

# 陕西煤业（601225）

## 资源禀赋优势造就高股息防御和高弹性进攻兼具，股息下降带来股价上涨空间可期

买入（首次）

2024年01月17日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书：S0600123070008

liao\_lq@dwzq.com.cn

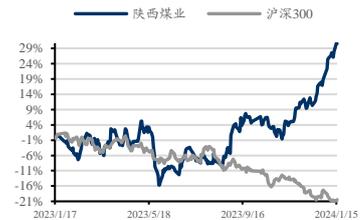
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	166,848	165,430	170,900	177,059
同比	10%	-1%	3%	4%
归属母公司净利润（百万元）	35,123	21,949	24,552	25,252
同比	64%	-38%	12%	3%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	3.62	2.26	2.53	2.60
P/E（现价&最新股本摊薄）	6.34	10.14	9.07	8.82

关键词：#股息率高

投资要点

- **背靠陕煤集团的优质动力煤龙头，资源获取具备天然优势，未来产能扩张可期。**公司拥有陕北、彬黄、渭北三大矿区，2022年通过收购彬长集团和神南矿业股权，新增产能1200万吨（小庄矿和孟村矿）以及小壕兔一号（设计产能800万吨）、小壕兔西部探矿权。此外，公司核增了红柳林矿业、柠条塔矿业等7处矿井产能，新增产能1700万吨，资源储备大幅提升。截至23年底，公司总产能1.62亿吨，权益产能0.99亿吨。此外，公司背靠陕西省唯一特大型国有煤炭集团陕煤集团，截至23年6月，除上市公司外，集团还拥有煤炭资源储量116.87亿吨，可采储量97.03亿吨，核定产能4400万吨。基于“避免同业竞争承诺”，集团煤炭资产有望逐步注入上市公司，未来公司产能扩张可期。
- **煤炭资源禀赋行业领先，高品质低成本构筑深广盈利护城河。**公司煤炭煤质优良，因此其坑口含税价高于大同、鄂尔多斯矿区，大多在805-840元/吨之间，竞争优势显著。此外，公司矿井地质构造简单、单井规模较大，叠加矿井智能化加持，造就低开采成本。22年自产煤单位成本238元/吨，位居行业第三低位，高溢价低成本强化公司盈利能力。
- **长协煤销售占比提升，稳定盈利强化抗风险能力。**公司长协煤以陕煤集团为整体进行签订，23年集团签订比例80%左右，对应签订量1.6亿吨，按照各矿业公司资产关系对应上市公司长协占比60%左右，相比于此前30%左右的占比大幅提升。长协煤销售占比提升一定程度上熨平了煤炭售价的周期波动，盈利稳定性提升。
- **高分红现金奶牛属性增强，奠定长期投资价值。**近三年（2020-2022年）年均分红率为45%，22年11月公司公告承诺22-24年现金分红比例不低于当年可分利润的60%，与先前承诺分红比例40%相比大幅提升。22年分红率60.17%，远高于煤炭行业均值44.34%。此外，我们预计2024年将减少24.71亿元的非经常性损失，从而进一步提高公司归母净利润，增加现金分红并带动股息率上升。同时，公司目前现金流充裕稳定，且不会大幅增加资本性开支，短期内也没有大额偿债需求，未来具备进一步提升现金分红比率的潜力和空间。
- **盈利预测与投资评级：公司资源禀赋行业领先，煤炭高溢价低成本造就其核心竞争优势。**此外，公司通过“核增+收购”大幅提升资源储备，在煤价维持历史高位背景下，赋予公司高业绩弹性。公司煤炭主业“价稳量增”，经营平稳，兼具稳定分红特征。我们从两个角度，给予公司价值评估：从PE估值法角度，我们预期公司在2024年或将再次修改会计核算方法，从而较23年减少24.71亿元的非经常性损失，带来24年业绩的同比大幅增长。我们预计公司23-25年分别实现归母净利润219/246/253亿元，EPS2.26/2.53/2.60元，对应PE10.14/9.07/8.82倍。我们给予公司2024年11倍PE目标估值，对应目标价27.83元，较2024年1月15日收盘价约21%的上涨空间。从股息率角度，假设维持22年的分红比例60%，则预测23年股息率5.92%，对比2018年市场低迷时公司股息率4.44%，公司股息率仍存在较大下降空间。我们预期未来公司股息率有望降低至4.5%左右，则公司股价仍有近33%的上涨空间。再者，因此考虑公司兼具稳定成长和高股息避险属性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济增速大幅下滑，下游需求不及预期，安全事故导致产量不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.94
一年最低/最高价	15.83/23.09
市净率(倍)	2.58
流通A股市值(百万元)	222,403.30
总市值(百万元)	222,403.30

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.90
资产负债率(% ,LF)	38.25
总股本(百万股)	9,695.00
流通A股(百万股)	9,695.00

### 相关研究

《陕西煤业(601225): 单季度利润创历史新高，成长和价值属性彰显》

2019-11-01

《陕西煤业(601225): 价量齐升逻辑逐步兑现，成本高企拖累业绩表现》

2019-08-16

## 内容目录

1. 陕西优质动力煤龙头，聚焦主业盈利持续增长 .....	4
1.1. 陕西唯一上市煤企，资源优势凸显 .....	4
1.2. 聚焦煤炭主业，盈利稳步增长 .....	5
2. 短期核增叠加长期注入，增储扩产赋予增长动能 .....	6
2.1. 供给侧改革背景下，煤炭产能加速向晋陕蒙新集中 .....	6
2.2. 资源量居行业领先水平，核增叠加注入夯实资源储备 .....	7
2.3. 背靠陕煤集团，未来产能增长可期 .....	9
3. 煤炭资源禀赋行业领先，低成本高长协强化盈利能力 .....	10
3.1. 煤炭资源区位优势凸显，高品质赋予产品高溢价 .....	10
3.2. 大规模矿井配套智能化加持，吨煤成本优势凸显 .....	11
3.3. 煤炭销售结构优化，盈利能力大幅提升 .....	13
3.4. 长协比例提高平抑价格波动，盈利稳定性提升 .....	14
4. 多渠道投资拓宽发展路径，盈利增厚打造第二成长曲线 .....	17
4.1. 聚焦优质资产，多元投资增厚盈利 .....	17
5. 高分红现金奶牛，奠定长期投资价值 .....	19
6. 盈利预测与估值 .....	21
7. 风险提示 .....	22

## 图表目录

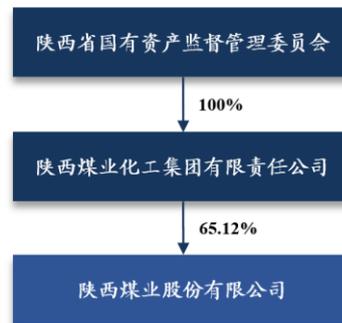
图 1:	公司股权结构 (截至 2023 年 6 月)	4
图 2:	2016-2022 公司营收结构变化 (%)	5
图 3:	2016-2022 公司毛利结构变化 (%)	5
图 4:	2016-2022 公司营收结构变化 (亿元, %)	5
图 5:	2016-2022 公司毛利结构变化 (亿元, %)	5
图 6:	晋陕蒙新原煤产量大幅增长 (亿吨, %)	6
图 7:	陕西省 2015-2022 年原煤产量 CAGR 达 8%	6
图 8:	自产煤数量大幅增长并向陕北矿区集中 (亿吨)	7
图 9:	陕西煤业煤炭资源量居上市公司前列 (亿吨)	8
图 10:	陕西煤业煤炭产量居上市公司前列 (亿吨)	8
图 11:	2023 年公司主要矿区产能分布(万吨, %)	10
图 12:	公司主要煤矿产地分布	10
图 13:	2022 年公司吨成本居行业第三低位 (元/吨)	12
图 14:	公司吨煤人工成本多年来维持行业较低水平 (元/吨)	12
图 15:	自产煤吨毛利自 2015 年起触底反弹	13
图 16:	公司自产煤毛利率近年来维持高位 (%)	13
图 17:	2015-2022 年公司自产煤和贸易煤销量 (亿吨)	14
图 18:	2020 年以来公司自产煤销量占比逐年提升 (%)	14
图 19:	2015-2022 自产煤和贸易煤吨毛利对比 (元/吨)	14
图 20:	2015-2022 年公司煤炭业务综合毛利率 (%)	14
图 21:	秦皇岛港 5500 大卡动力煤 FOB 价近年来高位波动 (元/吨)	15
图 22:	2019-2023 年长协煤价格变动情况 (元/吨)	16
图 23:	长协煤定价较现货市场价波动更为平稳 (%)	16
图 24:	陕西煤业投资历程	18
图 25:	2017 年以来公司投资收益 (亿元, %)	18
图 26:	2022 年上市煤企 ROA 分析比较 (%)	19
图 27:	2022 年上市煤企 ROE 分析比较 (%)	19
图 28:	2015 年以来公司盈利能力稳步提高 (%)	19
图 29:	公司资产负债率多年来保持较低水平	19
图 30:	公司 2016 年以资本开支情况 (亿元, %)	20
图 31:	公司经营活动产生现金流量净额 (亿元, %)	20
图 32:	公司 2022 年股利支付率达 60%	20
图 33:	2022 年公司分红率远高于行业平均	20
表 1:	截至 2023 年公司主要矿区煤炭资源储量、产能情况	7
表 2:	彬长集团、神南矿业下属煤矿基本情况 (截至 2022 年)	9
表 3:	背靠陕煤集团, 上市公司优质资源获取具备天然优势	9
表 4:	陕煤集团重要在建煤矿情况	10
表 5:	公司主要产品与其他动力煤产区比较 (%、大卡/千克, 元/吨)	11
表 6:	公司自产煤成本维持低位运行 (元/吨)	11
表 7:	煤炭板块利润敏感性测算 (元/吨, 亿元)	16
表 8:	可比公司估值表	22

## 1. 陕西优质动力煤龙头，聚焦主业盈利持续增长

### 1.1. 陕西唯一上市煤企，资源优势凸显

陕西煤业是陕西唯一省属特大型上市煤企，实控人为陕西国资委。陕西煤业是由陕西煤化工集团以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能开发、陕煤有色、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1月28日在上交所挂牌上市。截至2023年6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（截至2023年6月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司煤炭资源储量丰富、煤质优异，竞争优势凸显。**截至2023年6月，公司煤炭保有资源量183.67亿吨、可采储量106.06亿吨。此外，公司97%以上的煤炭资源位优质采煤区，煤质优良、煤层赋存条件好，煤种主要为不粘煤、长焰煤、弱粘煤和气煤，具有低灰、低硫、低磷、高发热量等特点是优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤，竞争优势显著。

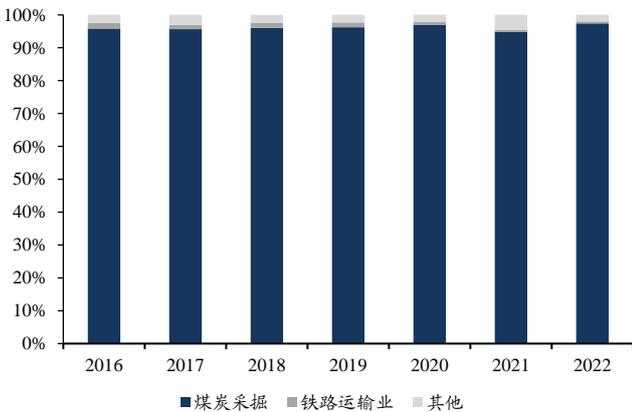
**从地理位置来看**，公司主力矿井位于陕西榆林，与宁夏宁东、内蒙古鄂尔多斯共同组成我国能源化工“金三角”，而作为“金三角”主角之一的榆林市更是有“中国科威特”之称，具有丰富的能源资源优势。公司所属矿井中，95%以上产能均位于国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地：神东基地、陕北基地、黄陇基地，产能分布合理，发展可期。

**从下游销售市场来看**，公司煤炭销售围绕“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。

## 1.2. 聚焦煤炭主业，盈利稳步增长

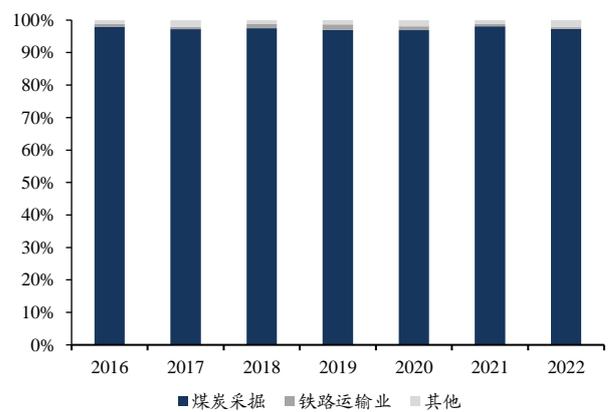
**煤炭业务突出，贡献主要业绩。**公司主营业务包括煤炭采掘、铁路运输等，其中煤炭采掘是公司最核心的业务。截至2023年底，公司煤炭总产1.62亿吨，权益产能达0.99亿吨。公司所辖铁路中，黄陵铁路（年运输能力1800万吨），铜川铁路（年运输能力1000万吨）和红柠铁路（年运输能力4500万吨），合计自有铁路年运力为7300万吨/年。2016-2022年，煤炭板块的年均营收占比达96%，年均毛利占比达97%。而铁路运输板块的业绩主要是伴随煤炭销售而产生的运费，主要为煤炭板块内销外运提供支持，因此占比较低，2016-2022年，铁路板块的年均营、毛利占比均在1%左右。

图2：2016-2022 公司营收结构变化（%）



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

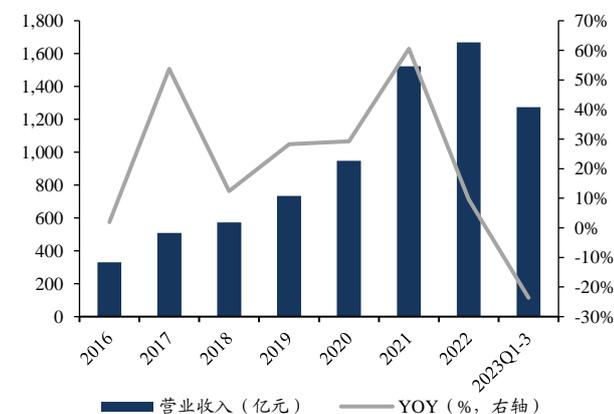
图3：2016-2022 公司毛利结构变化（%）



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

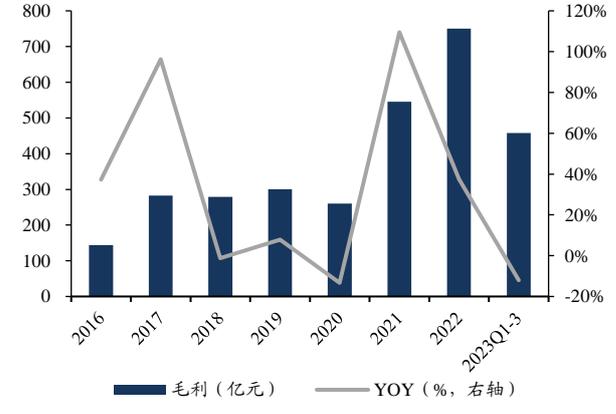
**公司稳健经营，业绩持续增长。**受益于供给侧改革，我国中东部煤炭落后产能加速退出，行业供给弹性减弱，促使近年来煤价中枢显著上移，行业盈利水平逐渐改善，进而推动公司盈利水平稳步增长。2016-2022年，公司营收从412亿元增长至1668亿元，CAGR达31%；毛利从144亿元增长至751亿元，CAGR达32%。2023年，煤价高位回落，公司业绩同比出现下滑但仍处于历史高位水平。2023年前三季度公司实现营收1274亿元，同比减少24%；实现毛利458亿元，同比减少12%。

图4：2016-2022 公司营收结构变化（亿元，%）



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

图5：2016-2022 公司毛利结构变化（亿元，%）



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

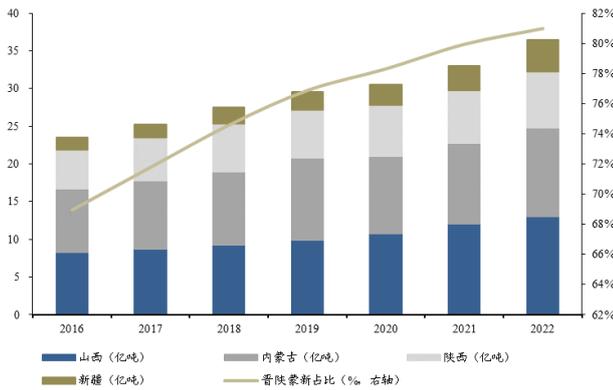
## 2. 短期核增叠加长期注入，增储扩产赋予增长动能

### 2.1. 供给侧改革背景下，煤炭产能加速向晋陕蒙新集中

随着煤炭供给侧改革全面推行，煤炭产业开发布局持续优化，产能向晋陕蒙新集中。2016年2月，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确提出“用3-5年时间退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能”的工作目标，同时提出“3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换”。

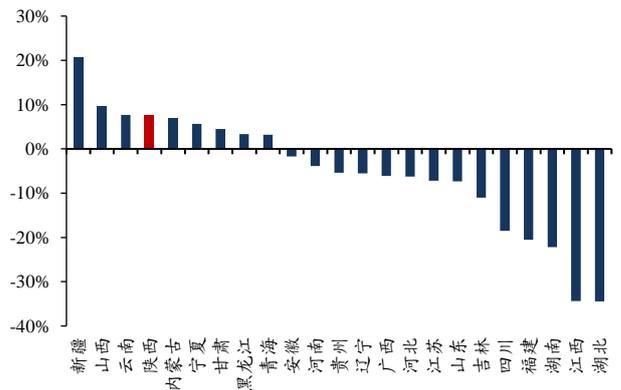
随着煤炭供给侧改革和产能置换政策全面推行，落后产能持续退出，煤炭开发布局趋于优化，产能逐步向资源储量丰富、开采条件优越、生产成本低廉的区域集中。政策实施以来，以小型矿井为主体的省份煤炭产能出现了明显下降，而资源和成本优势兼具的晋陕蒙新地区产能显著提高，煤炭生产逐步向晋陕蒙新集中，中西部产煤区的重要性越发凸显。2015-2022年，陕西省原煤产量CAGR达8%，位列全国第四。截至2022年，晋陕蒙新地区煤炭产量占全国比重已经超过80%。

图6：晋陕蒙新原煤产量大幅增长（亿吨，%）



数据来源：国家统计局,东吴证券研究所

图7：陕西省 2015-2022 年原煤产量 CAGR 达 8%



数据来源：国家统计局,东吴证券研究所

作为陕西省境内大型煤企，公司充分受益于产能集中过程。供给侧改革和减量置换政策后，公司自产煤量稳定上升，由2016年的0.92亿吨增长至2022年的1.57亿吨，年复合增长率达9%，处于行业领先水平。同时，在此期间陕北矿区产量占公司总产量比例不断提高，从2016年的57%提升至2022年66%。

图8：自产煤数量大幅增长并向陕北矿区集中（亿吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 资源量居行业领先水平，核增叠加注入夯实资源储备

坐拥丰富煤炭资源，煤炭资产打造超长久期。公司拥有陕北矿区（神府）、彬黄矿区（彬长、黄陵）、渭北矿区三大矿区，截至2023年12月，公司煤炭保有资源量183.67亿吨、可采储量106.06亿吨。按照陕西煤业煤炭保有可采储量106.06亿吨及2022年产量1.57亿吨测算，其煤炭业务经营年限有望超过67年。

表1：截至2023年公司主要矿区煤炭资源储量、产能情况

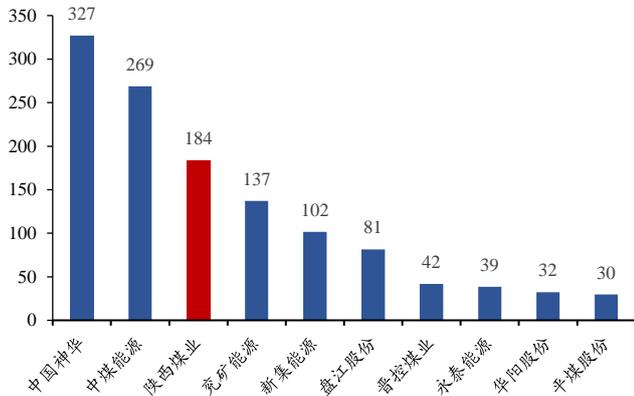
矿区	煤种	核定产能（万吨）	权益比例（%）	权益核定产能（万吨）	
陕北矿区	韩家湾	不粘煤、长焰煤	400	100%	400
	柠条塔	不粘煤、长焰煤	2000	51%	1020
	张家峁	不粘煤、长焰煤	1100	55%	605
	红柳林	不粘煤、长焰煤	1800	51%	918
	小保当一号	不粘煤、长焰煤	2000	55%	1100
	小保当二号	不粘煤、长焰煤	1300	55%	715
	孙家岔	不粘煤、长焰煤	1000	30%	300
	袁大滩	不粘煤、长焰煤	800	34%	272
<b>小计</b>		<b>10400</b>		<b>5330</b>	
彬黄矿区	黄陵一号	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	不粘煤	700	90%	630
	胡家河	不粘煤	500	80%	400
	文家坡	不粘煤	400	51%	204
	孟村矿	不粘煤	600	100%	600
	小庄矿	不粘煤	600	100%	600

小计			5100		3870
	柴家沟	长焰煤	100	95%	95
渭北矿区	玉华井	长焰煤	240	100%	240
	陈家山	不粘煤	180	100%	180
	下石节	长焰煤	180	100%	180
小计			700		695
合计			16200		9895

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

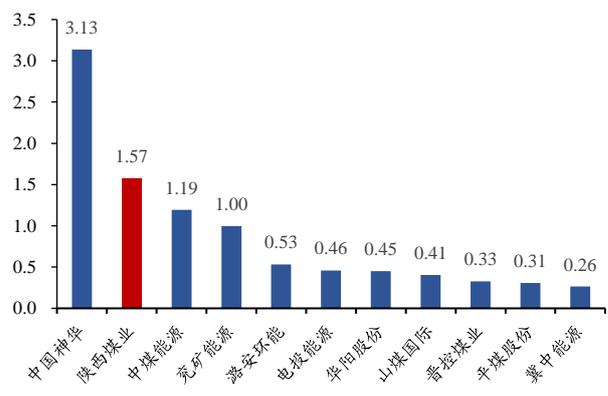
横向比较来看，公司资源量和产量均位居上市公司前列。资源量方面，截至 2023 年 6 月，公司煤炭资源量在 A 股上市公司中仅次于中国神华和中煤能源，位居第三位。产量方面，2022 年公司实现煤炭产量 1.57 亿吨，位列 A 股上市公司第二位，仅次于中国神华。

图9：陕西煤业煤炭资源量居上市公司前列（亿吨）



数据来源：各家煤企 2023 年中报，东吴证券研究所

图10：陕西煤业煤炭产量居上市公司前列（亿吨）



数据来源：各家煤企 2022 年年报，东吴证券研究所

**收购大股东优质资产，夯实煤炭资源储备。**根据 2022 年 10 月 28 日公告，公司拟通过非公开协议方式现金收购控股股东陕煤集团煤炭资产彬长集团 99.6%股权和神南矿业 100%股权，交易对价合计 347.63 亿元（其中彬长集团 143.16 亿元，神南矿业 204.47 亿元）。彬长集团拥有两座在产矿井（小庄矿和孟村矿），核定产能均为 600 万吨/年；神南矿业则拥有小壕兔一号、小壕兔西部探矿权，可采储量分别为 6.57 亿吨和 9.76 亿吨，其中小壕兔一号设计煤炭产能 800 万吨/年。2022 年 11 月彬长集团完成交割；2023 年 9 月，神南矿业完成交割，公司未来资源储备有望实现大幅提升。

除上述并购合计增长 1200 万吨年产能外，公司 2022 年核增了红柳林矿业、柠条塔矿业等 7 处矿井产能，共新增产能 1700 万吨/年。增储扩产赋予了公司可持续发展动能，截至 2023 年底，公司共有矿井 21 座，总产能已上升至 1.62 亿吨，权益产能达 0.99 亿吨。未来随着公司加快推进小壕兔一号和小壕兔西部勘查区相关矿井批复，远期产能有望进一步提高。

表2: 彬长集团、神南矿业下属煤矿基本情况 (截至 2022 年)

	煤矿	产能 (万吨/年)	可采储量 (亿吨)	剩余年限 (年)	持股比例 (%)	交易价格 (亿元)
彬长集团	小庄矿	600	5.40	67.28	99.6	143.16
	孟村矿	600	5.73	69.06		
神南矿业	小壕兔一号	800	6.57	58.67	100.0	204.47
	小壕兔西部	--	9.76	48.19		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3. 背靠陕煤集团, 未来产能增长可期

陕煤集团作为陕西省煤炭资源整合的重要媒介, 在资源获取方面具备天然优势。陕煤集团是陕西省唯一的特大型国有煤炭集团企业, 是陕西省委、省政府实施“充分发挥陕西煤炭资源优势, 整合全省煤炭资源, 调整煤炭产业结构, 壮大能源化工支柱产业”战略意图的重要载体, 平台优势显著。作为大型煤炭化工集团企业, 陕煤集团在资源储备、产业链完整性、经营规模、融资渠道、政府支持等方面享有区域政策上的扶植和便利。根据上市公司战略规划与发展诉求, 2015 年以来, 公司逐步将可采年限短、开采难度大、开采成本高、煤质较差的煤矿剥离至集团, 同时集团将优质煤矿资源注入上市公司。

表3: 背靠陕煤集团, 上市公司优质资源获取具备天然优势

时间	类型	交易标的	交易对价 (亿元)
2015 年 12 月	亏损煤矿剥离至集团	铜川矿业所属徐家沟煤矿、鸭口煤矿、王石凹煤矿, 蒲白矿业所属白水煤矿, 澄合矿业所属王斜煤矿。	3.91
2016 年 8 月	亏损煤矿剥离至集团	蒲白矿业 100% 股权, 澄合矿业 100% 股权, 韩城矿业 100% 股权, 铜川矿业金华山煤矿相关资产及负债, 铜川矿业东坡煤矿相关资产及负债	29.7
2016 年 8 月	优质资产注入至上市公司	彬长矿业文家坡煤矿 51% 股权	4.4
2021 年 4 月	优质资产注入至上市公司	煤层气公司 81.088% 股份	5.5
2022 年 10 月	优质资产注入至上市公司	陕西彬长矿业集团 99.5649% 股权, 陕西煤业化工集团神南矿业 100% 股权	347.6

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**神府南区的唯一开发主体, 集团煤炭资源优势凸显。**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, 根据中诚信国际《陕煤集团 2023 年跟踪评级报告》显示, 神府南区的煤炭资源储量总量预计将达到 300-400 亿吨, 因此随着未来神府南区的勘探和开发, 陕煤化集团的资源储备和生产能力有望进一步大幅增加。截至 2023 年 6 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 98.59 年, 核定产能 2.06 亿吨/年。剔除陕西煤业之后, 陕煤集团仍拥有煤炭资源储量 116.87 亿吨, 可采储量 97.03 亿吨, 核定产能 4400 万吨。在建矿井方面, 截至 2023 年 7 月末, 集团拥有 2 对在建矿井, 位于关中地区, 合计设计产能为 800 万吨/年。作为陕西省内第一大煤企, 集团煤炭资源优势凸显。

表4: 陕煤集团重要在建煤矿情况

在建煤矿项目	设计可采储量(亿吨)	建设规模(万吨)	总投资(亿元)	预计投产时间
西卓煤矿	2.87	500	67	2025年6月
王峰矿井	2.96	300	46	2025年11月

数据来源: 集团公告, 中国煤炭网, 东吴证券研究所

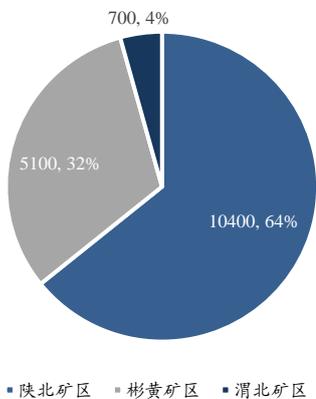
基于“避免同业竞争承诺”，集团煤炭资产有望逐步注入上市公司。2011年3月20日，公司与陕煤化集团签署了《避免同业竞争协议》，根据该协议，除重组时保留的业务外，陕煤化集团及其附属企业将不从事与公司的主营业务直接或间接竞争的业务，并给予公司对陕煤化集团收购其保留业务及新业务的选择权等。2011年3月26日，陕煤化集团出具《避免同业竞争承诺函》，主要内容包括：“对于陕煤化集团控制的除冯家塔煤矿以外的其他生产矿，在陕煤化集团仍控制该等生产矿的情况下，该等生产矿在现有生产规模上不再发展任何竞争性业务，并严格按照陕煤化集团与陕西煤业签订的《煤炭代理销售协议》的约定，将该等生产矿生产的煤炭全部独家委托陕西煤业销售。” 2018年集团对于原避免竞争承诺进行变更，陕煤化集团煤炭的销售模式由原来的陕西煤业进行代理销售变更为买断销售。公司作为集团煤炭板块唯一上市平台，未来随着集团下属在建煤矿的逐步完工并经营稳定，有望逐步注入上市公司，产能扩张空间广阔。

### 3. 煤炭资源禀赋行业领先，低成本高长协强化盈利能力

#### 3.1. 煤炭资源区位优势凸显，高品质赋予产品高溢价

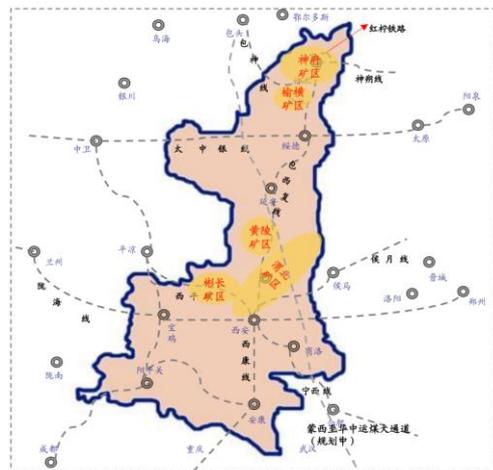
渭北矿区开采条件复杂，落后产能逐步剥离。渭北矿区地质条件、开采系统相对复杂，主要为老旧、高瓦斯矿井，成本高、安全隐患多，受2012年后煤炭价格大幅下跌影响，该矿区矿井亏损较为严重。2015-2016年，公司将渭北矿区负担较重的1851万吨/年矿井剥离，低热值煤、贫瘦煤产量大幅缩减，截至2023年，目前渭北矿区产能仅700万吨。

图11: 2023年公司主要矿区产能分布(万吨, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 公司主要煤矿产地分布



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司煤炭资源集中分布在陕西省优质采煤区，高品质赋予产品高溢价。公司 97%以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄矿区（彬长、黄陵）等优质采煤区，煤质优良、煤层赋存条件好。公司煤种主要为不粘煤、长焰煤、弱粘煤和气煤，具有低灰、低硫、低磷、高发热量等特点，兼具富油、高化学活性的高挥发分特性，是优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤，竞争优势显著。公司主要产地黄陵、榆林等地区商品煤热值均在 5800 大卡以上，高于同为动力煤的大同、鄂尔多斯矿区。大同矿区过去主要开采侏罗纪煤层，主流煤质热值以 5000-5500 大卡为主，但老矿井产量萎缩，新建设矿井如塔山矿的原煤发热量在 4300 大卡左右，洗选后精煤热值很难超过 5000 大卡。此外，公司黄陵矿区产品以气煤为主，具备低硫、高洗出率等特点，属于良好的炼焦配煤，因此很受市场欢迎。

高品质赋予公司煤炭产品高溢价，以黄陵、榆林地区为例，该地区商品煤坑口含税价大多在 805-840 元/吨之间，高于大同、鄂尔多斯矿区的商品煤价格，竞争优势显著。

表5：公司主要产品与其他动力煤产区比较（%，大卡/千克，元/吨）

	矿区	煤种	灰分 %	挥发分 %	硫分 %	发热量 大卡/千克	价格 元/吨
陕煤主要产地	黄陵	优混	28	27	0.6	6000	840
	榆林	动力混煤	13	31	0.6	5800	805
大同主要产地	南郊	弱粘煤	13	30	0.8	5500	790
鄂尔多斯主要产地	准格尔	动力煤	8	25	0.5	5000	605
	鄂尔多斯	动力混煤	11	29	1.3	4500	485
	东胜区	动力煤	10	30	1.2	4200	450

数据来源：CCTD，东吴证券研究所（注：价格对应时间为 2023 年 12 月 11 日）

### 3.2. 大规模矿井配套智能化加持，吨煤成本优势凸显

矿井地质构造简单、单井规模较大，造就低开采成本。公司旗下矿井煤层赋存条件好、地质构造简单，且大多数煤层瓦斯含量低（神府矿区大多数煤层瓦斯含量几乎为零），适宜建设现代化大型矿井，公司单井规模大、建矿投资规模和经营成本低、矿井投产时间较短、安全性较高等优势造就自产煤成本低位运行，2022 年公司自产煤单位成本 238.3 元/吨，同比上涨 8.26%，但在 A 股上市的众多煤炭生产企业中，陕西煤业吨煤成本仍是行业第三低，仅次于电投能源和中国神华。

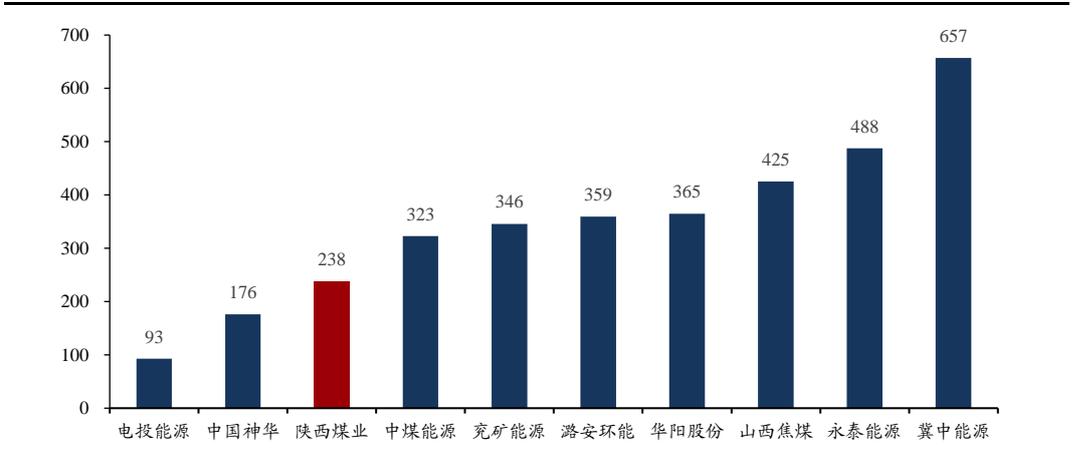
表6：公司自产煤成本维持低位运行（元/吨）

自产煤单位成本（元/吨）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
原材料、燃料及动力	16.4	20.0	20.4	21.2	23.2	38.5	38.9
人工成本	25.2	29.8	29.0	31.1	33.8	40.2	45.8
折旧及摊销	14.5	14.7	13.4	15.0	15.7	16.4	19.0
运输费	0.6	0.7	0.5	0.3	23.8	31.2	33.4
其他	52.6	53.9	66.9	65.9	65.0	93.9	101.3

合计	109.4	119.1	130.1	133.5	161.5	220.2	238.3
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：2020 年以来由于新收入会计准则影响，原来计入销售费用的运输费调整到营业成本，因此自产煤运输费单位成本大幅提高。）

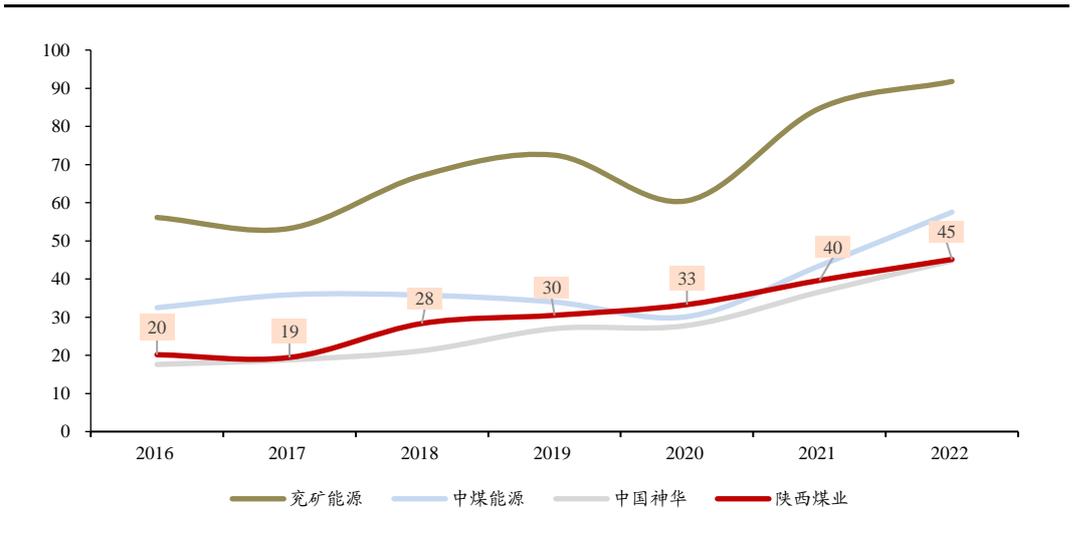
图13：2022 年公司吨成本居行业第三低位（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**老旧亏损矿井剥离，叠加矿井智能化加持，助力吨煤成本维持低位。**除了渭北老矿区 700 万吨产能外，公司其他矿区矿井均为大型现代化矿井。据公司公告，截至 2023 年 6 月底，公司智能化产能达到 99%，所属矿井生产辅助系统全部实现“无人值守、智能集控”，系统构建“数字一体化管控智能中枢”，实现了协同联动、智慧管理。公司实现了采煤、掘进、辅助、机器人、监测监控、智慧管理等多个方面的智能化，使得公司具备开采成本低的特点。2022 年，公司吨煤人工成本为 45.1 元/吨，与行业龙头公司相比，略高于中国神华 44.8 元/吨，但远低于中煤能源、兖矿能源 58、92 元/吨，吨煤人工成本优势凸显。

图14：公司吨煤人工成本多年来维持行业较低水平（元/吨）

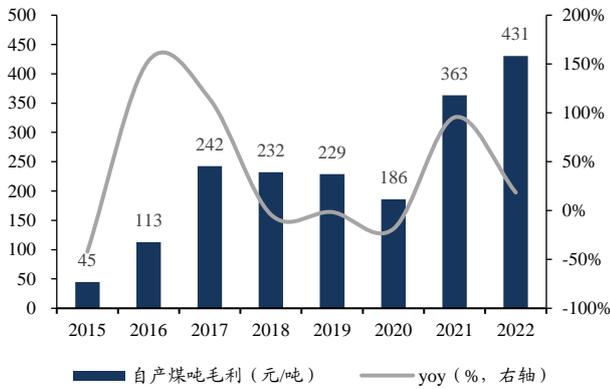


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**自产煤吨毛利自 2015 年起触底反弹，且近年来快速攀升。**受益于供给侧改革，2016 年以来煤炭价格持续上涨，受益于公司煤炭高品质赋予的高溢价，叠加矿井先天开采条

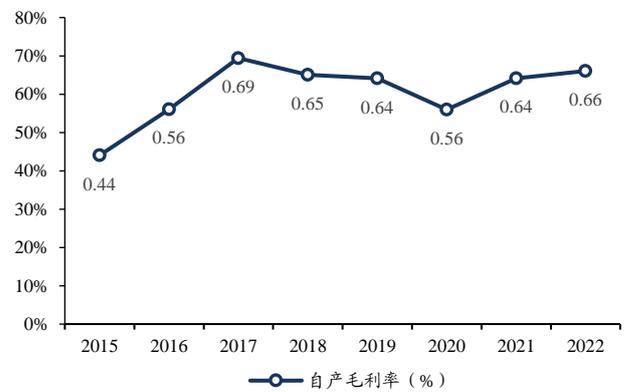
件良好, 后天智能化加持助力成本维持低位, 自产煤单吨毛利从 2015 年开始触底反弹, 之后震荡上升, 2020 年以来快速攀升且维持高位水平。2022 年公司自产煤吨毛利 431 元/吨, 较 2015 年的 45 元/吨上涨 857.78%, 2015-2022 年 CAGR 高达 38.23%。

图15: 自产煤吨毛利自 2015 年起触底反弹



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司自产煤毛利率近年来维持高位 (%)



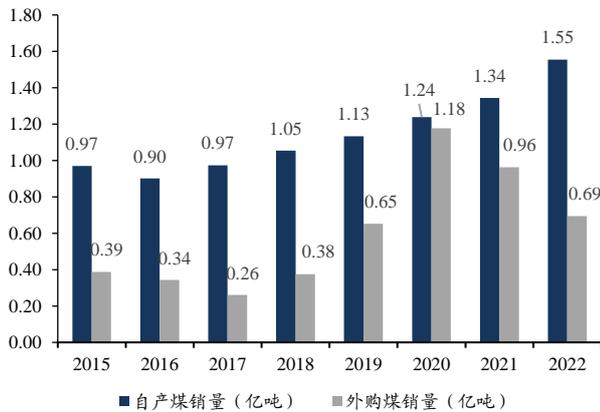
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 煤炭销售结构优化, 盈利能力大幅提升

随着供应链公司出表, 贸易煤销量下滑明显。公司贸易煤销售中, 部分为代销大股东陕煤化集团下属存续矿井的煤炭 (为避免同业竞争), 其余部分为公司与瑞茂通成立的合资公司进行的贸易煤。2021 年, 陕煤集团对公司子公司陕西陕煤供应链管理有限公司增资, 增资完成后, 陕西陕煤供应链管理有限公司由陕煤集团实际控制, 并且不再纳入陕西煤业股份有限公司报表合并范围, 公司贸易煤销量因此下降, 2021 年, 公司实现外购煤销量 0.96 亿吨, 同比下滑 18%; 2022 年, 外购煤销量进一步下滑至 0.69 亿吨, 同比下滑 28%。

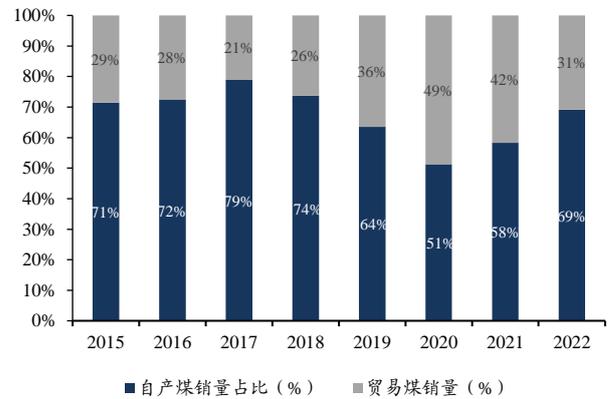
充分受益于产能集中过程, 公司自产煤销量大幅提升。供给侧改革和减量置换政策后, 公司自产煤产量稳定上升, 由 2016 年的 0.92 亿吨增长至 2022 年的 1.57 亿吨, 自产煤销量随之大幅提升, 由 2016 年 0.90 亿吨大幅增长至 2022 年 1.55 亿吨, 增幅高达 72%。

图17: 2015-2022年公司自产煤和贸易煤销量(亿吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 2020年以来公司自产煤销量占比逐年提升(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**公司煤炭销售结构优化, 盈利能力大幅提升。**自产煤成本主要受公司控制, 而外购煤成本由市场煤价决定, 因此自产煤吨毛利大幅高于外购煤吨毛利, 2022年自产煤吨毛利达464元/吨, 远高于外购煤吨毛利13元/吨。2020年以来, 随着自产煤销量占比提升, 公司煤炭销售结构优化, 公司煤炭综合毛利率由2020年27.44%大幅提升至2022年44.91%, 盈利能力提高显著。

图19: 2015-2022自产煤和贸易煤吨毛利对比(元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 2015-2022年公司煤炭业务综合毛利率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

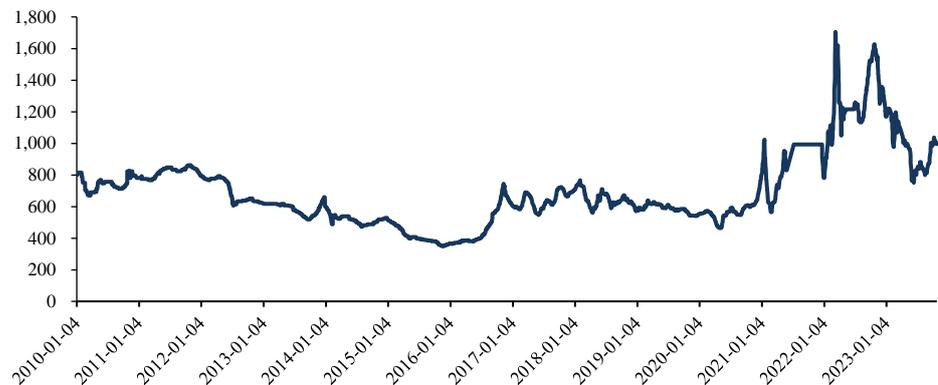
### 3.4. 长协比例提高平抑价格波动, 盈利稳定性提升

**煤炭供需偏紧格局放大微观变动因素影响, 近年来煤价波动剧烈。**“碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿, 造成供给端边际收紧, 而下游需求稳定增长, 最终导致煤炭行业供需失衡。行业供需失衡放大了微观变动因素影响, 2021年以来, 极端天气、俄乌冲突等因素进一步加剧了供需矛盾, 造成煤价在短期内暴涨。

而进入2023年, 受宏观弱复苏、进口煤冲击等因素影响, 煤价迅速回落, 但仍维持高位震荡。截至2023年12月31日, 秦皇岛港煤价936元/吨, 位于2010年以来85.4%

的历史分位点。

图21: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤 FOB 价近年来高位波动 (元/吨)

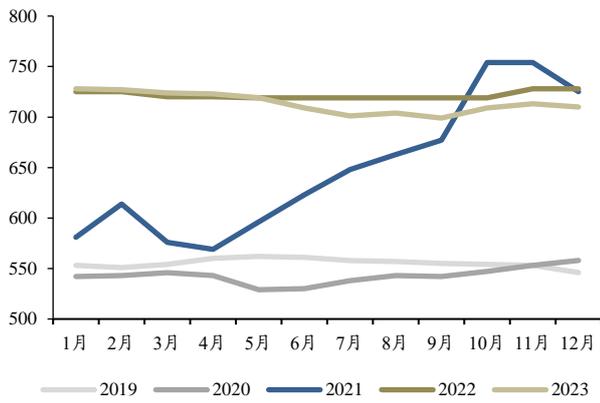


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**政策引导煤电企业落实煤炭长协价格机制, 平抑煤价周期波动。**煤炭市场价格历经 21 年下半年的暴涨暴跌之后, 国家相关部门开始重新考量长协煤的定价模式。2022 年 2 月, 国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》(发改价格〔2022〕303 号), 明确了秦皇岛港、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, 其中秦皇岛港下水煤(5500 千卡)价格合理区间为 570-770 元/吨, 基准价为 675 元/吨(5500 大卡动力煤), 较 2017 年来一直沿用的 535 元/吨上涨 26%。2023 年电煤中长期合同在延续此前长协定价机制的同时, 也对电煤中长期合同的签约对象、签订要求、履约监管等做出全面指导, 2023 年 11 月,《2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》出台, 相比较 2022 年的文件, 总体无变化。电煤中长期合同旨在确保合同的有效执行, 保障电煤供应的稳定性, 平抑煤价周期波动。

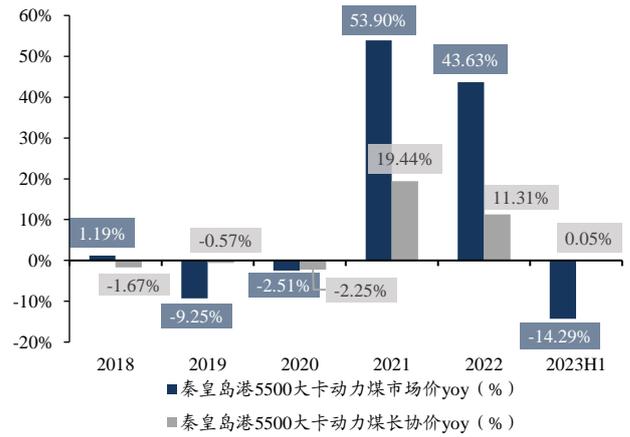
**长协煤销售占比提升, 稳定盈利强化抗风险能力。**公司长协合同煤以控股股东陕煤集团为整体进行签订, 2023 年集团签订比例 80%左右, 对应签订量 1.6 亿吨, 按照各矿业公司资产关系对应上市公司长协占比 60%左右, 相比于此前 30%左右的长协煤占比大幅提升。此外, 公司长协煤以坑口销售为主, 未有年度和月度区分, 销售价格按照国家发改委要求 5500 大卡 520 元/吨执行。长协煤销售占比提升一定程度上熨平了煤炭售价的周期波动, 盈利稳定性提升。

图22: 2019-2023 年长协煤价格变动情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 长协煤定价较现货市场价波动更为平稳 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们针对未来煤价可能上涨或下跌对公司煤炭板块业绩所产生的影响,进行了煤价变动敏感性分析。

**乐观情形下煤价上涨, 40%的市场煤占比赋予公司业绩弹性。**我们假设 2024 年港口现货价约为 970 元/吨, 对应公司自产煤售价预计为 618 元/吨。假设自产煤吨成本维持 257 元/吨不变, 我们测算得出, 假设 2024 年港口现货均价上涨 50 元/吨至 1020 元/吨, 2024 年归母净利润有望增长至 278 亿元; 港口现货均价大幅上涨 100 元/吨至 1070 元/吨, 2024 年则归母净利润有望大幅增长至 300 亿元。

**即使未来悲观情况下煤价下跌, 公司业绩仍有支撑。**若 2024 年港口现货均价下跌 50 元/吨至 920 元/吨, 全年煤炭板块归母净利润仍有望达 233 亿元; 港口现货均价大幅下跌 100 元/吨至 870 元/吨, 2024 年煤炭板块归母净利润仍有望达到 211 亿元, 公司业绩具备较强支撑。

表7: 煤炭板块利润敏感性测算 (元/吨, 亿元)

	2024E				
	-100	-50	0	50	100
秦皇島 5500 大卡动力煤现货价格 (元/吨)	870	920	970	1020	1070
自产煤吨煤售价 (元/吨)	558	590	618	654	686
贸易煤吨煤售价 (元/吨)	674	712	751	790	828
自产煤吨煤成本 (元/吨)	257	257	257	257	257
贸易煤吨煤成本 (元/吨)	671	709	748	787	825
<b>测算归母净利润规模 (亿元)</b>	<b>211</b>	<b>233</b>	<b>253</b>	<b>278</b>	<b>300</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 多渠道投资拓宽发展路径，盈利增厚打造第二成长曲线

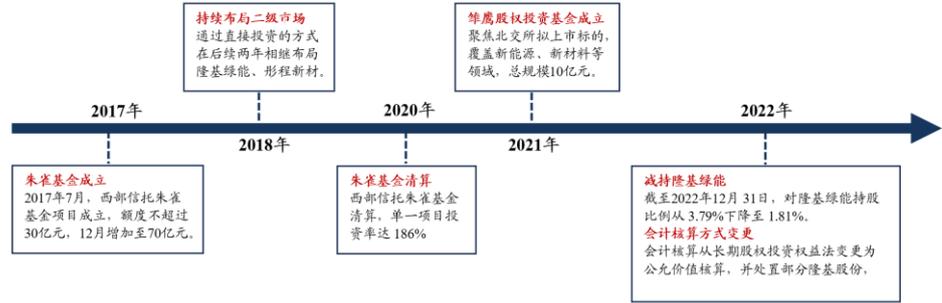
### 4.1. 聚焦优质资产，多元投资增厚盈利

**多元投资布局新兴产业，探索第二成长曲线。**2017年以来，公司基于国家30/60碳达峰、碳中和的目标方向，积极推进资本运作，超前布局新能源、新材料、新经济赛道优质资产，打造“财务投资+战略投资+产业投资”长短周期结合且相互支撑的投资新模式，适时介入新兴产业赛道，为公司探索第二成长曲线。

(1) **间接投资方面：**2017年7月，公司与西部信托合作签署《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）》，投资额度由最初30亿元增加至70亿元，投资标的包括隆基绿能、三花智控等。2020年9月，“陕煤朱雀信托项目”清算，实现了公司股权投资业务首单闭环操作过程，单一项目投资收益达到186%，受益于此信托项目，2020年陕西煤业实现投资收益63.77亿元，同比增长269%，大幅增厚盈利。此外，2022年上半年，公司发起开源雏鹰股权投资基金合伙企业，聚焦北交所拟上市标的，覆盖新能源、新材料、智能制造、高端装备、工业物联网等领域，总规模10亿元，为公司股权投资拓宽赛道。

(2) **直接投资方面：**公司通过直接投资的方式持有隆基绿能、彤程新材股权，2022年5月，公司对隆基绿能进行减持，截至22年5月20日，持股比例由3.79%降低至2.7%，叠加对于隆基绿能的会计核算从长期股权投资权益法变更为公允价值核算，此次减持及会计方法核算变更为公司带来公允价值变动损益+87.02亿元，对公司截至2022年5月20日归母净利润的影响为人民币+65.26亿元。而2023年前三季度，由于隆基绿能、盐湖股份等股价波动，造成-28.16亿元的非经常性损益，对公司归母净利润造成了较大影响，预计2023年全年将造成28.93亿元的亏损。截至2023年9月30日，公司持股隆基绿能7989.6万股，占流通A股比例0.95%，期末参考市值19.61亿元。我们预期公司在2024年或将会再次修改会计核算方法，以减少股票价格波动对公司业绩的影响。基于此假设，我们预计2024年将减少24.71亿元的非经常性损失。

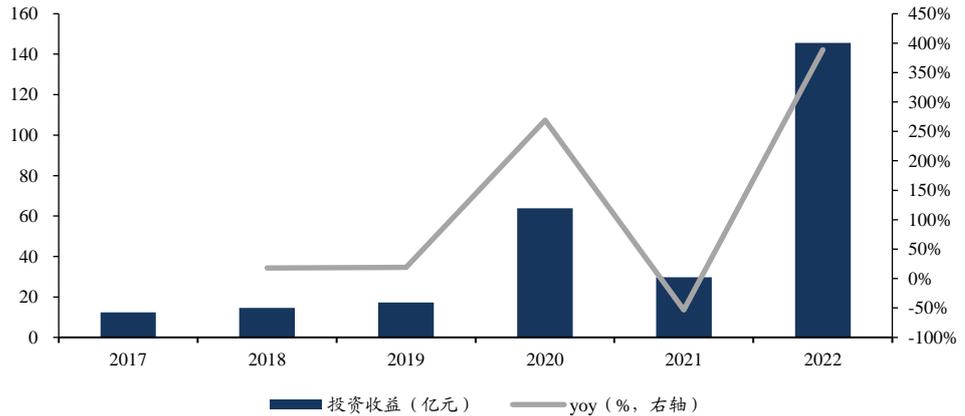
图24：陕西煤业投资历程



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

**资本运作贡献丰厚投资收益。**自2017年对外投资以来，公司投资收益稳步提升。2022年通过股权投资变现，实现高达145.64亿元的投资收益，同比增长388.84%，合计占利润总额的比例为14.67%，投资收益可观。

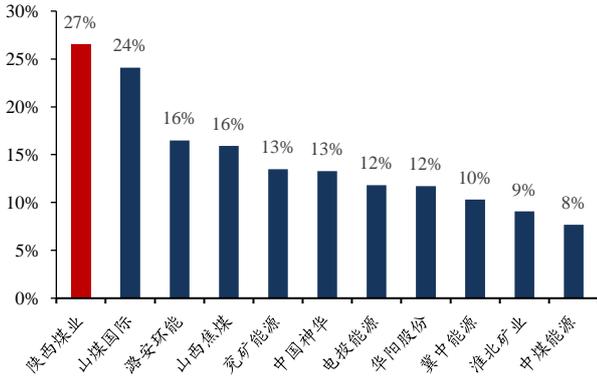
图25：2017年以来公司投资收益（亿元，%）



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

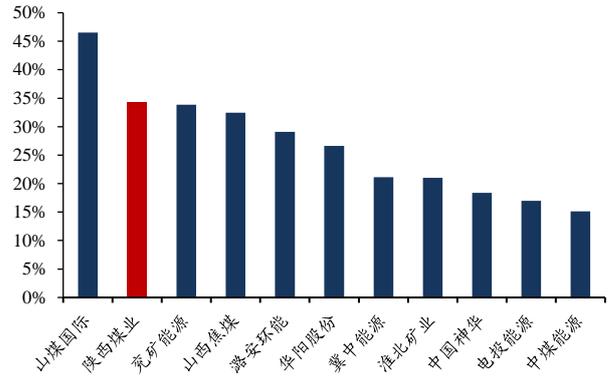
**公司盈利水平居行业领先地位。**横向对比2022年上市煤企盈利指标，陕西煤业ROA和ROE均位于行业领先水平，其中2022年公司ROA为27%，位列行业第一，而ROE为34%，仅次于山煤国际，位列第二，公司盈利能力优势显著。

图26: 2022年上市煤企 ROA 分析比较 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 2022年上市煤企 ROE 分析比较 (%)

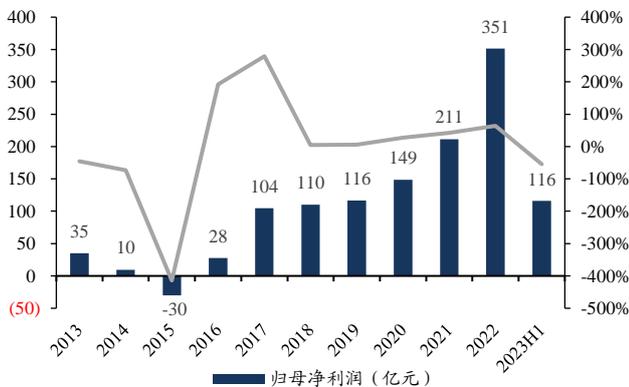


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 5. 高分红现金奶牛, 奠定长期投资价值

近年来受益于煤价上涨, 公司盈利能力大幅提高。2014-2015年, 受经济增速放缓, 能源结构调整等影响, 下游需求低迷, 公司营收大幅下滑。2016年, 行业经历供给侧改革, 中东部落后产能加速退出, 煤企盈利能力大幅提升, 能源价格一路上行, 公司业绩拐点初步显现。但受 2018-2019 年大宗商品价格下行影响, 公司业绩增速放缓。2021 年以来, 极端天气、俄乌战争等因素激化供需矛盾, 煤炭价格大幅上涨。2022 年公司实现归母净利润 315.23 亿元, 同比增长 64%, 创下历史新高。2023 年上半年, 煤价高位回落导致公司归母净利润出现同比下滑, 但仍达到 116 亿元, 盈利能力远高于历史平均水平。同时, 公司资产负债率自 2015 年以来大幅下降, 近年来维持在 40%左右的较低水平。

图28: 2015年以来公司盈利能力稳步提高 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 公司资产负债率多年来保持较低水平

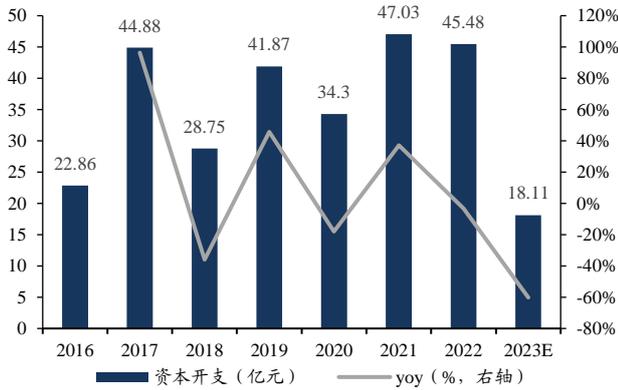


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

资本开支规模大幅缩减, 现金流稳定充裕。2016-2022 年公司年均资本开支约为 38

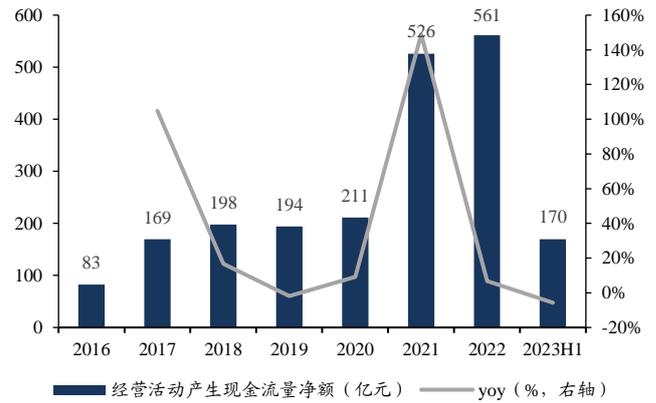
亿元，其中 2023 年资本开支计划为 18.11 亿元，主要用于小保当风井及选煤厂项目、红柳林三号风井项目、胡家河孟村煤矿铁路专用线改扩建项目、文家坡煤矿李家沟风井项目等，较 2022 年 45.48 亿元大幅下降。此外，截至 2023 年 9 月 30 日，公司报表显示，公司短期借款 2.00 亿元、一年内到期的非流动负债 6.71 亿元，合计为 8.71 亿元，公司自 2014 年上市至今没有在公开市场新发行债券，即无新的偿债需求，短期负债对公司当前总体现金流影响较小。截至 2023 年上半年，公司经营性现金净额为 169.78 亿元，远大于短期负债。受益于公司大幅缩减的资本开支规模，以及有效控制的债务负担，公司现金流充裕稳定，现金奶牛属性增强，具备较强的分红能力。

图30: 公司 2016 年以资本开支情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

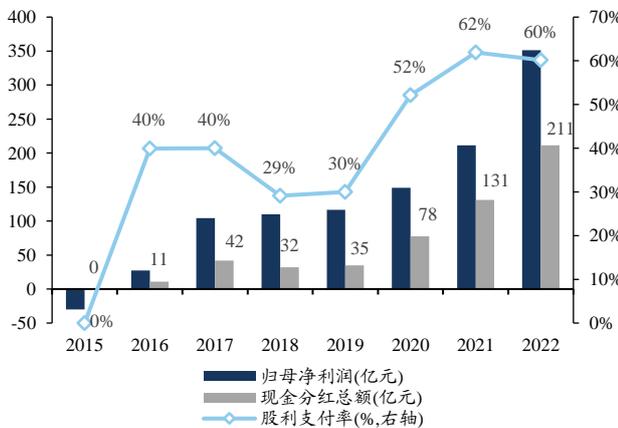
图31: 公司经营活动产生现金流量净额 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

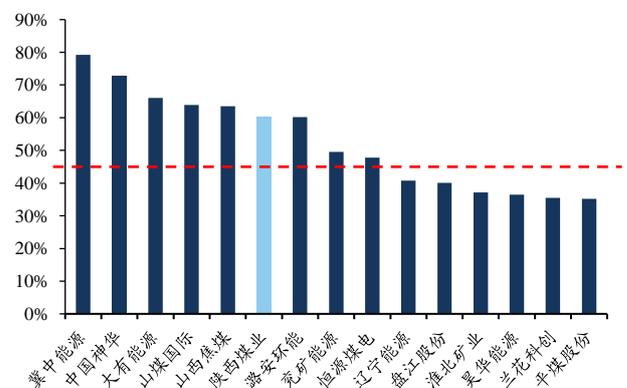
公司分红率保持相对稳定，并呈现趋势上行。2022 年 11 月，公司发布了《2022-2024 年度股东回报规划》，计划在 2022-2024 年，公司以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 60%，与 2020-2024 的承诺分红比例 40% 相比大幅提升，彰显公司高分红意愿以及对未来发展充满信心。公司近三年（2020-2022 年）年均分红率为 45%，2022 年公司现金分红 211.35 亿元，分红率 60.17%，折合股息率 11.73%，公司分红率远高于申万二级行业煤炭采掘 22 家公司的平均值 44.34%。

图32: 公司 2022 年股利支付率达 60%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 2022 年公司分红率远高于行业平均



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

此外，我们预计 2024 年将减少 24.71 亿元的非经常性损失，从而进一步提高公司归母净利润，增加现金分红并带动股息率上升。综上，公司目前现金流充裕稳定，且短期内没有大型新建项目，即不会大幅增加资本性开支，短期内也没有大额偿债需求，未来具备进一步提升现金分红比率的潜力和空间。我们模型预测陕西煤业 2023 年归母净利润约 219.49 亿元，基于对 2023 年的盈利预测假设维持 22 年的分红比例 60%，则现金分红金额预计 131.69 亿元，对应公司当前（2023 年 1 月 15 日）市值，则股息率 5.92%。

## 6. 盈利预测与估值

在以下条件下我们对陕西煤业 2023-2025 年业绩进行预测：

**煤炭产量：**2022 年公司收购彬长集团 99.6% 股权和神南矿业 100% 股权，新增产能 1200 万吨（小庄矿 600 万吨、孟村矿 600 万吨）；此外，公司红柳林矿业、柠条塔矿业等 7 处矿井产能核增，核增产能达 1700 万吨。目前公司已收购的彬长矿业小庄矿和孟庄目前产能利用率仅 80% 左右，因此考虑到收购矿井产能利用率提升以及核增矿井产能释放，我们预计 2023-2025 年自产煤产量为 16406/16720/17206 万吨，产量增速为 4.3%/1.9%/2.9%。

**煤炭价格：**从行业角度，“碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿，造成供给端相对刚性，而需求端用电需求稳步增长，煤炭供需趋紧对价格形成支撑。从公司角度，煤炭价格上，公司近年来提高长协煤比例，使得公司煤炭售价较市场更加稳定。长期来看，国内煤炭产能投资进度缓慢，煤炭产能释放受限，叠加下游需求回暖将对煤价形成底部支撑，因此我们预计 2023-2025 年煤价仍维持高位运行，假设 2023-2025 年公司自产煤售价为 600/618/630 元/吨。

**煤炭成本：**考虑到公司旗下矿井煤层赋存条件好、地质构造简单，单井规模大配套智能化加持，公司吨煤成本低位运行，假设 2023-2025 年公司自产煤成本为 236/257/279 元/吨。

**盈利预测与投资建议：**

公司资源禀赋行业领先，煤炭高溢价低成本造就其核心竞争优势。此外，公司通过“核增+收购”大幅提升资源储备，在煤价维持历史高位背景下，赋予公司高业绩弹性。公司煤炭主业“价稳量增”，经营平稳，兼具稳定分红特征。

我们从两个角度，给予公司价值评估：从 PE 估值法角度，我们预期公司在 2024 年或将再次修改会计核算方法，从而较 23 年减少 24.71 亿元的非经常性损失，带来 24 年业绩的同比大幅增长。我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 219.49/245.52/252.52 亿元，EPS 分别为 2.26/2.53/2.60 元，以 2024 年 1 月 15 日收盘价为基准，对

应 PE 为 10.14/9.07/8.82 倍。我们选取了与陕西煤业资源规模、业务相近的中国神华、中煤能源、兖矿能源作为可比公司，2023-2025 年行业平均估值 PE 为 6.99/8.49/8.12 倍。我们给予公司 2024 年 11 倍 PE 目标估值，对应目标价 27.83 元，较现价约 21 % 以上的上涨空间。

再者，从股息率角度，公司目前现金流充裕稳定，且短期内没有大型新建项目，即不会大幅增加资本性开支，短期内也没有大额偿债需求，未来具备进一步提升现金分红比率的潜力和空间。我们模型预测陕西煤业 2023 年归母净利润约 219.49 亿元，基于对 2023 年的盈利预测假设维持 22 年的分红比例 60%，则现金分红金额预计 131.69 亿元，对应公司当前（2023 年 1 月 15 日）市值，则股息率 5.92%，对比 2018 年市场低迷时公司股息率 4.44%，公司股息率仍存在较大下降空间。我们预期未来在低利率市场环境下，公司股息率有望进一步降低，预期股息率降低至 4.5% 左右，公司股价仍有近 33% 的上涨空间。

综上所述，考虑到公司兼具稳定成长和高股息避险属性，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2024/1/15 收盘价(元)	EPS (元/股)					PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600188.SH	兖矿能源	21.56	6.22	2.77	2.93	3.08	3.47	7.78	7.36	7.00	
601088.SH	中国神华	34.04	3.50	3.19	3.28	3.33	9.73	10.67	10.38	10.22	
601898.SH	中煤能源	10.75	1.38	1.53	1.62	1.70	7.79	7.03	6.64	6.32	
平均值				3.70	2.50	2.61	2.70	6.99	8.49	8.12	
601225.SH	陕西煤业	22.96	3.62	2.26	2.53	2.60	6.34	10.14	9.07	8.82	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：兖矿能源、中煤能源、陕西煤业均采用 Wind 一致预期

## 7. 风险提示

- 国内经济增速大幅下滑：**国内经济增幅大幅下滑，需求低迷，导致电力需求不足。
- 煤炭下游需求不及预期：**受宏观经济下滑影响，煤炭下游存在需求下滑的风险，若保供政策持续加码，煤价可能不及预期。
- 安全生产事故导致煤炭产量不及预期：**煤矿生产过程中的安全生产事故具有偶发性，如果发煤矿安全事故，将导致公司煤炭产量不及预期。

## 陕西煤业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>81,999</b>	<b>112,866</b>	<b>167,998</b>	<b>211,428</b>	<b>营业总收入</b>	<b>166,848</b>	<b>165,430</b>	<b>170,900</b>	<b>177,059</b>
货币资金及交易性金融资产	68,557	85,962	140,078	182,353	营业成本(含金融类)	91,784	103,149	107,356	112,333
经营性应收款项	8,772	20,778	21,509	22,345	税金及附加	11,494	10,257	10,596	10,978
存货	2,678	4,011	4,175	4,369	销售费用	835	993	1,025	1,062
合同资产	371	380	393	407	管理费用	7,114	7,031	7,263	7,525
其他流动资产	1,620	1,735	1,844	1,954	研发费用	579	579	598	620
<b>非流动资产</b>	<b>133,261</b>	<b>117,754</b>	<b>105,802</b>	<b>91,788</b>	财务费用	(608)	(637)	(1,245)	(1,996)
长期股权投资	13,675	17,775	19,838	19,838	加:其他收益	109	108	111	115
固定资产及使用权资产	78,821	67,681	56,541	45,402	投资净收益	14,564	2,895	2,991	3,099
在建工程	4,385	4,405	4,425	4,445	公允价值变动	(5,165)	(3,790)	0	0
无形资产	24,000	21,104	18,208	15,312	减值损失	(598)	(765)	(765)	(765)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	23	33	34	35
长期待摊费用	216	416	416	416	<b>营业利润</b>	<b>64,582</b>	<b>42,540</b>	<b>47,677</b>	<b>49,021</b>
其他非流动资产	12,163	6,372	6,374	6,376	营业外净收支	(518)	(101)	(96)	(84)
<b>资产总计</b>	<b>215,260</b>	<b>230,620</b>	<b>273,800</b>	<b>303,216</b>	<b>利润总额</b>	<b>64,063</b>	<b>42,439</b>	<b>47,581</b>	<b>48,937</b>
<b>流动负债</b>	<b>50,716</b>	<b>47,398</b>	<b>49,058</b>	<b>50,989</b>	减:所得税	10,974	5,857	6,661	6,851
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,712	671	771	871	<b>净利润</b>	<b>53,089</b>	<b>36,582</b>	<b>40,919</b>	<b>42,086</b>
经营性应付款项	20,144	22,796	23,726	24,826	减:少数股东损益	17,967	14,633	16,368	16,834
合同负债	13,954	11,746	12,134	12,571	<b>归属母公司净利润</b>	<b>35,123</b>	<b>21,949</b>	<b>24,552</b>	<b>25,252</b>
其他流动负债	13,906	12,185	12,428	12,721	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.62	2.26	2.53	2.60
非流动负债	26,627	27,177	27,777	28,327	EBIT	55,296	41,802	46,335	46,941
长期借款	4,163	4,363	4,863	5,363	EBITDA	65,992	55,885	60,418	61,024
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.99	37.65	37.18	36.56
租赁负债	377	527	627	677	归母净利率(%)	21.05	13.27	14.37	14.26
其他非流动负债	22,087	22,287	22,287	22,287	收入增长率(%)	9.55	(0.85)	3.31	3.60
<b>负债合计</b>	<b>77,343</b>	<b>74,575</b>	<b>76,835</b>	<b>79,316</b>	归母净利润增长率(%)	63.98	(37.51)	11.86	2.85
归属母公司股东权益	102,683	106,179	130,730	140,831					
少数股东权益	35,234	49,867	66,235	83,069					
<b>所有者权益合计</b>	<b>137,917</b>	<b>156,045</b>	<b>196,965</b>	<b>223,900</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>215,260</b>	<b>230,620</b>	<b>273,800</b>	<b>303,216</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	56,139	35,783	53,383	54,821	每股净资产(元)	10.59	10.95	13.48	14.53
投资活动现金流	(34,014)	5,877	2,094	2,216	最新发行在外股份(百万股)	9,695	9,695	9,695	9,695
筹资活动现金流	(31,051)	(19,864)	700	(14,761)	ROIC(%)	32.48	23.49	21.84	18.60
现金净增加额	(8,925)	21,795	56,178	42,276	ROE-摊薄(%)	34.21	20.67	18.78	17.93
折旧和摊销	10,696	14,083	14,083	14,083	资产负债率(%)	35.93	32.34	28.06	26.16
资本开支	(10,166)	(959)	(894)	(880)	P/E (现价&最新股本摊薄)	6.34	10.14	9.07	8.82
营运资本变动	0	(14,740)	544	676	P/B (现价)	2.17	2.10	1.70	1.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>