



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 28 日收盘价（元）	6.52
总市值（亿元）	370.15
总股本（亿股）	56.77

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】山西焦煤 2024 年半年报点评：三重因素影响业绩，非煤业务经营改善-2024.08.28

【兴证煤炭】山西焦煤 2023 年报及 2024 一季报点评：高分红政策延续，24Q1 量价下滑拖累业绩-2024.05.05

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

分析师：李冉冉

S0190525010002

liranran@xyzq.com.cn

山西焦煤(000983.SZ)

业绩符合预期，静待需求改善

投资要点：

事件：山西焦煤发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 452.9 亿元，同比-18.4%；归母净利润 31.1 亿元，同比-54.1%；2024 年拟每股派发现金红利 0.22 元（含税），合计派息 12.49 亿元，分红率 40.2%，对应 4/29 收盘价股息率为 3.4%。2025Q1 单季度营收 90.26 亿元，同比-14.5%，环比-26.0%；归母净利润 6.81 亿元，同比-28.3%，环比+160%。对此，我们点评如下：

煤炭业务：量减价跌成本增长拖累盈利。2024 年，公司煤炭板块营收 265.82 亿元，同比-24.95%；营业成本 126.82 亿元，同比-12.36%；毛利率 52.29%，同比-6.85 个百分点。量价拆分开看：

- **产量微增，销量下滑：**全年原煤产量 4722 万吨，同比+2.47%；精煤产量 1678 万吨，同比-10.93%，精煤产率 35.5%，同比-5.3pct，主因沙曲矿事故停产导致精煤产量下降。商品煤销量 2560 万吨，同比-20.0%，其中焦精煤、肥精煤销量分别为 589、354 万吨，同比-20.3%、-17.7%。
- **售价承压：**商品煤吨售价 1037.2 元，同比-5.43%/-60 元，其中焦精煤、肥精煤吨售价分别为 1544.2、1689.6 元，同比-5.4%/-88 元、-2.9%/-51 元。
- **成本增长，毛利率降至 52%：**吨煤成本 495 元，同比+9.5%，吨煤毛利 542 元，同比-15.9%/-103 元，毛利率 52.2%，同比-6.5pct。

其他业务：电力毛利改善，非煤业务规模收窄。①电力及热力：营收 68.69 亿元，同比-2.33%；毛利率 2.51%，同比+5.6 个百分点，或受益于燃煤成本下降；发电 206 亿度，同比-5.9%；售电 192 度电，同比-5.4%。②焦炭：营收 87.32 亿元，同比-9.46%；毛利率-0.48%，同比微降 0.06pct；焦炭销量 374 万吨，同比-2.6%；吨焦售价 2335 元，同比-7.04%，吨焦成本 2346 元，同比-6.98%。③其他：其他化工、建材及其他产品营收分别下滑 2.85%、30.4%、17.2%，公司继续优化非核心资产。

25Q1 业绩下滑预计主要为煤价下滑影响。2025Q1 公司焦煤现货价格指数为 1143.8 元/吨，同比-22.6%，环比-28.1%；长协价格指数为 1151.4 元/吨，同比-17.1%，环比-25.4%。

资源储量丰富，新矿扩增远期产能。截至 2024 年末，公司煤炭资源储量 65.30 亿吨。2024 年 10 月，公司竞得兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权，正推进申办探矿许可证，其中包含 5561.23 万吨铝土矿资源、9.53 亿吨煤炭资源，煤炭产能规划 800 万吨/年，主产 1/3 焦煤和气煤，公司中长期资源储备夯实。

投资建议：公司煤炭毛利率领先，成本管控仍有发力空间。我们预计 2025-2027 年实现归母净利润 19.56/20.09/20.42 亿元，分别同比-37.1%/+2.7%/+1.6%，对应 EPS 分别为 0.34/0.35/0.36 元，对应 4/29 收盘价 PE 估值为 18.7/18.2/17.9 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：煤价大幅下滑、煤炭产销量大幅下滑、在建矿井投产不及预期、环保及安监政策变化等

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	45290	41022	41839	41869
同比增长	-18.4%	-9.4%	2.0%	0.1%
归母净利润（百万元）	3108	1956	2009	2042
同比增长	-54.1%	-37.1%	2.7%	1.6%
毛利率	31.4%	27.7%	28.1%	26.6%
ROE	8.6%	5.2%	5.2%	5.1%
每股收益（元）	0.55	0.34	0.35	0.36
市盈率	11.7	18.7	18.2	17.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19710	20335	26037	33174
货币资金	12220	13855	19310	25874
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1952	1658	1713	2143
预付款项	70	99	89	95
存货	2144	1897	1975	2002
其他	3325	2827	2949	3059
非流动资产	90239	86999	84057	79080
长期股权投资	3493	3461	3472	3468
固定资产	35621	32912	30605	27129
在建工程	2473	2952	3360	2856
无形资产	45574	44597	43619	42642
商誉	707	707	707	707
其他	2370	2370	2294	2278
资产总计	109949	107334	110094	112254
流动负债	25645	21718	21674	22006
短期借款	1627	1513	1074	1074
应付票据及应付账款	13582	12742	13005	13268
其他	10437	7463	7596	7664
非流动负债	37431	36704	37704	37704
长期借款	23790	23290	24290	24290
其他	13641	13414	13414	13414
负债合计	63076	58422	59378	59710
股本	5677	5677	5677	5677
未分配利润	20639	21515	22416	23331
少数股东权益	10634	11204	11806	12412
股东权益合计	46873	48912	50716	52544
负债及权益合计	109949	107334	110094	112254

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3108	1956	2009	2042
折旧和摊销	4011	5299	5468	5488
营运资金的变动	-5173	-371	139	335
经营活动产生现金流量	3588	8593	9313	8999
资本支出	-26560	-2068	-2566	-567
长期投资	-15	33	-11	4
投资活动产生现金流量	-26360	-1841	-2366	-354
债权融资	19837	-3397	561	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	14241	-5117	-1492	-2081
现金净变动	-8531	1636	5455	6564

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	45290	41022	41839	41869
营业成本	31080	29640	30085	30750
税金及附加	2765	2391	2477	2466
销售费用	452	384	401	398
管理费用	4034	3428	3573	3550
研发费用	1054	951	971	972
财务费用	640	1148	1148	1126
投资收益	251	218	226	225
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	11	-42	-9	575
资产减值损失	-62	0	0	0
营业利润	5704	3440	3599	3603
营业外收支	-42	-72	-70	-72
利润总额	5662	3368	3529	3531
所得税	1572	842	917	883
净利润	4090	2526	2611	2648
少数股东损益	982	570	602	606
归属母公司净利润	3108	1956	2009	2042
EPS(元)	0.55	0.34	0.35	0.36

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-18.4%	-9.4%	2.0%	0.1%
营业利润增长率	-51.6%	-39.7%	4.6%	0.1%
归母净利润增长率	-54.1%	-37.1%	2.7%	1.6%
盈利能力				
毛利率	31.4%	27.7%	28.1%	26.6%
归母净利率	6.9%	4.8%	4.8%	4.9%
ROE	8.6%	5.2%	5.2%	5.1%
偿债能力				
资产负债率	57.4%	54.4%	53.9%	53.2%
流动比率	0.77	0.94	1.20	1.51
速动比率	0.65	0.80	1.07	1.37
营运能力				
资产周转率	44.5%	37.8%	38.5%	37.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.55	0.34	0.35	0.36
每股经营现金	0.63	1.51	1.64	1.59
估值比率(倍)				
PE	11.7	18.7	18.2	17.9
PB	1.0	1.0	0.9	0.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn