



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年09月02日

基础数据

09月01日收盘价（元）	20.33
总市值（亿元）	1,970.99
总股本（亿股）	96.95

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】陕西煤业 2024 年年报及 2025 年一季报点评：一体化夯实韧性，高分红如约兑现-2025.05.02

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

陕西煤业(601225.SH)

业绩承压瑕不掩瑜，精控本现金流现曙光

投资要点：

事件：陕西煤业发布 2025 年半年报。陕西煤业 2025 年上半年实现营业收入 779.83 亿元，同比下降 14.19%；营业成本 560.71 亿元，同比下降 6.43%；归母净利润 76.38 亿元，同比下降 31.18%，主要受煤价下跌和所得税拖累。公司拟派发中期分红共计 3.82 亿元，占当期报表归母净利润的 5%。对此我们点评如下：

煤炭以量补价，成本管控仍为核心竞争力。2025 年上半年，公司煤炭业务实现收入 683.78 亿元，占总收入的 87.68%，同比下降 11.67%；完成煤炭产量 8,739.64 万吨，同比增长 1.15%；销量 1.26 亿吨，同比微增 0.92%。同期，公司煤炭售价为 439.67 元/吨，同比下降 133.37 元/吨，降幅 23.81%。其中：自产煤售价 420.41 元/吨，同比下降 117.92 元/吨，降幅 21.90%。成本端，公司原选煤单位完全成本 280 元/吨，同比下降 0.49%。自产煤吨煤净利润 140.41 元/吨，同比减少 116.53 元/吨，吨煤净利润率 33%。

电力业务有序发展。2025 年上半年，公司电力业务营收 67.75 亿元（占比 8.69%），同比下降 11.21%。报告期内，公司总售电量 166.19 亿千瓦时，同比下降 11.38%；售电价 407.64 元/兆瓦时，同比微增 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；度电净利润 65.05 元/兆瓦时。

所得税影响瑕不掩瑜，现金流曙光初现。2025 年第二季度公司产生所得税费用 18 亿元，环比增长 55%，所得税费用与利润总额比值升至 25.7%（25Q1 为 13.7%）。上半年，公司清算退出“朱雀新材料二期”资管计划，投资收益变动对业绩影响进一步减弱。同期，公司经营性现金流净额 87.65 亿元，环比增加 17.15 亿元，增幅 24.3%，曙光初现。

深耕存量、拓展增量。2025 年上半年，公司核增了袁大滩煤矿 200 万吨产能，实现了袁大滩煤矿 1000 万吨产能核准；后续仍有榆神三期、四期矿区规划、小壕兔一号和西部勘探区相关井田项目、陕北优质煤炭资源前期工作等有待推进，为可持续发展积蓄动力。

投资要点：2025 年上半年，公司业绩承压主要反映煤价回落影响，但产量稳健增长及成本管控在一定程度上对冲了价格风险。公司所得税率变化对净利润形成短期冲击，但长期看影响有限。中长期看，煤炭行业刚经历了一轮周期底部，煤价中枢在“反内卷”的供给约束下有望向上修复，公司资源储备优势和高分红策略给后续价值提升充分蓄势。据此，我们调整了盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现归母净利润 181.08/194.86/200.11 亿元，同比分别变化-19.0%/7.6%/2.7%，对应 EPS 为 1.87/2.01/2.06 元，对应 9 月 1 日收盘价的 PE 分别为 10.9/10.1/9.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动、公司产品价格大幅波动、在建工程不及预期、监管政策变化等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	184145	163247	169235	172121
同比增长	1.5%	-11.3%	3.7%	1.7%
归母净利润（百万元）	22360	18108	19486	20011
同比增长	-3.2%	-19.0%	7.6%	2.7%
毛利率	32.7%	30.3%	31.2%	31.3%
ROE	24.7%	16.5%	15.1%	13.5%
每股收益（元）	2.31	1.87	2.01	2.06
市盈率	8.8	10.9	10.1	9.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52178	75089	109077	144407
货币资金	29701	53459	87637	123116
交易性金融资产	5402	5602	5202	4802
应收票据及应收账款	4730	4284	4409	4495
预付款项	4961	4837	4856	4966
存货	4144	3486	3612	3590
其他	3240	3421	3360	3438
非流动资产	176374	178377	177646	175316
长期股权投资	27272	27506	27756	28036
固定资产	96939	97561	96541	93877
在建工程	13555	13647	13725	13791
无形资产	27546	27538	27454	27296
商誉	0	0	0	0
其他	11062	12125	12169	12315
资产总计	228553	253465	286722	319723
流动负债	57825	51331	52854	53272
短期借款	1932	2232	2282	2282
应付票据及应付账款	22489	21669	21837	22302
其他	33404	27430	28735	28688
非流动负债	42081	42486	42686	42886
长期借款	13875	13875	13875	13875
其他	28207	28611	28811	29011
负债合计	99906	93817	95540	96158
股本	9695	9695	9695	9695
未分配利润	70487	85446	101599	118186
少数股东权益	38061	49638	62096	74890
股东权益合计	128647	159649	191182	223565
负债及权益合计	228553	253465	286722	319723

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	22360	18108	19486	20011
折旧和摊销	13635	18467	20201	21830
营运资金的变动	-5842	-5107	1213	117
经营活动产生现金流量	42350	40558	51603	52963
资本支出	-13816	-19425	-19364	-19367
长期投资	4862	66	50	20
投资活动产生现金流量	-5854	-17635	-16775	-16765
债权融资	-1948	-228	250	200
股权融资	25	0	0	0
融资活动产生现金流量	-35461	835	-651	-718
现金净变动	1035	23758	34178	35480

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	184145	163247	169235	172121
营业成本	123951	113757	116482	118327
税金及附加	10270	9649	9721	10030
销售费用	917	796	834	843
管理费用	6950	5714	6155	6142
研发费用	645	649	633	664
财务费用	348	285	-180	-457
投资收益	3550	3265	2539	2582
公允价值变动收益	-253	700	100	100
信用减值损失	-228	50	0	0
资产减值损失	-172	-50	-50	-50
营业利润	44172	36552	38373	39402
营业外收支	-336	-352	-344	-348
利润总额	43836	36201	38029	39054
所得税	7278	6516	6085	6249
净利润	36557	29685	31945	32805
少数股东损益	14197	11577	12458	12794
归属母公司净利润	22360	18108	19486	20011
EPS(元)	2.31	1.87	2.01	2.06

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	1.5%	-11.3%	3.7%	1.7%
营业利润增长率	-2.6%	-17.2%	5.0%	2.7%
归母净利润增长率	-3.2%	-19.0%	7.6%	2.7%
盈利能力				
毛利率	32.7%	30.3%	31.2%	31.3%
归母净利率	12.1%	11.1%	11.5%	11.6%
ROE	24.7%	16.5%	15.1%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	43.7%	37.0%	33.3%	30.1%
流动比率	0.90	1.46	2.06	2.71
速动比率	0.70	1.26	1.86	2.51
营运能力				
资产周转率	79.3%	67.7%	62.7%	56.8%
每股资料(元)				
每股收益	2.31	1.87	2.01	2.06
每股经营现金	4.37	4.18	5.32	5.46
估值比率(倍)				
PE	8.8	10.9	10.1	9.8
PB	2.2	1.8	1.5	1.3

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn