

类型：首次覆盖

评级：谨慎推荐

当前价格：6.50
(2025.6.11)

山西焦煤(000983.SZ) 发布时间：2025-6-13

证券研究报告 · 公司深度报告

整合资源打造龙头，聚焦主业提质增效

历史股价走势图



公司基本数据

52周内股价区间：5.97-11.43

总市值(亿元)：369.01

流通市值(亿元)：3061.01

总股本(亿股)：56.77

分析师介绍

大同证券研究中心

分析师：刘永芳

执业证书编号：S0770524100001

E-mail：
liuyongfang@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号
山西世贸中心A座F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

投资要点：

背靠集团根基，崛起焦煤龙头。山西焦煤是我国最具影响力的炼焦煤生产企业之一，其控股股东为山西焦煤集团，最终由山西省国资委实际控制。公司在2023年关停西山煤气化，转型开展配煤业务，2025年关停西山热电发电机组，并先后收购临汾尧都区13个煤矿、华晋焦煤51%股权等，以及竞得吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权，通过淘汰落后产能和整合资源，打造焦煤龙头企业。

聚焦煤炭主业，构建煤焦电多元化产业格局。公司业务以煤炭开采与销售为核心，同时积极拓展电力、焦炭等相关业务，已形成“煤、电、焦、化、材”协调发展的格局。2024年焦煤作为核心产品，受市场影响销量有所下滑，商品煤销量2560万吨，同比下降20%；京唐焦化厂与首钢集团合作，焦炭供给较为稳定；电力热力产品起到重要的辅助作用，虽收入体量不大，但现金流稳定。

提质增效，毛利率居同行前列。2023年之后，市场不景气，煤价不断向下调整，营收和利润双双收缩，公司积极加强成本管控，2024年毛利率为31.38%，虽然毛利率延续低位态势，但与同行相比，每年的毛利率基本位居前列。值得关注的是，2025年公司承诺在中期实施分红，增加分红次数，展现出公司在平衡资金需求与股东回报方面的积极调整。

焦煤供需较弱，预计煤价继续弱稳运行。**供给端：**受到焦煤资源禀赋的限制和安监趋严的影响，国内焦煤供给或将减少、增速放缓；进口煤方面，由于国内焦煤需求不振、价格已经跌至2018年水平，预计2025年进口量较2024年变化不大。**需求端：**受房地产基建拖累，当前需求较为疲软，但我国政府多次强调持续用力推动房地产市场止跌回稳，增加基建方面的建设，焦煤需求有望回升。但当前在基本面未改善的情况下，市场预期较为悲观，叠加焦炭价格不断提降，焦煤价格遭受压制，预计煤价将继续弱稳运行。

盈利预测：预计2025-2027公司营收分别为424.52/432.59/449.42亿元，对应EPS分别为0.46/0.58/0.64元/股。综合公司资源禀赋、行业龙头地位及煤价修复预期，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：国际环境不确定性增强，煤炭需求不及预期

目 录

一、公司概况：整合资源，铸就龙头	4
(一) 背靠集团根基，崛起焦煤龙头	4
(二) 历史演进脉络，整合收购之路	5
二、公司业务：聚焦煤炭主业，构建煤焦电多元化产业格局	6
(一) 煤炭储量丰富，整合注入资源可期	6
(二) 聚焦主业，打造多元格局	7
三、公司运营：提质增效，毛利率居同行前列	9
(一) 营收和利润下滑，但毛利率仍具有优势	9
(二) 煤焦电是公司主要产品，贡献营收的大部分	11
(三) 深挖成本潜力，提升盈利质效	13
(四) 债务结构调整，取优去粕推动公司发展	14
(五) 现金流量较为充裕，2025 年增加分红次数	15
四、未来展望：焦煤供需较弱，预计煤价继续弱稳运行	16
(一) 国内供给有望继续走低，进口呈“澳煤退、蒙煤进”的格局	16
(二) 当前下游需求较弱，未来需求有望企稳	18
(三) 需求不景气下，预计价格继续弱稳运行	18
五、盈利预测与投资建议	19
(一) 盈利预测	19
(二) 投资建议	21

图表

图表 1 山西焦煤股权结构	4
图表 2 山西焦煤历史沿革	6
图表 3 山西焦煤主要矿区和资源储量	7
图表 4 山西焦煤主要产品	8
图表 5 山西焦煤煤炭产销量 (万吨)	9
图表 6 山西焦煤焦炭产销量 (万吨)	9
图表 7 山西焦煤电力产销量 (亿度)	9
图表 8 山西焦煤营业收入 (亿元)	10
图表 9 山西焦煤归母净利润 (亿元)	10
图表 10 山西焦煤毛利及毛利率	11
图表 11 主要煤炭企业毛利率 (%)	11
图表 12 山西焦煤各板块营业收入 (亿元)	11
图表 13 山西焦煤各板块营收占比 (%)	11
图表 14 煤炭业务营业收入	12
图表 15 煤炭业务毛利及毛利率	12
图表 16 焦炭业务营业收入	12
图表 17 焦炭业务毛利及毛利率	12
图表 18 电力热力营业收入	13
图表 19 电力热力毛利及毛利率	13
图表 20 主要煤炭企业吨煤成本 (元/吨)	14
图表 21 主要煤炭企业成本费用利润率 (%)	14
图表 22 山西焦煤三项费用	14
图表 23 山西焦煤三项费用率	14
图表 24 山西焦煤负债情况 (亿元)	15
图表 25 山西焦煤资产负债率	15
图表 26 现金流量净额及货币资金	16
图表 27 山西焦煤归母净利润及分红	16
图表 28 中国焦煤产量及同比	17
图表 29 固定资产投资完成额同比增速 (%)	17
图表 30 焦煤进口量 (万吨) 及同比	17
图表 31 2024 年中国从不同国家进口焦煤占比	17
图表 32 中国历年粗钢产量及同比	18
图表 33 中国历年水泥产量及同比	18
图表 34 焦煤长协价格指数	19
图表 35 不同品种焦煤的价格指数	19
图表 36 公司煤炭产品经营预测	20
图表 37 公司各产品盈利预测	21
图表 38 可比公司估值、预测	22

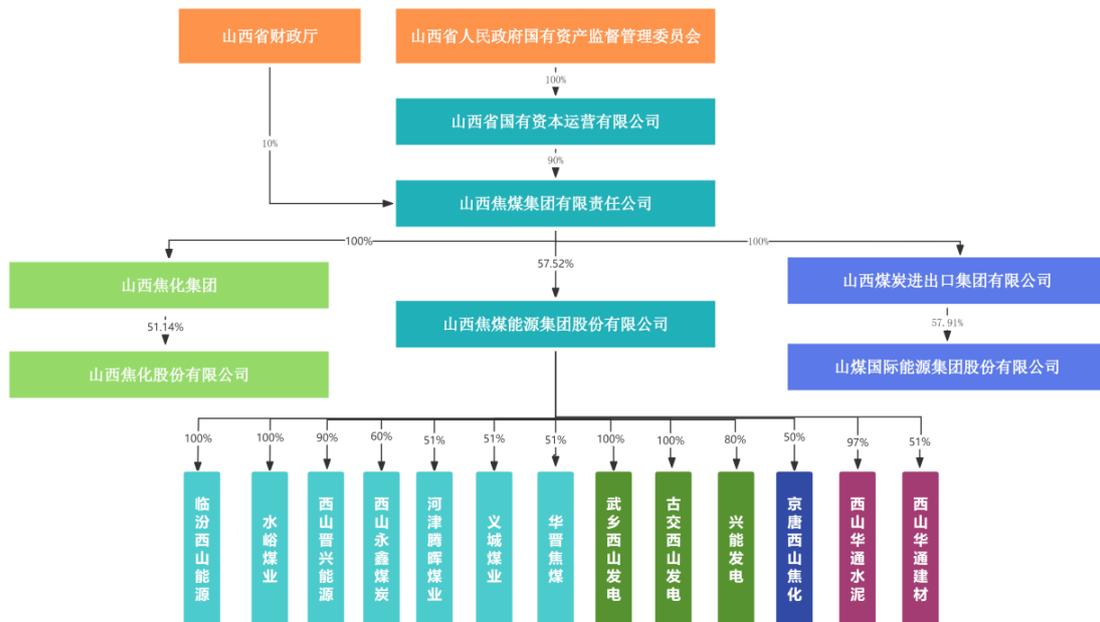
一、公司概况：整合资源，铸就龙头

（一）背靠集团根基，崛起焦煤龙头

山西焦煤能源集团股份有限公司（000983.SZ），简称山西焦煤，是中国最具影响力的炼焦煤生产企业之一，其控股股东为山西焦煤集团有限责任公司，最终由山西省人民政府国有资产监督管理委员会实际控制。当前，公司已形成“国有控股、集团主导、市场运作”的治理结构，具备清晰的管理架构和强大的资源整合能力。截至 2024 年年末，山西焦煤集团持有上市公司 57.52% 股权。

公司不断整合资源和淘汰落后产能。2020 年，公司成功整合了山西焦煤集团旗下的优质煤炭资产，包括霍州煤电、汾西矿业等相关煤炭业务，公司也正式更名为山西焦煤，一跃成为国内焦煤行业的领军企业。2023 年 3 月底，由于西山煤气化近年持续亏损，拖累公司业绩，关停焦化一厂焦炉，转型开展配煤业务。2025 年，依据山西省“十四五”煤电行业淘汰落后产能工作安排，西山热电因连年亏损，关停发电机组，助力公司优化产业结构、改善盈利水平。

图表 1 山西焦煤股权结构



资料来源：山西焦煤公告，大同证券

（二）历史演进脉络，整合收购之路

1、起源与设立（1999-2000 年）

山西焦煤能源集团股份有限公司的前身为山西西山煤电股份有限公司。1999 年 4 月，经山西省人民政府批准，由山西焦煤集团有限责任公司、太原西山劳动服务公司、山西煤炭第二工程建设有限公司、太原市杰森实业有限公司、太原佳美彩印包装有限公司等五家股东共同发起设立。

2000 年 7 月，公司在深圳证券交易所成功上市。上市之后，公司借助资本市场的力量，稳步扩大业务规模，不断提升自身在煤炭行业的影响力，在此期间，公司主要聚焦于煤炭开采、洗选加工和销售等核心业务，持续优化生产流程，积极拓展市场份额。

2、资源整合与规模扩张阶段（2001-2020 年）

2003 年，公司对外投资设立山西兴能发电有限责任公司，持有其 55% 的股份；2005 年，公司收购山西焦化国有法人股近 5000 万股，占其总股本的 24.2%；同年，公司完成股权分置改革，成为全流通股份公司。

2006-2010 年，山西省启动煤炭资源整合工作，公司积极参与兼并重组中小煤矿，使得产能大幅跃升。2007 年，投资设立太原和瑞能源股份有限公司，持股 40%；2009 年，公司收购山西焦煤集团西山煤气化公司的全部股东权益；同年，公司收购古县及临汾尧都区 13 个煤矿及其选煤厂部分资产，共同投资煤矿 5 个，包括圪堆煤矿、鸿兴煤矿等。

2011 年，公司全资设立山西临汾西山能源有限责任公司，持有 100% 股份；2012-2015 年，受行业低谷影响，公司一方面推进成本管控，关闭低效矿井，另一方面积极布局煤化工业务，涉足甲醇、焦油深加工等领域；2014 年，公司建设古交电厂三期工程。

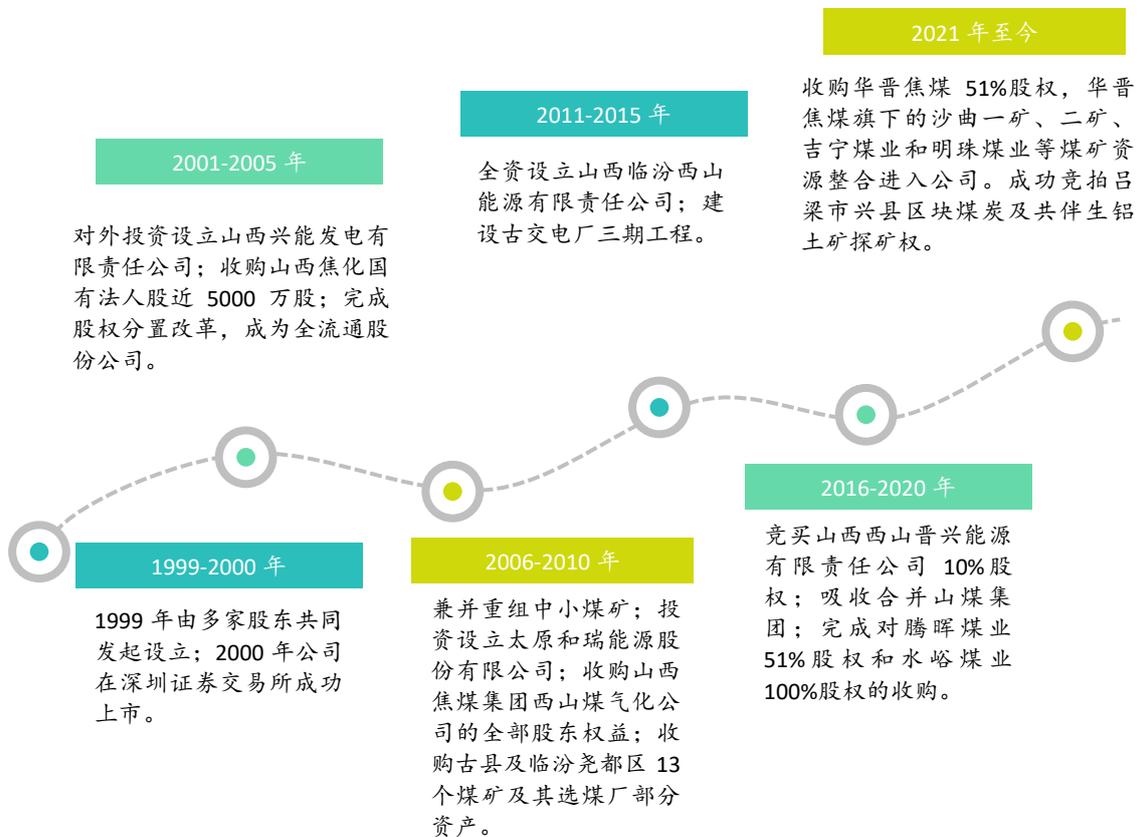
2017 年，山西省启动国企改革，山西焦煤集团被列为省属国有资本投资公司试点，上市公司承担起资产证券化的重要任务；2019 年，公司竞买山西西山晋兴能源有限责任公司 10% 股权；2020 年，控股股东焦煤集团吸收合并山煤集团，同年公司完成对腾晖煤业 51% 股权和水峪煤业 100% 股权的收购。

3、高质量发展阶段（2021 年至今）

2021 年，公司正式更名“山西焦煤能源集团股份有限公司”，明确了“聚焦焦煤主业+新能源探索”的战略方向。

2022 年，公司收购华晋焦煤 51% 股权，华晋焦煤旗下的沙曲一矿、二矿、吉宁煤业和明珠煤业等煤矿资源整合进入公司；2024 年 10 月，公司以 247.05 亿元成功竞得吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权，该探矿权地处离柳矿区，其北部与公司所属斜沟煤矿相邻，具备地质构造简单、开采条件优越等优势。

图表 2 山西焦煤历史沿革



资料来源：山西焦煤公告，大同证券

二、公司业务：聚焦煤炭主业，构建煤焦电多元化产业格局

（一）煤炭储量丰富，整合注入资源可期

山西焦煤拥有山西省内优质的主焦煤资源，煤种以低硫、中

低灰、中高粘结指数为主，具备良好的炼焦性能，是全国少数具备优质主焦煤规模化供应能力的企业之一。据公司公告，截至2024年末，公司共拥有17座矿井，其中在产矿井16座，在建矿井1座，煤炭资源储量65.30亿吨。

图表3 山西焦煤主要矿区和资源储量

主要矿区	地区	核定产能 (万吨/年)	权益 占比	权益产能 (万吨/年)	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)
斜沟矿	吕梁市	1500	90%	1350	8.32	55.47
西铭矿	古交市	360	100%	360	1.12	31.06
西曲矿	古交市	400	100%	400	1.47	36.75
镇城底矿	古交市	190	100%	190	0.76	40.11
马兰矿	吕梁市	360	100%	360	5.87	163.00
登福康矿	临汾市	60	90%	54	0.19	31.33
生辉煤矿	临汾市	90	55%	49.5	0.12	13.56
腾晖煤业	临汾市	120	51%	61.2	0.21	17.17
光道煤业	临汾市	120	51%	61.2	0.18	14.67
义城煤业	古交市	60	51%	30.6	0.03	4.67
鸿兴煤业	临汾市	60	100%	60	0.09	14.67
圪堆煤业	临汾市	60	51%	30.6	0.04	6.33
水峪煤业	吕梁市	400	100%	400	2.51	62.75
华晋明珠	临汾市	90	75%	67.5	0.22	24.67
华晋吉宁	临汾市	300	26%	78	0.77	25.67
华晋沙曲一号	吕梁市	450	51%	229.5	6.37	141.56
华晋沙曲二号	吕梁市	270	51%	137.7	4.05	149.85
合计		4890		3919.8	32.302	

资料来源：山西焦煤公告，大同证券

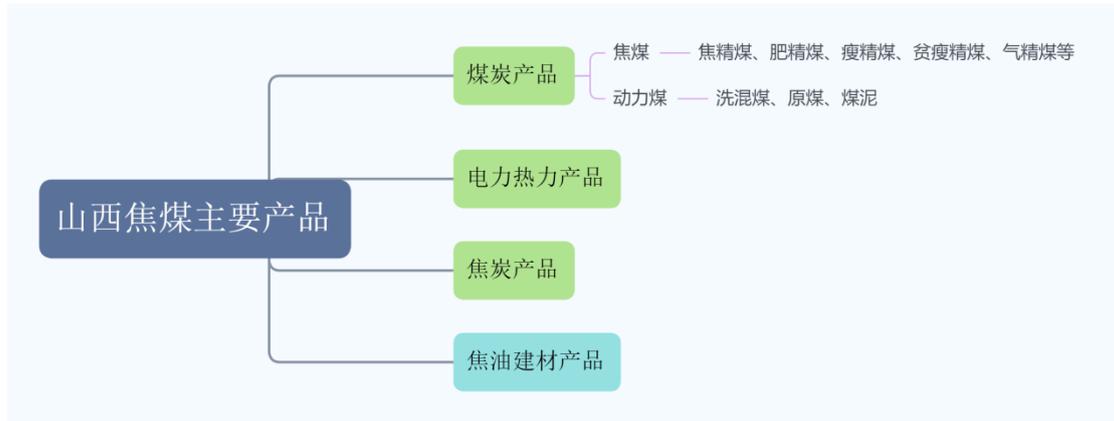
截至日期：2024年

山西焦煤集团现有100余处矿井资源，公司始终将集团资源整合纳入战略规划。通过将集团优质矿井资源注入上市公司，既能有效减少关联交易，优化运营效率，又能扩大上市公司规模，提升市场竞争力。资源整合并非一蹴而就，公司秉持审慎态度，在选择标的时严格筛选优质资产，整个过程涉及严谨的资产评估、多轮商务谈判等复杂流程，因此整合节奏相对稳健，但公司已做好充分准备，一旦条件成熟，便会迅速推进资源整合工作，将战略构想转化为发展动能。

（二）聚焦主业，打造多元格局

公司业务以煤炭开采与销售为核心，同时积极拓展电力、焦炭等相关业务，已形成“煤、电、焦、化、材”协调发展的格局，能够实现资源的综合利用和产品的多元化，提高了企业的经济效益和抗风险能力。

图表 4 山西焦煤主要产品



资料来源：山西焦煤公告，大同证券

1. 焦煤作为核心产品，受市场影响销量有所下滑

2024 年，公司实现原煤产量 4722 万吨，同比增长 2.47%，分煤种看，洗精煤产量 1678 万吨，同比下降 10.93%，主要受部分矿井生产调整以及市场需求减弱的影响，其中，沙曲一矿、镇城底矿、吉宁煤业等矿井因安全生产问题阶段性停产，三个煤矿停产累计影响原煤产量约 165 万吨，占公司核定产能的 3.4%，此外，在供需宽松格局下，焦煤价格不断向下调整，也影响了矿区生产积极性。

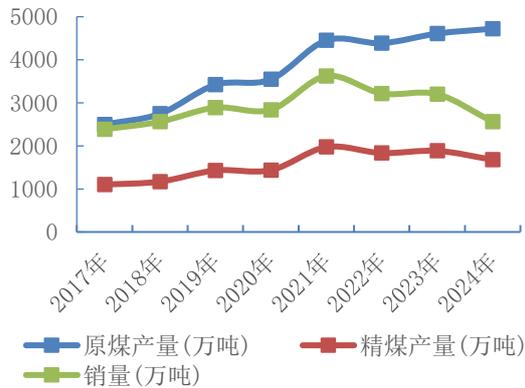
2024 年，公司商品煤销量 2560 万吨，同比下降 20%，其中，焦煤销量 1637 万吨，同比下降 14.74%，洗混煤、原煤和煤泥合计销量为 923 万吨，同比下降 27.89%。分煤种看，肥煤销量同比下降 12.4%、瘦煤销量同比下降 88.7%、贫瘦煤销量同比增长 88.7%、气精煤销量同比下降 16.6%，洗混煤销量同比下降 35.1%、原煤销量同比下降 20.3%、煤泥销量同比下降 17.9%。销量下降主要受到市场需求疲软以及价格持续走低的影响。

2. 京唐焦化厂与首钢集团合作，焦炭供给较为稳定

京唐焦化厂是与首钢集团合作的一个项目，在首钢集团里作为一个生产环节，焦化设备较为先进，山西焦煤有 50% 的股权，每年可以分利润，基本上是没有亏损。虽然公司在 2023 年前后关停了古交煤气化一家炼焦厂，但人员还在，需要考虑的成本。2024 年，公司焦炭产量同比下滑 3.38% 至 372 万吨，销量同比下降 2.6% 至 374 万吨，毛利率为 -0.48%，同比下降 0.06 个百分点，焦炭业务处于亏损状态。近年来受上游炼焦煤价格上涨、下游钢铁行业需求不振，以及淘汰焦化厂的人力成本等因素影响，是导致公司

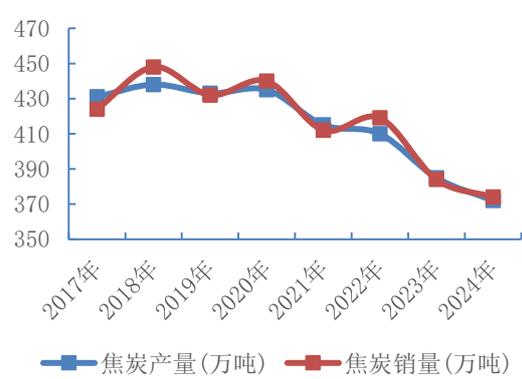
处于亏损状态的主要原因。

图表 5 山西焦煤煤炭产销量 (万吨)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 6 山西焦煤焦炭产销量 (万吨)

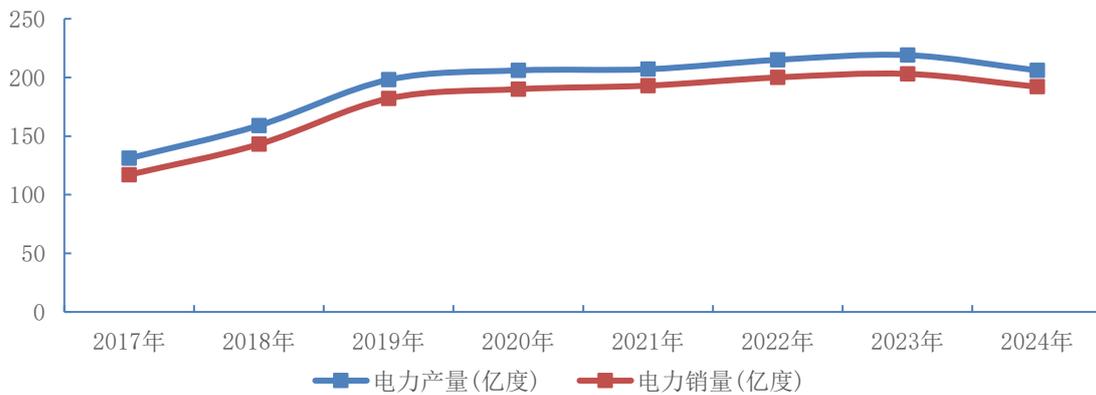


数据来源: Wind, 大同证券

3. 电力热力是重要的辅助业务板块

电力热力业务来源于自有煤电一体项目及部分余热发电设施, 虽收入体量不大, 但现金流稳定, 通过电热联产和热能综合利用, 提升单位煤炭附加值。2024 年, 公司累计发电 206 亿度, 同比下降 5.94%; 售电量 192 亿度, 同比下降 5.42%; 累计供热量 3140 万 GJ, 同比下降 6.38%。

图表 7 山西焦煤电力产销量 (亿度)



数据来源: Wind, 大同证券

三、公司运营: 提质增效, 毛利率居同行前列

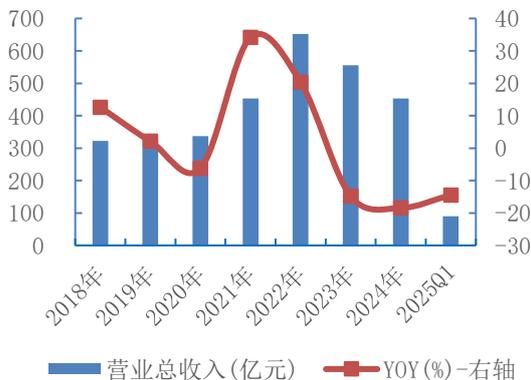
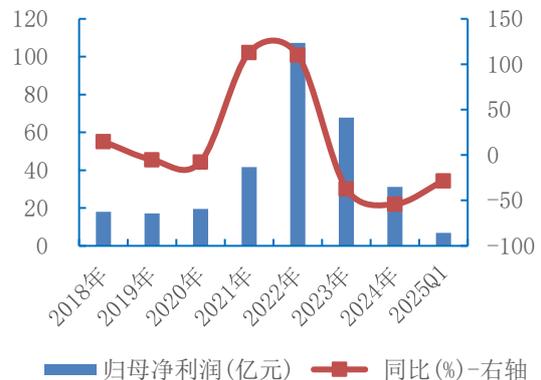
(一) 营收和利润下滑, 但毛利率仍具有优势

营收与利润双周期波动, 行业变局下承压前行。2018-2022 年, 得益于煤炭市场供需偏紧, 煤价持续走高, 叠加公司产量与销量

双提升，规模效应与价格红利共同推动业绩高增。山西焦煤营业总收入从 322.71 亿元跃升至 651.83 亿元，2022 年归母净利润达 107.22 亿元峰值，同比增速高达 110.17%。

2023-2024 年，公司业绩面临双重压力，营业总收入连续下滑，2023 年降至 555.23 亿元（同比-14.82%），2024 年进一步降至 452.90 亿元（同比-18.43%）；归母净利润 2023 年为 67.71 亿元（同比-37.03%），2024 年降至 31.08 亿元（同比-54.10%）。主要因煤炭市场供需格局逆转，供给过剩叠加需求疲软，煤价大幅下跌，同时部分矿井受安全生产检查影响停产，产量受限致销量下滑，量价齐跌下收入锐减，以及煤销售成本因安监投入增加及规模效应减弱而上升，进一步压缩利润空间。

2025Q1，营业总收入 90.26 亿元（同比-14.46%），归母净利润 6.81 亿元（同比-28.33%），延续下滑态势，反映出公司在行业调整期内经营压力持续。

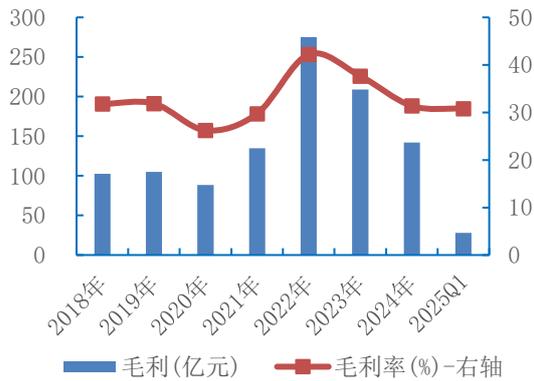
图表 8 山西焦煤营业收入（亿元）

图表 9 山西焦煤归母净利润（亿元）


数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

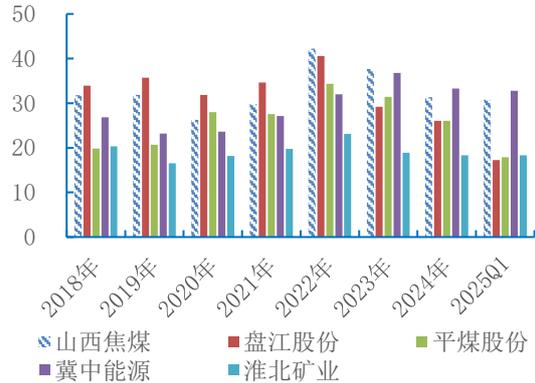
毛利受市场影响持续走低，同行相比仍有优势。2018-2022 年，山西焦煤的毛利和毛利率整体呈现上升趋势。2018 年毛利为 102.56 亿元，毛利率为 31.78%，到 2022 年毛利增长至 275.07 亿元，毛利率提升到 42.20%。2023-2024 年则出现了明显下滑，2023 年毛利降至 209.09 亿元，毛利率为 37.66%；2024 年毛利进一步降至 142.10 亿元，毛利率为 31.38%。2025 年 Q1，毛利为 27.80 亿元，毛利率为 30.80%，毛利率延续低位态势。但与同行相比，每年的毛利率基本位列前列，凸显出山西焦煤在资源禀赋、成本控制及运营管理方面的核心竞争优势。

图表 10 山西焦煤毛利及毛利率



数据来源: Wind, 大同证券

图表 11 主要煤炭企业毛利率 (%)

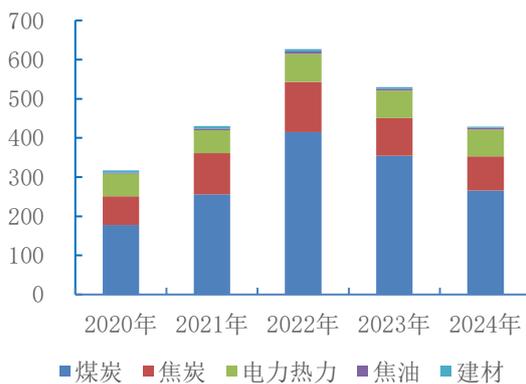


数据来源: Wind, 大同证券

(二) 煤焦电是公司主要产品，贡献营收的大部分

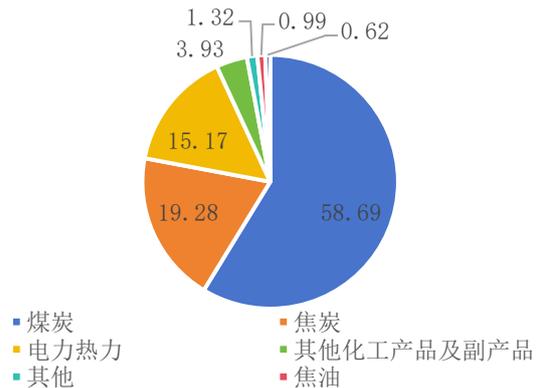
山西焦煤以焦煤、焦炭、电力热力为主营业务，各板块分工明确、功能互补。其中，焦煤业务作为核心支柱，贡献超 50% 的营业收入与大部分利润；焦炭业务侧重产业链下游延伸，虽收入占比约 20%，却在原煤价格上涨时发挥成本缓冲与现金流稳定作用；电力热力业务虽非盈利主力，却在矿区运营中承担关键基础功能，保障职工生活与矿区生产稳定。

图表 12 山西焦煤各板块营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 大同证券

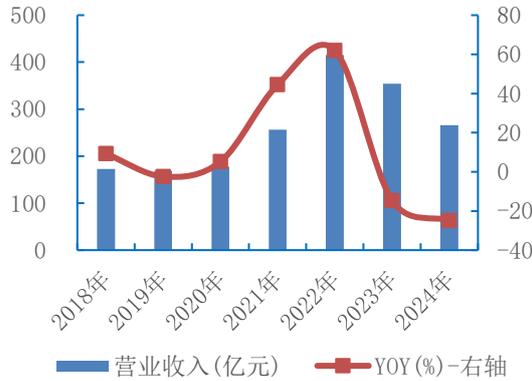
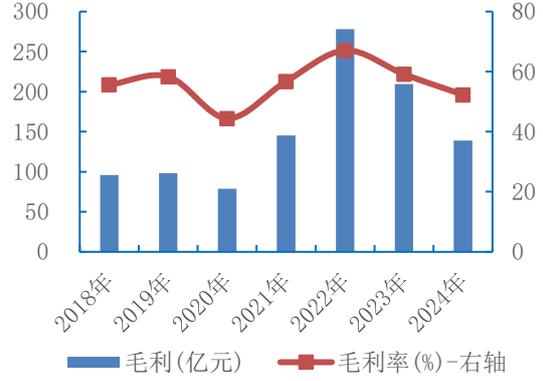
图表 13 山西焦煤各板块营收占比 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

煤炭业务跌宕起伏，市场与生产因素交织影响。2021-2022 年，山西焦煤煤炭营业收入一路狂飙，2021 年同比增速达 44.49%，至 256.19 亿元，2022 年更是以 61.99% 的高增速攀升至 415.00 亿元，毛利率也在 2022 年飙升至 67.04%，彼时煤炭市场供需偏紧，价格大幅上扬，公司凭借资源优势实现量价齐升。但 2023-2024 年，煤炭业务增长势头戛然而止，2023 年营业收入同比骤降 14.65%，

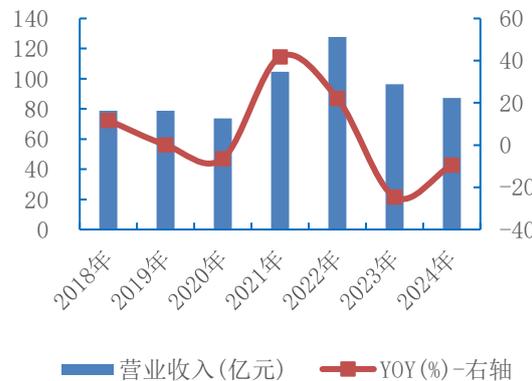
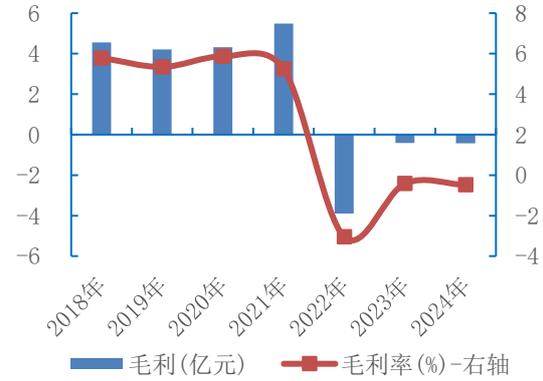
降至 354.18 亿元，2024 年降幅进一步扩大至 24.95%，毛利率也随之滑落至 52.29%。这背后是煤炭市场供需格局的反转，供给大幅增加、需求却持续疲软，煤炭价格持续下探，多重不利因素叠加，致使煤炭业务营收与毛利双双下滑。

图表 14 煤炭业务营业收入

图表 15 煤炭业务毛利及毛利率


数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

焦炭业务受房地产产业链拖累，自 2022 年之后不断下滑。虽然京唐焦化厂是公司与首钢集团合作的一个项目，但价格基本与焦炭市场同步，近年来受上游炼焦煤价格上涨、下游钢铁行业需求不振，以及淘汰焦化厂的人力成本等因素影响，是导致公司处于亏损状态的主要原因。2023 焦炭营收同比大降 24.52%至 96.44 亿元，2024 年虽降幅收窄，仍下滑 9.46%至 87.32 亿元。毛利率同样波动剧烈，2018-2021 年稳定在 5%左右，2022 年却骤降至-3.05%，随后持续亏损，2023 年为-0.42%，2024 年为-0.48%。

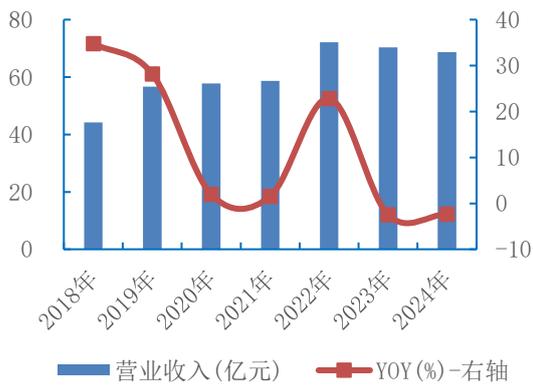
图表 16 焦炭业务营业收入

图表 17 焦炭业务毛利及毛利率


数据来源: Wind, 大同证券

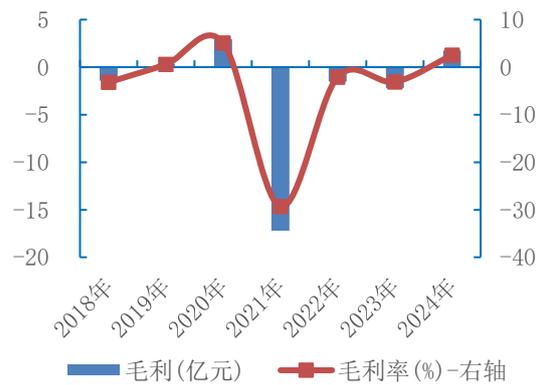
数据来源: Wind, 大同证券

电力热力业务波动中求变，盈利态势渐趋改善。2021-2023 年，山西焦煤电力热力业务营业收入稳步增长，从 2021 年的 58.70 亿元攀升至 2023 年的 70.33 亿元，但增速逐渐放缓，2022 年同比增

长 22.86%，2023 年却仅为-2.49%。2024 年，该业务营收降至 68.69 亿元，同比下降 2.33%，增长势头受阻。毛利率方面，2021 年，煤炭价格大幅上涨，发电成本剧增，毛利率骤降至-29.32%，利润空间被严重压缩，2022-2023 年，业务仍深陷亏损泥潭，毛利率分别为-2.08%和-3.09%，到 2024 年，煤炭价格回落，叠加公司积极推进节能减排、优化运营等举措，毛利率转正至 2.51%，实现盈利。

图表 18 电力热力营业收入


数据来源：Wind，大同证券

图表 19 电力热力毛利及毛利率


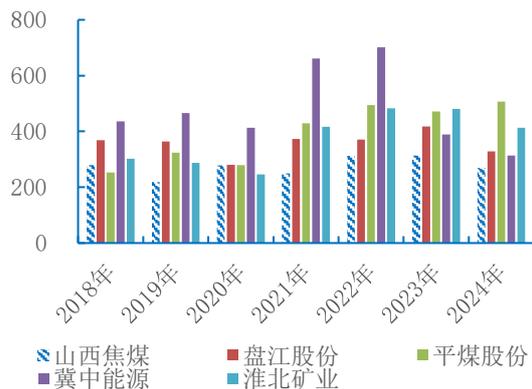
数据来源：Wind，大同证券

（三）深挖成本潜力，提升盈利质效

吨煤成本管控显效，助力提升盈利能力。2021-2022 年，受益于煤炭市场景气，山西焦煤加大安全生产投入，加之原材料价格上涨，吨煤营业成本从 249.10 元/吨攀升至 311.90 元/吨。同期，盘江股份、平煤股份等同行企业吨煤成本亦呈上升态势，反映出行业面临的成本上行压力。到 2024 年，公司积极加强成本管控，优化生产流程，叠加煤炭市场供需变动带来的原材料价格回落，吨煤成本降至 268.58 元/吨，与同行相比，2024 年低于盘江股份的 328.09 元/吨、平煤股份的 507.32 元/吨等，凸显成本控制优势。

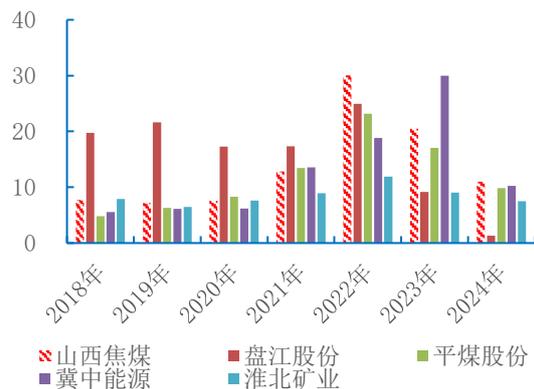
成本费用利润率波动中展现韧性，在同行中有一定竞争力。2018-2022 年公司通过资源整合实现规模效应，精细化管理降低运营成本，成本费用利润率逐步提升，从 2018 年的 7.76% 上升至 2022 年的 30.07%。2023-2024 年，受煤炭市场供需格局转变影响，公司成本费用利润率有所回落，2023 年降至 20.49%，2024 年进一步降至 10.98%。尽管如此，与同行业公司相比，山西焦煤仍展现出相对较强的优势。

图表 20 主要煤炭企业吨煤成本(元/吨)



数据来源: Wind, 大同证券

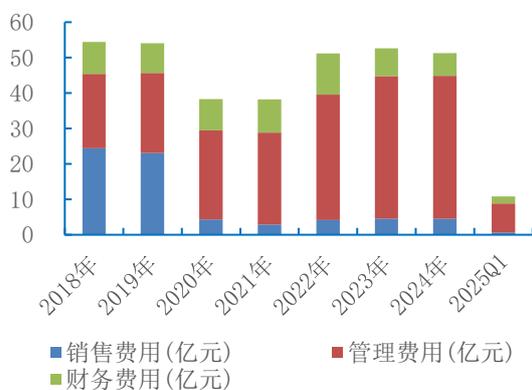
图表 21 主要煤炭企业成本费用利润率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

费用管控优化, 三项费用呈下降趋势。2018-2023 年, 公司通过优化业务流程、精简人员等举措加强费用管控, 销售费用从 24.41 亿元波动下降至 4.53 亿元, 管理费用从 21.04 亿元逐步增长至 40.27 亿元, 财务费用在 7.86-11.56 亿元间波动, 三项费用总体呈合理调整态势。2024 年, 受市场环境变化等影响, 三项费用也有所变动, 销售费用稳定在 4.52 亿元, 管理费用 40.34 亿元, 财务费用下降到 6.40 亿元。

图表 22 山西焦煤三项费用



数据来源: Wind, 大同证券

图表 23 山西焦煤三项费用率



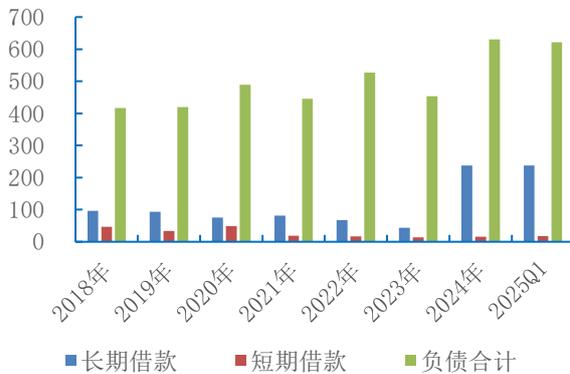
数据来源: Wind, 大同证券

(四) 债务结构调整, 取优去粕推动公司发展

调整债务结构, 增加长期借款应对资源竞拍。2018-2023 年, 公司优化债务结构, 降低有息债务规模, 减轻债务负担, 增强财务稳健性, 山西焦煤长期借款从 96.10 亿元降至 44.10 亿元, 短期借款从 46.79 亿元降至 14.26 亿元, 负债率从 64.01%波动降至 48.46%, 有息资产负债率从 30.61%降至 10.69%。

2024 年，长期借款大幅增至 237.90 亿元，短期借款为 16.27 亿元，负债合计达 630.76 亿元，这主要是由于 2024 年 10 月，公司斥资 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。此煤矿煤种以 1/3 焦煤、气煤为主，规划产能 800 万吨/年。

2025 年，公司关停控股子公司西山热电（持股 91.65%）发电机组，西山热电机组装机容量小、发电工艺能耗高，近年持续亏损，2024 年 1-9 月净利润为-1.04 亿元，年化约-1.4 亿元，关停该机组，能减少亏损源，优化产业结构，使资源向核心煤炭业务集中，增厚企业业绩。

图表 24 山西焦煤负债情况(亿元)


数据来源：Wind，大同证券

图表 25 山西焦煤资产负债率


数据来源：Wind，大同证券

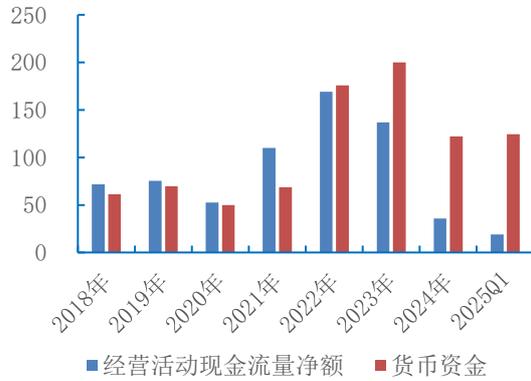
（五）现金流量较为充裕，2025 年增加分红次数

经营现金流波动，货币资金规模较为稳定。2018-2023 年，山西焦煤经营活动现金流量净额在 52.42-169.15 亿元间波动，货币资金从 61.45 亿元增长至 199.87 亿元。2024 年经营活动现金流量净额降至 35.88 亿元，同比降 73.81%，以及 2025Q1 同比下降 28.33%，主要原因有：一是煤炭市场下行，需求减弱，煤炭产销量下滑；二是煤炭销售主要区域及产品结构变化，影响销售回款节奏。2024-2025Q1 货币资金降至 124 亿元左右，但较为稳定，较为充裕的现金流为稳健分红提供一定的支撑。

分红率有所波动，2025 年增加分红次数。2018-2023 年，山西焦煤现金分红总额从 9.45 亿元波动至 45.42 亿元，归母净利润从 18.02 亿元增至 67.71 亿元，现金分红率整体呈上升趋势，在 2023 年达到 67.07%。但 2024 年分红率骤降为 44.02%，主要原因是 2024 年底公司竞拍一宗煤矿，资金需求增大，需筹集借款，故

而减少分红金额，值得关注的是，2025 年公司在分红安排上有别于往年，承诺在中期实施分红，增加了分红次数，展现出公司在平衡资金需求与股东回报方面的积极调整。

图表 26 现金流量净额及货币资金



数据来源：Wind，大同证券

图表 27 山西焦煤归母净利润及分红



数据来源：Wind，大同证券

四、未来展望：焦煤供需较弱，预计煤价继续弱稳运行

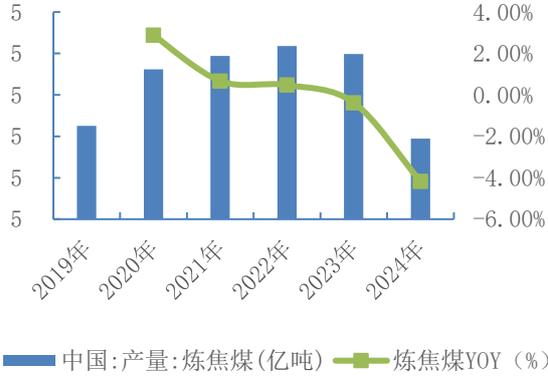
（一）国内供给有望继续走低，进口呈“澳煤退、蒙煤进”的格局

焦煤产量走低、增速放缓，投资热度有所回落。2019-2024 年，中国炼焦煤产量有升有降，2019-2022 年从 4.73 亿吨增至 4.92 亿吨，增速在 2020 年达到高点为 2.89%，后逐年降低，2023 年产量 4.9 亿吨，增速-0.38%，2024 年产量降至 4.69 亿吨，增速-4.17%。主要受到资源禀赋的限制和安监趋严的影响，我国炼焦煤资源稀缺，仅占煤炭总储量的 20%-25%，已探明的炼焦煤储量中，经济可采的比例较低，且优质主焦煤资源更为有限；此外，2023 年以来，煤矿安全事故频发，尤其是山西等核心产区在全国煤矿事故中占比较高，受此影响，山西省煤矿安全检查动作频频，对全国焦煤供应造成的影响较大，限制了焦煤产量。

在固定资产投资方面，2022 年煤炭开采和洗选业同比增长 22.4%，增速达到顶峰之后增速便一路下滑，到 2024 年降至 9.4%，煤炭整体投资热度下降，新投产矿井少。事实上，自 2020 年以来，新批复矿井规模大幅减少，且新批复矿井多数为动力煤矿，焦煤矿井较少，而且焦煤矿井多为井工矿，开采难度较大，受瓦斯、

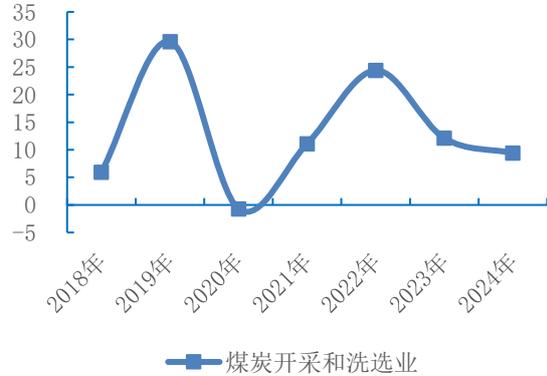
冲击地压等灾害威胁较重，产能利用率提升空间较小，核增扩产受限。

图表 28 中国焦煤产量及同比



数据来源: Wind, 大同证券

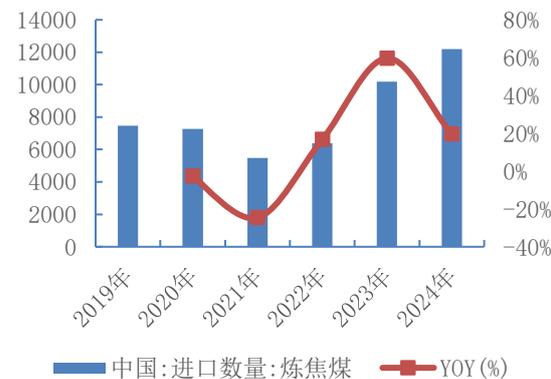
图表 29 固定资产投资完成额同比增速(%)



数据来源: Wind, 大同证券

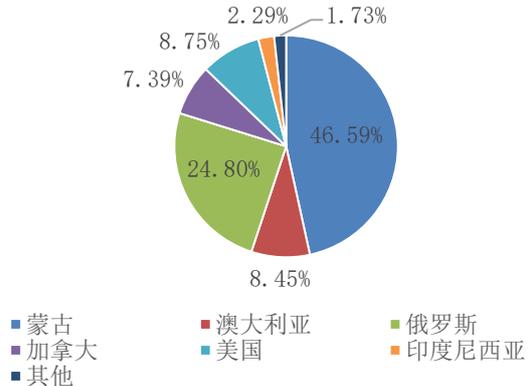
焦煤进口量逐年增加，呈现“澳煤退、蒙煤进”格局。2019-2024 年，中国炼焦煤进口量波动明显，2021 年，焦煤进口量降至 5469.75 万吨，同比减少 24.68%，主要受中澳关系不稳定和蒙煤在疫情作用下通关量减少的影响。2023 年进口量大幅增长，全年进口炼焦煤 10192.65 万吨，同比增加 59.66%，得益于蒙煤进口量迅猛增加，2023 年全年蒙古炼焦煤进口量超 5000 万吨，同比翻翻。从进口来源上看，蒙古、澳大利亚、俄罗斯等为主要供应方，且占比随年份变动显著，2019 年蒙古占 45.23%、澳大利亚占 41.22%，后因政策调整、地缘合作深化，2024 年蒙古占比 46.59%仍居前，澳大利亚占比降至 8.45%，俄罗斯占比也有波动，美国、加拿大等占比随市场需求微调。由于国内炼焦煤供需宽松，房地产刚企稳对焦煤的需求或有限，而且焦煤价格已经跌至 2018 年水平，预计 2025 年进口量较 2024 年变化不大。

图表 30 焦煤进口量(万吨)及同比



数据来源: Wind, 大同证券

图表 31 2024 年中国从不同国家进口焦煤占比



数据来源: Wind, 大同证券

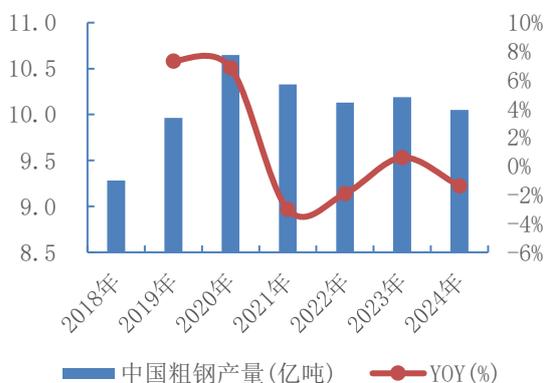
（二）当前下游需求较弱，未来需求有望企稳

受房地产基建拖累，相关产业链发展不景气，2024 年粗钢产量降至 10.05 亿吨，同比下降 1.37%，水泥产量降至 18.25 亿吨，同比减少 9.77%，且产量连续多年下滑。基建与房地产行业持续收缩，作为焦炭重要终端用户，其需求大幅减少，这直接导致钢铁行业的产能与产量延续下滑态势，进而使焦炭需求量降低。

2024 年我国房地产市场整体处于调整期，前三季度新房销售同比显著下降，二手房市场虽凭借“以价换量”维持一定活跃度，但 9 月市场有所降温。9.26 政治局会议释放“促进房地产市场止跌回稳”的强烈维稳信号，为市场注入信心，四季度核心城市市场明显升温。12 月政治局会议提出“稳住楼市”，中央经济工作会议强调“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，明确 2025 年楼市基调。在政策利好推动下，老旧小区改造等工程逐步推进，基建投资力度加大，如铁路集团 2025 年拟投 5900 亿元推进重大铁路项目，管道老化更新改造也在加速。若地缘政治缓和，海外重建需求释放，焦煤需求有望回升。

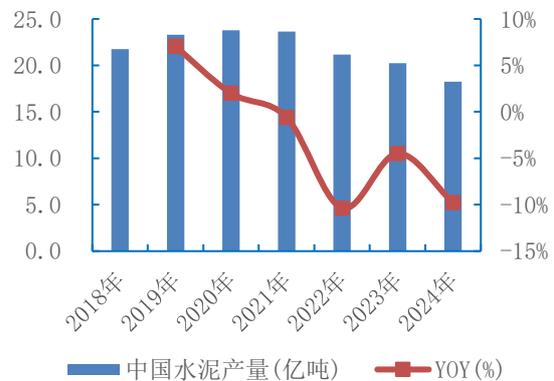
从钢铁行业高频数据来看，截至 2025 年 6 月 8 日，钢厂盈利率为 58.85%，周度环比持平，同比增加 6.02%，247 家高炉开工率 83.54%，环比下降 0.35%，日均铁水产量 241.74 万吨，环比减少 0.11 万吨。整体看，焦化厂高炉开工率和铁水产量略有下降，但仍处于高位，或在一定程度上影响焦煤需求。

图表 32 中国历年粗钢产量及同比



数据来源：Wind，大同证券

图表 33 中国历年水泥产量及同比



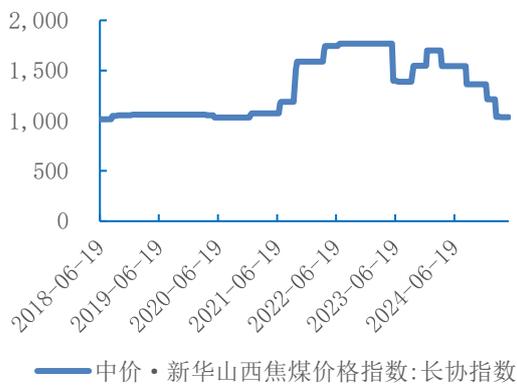
数据来源：Wind，大同证券

（三）需求不景气下，预计价格继续弱稳运行

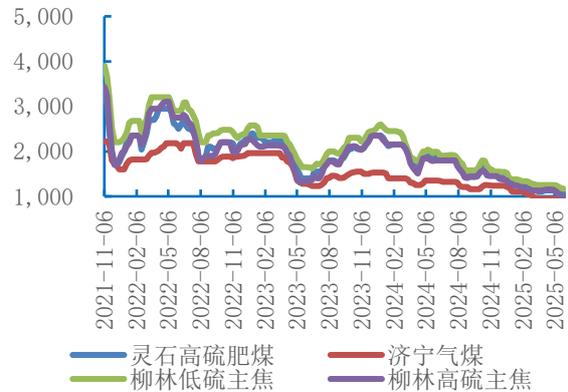
自 2022 年新华焦煤价格长协指数触及阶段性高点后，便开启

显著下行走势，指数持续回落，直观反映出焦煤市场价格的整体走低。其中，灵石高硫肥煤、济宁气煤、柳林低硫主焦、柳林高硫主焦等多品种煤价均呈单边下行态势。

我们认为，焦煤价格将继续弱稳运行。随着宏观经济形势好转，钢铁、焦化等行业对焦煤的需求有望回升，以及主产区面临的安检趋严等，煤炭市场的供需关系或将得到改善。但当前在供需宽松等基本面未改善的情况下，市场预期较为悲观，叠加焦炭价格不断提降，焦煤价格遭受压制，由于煤焦钢总库存位于中低位，预计煤价将继续弱稳运行。

图表 34 焦煤长协价格指数


数据来源: Wind, 大同证券

图表 35 不同品种焦煤的价格指数


数据来源: Wind, 大同证券

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

山西焦煤的主要产品是煤炭，2024 年煤炭产品贡献了 58.69% 的营业收入，毛利率未 52.29%；而焦炭产品是公司首钢合作的项目，贡献了 19.28% 的营业收入，电力热力产品贡献了 15.17% 的营业收入，其他产品合计贡献了 6.86% 的营业产品，并且非主要产品毛利率低甚至未负值。因此，我们仅对煤炭产品进行拆解和假设。

产量：公司 2025 年预计煤炭产量 4600 万吨，结合山西焦煤现有资源储备及开采规划，考虑到行业发展趋势及公司稳定生产的需求。我们预计 2025-2027 年煤炭产量为 4600 万吨、4700 万吨、4700 万吨。

销量：基于当前市场供需宽松和公司的产销率，以及后期市场回暖有望带动需求量增加。我们预计 2025-2027 年商品煤销量分别为 2484 万吨、2538 万吨、2600 万吨。

商品煤综合售价：结合当前煤炭市场供需格局及价格走势，尽管未来有企稳预期，但当前仍面临一定不确定性，整体看价格弱稳运行。因此我们预计 2025-2027 年商品煤综合价分别为 985.37 元/吨、1005.08 元/吨、1035.23 元/吨。

非主要产品：焦炭产品方面，由于市场不景气，今年以来焦炭已经提降 3 次，因此我们预计焦炭业务 2025-2027 年营业收入分别 82.96 亿元、82.13 亿元、83.77 亿元；电力热力产品方面，预计 2025-2027 年营业收入分别 65.26 亿元、63.95 亿元、65.23 亿元；焦油产品方面，预计 2025-2027 年营业收入分别 4.26 亿元、4.17 亿元、4.25 亿元；建材产品方面，预计 2025-2027 年营业收入分别 2.67 亿元、2.61 亿元、2.67 亿元。

其他产品：主要是其他化工产品及副产品和其他产品，在公司营收中占比很小，我们认为未来变化不大，可取过去 3 年均值作为预估值，预计 2025-2027 年收入分别为 24.61 亿元、24.64 亿元、24.34 亿元。

基于以上假设，我们预计 2025-027 公司营业收入分别为 424.52 亿元、432.59 亿元、449.42 亿元。

图表 36 公司煤炭产品经营预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
商品煤销量(万吨)	3622.00	3217.00	3200.00	2560.00	2484.00	2538.00	2600.00
商品煤综合售价(元/吨)	928.83	1271.26	1096.82	1037.23	985.37	1005.08	1035.23
煤炭成本(元/吨)	306.05	425.15	452.25	495.39	485.02	460.48	471.96

数据来源：Wind，大同证券

图表 37 公司各产品盈利预测

指标		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
煤炭	营业收入(亿元)	256.19	415.00	354.18	265.82	244.77	255.09	269.16
	营业成本(亿元)	110.85	136.77	144.72	126.82	120.48	116.87	122.71
	毛利(亿元)	145.34	278.23	209.46	139.00	124.29	138.22	146.45
	毛利率(%)	56.73	67.04	59.14	52.29	50.78	54.18	54.41
焦炭	营业收入(亿元)	104.61	127.77	96.44	87.32	82.96	82.13	83.77
	营业成本(亿元)	99.12	131.67	96.85	87.75	83.37	82.53	84.19
	毛利(亿元)	5.49	-3.90	-0.41	-0.43	-0.41	-0.40	-0.42
	毛利率(%)	5.25	-3.05	-0.43	-0.49	-0.49	-0.49	-0.50
电力热力	营业收入(亿元)	58.70	72.12	70.33	68.69	65.26	63.95	65.23
	营业成本(亿元)	75.91	73.62	72.50	66.96	63.58	62.29	63.52
	毛利(亿元)	-17.21	-1.50	-2.17	1.73	1.68	1.66	1.71
	毛利率(%)	-29.32	-2.08	-3.09	2.52	2.57	2.60	2.62
焦油	营业收入(亿元)	4.72	6.40	4.70	4.48	4.26	4.17	4.25
	营业成本(亿元)	4.60	5.69	4.74	4.19	3.97	3.89	3.97
	毛利(亿元)	0.12	0.71	-0.04	0.29	0.29	0.28	0.28
	毛利率(%)	2.54	11.09	-0.85	6.47	6.81	6.71	6.59
建材	营业收入(亿元)	6.09	6.05	4.04	2.81	2.67	2.61	2.67
	营业成本(亿元)	6.17	9.10	4.79	4.31	4.22	4.18	4.19
	毛利(亿元)	-0.08	-3.05	-0.75	-1.50	-1.55	-1.57	-1.52
	毛利率(%)	-1.31	-50.41	-18.56	-53.38	-58.05	-60.15	-56.93
其他产品	营业收入(亿元)	22.54	24.49	25.54	23.78	24.60	24.64	24.34
	营业成本(亿元)	21.48	19.93	22.54	20.77	21.08	21.46	21.10
	毛利(亿元)	1.06	4.56	3.00	3.01	3.52	3.18	3.24
	毛利率(%)	4.70	18.62	11.75	12.66	14.32	12.90	13.30
合计	营业收入(亿元)	452.85	651.83	555.23	452.90	424.52	432.59	449.42
	营业成本(亿元)	318.13	376.78	346.14	310.80	296.70	291.22	299.68
	毛利(亿元)	134.72	275.05	209.09	142.10	127.82	141.37	149.74
	毛利率(%)	29.75	42.20	37.66	31.38	30.11	32.68	33.32

数据来源: Wind, 大同证券

(二) 投资建议

截至 2025 年 6 月 11 日, 山西焦煤 PE (TTM) 为 12.77 倍, 纵向对比来看, 约处于近 10 年的 58.92 分位数, 煤炭股动态估值处
 请仔细阅读正文后免责声明

于历史相对中等区间。横向来看，公司核心产品为煤炭产品，贡献了近 60% 的营业收入，是盈利的核心支柱。因此，我们选取业务属性相近、煤种结构类似的平煤股份、冀中能源、淮北矿业作为可比公司，其中平煤股份的产品分为混煤和冶炼精煤，精煤主要为焦精煤、1/3 焦精煤和肥精煤等，冶炼精煤的营收占比为 69.23%；冀中能源是重要炼焦煤生产基地，主要生产冶炼精煤、无烟块煤、动力煤，煤炭品种丰富，煤炭的营收占比为 78.41%；淮北矿业是华东地区煤种较为齐全的大型炼焦精煤生产企业，拥有焦煤、肥煤、瘦煤等主要煤种，煤炭营收占比约为 70%。以 2025 年 6 月 11 日收盘价为基准，使用 Wind 一致预期披露的归母净利润、EPS 以及 PE，上述公司 2025 年 PE 平均值为 29.1X。

通过上述的公司盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 25.85 亿元、33.01 亿元、36.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元/股、0.58 元/股、0.64 元/股。

山西焦煤长协覆盖比例高，业绩稳定性较强，坐拥优质焦煤资源，成本管控优于同行。山西焦煤积极注入优质资源推动公司发展，同时兼顾股东回报，2025 年增加分红次数。综合公司资源禀赋、行业龙头地位及煤价修复预期，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

图表 38 可比公司估值、预测

代码	简称	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			EPS(元/股)			PE(倍)		
			2024 年	2025 E	2026 E	2024 年	2025 E	2026 E	2024 年	2025 E	2026 E
601666.SH	平煤股份	7.7	23.5	12.7	15.9	1.0	0.5	0.6	10.6	15.0	12.0
000937.SZ	冀中能源	7.0	12.1	4.0	5.3	0.3	0.1	0.2	18.5	62.4	46.4
600985.SH	淮北矿业	12.8	48.6	34.6	40.7	1.8	1.3	1.5	7.8	10.0	8.5
平均估值									12.3	29.1	22.3

数据来源：Wind，大同证券

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者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注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具有一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。

版权声明：

请仔细阅读正文后免责声明

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。