

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山煤国际 (600546)

投资评级 买入

上次评级 买入

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 能源行业分析师

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

煤炭产销同比俱增，以量补价业绩稳健

2023年8月26日

事件: 2023年8月25日，山煤国际发布半年度报告，2023年上半年，公司实现营业收入206.76亿元，同比下降2.27%，实现归母净利润30.58亿元，同比下降13.65%；扣非后净利润31.13亿元，同比下降13.76%。经营活动产生现金流量28.88亿元，同比下降36.74%；基本每股收益1.54元/股，同比下降13.97%。资产负债率为53.00%，同比下降7.82pct，较2022年年末下降5.66pct。

2023年第二季度，公司单季度营业收入100.27亿元，同比下降3.49%，环比一季度下降5.83%；单季度归母净利润13.72亿元，同比下降27.35%，环比一季度下降18.66%；单季度扣非后净利润13.88亿元，同比下降27.38%，环比一季度下降19.51%。

点评:

- **公司产量增加平抑业绩波动，或因冶金煤价格下降影响部分利润。**上半年公司实现原煤产量2118.75万吨，同比增长4.91%。公司实现煤炭生产业务收入141.60亿元，同比下降0.71%，销量1938.25万吨，同比增长7.98%，销售均价730.55元/吨。公司自产煤产品定价主要包括电煤和冶金煤。其中电煤纳入长协保供，执行发改委指导价，根据CCTD秦皇岛动力煤(Q5500)长协价，2023年上半年均价721.67元/吨，较去年同期721.33元/吨几无差距。而公司冶金煤实行“以质论价、随行就市”市场化定价机制，根据左权县贫煤坑口价，2023年上半年均值935.87元/吨，较去年同期1195.08元/吨下降22%。因此，我们认为或是公司冶金煤板块盈利下滑影响公司部分利润。
- **强化“先进产能”战略，推进核增矿井后续手续建设，河区露天煤业盈利明显提高。**报告期内，公司强化“先进产能”战略，加快推进产能核增矿井后续手续办理。2023年上半年，河曲露天煤业取得1000万吨/年《安全生产许可证》，豹子沟煤业取得150万吨/年《安全生产许可证》。其他煤矿产能核增后续手续正在加快办理中。公司加快高产高效矿井建设，其中鑫顺煤业已经正式进入煤炭开采阶段，庄子河煤业已进入联合试运转阶段。公司下属河区露天煤业虽在报告期内受煤炭价格下跌影响，但在产量大幅增加，单位成本小幅下降双重因素叠加下仍实现营业收入37.11亿元；实现净利润17.48亿元，同比增加21.33%。
- **贸易提质增效加速推进，相关业务营收一定程度受市场煤价波动影响。**公司强化销贸联动，建立月度协调、动态跟踪机制；实施大客户政策，增强客户服务粘性；引深“配煤优势”战略，进一步实现配煤增效；强化贸易风险管控。上半年，受市场煤价波动影响，公司实现煤炭贸易业务收入62.09亿元，同比下降7.70%，贸易量756.82万吨，同比增长30.62%，销售均价820.36元/吨。
- **盈利预测及评级:** 回顾上半年煤炭市场，我们认为动力煤价格调整是淡季切换的正常现象，当前终端电厂库存仍然维持较高日耗水平，库存

持续去化。我们认为下半年煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑，市场价格也不具备单边下行的条件。公司动力煤业务的高比例长协特点带来稳健向上预期，冶金煤业务或将受益经济复苏需求提升迎来盈利恢复。公司业绩有望稳中有增，且未来有望伴随板块估值提升迎来公司估值修复。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 60.85 亿、64.88 亿、69.04 亿，EPS 分别 3.07/3.27/3.48 元/股；截止 8 月 25 日股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 4.70/4.41/4.14 倍；我们看好公司的收益空间，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**国内宏观经济增长严重失速；安全生产风险；产量出现波动的风险。

| 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 | 6,085 | 6,488 | 6,904 |
| 同比(%) | 497.4% | 41.4% | -12.8% | 6.6% | 6.4% |
| 毛利率(%) | 37.9% | 44.8% | 45.8% | 47.5% | 49.0% |
| ROE(%) | 41.7% | 46.5% | 35.4% | 34.0% | 32.9% |
| EPS (摊薄) (元) | 2.49 | 3.52 | 3.07 | 3.27 | 3.48 |
| P/E | 5.79 | 4.09 | 4.70 | 4.41 | 4.14 |
| P/B | 2.42 | 1.90 | 1.66 | 1.50 | 1.36 |
| EV/EBITDA | 1.20 | 1.43 | 1.45 | 0.98 | 0.52 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | 单位: 百万元 | | | | | | 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 | 16,472 | 22,509 | 29,107 | 营业总收入 | 48,054 | 46,391 | 40,026 | 41,002 | 41,755 |
| 货币资金 | 11,921 | 10,255 | 12,671 | 18,523 | 25,241 | 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 | 375 | 319 | 286 |
| 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 | 14,066 | 15,008 | 15,922 |
| 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 | 48,006 | 53,939 | 60,494 | 利润总额 | 11,001 | 15,121 | 13,786 | 14,701 | 15,581 |
| 流动负债 | 22,410 | 20,386 | 17,394 | 17,743 | 18,265 | 所得税 | 3,186 | 4,126 | 3,877 | 4,134 | 4,339 |
| 短期借款 | 2,428 | 1,639 | 1,327 | 1,151 | 1,086 | 净利润 | 7,815 | 10,995 | 9,909 | 10,566 | 11,243 |
| 应付票据 | 700 | 63 | 202 | 205 | 201 | 少数股东损益 | 2,877 | 4,014 | 3,824 | 4,078 | 4,339 |
| 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 | 6,085 | 6,488 | 6,904 |
| 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 | 3.07 | 3.27 | 3.48 |
| 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 | 现金流量表 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2,531 | 3,705 | 7,529 | 11,607 | 15,946 | | | 单位: 百万元 | | | |
| 归属母公司股东权益 | 11,830 | 15,013 | 17,186 | 19,074 | 20,978 | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债和股东权益 | 45,977 | 45,276 | 48,006 | 53,939 | 60,494 | 经营活动现金流 | 16,235 | 13,496 | 9,250 | 12,991 | 14,045 |
| | | | | | | 净利润 | 7,815 | 10,995 | 9,909 | 10,566 | 11,243 |
| | | | | | | 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 |
| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 其它 | 1,511 | 106 | 232 | 433 | 446 |
| 营业总收入 | 48,054 | 46,391 | 40,026 | 41,002 | 41,755 | 投资活动现金流 | -665 | -3,535 | -1,737 | -1,662 | -1,767 |
| 同比(%) | 35.7% | -3.5% | -13.7% | 2.4% | 1.8% | 资本支出 | -640 | -1,635 | -1,538 | -1,787 | -1,710 |
| 归属母公司净利润 | 4,938 | 6,981 | 6,085 | 6,488 | 6,904 | 长期投资 | -41 | -1,900 | -161 | 126 | -18 |
| 同比(%) | 497.4% | 41.4% | -12.8% | 6.6% | 6.4% | 其他 | 17 | 0 | -38 | 0 | -39 |
| 毛利率(%) | 37.9% | 44.8% | 45.8% | 47.5% | 49.0% | 筹资活动现金流 | -9,059 | -11,727 | -5,098 | -5,477 | -5,561 |
| ROE(%) | 41.7% | 46.5% | 35.4% | 34.0% | 32.9% | 吸收投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EPS(摊薄)(元) | 2.49 | 3.52 | 3.07 | 3.27 | 3.48 | 借款 | 10,480 | 2,598 | -846 | -562 | -278 |
| P/E | 5.79 | 4.09 | 4.70 | 4.41 | 4.14 | 支付利息或股息 | -2,086 | -6,601 | -4,375 | -4,919 | -5,286 |
| P/B | 2.42 | 1.90 | 1.66 | 1.50 | 1.36 | 现金净增加额 | 6,511 | -1,766 | 2,416 | 5,852 | 6,717 |
| EV/EBITDA | 1.20 | 1.43 | 1.45 | 0.98 | 0.52 | | | | | | |

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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月加入信达证券研究开发中心，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月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。

唐婵玉，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。

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

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。