

24Q2 煤炭产销恢复，盈利环比抬升

2024 年 08 月 30 日

➤ **事件：**2024 年 8 月 30 日，公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现营业收入 140.57 亿元，同比下降 32.01%；归母净利润 12.91 亿元，同比下降 58.11%；扣非归母净利润 13.80 亿元，同比下降 55.68%。

➤ **24Q2 盈利环比提升，非经及税费增加影响公司业绩释放。**2024 年二季度，公司实现营业收入 77.01 亿元，同比下降 23.20%，环比增长 21.17%；归母净利润 7.07 亿元，同比下降 49.28%，环比增长 21.30%；扣非归母净利润 7.77 亿元，同比下降 44.04%，环比增长 28.84%。24Q2 公司税金及附加环比增加 1.54 亿元，其中包含山西资源税率上调影响，四费环比增加 1.57 亿元，其中销售/管理/研发/财务费用分别环比+0.46/+0.10/+0.55/+0.46 亿元。

➤ **煤炭产销环比增长，毛利率环比抬升。**24Q2，公司实现原煤产量 786.66 万吨，同环比 -25.50%/+4.68%；商品煤销量 1153.62 万吨，同环比 -20.67%/+24.12%；商品煤综合售价 654.75 元/吨，同环比 -3.28%/-1.86%；吨煤成本 425.44 元/吨，同环比 +6.56%/-5.08%；吨煤毛利 229.31 元/吨，同环比 -17.44%/+4.73%；煤炭业务毛利率 35.02%，同环比 -6.0/+2.2pct。

➤ **自产煤销量环比增长，售价抬升、成本微降致毛利率环比抬升。**24Q2，公司自产煤销量 645.60 万吨，同环比 -33.27%/+18.21%；自产煤售价 705.89 元/吨，同环比 +6.65%/+6.58%；自产煤吨煤成本 305.74 元/吨，同环比 +19.24%/-0.85%；自产煤吨煤毛利 400.16 元/吨，同环比 -1.31%/+13.06%；自产煤毛利率 56.69%，同环比 -4.6/+3.3pct。24H1，公司长春兴煤业完成 600 万吨/年生产要素公告，凌志达煤业完成 240 万吨/年生产要素公告，韩家洼煤业完成 150 万吨/年生产要素公告，我们预计 24H2 公司产量有望恢复性增长。

➤ **贸易煤销量环比增长，吨毛利下滑明显。**24Q2，公司贸易煤销量 508.02 万吨，同环比 +4.38%/+32.53%；贸易煤售价 589.76 元/吨，同环比 -16.59%/-12.51%；贸易煤吨煤成本 577.55 元/吨，同环比 -15.47%/-10.79%；贸易煤吨煤毛利 12.20 元/吨，同环比 -48.76%/-54.21%；贸易煤毛利率 2.07%，同环比 -1.3/-1.9pct。24H1，公司成功开发马来西亚 4700 卡、印尼 5700 卡等煤源渠道，优化海外煤炭市场货源结构，进口量 536.24 万吨，同比增幅 27.91%。

➤ **投资建议：**公司 2024 年产量同比减少，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 28.38/32.53/33.70 亿元，折合 EPS 分别为 1.43/1.64/1.70 元/股，对应 2024 年 8 月 30 日收盘价的 PE 分别为 8/7/7 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下降；产量恢复不及预期。

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	33,589	37,008	38,528
增长率 (%)	-19.4	-10.1	10.2	4.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,260	2,838	3,253	3,370
增长率 (%)	-38.5	-33.4	14.6	3.6
每股收益 (元)	2.15	1.43	1.64	1.70
PE	5	8	7	7
PB	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.56 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

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

- 1.山煤国际 (600546.SH) 2024 年一季报点评：量价双降致业绩低于预期，静待产销恢复-2024/04/27
- 2.山煤国际 (600546.SH) 2023 年年报点评：业绩低于预期，静待产销恢复-2024/03/30
- 3.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
- 4.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
- 5.山煤国际 (600546.SH) 深度报告：攻守兼备，与时偕行-2023/07/11

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	33,589	37,008	38,528
营业成本	22,753	21,959	24,023	25,126
营业税金及附加	1,930	1,948	2,146	2,235
销售费用	557	571	629	655
管理费用	1,769	1,747	1,924	2,003
研发费用	387	504	555	578
EBIT	10,022	6,940	7,819	8,024
财务费用	224	277	304	261
资产减值损失	-82	-68	-73	-76
投资收益	29	26	29	30
营业利润	9,784	6,618	7,467	7,713
营业外收支	-287	-292	-215	-200
利润总额	9,496	6,326	7,252	7,513
所得税	2,697	1,796	2,059	2,133
净利润	6,800	4,530	5,193	5,379
归属于母公司净利润	4,260	2,838	3,253	3,370
EBITDA	11,938	9,041	9,887	10,176

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,372	11,124	14,700	17,959
应收账款及票据	398	531	585	609
预付款项	564	439	480	503
存货	503	637	697	729
其他流动资产	663	572	597	608
流动资产合计	8,500	13,302	17,058	20,407
长期股权投资	655	655	655	655
固定资产	18,733	19,535	20,256	20,912
无形资产	5,828	6,028	6,228	6,428
非流动资产合计	32,117	32,617	33,313	33,890
资产合计	40,617	45,919	50,371	54,297
短期借款	500	500	500	500
应付账款及票据	4,766	4,942	5,406	5,654
其他流动负债	7,245	5,267	5,750	5,985
流动负债合计	12,511	10,709	11,656	12,139
长期借款	4,651	8,196	8,196	8,196
其他长期负债	2,924	3,131	3,146	3,162
非流动负债合计	7,575	11,327	11,342	11,357
负债合计	20,085	22,036	22,998	23,496
股本	1,982	1,982	1,982	1,982
少数股东权益	4,854	6,546	8,486	10,495
股东权益合计	20,532	23,883	27,374	30,801
负债和股东权益合计	40,617	45,919	50,371	54,297

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-19.45	-10.12	10.18	4.11
EBIT 增长率	-37.70	-30.75	12.65	2.63
净利润增长率	-38.53	-33.38	14.64	3.59
盈利能力 (%)				
毛利率	39.12	34.62	35.09	34.79
净利润率	11.40	8.45	8.79	8.75
总资产收益率 ROA	10.49	6.18	6.46	6.21
净资产收益率 ROE	27.17	16.37	17.22	16.60
偿债能力				
流动比率	0.68	1.24	1.46	1.68
速动比率	0.55	1.10	1.32	1.54
现金比率	0.51	1.04	1.26	1.48
资产负债率 (%)	49.45	47.99	45.66	43.27
经营效率				
应收账款周转天数	7.52	4.98	5.42	5.58
存货周转天数	12.57	9.35	9.99	10.21
总资产周转率	0.87	0.78	0.77	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	2.15	1.43	1.64	1.70
每股净资产	7.91	8.75	9.53	10.24
每股经营现金流	3.02	2.85	4.38	4.32
每股股利	0.65	0.86	0.98	1.02
估值分析				
PE	5	8	7	7
PB	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	1.85	2.44	2.23	2.17
股息收益率 (%)	5.62	7.43	8.52	8.82

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,800	4,530	5,193	5,379
折旧和摊销	1,916	2,100	2,068	2,152
营运资金变动	-3,203	-1,601	800	428
经营活动现金流	5,985	5,646	8,690	8,574
资本开支	-1,945	-2,808	-2,937	-2,885
投资	-62	-2	0	0
投资活动现金流	-1,997	-2,814	-2,908	-2,855
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,123	3,324	0	0
筹资活动现金流	-9,022	1,920	-2,206	-2,459
现金净流量	-5,035	4,752	3,575	3,260

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