

山西焦煤 (000983.SZ)

Q3 业绩环比改善，关注焦煤价格回暖与高分红

2025 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

程懿（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

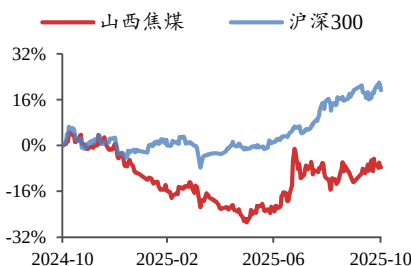
chengyi@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790525090001

日期	2025/10/31
当前股价(元)	7.32
一年最高最低(元)	8.71/5.97
总市值(亿元)	415.56
流通市值(亿元)	339.66
总股本(亿股)	56.77
流通股本(亿股)	46.40
近 3 个月换手率(%)	112.84

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，关注煤矿成长与价格弹性——公司 2024 年报 & 2025 年一季报点评报告》-2025.4.29

《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 业绩承压但环比改善，关注焦煤价格回暖与高分红，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 271.75 亿元，同比-17.88%；实现归母净利润 14.34 亿元，同比-49.62%；实现扣非后归母净利润 14.52 亿元，同比-47.42%。单 Q3 来看，公司实现营业收入 91.22 亿元，环比 1.04%；实现归母净利润 4.20 亿元，环比 26.3%，实现扣非后归母净利润 4.26 亿元，环比+41.31%。尽管公司三季度业绩同比仍有压力，二季度为公司近年盈利低点，三季度焦煤量价均已环比改善，业绩呈现触底回升态势，但下半年改善幅度有限，因此我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 22.7/26.0/30.0 亿元（前值 28.9/35.7/37.9 亿元），同比分别-26.9%/+14.5%/+15.4%；EPS 分别为 0.40/0.46/0.53 元，对应当前股价 PE 分别为 18.3/16.0/13.8 倍。公司作为国内焦煤龙头，盈利弹性有望随焦煤价格回暖而释放，且公司持续推进高分红回报股东，维持“买入”评级。

● Q3 煤价触底反弹，成本管控成效显著，非煤业务改善

（1）煤炭板块：公司前三季度业绩同比下滑主要受煤炭产品售价同比下降影响。但进入三季度，市场已现积极变化，公司主力焦煤品种价格从 6 月份约 1150 元/吨的低点回升至 9 月份接近 1400 元/吨的水平，反弹幅度显著。销量方面，公司 7、8 月份产销环比均有改善。成本方面，公司全年目标成本压降 10%左右，上半年已取得一定成效，有效对冲了部分价格下跌带来的冲击。此外，国家查超产政策对公司影响有限，因公司日常生产已考虑安全冗余，基本按产能的 85%-90% 安排计划。（2）电力及热力板块：该板块盈利能力大幅改善，2025 年上半年扭亏为盈。盈利好转主要得益于上半年动力煤价格下跌带来的成本下降、主动关停长期亏损的西山热电、以及古交西山发电等高效机组的贡献。（3）焦炭板块：业务经营基本平稳，2025 年上半年同比基本持平，仍处于 3000-4000 万元的微亏状态。

● 焦煤价格企稳回升，关注资产注入与高分红

（1）焦煤价格回暖，月度定价更具弹性：随着下游钢厂盈利状况改善，焦煤需求具备支撑。公司自 2025 年 7 月起，已将长协价定价模式由季度定价调整为月度定价，有助于更灵活地应对市场变化、更快地传导价格上涨。公司 9 月份已对部分低于市场价的煤种价格进行了 30-50 元/吨的上调。（2）资产注入未来可期：公司作为山西焦煤集团煤炭资产的重要上市平台，有望受益于集团丰富的煤矿资源实现产能扩张。（3）高分红有望延续：公司具备高分红的意愿和能力，2021-2023 年平均分红率近 70%。2025 年上半年，公司更是首次实施中期分红，派息率约 20%，积极回报股东。管理层表示，在效益保持相对稳定的前提下，积极分红的方向不会改变，未来高分红有望延续。

● 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	40,537	42,411	44,896
YOY(%)	-14.8	-18.4	-10.5	4.6	5.9
归母净利润(百万元)	6,771	3,108	2,273	2,602	3,003
YOY(%)	-37.0	-54.1	-26.9	14.5	15.4
毛利率(%)	37.7	31.4	26.3	28.8	31.1
净利率(%)	12.2	6.9	5.6	6.1	6.7
ROE(%)	17.5	8.7	5.9	7.0	8.0
EPS(摊薄/元)	1.19	0.55	0.40	0.46	0.53
P/E(倍)	6.1	13.4	18.3	16.0	13.8
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2

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	16835	17593	17963	营业收入	55523	45290	40537	42411	44896
现金	19987	12220	10937	11443	12113	营业成本	34614	31080	29875	30187	30937
应收票据及应收账款	2018	1952	756	547	579	营业税金及附加	2928	2765	2239	2390	2583
其他应收款	154	181	119	195	138	营业费用	453	452	331	372	403
预付账款	190	70	163	81	177	管理费用	4027	4034	2918	3302	3575
存货	1871	2144	1716	2184	1812	研发费用	1277	1054	879	961	1012
其他流动资产	2537	3144	3144	3144	3144	财务费用	786	640	805	1049	1494
非流动资产	66847	90239	90633	97016	103072	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	29858	28938	28260	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	5311	5329	5243	资产处置收益	3	8	4	5	6
资产总计	93604	109949	107467	114608	121035	营业利润	11790	5704	4010	4657	5383
流动负债	24850	25645	26306	38297	48385	营业外收入	26	150	105	94	116
短期借款	1426	1627	1869	12958	23735	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	3947	4575	5321
其他流动负债	9034	10437	10179	11262	10678	所得税	3215	1572	1075	1259	1464
非流动负债	20511	37431	32665	28701	24513	净利润	8431	4090	2872	3315	3857
长期借款	6410	23790	19024	15060	10872	少数股东损益	1660	982	600	714	854
其他非流动负债	14101	13641	13641	13641	13641	归属母公司净利润	6771	3108	2273	2602	3003
负债合计	45360	63076	58971	66998	72898	EBITDA	15497	10821	8274	9353	10937
少数股东权益	10619	10634	11233	11947	12801	EPS(元)	1.19	0.55	0.40	0.46	0.53
股本	5677	5677	5677	5677	5677	主要财务比率					
资本公积	6548	6588	6588	6588	6588		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	24139	22705	24113	25680	27686	成长能力					
归属母公司股东权益	37624	36239	37263	35663	35336	营业收入(%)	-14.8	-18.4	-10.5	4.6	5.9
负债和股东权益	93604	109949	107467	114608	121035	营业利润(%)	-34.5	-51.6	-29.7	16.1	15.6
						归属于母公司净利润(%)	-37.0	-54.1	-26.9	14.5	15.4
						获利能力					
						毛利率(%)	37.7	31.4	26.3	28.8	31.1
						净利率(%)	12.2	6.9	5.6	6.1	6.7
						ROE(%)	17.5	8.7	5.9	7.0	8.0
						ROIC(%)	14.2	6.5	4.3	4.8	5.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.5	57.4	54.9	58.5	60.2
						净负债比率(%)	2.8	60.7	53.2	68.5	80.4
						流动比率	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4
						速动比率	1.0	0.6	0.5	0.4	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	19.5	22.8	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.19	0.55	0.40	0.46	0.53
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	0.63	1.53	1.52	1.57
						每股净资产(最新摊薄)	6.63	6.38	6.56	6.28	6.22
						估值比率					
						P/E	6.1	13.4	18.3	16.0	13.8
						P/B	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
						EV/EBITDA	3.5	7.5	9.5	9.2	8.5
现金流量表(百万元)											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	13697	3588	8666	8633	8915						
净利润	8431	4090	2872	3315	3857						
折旧摊销	3941	3857	3853	4093	4421						
财务费用	786	640	805	1049	1494						
投资损失	-269	-251	-289	-270	-270						
营运资金变动	372	-5173	1466	488	-570						
其他经营现金流	436	425	-41	-42	-17						
投资活动现金流	-2465	-26360	-3953	-10201	-10201						
资本支出	2061	26561	3804	10053	10059						
长期投资	0	-4	-442	-423	-419						
其他投资现金流	-405	206	293	275	276						
筹资活动现金流	-8405	14241	-6238	-9015	-8820						
短期借款	-300	200	243	11089	10777						
长期借款	-2381	17381	-4766	-3964	-4188						
普通股增加	1581	0	0	0	0						
资本公积增加	2792	41	0	0	0						
其他筹资现金流	-10097	-3381	-1715	-16140	-15409						
现金净增加额	2827	-8531	-1525	-10584	-10106						

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。投资者应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。

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