

山煤国际 (600546.SH) 2025 年业绩承压，高分红政策延续

2026 年 04 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
王高展（分析师）
程懿（分析师）

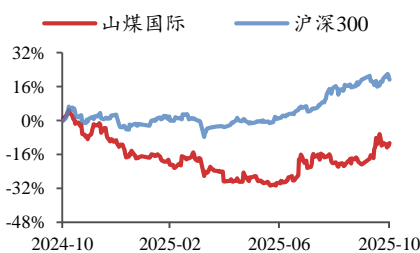
wanggaozhan@kysec.cn

chengyi@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

证书编号：S0790525090001

日期	2026/4/27
当前股价(元)	12.89
一年最高最低(元)	12.98/8.49
总市值(亿元)	255.54
流通市值(亿元)	255.54
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	114.84

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 利润总额环比大增，去库致销量大增——公司信息更新报告》-2025.11.2

《Q2 业绩环比大幅改善，关注高分红价值——公司信息更新报告》-2025.9.3

《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

● 2025 年业绩承压，高分红政策延续。维持“买入”评级

公司发布 2025 年年报，2025 年公司实现营业收入 204.72 亿元，同比-30.75%；实现归母净利润 11.66 亿元，同比-48.58%；实现扣非后归母净利润 12.53 亿元，同比-48.75%。单季度看，Q4 公司实现营业收入 62.32 亿元，环比+8.82%；实现归母净利润 1.20 亿元，环比-69.30%，主要受四季度成本费用季节性计提增加影响。考虑公司成本管控加强，产能释放具备保障，我们上调 2026-2027 年并新增 2028 年公司盈利预测，预计 2026-2028 年公司实现归母净利润为 19.63/22.91/28.13 亿元（2026 年/2027 年原值 17.85/20.07 亿元），同比+68.3%/+16.7%/+22.8%；EPS 分别为 0.99/1.16/1.42 元；对应当前股价 PE 为 13.0/11.2/9.1 倍。公司拟每 10 股派发现金红利 3.55 元（含税），合计派发现金 7.04 亿元，分红比例达 60.34%，延续高分红政策。考虑到公司产能稳定，经营基本面稳健，且承诺维持高水平分红，投资价值凸显，维持“买入”评级。

● 自产煤量增价跌，贸易煤业务量价齐缩

自产煤业务：2025 年，公司原煤产量 3,508.98 万吨，同比+6.40%；自产商品煤销量 2,775.51 万吨，同比+3.82%，实现以量补价。受市场环境的影响，自产煤销售均价为 525.93 元/吨，同比-18.57%。受价格下跌影响，煤炭生产业务毛利率为 48.28%，同比减少 4.01 个百分点。**贸易煤业务：**公司主动收缩贸易业务，2025 年贸易煤销量 1,142.29 万吨，同比-39.87%。销售均价 454.90 元/吨，同比-25.97%。贸易业务毛利率为 2.81%，同比减少 0.30 个百分点。**Q4 边际变化：**单季度看，2025Q4 自产煤销量 793.52 万吨，环比-16.24%；但售价环比大幅回升，Q4 自产煤均价为 567.42 元/吨，环比+23.90%。贸易煤销量 334.29 万吨，环比+24.94%，均价 485.02 元/吨，环比+10.11%。

● 维持高分红承诺，生产经营稳健运行

高分红承诺价值凸显：公司 2025 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 3.55 元（含税），现金分红总额 7.04 亿元，占归母净利润比例为 60.34%，与 2024 年分红比例基本持平，延续了高分红政策。公司已承诺 2024-2026 年度分红比例不低于 60%，高分红价值具备吸引力。**生产经营保持稳定：**公司 2025 年完成原煤产量 3,508.98 万吨，同比增加 6.40%，完成年度经营目标。公司规划 2026 年煤炭产量不低于 3,500 万吨，与 2025 年基本持平，未来生产经营有望保持稳定。公司持续加强成本管控，2025 年自产煤成本同比下降 8.35%。此外，公司已完成前期核增产能的指标购买，为产能的合规释放提供了保障。

● 风险提示：经济增速低于预期；煤炭价格下跌风险；煤炭产销不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	29,561	20,472	24,330	27,480	29,640
YOY(%)	-20.9	-30.7	18.8	12.9	7.9
归母净利润(百万元)	2,268	1,166	1,963	2,291	2,813
YOY(%)	-46.7	-48.6	68.3	16.7	22.8
毛利率(%)	32.3	35.6	36.9	38.7	40.1
净利率(%)	7.7	5.7	8.1	8.3	9.5
ROE(%)	15.8	8.8	12.7	13.3	14.2
EPS(摊薄/元)	1.14	0.59	0.99	1.16	1.42
P/E(倍)	11.3	21.9	13.0	11.2	9.1
P/B(倍)	1.5	1.6	1.4	1.3	1.2

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8148	8097	8534	14291	12233
现金	6426	6063	7038	11683	10706
应收票据及应收账款	300	196	386	275	435
其他应收款	65	143	5	205	0
预付账款	184	295	296	359	354
存货	565	862	236	1214	173
其他流动资产	608	538	573	556	564
非流动资产	32232	31327	32228	32381	32191
长期投资	683	727	798	877	951
固定资产	18890	19519	21008	22121	22614
无形资产	5419	5238	4677	4086	3491
其他非流动资产	7241	5843	5745	5297	5135
资产总计	40380	39424	40762	46672	44424
流动负债	12029	11565	10939	15593	10890
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5004	5290	3919	7503	3803
其他流动负债	7025	6275	7020	8090	7087
非流动负债	8369	8626	7803	6457	5240
长期借款	5193	6009	4907	3700	2414
其他非流动负债	3176	2617	2897	2757	2827
负债合计	20398	20190	18742	22050	16130
少数股东权益	3491	3068	3892	4886	6087
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3385	3385	3385	3385
留存收益	10694	10492	12439	15229	18335
归属母公司股东权益	16491	16165	18128	19735	22207
负债和股东权益	40380	39424	40762	46672	44424

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3741	3356	3584	8555	1867
净利润	3158	1689	2787	3285	4014
折旧摊销	1726	1646	1642	1772	1651
财务费用	220	212	128	-15	-139
投资损失	-28	-42	-35	-38	-37
营运资金变动	-1468	-400	-923	3576	-3602
其他经营现金流	133	250	-14	-25	-21
投资活动现金流	-1902	-1209	-2495	-1900	-1425
资本支出	1902	1218	2052	2057	1282
长期投资	0	0	-71	-78	-75
其他投资现金流	0	9	-372	235	-68
筹资活动现金流	-2215	-2536	-114	-2010	-1420
短期借款	-500	0	0	0	0
长期借款	541	816	-1102	-1206	-1287
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	3	0	0	0
其他筹资现金流	-2257	-3355	989	-804	-133
现金净增加额	-377	-389	975	4644	-977

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	29561	20472	24330	27480	29640
营业成本	20009	13183	15350	16840	17760
营业税金及附加	1665	1455	1550	1852	1943
营业费用	438	416	428	521	541
管理费用	1703	1489	1586	1895	1988
研发费用	493	462	477	579	603
财务费用	220	212	128	-15	-139
资产减值损失	-21	-17	0	0	0
其他收益	19	46	32	39	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	28	42	35	38	37
资产处置收益	0	-7	-3	-5	-4
营业利润	5133	3261	4876	5919	7032
营业外收入	4	24	14	19	16
营业外支出	407	202	305	254	279
利润总额	4730	3082	4584	5684	6769
所得税	1571	1393	1797	2398	2755
净利润	3158	1689	2787	3285	4014
少数股东损益	890	523	824	994	1201
归属母公司净利润	2268	1166	1963	2291	2813
EBITDA	6605	4942	6225	7333	8202
EPS(元)	1.14	0.59	0.99	1.16	1.42

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-20.9	-30.7	18.8	12.9	7.9
营业利润(%)	-47.5	-36.5	49.5	21.4	18.8
归属于母公司净利润(%)	-46.7	-48.6	68.3	16.7	22.8
获利能力					
毛利率(%)	32.3	35.6	36.9	38.7	40.1
净利率(%)	7.7	5.7	8.1	8.3	9.5
ROE(%)	15.8	8.8	12.7	13.3	14.2
ROIC(%)	14.1	7.9	11.3	12.9	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	50.5	51.2	46.0	47.2	36.3
净负债比率(%)	1.0	3.5	-2.6	-26.1	-23.8
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	84.7	82.7	83.7	83.2	83.5
应付账款周转率	4.2	2.6	3.4	3.0	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	0.59	0.99	1.16	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	1.69	1.81	4.32	0.94
每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.15	9.14	9.95	11.20
估值比率					
P/E	11.3	21.9	13.0	11.2	9.1
P/B	1.5	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.4	5.9	4.6	3.3	3.0

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

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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