

意向收购集团电力资产，打造煤电一体化模式

2024年09月06日

► **事件：**2024年9月5日，陕西煤业发布公告称，公司与控股股东陕煤集团签订《资产转让意向协议》，陕煤集团有意将其持有的陕煤电力集团有限公司全部股权转让给陕西煤业。

► **陕煤集团电力装机容量 941.8 万千瓦，归母净利润 13.55 亿元。**根据陕煤集团债券评级报告显示，截至 2024 年 3 月末，集团可控装机容量为 941.80 万千瓦，其中火电 902 万千瓦，24Q1 实现发电量 98.55 亿千瓦时，2023 年全年实现发电量 349.39 亿千瓦时。2023 年陕煤电力集团实现营业收入 152.47 亿元，实现净利润 15.28 亿元，考虑陕煤集团 88.65% 的持股比例，归母净利润为 13.55 亿元，占陕西煤业 2023 年归母净利润的 6.38%。

► **打造煤电一体化运营模式，有利于公司稳健运行。**据陕西煤业 2023 年年报，2023 年陕西煤业与陕煤电力集团发生关联交易 42.23 亿元，如果成功收购资产，能够进一步减少关联交易、增加营业收入、延伸煤炭主业产业链，有助于公司“煤电一体化”运营模式的成功打造。

► **以 A 股 28 家火电板块平均估值测算，陕煤电力股权价值为 129 亿元。**参考申能股份、国电电力、大唐发电等 28 家火电上市公司的平均 PB 为 1.16 倍，以陕煤电力集团 2023 年年末净资产 124.99 亿元归母净利润测算，陕煤电力集团的理论估值 145.58 亿元，考虑 88.65% 的股权，测算理论收购价为 129.06 亿元。截至 2024 年 6 月末，陕西煤业账面货币资金 274.62 亿元，资产负债率 35.44%，公司资金实力雄厚，因此我们预计本次收购或采取现金收购方式。

► **公司稳健经营，持续高分红具备投资价值。**公司煤炭主业在全国范围内具有较强竞争优势，长协比例较高使得公司经营业绩有望维持稳健态势。截至 2024 年 9 月 5 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 5.66%，股息回报仍处较高水平。

► **投资建议：**公司资源禀赋行业领先，成本优势明显，现金奶牛属性强，长期投资价值高，我们预计 2024-2026 年公司归母净利为 219.99/235.88/244.66 亿元，对应 EPS 分别为 2.27/2.43/2.52 元/股，对应 2024 年 9 月 5 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。《资产转让意向协议》为陕煤集团与陕煤集团达成的意向协议，具体事宜尚待进一步协商和落实，存在不确定性，资产转让进程也存在根据实际情况进一步调整的可能。

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	163,851	167,691	170,092
增长率 (%)	2.4	-4.1	2.3	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,239	21,999	23,588	24,466
增长率 (%)	-39.7	3.6	7.2	3.7
每股收益 (元)	2.19	2.27	2.43	2.52
PE	11	11	10	10
PB	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

24.07 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

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiayi@mszq.com

相关研究

1. 陕西煤业 (601225.SH) 2024 年半年报点评：产销稳中有增，成本控制良好-2024/08/30
2. 陕西煤业 (601225.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：扣非净利润符合预期，具备长期投资价值-2024/04/26
3. 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
4. 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
5. 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

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	163,851	167,691	170,092
营业成本	106,188	102,074	103,034	104,486
营业税金及附加	11,106	10,486	10,732	10,886
销售费用	841	819	838	850
管理费用	7,843	7,537	7,714	7,824
研发费用	734	655	671	680
EBIT	44,341	42,378	44,803	45,467
财务费用	-417	-269	-860	-1,859
资产减值损失	-126	-204	-206	-209
投资收益	2,470	2,294	2,348	2,381
营业利润	42,508	42,753	45,821	47,516
营业外收支	-234	-275	-275	-275
利润总额	42,274	42,478	45,546	47,241
所得税	6,387	6,414	6,877	7,133
净利润	35,887	36,064	38,669	40,107
归属于母公司净利润	21,239	21,999	23,588	24,466
EBITDA	55,934	53,978	56,417	57,109

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,967	44,516	84,056	124,783
应收账款及票据	3,118	2,716	2,780	2,819
预付款项	4,281	6,583	6,644	6,687
存货	2,405	2,064	2,084	2,113
其他流动资产	18,553	16,559	14,614	12,862
流动资产合计	50,324	72,437	110,178	149,265
长期股权投资	18,172	18,172	18,172	18,172
固定资产	82,524	82,724	82,924	83,654
无形资产	27,594	27,669	27,744	27,820
非流动资产合计	143,577	144,157	144,256	144,355
资产合计	193,902	216,594	254,434	293,620
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	20,054	19,054	19,233	19,504
其他流动负债	21,141	19,643	19,791	19,832
流动负债合计	41,195	38,697	39,024	39,336
长期借款	2,897	2,797	2,697	2,597
其他长期负债	25,723	26,060	26,060	26,060
非流动负债合计	28,620	28,858	28,758	28,658
负债合计	69,815	67,555	67,782	67,994
股本	9,695	9,695	9,695	9,695
少数股东权益	34,801	48,866	63,947	79,588
股东权益合计	124,087	149,040	186,652	225,626
负债和股东权益合计	193,902	216,594	254,434	293,620

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.41	-4.11	2.34	1.43
EBIT 增长率	-19.80	-4.43	5.72	1.48
净利润增长率	-39.67	3.58	7.22	3.72
盈利能力 (%)				
毛利率	37.86	37.70	38.56	38.57
净利润率	12.43	13.43	14.07	14.38
总资产收益率 ROA	10.95	10.16	9.27	8.33
净资产收益率 ROE	23.79	21.96	19.22	16.75
偿债能力				
流动比率	1.22	1.87	2.82	3.79
速动比率	1.00	1.59	2.54	3.51
现金比率	0.53	1.15	2.15	3.17
资产负债率 (%)	36.01	31.19	26.64	23.16
经营效率				
应收账款周转天数	5.83	6.06	5.60	5.63
存货周转天数	8.62	7.88	7.25	7.23
总资产周转率	0.82	0.80	0.71	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	2.19	2.27	2.43	2.52
每股净资产	9.21	10.33	12.66	15.06
每股经营现金流	3.98	4.57	5.23	5.36
每股股利	1.32	0.11	0.12	0.12
估值分析				
PE	11	11	10	10
PB	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	3.76	3.90	3.73	3.68
股息收益率 (%)	5.46	0.45	0.49	0.50

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	35,887	36,064	38,669	40,107
折旧和摊销	11,593	11,600	11,614	11,641
营运资金变动	-9,734	-3,431	13	-165
经营活动现金流	38,598	44,307	50,674	51,919
资本开支	-10,786	-11,835	-11,848	-11,875
投资	-4,998	0	0	0
投资活动现金流	-14,325	-9,641	-9,500	-9,494
股权募资	125	0	0	0
债务募资	-2,074	-950	-200	-200
筹资活动现金流	-51,533	-12,118	-1,633	-1,698
现金净流量	-27,260	22,548	39,540	40,727

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