

证券研究报告 • 上市公司简评

煤炭开采

霍尔辛赫矿持续发力 三季度业绩超出预期

事件

公司公布 2011 年三季度业绩预增公告

公司公告，预计 2011 年第三季度归属于母公司所有者的净利润为 10.33 亿元，同比增长约 74%。业绩超出我们预期。

简评

单季盈利 4.57 亿，占上半年盈利的 80%

按照公司预增公告前三季度盈利 10.33 亿元，上半年净利润为 5.76，单季盈利达到 4.57 亿，单季 EPS 为 0.61 元，较去年同期的 0.26 元大幅增长，占上半年净利润的 80%。盈利超预期主要来自霍尔辛赫矿投产，上半年霍尔辛赫矿产量 69 万吨，全年计划 130 万吨，预计达到 150 万吨没问题，目前原煤价格至少在 700 以上。贸易业务三季度以来也在持续好转，上半年盈利 1 亿多，三季度单季继续盈利，并有部分贸易公司扭亏。

本部其他煤矿情况

经坊煤矿上半年 145 万吨，较去年同期的 157 万吨略少；凌志达正在技改至 150 万吨，今年上半年由于工作面搬迁尚未完成，产量仍维持在 26 万吨低位，预计凌志达年底完成搬迁，15#煤层明年可以采掘，明年凌志达盈利将大幅好转。大平煤矿上半年产量 48 万吨，较去年同期 66 万吨略少，主要是由于工作面倒面停产 2 个月，预计今年产量与去年持平。铺龙湾矿生产正常，但由于煤质较差，盈利能力不高。

证监会已批准增发，但仍在走流程

公司 9 月 24 日公告非公开发行已获得证监会批准，但可能是受到证监会近期人事调整影响，流程工作较往常慢些，我们预计 11、12 月份可能启动增发。

集团仍有约 1000 万吨可供注入，长期成长颇佳

目前集团+上市公司共有煤炭产能接近 3000 万吨，除此注入的鹿台山等 7 个矿外，集团仍有大同动力煤基地的：鹊山矿、河曲旧县露天煤业、河曲上炭水煤矿等；临汾吕梁主焦煤基地的：万家庄煤业、洪洞陆成煤业、洪洞恒兴煤业等煤矿；并在内蒙古乌珠穆沁旗吉林高勒沁煤田获得 20 亿吨探矿权。此外，公司已与集团签订避免同业竞争承诺，按照公司与集团签订协议安排，上市公司将是山煤集团煤炭业务的唯一平台，并在将最晚在 5 年内将集团公司所有煤矿注入上市公司。

未来 5 年高速增长，上调 2011 年业绩预期至 1.94 (7.5 亿股本) 我们测算，按今年公司产量 784 万吨，2013 年达到 2000 万吨，

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 10 月 17 日

当前股价：26.30 元

目标价格 6 个月：42 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
-11.54/-9.61	-20.97/-7.19	-16.20/1.97
12 月最高/最低价 (元)		40.5/23.68
总股本 (万股)		75000.00
流通 A 股 (万股)		18073.40
总市值 (亿元)		197.25
流通市值 (亿元)		47.53
近 3 月日均成交量 (万)		151.36
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

11.08.29	公告点评：承诺确保了十二五千亿市值、5000 万吨产量和年均 50% 增长
11.08.05	2011 年中报点评：贸易业务今年有望扭亏，霍尔辛赫正式投产近在咫尺
11.07.12	业绩快报点评：业绩超预期，煤源和煤价均有利贸易改善，“泰山”小爆发

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

若考虑注入，2015 年公司产量有望达到 4000 万吨以上规模，年均复合增速 50%。我们预计 2011-2013 年公司 EPS 为 1.49、2.34、3.45 元（假设按 24 元增发后股本 9.79 亿完全摊薄计算），不考虑增发 2011 年 EPS 为 1.94 元，目标价 42 元，维持买入评级。

表 1：股份及集团现有煤矿情况

煤矿名称	煤种	地质储量	可采储量	核定产能
经坊煤业（75%）	贫瘦煤	44,000	23,000	300
凌志达煤业（62.99%）	无烟煤	11,379	8,000	150
铺龙湾（100%）	气煤	11,748	5,736	120
霍尔辛赫（100%）	贫煤	54,530	23,620	300
大平煤业（35%）	贫瘦煤	6,500	3,327	150
合计		128,157	63,683	1,020
本次增发拟注入资产				
沁水鹿台山煤业（100%）	无烟煤	2425	2123	60
蒲县豹子沟煤业（100%）	焦煤、肥煤	7839	7802	90
左云长春兴煤业（51%）	气煤、无烟煤	37277	24515	240
左云韩家洼煤业（51%）	长焰煤	8761	4926	90
左云东古城煤业（51%）	长焰煤	10542	3789	90
左权鑫顺煤业（65%）	贫煤、贫瘦煤	2828	2621	180
左权宏远煤业（65%）	贫煤	4402	2391	120
合计		74074	48167	870
集团剩余煤矿及产能				
鹊儿山（30.86%）	烟煤	11400	5210	110
东升煤矿	气煤			30
左云高家窑煤业				150
左云草垛沟煤业				60
忻州河曲旧县露天煤业				300
忻州河曲上炭水煤矿				90
蒲县万家庄煤业				120
临汾洪洞陆成煤业				90
临汾洪洞恒兴煤业				90
合计				1040
吉林高勒沁煤田		219900	53200	1000

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 1：山煤国际盈利预测表

	2006A	2007A	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
煤炭贸易											
贸易量合计	3667	4113	4285	1245	4327	2815	6497	3952	8000	8500	9000
吨煤贸易价格			457	344	429	522	525	542	546	552	560
煤炭贸易业务收入（百万）			19569	4277	18563	14681	34141	21414	43680	46920	50400
煤炭贸易业务成本（百万）			18491	3935	18207	14321	33478	20838	42400	45730	49050
吨煤贸易成本			432	316	421	509	515	527	530	538	545
毛利率			5.5%	8.0%	1.9%	2.5%	1.9%	2.7%	2.9%	2.5%	2.7%
中间费用					3.2%	2.2%	2.2%		2.4%	2.3%	2.3%
净利润					(243)	38	(85)		232	111	191
贡献EPS					-0.32	0.05	-0.11		0.31	0.15	0.25
除煤炭生产外的业务EPS合计					0.02		-0.22		-0.22	-0.22	-0.22
煤矿生产											
长治经坊煤业（75%）											
产量	173	184	146	150	250	157	314	145	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
吨煤成本及费用附加	146	162	224		270		283		300	320	330
吨煤净利润	92	130	189	29	269	332	339		395	402	409
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	26	52	120	150
价格	290	320	467	465	470		756		770	790	810
吨煤成本及费用附加	228	472			441		569		580	590	600
吨煤净利润	78	-8			17		131		143	150	158
贡献EPS	0.05	0.00			0.01		0.07		0.06	0.15	0.20
大平煤业（35%）											
产量	6	32	126	50	130	66	144	48	145	210	210
价格		306	525	473	482	620	653		800	800	800
吨煤成本及费用附加		148			207		235		330	330	330
吨煤净利润		78			195	350	305		353	353	353
贡献EPS		0.01			0.12	0.11	0.21		0.24	0.35	0.35
铺龙湾煤业（100%）											
产量					8	28	40		100	120	120
价格									400	420	420
吨煤净利润									15	75	75
贡献EPS									0.02	0.12	0.12
霍尔辛赫煤业（51%+19%×62.99%）											
产量						23	45	69	150	300	300
价格									684	720	730
吨煤净利润									228	330	338
贡献EPS									0.29	0.83	0.85
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
吨煤净利润											277.5
贡献EPS											0.23

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

	2006A	2007A	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
鹿台山煤业（100%）											
产量										20	50
价格										470	480
贡献EPS										0.03	0.10
蒲县豹子沟煤业（100%）											
产量										30	90
价格										750	780
贡献EPS										0.11	0.38
长春兴煤业/韩家洼煤业/古城煤业（51%）											
产量										100	300
价格										320	340
贡献EPS										0.05	0.20
左权鑫顺煤业/左权宏远煤业（65%）											
产量										90	300
价格										430	460
贡献EPS										0.11	0.43
合计煤炭产量		327	228	456	310	607	341	761	1304	1994	
煤炭开采业务收入		1767	1098	2202	1502	3711	2571	5582	7979	9379	
煤炭开采业务成本		602	305	697	414	1076	994	1996	2517	2971	
毛利率		65.9%	72.2%	68.4%	72.4%	71.0%	61.3%	64.2%	68.5%	68.3%	
合计EPS		0.57	0.39	0.82	0.53	1.01	0.77	1.94	2.64	3.06	
考虑增发股份摊薄及注入资产EPS		0.44	0.30	0.63	0.40	0.77		1.49	2.34	3.45	
假定：增发价								24	24	24	
增发股份								229	229	229	
增发后股本								979	979	979	

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

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

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

韩松 010-85130609 hansong@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。