

山西焦煤（000983.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月15日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	6.63
总市值	376.39亿
PE-TTM	26.43
PB-MRQ	1.01

估值结果

价值	404.14亿
DDM估值	上行空间 7.4%
状态	合理估值
价值	377.33亿
动态估值	上行空间 0.3%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★☆☆☆☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

山西焦煤背靠山西焦煤集团，实控人为山西省国资委，是国内炼焦煤规模最大、品种最全的龙头企业，公司业务主要涉及三个板块，分别是煤炭、焦化和电力。

公司成长空间较低，主要系焦煤下游主要为钢铁，我国钢铁行业消费量未来十年大概率每年下滑1%，因此对于焦煤行业来说未来存在下滑预期，成长空间有限。公司盈利趋势向好，主要系2025年焦煤价格处于周期相对底部，随着焦煤产能收缩，行业供需逐步改善，焦煤价格有望底部反弹，提升焦煤企业盈利能力。公司产业格局较好，主要系我国焦煤资源聚焦在山西地区，行业集中度较高，且通过公司和下游钢厂绑定，提升公司产业链话语权。公司护城河较深，主要系公司矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，地质条件优良，为持续稳定供应优质、均质产品提供了坚实基础。

基于我们对于公司未来煤炭销量小幅增长，盈利能力逐步修复至历史中枢水平的合理假设下，现在公司估值处于合理状态。

风险提示

重大煤矿事故：焦煤开采成本较高、难度较大，若发生重大煤矿事故，导致公司产能超预期下滑，盈利承压。下游需求不及预期：公司产品下游主要为钢铁、焦化企业，若未来我国钢铁需求大幅下滑，导致公司焦煤价格持续低位。进口煤冲击风险：我国焦煤进口主要来自蒙古、俄罗斯，若未来进口焦煤大增冲击国内焦煤市场，焦煤价格超预期下滑风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

山西焦煤地处山西太原，成立于1999年，并在2000年于深交所完成上市，是国内炼焦煤规模最大、品种最全的龙头企业。公司主营业务是煤炭的生产、洗选加工、销售及发供电，矿山开发设计施工、矿用及电力器材生产经营等，主要产品为煤炭、电力热力、焦炭及化工产品等。截至2025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64.61亿吨。

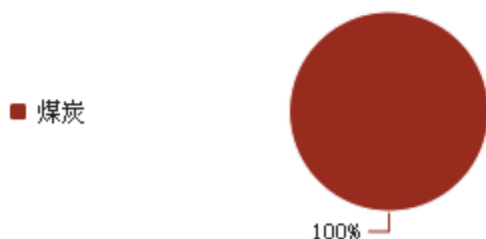
2. 业务介绍

对于山西焦煤公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

煤炭：

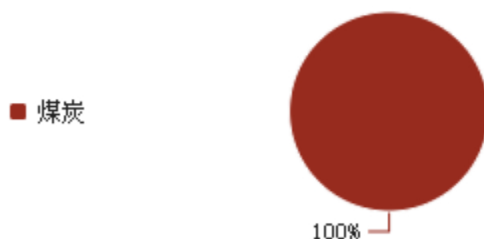
公司煤炭产品主要是：焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤等，主要为炼焦煤，也包含小部分动力煤。公司煤炭销售的主要区域是东北、华北、华南、华东地区的大型钢铁、焦化及发电企业。除煤炭业务之外，公司还有电力、焦炭业务。考虑到公司电力、焦炭业务毛利率较低，对利润贡献较小，因此我们不再做单独业务拆分。我们对公司该业务市场界定为国内焦煤行业。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主营焦煤采掘、洗选与外销，呈现重资产、低营销、人力密集特征。重资产：资产以矿井、采掘设备、洗煤厂房等固定资产为主，非流动资产占总资产八成以上，前期矿权与基建投入大、折旧成本刚性。低营销：依托稀缺主焦煤资源，八成产品绑定钢厂、焦化厂长协订单，统销对接大型下游客户，无需市场化推广，销售费用偏低。人员密集：井下采掘、洗煤运维岗位用工体量庞大，采掘、安检、储运全链条依赖大量产业工人，虽然智能化改造缓慢压降用工，但人工成本仍是核心变动成本。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度高，主要系采矿必备大额固定资产，需购置矿井、综采设备、巷道基建、洗煤厂、铁路储运设施，矿山前期勘探、巷道开凿投入高昂。矿产资源获取、环保安监配套设施持续耗资，固定资产占总资产比重高，折旧成本常年刚性支出，产能扩张依赖持续大额资本投入，因此划为典型重资产行业。截至2025年底，公司固定资产354.74亿元，在建工程272.86亿元，无形资产204.21亿元，主要为煤矿开采权、房屋及建筑物、机器设备等长期资产。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度低。2025年公司销售费用仅为1.13%，处于A股市场较低水平。公司产品以焦煤、精煤为主，核心下游是大型钢铁、焦化龙头企业，刚需属性突出。此外，公司采用直销模式，绕开中间经销商，直接对接终端大厂签订中长期锁价供货协议，合作黏性稳固。长期战略合作框架下，不用投放广告、拓展零散渠道，极少产生渠道返利、市场推广、业务员拓客等开支。依托资源与产品稀缺优势，被动接单为主，因此整体销售开支常年维持在低位。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司人力资源密集度较高。煤炭井下开采工序繁琐，采掘掘进、井下支护、安全巡检、洗选加工、仓储运输全产业链均需要大量一线实操人员，井下高危作业环节难以完全替代人工，用工基数居高不下。近年公司持续推进矿井智能化技改，逐步以综采设备替代部分人力，稳步精简一线用工，但受井下作业特殊性制约，人员缩减节奏偏缓。截至2025年，公司员工数量为37,554人，人均创收104.76万，薪酬收入比为0.22，处于市场偏高水平。

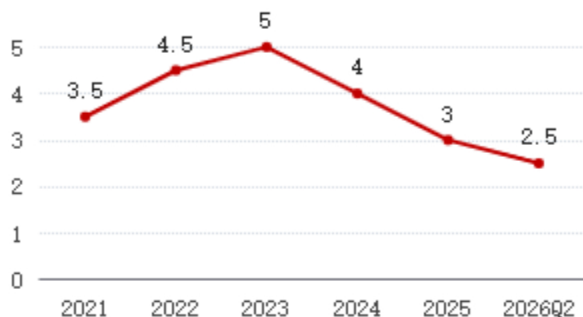
4. 历史经营绩效

由于焦煤价格持续回落，公司盈利能力、成长持续走低，但公司业务控制力较强，股东回报星级中等。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



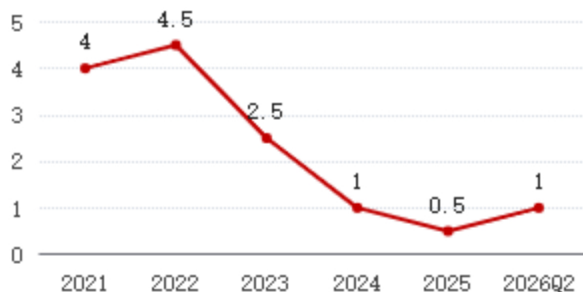
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2022年公司整体盈利能力处于高位，主要系煤炭供给偏紧、需求向好，我国焦煤价格大幅上涨，公司业绩表现强劲。2023年以来，我国煤炭供给逐步宽松，焦煤进入下行周期，煤价持续回落，拖累企业盈利水平承压走弱。步入2026年，受供给偏紧影响，焦煤价格底部反弹，公司业绩有所改善，预期未来公司盈利能力有所修复。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



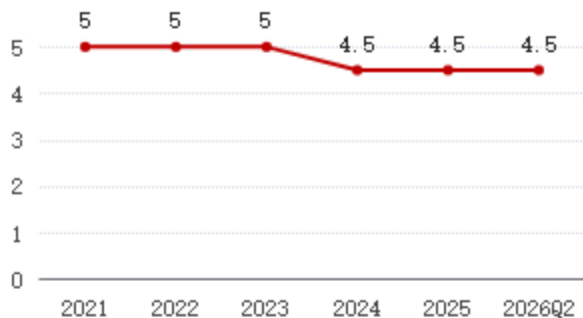
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2022年公司整体成长星级处于高位，主要系焦煤价格上涨，带动公司业绩大幅增长。但2023年开始焦煤价格回落，公司收入、利润双双下滑，导致公司成长星级持续走低。2026年以来焦煤价格修复，公司成长星级有所走高。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



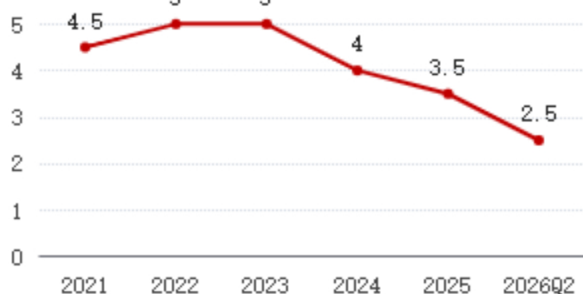
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级始终较高，主要系公司现金流较高，经营现金流净额大于净利润，且公司对上下游存在净占款，说明公司业务回款较好，在产业链中话语权较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021-2024年公司股东回报星级处于高位，主要系焦煤价格处于历史相对高位，公司分红率、股息率相对较高，但2025年公司业绩大幅下滑，股息率明显走低，叠加股价下跌拖累公司资本利得，股东回报星级持续回落。

5. 四维评级

焦煤行业未来成长空间有限，因此公司成长空间较低。随着焦煤价格触底反弹，公司盈利趋势向好。我国焦煤资源集中在山西省，行业产业格局较好。公司焦煤资源储备丰富，具有明显资源禀赋优势，护城河较深。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

公司成长空间较低，主要系焦煤下游主要为钢铁，我国钢铁行业消费量未来十年大概率每年下滑1%，因此对于焦煤行业来说未来存在下滑预期，成长空间有限。

煤炭(1星)：

山西焦煤中长期成长空间偏弱，核心掣肘在于下游需求天花板明确。公司焦煤产品超八成流向钢铁冶炼，行业需求与钢材消费量深度绑定。伴随国内地产下行、基建增速放缓，叠加短流程炼钢普及，国内钢铁消费量预计每年稳步下滑1%，带动全行业焦煤需求逐年收缩。公司依靠存量矿井整合小幅抬升产能，但行业整体需求下行难以逆转，产量增量无法对冲终端减量。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，主要系2025年焦煤价格处于周期相对底部，随着焦煤产能收缩，行业供需逐步改善，焦煤价格有望底部反弹，提升焦煤企业盈利能力。

煤炭(3星)：

山西焦煤后续盈利修复趋势明确。2025年全行业焦煤价格跌至周期低位，受前期供给宽松拖累，公司盈利被压缩。伴随安监趋严、落后矿井关停，行业新增产能审批收紧，国内焦煤有效产能逐步收缩，市场供给持续回落。下游钢铁、焦化行业开工稳步回暖带动原料需求上行，行业供需格局边际改善，推动焦煤价格自底部逐步反弹。公司坐拥优质稀缺主焦煤资源，产品议价能力较强，煤价上行将直接抬升产品毛利，驱动公司盈利水平持续回暖。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，主要系我国焦煤资源聚焦在山西地区，行业集中度较高，且通过公司和下游钢厂绑定，提升公司产业链话语权。

煤炭(3.5星)：

国内优质主焦煤资源地域分布高度集中，绝大多数储量集中于山西省，资源天然壁垒显著，奠定山西焦煤区位优势。国内焦煤行业经过多年整合淘汰中小煤矿，产能不断向头部煤企聚拢，行业集中度持续抬升，无序竞争大幅减少。公司深度绑定国内主流钢铁企业，以年度长协锁定大批量供货，形成稳固上下游合作体系。依托资源稀缺性与集中供货优势，企业议价与行业话语权持续增强，行业竞争格局稳健。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，地质条件优良，为持续稳定供应优质、均质产品提供了坚实基础。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
煤炭	(3.5星) 山西焦煤作为我国炼焦煤龙头，经过壹评级调整，公司ROIC大约在9%左右，具有一定的超额收益，且公司市占率处于行业第一梯队，业务控制力星级较高，在产业链中话语权较强，因此整体护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司护城河深厚，核心依托优质矿产资源壁垒。旗下矿区焦煤储量充沛，煤层赋存平稳、地质开采条件优异。优质主焦煤属于炼钢稀缺原料，资源开采门槛高、新增产能落地困难。稳定的煤质保障下游钢厂生产稳定性，强化长期长协合作，资源禀赋形成难以复制的核心壁垒，稳固公司行业竞争优势，且未来护城河衰退的可能性较小。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对于公司未来煤炭销量小幅增长，盈利能力逐步修复至历史中枢水平的合理假设下，现在公司估值处于合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为煤炭、电力、焦炭，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

煤炭业务

1) 煤炭销售量：随着我国钢铁消费量下滑，焦煤行业消费量存在走低预期，但考虑到山西焦煤属于头部企业，行业去产能聚焦在中小尾部企业，因此山西焦煤未来产量依旧可以保持小幅增长。我们假设2026年公司煤炭销量小幅下滑5%，主要系山西煤矿事故导致公司产量或有下滑，2027-2028年公司煤炭销量分别同比增长5%、2%，考虑到公司兴县产能投放，假设2029-2030年公司煤炭销售分别增长5%、7%，2030年之后公司煤炭销售量保持稳定；

2) 煤炭销售价格：2025年公司单吨煤炭销售价格为795元/吨，考虑到2026年煤炭供给持续偏紧，焦煤价格底部反弹，我们假设2026年公司煤炭销售价格为900元/吨，2027-2028年维持900元/吨，未来保持每年5元/吨的价格上涨幅度；

电力业务&焦炭业务：假设公司电力收入基本维持在2025年水平；假设公司未来焦炭销量维持在2025年水平，焦炭价格随着周期回归有所提升；

盈利能力假设：

- 1) 单吨煤炭毛利：2025年公司单吨煤炭销售成本为404元/吨，假设2026年提升至420元/吨，假设随着通货膨胀，公司单吨销售成本每年增长5元/吨；2025年公司煤炭单吨毛利为392元/吨，基于价格和成本假设，2026-2028年公司单吨毛利分别为480、480、475元/吨，2029年之后保持稳定
- 2) 电力&焦炭业务毛利率：假设公司电力业务毛利率维持在10%；2025年公司焦炭业务毛利率仅为0.17%，未来随着焦化行业反内卷推进，假设公司焦炭业务毛利率逐步提升至5%左右；
- 3) 费用情况：鉴于销售费用率、研发费用率、管理费用率占比较低，我们假设未来维持在2025年水平；财务费用方面，我们假设未来低利率环境有望持续，经营负债率降至40%的合理水平。

表2：公司整体业绩预测

山西焦煤	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	555.2	452.9	371.6	393.1	404.5	406.6	420.1	439.5
归母净利润(亿)	67.7	31.1	12.0	29.2	32.8	32.9	35.2	38.6
归母净利润增速(%)	-36.8	-54.1	-61.4	142.8	12.4	0.4	7.0	9.5
经营性净利润(亿)	82.2	38.3	15.1	32.9	37.4	37.5	40.4	44.6
经营性净利润增速(%)	-37.2	-53.4	-60.7	118.0	13.8	0.4	7.7	10.3
经营性归母净利润(亿)	66.0	29.1	10.2	26.3	29.9	30.0	32.3	35.7
经营性归母净利润增速(%)	-37.8	-55.9	-64.9	157.4	13.8	0.4	7.7	10.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

煤炭	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	555.2	452.9	371.6	393.1	404.5	406.6	420.1	439.5
收入增速(%)	-14.8	-18.4	-18.0	5.8	2.9	0.5	3.3	4.6
经营性净利润(亿)	82.2	38.3	15.1	32.9	37.4	37.5	40.4	44.6
经营性净利率(%)	14.8	8.5	4.1	8.4	9.2	9.2	9.6	10.2
经营性净利润增速(%)	-37.2	-53.4	-60.7	118.0	13.8	0.4	7.7	10.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
煤炭	0.3%	中低-	较好	强	8.5%	9.07	45.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	203.9	196.6	400.5	33.6	86.7	30.0	377.3
公司整体测算(亿)	203.9	196.6	400.5	33.6	86.7	30.0	377.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	273.3	160.8	434.1	33.6	93.5	30.0	404.1
公司整体测算(亿)	273.3	160.8	434.1	33.6	93.5	30.0	404.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

焦煤行业具备强周期属性，业绩受煤价波动影响显著，整体可预测性偏弱。山西焦煤作为行业龙头，盈利随煤价变动的业绩弹性突出；但公司区别于多数煤企，不对外披露月度、季度产销明细，核心经营指标仅通过年报披露，高频跟踪难度偏高。综合周期波动与数据披露短板，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。