

类型：首次覆盖

评级：谨慎推荐

当前价格：10.40
(2025.3.7)**山煤国际 (600546.SH)**

发布时间：2025-3-13

证券研究报告 · 公司深度报告

聚焦主业精细化管理，提升效率成本优势突出

历史股价走势图



公司基本数据

52周内股价区间：10.16-18.86

总市值(亿元)：208

流通市值(亿元)：208

总股本(亿股)：19.82

分析师介绍

大同证券研究中心

分析师：刘永芳

执业证书编号：S0770524100001

E-mail:
liuyongfang@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号

山西世贸中心A座F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>**投资要点：**

公司起家于煤，专注于煤。山煤国际是一家以贸易起家的煤炭公司，山煤集团持有山煤国际57.91%股份，背靠山西焦煤，实际控制人为山西省国资委。公司以自有煤矿为基础，以货源组织、运输仓储服务为保障，以产稳销、以销促贸，贸服结合，积极构建产运销贸协同发展、联动发力的经营模式，实现从煤炭生产商向能源供应综合服务商转变。

公司盈利能力仍向好，成本优势突出。2024上半年山西省开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，山西煤企产销量均出现明显下降，公司业绩虽有波动但表现仍较好，2024年前三季度毛利为76.15亿元，毛利率34.67%，居同行前列。公司推行成本领先战略，树立全员成本意识，三项费用呈下降趋势，并加强资金回笼，提升使用效率。

战略深耕煤炭生产业务，辅以煤炭贸易业务。公司煤种丰富，下属煤矿合资居多，目前拥有在产矿井14座。煤炭生产业务毛利率高，盈利能力较强，2023年毛利率为58.85%，其中动力煤长协保供，冶金煤以质论价，稳定盈利预期。贸易煤业务经受压缩后，当前销量保持平稳，追求高质量发展，在公司低成本领先战略下，毛利率再上台阶，由2018年的1.94%提升至2023年的4.34%。

煤炭供需将达到平衡，煤价有望止跌企稳。**供给端：**当前在煤炭库存高企、煤价下跌和推动煤炭高效清洁利用等的现状下，将倒逼企业稳定和控制煤炭产量，推动煤炭供需回到平衡点；随着内贸煤市场下跌、进口低卡煤价差收窄和进口中卡煤价持续倒挂，煤炭进口量有望收缩。**需求端：**受房地产基建拖累，当前需求较为疲软，但我国政府多次强调持续用力推动房地产市场止跌回稳，增加基建方面的建设；叠加海外方面，若美俄乌和谈顺利，乌克兰重建对铁等资源将产生较大需求。整体看，随着经济好转，煤炭需求提升，煤价有望窄幅波动，最终止跌企稳。

盈利预测：预计2024-2026年，公司实现收入281.53/305.17/323.80亿元。对应EPS分别为1.40/1.57/1.73元/股，我们给予公司2025年对应目标价14.13元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：国际环境不确定性增强，煤炭需求不及预期

目 录

一、公司概况：起家于煤，专注于煤	4
（一）以煤起家，背靠山西焦煤集团	4
（二）专注于煤，产运销贸协同发展	5
二、公司运营：盈利能力仍向好，成本优势突出	5
（一）精细化管理，盈利能力仍向好	5
（二）低成本优势凸显，智能化技术提升效率	8
（三）现金流量充裕高分红可期，低估值高股息有吸引力	10
三、公司业务：战略深耕煤炭生产，辅以煤炭贸易业务	12
（一）煤炭生产业务盈利能力较强	12
（二）煤炭贸易业务追求高质量发展	15
四、未来展望：煤炭供需将达到平衡，煤价有望止跌企稳	16
（一）国内供给增幅有望降低，煤炭进口量或将缩减	16
（二）当前需求较为疲软，未来需求增加有可期	18
（三）供需失衡缓解后，助推煤价企稳	19
五、盈利预测与投资建议	20
（一）盈利预测	20
（二）估值分析与投资建议	22

图 表

图表1	山煤国际股权结构	4
图表2	山煤国际主要业务	5
图表3	山煤国际营业收入	6
图表4	山煤国际归母净利润	6
图表5	山煤国际毛利及毛利率	7
图表6	主要煤炭企业毛利率(%)	7
图表7	山煤国际资产负债率	7
图表8	山煤国际负债情况(亿元)	7
图表9	山煤国际ROE(%)	8
图表10	主要煤炭企业ROE(%)	8
图表11	山煤国际各项费用(亿元)	9
图表12	山煤国际各项费用率(%)	9
图表13	主要煤炭企业成本费用利润率(%)	9
图表14	山煤国际研发费用(亿元)	10
图表15	山煤国际吨煤营业成本(元/吨)	10
图表16	山煤国际应收应付票据及账款(亿元)	10
图表17	山煤国际应付账款列示(亿元)	10
图表18	现金流量净额及货币资金	11
图表19	山煤国际归母净利润及分红	11
图表20	山煤国际分位点和PE(TTM)	11
图表21	山煤国际和沪深300股息率	11
图表22	山煤国际资源储量	12
图表23	山煤国际主要矿区	13
图表24	山煤国际煤炭产销量(万吨)	13
图表25	山煤国际动力煤产销量	14
图表26	山煤国际冶金煤产销量	14
图表27	山煤国际煤炭生产业务毛利和毛利率	14
图表28	动力吨煤成本及毛利	15
图表29	冶金吨煤成本及毛利	15
图表30	山煤国际贸易煤销量(万吨)	16
图表31	山煤国际煤炭贸易业务毛利和毛利率	16
图表32	中国煤炭产量及增速	17
图表33	固定资产投资完成额同比增速(%)	17
图表34	中国煤及褐煤进口数量及同比	18
图表35	2024年中国从不同国家进口煤炭的占比	18
图表36	中国历年发电量	19
图表37	2024年中国电力装机容量占比	19
图表38	中国历年粗钢产量及同比	19
图表39	中国历年水泥产量及同比	19
图表40	秦皇岛山西产动力末煤平仓价(元/吨)	20
图表41	公司煤炭生产业务和煤炭贸易业务经营预测	21
图表42	公司各业务盈利预测	22
图表43	可比公司估值、预测	23

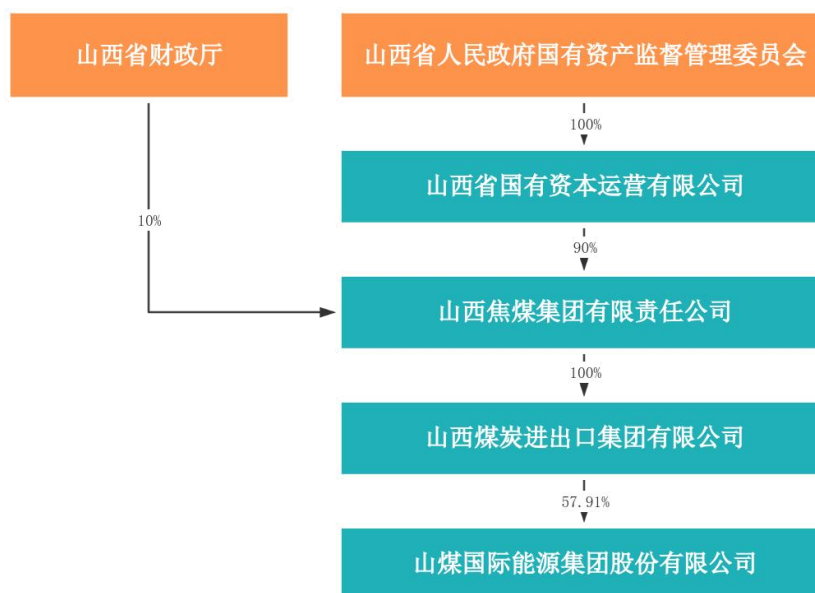
一、公司概况：起家于煤，专注于煤

（一）以煤起家，背靠山西焦煤集团

山煤国际能源集团股份有限公司，A股简称“山煤国际”，成立于1980年，总部位于山西太原，是一家以贸易起家的煤炭公司，当前山煤集团持有山煤国际57.91%股份。

山煤集团的前身山西省地方煤炭对外贸易公司，2009年，山煤集团对中油化建实施资产重组，实现借壳上市，后更名为“山煤国际”，所以公司前身为中油吉林化建工程股份有限公司；2012-2015年，煤炭价格大幅下跌，叠加贸易业务管理不善，公司连续两年发生亏损；2016年被实施退市风险警告，在山西省政府、山煤集团支持下，实施“三年三步走”战略，严控贸易风险，压缩贸易规模，全面强化贸易风控体系，同时剥离亏损贸易子公司，走出困难阶段；2020年4月，山西国运将所持有的山煤集团100%股权无偿划转至焦煤集团，山煤集团成为焦煤集团全资子公司，实际控制人仍为山西省国资委。

图表1 山煤国际股权结构



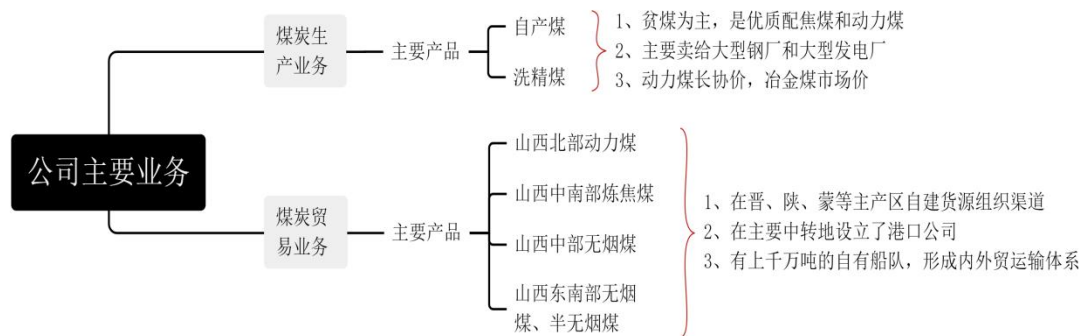
数据来源：公司公告，大同证券

（二）专注于煤，产运销贸协同发展

公司以自有煤矿为基础，以货源组织、运输仓储服务为保障，以产稳销、以销促贸，贸服结合，积极构建产运销贸协同发展、联动发力的经营模式，实现从煤炭生产商向能源供应综合服务商转变。

公司专注于煤炭两大业务，一是煤炭生产业务，主要产品为自产煤及洗精煤，下属煤矿位于大同、忻州、临汾、长治、晋城等煤炭主产区，煤种多以贫煤为主，具有低硫、低灰分、高发热量等特点，属于优质的配焦用煤和动力用煤，主要销售给大型炼钢企业和大型发电厂。二是煤炭贸易业务，产品包括山西地区北部动力煤、中南部炼焦煤、中部无烟煤及东南部无烟、半无烟煤，主要用于电力及冶金行业。公司从事煤炭贸易业务三十余年，在山西、陕西、内蒙等全国煤炭主产区建立了货源组织渠道，在主要中转地设立了港口公司，年港口中转能力约五千万吨，依托年运输能力上千万吨的自有船队，形成了覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立完善的煤炭内、外贸运销体系。

图表2 山煤国际主要业务



数据来源：公司公告，大同证券

二、公司运营：盈利能力向好，成本优势突出

（一）精细化管理，盈利能力仍向好

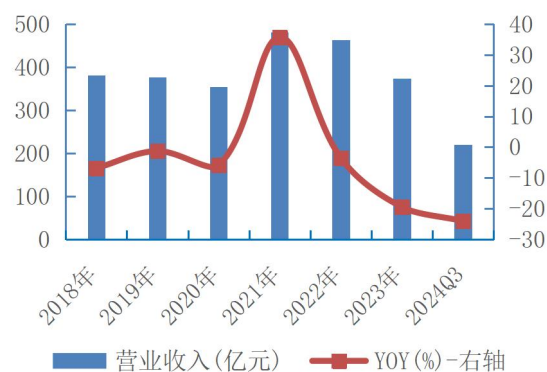
受煤炭市场走弱和严监管的影响，业绩出现一定下滑，但表现处于历史较高水平。2021-2022年由于疫情扰动、俄乌冲突、天然气价格上涨，使多国燃料由天然气向煤炭转换，叠加极端天气

使核电、新能源出力下降，煤炭需求得到大幅释放。我国积极释放产能弥补前期产量缺口，保障能源供应，煤价出现大幅上涨，从而带动煤炭企业业绩表现亮眼，2021年山煤国际营业收入480.54亿元，同比上涨35.55%，实现归母净利润49.38亿元，同比大幅增长497.42%。

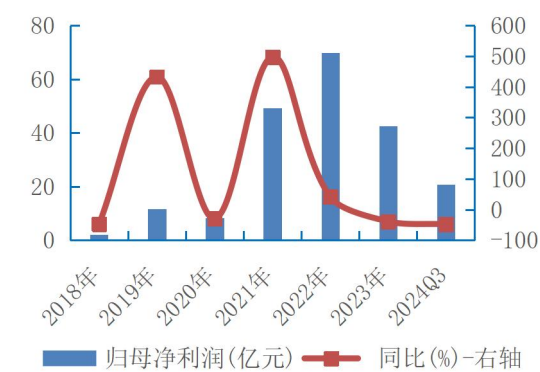
2022年下半年随着疫情管控逐步放开，消费降级情绪席卷，全球经济不景气，煤炭过多产能无法消耗，导致煤价开始走低，煤企业绩开始出现下滑，2023年山煤国际营业收入373.71亿元，同比下降19.44%，实现归母净利润42.6亿元，同比下降38.53%。

2024上半年山西省开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治、安全督导检查等行动，山西煤企产销量均出现明显下降，由于煤炭价格处于历史偏高位置，公司业绩虽有波动但表现仍较好，2024年前三季度山煤国际营业收入219.65亿元，同比下降23.99%，实现归母净利润20.82亿元，同比降低47.91%。

图表3 山煤国际营业收入



图表4 山煤国际归母净利润



数据来源：Wind，大同证券

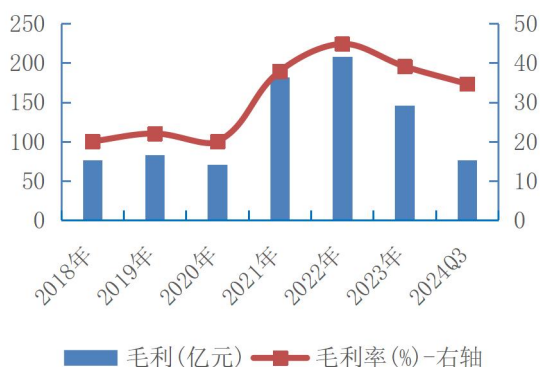
数据来源：Wind，大同证券

追求精细化管理，毛利率居同行前列。公司聚焦主业，持续强化“先进产能”、“资源扩增”、“精煤制胜”和“配煤战略”四大战略，建立常态化销贸运进协同联动工作机制。基于自产和贸易业务模式，与多家终端客户建立深度合作关系，特别是坚持实施“配煤战略”发挥自产煤资源和质量优势，推进区域洗配煤中心建设，探索推广数字配煤技术应用。

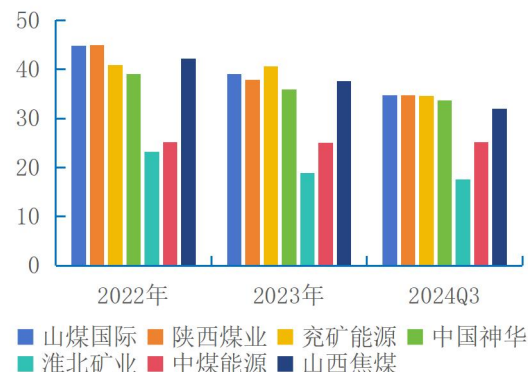
公司毛利在2022年达到最高点为208亿元，毛利率44.84%，2022年之后受多重因素影响，毛利出现下滑，2024前三季度毛利为76.15亿元，毛利率为34.67%，在公司精细化管理下，成本优势

凸显，2022年毛利率44.84%，在主要公司中排名第二，2023年毛利率39.12%，排名第二，2024前三季度毛利率34.67%，排名第三。

图表5 山煤国际毛利及毛利率



图表6 主要煤炭企业毛利率(%)



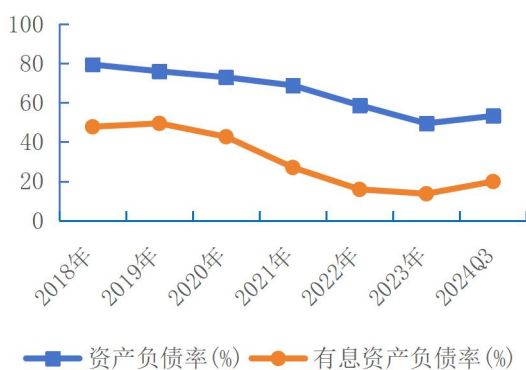
数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

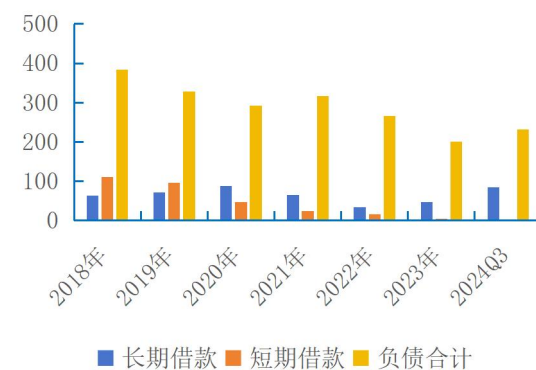
盈利能力提升助力摆脱历史包袱，长期借款增多筹备资源接续。2018-2022年公司调整战略，转向以煤炭生产为主、煤炭贸易为辅的布局，叠加资源整合、精细化管理和煤价缓步抬升，盈利能力增强，ROE显著从4.22%攀升到52.01%，资产负债率从79.37%下降到58.66%，有息资产负债率由47.74%下降到15.89%，公司2022年之后减值金额大幅减少，摆脱历史包袱，资产负债表得以修复。

2024年以来LPR利率不断调降，公司考虑资源接续和调整融资结构，增加银行借款，致使有息资产负债率提升，主要以长期借款为主，截至2024Q3长期借款84.99亿元，相较2023年46.51亿元，大幅增加38.48亿元，短期借款由2023年5亿元调降到0；受煤价走低影响，ROE出现下滑，2024Q3为12.89%，同比下降13.12%，但在同行业中仍具有较强竞争优势。

图表7 山煤国际资产负债率



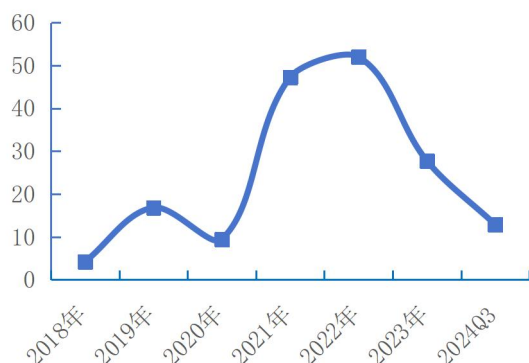
图表8 山煤国际负债情况(亿元)



数据来源：Wind，大同证券

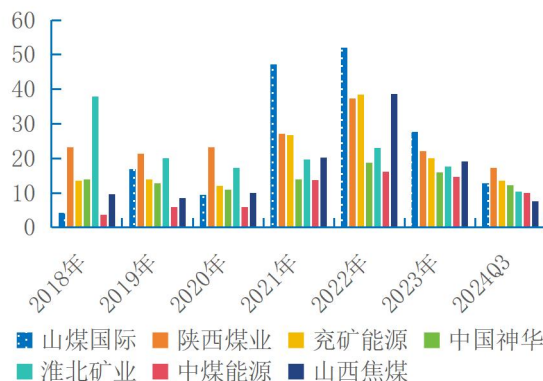
数据来源：Wind，大同证券

图表9 山煤国际ROE (%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表10 主要煤炭企业ROE (%)



数据来源: Wind, 大同证券

(二) 低成本优势凸显，智能化技术提升效率

推行成本领先战略，树立全员成本意识。公司不断优化成本管控体系，加大成本考核力度，使成本管理理念深入人心；运营管理方面，按照管理层次化、经营专业化、业务归口化、部门职能化的原则初步建立了完善的运营管理体系；生产销售方面，经过外部引进和内部培养专业技术人员，着力打造了一支安全生产和煤炭营销的优秀团队；财务成本方面，全面实施财务成本管理，着力打造成本控制中心，将成本目标分解到生产经营的每项环节，将成本控制量化到每个岗位每位员工。

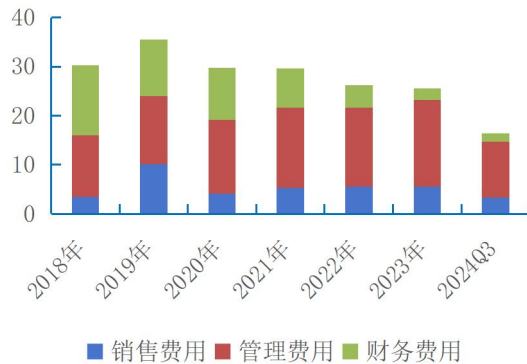
三项费用呈下降趋势，成本费用率在同行具有竞争优势。除2019年外，2018年开始三费整体呈下降趋势，从2018年30.27亿元降为2023年25.5亿元，年均降幅为3.37%，2024Q3三费为16.46亿元，同比基本持平。

分项目看，销售费用方面，2019年公司从原煤坑口销售转变为精煤港口销售的方式，运杂费导致销售费用增加，2020年由于部分运输费记为营业费，销售费减少，剔除2019年异常值后，销售费用率呈温和上升趋势；管理费用方面，由于外部优秀人才引进和内部员工培养等，管理费用率出现波动上涨；财务费用方面，在不良资产剥离后，随着融资结构和融资方式的调整，财务费用率下降较为明显。

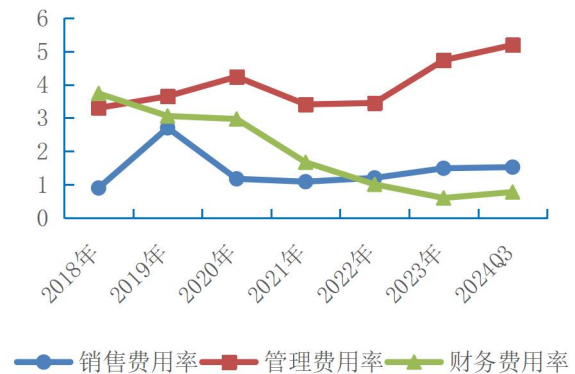
成本费用率方面，与主要煤企相比，公司低成本战略富有成效，该项数据由2018年4.2%的靠后位置奋起直追，在2022年达到

38.51%，仅次于陕西煤业的 53.2%；2023年和2024Q3该项数据分别为26.47%和18.4%，在主要煤炭企业中表现仍具有竞争优势。

图表11 山煤国际各项费用(亿元)



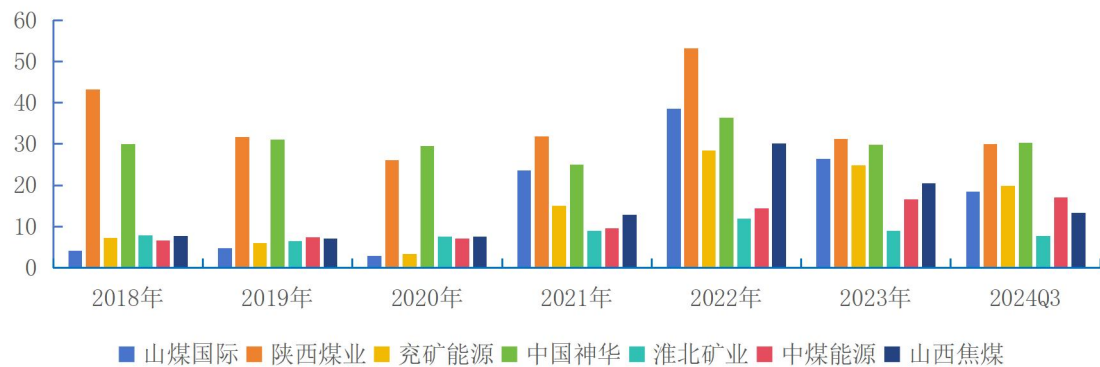
图表12 山煤国际各项费用率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

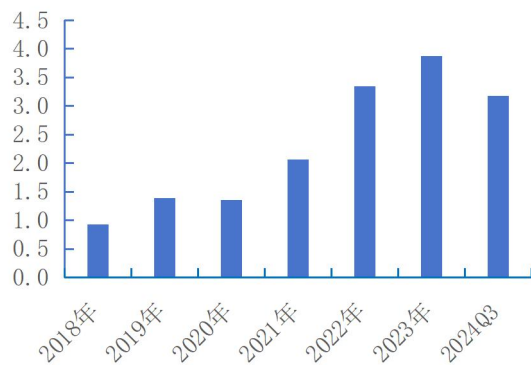
图表13 主要煤炭企业成本费用利润率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

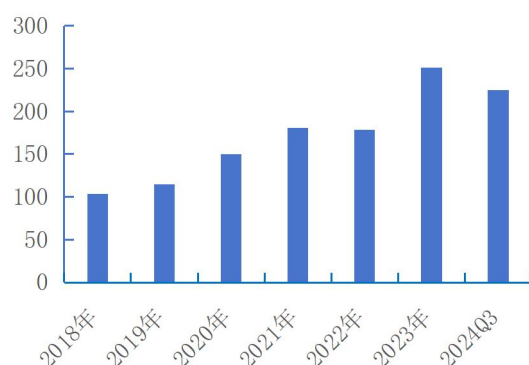
增加先进产能推动降本增效。公司大力推进矿井数字化、智能化、信息化、自动化建设，以及进行洗选提能改造，使得精煤回收率同比进一步增加，同时淘汰高耗能落后机电设备，提升公司发展“含绿量”。公司较为注重研发投入和先进产能的引进，使得吨煤营业成本上涨幅度缓慢，截至2024Q3，吨煤营业成本为224.87元/吨，同比上涨幅度较小，随着公司持续推行精益化成本管控和作业成本法，吨煤营业成本的增幅将保持低位。

图表14 山煤国际研发费用(亿元)



数据来源: Wind, 大同证券

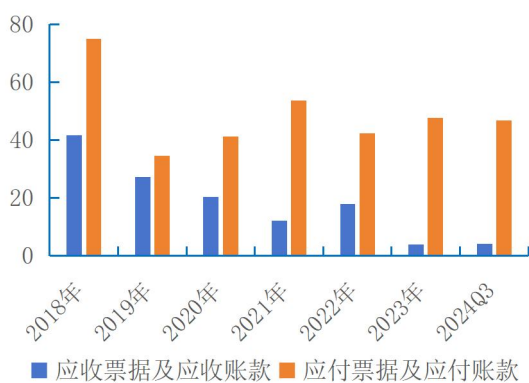
图表15 山煤国际吨煤营业成本(元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

加强资金回笼, 提升使用效率。公司此前出现回款困难, 应收票据及应收账款大幅攀升等问题, 2014-2022年间计提资产减值损失约94.8亿元, 为降低风险, 公司全面强化风控体系, 其中应收票据及应收账款金额持续压缩, 由2018年的41.58亿元缩减到2024Q3的4.23亿元, 体现出公司加强资金回流; 另一方面, 近几年公司应付票据及应付账款金额基本维持在45亿元左右, 以1年以内的应付账款为主, 体现公司能够合理利用应付账款这一短期负债来增加资金的流动性和灵活性, 提高资金使用效率。

图表16 山煤国际应收应付票据及账款(亿元)



数据来源: Wind, 大同证券

图表17 山煤国际应付账款列示(亿元)

日期	1年以内	1至2年	2至3年	3年以上
2021年	36.83	3.25	0.89	0.89
2022年	31.49	3.46	1.26	5.43
2023年	35.18	4.26	1.92	4.78
2014H2	25.75	6.88	3.15	5.99

数据来源: Wind, 大同证券

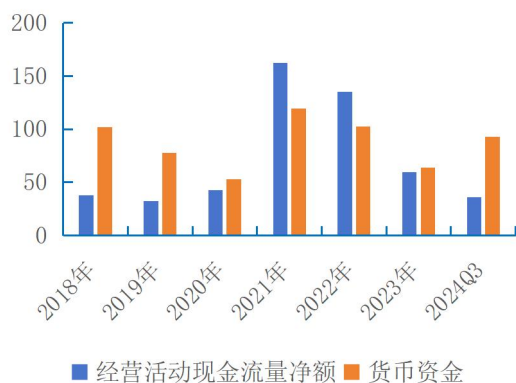
(三) 现金流量充裕高分红可期, 低估值高股息有吸引力

公司现金流量充足, 盈利能力较强, 高分红可期。2021年以来受煤炭市场行情影响, 公司经营活动产生的现金流净额总体呈下降趋势, 但仍高于2021年之前的数值, 2023年该指标为59.85亿, 高于2020年42.77亿元, 在2024前三季度为35.92亿元。从货币资

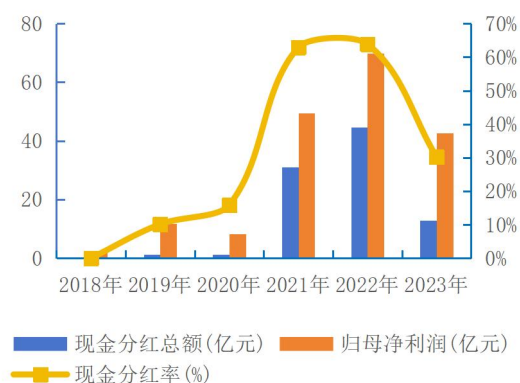
金看，2023年有63.72亿元，2024Q3由于长期借款增加，货币资金金额达到92.75亿元，较为充裕的现金流为未来保持稳健分红能力奠定了基础。

从历史分红看，受益于成本端的优势和公司资产质量的显著改善，公司分红率在2021年-2022年达60%以上，2023年受市场影响归属母公司净利润下滑为42.6亿元，相应分红金额下降到12.89亿元，分红率骤降到30%，随后公司制订了《2024年-2026年股东回报规划》，拟将2024年-2026年公司现金分红比例不少于当年实现的可供分配利润的60%。

图表18 现金流量净额及货币资金



图表19 山煤国际归母净利润及分红

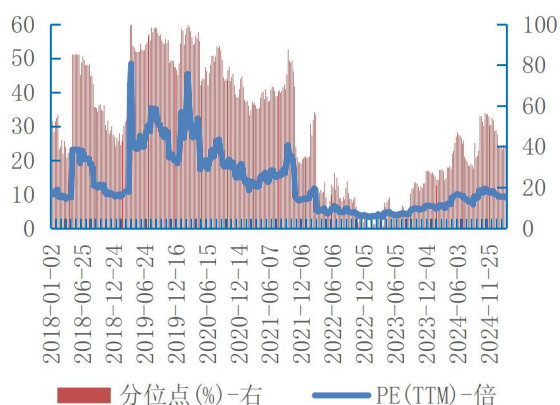


数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

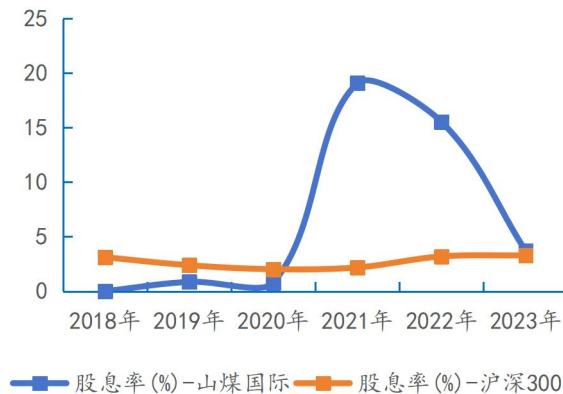
估值位于历史偏低位置，股息优于沪深300指数。截至2025年2月24日，公司的PE(TTM)为8.99倍，处于2018年以来的36.01%的偏低位置；公司股息率较高，2020年之后股息率大幅上涨，2021和2022年股息率均在15%以上，远高于沪深300股息率3%，2023年主要受分红减少影响，股息率减少到3.71%，但仍高于沪深300股息率3.29%，具有一定吸引力。

图表20 山煤国际分位点和PE(TTM)



数据来源: Wind, 大同证券

图表21 山煤国际和沪深300股息率



数据来源: Wind, 大同证券

三、公司业务：战略深耕煤炭生产，辅以煤炭贸易业务

（一）煤炭生产业务盈利能力较强

公司煤种丰富，下属煤矿合资居多。公司煤矿地区分布广、品种齐全、煤质优良、产品入洗率高，目前已形成动力煤、冶金煤两大煤炭生产基地。截至2023年末，煤炭资源储量 21.21亿吨，可采储量7.58亿吨，证实储量7.01亿吨，煤种具有低硫、低灰分、高发热量等特点，属于优质的配焦用煤和动力用煤，主要销售给大型炼钢企业和大型发电厂。

公司下属煤矿多是通过资源整合或收购而来，拥有在产矿井14座，其中铺龙湾矿、鹿台山矿和豹子沟矿是全资煤矿，其余均为合资煤矿。公司核定产能3710万吨/年，权益产能2215.8万吨/年，河曲露天矿、长春兴矿和霍尔辛赫矿是核定产能最大的三座煤矿，产能合计达2000万吨/年，占总核定产能的53%。

图表22 山煤国际资源储量

主要矿区	主要煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	证实储量(亿吨)
潞安矿区	贫煤、贫瘦煤、无烟煤	11.18	2.52	2.69
大同矿区	长焰煤、气煤	5.73	2.61	2.58
河保偏矿区	长焰煤	1.94	1.29	1.16
南湾矿区	原煤、肥煤、1/3焦煤、焦煤	0.82	0.49	0.26
和顺矿区	贫煤、贫瘦煤	0.66	0.39	0.14
武夏矿区	贫煤	0.68	0.17	0.07
沁水矿区	无烟煤	0.21	0.11	0.10
合计	—	21.21	7.58	7.01

数据来源：Wind，大同证券

图表23 山煤国际主要矿区

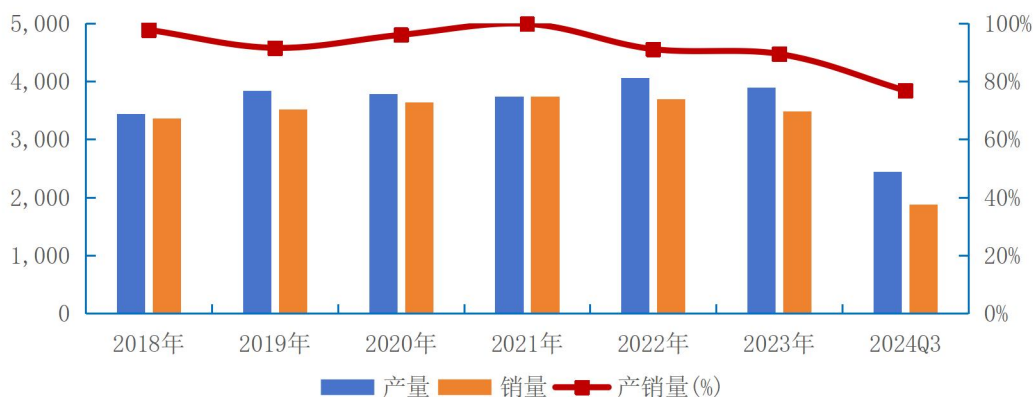
主要矿区	地区	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)	煤矿现状
经坊矿	长治	贫瘦煤	300	75%	225	在产
凌志达矿	长治	贫煤、无烟煤	240	63%	151.2	在产
霍尔辛赫矿	长治	贫煤、贫瘦煤	400	63%	252	在产
大平矿	长治	贫煤	180	35%	63	在产
铺龙湾矿	大同	气煤、1/2中粘煤和弱粘煤	120	100%	120	在产
宏远矿	晋中	贫煤	120	65%	78	在产
韩家洼矿	大同	长焰煤、气煤	150	51%	76.5	在产
长春兴矿	大同	气煤、长焰煤	600	51%	306	在产
河曲露天矿	忻州	长焰煤	1000	51%	510	在产
鹿台山矿	晋城	无烟煤	60	100%	60	在产
豹子沟矿	长治	1/3焦煤、焦煤、肥煤	150	100%	150	在产
东古城矿	大同	长焰煤、气煤	90	51%	45.9	在产
鑫顺矿	晋中	贫瘦煤、贫煤	180	65%	117	在产
庄子河矿	长治	贫煤	120	51%	61.2	在产

数据来源：Wind，大同证券

公司煤炭产销量较为稳定，产销率较高。2024年受“三超”检查和需求疲软影响，前三季度原煤产量2450.3万吨，同比减少18.72%，自产煤销量1882.08万吨，同比减少30.18%，产销率相较于之前减少到76.8%，但仍保持在较高位置。

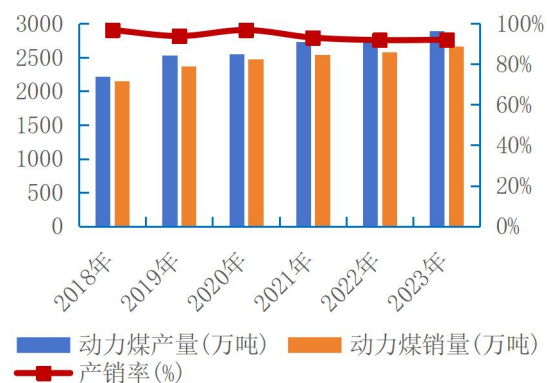
分品种看，受严格执行保供影响，动力煤产销量小幅增加，冶金煤产销量主要随市场而变化，出现小幅减少。截至2023年末，动力煤产量2893.57万吨，销量2663.11万吨，产销率92.04%，冶金煤产量1004.8万吨，销量822.88，产销率81.89%。

图表24 山煤国际煤炭产销量(万吨)



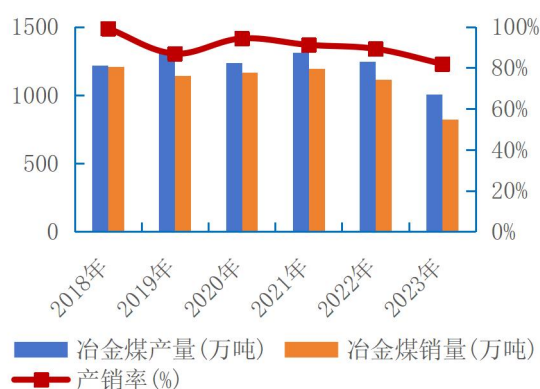
数据来源：Wind，大同证券

图表25 山煤国际动力煤产销量



数据来源: Wind, 大同证券

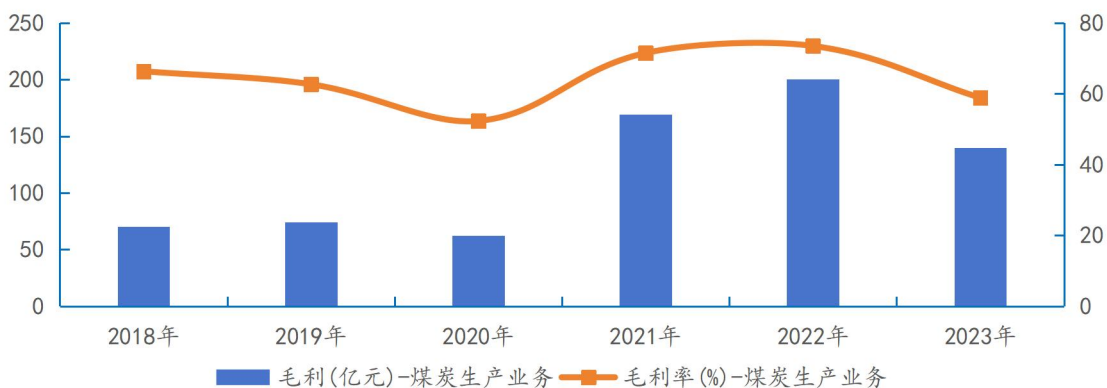
图表26 山煤国际冶金煤产销量



数据来源: Wind, 大同证券

公司煤炭生产业务毛利率高，盈利能力较强。2020年后煤炭市场供需紧张，煤炭价格水涨船高，带动煤炭生产业务毛利大幅提升，由2020年的62.24亿元，提升至2022年的200.28亿元。2023年煤炭市场供给宽松需求减弱，煤炭价格高位走低，毛利下降到140.06亿元，同比下降30.06%，但仍高于2020年的毛利，2023年毛利率为58.85%，仍保持在50%以上。

图表27 山煤国际煤炭生产业务毛利和毛利率



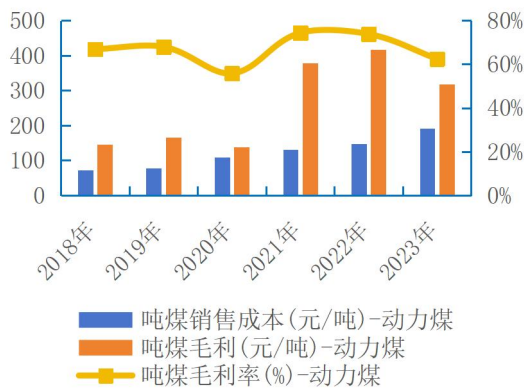
数据来源: Wind, 大同证券

吨煤销售成本有所上涨，吨煤毛利保持较高位置。从吨煤销售成本看，动力煤吨煤销售成本从2018年的72.66元/吨，上升到2023年190.86元/吨，年均复合增长率为21.31%；冶金煤吨煤销售成本由2018年的251.67元/吨，上升到2023年的572.25元/吨，年均复合增长率为17.86%，整体上仍然维持在较低水平。

从吨煤毛利看，2020年后得益于煤炭价格上涨，吨煤毛利显著上升，动力煤自2020年的137.99元/吨抬升到2022年的417.35元/吨，2023年虽有下滑，但维持在317.1元/吨的较高位置；冶金煤2023年的毛利为675.82元/吨，同比下滑18.69%，同样维持在较高

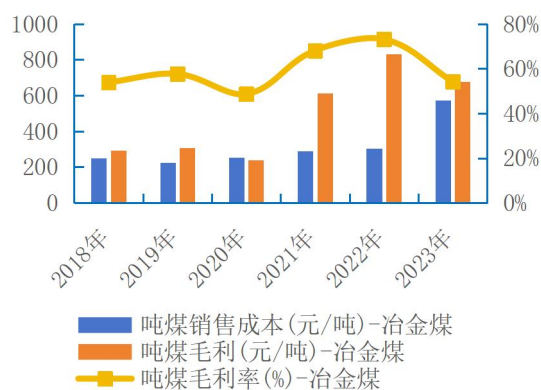
位置；动力煤和冶金煤毛利率相差不大，均在50%以上，2023年动力煤为62.43%，冶金煤为54.15%。

图表28 动力吨煤成本及毛利



数据来源：Wind，大同证券

图表29 冶金吨煤成本及毛利



数据来源：Wind，大同证券

动力煤长协保供，冶金煤以质论价，稳定了盈利预期。2022年起公司严格按照国家发改委规定执行山西省长协煤保供价格，港口5500大卡价格 770 元/吨，坑口价格 570 元/吨，按照该价格与下游电厂签订长协。在长协定价模式下，公司业绩在煤价过高的2022年略有受损，但是在2023年和2024年煤价逐步走低过程中，煤炭销售价格基本没有变化，稳定了公司的盈利预期，公司2025年的长协签订完成，签订情况良好。

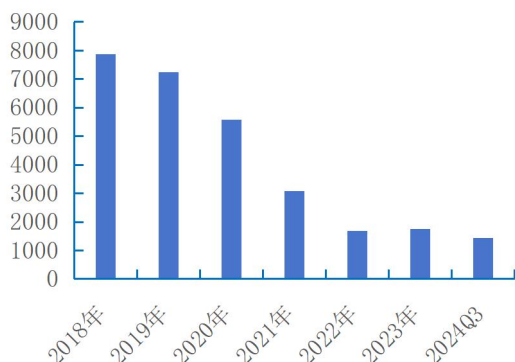
冶金煤是按“以销定产”的方式给下游客户提供，并以市场价格销售，公司定价和调价机制灵活，能提供价格弹性，在煤价上涨时能充分受益，在煤价下跌时依靠低成本优势保障盈利。公司持续强化“精煤制胜”战略，将原煤全面入洗，提高精煤回收率，并开展配煤业务，根据客户不同需求，搭配出多样性产品，从而提高公司盈利水平。

（二）煤炭贸易业务追求高质量发展

贸易煤销量保持平稳，毛利率再上台阶。由于贸易链条中上下游同时陷入经营困难，公司经营风险暴露，众多贸易子公司业绩亏损、资不抵债，公司从2018年开始剥离不良资产、压缩贸易煤规模，推动贸易业务良性发展，贸易煤销售量由2018年7867.1万吨下降到2023年的1764.54万吨，年均复合降速达到25.84%，2024年前三季度的贸易煤销量为1428.92万吨。由于贸易业务成本较高，公司压降规模后贸易业务毛利率水平有所提高，从2018年

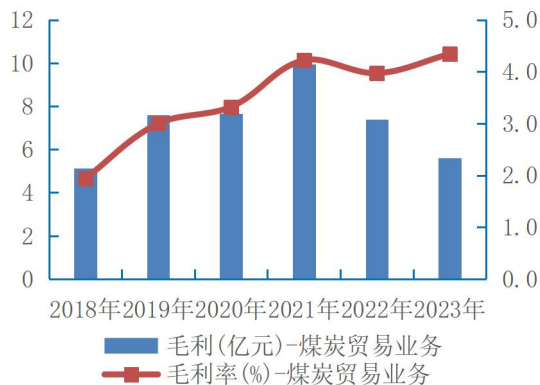
的1.94%提升至2023年的4.34%，在公司低成本领先战略下，毛利率再上台阶。当前公司贸易业务的风险基本化解，预计公司未来贸易煤销量将保持平稳。

图表30 山煤国际贸易煤销量(万吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表31 山煤国际煤炭贸易业务毛利和毛利率



数据来源: Wind, 大同证券

坚持实施配煤增效战略，促进销贸运进高效联动。公司立足于现有煤炭资源和客户资源，强化配煤业务，提高煤炭附加值，目前已成功开发马来西亚4700卡和印尼煤5700卡等煤源渠道，进一步优化了海外煤炭市场的货源结构，2024上半年进口量536.24万吨，同比增幅 27.91%，弥补了高卡煤领域的短板，并推动配煤业务向销售一线前移，实行“定制配煤+组合营销”模式，有效带动销贸业务提质增效。

公司依托于四十余年贸易业务的积累，在全国主要煤炭生产地都建立了煤炭贸易公司及发运站点，在主要出海通道设立了港口公司，形成了独立完善的货源组织体系和煤炭销售运输体系，统筹销售、贸易、海运、进口等各方资源，形成高效联动业务体系，推动港口“自产+海运+贸易/进口”业务创新，拓展公路、铁路“自产+贸易”业务模式，追求业务高质量发展。

四、未来展望：煤炭供需将达到平衡，煤价有望止跌企稳

（一）国内供给增幅有望降低，煤炭进口量或将缩减

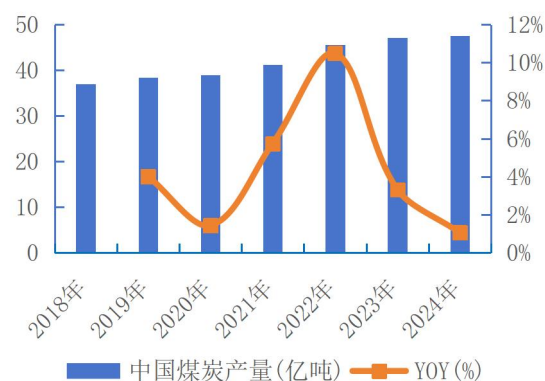
2024年我国煤炭产量47.6亿吨，同比增长1.06%，相较于2022年10.49%增幅，增速进一步降低。从晋陕蒙新主要产煤大省看，

请仔细阅读正文后免责声明

山西上半年由于严格的“三超”检查，致使全年煤炭产量为12.69亿吨，同比少增0.88亿吨。内蒙煤炭产量12.97亿吨，首次超越山西成为全国第一产煤大省，陕西和新疆2024年煤炭产量分别为7.8亿吨和5.41亿吨，同比增长2.45%和18.4%，其中疆煤产量实现高速增长。从煤炭开采和洗选业的固定资产投资完成额同比增速看，2022年同比增长22.4%达到顶峰，之后增速便一路下滑，到2024年降至9.4%。在供给宽松、需求疲软的情况下，表明煤炭企业自身没有强烈的扩张意愿。

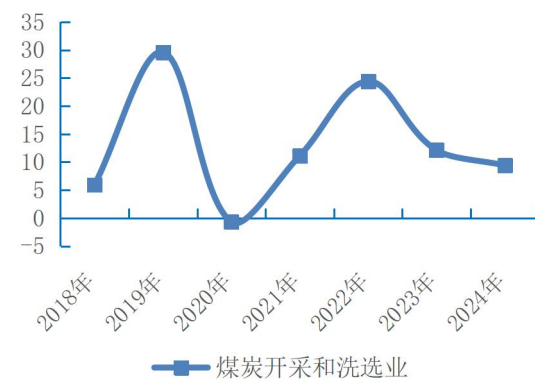
2025年2月底，北方港口库存几近突破3000万吨，居近3年同期高位，而下游库存普遍偏高且去库缓慢，导致煤炭价格开年后跌跌不休，随着价格全面跌进长协价格区间，以及部分煤矿价格已经跌破成本线，预计卖方抵抗情绪将逐渐升温。2月28日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，指出在当前市场形势下，为保障煤炭安全稳定供应，维护煤炭市场平稳运行，倡议煤炭企业有序推动煤炭产量控制，维护生产供需平衡，稳定和控制煤炭产量，防止出现严重的市场供大于求态势。整体来看，在煤炭库存高企、煤价下跌和推动煤炭高效清洁利用等的现状下，将倒逼企业稳定和控制煤炭产量，推动煤炭供需回到平衡点。

图表32 中国煤炭产量及增速



数据来源: Wind, 大同证券

图表33 固定资产投资完成额同比增速(%)



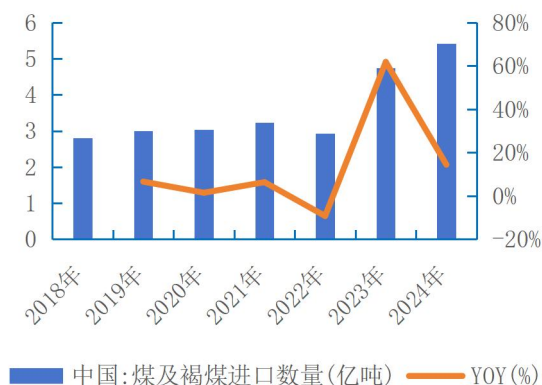
数据来源: Wind, 大同证券

2024年国际煤炭市场呈现供应偏宽松的局面，流向中国的煤炭资源高于去年同期，我国煤及褐煤进口量5.43亿吨，同比增长14.39%，得益于近2年国内煤价偏高，海外煤性价比高，进口增速较快。进口煤主要来源于印尼、俄罗斯、澳大利亚和蒙古，2024年印尼煤在进口煤中占比高达44%，是主要的进口来源国。

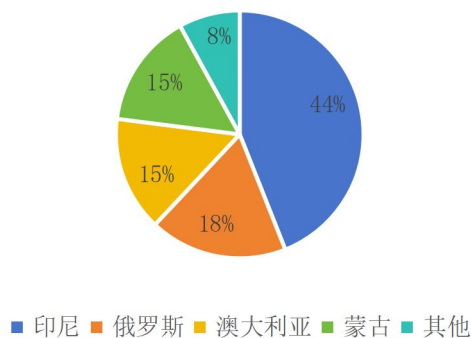
一方面，从2025年3月1日起，印尼将HBA价格作为出口定价基准，替代原有的ICI指数，新机制下印尼煤出口价格中枢或提高超

10美元/吨，在2月17日又颁布新政，要求自然资源出口商将全部外汇收益留存国内至少一年，政策收紧导致印尼煤出口成本上升、贸易商资金压力加大，影响我国进口量。另一方面，虽然俄罗斯从2025年1月1日起停止征收煤炭出口关税，蒙古与中国于2025年2月14日签署了新的跨境铁路协议提升通关效率，但在内贸煤市场持续下跌情况下，进口低卡煤价差收窄，进口中卡煤价格持续倒挂。整体看，煤炭进口量有望收缩。

图表34 中国煤及褐煤进口数量及同比



图表35 2024年中国从不同国家进口煤炭的占比



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

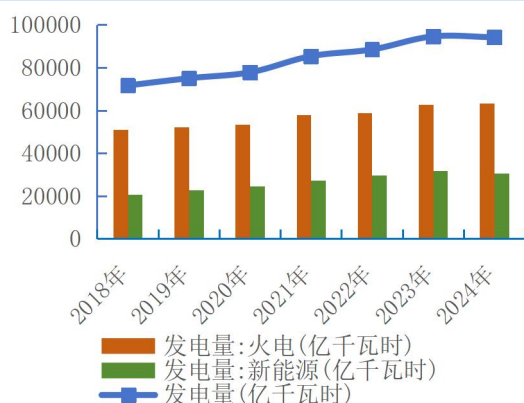
(二) 当前需求较为疲软，未来需求增加有可期

电煤需求方面，虽然新能源新增装机容量速度快，但火电依然起着中流砥柱作用。2024年全国发电量9.42亿千瓦时，主要受水电和太阳能发电减少的影响，同比下降0.41%。而新增发电装机容量4.26亿千瓦，其中火电新增0.35亿千瓦，太阳能新增2.76亿千瓦，截至2024年末，火电装机容量占比43.14%，太阳能装机容量占比26.48%，火电依旧占据半壁江山。2月以来，电厂煤炭日耗量大幅提升，库存继续缓幅走低，虽然缓慢却是一个好的开始。另外制造业企业缓慢复苏，2月制造业PMI指数50.2%，比上月上升1.1个百分点。随着经济逐步复苏，全社会用电量提升，火力发电及其调峰调谷的作用将支撑煤价止跌企稳。

非电煤需求方面，在政策支持和地缘政治缓和情况下，需求量有望提升。受房地产基建拖累，相关产业链发展不景气，2024年我国粗钢产量10.05亿吨，同比下降1.37%，水泥产量18.25亿吨，同比减少9.77%，产量已经连续4年下降，非电需求不及预期，也对煤价形成制约。房地产方面，我国政府多次强调持续用力推动房地产市场止跌回稳，加快构建房地产发展新模式，多地明确目

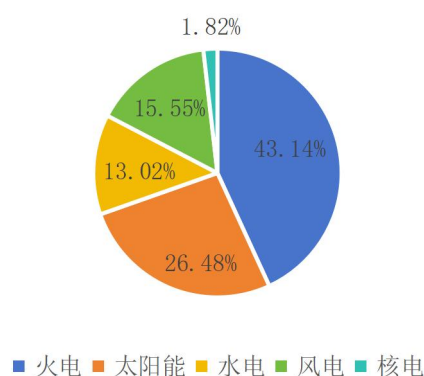
标计划开展老旧小区改造、好房子建设、存量房收购等。基建方面，2025年铁路集团计划投资5900亿元用于统筹推进国家102项重大铁路项目建设。此外，国务院办公厅印发《城市燃气管道等老化更新改造实施方》，要求2025年底前基本完成城市燃气、供水、排水、供热等管道老化更新改造任务。海外方面，若美俄乌和谈顺利，乌克兰重建对铁等资源将产生较大需求，据Metinvest集团预测，5-10年内乌克兰需要350万吨钢材来恢复住房和社会基础设施。整体看，随着经济好转、房地产止跌企稳、基建和海外建设需求的增加，煤炭的需求有望提升。

图表36 中国历年发电量



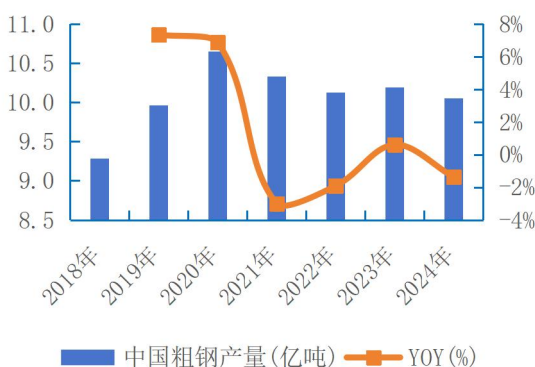
数据来源: Wind, 大同证券

图表37 2024年中国电力装机容量占比



数据来源: Wind, 大同证券

图表38 中国历年粗钢产量及同比



数据来源: Wind, 大同证券

图表39 中国历年水泥产量及同比



数据来源: Wind, 大同证券

(三) 供需失衡缓解后，助推煤价企稳

自2022年末煤炭价格高点后，煤价就开始一路下行，截至2025年2月28日，秦皇岛山西产动力末煤平仓价690元/吨。我们认为，当煤炭企业合理控制和稳定产量、港口库存和终端库存逐步

去化、各方需求增加时，在煤炭供需达到新的平衡后，煤价有望企稳反弹。

图表40 秦皇岛山西产动力末煤平仓价(元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

煤炭生产业务和煤炭贸易业务是公司主要业务，2023年煤炭生产业务营收占比63.68%，煤炭贸易业务营收占比为34.55%，其他业务营收占比仅有1.77%。因此，我们仅对核心业务进行拆解和假设。

产量：公司自产煤分为动力煤和冶金煤，基于市场供需和公司资源接续和储量情况，后期煤炭产量将趋于稳定。我们预计2024-2026年原煤产量为3400万吨、3500万吨、3500万吨。

销量：自产煤方面，2024年河曲露天矿、凌志达矿、长春兴矿等产量出现下降，叠加上半年“三超”检查的影响，我们预计2024-2026年动力煤销量为2031.7万吨、2118.19万吨、2119.68万吨；冶金煤销量为812.94万吨、837.34万吨、846.53万吨。贸易煤方面，根据公司贸易煤业务已经压缩到较为合理水平，故取过去2年均值作为预估值，预计2024-2026年贸易煤销售分别为1728.29万吨、1746.41万吨、1737.35万吨。

单位售价：根据秦皇岛2024年动力煤年度长协价同比下降2%，秦皇岛山西产动力末煤同比下跌17%左右，山西古交焦煤出矿价同

比下跌38.9%。结合当前煤市处于供给宽松、需求疲软的情况，动力煤和冶金煤价格止跌企稳需要时间，我们按照偏保守进行估计，其中，动力煤基本长协覆盖，价格弹性较弱，预计2024-2026年动力煤均价为431.76元/吨、466.31元/吨、503.61元/吨；冶金煤按照市场价格销售，弹性较强，预计2024-2026年冶金煤均价为936.06元/吨、982.86元/吨、1032元/吨。贸易煤也是按照市场销售，预计2024-2026年均价为643.94元/吨、676.14元/吨、709.94元/吨。

其他业务：主要是海运和其他业务，在公司营收中占比很小，我们认为未来变化不大，可取过去3年均值作为预估值，预计2024-2026 年收入分别为 6.42亿元、6.02 亿元、6.35 亿元。

基于以上假设，我们预计2024-2026年公司营业收入分别为281.53亿元、305.17亿元、323.80亿元。

图表41 公司煤炭生产业务和煤炭贸易业务经营预测

		2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
煤炭生产	动力煤销量(万吨)	2470.39	2542.17	2583.23	2663.11	2031.70	2118.19	2119.68
	动力煤售价(元/吨)	247.33	508.58	565.74	507.96	431.76	466.31	503.61
	动力煤成本(元/吨)	109.34	130.68	148.39	190.86	171.77	180.36	189.38
	冶金煤销量(万吨)	1168.34	1195.79	1112.57	822.88	812.94	837.34	846.53
	冶金煤售价(元/吨)	495.49	902.25	1136.40	1248.07	936.06	982.86	1032.00
	冶金煤成本(元/吨)	254.55	287.84	305.24	572.25	457.80	480.69	504.73
煤炭贸易	贸易量(万吨)	5586.46	3080.97	1692.03	1764.54	1728.29	1746.41	1737.35
	售价(元/吨)	412.69	765.08	1101.04	731.75	643.94	676.14	709.94
	成本(元/吨)	399.00	732.79	1057.37	700.01	626.51	660.97	694.02

数据来源：Wind，大同证券

图表42 公司各业务盈利预测

		2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
煤炭生产	营业收入(亿元)	118.99	237.18	272.58	237.98	163.82	181.07	194.11
	营业成本(亿元)	56.75	67.64	72.29	97.92	72.11	78.45	82.87
	毛利(亿元)	62.24	169.54	200.28	140.06	91.70	102.62	111.24
	毛利率(%)	52.31	71.48	73.48	58.85	55.98	56.67	57.31
煤炭贸易	营业收入(亿元)	230.55	235.72	186.3	129.12	111.29	118.08	123.34
	营业成本(亿元)	222.9	225.77	178.91	123.52	108.28	115.43	120.58
	毛利(亿元)	7.65	9.96	7.39	5.6	3.01	2.65	2.77
	毛利率(%)	3.32	4.22	3.97	4.34	2.71	2.24	2.24
其他业务	营业收入(亿元)	4.69	7.63	5.02	6.61	6.42	6.02	6.35
	营业成本(亿元)	3.86	5.23	4.71	6.1	5.35	5.39	5.61
	毛利(亿元)	0.81	2.41	0.32	0.52	1.07	0.63	0.74
	毛利率(%)	17.27	31.59	6.37	7.87	16.72	10.49	11.63
合计	营业收入(亿元)	354.23	480.53	463.90	373.71	281.53	305.17	323.80
	营业成本(亿元)	283.51	298.64	255.91	227.54	185.74	199.27	209.05
	毛利(亿元)	70.7	181.9	208.0	146.2	95.8	105.9	114.7
	毛利率(%)	19.96	37.86	44.84	39.12	34.02	34.70	35.44

数据来源: Wind, 大同证券

（二）估值分析与投资建议

截至2025年3月7日，公司PE（TTM）8.74X，纵向对比看，约位于近10年的33%分位数，煤炭股的动态估值处于历史偏低位置。横向比较看，公司以煤炭生产和贸易为主要业务，贡献了超98%的营收，煤炭生产业务的煤种包括动力煤和冶金煤。因此，我们选取业务类似、销售煤种较为相似的陕西煤业、中煤能源、兖矿能源作为可比公司，其中陕西煤业主营业务以煤炭开采、洗选、加工及销售为主，煤炭业务占比长期保持在95%以上，铁路运输、生产服务等业务占比较小，合计不足4%；中煤能源的主营业务以煤炭生产、贸易及相关产业链为主，煤炭业务占比长期保持在80%以上，煤化工行业占比10%左右，其他业务占比10%左右；兖矿能源的主营业务以煤炭生产、销售及相关产业链为主，煤炭业务收入占比65%以上，是核心收入来源。经过比较后发现，以2025年3月7日收盘价为基准，预测公司2025年PE仅为6.03X，低于行业7.52X的平均水平。

通过上述的公司盈利预测，我们预计2024-2026年公司归母净利润为27.72亿元、31.11亿元、34.21亿元，对应EPS分别为1.40元/股、1.57元/股、1.73元/股。

公司动力煤长协占比高，业绩稳定，焦煤提供价格弹性，未来有望充分受益煤价反弹。另外，2025年政府工作报告提出，要大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设，为保险资金等入市提供了政策导向；金融监管总局局长指出，再次批复人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华人寿及平安人寿等5家保险公司开展长期投资改革试点，规模为600亿元。耐心资本注重盈利的稳定性，而山煤国际分红比例较高，因此，有望受益长线资金布局。我们给予公司2025年对应目标价14.13元/股，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

图表43 可比公司估值、预测

代码	简称	收盘价(元)	PE(TTM)		
			2023年	2024E	2025E
601225.SH	陕西煤业	18.91	9.54	8.42	7.97
601898.SH	中煤能源	10.03	6.58	7.35	6.98
600188.SH	兖矿能源	13.21	7.32	8.65	7.60
可比平均估值			7.81	8.14	7.52
600546.SH	山煤国际	10.40	8.15	7.39	6.03

数据来源：Wind，大同证券

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

请仔细阅读正文后免责声明

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

分析师声明：

作者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注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具有一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。