

山煤国际 (600546)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

成本抬升盈利受挫，产量恢复值得关注

2023年3月31日

事件: 2024年3月29日，山煤国际发布年度报告，2023年公司实现营业收入373.71亿元，同比下降19.45%，实现归母净利润42.60亿元，同比下降38.53%；扣非后净利润44.09亿元，同比下降38.23%。经营活动现金流量净额59.85亿元，同比下降58.07%；基本每股收益2.15元/股，同比下降38.57%。资产负债率为49.45%，同比下降9.21pct。

2023年第四季度，公司单季度营业收入84.72亿元，环比上涨3.03%；单季度归母净利润2.64亿元，环比下降71.2%；单季度扣非后净利润3.37亿元，环比下降64.05%。

点评:

- **煤炭销售价格波动较小，成本上涨致使盈利受挫。** 2023年公司实现原煤产量3898.37万吨，同比下降4%；公司煤炭业务收入总额为237.98亿元，同比下降13%。公司商品煤销量3485.99万吨，同比下降6%。受益于公司高比例长协，公司商品煤销售均价682.66元/吨，同比下降7%。分煤种看，2023年公司动力煤年均价507.96元/吨，较上年同期565.74元/吨下降10%，成本同比上升29%至190.86元/吨；冶金煤方面，公司2023年均值1248.07元/吨，较上年同期1136.40元/吨上升10%，吨煤成本上升较明显，由2022年的305元/吨上涨至2023年572.25元/吨，同比增长87%，销量2023年同比下降26%至822.88万吨。公司自产煤板块表现成本的大幅提升，或在一定程度上可归因于公司的会计口径调整。例如，公司或将原先计入煤炭贸易的部分费用如港杂费和铁路发运费，重新核算至煤炭成本中以致煤炭生产成本同比上涨较明显。另一方面，2023年公司冶金煤板块成本大幅上涨，售价在全年冶金煤市场波动定期实现同比上涨，销量则同比有所下降。我们认为或是因为公司精煤战略引导下，原本冶金煤板块的混煤产品纳入动力煤板块统计口径，从而致使公司冶金煤板块经营数据变化较大。
- **强化先进产能建设与资源接续。** 2023年，公司强化先进产能建设，优化生产组织，开展采掘衔接攻坚，鑫顺煤业和庄子河煤业实现竣工投产，需要注意的是，公司制定2024年自产煤产量目标为不低于3300万吨，较2023年产量有较明显减量。我们预计公司或将继续推进河曲露天煤矿的产能核增手续，另一方面，公司也将继续强化资源接续，为争取后备煤炭资源做出一定准备。
- **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。2023年公司煤炭贸易板块收入随煤炭价格降低而下降，但受益整体业务质量的进一步提升，煤炭贸易业务综合毛利率同比增加0.51pct至4.34%。整体看，公司煤炭贸易业务已处于相对稳定状态。
- **相关费用集中在四季度支付致使公司单季度盈利受较大影响。** 2023年第四季度，公司单季度营业收入84.72亿元，环比上涨3.03%；单季度

归母净利润 2.64 亿元，环比下降 71.2%。从营业收入来看，公司四季度生产经营环节较三季度变化较小，我们认为公司利润下降的部分原因或是在四季度支付相关费用，如兑现上年度员工绩效以及办公场所变更后租赁装修等费用，及部分计提减值等费用在四季度集中处置。

- **2023 年公司分红率降至 30%，2024-2026 分红承诺不低于 60%。** 2023 年公司拟派发每股现金股利 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，公司股息率为 3.79%。而据公司 2023 年发布的《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%。
- **盈利预测及评级：**回顾 2023 年煤炭市场，我们认为煤炭价格调整是市场波动的正常现象，煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑，市场价格也不具备单边下行的条件。公司动力煤业务的高比例长协特点带来稳健向上预期，冶金煤业务或将受益经济复苏需求提升迎来盈利恢复。公司业绩有望稳中有增，且未来有望伴随板块估值提升迎来公司估值修复。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 39.82 亿、41.27 亿、43.20 亿，EPS 分别 2.01/2.08/2.18 元/股；我们看好公司的投资价值，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内宏观经济增长严重失速；安全生产风险；产量出现波动的风险。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	46,394	37,371	36,653	38,401	40,571
同比(%)	-3.5%	-19.4%	-1.9%	4.8%	5.7%
归属母公司净利润	6,929	4,260	3,982	4,127	4,320
同比(%)	40.3%	-38.5%	-6.5%	3.6%	4.7%
毛利率(%)	44.8%	39.1%	38.7%	38.3%	38.2%
ROE(%)	46.0%	27.2%	23.5%	26.5%	30.7%
EPS（摊薄）（元）	3.50	2.15	2.01	2.08	2.18
P/E	4.91	7.99	8.54	8.24	7.87
P/B	2.26	2.17	2.01	2.18	2.41
EV/EBITDA	1.43	2.84	2.42	2.05	2.24

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

资产负债表						利润表							
		单位: 百万元							单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		
流动资产	14,117	8,500	15,523	19,666	22,690	营业总收入	46,394	37,371	36,653	38,401	40,571		
货币资金	10,329	6,372	12,431	16,395	18,134	营业成本	25,610	22,753	22,459	23,685	25,081		
应收票据	385	0	81	85	336	营业税金及附加	2,245	1,930	1,833	1,921	2,051		
应收账款	1,162	398	733	768	1,662	销售费用	558	557	494	517	566		
预付账款	381	564	674	711	376	管理费用	1,622	1,769	1,508	1,580	1,753		
存货	1,086	503	749	790	1,045	研发费用	335	387	322	337	378		
其他	774	663	855	918	1,137	财务费用	480	224	455	528	596		
非流动资产	31,464	32,117	31,085	30,246	30,043	减值损失合计	-31	-82	-139	-116	0		
长期股权投资	635	655	520	535	475	投资净收益	-112	29	-92	-88	-93		
固定资产(合计)	15,168	18,733	17,944	18,289	18,505	其他	100	86	35	34	38		
无形资产	6,007	5,828	5,718	5,572	5,444	营业利润	15,502	9,784	9,385	9,661	10,090		
其他	9,654	6,901	6,903	5,850	5,620	营业外收支	-434	-287	-392	-341	-310		
资产总计	45,580	40,617	46,609	49,912	52,733	利润总额	15,069	9,496	8,994	9,321	9,780		
流动负债	20,619	12,511	14,404	15,928	17,048	所得税	4,127	2,697	2,509	2,600	2,744		
短期借款	1,639	500	1,100	1,445	1,777	净利润	10,942	6,800	6,485	6,721	7,036		
应付票据	63	151	214	223	238	少数股东损益	4,012	2,540	2,503	2,594	2,715		
应付账款	4,191	4,615	3,431	3,619	3,832	归属母公司净利润	6,929	4,260	3,982	4,127	4,320		
其他	14,726	7,245	9,659	10,641	11,202	EBITDA	17,898	11,938	11,611	12,204	10,749		
非流动负债	6,179	7,575	7,904	8,462	8,927	EPS(当年)(元)	3.50	2.15	2.01	2.08	2.18		
长期借款	3,468	4,651	4,976	5,531	5,996								
其他	2,710	2,924	2,928	2,931	2,931								
负债合计	26,797	20,085	22,308	24,390	25,976	现金流量表							
少数股东权益	3,735	4,854	7,357	9,951	12,666	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		
归属母公司股东权益	15,048	15,678	16,944	15,571	14,091	经营活动现金流	14,274	5,985	10,043	11,139	9,884		
负债和股东权益	45,580	40,617	46,609	49,912	52,733	净利润	10,942	6,800	6,485	6,721	7,036		
						折旧摊销	1,812	1,916	2,163	2,355	2,358		
						财务费用	600	369	455	528	596		
						投资损失	112	-29	92	88	93		
重要财务指标						营运资金变动	720	-3,203	330	1,000	-497		
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	其它	88	132	518	447	298		
营业总收入	46,394	37,371	36,653	38,401	40,571	投资活动现金流	-3,538	-1,997	-1,741	-2,050	-1,260		
同比(%)	-3.5%	-19.4%	-1.9%	4.8%	5.7%	资本支出	-1,638	-1,945	-1,872	-1,997	-1,227		
归属母公司净利润	6,929	4,260	3,982	4,127	4,320	长期投资	-1,900	-62	126	-18	60		
同比(%)	40.3%	-38.5%	-6.5%	3.6%	4.7%	其他	0	10	5	-35	-93		
毛利率(%)	44.8%	39.1%	38.7%	38.3%	38.2%	筹资活动现金流	-12,429	-9,022	-2,242	-5,125	-5,599		
ROE(%)	46.0%	27.2%	23.5%	26.5%	30.7%	吸收投资	0	0	0	0	0		
EPS(摊薄)(元)	3.50	2.15	2.01	2.08	2.18	借款	2,598	4,482	925	900	797		
P/E	4.91	7.99	8.54	8.24	7.87	支付利息或股息	-6,601	-6,843	-5,455	-6,028	-6,396		
P/B	2.26	2.17	2.01	2.18	2.41	现金净增加额	-1,693	-5,035	6,059	3,964	3,024		
EV/EBITDA	1.43	2.84	2.42	2.05	2.24								

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。