

山煤国际 (600546.SH) 煤价大涨盈利高增，业绩弹性有望进一步释放

2022 年 05 月 04 日

——公司年报及一季报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

陈晨（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

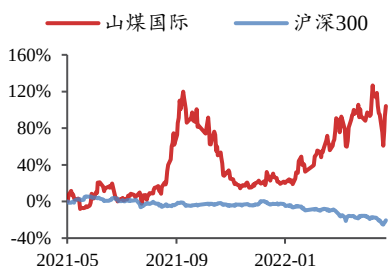
chenchen1@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

日期	2022/4/29
当前股价(元)	14.05
一年最高最低(元)	16.97/6.29
总市值(亿元)	278.54
流通市值(亿元)	278.54
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	211.8

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司业绩预告点评-业绩增长超 4 倍，受益煤价弹性充分释放》
-2022.1.21

● 煤价大涨盈利高增，业绩弹性有望进一步释放

公司发布年报，2021 年实现营收 480.5 亿元，同比+35.7%；归母净利润 49.4 亿元，同比+497.4%；扣非净利润 49.7 亿元，同比+482.3%。同时，公司发布一季报，2022 年 Q1 实现营收 107.7 亿元，同比+14.9%；归母净利润 16.5 亿元，同比+418.2%；扣非净利润 17.0 亿元，同比+409.4%。因煤炭行业景气度向好，煤炭市场价格持续上涨，公司全面推行精益化管理，科学管控成本，适度释放先进产能，煤炭盈利能力大幅提升。考虑公司 Q1 业绩同比高增，我们适当上调盈利预测并新增 2024 年预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 56.4/59.0（前值 50.4/51.2）/62.0 亿元，同比增长 14.2%/4.7%/5.1%；EPS 分别为 2.84/2.98/3.13 元；对应当前股价 PE 为 4.9/4.7/4.5 倍。维持“买入”评级。

● 煤价大涨盈利高增，Q1 业绩再增长

2021 年公司煤炭产量 4042 万吨，同比+6.6%，煤炭销量 6819 万吨，同比-26.1%。**自产煤**：销量 3738 万吨，同比+8.4%，售价 635 元/吨，同比+83.9%，成本 181 元/吨，毛利 454 元/吨（绝对值+273 元/吨），同比+151.4%，公司自产煤成本较低，受益于煤炭价格高涨，自产煤盈利大增。**贸易煤**：销量 3081 万吨，同比-46.7%，售价 765 元/吨，同比+91.7%，毛利 32 元/吨，同比+144.0%，煤炭价格高涨致贸易煤销量有所下降。2022 年 Q1 公司商品煤销量 1216 万吨，同比-45.3%，综合售价 878 元/吨，同比+111.3%，毛利 380 元/吨（绝对值+297 元/吨），同比+358.2%，煤炭价格高位叠加贸易煤减少，吨煤毛利大增，Q1 业绩继续增长。

● 煤价中枢抬高，业绩弹性&分红比例有望持续

煤价中枢抬高：2022 年 4 月秦港 Q5500 动力煤平仓价为 1195 元/吨，相比 Q1 上涨 1.8%，山西主焦煤 4 月均价 3118 元/吨，相比 Q1 上涨 28.9%，煤价中枢抬高。发改委煤炭长协价格新机制于 5 月 1 日执行，公司长协比例较低，受益于煤价灵活定价机制，业绩弹性有望进一步释放。**下游需求向好**：随着疫情缓解和稳增长政策发力，工业用电需求有望反弹，动力煤需求向好；炼焦煤国内无明显增量且没有保供政策，澳洲主焦煤长期短缺，煤价仍有上涨动能。**高比例分红**：2021 年度分配方案拟为每 10 股派发现金股利 15.67 元（含税），共计 31.1 亿元，分红比例高达 62.9%，对应当前股价股息率为 11.2%，公司盈利向好，分红有望持续。

● **风险提示**：经济增速低于预期；煤炭价格下跌风险；光伏项目进展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35,422	48,054	46,073	47,067	48,150
YOY(%)	-5.9	35.7	-4.1	2.2	2.3
归母净利润(百万元)	827	4,938	5,637	5,903	6,201
YOY(%)	-29.5	497.4	14.2	4.7	5.1
毛利率(%)	20.0	37.9	43.3	44.0	44.7
净利率(%)	2.3	10.3	12.2	12.5	12.9
ROE(%)	8.6	54.4	43.5	31.3	24.7
EPS(摊薄/元)	0.42	2.49	2.84	2.98	3.13
P/E(倍)	33.7	5.6	4.9	4.7	4.5
P/B(倍)	3.9	2.4	1.9	1.4	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,487	16,672	15,797	31,738	39,132
现金	5,305	11,921	8,725	27,646	31,961
应收票据及应收账款	2,031	1,221	2,965	1,067	2,956
其他应收款	542	162	824	112	812
预付账款	916	574	1,416	467	1,414
存货	1,299	1,543	1,020	1,540	1,044
其他流动资产	394	1,251	848	907	945
非流动资产	29,749	29,305	28,364	27,382	26,339
长期投资	904	747	847	947	1,047
固定资产	15,339	14,515	15,899	15,964	15,502
无形资产	6,280	6,222	6,356	6,463	6,543
其他非流动资产	7,226	7,820	5,262	4,008	3,248
资产总计	40,236	45,977	44,161	59,120	65,472
流动负债	17,857	22,410	13,892	18,828	14,897
短期借款	4,771	2,428	2,428	2,428	2,428
应付票据及应付账款	4,120	5,365	2,628	5,336	2,803
其他流动负债	8,965	14,616	8,836	11,064	9,666
非流动负债	11,469	9,206	10,343	11,284	12,026
长期借款	8,843	6,546	7,691	8,637	9,382
其他非流动负债	2,626	2,661	2,652	2,648	2,644
负债合计	29,326	31,616	24,235	30,112	26,923
少数股东权益	1,824	2,531	5,566	8,745	12,084
股本	1,982	1,982	1,982	1,982	1,982
资本公积	3,372	3,351	3,351	3,351	3,351
留存收益	1,453	6,098	13,902	22,076	30,662
归属母公司股东权益	9,086	11,830	14,360	20,263	26,464
负债和股东权益	40,236	45,977	44,161	59,120	65,472

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,277	16,235	2,569	19,045	4,628
净利润	935	7,815	8,672	9,082	9,541
折旧摊销	1,274	1,528	1,363	1,461	1,518
财务费用	1,052	803	795	787	779
投资损失	-1	141	-0	-0	-0
营运资金变动	-16	4,233	-8,255	7,716	-7,209
其他经营现金流	1,032	1,715	-5	-0	-0
投资活动现金流	-1,487	-665	-422	-479	-475
资本支出	673	640	881	22,349	22,322
长期投资	-814	-41	-100	-0	-100
其他投资现金流	-1,628	-66	359	21,870	21,747
筹资活动现金流	-5,623	-9,059	-5,343	354	162
短期借款	-4,813	-2,343	-0	-0	-0
长期借款	1,774	-2,297	1,145	945	745
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	21	-21	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-2,605	-4,398	-6,488	-591	-583
现金净增加额	-2,833	6,511	-3,196	18,921	4,315

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,422	48,054	46,073	47,067	48,150
营业成本	28,351	29,862	26,139	26,352	26,609
营业税金及附加	1,020	2,096	1,843	1,883	1,926
营业费用	416	523	530	541	554
管理费用	1,501	1,637	1,382	1,412	1,445
研发费用	135	206	190	197	201
财务费用	1,052	803	795	787	779
资产减值损失	-64	-389	50	50	-0
其他收益	19	26	22	23	23
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	1	-141	-0	-0	-0
资产处置收益	0	28	-0	-0	-0
营业利润	1,983	11,210	15,165	15,868	16,660
营业外收入	8	15	12	12	13
营业外支出	208	224	226	222	224
利润总额	1,783	11,001	14,952	15,658	16,449
所得税	848	3,186	6,280	6,576	6,909
净利润	935	7,815	8,672	9,082	9,541
少数股东损益	109	2,877	3,035	3,179	3,339
归母净利润	827	4,938	5,637	5,903	6,201
EBITDA	3,741	12,769	16,330	16,957	17,530
EPS(元)	0.42	2.49	2.84	2.98	3.13

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-5.9	35.7	-4.1	2.2	2.3
营业利润(%)	-28.5	465.3	35.3	4.6	5.0
归属于母公司净利润(%)	-29.5	497.4	14.2	4.7	5.1
获利能力					
毛利率(%)	20.0	37.9	43.3	44.0	44.7
净利率(%)	2.3	10.3	12.2	12.5	12.9
ROE(%)	8.6	54.4	43.5	31.3	24.7
ROIC(%)	4.8	32.4	33.7	27.4	23.3
偿债能力					
资产负债率(%)	72.9	68.8	54.9	50.9	41.1
净负债比率(%)	112.8	6.2	13.3	-52.2	-48.0
流动比率	0.6	0.7	1.1	1.7	2.6
速动比率	0.4	0.6	0.9	1.5	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8
应收账款周转率	14.9	29.6	22.0	23.3	23.9
应付账款周转率	7.5	6.3	6.5	6.6	6.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	2.49	2.84	2.98	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	8.19	1.30	9.61	2.33
每股净资产(最新摊薄)	3.57	5.97	7.24	10.22	13.35
估值比率					
P/E	33.7	5.6	4.9	4.7	4.5
P/B	3.9	2.4	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA	11.2	2.4	2.2	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn