

能源开采行业公司深度对比专题： 陕西煤业业绩稳健高盈利，兖矿能源弹性充沛高成长

评级：推荐（维持）

陈晨（证券分析师）

S0350522110007

chenc09@ghzq.com.cn

徐萌（联系人）

S0350125070001

xum02@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	7.8%	2.2%	21.9%
沪深300	-0.7%	-6.7%	11.7%

相关报告

《煤炭开采行业周报：供应紧、库存加快去化，煤价重启上涨（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2026-08-09

《煤炭开采行业周报：安监限产与高温旺季共振，动力煤价格蓄势待涨，注重板块投资价值（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2026-08-02

《煤炭开采行业周报：山西新规下，供给收缩的长期逻辑有望强化，海外原油走高，关注国内能源板块配置价值（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2026-07-26

核心提要

- 本篇报告解决了以下核心问题：本文对于陕西煤业及兖矿能源进行对比分析，展示两家主流动力煤企分别展现出的业绩稳健高盈利、弹性充沛高成长特征。
- **（一）基本信息与财务指标对比，陕西煤业盈利更高且稳定性强，兖矿能源弹性对于煤价上涨受益更充分，二者近年分红均趋于平稳且优于样本动力煤企平均水平：**
 - ✓ **股本及业务结构：**陕西煤业与兖矿能源的实控人分别为陕西/山东国资委，主营业务均为煤及下游（陕煤为煤、电，兖矿为煤、化工）。陕煤聚焦主营，煤炭主业毛利占比更高（90%+）；兖矿化工业务毛利占比自2022年提升9pct至2025年的15%。
 - ✓ **盈利能力：**陕煤、兖矿2016-2025年ROE均较样本动力煤企更优、陕煤大幅领先，2025年陕煤、兖矿、样本动力煤企ROE均值分别为+23.2%/+17.5%/+12.7%，ROE标准差分别为+7.3%/+9.6%/+7.5%，陕煤具稳健性、兖矿具弹性。拆分ROE来看，陕煤更高的ROE源自更高的销售净利率（2016-2025年陕煤、兖矿、样本动力煤企销售净利率均值分别为+22.7%/+9.8%/+12.9%），兖矿能源更具弹性的ROE主要源自销售净利率的高波动（2016-2025年陕煤、兖矿、样本动力煤企销售净利率标准差分别为+5.9%/+6.2%/+5.5%），此外兖矿财务杠杆水平更高（2016-2025年兖矿、陕煤、样本动力煤企权益乘数均值分别为3.9/2.3/2.9）。
 - ✓ **分红方面：**陕煤与兖矿2021-2025年分红比例趋于平稳、中枢均为60%（2025年分别为55%/60%），优于样本动力煤企平均水平（2025年样本动力煤企均值40%），拆分资本支出、现金流及债务情况来看，或主要源自二者资本支出相对可控、现金流相对优异，加之陕煤债务压力较小。
- **（二）煤炭业务对比，二者资源量均处样本动力煤企第一梯队，售价及盈利亦分别呈稳健/弹性特征：**
 - ✓ 陕煤及兖矿的2025年资源量均为200+亿吨级别，处于样本动力煤企业的领先地位。陕煤核定产能1.64亿t/a，兖矿能源核定产能达2.6亿t/a（未含规划及正在办理核增产能）。2020-2025年二者自产煤销量均有提升（CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₅分别为+5.2%/+8.0%），毛利较低的贸易煤业务则不同程度收紧（贸易煤销量CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₅分别为-4.8%/-30.0%），售价端2022-2025年变动幅度排序为兖矿>秦港市场煤>陕煤，陕煤稳健性与兖矿弹性凸显。
 - ✓ 根据2025年二者情况进行测算，以动力煤市场煤价800、850、900元/吨设定情景假设，各情境下，陕西煤业煤炭板块权益净利润为198-242-289亿元，兖矿能源煤炭板块权益净利润为147-175-200亿元（800元/吨情景较2025年情况已近翻倍）。
- **（三）其他业绩贡献较多的业务——陕西煤业电力业务、兖矿能源化工业务，均受益于上下游一体协同互补：**
 - ✓ 2025年煤价下行，自成本端助益陕煤电力业务、兖矿化工业务，二者单位税后净利润分别环比+5%/+34%，一体化运营之下公司整体盈利因此具有一定韧性。此外，二者均有项目在建，具成长性，其中陕煤电力业务截至2025年报在建总装机容量9320MW，兖矿化工业务有荣信化工80万t/a烯烃、新疆能化80万t/a烯烃项目等高端煤化工项目在建。2025年市场煤价承压，二者吨煤税后净利润下滑，但仍处128/77元/吨的相对较佳水平。
- **（四）投资建议及行业评级：陕西煤业经营稳健，资产质量较优，具备业绩韧性较强、盈利较高特征；兖矿能源项目储备多，未来煤炭产量增长空间大，具备弹性充沛、产能高成长特征。二者均为优质动力煤企业，适配不同投资风格。行业整体看，煤炭开采行业供应端约束逻辑未变，需求端可能阶段性起伏波动，价格亦呈现一定震荡和动态再平衡。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。**
- **（五）风险提示：**1）煤炭价格波动超预期风险；2）煤炭进口影响风险；3）在建项目投产不及预期风险；4）测算误差风险；5）环保监管超预期风险；6）全球贸易摩擦风险；7）汇率风险。

1

公司整体情况及财务状况对比

2

煤炭业务表现及业绩弹性对比

3

其他业绩贡献较多的业务（布局下游，陕煤电力、兖矿化工）

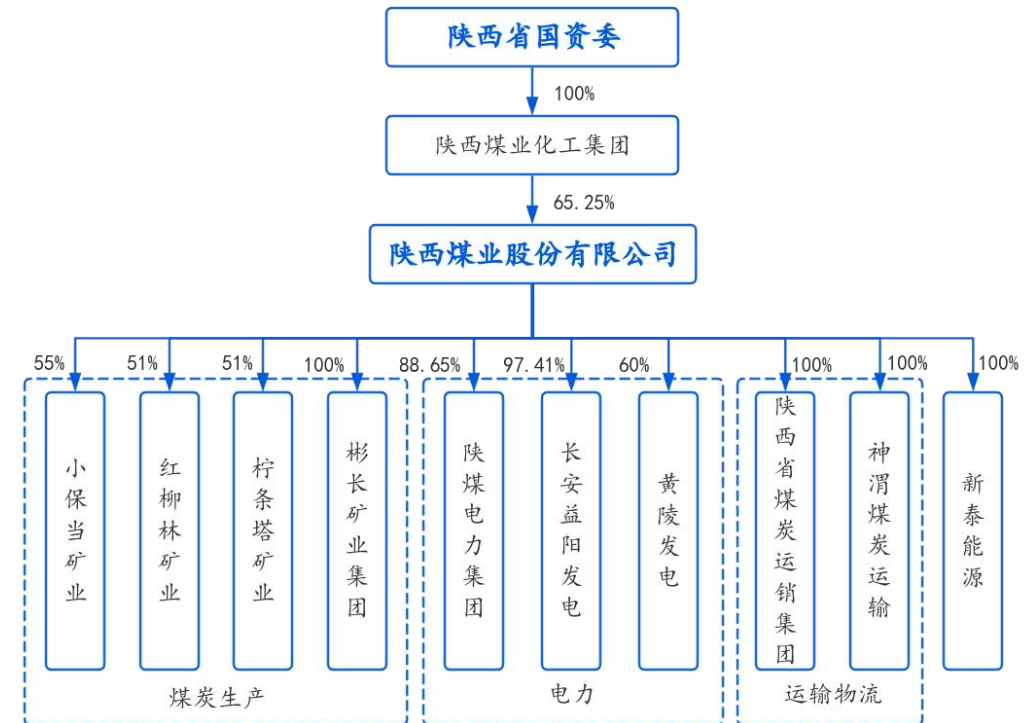
4

投资建议、行业评级及风险提示

公司背景：实控人分别为陕西/山东国资委，均有煤、电，兗矿另布局化工

- **陕西煤业控股股东为陕西煤业化工集团，实控人为陕西省国资委。**陕西煤业于2008年12月23日由陕西煤业化工集团联合三峡、华能等发起设立，2014年1月28日于上交所上市。截至2025年底，控股股东陕西煤业化工集团持有公司 65.25%股份，实控人为陕西省国资委。公司以优质动力煤开采洗选为核心，煤电一体化、产运销一条龙为商业模式，97% 以上资源位于陕北/彬黄优质采煤区、储量居煤炭上市公司前列。
- 产能方面，截至2025年底：
 - ✓ 煤炭业务方面，公司现有陕北、关中、彬黄地区共 21 处煤矿，核定产能1.64亿t/a，公司拥有煤炭储量207.52亿吨、可开采储量 115.11 亿吨，可开采年限约70年。
 - ✓ 电力业务方面，公司现管理控股电厂11家，合计在运燃煤发电装机容量10860MW，合计在建燃煤发电装机容量共计9320MW。

图表：陕西煤业股权结构图（截至2025年年报）



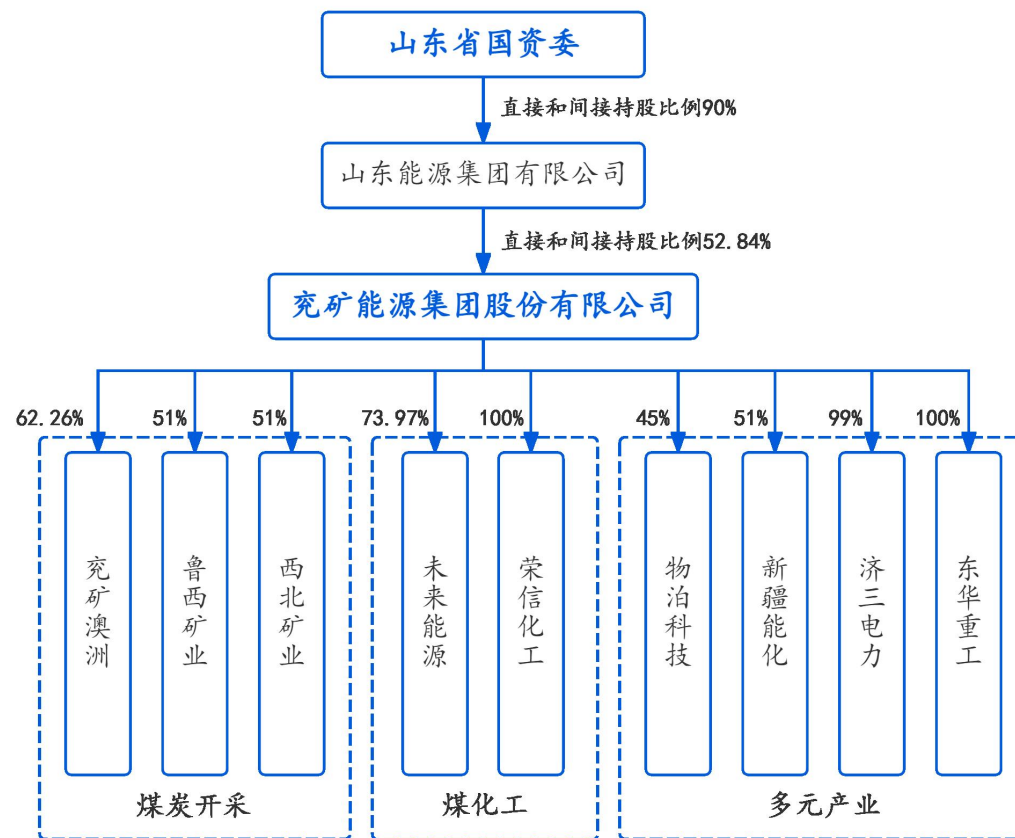
公司背景：实控人分别为陕西/山东国资委，均有煤、电，兖矿另布局化工

➤ **兖矿能源（原“兖州煤业”）控股股东为山东能源集团，实际控制人为山东省国资委。**兖矿能源前身兖州煤业成立于1997年9月，1998年4月在港交所上市，同年7月在上交所上市。2021年，“兖州煤业”改名为“兖矿能源”。截至2025年底，山东能源集团直接和间接持有兖矿能源股份占公司总股本的52.84%，实控人为山东省国资委。公司主营煤炭、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五大产业。

➤ 产能方面，公司煤、化具有高成长性：

- ✓ 煤炭业务方面，据公司官网，兖矿能源旗下共计42座矿井，国内35座，澳洲7座，核定总产能近2.6亿t/a（未含规划及正在办理核增产能），在建/拟建矿井共计7座，年产能共计5000万t/a；
- ✓ 煤化工业务方面，公司煤化工产品涵盖甲醇、乙二醇、煤制油等20余种品类，其中煤制油产能100万t/a、醋酸产能100万t/a、尿素产能92万t/a、乙二醇产能40万t/a、己内酰胺产能30万t/a、聚甲醛产能8万t/a，另有荣信化工80万t/a烯烃、新疆准东80万t/a烯烃项目等高端煤化工项目正在推进建设；
- ✓ 电力业务方面，2026年收购山东能源集团“新能源集团100%+山能售电100%”股权，公司表示收购完成后电力装机规模有望将从约155万千瓦跃升至1356万千瓦。

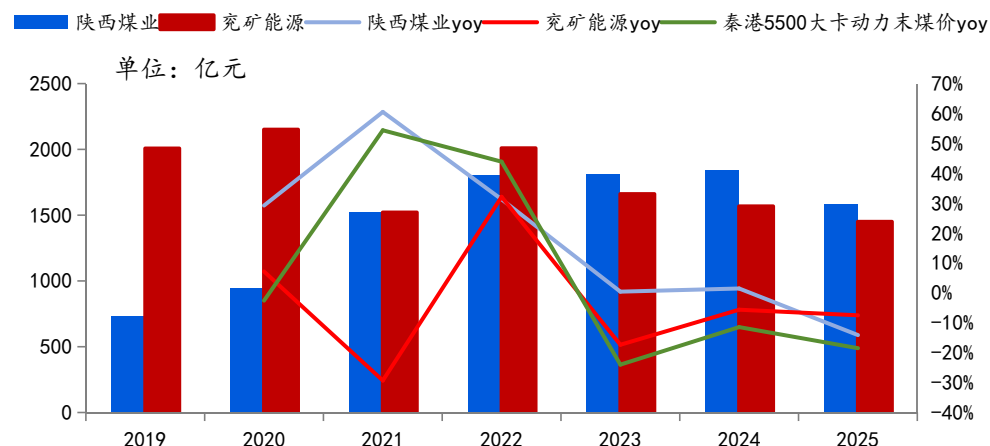
图表：兖矿能源股权结构图（截至2025年年报）



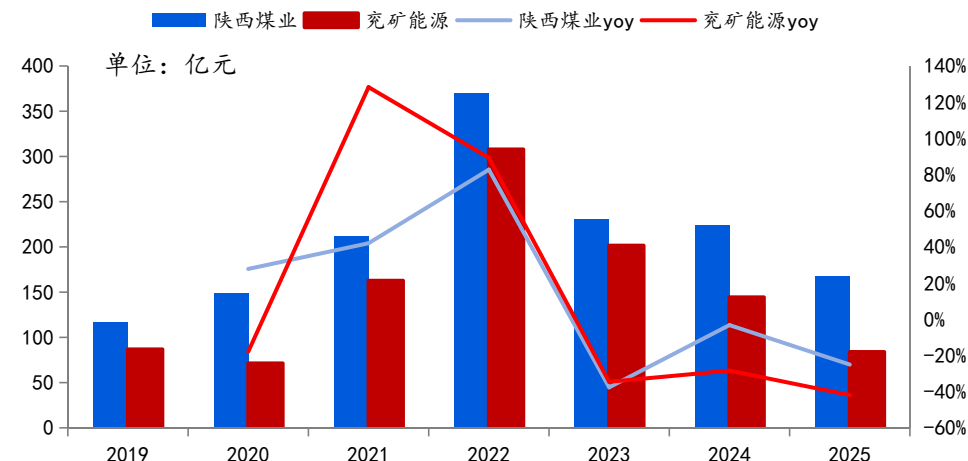
盈利能力：千亿营收、百亿归母，陕煤相对稳健，兖矿波动更大

- **两家企业营收与归母净利润均跟随市场煤价波动，兖矿能源弹性更显、陕西煤业相对稳健**，2021 年国际天然气、原油价格大幅上涨，催生煤炭替代需求，带动市场煤价大幅上涨（秦皇岛Q5500港口煤价2021年均价同比+54.4%），陕西煤业营收与归母净利润均大幅上行（分别同比+60.5%/+42.0%），兖矿能源同年营收下降（同比-29.3%）主要系该年公司非煤贸易业务收入同比减少903.98亿元，而贸易业务毛利相对较低，对于净利润影响较小，同年归母净利润大幅上涨（同比+128.3%），充分受益于市场煤价上行。
- 2025年，随着市场煤价向下调整，二者归母净利润均受影响且兖矿能源波动更大，陕西煤业与兖矿能源归母净利润分别同比-25.0%/-41.9%至167.65/83.81亿元，营收端陕西煤业与兖矿能分别同比-14.1%/-7.5%至1581.79/1449.33亿元；兖矿能源营业收入降幅较陕西煤业小，主要原因为该年物流运输业务形成营收增量贡献（物流运输营业收入同比增长361.09%至150.83亿元）；而陕西煤业除煤炭业务外的其他业务营收也有所下滑。

图表：陕西煤业、兖矿能源营业收入及同比增速对比



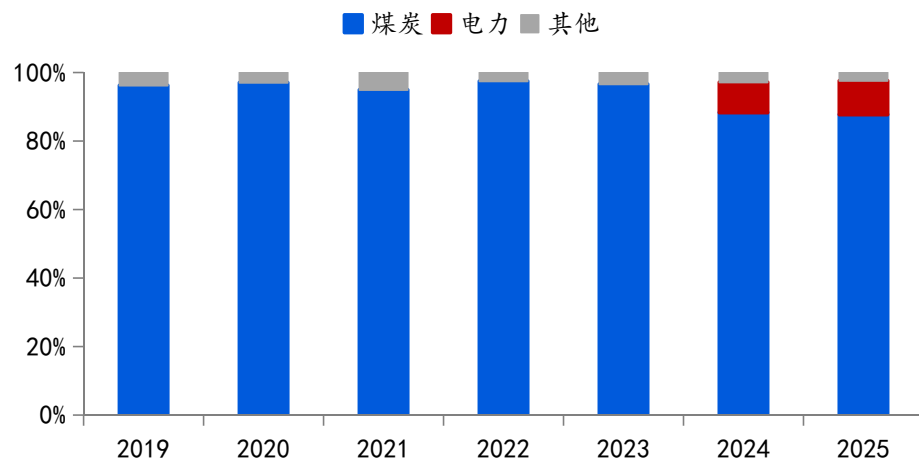
图表：陕西煤业、兖矿能源归母净利润及同比增速对比



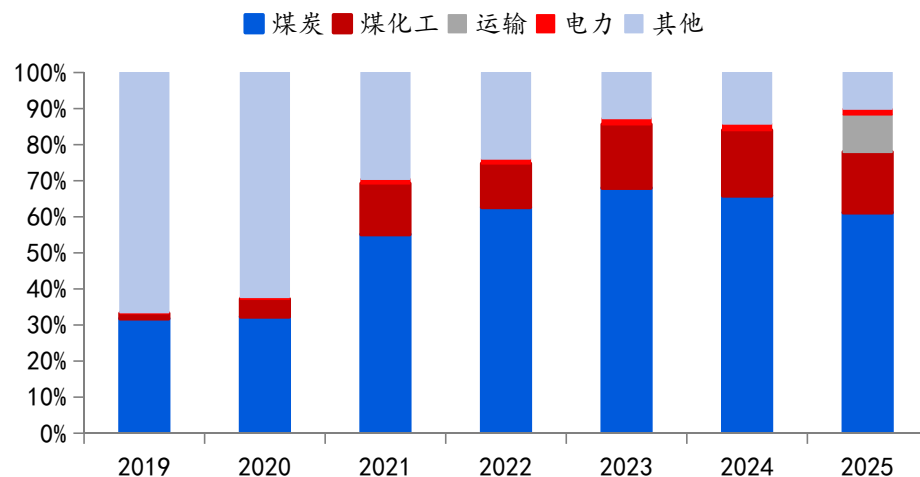
营收构成：陕煤更聚焦煤炭主业，兖矿逐步剥离部分非主营

- 营收构成方面，2021年起两家公司营收构成最大项均为煤炭业务（占比超50%）：**陕西煤业更聚焦煤炭主业，2019-2023年均超94%，2024-2025年降至87%-89%区间内主要系公司为打造煤电联营一体化而收购陕煤电力集团火电资产，电力业务占比形成挤压所致，2025年煤炭营收占比为87.8%；兖矿能源2019-2020年煤炭业务营收占比为31%-33%区间，2021-2025提升至55%-68%区间（其中2025年为61.2%）。
- 其他业务贡献方面，陕煤另有电力等业务，兖矿能源另有煤化工、电力、运输等业务并对非煤贸易板块逐步剥离：**陕西煤业2024年收购陕煤电力集团火电资产，2024、2025年营收占比依次为8.8%、9.8%；兖矿能源煤化工业务占比较高，2021年起均高于12%（其中2025年为16.8%），电力业务占比相对较低，2021-2025年均在1%-2%区间（其中2025年为1.6%）。此外，兖矿能源2019、2020年其他业务（基本为贸易业务）营收占比较高（超60%），2021年降低至30%以下，2025年为10.1%，据公司债券募集说明书表述，主要系公司逐步剥离非煤贸易板块所致（2021年公司非煤贸易业务收入同比减少903.98亿元）。

图表：陕西煤业营收构成



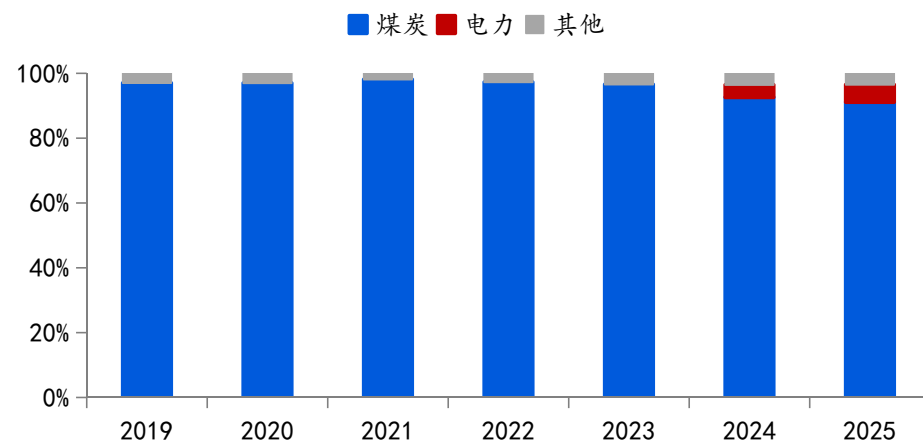
图表：兖矿能源营收构成



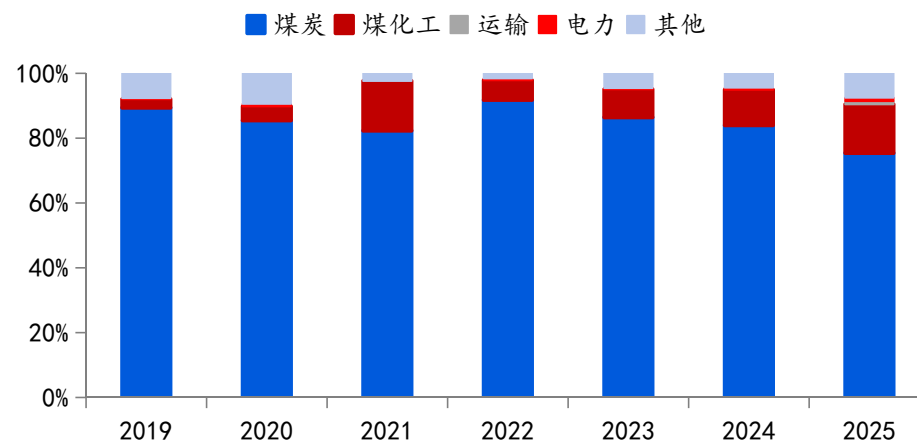
毛利构成：陕煤基本来自煤炭主业，兖矿煤化工贡献也较佳

- **毛利构成方面，陕西煤业煤炭主业占比亦相较兖矿能源更多：**2019-2025年陕西煤业煤炭毛利占比均高于90%，其中2025年为91.1%；兖矿能源煤炭业务毛利2022-2025年下降，2025年占比75.4%。
- **煤炭业务之外，兖矿能源“其他”业务毛利占比相较“其他业务”营收占比而言更低（或主要系贸易业务普遍毛利较低）：**陕西煤业2024年收购陕煤电力集团火电资产，2024、2025年其电力毛利占比依次为3.8%、5.4%；兖矿能源煤化工业务毛利占比自2022年的6.1%逐年提升至2025年的15.0%，其他业务占比相对较低，2019-2025年均低于10%，或主要系贸易业务普遍毛利较低。

图表：陕西煤业毛利构成



图表：兖矿能源毛利构成



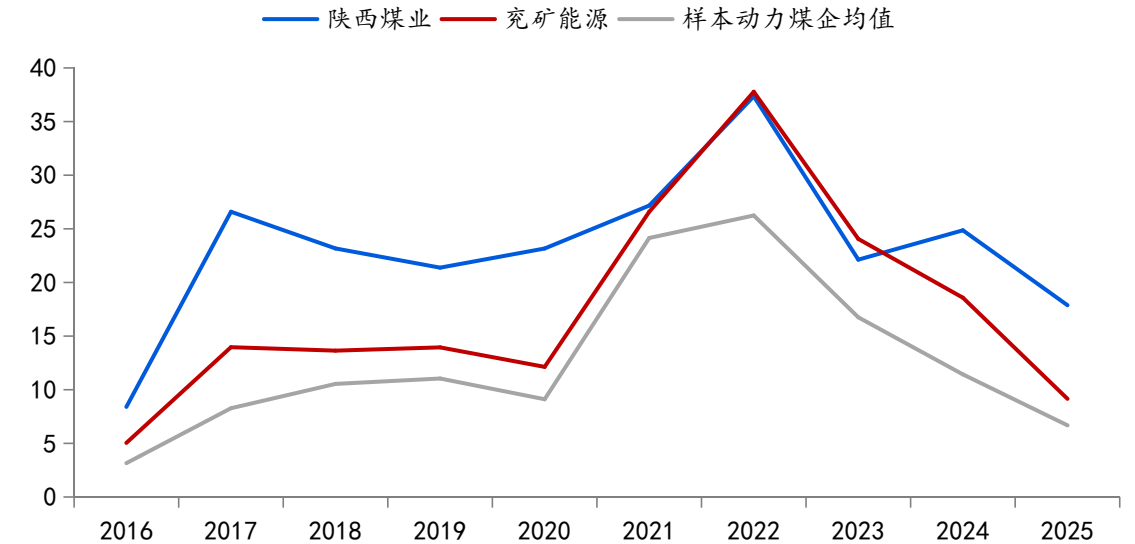
盈利能力：陕煤、兖矿2016-2025年ROE均较样本动力煤企更优，陕煤稳健、兖矿弹性再体现

- **ROE方面，2016-2025年，陕西煤业和兖矿能源ROE均优于样本动力煤企，且陕西煤业多个年份大幅领先：**对比2016-2025年平均ROE水平，陕西煤业和兖矿能源ROE均值分别为23.2%/17.5%，均明显优于样本动力煤企平均水平（均值为12.7%），其中2025年分别为17.9%/9.2%，同年样本动力煤企均值为6.7%。
- **年度间波动上，陕西煤业更稳健、兖矿能源弹性更大的特性在同行业横向对比下再次体现：**陕西煤业2016-2025年ROE标准差为7.3%，低于同期样本动力煤企的ROE标准差7.5%，兖矿能源则波动更大，2020-2025年ROE标准差为9.6%。

图表：陕西煤业、兖矿能源、样本动力煤企ROE均值、标准差情况（%）

	ROE	
	2016-2025均值	2016-2025标准差
陕西煤业	23.2	7.3
兖矿能源	17.5	9.6
样本动力煤企均值	12.7	7.5

图表：陕西煤业、兖矿能源、样本动力煤企ROE对比（%）



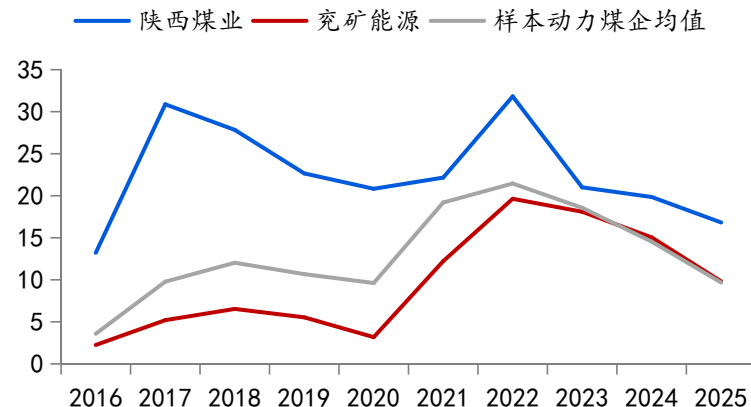
盈利能力：陕煤、兖矿2016-2025年ROE均较样本动力煤企更优，陕煤稳健、兖矿弹性再体现

- **拆分ROE来看，陕西煤业相对兖矿能源及样本动力煤企更高的ROE主要源自其更高的销售净利率：**陕西煤业更高的销售净利率（陕煤2016-2025年均值为22.7%，同期兖矿及样本动力煤企均值分别为9.8%、12.9%）。此外，陕西煤业相较样本动力煤企也具有更高的总资产周转率（陕煤2016-2025年均值为0.7，同期样本动力煤企均值为0.5），体现其更高的资产运用效率。
- **兖矿能源ROE弹性更强，主要源于：**一方面其销售净利率标准差略高于陕西煤业，盈利本身波动更大；另一方面公司权益乘数显著更高（兖矿2016-2025年权益乘数均值为3.9，同期陕煤及样本动力煤企均值分别为2.3、2.9），杠杆水平进一步放大了ROE波动。

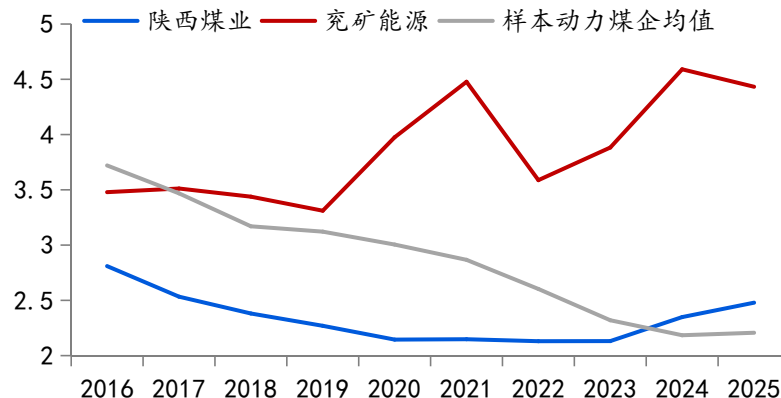
图表：陕西煤业、兖矿能源、样本动力煤企销售净利率、权益乘数、总资产周转率均值、标准差情况

	销售净利率		权益乘数		总资产周转率	
	2016-2025均值	2016-2025标准差	2016-2025均值	2016-2025标准差	2016-2025均值	2016-2025标准差
陕西煤业	22.7	5.9	2.3	0.2	0.7	0.2
兖矿能源	9.8	6.2	3.9	0.5	0.7	0.2
样本动力煤企均值	12.9	5.5	2.9	0.5	0.5	0.1

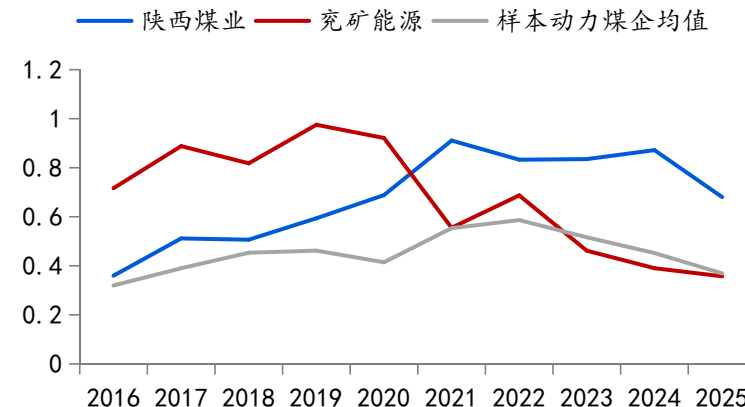
图表：陕煤、兖矿、样本动力煤企销售净利率对比（%）



图表：陕煤、兖矿、样本动力煤企权益乘数对比



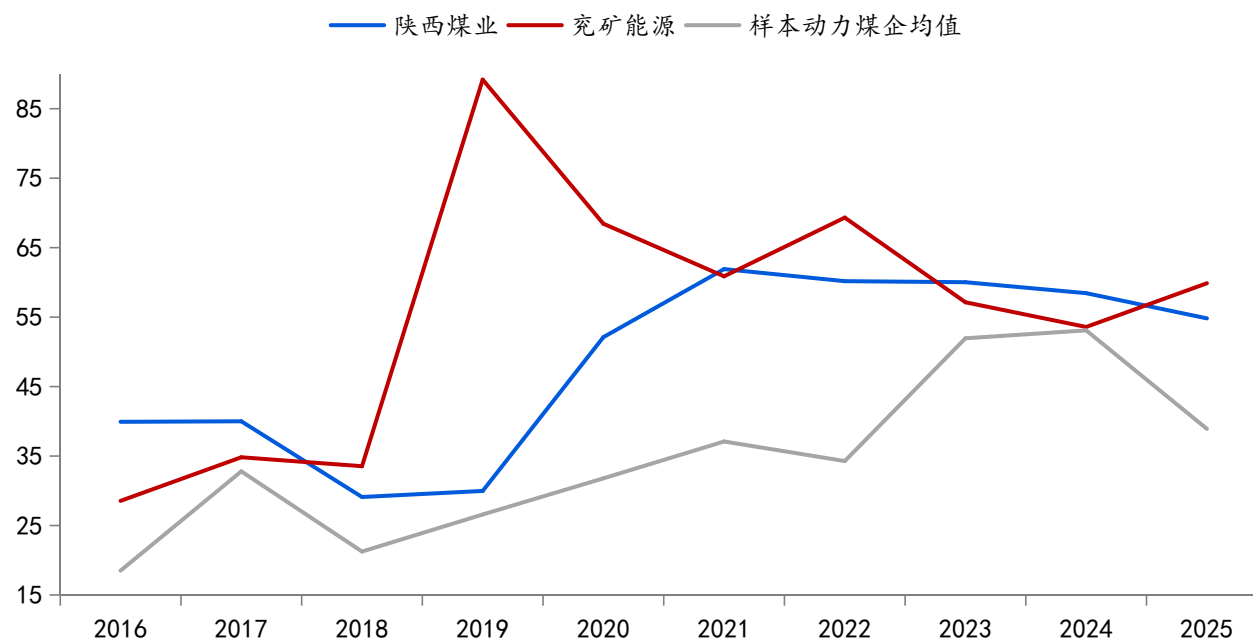
图表：陕煤、兖矿、样本动力煤企总资产周转率对比



分红水平：2021年起均趋于平稳且优于样本动力煤企平均水平

- **分红方面，2016-2025年陕煤、兖矿分红比例均优于样本动力煤企平均水平，其中2021-2025年陕煤、兖矿趋于平稳、中枢均为60%：**2016-2018年，陕煤、兖矿、样本动力煤企分红比例均处于样本时间内公司自身分红比例的较低位置（15%-40%区间），2019年兖矿能源开展中期分红（每股含税现金分红为10元，合计含税现金分红49.12亿元，分红金额占2019H1归母净利润比例为91.63%），该年整体分红比例提升至89.2%。2021年起陕煤、兖矿分红比例趋于平稳、均以60%为中枢波动，其中兖矿能源位于50%-70%区间内，陕煤基本位于55%-65%区间内、更为平稳。
- 2025年，陕西煤业、兖矿能源分红比例分别为54.8%/59.9%，样本动力煤企分红比例均值为40.1%。

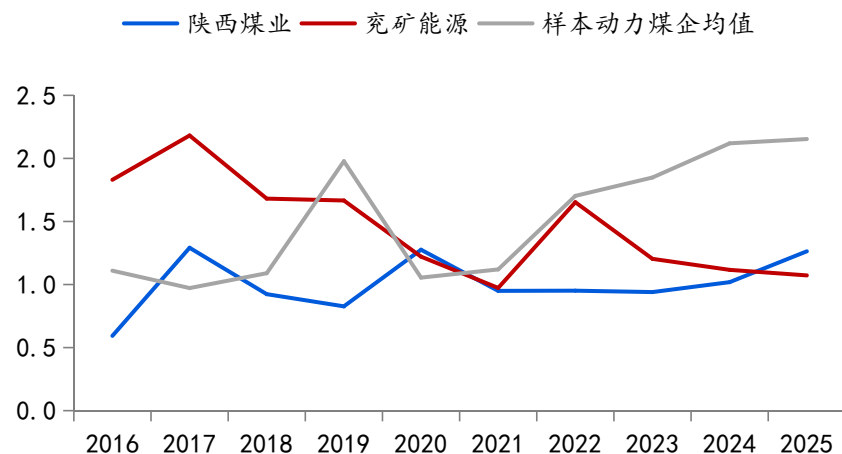
图表：陕西煤业、兖矿能源、样本动力煤企分红比例情况（%）



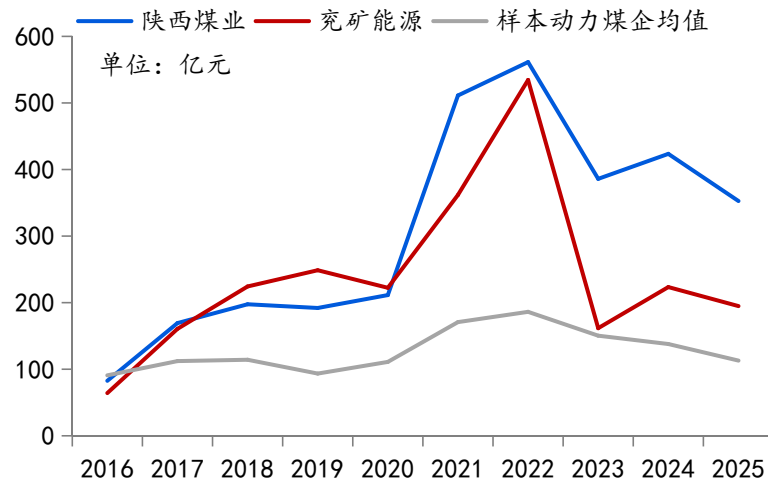
分红水平：2021年起均趋于平稳且优于样本动力煤企平均水平

- 从资本开支、现金流、债务维度分析：2021年以来陕西煤业、兖矿能源分红维持高位并逐步企稳，核心支撑在于资本开支可控、现金流充裕，陕西煤业债务压力相对更低。
- 资本支出方面，本文采用资本支出/折旧摊销比衡量企业投资扩张力度。2021-2023年，陕西煤业该指标基本处于0.9-1.0区间，以维持性资本开支为主；2024年收购陕煤电力集团火电资产、新增火电在建项目后指标升至1.0以上，进入扩张阶段，但仍低于样本动力煤企平均水平。2025年陕西煤业、样本动力煤企该指标分别为1.3、2.2；兖矿能源指标自2022年显著上行后持续回落，2025年为1.1。
- 现金流方面，从经营活动现金流净额来看，2021、2022年市场煤价上行带动煤炭企业盈利改善，陕西煤业、兖矿能源、样本动力煤企现金流同步增长；后续伴随煤价回落，现金流整体震荡下行。2021~2025年经营现金流规模持续呈现陕西煤业>兖矿能源>样本动力煤企均值，反映陕西煤业现金流更为充裕。2025年三者经营活动现金流净额依次为352.7亿元、194.8亿元、113.0亿元。
- 债务情况方面，本文采用货币资金/短期债务指标衡量企业短期偿债缓冲空间。2021、2022年陕西煤业货币资金充裕，对短期债务形成较高保障倍数，两年指标分别为15.9、16.2；后续指标有所回落，但持续优于兖矿能源、样本动力煤企。2021-2025年兖矿能源该指标整体处于较低水平。2025年，陕西煤业、兖矿能源、样本动力煤企货币资金/短期债务分别为5.8、0.6、5.2

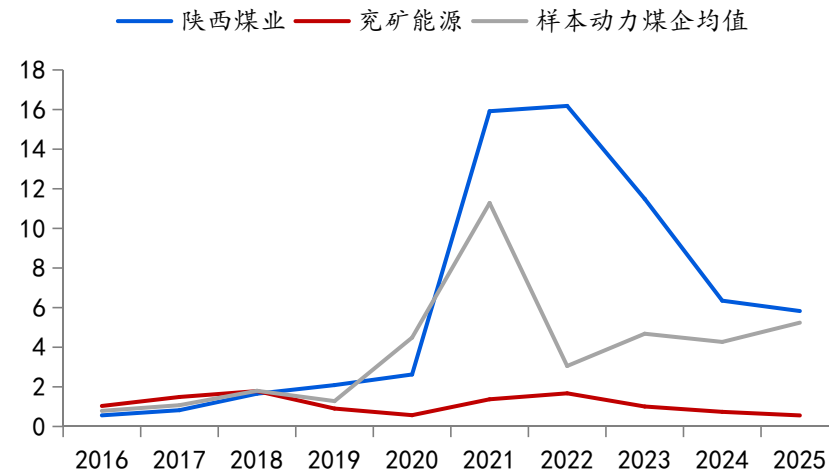
图表：陕煤、兖矿、样本动力煤企资本支出/折旧摊销情况



图表：陕煤、兖矿、样本动力煤企现金流情况



图表：陕煤、兖矿、样本动力煤企货币资金/短期债务情况



1

公司整体情况及财务状况对比

2

煤炭业务表现及业绩弹性对比

3

其他业绩贡献较多的业务（布局下游，陕煤电力、兖矿化工）

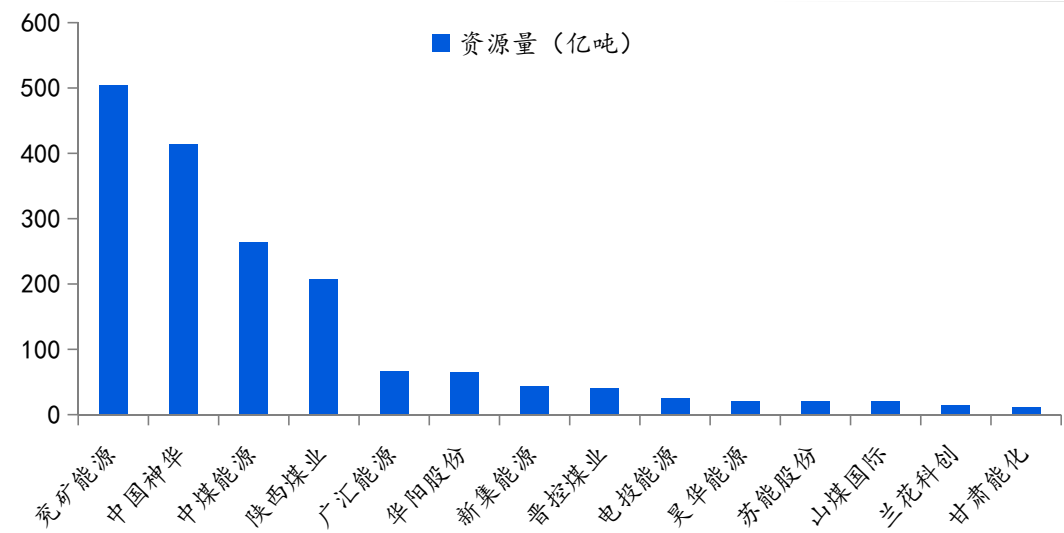
4

投资建议、行业评级及风险提示

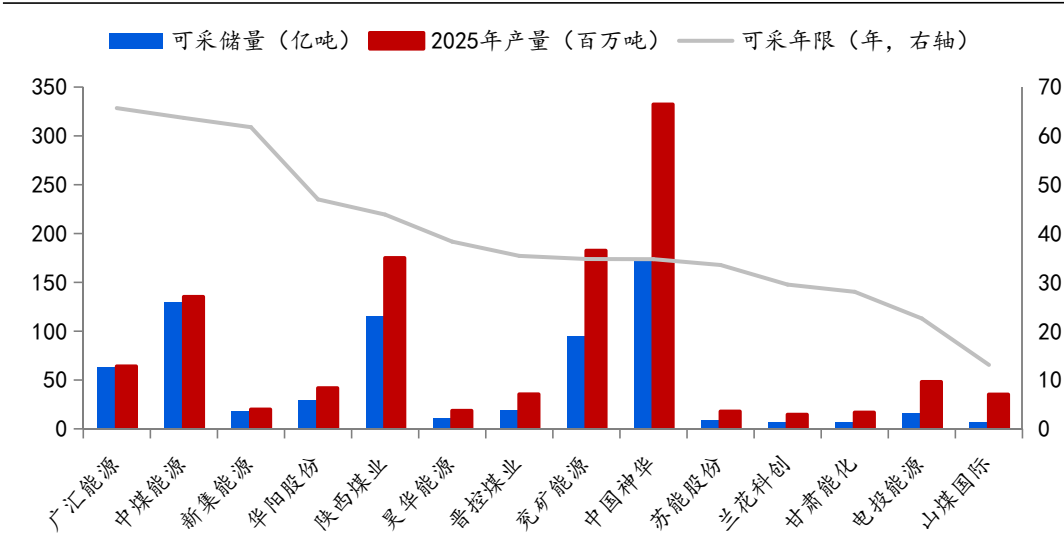
煤炭资源：陕煤、兖矿资源量处样本动力煤企第一梯队，可采年限较长

- 兖矿能源及陕西煤业的资源量均为200+亿吨级别，位居样本动力煤企业前列：**截至2025年，兖矿能源及陕西煤业的资源量分别为504、208亿吨，依次位于样本动力煤企业的第一、第四位。
- 兖矿能源及陕西煤业的可采储量亦处于样本动力煤企前端，可采年限较长：**截至2025年，陕西煤业及兖矿能源的可采储量分别为115、95亿吨，分别位于样本动力煤企业的第三、第四位，仅次于中国神华（173亿吨）与中煤能源（129亿吨），若以2025年产量及回采率2/3计算，陕西煤业与兖矿能源的可采年限分别为44、35年，可采年限较长。

图表：样本动力煤企业资源量



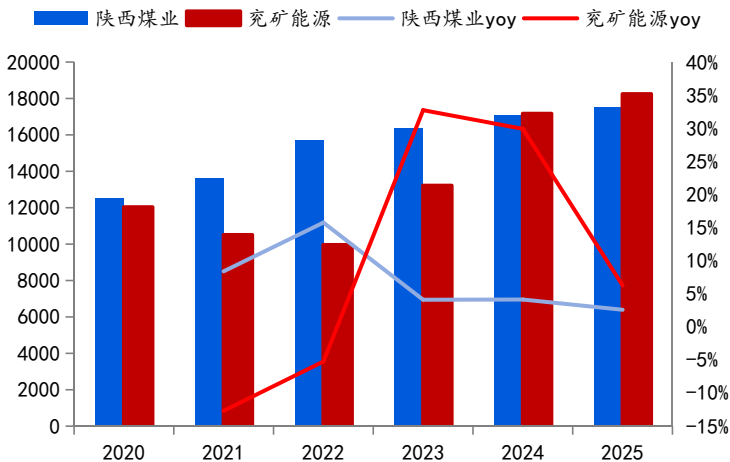
图表：样本动力煤企业可采储量、2025年产量及测算可采年限



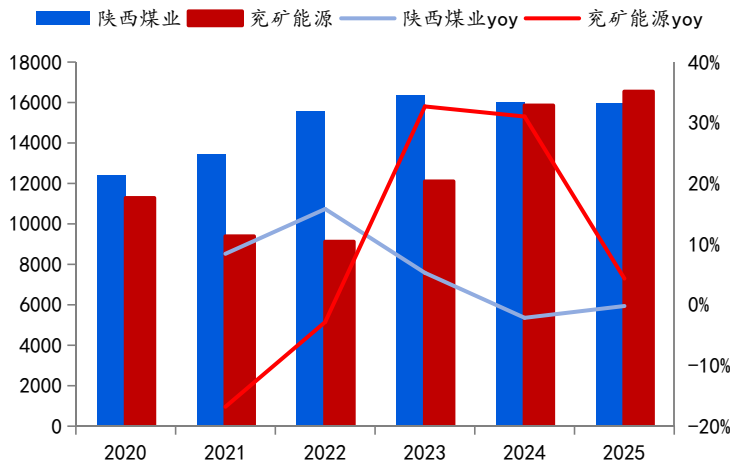
煤炭产销：产量近年提升，毛利较低的贸易煤业务不同程度收紧

- 陕西煤业2020-2025年产量保持正增长（增量主要来自彬黄、陕北矿区），兖矿能源先降后升且2024、2025年反超陕西煤业：**陕西煤业的煤炭产量以 $CAGR_{2020-2025}=6.9\%$ 提升至2025年的1.75亿吨（其中2025年同比+2.6%）。分矿区来看主要是彬黄矿区与陕北矿区产量增长，二者 $CAGR_{2020-2025}$ 分别为7.3%/7.8%，2025年分别同比+5.9%/+1.7%至5,339/11,359万吨，渭北矿区 $CAGR_{2020-2025}$ 为-3.9%，2025年同比-5.9%至791万吨，主要系渭北矿区资源逐渐枯竭，但其产量较低、对公司影响较小。兖矿能源的煤炭产量以 $CAGR_{2020-2025}=8.7\%$ 提升至2025年的1.8亿吨（其中2025年收购西北矿业，重述后同比+6.3%至1.8亿吨，高出陕西煤业同期产量幅度较2024年扩大）。
- 陕西煤业自产煤销量2023-2025年小幅下滑、2025年接近持平，兖矿能源2022-2025年有提升：**陕西煤业的自产煤销量以 $CAGR_{2020-2025}=5.2\%$ 提升至2025年的1.60亿吨（其中2025年同比-0.2%），兖矿能源的自产煤销量以 $CAGR_{2020-2025}=8.0\%$ 提升至2025年的1.65亿吨（其中2025年同比+4.3%）。
- 陕西煤业与兖矿能源均有毛利较低的贸易煤业务且2020-2025年不同程度收紧，兖矿能源收紧力度更大：**陕西煤业的贸易煤销量以 $CAGR_{2020-2025}=-4.8\%$ 降低至2025年的0.92亿吨（其中2025年同比-6.3%），兖矿能源的贸易煤销量以 $CAGR_{2020-2025}=-30.0\%$ 降低至2025年的586万吨（其中2025年同比-10.5%）。

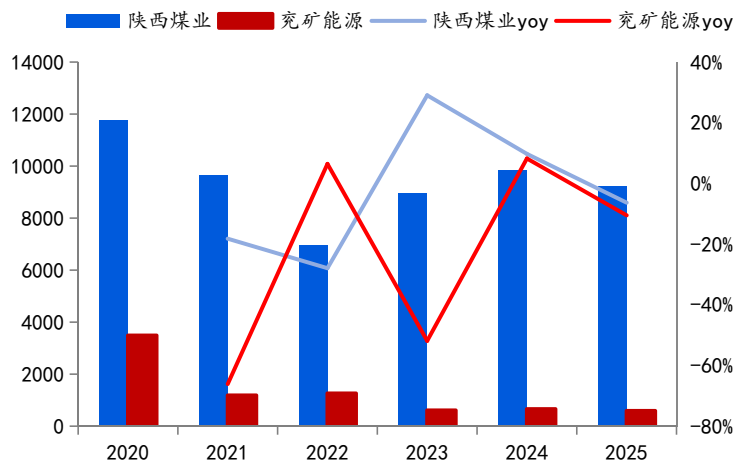
图表：陕煤、兖矿煤炭产量对比（单位：万吨）



图表：陕煤、兖矿自产煤销量对比（单位：万吨）



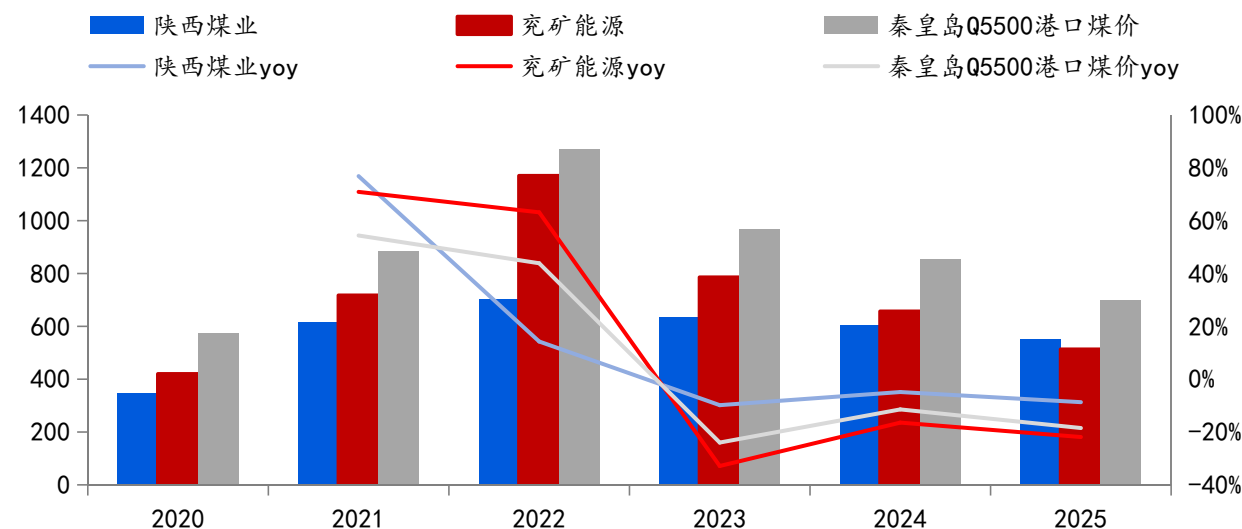
图表：陕煤、兖矿贸易煤销量对比（单位：万吨）



煤炭售价：2022-2025年煤价弹性——兖矿>秦港市场煤>陕煤

- 陕煤、兖矿吨煤售价均跟随市场煤价波动，2022-2025年陕煤稳健性与兖矿弹性凸显，2020-2025年秦皇岛市场煤价呈先升后降趋势，陕西煤业和兖矿能源跟随波动，二者吨煤售价分别以 $CAGR_{2020-2025}=+5.0\%/+4.1\%$ 变动至2025年的444/513元/吨（其中2025年分别同比-16.6%/-19.3%），其中2022-2025年各年同比增速波动幅度均呈现兖矿能源>秦皇岛Q5500港口煤价>陕西煤业。复合增速来看，兖矿能源、秦皇岛Q5500港口煤价、陕西煤业的 $CAGR_{2022-2025}$ 分别为-24.0%/-18.1%/-12.8%。
- 考虑兖矿能源海外煤及新疆煤资源较多，长协煤比例或较低从而吨煤售价弹性较大。

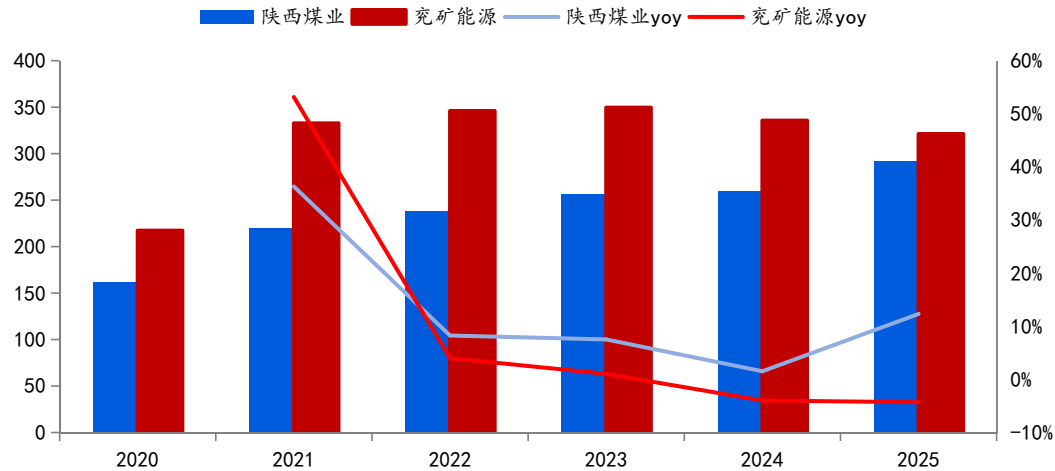
图表：陕煤、兖矿吨煤售价对比（单位：元/吨）



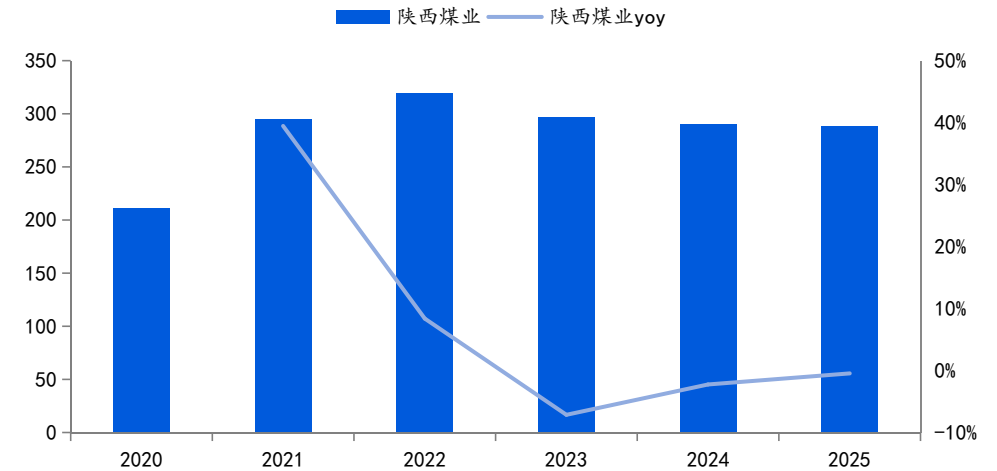
煤炭成本：陕煤原选煤单位完全成本及兖矿吨煤成本于2024、2025年均有下降

- **陕西煤业与兖矿能源吨煤成本2024、2025均有降本**，陕西煤业和兖矿能源吨煤成本分别以 $CAGR_{2020-2025}=+12.6\%/+8.1\%$ 变动至2025年的292/321元/吨（其中2025年分别同比+12.3%/-4.3%），主要系2021年吨煤成本提升较多（陕煤、兖矿分别同比+36.3%/+53.2%）。若以陕西煤业原选煤单位完全成本来看，以 $CAGR_{2020-2025}=+6.4\%$ 变动至2025年的289元/吨（其中2025年同比-0.5%），其中2021年亦提升较多（同比+39.5%）。
- 绝对值来看，陕西煤业吨煤成本相较兖矿能源较低，但二者煤质不全相同。年度趋势来看，陕西煤业吨煤成本2020-2025年上升但原选煤单位完全成本2023-2025年有所压降，兖矿能源吨煤成本2023-2025年压降更为明显。

图表：陕煤、兖矿吨煤成本对比（单位：元/吨）



图表：陕煤原选煤单位完全成本（单位：元/吨）



煤炭成本：吨煤成本拆分对比分析

- **拆分成本构成来看：**2021年，陕西煤业吨煤成本大幅提升主要系“原材料、燃料及动力项”和“其他项”大幅增长，二者分别同比+66%/+44%，对应增幅分别为15、29元/吨，兖矿能源该年吨煤成本大幅提升主要系“工资及员工福利项”、“塌陷费项”及“运输项”大幅增长，三者分别同比+40%/+863%/+4655%，对应增幅分别为24、18、42元/吨，其中塌陷费主要系该年为满足地方政府新要求并根据实际情况合理预估搬迁费用，公司提升部分矿井的塌陷费计提标准。
- 2025年，陕西煤业与兖矿能源均于多个成本构成项实现降本。陕西煤业最大降本项为“原材料、燃料及动力项”，同比-37%，对应降幅为11元/吨，但“运输费”项同比提升较大，同比+66%，对应增幅为42元/吨；兖矿能源主要系“工资及雇员福利项”、“劳务费项”，分别同比-9%/-20%，分别对应降幅8、5元/吨，除”折旧项”、“其他项”外兖矿能源各成本构成项均同比下降，体现公司该年较强的控本能力。

图表：陕西煤业吨煤成本拆分（单位：元/吨）

	2020	2021	2021 同比	2022	2023	2024	2025	2025 同比
原材料、燃料及动力	23	38	66%	39	29	29	18	-37%
人工成本	34	40	19%	46	47	49	45	-9%
折旧费	16	16	4%	19	22	25	27	6%
运输费	24	31	31%	33	59	64	106	66%
安全生产费、维简及井巷装修费				33	45	48	49	3%
外委业务费				29	20	21	24	15%
矿山环境治理恢复与土地复垦基金				16	13	13	9	-32%
其他	65	94	44%	23	22	12	14	23%
总计	162	220	36%	238	256	260	292	12%

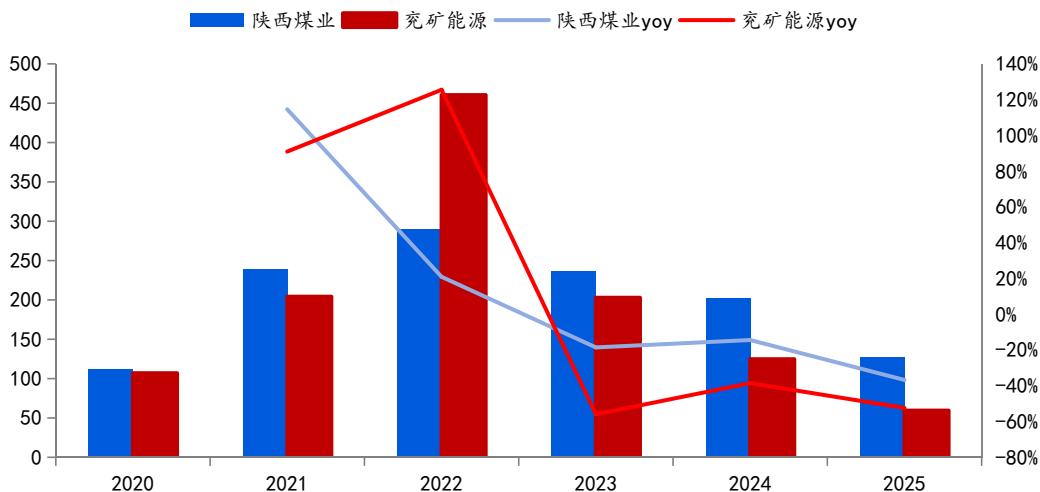
图表：兖矿能源吨煤成本拆分（单位：元/吨）

	2020	2021	2021 同比	2022	2023	2024	2025	2025 同比
材料	30	37	23%	42	49	43	43	-2%
工资及雇员福利	61	85	40%	92	88	87	80	-9%
电力	8	10	23%	12	16	18	17	-7%
折旧	30	38	26%	35	49	43	44	3%
塌陷费	2	20	863%	18	21	16	13	-19%
修理费	18	24	35%	21	22	21	20	-6%
采矿权摊销	17	21	28%	20	20	16	15	-5%
运输	1	43	4655%	41	37	30	29	-2%
维简费	6	5	-5%					
安全生产费	15	15	-1%					
劳务费						24	19	-20%
其他	31	36	14%	73	48	38	43	12%
总计	217	333	53%	439	349	336	321	-4%

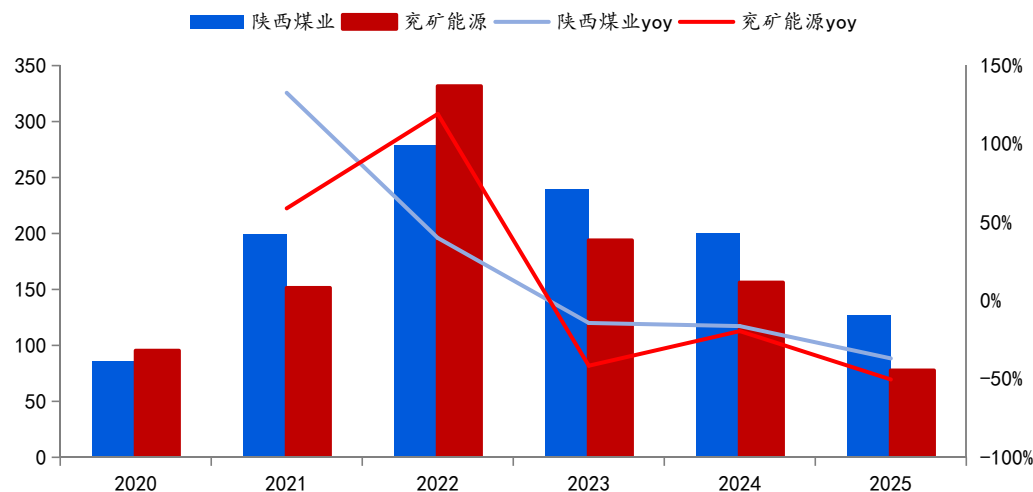
煤炭利润：2022-2025年吨煤税后净利润更多受煤价变动影响

- **2022-2025年，相较于陕西煤业与兖矿能源吨煤售价变动的明显差异，二者吨煤成本变动较为接近，从而吨煤税后净利润更多受煤价变动影响：**陕西煤业与兖矿能源吨煤税后净利润分别以 $CAGR_{2020-2025}=+2.7\%/-11.1\%$ 变动至2025年的128/59元/吨（其中2025年分别同比-36.8%/-52.4%），其中兖矿能源2022年吨煤售价明显上涨而吨煤成本涨幅较小，该年吨煤税后净利润翻倍，同比+125.5%至460元/吨，翻超陕西煤业。2022-2025年陕西煤业与兖矿能源吨煤成本变动较为接近，吨煤税后净利润均受煤价回落影响而下行， $CAGR_{2022-2025}$ 分别为-23.9%/-49.5%。绝对值来看，2023-2025年市场煤价回落影响下兖矿能源吨煤售价下行更明显，陕西煤业吨煤税后净利再次高于兖矿能源，进一步体现陕西煤业的煤炭业务盈利韧性。
- 经测算，陕西煤业、兖矿能源2025年煤炭权益净利润分别为127、78亿元（分别同比-36.9%/-50.3%），权益净利润降幅相较吨煤税后净利润降幅较小，主要系该年兖矿能源自产煤销量同比上升，量端形成缓冲。

图表：陕煤、兖矿吨煤税后净利润对比（单位：元/吨）



图表：陕煤、兖矿煤炭业务权益净利润对比（单位：亿元）



煤炭利润：不同煤价下业绩弹性测算对比，兖矿弹性更佳

- 根据测算，若煤价回升，兖矿能源相较陕西煤业弹性更大（兖矿能源800元/吨煤价下测算得煤炭板块权益净利润相较2025年已近翻倍）。
- 根据动力煤市场煤价设定情景假设，参照以往煤价波动设定长协煤对应价格。基于2025年各公司情况进行测算，800-850-900元/吨煤价情境下，陕西煤业煤炭板块权益净利润为198-242-289亿元，兖矿能源煤炭板块权益净利润为147-175-200亿元。

图表：不同煤价下业绩弹性测算对比

		基准（2025年均价）	情景1	情景2	情景3
动力煤长协煤价（元/吨）		680	695	705	710
动力煤市场煤价（元/吨）		696	800	850	900
陕西煤业	税前吨煤净利润（元/吨）	155	235	288	343
	吨煤净利润（元/吨）	128	199	244	292
	煤炭板块权益净利润（亿元）	127	198	242	289
	相较2025年基准		56%	91%	129%
兖矿能源	税前吨煤净利润（元/吨）	77	141	168	192
	吨煤净利润（元/吨）	59	113	134	153
	煤炭板块权益净利润（亿元）	78	147	175	200
	相较2025年基准		90%	126%	159%

1

公司整体情况及财务状况对比

2

煤炭业务表现及业绩弹性对比

3

其他业绩贡献较多的业务（布局下游，陕煤电力、兖矿化工）

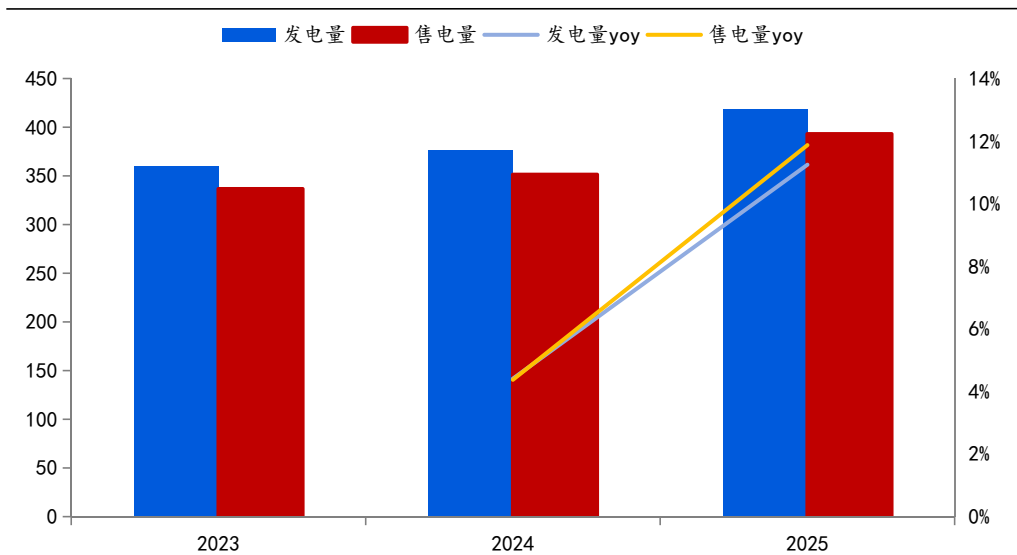
4

投资建议、行业评级及风险提示

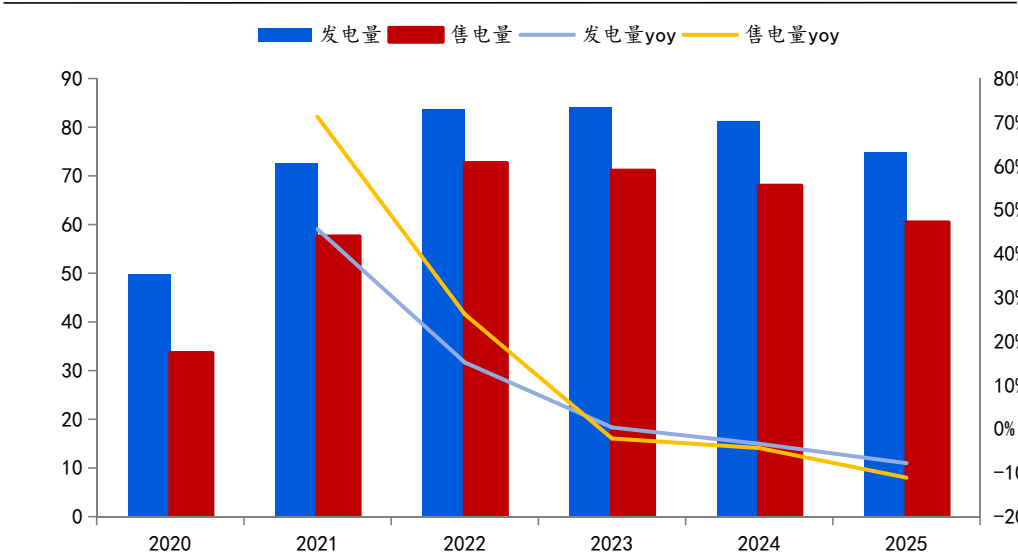
陕西煤业电力：2024年收购陕煤电力集团资产所具备，2025年发售电量百亿千瓦 时级别

- 2024、2025年陕西煤业为打造煤电联营一体化而收购陕煤电力集团火电资产，据公司2025年报，其现管理控股电厂11家，控股燃煤发电机组总装机容量20180MW，其中在运总装机容量10860MW、在建总装机容量9320MW，机组主要分布在河南、陕西、山西、湖南等省份。
- 陕西煤业发售电量2023-2025年放量，2025年发售电量百亿千瓦时级别：陕西煤业发售电量分别以 $CAGR_{2023-2025}=+7.8\%/+8.1\%$ 提升至2025年的418、393亿千瓦时（其中2025年分别同比+11%/+12%）。2026年1-6月公司发售电量延续增势，分别同比+7.4%/+8.0%至190.8/179.5亿千瓦时。
- 作为对比，兖矿能源当前电力业务体量较小：发售电量分别以 $CAGR_{2020-2025}=+8.5\%/+12.5\%$ 提升至2025年的75、60亿千瓦时（其中2025年分别同比-8%/-11%），由前文利润拆分部分，电力业务2020-2025年的营收占比及毛利占比均低于2%。但考虑公司2026年收购山东能源集团“新能源集团100%+山能售电100%”股权（截至2026年7月末暂未收购完成），并表示收购完成后电力装机规模从约155万千瓦跃升至1356万千瓦（提升近8倍），后续电力业务或可起量。

图表：陕西煤业发售电量情况（单位：亿千瓦时）



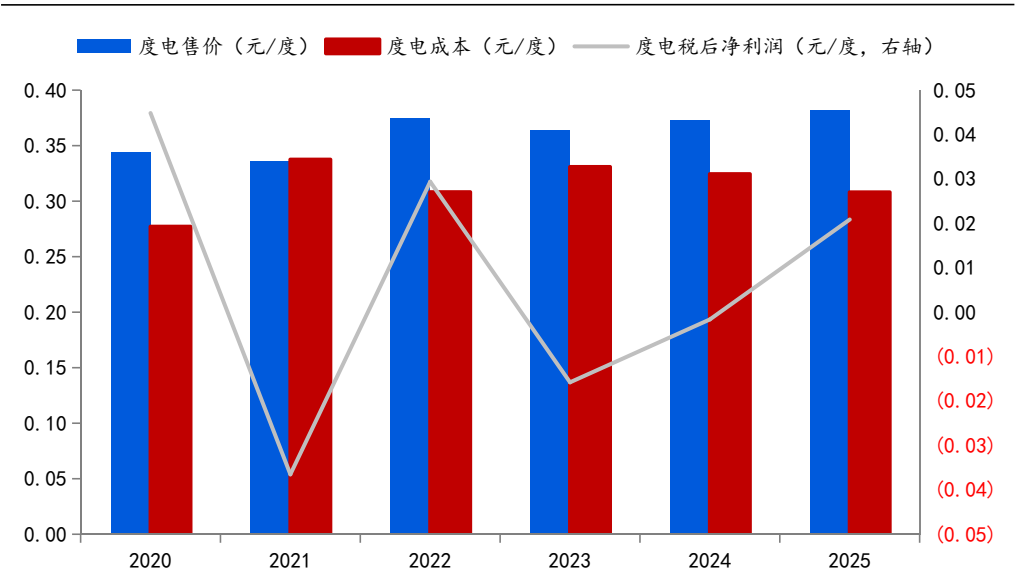
图表：兖矿能源发售电量情况（单位：亿千瓦时）



陕西煤业电力：测算得2025年成本下降之下度电盈利同比回升

- **陕西煤业电力业务2025年成本下降之下度电盈利同比回升**：陕西煤业2025年度电售价同比-14.1%至0.3956元/度，成本端降幅更大，度电成本同比-15.8%至0.3330元/度，测算得度电税后净利润同比+4.9%至0.0412元/度。
- 对于陕西煤业度电成本进行拆分，2025年多个细分成本项实现降本，除“其他项”外，主要减量项为材料项（同比-14%，对应降幅0.0403元/度，或主要源自原料煤价格2025年下行，凸显煤电业务协同运营之下对于周期波动的平抑作用），职工薪酬项（同比-19%，对应降幅0.0041元/度）及折旧费项（同比-10%，对应降幅0.0046元/度）。
- 经过测算，**陕西煤业2025年电力业务权益净利润同比+17%至12亿元**。

图表：陕西煤业度电价本利情况



图表：陕西煤业度电成本拆分（单位：元/度）

	2023	2024	2025	2025同比
材料	0.3117	0.2860	0.2458	-14%
脱硫脱硝特许经营费	0.0058	0.0038	0.0042	10%
购入电力费	0.0014	0.0008	0.0013	62%
自用电	0.0001	0.0002	0.0001	-64%
水费及水资源费	0.0012	0.0009	0.0008	-17%
职工薪酬	0.0237	0.0217	0.0176	-19%
折旧费	0.0437	0.0446	0.0399	-10%
修理费	0.0122	0.0088	0.0104	19%
环境保护费	0.0002	0.0001	0.0003	110%
其他	0.0343	0.0284	0.0127	-55%

兖矿能源化工：化工产品多元，当前仍有增量项目在建

- **兖矿能源具有多元的化工产品结构**：煤化工产品涵盖甲醇、乙二醇、煤制油等20余种品类，其中煤制油产能100万t/a、醋酸产能100万t/a、尿素产能92万t/a、乙二醇产能40万t/a、己内酰胺产能30万t/a、聚甲醛产能8万t/a。
- **在建项目方面**：公司现有荣信化工80万t/a烯烃、新疆能化80万t/a烯烃项目等高端煤化工项目正在推进建设，二者合计权益产能为121万t/a烯烃。

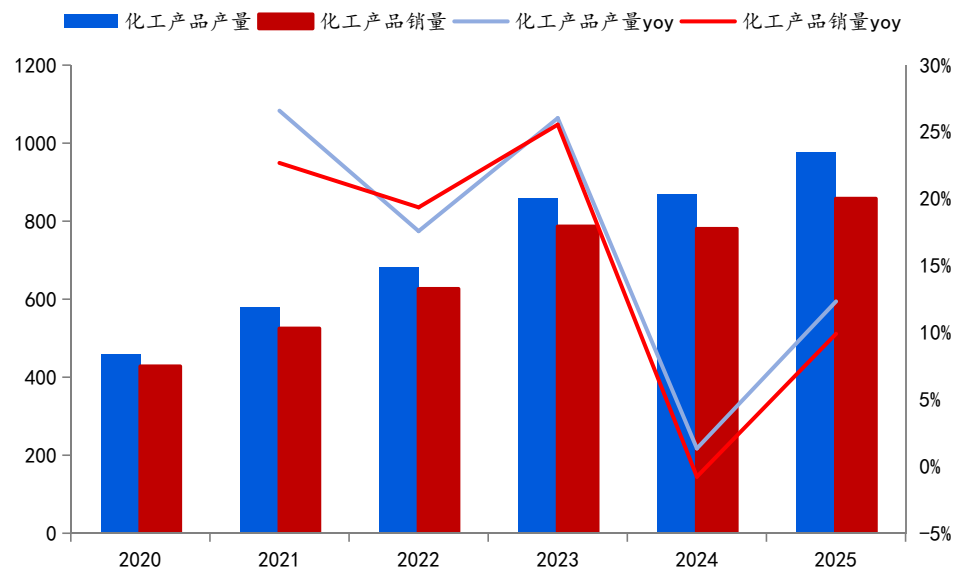
图表：兖矿能源在建荣信化工80万吨烯烃、新疆能化80万吨烯烃项目相关信息（截至2025年底）

煤化工项目	持股比例	产品	产能 (万t/a)	权益产能 (万t/a)	状态
荣信化工	100%	80万吨烯烃	80	80	在建
新疆能化	51%	80万吨烯烃	80	41	在建
合计			160	121	

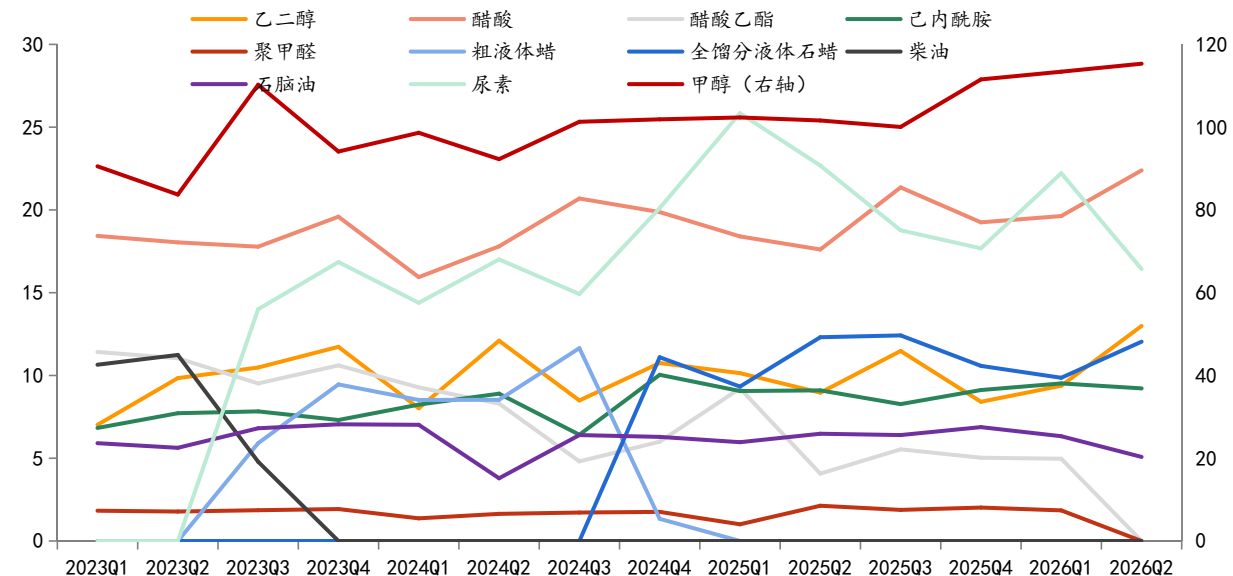
兖矿能源化工：化工品产销量2020-2025波动上行，主要产品为甲醇

- **公司化工产品产销量2020-2025波动上行：**化工项目陆续投产之下，公司化工产品产销量分别以CAGR₂₀₂₀₋₂₀₂₅为+16.4%/+14.9%提升至2025年的978/857万吨，其中2025年分别同比+12%/+10%。
- **看细分化工产品的分季度销量情况，部分细分产品销量波动主要源自子公司优化产品结构：**甲醇为销量最高者，2023Q1-2026Q2基本位于90-120万吨区间内，且呈波动上行趋势，2026Q2甲醇销量为115万吨（同比+14%，环比+2%），此外，粗液体蜡、柴油、石脑油产品销量波动，主要系子公司未来能源积极应对市场环境变化而进行柔性生产、优化产品结构，醋酸乙酯销量波动主要源自子公司鲁南化工积极应对市场环境变化而进行柔性生产、优化产品结构，此外化工产品销量亦受到系统检修影响。

图表：兖矿能源化工产品产销量情况（单位：万吨）



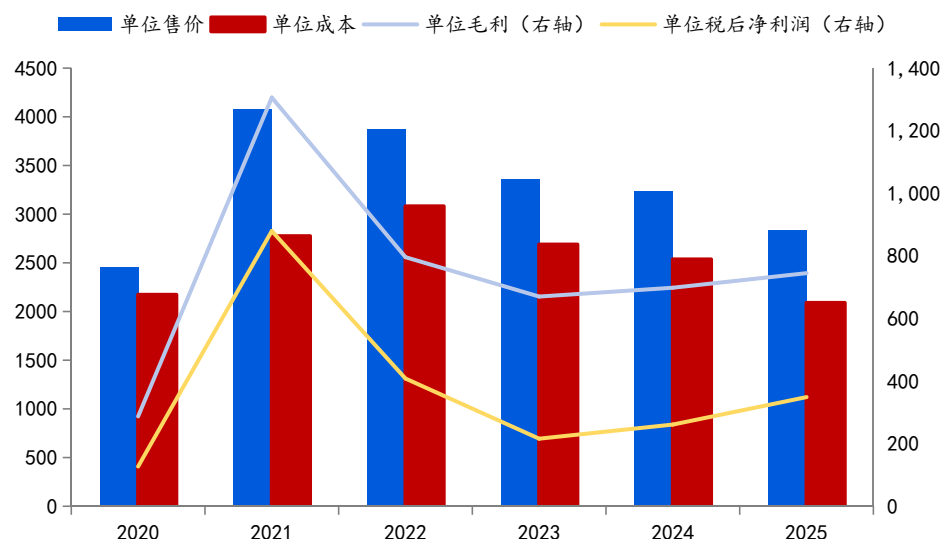
图表：2023Q1-2026Q2兖矿能源各化工产品销量情况（单位：万吨）



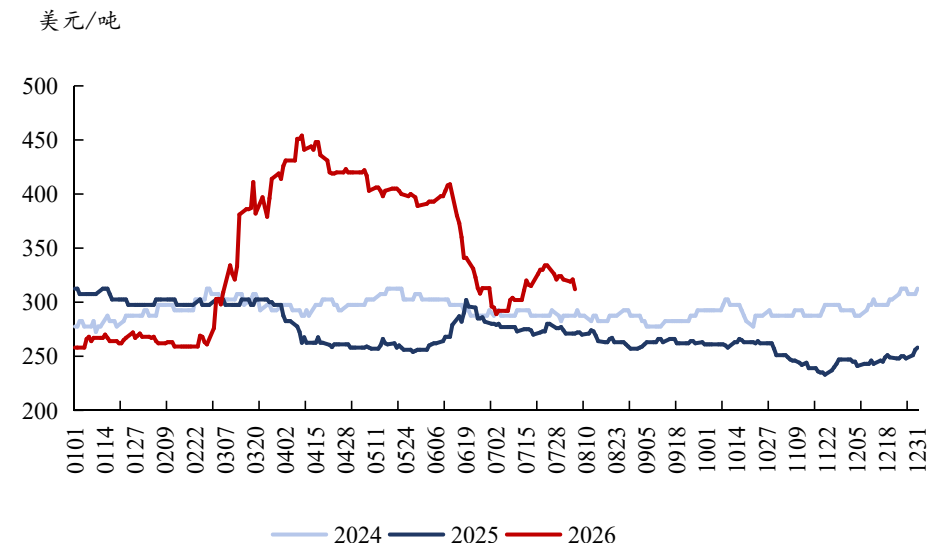
兖矿能源化工：测算得2025年成本下降之下单位盈利同比上升

- **煤化上下游一体协同互补，2025单位盈利回升：**2021年受原油价格上涨、下游需求回暖等因素影响，公司化工品单位售价同比+66%至4080元/吨，单位税后净利润同比提升近五倍至880元/吨，其后至2025年单位售价整体下行，单位成本2022-2025亦有回落，其中2024、2025年成本端较售价端降幅更大（其中2025年单位成本及单位售价分别同比-18%、-12%），公司2024、2025年单位税后净利润分别同比+21%/+34%至261/349元/吨。
- 2026年来看，2月美伊冲突以来，国际油价在多个时间段内高位运行，进口量减少或产业替代等因素影响下煤头化工品景气度提升，公司主要化工产品甲醇价格表现佳（2026年3月1日-8月5日，甲醇均价较2025年同期+35%），公司化工业务业绩值得期待。

图表：兖矿能源化工业务价本利情况（单位：元/吨）



图表：甲醇现货价（截至8月5日）



1

公司整体情况及财务状况对比

2

煤炭业务表现及业绩弹性对比

3

其他业绩贡献较多的业务（陕煤电力业务、兖矿化工业务）

4

投资建议、行业评级及风险提示

投资建议、行业评级

- 陕西煤业经营稳健，资产质量较优，具备稳健高盈利特征，充矿能源项目储备多，未来煤炭产量增长空间大，具备弹性高成长特征。二者均为优质动力煤企业，适配不同投资风格。行业整体看，煤炭开采行业供应端约束逻辑未变，需求端可能阶段性起伏波动，价格亦呈现一定震荡和动态再平衡。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。

风险提示

- (1) 煤炭价格波动超预期风险。宏观经济变动、生产经营、进出口政策带来的供给扰动均将构成煤炭价格波动超预期风险。
- (2) 煤炭进口影响风险。随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- (3) 在建项目投产不及预期风险。受行业监管变化、自然天气变化等影响，存在在建项目建设、投产时间不及预期风险。
- (4) 测算误差风险。本文弹性测算的情景分析部分基于部分假设下测算或有误差，以实际情况为准。
- (5) 环保监管超预期风险。环保限产若超预期将收缩煤炭供给，进而推升煤价。
- (6) 全球贸易摩擦风险。全球贸易摩擦可能导致石油等大宗商品价格上涨，带动煤炭价格超预期上升。
- (7) 汇率风险：兖矿能源有澳洲资产，涉及澳元汇率波动，可能影响公司煤炭业务业绩。

研究小组介绍

能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验
 王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，5年行业研究经验
 张益，能源开采行业研究助理，伦敦国王学院银行与金融硕士，2年期货行业研究经验
 徐萌，能源开采行业研究助理，对外经济贸易大学金融本硕

分析师承诺

陈晨，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597