

# 陕西煤业 (601225.SH)

## 坐拥陕西优质资源，增产保供行稳致远

增持

### 核心观点

**公司业务以煤为主，营收利润显著增长。**公司主要从事煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等业务。公司2022年公司原煤产量1.57亿吨，同比增长10.98%；2023年Q1自产煤产销销量同比上升11.27%、12.50%。量价齐升，股价受业绩支撑创新高。2022年受俄乌冲突、海外能源危机等影响，能源价格维持高位，公司股价于2022年9月6日创新高25.37元。

**公司高长协比例平抑周期波动，高分红回报股东。**公司承担保供任务，长协比例逐步提升，以量补价有望稳定业绩。预计2023年，长协煤占比达60.8%。按本报告盈利预测中敏感性分析章节的悲观假设，按60%的分红率，预计到2024年年中，至少累计获得分红3.48元/股，对应当前股价股息率为16.7%。

**区域产能优化，陕西周边“三面”缺煤。**在供给侧改革及“双碳”政策推动下，2022年国内亿吨以上省份（6省）产煤合计38.8亿吨，同比增长9.4%，生产重心向西部聚集，陕西西北、东南、西南地区煤炭紧缺。浩吉铁路在内的煤炭运输干线为陕煤外调提供了运输优势。

**公司坐拥优质资源，智慧矿区助力核增保供。**公司煤炭资源优质，“三低一高”特点，拥有煤炭储量183.67亿吨、可采储量106.06亿吨，公司核定产能1.43亿吨。97%以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质采煤区。公司锚定“智能矿井、智慧矿区”建设目标，积极构建煤矿“智能系统化、系统智能化”发展格局，助力矿区安全生产、核增保供。

**聚焦优质资产，拓宽发展方向。**公司积极布局新能源、新材料等赛道，先后投资隆基绿能、赣锋锂业等近三十家上市公司。2021年11月公司设立开源雏鹰股权投资基金合伙企业，聚焦北交所拟上市标的，布局“双碳经济”和“专精特新”相关产业，着力多级市场，打造了“财务投资+战略投资+产业投资”的长短周期结合且相互支撑的投资新模式，向综合能源服务商转型。

**盈利预测与估值：**预计23-25年收入分别为1795.8/1817.1/1839.0亿元，归属母公司净利润288.5/294.1/298.4亿元，每股收益23-25年分别为2.98/3.03/3.08元。我们认为公司合理估值区间在23.84-25.33-25.33元之间，相对于公司5月9日收盘价有14.1%-21.3%溢价空间。考虑公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能具备规模优势且仍有增长空间，同时公司业绩稳健，股息回报丰厚，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	152,266	166,848	179,583	181,714	183,900
(+/-%)	60.5%	9.6%	7.6%	1.2%	1.2%
净利润(百万元)	21140	35123	28847	29412	29842
(+/-%)	42.0%	66.1%	-17.9%	2.0%	1.5%
每股收益(元)	2.18	3.62	2.98	3.03	3.08
EBIT Margin	24.7%	33.0%	27.7%	27.7%	27.6%
净资产收益率(ROE)	24.8%	34.2%	25.3%	23.3%	21.6%
市盈率(PE)	9.0	5.4	6.6	6.5	6.4
EV/EBITDA	5.7	4.1	5.0	4.9	4.9
市净率(PB)	2.22	1.85	1.66	1.51	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

#### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	23.84 - 25.33元
收盘价	20.44元
总市值/流通市值	198166/198166百万元
52周最高价/最低价	25.37/15.74元
近3个月日均成交额	778.93百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 内容目录

<b>公司概况</b> .....	<b>5</b>
历史沿革及股权结构 .....	5
享受行业周期红利，量价齐升推动营收利润显著增长 .....	6
公司高长协比例平抑周期波动，高分红回报股东 .....	9
公司发展战略 .....	10
<b>区域产能优化，陕西周边“三面”缺煤</b> .....	<b>10</b>
供给侧改革加快煤炭生产向晋陕蒙新地区集中 .....	10
陕西周边“三面”缺煤，区域煤价有支撑 .....	11
浩吉铁路穿省而过，运输优势明显 .....	13
<b>坐拥优质资源，智慧矿区助力产能释放</b> .....	<b>14</b>
资源储备丰富 煤炭品质优异 .....	14
集团矿井注入，公司产能增加 .....	15
公司产能、财务指标位居前列 .....	17
打造“三网一平台”智慧矿区，引领行业智能化发展 .....	18
<b>聚焦优质资产，拓宽发展方向</b> .....	<b>19</b>
布局“双碳经济”和“专精特新”相关产业 .....	19
打造“秦创”创新平台，助力产业转型 .....	20
公司会计核算方法变更，投资收益影响增加 .....	20
<b>盈利预测</b> .....	<b>21</b>
假设前提 .....	21
未来3年业绩预测简表 .....	22
盈利预测的敏感性分析 .....	23
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>23</b>
相对估值：23.84-25.33元 .....	23
投资建议 .....	24
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>财务预测与估值</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 陕西煤业发展历程	5
图 2: 陕西煤业股权结构 (截至 2023 年 3 月底)	6
图 3: 2020 年以来煤价中枢上移 (元/吨)	6
图 4: 2020 年以来海外煤炭价格中枢上移 (美元/吨)	6
图 5: 2023 年前四月, 煤炭进口同比大幅增长 (万吨)	7
图 6: 2017 年以来公司煤炭销量及同比 (万吨)	8
图 7: 2017 年以来公司煤炭产量及同比 (万吨)	8
图 8: 2018 年以来公司各业务营业收入构成 (%)	8
图 9: 2018 年以来公司毛利构成 (%)	8
图 10: 2018 年以来公司营业收入处于增长趋势 (亿元)	8
图 11: 2018 年以来公司毛利变化情况 (亿元)	8
图 12: 2019 年-2022 年, 陕西煤业显著跑赢沪深 300	9
图 13: 2018 年以来分红逐步增长 (亿元)	10
图 14: 2018 年以来公司股利支付率高位	10
图 15: 陕西及周边分为五个区	11
图 16: 2019 年我国煤炭净调入分布 (万吨)	11
图 17: 各省年度煤炭消费量 (万吨)	12
图 18: 全社会用电量及同比 (亿千瓦时, %)	12
图 19: 2022 年国内电力供应结构 (%)	12
图 20: 2019 年分地区煤炭净调入情况 (万吨)	12
图 21: 2016 年以来铁路煤炭运量占比 (亿吨)	13
图 22: 公司主要矿区分布及铁路运输路线分布	14
图 23: 浩吉铁路行经路线图	14
图 24: 煤炭智能化开采发展技术路线	18
图 25: 黄陵煤矿可视化远程干预型智能化无人开采	18

表1: 2017年至2022年晋陕蒙新地区及全国原煤产量(万吨)	10
表2: 公司主要煤种及成分信息	15
表3: 公司主要矿区产能数据	16
表4: 煤炭主要上市公司产能数据对比	17
表5: 煤炭主要上市公司财务数据对比	17
表6: 2017年以来公司主要战略投资	20
表7: 公司业绩预测(百万元)	22
表8: 未来3年盈利预测表(百万元)	22
表9: 情景分析(乐观、中性、悲观)	23
表10: 同类公司估值比较	24

## 公司概况

### 历史沿革及股权结构

公司控股股东是国有特大型能源化工企业,总资产达到 7200 亿元,2022 年位列世界 500 强榜单 209 位。打造“智能矿井、智慧矿区、安全高效绿色发展的一流企业”。

陕西煤业股份有限公司(以下简称“公司”)系经陕西省人民政府国有资产监督管理委员会陕国资改革发[2008]518 号文批准,由陕西煤业化工集团有限责任公司(以下简称“陕煤化集团”)及其控股的陕西铜川煤业有限公司、陕西韩城煤业有限责任公司、陕西澄合煤业有限责任公司,联合中国长江三峡集团公司、华能国际电力开发公司、陕西有色金属控股集团有限责任公司和陕西鼓风机(集团)有限公司共同发起设立,于 2008 年 12 月 23 日在陕西省工商行政管理局注册登记。

2014 年 1 月 17 日,经中国证券监督管理委员会《关于核准陕西煤业股份有限公司首次公开发行股票的批复》(证监许可[2013]1664 号)核准,本公司公开发行 100,000 万股人民币普通股(A 股)股票。2014 年 1 月 28 日,本公司股票在上海证券交易所上市。公司控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司(简称陕煤集团)是陕西省委、省政府为落实“西部大开发”战略,经过重组发展起来的国有特大型能源化工企业。2022 年集团总资产达到 7200 亿元,全年煤炭产销量跨上 2.3 亿吨,各类化工产品产量接近 2000 万吨,发电量突破 500 亿度,粗钢产量保持在 1200 万吨水平,分别同比增长 15%、9.0%、25.0%、-3.1%,水泥和骨料生产稳中有进。全年实现营业收入 5102 亿元,同比增长 29.1%,实现利润总额 603 亿元,同比增长 62.1%。2015 年首次进入《财富》世界 500 强,连续 8 年入榜,排名稳步提升,位列 2022 年世界 500 强榜单 209 位。

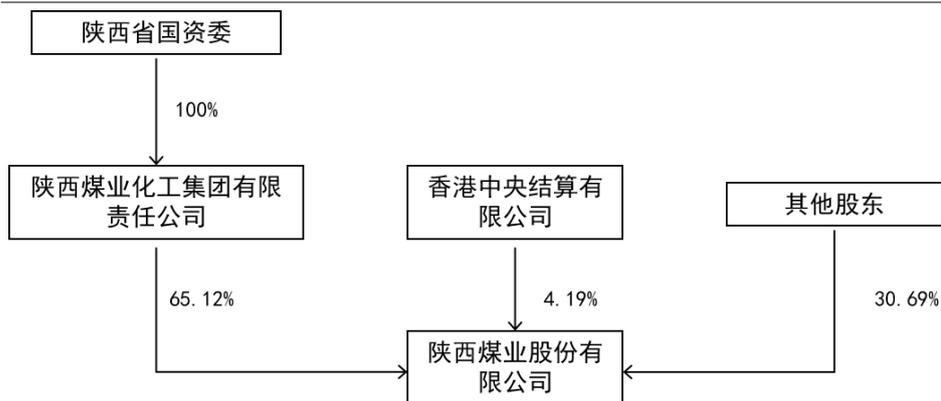
公司实际控制人为陕西国有资产监督管理委员会(持有陕煤化集团 100%股权)。陕煤化集团持有公司股权 65.12%,为公司第一大股东。

图1: 陕西煤业发展历程



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图2：陕西煤业股权结构（截至 2023 年 3 月底）

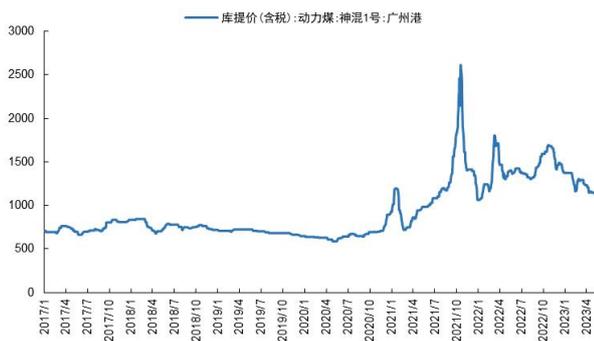


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 享受行业周期红利，量价齐升推动营收利润显著增长

2020 年以来，煤炭价格中枢显著上移；未来煤价将回归合理区间。受疫情影响，2020 年上半年煤价低迷，当时秦皇岛港口煤价最低至 475 元/吨，随着国内疫情逐步控制，国内外需求拉动能源价格上涨，产能释放相对滞后。2021 年，煤价大幅上涨至 2000 元/吨左右。2022 年，受俄乌冲突、海外能源危机等影响，港口煤炭价格维持 1200 元/吨以上。未来随着能源危机缓解，海外进口煤量有所增长，国内煤炭增产保供逐步落地，煤炭价格有望回到合理区间。

图3：2020 年以来煤价中枢上移（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2020 年以来海外煤炭价格中枢上移（美元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 2023 年前四月, 煤炭进口同比大幅增长 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

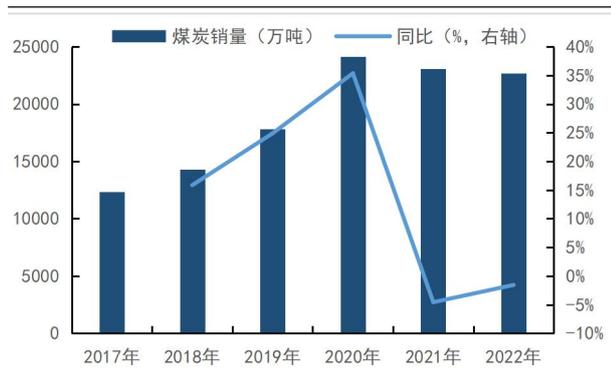
**公司煤炭营收贡献突出。**公司主要从事煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等业务, 主要产品及服务为原选煤、洗煤、运输。煤炭产品主要用于电力、化工及冶金等行业。

**公司煤炭产销快速增长。**公司 2022 年公司原煤产量 1.57 亿吨, 同比增长 10.98%; 煤炭销量 2.27 亿吨, 同比减少 1.55%, 主因外贸煤减少; 2023 年 1-3 月实现产销量 (自产煤销量) 4084.58、4043.78 万吨, 同比上升 11.27%、12.50%。在营收占比方面, 公司收入主要来自煤炭, 2018 年-2022 年煤炭营收占比维持在 96%左右; 煤炭毛利占比总体保持稳定, 维持在 97%左右, 铁路运输业及其他业务仍占比较小。

**享受周期红利, 公司营收稳步增长。**自 2016 供给侧改革以来, 我国落后产能供给减少, 先进产能供给扩张, 产能向优势企业集中。从 2018 年开始, 公司营业总收入稳步上升, 从 2018 年的 549.7 亿元上升至 2021 年 1445.3 亿元。其中, 2021 年营业总收入同比上升 60.2%。毛利方面, 受疫情影响, 2020 年毛利润相较于 2019 年有所下滑, 随后 2021 年恢复高盈利水平, 总毛利达到 545.8 亿元, 毛利率达 35.8%。2022 年, 公司实现营业总收入 1692.1 亿元, 同比增长 11.1%; 实现毛利润 645.7 亿元, 同比增长 61.7%, 营业总收入增速的放缓主要是由于贸易煤的销量降低所致。

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 24.09%; 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%。

图6: 2017年以来公司煤炭销量及同比(万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 2017年以来公司煤炭产量及同比(万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 2018年以来公司各业务营业收入构成(%)



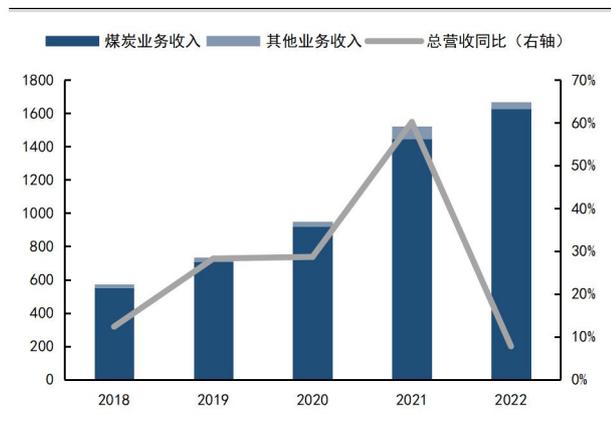
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 2018年以来公司毛利构成(%)



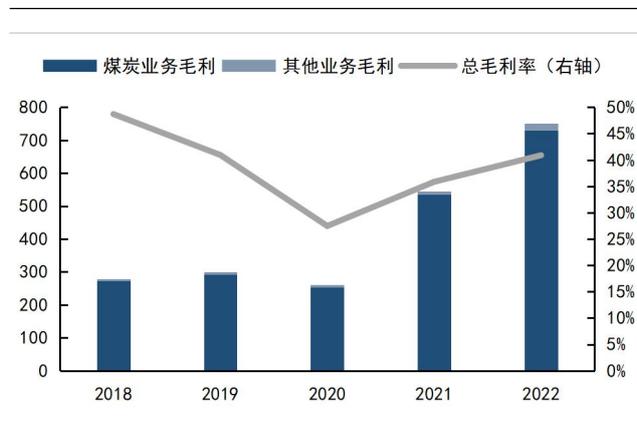
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 2018年以来公司营业收入处于增长趋势(亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

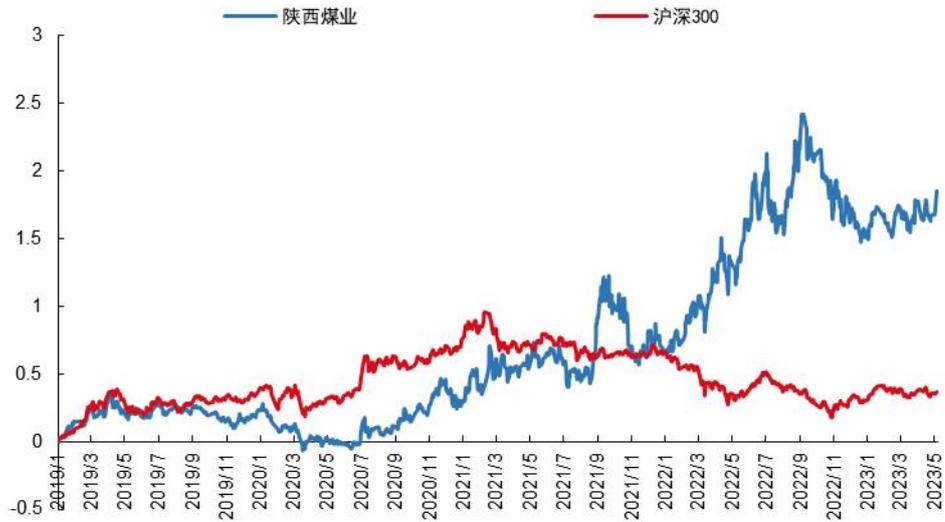
图11: 2018年以来公司毛利变化情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**量价齐升，股价受业绩支撑创历史新高。**2019年1月2日收盘，公司股价7.32元，2022年9月6日创下历史新高25.37元。由于疫情影响，陕西煤业股价在2020年二季度触底。随着国内疫情逐步控制，国内外需求拉动能源价格上涨，产能释放相对滞后，陕西煤业股价波动上涨。2022年受俄乌冲突、海外能源危机等影响，能源价格维持高位，同时公司股价于2022年9月6日创下历史新高25.37元。截至2023年5月9日，陕西煤业收盘价为20.89元。

图12: 2019年-2022年，陕西煤业显著跑赢沪深300



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

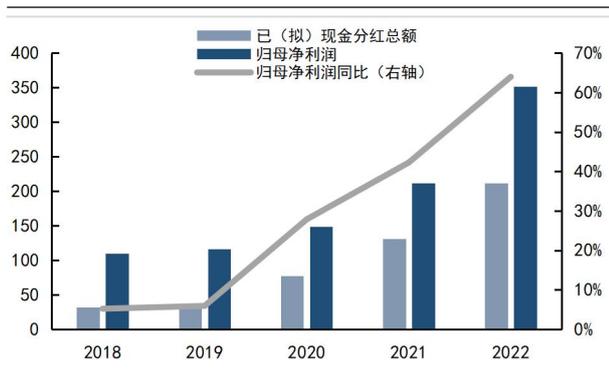
## 公司高长协比例平抑周期波动，高分红回报股东

**公司承担保供任务，长协比例逐步提升，同时产量增长、以量补价有助于业绩稳定。**公司2021年、2022年煤价分别为583.21、668.97元/吨，远低于市场价格。根据政府部门要求，保供电厂的长协煤执行520元/吨（Q5500）价格。公司新核增产能部分以及集团注入的资产均执行长协价格。2022年增产3200万吨产量，加上集团注入的1200万吨/年产能，预计增加4400万吨长协煤。2021年，公司长协煤6300万吨（占比约50%）。2023年，按照一季度增速，预计自产煤产量增长12%，达到1.76亿吨，长协占比预计达到60.8%。公司长协比例提升，业绩波动逐步下降。公司产量仍有增长空间，以量补价有助于业绩维持稳定。

**高分红回馈投资者彰显公司价值。**《公司章程》关于利润分配相关的内容，除公司有重大资金支出安排或股东大会批准的其他重大特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采用现金方式分配股利，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30%。2022年11月，公司发布公告，制定了《陕西煤业股份有限公司2022-2024年度股东回报规划》，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%。

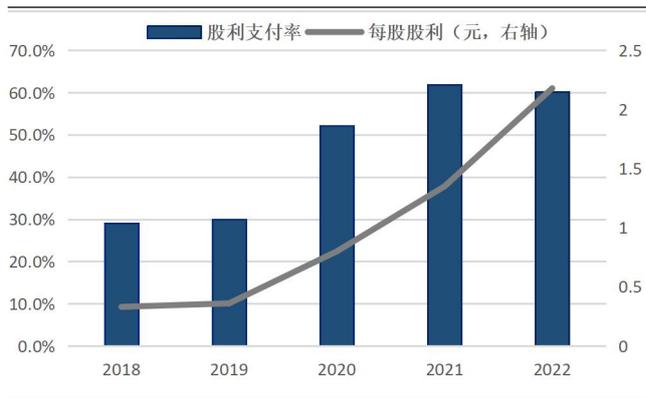
供给侧改革以来，公司利润稳定，股利支付率维持高位。2021年，公司归属母公司净利润211.4亿元，现金分红总额130.9亿元，分红率也从2018年的29.1%上升至61.9%。2022年，公司归母净利润351.23亿元，同比增长63.98%。2022年，拟向公司股东每10股分派现金股利21.80元（含税），共计211.35亿元，占当年合并报表实现的归属于公司股东净利润的60.17%。按照本报告盈利预测中敏感性分析章节的悲观假设（营业收入下降10%）预测，2023年公司归母净利润为209.66亿元。按照60%的分红率，每10股分派现金股利12.98元（含税）。预计到2024年年中，至少累计获得分红3.48元/股，对应当前股价（5月9日收盘价）股息率为16.7%。

图13：2018年以来分红逐步增长（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：2018年以来公司股利支付率高位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 公司发展战略

公司深入贯彻“创新、安全、高效、绿色、和谐”的发展理念。坚持绿色低碳、清洁利用，坚持产融结合、创新驱动的发展原则。依托资源优势、技术优势、区域优势、管理优势、人才优势、销售优势。以高质量发展为核心，以“五个一流（效益一流、质量一流、管理一流、创新一流、文化一流）”为目标，以“四化（机械化、自动化、信息化、智能化）”建设和科技创新为驱动，打造“智能矿井、智慧矿区、安全高效绿色发展的一流企业”。

## 区域产能优化，陕西周边“三面”缺煤

区域产能优化，全国煤炭生产中心加快向晋陕蒙新地区集中，陕西“三面”缺煤，依托交通优势，公司煤价竞争力强。

### 供给侧改革加快煤炭生产向晋陕蒙新地区集中

随着煤炭供给侧改革的深入推行，我国煤炭产业结构调整、转型升级步伐加快，全国煤矿数量大幅减少，全国煤矿企业数量从2008年的8109家减少到2019年的4239家。计划到“十四五”末，全国煤矿数量控制在4000处左右，同时全国煤炭生产中心加快向晋陕蒙新地区集中。2017年-2022年，全国原煤产量从34.5亿吨增长至45.0亿吨，增长率为30.5%。其中，晋陕蒙新地区原煤产量占全国总产量比重从71.7%提升至81.0%。

表1：2017年至2022年晋陕蒙新地区及全国原煤产量(万吨)

地区	2017	2018	2019	2020	2021	2022	22年相比17年增长
晋陕蒙新地区	~24.8	~25.5	~26.2	~27.0	~28.0	~29.0	~16.5%
全国	34.5	~35.5	~36.5	~37.5	~38.5	45.0	30.5%

山西	85398.9	89340	97109.4	106306.8	119316.2	130,714.60	53.06%
陕西	56959.9	62324.5	63412.4	67942.6	69993.8	74,604.50	30.98%
内蒙古	87857.1	92597.9	103523.7	100091.3	103896.1	117,409.60	33.64%
新疆	16706.5	19037.3	23773.3	26587.4	31991.9	41,282.20	147.10%
区域合计	246922.4	263299.7	287818.8	300928.1	325198	364,010.90	47.42%
全国	344546	354590.8	374552.5	384374.1	407136	449,583.90	30.49%
晋陕蒙新占比	71.70%	74.30%	76.80%	78.30%	79.90%	80.97%	-

资料来源：中国煤炭市场网，国信证券经济研究所整理

## 陕西周边“三面”缺煤，区域煤价有支撑

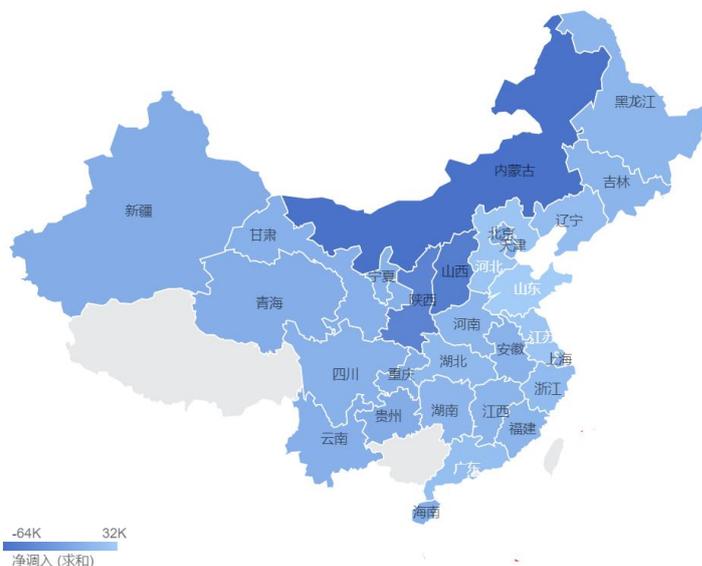
以陕西为中心，我们将陕西及周边分为五个区域，包括陕西西北、东北、东南、西南和陕西省。根据中国能源统计年鉴统计的2019年调入调出情况，陕西西北、东南、西南区均为净调入区，2019年净调入量为7.76亿吨，而陕西、山西、内蒙古为主要净调出区。

图15: 陕西及周边分为五个区



资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

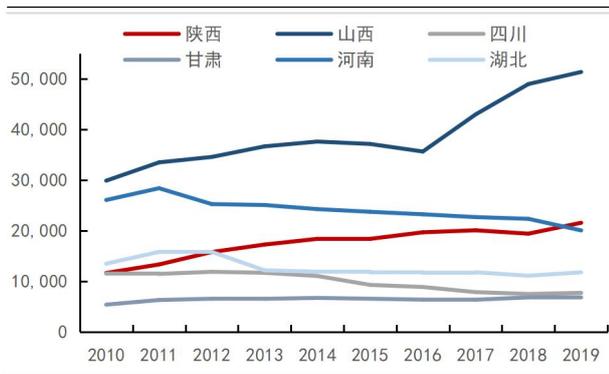
图16: 2019年我国煤炭净调入分布（万吨）



资料来源：中国能源统计年鉴，国信证券经济研究所整理（注：由于统计原因缺失西藏和中国台湾数据）

**从消费量来看，国内能源消费煤炭总量维持上升。**国家统计局数据显示，2022 年全年能源消费总量 54.1 亿吨标准煤。在电力消费方面，近年来国内用电消耗持续增长，在 2022 年，全社会实际用电量 86322 亿千瓦时，同比增长 3.6%。其中，以煤炭作为主燃料的火力发电量攀升至 58531.3 亿千瓦时，约为我国全社会发电量的 70.0%；其次为水力发电量，2022 年水电发电量为 12020 亿千瓦时，占社会总发电量的 14.33%。在双碳政策下，虽然煤电占比下降是大势所趋，但短期内国内能源以煤为主的格局不会改变。从地区看，陕西周边煤炭消费量维持稳定，在煤炭去产能以及产业集中化的推进情况下，2022 年国内亿吨以上省份（6 省）产煤合计为 38.8 亿吨，同比增长 9.4%，煤炭生产重心向西部聚集，新增产能主要集中在新疆、内蒙、山西和陕西，陕西西北、东南、西南煤炭紧缺的局面难以在短期内改变。相对于新疆、内蒙和山西等煤炭外调区，陕西煤炭运输到缺煤区具有天然的区位优势 and 成本优势。

图17: 各省年度煤炭消费量（万吨）



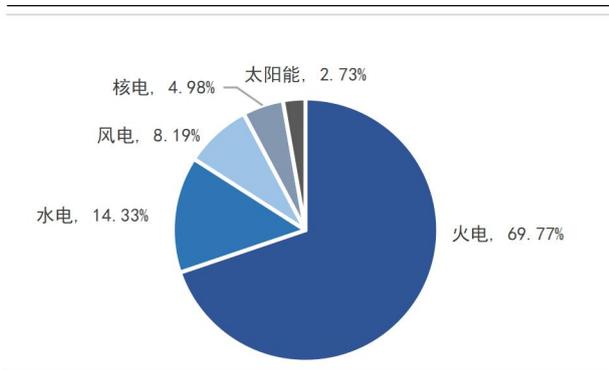
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图18: 全社会用电量及同比（亿千瓦时，%）



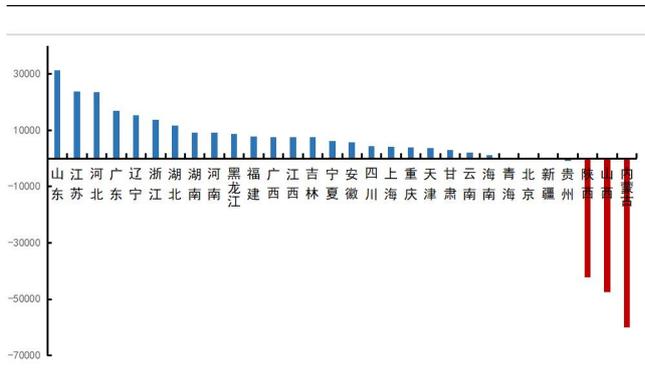
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图19: 2022 年国内电力供应结构（%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图20: 2019 年分地区煤炭净调入情况（万吨）



资料来源：中国能源统计年鉴，国信证券经济研究所整理

## 浩吉铁路穿省而过，运输优势明显

我国煤炭的运输方式包括铁路、公路和水路，分为单方式直接运输或多途径联合运输，目前我国煤炭主要运输方式为铁路运输，2022年我国铁路运煤量为26.82亿吨，占比58.8%。且我国煤炭消费基地主要在东部地区，而煤炭的生产与供应集中在中、西部地区，“十四五”期间，煤炭生产进一步向西北部地区转移，但是由于西部地区远离中部东部市场，运输成本过高，运能有限等约束西部煤炭业开发利用，我国煤炭运输基本上形成了北煤南运、西煤东运的格局。

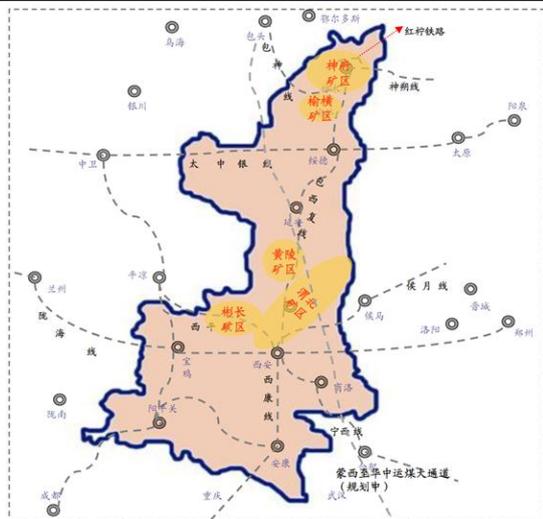
图21：2016年以来铁路煤炭运量占比（亿吨）



资料来源：中国能源统计年鉴，国信证券经济研究所整理

**陕西省运输优势明显，运输成本具备相对优势。**陕西省地处我国煤炭资源富集地区且交通运输便利，是能源中心市场消费地的前沿，国家能源战略西移的重点，与河南、湖北、重庆、四川等八省区市相邻，具有联结东西、沟通南北的区位优势，是西部地区的交通枢纽。**铁路运输方面**，东西向的能源大动脉陇海线、太中银线横穿陕西省，南北向的包西—浩吉铁路联络线纵贯陕西，其中浩吉铁路全长1813.5公里，途经内蒙古、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西7省区，一跨长江、两越黄河，由北向南先后穿越毛乌素沙漠、黄土高原、秦岭山脉、江汉平原等地域，是我国首条轴重最重、线路最长、覆盖面最广的煤运专用线，设计时速120公里，规划年运输能力2亿吨以上，将蒙陕甘宁能源“金三角”和“两湖一江”地区连接起来，使得陕西省内煤炭产品得以与陇海线、太中银线等铁路干线以及神朔线、宁西线、侯月线、襄渝线和西康线等重要支线连通，将煤炭产品输往各主要煤炭需求省份。**2022年浩吉铁路完成运量9058.6万吨，较上年同期增加3253.38万吨，增长56.04%。**陕西煤业对于华中及西南等缺煤地区的煤炭供应具有突出的运输优势。

图22: 公司主要矿区分布及铁路运输路线分布



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图23: 浩吉铁路行经路线图



资料来源: 浩吉铁路有限公司官网, 国信证券经济研究所整理

2022年12月, 陕西省发布《陕西省“十四五”综合交通运输发展规划》和《陕西省“十四五”物流业高质量发展规划》, 推动实施早期建成的京昆线、福银线等高速公路拥堵路段扩能改造工程, 加快建设省境内既有规划的国家高速公路, 畅通与重庆、甘肃、河南、四川等周边省(市)高速通道。加快西禹高速快速联络线建设加快推进包西—浩吉铁路联络线、靖神铁路二线建设, 适时启动陕甘川渝能源新通道、甘钟线电气化改造、西平铁路增建二线、西安枢纽第二货运北环线、榆林至佳县至临县铁路、乌审旗南至海则滩铁路等方案研究工作, 持续提升陕煤外运通道能力。加快建设西安咸阳国际机场三期扩建工程, 推动府谷、定边等机场建设及汉中机场扩建工程, 提升航空货运能力。以国际港务区为集结枢纽, 以集装箱铁路运输为纽带, 连接重庆、贵州和广西, 打通南向铁水联运通道, 未来陕西将进一步提高煤炭运输能力, 提升煤炭运输效率。

## 坐拥优质资源, 智慧矿区助力产能释放

### 资源储备丰富 煤炭品质优异

公司拥有煤炭储量183.67亿吨、可采储量106.06亿吨, 煤种优越, 公司产能不断提升, 打造“三网一平台”智慧矿区, 保证生产安全与效率。

**公司煤炭资源储量丰富、赋存条件好, 自然灾害少。**截至2022年底, 公司拥有煤炭储量183.67亿吨、可采储量106.06亿吨, 可采年限70年以上。公司核定产能1.62亿吨。97%以上的煤炭资源位于陕北矿区(神府、榆横)、彬黄(彬长、黄陵)等优质采煤区, 特别是陕北地区煤炭赋存条件好, 埋藏浅, 开采技术条件优越, 矿井均为大型现代化矿井, 开采成本低, 生产成本优势明显。在国内煤炭企业具有较大竞争优势。

**公司煤质优异, 成本优势显著。**公司产煤区90%以上的煤炭储量属于优质煤, 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, 按煤种可主要分为贫瘦煤、长焰煤、弱粘煤、不粘煤、瘦煤、气煤等, 具有高发热量和较高稳定性等特点, 平均热值在5500大卡/千克以上, 同时

陕北地区低变质烟煤含油率高（ $\geq 12\%$ ），适合通过分质利用提取煤中高附加值的油气产品。通过煤炭分质，综合煤热解（高温热解、低温热解）、煤气化、化工合成、发电、供热、废弃物资源化利用等单元工艺形成的新型能源利用系统，先热解将煤气中的焦油、净煤气、芳烃等高附加值组分分离出来，将得到具有更高经济价值的清洁燃料和化工品，剩余固体再进行燃烧或气化，避免了高附加值组分的燃烧浪费，提高公司的生产效益。

煤炭作为燃料，主要利用的是其能量，发热量是重要指标，发热量越高，煤价相应越高。灰分作为煤中的惰性物质，其含量过高会引起锅炉热效率下降以及供电煤耗和厂用电率的升高，高灰煤需要通过洗选降低灰分，使得生产成本增加，优质商品煤数量降低。而硫分燃烧产物产生的二氧化硫和三氧化硫是大气污染防治的重要污染物。燃料中硫分的增加直接增加了脱硫成本，在超低排放的背景下，一般电厂要求电煤含硫量低于 1%。

表2: 公司主要煤种及成分信息

煤种	加工方式及品种	发热值 千卡/千克	灰分 (%)	全水分 (%)	挥发分 (%)	硫分 (%)
贫瘦煤	筛混煤	4,065-5,858	28.0-38.0	4.0-5.0	14.0-18.5	1.8-3.5
	筛大块	5,978-6,337	14.0-18.0	8.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
长焰煤	筛中块	5,858-6,337	14.0-20.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
弱粘煤	筛混中块煤	5,978-6,456	13.0-19.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
不粘煤	筛混煤	5,141-6,456	13.0-22.0	9.0-11.0	35.0-37.0	0.5-1.5
	洗混煤	5,858-6,576	11.0-18.0	10.0-11.0	35.0-37.0	0.4-1.0
	洗混中块	6,098-6,456	12.0-16.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.4-1.0
瘦煤	洗精混煤	—	9.0-11.0	4.0-5.0	15.0-19.0	0.4-1.0
气煤	洗精混煤	—	8.0-10.0	9.0-11.0	33.0-35.0	0.4-0.8

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 集团矿井注入，公司产能增加

目前拥有红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、二号等多座千万吨级矿井，产能优势非常明显。2022 年上半年，柠条塔矿业等五对矿井获得省发改委批复，核增产能 800 万吨/年，据 2022 年 10 月 24 日公告，公司收到陕西省发展和改革委员会“陕发改能煤炭[2022]1646 号”文件，同意公司子公司榆林市榆阳中能袁大滩矿业有限公司（以下简称“袁大滩煤矿”）生产能力由 600 万吨/年核定至 800 万吨/年，这是袁大滩煤矿 2022 年取得的第二次生产能力核增，2022 年该矿井累计核增产能 300 万吨/年，充分保障了优质产能稳定释放。

随着国企改革推进，集团矿井有望持续注入。2022 年 7 月集团拟向公司注入旗下彬长矿业集团的小庄矿和孟村矿以及神南矿业有小壕兔一号和二号矿井的探矿证，小庄矿和孟村矿产能均为 600 万吨/年，进一步提升公司煤矿产能。目前该交易于 2022 年 10 月首次公告已基本完成股权转让。同时集团注入的额神南矿业持有榆神矿区小壕兔一号和小壕兔西部勘查区相关井田的探矿权待到开采时间有望进一步提高公司产能潜力，未来将会进一步提升公司业绩增长弹性和空间，增强公司可持续发展能力。

**表3: 公司主要矿区产能数据**

矿区	煤矿	煤种	发热量 (大卡)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	产能核增情 况	备注
彬黄矿 区	黄陵一号	气煤	5672	36618	28630	600	600		
	黄陵二号	弱粘煤	5835	62145	55776	800	432		
	建庄	弱粘煤	4949	25760	15280	500	200		
	建新	弱粘煤	5315	16369	9338	400	204		
	大佛寺	不粘煤	5435	95638	57851	600	540		
	胡家河	不粘煤	5693	63680	36566	500	400		
	文家坡	不粘煤	5608	71379	33116	400	204		
	小庄矿	不粘煤	--	--	--	--	--	核定产能 600万吨	集团注入旗 下彬长矿业 所属煤矿
	孟村矿	不粘煤	--	--	--	--	--	核定产能 600万吨	集团注入旗 下彬长矿业 所属煤矿
陕北矿 区	红柳林	长焰煤	5539	176894	115157	1800	918	2022年上报 由1800万吨 核增至2400 万吨	
	柠条塔	弱粘煤	5903	215191	122460	2000	1020		
	张家峁	长焰煤	5754	73526	47353	1100	605		
	韩家湾	长焰煤	5134	6447	3860	300	300		
	小保当(1 号+2号)	长焰煤	--	432739	228670	2800	1680	2022年上报 1号矿区由 1500核增至 2000万吨	
	袁大滩	长焰煤	5125	110970	55392	800	272	2022年10月 24日公告从 600万吨核 增至800万 吨	
	孙家岔	长焰煤	5358	60622	28564	1000	300		
渭北矿 区	玉华	长焰煤	4964	24053	11559	240	240		
	陈家山	不粘煤	4755	7188	4294	180	180		
	下石节	长焰煤	4981	7725	4526	185	185		
	柴家沟	长焰煤	4754	3248	1724	100	95		
合计			1490192	860116	14305	8375			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 公司产能、财务指标位居前列

除中国神华发展煤电路港航一体化，陕西煤业、兖矿能源、中煤能源均以煤炭为主业，产业链相关业务占比较小；市值方面，截至5月5日收盘，中国神华市值最大，陕西煤业市值第二；资源量方面，中国神华排名第一，陕西煤业排名第三；吨资源/市值方面，陕西煤业排名第三；2022年产量方面，陕西煤业排名第二；吨煤成本方面，陕西煤业仅次于拥有露天矿的中国神华。

财务指标方面，根据2022年年报数据，公司净资产收益率ROE仅略低于山西焦煤、兖矿能源，排第三位；资产负债率方面，公司为35.93%，仅高于中国神华；销售毛利率方面，公司显著高于动力煤公司中国神华、中煤能源、兖矿能源；在偿债能力方面，大型煤炭公司中，仅低于中国神华。

表4：煤炭主要上市公司产能数据对比

序号	公司简称	市值(亿元)	资源量(亿吨)	吨资源/市值(元)	2022年产量(万吨)	吨煤成本(元/吨)
1	中国神华	5938.70	329	18.05	31340	176.3
2	陕西煤业	1921.55	184	10.46	14402	319.41
3	兖矿能源	1668.70	142	11.76	9953	328.71
4	中煤能源	1182.67	269	4.40	11919	322.84

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；截至5月5日收盘价。

表5：煤炭主要上市公司财务数据对比

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE	资产负债率 %	销售毛利率%	流动比率	速动比率
601898.SH	中煤能源	14.92	51.47	25.12	1.18	1.09
601088.SH	中国神华	18.07	26.13	39.03	2.14	2.02
600188.SH	兖矿能源	37.78	56.70	40.94	1.07	0.96
601225.SH	陕西煤业	37.35	35.93	44.99	1.62	1.56
000983.SZ	山西焦煤	38.57	54.99	42.20	0.92	0.84
601666.SH	平煤股份	29.70	66.59	34.38	0.53	0.52
600395.SH	盘江股份	23.80	58.12	40.56	1.00	0.96
601699.SH	潞安环能	34.00	48.08	55.88	1.22	1.19
601001.SH	晋控煤业	23.03	49.81	50.02	1.34	1.32
600348.SH	华阳股份	29.40	57.65	46.43	0.87	0.84

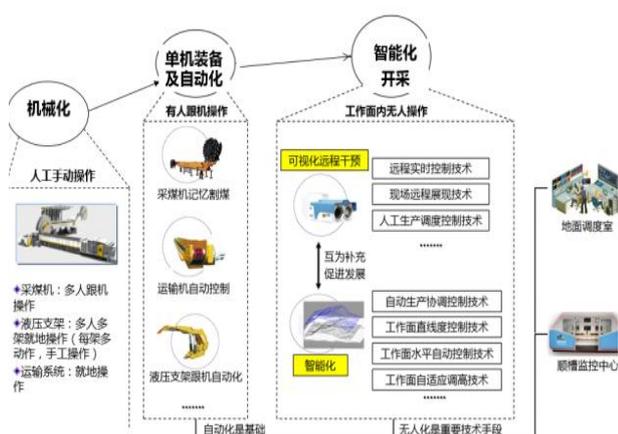
600985.SH	淮北矿业	23.11	54.78	23.15	0.78	0.68
-----------	------	-------	-------	-------	------	------

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；截至 5 月 5 日收盘价。

## 打造“三网一平台”智慧矿区，引领行业智能化发展

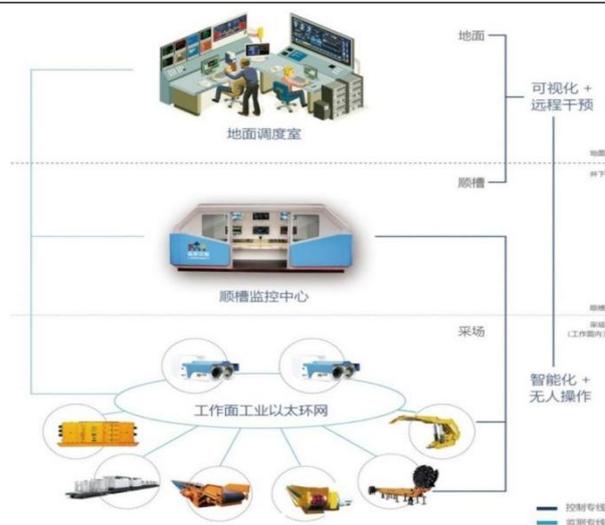
公司“智能矿井”和“智慧矿区”建设走在行业前列，引领行业智能化发展。公司深耕煤炭行业，锚定“智能矿井、智慧矿区”建设目标，积极构建煤矿“智能系统化、系统智能化”发展格局，大力开展智能建设，率先在煤炭行业完成“自主采煤、无人干预”智能开采。智能化产能占总产能的 97%，生产辅助系统 100% 实现智能化集控。采煤、掘进、辅助、机器人、监测监控、智慧管理等多个方面实现了智能化全覆盖，实现了减人提效。黄陵矿业“煤矿安全智能开采实验室”成功入选国家矿山安监局第一批挂牌组建重点实验室，“智慧矿区”成效显著。陕北矿业建成了全国首个智慧煤矿系统示范项目。截至 2022 年底，原煤生产综合能耗较 2021 年降低 4.54%，已建成 50 个智能化采煤工作面，智能化产能占比达到 99%；建成 76 套快掘系统，智能快掘效率提高 3 倍以上，所有矿井的生产辅助系统全面实现智能化；5 大类机器人和智慧平台加速推进应用，这些都是陕西煤业面对新时期新挑战的积极回应，同时为“双碳”兜底奠定了坚实的基础。

图24：煤炭智能化开采发展技术路线



资料来源：煤炭科学研究总院，国信证券经济研究所整理

图25：黄陵煤矿可视化远程干预型智能化无人开采



资料来源：煤炭科学研究总院，国信证券经济研究所整理

陕西煤业在应用中加速技术迭代升级，智能采煤工作面已实现由基于“可视化远程干预型”技术的“传统记忆截割”向基于动态地质模型大数据融合迭代规划控制技术的“自主规划截割”的技术跨越，基本实现了“有人巡视、无人值守”，从生产源头提升了安全智能精准开采水平，极大地推动了煤矿行业智能化绿色开

采，目前，7处国家首批智能化示范煤矿通过国家验收，张家峁煤矿已建成全国首个全矿井智能化示范标杆煤矿，小保当煤矿被授予“陕西省工业互联网标杆工厂”，5个智慧矿区、28处智能化矿井和全国煤炭行业首个“5G+智慧矿山”培训基地顺利建成，研发应用智能快掘系统76套、智能机器人198个，智能化产能占比达99%。2022年8月12日，煤矿安全智能开采国家矿山安全监察局重点实验室在陕煤黄陵矿业公司揭牌，目前已形成一批可复制可推广的智能化建设成果。

**构建“三网一平台”数字化实时管控系统。**公司率先开展了数据标准化治理和智能专网建设工作，通过系统搭建“陕煤云”平台和“数据中台”，结合4大类业务场景，建设以数字化转型为核心的“智慧矿区”模式，在行业创建运行了煤炭“产、供、销+金融”的“三网一平台”数字化实时管控体系，系统推进智能矿井地质保障、设备全生命周期管理等8大智能信息系统建设工程，形成了多系统融合、全价值链赋能的工业互联网“智慧平台”，全面构建陕煤“数字一体化管控智能中枢”。自“三网一平台”体系运行以来，公司物资集采费用降低了10%；“陕煤商城”涵盖商品数量达到92万余个，统一物资材料编码41万种；进场运煤车辆排队时长缩短了45%，装车效率提高30%以上，煤炭销售运力水平、服务质量得到了大幅提升。

## 聚焦优质资产，拓宽发展方向

### 布局“双碳经济”和“专精特新”相关产业

公司近年来以能源产业链中新能源、新材料、新经济产业为主要投资方向，为公司带来投资收益，也为日后产业转型布局。2022年12月公司设立开源雏鹰股权投资基金合伙企业，布局“双碳经济”和“专精特新”相关产业，为公司股权投资拓宽赛道。

**顺应周期，布局双碳拓宽公司发展方向。**近年来，公司积极推进资本运作，布局新能源、新材料、新经济等赛道，基于国家30/60碳达峰、碳中和的目标方向，优化产业投资地图，布局新能源、新材料、新经济赛道优质资产。适时介入新兴产业赛道，为公司探索培育第二增长曲线。着力多级市场，打造了“财务投资+战略投资+产业投资”的长短周期结合且相互支撑的投资新模式，向综合能源服务商转型。公司自2017年以来已先后投资隆基绿能、赣锋锂业等近三十家上市公司，2022年上半年，公司设立开源雏鹰股权投资基金合伙企业，聚焦北交所拟上市标的，布局“双碳经济”和“专精特新”相关产业，为公司股权投资拓宽赛道，在2022年12月与长安汇通资产管理公司合伙成立陕西聚力果业产业发展合伙企业（有限合伙）从事以自有资金从事投资活动。

公司2017年以来主要进行了如下投资：

- 1) 2017年7月签署《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）》与西部信托进行合作，计划进行70亿以内的投资，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) 2018年-2019年期间直接投资隆基绿能、彤程新材。并在2022年5月对隆基绿能减持，持股比例从3.79%下降至2.7%，加之同期会计核算方法变更，此次减持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) 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，聚焦北交所“双碳经济”和“专精特新”相关产业，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。

表6: 2017年以来公司主要战略投资

序号	企业	成立日期	出资数额 (万元)	持股 比例	主营业务	对外投资
1	北京聚能合生产业投资合伙企业(有限合伙)	2017/9/22	150000	100%	投资咨询(中介除外);资产管理;企业管理咨询、经济贸易咨询(中介除外);非证券业务的投资、投资管理、咨询	北京驭能者能源科技有限公司(20%)、北京农信数智科技有限公司(9.7%)、树根互联股份有限公司(8.82%)等
2	嘉兴和源庚酉投资管理合伙企业(有限合伙)	2018/01/10	150000	100%	投资管理、投资咨询。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)	易联云计算(杭州)有限责任公司(3.44%)、天信仪表集团(杭州)有限公司(3.44%)、华辰能源有限公司(3.44%)等
3	聚赢咸宁股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2019/06/18	49900	100%	股权投资、投资管理。(不得从事吸收公众存款或变相吸收公众存款,发放贷款等金融业务)(涉及许可经营项目,应取得相关部门许可后方可经营)	北京远传新业科技有限公司(3.88%)、国科天成科技股份有限公司(2.87%)等
4	陕西开源雏鹰股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2021/11/15	--	--	以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动	菲特(天津)检测技术有限公司(3.28%)、北京腾景数字科技发展有限责任公司(1.96%)等
5	深圳超摩微芯产业投资合伙企业(有限合伙)	2022/2/15	--	--	创业投资(限投资未上市企业);企业管理咨询;技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广。	--
6	深圳超摩半导体产业投资合伙企业(有限合伙)	2022/2/16	--	--	创业投资(限投资未上市企业);企业管理咨询;信息咨询服务	--
7	陕西聚力果业产业发展合伙企业(有限合伙)	2022/12/5	--	--	以自有资金从事投资活动;社会经济咨询服务	--

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

## 打造“秦创”创新平台，助力产业转型

**集团打造“秦创”原创新驱动平台，助力产业发展转型。**集团将以资本运作、股权投资等方式引入外部技术与资源，加快创新项目的研发、孵化及科技成果转化，提升产业链竞争力，构建科技型优势产业群，促进创新链和产业链深度融合，用实际行动体现国有企业的带头作用。集团打造“秦创”原创新驱动平台，坚持科技金融深度融合，助力产业发展转型。制定《陕煤-秦岭基础科学研究五年行动计划（2021-2025年）》，面向全球高等院校和科研院所，积极布局一批行业重大关键核心技术，孵化实施一批含绿量多、含新量足、含金量高的项目，加大科技成果就地转移转化力度，努力促进创新链和产业链深度融合。构建“以项目为载体、以产业为目标、以资本为纽带、以激励为抓手”的校企协同创新合作的新模式。为加速科研成果转化和科技人员创业，陕煤集团构建了“面向西部能源集聚区的区域一体化工业科技创新互联网公共服务平台”，并构建5个双创服务平台、健全科研人员股权激励机制，加速产业转型升级。

## 公司会计核算方法变更，投资收益影响增加

2022年5月，公司对隆基绿能投资的会计核算方法变更为金融资产核算。陕西煤

业股份有限公司（以下简称“公司”）执行财政部《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》的有关规定，因对隆基绿能科技股份有限公司（以下简称“隆基绿能”）的投资不再具有重大影响，该投资的会计核算方法将由长期股权投资变更为金融资产核算（以下简称“本项会计核算变更”），本项会计核算方法变更对本公司截至 2022 年 5 月 20 日归属于母公司净利润的影响为人民币 65.26 亿元。

2022 年，公司投资收益 145.64 亿元，同比增加 388.84%，主要是本期持有的隆基绿能股份会计核算从长期股权投资权益法变更为公允价值核算以及处置部分隆基股份，使投资收益增加所致；2022 年，公允价值变动损益-51.65 亿元，同比下降 477.39%，主要是金融资产公允价值变动损益减少。

2020 年-2022 年，公司交易性金融资产分别为 122.9、115.5、211.7 亿元。2022 年大幅增加主因对隆基绿能投资的会计核算方法变更，2020、2021 年，交易性金融资产变动较小。从公司历史投资来看，相对较为稳健，打造了以“财务投资+战略投资+产业投资”的长短周期结合且相互支撑的投资模式。但是，投资存在风险，从交易性金融资产的体量看，投未来收益对公司业绩的影响会增加。

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，预计公司 23-25 年收入分别为 1795.8/1817.1/1839.0 亿元，归属母公司净利润 288.5/294.1/298.4 亿元，每股收益 23-25 年分别为 2.98/3.03/3.08 元。

公司业务以煤炭为主，未来集团注入的小庄矿、孟村矿为公司带来新增产能 1200 万吨/年，将进一步提高公司产能，并考虑公司核定产能的逐步增长。

**原煤业务：**根据公司 2023 年一季度生产以及自产煤销量、未来产能建设情况，预计 2023-2025 年，公司自产煤销量同比增长 12%、1%、1%，2022 年自产煤价格 668.97 元/吨，预计 2023 年煤炭销售均价略有下降至 640 元/吨，2024-2025 年煤价持平。给予 23-25 年原煤业务 8%/1%/1%的营收增速和 59%/59%/59%毛利率，预计公司 2023-2025 原煤业务营收为 811.8/819.9/828.1 亿元。

**洗煤业务：**预计洗煤业务与原煤业务整体一致，根据公司 2023 年一季度生产以及自产煤销量、未来产能建设情况预计 2023-2025 年，洗煤业务维持 8%/1%/1%的营收增速和 59%/59%/59%毛利率，预计公司 2023-2025 洗煤业务营收为 360.3/819.9/828.1 亿元。

**贸易煤业务：**预计贸易煤业务与原煤业务整体一致，根据公司 2023 年一季度生产以及自产煤销量、未来产能建设情况，预计 2023-2025 年，贸易煤业务维持 8%/1%/1%的营收增速和 1%/1%/1%毛利率，预计公司 2023-2025 贸易煤业务营收为 576.9/582.7/588.5 亿元。

**运输业务：**预计运输业务与原煤业务整体一致，根据公司 2023 年一季度生产以及自产煤销量、未来产能建设情况，预计 2023-2025 年，运输业务维持 8%/1%/1%的营收增速和 45%/45%/45%毛利率，预计公司 2023-2025 运输业务营收为 9.5/9.6/9.7 亿元。

**其他业务：**其他对公司整体业绩影响较小，预计 2023-2025 年，其他业务维持 10%/10%/10%的营收增速和 30%/30%/30%毛利率，预计公司 2023-2025 其他业务营收为 37.2/40.9/45.0 亿元。

公司各项业务增速及毛利率假设如表 6 所示：

表7: 公司业绩预测 (百万元)

业务	类别	2021	2022	2023E	2024E	2025E
原煤	销售收入	58,989.45	75,169.57	81,183.14	81,994.97	82,814.92
	成本	20,356.66	24,996.79	33,285.09	33,617.94	33,954.12
	销售收入增长率(自定义)	-28.98%	27.43%	8.00%	1.00%	1.00%
	毛利率(自定义)	65.49%	66.75%	59.00%	59.00%	59.00%
贸易煤	销售收入	62,022.63	53,420.30	57,693.92	58,270.86	58,853.57
	成本	61,421.38	52,512.15	57,116.98	57,688.15	58,265.03
	销售收入增长率(自定义)		-13.87%	8.00%	1.00%	1.00%
	毛利率(自定义)	0.97%	1.70%	1.00%	1.00%	1.00%
洗煤	销售收入	23,516.19	33,992.33	36,031.87	36,392.19	36,756.11
	成本	9,207.16	12,061.24	14,773.07	14,920.80	15,070.01
	销售收入增长率(自定义)	161.87%	44.55%	6.00%	1.00%	1.00%
	毛利率(自定义)	60.85%	64.52%	59.00%	59.00%	59.00%
其他	销售收入	6,904.56	3,382.84	3,721.13	4,093.24	4,502.56
	成本	6,241.92	1,748.23	2,604.79	2,865.27	3,151.80
	销售收入增长率(自定义)	228.30%	-51.01%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(自定义)	9.60%	48.32%	30.00%	30.00%	30.00%
运输业务	销售收入	833.59	882.68	953.29	962.83	972.45
	成本	461.08	465.87	524.31	529.55	534.85
	销售收入增长率(自定义)	15.85%	5.89%	8.00%	1.00%	1.00%
	毛利率(自定义)	44.69%	47.22%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	营业收入	152,266.42	166,847.73	179,583.35	181,714.09	183,899.62
	同比增长率	60.52%	9.58%	7.63%	1.19%	1.20%
	营业成本	97,688.21	91,784.27	108,304.24	109,621.71	110,975.80
	毛利率	35.84%	44.99%	39.69%	39.67%	39.65%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

综上所述, 预计未来3年营收 1795.8/1817.1/1839.0 亿元, 同比 +7.6%/+1.2%/+1.2%, 毛利率 39.7%/39.7%/39.7%, 毛利 712.8/720.9/729.2 亿元, 同比 -5.0%/+1.1%/+1.2%。

### 未来3年业绩预测简表

表8: 未来3年盈利预测表(百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	166848	179583	181714	183900
营业成本	91784	108304	109622	110976
销售费用	835	1078	1090	1103
管理费用	7114	7425	7502	7764
财务费用	(608)	(939)	(1400)	(1787)
营业利润	64582	52716	53746	54530
利润总额	64063	52616	53646	54430
归属于母公司净利润	35123	28847	29412	29842
EPS	3.62	2.98	3.03	3.08
ROE	34.21%	25%	23%	22%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

2022 年底, 公司交易性金融资产余额 211.70 亿元, 考虑市场波动的不可预见性, 我们假设未来三年交易性金融资产余额维持不变。

按上述假设条件,我们得到公司23-25年收入分别为1795.8/1817.1/1839.0亿元,归属母公司净利润288.5/294.1/298.4亿元,利润年增速分别为-17.9%/2.0%/1.5%。每股收益23-25年分别为2.98/3.03/3.08元。

## 盈利预测的敏感性分析

表9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	152,266	166,848	180,857	183,217	185,641
(+/-%)	60.5%	9.6%	8.4%	1.3%	1.3%
净利润(百万元)	21140	35123	37276	38000	38630
(+/-%)	42.0%	66.1%	6.1%	1.9%	1.7%
摊薄 EPS	2.18	3.62	3.84	3.92	3.98
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	152,266	166,848	179,583	181,714	183,900
(+/-%)	60.5%	9.6%	7.6%	1.2%	1.2%
净利润(百万元)	21140	35123	28847	29412	29842
(+/-%)	42.0%	66.1%	-17.9%	2.0%	1.5%
摊薄 EPS(元)	2.18	3.62	2.98	3.03	3.08
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	152,266	166,848	178,310	180,214	182,165
(+/-%)	60.5%	9.6%	6.9%	1.1%	1.1%
净利润(百万元)	21140	35123	20966	21390	21642
(+/-%)	42.0%	66.1%	-40.3%	2.0%	1.2%
摊薄 EPS	2.18	3.62	2.16	2.21	2.23
总股本(百万股)	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在23.84-25.33元,首次覆盖给予增持评级。

考虑公司的业务特点,考虑公司属于周期行业,我们采用相对估值来估算公司的合理价值区间。

### 相对估值: 23.84-25.33元

我们预计陕西煤业2023-2025年EPS分别为2.98/3.03/3.08元,考虑到公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能规模具备优势且仍有增长空间。因此我们重点选取与公司同行业的煤炭龙头公司、煤电一体化公司进行比较,分别为中国神华、中煤能源、盘江股份。

1) 中国神华: 作为煤电路港航化一体化行业龙头,全产业链布局平抑行业周期波动,因此估值位于市场前列。考虑未来陕西煤业资源优势、区位优势以及产能增量,因此我们认为陕西煤业的估值水平未来可与中国神华相当。

2) 中煤能源: 公司背靠第二大煤炭央企中煤能源,坐拥山西平朔、陕北、内蒙等煤炭主产地优质资源,产能核增进一步提升产销量。考虑到陕西煤业煤质整体优于中煤,我们认为可给陕西煤业较高的估值溢价。

3) 盘江股份: 公司作为西南煤炭龙头,区位优势明显,享有优质的煤炭资源,且逐步向煤电一体发展,平滑周期波动。考虑到陕西煤业未来煤炭增产预期,我们

认为可给陕西煤业较高的估值溢价。

上述可比公司 2023 年 PE 平均值为 6.6，中国神华 PE 为 8.3。根据可比公司估值，考虑陕煤产能增长、煤质优良等因素，我们认为陕西煤业 2023 年合理 PE 水平为 8-8.5，对应公司股票合理估值区间为 23.84-25.33 元。

表10: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601088.SH	中国神华	无评级	29.89	5,938.70	3.62	3.69	8.26	8.10
601898.SH	中煤能源	无评级	8.92	1,182.67	1.74	1.82	5.13	4.90
600395.SH	盘江股份	增持	6.72	144.25	1.03	1.08	6.52	6.22
	平均值						6.64	6.41
601225.SH	陕西煤业		19.82	1,921.55	2.98	3.03	6.65	6.54

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及预测 (盘江股份外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测), 股价按照 5 月 5 日收盘价。

## 投资建议

预计公司 23-25 年收入分别为 1795.8/1817.1/1839.0 亿元，归属母公司净利润 288.5/294.1/298.4 亿元，每股收益 23-25 年分别为 2.98/3.03/3.08 元。我们认为公司股票合理估值区间在 23.84-25.33 元之间，相对于公司 5 月 9 日收盘价有 14.1%-21.3%溢价空间。考虑公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能规模具备优势且仍有增长空间，同时公司业绩稳健，股息回报丰厚，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 23.84-25.33 元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、盘江股份、中煤能源等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予 14.1%-21.3%的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+7.6%/+1.2%/+1.2%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 39.7%/39.7%/39.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现区域经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、

化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

### **水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求**

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

### **安全生产事故的影响**

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

### **公司产能释放不及预期**

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	53974	47387	78103	101036	124768	营业收入	152266	166848	179583	181714	183900
应收款项	8441	2899	3120	3157	3195	营业成本	97688	91784	108304	109622	110976
存货净额	3616	2678	3273	3302	3333	营业税金及附加	8713	11494	12371	12518	12669
其他流动资产	6385	7861	8462	8562	8665	销售费用	1042	835	1078	1090	1103
<b>流动资产合计</b>	<b>83965</b>	<b>81999</b>	<b>114132</b>	<b>137231</b>	<b>161134</b>	管理费用	7005	7114	7425	7502	7764
固定资产	64831	82677	85066	87030	88604	研发费用	136	579	629	636	644
无形资产及其他	20369	24000	23040	22080	21120	财务费用	(87)	(608)	(939)	(1400)	(1787)
投资性房地产	3788	12909	12909	12909	12909	投资收益	3030	14564	2000	2000	2000
长期股权投资	12455	13675	13675	13675	13675	资产减值及公允价值变动	546	(5916)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>185407</b>	<b>215260</b>	<b>248822</b>	<b>272926</b>	<b>297443</b>	其他收入	(88)	(294)	(629)	(636)	(644)
短期借款及交易性金融负债	813	2712	2500	2500	2500	营业利润	41394	64582	52716	53746	54530
应付款项	19509	20143	24619	24831	25069	营业外净收支	(705)	(518)	(100)	(100)	(100)
其他流动负债	27176	27861	33967	34266	34651	<b>利润总额</b>	<b>40689</b>	<b>64063</b>	<b>52616</b>	<b>53646</b>	<b>54430</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>47499</b>	<b>50716</b>	<b>61086</b>	<b>61597</b>	<b>62219</b>	所得税费用	6945	10974	9013	9189	9324
长期借款及应付债券	7055	4163	6163	8163	10163	少数股东损益	12604	17967	14756	15045	15265
其他长期负债	16236	22464	23264	24064	24864	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>21140</b>	<b>35123</b>	<b>28847</b>	<b>29412</b>	<b>29842</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>23291</b>	<b>26627</b>	<b>29427</b>	<b>32227</b>	<b>35027</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>70790</b>	<b>77343</b>	<b>90513</b>	<b>93825</b>	<b>97247</b>	<b>净利润</b>	21140	35123	28847	29412	29842
少数股东权益	29232	35234	44088	53115	62274	资产减值准备	534	(70)	53	17	15
股东权益	85385	102683	114222	125987	137923	折旧摊销	8336	10610	6507	6979	7371
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>185407</b>	<b>215260</b>	<b>248822</b>	<b>272926</b>	<b>297443</b>	公允价值变动损失	(546)	5916	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(87)	(608)	(939)	(1400)	(1787)
每股收益	2.18	3.62	2.98	3.03	3.08	营运资本变动	16731	3351	10030	1163	1264
每股红利	1.29	3.27	1.79	1.82	1.85	其它	4603	1803	8801	9011	9144
每股净资产	8.81	10.59	11.78	13.00	14.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>50797</b>	<b>56733</b>	<b>54237</b>	<b>46580</b>	<b>47636</b>
ROIC	36.08%	45.47%	40%	42%	43%	资本开支	0	(20931)	(8000)	(8000)	(8000)
ROE	24.76%	34.21%	25%	23%	22%	其它投资现金流	739	(9625)	0	0	0
毛利率	36%	45%	40%	40%	40%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2373)</b>	<b>(31777)</b>	<b>(8000)</b>	<b>(8000)</b>	<b>(8000)</b>
EBIT Margin	25%	33%	28%	28%	28%	权益性融资	(6)	4412	0	0	0
EBITDA Margin	30%	39%	31%	32%	32%	负债净变化	264	(2892)	2000	2000	2000
收入增长	61%	10%	8%	1%	1%	支付股利、利息	(12524)	(31736)	(17308)	(17647)	(17905)
净利润增长率	42%	66%	-18%	2%	1%	其它融资现金流	6145	33300	(212)	0	0
资产负债率	54%	52%	54%	54%	54%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(18381)</b>	<b>(31543)</b>	<b>(15520)</b>	<b>(15647)</b>	<b>(15905)</b>
股息率	6.6%	16.7%	9.1%	9.3%	9.4%	<b>现金净变动</b>	<b>30043</b>	<b>(6587)</b>	<b>30717</b>	<b>22933</b>	<b>23731</b>
P/E	9.0	5.4	6.6	6.5	6.4	货币资金的期初余额	23931	53974	47387	78103	101036
P/B	2.2	1.8	1.7	1.5	1.4	货币资金的期末余额	53974	47387	78103	101036	124768
EV/EBITDA	5.7	4.1	5.0	4.9	4.9	企业自由现金流	0	38642	49787	41863	42687
						权益自由现金流	0	69051	52353	45024	46168

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032