

山煤国际 (600546.SH)

现货销售，弹性巨大，静待业绩爆发

事件：公司发布 2021 年半年报。2021 年上半年公司实现营收 175.4 亿元，同比下降 2.6%；归母净利润 8.5 亿元，同比增长 90%。

业绩弹性尽显，但信用减值对业绩有所拖。2021 年上半年，公司牢牢把握住市场煤价快速上行的机会，不断优化生产格局、提升贸易质量、强化成本管控，实现归母净利润 8.5 亿元，同比增长 90%，扣非归母净利润 8.7 亿元，同比增长 85.3%。其中，Q2 单季实现营业收入 81.7 亿元，同比下降 21.7%，环比下降 12.8%，主因公司严控贸易风险，压缩贸易煤销量；归母净利润 5.3 亿元，同比上涨 119.4%，环比上涨 65.6%，若扣除 3.6 亿元信用减值影响，公司 Q2 单季能实现归母净利 8.9 亿元，验证公司业绩的高弹性。压缩贸易规模，消化历史负担，优化资产质量。公司成立之初是一家传统的贸易公司，此前由于公司对煤炭贸易业务风险管理不善，造成公司回款困难，坏账风险显著增加，2014 年至今共计计提坏账损失约 79 亿元。为优化资产质量，公司自 2016 年起严控贸易风险，压缩贸易规模，着力清理历史遗留问题，加快对部分亏损严重贸易子公司的处置速度，开启“瘦身计划”，后续业绩包袱不断减轻。

煤炭以现货销售为主，价格弹性巨大。据公司互动平台介绍，公司自产煤定价机制为每月下旬根据最新的调研数据进行价格基数计算，再根据不同类型客户确定最终价格，因此公司吨煤售价弹性巨大，能完全享受煤价上行周期红利。

- **产量：**上半年实现产量 2,030 万吨，同比增长 3.7%；其中 Q2 生产原煤 1,026 万吨，同比下降 6.6%，环比增长 2.3%。
- **销量：**上半年实现销量 3,753 万吨，同比下降 32.6%；其中 Q2 销售商品煤 1,531 万吨，同比下降 53.5%，环比下降 31.1%。
- **售价：**上半年煤炭销售均价 458 元/吨，同比增长 43.1%，其中 Q2 销售均价 519 元/吨，环比增长 24.9%，同比增长 64.2%。
- **成本：**上半年煤炭销售成本 337 元/吨，同比增长 31.4%，其中 Q2 销售成本 345 元/吨，环比增长 3.7%，同比增长 34.4%。
- **毛利：**2021 年上半年吨煤 120 元，同比增长 90.8%，其中 Q2 吨煤毛利 174 元，环比增长 110.1%，同比增长 192.2%。

动力煤软着陆后望迎强反弹，焦煤价格迭创新高，公司业绩有望持续爆发。公司自产煤主要煤种为动力煤、焦煤，且公司定价机制灵活，有望充分享受煤价大幅上涨红利，下半年业绩值得期待。

- **动力煤：**尽管八月后电厂用煤紧张状况或有缓解，但东北采暖用煤仍将对价格形成支撑，叠加部分刚需仍有补库需求，预计价格难以顺畅下跌，跌幅有限。进入 10 月下旬后，“迎峰度冬”旺季的逐渐到来，国内安监、环保压力仍存，且进口煤短期补充作用有限，届时煤价有望展开一轮强势反弹，全年中枢或上移至 900~950 元/吨，较 2020 年均价上涨 320~370 元/吨。

- **焦煤：**国内安监、环保持续压制产量，叠加进口收缩，焦煤供需缺口凸显，下半年价格将持续上行。

投资建议。公司近年来持续严控贸易风险，压缩贸易煤销量，消化历史负担，盈利水平持续提升，且公司煤炭销售以现货为主，可充分享受煤价上涨红利，业绩弹性巨大。我们预计公司 2021 年~2023 年实现归母净利润分别为 28.6 亿元、36.1 亿元、39.2 亿元，EPS 分别为 1.44 元、1.82 元、1.98 元，对应 PE 为 6.7、5.3、4.9，维持“增持”评级。

风险提示：煤价大幅下跌，坏账风险爆发。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	37,657	35,422	49,284	53,162	55,424
增长率 yoy (%)	-1.3	-5.9	39.1	7.9	4.3
归母净利润（百万元）	1,173	827	2,861	3,615	3,920
增长率 yoy (%)	432.8	-29.5	246.2	26.3	8.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.59	0.42	1.44	1.82	1.98
净资产收益率 (%)	15.2	8.6	28.5	26.5	22.4
P/E（倍）	16.3	23.1	6.7	5.3	4.9
P/B（倍）	3.0	2.7	1.9	1.4	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	
8 月 27 日收盘价(元)	9.62
总市值(百万元)	19,071.23
总股本(百万股)	1,982.46
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	83.47

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱：jiangyuexin@gszq.com

相关研究

- 1、《山煤国际（600546.SH）：异质结构产大幕拉开，煤炭龙头加速转型》2020-08-24

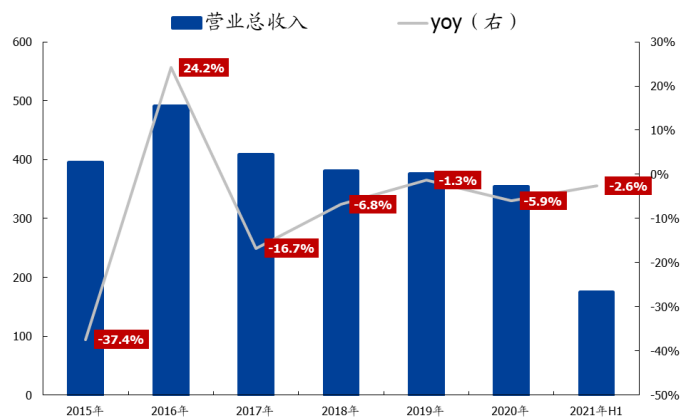


财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14710	10461	11658	9067	16952	营业收入	37657	35422	49284	53162	55424
现金	7801	5305	3922	3338	6315	营业成本	29361	28351	36105	37915	39130
应收票据及应收账款	2717	2031	2076	2177	4751	营业税金及附加	1104	1020	1971	2126	2217
其他应收款	865	539	869	549	837	营业费用	1018	416	550	593	619
预付账款	1293	895	2149	1134	2288	管理费用	1375	1501	1629	1758	2016
存货	1487	1299	2249	1477	2368	研发费用	139	135	131	142	148
其他流动资产	548	393	393	393	393	财务费用	1152	1052	905	932	851
非流动资产	28531	29649	35936	37588	38329	资产减值损失	-72	-64	70	70	70
长期投资	141	956	1772	2587	3402	其他收益	13	19	0	0	0
固定资产	15486	15339	20430	21972	22749	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	6539	6209	5864	5553	5240	投资净收益	110	1	0	0	0
其他非流动资产	6364	7145	7871	7475	6937	资产处置收益	3	0	0	0	0
资产总计	43241	40111	47594	46654	55281	营业利润	2774	1983	7565	9626	10374
流动负债	23095	17783	21648	17257	22261	营业外收入	12	8	12	10	11
短期借款	9584	4771	4771	4771	4771	营业外支出	267	208	257	274	299
应付票据及应付账款	3446	4119	5516	4602	5840	利润总额	2519	1783	7321	9362	10086
其他流动负债	10065	8892	11361	7883	11650	所得税	939	848	3050	3968	4235
非流动负债	9745	11469	10947	9067	6916	净利润	1580	935	4271	5395	5851
长期借款	7069	8843	8321	6441	4290	少数股东损益	407	109	1409	1780	1931
其他非流动负债	2676	2626	2626	2626	2626	归属母公司净利润	1173	827	2861	3615	3920
负债合计	32840	29252	32595	26323	29177	EBITDA	4483	3771	8989	11229	11981
少数股东权益	1964	1794	3203	4983	6914	EPS (元)	0.59	0.42	1.44	1.82	1.98
股本	1982	1982	1982	1982	1982	主要财务比率					
资本公积	3352	3352	3352	3352	3352	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	907	1453	5446	10403	15660	成长能力					
归属母公司股东权益	8437	9065	11796	15348	19190	营业收入(%)	-1.3	-5.9	39.1	7.9	4.3
负债和股东权益	43241	40111	47594	46654	55281	营业利润(%)	-3.5	-28.5	281.5	27.3	7.8
现金流量表 (百万元)						归属于母公司净利润(%)	432.8	-29.5	246.2	26.3	8.5
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	获利能力					
经营活动现金流	3223	4277	9111	5334	8372	毛利率(%)	22.0	20.0	26.7	28.7	29.4
净利润	1580	935	4271	5395	5851	净利率(%)	3.1	2.3	5.8	6.8	7.1
折旧摊销	1151	1274	1235	1442	1573	ROE(%)	15.2	8.6	28.5	26.5	22.4
财务费用	1152	1052	905	932	851	ROIC(%)	6.8	4.9	16.5	19.3	19.6
投资损失	-110	-1	0	0	0	偿债能力					
营运资金变动	-1476	-16	2701	-2435	96	资产负债率(%)	75.9	72.9	68.5	56.4	52.8
其他经营现金流	927	1032	0	0	0	净负债比率(%)	137.3	113.3	78.3	51.6	20.6
投资活动现金流	1345	-1476	-7522	-3094	-2315	流动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8
资本支出	680	662	5471	836	-73	速动比率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5
长期投资	-79	-814	-815	-815	-815	营运能力					
其他投资现金流	1945	-1628	-2865	-3073	-3204	总资产周转率	0.8	0.8	1.1	1.1	1.1
筹资活动现金流	-3687	-5634	-2973	-2825	-3080	应收账款周转率	11.0	14.9	24.0	25.0	16.0
短期借款	-1551	-4813	0	0	0	应付账款周转率	5.4	7.5	7.5	7.5	7.5
长期借款	658	1774	-522	-1881	-2151	每股指标 (元)					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.42	1.44	1.82	1.98
资本公积增加	2074	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	2.16	4.60	2.69	4.22
其他筹资现金流	-4867	-2595	-2451	-944	-929	每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.56	4.94	6.73	8.67
现金净增加额	882	-2833	-1383	-585	2977	估值比率					
						P/E	16.3	23.1	6.7	5.3	4.9
						P/B	3.0	2.7	1.9	1.4	1.1
						EV/EBITDA	7.9	8.8	3.8	3.1	2.6

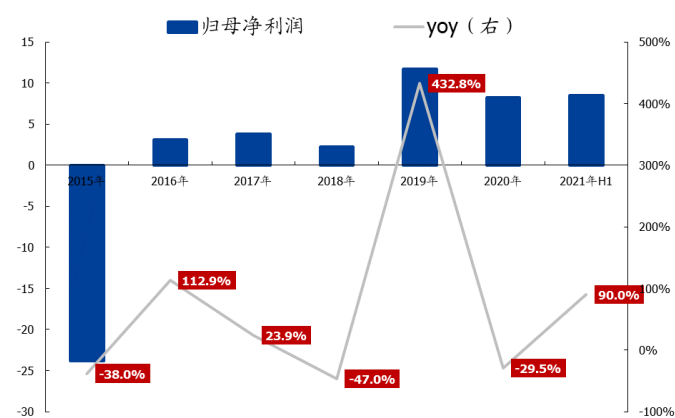
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

图表 1: 公司营业收入及增速情况 (亿元)



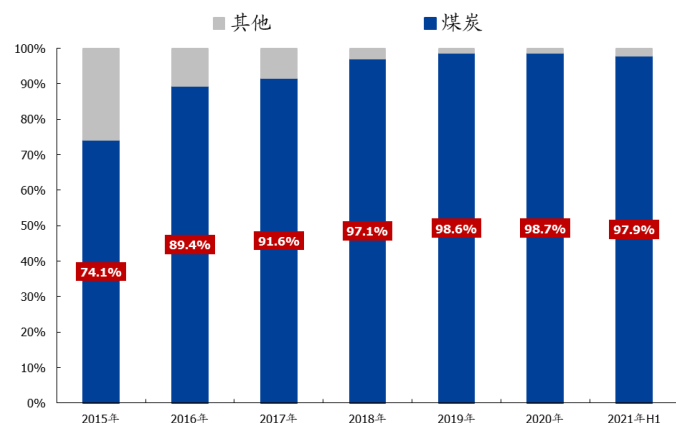
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及增速情况 (亿元)



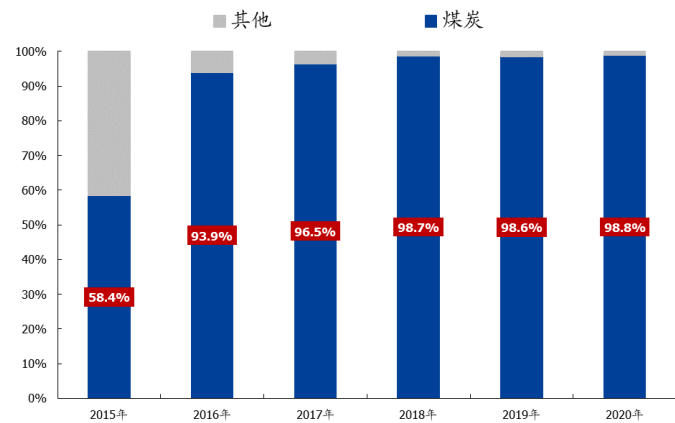
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司营收构成情况



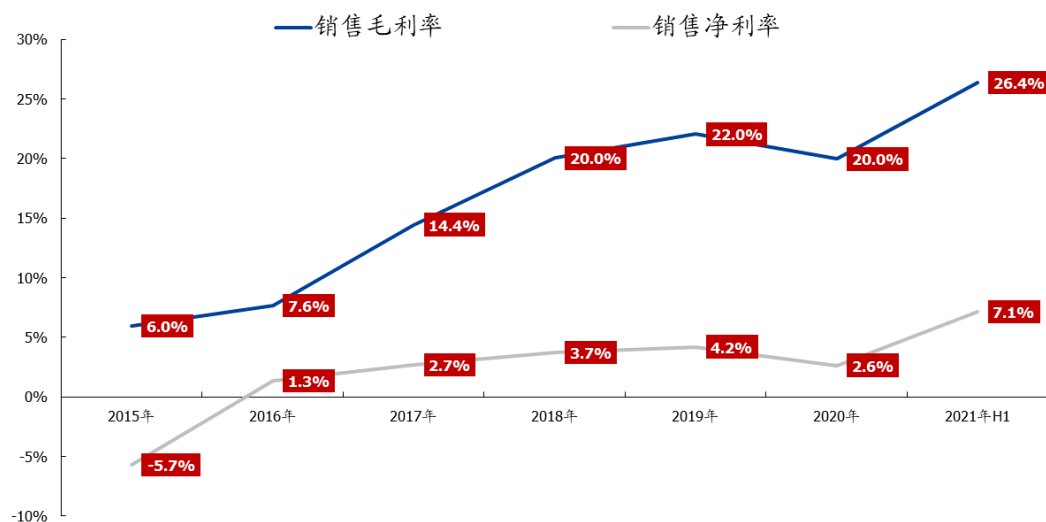
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司毛利构成情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司毛利率情况 (%)



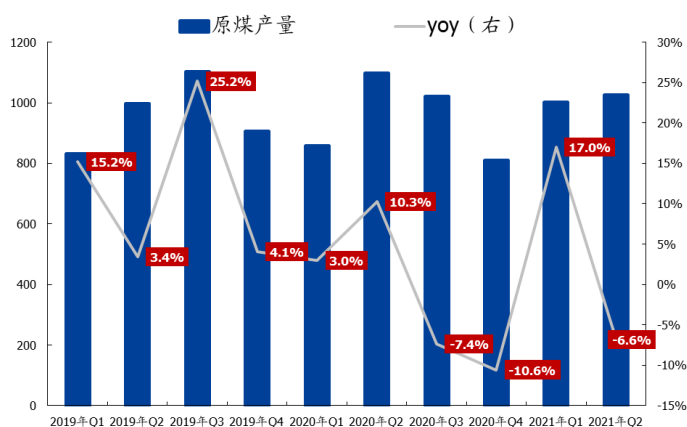
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 公司主力矿井明细

煤矿名称	煤种	权益占比	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
经坊煤业	贫瘦煤	75%	47,320	29915.45	300	225
大平煤业	贫煤	35%	7,476	2,385	150	53
凌志达煤业	贫煤、无烟煤	63%	10,334	5,252	150	95
霍尔辛赫煤业	贫煤	63%	51,048	18,101	400	252
河曲露天煤业	长焰煤	51%	24,846	19,177	800	408
铺龙湾煤业	气煤、长焰、弱粘煤	100%	10,300	4,470	120	120
宏远煤业	贫煤	65%	4,048	2,267	120	78
长春兴煤业	长焰煤、气煤	51%	34,743	20,846	450	230
韩家洼煤业	长焰煤、气煤	51%	8,287	4,549	90	46
鹿台山煤业	无烟煤	100%	2,302	2,118	60	60
豹子沟煤业	1/3焦、主焦	100%	8,901	5,075	90	90
东古城煤业	长焰煤、气煤	51%	10,471	3,497	90	46
在产合计			220,076	117,651	2,820	1,701

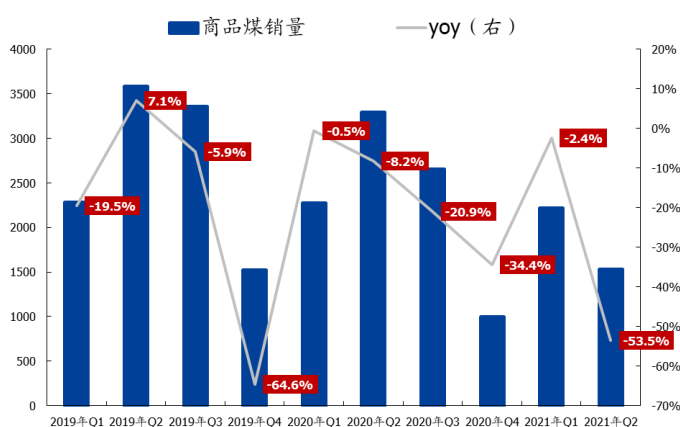
资料来源: 公司年报, 山煤集团发债募集书, 国盛证券研究所

图表7: 公司原煤单季产量情况 (万吨)



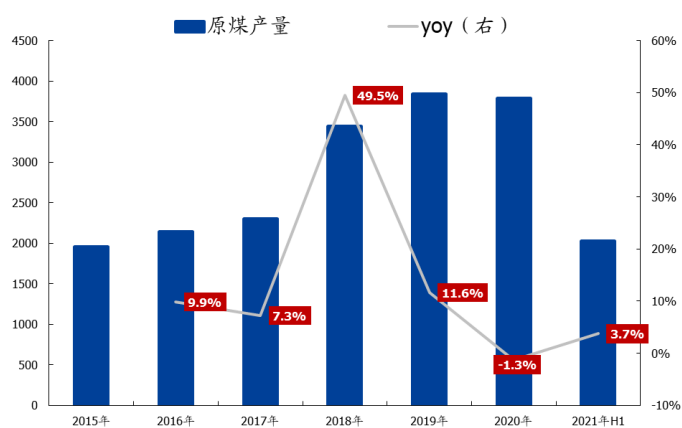
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 公司商品煤单季销量情况 (万吨)



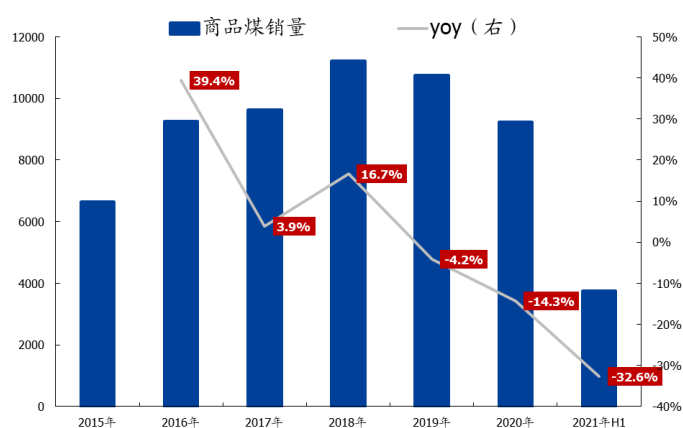
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司原煤产量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司商品煤销量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com