



买入（首次）

所属行业：煤炭/煤炭开采
当前价格(元)：20.59

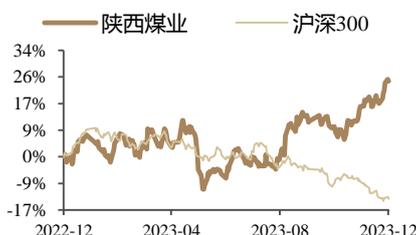
证券分析师

翟堃
资格编号：s0120523050002
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

薛磊
邮箱：xuelei@tebon.com.cn
谢信圆
邮箱：xieji@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.96	13.57	9.75
相对涨幅(%)	12.99	18.70	20.25

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

陕西煤业（601225.SH）：煤炭主业行稳致远，高股息凸显长期价值

投资要点

- 背靠陕煤集团，旗下唯一煤炭资产上市平台。**陕西煤业成立于2008年12月23日，2014年1月28日公司在上交所挂牌上市，正式登陆A股市场。公司是由陕西煤业化工集团以煤炭主业资产整体改制所设立，是陕煤集团旗下唯一煤炭资产上市平台，也是陕西省唯一一家省属特大型煤炭企业，兼具政策和资源优势。2023年上半年公司实现营业收入906.62亿元，同比增长8.1%；扣非后归母净利润136.32亿元，同比减少9.5%。
- 煤炭业务：盈利高弹性，产能有增量。**1)截至2022年末，公司拥有煤炭储量183.67亿吨，可采储量106.06亿吨，可开采年限超过70年。2)截至2023年中报，公司矿井核定产能1.62亿吨/年，权益产能1.0亿吨/年。3)公司兼具内生和外延成长能力，产量仍有增长空间。小庄、孟村煤矿尚未满产，随着产能爬坡，将持续贡献增量。2023年上半年，公司加快推进小壕兔一号和西部勘查区（三号矿井）相关井田的批复进度，待项目核准后将开工建设，未来公司产能有望再增加2300万吨/年。4)得益于成本优势，公司煤炭业务盈利弹性较高，如果自产煤坑口煤价上涨100元，吨煤净利润将增加约70元。
- 承诺提升分红规模，高股息凸显长期投资价值。**1)有息负债&负债率逐年下降，资产质量优秀。截至2023年三季报，公司资产负债率仅为38.2%，而有息负债规模为49.8亿元，达到历史最低水平。2)在手现金&现金流充沛，2023年计划资本开支仅18.11亿元，稳健基本面支持稳定持续高分红。3)根据2022-2024年股东回报规划，公司将现金分红比例下限提高至60%。按照公司2023年前三季度归母净利润年化和分红率60%来看，对应12月6日收盘价19.54元/股，公司股息率预计高达6.8%，高股息资产具有吸引力。
- 投资建议：首次覆盖，买入评级。**公司煤炭业务保持产销两旺，随着优质产能的逐步释放，在煤价中枢上行周期，公司盈利有望稳步向上。我们预计公司2023-2025年归母净利润为235.6、256.2、263.5亿元，按照12月26日收盘时市值计算，对应PE为8.5、7.8、7.6倍。参考可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1)煤炭价格大幅下跌；2)宏观经济增长不及预期；3)新项目投产进度不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	9,695.00
流通A股(百万股):	9,695.00
52周内股价区间(元):	14.82-20.68
总市值(百万元):	199,620.05
总资产(百万元):	204,746.49
每股净资产(元):	8.90

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	152,308	166,848	160,278	167,046	171,611
(+/-)YOY(%)	60.2%	9.5%	-3.9%	4.2%	2.7%
净利润(百万元)	21,419	35,123	23,555	25,624	26,348
(+/-)YOY(%)	44.1%	64.0%	-32.9%	8.8%	2.8%
全面摊薄 EPS(元)	2.21	3.62	2.43	2.64	2.72
毛利率(%)	36.8%	45.0%	36.6%	37.8%	38.1%
净资产收益率(%)	22.1%	34.2%	21.9%	23.2%	23.3%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 陕西省能源航母，行稳致远.....	4
1.1. 背靠陕煤集团，旗下唯一煤炭资产上市平台.....	4
1.2. 行业景气带动业绩高增，费用管控、回款能力优秀.....	5
2. 煤炭业务：盈利高弹性，产能有增量.....	6
2.1. 资源储量丰富，禀赋条件优异.....	6
2.2. 核定产能超 1.6 亿吨，单井规模大.....	7
2.3. 煤炭产销两旺，未来仍有增长空间.....	8
2.4. 成本优势显著，煤炭业务盈利高弹性.....	10
3. 承诺提升分红规模，高股息凸显长期投资.....	12
4. 盈利预测与估值.....	14
4.1. 盈利预测.....	14
4.2. 估值评级.....	15
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1: 截至 2023 年三季报, 公司控股股东为陕煤集团, 最终实控人为陕西省国资委	4
图 2: 陕西煤炭资源储量丰富	4
图 3: 2023H1 公司实现营收 906.62 亿元, 同比增长 8.1%	5
图 4: 2023H1 公司实现归母净利润 115.8 亿元, 同比减少 54.7%	5
图 5: 2023H1 公司实现扣非后净利润 136.3 亿元, 同比减少 9.5%	5
图 6: 公司回款能力优秀	6
图 7: 公司期间费用率持续改善 (%)	6
图 8: 公司各矿区位置分布	9
图 9: 2016 年以来, 公司商品煤产量稳步增长	9
图 10: 公司自产煤基本维持满产满销	9
图 11: 公司自产煤完全成本优势显著	10
图 12: 2022 年自产煤单位完全成本的各分项变动情况 (元/吨)	11
图 13: 2023H1 自产煤单位完全成本的各分项变动情况 (元/吨)	11
图 14: 公司煤炭业务毛利及毛利率情况	11
图 15: 公司自产煤毛利率基本维持较高的水平	11
图 16: 公司资产负债率逐年下降	12
图 17: 截至 2023 三季报, 公司有息负债规模仅为 49.8 亿元	12
图 18: 截至 2023 年三季报, 公司在手现金 325.1 亿元	12
图 19: 截至 2023 年三季报, 公司经营性现金流 284.7 亿元	12
图 20: 2023 年公司资本开支计划仅为 18.11 亿元, 相较于 2022 年大幅下降 27.37 亿元	13
图 21: 2020-2022 年公司保持较高分红规模	13
图 22: 截至 2023 年三季报, 公司未分配利润高达 624.4 亿元	13
表 1: 公司煤炭资源储量丰富	6
表 2: 公司煤炭产品主要性能	7
表 3: 集团资产收购情况	7
表 4: 截至 2023 年中报, 公司核定产能 1.62 亿吨, 权益产能 0.99 亿吨	8
表 5: 分业务盈利预测	14
表 6: 可比公司估值 (截至 12 月 15 日收盘)	15

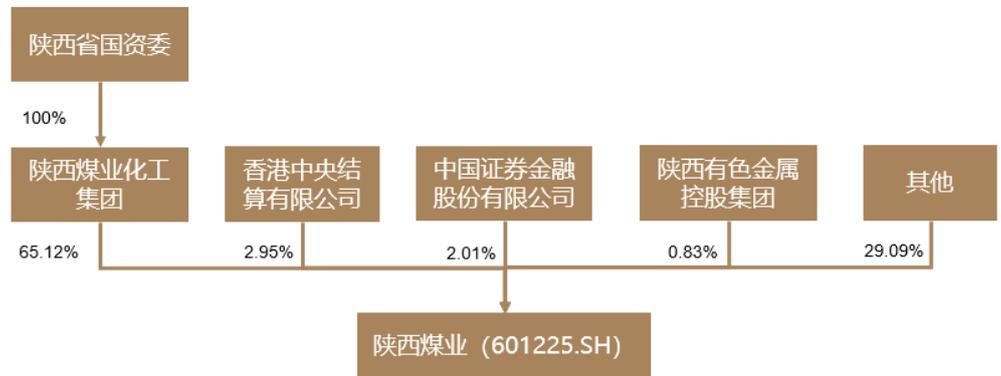
1. 陕西省能源航母，行稳致远

1.1. 背靠陕煤集团，旗下唯一煤炭资产上市平台

陕西煤业股份有限公司（以下简称“公司”或“陕西煤业”）由陕西煤业化工集团（以下简称“陕煤集团”）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、华能开发、陕西有色金属控股集团、陕西鼓风机（集团）有限公司共同发起成立，于 2008 年 12 月 23 日在陕西省工商局注册登记。2014 年 1 月 28 日，公司在上交所挂牌上市，正式登陆 A 股市场。

截至 2023 年三季度，陕西煤业化工集团持有公司 65.12% 股权，为第一大股东，实际控制人为陕西省国资委。

图 1：截至 2023 年三季度，公司控股股东为陕煤集团，最终实控人为陕西省国资委



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

陕煤集团旗下唯一煤炭资产上市平台，兼具政策和资源优势。陕西省煤炭资源丰富，含煤面积约占全省国土面积的四分之一。2010 年陕西省出台相关政策，要求以陕煤集团以及地方国有大矿为主体，坚持“大矿整合小矿”的原则，大力推进省内煤炭资源并购重组。同时，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，神府南区拥有的煤炭资源储量高达 300-400 亿吨。随着神府南区的勘探和开发，陕煤集团的资源储备量将大幅增加。公司是由陕西煤业化工集团以煤炭主业资产整体改制所设立，是陕煤集团旗下唯一煤炭资产上市平台，也是陕西省唯一一家省属特大型煤炭企业，兼具政策和资源优势。

图 2：陕西煤炭资源储量丰富

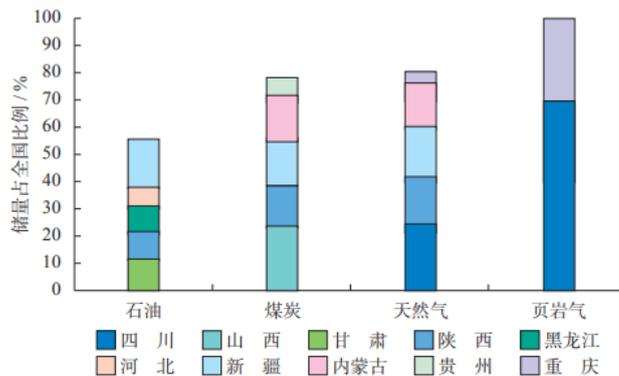


图2-1 中国主要能源矿产储量地区分布

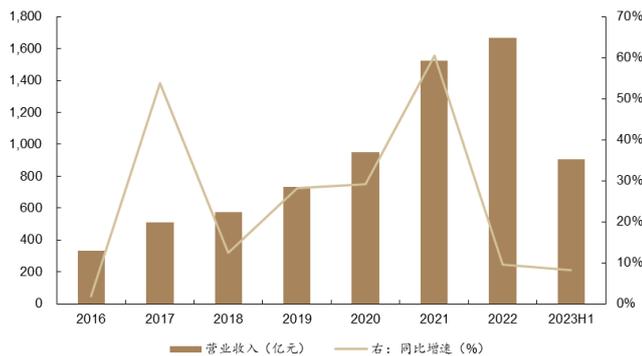
资料来源：《中国矿产资源报告 2022》、德邦研究所

1.2. 行业景气带动业绩高增，费用管控、回款能力优秀

公司营收和利润规模持续增长。煤炭属于传统周期性行业，价格变动对盈利的影响较大。由于煤炭市场的低迷，公司在2015年出现大额亏损。“十三五”期间，国家开展执行供给侧改革，通过落后产能出清、严控新增产能等措施，煤炭行业格局得到优化，公司在2016年就实现扭亏。随着行业格局的优化和优质资源的整合，公司营收和盈利规模逐年增长。2021年以来，由于供需基本面错配，煤炭持续高景气，价格中枢实现上移。截至2022年，公司实现营收1668.5亿元，同比增长9.6%，2016-2022年CAGR为30.9%；实现归母净利润351.2亿元，同比增长66.1%，2016-2022年CAGR为52.8%；均创造公司自上市后最佳水平。

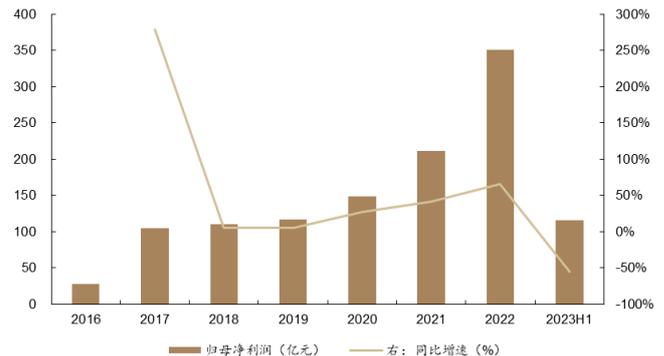
投资收益和公允价值变动影响利润，扣非后净利润体现业绩韧性。2023年H1实现营业收入906.62亿元，同比增长8.1%；归母净利润115.8亿元，同比减少54.7%。归母净利润同比大幅减少的原因：1) 2022年上半年公司出售隆基绿能部分股份获得投资收益29.16亿元；2) 投资隆基绿能的会计核算方法变更，公允价值变动损益增幅较大，使得2022年H1净利润增加94.91亿元，占当期归母净利润的38.59%；3) 2023年H1投资收益12.13亿元，且因市场波动，公允价值变动净亏26.6亿元。不考虑非经常性损益，在市场煤价高位回落的背景下（2023H1秦皇岛动力煤Q5500同比下跌14.4%），公司2023H1实现扣非后归母净利润136.3亿元，同比减少9.5%，业绩有韧性。

图 3：2023H1 公司实现营收 906.62 亿元，同比增长 8.1%



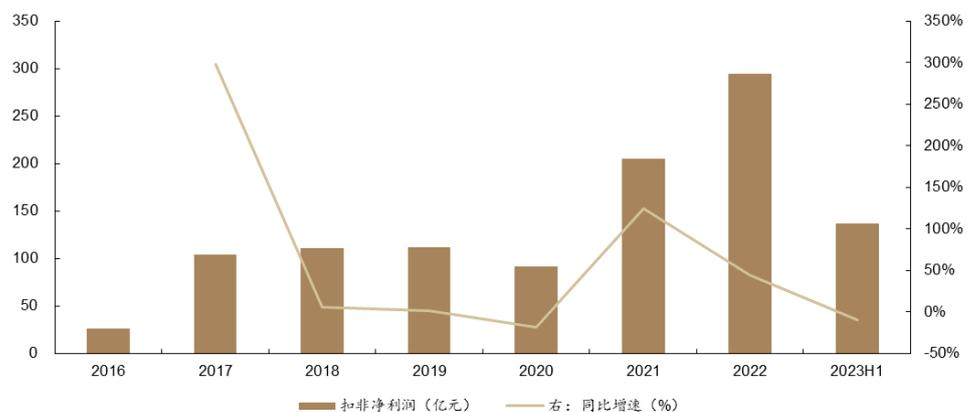
资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

图 4：2023H1 公司实现归母净利润 115.8 亿元，同比减少 54.7%



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

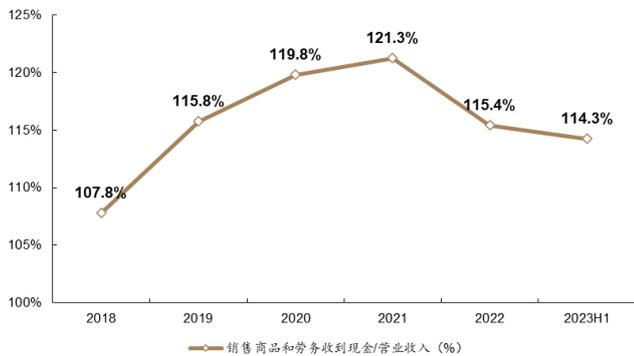
图 5：2023H1 公司实现扣非后净利润 136.3 亿元，同比减少 9.5%



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

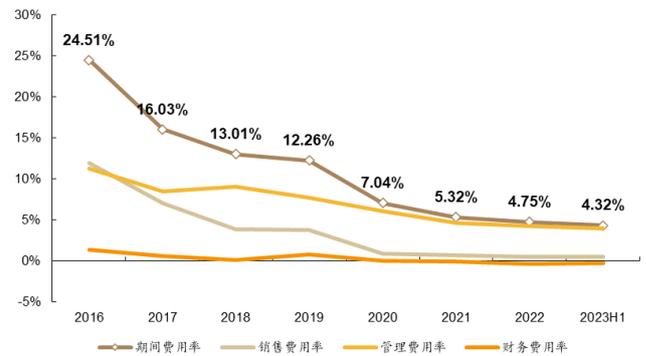
公司回款能力优秀，期间费用率持续下行。长期以来，公司的销售商品和劳务收到现金/营业收入指标趋势性上升，2023年H1达到114.3%，彰显较强的回款能力，现金流充沛。近年来公司经营保持高效，期间费用及费用率总体呈现下降趋势，2023年H1公司期间费用率为4.32%，同比下降0.04pct。

图 6：公司回款能力优秀



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

图 7：公司期间费用率持续改善 (%)



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

2. 煤炭业务：盈利高弹性，产能有增量

2.1. 资源储量丰富，禀赋条件优异

资源储量丰富，可采储量高达 106.06 亿吨。截至 2022 年末，公司拥有煤炭储量 183.67 亿吨，可采储量 106.06 亿吨，可开采年限超过 70 年。公司 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。

表 1：公司煤炭资源储量丰富

主要矿区	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)
渭北矿区	贫瘦煤	4.12	2.65	4.12
彬黄矿区	长焰煤	58.14	32.65	58.14
陕北矿区	长焰煤	121.40	70.75	121.40
合计		183.67	106.06	183.67

资料来源：公司公告、德邦研究所

资源禀赋条件优异，埋藏深度浅，开采条件简单，煤种优质。产煤区 90% 以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，具有高热值、低硫、特低磷、低灰、富油、高化学活性等特点，是优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。根据公司债券募集说明书披露，公司煤炭产品包括贫瘦煤、长焰煤、弱粘煤、不粘煤、瘦煤、气煤等，煤种丰富，且平均发热量在 5500 卡以上。

- **神府矿区**：位于榆林市北端神木、府谷两县境内，煤层埋深一般 500 米以浅，煤层稳定性较好，开采技术条件较简单，适宜建设大及特大型现代化矿井，主产动力、化工用煤。
- **榆横矿区**：位于榆林市榆阳区、横山县境内，煤层埋深一般 300-600 米，煤层稳定性较好，开采技术条件较简单，适宜建设大及特大型现代化矿井，主产动力、化工用煤。
- **黄陵矿区**：位于延安市黄陵县境内，煤层埋深一般 600 米以浅，煤层稳定性较好，开采技术条件较简单，适宜建设大及特大型现代化矿井，主产动力、炼焦配煤和化工用煤。

- **彬长矿区：**位于咸阳市彬县、长武两县境内，煤层埋深一般 200-700 米以浅，开采技术条件较简单，适宜建设大及特大型现代化矿井，主产动力、化工用煤。
- **渭北矿区：**位于铜川市耀州区、印台区至渭南市白水县、澄城县、合阳县、韩城市一带，俗称“渭北黑腰带”，由焦坪、铜川、蒲白、澄合、韩城 5 个自然矿区组成。其中，焦坪矿区属侏罗纪含煤，煤层稳定、高瓦斯，主产动力、化工用煤；其余为石炭二叠纪含煤，煤层稳定性较好，主产贫瘦煤。

表 2：公司煤炭产品主要性能

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：《陕西煤业面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）募集说明书》、德邦研究所

2.2. 核定产能超 1.6 亿吨，单井规模大

深耕存量、拓展增量，为可持续发展积蓄动力。2021 年张家峁矿业等四对矿井获得省发改委批复，核增产能 600 万吨/年。2022 年公司核增了红柳林矿业、柠条塔矿业等 7 处矿井，核增产能 1700 万吨/年。此外，公司在 2022 年 10 月以现金方式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。彬长矿业下辖小庄（600 万吨/年）、孟村（600 万吨/年）两对矿井，神南矿业拥有小壕兔西部勘查区探矿权和小壕兔一号煤矿采矿权（规划产能 800 万吨/年），收购完成之后，公司在产产能新增 1200 万吨/年。

表 3：集团资产收购情况

标的资产	交易方	持股比例 (%)	交易对价 (亿元)
彬长矿业 99.5649% 股权	陕煤集团	99.56%	143.16
	陕煤集团	99.24%	202.93
神南矿业 100% 股权	陕北矿业	0.76%	1.55
	总计		347.63

资料来源：《陕西煤业股份有限公司关于收购陕西彬长矿业集团有限公司和陕西煤业化工集团神南矿业有限公司股权暨关联交易的公告》、德邦研究所

当前拥有核定产能 1.62 亿吨，权益产能近亿吨。截至 2023 年中报，公司下属矿井共计 21 座，核定总产能 1.62 亿吨/年，权益产能 0.99 亿吨/年。其中，控股矿井 18 座，核定产能 1.39 亿吨/年，权益产能 0.91 亿吨/年；参股矿井 3 座，核定产能 2300 万吨/年，权益产能 772 万吨/年。

单井规模较大，产能优势显著。截至 2023 年中报，公司所属矿井中，95% 以上产能均位于国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地：神东基地、陕北基地、黄陇基地。因此下属矿井单井规模较大，控股矿井平均权益产能为 818 万吨/年。目前，陕北矿区拥有红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、小保当二号五对千万吨级矿井，陕北矿区千万吨矿井规模将集群化，产能优势将更加明显。

表 4：截至 2023 年中报，公司核定产能 1.62 亿吨，权益产能 0.99 亿吨

矿区	煤矿	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益占比 (%)	权益产能 (万吨/年)
彬黄矿区	黄陵一号	气煤	600	100%	600
	黄陵二号	弱黏煤	800	54%	432
	建庄	弱黏煤	500	40%	200
	建新	弱黏煤	400	51%	204
	大佛寺	不黏煤	800	90%	720
	胡家河	不黏煤	500	80%	400
	文家坡	不黏煤	400	51%	204
	小庄	不黏煤	600	100%	600
	孟村	不黏煤	600	100%	600
		合计		5200	
陕北矿区	红柳林	长焰煤	1800	51%	918
	柠条塔	弱黏煤	2000	51%	1020
	张家峁	长焰煤	1100	55%	605
	孙家岔	长焰煤	1000	30%	300
	韩家湾	弱黏煤	300	100%	300
	袁大滩	-	800	34%	272
	小保当一号、二号	-	3300	55%	1815
	合计		10300		5230
渭北矿区	玉华	长焰煤	240	100%	240
	陈家山	不黏煤	180	100%	180
	下石节	长焰煤	185	100%	185
	柴家沟	长焰煤	100	95%	95
		合计		705	
	总计		16205		9890

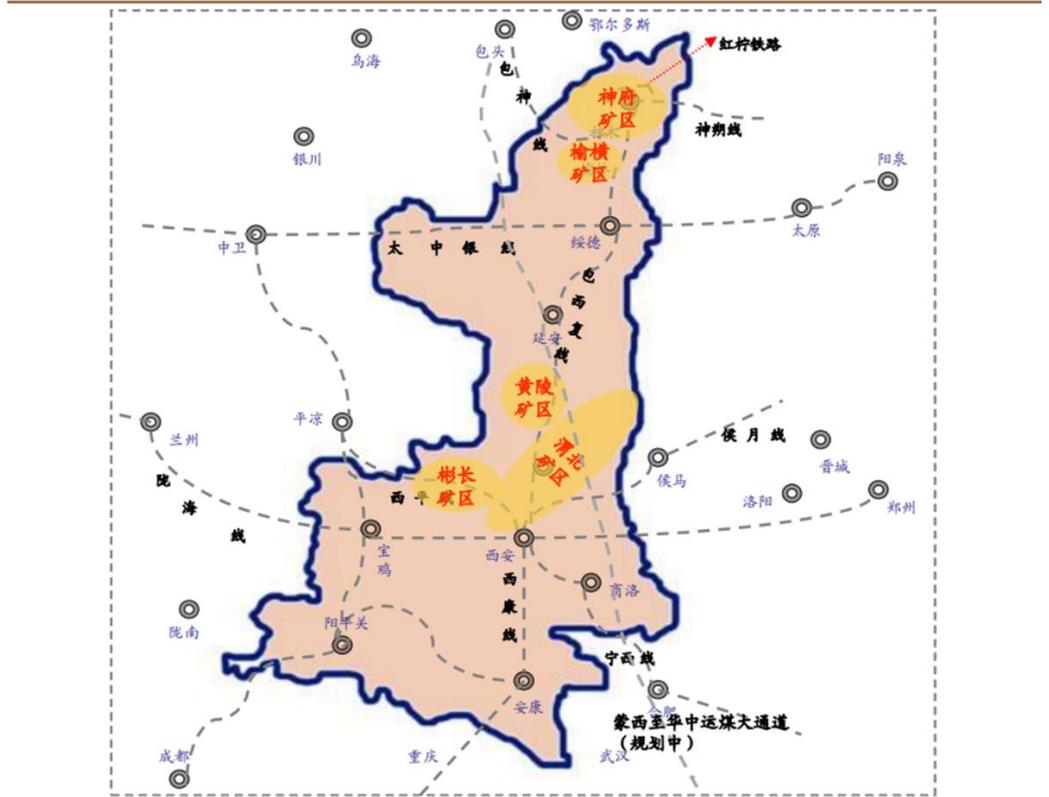
资料来源：公司官网、公司债券跟踪评级报告、公司 2023 年中报等、德邦研究所

2.3. 煤炭产销两旺，未来仍有增长空间

品牌优势。公司坚持实施品牌战略，提升品牌价值。通过“企业品牌+产品品牌”对煤炭品牌进行精准定位，找准市场坐标，品牌经营赢得市场认可，创造品牌效应；已经成功打造黄灵 1 号、彬长、红柳林、柠条塔、张家峁、建庄等优质煤炭品牌。

区位优势。从地理位置来看，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”，具有丰富的能源资源优势。公司围绕“六线四区域”，即：沿着包西线巩固陕西省内市场，沿蒙冀线、瓦日线增加沿海市场销量，沿浩吉铁路做大“两湖一江”市场，沿襄渝线、宝成线扩大西南市场，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，形成“沿海看国能、中部看陕煤”战略格局。

图 8：公司各矿区位置分布

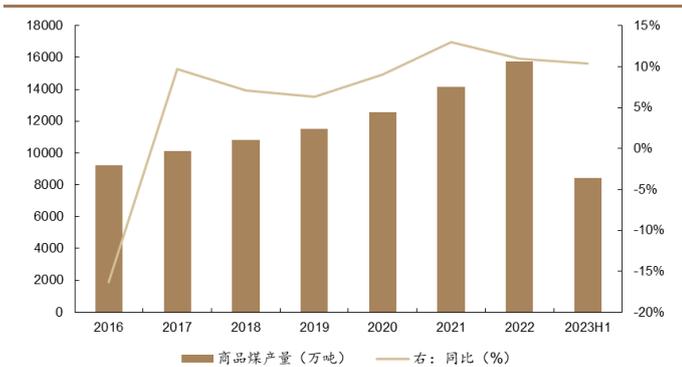


资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

销售团队赋能。公司具备专业化销售团队，着力向“世界一流煤炭供应链服务商，全国最大的原料、材料清洁用煤供应商，煤炭智慧物流平台运营商”转型，销售市场不断扩大，市场占有率不断提高。着力实施“专业化+区域化、分公司+办事处、互联网+煤炭”销售新模式，通过铁路直达、铁水联运、“公转铁+外购煤”等措施，推动公司入渝、入湘、入鄂、入赣等能源保供，构建了陕煤跨省能源合作新格局。

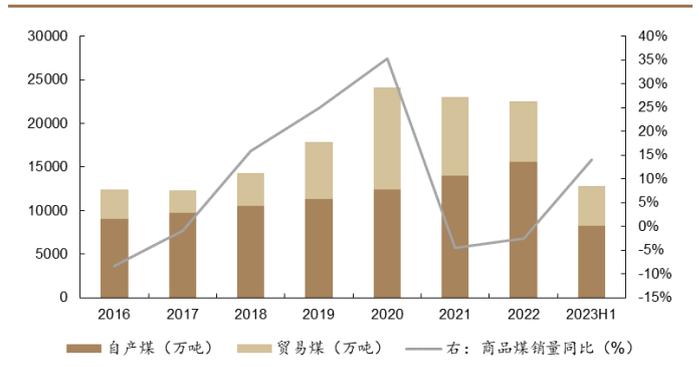
公司煤炭产销两旺，稳步增长。2016年以来，公司商品煤产量持续增长。2022年公司实现商品煤产量15727.9万吨，同比增长11.0%；2023年上半年实现产量8406.7万吨，同比增长10.4%。销量方面，受益于煤炭品质优异、区位优势以及专业销售团队，公司自产煤销量基本维持满产满销，2019年以来产销率保持在98.5%以上。2022年公司实现自产煤销量15549.0万吨，同比增长11.0%；2023年上半年实现销量8280.2万吨，同比增长10.4%。

图 9：2016 年以来，公司商品煤产量稳步增长



资料来源：历年公司年报、德邦研究所

图 10：公司自产煤基本维持满产满销



资料来源：历年公司年报、德邦研究所

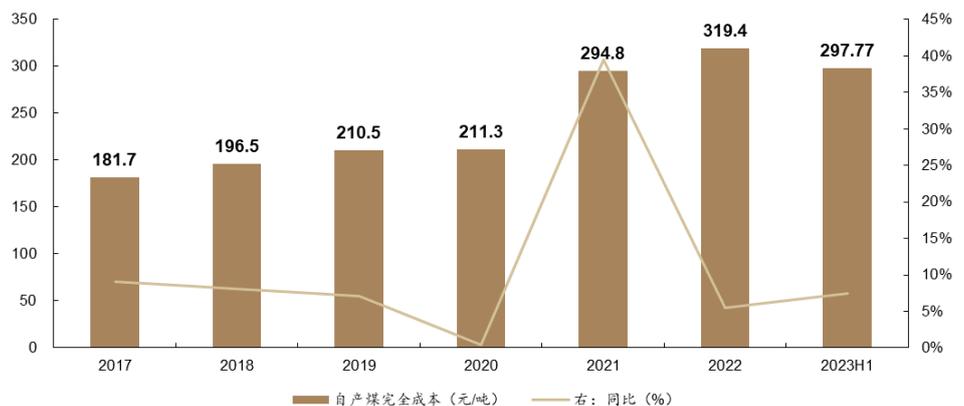
兼具内生和外延成长能力，产量仍有增长空间。

- **在产矿井产能爬坡：**根据投资者问答平台，2022 年收购的小庄、孟村两对矿井尚未达到满产状态，2023 年 5 月份产能利用率大约在 80%左右。随着产能爬坡，小庄、孟村将持续贡献增量。
- **储备资源开发：**2022 年公司从陕煤集团收购了神南矿业，获得小壕兔矿井相关矿权。2022 年 7 月，小壕兔三号矿井及选煤厂可行性研究报告在西安顺利通过专家评审，可研报告将作为项目开展前期工作的技术支撑性文件，该报告推荐矿井设计生产能力 1500 万吨/年。2022 年 10 月，国家发改委批复榆神矿区三期总体规划（修编），将小壕兔一号矿井（规划产能 800 万吨/年）列为新建矿井。2023 年上半年，公司加快推进小壕兔一号和西部勘查区（三号矿井）相关井田的批复进度，待项目核准后将开工建设，未来公司产能有望再增加 2300 万吨/年。
- **资产注入预期：**公司作为陕煤集团旗下唯一煤炭资产上市平台，早在上市时就与陕煤集团签署了解决同业竞争的协议，集团优质煤炭资产有望逐步注入上市公司。根据陕煤集团 2023 年度跟踪评级报告，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，资源优势十分明显。此外，陕煤集团还拥有尔林兔、曹家滩矿权，目前均已通过国家发改委核准。尔林兔一号煤矿（设计产能 1500 万吨/年）、三号煤矿（设计产能 1000 万吨/年）的前期工作正在推进当中；曹家滩煤矿已于 2020 年建成投产，2023 年 9 月取得 2500 万吨/年的产能核增批复。

2.4. 成本优势显著，煤炭业务盈利高弹性

多因素造就低成本，具备明显优势。公司煤炭生产成本优势明显，2019 年前自产煤完全成本更是在 200 元/吨以下。**成本优势主要来源于：1) 资源禀赋条件优异：**埋藏深度浅，开采成本低；**2) 单井规模大，具有规模优势：**下属矿区煤层稳定性高，适宜建设大型现代化矿井，控股矿井平均核定产能为 818 万吨/年；**3) 智能化程度高，效率提升：**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，公司“智能矿井”和“智慧矿区”建设走在行业前列，引领煤炭行业智能化建设发展。截至 2023 年中报，智能化产能达到 99%，所属矿井生产辅助系统 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。

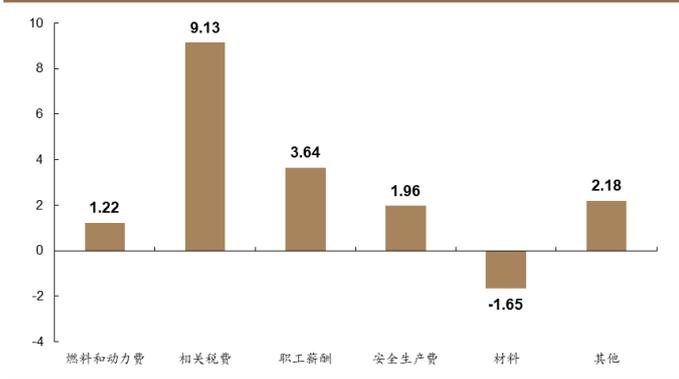
图 11：公司自产煤完全成本优势显著



资料来源：公司公告、德邦研究所

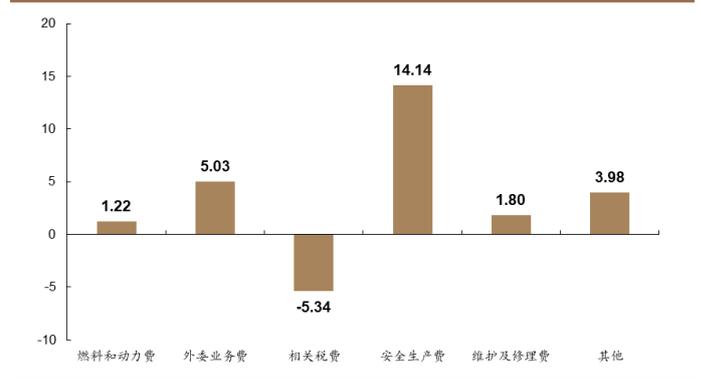
安全生产费用计提标准变化, 2023 年上半年完全成本小幅上升。2022 年公司自产煤单位完全成本 319.41 元/吨, 同比增长 5.44%, 其中相关税费增加 9.13 元/吨, 增幅 14.09%; 职工薪酬增加 3.64 元/吨, 增幅 6.36%。2023 年 H1 自产煤单位完全成本为 297.77 元/吨, 同比增长 7.52%, 主要系安全生产费增加 14.14 元/吨, 涨幅 71.16%。2022 年 11 月, 财政部、应急部颁布“关于印发《企业安全生产费用提取和使用管理办法》的通知(财资〔2022〕136 号)”, 从 11 月份起公司按原煤产量每吨 15-50 元提取生产安全费用, 而公司此前的计提标准是 15-30 元/吨。

图 12: 2022 年自产煤单位完全成本的各分项变动情况 (元/吨)



资料来源: 公司 2022 年年报、德邦研究所

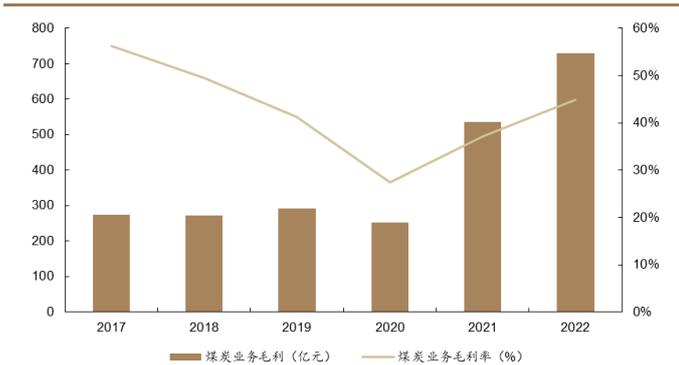
图 13: 2023H1 自产煤单位完全成本的各分项变动情况 (元/吨)



资料来源: 公司 2022 年年报、德邦研究所

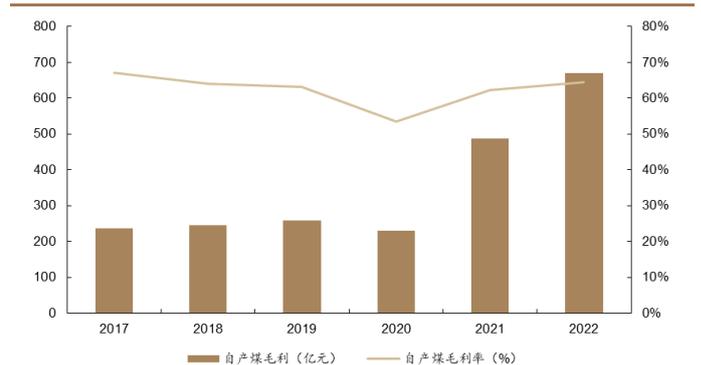
公司市场煤占比较多, 煤炭业务盈利弹性强。根据投资者问答平台, 长协与市场煤基本稳定在各 50% 的比例水平。得益于成本优势, 在煤价中枢上移周期, 公司煤炭业务盈利弹性强, 如果自产煤坑口煤价上涨 100 元, 吨煤净利润将增加约 70 元。2022 年公司煤炭业务实现毛利 730.1 亿元, 同比增长 36.4%; 自产煤毛利 669.6 亿元, 同比增长 37.2%。

图 14: 公司煤炭业务毛利及毛利率情况



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 15: 公司自产煤毛利率基本维持较高的水平

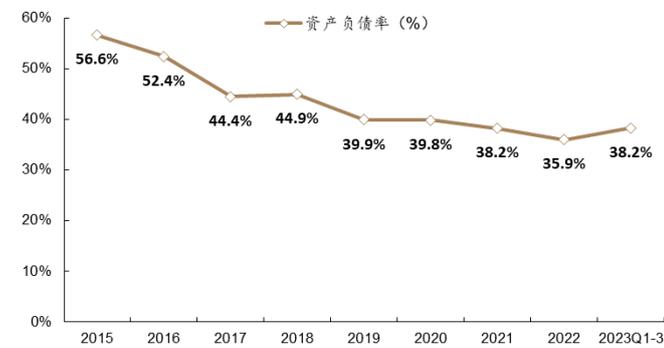


资料来源: 公司公告、德邦研究所

3. 承诺提升分红规模，高股息凸显长期投资

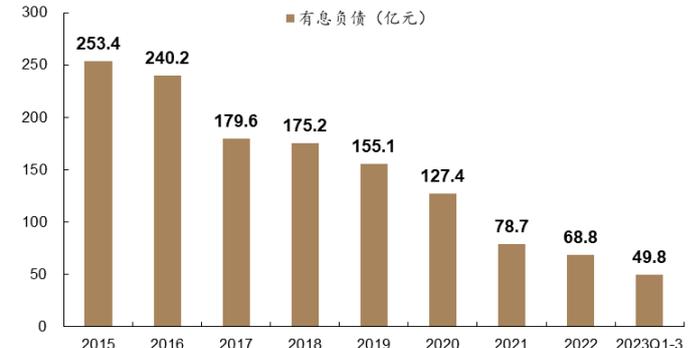
有息负债&负债率逐年下降，资产质量优秀。资产负债率和有息负债规模呈现下降趋势，截至2023年三季报，公司资产负债率仅为38.2%，而有息负债规模为49.8亿元，相较于2022年底下降18.95亿元，达到历史最低水平。2021年以来，由于有息负债规模的减少以及货币资金的增加，公司从利息净支出转变为利息净收入，货币资金的利息收入已经完全覆盖债务所需支付的利息。

图 16：公司资产负债率逐年下降



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 17：截至 2023 三季报，公司有息负债规模仅为 49.8 亿元

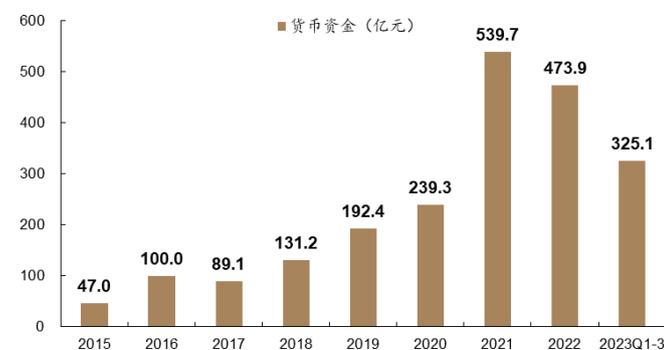


资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

稳健基本面支持稳定持续高分红。货币资金方面，截至2023年中报，公司账面货币资金高达579.3亿元，相较于2022年底增加105.4亿元。截至2023年三季报，公货币资金为325.1亿元，在完成2022年度股利分配及股权收购款后，在手现金仍然充裕。经营性现金流方面，2023年前三季度公司经营性现金流284.7亿元，同比减少34.4%，处于2015年以来的较高水平，现金流充沛。

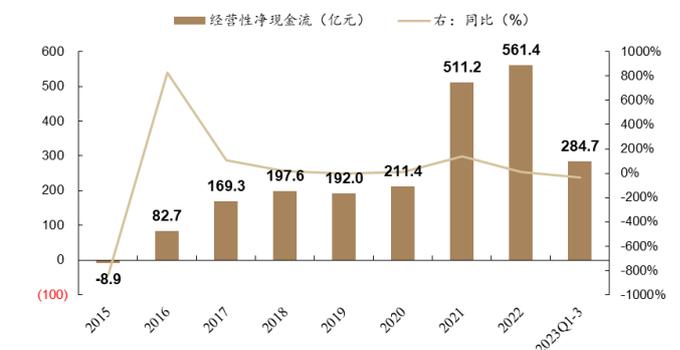
资本开支方面，2018年以来平均每年资本开支为40亿元左右，2023年计划资本开支仅为18.11亿元，较2022年大幅下降27.37亿元。2023年资本开支计划主要包括：1)小保当风井及选煤厂项目计划投资4亿元，预计四季度主体工程完工，2023年中报显示工程进度已达73.08%；2)红柳林三号风井项目计划投资2亿元，预计四季度设备安装完工；3)胡家河孟村煤矿铁路专用线改扩建项目计划投资1.66亿元，预计四季度建成投运；4)文家坡煤矿李家沟风井项目计划投资1.3亿元，预计四季度瓦斯抽采泵站、黄泥灌浆站、压风站、制氮站完工。随着项目在四季度陆续完工，后续资本开支规模有望持续降低。

图 18：截至 2023 年三季报，公司在手现金 325.1 亿元



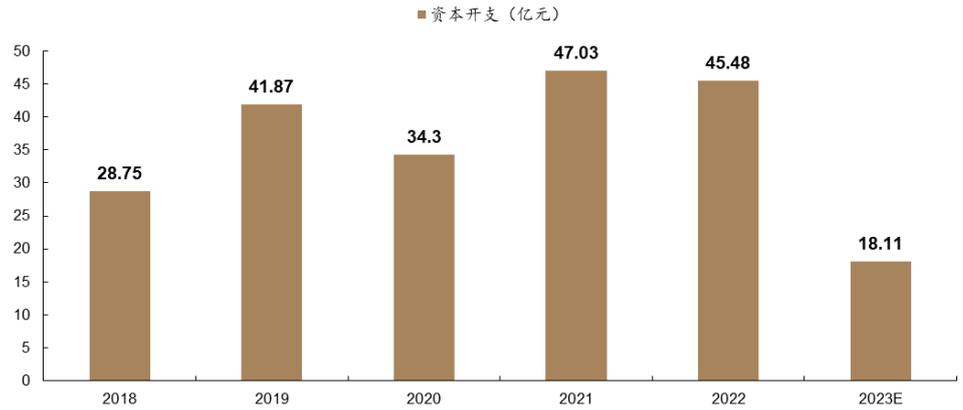
资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 19：截至 2023 年三季报，公司经营性现金流 284.7 亿元



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 20: 2023 年公司资本开支计划仅为 18.11 亿元, 相较于 2022 年大幅下降 27.37 亿元

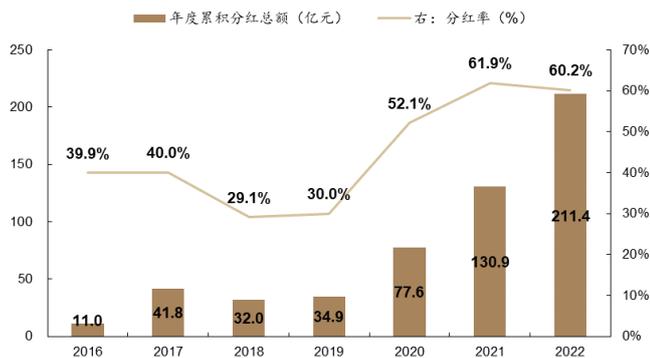


资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

2020-2022 年实际分红远超承诺, 后续分红值得期待。2020 年 9 月 18 日, 公司发布《未来三年股东回报规划(2020-2022 年)》公告, 承诺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 40%且金额不低于 40 亿元。从实际情况来看, **2020-2022 年无论是现金分红金额还是分红比例均远超承诺。**2022 年 11 月 7 日, 在综合考虑公司实际情况、发展目标、股东意愿和要求、未来资本开支、盈利规模、现金流等因素的基础上, 公司制定了 2022-2024 年股东回报规划, 拟将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%。截至 2023 年三季度, 公司未分配利润高达 624.4 亿元, 在行业持续高景气的背景下, 公司后续分红值得期待。

按照公司 2023 年前三季度归母净利润年化和分红率 60%来看, 对应 12 月 6 日收盘价 19.54 元/股, 公司股息率预计高达 6.8%, 高股息资产具有吸引力。

图 21: 2020-2022 年公司保持较高分红规模



资料来源: Wind、德邦研究所

图 22: 截至 2023 年三季度, 公司未分配利润高达 624.4 亿元



资料来源: Wind、德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司核心业务主要为煤炭开采和销售。

(1) 自产煤：核定产能 1.62 亿吨/年，近几年煤炭产量均与核定产能保持相当，由此预计 2023 年商品煤计划产量 1.62 亿吨，基本维持满产满销。

(2) 贸易煤：2023 年上半年完成贸易煤销量 4579.92 万吨，由于煤炭行业供需紧平衡，预计销量维持稳定。

表 5：分业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤炭业务							
商品煤产量 (万吨)	11494	12536	13588	15728	16200	16500	16640
商品煤销量 (万吨)	17849	24161	23058	22488	25006	25392	25621
煤炭业务收入 (亿元)	706	920	1445	1626	1560	1628	1673
煤炭业务成本 (亿元)	415	668	910	896	994	1017	1039
煤炭业务毛利 (亿元)	292	253	535	730	566	610	634
煤炭业务毛利率 (%)	41%	27%	37%	45%	36%	38%	38%
自产煤							
自产煤产量 (万吨)	11494	12536	13588	15728	16200	16500	16640
yoy	6.3%	9.1%	8.4%	15.8%	3.0%	1.9%	0.8%
自产煤销量 (万吨)	11336	12387	13429	15549	16006	16302	16440
yoy	7.6%	9.3%	8.4%	15.8%	2.9%	1.9%	0.8%
产销率 (%)	98.6%	98.8%	98.8%	98.9%	98.8%	98.8%	98.8%
自产煤收入 (亿元)	411	430	784	1040	912	962	989
自产煤成本 (亿元)	151	200	296	371	413	425	435
自产煤毛利 (亿元)	259	230	488	670	499	536	554
毛利率 (%)	63%	54%	62%	64%	55%	56%	56%
贸易煤							
销量 (万吨)	6513	11773	9629	6939	9000	9090	9181
yoy	73.4%	80.8%	-18.2%	-27.9%	29.7%	1.0%	1.0%
贸易煤收入 (亿元)	274	448	603	501	554	571	588
贸易煤成本 (亿元)	263	468	614	525	580	592	604
贸易煤毛利 (亿元)	10	-20	-11	-24	-26	-21	-16
毛利率 (%)	4%	-4%	-2%	-5%	-5%	-4%	-3%
"一票制" 结算运费							
收入 (亿元)	22	42	58	84	94	96	97
单位运费 (元/吨)	12.2	17.5	25.2	37.5	37.5	37.5	37.5
合计							
总营业收入 (亿元)	734	949	1523	1668	1603	1670	1716
YOY	28.3%	29.2%	60.5%	9.6%	-3.9%	4.2%	2.7%
总营业成本 (亿元)	434	688	977	918	1016	1039	1061
YOY	47.7%	58.7%	42.0%	-6.0%	10.7%	2.3%	2.1%

资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

4.2. 估值评级

我们选取三家大型煤炭企业作为可比公司：中国神华、中煤能源、兖矿能源。

公司煤炭业务保持产销两旺，随着优质产能的逐步释放，在煤价中枢上行周期，公司盈利有望稳步向上。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 235.6、256.2、263.5 亿元，按照 12 月 26 日收盘时市值计算，对应 PE 为 8.5、7.8、7.6 倍，参考可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（截至 12 月 26 日收盘）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2023-12-26	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	
601088.SH	中国神华	6,221	630.8	647.1	657.0	9.9	9.6	9.5	1.57
601898.SH	中煤能源	1,315	203.0	214.0	220.0	6.5	6.1	6.0	0.92
600188.SH	兖矿能源	1,525	206.1	217.8	229.0	7.4	7.0	6.7	2.92
	平均					7.9	7.6	7.4	1.80
601225.SH	陕西煤业	1,996	235.6	256.2	263.5	8.5	7.8	7.6	2.31

资料来源：Wind 一致预期、德邦研究所

注：除中煤能源来自于德邦研究所预测，其余均来自于 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) 煤炭价格大幅下跌；
- 2) 宏观经济增长不及预期；
- 3) 新项目投产进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	3.62	2.43	2.64	2.72
每股净资产	10.59	11.12	11.39	11.67
每股经营现金流	5.79	4.76	5.70	6.13
每股股利	2.18	2.18	2.37	2.44
价值评估(倍)				
P/E	5.13	8.47	7.79	7.58
P/B	1.75	1.85	1.81	1.76
P/S	1.20	1.25	1.20	1.16
EV/EBITDA	2.12	2.52	2.16	1.87
股息率%	11.7%	10.6%	11.5%	11.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	45.0%	36.6%	37.8%	38.1%
净利润率	31.8%	22.2%	23.2%	23.6%
净资产收益率	34.2%	21.9%	23.2%	23.3%
资产回报率	16.3%	10.1%	10.2%	9.8%
投资回报率	31.6%	21.8%	21.5%	20.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	9.5%	-3.9%	4.2%	2.7%
EBIT 增长率	44.4%	-23.7%	8.6%	4.2%
净利润增长率	64.0%	-32.9%	8.8%	2.8%
偿债能力指标				
资产负债率	35.9%	33.5%	31.8%	30.1%
流动比率	1.6	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.4	1.7	1.8	1.9
现金比率	0.9	1.2	1.3	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	10.5	6.9	8.2	8.7
存货周转天数	12.3	11.9	13.5	12.8
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	2.3	2.0	1.9	1.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	35,123	23,555	25,624	26,348
少数股东损益	17,967	12,048	13,200	14,187
非现金支出	11,294	15,787	18,546	21,644
非经营收益	-8,244	-5,118	-3,166	-3,255
营运资金变动	0	-165	1,052	499
经营活动现金流	56,139	46,107	55,257	59,422
资产	-10,166	-23,395	-26,830	-28,999
投资	-24,150	-540	-1,625	-967
其他	302	10,848	3,341	3,432
投资活动现金流	-34,014	-13,087	-25,114	-26,534
债权募资	-3,720	-1,886	49	61
股权募资	4,412	63	0	0
其他	-31,743	-18,130	-23,183	-23,835
融资活动现金流	-31,051	-19,952	-23,135	-23,774
现金净流量	-8,925	13,068	7,008	9,114

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	166,848	160,278	167,046	171,611
营业成本	91,784	101,596	103,949	106,143
毛利率%	45.0%	36.6%	37.8%	38.1%
营业税金及附加	11,494	11,041	11,508	11,822
营业税金率%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
营业费用	835	801	835	858
营业费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	7,114	6,834	7,123	7,318
管理费用率%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	579	556	579	595
研发费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	55,296	42,205	45,832	47,759
财务费用	-608	-757	-1,017	-1,155
财务费用率%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-752	-625	-743	-737
投资收益	14,564	3,206	3,341	3,432
营业利润	64,582	42,963	46,850	48,914
营业外收支	-518	0	0	0
利润总额	64,063	42,963	46,850	48,914
EBITDA	65,992	57,367	63,635	68,666
所得税	10,974	7,360	8,025	8,379
有效所得税率%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
少数股东损益	17,967	12,048	13,200	14,187
归属母公司所有者净利润	35,123	23,555	25,624	26,348

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	47,387	60,454	67,463	76,577
应收账款及应收票据	2,685	3,740	4,207	4,481
存货	2,678	4,046	3,732	3,831
其它流动资产	29,249	29,458	29,636	29,862
流动资产合计	81,999	97,698	105,038	114,750
长期股权投资	13,675	14,216	15,840	16,808
固定资产	78,291	85,824	93,419	99,284
在建工程	4,385	3,508	2,807	2,245
无形资产	24,000	24,732	25,904	27,749
非流动资产合计	133,261	135,573	145,498	153,838
资产总计	215,260	233,271	250,537	268,589
短期借款	200	236	285	346
应付票据及应付账款	20,143	22,171	22,613	23,149
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	30,372	28,970	29,912	30,472
流动负债合计	50,716	51,378	52,810	53,968
长期借款	4,163	4,163	4,163	4,163
其它长期负债	22,464	22,664	22,664	22,664
非流动负债合计	26,627	26,827	26,827	26,827
负债总计	77,343	78,205	79,638	80,795
实收资本	9,695	9,695	9,695	9,695
普通股股东权益	102,683	107,784	110,417	113,124
少数股东权益	35,234	47,282	60,482	74,670
负债和所有者权益合计	215,260	233,271	250,537	268,589

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。