

动力煤

山煤国际（600546.SH）

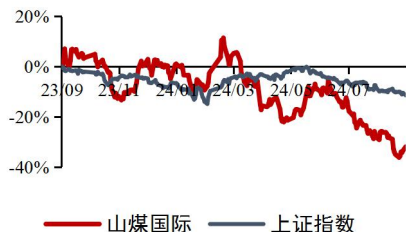
增持-A(维持)

量价下行影响业绩，关注下半年产量恢复

2024年9月2日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 公司发布 2024 年半年度报告：报告期内公司实现营业收入 140.57 亿元，同比-32.01%；归母净利润 12.91 亿元，同比-58.11%；扣非后归母净利润 13.80 亿元，同比-55.68%；经营活动产生的现金流量净额 23.81 亿元，同比-16.99%；基本每股收益为 0.65 元，同比-58.06%；加权平均 ROE 为 8.01%，同比减少 11.63 个百分点。

事件点评

➢ 上半年自产煤量、价同降，贸易煤量增价减。2024 年上半年公司实现自产煤产量 1538.12 万吨，同比-27.4%；销量 2083.09 万吨，同比-22.71%，其中自产煤 1191.75（-38.51%），贸易煤 891.34（+17.77%）。上半年自产煤吨煤售价 685.92 元/吨，同比-6.11%；吨煤毛利 378.98 元/吨，同比-16.1%；毛利率 55.25%，同比降低 6.58 个百分点。贸易煤平均吨煤售价 626.02 元/吨，同比-23.69%；吨煤毛利 18.42 元/吨，同比-51.49%；毛利率 2.94%，同比降低 1.69pct。自产煤产销下降主要因山西煤炭安监及黄河流域生态治理对河曲露天矿产量释放影响等。

➢ Q2 煤炭自产煤量、价回升，下半年产销环比将有所恢复。2024Q2 公司自产煤产量 786.66 万吨，同比-25.5%，环比+4.68%；销量 645.6 万吨，同比-33.27%，环比+18.21%；吨煤售价 705.89 元/吨，同比+6.65%，环比+6.58%；毛利率+56.69%，同比-4.57pct，环比+3.25pct。自产煤售价提升主要是炼焦煤占比提高及动力煤煤质提升。上半年公司所属煤矿产能核增落地，长春兴（+150 万吨/年）、凌志达（+90 万吨/年）和韩家洼（+60 万吨/年）合计核增产能 300 万吨，预计下半年贡献煤炭产销增量；另外，2024 年 7 月份以来山西省煤炭产能利用率恢复，7 月实现煤炭产量 7.0 亿吨，环比+19.14%，公司产能利用率或将随之提升。同时，公司鑫顺、庄子河煤矿后期仍存产量释放空间，或将部分弥补河曲露天矿产量损失，且公司积极参与新资源竞标，未来产能成长空间可期。

投资建议

➢ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.68\1.79\1.94 元，对应公司 8 月 30 日收盘价 11.56 元，2024-2026 年动态 PE 分别为 6.9\6.5\6.0 倍，行业平均动态估值 10.22 倍，公司估值相对偏低。后期，我们预计煤价中枢维持一定高位，公司煤炭业务毛利率仍较高。且公司承诺 2024-2026 年拟分配股息不少于当年实现的可供分配利润的 60%，随着产量恢复利润增加，分红比例提高将带来股息率提升空间，我们继续看好公司中长期投资价值，继续给予“增

市场数据：2024年9月2日

收盘价(元)：	11.84
年内最高/最低(元)：	20.33/10.90
流通 A 股/总股本(亿股)：	19.82/19.82
流通 A 股市值(亿元)：	234.72
总市值(亿元)：	234.72

资料来源：最闻

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元)：	0.65
摊薄每股收益(元)：	0.65
每股净资产(元)：	10.69
净资产收益率(%)：	8.38

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





持-A”投资评级。

风险提示

1) 宏观经济增速不及预期风险； 2) 煤炭产量释放不及预期风险； 3) 煤炭价格超预期下行风险； 4) 安全生产风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,391	37,371	31,677	32,849	34,034
YoY(%)	-3.5	-19.4	-15.2	3.7	3.6
净利润(百万元)	6,981	4,260	3,324	3,540	3,841
YoY(%)	41.4	-39.0	-22.0	6.5	8.5
毛利率(%)	44.8	39.1	37.5	38.1	39.0
EPS(摊薄/元)	3.52	2.15	1.68	1.79	1.94
ROE(%)	58.7	33.1	21.5	20.3	19.1
P/E(倍)	3.3	5.4	6.9	6.5	6.0
P/B(倍)	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
净利率(%)	15.0	11.4	10.5	10.8	11.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14203	8500	11222	15634	15653
现金	10255	6372	7616	13464	11907
应收票据及应收账款	1795	398	1615	431	1660
预付账款	377	564	152	631	159
存货	1016	503	1081	398	1186
其他流动资产	760	663	758	710	742
非流动资产	31074	32117	33374	34871	36068
长期投资	635	655	619	569	537
固定资产	14906	18733	20545	21214	21809
无形资产	5987	5828	5641	5347	5046
其他非流动资产	9547	6901	6569	7741	8676
资产总计	45276	40617	44596	50505	51722
流动负债	20386	12511	13517	16314	13638
短期借款	1639	500	1069	785	927
应付票据及应付账款	4227	4766	2848	5075	2972
其他流动负债	14521	7245	9600	10454	9739
非流动负债	6172	7575	6566	6475	6125
长期借款	3468	4651	3721	3591	3260
其他非流动负债	2703	2924	2845	2884	2865
负债合计	26558	20085	20083	22789	19763
少数股东权益	3705	4854	6800	8892	11151
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3351	3382	3382	3382	3382
留存收益	9080	9714	12840	16474	20252
归属母公司股东权益	15013	15678	17713	18825	20807
负债和股东权益	45276	40617	44596	50505	51722

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13496	5985	5991	12020	3619
净利润	10995	6800	5270	5632	6100
折旧摊销	1761	1853	1972	1761	1867
财务费用	468	224	321	249	189
投资损失	112	-29	56	70	52
营运资金变动	-91	-3203	-1647	4317	-4595
其他经营现金流	251	340	19	-9	5
投资活动现金流	-3535	-1997	-3304	-3319	-3121
筹资活动现金流	-11727	-9022	-1443	-2853	-2055
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.52	2.15	1.68	1.79	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	6.81	3.02	3.02	6.06	1.83
每股净资产(最新摊薄)	7.57	7.91	8.93	9.50	10.50

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	46391	37371	31677	32849	34034
营业成本	25591	22753	19789	20319	20775
营业税金及附加	2242	1930	1636	1697	1758
营业费用	558	557	472	490	507
管理费用	1601	1769	1500	1555	1611
研发费用	335	387	328	340	352
财务费用	468	224	321	249	189
资产减值损失	34	-28	-24	-24	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-112	29	-56	-70	-52
营业利润	15554	9784	7586	8138	8797
营业外收入	8	9	10	10	9
营业外支出	441	296	292	313	336
利润总额	15121	9496	7303	7835	8471
所得税	4126	2697	2033	2203	2370
税后利润	10995	6800	5270	5632	6100
少数股东损益	4014	2540	1946	2092	2259
归属母公司净利润	6981	4260	3324	3540	3841
EBITDA	16993	11532	9321	9580	10280

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.5	-19.4	-15.2	3.7	3.6
营业利润(%)	38.8	-37.1	-22.5	7.3	8.1
归属于母公司净利润(%)	41.4	-39.0	-22.0	6.5	8.5
获利能力					
毛利率(%)	44.8	39.1	37.5	38.1	39.0
净利率(%)	15.0	11.4	10.5	10.8	11.3
ROE(%)	58.7	33.1	21.5	20.3	19.1
ROIC(%)	49.1	32.2	22.3	22.7	22.7
偿债能力					
资产负债率(%)	58.7	49.5	45.0	45.1	38.2
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	30.8	34.1	31.5	32.1	32.6
应付账款周转率	5.3	5.1	5.2	5.1	5.2
估值比率					
P/E	3.3	5.4	6.9	6.5	6.0
P/B	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	1.4	2.4	3.0	2.5	2.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

