

**买入**
**2023 年 11 月 24 日**

### Q3 业绩同比下滑，大股东增持彰显信心

➤ **Q3 收入净利润双下滑，扣非净利润符合预期**：2023 年前三季度公司实现营业收入 1274 亿元，同比-2.4%；归母净利 162 亿元，同比-44.6%；扣非后净利 190 亿元，同比下-15.6%；单季度 Q3 公司实现营业收入 367.71 亿元，同比+21.3%，环比-19.8%；归母净利润 46 亿元，同比+27.1%，环比-1.43%；扣非后归母净利润 53.6 亿元，同比-27.9%，环比-15.7%。扣非与归母的差额 7 亿，主要是公司投资的盐湖股份股价下跌所带来的投资亏损。

➤ **累计产量小幅增长，Q3 煤炭价格触底反弹**：产销方面：2023 年公司前三季度累计生产煤炭 1.24 亿吨，同比+7.1%；煤炭销量 1.86 亿吨，同比+6.7%，其中自产煤销量为 1.23 亿吨，同比+8.6%。单季度 Q3 公司煤炭产销分别为 4020 万吨/5785 万吨，环比-7%/-20%，环比下降主要是由于三季度安检趋严停产检修所导致。2023 年全年由于安监力度加强，公司全年产量预计小幅低于现有的 1.62 亿吨产能，预计全年产量为 1.59 亿吨。未来产量依旧有增长空间，公司计划开发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：公司 Q3 均价为 684 元/吨，同环比-14.7%/+24.5%。Q3 国内市场受益于非电煤需求增长，煤炭价格在 9 月下旬触底反弹，进入冬天，预计用电需求有望增涨，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 584 元/吨。

➤ **控股股东计划增持，彰显对公司信心**：公司控股股东陕煤集团在未来 12 个月内增持公司 A 股股份，增持金额不低于人民币 2 亿元、不超过人民币 3 亿元，拟增持价格不超过 25 元/股，资金来源为陕煤集团自有资金。本次增持计划凸显了大股东对公司未来发展的信心及对公司长期投资价值的认可。

➤ **目标价 26.5 元，买入评级**：预计 2022 年将是煤炭价格阶段高点，2023 年随着国际进口煤供应增加，煤炭价格将逐步降低随后在四季度保持稳定，但由于疫情期间全球的量化宽松，导致煤价依旧为历史相对高位。2024 年 5500k 市场煤价格预计保持在 950-800 区间波动，长协价格维持 23 年水平。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为 232.1/256.4/271.2 亿元。相对估值方面，给与公司 10 倍 PE 对应 24 年目标价为人民币 26.5 元，买入评级。

### 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	153,953	158,962	162,122
变动（%）	61%	10%	-8%	3%	2%
净利润（百万人民币）	21,558	35,410	23,212	25,656	27,141
每股收益（元）	2.22	3.65	2.39	2.65	2.80
变动（%）	49%	64%	-34%	11%	6%
市盈率@19.05（元）	8.6	5.2	8.0	7.2	6.8
每股股息（元）	1.35	2.18	1.44	1.59	1.68
股息率（%）	7%	11%	8%	8%	9%

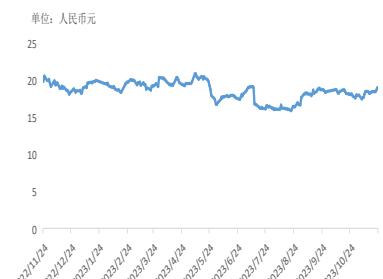
资料来源：公司资料，第一上海预测

**邹瀚逸**
**852-25321539**
**Robin.zou@firstshanghai.com.hk**
**李羚玮**
**852-25321539**
**david.li@firstshanghai.com.hk**

### 主要资料

行业	煤炭行业
股价	19.05 元
目标价	26.5 元
	38.9%
股票代码	601225.SH
已发行股本	96.95 亿股
总市值	1846.90 亿元
52 周高/低	19.46/14.7 元
每股净资产	8.9 元
主要股东	陕西煤业化工集团... 65.12%

### 股价表现



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	153,953	158,962	162,122	盈利能力					
营业成本	96,193	91,784	95,696	97,369	98,763	毛利率 (%)	36.8%	45.0%	37.8%	38.7%	39.1%
毛利	56,114	75,063	58,257	61,593	63,359	EBITDA 率 (%)	33.2%	44.9%	34.1%	35.1%	35.4%
税金及附加	9,010	11,494	6,837	6,901	6,876	净利率 (%)	14.2%	21.2%	15.1%	16.1%	16.7%
销售费用	1,028	835	1,346	1,390	1,417	营运表现					
管理费用	7,601	7,114	8,345	8,298	8,139	SG&A/收入 (%)	6.1%	6.4%	6.7%	5.8%	5.0%
财务费用	-69	608	-1,126	-2,298	-3,076	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	42,183	46,625	49,323	库存周转天数	16.8	12.5	15.0	15.0	15.0
所得税	7,100	10,974	7,193	7,951	8,411	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	11,777	13,018	13,771	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	23,212	25,656	27,141	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	52,502	55,768	57,436	收入/总资产	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
EPS(元)	2.22	3.65	2.39	2.65	2.80	总资产/权益	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
增长	45%	64%	-34%	11%	6%	估值比率					
总收入 (%)	60.6%	9.5%	-7.7%	3.3%	2.0%	PE(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益 (%)	44.9%	64.3%	-34.4%	10.5%	5.8%	PB(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	74,886	132,228	170,285	净利润	34,023	53,089	34,989	38,674	40,912
应收账款	7,786	2,685	9,125	3,069	7,591	折旧摊销	9,308	10,628	10,338	9,160	8,129
存货	3,617	2,678	5,187	2,816	5,302	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	116,904	168,735	212,455	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	28,849	59,295	40,022
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	250,770	285,450	329,169	投资性现金流	-6,732	-34,014	-1,800	-1,800	-1,800
应付帐款	20,360	20,143	27,769	26,211	28,541	资料来源：公司资料，第一上海预测					
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	54,788	53,328	55,754	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	139	154	163
总负债	76,095	77,343	77,332	74,792	76,463	融资性现金流	-17,604	-31,051	-2,303	-154	-163
少数股东权益	29,296	35,234	47,011	60,029	73,800	现金变化	28,265	-8,925	24,746	57,341	38,059
股东权益	126,224	137,917	172,767	211,287	252,036	期初持有现金	21,875	50,140	50,140	74,886	132,228
每股账面值(元)	13	14	17	21	25	期末持有现金	50,140	41,215	74,886	132,228	170,286
营运资金	34,326	32,530	62,116	115,408	156,701						

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。