



陕西煤业（601225.SH）

煤价下跌业绩承压，2025 中期分红 5%

买入（维持评级）

投资要点：

公司披露 2025H1 业绩：

2025H1 实现营业收入 779.8 亿元，同比-14.2%；实现归母净利润 76.4 亿元，同比-31.2%；实现扣非后归母净利润 72.2 亿元，同比-35.4%。

2025 Q2 实现营业收入 378.2 亿元，同比-20.5%，环比-5.8%；实现归母净利润 28.3 亿元，同比-54.5%，环比-41.0%。

产销小幅增长，煤价下滑背景下业绩承压

25H1 煤炭业务实现营收 683.8 亿元，同比-11.7%；营业成本 489.3 亿元，同比+0.3%；毛利润 194.5 亿元，同比-32.0%。

1) 产销量小幅增长：25H1 原煤产量 8740 万吨，同比+1.1%；煤炭销量 1.26 亿吨，同比+0.9%，其中自产煤销售量 8016 万吨，同比+2.9%。25Q2 原煤产销量 4346/4062 万吨，同比-3.3%/+0.2%。

2) 煤价下滑：25H1 公司煤炭售价为 439.7 元/吨，同比-133.4 元/吨，降幅 23.8%。其中：外购煤售价 473.4 元/吨，同比-168.0 元/吨，降幅 26.2%；自产煤售价 420.4 元/吨，同比-117.9 元/吨，降幅 21.9%。25H1 原选煤单位完全成本 280 元/吨，同比-1.4 元/吨，降幅 0.5%。

电价维稳，25Q2 发售电量同环比增长盈利改善

25H1 电力业务实现营收 67.7 亿元，同比-11.2%，占总营收比 8.7%；营业成本 56.5 亿元，同比-12.1%；毛利润 11.3 亿元，同比-6.7%，毛利率 16.7%，占毛利比 5.2%。

25H1 公司总发电量 178 亿千瓦时，同比-11.8%；总售电量 166 亿千瓦时，同比-11.4%；电力售价 408 元/兆瓦时，同比+0.2%；度电完全成本 343 元/兆瓦时，同比+0.01%；度电毛利 65 元/兆瓦时，同比+1.2%。

其中，25Q2 公司发电量 90 亿千瓦时，同比+1.8%，环比+3.4%；售电量 85 亿千瓦时，同比+3.3%，环比+4.0%。

2025 中期分红占当期归母净利润的 5%

公司 25H1 归母净利润 76.4 亿元，满足中期分红的条件。公司拟以股本 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）实现的归母净利润的 5%。

盈利预测与投资建议

考虑到煤价下行，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 163.8/170.4/188.5 亿元（前值为 187.0/196.7/208.2），对应 EPS 为 1.69/1.76/1.94 元/股。考虑到公司具备优质的煤炭资源禀赋和煤炭开采低成本优势，在煤价修复期具备弹性，业绩低点或已度过，同时持续高分红重视投资者回报，维持“买入”评级。

风险提示

煤炭生产不及预期；煤炭消费不及预期；煤炭进口超预期

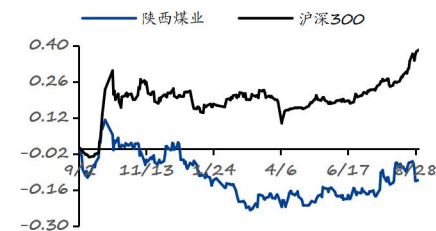
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	170,872	184,145	158,703	164,246	170,128
增长率	2%	8%	-14%	3%	4%
归母净利润（百万元）	21,239	22,360	16,377	17,037	18,855
增长率	-40%	5%	-27%	4%	11%
EPS（元/股）	2.19	2.31	1.69	1.76	1.94
市盈率（P/E）	9.3	8.8	12.0	11.6	10.5
市净率（P/B）	2.2	2.2	2.3	2.4	2.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-09-01
收盘价:	20.33 元
总股本/流通股本(百万股)	9,695.00/9,695.00
流通 A 股市值(百万元)	197,099.35
每股净资产(元)	9.18
资产负债率(%)	42.88
一年内最高/最低价(元)	29.87/18.59

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn
研究助理： 杨心怡(S0210123060032)
YXY30035@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、业绩超预期叠加分红比例提升，配置价值显著——2025.04.27
- 2、24Q3 产销量双增带动营收增长，盈利相对稳定——2024.11.06
- 3、 陕西煤业（601225.SH）西部煤炭航母前行不辍，高分红彰显投资价值——2024.07.10

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	29,701	29,565	25,133	30,690	营业收入	184,145	158,703	164,246	170,128
应收票据及账款	4,730	4,076	4,219	4,370	营业成本	123,951	111,027	112,493	113,983
预付账款	4,961	4,444	4,503	4,562	税金及附加	10,270	9,522	9,855	10,208
存货	4,144	3,712	3,761	3,811	销售费用	917	790	818	847
合同资产	930	801	829	859	管理费用	6,950	5,990	6,199	6,421
其他流动资产	8,642	8,219	8,312	8,409	研发费用	645	556	576	596
流动资产合计	52,178	50,017	45,927	51,842	财务费用	348	425	669	721
长期股权投资	27,272	27,272	27,272	27,272	信用减值损失	-228	30	30	30
固定资产	96,928	91,524	86,830	82,753	资产减值损失	-172	-99	-99	-99
在建工程	13,210	14,210	15,210	16,210	公允价值变动收益	-253	895	-1,000	-1,000
无形资产	27,546	28,708	29,339	29,354	投资收益	3,550	2,535	2,535	2,535
商誉	0	0	0	0	其他收益	211	51	51	51
其他非流动资产	11,418	11,417	11,441	11,484	营业利润	44,172	33,805	35,154	38,870
非流动资产合计	176,374	173,131	170,091	167,073	营业外收入	178	178	178	178
资产合计	228,553	223,148	216,018	218,915	营业外支出	514	514	514	514
短期借款	1,932	1,000	1,000	1,000	利润总额	43,836	33,469	34,818	38,534
应付票据及账款	22,489	20,144	20,410	20,680	所得税	7,278	6,694	6,964	7,707
预收款项	1	1	1	1	净利润	36,557	26,775	27,855	30,827
合同负债	7,812	6,733	6,968	7,217	少数股东损益	14,197	10,398	10,818	11,972
其他应付款	13,540	13,540	13,540	13,540	归属母公司净利润	22,360	16,377	17,037	18,855
其他流动负债	12,051	11,572	11,658	11,749	EPS（按最新股本摊薄）	2.31	1.69	1.76	1.94
流动负债合计	57,825	52,989	53,577	54,188	主要财务比率				
长期借款	13,875	18,875	15,875	20,875		2024A	2025E	2026E	2027E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	28,207	28,207	28,207	28,207	营业收入增长率	7.8%	-13.8%	3.5%	3.6%
非流动负债合计	42,081	47,081	44,081	49,081	EBIT 增长率	5.6%	-23.3%	4.7%	10.6%
负债合计	99,906	100,070	97,658	103,269	归母公司净利润增长率	5.3%	-26.8%	4.0%	10.7%
归属母公司所有者权益	90,586	85,556	80,959	77,210	获利能力				
少数股东权益	38,061	37,521	37,402	38,436	毛利率	32.7%	30.0%	31.5%	33.0%
所有者权益合计	128,647	123,077	118,360	115,646	净利率	19.9%	16.9%	17.0%	18.1%
负债和股东权益	228,553	223,148	216,018	218,915	ROE	17.4%	13.3%	14.4%	16.3%
现金流量表					ROIC	33.6%	26.1%	29.0%	31.5%
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	42,350	37,085	42,226	44,708	资产负债率	43.7%	44.8%	45.2%	47.2%
现金收益	50,371	42,786	43,516	45,991	流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
存货影响	-1,739	432	-49	-50	速动比率	0.8	0.9	0.8	0.9
经营性应收影响	-2,120	1,270	-102	-112	营运能力				
经营性应付影响	14,894	-2,345	266	271	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
其他影响	-19,056	-5,058	-1,405	-1,391	应收账款周转天数	7	10	9	9
投资活动现金流	-5,854	-34,332	-35,837	-35,309	存货周转天数	10	13	12	12
资本支出	-35,039	-12,344	-11,929	-11,382	每股指标（元）				
股权投资	-9,100	0	0	0	每股收益	2.31	1.69	1.76	1.94
其他长期资产变化	38,285	-21,988	-23,908	-23,927	每股经营现金流	4.37	3.83	4.36	4.61
融资活动现金流	-35,461	-2,889	-10,822	-3,843	每股净资产	9.34	8.82	8.35	7.96
借款增加	13,719	4,068	-3,000	5,000	估值比率				
股利及利息支付	-29,420	-19,884	-21,679	-24,909	P/E	9	12	12	10
股东融资	25	0	0	0	P/B	2	2	2	3
其他影响	-19,785	12,927	13,857	16,066	EV/EBITDA	35	41	40	38

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfbzq.com.cn