

山煤国际 (600546.SH)

降本增效望见成效，股息率 6.8%

公司发布 2024 年年度业绩&2025 年一季度业绩公告。2024 年公司实现营业收入 295.61 亿元，同比减少 20.9%；归母净利润 22.68 亿元，同比减少 46.75%。2025 年一季度公司实现营业收入 45.02 亿元，同比减少 29.17%；归母净利润 2.55 亿元，同比减少 56.29%。

安监影响，煤炭业务量价承压拖累业绩。

- 产销方面，2024 年公司原煤产量 3298 万吨，同比-15.4%（其中动煤 2205 万吨，同比-23.8%）；销量 2673 万吨，同比-23.3%（其中动煤 1828 万吨，同比-31.4%）。25Q1 产量恢复，但销售依然承压。25Q1 公司原煤产量 909 万吨，同比+20.9%；自产煤销量 442 万吨，同比-19.2%。
- 利价方面，2024 年公司自产煤售价 646 元/吨，同比-5.4%，其中动煤 468 元/吨，同比-8%，焦煤 1034 元/吨，同比-17.1%；2024 年公司自产煤成本 308 元/吨，同比+9.7%，其中动力煤成本 259 元/吨，同比+35.7%，焦煤成本 415 元/吨，同比-27.4%。25Q1 售价、成本均下行。25Q1 自产煤售价 594 元/吨，同比-10.3%，环比-8%；自产煤成本 271 元/吨，同比-12%，环比-12%。

2025 年原煤产量有望明显提升，降本增效望见成效。

- 公司 2025 年计划煤炭产量不低于 3500 万吨。
- 2025 年公司计划狠抓成本管控，精准把控变动成本，突出效率成本概念，消除作业间不平衡导致的效率损失和生产浪费。
- 2025 年公司深化精益管理，以提能增效为目标，减少隐性成本，将“节流”作为切入点，努力把隐性浪费转化为显性利润。

聚焦主业，突出资源优势。2024 年公司所属煤矿长春兴煤业、凌志达煤业、韩家洼煤业陆续完成 600 万吨/年、240 万吨/年、150 万吨/年的生产要素公告。公司将继续强化资源接续，深入研究竞拍政策，积极参与省内煤炭资源竞拍工作，全力争取后备煤炭资源。此外，公司将持续推进洗选工艺优化，公司煤炭业务链附加价值有效提升。

践行股东回报。2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.9 元（含税），占合并报表归属于上市公司股东净利润比例为 60.3%，截至 4 月 28 日收盘，股息率约为 6.8%。

投资建议。考虑到动力煤价格系统性下行，我们下调公司业绩，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.4 亿元、16.2 亿元、18.3 亿元，对应 PE 分别为 16.1X，12.3X，10.9X。

风险提示：煤炭价格大幅下跌，公司产量不及预期，煤炭需求不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	37,371	29,561	24,497	24,491	24,698
增长率 yoy (%)	-19.4	-20.9	-17.1	0.0	0.8
归母净利润（百万元）	4,260	2,268	1,242	1,622	1,831
增长率 yoy (%)	-38.5	-46.7	-45.2	30.6	12.9
EPS 最新摊薄（元/股）	2.15	1.14	0.63	0.82	0.92
净资产收益率 (%)	27.2	13.8	7.3	9.2	9.9
P/E (倍)	4.7	8.8	16.1	12.3	10.9
P/B (倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	增持
04 月 28 日收盘价（元）	10.09
总市值（百万元）	20,002.98
总股本（百万股）	1,982.46
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	16.24

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号	S0680520070001
邮箱	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号	S0680524070012
邮箱	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号	S0680524100001
邮箱	gaoziming@gszq.com
研究助理	廖岚琪
执业证书编号	S0680124070012
邮箱	liaolanqi@gszq.com

相关研究

- 《山煤国际 (600546.SH)：产销稳步恢复，Q3 业绩环比改善》 2024-10-26
- 《山煤国际 (600546.SH)：Q2 产销环比恢复，售价逆市增长》 2024-09-02
- 《山煤国际 (600546.SH)：量价齐跌困境内，业绩底部已现》 2024-04-27

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8500	8148	5452	21760	21984
现金	6372	6426	3450	15964	16596
应收票据及应收账款	398	300	442	1606	1532
其他应收款	64	65	49	344	333
预付账款	564	184	277	616	471
存货	503	565	527	2416	2256
其他流动资产	600	608	707	813	796
非流动资产	32117	32232	32395	32990	32437
长期投资	655	683	683	683	683
固定资产	18733	18890	19941	21184	20488
无形资产	5828	5419	5127	4810	4592
其他非流动资产	6901	7241	6644	6313	6674
资产总计	40617	40380	37847	54750	54421
流动负债	12511	12029	8608	22591	19462
短期借款	500	0	-809	-1356	-1522
应付票据及应付账款	4766	5004	3552	11339	10011
其他流动负债	7245	7025	5865	12609	10973
非流动负债	7575	8369	7947	9438	10534
长期借款	4651	5193	4742	6234	7333
其他非流动负债	2924	3176	3205	3203	3201
负债合计	20085	20398	16555	32029	29996
少数股东权益	4854	3491	4221	5005	5982
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3382	3382	3382	3382
留存收益	9714	10694	11187	11830	12557
归属母公司股东权益	15678	16491	17072	17716	18443
负债和股东权益	40617	40380	37847	54750	54421

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5985	3741	2646	16008	2432
净利润	6800	3158	1972	2406	2808
折旧摊销	1916	1791	1993	2220	1470
财务费用	369	329	195	193	235
投资损失	-29	-28	-20	-20	-20
营运资金变动	-3203	-1468	-2020	10737	-2555
其他经营现金流	132	-41	526	472	494
投资活动现金流	-1997	-1902	-2664	-3267	-1391
资本支出	-1945	-1902	-2510	-3066	-1268
长期投资	-62	0	-20	-27	35
其他投资现金流	10	0	-134	-174	-159
筹资活动现金流	-9022	-2215	-2959	-227	-409
短期借款	-1139	-500	-809	-546	-167
长期借款	1183	541	-451	1493	1099
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-61	0	0	0	0
其他筹资现金流	-9006	-2257	-1699	-1173	-1341
现金净增加额	-5035	-377	-2976	12514	632

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37371	29561	24497	24491	24698
营业成本	22753	20009	17032	16621	16348
营业税金及附加	1930	1665	1470	1396	1358
营业费用	557	438	416	367	358
管理费用	1769	1703	1470	1469	1457
研发费用	387	493	490	421	420
财务费用	224	220	123	154	55
资产减值损失	-82	-21	-101	-28	0
其他收益	35	19	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	28	20	20	20
资产处置收益	-4	0	0	0	0
营业利润	9784	5133	3431	4068	4737
营业外收入	9	4	7	6	6
营业外支出	296	407	450	450	500
利润总额	9496	4730	2987	3624	4242
所得税	2697	1571	1016	1218	1434
净利润	6800	3158	1972	2406	2808
少数股东损益	2540	890	730	784	977
归属母公司净利润	4260	2268	1242	1622	1831
EBITDA	11938	7116	5103	5999	5767
EPS (元/股)	2.15	1.14	0.63	0.82	0.92

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-19.4	-20.9	-17.1	0.0	0.8
营业利润(%)	-36.9	-47.5	-33.2	18.6	16.4
归属母公司净利润(%)	-38.5	-46.7	-45.2	30.6	12.9
获利能力					
毛利率(%)	39.1	32.3	30.5	32.1	33.8
净利率(%)	11.4	7.7	5.1	6.6	7.4
ROE(%)	27.2	13.8	7.3	9.2	9.9
ROIC(%)	27.5	13.5	8.1	9.0	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	50.5	43.7	58.5	55.1
净负债比率(%)	-4.0	-0.5	3.5	-47.7	-43.1
流动比率	0.7	0.7	0.6	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	47.9	84.7	72.7	24.8	15.8
应付账款周转率	5.2	4.2	4.0	2.3	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.15	1.14	0.63	0.82	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	3.02	1.89	1.33	8.07	1.23
每股净资产(最新摊薄)	7.91	8.32	8.61	8.94	9.30
估值比率					
P/E	4.7	8.8	16.1	12.3	10.9
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	2.8	3.3	4.1	1.5	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com