

山煤国际 (600546.SH) 吨利优异高分红延续，周期上行业绩弹性可期

2026年05月20日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

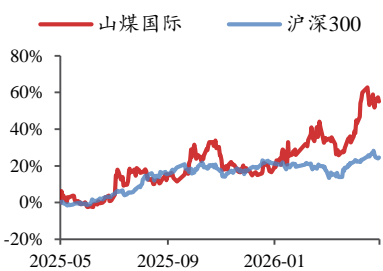
王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

日期	2026/5/19
当前股价(元)	13.63
一年最高最低(元)	14.34/8.49
总市值(亿元)	270.21
流通市值(亿元)	270.21
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近3个月换手率(%)	109.48

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2025年业绩承压，高分红政策延续——公司信息更新报告》-2026.4.28
- 《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

● 吨利优异高分红延续，周期上行业绩弹性可期，维持“买入”评级

公司背靠山西国资委、焦煤集团，为山西省煤炭矿贸一体龙头，主营煤炭生产贸易。公司煤矿资源优质，自产煤吨利行业领先，2026年煤价周期上行，公司煤炭销售顺畅利润有望释放。鉴于煤价上行超预期，我们上调公司2026-2028年盈利预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为27.55/27.72/29.96(原2026-2028年预测分别为19.63/22.91/28.13)亿元，EPS分别为1.39/1.40/1.51元，当前股价对应PE分别为9.8/9.7/9.0。公司吨利优异高分红延续，周期上行业绩弹性可期，维持“买入”评级。

● 煤矿优质定价灵活吨利优异，周期上行利润有望充分释放

公司煤矿优质煤种丰富，自产煤核心为配焦煤及动力煤，截至2025年末，公司7大矿区可采储量合计6.92亿吨，14大生产矿井核定产能3680万吨/年。2026Q1末公司账面资金达65.99亿元，资金充裕，积极探寻新矿源实现产能增长。公司推动煤炭业务由产品供应向服务增值转型，2026Q1公司自产煤吨毛利282元/吨，居行业前列。公司动力煤由长协顶格定价调整为更贴近市场的浮动价格，2026Q1自产煤销量668.61万吨，yoy+51.42%。2026年煤价受美伊冲突油价高企、印尼产量收缩关税增加预期、国内双碳及反内卷产能收缩政策等影响周期向上，公司受益于煤价上行，利润有望充分释放。

● 贸易煤运营升级利润抬升，高分红彰显投资价值

煤炭贸易方面，公司当前煤炭贸易量级收缩平稳运行，由单纯贸易向“产洗销贸运一体”升级，增加站台服务、洗选、配煤等环节提高业务利润。2026Q1公司贸易煤吨利提升至24元/吨，较2025年+85%，成效显著。分红方面，2025年公司延续落实高分红政策，2025年现金分红7.04亿元，分红比例达60.34%，我们以2026年Wind一致预测EPS测算煤炭公司预期股息率，山煤国际居可比公司前列，高分红高兑现彰显公司红利投资价值及配置性价比。

● 风险提示：国际能源价格异常下行、新收煤矿资源不足、生产安全事故。

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	25,680	25,784	26,237
YOY(%)	-20.9	-30.7	25.4	0.4	1.8
归母净利润(百万元)	2,268	1,166	2,755	2,772	2,996
YOY(%)	-46.7	-48.6	136.2	0.6	8.1
毛利率(%)	32.3	35.6	43.6	42.9	42.3
净利率(%)	7.7	5.7	10.7	10.8	11.4
ROE(%)	15.8	8.8	17.2	15.1	14.2
EPS(摊薄/元)	1.14	0.59	1.39	1.40	1.51
P/E(倍)	11.9	23.2	9.8	9.7	9.0
P/B(倍)	1.6	1.7	1.4	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、山西煤炭矿贸一体龙头，降本增效经营向上.....	4
1.1、背靠山西国资、焦煤集团，山西煤炭矿贸一体龙头.....	4
1.2、营收结构优化，降本增效利润率中枢上移.....	5
1.3、管理层经验丰富，充分赋能公司发展.....	7
2、煤矿优质定价灵活吨利优异，周期上行利润有望充分释放.....	8
2.1、公司煤矿优质煤种丰富，资金充裕积极探寻新矿源.....	8
2.2、公司成本优异吨利领先，煤炭上行周期利润有望充分释放.....	11
3、贸易煤运营升级利润抬升，高分红彰显投资价值.....	13
3.1、贸易煤业务控量提质，一体化服务驱动吨利上行.....	13
3.2、公司延续高分红政策，股息率行业居前彰显价值.....	14
4、盈利预测与投资建议.....	14
4.1、关键假设.....	14
4.2、投资建议.....	16
5、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1：公司背靠山西国资委、焦煤集团，资源禀赋优异.....	4
图 2：公司股权相对集中，控股股东山煤集团持有公司 57.91% 股份（截至 2026Q1）.....	4
图 3：2026Q1 公司煤炭生产营收占比达 75%.....	5
图 4：2025 年动力煤占公司总营收 39%.....	5
图 5：动力煤、冶金煤贡献公司核心毛利.....	5
图 6：公司 2026Q1 煤炭毛利率较 2025 年均有所提高.....	5
图 7：图：2026Q1 公司实现营收 49.68 亿元，yoy+30.02%.....	6
图 8：销售顺畅，公司 2026Q1 归母净利润同比+68.10%.....	6
图 9：2026Q1 公司毛利率 38.84%，较 2025 年提升 3.23pct.....	6
图 10：2026Q1 公司毛利率居可比公司前列.....	6
图 11：2026Q1 公司期间费用率下降核心由管理费用率下降驱动.....	7
图 12：公司销售及管理费用率仍有进一步改善空间（2026Q1）.....	7
图 13：公司研发投入占营收比重近年呈提升趋势.....	9
图 14：2025 年公司研发投入占比居可比公司中上水平.....	9
图 15：预计公司 2026 年煤炭原煤产量同比+1.17%.....	9
图 16：销售顺畅，2026Q1 公司自产煤销量同比+51.42%.....	9
图 17：2025 年公司动力煤销量占自产煤 69%.....	10
图 18：2025 年冶金煤毛利率较动力煤高出 10.23pct.....	10
图 19：公司资金充裕，2026Q1 末账面资金达 65.99 亿元.....	10
图 20：2026Q1 末公司资产负债率回落至 49.65%.....	10
图 21：公司自产煤吨煤成本自 2024 年以来稳步下降.....	11
图 22：2026Q1 公司自产煤吨毛利高于可比公司(元/吨).....	11
图 23：受美伊冲突影响，原油价格高位运行.....	11
图 24：我国动力煤价格淡季不淡，中枢上移.....	11

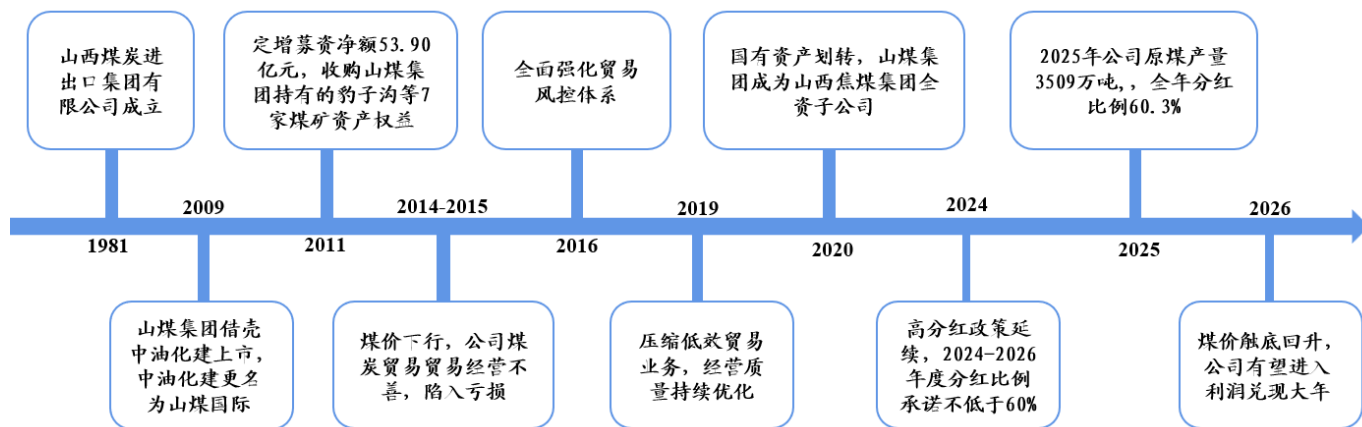
图 25: 预计公司 2026 年动力煤销量小幅增加.....	12
图 26: 2025 年公司动力煤吨利达 181 元/吨.....	12
图 27: 我国焦煤价格触底反弹.....	12
图 28: 2025 年公司冶金煤销量同比+1.51%.....	13
图 29: 2025 年公司冶金煤吨利达 417 元/吨.....	13
图 30: 2026Q1 公司贸易煤销量同比+20.21%.....	13
图 31: 2026Q1 公司贸易煤吨利提升至 24 元/吨.....	13
图 32: 2025 年公司现金分红比例达 60.34%.....	14
图 33: 公司预期股息率居行业前列.....	14
表 1: 公司管理层多来自山西焦煤集团、山煤集团体系, 产业背景深厚.....	7
表 2: 2025 年公司 7 大矿区可采储量合计 6.92 亿吨.....	8
表 3: 2025 年公司 14 大生产矿井核定产能 3680 万吨/年.....	8
表 4: 受益于煤价上行, 2026 年公司业绩有望释放.....	15
表 5: 山煤国际低估值优势明显, 周期上行充分受益 (2026 年 5 月 19 日收盘价).....	16

1、山西煤炭矿贸一体龙头，降本增效经营向上

1.1、背靠山西国资、焦煤集团，山西煤炭矿贸一体龙头

背靠山西国资委、焦煤集团，山西煤炭矿贸一体龙头。山煤国际前身山西煤炭进出口集团有限公司（山煤集团）成立于1981年，总部位于山西省太原市，主营业务为煤炭生产贸易，2009年山煤集团被指定为山西省七大煤矿兼并整合主体之一，同年山煤集团通过对中油化建资产重组实现煤炭业务板块整体借壳上市，上市主体更名为山煤国际能源集团股份有限公司（山煤国际）。2020年国有资产划转，山煤集团成为山西焦煤集团全资子公司，实控人仍为山西省国资委不变。

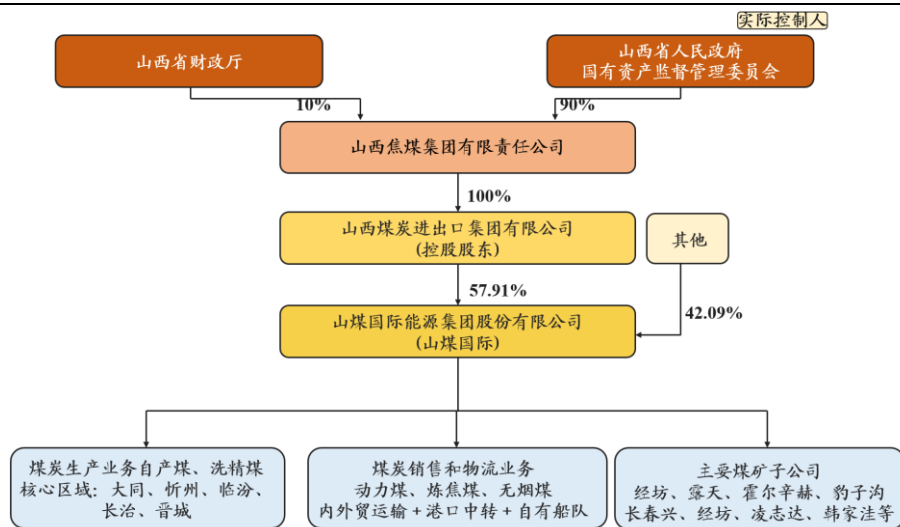
图1：公司背靠山西国资委、焦煤集团，资源禀赋优异



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司股权集中，山西省国资委为实控人，前十大股东中公募持股合计占比6.78%。公司股权相对集中，前十大股东持股占比达67.08%，其中控股股东山煤集团持有57.91%股份，前十大股东中公募持股合计6.78%，核心为红利、ETF基金。公司背靠山西国资委、焦煤集团，资源支持丰富，前十大股东中红利基金配置偏多，彰显公司红利稳健属性。

图2：公司股权相对集中，控股股东山煤集团持有公司57.91%股份（截至2026Q1）



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、营收结构优化，降本增效利润率中枢上移

优化营收结构，煤炭生产营收占比持续提升，毛利率中枢上移。公司核心业务为煤炭生产、贸易，煤炭生产核心产品为自产煤及洗精煤，煤种以低硫、低灰分、高发热量贫煤为主，属于优质配焦煤及动力煤；煤炭贸易以山西地产焦煤、动力煤为主，拥有独立完善的煤炭内外贸运销体系。营收方面，2026Q1 公司煤炭生产、贸易营收分别为 37.23、10.90 亿元，同比分别+41.85%、+9.97%，营收占比分别为 75%、22%。2025 年公司煤炭生产营收细拆中，动力煤、冶金煤分别占总营收 39%、32%。

图3：2026Q1 公司煤炭生产营收占比达 75%

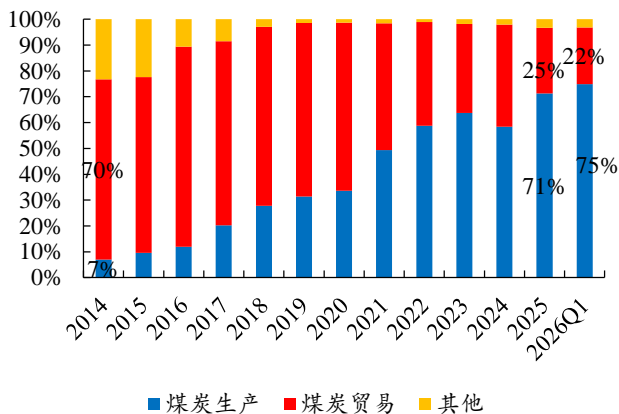
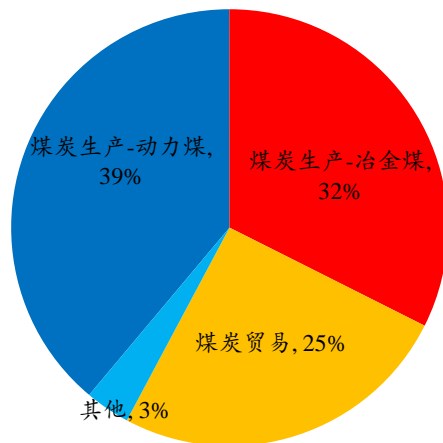


图4：2025 年动力煤占公司总营收 39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利方面，2026Q1 公司煤炭生产、贸易毛利分别为 18.85、0.57 亿元，煤炭生产贡献核心利润。2025 年动力煤、冶金煤毛利贡献占比分别为 48%、49%，毛利率分别为 43.6%、53.9%。煤炭贸易毛利率偏低，公司持续推动煤炭生产营收占比提升，并优化煤炭贸易一站式服务，2026Q1 煤炭贸易毛利率为 5.27%，较 2025 年提升 2.46pct。

图5：动力煤、冶金煤贡献公司核心毛利

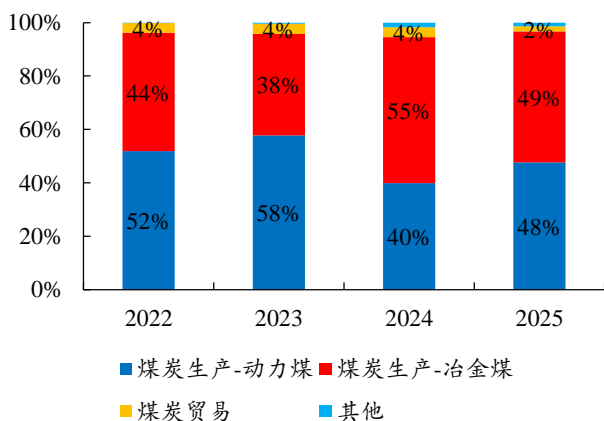
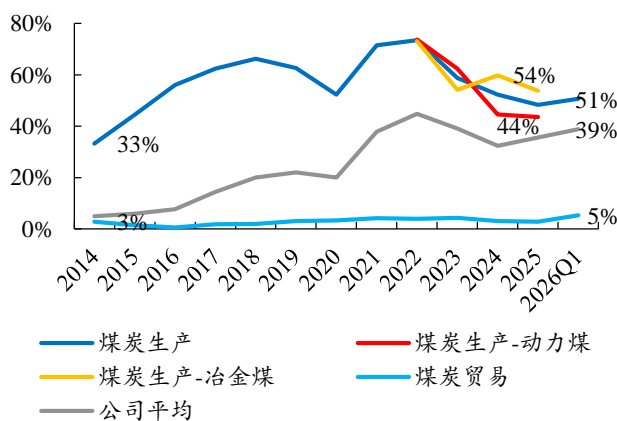


图6：公司 2026Q1 煤炭毛利率较 2025 年均有所提高



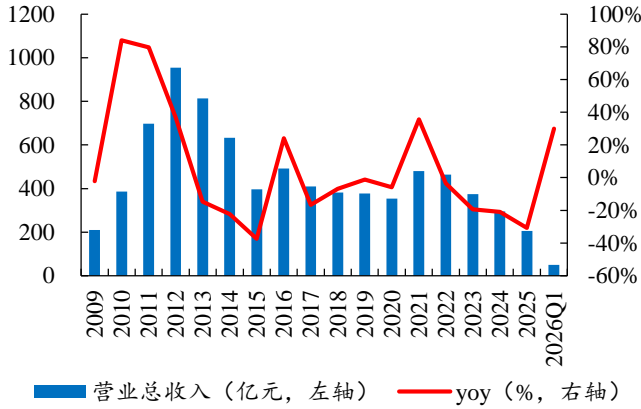
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

煤价周期向上，公司定价策略调整，销售顺畅，2026Q1 利润开始释放。2025 年受煤价下行影响，公司实现营收 204.72 亿元，yoy-30.75%，归母净利润 11.66 亿元，yoy-48.58%。2026Q1 受印尼出口缩量、美伊冲突石油涨价等因素驱动，煤价中枢逐月抬升，同时公司定价策略由长协顶格价格调整至更贴近市场的浮动价格，煤炭销售顺畅，2026Q1 公司实现营收 49.68 亿元，yoy+30.02%，归母净利润 4.29 亿元，

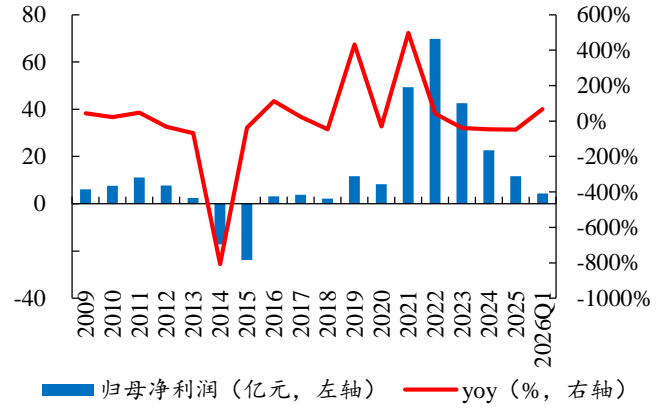
yoy+68.10%，自产煤销量 668.6 万吨，yoy+51.4%。2026 年油、煤价格共振向上，公司利润有望持续释放。

图7：图：2026Q1 公司实现营收 49.68 亿元，yoy+30.02%



数据来源：Wind、开源证券研究所

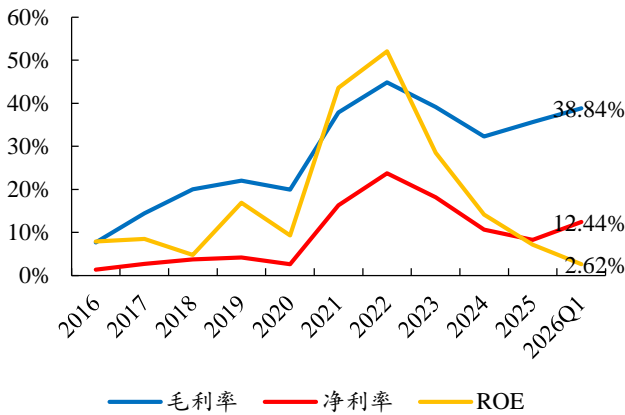
图8：销售顺畅，公司 2026Q1 归母净利润同比+68.10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

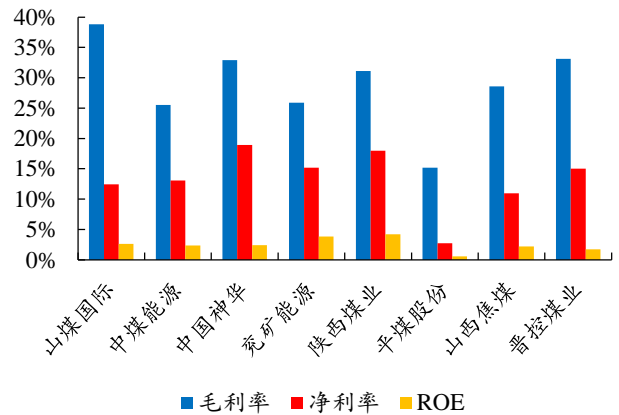
利润率居可比公司前列，2026Q1 边际改善。2026Q1 公司毛利率、净利率、ROE 分别为 38.84%、12.44%、2.62%，分别同比-0.20、+1.05、+1.09pct。2026Q1 公司毛利率、净利率分别较 2025 年改善 3.23、4.19pct。横向比较看，公司毛利率居可比公司前列。

图9：2026Q1 公司毛利率38.84%，较2025年提升3.23pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

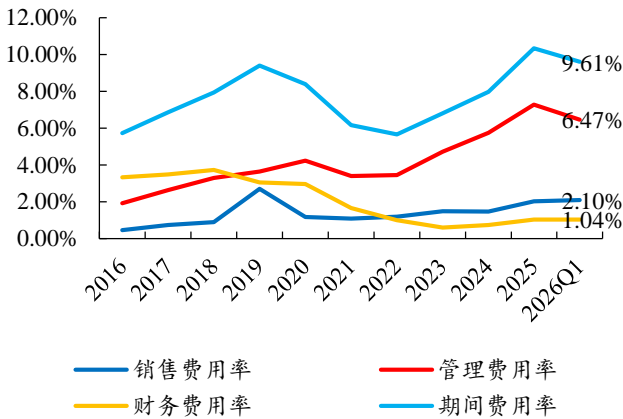
图10：2026Q1 公司毛利率居可比公司前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

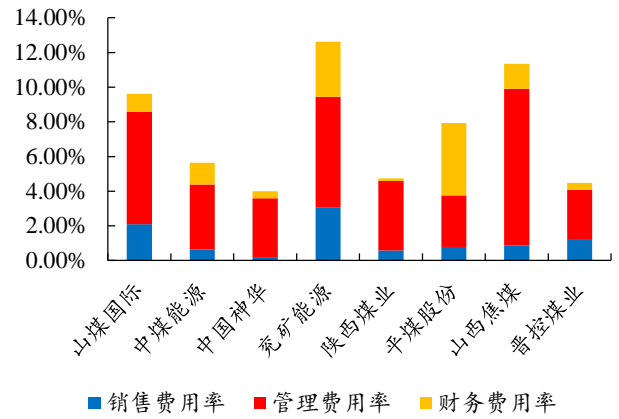
持续推进降本增效，期间费用率稳步下降，仍有改善空间。公司期间费用率稳步下降，2026Q1 公司销售、管理、财务费用率分别为 2.10%、6.47%、1.04%，分别同比+0.28、-2.35、-0.11pct，公司持续推动降本增效提升管理效率，期间费用率下降核心由管理费用率下降驱动。横向比较看，公司期间费用整体偏高，销售及管理费用率仍有进一步改善空间。

图11: 2026Q1 公司期间费用率下降核心由管理费用率下降驱动



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 公司销售及管理费用率仍有进一步改善空间 (2026Q1)



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、管理层经验丰富，充分赋能公司发展

管理层产业背景深厚，充分赋能公司发展。公司管理层产业背景深厚，多来自山西焦煤集团、山煤集团体系，煤炭生产经营经验丰富、具备较强集团资源协调能力及规范治理能力，有助于公司在煤价波动、环保监管和安全生产约束下维持稳健经营。

表1: 公司管理层多来自山西焦煤集团、山煤集团体系，产业背景深厚

姓名	职位	年龄	主要工作经历
付中华	董事、总经理	51	曾任山西省长治经坊煤业有限公司党委书记、董事长；山煤国际煤业分公司党委副书记、副总经理、党委书记、总经理；现任山煤国际党委副书记、董事、总经理，并主持党委、董事会全面工作。
陈一杰	董事、财务总监	53	曾任山西压缩天然气集团有限公司党委委员、董事、总会计师；山西中石油国新能源有限公司财务总监；山西焦煤集团新能源有限公司财务总监；山煤国际财务管理部部长；现任山煤国际董事、财务总监。
韩磊	董事、副总经理、总工程师	48	曾任山煤集团煤业管理有限公司党委委员、董事、生产副总经理；山煤国际煤业分公司党委委员、副总经理；现任山煤国际董事、副总经理、总工程师。
常光玮	董事、总经济师	45	曾任山煤集团煤业管理有限公司总法律顾问、山西煤炭进出口集团国际贸易分公司总法律顾问、山煤国际煤业分公司总法律顾问；现任山煤国际董事、总经济师、精益化管理部部长。
曹俊文	副总经理	50	曾任山西焦煤集团屯兰煤矿党委副书记、矿长；华晋焦煤副总经理；山煤国际煤业分公司党委书记、总经理；现任山煤国际副总经理。

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、煤矿优质定价灵活吨利优异，周期上行利润有望充分释放

2.1、公司煤矿优质煤种丰富，资金充裕积极探寻新矿源

公司煤矿优质煤种丰富，可采储量达 6.92 亿吨。公司煤矿广泛分布于山西省大同、忻州、临汾、长治、晋城等煤炭主产区，煤种丰富品质优良、入洗率高，涵盖贫煤、贫瘦煤、无烟煤、长焰煤、气煤、肥煤、1/3 焦煤、焦煤多个品类，拥有动力煤、焦煤、无烟煤三大生产基地。截至 2025 年末，公司 7 大矿区可采储量合计 6.92 亿吨，14 大生产矿井核定产能 3680 万吨/年，长春兴煤业、韩家洼煤业、凌志达煤业完成产能置换满产生产，宏远、鑫顺矿加快解决瓦斯问题，预计 3-5 年实现满产。

表2：2025 年公司 7 大矿区可采储量合计 6.92 亿吨

主要矿区	主要煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	证实储量(亿吨)
潞安矿区	贫煤、贫瘦煤、无烟煤	10.94	2.33	1.23
大同矿区	长焰煤、气煤	5.48	2.40	2.51
河保偏矿区	长焰煤	1.76	1.08	1.01
南湾矿区	肥煤、1/3 焦煤、焦煤	0.79	0.47	0.25
和顺矿区	贫煤、贫瘦煤	0.65	0.38	0.14
武夏矿区	贫煤	0.64	0.15	0.07
沁水矿区	无烟煤	0.20	0.11	0.09
合计	-	20.46	6.92	5.30

数据来源：公司公告、开源证券研究所

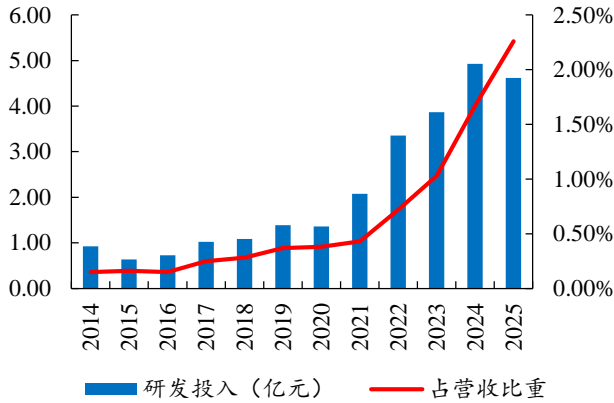
表3：2025 年公司 14 大生产矿井核定产能 3680 万吨/年

序号	矿井名称	地区	煤种	核定产能(万吨/年)	权益占比	权益产能(万吨/年)	营收(亿元)	净利润(亿元)	状态
1	经坊煤业	长治	贫瘦煤	300	75%	225	16.43	2.01	达产
2	庄子河煤业	长治	贫煤	120	51%	61.2	3.43	-0.24	达产
3	霍尔辛赫煤业	长治	贫煤	400	63%	252	22.00	4.96	达产
4	大平煤业	长治	贫瘦煤	180	35%	63	6.47	0.64	达产
5	凌志达煤业	长治	无烟煤	240	63%	151.2	8.17	0.25	达产
6	铺龙湾煤业	大同	长焰煤、气煤	120	100%	120	5.09	-1.60	达产
7	宏远煤业	晋中	贫煤	90	65%	58.5	0.32	-3.14	未达产
8	长春兴煤业	大同	长焰煤、气煤	600	51%	306	17.55	5.76	达产
9	韩家洼煤业	大同	长焰煤	150	51%	76.5	2.88	-1.11	达产
10	河曲露天煤业	忻州	长焰煤	1000	51%	510	32.44	11.28	达产
11	鹿台山煤业	晋城	无烟煤	60	100%	60	2.33	-0.84	达产
12	豹子沟煤业	长治	焦煤	150	100%	150	6.10	1.38	达产
13	东古城煤业	大同	长焰煤	90	51%	45.9	2.27	-0.91	达产
14	鑫顺煤业	晋中	贫煤	180	65%	117	0.001	-4.20	未达产
	合计			3680		2196			

数据来源：公司公告、开源证券研究所；注：产能数据截至 2025 年末，财务数据为 2025 年数据

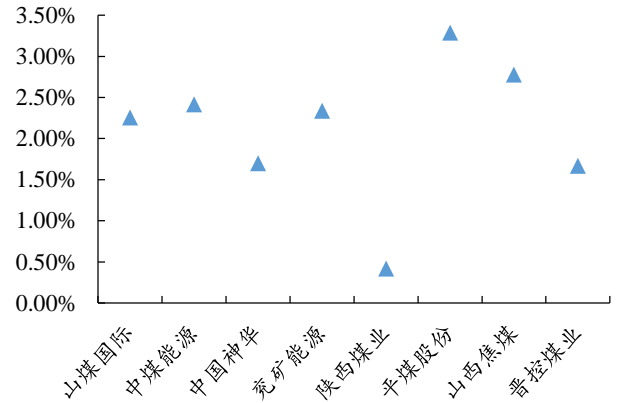
技术成熟重视研发投入，定制化服务带来价值新增量。公司重视研发投入，2025年公司研发投入4.62亿元，占营收2.26%，研发营收占比近年呈提升趋势。公司矿井采掘系统先进，煤炭加工技术成熟，能为客户提供各类用途商品煤定制化服务，为煤炭销售带来价值增量，推动煤炭业务由产品供应向服务增值转型，提升自产煤盈利韧性。

图13：公司研发投入占营收比重近年呈提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

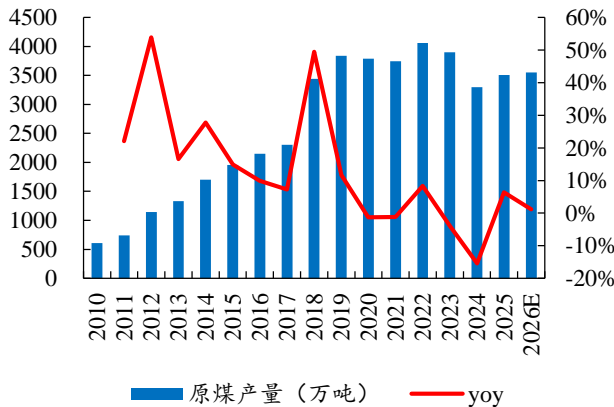
图14：2025年公司研发投入占比居可比公司中上水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

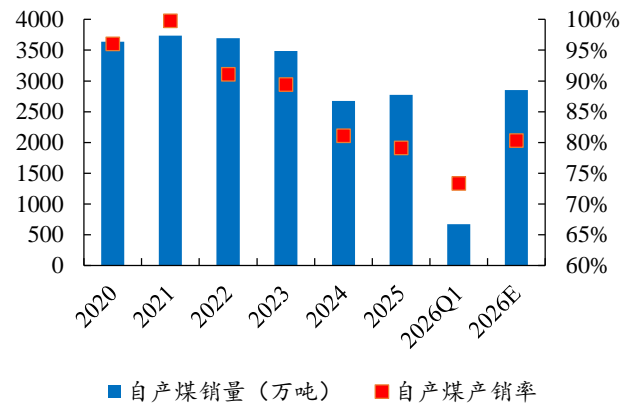
2026Q1自产煤销量高增，全年预计同比持平。2026Q1公司原煤产量912.17万吨，yoy+0.39%，自产煤销量668.61万吨，yoy+51.42%。公司2026Q1自产煤销量高增主要系：(1) 2025Q1定价执行长协顶格价格，销售不畅基数低；(2) 2025年5月以来公司调整定价策略，执行更贴近市场的浮动价格，销售顺畅；(3) 2026年3月以来美伊冲突、进口煤供给收缩等催化，煤炭需求向好。受资源量限制，我们预计公司2026全年煤炭原煤产量基本与2025年持平，自产煤销量微增，自产煤产销率受洗选影响预计维持在80%左右，整体生产平稳，2026年公司业绩释放核心依托于煤价上行。

图15：预计公司2026年煤炭原煤产量同比+1.17%



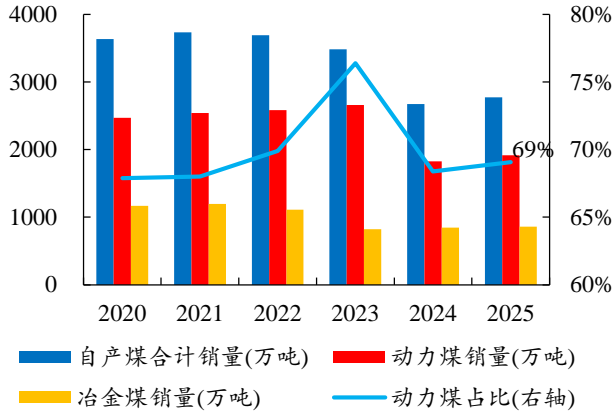
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：销售顺畅，2026Q1公司自产煤销量同比+51.42%

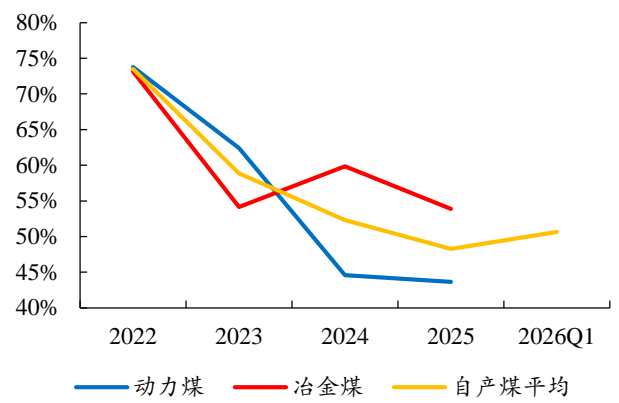


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

动力煤销量占自产煤 69%，冶金煤毛利率高于动力煤。2025 年公司自产煤合计销量 2776 万吨，其中动力煤 1917 万吨，占自产煤销量 69%。从毛利率看，冶金煤毛利率 53.86%，较动力煤高出 10.23pct，但受煤矿资源禀赋影响，预计公司动力煤、冶金煤销量结构占比保持相对稳定。

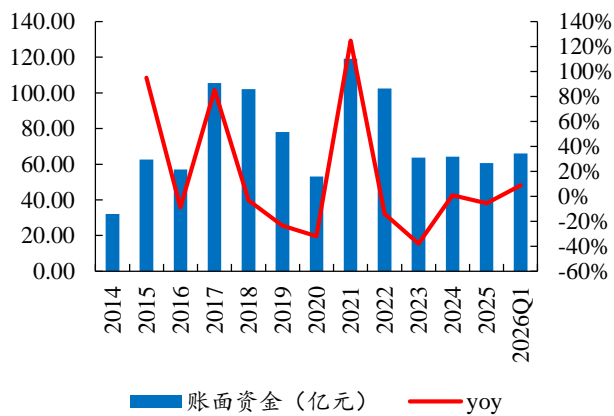
图17：2025 年公司动力煤销量占自产煤 69%


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

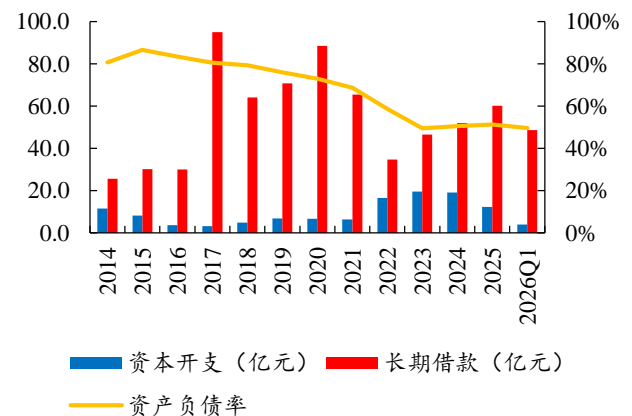
图18：2025 年冶金煤毛利率较动力煤高出 10.23pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司账面资金充裕，积极探寻新矿源。公司资金充裕，2025 年公司为煤矿资源竞拍进行资金储备，资产负债率及有息负债增加，2026Q1 公司利润同比高增，资产负债率回落至 49.65%（较 2025 年末-1.56pct），同时账面资金增加至 65.99 亿元（较 2025 年末+8.84%）。公司已有煤矿年产能合计稳定在 3500 万吨，基本满产状态，资本开支主要是维持性开支，无新增大型项目。公司当前正积极寻找新的煤矿资源，参与省内竞拍，探索产量新的增长点。

图19：公司资金充裕，2026Q1 末账面资金达 65.99 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

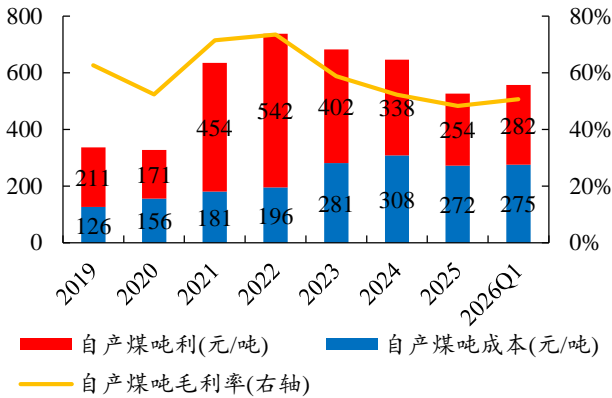
图20：2026Q1 末公司资产负债率回落至 49.65%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、公司成本优异吨利领先，煤炭上行周期利润有望充分释放

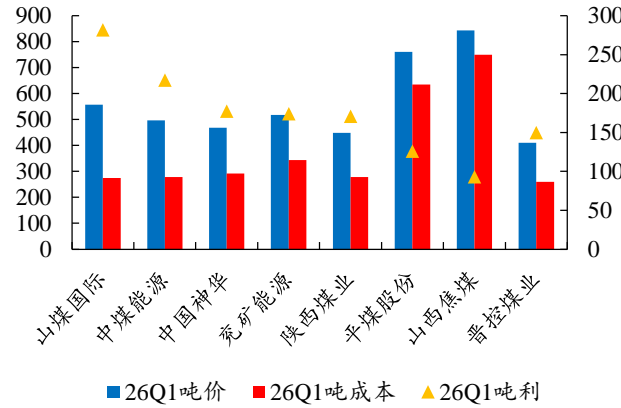
公司持续推动自产煤成本下降，吨煤毛利居行业前列。2026Q1 公司自产煤吨煤成本 275 元/吨，受益于煤矿品质优良、生产工法改进、先进技术应用及管理水平提高，公司吨煤成本自 2024 年以来稳步下降，预计 2026 年全年吨煤成本下降至 270 元/吨。公司吨煤盈利能力优异，2026Q1 吨煤毛利 282 元/吨，高于可比公司，有望充分受益于煤价上行。

图21：公司自产煤吨煤成本自 2024 年以来稳步下降



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图22：2026Q1 公司自产煤吨毛利高于可比公司(元/吨)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

动力煤：周期上行已至，灵活定价策略助力利润释放。行业层面，2026 年以来动力煤价格稳步上行，海外中东方面，美伊和解缓慢油价高位运行延续，煤油价格共振向上；海外印尼方面，RKAB 煤炭产能缩减后，计划进一步对煤炭征收出口关税和暴利税驱动海外煤价上行；国内政策方面，推动节能降碳隐含不因能源价格上行而放松煤炭供给管控，延续反内卷控制煤炭产能；国内市场方面，逐步进入煤炭需求旺季，市场库存偏低，对煤价形成支撑，煤价内外双驱周期上行已至。公司层面，公司动力煤销售虽全部为长协销售，但已调整为更贴近市场的浮动价格且销售顺畅，周期上行叠加灵活定价，公司动力煤销售利润有望充分释放。

图23：受美伊冲突影响，原油价格高位运行



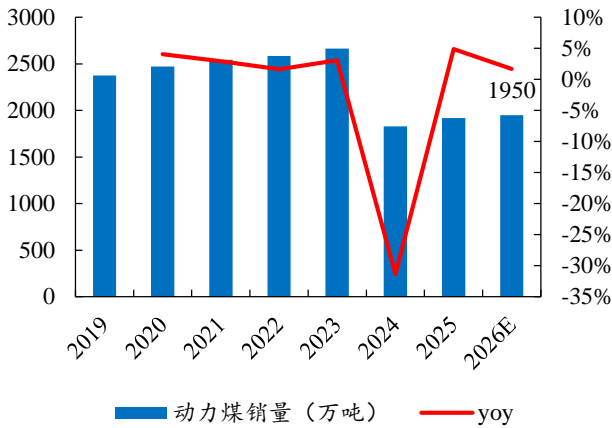
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：我国动力煤价格淡季不淡，中枢上移



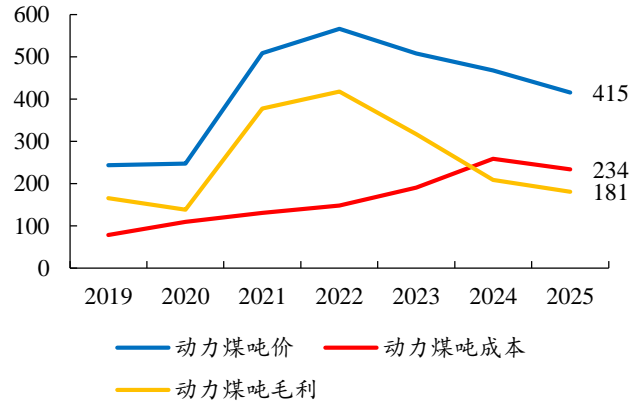
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25: 预计公司 2026 年动力煤销量小幅增加



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

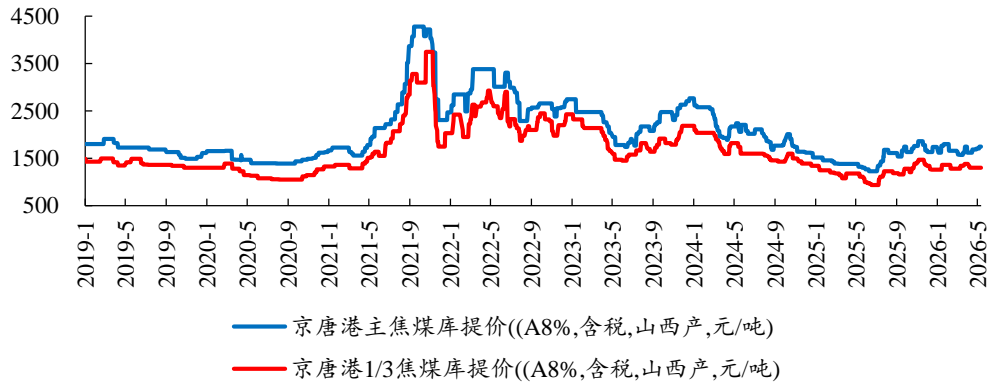
图26: 2025 年公司动力煤吨利达 181 元/吨



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

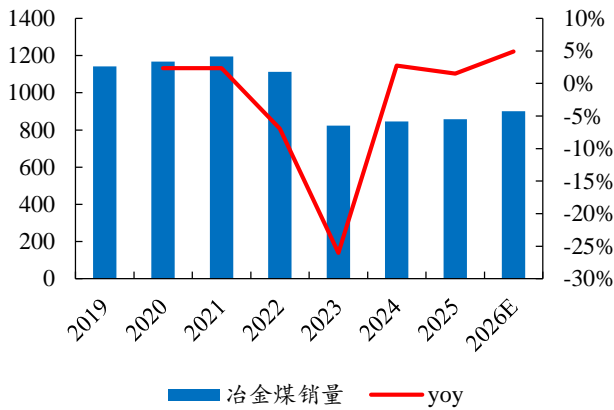
冶金煤: 炼焦配煤品类丰富, 周期上行弹性值得期待。公司炼焦配煤品类丰富, 核心品种为贫瘦煤、无烟煤、喷吹煤和 1/3 焦煤。2026 年以来煤价中枢上移, 动力煤、焦煤价格有望共振向上。煤价上行阶段, 炼焦配煤或因主焦煤价格上行而使用比例提高, 价格上行弹性或更大。

图27: 我国焦煤价格触底反弹



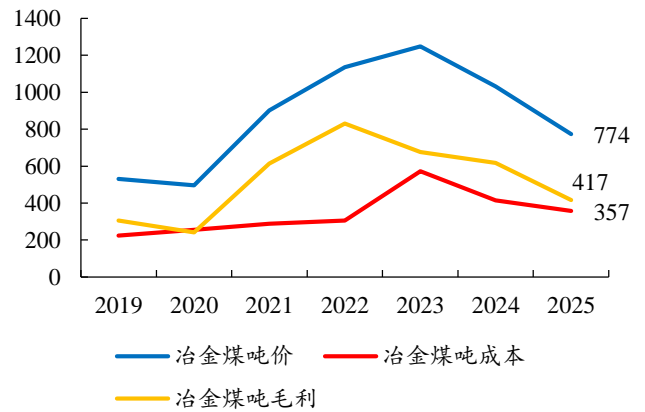
数据来源: Wind、开源证券研究所

图28：2025 年公司冶金煤销量同比+1.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2025 年公司冶金煤吨利达 417 元/吨



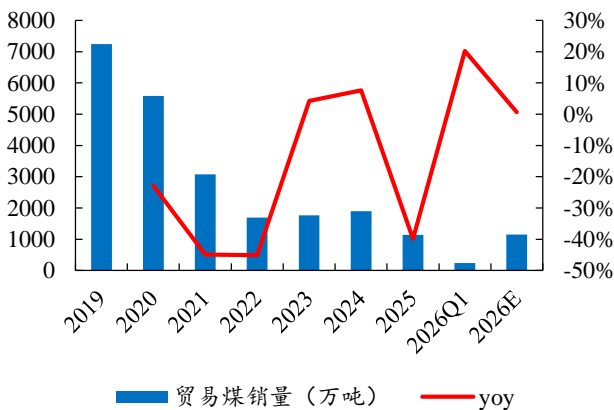
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3、贸易煤运营升级利润抬升，高分红彰显投资价值

3.1、贸易煤业务控量提质，一体化服务驱动吨利上行

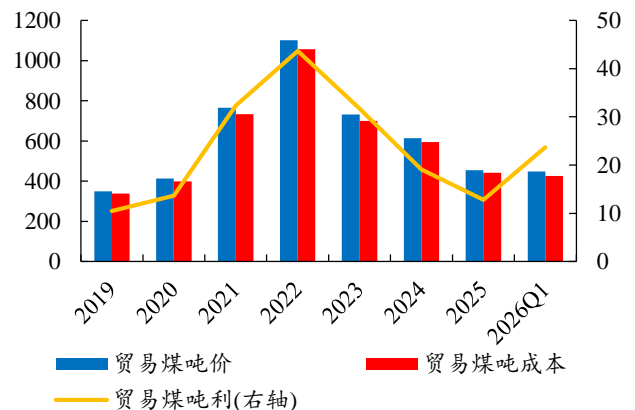
贸易煤：煤炭贸易起家，“产洗销贸运一体”升级驱动利润水平提高。公司煤炭贸易起家，40 余年煤炭贸易经验积累，在山西、陕西、内蒙等煤炭主产区均建有货源组织渠道，且在核心出海通道设立港口公司，年港口中转能力约五千万吨，拥有独立完善的煤炭内外贸运销体系，控股股东山煤集团是山西省唯一拥有煤炭出口专营权的煤企。公司煤炭贸易业务 2014-2015 年曾因风险管控问题坏账高企拖累业绩，公司积极对亏损子公司剥离。当前公司煤炭贸易量级稳步提升，由单纯贸易向“产洗销贸运一体”升级，增加站台服务、洗选、配煤等环节提高业务利润。2026Q1 公司贸易煤吨利提升至 24 元/吨，较 2025 年+85%，成效显著。

图30：2026Q1 公司贸易煤销量同比+20.21%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2026Q1 公司贸易煤吨利提升至 24 元/吨

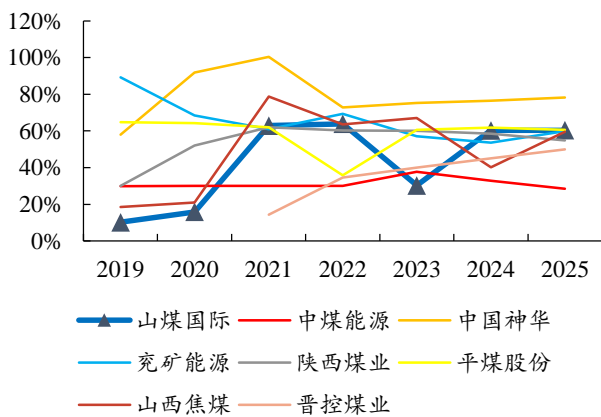


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.2、公司延续高分红政策，股息率行业居前彰显价值

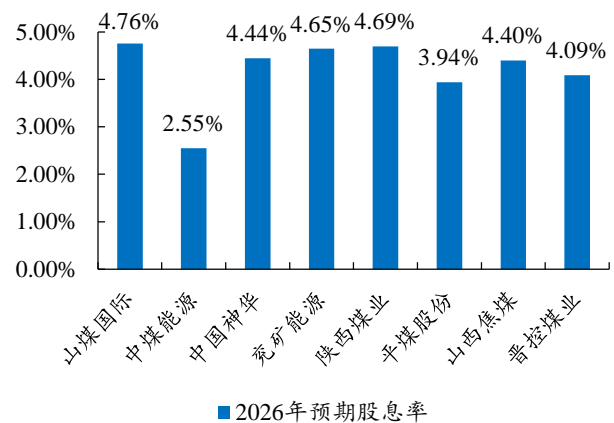
公司延续高分红比例，预期股息率行业前列。2023年3月公司发布《2024年-2026年股东回报规划》，明确2024-2026年各年度现金分红比例不低于当年实现的可供分配利润的60%。2025年公司延续落实高分红政策，2025年现金分红7.04亿元，分红比例达60.34%，分红比例居可比公司前列。截至2026年5月19日，我们以各可比公司2026年Wind一致预测EPS为基准，假设各可比公司延续2025年分红比例，计算出预期股息率，山煤国际预期股息率居可比公司前列，高分红高兑现彰显公司红利投资价值及配置性价比。

图32：2025年公司现金分红比例达60.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：公司预期股息率居行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所；

注：预期股息率计算中收盘价截至2026年5月19日

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

自产煤业务

预计2026-2028年公司煤炭产量小幅提升，自产煤产销率小幅提升至80%左右，2026-2028自产煤销量分别为2850、2900、3000万吨；吨煤售价分别同比+22.00%、-3.00%、-3.00%；吨煤成本小幅下降，分别为270、265、260元/吨。

贸易煤业务

预计2026-2028年公司贸易煤销量稳中有升，分别为1200、1300、1400万吨；吨煤毛利受业务升级驱动逐年提升，分别为33.57、37.99、42.55元/吨。

综上，预计2026-2028年公司营业收入分别为256.80、257.84、262.37亿元，分别同比+25.44%、+0.40%、+1.76%，毛利分别为111.94、110.58、111.07亿元。

表4: 受益于煤价上行, 2026年公司业绩有望释放

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
自产煤业务					
煤炭产量 (万吨)	3297.89	3508.98	3550.00	3589.92	3726.71
煤炭销量 (万吨)	2673.36	2775.51	2850.00	2900.00	3000.00
自产煤产销率 (%)	81.06%	79.10%	80.00%	80.50%	80.50%
吨煤售价 (元/吨)	645.85	525.92	641.62	622.38	603.70
yoy	-5.39%	-18.57%	+22.00%	-3.00%	-3.00%
吨煤成本 (元/吨)	308.14	272.02	300.00	265.00	260.00
吨煤毛利 (元/吨)	337.71	253.90	371.62	357.38	343.70
自产煤收入 (亿元)	172.66	145.97	182.86	180.49	181.11
yoy	-27.45%	-15.46%	+25.27%	-1.30%	+0.34%
自产煤成本 (亿元)	82.38	75.50	76.95	76.85	78.00
自产煤毛利 (亿元)	90.28	70.47	105.91	103.64	103.11
yoy	-35.54%	-21.94%	+50.29%	-2.15%	-0.51%
贸易煤业务					
贸易煤销量 (万吨)	1899.63	1142.29	1200.00	1300.00	1400.00
吨煤售价 (元/吨)	614.49	454.88	559.50	542.71	531.86
吨煤成本 (元/吨)	595.38	442.09	525.93	504.72	489.31
吨煤毛利 (元/吨)	19.11	12.78	33.57	37.99	42.55
贸易煤收入 (亿元)	116.73	51.96	67.14	70.55	74.46
贸易煤成本 (亿元)	113.10	50.50	63.11	65.61	68.50
贸易煤毛利 (亿元)	3.63	1.46	4.03	4.94	5.96
合计					
总营业收入 (亿元)	295.61	204.72	256.80	257.84	262.37
yoy	-20.90%	-30.75%	+25.44%	+0.40%	+1.76%
总营业成本 (亿元)	200.09	131.80	144.86	147.26	151.30
总毛利 (亿元)	95.51	72.92	111.94	110.58	111.07
yoy	-34.66%	-23.65%	+53.51%	-1.22%	+0.44%
毛利率 (%)	32.31%	35.62%	43.59%	42.89%	42.33%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议

公司地处山西煤矿资源优势明显，成本控制优异吨煤利润行业前列，延续高分红彰显投资价值。2026 年煤价中枢上移，公司动力煤浮动定价调整，冶金煤品类丰富上行空间广阔，利润有望充分释放。鉴于煤价上行超预期，我们上调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 27.55/27.72/29.96（原 2026-2028 年预测分别为 19.63/22.91/28.13）亿元，EPS 分别为 1.39/1.40/1.51 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8/9.7/9.0。公司吨利优异高分红延续，周期上行业绩弹性可期，估值低于可比行业平均水平，维持“买入”评级。

表5：山煤国际低估值优势明显，周期上行充分受益（2026 年 5 月 19 日收盘价）

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601898.SH	中煤能源	17.25	1.35	1.22	1.27	1.38	12.8	14.1	13.6	12.5
601088.SH	中国神华	46.07	2.66	2.62	2.73	2.96	17.3	17.6	16.9	15.6
600188.SH	兖矿能源	21.75	0.84	1.64	1.79	1.94	25.9	13.3	12.2	11.2
601225.SH	陕西煤业	24.39	1.73	2.09	2.26	2.37	14.1	11.7	10.8	10.3
601666.SH	平煤股份	7.58	0.09	0.46	0.57	0.81	81.1	16.5	13.3	9.4
000983.SZ	山西焦煤	6.70	0.21	0.49	0.55	0.57	31.7	13.7	12.2	11.8
601001.SH	晋控煤业	17.73	1.09	1.49	1.61	2.01	16.3	11.9	11.0	8.8
均值							28.4	14.1	12.8	11.4
600546.SH	山煤国际	13.63	0.59	1.39	1.40	1.51	23.2	9.8	9.7	9.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除中国神华、陕西煤业、山西焦煤 EPS 及 PE 为 Wind 一致预测外，其他公司 EPS 及 PE 均为开源证券研究所预测值

5、风险提示

(1) 国际能源价格异常下行：国际原油、煤炭及天然气等能源价格超预期下行，影响传导至国内煤价，则影响公司盈利水平。

(2) 煤价上涨不及预期：国内煤价上行不及预期，则对公司利润释放产生负面影响。

(3) 新收煤矿资源不足：公司若新收煤矿资源不足，则远期煤矿产量面临衰竭收缩。

(4) 节能降碳政策负面影响：节能降碳政策若对煤炭需求压制超预期，则影响公司业绩。

(5) 生产安全事故：公司煤矿若遇严重生产安全事故，则面临停产整顿风险。

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	8248	15842	15245
现金	6426	6063	6741	13521	13820
应收票据及应收账款	300	196	418	202	427
其他应收款	65	143	13	183	0
预付账款	184	295	329	286	346
存货	565	862	174	1094	88
其他流动资产	608	538	573	556	564
非流动资产	32232	31327	33068	31143	29775
长期投资	683	727	798	877	951
固定资产	18890	19519	21748	21027	20444
无形资产	5419	5238	4677	4086	3491
其他非流动资产	7241	5843	5845	5153	4889
资产总计	40380	39424	41316	46985	45020
流动负债	12029	11565	10167	14232	9728
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5004	5290	3400	6588	3044
其他流动负债	7025	6275	6767	7644	6684
非流动负债	8369	8626	7926	6198	4742
长期借款	5193	6009	5029	3442	1915
其他非流动负债	3176	2617	2897	2757	2827
负债合计	20398	20190	18093	20431	14470
少数股东权益	3491	3068	4303	5546	6888
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3385	3385	3385	3385
留存收益	10694	10492	13279	16688	20046
归属母公司股东权益	16491	16165	18920	21008	23662
负债和股东权益	40380	39424	41316	46985	45020

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3741	3356	4007	8958	2022
净利润	3158	1689	3990	4015	4338
折旧摊销	1726	1646	1662	1764	1563
财务费用	220	212	141	-47	-235
投资损失	-28	-42	-35	-38	-37
营运资金变动	-1468	-400	-1685	3303	-3556
其他经营现金流	133	250	-65	-38	-53
投资活动现金流	-1902	-1209	-3355	187	-159
资本支出	1902	1218	2912	-30	16
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	26	-2364	-1564
短期借款	-500	0	0	0	0
长期借款	541	816	-980	-1587	-1527
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	1006	-777	-37
现金净增加额	-377	-389	678	6780	299

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	29561	20472	25680	25784	26237
营业成本	20009	13183	14486	14727	15130
营业税金及附加	1665	1455	1669	1547	1469
营业费用	438	416	462	438	420
管理费用	1703	1489	1669	1599	1574
研发费用	493	462	514	464	420
财务费用	220	212	141	-47	-235
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	6854	7181	7579
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	6563	6946	7316
所得税	1571	1393	2573	2931	2978
净利润	3158	1689	3990	4015	4338
少数股东损益	890	523	1235	1243	1343
归属母公司净利润	2268	1166	2755	2772	2996
EBITDA	6605	4942	8231	8562	8574
EPS(元)	1.14	0.59	1.39	1.40	1.51

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-20.9	-30.7	25.4	0.4	1.8
营业利润(%)	-47.5	-36.5	110.2	4.8	5.5
归属于母公司净利润(%)	-46.7	-48.6	136.2	0.6	8.1
获利能力					
毛利率(%)	32.3	35.6	43.6	42.9	42.3
净利率(%)	7.7	5.7	10.7	10.8	11.4
ROE(%)	15.8	8.8	17.2	15.1	14.2
ROIC(%)	14.1	7.9	15.6	15.1	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	50.5	51.2	43.8	43.5	32.1
净负债比率(%)	1.0	3.5	-0.5	-32.0	-33.8
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.1	1.6
速动比率	0.6	0.6	0.7	1.0	1.5
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	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	1.39	1.40	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	1.69	2.02	4.52	1.02
每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.15	9.54	10.60	11.94
估值比率					
P/E	11.9	23.2	9.8	9.7	9.0
P/B	1.6	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.7	6.2	3.8	2.8	2.8

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

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

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

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