

类型：业绩点评

评级：谨慎推荐(维持)

当前价格：11.30
(2025.11.4)

山煤国际 (600546.SH) 发布时间：2025-11-4

证券研究报告 • 公司2025年三季度报点评

三季度营收边际好转，公司成功竞得产能指标

核心要点：

历史股价走势图



公司基本数据

52周内股价区间：8.49–13.22

总市值(亿元)：224

流通市值(亿元)：224

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

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>

■ 1-9月公司营收和净利同比双降，Q3单季度营收环比提高

- 2025年前三季度，公司实现营业收入153.32亿元，同比下降30.20%，实现归属于母公司所有者的净利润10.46亿元，同比下降49.74%，扣除非经常性损益归属于母公司的净利润10.88亿元，同比下降50.23%，经营活动现金流净额22.19亿元，同比下降38.22%，EPS（基本）0.53元/股，同比下降49.52%。
- 2025年第三季度，公司实现单季度营业收入56.73亿元，环比增加9.98%，实现归属于母公司所有者的净利润3.91亿元，环比下降2.18%，扣除非经常性损益归属于母公司的净利润4.06亿元，环比下降1.69%，经营活动现金流净额26.89亿元，环比增加302.54%。

■ Q3自产煤产销增加、售价降低，贸易煤量价齐降

- **煤炭生产业务：**2025年前三季度原煤产量2664.14万吨，同比增加8.73%，销量1981.99万吨，同比增加5.31%，营业收入100.95亿元，同比减少20.72%，销售均价509.31元/吨，吨煤成本253.83元/吨。

2025年第三季度，单季度原煤产量882.02万吨，环比增加0.94%，销量947.43万吨，环比增加59.77%，营业收入43.39亿元，环比增加38.57%，售价457.96元/吨，环比下降13.27%，吨煤230.72，环比下降16.94%，实现毛利率49.62，环比增加2.23个百分点。

整体看，产销方面，公司产量稳步推进，受“反内卷”的影响较小，当前已完成全年目标产量的76%，三季度在高温天的影响下，公司销量实现大幅提升，成功实现去库目标。**售价方面，**虽然三季度港口Q5500的动力煤上涨近90元/吨，由于公司存在消化之前的库存，导致三季度售价环比下降。**盈利方面，**今年来煤价整体呈下降趋势，相较于2024年，前三季度公司营收下降；从第三季度看，公司紧抓“迎峰度夏”窗口，销量大幅提升，营收环比好转，另外公司创新营销模式，进一步压降成本，使公司毛利率仍保持在高位，环比小幅上涨。

- **煤炭贸易业务：**2025年上半年，贸易量11021.65万吨，同比下降28.50%，营业收入46.67亿元，同比减少46.93%，销售均价456.82元/吨。
- 2025年第三季度，贸易煤销量267.86万吨，环比下降38.07%，营业收入11.24亿元，环比下降39.88%，售价419.79元/吨，环比下降2.92%，吨煤营业成本409.74元/吨，环比下降4.04%，毛利率2.39%，环比增加1.14个百分点。

整体看，6月前后受政府部门对进口煤严控进口的指导影响，公司贸易煤销量大幅减少，营收也出现大幅下降，但公司精细化管理，成本管控较为突出，毛利率实现环比小幅增加。

■ 现金流大幅提升，子公司成功竞得煤炭产能指标

- 2025Q3，公司经营活动现金流净额为26.89亿元，远超二季度的6.68亿元，一方面与公司实施全员营销、拓展终端客户群，带动煤炭产销量提升，营收环比增加有关；另一方面与公司构建现代公司治理体系，激发“人努力”，管控成本，并催收之前的应收账款相关。公司三季度货币资金仍有59.80亿元，资产负债率进一步下降到49.71%，为稳定分红提供保障。
- 2025年8月31公司公告，控股子公司长春兴煤业与韩家洼煤业通过竞拍方式，以3.02亿元总价收购间接控股股东山西焦煤集团下属5座煤矿合计210万吨/年煤炭产能置换指标。这将进一步稳定公司煤炭产能，提高企业核心竞争力，实现矿井集约高效和经济效益最大化。

■ 投资建议

- 2025年11月以来，南方天气转凉，制冷用电负荷降低，电厂煤炭日耗震荡下降，但北方温度转冷，进入供暖季，取暖用煤增加，电煤需求整体偏强；供给端因“反内卷”，安监检查和环保政策趋紧，供给受限，在供需收紧的格局下，煤价预计仍有震荡向上运行的可能。
- 考虑公司2025年原煤目标产量3500万吨，我们维持原盈利预测，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11月4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	0.77	0.85	0.94
PE(倍)	2.70	4.43	8.31	14.80	12.40	11.05
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，具有一定局限性。

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。