

陕西煤业 (601225.SH)

降本增效，深耕存量，拓展增量

公司发布 2025 年半年度业绩公告。公司 2025H1 营业收入 779.83 亿元，同比减少 14.19%；归母净利润 76.38 亿元，同比减少 31.18%；2025Q2 营业收入 378.21 亿元，同比减少 20.46%；归母净利润 28.34 亿元，同比减少 54.55%。

自产煤销量环比恢复，成本管控成效显著。

- 产销方面：25H1 公司煤炭产量 8740 万吨，同比+1.2%，销量 12599 万吨，同比+0.92%，其中自产煤销量 8087 万吨，同比+1.4%。25Q2 公司煤炭产量 4346 万吨，环比-1.1%，自产煤销量 4132 万吨，同比-10.2%，环比+4.5%。
- 售价方面：25H1 公司煤炭售价 439.67 元/吨，同比下降 133.37 元/吨 (-23.81%)。其中，外购煤售价 473.35 元/吨，同比下降 167.97 元/吨 (-26.19%)；自产煤售价 420.41 元/吨，同比下降 117.92 元/吨 (-21.90%)。
- 成本方面：25H1 公司原选煤单位完全成本 280 元/吨，同比下降 1.39 元/吨，(-0.49%)，其中，材料费增幅 18.91%、维护及修理费增幅 38.79%、薪酬降幅 3.45%、相关税费降幅 13.50%、其他支出降幅 15.55%。
- 深耕存量、拓展增量。公司全力以赴推动煤矿生产能力核增，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，为可持续发展发掘潜力、积蓄动力。2025 年上半年公司核增了袁大滩煤矿 200 万吨产能，实现袁大滩煤矿 1000 万吨产能核准，增强公司可持续发展能力。

煤电联营稳步推进。

- 产销来看，25H1 公司总发电量 177.69 亿千瓦时，同比下降 11.82%；总售电量 166.19 亿千瓦时，同比下降 11.38%。25Q2 公司总发电量 90 亿千瓦时，环比+3.4%，售电量 85 亿千瓦时，环比+4.0%。
- 利价来看，25H1 公司电力售价 407.64 元/兆瓦时，同比增加 0.79 元/兆瓦时，增幅 0.19%。发电完全成本 342.59 元/兆瓦时，同比增加 0.02 元/兆瓦时，增幅 0.01%。
- 益阳电厂三期提前 2 个月建成投运，节约投资近 10 亿元，度电煤耗较行业平均值低 15%，彬长 CFB 机组累计发电量首破 10 亿千瓦时大关。

中期分红回报市场。根据公司《2025 年中期利润分配方案的公告》，以公司股本 96.95 亿股为基数，向公司股东每 10 股派发现金股利 0.39 元（含税），共计现金分红金额 3.82 亿元，占当期合并报表（未经审计）实现的归属于母公司股东净利润的 5%。

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 年归母净利润分别为 160 亿元、180 亿元、193 亿元，对应 PE 为 12.9X、11.5X、10.8X，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。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
08月27日收盘价(元)	21.39
总市值(百万元)	207,376.05
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)	52.16

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

分析师 鲁昊

执业证书编号: S0680525080006

邮箱: luhao@gszq.com

分析师 张卓然

执业证书编号: S0680525080005

邮箱: zhangzhuoran@gszq.com

相关研究

- 《陕西煤业 (601225.SH): 煤电一体稳步推进, 股息率 6.7%》 2025-04-26
- 《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

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	181,472	184,145	144,956	152,278	157,445
增长率 yoy (%)	8.8	1.5	-21.3	5.1	3.4
归母净利润 (百万元)	23,100	22,360	16,017	18,016	19,279
增长率 yoy (%)	-34.4	-3.2	-28.4	12.5	7.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.38	2.31	1.65	1.86	1.99
净资产收益率 (%)	23.2	24.7	14.8	14.3	13.4
P/E (倍)	9.0	9.3	12.9	11.5	10.8
P/B (倍)	2.1	2.3	1.9	1.7	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 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
流动资产	61326	52178	44132	92880	124275
现金	27232	29701	24058	60658	85266
应收票据及应收账款	4963	4730	3635	3665	3674
其他应收款	1985	732	796	1655	3592
预付账款	5404	4961	5060	9590	11396
存货	3001	4144	2962	7816	9978
其他流动资产	18741	7910	7621	9496	10369
非流动资产	174641	176374	206105	233653	257308
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	27843	31284	33956
资产总计	235967	228553	250237	326534	381583
流动负债	53036	57825	46873	93244	114333
短期借款	2427	1932	2798	2983	3509
应付票据及应付账款	23724	22489	20176	38656	46325
其他流动负债	26886	33404	23899	51604	64500
非流动负债	43856	42081	47092	47914	50728
长期借款	16986	13875	18731	19603	22467
其他非流动负债	26869	28207	28361	28311	28261
负债合计	96892	99906	93965	141158	165061
少数股东权益	39297	38061	48301	59819	72146
股本	9695	9695	9695	9695	9695
资本公积	12066	1223	1223	1223	1223
留存收益	71326	71865	87500	105086	123906
归属母公司股东权益	99778	90586	107971	125557	144376
负债和股东权益	235967	228553	250237	326534	381583

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41986	42350	27843	76149	61150
净利润	38343	36557	26258	29534	31605
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	-8814	33879	13654
其他经营现金流	3054	689	1413	616	694
投资活动现金流	-15303	-5854	-39143	-39153	-38354
资本支出	-12808	-13816	-36136	-36351	-36220
长期投资	-4998	4862	-4908	-6277	-5592
其他投资现金流	2502	3100	1900	3475	3458
筹资活动现金流	-53618	-35461	5657	-395	1813
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	-64	-1453	-1577
现金净增加额	-26936	1035	-5643	36600	24608

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	181472	184145	144956	152278	157445
营业成本	113728	123951	99841	103306	106619
营业税金及附加	11331	10270	8552	8832	9132
营业费用	865	917	797	761	709
管理费用	8360	6950	5798	5787	5511
研发费用	806	645	580	533	472
财务费用	241	348	442	660	278
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
营业利润	45367	44172	32462	36000	38281
营业外收入	90	178	80	80	80
营业外支出	457	514	520	497	511
利润总额	45000	43836	32022	35583	37851
所得税	6657	7278	5764	6049	6245
净利润	38343	36557	26258	29534	31605
少数股东损益	15243	14197	10241	11518	12326
归属母公司净利润	23100	22360	16017	18016	19279
EBITDA	59896	55029	44251	50980	55868
EPS (元/股)	2.38	2.31	1.65	1.86	1.99

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.8	1.5	-21.3	5.1	3.4
营业利润(%)	-29.5	-2.6	-26.5	10.9	6.3
归属母公司净利润(%)	-34.4	-3.2	-28.4	12.5	7.0
获利能力					
毛利率(%)	37.3	32.7	31.1	32.2	32.3
净利率(%)	12.7	12.1	11.0	11.8	12.2
ROE(%)	23.2	24.7	14.8	14.3	13.4
ROIC(%)	24.4	23.4	14.8	14.3	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	43.7	37.6	43.2	43.3
净负债比率(%)	-2.5	-8.5	-0.2	-19.4	-26.4
流动比率	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.5	0.4
应收账款周转率	49.3	39.1	35.2	42.4	43.6
应付账款周转率	5.2	5.4	4.7	3.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.38	2.31	1.65	1.86	1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	4.33	4.37	2.87	7.85	6.31
每股净资产(最新摊薄)	10.29	9.34	11.14	12.95	14.89
估值比率					
P/E	9.0	9.3	12.9	11.5	10.8
P/B	2.1	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	3.3	3.9	4.7	3.4	2.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 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。

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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		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

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