

## 山煤国际 (600546.SH)

## 买入 (首次评级)

### 一季报业绩同比大增，高分红重视股东回报

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	29,561	20,472	24,610	27,450	29,000
增长率 yoy (%)	-20.9%	-30.7%	20.2%	11.5%	5.6%
归母净利润 (百万元)	2,268	1,166	2,062	2,282	2,398
增长率 yoy (%)	-46.7%	-48.6%	76.8%	10.7%	5.1%
ROE (%)	15.8%	8.8%	13.2%	13.2%	12.3%
EPS 最新摊薄 (元)	1.14	0.59	1.04	1.15	1.21
P/E (倍)	12.0	23.4	13.2	11.9	11.4
P/B (倍)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报: 2025 年实现营业收入 204.7 亿元, 同比-30.8%, 归母净利润 11.7 亿元, 同比-48.6%, 扣非归母净利润 12.5 亿元, 同比-48.7%。2026 年 Q1 实现营业收入 49.7 亿元, 同比+10.3%, 归母净利润为 4.3 亿元, 同比+68.1%, 扣非归母净利润 4.5 亿元, 同比+67.6%。

**全年煤炭产销稳中有增, 煤价下行致毛利下滑。** 2025 年公司原煤产量 3509 万吨, 同比+6.40%, 自产商品煤销量 2775.5 万吨, 同比+3.82%; 自产煤吨煤售价为 526 元/吨, 同比-18.6%, 吨煤成本 272 元/吨, 同比-11.7%, 吨毛利 254 元/吨, 同比-24.8%; 综合而言, 煤炭价格下跌更多, 即使公司注重成本管控和产销增长, 但自产煤业务总毛利 70.5 亿元, 同比-21.9%。2026Q1 公司原煤产量 912 万吨, 同比+0.39%, 自产商品煤销量 669 万吨, 同比+51.4%; 煤炭平均售价 557 元/吨, 同比-6.3%, 吨成本 275 元/吨, 同比+1.3%, 吨毛利 282 元/吨, 同比-12.8%; 综合而言, 受益于自产煤销量大增, 即使煤价有所下降, 自产煤业务总毛利 18.9 亿元, 同比+32.1%。

**贸易业务量价齐跌。** 2025 年公司贸易煤销量 1142 万吨, 同比-39.87%; 吨煤售价 455 元/吨, 同比-25.97%, 吨煤成本为 442 元/吨, 同比-25.7%, 吨毛利 12.8 元/吨, 同比-33.1%。2026Q1 公司贸易煤销量 242.8 万吨, 同比+20.2%; 吨煤售价 449 元/吨, 同比-8.5%, 吨煤成本为 425 元/吨, 同比-9.7%, 吨毛利 23.7 元/吨, 同比+20.8%。

**生产经营平稳, 高分红承诺回报股东。生产稳定:** 公司规划 2026 年煤炭产量目标不低于 3500 万吨, 近两年产量将稳定在该水平。**高分红承诺:** 公司已公告 2024-2026 年股东回报规划, 承诺分红比例不低于 60%, 2025 年拟每 10 股派发现金红利 3.55 元 (含税), 合计派发现金 7.04 亿元, 现金分红比例达 60.34%。

**投资建议:** 考虑到未来市场价格上涨预期, 以及公司生产经营稳定, 预计 2026-2028 年公司实现归母净利润为 20.6/22.8/24.0 亿元, 同比+76.8%/+10.7%/+5.1%; EPS 分别为 1.04/1.15/1.21 元; 对应当前股价 PE 为 13.2/11.9/11.4 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 经济增长不及预期, 煤炭价格下跌超预期, 产能释放不及预期, 政策调控煤市风险

#### 股票信息

行业	煤炭
2026年05月12日收盘价(元)	13.96
总市值(百万元)	27,675.09
流通市值(百万元)	27,675.09
总股本(百万股)	1,982.46
流通股本(百万股)	1,982.46
近3月日均成交额(百万元)	483.11

#### 作者



分析师 张绪成

SAC: S1070526010005

邮箱: zhangxucheng@cgws.com

#### 相关研究

## 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
<b>流动资产</b>	8148	8097	8532	14449	12624
现金	6426	6063	7021	11857	11075
应收票据及应收账款	300	196	392	268	427
其他应收款	65	143	7	203	0
预付账款	184	295	303	351	346
存货	565	862	236	1214	211
其他流动资产	608	538	573	556	564
<b>非流动资产</b>	32232	31327	32402	32339	31712
长期股权投资	683	727	798	877	951
固定资产	18890	19519	21161	22086	22185
无形资产	5419	5238	4677	4086	3491
其他非流动资产	7241	5843	5766	5291	5086
<b>资产总计</b>	40380	39424	40934	46788	44336
<b>流动负债</b>	12029	11565	10945	15595	11361
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5004	5290	3919	7503	4109
其他流动负债	7025	6275	7026	8091	7252
<b>非流动负债</b>	8369	8626	7829	6444	5147
长期借款	5193	6009	4932	3688	2320
其他非流动负债	3176	2617	2897	2757	2827
<b>负债合计</b>	20398	20190	18773	22039	16508
少数股东权益	3491	3068	3934	4924	5947
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3385	3385	3385	3385
留存收益	10694	10492	12537	15316	17964
归属母公司股东权益	16491	16165	18227	19825	21881
<b>负债和股东权益</b>	40380	39424	40934	46788	44336

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	3741	3356	3716	8575	1682
净利润	3158	1689	2928	3272	3421
折旧摊销	1726	1646	1646	1776	1639
财务费用	220	212	130	-17	-150
投资损失	-28	-42	-35	-38	-37
营运资金变动	-1468	-400	-939	3608	-3171
其他经营现金流	133	250	-14	-25	-21
<b>投资活动现金流</b>	-1902	-1209	-2673	-1688	-975
资本支出	1902	1218	2230	1845	832
长期投资	0	0	-71	-78	-75
其他投资现金流	0	9	-372	235	-68
<b>筹资活动现金流</b>	-2215	-2536	-84	-2051	-1489
短期借款	-500	0	0	0	0
长期借款	541	816	-1077	-1244	-1368
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	993	-807	-121
<b>现金净增加额</b>	-377	-389	958	4836	-782

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	29561	20472	24610	27450	29000
营业成本	20009	13183	15350	16840	18240
营业税金及附加	1665	1455	1568	1850	1901
销售费用	438	416	432	520	530
管理费用	1703	1489	1604	1893	1945
研发费用	493	462	483	579	590
财务费用	220	212	130	-17	-150
资产和信用减值损失	-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
<b>营业利润</b>	5133	3261	5107	5896	6033
营业外收入	4	24	14	19	16
营业外支出	407	202	305	254	279
<b>利润总额</b>	4730	3082	4816	5661	5770
所得税	1571	1393	1888	2389	2348
<b>净利润</b>	3158	1689	2928	3272	3421
少数股东损益	890	523	865	990	1023
<b>归属母公司净利润</b>	2268	1166	2062	2282	2398
EBITDA	6605	4942	6462	7312	7180
EPS (元/股)	1.14	0.59	1.04	1.15	1.21

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-20.9%	-30.7%	20.2%	11.5%	5.6%
营业利润 (%)	-47.5%	-36.5%	56.6%	15.5%	2.3%
归属母公司净利润 (%)	-46.7%	-48.6%	76.8%	10.7%	5.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	32.3%	35.6%	37.6%	38.7%	37.1%
净利率 (%)	7.7%	5.7%	8.4%	8.3%	8.3%
ROE (%)	15.8%	8.8%	13.2%	13.2%	12.3%
ROIC (%)	14.1%	7.9%	11.8%	12.8%	12.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.5%	51.2%	45.9%	47.1%	37.2%
净负债比率 (%)	1.0%	3.5%	-2.4%	-26.7%	-25.8%
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
<b>营运能力</b>					
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	83.7	83.2	83.5
应付账款周转率	4.2	2.6	3.4	3.0	3.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.14	0.59	1.04	1.15	1.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.89	1.69	1.87	4.33	0.85
每股净资产 (最新摊薄)	8.32	8.15	9.19	10.00	11.04
<b>估值比率</b>					
P/E	12.0	23.4	13.2	11.9	11.4
P/B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.7	6.3	4.7	3.5	3.6

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 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）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686