

陕西煤业 (601225.SH)

证券研究报告/公司点评

2023年04月27日

**评级：买入（维持）**

市场价格：19.25元

分析师：杜冲

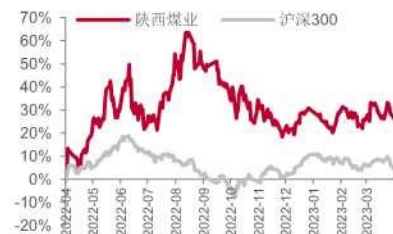
执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	9,695
流通股本(百万股)	9,695
市价(元)	19.25
市值(百万元)	186,629
流通市值(百万元)	186,629

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1、陕西煤业 (601225.SH) 2022 业绩预告点评：主业高增兑现，盈利历史新高
- 2、陕西煤业 (601225.SH) 2022 三季报：煤炭主业经营向好，资产注入落地在即
- 3、陕西煤业 (601225.SH) 2022 三季报：煤炭主业经营向好，资产注入落地在即
- 4、陕西煤业 (601225.SH) 2022 中报点评：双轮驱动显成效，Q2 业绩创历史新高

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	152,266	166,848	170,849	195,831	206,227
增长率 yoy%	61%	10%	2%	15%	5%
净利润 (百万元)	21,140	35,123	30,935	32,444	35,445
增长率 yoy%	42%	66%	-12%	5%	9%
每股收益 (元)	2.18	3.62	3.19	3.35	3.66
每股现金流量	5.27	5.79	4.88	6.11	6.33
净资产收益率	18%	25%	17%	14%	13%
P/E	8.8	5.3	6.0	5.8	5.3
P/B	2.2	1.8	1.4	1.2	1.0

备注：股价为 2023 年 04 月 27 日收盘价

**投资要点**
**■ 陕西煤业于 2023 年 04 月 26 日发布 2022 年度报告以及 2023 年一季度报：**

- 2022 年，公司实现营业收入 1668.48 亿元，同比增长 9.55%；归母净利润 351.23 亿元，同比增长 63.98%；扣非归母净利润 294.11 亿元，同比增长 43.61%；经营活动产生的现金流量净额为 561.39 亿元，同比增长 6.71%。基本每股收益 3.62 元，同比增加 66.06%；加权平均 ROE 为 35.28%，同比提高 8.04 个百分点。
- 2022 年第四季度，公司实现营业收入 361.09 亿元，同比增长 16.64%，环比减少 2 3.25%；归母净利润 68.16 亿元，同比减少 0.96%，环比增长 83.77%；扣非归母净利润 68.79 亿元，同比增长 16.49%，环比减少 8.39%；经营活动产生的现金流量净额为 176.52 亿元，同比减少 8.14%，环比减少 13.02%；基本每股收益 0.70 元/股，同比减少 0.96%，环比增长 84.21%。
- 2023 年第一季度，公司实现营业收入 448.09 亿元，同比增长 13.24%，环比增加 2 4.09%；归母净利润 69.11 亿元，同比增长 21.37%，环比增长 1.39%；扣非归母净利润 72.67 亿元，同比减少 0.92%，环比增长 5.64%；经营活动产生的现金流量净额为 89.64 亿元，同比增长 44.50%，环比减少 49.22%；基本每股收益 0.71 元/股，同比增长 21.37%，环比增长 1.43%

**■ 煤炭业务：量价双升，业绩高增。**

- 2022 年煤炭产量为 1.57 亿吨，同比增长 11.00%，其中渭北矿区、彬黄矿区、陕北矿区的煤炭产量分别为 0.09、0.44、1.05 亿吨，同比分别增长 4.42%、1.05%、1 6.44%。自产煤销量为 1.56 亿吨，同比增长 10.98%，其中渭北矿区、彬黄矿区、陕北矿区的煤炭销量分别为 0.09、0.44、1.03 亿吨，同比分别增长 4.89%、0.38%、16.80%。贸易煤销量为 0.69 亿吨，同比减少 23.30%。2022 年自产煤价格为 669.0 元/吨，同比增长 14.70%；自产煤吨煤生产成本为 276.0 元/吨，同比增长 18.14%。2022 年成功收购神南矿业和彬长矿业，实现产销量双增。同时伴随煤价上涨，煤炭业务盈利能力大幅上涨。
- 2023Q1 煤炭产量为 0.41 亿吨，同比增长 22.11%，环比减少 14.33%；煤炭销量为 0.56 亿吨，同比增长 2.62%，环比增长 12.49%；自产煤销量为 0.40 亿吨，同比增长 12.50%，环比减少 14.67%。受春节期间煤矿检修影响，产销量环比下降。

**■ 现金分红比例超 60%，股息率达到 11.3%。**

2023 年 4 月 26 日，公司宣布 2023 年拟派发现金股利 2.18 元，现金分红总额为 211.35 亿元，现金分红比例达到 60.17%，达到承诺现金分红比例。以 2023 年 4 月 26 日收盘价（19.32 元/股）为基础，股息率为 11.3%。

**■ 盈利预测、估值及投资评级：考虑下游需求复苏缓慢，煤炭价格弱稳运行，我们下修 2023 到 2024 年盈利预测。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1708.49、1 958.31、2062.27 亿元，实现归母净利润分别为 309.35、324.44、354.45 亿元（2 023 到 2024 年原预测值为 361.80、372.41 亿元，新增 2025 年盈利预测），每股收益分别为 3.19、3.35、3.66 元，当前股价 19.25 元，对应 PE 分别为 6.0X/5.8X/5. 3X，维持“买入”评级。**
**■ 风险提示：煤矿产能释放受限、煤炭价格大幅下跌、财务预算超支风险、股权投资亏损风险。**



## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	47,387	101,442	158,028	216,361	营业收入	166,848	170,849	195,831	206,227
应收票据	86	89	101	107	营业成本	91,784	107,162	117,763	122,027
应收账款	2,598	2,661	3,050	3,212	税金及附加	11,494	11,959	13,708	14,436
预付账款	5,919	6,911	7,594	7,869	销售费用	835	855	589	208
存货	2,678	3,127	3,436	3,561	管理费用	7,114	7,212	7,610	7,449
合同资产	371	380	436	459	研发费用	579	592	679	715
其他流动资产	23,330	23,381	23,697	23,829	财务费用	-608	-1,567	-2,934	-3,414
流动资产合计	81,999	137,609	195,906	254,938	信用减值损失	153	153	153	153
其他长期投资	22	23	26	27	资产减值损失	-752	-621	-621	-621
长期股权投资	13,675	13,675	13,675	13,675	公允价值变动收益	-5,165	7,644	-1,384	-2,301
固定资产	78,280	68,568	60,169	52,913	投资收益	14,564	5,000	3,000	3,000
在建工程	4,379	4,479	4,479	4,379	其他收益	109	109	109	109
无形资产	24,000	26,761	29,247	31,484	营业利润	64,582	56,944	59,696	65,169
其他非流动资产	12,904	12,882	12,864	12,850	营业外收入	70	70	70	71
非流动资产合计	133,261	126,389	120,460	115,329	营业外支出	589	589	589	589
资产合计	215,260	263,998	316,367	370,267	利润总额	64,063	56,425	59,177	64,651
短期借款	200	97	226	335	所得税	10,974	9,665	10,137	11,074
应付票据	216	253	278	288	净利润	53,089	46,760	49,040	53,577
应付账款	19,927	23,265	25,567	26,493	少数股东损益	17,967	15,824	16,596	18,131
预收款项	0	0	0	1	归属母公司净利润	35,123	30,935	32,444	35,445
合同负债	13,954	14,289	16,378	17,248	NOPLAT	52,586	45,461	46,609	50,748
其他应付款	1,118	1,118	1,118	1,118	EPS (按最新股本摊薄)	3.62	3.19	3.35	3.66
一年内到期的非流动负债	2,512	2,512	2,512	2,512					
其他流动负债	12,787	13,303	13,761	13,846					
流动负债合计	50,716	54,837	59,841	61,840					
长期借款	4,163	4,427	4,691	4,955					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	22,464	22,464	22,464	22,464					
非流动负债合计	26,627	26,891	27,155	27,419					
负债合计	77,343	81,728	86,996	89,258					
归属母公司所有者权益	102,683	131,211	161,717	195,223					
少数股东权益	35,234	51,058	67,655	85,786					
所有者权益合计	137,917	182,270	229,371	281,009					
负债和股东权益	215,260	263,998	316,367	370,267					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	56,139	47,314	59,235	61,400
现金收益	63,110	58,003	57,902	61,091
存货影响	938	-449	-309	-124
经营性应收影响	4,649	-435	-465	178
经营性应付影响	815	3,375	2,327	936
其他影响	-13,372	-13,179	-219	-681
投资活动现金流	-34,014	6,952	-4,037	-4,914
资本支出	-32,131	-5,959	-5,882	-5,810
股权投资	-1,221	0	0	0
其他长期资产变化	-662	12,911	1,845	896
融资活动现金流	-31,051	-211	1,388	1,848
借款增加	-993	160	393	373
股利及利息支付	-31,736	-2,845	-2,987	-3,258
股东融资	4,412	0	0	0
其他影响	-2,734	2,474	3,982	4,733

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	9.6%	2.4%	14.6%	5.3%
EBIT增长率	56.3%	-13.5%	2.5%	8.9%
归母公司净利润增长率	66.1%	-11.9%	4.9%	9.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.0%	37.3%	39.9%	40.8%
净利率	31.8%	27.4%	25.0%	26.0%
ROE	25.5%	17.0%	14.1%	12.6%
ROIC	54.3%	34.1%	27.0%	23.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.9%	31.0%	27.5%	24.1%
债务权益比	21.3%	16.2%	13.0%	10.8%
流动比率	1.6	2.5	3.3	4.1
速动比率	1.6	2.5	3.2	4.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	10	6	5	5
应付账款周转天数	72	73	75	77
存货周转天数	12	10	10	10
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.62	3.19	3.35	3.66
每股经营现金流	5.79	4.88	6.11	6.33
每股净资产	10.59	13.53	16.68	20.14
<b>估值比率</b>				
P/E	5.3	6.0	5.8	5.3
P/B	1.8	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	35.3	38.6	38.4	36.2

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
<b>股票评级</b>	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
<b>行业评级</b>	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。