

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

陕西煤业 (601225. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升：煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

李睿：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

刘波：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编：100031

煤炭产销量稳中有进，下半年业绩回升可期

2025 年 8 月 28 日

事件：2025 年 8 月 27 日，陕西煤业发布 2025 年半年度报告，公司实现营业收入 779.83 亿元，同比下降 14.19%；实现归母净利润 76.38 亿元，同比下降 31.18%；扣非后归母净利润为 72.23 亿元，同比下降 35.41%；经营活动现金流量净额为 158.15 亿元，同比下降 27.79%。

二季度公司实现营业收入 378.21 亿元，同比下降 20.46%；归母净利润为 28.34 亿元，同比下降 54.55%；扣非归母净利润为 26.71 亿元，同比下降 54.17%；经营活动现金流量净额为 87.65 亿元，同比下降 33.84%。

点评：

- **煤炭产销稳中有增，售价下滑影响业绩，成本控制保持稳定。**产销量方面，2025 年上半年，公司实现煤炭产量 8739.64 万吨，同比增长 1.15%；实现煤炭销量 12598.92 万吨，同比增长 0.92%，其中自产煤销量 8016.48 万吨，同比增长 2.87%。售价与成本方面，2025 年上半年，公司煤炭售价为 439.67 元/吨，同比下降 23.81%；自产煤售价 420.41 元/吨，同比下降 21.9%。公司持续推进成本管控，原选煤单位完全成本 280 元/吨，同比下降 0.49%，成本优势显著。
- **电力业务运营平稳，在建项目提供增长潜力。**产销量方面，2025 年上半年，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%。售价与成本方面，2025 年上半年，公司电力售价 407.64 元/兆瓦时，同比增加 0.19%；发电完全成本 342.59 元/兆瓦时，同比增加 0.01%；其中燃煤成本 224.42 元/兆瓦时，同比下降 2.73%。公司电力业务价格与成本保持稳健态势。
- **受煤价下行及资管计划清算一次性税费影响，二季度业绩短期承压，下半年有望回升。**公司二季度归母净利润环比下降，一方面是煤炭市场价格持续下跌影响，另一方面是公司二季度清算退出“朱雀新材料二期”资管计划，所得税费用环比提升，对二季度利润产生了一次性冲击。随着迎峰度夏煤炭价格企稳回升和一次性税务影响因素消除，我们认为下半年公司业绩有望回升。
- **煤炭主业稳健成长，优质产能逐步释放。**公司持续推进优质产能建设，2025 上半年，子公司榆林市榆阳中能袁大滩矿业有限公司生产能力由 800 万吨/年核增至 1000 万吨/年，进一步增强公司核心竞争力。远期待来看，公司加快推进小壕兔一号和西部勘探区相关井田批复进度，为“十五五”期间的持续发展积蓄动力。
- **煤电一体化布局增厚业绩，未来成长空间广阔。**2025 上半年，益阳电厂三期提前 2 个月建成投运，较概算节约投资近 10 亿元，度电煤耗较行业平均值低 15%。公司控股燃煤发电机组总装机容量 20280MW，其

中在运燃煤发电机组总装机容量为 8960MW，在建燃煤发电机组总装机容量 11320MW，未来电力板块成长空间广阔。

- **重视投资者回报，中期分红彰显信心。** 公司秉持积极回报股东的理念，2025 年中报拟以公司总股本 96.95 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.39 元（含税），共计派发现金 3.82 亿元，占当期归母净利润的 5%。公司近年来持续高比例分红，2021-2024 年股利支付率均在 55%以上，此次中期分红再次体现了公司对未来发展的信心以及对股东回报的高度重视。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为，未来 3-5 年煤炭行业依旧呈现供给无弹性、需求有弹性的格局，国内动力煤价格中枢有望中高位运行。陕西煤业坐拥陕北优质煤炭资源，成本优势突出，且实施煤电一体化战略，后期具备较大增量空间，公司发展前景广阔。未考虑股权投资股价波动对净利润的影响，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润为 157/168/170 亿元；EPS 为 1.62/1.73/1.75 元/股，PE 为 13.2/12.36/12.19 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	1,815	1,841	1,462	1,533	1,619
同比(%)	8.8%	1.5%	-20.6%	4.9%	5.6%
归属母公司净利润 (亿元)	231	224	157	168	170
同比(%)	-34.4%	-3.2%	-29.7%	6.8%	1.3%
毛利率(%)	37.3%	32.7%	31.2%	31.1%	31.2%
ROE(%)	23.2%	24.7%	15.9%	15.9%	15.2%
EPS (摊薄) (元)	2.38	2.31	1.62	1.73	1.75
P/E	8.98	9.27	13.20	12.36	12.19
P/B	2.08	2.29	2.10	1.97	1.85
EV/EBITDA	3.32	3.90	4.56	4.11	3.75

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价。

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	613	522	534	655	792
货币资金	272	297	336	450	580
应收票据	2	1	1	1	1
应收账款	48	47	41	43	45
预付账款	54	50	40	42	45
存货	30	41	33	35	37
其他	207	86	83	84	84
非流动资产	1,746	1,764	1,850	1,921	1,986
长期股权投资	238	273	273	273	273
固定资产（合计）	1,023	969	992	1,010	1,023
无形资产	288	275	275	275	275
其他	197	246	310	363	415
资产总计	2,360	2,286	2,384	2,575	2,778
流动负债	530	578	498	520	545
短期借款	24	19	19	19	19
应付票据	3	1	1	1	1
应付账款	235	224	195	205	217
其他	269	334	283	294	309
非流动负债	439	421	418	414	414
长期借款	170	139	134	129	129
其他	269	282	284	285	285
负债合计	969	999	917	934	959
少数股东权益	393	381	481	588	697
归属母公司股东权益	998	906	986	1,053	1,121
负债和股东权益	2,360	2,286	2,384	2,575	2,778

重要财务指标		单位：亿元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,815	1,841	1,462	1,533	1,619
同比（%）	8.8%	1.5%	-20.6%	4.9%	5.6%
归属母公司净利润	231	224	157	168	170
同比（%）	-34.4%	-3.2%	-29.7%	6.8%	1.3%
毛利率（%）	37.3%	32.7%	31.2%	31.1%	31.2%
ROE%	23.2%	24.7%	15.9%	15.9%	15.2%
EPS (摊薄)(元)	2.38	2.31	1.62	1.73	1.75
P/E	8.98	9.27	13.20	12.36	12.19
P/B	2.08	2.29	2.10	1.97	1.85
EV/EBITDA	3.32	3.90	4.56	4.11	3.75

利润表		单位:亿元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,815	1,841	1,462	1,533	1,619
营业成本	1,137	1,240	1,005	1,057	1,114
营业税金及附加	113	103	88	92	97
销售费用	9	9	7	8	8
管理费用	84	69	58	61	65
研发费用	8	6	6	6	6
财务费用	2	3	4	3	1
减值损失合计	-1	-2	0	0	0
投资净收益	37	35	17	17	0
其他	-43	-3	2	2	0
营业利润	454	442	312	326	328
营业外收支	-4	-3	-2	-2	0
利润总额	450	438	310	324	328
所得税	67	73	53	49	49
净利润	383	366	258	275	279
少数股东损益	152	142	100	107	109
归属母公司净利润	231	224	157	168	170
EBITDA	599	550	420	437	444
EPS (当年)(元)	2.38	2.31	1.62	1.73	1.75

现金流量表		单位:亿元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	420	424	317	392	419
净利润	383	366	258	275	279
折旧摊销	133	136	106	110	115
财务费用	10	9	7	7	7
投资损失	-37	-35	-17	-17	0
营运资金变动	-100	-58	-46	15	18
其它	31	7	9	2	0
投资活动现金流	-153	-59	-183	-166	-180
资本支出	-128	-138	-183	-182	-180
长期投资	-50	49	0	0	0
其他	25	31	-1	16	0
筹资活动现金流	-536	-355	-94	-112	-109
吸收投资	1	0	0	0	0
借款	150	-36	-5	-5	0
支付利息或股息	-377	-294	-102	-108	-109
现金流净增加额	-269	10	39	114	129

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。