

2025 年 11 月 06 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 05 日
收盘价 (元)	24.00
一年内最高/最低 (元)	25.65/18.59
总市值 (百万元)	232,680.00
流通市值 (百万元)	232,680.00
总股本 (百万股)	9,695.00
资产负债率 (%)	42.17
每股净资产 (元/股)	9.74

资料来源：聚源数据

陕西煤业 (601225. SH)

——煤电双轮驱动 Q3 业绩修复, 关注一体化及煤价弹性

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年三季报。2025Q1–3**，公司实现营业收入 1180.8 亿元，同比–12.8%；实现归母净利润 127.1 亿元，同比–27.2%；实现扣非后归母净利润 114.9 亿元，同比–31.9%。**2025 年 Q3**，公司实现营业收入 401.0 亿元，同比–10.0%，环比+6.0%；实现归母净利润 50.7 亿元，同比–20.3%，环比+79.1%；实现扣非后归母净利润 42.7 亿元，同比–17.3%，环比+59.9%。
- **前三季度量增本降，Q3 煤价回升带动公司业绩改善。产销量**：2025Q1–3，公司实现煤炭产量 13037 万吨，同比+2.0%，煤炭销量 18920.1 万吨，同比+0.4%，其中自产煤销量 11938 万吨，同比+1.8%，前三季度公司产销量同比提升。**2025Q3**，公司实现煤炭产量 4297 万吨，环比–1.1%，同比+3.9%，实现自产煤销量 3851 万吨，环比–3.5%，同比+2.7%，公司 Q3 产销环比小幅下降，同比保持增长。**价格**：2025Q1–3，公司实现吨煤收入 540.2 元/吨，同比–13.0%，公司煤价下跌主因前三季度煤炭市场中枢价格下行，而第三季度行业煤价回升较为明显，秦皇岛港 5500 大卡动力煤均价环比+6.5%，或带动公司 Q3 煤炭售价上涨，考虑到长协煤履约比例同步改善，公司 Q3 煤炭业务盈利或环比显著提升。**成本**：2025Q1–3，公司实现吨煤销售成本 376.3 元/吨，同比–5.4%，公司成本保持稳定。
- **电力业务回升拉动业绩**。2025Q1–3，公司电力业务实现发/售电量 315.5/296.0 亿千瓦时，同比分别–2.8%/–2.0%，同比降幅较上半年分别缩窄 9.0/9.4pct，其中 2025Q3 发/售电量 137.8/129.8 亿千瓦时，环比分别+52.6%/+53.1%。三季度迎峰度夏，公司电力业务环比大幅回升，并显著缩窄全年发售电降幅。
- **出售信托产品增厚业绩，聚焦煤电主业提高业绩稳定性**。2025Q1–3，公司实现投资净收益 30.6 亿元，同比+30.5%，2025 年 Q3，实现投资净收益 17.9 亿元，环比+240.0%，公司投资净收益大幅提升，主因 Q3 出售信托产品增加收益。截至 2025 年中，公司信托产品投资余额为 7.57 亿元，经过 Q3 出售，公司或已清退大分部信托产品，未来有望更加聚焦煤电主业，提高业绩稳定性。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 171.0/180.1/185.5 亿元，同比增速分别为 –23.6%/+5.3%/+3.0%，当前股价对应的 PE 分别为 13.6/12.9/12.5 倍，若按照公司 2024 年分红率 58.5%进行计算，公司 2025–2027 年股息率分别为 4.3%、4.5%、4.7%。公司优质丰富煤炭资源奠定行业龙头地位，成本优势突出，煤电一体化运营前景广阔，分红稳定，并有望在煤价修复过程中具备较大的业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示**。煤炭价格超预期下跌，电价超预期下跌，新能源转型速度大幅加快。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	170,872	184,145	153,141	159,396	165,857
同比增长率（%）	2.41%	7.77%	–16.84%	4.08%	4.05%
归母净利润（百万元）	21,239	22,360	17,095	18,008	18,554
同比增长率（%）	–39.53%	5.28%	–23.55%	5.34%	3.03%
每股收益（元/股）	2.19	2.31	1.76	1.86	1.91
ROE（%）	23.79%	24.68%	17.55%	17.21%	16.56%
市盈率（P/E）	10.96	10.41	13.61	12.92	12.54

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	29,701	32,938	48,013	64,702
应收票据及账款	5,774	4,802	4,998	5,201
预付账款	4,961	4,126	4,295	4,469
其他应收款	732	609	633	659
存货	4,144	3,568	3,706	3,873
其他流动资产	6,866	6,619	6,669	6,720
流动资产总计	52,178	52,662	68,314	85,624
长期股权投资	27,272	30,833	34,393	37,953
固定资产	97,338	92,093	89,618	89,716
在建工程	13,555	19,296	19,703	16,778
无形资产	27,546	27,123	27,627	28,056
长期待摊费用	472	361	251	140
其他非流动资产	10,192	11,112	11,032	10,952
非流动资产合计	176,374	180,818	182,623	183,595
资产总计	228,553	233,480	250,937	269,219
短期借款	1,932	0	0	0
应付票据及账款	22,489	19,363	20,111	21,017
其他流动负债	33,404	28,524	29,640	30,944
流动负债合计	57,825	47,887	49,751	51,960
长期借款	14,135	11,346	8,415	5,458
其他非流动负债	27,946	27,946	27,946	27,946
非流动负债合计	42,081	39,293	36,361	33,404
负债合计	99,906	87,180	86,112	85,364
股本	9,695	9,695	9,695	9,695
资本公积	1,223	1,223	1,223	1,223
留存收益	79,669	86,507	93,710	101,132
归属母公司权益	90,586	97,424	104,627	112,049
少数股东权益	38,061	48,875	60,198	71,806
股东权益合计	128,647	146,300	164,825	183,855
负债和股东权益合计	228,553	233,480	250,937	269,219

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	36,557	25,043	26,464	27,296
折旧与摊销	13,635	13,117	13,755	14,588
财务费用	348	550	338	139
投资损失	-3,550	-3,550	-3,550	-3,550
营运资金变动	-5,360	-5,252	1,287	1,589
其他经营现金流	720	3,425	3,425	3,425
经营性现金净流量	42,350	33,333	41,718	43,487
投资性现金净流量	-5,854	-14,569	-12,569	-12,569
筹资性现金净流量	-35,461	-15,528	-14,073	-14,229
现金流量净额	1,035	3,237	15,075	16,689

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	184,145	153,141	159,396	165,857
营业成本	123,951	106,725	110,844	115,837
税金及附加	10,270	8,541	8,890	9,250
销售费用	917	762	794	826
管理费用	6,950	5,780	6,016	6,260
研发费用	645	537	559	581
财务费用	348	550	338	139
资产减值损失	-172	-143	-149	-155
信用减值损失	-228	-189	-197	-205
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3,550	3,550	3,550	3,550
公允价值变动损益	-253	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
其他收益	211	211	211	211
营业利润	44,172	33,673	35,370	36,364
营业外收入	178	178	178	178
营业外支出	514	514	514	514
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	43,836	33,337	35,034	36,028
所得税	7,278	5,428	5,704	5,866
净利润	36,557	27,910	29,330	30,162
少数股东损益	14,197	10,815	11,322	11,608
归属母公司股东净利润	22,360	17,095	18,008	18,554
EPS(元)	2.31	1.76	1.86	1.91

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.77%	-16.84%	4.08%	4.05%
营业利润增长率	3.91%	-23.77%	5.04%	2.81%
归母净利润增长率	5.28%	-23.55%	5.34%	3.03%
经营现金流增长率	9.72%	-21.29%	25.15%	4.24%
盈利能力				
毛利率	32.69%	30.31%	30.46%	30.16%
净利率	19.85%	18.22%	18.40%	18.19%
ROE	24.68%	17.55%	17.21%	16.56%
ROA	9.78%	7.32%	7.18%	6.89%
估值倍数				
P/E	10.41	13.61	12.92	12.54
P/S	1.26	1.52	1.46	1.40
P/B	2.57	2.39	2.22	2.08
股息率	5.62%	4.41%	4.64%	4.78%
EV/EBITDA	4	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。