

2023年07月12日  
陕西煤业(601225.SH)

ESSENCE

 公司深度分析

证券研究报告

动力煤

## 煤炭为主，多元发展；稳中求进，成长可期

煤炭资源区位优势、质量佳，吨煤成本具备优势。公司所属矿区主要集中在陕西省中北部煤炭资源丰富区，储量仅次于两大中字头央企。除此之外，公司的煤炭资源还具有品质佳和区位优势两大特点：一方面公司产煤区 90%以上的煤炭储量属特低灰/磷/硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。另一方面陕西省雄踞关中而联动四方，是我国西部距离煤炭主要消费地最近的省份，而公司亦围绕“六线四区域”形成市场网络，北有包西/蒙冀/瓦日线覆盖能源化工“金三角”，南有浩吉铁路直通“两湖一江”长江核心经济带，有力保证公司煤炭需求的持续性和成长性。在上述优势的加持下，叠加公司智能化建设加速推进，使得公司具有开采成本低、人均创利高的特点。通过与同行业大型动力煤公司进行对比，除中国神华外，公司自产煤吨煤成本相比其他可比公司优势明显。

2022年优质资产收购落地，夯实未来产能和资源储备。2022年公司下属7处矿井核增产能1700万吨/年。除此之外，公司还在2022年现金收购了控股股东陕煤集团所持有的彬长矿业集团、神南矿业公司股权，合计斥资347.63亿元，并获得1200万吨/年在产煤炭产能以及陕北榆神矿区小壕兔井田探矿权（一、三号矿井；其中一号矿井规划产能800万吨/年），使总产能上升至1.62亿吨/年，对应权益产能1.01亿吨/年。“核增+收购”的模式有望帮助公司实现即期煤炭产量及未来资源储备的大幅提升。

提高分红承诺，高分红高股息属性再强化。2022年11月，公司发布公告计划2022-2024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60%，较2020-2022年承诺比例为40%的分红进一步提升，亦体现出公司对未来发展充满信心。据公司公告及Wind测算，2022年公司拟现金分红211.35亿元，全年分红比率为60.17%，股息率为11.74%，该分红比率及股息率均属动力煤行业中较高水平。

投资建议：买入-A的投资评级。我们预计公司2023-2025年分别实现营业收入1523.57亿元、1538.36亿元、1554.37亿元，增速分别为-8.7%、1.0%、1.0%，2023-2025年分别实现净利润281.07亿元、289.41亿元、295.73亿元，增速分别为-20.0%、3.0%、2.2%。公司地处陕西，煤炭资源区位优势、质量佳，吨煤成本具备

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

22.04元

股价(2023-07-12)

16.81元

交易数据

总市值(百万元) 162,972.95

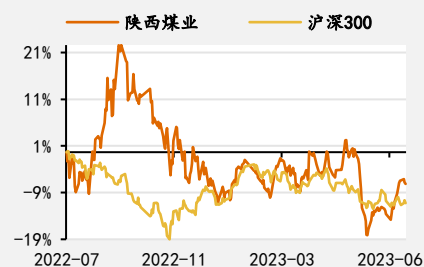
流通市值(百万元) 162,972.95

总股本(百万股) 9,695.00

流通股本(百万股) 9,695.00

12个月价格区间 16.74/25.03元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.3	-7.2	-6.5
绝对收益	-6.4	-13.4	-17.4

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

林祎楠

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070049

linyinn@essence.com.cn

相关报告

优势。2022 年“核增+收购”帮助公司实现即期煤炭产量及未来资源储备的大幅提升，成长性犹存，同时高分红政策奠定长期投资价值。首次覆盖，给予公司 2023 年 7.6xPE，对应 6 个月目标价为 22.04 元。

**风险提示：**宏观经济周期波动风险、煤炭价格波动、生产安全风险、环保风险、整合风险、产能释放不及预期、探矿权开发进度不及预期、业绩预测模型误差超预期、股权投资亏损风险、分红比例不及预期

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	152,266.4	166,847.7	152,356.6	153,836.0	155,437.2
净利润	21,139.7	35,122.9	28,106.5	28,941.3	29,572.7
每股收益(元)	2.18	3.62	2.90	2.99	3.05
每股净资产(元)	8.81	10.59	11.08	12.21	13.37

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	7.7	4.6	5.8	5.6	5.5
市净率(倍)	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
净利润率	13.9%	21.1%	18.4%	18.8%	19.0%
净资产收益率	24.8%	34.2%	26.2%	24.4%	22.8%
股息收益率	8.0%	13.0%	10.4%	11.0%	11.3%
ROIC	54.3%	99.3%	67.3%	55.1%	77.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 西部煤炭航母，营收净利连续 7 年稳健增长	5
1.1. 聚焦煤炭主业，业绩稳健增长	5
1.2. 探索多元多级投资模式增厚收益	6
2. 公司煤炭资源区位优、质量佳，成本优势凸显	8
2.1. 公司煤炭资源集中于陕西省中北部：区位优势显著，煤炭品质优异	8
2.2. 提升长协比例平抑价格波动，吨煤成本相对占优	11
3. 2022 年优质资产收购落地，夯实未来产能和资源储备	14
4. 提高分红承诺，高分红高股息属性再强化	16
5. 盈利预测与投资建议	19
5.1. 盈利预测与关键假设	19
5.2. 估值与投资建议	19
6. 风险提示	20

## 目 录

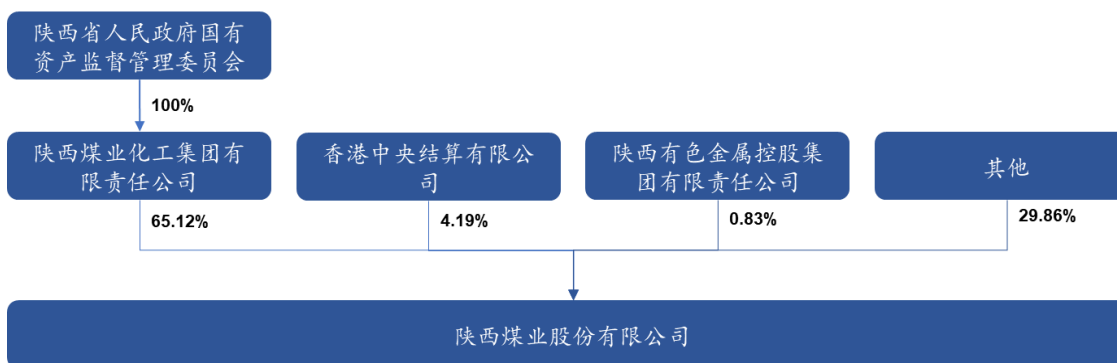
图 1. 公司股权结构图	5
图 2. 煤炭业务贡献核心收入	5
图 3. 公司近十年营业收入及增速（亿元，%）	6
图 4. 公司近十年归母净利润及增速（亿元，%）	6
图 5. 公司在董事会决议公告中披露的计划投资金额（亿元）	6
图 6. 公司计划投资的范围和方向	6
图 7. 2017 年至今公司投资净收益（亿元）	8
图 8. 陕西省煤炭资源分布	8
图 9. 陕西省煤矿数量及产能分布情况	8
图 10. 陕西煤业旗下矿井分布图	9
图 11. 陕西煤业与可比公司资源量情况（亿吨）	9
图 12. 陕西煤业与可比公司 2022 年煤炭产量（亿吨）	9
图 13. 公司占据区位优势，围绕“六线四区域”	11
图 14. 2019 年至今秦港 Q5500 煤价（元/吨）	12
图 15. 2019 至今秦港 Q5500 市场煤价中枢（元/吨）及同比（%）	12
图 16. 我国现行煤炭长协定价公式：基准价+浮动价	12
图 17. 秦皇岛港和重点地区煤炭中长期交易价格合理区间表	12
图 18. 2017 年至今长协煤价变动情况（元/吨）	13
图 19. 2019 至今秦港 Q5500 长协煤价中枢（元/吨）	13
图 20. 2018 年至今公司分矿区自产坑口煤价格及综合自产煤价格（元/吨）	13
图 21. 陕煤智能化建设成果	14
图 22. 形成智能化建设 5 个示范标杆“新模式”	14
图 23. 陕西煤业与可比公司人均创利对比（万元）	14
图 24. 陕西煤业与可比公司自产煤吨煤成本对比（万元）	14
图 25. 地方煤炭企业 2022 年原煤产量（万吨）	16
图 26. 近十年公司资产负债率情况（%）	17
图 27. 近十年公司有息负债率情况（%）	17
图 28. 公司近五年资本开支情况（亿元）	17
图 29. 公司近十年经营活动产生的现金流量净额情况（亿元）	17

图 30. 公司现金分红金额（亿元）及股息率情况（%） .....	18
表 1: 公司控制的结构化主体以及投资企业情况不完全梳理 .....	7
表 2: 公司所属矿区 2017-2022 年商品煤产量（万吨）及占当年总产量比重情况（%） ...	9
表 3: 晋陕蒙煤炭主产区动力煤品质情况 .....	10
表 4: 不同气化技术煤质要求表 .....	10
表 5: 我国“十四五”期间重点发展的现代煤化工产业基地 .....	11
表 6: 本次现金收购具体方案 .....	15
表 7: 公司合计产能 1.62 亿吨/年 .....	15
表 8: 陕煤集团在建煤矿情况 .....	16
表 9: 部分上市动力煤企近十年股利支付率 .....	18
表 10: 部分上市动力煤企近四年资产负债率（%）及经营性现金流情况（亿元） .....	18
表 11: 公司煤炭业务收入成本情况 .....	19
表 12: 可比公司估值 .....	19

## 1. 西部煤炭航母，营收净利连续 7 年稳健增长

陕西煤业是陕西唯一集产运销为一体的省属特大型煤炭企业。陕西煤业股份有限公司是陕西煤业化工集团公司以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能开发、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日共同发起设立的股份有限公司。2014 年 1 月 28 日，陕西煤业在上海证券交易所挂牌上市，成为陕西煤业化工集团有限责任公司（简称“陕煤集团”）唯一的煤炭资产上市运营平台。截至 2023 年 4 月，公司控股股东陕煤化集团持股 65.12%，实控人为陕西省国资委。

图1. 公司股权结构图

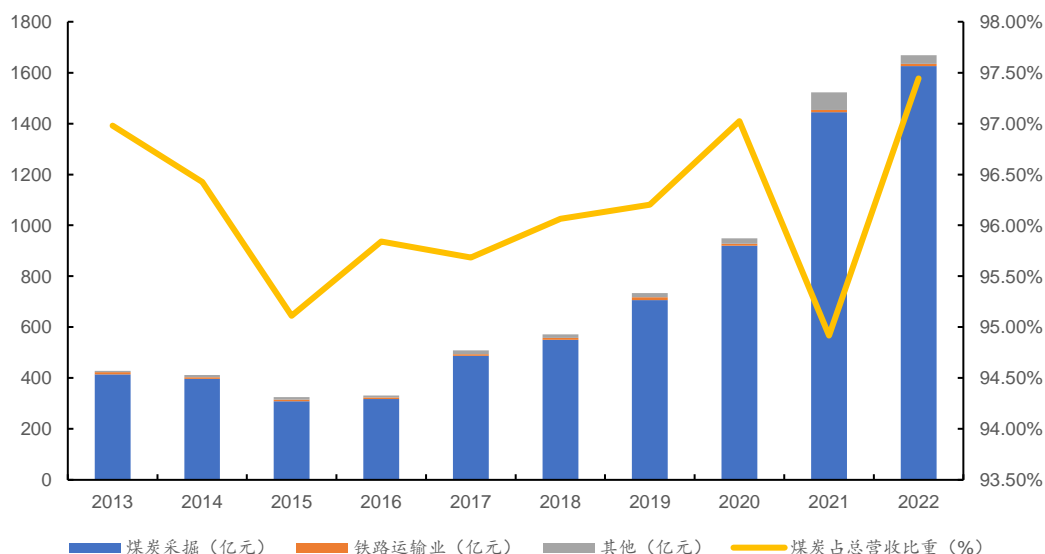


资料来源：Wind、安信证券研究中心（注：数据截至 2023 年 7 月 12 日）

### 1.1. 聚焦煤炭主业，业绩稳健增长

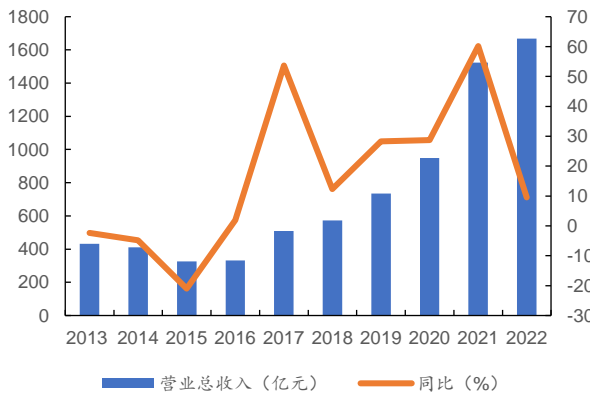
聚焦煤炭主业，稳健经营，持续盈利。公司主营业务为煤炭开采、洗选、加工、销售以及生产服务等，近十年煤炭业务贡献营收占比均在 95% 左右。2013-2022 年，公司营业总收入从 432.19 亿元增长至 1668.48 亿元，归母净利润从 34.86 亿元增长至 351.23 亿元，尤其是在供给侧改革后，公司业绩逐渐改善，2016 年至今营收净利实现连续 7 年稳健增长。

图2. 煤炭业务贡献核心收入



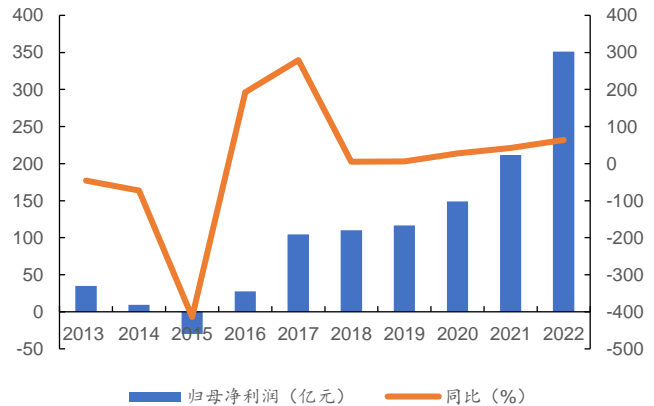
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图3. 公司近十年营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图4. 公司近十年归母净利润及增速 (亿元, %)

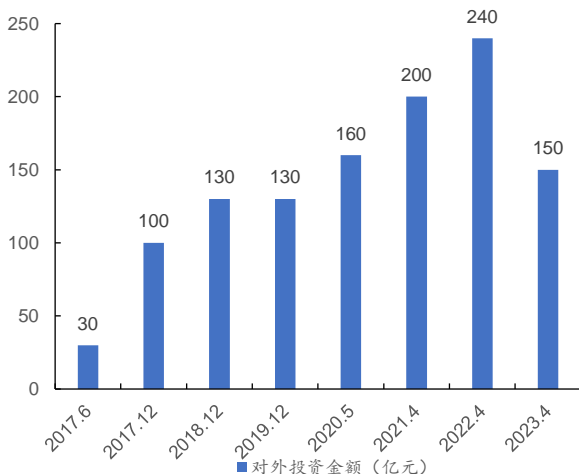


资料来源: Wind、安信证券研究中心

## 1.2. 探索多元多级投资模式增厚收益

打造“财务投资+战略投资+产业投资”的投资模式，探索第二成长曲线。公司对外投资始于2017年，据公司公告，2017年6月董事会同意陕西煤业以不超过30亿元的公司自有资金对外合作开展不涉及关联交易的投资业务。围绕着国家30/60碳达峰、碳中和的目标方向，公司开始布局新能源、新材料、新经济赛道的优质资产，着力打造“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，截至2022年4月，经董事会决议，同意公司以不超过240亿元的公司自有资金为限，在限定额度内，按照投资决策流程，对外合作开展不涉及关联交易的投资业务，相比2017年有大幅提升。据年报以及Wind披露，2022年至今公司加仓了涉及锂电池、储能、钕铁硼永磁材料的企业，以自有资金分别购买了49.38亿元盐湖股份(000792.SZ)股票，截至2023年Q1持股比例为4.90%，成为盐湖股份第六大股东，并购买了6亿元南网储能(600995.SH)股票。同时于2023年入股稀土永磁材料供应商金力永磁(300748.SZ)，截至2023Q1持股4.00%位列第五大股东。此外，公司还与朱雀基金合作成立多支产业投资基金，与天风证券合作成立天风证券天时领航2号单一资产管理计划进行二级市场股权投资，与上海开源发起陕西开源雏鹰股权投资基金合伙企业等，正如公司董事长杨照乾在2022年年报中的表示：“股权投资创造了新的价值，成为助推高质量发展的重要动力”。

图5. 公司在董事会决议公告中披露的计划投资金额 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图6. 公司计划投资的范围和方向



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

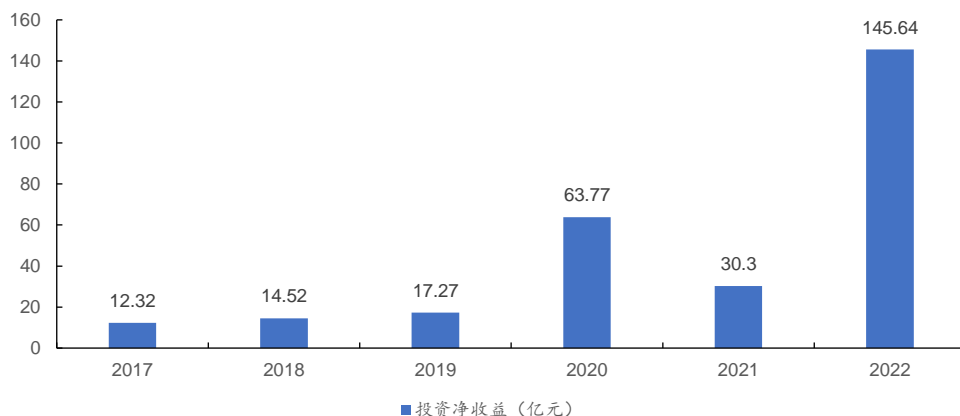
表1：公司控制的结构化主体以及投资企业情况不完全梳理

结构化主体名称	陕西煤业持股比例	执行事务合伙人	投资企业	投资企业主营业务
嘉兴和源庚酉投资管理合伙企业(有限合伙)	99.99933%	北京和源投资管理有限公司	金卡智能集团股份有限公司	智慧燃气、智慧水务等
北京聚能合生产业投资合伙企业(有限合伙)	99.99933%	北京和信金创投资管理有限公司	北京农信互联科技集团有限公司	立足生猪产业，打造生猪产业数智生态服务平台“猪联网”
			北京驭能者能源科技有限公司	致力于发掘和处理光伏行业大数据，并为用户提供高精度的光伏气象数据、电站收益指标综合计算、新型科学运维体系等数据服务的创新型互联网企业。
			树根互联股份有限公司	树根互联旗下根云平台可以面向机器的制造商、设备使用者、政府监管部门等社会组织，在机器在线管理（服务、智造、研发、能源）、产业链平台、工业 AI、设备融资等方面提供深度服务。
			北京农信数智科技有限公司	农牧生鲜管理产业数字供应链解决方案提供商
聚赢威宁股权投资基金合伙企业(有限合伙)	99.80000%	天风天睿投资股份有限公司	国科天成科技股份有限公司	从事高性能 GNSS 核心算法研发和多系统高动态、高精度卫星导航产品的设计、开发和生产
			杭州远传新业科技股份有限公司	专注于智能交互多场景下的应用和开发，为客户提供多样化的智能服务与营销应用，以及综合性行业解决方案
西安朱雀壬辰投资合伙企业(有限合伙)	99.99800%	上海朱雀资产管理有限公司	上海朱雀壬寅私募投资基金合伙企业(有限合伙)	
陕西开源雏鹰股权投资基金合伙企业(有限合伙)	60%	上海开源思创投资有限公司	菲特(天津)检测技术有限公司	一家多技术融合的创新型企业，以为工业制造提供智能化解决方案为使命
			北京腾景数字科技发展有限责任公司	从事科技推广和应用服务业为主的企业
			洛阳大生新能源开发有限公司	锂电池及锂电材料研发、生产、销售
会昌聚能合生产业投资合伙企业(有限合伙)	99.99667%	北京和信金创投资管理有限公司	-	
深圳超摩半导体产业投资合伙企业(有限合伙)	99.97500%	上海国科龙晖私募基金管理有限公司		
深圳超摩微芯产业投资合伙企业(有限合伙)	99.85714%	上海国科龙晖私募基金管理有限公司		
扬州启正股权投资合伙企业(有限合伙)	99.80%	西安龙鼎投资管理有限公司	苏州聚晟太阳能科技股份有限公司	积累了超 GW 的跟踪支架项目经验，可为客户提供项目勘测、定制化设计、可行性论证、现场支持、运维培训、一站式跟踪系统解决方案。
			菲特晶(南京)电子有限公司	电子元器件制造、零售
			深圳市力子光电科技有限公司	主营光通信产品，光引擎及光模块的研发、制造和销售。
			上海擎昆信息科技有限公司	SOC 芯片及解决方案的设计和制造，并提供相关技术咨询和技术服务
			厦门云天半导体科技有限公司	晶圆级三维封装(WLP)、扇外型封装(FO)、系统级封装(SIP)及模块(Module)、IPD 无源器件制造、高密度玻璃通孔(TGV)技术和高精度天线制造等
中芯热成科技(北京)有限责任公司	半导体制造、光学系统设计、红外成像系统设计及红外探测器制备等			
扬州启威股权投资合伙企业(有限合伙)	99.90%	西安龙鼎投资管理有限公司		

资料来源：企查查、企查查、各公司官网、安信证券研究中心

**多元投资增厚收益。**2017 年起公司投资净收益逐步提升，2022 年实现投资净收益 145.64 亿元，同比增长 388.84%，合计占利润总额的比例为 14.67%，主要原因是公司 2022 年对持有的隆基绿能股份进行了部分处置，同时将会计核算方法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，致使投资收益增加。未来公司也将在资本运作方面不断努力，加快介入新兴产业赛道，构建“煤炭+轻资产”的产融体系。

图7. 2017 年至今公司投资净收益（亿元）



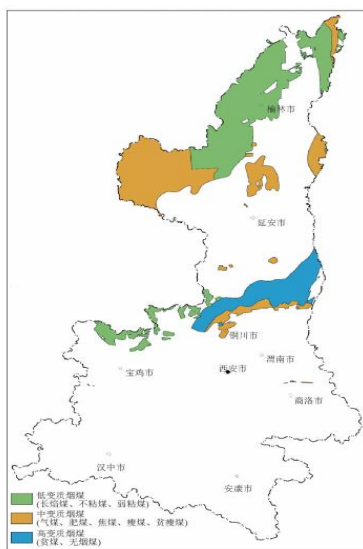
资料来源: Wind、安信证券研究中心

## 2. 公司煤炭资源区位优势、质量佳，成本优势凸显

### 2.1. 公司煤炭资源集中于陕西省中北部：区位优势显著，煤炭品质优异

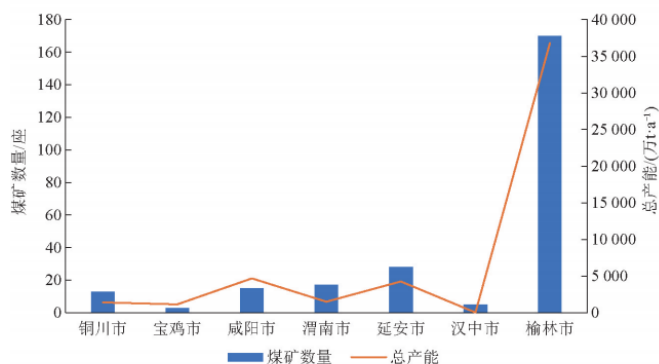
陕西煤炭资源在地区分布上具有显著的不均衡性。据《新时期陕西省煤炭资源勘查开发布局研究》(2021 年 12 月发表)，陕西省 2000m 以浅含煤面积约 5.6 万 Km<sup>2</sup>，占全省面积的 27.7%。陕西省累计探获煤炭资源量 2790.45 亿吨，其中保有资源量 1995 亿吨（其中已占用资源量 144.13 亿吨，尚未利用资源量 1815.65 亿吨）。煤炭资源主要分布于渭河以北，秦岭以南的商洛、宝鸡两地有零星分布，在地区分布上呈现极大的不均衡性。

图8. 陕西省煤炭资源分布



资料来源:《新时期陕西省煤炭资源勘查开发布局研究》、安信证券研究中心

图9. 陕西省煤矿数量及产能分布情况



资料来源:《新时期陕西省煤炭资源勘查开发布局研究》安信证券研究中心

公司所属矿区主要集中在陕西省煤炭资源丰富区，储量可观。据公司公告，截至 2022 年年报，公司拥有煤炭储量 183.67 亿吨、可开采储量 106.06 亿吨，可开采年限 70 年以上，其中 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：陕北矿区位于陕西北部榆林市，主要分布于榆林市神木县、府谷县、榆阳区、横山县境内；彬黄矿区则为彬长矿区与黄陵矿区的合称，黄陵矿区位于延安市黄陵县境内，彬长矿区位于咸阳市彬县、长武两县境内，上述两矿区可采储量分别为 60.5 亿吨、23.1 亿吨，基本均位于陕西省煤炭资源丰富区。

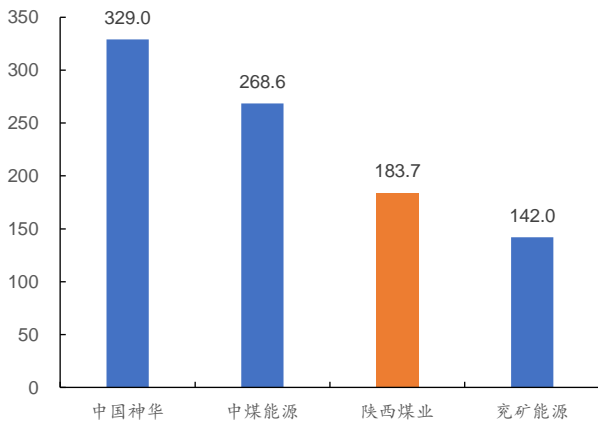


图10. 陕西煤业旗下矿井分布图



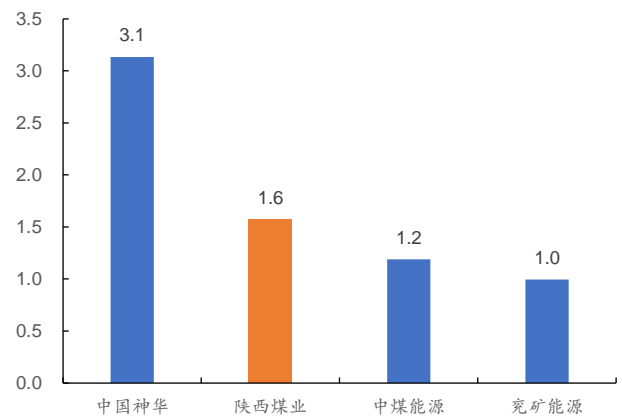
资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图11. 陕西煤业与可比公司资源量情况 (亿吨)



资料来源：各公司 2022 年报、安信证券研究中心

图12. 陕西煤业与可比公司 2022 年煤炭产量 (亿吨)



资料来源：各公司 2022 年报、安信证券研究中心

表2: 公司所属矿区 2017-2022 年商品煤产量 (万吨) 及占当年总产量比重情况 (%)

项目	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022
渭北矿区	万吨	864.0	1046.0	1000.0	965.8	840.4	877.6
占当年总产量比	%	8.6%	9.7%	8.7%	7.7%	6.2%	5.6%
彬黄矿区	万吨	3548.0	3797.0	3835.7	3758.2	3774.0	4401.8
占当年总产量比	%	35.1%	35.1%	33.4%	30.0%	27.8%	28.0%
陕北矿区	万吨	5685.0	5966.0	6658.1	7811.7	8973.2	10448.6
占当年总产量比	%	56.3%	55.2%	57.9%	62.3%	66.0%	66.4%
上述矿区合计商品煤产量	万吨	10097.0	10809.0	11493.8	12535.6	13587.6	15727.9

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

开采煤种品质优异，多为低灰低硫中高热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。根据界面新闻的报道以及国家发改委价格司对于化工用煤的界定，一般情况下界定电厂耗煤热值多位于 3000-5500 大卡区间；水泥耗煤热值在 5000-5500 大卡区间；化工耗煤热值在 5500 大卡以上，以 6000 大卡以上为主。且不同气化技术对煤炭质量指标中的灰分、硫分、挥发分等均有严格要求。据年报披露，公司产煤区 90%以上的煤炭储量属特低灰、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，而通过煤炭资源网披露的煤质指标与掌上煤焦披露的化工煤质要求进行对比，我们会发现公司所属矿区的多数煤种基本可以达到指标要求，且部分指标优于相邻晋、蒙地区的动力煤。

表3：晋陕蒙煤炭主产区动力煤品质情况

省份	地区	产品名称	发热量	挥发分	灰分	硫分
陕西省	榆林	神木烟煤块	6500	34	10	0.8
		榆林动力块煤	6000	34	15	1
		榆阳 6200 末	6200	38	6	0.6
	延安	黄陵动力煤	5000	32	28	0.5
	咸阳	彬县烟煤块	6500	37	14	1.3
		咸阳长焰块煤	6200	31	14	0.6
山西省	朔州	山阴动力煤	5800	35	17	1.3
		右玉气煤	5500	36	19	1.3
		朔州块煤	5200	34	22	1
	吕梁	兴县动力煤	5800	37	20	2
	忻州	保德动力煤	6100	33	22	1.2
内蒙古	鄂尔多斯	鄂尔多斯东胜大块精煤	5500	35	10	0.6
		鄂尔多斯准格尔旗动力块煤	6000	31	5	0.4

资料来源：煤炭资源网、安信证券研究中心（注：为方便对比，选取晋陕蒙距离较近产地）

表4：不同气化技术煤质要求表

项目	固定床对煤质要求	流化床对煤质要求
粒度	5-50mm	0-10mm 或 0.5-10mm
全水分	<9.2%	<10%（最好<5%）
灰分	<b>16%-18%</b>	<b>16%-18%</b>
挥发分	<b>2%-3%</b>	<b>2%-3%</b>
硫	<b>1%-1.5%</b>	<b>1%-1.5%</b>
灰熔点	软化温度 ST>1350℃	灰熔融温度一般要求<
煤种	无烟块煤、烟煤	高挥发分、高活性的年轻褐煤和低阶烟煤

资料来源：掌上煤焦、安信证券研究中心

公司占据区位优势，市场需求仍有成长空间。从地理位置上看，陕西省东临晋、豫，南面川、鄂，西扼宁、甘，北接内蒙古，雄踞关中而联动四方，是我国西部距离煤炭主要消费地最近的省份。聚焦到公司主体，公司围绕“六线四区域”形成了布局合理的市场网络，即：

- 沿包西线巩固省内电及省内化工用煤市场，公司主力矿井位于陕西榆林，与宁夏宁东、内蒙古鄂尔多斯共同组成我国能源化工“金三角”，根据《现代煤化工“十四五”发展指南》，国家将依托该区域大型煤炭基地，形成若干现代煤化工园区，建设具有竞争力的煤基化工原料及合成材料项目。未来“能源金三角”煤化工项目的陆续落地将有力保证公司煤炭需求的持续性和成长性。同时沿蒙冀线、瓦日线，形成非电煤市场的主导优势。
- 沿我国“北煤南运”最长的煤运战略大通道浩吉铁路做大“两湖一江”市场，形成长江经济带核心区域市场主导优势。据公司年报披露，公司在华中区域的营收份额已经由 2018 年的 93.44 亿元上升至 2022 年的 365.59 亿元，占比亦从 16.33% 提升至 21.91%。

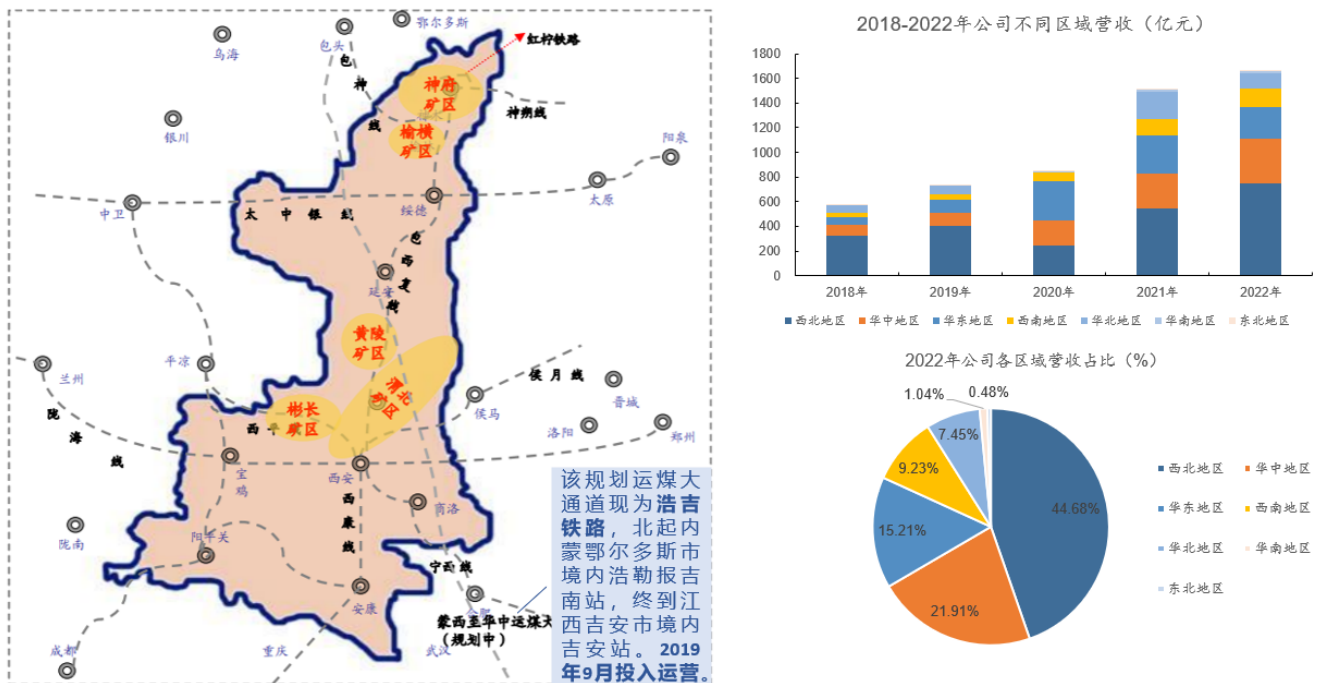
- 沿襄渝、宝成线扩大西南市场，立足重庆、辐射云贵川。最终实现沿长江向上辐射宜宾，向下与海进江无缝对接，公司的产品将全面覆盖长江经济带、东部沿海等中国经济最发达的区域。

表5: 我国“十四五”期间重点发展的现代煤化工产业基地

布局地区	布局内容
能源金三角(蒙西、陕北、宁东)	依托该区域大型煤炭基地,形成若干现代煤化工园区,以煤制油、煤制烯烃、低阶煤分质利用为龙头,合理规划下游深加工产品方案,建设具有竞争力的煤基化工原料及合成材料项目。
新疆地区(准东、哈密、伊犁等)	合理布局煤制油、煤制天然气、煤制烯烃及低阶煤分级分质利用项目,同步建设外输油气管线,形成适度规模的煤基燃料替代能力。
云、贵地区	利用当地丰富的煤炭和水资源建设煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等项目,推动当地经济发展。
其他地区	适度布局现代煤化工项目,并加强与现有产业的融合发展。

资料来源:《现代煤化工“十四五”发展指南》、安信证券研究中心

图13. 公司占据区位优势,围绕“六线四区域”

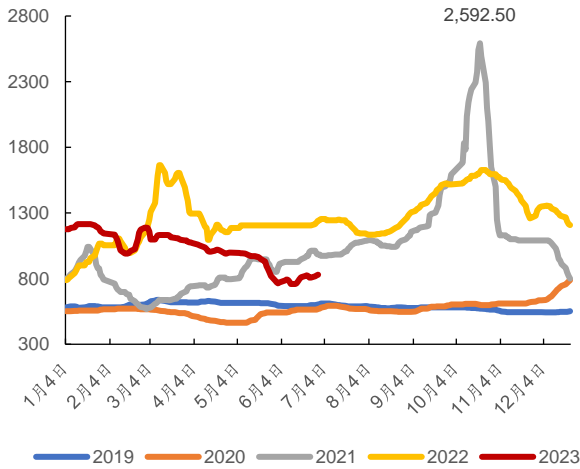


资料来源: 公司年报、公司招股说明书、安信证券研究中心 (注: 公司绘图时浩吉铁路还未开工建设, 现已建成故在图中补充)

## 2.2. 提升长协比例平抑价格波动, 吨煤成本相对占优

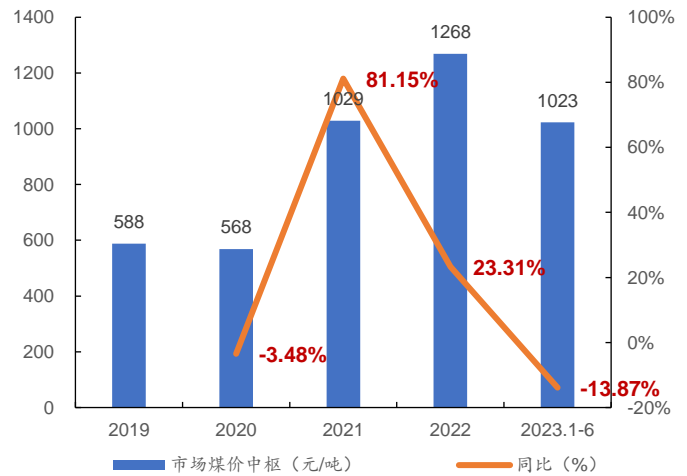
国内煤价近两年高位波动, 现阶段呈下行趋势但整体价格中枢仍明显高于2021年以前。2021年, 受煤炭行业供给侧改革后产能供给不足、下游用电需求旺盛、水力发电疲软等因素影响, 国内煤价从1月开始震荡上行, 10月达到全年最高水平, 其后在国家能源稳价保供调控政策下, 煤价迅速回落。据Wind, 秦皇岛Q5500动力煤市场价由2021年初的797.5元/吨上涨至10月最高点2592.5元/吨, 涨幅约为225%。2022年, 在俄乌冲突、极端高温天气、煤炭新增产能释放有限等多重因素影响下, 煤价持续高位运行, 价格中枢抬升明显。据煤炭资源网, 2022年秦皇岛港动力煤Q5500平仓价中枢约为1268元/吨, 相较于2021年的1029元/吨上涨约23%, 相较于2020年价格中枢568元/吨上涨约81%。2023年至今, 受宏观经济“弱复苏”、煤炭供给宽松、各环节库存高企等影响, 市场煤价格下行较为明显, 截至6月30日, 秦港动力混煤Q5500上半年价格中枢维持在1023元/吨, 虽与2022年相比有小幅下移, 但与2021年以前市场煤价相比仍处高位。

图14. 2019 年至今秦港 Q5500 煤价 (元/吨)



资料来源：煤炭资源网、Wind、安信证券研究中心

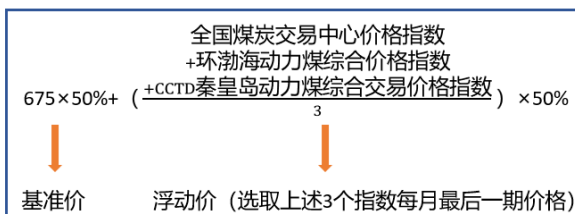
图15. 2019 至今秦港 Q5500 市场煤价中枢 (元/吨) 及同比 (%)



资料来源：煤炭资源网、Wind、安信证券研究中心

政策引导煤电企业落实长协合同抵御周期波动，明确煤炭中长期交易价格合理区间。2016 年以前我国煤炭价格经历了计划价格、指导价格、市场价格等多种定价机制。2016 年，国家发改委联合煤、电、钢协会共同发布《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》，要求 2016-2020 年间，建立电煤钢煤中长期合作基准价格确定机制，以长协基准价为基础建立价格预警机制，即“基准价+浮动价”的定价模式。2022 年初，国家将下水煤合同基准价调整为 675 元/吨（5500 大卡动力煤），相较于 2017 年来一直沿用的 535 元/吨上涨 26.17%。2022 年 2 月发布的《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》明确秦皇岛港和山西、陕西、蒙西、蒙东等重点地区出矿环节煤炭中长期交易价格合理区间。2023 年电煤中长期合同在延续此前长协定价机制的同时，也在数量要求、运力配置等方面进行细化，做到覆盖范围更广、签订期限更长、履约要求更严，旨在实现煤炭、电力上下游的协调发展。据煤炭市场网，秦皇岛动力煤 Q5500 年度长协价 2023 年 1-2 月为 728 元/吨，2023 年 3 月回落至 724 元/吨，4 月 723 元/吨，5 月 719 元/吨，6 月 709 元/吨。2023 年以来长协价格虽呈现小幅下移趋势，但整体波动幅度远小于动力煤市场价。

图16. 我国现行煤炭长协定价公式：基准价+浮动价



注：全国煤炭交易中心要根据价格机制定期测算每月中长期合同价格，报国家发改委确认后，每月最后一天对外发布，并作为下月中长期合同价格，价格水平不超过港口环节的合理区间。

资料来源：国家发改委、安信证券研究中心

图17. 秦皇岛港和重点地区煤炭中长期交易价格合理区间表

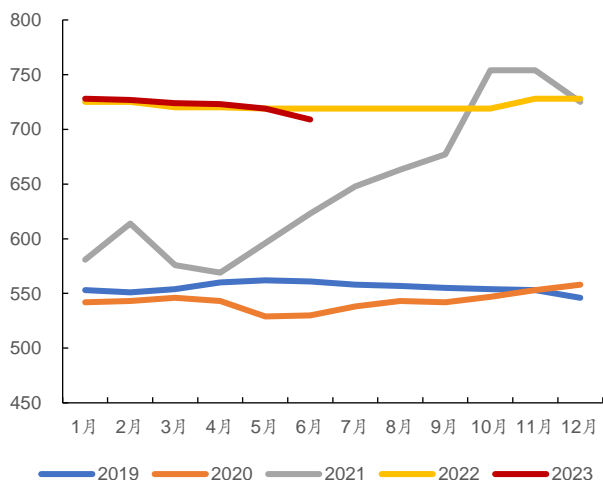
单位：元/吨

环节	地区	热值	中长期交易价格合理区间
港口	秦皇岛港	5500 千卡	570~770
出矿	山西	5500 千卡	370~570
	陕西	5500 千卡	320~520
	蒙西	5500 千卡	260~460
	蒙东	3500 千卡	200~300
	河北	5500 千卡	480~680
	辽宁	5500 千卡	590~790
	黑龙江	5500 千卡	545~745
	山东	5500 千卡	555~755
	安徽	5000 千卡	545~745
贵州	5000 千卡	350~500	

注：1. 上述价格均为含税价格。  
2. 其他热值煤炭价格合理区间按热值比相应折算。  
3. 部分省份正在研究制定当地煤炭价格合理区间。

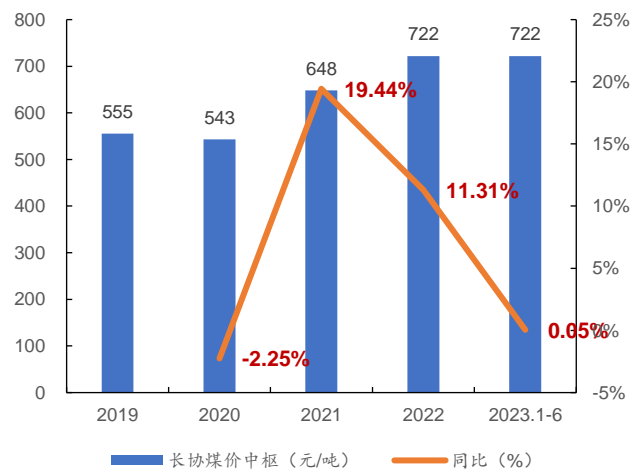
资料来源：国家发改委、安信证券研究中心

图18. 2017 年至今长协煤价变动情况 (元/吨)



资料来源：煤炭市场网、Wind、安信证券研究中心

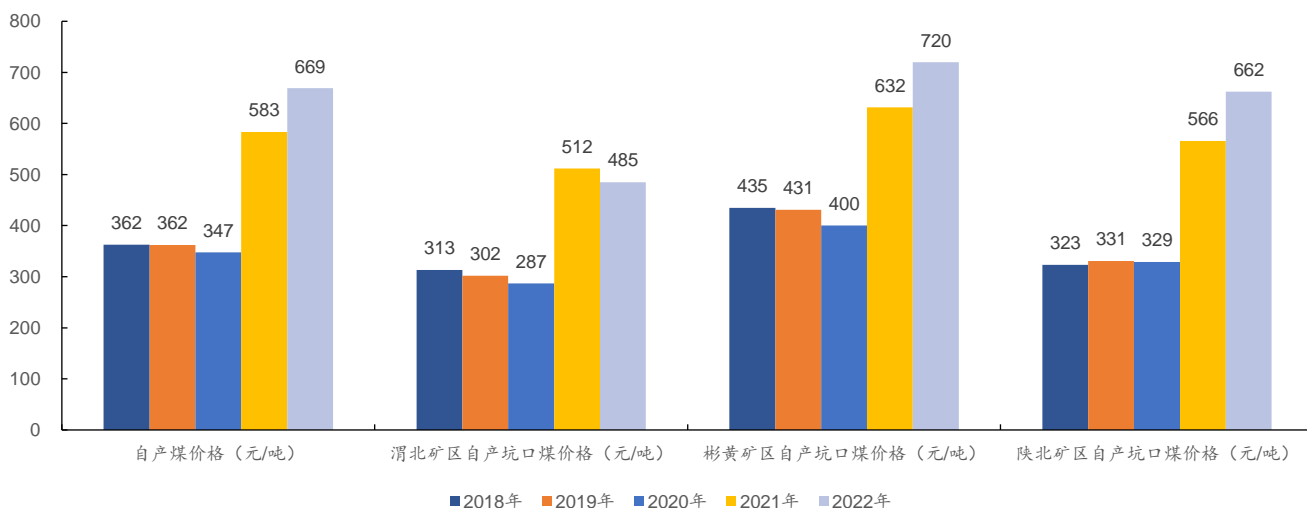
图19. 2019 至今秦港 Q5500 长协煤价中枢 (元/吨)



资料来源：煤炭市场网、Wind、安信证券研究中心

**公司提升长协比例平抑价格波动。**根据公司在 Wind 投资者平台的回复，2022 年公司长协煤与市场煤基本稳定在各 50% 的比例水平，对应公司 2022 年商品煤销售量 15549 万吨的 50% 约为 7775 万吨。而在 2023 年 5 月的回复中，公司表示长协合同煤是以控股股东陕煤集团为整体进行签订，2023 年计划签订比例 80% 左右，对应签订量 1.6 亿吨（包含电煤与非电煤）。按照各矿业公司资产关系对应股份公司长协占比 60% 左右，约为 9000 万吨，相比 2022 年有明显提升。此外，由于公司长协煤以坑口销售为主，未有年度和月度区分，价格按照国家发改委要求 5500 大卡 520 元/吨执行。在成本优势的加持下，未来公司在高长协占比下其利润弹性虽相比现货煤销售占比大的煤企有所减弱，但也在一定程度上压低了现货煤价波动造成的影响，盈利相对更加稳定。

图20. 2018 年至今公司分矿区自产坑口煤价格及综合自产煤价格 (元/吨)



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

**资源禀赋配套智能化加持，公司吨煤成本占优。**得益于公司优质的煤炭资源，公司下属采煤区特别是陕北地区具有煤炭赋存条件好、埋藏浅、开采技术条件优越等特性。且矿井均为大型现代化矿井，据公司公告，截至 2022 年底公司智能化产能达到 95%，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。2022 年，6 处国家首批智能化示范煤矿全部通过了国家验

收，黄陵矿业、陕北矿业“智慧矿区”已基本建成。先天资源优势叠加智能化建设加速推进，使得公司具有开采成本低、人均创利高的特点，通过与中国神华、中煤能源以及兖矿能源的对比，除中国神华外，公司自产煤吨煤成本相比其他两家优势明显。

图21. 陕煤智能化建设成果



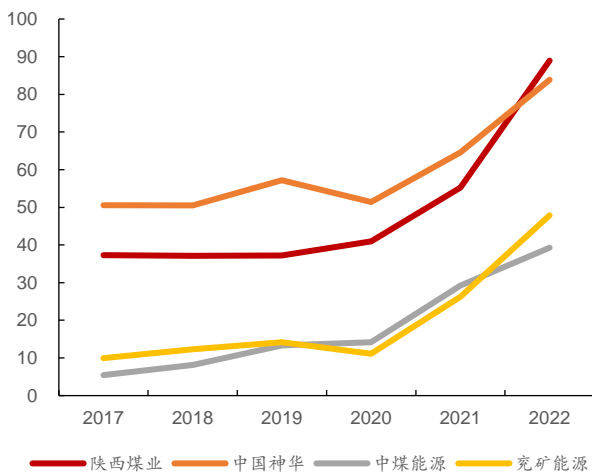
资料来源：陕西煤业官方微信、安信证券研究中心

图22. 形成智能化建设5个示范标杆“新模式”



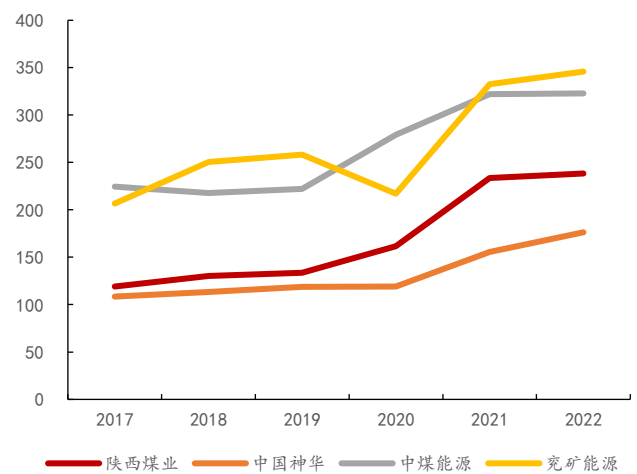
资料来源：陕西煤业官方微信、安信证券研究中心

图23. 陕西煤业与可比公司人均创利对比（万元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心（注：Wind计算方法为，归属母公司股东的净利润/员工人数）

图24. 陕西煤业与可比公司自产煤吨煤成本对比（万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心（注：除中国神华直接披露外，其他公司使用自产煤营业成本除以自产煤销量计算得到）

### 3. 2022年优质资产收购落地，夯实未来产能和资源储备

2022年收购集团两处优质资产，助力公司长期发展。公司2022年10月29日发布公告，将通过非公开协议方式现金收购陕煤集团持有彬长集团99.5649%股权，收购陕煤集团与陕北矿业合计持有神南矿业100%股权，两项收购合计斥资347.63亿元（彬长集团交易价格为143.16亿元，神南矿业为204.47亿元）。截至2022年底，上述收购已完成，公司获得彬长集团1200万吨/年煤炭产能（小庄矿600万吨/年、孟村矿600万吨/年）以及神南矿业持有的陕北榆神矿区小壕兔井田探矿权（一、三号矿井；其中一号矿井规划产能800万吨/年），公司的即期煤炭产量及未来资源储备有望实现大幅提升。

**表6：本次现金收购具体方案**

标的资产	交易对方	持股比例	交易价格（万元）
彬长集团 99.5649%股权	陕煤集团	99.5649%	1,431,558.13
神南矿业 100%股权	陕煤集团	99.2424%	2,029,252.88
	陕北矿业	0.7576%	15,490.98
合计			3,476,301.99

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**2022 年收购+核增，公司目前合计产能上升至 1.62 亿吨。**据公司公告，2022 年公司除收购新增产能 1200 万吨/年外，红柳林矿业、柠条塔矿业等 7 处矿井还进行了核增产能 1700 万吨/年，增强公司可持续发展能力，使得总产能上升至 1.62 亿吨/年，对应权益产能 1.01 亿吨/年。根据公司今年 5 月在 Wind 公开投资者平台的回复，已收购的彬长矿业小庄矿和孟庄目前尚未到达满产状态，大致在 80%左右，由此可见收购矿井以及核增矿井均可在短期贡献产量增量，为公司增产保供提供助力。此外，“十四五”期间，公司将加快推进小壕兔一号和小壕兔西部勘查区相关井田批复进度，为未来产能提升蓄力储备。据 Wind，目前小壕兔项目正处于办理项目核准手续阶段，待取得核准后方可开工建设，建设期一般在 3-5 年。

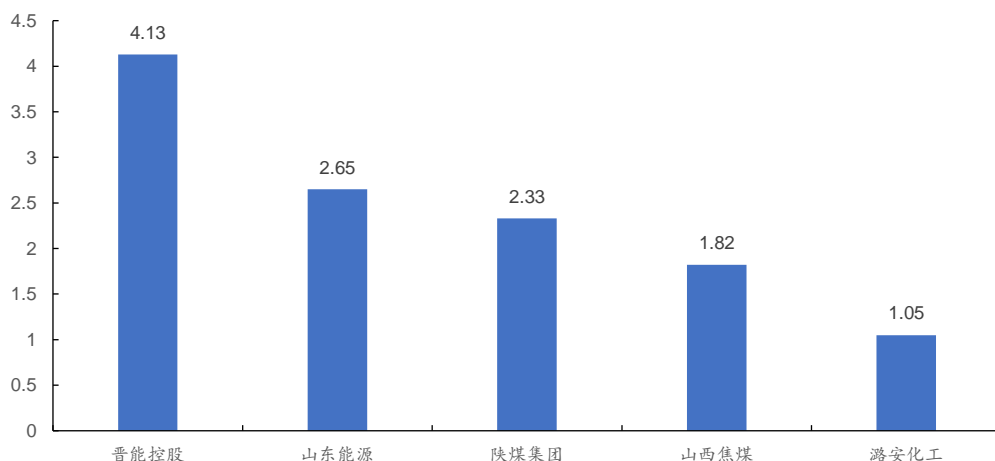
**表7：公司合计产能 1.62 亿吨/年**

矿区	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	煤矿	煤种	权益占比	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
彬黄矿区	58.14	32.65	58.14	黄陵一号	弱黏煤	100%	600	600
				黄陵二号	弱黏煤	54%	800	432
				小庄	不粘煤	100%	600	600
				孟村	不粘煤	100%	600	600
				建庄	弱黏煤、气煤	40%	500	200
				建新	弱黏煤、长焰煤	51%	400	204
				大佛寺	不粘煤	90%	750	675
				胡家河	不粘煤	80%	450	360
				文家坡	不粘煤	51%	400	204
小计							5100	3875
陕北矿区	121.40	70.75	121.40	红柳林	不粘煤、长焰煤	51%	1800	918
				柠条塔	不粘煤、长焰煤	51%	2000	1020
				张家峁	不粘煤、长焰煤	55%	1100	605
				韩家湾	不粘煤、长焰煤	100%	400	400
				小保当	不粘煤、长焰煤	60%	3300	1980
				袁大滩	不粘煤、长焰煤	34%	800	272
				孙家岔	不粘煤、长焰煤	30%	1000	300
小计							10400	5495
渭北矿区	4.12	2.65	4.12	玉华	不粘煤	100%	240	240
				陈家山	不粘煤	100%	180	180
				下石节	不粘煤	100%	185	185
				柴家沟	长焰煤	95%	100	95
小计							705	700
合计	183.67	106.06	183.67				16205	10070

资料来源：Wind、公司公告、安信证券研究中心

**背靠陕煤集团，长期产能扩张潜力犹存。**公司控股股东陕煤集团同样具有煤炭资源储量丰富且煤质优良的特点。据集团公告，截至 2023 年 3 月末，陕煤集团拥有煤炭资源储量 300.45 亿吨，可采储量 203.09 亿吨，矿井剩余可采年限约为 95.73 年，核定产能 21215 万吨/年，地方煤企中产量仅次于山东能源、晋能控股，为全国第三大地方煤企、省内第一大煤企。2022 年陕西省规模以上工业原煤产量达 7.46 亿吨，其中陕煤集团贡献原煤 2.09 亿吨，占比约 28%。另外，据中诚信国际出具的陕煤集团 2023 年跟踪评级报告，陕西省政府明确将陕煤集团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，集团的资源储备将进一步增加。此外，陕煤集团代陕西省政府交纳位于榆横矿区的小壕兔、尔林兔和曹家滩矿权价款 118 亿元，此三处矿权合计储量达到 179 亿吨，陕煤集团对以上资源具有优先开发权，目前尔林兔和曹家滩项目均通过国家发改委核准，小壕兔项目已注入上市公司陕西煤业体内，为长期产能扩张奠定基础。

图25. 地方煤炭企业 2022 年原煤产量（万吨）



资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

表8：陕煤集团在建煤矿情况

在建煤矿项目	地质储量	建设规模	总投资	截至 2023.3 已投资	预计投产时间	历史情况
澄合西卓煤矿在建项目	2.87 亿吨	300 万吨/年	55.11 亿元	51.90 亿元	2024.4	该煤矿是国家批准的《澄合矿区总体规划》中的资源接替矿井之一，矿井于 2009 年 6 月开工建设，2014 年 2 月受国家行业调控政策影响进入缓建，2019 年 9 月取得项目核准，2020 年 9 月 14 日开工再建。
王峰矿井基本建设项目	5.6 亿吨	300 万吨/年	46.04 亿元	20.52 亿元	2025.11	陕西省“十四五”重点开工建设项目，2019 年借苏陕合作东风，陕煤集团与江苏悦达开启了 2.0 合作版本，王峰煤矿于 2021 年 8 月 5 日正式开工建设，是陕煤集团唯一一座在建矿井，2023 年被纳入陕西省高端能源化工发展工程重点建设项目。

资料来源：集团公告、集团官网、渭南青年网、安信证券研究中心

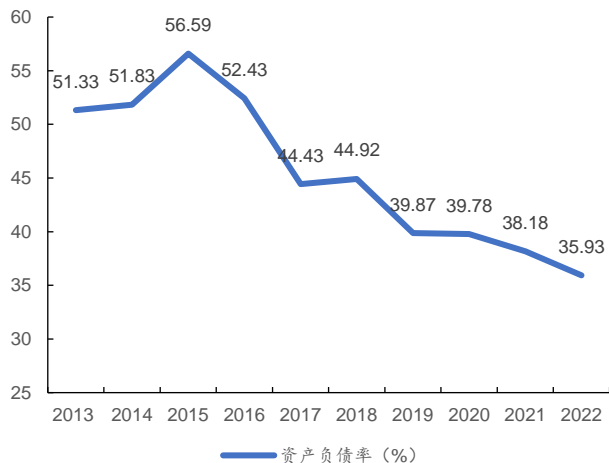
#### 4. 提高分红承诺，高分红高股息属性再强化

**资本负债率逐年降低，资本开支规模缩减，现金蓄水能力增强。**2015-2022 年，公司资本负债率从 56.59% 下降至 35.93%，与此同时公司不断优化债务结构，有息负债率从 2015 年 28.01% 下降至 3.37%。此外，2016 年至今公司资本开支每年总规模基本在 50 亿元以下，据公司公告，2023 年资本开支计划 18.11 亿元，主要用于小保当风井及选煤厂项目、红柳林三号风井项目、胡家河孟村煤矿铁路专用线改扩建项目等，较 2022 年 45.48 亿元大幅缩减。稳健发展的经营业绩、逐渐缩减的资本开支以及有效控制的债务负担为公司带来稳定充沛的现金



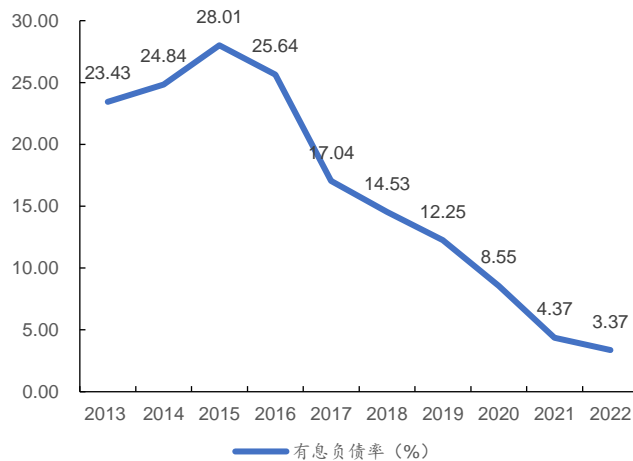
流，2015-2022 年，公司经营活动产生的现金流量净额从-8.89 亿元上升至 561.39 亿元，其中 2021 年、2022 年经营活动产生的现金流量净额增速分别为 141.75%、6.71%。

图26. 近十年公司资产负债率情况 (%)



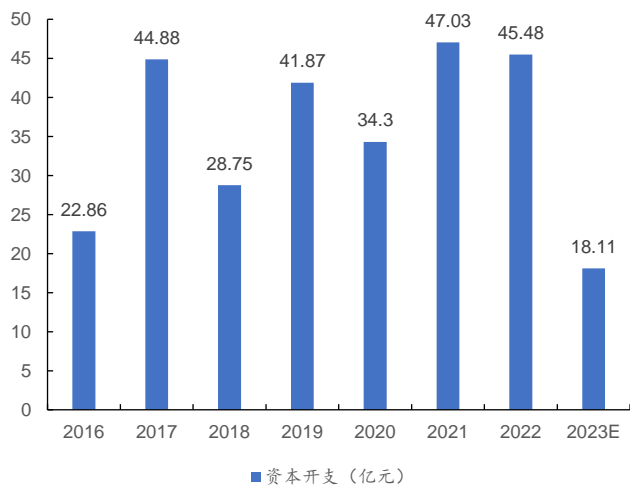
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图27. 近十年公司有息负债率情况 (%)



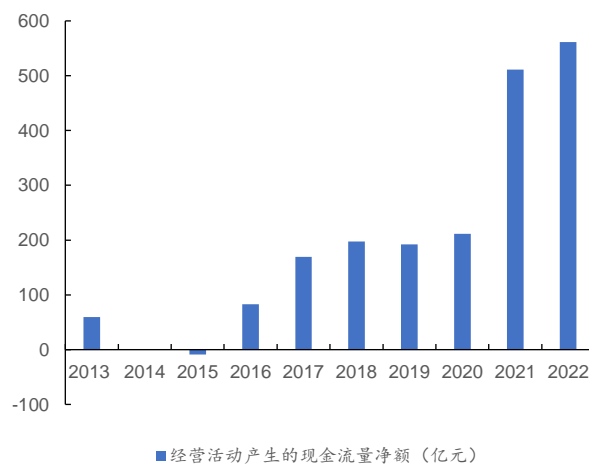
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图28. 公司近五年资本开支情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

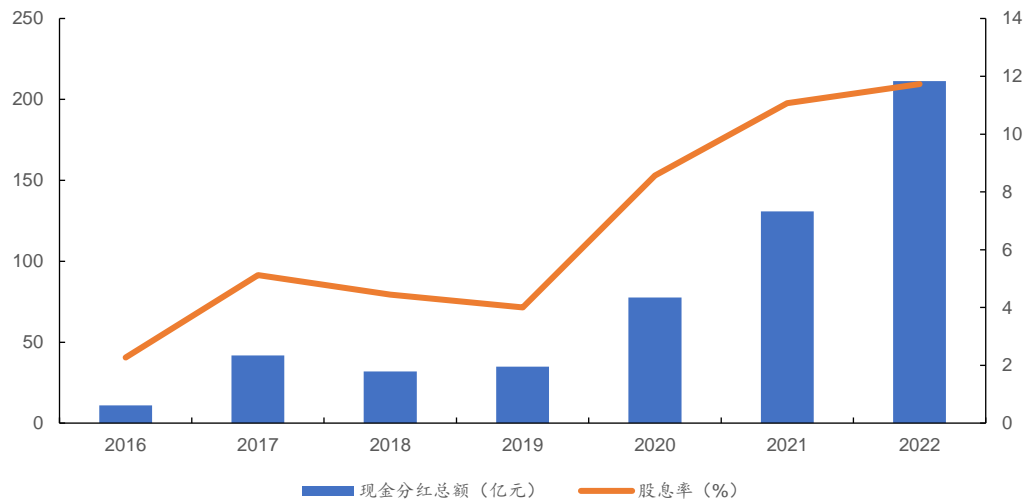
图29. 公司近十年经营活动产生的现金流量净额情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

**高分红、高股息凸显长期投资价值。**2022 年 11 月，公司发布《关于 2022-2024 年度股东回报规划的公告》，计划 2022-2024 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 60%，较 2020-2022 年承诺比例为 40%的分红进一步提升，亦体现出公司对未来发展充满信心。公司 2019-2021 年现金分红占归母净利润分别为 29.98%、52.11%、61.91%，股息率分别为 4.00%、8.57%、11.07%。据公司公告及 Wind 测算，2022 年公司拟现金分红 211.35 亿元，全年分红比率为 60.17%，股息率为 11.74%，该分红比率及股息率均属动力煤行业中较高水平。

图30. 公司现金分红金额（亿元）及股息率情况（%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表9：部分上市动力煤企近十年股利支付率

简称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国神华	40.06%	39.62%	39.99%	39.42%	260.09%	40.19%	39.90%	57.94%	91.81%	100.39%	72.77%
兖矿能源	32.10%	7.74%	4.31%	5.71%	28.55%	34.82%	33.54%	89.19%	68.44%	60.87%	69.15%
山煤国际	38.76%	40.62%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.14%	15.83%	62.91%	63.89%
<b>陕西煤业</b>	<b>0.00%</b>	<b>34.42%</b>	<b>31.53%</b>	<b>0.00%</b>	<b>39.93%</b>	<b>40.00%</b>	<b>29.10%</b>	<b>29.98%</b>	<b>52.11%</b>	<b>61.91%</b>	<b>60.17%</b>
晋控煤业	32.07%	0.00%	30.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.37%	34.64%
华阳股份	30.07%	30.09%	0.00%	0.00%	0.00%	30.11%	34.16%	39.59%	39.95%	34.03%	30.02%
中煤能源	30.00%	30.04%	41.50%	0.00%	25.52%	30.20%	30.11%	29.93%	30.09%	30.00%	30.00%
电投能源	16.88%	14.52%	26.14%	30.62%	59.51%	27.94%	0.00%	62.33%	37.12%	26.99%	28.11%
甘肃能化	11.25%	16.78%	10.33%	25.44%	20.63%	41.41%	39.93%	43.58%	50.34%	37.64%	20.37%
新集能源	13.82%	86.85%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.91%	8.99%	10.70%	7.45%	13.80%
<b>平均分红率</b>	<b>24.50%</b>	<b>30.07%</b>	<b>18.41%</b>	<b>10.12%</b>	<b>43.42%</b>	<b>24.47%</b>	<b>21.67%</b>	<b>37.17%</b>	<b>39.64%</b>	<b>43.66%</b>	<b>42.29%</b>

资料来源：Wind、安信证券研究中心（注：股利支付率=现金分红总额/归母净利润）

表10：部分上市动力煤企近四年资产负债率（%）及经营性现金流情况（亿元）

简称	资产负债率(%)				经营性现金流(亿元)			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
中国神华	25.58	23.87	26.58	26.13	631.06	812.89	945.75	1097.34
兖矿能源	59.81	69.19	66.58	56.70	248.71	222.33	361.82	534.50
山煤国际	75.95	72.93	68.77	58.66	32.23	42.77	162.35	134.96
<b>陕西煤业</b>	<b>39.87</b>	<b>39.78</b>	<b>38.18</b>	<b>35.93</b>	<b>192.00</b>	<b>211.40</b>	<b>511.21</b>	<b>561.39</b>
晋控煤业	58.98	60.60	55.84	49.81	26.95	37.49	78.20	56.38
华阳股份	50.75	54.76	63.13	57.65	35.05	39.67	84.64	99.70
中煤能源	56.93	56.03	55.74	51.47	219.84	226.32	481.06	436.34
电投能源	44.58	40.31	37.58	35.15	34.62	62.98	63.33	85.04
甘肃能化	28.54	36.98	38.74	50.98	4.63	6.39	23.92	50.65
新集能源	75.58	72.95	67.98	63.18	34.34	20.34	44.60	30.07
<b>均值</b>	<b>49.57</b>	<b>50.08</b>	<b>48.10</b>	<b>49.77</b>	<b>24.53</b>	<b>29.90</b>	<b>43.95</b>	<b>55.25</b>

资料来源：Wind、安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测与关键假设

陕西煤业 2023-2025 年经营核心假设如下：

**煤炭产量：**据公司公告，2022 年公司除收购新增产能 1200 万吨/年外，红柳林矿业、柠条塔矿业等 7 处矿井还进行了核增产能 1700 万吨/年，使得总产能上升至 1.62 亿吨/年。根据公司今年 5 月在 Wind 公开投资者平台的回复，已收购的彬长矿业小庄矿和孟庄目前尚未到达满产状态，大致在 80%左右。考虑到核增矿井产能释放以及收购矿井产能利用率提升，预计 2023-2025 年公司商品煤产量增速为 2.5%/0.3%/0.3%，自产销率 98.9%/98.9%/98.9%。

**煤炭价格：**公司销售煤种以动力煤为主，主要供给电厂、化工用户。考虑 2022 年以来公司提升长协比例以平抑煤价波动，故吨煤售价变动主要跟随长协进行调整。国内煤价近两年高位波动，现阶段呈下行趋势但整体价格中枢仍明显高于 2021 年以前。据 Wind 及煤炭市场网，2023 年上半年秦港动力混煤 Q5500 市场价格中枢为 1023 元/吨，同比降低 13.87%，而秦港动力煤 Q5500 长协价格中枢为 722 元/吨，同比提高 0.05%。长期来看，在经济温和复苏的背景下，下游需求回暖对煤炭价格形成支撑，考虑到 2023-2025 年国内动力煤新增产量较为有限，预计 2023-2025 年公司自产煤售价为 603/610/610 元/吨。

**煤炭成本：**先天资源优势叠加智能化建设加速推进，使得公司具有开采成本低的特点，预计 2023-2025 年公司自产煤成本为 250/260/266 元/吨。

表11：公司煤炭业务收入成本情况

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	亿元	920.38	1445.28	1625.82	1479.67	1494.46	1505.47
营业成本	亿元	669.83	909.85	895.70	847.26	866.34	878.96
毛利率	%	27.22%	37.05%	44.91%	42.74%	42.03%	41.62%

资料来源：Wind、公司公告、安信证券研究中心

### 5.2. 估值与投资建议

我们选取了与陕西煤业煤炭资源相当、规模相近的可比公司中国神华、中煤能源、兖矿能源进行估值对比，以 2023 年 7 月 12 日收盘价为基准，使用 Wind 一致预期披露的归母净利润、EPS 以及 PE，上述公司 2023 年 PE 平均值为 6.16。

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 1523.57 亿元、1538.36 亿元、1554.37 亿元，增速分别为-8.7%、1.0%、1.0%，2023-2025 年分别实现净利润 281.07 亿元、289.41 亿元、295.73 亿元，增速分别为-20.0%、3.0%、2.2%。公司地处陕西，煤炭资源区位优势、质量佳，吨煤成本具备优势。2022 年“核增+收购”帮助公司实现即期煤炭产量及未来资源储备的大幅提升，成长性犹存，同时高分红政策奠定长期投资价值。首次覆盖，给予公司 2023 年 7.6xPE，对应 6 个月目标价为 22.04 元。

表12：可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601088	中国神华	28.42	5420.50	696.26	714.92	728.86	3.50	3.60	3.67	7.88	7.90	7.75
601898	中煤能源	8.76	1018.92	182.41	230.65	241.01	1.38	1.74	1.82	6.27	5.04	4.82
600188	兖矿能源	33.02	1324.36	307.74	295.22	310.17	6.30	5.95	6.25	5.40	5.55	5.28
可比公司平均										6.52	6.16	5.95

资料来源：Wind、安信证券研究中心（注：上述数据均采用 Wind 一致预期）

## 6. 风险提示

**宏观经济周期波动风险：**公司主要从事煤炭生产、销售等业务，与煤炭、电力、化工等行业的发展状况和行业景气度密切相关。煤炭是国家能源的主要来源之一，也是国家经济的重要支柱之一，行业内企业的经营业绩、财务状况和发展前景在很大程度上受我国经济发展状况、宏观经济政策和产业结构调整的影响，宏观经济的波动会影响国内市场需求，进而影响公司的盈利能力和财务状况；

**煤炭价格波动：**公司主要产品为动力煤，宏观经济周期、国内外市场供求关系、国内产业政策以及原材料、能源价格的波动等因素均可能引起动力煤的价格变化；

**生产安全风险：**煤炭开采业务受地质自然因素影响较大，且因主要生产活动均处于地下，发生自然灾害及安全事故的概率相对较大。若公司所属矿井发生安全事故，可能会影响煤炭生产；

**环保风险：**公司从事的煤炭开采、洗选业务生产经营过程中会对环境造成一定影响。当前我国环保政策日趋严格，能否满足各项环保监管要求、坚持主业开发与环境保护协调发展对公司经营稳定性有一定影响；

**整合风险：**公司去年完成交易收购后资产、人员规模进一步增加，在机构设置、组织管理、资金管理和人员安排等方面将给上市公司带来一定挑战。公司如不能建立起有效的组织模式和管理制度，将有可能对经营产生影响；

**产能释放不及预期：**2022 年至今公司下属煤矿进行多次核增，若核增产能释放不及预期将有可能对经营业绩产生影响；

**探矿权开发进度不及预期：**公司 2022 年收购榆神矿区小壕兔井田探矿权，若开发进度不及预期，可能会影响公司后续产能增量；

**业绩预测模型误差超预期：**上述所涉及模型对公司业绩预测具有未来产品价格、公司产能、产量等与生产经营相关的参数假设，存在与未来实际情况间偏差超预期的风险，从而影响结论精确度。

**股权投资亏损风险：**公司目前着力打造“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，若后期投资回报波动较大可能会影响公司经营业绩；

**分红比例不及预期。**

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	152,266.4	166,847.7	152,356.6	153,836.0	155,437.2	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	97,688.2	91,784.3	87,645.8	89,693.7	91,285.9	营业收入增长率	60.5%	9.6%	-8.7%	1.0%	1.0%
营业税费	8,712.9	11,494.1	9,438.5	9,537.8	9,559.4	营业利润增长率	72.3%	56.0%	-18.9%	3.0%	2.0%
销售费用	1,042.2	835.4	906.5	923.0	924.9	净利润增长率	42.0%	66.1%	-20.0%	3.0%	2.2%
管理费用	7,004.8	7,114.5	6,391.4	6,461.1	6,520.6	EBITDA 增长率	63.7%	47.9%	-18.4%	4.5%	3.3%
研发费用	136.2	578.5	182.8	184.6	178.8	EBIT 增长率	72.9%	52.0%	-20.7%	2.8%	1.2%
财务费用	-86.8	-608.0	-638.6	-779.3	-1,232.1	NOPLAT 增长率	72.9%	54.8%	-19.2%	2.8%	1.2%
资产减值损失	-822.1	-751.7	-577.0	-610.0	-550.0	投资资本增长率	-15.5%	19.4%	25.5%	-28.0%	28.2%
加: 公允价值变动收益	1,368.5	-5,164.7	-1,668.0	904.8	1,452.8	净资产增长率	27.8%	20.3%	14.2%	16.7%	14.6%
投资和汇兑收益	3,030.0	14,564.3	5,020.5	4,600.0	4,805.0						
<b>营业利润</b>	41,393.8	64,581.5	52,359.7	53,929.7	55,007.6	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-704.9	-518.4	-579.0	-611.0	-529.0	毛利率	35.8%	45.0%	42.5%	41.7%	41.3%
<b>利润总额</b>	40,688.8	64,063.1	51,780.7	53,318.8	54,478.6	营业利润率	27.2%	38.7%	34.4%	35.1%	35.4%
减: 所得税	6,945.3	10,973.7	8,870.0	9,133.5	9,329.5	净利润率	13.9%	21.1%	18.4%	18.8%	19.0%
<b>净利润</b>	21,139.7	35,122.9	28,106.5	28,941.3	29,572.7	EBITDA/营业收入	33.7%	45.4%	40.6%	42.0%	43.0%
						EBIT/营业收入	28.2%	39.1%	33.9%	34.6%	34.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	125	148	181	176	175
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-50	-68	-62	-66	-65
货币资金	53,973.6	47,386.6	59,146.5	104,822.9	113,126.9	流动资产周转天数	164	179	212	270	331
交易性金融资产	11,548.4	21,170.1	15,002.1	15,906.9	17,359.7	应收账款周转天数	18	11	18	16	15
应收账款	7,760.1	2,812.6	12,669.4	884.7	12,228.6	存货周转天数	10	7	9	9	8
应收票据	681.2	86.4	1,585.3	592.6	613.4	总资产周转天数	395	432	514	555	612
预付账款	4,715.7	5,919.0	2,371.1	6,457.3	2,941.5	投资资本周转天数	138	126	170	161	152
存货	3,616.0	2,678.3	4,761.9	2,539.2	4,607.5						
其他流动资产	1,669.7	1,945.6	1,920.4	1,845.2	1,903.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.8%	34.2%	26.2%	24.4%	22.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.2%	24.7%	19.6%	17.4%	16.5%
长期股权投资	12,454.6	13,675.4	13,675.4	13,675.4	13,675.4	ROIC	54.3%	99.3%	67.3%	55.1%	77.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	59,184.5	78,291.2	75,003.1	75,355.7	75,390.4	销售费用率	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
在建工程	5,607.8	4,379.3	4,160.3	3,952.3	3,557.1	管理费用率	4.6%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
无形资产	20,565.1	24,376.3	22,716.4	21,056.5	19,396.5	研发费用率	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	3,630.9	12,539.1	6,377.8	7,474.7	8,759.6	财务费用率	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.8%
<b>资产总额</b>	185,407.3	215,259.8	219,389.5	254,563.3	273,560.2	四费/营业收入	5.3%	4.7%	4.5%	4.4%	4.1%
短期债务	50.0	200.2	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	17,869.3	21,045.0	11,395.3	22,194.7	13,364.3	资产负债率	38.2%	35.9%	28.2%	27.8%	23.1%
应付票据	2,577.8	216.3	5,765.7	2,355.5	2,245.8	负债权益比	61.8%	56.1%	39.3%	38.6%	30.0%
其他流动负债	27,001.8	29,254.1	27,393.8	27,630.5	27,933.2	流动比率	1.77	1.62	2.19	2.55	3.51
长期借款	7,055.4	4,163.4	-	-	-	速动比率	1.69	1.56	2.08	2.50	3.40
其他非流动负债	16,236.1	22,463.8	17,390.4	18,696.8	19,517.0	利息保障倍数	-494.39	-107.23	-81.00	-68.21	-43.65
<b>负债总额</b>	70,790.3	77,342.7	61,945.3	70,877.5	63,060.3	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	29,231.8	35,234.0	50,038.1	65,282.0	80,858.5	DPS(元)	1.35	2.18	1.75	1.85	1.89
股本	9,695.0	9,695.0	9,695.0	9,695.0	9,695.0	分红比率	61.9%	60.2%	60.5%	62.0%	62.0%
留存收益	71,010.8	86,609.0	97,711.1	108,708.8	119,946.4	股息收益率	8.0%	13.0%	10.4%	11.0%	11.3%
<b>股东权益</b>	114,617.0	137,917.1	157,444.2	183,685.8	210,499.9						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	33,743.5	53,089.5	28,106.5	28,941.3	29,572.7
						加: 折旧和摊销	8,354.4	10,628.3	10,167.2	11,515.7	13,021.0
						资产减值准备	822.1	751.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-1,368.5	5,164.7	-1,668.0	904.8	1,452.8
						财务费用	478.5	401.4	-638.6	-779.3	-1,232.1
						投资收益	-3,030.0	-14,564.3	-5,020.5	-4,600.0	-4,805.0
						少数股东损益	12,603.9	17,966.5	14,804.2	15,243.9	15,576.4
						营运资金的变动	25,307.2	-2,547.7	-15,284.7	19,769.5	-19,526.7
						<b>经营活动产生现金流量</b>	51,120.9	56,139.2	30,466.1	70,996.0	34,059.1
						投资活动产生现金流量	-6,294.1	-34,014.4	7,858.6	-7,209.9	-9,101.1
						融资活动产生现金流量	-16,548.8	-31,050.8	-26,564.8	-18,109.7	-16,654.0
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	2.18	3.62	2.90	2.99	3.05
						BVPS(元)	8.81	10.59	11.08	12.21	13.37
						PE(X)	7.7	4.6	5.8	5.6	5.5
						PB(X)	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
						P/FCF	6.3	6.8	20.4	3.2	11.8
						P/S	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0
						EV/EBITDA	1.7	1.9	2.2	1.6	1.6
						CAGR(%)	9.4%	-5.3%	29.5%	9.4%	-5.3%
						PEG	0.8	-0.9	0.2	0.6	-1.0
						ROIC/WACC	5.2	9.5	6.5	5.3	7.4
						REP	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034