

➤ **事件：**2024 年 3 月 29 日，公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营业收入 373.71 亿元，同比下降 19.45%；归母净利润 42.60 亿元，同比下降 38.53%。

➤ **23Q4 煤价下滑、管理费用提升致盈利受损，2024 年矿井盈利有望提升。** 23Q4，公司实现营业收入 84.72 亿元，同比下降 21.28%，环比增长 3.03%；归母净利润 2.64 亿元，同比下降 82.84%，环比下降 71.20%。受煤炭市场及安全监管高压态势影响，公司煤炭价格及销量有所下滑，叠加 23Q4 管理费用主因兑现员工绩效环比大幅增加 4.01 亿元，增幅 118.1%，致使盈利受损。此外，因煤价下滑，2023 年公司各矿井盈利能力有所受损，新竣工鑫顺矿和庄子河矿尚处于亏损和微利状态，宏远矿在煤价下移背景下同比减亏，我们预计伴随新矿井逐步释放产量以及各矿井开采条件好转，盈利能力有望提升。

➤ **资产负债率下降 9.34pct，财务费用大幅降低。**截至 2023 年末，公司资产负债率 49.45%，同比下降 9.34pct；带息债务 55.49 亿元，同比下降 22.9%。受益于带息债务规模及综合融资成本降低，2023 年公司财务费用大幅降低 2.56 亿元，降幅 53.41%，公司资产负债表持续修复。

➤ **拟派发每股现金股利 0.65 元 (含税)，分红比例 30.25%，股息率 3.79%，2024-2026 年分红比率不低于 60%。**公司拟向全体股东派发每股现金股利 0.65 元 (含税)，合计拟派发现金红利 12.89 亿元 (含税)，占 2023 年归母净利润的 30.25%，以 2024 年 3 月 29 日股价计算，股息率 3.79%。据公司《2024 年-2026 年股东回报规划》，规划期内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%。

➤ **煤炭产销同比下降，盈利有所下降。**1) **产销：**2023 年，公司实现自产煤产量 3898.37 万吨，同比下降 3.92%；自产煤销量 3485.99 万吨，同比下降 5.68%。2) **售价：**2023 年，公司自产煤售价为 682.7 元/吨，同比下降 7.4%；其中动力煤售价 508.0 元/吨，同比下降 10.2%，冶金煤售价 1248.1 元/吨，同比增长 9.8%。3) **成本：**2023 年，公司吨煤销售成本为 280.9 元/吨，同比增长 43.6%；其中动力煤销售成本 190.9 元/吨，同比增长 28.6%，冶金煤销售成本 572.3 元/吨，同比增长 87.5%。4) **效益：**2023 年公司自产煤毛利率为 58.85%，同比下降 7.76pct。2023 年，公司 180 万吨/年鑫顺矿和 120 万吨/年庄子河矿顺利完成竣工验收，2024 年有望贡献产量增量。

➤ **煤炭贸易毛利率小幅提升。**2023 年，公司贸易煤销量 1764.54 万吨，同比增长 4.29%，其中进口煤 928.75 万吨；贸易煤单位销售价格为 731.7 元/吨，同比下降 33.5%；单位销售成本为 700.0 元/吨，同比下降 33.8%。2023 年公司煤炭贸易收入下降，但受益整体业务质量有所提升，煤炭贸易业务综合毛利率同比增加 0.51pct 至 4.34%。

➤ **投资建议：**公司计划 2024 年煤炭产量不低于 3300 万吨，考虑到公司计划产量有所下降，我们预计 2024-2026 年公司归母净利为 39.56/50.67/53.58 亿元，折合 EPS 分别为 2.00/2.56/2.70 元/股，对应 2024 年 3 月 29 日收盘价的 PE 分别为 9/7/6 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下降；矿井达产速度不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	37,371	35,707	42,028	43,906
增长率 (%)	-19.4	-4.5	17.7	4.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,260	3,956	5,067	5,358
增长率 (%)	-38.5	-7.1	28.1	5.7
每股收益 (元)	2.15	2.00	2.56	2.70
PE	8	9	7	6
PB	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**17.16 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

**研究助理 王姗姗**

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

### 相关研究

- 1.山煤国际 (600546.SH) 2023 年三季报点评：产量下滑致 23Q3 盈利受损，四季度业绩有望抬升-2023/10/28
- 2.山煤国际 (600546.SH) 2023 年半年报点评：成本优势保障业绩韧性，攻守兼备，弹性充足-2023/08/26
- 3.山煤国际 (600546.SH) 深度报告：攻守兼备，与时偕行-2023/07/11
- 4.山煤国际 (600546.SH) 2023 年一季报点评：成本优化带动业绩稳健增长，投资价值凸显-2023/04/28
- 5.山煤国际 (600546.SH) 2022 年年报点评：盈利与分红皆优，现金流更多惊喜-2023/03/29

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37,371	35,707	42,028	43,906
营业成本	22,753	23,130	26,453	27,631
营业税金及附加	1,930	1,785	2,101	2,195
销售费用	557	428	504	527
管理费用	1,769	1,214	1,429	1,493
研发费用	387	304	357	373
EBIT	10,022	8,944	11,299	11,808
财务费用	224	194	150	50
资产减值损失	-82	-26	-30	-31
投资收益	29	36	42	44
营业利润	9,784	8,767	11,169	11,779
营业外收支	-287	-142	-122	-97
利润总额	9,496	8,625	11,047	11,682
所得税	2,697	2,346	3,005	3,178
净利润	6,800	6,279	8,042	8,505
归属于母公司净利润	4,260	3,956	5,067	5,358
EBITDA	11,938	11,054	13,379	13,993

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,372	10,109	17,853	24,464
应收账款及票据	398	433	509	532
预付款项	564	573	656	685
存货	503	486	555	580
其他流动资产	663	653	586	598
流动资产合计	8,500	12,253	20,158	26,858
长期股权投资	655	690	732	776
固定资产	18,733	18,519	18,256	17,944
无形资产	5,828	6,009	6,188	6,367
非流动资产合计	32,117	31,727	31,432	31,054
资产合计	40,617	43,980	51,590	57,912
短期借款	500	445	412	402
应付账款及票据	4,766	4,590	5,249	5,483
其他流动负债	7,245	6,909	7,897	8,239
流动负债合计	12,511	11,943	13,558	14,124
长期借款	4,651	4,851	5,051	5,251
其他长期负债	2,924	2,930	3,057	3,148
非流动负债合计	7,575	7,781	8,108	8,399
负债合计	20,085	19,725	21,666	22,524
股本	1,982	1,982	1,982	1,982
少数股东权益	4,854	7,177	10,153	13,299
股东权益合计	20,532	24,255	29,924	35,388
负债和股东权益合计	40,617	43,980	51,590	57,912

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-19.45	-4.45	17.70	4.47
EBIT 增长率	-37.70	-10.75	26.33	4.50
净利润增长率	-38.53	-7.14	28.09	5.75
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	39.12	35.22	37.06	37.07
净利润率	11.40	11.08	12.06	12.20
总资产收益率 ROA	10.49	8.99	9.82	9.25
净资产收益率 ROE	27.17	23.16	25.63	24.26
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.68	1.03	1.49	1.90
速动比率	0.56	0.90	1.37	1.79
现金比率	0.51	0.85	1.32	1.73
资产负债率 (%)	49.45	44.85	42.00	38.89
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.89	3.89	3.89	3.89
存货周转天数	8.07	8.07	8.07	8.07
总资产周转率	0.87	0.84	0.88	0.80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.15	2.00	2.56	2.70
每股净资产	7.91	8.61	9.97	11.14
每股经营现金流	3.02	4.33	5.99	5.82
每股股利	2.25	1.20	1.53	1.62
<b>估值分析</b>				
PE	8	9	7	6
PB	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	2.78	3.00	2.48	2.37
股息收益率 (%)	13.11	6.98	8.94	9.45

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,800	6,279	8,042	8,505
折旧和摊销	1,916	2,110	2,080	2,185
营运资金变动	-3,203	-177	1,411	521
经营活动现金流	5,985	8,575	11,876	11,540
资本开支	-1,945	-1,684	-1,682	-1,678
投资	-62	20	0	0
投资活动现金流	-1,997	-1,664	-1,576	-1,678
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,123	-180	167	190
筹资活动现金流	-9,022	-3,173	-2,556	-3,251
现金净流量	-5,035	3,737	7,744	6,611

## 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