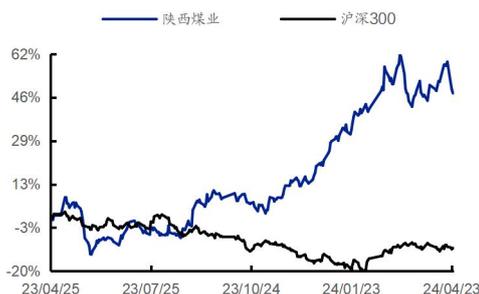


研究所:  
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn  
 联系人: 林国松 S0350123070007  
 lings@ghzq.com.cn

## 高分红政策持续, 2024Q1 产销同环比提升

### ——陕西煤业(601225) 2023 年报&2024 年一季报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/25		
表现		1M	3M	12M
陕西煤业		-3.0%	6.4%	47.2%
沪深 300		0.1%	5.6%	-10.9%

市场数据		2024/04/25
当前价格(元)		25.22
52 周价格区间(元)		15.83-27.88
总市值(百万)		244,507.90
流通市值(百万)		244,507.90
总股本(万股)		969,500.00
流通股本(万股)		969,500.00
日均成交额(百万)		721.96
近一月换手(%)		0.37

#### 相关报告

《陕西煤业(601225) 2023 年业绩快报点评: 投资亏损影响业绩, 扣非归母净利润符合预期(买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2024-03-15

《陕西煤业(601225) 2023 年三季报点评: 投资影响减弱, 集团增持彰显信心(买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2023-10-29

《陕西煤业(601225) 2023 年中报点评报告: 产销提升, 价格微降, 现金充足, 分红可期(买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2023-08-31

#### 事件:

4 月 25 日, 陕西煤业发布 2023 年年报及 2024 年一季报: 2023 年公司实现营业收入 1708.7 亿元, 同比+2.41%; 归母净利润 212.4 亿元, 同比-39.67%; 扣非后归母净利润 246.8 亿元, 同比-16.89%。基本每股收益 2.19 元, 同比-39.67%。加权平均净资产收益率 20.73%, 同比减少 12.57 个百分点。

分季度来看, 2023 年第四季度, 公司实现营业收入 434.4 亿元, 环比+18.1%, 同比+19.8%; 归母净利润 50.6 亿元, 环比+10.0%, 同比-15.9%; 扣非后归母净利润 56.8 亿元, 环比+6.0%, 同比-21.1%。

2024 年第一季度, 公司实现营业收入 404.5 亿元, 环比-6.9%, 同比-9.7%; 归母净利润 46.5 亿元, 环比-8.1%, 同比-32.7%; 扣非后归母净利润 53.5 亿元, 环比-5.8%, 同比-26.3%, 非经常性损益主要是投资二级市场的公允价值变动-9.17 亿元。

#### 投资要点:

- **产销: 安监及事故影响 Q4 产量。**2023 年公司实现原煤产量 1.64 亿吨, 同比+4.10%; 煤炭销量 2.53 亿吨, 同比+12.60%, 其中自产煤销量 1.64 亿吨, 同比+5.27%。根据公司运营数据公告, 2023 年第四季度, 实现煤炭产量 3946 万吨, 环比-1.8%, 同比-4.4%; 自产煤销量 3892 万吨, 环比-2.0%, 同比-7.8%。2023 年整体产量增长, 四季度由于安监、张家峁矿(核定产能 1100 万吨/年)事故等因素, 产量有所下滑。分矿区来看, 2023 年彬黄矿区产量增长较多, 渭北、彬黄、陕北矿区分别实现产量 948、4837、10587 万吨, 同比分别增加 70、435、139 万吨。
- **2024Q1 产销环比回升, 公司实现煤炭产量 4145 万吨, 环比+5.0%, 同比+1.49%, 销量 6147 万吨, 同比+9.16%, 其中自产煤销量 4091 万吨, 环比+5.1%, 同比+1.17%。**产销量同环比均有提升, 3 月产量增加明显, 单月产量 1525 万吨, 同比+9.56%。
- **价格及成本: 价格下跌, 成本下降。**2023 年公司煤炭平均售价为 596 元/吨, 同比下降 89 元/吨, 同比-13.04%。其中自产煤销售均价 575

《陕西煤业（601225）2023年中报预告点评：产销量提升，Q2扣非净利润环比下滑有限（买入）\*煤炭开采\*陈晨》——2023-07-13

《陕西煤业（601225）2022年报&2023一季报点评报告：产能增加业绩提升，高分红高股息可期（买入）\*煤炭开采\*陈晨》——2023-04-27

元/吨，同比下降 94 元/吨，同比-14.2%，渭北、彬黄、陕北矿区分别+64 元/吨、-101 元/吨、-107 元/吨。2023 年公司原选煤单位完全成本 296.59 元/吨，同比下降 22.82 元/吨，同比-7.14%，其中：安全生产费增加 11.79 元/吨，材料费减少 8.77 元/吨，维护及修理费减少 4.05 元/吨，外委业务费减少 6.58 元/吨，相关税费减少 9.44 元/吨，降幅 12.76%。成本管控效果明显，除安全费用计提增加，其他各项均有下降。

- **投资：**2023 年公司公允价值变动损益-46.1 亿元（主要为二级市场投资亏损），其中私募基金和直接股票投资分别亏损 12.9 亿和 34.8 亿元（主要为隆基绿能亏损 13.9 亿元、盐湖股份亏损 19.2 亿元）。未来随着投资规模收缩，对业绩影响将进一步缩小。
- **分红：现金分红 60%，高分红政策持续。**公司拟派发现金红利 1.315 元/股（含税），共计分红 127.5 亿元，占归母净利润的 60%，以 4 月 25 日收盘价计算，股息率为 5.2%。
- **盈利预测与估值：**考虑煤价变化，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1653/1683/1713 亿元，归母净利润分别为 217.67/226.91/236.23 亿元，同比+2%/+4%/+4%；EPS 分别为 2.25/2.34/2.44 元，对应当前股价 PE 为 11.23/10.78/10.35 倍。公司经营稳健，业务规模持续增长，高分红高股息可期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭市场价格大幅下跌风险；安全生产事故风险；煤矿达产进度不及预期风险；探矿权开发进度不及预期风险；投资亏损风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	170872	165309	168275	171318
增长率(%)	2	-3	2	2
归母净利润（百万元）	21239	21767	22691	23623
增长率(%)	-40	2	4	4
摊薄每股收益（元）	2.19	2.25	2.34	2.44
ROE(%)	24	22	21	20
P/E	9.54	11.23	10.78	10.35
P/B	2.27	2.50	2.28	2.10
P/S	1.19	1.48	1.45	1.43
EV/EBITDA	3.32	3.91	3.38	2.84

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：陕西煤业盈利预测表

证券代码:	601225				股价:	25.22	投资评级:	买入	日期:	2024/04/25
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	24%	22%	21%	20%	EPS	2.19	2.25	2.34	2.44	
毛利率	38%	36%	36%	36%	BVPS	9.21	10.11	11.04	12.02	
期间费率	5%	5%	5%	5%	<b>估值</b>					
销售净利率	12%	13%	13%	14%	P/E	9.54	11.23	10.78	10.35	
<b>成长能力</b>					P/B	2.27	2.50	2.28	2.10	
收入增长率	2%	-3%	2%	2%	P/S	1.19	1.48	1.45	1.43	
利润增长率	-40%	2%	4%	4%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.88	0.76	0.70	0.64	营业收入	170872	165309	168275	171318	
应收账款周转率	58.16	37.49	21.73	26.23	营业成本	106188	105353	107584	109873	
存货周转率	71.05	47.94	45.18	35.53	营业税金及附加	11106	10744	10937	11135	
<b>偿债能力</b>					销售费用	841	813	828	843	
资产负债率	36%	32%	29%	26%	管理费用	7843	7588	7724	7863	
流动比	1.22	1.77	2.31	2.93	财务费用	-417	-218	-586	-960	
速动比	1.01	1.50	2.00	2.53	其他费用/(-收入)	734	710	723	736	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	42508	43559	45399	47254	
现金及现金等价物	37995	55155	74322	96308	营业外净收支	-234	-234	-234	-234	
应收款项	3118	5148	8408	8724	利润总额	42274	43325	45165	47020	
存货净额	2405	3448	3724	4821	所得税费用	6387	6546	6824	7104	
其他流动资产	6806	8216	10994	13853	净利润	35887	36779	38341	39916	
<b>流动资产合计</b>	<b>50324</b>	<b>71966</b>	<b>97448</b>	<b>123706</b>	少数股东损益	14648	15012	15650	16293	
固定资产	82524	84010	84579	84284	归属于母公司净利润	21239	21767	22691	23623	
在建工程	6014	5260	4695	4271	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	36868	35721	34574	33427	经营活动现金流	38598	41126	42364	44324	
长期股权投资	18172	19172	20172	21172	净利润	21239	21767	22691	23623	
<b>资产总计</b>	<b>193902</b>	<b>216130</b>	<b>241468</b>	<b>266860</b>	少数股东损益	14648	15012	15650	16293	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	11593	12050	12779	13501	
应付款项	20054	19829	20898	20696	公允价值变动	4601	2000	1000	0	
预收帐款	1	1	1	1	营运资金变动	-9734	-4978	-4908	-4127	
其他流动负债	21140	20868	21207	21554	投资活动现金流	-14325	-4800	-4711	-4620	
<b>流动负债合计</b>	<b>41195</b>	<b>40699</b>	<b>42106</b>	<b>42250</b>	资本支出	-10786	-11759	-11759	-11759	
长期借款及应付债券	2897	1897	1097	597	长期投资	-4998	4000	3000	2000	
其他长期负债	25723	25728	25733	25738	其他	1458	2959	4048	5140	
<b>长期负债合计</b>	<b>28620</b>	<b>27625</b>	<b>26830</b>	<b>26335</b>	筹资活动现金流	-51533	-14166	-14485	-14719	
<b>负债合计</b>	<b>69815</b>	<b>68323</b>	<b>68936</b>	<b>68585</b>	债务融资	-2074	-995	-795	-495	
股本	9695	9695	9695	9695	权益融资	125	0	0	0	
股东权益	124087	147806	172533	198275	其它	-49584	-13171	-13690	-14224	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>193902</b>	<b>216130</b>	<b>241468</b>	<b>266860</b>	现金净增加额	-27260	22160	23167	24986	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。