

山煤国际（600546.SH）/煤炭开采行业

证券研究报告/公司点评

2024年9月1日

评级：买入（维持）

市场价格：11.56元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：鲁昊

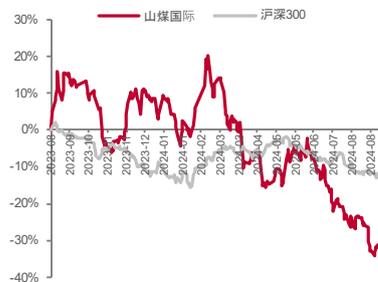
电话：

Email: luhao@zts.com.cn

百

基本状况

总股本(百万股)	1,982
流通股本(百万股)	1,982
市价(元)	11.56
市值(百万元)	22,917
流通市值(百万元)	22,917

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、山煤国际（600546.SH）2022 年度业绩点评：Q4 成本下降超预期，经营业绩历史新高
- 2、山煤国际（600546.SH）2022 年三季度报点评：高煤价带来高弹性，业绩增长值得期待
- 3、山煤国际（600546.SH）2022 年中报点评：煤价大涨带动业绩释放，中期分红积极回馈股东
- 4、山煤国际（600546.SH）研究简报：经营质量改善，业绩弹性凸显

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	46,391	37,371	33,670	32,164	30,969
增长率 yoy%	-3%	-19%	-10%	-4%	-4%
净利润（百万元）	6,981	4,260	2,981	3,237	3,449
增长率 yoy%	41%	-39%	-30%	9%	7%
每股收益（元）	3.52	2.15	1.50	1.63	1.74
每股现金流量	6.81	3.02	3.02	3.48	3.54
净资产收益率	37%	21%	13%	13%	13%
P/E	3.3	5.4	7.7	7.1	6.6
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

备注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

投资要点
■ 山煤国际于 2024 年 8 月 30 日发布 2024 半年报：

- 2024 上半年公司实现营业收入 140.57 亿元，同比减少 32.01%；归母净利润 12.91 亿元，同比减少 57.79%；扣非归母净利润 13.80 亿元，同比减少 55.67%；经营活动产生的现金流量净额为 23.81 亿元，同比减少 17.57%。基本每股收益 0.65 元，同比减少 57.79%；加权 ROE 为 8.01%，同比下降 11.48 个百分点。
- 2024Q2 公司实现营业收入 77.01 亿元，同比减少 23.20%，环比增长 21.17%；归母净利润 7.07 亿元，同比减少 48.42%，环比增长 21.30%；扣非归母净利润 7.77 亿元，同比减少 44.04%，环比增长 28.84%。

■ 煤炭业务：Q2 产量环比增长，煤价下滑压制业绩。

- 2024 年上半年煤炭业务实现营业收入 137.54 亿元，同比减少 32.47%；营业成本 90.74 亿元，同比减少 20.17%；实现毛利润 46.81 亿元，同比减少 48.01%。2024Q2 公司实现煤炭营业收入 75.53 亿元（同比-23.28%，环比+21.81%），营业成本 49.08 亿元（同比-15.75%，环比+17.81%），实现毛利润 26.45 亿元（同比-34.18%，环比+29.98%）。
- 产销量方面，Q2 产销量环比增长。2024 年上半年煤炭产量 1538 万吨，同比减少 27.40%；销量 2083 万吨，同比减少 22.71%，其中自产煤、贸易煤销量分别为 1192、891 万吨，同比分别-38.51%、+17.77%。2024Q2 产量 787 万吨（同比-25.50%，环比+4.68%）；销量 1154 万吨（同比-20.67%，环比+24.12%），其中自产煤销量为 646 万吨（同比-33.27%，环比+18.21%）、贸易煤销量为 508 万吨（同比+4.38%，环比+32.53%）。受 2023 年高基数影响，上半年产量同比大幅下滑，但 Q2 产量环比改善。
- 价格方面，“精煤制胜”战略，自产煤价格降幅减缓。2024 年上半年平均价格为 660 元/吨，同比减少 12.63%，其中自产煤、贸易煤价格分别为 686 元/吨、626 元/吨，同比分别-6.11%、-23.69%。2024Q2 平均价格 655 元/吨（同比-3.28%，环比-1.86%），其中自产煤价格为 706 元/吨（同比+6.65%，环比+6.58%）、贸易煤价格为 590 元/吨（同比-16.59%，环比-12.51%）。近年来公司深入推行“精煤制胜”战略，自产原煤入洗量明显增加，自产煤售价降幅远低于贸易煤售价。
- 成本方面，Q2 自产煤成本环比改善。2024 年上半年平均单位成本为 436 元/吨，同比增长 3.29%。其中自产煤、贸易煤成本分别为 307 元/吨、608 元/吨，同比分别+9.68%、-22.34%；平均单位毛利为 225 元/吨，同比减少 32.73%，其中自产煤、贸易煤单位毛利分别为 379 元/吨、18 元/吨，同比分别-15.92%、-51.49%。2024Q2 平均单位成本 425 元/吨（同比+6.20%，环比-5.08%）。其中自产煤平均成本为 306 元/吨（同比+18.30%，环比-0.85%）、贸易煤单位成本为 578 元/吨（同比-15.47%，环比-10.79%）；平均单位毛利 229 元/吨（同比-17.03%，环比+4.73%），其中自产煤单位毛利为 400 元/吨（同比-0.81%，环比+13.06%）、贸易煤单位毛利为 12 元/吨（同比-48.76%，环比-54.21%）。

- 盈利预测、估值及投资评级：考虑煤价下滑以及山西强安检影响，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 336.70、321.64、309.69 亿元，实现归母净利润分别为 29.81、32.37、34.49 亿元（2024-2026 年原预测值为 53.06、56.74、59.87 亿元），每股收益分别为 1.50、1.63、1.74 元，当前股价 11.56 元，对应 PE 分别为 7.7X/7.1X/6.6X 维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**煤炭价格大幅下跌、产能利用率不及预期、研报使用信息数据更新不及时风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。