

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

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

量增本降煤炭主业稳健，投资收益水平有望趋稳

2024 年 8 月 30 日

事件: 2024 年 8 月 29 日, 陕西煤业发布 2024 年半年度报告, 上半年公司实现营业收入 847.37 亿元, 同比-6.54%; 实现归母净利 105.56 亿元, 同比-8.83%; 扣非后归母净利润 111.82 亿元, 同比-17.97%; 经营活动产生的现金净流量 199.67 亿元, 同比+21.47%。

公司二季度实现营业收入 442.87 亿元, 同比-3.41%, 环比+9.49%; 实现归母净利 59.04 亿元, 同比+26.49%, 环比+26.92%; 扣非后归母净利润 58.28 亿元, 同比-8.43%, 环比+8.87%。

点评:

- **产量增长&成本下降, 煤炭业务保持稳健。**产销量方面: 2024H1, 公司实现煤炭产量 8641 万吨, 同比+2.78%; 实现煤炭销量 13155 万吨, 同比+2.29%, 其中自产煤销量为 8339 万吨, 同比+0.71%。价格方面: 2024H1, 公司实现煤炭综合售价 575 元/吨, 同比-11.33%。其中, 自产煤价格为 538 元/吨, 同比-9.51%; 贸易煤价格为 639 元/吨, 同比-14.33%。成本方面: 2024H1, 公司实现原选煤单位完全成本 281 元/吨, 同比-5.5%, 主要是外委业务费、材料费和相关税费等成本有所降低。得益于公司拥有较高的长协比例和优异的成本管控能力, 以及煤炭产量保持稳健态势, 公司在市场煤价回落背景下, 仍然取得较为稳健的煤炭业务收入。
- **投资业务上半年贡献利润, 未来收益水平有望趋稳。**2024H1, 公司实现投资收益 9.31 亿元, 公允价值变动损益-6.41 亿元, 整体上投资业务为增加利润总额 2.9 亿元。截至 6 月 30 日, 公司以公允价值计量的金融资产规模为 125 亿元, 较年初的 185 亿元下降 60 亿元, 主要原因是公司将盐湖股份的核算方法变更为权益法核算, 以及公司出售部分隆基绿能股份。我们认为, 未来随着公司聚焦主业逐步退出投资业务, 以及 2024 年下半年盐湖股份转为权益法核算, 公允价值波动对于净利润的影响将逐渐降低, 公司投资收益有望趋于稳健。
- **坐拥优质煤炭资源, 公司经营业绩有望维持稳健, 分红潜力值得期待。**公司煤炭资源储量丰富、品质优异、赋存条件好, 造就公司煤炭开采服务年限长、煤炭品质优和生产成本低等优势。公司煤炭主业在全国范围内具有较强竞争优势, 经营业绩有望维持稳健态势。截至 2024 年 8 月 29 日收盘价测算, 按照公司承诺的 60% 分红测算, 公司股息率有望达到 5.6%, 股息回报仍处较高水平。在公司资本开支下降、投资业务稳步退出和聚焦煤炭主业的背景下, 公司未来分红持续性和力度均值得期待。

- **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。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。未考虑股价波动对净利润的影响，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 216/223/232 亿元；EPS 为 2.23/2.3/2.39 元/股，PE 为 10.72/10.39/10 倍，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	1,668	1,709	1,659	1,679	1,700
同比(%)	9.5%	2.4%	-2.9%	1.2%	1.2%
归属母公司净利润 (亿元)	352	212	216	223	232
同比(%)	64.3%	-39.7%	1.8%	3.2%	3.9%
毛利率(%)	45.0%	37.9%	37.3%	38.0%	38.5%
ROE(%)	32.3%	23.8%	21.7%	21.0%	20.7%
EPS (摊薄) (元)	3.63	2.19	2.23	2.30	2.39
P/E	6.58	10.91	10.72	10.39	10.00
P/B	2.13	2.60	2.33	2.18	2.07
EV/EBITDA	2.11	3.32	3.39	2.90	2.45

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价；预测期的归母净利润为扣非口径。

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	826	503	702	887	1,086	
货币资金	479	220	422	608	810	
应收票据	1	2	2	2	2	
应收账款	26	29	28	27	26	
预付账款	59	43	42	41	39	
存货	27	24	24	24	24	
其他	233	186	185	185	186	
非流动资产	1,408	1,436	1,487	1,517	1,542	
长期股权投资	137	182	182	182	182	
固定资产（合计）	783	825	847	861	872	
无形资产	289	276	291	301	311	
其他	200	153	167	173	178	
资产总计	2,233	1,939	2,189	2,404	2,628	
流动负债	507	412	408	400	402	
短期借款	2	0	0	0	0	
应付票据	2	1	1	1	1	
应付账款	199	200	202	197	198	
其他	304	211	205	202	204	
非流动负债	282	286	280	276	271	
长期借款	42	29	19	14	9	
其他	240	257	261	262	262	
负债合计	789	698	688	675	673	
少数股东权益	355	348	505	666	834	
归属母公司股东权益	1,089	893	996	1,063	1,121	
负债和股东权益	2,233	1,939	2,189	2,404	2,628	

重要财务指标		单位:亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,668	1,709	1,659	1,679	1,700	
同比（%）	9.5%	2.4%	-2.9%	1.2%	1.2%	
归属母公司净利润	352	212	216	223	232	
同比（%）	64.3%	-39.7%	1.8%	3.2%	3.9%	
毛利率（%）	45.0%	37.9%	37.3%	38.0%	38.5%	
ROE%	32.3%	23.8%	21.7%	21.0%	20.7%	
EPS (摊薄)(元)	3.63	2.19	2.23	2.30	2.39	
P/E	6.58	10.91	10.72	10.39	10.00	
P/B	2.13	2.60	2.33	2.18	2.07	
EV/EBITDA	2.11	3.32	3.39	2.90	2.45	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,668	1,709	1,659	1,679	1,700	
营业成本	918	1,062	1,039	1,041	1,046	
营业税金及附加	115	111	100	101	102	
销售费用	8	8	8	8	8	
管理费用	71	78	75	76	76	
研发费用	6	7	8	8	8	
财务费用	-4	-4	-4	-4	-7	
减值损失合计	-8	-1	-5	-8	-7	
投资净收益	146	25	17	17	17	
其他	-49	-44	2	2	2	
营业利润	644	425	446	460	478	
营业外收支	-5	-2	-2	-2	-2	
利润总额	639	423	444	458	476	
所得税	106	64	71	73	76	
净利润	532	359	373	385	400	
少数股东损益	180	146	157	162	168	
归属母公司净利润	352	212	216	223	232	
EBITDA	660	559	570	599	626	
EPS (当年)(元)	3.63	2.19	2.23	2.30	2.39	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	561	386	499	518	554	
净利润	532	359	373	385	400	
折旧摊销	107	116	130	146	157	
财务费用	6	3	1	1	1	
投资损失	-146	-25	-17	-17	-17	
营运资金变动	-1	-97	8	-7	5	
其它	63	30	4	10	9	
投资活动现金流	-340	-143	-168	-170	-173	
资本支出	-102	-108	-183	-185	-189	
长期投资	-242	-50	0	0	0	
其他	3	15	14	15	16	
筹资活动现金流	-305	-515	-129	-162	-179	
吸收投资	110	1	0	0	0	
借款	-44	-15	-10	-5	-5	
支付利息或股息	-320	-371	-131	-157	-175	
现金流净增加额	-84	-273	202	187	202	

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，CPA，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，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1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本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。