

## 扣非利润超预期，价值低估未来可期

➤ **事件：**2023 年 8 月 30 日，公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营业收入 906.62 亿元，同比增长 8.13%；归母净利润 115.79 亿元，同比下降 54.71%；扣非归母净利润 136.32 亿元，同比下降 9.46%。2023 年二季度，公司实现营业收入 458.53 亿元，同比增长 3.68%，环比增长 2.33%；归母净利润 46.68 亿元，同比下降 75.83%，环比下降 32.46%；扣非归母净利润 63.65 亿元，同比下降 17.57%，环比下降 12.41%。

➤ **投资收益及公允价值变动损益下滑拖累业绩。**2023 年上半年公司业绩大幅下滑主要由于 2022 年上半年公司出售隆基绿能部分股份使投资收益增加 29.16 亿元，同时投资隆基绿能的会计核算方法变更使公允价值变动损益增幅较大，公允价值变动损益共计增加 97.39 亿元，从而两部分合计增加净利润 94.91 亿元；而 2023 年上半年，公司实现投资收益 12.13 亿元，同比下降 58.40%；公允价值变动损益-26.60 亿元，同比下降 127.31%。

➤ **资产负债持续修复。**截至报告期末，公司货币资金 579.29 亿元，同比增加 105.43 亿元或 22.25%；公司有息负债 93.74 亿元，净现金（不包含受限的现金资产）高达 601.58 亿元，同行业第二。

➤ **煤炭产品产销增量可观。**2023 年上半年，公司实现煤炭产量 8406.74 万吨，同比增长 10.38%；煤炭销量 1.29 亿吨，同比增长 14.08%，其中自产煤销量 8280.18 万吨，同比增长 10.39%。2023 年二季度，公司实现煤炭产量 4322.16 万吨，同比增长 9.55%，环比增长 5.82%；煤炭销量 7229.16 万吨，同比增长 24.94%，环比增长 28.38%，其中自产煤销量 4236.40 万吨，同比增长 8.44%，环比增长 4.76%。

➤ **售价有所回落，安全生产费抬高成本。**2023 年上半年，公司实现煤炭售价 648.42 元/吨，同比下降 4.88%；原选煤单位完全成本 297.77 元/吨，同比增长 7.52%，其中：因安全生产费同比增长 71.16%；外委业务费同比增长 26.87%；燃料和动力费同比增长 16.87%；维护及修理费同比增长 16.41%；相关税费同比下降 7.51%。23H1 吨煤毛利率为 44.94%，同比下滑 6.86 个百分点。

➤ **优质产能加速扩张，公司增长潜力大。**2022 年，公司收购了控股股东陕煤集团所持有的彬长矿业集团、神南矿业公司股权，其中，彬长矿业集团贡献新增产能 1200 万吨/年，神南矿业公司持有榆神矿区小壕兔相关井田的探矿权，主要包含小壕兔一号井以及三号井，一号井设计产能规模 800 万吨/年，优质资产的注入有望加速公司产能扩张。

➤ **投资建议：**考虑到公司 2022 年度利润受非经常性损益影响较大，我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 230.56/278.26/298.52 亿元，对应 EPS 分别为 2.38/2.87/3.08 元/股，对应 2023 年 8 月 31 日收盘价的 PE 分别为 7/6/5 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤价大幅下行；下游需求改善不及预期；成本超预期上升。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	166,848	164,426	169,093	172,961
增长率（%）	9.5	-1.5	2.8	2.3
归属母公司股东净利润（百万元）	35,123	23,056	27,826	29,852
增长率（%）	64.0	-34.4	20.7	7.3
每股收益（元）	3.62	2.38	2.87	3.08
PE	5	7	6	5
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**16.64 元**

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师 李航**

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

### 相关研究

1. 陕西煤业 (601225.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：扣非净利微幅下滑，产量同环比实现增长-2023/07/12

2. 陕西煤业 (601225.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩持续释放，高股息叠加产能增量未来可期-2023/04/27

3. 陕西煤业 (601225.SH) 2022 年业绩预增公告点评：多因素促业绩大增，23 年业绩弹性有望继续释放-2023/01/17

4. 陕西煤业 (601225.SH) 事件点评：彬长矿业并表带动产量大增，股息配置价值优异-2022/12/10

5. 陕西煤业 (601225.SH) 事件点评：现金分红比例提升，股息配置价值进一步凸显-2022/1/07

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>166,848</b>	<b>164,426</b>	<b>169,093</b>	<b>172,961</b>
营业成本	91,784	92,038	95,510	97,761
营业税金及附加	11,494	11,327	11,649	11,915
销售费用	835	904	930	951
管理费用	7,114	7,399	7,609	7,783
研发费用	579	493	507	519
EBIT	55,296	52,268	52,893	54,036
财务费用	-608	-860	-1,564	-2,336
资产减值损失	-752	-587	-557	-548
投资收益	14,564	-3,289	2,536	2,594
<b>营业利润</b>	<b>64,582</b>	<b>46,075</b>	<b>55,458</b>	<b>59,442</b>
营业外收支	-518	-725	-725	-725
<b>利润总额</b>	<b>64,063</b>	<b>45,350</b>	<b>54,733</b>	<b>58,717</b>
所得税	10,974	8,163	9,852	10,569
净利润	53,089	37,187	44,881	48,148
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>35,123</b>	<b>23,056</b>	<b>27,826</b>	<b>29,852</b>
EBITDA	65,992	62,631	63,484	64,846

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	47,387	75,508	107,221	143,042
应收账款及票据	2,685	2,543	2,616	2,675
预付款项	5,919	5,935	6,159	6,304
存货	2,678	2,632	2,731	2,796
其他流动资产	23,330	19,930	19,150	20,368
<b>流动资产合计</b>	<b>81,999</b>	<b>106,549</b>	<b>137,876</b>	<b>175,186</b>
长期股权投资	13,675	10,387	12,923	15,518
固定资产	78,291	71,346	66,860	59,232
无形资产	24,000	23,634	23,522	23,064
<b>非流动资产合计</b>	<b>133,261</b>	<b>125,760</b>	<b>126,191</b>	<b>121,678</b>
<b>资产合计</b>	<b>215,260</b>	<b>232,309</b>	<b>264,068</b>	<b>296,864</b>
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	20,143	20,199	20,961	21,455
其他流动负债	30,372	29,702	29,695	30,597
<b>流动负债合计</b>	<b>50,716</b>	<b>50,101</b>	<b>50,855</b>	<b>52,252</b>
长期借款	4,163	4,163	4,163	4,163
其他长期负债	22,464	22,220	22,215	22,211
<b>非流动负债合计</b>	<b>26,627</b>	<b>26,383</b>	<b>26,379</b>	<b>26,374</b>
<b>负债合计</b>	<b>77,343</b>	<b>76,484</b>	<b>77,234</b>	<b>78,626</b>
股本	9,695	9,695	9,695	9,695
少数股东权益	35,234	49,365	66,420	84,716
<b>股东权益合计</b>	<b>137,917</b>	<b>155,825</b>	<b>186,833</b>	<b>218,238</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>215,260</b>	<b>232,309</b>	<b>264,068</b>	<b>296,864</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	9.55	-1.45	2.84	2.29
EBIT 增长率	44.44	-5.48	1.19	2.16
净利润增长率	63.98	-34.36	20.69	7.28
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	44.99	44.02	43.52	43.48
净利润率	21.05	14.02	16.46	17.26
总资产收益率 ROA	16.32	9.92	10.54	10.06
净资产收益率 ROE	34.21	21.66	23.11	22.36
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.62	2.13	2.71	3.35
速动比率	1.41	1.93	2.50	3.14
现金比率	0.93	1.51	2.11	2.74
资产负债率 (%)	35.93	32.92	29.25	26.49
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	5.68	5.68	5.68	5.68
存货周转天数	10.65	10.65	10.65	10.65
总资产周转率	0.80	0.73	0.68	0.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.62	2.38	2.87	3.08
每股净资产	10.59	10.98	12.42	13.77
每股经营现金流	5.79	5.66	5.86	5.96
每股股利	2.18	1.43	1.73	1.85
<b>估值分析</b>				
PE	5	7	6	5
PB	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	1.66	1.74	1.72	1.68
股息收益率 (%)	13.10	8.60	10.38	11.13
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	53,089	37,187	44,881	48,148
折旧和摊销	10,696	10,363	10,591	10,810
营运资金变动	0	938	1,150	743
<b>经营活动现金流</b>	<b>56,139</b>	<b>54,862</b>	<b>56,775</b>	<b>57,809</b>
资本开支	-10,166	-5,221	-9,621	-4,822
投资	-24,150	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-34,014</b>	<b>-6,028</b>	<b>-9,618</b>	<b>-4,822</b>
股权募资	4,412	0	0	0
债务募资	-3,720	-1,417	-1,175	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-31,051</b>	<b>-20,712</b>	<b>-15,444</b>	<b>-17,165</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-8,925</b>	<b>28,121</b>	<b>31,713</b>	<b>35,821</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026