

山煤国际（600546.SH）

Q2 业绩环比大幅改善，关注高分红价值

2025 年 09 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

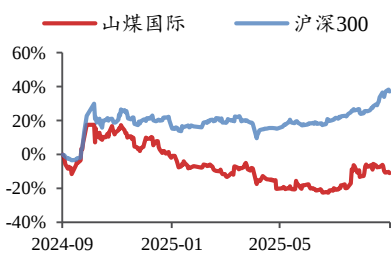
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/9/2
当前股价(元)	9.82
一年最高最低(元)	15.33/8.49
总市值(亿元)	194.68
流通市值(亿元)	194.68
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	98.99

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q1 降本对冲量价下跌影响，高分红凸显配置价值—公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告》-2025.5.8

《Q3 量增致业绩环比改善，高分红凸显配置价值—公司信息更新报告》-2024.10.26

● Q2 业绩环比大幅改善，关注高分红价值。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 96.6 亿元，同比-31.28%；实现归母净利润 6.5 亿元，同比-49.25%；实现扣非后归母净利润 6.8 亿元，同比-50.56%。Q2 公司实现营业收入 51.6 亿元，环比+14.56%；实现归母净利润 4 亿元，环比+56.9%，实现扣非后归母净利润 4.1 亿元，环比+53.53%。考虑到公司上半年煤炭产销量，判断煤价运行趋势，我们上调 2025-2027 年公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 15.4/17.9/20.1 亿元（前值为 14.8/16.9/19.3 亿元），同比-32.3%/+16.3%/+12.4%；EPS 分别为 0.77/0.90/1.01 元；对应当前股价 PE 为 12.7/10.9/9.7 倍。考虑到公司产能释放进展顺利，叠加分红比例有望维持高水平，公司长期投资价值凸显。维持“买入”评级。

● H1 煤炭产量同比改善，吨煤售价承压致毛利下滑

H1 煤炭产量同比改善：2025H1 公司原煤产量 1782.1 万吨，同比+15.86%，商品煤销量 1788.4 万吨，同比-14.15%，其中自产煤销量 1034.6 万吨，同比-13.19%，贸易煤销量 753.8 万吨，同比-15.43%。单季度来看，2025Q2 原煤产量 873.5 万吨，环比-3.87%，其中商品煤销量 1025.5 万吨，环比+34.44%，自产煤销量 593 万吨，环比+34.3%，贸易煤销量 432.5 万吨，环比+34.62%。**吨煤售价承压：**2025H1 公司吨煤售价为 519.9 元/吨，同比-21.26%，其中自产煤吨煤价格为 556.3 元/吨，同比-18.89%，贸易煤吨煤价格为 470 元/吨，同比-24.93%；单季度来看，2025Q2 公司吨煤售价为 487.7 元/吨，环比-13.42%，其中自产煤吨煤价格为 528 元/吨，环比-11.17%，贸易煤吨煤价格为 432.4 元/吨，环比-16.93%。**H1 自产煤毛利下滑：**受价格下降影响，2025H1 公司吨煤毛利为 166.3 元/吨，同比-26%，其中自产煤吨煤毛利为 281.3 元/吨，同比-25.76%，贸易煤吨煤毛利为 8.4 元/吨，同比-54.62%。单季度来看，2025Q2 公司吨煤毛利为 147 元/吨，环比-23.52%，其中自产煤吨煤毛利为 250.2 元/吨，环比-22.55%，贸易煤吨煤毛利为 5.4 元/吨，环比-55.97%。

● 强化项目环保建设，分红比例有望维持高水平

强化项目建设环保升级：河曲露天等 5 座煤矿通过了国家一级安全生产标准化矿井初验；顺利完成所属矿井长春兴煤业矸石生态回填等环保项目，同时积极开展绿色矿山创建，2025H1 共有经坊煤业等 5 座煤矿完成现场验收，公司生态环保主要指标持续向好。**高分红长期投资价值凸显：**2024 年公司每股派发现金红利 0.69 元/股（含税），分红比例为 60.3%，同比+30.05pct，分红比例望维持高水平，按 2025 年 9 月 2 日收盘价计算，当前公司股息率为 7%。

风险提示：经济增速低于预期；煤炭价格下跌风险；煤炭产销量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	37,371	29,561	18,402	21,742	23,872
YOY(%)	-19.4	-20.9	-37.7	18.2	9.8
归母净利润(百万元)	4,260	2,268	1,535	1,785	2,007
YOY(%)	-38.5	-46.7	-32.3	16.3	12.4
毛利率(%)	39.1	32.3	33.5	32.7	32.5
净利率(%)	11.4	7.7	8.3	8.2	8.4
ROE(%)	33.1	15.8	10.9	11.6	12.4
EPS(摊薄/元)	2.15	1.14	0.77	0.90	1.01
P/E(倍)	4.6	8.6	12.7	10.9	9.7
P/B(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

s 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8500	8148	7862	16226	9917
现金	6372	6426	6151	13782	8170
应收票据及应收账款	398	300	634	837	492
其他应收款	64	65	15	79	25
预付账款	564	184	282	268	336
存货	503	565	175	654	290
其他流动资产	600	608	604	606	605
非流动资产	32117	32232	24882	24838	24332
长期投资	655	683	736	790	844
固定资产	18733	18890	13426	14263	14508
无形资产	5828	5419	4856	4301	3714
其他非流动资产	6901	7241	5865	5483	5266
资产总计	40617	40380	32744	41064	34249
流动负债	12511	12029	6189	14247	7017
短期借款	500	0	250	125	188
应付票据及应付账款	4766	5004	348	6400	841
其他流动负债	7245	7025	5592	7721	5988
非流动负债	7575	8369	5658	4681	3508
长期借款	4651	5193	2608	1568	427
其他非流动负债	2924	3176	3050	3113	3082
负债合计	20085	20398	11847	18928	10525
少数股东权益	4854	3491	4239	5021	5949
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3382	3382	3382	3382
留存收益	9714	10694	11943	13155	14651
归属母公司股东权益	15678	16491	16658	17115	17774
负债和股东权益	40617	40380	32744	41064	34249

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5985	3741	-2146	11498	-2368
净利润	6800	3158	2283	2568	2935
折旧摊销	1853	1726	1513	1562	1455
财务费用	224	220	97	-55	-135
投资损失	-29	-28	-29	-29	-29
营运资金变动	-3203	-1468	-6007	7421	-6610
其他经营现金流	340	133	-4	31	15
投资活动现金流	-1997	-1902	5867	-1491	-921
资本支出	1945	1902	-5943	1489	882
长期投资	-62	0	-53	-55	-54
其他投资现金流	10	0	-23	52	15
筹资活动现金流	-9022	-2215	-3997	-2376	-2323
短期借款	-1139	-500	250	-125	63
长期借款	1183	541	-2585	-1040	-1141
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	-1662	-1211	-1245
现金净增加额	-5035	-377	-275	7631	-5611

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37371	29561	18402	21742	23872
营业成本	22753	20009	12232	14622	16122
营业税金及附加	1930	1665	993	1199	1303
营业费用	557	438	273	323	354
管理费用	1769	1703	966	1197	1283
研发费用	387	493	249	328	341
财务费用	224	220	97	-55	-135
资产减值损失	-82	-21	0	0	0
其他收益	35	19	27	23	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	28	29	29	29
资产处置收益	-4	0	-2	-1	-1
营业利润	9784	5133	3645	4152	4640
营业外收入	9	4	6	5	6
营业外支出	296	407	352	380	366
利润总额	9496	4730	3300	3777	4280
所得税	2697	1571	1017	1209	1344
净利润	6800	3158	2283	2568	2935
少数股东损益	2540	890	748	782	928
归属母公司净利润	4260	2268	1535	1785	2007
EBITDA	11496	6605	4777	5137	5465
EPS(元)	2.15	1.14	0.77	0.90	1.01

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-19.4	-20.9	-37.7	18.2	9.8
营业利润(%)	-36.9	-47.5	-29.0	13.9	11.8
归属于母公司净利润(%)	-38.5	-46.7	-32.3	16.3	12.4
获利能力					
毛利率(%)	39.1	32.3	33.5	32.7	32.5
净利率(%)	11.4	7.7	8.3	8.2	8.4
ROE(%)	33.1	15.8	10.9	11.6	12.4
ROIC(%)	32.2	14.1	10.8	12.0	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	50.5	36.2	46.1	30.7
净负债比率(%)	-2.8	1.0	-9.2	-48.4	-26.1
流动比率	0.7	0.7	1.3	1.1	1.4
速动比率	0.6	0.6	1.1	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	47.9	84.7	66.3	75.5	70.9
应付账款周转率	5.2	4.2	4.7	4.4	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.15	1.14	0.77	0.90	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	3.02	1.89	-1.08	5.80	-1.19
每股净资产(最新摊薄)	7.91	8.32	8.40	8.63	8.97
估值比率					
P/E	4.6	8.6	12.7	10.9	9.7
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	2.1	3.5	4.6	2.7	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn