

山西焦煤 (000983.SZ) 煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤矿成长与价格弹性

2025 年 04 月 29 日

——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告

投资评级：买入（维持）

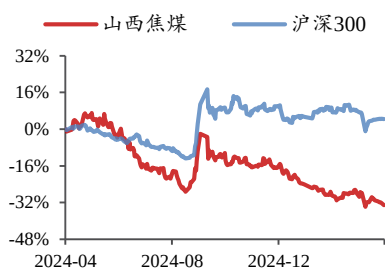
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2025/4/28
当前股价(元)	6.52
一年最高最低(元)	11.53/6.35
总市值(亿元)	370.15
流通市值(亿元)	302.54
总股本(亿股)	56.77
流通股本(亿股)	46.40
近 3 个月换手率(%)	42.58

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤矿
成长与高分红—公司信息更新报告》
-2025.1.25

《Q3 煤价下滑或拖累业绩，关注煤矿
成长与高分红—公司信息更新报告》
-2024.10.30

《Q2 煤炭产销或环比提升，关注资产注入与高分红——公司 2024 年中报点评报告》-2024.8.28

● 煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤矿成长与价格弹性，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 452.9 亿元，同比-18.4%，归母净利润 31.1 亿元，同比-54.1%，扣非归母净利润 30.2 亿元，同比-55.8%，其中 2024Q4 实现营收 122 亿元，环比+5.9%，归母净利润 2.6 亿元，环比-70.2%，扣非归母净利润 2.5 亿元，环比-71.4%。2025Q1 实现营收 90.3 亿元，同比-14.5%，归母净利润 6.8 亿元，同比-28.3%，扣非归母净利润 7.3 亿元，同比-19.1%。我们维持 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 28.9/35.7/37.9 亿元，同比分别-7.2%/+23.8%/+6.2%；EPS 为 0.51/0.63/0.67 元，对应当前股价 PE 分别为 12.8/10.4/9.8 倍。公司产能有望受益于新拍矿及集团资产注入而提升，维持“买入”评级。

● **安监及部分矿井停产致 24 年煤炭产销下滑，价跌叠加成本抬升致吨毛利下滑**
煤炭产销量方面，2024 年受安监及沙曲一矿、镇城底矿、吉宁煤业阶段性停产影响，公司煤炭产销量同比下滑，具体来看，2024 年公司原煤/洗精煤产量 4722/1678 万吨，同比+2.5%/-10.9%；2024 年公司商品煤销量 2560 万吨，同比-20%，其中原煤/焦精煤/肥精煤/瘦精煤/贫瘦精煤/气精煤/洗混煤/煤泥销量 122/589/354/333/100/261/700/101 万吨，同比+56.4%/-20.3%/-17.6%/-12.4%/+88.7%/-16.6%/-35.1%/-17.9%。煤炭售价方面，2024 年公司商品煤平均售价 1037 元/吨，其中原煤/焦精煤/肥精煤/瘦精煤/贫瘦精煤/气精煤/洗混煤/煤泥售价 386/1544/1690/1171/1041/1019/474/86 元/吨，同比-26.6%/-5.4%/-2.9%/-7.8%/-22.6%/-12.3%/-10.6%/-43.3%。煤炭生产成本方面，2024 年公司煤炭单吨成本 495 元/吨，同比+9.5%。煤炭毛利方面，2024 年公司煤炭单吨毛利 542 元/吨，同比-15.9%。

●煤炭主业成长可期，公司高分红回报投资者

(1) 煤炭主业成长可期：2024 年 10 月公司以 247.05 亿元竞得山西省吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权，该煤矿煤种主要为 1/3 焦煤、气煤，规划产能 800 万吨/年；作为山西焦煤集团煤炭资产重要上市平台，公司有望借助集团资产注入实现煤炭产能的持续扩张。**(2) 关停西山热电机组有望减亏：**公司控股子公司西山热电（公司持股 91.65%）于 2025 年关停发电机组，西山热电机组装机容量小、发电工艺能耗高，近年来经营业绩处于持续亏损状态，2024 年 1-9 月西山热电净利润-1.04 亿元，年化净利润-1.4 亿元，关停有望一定程度上增厚企业业绩。**(3) 2024 年分红比例下降：**2024 年公司分红比例为 40.19%，同比-26.88%，按照 2025 年 4 月 28 日收盘价计算，对应当前股息率为 3.4%。

● **风险提示：**经济增长不及预期；煤价下跌超预期；产量释放不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	55,523	45,290	42,535	45,477	47,497
YOY(%)	-14.8	-18.4	-6.1	6.9	4.4
归母净利润(百万元)	6,771	3,108	2,885	3,571	3,793
YOY(%)	-37.0	-54.1	-7.2	23.8	6.2
毛利率(%)	37.7	31.4	28.3	31.7	33.0
净利率(%)	12.2	6.9	6.8	7.9	8.0
ROE(%)	17.5	8.7	7.2	8.9	9.1
EPS(摊薄/元)	1.19	0.55	0.51	0.63	0.67
P/E(倍)	5.5	11.9	12.8	10.4	9.8
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9

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)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26757	19710	17479	18467	18764	营业收入	55523	45290	42535	45477	47497
现金	19987	12220	11476	12270	12815	营业成本	34614	31080	30488	31055	31805
应收票据及应收账款	2018	1952	756	547	579	营业税金及附加	2928	2765	2350	2562	2733
其他应收款	154	181	134	203	149	营业费用	453	452	347	399	426
预付账款	190	70	174	87	186	管理费用	4027	4034	3062	3541	3783
存货	1871	2144	1795	2217	1892	研发费用	1277	1054	922	1030	1070
其他流动资产	2537	3144	3144	3144	3144	财务费用	786	640	814	1036	1391
非流动资产	66847	90239	92272	99445	105110	资产减值损失	-64	-62	0	0	0
长期投资	3397	3493	3935	4358	4777	其他收益	161	231	190	194	205
固定资产	36712	35621	31389	31225	30199	公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
无形资产	21223	45574	51527	58391	64793	投资净收益	269	251	289	270	270
其他非流动资产	5514	5550	5420	5471	5341	资产处置收益	3	8	4	5	6
资产总计	93604	109949	109751	117912	123874	营业利润	11790	5704	5074	6362	6783
流动负债	24850	25645	26349	37655	45841	营业外收入	26	150	105	94	116
短期借款	1426	1627	1771	12200	21037	营业外支出	169	193	168	177	179
应付票据及应付账款	14389	13582	14258	14076	13972	利润总额	11647	5662	5011	6279	6720
其他流动负债	9034	10437	10320	11378	10832	所得税	3215	1572	1364	1729	1848
非流动负债	20511	37431	32883	28971	24651	净利润	8431	4090	3647	4551	4871
长期借款	6410	23790	19242	15330	11011	少数股东损益	1660	982	762	980	1079
其他非流动负债	14101	13641	13641	13641	13641	归属母公司净利润	6771	3108	2885	3571	3793
负债合计	45360	63076	59231	66626	70492	EBITDA	15497	10821	9331	11050	12265
少数股东权益	10619	10634	11395	12375	13453	EPS(元)	1.19	0.55	0.51	0.63	0.67
股本	5677	5677	5677	5677	5677						
资本公积	6548	6588	6588	6588	6588						
留存收益	24139	22705	24981	27944	31639						
归属母公司股东权益	37624	36239	39125	38911	39928						
负债和股东权益	93604	109949	109751	117912	123874						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13697	3588	9433	9893	9875	成长能力					
净利润	8431	4090	3647	4551	4871	营业收入(%)	-14.8	-18.4	-6.1	6.9	4.4
折旧摊销	3941	3857	3853	4124	4470	营业利润(%)	-34.5	-51.6	-11.0	25.4	6.6
财务费用	786	640	814	1036	1391	归属于母公司净利润(%)	-37.0	-54.1	-7.2	23.8	6.2
投资损失	-269	-251	-289	-270	-270	获利能力					
营运资金变动	372	-5173	1451	497	-570	毛利率(%)	37.7	31.4	28.3	31.7	33.0
其他经营现金流	436	425	-43	-45	-17	净利率(%)	12.2	6.9	6.8	7.9	8.0
投资活动现金流	-2465	-26360	-5592	-11021	-9859	ROE(%)	17.5	8.7	7.2	8.9	9.1
资本支出	2061	26561	5444	10874	9716	ROIC(%)	14.2	6.5	5.2	6.1	6.4
长期投资	0	-4	-442	-423	-419	偿债能力					
其他投资现金流	-405	206	293	275	276	资产负债率(%)	48.5	57.4	54.0	56.5	56.9
筹资活动现金流	-8405	14241	-4728	-8508	-8307	净负债比率(%)	2.8	60.7	50.3	61.2	66.5
短期借款	-300	200	144	10430	8837	流动比率	1.1	0.8	0.7	0.5	0.4
长期借款	-2381	17381	-4548	-3911	-4320	速动比率	1.0	0.6	0.6	0.4	0.3
普通股增加	1581	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	2792	41	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
其他筹资现金流	-10097	-3381	-323	-15026	-12824	应收账款周转率	19.5	22.8	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	2827	-8531	-887	-9636	-8291	应付账款周转率	2.6	2.4	2.3	2.3	2.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.19	0.55	0.51	0.63	0.67
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	0.63	1.66	1.74	1.74
						每股净资产(最新摊薄)	6.63	6.38	6.89	6.85	7.03
						估值比率					
						P/E	5.5	11.9	12.8	10.4	9.8
						P/B	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9
						EV/EBITDA	3.2	7.0	7.9	7.3	7.0

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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