陕西煤业 601225.SH

最新市值	最新股价	账面价值	P/E 倍数	P/FCF 倍数	股息收益率
2666	27.50	10.00	15.9x	14.6x	3.4%

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。

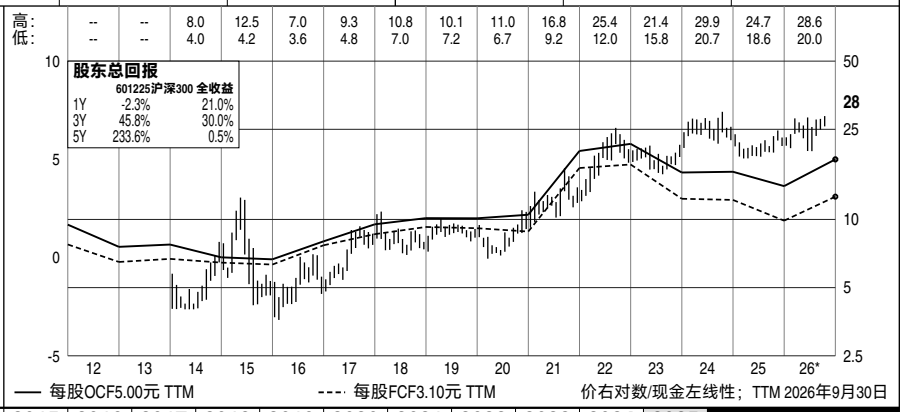
自产均价443.78元/吨（-16.6%，不含运费），毛利率46.86%；贸易毛利率1.39%，量大、利薄。

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	年报其语 6类指标	单位
资源与通达	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**
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。	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**	%
自产煤	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**
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。	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**	%
	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	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**
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。	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	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**
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%。	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**	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	**SBC/OCF**	%
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。	--	--	--	--	--	--	--	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**	--*	--*	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***	%
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。	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**
	--	--	--	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**	%

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。

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。

CNY M/B=百万元/十亿元；FCF*=OCF-长期资产现金购置总额；集团口径；TTM至2026年9月30日=(FY25-9M25+9M26)/9,695M股。
实付；FY25派息0.948；现金/股=期末股数；EPS披露。
FY21/23 KPI重述；电力--无可比基数；Mix 3Y按FY22；ASP不含运费，成本口径异；TR至2025年12月31日，总股息再投。
ROIC*:保留R3口径；FY11/12、FY21-23资本口径待确认；FY15亏损/税率无效。FY25并购净流入-.097B；--=零/不可用；NM=无意义。
市值*：FY21-24取年末；FY25取Oct29股价x FY25股数。类现金含受限/定期资金。历史试评，非预测/Value Line；1=波动最小，5=最大。
来源：公司年报 / 交易所披露；市场数据见注。计算与呈现：年报其语。
© 2026 年报其语。保留所有权利。

年报其语