

## 成本优化带动业绩稳健增长，投资价值凸显

2023 年 04 月 28 日

➤ **事件：**2023 年 4 月 27 日，公司发布 2023 年一季报。2023 年一季度，公司实现营业收入 106.48 亿元，调整后同比下降 1.09%，环比下降 1.03%；归母净利润 16.86 亿元，同比增长 2.00%，环比增长 6.22%；扣非归母净利润 17.25 亿元，同比增长 1.56%，环比增长 2.42%；基本每股收益 0.85 元/股，同比增长 2.41%。

➤ **产销同比增长，成本优化带动毛利率抬升。**2023 年一季度，公司实现原煤产量 1062.83 万吨，同比增长 16.45%；商品煤销量 1240.86 万吨，同比增长 2.06%；商品煤综合售价 848.10 元/吨，同比下降 3.40%；吨煤销售成本 446.49 元/吨，同比下降 10.28%；吨煤毛利 387.80 元/吨，同比增长 5.21%；煤炭业务毛利率 45.73%，同比抬升 3.74 个百分点。

➤ **年度分红即将落地，资产负债率进一步降低。**公司 4 月 26 日发布 2022 年年度权益分派实施公告，公司 2022 年年度利润分配方案，即向全体股东派发现金股利每股 1.80 元（含税），经股东大会通过，决议 2023 年 5 月 5 日为除权（息）日，公司分红即将落地。此外，2023 年一季度，公司资产负债情况进一步改善，季末资产负债率为 53.10%，相较 2022 年末再度下降 5.56 个百分点。

➤ **业绩弹性强，高股息+低估值凸显投资价值。**公司动力煤产品长协占比高，稳价保供背景下业绩稳定性强；焦煤产品现货比例高，价格弹性较大，近期焦煤价格受下游焦企和钢厂需求不足的影响短期承压，后续伴随房地产、基建开工转好，需求逐步释放，公司业绩提升空间较大。2021 年以来，公司股利支付率保持在 60%以上，2022 年度达到 63.89%。此外，公司制定《2024 年-2026 年股东回报规划》，明确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%。与此同时，公司估值较低，我们认为，“高股息+低估值”进一步凸显公司投资价值。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 74.60/81.24/85.40 亿元，对应 EPS 分别为 3.76/4.10/4.31 元/股，对应 2023 年 4 月 27 日收盘价的 PE 分别均为 5/4/4 倍，行业中估值较低，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下跌；在建矿井投产不及预期。

**推荐**

维持评级

当前价格：

17.20 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

**相关研究**

- 1.山煤国际 (600546.SH) 2022 年年报点评：盈利与分红皆优，现金流更多惊喜-2023/03/29
- 2.山煤国际 (600546.SH) 2022 年三季报点评：22Q2 业绩环比基本持平，持续追求高质量发展-2022/10/29
- 3.山煤国际 (6000546.SH) 2022 年半年报点评：业绩大幅增长，中报分红彰显现金实力-2022/08/27
- 4.山煤国际 (600546.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：业绩大幅增长，未来有望持续高质量发展-2022/07/13
- 5.山煤国际 (600546.SH) 深度报告：客户多元享周期红利，低成本打开盈利空间-2022/05/18

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	46,391	43,589	44,857	46,899
增长率 (%)	-3.5	-6.0	2.9	4.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,981	7,460	8,124	8,540
增长率 (%)	41.4	6.9	8.9	5.1
每股收益 (元)	3.52	3.76	4.10	4.31
PE	5	5	4	4
PB	2.3	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	46,391	43,589	44,857	46,899
营业成本	25,591	22,512	22,353	23,301
营业税金及附加	2,242	2,106	2,167	2,266
销售费用	558	524	540	564
管理费用	1,601	1,505	1,548	1,619
研发费用	335	315	324	339
EBIT	16,127	16,720	18,020	18,910
财务费用	468	197	116	97
资产减值损失	-31	-45	-61	-97
投资收益	-112	-26	-4	23
营业利润	15,554	16,459	17,847	18,747
营业外收支	-434	-302	-250	-250
利润总额	15,121	16,157	17,597	18,497
所得税	4,126	4,409	4,802	5,048
净利润	10,995	11,748	12,795	13,450
归属于母公司净利润	6,981	7,460	8,124	8,540
EBITDA	17,913	18,509	19,349	20,340

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,255	16,238	24,373	33,482
应收账款及票据	1,795	1,753	1,804	1,886
预付款项	377	332	329	343
存货	1,016	862	869	906
其他流动资产	760	728	742	766
流动资产合计	14,203	19,912	28,117	37,383
长期股权投资	635	608	604	627
固定资产	14,906	15,372	15,728	16,023
无形资产	5,987	6,294	6,478	6,662
非流动资产合计	31,074	30,679	30,267	29,793
资产合计	45,276	50,591	58,384	67,176
短期借款	1,639	1,501	1,376	1,274
应付账款及票据	4,227	4,021	3,993	4,162
其他流动负债	14,521	12,002	12,003	12,476
流动负债合计	20,386	17,525	17,372	17,913
长期借款	3,468	3,070	2,900	2,799
其他长期负债	2,703	3,009	3,097	3,189
非流动负债合计	6,172	6,080	5,997	5,988
负债合计	26,558	23,604	23,368	23,901
股本	1,982	1,982	1,982	1,982
少数股东权益	3,705	7,994	12,664	17,574
股东权益合计	18,718	26,986	35,015	43,275
负债和股东权益合计	45,276	50,591	58,384	67,176

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-3.46	-6.04	2.91	4.55
EBIT 增长率	29.80	3.68	7.77	4.94
净利润增长率	41.38	6.85	8.91	5.12
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	44.84	48.35	50.17	50.32
净利润率	15.05	17.11	18.11	18.21
总资产收益率 ROA	15.42	14.74	13.92	12.71
净资产收益率 ROE	46.50	39.28	36.35	33.23
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.70	1.14	1.62	2.09
速动比率	0.62	1.06	1.54	2.00
现金比率	0.50	0.93	1.40	1.87
资产负债率 (%)	58.66	46.66	40.03	35.58
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	11.09	11.09	11.09	11.09
存货周转天数	14.49	14.49	14.49	14.49
总资产周转率	1.02	0.91	0.82	0.75
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.52	3.76	4.10	4.31
每股净资产	7.57	9.58	11.27	12.96
每股经营现金流	6.81	6.89	7.36	8.04
每股股利	2.25	2.40	2.62	2.75
<b>估值分析</b>				
PE	5	5	4	4
PB	2.3	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	1.73	1.22	0.73	0.24
股息收益率 (%)	13.08	13.98	15.22	16.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	10,995	11,748	12,795	13,450
折旧和摊销	1,786	1,789	1,329	1,430
营运资金变动	-91	-336	-48	539
经营活动现金流	13,496	13,669	14,594	15,931
资本开支	-1,635	-1,352	-1,092	-1,109
投资	-1,900	20	0	0
投资活动现金流	-3,535	-1,307	-1,092	-1,109
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-4,879	-2,616	-296	-202
筹资活动现金流	-11,727	-6,380	-5,367	-5,713
现金净流量	-1,766	5,982	8,135	9,109

## 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