公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

山煤国际（600546.SH） 周期上行业绩增长，吨煤弹性释放

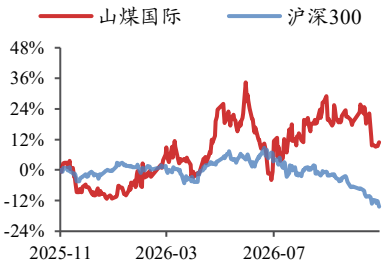
2026 年 11 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/10/30
当前股价(元)	12.26
一年最高最低(元)	15.73/10.02
总市值(亿元)	243.05
流通市值(亿元)	243.05
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	67.4

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤炭主业量价齐升，周期上行业绩弹性显现—公司信息更新报告》-2026.8.31

《吨利优异高分红延续，周期上行业绩弹性可期—公司深度报告》-2026.5.20

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

王高展（分析师） wanggaozhan@kysec.cn 证书编号：S0790525070003

王奕欣（联系人） wangyixin@kysec.cn 证书编号：S0790126050016

● **周期上行业绩增长，吨煤弹性释放，维持“买入”评级**

公司发布 2026 年三季度报告，2026 前三季度公司实现营业收入 155.24 亿元，同比+9.02%，营业成本 90.65 亿元，同比+1.63%，归母净利润 15.26 亿元，同比+45.80%。单季度看，公司 2026Q3 公司实现营业收入 51.69 亿元，环比-4.04%，归母净利润 5.16 亿元，环比-11.18%。考虑到公司受安监政策影响，煤炭产销下滑，我们下调公司 2026-2028 年的盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 22.15/23.60/23.91 亿元（原预测分别为 27.55/27.72/29.96 亿元），EPS 分别为 1.12/1.19/1.21 元，当前股价对应 PE 分别为 11.0/10.3/10.2 倍。公司煤炭销售市场化占比高，上行周期盈利弹性持续兑现，维持“买入”评级。

● **主营业务盈利能力大幅增强，上行周期盈利弹性兑现**

2026 年前三季度煤炭产量/销量分别为 2440.53/2553.65 万吨，同比-8.39%/-14.97%，营业收入/营业成本/毛利分别为 148.44/83.87/64.58 亿元，吨价/吨成本/吨毛利分别为 581.30/328.42/252.88 元，同比+17.84%/+2.08%/+47.37%。单季度看，2026Q3 公司煤炭吨价/吨成本/吨毛利分别为 635.90/365.36/270.54 元，同比+40.03%/+33.01%/+50.79%。

● **自产煤产销短期承压，煤价上涨支撑盈利**

2026 年前三季度公司自产煤产量/销量分别为 2440.53/1845.47 万吨，同比-8.39%/-6.89%，吨价/吨成本/吨毛利分别为 606.28/270.32/335.97 元，同比+19.04%/+6.49%/+31.51%，贸易煤销量 708.18 万吨，同比-30.66%。单季度看，2026Q3 公司自产煤产量/销量分别为 638.12/508.75 万吨，环比-28.32%/-23.85%，吨价/吨成本/吨毛利分别为 677.31/280.80/396.61 元，环比+12.56%/+8.95%/+15.27%，公司贸易煤销量为 265.93 万吨，环比+33.31%。2026 年 10 月 20 日，公司子公司长春兴煤业东下盘区南运输大巷与东部集中运输大巷实现安全贯通对接，为后续采掘衔接奠定基础。

● **风险提示：**煤炭需求不及预期风险、煤炭价格下跌风险、煤矿安全生产风险。

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	22,316	25,784	26,237
YOY(%)	-20.9	-30.7	9.0	15.5	1.8
归母净利润(百万元)	2,268	1,166	2,215	2,360	2,391
YOY(%)	-46.7	-48.6	89.9	6.6	1.3
毛利率(%)	32.3	35.6	44.0	42.9	42.3
净利率(%)	7.7	5.7	9.9	9.2	9.1
ROE(%)	15.8	8.8	14.3	13.6	12.2
EPS(摊薄/元)	1.14	0.59	1.12	1.19	1.21
P/E(倍)	10.7	20.8	11.0	10.3	10.2
P/B(倍)	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	10323	15166	19672
现金	6426	6063	8278	13113	17565
应收票据及应收账款	300	196	337	282	346
其他应收款	65	143	84	179	88
预付账款	184	295	247	367	264
存货	565	862	804	669	844
其他流动资产	608	538	573	556	564
非流动资产	32232	31327	30974	31395	30025
长期投资	683	727	798	877	951
固定资产	18890	19519	19903	21236	20656
无形资产	5419	5238	4677	4086	3491
其他非流动资产	7241	5843	5596	5196	4927
资产总计	40380	39424	41297	46560	49698
流动负债	12029	11565	11257	15071	16503
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5004	5290	5201	6812	5605
其他流动负债	7025	6275	6056	8259	10898
非流动负债	8369	8626	7599	6315	4899
长期借款	5193	6009	4703	3558	2072
其他非流动负债	3176	2617	2897	2757	2827
负债合计	20398	20190	18856	21385	21402
少数股东权益	3491	3068	4061	5119	6191
股本	1982	1982	1982	1982	1982
资本公积	3382	3385	3385	3385	3385
留存收益	10694	10492	12732	15125	17546
归属母公司股东权益	16491	16165	18380	20056	22105
负债和股东权益	40380	39424	41297	46560	49698

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3741	3356	3841	9120	6600
净利润	3158	1689	3208	3418	3463
折旧摊销	1726	1646	1612	1717	1570
财务费用	220	212	201	218	226
投资损失	-28	-42	-35	-38	-37
营运资金变动	-1468	-400	-1085	3843	1431
其他经营现金流	133	250	-59	-38	-53
投资活动现金流	-1902	-1209	-1211	-2112	-164
资本支出	1902	1218	768	2269	20
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	-415	-2173	-1984
短期借款	-500	0	0	0	0
长期借款	541	816	-1306	-1145	-1486
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	891	-1028	-498
现金净增加额	-377	-389	2215	4835	4453

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	29561	20472	22316	25784	26237
营业成本	20009	13183	12489	14727	15130
营业税金及附加	1665	1455	1586	1833	1865
营业费用	438	416	454	524	533
管理费用	1703	1489	1624	1876	1909
研发费用	493	462	503	582	592
财务费用	220	212	201	218	226
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	5568	6149	6102
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	5276	5914	5839
所得税	1571	1393	2069	2496	2377
净利润	3158	1689	3208	3418	3463
少数股东损益	890	523	993	1058	1072
归属母公司净利润	2268	1166	2215	2360	2391
EBITDA	6605	4942	6865	7462	7058
EPS(元)	1.14	0.59	1.12	1.19	1.21

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-20.9	-30.7	9.0	15.5	1.8
营业利润(%)	-47.5	-36.5	70.7	10.4	-0.8
归属于母公司净利润(%)	-46.7	-48.6	89.9	6.6	1.3
获利能力					
毛利率(%)	32.3	35.6	44.0	42.9	42.3
净利率(%)	7.7	5.7	9.9	9.2	9.1
ROE(%)	15.8	8.8	14.3	13.6	12.2
ROIC(%)	14.1	7.9	13.0	13.2	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	50.5	51.2	45.7	45.9	43.1
净负债比率(%)	1.0	3.5	-9.1	-31.8	-49.3
流动比率	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
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	2.5	2.5	2.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.14	0.59	1.12	1.19	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	1.69	1.94	4.60	3.33
每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.15	9.27	10.12	11.15
估值比率					
P/E	10.7	20.8	11.0	10.3	10.2
P/B	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.2	5.7	3.8	2.9	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。

分析师声明

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。本报告清晰准确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（北交所基准指数为北证 50 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。		

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