

证券研究报告

Q2 销量环比显著提升，边际改善现曙光

公司研究

2025 年 8 月 30 日

公司点评报告

山煤国际 (600546)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升：煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

李睿：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

刘波：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编：100031

事件：山煤国际发布半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 96.60 亿元，同比下降 31.28%；实现归母净利润 6.55 亿元，同比下降 49.25%；扣非后净利润 6.82 亿元，同比下降 50.56%；经营活动现金流量净额-4.69 亿元，同比下降 119.71%；基本每股收益 0.33 元/股，同比下降 49.23%。

2025 年第二季度，公司单季度营业收入 51.58 亿元，环比上涨 14.56%；单季度归母净利润 4.00 亿元，环比上涨 56.91%。

点评：

- **2025 上半年自产煤产量增长但销量下滑，煤炭业务业绩承压。**产销量方面：2025 年上半年，公司实现原煤产量 1782.12 万吨，同比增加 15.86%；自产煤销量 1034.56 万吨，同比减少 13.19%。价格方面：2025 年上半年，公司实现销售均价 556.34 元/吨，同比下降 18.9%。成本方面：2025 年上半年，公司实现吨煤销售成本 275 元/吨，同比下降 10.4%。2025 上半年，公司实现煤炭生产业务收入 57.56 亿元，同比下降 29.6%；煤炭生产业务成本 28.45 亿元，同比下降 22.2%；毛利 29.11 亿元，同比下降 35.6%。需要注意的是，公司上半年延迟销售的库存商品煤，在下半年煤价上涨期间进行销售有望带来边际利润增量。
- **产销策略灵活调整应对市场下行，Q2 自产煤销量环比显著回升。**产销量方面：2025 年第二季度，公司实现自产煤销量 593.01 万吨，环比增加 34.30%。价格方面：2025 年第二季度，公司实现自产煤售价为 528.02 元/吨，环比下降 11.16%。成本方面：2025 年第二季度，公司实现自产煤销售成本 277.77 元/吨，环比+2.39%。一季度，受下游需求偏弱及长协与市场煤价差倒挂影响，公司销售承压，销量同比下降。二季度公司调整销售策略，自产煤销量环比大幅增长带动业绩边际改善。
- **贸易业务体量和毛利有所下降。**贸易量方面：2025 年上半年，公司实现贸易量 753.79 万吨，同比下降 15.43%。价格方面：2025 年上半年，公司实现销售均价 469.98 元/吨，同比下降 24.93%。成本方面：2025 年上半年，公司实现销售成本 461.63 元/吨，同比下降 24%。2025 年上半年，公司实现煤炭贸易业务收入 35.43 亿元，同比下降 36.51%；煤炭贸易业务成本 34.8 亿元，同比下降 35.7%；毛利 6299.4 万元，同比下降 61.6%。
- **资源接续稳步推进，高股东回报承诺明确。**在资源接续方面，公司将资源扩张作为重要战略，持续关注山西省内探矿权出让机会，并已为参与竞拍做好资金准备，以应对部分矿井服务年限问题。在股东回报方面，公司发布了 2024-2026 年的股东回报规划，承诺分红率不低于 60%，为投资者提供了明确的回报预期。

- **盈利预测及评级：**公司拥有低成本的竞争优势、较优的资产质量和相对稳定的高分红高股息，我们看好公司未来估值修复空间。我们预计，2025-2027 年归母净利润为 15.58/18.48/21.31 亿，EPS 分别 0.79/0.93/1.08 元/股；我们看好公司的投资价值，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内宏观经济增长失速；安全生产风险；产量出现波动的风险。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	37,371	29,561	24,362	25,868	27,242
同比(%)	-19.4%	-20.9%	-17.6%	6.2%	5.3%
归属母公司净利润（百万元）	4,260	2,268	1,558	1,848	2,131
同比(%)	-38.5%	-46.7%	-31.3%	18.6%	15.3%
毛利率(%)	39.1%	32.3%	28.6%	29.9%	31.0%
ROE(%)	27.2%	13.8%	8.0%	9.2%	10.2%
EPS（摊薄）（元）	2.15	1.14	0.79	0.93	1.08
P/E	4.59	8.63	12.55	10.59	9.18
P/B	1.25	1.19	1.01	0.98	0.94
EV/EBITDA	2.84	3.28	3.50	2.75	2.13

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：收盘价截至 2025 年 8 月 29 日。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。