

山煤国际 (600546.SH)

增产降本提高盈利能力，高分红、高弹性凸显投资价值

公司发布**2025年报及2026年一季报业绩公告**。2025年营业收入204.72亿元，同比-30.75%；归母净利润11.66亿元，同比-48.58%；扣非归母净利润12.53亿元，同比-48.75%；26Q1营业收入49.68亿元，同比+30.02%；归母净利润4.29亿元，同比+68.10%；扣非归母净利润4.51亿元，同比+67.59%。

稳步推进贸易煤转型，25年增产降本对冲煤价下行

- **产销方面**，25年原煤产量3509万吨（同比+210万吨）；商品煤销量3918万吨（同比-655万吨），其中自产煤销量2776万吨（同比+102万吨）、贸易煤销量为1142万吨（同比-757万吨）。贸易煤转型稳步推进，25年进口煤销量实现561.85万吨。
- **价格方面**：25年自产煤售价526元/吨（同比-18.6%）；自产煤成本272元/吨（同比-11.7%）；自产煤吨煤毛利为254元/吨（同比-24.8%）；贸易煤吨煤毛利13元/吨（同比-33.1%）。

煤价同比逐月好转，Q2业绩值得期待

- **产销方面**：26Q1原煤产量912万吨（同比+3.5万吨）；商品煤销量911万吨（同比+268万吨），其中自产煤销量669万吨（同比+227万吨）、贸易煤销量为243万吨（同比+41万吨）。
- **利价方面**：26Q1自产煤售价557元/吨（同比-6.3%）；自产煤成本275元/吨（同比+1.3%）；自产煤吨煤毛利为282元/吨（同比-12.8%）；贸易煤吨煤毛利24元/吨（同比+20.8%）。
- 26年1、2、3、4月秦皇岛5500大卡动力煤价格同比分别-9.10%、-2.29%、9.61%、16.56%，海外黑天鹅事件催化，进口煤持续倒挂，煤价同比逐月好转，Q2业绩弹性值得期待。

25年分红比例60.34%，股息率2.52%：25年拟派发现金红利0.355元/股，现金分红比例达到60.34%，以当前股价14.06元（4月30日收盘价）测算股息率达到2.52%。

盈利预测、估值及投资评级：考虑到当前煤价持续上涨，我们上调2026-2027年盈利预测，并新增2028年盈利预测。预计公司2026-2028年营业收入分别为242.46、257.93、274.10亿元，实现归母净利润分别为25.65、28.03、30.70亿元（2026-2027年原预测值为24.12、25.92亿元），对应PE分别为10.9X/9.9X/9.1X，维持“增持”评级。

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。

| 财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 29,561 | 20,472 | 24,246 | 25,793 | 27,410 |
| 增长率 yoy (%) | -20.9 | -30.7 | 18.4 | 6.4 | 6.3 |
| 归母净利润(百万元) | 2,268 | 1,166 | 2,565 | 2,803 | 3,070 |
| 增长率 yoy (%) | -46.7 | -48.6 | 119.9 | 9.3 | 9.5 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.14 | 0.59 | 1.29 | 1.41 | 1.55 |
| 净资产收益率 (%) | 13.8 | 7.2 | 14.8 | 15.2 | 15.6 |
| P/E (倍) | 12.3 | 23.9 | 10.9 | 9.9 | 9.1 |
| P/B (倍) | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月30日收盘价

增持 (维持)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 煤炭开采 |
| 前次评级 | 增持 |
| 04月30日收盘价(元) | 14.06 |
| 总市值(百万元) | 27,873.33 |
| 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) | 33.44 |

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 高黎明**
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
- 研究助理 张晓雅**
执业证书编号：S0680125090013
邮箱：zhangxiaoya@gszq.com

相关研究

- 1、《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》 2025-11-01
- 2、《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
- 3、《山煤国际(600546.SH)：降本增效望见成效，股息率6.8%》 2025-04-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 8148 | 8097 | 10201 | 14629 | 18910 |
| 现金 | 6426 | 6063 | 8403 | 12682 | 16704 |
| 应收票据及应收账款 | 300 | 196 | 245 | 256 | 271 |
| 其他应收款 | 65 | 143 | 88 | 110 | 136 |
| 预付账款 | 184 | 295 | 278 | 263 | 321 |
| 存货 | 565 | 862 | 571 | 691 | 819 |
| 其他流动资产 | 608 | 538 | 615 | 627 | 659 |
| 非流动资产 | 32232 | 31327 | 31492 | 30812 | 30290 |
| 长期投资 | 683 | 727 | 758 | 792 | 829 |
| 固定资产 | 18890 | 19519 | 20557 | 20692 | 20834 |
| 无形资产 | 5419 | 5238 | 4955 | 4644 | 4799 |
| 其他非流动资产 | 7241 | 5843 | 5221 | 4684 | 3828 |
| 资产总计 | 40380 | 39424 | 41693 | 45442 | 49199 |
| 流动负债 | 12029 | 11565 | 11093 | 12330 | 13655 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 5004 | 5290 | 4251 | 4906 | 5538 |
| 其他流动负债 | 7025 | 6275 | 6842 | 7424 | 8117 |
| 非流动负债 | 8369 | 8626 | 9141 | 9339 | 9238 |
| 长期借款 | 5193 | 6009 | 6509 | 6709 | 6609 |
| 其他非流动负债 | 3176 | 2617 | 2632 | 2630 | 2629 |
| 负债合计 | 20398 | 20190 | 20234 | 21669 | 22894 |
| 少数股东权益 | 3491 | 3068 | 4168 | 5369 | 6685 |
| 股本 | 1982 | 1982 | 1982 | 1982 | 1982 |
| 资本公积 | 3382 | 3385 | 3385 | 3385 | 3385 |
| 留存收益 | 10694 | 10492 | 11509 | 12621 | 13839 |
| 归属母公司股东权益 | 16491 | 16165 | 17291 | 18403 | 19621 |
| 负债和股东权益 | 40380 | 39424 | 41693 | 45442 | 49199 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3741 | 3356 | 4996 | 7886 | 7960 |
| 净利润 | 3158 | 1689 | 3664 | 4005 | 4386 |
| 折旧摊销 | 1791 | 1710 | 2211 | 2253 | 2001 |
| 财务费用 | 329 | 270 | 263 | 278 | 280 |
| 投资损失 | -28 | -42 | -33 | -34 | -36 |
| 营运资金变动 | -1468 | -400 | -1402 | 1088 | 1067 |
| 其他经营现金流 | -41 | 128 | 293 | 297 | 262 |
| 投资活动现金流 | -1902 | -1209 | -2635 | -1836 | -1704 |
| 资本支出 | -1902 | -1209 | -2026 | -1656 | -1506 |
| 长期投资 | 0 | 0 | -566 | -38 | -117 |
| 其他投资现金流 | 0 | 0 | -44 | -143 | -81 |
| 筹资活动现金流 | -2215 | -2536 | -21 | -1771 | -2233 |
| 短期借款 | -500 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 541 | 816 | 500 | 200 | -100 |
| 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 | -521 | -1971 | -2133 |
| 现金净增加额 | -377 | -389 | 2340 | 4279 | 4023 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 29561 | 20472 | 24246 | 25793 | 27410 |
| 营业成本 | 20009 | 13183 | 14815 | 15687 | 16598 |
| 营业税金及附加 | 1665 | 1455 | 1455 | 1548 | 1645 |
| 营业费用 | 438 | 416 | 364 | 387 | 411 |
| 管理费用 | 1703 | 1489 | 1455 | 1522 | 1617 |
| 研发费用 | 493 | 462 | 485 | 516 | 548 |
| 财务费用 | 220 | 212 | 195 | 183 | 136 |
| 资产减值损失 | -21 | -17 | -16 | -3 | -4 |
| 其他收益 | 19 | 46 | 33 | 33 | 37 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 28 | 42 | 33 | 34 | 36 |
| 资产处置收益 | 0 | -7 | -4 | -3 | -5 |
| 营业利润 | 5133 | 3261 | 5524 | 6012 | 6519 |
| 营业外收入 | 4 | 24 | 12 | 13 | 16 |
| 营业外支出 | 407 | 202 | 302 | 304 | 269 |
| 利润总额 | 4730 | 3082 | 5234 | 5721 | 6266 |
| 所得税 | 1571 | 1393 | 1570 | 1716 | 1880 |
| 净利润 | 3158 | 1689 | 3664 | 4005 | 4386 |
| 少数股东损益 | 890 | 523 | 1099 | 1201 | 1316 |
| 归属母公司净利润 | 2268 | 1166 | 2565 | 2803 | 3070 |
| EBITDA | 7116 | 5157 | 7640 | 8157 | 8403 |
| EPS (元/股) | 1.14 | 0.59 | 1.29 | 1.41 | 1.55 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -20.9 | -30.7 | 18.4 | 6.4 | 6.3 |
| 营业利润(%) | -47.5 | -36.5 | 69.4 | 8.8 | 8.4 |
| 归属母公司净利润(%) | -46.7 | -48.6 | 119.9 | 9.3 | 9.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 32.3 | 35.6 | 38.9 | 39.2 | 39.4 |
| 净利率(%) | 7.7 | 5.7 | 10.6 | 10.9 | 11.2 |
| ROE(%) | 13.8 | 7.2 | 14.8 | 15.2 | 15.6 |
| ROIC(%) | 13.5 | 7.4 | 12.9 | 12.9 | 13.0 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 50.5 | 51.2 | 48.5 | 47.7 | 46.5 |
| 净负债比率(%) | -0.5 | 1.8 | -1.6 | -18.6 | -32.5 |
| 流动比率 | | 0.7 | 0.9 | 1.2 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 84.7 | 82.7 | 110.0 | 102.9 | 104.1 |
| 应付账款周转率 | 4.2 | 2.6 | 3.1 | 3.5 | 3.2 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.14 | 0.59 | 1.29 | 1.41 | 1.55 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.89 | 1.69 | 2.52 | 3.98 | 4.02 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.32 | 8.15 | 8.72 | 9.28 | 9.90 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 12.3 | 23.9 | 10.9 | 9.9 | 9.1 |
| P/B | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 3.3 | 3.9 | 3.6 | 2.9 | 2.3 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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