

山煤国际 (600546.SH) Q3 量增致业绩环比改善, 高分红凸显配置价值

2024 年 10 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

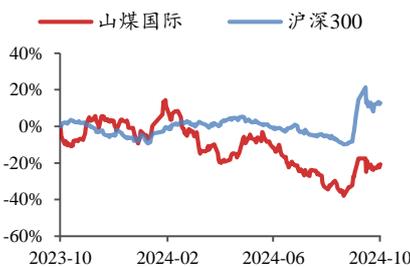
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2024/10/25
当前股价(元)	13.42
一年最高最低(元)	20.33/10.51
总市值(亿元)	266.05
流通市值(亿元)	266.05
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	65.1

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q2 自产煤量价环比改善, 关注新产能和高分红——公司 2024 年中报点评报告》-2024.9.2

《Q1 量价双降致业绩承压, 关注新产能和高分红分红比例有望提高——2024 一季报点评报告》-2024.4.27

《量价齐跌拖累业绩, 未来有望提高分红——公司信息更新报告》-2024.3.31

● Q3 量增致业绩环比改善, 高分红凸显配置价值, 维持“买入”评级

公司发布 2024 年三季度报, 2024 前三季度公司实现营业收入 219.6 亿元, 同比-24%; 实现归母净利润 20.8 亿元, 同比-47.9%; 实现扣非后归母净利润 21.9 亿元, 同比-46.1%。单 Q3 来看, 公司实现营业收入 79.1 亿元, 环比+2.7%; 实现归母净利润 7.9 亿元, 环比+11.8%, 实现扣非后归母净利润 8.1 亿元, 环比+3.8%。三季度以来公司煤炭产量稳定释放, 我们维持 2024-2026 年公司盈利预测, 预计 2024-2026 年公司实现归母净利润为 30.8/33.8/36.8 亿元, 同比-27.8%/+9.8%/+8.8%; EPS 分别为 1.55/1.70/1.85 元; 对应当前股价 PE 为 8.5/7.7/7.1 倍。考虑到公司产能释放进展顺利, 叠加 2024-2026 年高分红承诺, 公司长期投资价值凸显。维持“买入”评级。

● Q3 煤炭产销量环比提升, 吨煤售价&吨煤成本齐跌致吨煤毛利相对稳定

(1) Q3 煤炭产销量环比提升: 2024 年前三季度公司原煤产量 2450 万吨, 同比-18.7%, 其中 2024Q3 原煤产量 912 万吨, 环比+16%。2024 年前三季度公司商品煤销量 3311 万吨, 同比-16%, 其中自产煤销量 1882 万吨, 同比-30.2%, 贸易煤销量 1429 万吨, 同比+14.7%; 单季度来看, 2024Q3 公司商品煤销量 1228 万吨, 环比+6.4%, 其中自产煤销量 690 万吨, 环比+6.9%, 贸易煤销量 538 万吨, 环比+5.8%。(2) Q3 自产煤售价环比下降: 2024 年前三季度公司吨煤售价为 650 元/吨, 同比-9.9%, 其中自产煤吨煤价格为 677 元/吨, 同比-4.1%, 贸易煤吨煤价格为 615 元/吨, 同比-18.7%; 单季度来看, 2024Q3 公司吨煤售价为 633 元/吨, 环比-3.3%, 其中自产煤吨煤价格为 660 元/吨, 环比-6.5%, 贸易煤吨煤价格为 598 元/吨, 环比+1.4%。(3) Q3 自产煤毛利略有下滑: 虽然公司煤炭售价环比下降, 但同时公司吨煤成本亦有所下滑, 最终致 Q3 自产煤吨煤毛利略有下滑, 2024 年前三季度公司吨煤毛利为 226 元/吨, 同比-24.8%, 其中自产煤吨煤毛利为 384 元/吨, 同比-9.5%, 贸易煤吨煤毛利为 18.9 元/吨, 同比-46.2%; 单季度来看, 2024Q3 公司吨煤毛利为 229 元/吨, 环比-0.1%, 其中自产煤吨煤毛利为 392 元/吨, 环比-2%, 贸易煤吨煤毛利为 19.7 元/吨, 环比+61.7%。

● 煤炭产能有序释放, 高分红长期投资价值凸显

(1) 产能核增手续加快办理: 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, 河曲露天煤业正在稳步推进 1600 万吨/年产能核增工作, 未来公司煤炭产能有望进一步释放。(2) 高分红长期投资价值凸显: 据公司发布的《2024 年-2026 年股东回报规划》, 若公司该年度实现的可供分配利润为正值、审计报告标准无保留意见、重大投资计划或现金支出达到或超过公司最近一期经审计总资产的 30%, 且超过 5000 万元人民币时, 公司计划 2024 年-2026 年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%, 以 2024 年盈利预测及 2024 年 10 月 25 日收盘价计算, 当前公司股息率达 6.9%, 公司长期投资价值凸显。

● 风险提示: 经济增速低于预期; 煤炭价格下跌风险; 煤炭产销量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,394	37,371	32,977	35,108	37,200
YOY(%)	-3.5	-19.4	-11.8	6.5	6.0
归母净利润(百万元)	6,929	4,260	3,076	3,379	3,677
YOY(%)	40.3	-38.5	-27.8	9.8	8.8
毛利率(%)	44.8	39.1	33.6	34.2	34.1
净利率(%)	14.9	11.4	9.3	9.6	9.9
ROE(%)	58.3	33.1	20.2	19.9	18.8
EPS(摊薄/元)	3.50	2.15	1.55	1.70	1.85
P/E(倍)	3.8	6.1	8.5	7.7	7.1
P/B(倍)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14117	8500	16551	20105	22564
现金	10329	6372	12895	17851	18565
应收票据及应收账款	1547	398	1418	479	1538
其他应收款	100	64	99	64	114
预付账款	381	564	185	655	211
存货	1086	503	1317	437	1508
其他流动资产	674	600	637	618	628
非流动资产	31464	32117	28314	27781	26988
长期投资	635	655	567	548	495
固定资产	15172	18733	16516	16790	16946
无形资产	6007	5828	5297	4780	4279
其他非流动资产	9651	6901	5934	5663	5268
资产总计	45580	40617	44864	47886	49553
流动负债	20619	12511	14778	15949	14675
短期借款	1639	500	1069	785	927
应付票据及应付账款	4254	4766	3546	5405	3991
其他流动负债	14726	7245	10162	9760	9757
非流动负债	6179	7575	5960	4861	3814
长期借款	3468	4651	3143	1990	971
其他非流动负债	2710	2924	2817	2870	2844
负债合计	26797	20085	20738	20810	18490
少数股东权益	3735	4854	6661	8661	10830
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3443	3382	3382	3382	3382
留存收益	9023	9714	12601	16067	19678
归属母公司股东权益	15048	15678	17465	18415	20234
负债和股东权益	45580	40617	44864	47886	49553

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	14274	5985	6012	9659	4038
净利润	10942	6800	4884	5378	5845
折旧摊销	1787	1853	1360	1390	1449
财务费用	480	224	196	9	-109
投资损失	112	-29	41	6	24
营运资金变动	720	-3203	-435	2832	-3176
其他经营现金流	233	340	-34	43	5
投资活动现金流	-3538	-1997	2433	-880	-672
资本支出	1649	1945	-2180	789	753
长期投资	-1900	-62	88	19	53
其他投资现金流	10	10	165	-110	28
筹资活动现金流	-12429	-9022	-1922	-3823	-2653
短期借款	-790	-1139	569	-285	142
长期借款	-3078	1183	-1508	-1153	-1020
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	92	-61	0	0	0
其他筹资现金流	-8653	-9006	-983	-2385	-1775
现金净增加额	-1693	-5035	6523	4956	714

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	46394	37371	32977	35108	37200
营业成本	25610	22753	21900	23118	24523
营业税金及附加	2245	1930	1649	1785	1876
营业费用	558	557	444	498	514
管理费用	1622	1769	1357	1553	1588
研发费用	335	387	290	336	341
财务费用	480	224	196	9	-109
资产减值损失	-31	-82	0	0	0
其他收益	29	35	32	34	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-112	29	-41	-6	-24
资产处置收益	8	-4	2	-1	0
营业利润	15502	9784	7133	7809	8462
营业外收入	8	9	8	9	9
营业外支出	442	296	369	333	351
利润总额	15069	9496	6773	7485	8120
所得税	4127	2697	1889	2107	2275
净利润	10942	6800	4884	5378	5845
少数股东损益	4012	2540	1807	2000	2168
归属母公司净利润	6929	4260	3076	3379	3677
EBITDA	16874	11496	8048	8588	9154
EPS(元)	3.50	2.15	1.55	1.70	1.85

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.5	-19.4	-11.8	6.5	6.0
营业利润(%)	38.3	-36.9	-27.1	9.5	8.4
归属于母公司净利润(%)	40.3	-38.5	-27.8	9.8	8.8
获利能力					
毛利率(%)	44.8	39.1	33.6	34.2	34.1
净利率(%)	14.9	11.4	9.3	9.6	9.9
ROE(%)	58.3	33.1	20.2	19.9	18.8
ROIC(%)	48.6	32.2	21.0	23.0	23.7
偿债能力					
资产负债率(%)	58.8	49.5	46.2	43.5	37.3
净负债比率(%)	-15.0	-2.8	-30.8	-51.1	-49.6
流动比率	0.7	0.7	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.6	0.6	1.0	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	46.6	47.9	47.3	47.6	47.4
应付账款周转率	5.8	5.2	5.5	5.3	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.50	2.15	1.55	1.70	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	7.20	3.02	3.03	4.87	2.04
每股净资产(最新摊薄)	7.59	7.91	8.81	9.29	10.21
估值比率					
P/E	3.8	6.1	8.5	7.7	7.1
P/B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	1.6	2.6	3.1	2.4	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn