

类型：业绩点评

评级：谨慎推荐(维持)

当前价格：9.67  
(2025.9.3)

山煤国际 (600546.SH) 发布时间：2025-9-3

证券研究报告 · 公司2025年中报点评

## 公司积极拓展市场，二季度业绩边际转好

### 核心要点：

- 2025年8月27日，山煤国际公布2025年半年度报告
- 2025年上半年，公司实现营业收入96.60亿元，同比下降31.28%，实现归属于母公司所有者的净利润6.55亿元，同比下降46.75%，扣除非经常性损益归属于母公司的净利润6.82亿元，同比下降50.56%，经营活动现金流净额-4.69亿元，同比下降119.71%，EPS（基本）0.33元/股，同比下降49.23%。
- 2025年第二季度，公司实现单季度营业收入51.58亿元，环比增加14.56%，实现归属于母公司所有者的净利润4.0亿元，环比增加56.91%，扣除非经常性损益归属于母公司的净利润4.13亿元，环比增加53.53%，经营活动现金流净额6.68亿元，环比增加158.74%。

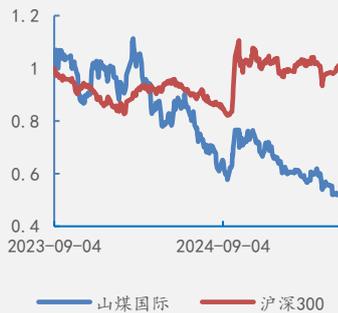
### ■ 上半年煤炭生产增产不增销，煤炭贸易量有所压缩

- 煤炭生产业务：2025年上半年原煤产量1782.12万吨，同比增加15.86%，销量1034.56万吨，同比减少13.19%，营业收入57.56亿元，同比减少29.59%，吨煤营业成本159.64元/吨，同比减少32.87%，毛利29.11亿元，毛利率50.57%，同比降低4.68个百分点。

2025年第二季度，单季度原煤产量873.48万吨，环比下降3.87%，销量593.01万吨，环比增加34.30%，营业收入31.31亿元，环比增加19.31%，吨煤营业成本188.56元/吨，环比增加43.01%，公司毛利14.84亿元，环比增加4.07%，毛利率47.39%，环比下降6.97个百分点。

整体看，由于2024年上半年公司受“三超”检查的影响，煤炭产量减少，2025年煤炭产量在低基数和检查不严的作用下，产量增加；而上半年煤炭市场不景气，市场价格不断下调，港口库存偏高，公司煤炭销量下降，营业收入和毛利下滑幅度较大，在公司精细化管理下，毛利率虽小幅下滑但仍保持在高位。从单季度第二季度看，公司煤炭销量边际走好，营收和毛利较一季度大幅提升，但毛利率走低，营业成本有所提升。

### 历史股价走势图



### 公司基本数据

52周内股价区间：8.49-14.25

总市值(亿元)：192

流通市值(亿元)：192

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

助理：温慧

证券从业编号：S0770125070012

E-mail：

wenh@dtsbc.com.cn 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>

- **煤炭贸易业务：**2025年上半年，贸易煤销量753.79万吨，同比下降15.48%，营业收入35.43亿元，同比减少36.51%，吨煤营业成本461.91元/吨，同比下降23.98元/吨，毛利0.63亿元，环比下降41.03%，毛利率1.78%，同比降低1.16个百分点。

2025年第二季度，贸易煤销量432.51万吨，环比增加34.62%，营业收入18.70亿元，环比增加11.83%，吨煤营业成本427.04元/吨，环比减少15.98%，毛利0.23亿元，毛利率1.25%，环比下降1.11个百分点。

**整体看，**同样受煤炭价格持续走低的影响，上半年煤炭贸易销量遭到压缩，营收和利润下降；从二季度单季度看，相较于一季度，贸易量和营收提升，但是毛利和毛利率减少，公司贸易业务在市场不景气时较为难做。

#### ■ 公司进一步压降成本，经营活动现金流净额环比向好

- 2025年上半年，公司“三费”进一步压降，销售费用1.56亿元，同比下降33.47%，管理费用6.48亿元，同比下降9.35%，财务费用同比下降27.29%。公司通过构建成本管控体系，将“产洗销贸运进”各环节成本纳入统一管理，持续开展“成本管家”行动，打通成本管理“最后一公里”，成本指标压降成效不断显现。
- 2025年上半年，公司经营活动现金流净额-4.69亿元，同比减少119.71%，主要是报告期内煤炭价格下跌，销量下降，以及回款滞后，应收账款5.48亿元，同比增加82.98%，导致现金流入减少。从单季度看，二季度经营活动现金流净额6.68亿元，相较一季度-11.37亿元，环比增加158.74%，回款提速，现金流增多。

#### ■ 积极拓展市场，增强经营管控能力

- 公司坚持“量价联动、稳价保量”的原则，重点突破江苏、湖北、湖南等增量市场，积极开拓省内及河南区域的终端客户群体，实行销售团队全员营销，公司主要领导带队多次前往湖北等地电厂拜访对接，进一步拓宽销售渠道。公司建立“煤炭超市”的销售模式，以“水转水”方式实现“送煤到家”，辐射周边十余家电厂客户，有效缩短送货周期。
- 公司加快构建现代企业治理体系，进一步完善“权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡”的现代公司治理机制；深化三项制度和绩效管理改革，优化薪酬分配体系，构建与新质生产

力发展相配套的以 PBC 为核心的绩效管理作体系，充分激发“人努力”的主观能动性。

#### ■ 投资建议

- 2025年7月、8月正处“迎峰度夏”期间，天气温度高于往年，电厂煤炭日耗不断提升；强降雨频繁，煤矿正常生产受到干扰，在“反内卷”和超产检查的背景下，煤炭供给收紧，动力煤价格迎来一波上涨。当前“迎峰度夏”已近尾声，高温天范围缩小，电煤需求减少，但“反内卷”和超产检查持续，煤炭供给仍将受到限制，在供需双弱格局下，煤价或将开启下跌，但预计跌幅有限。
- 考虑公司2025年原煤目标产量3500万吨，我们预计2025-2027年公司归母净利润为14.98/16.80/18.61亿元，对应EPS分别为0.76/0.85/0.94元/股，对应2025年9月3日收盘价的PE分别为12.79/11.41/10.30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	14.98	16.80	18.61
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	0.76	0.85	0.94
PE(倍)	2.70	4.43	8.31	12.79	11.41	10.30
PB(倍)	1.26	1.20	1.14	1.11	1.06	1.00

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。