



## 买入（维持）

所属行业：煤炭/煤炭开采  
当前价格(元)：11.56

### 证券分析师

#### 翟堃

资格编号：s0120523050002  
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

#### 薛磊

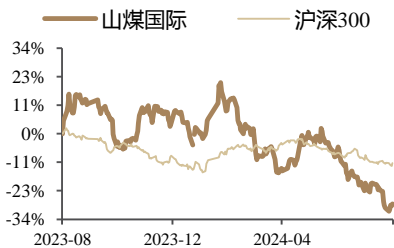
资格编号：S0120524020001  
邮箱：xuelei@tebon.com.cn

### 研究助理

#### 谢信圆

邮箱：xiejin@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.77	-20.93	-27.16
相对涨幅(%)	-5.35	-16.88	-19.57

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《山煤国际：量价齐跌业绩承压，分红提升凸显配置价值》，2024.4.28
- 《山煤国际点评：利润分红下降，未来有望恢复》，2024.3.30
- 《山煤国际点评：产销下滑拖累Q3业绩，高分红凸显长期价值》，2023.10.29
- 《山煤国际(600546.SH)：低成本高分红，业绩弹性有期待》，2023.9.25

# 山煤国际（600546.SH）：Q2归母环比修复，看好股息价值

### 投资要点

- 事件：公司发布2024年度半年度报告。**24H1，公司实现营业收入140.57亿，同比-32.01%；归母净利润12.91亿元，同比-58.11%；扣非归母净利润13.8亿元，同比-55.68%。**分季度看**，Q2实现营业收入77.01亿元，同比-23.2%，环比+21.17%；归母净利润7.07亿元，同比-48.55%，环比+21.3%；扣非归母净利润7.77亿元，同比-44.04%，环比+28.84%。Q2公司营业外支出为1.70亿元，同比增加1.32亿元，主要为前期诉讼导致的预计负债增加所致。
- 价格&成本：24Q2自产煤价格环比增加，成本环比下降。**1) 价格方面，2024H1，公司煤炭综合售价660元/吨，同比-12.63%；其中自产煤售价686元/吨，同比-6.11%；贸易煤售价626元/吨，同比-23.69%。**分季度看**，Q2公司吨煤收入655元/吨，同比-3.28%，环比-1.86%，其中自产煤售价706元/吨，同比+6.65%，环比+6.58%；贸易煤售价590元/吨，同比-16.59%，环比-12.51%。2) 成本方面，2024H1，公司煤炭综合成本436元/吨，同比+3.71%；其中自产煤成本308元/吨，同比+10.65%，贸易煤成本610元/吨，同比-21.8%。**分季度看**，Q2公司吨煤成本425元/吨，同比+6.67%，环比-5.08%，其中自产煤吨煤成本为306元/吨，同比+18.32%，环比-1.78%；贸易煤吨煤成本578元/吨，同比-14.82%，环比-11.45%。
- 产销：Q2产销环比恢复显著。**2024H1，公司实现煤炭产量/销量1538/2083万吨，同比-27.4%/-22.71%；其中自产煤/贸易煤销量1192/891万吨，同比-38.51%/+17.77%。**分季度看**，24Q2公司产量/销量787/1154万吨，同比-25.5%/-20.67%，环比+4.68%/+24.12%，其中自产煤销量646万吨，同比-33.27%，环比+18.21%；贸易煤销量508万吨，同比+4.38%，环比+32.53%。报告期内，公司加快产能核增手续办理，完成长春兴煤业（600万吨/年），凌志达煤业240万吨/年以及韩家洼煤业（150万吨/年）生产要素公告，全年计划原煤产量不低于3300万吨，下半年产量有望延续回升。
- 分红承诺发布，投资价值凸显。**公司于2023年发布《2024-2026年股东回报规划》，对2024-2026年分红做出进一步明确，规划期内公司每年将以现金形式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的60%。按24H1年化利润，对应股息率（8/30收盘价）为6.8%，高股息凸显配置价值。
- 盈利预测：**根据公司24年中期业绩报告，我们预计公司2024-2026年合计收入分别为331/335/343亿元，归母净利润分别为29/31/33亿元，PE分别为7.90/7.37/7.04倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**项目进展不及预期；煤炭价格超预期下行；宏观经济复苏不及预期。

**股票数据**

总股本(百万股):	1,982.46
流通 A 股(百万股):	1,982.46
52 周内股价区间(元):	11.10-19.38
总市值(百万元):	22,917.19
总资产(百万元):	43,758.40
每股净资产(元):	7.97

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	464	374	331	335	343
(+/-)YOY(%)	-3.5%	-19.4%	-11.5%	1.2%	2.6%
净利润(亿元)	69	43	29	31	33
(+/-)YOY(%)	40.3%	-38.5%	-31.9%	7.3%	4.7%
全面摊薄 EPS(元)	3.50	2.15	1.46	1.57	1.64
毛利率(%)	44.8%	39.1%	31.9%	32.9%	33.5%
净资产收益率(%)	46.0%	27.2%	18.7%	18.6%	18.1%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.15	1.46	1.57	1.64
每股净资产	7.91	7.81	8.44	9.09
每股经营现金流	3.02	2.59	4.58	3.05
每股股利	0.65	0.88	0.94	0.99
价值评估(倍)				
P/E	8.14	7.90	7.37	7.04
P/B	2.21	1.48	1.37	1.27
P/S	0.61	0.69	0.68	0.67
EV/EBITDA	-0.04	0.02	-0.11	-0.16
股息率%	3.7%	7.6%	8.1%	8.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.1%	31.9%	32.9%	33.5%
净利润率	18.2%	13.9%	14.8%	15.1%
净资产收益率	27.2%	18.7%	18.6%	18.1%
资产回报率	10.5%	7.0%	7.0%	6.8%
投资回报率	27.5%	16.5%	15.5%	14.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-19.4%	-11.5%	1.2%	2.6%
EBIT 增长率	-37.7%	-33.9%	7.2%	4.8%
净利润增长率	-38.5%	-31.9%	7.3%	4.7%
偿债能力指标				
资产负债率	49.5%	47.1%	43.5%	40.5%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.2
速动比率	0.6	0.7	0.8	1.1
现金比率	0.5	0.6	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.5	4.0	4.0	4.6
存货周转天数	12.6	8.0	8.0	8.8
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	2.0	1.6	1.5	1.5

现金流量表(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	43	29	31	33
少数股东损益	25	17	18	19
非现金支出	19	20	22	24
非经营收益	4	3	3	3
营运资金变动	-32	-17	16	-19
经营活动现金流	60	51	91	60
资产	-19	-21	-41	-32
投资	-1	0	0	0
其他	0	-0	6	-0
投资活动现金流	-20	-21	-35	-32
债权募资	-21	13	6	11
股权募资	0	0	0	0
其他	-69	-25	-42	-23
融资活动现金流	-90	-12	-35	-12
现金净流量	-50	19	21	17

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

利润表(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	374	331	335	343
营业成本	228	225	224	228
毛利率%	39.1%	31.9%	32.9%	33.5%
营业税金及附加	19	17	17	18
营业税金率%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%
营业费用	6	4	5	5
营业费用率%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%
管理费用	18	15	15	16
管理费用率%	4.7%	4.6%	4.5%	4.6%
研发费用	4	3	3	3
研发费用率%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%
EBIT	100	66	71	74
财务费用	2	1.1	1.5	1.5
财务费用率%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	0	-0	-0	-0
营业利润	98	64	69	72
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	95	64	69	72
EBITDA	119	86	93	98
所得税	27	18	19	20
有效所得税率%	28.4%	28.2%	28.1%	28.2%
少数股东损益	25	17	18	19
归属母公司所有者净利润	43	29	31	33

资产负债表(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	64	69	90	107
应收账款及应收票据	4	7	4	9
存货	5	5	5	6
其它流动资产	12	14	12	14
流动资产合计	85	95	111	135
长期股权投资	7	6	6	5
固定资产	187	201	217	232
在建工程	24	13	17	11
无形资产	58	57	55	53
非流动资产合计	321	321	334	341
资产总计	406	416	444	476
短期借款	5	6	7	8
应付票据及应付账款	48	24	35	24
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	72	84	80	79
流动负债合计	125	113	122	112
长期借款	47	58	69	79
其它长期负债	29	25	3	3
非流动负债合计	76	83	71	81
负债总计	201	196	193	193
实收资本	20	20	20	20
普通股股东权益	157	155	167	180
少数股东权益	49	66	84	103
负债和所有者权益合计	406	416	444	476

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。