

22Q2 业绩环比基本持平，持续追求高质量发展

2022 年 10 月 29 日

► **事件:** 2022 年 10 月 29 日，公司发布 2022 年第三季度报告，前三季度营业收入 356.31 亿元，同比增长 16.76%。归属于上市公司股东的净利润 53.94 亿元，同比增长 207.43%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 55.05 亿元，同比增长 207.36%。

► **22Q3 业绩同比大增，环比基本持平。** 22Q3 公司实现归属于母公司股东的净利润 18.53 亿元，同比增长 104.03%，环比下降 1.86%。

► **2022 年前三季度煤炭产量、售价双升。** 2022 年前三季度，公司实现原煤产量 3105.09 万吨，同比增长 5.69%，实现商品煤销量 3969.88 万吨，同比下降 24.27%，销量的下滑主要由于贸易量的下降，假设自产煤产销率为 100%，则前三季度公司贸易煤销量为 864.79 万吨，同比下降 62.47%。吨煤销售收入为 890.93 元/吨，同比增长 55.88%，销售成本为 505.25 元/吨，同比增长 21.92%，煤炭业务毛利率为 41.75%，同比增长 15.32 个百分点。

► **22Q3 产量环比微降，贸易煤拉高销售成本。** 单季度来看，22Q3 公司实现原煤产量 1085.41 万吨，同比增长 19.53%，环比下降 1.95%，实现商品煤销量 1595.39 万吨，同比增长 7.1%，环比增长 37.69%，其中贸易煤销量为 509.98 万吨，同比下降 12.31%，环比增长 887.57%。22Q3 公司吨煤销售收入为 901.42 元/吨，同比增长 5%，环比增长 1.27%，吨煤销售成本为 548.32 元/吨，同比下降 9.9%，环比增长 20.79%，我们认为由于 22Q3 贸易煤量环比大增，导致销售成本环比增幅较高。22Q3 煤炭业务毛利率为 38.14%，同比增长 8.64 个百分点，环比下降 8.41 个百分点。

► **严控贸易风险，追求高质量发展。** 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，煤炭贸易量的下滑有助于公司综合毛利率提升。

► **投资建议:** 我们预计四季度动力煤现货价格有望上涨，公司现货销售占比较高，业绩有望在四季度充分释放，我们上调盈利预测，预计 2022~2024 年公司归母净利润为 80.36/98.74/102.68 亿元，对应 EPS 分别为 4.05/4.98/5.18 元/股，对应 2022 年 10 月 28 日股价的 PE 分别为 4 倍、3 倍、3 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:

16.55 元



分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书: S0100521110011

邮箱: lihang@mszq.com

相关研究

1.山煤国际 (6000546.SH) 2022 年半年报点评: 业绩大幅增长, 中报分红彰显现金实力-2022/08/27

2.山煤国际 (600546.SH) 2022 年半年度业绩预告点评: 业绩大幅增长, 未来有望持续高质量发展-2022/07/13

3.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-2022/05/18

4.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-2022/04/30

5.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-2022/03/10

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	41102	46186	47924
增长率 (%)	35.7	-14.5	12.4	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4938	8036	9874	10268
增长率 (%)	497.4	62.7	22.9	4.0
每股收益 (元)	2.49	4.05	4.98	5.18
PE	7	4	3	3
PB	2.8	2.0	1.7	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 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	41102	46186	47924
营业成本	29862	19227	19987	20759
营业税金及附加	2096	1932	2171	2252
销售费用	523	534	600	623
管理费用	1637	1028	1155	1198
研发费用	206	288	323	335
EBIT	12424	18197	22066	22877
财务费用	803	335	262	264
资产减值损失	-389	-265	-255	-215
投资收益	-141	-41	-46	-48
营业利润	11210	17374	21298	22138
营业外收支	-209	-302	-250	-250
利润总额	11001	17072	21048	21888
所得税	3186	4515	5620	5844
净利润	7815	12556	15428	16044
归属于母公司净利润	4938	8036	9874	10268
EBITDA	14018	19863	24026	25163

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11921	9762	15304	22345
应收账款及票据	1221	1057	1188	1233
预付款项	574	385	400	415
存货	1543	539	560	582
其他流动资产	1414	1043	1135	1166
流动资产合计	16672	12786	18586	25740
长期股权投资	747	706	660	612
固定资产	14515	15392	16177	16959
无形资产	6218	6214	6203	6192
非流动资产合计	29305	30727	31400	32069
资产合计	45977	43513	49986	57809
短期借款	2428	993	993	993
应付账款及票据	5365	2844	2957	3071
其他流动负债	14616	8819	6198	5517
流动负债合计	22410	12657	10149	9582
长期借款	6546	4686	4586	4786
其他长期负债	2661	2909	3069	3211
非流动负债合计	9206	7594	7655	7997
负债合计	31616	20251	17803	17579
股本	1982	1982	1982	1982
少数股东权益	2531	7051	12605	18381
股东权益合计	14361	23262	32183	40231
负债和股东权益合计	45977	43513	49986	57809

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	-14.47	12.37	3.76
EBIT 增长率	309.49	46.46	21.26	3.67
净利润增长率	497.42	62.75	22.87	3.99
盈利能力 (%)				
毛利率	37.86	53.22	56.72	56.68
净利润率	10.28	19.55	21.38	21.43
总资产收益率 ROA	10.74	18.47	19.75	17.76
净资产收益率 ROE	41.74	49.57	50.44	46.99
偿债能力				
流动比率	0.74	1.01	1.83	2.69
速动比率	0.64	0.91	1.70	2.55
现金比率	0.53	0.77	1.51	2.33
资产负债率 (%)	68.77	46.54	35.62	30.41
经营效率				
应收账款周转天数	6.28	9.00	9.00	9.00
存货周转天数	18.87	11.00	11.00	11.00
总资产周转率	1.11	0.92	0.99	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	2.49	4.05	4.98	5.18
每股净资产	5.97	8.18	9.88	11.02
每股经营现金流	8.19	4.62	9.30	9.33
每股股利	1.57	3.28	4.03	4.19
估值分析				
PE	7	4	3	3
PB	2.8	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	2.38	1.61	0.98	0.67
股息收益率 (%)	9.47	19.83	24.37	25.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7815	12556	15428	16044
折旧和摊销	1594	1666	1960	2286
营运资金变动	4233	-6230	33	-830
经营活动现金流	16235	9166	18434	18489
资本开支	-640	-3365	-2816	-3047
投资	-41	20	0	0
投资活动现金流	-665	-3365	-2816	-3047
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-4774	-3847	-3045	200
筹资活动现金流	-9059	-7960	-10077	-8402
现金净流量	6511	-2158	5542	7041

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。本报告清晰准确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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026