

## 扣非净利符合预期，具备长期投资价值

2024 年 04 月 26 日

➤ **事件：**2024 年 4 月 25 日公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营业收入 1708.72 亿元，同比增长 2.41%；归母净利润 212.39 亿元，同比下降 39.67%；扣非净利润 246.8 亿元，同比下降 16.89%。2024 年第一季度实现营业收入 404.49 亿元，同比下降 9.73%；归母净利润 46.52 亿元，同比下降 32.69%，扣非后净利润 53.54 亿元，同比下降 26.33%。

➤ **23Q4 业绩环比增长。**23Q4 公司实现归母净利润 50.59 亿元，同比下降 25.77%，环比增长 9.97%，实现扣非后净利润 56.84 亿元，同比下降 80.67%，环比增长 5.96%。

➤ **现金分红 60%，股息率 5.2%。**公司拟每 10 股派发现金股利 13.15 元（含税），累计派发现金股利 127.49 亿元，占 2023 年归母净利润的 60.03%，以 2024 年 4 月 25 日股价测算，股息率 5.2%。

➤ **23 年公司煤炭产销齐增，价格下滑。**2023 年公司实现煤炭产量 16372.42 万吨，同比增加 4.10%；实现煤炭销量 25322.12 万吨，同比增加 12.60%，其中自产煤销量为 16367.96 万吨，同比增 5.27%，贸易煤销量为 8954.15 万吨，同比增长 29.04%。公司煤炭售价为 596.10 元/吨，同比下降 13.04%，自产煤售价 574.52 元/吨，同比下降 14.12%，贸易煤售价 635.56 元/吨，同比下降 12.03%。原选煤单位完全成本 296.59 元/吨，同比下降 7.14%。煤炭业务实现毛利率 37.85%，同比减少 7.06 个百分点，其中自产煤毛利率为 59.52%，同比减少 6.53 个百分点，贸易煤毛利率 1.29%，同比减少 0.41 个百分点。

➤ **2024 年资本开支大幅下降。**2023 年资本开支总额为 45.24 亿元，较 2022 年下降 0.53%，基本平稳，而 2024 年公司资本开支计划仅为 23.33 亿元，较 2023 年下降 48.43%。公司资本开支下行，资产负债率低，财务费用为负数，现金奶牛特性明显，具备高分红潜力。截至 2024 年一季度末，公司账面货币资金达到 282.2 亿元，占 2024 年 4 月 25 日市值的 11.54%。

➤ **24Q1 产销稳健增长。**2024 年一季度，公司实现煤炭产量 4145.47 万吨，同比增长 1.49%，实现煤炭销量 6146.63 万吨，同比增长 9.16%，其中自产煤销量 4091 万吨，同比增长 1.17%，贸易煤销量 2055.63 万吨，同比增长 29.53%。

➤ **投资建议：**公司资源禀赋行业领先，成本优势明显，现金奶牛属性性强，长期投资价值高，我们预计 2024-2026 年公司归母净利为 230.22/237.57/245.72 亿元，对应 EPS 分别为 2.37/2.45/2.53 元/股，对应 2024 年 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 11/10/10 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：

25.22 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：lihng@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 年业绩快报点评：现金奶牛业绩稳健，具备长期投资价值-2024/03/13

2. 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

3. 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

4. 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

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

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	170,872	176,556	179,066	183,492
增长率 (%)	2.4	3.3	1.4	2.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,239	23,022	23,757	24,572
增长率 (%)	-39.7	8.4	3.2	3.4
每股收益 (元)	2.19	2.37	2.45	2.53
PE	12	11	10	10
PB	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	170,872	176,556	179,066	183,492
营业成本	106,188	111,807	113,217	116,215
营业税金及附加	11,106	11,300	11,460	11,743
销售费用	841	883	895	917
管理费用	7,843	7,945	8,058	8,257
研发费用	734	706	716	734
EBIT	44,341	44,022	44,827	45,735
财务费用	-417	-264	-842	-1,447
资产减值损失	-126	-224	-226	-232
投资收益	2,470	2,648	2,686	2,752
营业利润	42,508	44,728	46,147	47,721
营业外收支	-234	-275	-275	-275
利润总额	42,274	44,453	45,872	47,446
所得税	6,387	6,712	6,927	7,164
净利润	35,887	37,741	38,945	40,281
归属于母公司净利润	21,239	23,022	23,757	24,572
EBITDA	55,934	55,673	56,591	57,627

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,967	44,265	67,995	92,780
应收账款及票据	3,118	2,927	2,968	3,042
预付款项	4,281	7,210	7,301	7,438
存货	2,405	2,261	2,290	2,350
其他流动资产	18,553	16,642	14,689	12,967
流动资产合计	50,324	73,305	95,243	118,577
长期股权投资	18,172	18,172	18,172	18,172
固定资产	82,524	84,724	86,924	89,654
无形资产	27,594	27,669	27,744	27,820
非流动资产合计	143,577	147,497	150,896	154,294
资产合计	193,902	220,802	246,139	272,871
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	20,054	20,871	21,134	21,694
其他流动负债	21,141	21,230	21,278	21,531
流动负债合计	41,195	42,100	42,412	43,224
长期借款	2,897	2,797	2,697	2,597
其他长期负债	25,723	25,913	25,913	25,913
非流动负债合计	28,620	28,710	28,610	28,510
负债合计	69,815	70,810	71,022	71,734
股本	9,695	9,695	9,695	9,695
少数股东权益	34,801	49,520	64,708	80,418
股东权益合计	124,087	149,992	175,117	201,137
负债和股东权益合计	193,902	220,802	246,139	272,871

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	2.41	3.33	1.42	2.47
EBIT 增长率	-19.80	-0.72	1.83	2.03
净利润增长率	-39.67	8.39	3.19	3.43
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	37.86	36.67	36.77	36.66
净利润率	12.43	13.04	13.27	13.39
总资产收益率 ROA	10.95	10.43	9.65	9.00
净资产收益率 ROE	23.79	22.91	21.52	20.35
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.22	1.74	2.25	2.74
速动比率	1.00	1.46	1.96	2.46
现金比率	0.53	1.05	1.60	2.15
资产负债率 (%)	36.01	32.07	28.85	26.29
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	5.83	5.83	5.63	5.60
存货周转天数	8.62	7.51	7.23	7.19
总资产周转率	0.82	0.85	0.77	0.71
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.19	2.37	2.45	2.53
每股净资产	9.21	10.36	11.39	12.45
每股经营现金流	3.98	4.92	5.23	5.39
每股股利	1.32	1.43	1.47	1.52
<b>估值分析</b>				
PE	12	11	10	10
PB	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	3.95	3.97	3.90	3.83
股息收益率 (%)	5.21	5.65	5.83	6.03

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	35,887	37,741	38,945	40,281
折旧和摊销	11,593	11,650	11,764	11,891
营运资金变动	-9,734	-1,426	-31	122
经营活动现金流	38,598	47,728	50,749	52,293
资本开支	-10,786	-15,184	-15,297	-15,424
投资	-4,998	0	0	0
投资活动现金流	-14,325	-12,707	-12,611	-12,671
股权募资	125	0	0	0
债务募资	-2,074	-688	-200	-200
筹资活动现金流	-51,533	-12,724	-14,407	-14,837
现金净流量	-27,260	22,297	23,731	24,785

## 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