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2025年半年报：2025H1公司实现营收779.8亿元，同比-14.2%，归母净利润76.4亿元，同比-31.2%。其中2025Q2公司实现营收378.2亿元，同比-20.5%，环比-5.8%，归母净利润28.3亿元，同比-54.6%、环比-41.0%。二季度陕煤朱雀新材料产业2期单一资产管理清算退出，冲回递延所得税费用对利润产生一定影响。

煤炭业务：自产煤产销量、成本保持相对稳定，煤价下行致毛利下滑；积极推进资源接续工作，期待产能增长。2025H1公司煤炭产/销量为8740/12599万吨，同比+1%/+1%；其中自产煤销量8087万吨，同比+1.4%。2025Q2煤炭产量为4346万吨，同环比-3%/-1%，自产煤销量4132万吨，同环比-2%/+4%。2025H1自产煤售价420元/吨，同比-118元/吨；原选煤单位完全成本280元/吨，同比-1.39元/吨，其中材料费增加3.68元/吨，维护及修理费增加4.31元/吨，薪酬减少2.17元/吨，相关税费减少8.08元/吨，其他支出减少2.87元/吨等。上半年自产煤业务实现营收/毛利435/191亿元，同比-14%/-32%。公司积极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；上半年袁大滩煤矿产能核增200万吨至1000万吨。

电力业务：二季度随着下游需求回暖，发售电量改善；售电价、发电成本相对稳定。2025H1公司总发/售电量178/166亿千瓦时，同比-12%/-11%；其中发/售电量90/85亿千瓦时，同比+2%/+3%，环比+3%/+4%。2025H1电力售价408元/兆瓦时，同比增加0.79元/兆瓦时；发电完全成本343元/兆瓦时，同比基本持平。项目进展方面，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。

派发中期分红，积极回报投资者。公司2025年中期拟派发现金红利0.039元/股，分红率为5%。

投资建议：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年归母净利润为158/162/167亿元（前值为187/190/194亿元）。考虑公司煤矿资源优质、产能仍有增长空间，同时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。

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	150,503	158,202	169,864
(+/-%)	2.4%	7.8%	-18.3%	5.1%	7.4%
净利润(百万元)	21239	22360	15817	16169	16659
(+/-%)	-39.5%	5.3%	-29.3%	2.2%	3.0%
每股收益（元）	2.19	2.31	1.63	1.67	1.72
EBIT Margin	25.8%	22.5%	19.8%	19.2%	18.3%
净资产收益率（ROE）	23.8%	24.7%	16.3%	15.6%	15.1%
市盈率（PE）	9.3	8.8	12.5	12.2	11.9
EV/EBITDA	4.8	5.4	7.0	6.8	6.8
市净率（PB）	2.21	2.18	2.04	1.91	1.80

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

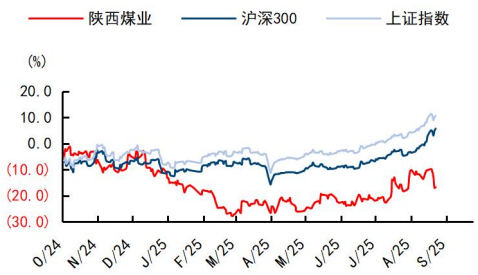
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

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	20.38元
总市值/流通市值	197584/197584百万元
52周最高价/最低价	29.87/18.59元
近3个月日均成交额	953.78百万元

市场走势



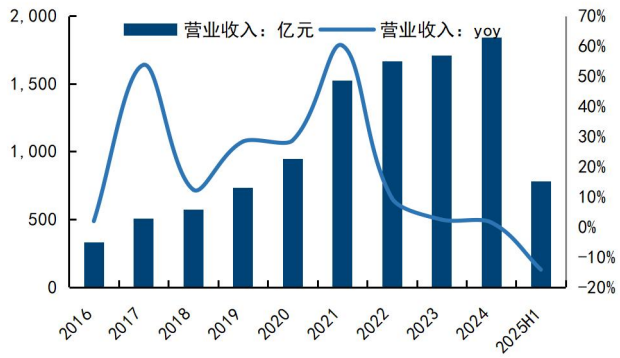
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《陕西煤业（601225.SH）：煤价下行拖累业绩，煤电一体化稳步推进》——2025-05-06
《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

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 779.8 亿元，同比-14.2%，归母净利润 76.4 亿元，同比-31.2%。其中 2025Q2 公司实现营收 378.2 亿元，同比-20.5%，环比-5.8%，归母净利润 28.3 亿元，同比-54.6%、环比-41.0%。二季度陕煤朱雀新材料产业 2 期单一资产管理清算退出，冲回递延所得税费用对利润产生一定影响。

图1：公司营业收入及增速（亿元）



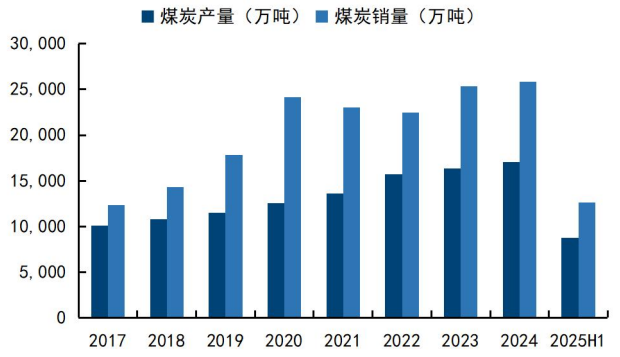
资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

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

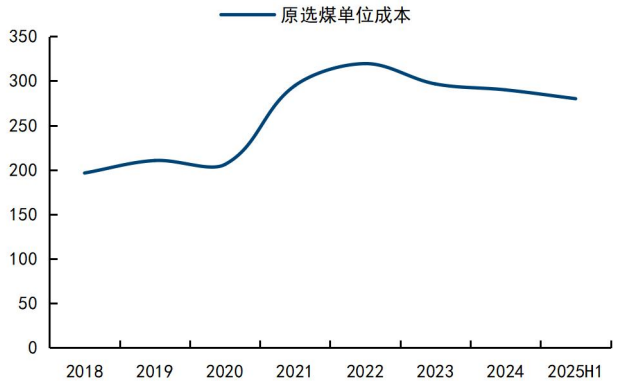
煤炭业务：自产煤产销量、成本保持相对稳定，煤价下行致毛利下滑；积极推进资源接续工作，期待产能增长。2025H1 公司煤炭产/销量为 8740/12599 万吨，同比+1%/+1%；其中自产煤销量 8087 万吨，同比+1.4%。2025Q2 煤炭产量为 4346 万吨，同环比-3%/-1%，自产煤销量 4132 万吨，同环比-2%/+4%。2025H1 自产煤售价 420 元/吨，同比-118 元/吨；原选煤单位完全成本 280 元/吨，同比-1.39 元/吨，其中材料费增加 3.68 元/吨，维护及修理费增加 4.31 元/吨，薪酬减少 2.17 元/吨，相关税费减少 8.08 元/吨，其他支出减少 2.87 元/吨等。上半年自产煤业务实现营收/毛利 435/191 亿元，同比-14%/-32%。公司积极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；上半年袁大滩煤矿产能核增 200 万吨至 1000 万吨。

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

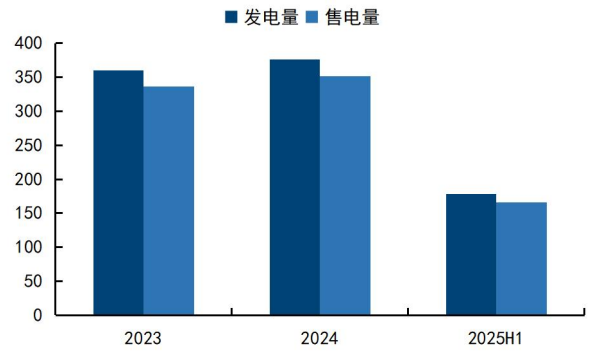
图4：公司原选煤单位完全成本（元/吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

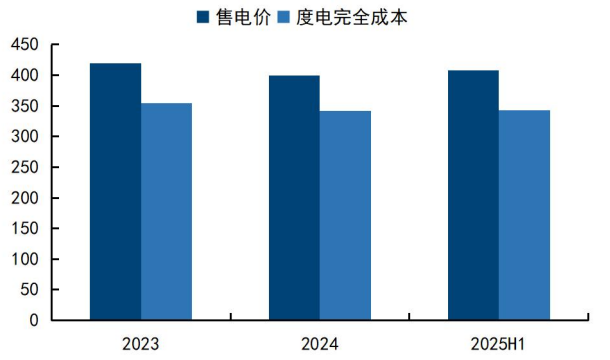
电力业务：二季度随着下游需求回暖，发售电量改善；售电价、发电成本相对稳定。2025H1 公司总发/售电量 178/166 亿千瓦时，同比-12%/-11%；其中发/售电量 90/85 亿千瓦时，同比+2%/+3%，环比+3%/+4%。2025H1 电力售价 408 元/兆瓦时，同比增加 0.79 元/兆瓦时；发电完全成本 343 元/兆瓦时，同比基本持平。项目进展方面，益阳电厂三期提前 2 个月建成投运，较概算节约投资近 10 亿元。

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

派发中期分红，积极回报投资者。公司 2025 年中期拟派发现金红利 0.039 元/股，分红率为 5%。

投资建议：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 年归母净利润为 158/162/167 亿元（前值为 187/190/194 亿元）。考虑公司煤矿资源优质、产能仍有增长空间，同时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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21967	29701	31287	43586	59695
应收款项	3351	5275	4311	4532	4866
存货净额	2405	4144	3499	3688	4016
其他流动资产	6570	7653	6255	6575	7060
流动资产合计	**50324**	**52178**	**50757**	**63785**	**81041**
固定资产	88537	110494	112807	110457	105423
无形资产及其他	27594	27546	26169	24791	23414
投资性房地产	9274	11062	11062	11062	11062
长期股权投资	18172	27272	32211	38390	45129
资产总计	**193902**	**228553**	**233006**	**248486**	**266069**
短期借款及交易性金融负债	1848	4589	4589	4589	4589
应付款项	20054	22489	18989	20011	21792
其他流动负债	19294	30747	25880	27287	29720
流动负债合计	**41195**	**57825**	**49458**	**51887**	**56100**
长期借款及应付债券	2897	13875	13875	13875	13875
其他长期负债	25723	28207	30690	33174	35658
长期负债合计	**28620**	**42081**	**44565**	**47049**	**49533**
负债合计	**69815**	**99906**	**94024**	**98936**	**105633**
少数股东权益	34801	38061	42075	46178	50406
股东权益	89286	90586	96908	103371	110030
负债和股东权益总计	**193902**	**228553**	**233006**	**248486**	**266069**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	2.19	2.31	1.63	1.67	1.72
每股红利	3.83	3.03	0.98	1.00	1.03
每股净资产	9.21	9.34	10.00	10.66	11.35
ROIC	38.30%	33.94%	22%	23%	26%
ROE	23.79%	24.68%	16%	16%	15%
毛利率	38%	33%	30%	29%	29%
EBIT Margin	26%	22%	20%	19%	18%
EBITDA Margin	33%	30%	28%	27%	26%
收入增长	2%	8%	-18%	5%	7%
净利润增长率	-40%	5%	-29%	2%	3%
资产负债率	54%	60%	58%	58%	59%
股息率	18.8%	14.9%	4.8%	4.9%	5.1%
P/E	9.3	8.8	12.5	12.2	11.9
P/B	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	4.8	5.4	7.0	6.8	6.8

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**170872**	**184145**	**150503**	**158202**	**169864**
营业成本	106188	123951	105382	111708	121433
营业税金及附加	11106	10270	8394	8823	9474
销售费用	841	917	749	788	846
管理费用	7843	6950	5680	5971	6411
研发费用	734	645	527	554	595
财务费用	(417)	348	484	380	167
投资收益	2470	3550	2500	2500	2500
资产减值及公允价值变动	(4728)	(425)	(653)	(653)	(653)
其他收入	(546)	(663)	(316)	(343)	(384)
营业利润	42508	44172	31344	32036	32996
营业外净收支	(234)	(336)	(336)	(336)	(336)
利润总额	**42274**	**43836**	**31008**	**31700**	**32660**
所得税费用	6387	7278	5148	5263	5423
少数股东损益	14648	14197	10043	10267	10578
归属于母公司净利润	**21239**	**22360**	**15817**	**16169**	**16659**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	21239	22360	15817	16169	16659
资产减值准备	(626)	46	22	(0)	(8)
折旧摊销	11446	13390	11878	13074	13767
公允价值变动损失	4728	425	653	653	653
财务费用	(417)	348	484	380	167
营运资本变动	(1278)	9887	(2843)	4184	5542
其它	6460	5629	3992	4104	4236
经营活动现金流	**41969**	**51737**	**29519**	**38184**	**40849**
资本开支	0	(33494)	(13500)	(10000)	(8000)
其它投资现金流	5142	10626	0	0	0
投资活动现金流	**645**	**(31968)**	**(18439)**	**(16179)**	**(14739)**
权益性融资	0	24	0	0	0
负债净变化	(1266)	10978	0	0	0
支付股利、利息	(37093)	(29420)	(9495)	(9707)	(10001)
其它融资现金流	8686	24825	0	0	0
融资活动现金流	**(68033)**	**(12035)**	**(9495)**	**(9707)**	**(10001)**
现金净变动	**(25419)**	**7734**	**1585**	**12299**	**16109**
货币资金的期初余额	47387	21967	29701	31287	43586
货币资金的期末余额	21967	29701	31287	43586	59695
企业自由现金流	0	24320	20363	32575	37249
权益自由现金流	0	60122	19959	32258	37110

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±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±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