

陕西煤业（601225.SH）

买入（维持评级）

业绩超预期叠加分红比例提升，配置价值显著

投资要点：

公司披露 2024 年&25Q1 业绩：

2024 年公司实现营收 1841.4 亿元，同比+1.5%；归母净利润 223.6 亿元，同比-3.2%。其中 24Q4 公司实现营收 487.1 亿元，同环比+12.1%（不考虑 23Q4 追溯调整）/+9.3%；归母净利润 48.9 亿元，同环比-3.3%（不考虑 23Q4 追溯调整）/-23.2%。

25Q1 公司实现营收 401.6 亿元，同比-7.3%；归母净利润 48.0 亿元，同比-1.2%。

产销增长对冲煤价下滑，业绩表现稳健

2024 年煤炭业务收入 1626.7 亿元，同比+3.0%；毛利润 557.5 亿元，同比-11.0%。

1)产销同增：2024 年原煤产销量 1.7/2.6 亿吨，同比+4.1%/+9.1%，其中自产煤销售量 1.6 亿吨，同比+4.5%。25Q1 原煤产销量 4390/3950 万吨，同比+6.0%/+5.8%。2025 年 4 月 8 日，公司袁大滩煤矿核定产能由 800 万吨/年提升至 1000 万吨/年，预期释放产量。

2)煤价下滑使得毛利水平下降，成本管控亮眼：2024 年吨煤售价 629 元/吨，同比-5.6%；吨煤成本 414 元/吨，同比+2.8%；吨煤毛利 216 元/吨，同比-18.4%，毛利率 34.3%，同比-5.4pct。其中，2024 年自产煤吨煤售价 532 元/吨，同比-10.0%；吨煤成本 260 元/吨，同比-1.2%；吨煤毛利 272 元/吨，同比-17.1%。2024 年原选煤单位完全成本 290 元/吨，同比-6.67 元/吨/-2.25%。

电力业务注入，分红比例升至 65%

公司于 2024 年 12 月完成了对陕煤电力股权收购，纳入公司报表合并范围。2024 年实现营收 162 亿元，同比-7.8%，占总营收比 8.8%；实现毛利 23 亿元，同比-5.1%，占毛利比 3.8%。2024 年售电量 351 亿千瓦时，同比+4.4%；电价 399 元/兆瓦时，同比-4.8%；度电完全成本 341 元/兆瓦时，同比-3.8%；度电毛利 58 元/兆瓦时，同比-10.6%。

2024 年公司年度+中期+三季度利润分配金额合计 130.7 亿元，占当年实现可供分配利润的 65%；2024 年分配金额为 127.49 亿元，现金分红比例 60%，分红比例有所提升。按 2025 年公司分红比例 65%测算，截止 2025 年 4 月 25 日收盘价股息率为 6.2%。

盈利预测与投资建议

考虑到煤价下行，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 187.0/196.7/208.2 亿元（前值为 232.3/242.2/-），对应 EPS 为 1.93/2.03/2.15 元/股。考虑到公司拥有优质煤炭资源禀赋，煤炭开采低成本优势，高长协占比，强业绩韧性，持续高分红重视投资者回报，叠加市值管理考核推动央企国企估值修复，维持“买入”评级。

风险提示

煤炭生产不及预期；煤炭消费不及预期；煤炭进口超预期

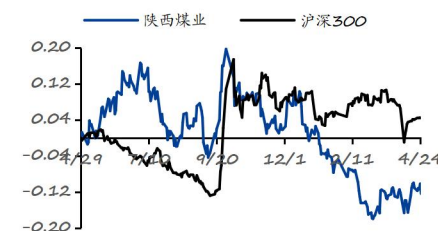
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	170,872	184,145	166,672	171,875	177,360
增长率	2%	8%	-9%	3%	3%
归母净利润（百万元）	21,239	22,360	18,704	19,668	20,815
增长率	-40%	5%	-16%	5%	6%
EPS（元/股）	2.19	2.31	1.93	2.03	2.15
市盈率（P/E）	9.1	8.7	10.4	9.9	9.3
市净率（P/B）	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-04-25
收盘价:	20.00 元
总股本/流通股本(百万股)	9,695.00/9,695.00
流通 A 股市值(百万元)	193,900.00
每股净资产(元)	9.95
资产负债率(%)	41.80
一年内最高/最低价(元)	29.87/18.59

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn
研究助理： 杨心怡(S0210123060032)
YXY30035@hfzq.com.cn

相关报告

- 24Q3 产销量双增带动营收增长，盈利相对稳定——2024.11.06
- 陕西煤业（601225.SH）西部煤炭航母前行不辍，高分红彰显投资价值——2024.07.10

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	29,701	33,632	32,661	39,618	营业收入	184,145	166,672	171,875	177,360
应收票据及账款	4,730	4,281	4,415	4,556	营业成本	123,951	112,378	114,952	117,590
预付账款	4,961	4,498	4,601	4,707	税金及附加	10,270	10,000	10,312	10,642
存货	4,144	3,757	3,843	3,932	销售费用	917	830	856	883
合同资产	930	842	868	896	管理费用	6,950	6,290	6,487	6,694
其他流动资产	8,642	8,351	8,438	8,529	研发费用	645	584	602	622
流动资产合计	52,178	54,519	53,958	61,341	财务费用	348	395	582	597
长期股权投资	27,272	27,272	27,272	27,272	信用减值损失	-228	-228	-228	-228
固定资产	96,928	91,524	86,830	82,753	资产减值损失	-172	-172	-172	-172
在建工程	13,210	14,210	15,210	16,210	公允价值变动收益	-253	-1,000	-1,000	-1,000
无形资产	27,546	28,708	29,339	29,354	投资收益	3,550	2,000	2,000	2,000
商誉	0	0	0	0	其他收益	211	211	211	211
其他非流动资产	11,418	11,417	11,441	11,485	营业利润	44,172	37,005	38,894	41,143
非流动资产合计	176,374	173,131	170,092	167,074	营业外收入	178	178	178	178
资产合计	228,553	227,651	224,050	228,414	营业外支出	514	514	514	514
短期借款	1,932	1,000	1,000	1,000	利润总额	43,836	36,669	38,558	40,807
应付票据及账款	22,489	20,389	20,856	21,335	所得税	7,278	6,088	6,402	6,776
预收款项	1	1	1	1	净利润	36,557	30,580	32,156	34,032
合同负债	7,812	7,071	7,291	7,524	少数股东损益	14,197	11,876	12,488	13,217
其他应付款	13,540	13,540	13,540	13,540	归属母公司净利润	22,360	18,704	19,668	20,815
其他流动负债	12,051	11,686	11,783	11,885	EPS（按最新股本摊薄）	2.31	1.93	2.03	2.15
流动负债合计	57,825	53,687	54,472	55,284					
长期借款	13,875	18,875	15,875	20,875	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	28,207	28,207	28,207	28,207	成长能力				
非流动负债合计	42,081	47,081	44,081	49,081	营业收入增长率	7.8%	-9.5%	3.1%	3.2%
负债合计	99,906	100,768	98,553	104,366	EBIT 增长率	5.6%	-16.1%	5.6%	5.8%
归属母公司所有者权益	90,586	87,883	84,947	81,220	归母公司净利润增长率	5.3%	-16.3%	5.2%	5.8%
少数股东权益	38,061	38,999	40,550	42,829	获利能力				
所有者权益合计	128,647	126,882	125,497	124,048	毛利率	32.7%	32.6%	33.1%	33.7%
负债和股东权益	228,553	227,651	224,050	228,414	净利率	19.9%	18.3%	18.7%	19.2%
					ROE	17.4%	14.7%	15.7%	16.8%
					ROIC	33.6%	27.7%	30.2%	31.1%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	43.7%	44.3%	44.0%	45.7%
经营活动现金流	42,350	43,551	47,106	48,459	流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
现金收益	50,371	46,561	47,730	49,072	速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
存货影响	-1,739	387	-86	-88	营运能力				
经营性应收影响	-2,120	1,084	-65	-74	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
经营性应付影响	14,894	-2,100	467	479	应收账款周转天数	7	10	9	9
其他影响	-19,056	-2,381	-941	-929	存货周转天数	10	13	12	12
投资活动现金流	-5,854	-36,762	-36,372	-35,844	每股指标（元）				
资本支出	-35,039	-12,344	-11,929	-11,382	每股收益	2.31	1.93	2.03	2.15
股权投资	-9,100	0	0	0	每股经营现金流	4.37	4.49	4.86	5.00
其他长期资产变化	38,285	-24,418	-24,443	-24,462	每股净资产	9.34	9.06	8.76	8.38
融资活动现金流	-35,461	-2,858	-11,704	-5,658	估值比率				
借款增加	13,719	4,068	-3,000	5,000	P/E	9	10	10	9
股利及利息支付	-29,420	-21,469	-24,849	-28,079	P/B	2	2	2	2
股东融资	25	0	0	0	EV/EBITDA	37	40	39	38
其他影响	-19,785	14,542	16,145	17,421					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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中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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn