

陕西煤业 (601225.SH)

25 年经营稳健, Q4 煤电销量同比小幅增长

核心观点:

- 煤炭业务: 25 年自产煤销量同比+0.3%, Q4 同比+2.3%, 环比+7.0%。**根据经营数据公告, 25 年 12 月公司煤炭产量 1474 万吨, 同比-1.0%, 环比-0.3%; 自产煤销量 1374 万吨, 同比-4.4%, 环比+1.4%。Q4 煤炭产量 4452 万吨, 同比+4.2%, 环比+3.6%; 自产煤销量 4120 万吨, 同比+2.3%, 环比+7.0%。25 年全年煤炭产量 1.75 亿吨, 同比+2.6%; 自产煤销量 1.61 亿吨, 同比+0.3%。
- 电力业务: 25 年售电量同比-0.8%, Q4 同比+2.9%。**25 年 12 月公司发电量 38.4 亿千瓦时, 同比+5.3%, 环比+22.4%; 售电量 36.3 亿千瓦时, 同比+5.7%, 环比+22.9%。Q4 发电量 103 亿千瓦时, 同比+2.6%, 环比-25.3%; 售电量 96.9 亿千瓦时, 同比+2.9%, 环比-25.3%。25 年全年发电量 418.5 亿千瓦时, 同比-1.5%; 售电量 392.9 亿千瓦时, 同比-0.8%。
- 盈利预测与投资建议。公司资源禀赋优势明显, 受益于成本控制及电力增长盈利和现金流优势突出。**公司资源禀赋优异, 盈利能力突出, 前三季度扣非 ROE 达 12%, 处于行业领先水平。下半年以来, 煤炭价格稳步回升, 业绩相对 Q2 已有显著回升。根据公司中报, 公司持有陕西陕煤供应链有限责任公司股权 45.33%, 参股公司相关债务压力有待进一步观察。中长期公司煤炭和电力业务增长明确: (1) 小壕兔一号和西部勘探区等项目有望推进并释放产能, 集团优质资源存在整合空间; (2) 公司在建火电机组 11320MW, 较目前有 1.3 倍增量。此外, 公司持续进行 60% 以上的分红率, 长期价值凸显。预计 25-27 年归母净利润分别为 172、179 和 186 亿元, 维持公司合理价值 26.63 元/股的观点不变, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**需求可能低预期, 市场煤价波动, 供应链公司债务压力等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	170,872	184,145	163,710	167,454	172,172
增长率 (%)	2.4%	7.8%	-11.1%	2.3%	2.8%
EBITDA	55,931	55,258	47,761	49,971	52,159
归母净利润	21,239	22,360	17,211	17,913	18,599
增长率 (%)	-39.5%	5.3%	-23.0%	4.1%	3.8%
EPS (元/股)	2.19	2.31	1.78	1.85	1.92
市盈率 (P/E)	9.5	10.1	12.4	11.9	11.4
ROE (%)	23.8%	24.7%	17.3%	16.8%	16.3%
EV/EBITDA	3.3	3.8	4.1	3.7	3.2

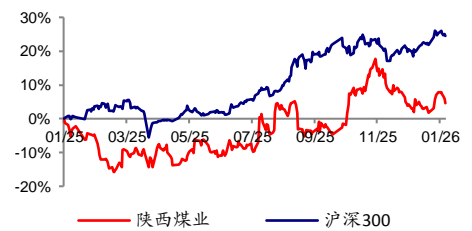
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	21.95 元
合理价值	26.63 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-18

相对市场表现



分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260523030001

SFC CE No. AUS961



010-59136686



shentao@gf.com.cn

分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师:

宋炜



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-38003691



songwei@gf.com.cn

相关研究:

陕西煤业 (601225.SH) :Q3 2025-11-03

归母净利润环比大增 79%,

高股息低估值价值凸显

联系人:

张云瀚 021-38003787

zhangyunhan@gf.com.cn

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	50,324	52,178	57,491	65,468	74,736
货币资金	21,967	29,701	34,622	41,998	50,571
应收及预付	8,096	10,621	10,560	10,801	11,104
存货	2,405	4,144	4,169	4,263	4,383
其他	17,856	7,712	8,140	8,407	8,678
非流动资产总额	143,577	176,374	183,402	188,946	192,659
长期股权投资	18,172	27,272	27,772	28,272	28,772
固定资产	82,524	96,939	102,673	106,517	109,250
在建工程	6,014	13,555	15,555	17,555	18,855
使用权资产	498	399	399	399	399
无形资产	27,594	27,546	26,766	25,966	25,146
其他	8,776	10,664	10,237	10,237	10,237
资产总额	193,902	228,553	240,893	254,414	267,394
流动负债总额	41,195	57,825	46,967	46,949	46,680
短期借款	0	1,932	976	800	700
应付及预收	28,277	30,302	25,077	25,646	26,366
其他	12,918	25,591	20,914	20,503	19,615
非流动负债总额	28,620	42,081	45,717	40,717	34,717
长期借款	2,897	13,875	17,303	12,303	6,303
应付债券	0	0	0	0	0
其他	25,723	28,207	28,414	28,414	28,414
负债总额	69,815	99,906	92,684	87,666	81,397
股本	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695
其他	79,591	80,891	89,525	96,690	104,130
归母权益合计	89,286	90,586	99,220	106,385	113,825
少数股东权益	34,801	38,061	48,989	60,363	72,172
负债和股东权益	193,902	228,553	240,893	254,414	267,394

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	170,872	184,145	163,710	167,454	172,172
营业成本	106,188	123,951	115,447	118,060	121,365
营业税金及附加	11,106	10,270	9,495	9,712	9,986
销售费用	841	917	819	837	861
管理费用	7,843	6,950	6,221	6,363	6,715
研发费用	734	645	573	586	603
财务费用	-417	348	349	237	-69
资产信用减值损失	-119	-400	-90	-80	-70
公允价值变动收益	-4,601	-253	800	500	600
投资收益	2,470	3,550	2,800	2,968	3,100
营业利润	42,508	44,172	34,466	35,246	36,542
营业外收支	-234	-336	-150	-130	-80
利润总额	42,274	43,836	34,316	35,116	36,462
所得税费用	6,387	7,278	6,177	5,829	6,053
合并净利润	35,887	36,557	28,139	29,287	30,409
少数股东损益	14,648	14,197	10,928	11,374	11,810
归母净利润	21,239	22,360	17,211	17,913	18,599
EPS (元/股)	2.19	2.31	1.78	1.85	1.92

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	38,598	42,350	32,441	44,730	46,424
合并净利润	35,887	36,557	28,139	29,287	30,409
折旧摊销	11,593	13,635	16,456	17,876	19,317
营运资金变动	-9,138	-5,360	-9,335	340	-65
其他	0	0	-437	0	-500
投资活动现金流净额	-14,325	-5,854	-11,216	-20,316	-19,698
资本性开支	-10,786	-13,816	-23,028	-23,000	-22,600
投资	-4,998	4,862	-769	-784	-798
其他	1,458	3,100	12,581	3,468	3,700
融资活动现金流净额	-51,533	-35,461	-7,321	-17,039	-18,153
股本融资	125	25	0	0	0
债权融资	-2,074	-1,948	1,747	-5,676	-6,600
股利分配与偿付利息	-37,093	-29,420	-10,992	-11,363	-11,553
其他	-12,491	-4,117	1,924	0	0
现金净增加额	-27,260	1,035	13,904	7,376	8,573
期初现金余额	41,767	19,683	20,718	34,622	41,998
期末现金余额	14,507	20,718	34,622	41,998	50,571

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	2.4%	7.8%	-11.1%	2.3%	2.8%
营业利润增长率	-34.2%	3.9%	-22.0%	2.3%	3.7%
归母净利润增长率	-39.5%	5.3%	-23.0%	4.1%	3.8%
获利能力					
毛利率	37.9%	32.7%	29.5%	29.5%	29.5%
净利率	21.0%	19.9%	17.2%	17.5%	17.7%
ROE	23.8%	24.7%	17.3%	16.8%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	36.0%	43.7%	38.5%	34.5%	30.4%
有息负债率	1.5%	6.9%	7.6%	5.2%	2.6%
流动比率	1.2	0.9	1.2	1.4	1.6
利息保障倍数	137.3	48.4	47.0	52.2	83.5
营运能力					
应收账款周转率	61.7	48.5	36.0	36.0	36.0
存货周转率	44.2	29.9	27.7	27.7	27.7
应付账款周转率	5.3	5.5	6.5	6.5	6.5
每股指标					
每股收益	2.19	2.31	1.78	1.85	1.92
每股净资产	9.21	9.34	10.23	10.97	11.74
每股经营现金流	3.98	4.37	3.35	4.61	4.79
估值比率					
PE	9.5	10.1	12.4	11.9	11.4
PB	2.3	2.5	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	3.3	3.8	4.1	3.7	3.2

广发煤炭开采行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
张 云 瀚：高级分析师，美国哥伦比亚大学硕士。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。