

# 陕西煤业（601225.SH）：西北煤炭明珠，聚焦构建“煤电一体化”发展格局

陕西煤业股份有限公司是陕西唯一省属特大型上市煤企，为陕西最大上市煤企，背靠陕煤集团。公司主要从事煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等业务，煤炭产品主要用于电力、化工以及冶金等行业。陕西煤业化工集团直接持有总股本的 65.25%，为公司控股股东和实际控制人。2024 年成功收购陕煤电力集团火电资产，公司聚焦构建“煤电一体化”产业联动发展格局。

公司经营质量持续向好，2025Q1 煤价虽持续走低，公司业绩依旧保持稳定。2024 年，公司实现营业收入 1841.45 亿元，同比增长 7.77%；归属于上市公司股东的净利润 223.60 亿元，同比增长 5.28%，2024 年营业收入创历史新高。2025 年，煤价持续走低，公司业绩保持稳定。2025Q1，秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓均价为 723.31 元/吨，环比 2024Q4 下降 12.36%，同比下降 19.91%。2025Q1，公司实现营业收入 401.62 亿元，同比下降 0.71%；归属于上市公司股东的净利润 48.05 亿元，同比上升 3.29%，公司业绩在煤价持续下跌情况下依旧保持稳定。

公司拥有优质煤炭资源，虽然面临煤炭销售价格中枢下移，公司通过降本增效，提高产量和销量等积极应对，业务依然保持稳健。公司煤炭资源主要集中在渭北、彬黄、陕北三个矿区，截至 2024 年末公司煤炭资源量 179.31 亿吨，可开采年限 70 年以上，其中陕北矿区 118.67 亿吨，占公司总资源量的 66.18%。虽然面临 2024 年煤炭售价中枢下移，公司通过持续降低成本、提高产销量使业务保持稳健。2024 年公司煤炭售价为 561.30 元/吨，同比下降 52.13 元/吨，降幅 8.50%。2024 年，原选煤单位完全成本 289.92 元/吨，同比下降 6.67 元/吨，降幅 2.25%；自产煤（原煤、洗煤）毛利率为 56.80%，同比下降 2.72 个百分点。与可比公司相比，公司的吨煤成本处于较低的水平。2024 年公司煤炭产量 17048.46 万吨，同比上升 676.04 万吨，增幅为 4.13%。2024 年公司煤炭销量 25843.08 万吨，同比增长 9.13%。2024 年公司煤炭业务收入 1626.73 亿元，同比下降 1.42%。

铁路配套为煤炭主营业务保驾护航。公司主力矿井位于陕西榆林，与宁夏宁东、内蒙古鄂尔多斯共同组成我国能源化工“金三角”，具有丰富的能源资源优势。公司围绕“六线四区域”配套建设自营铁路：沿包西线巩固省内电及省内化工用煤市场；沿蒙冀线、瓦日线，形成非电煤市场的主导优势；沿浩吉铁路做大“两湖一江”市场，形成长江经济带核心区域市场主导优势；沿襄渝、宝成线扩大西南市场，立足重庆、辐射云贵川。最终实现沿长江向上辐射宜宾，向下与海进江无缝对接，公司的产品将全面覆盖长江经济带、东部沿海等中国经济最发达的区域，形成“沿海看国能、中部看陕煤”战略格局。2023 年，公司铁路运量 16718.96 万吨，同比增加 4353.36 万吨，增幅 35.21%；2024 年，公司铁路运量 16628.25 万吨，同比下降 90.71 万吨，降幅 0.54%。

2025 年 7 月 17 日

强烈推荐/首次

陕西煤业

公司报告

## 公司简介：

陕西煤业股份有限公司是陕西唯一一家煤炭上市公司。公司具有较强的资源优势、产品优势、区位优势、政策优势和管理优势。公司主营业务为煤炭开采、洗选、加工、销售以及生产服务等。主要产品为煤炭，具有低灰、低硫、低磷、高热值等特点，是优质的动力、化工及冶金用煤。陕西煤业坚持“创新、安全、高效、绿色、和谐”发展理念，紧盯国家能源安全发展战略，全面加快煤矿智能化建设进程，为行业智能化建设提供了实践经验和典型示范。

资料来源：公司公告、iFinD

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

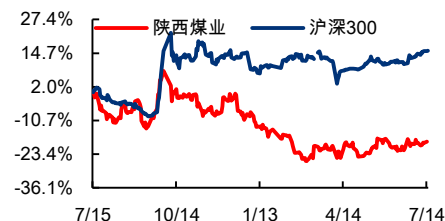
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间（元）    | 27.58-18.72     |
| 总市值（亿元）        | 1,886.65        |
| 流通市值（亿元）       | 1,886.65        |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 969,500/969,500 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | -/-             |
| 52 周日均换手率      | 1.11            |

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：莫文娟

010-66555574

执业证书编号：

mowj@dxzq.net.cn

S1480524070001

公司 2024 年收购了陕煤电力，打造了“煤电一体化”的运营模式，持续投资火电项目，有望帮助公司增加盈利稳定性，促进公司高质量发展。2024 年公司总发电量 376.15 亿千瓦时，同比增加 4.41%；售电量 351.26 亿千瓦时，同比增加 4.37%。2024 年公司电力业务营业收入 161.76 亿元，实现毛利 22.90 亿元，毛利率 14.16%，使公司营业收入增长 7.77%、归属于母公司股东的净利润增长 5.28%。公司持续投资火电项目，2024 年用于火电项目资本开支 41.27 亿元。2025 年公司资本开支计划为 135.59 亿元，同比增长 159.40%，其中 100.75 亿元用于电力业务项目建设，34.84 亿元用于煤炭业务项目。“煤电一体化”模式有望帮助公司增加盈利稳定性，促进公司高质量发展。

夏季用煤旺季已经来临及“反内卷”事件共同驱动下，有望带动煤炭价格的触底反弹，带动公司业绩提升。公司资金充裕，高分红重回报，凸显投资价值。7 月 1 日召开的中央财经委员会第六次会议提出，要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。同时，我国已进入季节性高温区间，夏季用煤旺季已经来临，带动火电出力增强，六大发电集团日均耗煤量周环比明显上涨，煤炭价格有望触底反弹，带动公司业绩提升。截至 2024 年末，公司货币资金 297.01 亿元，同比增长 35.21%。2025Q1 公司货币资金 329.71 亿元，同比增加 16.84%，货币资金情况良好，为分红提供保障。公司积极响应号召，维持高分红回报力度，2024 年于二季度、三季度进行了两次中期现金分红，全年总现金分红金额达 130.70 亿元，占当年归属于上市公司股东净利润的 58.45%。

**投资建议：**公司 2024 年产销量均增长，经营能力保持稳健。拥有优质煤炭资源，煤炭产量（2021-2024 年）逐年提高，同时成本管控良好，单位完全成本持续降低。2024 年公司收购陕煤电力实施煤电一体化战略，并对电力业务增大资本开支，促进公司高质量发展，有望帮助公司增加盈利。公司分红持续位于高位，彰显公司股东回报信心。我们预测，陕西煤业 2025-2027 年归母净利润 194.83/201.40/211.47 亿元，对应 EPS 分别为 2.01/2.08/2.18 元/股，对应 PE 9.65/9.33/8.89 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**（1）宏观经济复苏程度不及预期风险；（2）行业面临有效需求不足的风险；（3）煤价波动不及预期的风险。（4）安全事故风险、井田批复进度不及预期风险。

## 财务指标预测

| 指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|
|----|-------|-------|-------|-------|-------|

|                |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万<br>元）  | 170,872 | 184,145 | 167,762 | 174,890 | 181,161 |
| 增长率（%）         | 2.4%    | 7.8%    | -8.9%   | 4.2%    | 3.6%    |
| 归母净利润（百<br>万元） | 21,239  | 22,360  | 19,483  | 20,140  | 21,147  |
| 增长率（%）         | -39.5%  | 5.3%    | -12.9%  | 3.4%    | 5.0%    |
| 净资产收益率<br>（%）  | 23.8%   | 24.7%   | 19.8%   | 18.9%   | 18.4%   |
| 每股收益(元)        | 2.19    | 2.31    | 2.01    | 2.08    | 2.18    |
| PE             | 8.85    | 8.41    | 9.65    | 9.33    | 8.89    |
| PB             | 2.11    | 2.08    | 1.91    | 1.76    | 1.63    |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| 1. 陕西煤业：西北煤炭明珠，聚焦构建“煤电一体化”产业联动发展格局 .....                      | 6  |
| 2. 公司经营质量持续向好，2025Q1 煤价中枢下移背景下，业绩依旧稳定 .....                   | 6  |
| 3. 公司拥有优质煤炭资源，业务稳健 .....                                      | 8  |
| 3.1 公司煤炭资源丰富，品质优异 .....                                       | 8  |
| 3.2 煤炭产量持续上升，2024 年产量创历史新高，保持煤炭成本优势 .....                     | 9  |
| 3.3 铁路配套：为煤炭主营业务保驾护航 .....                                    | 10 |
| 4. 电力业务：公司 2024 年收购了陕煤电力，打造了“煤电一体化”的运营模式，持续加大资本开支投资火电项目 ..... | 11 |
| 5. “反内卷”叠加用煤旺季来临，煤价有望反弹，大幅增加资本开支，高分红彰显投资价值 .....              | 12 |
| 5.1 “反内卷”叠加用煤旺季来临，煤价反弹支撑较强 .....                              | 12 |
| 5.2 公司对电力业务资本开支大幅增加，助力公司高质量发展 .....                           | 12 |
| 5.3 公司资金充裕，高分红重回报，彰显投资价值 .....                                | 13 |
| 6. 投资建议 .....                                                 | 14 |
| 7. 风险提示 .....                                                 | 14 |
| 相关报告汇总 .....                                                  | 16 |

## 插图目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1： 陕西煤业股权结构图 .....            | 6  |
| 图 2： 公司营业收入和归母净利润（亿元） .....     | 7  |
| 图 3： 公司毛利率和净利率（%） .....         | 7  |
| 图 4： 公司各业务营收情况（亿元） .....        | 7  |
| 图 5： 公司各业务毛利率（%） .....          | 7  |
| 图 6： 公司营收分地区占比 .....            | 8  |
| 图 7： 2024 年煤炭储量位于煤炭上市公司前列 ..... | 9  |
| 图 8： 公司煤炭产量（万吨） .....           | 9  |
| 图 9： 公司煤炭销量（万吨） .....           | 9  |
| 图 10： 动力煤价格持续下跌（元/吨） .....      | 10 |
| 图 11： 2024 年可比公司煤炭单位成本 .....    | 10 |
| 图 12： 公司煤炭售价及成本（元/吨） .....      | 10 |
| 图 13： 煤炭营收及毛利率 .....            | 10 |
| 图 14： 六大发电集团日均耗煤量 .....         | 12 |
| 图 15： 2025 年资本开支大幅增长 .....      | 13 |
| 图 16： 公司货币资金 .....              | 13 |
| 图 17： 分红金额及比例 .....             | 13 |

## 表格目录

|                     |   |
|---------------------|---|
| 表 1： 陕西煤业发展历程 ..... | 6 |
|---------------------|---|

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 表 2： 陕西煤业煤炭储量丰富 .....   | 8  |
| 表 3： 2024 年电力投资项目 ..... | 11 |
| 附表： 公司盈利预测表 .....       | 15 |

## 1. 陕西煤业：西北煤炭明珠，聚焦构建“煤电一体化”产业联动发展格局

陕西煤业股份有限公司是陕西唯一省属特大型上市煤企，为陕西最大上市煤企，背靠陕煤集团。陕西煤业化工集团公司以煤炭主业资产出资，联合中国长江三峡集团公司、华能国际电力开发公司、陕西有色金属控股集团有限责任公司和陕西鼓风机（集团）有限公司共同发起设立的股份有限公司。公司主要从事煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等业务，煤炭产品主要用于电力、化工以及冶金等行业。现有全资子公司 8 家，控参股公司 20 家、煤矿 21 处，分别位于陕北、关中、彬黄地区，97%以上的煤炭资源位于优质采煤区。

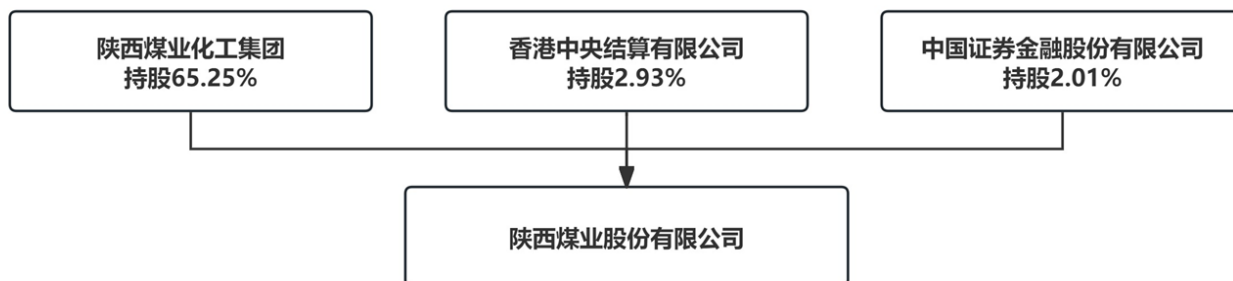
陕西煤业化工集团直接持有总股本的 65.25%，为公司控股股东和实际控制人。公司于 2008 年在陕西省工商行政管理局注册登记，2014 年经中国证券监督管理委员会核准，公开发行 100000 万股人民币普通股（A 股）股票。

表1：陕西煤业发展历程

| 时间               | 事件            |
|------------------|---------------|
| 2008 年 12 月 23 日 | 设立陕西煤业股份有限公司  |
| 2014 年 1 月 17 日  | 在上海证券交易所挂牌上市  |
| 2024 年 12 月      | 收购陕煤集团子公司陕煤电力 |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图1：陕西煤业股权结构图



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

公司聚焦构建“煤电一体化”产业联动发展格局。2024 年成功收购陕煤电力集团火电资产，形成了煤电一体化联营发展。彬长矿业成功实现世界首台 660MW 超超临界 CFB 机组投产发电；黄陵矿业二期 2×1000MW 电厂全面进入主体建设，三期 2×1000MW 项目取得省发改委核准批复。

## 2. 公司经营质量持续向好，2025Q1 煤价中枢下移背景下，业绩依旧稳定

公司 2024 年业绩同比增长，经营质量持续向好。2024 年，公司实现营业收入 1841.45 亿元，同比增长 7.77%；归属于上市公司股东的净利润 223.60 亿元，同比增长 5.28%。2024 年营业收入创历史新高。2024 年，公

司净利率达到 19.85%，同比下降 1.15 个百分点；毛利率到达 32.69%，同比下降了 5.17 个百分点，主要由于公司营业成本上升。2024 年公司营业成本 1137.28 亿元，同比上升 8.99%，高于营业收入增幅（1.47%）。

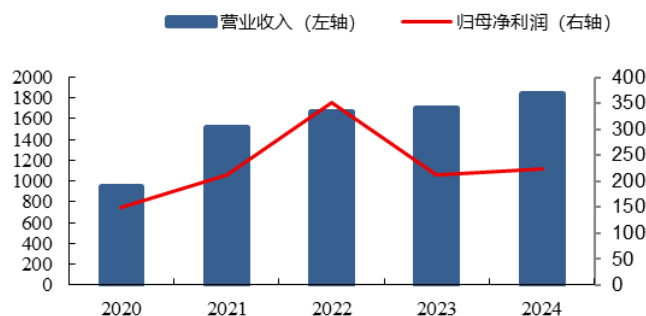
**2025Q1 煤价中枢下移背景下，公司业绩依旧保持稳定。**2025Q1，秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓均价为 723.31 元/吨，环比 2024Q4 下降 12.36%，同比下降 19.91%。2025Q1，公司实现营业收入 401.62 亿元，同比下降 0.71%；归属于上市公司股东的净利润 48.05 亿元，同比上升 3.29%，公司业绩在煤价持续下跌情况下依旧保持稳定。

**公司业务以西北地区为主。**2024 年，公司在西北地区营业收入达到 913.03 亿元，同比增长 22.59%，占总体营业收入的 49.58%；华中、华东、西南、华北地区营业收入分别为 460.76 亿元、193.28 亿元、131.27 亿元、128.87 亿元，分别占总营收的 25.02%、10.50%、7.13%、7.00%。

**公司主营收入来源于原煤及贸易煤销售。**2024 年，原煤、贸易煤、洗煤、电力营业收入分别为 662.83 亿元、662.11 亿元、301.79 亿元、161.76 亿元，占总营业收入比例分别为 37.06%、37.02%、16.87%、9.04%。

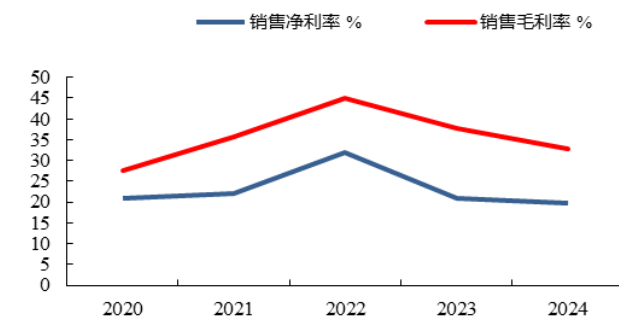
2024 年，原煤、贸易煤、洗煤营收同比涨幅分别为-7.72%、7.83%、-5.04%；三类业务毛利率分别为 57.41%、1.45%、55.47%，同比增长分别为-2.91、0.16、-2.24 个百分点，高毛利业务营收下滑导致整体利润率与毛利率下降。

图2：公司营业收入和归母净利润（亿元）



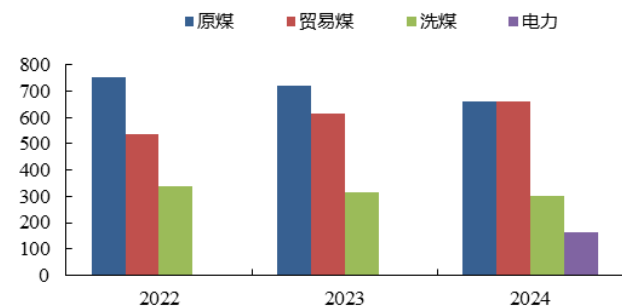
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：公司毛利率和净利率（%）



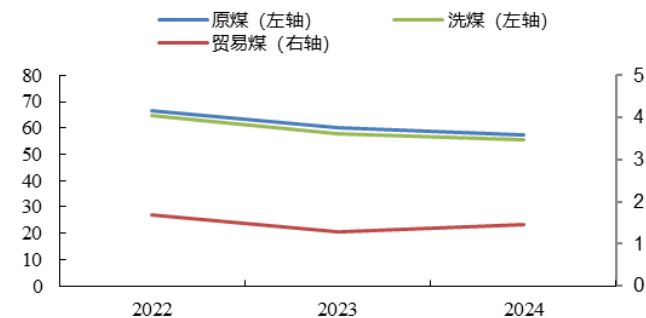
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：公司各业务营收情况（亿元）



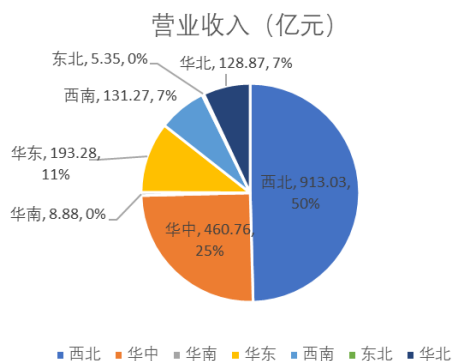
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：公司各业务毛利率（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：公司营收分地区占比



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

### 3. 公司拥有优质煤炭资源，业务稳健

#### 3.1 公司煤炭资源丰富，品质优异

公司煤炭资源储量丰富、品质优异。公司煤炭赋存条件好（特别是陕北地区），开采技术条件优越，开采成本低，生产成本优势明显。2024 年公司核定产能 1.62 亿吨，公司所属矿井中，95%以上产能均位于国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地。

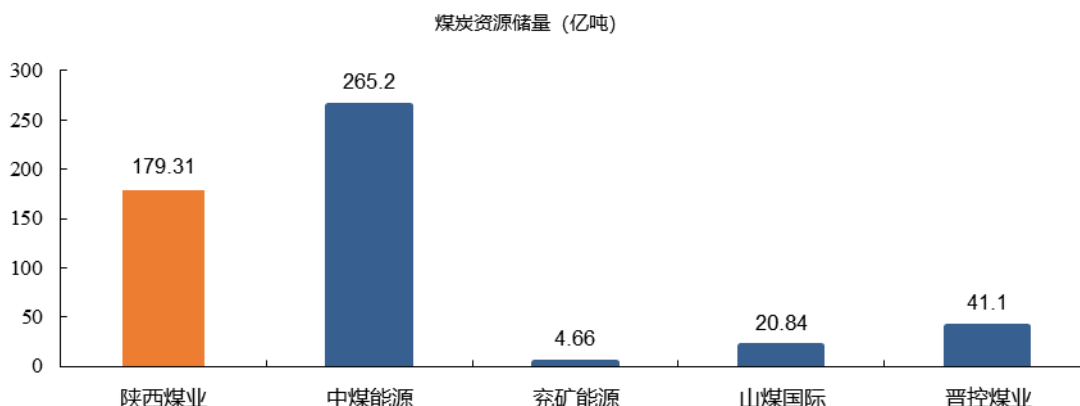
公司 97%以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，开采技术条件优越，矿井均为大型现代化矿井。产煤区 90%以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤，在全国范围内具有较强竞争优势。截至 2024 年末公司煤炭资源量 179.31 亿吨，可开采年限 70 年以上，其中陕北矿区 118.67 亿吨，占公司总资源量的 66.18%。

表2：陕西煤业煤炭储量丰富

| 主要矿区 | 主要煤种 | 资源量（亿吨） | 可采储量（万吨） | 证实储量（万吨） |
|------|------|---------|----------|----------|
| 渭北矿区 | 长焰煤  | 3.91    | 2.37     | 3.91     |
| 彬黄矿区 | 长焰煤  | 56.73   | 31.76    | 56.73    |
| 陕北矿区 | 长焰煤  | 118.67  | 68.33    | 118.67   |
| 合计   | -    | 179.31  | 102.46   | 179.31   |

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图7：2024 年煤炭储量位于煤炭上市公司前列



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

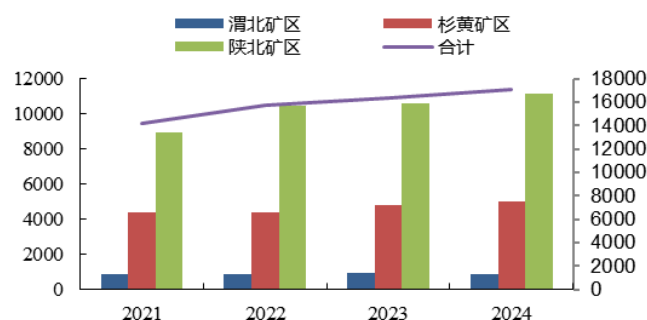
### 3.2 煤炭产量持续上升，2024 年产量创历史新高，保持煤炭成本优势

公司煤炭业务占主导地位。2024 年公司煤炭业务收入 1626.73 亿元，同比下降 1.42%，占公司总收入的 88.34%。2022-2024 年煤炭售价持续走低，2024 年公司煤炭售价为 561.30 元/吨，同比下降 52.13 元/吨，降幅 8.50%，在煤价中枢下移背景下，公司煤炭业务依然保持稳健。

公司煤炭产量持续上升（2021-2024 年），2024 年产量创历史新高。2024 年公司煤炭产量 17048.46 万吨，同比上升 676.04 万吨，增幅为 4.13%。其中陕北矿区产量最大，2024 年产量为 11164.37 万吨，占当年公司煤炭总产量的 65.49%，同比增产 577.21 万吨，增长 5.45%，产量增加为公司维持业绩稳定提供支撑。

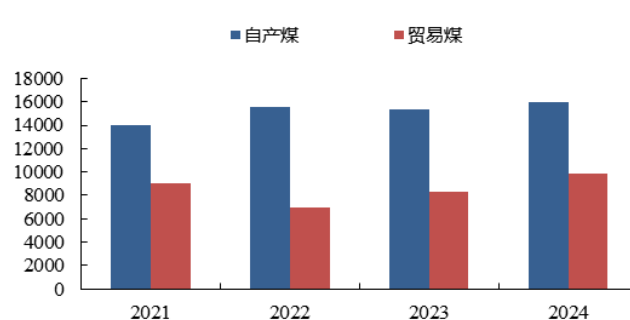
2024 年自产煤、贸易煤销售量均提升，自产煤仍占主导。2024 年公司煤炭销量 25843.08 万吨，同比增长 9.13%，其中自产煤销售量 16016.90 万吨，同比增长 4.55%，贸易煤销售量 9826.18 万吨，同比增长 17.54%。贸易煤销量增长迅速，但自产煤仍占主导地位。

图8：公司煤炭产量（万吨）



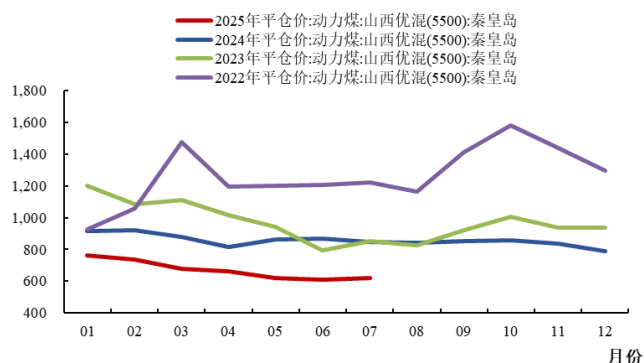
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：公司煤炭销量（万吨）



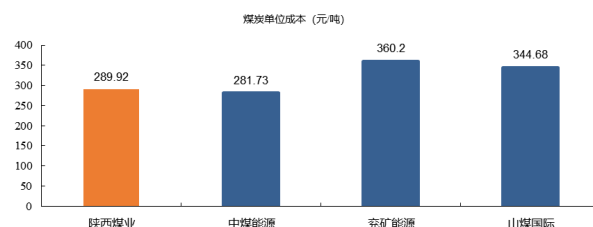
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：动力煤价格持续下跌（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

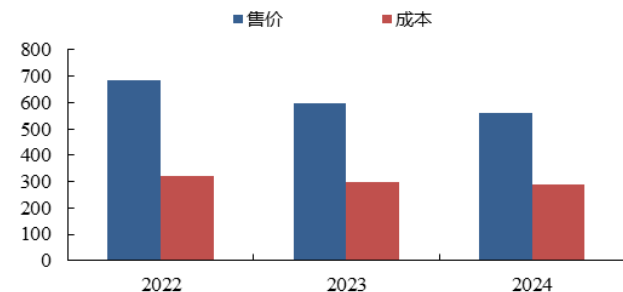
图11：2024 年可比公司煤炭单位成本



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

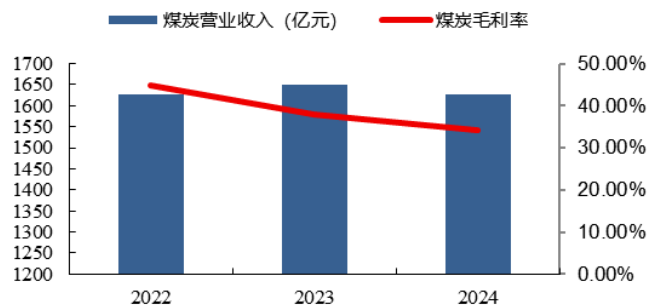
公司保持煤炭成本优势。2024 年，原选煤单位完全成本 289.92 元/吨，同比下降 6.67 元/吨，降幅 2.25%；自产煤（原煤、洗煤）毛利率为 35.90%，同比下降 5.07 个百分点。2023 年公司原选煤单位完全成本 296.59 元/吨，较 2022 年下降 22.82 元/吨，同比下降 7.14%。与可比公司相比，公司的吨煤成本处于较低的水平。

图12：公司煤炭售价及成本（元/吨）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：煤炭营收及毛利率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.3 铁路配套：为煤炭主营业务保驾护航

铁路布局：公司主力矿井位于陕西榆林，与宁夏宁东、内蒙古鄂尔多斯共同组成我国能源化工“金三角”，具有丰富的能源资源优势。公司围绕“六线四区域”配套建设自营铁路：沿包西线巩固省内电及省内化工用煤市场；沿蒙冀线、瓦日线，形成非电煤市场的主导优势；沿浩吉铁路做大“两湖一江”市场，形成长江经济带核心区域市场主导优势；沿襄渝、宝成线扩大西南市场，立足重庆、辐射云贵川。最终实现沿长江向上辐射宜宾，向下与海进江无缝对接，公司的产品将全面覆盖长江经济带、东部沿海等中国经济最发达的区域，形成“沿海看国能、中部看陕煤”战略格局。

铁路运量：2023 年，公司铁路运量 16718.96 万吨，同比增加 4353.36 万吨，增幅 35.21%；2024 年，公司铁路运量 16628.25 万吨，同比下降 90.71 万吨，降幅 0.54%。

## 4. 电力业务：公司 2024 年收购了陕煤电力，打造了“煤电一体化”的运营模式，持续加大资本开支投资火电项目

陕煤电力主营业务为火力发电，截至 2024 年末，公司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 8300MW，在建燃煤发电机组总装机容量 11320MW，下有控股电厂 10 家，其中运营电厂 7 家、在建电厂 3 家，分布在河南、陕西、山西、湖南等地。

2024 年公司总发电量 376.15 亿千瓦时，同比增长 4.41%；售电量 351.26 亿千瓦时，同比增长 4.37%。2024 年公司电力售价 399.23 元/兆瓦时，同比下降 20.30 元/兆瓦时，降幅 4.84%；发电完全成本 341.41 元/兆瓦时，同比下降 13.47 元/兆瓦时，降幅 3.80%。

收购电力业务实施“煤电一体化”后有助于提升公司盈利稳定性。2024 年公司电力业务营业收入 161.76 亿元，实现毛利 22.90 亿元，毛利率 14.16%，使公司营收增加 7.77%、归母净利润增加 5.28%，电力业务的加入将增使陕西煤业盈利更加稳定。

公司持续投资火电项目，2024 年用于火电项目资本开支 41.27 亿元，分别用于长安益阳电力三期（2×1000MW）扩建项目、黄陵店头电厂二期 2×1000MW 发电项目、陕煤石门 2×66 万千瓦扩能升级改造项目、陕煤汨罗 2×100 万千瓦燃煤发电工程建设项目、陕煤信阳 2×1000MW 高效超超临界机组工程项目。

表3：2024 年电力投资项目

| 项目                         | 项目情况                                                                                                                                                                |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 长安益阳电力三期（2×1000MW）扩建项目     | 湖南省首个 100 万千瓦高效超超临界二次再热燃煤机组项目，是全国首个 100 万千瓦机组“两机一塔”项目。项目建成后，长安益阳公司将以 386 万千瓦的总装机容量成为湖南省第一大火力发电厂，年发电量可达 200 亿千瓦时。该项目已于 2025 年 2 月通过试运行正式投产。                          |
| 黄陵店头电厂二期 2×1000MW 发电项目     | 该项目是为加快国家规划内支撑性电源建设，保障陕西省电力增长需求，推动延安市产业转型升级的省级重点建设项目。项目投产后，年发电量可达 110 亿度，年产值可达 40 亿元。                                                                               |
| 陕煤石门 2×66 万千瓦扩能升级改造项目      | 该项目是湖南省“十四五”能源发展规划重点项目。建设 2 台 66 万千瓦“超超临界”“二次再热”燃煤发电机组，同步建设烟气脱硫、脱硝装置，采用国内最先进的新型煤电技术、超低排放技术，发电效率、能耗指标、环保指标达到世界一流水平。项目建成后预计年发电量 60 亿千瓦时。2025 年 6 月项目已完成脱硫系统核心装置吸收塔封顶。 |
| 陕煤汨罗 2×100 万千瓦燃煤发电工程建设项目   | 项目建设 2×100 万千瓦国产超超临界二次再热燃煤凝汽式火力发电机组，配套建设脱硫系统、脱硝装置，自建铁路专用线 5 公里。                                                                                                     |
| 陕煤信阳 2×1000MW 高效超超临界机组工程项目 | 该项目为近区扩建工程，工程装机容量为 2×1000 兆瓦高效超超临界二次再热湿冷燃煤机组，同步建设高效脱硫、脱硝、除尘装置，全厂实现废水零排放。项目建成后，将解决东通道豫东南地区逐级卡口问题，减轻北电南送和西电东送潮流，实现河南电网南北互济。                                           |

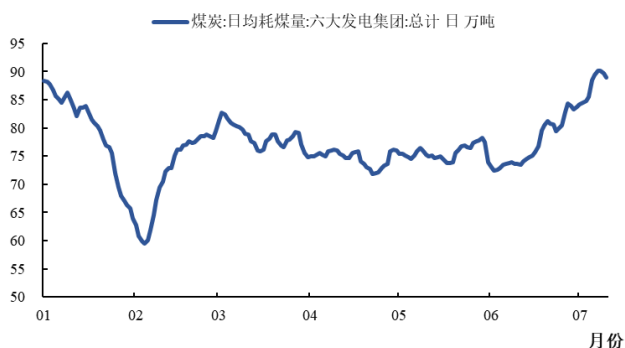
资料来源：公司新闻，新浪财经，东兴证券研究所

## 5. “反内卷”叠加用煤旺季来临，煤价有望反弹，大幅增加资本开支，高分红彰显投资价值

### 5.1 “反内卷”叠加用煤旺季来临，煤价反弹支撑较强

7月1日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平主持召开中央财经委员会第六次会议，会议提出，要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。同时，我国已进入季节性高温区间，夏季用煤旺季已经来临，带动火电出力增强，六大发电集团日均耗煤量周环比明显上涨。在煤炭供需基本面、“反内卷”事件共同驱动下，有望带动煤炭价格的触底反弹，带动公司业绩提升。

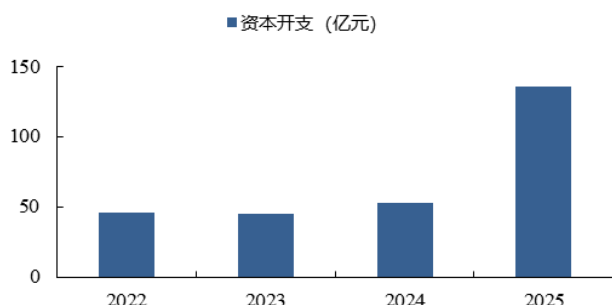
图14：六大发电集团日均耗煤量



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 5.2 公司对电力业务资本开支大幅增加，助力公司高质量发展

**2025 年公司资本开支计划大幅增加。**2022-2024 年，公司资本开支分别为 45.亿元、45.24 亿元、52.27 亿元，整体较为稳定。2025 年公司资本开支计划为 135.59 亿元，同比增加 159.40%，其中 100.75 亿元用于电力业务项目建设，34.84 亿元用于煤炭业务项目。公司在电力板块大量投资是公司打造“煤电一体化”模式的重要保障，预计能够平抑煤炭市场波动对公司业绩的影响，有望增加盈利稳定性。

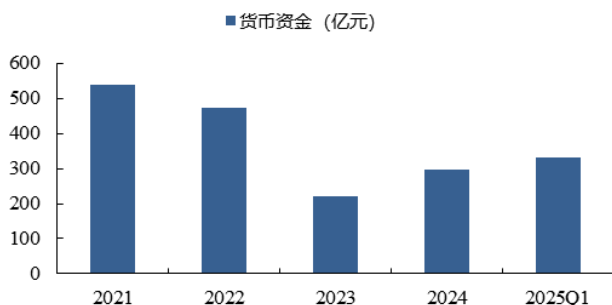
**图15：2025 年资本开支大幅增长**


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

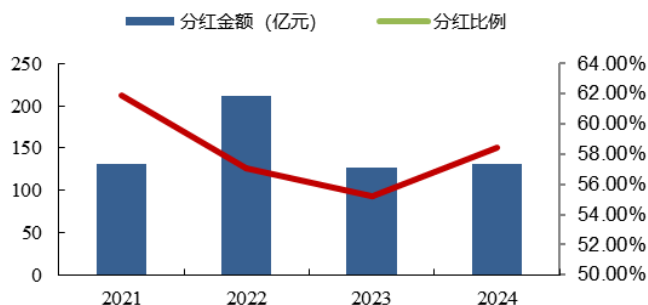
### 5.3 公司资金充裕，高分红重回报，彰显投资价值

截至 2024 年末，公司货币资金 297.01 亿元，同比增加 35.21%。2025Q1 公司货币资金 329.71 亿元，同比增加 16.84%，货币资金情况良好，为分红提供保障。

2023 年 12 月证监会发布《上市公司现金分红》，明确鼓励现金分红、引导合理分红。2024 年 1 月国资委提出研究将市值管理（最新）纳入央企负责人业绩考核，提倡加大现金分红力度回报投资者。2024 年 3 月上交所发布《关于开展沪市公司“提质增效重回报”专项行动的倡议》，倡议增加投资者回报以及加强投资者沟通。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。公司积极响应号召，维持高分红回报力度，2024 年于二季度、三季度进行了两次中期现金分红，全年总现金分红金额达 130.70 亿元，占当年归属于上市公司股东净利润的 58.45%。同时公司在 2025 年发布的提质增效重回报行动方案中提到将持续统筹好经营发展、业绩增长与股东回报的动态平衡，建立“长期、稳定、可持续”的股东价值回报机制，结合资金使用安排和经营发展需要，合理制定并披露中长期分红规划。

**图16：公司货币资金**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图17：分红金额及比例**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6. 投资建议

陕西煤业 2024 年产量及销量均增长，经营能力保持稳健。公司拥有优质煤炭资源，煤炭产量（2021-2024 年）逐年提高，同时成本管控良好，单位完全成本持续降低。2024 年公司收购陕煤电力实施煤电一体化战略，并对电力业务增大资本开支，促进公司高质量发展，有望帮助公司增加盈利。公司分红持续位于高位，彰显公司股东回报信心。我们预测，陕西煤业 2025-2027 年归母净利润 194.83/201.40/211.47 亿元，对应 EPS 分别为 2.01/2.08/2.18 元/股，对应 PE 9.65/9.33/8.89 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

（1）宏观经济复苏程度不及预期风险；（2）行业面临有效需求不足的风险；（3）煤价波动不及预期的风险；（4）安全事故风险、井田批复进度不及预期风险。

**附表：公司盈利预测表**

|                 | 单位:百万元  |         |         |         |         | 利润表            |         |         |         |         | 单位:百万元  |  |       |       |       |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|-------|-------|-------|
|                 | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |  | 2023A | 2024A | 2025E |
| <b>流动资产合计</b>   | 50,324  | 52,178  | 53,384  | 61,889  | 73,993  | <b>营业收入</b>    | 170,872 | 184,145 | 167,762 | 174,890 | 181,161 |  |       |       |       |
| 货币资金            | 21,967  | 29,701  | 34,094  | 42,127  | 53,543  | <b>营业成本</b>    | 106,188 | 123,951 | 109,258 | 109,767 | 119,801 |  |       |       |       |
| 应收账款            | 3,989   | 5,774   | 4,140   | 4,316   | 4,470   | 营业税金及附加        | 11,106  | 10,270  | 9,333   | 9,929   | 10,810  |  |       |       |       |
| 其他应收款           | 261     | 234     | 732     | 386     | 403     | 营业费用           | 841     | 917     | 1,007   | 5,247   | 1,812   |  |       |       |       |
| 预付账款            | 4,281   | 4,961   | 4,892   | 5,099   | 5,282   | 管理费用           | 7,843   | 6,950   | 15,099  | 15,740  | 12,681  |  |       |       |       |
| 存货              | 2,405   | 4,144   | 3,105   | 3,120   | 3,405   | 财务费用           | -417    | 348     | 553     | 363     | 203     |  |       |       |       |
| 其他流动资产          | 17,448  | 6,866   | 6,766   | 6,824   | 6,875   | 研发费用           | 734     | 645     | 630     | 657     | 680     |  |       |       |       |
| <b>非流动资产合计</b>  | 143,577 | 176,374 | 184,972 | 195,623 | 206,597 | 资产减值损失         | -119    | -400    | -361    | -376    | -390    |  |       |       |       |
| 长期股权投资          | 18,172  | 27,272  | 30,795  | 34,334  | 37,896  | 公允价值变动收益       | -4,601  | -253    | 0       | 0       | 0       |  |       |       |       |
| 固定资产            | 83,022  | 97,338  | 95,048  | 95,249  | 97,898  | 投资净收益          | 2,470   | 3,550   | 6,861   | 6,861   | 6,861   |  |       |       |       |
| 无形资产            | 27,594  | 27,546  | 23,020  | 18,482  | 13,930  | 加：其他收益         | 181     | 210     | 174     | 174     | 174     |  |       |       |       |
| 其他非流动资产         | 8,342   | 10,192  | 10,112  | 10,029  | 9,945   | <b>营业利润</b>    | 42,508  | 44,172  | 38,558  | 39,846  | 41,821  |  |       |       |       |
| <b>资产总计</b>     | 193,902 | 228,553 | 238,355 | 257,512 | 280,590 | 营业外收入          | 77      | 178     | 109     | 109     | 109     |  |       |       |       |
| <b>流动负债合计</b>   | 41,195  | 57,825  | 49,984  | 50,781  | 54,516  | 营业外支出          | 310     | 514     | 471     | 471     | 471     |  |       |       |       |
| 短期借款            | 0       | 1,932   | 0       | 0       | 0       | <b>利润总额</b>    | 42,274  | 43,836  | 38,195  | 39,484  | 41,458  |  |       |       |       |
| 应付账款            | 20,054  | 22,489  | 21,478  | 21,578  | 23,551  | 所得税            | 6,387   | 7,278   | 6,342   | 6,556   | 6,884   |  |       |       |       |
| 其他流动负债          | 21,141  | 33,404  | 28,506  | 29,203  | 30,966  | <b>净利润</b>     | 35,887  | 36,557  | 31,853  | 32,928  | 34,574  |  |       |       |       |
| <b>非流动负债合计</b>  | 28,620  | 42,081  | 39,474  | 36,899  | 34,261  | 少数股东损益         | 14,648  | 14,197  | 12,371  | 12,788  | 13,427  |  |       |       |       |
| 长期借款            | 3,279   | 14,135  | 11,527  | 8,953   | 6,314   | 归属母公司净利润       | 21,239  | 22,360  | 19,483  | 20,140  | 21,147  |  |       |       |       |
| 其他非流动负债         | 25,340  | 27,946  | 27,946  | 27,946  | 27,946  | <b>主要财务比率</b>  |         |         |         |         |         |  |       |       |       |
| <b>负债合计</b>     | 69,815  | 99,906  | 89,457  | 87,680  | 88,777  |                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |  |       |       |       |
| 少数股东权益          | 34,801  | 38,061  | 50,431  | 63,219  | 76,647  | <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |  |       |       |       |
| 实收资本（或股本）       | 9,695   | 9,695   | 9,695   | 9,695   | 9,695   | 营业收入增长(%)      | 2.4%    | 7.8%    | -8.9%   | 4.2%    | 3.6%    |  |       |       |       |
| 资本公积            | 1,152   | 1,223   | 1,223   | 1,223   | 1,223   | 营业利润增长(%)      | -34.2%  | 3.9%    | -12.7%  | 3.3%    | 5.0%    |  |       |       |       |
| 未分配利润           | 78,440  | 79,669  | 87,549  | 95,695  | 104,249 | 归属于母公司净利润增长    | -39.5%  | 5.3%    | -12.9%  | 3.4%    | 5.0%    |  |       |       |       |
| 归属母公司股东权益合计     | 89,286  | 90,586  | 98,467  | 106,613 | 115,167 | <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |  |       |       |       |
| <b>负债和所有者权益</b> | 193,902 | 228,553 | 238,355 | 257,512 | 280,590 | 毛利率(%)         | 37.9%   | 32.7%   | 34.9%   | 37.2%   | 33.9%   |  |       |       |       |
| <b>现金流量表</b>    |         |         |         |         | 单位: 百万元 | 净利率(%)         | 5.2%    | 21.0%   | 19.9%   | 19.0%   | 18.8%   |  |       |       |       |
|                 | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   |         | 营业利润率(%)       | 11.0%   | 9.8%    | 8.2%    | 7.8%    | 7.5%    |  |       |       |       |
| <b>经营活动现金流</b>  | 38,475  | 42,182  | 36,519  | 42,027  | 48,535  | ROE(%)         | 23.8%   | 24.7%   | 19.8%   | 18.9%   | 18.4%   |  |       |       |       |
| 净利润             | 35,887  | 36,557  | 26,289  | 27,363  | 29,010  | <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |  |       |       |       |
| 折旧摊销            | 11,471  | 13,466  | 12,599  | 14,173  | 16,473  | 资产负债率(%)       | 36%     | 44%     | 38%     | 34%     | 32%     |  |       |       |       |
| 财务费用            | -417    | 348     | 553     | 363     | 203     | 流动比率           | 1.22    | 0.90    | 1.07    | 1.22    | 1.36    |  |       |       |       |
| 投资损失            | -2,470  | -3,550  | -6,861  | -6,861  | -6,861  | 速动比率           | 1.02    | 0.72    | 0.88    | 1.03    | 1.17    |  |       |       |       |
| 营运资金变动          | -9,138  | -5,360  | -2,721  | 325     | 3,047   | <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |  |       |       |       |
| 其他经营现金流         | 3,142   | 720     | 6,661   | 6,664   | 6,664   | 总资产周转率         | 0.88    | 0.81    | 0.70    | 0.68    | 0.65    |  |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>  | -14,325 | -5,854  | -15,431 | -19,063 | -21,684 | 应收账款周转率        | 44.86   | 32.29   | 41.62   | 41.62   | 41.62   |  |       |       |       |
| 资本支出            | 7,646   | 11,287  | 17,670  | 21,287  | 23,884  | 应付账款周转率        | 5.31    | 5.53    | 5.12    | 5.12    | 5.12    |  |       |       |       |
| 长期投资            | -4,998  | 4,862   | -523    | -538    | -562    | <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |  |       |       |       |
| 其他投资现金流         | -16,973 | -22,004 | -32,578 | -39,812 | -45,006 | 每股收益(最新摊)      | 2.19    | 2.31    | 2.01    | 2.08    | 2.18    |  |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -51,533 | -35,461 | -16,695 | -14,931 | -15,435 | 每股净现金流(最新)     | 3.56    | 6.26    | 2.17    | 2.34    | 2.76    |  |       |       |       |
| 短期借款增加          | -200    | 1,932   | -1,932  | 0       | 0       | 每股净资产(最新摊)     | 9.21    | 9.34    | 10.16   | 11.00   | 11.88   |  |       |       |       |
| 长期借款增加          | -1,261  | 10,856  | -2,608  | -2,574  | -2,638  | <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |  |       |       |       |
| 普通股增加           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E            | 8.85    | 8.41    | 9.65    | 9.33    | 8.89    |  |       |       |       |
| 资本公积增加          | 454     | 71      | 0       | 0       | 0       | P/B            | 2.11    | 2.08    | 1.91    | 1.76    | 1.63    |  |       |       |       |
| <b>现金净增加额</b>   | -27,383 | 866     | 4,393   | 8,033   | 11,416  | EV/EBITDA      | 4.08    | 4.51    | 4.37    | 4.20    | 3.91    |  |       |       |       |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                         | 日期         |
|--------|--------------------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 煤炭行业：“反内卷”叠加需求旺季来临，煤价反弹支撑较强                | 2025-07-09 |
| 行业普通报告 | 煤炭行业：钢厂和独立焦化厂炼焦煤库存量下降，焦炭、生铁和粗钢提产           | 2025-06-22 |
| 行业普通报告 | 煤炭行业：澳洲和欧洲三港动力煤价涨，煤及褐煤月度进口量下降              | 2025-06-19 |
| 行业深度报告 | 煤炭行业 2025 年中期投资策略：高股息与多频次高分红兼备，煤炭防御性红利价值凸显 | 2025-06-09 |
| 行业普通报告 | 煤炭行业：三港口炼焦煤库存继续减少，全样本独立焦企产能利用率提升           | 2025-05-16 |
| 行业普通报告 | 煤炭行业：动力煤价下跌，三大港口库存增幅明显                     | 2025-05-15 |
| 行业普通报告 | 煤炭行业：三港口炼焦煤库存减少明显，生铁和粗钢月度产量大幅提升            | 2025-04-22 |
| 行业普通报告 | 煤炭行业：南非、欧洲三港动力煤离岸价涨，国际海运费涨                 | 2025-04-18 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 莫文娟

能源行业首席分析师，博士，2019-2020 年在美国康奈尔大学从事生物质能源工作一年。2022 年加入东兴证券，主要覆盖能源开采与转型、碳中和等领域的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526