

动力煤

陕西煤业（601225.SH）

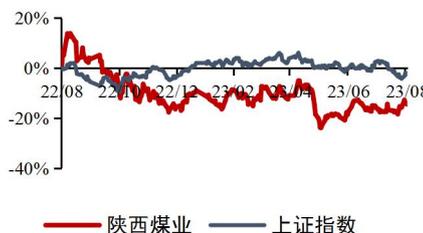
增持-A(维持)

产销同增主业经营稳健，Q2 售价下行及非经常损益影响业绩

2023 年 8 月 31 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 8 月 31 日

收盘价（元）：	16.64
年内最高/最低（元）：	25.37/15.83
流通 A 股/总股本（亿）：	96.95/96.95
流通 A 股市值（亿）：	1,613.25
总市值（亿）：	1,613.25

基础数据：2023 年 6 月 30 日

基本每股收益：	1.19
摊薄每股收益：	1.19
每股净资产（元）：	14.29
净资产收益率：	14.08

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2023 年半年度报告：报告期内公司实现营业总收入 906.62 亿元，同比+8.13%；实现归母净利润 115.79 亿元，同比-54.71%；扣非后归母净利润 136.32 亿元，同比增长-9.46%；经营活动产生的净现金流 169.78 亿元，同比-5.75%；基本每股收益 1.19 元/股，加权平均净资产收益率 10.86%，同比减少 14.66 个百分点。2023 年 Q2 度单季营业收入 458.53 亿元，同比+3.68%；归母净利润 46.68 亿元，同比-75.83%；扣非后归母净利润 63.65 亿元，同比-17.21%。

事件点评

➢ 主业经营符合预期，利润下滑主要因非经常损益导致。2023 年煤炭价格普遍下行，彬县烟煤块和神木烟煤块 Q2 均价分别为 925 元/吨和 910 元/吨，同比分别-20.86%和-21.13%。公司主营业务为煤炭开采销售，煤炭售价下行，成本相对刚性，导致毛利率下行，扣非后净利润回落-9.46%符合预期。公司归母净利润的下跌主要因非经常损益项目，2023H1 公司公允价值变动损益-26.6 亿元，投资收益 12.13 亿元，合计影响本期利润总额降低 14.47 亿元；公允价值变动损益主要因所持股票价格下跌导致，截至 6 月 30 日公司持有的六只股票合计损益-22.25 亿元。上述损益主要发生在 Q2，导致 Q2 扣非前业绩明显下滑。

➢ 煤炭产销同增，售价同比下跌。2023 年公司自产煤产量实现 8406.74 万吨，同比+10.38%；公司主要煤炭子公司产量均实现增长。H1 公司煤炭销量合计 12860 万吨，其中自产煤 8280 万吨，同比+10.39%，贸易煤 4580 万吨，同比+21.42%。H1 公司吨煤价格、成本和毛利分别实现 648.42 元/吨、297.77 元/吨、350.65 元/吨，同比分别变化-4.88%、+7.52%、-13.37%；售价下行主要因上半年国内煤炭需求回落导致，但受益于长协占比高，公司煤价回落幅度远低于市场煤。吨煤成本的上涨主要是因为安全生产费提取政策发生变化，导致吨煤安全生产费用增加 14.14 元，增幅 71.16%。H1 煤炭业务整体毛利率 54.1%，同比减少 5.3 个百分点。

➢ 公司优质产能增长空间仍大，高利润保障下分红可期。根据公司公告，2023 年公司下属小保当、红柳林矿继续推动产能核增，预计实现 1100 万吨的煤炭增量产能，增幅 7.1%左右。当前煤价下，煤炭行业毛利率仍然较好，且随着下半年地产等政策边际改善，预计煤炭价格下跌空间不大，当前煤价下，公司产能释放将持续贡献利润增量。根据公司披露，股权投资方面，公司将主要以做好存量和投后管理为主，非经常性损益项目后期有望反弹，预



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



计 2023 年下半年利润将较上半年增长。同时，根据《陕西煤业股份有限公司 2022-2024 年度股东回报规划》，预计公司 2023、2024 年分比例仍不少于当年实现的可供分配利润的 60%，高利润下公司分红可观，具备一定的配置价值。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.47/2.88/2.98 元，对应公司 8 月 30 日收盘价 16.72 元，2023-2025 年 PE 分别为 6.8/5.8/5.6 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

风险提示

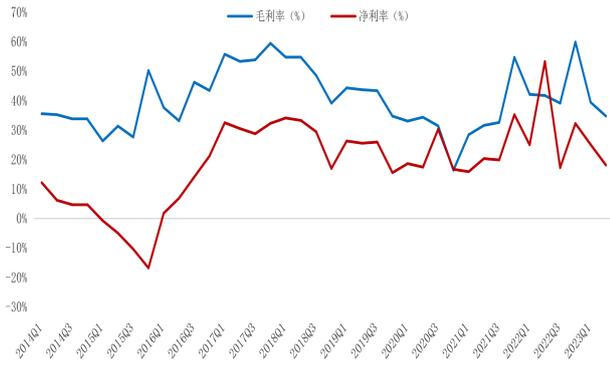
宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；产能核增不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	152,266	166,848	168,874	171,246	173,126
YoY(%)	60.5	9.6	1.2	1.4	1.1
净利润(百万元)	21,140	35,123	23,946	27,902	28,899
YoY(%)	42.0	66.1	-31.8	16.5	3.6
毛利率(%)	35.8	45.0	36.3	36.5	36.6
EPS(摊薄/元)	2.18	3.62	2.47	2.88	2.98
ROE(%)	29.4	38.5	23.0	22.5	20.2
P/E(倍)	7.7	4.6	6.8	5.8	5.6
P/B(倍)	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
净利率(%)	13.9	21.1	14.2	16.3	16.7

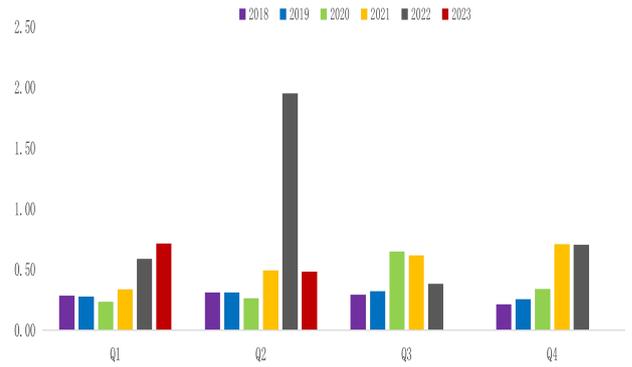
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2014-2023 年 Q2 公司分季度毛利率和净利率



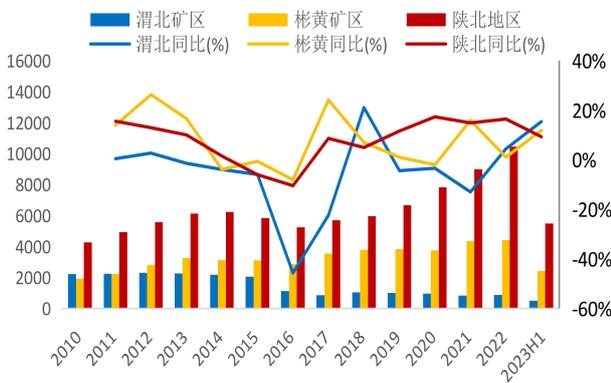
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2023 年 Q2 公司分季度 EPS



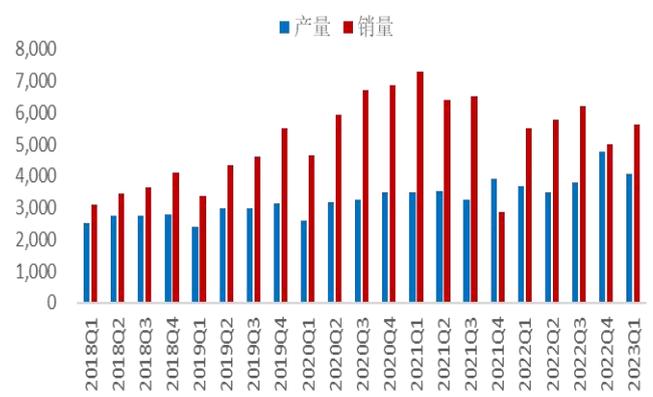
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2010-2023 年 H1 公司分矿区煤炭产量(单位：万吨)



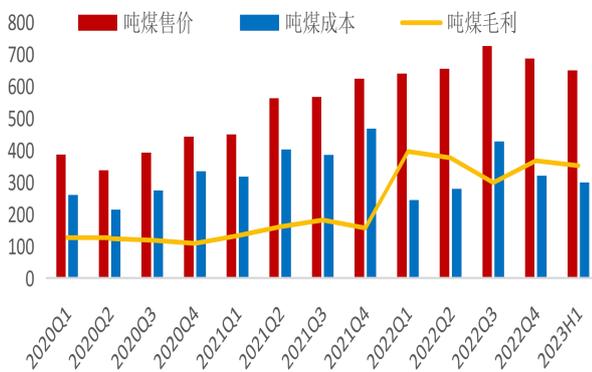
资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2018-2023Q2 分季度煤炭产销量(单位：万吨)



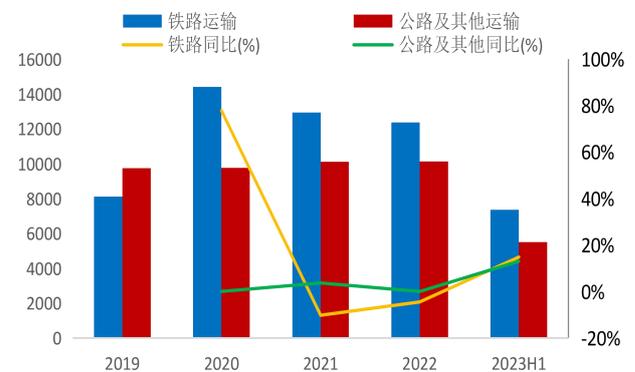
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2020-2023 年 H1 单季吨煤价格、成本及毛利 (单位：元/吨)



资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：2019-2023 年 H1 煤炭销售分类型运输量 (单位：万吨)



资料来源：wind、山西证券研究所



表 1：2022-2023H1 年公司煤炭分季度产量、销量、价格、成本及吨煤指标比较

指标	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
煤炭产量（万吨）	3670.88	3487.03	4084.58	4322.16	23.95%	7616.4	8406.74	10.38%
煤炭销量（万吨）	5487.11	5785.95	5630.94	7229.16	24.94%	11273.06	12860.10	14.08%
销售收入（亿元）	350.08	418.42	/	/	/	768.50	833.87	8.51%
销售成本（亿元）	133.34	370.81	/	/	/	312.20	382.94	22.66%
毛利（亿元）	216.74	47.61	/	/	/	456.30	450.94	-1.17%
吨煤价格（元/吨）	638.00	723.16	/	/	/	681.71	648.42	-4.88%
吨煤成本（元/吨）	243.00	640.87	/	/	/	276.94	297.77	7.52%
吨煤毛利（元/吨）	395.00	456.89	/	/	/	404.77	350.65	-13.37%

资料来源：公司公告、山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	83965	81999	90706	131950	165610
现金	53974	47387	60155	84870	131014
应收票据及应收账款	7786	2685	3040	14085	5151
预付账款	4716	5919	4845	6070	4965
存货	3616	2678	3840	6050	4407
其他流动资产	13874	23330	18827	20874	20073
非流动资产	101443	133261	134572	124981	118818
长期投资	12455	13675	15817	18179	20660
固定资产	59184	78291	72341	65944	58891
无形资产	20565	24376	23523	22778	22224
其他非流动资产	9239	16918	22891	18080	17043
资产总计	185407	215260	225278	256930	284428
流动负债	47499	50716	48939	57089	56082
短期借款	50	200	0	0	0
应付票据及应付账款	19509	20143	14549	24304	12297
其他流动负债	27940	30372	34390	32785	43785
非流动负债	23291	26627	24602	18772	18279
长期借款	7055	4163	4371	4078	3585
其他非流动负债	16236	22464	20232	14694	14694
负债合计	70790	77343	73542	75861	74361
少数股东权益	29232	35234	46179	58978	72413
股本	9695	9695	9695	9695	9695
资本公积	5542	698	761	761	761
留存收益	65468	85911	99868	116148	133082
归属母公司股东权益	85385	102683	105557	122091	137653
负债和股东权益	185407	215260	225278	256930	284428

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	51121	56139	38986	36151	52118
净利润	33744	53089	34891	40700	42334
折旧摊销	8354	10628	9239	9459	9651
财务费用	-87	-608	-611	-1123	-1775
投资损失	-3030	-14564	-5430	-6226	-7126
营运资金变动	11821	-68	-907	-6172	10074
其他经营现金流	319	7662	1804	-487	-1041
投资活动现金流	-6294	-34014	-2653	4974	5881
筹资活动现金流	-16549	-31051	-23565	-16409	-11855
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	3.62	2.47	2.88	2.98
每股经营现金流(最新摊薄)	5.27	5.79	4.02	3.73	5.38
每股净资产(最新摊薄)	8.81	10.59	10.88	12.59	14.19

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	152266	166848	168874	171246	173126
营业成本	97688	91784	107546	108788	109803
营业税金及附加	8713	11494	11634	11797	11927
营业费用	1042	835	1001	936	986
管理费用	7005	7114	7485	7446	7600
研发费用	136	579	586	594	600
财务费用	-87	-608	-611	-1123	-1775
资产减值损失	-852	-598	-606	-614	-621
公允价值变动收益	1369	-5165	-3660	1000	1000
投资净收益	3030	14564	5430	6226	7126
营业利润	41394	64582	42485	49520	51588
营业外收入	84	71	62	66	71
营业外支出	789	589	445	473	574
利润总额	40689	64063	42103	49113	51085
所得税	6945	10974	7212	8413	8751
税后利润	33744	53089	34891	40700	42334
少数股东损益	12604	17967	10945	12799	13435
归属母公司净利润	21140	35123	23946	27902	28899
EBITDA	48432	74031	50414	57261	58704

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	60.5	9.6	1.2	1.4	1.1
营业利润(%)	72.3	56.0	-34.2	16.6	4.2
归属于母公司净利润(%)	42.0	66.1	-31.8	16.5	3.6
获利能力					
毛利率(%)	35.8	45.0	36.3	36.5	36.6
净利率(%)	13.9	21.1	14.2	16.3	16.7
ROE(%)	29.4	38.5	23.0	22.5	20.2
ROIC(%)	33.6	45.6	29.3	29.8	27.4
偿债能力					
资产负债率(%)	38.2	35.9	32.6	29.5	26.1
流动比率	1.8	1.6	1.9	2.3	3.0
速动比率	1.6	1.4	1.6	2.1	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
应收账款周转率	20.1	31.9	59.0	20.0	18.0
应付账款周转率	5.5	4.6	6.2	5.6	6.0
估值比率					
P/E	7.7	4.6	6.8	5.8	5.6
P/B	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.9	1.9	2.8	2.2	1.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

