

# 山煤国际 (600546.SH)

## 业绩弹性凸显，分红前景广阔

**事件：公司发布2022年年度报告。**公司2022年实现营业总收入463.9亿元，同比下降3.46%；实现归母净利润69.8亿元，同比增长41.38%；分季度来看，公司2022年Q4单季实现营业收入107.6亿元，同比减少38.7%，环比下降25.7%；单季归母净利润15.9亿元，同比减少50.1%，环比下降14.3%。**全年营业收入略有下滑主因公司为了降低贸易煤业务风险，有意降低贸易煤销售比例，进而带来商品煤销售量的减少。对于未来，考虑到公司4000万吨自产煤中约1250万吨是炼焦煤，近30%煤炭销售结构不受长协煤限价政策影响，售价随行就市，有望贡献高业绩弹性。主营业务有望释放高弹性。**公司2022年煤炭板块实现营业收入458.9亿元，同比下降3.0%，实现毛利207.7亿元，同比增长45.3%。我们预计2023年煤炭市场结构性矛盾依旧，双轨制下煤价波动幅度或加大，考虑到公司高市场煤的销售比例，预计公司煤炭板块业务有望受益于煤炭售价的高弹性，业绩或存惊喜。

- **产量：**2022年实现产量4057万吨，同比增加0.4%，其中动力煤产量2811万吨，焦煤产量1247万吨；Q4单季生产原煤952万吨，同比下降13.7%，环比下降12.3%。
- **销量：**2022年实现销量5388万吨，同比下降21%，其中动力煤销量2583万吨，焦煤销量1113万吨；Q4单季销售商品煤1418万吨，同比下降19.1%，环比下降11.1%。
- **售价：**2022年煤炭销售均价852元/吨，同比上涨22.8%，其中动力煤销售均价566元/吨，焦煤销售均价1136元/吨；Q4单季销售均价742元/吨，同比下降32.5%，环比下降17.7%。
- **成本：**2022年煤炭销售成本466元/吨，同比上涨8.4%，其中动力煤销售成本148元/吨，焦煤销售成本305元/吨；Q4单季销售成本357元/吨，同比下降26.1%，环比下降34.9%。
- **毛利：**2022年吨煤毛利385元/吨，同比增长46.4%，其中动力煤吨煤毛利418元/吨，焦煤吨煤毛利831元/吨；Q4单季吨煤毛利385元，同比下降37.5%，环比增长9.0%。

**2022年分红63.89%，未来仍具提升空间。**根据公司2022年年报及年中利润分配方案，每股派息2.25元（2022年报派息1.8元/股+2022年中派息0.45元/股），合计分红比例63.89%，对应股息率14.8%。同时根据公司“2024-2026年股东回报计划”承诺未来分红比例不低于60%，结合我们对2023、2024年的业绩预期，2023、2024年股息率预计增至16.0%、16.8%，在行业高分红背景下，公司分红存在进一步提升预期空间。

**投资建议。**公司主营业务有望释放高弹性，2022年分红63.89%，未来仍具提升空间。我们预计公司2023年~2025年实现归母净利润分别为75.2亿元、79.1亿元、82.4亿元，EPS分别为3.79元、3.99元、4.15元，对应PE仅为4.0、3.8、3.6，维持“增持”评级。

**风险提示：**煤价大幅下跌，坏账风险爆发。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	48,054	46,391	47,311	47,636	47,965
增长率 yoy (%)	35.7	-3.5	2.0	0.7	0.7
归母净利润(百万元)	4,938	6,981	7,518	7,913	8,237
增长率 yoy (%)	497.4	41.4	7.7	5.3	4.1
EPS 最新摊薄(元/股)	2.49	3.52	3.79	3.99	4.15
净资产收益率(%)	54.4	58.7	43.7	32.9	26.7
P/E(倍)	6.1	4.3	4.0	3.8	3.6
P/B(倍)	2.5	2.0	1.6	1.2	1.0

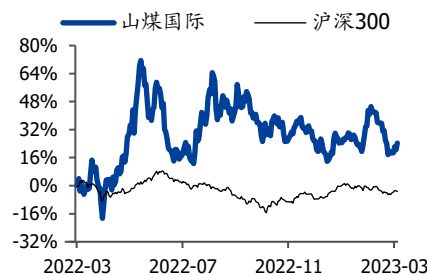
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年3月27日收盘价

### 增持(维持)

#### 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	增持
3月27日收盘价(元)	15.16
总市值(百万元)	30,054.04
总股本(百万股)	1,982.46
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	36.98

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《山煤国际(600546.SH)：业绩稳健释放，低估值高股息，投资价值凸显》2022-10-31
- 2、《山煤国际(600546.SH)：中期派息，价值凸显》2022-08-27
- 3、《山煤国际(600546.SH)：业绩弹性巨大，估值优势明显》2022-03-11





### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com