

动力煤

陕西煤业（601225.SH）

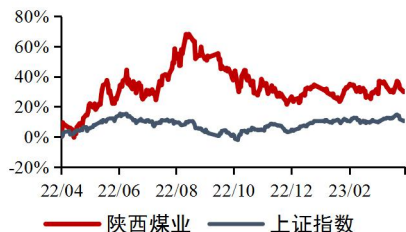
增持-A(维持)

量价齐升高增延续，核增推进外延增长可期

2023年4月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月26日

收盘价(元):	19.32
年内最高/最低(元):	25.37/15.14
流通A股/总股本(亿):	96.95/96.95
流通A股市值(亿):	1,873.07
总市值(亿):	1,873.07

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	0.71
摊薄每股收益:	0.71
每股净资产(元):	15.55
净资产收益率:	7.44

资料来源：最闻

分析师:

胡博

执业登记编码: S0760522090003

邮箱: hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码: S0760519110001

邮箱: liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2022年年度报告&2023年一季度报告：2022年公司实现营业收入1668.48亿元，同比增长9.55%；实现归母净利润351.23亿元，同比增长63.98%；扣非后归母净利润294.11亿元，同比增长43.61%；基本每股收益3.62元/股。2023年一季度单季营业收入448.09亿元，同比增长13.09%；归母净利润69.11亿元，同比10.58%；扣非后归母净利润72.67亿元，同比-0.92%。公司同步发布2022年度利润分配预案：以公司股本96.95亿股为基准，拟向公司股东每10股分派现金股利21.80元（含税），共计211.35亿元，占当年合并报表实现的归属于公司股东净利润的60.17%。按照4月26日收盘价19.32元/股计算，公司当前股息率11.28%。

事件点评

➢ 煤炭主业量价齐升，助力全年业绩高速增长。2022年公司自产煤产、销量分别实现1.57亿吨、1.55亿吨，同比分别+11.0%和+10.98%，吨煤价格、成本和毛利分别实现668.97元/吨、227.12元/吨、441.85元/吨，同比分别变化+14.70%、+6.26%、+19.59%；煤炭业务占公司总营业收入的97.44%，煤炭量价齐升是公司业绩增长主要力量。公司贸易煤销售量、售价及毛利率分别实现6938.81万吨、722.45元/吨和1.70%，分别变化-23.30%、+14.66%和+0.74个百分点，因公司贸易煤业务出表及电煤保供全覆盖导致的市场煤量减少导致公司贸易煤业务收缩，但对公司净利润影响不大。公司整体销售毛利率44.99%，同比提高9.15个百分点。其中煤炭业务整体毛利率44.91%，同比增长7.86个百分点。2022年公司煤炭运输量合计2.25亿吨，同比变化-2.47%，但受益运费增长，运输业务毛利率47.22%，提高2.53个百分点。

➢ 2023Q1业绩符合预期。2023年Q1煤炭产量实现4084.58万吨，同比变化+11.27%，销量5630.9万吨，同比增长2.7%，其中自产煤销量4043.8万吨，同比增长12.5%；公司营业收入、归母净利润同比变化13.09%和10.58%，环比变化+24.09%和1.39%，受益于公司持续释放先进产能，一季度业绩基本符合预期，超出行业表现。二季度以来受季节性及需求滞后影响，煤炭价格中枢有所下滑，但后期随着经济复苏态势明显及海外能源价格回升，预计煤炭价格下跌空间不大。

➢ 公司优质产能增长空间仍大，高利润保障下分红可期。根据公司公告，2023年公司下属小保当、红柳林矿继续推动产能核增，预计实现1100万吨的煤炭增量产能，增幅7.1%左右。当前煤价下，煤炭行业毛利率仍然较好，且随着经济复苏，预计全年煤炭价格仍将维持一定高位，公司产能释放将带



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



来业绩的增长。根据《陕西煤业股份有限公司 2022-2024 年度股东回报规划》，预计公司 2023、2024 年分比例仍不少于当年实现的可供分配利润的 60%，高利润下公司分红可观，具备一定的配置价值。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.26/3.40/3.42 元，对应公司 4 月 26 日收盘价 19.32 元，2023-2025 年 PE 分别为 5.9/5.7/5.7 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

风险提示

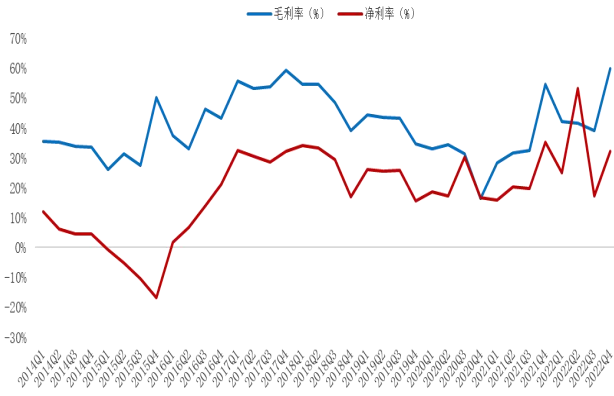
宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；产能核增不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	152,266	166,848	158,885	163,443	168,615
YoY(%)	60.5	9.6	-4.8	2.9	3.2
净利润(百万元)	21,140	35,123	31,575	32,921	33,160
YoY(%)	42.0	66.1	-10.1	4.3	0.7
毛利率(%)	35.8	45.0	41.4	41.1	40.9
EPS(摊薄/元)	2.18	3.62	3.26	3.40	3.42
ROE(%)	29.4	38.5	28.3	24.2	21.1
P/E(倍)	8.9	5.3	5.9	5.7	5.7
P/B(倍)	2.2	1.8	1.7	1.4	1.2
净利率(%)	13.9	21.1	19.9	20.1	19.7

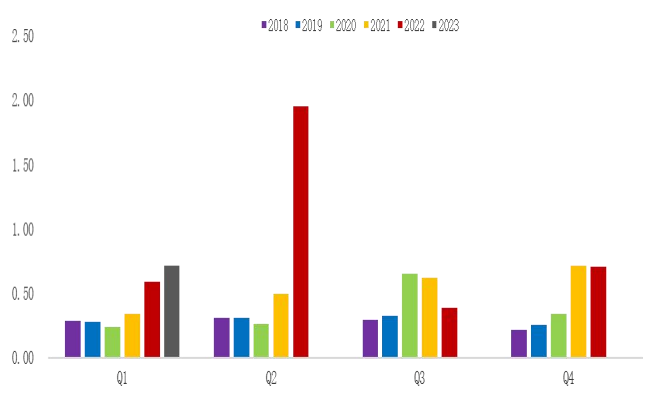
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2014-2023 年公司分季度毛利率和净利率



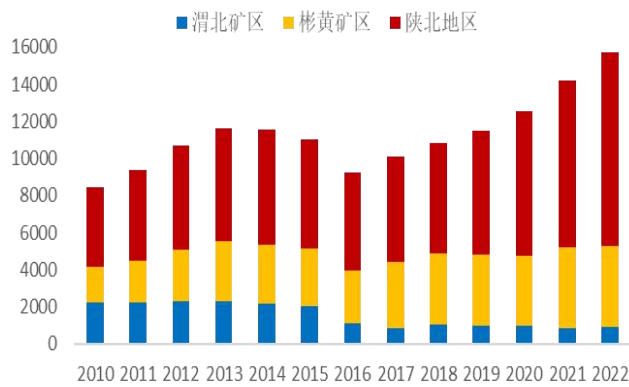
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2023 年公司分季度 EPS



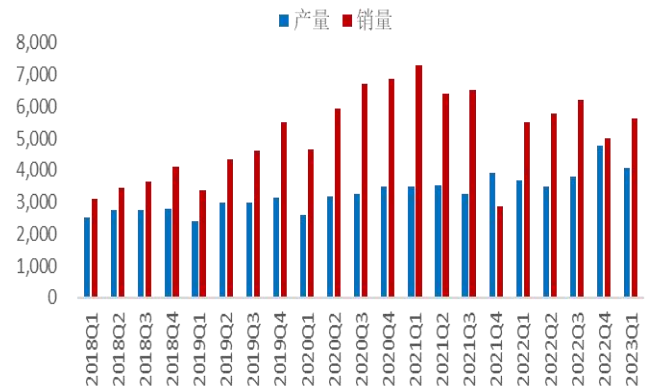
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2010-2022 年公司分矿区煤炭产量(单位:万吨)



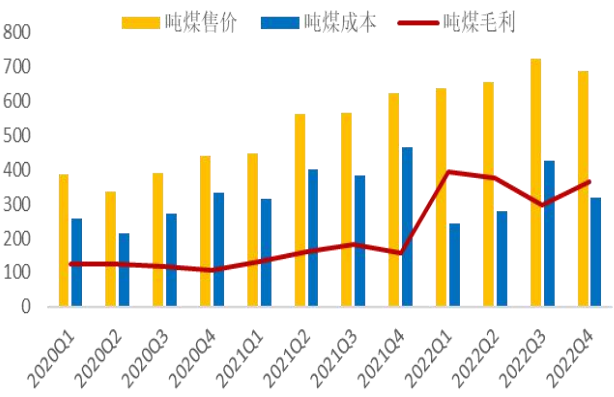
资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2018-2023Q1 分季度煤炭产销量(单位:万吨)



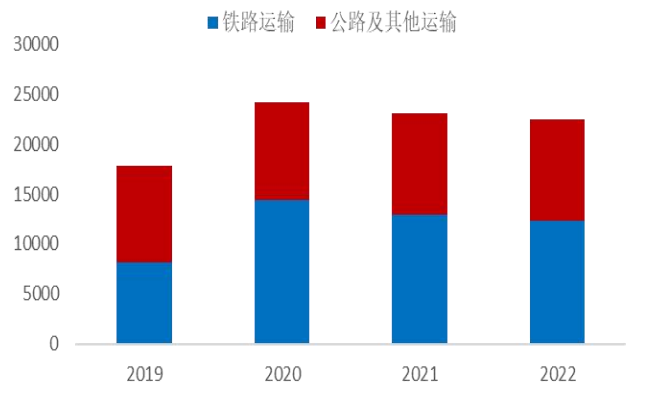
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2020-2022 年单季吨煤价格、成本及毛利(单位:元/吨)



资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：2019-2022 年煤炭销售分类型运输量(单位:万吨)



资料来源：wind、山西证券研究所



表 1：2021-2022 年公司煤炭分季度产量、销量、价格、成本 及吨煤指标

指标/单季度	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021A	2022A	YoY
煤炭产量（万吨）	3904.54	3670.88	3487.03	3802.19	4767.83	22.11%	14169.66	15727.93	11.00%
煤炭销量（万吨）	2861.36	5487.11	5785.95	6209.14	5005.6	74.94%	14010.93	15548.99	10.98%
销售收入（亿元）	303.37	350.08	418.42	497.93	359.39	18.47%	1445.28	1625.82	12.49%
销售成本（亿元）	133.61	133.34	370.81	241.77	149.79	12.11%	909.85	895.70	-1.56%
毛利（亿元）	169.76	216.74	47.61	256.17	209.6	23.47%	535.43	730.12	36.36%
吨煤价格（元/吨）	1060.23	638.00	723.16	801.94	717.98	-32.28%	626.81	722.98	15.34%
吨煤成本（元/吨）	466.95	243.00	640.87	389.37	299.24	-35.91%	394.60	398.30	0.94%
吨煤毛利（元/吨）	593.28	395.00	456.89	838.31	418.73	-29.42%	232.21	324.67	39.82%

资料来源：公司公告、山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	83965	81999	109285	153988	188420
现金	53974	47387	70380	118548	148598
应收票据及应收账款	7786	2685	7286	2971	7611
预付账款	4716	5919	4208	6209	4538
存货	3616	2678	3701	2903	3934
其他流动资产	13874	23330	23709	23356	23739
非流动资产	101443	133261	124005	121103	118546
长期投资	12455	13675	17194	20868	24764
固定资产	59184	78291	67430	62156	56718
无形资产	20565	24376	23523	22778	22224
其他非流动资产	9239	16918	15858	15302	14840
资产总计	185407	215260	233290	275091	306966
流动负债	47499	50716	45380	51393	47816
短期借款	50	200	200	200	200
应付票据及应付账款	19509	20143	20046	21561	21513
其他流动负债	27940	30372	25133	29631	26103
非流动负债	23291	26627	25056	23917	22748
长期借款	7055	4163	2592	1453	284
其他非流动负债	16236	22464	22464	22464	22464
负债合计	70790	77343	70436	75310	70564
少数股东权益	29232	35234	49731	65104	81901
股本	9695	9695	9695	9695	9695
资本公积	5542	698	698	698	698
留存收益	65468	85911	108169	128992	150141
归属母公司股东权益	85385	102683	113123	134677	154500
负债和股东权益	185407	215260	233290	275091	306966

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	51121	56139	39976	57369	40501
净利润	33744	53089	46072	48295	49957
折旧摊销	8354	10628	9116	9278	9599
财务费用	-87	-608	-837	-2083	-3192
投资损失	-3030	-14564	-6425	-7599	-7905
营运资金变动	11821	-68	-7949	9478	-7958
其他经营现金流	319	7662	0	0	0
投资活动现金流	-6294	-34014	6566	1222	862
筹资活动现金流	-16549	-31051	-23548	-10423	-11314
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	3.62	3.26	3.40	3.42
每股经营现金流(最新摊薄)	5.27	5.79	4.12	5.92	4.18
每股净资产(最新摊薄)	8.81	10.59	11.67	13.89	15.94

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	152266	166848	158885	163443	168615
营业成本	97688	91784	93028	96311	99705
营业税金及附加	8713	11494	8639	9096	9954
营业费用	1042	835	942	893	960
管理费用	7005	7114	7042	7107	7402
研发费用	136	579	347	462	422
财务费用	-87	-608	-837	-2083	-3192
资产减值损失	-852	-598	-570	-586	-605
公允价值变动收益	1369	-5165	0	0	0
投资净收益	3030	14564	6425	7599	7905
营业利润	41394	64582	55580	58670	60663
营业外收入	84	71	62	66	71
营业外支出	789	589	445	473	574
利润总额	40689	64063	55197	58263	60160
所得税	6945	10974	9125	9969	10203
税后利润	33744	53089	46072	48295	49957
少数股东损益	12604	17967	14497	15373	16797
归属母公司净利润	21140	35123	31575	32921	33160
EBITDA	47893	73557	62670	64786	65793

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	60.5	9.6	-4.8	2.9	3.2
营业利润(%)	72.3	56.0	-13.9	5.6	3.4
归属于母公司净利润(%)	42.0	66.1	-10.1	4.3	0.7
获利能力					
毛利率(%)	35.8	45.0	41.4	41.1	40.9
净利率(%)	13.9	21.1	19.9	20.1	19.7
ROE(%)	29.4	38.5	28.3	24.2	21.1
ROIC(%)	33.2	45.3	36.5	32.2	28.9
偿债能力					
资产负债率(%)	38.2	35.9	30.2	27.4	23.0
流动比率	1.8	1.6	2.4	3.0	3.9
速动比率	1.6	1.4	2.2	2.8	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	20.1	31.9	31.9	31.9	31.9
应付账款周转率	5.5	4.6	4.6	4.6	4.6
估值比率					
P/E	8.9	5.3	5.9	5.7	5.7
P/B	2.2	1.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	3.4	2.3	2.5	1.9	1.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

