

类型：业绩点评

评级：谨慎推荐(维持)

当前价格：9.51
(2025.5.6)

山煤国际 (600546.SH) 发布时间：2025-5-7

证券研究报告 • 公司2024年年报及2025年一季度报点评

煤炭生产毛利率维持高位，分红率60%达预期

核心要点：

■ 2025年4月28日，公司公布2024年年度报告和2025年一季度报告

- 2024年，公司实现营业收入295.61亿元，同比下降20.9%，实现归属于母公司所有者的净利润 22.68 亿元，同比下降46.75%，扣除非经常性损益归属于母公司的净利润 24.44 亿元，同比下降44.56%，公司资产负债率为 50.52%，同比增加1.06个百分点。
- 2025年一季度，公司实现营业收入45.02亿元，同比下降29.17%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.55亿元，同比下降56.29%，扣除非经常性损益归属于母公司的净利润 2.69 亿元，同比下降55.38%，公司资产负债率为 50.86%，同比增加0.34个百分点。

■ 精细化管理成本，煤炭生产业务毛利率保持高位

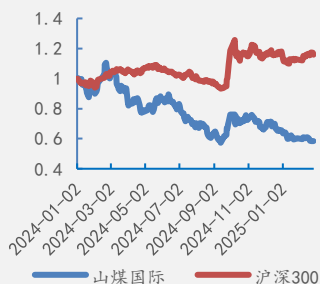
- **煤炭生产业务：**2024年，原煤目标产量3300万吨，实际产量3297.89万吨，同比减少15.40%，销量2673.36万吨，同比减少23.31%，营业收入172.66亿元，同比减少27.45%，吨煤营业成本249.79元/吨，同比减少0.55%，毛利90.28亿元，毛利率52.29%，同比降低6.57个百分点。

2025Q1，原煤产量908.64万吨，同比增加20.92%，销量441.55万吨，同比减少19.15%，营业收入26.24亿元，同比减少27.45%，吨煤营业成本131.85元/吨，同比大幅减少41.17%，成本大幅降低主要受公司采取压降成本措施和没有赔偿款入账等特殊事项发生的影响，公司毛利14.26亿元，毛利率54.34%，同比增加0.9个百分点。

整体看，在煤炭行业供需宽松，煤炭价格不断震荡走低的情况下，公司煤炭生产业务营收降低，但公司积极采取精细化管理、压降成本，吨煤营业成本逐渐走低，致使毛利率持续保持50%以上。

- **煤炭贸易业务：**2024年，贸易煤销量1899.63万吨，同比增加

历史股价走势图



公司基本数据

52周内股价区间：9.42-16.46

总市值(亿元)：188.53

流通市值(亿元)：188.53

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>

7.66%，营业收入116.73亿元，同比减少9.59%，吨煤营业成本595.38元/吨，同比下降14.59元/吨，毛利3.63亿元，毛利率3.11%，同比降低1.23个百分点。

2025Q1，贸易煤销量321.28万吨，同比减少16.18%，营业收入16.72亿元，同比减少35.29%，吨煤营业成本508.28元/吨，同比减少21.5%，毛利0.39亿元，同比下降1.61个百分点。

■ 长期借款增多应对资源接续，现货与长协倒挂致使应收款增多

- 公司加强资金成本管控，2024年，长期借款51.93亿元，同比增加11.64%，当前以3年为主，短期借款为0，随着借贷利率降低，公司财务费用2.2亿元，同比降低1.53%。2025Q1，长期借款79.47亿元，相较年末增加27.54亿元，同比降低1.64%，财务费用0.44亿元，同比降低79.23%。通过对长期借款的合理优化，虽然增加了融资规模，但融资成本却降低了，能更好的应对资源接续。
- 公司动力煤以长协拉运为主，冶金煤以质论价按照市场价走，2025Q1动力煤现货与长协倒挂明显，回款存在一定滞后，应收账款及应收票据7.92亿元，同比增加32.65%；一季度原煤产量同比增加，而销量同比下滑，叠加应收款项增多，导致经营活动现金流量净额-11.37亿元。

■ 注重股东回报，分红率按规划如期达60%

- 2023年底，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%。截至2024年12月31日，公司总股本1,982,456,140股，以此计算本次拟派发现金红利人民币1,367,894,736.60元（含税），不实施资本公积金转增股本，剩余未分配利润转入2025年度，2024年现金分红比例60.3%，实现股东回报的规划。

■ 投资建议

- 当前煤炭行业供需宽松，煤价仍未看到明显企稳，预计煤价有继续震荡下行可能，考虑公司2025年原煤目标产量3500万吨，我们预计2024-2026年公司归母净利润为18.91/21.14/23.36亿元，对应EPS分别为0.95/1.06/1.18元/股，对应2025年5月6日收盘价的PE分别为9.97/8.96/8.07倍，因公司分红比例高并有持续可能，维持“谨慎推荐”评级。

图表 公司财务数据

财务指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	463.90	373.71	295.81	260.42	276.17	286.80
增长率(%)	-3.46	-19.44	-20.84	-11.96	6.05	3.85
归母净利润(亿元)	69.81	42.60	22.68	18.91	21.14	23.36
增长率(%)	41.38	-38.53	-46.75	-16.64	11.79	10.50
每股收益(元/股)	3.52	2.15	1.14	0.95	1.07	1.18
PE(倍)	2.70	4.43	8.31	9.97	8.92	8.07
PB(倍)	1.26	1.20	1.14	1.09	1.04	0.99

数据来源: wind、大同证券

风险提示：国际环境不确定性增强，煤炭需求不及预期

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

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，具备一定局限性。

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。