25Q1 煤炭产销恢复，股息价值高

2025 年 04 月 29 日

- **事件：**2025 年 4 月 28 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 295.61 亿元，同比下降 20.9%；归母净利润 22.68 亿元，同比下降 46.7%；扣非归母净利润 24.44 亿元，同比下降 44.6%。2025 年一季度，公司实现营业收入 45.02 亿元，同比下降 29.2%；归母净利润 2.55 亿元，同比下降 56.3%。
- **24Q4 盈利同环比均降。**2024 年四季度，公司实现营业收入 75.96 亿元，同环比-10.3%/-3.9%；归母净利润 1.87 亿元，同环比-32.8%/-76.4%；扣非归母净利润 2.58 亿元，同环比-26.5%/-68.0%。24Q4 公司四费环比+1.97 亿元，费率环比+3.0pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别环比+0.1/+2.0/+0.6/+0.2pct。
- **分红比例 60.30%，股息率 6.8%，2024-2026 年分红比率不低于 60%。**公司拟派发每股现金股利 0.69 元（含税），合计派发现金红利 13.68 亿元，分红比例 60.30%，较 2023 年同比+30.1pct，以 2025 年 4 月 28 日股价计算，股息率 6.8%。据公司《2024 年-2026 年股东回报规划》，规划期内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%。
- **25Q1 煤炭产量同比大增，成本压降致毛利率同比提升。1）2024：**原煤产量 3297.89 万吨，同比-15.4%；商品煤销量 4572.99 万吨，同比-12.9%，其中自产煤销量 2673.36 万吨，同比-23.3%；吨煤售价 632.8 元/吨，同比-9.5%，其中自产煤售价 645.9 元/吨，同比-5.4%；自产煤吨煤成本 308.1 元/吨，同比+9.7%；煤炭业务毛利率 32.5%，同比-7.2pct，其中自产煤业务毛利率 52.3%，同比-6.6pct。**2)25Q1：**原煤产量 908.64 万吨，同比+20.9%；商品煤销量 762.83 万吨，同比-17.9%，其中自产煤销量 441.55 万吨，同比-19.2%；吨煤售价 563.3 元/吨，同比-15.6%，其中自产煤售价 594.4 元/吨，同比-10.3%；自产煤吨煤成本 271.3 元/吨，同比-12.0%；煤炭业务毛利率 34.1%，同比+1.3pct，其中自产煤业务毛利率 54.4%，同比+0.9pct。2025 年，公司煤炭产量目标不低于 3500 万吨。
- **25Q1 贸易煤销量压减，毛利率同比下滑。1）2024：**贸易煤销量 1899.63 万吨，同比+7.7%；吨煤毛利 19.1 元/吨，同比-39.8%；贸易煤毛利率 3.1%，同比-1.2pct。**2）25Q1：**贸易煤销量 321.28 万吨，同比-16.2%；吨煤毛利 12.3 元/吨，同比-53.8%；贸易煤毛利率 2.4%，同比-1.6pct。
- **投资建议：**考虑煤价下滑，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 13.32/14.24/15.35 亿元，折合 EPS 分别为 0.67/0.72/0.77 元/股，对应 2025 年 4 月 28 日收盘价的 PE 分别为 15/14/13 倍。考虑公司煤炭产量恢复，分红比例高，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤炭价格大幅下降；产量恢复不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,561	25,821	27,312	28,846
增长率（%）	-20.9	-12.7	5.8	5.6
归属母公司股东净利润（百万元）	2,268	1,332	1,424	1,535
增长率（%）	-46.7	-41.3	7.0	7.7
每股收益（元）	1.14	0.67	0.72	0.77
PE	9	15	14	13
PB	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

推荐 维持评级

当前价格： 10.09 元

分析师 周泰
执业证书：S0100521110009
邮箱：zhoutai@mszq.com
分析师 李航
执业证书：S0100521110011
邮箱：lihang@mszq.com
分析师 王姗姗
执业证书：S0100524070004
邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com
研究助理 卢佳琪
执业证书：S0100123070003
邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

1.山煤国际（600546.SH）2024 年三季报点评：煤炭产销持续恢复，业绩环比大幅提升-2024/10/26
2.山煤国际（600546.SH）2024 年半年报点评：24Q2 煤炭产销恢复，盈利环比抬升-2024/08/30
3.山煤国际（600546.SH）2024 年一季报点评：量价双降致业绩低于预期，静待产销恢复-2024/04/27
4.山煤国际（600546.SH）2023 年年报点评：业绩低于预期，静待产销恢复-2024/03/30
5.山煤国际（600546.SH）2023 年三季报点评：产量下滑致 23Q3 盈利受损，四季度业绩有望抬升-2023/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**29,561**	**25,821**	**27,312**	**28,846**
营业成本	20,009	18,863	19,940	21,053
营业税金及附加	1,665	1,454	1,538	1,625
销售费用	438	382	405	427
管理费用	1,703	1,488	1,574	1,662
研发费用	493	431	455	481
EBIT	5,325	3,284	3,486	3,689
财务费用	220	264	286	273
资产减值损失	-21	-54	-56	-59
投资收益	28	25	26	28
营业利润	**5,133**	**2,991**	**3,170**	**3,385**
营业外收支	-404	-215	-200	-185
利润总额	**4,730**	**2,776**	**2,970**	**3,200**
所得税	1,571	922	987	1,063
净利润	3,158	1,854	1,983	2,137
归属于母公司净利润	**2,268**	**1,332**	**1,424**	**1,535**
EBITDA	7,116	5,133	5,453	5,747

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,426	6,723	7,873	9,115
应收账款及票据	300	327	346	365
预付款项	184	173	183	193
存货	565	513	542	573
其他流动资产	673	657	664	671
流动资产合计	**8,148**	**8,393**	**9,608**	**10,917**
长期股权投资	683	683	683	683
固定资产	18,890	19,795	20,599	21,323
无形资产	5,419	5,619	5,819	6,019
非流动资产合计	**32,232**	**32,835**	**33,386**	**33,960**
资产合计	**40,380**	**41,228**	**42,994**	**44,877**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5,004	4,718	4,987	5,265
其他流动负债	7,025	6,540	6,842	7,153
流动负债合计	**12,029**	**11,257**	**11,828**	**12,418**
长期借款	5,193	6,193	6,193	6,193
其他长期负债	3,176	3,222	3,237	3,252
非流动负债合计	**8,369**	**9,415**	**9,430**	**9,445**
负债合计	**20,398**	**20,672**	**21,258**	**21,863**
股本	1,982	1,982	1,982	1,982
少数股东权益	3,491	4,013	4,572	5,174
股东权益合计	**19,982**	**20,556**	**21,736**	**23,014**
负债和股东权益合计	**40,380**	**41,228**	**42,994**	**44,877**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	-20.90	-12.65	5.77	5.62
EBIT 增长率	-46.87	-38.32	6.15	5.83
净利润增长率	-46.75	-41.30	6.97	7.75
盈利能力（%）				
毛利率	32.31	26.95	26.99	27.02
净利润率	7.67	5.16	5.22	5.32
总资产收益率 ROA	5.62	3.23	3.31	3.42
净资产收益率 ROE	13.76	8.05	8.30	8.60
偿债能力				
流动比率	0.68	0.75	0.81	0.88
速动比率	0.56	0.63	0.70	0.77
现金比率	0.53	0.60	0.67	0.73
资产负债率（%）	50.52	50.14	49.44	48.72
经营效率				
应收账款周转天数	4.25	4.37	4.43	4.44
存货周转天数	9.61	10.29	9.53	9.53
总资产周转率	0.73	0.63	0.65	0.66
每股指标（元）				
每股收益	1.14	0.67	0.72	0.77
每股净资产	8.32	8.34	8.66	9.00
每股经营现金流	1.89	1.78	2.54	2.66
每股股利	0.69	0.41	0.43	0.47
估值分析				
PE	9	15	14	13
PB	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.02	4.18	3.94	3.74
股息收益率（%）	6.84	4.01	4.29	4.63

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,158	1,854	1,983	2,137
折旧和摊销	1,791	1,849	1,967	2,057
营运资金变动	-1,468	-673	554	574
经营活动现金流	**3,741**	**3,532**	**5,032**	**5,279**
资本开支	-1,902	-2,602	-2,668	-2,765
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**-1,902**	**-2,578**	**-2,642**	**-2,737**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,325	1,000	0	0
筹资活动现金流	**-2,215**	**-657**	**-1,240**	**-1,300**
现金净流量	**-377**	**296**	**1,151**	**1,242**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048