

公司研究

Q3 业绩符合预期，关注煤电一体化经营

——陕西煤业（601225.SH）2024 三季度报点评

要点

事件：2024 年 10 月 29 日，公司发布了 2024 年三季度报告，2024Q1-Q3，公司实现营业收入 1254.27 亿元，同比-1.6%；实现归母净利润 159.43 亿元，同比-1.5%；实现扣非净利润 163.49 亿元，同比-13.9%。

三季度营收、归母净利润同比均实现正增长。（1）公司 2024Q3 营业收入 406.90 亿元（环比-8.1%、同比+10.7%），归母利润 53.87 亿元（环比-8.8%、同比+17.1%），扣非净利润 51.66 亿元（环比-11.4%、同比-3.7%）；（2）公司 2024Q3 投资净收益 8.29 亿元（环比+52.9%，同比+20.8%）。

Q3 煤炭销售均价同比降幅收窄，产量环比下滑。（1）2024Q1-Q3，公司吨煤平均售价 618 元/吨，同比-6.2%，同比降幅 41 元/吨，而 2024H1 公司吨煤平均售价同比降幅为 73.5 元；（2）2024Q3，陕西榆林动力煤（5500 大卡）坑口价均价为 652 元/吨，同比-9.4%；（3）2024Q3，公司煤炭产量 4136 万吨，同比+2.9%，环比-8.0%；自产煤销量 4061 万吨，同比+0.9%，环比-8.7%。

控股股东增持彰显信心，一体化经营未来可期。（1）2024 年 10 月 29 日，公司发布公告，宣布控股股东陕煤集团完成股份增持计划，2023 年 10 月 27 日至 2024 年 10 月 26 日期间，累计实现增持 1214 万股，约占公司发行总股本的 0.125%，累计增持金额达到 2.70 亿元；（2）根据公司《关于与控股股东签订资产转让意向协议的公告》，公司于 2024 年 9 月 5 日与陕煤集团签订《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，后续公司有望实现煤电一体化经营。

盈利预测、估值与评级：公司 2024 年 Q1-Q3 累计 ROIC（资本回报率）为 19%，在上市煤企中排名首位，我们维持 24-26 年归母净利润 207 亿元、210 亿元、215 亿元预测，对应 EPS 分别为 2.14、2.17、2.22 元，公司资源禀赋出色、经营稳健、成本优势明显，维持“增持”评级。

风险提示：经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	166,848	170,872	154,330	155,501	157,237
营业收入增长率	9.58%	2.41%	-9.68%	0.76%	1.12%
归母净利润（百万元）	35,123	21,239	20,700	20,996	21,527
归母净利润增长率	66.15%	-39.53%	-2.54%	1.43%	2.53%
EPS（元）	3.62	2.19	2.14	2.17	2.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.21%	23.79%	21.07%	19.47%	18.27%
P/E	7	11	12	12	11
P/B	2.4	2.7	2.5	2.2	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-29

增持（维持）
当前价：25.00 元

作者

分析师：李晓渊

执业证书编号：S0930523100002

021-52523881

lixiaoyuan@ebsecn.com

分析师：蒋山

执业证书编号：S0930524050002

021-52523815

jiangshan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	96.95
总市值(亿元):	2423.75
一年最低/最高(元):	16.45/29.74
近 3 月换手率:	18.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.64	-6.98	40.45
绝对	-8.96	9.50	49.96

资料来源：Wind

相关研报

公允价值变动大幅改善，Q2 业绩表现亮眼——陕西煤业（601225.SH）2024 半年报点评

扣非净利润符合预期，高 ROIC 优势犹存——陕西煤业（601225.SH）2023 年报及 2024 年一季度报点评

盈利、分红均有保障的优质龙头煤企——陕西煤业（601225.SH）投资价值分析报告（2023-11-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	166,848	170,872	154,330	155,501	157,237
营业成本	91,784	106,188	99,214	99,719	100,465
折旧和摊销	10,610	11,446	9,881	10,079	10,323
税金及附加	11,494	11,106	10,031	10,107	10,220
销售费用	835	841	759	765	774
管理费用	7,114	7,843	7,084	7,137	7,217
研发费用	579	734	663	668	676
财务费用	-608	-417	-700	-900	-1,200
投资收益	14,564	2,470	3,000	3,000	3,000
营业利润	64,582	42,508	42,561	43,163	44,245
利润总额	64,063	42,274	42,141	42,743	43,825
所得税	10,974	6,387	7,164	7,266	7,450
净利润	53,089	35,887	34,977	35,476	36,375
少数股东损益	17,967	14,648	14,277	14,481	14,847
归属母公司净利润	35,123	21,239	20,700	20,996	21,527
EPS(元)	3.62	2.19	2.14	2.17	2.22

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	56,139	38,598	33,683	38,673	39,506
净利润	35,123	21,239	20,700	20,996	21,527
折旧摊销	10,610	11,446	9,881	10,079	10,323
净营运资金增加	-2,083	8,426	1,177	1,334	1,512
其他	12,489	-2,512	1,924	6,263	6,144
投资活动产生现金流	-34,014	-14,325	1,094	33	-5
净资本支出	-10,166	-10,786	-4,990	-5,000	-5,000
长期投资变化	1,221	4,497	0	0	0
其他资产变化	-25,069	-8,036	6,084	5,033	4,995
融资活动现金流	-31,051	-51,533	-10,445	-11,176	-10,486
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-993	-2,131	498	-646	-100
无息负债变化	7,546	-5,397	-4,908	-914	-906
净现金流	-8,925	-27,260	24,331	27,530	29,015

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	45.0%	37.9%	35.7%	35.9%	36.1%
EBITDA 率	39.9%	32.7%	30.2%	30.4%	30.8%
EBIT 率	33.5%	26.0%	23.8%	24.0%	24.2%
税前净利润率	38.4%	24.7%	27.3%	27.5%	27.9%
归母净利润率	21.1%	12.4%	13.4%	13.5%	13.7%
ROA	24.7%	18.5%	16.4%	15.1%	14.0%
ROE (摊薄)	34.2%	23.8%	21.1%	19.5%	18.3%
经营性 ROIC	36.7%	27.1%	22.6%	23.5%	24.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	36%	36%	31%	27%	24%
流动比率	1.62	1.22	2.02	2.89	3.82
速动比率	1.56	1.16	1.94	2.80	3.73
归母权益/有息债务	14.94	18.82	18.74	23.46	26.20
有形资产/有息债务	27.55	33.80	34.29	44.13	50.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	215,260	193,902	212,740	235,257	259,048
货币资金	47,387	21,967	46,299	73,829	102,844
交易性金融资产	21,170	16,028	15,000	15,000	15,000
应收账款	2,598	2,938	2,716	2,737	2,767
应收票据	86	180	77	78	79
其他应收款 (合计)	261	234	617	622	629
存货	2,678	2,405	2,932	2,947	2,969
其他流动资产	1,524	1,592	1,592	1,592	1,592
流动资产合计	81,999	50,324	74,194	101,790	130,903
其他权益工具	1,466	1,407	1,400	1,400	1,400
长期股权投资	13,675	18,172	18,172	18,172	18,172
固定资产	78,280	82,509	75,832	70,162	64,401
在建工程	4,379	6,008	7,881	8,536	9,027
无形资产	24,000	27,594	27,042	26,501	25,971
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8,713	511	511	511	511
非流动资产合计	133,261	143,577	138,546	133,467	128,144
总负债	77,343	69,815	65,405	63,845	62,839
短期借款	200	0	546	0	0
应付账款	19,927	19,990	16,866	15,955	15,070
应付票据	216	64	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	2,898	2,230	575	517	430
流动负债合计	50,716	41,195	36,815	35,253	34,260
长期借款	4,163	2,897	2,897	2,897	2,897
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	468	417	417	417	417
非流动负债合计	26,627	28,620	28,590	28,592	28,579
股东权益	137,917	124,087	147,335	171,412	196,209
股本	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695
公积金	6,466	5,873	5,999	5,999	5,999
未分配利润	80,143	67,056	74,881	83,457	92,387
归属母公司权益	102,683	89,286	98,258	107,853	117,803
少数股东权益	35,234	34,801	49,078	63,558	78,406

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.50%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
管理费用率	4.26%	4.59%	4.59%	4.59%	4.59%
财务费用率	-0.36%	-0.24%	-0.45%	-0.58%	-0.76%
研发费用率	0.35%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%
所得税率	17%	15%	17%	17%	17%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	2.18	1.32	1.28	1.30	1.33
每股经营现金流	5.79	3.98	3.47	3.99	4.07
每股净资产	10.59	9.21	10.13	11.12	12.15
每股销售收入	17.21	17.62	15.92	16.04	16.22

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	7	11	12	12	11
PB	2.4	2.7	2.5	2.2	2.1
EV/EBITDA	4.3	5.6	6.7	6.6	6.5
股息率	8.7%	5.3%	5.1%	5.2%	5.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP