

现金奶牛业绩稳健，具备长期投资价值

2024 年 03 月 13 日

► **事件:** 2024 年 3 月 13 日公司发布业绩快报称, 2023 年归属于母公司所有者的净利润 212.6 亿元, 同比减少 39.59%; 营业收入 1708.14 亿元, 同比增长 2.38%; 基本每股收益 2.19 元, 同比减少 39.59%。

► **2023 年公司业绩符合预期。** 据业绩快报, 公司 2023 年归属于母公司所有者的净利润 212.6 亿元, 同比减少 39.59%, 扣非后净利润 247.98 亿元, 同比下降 16.33%。据公告, 业绩下降的主要原因在于 1) 上年同期因隆基绿能会计核算方法变更以及处置部分隆基绿能股份获得投资收益对业绩贡献较大; 2) 2023 年煤炭价格同比下降较多。公司整体业绩符合我们之前预期。

► **2023 年四季度业绩环比增长。** 根据业绩快报测算, 2023 年四季度公司实现归母净利润 50.8 亿元, 环比增长 10.42%, 同比下降 25.47%; 2023 年四季度公司实现扣非后净利润 60.02 亿元, 环比增长 11.88%, 同比下降 12.76%。

► **2023 年公司煤炭产销同增。** 据公告, 2023 年公司实现原煤产量 1.64 亿吨, 同比增长 4.10%; 实现煤炭销量 2.53 亿吨, 同比增长 12.60%。单季度来看, 2023 年四季度公司实现煤炭产量 3946.23 万吨, 同比下降 4.43%, 环比下降 1.84%, 实现自产煤销量 3892.05 万吨, 同比下降 7.77%, 环比下降 1.95%。

► **高分红现金奶牛属性增强, 奠定长期投资价值。** 2020-2022 年公司现金分红率分别为 52.11%/61.91%/60.17%, 2022 年 11 月公司公告承诺 22-24 年现金分红比例不低于当年可分利润的 60%, 2022 年公司现金分红率 60.17%, 以 2023 年归母净利润 212.6 亿元为基准, 考虑 60% 的现金分红比例, 股息率为 5.2% (以 2024 年 3 月 13 日收盘价测算)。同时, 截至 2023 年三季度, 公司实现经营性净现金流 284.7 亿元, 资产负债率仅 35.93%, 账面货币资金达到 325.08 亿元, 扣除掉带息负债后的净现金为 272.10 亿元, 净现金/市值达到 11.12%。公司目前现金流充裕, 且资本开支相对稳定, 资产负债率低, 未来具备进一步提升现金分红比率的潜力和空间。

► **投资建议:** 我们预计 2024 年价格中枢有望上移, 同时公司资源禀赋行业领先, 成本优势明显, 现金奶牛属性强, 长期投资价值高, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 212.60/260.49/279.30 亿元, 对应 EPS 分别为 2.19/2.69/2.88 元/股, 对应 2024 年 3 月 13 日收盘价的 PE 分别为 12/9/9 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。

推荐

维持评级

当前价格:

25.24 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

研究助理 王姗姗

执业证书: S0100122070013

邮箱: wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 陕西煤业(601225.SH)2023年三季报点评: 扣非净利润符合预期, 大股东增持彰显发展信心-2023/10/29
2. 陕西煤业 (601225.SH) 2023 年半年报点评: 扣非利润超预期, 价值低估未来可期-2023/08/31
3. 陕西煤业 (601225.SH) 2023 年半年度业绩预告点评: 扣非净利小幅下滑, 产量同环比实现增长-2023/07/12
4. 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
5. 陕西煤业 (601225.SH) 2022 年业绩预告公告点评: 多因素促业绩大增, 23 年业绩弹性有望继续释放-2023/01/17

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	170,059	179,547	183,240
增长率 (%)	9.5	1.9	5.6	2.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	35,123	21,260	26,049	27,930
增长率 (%)	64.0	-39.5	22.5	7.2
每股收益 (元)	3.62	2.19	2.69	2.88
PE	7	12	9	9
PB	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 13 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	166,848	170,059	179,547	183,240
营业成本	91,784	103,008	107,904	110,082
营业税金及附加	11,494	11,715	12,369	12,623
销售费用	835	935	988	1,008
管理费用	7,114	7,653	8,080	8,246
研发费用	579	510	539	550
EBIT	55,296	46,242	49,673	50,736
财务费用	-608	-860	-1,543	-2,168
资产减值损失	-752	-593	-603	-620
投资收益	14,564	2,211	2,693	2,749
营业利润	64,582	42,843	52,331	56,057
营业外收支	-518	-725	-725	-725
利润总额	64,063	42,118	51,606	55,332
所得税	10,974	7,581	9,289	9,960
净利润	53,089	34,537	42,317	45,373
归属于母公司净利润	35,123	21,260	26,049	27,930
EBITDA	65,992	56,793	60,784	62,433

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	47,387	74,681	100,489	126,174
应收账款及票据	2,685	2,631	2,777	2,834
预付款项	5,919	6,643	6,959	7,099
存货	2,678	2,946	3,086	3,148
其他流动资产	23,330	17,257	16,500	17,717
流动资产合计	81,999	104,157	129,811	156,973
长期股权投资	13,675	15,886	18,579	21,328
固定资产	78,291	78,171	78,566	78,449
无形资产	24,000	24,421	24,770	25,049
非流动资产合计	133,261	130,921	136,850	140,740
资产合计	215,260	235,078	266,661	297,713
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	20,143	22,606	23,681	24,159
其他流动负债	30,372	31,509	32,498	33,378
流动负债合计	50,716	54,316	56,379	57,737
长期借款	4,163	4,163	4,163	4,163
其他长期负债	22,464	22,663	22,659	22,654
非流动负债合计	26,627	26,826	26,822	26,817
负债合计	77,343	81,142	83,201	84,554
股本	9,695	9,695	9,695	9,695
少数股东权益	35,234	48,511	64,778	82,220
股东权益合计	137,917	153,936	183,460	213,159
负债和股东权益合计	215,260	235,078	266,661	297,713

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.55	1.92	5.58	2.06
EBIT 增长率	44.44	-16.37	7.42	2.14
净利润增长率	63.98	-39.47	22.53	7.22
盈利能力 (%)				
毛利率	44.99	39.43	39.90	39.92
净利润率	21.05	12.50	14.51	15.24
总资产收益率 ROA	16.32	9.04	9.77	9.38
净资产收益率 ROE	34.21	20.17	21.95	21.33
偿债能力				
流动比率	1.62	1.92	2.30	2.72
速动比率	1.41	1.71	2.09	2.51
现金比率	0.93	1.37	1.78	2.19
资产负债率 (%)	35.93	34.52	31.20	28.40
经营效率				
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	0.76	0.72	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	3.62	2.19	2.69	2.88
每股净资产	10.59	10.87	12.24	13.51
每股经营现金流	5.79	5.46	5.69	5.76
每股股利	2.18	1.32	1.62	1.73
估值分析				
PE	7	12	9	9
PB	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	3.30	3.83	3.58	3.48
股息收益率 (%)	8.64	5.23	6.41	6.87

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	53,089	34,537	42,317	45,373
折旧和摊销	10,696	10,551	11,111	11,697
营运资金变动	0	4,510	1,711	702
经营活动现金流	56,139	52,926	55,185	55,802
资本开支	-10,166	-13,020	-15,519	-14,021
投资	-24,150	0	0	0
投资活动现金流	-34,014	-5,378	-15,516	-14,021
股权募资	4,412	0	0	0
债务募资	-3,720	-1,922	-671	0
筹资活动现金流	-31,051	-20,254	-13,860	-16,096
现金净流量	-8,925	27,294	25,809	25,685

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收到任何形式的补偿。

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
行业评级	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