

评级变动报告

陕西煤业 601225.SH



2026年以来，我国煤炭供给持续偏紧，因此我们对于公司2026年吨煤利润进行上调，且对远期煤价进行修正，导致公司DDM和动态估值均有所上调。

2026年我国煤炭供给呈偏紧态势。我国煤炭供给持续偏紧，2026年1-5月我国规上工业原煤产量19.8亿吨，同比下降0.3%；海关总署近日公布的数据显示，2026年1-5月，我国累计进口煤炭18262.3万吨，同比下降3.2%。

2026年上半年煤炭需求相对韧性。2026年以来我国规上火电发电量持续正增长，其次美伊冲突推高国际油价，高油价带动煤化工产能利用率提升，从而带动化工煤需求旺盛，煤价中枢持续抬升。

陕西煤业作为优质的动力煤企业，公司将持续受益于煤价中枢抬升，根据壹评级DDM估值和动态估值，当前估值处于合理状态。

公司基本信息



陕西煤业是由陕西国资委实控的中国西部龙头动力煤供应商，背靠陕煤集团，以煤炭为主业，发展出“生产-销售-运输”为一体的业务模式，逐步打造“煤电一体化运营”。截至2025年底，公司拥有煤炭储量207.52亿吨、可开采储量115.11亿吨，核定产能1.64亿吨，可开采年限约70年，产煤区90%以上的煤炭储量属于优质煤，公司的煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	☆☆☆☆☆	DDM估值：价值	2037亿(较上期+8.82%)
当前股价	20.7元	盈利趋势	☆☆☆☆☆	状态	合理估值(上行空间+1.5%)
总市值	2006.87亿	产业格局	☆☆☆☆☆		
PE-TTM	12.41	护城河	☆☆☆☆☆	动态估值：价值	1859亿(较上期+8.66%)
PB-MRQ	1.97			状态	合理估值(上行空间-7.4%)

公司盈利预测

陕西煤业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1708.7	1841.4	1581.8	1757.2	1706.3	1691.4	1709.3	1727.4
归母净利润(亿)	212.4	223.6	167.6	197.2	182.2	167.5	168.9	170.2
归母净利润增速(%)	-39.5	5.3	-25.0	17.6	-7.6	-8.1	0.8	0.8
经营性净利润(亿)	364.0	329.6	221.8	272.7	255.0	231.6	233.8	235.9
经营性净利润增速(%)	-18.5	-9.4	-32.7	23.0	-6.5	-9.2	1.0	0.9
经营性归母净利润(亿)	215.4	201.6	139.7	171.8	160.6	145.9	147.3	148.6
经营性归母净利润增速(%)	-27.1	-6.4	-30.7	23.0	-6.5	-9.2	1.0	0.9

资料来源：壹评级

估值评级

DDM估值上升+8.82%：上期 1871.65亿，本期 2036.68亿。动态估值上升+8.66%：上期 1711.04亿，本期 1859.26亿。

我们对公司DDM估值、动态估值进行了上调，主要系我们对公司未来三年和远期业绩进行了调整。

1、我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了调整

1) 未来三年收入预测的提升

未来自产煤销量基本保持不变。考虑到公司2025年自产煤产量基本符合预期，因此我们对于公司未来三年自产煤销量调整不大，但由于贸易煤明显低于预期，我们下修对贸易煤销量的预测，但贸易煤毛利率较低，因此调整贸易煤对收入影响，但对公司利润影响较小。

基于供给偏紧预期，上调公司自产煤单位销售。经审慎评估，我们认为在供给端持续偏紧的背景下，煤价中枢上移，我们对公司自产煤销售价格进行上调，上调2026-2028年公司单吨收入590、570、550元/吨；贸易煤单位销售价格为648、608、608元/吨。

2) 未来三年归母净利润预测的提升

煤价中枢上移，公司自产煤单吨毛利向好。经审慎评估，我们认为在供给端持续偏紧、公司商品煤销售价格上涨的背景下，公司自产煤单吨毛利持续提升，2026-2028年公司单吨毛利分为300、275、250元/吨；维持贸易煤单吨毛利8元/吨的预测。

2、我们对公司远期营业收入和远期利润进行了上调。

我们对公司远期收入进行上调的依据：经过2025年的压力测试，2025年环渤海动力煤平均价格大约在700元/吨，我们认为一定程度代表了中枢价格，参考2025年公司商品煤销售价格，对公司未来煤价进行整体上修，此外把煤炭开采成本提升对煤价中枢的影响纳入预测模型，因此公司整体营业收入存在明显上调。

我们对公司远期利润进行上调的依据：基于我们对公司商品煤销售价格中枢整体上修。2025年公司自产煤单吨毛利大约在258元/吨，我们认为2025年将很大程度能够代表煤炭中枢盈利水平，此前我们预测公司单吨毛利在200元/吨，我们上调公司远期单吨毛利至250元/吨。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务主要为煤炭业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 量：考虑到我国煤炭消费达峰，公司作为煤炭板块龙头企业之一，我们预测2026-2028年公司自产煤销量每年增长2%，2029-2030年每年增长1%，2030年后公司自产煤和贸易煤销量每年小幅下滑1%；

2) 价：基于2026年煤炭供给偏紧预期，我们假设2026-2028年公司自产煤销售价格分别为590、570、550元/吨，参考过去十几年煤炭周期波动以及现在动力煤长协基准价格，基于煤炭行业开采成本上涨，我们假设2028年以后，公司自产煤销售价格每年提升5元/吨；

盈利能力假设：

1) 成本：假设2026-2028年公司自产煤开采成本分别为290、295、300元/吨，随着煤炭开采难度提升，单吨煤炭成本未来每年小幅提升1%左右；

2) 毛利：2026-2028年公司自产煤毛利分别为300、275、250元/吨，我们参考过去十几年动力煤中枢价格，从单吨煤炭毛利角度，假设2028年公司自产煤单吨毛利维持在250元/吨，贸易煤单吨毛利维持在8元/吨；

资产负债假设：

1) 经营性负债率：基于公司作为煤炭企业，业绩具有一定的周期属性，我们认为周期企业的合理经营负债率应该在40%左右，因此我们假设远期公司负债率为40%。

公司整体业绩预测

陕西煤业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1708.7	1841.4	1581.8	1757.2	1706.3	1691.4	1709.3	1727.4
归母净利润(亿)	212.4	223.6	167.6	197.2	182.2	167.5	168.9	170.2
归母净利润增速(%)	-39.5	5.3	-25.0	17.6	-7.6	-8.1	0.8	0.8
经营性净利润(亿)	364.0	329.6	221.8	272.7	255.0	231.6	233.8	235.9
经营性净利润增速(%)	-18.5	-9.4	-32.7	23.0	-6.5	-9.2	1.0	0.9
经营性归母净利润(亿)	215.4	201.6	139.7	171.8	160.6	145.9	147.3	148.6
经营性归母净利润增速(%)	-27.1	-6.4	-30.7	23.0	-6.5	-9.2	1.0	0.9

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

煤炭	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1708.7	1841.4	1581.8	1757.2	1706.3	1691.4	1709.3	1727.4
收入增速(%)	2.4	7.8	-14.1	11.1	-2.9	-0.9	1.1	1.1
经营性净利润(亿)	364.0	329.6	221.8	272.7	255.0	231.6	233.8	235.9
经营性净利率(%)	21.3	17.9	14.0	15.5	14.9	13.7	13.7	13.7
经营性净利润增速(%)	-18.5	-9.4	-32.7	23.0	-6.5	-9.2	1.0	0.9

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
煤炭	-0.1%	中低-	较好	较强	8.5%	6.67	220.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	1468.3	705.3	2173.6	205.7	880.0	360.0	1859.3
公司整体测算(亿)	1468.3	705.3	2173.6	205.7	880.0	360.0	1859.3

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	1837.7	618.3	2456.0	205.7	985.0	360.0	2036.7
公司整体测算(亿)	1837.7	618.3	2456.0	205.7	985.0	360.0	2036.7

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

陕西煤业核心业务为煤炭业务，考虑到煤炭行业属于典型的周期性行业，公司长协煤约为60%，叠加公司收购集团公司火电资产，火电业务能够部分平滑煤炭周期波动对公司业绩影响，综合判断公司估值确定性处于一般水平。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。