

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 能源行业分析师

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

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 彬长矿业并表增厚盈利，业绩稳健增长可期

2023年4月27日

**事件:** 2023年4月26日,陕西煤业发布年度报告及一季报。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351.23亿元,同比增长63.98%;扣非后净利294.1亿元,同比增加43.61%;经营活动产生的现金净流量561.39亿元,同比增长6.71%。基本每股收益3.62元,同比增长63.8%。2022年公司拟分配现金股利211.35亿元,分红率为60.17%。

公司2023年第一季度实现营业收入448.09亿元,同比增长13.09%,环比四季度增长24.1%;实现归母净利69.11亿元,同比增长10.58%,环比增长1.4%;扣非后归母净利72.67亿元,同比下降0.92%,环比增长5.64%。

### 点评:

➤ **2022年彬长矿业并表大幅增厚业绩,2023Q1产销量增长带来归母净利同比增长10.58%,优质动力煤资源优势凸显。**

2022年公司实现煤炭产量1.57亿吨,同比增长11%,我们认为主要由于公司积极落实增产保供要求以及彬长矿业去年四季度注入增厚产量。公司实现自产煤销量1.55亿吨,同比增加10.98%。贸易煤销量6938万吨,同比下降23.3%。公司自产煤售价668.97元/吨,同比上涨14.7%。单位自产煤生产成本238.3元/吨,同比上涨6.5%,成本上涨主要来自人工成本上升(+6.9%)、运输费(+10.5%)及其他费用(+9%)。单吨毛利达到430.64元/吨,同比上涨71.32元/吨。量价齐增下公司煤炭板块实现毛利730.12亿元,同比上涨7.86%,毛利率达到44.91%,同比增加7.86个pct。

2023年一季度,公司实现煤炭产量4085万吨,同比增长11.27%,煤炭销量4044万吨,同比增长12.5%。一季度秦皇岛5500大卡煤炭均价为1130元/吨,同比下降3.7%,而公司受益于煤炭品质优、开采成本低等优势,实现归母净利同比增长10.58%。我们认为一季度受煤炭消费淡季影响,港口煤价略有回调,但总体看价格中枢保持高位,预计伴随“迎峰度夏”,电煤需求量或将保持增长,煤炭价格有望企稳回升,公司业绩有望保持稳健增长。

➤ **扣非净利稳健增长态势不改,多元多级投资贡献第二增长曲线。**2022年非经常性损益57.12亿元,增厚净利润,主要来自于处置非流动资产处置损益120亿元,以及公司二季度持有隆基股份股权变更会计核算方式,公允价值变动损益等投资收益减少55.8亿元。除掉非经常科目影响,公司实现扣非净利润294.1亿元,同比增加43.61%,说明公司煤炭主业业绩持续增长。截至目前,公司通过资本运作已经陆续投资过隆基绿能、彤程新材、赣锋锂业、圣湘生物、通威股份、陕天然气等多家新能源、新材料、新经济行业企业。未来公司也将在控制二级市场规模前提下,逐步布局产业战略投资,例如新能源、煤化工等领域,打造“财务投资+战略投资+产业投资”的发展新模式,不断增强盈利能力。

我们认为公司实施的多级多元长短周期结合且相互支撑的投资新模式，有助于产业链的横向拓展和纵向延伸，有望贡献业绩的第二增长曲线。

- **现金收购彬长矿业及神南矿业，外延式产能增长为公司煤炭增量注入动力。**2022年公司收购彬长矿业（143.78亿）和神南矿业（204.5亿），并在四季度实现并表，彬长矿业下属孟村和小庄煤矿，产能各600万吨/年，产能有望逐步释放，短期贡献产量增量；神南矿业目前持有榆神矿区小壕兔一号（800万吨/年）、三号矿井（1500万吨/年）的探矿权，目前公司正在积极申办前期手续，争取在“十四五”期间拿到开工批复，公司预期2027年前后可以释放产量。此外公司2022年核增了7处矿井，核增产能1700万吨/年，产能陆续释放也有望为公司持续增长注入动力。
- **提高分红承诺至60%，高股息高分红凸显配置价值。**2022年11月7日，公司拟将2022-2024年度的现金分红比例进一步提高，规划期内公司各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的60%，大幅高于此前40%的分红承诺。公司一直以来实际分红都优于承诺分红，2021年现金分红比例为61.91%，2022年延续高分红政策，拟现金分红211.35亿元，分红率为60.17%，股息率为11.2%。此外，截至2023Q1公司货币资金542.66亿元，2023年计划资本开支18.11亿元，同比下降60%，且暂无大额资本开支，公司现金流充裕。同时，公司财务指标优异，2022年净资产收益率高达34.21%，同比提高9.45个pct，总资产报酬率31.66%，同比提高7.38个pct，公司高业绩高现金高分红属性进一步凸显投资价值。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为二季度“迎峰度夏”电煤保供仍存在压力，以及煤炭下游需求恢复有望对煤炭价格形成支撑，国内动力煤价格有望企稳回升，公司盈利能力有望持续提高。假设2022-2024年公司自产煤销售价格为681-690-700元/吨；公司煤炭产量小幅上升为1.58-1.59-1.6亿吨。根据以上假设，我们预计公司2022-2024年实现归母净利润为327.59/349.21/382.86亿元；EPS为3.38/3.6/3.95元/股，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。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	152,308	166,848	171,049	178,447	187,197
增长率 YoY %	60.2%	9.5%	2.5%	4.3%	4.9%
归属母公司净利润(百万元)	21,419	35,123	32,759	34,921	38,286
增长率 YoY%	44.1%	64.0%	-6.7%	6.6%	9.6%
毛利率%	36.8%	45.0%	46.2%	47.3%	49.2%
净资产收益率ROE%	22.1%	34.2%	28.3%	26.9%	26.4%
EPS(摊薄)(元)	2.21	3.62	3.38	3.60	3.95
市盈率 P/E(倍)	5.52	5.13	5.72	5.36	4.89
市净率 P/B(倍)	1.22	1.75	1.62	1.44	1.29

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月26日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>85,471</b>	<b>81,999</b>	<b>113,686</b>	<b>136,473</b>	<b>163,967</b>	
货币资金	54,195	47,387	77,268	100,704	127,378	
应收票据	681	86	427	269	375	
应收账款	7,104	2,598	2,343	2,444	2,564	
预付账款	4,741	5,919	7,362	6,794	7,241	
存货	3,617	2,678	2,685	2,744	2,776	
其他	15,134	23,330	23,601	23,517	23,634	
<b>非流动资产</b>	<b>116,848</b>	<b>133,261</b>	<b>127,323</b>	<b>137,494</b>	<b>147,162</b>	
长期股权投资	12,938	13,675	14,216	15,840	17,465	
固定资产(合计)	68,498	78,291	76,989	84,090	89,974	
无形资产	24,799	24,000	23,462	23,975	25,190	
其他	10,613	17,295	12,656	13,589	14,533	
<b>资产总计</b>	<b>202,319</b>	<b>215,260</b>	<b>241,009</b>	<b>273,966</b>	<b>311,129</b>	
<b>流动负债</b>	<b>49,899</b>	<b>50,716</b>	<b>45,915</b>	<b>47,254</b>	<b>48,812</b>	
短期借款	50	200	100	100	100	
应付票据	2,578	216	252	258	261	
应付账款	17,782	19,927	13,866	14,172	14,334	
其他	29,490	30,372	31,696	32,724	34,118	
<b>非流动负债</b>	<b>26,195</b>	<b>26,627</b>	<b>27,316</b>	<b>26,977</b>	<b>26,652</b>	
长期借款	8,705	4,163	4,663	4,163	3,663	
其他	17,490	22,464	22,652	22,814	22,989	
<b>负债合计</b>	<b>76,095</b>	<b>77,343</b>	<b>73,231</b>	<b>74,231</b>	<b>75,464</b>	
少数股东权益	29,296	35,234	51,991	69,981	90,596	
归属母公司	96,928	102,683	115,787	129,755	145,069	
<b>负债和股东权益</b>	<b>202,319</b>	<b>215,260</b>	<b>241,009</b>	<b>273,966</b>	<b>311,129</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	152,308	166,848	171,049	178,447	187,197	
同比(%)	60.2%	9.5%	2.5%	4.3%	4.9%	
归属母公司净利润	21,419	35,123	32,759	34,921	38,286	
同比(%)	44.1%	64.0%	-6.7%	6.6%	9.6%	
毛利率(%)	36.8%	45.0%	46.2%	47.3%	49.2%	
ROE%	22.1%	34.2%	28.3%	26.9%	26.4%	
EPS(摊薄)(元)	2.21	3.62	3.38	3.60	3.95	
P/E	5.52	5.13	5.72	5.36	4.89	
P/B	1.22	1.75	1.62	1.44	1.29	
EV/EBITDA	1.59	13.09	2.17	1.59	1.03	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>152,308</b>	<b>166,848</b>	<b>171,049</b>	<b>178,447</b>	<b>187,197</b>	
营业成本	96,193	91,784	92,023	94,049	95,123	
营业税金及附加	9,010	11,494	11,784	12,293	12,896	
销售费用	1,028	835	1,169	1,219	1,279	
管理费用	7,601	7,114	8,707	8,922	9,360	
研发费用	153	579	593	892	936	
财务费用	69	-608	-549	-962	-1,332	
减值损失	-818	-752	-538	-829	-677	
合计	2,979	14,564	3,421	3,569	3,744	
其他	1,418	-4,880	136	141	148	
<b>营业利润</b>	<b>41,832</b>	<b>64,582</b>	<b>60,341</b>	<b>64,915</b>	<b>72,150</b>	
营业外收支	-709	-518	-416	-548	-494	
<b>利润总额</b>	<b>41,123</b>	<b>64,063</b>	<b>59,925</b>	<b>64,367</b>	<b>71,656</b>	
所得税	7,100	10,974	10,409	11,457	12,755	
<b>净利润</b>	<b>34,023</b>	<b>53,089</b>	<b>49,516</b>	<b>52,910</b>	<b>58,901</b>	
少数股东损益	12,604	17,967	16,757	17,989	20,615	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>21,419</b>	<b>35,123</b>	<b>32,759</b>	<b>34,921</b>	<b>38,286</b>	
EBITDA	46,985	10,696	54,321	59,258	64,935	
EPS(当年)(元)	2.21	3.62	3.38	3.60	3.95	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>52,608</b>	<b>56,139</b>	<b>51,751</b>	<b>66,782</b>	<b>72,511</b>	
净利润	34,023	53,089	49,516	52,910	58,901	
折旧摊销	9,344	10,696	11,702	13,843	15,226	
财务费用	637	401	247	256	243	
投资损失	-2,979	-14,564	-3,421	-3,569	-3,744	
营运资金变动	11,933	0	-6,507	1,990	739	
其它	-350	6,517	214	1,352	1,146	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,732</b>	<b>-34,014</b>	<b>-2,556</b>	<b>-21,797</b>	<b>-22,297</b>	
资本支出	-8,380	-10,166	-14,403	-23,712	-24,376	
长期投资	-3,649	-24,150	-597	-1,655	-1,668	
其他	5,297	302	12,444	3,571	3,748	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-17,604</b>	<b>-31,051</b>	<b>-19,314</b>	<b>-21,549</b>	<b>-23,540</b>	
吸收投资	742	4,412	0	0	0	
借款	2,258	968	400	-500	-500	
支付利息或股息	-12,680	-31,736	-19,902	-21,208	-23,215	
<b>现金流净增加额</b>	<b>28,265</b>	<b>-8,925</b>	<b>29,881</b>	<b>23,436</b>	<b>26,674</b>	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，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，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，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，从事煤炭行业的研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。