

煤炭采选

报告原因：有业绩公布需要点评

2011 年 08 月 05 日

市场数据：2010 年 08 月 04 日

收盘价（元）	32.03
一年内最高/最低（元）	40.5/16.1
市净率	6.7
市盈率	21
流通 A 股市值（亿元）	57.6

基础数据：2011 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	4.8
资产负债率%	85.6%
总股本/流通 A 股（亿股）	7.5/1.81
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内公司股价与大盘对比走势



分析师

张红兵

执业证书编号：S0760511010023

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市海淀区大柳树路富海大厦 808

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

山煤国际

(600546)

增持

高成长化解估值压力，吸引力越来越大

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	市盈率
2009A	21006	2.2	614	42.8	0.82	6.6	39
2010A	38644	83.96	1349	41.39	1.01	5.18	32
2011E	46205	19.57	2129	57.79	1.54	6.06	21
2012E	53640	16.09	3141	47.57	2.37	8.01	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

●2011 年上半年每股收益 0.77 元。2011 上半年公司营业收入 252 亿元，同比增长 54.68%；利润总额 123 亿元，同比增长 32.48%；归属母公司净利润 5.76 亿，同比增长 45.98%，基本每股收益 0.77 元；上半年业绩符合我们预期，我们之前预计今年业绩 1.54 元，上半年业绩占我们预测业绩的 50%；二季度营业收入 145 亿元，同比增长 63%，环比增长 36%，二季度每股收益 0.48 元，同比增长 30%，环比增长 65%。

●煤炭增量主要来自铺龙湾及霍尔辛赫。上半年原煤产量 341 万吨，同比增长 10%，增量主要来自铺龙湾（120 万吨/年）以及霍尔辛赫（300 万吨/年），铺龙湾由试生产矿井转为生产矿井，霍尔辛赫也将验收，今年两矿产量预计 200 万吨左右。

●煤炭价格创新高，毛利率下滑。由于煤炭产量及售价的提高，煤炭业务收入同比增长 71%，同时由于物价的上涨以及新矿的投产，煤炭业务成本同比增长 140%，导致煤炭开采毛利率下降 11.09 个百分点至 61.32%，与 2010 年全年毛利率基本相当。

●煤炭贸易略有改善。公司贸易网络在不断完善，贸易量也在急剧增长，上半年煤炭贸易量 3952 万吨，同比增长了 40%，其中内贸 3717 万吨，同比增长 51%，贸易量的增加及煤价的上涨使煤炭贸易收入增长了 49%，同时配煤中心的建设以及成本的控制使煤炭贸易毛利率提升 0.25 个百分点至 2.69%；公司起源于煤炭贸易，随着网络的完善，全流程煤炭物流供应链运行体系的建设，我们认为此块业务还有改善空间。

●资产注入提升业绩保障。2010 年 10 月 21 日公司公告，拟以不低于 23.06 元/股定向增发 2.385 亿股，募集 55 亿元收购集团约 870 万吨/年

的资产，虽然这块业务还处于技改期，但这块业务为公司 2012 年业绩爆发增长提供了可能，我们预计公司年内将完成定向增发。

● **维持“增持”投资评级。**今年煤炭增量主要来自铺龙湾及霍尔辛赫，2012 年将是煤炭产量释放爆发期，一是铺龙湾及霍尔辛赫将达产，二是长治经坊整合的庄子河煤业及镇里煤业逐步贡献产量，三是公司 2010 年 10 月份公告的拟定向增发收购的 870 万吨产能也逐步释放，四是凌志达技改后产能达到 120 万吨/年。不考虑增发，我们维持之前的盈利预测，预计 2011/2012 年每股收益分别为 1.54 元/2.37 元，对应动态 PE 分别是 21、13 倍，今年的 PE 略高于煤炭行业 18 倍的均值水平，但明年的 PE 低于行业平均水平，未来两年铺龙湾煤矿以及霍尔辛赫煤矿产能逐渐达产，煤炭贸易业务也在逐渐改善，整合的小煤矿产能也逐渐释放，集团整合的小煤矿条件成熟时也会相继注入，公司体量小，未来成长性突出，尤其是 2012 及 2013 年，因此我们维持“增持”投资评级。

表 1：公司煤矿资产

煤矿资产	股权	核定能力	煤种	可采储量	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
长治经坊煤业	75%	240	贫瘦煤	14414	184	146	250	310	310	270
凌志达	63%	120	无烟煤	4404	51	55	60	67	70	100
大平煤业	35%	150	贫煤	3069	32	126	130	140	140	140
霍尔辛赫	100%	300	贫煤	25930			5.5	35	100	300
铺龙湾	51%	120	气煤	3061			8.5	55	100	120
长治经坊庄子河煤业	51%	120	贫煤							30
长治经坊镇里煤业公司	51%	90	贫煤							30
合计							454	607	720	990

数据来源：公司公告，山西证券研究所

表 2： 利润表

	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业总收入(万元)	2147030	2100628	3864418	4612981	5387058
营业收入(万元)	2147030	2100628	3864418	4612981	5387058
yoy			83.96%	19.37%	16.78%
二、营业总成本(万元)	2047413	1963111	3664687	4333395	4955358
yoy			86.68%	18.25%	14.35%
营业成本(万元)	1902898	1868580	3513012	4146569	4737183
营业税金及附加(万元)	13553	8389	9811	13839	16161
销售费用(万元)	46144	24213	43992	53049	61951
管理费用(万元)	54816	48947	67010	83034	96967
财务费用(万元)	15181	11433	27709	36904	43096
资产减值损失(万元)	14821	1549	3153	0	0
三、投资净收益(万元)	2153	542	539	0	0
四、营业利润(万元)	101770	138059	200270	279587	431700
加：营业外收入(万元)	1657	1785	4864	0	0
减：营业外支出(万元)	3452	4811	8814	0	0
五、利润总额(万元)	99975	135033	196320	279587	431700
减：所得税(万元)	28797	39624	61417	69897	107925
六、净利润(万元)	71178	95409	134903	209690	323775
yoy			41.39%	55.44%	54.41%
减：少数股东损益(万元)	28171	33921	59327	94361	145699
归属于母公司所有者的净利润(万元)	43007	61488	75576	115330	178076
总股本(万股)	75000	75000	75000	75000	75000
EPS	0.57	0.82	1.01	1.54	2.37

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5~15%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。