

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

陕西煤业 (601225.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

煤炭产量持续增长，扣非业绩保持稳健

2023年8月31日

事件: 2023年8月30日晚,陕西煤业发布半年度报告,上半年公司实现营业收入906.62亿元,同比增长8.13%;实现归母净利115.79亿元,同比下降54.71%;扣非后净利136.32亿元,同比下降9.46%;经营活动产生的现金净流量169.78亿元,同比下降5.75%。

公司第二季度实现营业收入458.53亿元,同比增长3.68%,环比增长2.33%;实现归母净利46.68亿元,同比下降75.83%,环比下降32.46%;扣非后归母净利63.65亿元,同比下降17.21%,环比下降12.41%。

点评:

- **非经常性损益导致业绩波动较大,公司扣非业绩仅小幅下滑。**上半年公司归母净利润同比下滑54.71%,主要原因一方面是公司去年同期业绩基数较高,另一方面是上半年煤炭价格下行和公允价值浮亏较多。去年同期业绩基数较高,主要是由于公司出售隆基绿能部分股权获得投资收益,以及投资隆基绿能的会计核算方法发生变更导致。从扣非口径看,公司上半年扣非后净利润同比下降9.46%。受煤炭价格下行和公司自产煤产量提升影响,公司上半年扣非后净利润仅小幅下滑。
- **公司煤炭业务产量稳步增长。**公司上半年实现煤炭产量8406.74万吨,同比增长10.38%;自产煤销量8280.18万吨,同比增长10.39%;自产煤产销量同比增长,主要是因为小保当核增产量逐步释放。上半年实现自产煤售价594.77元/吨,同比下降7.21%;自产煤完全成本297.77元/吨,同比上涨7.52%;自产煤完全成本上升,主要是由于安全生产费增加较多。贸易煤方面,上半年公司贸易煤销量4579.92万吨,同比增加21.42%。
- **坐拥陕北优质煤炭资源,未来产量释放值得期待。**陕煤化集团是陕西省属唯一大型煤炭企业集团,公司作为陕煤化集团煤炭业务的唯一上市平台,在获取陕西省优质煤炭资源方面具有独特优势。公司煤炭品质优异,97%以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质采煤区,整体上自然灾害少、埋藏浅、煤层厚、开采成本低。同时,公司矿井均为大型现代化矿井,单井规模大且自动化程度高,生产成本优势明显。产量释放空间方面,短期看,小保当煤矿产能核增逐步释放产量,以及彬长矿业的小庄和孟村煤矿预计将逐步达产;中期看,公司正在推进红柳林产能核增;长期看,小壕兔1号、3号目前正在手续推进中(共2300万吨/年产能),预计2024年投入建设,有望成为公司未来产量增长的主要来源。
- **公司股息回报水平优异。**公司持续数年高比例分红,并承诺2023-2025年分红比例不低于60%。结合我们对公司的盈利预测,以2023年8月30日收盘价为基准,预计2023年公司股息率能够达到8.8%。
- **盈利预测与投资评级:**我们认为在能源大通胀持续背景下,国内动力煤

价格中枢有望中高位运行。同时，陕西煤业坐拥陕北优质煤炭资源，长期来看具备较大的产量释放空间，公司未来发展前景广阔。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 236.79/275.86/321.99 亿元；EPS 为 2.44/2.85/3.32 元/股，维持“买入”评级。

- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	152,308	166,848	170,138	179,711	188,848
增长率 YoY %	60.2%	9.5%	2.0%	5.6%	5.1%
归属母公司净利润 (百万元)	21,419	35,123	23,679	27,586	32,199
增长率 YoY%	44.1%	64.0%	-32.6%	16.5%	16.7%
毛利率%	36.8%	45.0%	36.6%	39.5%	42.9%
净资产收益率ROE%	22.1%	34.2%	21.1%	22.4%	23.7%
EPS(摊薄)(元)	2.21	3.62	2.44	2.85	3.32
市盈率 P/E(倍)	5.52	5.13	7.91	6.79	5.82
市净率 P/B(倍)	1.22	1.75	1.67	1.52	1.38

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	85,471	81,999	110,357	126,365	147,495	
货币资金	54,195	47,387	72,235	89,088	109,523	
应收票据	681	86	425	271	378	
应收账款	7,104	2,598	2,331	2,462	2,587	
预付账款	4,741	5,919	8,626	7,850	8,214	
存货	3,617	2,678	3,146	3,171	3,149	
其他	15,134	23,330	23,595	23,524	23,643	
非流动资产	116,848	133,261	127,323	137,494	147,162	
长期股权投资	12,938	13,675	14,216	15,840	17,465	
固定资产(合计)	68,498	78,291	76,989	84,090	89,974	
无形资产	24,799	24,000	23,462	23,975	25,190	
其他	10,613	17,295	12,656	13,589	14,533	
资产总计	202,319	215,260	237,680	263,859	294,656	
流动负债	49,899	50,716	50,863	52,135	53,040	
短期借款	50	200	100	100	100	
应付票据	2,578	216	295	298	296	
应付账款	17,782	19,927	16,247	16,374	16,260	
其他	29,490	30,372	34,220	35,364	36,385	
非流动负债	26,195	26,627	27,316	26,977	26,652	
长期借款	8,705	4,163	4,663	4,163	3,663	
其他	17,490	22,464	22,652	22,814	22,989	
负债合计	76,095	77,343	78,178	79,113	79,692	
少数股东权益	29,296	35,234	47,347	61,557	78,895	
归属母公司	96,928	102,683	112,155	123,189	136,069	
负债和股东权益	202,319	215,260	237,680	263,859	294,656	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	152,308	166,848	170,138	179,711	188,848	
同比(%)	60.2%	9.5%	2.0%	5.6%	5.1%	
归属母公司净利润	21,419	35,123	23,679	27,586	32,199	
同比(%)	44.1%	64.0%	-32.6%	16.5%	16.7%	
毛利率(%)	36.8%	45.0%	36.6%	39.5%	42.9%	
ROE%	22.1%	34.2%	21.1%	22.4%	23.7%	
EPS(摊薄)(元)	2.21	3.62	2.44	2.85	3.32	
P/E	5.52	5.13	7.91	6.79	5.82	
P/B	1.22	1.75	1.67	1.52	1.38	
EV/EBITDA	1.59	13.09	2.90	2.13	1.49	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	152,308	166,848	170,138	179,711	188,848	
营业成本	96,193	91,784	107,820	108,661	107,909	
营业税金及附加	9,010	11,494	11,721	12,380	13,010	
销售费用	1,028	835	1,163	1,228	1,291	
管理费用	7,601	7,114	8,660	8,986	9,442	
研发费用	153	579	590	899	944	
财务费用	69	-608	-549	-930	-1,256	
减值损失合计	-818	-752	-538	-829	-677	
投资净收益	2,979	14,564	3,403	3,594	3,777	
其他	1,418	-4,880	135	142	150	
营业利润	41,832	64,582	43,732	51,395	60,758	
营业外收支	-709	-518	-416	-548	-494	
利润总额	41,123	64,063	43,315	50,847	60,263	
所得税	7,100	10,974	7,524	9,051	10,727	
净利润	34,023	53,089	35,792	41,797	49,537	
少数股东损益	12,604	17,967	12,113	14,211	17,338	
归属母公司净利润	21,419	35,123	23,679	27,586	32,199	
EBITDA	46,985	10,696	42,356	49,550	56,896	
EPS(当年)(元)	2.21	3.62	2.44	2.85	3.32	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	52,608	56,139	41,289	55,773	62,587	
净利润	34,023	53,089	35,792	41,797	49,537	
折旧摊销	9,344	10,696	11,702	13,843	15,226	
财务费用	637	401	247	256	243	
投资损失	-2,979	-14,564	-3,403	-3,594	-3,777	
营运资金变动	11,933	0	-3,263	2,120	212	
其它	-350	6,517	214	1,352	1,146	
投资活动现金流	-6,732	-34,014	-2,575	-21,771	-22,263	
资本支出	-8,380	-10,166	-14,403	-23,712	-24,376	
长期投资	-3,649	-24,150	-597	-1,655	-1,668	
其他	5,297	302	12,426	3,596	3,781	
筹资活动现金流	-17,604	-31,051	-13,866	-17,148	-19,888	
吸收投资	742	4,412	0	0	0	
借款	2,258	968	400	-500	-500	
支付利息或股息	-12,680	-31,736	-14,454	-16,807	-19,562	
现金流净增加额	28,265	-8,925	24,848	16,854	20,435	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。