

## 陕西煤业（601225.SH）

## 煤电一体稳步推进，股息率 6.7%

公司发布 2024 年年度及 2025 年一季度报告。公司 2024 年实现营业收入 1841.45 亿元，同比+1.47%，归母净利润 223.60 亿元，同比-3.21%，扣非归母净利润 211.62 亿元，同比-14.25%。25Q1 公司实现营收 401.62 亿元，同比-7.30%，归母净利润 48.05 亿元，同比-1.23%，扣非归母净利润 45.52 亿元，同比-14.98%。

## 煤炭业务产销增长，成本管控成效显著。

- 产销方面：2024 年公司实现原煤产量 17048 万吨，同比+4.13%；实现煤炭销量 25843 万吨，同比+9.13%，其中自产煤销量 16017 万吨，同比+4.55%；贸易煤销量 9826 万吨，同比+17.54%。25Q1 公司煤炭产量 4394 万吨，同比+6.0%，环比+2.9%，自产煤销量 3955 万吨，同比+5.8%，环比+15.7%。
- 售价方面：2024 年公司煤炭综合售价为 561 元/吨，同比下降 8.50%。其中自产煤售价 532.03 元/吨，同比下降 9.99%。
- 成本方面：2024 年公司自产煤成本 260 元/吨，同比-1.2%，吨煤综合成本 414 元/吨，同比+2.8%；2024 年公司原选煤单位完全成本 290 元/吨，同比下降 6.67 元/吨，降幅 2.25%，其中：材料费减少 1.24 元/吨，降幅 5.56%，相关税费减少 8.70 元/吨，降幅 12.65%。

电力业务并表增厚业绩，煤电联营稳步推进。公司于 2024 年完成对陕煤电力集团火电资产的收购，构建“煤电一体化”产业联动发展。

- 产销来看，2024 年公司发电量 376.15 亿千瓦时，同比+4.41%；售电量 351.26 亿千瓦时，同比+4.37%。25Q1 公司发电量 87 亿千瓦时，同比-22.6%，售电量 81 亿千瓦时，同比-22.8%。
- 利价来看，2024 年公司售电价格 399.23 元/兆瓦时，同比-4.84%；发电完全成本 341.41 元/兆瓦时，同比-3.80%。
- 陕煤电力集团主要业务为火力发电，控股燃煤发电机组总装机容量 19620MW，其中在运燃煤发电机组总装机容量为 8300MW，在建燃煤发电机组总装机容量 11320MW，现管理控股电厂 10 家，其中运营电厂 7 家，在建电厂 3 家，机组主要分布在河南、陕西、山西、湖南等省份。

## 资源储量禀赋优势凸显。

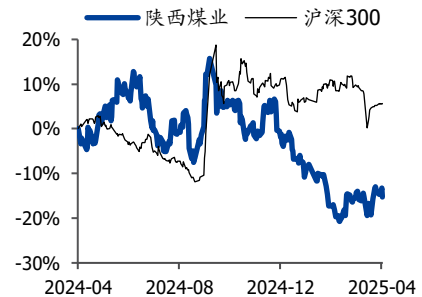
- 截至 2024 年年报，公司拥有煤炭储量 179.31 亿吨、可开采储量 102.46 亿吨，可开采年限 70 年以上。
- 生产成本优势明显。97%以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，开采技术条件优越，矿井均为大型现代化矿井，开采成本低，生产成本优势明显。
- 优质化工用煤。产煤区 90%以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤，在全国范围内具有较强竞争优势。
- 公司煤炭产能分布合理、发展可期。截至 2024 年年报，公司核定产能 1.62 亿吨，目前陕北矿区红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、

## 买入（维持）

## 股票信息

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 行业              | 煤炭开采       |
| 前次评级            | 买入         |
| 04 月 25 日收盘价（元） | 20.00      |
| 总市值（百万元）        | 193,900.00 |
| 总股本（百万股）        | 9,695.00   |
| 其中自由流通股（%）      | 100.00     |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 38.60      |

## 股价走势



## 作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号：S0680524070012

邮箱：liuliyu@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号：S0680524100001

邮箱：gaoziming@gszq.com

研究助理 廖岚琪

执业证书编号：S0680124070012

邮箱：liaolanqi@gszq.com

## 相关研究

- 《陕西煤业（601225.SH）：收购电力资产，打造煤电一体》 2024-12-07
- 《陕西煤业（601225.SH）：产量环比下滑，Q3 业绩符合预期，一体化可期》 2024-10-29
- 《陕西煤业（601225.SH）：Q2 业绩环比增长，中期分红回馈市场》 2024-08-30

二号五对千万吨级矿井，陕北矿区千万吨矿井规模将集群化，产能优势将更加明显。

- **加快资源释放，成长可期。**2024 年，公司加大优质煤炭资源获取力度，紧跟榆神三期、四期矿区规划审批进展，加快推进小壕兔一号和西部勘探区相关井田批复进度，超前谋划陕北优质煤炭资源前期工作。

**高额分红持续回报市场。**根据公司《2024 年年度利润分配预案》，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 11.36 元（含税），本次年度利润分配与前次中期利润分配、三季度中期利润分配金额合并计算，共计现金分红金额 130.70 亿元，占公司当年实现可供分配利润的 65%，截至 4 月 25 日收盘，股息率约 6.7%。

**投资建议。**考虑到煤炭价格系统性下行，我们下调公司盈利预期，预计公司 2025 年~2027 年归母净利分别为 187 亿元、197 亿元、209 亿元，对应 PE 为 10.4X、9.8X、9.3X，维持“买入”评级。

**风险提示：**煤价大幅下跌，煤炭需求不及预期，煤炭产量不及预期。

| 财务指标          | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 181,472 | 184,145 | 155,406 | 161,592 | 166,833 |
| 增长率 yoy（%）    | 8.8     | 1.5     | -15.6   | 4.0     | 3.2     |
| 归母净利润（百万元）    | 23,100  | 22,360  | 18,717  | 19,741  | 20,859  |
| 增长率 yoy（%）    | -34.4   | -3.2    | -16.3   | 5.5     | 5.7     |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 2.38    | 2.31    | 1.93    | 2.04    | 2.15    |
| 净资产收益率（%）     | 23.2    | 24.7    | 18.8    | 18.3    | 17.9    |
| P/E（倍）        | 8.4     | 8.7     | 10.4    | 9.8     | 9.3     |
| P/B（倍）        | 1.9     | 2.1     | 1.9     | 1.8     | 1.7     |

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 61326  | 52178  | 40662  | 83900  | 72587  |
| 现金             | 27232  | 29701  | 19591  | 49838  | 41564  |
| 应收票据及应收账款      | 4963   | 4730   | 3903   | 3904   | 3916   |
| 其他应收款          | 1985   | 732    | 854    | 1756   | 1204   |
| 预付账款           | 5404   | 4961   | 5451   | 10326  | 8823   |
| 存货             | 3001   | 4144   | 3191   | 8417   | 7663   |
| 其他流动资产         | 18741  | 7910   | 7672   | 9659   | 9416   |
| <b>非流动资产</b>   | 174641 | 176374 | 205163 | 232711 | 256365 |
| 长期投资           | 23794  | 27272  | 32050  | 38175  | 43627  |
| 固定资产           | 102321 | 96939  | 115473 | 131054 | 144084 |
| 无形资产           | 28792  | 27546  | 30739  | 33140  | 35640  |
| 其他非流动资产        | 19733  | 24618  | 26900  | 30342  | 33014  |
| <b>资产总计</b>    | 235967 | 228553 | 245825 | 316611 | 328952 |
| <b>流动负债</b>    | 53036  | 57825  | 49766  | 99430  | 87506  |
| 短期借款           | 2427   | 1932   | 2798   | 2983   | 3509   |
| 应付票据及应付账款      | 23724  | 22489  | 21739  | 41625  | 34728  |
| 其他流动负债         | 26886  | 33404  | 25230  | 54823  | 49270  |
| <b>非流动负债</b>   | 43856  | 42081  | 47077  | 47899  | 50713  |
| 长期借款           | 16986  | 13875  | 18731  | 19603  | 22467  |
| 其他非流动负债        | 26869  | 28207  | 28347  | 28297  | 28247  |
| <b>负债合计</b>    | 96892  | 99906  | 96844  | 147330 | 138219 |
| 少数股东权益         | 39297  | 38061  | 49532  | 61631  | 74416  |
| 股本             | 9695   | 9695   | 9695   | 9695   | 9695   |
| 资本公积           | 12066  | 1223   | 1223   | 1223   | 1223   |
| 留存收益           | 71326  | 71865  | 79641  | 87842  | 96509  |
| 归属母公司股东权益      | 99778  | 90586  | 99449  | 107650 | 116316 |
| <b>负债和股东权益</b> | 235967 | 228553 | 245825 | 316611 | 328952 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 41986  | 42350  | 33202  | 80905  | 40000  |
| 净利润            | 38343  | 36557  | 30189  | 31840  | 33644  |
| 折旧摊销           | 13268  | 13635  | 11787  | 14737  | 17739  |
| 财务费用           | 1021   | 861    | 828    | 973    | 1067   |
| 投资损失           | -3710  | -3550  | -3630  | -3590  | -3610  |
| 营运资金变动         | -9990  | -5842  | -6698  | 36330  | -9534  |
| 其他经营现金流        | 3054   | 689    | 726    | 616    | 694    |
| <b>投资活动现金流</b> | -15303 | -5854  | -37576 | -39153 | -38354 |
| 资本支出           | -12808 | -13816 | -36108 | -36351 | -36220 |
| 长期投资           | -4998  | 4862   | -4908  | -6277  | -5592  |
| 其他投资现金流        | 2502   | 3100   | 3440   | 3475   | 3458   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -53618 | -35461 | -5737  | -11505 | -9921  |
| 短期借款           | 2227   | -495   | 866    | 185    | 526    |
| 长期借款           | 12823  | -3111  | 4856   | 872    | 2864   |
| 普通股增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | 4768   | -10844 | 0      | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | -73436 | -21011 | -11458 | -12562 | -13310 |
| <b>现金净增加额</b>  | -26936 | 1035   | -10110 | 30248  | -8275  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 181472 | 184145 | 155406 | 161592 | 166833 |
| 营业成本            | 113728 | 123951 | 107571 | 111239 | 114607 |
| 营业税金及附加         | 11331  | 10270  | 8081   | 8403   | 8342   |
| 营业费用            | 865    | 917    | 699    | 727    | 734    |
| 管理费用            | 8360   | 6950   | 5284   | 5333   | 5339   |
| 研发费用            | 806    | 645    | 466    | 452    | 467    |
| 财务费用            | 241    | 348    | 442    | 718    | 419    |
| 资产减值损失          | -145   | -172   | -244   | -45    | -144   |
| 其他收益            | 208    | 211    | 210    | 210    | 210    |
| 公允价值变动收益        | -4601  | -253   | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 3710   | 3550   | 3630   | 3590   | 3610   |
| 资产处置收益          | 4      | -1     | 9      | 4      | 4      |
| <b>营业利润</b>     | 45367  | 44172  | 36379  | 38321  | 40482  |
| 营业外收入           | 90     | 178    | 80     | 80     | 80     |
| 营业外支出           | 457    | 514    | 520    | 497    | 511    |
| <b>利润总额</b>     | 45000  | 43836  | 35939  | 37904  | 40052  |
| 所得税             | 6657   | 7278   | 5750   | 6065   | 6408   |
| <b>净利润</b>      | 38343  | 36557  | 30189  | 31840  | 33644  |
| 少数股东损益          | 15243  | 14197  | 11472  | 12099  | 12785  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 23100  | 22360  | 18717  | 19741  | 20859  |
| EBITDA          | 59896  | 55029  | 48168  | 53360  | 58210  |
| EPS (元/股)       | 2.38   | 2.31   | 1.93   | 2.04   | 2.15   |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 8.8   | 1.5   | -15.6 | 4.0   | 3.2   |
| 营业利润(%)         | -29.5 | -2.6  | -17.6 | 5.3   | 5.6   |
| 归属母公司净利润(%)     | -34.4 | -3.2  | -16.3 | 5.5   | 5.7   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 37.3  | 32.7  | 30.8  | 31.2  | 31.3  |
| 净利率(%)          | 12.7  | 12.1  | 12.0  | 12.2  | 12.5  |
| ROE(%)          | 23.2  | 24.7  | 18.8  | 18.3  | 17.9  |
| ROIC(%)         | 24.4  | 23.4  | 17.7  | 16.7  | 15.6  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 41.1  | 43.7  | 39.4  | 46.5  | 42.0  |
| 净负债比率(%)        | -2.5  | -8.5  | 2.6   | -15.0 | -7.2  |
| 流动比率            | 1.2   | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 速动比率            | 1.0   | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.5   |
| 应收账款周转率         | 49.3  | 39.1  | 36.6  | 42.1  | 43.4  |
| 应付账款周转率         | 5.2   | 5.4   | 4.9   | 3.5   | 3.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 2.38  | 2.31  | 1.93  | 2.04  | 2.15  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 4.33  | 4.37  | 3.42  | 8.35  | 4.13  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 10.29 | 9.34  | 10.26 | 11.10 | 12.00 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 8.4   | 8.7   | 10.4  | 9.8   | 9.3   |
| P/B             | 1.9   | 2.1   | 1.9   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 3.3   | 3.9   | 4.1   | 3.2   | 3.1   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com