



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 29 日

基础数据

08 月 28 日收盘价（元）	9.88
总市值（亿元）	195.87
总股本（亿股）	19.82

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】山煤国际 2024 年报及 2025 年一季报点评：量价双降拖累盈利，年报如期分红 60%-2025.05.01

【兴证煤炭】山煤国际 2024 年半年报点评：Q2 业绩环比改善，静待复产提质增效-2024.09.01

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

分析师：李冉冉

S0190525010002

liranran@xyzq.com.cn

山煤国际(600546.SH)

降本对冲煤价下行，Q2 业绩环比改善显著

投资要点：

事件：山煤国际发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营收 96.60 亿元，同比-31.28%；归母净利润 6.55 亿元，同比-49.25%；加权平均净资产收益率 3.92%，同比-4.09pct。2025Q2 单季度，公司实现营收 51.58 亿元，同比-33.0%，环比+14.6%；归母净利润 4.00 亿元，同比-43.5%，环比+56.9%。对此，我们点评如下：

25H1 产量显著恢复，成本降幅显著，自产煤吨煤毛利仍高达 50%以上。2025H1，公司煤炭实现营收 92.98 亿元，同比-32.4%；营业成本 63.25 亿元，同比-30.3%；完成原煤产量 1782.12 万吨，同比+15.9%；销售煤炭 1788.35 万吨，同比-14.1%；吨煤平均售价 519.9 元，同比-21.3%；吨煤成本 353.7 元，同比-18.8%。区分煤炭来源看：

- 自产煤：销售 1034.56 万吨，同比-13.2%；吨煤售价 556 元，同比-130 元；吨煤成本 275 元，同比-32 元；吨煤毛利 281 元，同比-98 元；吨煤毛利率 50.57%，同比-4.68pct。
- 贸易煤：销售 753.79 万吨，同比-15.4%；吨煤售价 470 元，同比-156 元；吨煤成本 462 元，同比-146 元；吨煤毛利 8 元，同比-10 元；吨煤毛利率 1.78%，同比-1.2pct。

主要控股公司业绩多数下滑，长春兴、凌志达煤业业绩改善。2025H1，主要控股公司中，①河曲旧县露天煤业：公司持股比例 51%；实现净利润 3.77 亿元，同比-37.9%/-2.3 亿元；②长春兴煤业：公司持股比例 51%；净利润 2.86 亿元，同比+340%/+2.2 亿元。③霍尔辛赫煤业：公司持股比例 70%；净利润 1.58 亿元，同比-59.9%/-2.4 亿元。此外，2025H1，凌志达煤业业绩扭亏为盈，实现 3638 万元净利润；韩家洼煤业由盈转亏，净亏损 1624 万元。

Q2 产销环比提升，吨煤毛利 250 元。2025Q2 单季度，公司煤炭板块实现营收 50.01 亿元，同比-33.78%，环比+16.4%；生产原煤 873.48 万吨，同比+11.04%，环比-3.9%；销售煤炭 1025.52 万吨，同比-11.10%，环比+34.4%。其中自产煤：销售 593.01 万吨，同比-8.1%，环比+34.3%；吨煤售价 528 元，同比-178 元，环比-66 元；吨煤成本 278 元，同比-28 元，环比+6 元；吨煤毛利 250 元，同比-150 元，环比-73 元；吨煤毛利率 47.4%，同比-9.30pct，环比-6.96pct。

盈利预测与投资建议：随着反内卷及查超产政策推进，我们预计煤价降幅有望收窄。公司煤炭产销持续恢复，规模效应下公司煤炭成本逐步改善。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 13.17/14.74/15.54 亿元，分别同比变化-41.9%/+11.8%/+5.5%，对应 EPS 分别为 0.66/0.74/0.78 元，对应 8 月 28 日收盘价 PE 分别为 14.9/13.3/12.6 倍，维持“增持”评级。

风险提示：煤价超预期下跌；产销大幅下滑；新矿井产能释放不及预期；安全环保政策加码等

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	29561	24055	24658	25518
同比增长	-20.9%	-18.6%	2.5%	3.5%
归母净利润（百万元）	2268	1317	1474	1554
同比增长	-46.7%	-41.9%	11.8%	5.5%
毛利率	32.3%	29.9%	30.4%	30.5%
ROE	13.8%	7.7%	8.3%	8.5%
每股收益（元）	1.14	0.66	0.74	0.78
市盈率	8.6	14.9	13.3	12.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8148	6121	6418	8209
货币资金	6426	4626	4978	6776
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	300	150	31	15
预付款项	184	243	217	234
存货	565	431	443	453
其他	673	671	748	731
非流动资产	32232	32364	32757	31839
长期股权投资	683	685	684	684
固定资产	18890	18864	19294	18717
在建工程	2926	3337	3686	3983
无形资产	5419	4990	4751	4455
商誉	0	0	0	0
其他	4315	4488	4342	4000
资产总计	40380	38485	39175	40049
流动负债	12029	9282	9714	9978
短期借款	0	125	275	275
应付票据及应付账款	5004	3990	4138	4250
其他	7025	5166	5301	5453
非流动负债	8369	7856	6834	6070
长期借款	5193	4639	3619	2855
其他	3176	3217	3215	3215
负债合计	20398	17137	16547	16048
股本	1982	1982	1982	1982
未分配利润	9702	10028	10392	10775
少数股东权益	3491	4169	4865	5620
股东权益合计	19982	21348	22628	24000
负债及权益合计	40380	38485	39175	40049

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2268	1317	1474	1554
折旧和摊销	1791	2408	2528	2594
营运资金的变动	-1468	-1974	288	219
经营活动产生现金流量	3741	3097	5566	5661
资本支出	-1902	-2321	-3025	-1973
长期投资	0	-235	78	-26
投资活动产生现金流量	-1902	-2843	-3231	-1983
债权融资	1325	-1201	-872	-763
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2215	-2054	-1983	-1881
现金净变动	-377	-1800	352	1797

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	29561	24055	24658	25518
营业成本	20009	16870	17164	17739
税金及附加	1665	1540	1578	1633
销售费用	438	357	366	379
管理费用	1703	1371	1411	1458
研发费用	493	350	377	384
财务费用	220	192	181	135
投资收益	28	15	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	75	-98	-42	-49
资产减值损失	-21	-11	-7	-2
营业利润	5133	3299	3566	3773
营业外收支	-404	-320	-325	-323
利润总额	4730	2979	3241	3450
所得税	1571	983	1072	1140
净利润	3158	1996	2169	2309
少数股东损益	890	679	695	755
归属母公司净利润	2268	1317	1474	1554
EPS(元)	1.14	0.66	0.74	0.78

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-20.9%	-18.6%	2.5%	3.5%
营业利润增长率	-47.5%	-35.7%	8.1%	5.8%
归母净利润增长率	-46.7%	-41.9%	11.8%	5.5%
盈利能力				
毛利率	32.3%	29.9%	30.4%	30.5%
归母净利率	7.7%	5.5%	6.0%	6.1%
ROE	13.8%	7.7%	8.3%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	50.5%	44.5%	42.2%	40.1%
流动比率	0.68	0.66	0.66	0.82
速动比率	0.57	0.53	0.54	0.70
营运能力				
资产周转率	73.0%	61.0%	63.5%	64.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.14	0.66	0.74	0.78
每股经营现金	1.89	1.56	2.81	2.86
估值比率(倍)				
PE	8.6	14.9	13.3	12.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.1

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn