

增持 (首次)

山煤国际 (600546)

自产煤保持高毛利，高分红承诺延续

2023年03月30日

## 市场数据

市场数据日期	2023-03-28
收盘价(元)	15.48
总股本(百万股)	1982.46
流通股本(百万股)	1982.46
净资产(百万元)	15013.41
总资产(百万元)	45276.18
每股净资产(元)	7.57

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

分析师:

王锬

wangkun89@xyzq.com.cn

S0190521010002

## 投资要点

**事件: 山煤国际发布2022年年度报告。**2022年, 山煤国际实现营收463.91亿元, 同比-3.46%; 实现归母净利润69.81亿元, 同比+41.38%。2022Q4单季度, 公司实现营收107.59亿元, 同比-38.65%, 环比-25.68%; 完成归母净利润15.87亿元, 同比-50.13%, 环比-14.32%。2022年全年, 公司拟派发现金股利合计44.61亿元(含税, 其中2022年半年度已分配现金股利8.92亿元), 分红比例63.89%, 每股派息2.25元, 以2023年3月28日收盘价测算, 股息率14.53%。对此, 我们点评如下:

- **煤价上行带动营收增长, 自产煤毛利率高达73.48%。**2022年公司自产煤业务实现营收272.58亿元(占总营收58.76%), 同比+14.92%。自产煤销售3695.80万吨, 同比-1.13%; 平均售价737.53元/吨, 同比+16.24%, 自产煤毛利率达到73.48%, 同比增加2个百分点。分煤种来看, 1) **自产动力煤**实现营收146.14亿元, 同比+13.03%; 动力煤销量2583.23万吨, 同比+1.59%; 吨煤售价565.74元, 同比+11.24%。吨煤成本148.39元, 同比+13.56%。自产动力煤吨煤毛利率73.77%, 同比小幅下降0.53个百分点; 2) **自产冶金煤**实现营收126.43亿元, 同比+17.19%; 冶金煤销量1112.57万吨, 吨煤售价1136.40元, 吨煤成本305.24元, 吨煤毛利率73.14%, 同比提高5.04个百分点。公司成本把控优异, 自产煤业务连续两年保持70%以上的高毛利率, 贡献主要毛利。
- **优化营收结构, 降低贸易煤规模。**2022年, 公司贸易煤实现营收186.30亿元, 同比-20.97%; 贸易煤销量1692.03万吨, 同比-45.08%; 吨煤售价1101.05元, 同比+43.91%; 吨煤成本1057.34元, 同比+44.29%, 吨煤毛利率3.97%, 同比下降0.25个百分点。公司压缩贸易业务规模, 降低贸易煤销售比例, 持续优化营收结构。
- **分红承诺兑现, 高股息高分红价值凸显。**2022年, 公司每股派息2.2元(含税), 分红率63.89%, 基本实现承诺分红。此外, 公司公告承诺2024-2026年现金分配利润不少于当年实现的可供分配利润的60%, 高股息、高分红价值凸显。
- **投资现金流净额大幅变动, 矿井建设推进, 参与山西银行增资扩股。**2022年, 公司投资现金流净流出35.36亿元, 同比2021年流出增加28.70亿元, 主要系公司参与山西银行的增资扩股, 投资金额为19亿元、持股比例7.33%。截止报告期末公司未取得股东资格。截至2022年底, 公司在建工程中: 鑫顺煤矿整合系统工程(180万吨/年)进度已经达96.55%, 庄子河矿工程(120万吨/年)进度已达81.12%。随着两矿建设工程接近完工, 公司煤炭产量有望实现量增。

**投资策略:** 在经济稳增长的大背景下, 年内煤炭需求预计稳中向好, 价格有望维持高位。同时公司成本管理能力优异, 自产煤高毛利率得以持续, 煤炭板块受益煤价稳中向好赋予的价格弹性。此外, 公司积极履行分红承诺, 高比例分红有望维持。基于此, 我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为74.09/76.45/77.86亿元, 同比+6.1%/+3.2%/+1.8%, 对应EPS为3.74/3.86/3.93元, 对应3月28日的收盘价PE分别为4.1/4.0/3.9倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**风险提示:** 宏观经济波动、煤价下行、项目建设不及预期、环保安监政策变化等。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	46391	44058	45325	46802
同比增长	-3.46%	-5.0%	2.9%	3.3%
归母净利润(百万元)	6981	7409	7645	7786
同比增长	41.4%	6.1%	3.2%	1.8%
毛利率	44.8%	47.0%	46.1%	44.8%
ROE	46.5%	33.1%	30.3%	27.8%
每股收益(元)	3.52	3.74	3.86	3.93
市盈率	4.4	4.1	4.0	3.9

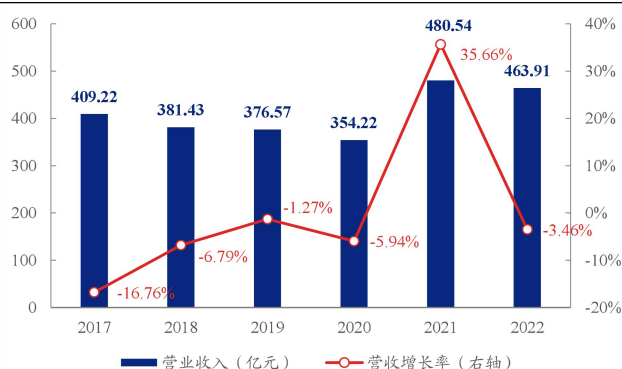
来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 事件：山煤国际发布 2022 年年度报告

2022 年，山煤国际实现营收 463.91 亿元，同比-3.46%；实现归母净利润 69.81 亿元，同比+41.38%。2022Q4 单季度，公司实现营收 107.59 亿元，同比-38.65%，环比-25.68%；完成归母净利润 15.87 亿元，同比-50.13%，环比-14.32%。

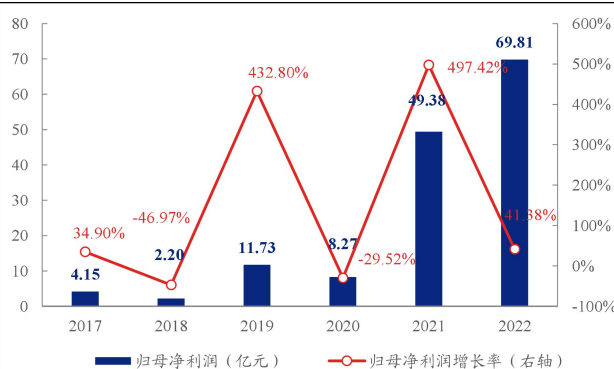
2022 年全年，公司拟派发现金股利合计 44.61 亿元（含税，其中 2022 年半年度已分配现金红利 8.92 亿元），分红比例 63.89%，每股派息 2.25 元，以 2023 年 3 月 28 日收盘价（15.48 元/股）测算，股息率 14.53%。对此，我们点评如下：

图表 1、2022 年山煤国际营收同比下滑-3.46%



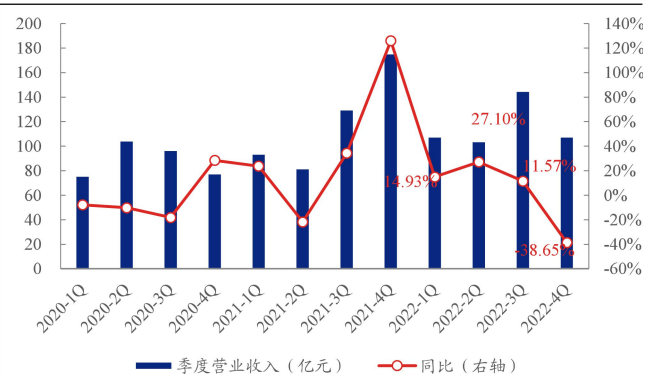
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、2022 年山煤国际归母净利润同比+41.38%



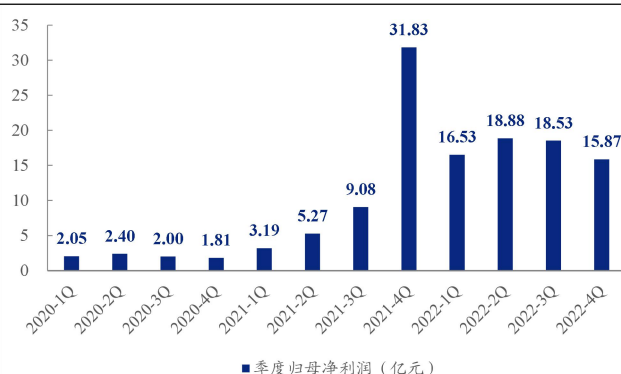
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、山煤国际 2022Q4 单季度营收下滑 38.65%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、山煤国际分季度净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

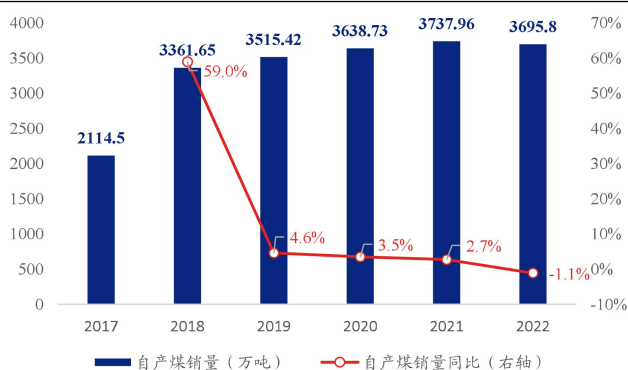
## 点评

### 煤价上行带动营收增长，自产煤毛利率高达 73.48%

2022 年公司自产煤业务实现营收 272.58 亿元(占总营收 58.76%)，同比+14.92%。自产煤销售 3695.80 万吨，同比-1.13%；平均售价 737.53 元/吨，同比+16.24%，自产煤毛利率实现 73.48%，同比增加 2 个百分点。分煤种分析：

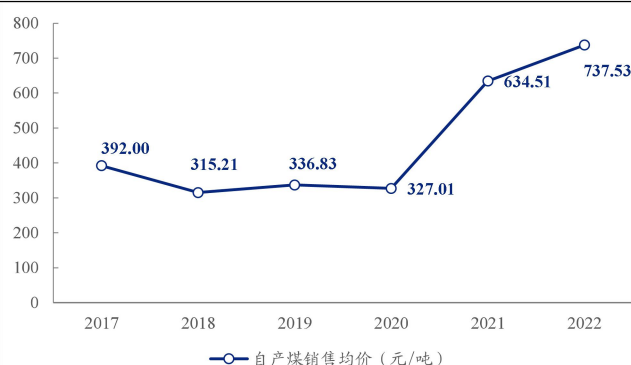
1) 自产动力煤实现营收 146.14 亿元，同比+13.03%；动力煤销量 2583.23 万吨，同比+1.59%；吨煤售价 565.74 元，同比+11.24%。吨煤成本 148.39 元，同比+13.56%。自产动力煤吨煤毛利率 73.77%，同比小幅下降 0.53 个百分点；2) 自产冶金煤实现营收 126.43 亿元，同比+17.19%；冶金煤销量 1112.57 万吨，吨煤售价 1136.40 元，吨煤成本 305.24 元，吨煤毛利率 73.14%，同比提高 5.04 个百分点。公司成本把控优异，自产煤业务连续两年保持 70%以上的高毛利率，贡献主要盈利。

图表 5、山煤国际自产煤销量(万吨)



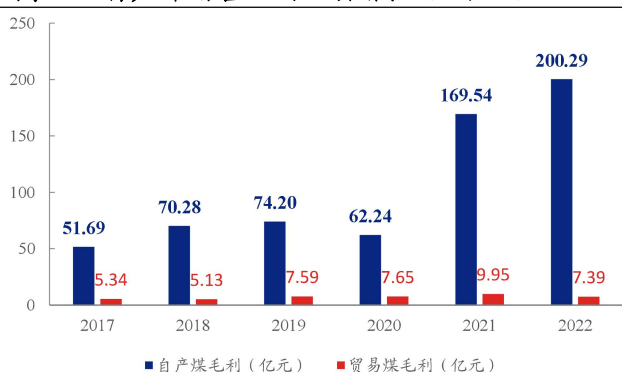
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、山煤国际自产煤销售均价提升(元/吨)



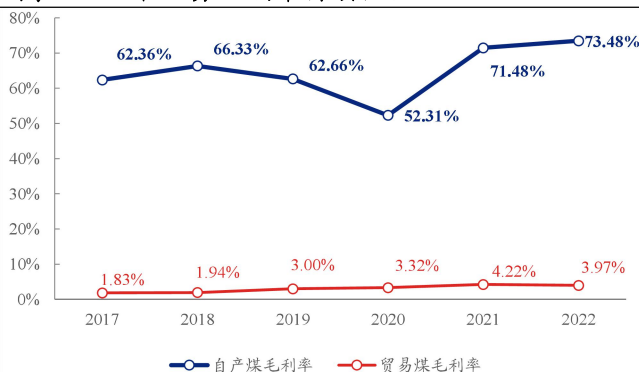
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、自产煤销售毛利延续增长(元/吨)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、主营业务毛利率持续优化

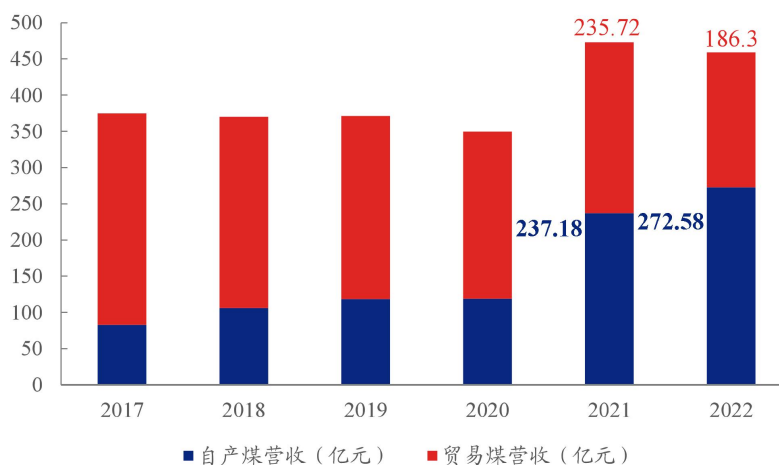


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 优化营收结构，降低贸易煤规模

2022年，公司贸易煤实现营收186.30亿元，同比-20.97%；贸易煤销量1692.03万吨，同比-45.08%；吨煤售价1101.05元，同比+43.91%；吨煤成本1057.34元，同比+44.29%，吨煤毛利率3.97%，同比下降0.25个百分点。公司压缩低效贸易业务规模，降低贸易煤销售比例，持续优化营收结构。

图表9、2022年山煤国际贸易煤规模持续收缩



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 分红承诺兑现，高股息高分红价值凸显

2022年，公司拟派发现金股利合计44.61亿元（含税），分红率63.89%，每股派息2.2元（含税），以2023年3月28日收盘价（15.48元/股）测算，股息率高达14.53%。公司于2020年对2021-2023年度分红做出承诺，针对三种资金支出安排情况，分别承诺现金分红比例不低于20%、40%、80%。2020、2021年分别分红14.86亿元、17.37亿元，分红率分别为42.85%、35.39%，分红方案基本实现承诺。此外，公司在《2024年-2026年股东回报规划》中承诺，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%，高股息、高分红价值凸显。

### 投资现金流净额大幅变动，矿井建设推进，参与山西银行增资扩股

2022年，公司投资现金流净流出35.36亿元，同比2021年流出增加28.70亿元，主要系公司参与山西银行的增资扩股，投资金额为19亿元、持股比例7.33%。截止报告期末公司未取得股东资格，期末对山西银行的投资列示在“其他非流动资产”科目。截至2022年底，公司在建工程中：鑫顺煤矿整合系统工程（180万吨/年）进度已经达96.55%，庄子河矿工程（120万吨/年）进度已达81.12%。随着两矿建设工程接近完工，公司煤炭产量有望实现量增。

图表 10、山煤国际未来增量空间

项目名称	核定产能	工程进度
鑫顺煤矿	180 万吨/年	96.55%
庄子河煤矿	120 万吨/年	81.12%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资策略

在经济稳增长的大背景下，年内煤炭需求预计稳中向好，价格有望维持高位。公司同时基于优异的成本管理能力，公司自产煤高毛利率得以持续，煤炭板块受益煤价稳中向好赋予的价格弹性。同时，公司积极履行分红承诺，高比例分红有望维持。基于此，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 74.09/76.45/77.86 亿元，同比+6.1%/+3.2%/+1.8%，对应 EPS 为 3.74/3.86/3.93 元，对应 3 月 28 日的收盘价 PE 分别为 4.1/4.0/3.9 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

宏观经济波动、煤价下行、项目建设不及预期、环保安监政策变化等。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14203	20707	23956	27897
货币资金	10255	16847	20029	23818
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1795	1495	1608	1636
预付款项	377	379	384	411
存货	1016	1018	1033	1104
其他	760	969	901	929
<b>非流动资产</b>	31074	32155	33136	33772
长期股权投资	635	672	660	664
固定资产	14906	17301	18993	20591
在建工程	4964	5367	5731	6058
无形资产	5987	5460	4914	4373
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	639	-8	-717	-1405
其他	3944	3362	3556	3491
<b>资产总计</b>	45276	52863	57091	61669
<b>流动负债</b>	20386	19183	19051	19206
短期借款	1639	0	0	0
应付票据及应付账款	4227	3,971	4,117	4,367
其他	14521	15213	14935	14839
<b>非流动负债</b>	6172	3340	440	-2436
长期借款	3468	651	-2253	-5129
其他	2703	2689	2694	2692
<b>负债合计</b>	26558	22523	19492	16769
股本	1982	1982	1982	1982
资本公积	3351	3351	3351	3351
未分配利润	8089	15096	17522	19924
少数股东权益	3705	7984	12392	16884
<b>股东权益合计</b>	18718	30339	37600	44900
<b>负债及权益合计</b>	45276	52863	57091	61669

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	6981	7409	7645	7786
折旧和摊销	1761	1606	1740	1867
资产减值准备	31	-804	101	111
资产处置损失	-8	-15	-12	-13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	588	-176	-663	-1034
投资损失	112	0	0	0
少数股东损益	4014	4279	4409	4492
营运资金的变动	-91	1793	264	628
<b>经营活动产生现金流量</b>	13496	14169	13458	13845
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3535	-3287	-3222	-3244
<b>融资活动产生现金流量</b>	-11727	-4291	-7054	-6812
现金净变动	-1766	6592	3182	3789
现金的期初余额	10744	10255	16847	20029
现金的期末余额	8978	16847	20029	23818

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	46391	44058	45325	46802
营业成本	25591	23356	24448	25849
税金及附加	2242	2060	2143	2204
销售费用	558	513	534	549
管理费用	1601	1514	1560	1610
研发费用	335	275	298	303
财务费用	468	-176	-663	-1034
其他收益	29	28	28	28
投资收益	-112	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	65	0	0	0
资产减值损失	-31	0	0	0
资产处置收益	8	15	12	13
<b>营业利润</b>	15554	16557	17046	17362
营业外收入	8	10	9	10
营业外支出	441	369	393	385
<b>利润总额</b>	15121	16199	16663	16986
所得税	4126	4510	4609	4709
<b>净利润</b>	10995	11688	12054	12278
少数股东损益	4014	4279	4409	4492
<b>归属母公司净利润</b>	6981	7409	7645	7786
<b>EPS(元)</b>	3.52	3.74	3.86	3.93

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-3.46%	-5.0%	2.9%	3.3%
营业利润增长率	38.8%	6.4%	3.0%	1.9%
归母净利润增长率	41.4%	6.1%	3.2%	1.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.8%	47.0%	46.1%	44.8%
归母净利率	15.0%	16.8%	16.9%	16.6%
ROE	46.5%	33.1%	30.3%	27.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.7%	42.6%	34.1%	27.2%
流动比率	0.70	1.08	1.26	1.45
速动比率	0.65	1.03	1.20	1.40
<b>营运能力</b>				
资产周转率	101.7%	89.8%	82.4%	78.8%
应收账款周转率	1035.6%	976.9%	1033.7%	1030.2%
存货周转率	1840.4%	2063.2%	2155.1%	2182.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	3.52	3.74	3.86	3.93
每股经营现金	6.81	7.15	6.79	6.98
每股净资产	7.57	11.28	12.72	14.13
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	4.4	4.1	4.0	3.9
PB	2.0	1.4	1.2	1.1



## 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn