

➤ **事件:** 2023 年 3 月 27 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 463.91 亿元, 同比下降 3.46%, 主要原因系公司压缩低效贸易业务规模导致贸易收入下降; 实现归母净利润 69.81 亿元, 同比增长 41.38%。22Q4 公司实现营业收入 107.59 亿元; 实现归母净利润 15.87 亿元, 环比下降 14.32%。

➤ **现金流大幅改善, 资产负债率降低。** 2022 年第三、四季度, 公司现金流明显改善, 经营活动产生的现金流量净额环比增长 37.70% 和 44.22%; 22H2 合计偿债 53.6 亿元, 2022 年末资产负债率同比下降 10.11 个百分点至 58.66%。

➤ **年度累计股息率 14.84%, 2024-2026 年分红比率高于 60%。** 公司拟向全体股东派发现金股利 35.68 亿元 (含税) (每股 1.80 元), 占 2022 年末未分配利润的 94.3%; 叠加 2022 年半年度分红累计派发现金股利 44.61 亿元, 占 2022 年归母净利润的 63.89%; 以 2023 年 3 月 27 日股价测算, 两次分红累计股息率 14.84%, 处于市场较高水平。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%。我们认为, 未来公司股息配置价值有望进一步提升。

➤ **产量同比增长, 未来有望进一步释放。** 2022 年公司实现自产煤产量 4057.49 万吨, 同比增长 0.39%; 自产煤销量 3695.80 万吨, 同比下降 1.13%。2022 年公司 180 万吨/年鑫顺矿顺利完成竣工验收, 120 万吨/年庄子河矿建设进展顺利, 我们预计未来公司产量将稳步释放。

➤ **自产煤价格抬升明显, 成本优势提升盈利能力。** 2022 年公司自产煤售价为 737.53 元/吨, 同比增长 16.24%; 吨煤成本为 195.61 元/吨, 同比增长 8.10%; 自产煤毛利率为 73.48%, 同比增长 2 个百分点。公司自产煤成本仍处于行业较低水平, 进一步保障公司盈利空间, 叠加公司煤炭产品结构中市场煤占比相对较高, 且定价机制灵活, 公司业绩弹性充足, 在煤价高位运行周期中有望持续释放。

➤ **贸易煤毛利率小幅提升。** 贸易煤方面, 2022 年公司销售贸易煤 1692.03 万吨, 同比下降 45.08%, 贸易煤单位销售价格为 1101.05 元/吨, 同比增长 43.91%; 单位销售成本为 1057.34 元/吨, 同比增长 44.29%。煤炭贸易业务综合毛利率为 3.97%, 同比下降 0.25 个百分点。当前公司严控贸易风险, 追求高质量发展, 近年来煤炭贸易量持续下滑, 由于贸易业务毛利率较薄, 煤炭贸易量下滑有助于公司综合毛利率提升。未来伴随公司煤炭产销贸联动进一步加强, 公司煤炭贸易业务有望进一步加强。

➤ **投资建议:** 根据公司 2022 年年报, 公司计划 2023 年煤炭产量不低于 3700 万吨, 营业收入不低于 400 亿元, 考虑到公司长协占比低, 业绩弹性强, 且分红比例较高, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 74.60/81.20/85.37 亿元, 折合 EPS 分别为 3.76/4.10/4.31 元/股, 对应 2023 年 3 月 28 日收盘价的 PE 分别为 4/4/4 倍, 行业中估值较低。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 煤炭价格大幅下降; 在建项目进展不及预期。

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	8,120	8,537
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	4	4	4	4
PB	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
15.48 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 年三季度报点评: 22Q2 业绩环比基本持平, 持续追求高质量发展-2022/10/29
2. 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
3. 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
4. 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
5. 山煤国际 (600546.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 业绩大增, 高比例分红超预期-2022/04/30

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	125	103
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	17,838	18,741
营业外收支	-434	-302	-250	-250
利润总额	15,121	16,157	17,588	18,491
所得税	4,126	4,409	4,799	5,046
净利润	10,995	11,748	12,789	13,445
归属于母公司净利润	6,981	7,460	8,120	8,537
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	15,323	23,452	32,559
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	18,997	27,196	36,460
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	30,358	29,945	29,472
资产合计	45,276	49,355	57,141	65,931
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	2,753	2,841	2,933
非流动负债合计	6,172	5,824	5,741	5,732
负债合计	26,558	23,349	23,112	23,645
股本	1,982	1,982	1,982	1,982
少数股东权益	3,705	7,994	12,662	17,570
股东权益合计	18,718	26,006	34,029	42,286
负债和股东权益合计	45,276	49,355	57,141	65,931

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
成长能力 (%)				
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	8.86	5.13
盈利能力 (%)				
毛利率	44.84	48.35	50.17	50.32
净利润率	15.05	17.11	18.10	18.20
总资产收益率 ROA	15.42	15.11	14.21	12.95
净资产收益率 ROE	46.50	41.41	38.00	34.54
偿债能力				
流动比率	0.70	1.08	1.57	2.04
速动比率	0.62	1.00	1.48	1.95
现金比率	0.50	0.87	1.35	1.82
资产负债率 (%)	58.66	47.31	40.45	35.86
经营效率				
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	0.92	0.84	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	3.52	3.76	4.10	4.31
每股净资产	7.57	9.09	10.78	12.47
每股经营现金流	6.81	6.96	7.36	8.03
每股股利	2.25	2.40	2.62	2.75
估值分析				
PE	4	4	4	4
PB	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	1.54	1.08	0.60	0.12
股息收益率 (%)	14.53	15.53	16.91	17.77

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	10,995	11,748	12,789	13,445
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	13,801	14,588	15,926
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	-1,332	-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	-7,401	-5,367	-5,710
现金净流量	-1,766	5,068	8,128	9,107

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