陕西煤业（601225.SH）

产能核增+产销新高，煤价反弹有望带来业绩修复

陕西煤业发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 779.83 亿元，同比下降 14.19%；归母净利润 76.38 亿元，同比下降 31.18%；扣非归母净利润 72.23 亿元，同比下降 35.41%；经营性现金流净额 158.15 亿元，同比下降 27.79%。

- **煤炭业务：煤炭产销创新高，煤价触底反弹可期。**产销量方面，2025 年上半年公司实现煤炭产量 8740 万吨，同比+1.15%，煤炭销量 12599 万吨，同比+0.92%，其中自产煤销量 8016 万吨，同比+2.87%，贸易煤销量 4582 万吨，同比-2.33%，洗煤占总销量比重 21.5%，同比提升 1pct，煤炭产量、销量再创历史新高。价格成本方面，2025 年上半年公司煤炭平均售价为 440 元/吨，同比-133 元/吨，降幅 23.8%，其中外购煤售价 473 元/吨，同比-168 元/吨，降幅 26.2%，自产煤售价 420 元/吨，同比-118 元/吨，降幅 21.9%；原选煤单位完全成本 280 元/吨，同比-1.39 元/吨；煤炭业务实现收入 683.78 亿元，同比-11.67%。下半年随着行业供给收紧，煤价中枢预计上移，叠加成本管控，公司煤炭业务盈利有望修复，成为公司业绩改善的核心驱动力。
- **火电业务：售电减少盈利下滑，下半年需求有望改善。**2025 年上半年公司实现总发电量 177.69 亿千瓦时，同比-11.82%；总售电量 166.19 亿千瓦时，同比-11.38%；公司电力售价 407.64 元/兆瓦时，同比+0.79 元/兆瓦时，增幅 0.19%；度电完全成本 342.59 元/兆瓦时，同比+0.02 元/兆瓦时，增幅 0.01%，度电煤耗较行业平均值低 15%。电力业务实现营业收入 67.75 亿元，同比-11.21%。下半年公司电力机组预计保持稳发多发，持续发挥煤电兜底保障作用，随着三季度电力需求好转，板块业绩有望逐步摆脱短期承压态势。
- **在建项目稳步推进，产能核增助力持续发展。**2025 年上半年公司紧跟榆神三期、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；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，彬长 CFB 机组累计发电量首破 10 亿千瓦时大关，进一步深化煤电联营。同时，公司上半年核增了袁大滩煤矿 200 万吨产能，实现了袁大滩煤矿 1000 万吨产能核准，增强公司可持续发展能力，提升公司的核心竞争力。
- **实施中期分红，积极回报投资者。**2025 年上半年公司净利润 76.38 亿元，满足中期分红的条件，公司拟向股东每 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，占当期合并归母净利润的 5%。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司煤炭资源储备行业领先，煤炭开采技术优越，低成本优势明显，高长协占比提高盈利稳定性，但考虑今年煤炭市场整体面临挑战，煤价下跌幅度较大，因此我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营业收入 1540/1625/1723 亿，同比-16.4%/+5.5%/+6.1%；实现归母净利润 176/188/205 亿，同比-21.3%/+6.7%/+9.0%；对应 EPS 为 1.82/1.94/2.11 元/股，对应 P/E 分别为 11.2/10.5/9.7。
- **风险提示：煤炭生产不及预期，煤炭进口超预期，煤炭价格下跌超预期，煤炭需求不及预期等。**

强烈推荐（维持）

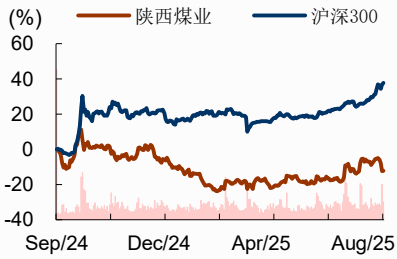
周期/煤炭开采
目标估值：NA
当前股价：20.38 元

基础数据

总股本（百万股）	9695
已上市流通股(百万股)	9695
总市值（十亿元）	197.6
流通市值（十亿元）	197.6
每股净资产（MRQ）	9.2
ROE（TTM）	21.9
资产负债率	42.9%
主要股东	陕西煤业化工集团有限责任
主要股东持股比例	65.25%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	12	-9
相对表现	-8	-4	-46



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《陕西煤业（601225）—资源禀赋造就西北动力煤龙头，高分红彰显投资价值》2025-08-01

谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
原思雨 研究助理
yuansiyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	170872	184145	154006	162478	172306
同比增长	2%	8%	-16%	6%	6%
营业利润(百万元)	42508	44172	34797	37129	40444
同比增长	-34%	4%	-21%	7%	9%
归母净利润(百万元)	21239	22360	17606	18788	20469
同比增长	-40%	5%	-21%	7%	9%
每股收益(元)	2.19	2.31	1.82	1.94	2.11
PE	9.3	8.8	11.2	10.5	9.7
PB	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	50324	52178	49061	62528	79592
现金	21967	29701	29206	41909	58131
交易性投资	16028	5402	5402	5402	5402
应收票据	180	71	59	62	66
应收款项	2938	4659	3897	4111	4360
其它应收款	234	732	612	646	685
存货	2405	4144	3544	3725	3915
其他	6573	7470	6341	6673	7034
非流动资产	143577	176374	187144	196240	203915
长期股权投资	18172	27272	27272	27272	27272
固定资产	82524	96939	110604	122297	132302
无形资产商誉	28103	28018	25216	22695	20425
其他	14778	24145	24051	23976	23915
资产总计	**193902**	**228553**	**236205**	**258768**	**283507**
流动负债	41195	57825	48762	50112	51526
短期借款	0	1932	0	0	0
应付账款	20054	22489	19234	20216	21245
预收账款	8223	7813	6682	7024	7381
其他	12918	25591	22846	22873	22900
长期负债	28620	42081	42081	42081	42081
长期借款	2897	13875	13875	13875	13875
其他	25723	28207	28207	28207	28207
负债合计	**69815**	**99906**	**90844**	**92193**	**93607**
股本	9695	9695	9695	9695	9695
资本公积金	1152	1223	1223	1223	1223
留存收益	78440	79669	85204	94488	104816
少数股东权益	34801	38061	49240	61169	74166
归属于母公司所有者权益	89286	90586	96122	105406	115733
负债权益合计	**193902**	**228553**	**236205**	**258768**	**283507**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38598	42350	41500	47386	51360
净利润	35887	36557	28785	30717	33467
折旧摊销	11471	13466	17158	18870	20323
财务费用	308	861	291	307	325
投资收益	(2470)	(3550)	(3145)	(3318)	(3519)
营运资金变动	(4844)	(6646)	(1838)	582	568
其它	(1754)	1662	250	228	196
投资活动现金流	(14325)	(5854)	(25045)	(24872)	(24671)
资本支出	(10900)	(13893)	(28190)	(28190)	(28190)
其他投资	(3426)	8039	3145	3318	3519
筹资活动现金流	(51533)	(35461)	(16950)	(9811)	(10467)
借款变动	(33484)	(25542)	(4589)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	454	71	0	0	0
股利分配	(21135)	(13806)	(12070)	(9504)	(10142)
其他	2632	3816	(291)	(307)	(325)
现金净增加额	(27260)	1035	(495)	12703	16222

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	170872	184145	154006	162478	172306
营业成本	106188	123951	106010	111423	117094
营业税金及附加	11106	10270	8589	9062	9610
营业费用	841	917	767	809	858
管理费用	7843	6950	5812	6132	6503
研发费用	734	645	540	569	604
财务费用	(417)	348	291	307	325
资产减值损失	(115)	(401)	(345)	(364)	(386)
公允价值变动收益	(4601)	(253)	0	0	0
其他收益	176	211	177	186	198
投资收益	2470	3550	2969	3132	3321
营业利润	42508	44172	34797	37129	40444
营业外收入	77	178	149	157	167
营业外支出	310	514	430	454	481
利润总额	42274	43836	34516	36833	40130
所得税	6387	7278	5731	6116	6663
少数股东损益	14648	14197	11179	11929	12997
归属于母公司净利润	21239	22360	17606	18788	20469

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	8%	-16%	6%	6%
营业利润	-34%	4%	-21%	7%	9%
归母净利润	-40%	5%	-21%	7%	9%
获利能力					
毛利率	37.9%	32.7%	31.2%	31.4%	32.0%
净利率	12.4%	12.1%	11.4%	11.6%	11.9%
ROE	22.1%	24.9%	18.9%	18.6%	18.5%
ROIC	25.8%	26.4%	19.1%	18.4%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	36.0%	43.7%	38.5%	35.6%	33.0%
净负债比率	2.4%	8.1%	5.9%	5.4%	4.9%
流动比率	1.2	0.9	1.0	1.2	1.5
速动比率	1.2	0.8	0.9	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6
存货周转率	41.8	37.9	27.6	30.7	30.7
应收账款周转率	58.9	46.9	35.5	40.0	40.1
应付账款周转率	5.3	5.8	5.1	5.6	5.6
每股资料(元)					
EPS	2.19	2.31	1.82	1.94	2.11
每股经营净现	3.98	4.37	4.28	4.89	5.30
每股净资产	9.21	9.34	9.91	10.87	11.94
每股股利	1.31	1.24	0.98	1.05	1.14
估值比率					
PE	9.3	8.8	11.2	10.5	9.7
PB	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	5.9	5.5	5.9	5.5	5.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。