

陕西煤业 (601225.SH)

整体经营稳健，非经常损益影响业绩

增持

事件：

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%；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%。

核心观点

2023H1 公司煤炭产量同比增长，平均煤价高位。公司实现煤炭产量 8406.74 万吨，同比增长 10.38%；实现煤炭销量 12860.10 万吨，同比增长 14.08%。煤炭售价为 648.42 元/吨，同比下降 4.88%。其中自产煤售价 594.77 元/吨，同比下降 46.23 元/吨，降幅 7.21%，煤价整体保持高位。

2023H1 公司成本上升，主因安全生产成本上升。公司原选煤单位完全成本 297.77 元/吨，同比上升 20.83 元/吨，增幅 7.52%，其中：安全生产费增加 14.14 元/吨，增幅 71.16%；外委业务费增加 5.03 元/吨，增幅 26.87%。

非经常损益项目影响公司业绩。2023H1 公司投资收益 12.13 亿元，本期公允价值变动损益-26.60 亿元，影响本期利润总额降低 14.47 亿元，主要原因为市场波动，公允价值浮亏较大。

继续推进智能化，新产能加快推进。上半年，红柳林矿、张家峁矿、柠条塔矿、小保当一号矿、黄陵一号矿、黄陵二号矿 6 处煤矿通过全国首批智能化示范建设验收。上半年，公司加快推进小壕兔一号和西部勘查区相关井田批复进度。

盈利预测与估值：综合考虑商品价格下降、毛利率下降、非经损益等对业绩的影响，下调盈利预测，预计公司 23-25 年收入分别为 1555.7/1571.3/1587.0 亿元，归母净利润 226.4/233.1/236.1 亿元（原为 278.3/283.6/287.7 亿元），每股收益 23-25 年分别为 2.33/2.40/2.44 元。考虑公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能规模具备优势且仍有增长空间，同时公司业绩稳健，股息回报丰厚，维持“增持”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	152,266	166,848	155,571	157,127	158,698
(+/-%)	60.5%	9.6%	-6.8%	1.0%	1.0%
净利润(百万元)	21140	35123	22636	23313	23610
(+/-%)	42.0%	66.1%	-35.6%	3.0%	1.3%
每股收益(元)	2.18	3.62	2.33	2.40	2.44
EBIT Margin	24.7%	33.0%	25.1%	25.1%	25.0%
净资产收益率 (ROE)	24.8%	34.2%	20.3%	19.3%	18.1%
市盈率 (PE)	8.1	4.9	7.6	7.4	7.3
EV/EBITDA	5.3	3.8	5.6	5.6	5.6
市净率 (PB)	2.01	1.67	1.53	1.42	1.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

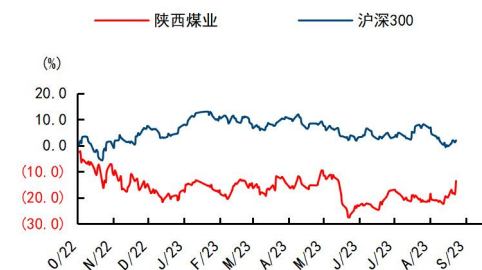
fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	17.68 元
总市值/流通市值	171408/171408 百万元
52 周最高价/最低价	25.37/15.83 元
近 3 个月日均成交额	540.18 百万元

市场走势



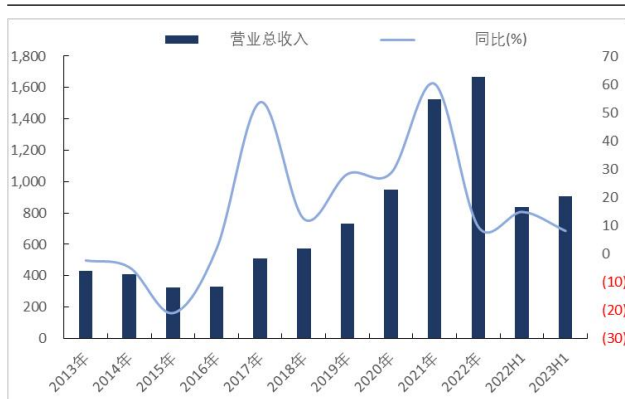
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《陕西煤业 (601225.SH) - 坐拥陕西优质资源，增产保供行稳致远》——2023-05-11

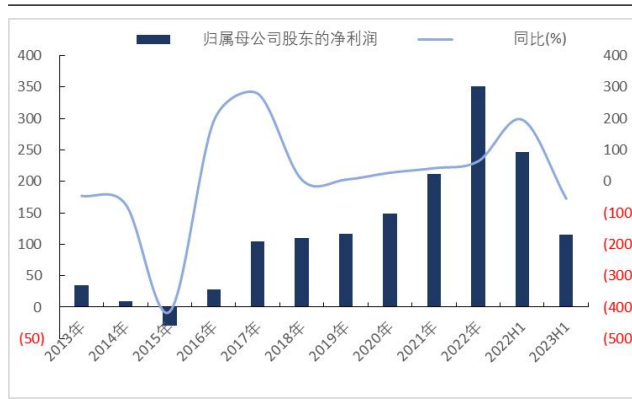
公司披露 2023 年半年度报告。报告期内公司实现营业总收入 906.62 亿元,同比+8.13%;实现归母净利润 115.79 亿元,同比-54.71%;扣非后归母净利润 136.32 亿元,同比增长-9.46%;基本每股收益 1.19 元/股,加权平均净资产收益率 10.86%,同比减少 14.66 个百分点。2023 年 Q2 度单季营业收入 458.53 亿元,同比+3.68%;归母净利润 46.68 亿元,同比-75.83%;扣非后归母净利润 63.65 亿元,同比-17.21%。

图1: 营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

2023H1 公司煤炭产量同比增长, 平均煤价高位。公司实现煤炭产量 8406.74 万吨, 同比增长 10.38%; 实现煤炭销量 12860.10 万吨, 同比增长 14.08%。煤炭售价为 648.42 元/吨, 同比下降 4.88%。其中自产煤售价 594.77 元/吨, 同比下降 46.23 元/吨, 降幅 7.21%, 煤价整体保持高位。

2023H1 公司成本上升, 主因安全生产成本上升。公司原选煤单位完全成本 297.77 元/吨, 同比上升 20.83 元/吨, 增幅 7.52%, 其中: 安全生产费增加 14.14 元/吨, 增幅 71.16%; 外委业务费增加 5.03 元/吨, 增幅 26.87%。

非经常损益项目影响公司业绩。2023H1 公司投资收益 12.13 亿元, 本期公允价值变动损益-26.60 亿元, 影响本期利润总额降低 14.47 亿元, 主要原因为市场波动, 公允价值浮亏较大。

继续推进智能化, 新产能加快推进。上半年, 红柳林矿、张家峁矿、柠条塔矿、小保当一号矿、黄陵一号矿、黄陵二号矿 6 处煤矿通过全国首批智能化示范建设验收。上半年, 公司加快推进小壕兔一号和西部勘查区相关井田批复进度。

表1: 2023H1 公司煤炭产销

运营指标	单位	2023 年		2022 年		同比变化 (%)		运营指标
		6 月	累计	6 月	累计	6 月	累计	
煤炭产量	万吨	1,440.00	8,406.32	1,317.74	7,616.39	9.28	10.37	煤炭产量
自产煤销量	万吨	1,424.71	8,335.70	1,289.62	7,501.17	10.47	11.13	自产煤销量

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司产销量变化 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告、iFinD、国信证券经济研究所整理

图4: 公司煤炭价格变化



资料来源: 公司公告、iFinD、国信证券经济研究所整理

表2: 原煤营收成本预测假设调整 (百万元)

内容	2022A	2023E	2024E	2025E
销售收入	75,169.57	69,907.70	70,606.78	71,312.85
成本	24,996.79	31,458.47	31,773.05	32,090.78
销售收入增				
长率	27.43%	-7.00%	1.00%	1.00%
毛利率	66.75%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表3: 洗煤营收成本预测假设调整 (百万元)

内容	2022A	2023E	2024E	2025E
销售收入	33,992.33	31,612.87	31,929.00	32,248.29
成本	12,061.24	14,225.79	14,368.05	14,511.73
销售收入增				
长率	44.55%	-7.00%	1.00%	1.00%
毛利率	64.52%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表4: 贸易煤营收成本预测假设调整 (百万元)

内容	2022A	2023E	2024E	2025E
销售收入	53,420.30	49,680.88	50,177.69	50,679.46
成本	52,512.15	49,184.07	49,675.91	50,172.67
销售收入增				
长率	-13.87%	-7.00%	1.00%	1.00%
毛利率	1.70%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

考虑上半年煤炭价格下降以及成本上升等因素，结合上半年的增速以及毛利率，我们重点对煤炭相关板块的营收增速以及毛利率水平进行修改，公司 23-25 年原煤、洗煤、贸易煤板块营收增速由原预测的 1%/1%/1%调整为-7%/1%/1%，原煤、洗煤毛利率由原预测的 60%/60%/60%调整为 55%/55%/55%，贸易煤板块毛利率不变。

盈利预测与估值：综合考虑商品价格下降、毛利率下降、非经损益等对业绩的影响，下调盈利预测，预计公司 23-25 年收入分别为 1555.7/1571.3/1587.0 亿元，归母净利润 226.4/233.1/236.1 亿元（原为 278.3/283.6/287.7 亿元），每股收益 23-25 年分别为 2.33/2.40/2.44 元。考虑公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能规模具备优势且仍有增长空间，同时公司业绩稳健，股息回报丰厚，维持“增持”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	53974	47387	69850	88326	107488	营业收入	152266	166848	155571	157127	158698
应收款项	8441	2899	2703	2730	2757	营业成本	97688	91784	97784	98762	99750
存货净额	3616	2678	2927	2945	2965	营业税金及附加	8713	11494	10717	10824	10933
其他流动资产	6385	7861	7330	7403	7477	销售费用	1042	835	933	943	952
流动资产合计	83965	81999	103983	122578	141861	管理费用	7005	7114	6561	6617	6832
固定资产	64831	82677	84570	86535	88110	研发费用	136	579	544	550	555
无形资产及其他	20369	24000	23040	22080	21120	财务费用	(87)	(608)	(856)	(1190)	(1487)
投资性房地产	3788	12909	12909	12909	12909	投资收益	3030	14564	2000	2000	2000
长期股权投资	12455	13675	13675	13675	13675	资产减值及公允价值变动	546	(5916)	(500)	0	0
资产总计	185407	215260	238178	257778	277675	其他收入	(88)	(294)	(544)	(550)	(555)
短期借款及交易性金融负债	813	2712	2500	2500	2500	营业利润	41394	64582	41388	42621	43163
应付款项	19509	20143	22015	22147	22297	营业外净收支	(705)	(518)	(100)	(100)	(100)
其他流动负债	27176	27861	30317	30505	30762	利润总额	40689	64063	41288	42521	43063
流动负债合计	47499	50716	54832	55151	55559	所得税费用	6945	10974	7072	7284	7376
长期借款及应付债券	7055	4163	6163	8163	10163	少数股东损益	12604	17967	11579	11925	12077
其他长期负债	16236	22464	23264	24064	24864	归属于母公司净利润	21140	35123	22636	23313	23610
长期负债合计	23291	26627	29427	32227	35027	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	70790	77343	84259	87378	90586	净利润	21140	35123	22636	23313	23610
少数股东权益	29232	35234	42181	49337	56583	资产减值准备	534	(70)	48	16	15
股东权益	85385	102683	111738	121063	130507	折旧摊销	8336	10610	6507	6978	7371
负债和股东权益总计	185407	215260	238178	257778	277675	公允价值变动损失	(546)	5916	500	0	0
						财务费用	(87)	(608)	(856)	(1190)	(1487)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	16731	3351	5666	1018	1101
每股收益	2.18	3.62	2.33	2.40	2.44	其它	4603	1803	6899	7139	7232
每股红利	1.29	3.27	1.40	1.44	1.46	经营活动现金流	50797	56733	42257	38464	39327
每股净资产	8.81	10.59	11.53	12.49	13.46	资本开支	0	(20931)	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	36.08%	45.47%	31%	32%	32%	其它投资现金流	739	(9625)	0	0	0
ROE	24.76%	34.21%	20%	19%	18%	投资活动现金流	(2373)	(31777)	(8000)	(8000)	(8000)
毛利率	36%	45%	37%	37%	37%	权益性融资	(6)	4412	0	0	0
EBIT Margin	25%	33%	25%	25%	25%	负债净变化	264	(2892)	2000	2000	2000
EBITDA Margin	30%	39%	29%	30%	30%	支付股利、利息	(12524)	(31736)	(13582)	(13988)	(14166)
收入增长	61%	10%	-7%	1%	1%	其它融资现金流	6145	33300	(212)	0	0
净利润增长率	42%	66%	-36%	3%	1%	融资活动现金流	(18381)	(31543)	(11794)	(11988)	(12166)
资产负债率	54%	52%	53%	53%	53%	现金净变动	30043	(6587)	22463	18476	19162
股息率	7.3%	18.5%	7.9%	8.2%	8.3%	货币资金的期初余额	23931	53974	47387	69850	88326
P/E	8.1	4.9	7.6	7.4	7.3	货币资金的期末余额	53974	47387	69850	88326	107488
P/B	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	38642	36519	32673	33352
EV/EBITDA	5.3	3.8	5.6	5.6	5.6	权益自由现金流	0	69051	39016	35659	36584

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032