陕西煤业 601225.SH

最新价格	P/E倍数	P/FCF*倍数	FY25股息收益率*	每股净资	年报其语
27.50	15.9x	14.6x	3.4%	10.00	

现金如何产生 | 业务链

采洗→铁路/公路→电力、工业客户。FY25产量17488.90万吨，自产销量15984.77万吨。

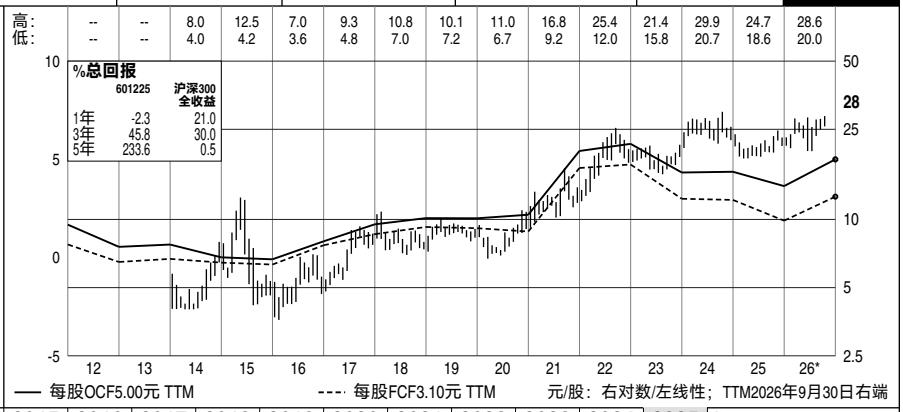
自产均价443.78元/吨（-16.6%，不含运费），毛利率46.86%；贸易毛利率1.39%，量大、利薄。

OCF352.69亿元-现金购建170.60亿元=集团FCF182.10亿元。电力投入、少数股东权利影响归属现金。

业务构成 | FY25

收入	亿元	占比	同比	3Y CAGR
自产煤	878.94	55.6%	-8.9%	-7.0%
贸易煤	509.09	32.2%	-23.1%	-1.6%
电力	155.45	9.8%	-3.9%	--
铁路	2.80	0.2%	-68.0%	-31.8%
其他	35.50	2.2%	-19.7%	1.6%
合计	**1581.79**	**100.0%**	**-14.1%**	**-1.8%**

观察：矿井成本、电力价差与新增资本回报。



价值创造	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	指标	单位
资源与通达 可采储量115.11亿吨；矿权、地质与运输通达支撑低成本，煤炭需求决定价格。	429.66	442.60	432.19	411.50	325.11	331.32	509.27	572.24	737.32	950.63	1523.08	1668.48	1814.72	1841.45	1581.79	**收入**	**亿元**
	35.4%	3.0%	-2.4%	-4.8%	-21.0%	1.9%	53.7%	12.4%	28.8%	28.9%	60.2%	9.5%	8.8%	1.5%	-14.1%	**营收同比**	%
	51.2%	42.6%	33.4%	34.5%	32.2%	43.4%	55.4%	48.7%	40.8%	27.4%	36.8%	45.0%	37.3%	32.7%	29.1%	**毛利率**	%
↓ **收益引擎**	161.60	123.53	75.47	35.85	-11.47	51.20	182.33	190.61	196.72	239.78	418.32	643.74	453.67	441.72	325.63	**营业利润**	**亿元**
	37.6%	27.9%	17.5%	8.7%	-3.5%	15.5%	35.8%	33.3%	26.7%	25.2%	27.5%	38.6%	25.0%	24.0%	20.6%	**营业利润率**	%
	90.74	64.17	34.86	9.51	-29.89	27.55	104.49	109.93	116.40	148.60	214.19	352.02	231.00	223.60	167.65	**归母净利润**	**亿元**
	21.1%	14.5%	8.1%	2.3%	-9.2%	8.3%	20.5%	19.2%	15.8%	15.6%	14.1%	21.1%	12.7%	12.1%	10.6%	**净利率**	%
自产煤 销量15984.77万吨；含运费毛利411.86亿元，占集团毛利89.6%；吨毛利257.66元。	151.03	49.18	59.68	1.21	-8.89	82.67	169.31	197.58	193.81	211.47	526.08	561.25	419.86	423.50	352.69	**OCF**	**亿元**
	35.2%	11.1%	13.8%	.3%	-2.7%	25.0%	33.2%	34.5%	26.3%	22.2%	34.5%	33.6%	23.1%	23.0%	22.3%	**OCF/营收**	%
	1.7x	.8x	1.7x	.1x	.3x	3.0x	1.6x	1.8x	1.7x	1.4x	2.5x	1.6x	1.8x	1.9x	2.1x	**OCF/净利润**	x
贸易煤 销量9203.62万吨，收入509.09亿元，毛利率1.39%；贸易规模不等于采矿利润。	90.92	69.24	65.67	26.88	26.59	20.09	50.12	44.22	48.92	83.02	84.05	101.76	129.58	138.93	170.60	**现金购建支出***	**亿元**
	60.2%	140.8%	110.0%	2213.9%	-299.3%	24.3%	29.6%	22.4%	25.2%	39.3%	16.0%	18.1%	30.9%	32.8%	48.4%	**现金购建/OCF**	%
	60.12	-20.06	-5.99	-25.67	-35.48	62.58	119.19	153.36	144.89	128.44	442.03	459.48	290.28	284.57	182.10	**披露FCF***	**亿元**
	14.0%	-4.5%	-1.4%	-6.2%	-10.9%	18.9%	23.4%	26.8%	19.7%	13.5%	29.0%	27.5%	16.0%	15.5%	11.5%	**FCF/营收**	%
电力 售电392.96亿千瓦时；售价减完全成本的价差60元/兆瓦时，毛利率15.82%。	12.08	.55	--	1.57	--	45.10	--	--	10.30	6.53	1.19	145.52	--	31.45	-.97	**并购及其他***	**亿元**
	8.0%	1.1%	--	129.5%	--	54.6%	--	--	5.3%	3.1%	.2%	25.9%	--	7.4%	-.3%	**收购+无形/OCF**	%
	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	**股权激励费用**	**亿元**
↓ **现金与归属** OCF352.69亿元为合并口径；少数股东损益98.44亿元、现金分红88.06亿元，归属与现金权利须区分。	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	**SBC/OCF**	%
	--	--	--	--	--	--	--	12.80	12.24	--	--	--	--	--	--	**现金回购**	**亿元**
	--	--	--	--	--	--	--	6.5%	6.3%	--	--	--	--	--	--	**回购/OCF**	%
	27.00	31.50	22.50	12.00	3.00	--	11.00	41.80	31.99	34.90	77.56	130.88	211.35	138.06	123.90	**现金股息**	**亿元**
	17.9%	64.0%	37.7%	988.3%	-33.8%	--	6.5%	21.2%	16.5%	16.5%	14.7%	23.3%	50.3%	32.6%	35.1%	**股息/OCF**	%
↓ **再投与FCF** 现金购建170.60亿元后，集团FCF182.10亿元；新增电力产能须赚回资本回报。	--*	--*	12.2%*	5.0%	NM*	7.1%	24.9%	23.3%	23.1%	25.4%	NM*	NM*	NM*	27.45%*	20.08%*	**基础ROIC***	%
	37.9%	22.8%	11.5%	2.9%	-9.0%	8.3%	26.6%	23.2%	21.3%	23.0%	25.6%	34.2%	22.1%	23.5%	17.9%	**ROE**	%
	22.6%	13.9%	7.6%	3.3%	-2.5%	4.6%	15.8%	14.1%	13.4%	14.2%	19.4%	25.0%	16.7%	15.7%	11.4%	**ROA**	%
	90.00	90.00	90.00	100.00	100.00	100.00	100.00	98.42	96.95	96.95	96.95	96.95	96.95	96.95	96.95	**发行在外股数**	**亿股**
	4.77	4.92	4.80	4.12	3.25	3.31	5.09	5.81	7.61	9.81	15.71	17.21	18.72	18.99	16.32	**每股营收**	**元/股**
	1.01	.71	.39	.10	-.30	.28	1.04	1.10	1.20	1.53	2.21	3.63	2.38	2.31	1.73	**稀释EPS***	**元/股**
	1.68	.55	.66	.01	-.09	.83	1.69	2.01	2.00	2.18	5.43	5.79	4.33	4.37	3.64	**每股OCF**	**元/股**
	1.01	.77	.73	.27	.27	.20	.50	.45	.50	.86	.87	1.05	1.34	1.43	1.76	**每股购建支出**	**元/股**
	.67	-.22	-.07	-.26	-.35	.63	1.19	1.56	1.49	1.32	4.56	4.74	2.99	2.94	1.88	**每股FCF**	**元/股**
	.35	.25	.12	.03	--	.11	.42	.33	.36	.80	1.35	2.18	1.32	1.35	.95	**每股股息***	**元/股**
回报条件 矿井成本优势须经受周期检验。新电厂须赚取回报、提高每股归属现金；单纯扩产不足以创造价值。维持性投入与电厂层面股东现金仍待核实。	--	--	--	48.9x	NM	18.5x	6.8x	7.4x	7.3x	5.4x	5.4x	5.1x	7.8x	10.7x	12.1x	**平均P/E**	x
	--	--	--	-3.9%	-7.3%	12.9%	14.6%	20.9%	16.6%	14.2%	37.4%	25.5%	14.3%	12.6%	8.8%	**FCF收益率**	%
	--	--	--	.5%	--	2.3%	5.1%	4.4%	4.0%	8.6%	11.1%	11.7%	6.3%	5.8%	4.4%	**股息率**	%

核心经营指标 | 煤炭与电力

指标	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
产量/万吨	14170	15728	16372	17048	**17489**
自产销量/万吨	14011	15549	15320	16017	**15985**
自产价元/吨*	583.21	668.97	591.08	532.03	**443.78**
矿成本元/吨*	302.93	319.41	296.59	289.92	**288.58**
售电/亿kWh	--	--	336.54	351.26	**392.96**
价差元/MWh*	--	--	64.65	57.82	**60.00**

复合年增长率 | CAGR

	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y
收入	-14.1%	-1.8%	10.7%	17.1%	11.3%
营业利润	-26.3%	-20.3%	6.3%	--	8.4%
归母净利润	-25.0%	-21.9%	2.4%	--	7.8%
OCF	-16.7%	-14.3%	10.8%	--	7.8%
FCF	-36.0%	-26.5%	7.2%	--	9.8%
每股收益	-25.1%	-21.9%	2.5%	--	7.2%
每股FCF	-36.0%	-26.5%	7.2%	--	9.3%

财务状况 | 亿元

	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
总资产	2023.19	2233.33	2359.67	2285.53	2362.69
总负债	760.95	788.96	968.92	999.06	988.62
净资产	1262.24	1444.37	1390.75	1286.47	1374.07
市值*	1182.79	1801.33	2025.29	2255.06	2666.13
类现金*	541.95	479.38	272.32	297.01	317.98
负债/资产	37.6%	35.3%	41.1%	43.7%	41.8%

资本回报： FY11-25：OCF3390.43亿元减现金购建1150.58亿元，得**FCF2239.84亿元。**回购25.04亿元；已付普通股分红**897.45亿元。**分配率41.2%；剩余1317.36亿元尚未扣并购、投资、少数股东权益及偿债，并非闲置现金。

净股数： FY10-25经济股数**90.00亿股 → 96.95亿股（+7.7%）。**IPO增+10.00亿股；FY18-19回购3.05亿股，FY21注销；FY25持平。FY25已付普通股分红**123.90亿元，占集团FCF68.0%。**所属财年股息91.91亿元与实付不同；长期借款198.22亿元，不推定资金来源。

资源赚取稀缺收益。自产煤占FY25收入55.6%、毛利89.6%。地质支撑利润率，但115.11亿吨可采储量不保证数十年的可盈利需求。

区分两种单价口径。自产均价443.78元/吨不含运费。含运费口径：收入549.86元/吨-产品成本292.21元/吨=毛利257.66元/吨。矿成本口径不同，勿直接扣减均价。

集团现金并非全归母。FY25集团净利266.09亿元，少数股东损益98.44亿元、分红88.06亿元。按利润占比缩放集团FCF或扣少数股东分红，均非归母FCF。

扩产须赚回资本。在建932.00万千瓦；现金购建170.60亿元，管理口径95.53亿元。FY26计划167.60亿元非现金指引；维持性投入拆分、新厂回报待核。

现金约束。FY25货币资金317.98亿元，受限99.38亿元；现金等价物218.60亿元，长期借款198.22亿元。投资收益38.97亿元、实收21.41亿元；投资另估，勿重复计入。

煤电能否对冲？2026年上半年自产销量+4.1%、均价+13.5%；电力价差65.05元/兆瓦时→49.39元/兆瓦时。一体化未必抵消周期，须看新增资本现金回报，非扩产。

金额亿元，股数亿股，每股元。FCF*=OCF减长期资产现金购建，为集团口径，非归母FCF；FY22保留原报范围。
股息按实付；DPS按财年，收益率用原值（FY25为0.948元）；现金/股取期末股数（加权待核）；EPS报告值；CAGR起点须为正。
KPI的FY21/23已重述；FY21/22电力--为缺同收购范围基数。构成3Y取FY22原报，电力--；均价不含运费，成本另有口径。
图/股价2026年10月29日；总回报2025年12月31日，税前再投；2026年9月TTM取FY25-9M25+9M26，再除96.95亿股期末股数，置右端。
ROIC*沿用R3，FY11/12及FY21-23资本基数待核；FY15亏损/税率失效。FY25并购-0.97亿元为净流入；--为零/无数据，NM为无意义。
市值*：FY21-24年末，FY25取2026年10月29日价x FY25股数；类现金含受限/定存。试评历史，非预测/Value Line；1波动最小、5最大。
© 2026 年报其语。OnePage原创研究及编排版权所有，保留所有权利。

财务实力	**C**
股价波动（5年）	**3**
盈利稳定性	**4**
现金生成稳定性	**4**

年报其语：全平台同名
搜索·关注·订阅