640	-896	-954	-903		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.008	1.513	2.065	2.445
股权融资	74	0	0	0	BVPS	4.33	5.61	7.37	9.45
银行贷款增加 (减少)	3090	-424	-1296	-1972	PE	31.79	21.18	15.51	13.10
筹资成本	522	-585	-606	-573	PEG	0.92	0.62	0.45	0.38
其他	-869	0	0	0	PB	7.40	5.71	4.35	3.39
筹资活动现金流净额	2817	-1008	-1902	-2545	EV/EBITDA	11.49	7.96	5.35	4.20
现金净流量	2296	735	574	499	ROE	23.3%	27.0%	28.0%	25.9%

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	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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。