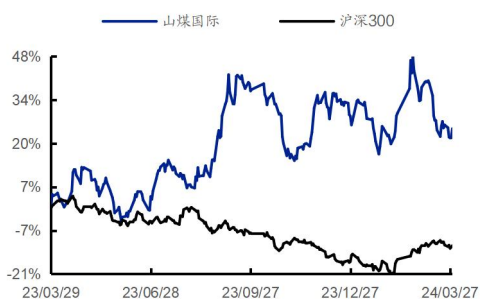


研究所：  
 证券分析师：陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn  
 证券分析师：王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn  
 联系人：林国松 S0350123070007  
 lings@ghzq.com.cn

## 费用、减值等影响 Q4 业绩，未来分红提升可期

### ——山煤国际（600546）2023 年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/03/29

表现	1M	3M	12M
山煤国际	-6.7%	-2.0%	25.2%
沪深 300	0.6%	3.1%	-11.7%

#### 市场数据

2024/03/29

当前价格(元)	17.16
52 周价格区间(元)	13.09-20.33
总市值(百万)	34,018.95
流通市值(百万)	34,018.95
总股本(万股)	198,245.61
流通股本(万股)	198,245.61
日均成交额(百万)	523.38
近一月换手(%)	1.83

#### 相关报告

《山煤国际（600546）2023 年三季报点评：Q3 量、价下滑，Q4 价格回升有望改善业绩（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-10-29

《山煤国际（600546）2023 年中报点评报告：产销提升，持续高分红可期（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-08-27

《山煤国际（600546）2022 年报点评报告：高煤价高业绩，高分红高承诺（买入）\*煤炭开采\*陈晨》——2023-03-28

#### 事件：

**2024 年 3 月 29 日**，山煤国际发布 2023 年年度报告：2023 年公司实现营业收入 373.7 亿元，同比-19.5%，归属于上市公司股东净利润 42.6 亿元，同比-38.5%，扣非后归属于上市公司股东净利润 44.1 亿元，同比-38.2%。基本每股收益为 2.15 元，同比-38.6%。加权平均 ROE 为 28.51%，同比减少 23.32 个百分点。

分季度看，2023 年第四季度，公司实现营业收入 84.7 亿元，环比+3.0%，同比-21.3%；实现归属于上市公司股东净利润 2.8 亿元，环比-69.9%，同比-81.9%；实现扣非后归母净利润 3.5 亿元，环比-62.9%，同比-78.5%。

#### 投资要点：

- 四季度业绩下降主要由于营业成本环比增加 3.9 亿元，管理费用环比增加 4.0 亿元，减值损失 1.2 亿元，环比增加 2.4 亿元，同时 Q4 所得税率较高（44%）。
- 产销：自产煤小幅减量。2023 年，公司实现煤炭产量 3898 万吨，同比-3.9%；销量 5251 万吨，同比-2.5%，其中自产煤销量 3486 万吨，同比-5.7%，贸易煤销量 1765 万吨，同比+4.3%。分季度看，2023Q4 公司实现煤炭产量 884 万吨，环比-1.4%，同比-7.2%；商品煤销量 1309 万吨，环比+5.1%，同比-7.7%，其中自产煤销量 790 万吨，环比+4.4%，同比-13.4%，贸易煤销量 519 万吨，环比+6.2%，同比+2.8%。分煤种来看，2023 年动力煤产量 2894 万吨，同比+2.9%，销量 2663 万吨，同比+3.1%；冶金煤产量 1005 万吨，同比-19.4%，销量 823 万吨，同比-26.0%。全年冶金煤产销下滑较多，对业绩影响较大。另外，庄子河和鑫顺矿在 2023 年投产，将陆续贡献增量。
- 价格及成本：价格下降影响业绩，冶金煤成本提升明显。2023 年公司自产煤均价 683 元/吨，同比-16.6%，其中动力煤均价 508 元/吨，同比-18.8%，冶金煤均价 1248 元/吨，同比-1.5%，售价均有下降。成本端，自产煤平均成本 281 元/吨，同比+2.8%，其中动力煤成本 191 元/吨，同比-7.8%，冶金煤成本 572 元/吨，同比+33.9%，冶金煤成本提升明显。贸易煤均价 732 元/吨，同比-20.8%，成本 700 元

/吨，同比-21.2%，毛利率 4.3%。

- **压降负债，资产结构优化。**公司负债规模持续压降，截至 2023 年底，公司资产负债率降低至 49.45%，较 2022 年末下降 9.21 个百分点，剔除预收账款负债率下降 6.54 个百分点至 46.97%。相较 2022 年底，公司短期借款减少 69.49%至 5 亿元，一年内到期的非流动负债减少 84.42%至 3.2 亿元。负债规模压降明显，使得公司财务费用由 2022 年的 4.68 亿元下降至 2023 年的 2.24 亿元。
- **分红：现金分红 30%，股息率 3.8%。**公司拟每 10 股派发现金红利 6.5 元（含税），共计分红 12.9 亿元，分红比例 30.25%，以 3 月 29 日收盘价计算，股息率为 3.8%。而公司承诺 2024-2026 年分红不低于当年可供分配利润的 60%，未来分红提升空间大。
- **盈利预测与估值：**考虑煤价变化，我们调整 2024-2025 年盈利预测，并增加 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 40.51/42.02/43.10 亿元，同比 -5%/+4%/+3%；EPS 分别为 2.04/2.12/2.17 元，对应当前股价 PE 为 8.40/8.10/7.89 倍。公司煤炭开采成本低，资产质量持续改善，未来分红提升空间大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭市场价格大幅下跌风险；安全生产事故风险；煤矿达产进度不及预期风险；贸易煤业务亏损风险；政策调控力度超预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	37371	35288	36337	36940
增长率(%)	-19	-6	3	2
归母净利润（百万元）	4260	4051	4202	4310
增长率(%)	-39	-5	4	3
摊薄每股收益（元）	2.15	2.04	2.12	2.17
ROE(%)	27	23	22	21
P/E	8.14	8.40	8.10	7.89
P/B	2.21	1.97	1.79	1.64
P/S	0.93	0.96	0.94	0.92
EV/EBITDA	2.84	2.61	2.21	1.86

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山煤国际盈利预测表

证券代码:	600546				股价:	17.16				投资评级:	买入				日期:	2024/03/29			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	27%	23%	22%	21%	EPS	2.15	2.04	2.12	2.17										
毛利率	39%	38%	38%	38%	BVPS	7.91	8.73	9.57	10.44										
期间费率	7%	5%	5%	5%	<b>估值</b>														
销售净利率	11%	11%	12%	12%	P/E	8.14	8.40	8.10	7.89										
<b>成长能力</b>					P/B	2.21	1.97	1.79	1.64										
收入增长率	-19%	-6%	3%	2%	P/S	0.93	0.96	0.94	0.92										
利润增长率	-39%	-5%	4%	3%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.92	0.80	0.76	0.71	营业收入	37371	35288	36337	36940										
应收账款周转率	93.87	67.59	45.37	36.36	营业成本	22753	21933	22542	22939										
存货周转率	74.27	74.82	89.72	102.72	营业税金及附加	1930	1823	1877	1908										
<b>偿债能力</b>					销售费用	557	526	542	551										
资产负债率	49%	44%	40%	37%	管理费用	1769	1235	1272	1293										
流动比	0.68	1.07	1.41	1.77	财务费用	224	140	103	63										
速动比	0.56	0.92	1.25	1.59	其他费用/(-收入)	387	365	376	382										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	9784	9207	9597	9807										
现金及现金等价物	6372	9677	13307	16960	营业外净收支	-287	-287	-287	-287										
应收款项	398	914	1014	1213	利润总额	9496	8920	9309	9519										
存货净额	503	472	405	360	所得税费用	2697	2488	2620	2667										
其他流动资产	1227	1558	1790	2068	净利润	6800	6432	6689	6852										
<b>流动资产合计</b>	<b>8500</b>	<b>12622</b>	<b>16517</b>	<b>20601</b>	少数股东损益	2540	2380	2487	2542										
固定资产	18733	18755	19468	19961	归属于母公司净利润	4260	4051	4202	4310										
在建工程	2406	1805	1353	1015	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	10323	10075	9927	9879	经营活动现金流	5985	7415	8928	9117										
长期股权投资	655	675	695	715	净利润	4260	4051	4202	4310										
<b>资产总计</b>	<b>40617</b>	<b>43931</b>	<b>47960</b>	<b>52171</b>	少数股东权益	2540	2380	2487	2542										
短期借款	500	500	500	500	折旧摊销	1916	1956	2114	2221										
应付款项	4766	4336	4017	3846	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-3203	-1563	-434	-486										
其他流动负债	7244	6987	7168	7283	投资活动现金流	-1997	-1469	-2568	-2667										
<b>流动负债合计</b>	<b>12511</b>	<b>11823</b>	<b>11685</b>	<b>11630</b>	资本支出	-1945	-1681	-2681	-2681										
长期借款及应付债券	4651	4651	4651	4651	长期投资	-62	-16	-16	-16										
其他长期负债	2924	2924	2924	2924	其他	10	228	129	29										
<b>长期负债合计</b>	<b>7575</b>	<b>7575</b>	<b>7575</b>	<b>7575</b>	筹资活动现金流	-9022	-2640	-2731	-2796										
<b>负债合计</b>	<b>20085</b>	<b>19398</b>	<b>19260</b>	<b>19204</b>	债务融资	-2123	0	0	0										
股本	1982	1982	1982	1982	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	20532	24533	28701	32966	其它	-6899	-2640	-2731	-2796										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>40617</b>	<b>43931</b>	<b>47960</b>	<b>52171</b>	现金净增加额	-5035	3306	3629	3654										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。