

➤ **事件：**2022 年 7 月 13 日公司发布业绩预告称，上半年预计净利润约 32.0 亿元~36.0 亿元，同比增长 278.25%~325.53%。

➤ **22Q2 公司盈利同比大幅增长。**22Q2 公司实现归属于母公司股东的净利润 15.47 亿元~19.47 亿元，较上年同时期增长 194.5%~269.4%，较 22Q1 的变化幅度为-6.4%~17.8%。据公告，公司业绩增长的主要原因在于 1) 煤炭市场价格高位运行；2) 公司持续推行精益化管理，科学管控成本，资产质量不断优化，盈利水平稳步提升。

➤ **低成本优势明显，铸就较高毛利空间。**截至 2021 年末，公司员工人数 1.46 万人，人均原煤产量 2579 吨/人，在上市公司中处于前列。人员负担轻，人均效率高，造就公司的低成本优势，2021 年公司自产煤成本仅 181 元/吨，成本控制水平与中国神华基本相当，处于上市公司前列。低成本优势打开了公司盈利空间，2021 年公司自产煤毛利率为 71%，中信煤炭板块上市公司中，公司自产煤业务毛利率仅略低于中国神华的 73%，处于行业第二位。

➤ **产量增量有望释放。**截至 2021 年底，公司拥有矿井 14 座，核定产能 3120 万吨/年，权益产能 1871 万吨/年。其中在建产能 2 对，合计产能 300 万吨/年（权益产能 178 万吨/年）。据公司 2021 年年报披露，鑫顺（煤矿整合系统工程）工程进度已经达到 97.58%，庄子河矿工程进度达到 88%，两矿井预计将在年内进入联合试运转，综合考虑投产时间以及新矿井投产的产能利用率偏低的情况，我们预计 2022 年新建产能贡献产量约 50 万吨左右，同时，保供背景下，在产产能也有望放量。

➤ **严控贸易风险，追求高质量发展。**公司做贸易起家，具备丰富的煤炭贸易经验以及货源组织渠道以及运输渠道。经历过前期的经营困难，公司采取剥离不良资产等措施消化业绩包袱，公司应收账款规模大幅下降，预计未来公司业绩拖累有望减轻。当前公司贸易业务已经由从追求规模向追求质量转变，近年来公司煤炭贸易量下滑，贸易风险被严控，预计 2022 年公司贸易煤销量有望继续下滑，由于贸易业务毛利率较薄，贸易量的下滑有助于公司综合毛利率提升。

➤ **投资建议：**我们下调盈利预测，预计 2022~2024 年公司归母净利润为 73.46/78.87/82.42 亿元，对应 EPS 分别为 3.71/3.98/4.16 元/股，对应 2022 年 7 月 13 日股价的 PE 分别为 4 倍、4 倍、4 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 煤炭价格下行风险；2) 下游需求边际改善不及预期。3) 成本超预期上升。4) 产业政策风险。

推荐
维持评级
当前价格：
14.99 元

分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

- 1.山煤国际 (600546.SH) 深度报告：客户多元享周期红利，低成本打开盈利空间
- 2.山煤国际 (600546.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩大增，高比例分红超预期
- 3.山煤国际 (600546) 经营情况点评:2022 年 1-2 月业绩大增，3 月预计更佳
- 4.山煤国际点评:盈利弹性充分显现，业绩大超预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	48054	54460	55677	57987
增长率 (%)	35.7	13.3	2.2	4.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	4938	7346	7887	8242
增长率 (%)	497.4	48.8	7.4	4.5
每股收益 (元)	2.49	3.71	3.98	4.16
PE	6	4	4	4
PB	2.5	2.0	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 7 月 13 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	48054	54460	55677	57987
营业成本	29862	31910	32313	33680
营业税金及附加	2096	2423	2478	2580
销售费用	523	708	724	754
管理费用	1637	1579	1615	1682
研发费用	206	245	240	254
EBIT	12424	17594	18307	19038
财务费用	803	343	226	290
资产减值损失	-389	-179	-163	-174
投资收益	-141	16	17	17
营业利润	11210	15965	17063	17820
营业外收支	-209	-252	-250	-250
利润总额	11001	15713	16813	17570
所得税	3186	4199	4489	4691
净利润	7815	11515	12324	12879
归属于母公司净利润	4938	7346	7887	8242
EBITDA	14018	18952	19523	20281

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11921	20665	29125	28208
应收账款及票据	1221	323	351	1265
预付款项	574	574	582	1010
存货	1543	1544	1594	2307
其他流动资产	1414	1323	1450	2261
流动资产合计	16672	24429	33101	35052
长期股权投资	747	936	1106	1227
固定资产	14515	13788	12964	12272
无形资产	6218	6069	5943	5832
非流动资产合计	29305	28790	28364	27884
资产合计	45977	53220	61464	62936
短期借款	2428	1500	2000	2000
应付账款及票据	5365	5684	5756	3506
其他流动负债	14616	15552	15733	11321
流动负债合计	22410	22736	23489	16827
长期借款	6546	6346	6246	6446
其他长期负债	2661	2661	2661	2661
非流动负债合计	9206	9006	8906	9106
负债合计	31616	31742	32395	25934
股本	1982	1982	1982	1982
少数股东权益	2531	6699	11136	15773
股东权益合计	14361	21478	29069	37003
负债和股东权益合计	45977	53220	61464	62936

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	35.66	13.33	2.23	4.15
EBIT 增长率	309.49	41.61	4.05	3.99
净利润增长率	497.42	48.78	7.36	4.50
盈利能力 (%)				
毛利率	37.86	41.41	41.96	41.92
净利润率	16.26	21.14	22.14	22.21
总资产收益率 ROA	10.74	13.80	12.83	13.10
净资产收益率 ROE	41.74	49.71	43.98	38.82
偿债能力				
流动比率	0.74	1.07	1.41	2.08
速动比率	0.65	0.98	1.32	1.89
现金比率	0.53	0.91	1.24	1.68
资产负债率 (%)	68.77	59.64	52.71	41.21
经营效率				
应收账款周转天数	6.28	5.50	5.50	8.00
存货周转天数	18.87	18.00	18.00	25.00
总资产周转率	1.05	1.02	0.91	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	2.49	3.71	3.98	4.16
每股净资产	5.97	7.45	9.05	10.71
每股经营现金流	8.19	8.15	7.29	2.77
每股股利	1.57	2.22	2.39	2.49
估值分析				
PE	6	4	4	4
PB	2.5	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	2.16	1.07	0.63	0.66
股息收益率 (%)	10.45	14.83	15.93	16.64

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7815	11515	12324	12879
折旧和摊销	1594	1357	1216	1244
营运资金变动	4233	1212	-859	-10329
经营活动现金流	16235	16153	14458	5500
资本开支	-640	-1135	-823	-1016
投资	-41	-239	-367	-161
投资活动现金流	-665	-1357	-1174	-1160
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-4774	-1128	400	200
筹资活动现金流	-9059	-6051	-4825	-5257
现金净流量	6511	8745	8460	-917

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001