

陕西煤业 (601225.SH)

25 年度派息率约 55%，26Q1 经营现金流大幅增长

核心观点:

- **25 年盈利回落, Q1 扣非业绩环比回升 9%。**公司发布 25 年年报和 26 年一季报, 25 年营业收入 1582 亿元/同比-14.1%, 归母净利润/扣非归母净利润 167.7/153.5 亿元, 同比-25.0%/-27.5%, 其中非经主要来自资产处置损益及交易性金融资产公允价值变动。25 年公司加权 ROE 仍高达 17.9%。26Q1 归母净利润和扣非归母净利润均为 42.1 亿元, 其中扣非净利润环比分别-7.5%/环比+9.4%, Q1 经营性净现金流达到 96.8 亿元, 同比大幅增长 37%。25 年公司拟派发末期股息 0.909 元/股, 加上中期分红, 年度累计派息率 55%(占可供分配利润比重 60%)。
- **25 年煤炭产量和发电量增长 3%和 11%，度电利润回升至 6 分。**根据经营数据公告, **25 年:** 公司煤炭产销量分别为 1.75 亿吨/2.52 亿吨, 同比分别+3%/-3%(自产煤销量 1.60 亿吨/同比持平, 贸易煤销量同比-6%)。吨自产煤价格/成本 459 元/289 元/吨, 同比分别下降 18.2%和 0.5%。公司 25 年发电量 418 亿千瓦时, 同比+11%, 度电利润增长 4%至 6.0 分。**26Q1:** 煤炭产量和自产煤销量分别为 4534/4192 万吨, 同比分别+3%/+6%, 而发电量同比继续增长 20%。
- **盈利预测与投资建议。资源优势明显, 盈利和现金流稳健。**公司资源禀赋优异, 成本控制能力强, 而截至 26Q1 公司账面的专项储备达到 92.6 亿元, 盈利确定性强。随着现货煤价格上涨, 公司优质动力煤盈利和现金流优势进一步显现。根据公司年报, 公司电力和煤炭业务有望稳步增长: (1) 截至 25 年末, 公司在运燃煤发电机组装机容量 10860MW, 在建规模达 9320MW, 较目前增量 86%。(2) 小壕兔一号和西部勘探区等项目有望推进。公司分红多年来保持约 60%, 长期价值凸显。预计 26-28 年归母净利润分别为 189/195/201 亿元, 给予公司 26 年 15 倍 PE, 对应公司合理价值 29.20 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**需求低于预期, 煤价大幅波动, 在建规划项目进展缓慢等。

盈利预测:

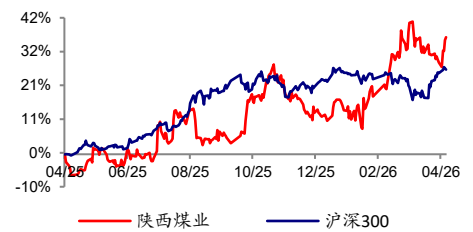
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	184,145	158,179	167,284	172,742	178,744
增长率 (%)	7.8%	-14.1%	5.8%	3.3%	3.5%
EBITDA	55,258	42,100	45,233	46,812	48,462
归母净利润	22,360	16,765	18,870	19,460	20,099
增长率 (%)	5.3%	-25.0%	12.6%	3.1%	3.3%
EPS (元/股)	2.31	1.73	1.95	2.01	2.07
市盈率 (P/E)	10.1	12.3	13.5	13.1	12.7
ROE (%)	24.7%	17.3%	17.9%	17.0%	16.3%
EV/EBITDA	3.8	4.7	5.1	4.6	4.2

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	26.30 元
合理价值	29.20 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-26

相对市场表现



分析师:



安鹏
SAC 执证号: S0260512030008
SFC CE No. BNV176



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

分析师:



张云瀚
SAC 执证号: S0260525030004



021-38003787



zhangyunhan@gf.com.cn

请注意, 张云瀚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 陕西煤业 (601225.SH):Q4 2026-03-11
盈利小幅回落, 25 年 ROE 达 18%, 资源优势凸显
- 陕西煤业 (601225.SH):25 2026-01-18
年经营稳健, Q4 煤电销量同比小幅增长
- 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

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	52,178	50,343	61,483	73,618	87,373
货币资金	29,701	31,798	42,975	54,647	67,891
应收及预付	10,621	9,919	9,753	10,079	10,437
存货	4,144	3,688	3,810	3,945	4,093
其他	7,712	4,939	4,944	4,947	4,951
非流动资产总额	176,374	185,927	193,827	201,032	207,415
长期股权投资	27,272	27,520	28,020	28,520	29,020
固定资产	96,939	104,726	110,753	115,958	120,341
在建工程	13,555	13,739	15,739	17,739	19,739
使用权资产	399	537	537	537	537
无形资产	27,546	26,960	26,460	25,960	25,460
其他	10,664	12,446	12,319	12,319	12,319
资产总额	228,553	236,269	255,310	274,650	294,788
流动负债总额	57,825	51,086	52,555	53,711	55,002
短期借款	1,932	1,639	1,500	1,300	1,100
应付及预收	30,302	31,075	32,289	33,409	34,642
其他	25,591	18,373	18,766	19,002	19,261
非流动负债总额	42,081	47,775	45,775	43,775	41,775
长期借款	13,875	19,822	17,822	15,822	13,822
应付债券	0	0	0	0	0
其他	28,207	27,953	27,953	27,953	27,953
负债总额	99,906	98,862	98,330	97,486	96,778
股本	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695
其他	80,891	87,234	95,725	104,482	113,527
归母权益合计	90,586	96,929	105,420	114,177	123,222
少数股东权益	38,061	40,479	51,559	62,986	74,789
负债和股东权益	228,553	236,269	255,310	274,650	294,788

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	184,145	158,179	167,284	172,742	178,744
营业成本	123,951	112,214	115,950	120,049	124,559
营业税金及附加	10,270	9,448	9,992	10,318	10,677
销售费用	917	882	933	964	997
管理费用	6,950	6,630	7,011	7,240	7,492
研发费用	645	502	531	548	567
财务费用	348	170	229	51	-137
资产信用减值损失	-400	-500	-200	-200	-200
公允价值变动收益	-253	528	0	0	0
投资收益	3,550	3,897	4,092	4,297	4,512
营业利润	44,172	32,563	36,624	37,763	38,994
营业外收支	-336	-226	-226	-226	-226
利润总额	43,836	32,337	36,398	37,537	38,768
所得税费用	7,278	5,728	6,448	6,649	6,867
合并净利润	36,557	26,609	29,951	30,888	31,901
少数股东损益	14,197	9,844	11,081	11,427	11,802
归母净利润	22,360	16,765	18,870	19,460	20,099
EPS (元/股)	2.31	1.73	1.95	2.01	2.07

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	42,350	35,269	40,572	41,310	42,956
合并净利润	36,557	26,609	29,951	30,888	31,901
折旧摊销	13,635	13,505	12,273	13,095	13,917
营运资金变动	-5,360	-1,065	1,645	892	981
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-5,854	-9,523	-6,344	-16,203	-15,988
资本性开支	-13,816	-16,945	-19,873	-20,000	-20,000
投资	4,862	5,181	-500	-500	-500
其他	3,100	2,240	14,030	4,297	4,512
融资活动现金流净额	-35,461	-24,604	-13,113	-13,436	-13,723
股本融资	25	479	0	0	0
债权融资	-1,948	4,479	-2,139	-2,200	-2,200
股利分配与偿付利息	-29,420	-21,782	-10,975	-11,236	-11,523
其他	-4,117	-7,780	0	0	0
现金净增加额	1,035	1,142	21,115	11,671	13,245
期初现金余额	19,683	20,718	21,860	42,975	54,647
期末现金余额	20,718	21,860	42,975	54,647	67,891

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	7.8%	-14.1%	5.8%	3.3%	3.5%
营业利润增长率	3.9%	-26.3%	12.5%	3.1%	3.3%
归母净利润增长率	5.3%	-25.0%	12.6%	3.1%	3.3%
获利能力					
毛利率	32.7%	29.1%	30.7%	30.5%	30.3%
净利率	19.9%	16.8%	17.9%	17.9%	17.8%
ROE	24.7%	17.3%	17.9%	17.0%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	43.7%	41.8%	38.5%	35.5%	32.8%
有息负债率	6.9%	9.1%	7.6%	6.2%	5.1%
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6
利息保障倍数	48.4	59.2	55.3	63.3	73.7
营运能力					
应收账款周转率	48.5	29.9	29.9	29.9	29.9
存货周转率	29.9	30.4	30.4	30.4	30.4
应付账款周转率	5.5	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标					
每股收益	2.31	1.73	1.95	2.01	2.07
每股净资产	9.34	10.00	10.87	11.78	12.71
每股经营现金流	4.37	3.64	4.18	4.26	4.43
估值比率					
PE	10.1	12.3	13.5	13.1	12.7
PB	2.5	2.1	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	3.8	4.7	5.1	4.6	4.2

广发煤炭开采行业研究小组

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：资深分析师，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。