

陕西煤业 (601225.SH)

煤价上涨深度受益标的，投资价值凸显

港口煤价破千，2021年有望维持高位。自2020年5月以来，在内蒙反腐、进口受限以及下游需求超预期复苏的背景下，煤价大幅拉涨。截至2021年1月15日，秦皇岛港Q5500平仓价报收1025元/吨，创下近8年来新高。展望2021年，内蒙反腐、煤矿安监的扰动依然存在，进口煤管控亦难言放松，或以动态调节为主。而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善，根据我们对动力煤供需两端的测算，预计2021年动力煤市场总体呈现供需紧平衡格局，港口动力煤价格有望维持高位震荡，中枢或上移至650~700元/吨附近，较2020年均价上涨70~120元/吨。

量价齐升下，公司业绩大幅抬升。价格方面，公司煤炭售价弹性较大，在煤价上行周期中尤为受益。公司煤炭销售以现货销售为主，长协占比仅约30%，因此公司综合售价弹性较大，在煤价上行周期中尤为受益。产量方面，据陕煤化集团官网报道，公司在建矿井小保当二号（产能1300万吨/年）已于2020年Q4进入联合试运转，今年将带来确定性增量贡献。

背景强、禀赋优、布局广、高股息，长期投资价值凸显。

- **背景强：**公司控股股东陕煤化集团是省内唯一一家省属煤炭集团，在省内获取资源、运力方面具有绝对优势。而公司作为陕煤化集团的唯一煤炭上市平台，在矿区开发建设、资源整合方面具有其他公司不可比拟的优势，战略地位显著。
- **禀赋优：**公司可采储量97亿吨，可采近百年，煤炭平均热值高达5500cal/g，远超普通动力煤，在澳煤进口受阻，市场高卡煤结构性紧缺背景下尤为紧俏。成本方面，公司吨煤成本远低于行业平均水平，且由于采掘行业成本端无法复制的特殊性，超低的吨煤成本亦为其构筑天然护城河。
- **布局广：**公司紧跟新能源发展步伐，通过投融资平台的有效使用，择机布局与公司主业互补、盈利接续的新能源行业优质资产。2020年Q3公司因“西部信托-陕煤-朱雀产业投资单一资金信托”项目到期清算，减持隆基4.81%的股份，当期非流动资产处置损益高达47.3亿元。
- **高股息：**结合公司发布的三年分红回报规划和对公司盈利预测，预计公司3年累计保底股息高达16.2%，且随着公司资本开支接近尾声，未来分红能力有望逐步提升。

盈利预测与投资建议。考虑到煤价上涨超预期，上调公司盈利预测，2020年~2022年归母净利润分别为153亿元、141.6亿元、146.4亿元，EPS分别为1.53、1.42、1.46元，对应PE分别为6.2、6.7、6.5。考虑到公司强大的股东背景、优异的资源禀赋、出众的成本管控能力、全面的产业布局以及高而稳定的分红比例，上调公司至“买入”评级，给与目标价14.2元（对应2021年PE10倍）。

风险提示：需求超预期下滑，进口煤管制放松，全国产能投放进度超预期，小保当二号产量释放进度不及预期。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 57,224 | 73,403 | 103,077 | 119,048 | 124,212 |
| 增长率 yoy (%) | 12.4 | 28.3 | 40.4 | 15.5 | 4.3 |
| 归母净利润(百万元) | 10,993 | 11,643 | 15,303 | 14,156 | 14,643 |
| 增长率 yoy (%) | 5.2 | 5.9 | 31.4 | -7.5 | 3.4 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 1.10 | 1.16 | 1.53 | 1.42 | 1.46 |
| 净资产收益率 (%) | 24.0 | 21.8 | 23.1 | 18.3 | 16.4 |
| P/E (倍) | 8.7 | 8.2 | 6.2 | 6.7 | 6.5 |
| P/B (倍) | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |

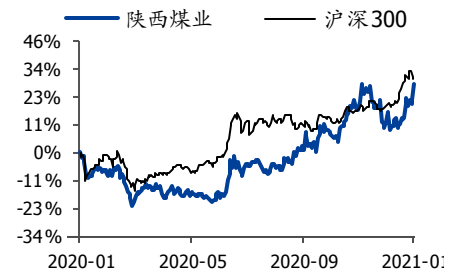
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (调高)

股票信息

| | |
|---------------|------------|
| 行业 | 煤炭开采 |
| 前次评级 | |
| 最新收盘价 | 10.72 |
| 总市值(百万元) | 107,200.00 |
| 总股本(百万股) | 10,000.00 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30日日均成交量(百万股) | 51.21 |

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱：jiangyuexin@gszq.com

相关研究

- 1、《陕西煤业(601225.SH)G-ESG评级报告》2021-01-06
- 2、《陕西煤业(601225.SH)：西部煤炭航母扬帆再启航》2020-11-11
- 3、《陕西煤业(601225.SH)：投资收益兑现，产销迭创新高，盈利持续回升》2020-11-01



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 31505 | 34812 | 43340 | 21715 | 50879 |
| 现金 | 13116 | 19243 | 10307 | 0 | 15839 |
| 应收票据及应收账款 | 13650 | 7372 | 22148 | 11946 | 23627 |
| 其他应收款 | 421 | 409 | 757 | 590 | 815 |
| 预付账款 | 1799 | 2144 | 3393 | 3002 | 3670 |
| 存货 | 1074 | 1314 | 2406 | 1848 | 2598 |
| 其他流动资产 | 1445 | 4329 | 4329 | 4329 | 4329 |
| 非流动资产 | 89025 | 91872 | 128920 | 153933 | 153729 |
| 长期投资 | 10350 | 12104 | 14939 | 17274 | 19609 |
| 固定资产 | 40548 | 40209 | 62092 | 72251 | 72089 |
| 无形资产 | 22497 | 21816 | 32875 | 47653 | 47971 |
| 其他非流动资产 | 15631 | 17743 | 19014 | 16756 | 14061 |
| 资产总计 | 120530 | 126684 | 172260 | 175648 | 204608 |
| 流动负债 | 28679 | 27906 | 51466 | 37936 | 55621 |
| 短期借款 | 0 | 170 | 170 | 236 | 170 |
| 应付票据及应付账款 | 15459 | 14383 | 32111 | 21061 | 34518 |
| 其他流动负债 | 13221 | 13353 | 19185 | 16639 | 20933 |
| 非流动负债 | 25462 | 22607 | 26364 | 27260 | 21817 |
| 长期借款 | 14934 | 11068 | 14824 | 15720 | 10278 |
| 其他非流动负债 | 10528 | 11539 | 11539 | 11539 | 11539 |
| 负债合计 | 54141 | 50514 | 77830 | 65196 | 77438 |
| 少数股东权益 | 15724 | 17916 | 24473 | 30539 | 36813 |
| 股本 | 10000 | 10000 | 10000 | 10000 | 10000 |
| 资本公积 | 7395 | 7398 | 7398 | 7398 | 7398 |
| 留存收益 | 32499 | 40790 | 53906 | 66039 | 78590 |
| 归属母公司股东权益 | 50664 | 58254 | 69957 | 79913 | 90356 |
| 负债和股东权益 | 120530 | 126684 | 172260 | 175648 | 204608 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 19758 | 19200 | 27733 | 22929 | 32297 |
| 净利润 | 15929 | 16632 | 21860 | 20222 | 20918 |
| 折旧摊销 | 4788 | 5848 | 5600 | 7502 | 8477 |
| 财务费用 | 58 | 548 | 139 | 674 | 529 |
| 投资损失 | -1452 | -1727 | -6380 | -1890 | -1902 |
| 营运资金变动 | -514 | 2793 | 6664 | -3429 | 4426 |
| 其他经营现金流 | 950 | -4894 | -150 | -150 | -150 |
| 投资活动现金流 | -7955 | -5825 | -36118 | -30475 | -6221 |
| 资本支出 | 4422 | 4837 | 32446 | 23011 | -2171 |
| 长期投资 | -3857 | -1274 | -2835 | -2294 | -2335 |
| 其他投资现金流 | -7391 | -2263 | -6507 | -9758 | -10728 |
| 筹资活动现金流 | -7957 | -8307 | -551 | -2827 | -10172 |
| 短期借款 | -3300 | 170 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 3215 | -3866 | 3756 | 896 | -5443 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -7873 | -4614 | -4308 | -3723 | -4729 |
| 现金净增加额 | 3847 | 5069 | -8936 | -10373 | 15905 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 57224 | 73403 | 103077 | 119048 | 124212 |
| 营业成本 | 29361 | 43357 | 67551 | 77253 | 80750 |
| 营业税金及附加 | 2882 | 3615 | 3917 | 5193 | 5590 |
| 营业费用 | 2195 | 2768 | 6185 | 7143 | 7453 |
| 管理费用 | 5184 | 5628 | 6185 | 7143 | 7453 |
| 研发费用 | 10 | 54 | 75 | 87 | 91 |
| 财务费用 | 58 | 548 | 139 | 674 | 529 |
| 资产减值损失 | -40 | -85 | -120 | -138 | -144 |
| 其他收益 | 30 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 479 | 150 | 150 | 150 |
| 投资净收益 | 1452 | 1727 | 6380 | 1890 | 1902 |
| 资产处置收益 | 4 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 19061 | 19674 | 25675 | 23732 | 24544 |
| 营业外收入 | 44 | 48 | 42 | 43 | 42 |
| 营业外支出 | 358 | 332 | 232 | 200 | 200 |
| 利润总额 | 18748 | 19390 | 25484 | 23575 | 24386 |
| 所得税 | 2819 | 2758 | 3624 | 3353 | 3468 |
| 净利润 | 15929 | 16632 | 21860 | 20222 | 20918 |
| 少数股东损益 | 4936 | 4989 | 6557 | 6066 | 6275 |
| 归属母公司净利润 | 10993 | 11643 | 15303 | 14156 | 14643 |
| EBITDA | 24128 | 25402 | 31420 | 31842 | 33410 |
| EPS (元) | 1.10 | 1.16 | 1.53 | 1.42 | 1.46 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 12.4 | 28.3 | 40.4 | 15.5 | 4.3 |
| 营业利润(%) | 4.5 | 3.2 | 30.5 | -7.6 | 3.4 |
| 归属于母公司净利润(%) | 5.2 | 5.9 | 31.4 | -7.5 | 3.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 48.7 | 40.9 | 34.5 | 35.1 | 35.0 |
| 净利率(%) | 19.2 | 15.9 | 14.8 | 11.9 | 11.8 |
| ROE(%) | 24.0 | 21.8 | 23.1 | 18.3 | 16.4 |
| ROIC(%) | 22.3 | 21.2 | 23.5 | 19.7 | 19.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 44.9 | 39.9 | 45.2 | 37.1 | 37.8 |
| 净负债比率(%) | 14.9 | 2.3 | 14.7 | 23.8 | 3.9 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.2 | 0.8 | 0.6 | 0.9 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 4.1 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 应付账款周转率 | 2.0 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.10 | 1.16 | 1.53 | 1.42 | 1.46 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.98 | 1.92 | 2.77 | 2.29 | 3.23 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.07 | 5.83 | 7.00 | 7.99 | 9.04 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 8.7 | 8.2 | 6.2 | 6.7 | 6.5 |
| P/B | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 5.0 | 4.5 | 4.2 | 4.7 | 4.0 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1.港口煤价破千，2021年望维持高位 | 4 |
| 2.量价齐升下，公司业绩大幅抬升 | 6 |
| 2.1.价：公司煤炭售价弹性较大，在煤价上行周期中尤为受益 | 6 |
| 2.2.量：小保当二号投产带来确定性增量 | 6 |
| 3.背景强、禀赋优、布局广、高股息，长期投资价值凸显 | 7 |
| 3.1.背靠陕煤化集团，后备资源丰富 | 7 |
| 3.1.1.陕煤化：陕西省唯一省属煤企，神府南区唯一开发主体 | 7 |
| 3.1.2.陕西煤业：陕煤化集团唯一上市平台 | 8 |
| 3.2.资源禀赋优异，构筑天然护城河 | 8 |
| 3.3.布局新能源，对冲传统主业 | 10 |
| 3.4.3年累计股息16.2%，且有进一步提升空间 | 10 |
| 4.投资建议 | 11 |
| 5.风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 1: 港口煤价时隔 8 年再破千元大关 (元/吨) | 4 |
| 图表 2: 2020 年 1~11 月，我国累计原煤产量同比增长 0.4% | 5 |
| 图表 3: 2020 年 1~11 月，我国动力煤需求累计同比增 0.5% | 5 |
| 图表 4: 2020 年，我国进口煤累计同比增 1.5% (万吨) | 5 |
| 图表 5: 2020 年 1~11 月，我国进口动力煤累计同比降 12.5% (万吨) | 5 |
| 图表 6: 动力煤供需平衡表 (亿吨) | 5 |
| 图表 7: "陕西煤炭价格指数：动力煤"创发布以来新高 (元/吨) | 6 |
| 图表 8: 公司煤炭产量具备增长空间 (万吨) | 7 |
| 图表 9: 2021 年 Q1 公司自产煤售价有望创历史新高 (元/吨) | 7 |
| 图表 10: 主要产煤省份省属大型煤企 | 7 |
| 图表 11: 陕煤化集团主要生产煤矿概览 | 8 |
| 图表 12: 尔林兔、尔林滩勘查区概况 | 8 |
| 图表 13: 公司资源禀赋优异 | 9 |
| 图表 14: 动力煤交割品适用指标 | 9 |
| 图表 15: 公司自产煤吨煤成本基本保持稳定 (元/吨) | 9 |
| 图表 16: 公司自产煤吨煤成本位居行业第四 (元/吨) | 9 |
| 图表 17: 公司重要在建工程项目 (亿元) (截至 2019 年年底) | 10 |
| 图表 18: 公司未分配利润逐年增厚 (亿元) | 11 |
| 图表 19: 公司归母净利润及现金分红情况 (亿元) | 11 |

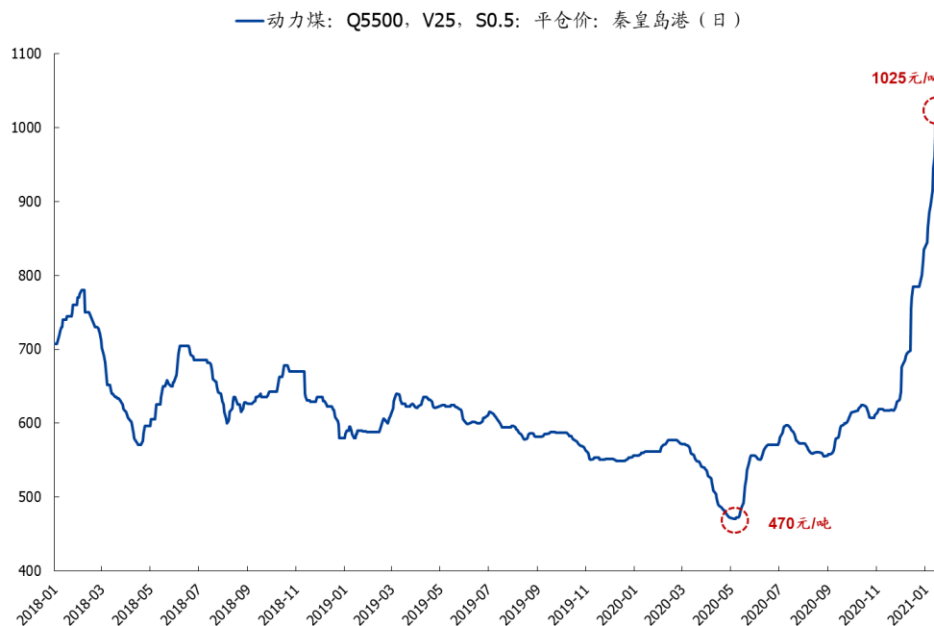
1.港口煤价破千，2021年望维持高位

自2020年5月以来，在内蒙反腐、进口受限以及下游需求超预期复苏的背景下，煤价大幅拉涨。截至2021年1月15日，**秦皇岛港 Q5500 平仓价报收 1025 元/吨，创下近 8 年来新高。**

展望 2021 年，内蒙反腐、煤矿安监的扰动依然存在，进口煤管控亦难言放松，或以动态调节为主。而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善，根据我们对动力煤供需两端的测算，预计 2021 年动力煤市场总体呈现供需紧平衡格局，港口动力煤价格有望维持高位震荡，中枢或上移至 650~700 元/吨附近，较 2020 年均价上涨 70~120 元/吨。

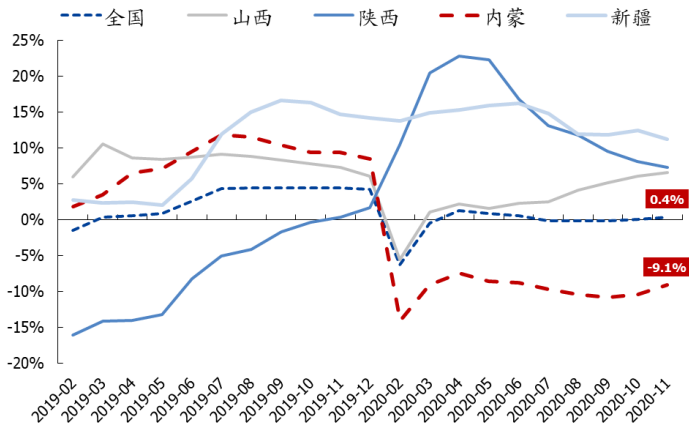
- **国内供给增量有限。**我们认为内蒙“倒查涉煤领域 20 年反腐”工作短期内仍难以结束，将持续压制内蒙产量，外加明年作为《煤矿安全专项整治三年行动实施方案》的集中攻坚阶段，各主产区安监力度势必加大，“超产”等违法行为必将得到遏制，在产煤矿增量空间有限，因此明年增量主要源自新建矿井的陆续投产，我们预计 2021 年动力煤产量 32.7 亿吨，同比增加 7000 万吨，增幅 2.2%。
- **进口管控难言明显放松。**一方面，当今世界正经历百年未有之大变局，一些国家逆全球化思潮兴起，保护主义、单边主义抬头，地缘政治风险加剧，国际能源市场剧烈波动。在此背景下，降低我国能源对外依赖度，确保我国能源安全稳定供应显得尤其重要；一方面，在逐渐削减煤炭消费的背景下，要保证国内煤炭企业利润的稳定，加大内循环、减少煤炭进口大概率是未来的政策导向。
- **复苏周期尚未结束。**2021 年是中国实施“十四五”规划的开局之年，政府将持续推动扩大内需、支持创新发展、改善营商环境，加上低基数因素，经济增速大概率恢复至正常增长水平以上。随着疫苗逐步落地，疫情约束减弱，明年全球经济复苏是大趋势，我们预计用电量增速有望回升至 7% 左右水平，同时综合考虑明年水电出力影响，预计全年火电用煤增速可达 4%。同时考虑到 2021 年地产进入竣工周期，基建仍将继续发力，预计建材耗煤增速有望由负转正，全年增速 2% 左右。

图表 1：港口煤价时隔 8 年再破千元大关（元/吨）



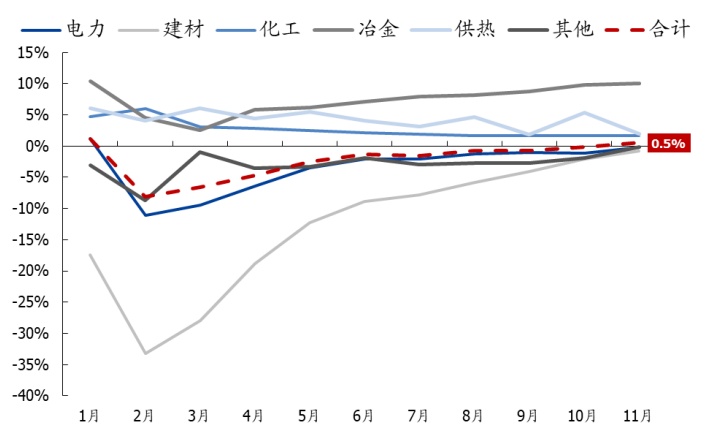
资料来源：Mysteel，国盛证券研究所

图表 2: 2020年1~11月, 我国累计原煤产量同比增长0.4%



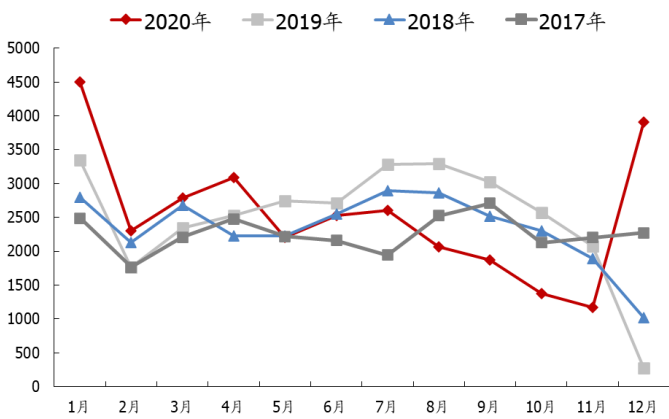
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2020年1~11月, 我国动力煤需求累计同比增长0.5%



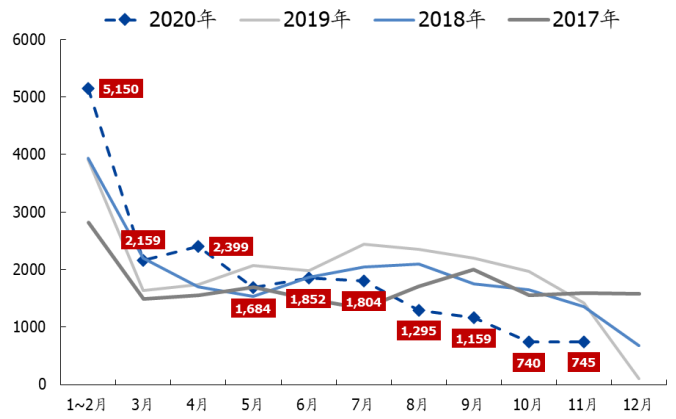
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2020年, 我国进口煤累计同比增长1.5% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2020年1~11月, 我国进口动力煤累计同比下降12.5% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 动力煤供需平衡表 (亿吨)

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 供应端 | | | | | | |
| 产量 | 28.24 | 29.05 | 30.65 | 31.90 | 32.03 | 32.73 |
| yoy | -7.9% | 2.8% | 5.5% | 4.1% | 0.4% | 2.2% |
| 净进口量 | 1.89 | 1.95 | 2.13 | 2.21 | 2.1 | 2.1 |
| yoy | 24.4% | 3.1% | 9.4% | 3.6% | -4.8% | 0.0% |
| 总供应 | 30.05 | 31.02 | 32.83 | 34.15 | 34.13 | 34.85 |
| yoy | -6.5% | 3.2% | 5.8% | 4.0% | 0% | 2.1% |
| 需求端 | | | | | | |
| 消费合计 | 30.94 | 31.48 | 32.68 | 33.81 | 34.04 | 35.04 |
| yoy | -3.3% | 1.7% | 3.8% | 3.4% | 0.7% | 2.9% |
| 供需缺口 | | | | | | |
| 供应-需求 | -0.89 | -0.46 | 0.15 | 0.34 | 0.09 | -0.19 |

资料来源: sxcoal, wind, 国盛证券研究所

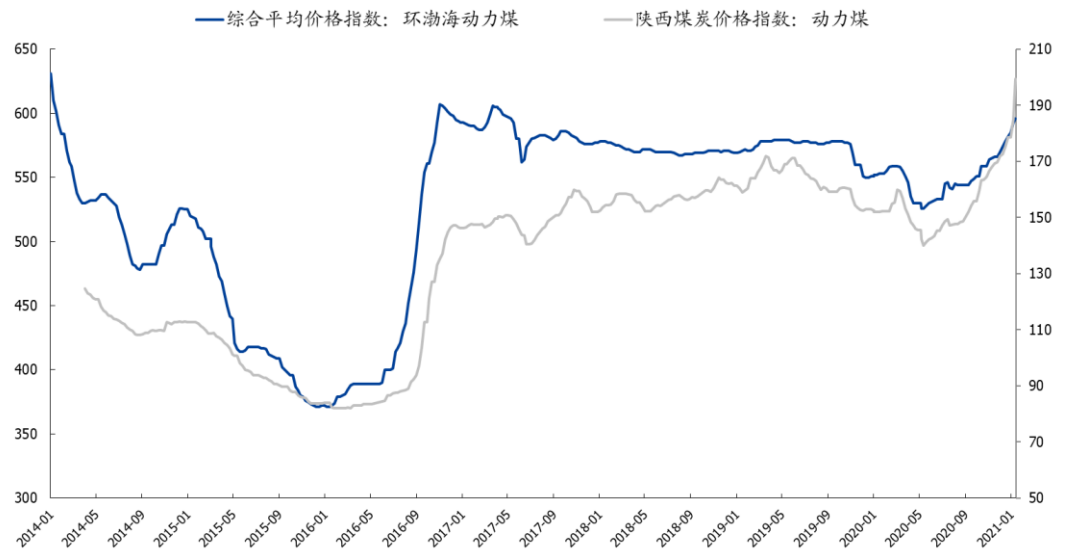
2.量价齐升下，公司业绩大幅抬升

2.1.价：公司煤炭售价弹性较大，在煤价上行周期中尤为受益

公司煤炭销售以现货销售为主，长协占比仅约 30%，因此公司综合售价弹性较大，在煤价上行周期中尤为受益。目前“陕西煤炭价格指数：动力煤”创发布以来新高，且上行动力仍强。受益煤价的持续强势上涨，公司 2021 年 Q1 单季扣非盈利或创历史最好水平。

- 地销：定价主要参考“陕西煤炭价格指数：动力煤”；
- 长协：定价以环渤海港下水基准价倒推产地价格后，加权“陕西煤炭价格指数：动力煤”（权重 50%）和“综合平均价格指数：环渤海动力煤”（权重 50%）按月度进行调节。

图表 7：“陕西煤炭价格指数：动力煤”创发布以来新高（元/吨）

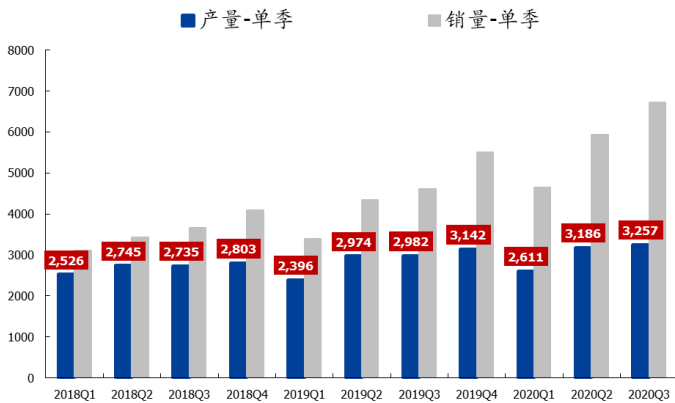


资料来源：wind，国盛证券研究所

2.2.量：小保当二号投产带来确定性增量

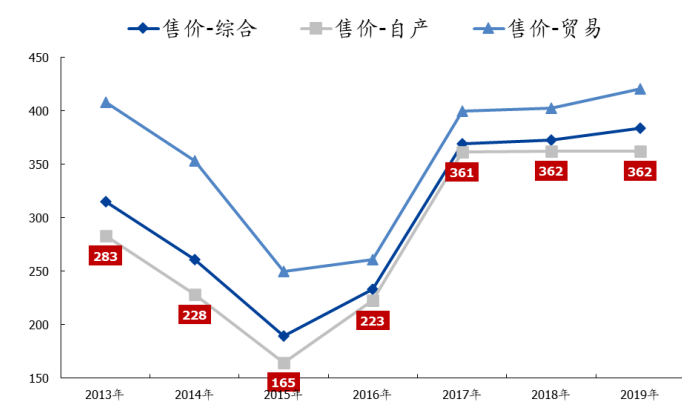
公司在建矿井小保当二号所属榆神矿区位于陕北侏罗纪煤田的中部，是国内目前保存完好的整装矿区之一，该区煤层赋存条件好、储量巨大、煤质优良，是国内一流、世界著名的优质低温干馏、工业气化、液化和动力用煤。煤中有害成分低，具有“环保煤”之美誉。该矿井设计产能为 1300 万吨/年，公司权益占比为 60%。据陕煤化集团官网报道，该矿已于 2020 年 Q4 进入联合试运转，今年将带来确定性增量贡献。

图表 8: 公司煤炭产量具备增长空间 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2021年Q1公司自产煤售价有望创历史新高 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.背景强、禀赋优、布局广、高股息，长期投资价值凸显

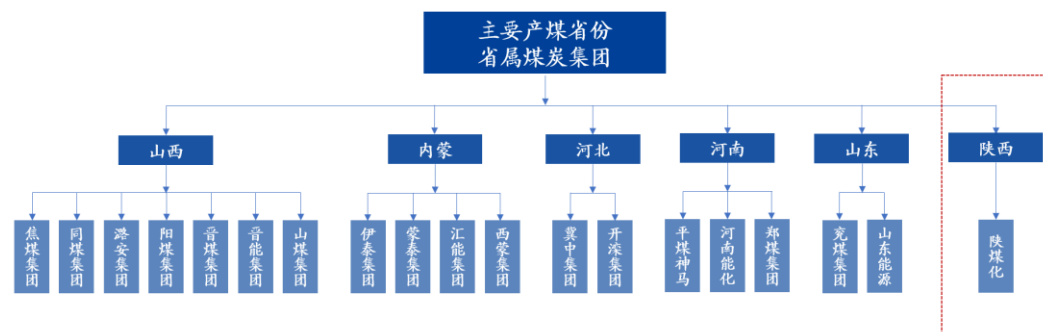
3.1.背靠陕煤化集团，后备资源丰富

3.1.1.陕煤化：陕西省唯一省属煤企，神府南区唯一开发主体

省属唯一特大型国有企业。公司所属股东陕煤化集团是陕西省委、省政府为落实“西部大开发”战略，充分发挥陕西煤炭资源和行业整体优势，从培育壮大能源化工支柱产业出发，经过“两次重组和两次划转”发展起来的陕西省唯一一家国有特大型能源化工企业。反观山西、内蒙、山东、河北、河南等产大省均拥有多个大型煤炭企业，陕煤化在省内独一无二的地位，有利于其在资源获取、项目审批、信贷支持、铁路运力配置上获得更多的政府支持。

神府南区唯一开发主体。截至 2019 年底，陕煤化集团拥有煤炭资源储量 300.5 亿吨，可采储量 203.1 亿吨。陕西省政府明确将其作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体，根据勘测，神府南区拥有的煤炭资源储量将达到 300~400 亿吨，随着未来神府南区的勘探和开发，发行人的资源储备将进一步大幅增加。

图表 10: 主要产煤省份省属大型煤企



资料来源: 各省市国资委, 国盛证券研究所

3.1.2. 陕西煤业：陕煤化集团唯一上市平台

陕煤化集团矿井存注入预期。受益于《煤炭工业发展“十三五”规划》中有序推进陕北、神东、黄陇、新疆大型煤炭基地建设的政策支持，近年来陕北、黄陇等地建设煤矿核准进度明显加快。陕煤化集团作为最大的受益者，在获取资源上更具优势，目前拥有3座生产矿井，分别为曹家滩矿、孟村矿、小庄矿。而陕西煤业作为陕煤化集团唯一的煤炭运营平台，早在公司上市时就与集团公司签署了《避免同业竞争协议》。为解决同业竞争问题，未来待上述煤矿正式建成投产、手续齐全后有望逐步注入上市公司。

图表 11: 陕煤化集团主要生产煤矿概览

| 矿井 | 地区 | 保有储量 (亿吨) | 可采储量 (亿吨) | 核定产能 (万吨/年) | 持股比例 | 权益产能 (万吨/年) |
|-----|----|--------------|--------------|----------------|--------|----------------|
| 曹家滩 | 榆林 | 31.31 | 15.11 | 1500 | 51.50% | 773 |
| 孟村 | 彬长 | 10.46 | 6.4 | 600 | 100% | 600 |
| 小庄 | 彬长 | 9.21 | 5.44 | 600 | 100% | 600 |

资料来源：陕煤化集团发债募集书，公司公告，国盛证券研究所

集团后备资源超百亿，后期或由上市公司主导开发。陕煤化集团除上述生产矿井外，后备资源储量异常丰富，目前还拥有尔林兔、尔林滩两大勘查区，合计保有储量约149亿吨尚未开发。

图表 12: 尔林兔、尔林滩勘查区概况

| 勘查区 | 地区 | 所属公司 | 资源储量 (亿吨) | 持股比例 | 建设规划 (万吨/年) | 计划投资 (亿元) |
|-----|----|-------|--------------|-------|----------------|--------------|
| 尔林兔 | 榆林 | 榆北煤业 | 81.39 | 51.2% | 4500 (3×1500) | 280 |
| 尔林滩 | 榆林 | 尔林滩矿业 | 68 | 80% | 暂未规划 (2×1000) | 100 |

资料来源：陕煤化发债募集书，陕西省自然资源部，国盛证券研究所

3.2. 资源禀赋优异，构筑天然护城河

储量：可采储量 97 亿吨，可采近百年。公司煤炭资源储量丰富，以铜川、黄陵、彬长、陕北四大煤田资源为基础，分布于彬黄矿区、陕北矿区和渭北矿区。截至 2019 年底，公司拥有煤炭地质储量 160 亿吨，可采储量 97 亿吨，位居行业第三。以 2019 年公司煤炭产量 11,494 万吨计，公司煤炭资源可采约 84 年。

煤质：平均热值高达 5500cal/g，远超普通动力煤。公司主产“一高三低”、高化学活性的长焰煤、不粘煤和气煤，产品平均热值在 5500cal/g 以上，除是优质的环保动力煤外，还可作为冶金及化工用煤。公司所产产品煤质明显优于普通动力煤，因此为提高产品附加值，公司近年来加大对冶金及化工用煤市场的开拓，并取得了明显成效。

中澳关系恶化，市场结构性缺货，高卡煤尤为紧俏。澳洲方面，2020 年 1~4 月澳洲煤由于受到疫情影响，中国以外的煤炭需求锐减，导致转口至国内的澳煤量激增，累计进口动力煤 2326 万吨，同比大增 73.3%。但随着我国进口政策收严以及中澳关系恶化，自 5 月起澳煤进口数量大减，10 月当月仅进口澳煤 99 万吨，同比减少 77.6%，创年内新低。2020 年 1~10 月，累计进口澳洲动力煤 4213 万吨，同比减少 3.2%。虽然澳洲动力煤进口数量不及印尼，但澳煤煤质（低硫、高发热量）优于印尼煤（多以低热值为主），是动力煤期货交割品的重要标的，**因此澳煤进口若持续收紧会导致国内市场高卡煤结构性缺货格局难以解决。**

图表 13: 公司资源禀赋优异

| 主要矿区 | 资源储量 (亿吨) | 可采储量 (亿吨) | 煤层 (米) | 发热量 (cal/g) |
|-----------|--------------|--------------|-----------|----------------|
| 渭北矿区 | 4.2 | 2.5 | - | <5000 |
| 彬黄地区 | 41.2 | 24 | 200-700 | ~5500 |
| 陕北矿区 | 114.1 | 70.1 | 300-600 | 5500-6000 |
| 合计 | 159.5 | 96.6 | - | |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 动力煤交割品适用指标

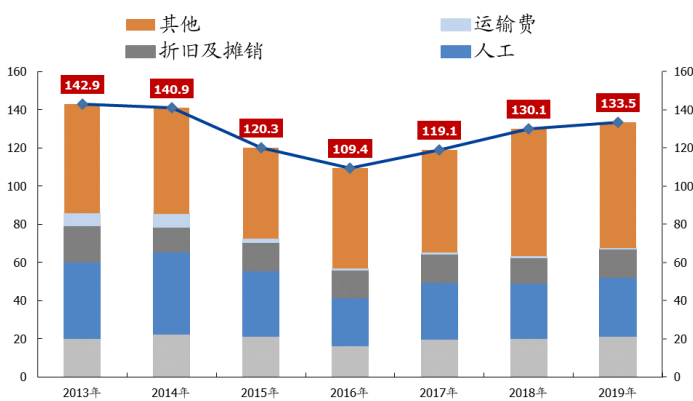
| | Qnet,ar (收到基低位发热量) | St,d (干基全硫) | Vdaf (干燥无灰基挥发分) | Ad (干基灰分) | Mt (全水) |
|-------|-----------------------|----------------|--------------------|--------------|------------|
| 基准交割品 | 5500cal/g | ≤0.6% | 30%≤Vdaf≤42% | ≤30% | ≤20% |
| 替代品 | ≥4800cal/g | ≤1% | 30%≤Vdaf≤42% | ≤30% | — |

资料来源: 郑商所, 国盛证券研究所

成本: 公司吨煤成本远低于行业平均水平, 且由于采掘行业成本端无法复制的特殊性, 超低的吨煤成本亦为其构筑天然护城河。公司所处矿区煤炭资源赋存条件较好, 地质构造简单, 且多数煤层瓦斯含量较低, 外加公司极强的成本管控能力, 2019 年公司自产煤吨煤生产成本仅 133.5 元/吨, 远低于行业平均水平, 仅次于中国神华 (部分露天矿)、露天煤业 (纯露天矿)、昊华能源 (仅在内蒙古有 2 座新建矿井), 位居行业第四。此外, 近年来公司逐步缩减开采成本较高的渭北矿区煤炭产量, 新增陕北矿区为主的优质产能, 从产能释放、结构调整等经营环节全方位降本增效。

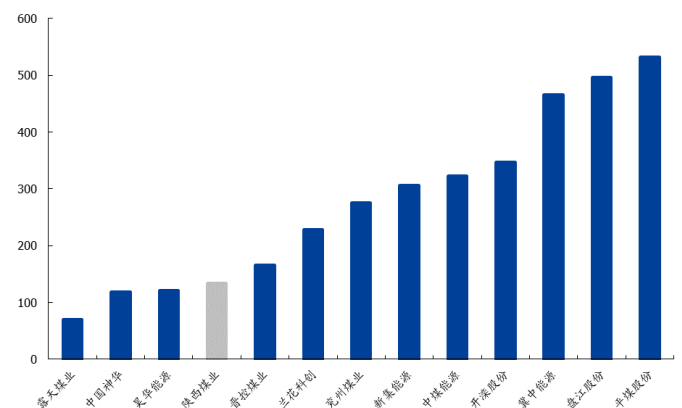
- **纵向来看,**受复垦基金和榆林资源税上调影响, 公司自产煤的吨煤成本有所上升, 未来有望保持稳定。
- **横向来看,**公司自产煤毛利率在业内处于中等偏上水平, 利好公司业绩释放。2019 年公司煤炭板块毛利率为 41.3%, 同比减少 8.2 个 pct, 主因贸易煤外购及销量增加所致。

图表 15: 公司自产煤吨煤成本基本保持稳定 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司自产煤吨煤成本位居行业第四 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3. 布局新能源，对冲传统主业

公司紧跟新能源发展步伐，通过投融资平台的有效使用，择机布局与公司主业互补、盈利接续的新能源行业优质资产。

积极布局新兴产业、助力转型升级。2020Q3 公司因“西部信托-陕煤-朱雀产业投资单一资金信托”项目到期清算，减持隆基 4.81% 的股份，当期非流动资产处置损益高达 47.3 亿元。截至 2020Q3 末，公司拥有交易性金融资产 46.85 亿元，在做优做强主业的同时，公司合理利用资本运作平台，抓住能源产业变革和结构调整机遇，积极布局新能源优质资产，不断提升公司的核心竞争力，努力实现公司的高质量发展。

构建能源互联网产业生态。公司积极研究数字经济时代能源企业的转型升级方向，搭建煤炭产业生态服务平台，实现从传统“买煤卖煤”的商品交易到以“服务较为”为主的产业生态运营的战略转变。19 年开展与瑞茂通供应链管理有限公司的合作，将煤炭等大宗商品供应管理为主要业务，加强对产业链上游供应商和下游客户资源整合，提高公司的竞争力。

3.4. 3 年累计股息 16.2%，且有进一步提升空间

积极回报股东，3 年累计股息 16.2%。此前公司发布“未来三年（2020~2022 年）的具体股东回报规划”，规定每年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 40% 且金额不低于 40 亿元的规定。若以 40 亿保底金额计，未来 3 年公司累计保底股息高达 11.2%（以 1 月 16 日收盘价 10.72 元计）。若结合对公司盈利预测，预计公司 2020 年~2022 年股息至少为 5.7%、5.3%、5.3%，3 年累计保底股息 16.2%。

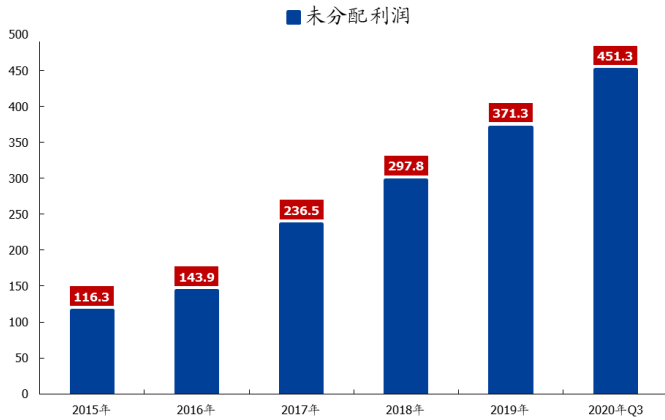
资本开支接近尾声，分红能力有望逐步提升。2016 年供给侧改革下，煤价大幅上涨，公司营收逐步改善。同时，公司不断剥离落后产能，新建产能陆续释放，在量、价的推动下公司盈利能力增强。截至 2020 年 3 季度，公司资产负债率回落至 38.3%，远低于行业均值水平，累计未分配利润高达 451.3 亿元，对应每股未分配利润 4.51 元。公司 2020 年资本开支计划 19.9 亿元，较 2019 年资本开支总额下降 22 亿元，主要涉及小保当矿井及选煤厂项目（计划投资 19.69 亿元）、彬长生产服务中心二期项目（计划投资 0.22 亿元）。未来随着小保当矿井逐步投产，且公司近期无新建矿井计划，未来随着在建项目陆续完工，资本开支将逐步下滑，分红比例存在进一步提升可能。

图表 17: 公司重要在建工程项目（亿元）（截至 2019 年年底）

| 项目名称 | 预算数 | 工程累计投入占预算比 | 工程进度 |
|------------|--------------|------------|-------|
| 神渭管输煤炭管道工程 | 86.3 | 95.6% | 91.2% |
| 小保当矿井建设工程 | 241.6 | 68.6% | 70.0% |
| 合计 | 327.9 | | |

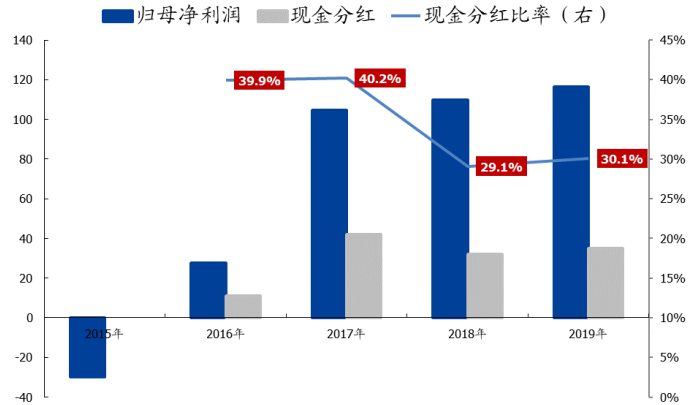
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 18: 公司未分配利润逐年增厚 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 公司归母净利润及现金分红情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 投资建议

在下游需求的强势拉动下, 港口煤价时隔 8 年再次破千, 陕西动力煤价格指数亦创下发布以来新高, 公司煤炭销售结构中以现货为主, 在煤价上行周期中尤其受益。短期而言, 我们认为随着煤价的超预期上涨, 公司业绩有望创历史新高。长期而言, 公司背靠陕煤化集团, 在资源获取、项目审批、信贷支持、铁路运力配置上能获得更多的政府支持。且考虑到公司自身资源禀赋、产业布局、成本管控、分红比例方均明显强于行业平均水平, 估值水平有望提升。

我们预计公司 2020 年~2022 年归母净利润分别为 153 亿元、141.6 亿元、146.4 亿元, EPS 分别为 1.53、1.42、1.46 元, 给予目标价 14.2 元 (对应 2021 年 PE10 倍), 上调评级至“买入”。

5. 风险提示

需求超预期下滑。

受宏观经济下滑影响, 导致煤炭需求下滑, 煤炭市场出现严重供过于求现象, 造成煤价大幅下跌。

进口煤管制放松。

取消进口煤限制, 导致供给增加, 煤炭行业供需失衡, 煤价大幅下跌。

全国产能投放进度超预期。

受发改委政策调控影响, 未来产能投放进度加快, 产量释放速度超过预期, 导致煤价大幅下跌。

小保当二号产量释放进度不及预期。

公司控股在建的小保当二号矿井已于 2020 年四季度投产, 但产量释放进度仍然存在一定不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6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。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com