

## 公司研究

## 业绩具备韧性，产能外延增长可期

## ——山西焦煤（000983.SZ）2024 年报及 2025 年一季报点评

## 要点

**事件：**2025年4月28日，公司发布了2024年度报告及2025年一季报。2024年，公司营业收入452.9亿元，同比-18.4%，归母净利润31.1亿元，同比-54.1%，扣非净利润30.2亿元，同比-55.8%；2025Q1公司营业收入90.3亿元（同比-14.5%、环比-26.0%），归母净利润6.8亿元（同比-28.3%、环比+159.8%），扣非净利润7.3亿元（同比-19.1%、环比+186.8%）。

**焦煤价格下跌背景下，公司业绩具备一定韧性。**（1）2025年Q1，山西柳林低硫主焦煤均价为1313元/吨，同比-42.6%，环比-17.2%；（2）在煤价下行的背景下，公司2025Q1单季度营业收入、归母净利润、扣非净利润同比下滑幅度均小于煤价下行幅度；（3）公司煤炭销售以长协为主，占比超过80%，为公司业绩带来一定的韧性。

**2024年公司精煤产量下滑，2025年经营计划稳健。**（1）2024年，公司实现原煤产量4722万吨，同比+2.47%，洗精煤产量1678万吨，同比-10.93%，2025年公司计划实现原煤产量4600万吨，洗精煤产量1667万吨；（2）2024年，公司商品煤平均售价下滑5.4%至1037元/吨，其中焦精煤价格下滑5.4%，与商品煤综合售价降幅接近；（3）2024年，公司煤炭业务毛利率下滑6.9个百分点至52.3%。

**推进降本增效，持续分红回报股东。**（1）2024年，公司将新增项目贷款利率由3.6%降至2.8%，每年节省利息1.45亿元，压减贷款13.89亿元，降低53个BP，节省财务费用2亿元；（2）2025年4月25日，公司审议通过《2024年度利润分配预案》，每10股派发人民币2.2元（含税），分红比例为40%；（3）公司董事会提请股东大会授权在满足条件的情况下，实施2025年中期利润分配。

**资产注入、现金收购实现产能外延增长值得期待。**（1）焦煤集团规划产能2.48亿吨，除山煤国际（3660万吨）、山西焦煤股份公司（4890万吨）外有超1.6亿吨产能存在注入可能，山西省对省属国企资产证券化率的目标是80%，我们认为公司仍有希望通过收购集团资产进行外延扩张；（2）公司10月23日发布公告称，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，该区块共有煤炭资源储量9.5亿吨、铝土矿资源储量0.56亿吨、镓矿资源储量0.3亿吨，规划煤炭产能800万吨/年。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到2025年煤价中枢大概率下行，我们下调25-26年归母净利润预测54%、48%至20.9、24.9亿元，对应EPS分别为0.37、0.44元，新增2027年归母净利润预测25.8亿元，对应EPS为0.45元，公司产能外延增长值得期待，维持“增持”评级。

**风险提示：**钢材需求大幅回落；焦煤进口超预期增长。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	55,523	45,290	43,759	43,909	44,059
营业收入增长率	-14.82%	-18.43%	-3.38%	0.34%	0.34%
归母净利润（百万元）	6,771	3,108	2,086	2,488	2,580
归母净利润增长率	-36.85%	-54.10%	-32.89%	19.29%	3.71%
EPS（元）	1.19	0.55	0.37	0.44	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.00%	8.58%	5.63%	6.49%	6.55%
P/E	5	12	17	15	14
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-4-30

**增持（维持）**  
当前价：6.41元

## 作者

分析师：李晓渊

执业证书编号：S0930523100002

021-52523881

lixiaoyuan@ebsecn.com

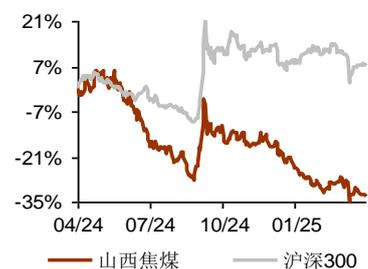
联系人：蒋山

jiangshan@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	56.77
总市值(亿元)	363.90
一年最低/最高(元)	6.35/10.61
近3月换手率	35.63%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.45	-10.82	-37.28
绝对	-9.46	-11.46	-34.20

资料来源：Wind

## 相关研报

量、价下降影响盈利，产能外延增长可期——山西焦煤（000983.SZ）2024 三季报点评（2024-10-31）

24Q2 业绩边际向好，高股息与资产注入值得期待——山西焦煤（000983.SZ）2024 半年报点评（2024-08-29）

Q4 盈利环比改善，焦煤龙头股息率 7.6%——山西焦煤（000983.SZ）2023 年报点评（2024-04-24）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	55,523	45,290	43,759	43,909	44,059
营业成本	34,614	31,080	32,610	32,610	32,610
折旧和摊销	3,862	3,759	3,947	3,991	4,046
税金及附加	2,928	2,765	2,671	2,681	2,690
销售费用	453	452	437	438	440
管理费用	4,027	4,034	2,626	2,195	2,203
研发费用	1,277	1,054	1,018	1,022	1,025
财务费用	786	640	619	621	623
投资收益	269	251	300	300	300
营业利润	11,790	5,704	4,132	4,684	4,810
利润总额	11,647	5,662	4,090	4,641	4,768
所得税	3,215	1,572	1,104	1,253	1,287
净利润	8,431	4,090	2,986	3,388	3,480
少数股东损益	1,660	982	900	900	900
归属母公司净利润	6,771	3,108	2,086	2,488	2,580
EPS(元)	1.19	0.55	0.37	0.44	0.45

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,697	3,588	8,944	7,121	7,558
净利润	6,771	3,108	2,086	2,488	2,580
折旧摊销	3,862	3,759	3,947	3,991	4,046
净营运资金增加	-2,411	-771	-1,888	523	236
其他	5,475	-2,509	4,799	119	696
投资活动产生现金流	-2,465	-26,360	-2,300	-2,225	-2,200
净资本支出	-2,059	-26,560	-2,500	-2,500	-2,500
长期投资变化	-289	96	0	0	0
其他资产变化	-117	105	200	275	300
融资活动现金流	-8,405	14,241	-5,737	-2,806	-2,916
股本变化	1,581	0	0	0	0
债务净变化	-3,865	19,755	-3,369	-434	-300
无息负债变化	-3,425	-2,039	742	-1,071	-784
净现金流	2,827	-8,531	908	2,091	2,442

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.7%	31.4%	25.5%	25.7%	26.0%
EBITDA 率	29.4%	22.2%	19.2%	20.5%	20.8%
EBIT 率	22.4%	13.7%	10.2%	11.4%	11.7%
税前净利润率	21.0%	12.5%	9.3%	10.6%	10.8%
归母净利润率	12.2%	6.9%	4.8%	5.7%	5.9%
ROA	9.0%	3.7%	2.7%	3.1%	3.1%
ROE (摊薄)	18.0%	8.6%	5.6%	6.5%	6.5%
经营性 ROIC	17.1%	5.9%	4.5%	5.1%	5.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	48%	57%	55%	54%	52%
流动比率	1.08	0.77	0.87	0.97	1.08
速动比率	1.00	0.68	0.78	0.88	0.98
归母权益/有息债务	3.82	1.22	1.41	1.49	1.55
有形资产/有息债务	7.21	2.12	2.38	2.47	2.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	93,604	109,949	109,059	109,691	110,595
货币资金	19,987	12,220	13,128	15,218	17,661
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,017	1,952	1,886	1,892	1,899
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	154	181	175	175	176
存货	1,871	2,144	2,249	2,249	2,249
其他流动资产	2,537	3,144	3,144	3,144	3,144
流动资产合计	26,757	19,710	20,654	22,752	25,202
其他权益工具	446	475	475	475	475
长期股权投资	3,397	3,493	3,493	3,493	3,493
固定资产	36,712	35,621	33,666	32,141	30,615
在建工程	2,745	2,472	3,204	3,453	3,640
无形资产	21,206	45,574	45,157	44,749	44,349
商誉	717	707	695	695	695
其他非流动资产	352	485	485	485	485
非流动资产合计	66,847	90,239	88,405	86,939	85,393
总负债	45,360	63,076	60,450	58,945	57,861
短期借款	1,426	1,627	134	0	0
应付账款	13,394	13,010	13,651	13,651	13,651
应付票据	995	572	600	600	600
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	267	156	156	156	156
流动负债合计	24,850	25,645	23,742	23,337	23,353
长期借款	4,410	23,790	23,790	23,290	22,790
应付债券	1,999	0	0	0	0
其他非流动负债	273	173	173	173	173
非流动负债合计	20,511	37,431	36,708	35,608	34,508
股东权益	48,243	46,873	48,610	50,746	52,734
股本	5,677	5,677	5,677	5,677	5,677
公积金	8,152	8,655	8,864	9,112	9,370
未分配利润	22,534	20,639	21,267	22,255	23,084
归属母公司权益	37,624	36,239	37,076	38,313	39,400
少数股东权益	10,619	10,634	11,534	12,434	13,334

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.82%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	7.25%	8.91%	8.91%	8.91%	8.91%
财务费用率	1.42%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%
研发费用率	2.30%	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%
所得税率	28%	28%	27%	27%	27%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.80	0.22	0.22	0.26	0.27
每股经营现金流	2.41	0.63	1.58	1.25	1.33
每股净资产	6.63	6.38	6.53	6.75	6.94
每股销售收入	9.78	7.98	7.71	7.73	7.76

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	5	12	17	15	14
PB	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.7	8.5	9.8	9.0	8.8
股息率	12.5%	3.4%	3.4%	4.1%	4.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP