

买入

2023 年 7 月 12 日

Q1 业绩同比增长，上半年产量增长明显

➤ **22 年业绩创历史新高，23 年 Q1 保持增长：**2022 年受益于煤价上涨至历史高位，公司实现营业收入 1669 亿元，同比增长 9.6%；实现归母净利 351 亿元，同比增长 64%；扣非后净利 294 亿元，同比增加 43.6%；2023 年 Q1，公司实现收入为 448 亿元，同比增长 13%；实现归母净利润 69 亿元，同比增长 10.6%，扣除非后归母净利润为 72.7 亿元，同比减少 1%。23 年 Q1 秦皇岛综合煤价为 1130 元/吨，同比下降 3.7%，但公司收益于资产处置收益大幅增长，净利润得以保持增长。

➤ **上半年产能稳定释放，煤炭价格小幅下滑：**2023 年公司 1-6 月累计生产煤炭 8406 万吨，同比增长 10.4%。增长主要来自于两方面：1) 去年 7 对矿井通过核增，年度产能增加 1700 万吨。2) 公司完成对彬长矿业收购后，晓庄及孟村两矿为公司带来合计 1200 万吨产能，在 2022 年 11 月 30 日实现并表。预计 2023 年公司总核定产能将达到 1.62 亿吨。未来公司产量依旧有增长空间，神南矿业小壕兔一号（800 万吨/年）、三号矿井（1500 万吨/年）的探矿权，预计将在“十五五”期间贡献产量。价格方面，Q1 国内市场由于海外煤进口量大增，煤炭价格出现下滑，公司 Q1 均价为 625 元/吨。进入 5 月后，受厄尔尼诺现象影响，国内地区普遍高温，用电量激增，各电厂耗煤量增加，有望稳住煤炭价格。预计全年公司煤炭均价将维持在 578 元/吨。

➤ **分红比例提升，股息率凸显投资价值：**2022 年底公司拟将 2022-2024 年度的现金分红比例进一步提高，规划期内公司各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 60%，大幅高于此前承诺的 40%。公司一直以来实际分红都优于承诺分红，2021 年现金分红比例为 61.91%，2022 年延续高分红政策，拟现金分红 211 亿元，分红率为 60.17%，截至 23 年 7 月 12 日收盘价，公司股息率达到 11.4%。2023 年 Q1 公司货币资金达到 542.66 亿元，此外公司近期没有新项目建设需求，资本开支大幅减少，2023 年计划资本开支 18.11 亿元，同比下降 60%，使得公司现金流充裕。同时，公司财务指标优异，目前公司处于净现金状态，2023 年 Q1 公司财务费用为 -1.3 亿元；净资产为 1507 亿元，净资产收益率为 34.21%。

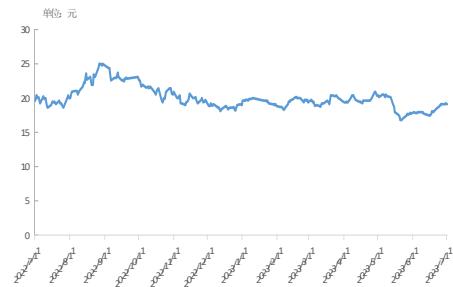
➤ **目标价 24 元，买入评级：**我们预计 2022 年将是煤炭价格阶段高点，2023 年随着疫情缓和以及外部经济环境低迷，国际进口煤供应增加，煤炭价格将逐步降低，但依旧为历史相对高位。预计公司 23 年净利润将受到煤价下滑影响出现下滑随后逐年提升，预计 2023/2024/2025 剔除投资收益和公允价值变动，公司主业归母净利润 232.7/251.3/265 亿元。相对估值方面，给予公司 10 倍 PE 对应目标价为人民币 24 元，买入评级。

邹炜
852-25321597
wilson.zou@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	煤炭行业
股价	16.86 元
目标价	24.00 元
	42.38%
股票代码	601225.SH
已发行股本	96.95 亿股
总市值	1622.94 亿元
52 周高/低	25.37/16.6 元
每股净资产	11.4 元
主要股东	陕西煤业化工集团... 65.12%

表：盈利摘要

截至 12 月 31 日	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
收入（百万人民币）	152,308	166,848	154,820	157,897	161,036
变动（%）	61%	10%	-7%	2%	2%
净利润（百万人民币）	21,558	35,410	23,273	25,145	26,596
每股收益（元）	2.22	3.65	2.40	2.59	2.74
变动（%）	49%	64%	-34%	8%	6%
市盈率@16.86（元）	7.6	4.6	7.0	6.5	6.1
每股市息（元）	1.35	2.18	1.44	1.56	1.65
股息率（%）	7%	11%	9%	9%	10%

股价表现


资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

主要财务报表

损益表					财务分析						
人民币 百万元, 财务年度截至12月											
	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测		2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
收入	152,308	166,848	154,820	157,897	161,036	盈利能力					
营业成本	96,193	91,784	96,350	97,344	98,737	毛利率 (%)	36.8%	45.0%	37.8%	38.3%	38.7%
毛利	56,114	75,063	58,469	60,553	62,298	EBITDA 利率 (%)	33.2%	44.9%	34.0%	34.7%	35.1%
税金及附加	9,010	11,494	6,876	6,854	6,830	净利率 (%)	14.2%	21.2%	15.0%	15.9%	16.5%
销售费用	1,028	835	1,354	1,380	1,408	营运表现					
管理费用	7,601	7,114	8,392	8,243	8,085	SG&A/收入 (%)	6.1%	6.4%	6.7%	5.8%	5.0%
财务费用	-69	608	-1,118	-2,296	-3,036	实际税率 (%)	17.2%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
投资收益	2,979	14,564	0	0	0	股息支付率 (%)	60.7%	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%
经营利润	41,261	64,351	42,293	45,695	48,332	库存周转天数	16.8	12.5	15.0	15.0	15.0
所得税	7,100	10,974	7,212	7,792	8,242	应收账款天数	19.0	11.5	14.0	14.0	12.0
少数股东应占利润	12,604	17,967	11,808	12,758	13,494	应付账款天数	78.4	101.2	101.2	101.2	101.2
归属净利润	21,558	35,410	23,273	25,145	26,596	财务状况					
折旧及摊销	9,290	10,610	10,319	9,143	8,113	净负债/权益	0.2	0.2	0.0	0.3	0.4
EBITDA	50,551	74,961	52,613	54,838	56,446	收入/总资产	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
EPS(元)	2.22	3.65	2.40	2.59	2.74	总资产/权益	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
增长	45%	64%	-34%	8%	6%	估值比率					
总收入 (%)	60.6%	9.5%	-7.2%	2.0%	2.0%	PE(倍)	4.2	2.5	3.9	3.6	3.4
每股收益 (%)	44.9%	64.3%	-34.3%	8.0%	5.8%	PB(倍)	0.74	0.68	0.54	0.44	0.37

资产负债表					现金流量表						
人民币 百万元, 财务年度截至12月					人民币 百万元, 财务年度截至12月						
	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测		2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
现金	54,195	47,387	74,495	132,131	168,298	净利润	34,023	53,089	35,081	37,903	40,090
应收账款	7,786	2,685	9,192	2,921	7,668	折旧摊销	9,308	10,628	10,338	9,160	8,129
存货	3,617	2,678	5,241	2,760	5,355	财务费用	637	401	404	404	404
其他流动资产	1,266	1,359	1,767	2,297	2,986	投资损失	-2,979	-14,564	0	0	0
总流动资产	84,225	83,245	116,688	168,311	210,653	其他营运活动	1,821	2,184	0	0	0
固定资产	46,735	78,291	68,507	59,989	52,130	营运性现金流	52,607	56,139	28,458	59,587	38,127
无形资产	21,217	24,000	22,816	21,692	20,638	资本开支	8,405	10,174	1,800	1,800	1,800
非流动资产	116,848	133,261	133,866	116,715	116,714	其他投资活动	31	1,283	0	0	0
总资产	201,073	216,506	250,554	285,026	327,366	投资性现金流	-6,732	-34,014	-1,800	-1,800	-1,800
应付帐款	20,360	20,143	28,131	25,835	28,904						
短期银行贷款	0	0	0	0	0						
其他短期负债	2,152	2,898	2,994	3,091	3,188	短期借款	-116	150	-0	0	0
总短期负债	49,899	50,716	55,151	52,951	56,116	长期借款	1,914	-4,542	-2,163	0	0
长期银行贷款	8,705	4,163	2,000	2,000	2,000	普通股增加	7,869	4,688	2,163	0	0
其他负债	201	201	201	201	201	支付股息现金	12,680	31,736	140	151	160
总负债	76,095	77,343	77,695	74,416	76,825	融资性现金流	-17,604	-31,051	-2,303	-151	-160
少数股东权益	29,296	35,234	47,042	59,800	73,294						
股东权益	126,224	137,917	172,859	210,610	250,541	现金变化	28,265	-8,925	24,355	57,636	36,168
每股账面值(元)	13	14	17	21	25	期初持有现金	21,875	50,140	50,140	74,495	132,131
营运资金	34,326	32,530	61,537	115,360	154,536	期末持有现金	50,140	41,215	74,495	132,131	168,298

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。