

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

扣非净利保持稳健，股东增持彰显信心

2023年10月30日

事件: 2023年10月27日，陕西煤业发布三季度报告，2023年前三季度公司实现营业收入1274亿元，同比下降2.41%；实现归母净利162亿元，同比下降44.56%；扣非后净利190亿元，同比下降15.56%；经营活动产生的现金净流量285亿元，同比下降34.43%。

公司第三季度实现营业收入368亿元，同比下降21.31%，环比下降19.8%；实现归母净利46亿元，同比增长27.07%，环比下降1.44%；扣非后归母净利54亿元，同比下降27.91%，环比下降15.73%。

点评:

- **煤炭业务量增价减，销售成本同比微增。产销量:** 公司前三季度实现煤炭产量1.24亿吨，同比增加7.14%，煤炭销量1.86亿吨，同比增加6.65%，其中自产煤销量1.23亿吨，同比增加8.62%。三季度公司煤炭产量4020万吨，环比二季度下降6.98%，主要是产地安全监管力度加强导致。**价格:** 煤炭销售收入1230亿元，同比下降2.9%，煤炭综合售价660元/吨。从陕北产地煤炭价格看，三季度产地煤炭价格触底回升。榆林5500大卡动力煤Q3均价为717元/吨，环比二季度下降3.7%。截至10月27日，Q4均价为744元/吨，环比三季度增长8.7%。**成本:** 煤炭销售成本772亿元，同比上升3.49%，煤炭综合销售成本414元/吨，主要是因为贸易煤采购价格上升。
- **优质产能有望逐步释放，未来成长潜力值得期待。短期产量增长方面，** 2022年公司收购彬长矿业和神南矿业，其中彬长矿业下属小庄和孟村煤矿（产能各600万吨/年）产量有望逐步释放。**长期产量增长方面，** 神南矿业持有的小壕兔相关探矿权正在推进前期手续，争取在“十四五”期间拿到开工批复，公司预期2027年前后可以释放产量。随着优质产能逐步释放，公司未来增长空间较为广阔，成长潜力值得期待。
- **控股股东增持股份，彰显长期发展信心。** 2023年10月27日，公司公告控股股东陕煤化集团计划在未来12个月内增持公司A股股份，增持金额在2-3亿元之间，拟增持价格不超过25元/股，资金来源为陕煤集团自有资金。从25元/股限价来看，高出10月27日收盘价约40%。此次增持计划体现了大股东对公司未来长期发展的信心，以及对公司当前投资价值的认同。
- **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228/272/323亿元；EPS为2.36/2.80/3.33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。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	152,308	166,848	169,393	179,597	188,729
同比	60.2%	9.5%	1.5%	6.0%	5.1%
归属母公司净利润（百万元）	21,419	35,123	22,839	27,157	32,288
同比	44.1%	64.0%	-35.0%	18.9%	18.9%
毛利率	36.8%	45.0%	36.3%	39.5%	42.8%
ROE	22.1%	34.2%	20.4%	22.1%	23.8%
EPS（摊薄）(元)	2.21	3.62	2.36	2.80	3.33
P/E	5.52	5.13	8.20	6.90	5.80
P/B	1.22	1.75	1.68	1.53	1.38
EV/EBITDA	1.59	13.09	2.99	2.20	1.56

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年10月27日收盘价。

资产负债表						利润表					
	单位:百万元					单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	85,471	81,999	109,111	124,154	143,883	营业收入	152,308	166,848	169,393	179,597	188,729
货币资金	54,195	47,387	71,005	86,879	105,914	营业成本	96,193	91,784	107,820	108,661	107,909
应收票据	681	86	423	271	378	营业税金及附加	9,010	11,494	11,857	12,572	13,211
应收账款	7,104	2,598	2,320	2,460	2,585	销售费用	1,028	835	1,355	1,437	1,510
预付账款	4,741	5,919	8,626	7,850	8,214	管理费用	7,601	7,114	9,317	9,878	10,380
存货	3,617	2,678	3,146	3,171	3,149	研发费用	153	579	587	898	944
其他	15,134	23,330	23,591	23,523	23,643	财务费用	69	-608	-549	-922	-1,242
非流动资产	116,848	133,261	127,323	137,494	147,162	减值损失合计	-818	-752	-538	-829	-677
长期股权投资	12,938	13,675	14,216	15,840	17,465	投资净收益	2,979	14,564	3,388	3,592	3,775
固定资产(合计)	68,498	78,291	76,989	84,090	89,974	其他	1,418	-4,880	134	142	150
无形资产	24,799	24,000	23,462	23,975	25,190	营业利润	41,832	64,582	41,988	49,978	59,264
其他	10,613	17,295	12,656	13,589	14,533	营业外收支	-709	-518	-416	-548	-494
资产总计	202,319	215,260	236,434	261,647	291,045	利润总额	41,123	64,063	41,572	49,430	58,770
流动负债	49,899	50,716	50,816	52,129	53,033	所得税	7,100	10,974	7,483	8,897	10,579
短期借款	50	200	100	100	100	净利润	34,023	53,089	34,089	40,533	48,191
应付票据	2,578	216	295	298	296	少数股东损益	12,604	17,967	11,249	13,376	15,903
应付账款	17,782	19,927	16,247	16,374	16,260	归属母公司净利润	21,419	35,123	22,839	27,157	32,288
其他	29,490	30,372	34,173	35,358	36,378	EBITDA	46,985	10,696	41,476	48,975	56,851
非流动负债	26,195	26,627	27,316	26,977	26,652	EPS(当年)(元)	2.21	3.62	2.36	2.80	3.33
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	78,131	79,106	79,685						
少数股东权益	29,296	35,234	46,483	59,859	75,762						
归属母公司股东权益	96,928	102,683	111,819	122,682	135,597						
负债和股东权益	202,319	215,260	236,434	261,647	291,045						
重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元					
营业收入	152,308	166,848	169,393	179,597	188,729	经营活动现金流	52,608	56,139	39,570	54,538	61,243
同比 (%)	60.2%	9.5%	1.5%	6.0%	5.1%	净利润	34,023	53,089	34,089	40,533	48,191
归属母公司净利润	21,419	35,123	22,839	27,157	32,288	折旧摊销	9,344	10,696	11,702	13,843	15,226
同比 (%)	44.1%	64.0%	-35.0%	18.9%	18.9%	财务费用	637	401	247	256	243
毛利率 (%)	36.8%	45.0%	36.3%	39.5%	42.8%	投资损失	-2,979	-14,564	-3,388	-3,592	-3,775
ROE%	22.1%	34.2%	20.4%	22.1%	23.8%	营运资金变动	11,933	0	-3,293	2,146	211
EPS(摊薄)(元)	2.21	3.62	2.36	2.80	3.33	其它	-350	6,517	214	1,352	1,146
P/E	5.52	5.13	8.20	6.90	5.80	投资活动现金流	-6,732	-34,014	-2,590	-21,774	-22,266
P/B	1.22	1.75	1.68	1.53	1.38	资本支出	-8,380	-10,166	-14,403	-23,712	-24,376
EV/EBITDA	1.59	13.09	2.99	2.20	1.56	长期投资	-3,649	-24,150	-597	-1,655	-1,668

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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。