证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山西焦煤(000983)

投资评级 买入

上次评级 买入

高 升 煤炭、钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮 箱：gaosheng@cindasc.com

刘 波 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮 箱：liubo1@cindasc.com

李 睿 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

煤炭主业短期承压，首次中期分红重视股东回报

2025 年 8 月 28 日

事件： 2025 年 8 月 27 日，山西焦煤发布 2025 年中报，2025 年上半年，公司实现营业收入 180.53 亿元，同比下降 16.30%，实现归母净利润 10.14 亿元，同比下降 48.44%；扣非后净利润 10.27 亿元，同比下降 45.39%。经营活动现金流量净额 33.27 亿元，同比上涨 78.88%；基本每股收益 0.18 元/股，同比下降 48.43%。资产负债率为 56.60%，较 2024 全年下降 0.77pct。

2025 年第二季度，公司单季度营业收入 90.28 亿元，同比下降 18.06%，环比上涨 0.02%；单季度归母净利润 3.33 亿元，同比下降 67.26%，环比下降 51.15%；单季度扣非后净利润 3.01 亿元，同比下降 69.35%，环比下降 58.44%。

点评：

- **受煤炭售价大幅下滑影响，煤炭业务毛利率有所下降。**2025 年上半年，受下游需求及市场价格中枢下行影响，公司实现营业收入 180.53 亿元，同比下降 16.30%。分业务看，煤炭板块实现收入 103.94 亿元，同比下降 13.48%。价格方面，受供需格局宽松、进口煤补充等因素影响，炼焦煤价格中枢整体下行，参照中价·新华山西焦煤价格指数:长协指数，从年初的 1363 元/吨逐步降至 6 月的 1037 元/吨。成本方面，公司煤炭板块营业成本为 54.52 亿元，同比微降 0.82%。综合影响下，2025 年上半年公司煤炭板块毛利率为 47.55%，较上年同期下降 6.69 个百分点，整体仍维持高位。需要注意的是，公司所属矿区煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，开采成本较低，成本优势突出。山西焦煤生产矿区位于国家大型煤炭规划基地的晋中基地，坐拥丰富的炼焦煤资源，富含焦煤、肥煤等优质稀缺煤种，具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，更加契合未来高炉大型化和钢铁工业转型发展新趋势，公司焦煤产品或将具有更强的价格弹性与韧性。

- **做优做强主业与提质增效并进，公司业绩改善可期。**受原料价格及市场影响，2025 年上半年，焦炭板块收入同比下滑 34.76%，毛利率转为负，对业绩形成拖累。电力热力板块受益于燃料成本下降及落后产能淘汰（于 2025 年关停西山热电发电机组），毛利率同比提升 7.66 个百分点至 8.44%，成为业绩的稳定器。另一方面，公司积极拓展未来发展空间，为长远发展奠定资源基础。2024 年 10 月，公司发布公告，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，该探矿权勘查面积 52.1821 平方千米，煤炭资源储量 95,277.5 万吨，铝土矿资源储量 5,561.23 万吨，镓矿资源储量 3,431.28 吨。煤种主要为 1/3 焦煤、气煤，规划产能 800 万吨/年，已于 2025 年 6 月取得《矿产资源勘查许可证》，该区块煤炭资源与公司现有矿区具有协同效应，将显著增强公司煤炭主业的可持续发展能力。

- **优化现金分红节奏，践行“质量回报双提升”承诺。**公司高度重视股东

回报，在 2024 年初制定并披露《关于“质量回报双提升”行动方案的公告》的基础上，积极优化分红节奏。2025 年 8 月 27 日，公司董事会审议通过了《2025 年半年度利润分配方案》，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.36 元（含税），合计派发现金 2.04 亿元，占上半年归母净利润的 20.16%。此举是公司首次实施中期分红，旨在积极回馈投资者，让股东共享公司发展成果。

- **盈利预测与投资评级：**公司拥有的丰富炼焦煤煤种及优质主焦煤，具有规模优势，处于市场龙头地位，叠加后续有望持续实施优质煤炭资产注入带来的外延增长，高效经营有望带来的内生强劲动能，未来成长性值得期待。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 19.33 亿、24.01 亿、28.19 亿，EPS 分别 0.34/0.42/0.50 元/股；截至 8 月 27 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 21.12/17.00/14.48 倍；我们看好公司的发展空间，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**宏观经济下滑导致煤价大幅下跌、行业政策存在不确定性、安全生产事故风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	55,523	45,290	41,439	43,142	44,533
同比(%)	-14.8%	-18.4%	-8.5%	4.1%	3.2%
归属母公司净利润(百万元)	6,771	3,108	1,933	2,401	2,819
同比(%)	-37.0%	-54.1%	-37.8%	24.2%	17.4%
毛利率(%)	37.7%	31.4%	29.1%	30.8%	32.1%
ROE(%)	18.0%	8.6%	5.2%	6.1%	6.8%
EPS（摊薄）（元）	1.19	0.55	0.34	0.42	0.50
P/E	6.03	13.13	21.12	17.00	14.48
P/B	1.08	1.13	1.09	1.04	0.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**26,757**	**19,710**	**15,210**	**15,614**	**16,377**
货币资金	19,987	12,220	8,215	8,418	9,020
应收票据	1	1	1	1	1
应收账款	2,017	1,952	1,786	1,859	1,919
预付账款	190	70	66	67	68
存货	1,871	2,144	2,026	2,060	2,086
其他	2,691	3,325	3,117	3,209	3,284
非流动资产	**66,847**	**90,239**	**93,077**	**95,816**	**98,521**
长期股权投资	3,397	3,493	3,589	3,685	3,781
固定资产（合计）	36,712	35,621	36,119	36,562	36,953
无形资产	21,206	45,574	48,082	50,589	53,097
其他	5,532	5,550	5,287	4,979	4,690
资产总计	**93,604**	**109,94**	**108,28**	**111,43**	**114,89**
流动负债	**24,850**	**25,645**	**22,255**	**22,819**	**23,299**
短期借款	1,426	1,627	1,827	2,027	2,228
应付票据	995	572	540	550	557
应付账款	13,394	13,010	12,293	12,503	12,662
其他	9,034	10,437	7,595	7,739	7,853
非流动负债	**20,511**	**37,431**	**37,340**	**37,340**	**37,340**
长期借款	4,410	23,790	23,790	23,790	23,790
其他	16,101	13,641	13,550	13,550	13,550
负债合计	**45,360**	**63,076**	**59,596**	**60,160**	**60,639**
少数股东权益	10,619	10,634	11,244	12,003	12,894
归属母公司股东权益	37,624	36,239	37,446	39,268	41,366
负债和股东权益	**93,604**	**109,94**	**108,28**	**111,43**	**114,89**

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	55,523	45,290	41,439	43,142	44,533
同比（%）	-14.8%	-18.4%	-8.5%	4.1%	3.2%
归属母公司净利润	6,771	3,108	1,933	2,401	2,819
同比（%）	-37.0%	-54.1%	-37.8%	24.2%	17.4%
毛利率（%）	37.7%	31.4%	29.1%	30.8%	32.1%
ROE%	18.0%	8.6%	5.2%	6.1%	6.8%
EPS (摊薄)(元)	1.19	0.55	0.34	0.42	0.50
P/E	6.03	13.13	21.12	17.00	14.48
P/B	1.08	1.13	1.09	1.04	0.99
EV/EBITDA	2.81	6.33	8.79	7.73	6.95

利润表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收	**55,523**	**45,290**	**41,439**	**43,142**	**44,533**
营业成本	34,614	31,080	29,367	29,869	30,248
营业税金及附加	2,928	2,765	2,530	2,634	2,719
销售费用	453	452	413	430	444
管理费用	4,027	4,034	3,691	3,843	3,966
研发费用	1,277	1,054	964	1,004	1,036
财务费用	786	640	1,314	1,368	1,380
减值损失合计	-64	-62	-44	-44	-44
投资净收益	269	251	230	239	247
其他	147	250	219	228	235
营业利润	**11,790**	**5,704**	**3,563**	**4,416**	**5,178**
营业外收支	-143	-42	-42	-42	-42
利润总额	**11,647**	**5,662**	**3,521**	**4,374**	**5,135**
所得税	3,215	1,572	977	1,214	1,426
净利润	**8,431**	**4,090**	**2,543**	**3,160**	**3,709**
少数股东损益	1,660	982	611	759	891
归属母公司净利润	**6,771**	**3,108**	**1,933**	**2,401**	**2,819**
EBITDA	16,429	10,153	6,830	7,772	8,580
EPS (当年)(元)	1.23	0.55	0.34	0.42	0.50

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**13,697**	**3,588**	**5,172**	**6,643**	**7,188**
净利润	8,431	4,090	2,543	3,160	3,709
折旧摊销	4,069	4,011	1,996	2,030	2,065
财务费用	946	766	1,436	1,450	1,464
投资损失	-269	-251	-230	-239	-247
营运资金变动	372	-5,173	-653	163	117
其它	148	146	79	79	79
投资活动现金流	**-2,465**	**-26,360**	**-4,614**	**-4,610**	**-4,602**
资本支出	-2,059	-26,560	-4,753	-4,753	-4,753
长期投资	-1,046	-15	-96	-96	-96
其他	640	215	235	239	247
筹资活动现金流	**-8,405**	**14,241**	**-4,562**	**-1,830**	**-1,984**
吸收投资	4,374	0	0	0	0
借款	-2,681	19,580	200	200	200
支付利息或股息	-8,730	-5,567	-2,685	-2,030	-2,185
现金流净增加额	**2,827**	**-8,531**	**-4,005**	**203**	**602**

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022 年 7 月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022 年 6 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有 5 年环保产业经验，4 年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025 年 3 月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022 年 6 月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022 年 9 月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023 年 1 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023 年 4 月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。