

# 煤炭业务有弹性、电力业务有成长

## 陕西煤业 (601225.SH) 2025 年报及 2026 一季报点评

### 核心观点

- 事件:** 2026 年 4 月 24 日, 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报: (1) 2025 年营业收入 1581.8 亿元, 同比下降 14.1%, 归母净利润 167.7 亿元, 同比下降 25.0%, 扣非净利润 153.5 亿元, 同比下降 27.5%; (2) 2026 年 Q1 营业收入为 389.5 亿元, 同比下降 3.0%, 归母净利润为 42.1 亿元, 同比下降 12.4%, 扣非净利润 42.1 亿元, 同比下降 7.5%。
- 公司煤炭产量稳健增长, 盈利有弹性。** (1) 2025 年公司实现煤炭产量 17489 万吨, 同比增加 2.6%, 实现自产煤销量 15985 万吨, 同比下降 0.2%; (2) 2026 年 Q1, 公司实现煤炭产量 4534 万吨, 同比增加 3.2%, 实现自产煤销量 4202 万吨, 同比增加 2.6%; (3) 2025 年公司自产煤平均售价 444 元/吨, 同比下降 88 元/吨, 2025 年秦皇岛港口 5500 大卡动力煤均价为 698 元/吨, 当前已上升至 780 元/吨以上, 预计公司 2026 年 Q2 业绩将明显好转。
- 公司售电量提升, 电力业务有成长性。** (1) 2025 年公司总发电量 418 亿千瓦时, 同比上升 11.3%, 总售电量 393 亿千瓦时, 同比上升 11.9%; (2) 2026 年 Q1, 公司总发电量 105 亿千瓦时, 同比上升 19.9%, 总售电量 99 亿千瓦时, 同比上升 21.3%; (3) 公司 2026 年资本开支计划 167.6 亿元, 其中电力业务方面计划资本支出 151.8 亿元。
- 公司资产负债率较低、分红稳健。** (1) 2026 年 Q1, 公司资产负债率由 2025 年末的 42% 降至 40%; (2) 公司 2025 年度与中期利润分配金额合计 91.9 亿元, 占 2025 年归母净利润的 54.8%, 占公司当年实现可供分配利润的 60%, 以 4 月 27 日股价测算, 股息率 3.7%。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到当前煤价有所提升, 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.98、2.29、2.37 元 (原 2026-2027 年预测为 2.02、2.15 元), 公司煤炭业务有弹性、电力业务有成长性, 参考行业 2027 年平均 PE13 倍, 上调目标价至 29.8 元, 维持“增持”评级。

### 风险提示

经济失速下滑; 政府进一步调控大宗商品价格; 公司产能利用率不及预期; 海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	184,145	158,179	167,984	178,387	180,905
同比增长(%)	1.5%	-14.1%	6.2%	6.2%	1.4%
营业利润(百万元)	44,172	32,563	37,289	43,087	44,542
同比增长(%)	-2.6%	-26.3%	14.5%	15.5%	3.4%
归属母公司净利润(百万元)	22,360	16,765	19,215	22,221	22,975
同比增长(%)	-3.2%	-25.0%	14.6%	15.6%	3.4%
每股收益(元)	2.31	1.73	1.98	2.29	2.37
毛利率(%)	32.7%	29.1%	31.0%	32.9%	33.2%
净利率(%)	12.1%	10.6%	11.4%	12.5%	12.7%
净资产收益率(%)	23.5%	17.9%	18.8%	19.8%	18.8%
市盈率	11.0	14.7	12.8	11.1	10.7
市净率	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持 (维持)
股价 (2026 年 04 月 27 日)	25.38 元
目标价格	29.77 元
52 周最高价/最低价	27.94/17.99 元
总股本/流通 A 股 (万股)	969,500/969,500
A 股市值 (百万元)	246,059
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告发布日期	2026 年 04 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.51	-2.83	18.93	34.56
相对表现%	3.23	-8.79	17.54	8.58
沪深 300%	0.28	5.96	1.39	25.98



### 证券分析师

蒋山 执业证书编号: S0860525110006  
jiangshan2@orientsec.com.cn  
0755-82819271

李晓渊 执业证书编号: S0860525090002  
lixiaoyuan@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

受益于煤价上行的高 ROIC 龙头煤企: 陕西煤业 (601225.SH) 2025-12-14

## 附录

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2026/4/27	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中煤能源	601898	17.49	1.45	1.35	1.53	1.62	12.02	12.97	11.41	10.80
中国神华	601088	46.78	2.57	2.44	2.62	2.73	18.18	19.20	17.85	17.15
兖矿能源	600188	20.80	1.48	0.84	1.56	1.64	14.05	24.91	13.37	12.69
潞安环能	601699	14.95	0.82	0.37	1.05	1.19	18.26	40.10	14.27	12.59
山西焦煤	000983	6.58	0.55	0.36	0.44	0.50	12.02	18.23	14.89	13.12
淮北矿业	600985	14.42	1.80	0.56	1.05	1.32	8.00	25.79	13.78	10.90
华阳股份	600348	9.80	0.62	0.47	0.61	0.71	15.89	20.76	16.08	13.88
晋控煤业	601001	17.95	1.68	1.09	1.25	1.34	10.70	16.40	14.37	13.36
	调整后 平均						13.81	20.88	14.46	12.76

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	29,701	31,798	54,617	81,671	109,929	营业收入	184,145	158,179	167,984	178,387	180,905
应收票据、账款及款项融资	4,844	6,682	7,097	7,536	7,643	营业成本	123,951	112,214	115,901	119,661	120,830
预付账款	4,961	2,771	2,942	3,125	3,169	销售费用	917	882	937	995	1,009
存货	4,144	3,688	3,809	3,932	3,971	管理费用	6,950	6,630	7,041	7,477	7,582
其他	8,527	5,404	4,863	4,882	4,887	研发费用	645	502	533	566	574
<b>流动资产合计</b>	<b>52,178</b>	<b>50,343</b>	<b>73,328</b>	<b>101,146</b>	<b>129,598</b>	财务费用	348	170	682	433	156
长期股权投资	27,272	27,520	27,520	27,520	27,520	资产、信用减值损失	400	500	299	244	137
固定资产	96,928	104,681	110,283	111,347	109,167	公允价值变动收益	(253)	528	528	528	528
在建工程	13,210	13,735	9,374	7,194	6,102	投资净收益	3,550	3,897	3,897	3,897	3,897
无形资产	27,546	26,960	25,541	24,122	22,703	其他	(10,060)	(9,143)	(9,728)	(10,350)	(10,500)
其他	11,418	13,031	12,767	12,503	12,240	<b>营业利润</b>	<b>44,172</b>	<b>32,563</b>	<b>37,289</b>	<b>43,087</b>	<b>44,542</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>176,374</b>	<b>185,927</b>	<b>185,485</b>	<b>182,685</b>	<b>177,732</b>	营业外收入	178	91	91	91	91
<b>资产总计</b>	<b>228,553</b>	<b>236,269</b>	<b>258,812</b>	<b>283,832</b>	<b>307,330</b>	营业外支出	514	317	317	317	317
短期借款	1,932	1,639	1,639	1,639	1,639	<b>利润总额</b>	<b>43,836</b>	<b>32,337</b>	<b>37,063</b>	<b>42,861</b>	<b>44,317</b>
应付票据及应付账款	22,489	23,688	24,467	25,261	25,507	所得税	7,278	5,728	6,565	7,592	7,850
其他	33,404	25,759	26,217	26,703	26,821	<b>净利润</b>	<b>36,557</b>	<b>26,609</b>	<b>30,498</b>	<b>35,269</b>	<b>36,466</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>57,825</b>	<b>51,086</b>	<b>52,323</b>	<b>53,602</b>	<b>53,967</b>	少数股东损益	14,197	9,844	11,283	13,048	13,491
长期借款	13,875	19,822	19,822	19,822	19,822	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22,360</b>	<b>16,765</b>	<b>19,215</b>	<b>22,221</b>	<b>22,975</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.31	1.73	1.98	2.29	2.37
其他	28,207	27,953	27,953	27,953	27,953						
<b>非流动负债合计</b>	<b>42,081</b>	<b>47,775</b>	<b>47,775</b>	<b>47,775</b>	<b>47,775</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>99,906</b>	<b>98,862</b>	<b>100,098</b>	<b>101,378</b>	<b>101,742</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	38,061	40,479	51,762	64,810	78,301	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695	营业收入	1.5%	-14.1%	6.2%	6.2%	1.4%
资本公积	1,223	1,365	1,365	1,365	1,365	营业利润	-2.6%	-26.3%	14.5%	15.5%	3.4%
留存收益	71,865	77,238	87,262	97,954	107,597	归属于母公司净利润	-3.2%	-25.0%	14.6%	15.6%	3.4%
其他	7,804	8,631	8,631	8,631	8,631	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>128,647</b>	<b>137,407</b>	<b>158,714</b>	<b>182,454</b>	<b>205,588</b>	毛利率	32.7%	29.1%	31.0%	32.9%	33.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>228,553</b>	<b>236,269</b>	<b>258,812</b>	<b>283,832</b>	<b>307,330</b>	净利率	12.1%	10.6%	11.4%	12.5%	12.7%
						ROE	23.5%	17.9%	18.8%	19.8%	18.8%
						ROIC	24.0%	17.4%	18.0%	18.3%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	43.7%	41.8%	38.7%	35.7%	33.1%
净利润	36,557	26,609	30,498	35,269	36,466	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	30,730	10,875	16,252	18,668	20,879	流动比率	0.90	0.99	1.40	1.89	2.40
财务费用	348	170	682	433	156	速动比率	0.83	0.91	1.33	1.81	2.33
投资损失	(3,550)	(3,897)	(3,897)	(3,897)	(3,897)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	5,395	(6,179)	1,007	448	154	应收账款周转率	35.2	26.4	24.4	24.4	23.9
其它	(27,130)	7,692	(229)	(284)	(391)	存货周转率	34.2	28.2	30.2	30.2	29.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>42,350</b>	<b>35,269</b>	<b>44,313</b>	<b>50,636</b>	<b>53,367</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
资本支出	(48,141)	(16,831)	(16,046)	(16,046)	(16,046)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(3,488)	(245)	0	0	0	每股收益	2.31	1.73	1.98	2.29	2.37
其他	45,775	7,553	4,426	4,426	4,426	每股经营现金流	4.37	3.64	4.57	5.22	5.50
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,854)</b>	<b>(9,523)</b>	<b>(11,621)</b>	<b>(11,621)</b>	<b>(11,621)</b>	每股净资产	9.34	10.00	11.03	12.13	13.13
债权融资	(3,626)	5,823	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(10,844)	142	0	0	0	市盈率	11.0	14.7	12.8	11.1	10.7
其他	(20,991)	(30,569)	(9,873)	(11,961)	(13,488)	市净率	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(35,461)</b>	<b>(24,604)</b>	<b>(9,873)</b>	<b>(11,961)</b>	<b>(13,488)</b>	EV/EBITDA	3.1	5.3	4.2	3.7	3.5
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.2	7.0	6.0	5.3	5.1
<b>现金净增加额</b>	<b>1,035</b>	<b>1,142</b>	<b>22,819</b>	<b>27,054</b>	<b>28,258</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。