

陕西煤业 (601225.SH)

买入 (维持评级)

煤价下行业绩承压, 高分红比例延续

投资要点:

公司披露 2025 年及 2026Q1 业绩:

2025 年实现营业收入 1581.8 亿元, 同比-14.1%; 实现归母净利润 167.6 亿元, 同比-25%。2026 Q1 实现营业收入 389.5 亿元, 同比-3%; 实现归母净利润 42.1 亿元, 同比-12.4%。

产销小幅增长, 煤价下滑背景下业绩承压

2025 年煤炭业务实现营收 1388 亿元, 同比-14.7%; 营业成本 969.1 亿元, 同比-9.4%; 毛利润 418.9 亿元, 同比-24.9%。

1) 产销量小幅增长: 2025 年原煤产量 174.9 百万吨, 同比+2.6%; 煤炭销量 251.9 百万吨, 同比-2.5%, 其中自产煤销售量 159.8 百万吨, 同比-0.2%。26Q1 原煤产量 45.34 百万吨, 同比+3.2%, 其中自产煤销售量 41.92 百万吨, 同比+6%。

2) 煤价下滑: 2025 年公司煤炭售价为 551 元/吨, 同比-12.5%。其中: 外购煤售价 486.2 元/吨, 同比-20.2%; 自产煤售价 443.8 元/吨, 同比-16.6%。

电价维稳, 2025 年发售电量同比增长盈利改善

2025 年电力业务实现营收 155 亿元, 同比-3.9%, 占总营收比 9.8%; 营业成本 131 亿元, 同比-5.8%; 毛利润 25 亿元, 同比+7.4%, 毛利率 15.8%, 占毛利比 5.4%。

2025 年公司总发电量 418 亿千瓦时, 同比+11.2%; 总售电量 393 亿千瓦时, 同比+11.9%; 电力售价 396 元/兆瓦时, 同比-0.9%; 度电完全成本 336 元/兆瓦时, 同比-1.7%; 度电毛利 60 元/兆瓦时, 同比+3.8%。

26Q1 公司发电量 105 亿千瓦时, 同比+19.9%; 售电量 99 亿千瓦时, 同比+21.6%。

2025 年高比例现金分红延续, 股东回报保持稳健

公司 2025 年实现归母净利润 167.65 亿元, 在提取盈余公积后, 可供分配利润为 153.15 亿元。公司拟每 10 股派发现金股利 9.09 元 (含税), 对应现金分红金额 88.11 亿元; 叠加前次中期分红后, 全年累计分红 91.89 亿元, 占可分配利润的 60%, 占归母净利润的 54.81%, 整体分红比例处于较高水平。

盈利预测与投资建议

考虑到煤价上行, 上调公司 26-27 年, 新增 28 年归母净利润预期分别为 199.32、213.37 和 232.16 亿元 (前值 2026-2027 为 170.37、188.55), 对应 EPS 为 2.06、2.20 和 2.39 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。

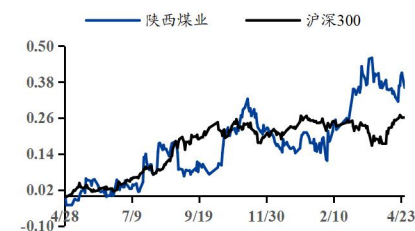
风险提示

煤炭生产不及预期; 煤炭消费不及预期; 煤炭进口超预期

基本数据

日期	2026-04-27
收盘价:	25.38 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)	246,059.10
每股净资产(元)	10.53
资产负债率(%)	40.10
一年内最高/最低价(元)	27.94/18.92

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、煤价下跌业绩承压, 2025 中期分红 5%——2025.09.02
- 2、业绩超预期叠加分红比例提升, 配置价值显著——2025.04.27
- 3、24Q3 产销量双增带动营收增长, 盈利相对稳定——2024.11.06

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	184,145	158,179	180,134	186,903	192,691
增长率	8%	-14%	14%	4%	3%
归母净利润 (百万元)	22,360	16,765	19,932	21,337	23,216
增长率	5%	-25%	19%	7%	9%
EPS (元/股)	2.31	1.73	2.06	2.20	2.39
市盈率 (P/E)	11.0	14.7	12.3	11.5	10.6
市净率 (P/B)	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	31,798	32,431	28,035	30,104	营业收入	158,179	180,134	186,903	192,691
应收票据及账款	6,588	7,502	7,784	8,025	营业成本	112,214	123,625	126,024	128,097
预付账款	2,771	3,052	3,112	3,163	税金及附加	9,448	10,760	11,164	11,510
存货	3,688	4,063	4,142	4,210	销售费用	882	1,005	1,043	1,075
合同资产	560	638	662	682	管理费用	6,630	7,550	7,834	8,076
其他流动资产	5,499	5,949	6,089	6,208	研发费用	502	572	593	612
流动资产合计	50,343	52,998	49,161	51,709	财务费用	170	679	1,013	1,091
长期股权投资	27,520	27,520	27,520	27,520	信用减值损失	-201	-60	-66	-109
固定资产	104,681	114,492	123,183	130,883	资产减值损失	-299	-299	-299	-299
在建工程	13,735	14,735	15,735	16,735	公允价值变动收益	528	-1,624	-2,223	-1,635
无形资产	26,960	26,753	25,677	24,765	投资收益	3,897	3,897	3,897	3,897
商誉	41	41	41	41	其他收益	94	152	152	152
其他非流动资产	12,990	13,085	13,229	13,375	营业利润	32,563	38,117	40,799	44,343
非流动资产合计	185,927	196,626	205,386	213,319	营业外收入	91	91	91	91
资产合计	236,269	249,624	254,547	265,028	营业外支出	317	317	317	317
短期借款	1,639	1,000	3,161	1,000	利润总额	32,337	37,891	40,574	44,118
应付票据及账款	23,688	26,097	26,604	27,041	所得税	5,728	6,255	6,708	7,269
预收款项	2	1	2	2	净利润	26,609	31,636	33,866	36,849
合同负债	7,384	8,409	8,725	8,995	少数股东损益	9,844	11,704	12,529	13,633
其他应付款	5,989	5,989	5,989	5,989	归属母公司净利润	16,765	19,932	21,337	23,216
其他流动负债	12,384	12,875	13,009	13,124	EPS (按最新股本摊薄)	1.73	2.06	2.20	2.39
流动负债合计	51,086	54,372	57,489	56,152					
长期借款	19,822	24,822	21,822	26,822					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	27,953	27,953	27,953	27,953					
非流动负债合计	47,775	52,775	49,775	54,775					
负债合计	98,862	107,147	107,265	110,927					
归属母公司所有者权益	96,929	97,720	97,423	98,036					
少数股东权益	40,479	44,757	49,859	56,066					
所有者权益合计	137,407	142,477	147,282	154,101					
负债和股东权益	236,269	249,624	254,547	265,028					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	35,269	46,464	49,569	52,900
现金收益	40,121	47,164	50,846	54,819
存货影响	457	-375	-79	-68
经营性应收影响	631	-897	-42	6
经营性应付影响	-6,350	2,408	507	438
其他影响	411	-1,835	-1,662	-2,295
投资活动现金流	-9,523	-39,506	-39,284	-38,783
资本支出	-21,034	-25,453	-24,582	-24,667
股权投资	-248	0	0	0
其他长期资产变化	11,758	-14,052	-14,702	-14,115
融资活动现金流	-24,604	-6,325	-14,681	-12,049
借款增加	6,765	4,361	-839	2,839
股利及利息支付	-21,782	-19,621	-21,466	-24,604
股东融资	479	0	0	0
其他影响	-10,066	8,935	7,625	9,715

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-14.1%	13.9%	3.8%	3.1%
EBIT 增长率	-26.4%	18.6%	7.8%	8.7%
归母公司净利润增长率	-25.0%	18.9%	7.0%	8.8%
获利能力				
毛利率	29.1%	31.4%	32.6%	33.5%
净利率	16.8%	17.6%	18.1%	19.1%
ROE	12.2%	14.0%	14.5%	15.1%
ROIC	22.0%	24.5%	25.8%	26.4%
偿债能力				
资产负债率	41.8%	42.9%	42.1%	41.9%
流动比率	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	12	13	13	13
存货周转天数	13	11	12	12
每股指标 (元)				
每股收益	1.73	2.06	2.20	2.39
每股经营现金流	3.64	4.79	5.11	5.46
每股净资产	10.00	10.08	10.05	10.11
估值比率				
P/E	15	12	12	11
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	51	43	40	37

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

华福证券股份有限公司（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“华福证券股份有限公司”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：hfjys@hfzq.com.cn