

山煤国际(600546)/煤炭开采

凤凰涅槃，国企改革助力腾飞

评级：买入(首次)

市场价格：5.55

目标价格：7.5

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

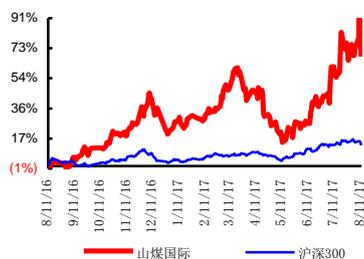
联系人：陈晨

电话：021-20315699

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,982
流通股本(百万股)	1,982
市价(元)	5.55
市值(百万元)	11,122
流通市值(百万元)	11,122

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 业绩略低于预期，看好公司长期高增长性
- 2 贸易暂时拖累业绩，长期高增长仍然可期
- 3 山煤国际：中报喜人，业绩如期进入快速增长周期

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	39,594.8	49,159.7	54,498.6	55,918.7	57,165.8
增长率 yoy%	-37.39%	24.16%	10.86%	2.61%	2.23%
净利润	-2,380.21	307.68	486.55	941.48	1,162.48
增长率 yoy%	-38.04%	112.93%	58.13%	93.50%	23.47%
每股收益(元)	-1.20	0.16	0.25	0.47	0.59
每股现金流量	0.29	1.97	1.37	1.30	1.33
净资产收益率	-63.60%	7.61%	10.74%	17.21%	17.53%
P/E	—	26.22	22.98	11.88	9.62
PEG	—	0.23	0.40	0.13	0.41
P/B	2.35	2.00	2.47	2.04	1.69

备注：股价日期为 2017 年 8 月 18 日

投资要点

- **贸易起家的煤炭综合商，煤炭开采业务贡献主要业绩。**公司起家于煤炭对外贸易业务，2003 年开始进入煤炭开采领域，目前主要从事煤炭生产、煤炭贸易以及非煤贸易（矿产品及钢材等）等业务，2016 年三块业务收入和毛利占比分别为 12%/77%/11%和 88%/6%/6%。由于煤炭贸易业务的拖累，公司 2014、2015 连续两年亏损，2016 年剥离部分贸易子公司实现扭亏摘帽。
- **核定总产能 2130 万吨，喷吹和动力用煤各占一半。**公司 2011 年通过定增方式收购了集团 870 万吨煤矿产能，目前在产矿井 9 座，核定总产能 2130 万吨，权益产能 1379 万吨。公司煤矿主要位于长治、大同、临汾和晋中，煤质较优，主要用于喷吹煤和动力煤，产量比例基本 1:1。控股股东山煤集团旗下的河曲露天矿（300 万吨）规模大、盈利能力较强，随着山西国企改革渐行渐近，资产证券化有望加快。
- **煤矿低成本优势明显，中性预期下有望贡献归母净利润 16.6 亿元。**公司进入煤炭开采领域时间较晚，历史负担较轻、人员成本较少，2016 年公司吨煤生产成本仅为 120.3 元/吨（生产口径），在我们重点跟踪的 22 家煤炭上市公司中仅高过三家纯动力煤公司。我们中性预计公司 2017 年吨煤均价同比上涨 35%，吨煤成本与吨煤费用等同比上涨 10%，则吨煤净利润达到 132 元/吨，开采业务可实现归母净利润约 16.6 亿元。
- **贸易业务历史负担重，逐渐剥离助力减负增效。**公司原有煤炭贸易主要是内销买断模式，煤价下行期，该业务亏损严重，涉案官司较多，回款难度大，公司 2014-2016 年共计计提坏账损失 31.1 亿元，较大填补了贸易业务的窟窿。继 2016 年剥离 7 家资不抵债贸易子公司，2017 年公司又计划把两家亏损的贸易子公司剥离掉，进一步实现上市公司的减负增效。
- **海运费企稳回升，海运业务有望改善。**海运业务是公司贸易业务的重要节点，预计海运业务 2016 年亏损将近 1 个亿。随着大宗商品价格自 2016 年企稳回升，海运费也呈现企稳回升的态势，2017 年初至 8 月 10 日，秦皇岛至广州的煤炭海运费均价涨幅超过 60%，公司海运业务有望实现减亏。
- **山西国企改革渐行渐近，业绩考核和资产证券化成重要看点。**2017 年，山西国企改革被摆在了显著位置，对企业的考核机制发生重大转变，将迫使企业减少非盈利性业务，压缩企业生产成本，提升企业利润。同时，众多煤炭集团公司将加速煤炭资产证券化，大同煤业率先收购控股股东旗下塔山煤矿的 21% 股权，优质资产的注入显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2017-2019 年收入分别为 545.0、559.2、571.7 亿元，同比增长 10.86%、2.61%、2.23%，归属于母公司股东净利润分别为 4.87、9.41、11.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.47、0.59 元，同比增长 58.1%、93.5%、23.5%。当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 22.98X、11.88X、9.62X，考虑公司煤炭生产成本优势明显，贸易亏损业务有望不断出清，给予公司“买入”评级，目标价格 7.5 元，对应 2018 年约 16XPE。
- **风险提示：**(1) 流动性偏紧风险；(2) 政策调控力度过大风险；(3) 经济增速不及预期风险；(4) 新能源持续替代风险。

内容目录

公司简介：贸易起家的煤炭综合商，煤炭开采贡献主要业绩	- 4 -
煤炭开采业务：低成本优势明显，2017 年有望贡献超 16 亿利润	- 5 -
冶金煤和动力煤各占一半，集团河曲露天矿盈利能力较强	- 5 -
煤矿负担轻、成本低，2017 年中性预期下有望贡献净利润超 16 亿元	- 7 -
积极剥离贸易业务，海运业务业绩有望改善	- 8 -
贸易业务：历史负担较重，逐渐剥离实现减负增效	- 8 -
海运业务：大宗商品市场回暖，海运费企稳回升	- 12 -
盈利预测、估值及投资建议	- 12 -
盈利预测与估值	- 12 -
投资建议	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

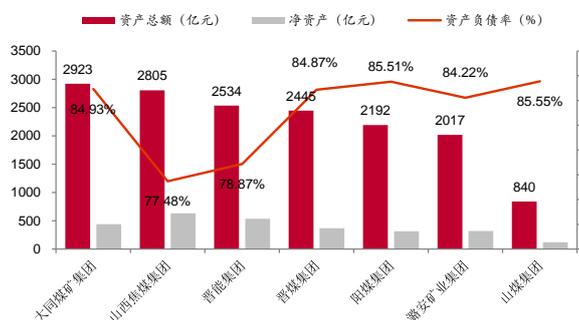
图表 1：2017Q1 山西七大煤企平均资产负债率 83%	- 4 -
图表 2：2017Q1 山西七大煤企平均净利润率-0.28%	- 4 -
图表 3：公司实际控制人是山西省国资委	- 4 -
图表 4：煤炭贸易收入在公司总收入中占比较高	- 5 -
图表 5：煤炭生产业务贡献主要毛利	- 5 -
图表 6：2011 年以来营业收入及增速	- 5 -
图表 7：2011 年以来归母净利润及增速	- 5 -
图表 8：山煤国际矿井情况一览表	- 6 -
图表 9：集团煤矿资产一览表	- 7 -
图表 10：2016 年底各大煤企员工数量及人均产出	- 7 -
图表 11：各煤企需承担费用的离退休职工占比	- 7 -
图表 12：山煤吨煤生产成本在行业中具有显著优势	- 7 -
图表 13：山煤煤炭开采业务毛利率在行业中处前列	- 7 -
图表 14：1-6 月长治喷吹煤均价同比上涨 101%	- 8 -
图表 15：1-6 月大同左云动力煤均价同比上涨 101%	- 8 -
图表 16：煤炭开采业务不同情景下的经营业绩预测	- 8 -
图表 17：2016 年煤炭贸易量有显著回升	- 9 -
图表 18：公司贸易业务毛利率水平较低	- 9 -
图表 19：山煤国际贸易子公司涉案一览表	- 10 -
图表 20：2014-2016 年公司对坏账损失计提合计 31.11 亿元	- 11 -
图表 21：2016 年开始公司积极剥离负担较重的贸易业务	- 12 -

图表 22: 南华大宗商品价格指数企稳回升.....	- 12 -
图表 23: 海运市场企稳回升.....	- 12 -
图表 24: 公司期间费用率、税金及附加率、所得税率假定.....	- 13 -
图表 25: 可比公司估值情况.....	- 14 -
图表 26: 山煤国际销售收入预测表.....	- 15 -
图表 27: 山煤国际财务报表摘要.....	- 16 -

公司简介：贸易起家的煤炭综合商，煤炭开采贡献主要业绩

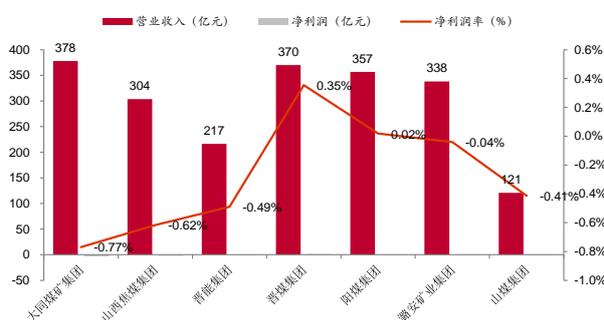
- 控股股东山煤集团，归属山西七大煤企之一。**公司 2009 年借壳中油化建实现 A 股上市，控股股东是山西省煤炭进出口集团有限公司，持股 57.43%，实际控制人是山西省国资委。山西煤炭进出口集团是山西省属七大煤炭企业之一，2017 年一季度资产总额 840 亿元，资产负债率为 85.55%，期间内营业收入 121 亿元，净利润为-5000 万元，资产及营收规模在七大煤企中都相对较小。
- 山煤集团以煤炭贸易起家，2003 年起进军煤炭开采领域。**山煤集团成立于 1981 年，原名“山西省地方煤炭对外贸易公司”，承担地方煤炭和地方产品的出口业务，办理对外成交、保管、结汇和港口等业务。2008 年，山煤集团整体改制为国有独资公司并更名，目前形成了以煤炭生产和煤炭贸易为主业，并涉足金融、房地产及农业等非煤产业的大型综合性煤炭企业，拥有煤炭自营出口权、内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列权。
- 从 2003 年起，山煤集团开始加强对煤炭开采领域投入，先后控股了经坊煤业、凌志达煤业、大平煤业、铺龙湾煤业和霍尔辛赫煤业等 5 座矿井。**2009 年，山煤集团被山西省政府确定为煤炭资源整合的 7 大有煤企之一，参与中小煤矿的兼并整合，建立了可靠的煤源基地。

图表 1:2017Q1 山西七大煤企平均资产负债率 83%



来源：各集团财务公告、中泰证券研究所

图表 2:2017Q1 山西七大煤企平均净利润率-0.28%



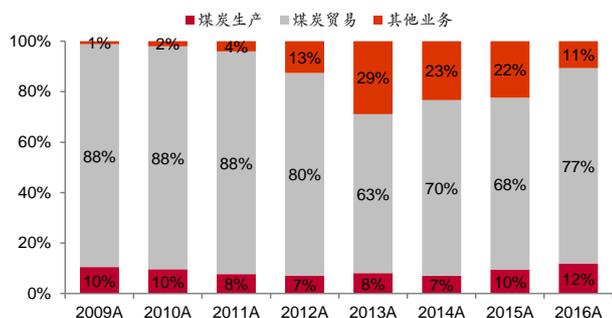
来源：各集团财务公告、中泰证券研究所

图表 3：公司实际控制人是山西省国资委

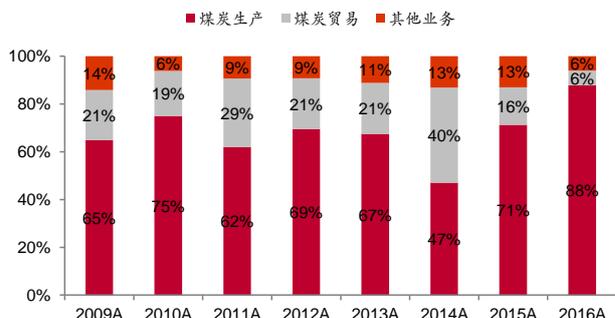


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **山煤国际煤炭贸易和生产双轮驱动，生产业务贡献主要利润。**山煤国际主要从事煤炭生产、煤炭贸易以及非煤贸易（矿产品及钢材等）等业务，2016 年公司实现营业收入 491.6 亿元（+24.2%），其中煤炭生产 58.8 亿元（占比 12%），煤炭贸易 380.6 亿元（占比 77%），其他业务 52.2 亿元（占比 11%）。而从利润贡献来看，煤炭生产业务具有绝对话语权，2016 年煤炭生产业务毛利 32.96 亿元（占比 88%），煤炭贸易业务毛利 2.33 亿元（占比 6%），其他业务毛利占比 6%。
- **2016 年扭亏摘帽，2017 年业绩开始复苏。**受价格低迷影响，过去几年煤炭贸易业务亏损严重，拖累了整体业绩表现，2014、2015 连续两年分别亏损 17.2 亿元、23.8 亿元，2016 年剥离了 7 家资不抵债贸易子公司成功实现扭亏摘帽。2017 年一季度来看，实现营业收入 106.7 亿元，同比增长 35.1%，归属母公司股东净利润为 0.23 亿元，同比增长 146%，业绩复苏迹象明显。

图表 4：煤炭贸易收入在公司总收入中占比较高


来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 5：煤炭生产业务贡献主要毛利


来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 6：2011 年以来营业收入及增速


来源：wind、中泰证券研究所

图表 7：2011 年以来归母净利润及增速


来源：wind、中泰证券研究所

煤炭开采业务：低成本优势明显，2017 年有望贡献超 16 亿利润

冶金煤和动力煤各占一半，集团河曲露天矿盈利能力较强

- 在产矿井 9 座，公司核定总产能 2130 万吨。公司现有 14 座矿井，其中

在产 9 座，基建 5 座，合计保有储量 20.9 亿吨，权益储量 14 亿吨，核定产能 2130 万吨，权益产能 1379 万吨。

- **山煤国际 2009 年上市时候拥有经坊、凌志达、大平、霍尔辛赫和铺龙湾共 5 座煤矿，合计产能 1050 万吨，目前都在产。同年，公司经坊煤业整合庄子河矿和镇里矿，合计新增产能 210 万吨。2011 年公司通过定增方式收购集团的鹿台山等 7 座煤矿，新增产能 870 万吨，目前鹿台山、长春兴、韩家湾、宏远等四座煤矿在产，根据工程进度，我们预计豹子沟煤矿有望 2017 年内投产。**
- **煤种优质，冶金煤和动力煤各占一半。公司下属煤矿位于长治、大同、临汾和晋中，煤种多以贫煤为主，具有低硫、低灰分、高发热量等特点，主要用于喷吹煤和动力用煤。2014-2016 年公司原煤产量分别在 1700、1953、2019 万吨，权益产量分别是 1152、1299、1299 万吨。2016 年，长治、晋城、晋中地区主要用作喷吹煤的原煤产量 1060 万吨，大同地区主要用作动力用煤的煤炭产量 959 万吨，占比基本 1:1。**

图表 8：山煤国际矿井情况一览表

煤矿名称	所处区域	煤种	股权占比	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	状态
经坊煤业	长治县	贫煤、瘦煤	75%	47789	30445	300	339	239	291	278	263	260	260	260	在产
经坊庄子河煤业	长治市	贫煤	51%	5919	4969	120							30	60	基建
经坊镇里煤业	长治市	贫煤	51%	1908	1175	90									基建
凌志达煤业	长子县	贫煤、无烟煤	63%	11045	5854	150	151	116	150	155	176	175	175	175	在产
大平煤业	襄垣县	贫煤、无烟煤	35%	7674	2716	180	163	151	153	130	110	110	110	110	在产
霍尔辛赫煤业	长治市	贫煤、贫瘦煤	70%	52706	19687	300	330	443	400	408	422	420	420	420	在产
铺龙湾煤业	大同市	气煤	100%	10829	4858	120	156	167	261	291	183	185	185	185	在产
合计				137870	69704	1260	1139	1117	1255	1262	1154	1150	1180	1210	
权益合计				97201	49245	820	793	783	907	928	825	823	838	853	
2011 年注入煤矿															
鹿台山煤业	沁水县	无烟煤	100%	2409	1426	60				15	59	60	60	60	在产
豹子沟煤业	蒲县	1/3焦、焦煤、肥煤	100%	8673	5277	90						30	60	90	基建
长春兴煤业	左云县	气煤、长焰煤、弱粘煤	51%	36020	21820	240				515	626	620	620	620	在产
左云韩家洼煤业	左云县	长焰煤、气煤	51%	8819	4268	90				81	150	150	150	150	在产
左云县东古城煤业	左云县	长焰煤、气煤	51%	8150	2263	90							30	60	基建
左权鑫顺煤业有	左权县	贫煤、贫瘦煤	65%	2793	2242	180							60	90	基建
左权宏远煤业	左权县	贫煤	65%	4273	2564	120				80	30	50	50	50	在产
收购煤矿合计/平均				71,137	39,860	870.00	2	213	445	691	866	910	1030	1120	
收购权益合计				42,699	24,286	559.2	1	117	245	371	475	515	600	664	
总计				209007	109564	2130	1141	1330	1700	1953	2019	2060	2210	2330	
权益总计				139900	73531	1379	795	900	1152	1299	1299	1338	1438	1518	
产量增速 YOY (%)							47.4%	13.3%	28.0%	12.8%	0.0%	3.0%	7.4%	5.6%	

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **山煤集团仍有 840 万吨煤矿产能，河曲露天矿盈利能力较强。根据我们跟踪及统计，大股东山西煤炭进出口集团未装入上市公司层面的煤矿共有 7 座，合计保有储量约 5.96 亿吨，可采储量 4.13 亿吨，产能约 840 万吨，可以占到目前上市公司产能比重约 40%。其中，在产的河曲露天煤矿是规模最大（产能 300 万吨），也是资源储量最丰富的矿井（可采储量 2.35 亿吨），盈利能力也较强。集团在公司 2011 年定增完成后就承诺未来 5 年内将全部煤矿注入到上市公司，后来因行业低迷等因素搁置，2017 年以来山西国企改革渐行渐近，资产证券化的步伐预计越来越快。**

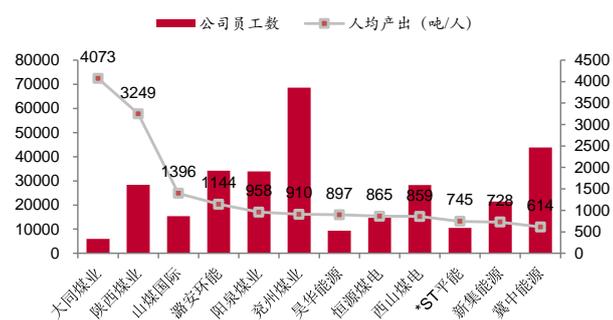
图表 9：集团煤矿资产一览表

煤矿名称	所处区域	煤种	股权占比	保有储量(亿吨)	可采储量(万吨)	核定产能(万吨)	备注
万家庄煤业	临汾蒲县	焦煤、肥煤	51%	0.78	0.40	120	已开建
陆成煤业	临汾洪洞县	1/3焦、肥煤	51%	0.34	0.17	90	已开建
恒兴煤业	临汾洪洞县	1/3焦、气煤、肥煤	51%	0.62	0.32	90	已开建
草垛沟煤业	大同左云县	不粘煤	100%	0.23	0.11	60	已开建
河曲露天煤业	忻州河曲县	长焰煤	80%	2.61	2.35	300	已投产盈利
河曲上炭水煤业	忻州河曲县	长焰煤	65%	0.56	0.36	120	编制地质报告
新东西沟煤业	大同左云县	不粘煤	51%	0.82	0.42	60	编制地质报告
小计				5.96	4.13	840	

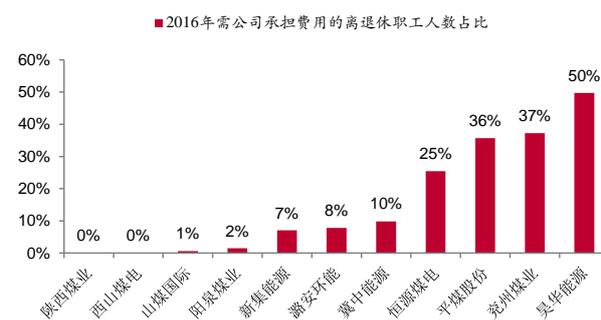
来源：集团公告、中泰证券研究所

煤矿负担轻、成本低，2017 年中性预期下有望贡献净利润超 16 亿元

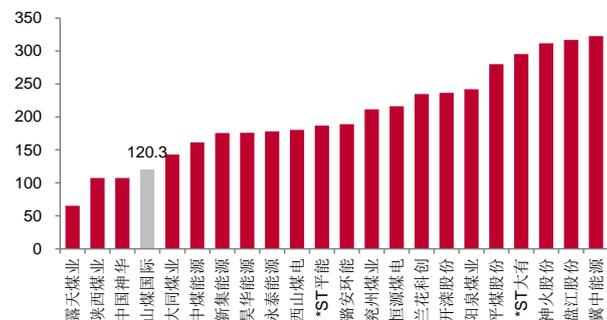
- 煤矿负担小，低成本优势明显。**公司以煤炭贸易起家，2003 年开始才进入煤炭开采领域，2009 年是山西省煤炭资源整合的 7 大煤企之一，相对而言历史负担较轻、人员成本较低，吨煤成本在行业中具有显著优势，2016 年公司吨煤生产成本为 120.3 元/吨（生产口径），在我们重点跟踪的 22 家煤炭上市公司中，仅高于露天煤业、中国神华和陕西煤业，煤炭开采业务毛利率为 56.1%，仅次于永泰能源，低成本优势尽显。

图表 10：2016 年底各大煤企员工数量及人均产出


来源：各公司年报、中泰证券研究所

图表 11：各煤企需承担费用的离退休职工占比


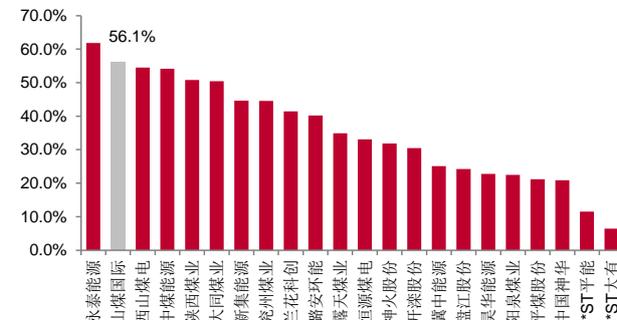
来源：各公司年报、中泰证券研究所

图表 12：山煤吨煤生产成本在行业中具有显著优势


来源：各公司年报、中泰证券研究所

备注：(1) 吨煤生产成本=营业成本/煤炭产量

(2) 中国神华、中煤能源、兖州煤业为商品煤产量，其余皆为原煤产量

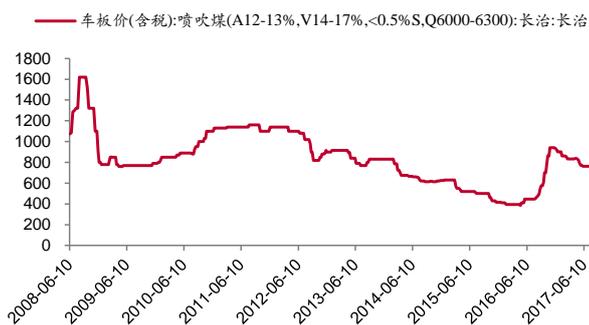
图表 13：山煤煤炭开采业务毛利率在行业中处前列


来源：各公司年报、中泰证券研究所

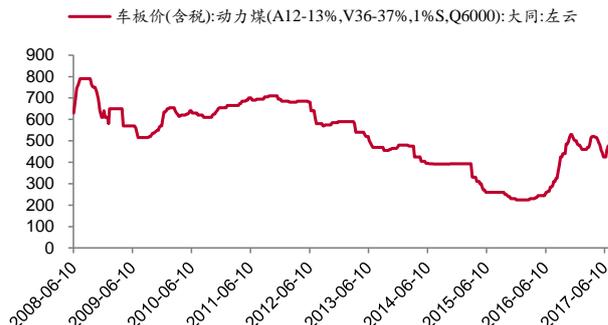
备注：中国神华、阳泉煤业、昊华能源毛利中包括贸易煤

- 2017 年煤炭销售均价有望上涨约 40%。**2017 年 1-6 月，长治地区喷吹

煤 (A12-13%, V14-17%, <0.5%S, Q6000-6300) 车板均价 (含税) 为 821.6 元/吨, 同比增长 101%, 大同市左云县动力煤 (A12-13%, V36-37%, 1%S, Q6000) 车板价 (含税) 476 元/吨, 同比增长 101%。预计全年煤炭供需紧平衡背景下, 下半年产量环比上升, 煤价环比将略有下滑, 中性预计 2017 年长治喷吹煤和左云动力煤均价约 780 元/吨和 450 元/吨 (相比上半年均价都下滑约 5%), 考虑 2016 年长治地区喷吹煤车板均价 556 元/吨, 大同市左云县动力煤车板均价 332 元/吨, 则分别上涨 40%和 36%。

图表 14: 1-6 月长治喷吹煤均价同比上涨 101%


来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 1-6 月大同左云动力煤均价同比上涨 101%


来源: wind、中泰证券研究所

- 中性预期下, 煤炭开采业务贡献归母净利润 16.6 亿元。通过上述煤价分析, 我们中性预计公司 2017 年吨煤均价同比上涨 35%, 吨煤成本与吨煤费用及税附等同比上涨 10%, 则吨煤净利润达到 132 元/吨, 高于 2013 年水平, 煤炭开采业务净利润为 25.5 亿元, 考虑公司煤炭开采业务总体约 65%的权益, 则煤炭开采分部在中性预测下实现归母净利润约 16.6 亿元。

图表 16: 煤炭开采业务不同情景下的经营业绩预测

煤炭开采业务	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E悲观	2017E中性	2017E乐观
煤炭销售收入 (万元)	220,250	371,093	538,142	685,671	663,144	444,393	379,524	587,737	740,880	769,375	797,871
煤炭成本 (万元)	69,681	107,589	219,540	298,237	383,899	296,527	210,909	258,156	280,364	275,357	270,351
毛利 (万元)	150,569	263,504	318,602	387,434	279,245	147,866	168,616	329,581	460,516	494,018	527,520
毛利率 (%)	68.36%	71.01%	59.20%	56.50%	42.11%	33.27%	44.43%	56.08%	62.16%	64.21%	66.12%
煤炭净利润 (万元)	93590	158291	170554	194803	130187	39168	8179	105920	217615	255454	293293
原煤产量 (万吨)	456	607	742	1141	1330	1700	1953	2146	2060	2060	2060
煤炭销量 (万吨)	456	607	722	1032	1063	1556	1774	1997	1936	1936	1936
产销率 (%)	100%	100%	97%	90%	80%	92%	91%	93%	94%	94%	94%
吨煤均价 (元)	483	611	745	664	624	286	214	294	383	397	412
yoy		27%	22%	-11%	-6%	-54%	-25%	38%	30%	35%	40%
吨煤成本 (元)	153	177	304	289	361	191	119	129	145	142	140
yoy		16%	72%	-5%	25%	-47%	-38%	9%	12%	10%	8%
吨煤毛利 (元)	330	434	441	375	263	95	95	165	238	255	272
吨煤净利润 (元)	205	261	236	189	123	25	5	53	112	132	151
吨煤费用及税赋 (元)	125	173	205	187	140	70	90	112	125	123	121
yoy		39%	18%	-9%	-25%	-50%	29%	24%	12%	10%	8%

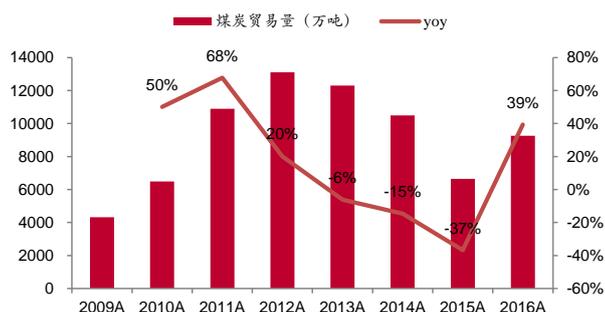
来源: 中泰证券研究所

积极剥离贸易业务, 海运业务业绩有望改善

贸易业务: 历史负担较重, 逐渐剥离实现减负增效

- **贸易业务体系完善，贸易量达亿吨。**公司煤炭贸易业务以山西省市场为起点，在山西省主要煤炭基地都建立了煤炭贸易公司及发运点，同时在主要中转地设立了港口公司，依托自有船队，形成了相对完善的煤炭销售运输体系。公司是山西省唯一一家拥有煤炭出口专营权的煤炭企业，拥有出口及内销两个通道，同时拥有 2000 多万吨的铁路运输计划单列权。2016 年，公司煤炭贸易量 9263 万吨，同比增长 39%，收入为 380.6 亿元，同比增长 41%，毛利率为 0.61%。

图表 17: 2016 年煤炭贸易量有显著回升



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 18: 公司贸易业务毛利率水平较低



来源：公司年报、中泰证券研究所

- **行业低迷期，买断模式导致贸易板块窟窿巨大。**公司煤炭贸易主要是销售动力煤，来源包括自产煤和外购煤，销售模式分为内销和外销，内销模式基本都采用自营销售模式（买断式），外销模式分为自营销售方式和代理销售方式。自营销售方式即为买断式，从采购到销售的经营风险都归属自己，代理销售只收取利润空间较小的代理费用但风险小，由于公司煤炭贸易主要是内销（90%以上），在 2012-2015 年煤炭行情一路向下的情况下，买断模式造成贸易板块窟窿巨大。
- **公司贸易业务涉及诉讼或仲裁案件较多，**大概有 50 多起，案件总共涉及金额高达约 28 亿元，其中金额较大的案件包括进出口公司系列案、天津公司系列案、销售公司系列案等。根据我们统计，截至 2016 年底，贸易业务涉案官司中，有 19.4 亿元潜在应收款，8.4 亿元潜在应付款，其中，潜在应付款中 2016 年已经计提预计负债 1.98 亿元。

图表 19：山煤国际贸易子公司涉案一览表

涉案企业名称	类型	案件角色	案件内容	涉案金额 (万元)	执行情况
山煤国际能源集团销售有限公司	诉讼	原告	销售公司向山西远鑫实业有限公司预付煤款4000万元,但远鑫实业未能实现供货义务	4000	本案一审判决销售公司胜诉
	诉讼	被告	销售公司向南京汉风堂公司支付了2495万元,南京汉风堂公司未能如期供货	-2000	本案一审、二审均判决销售公司胜诉,并已执行完毕。销售公司已提起再审申请,最高院已受理
	诉讼	原告	销售公司向南京汉风堂公司支付了2495万元,南京汉风堂公司未能如期供货	2495	本案已调解,案件执行中
山煤国际能源集团长治有限公司	诉讼	原告	销售公司向南京汉风堂公司支付了2495万元,南京汉风堂公司未能如期供货	3493.5	本案已调解,案件执行中
	仲裁	被申请人	长治公司收到河北省地方煤炭工业公司预付款后仅提供部分货物,剩余价值1212.13万元的货物未供货	-1212.13	本案仲裁裁决长治公司败诉
	诉讼	被告	北京金隅公司向长治公司支付预付款765万元,长治公司先后共发3列煤10,044.00吨,并开具发票400.68万元。剩余款项尚未退还	-284.32	本案一审判决长治公司败诉
山煤国际能源集团华远有限公司	诉讼	被告	公司高送还广东华远能源科技有限公司预付款1,450,580.00元及利息	-145	本案一审、二审判决长治公司败诉
	诉讼	被告	广东晟成公司支付货款2000万元,但长治公司未能及时履行供货义务	-2000	本案一审判决长治公司败诉
	诉讼	被告	长治公司与广东弘公司签订煤炭买卖合同,广东弘公司向长治公司先后共预付货款9874.99万元,长治公司确认拖欠的货款为2410.80万元,而高送还而金额为3896.34万元	-3896.34	本案一审、二审判决长治公司败诉
山煤国际能源集团华南有限公司	诉讼	被告	江苏国大公司向华远公司出具了一份金额为5000万元的,性质为委托代理贴现业务,平安银行南京分行以无法自江苏国大公司处获得涉案汇票的复印件为由,起诉至南京市中级人民法院,后变更诉讼请求,被告仅为华远公司	-5000	本案一审、二审判决华远公司败诉
	诉讼	被告	山煤国际能源集团华远有限公司,导致华远公司也未向福建商业公司支付货款,目前华远公司尚未偿还福建商业公司19.32万元	-1884.32	双方达成一致协议,华远分六期偿还福建商业预付货款
山煤国际能源集团华南有限公司	诉讼	被告	山煤国际能源集团华南有限公司,导致华远公司也未向福建商业公司支付货款,目前华远公司尚未偿还福建商业公司19.32万元	-2361.1	本案一审判决山煤国际能源集团,山煤国际不服一审判决,已上诉。目前本案二审已开庭,尚未作出判决
	诉讼	被告	上海春宇集团有限公司未能支付华南公司相关货款,导致华南公司及上海春宇实业有限公司未归还银行相关款项。为此上海春宇集团有限公司、上海春宇集团、华南公司提起诉讼	-3000	本案一审、二审均判决华南公司败诉,目前正在执行中
	诉讼	被告	上海春宇集团有限公司未能支付华南公司相关货款,导致华南公司及上海春宇实业有限公司未归还银行相关款项。为此上海春宇集团有限公司、上海春宇集团、华南公司提起诉讼	-2000	本案一审判决华南公司败诉
山煤国际能源集团华南有限公司	诉讼	被告	华南公司利用广州大化公司开出的商业承兑汇票在中国光大银行股份有限公司广州分行办理贴现,汇票到期后,光大银行在广州市中级人民法院提起诉讼	-2954.48	目前本案一审已开庭,尚未作出判决
	诉讼	被告(连带保证责任担保)	2014年9月,原告通过受托支付的支付方式,支付了全部货款,其余被告为广州大化煤炭销售有限公司的连带责任担保。原告于2014年12月起开始拖欠,原告认为该公司的欠息行为已构成违约。	-21,955.26	本案一审判决华南公司败诉,华南公司不服,已上诉。目前二审尚未开庭。
	仲裁	被申请人	华正公司向昌梁公司支付了预付款,由于昌梁公司仅供应了部分煤炭	-1583.85	本案仲裁裁决昌梁公司败诉,由于法院认为昌梁公司暂无可供执行的财产,因此终结本次执行程序,如腾邦公司发现可供执行财产,可再次申请执行。
山煤国际能源集团昌梁有限公司	诉讼	被告	昌梁公司高欠晋北公司预付货款230.76万元	-230.76	本案一审、二审均判决昌梁公司败诉
	诉讼	被告	泰可公司向昌梁公司支付了预付款,昌梁公司也供应了数列煤炭,但昌梁公司认为泰可公司的剩余预付款不足以再发运整列煤炭,泰可公司也未再支付货款,因此昌梁公司也未发货。	-810.16	本案一审、二审均判决昌梁公司败诉
	诉讼	被告	湖北北车能源有限公司以银行承兑汇票方式向昌梁公司支付了6930万元预付款,昌梁公司收到款项后,供应了部分货物,尚余价值124.19万元货物未供货	-3124.19	本案一审、二审均判决昌梁公司败诉
山煤国际能源集团泰皇岛有限公司	诉讼	原告	泰皇岛公司按约定支付了预付款2600万元,但陕西经协公司未提供任何货物	2600	本案仲裁裁决陕西经协公司退还泰皇岛公司2600万元,目前正在执行中
	诉讼	被告	鑫东鸣公司向泰皇岛公司开出1亿元的商业承兑汇票,民生银行按约定支付了贴现款,但在汇票到期后,鑫东鸣公司仅归还民生银行2000万元,民生银行要求鑫东鸣公司归还民生银行大部分欠款,剩余执行款为2800万元	-2800	本案一审判决泰皇岛公司败诉
	诉讼	被告	富兴公司在未通知泰皇岛公司的情况下,利用对泰皇岛公司的应收账款向农业银行湖州支行办理了保理融资,富兴公司伪造泰皇岛公司签字及印章在农业银行发出的应收账款通知等函件中签字盖章,合同签订后农业银行发放了贷款,由于富兴公司到期未能偿还农业银行的贷款,农业银行对富兴公司、泰皇岛公司等6名被告提起诉讼	-2100	本案一审、二审均判决泰皇岛公司败诉
山煤国际能源集团晋中有限公司	诉讼	原告	晋中公司支付了预付款,但晋中公司仅提供了部分货物,尚欠晋中公司100万元	100	本案一审双方调解结案,晋中公司愿偿还晋中公司100万元及利息,目前正在执行中
	诉讼	被告	生品公司向晋中公司发货并开具发票,晋中公司出具《收货确认单》并支付2380万元货款,剩余9566.55万元货款未支付	-9566.55	本案一审判决晋中公司败诉,晋中公司不服,已上诉。目前二审尚未开庭。
	诉讼	被告	晋中公司支付410万元保证金,将货物交付晋中公司并开具了发票,但晋中公司未支付剩余的1684.75万元货款	-1684.15	本案一审判决晋中公司败诉,晋中公司不服,已上诉。目前二审已开庭,尚未作出判决
山煤国际能源集团晋城有限公司	诉讼	原告	晋城公司向晋中公司开出3000万元的商业承兑汇票,平安银行按约定支付了贴现款,但在汇票到期后,晋中公司及晋城公司未能如期归还银行款项	-3350.12	执行阶段各方达成一致和解,目前正在执行和解中
	诉讼	原告	晋城公司与晋城铝业于2007年7月签订了书面的《供应煤炭协议》,在实际履行过程中,丰源铝业未能足额支付货款,由此产生应收账款	2966.78	目前本案正在执行中。由于商电铝业、丰源铝业两公司均已破产,晋城公司已报流程申报债权。
	诉讼	被告	晋城公司以水分公司履行了供货义务,但郑州又煤公司仅支付了部分款项,高欠晋城公司水分公司120.35万元	120.35	本案一审判决晋城公司败诉,郑州又煤公司不服,提起上诉。目前本案二审暂未开庭。
山煤国际能源集团忻州有限公司	诉讼	被告	晋城公司等被告需承担山煤国际能源集团山西分公司垫款和滞纳金	-16461.27	已立案,一审尚未开庭
	诉讼	被告	晋城公司高支付八甲口租赁费和轨道使用费1,446,039.81元,支付案件管理费17,810.00元	-157.17	本案一审判决晋城公司败诉
	诉讼	原告	忻州公司与五寨县隆泰煤业有限责任公司合作销售煤炭,隆泰公司欠忻州公司预付款一直未归还,隆泰公司有明显违约	3566.98	双方已向法院申请庭外和解,目前正在和解中
江苏山煤物流有限责任公司	诉讼	原告	忻州公司于2011年与伊金霍洛旗纳林河煤业签订《煤炭买卖合同》,在合同履行过程中对方屡次拖欠本公司预付款3185万元,经多次催要无果	37.85	双方在法院的组织下以调解结案
	仲裁	被申请人	江苏国建集团向忻州公司开出6张合计为2.3亿元的商业承兑汇票,贴现后汇入忻州公司账户。江苏国建因不能按期还款,民生银行南通分行要求忻州公司作为贴现申请人承担还款2.3亿元	-23000	一审判决忻州公司败诉,忻州公司上诉,二审未开庭
	仲裁	申请人	黄山国德商贸有限公司未归还预付款494.68亿元,请对方于2-3年,江苏物流向山中级人民法院申请执行	494.68	判定连带保证责任人偿还,本案正在执行中
山煤国际能源集团华东销售有限公司	诉讼	原告	华东销售有限公司预付大连永忠矿业有限公司97.5万元,账龄为1-2年,华东公司认为大连永忠矿业有限公司提供了部分煤炭,为此华东公司提起诉讼,要求解除双方签订的《煤炭买卖合同》;要求华东公司支付欠款3996.94万元及利息等	155	法院认为大连永忠矿业有限公司暂无可供执行的财产,因此裁定终结本次执行程序,如发现大连永忠矿业有限公司可供执行的财产,可再次申请执行。目前华东公司在积极寻找财产线索
	诉讼	被告	华东销售有限公司支付预付款,但华东公司仅提供了部分煤炭,为此华东公司提起诉讼,要求解除双方签订的《煤炭买卖合同》;要求华东公司支付欠款3996.94万元及利息等	-3996.94	本案一审已开庭,尚未作出判决
	仲裁	申请人	公司向临汾市地家煤业有限公司预付煤款282.6万元,由于对方一直未供货,临汾公司申请执行	282.6	本案仲裁裁决临汾公司胜诉,正在执行中
山煤国际能源集团临汾有限公司	诉讼	原告	公司与下游企业广南公司、新联公司签署了15份外贸销售合同,与下游企业高化达签署了5份内贸销售合同。山煤进出口公司实际履行了合同义务,交付了仓单等货物凭证,但下游企业高化达拒绝支付货款	35248	本案一审判决进出口公司胜诉,目前正在执行中
	诉讼	原告	山煤进出口公司通过90天远期信用证方式支付货款,但无法凭借中信银行提交的新加坡仓储公司出具的仓单向青岛大港公司提货	8975.54万美元	山西省高院已裁定将本案移送至青岛市公安局市南分局处理
	诉讼	原告	山煤进出口公司通过90天远期信用证方式向中钢新加坡支付货款,但却无法凭借中信银行提交的由中钢集团金隆公司出具的仓单向青岛大港公司提货	567.14万美元	本案仲裁裁决进出口公司胜诉,目前仲裁裁决已生效,正在执行中
山煤国际能源集团青岛有限公司	诉讼	原告	山煤进出口公司通过90天远期信用证方式向中钢澳门支付货款,但却无法凭借中信银行提交的由澳门中钢集团出具的仓单向青岛大港公司提货	3631.92万美元	本案仲裁裁决进出口公司胜诉,目前仲裁裁决已生效,正在执行中
	诉讼	原告	山煤进出口公司通过90天远期信用证方式向中钢澳门支付货款,但却无法凭借中信银行提交的由澳门中钢集团出具的仓单向青岛大港公司提货	496.14万美元	青岛海事法院已裁定将本案移送至青岛市公安局市南分局处理
	诉讼	原告	进出口公司通过信用证方式从开证行取得了所谓仓单的证据,却无法向中信银行提交的仓单向青岛大港公司提货。后经公安机关鉴定,中信银行提供的所有仓单均为伪造的	2789.02万美元	目前国际商会国际仲裁院管辖程序已开庭,但暂未进行实体审理
山煤国际能源集团天津有限公司	诉讼	原告	山煤国际支付预付款后,开滦国际物流公司进出口分公司仅供应部分货物	2376.14	本案一审判决山煤国际胜诉,目前仍在上诉期内
	诉讼	被告	中钢德远向天津公司交付货物并开具了发票,天津公司出具了《收货证明》,但天津公司未支付3009.89万元货款	-3009.89	目前本案一审已开庭,尚未作出判决
	诉讼	被告	中钢德远向天津公司交付货物并开具了发票,天津公司出具了《收货证明》,但天津公司未支付3163.62万元货款	-3163.62	目前本案一审已开庭,尚未作出判决
山煤国际能源集团天津有限公司	诉讼	被告	中钢德远向天津公司交付货物并开具了发票,天津公司出具了《收货证明》,但天津公司未支付2901.26万元货款	-2901.26	目前本案一审已开庭,尚未作出判决
	诉讼	原告	天津公司履行了供货义务,但北京华远公司仅支付了部分货款,尚欠天津公司233.25万元	233.25	本案一审判决天津公司胜诉,目前正在执行中
	诉讼	被告	淄博淄矿公司向青岛公司支付预付款,青岛公司供货不足	-2299.96	本案一审判决青岛公司胜诉,青岛公司已上诉
山西中泰煤业有限公司	仲裁	申请人	上海大定实业有限公司收到服务后未及时向中泰公司支付各项费用	2368	本案已仲裁中泰公司胜诉
合计				277796.1	

来源：公司公告、中泰证券研究所

备注：美元兑换人民币按照 6.7:1

- 三年计提坏账损失达 31.1 亿元，加强管理杜绝再亏损。**由于贸易业务累积的应收款项金额较大，涉案官司较多，回款难度大，近三年公司加大坏账损失计提，2014-2016 分别计提 9.6、7.4、14.1 亿元，合计计提 31.1 亿元。截至 2017 年一季度，公司包括应收票据、应收账款、预付款项以及其他应收款在内的应收款项合计约为 133 亿元，由于贸易业务窟窿大，坏账损失压力仍然较大。公司强化对贸易板块的管理，法律、财务严格审核把关，严控业务风险，各区域子公司业务回款率必须达到 100%，坚决杜绝贸易再亏损。

图表 20：2014-2016 年公司对坏账损失计提合计 31.11 亿元

项目 (万元)	2013年	2014年	2015年	2016年	合计
坏账损失	12,272.32	96,420.50	73,722.26	141,009.59	311,152.34
存货跌价损失	2,259.16	22,112.65	9,994.05	535.97	32,642.67
固定资产减值损失		1,813.00	84.85	926.77	2,824.62
在建工程减值损失	145.00	922.81	269.52	1594.77	2,787.10
无形资产减值损失				2527.89	2,527.89
合计	14,736.49	121,268.96	84,070.67	146,594.99	351,934.62

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2017 年继续剥离贸易业务，实现减负增效。**2016 年开始，公司着手剥离负担较重的贸易业务，当年完全剥离了 7 家贸易子公司，获得转让收益 22.5 亿元，实现了扭亏摘帽。2017 年，公司又计划把华南和忻州两家贸易子公司剥离给集团下属子公司，减少约 2.7 亿元的业绩亏损负担，进一步实现上市公司的减负增效。
- 山西国企改革渐行渐近，业绩考核和资产证券化成重要看点。**2017 年 2 月 9 日，山西省召开了高规格国企改革工作会议，王一新副省长认为国资国企改革是决定山西转型前途的关键一招，是 2017 年山西第一重大任务。他指出，18 家国有控股上市公司从 2017 年开始，每年都必须在资本市场上有动作，大力推动国有资源资产化、资本化和证券化，他同时强调，在未来一个时期内，山西省国企凡是能够通过股改独立上市的就独立上市，凡是能装进既有上市公司的逐步装进上市公司，凡是二者皆不能，则逐步退出。
- 我们认为，山西国企改革将对企业的考核机制发生重大转变，过去以收入规模考核转向利润考核，此举将迫使企业压缩虚增贸易收入，减少非盈利性业务，压缩企业生产成本，提升企业利润。同时，众多煤炭集团公司将加速煤炭资产证券化，2017 年将是兼并重组的重要起点，尤其是对那些大集团小公司而言，优质资产的注入有望增厚公司业绩。
- 率先一步走，大同煤业收购集团优质煤矿股权。**2017 年 7 月，大同煤业发布购买资产公告，拟以现金方式收购控股股东同煤集团持有的塔山煤矿 21% 股权，收购后公司持股将达到 72%。塔山煤矿 2016 年产销量分别达 2245/1698 万吨，2016 年、2017 年一季度分别实现净利润 7.25、3.36 亿元，此笔收购将显著增加上市公司的盈利能力。

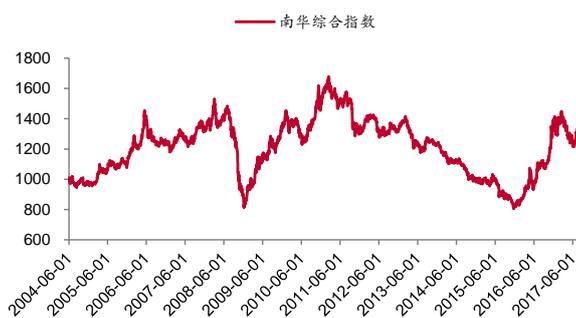
图表 21：2016 年开始公司积极剥离负担较重的贸易业务

剥离时间	转让标的	转让标的净资产 (亿元)	转让标的净利润 (亿元)	接收方	转让价格	进度
2016.12.16	山煤国际能源集团大同有限公司、山煤国际能源集团大同经营有限公司、山煤国际能源集团阳泉有限公司、山煤国际能源集团朔州有限公司、山煤国际能源集团通海煤焦有限公司、山煤国际能源集团晋城晋鲁煤炭经营有限公司、山煤国际能源集团连云港有限公司等共7家贸易子公司	-18.66	亏损8.46亿元	华融晋商资产管理股份有限公司	各按一元作价	完成
2017.5.23	山煤国际能源集团华南有限公司	-4.51	亏损2.55亿元	山煤有色金属有限公司	1元	进行中
2017.5.23	山煤国际能源集团忻州有限公司	726.27万元	亏损1409.74万元	山煤农业开发有限公司	726.27万元	进行中

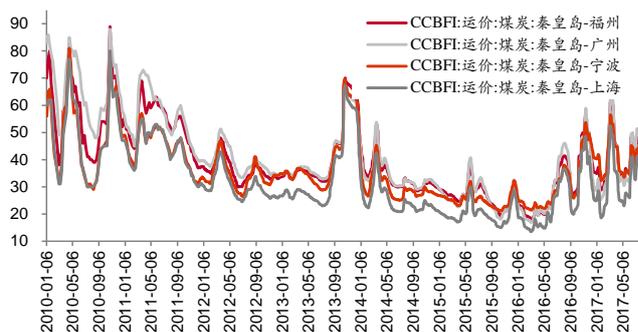
来源：公司公告、中泰证券研究所

海运业务：大宗商品市场回暖，海运费企稳回升

- **海运业务是公司贸易产业链上重要节点。**2011 年公司非公开发行收购集团 7 座整合煤矿的同时，也收购了集团持有的太行海运有限公司 100% 股权以及太行海运有限公司建造 4 艘 47500 吨级灵便型散货船的项目。公司以 7732.03 万元收购太行海运有限公司 100% 股权，并以现金向太行海运增资 5.5 亿元用于建造 4 艘 47500 吨级灵便型散货船。
- **海运业务是公司煤炭销售体系重要一环，是形成“煤矿->铁路->港口->海运（河运）->配煤中心->用户”供应链的重要节点。**由于全球需求低迷而运力过剩，近几年海运业务持续低迷，我们预计公司海运业务 2016 年亏损将近 1 个亿。
- **大宗商品市场回暖，海运费企稳回升。**随着大宗商品价格自 2016 年企稳回升，海运费也呈现企稳回升的态势，2017 年初至 8 月 10 日，秦皇岛至广州的煤炭海运费均价涨幅超过 60%，公司海运业务有望实现减亏。

图表 22：南华大宗商品价格指数企稳回升


来源：wind、中泰证券研究所

图表 23：海运市场企稳回升


来源：wind、中泰证券研究所

盈利预测、估值及投资建议

盈利预测与估值

- 对公司各项业务的假定请参阅前文分析和后文的“销售收入预测表”，对期间费用、税金及附加率、所得税税率假定如下：

图表 24：公司期间费用率、税金及附加率、所得税率假定

百万元 %	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业费用	-440.1	-495.7	-232.2	-327.0	-391.4	-457.3
%销售收入	0.70%	1.25%	0.47%	0.60%	0.70%	0.80%
管理费用	-1381.8	-1093.2	-945.4	-1090.0	-1230.2	-1372.0
%销售收入	2.19%	2.76%	1.92%	2.00%	2.20%	2.40%
财务费用	-1354.2	-1630.4	-1643.9	-1385.0	-1256.9	-1199.4
%销售收入	2.14%	4.12%	3.34%	2.54%	2.25%	2.10%
税金及附加	-151.9	-309.5	-518.5	-599.5	-615.1	-628.8
%销售收入	0.24%	0.78%	1.05%	1.10%	1.10%	1.10%
所得税	-165.0	-220.1	-402.5	-417.0	-588.4	-726.6
所得税率	—	-10.77%	38.09%	30.00%	25.00%	25.00%

来源：中泰证券研究所

- 我们预测公司 2017-2019 年收入分别为 545.0、559.2、571.7 亿元，同比增长 10.86%、2.61%、2.23%，归属于母公司股东净利润分别为 4.87、9.41、11.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.47、0.59 元，同比增长 58.1%、93.5%、23.5%。

投资建议

- 当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 22.98X、11.88X、9.62X，考虑公司煤炭生产成本优势明显，贸易亏损业务有望不断出清，给予公司“买入”评级，目标价格 7.5 元，对应 2018 年约 16XPE。

图表 25：可比公司估值情况

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
601088.SH	中国神华	19.32	1.14	1.66	1.72	16.9	11.6	11.2
601225.SH	陕西煤业	8.51	0.28	0.86	0.87	30.4	9.9	9.7
601898.SH	中煤能源	6.63	0.15	0.32	0.38	44.2	20.8	17.3
600188.SH	兖州煤业	14.22	0.42	1.07	1.25	33.8	13.3	11.4
002128.SZ	露天煤业	8.70	0.50	0.73	0.85	17.4	11.9	10.2
601699.SH	潞安环能	10.81	0.29	0.88	1.00	37.3	12.4	10.8
600348.SH	阳泉煤业	8.70	0.18	0.69	0.75	48.3	12.7	11.6
601666.SH	平煤股份	7.79	0.32	0.56	0.57	24.4	13.8	13.6
000937.SZ	冀中能源	7.71	0.07	0.38	0.42	111.7	20.1	18.2
601001.SH	大同煤业	6.83	0.11	0.27	0.27	62.1	25.5	25.4
000983.SZ	西山煤电	11.54	0.14	0.57	0.67	83.8	20.2	17.2
601918.SH	新集能源	5.13	0.09	0.26	0.27	55.2	19.7	19.1
600971.SH	恒源煤电	12.39	0.04	0.97	0.95	309.8	12.8	13.0
600157.SH	永泰能源	3.86	0.06	0.18	0.27	68.7	21.3	14.4
601101.SH	昊华能源	11.12	-0.01	0.79	0.80	-1112.0	14.1	13.8
600395.SH	盘江股份	8.80	0.12	0.51	0.52	74.6	17.2	17.0
600997.SH	开滦股份	7.54	0.35	0.31	0.32	21.5	24.0	23.4
000933.SZ	神火股份	14.22	0.18	0.74	0.99	79.0	19.1	14.3
600123.SH	兰花科创	9.82	-0.58	0.80	0.81	-17.0	12.2	12.1
PE均值							16.5	14.9
600546.SH	山煤国际	6.12	0.16	0.25	0.47	39.4	24.9	12.9

来源：股价日期为 2017 年 8 月 10 日，盈利预测来自 wind 一致预期，中泰证券研究所

风险提示

- (1) 流动性偏紧风险。金融监管趋严，若利率上行，一方面打压权益市场估值，另一方面打压房地产投资预期。
- (2) 政策调控力度过大风险。供给侧改革仍是主导行业供需格局的主导因素，但是政策是否发生变化以及调控的力度、预期时点存在不确定性。
- (3) 经济增速不及预期风险。调结构、稳增长仍是主导，但国内挤压资产泡沫，压缩货币政策，同时地方债务问题等都可能引发宏观经济的波动。
- (4) 新能源持续替代风险。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

图表 26：山煤国际销售收入预测表

煤炭开采业务	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
煤炭销售收入(万元)	220,250	371,093	538,142	685,671	663,144	444,393	379,524	587,737	769,375	866,668	941,138
煤炭成本(万元)	69,681	107,589	219,540	298,237	383,899	296,527	210,909	258,156	275,357	307,224	333,623
毛利(万元)	150,569	263,504	318,602	387,434	279,245	147,866	168,616	329,581	494,018	559,444	607,516
毛利率(%)	68.36%	71.01%	59.20%	56.50%	42.11%	33.27%	44.43%	56.08%	64.21%	64.55%	64.55%
煤炭净利润(万元)	93590	158291	170554	194803	130187	39168	8179	105920	255454	277915	281018
原煤产量(万吨)	456	607	742	1141	1330	1700	1953	2146	2060	2210	2330
煤炭销量(万吨)	456	607	722	1032	1063	1556	1774	1997	1936	2077	2190
产销率(%)	100%	100%	97%	90%	80%	92%	91%	93%	94%	94%	94%
吨煤均价(元)	483	611	745	664	624	286	214	294	397	417	430
yoy		27%	22%	-11%	-6%	-54%	-25%	38%	35%	5%	3%
吨煤成本(元)	153	177	304	289	361	191	119	129	142	148	152
yoy		16%	72%	-5%	25%	-47%	-38%	9%	10%	4%	3%
吨煤毛利(元)	330	434	441	375	263	95	95	165	255	269	277
吨煤净利润(元)	205	261	236	189	123	25	5	53	132	134	128
吨煤费用及税赋(元)	125	173	205	187	140	70	90	112	123	136	149
yoy		39%	18%	-9%	-25%	-50%	29%	24%	10%	10%	10%

煤炭贸易业务	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
煤炭贸易收入(万元)	1,856,292	3,414,149	6,156,700	7,657,747	5,118,972	4,406,726	2,692,656	3,806,053	4,110,537	4,100,261	4,090,010
yoy		84%	80%	24%	-33%	-14%	-39%	41%	8%	0%	0%
煤炭贸易成本(万元)	1,807,665	3,347,832	6,008,574	7,539,274	5,030,761	4,281,461	2,655,590	3,782,726	4,068,322	4,038,826	4,009,545
yoy		85%	79%	25%	-33%	-15%	-38%	42%	8%	-1%	-1%
煤炭贸易毛利(万元)	48,626	66,317	148,126	118,473	88,211	125,265	37,066	23,327	42,215	61,434	80,465
毛利率	2.62%	1.94%	2.41%	1.55%	1.72%	2.84%	1.38%	0.61%	1.03%	1.50%	1.97%
吨煤售价(元)	429	525	565	585	416	420	405	411	493	518	544
yoy		22.48%	7.49%	3.49%	-28.81%	0.84%	-3.44%	1.39%	20%	5%	5%
吨煤成本(元)	418	515	551	576	409	408	400	408	488	510	533
yoy		23.33%	6.98%	4.40%	-28.93%	-0.30%	-1.98%	2.18%	20%	5%	5%
吨煤毛利(元)	11	10	14	9	7	12	6	3	5	8	11
煤炭贸易量(万吨)	4327	6497	10900	13100	12300	10500	6644	9263	8337	7920	7524
yoy		50%	68%	20%	-6%	-15%	-37%	39%	-10%	-5%	-5%

其他业务	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他主营业务收入(万元)	13,153.04	58,859.78	243,823.26	1,164,624.80	2,324,314.17	1,449,517.78	862,598.10	499,953.00	549,948.3	604,943.1	665,437.4
其他主营业务成本(万元)	10,340.59	56,085.70	228,898.48	1,134,885.10	2,291,414.66	1,421,889.77	847,989.58	493,960.00	543,356.0	597,691.6	657,460.8
毛利率	21.38%	4.71%	6.12%	2.55%	1.42%	1.91%	1.69%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%

主营业务合计	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(万元)	2089695	3844102	6938665	9508042	8106431	6300637	3934779	4893743	5429861	5571872	5696586
主营业务成本(万元)	1887687	3511507	6457013	8972396	7706075	5999877	3714488	4534842	4887035	4943742	5000628
毛利率	9.67%	8.65%	6.94%	5.63%	4.94%	4.77%	5.60%	7.33%	10.00%	11.27%	12.22%

非主营业务	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
非主营业务收入(万元)	10933	20316	37392	32717	26426	23130	24711	22233	20000	20000	20000
非主营业务成本(万元)	-19107	1505	4164	10744	13042	9444	8468	5462	8000	8500	9000
毛利率	274.76%	92.59%	88.86%	67.16%	50.65%	59.17%	65.73%	75.43%	60.00%	57.50%	55.00%

合计	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(万元)	2100628	3864418	6976057	9540759	8132856	6323767	3959489	4915976	5449861	5591872	5716586
营业成本(万元)	1868580	3513012	6461177	8983140	7719116	6009321	3722956	4540304	4895035	4952242	5009628
毛利率	11.05%	9.09%	7.38%	5.84%	5.09%	4.97%	5.97%	7.64%	10.18%	11.44%	12.37%

来源：中泰证券研究所

图表 27: 山煤国际财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	63,238	39,595	49,160	54,499	55,919	57,166
增长率	-22.24%	-37.4%	24.2%	10.9%	2.6%	2.2%
营业成本	-60,093	-37,230	-45,403	-48,950	-49,522	-50,096
% 销售收入	95.0%	94.0%	92.4%	89.8%	88.6%	87.6%
毛利	3,144	2,365	3,757	5,548	6,396	7,070
% 销售收入	5.0%	6.0%	7.6%	10.2%	11.4%	12.4%
营业税金及附加	-152	-310	-518	-599	-615	-629
% 销售收入	0.2%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-440	-496	-232	-327	-391	-457
% 销售收入	0.7%	1.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
管理费用	-1,382	-1,093	-945	-1,090	-1,230	-1,372
% 销售收入	2.2%	2.8%	1.9%	2.0%	2.2%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	1,171	467	2,061	3,532	4,160	4,611
% 销售收入	1.9%	1.2%	4.2%	6.5%	7.4%	8.1%
财务费用	-1,354	-1,630	-1,644	-1,385	-1,257	-1,199
% 销售收入	2.1%	4.1%	3.3%	2.5%	2.2%	2.1%
资产减值损失	-1,213	-841	-1,466	-717	-509	-466
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	2,252	10	10	10
% 税前利润	0.0%	—	213.1%	0.7%	0.4%	0.3%
营业利润	-1,396	-2,007	1,202	1,440	2,404	2,956
营业利润率	-2.2%	-5.1%	2.4%	2.6%	4.3%	5.2%
营业外收支	-29	-37	-146	-50	-50	-50
税前利润	-1,426	-2,044	1,057	1,390	2,354	2,906
利润率	-2.3%	-5.2%	2.1%	2.6%	4.2%	5.1%
所得税	-165	-220	-403	-417	-588	-727
所得税率	—	-10.8%	38.1%	30.0%	25.0%	25.0%
净利润	-1,591	-2,264	654	973	1,765	2,180
少数股东损益	134	116	346	487	824	1,017
归属于母公司的净利润	-1,724	-2,380	308	487	941	1,162
净利率	-2.7%	-6.0%	0.6%	0.9%	1.7%	2.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,212	6,261	5,696	13,625	5,592	11,433
应收款项	12,626	11,535	9,000	9,575	9,544	9,757
存货	3,114	2,732	2,076	2,414	2,442	2,471
其他流动资产	6,415	6,305	4,274	4,047	4,093	4,138
流动资产	25,367	26,832	21,047	29,660	21,671	27,800
% 总资产	53.1%	53.1%	46.9%	55.4%	47.2%	52.7%
长期投资	149	188	499	499	499	499
固定资产	15,217	16,588	16,675	16,818	17,281	18,002
% 总资产	31.8%	32.9%	37.2%	31.4%	37.6%	34.1%
无形资产	6,709	6,552	6,317	6,198	6,128	6,109
非流动资产	22,430	23,658	23,813	23,838	24,230	24,931
% 总资产	46.9%	46.9%	53.1%	44.6%	52.8%	47.3%
资产总计	47,797	50,490	44,860	53,498	45,901	52,731
短期借款	15,461	21,671	19,177	25,968	19,297	24,743
应付款项	17,161	14,913	10,702	11,297	10,199	9,060
其他流动负债	972	955	1,467	1,046	953	796
长期负债	33,594	37,539	31,346	38,311	30,450	34,599
流动负债	2,555	3,014	2,994	3,694	2,694	2,694
其他长期负债	2,382	3,141	3,059	3,059	2,559	3,059
负债	38,531	43,694	37,399	45,064	35,702	40,352
普通股股东权益	6,186	3,742	4,042	4,529	5,470	6,632
少数股东权益	3,081	3,054	3,419	3,905	4,729	5,746
负债股东权益合计	47,797	50,490	44,860	53,498	45,901	52,731

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.870	-1.201	0.155	0.245	0.475	0.586
每股净资产 (元)	3.120	1.888	2.039	2.284	2.759	3.346
每股经营现金流 (元)	0.500	0.293	1.973	1.365	1.304	1.329
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-27.88%	-63.60%	7.61%	10.74%	17.21%	17.53%
总资产收益率	-3.61%	-4.71%	0.69%	0.91%	2.05%	2.20%
投入资本收益率	5.13%	1.91%	5.02%	9.52%	11.30%	11.57%
增长率						
营业总收入增长率	-22.24%	-37.39%	24.16%	10.86%	2.61%	2.23%
EBIT 增长率	-46.33%	-60.11%	341.31%	71.40%	17.77%	10.86%
净利润增长率	-806.67%	-38.04%	112.93%	58.13%	93.50%	23.47%
总资产增长率	3.80%	5.63%	-11.15%	19.25%	-14.20%	14.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.3	58.8	44.4	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	22.2	28.7	19.3	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	34.8	43.7	22.0	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	51.2	89.2	77.2	70.5	69.6	70.2
偿债能力						
净负债/股东权益	175.96%	300.32%	247.50%	213.76%	175.41%	145.37%
EBIT 利息保障倍数	0.9	0.3	1.3	2.6	3.3	3.8
资产负债率	80.61%	86.54%	83.37%	84.24%	77.78%	76.52%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-1,591	-2,264	654	973	1,765	2,180
少数股东损益	0	0	0	487	824	1,017
非现金支出	2,142	1,560	2,219	1,446	1,266	1,265
非经营收益	1,236	1,517	-1,169	1,425	1,297	1,239
营运资金变动	-795	-232	2,206	-1,137	-1,743	-2,049
经营活动现金净流	992	580	3,911	3,194	3,409	3,652
资本开支	1,154	805	361	804	1,200	1,550
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-16	-12	-69	10	10	10
投资活动现金净流	-1,169	-817	-430	-794	-1,190	-1,540
股权募资	40	1,987	0	0	0	0
债权募资	1,656	818	-2,566	7,491	-8,171	5,946
其他	-1,789	-1,105	-1,428	-1,476	-1,257	-1,199
筹资活动现金净流	-93	1,701	-3,994	6,015	-9,428	4,747
现金净流量	-270	1,464	-513	8,415	-7,209	6,858

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。