

陕西煤业（601225.SH）

煤价下行拖累业绩，煤电一体化稳步推进

优于大市

核心观点

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营收 1841.5 亿元（+1.5%），归母净利润 223.6 亿元（-3.2%），扣非归母净利润 211.6 亿元（-14.3%）；其中 2024Q4 公司实现营收 587.2 亿元（+8.7%），归母净利润 64.2 亿元（-7.3%），扣非归母净利润 48.1 亿元（-15.3%）。2025Q1 公司实现营收 401.6 亿元（-7.3%），归母净利润 48.1 亿元（-1.2%），扣非归母净利润 45.5 亿元（-15.0%）。

2024 年煤炭产量稳中有增，聚焦成本管控、吨煤完全成本下降，但受煤价中枢下行影响，板块毛利同比下滑。2025Q1 煤炭产/销量稳健增长。2024 年公司煤炭产/销量为 17048/25843 万吨，同比+4.1%/+9.1%；其中自产煤销量 16017 万吨，同比-1.0%。2024 年煤炭售价为 561 元/吨，同比下降 52 元/吨，其中自产煤售价 532 元/吨，同比下降 59 元/吨；原选煤单位完全成本 290 元/吨，同比-7 元/吨，其中包括材料费减少 1 元/吨，维护及修理费增加 3 元/吨，相关税费减少 9 元/吨等。煤炭业务实现营收/毛利为 1627/558 亿元，同比-1.4%/-11%。2025Q1 公司煤炭产量 4394 万吨，同比+6%，自产煤销量 3955 万吨，同比+5.8%。

2024 年成功收购陕煤电力集团火电资产，构建“煤电一体化”格局。2025Q1 受需求疲软影响，发/售电量下滑。2024 年公司购陕煤电力集团火电资产。陕煤电力集团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，机组主要分布在河南、陕西、山西、湖南等省份。2024 年公司发/售电量为 376/351 亿千瓦时，同比+4.4%/+4.4%。电力售价 399 元/兆瓦时，同比-20 元/兆瓦时，发电完全成本 341 元/兆瓦时，同比-13 元/兆瓦时，主要系燃煤成本下降。2025Q1 发/售电量为 87/81 亿千瓦时，同比-23%/-23%。

增加资本开支进行电力相关项目建设。公司 2024 年资本开支总额为 52.27 亿元，2025 年资本开支计划 135.59 亿元，主要用于电力项目建设。

分红金额增加，积极回报投资者。2024 年公司累计分红金额约 131 亿元，同比+2.5%，分红率为 58%，同比-1.6pct。以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算，对应股息率为 7.0%。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 187/190/194 亿元（2025-2026 年前值为 220/223 亿元）。考虑公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能规模具备优势且仍有增长空间，同时公司积极推进煤炭一体化，业绩稳健有望加强，且股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期。

公司研究·财报点评

煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦
 010-88005312
 liumengluan@guosen.com.cn
 S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳
 0755-81982908
 huruiyang@guosen.com.cn
 S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.17 元
总市值/流通市值	185853/185853 百万元
52 周最高价/最低价	29.87/18.59 元
近 3 个月日均成交额	782.73 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《陕西煤业（601225.SH）：业绩保持稳健，布局煤电一体化》——2024-10-31
- 《陕西煤业（601225.SH）：煤炭主业控本增量维持稳健，中期分红回报投资者》——2024-09-02
- 《陕西煤业（601225.SH）-经营稳健，维持高比例分红回报股东》——2024-05-04
- 《陕西煤业（601225.SH）-三季度业绩稳健，四季度行业环比改善》——2023-10-29
- 《陕西煤业（601225.SH）-整体经营稳健，非经常损益影响业绩》——2023-09-03

盈利预测和财务指标

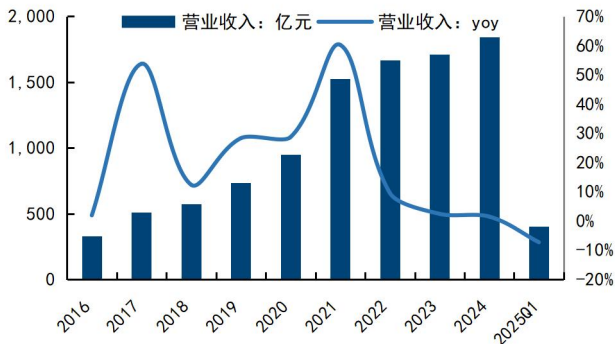
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	170,872	184,145	163,239	169,316	179,565
(+/-%)	2.4%	7.8%	-11.4%	3.7%	6.1%
净利润(百万元)	21239	22360	18657	18984	19409
(+/-%)	-39.5%	5.3%	-16.6%	1.8%	2.2%
每股收益(元)	2.19	2.31	1.92	1.96	2.00
EBIT Margin	25.8%	22.5%	21.6%	21.2%	20.3%
净资产收益率(ROE)	23.8%	24.7%	19.0%	18.0%	17.1%
市盈率(PE)	8.9	8.5	10.2	10.0	9.8
EV/EBITDA	4.7	5.3	6.1	6.0	5.9
市净率(PB)	2.13	2.10	1.94	1.80	1.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营收 1841.5 亿元（+1.5%），归母净利润 223.6 亿元（-3.2%），扣非归母净利润 211.6 亿元（-14.3%）；其中 2024Q4 公司实现营收 587.2 亿元（+8.7%），归母净利润 64.2 亿元（-7.3%），扣非归母净利润 48.1 亿元（-15.3%）。2025Q1 公司实现营收 401.6 亿元（-7.3%），归母净利润 48.1 亿元（-1.2%），扣非归母净利润 45.5 亿元（-15.0%）。

图1：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

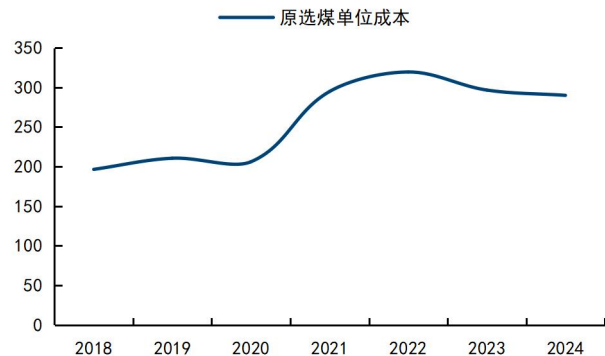
2024 年煤炭产量稳中有增，聚焦成本管控、吨煤完全成本下降，但受煤价中枢下行影响，板块毛利同比下滑。2025Q1 煤炭产/销量稳健增长。2024 年公司煤炭产/销量为 17048/25843 万吨，同比+4.1%/+9.1%；其中自产煤销量 16017 万吨，同比-1.0%。2024 年煤炭售价为 561 元/吨，同比下降 52 元/吨，其中自产煤售价 532 元/吨，同比下降 59 元/吨；原选煤单位完全成本 290 元/吨，同比-7 元/吨，其中包括材料费减少 1 元/吨，维护及修理费增加 3 元/吨，相关税费减少 9 元/吨等。煤炭业务实现营收/毛利为 1627/558 亿元，同比-1.4%/-11%。2025Q1 公司煤炭产量 4394 万吨，同比+6%，自产煤销量 3955 万吨，同比+5.8%。

图3：公司煤炭产销情况（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

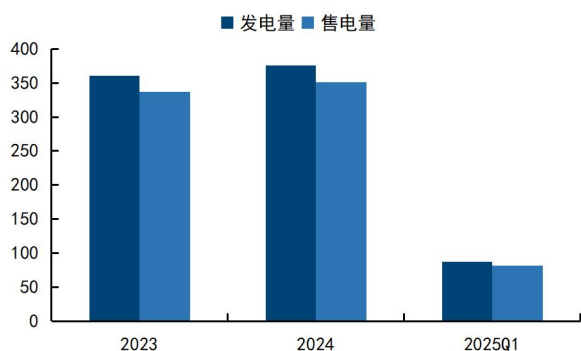
图4：公司原选煤单位完全成本（元/吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

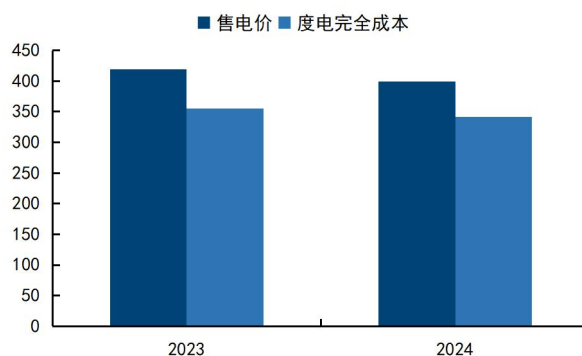
2024 年成功收购陕煤电力集团火电资产，构建“煤电一体化”格局。2025 年受需求疲软影响，发/售电量下滑。2024 年公司购陕煤电力集团火电资产。陕煤电力集团控股燃煤发电机组总装机容量 19620MW，其中在运燃煤发电机组总装机容量为 8300MW，在建燃煤发电机组总装机容量 11320MW，机组主要分布在河南、陕西、山西、湖南等省份。2024 年公司发/售电量为 376/351 亿千瓦时，同比+4.4%/+4.4%。电力售价 399 元/兆瓦时，同比-20 元/兆瓦时，发电完全成本 341 元/兆瓦时，同比-13 元/兆瓦时，主要系燃煤成本下降。2025Q1 发/售电量为 87/81 亿千瓦时，同比-23%/-23%。

图5：公司发/售电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司售电价/度电完全成本（元/兆瓦时）

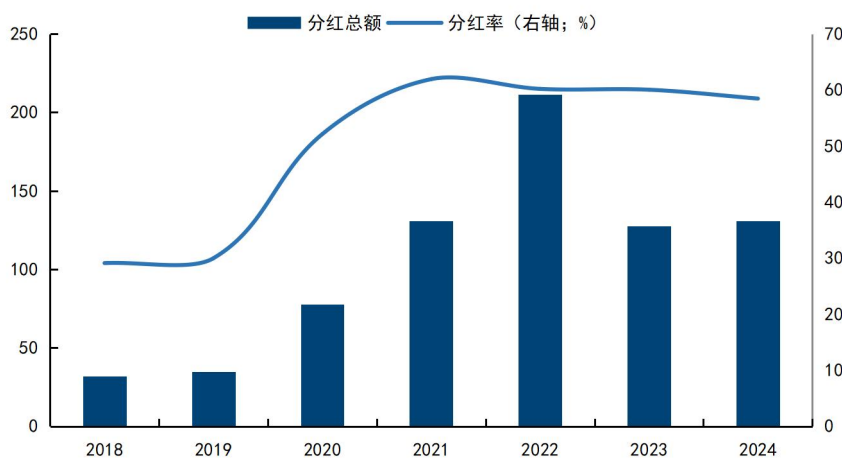


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

增加资本开支进行电力相关项目建设。公司2024年资本开支总额为52.27亿元，2025年资本开支计划135.59亿元，主要用于电力项目建设。

分红金额增加，积极回报投资者。2024年公司累计分红金额约131亿元，同比+2.5%，分红率为58%，同比-1.6pct。以2025年4月30日收盘价计算，对应股息率为7.0%。

图7：分红率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 187/190/194 亿元（2025-2026 年前值为 220/223 亿元）。考虑公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能规模具备优势且仍有增长空间，同时公司积极推进煤炭一体化，业绩稳健有望加强，且股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21967	29701	34947	48616	66141	营业收入	170872	184145	163239	169316	179565
应收款项	3351	5275	4676	4850	5144	营业成本	106188	123951	111276	116235	124839
存货净额	2405	4144	3723	3862	4150	营业税金及附加	11106	10270	9104	9443	10015
其他流动资产	6570	7653	6784	7037	7463	销售费用	841	917	813	843	894
流动资产合计	50324	52178	55536	69770	88302	管理费用	7843	6950	6161	6390	6777
固定资产	88537	110494	112807	110457	105423	研发费用	734	645	572	593	629
无形资产及其他	27594	27546	26169	24791	23414	财务费用	(417)	348	457	315	81
投资性房地产	9274	11062	11062	11062	11062	投资收益	2470	3550	2500	2500	2500
长期股权投资	18172	27272	32211	38390	45129	资产减值及公允价值变动	(4728)	(425)	(653)	(653)	(653)
资产总计	193902	228553	237785	254471	273330	其他收入	(546)	(663)	(361)	(382)	(418)
短期借款及交易性金融负债	1848	4589	4589	4589	4589	营业利润	42508	44172	36913	37554	38388
应付款项	20054	22489	20203	20958	22517	营业外净收支	(234)	(336)	(336)	(336)	(336)
其他流动负债	19294	30747	27588	28630	30762	利润总额	42274	43836	36577	37218	38051
流动负债合计	41195	57825	52381	54177	57868	所得税费用	6387	7278	6073	6180	6318
长期借款及应付债券	2897	13875	13875	13875	13875	少数股东损益	14648	14197	11847	12054	12324
其他长期负债	25723	28207	30690	33174	35658	归属于母公司净利润	21239	22360	18657	18984	19409
长期负债合计	28620	42081	44565	47049	49533	现金流量表（百万元）					
负债合计	69815	99906	96946	101226	107401	净利润	21239	22360	18657	18984	19409
少数股东权益	34801	38061	42796	47614	52540	资产减值准备	(626)	46	22	(0)	(8)
股东权益	89286	90586	98044	105632	113390	折旧摊销	11446	13390	11878	13074	13767
负债和股东权益总计	193902	228553	237785	254471	273330	公允价值变动损失	4728	425	653	653	653
关键财务与估值指标						财务费用	(417)	348	457	315	81
每股收益	2.19	2.31	1.92	1.96	2.00	营运资本变动	(1278)	9887	(1038)	3714	5160
每股红利	3.83	3.03	1.16	1.18	1.20	其它	6460	5629	4713	4818	4934
每股净资产	9.21	9.34	10.11	10.90	11.70	经营活动现金流	41969	51737	34885	41244	43915
ROIC	38.30%	33.94%	26%	27%	30%	资本开支	0	(33494)	(13500)	(10000)	(8000)
ROE	23.79%	24.68%	19%	18%	17%	其它投资现金流	5142	10626	0	0	0
毛利率	38%	33%	32%	31%	30%	投资活动现金流	645	(31968)	(18439)	(16179)	(14739)
EBIT Margin	26%	22%	22%	21%	20%	权益性融资	0	24	0	0	0
EBITDA Margin	33%	30%	29%	29%	28%	负债净变化	(1266)	10978	0	0	0
收入增长	2%	8%	-11%	4%	6%	支付股利、利息	(37093)	(29420)	(11200)	(11396)	(11651)
净利润增长率	-40%	5%	-17%	2%	2%	其它融资现金流	8686	24825	0	0	0
资产负债率	54%	60%	59%	58%	59%	融资活动现金流	(68033)	(12035)	(11200)	(11396)	(11651)
股息率	19.5%	15.5%	5.9%	6.0%	6.1%	现金净变动	(25419)	7734	5246	13669	17525
P/E	8.9	8.5	10.2	10.0	9.8	货币资金的期初余额	47387	21967	29701	34947	48616
P/B	2.1	2.1	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	21967	29701	34947	48616	66141
EV/EBITDA	4.7	5.3	6.1	6.0	5.9	企业自由现金流	0	24320	26789	36653	41292
						权益自由现金流	0	60122	26408	36391	41224

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032