

山煤国际 (600546.SH)

Q3 销量结构调整煤价下滑, Q4 业绩有望边际修复

公司发布 2025 年三季度报业绩公告。2025 前三季度营业收入 153.32 亿元,同比减少 30.20%;归母净利润 10.46 亿元,同比减少 49.74%。2025Q3 营业收入 56.73 亿元,同比减少 28.27%,环比+9.98%;归属归母净利润 3.91 亿元,同比减少 50.53%,环比-2.18%。

Q3 贸易煤规模收缩,销量结构调整煤价下滑

- 产销方面, 25Q3 公司原煤产量 882 万吨, 同比-30.8 万吨, 环比+8.5 万吨; 商品煤销量 1215 万吨, 同比-12.6 万吨, 环比+189.8 万吨, 其中自产煤销量 947 万吨 (同比+257.1 万吨, 环比+354.4 万吨)、贸易煤销量为 268 万吨 (同比-269.7 万吨, 环比-164.7 万吨)。
- 利价方面, 25Q3 自产煤售价 458 元/吨, 同比-30.6%, 环比-13.3%; 自产煤成本 231 元/吨, 同比-14.0%, 环比-16.9%; 自产煤吨煤毛利为 227 元/吨, 同比-42.0%, 环比-9.2%; 贸易煤吨煤毛利 10 元/吨, 同比-49.1%, 环比+85.4%。

从山焦集团购买 210 万吨指标, 用于长春兴与韩家洼核增

- 2025 年 10 月 31 日发布公告, 宣布下属子公司长春兴煤业、韩家洼煤业通过参与竞拍的方式购买间接股东山西焦煤集团有限责任公司 5 座煤矿的产能指标合计 210 万吨/年, 用于核增产能置换, 购买价格合计 3.02 亿元。

投资建议。考虑公司三季报业绩符合预期, 我们维持原盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.66 亿元、24.12 亿元、25.92 亿元, 对应 PE 分别为 10.6X, 9.1X, 8.4X。

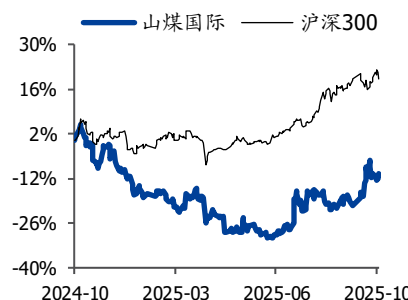
风险提示: 煤炭价格大幅下跌, 公司产量不及预期, 煤炭需求不及预期。

增持 (维持)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	增持
10 月 31 日收盘价 (元)	11.04
总市值 (百万元)	21,886.32
总股本 (百万股)	1,982.46
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	41.99

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com

相关研究

- 1、《山煤国际 (600546.SH): Q2 以量补价业绩回升, 分红与弹性兼备》 2025-08-28
- 2、《山煤国际 (600546.SH): 降本增效望见成效, 股息率 6.8%》 2025-04-29
- 3、《山煤国际 (600546.SH): 产销稳步恢复, Q3 业绩环比改善》 2024-10-26

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	37,371	29,561	27,370	29,547	31,266
增长率 yoy（%）	-19.4	-20.9	-7.4	8.0	5.8
归母净利润（百万元）	4,260	2,268	2,066	2,412	2,592
增长率 yoy（%）	-38.5	-46.7	-8.9	16.7	7.5
EPS 最新摊薄（元/股）	2.15	1.14	1.04	1.22	1.31
净资产收益率（%）	27.2	13.8	11.8	13.1	13.3
P/E（倍）	5.1	9.6	10.6	9.1	8.4
P/B（倍）	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8500	8148	7715	28424	40359
现金	6372	6426	5615	21755	31442
应收票据及应收账款	398	300	494	1937	2530
其他应收款	64	65	55	415	576
预付账款	564	184	285	703	867
存货	503	565	541	2758	4071
其他流动资产	600	608	725	856	874
非流动资产	32117	32232	32383	32978	31993
长期投资	655	683	683	683	683
固定资产	18733	18890	19941	21184	20234
无形资产	5828	5419	5127	4810	4383
其他非流动资产	6901	7241	6633	6301	6693
资产总计	40617	40380	40098	61402	72352
流动负债	12511	12029	9947	27636	34773
短期借款	500	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4766	5004	3652	12943	16867
其他流动负债	7245	7025	6295	14693	17907
非流动负债	7575	8369	7928	9419	10818
长期借款	4651	5193	4742	6234	7636
其他非流动负债	2924	3176	3186	3184	3182
负债合计	20085	20398	17875	37055	45592
少数股东权益	4854	3491	4705	5871	7255
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3382	3382	3382	3382
留存收益	9714	10694	11514	12471	13500
归属母公司股东权益	15678	16491	17518	18476	19505
负债和股东权益	40617	40380	40098	61402	72352

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5985	3741	4356	19602	11715
净利润	6800	3158	3280	3578	3976
折旧摊销	1916	1791	1993	2220	2084
财务费用	369	329	209	231	292
投资损失	-29	-28	-20	-20	-20
营运资金变动	-3203	-1468	-1646	13120	4889
其他经营现金流	132	-41	539	472	494
投资活动现金流	-1997	-1902	-2667	-3267	-1573
资本支出	-1945	-1902	-2511	-3066	-1441
长期投资	-62	0	-20	-27	35
其他投资现金流	10	0	-136	-174	-167
筹资活动现金流	-9022	-2215	-2501	-195	-456
短期借款	-1139	-500	0	0	0
长期借款	1183	541	-451	1493	1402
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	-2050	-1688	-1857
现金净增加额	-5035	-377	-812	16140	9687

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37371	29561	27370	29547	31266
营业成本	22753	20009	17512	18973	19938
营业税金及附加	1930	1665	1642	1773	1876
营业费用	557	438	411	443	469
管理费用	1769	1703	1642	1773	1845
研发费用	387	493	547	591	625
财务费用	224	220	137	168	46
资产减值损失	-82	-21	-101	-28	0
其他收益	35	19	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	28	20	20	20
资产处置收益	-4	0	0	0	0
营业利润	9784	5133	5413	5834	6502
营业外收入	9	4	7	6	6
营业外支出	296	407	450	450	500
利润总额	9496	4730	4970	5390	6007
所得税	2697	1571	1690	1812	2031
净利润	6800	3158	3280	3578	3976
少数股东损益	2540	890	1214	1166	1384
归属母公司净利润	4260	2268	2066	2412	2592
EBITDA	11938	7116	7100	7778	8137
EPS (元/股)	2.15	1.14	1.04	1.22	1.31

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-19.4	-20.9	-7.4	8.0	5.8
营业利润(%)	-36.9	-47.5		7.8	11.4
归属母公司净利润(%)	-38.5	-46.7	-8.9	16.7	7.5
获利能力					
毛利率(%)	39.1	32.3	36.0	35.8	36.2
净利率(%)	11.4	7.7	7.5	8.2	8.3
ROE(%)	27.2	13.8	11.8	13.1	13.3
ROIC(%)	27.5	13.5	12.4	11.9	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	50.5	44.6	60.3	63.0
净负债比率(%)	-4.0	-0.5	-2.5	-62.5	-87.8
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
应收账款周转率	47.9	84.7	76.3	25.1	14.0
应付账款周转率	5.2	4.2	4.1	2.3	1.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.15	1.14	1.04	1.22	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	3.02	1.89	2.20	9.89	5.91
每股净资产(最新摊薄)	7.91	8.32	8.84	9.32	9.84
估值比率					
P/E	5.1	9.6	10.6	9.1	8.4
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	2.8	3.3	3.0	0.9	-0.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com