

研究所
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 联系人: 王璇 S0350123020011
 wangx15@ghzq.com.cn

高煤价高业绩，高分红高承诺

——山煤国际（600546）2022 年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

	2023/03/27		
表现	1M	3M	12M
山煤国际	-14.4%	-1.9%	25.5%
沪深 300	-0.8%	3.2%	-3.9%

市场数据

	2023/03/27
当前价格(元)	15.16
52 周价格区间(元)	10.86-21.95
总市值(百万)	30,054.04
流通市值(百万)	30,054.04
总股本(万股)	198,245.61
流通股本(万股)	198,245.61
日均成交额(百万)	926.82
近一月换手(%)	1.62

事件:

山煤国际发布 2022 年年度报告: 2022 年公司实现营业收入 463.9 亿元, 同比减少 3.5%, 归属于上市公司股东净利润 69.8 亿元, 同比增加 41.4%, 扣非后归属于上市公司股东净利润 71.9 亿元, 同比增加 44.8%。基本每股收益为 3.52 元, 同比增加 41.4%。加权平均 ROE 为 52.07%, 同比增加 8.45 个百分点。

分季度看, 2022 年第四季度, 公司实现营业收入 107.6 亿元, 环比减少 25.7%, 同比减少 38.6%; 实现归属于上市公司股东净利润 15.9 亿元, 环比减少 14.3%, 同比减少 50.1%; 实现扣非后归母净利润 16.8 亿元, 环比减少 11.2%, 同比减少 47.0%。

投资要点:

- 压减贸易优化销售，高额分红提高承诺:** 2022 年公司进一步优化销售结构, 压减贸易煤规模, 虽然收入规模有所降低, 但整体毛利率由 38% 提升至 45%。公司经营向好, 业绩高增的同时, 持续提升股东回报, 根据公司 2022 年度利润分配方案, 拟派发每股现金红利 1.8 元, 考虑 2022 年半年度分红 8.9 亿元后, 全年分红总额达到 44.6 亿元, 占当年归母净利润 64%, 以 2023 年 3 月 27 日收盘价计算, 股息率达到 14.4%。同时, 公司发布《2024 年-2026 年股东回报规划》, 公司拟将 2024 年-2026 年公司现金分红比例进一步明确, 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%。公司提升分红承诺, 未来高分红可期。
- 自产煤业务: 产销基本持平, 价格大幅上涨。** 2022 年, 公司煤炭产量 4057.5 万吨, 同比+0.39%, 商品煤销量 3695.8 万吨, 同比-1.13%, 基本持平。业绩增长主要由于公司煤炭售价大幅上涨, 公司自产煤平均售价达到 738 元/吨, 同比+16.2%, 其中动力煤同比+11.2%, 冶金煤平均+26%; 平均成本 196 元/吨, 同比+8.1%, 其中动力煤平均+13.6%, 冶金煤平均+6%。
- 贸易煤业务: 规模缩减, 毛利微降。** 公司持续压减效益较低的贸易煤业务, 2022 年公司贸易煤销量 1692 万吨, 同比-45%, 规模大幅压减。2022 年煤炭价格大幅上涨, 贸易煤成本大幅增加, 毛利率由 2021 年的 4.2% 下降至 4%, 吨煤毛利由 32 元提升至 44 元。贸易煤业务

整体效益较低，业绩贡献较小。

- **盈利预测与估值：**我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 72.3/75.6/76.9 亿元，同比 +3%/+5%/+2%；EPS 分别为 3.64/3.81/3.88 元，对应当前股价 PE 为 4.16/3.97/3.91 倍。公司煤炭销售价格弹性大，资产质量持续改善，经营业绩向好，重视股东回馈，高分红高股息特点突出，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭市场价格大幅下跌风险；安全生产事故风险；煤矿达产进度不及预期风险；贸易煤业务亏损风险；政策调控力度超预期风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	46391	43834	43121	41926
增长率（%）	-3	-6	-2	-3
归母净利润（百万元）	6981	7225	7562	7688
增长率（%）	41	3	5	2
摊薄每股收益（元）	3.52	3.64	3.81	3.88
ROE（%）	46	36	30	25
P/E	4.12	4.16	3.97	3.91
P/B	1.91	1.50	1.18	0.98
P/S	0.62	0.69	0.70	0.72
EV/EBITDA	1.43	0.98	0.47	-0.09

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山煤国际盈利预测表

证券代码:	600546				股价:	15.16		投资评级:	买入		日期:	2023/03/27	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	46%	36%	30%	25%	EPS	3.52	3.64	3.81	3.88				
毛利率	45%	48%	50%	52%	BVPS	7.57	10.12	12.79	15.51				
期间费率	6%	5%	5%	5%	估值								
销售净利率	15%	16%	18%	18%	P/E	4.12	4.16	3.97	3.91				
成长能力					P/B	1.91	1.50	1.18	0.98				
收入增长率	-3%	-6%	-2%	-3%	P/S	0.62	0.69	0.70	0.72				
利润增长率	41%	3%	5%	2%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.02	0.79	0.67	0.57	营业收入	46391	43834	43121	41926				
应收账款周转率	32.90	62.30	31.34	64.91	营业成本	25591	22730	21530	20222				
存货周转率	45.68	34.86	48.15	37.21	营业税金及附加	2242	2118	2084	2026				
偿债能力					销售费用	558	527	519	504				
资产负债率	59%	50%	41%	35%	管理费用	1601	1513	1488	1447				
流动比	0.70	1.28	1.86	2.48	财务费用	468	254	192	93				
速动比	0.62	1.19	1.78	2.39	其他费用/(-收入)	335	317	312	303				
					营业利润	15554	16304	16927	17262				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	-434	-434	-434	-434				
现金及现金等价物	10255	21332	30343	40958	利润总额	15121	15870	16494	16829				
应收款项	1795	1055	1749	977	所得税费用	4126	4463	4570	4698				
存货净额	1016	1257	896	1127	净利润	10995	11407	11924	12131				
其他流动资产	1137	1119	1042	1058	少数股东损益	4014	4182	4362	4443				
流动资产合计	14203	24763	34030	44119	归属于母公司净利润	6981	7225	7562	7688				
固定资产	14906	16262	17243	17906									
在建工程	4964	4189	3607	3172	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	10570	9685	8800	7915	经营活动现金流	13496	13308	13401	15040				
长期股权投资	635	522	410	298	净利润	6981	7225	7562	7688				
资产总计	45276	55421	64091	73410	少数股东权益	4014	4182	4362	4443				
短期借款	1639	1639	1639	1639	折旧摊销	1786	1581	1762	1936				
应付款项	4227	4292	3777	3802	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-91	-579	-1242	19				
其他流动负债	14520	13360	12889	12357	投资活动现金流	-3535	-1697	-1695	-1693				
流动负债合计	20386	19291	18305	17799	资本支出	-1635	-2079	-2079	-2079				
长期借款及应付债券	3468	5468	5468	5468	长期投资	-1900	105	105	105				
其他长期负债	2703	2703	2703	2703	其他	0	277	279	281				
长期负债合计	6172	8172	8172	8172	筹资活动现金流	-11727	-534	-2695	-2733				
负债合计	26558	27463	26477	25970	债务融资	-4879	2000	0	0				
股本	1982	1982	1982	1982	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	18718	27958	37614	47439	其它	-6848	-2534	-2695	-2733				
负债和股东权益总计	45276	55421	64091	73410	现金净增加额	-1766	11077	9011	10614				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，6年行业经验

王璇，能源开采行业研究员，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。