



Research and
Development Center

山煤国际：成本优势突出的高性价比公司

煤炭开采

2023年7月16日

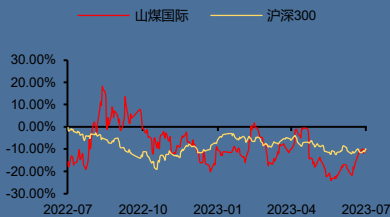
1 证券研究报告

公司研究

首次覆盖

山煤国际 (600546. SH)

投资评级 买入



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	15.80
52 周内股价	14.66-15.80
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	10.34
总股本 (亿股)	19.82
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	313.23

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用行业联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

山煤国际: 成本优势突出的高性价比公司

2023年7月16日

本期内容提要:

- 公司主营煤炭生产业务, 以煤炭贸易业务为辅, 控股股东为山西焦煤集团, 实控人为山西省国资委。公司坚持“先进产能”“资源扩增”“精煤制胜”和“大客户”四大战略不动摇, 加快高产高效矿井建设, 持续做强做优主业, 并有效发挥贸易市场化优势, 形成主业辅业协同发力、互相支撑的良性模式。
- 公司煤种丰富、煤质优, 在建产能贡献边际增量, 煤炭板块盈利能力确定性强。公司所属煤矿 14 座 (稳定在产 12 座, 新投产 1 座, 在建 1 座), 2022 年公司核定产能 3470 万吨/年, 权益产能 2038.8 万吨/年。煤种以长焰煤、贫煤为主, 具有低硫、低灰分、高发热量等特点, 属于优质的冶金用煤和动力用煤。公司不断优化生产布局, 生产矿井采掘接续平稳过渡, 保持较为稳定的产量, 同时积极推进先进产能释放, 鑫顺矿已于 2023 年正式投产, 在建庄子河煤矿有望 2024 年正式投产, 进一步贡献边际增量。2022 年公司实现自产煤产量 4057.49 万吨, 自产煤销售收入 272.58 亿元, 同比+14.9%; 毛利 200.28 亿元, 同比+18.1%。值得注意的是, 公司动力煤主要用于长协保供, 抗煤价波动较强, 冶金用煤以市场价格销售, 煤价波动时弹性大。
- 坚持推进“成本领先”战略, 低成本带来更高边际利润。公司始终坚持成本战略, 严控成本, 相较于同行业公司成本优势明显。从成本管理看, 深化“成本管家”行动, 推行作业成本法, 完善成本管控模型, 优化成本费用考核机制, 把控生产投入、改善作业流程, 推动生产成本管控向行业领先水平看齐。从矿井成本看, 主力生产矿井开采水平较浅, 开采条件较好, 矿井智能化建设水平高, 以及历史包袱轻, 人员费用少, 矿井综合开采成本相对较低。从成本费用看, 公司持续优化融资结构, 大额偿还负债降低财务成本 (有息负债率由 2018 年的 47.7% 降至 2022 年的 15.9%), 并加强资金集中管理, 强化运营成本费用管控。2022 年, 公司自产商品煤综合毛利率为 73%, 所属生产煤矿的平均净利率达 41.7%。我们预计公司未来持续深化“成本领先”战略, 较低成本或带来更高边际利润, 具有较强的经营抗风险能力。
- 严控煤炭贸易业务, 妥善化解煤炭贸易风险和历史遗留问题, 资产经营质量大幅提升。为化解煤炭贸易业务历史遗留问题, 公司及时调整经营策略, 聚焦煤炭生产主业, 严控新增煤炭贸易业务, 逐年收缩存量煤炭贸易业务, 同时大力压控两金, 做闲置资产盘活, 持续提升公司资产质量和经营质效。近年来, 公司积极剥离亏损的贸易子公司, 计提大额坏账减值损失, 2015-2021 年累计计提减值金额达到 95.16 亿元, 2022 年资产减值转回 0.34 亿元, 资产负债表得到一定修复。同时, 公司 ROE 与 ROA 从 2020 年的 9.3% 和 6.8% 提升至 2022 年的 52.1% 与 34.1%, 其盈利能力和资产质量在行业中处于较

领先地位。

- **现金流充裕，资本开支少，高比例分红持续，估值修复空间较大。**
 公司现金流充裕，获现能力较强，2022 年经营性现金流净额为 135 亿元，销售现金比率为 29.1%，且近几年公司资本开支保持稳定在 10 亿以内，具备大额分红能力。从实际分红情况看，近五年，公司现金分红率逐年增加（2022 年为 63.9%），公司也最新公告了股东回报规划，2024-2026 年公司最低分红比例不低于 60%。与此同时，公司处于低估状态，截至 2023 年 7 月 14 日的 PE（TTM）为 4.47 倍（五年百分位 12.81%），股息率为 14.24%，处于市场领先水平。我们认为随着公司保持较高盈利能力且持续稳定高比例现金分红，有较大的估值修复空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 61.30 亿元、65.45 亿元、69.87 亿元，同比增长-12.2%、6.8%、6.8%；EPS 为 3.09、3.30、3.52 元/股；对应 PE 为 5.11 x、4.79x、4.48x；PB 为 1.82x、1.63x、1.48x。我们看好公司低成本的竞争优势、较优的资产质量和相对稳定的高分红高股息，给予公司“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济增速不及预期；煤炭价格大幅下跌；煤矿发生安全生产事故；在建矿井进度缓慢；贸易业务亏损风险。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	48,054	46,391	40,026	41,002	41,755
同比(%)	35.7%	-3.5%	-13.7%	2.4%	1.8%
归属母公司净利润	4,938	6,981	6,130	6,545	6,987
同比(%)	497.4%	41.4%	-12.2%	6.8%	6.8%
毛利率(%)	37.9%	44.8%	45.8%	47.5%	49.0%
ROE(%)	41.7%	46.5%	35.6%	34.1%	33.0%
EPS（摊薄）（元）	2.49	3.52	3.09	3.30	3.52
P/E	6.34	4.49	5.11	4.79	4.48
P/B	2.65	2.09	1.82	1.63	1.48
EV/EBITDA	1.20	1.43	1.62	1.13	0.66

资料来源：WIND，信达证券研发中心预测 注：截至 2023 年 7 月 14 日收盘价

投资聚焦	6
一、公司概况：背靠山西焦煤集团，煤炭生产为主业，辅以煤炭贸易业务	7
二、公司经营：主辅产业协同发展，盈利能力稳步提升	9
2.1 主营业务煤炭生产业务盈利能力显著提升	9
2.2 受益内生外延增长，煤炭生产业务有一定扩张空间	12
2.3 贸易业务盈利能力提升，与煤炭主业发挥协同优势	12
三、公司亮点：低成本优势显著，资产质量大幅改善，高分红稳定持续	14
3.1 坚持推进“成本领先”战略，低成本优势带来较丰厚盈利空间	14
3.2 聚焦煤炭主业，释放历史包袱，着力改善资产质量	17
3.3 低估值、高现金、高股息，公司高分红或可持续	19
四、盈利预测与估值	21
4.1 预测假设	21
4.2 绝对估值法（FCFF）	23
风险因素	25

	表目录
表 1: 山煤国际资源储量	9
表 2: 2022 年下属生产煤矿销售数据（万吨/年）	9
表 3: 2022 年山煤国际下属生产煤矿基本情况（万吨/年）	10
表 4: 公司核增产能情况	10
表 5: 2022 山煤国际在建煤矿与在建工程	12
表 6: 山煤进出口集团煤炭资产	12
表 7: 2022 年下属生产煤矿销售数据	17
表 8: 煤炭板块核心盈利假设	21
表 9: 煤炭贸易板块核心盈利假设	22
表 10: 山煤国际分板块盈利预测	23
表 11: 山煤国际 DCF 主要参数假设及估值结果	24
表 12: 山煤国际未来自由现金流预测（百万元）	24
表 13: 绝对估值法敏感性测算（永续经营假设）（元/股）	24

	图目录
图 1: 公司股权结构（截至 2022）	7
图 2: 2018-2022 山煤国际营收情况（亿元；%）	8
图 3: 2018-2022 山煤国际利润情况（亿元；%）	8
图 4: 2022 年山煤国际营收结构（亿元）	8
图 5: 2022 年山煤国际毛利结构（亿元）	8
图 6: 公司自产煤产量变化情况（万吨）	10
图 7: 公司自产煤销量变化情况（万吨）	10
图 8: 公司自产商品煤吨煤售价变化（元/吨）	11
图 9: 公司自产商品煤吨煤销售成本变化（元/吨）	11
图 10: 公司自产商品煤吨煤毛利变化（元/吨）	11
图 11: 公司自产商品煤吨煤毛利率变化（元/吨）	11
图 12: 近五年公司煤炭贸易板块经营情况（亿元）	13
图 13: 2022 年公司煤炭销售区域收入占比	13
图 14: 公司近五年资产负债率与有息负债率明显下降	14
图 15: 公司近五年各项负债呈下降趋势（亿元）	14
图 16: 公司近五年人均归母净利润与人均薪酬（万元/人）	15
图 17: 2022 年主要煤炭企业人均归母净利润与人均薪酬（万元/人）	15
图 18: 近五年公司成本费用总体呈下降趋势（亿元）	15
图 19: 煤炭企业内公司成本费用利润率有一定优势（%）	15
图 20: 主要动力煤企业自产动力煤销售成本（元/吨）	16
图 21: 主要动力煤企业自产动力煤销售毛利率（%）	16
图 22: 主要焦煤企业自产炼焦煤销售成本（元/吨）	16
图 23: 主要焦煤企业自产炼焦煤销售毛利率（%）	16
图 24: 近五年公司贸易煤销量（万吨）	17
图 25: 近五年公司贸易煤吨煤经营数据（元/吨）	17

图 26: 公司近五年 ROE、ROA 逐年上升.....	18
图 27: 公司于 2022 年停止计提, 历史包袱得到消化.....	18
图 28: 主要煤炭企业 2022 年 ROE 对比 (%).....	18
图 29: 主要煤炭企业 2022 年 ROA 对比 (%).....	18
图 30: 公司近五年现金分红率有所提升.....	19
图 31: 公司股息率自 2021 年后维持较高水准.....	19
图 32: 公司近五年 PE 与 PE 百分位.....	19
图 33: 公司近五年 PB 与 PB 百分位.....	19
图 34: 主要煤炭企业过去三年平均现金分红率 (%).....	20
图 35: 主要煤炭企业 2023 年股息率对比 (%).....	20
图 36: 公司近五年销售现金比率有所提升.....	20
图 37: 近五年货币资金与带息债务.....	20

投资聚焦

- 1) **坚持推进“成本领先”战略，带来较丰厚盈利空间。** 公司具有良好资源禀赋和先进管理理念，生产成本及费用成本维持较低水平，在成本端相较同业公司具有较明显优势，盈利确定性较强，在煤价波动情况下，边际利润空间更大。
- 2) **经营方针明确，聚焦煤炭主业，着力改善资产质量。** 公司坚持聚焦煤炭主业，积极剥离贸易业务，谨慎对待非主业业务。公司在 2014-2021 年累计完成大额减值计提后，历史包袱和遗留问题得以化解，资产负债表初步修复，资产质量大幅提升。公司 2022 年 ROE 和 ROA 在同业公司中处于相对领先水平。
- 3) **低估值、高现金、高股息，公司高分红或可持续。** 公司发布 2024-2026 年股东回报规划，明确未来三年现金分红率不低于 60%。2021-2022 年实际分红率为 62.91% 和 63.89%。结合公司较为稳定的盈利水平、获现能力和低资本开支，我们认为公司高比例现金分红有望持续，高股息处于市场领先水平，有望迎来较大估值修复。

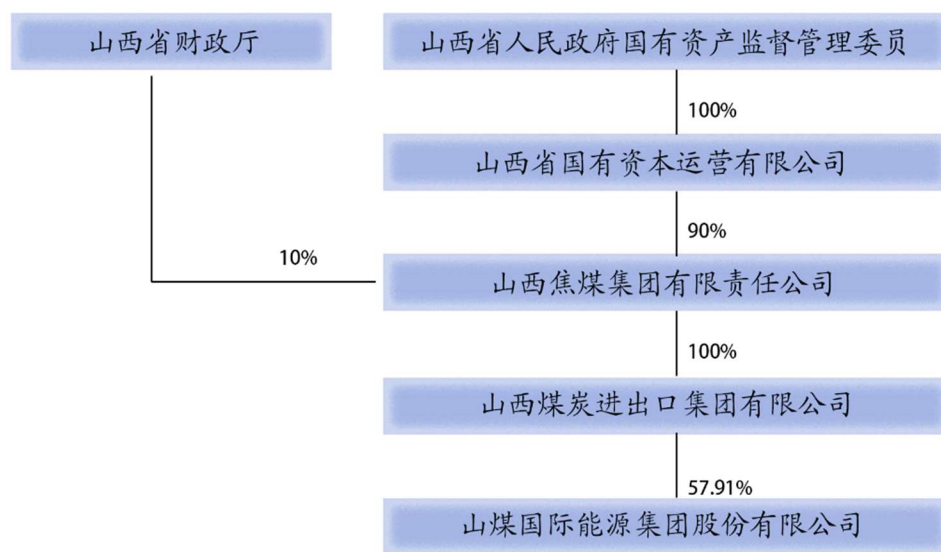
一、公司概况：背靠山西焦煤集团，煤炭生产为主业，辅以煤炭贸易业务

煤炭贸易起家，总部位于山西太原。山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”）成立于 1980 年，总部位于山西太原，是一家以贸易起家的煤炭公司。2009 年公司通过与中油化建（中游吉林化建工程股份有限公司）进行借壳重组，成功登陆 A 股。2017 年，山西省国资委将所持有的包括山煤国际控股股东山西煤炭进出口集团有限公司在内的省属 22 户企业国有股权全部注入山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国运”）。

背靠山西焦煤集团和山西煤炭进出口集团，实控人为山西省国资委。2020 年 10 月 28 日，持有山煤国际控股股东山煤集团 100% 股权的山西国运与山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）签署无偿划转协议，山西国运将所持有的山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团，山煤集团成为焦煤集团全资子公司。焦煤集团通过山煤集团间接持有山煤国际 57.91% 股份。国有股权无偿划转完成后，山煤集团仍为山煤国际的控股股东，山西省人民政府国有资产监督管理委员会仍为山煤国际的实际控制人。

山西焦煤集团下动力煤整合平台。目前山西焦煤集团旗下两家上市公司分别为山煤国际和山西焦煤，在集团战略指导下，两家公司独立经营，差异化发展，形成以山西焦煤为主焦煤平台，以山煤国际为动力煤平台的煤炭生产供应体系。

图 1：公司股权结构（截至 2022）



资料来源：WIND，2022 年公司年报，信达证券研发中心

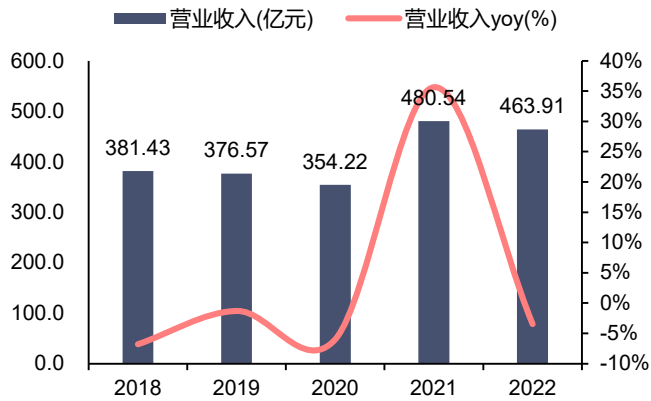
公司坚持“主强辅优、产业协同”的经营策略。一是持续做强做优主业，坚持“先进产能”“资源扩增”“精煤制胜”和“大客户”四大战略不动摇，加快高产高效矿井建设，持续释放先进产能，在提高洗选产能达产达效上下功夫，持续优化营销体系，及时调整煤炭产品结构；二是牢固树立“从煤炭生产商向能源供应综合服务商转变”的理念，有效发挥贸易市场化优势，立足于现有煤炭资源和客户资源，强化配煤业务，提高煤炭附加值，强化运输业务全流程管理，最终形成主业辅业协同发力、互相支撑、共同发展的良性模式；三是以数字化智能化赋能产业转型升级，加快煤矿智能化建设，推动井下生产数字化，加快推进产、洗、运、销联动大数据平台建设，加快科技创新步伐，推动研发投入转化为创新产出。

经营情况持续向好，2022 年盈利水平进一步提升。2021 年受到煤炭短缺、煤价大幅上涨

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

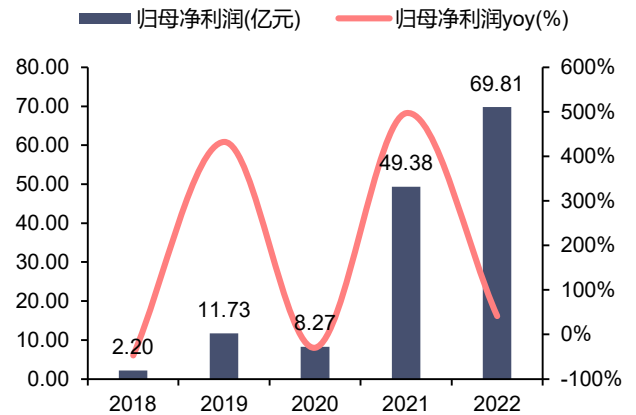
的影响，公司盈利水平迅速提高。2021年总营收480.54亿元，同比增长35.66%；归母净利润49.38亿元，同比增长497.42%。2022年，公司实现营业收入463.91亿元，同比下降3.46%，但归母净利润为69.81亿元，同比增长41.38%。公司在2022年营业收入的减少主要是公司聚焦主业，收缩煤炭贸易业务规模所致。

图 2：2018-2022 山煤国际营收情况（亿元；%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

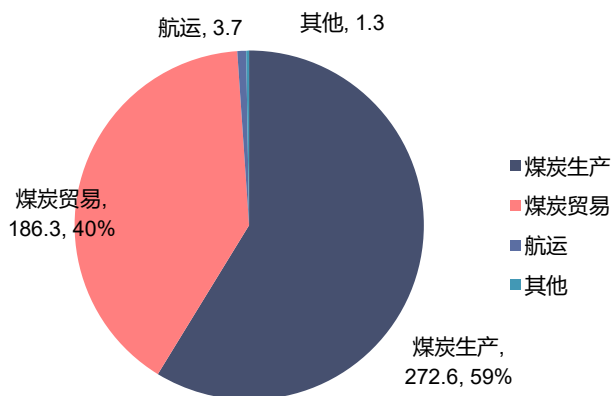
图 3：2018-2022 山煤国际利润情况（亿元；%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

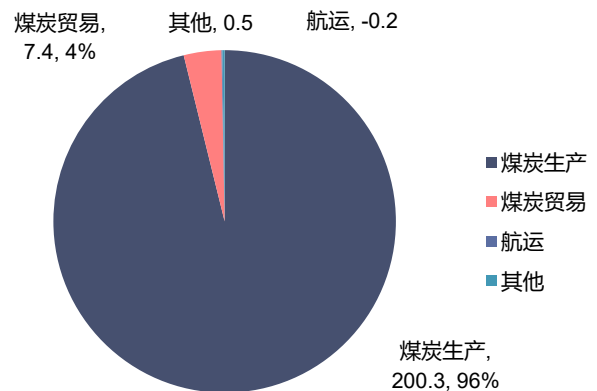
公司主要业务为煤炭生产和煤炭贸易，煤炭生产业务是公司主要营收和利润来源。公司持续聚焦煤炭主业，优化生产组织衔接，2022年自产商品煤板块实现营收272.6亿元，占总收入比重59%；实现毛利200.3亿元，占总毛利比重96%。煤炭贸易业务是营业收入的第二大来源，同时帮助公司有效发挥贸易市场化的优势，公司不断完善风控管理体系建设，优化整合煤炭贸易单位，煤炭贸易规模进一步压缩；2022年煤炭贸易板块实现收入186.30亿元，占总收入的40.16%，收入增速同比下降20.97%；实现毛利7.4亿元，占总毛利比重为4%。此外，公司也有部分航运业务，实现收入3.68亿元，占总收入的0.79%，同比下降31.93%，在公司营收营利方面占比相对较少。

图 4：2022 年山煤国际营收结构（亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 5：2022 年山煤国际毛利结构（亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

二、公司经营：主辅产业协同发展，盈利能力稳步提升

2.1 主营业务煤炭生产业务盈利能力显著提升

公司煤炭资源种类齐全。截至 2022 年山煤国际煤炭资源储量 21.58 亿吨，可采储量 8.26 亿吨，证实储量 7.27 亿吨。公司主要产品为原煤及洗精煤，煤炭资源主要分布在山西地区。下属煤矿位于大同、忻州、临汾、长治、晋城等煤炭主产区，煤种多以长焰煤、贫煤为主，具有低硫、低灰分、高发热量等特点，属于优质的配焦用煤和动力用煤，主要销售给大型炼钢企业和大型发电厂。

表 1：山煤国际资源储量

主要矿区	主要煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	证实储量(亿吨)
潞安矿区	贫煤、贫瘦煤、无烟煤	11.28	2.62	2.68
大同矿区	长焰煤、气煤	5.85	2.91	2.73
河保偏矿区	长焰煤	2.05	1.43	1.23
南湾矿区	原煤、肥煤、1/3 焦煤、焦煤	0.83	0.58	0.32
阳泉矿区	贫煤、贫瘦煤	0.66	0.39	0.15
武夏矿区	贫煤	0.69	0.21	0.07
沁水煤田	无烟煤	0.21	0.12	0.09
合计	——	21.58	8.26	7.27

资料来源：2022 年公司年报，信达证券研发中心 注：截至 2022 年末

煤炭板块量价齐增，且呈现成本低，毛利率高的特征。2022 年公司深入实施“先进产能”“精煤制胜”战略，不断优化生产布局，保持均衡生产进度，实现自产煤产量 4057 万吨，较 2021 年几近持平。自产煤销售收入 272.58 亿元，同比+14.9%；毛利 200.28 亿元，同比+18.1%。自产动力煤产量 2811 万吨，占比 69%，销售收入 146.14 亿元，同比+13.0%，毛利 107.81 亿元，同比+12.2%。自产冶金煤产量 1247 万吨，占比 31%，销售收入 126.43 亿元，同比+17.2%，毛利 92.47 亿元，同比+25.9%。公司自产动力煤与冶金煤收入和毛利较为平衡。2022 年，为深入推进“大客户”战略，有效优化公司煤炭产品结构，提升品牌效益，公司将煤炭品种分类由“动力煤/焦煤/无烟煤”调整为“动力煤/冶金煤”。（公司冶金煤主要产品有主焦煤、贫瘦煤、气煤及喷吹煤）。

公司动力煤严格执行保供政策。冶金煤以市场方式销售。公司 2022 年执行保供政策售煤约 2000 万吨，其中约 1600 万吨以坑口长协价格 570 元/吨的价格销售，约 400 万吨以港口长协价格 770 元/吨的价格销售，均为长协价格上限。我们认为公司 2023 年将继续严格执行保供政策，动力煤业务受市场波动影响较小；另一方面，公司自产冶金煤则完全以市场价格销售，弹性较大。

表 2：2022 年下属生产煤矿销售数据（万吨/年）

2022 自产煤业务					单位：亿元
煤炭品种	产量（万吨）	销量（万吨）	销售收入	销售成本	毛利
动力煤	2,810.91	2,583.23	146.14	38.33	107.81
冶金煤	1,246.57	1,112.57	126.43	33.96	92.47
合计	4,057.49	3,695.80	272.58	72.29	200.28

资料来源：2022 年公司年报，信达证券研发中心

公司下属煤矿的股权结构以合资煤矿为主，有一定股权结构方面优势。公司下属拥有在产矿井 12 座，核定产能 3470 万吨/年，权益产能 2038.8 万吨/年。公司下属全资煤矿为铺龙湾煤业与豹子沟煤业，其余均为合资煤矿。公司下属煤矿多是通过资源整合或收购而来，小股东为当地国资企业或原矿井所有人，较为分散的股权结构有一定优势：一是公司下属矿井的运营方针受到一定的监督制约，利于生产经营活动的平稳进行。二是当地国资企业

对现金分红的诉求或更强，也会促使公司在回报股东的分红决策上有所侧重。同时，公司也有可能进一步提高下属煤矿股权占比，从而增加公司盈利能力。

表 3: 2022 年山煤国际下属生产煤矿基本情况 (万吨/年)

矿井名称	股权比例	煤种	地点	产能	权益产能	资源储量 (万吨) (2021)	可采量 (万吨) (2021)	投产时间
经坊煤业	75%	贫瘦煤	长治市	300	225	47319.5	29915.45	1980s
霍尔辛赫	63%	贫煤	长治市	400	252	51048.47	18101.07	2012 年 1 月
大平煤业	35%	贫煤	长治市	180	63	7476	2385	2008 年 9 月
凌志达煤业	63%	贫煤	长治市	240	151.2	10334.48	5251.51	1950s
铺龙湾煤业	100%	长焰煤	大同市	120	120	10300.48	4469.82	2011 年 11 月
宏远煤业	65%	贫煤	晋中市	120	78	4047.7	2266.7	2014 年 2 月
长春兴煤业	51%	气煤	大同市	600	306	34742.8	20845.68	2016 年 1 月
韩家洼煤业	51%	长焰煤	大同市	150	76.5	8286.5	4549	2015 年 4 月
河曲露天煤业	51%	长焰煤	忻州市	1000	510	24846.22	19176.5	2016 年 6 月
鹿台山煤业	51%	长焰煤	晋城市	60	30.6	2301.8	2117.6	2015 年 9 月
豹子沟煤业	100%	焦煤	临汾市	150	150	8901.4	5075.2	2017 年 4 月
东古城煤业	51%	长焰煤/气煤	大同市	150	76.5	10471	3497.3	2007 年 5 月
合计				3470	2038.8	220076.3	117650.8	

资料来源: 山西煤炭进出口集团 2021 债券评级跟踪报告, 2022 年公司年报, 信达证券研发中心整理

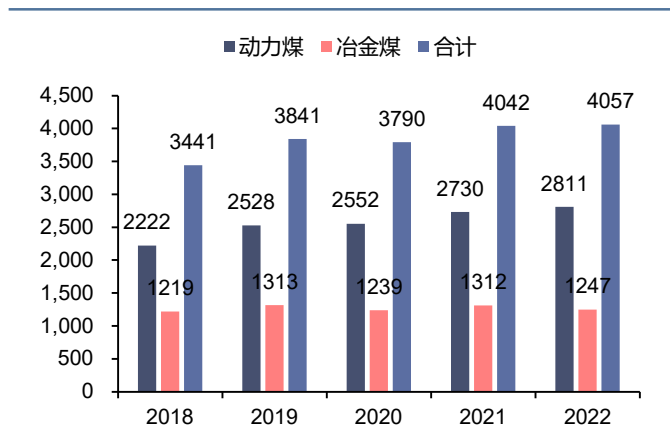
公司近五年自产商品煤产销量呈上升趋势。公司商品煤产销量整体保持平稳，动力煤产销量小幅增加，而冶金煤产销量小幅减少，主要由于基于近几年煤炭供给收紧，公司严格执行保供政策所导致的产销量变化。同时，公司进行下属生产矿井的产能核增，提高了公司自产商品煤的产销量，公司 2021 年至 2022 年核增产能达 530 万吨/年。

表 4: 公司核增产能情况

核增矿井	核增前产能 (万吨/年)	核增后产能 (万吨/年)	核增量 (万吨/年)	核增年份
河曲旧县露天煤业	800	1000	200	2022 年
凌志达煤业	150	240	90	2021 年
长春兴煤业	450	600	150	2021 年
左权宏远煤业	90	120	30	2021 年
豹子沟煤业	90	150	60	2023 年
合计	1580	2110	530	

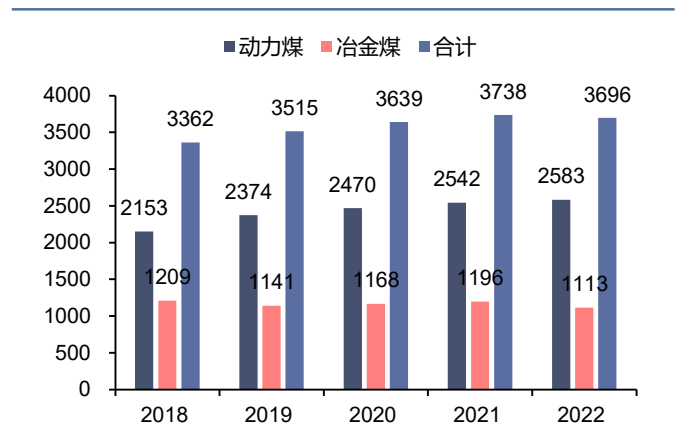
资料来源: 山西煤炭进出口集团 2021 债券评级跟踪报告, 河曲县人民政府公告, 山西省水利厅文件, 长春兴煤业重大信息公开, 左权县人民政府信息公开, 山西企业环保信息网, 信达证券研发中心整理

图 6: 公司自产煤产量变化情况 (万吨)



资料来源: 公司 2017-2022 年报, 信达证券研发中心

图 7: 公司自产煤销量变化情况 (万吨)



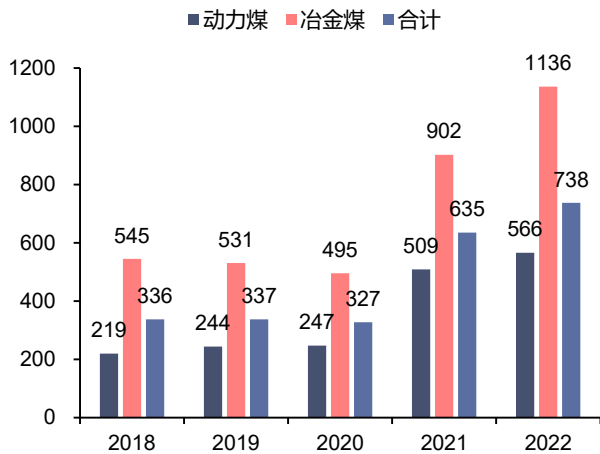
资料来源: 公司 2017-2022 年报, 信达证券研发中心

公司自产商品煤销售价格大涨，2020 年后，煤炭供需形势紧张，带动煤炭价格有较大幅度
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

上涨，公司自产商品煤吨煤售价显著提高。2022 年公司动力煤销售价格 566 元/吨，同比上涨 11.2%；公司冶金煤以贫煤、气煤为主，相较于同业公司售价较低，2022 年吨煤售价 1136 元/吨同比上涨 25.9%。

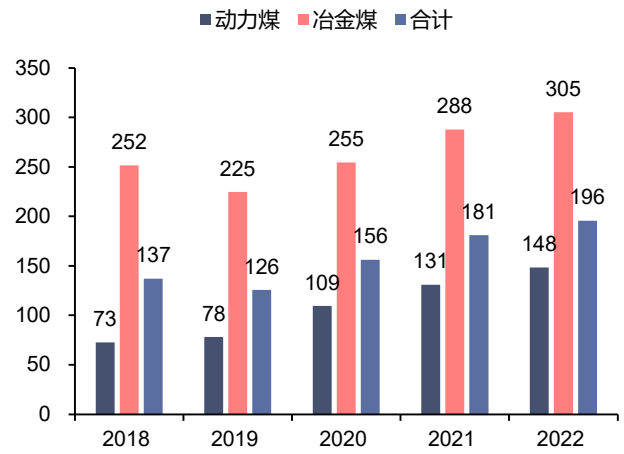
公司自产商品煤吨煤成本有所上涨，仍维持较低水准。公司在 2021 年的吨煤生产成本上升 16.0%，上涨较明显，主要由于 2020 年享受的阶段性价半缴纳社保费用政策 2021 年不再执行，导致人工成本同比增加。2022 年公司自产商品煤吨煤成本为 196 元/吨，同比上升 8.3%，这是由于煤炭开采过程中环境治理费用、修理费用和外包费用等成本增加，以及煤炭开采所用的原材料价格上涨等原因共同导致。

图 8：公司自产商品煤吨煤售价变化（元/吨）



资料来源：公司 2017-2022 年报，信达证券研发中心

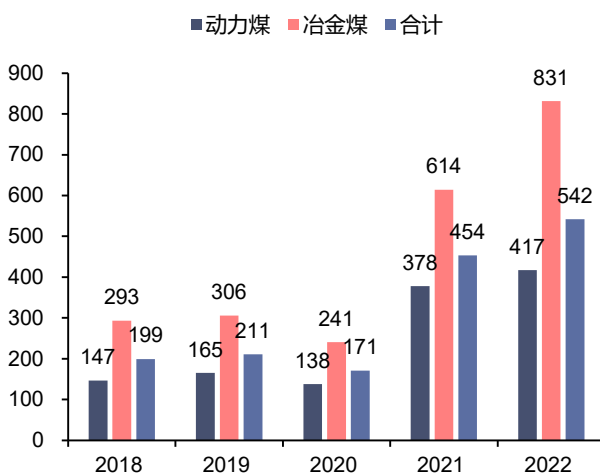
图 9：公司自产商品煤吨煤销售成本变化（元/吨）



资料来源：公司 2017-2022 年报，信达证券研发中心

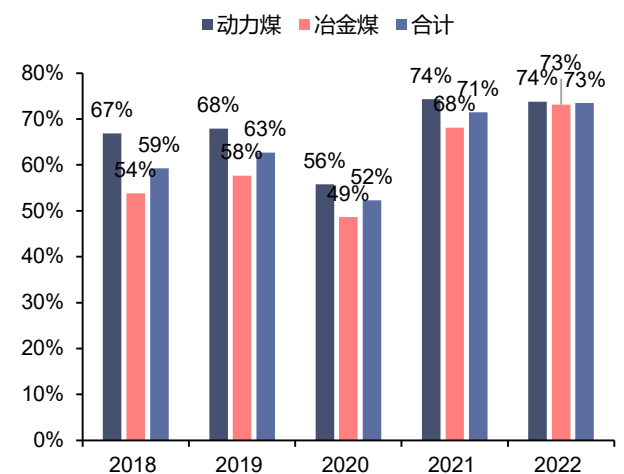
销售价格带动吨煤毛利、吨煤毛利率上升。公司自产商品煤吨煤毛利自 2020 年的 171 元/吨上升至 454 元/吨，在 22 年随煤炭价格进一步上涨上升至 542 元/吨。公司毛利率自 2020 年后明显上涨，2020 年动力煤毛利率为 56%，冶金煤毛利率为 49%；2022 年公司吨煤毛利率上升至 73%且动力煤与冶金煤在毛利率方面几无差距。

图 10：公司自产商品煤吨煤毛利变化（元/吨）



资料来源：公司 2017-2022 年报，信达证券研发中心

图 11：公司自产商品煤吨煤毛利率变化（元/吨）



资料来源：公司 2017-2022 年报，信达证券研发中心

2.2 受益内生外延增长，煤炭生产业务有一定扩张空间

公司在建煤矿陆续投产，近几年新增产能有望释放并贡献产量增量。公司目前新建矿井，鑫顺矿井已于2023年1月1日列为日常生产矿井，正式投入生产。考虑新矿井投产的产能利用率可能较低，我们预计2023年贡献产量约45万吨左右。在建庄子河矿井建设项目工程进度达到81.12%，今年11月有望进入联合试运转，并于2024年上半年完成建设并正式投入生产。两座在建矿井将增加公司冶金煤产能约300万吨/年。镇里矿井目前处于停缓建的状态，但复工复建已纳入计划。

表 5: 2022 年山煤国际在建煤矿与在建工程

项目名称	煤矿名称	股比 [%]	煤种	资源储量 (万吨)	可采量 (万吨)	核定/计划能力 (万吨/年)	工程进度 [%]
鑫顺煤矿整合系统工程	鑫顺	65	贫瘦煤/贫煤	2791.67	2242.4	180	96.55
庄子河矿井建设项目	庄子河	51	贫煤	5918	1462	120	81.12
镇里基建项目 (停缓建)	镇里	51	贫煤	1809	830	90	24.53

资料来源：山西煤炭进出口集团 2021 债券评级跟踪报告，2022 年公司年报，信达证券研发中心整理 注：工程进度截至 2022 年年末

中长期有望迎来集团资产注入。公司上级母公司山西煤炭进出口集团所属，未在公司名下的矿井有四座，核定产能 330 万吨/年。其中动力煤产能 150 万吨/年，焦煤产能 180 万吨/年。尽管公司目前没有具体收购计划，但基于公司“资源扩增”的战略，我们认为，公司或有意愿推动相关收购工作。同时，基于山西焦煤集团对于公司动力煤整合平台的定位，长期也有望获得山西焦煤集团的动力煤煤矿的资产注入。结合公司目前良好稳定的经营能力和充裕的现金流，且公司目前新增资本开支较少，我们认为公司在中长期有能力进行集团矿井的现金收购。

表 6: 山煤进出口集团煤炭资产

煤矿名称	股比 [%]	煤种	资源储量 (万吨) (2021)	可采量 (万吨) (2021)	核定/计划能力 (万吨/年)
草垛沟	100	不粘煤	2191.45	1127	60
恒兴	60	肥煤	5086.33	1765	90
陆成	60	肥煤	3360.4	1473.65	90
上炭水	100	长焰煤	5395	3246.28	90

资料来源：山西煤炭进出口集团 2021 债券评级跟踪报告，信达证券研发中心 注：数据截至 2021 年

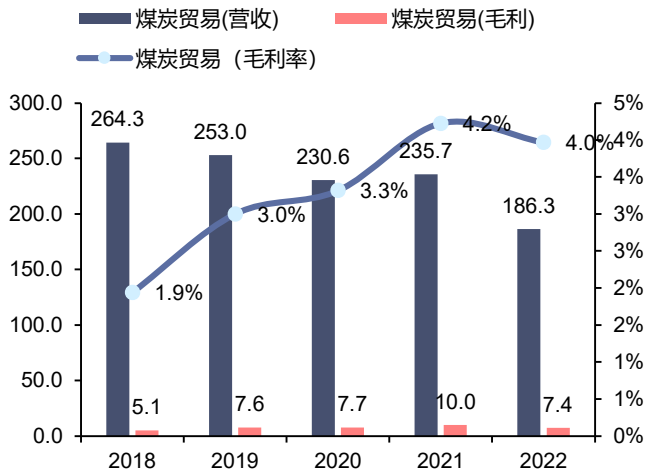
2.3 贸易业务盈利能力提升，与煤炭主业发挥协同优势。

深化销售贸易联动，持续强化配煤优势，煤炭贸易业务毛利率呈上升趋势。煤炭贸易是公司第二大营收板块，2022 年公司煤炭贸易板块实现收入 186.3 亿元，占总营收 40.16%；实现毛利 7.4 亿元，占总毛利比重为 3.55%，相比 2021 年公司贸易业务经营数据均有所下降，主要是由于近年来公司加强内部风险管控，压缩煤炭贸易业务规模所致。2018 年到 2022 年，公司贸易板块毛利率总体呈上升趋势，2021 年、2022 年分别为 4.2%、4.0%。在经营理念方面，公司坚持“以客户为中心”理念，构建“大客户为核心、中小客户为支撑”的业务结构，有效统筹年度销售计划，强调突出抓好销售龙头，以产稳销，以销促贸，延伸结合配煤、仓储、运输等环节，产运销贸协同发展、联动发力的商业模式初步构建；积极推进配煤战略，优化产品结构，推动配煤业务向销售一线前移，实行“定制配煤+组合营销”模式，有效带动销贸业务提质增效。

公司拥有我国煤炭出口专营权、我国内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列资格，系我国最大的煤炭经销企业之一。公司煤炭销售全部采用自营销售方式；从煤炭来源方面来看，公司通过自有煤炭生产及外部采购两个方面获取。公司煤炭贸易采取以销定产模式，销售渠道包括内销和外销（出口）。2022 年相较 2021 年，公司显著缩减了华东地区的贸易业务。从贸易品种来看，公司主要销售产品是动力煤，主要通过下属大同、朔州、忻州、

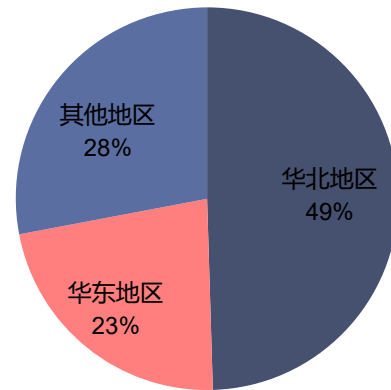
太原、阳泉、吕梁、临汾、晋城和长治等地区子公司，依据每年可落实的铁路运输计划与地方煤矿及国有重点煤矿签订采购合同安排货源，为客户提供动力用煤、炼焦用煤、焦炭等煤焦产品，货源供应较有保障。在运力方面，该公司的运输模式涵盖铁路、公路和航运三种模式。公司煤炭销售绝大部分通过铁路运输，成本低于公路运输。

图 12: 近五年公司煤炭贸易板块经营情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

图 13: 2022 年公司煤炭销售区域收入占比



资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

构建“产销运”一体化的经营模式，协同自产商品煤业务共同发展。公司煤炭业务的经营方针明确，牢固树立“从煤炭生产商向能源供应综合服务商转变”的理念，有效发挥贸易市场化优势，立足于现有煤炭资源和客户资源，强化配煤业务，提高煤炭附加值，强化运输业务全流程管理，目前正在构建集煤炭生产、洗配、物流、销贸、海运于一体的“产销运”全链条服务体系，通过整合自产煤、外购煤两种资源，以求更精准地去匹配客户差异化需求。公司生产煤炭产品主要通过山煤国际能源集团股份有限公司煤炭销售分公司（简称“销售分公司”）负责统一对外销售，即公司生产的煤炭亦主要系煤炭贸易业务货种来源之一。这种销售模式在一定程度上统筹自有煤炭资源，规范自有煤炭销售价格，统一自有煤炭销售管理，能对自有煤炭的销售带来较好的协同效应。总体来看，公司逐步形成覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立煤炭内外贸运销体系，有望为煤炭销售提供可靠的保证。

三、公司亮点：低成本优势显著，资产质量大幅改善，高分红稳定持续

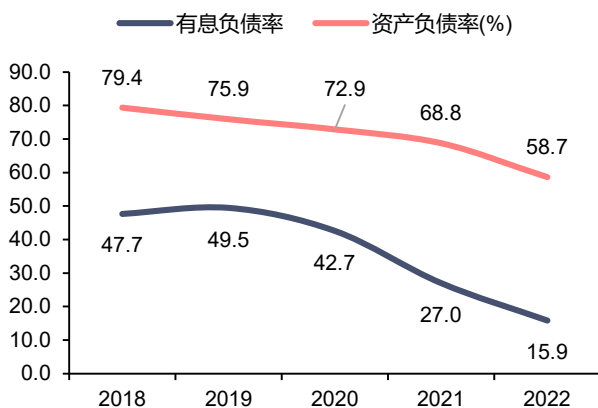
3.1 坚持推进“成本领先”战略，低成本优势带来较丰厚盈利空间

公司坚持推进“成本领先”战略，成本管理理念深入人心。公司坚持推进“成本领先”战略，通过不断优化成本管控体系，加大成本考核力度，树立全员成本意识，突出可持续成本优势，全力保持行业成本领先水平。同时，公司高度重视先进产能建设，通过技术引领和精益管理，积极释放先进产能，实现持续降本增效持续推广作业成本法应用，作业成本系统实现全部生产矿井上线运行，煤炭生产成本基本保持平稳。

矿井投产时间较短，历史包袱较轻，应用智能化技术减少成本。公司下属矿井多数为较新矿井，需向当地能源局支付的资源价款合计为 39.99 亿元，资源成本较低。截至 2021 年 3 月末，公司已累计支付 38.41 亿元，尚未支付金额为 1.58 亿元。同时，公司积极推进智能化、信息化建设，推动煤矿装备向智能化、高端化发展，相关建设及技术应用都较为先进。长春兴、霍尔辛赫煤业分别完成智能化综采工作面建设，豹子沟、太平等煤矿完成智能化掘进工作面建设，提高人工工效，人工成本费用较少，降低了公司煤炭开采业务成本。

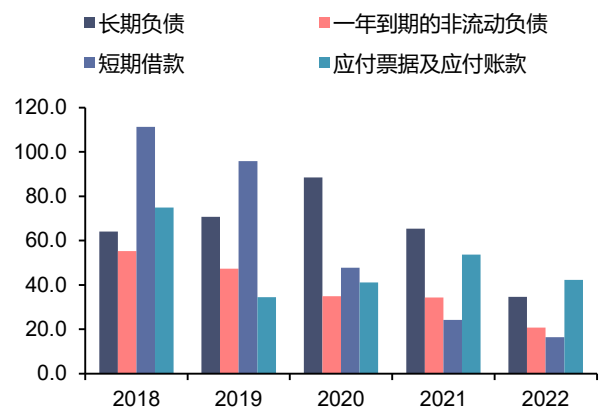
近几年连续大额偿债，资产负债率连年下降，财务费用较明显降低。随着在建项目陆续完工，公司盈利能力提升，公司于近几年获得了较为充沛的现金流并进行了大额偿债，资产负债率有明显下降趋势。公司资产负债率由 2018 年的 79.4% 下降至 2022 年的 58.7%，有息负债率由 2018 年的 47.7% 降至 2022 年的 15.9%。2022 年期末短期借款为 16.39 亿元，一年到期非流动负债为 20.80 亿元，这两项负债下降尤为明显。而 2022 年公司长期借款为 34.68 亿元，相比 2020 年的 88.43 亿元下降 53.75 亿元。

图 14：公司近五年资产负债率与有息负债率明显下降



资料来源：公司公告，WIND，信达证券研发中心

图 15：公司近五年各项负债呈下降趋势（亿元）



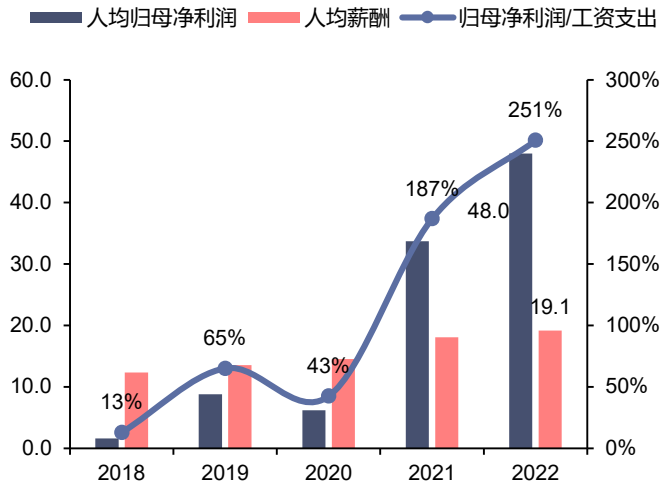
资料来源：公司公告，WIND，信达证券研发中心

公司长期开展煤炭贸易业务，渠道客户稳定，有利于节省销售费用。公司与下游客户合作多年，公司依托于三十多年贸易业务的积累，在全国主要煤炭生产地都建立了煤炭贸易公司及发运站，形成了独立完善的货源组织体系和煤炭销售运输体系，有利于缩减销售费用。

公司秉承现金管理理念，自身人员负担较轻，管理成本较低。公司秉持精益化管理理念，始终以创新为引擎，按照“管理层次化、经营专业化、业务归口化、部门职能化”的原则初步建立了完善的运营管理体系，公司管理在安全生产、成本控制、渠道建设、财务管理等各方面均取得了显著提升。近五年来看，公司人均薪酬虽然呈现逐年上升的趋势，但上涨趋势基本保持平稳，并未随公司盈利提高而大幅增长。对比主要煤炭企业，公司人均均

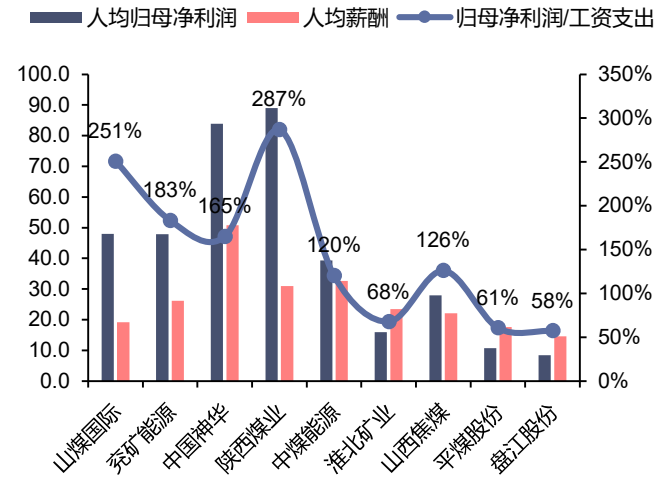
母净利润明显高于人均薪酬，在人员成本上较有竞争力。

图 16: 公司近五年人均归母净利润与人均薪酬 (万元/人)



资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

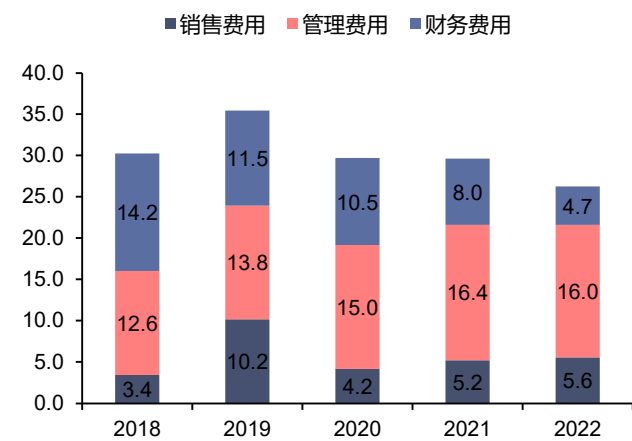
图 17: 2022 年主要煤炭企业人均归母净利润与人均薪酬 (万元/人)



资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

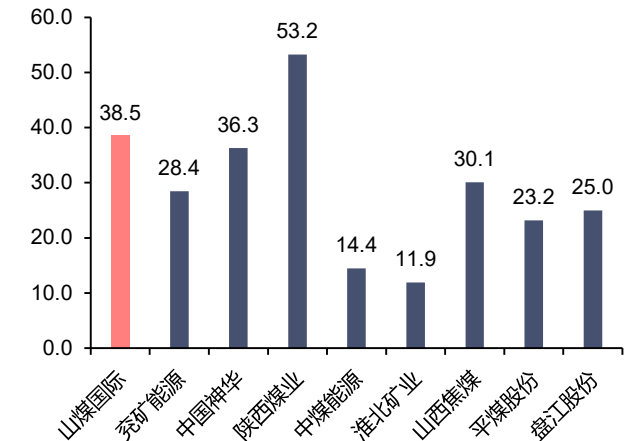
公司三项成本费用近年来呈下降趋势，且成本费用利润率在同业公司中有一定优势。近五年公司销售费用除 2019 年有较明显波动外，整体呈缓慢上升趋势。2019 年由于公司销售方式变化，从原煤坑口销售变为精煤港口直达销售，导致公路运费、铁路运费、港杂费增加；2020 年公司执行《新收入准则》，部分运输费用调整记入营业成本，销售费用减少。公司管理费用整体呈上升趋势，主要由于职工薪酬及无形资产摊销增加。财务费用方面，由于公司近年来大额还债，优化融资结构和融资方式，降低融资成本，因而下降较为明显。成本费用利润率方面，公司 2022 年该项数据为 38.5%，仅次于陕西煤业的 53.2%，公司单位成本盈利能力在主要煤炭企业中表现较好。

图 18: 近五年公司成本费用总体呈下降趋势 (亿元)



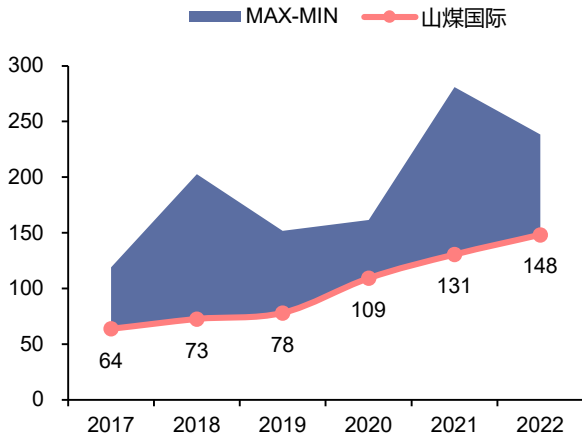
资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

图 19: 煤炭企业内公司成本费用利润率有一定优势 (%)

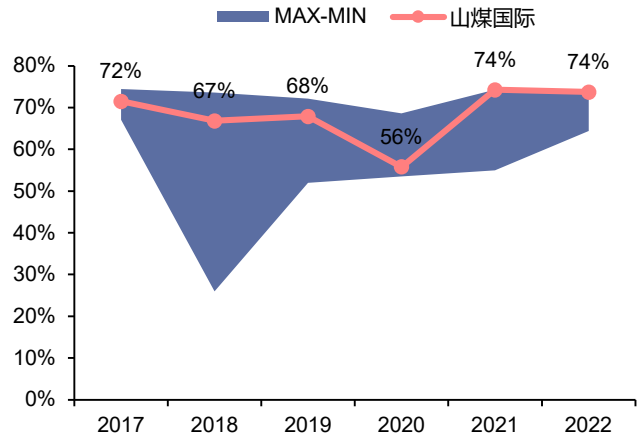


资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

公司的利润主要来自自产商品煤业务，公司自产动力煤与自产冶金煤成本均维持较低水准，毛利率较高相较同业较有优势。公司自产动力煤销售成本在 2020 年前维持在 100 元/吨以下，在 2022 年为 148 元/吨。对比主要动力煤企业（中国神华、陕西煤业、兖矿能源陕蒙基地、山煤国际动力煤板块）近六年数据，处于较低水准。自产动力煤销售毛利率方面，公司近六年也维持较高水准，仅 2020 年一年低于 60%，其他年份均维持 70% 左右。表现仅低于中国神华，在 2021 年与 2022 年，公司自产动力煤毛利率为 74%，基本与中国神华持平。

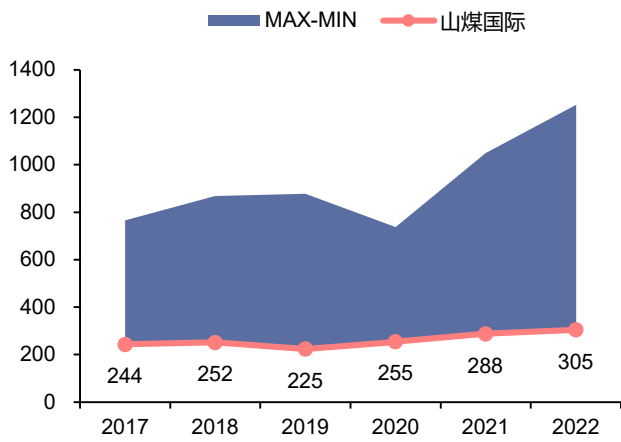
图 20: 主要动力煤企业自产动力煤销售成本 (元/吨)


资料来源: 中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山煤国际 2017-2022 年报, 信达证券研发中心整理测算

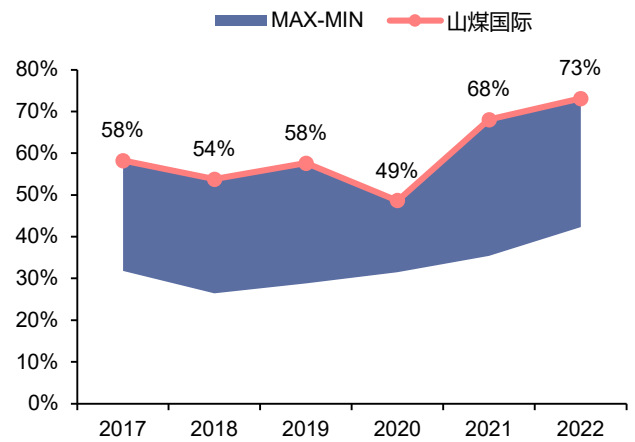
图 21: 主要动力煤企业自产动力煤销售毛利率 (%)


资料来源: 中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山煤国际 2017-2022 年报, 信达证券研发中心整理测算

公司自产冶金煤吨煤销售成本(炼焦煤)在 2021 年及之前均低于 300 元/吨, 2022 年为 305 元/吨, 且增长速度较为缓慢。对比主要炼焦煤企业(淮北矿业、平煤股份、盘江股份、山煤国际冶金煤板块)近六年数据, 公司冶金煤吨煤成本显著低于其它主要焦煤企业水平, 主要由于公司产品以配焦煤为主, 产品结构有所不同, 公司冶金煤售价亦低于同业公司。自产炼焦煤销售毛利率方面, 公司自 2020 年后快速增长, 维持在 70%左右, 公司成本优势在焦煤企业中较为明显。

图 22: 主要焦煤企业自产炼焦煤销售成本 (元/吨)


资料来源: 淮北矿业、平煤股份、盘江股份、山煤国际 2017-2022 年报, 信达证券研发中心整理测算

图 23: 主要焦煤企业自产炼焦煤销售毛利率 (%)


资料来源: 淮北矿业、平煤股份、盘江股份、山煤国际 2017-2022 年报, 信达证券研发中心整理测算

成本优势带来较强盈利能力, 2022 年公司下属煤矿净利率较高, 同比稳健增长。公司下属生产煤矿质量优秀, 2022 年销售收入为 252.25 亿元, 净利润 105.17 亿元, 平均净利率达 41.69%, 权益净利润 62.09 亿元。12 座生产煤矿中, 有六座净利率达到 40%以上。其中, 净利润水平最高的分别为河曲露天煤业(净利润 33.91 亿元, 净利率 47%, 同比增加 8.13%), 长春兴煤业(净利润 18.16 亿元, 净利率 49%, 同比增加 10.4%), 霍尔辛赫煤业(净利润 15.59 亿元, 净利率 42%, 同比减少 0.95%),

部分矿井进行生产接续调整, 短期盈利下滑有望恢复。鹿台山煤业 2022 年营业收入为 3.00 亿元, 净利润为 0.01 亿元, 相较于 2021 年 4.49 亿营收, 1.18 亿净利润同比分别减少 33.18%和 99.15%。铺龙湾煤业 2022 年营业收入为 5.31 亿元, 净利润为 0.2 亿元, 相较于 2021 年 7.96 亿营收, 1.85 亿净利润同比分别下降 33.29%和 89.19%。两座生产矿井在

2022 年出现盈利能力明显下滑的原因主要是进行了工作面搬迁和生产接续工作，属于正常调整，在 2023 年有望恢复正常生产并贡献利润。宏远煤业 2022 年营业收入为 0.87 亿元，净亏损 2.72 亿元，主要是由于该矿井地质构造复杂，属于高瓦斯矿井，产能利用率低，完全成本相比公司其他生产矿井较高。

表 7：2022 年下属生产煤矿销售数据

矿井名称	销售收入(亿元)	同比(%)	净利润(亿元)	同比(%)	净利率(%)	权益净利润(亿元)
经坊煤业	31.05	37.03	12.87	90.1	41%	9.65
霍尔辛赫	37.31	2.64	15.59	-0.95	42%	9.82
大平煤业	15.81	12.61	7.51	16.25	48%	2.63
凌志达煤业	15.33	-13.73	5.79	7.02	38%	3.65
铺龙湾煤业	5.31	-33.29	0.2	-89.19	4%	0.20
宏远煤业	0.87	-29.84	-2.72	—	-313%	-1.77
长春兴煤业	37.38	14	18.16	10.4	49%	9.26
韩家洼煤业	9.88	-2.18	3.22	-17.22	33%	1.64
河曲露天煤业	72.15	10.1	33.91	8.13	47%	17.29
鹿台山煤业	3.00	-33.18	0.01	-99.15	0%	0.01
豹子沟煤业	16.79	45.75	8.75	69.57	52%	8.75
东古城煤业	7.37	0.41	1.88	11.24	26%	0.96
合计	252.25		105.17		41.69%	62.09

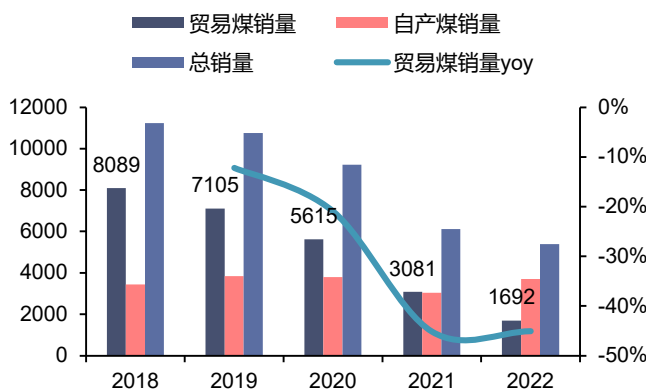
资料来源：2022 年公司年报，信达证券研发中心整理

3.2 聚焦煤炭主业，释放历史包袱，着力改善资产质量

公司近年来聚焦持续做强做优煤炭生产主业，大幅缩减贸易煤业务。公司历史上曾受贸易业务拖累，陷入一定的经济困境。公司转变经营策略，坚持聚焦煤炭生产主业。2018 年到 2022 年，逐年缩减煤炭贸易业务，着力提升贸易业务质量与盈利能力：在公司核心业务自产煤销量保持相对稳定的前提下，贸易煤销量从 2018 年的 8089 万吨/年缩减到 2022 年的 1692 万吨/年，累计下降 79.08%。而随着贸易规模下降和经营质量的提升，贸易板块的盈利能力得到了提升，同时对自产商品煤销售起到了支撑作用。

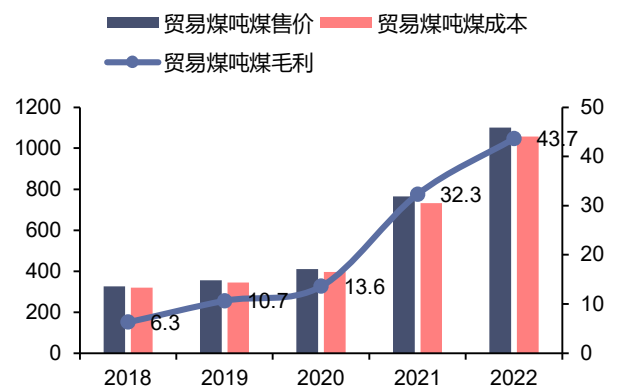
聚焦主业发展，谨慎对待非主业项目。山煤国际 2020 年 8 月曾拟与钧石能源有限公司合作，共同建设的总规模为 10GW 的异质结电池生产线项目。截至 2022 年末，与公司项目立项初期的情况相比，异质结电池行业发生较大变化，相关技术也有了较大提升；同时，随着国内各大厂商对异质结生产设备技术的深耕，异质结生产设备也已进入迭代升级的阶段。基于以上情况，公司对该项目推进持谨慎态度，项目主体未进行大规模投入。

图 24：近五年公司贸易煤销量（万吨）



数据来源：WIND，公司年报，信达证券研发中心

图 25：近五年公司贸易煤吨煤经营数据（元/吨）

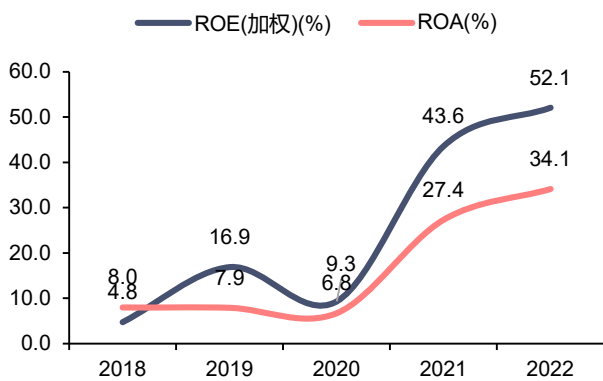


数据来源：WIND，公司年报，信达证券研发中心

妥善解决历史遗留问题，资产质量大幅改善。公司由于煤炭贸易业务的历史遗留问题，相关业务曾经一度在贸易链条上下游同时陷入经营困难，面临如子公司连年亏损无法转盈的经营问题；也面临预付款无法供货，供货后下游无力偿付货款等一系列贸易风险。而公司近年来对风险资产进行了大额减值，2014年-2021年总减值金额达95.16亿元，包括对于亏损子公司进行剥离的资产减值与计提无法回收坏账的信用减值。随着逐年减值计提的完成，公司于2022年进行了0.34亿元减值资产的转回，历史包袱基本化解，资产负债表也得以修复，风险得以释放。

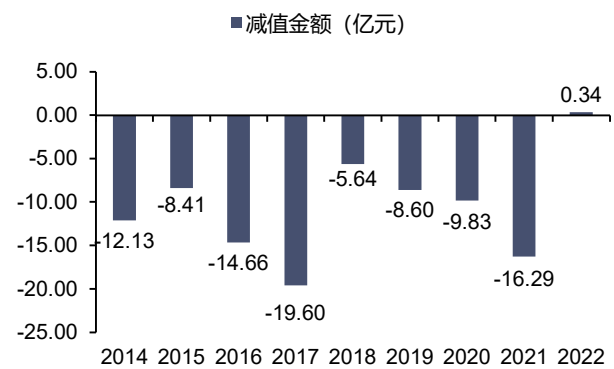
剥离非主业亏损子公司，严控煤炭贸易业务。2018年，公司下属分子公司中共有4家煤炭贸易公司，包括“江苏山煤物流有限责任公司”、“福建山福国际能源有限责任公司”、“内蒙古山煤晟达贸易有限公司”、“晋城煤炭进出口高平康瀛有限责任公司”，均为亏损状态，公司盈利大多来源于煤炭开采子公司。而2022年公司年报显示公司下属子公司已基本全部为煤炭生产相关业务，之前亏损的煤炭贸易子公司已全部剥离，同时近几年强化煤炭贸易业务风控的约束，对客户进行了更严格的筛选并要求客户进行现金支付，大幅降低了坏账情况发生的可能性。随着公司逐年加强对贸易风控的管理以及经营模式的完善，我们认为类似风险在未来公司经营过程中出现的可能性较小。

图 26: 公司近五年 ROE、ROA 逐年上升



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

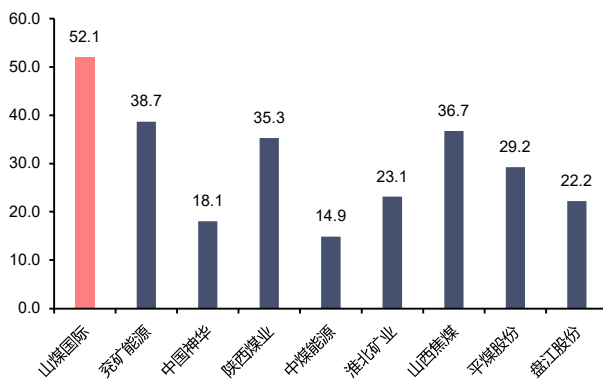
图 27: 公司于 2022 年停止计提, 历史包袱得到消化



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

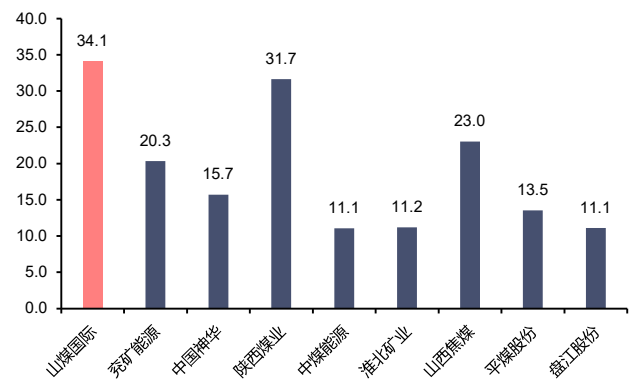
近五年公司 ROE 与 ROA 大幅上升，在同业公司中具有领先优势。公司 ROE 与 ROA 指标随 2020 年后盈利能力提高而快速提升。2022 年公司 ROE 为 52.1%，ROA 为 34.1%，相较于 2020 年的 9.3%，6.8% 提升明显。在资产体量较大的煤炭行业中，公司两项数据均处于较领先地位。

图 28: 主要煤炭企业 2022 年 ROE 对比 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 29: 主要煤炭企业 2022 年 ROA 对比 (%)

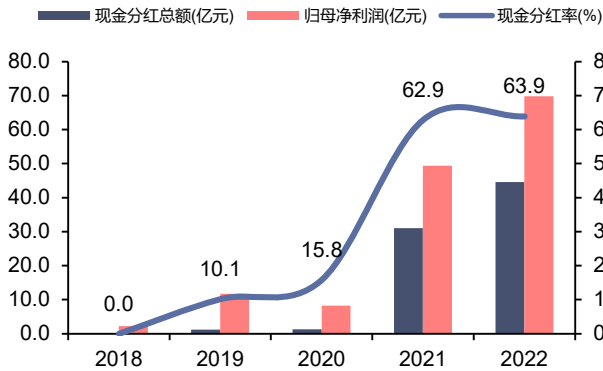


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

3.3 低估值、高现金、高股息，公司高分红或可持续

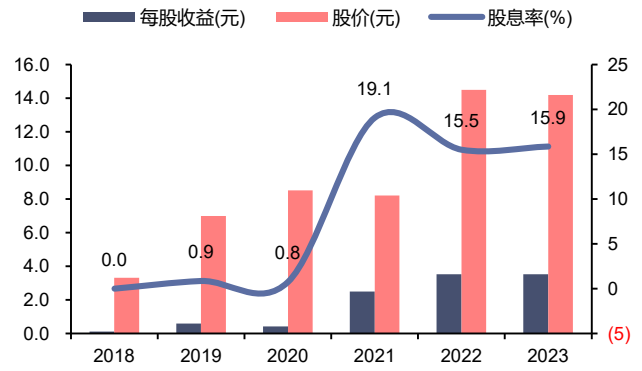
公司现金分红率稳步提升，且未来三年承诺分红比例不低于 60%。受益于成本端的优势和公司资产质量的显著改善，公司近五年盈利能力提升，这也带动了分红率的显著提升，公司分红率在 2021 年-2022 年达 60% 以上。2022 年公司分红率为 63.9%。利润分配以方案实施前的公司总股本 19.82 亿股为基数，每股派发现金红利 1.8 元（含税），共计派发现金红利 35.68 亿元。2023 年，公司发布《2024 年-2026 年股东回报规划》，公司拟将 2024 年-2026 年公司现金分红比例进一步明确，各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 60%。

图 30：公司近五年现金分红率有所提升



资料来源：公司公告，WIND，信达证券研发中心

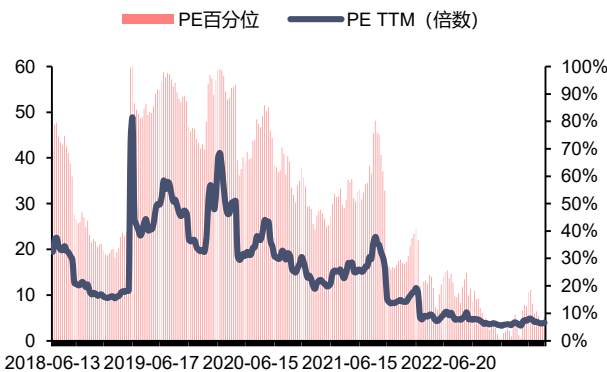
图 31：公司股息率自 2021 年后维持较高水准



资料来源：公司公告，WIND，信达证券研发中心。（2018-2022 年截至当年年末收盘日。2023 年截至 2023/7/14）

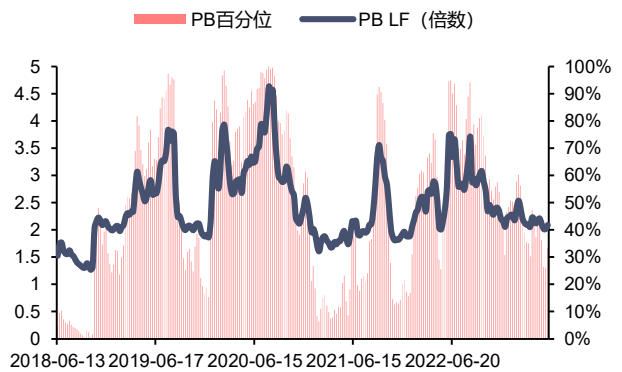
估值目前位于历史 PE 低位。截至 2023 年 7 月 14 日，公司的 PE (TTM) 为 4.47 倍，处于近五年 PE 百分位的 12.81%，属于历史估值低位；PB (LF) 为 2.36 倍，处于近五年 PB 百分位点的 55.12%，属于历史估值的平均位，然而 2022 年公司进行了减值资产的转回，资产质量得到改善，历史 PB 并不足以反映公司目前资产价值。

图 32：公司近五年 PE 与 PE 百分位



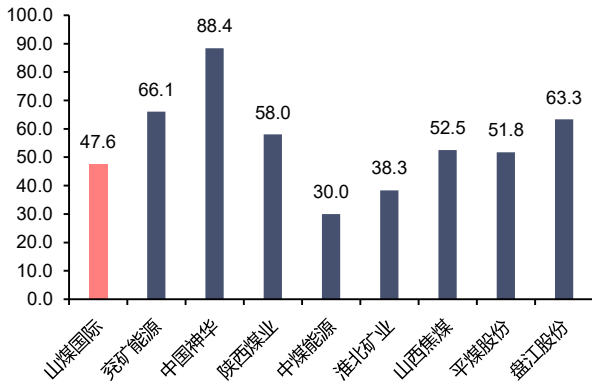
资料来源：公司公告，WIND，信达证券研发中心（截至 2023/07/14）

图 33：公司近五年 PB 与 PB 百分位

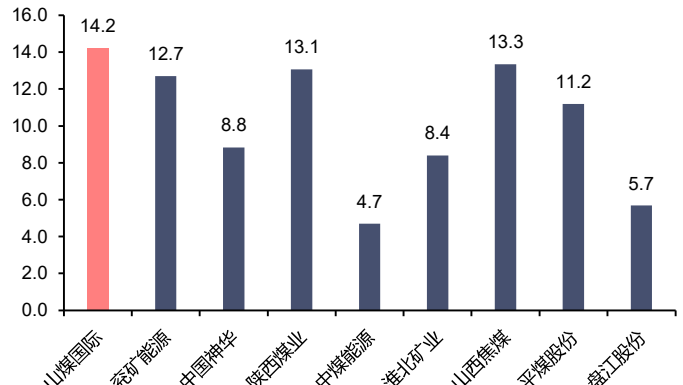


资料来源：公司公告，WIND，信达证券研发中心（截至 2023/07/14）

公司股息率较高，股东回报方面对比同行业公司有一定优势。公司 2020-2022 三年平均分红率为 47.6%，在同行业公司中属于中游水准。公司 2022 年现金分红率为 64%，在同行业公司中排名靠前，略低于中国神华 73%，兖矿能源 69% 的现金分红率。以 2023 年 7 月 14 日收盘价计算，公司股息率为 14.24%，投资回报率较高，处于主要煤炭企业中较为领先的地位。

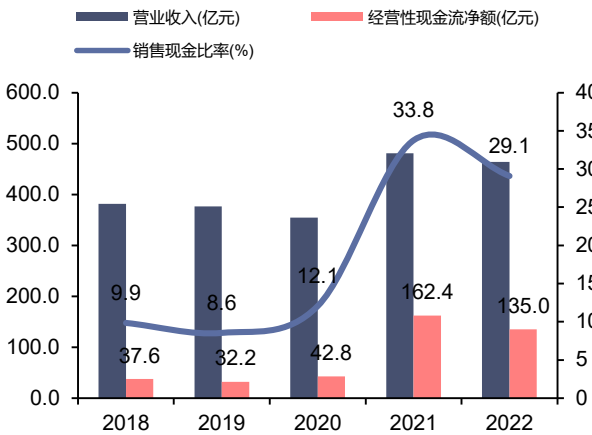
图 34: 主要煤炭企业过去三年平均现金分红率 (%)


资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

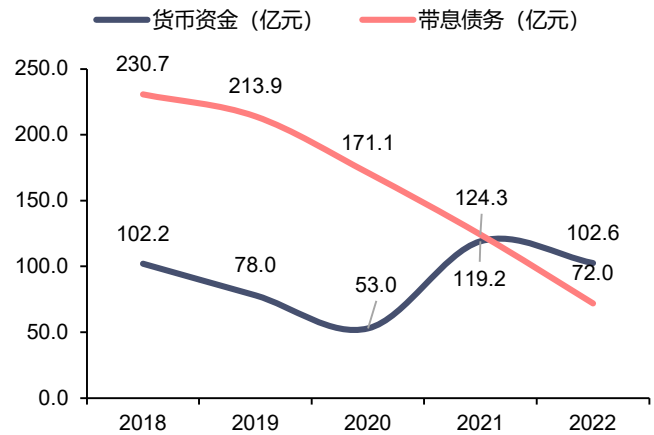
图 35: 主要煤炭企业 2023 年股息率对比 (%)


资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心 (截至 2023/07/14)

现金流充裕, 获现能力显著提升, 大额分红或可持续。公司账面经营获现能力在 2020 年前处于偏弱水平, 但近年以来随着公司加强账期管理, 煤炭行业形式转好后, 获现能力明显上升, 公司销售现金比率 2021 年大幅上升, 2022 年为 29.1%。同时, 2022 年, 公司货币资金余额, 102.6 亿已足以覆盖带息债务 72.0 亿。考虑到公司较为稳定的生产经营状态和销售模式, 未来资本开支相对稳定且金额较少, 我们预计公司有望保持较高的盈利能力并持续高比例现金分红, 并保持较高股息率。我们认为, 当前公司估值并不足以反映公司真实的盈利能力和内在价值, 公司有较大估值修复空间。

图 36: 公司近五年销售现金比率有所提升


资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

图 37: 近五年货币资金与带息债务


资料来源: 公司公告, WIND, 信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1 预测假设

4.1.1 煤炭板块

► 产销量假设：动力煤方面，考虑到公司在未来短期计划中并无大量新建产能增量，仍将继续执行保供政策，动力煤产销量或将小幅增长，我们预计公司 2023-2025 年动力煤销量分别为 2642 万吨、2701 万吨、2757 万吨，同比增长 2.3%、2.3%、2.0%。冶金煤方面，考虑到新建的鑫顺煤矿今年转为生产矿井，我们预计该矿 2023 年贡献 45 万吨产量，2024 年达产 90 万吨，2025 年有望达产 120 万吨；万家庄煤矿预计 2024 年投产贡献 30 万吨产量、2025 年有望达产 60 万吨。我们预计公司 2023-2025 年冶金煤销量分别为 1149 万吨、1204 万吨、1226 万吨，同比增速为 3.3%、4.7%、1.8%。销量与产量增速保持同步。

► 价格假设：考虑到当前煤价处在波动阶段，我们预计动力煤长协价格中短期内不会明显上涨，短期内或将保持高位运行的态势。炼焦煤受到下游需求支撑，价格企稳，长期供需处于紧平衡状态，价格中枢底部抬升，我们预计煤炭价格将处于窄幅上行区间。考虑到公司大部分自产动力煤以保供长协的方式进行销售，市场煤价波动对公司自产动力煤售价影响较小。

► 成本：我们预计公司持续深化成本管理，成本整体相对稳定，伴随燃料煤、电价、人工等费用上涨，自产煤销售成本小幅微涨。

表 8：煤炭板块核心盈利假设

自产煤业务板块核心假设	2021	2022	2023E	2024E	2025E
自产商品煤产量（吨）					
动力煤	27302552	28109146	29129707	30449332	31577496
YOY	7.0%	3.0%	3.6%	4.5%	3.7%
冶金煤	13116634	12465726	12718436	13439635	13736277
YOY	5.9%	-5.0%	-1.6%	-0.2%	-2.3%
合计	40419185	40574872	41848143	43888968	45313774
YOY	6.6%	0.4%	1.9%	3.0%	1.8%
自产商品煤销量（吨）					
动力煤	25421708	25832344	26416285	27013425	27565966
YOY	2.9%	1.6%	2.3%	2.3%	2.0%
冶金煤	11957881	11125653	11492606	12037389	12256536
YOY	2.3%	-7.0%	3.3%	4.7%	1.8%
合计	37379589	36957997	37908891	39050814	39822503
YOY	2.7%	-1.1%	2.6%	3.0%	2.0%
自产商品煤吨煤售价（元/吨）					
动力煤	509	566	541	549	557
YOY	105.6%	11.3%	-4.4%	1.5%	1.5%
冶金煤	902	1136	951	1009	1069
YOY	82.1%	25.9%	-16.2%	6.0%	6.0%
合计	635	738	665	691	715
YOY	94.0%	16.2%	-9.8%	3.8%	3.5%
自产商品煤吨煤成本（元/吨）					
动力煤	131	148	151	157	164
YOY	19.5%	13.6%	2.0%	4.0%	4.0%
冶金煤	288	305	311	324	337
YOY	13.1%	6.0%	2.0%	4.0%	4.0%

合计	181	196	200	209	217
YOY	16.0%	8.1%	16.0%	13.4%	12.5%
吨煤毛利 (元/吨)					
动力煤	378	417	390	392	394
YOY	173.9%	10.4%	-6.6%	0.5%	0.5%
冶金煤	614	831	640	685	732
YOY	155.0%	35.3%	-23.0%	7.0%	6.9%
合计	454	542	466	482	498
YOY	165.2%	19.5%	-14.1%	3.5%	3.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.1.2 煤炭贸易板块

► 销量：考虑到公司近几年一直缩减煤炭业务规模、坚持聚焦主业，我们认为公司或将继续缩减外购贸易煤规模，但缩减速度有所下降，以维持与长期客户的商业伙伴关系并协同自产煤销售。

► 价格：考虑到短期内的供给压力，我们预计煤炭价格在 2023 年均价将有所降低，中长期价格中枢处于上行区间。

► 成本：我们预计贸易煤成本将与贸易煤售价有望维持保持同幅增长趋势。

表 9：煤炭贸易板块核心盈利假设

贸易煤板块核心假设					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
贸易煤销量 (万吨)	3081	1692	1523	1371	1233
yoy	-45.1%	-45.1%	-10%	-10%	-10%
贸易煤吨煤售价 (元/吨)	765	1101	936	983	1032
yoy	86.3%	43.9%	-15.0%	5.0%	5.0%
贸易煤吨煤成本 (元/吨)	733	1057	899	944	991
yoy	84.6%	44.3%	-15.0%	5.0%	5.0%
贸易煤吨煤毛利 (元/吨)	32	44	37	39	41
yoy	137.3%	35.1%	-15.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 400.26 亿元、410.02 亿元、417.6 亿元，同比增长-13.7%、2.4%、1.8%。我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 61.30 亿元、65.45 亿元、69.87 亿元，同比增长-12.2%、6.8%、6.8%。EPS 为 3.09、3.30、3.52 元/股；对应 PE 为 5.11x、4.79x、4.48x；PB 为 1.82x、1.63x、1.48x。以 60% 的分红比例计算，预测 2023-2025 年归母净利润对应公司 2023 年 7 月 14 日收盘价 15.80 元/股的股息率分别为 11.74%、12.54%、13.38%。

表 10: 山煤国际分板块盈利预测

分板块核心假设与预测					
自产商品煤营业收入(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
动力煤	12929	14621	14291	14833	15364
yoy	111.6%	13.1%	-2.3%	3.8%	3.6%
冶金煤	10789	12639	10935	12140	13103
yoy	86.4%	17.1%	-13.5%	11.0%	7.9%
合计	23719	27260	25226	26974	28467
yoy	99.3%	14.9%	-7.5%	6.9%	5.5%
自产商品煤营业成本(百万元)					
动力煤	3322	3833	3998	4252	4513
yoy	23.0%	15.4%	4.3%	6.4%	6.1%
冶金煤	3442	3396	3578	3898	4127
yoy	15.7%	-1.3%	5.4%	8.9%	5.9%
合计	6764	7229	7577	8150	8640
yoy	19.2%	6.9%	4.8%	7.6%	6.0%
自产商品煤毛利(百万元)					
动力煤	9607	10788	10293	10581	10851
yoy	181.8%	12.3%	-4.6%	2.8%	2.6%
冶金煤	7347	9243	7357	8243	8976
yoy	161.0%	25.8%	-20.4%	12.0%	8.9%
合计	16955	20031	17649	18824	19827
yoy	172.4%	18.1%	-11.9%	6.7%	5.3%
自产商品煤毛利率					
动力煤	74.3%	73.8%	72.0%	71.3%	70.6%
冶金煤	68.1%	73.1%	67.3%	67.9%	68.5%
合计	71.5%	73.5%	70.0%	69.8%	69.6%
煤炭贸易营业收入(百万元)					
煤炭贸易营业收入(百万元)	23572	18630	14252	13468	12727
yoy	2.2%	-21.0%	-10.0%	-6.4%	-6.4%
煤炭贸易营业成本(百万元)					
煤炭贸易营业成本(百万元)	22577	17891	13687	12934	12222
yoy	1.3%	-20.8%	-10.0%	-6.4%	-6.4%
煤炭贸易营业毛利(百万元)					
煤炭贸易营业毛利(百万元)	996	739	565	534	505
yoy	30.2%	-25.8%	-10.0%	-6.4%	-6.4%
煤炭贸易毛利率					
煤炭贸易毛利率	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
营业收入合计(百万元)					
营业收入合计(百万元)	48054	46391	40026	41002	41755
yoy		-3.5%	-13.7%	2.4%	1.8%
营业成本合计(百万元)					
营业成本合计(百万元)	29862	25591	21695	21527	21306
yoy		-14.3%	-15.2%	-0.8%	-1.0%
净利润合计(百万元)					
净利润合计(百万元)	7815	10995	9982	10658	11378
yoy		40.7%	-9.2%	6.8%	6.8%
归母净利润合计(百万元)					
归母净利润合计(百万元)	4,938	6,981	6,130	6,545	6,987
yoy		41.4%	-12.2%	6.8%	6.8%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.2 绝对估值法 (FCFF)

- ▶ 我们以绝对估值 FCFF 方法来反映公司的长期价值, 首先, 对估值的核心参数进行假设:
- ▶ 无风险利率 (Rf): 选取 2023 年 7 月 14 日, 中债十年期到期国债收益率 2.69%。

► 债务利率：综合目前 5 年贷款市场报价利率与公司借款利率，选取债务利率为 6%。

► 增长率：由于煤炭公司受到自身资源开采年限的限制，因此我们假设公司经营至 2060 年及永续经营两种情况，对公司现金流量进行预测。假设 2032 年后进入稳定发展阶段，每一年自由现金流增长率为 1%。

► Beta 值：用于衡量公司相对于市场的股价波动情况。Beta>1 说明公司股价波动大于市场，反之则是小于市场。WIND 中计算出的公司近 100 周的 Beta 值为 1.0524。

► 风险溢价：风险溢价为市场预期收益率超过无风险收益率部分。市场预期收益率选用近十年上证 50 指数年复合增长率 11.92%。得到风险溢价为 9.22%。

综上，测算公司折现率为 7.50 %。

表 11：山煤国际 DCF 主要参数假设及估值结果

指标	数值	指标	数值
永续增长率 g	1.00%	债务资本成本 Kd	8.00%
贝塔值 (β)	1.97	债务资本比重 Wd	10.69 %
无风险利率 Rf (%)	2.69 %	股权资本成本 Ke	7.41%
市场的预期收益率 Rm (%)	5.24%	加权平均资本成本 WACC	7.50%
有效税率 T (%)	28.12%		

资料来源：WIND，信达证券研发中心

表 12：山煤国际未来自由现金流现金流预测 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	16,126.55	14,161.19	15,020.15	15,867.60	15,059.21	13,435.80
所得税税率	27.29%	28.12%	28.12%	27.84%	28.03%	28.00%
息前税后利润(NOPAT)	11,725.98	10,178.63	10,796.03	11,449.34	10,838.08	9,673.88
加：非现金调整	1,752.14	1,281.66	1,374.22	1,388.31	408.30	399.21
减：营运资金的增加	429.20	2,533.89	-339.87	-705.84	-1,134.42	-990.71
减：资本性投资	-1,634.70	-1,538.04	-1,787.44	-1,710.45	-527.12	-526.53
公司自由现金流量 FCFF	11,414.23	7,388.36	10,722.68	11,833.04	11,853.69	10,537.27
每股价值 (元)				28.92		

资料来源：WIND，信达证券研发中心

敏感性分析：绝对估值法下股价受到折现率和永续增长率影响较大。因此，根据预测模型对估值进行敏感性分析，考察在不同折现和增长率下的股价变化。我们认为永续增长率在-0.5-2%区间、WACC 在 6.60 %-8.40%之间变动较为合理，估算出在永续经营假设下，公司合理股价为 27.75 -32.58 元/股。

表 13：绝对估值法敏感性测算 (永续经营假设) (元/股)

	永续经营	WACC						
		6.60%	6.90%	7.20%	7.50%	7.80%	8.10%	8.40%
增长率	28.92							
	-0.50%	30.05	29.63	29.22	28.83	28.46	28.10	27.75
	0.00%	30.09	29.66	29.25	28.86	28.48	28.12	27.77
	0.50%	30.14	29.70	29.29	28.89	28.51	28.14	27.78
	1.00%	30.20	29.75	29.33	28.92	28.53	28.16	27.80
	1.50%	30.27	29.81	29.37	28.96	28.56	28.19	27.82
	2.00%	30.36	29.88	29.43	29.00	28.60	28.22	27.85
	2.50%	32.58	32.07	31.60	31.16	30.75	30.36	29.98

资料来源：WIND，信达证券研发中心

风险因素

- **宏观经济增速不及预期，煤炭价格大幅下跌：**若国内经济增速放缓，复苏不及预期，或煤炭供给超预期，将会使煤价下行。
- **煤矿发生安全生产事故：**接续情况紧张，煤炭生产过程发现安全事故致使产量不及预期。
- **在建矿井进度缓慢：**公司新投产矿井产能爬坡不及预期，在建矿井投产缓慢，产量释放或建设进程不及预期，将影响公司盈利。
- **贸易业务亏损风险：**受煤炭价格波动影响，贸易业务出现额外亏损，将影响公司盈利。

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	16,672	14,203	16,546	22,674	29,408	营业总收入	48,054	46,391	40,026	41,002	41,755		
货币资金	11,921	10,255	12,745	18,689	25,541	营业成本	29,862	25,591	21,695	21,527	21,306		
应收票据	394	385	331	339	346	营业税金及附加	2,096	2,242	1,611	1,807	1,846		
应收账款	827	1,410	1,383	1,340	1,473	销售费用	523	558	462	471	488		
预付账款	574	377	325	323	320	管理费用	1,637	1,601	1,481	1,443	1,485		
存货	1,543	1,016	904	897	888	研发费用	206	335	205	227	249		
其他	1,414	760	857	1,086	841	财务费用	803	468	273	192	99		
非流动资产	29,305	31,074	31,534	31,430	31,387	减值损失合计	-389	-31	-93	-139	-116		
长期股权投资	747	635	799	664	679	投资净收益	-141	-112	-71	-97	-91		
固定资产(合计)	14,515	14,906	15,450	15,898	16,271	其他	-1,187	102	33	37	35		
无形资产	6,218	5,987	5,804	5,694	5,547	营业利润	11,210	15,554	14,169	15,136	16,109		
其他	7,824	9,547	9,481	9,173	8,889	营业外收支	-209	-434	-281	-308	-341		
资产总计	45,977	45,276	48,079	54,104	60,794	利润总额	11,001	15,121	13,888	14,828	15,768		
流动负债	22,410	20,386	17,394	17,743	18,265	所得税	3,186	4,126	3,906	4,170	4,391		
短期借款	2,428	1,639	1,327	1,151	1,086	净利润	7,815	10,995	9,982	10,658	11,378		
应付票据	700	63	202	205	201	少数股东损益	2,877	4,014	3,853	4,113	4,391		
应付账款	4,665	4,164	3,314	3,289	3,255	归属母公司净利润	4,938	6,981	6,130	6,545	6,987		
其他	14,616	14,521	12,552	13,098	13,724	EBITDA	14,018	17,913	15,350	16,255	17,140		
非流动负债	9,206	6,172	5,896	5,514	5,305	EPS(当年)(元)	2.49	3.52	3.09	3.30	3.52		
长期借款	6,546	3,468	2,934	2,548	2,335								
其他	2,661	2,703	2,962	2,966	2,970								
负债合计	31,616	26,558	23,291	23,257	23,570								
少数股东权益	2,531	3,705	7,558	11,671	16,062	现金流量表							
归属母公司股东权益	11,830	15,013	17,231	19,176	21,163	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债和股东权益	45,977	45,276	48,079	54,104	60,794	经营活动现金流	16,235	13,496	9,324	13,083	14,180		
						净利润	7,815	10,995	9,982	10,658	11,378		
						折旧摊销	1,594	1,786	1,189	1,235	1,272		
						财务费用	941	588	375	319	286		
						投资损失	141	112	71	97	91		
重要财务指标						营运资金变动	4,233	-91	-2,526	340	706		
单位: 百万元						其它	1,511	106	232	433	446		
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	投资活动现金流	-665	-3,535	-1,737	-1,662	-1,767		
营业总收入	48,054	46,391	40,026	41,002	41,755	资本支出	-640	-1,635	-1,538	-1,787	-1,710		
同比(%)	35.7%	-3.5%	-13.7%	2.4%	1.8%	长期投资	-41	-1,900	-161	126	-18		
归属母公司净利润	4,938	6,981	6,130	6,545	6,987	其他	17	0	-38	0	-39		
同比(%)	497.4%	41.4%	-12.2%	6.8%	6.8%	筹资活动现金流	-9,059	-11,727	-5,098	-5,477	-5,561		
毛利率(%)	37.9%	44.8%	45.8%	47.5%	49.0%	吸收投资	0	0	0	0	0		
ROE(%)	41.7%	46.5%	35.6%	34.1%	33.0%	借款	10,480	2,598	-846	-562	-278		
EPS(摊薄)(元)	2.49	3.52	3.09	3.30	3.52	支付利息或股息	-2,086	-6,601	-4,375	-4,919	-5,286		
P/E	6.34	4.49	5.11	4.79	4.48	现金净增加额	6,511	-1,766	2,489	5,944	6,852		
P/B	2.65	2.09	1.82	1.63	1.48								
EV/EBITDA	1.20	1.43	1.62	1.13	0.66								

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

团队介绍

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作)，从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐禅玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。