

## 公司研究

## 盈利、分红均有保障的优质龙头煤企

## ——陕西煤业（601225.SH）投资价值分析报告

## 要点

**纯粹的头部煤炭国企。**（1）2022年公司商品煤产量1.57亿吨，占全国商品煤产量的3.9%，在25家上市煤企中排名第二，在地方上市国企中排第一；（2）公司可采储量106亿吨，在上市煤企中排名第三，储采比67年，在晋陕蒙地区上市煤企中排名第四；（3）公司业务比较纯粹，2022年煤炭业务占公司营收的97%；（4）公司2022年煤炭产量占控股股东陕煤化集团的75%，陕煤化集团2022年在中国企业500强榜单中位列第67名，在陕西省内位列第一。

**ROIC（资本回报率）领先。**公司ROIC（2016-2022年均值）为23%，是第二名的1.5倍，公司ROIC高的原因：（1）煤炭成本低，2022年自产煤开采成本205元/吨，在上市煤企中排第五；（2）公司投资收益突出，2016-2022年的非经常性损益占归母净利润的12%，其中2020年占39%、2022年占16%；（3）公司激励较好，2022年员工平均年薪为31万元，在上市煤企中排名第四。

**分红比例稳定，股息率靠前。**（1）公司制定了股东回报规划，计划2022-2024年以现金分红的比例不低于60%，2022年现金分红对应当前股息率为11.3%，在上市煤企中排名第六，2016-2022年平均分红比例为45%，在上市煤企中排名第六；（2）公司未来资本开支将有所下降，2022年公司资本开支45.5亿元，2023年计划开支仅18.1亿元，这也有助于公司高分红的可持续性。

**利润底部有保障。**（1）在边际因素（疆煤外运、海外煤价、山西煤成本、长协价格）和煤炭供需基本面的共同支撑下，我们认为秦皇岛港口动力煤（5500大卡）的底部是800元/吨；（2）根据国能集团技术经济院的研究，煤炭需求在2028年达峰，2029-2037年为峰值平台期，在这个基础上公司的产销量有保障；（3）在产销量（自产煤销量1.65亿吨）、价格（自产煤均价580元/吨）都有保障的背景下，陕西煤业未来几年盈利有保障。

**盈利预测、估值与评级：**在秦皇岛港口动力煤（5500大卡）价格800元/吨是底部的判断下，预计公司2023-2025年归母净利润为221亿元、235亿元、245亿元，折合EPS为2.28元、2.42元、2.53元，当前股价对应PE为8.4、7.9、7.6倍。结合相对估值与绝对估值法（DDM估值），我们认为公司合理股价为21.8元，当前股价低于合理股价，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	152,266	166,848	175,340	170,077	173,129
营业收入增长率	60.52%	9.58%	5.09%	-3.00%	1.79%
净利润（百万元）	21,140	35,123	22,148	23,479	24,489
净利润增长率	42.04%	66.15%	-36.94%	6.01%	4.30%
EPS（元）	2.18	3.62	2.28	2.42	2.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.76%	34.21%	21.15%	20.25%	19.23%
P/E	8.8	5.3	8.4	7.9	7.6
P/B	2.2	1.8	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-24

## 增持（首次）

当前价/目标价：19.25/21.80元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

021-52523812

modai@ebsecn.com

联系人：蒋山

jiangshan@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	96.95
总市值(亿元)	1866.29
一年最低/最高(元)	14.70/19.46
近3月换手率	20.28%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.21	19.09	1.62
绝对	5.89	13.37	8.86

资料来源：Wind

## 相关研报

煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告（2022-09-01）

供给篇：供给有顶，价格有底——煤炭行业深度报告（2023-06-21）

## 投资聚焦

### 关键假设

(1) **自产煤售价**: 我们认为秦皇岛港口动力煤 (5500 大卡) 价格的底部是 800 元/吨, 公司自产煤吨煤售价长期将在 580 元/吨以上运行, 假设 2023-2025 年公司自产煤吨煤平均售价分别为 600 元/吨、580 元/吨、580 元/吨。

(2) **煤炭产销量**: 自产煤是公司的主要盈利来源, 我们预计在 2025 年以前, 公司自产煤销量将维持在 1.65 亿吨左右, 2023-2025 年公司自产煤销量分别为 1.65 亿吨、1.65 亿吨、1.70 亿吨; 根据公司近几年的趋势, 我们预计 2023-2025 年公司外购煤销量将稳定在 8500 万吨左右。

(3) **煤炭成本及毛利**: 公司自产煤吨煤销售成本 2022 年为 238 元/吨 (含运费 33 元/吨), 我们预计未来智能化推进, 2023-2025 年自产煤吨煤成本小幅降至 230 元/吨; 预计公司 2023-2025 年外购煤吨煤毛利润维持 20 元/吨 (2017-2019 年水平)。

(4) **三项费用率**: 公司 2022 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.50%、4.26%、0.35%, 我们预计公司 2023-2025 年销售/管理/研发费用率维持 2022 年水平。

(5) **公允价值变动**: 假设公司 2023 年公允价值变动的净收益为-40 亿元, 2024 年以后公允价值变动净收益维持在 0 元。

### 我们与市场观点的不同

- 1、市场普遍认为 2022 年是煤炭行业的周期顶峰, 此后将进入漫长的下行周期。我们认为煤炭行业在经历了供给侧改革后, 供需已由过剩转向紧缺, 未来几年大型煤企煤炭领域资本开支较少, 新建矿井产能有限, 中国煤炭行业仍将保持稳健发展。尽管 2023 年煤价中枢将较 2022 年有所下滑, 但中长期内煤价仍将处于高位。
- 2、由于煤炭上市公司业务相似度较高, 本文我们对主要煤炭上市公司进行对比, 通过计算公司在行业中各项指标的分位得以阐述公司的竞争优势。

### 股价上涨的催化因素

(1) **煤价止跌回升**: 我们认为秦皇岛港口动力煤 (5500 大卡) 价格底部是 800 元/吨, 若阶段性可能出现价格明显上涨的情况, 将推动股价提升。

(2) **公司分红比例提升**: 公司制定了股东回报规划, 规定 2022-2024 年以现金分红比例不小于 60%, 考虑到未来公司资本开支有限, 我们认为未来公司分红比例仍有增长空间, 分红比例提升也有助于公司估值提升。

### 估值与目标价

在秦皇岛港口动力煤 (5500 大卡) 价格 800 元/吨是底部的判断下, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 221 亿元、235 亿元、245 亿元, 折合 EPS 为 2.28 元、2.42 元、2.53 元, 当前股价对应 PE 为 8.4、7.9、7.6 倍。结合相对估值与绝对估值法 (DDM 估值), 我们认为公司合理股价为 21.8 元, 当前股价低于合理股价, 首次覆盖给予“增持”评级。

# 目 录

<b>1、高盈利、高分红的省属动力煤龙头</b> .....	<b>6</b>
1.1、背靠陕西省唯一的大型省级煤炭企业.....	6
1.2、煤炭为主业，股权投资作为转型方向.....	7
1.3、盈利能力傲视同行，高分红可持续性较强.....	9
<b>2、煤炭行业：供给有顶、价格有底</b> .....	<b>12</b>
2.1、供给有顶，进一步增长弹性较弱.....	12
2.2、煤炭供需格局略显宽松，但并未显著过剩.....	14
2.3、煤价底部有支撑.....	16
<b>3、资源量足价优，可持续性较强</b> .....	<b>17</b>
3.1、公司资源禀赋优异，煤炭整体热值较高.....	17
3.2、吨煤成本较低，吨可采市值处于行业偏低水平.....	18
3.3、运输体系完善推动销量提升和结构优化.....	19
<b>4、盈利预测</b> .....	<b>21</b>
4.1、关键假设.....	21
4.2、预测结果.....	22
<b>5、估值分析</b> .....	<b>23</b>
<b>6、投资建议</b> .....	<b>24</b>
<b>7、风险分析</b> .....	<b>25</b>

## 图目录

图 1: 陕西煤业股权结构图 .....	6
图 2: 公司保有及可采储量位于上市公司第三位 .....	6
图 3: 公司 2022 年煤炭产量位于上市煤企第二 (亿吨) .....	6
图 4: 煤炭业务在公司营收中超过 95% (亿元) .....	8
图 5: 煤炭业务在公司毛利润中占比超过 96% (亿元) .....	8
图 6: 公司投资历程 .....	9
图 7: 2015 年以来公司投资收益持续为正 (亿元) .....	9
图 8: 2022 年非经常性收益贡献 57 亿元净利润 .....	9
图 9: 陕西煤业 2016-2022 年平均 ROIC 位于上市煤企第一 .....	10
图 10: 陕西煤业 2022 年股息率位于上市煤企第六 (%) .....	10
图 11: 2016 年后公司 ROIC 上升至行业顶尖水平 .....	10
图 12: 2016 年公司人员结构得到优化 .....	10
图 13: 2016-2022 年公司关联采销占比位于行业第八 .....	11
图 14: 2016-2022 年公司员工平均年薪位于行业第四 (万元/年) .....	11
图 15: 陕西煤业历史资本开支 (亿元) .....	11
图 16: 陕西煤业历史分红比例 .....	11
图 17: 陕西煤业资产负债率较低 .....	11
图 18: 主流煤炭上市公司资产负债率变化 .....	11
图 19: 上市煤炭企业资本开支情况 (亿元) .....	13
图 20: 全国煤炭产能预测 (亿吨) .....	13
图 21: 火电发电量可能在 2028 年达峰 .....	14
图 22: 国能集团技术研究院预测煤炭需求 .....	14
图 23: 英国 IPE 煤炭与天然气价格比值低于均值水平 .....	16
图 24: 港口煤价跌破 770 元/吨后有所回升 (元/吨) .....	17
图 25: 公司自产煤吨煤成本处于上市煤企第五 (元/吨) .....	19
图 26: 公司吨煤成本变化 (元/吨, 扣除运输费用调整影响) .....	19
图 27: 公司煤炭可采年限位于上市煤企第七 (年) .....	19
图 28: 公司吨煤可采市值位于上市煤企第十低 (元/吨) .....	19
图 29: 公司煤炭分方式运输量 (万吨) .....	20
图 30: 2020 年公司煤炭销售由西北转向华东、华中地区 .....	20
图 31: 2020 年后公司各地区煤炭销售毛利率差异缩小 .....	20
图 32: 浩吉铁路位置示意图 .....	21
图 33: 2023H1 外购煤与自产煤销售价差明显增加 (元/吨) .....	22
图 34: 公司自产煤售价与陕西榆林动力煤坑口价走势相近 .....	22

## 表目录

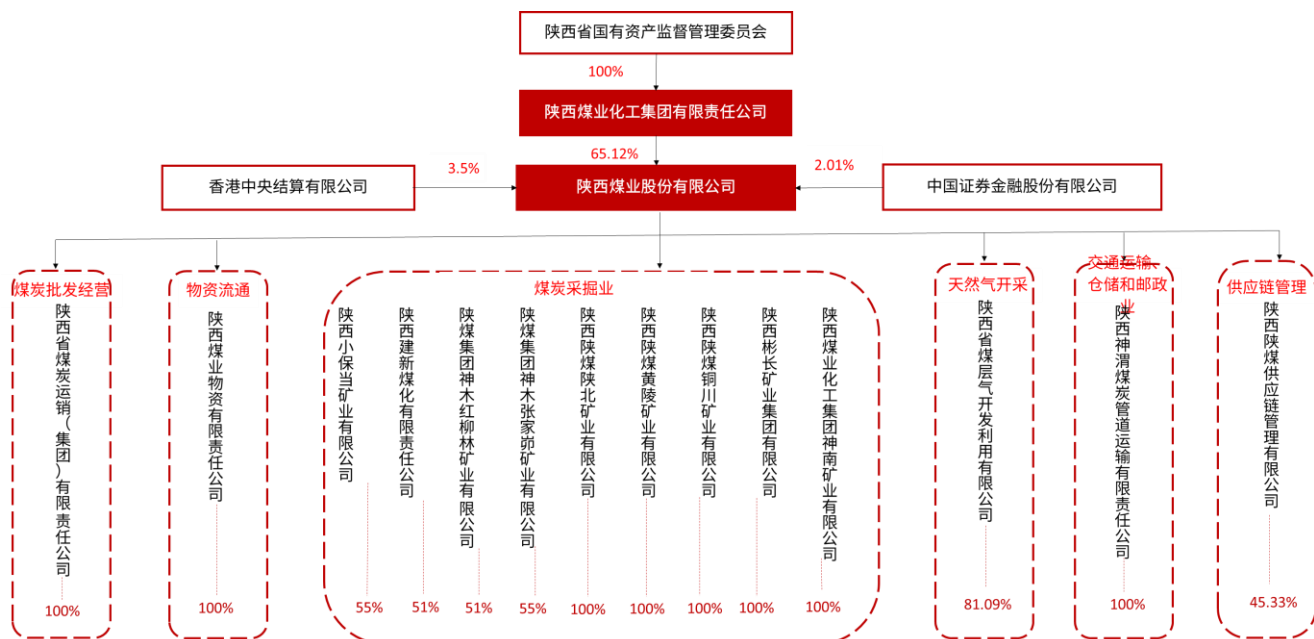
表 1: 陕西省对陕煤化集团的政策支持.....	7
表 2: 陕西煤业投资业务合作伙伴及产品.....	8
表 3: 三大头部企业资本开支及计划 (亿元) .....	12
表 4: 煤炭需求预测 (按直接下游) .....	14
表 5: 煤炭需求占比估算.....	15
表 6: 煤炭需求预测 (自下而上测算) .....	15
表 7: 煤炭供需平衡预测.....	16
表 8: 公司煤炭产品参数.....	17
表 9: 陕煤化集团与股份公司矿井梳理.....	18
表 10: 陕西煤业煤炭业务关键假设 .....	22
表 11: 陕西煤业收入拆分 .....	23
表 12: 陕西煤业可比公司估值比较 .....	23
表 13: 绝对估值核心假设表 .....	24
表 14: DDM 估值表.....	24
表 15: 敏感性分析表 (针对不同 $K_e$ 和长期增长率) (元) .....	24
表 16: 陕西煤业盈利预测与估值简表.....	25

# 1、高盈利、高分红的省属动力煤龙头

## 1.1、背靠陕西省唯一的大型省级煤炭企业

公司背靠陕西煤化工集团（下文简称为陕煤化集团），实控人为陕西国资委。陕西煤业股份有限公司是由陕煤化集团以煤炭主业为资产出资，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，并于 2014 年上市。陕西煤业目前由陕煤化集团控股，持股比例 65.12%。

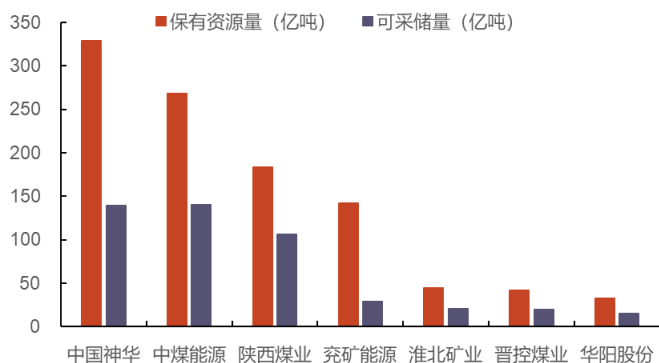
图 1：陕西煤业股权结构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所，截至 2023 年中报

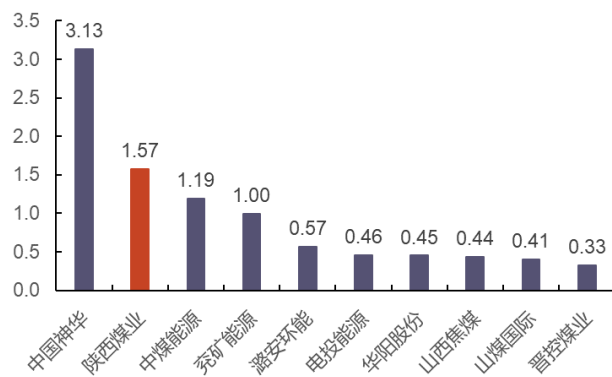
公司煤炭产量位于上市煤企第二。公司控股股东陕煤化集团是陕西省唯一的大型省级煤炭企业，2022 年陕西省原煤产量 7.46 亿吨，其中陕西煤化集团煤炭产量 2.09 亿吨；2022 年公司煤炭产量 1.57 亿吨，在上市煤企中排名第二；截至 2022 年末，陕西煤化工集团保有储量 300 亿吨，其中公司保有储量 184 亿吨、可采储量 106 亿吨，公司保有储量及可采储量在上市公司中仅次于中国神华、中煤能源。

图 2：公司保有及可采储量位于上市公司第三位



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，截至 2022 年

图 3：公司 2022 年煤炭产量位于上市煤企第二 (亿吨)



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

**公司在当地拥有政府支持优势。**公司控股股东陕煤化集团是陕西省政府为发挥煤炭资源优势、品牌优势和规模优势，改变陕西煤炭企业分散、规模较小、竞争力不强的局面，在整合全省煤炭资源的基础上设立的大型煤炭企业。2022年，陕煤化集团全年实现营业收入 5102 亿元，实现利润总额 603 亿元。2022 年陕煤化集团在世界 500 强企业中位列第 209 名，在中国 500 强企业中位列第 67 名，在陕西省内位列第一。

**表 1：陕西省对陕煤化集团的政策支持**

日期	名称	相关内容
2022/12/2	陕西省人民政府办公厅关于印发推进多式联运发展优化调整运输结构实施方案（2022—2025 年）的通知	鼓励中铁西安局集团与 <b>陕西煤业化工集团</b> 等大型工矿企业签订“总对总”运输互保协议，提高长协煤占比。组织开行煤炭跨局直达列车，大力推广管内循环列车，根据区域和季节市场变化，引导货源流向。
2022/7/22	陕西省人民政府办公厅关于印发碳达峰实施方案的通知	推动 <b>榆神现代煤化工产业</b> 示范区成为现代煤化工产业高端化发展集聚区、多元化发展增值区、低碳化发展先行区。
2020/12/2	陕西省科技厅与 <b>陕西煤业化工集团</b> 签订共同推进能源化工领域科技创新工作合作协议	一是企业科技战略部署与发展思路。二是共同推进重大关键技术研究。三是开展产学研合作，承接省内重大科技成果转化，对具备条件的科研平台，鼓励其积极申报国家科研平台。四是政策措施、机制体制创新、人才培养等。
2020/12/2	陕西省国资委出台刚性措施 增长	全力以赴稳增长。加快推进 <b>陕煤化蒲城煤制烯烃</b> 等项目达产达效；积极推进 <b>陕煤化集团彬长循环经济示范园区</b> 等大型工业园区建设。
2017/7/28	陕西省人民政府办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的实施意见	在现代煤化工领域，重点支持延长靖边、延长富县、中煤榆林二期、 <b>陕煤蒲城二期等煤制烯烃</b> 项目建设。在煤制油领域，我省将重点支持未来能源、延长集团、 <b>陕煤集团</b> 、宝氮集团、神木龙成等不同工艺路线的煤制油项目建设。
2017/4/1	陕西省人民政府办公厅关于进一步落实《工业稳增长促投资 21 条措施》的实施意见	积极推进陕西自贸试验区建设，设立产业海外发展基金，以中亚、东南亚地区为重点，支持 <b>陕西煤化集团</b> 、西安高山流水集团、西安爱菊集团等企业开展境外经贸合作区建设。
2016/3/28	陕西省国资委关于切实做好 2016 年稳增长调结构增效益工作的指导意见	积极拓展新市场，以销稳产、以销促产，确保 <b>陕煤化集团</b> 煤炭和钢铁等产品市场占有率提升。
2015/7/9	陕西省人民政府办公厅关于进一步推动煤炭产业平稳健康发展的意见	大力开拓省内外市场。鼓励企业不断创新营销方式，加大对销售有功人员的奖励，以优质产品和定制化产品更好地满足客户不同需求；以国家治污减霾为契机，大力推动榆林兰炭进入京津冀、长三角、珠三角地区；加强与川渝、两湖等重点用煤地区及省外重点用户衔接，协商建立优势互补、合作共赢的长效合作机制（省工业和信息化厅牵头，省发展改革委、省财政厅、榆林市政府及 <b>陕西煤化集团</b> 配合落实）。

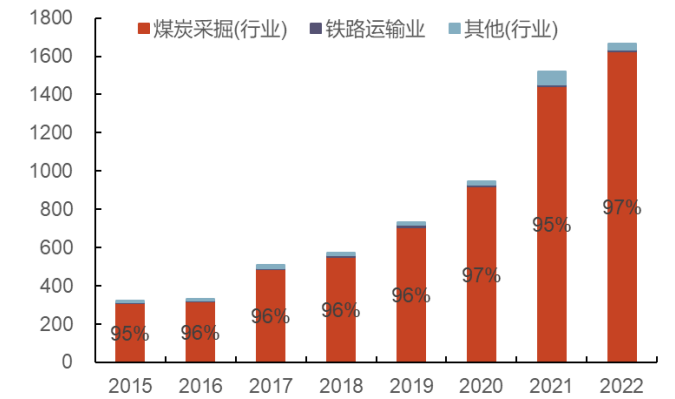
资料来源：陕西省人民政府官网，光大证券研究所整理

**陕煤化集团坚持“以煤为基，能材并进，技融双驱，零碳转型，矢志跻身世界一流企业”的发展战略。**根据公司官网简介，陕煤化集团 2030 年的目标是实现营业收入 1 万亿，资产总额 1 万亿，A 股市值 1 万亿，年利润总额 1 千亿，企业稳居世界 500 强前 100 位，全面跻身世界一流企业。

## 1.2、煤炭为主业，股权投资作为转型方向

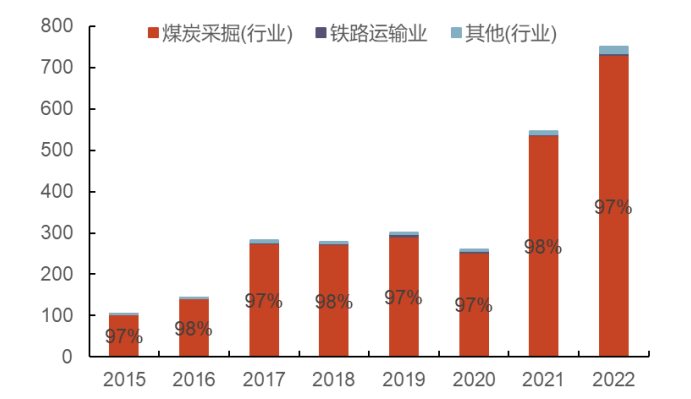
**煤炭业务在公司业务中占据主导地位。**公司主要从事煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等业务，煤炭产品主要用于电力、化工及冶金等行业。煤炭业务是公司盈利的主要来源，煤炭业务在营收和毛利中占比均在 95%以上，2022 年公司煤炭业务营业收入为 1625.8 亿元，占公司营业收入的 97%；毛利为 730.1 亿元，占公司毛利的 97%。

图 4：煤炭业务在公司营收中超过 95%（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：煤炭业务在公司毛利润中占比超过 96%（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司从 2017 年开始对产业链上下游及新能源方向进行投资布局，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。公司通过投资顾问模式，与朱雀投资、和君投资建立了投资合作伙伴关系，其中朱雀投资侧重二级市场投资新能源、新材料产业，和君投资则在一级市场侧重投资能源、互联网产业。同时，公司参与投资了天风证券天时领航 2 号单一资产管理计划，该计划在一级市场侧重投资科创类企业。

表 2：陕西煤业投资业务合作伙伴及产品

合作伙伴	产品	侧重	截至 2022 年底持仓金额 (亿元)
朱雀投资	陕煤朱雀新经济产业单一资管计划		12.7
	陕煤朱雀新能源产业单一资管计划		34.5
	陕煤朱雀新材料 2 期单一资管计划	二级市场	38.3
	上海朱雀王寅私募投资基金		未披露
	西部信托-陕煤-朱雀新材料产业		未披露
天风证券	天时领航 2 号单一资管计划	科创类	6.7
和君投资		一级市场	未披露

资料来源：公司公告，中国基金报，光大证券研究所

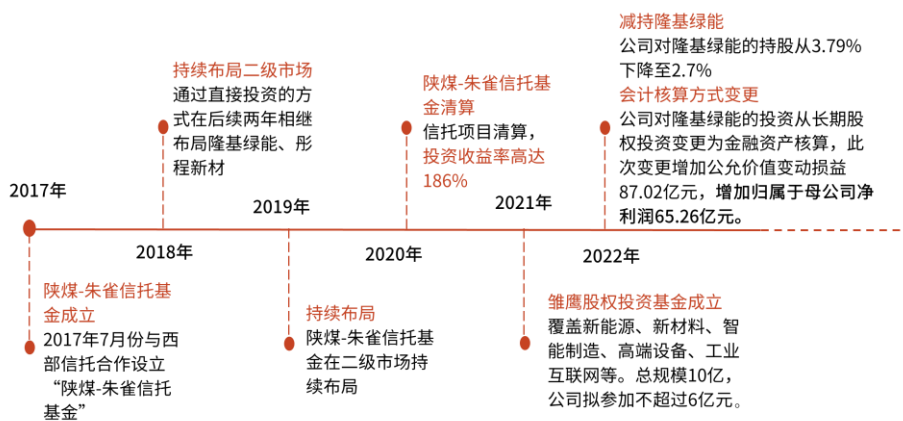
#### 公司通过直接和间接投资展开投资布局：

(1) 间接投资：公司 2017 年 7 月份和西部信托合作签署《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%；2021 年 11 月，公司与上海开源思创有限公司发起陕西开源雏鹰股权投资基金合伙企业，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；

(2) 直接投资：公司通过直接投资的方式持有隆基绿能、彤程新材股权，公司于 2022 年 5 月份变更会计核算方式，将其由长期股权投资变更为金融资产核算，使得公司半年报公允价值变动损益增加 97.39 亿元，净利润增加 94.91 亿元。



图 6：公司投资历程

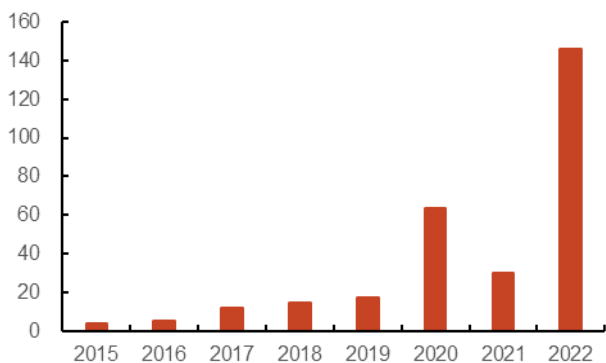


资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司投资净收益体量较大，主要布局新能源、新材料、新经济等行业优质资产。2020年4月，陕西煤业董事会增设投资风控委员会，持续优化投资闭环风控体系，该体系囊括五方面内容：“1”是一张产业地图，聚焦新能源、新材料、新经济；“2”是在投资标的与投资顾问两大领域从优选择；“3”是总投资额30%股权做不以退出为目的的战略投资；“4”是单个项目投资占比不超过40%；“5”是单个基金管理人所管理规模占比不超过50%。

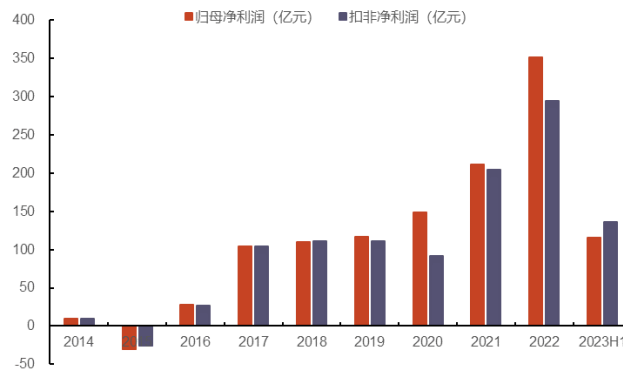
2022年，公司投资净收益高达145.6亿元，公司归母净利润与扣非后归母净利润相差57亿元，主要为股权投资变现带来非经常性收益。2016-2022年的非经常性损益合计占归母净利润的12%，其中2020年占39%、2022年占16%。

图 7：2015 年以来公司投资收益持续为正（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2022 年非经常性收益贡献 57 亿元净利润

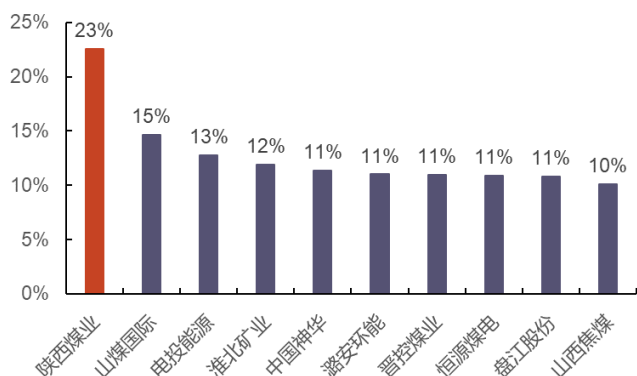


资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2023 年 H1

### 1.3、盈利能力傲视同行，高分红可持续性

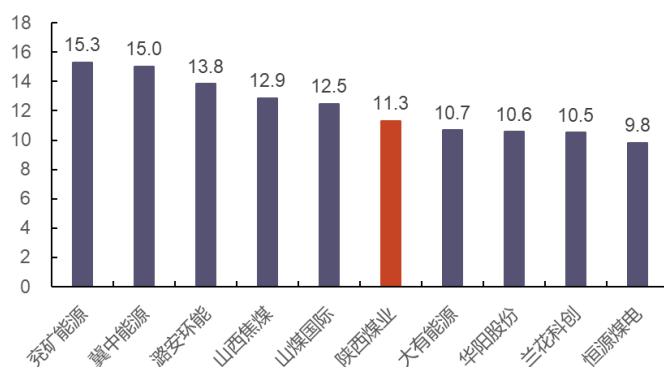
公司 2016-2022 年的平均 ROIC 位于行业第一。2016-2022 年，公司的平均 ROIC 为 23%，显著高于上市煤企第二名山煤国际（15%）。按 2022 年派息情况计算，公司股息率在 25 家煤炭上市公司中位于第六名。

图 9：陕西煤业 2016-2022 年平均 ROIC 位于上市煤企第一



资料来源：Wind，光大证券研究所

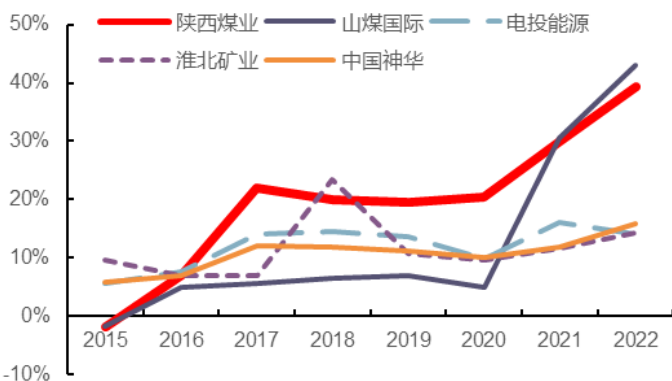
图 10：陕西煤业 2022 年股息率位于上市煤企第六 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所，按 2023 年 11 月 24 日收盘股价计算

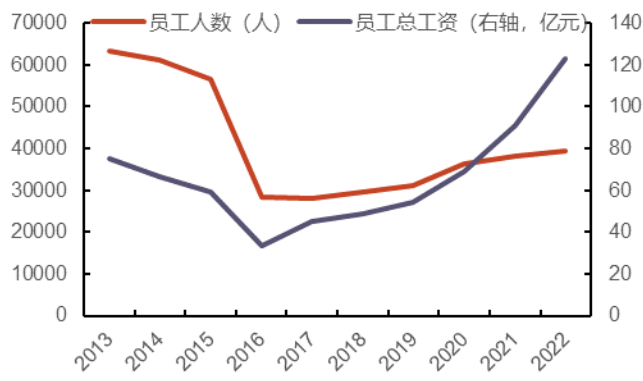
**2016 年是公司盈利的转折点。**2016 年，公司把韩城矿业、澄合矿业、白水矿业和部分铜川矿业下的煤矿转让给了集团，并从集团注入了彬长文家坡煤矿，剥离老矿区使得公司人员相比 2015 年减少了 2.8 万人，节约人员工资支出约 12 亿元，在此基础上，公司 2016 年扭转亏损，同时 ROIC 上升到了行业顶尖水平。

图 11：2016 年后公司 ROIC 上升至行业顶尖水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：2016 年公司人员结构得到优化

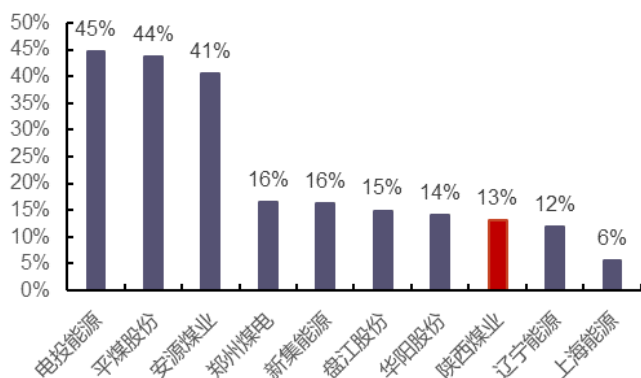


资料来源：Wind，光大证券研究所

**公司与集团关联交易量处于行业正常水平。**为避免同业竞争，公司在一定程度上承担了集团煤炭的销售，同时也为集团旗下的电厂、钢厂、水泥厂供应煤炭，按照市场价格定价，2022 年全年公司向陕煤集团控制的企业销售煤炭 295 亿元，同时向陕西煤业集团控制的单位采购煤炭 278 亿元；2016-2022 年期间公司关联采销平均占比为 13%，处于行业正常水平。

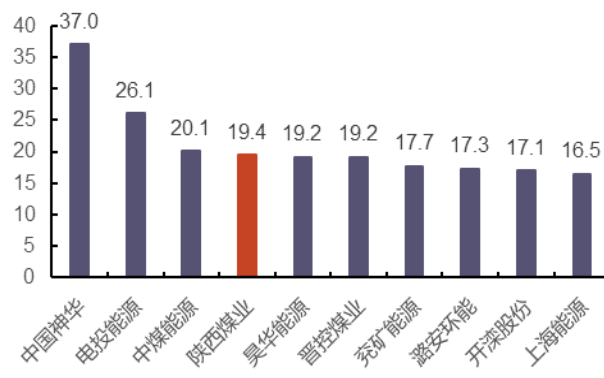
**公司员工薪酬水平位于上市煤企前列。**2016 年以来，公司员工人均年薪维持增长态势，从 2016 年的 11.8 万元/年上升至 2022 年的 31.1 万元/年，提升幅度超过一倍。2016-2022 年公司员工平均年薪仅次于中国神华、电投能源、中煤能源，2022 年公司员工平均年薪在上市煤企中仍排第四。

图 13: 2016-2022 年公司关联采销占比位于行业第八



资料来源: Wind, 光大证券研究所

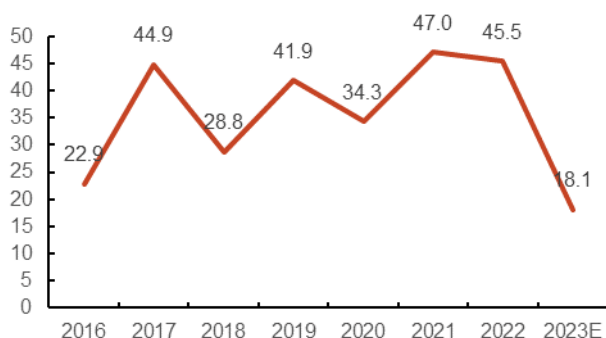
图 14: 2016-2022 年公司员工平均年薪位于行业第四 (万元/年)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

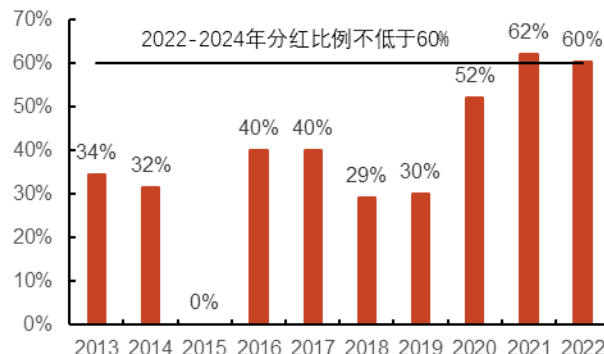
**公司高分红比例可持续性:** (1) 公司未来资本开支有限: 2022 年公司资本开支 45.5 亿元, 2023 年计划开支仅 18.1 亿元, 在未来产量增速较低的预期下, 公司资本开支将维持较低水平; (2) 公司制定了股东回报规划, 计划 2022-2024 年现金分红比例不低于 60%; (3) 公司资产负债率低: 2015-2022 年, 煤炭上市公司资产负债率维持下行趋势, 截至 2023 年二季度末, 公司资产负债率为 40%, 在 25 家煤炭上市公司中仅高于电投能源、中国神华、上海能源。

图 15: 陕西煤业历史资本开支 (亿元)



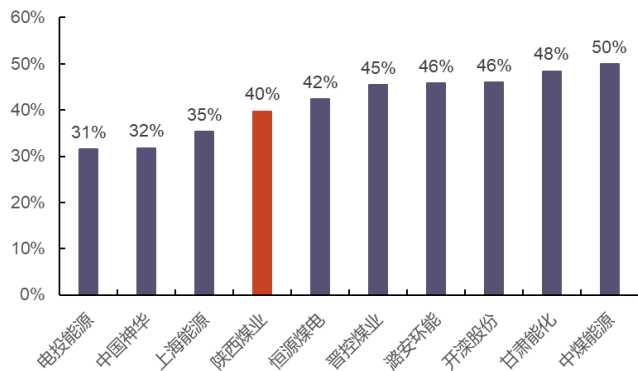
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 2023 年为公司公告披露计划开支

图 16: 陕西煤业历史分红比例



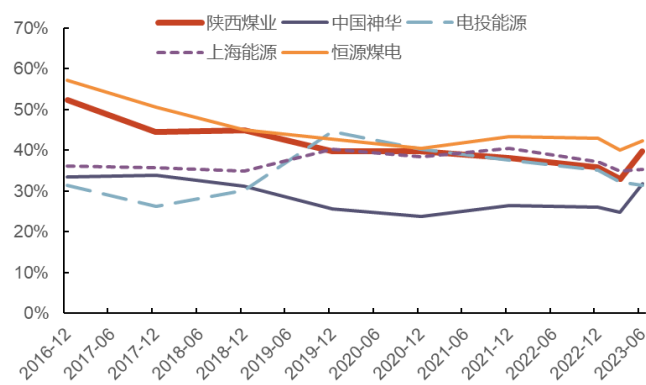
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 17: 陕西煤业资产负债率较低



资料来源: 各公司公告, Wind, 光大证券研究所, 截至 2023 年半年报

图 18: 主流煤炭上市公司资产负债率变化



资料来源: 各公司公告, Wind, 光大证券研究所

## 2、煤炭行业：供给有顶、价格有底

### 2.1、供给有顶，进一步增长弹性较弱

供给侧改革后，大型企业投资新建矿井意愿较弱。煤炭上市企业普遍经历过2015-2016年的全行业亏损阶段，2018年供给侧改革以来，尽管煤炭行业供需格局由过剩转向紧张，但煤炭上市企业为了预防再次出现供需过剩带来亏损，当前新建产能意愿普遍较弱。

根据我们对25家主要煤炭上市公司的统计，2017-2021年期间，煤炭上市公司建设煤矿的资本开支虽有增长，但整体偏少，且有相当一部分是智能化、环保、安全方面的投入。2022年，中国神华、中煤能源、陕西煤业煤炭分部资本开支合计为218.9亿元，较2021年下降14%，2023年三家企业计划资本开支合计196.44亿元，较2022年计划资本开支下降4%。

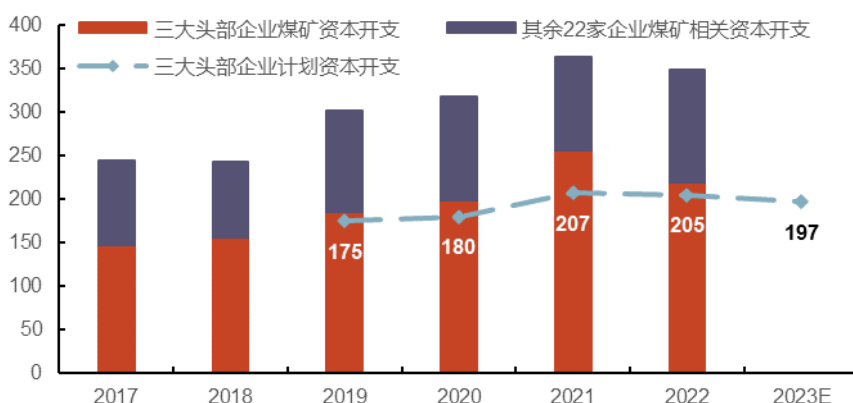
表3：三大头部企业资本开支及计划（亿元）

公司名称	2023 计划	2022 实际 / 计划	用途	2021 实际 / 计划	用途	2020 实际 / 计划	用途	2019 实际 / 计划	用途	2018 实际 / 计划	用途	2017 实际 / 计划	用途
中国神华	73.77	106.38 / 61.57	购置采掘设备，新街一、二前期准备	205.75 / 74.48	支付矿权价款、购置煤矿采掘设备	81.51 / 56.1	预付采矿权、购置煤矿开采设备	52.91 / 60.7	煤矿建设 11.3，设备、技改 42.8	51.3/-	煤矿、集运站、设备 24.5，技改 32.8	45.7 / -	海勒斯壕集运站、郭家湾及青龙寺煤矿及选煤厂建设、支付采矿权价款
中煤能源	104.56	67.04 / 101.98	大海则矿、里必矿建设	92.74 / 117.89	大海则矿、里必矿建设	83.1 / 103.83	大海则矿、里必矿建设	90.06 / 94.35	小回沟矿、大海则矿、里必矿建设	76.15 / 93.61	小回沟矿、大海则矿、里必矿建设	55.98 / 70.14	小回沟矿、大海则矿、母杜柴登矿、纳林河二号矿建设
陕西煤业	18.11	45.48- / 41.48	小保当煤矿 20.88、神渭管道 4	47.03 / 15.03	小保当煤矿 25.17、神渭管道 19.09	34.3 / 19.91	小保当煤矿、神渭管道	41.87 / 19.98	小保当煤矿、神渭管道、红柳林煤矿改扩建	28.75 / 35.18	小保当煤矿、神渭管道、神南矿业救援基地、彬长矿业文家坡煤矿	44.88 / 22.51	小保当煤矿、神渭管道、神南矿业救援基地、彬长矿业文家坡煤矿
合计	196.44	218.9/205.03		255.52/207.4		198.91/179.84		184.84/175.03		156.2/-		146.56	

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

剩余 22 家煤炭企业合计资本支出基本维持 100 亿元/年左右的水平，在煤价中枢显著抬升的基础上，大部分企业的资本支出并没有显著的提升，显示煤炭上市企业通过新建产能完成扩产的意愿不强。

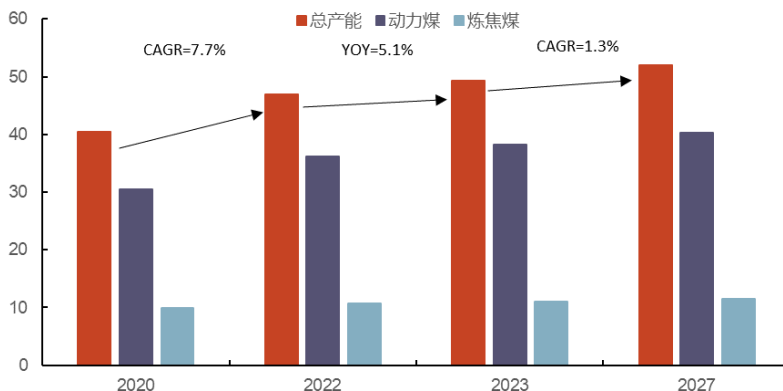
图 19: 上市煤炭企业资本开支情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理, 2023 年数据取自年报公布的资本开支计划

**煤炭供给有顶, 未来进一步增长弹性较弱。**根据汾渭信息数据, 2021 年全国煤炭产能新增 4.25 亿吨, 2022 年新增 3.01 亿吨, 2021-2022 年累计退出 0.83 亿吨。在“碳达峰、碳中和”大背景下, 全国新增煤炭产能在 2021-2022 年达峰后开始放缓, 汾渭信息预计 2023-2027 年全国新增煤炭产能共计 50318 万吨, 较 2022 年增长约 11%, 其中 2023 年预计新增 2.4 亿吨, 增速在 5%左右, 2023-2027 年总产能的 CAGR 为 1.3%, **值得注意的是, 这里可能并未考虑退出产能, 且增产产能未必能实现 100%的产能利用率, 因此实际的产量增长大概率会小于预测的产能增量。**

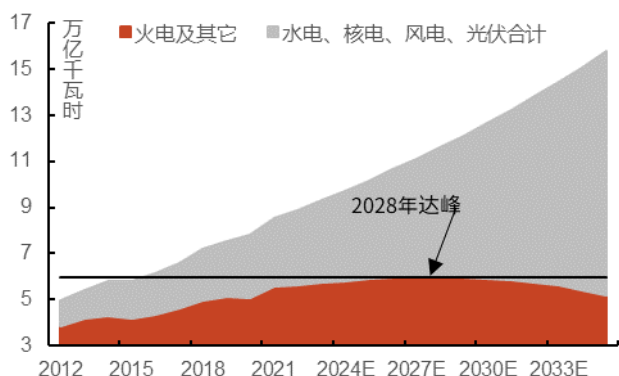
图 20: 全国煤炭产能预测 (亿吨)



资料来源: 汾渭信息预测, 光大证券研究所

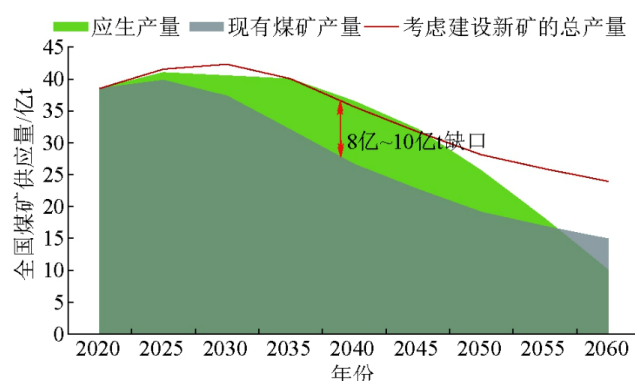
**2037 年以前, 煤炭需求将维持高位水平。**根据我们 2022 年 9 月 1 日外发的《煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告》, 预计煤炭需求在 2028 年达峰, 达峰后将进入峰值平台期; 国能集团技术经济研究院发布的《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》也指出, 煤炭需求将在 2028 年达峰, 2029-2037 年将处于峰值平台期, 这意味着 2037 年以前, 煤炭需求大概率不会出现大幅下滑。

图 21: 火电发电量可能在 2028 年达峰



资料来源: Wind, 中电联, CPIA, CWEA, 《我国电力发展与改革形式分析 (2022)》, 光大证券研究所预测, 截至 2035 年

图 22: 国能集团技术研究院预测煤炭需求



资料来源: 《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》——国能集团技术经济研究院, 光大证券研究所

## 2.2、煤炭供需格局略显宽松，但并未显著过剩

按煤炭直接下游测算，2023 年煤炭需求增速大约在 3.5% 左右。根据我们于 2023 年 6 月 21 日外发的《供给篇：供给有顶，价格有底——煤炭行业深度报告》，我们预计 2023 年火电发电量将维持 6% 左右的增速，煤炭需求增速大约在 3.5% 左右。

表 4: 煤炭需求预测 (按直接下游)

	2022 年需求占比	2018 同比	2019 同比	2020 同比	2021 同比	2022 同比	2023E 同比	备注
全社会用电量	-	8.5%	6.4%	3.1%	10.7%	3.9%	6.0%	中电联预测
火电发电量	54%	8.0%	3.7%	2.2%	9.3%	1.4%	6.0%	假设火电与总用电量增速一致
生铁产量	17%	8.5%	5.0%	9.7%	-2.1%	-0.5%	0.0%	钢铁产量“平控”
水泥产量	7%	-6.0%	7.1%	2.0%	-0.6%	-10.4%	-4.0%	1-8 月水泥同比增速为-4%，预计全年维持该水平
化工品	6%	3.6%	4.7%	3.4%	7.7%	6.6%	9.0%	1-8 月增速为 8.6%，当前需求较好，预计全年增速为 9%
煤炭需求增速		5.5%	3.6%	3.2%	5.1%	0.4%	3.5%	假设剩余部分维持不变

资料来源: Wind, 国家统计局, 光大证券研究所预测

根据我们于 2022 年 9 月 1 日外发的报告《煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告》，粗略估算，各行业对煤炭需求影响占比 (2021 年)：地产 21% (其中，新开工端占 51%、施工端占 34%、竣工端占 15%)、基建 11%、水电 11% (反向指标)、出口 6%、居民生活 22%、化工品 9%、第三产业用电 7%、其它 30%。另外，新能源也会对煤炭需求有一定的挤占。

表 5：煤炭需求占比估算

	指标	对煤炭需求的影响 (2021 年)	占地产指标面积	单位面积煤炭需求分布
地产链	地产新开工	3%	11%	51%
	地产施工	17%	81%	34%
	地产竣工	1%	8%	15%
内需	地产合计	21%	-	-
	其它	30%	-	-
	基建	11%	-	-
	居民生活	22%	-	-
	第三产业	7%	-	-
	化工品	9%	-	-
	外需	水电	11%	-
	出口	6%	-	-

资料来源：《煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告》，光大证券研究所测算

自下而上进行测算，2023 年煤炭需求增速大约在 2.4% 左右。我们假设 2023 年 9-12 月地产端平稳复苏，同比增速略好于 1-8 月；水电后续正常出力，全年增速回升至-12%；其余行业在 1-8 月同比增速的基础上略微好转，则 2023 年全年煤炭需求的增速大约在 2.4% 左右。

表 6：煤炭需求预测（自下而上测算）

	2018 同比	2019 同比	2020 同比	2021 同比	2022 同比	2023E 同比	备注
地产新开工	17.2%	8.7%	-1.2%	-11.4%	-39.4%	-20.0%	预计高于 1-8 月同比增速
地产施工	5.2%	8.5%	3.7%	5.2%	-7.2%	-5.0%	预计高于 1-8 月同比增速
地产竣工	-7.8%	2.6%	-4.9%	11.2%	-15.0%	20.0%	预计略高于 1-8 月同比增速
地产合计	1.4%	1.7%	0.5%	0.6%	-2.7%	-1.4%	预计四季度地产平稳复苏
水电	1.9%	4.6%	5.3%	-2.5%	1.5%	-12.0%	1-8 月累计同比-16%，预计后续来水有所恢复
出口	9.9%	0.5%	3.6%	29.6%	7.0%	-3.0%	预计四季度出口持续恢复，全年增速高于 1-8 月
基建	3.8%	3.8%	0.9%	0.4%	9.4%	7.0%	预计略高于 1-8 月同比增速
居民生活	11.4%	5.8%	6.9%	7.2%	13.8%	8.0%	居民生活平均增速为 8%
第三产业	22.5%	9.9%	1.9%	17.7%	4.4%	10.0%	预计略高于 1-8 月同比增速
化工品	3.6%	4.7%	3.4%	7.7%	6.6%	9.0%	1-8 月累计同比+8.6%
新能源	1.6%	0.9%	1.7%	1.9%	1.2%	1.7%	新能源会替代部分煤炭需求
其它	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
煤炭需求增速	5.3%	3.5%	0.8%	4.6%	1.7%	2.4%	

资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所预测

2023 年原煤产量增速预计为 2.4%。2023 年 1-8 月我国原煤产量累计同比增速为 4.1%，8 月单月同比增速为 3.2%，在安全监察趋严的情况下，预计 9-12 月原煤产量与去年同期基本持平，则 2023 年全年原煤产量增速为 2.4%。

2023 年煤炭供需总体偏向过剩。在 1-8 月煤炭进口高速增长的基础上，预计全年煤炭进口将达到 4.1 亿吨，同比增长 40% 左右，我们认为 2023 年煤炭供需总体是小幅过剩的。

表 7: 煤炭供需平衡预测

	2018 同比	2019 同比	2020 同比	2021 同比	2022 同比	2023E 同比
煤炭需求增速 (按直接下游)	5.5%	3.6%	3.2%	5.1%	0.4%	3.5%
煤炭需求增速 (自下而上测算)	5.3%	3.5%	0.8%	4.6%	1.7%	2.4%
原煤产量增速	5.0%	4.0%	1.5%	5.7%	10.5%	2.4%
商品煤产量增速	3.2%	2.4%	-2.7%	5.2%	2.5%	2.4%
煤炭进口增速	3.8%	6.6%	1.4%	6.3%	-9.3%	40.0%
实际供给增速	3.3%	2.7%	-2.4%	5.3%	1.5%	5.4%
供给增速-需求增速 (按直接下游)	-2.2%	-0.9%	-5.6%	0.2%	1.1%	1.9%
供给增速-需求增速 (自下而上测算)	-2.0%	-0.8%	-3.2%	0.7%	-0.2%	3.0%
供需感知情况 (根据煤价判断)	宽松	宽松	宽松->偏紧	紧张->偏紧	偏紧	偏宽松

资料来源: Wind, 国家统计局, 光大证券研究所预测

## 2.3、煤价底部有支撑

**海外天然气价格支撑进口煤价格:** 根据我们已外发的报告《煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告》，我们认为天然气价格是影响全球煤炭供需的关键，当煤价与气价比值较低时（煤炭发电性价比较高时），发电企业会倾向于增加煤炭发电小时数，减少天然气发电小时数（2022 年该比值平均为 1.16，而 2010 年以来均值的中枢为 1.7 左右）。截至 2023 年 11 月 24 日，该比值为 0.95，当前海外气价对海外煤价有一定的支撑。

图 23: 英国 IPE 煤炭与天然气价格比值低于均值水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2023 年 11 月 24 日

**长协煤价格支撑国内港口价格:** 截至 2023 年 10 月，秦皇岛港口 5500 大卡长协煤指导价格为 709 元/吨，但坑口大多按照当地限价上限签署中长期合同，以山西为例，2022 年签署的中长期合同成本多为 570 元/吨，这导致实际到达秦皇岛港口的长协煤成本为 770 元/吨，而非 699 元/吨。因此，当现货价格低于 770 元/吨时，签署坑口长协煤的企业有较强意愿购买港口现货，这会一定程度上支撑现货价格，从近期的实际情况来看，港口现货价格在 770 元/吨止跌反弹，也说明 770 元/吨是港口现货价格的强支撑，我们认为港口价格难以长时间维持 770 元/吨以下，在前文提到的供需不明显过剩的情况下，中长期的中枢或在 800 元/吨以上。



图 24：港口煤价跌破 770 元/吨后有所回升（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2023 年 11 月 24 日

### 3、资源量足价优，可持续性强

#### 3.1、公司资源禀赋优异，煤炭整体热值较高

公司煤炭资源储量丰富，品质优异。公司煤种主要为贫瘦煤、长焰煤、弱粘煤、不粘煤、瘦煤、气煤等，主要用作动力煤、冶金及化工煤用途，具有高发热量和高稳定性的特点，平均热值在 5500 大卡以上，公司煤炭资源热值较高。

表 8：公司煤炭产品参数

煤种	加工方式	热值 (大卡)	灰分 (%)
贫瘦煤	混煤	4065-5858	28-38
	大块	5978-6337	14-18
长焰煤	中块	5858-6337	14-20
弱粘煤	中块	5978-6456	13-19
不粘煤	筛混煤	5141-6456	13-22
	洗混煤	5858-6576	11-18
	洗混中块	6098-6456	12-16
瘦煤	洗精混煤	-	9-11
气煤	洗精混煤	-	8-10

资料来源：公司公告，光大证券研究所

陕煤化集团口径总产能约为 2 亿吨，2022 年陕煤化集团煤炭产量为 2.09 亿吨，股份公司并表产能约为 1.58 亿吨，权益产能为 0.97 亿吨，2022 年股份公司煤炭产量 1.57 亿吨，产能、产量基本匹配。

表 9：陕煤化集团与股份公司矿井梳理

所属子公司	煤矿名称	煤种	股份公司权益比例 (%)	集团总产能 (万吨/年)	股份公司核定产能 (万吨/年)	股份公司权益产能 (万吨/年)
铜川矿业公司	玉华	长焰煤	100%	240	240	240
	下石节	长焰煤	100%	180	180	180
	陈家山	不粘煤	100%	180	180	180
	柴家沟	长焰煤	95%	100	100	95
	冶坪	烟煤	0%	120		0
蒲白矿业公司	西固	-	0%	120		0
	建新	弱粘煤	51%	400	400	204
	建庄	弱粘煤	40%	500	500	200
澄合矿业公司	西卓	贫瘦煤	0%	300		0
	董家河	贫瘦煤	0%	120		0
	合阳	不粘煤	0%	120		0
	百良旭升	贫瘦煤	0%	60		0
	山阳	贫瘦煤	0%	300		0
	董东	贫瘦煤	0%	120		0
	韩城矿业公司	象山	贫瘦煤		240	
桑树坪	贫瘦煤		150		0	
下峪口	贫瘦煤		135		0	
桑树坪二号	贫瘦煤		90		0	
王峰	贫煤、无烟煤		300		0	
黄陵矿业公司	黄陵一号	气煤	100%	600	600	600
	黄陵二号	弱粘煤	54%	800	800	432
	双龙	-	0%	90		0
陕北矿业公司	韩家湾	弱粘煤	100%	400	400	400
	孙家岔	长焰煤	30%	1000	1000	300
彬长矿业公司	小庄	不粘煤	100%	600	600	600
	孟村	不粘煤	100%	600	600	600
	大佛寺	不粘煤	90%	800	800	720
	胡家河	不粘煤	80%	500	500	400
	文家坡	不粘煤	51%	400	400	204
榆林煤业	袁大滩	长焰煤	34%	800	800	272
	涌鑫	长焰煤、不粘煤	0%	510		0
神木张家峁矿业公司	张家峁	长焰煤	55%	1100	1100	605
神木柠条塔矿业公司	柠条塔	长焰煤	51%	2000	2000	1020
神木红柳林矿业公司	红柳林	长焰煤	51%	1800	1800	918
小保当矿业公司	小保当	长焰煤	55%	2800	2800	1540
曹家滩矿业公司	曹家滩	长焰煤、不粘煤	0%	1500		0
<b>合计</b>				<b>20075</b>	<b>15800</b>	<b>9710</b>

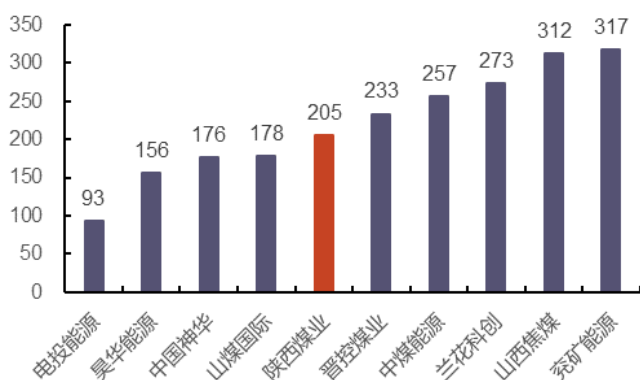
资料来源：公司公告，国家矿山监察局陕西局，Global Energy Monitor，光大证券研究所，截至 2022 年底

### 3.2、吨煤成本较低，吨可采市值处于行业偏低水平

公司自产煤吨煤成本处于上市煤企第五低。根据各公司 2022 年年报披露的产量及煤炭业务营业成本，陕西煤业自产煤吨煤成本为 205 元/吨位于上市煤企第五。公司 2017 年以来吨煤成本较为稳定，2021 年由于环境、安全生产要求趋严，公司吨煤其它成本（主要是维简费、安全生产费、矿山地质环境治理恢复

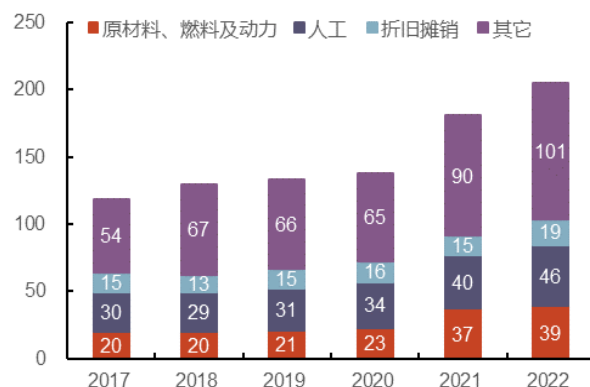
与土地复垦基金)显著上升,同时燃料、人工成本也有一定程度的提高,导致2021年公司吨煤成本显著提升。

图 25: 公司自产煤吨煤成本处于上市煤企第五 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 按 2022 年年报口径计算

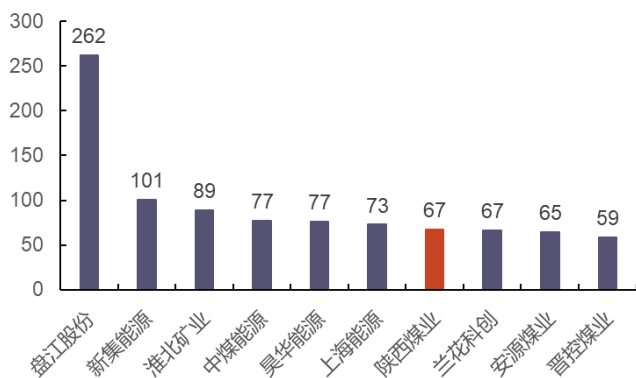
图 26: 公司吨煤成本变化 (元/吨, 扣除运输费用调整影响)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

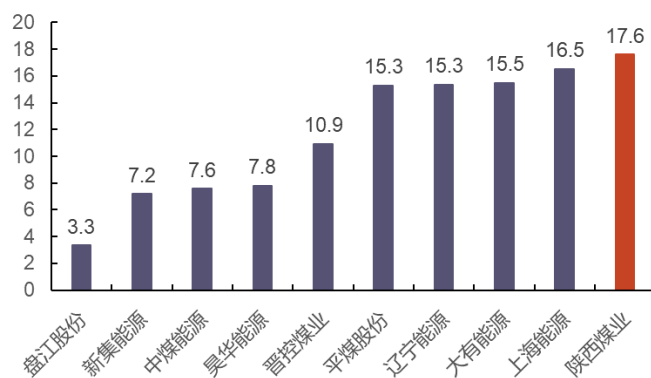
公司煤炭资源储量丰富, 可采年限位于行业第七。按可采储量口径和 2022 年原煤产量计算, 公司煤炭资源可采年限为 67 年, 位于上市煤企第七。公司吨煤可采市值 (市值/可采储量) 在上市煤企中位列第十低, 吨煤可采市值为 17.6 元, 处于行业较低水平。

图 27: 公司煤炭可采年限位于上市煤企第七 (年)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 按 2022 年年报口径计算

图 28: 公司吨煤可采市值位于上市煤企第十低 (元/吨)

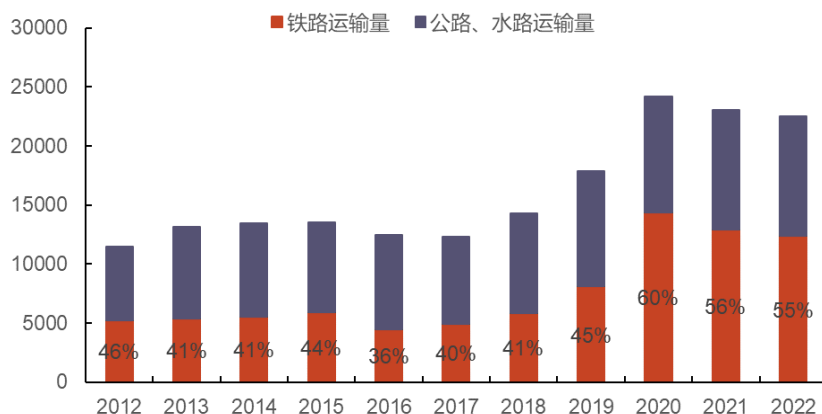


资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 按 2023 年 11 月 24 日市值计算

### 3.3、 运输体系完善推动销量提升和结构优化

铁路运力提升带动公司销量增长。2015 年, 公司煤炭销量为 1.36 亿吨, 其中铁路运输量 5907 万吨, 占总运输量的 44%, 剩余为公路运输量。2020 年浩吉铁路通车后, 铁路运力保障了公司煤炭的销量。

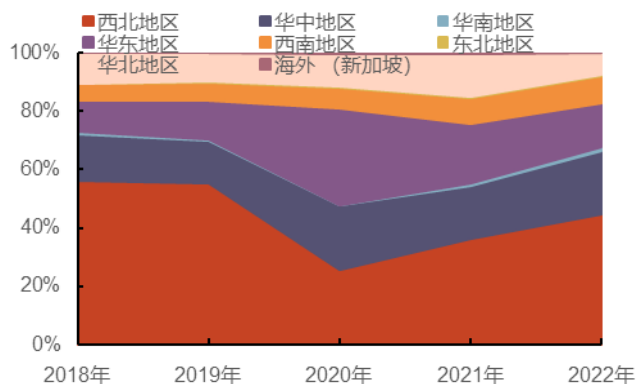
图 29: 公司煤炭分方式运输量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

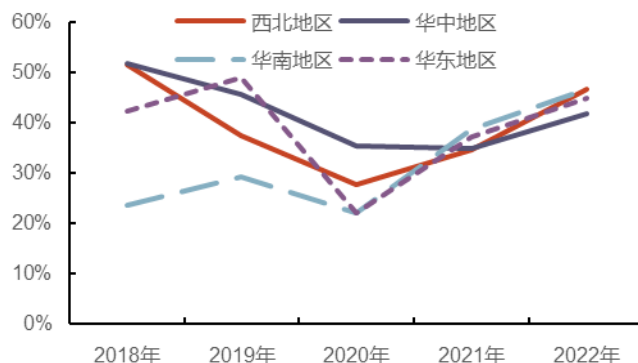
浩吉铁路开通优化了公司煤炭销售结构。在浩吉铁路开通前, 公司煤炭超过 50% 销往西北地区。2019 年 9 月, 随着浩吉铁路的通车, 公司煤炭能够更快触达两湖一江地区 (湖北、湖南、江西), 2020 年公司在华东、华中地区的销售收入占比分别提升 20 个点、8 个百分点, 两大地区营业收入分别在同期增长 222% 和 96%。2021-2022 年随着煤价的提升, 公司煤炭销往西北地区的营业收入占比回升。当前公司销往各地区煤炭的毛利率差距较 2018 年明显缩小, 浩吉铁路开通后公司整体销售结构得到了一定的优化 (能通过调整分地区销售结构保证销售毛利率)。

图 30: 2020 年公司煤炭销售由西北转向华东、华中地区



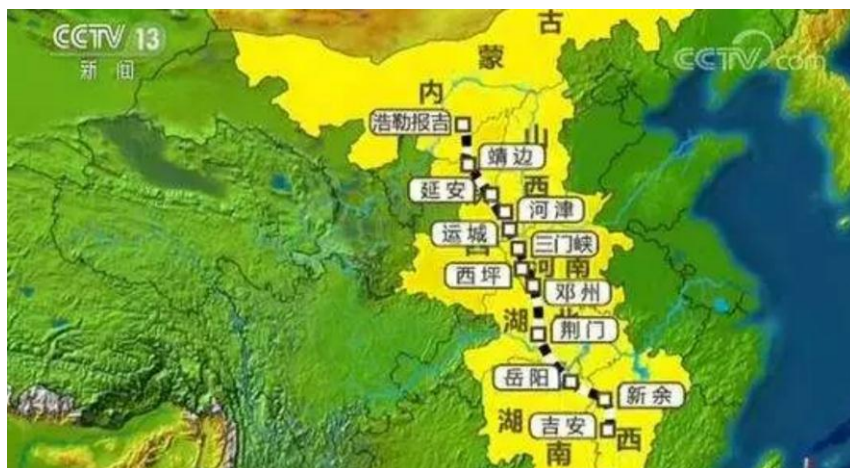
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 31: 2020 年后公司各地区煤炭销售毛利率差异缩小



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 32：浩吉铁路位置示意图



资料来源：央视新闻，光大证券研究所

## 4、盈利预测

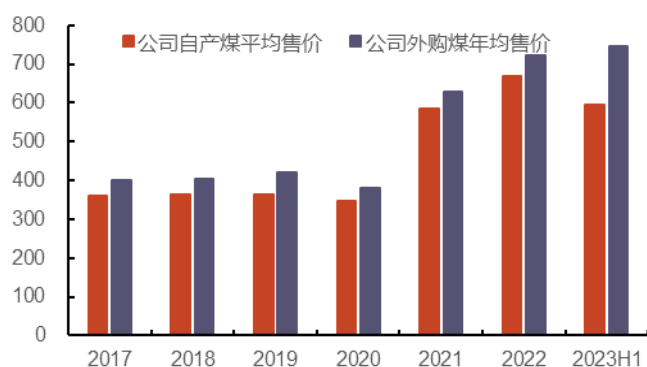
### 4.1、关键假设

公司的收入主要来源于煤炭销售。我们假设：

- (1) **自产煤售价**：我们预计未来几年煤炭供需基本平衡，港口现货煤价（5500 大卡）中枢在 800 元/吨以上，对应陕西地区坑口价约为 580 元/吨（铁路运费+税费假设为 220 元/吨），因此我们认为 580 元/吨是公司自产煤平均售价的底部，预计 2023-2025 年公司自产煤售价分别为 600 元/吨、580 元/吨、580 元/吨（2023 年一季度煤价中枢较高）。
- (2) **贸易煤售价**：2017 年以来，公司外购煤年均售价比自产煤年均售价高 40-50 元/吨，2017-2022 年公司外购煤售价平均比自产煤高 44 元/吨，由于外购煤受长协限制较少，2023 年上半年外购煤平均售价较自产煤平均售价高出 151 元/吨，我们预计 2023-2025 年公司外购煤售价分别为 750 元/吨、730 元/吨、730 元/吨。
- (3) **煤炭产销量**：自产煤是公司的主要盈利来源，我们预计在 2025 年以前，公司自产煤销量将维持在 1.65 亿吨左右，2023-2025 年公司自产煤销量分别为 1.65 亿吨、1.65 亿吨、1.70 亿吨；根据公司近几年的趋势，我们预计 2023-2025 年公司外购煤销量将稳定在 8500 万吨左右。
- (4) **煤炭业务成本及毛利率**：公司自产煤吨煤销售成本 2022 年为 238 元/吨（含运费 33 元/吨），我们预计未来智能化推进，2023-2025 年自产煤吨煤成本小幅降至 230 元/吨；预计公司 2023-2025 年外购煤吨煤毛利润维持 20 元/吨（2017-2019 年水平）。
- (5) **三项费用率**：公司 2022 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.50%、4.26%、0.35%，我们预计公司 2023-2025 年销售/管理/研发费用率维持 2022 年水平。

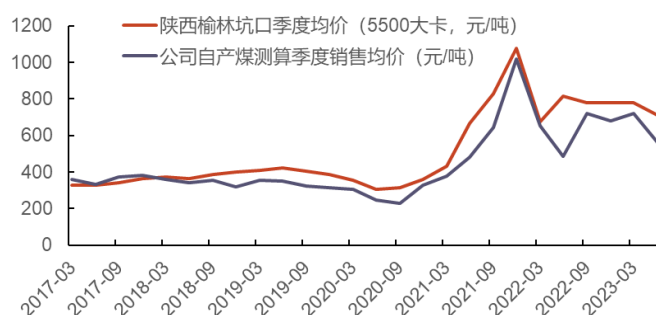
- (6) **投资收益**: 2018-2022 年期间, 公司投资净收益持续为正, 考虑到公司投资主要为一级市场的实体企业, 我们预计未来公司投资收益维持在 25-40 亿元, 与 2021 年水平相近, 低于 2020 年及 2022 年。
- (7) **其它业务**: 根据公司近几年趋势, 我们预计公司运输业务收入将略微提高 (主要是铁路运量、运价小幅提升), 预计公司其它业务收入稳定在 30 亿元左右, 毛利率维持 2022 年水平 (33%)。
- (8) **公允价值变动的净收益**: 受投资股票下跌的影响, 2023 年前三季度公司公允价值变动的净收益-37.3 亿元, 假设公司 2023 年公允价值变动的净收益为-40 亿元, 2024 年以后公允价值变动净收益维持在 0 元。

图 33: 2023H1 外购煤与自产煤销售价差明显增加 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 34: 公司自产煤售价与陕西榆林动力煤坑口价走势相近



资料来源: 公司公告, CCTD 煤炭市场网, 光大证券研究所, 截至 2023 年 6 月, 注: 假设煤炭业务占营收的 95%, 则自产煤售价 = ((营业收入-非经常性损益) \* 95% - 外购煤与自产煤价差 \* 外购煤销量) / 煤炭总销量

表 10: 陕西煤业煤炭业务关键假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
自产煤销量 (万吨)	12387	13429	15549	16500	16500	17000
自产煤售价 (元/吨)	347	584	669	600	580	580
外购煤销量 (万吨)	11773	9629	6939	8500	8500	8500
外购煤售价 (元/吨)	380	627	722	750	730	730
自产煤成本 (亿元)	200	296	371	380	380	391
外购煤成本 (亿元)	468	614	525	621	604	604
一票制结算运费收入 (亿元)	42	58	84	86	83	85
煤炭营业收入 (亿元)	920	1445	1626	1713	1661	1691
自产煤吨煤销售成本 (元/吨)	162	220	238	230	230	230
外购煤吨煤成本 (元/吨)	397	638	757	730	710	710
一票制收入占比	4.6%	4.0%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

## 4.2、 预测结果

根据上述假设, 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 1753.4、1700.8、1731.3 亿元, 综合毛利率分别为 36.62%、35.81%、36.19%, 公司归母净利润分别为 221.48、234.79、244.89 亿元, 折合 EPS 分别为 2.28、2.42、2.53 元。

表 11: 陕西煤业收入拆分

陕西煤业	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (亿元)	948.6	1522.7	1668.5	1753.4	1700.8	1731.3
总体营收增速		60.52%	9.58%	5.09%	-3.00%	1.79%
总体毛利率	23.00%	32.02%	39.93%	36.62%	35.81%	36.19%
自产煤业务营收 (亿元)	430.3	783.7	1040.2	990.0	957.0	986.0
同比增速		82.11%	32.73%	-4.82%	-3.33%	3.03%
毛利率	53.51%	62.28%	64.37%	61.67%	60.34%	60.34%
外购煤业务营收 (亿元)	447.8	603.4	501.3	637.5	620.5	620.5
同比增速		34.77%	-16.93%	27.17%	-2.67%	0.00%
毛利率	-4.46%	-1.78%	-4.75%	2.67%	2.74%	2.74%
运输业务营收 (亿元)	7.2	8.3	8.8	10.2	10.2	10.2
同比增速		15.85%	5.89%	16.01%	0.00%	0.00%
毛利率	41.07%	44.69%	47.22%	45.00%	45.00%	45.00%
其它业务营收 (亿元)	21.0	69.0	33.8	30.0	30.0	30.0
同比增速		228.30%	-51.01%	-11.32%	0.00%	0.00%
毛利率	23.44%	9.60%	48.32%	33.33%	33.33%	33.33%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

## 5、估值分析

### 估值分析 1: 相对估值 (PE)

我们选取行业内市值 1000 亿元以上的大型动力煤上市公司中国神华、中煤能源、兖矿能源作为可比公司, 2022-2024 年可比公司平均 PE 为 6.20、7.64、7.34 倍, 陕西煤业 2022 年 PE 低于可比公司, 2023-2024 年 PE 高于可比公司, 我们认为陕西煤业作为煤炭行业市值排名第二的龙头, 具备规模优势, 参考公司历史平均 PE 及周期股传统定价方式, 给予 24 年景气期间利润 9 倍 PE (考虑到新能源替代的风险, 低于 10 倍 PE), 对应股价为 21.80 元/股。

表 12: 陕西煤业可比公司估值比较

代码	证券简称	收盘价 (元) (2023/11/24)	EPS (元)			市盈率 PE		
			22A	23E	24E	22A	23E	24E
601088.SH	中国神华	31.05	3.50	3.18	3.26	8.86	9.75	9.52
601898.SH	中煤能源	8.97	1.38	1.52	1.61	6.52	5.89	5.57
600188.SH	兖矿能源	20.07	6.22	2.76	2.90	3.23	7.27	6.91
	平均值					6.20	7.64	7.34
601225.SH	陕西煤业	19.25	3.62	2.28	2.42	5.31	8.43	7.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (陕西煤业 EPS 为光大预测, 其余 EPS 为 Wind 一致预期)

### 估值分析 2: 绝对估值 (DDM)

**1、长期增长率:** 煤炭需求将在 2028 年达峰, 2029-2037 年将处于峰值平台期, 公司是煤炭行业龙头, 后续煤炭行业产能将向龙头集中, 假设其长期增长率为 1%。

**2、β值选取:** 我们采用申万二级行业分类-煤炭开采行业的β作为公司无杠杆β的近似。

**3、分红比例：**公司自从 2018 年起分红比例持续增长，从 2018 年的 29% 到 2021 年的 62%，考虑到未来公司资本开支有限，且公司承诺 2022-2024 年分红比例不低于 60%，预计公司分红比例维持 60%。

**表 13：绝对估值核心假设表**

假设	数值
第二阶段(2028-2035)年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	2.64%
$\beta$	0.80
Rm-Rf	5.89%
Ke(levered)	7.38%

资料来源：光大证券研究所预测

**表 14：DDM 估值表**

DDM 估值	股利现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	62,091.77	27.09%
第二阶段	66,245.34	28.90%
第三阶段 (终值)	100,892.87	44.01%
股利现值	229,229.97	100.00%
股本 (百万股)	9,695.00	
每股价值 (元)	23.64	

资料来源：光大证券研究所预测

**表 15：敏感性分析表 (针对不同 Ke 和长期增长率) (元)**

Ke/长期增长率	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
4.88%	32.94	35.09	37.79	41.29	46.01
5.38%	29.98	31.64	33.67	36.23	39.55
5.88%	27.52	28.82	30.40	32.33	34.76
6.38%	25.45	26.49	27.73	29.22	31.06
6.88%	23.68	24.52	25.51	26.69	28.11
<b>7.38%</b>	22.14	22.84	<b>23.64</b>	24.59	25.70
7.88%	20.81	21.38	22.05	22.81	23.70
8.38%	19.63	20.11	20.66	21.29	22.01
8.88%	18.59	18.99	19.45	19.97	20.57
9.38%	17.65	18.00	18.39	18.82	19.32
9.88%	16.82	17.11	17.44	17.81	18.22

资料来源：光大证券研究所预测

根据 DDM 估值法，取贴现率 $\pm 1\%$ 、长期增长率 $\pm 1\%$ 作为估值参考，对应公司股价合理价值区间为 19.63~31.06 元/股。

## 6、投资建议

我们预计公司归母净利润为 221 亿元、235 亿元、245 亿元，折合 EPS 为 2.28 元、2.42 元、2.53 元，当前股价对应 PE 为 8.4、7.9、7.6 倍。



我们认为陕西煤业作为动力煤的龙头企业，具有（1）ROIC 高、（2）资源可持续性强的特点，结合相对估值与绝对估值，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 21.8 元，对应 2024 年 PE 为 9 倍。

表 16：陕西煤业盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	152,266	166,848	175,340	170,077	173,129
营业收入增长率	60.52%	9.58%	5.09%	-3.00%	1.79%
净利润（百万元）	21,140	35,123	22,148	23,479	24,489
净利润增长率	42.04%	66.15%	-36.94%	6.01%	4.30%
EPS（元）	2.18	3.62	2.28	2.42	2.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.76%	34.21%	21.15%	20.25%	19.23%
P/E	8.8	5.3	8.4	7.9	7.6
P/B	2.2	1.8	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-11-24

## 7、风险分析

- （1）中国经济增速下滑的风险：若中国经济增速大幅下滑，煤炭需求将显著下降。
- （2）政府调控的风险：政府可能对大宗商品价格进一步调控，不利于煤炭价格维持较高水平。
- （3）公司产量不及预期的风险：若发生安全事故，可能导致公司产能利用率不及预期。
- （4）海外煤炭价格大幅下跌的风险：如果欧美对俄罗斯的制裁力度减弱，可能造成俄罗斯天然气出口量大增，海外煤炭价格可能大幅下跌导致公司自产煤售价下降。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	152,266	166,848	175,340	170,077	173,129
营业成本	97,688	91,784	111,129	109,166	110,468
折旧和摊销	8,336	10,610	9,184	9,717	10,270
税金及附加	8,713	11,494	12,274	11,905	12,119
销售费用	1,042	835	878	852	867
管理费用	7,005	7,114	8,767	8,504	8,656
研发费用	136	579	608	590	600
财务费用	-87	-608	-700	-900	-1,200
投资收益	3,030	14,564	2,500	3,300	3,500
营业利润	41,394	64,582	40,754	43,178	45,018
利润总额	40,689	64,063	40,334	42,758	44,598
所得税	6,945	10,974	6,857	7,269	7,582
净利润	33,744	53,089	33,477	35,489	37,017
少数股东损益	12,604	17,967	11,329	12,010	12,527
归属母公司净利润	21,140	35,123	22,148	23,479	24,489
EPS(元)	2.18	3.62	2.28	2.42	2.53

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	51,121	56,139	50,097	39,430	43,307
净利润	21,140	35,123	22,148	23,479	24,489
折旧摊销	8,336	10,610	9,184	9,717	10,270
净营运资金增加	3,095	-2,083	-4,399	82	395
其他	18,549	12,489	23,165	6,153	8,153
投资活动产生现金流	-6,294	-34,014	-28,465	-8,414	-4,111
净资本支出	-7,943	-10,166	-30,074	-8,050	-8,050
长期投资变化	3,113	1,221	0	0	0
其他资产变化	-1,463	-25,069	1,609	-364	3,939
融资活动现金流	-16,549	-31,051	-16,417	-15,225	-12,081
股本变化	-305	0	0	0	0
债务净变化	-4,868	-993	2,933	-3,845	-200
无息负债变化	16,415	7,546	7,230	-1,936	740
净现金流	28,272	-8,925	5,215	15,791	27,116

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.8%	45.0%	36.6%	35.8%	36.2%
EBITDA 率	30.8%	39.9%	29.2%	28.8%	29.4%
EBIT 率	25.3%	33.5%	24.0%	23.1%	23.5%
税前净利润率	26.7%	38.4%	23.0%	25.1%	25.8%
归母净利润率	13.9%	21.1%	12.6%	13.8%	14.1%
ROA	18.2%	24.7%	14.0%	13.9%	13.2%
ROE (摊薄)	24.8%	34.2%	21.2%	20.3%	19.2%
经营性 ROIC	32.5%	36.7%	25.2%	23.4%	24.9%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	38%	36%	37%	32%	29%
流动比率	1.77	1.62	1.44	1.88	2.36
速动比率	1.69	1.56	1.39	1.82	2.31
归母权益/有息债务	10.85	14.94	10.68	19.44	22.10
有形资产/有息债务	20.76	27.55	21.75	38.75	44.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	185,407	215,260	238,784	256,224	280,713
货币资金	53,974	47,387	52,602	68,393	95,508
交易性金融资产	11,548	21,170	22,000	23,000	24,000
应收账款	7,105	2,598	3,086	2,993	3,047
应收票据	681	86	88	85	87
其他应收款 (合计)	686	261	751	732	747
存货	3,616	2,678	3,254	3,195	3,234
其他流动资产	1,406	1,524	1,617	1,575	1,569
流动资产合计	83,965	81,999	88,953	105,431	133,715
其他权益工具	1,392	1,466	1,600	1,700	1,800
长期股权投资	12,455	13,675	13,675	13,675	13,675
固定资产	59,180	78,280	77,219	76,682	75,160
在建工程	5,608	4,379	23,534	21,851	20,588
无形资产	20,369	24,000	23,520	23,050	22,589
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	415	8,713	4,467	7,099	5,572
非流动资产合计	101,443	133,261	149,831	150,793	146,998
总负债	70,790	77,343	87,505	81,724	82,264
短期借款	50	200	3,645	0	0
应付账款	16,931	19,927	22,226	21,833	22,094
应付票据	2,578	216	3,334	3,275	3,314
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,152	2,898	3,144	2,964	3,085
流动负债合计	47,499	50,716	61,876	56,058	56,547
长期借款	7,055	4,163	4,163	4,163	4,163
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	430	468	468	468	468
非流动负债合计	23,291	26,627	25,629	25,666	25,717
股东权益	114,617	137,917	151,279	174,500	198,449
股本	9,695	9,695	9,695	9,695	9,695
公积金	11,426	6,466	6,466	6,466	6,466
未分配利润	59,585	80,143	81,156	91,346	101,748
归属母公司权益	85,385	102,683	104,716	115,926	127,348
少数股东权益	29,232	35,234	46,563	58,573	71,101

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.68%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	4.60%	4.26%	4.26%	4.26%	4.26%
财务费用率	-0.06%	-0.36%	-0.40%	-0.53%	-0.69%
研发费用率	0.09%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	17%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	1.35	2.18	1.37	1.45	1.52
每股经营现金流	5.27	5.79	5.17	4.07	4.47
每股净资产	8.81	10.59	10.80	11.96	13.14
每股销售收入	15.71	17.21	18.09	17.54	17.86

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	9	5	8	8	8
PB	2.2	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.7	3.5	5.0	5.2	5.0
股息率	7.0%	11.3%	7.1%	7.5%	7.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP