

陕西煤业 (601225)

证券研究报告

2022年08月13日

西北明珠，行稳致远

陕西煤业简介：陕西煤业股份有限公司是由陕煤化集团于2008年将煤炭主业重组改制而成立的公司，并且于2014年上市。陕西煤业由陕煤化集团控股，占比为65.12%。陕西煤业主要从事煤炭开采、洗选、运输及销售等服务。其中煤炭资源主要来源于三个矿区，分别是渭北矿区、彬黄矿区、陕北矿区。其中陕北矿区是三个矿区中可采储量最多的矿区，占比70.4%。

投资亮点：

1) 资产注入带来成长性：考虑到公司2022年7月12日披露的公告，我们预计陕西煤业煤炭产能有望至少仍有1200万吨/年的增量空间。

2) 煤炭单吨成本及毛利兼具竞争力：公司的单吨成本较为稳定，且成本在煤炭行业龙头中处于较低的位置，仅略高于中国神华。单吨毛利凸显其高弹性，在2021年煤炭行业供需矛盾爆发的时候，单吨毛利在2021年迎来194元/吨的反弹，幅度高于中国神华。

3) 贸易煤占比下降，增效降本：2021年公司贸易煤销量下降了18%，自产煤销量提升了8%，公司整体更聚焦于单吨毛利更高的自产煤业务，最终增效降本。自产煤的单吨毛利相对贸易煤的优势逐年扩大，历年来贸易煤对公司整体的利润贡献较低，且贸易煤单吨毛利在2020年转负。我们预计后续陕煤还将持续受益于贸易煤占比降低。

盈利预测与估值

基于经营模型分析，并且结合因会计方式变更带来的一次性收益，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为355.26亿元、366.67亿元、396.01亿元，EPS分别为3.66、3.78、4.08元，同比增长68.05%、3.21%、8.00%。综合考虑PE及DDM估值方法，给予公司目标价29元/股，给予“买入”评级。

风险提示：经济增长不及预期；煤矿在建产能投放超预期；保供稳价政策执行力度超预期；煤炭下游去库存不及预期；《资产转让意向协议》存在不确定性。

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 煤炭/煤炭开采 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 20.91元 |
| 目标价格 | 29元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 9,695.00 |
| 流通A股股本(百万股) | 9,695.00 |
| A股总市值(百万元) | 202,722.45 |
| 流通A股市值(百万元) | 202,722.45 |
| 每股净资产(元) | 9.40 |
| 资产负债率(%) | 32.98 |
| 一年内最高/最低(元) | 23.11/10.34 |

作者

张樨樨 分析师
 SAC执业证书编号：S1110517120003
 zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《陕西煤业-半年报点评:上半年业绩大增66%，看好公司业绩持续增长》
2021-08-31
- 《陕西煤业-年报点评报告:20年业绩超预期，高分红彰显投资价值》
2021-04-30
- 《陕西煤业-公司点评:税率提升影响公司净利，看好一季度业绩超预期》
2021-02-26

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 94,860.27 | 152,266.42 | 180,913.65 | 203,476.27 | 227,171.46 |
| 增长率(%) | 29.23 | 60.52 | 18.81 | 12.47 | 11.65 |
| EBITDA(百万元) | 31,396.91 | 51,375.54 | 73,386.56 | 76,495.51 | 82,110.05 |
| 净利润(百万元) | 14,882.64 | 21,139.69 | 35,525.83 | 36,666.50 | 39,600.79 |
| 增长率(%) | 27.82 | 42.04 | 68.05 | 3.21 | 8.00 |
| EPS(元/股) | 1.54 | 2.18 | 3.66 | 3.78 | 4.08 |
| 市盈率(P/E) | 13.28 | 9.35 | 5.56 | 5.39 | 4.99 |
| 市净率(P/B) | 2.81 | 2.31 | 2.04 | 1.76 | 1.54 |
| 市销率(P/S) | 2.08 | 1.30 | 1.09 | 0.97 | 0.87 |
| EV/EBITDA | 2.75 | 1.68 | 2.25 | 1.79 | 1.56 |

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 控股集团及公司简介..... | 4 |
| 1.1. 公司基本介绍..... | 4 |
| 1.2. 陕西煤业投资亮点..... | 5 |
| 2. 陕西煤业聚焦煤炭主业，龙头地位夯实..... | 6 |
| 2.1. 资源优质，供给侧改革后产能结构逐步优化..... | 6 |
| 2.2. 通过运输体系演变，实现销量提升和结构优化..... | 8 |
| 2.2.1. 铁路运输体系简介..... | 8 |
| 2.2.2. 运输结构演变，借机优化销售结构，拓展华东华中市场..... | 9 |
| 2.3. 集团资产注入或将为公司提供成长性..... | 10 |
| 3. 公司实现价格符合行业趋势，成本及利润均具备竞争力..... | 12 |
| 3.1. 行业观点：弱供给与硬需求需求的矛盾短期内不可调和..... | 12 |
| 3.2. 实现价格符合行业趋势，成本及单吨毛利具有相对优势..... | 12 |
| 4. 吨煤成本具备竞争力，吨煤毛利在上行周期具有相对较高弹性..... | 14 |
| 5. 多渠道投资实现收益增厚..... | 15 |
| 6. 盈利预测与估值..... | 16 |
| 6.1. 煤炭高景气度下，煤炭业务收入有望攀升..... | 16 |
| 6.2. 盈利预测..... | 17 |
| 6.3. 高景气度带来高利润，分红有望维持高位..... | 18 |
| 6.4. 估值和投资建议..... | 18 |
| 7. 风险提示..... | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：2021 年陕西煤业股权架构图..... | 4 |
| 图 2：陕西煤业营收结构 主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：%..... | 4 |
| 图 3：陕西煤业毛利结构 主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：%..... | 4 |
| 图 4：自产煤为利润主要来源 单位：%，亿元..... | 5 |
| 图 5：自产煤单吨毛利相对贸易煤有极强优势 单位：元/吨..... | 5 |
| 图 6：公司矿区分布图..... | 6 |
| 图 7：公司煤炭产量结构优化，向陕北矿区集中 单位：亿吨..... | 8 |
| 图 8：供给侧改革后，陕煤通过减量置换增加产能..... | 8 |
| 图 9：陕西煤业销售结构随运输体系演变而变化 单位：%..... | 9 |
| 图 10：浩吉铁路地理位置示意图..... | 10 |
| 图 11：陕煤化集团营收增长稳健（主坐标轴 单位：亿元，次坐标轴 单位：%）..... | 10 |
| 图 12：陕煤化集团毛利主要来自煤炭（主坐标轴 单位：亿元，次坐标轴 单位：%）..... | 11 |
| 图 13：煤炭历史趋势价格 单位：元/吨..... | 12 |
| 图 14：陕西煤业实现价格充分享受上行周期红利 单位：元/吨..... | 13 |
| 图 15：渭北、彬黄、陕北矿区价格兼具抗跌性和弹性 单位：元/吨..... | 13 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 16: 公司煤炭实现价格具有较强抗跌性 单位: 元/吨..... | 13 |
| 图 17: 吨煤成本 单位: 元/吨..... | 14 |
| 图 18: 陕煤煤炭单吨生产成本较具竞争力 单位: 元/吨..... | 15 |
| 图 19: 陕煤煤炭单吨毛利较有竞争力 单位: 元/吨..... | 15 |
| 图 20: 陕西煤业投资历程 | 15 |
| 图 21: 分红收益率有望维持高位 单位: %..... | 18 |
| 图 22: ROE 有望维持高位 单位: %..... | 18 |
| | |
| 表 1: 截至 2021 年, 陕西煤业各矿区储量 单位: 亿吨..... | 6 |
| 表 2: 陕煤各矿区煤炭品种及产能 | 7 |
| 表 3: 陕西煤业煤炭业务板块经营分拆模型..... | 16 |
| 表 4: 陕西煤业全板块经营预测模型..... | 17 |
| 表 5: 陕西煤业可比公司盈利预测估值表 | 18 |
| 表 6: 陕西煤业 DDM 模型估值预测..... | 19 |

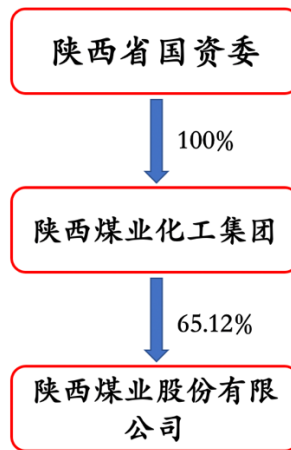
1. 控股集团及公司简介

1.1. 公司基本介绍

陕西煤业股份有限公司是由陕煤化集团于 2008 年将煤炭主业重组改制而成立的公司，并且于 2014 年上市。陕西煤业目前由陕煤化集团控股，占比为 65.12%。陕西煤业主要从事煤炭开采、洗选、运输及销售等服务。其中煤炭资源主要来源于三个矿区，分别是渭北矿区、彬黄矿区、陕北矿区。目前总共核定产能约为 1.39 亿吨，其中五个千万级煤矿都位于陕北矿区。

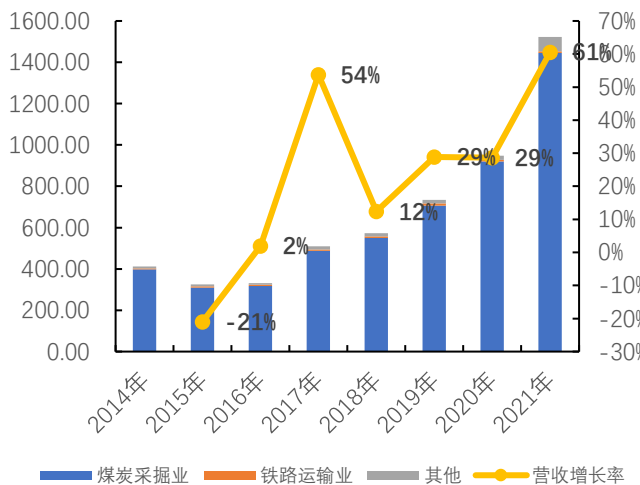
公司业务有**煤炭采掘**、**铁路运输**等，其中煤炭采掘是公司最核心的业务。自 2013 年到 2021 年，煤炭板块的营收占公司营收比例在 94%-97%之间波动，毛利占比在 97%-98%之间波动。铁路运输板块占比较低，主要功能是为煤炭板块内销外运提供支持。

图 1：2021 年陕西煤业股权架构图



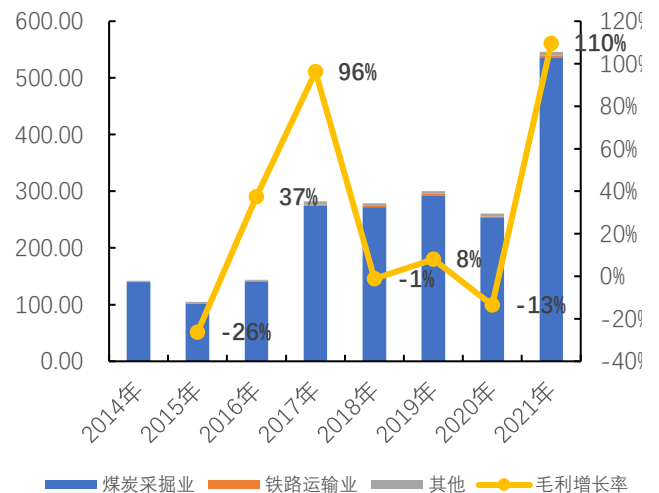
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：陕西煤业营收结构 主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：%



资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

图 3：陕西煤业毛利结构 主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：%



资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

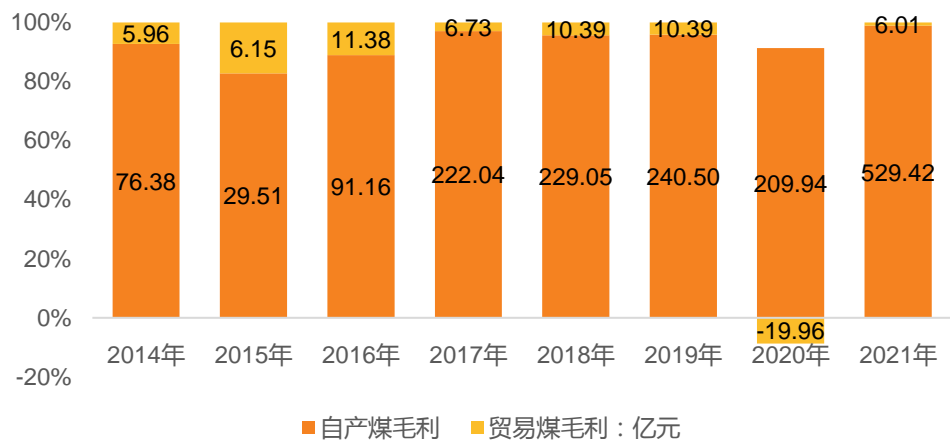
1.2. 陕西煤业投资亮点

1) **资产注入带来成长性**：考虑到公司 2022 年 7 月 12 日披露的公告，我们预计陕西煤业煤炭产能有望至少仍有 1200 万吨/年的增量空间。

2) **煤炭单吨成本及毛利兼具竞争力**：公司的单吨成本较为稳定，且成本在煤炭行业龙头中处于较低的位置，仅略高于中国神华。单吨毛利凸显其高弹性，在 2021 年煤炭行业供需矛盾爆发的时候，单吨毛利在 2021 年迎来 194 元/吨的反弹，幅度高于中国神华。

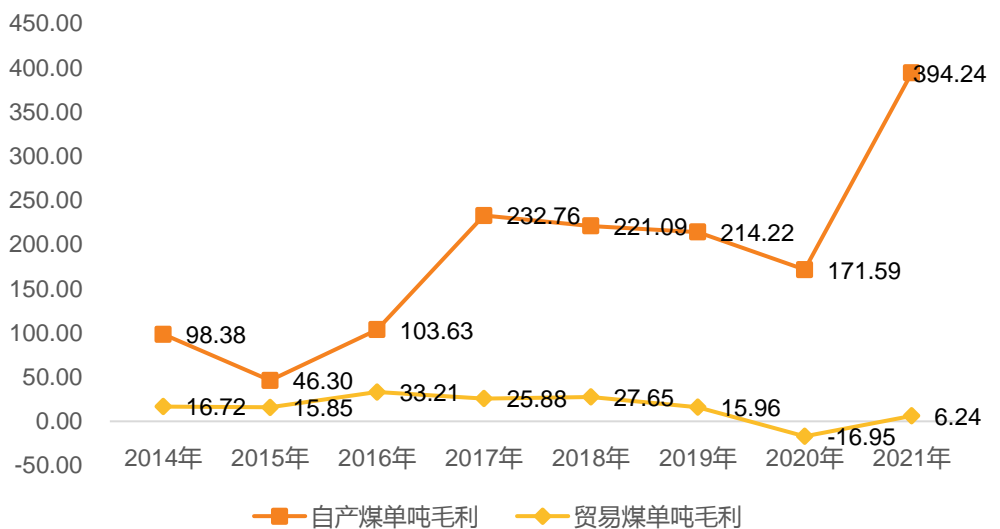
3) **贸易煤占比下降，增效降本**：2021 年公司贸易煤销量下降了 18%，自产煤销量提升了 8%，公司整体更聚焦于单吨毛利更高的自产煤业务，最终增效降本。自产煤的单吨毛利相对贸易煤的优势逐年扩大，历年来贸易煤对公司整体的利润贡献较低。我们预计后续陕煤还将持续受益于贸易煤占比降低。

图 4：自产煤为利润主要来源 单位：%，亿元



资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

图 5：自产煤单吨毛利相对贸易煤有极强优势 单位：元/吨



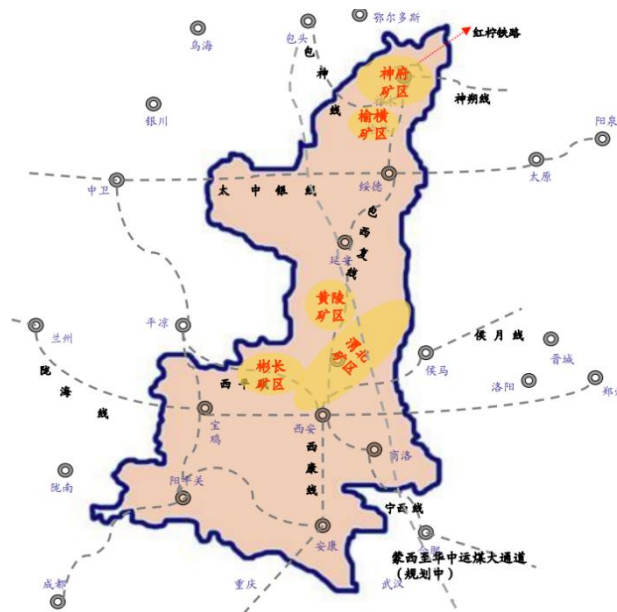
资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

2. 陕西煤业聚焦煤炭主业，龙头地位夯实

2.1. 资源优质，供给侧改革后产能结构逐步优化

煤炭资源集中在陕北、彬黄矿区：截至 2021 年，公司目前煤炭储量 149 亿吨，可采储量 86 亿吨，可采年限 70 年以上。公司煤炭资源均分布在渭北矿区、彬黄矿区、以及陕北矿区。其中，产能最高的煤矿均在陕北矿区，分别为红柳林煤矿、柠条塔煤矿、张家峁煤矿、小保当一号煤矿、小保当二号煤矿，均为千万级煤矿。所产煤区 90%以上的煤炭储量煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。

图 6：公司矿区分布图



资料来源：陕西煤业公告，天风证券研究所

表 1：截至 2021 年，陕西煤业各矿区储量 单位：亿吨

| 主要矿区 | 主要煤种 | 资源量 | 可采储量 | 证实储量 |
|------|------|--------|-------|--------|
| 渭北矿区 | 贫瘦煤 | 3.96 | 2.35 | 3.96 |
| 彬黄地区 | 长焰煤 | 40.25 | 23.08 | 40.25 |
| 陕北矿区 | 长焰煤 | 104.03 | 60.53 | 104.03 |

资料来源：陕西煤业公告，天风证券研究所

表 2：陕煤各矿区煤炭品种及产能

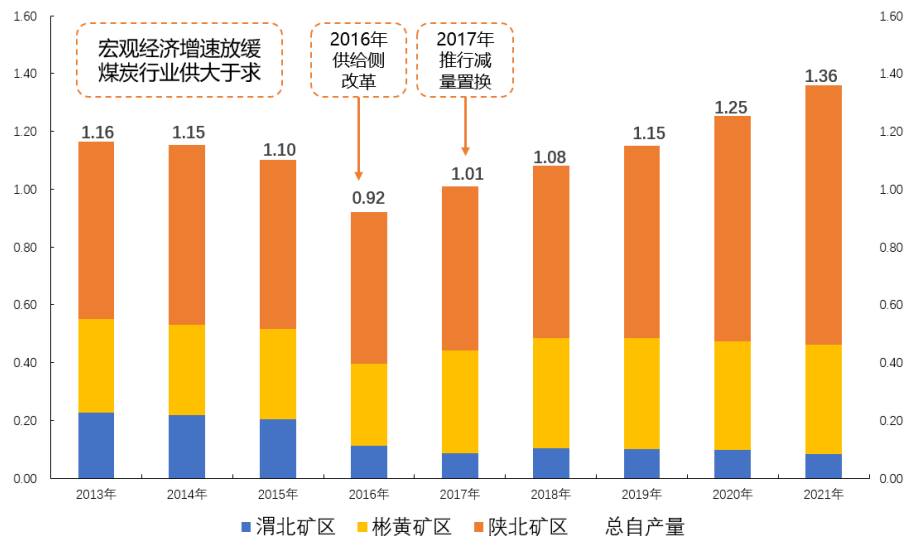
| 矿区 | 煤矿 | 煤种 | 发热量 (大卡) | 核定产能 (万吨/年) | 权益产能 (万吨/年) |
|------|----------|-----|----------|-------------|-------------|
| 渭北矿区 | 玉华煤矿 | 长焰煤 | 4964 | 240 | 240 |
| | 陈家山煤矿 | 不粘煤 | 4755 | 180 | 180 |
| | 下石节煤矿 | 长焰煤 | 4981 | 180 | 180 |
| | 玉华煤矿柴家沟井 | 长焰煤 | 4754 | 100 | 100 |
| 彬黄地区 | 黄陵一号 | 气煤 | 5672 | 600 | 600 |
| | 黄陵二号 | 弱粘煤 | 5835 | 800 | 432 |
| | 建庄煤矿 | 弱粘煤 | 4949 | 500 | 200 |
| | 建新煤矿 | 弱粘煤 | 5315 | 400 | 204 |
| | 大佛寺煤矿 | 不粘煤 | 5435 | 600 | 540 |
| | 文家坡煤矿 | 不粘煤 | 5608 | 400 | 204 |
| | 胡家河煤矿 | 不粘煤 | 5693 | 500 | 400 |
| 陕北矿区 | 红柳林煤矿 | 长焰煤 | 5539 | 1500 | 765 |
| | 柠条塔煤矿 | 弱粘煤 | 5903 | 1800 | 918 |
| | 张家峁煤矿 | 长焰煤 | 5754 | 1000 | 800 |
| | 孙家岔龙华煤矿 | 长焰煤 | 5358 | 1000 | 300 |
| | 韩家湾煤矿 | 弱粘煤 | 5134 | 400 | 400 |
| | 袁大滩煤矿 | 长焰煤 | 5125 | 500 | 170 |
| | 小保当一号矿井 | 长焰煤 | - | 1500 | 900 |
| | 小保当二号矿井 | 长焰煤 | - | 1300 | 780 |
| | 总产能 | - | - | - | 13900 |

资料来源：自然资源部，企查查，陕西煤业股份有限公司公司债券 2020 年跟踪评级报告，天风证券研究所

经历供给侧改革和产能置换政策：2013-2015 年宏观经济压力较大，煤炭供需失衡问题凸显，煤炭市场竞争激烈，公司的产销量在当时也受到了负面影响。2016 年 2 月，国务院出台《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。随着供给侧改革的全面推行，煤炭行业去产能节奏逐步加快，国务院设立了工作目标，用 3-5 年时间退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能。2017 年，国家发改委下发了《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》，公司顺应供给侧改革以及积极响应减量置换政策，加快新建产能的核准，在 2017 年之后产量逐步恢复至供给侧改革之前的水平。

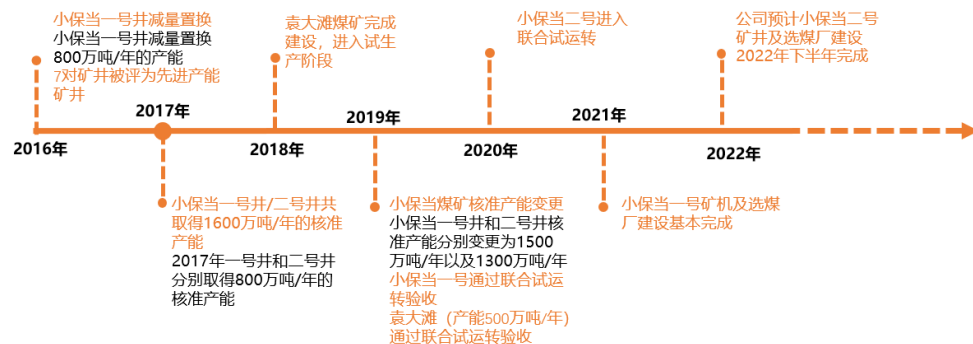
在减量置换过程中产量结构逐渐向陕北矿区集中：2016-2017 年供给侧改革和减量置换政策之后，公司自产煤量稳定上升。截至 2021 年，公司煤炭自产量已经达到 1.36 亿吨，同期陕北矿区在公司总煤炭产量占比不断提高，从 2016 年的约 56% 上升到 2021 年的约 66%。在这期间，陕西煤业通过减量置换以及新建煤矿的形式扩充产能，一共增加了约 3300 万吨的产能。其中小保当煤矿在 2019 年实现核准变更，取得一共 2800 万吨的产能，袁大滩煤矿在同年验收，一共 500 万吨产能。

图 7：公司煤炭产量结构优化，向陕北矿区集中 单位：亿吨



资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

图 8：供给侧改革后，陕煤通过减量置换增加产能



资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

2.2. 通过运输体系演变，实现销量提升和结构优化

2.2.1. 铁路运输体系简介

通过“七纵五横”实现西煤东运，北煤南运：根据煤炭工业十三五规划，全国煤炭运输网络为“九纵六横”，其中铁路运输网络为“七纵五横”。“七纵五横”中的“七纵”分别是晋陕蒙外运通道的焦柳线、京九线、京广线、蒙华线、包西线，贵州外运通道的南昆线，以及新疆煤外运通道的兰新线和兰渝线。“五横”包括晋陕蒙外运通道的北通路（大秦线，神朔黄线、蒙冀线、丰沙大线、集通线、和京原线）、中通路（石太线、邯长线、山西中南部、和邢线）、南通路（侯月线、陇海线、宁西线）以及锡乌线和巴新横向通路，和贵州外运通道的沪昆通路。

2018年起通过“六线六区域”货运战略增加优质产能外运：“六线六区域”中“六线”包括大秦线、唐呼线、侯月线、瓦日线、宁西线和兰渝线。“六区域”包括煤炭四个主产地中的山西、陕西、蒙西和新疆，以及沿海和沿江地区。“六线六区域”的运量增量行动，意将运力提升2亿吨，从而也为晋陕蒙等煤炭主产省份提高了外运量，公司的煤炭运输或许将得益于此。

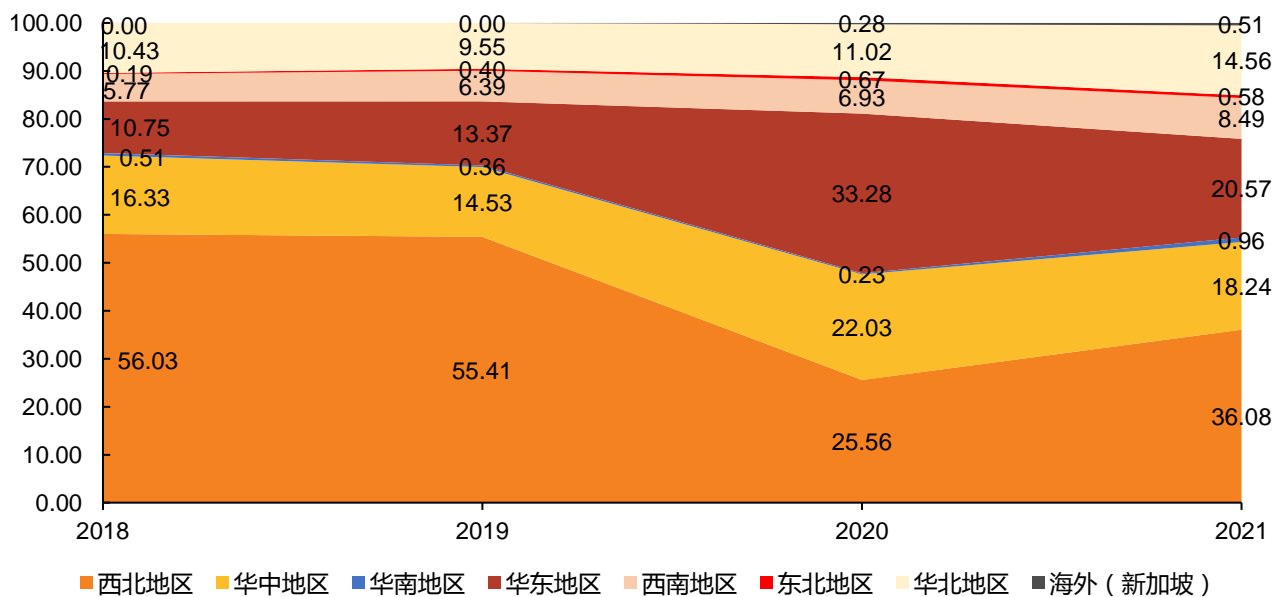
2.2.2. 运输结构演变，借机优化销售结构，拓展华东华中市场

“六线六区域”为公司拓展销售区域提供便利：沿浩吉铁路做大“两湖一江”市场，形成长江经济带核心区域市场主导优势；最终实现沿长江向上辐射宜宾，向下与海进江无缝对接，公司的产品将全面覆盖长江经济带、东部沿海等中国经济最发达的区域。

浩吉铁路为重要铁路线：浩吉铁路总长度1813.5km，规划运力2亿吨/年。浩吉铁路经过煤炭主产区的三西地区，以及华中地区的两湖一江市场。随着2019年9月靖神铁路和浩吉铁路的开通，协助公司沿着华中地区一直向下将能更快触达两湖一江（湖北、湖南、江西）等华中地区的市场，而且相比蒙西煤炭有运距优势。

运输结构演变带动公司销售提升以及结构多元化：2020年公司整体营业收入增加约29%，其中在华东地区和华中地区的销售收入占比分别提升了大约20和8个百分点，两地区营业收入分别在同期增长了222%和96%。

图9：陕西煤业销售结构随运输体系演变而变化 单位：%



资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

图 10：浩吉铁路地理位置示意图

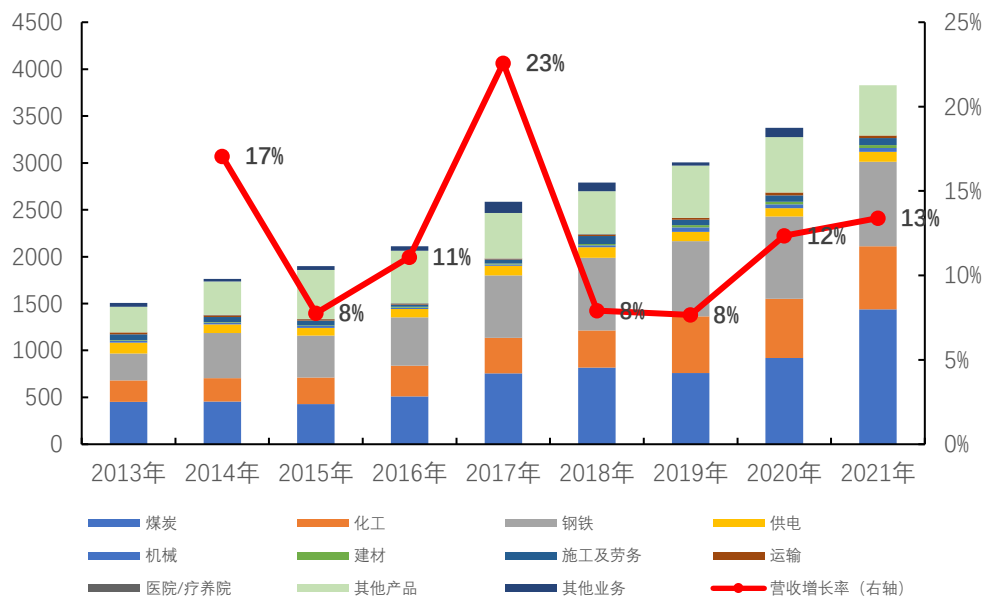


资料来源：中国报道，人民网，天风证券研究所

2.3. 集团资产注入或将为公司提供成长性

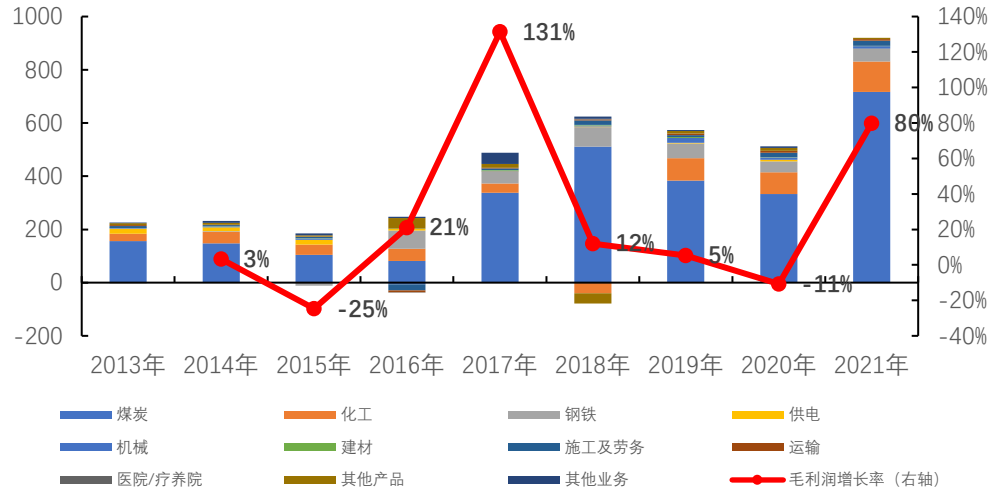
陕煤化集团基本介绍：陕煤化集团从 2004 年成立以来稳健发展，上下游业务协同发展，营业收入逐年稳健增长。自 2013 年到 2021 年，营业收入有大约 154% 的增长，期间营业收入年化增长率 12%；毛利润有大约 312% 的增长，期间毛利年化增长率约 19%。营业收入中三大贡献最大的板块分别是煤炭，化工以及钢铁，其中煤炭板块是盈利性最高的板块，毛利占比约 78%。

图 11：陕煤化集团营收增长稳健（主坐标轴 单位：亿元，次坐标轴 单位：%）



资料来源：Wind，陕煤化集团债券募集说明书，天风证券研究所

图 12：陕煤化集团毛利主要来自煤炭（主坐标轴 单位：亿元，次坐标轴 单位：%）



资料来源：Wind，陕煤化集团债券募集说明书，天风证券研究所

资产注入预计有望至少带来 1200 万吨的增量空间：根据公司 2022 年 7 月 12 日披露的公告，陕煤化集团有意愿注入彬长矿业以及神南矿业。其中，彬长矿业包括小庄和孟村煤矿，产能分别为 600 万吨/年。目前，神南矿业有小壕兔一号和三号矿井的探矿证，但还未到开采阶段。待该交易完成后，若仅考虑彬长矿业旗下的小庄和孟村煤矿，陕西煤业的煤炭产能有望至少增加 1200 万吨/年。

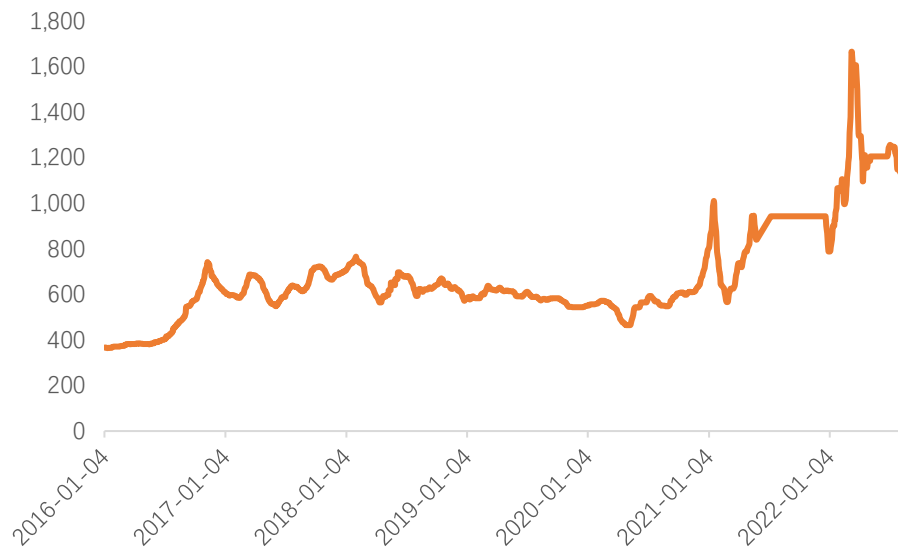
3. 公司实现价格符合行业趋势，成本及利润均具备竞争力

3.1. 行业观点：弱供给与硬需求需求的矛盾短期内不可调和

根据我们 2022 年 6 月 28 日发布的煤炭行业中期策略，我们认为中长期来看供应端的总量扩张存在瓶颈，主要是因为 1) “十三五”期间煤炭行业去产能，淘汰了落后产能 9.6 亿吨，其中主要以民营煤矿为主。2) “碳达峰、碳中和”政策以控制化石能源消费增速为目的，在中国几乎可以等同于是控制煤炭消费增速，对于商品型企业来说，消费发展的瓶颈将大幅抑制新增投资的进入，尤其是民间资本。3) 在严格的限价政策环境下，我们判断后续以逐利为目的的民营资本投资意愿大幅下滑。

我们认为弱供给与硬需求的矛盾短期内或不可调和，煤炭供需的持续紧平衡或许将带来煤炭价格的持续上涨与企业利润率的持续高位。另外，燃煤电价的改革也打开了一定的政策空间，或有望缓和后期煤电之间的博弈。综合来看，我们认为煤炭供需关系在后续几年可能将维持较紧张的状态，或有利于煤炭企业提升盈利水平。

图 13：煤炭历史趋势价格 单位：元/吨

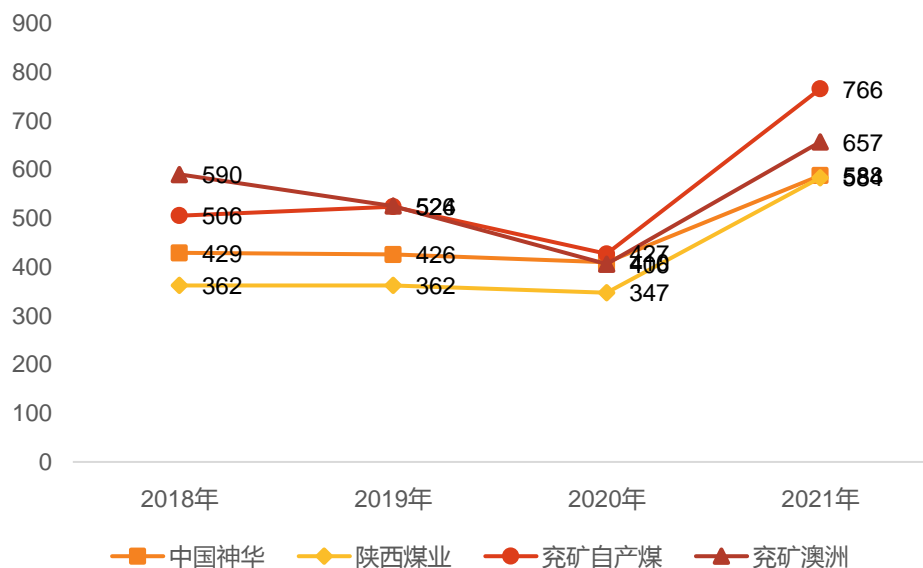


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 实现价格符合行业趋势，成本及单吨毛利具有相对优势

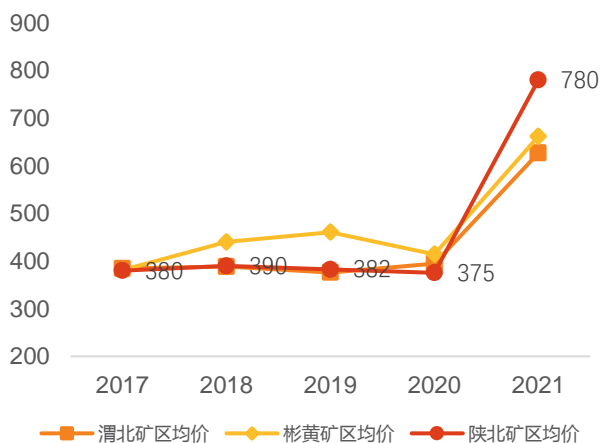
公司实现价格波动与行业趋势较为拟合，充分享受上行周期红利：2021 年下半年煤炭行业供需矛盾爆发，坑口价及港口价纷纷突破新高，陕西部分坑口价在 2021 年 10 月份上涨至接近 2000 元/吨，一度引发了拉闸限电。从均价上看，2021 年环渤海港均价上涨了 285 元/吨，同期渭北矿区、彬黄矿区、陕北矿区的坑口价分别上涨了 232、248、405 元/吨，带动陕煤的煤炭平均实现价格在 2021 年上涨了 236 元/吨，与行业平均较为拟合。

图 14：陕西煤业实现价格充分享受上行周期红利 单位：元/吨



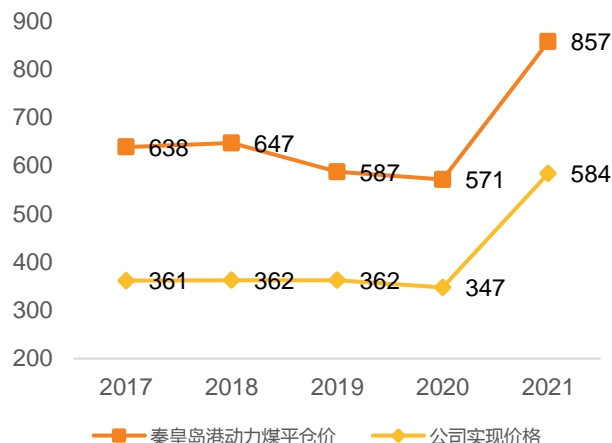
资料来源：中国神华年报，陕西煤业年报，兖矿能源年报，天风证券研究所

图 15：渭北、彬黄、陕北矿区价格兼具抗跌性和弹性 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：公司煤炭实现价格具有较强抗跌性 单位：元/吨

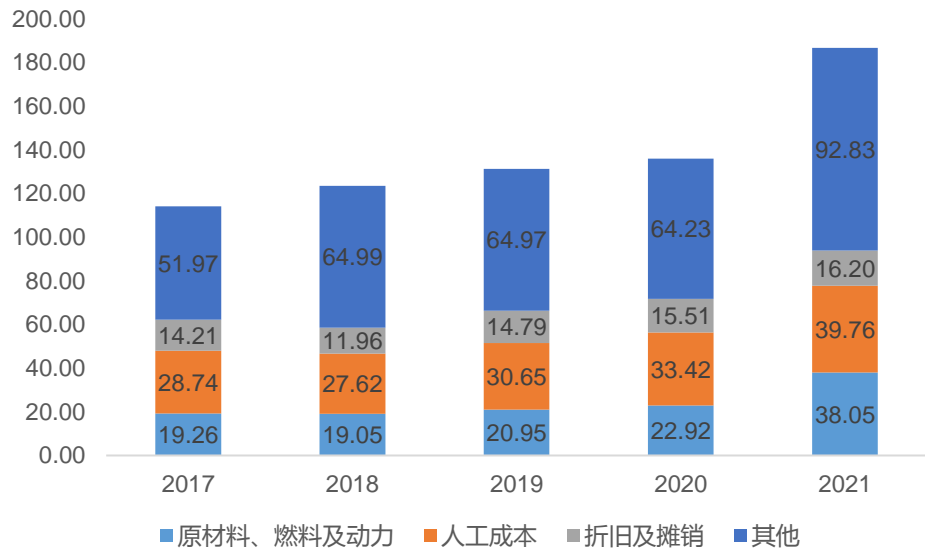


资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 吨煤成本具备竞争力, 吨煤毛利在上行周期具有相对较高弹性

吨煤生产成本与行业其他龙头公司成本波动较为拟合: 陕煤的吨煤生产成本较为稳定, 较大的变量是在 2020 年更改了会计准则, 将原来计入销售费用的运输费调整到营业成本, 在 2020 年抬高了大约 17% 的吨煤成本。2017-2021 年, 剔除因会计准则改变而增加的运输费, 吨煤成本大约每年增加约 8%, 较为稳定。

图 17: 吨煤成本 单位: 元/吨



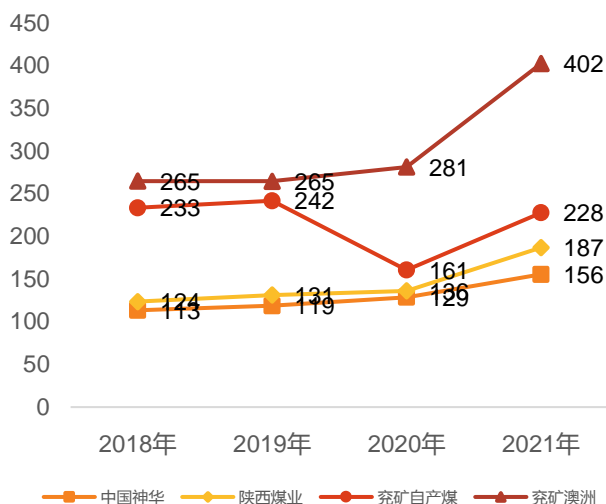
资料来源: 陕西煤业年报, 天风证券研究所

注: 公司在 2020 年更改了会计准则, 在 2020 年后将运输费用计入煤炭生产成本, 图中为了保持口径一致进行比较, 已经将运输费用剔除。

吨煤生产成本较具竞争力: 在煤炭行业龙头中, 2018-2020 年煤炭单吨成本都较为稳定。成本在 2021 年迎来较大涨幅, 主要原因是当年燃料成本、运输费用以及人工成本的提升造成的。陕西煤业的单吨成本在龙头中较有优势, 较兖矿能源海外煤炭生产成本低 215 元/吨, 相较兖矿国内自产煤低 41 元/吨。

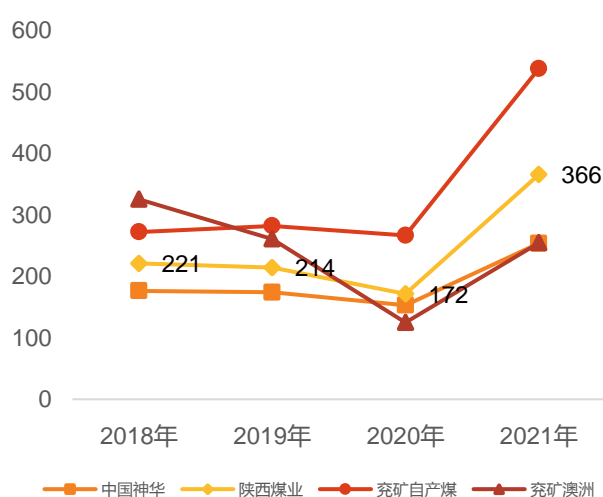
单吨毛利充分享受上行周期红利: 陕煤的单吨毛利在 2021 年迎来 194 元/吨的反弹, 增幅约为 113%。当年的单吨毛利仅次于兖矿能源, 领先中国神华约 112 元/吨, 综合来看陕煤的竞争力仍较高。陕西煤业的煤炭质量较高, 应用范围较广或为充分享受上行周期红利的关键因素。

图 18：陕煤煤炭单吨生产成本较具竞争力 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，陕西煤业年报，兖矿能源年报，天风证券研究所

图 19：陕煤煤炭单吨毛利较有竞争力 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，陕西煤业年报，兖矿能源年报，天风证券研究所

5. 多渠道投资实现收益增厚

公司从 2017 年开始对产业链上下游以及新能源方向布局投资方向，确定了能源产业链中**新能源、新材料、新经济**产业为主要投资方向。我们认为通过投资或能帮助公司实现投资收益以及为日后业务转型做足准备，实现一举两得的效果。公司通过以下三种方式，与多家金融机构合作展开投资布局。

- 1) 公司于 2017 年 7 月份起和西部信托合作成立签署《西部信托·陕煤-朱雀产业投资单一资金信托项目资金信托合同(事务管理类)》，投资额度不超过 30 亿元；同年 12 月，公司将投资额度增加到 70 亿元，投资标的包括隆基绿能、三花智控等。该基金于 2020 年清算，项目投资收益率达到 186%。
- 2) 公司通过直接投资的方式持有隆基绿能、彤程新材。截至 2022 年 5 月 20 日，公司对隆基绿能的持股比例从 3.79% 下降至 2.7%。此外，公司在 2022 年 5 月份变更会计方式，为公司带来公允价值变动损益 87.02 亿元，并且增加归属于母公司净利润 65.26 亿元的一次性收益。
- 3) 设立总规模为 10 亿的股权投资基金：2021 年 11 月，公司计划与上海开源思创投资有限公司发起陕西开源雏鹰股权投资基金合伙企业，以北交所优质新三板企业为主要投资目标，覆盖领域有新能源、新材料、智能制造、高端装备、工业物联网等。总规模为 10 亿元，公司拟参与资金不超过 6 亿元。

图 20：陕西煤业投资历程



资料来源：陕西煤业公告，东方财富网，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 煤炭高景气度下，煤炭业务收入有望攀升

我们预计在俄乌冲突，极端天气的背景下，煤炭行业高景气有望持续，公司有望受益于此。后续随着国内疫情逐渐缓和，防疫政策慢慢放松的情况下，经济恢复可能将会带动煤炭的需求。另外，公司所拥有矿区的煤炭热值在 4500-6000 大卡之间不等，属于相对高质量的煤炭，应用范围相对更广，销售价格也会更高。

表 3：陕西煤业煤炭业务板块经营分拆模型

| | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 E | 2023 年 E | 2024 年 E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 自产煤收入：亿元 | 381.84 | 410.70 | 430.34 | 783.68 | 1142.36 | 1299.92 | 1483.65 |
| 自产销量：亿吨 | 1.05 | 1.13 | 1.24 | 1.34 | 1.45 | 1.50 | 1.60 |
| 自产销售价：元/吨 | 362.45 | 362.30 | 347.41 | 583.58 | 787.83 | 866.62 | 927.28 |
| 自产煤成本：亿元 | 152.79 | 170.21 | 220.41 | 295.64 | 347.23 | 384.35 | 430.47 |
| 单吨成本：元/吨 | 141.36 | 148.08 | 175.82 | 217.70 | 239.47 | 256.23 | 269.05 |
| 自产煤毛利：亿元 | 229.05 | 240.50 | 209.94 | 488.05 | 795.12 | 915.57 | 1053.17 |
| 单吨毛利：元/吨 | 221.09 | 214.22 | 171.59 | 365.88 | 548.36 | 610.38 | 658.23 |
| 自产煤毛利率：% | 59.99 | 58.56 | 48.78 | 62.28 | 69.60 | 70.43 | 70.99 |
| 贸易煤收入：亿元 | 151.21 | 273.75 | 447.76 | 603.40 | 592.24 | 651.47 | 697.07 |
| 贸易煤销量：亿吨 | 0.38 | 0.65 | 1.18 | 0.96 | 0.70 | 0.70 | 0.70 |
| 贸易煤价格：元 | 402.46 | 420.32 | 380.32 | 626.71 | 846.06 | 930.66 | 995.81 |
| 贸易煤成本：亿元 | 140.82 | 263.36 | 467.72 | 614.21 | 625.19 | 750.22 | 825.25 |
| 贸易煤购量：亿吨 | 0.38 | 0.65 | 1.18 | 0.96 | 0.70 | 0.70 | 0.70 |
| 贸易煤成本：元 | 374.81 | 404.36 | 397.27 | 637.95 | 893.12 | 1071.75 | 1178.92 |
| 贸易煤毛利：亿元 | 10.39 | 10.39 | -19.96 | -10.82 | -32.95 | -98.76 | -128.18 |
| 贸易煤毛利：元 | 27.65 | 15.96 | -16.95 | -11.24 | -47.07 | -141.08 | -183.11 |
| 贸易煤毛利率：% | 6.87 | 3.80 | -4.46 | -1.79 | -5.56 | -15.16 | -18.39 |
| 营业收入：亿元 | 549.72 | 706.15 | 920.38 | 1445.28 | 1769.31 | 2079.31 | 2334.09 |
| 营业成本：亿元 | 277.90 | 414.65 | 667.78 | 909.85 | 958.68 | 1121.32 | 1243.88 |
| 毛利：亿元 | 271.82 | 291.50 | 252.60 | 535.43 | 810.63 | 957.99 | 1090.21 |
| 毛利率：% | 49.45 | 41.28 | 27.44 | 37.05 | 45.82 | 46.07 | 46.71 |

资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

6.2. 盈利预测

公司的业务收入中，煤炭是绝对主导的业务，在营收占比约 95%，毛利占比 95%以上。我们预计随着公司煤炭业务的扩大和煤炭价格的不断走高，公司将在煤炭业务获得更大收入，并且带动公司整体业绩。基于陕西煤业的企业特点与业务分支数据，对公司各板块进行详细拆解，并予以以下核心假设：

煤炭销量维持稳定：在发改委要求煤企签订的中长期合同数量要超过自有资源量的 80%以上的背景下，我们认为煤炭销量可能会趋于稳定。2022-2024 年煤炭销量分别为 2.15 亿吨、2.20 亿吨、以及 2.30 亿吨。

煤炭售价不断上涨：在煤炭行业资本开支下行周期，海外能源危机持续以及海内外每台价格持续倒挂的情况下，我们预计煤炭供给会持续紧张。2022-2024 年自产煤售价分别为 787.83 元/吨、866.62 元/吨、927.28 元/吨，2022-2024 年贸易煤售价分别为 846.1 元/吨、930.7 元/吨、995.8 元/吨。

公司持续降本增效：自产煤是公司的主要盈利来源，贸易煤利润率低，根据公司近几年的趋势，我们预计贸易煤会逐渐下降并维持平稳。2022-2024 年公司煤炭产量分别为 1.45 亿吨、1.50 亿吨、1.60 亿吨，2022-2024 年贸易煤采购量会维持在 0.70 亿吨。

在以上核心假设之下，我们预计煤炭业务收入 2022-2024 年同比增长 22.42%、12.51%、11.74%，从而带动公司整体收入规模 2022-2024 年同比增长 18.8%、12.5%、11.6%。

表 4：陕西煤业全板块经营预测模型

| | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 综合营业收入：亿元 | 572.2 | 737.3 | 948.6 | 1522.66 | 1809.14 | 2034.76 | 2271.71 |
| 煤炭采掘业 | 549.7 | 706.2 | 920.4 | 1445.28 | 1769.31 | 1990.61 | 2224.32 |
| 铁路运输业 | 8.3 | 11.3 | 7.2 | 8.34 | 8.79 | 8.91 | 8.31 |
| 其他 | 14.2 | 16.6 | 21.0 | 69.05 | 30.22 | 34.21 | 38.63 |
| 综合营业成本：亿元 | 293.6 | 436.2 | 688.1 | 976.88 | 989.84 | 1156.36 | 1282.28 |
| 煤炭采掘业 | 277.9 | 414.6 | 667.8 | 909.85 | 958.68 | 1121.32 | 1243.89 |
| 铁路运输业 | 5.0 | 6.4 | 4.2 | 4.61 | 5.06 | 5.07 | 4.74 |
| 其他 | 10.7 | 12.5 | 16.1 | 62.42 | 25.44 | 29.12 | 33.27 |
| 毛利：亿元 | 278.6 | 301.1 | 260.5 | 545.8 | 819.3 | 878.4 | 989.4 |
| 毛利率：% | 48.7 | 40.8 | 27.5 | 35.8 | 45.3 | 43.2 | 43.6 |
| 归母净利润：亿元 | 109.9 | 116.4 | 148.4 | 211.4 | 355.26 | 366.67 | 396.01 |
| EPS：元/股 | 1.1 | 1.2 | 1.5 | 2.2 | 3.66 | 3.78 | 4.08 |

资料来源：陕西煤业年报，天风证券研究所

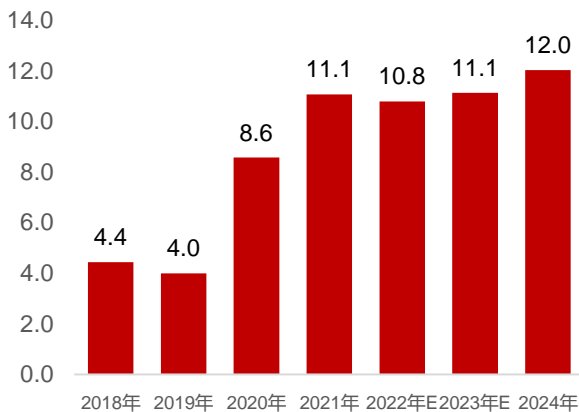
基于经营模型分析，并且结合因会计方式变更带来的一次性收益，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 355.26 亿元、366.67 亿元、396.01 亿元，EPS 分别为 3.66、3.78、4.08 元，同比增长 68.05%、3.21%、8.00%。

6.3. 高景气度带来高利润，分红有望维持高位

高质量煤炭或带来收益增量：目前公司煤炭业务中，渭北矿区、彬黄矿区及皇陵矿区是公司最主要的煤炭资源，其中发热量范围在 4500-6000 大卡之间，质量较高，应用场景较广，有较高可能性受益于煤炭价格中枢上移。我们预计 2022-2024 年 ROE 分别为 36.7%/32.8%/30.9%。

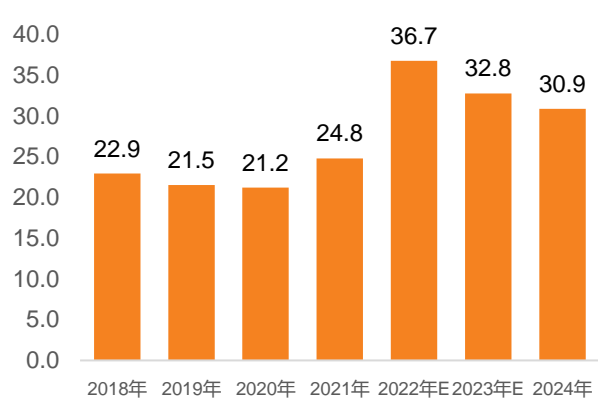
未来三年分红或维持高位：公司股利支付率逐年提升，到 2021 年公司的股利支付率已经达到了 61.9%，后续若公司受益于煤炭价格中枢上移，股利支付率或能维持高位。我们预测 2022-2024 年分红为 213.2 亿元/222.0 亿元/237.6 亿元，每股股利为 3.66 元/3.78 元/4.08 元，分红收益率为 10.8%/11.1%/12.0%。

图 21：分红收益率有望维持高位 单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：ROE 有望维持高位 单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

6.4. 估值和投资建议

估值方法 1：相对估值（PE）对应 29.28 元

可比公司中国神华、兖矿能源、中煤能源等 3 家公司 2022 年平均预测 PE 为 7.40 倍。我们认为陕西煤业具有较大潜力，煤炭资源丰富且质量较高，应用场景数量角度，且 2022 年煤炭板块增效降本，公司经营稳定增长，因此我们认为合理 PE 水平为 8 倍，对应 EPS 3.66 元，合理估值为 29.28 元。

表 5：陕西煤业可比公司盈利预测估值表

| | 收盘价（元） | PB | EPS（元/股） | | | PE | | |
|------|--------|------|----------|------|-------|-------|------|-------|
| | | | 2020 | 2021 | 2022E | 2020 | 2021 | 2022E |
| 中国神华 | 28.45 | 1.63 | 1.97 | 2.53 | 3.26 | 9.15 | 8.90 | 9.11 |
| 中煤能源 | 9.07 | 1.02 | 0.45 | 1.00 | 1.60 | 9.99 | 6.28 | 6.12 |
| 兖矿能源 | 40.97 | 3.50 | 1.47 | 3.34 | 5.52 | 6.87 | 7.05 | 6.96 |
| 平均值 | * | 1.91 | 1.30 | 2.29 | 3.46 | 8.67 | 7.41 | 7.40 |
| 陕西煤业 | 20.03 | 2.49 | 1.54 | 2.18 | 3.66 | 13.28 | 9.35 | 5.56 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除陕西煤业外，其他公司盈利预测来自 Wind 一致性预测（截至 2022 年 8 月 11 日）

估值方法 2：绝对估值（DDM）对应 28.71 元

陕西煤业股利支付率稳定增长：公司自从 2018 年股利支付率节节攀升，从约 30%到现在的超过 60%的股利支付率。根据煤炭的高景气度以及公司增效降本的措施，我们预计公司可以维持该股利支付率。因此采用 DDM 股利贴现模型，预测公司股票合理估值在 28.71 元/股。

表 6：陕西煤业 DDM 模型估值预测

| DDM 估值 | | | 主要假设 | |
|-----------------|--------------|-------|------------|--------|
| 显性预测：百万元 | 16,795.2 | 6.0% | 无风险利率 | 3.50% |
| 永续价值：百万元 | 98,046.4 | 35.2% | 风险溢价 | 7.00% |
| 权益价值：百万元 | 278,372.5 | 41.3% | β 系数 | 1.07 |
| 总股本：百万股 | 9,695.0 | | Rm | 10.50% |
| 每股权益价值：元 | 28.71 | | Ke | 10.99% |
| 当前收盘价：元 | 20.03 | | 永续增长率 | 0.00% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：当前收盘价截止时间为 2022 年 8 月 11 日

综合考虑 PE 及 DDM 估值方法，给予公司目标价 29 元/股，给予“买入”评级。

7. 风险提示

经济增长不及预期：煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、国内疫情困扰下，存在经济发展不及预期的风险。

保供稳价执行力度超预期：近期有关于进一步保障电煤长协兑现率的政策，并且国家市场监督管理总局介入动力煤价格监管。

煤矿在建产能投放超预期：煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。

煤炭下游去库存不及预期：若经济和复工复产不及预期，下游电厂日耗以及钢厂开工率不及预期，可能有旺季无法去库存的风险。

《资产转让意向协议》存在不确定性

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 23,930.66 | 53,973.63 | 104,145.30 | 135,857.08 | 151,081.79 | 营业收入 | 94,860.27 | 152,266.42 | 180,913.65 | 203,476.27 | 227,171.46 |
| 应收票据及应收账款 | 7,385.92 | 7,785.72 | 15,300.50 | 7,819.27 | 19,581.35 | 营业成本 | 68,812.37 | 97,688.21 | 98,984.70 | 115,635.90 | 128,228.07 |
| 预付账款 | 3,571.48 | 4,715.68 | 3,593.67 | 6,164.77 | 4,627.88 | 营业税金及附加 | 3,996.04 | 8,712.94 | 10,854.82 | 12,208.58 | 13,630.29 |
| 存货 | 5,247.78 | 3,615.95 | 5,594.16 | 5,031.67 | 6,825.33 | 销售费用 | 829.36 | 1,042.16 | 1,409.98 | 1,489.24 | 1,716.58 |
| 其他 | 14,768.51 | 13,640.44 | 11,541.49 | 13,483.67 | 13,554.65 | 管理费用 | 5,710.97 | 7,004.75 | 9,607.18 | 10,082.95 | 11,660.38 |
| 流动资产合计 | 54,904.35 | 83,731.43 | 140,175.12 | 168,356.46 | 195,671.02 | 研发费用 | 95.98 | 136.21 | 172.45 | 193.95 | 212.10 |
| 长期股权投资 | 9,341.89 | 12,454.61 | 21,254.61 | 30,054.61 | 38,854.61 | 财务费用 | 43.98 | (86.78) | 556.24 | 1,182.65 | 846.15 |
| 固定资产 | 46,735.19 | 59,184.47 | 55,606.77 | 51,915.09 | 48,068.61 | 资产/信用减值损失 | (557.23) | (852.40) | (466.31) | (625.31) | (648.01) |
| 在建工程 | 13,388.75 | 5,646.69 | 6,052.68 | 6,336.88 | 6,535.82 | 公允价值变动收益 | 2,729.57 | 1,368.54 | (2,950.27) | 2,213.34 | (492.14) |
| 无形资产 | 21,373.64 | 20,565.09 | 22,209.03 | 23,702.98 | 25,046.93 | 投资净收益 | 6,377.34 | 3,030.04 | 6,526.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 3,056.61 | 3,591.93 | (4,327.59) | (12,138.18) | (20,023.57) | 其他 | (17,208.29) | (7,171.02) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 93,896.08 | 101,442.78 | 100,795.51 | 99,871.38 | 98,482.39 | 营业利润 | 24,030.17 | 41,393.76 | 62,437.71 | 64,271.02 | 69,737.75 |
| 资产总计 | 148,912.35 | 185,407.33 | 240,970.63 | 268,227.83 | 294,153.41 | 营业外收入 | 46.12 | 83.75 | 59.40 | 63.09 | 68.74 |
| 短期借款 | 165.51 | 50.00 | 4,000.00 | 4,000.00 | 4,000.00 | 营业外支出 | 67.91 | 788.67 | 396.26 | 417.62 | 534.18 |
| 应付票据及应付账款 | 15,704.19 | 19,509.08 | 19,971.18 | 23,931.03 | 25,982.46 | 利润总额 | 24,008.37 | 40,688.84 | 62,100.84 | 63,916.50 | 69,272.31 |
| 其他 | 15,223.37 | 17,720.31 | 29,218.45 | 31,218.56 | 31,072.46 | 所得税 | 4,251.32 | 6,945.30 | 10,798.39 | 11,012.10 | 11,990.12 |
| 流动负债合计 | 31,093.08 | 37,279.39 | 53,189.63 | 59,149.59 | 61,054.92 | 净利润 | 19,757.05 | 33,743.55 | 51,302.45 | 52,904.40 | 57,282.19 |
| 长期借款 | 6,791.52 | 7,055.36 | 40,000.00 | 40,000.00 | 40,000.00 | 少数股东损益 | 4,874.41 | 12,603.86 | 15,776.62 | 16,237.90 | 17,681.40 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 665.60 | 221.87 | 295.82 | 归属于母公司净利润 | 14,882.64 | 21,139.69 | 35,525.83 | 36,666.50 | 39,600.79 |
| 其他 | 13,471.33 | 16,236.13 | 14,853.73 | 14,853.73 | 15,314.53 | 每股收益(元) | 1.54 | 2.18 | 3.66 | 3.78 | 4.08 |
| 非流动负债合计 | 20,262.85 | 23,291.49 | 55,519.33 | 55,075.60 | 55,610.35 | | | | | | |
| 负债合计 | 59,242.90 | 70,790.34 | 108,708.96 | 114,225.19 | 116,665.27 | 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 少数股东权益 | 19,436.88 | 29,231.81 | 35,542.45 | 42,037.62 | 49,110.18 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 10,000.00 | 9,695.00 | 9,695.00 | 9,695.00 | 9,695.00 | 营业收入 | 29.23% | 60.52% | 18.81% | 12.47% | 11.65% |
| 资本公积 | 7,413.60 | 5,542.41 | 5,542.41 | 5,542.41 | 5,542.41 | 营业利润 | 22.14% | 72.26% | 50.84% | 2.94% | 8.51% |
| 留存收益 | 52,154.53 | 65,468.38 | 79,678.71 | 94,345.31 | 110,185.63 | 归属于母公司净利润 | 27.82% | 42.04% | 68.05% | 3.21% | 8.00% |
| 其他 | 664.44 | 4,679.39 | 1,803.09 | 2,382.31 | 2,954.93 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 89,669.45 | 114,616.98 | 132,261.66 | 154,002.64 | 177,488.14 | 毛利率 | 27.46% | 35.84% | 45.29% | 43.17% | 43.55% |
| 负债和股东权益总计 | 148,912.35 | 185,407.33 | 240,970.63 | 268,227.83 | 294,153.41 | 净利率 | 15.69% | 13.88% | 19.64% | 18.02% | 17.43% |
| | | | | | | ROE | 21.19% | 24.76% | 36.73% | 32.75% | 30.85% |
| | | | | | | ROIC | 29.05% | 54.26% | 97.51% | 84.44% | 114.09% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 39.78% | 38.18% | 45.11% | 42.59% | 39.66% |
| | | | | | | 净负债率 | -12.48% | -40.23% | -42.25% | -57.31% | -58.71% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.41 | 1.77 | 2.64 | 2.85 | 3.20 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.28 | 1.69 | 2.53 | 2.76 | 3.09 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 12.86 | 20.07 | 15.67 | 17.60 | 16.58 |
| | | | | | | 存货周转率 | 28.91 | 34.36 | 39.29 | 38.30 | 38.32 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.69 | 0.91 | 0.85 | 0.80 | 0.81 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.54 | 2.18 | 3.66 | 3.78 | 4.08 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 2.18 | 5.27 | 4.17 | 8.04 | 6.03 |
| | | | | | | 每股净资产 | 7.24 | 8.81 | 9.98 | 11.55 | 13.24 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 13.28 | 9.35 | 5.56 | 5.39 | 4.99 |
| | | | | | | 市净率 | 2.81 | 2.31 | 2.04 | 1.76 | 1.54 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 2.75 | 1.68 | 2.25 | 1.79 | 1.56 |
| | | | | | | EV/EBIT | 3.46 | 2.00 | 2.58 | 2.05 | 1.79 |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |