

陕西煤业 (601225.SH)

资源禀赋造就西北动力煤龙头，高分红彰显投资价值

陕西煤业是由陕西国资委实控的中国西部龙头动力煤供应商，背靠陕煤集团，以煤炭为主业，发展出“生产-销售-运输”为一体的业务模式，逐步打造“煤电一体化运营”。公司凭借三大主矿区的优质资源，在产能、成本和价格方面具备显著竞争优势，长期看好公司盈利能力，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

□ **坐拥三大主产矿区，优质煤炭资源储备行业领先。**陕西煤业拥有渭北、彬黄、陕北三大优质矿区，合计煤炭保有资源量 179.3 亿吨、可开采储量 102.5 亿吨，可开采年限 60 年以上，2024 年核定产能 1.62 亿吨，位于中国煤炭上市公司前列。公司所属矿井 95% 以上产能均位于国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地，资源集中，禀赋优势更加突出。

□ **煤炭行业供需有望转向紧平衡，长协占比平抑价格波动维持煤价高位稳定。**当前煤炭行业供给端随着浅层煤炭资源开采利用，深层开采难度加大，增产动能减弱，煤炭保有储量增长放缓。同时受供给侧改革及双碳政策影响，企业新建产能意愿受到约束，我国煤炭供给增速受限。消费端，国内经济向好拉动用电需求持续增长，短期火电主体地位不变，供需缺口收窄，动力煤供需或将转向紧平衡，为动力煤市场价格提供有力支撑。公司方面，2024 年陕西煤业长协煤占比 60%，一定程度上压低了现货煤价波动造成的影响，未来有望将煤价稳定在合理区间高位震荡。

□ **采矿条件优越叠加数智化发展，成本优势显著。**公司煤矿资源多位于优质采煤区，埋藏浅，开采成本相对较低。2024 年公司原选煤单位完全成本 289.92 元/吨，同比下降 6.67 元/吨，降幅 2.25%，在我国 A 股上市煤企中占据有利优势，原选煤销售毛利率连续三年超 60%。同时近年来，公司注重数智化转型和成本管控，公司智能化产能达到 99%，有效降低人工成本，增厚利润空间。

□ **现金流稳定，高分红现金奶牛具备投资价值。**陕西煤业 2024 年经营性现金流净额 423.5 亿元，同比增加 0.87%，为公司高比例分红提供保障；公司自成立以来，坚持实施现金分红，上市后累计现金分红 800 亿元，股利支付率不断提高。2024 年公司以 96.95 亿股为基数，向全体股东每 10 股累计派发现金股利 13.48 元(含税)，合计 130.7 亿元，同比增加 3 亿元，分红比例达 58%，高分红央企特点显著。

□ **首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。**公司优质煤炭资源储备行业领先，未来有望进一步扩大产能提高产销量，同时煤炭开采技术优越，低成本开采优势明显，长协占比较高，盈利稳定性较强，持续高分红重视股东权益，未来估值存在修复空间。我们预测公司 2025-2027 年将实现营业收入 1788.27 亿、1887.65 亿、2036.81 亿元，同比-2.89%、+5.56%、+7.90%；实现归母净利润 197.99 亿、209.37 亿、227.21 亿，同比-11.45%、+5.75%、+8.52%；对应 EPS 为 2.04 元/股、2.16 元/股、2.34 元/股，对应 P/E 分别为 10.4、9.9、9.1。

□ **风险提示：煤炭生产不及预期，经济恢复不及预期，煤炭进口超预期，项目批复进度不及预期。**

强烈推荐 (首次)

周期/煤炭开采

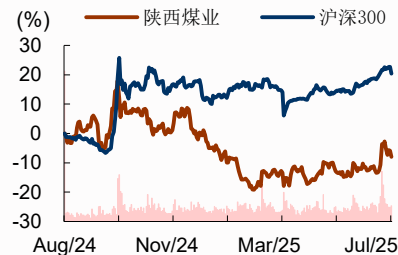
当前股价：20.15 元

基础数据

总股本(百万股)	9695
已上市流通股(百万股)	9695
总市值(十亿元)	195.4
流通市值(十亿元)	195.4
每股净资产(MRQ)	10.0
ROE(TTM)	23.3
资产负债率	41.8%
主要股东	陕西煤业化工集团有限责任公司
主要股东持股比例	65.25%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-1	-6
相对表现	1	-8	-25



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

谢笑妍

S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

原思雨

研究助理

✉ yuansiyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	170872	184145	178827	188765	203681
同比增长	2%	8%	-3%	6%	8%
营业利润(百万元)	42508	44172	39142	41392	44915
同比增长	-34%	4%	-11%	6%	9%
归母净利润(百万元)	21239	22360	19799	20937	22721
同比增长	-40%	5%	-11%	6%	9%
每股收益(元)	2.19	2.31	2.04	2.16	2.34
PE	9.7	9.2	10.4	9.9	9.1
PB	2.3	2.3	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司简介：西部龙头动力煤供应商	6
1、 背靠省国资委，陕西唯一特大上市煤企	6
2、 聚焦煤炭主业，打造“煤电一体化”运营	7
3、 经营业绩稳步上涨，降本增效提升利润空间	7
二、 煤炭行业：煤价承压运行，供需格局或将改善	9
1、 煤炭——黑色的黄金，工业的粮食	9
2、 复盘煤炭二十年，周期逻辑为主	9
3、 增产动能减弱，进口数量维持高位稳定	10
4、 经济恢复向好，电力需求可期	12
5、 供需过剩逐步减轻，供需关系或将回到紧平衡	13
三、 煤炭业务：资源禀赋助力产能扩张，高长协低成本提升盈利弹性	14
1、 资源禀赋优势突显，产能持续扩张	14
2、 成本优势显著，数智化转型助力安全生产	17
四、 铁路运输业务：经营状况稳定，为煤炭销售业务提供保障	20
五、 现金流充裕，高分红现金奶牛显长期投资价值	21
1、 资产质量优秀，稳健现金流为高分红提供保障	21
2、 高分红现金奶牛，具备长期投资价值	22
六、 盈利预测	22
七、 风险提示	24

图表目录

图 1：陕西煤业发展历程	6
图 2：陕西煤业股权结构	6
图 3：陕西煤业业务版图	7
图 4：陕西煤业营业收入规模（亿元）及增速	8
图 5：陕西煤业分产品营收占比及毛利率	8
图 6：陕西煤业销售、管理、研发、财务费率	8
图 7：陕西煤业归母净利润规模（亿元）及增速	8
图 8：煤炭行业产业链	9

图 9: 秦皇岛港 (Q5500) 动力煤市场价 (元/吨) 10

图 10: 我国煤炭矿产勘查基金投入 (亿元) 及增速 10

图 11: 我国煤炭储量 (亿吨) 及增速 10

图 12: 我国原煤累计产量 (亿吨) 及增速 11

图 13: 国家发改委及能源局新批产能 (万吨) 11

图 14: 我国动力煤累计进口量 (万吨) 及同比增速 12

图 15: 2024 年我国动力煤进口来源国 12

图 16: 我国煤炭消费总量及增速 12

图 17: 我国能源消费结构变化 12

图 18: 2014-2024 全国发电量 (亿千瓦时) 及增速 13

图 19: 2016-2024 全国发电装机容量 (万千瓦) 13

图 20: 秦皇岛港动力煤(Q5500)年度长协价 (元/吨) 14

图 21: 公司 2016-2024 商品煤产量 (亿吨) 及增速 16

图 22: 公司 2015-2024 商品煤销量 (亿吨) 及增速 16

图 23: 公司 2017-2024 原选煤单位完全成本 (元/吨) 18

图 24: 2024 年上市煤企自产煤单吨营业成本对比 18

图 25: 煤炭智能化开采发展技术路线 18

图 26: 黄陵一号煤矿智能化综合管控系统 18

图 27: 2024 上市煤企自产煤单吨营业收入 (元/吨) 及毛利率 19

图 28: 陕西煤业煤炭综合平均价格 (元/吨) 20

图 29: 陕西煤业煤炭销售毛利率 20

图 30: 陕西煤业 2019-2024 运输量 (百万吨) 21

图 31: 陕西煤业 2016-2024 运输业务营收及毛利率 21

图 32: 陕西煤业 2015-2024 有息债务及资产负债率 21

图 33: 陕西煤业 2015-2024 现金流净额及偿债能力 21

图 34: 陕西煤业 2018-2024 分红总额及归母净利润 22

图 35: 陕西煤业 2018-2024 股利支付情况 22

表 1: 2024 年国内上市煤炭企业煤炭资源保有量和可采储量 14

表 2: 陕西煤业 2024 年主要矿区煤炭储量 15

表 3: 2024 年陕西煤业各矿区核定产能和权益产能情况 15

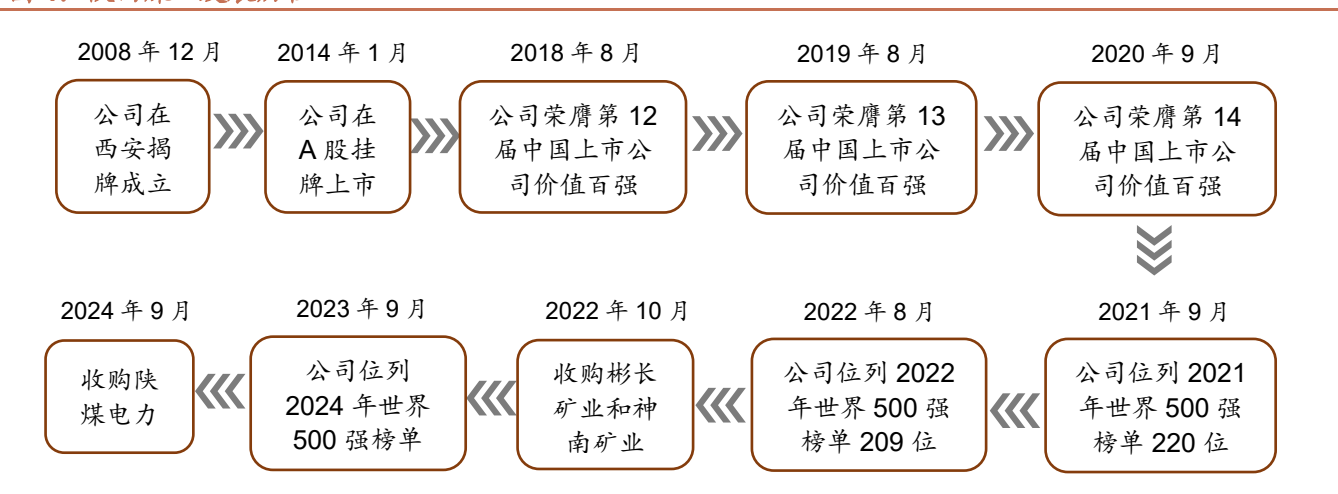
表 4: 2024 年陕西煤业各矿区产量	17
表 5: 2017-2022 年陕西煤业营业利润 (亿元) 超 5%控股公司	17
表 6: 陕西煤业主要煤种品质同业对比	19
表 7: 陕西煤业煤炭业务盈利预测.....	23
附: 财务预测表	25

一、公司简介：西部龙头动力煤供应商

1、背靠省国资委，陕西唯一特大上市煤企

陕西煤业成立于2008年12月，于2014年1月在上交所上市。公司由陕西煤业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、陕鼓集团共同发起设立，是陕西唯一省属特大型上市煤企。陕西煤业主要从事煤炭开采、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，是一家以煤炭开采业务为基础，同时涵盖发电、煤炭运输的综合能源企业。

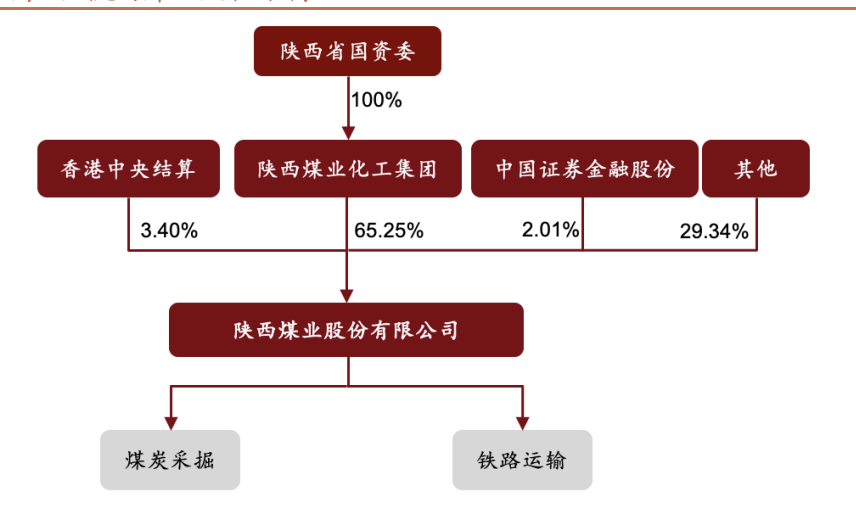
图 1：陕西煤业发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

陕西煤业实控人为陕西国资委。截至2025年6月，公司控股股东陕西煤业化工集团持股65.25%。陕煤集团是国有特大型能源化工企业，由陕西省国资委100%持股。陕煤集团自2015年首次进入《财富》世界500强，之后连续10年上榜，排名稳步提升，2024年位列世界500强榜单170位。同时，集团位列2024年中国企业500强榜单第47位，连续4年位居上榜陕企第一。

图 2：陕西煤业股权结构



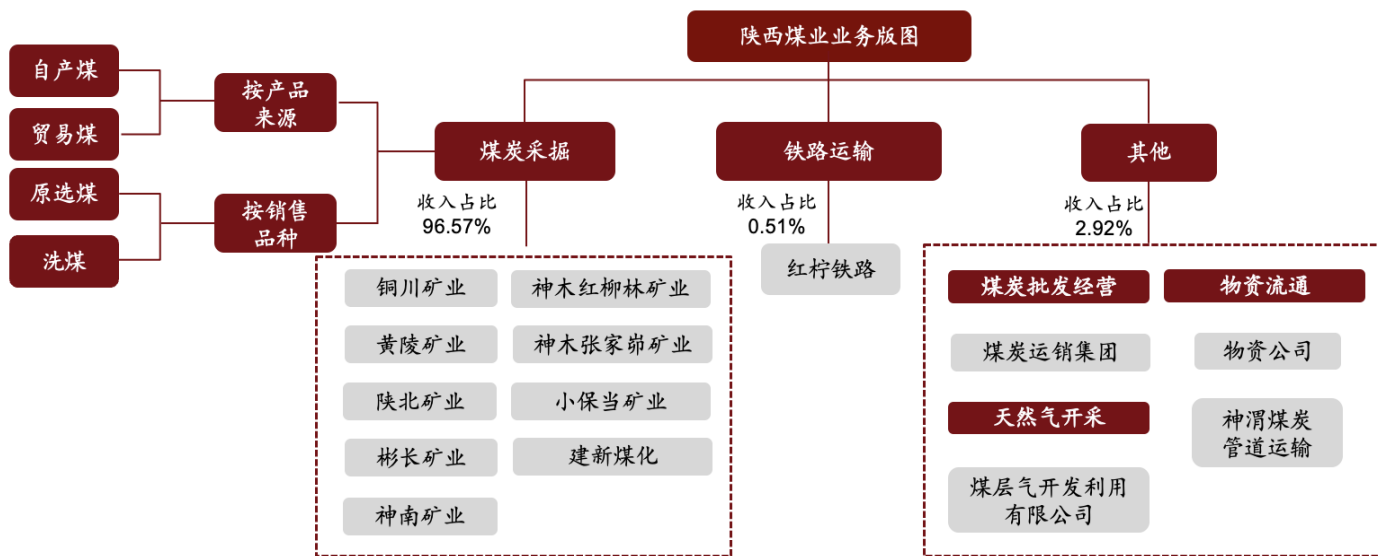
资料来源：公司官网、招商证券

2、聚焦煤炭主业，打造“煤电一体化”运营

公司以煤炭业务为主业，逐步发展成集生产-销售-运输为一体的业务模式。截至 2024 年底，公司拥有多家煤炭采掘控股子公司，包括黄陵矿业、铜川矿业、彬长矿业、神木红柳林矿业、神南矿业等，煤炭业务营收占比最高，达 96.57%；铁路运输则以红柠铁路运营为主，收入占比 0.51%；其他业务包含煤炭批发经营、物资流通、天然气开采等，其中陕西煤业物资有限责任公司主要负责物资采购及物流工作。

收购陕煤电力，打造“煤电一体化”运营。2024 年 10 月 9 日，公司发布《关于与控股股东签订资产转让意向协议的公告》，公告称陕煤集团有意将其持有的陕煤电力集团全部股权转让给陕西煤业。12 月 6 日，依据评估结果，公司同意通过以非公开协议方式现金收购陕煤集团持有的陕煤电力 88.6525% 股权，股权价格 156.95 亿元，同时将陕煤集团对国开基金在电力集团的股权回购义务转移至陕西煤业。据公司公告，陕煤电力集团 2023 年发电量 349.39 亿千瓦时，售电量 326.61 亿千瓦时，售电收入 142.73 亿元。本次交易是公司打造“煤电一体化”运营的初步探索，有利于公司减少关联交易，进一步延伸煤炭主业产业链，在煤价下跌时有助于平滑企业利润。同时，集团预计在“十四五”末将总装机规模扩大至 5507 万千瓦，营收突破 200 亿元，利润突破 25 亿元。

图 3：陕西煤业业务版图



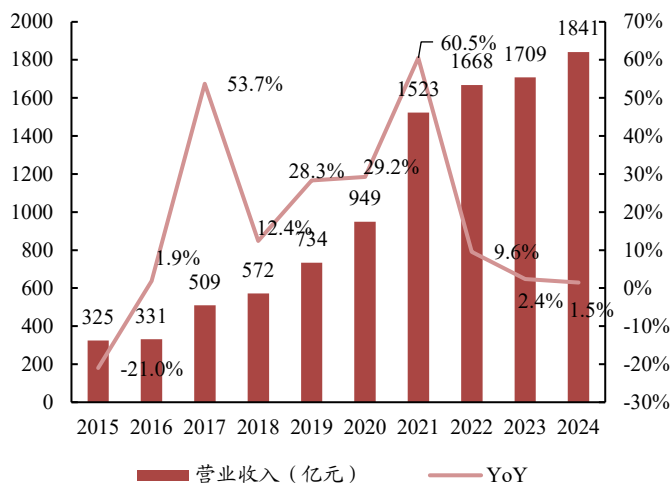
资料来源：公司官网、招商证券

3、经营业绩稳步上涨，降本增效提升利润空间

业绩持续稳定增长，2024 年营收再创新高。2015 年以来，公司营业收入逐年增加，2024 年公司营业收入 1841.5 亿元，同比修正后的 2023 年营收（修正后 1814.7 亿元）增加 1.5%，其中自产煤收入 964.6 亿元，同比下降 5.58%，贸易煤收入 662.1 亿元，同比增长 18.78%；2024 年公司通过收购拓展电力业务，电力收入 161.8 亿元，成为公司第二大主营业务。归母净利润 223.6 亿元，同比下降 3.2%；扣非归母净利润 211.6 亿元，同比下降 14.25%。

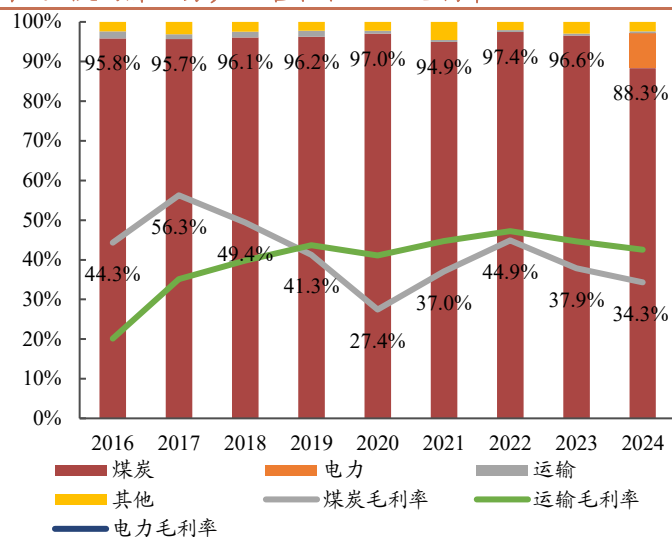
主动力煤业务，量增价减毛利率维持相对稳定。公司煤炭业务收入占比常年在95%以上，其中煤炭业务毛利率在2020年由于贸易煤销量占比增加有所下滑，随后回升至30%以上。2024年煤炭业务毛利率34.3%，相比2023年下降3.6个百分点，主要由煤炭价格下降所致，其中自产煤售价532.03元/吨，同比下降59.05元/吨，影响收入减少94.58亿元；贸易煤售价609.02元/吨，同比减少45.38元/吨，影响收入减少44.60亿元，但贸易煤销量增长及成本管控有效对冲了价格下滑带来的影响，使得公司业绩表现维持相对稳定。

图 4: 陕西煤业营业收入规模 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

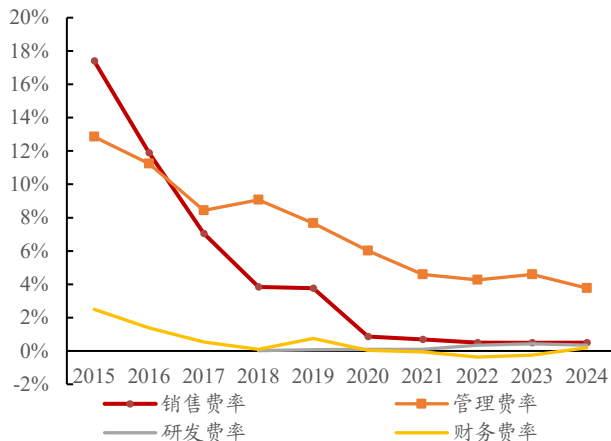
图 5: 陕西煤业分产品营收占比及毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

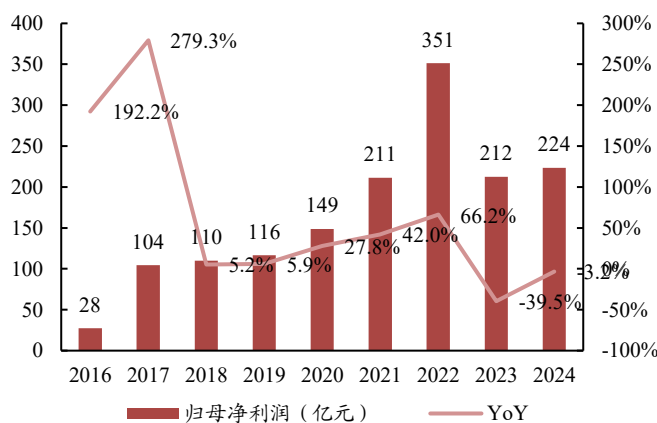
聚焦成本管控，费率持续优化。2015年以来，公司聚焦管理效能提升，通过降本增效、治亏创效、对标提效，不断提升企业经营质量。积极推进“大成本”管控，以战略成本、制度成本、企业成本、产品成本管理为核心的“四位一体”大成本分级管理体系，推动企业持续高效益发展。公司连续多年进行费率优化，2016年通过资产重组，剥离亏损煤矿，同时优化劳动组织，提升经营效率，增强成本管控能力，使得费率逐年降低，维持在行业低位水平，有效提升了利润空间，2024年销售费率、管理费率、财务费率分别为0.50%、3.77%、0.19%。

图 6: 陕西煤业销售、管理、研发、财务费率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 陕西煤业归母净利润规模 (亿元) 及增速



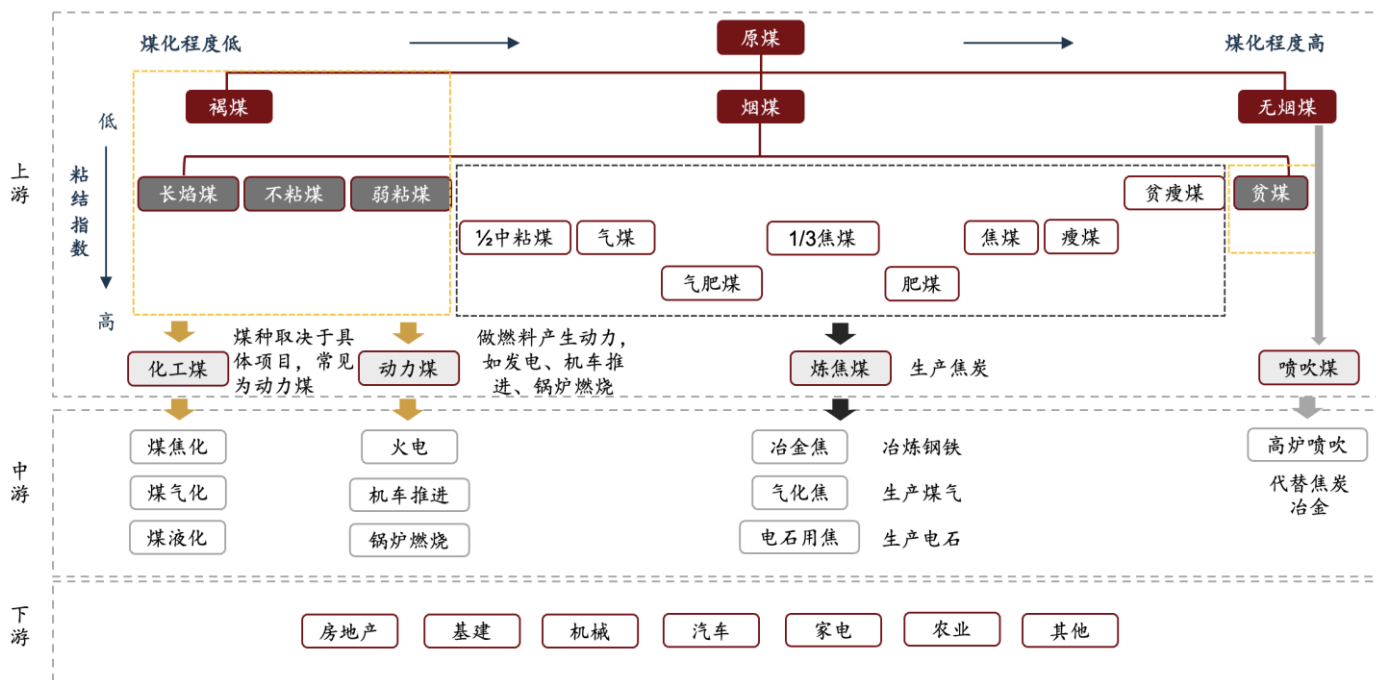
资料来源: 公司公告、招商证券

二、煤炭行业：煤价承压运行，供需格局或将改善

1、煤炭——黑色的黄金，工业的粮食

煤炭作为冶金、化学工业的重要原料，被誉为“黑色的金子”。煤炭是主要由植物遗体经煤化作用转化而成的富含碳的固体可燃有机沉积岩，含有一定的矿物质，包含碳、氢、氧、氮、硫和磷等元素，依据煤化程度由浅到深，可以将煤炭分为褐煤、烟煤和无烟煤。其中，泥炭通过堆积和成岩作用变成含碳量 60%-70% 的褐煤；褐煤在温度和压力的影响下，含碳量增加至 70%-90% 形成了烟煤；烟煤继续变质，最终形成含碳量在 90%-98% 的无烟煤。其中烟煤按照挥发分和粘结性又可以分为长焰煤、不粘煤、气煤、肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤等 12 个煤种。

图 8：煤炭行业产业链



资料来源：《中国煤炭分类》（GB/T 5751-2009）、招商证券

2、复盘煤炭二十年，周期逻辑为主

2003-2024 年，煤炭行业发展主要可以分为五个阶段。第一阶段 2003-2011 年，是煤炭行业发展的黄金十年，煤价实现市场化后，煤炭整体供不应求，需求增长刺激产能扩张，煤价中枢一路高涨。第二阶段 2012-2015 年，经济增速放缓，需求增长缓慢，供给严重过剩，煤价中枢大幅下跌。第三阶段 2016-2020 年，煤炭行业开展供给侧改革，产能结构优化，兼并重组力度加大，“去产能”措施有效，供需格局改善，煤价回升且趋于平稳。第四阶段 2021-2022 年，疫情突发，疫后经济恢复拉动需求复苏，同时供改强化兼进口端收紧，俄乌冲突以来全球能源危机演绎，供需错配，煤价持续高涨。第五阶段 2023 年至今，增产保供政策推进，煤炭产量在高基数基础上保持增长态势，零关税政策延期降低煤炭进口成本，同时工业用电需求增长迟缓，供需格局宽松，煤价承压运行。

图 9: 秦皇岛港 (Q5500) 动力煤市场价 (元/吨)



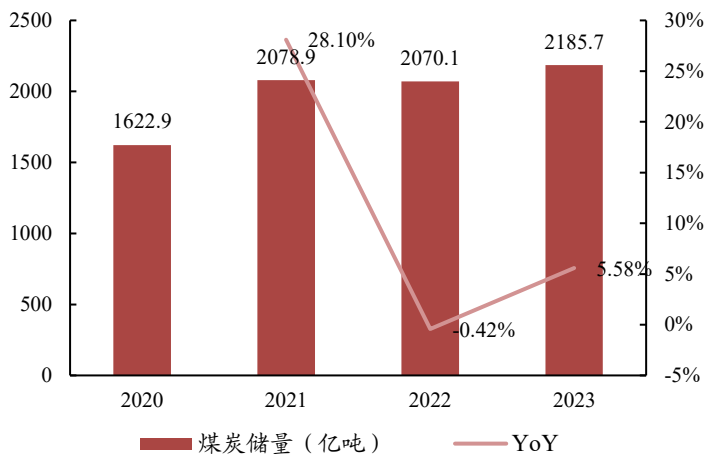
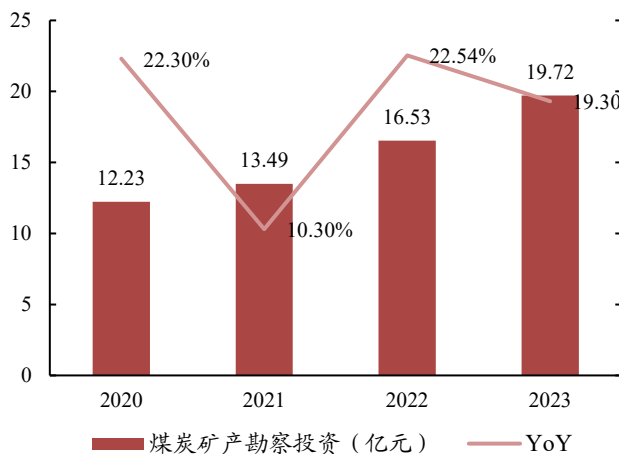
资料来源: CCTD、iFind、招商证券

3、增产动能减弱，进口数量维持高位稳定

煤炭勘查投资额显著升高，但煤炭保有储量增长放缓。根据自然资源部数据显示，2023 年我国煤炭矿产勘查资金投入 19.72 亿元，连续两年同比增长 20% 左右，相比 2021 年有较显著提高，钻井工作量整体提升也较为明显。但从勘查结果看，2022 年我国煤炭储量出现小幅下滑，2023 年煤炭储量达 2185.7 亿吨，同比增长 5.58%，增长幅度依然不及资金投入。因此，总的来看，随着浅层煤炭资源的开采利用，深层煤炭勘查难度加大，未来一段时间查明的煤炭资源储量或不会有太大增长。

图 10: 我国煤炭矿产勘查基金投入 (亿元) 及增速

图 11: 我国煤炭储量 (亿吨) 及增速



资料来源: 中国自然资源部、招商证券

资料来源: 中国自然资源部、招商证券

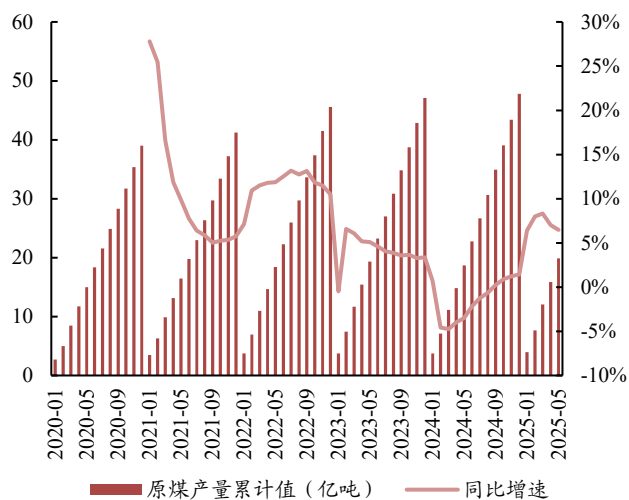
资源分布较为集中，晋陕蒙新禀赋优异。根据自然资源部发布的《2021 年全国矿产资源储量统计表》，截至 2021 年底，全国煤炭资源储量为 2078.85 亿吨，主要分布在山西、新疆、内蒙古、陕西和贵州，累计探获资源储量占全国 78.36%。

从综合煤炭开采条件和运输条件来看，晋陕蒙新 4 个地区的煤炭资源条件最佳。其中，山西省煤炭储量占全国储量的 23.77%，位列第一；陕西省储量占比 14.84%，排名第四。同时我国国土资源部规划建设了 13 个大型煤炭基地，其中神东矿区和陕北矿区的实际产能位居前二。

资源限制叠加供给调整，原煤产量增速放缓。我国原煤产量在过去 20 年间大幅增长，从 2003 年 13.27 亿吨增长至 2023 年 46.58 亿吨，复合增长率达 6.48%。期间，2016 年受供给侧改革影响，产量有所下滑，之后煤炭产量逐步恢复并保持正增长；2022 年在增产保供政策支持下，原煤产量增速高达 10.43%。然而，伴随落后产能逐步淘汰和新增产能不足，煤炭高产量的瓶颈开始显现，2023 年原煤产量 46.58 亿吨，同比增速明显放缓，同时由于供需格局宽松，煤矿顶库，2024 年产量同比增速再次下滑。

双碳政策限制煤炭消费预期，新建产能意愿受约束。2020 年 9 月，双碳政策提出，随后“碳达峰”和“碳中和”相关文件发布，明确“十四五”时期将严控煤炭消费增长，2025 年、2030 年、2060 年非化石能源消费比重分别达到 20%、25%、80%。远期煤炭需求的大幅下降限制煤炭新批产能及煤企新建产能意愿，而一般煤矿开采期限为 50 年以上，因此新建煤矿已不是煤企的最优选择。2020 年以来，我国新批煤炭产能数量明显减少，煤企新建产能意愿减弱。

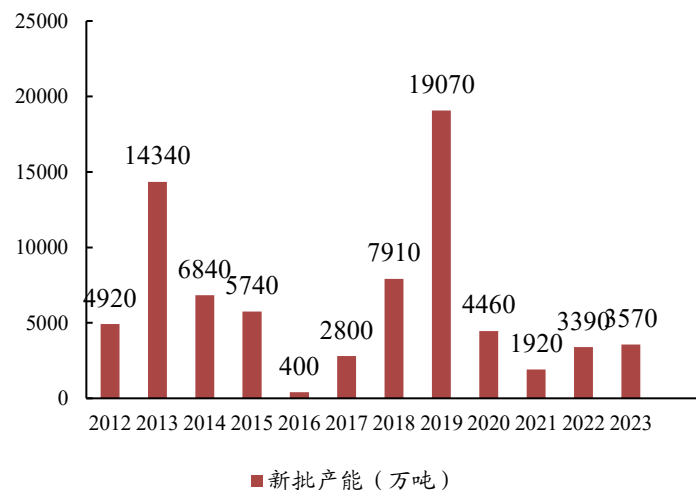
图 12: 我国原煤累计产量 (亿吨) 及增速



资料来源: Wind、招商证券

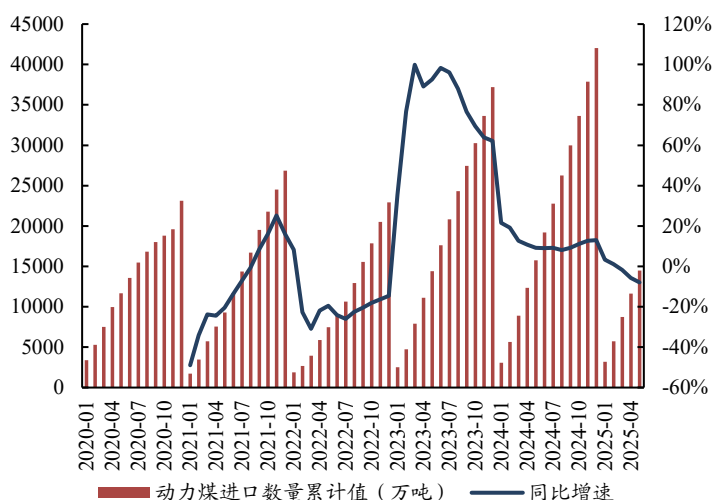
煤炭进口量 24 年或已达峰值，预计 25 年全年有所回落。我国动力煤供给以国产为主，进口作为补充，近年来我国动力煤贸易保持净进口状态。2023 年在我国执行进口煤炭零关税政策支持下，印尼煤供应充足，俄煤贸易东移，进口澳煤放开，蒙煤通关常态化，且因受 2022 年暖冬影响，欧洲地区采购的煤炭库存未被消化，导致 2023 年西方国家的需求不足、库存外溢，较多煤炭资源转移到亚太地区。2023 年我国煤炭进口总量 4.74 亿吨，同比增长 61.8%，动力煤进口主要来自印尼、俄罗斯、澳大利亚、蒙古等国家，合计占进口总量的 96.01%。2024 年，我国恢复煤炭进口关税，但由于国际煤炭价格优势较为明显，全国累计进口煤炭 5.43 亿吨，同比增长 14.39%。2025 年，受需求端疲软影响，国内煤价上半年持续下探，煤炭进口量连续三个月同比下滑，预计全年进口数量将有所回落。

图 13: 国家发改委及能源局新批产能 (万吨)



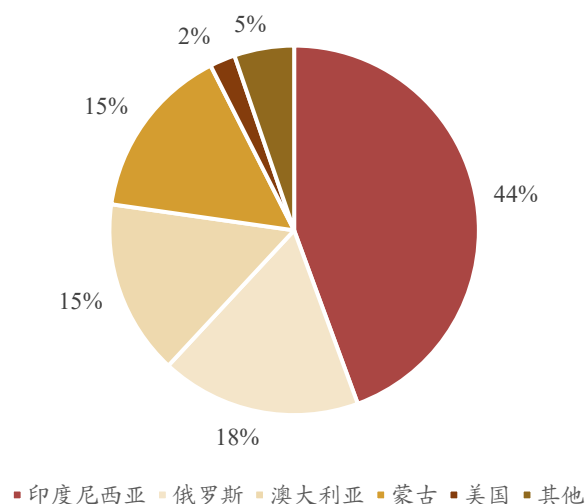
资料来源: 国家发改委、国家能源局、招商证券

图 14: 我国动力煤累计进口量 (万吨) 及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 2024 年我国动力煤进口来源国

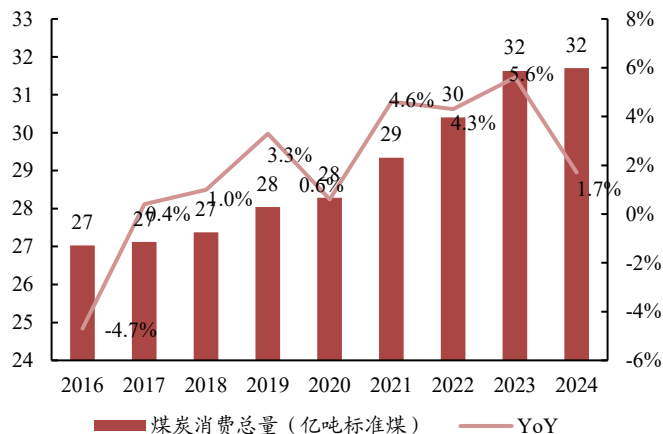


资料来源: Wind、招商证券

4、经济恢复向好，电力需求可期

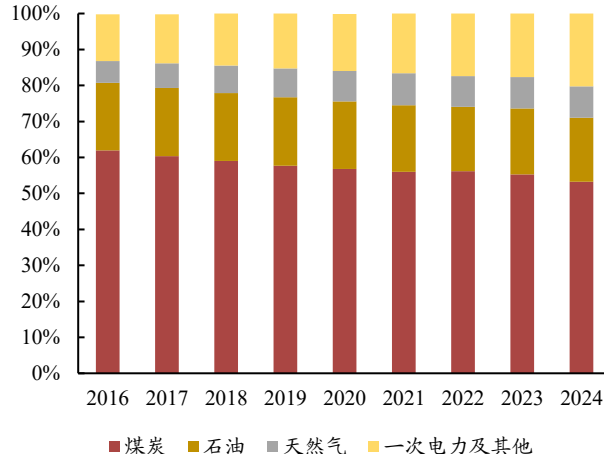
煤炭需求长期面临“双碳”约束，但能源结构短期难以改变。我国在“十四五”规划中提及了要推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系。从能源消费结构看，煤炭占比已从 2016 年的 62.0% 下降到 2024 年的 53.2%，比 2023 年下降 1.6 个百分点，天然气、水电、核电、风电、太阳能发电等清洁能源消费量占能源消费总量比重为 28.6%，比 2023 年上升 2.2 个百分点，煤炭长期需求受到“双碳”目标约束。但我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋决定了以煤为主的能源结构短期内不会改变，煤炭消费总量仍在持续增长，依据国家统计局数据，2024 年我国能源消费总量 59.6 亿吨标准煤，同比增长 4.3%，其中，煤炭消费量达 31.7 亿吨标准煤，同比增长 1.7%，煤炭仍然是我国最主要的消费能源。此外，当前新能源发电相比煤电有其局限性，太阳能发电和风力发电受到季节性和时段性的制约，清洁能源尚面临着可靠性和稳定性的考验，煤炭对于保障能源安全供应的意义更显重大。

图 16: 我国煤炭消费总量及增速



资料来源: 国家统计局、招商证券

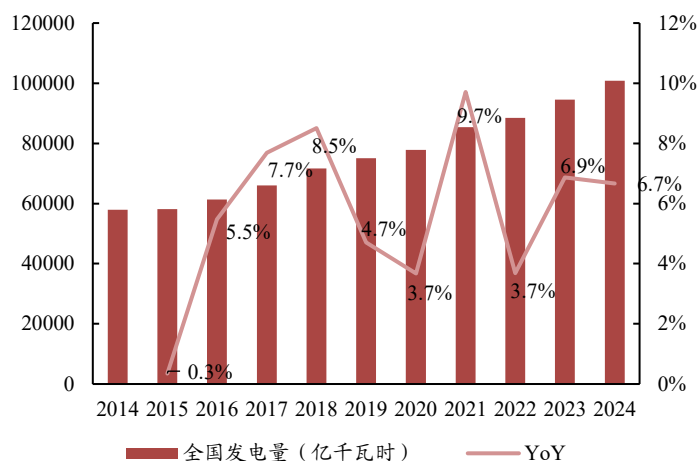
图 17: 我国能源消费结构变化



资料来源: 国家统计局、招商证券

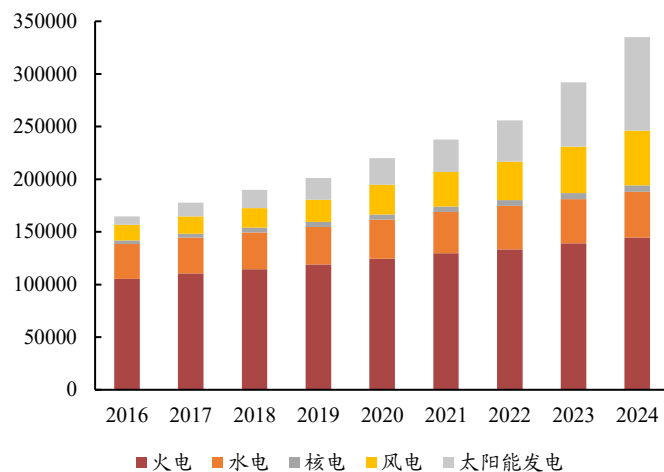
发电量稳步增长，火电主体地位不变。我国发电量近十年随社会用电需求同步稳定增长，2024 年全国发电量 100,869 亿千瓦时，同比增长 6.7%。从发电装机容量结构看，我国火力发电占比呈现缓慢下降态势，但仍然是我国最主要的发电方式。2024 年火电装机容量占总发电装机容量的 43.14%，相比 2023 年下降 4.48 个百分点，连续两年降至 50% 以下。从增量上看，2024 年火电装机容量增长 5413 万千瓦，同比增长 3.9%，增速回落 0.4pct。

图 18: 2014-2024 全国发电量 (亿千瓦时) 及增速



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 19: 2016-2024 全国发电装机容量 (万千瓦)



资料来源: 国家统计局、招商证券

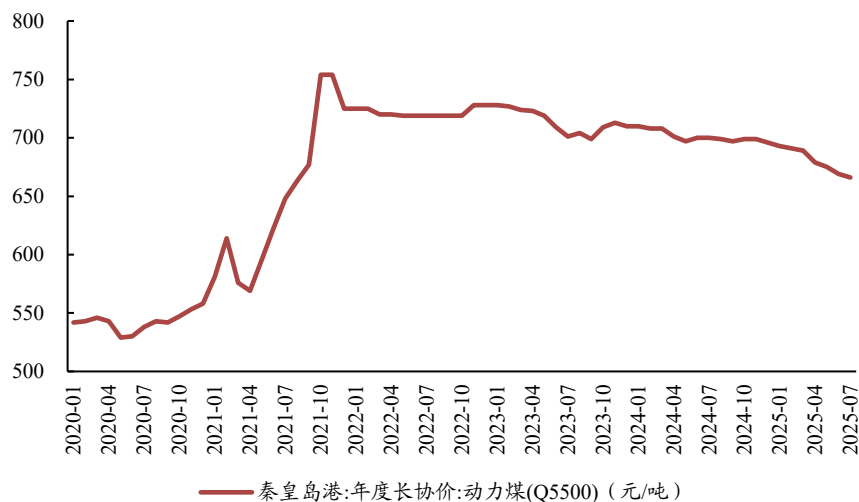
火电发挥兜底保障作用，电煤有望持续增长。2023 年 9 月，发改委和能源局提出可靠发电能力要满足电力电量平衡需要并留有合理裕度，为系统提供足够的调峰、调频、调压和阻尼支撑。因此电力系统的安全稳定至关重要，而高比例可再生能源的实现还需要更多技术支撑，传统火电发电技术现阶段具备明显的安全性和稳定性优势。同时，随着煤电机组改造推进，能耗进一步降低，有效缓解了二氧化碳排放增长。2024 年全国 6000 千瓦及以上火电厂供电煤耗率 301.6 克/千瓦时，同比微降，预计未来随着煤电机组改造升级的继续推进，供电煤耗水平还将降低，火电将朝着高效灵活和清洁低碳方向发展，在未来相当长时期内继续为我国电力安全起支撑兜底作用。

5、供需过剩逐步减轻，供需关系或将回到紧平衡

供需缺口收窄，动力煤供需平衡或逐步收紧。综合来看，在供给端，我国动力煤增产空间有限，产量增速放缓，预计 2025 年原煤产量增速在 1% 左右；24 年动力煤进口增长明显，但随着国内煤价中枢下移，以及海外煤炭开采难度和开采成本上升对进口煤价格形成支撑，25 年煤炭进口量预计维持高位或小幅回落。在需求端，在我国经济持续恢复向好的背景下，火电发电量预计将维持 4% 左右增长，非电行业用煤需求可能超预期。从数量上看，2022 年由于供给增加需求放缓，出现大批过剩产能，供需缺口达到 1.81 亿吨，2023 年减少至 1.37 亿吨，2024 年动力煤供给增速减缓，供需缺口减小至 1.10 亿吨，预计 25 年供需关系将进一步调整，缺口有望再次收窄。

供需结构优化兼保供稳价推进，动力煤长协价预计长期偏强震荡。2024 年动力煤长协价格相比市场煤波动较小，全年长协煤 5500 大卡均价 701.64 元/吨，较 2023 年均价 713.83 元/吨回落 12.2 元/吨；全年价格呈现下降趋势，其中最高价为 1 月 710 元/吨，最低价为 12 月 696 元/吨。2025 年上半年，国内煤炭市场供需偏宽松，动力煤长协价格加速下探至 666 元/吨底部区间，随着三季度煤电旺季来临，供需关系逐步收紧，预计煤炭长协价即将触底反弹。长远来看，政府保供稳价政策持续推进，供给侧产能增量有限，动力煤价格长期或将呈现偏强震荡的走势。

图 20: 秦皇岛港动力煤(Q5500)年度长协价 (元/吨)



资料来源: 公司官网、招商证券

三、煤炭业务: 资源禀赋助力产能扩张, 高长协低成本提升盈利弹性

1、资源禀赋优势突显, 产能持续扩张

煤炭资源禀赋优异, 可采储量全国领先。公司煤炭资源储量丰富, 产品品质优异。截至 2024 年, 公司拥有三大主要矿区: 渭北矿区、彬黄矿区、陕北矿区, 合计煤炭保有资源量 179.3 亿吨、可开采储量 102.5 亿吨, 可开采年限 60 年以上, 煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列, 是中国可采储量超过 100 亿吨的三家公司之一。同时, 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, 资源禀赋优势将更加突出。

表 1: 2024 年国内上市煤炭企业煤炭资源保有量和可采储量

公司	保有资源量 (中国标准/亿吨)	可采储量 (中国标准/亿吨)	产量 (2024 年/亿吨)	可采年限(以 2024 年产量测算)
中国神华	343.6	150.9	3.27	46
中煤能源	265.2	138.2	1.38	100
陕西煤业	179.3	102.5	1.71	60
兖矿能源	466.1	45.2	1.42	32

盘江股份	80.4	39.1	0.09	434
华阳股份	66.8	29.6	0.38	78
永泰能源	38.2	24.2	0.14	173
晋控煤业	41.4	19.5	0.35	56
新集能源	43.7	18.4	0.19	97
平煤股份	29.8	16.5	0.28	59
昊华能源	21.0	11.2	0.18	62
潞安环能	36.5	9.9	0.58	17
山煤国际	21.2	7.6	0.33	23
兰花科创	15.2	6.6	0.14	47
冀中能源	28.8	6.0	0.27	22
上海能源	12.7	5.9	0.06	98

资料来源：公司公告、招商证券

优质资源集中，竞争优势明显。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，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，开采技术条件优越，公司近年产量结构也逐渐向陕北矿区集中，2020 年以来，陕北矿区贡献了公司自产煤产量的 60%以上，优质产能逐步得到释放。此外，产煤区 90%以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤，在全国范围内具有较强竞争优势。

表 2：陕西煤业 2024 年主要矿区煤炭储量

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	3.91	2.37	3.91
彬黄矿区	长焰煤	56.73	31.76	56.73
陕北矿区	长焰煤	118.67	68.33	118.67
合计	-	179.31	102.46	179.31

资料来源：公司公告、招商证券

多次取得生产能力核增，新项目核准工作推进中。2024 年公司核定产能 1.62 亿吨，公司各区所属矿井多次取得生产能力核增，2021 年以来公司所属矿井累计取得 1200 万吨/年核增产能，充分促进优质产能释放。目前公司陕北矿区红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、二号五对千万吨级矿井，陕北矿区千万吨级矿井规模将集群化，产能优势将更加明显。2025 年，公司也加快推进小壕兔一号和西部勘查区（小壕兔三号）相关井田批复进度，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。

表 3：2024 年陕西煤业各矿区核定产能和权益产能情况

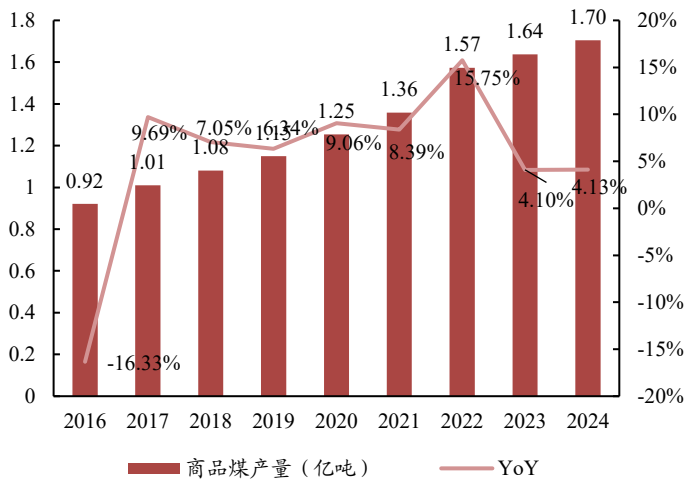
矿区	矿井	核定产能(万吨/年)	权益比例	权益产能(万吨/年)
陕北矿区 (主产长焰煤、不粘煤)	小保当一号、二号	3300	55%	1815
	柠条塔	2000	51%	1020
	红柳林	1800	51%	918
	张家峁	1100	55%	605

	孙家岔	1000	30%	300
	袁大滩	800	30.60%	244.8
	韩家湾	300	100%	300
小计	-	10300	-	5202.8
	大佛寺	800	90%	720
	黄陵二号	800	54%	432
	黄陵一号	600	100%	600
彬黄矿区	小庄	600	100%	600
(主产长焰煤、不粘煤、弱粘煤)	孟村	600	100%	600
	建庄	500	40%	200
	胡家河	500	80%	400
	建新	400	51%	204
	文家坡	400	51%	204
小计	-	5200	-	3960
	玉华	240	100%	240
渭北矿区	下石节	185	100%	185
(主产贫瘦煤)	陈家山	180	100%	180
	柴家沟	100	95%	95
小计	-	705	-	700
公司合计	-	16205	-	9862.8

资料来源：公司公告、招商证券

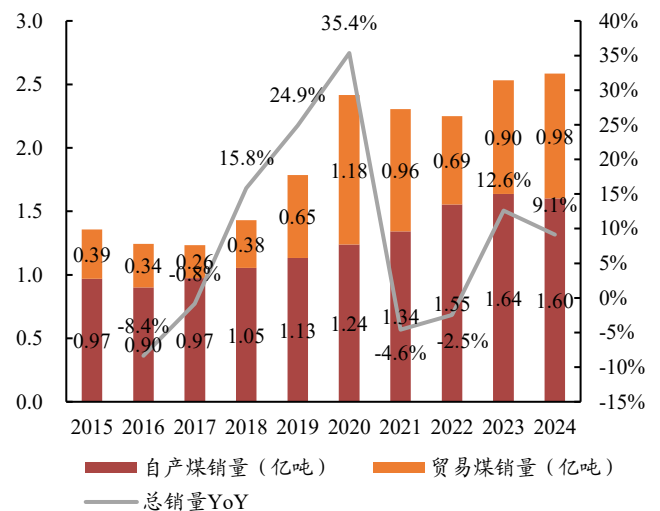
商品煤产量稳步增长，自产煤实现满产满销。产销方面，公司作为陕西省重要的煤炭龙头企业，受益于资源区位优势及品牌影响力，近年来产销实现较大增长，处于行业领先地位。2024 年，公司实现商品煤产量 1.71 亿吨，同比增长 4.13%；自产煤销量 1.60 亿吨，占煤炭总销量 62.02%，产销率 93.57%，经营状况良好，库存压力较轻；贸易煤销量在 2020 年增长较大，达到 1.18 亿吨，公司的贸易煤多来自其控股集团陕煤化工集团旗下煤炭开采板块的非上市子公司，少部分来自其他煤炭经销商。2022 年，陕西煤业收购陕煤化工的全资子公司彬长矿业和神南矿业，贸易煤销量稍有回落。2024 年，公司贸易煤销量为 0.98 亿吨，占煤炭总销量 2.58 亿吨的比重为 38%。

图 21: 公司 2016-2024 商品煤产量 (亿吨) 及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 22: 公司 2015-2024 商品煤销量 (亿吨) 及增速



资料来源：公司公告、招商证券

逐步缩减老旧矿区煤炭产量，营业利润向陕北矿区集中。陕西煤业拥有渭北、彬黄、陕北三大主矿区，其中渭北矿区煤矿开采较早，地质条件较为复杂，与渭北、彬黄相比开采难度较大。近年来，陕北矿区煤炭产量占陕西煤业煤炭总产量比例已逐年上升，渭北矿区占比有所下降，使得公司煤炭开采成本得到有效控制。依据公司 2022 年之前披露的利润超 5% 控股公司数据可见，陕西煤业五对千万级矿井（柠条塔、张家峁、红柳林、小保当一号、小保当二号）为公司贡献了巨额利润，其中柠条塔（位于陕北矿区）51% 股权贡献了铜川矿业约 90% 利润，而剩余约 10% 利润则来自渭北矿区的四对矿井，因此渭北矿区对陕煤整体经营利润影响较小，公司利润主要集中在陕北及彬黄矿区。

表 4: 2024 年陕西煤业各矿区产量

产量 (万吨)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
渭北矿区	864	1046	1000.0	965.8	840.4	877.6	948.0	840.4
占比	12.09%	8.56%	8.70%	7.70%	6.19%	5.58%	5.79%	4.93%
彬黄矿区	3548	3797	3835.7	3758.2	3774.0	4401.8	4837.3	5043.7
占比	35.14%	35.13%	33.37%	29.98%	27.78%	27.99%	29.55%	29.58%
陕北矿区	5685	5966	6658.1	7811.7	8973.2	10448.6	10587.2	11164.4
占比	56.30%	55.19%	57.93%	62.32%	66.04%	66.43%	64.66%	65.49%

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 2017-2022 年陕西煤业营业利润 (亿元) 超 5% 控股公司

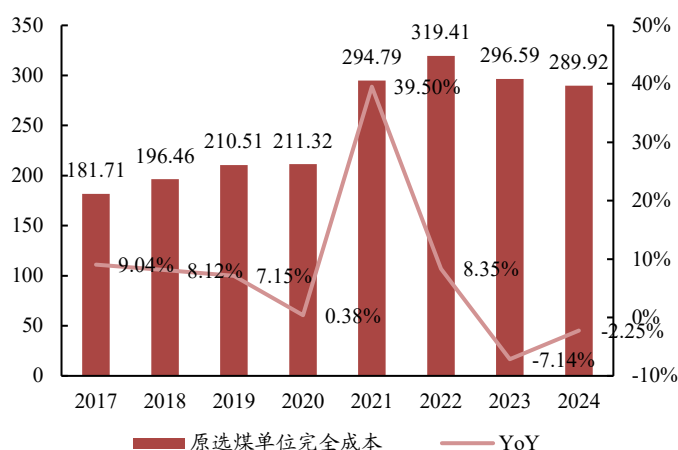
子公司	主要矿井	2017	2018	2019	2020	2021	2022
铜川矿业	柠条塔、玉华、柴家沟、下石节、陈家山	66.84	54.64	36.68	25.21	81.87	111.16
黄陵矿业	黄陵一号、黄陵二号	48.23	52.3	46.72	36.19	67.35	86.84
彬长矿业	大佛寺、胡家、文家坡、小庄、孟村	34.71	29.8	15.88	-	14.62	-
张家峁	-	28.68	24.56	19.72	14.54	39.00	53.51
红柳林	-	40.49	36.15	28.59	31.36	85.52	110.17
小保当	小保当一号、二号				17.18	52.04	105.39

资料来源：公司公告、招商证券

2、成本优势显著，数智化转型助力安全生产

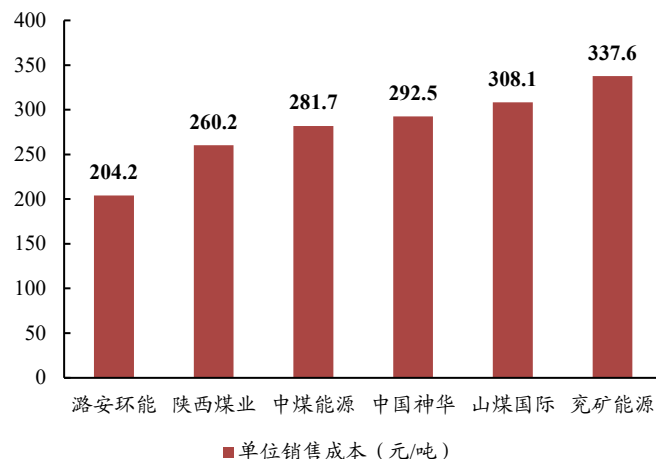
多种利好因素叠加，成本优势显著。公司煤矿资源多位于优质采煤区，埋藏浅，开采技术优越，开采成本低，在三种成本计算口径中均具优势。(1) 单位完全成本：2017 年-2022 年，由于资源税改革、安全生产费计提标准提高、员工薪酬和原材料价格上涨等原因，公司原选煤单位完全成本整体呈现上升趋势；近两年公司降本增效战略成果显著，单位完全成本连续下降，2023 年同比下降 2.25% 至 289.92 元/吨。(2) 单吨销售成本：比较 2024 年不含税的单吨营业成本（自产煤销售成本/自产煤销量），陕西煤业以 260.2 元/吨的价格处于行业低位。(3) 生产成本：以中国神华 2024 年 179 元/吨的坑口生产成本口径计算，去除单吨运输费后，陕西煤业生产成本大致为 196 元/吨，仍处于行业低位，未来随着智慧矿井发展和老旧矿井出清，公司吨煤生产成本仍有下降空间。

图 23: 公司 2017-2024 原选煤单位完全成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 2024 年上市煤企自产煤单吨营业成本对比

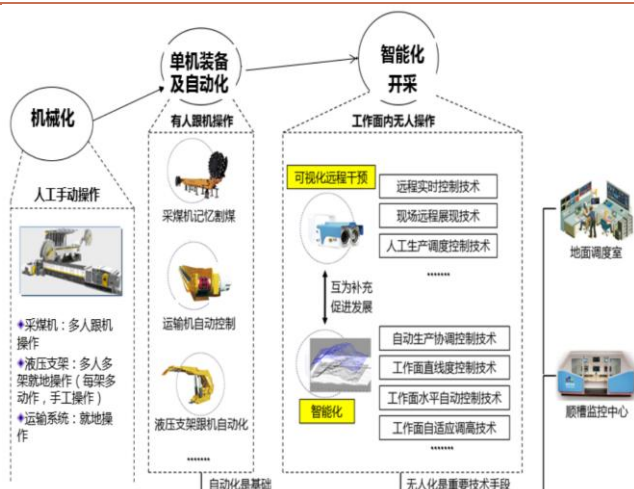


资料来源: 公司公告、招商证券

聚焦管理效能提升, 智能化推动企业高效发展。公司近年来通过降本增效、治亏创效、对标提效, 不断提升企业经营质量, 积极推进数智化转型。公司除渭北老矿外, 其余矿井均为大型现代化矿井, 公司智能化产能达到 99%, 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, 减小安全生产的压力。

合作多家互联网企业, 打造智能化综合管控平台。陕西煤业与龙软科技合作, 利用自主可控的国产时空 GIS 建立煤矿智能管控云平台 and 智能选煤厂, 实现智能综采、智能掘进、智能管控、智能通风以及安全生产实时监控, 为黄陵矿业智能化建设提供了有力保障。通信网络方面, 陕煤采用国产一线品牌的技术与装备, 从 22 年 4 月开始, 陕煤红柳林和小保当公司与华为合作, 打造“5G+工业互联网”智能矿山以及“井下物理矿、井上虚拟矿”的数字孪生, 主要通过数据共享, 实现安全运营、生产经营和节能环保等各系统智能协同, 其中红柳林全矿井下作业人数下降 18%, 小保当井下作业人数减少 42%。此外, 公司加强核心技术自主研发, 截至 2024 年, 先后申报相关专利 67 项, 攻克井下各类技术难题 1108 个, 未来公司还将继续深耕智能矿井, 攻克智能快速掘进机器人项目技术难题, 使智能化建设在减人、增安、提效及可持续发展方面发挥更大的作用。

图 25: 煤炭智能化开采发展技术路线



资料来源: 煤炭科学研究总院、招商证券

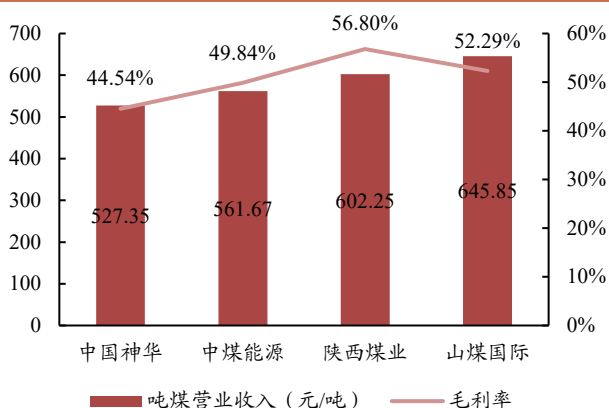
图 26: 黄陵一号煤矿智能化综合管控系统



资料来源: 中国煤炭经济研究会、招商证券

矿区煤炭质量优越，煤价及毛利率行业领先。煤炭质量是影响煤炭价格的重要因素，高质量动力煤的标准是热值高、灰分低、挥发分高、硫分低。发热量每提高 800 千卡/千克，煤炭价格就将提升约 100 元/吨；而同样发热量的煤炭，含硫量高将使得煤炭价格下降约 40 元/吨。因此，同煤种的动力煤其价格也会由于品质不同产生较大差异。陕西煤业 90% 以上的煤炭储量属于优质煤，具有特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的特点，尤其是陕北矿区和彬黄矿区，煤质更为优越，平均热值在 5000 大卡以上，为全国第一。对比同样生产优质动力煤的鄂尔多斯矿区，鄂尔多斯热值通常在 4500 大卡到 5000 大卡之间，因此陕西煤业凭借煤质优势，煤炭坑口价更高。2024 年，陕西煤业自产煤单吨营业收入为 602.25 元/吨，对比同样主产动力煤的中国神华和中煤能源，价格优势明显；同时，陕西煤业 2024 年自产煤毛利率达 56.8%，行业领先。

图 27：2024 上市煤企自产煤单吨营业收入（元/吨）及毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

表 6：陕西煤业主要煤种品质同业对比

主要煤种	品种	发热量 (千卡/千克)	灰分 (%)	硫分 (%)	
陕西煤业	贫瘦煤	筛混煤	4,065-5,858	28.0-38.0	1.8-3.5
		筛大块	5,978-6,337	14.0-18.0	0.5-1.0
	长焰煤	筛中块	5,858-6,337	14.0-20.0	0.5-1.0
	弱粘煤	筛混中块煤	5,978-6,456	13.0-19.0	0.5-1.0
		筛混煤	5,141-6,456	13.0-22.0	0.5-1.5
	不粘煤	洗混煤	5,858-6,576	11.0-18.0	0.4-1.0
	洗混中块	6,098-6,456	12.0-16.0	0.4-1.0	
矿区	主要煤种	发热量 (千卡/千克)	灰分 (%)	硫分 (%)	
中国神华	神东	长焰煤/不粘煤	4,185-5,704	7.0-18.4	0.2-0.6
	准格尔	长焰煤	4,412-4,685	26.6-29.9	0.4-0.7
	胜利	褐煤	2,956	24	1
	宝日希勒	褐煤	3,520	15.6	0.2
	包头	长焰煤/不粘煤	3,985-4,427	13.3-19.8	0.5-1.1

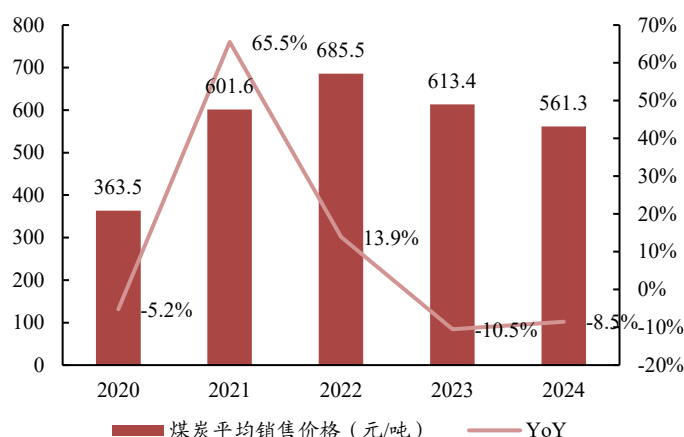
资料来源：公司公告、招商证券

煤炭均价有所下滑，但仍处合理区间。受疫情影响，2020 年后经济复苏拉动煤炭需求大幅增长，使得煤炭价格中枢上移，公司自产煤平均价格大幅上涨。同时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以及后天智能化对成本管控的加持助力，2020 年以来公司毛利率快速攀升且维持高位水平，

原选煤毛利率连续三年超 60%。2023 年,受供需宽松影响,煤炭价格中枢下行,公司商品煤平均售价下降至 613.4 元/吨,2024 年同比下滑 8.5%至 561.3 元/吨,但相比 2021 年以前仍处高位,预计公司煤价将在 2025 年触底,随后随着供需宽松格局逐步收紧以及政府保供稳价政策推进,支撑公司煤炭价格再次上行。

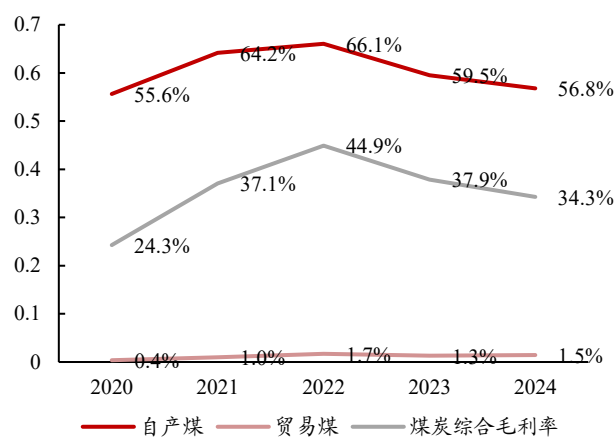
长协煤比例提高,有效平抑价格波动。作为市场的“稳定器”和“压舱石”,2022 年以来煤炭中长期合同制度进一步完善,秦皇岛港 Q5500 中长协煤价中枢合理区间稳定在 570-770 元/吨。公司 2021-2022 年公司长协煤占比为 50%左右;2024 年长协合同煤以控股股东陕煤集团为整体进行签订,集团签订比例 80%,对应上市公司长协占比 60%左右,长协煤比例有所提升,在一定程度上压低了现货煤价波动造成的影响,盈利相对更加稳定。

图 28: 陕西煤业煤炭综合平均价格(元/吨)



资料来源:公司公告、招商证券

图 29: 陕西煤业煤炭销售毛利率



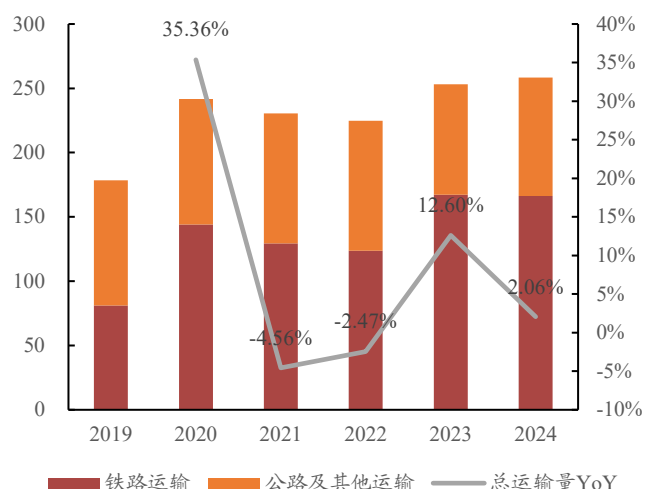
资料来源:公司公告、招商证券

四、铁路运输业务:经营状况稳定,为煤炭销售业务提供保障

铁路运输结构演变带来销售结构优化升级。公司运输业务主要包括铁路、公路、航运、管道运输等,并以铁路运输为主。我国煤炭铁路运输网络为“七纵五横”,其中包括晋陕蒙外运通道的焦柳线、京九线、京广线、蒙华线、包西线。2019 年铁路开始实施“六线六区域”货运增量战略,意将运力提升 2 亿吨,提高了晋陕等煤炭主产省份外运量,同时也为公司拓展销售区域提供了便利,顺利扩大“两湖一江”区域市场,将产品全面覆盖长江经济带、东部沿海等中国经济最发达的区域,2020 年公司在华东地区煤炭销量占比迅速提升 10pct 至 33%。

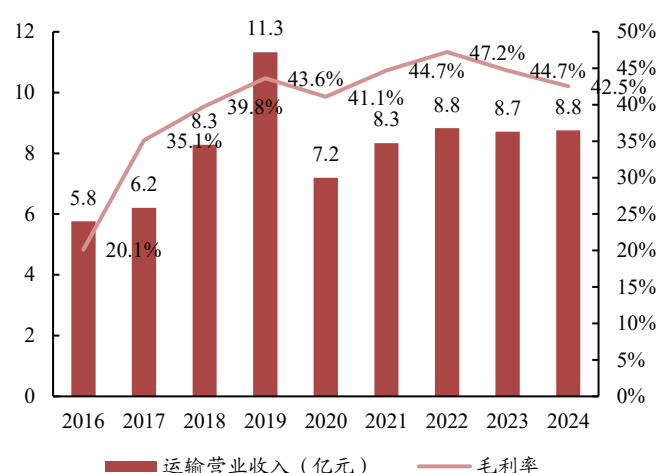
经营业绩稳健,毛利率不断提高。近年来公司总运输量维持在 2.4 亿吨左右,经营相对稳健。受益于陕西省“三个经济”新工程,公司 2020 年铁路运输效率提升,铁路运输量同比增长 77.82%至 1.44 亿吨。2024 年公司运输业务总运输量 2.58 亿吨,同比增长 2.06%,其中铁路运输占比 64%,公路及其他运输占比 36%。业绩方面,2020 年以来公司运输业务经营业绩呈现稳定增长态势,连续三年营业收入超 8 亿元,毛利率超 44%,为公司煤炭的采掘与销售提供了保障。

图 30: 陕西煤业 2019-2024 运输量 (百万吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 31: 陕西煤业 2016-2024 运输业务营收及毛利率



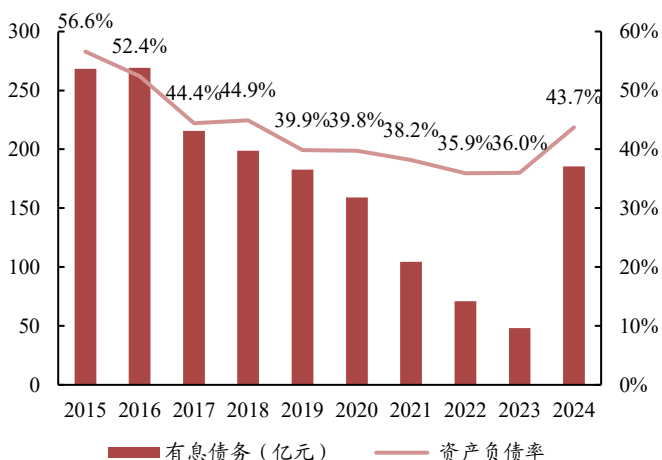
资料来源: 公司公告、招商证券

五、现金流充裕，高分红现金奶牛显长期投资价值

1、资产质量优秀，稳健现金流为高分红提供保障

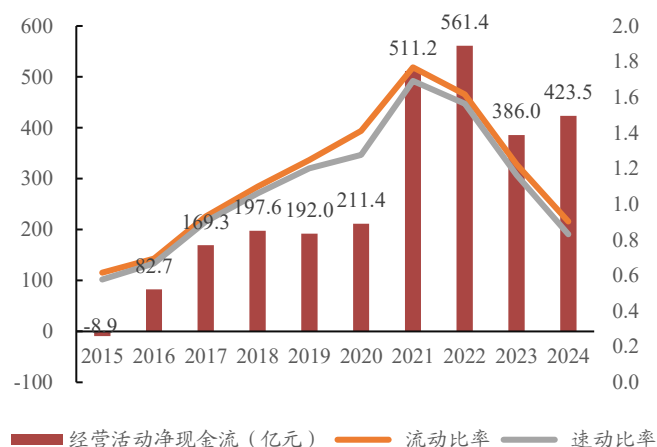
资本结构健康资产优越，负债率&有息债务逐年下降。2015 年以来，公司的资产负债率和有息债务水平逐年下降，2023 年公司资产负债率仅为 36%，有息债务规模为 49.8 亿元，达到历史最低水平，其中短期借款为 0，长期借款 29 亿元，同时由于有息负债规模的减少以及货币资金的增加，公司 2021-2023 年从利息净支出转变为利息净收入，货币资金的利息收入已完全覆盖债务所需支付的利息。2024 年，公司收购陕煤电力，出于资金拆借需求，公司短期借款增加至 19.32 亿，长期借款增加至 139 亿，整体负债率达 43.7%，仍处合理负债区间。此外，经营现金流充裕，未来公司资产负债率有望重回低位。

图 32: 陕西煤业 2015-2024 有息债务及资产负债率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 33: 陕西煤业 2015-2024 现金流净额及偿债能力



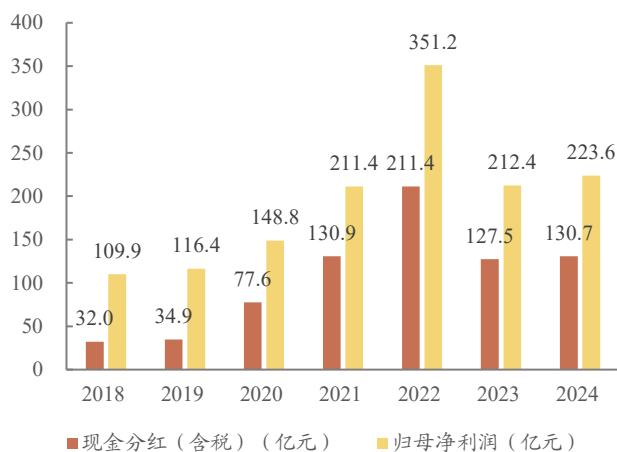
资料来源: 公司公告、招商证券

充裕现金流支持长期高分红。 现金流方面，自 2016 年公司经营性现金流净额从流出转为流入后，公司现金流水平逐年增长，尽管 2023 年现金流有所下降至 386 亿元，但依然处于 2016 年以来的高位水平，2024 经营性现金流净额 423.5 亿元，为公司高比例分红提供保障。

2、高分红现金奶牛，具备长期投资价值

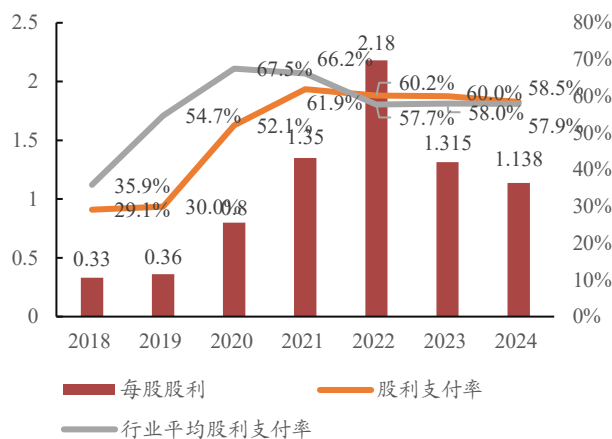
坚持回馈股东，长期稳定分红。 公司自成立以来，坚持实施现金分红。上市后累计现金分红 800 亿元。2022 年，为了更好地回报股东，基于对公司持续发展的信心和内在投资价值的认可，公司制定了《陕西煤业股份有限公司 2022-2024 年度股东回报规划》，将公司 2022-2024 年度现金分红比例进一步提高，规划期各年度以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 60%，2024 年，公司三次分红，分红总额占公司当年实现可供分配利润的 65%，连续三年履行承诺，坚持长期稳健回报投资者。

图 34：陕西煤业 2018-2024 分红总额及归母净利润



资料来源：公司公告、招商证券

图 35：陕西煤业 2018-2024 股利支付情况



资料来源：公司公告、招商证券

股利支付率趋势上行，已超行业平均。 2018 年以来，随着净利润的增长，公司现金分红额也大幅增加，六年已增长 398%。2018-2024 年公司平均分红率 50.3%，在前期利润较低时分红率也达到了 29.1%，且随着公司经营发展分红率不断增长，已超行业平均水平。2024 年公司以 96.95 亿股为基数，向全体股东每 10 股累计派发现金股利 13.48 元（含税），合计 130.7 亿元，同比增加 3 亿元，分红比例达 58%，高分红央企特点显著。公司坚持建立“长期、稳定、可持续”的股东价值回报机制，结合资金使用安排和经营发展预计 2025 年公司将继续保持高比例分红。

六、盈利预测

公司主营业务为煤炭采掘业，包括自产煤和贸易煤，自 2020 年起，受会计准则变更影响，公司将运输费用调整到营业成本中，而披露的煤炭价格则为不包括运输费用的坑口价，“一票制”结算运费则单独计算。自 2024 年收购陕煤电力后，电力业务成为公司第二大主营业务，我们对 2025-2027 年公司业绩做出以下假

设：

(1) 当前煤炭供需格局仍偏宽松，供给端有望出台政策引导，预计 25-27 年公司自产煤销量同比+5.0%/+1.0%/+4.0%，贸易煤销量同比+6.0%/+6.0%/+6.0%。

(2) 2025 年上半年动力煤价格持续下滑至底部区间，预计 25-27 年公司煤炭综合平均售价为 518/539/561 元/吨，其中自产煤价格 495/515/535 元/吨，贸易煤价格为 554/576/599 元/吨。

综上，我们预测公司 2025-2027 年将实现营业收入 1788.27 亿、1887.65 亿、2036.81 亿元，同比-2.89%、+5.56%、+7.90%；实现归母净利润 197.99 亿、209.37 亿、227.21 亿，同比-11.45%、+5.75%、+8.52%；对应 EPS 为 2.04 元/股、2.16 元/股、2.34 元/股，对应 P/E 分别为 10.4、9.9、9.1。

表 7：陕西煤业煤炭业务盈利预测（2023 年数据为调整后的值）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
(一) 煤炭营业收入	1579.05	1626.74	1603.15	1713.89	1860.55
yoy		3.0%	-1.4%	6.9%	8.6%
商品煤销量（百万吨）	236.80	258.43	272.33	280.27	293.68
yoy		9.1%	5.4%	2.9%	4.8%
其中：自产煤销售量（百万吨）	153.20	160.17	168.18	169.86	176.65
yoy		4.6%	5.0%	1.0%	4.0%
外购煤销售量（百万吨）	83.60	98.26	104.16	110.41	117.03
yoy		17.5%	6.0%	6.0%	6.0%
商品煤平均价格（元/吨）	596	561	518	539	561
其中：自产煤平均价格（元/吨）	575	532	495	515	535
外购煤平均价格（元/吨）	636	609	554	576	599
销售收入（亿元）	1509.46	1450.57	1409.37	1510.42	1646.91
yoy	-2.1%	-3.9%	-2.8%	7.2%	9.0%
"一票制"运费收入	140.70	176.17	193.78	203.47	213.64
(二) 煤炭营业成本	952.86	1069.20	1098.98	1175.14	1272.04
yoy		12.2%	2.8%	6.9%	8.2%
商品煤平均成本（元/吨）	405	414	404	419	433
其中：自产煤平均成本（元/吨）	256	260	263	265	268
外购煤平均成本（元/吨）	677	664	631	656	682
(三) 煤炭毛利率	37.9%	34.3%	31.4%	31.4%	31.6%

资料来源：公司数据、招商证券

七、风险提示

（1）煤炭生产不及预期。

煤炭开采存在安全生产风险，若煤矿安全事故频发，矿井停工停产将影响开采进度，导致产能利用率降低，进而影响公司煤炭销售业绩。

（2）经济恢复不及预期。

由于动力煤主要用于发电，而经济的高速发展将带动电力需求上升。若国内宏观经济恢复不及预期，可能影响用电需求增长，进而影响煤炭消费量和市场价格。

（3）煤炭进口超预期。

若国外地区煤炭消费持续下降，国际煤价中枢下移超出预期，将导致进口煤炭数量增长，煤炭供给量上升，压制煤炭价格。

（4）项目批复进度不及预期。

公司目前正在推进小壕兔一号和西部勘查区相关井田批复进度，如果推进情况不及预期，可能会影响公司的后续产能持续增长。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	50324	52178	67742	88643	114356
现金	21967	29701	45465	65433	89758
交易性投资	16028	5402	5402	5402	5402
应收票据	180	71	69	73	78
应收款项	2938	4659	4525	4776	5153
其它应收款	234	732	711	750	809
存货	2405	4144	4158	4386	4725
其他	6573	7470	7414	7823	8431
非流动资产	143577	176374	187144	196240	203915
长期股权投资	18172	27272	27272	27272	27272
固定资产	82524	96939	110604	122297	132302
无形资产商誉	28103	28018	25216	22695	20425
其他	14778	24145	24051	23976	23915
资产总计	193902	228553	254886	284882	318271
流动负债	41195	57825	53338	55042	57564
短期借款	0	1932	0	0	0
应付账款	20054	22489	22563	23803	25638
预收账款	8223	7813	7839	8270	8907
其他	12918	25591	22936	22969	23019
长期负债	28620	42081	42081	42081	42081
长期借款	2897	13875	13875	13875	13875
其他	25723	28207	28207	28207	28207
负债合计	69815	99906	95419	97124	99646
股本	9695	9695	9695	9695	9695
资本公积金	1152	1223	1223	1223	1223
留存收益	78440	79669	97917	112914	129354
少数股东权益	34801	38061	50632	63927	78353
归属于母公司所有者权益	89286	90586	108834	123832	140272
负债及权益合计	193902	228553	254886	284882	318271

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38598	42350	46779	50600	55021
净利润	35887	36557	32371	34232	37148
折旧摊销	11471	13466	17158	18870	20323
财务费用	308	861	338	356	385
投资收益	(2470)	(3550)	(3652)	(3855)	(4160)
营运资金变动	(4844)	(6646)	303	768	1127
其它	(1754)	1662	262	229	199
投资活动现金流	(14325)	(5854)	(24538)	(24335)	(24030)
资本支出	(10900)	(13893)	(28190)	(28190)	(28190)
其他投资	(3426)	8039	3652	3855	4160
筹资活动现金流	(51533)	(35461)	(6478)	(6296)	(6666)
借款变动	(53552)	(37894)	(4589)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	454	71	0	0	0
股利分配	(1066)	(1454)	(1551)	(5940)	(6281)
其他	2632	3816	(338)	(356)	(385)
现金净增加额	(27260)	1035	15763	19969	24325

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	170872	184145	178827	188765	203681
营业成本	106188	123951	124359	131196	141310
营业税金及附加	11106	10270	9973	10528	11360
营业费用	841	917	890	940	1014
管理费用	7843	6950	6749	7124	7687
研发费用	734	645	627	662	714
财务费用	(417)	348	338	356	385
资产减值损失	(115)	(401)	(401)	(423)	(457)
公允价值变动收益	(4601)	(253)	0	0	0
其他收益	176	211	205	216	234
投资收益	2470	3550	3447	3639	3926
营业利润	42508	44172	39142	41392	44915
营业外收入	77	178	173	183	197
营业外支出	310	514	499	527	569
利润总额	42274	43836	38816	41047	44543
所得税	6387	7278	6445	6815	7396
少数股东损益	14648	14197	12572	13294	14427
归属于母公司净利润	21239	22360	19799	20937	22721

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	8%	-3%	6%	8%
营业利润	-34%	4%	-11%	6%	9%
归母净利润	-40%	5%	-11%	6%	9%
获利能力					
毛利率	37.9%	32.7%	30.5%	30.5%	30.6%
净利率	12.4%	12.1%	11.1%	11.1%	11.2%
ROE	22.1%	24.9%	19.9%	18.0%	17.2%
ROIC	25.8%	26.4%	20.5%	18.6%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	36.0%	43.7%	37.4%	34.1%	31.3%
净负债比率	2.4%	8.1%	5.4%	4.9%	4.4%
流动比率	1.2	0.9	1.3	1.6	2.0
速动比率	1.2	0.8	1.2	1.5	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
存货周转率	41.8	37.9	30.0	30.7	31.0
应收账款周转率	58.9	46.9	38.4	40.0	40.4
应付账款周转率	5.3	5.8	5.5	5.7	5.7
每股资料(元)					
EPS	2.19	2.31	2.04	2.16	2.34
每股经营净现金	3.98	4.37	4.83	5.22	5.68
每股净资产	9.21	9.34	11.23	12.77	14.47
每股股利	0.15	0.16	0.61	0.65	0.70
估值比率					
PE	9.7	9.2	10.4	9.9	9.1
PB	2.3	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.9	5.4	5.4	5.1	4.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。