

信义山证汇通天下

证券研究报告

动力煤

山煤国际（600546.SH）

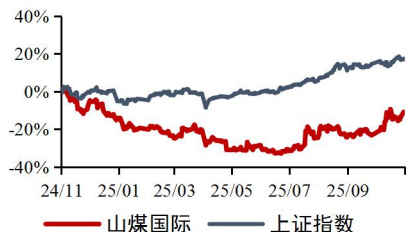
增持-A(维持)

产销比修复，未来业绩仍有改善空间

2025 年 11 月 5 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 11 月 4 日

收盘价（元）：	11.30
年内最高/最低（元）：	14.09/8.49
流通 A 股/总股本(亿)：	19.82/19.82
流通 A 股市值（亿）：	224.02
总市值（亿）：	224.02

资料来源：最闻

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.53
摊薄每股收益(元)：	0.53
每股净资产(元)：	10.32
净资产收益率(%)：	7.78

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2025 年三季报。前三季度公司实现营业收入 153.32 亿元，同比减少 30.20%；实现归母净利 10.46 亿元，同比减少 49.74%。三季度单季公司实现营业收入 56.73 亿元，同比减少 28.27%，环比增长 9.98%；实现归母净利 3.91 亿元，同比减少 50.53%，环比减少 2.18%。

事件点评

➢ 三季度煤炭产销环比改善，四季度业绩仍有修复空间。2025 年三季度，公司实现原煤产量 882.02 万吨，同比减少 3.31%；商品煤总销量 1215.29 万吨，同比下降 1.03%。尽管产销量同比变化不大，但公司三季度煤炭产销比出现显著修复。其中 2025 年二季度公司自产煤产销比实现 1.47，三季度为 0.93，环比改善明显。考虑四季度煤价持续上涨及长协倒挂解除，后续公司业绩仍有较强修复动力。

➢ 高分红承诺，红利价值可期。公司承诺 2024-2026 年拟分配股息不少于当年实现的可供分配利润的 60%，随着未来业绩企稳改善，公司红利价值仍可期。

➢ 资源接续意愿仍存。出于资源接续需求，公司坚持资源扩张战略，密切关注山西省内探矿权出让机会，以保障长期稳定的煤炭供应能力。同时，近期公司控股子公司参与竞拍以 3.02 亿元取得 210 万吨/年的煤炭产能置换指标。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 15.12/16.95/19.62 亿元，2025-2027 年动态 PE 分别为 14.8/13.2/11.4 倍，考虑公司未来业绩存在环比改善预期及红利价值，维持“增持-A”投资评级。

风险提示

1) 宏观经济增速不及预期风险； 2) 煤炭产销比修复不及预期； 3) 煤炭价格超预期下行风险； 4) 安全生产风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	37,371	29,561	23,649	22,467	24,713
YoY(%)	-19.4	-20.9	-20.0	-5.0	10.0
净利润(百万元)	4,260	2,268	1,512	1,695	1,962
YoY(%)	-39.0	-46.7	-33.4	12.1	15.8
毛利率(%)	39.1	32.3	29.0	32.0	33.0
EPS(摊薄/元)	2.15	1.14	0.76	0.85	0.99



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



ROE(%)	33.1	15.8	11.1	12.2	13.4
P/E(倍)	5.3	9.9	14.8	13.2	11.4
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
净利率(%)	11.4	7.7	6.4	7.5	7.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8500	8148	10749	12873	13516
现金	6372	6426	9099	11295	11678
应收票据及应收账款	398	300	259	272	312
预付账款	564	184	414	154	471
存货	503	565	331	484	400
其他流动资产	663	673	646	668	656
非流动资产	32117	32232	27390	25043	24649
长期投资	655	683	662	664	688
固定资产	18733	18890	15811	14702	15103
无形资产	5828	5419	4855	4313	3728
其他非流动资产	6901	7241	6062	5364	5131
资产总计	40617	40380	38140	37916	38166
流动负债	12511	12029	9976	10619	11108
短期借款	500	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4766	5004	3194	4265	3819
其他流动负债	7245	7025	6782	6354	7289
非流动负债	7575	8369	7234	6125	5070
长期借款	4651	5193	4058	2949	1893
其他非流动负债	2924	3176	3176	3176	3176
负债合计	20085	20398	17210	16744	16178
少数股东权益	4854	3491	4295	5175	6168
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3382	3382	3382	3382
留存收益	9714	10694	11825	13159	14711
归属母公司股东权益	15678	16491	16635	15997	15820
负债和股东权益	40617	40380	38140	37916	38166

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	2172	5031	4785
净利润	6800	3158	2316	2575	2955
折旧摊销	1853	1726	1505	1505	1351
财务费用	224	220	213	209	247
投资损失	-29	-28	49	26	4
营运资金变动	-3203	-1468	-1910	716	228
其他经营现金流	340	133	0	0	0
投资活动现金流	-1997	-1902	3288	816	-961
筹资活动现金流	-9022	-2215	-2787	-3651	-3441
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.15	1.14	0.76	0.85	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	3.02	1.89	1.10	2.54	2.41
每股净资产(最新摊薄)	7.91	8.32	8.39	8.07	7.98

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37371	29561	23649	22467	24713
营业成本	22753	20009	16790	15277	16558
营业税金及附加	1930	1665	1182	1159	1295
营业费用	557	438	311	308	350
管理费用	1769	1703	1026	1027	1199
研发费用	387	493	473	449	494
财务费用	224	220	213	209	247
资产减值损失	-28	54	12	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	28	-49	-26	-4
营业利润	9784	5133	3617	4022	4579
营业外收入	9	4	9	7	7
营业外支出	296	407	342	372	354
利润总额	9496	4730	3283	3658	4232
所得税	2697	1571	967	1082	1277
税后利润	6800	3158	2316	2575	2955
少数股东损益	2540	890	804	880	993
归属母公司净利润	4260	2268	1512	1695	1962
EBITDA	11455	6567	4764	5080	5459

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	-20.0	-5.0	10.0
营业利润(%)	-37.1	-47.5	-29.5	11.2	13.8
归属于母公司净利润(%)	-39.0	-46.7	-33.4	12.1	15.8
获利能力					
毛利率(%)	39.1	32.3	29.0	32.0	33.0
净利率(%)	11.4	7.7	6.4	7.5	7.9
ROE(%)	33.1	15.8	11.1	12.2	13.4
ROIC(%)	31.9	14.0	10.4	12.4	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	50.5	45.1	44.2	42.4
流动比率	0.7	0.7	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.6	0.9	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	34.1	84.7	84.7	84.7	84.7
应付账款周转率	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1
估值比率					
P/E	5.3	9.9	14.8	13.2	11.4
P/B	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA	2.3	4.0	4.8	4.1	3.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

