

## 煤炭

2025年02月21日

## 陕西煤业 (601225)

——国有大型煤企，高分红彰显公司价值

## 增持(首次评级)

## 研报摘要:

- 国有特大型煤炭上市企业。**陕西煤业隶属陕煤集团，实力雄厚，是陕西省内唯一一家省属特大型上市煤企。截至2024年三季报，公司控股股东持股65.15%，实控人为陕西省国资委。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。
- 公司经营稳健，抗风险能力强。**2024年国内煤炭价格持续下行，但公司业绩较为稳定，2024年前三季度公司实现营业收入1254.3亿元，同比下降1.6%；实现归母净利润159.4亿元，同比下降1.5%。2024年第三季度公司业绩明显改善，实现单季营业收入406.90亿元，同比上涨10.66%；实现单季归母净利润53.87亿元，同比上涨17.10%。
- 资源优势明显。**公司煤炭资源储量丰富、品质优异、赋存条件好，自然灾害少。截至2023年公司年报报告期末，公司拥有煤炭储量181.41亿吨、可开采储量104.41亿吨，可开采年限70年以上，公司的煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列。
- 控制成本能力强，吨煤毛利相对较高。**2023年公司原选煤单位完全成本296.59元/吨，较2022年下降22.82元/吨，同比下降7.14%。2024年上半年公司原选煤单位完全成本281.39元/吨，同比减少16.38元/吨，降幅5.50%。与可比公司相比，公司的吨煤成本处于较低的水平。
- 高分红彰显公司价值。**2024年，公司总计中期分红两次，两次中期利润分配金额合并计算，共计现金分红金额20.56亿元，占当期合并报表（未经审计）实现的归属于母公司股东净利润的12.90%。同时公司承诺2022-2024年现金分红不低于当年可供分配利润的60%，彰显公司回报股东的信心。
- 盈利预测与估值。**虽然2024年煤价整体呈下行态势，但公司的煤炭产销量及煤炭产品毛利率一直处于同行业前列，预计2024-2026年公司归母净利润分别为213.06亿元、219.42亿元、232.02亿元，同比分别增长0.32%、增长2.98%、增长5.74%；EPS分别为2.20元、2.26元、2.39元，对应当前股价的PE分别为9.36倍、9.09倍、8.60倍，给予“增持”评级。
- 风险提示。**（1）煤炭产品价格下跌超预期；（2）煤炭长协议机制出现大幅调整；（3）新项目投产低于预期。

## 市场数据

2025年02月20日

收盘价(元)	19.53
一年内最高/最低(元)	27.81/19.53
市净率	1.9945
股息率(分红/股份)	7.82
流通A股市值(百万元)	189,343
上证指数/深证成指	3,350.78/10,794.5
	5

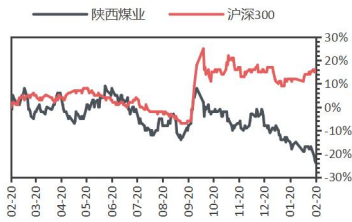
注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

## 基础数据

2024年09月30日

每股净资产(元)	9.79
资产负债率%	34.29
总股本/流通A股(百万)	9,695/9,695
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 证券分析师

杨鹏 13393033373

S0400522100001

yangpeng@cdzq.com

## 财务数据及盈利预测

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	166,847.73	170,872.49	168,155.62	171,955.94	177,424.13
营业收入增长率(%)	9.58	2.41	-1.59	2.26	3.18
归母净利润(百万元)	35,122.94	21,239.02	21,306.63	21,941.86	23,201.87
归母净利润增长率(%)	66.15	-39.53	0.32	2.98	5.74
每股收益(元/股)	3.62	2.19	2.20	2.26	2.39
PE	5.69	9.40	9.36	9.09	8.60
PB	1.94	2.23	1.82	1.51	1.28
EV/EBITDA	3.06	4.58	4.25	3.34	2.48
ROE(%)	38.49	28.92	21.61	18.16	16.37

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 目录

<b>1. 国内煤炭龙头公司，经营稳健业绩优良 .....</b>	<b>4</b>
1.1 隶属陕煤集团，资源优势明显 .....	4
1.2 公司经营稳健，抗风险能力不断增强 .....	4
1.3 现金流充裕，抗风险性强 .....	6
<b>2. 资源禀赋优势明显，经营管理出众 .....</b>	<b>7</b>
2.1 下属资源丰富，区位优势明显 .....	7
2.2 煤炭产品生产规模及增速位于行业前茅 .....	9
2.3 控制成本优良，吨煤毛利较高 .....	10
2.4 财务状况良好，高分红彰显公司价值 .....	13
<b>3. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>16</b>
<b>4. 风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1 : 陕西煤业股份构成情况 .....	4
图 2 : 公司营业收入构成情况 .....	5
图 3 : 公司毛利构成情况 .....	5
图 4 : 公司营业收入变化情况 .....	5
图 5 : 公司归母净利润变化情况 .....	5
图 6 : 公司经营现金流净额 .....	6
图 7 : 公司投资现金流净额 .....	6
图 8 : 陕西煤业资源分布情况 .....	8
图 9 : 可比公司自产煤吨煤销售价格 (元/吨) .....	11
图 10 : 可比公司吨煤成本 (元/吨) .....	12
图 11 : 可比公司吨煤毛利 (元/吨) .....	12
图 12 : 可比公司煤炭毛利率 .....	12
图 13 : 可比公司 ROE .....	14
图 14 : 可比公司资产负债率 .....	14
图 15 : 可比公司归母净利润 (亿元) .....	14
图 16 : 可比公司经营净现金流 (亿元) .....	15
图 17 : 可比公司资本开支 (亿元) .....	15
图 18 : 可比公司自由现金流 (亿元) .....	15
图 19 : 可比公司分红率 .....	16
图 20 : 可比公司股息率 .....	16
表 1 : 公司煤炭资源量 (截至 2023 年末) .....	8
表 2 : 同行业公司煤炭资源量对比 (亿吨) (截至 2023 年末) .....	8
表 3 : 可采年限对比 (亿吨) (截至 2023 年末) .....	8
表 4 : 同行业公司市值/煤炭资源量对比 (元/吨、亿元) (截至 2023 年 末) .....	8
表 5 : 陕西煤业产能 (万吨) (截至 2023 年末) .....	9
表 6 : 可比煤炭企业自产商品煤产量及增速 (亿吨) .....	10

## 1. 国内煤炭龙头公司，经营稳健业绩优良

### 1.1 隶属陕煤集团，资源优势明显

陕西煤业股份有限公司由陕西煤业化工集团有限责任公司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公司、华能国际电力开发公司、陕西有色金属控股集团有限责任公司和陕西鼓风机(集团)有限公司于2008年12月23日共同发起设立,2014年1月28日在上海证券交易所上市。

公司主营业务涵盖煤炭开采、洗选、运输、销售以及生产服务等方面。其煤炭产品广泛应用于电力、化工和冶金等多个行业。公司目前拥有8家全资子公司,包括铜川矿业、黄陵矿业、彬长集团、陕北矿业、物资公司、运销集团、神渭管输和神南矿业;同时控股10家子公司,如神南产业、红柠铁路、红柳林矿业、张家峁矿业、建新煤化、府谷能源公司、小保当矿业、孵化科技、煤层气公司和建宏投资。

截至2024年第三季度,陕煤集团的控股股东持股比例为65.15%,实际控制人为陕西省国资委。自2015年首次跻身《财富》世界500强以来,陕煤集团已连续10年上榜,排名逐年提升。在2024年的《财富》世界500强榜单中,陕煤集团位列第170位;在中国企业500强榜单中排名第47位,并连续多年位居陕西省上榜企业首位,展现出强劲的发展势头和良好的成长性。

图1：陕西煤业股份构成情况



资料来源：公司公告，财达研究

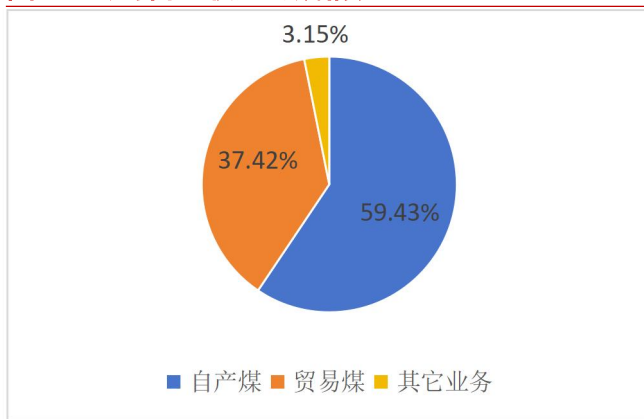
### 1.2 公司经营稳健，抗风险能力不断增强

公司的核心业务涵盖煤炭开采、洗选、加工、销售以及生产服务。其主要煤炭产品为动力煤，分为自产煤和贸易煤两大类。2024年上半

年,公司自产煤和贸易煤分别实现营业收入 503.55 亿元和 317.12 亿元,占公司总营业收入的比例分别为 59.43%和 37.42%。在毛利方面,自产煤和贸易煤的毛利分别为 281.94 亿元和 3.38 亿元,占公司总毛利的比例分别为 94.37%和 1.13%。总体而言,尽管贸易煤在营业收入中占比较高,但对毛利的贡献相对较小,公司毛利的主要来源是自产煤的销售。

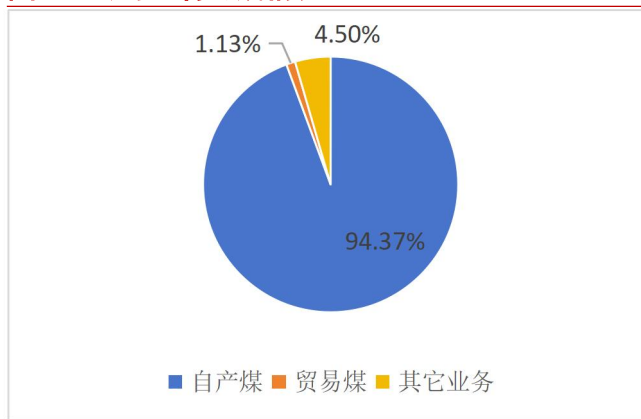
2023 年,公司实现营业总收入 1708.72 亿元,同比增长 2.41%;归母净利润为 212.39 亿元,同比下降 39.53%;扣非归母净利润为 246.8 亿元,同比下降 16.08%,波动较为明显。主要原因包括:一是 2022 年因隆基绿能会计核算方法变更及处置部分股份获得较大投资收益;二是 2023 年煤炭价格同比下降较多。2024 年,尽管煤价持续下行,公司业绩表现较为稳定,前三季度实现营业收入 1254.3 亿元,同比下降 1.6%;归母净利润为 159.4 亿元,同比下降 1.5%。第三季度,公司业绩持续改善,单季实现营业收入 406.90 亿元,同比增长 10.66%;单季归母净利润为 53.87 亿元,同比增长 17.10%。

图 2: 公司营业收入构成情况



资料来源:公司公告,财达研究

图 3: 公司毛利构成情况



资料来源:公司公告,财达研究

图 4: 公司营业收入变化情况



资料来源:公司公告,财达研究

图 5: 公司归母净利润变化情况



资料来源:公司公告,财达研究

### 1.3 现金流充裕，抗风险性强

2023年，公司经营活动产生的现金流量净额为386亿元，虽较2022年的高点有所下降，但仍然显著高于当年的净利润212亿元。2024年前三季度，公司经营活动现金流量净额达到347亿元，显示出良好的经营现金流状况。

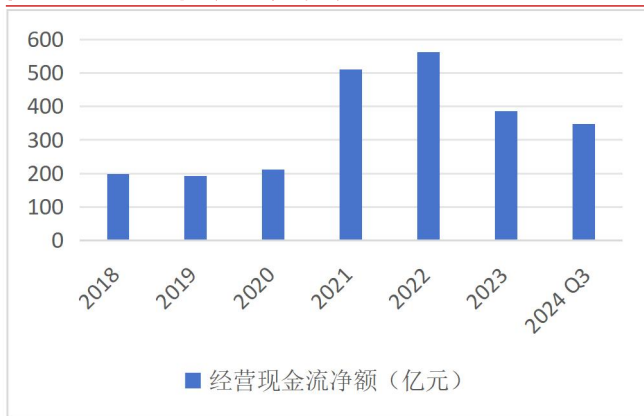
在投资活动方面，2023年公司的投资现金流量净额为-143亿元，而2024年前三季度为-18亿元，显示出公司在投资活动上的现金流出有所减少。

在筹资活动方面，2023年公司的筹资现金流量净额为-515亿元，2024年前三季度为-173亿元，表明公司在筹资活动中的现金流出规模有所缩减。

近年来，公司的资本开支金额保持相对稳定，2023年资本开支为45.24亿元。与此同时，公司资产负债率从2018年的44.9%持续下降至2024年前三季度的34.3%，显示出公司偿债压力较小。

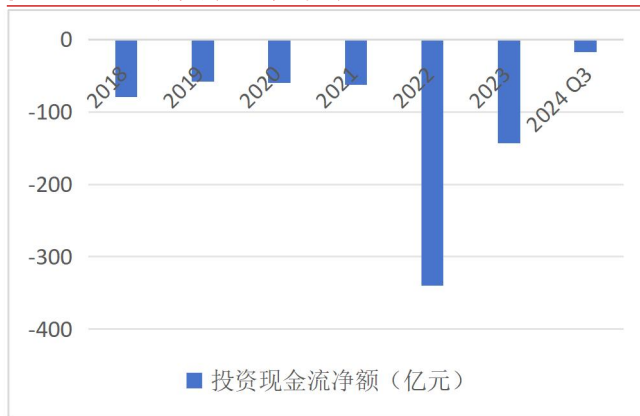
在费用方面，2023年公司的销售费用率为0.5%，基本保持稳定；管理费用率为5.0%，较2022年略有上升；财务费用率为-0.2%，自2021年以来已连续三年为负值，反映出公司现金流较为充裕。总体来看，2023年公司的期间费用率为5.3%，较2022年上升0.6个百分点，与2021年相近，整体保持平稳。与同行业公司相比，公司的期间费用率处于中等偏低水平。

图6：公司经营现金流净额



资料来源：公司公告，财达研究

图7：公司投资现金流净额



资料来源：公司公告，财达研究

## 2. 资源禀赋优势明显，经营管理出众

### 2.1 下属资源丰富，区位优势明显

公司拥有陕西优质煤炭资源，其资源禀赋、品质优异、产能分布、开采成本、赋存条件都十分突出。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，矿井均为大型现代化矿井，开采成本低，生产成本优势明显。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。

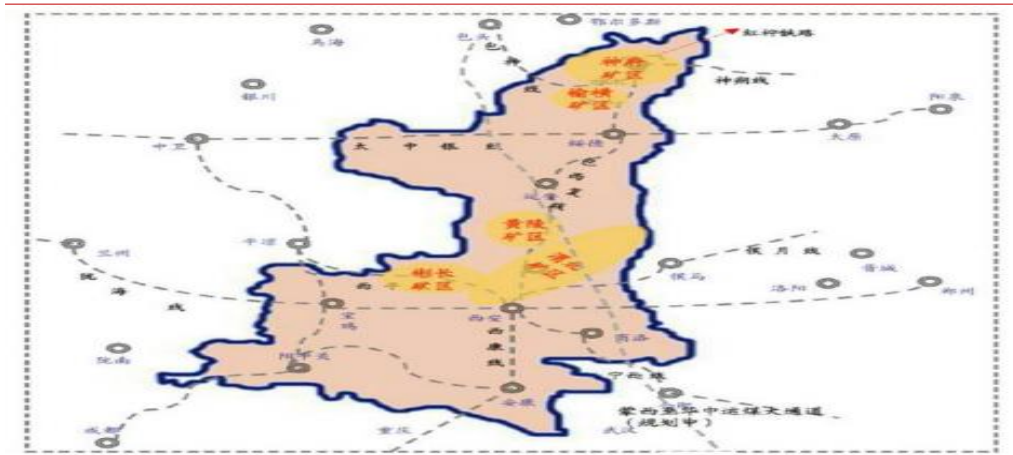
公司主力矿井位于陕西榆林，与宁夏宁东、内蒙古鄂尔多斯共同组成我国能源化工“金三角”，具有丰富的能源资源优势。公司围绕“六线四区域”，即：沿包西线巩固省内电及省内化工用煤市场；沿蒙冀线、瓦日线，形成非电煤市场的主导优势；沿浩吉铁路做大“两湖一江”市场，形成长江经济带核心区域市场主导优势；沿襄渝、宝成线扩大西南市场，立足重庆、辐射云贵川。最终实现沿长江向上辐射宜宾，向下与海进江无缝对接，公司的产品全面覆盖长江经济带、东部沿海等中国经济最发达的区域，形成“沿海看国能、中部看陕煤”战略格局。

公司煤炭储量 181.41 亿吨，可采储量 104.41 亿吨，证实储量 181.41 亿吨。陕北地区资源量占比 66%，彬黄矿区资源量占比 32%、渭北地区资源占比 2%。大部分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。

与同属大型动力煤公司的中国神华、中煤能源、兖矿能源进行比较，公司资源储量 181.4 亿吨规模小于其他公司。可采储量 104.4 亿吨，高于兖矿能源 61.6 亿吨，略小于中国神华和中煤能源。证实储量 181.4 亿吨，可比公司中规模最大。证实储量是指经过预可行性研究、可行性研究或与之相当的技术经济评价，基于探明资源量而估算的储量。

按总资源储量除以 2023 年产量计算，公司与中国神华、中煤能源、兖矿能源开采年限均在 100 年以上。按可采储量除以 2023 年产量计算，陕西煤业可开采 64 年，高于中国神华的 41 年以及兖矿能源的 47 年。证实储量除以 2023 年产量计算，公司可开采 111 年，开采时间最长。

图 8：陕西煤业资源分布情况



资料来源：财达研究

表 1：公司煤炭资源量（截至 2023 年末）

主要矿区	主要煤种	资源量 (吨)	可采储量 (吨)	证实储量 (吨)
渭北矿区	贫瘦煤	402,848,600	259,584,700	402,848,600
彬黄矿区	长焰煤	5,744,171,700	3,213,376,700	5,744,171,700
陕北矿区	长焰煤	11,993,679,200	6,968,321,600	11,993,679,200
合计		18,140,699,500	10,441,283,000	18,140,699,500

资料来源：公司公告，财达研究

表 2：同业公司煤炭资源量对比（亿吨）（截至 2023 年末）

名称	资源量	可采储量	证实储量	2023 年产量
陕西煤业	181.4	104.4	181.4	1.64
中国神华	325.8	133.8	30.6	3.25
中煤能源	266.5	138.7	49.6	1.34
兖矿能源	471	61.6	64.3	1.32

资料来源：公司公告，财达研究

表 3：可采年限对比（亿吨）（截至 2023 年末）

名称	资源储量/2023 年产量	可采储量/2023 年产量	证实储量/2023 年产量
中国神华	100	41	9
中煤能源	199	104	37
陕西煤业	111	64	111
兖矿能源	357	47	49

资料来源：公司公告，财达研究

表 4：同业公司市值/煤炭资源量对比（元/吨、亿元）（截至 2023 年末）

名称	市值/资源储量	市值/可采储量	市值/证实储量	2024 年 11 月 14 日市值
----	---------	---------	---------	--------------------



中国神华	24.2	58.8	257.2	7870
中煤能源	6.3	12	33.7	1671
陕西煤业	12.5	21.8	12.5	2273
兖矿能源	3.3	25.1	24.1	1547

资料来源：公司公告，财达研究

## 2.2 煤炭产品生产规模及增速位于行业前茅

2023年，公司煤矿的核定产能为1.62亿吨，权益产能为9895万吨，权益占比达到61%。在实际生产方面，2023年公司实现煤炭产量16372万吨，同比增加644万吨，增幅为4.10%。与同行业其他煤炭企业相比，2023年公司的煤炭产量大约是中国神华的一半，但高于中煤能源和兖矿能源。

从产量增速来看，2024年前三季度，陕西煤业的煤炭产量增速为2.8%。2018年至2023年期间，陕西煤业的煤炭产量复合增速为8.7%，这一增速高于中国神华和兖矿能源，但低于中煤能源。

在产能扩张方面，陕西煤业于2022年通过现金收购陕煤集团旗下的煤炭资产，包括彬长集团99.6%的股权和神南矿业100%的股权。神南矿业拥有小壕兔一号和小壕兔西部的探矿权，可采储量分别为6.57亿吨和9.76亿吨。其中，小壕兔一号矿井的设计煤炭产能为800万吨/年。此外，西部勘查区（小壕兔三号矿井）的可行性研究报告推荐的矿井设计生产能力为1500万吨/年。待项目核准后，相关工程将开工建设。未来，公司煤炭产能有望增加2300万吨/年。

**表 5：陕西煤业产能（万吨）（截至 2023 年末）**

主要矿区	煤矿	核定产能	权益占比	权益产能
陕北矿区	小保当一号	2000	55%	1100
	小保当二号	1300	55%	715
	柠条塔	2000	51%	1020
	红柳林	1800	51%	918
	张家峁	1100	55%	605
	孙家岔	1000	30%	300
	韩家湾	400	100%	400
	袁大滩	800	34%	272
小计		10400		5330
彬黄矿区	黄陵一号	600	100%	600
	黄陵二号	800	54%	432
	大佛寺	700	90%	720
	孟村矿	600	100%	600
	小庄矿	600	100%	600

	胡家河	500	80%	400
	建庄	500	40%	200
	建新	400	51%	204
	文家坡	400	51%	204
	小计	5100		3870
渭北矿区	玉华井	240	100%	240
	陈家山	180	100%	180
	下石节	185	100%	185
	柴家沟	100	95%	95
	小计	700		695
	总计	16200	61%	9895

资料来源：公司公告，财达研究

**表 6：可比煤炭企业自产商品煤产量及增速（亿吨）**

商品煤产量	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 前 9 月	2018-2023 复合增幅
陕西煤业	1.08	1.15	1.25	1.36	1.57	1.64	1.24	8.70%
同比	7.10%	6.30%	9.10%	8.40%	11.00%	4.10%	2.80%	
中国神华	2.97	2.83	2.92	3.07	3.13	3.25	2.44	1.80%
同比	0.40%	-4.70%	3.10%	5.30%	2.10%	3.50%	1.00%	
中煤能源	0.77	1.02	1.1	1.13	1.19	1.34	1.02	11.70%
同比	1.30%	32.50%	7.80%	2.50%	4.40%	12.60%	1.10%	
兖矿能源	1.06	1.06	1.2	1.05	1	1.32	1.06	4.50%
同比	23.70%	0.50%	9.70%	-12.70%	-5.20%	0.60%	8.80%	

资料来源：公司公告，财达研究

## 2.3 控制成本优良，吨煤毛利较高

2023 年，陕西煤业的吨煤售价为 596 元/吨，高于中国神华的 548 元/吨，与中煤能源的 602 元/吨较为接近，而兖矿能源的吨煤售价最高，达到 785 元/吨。在 2020-2022 年的煤价上涨周期中，兖矿能源的煤价涨幅最大，上涨了 750 元/吨；陕西煤业的煤价上涨 322 元/吨，涨幅位

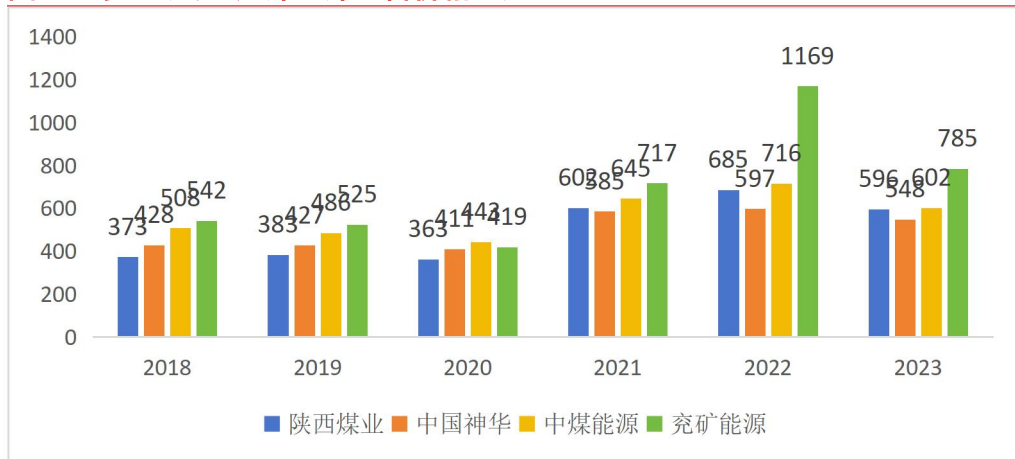
列第二；中煤能源上涨 273 元/吨；中国神华上涨 186 元/吨。而在 2018-2020 年的煤价下降周期中，陕西煤业、中国神华、中煤能源、兖矿能源的煤价分别下降了 10 元/吨、17 元/吨、65 元/吨、123 元/吨，陕西煤业降幅最小。在 2022-2023 年的煤价下行期间，四家煤企的煤价分别下降了 89 元/吨、49 元/吨、114 元/吨、384 元/吨，陕西煤业的降幅为第二低。

在成本方面，2023 年陕西煤业的吨煤成本为 297 元/吨，中国神华的吨煤成本最低，为 179 元/吨；中能源煤为 307 元/吨；兖矿能源为 349 元/吨。中国神华在成本控制上具有明显优势，而其他三家煤企的成本较为接近，其中陕西煤业的成本最低。2023 年煤价下跌期间，陕西煤业的吨煤成本同比下降了 22 元/吨，降幅最大；中国神华的吨煤成本上涨了 3 元/吨；中煤能源下降了 16 元/吨；兖矿能源增加了 3 元/吨。

在吨煤毛利方面，2023 年陕西煤业的吨煤毛利为 300 元/吨，中国神华为 369 元/吨，中煤能源为 295 元/吨，兖矿能源最高，达到 436 元/吨。在 2020-2022 年的煤价上涨周期中，兖矿能源的吨煤毛利上涨幅度最大，达到 622 元/吨；中煤能源上涨 229 元/吨；陕西煤业上涨 214 元/吨；中国神华上涨 139 元/吨。在 2018-2020 年的煤价下降周期中，陕西煤业、中国神华、中煤能源、兖矿能源的吨煤毛利分别下降了 25 元/吨、33 元/吨、126 元/吨、90 元/吨，陕西煤业降幅最小。在 2022-2023 年的煤价下行期间，四家煤企的吨煤毛利分别下降了 66 元/吨、52 元/吨、98 元/吨、388 元/吨，陕西煤业的下降幅度仅略高于中国神华。

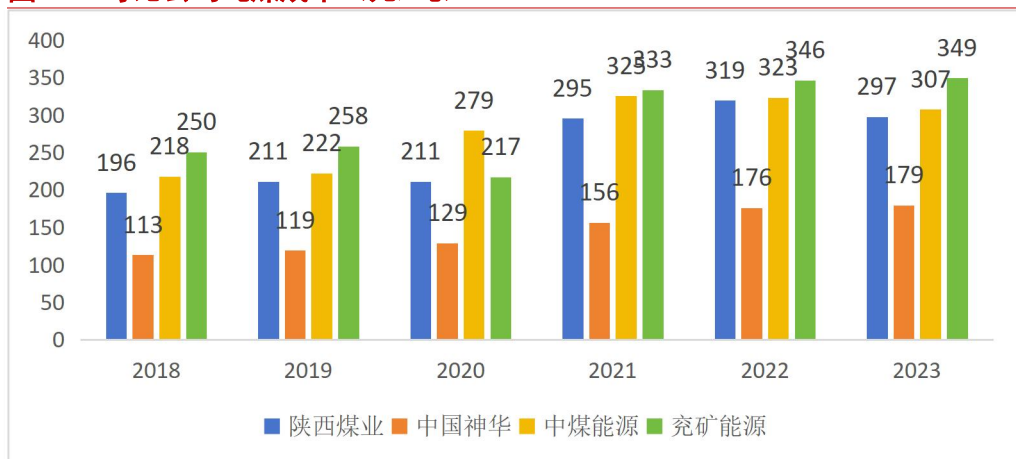
从毛利率来看，2023 年陕西煤业、中国神华、中煤能源、兖矿能源的自产煤毛利率分别为 50%、67%、49%、55%，其中中国神华的毛利率最高。与 2018 年相比，2023 年陕西煤业的毛利率提升了 3 个百分点，中国神华下降了 7 个百分点，中煤能源下降了 8 个百分点，兖矿能源提升了 1 个百分点。

图 9：可比公司自产煤吨煤销售价格（元/吨）



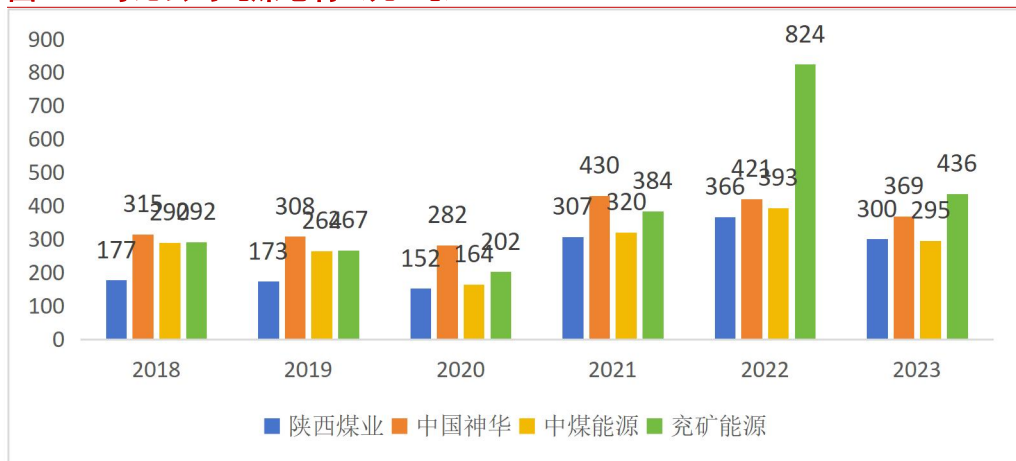
资料来源：WIND，财达研究

图 10：可比公司吨煤成本（元/吨）



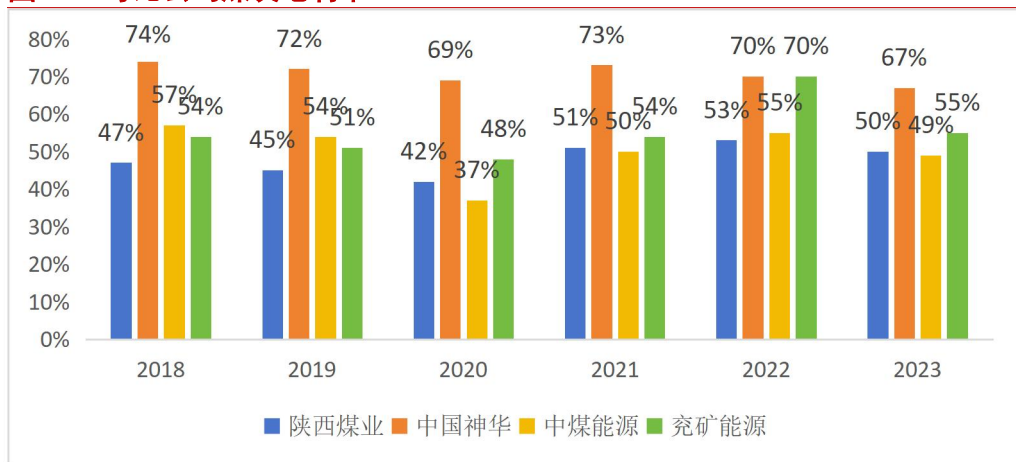
资料来源：WIND，财达研究

图 11：可比公司吨煤毛利（元/吨）



资料来源：WIND，财达研究

图 12：可比公司煤炭毛利率



资料来源：WIND，财达研究

## 2.4 财务状况良好，高分红彰显公司价值

2023年，陕西煤业、中国神华、中煤能源和兖矿能源的净资产收益率（ROE）分别为24%、15%、14%和28%。在2018年至2022年期间，陕西煤业的ROE在四家公司中始终保持最高水平。

在资产负债率方面，2023年四家公司的数据分别为：陕西煤业36%、中国神华24%、中煤能源48%和兖矿能源67%。陕西煤业的资产负债率仅高于中国神华，且自2018年以来持续下降，从45%降至36%。

从归母净利润来看，2023年四家公司分别为：陕西煤业212亿元、中国神华597亿元、中煤能源195亿元和兖矿能源201亿元。在2011年至2023年期间，中国神华和兖矿能源未出现亏损，其中中国神华的盈利波动最小，其次是陕西煤业，而兖矿能源和中煤能源的盈利波动相对较大。

在经营性净现金流方面，2023年四家公司分别为：陕西煤业386亿元、中国神华897亿元、中煤能源430亿元和兖矿能源162亿元。陕西煤业的经营性现金流表现较好，2018年至2020年保持在200亿元左右，2021年至2022年超过500亿元，2023年回落至386亿元。

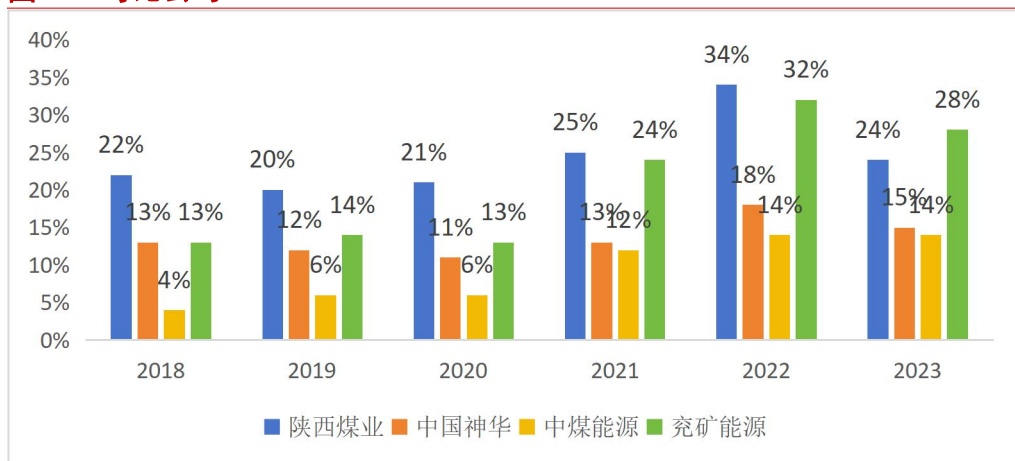
在资本开支方面，2023年四家公司分别为：陕西煤业45亿元、中国神华420亿元、中煤能源158亿元和兖矿能源181亿元。陕西煤业的资本开支在可比公司中最低，并且近年来基本保持稳定。

通过经营性净现金流减去资本开支计算自由现金流，2023年四家公司分别为：陕西煤业341亿元、中国神华477亿元、中煤能源272亿元和兖矿能源-20亿元。尽管陕西煤业的自由现金流低于中国神华，但中国神华的市值是陕西煤业的3.5倍。2023年，中国神华的自由现金流是陕西煤业的1.4倍。在煤价处于高位时，陕西煤业和中国神华的自由现金流差距较小，但当煤价回落至低位（如2018-2020年）时，两者自由现金流的差距可能会进一步扩大。2018年至2023年期间，陕西煤业的自由现金流始终高于中煤能源和兖矿能源。

在分红率方面，2023年四家公司分别为：陕西煤业60%、中国神华75%、中煤能源38%和兖矿能源57%。自2020年以来，中国神华的分红率始终保持在最高水平，而陕西煤业的分红率近三年一直维持在60%的较高水平。

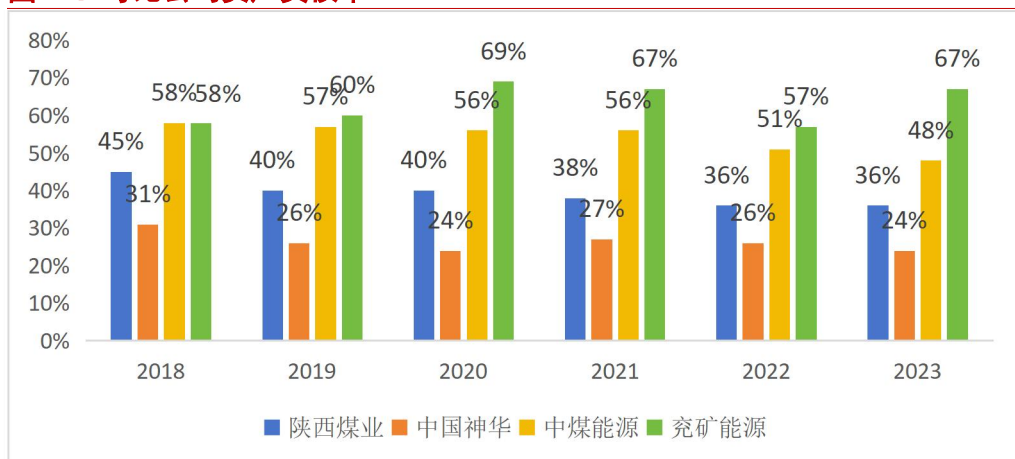
根据机构对2024年盈利的一致预期，结合2023年的分红率和2024年11月14日的市值计算，四家公司的股息率分别为：陕西煤业5.7%、中国神华5.8%、中煤能源4.3%和兖矿能源5.9%。

图 13：可比公司 ROE



资料来源：WIND，财达研究

图 14：可比公司资产负债率



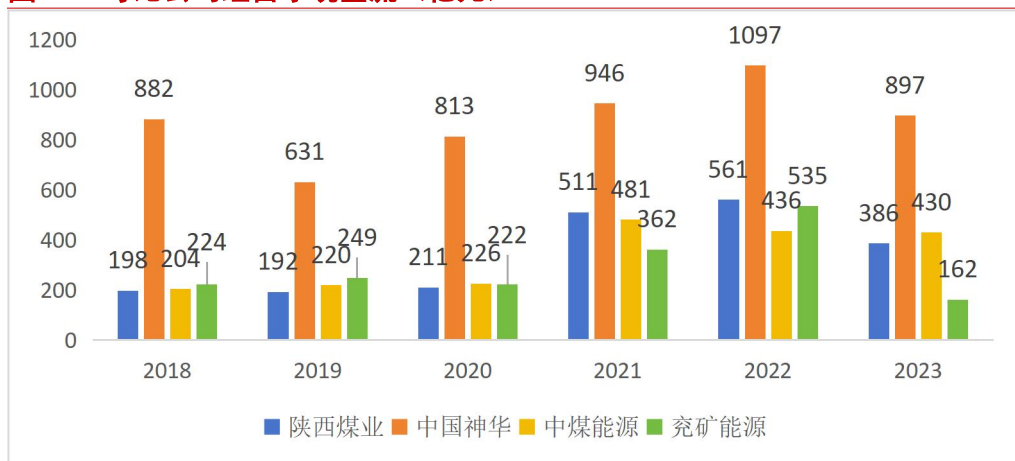
资料来源：WIND，财达研究

图 15：可比公司归母净利润（亿元）



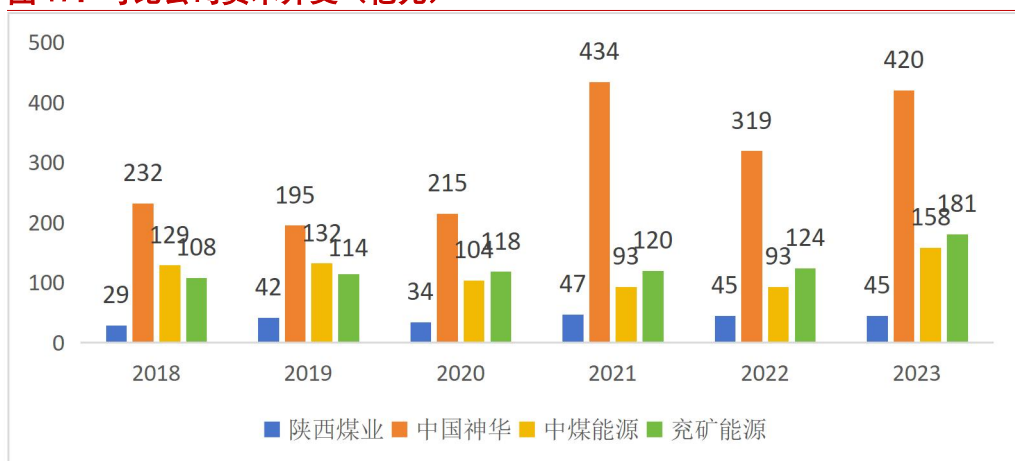
资料来源：WIND，财达研究

图 16: 可比公司经营净现金流 (亿元)



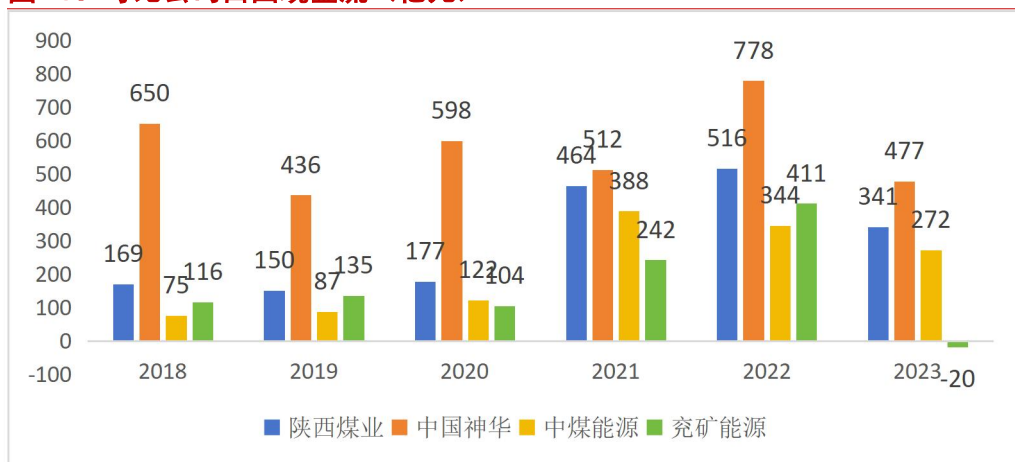
资料来源: WIND, 财达研究

图 17: 可比公司资本开支 (亿元)



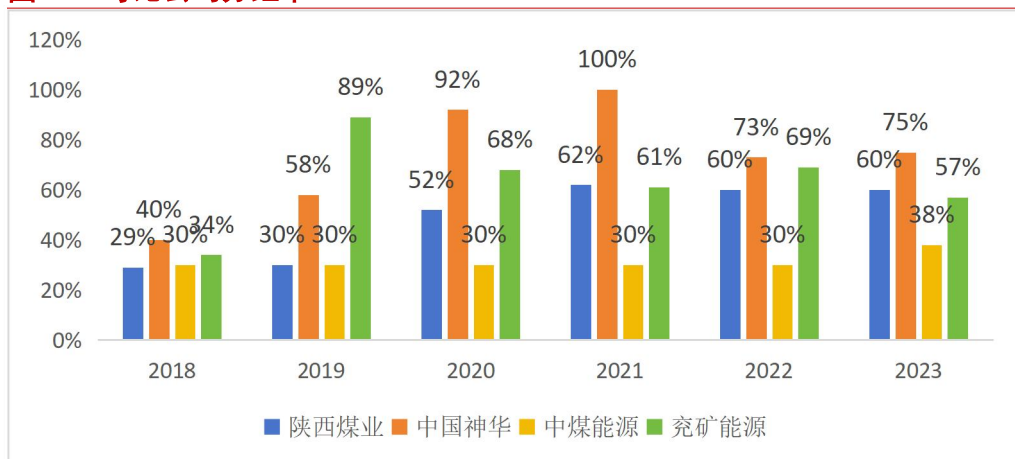
资料来源: WIND, 财达研究

图 18: 可比公司自由现金流 (亿元)



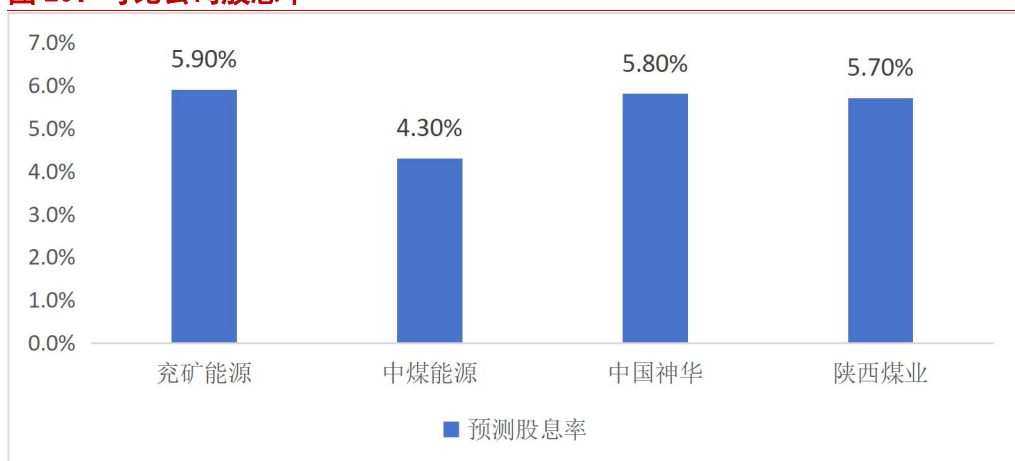
资料来源: WIND, 财达研究

图 19：可比公司分红率



资料来源：WIND，财达研究

图 20：可比公司股息率



资料来源：WIND，财达研究

### 3. 盈利预测与估值

作为西北煤炭国有企业的领军公司，陕西煤业一直凭借丰富的资源禀赋，高长协占比，一体化经营，先进的管理模式，造就公司盈利稳定性较强，且未来业绩成长潜力较大，同时分红水平一直较高，未来还有望进一步提升分红比例。

虽然 2024 年煤价整体呈下行态势，但公司的煤炭产销量及煤炭产品毛利率一直处于同行业前列，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 213.06 亿元、219.42 亿元、232.02 亿元，同比分别增长 0.32%、增长 2.98%、增长 5.74%；EPS 分别为 2.20 元、2.26 元、2.39 元，对应当前股价的 PE 分别为 9.36 倍、9.09 倍、8.60 倍，给予“增持”评级。



## 4. 风险提示

- (1) 煤炭产品价格下跌超预期；
- (2) 煤炭长协议机制出现大幅调整；
- (3) 新项目投产低于预期。

**附表 3：三大报表预测值**
**资产负债表**

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	81,998.60	50,324.40	93,300.14	134,211.34	177,398.74
货币资金	47,386.56	21,967.46	57,865.03	103,447.47	141,102.68
应收票据及应收账款	2,853.38	3,292.84	6,213.76	2,244.46	5,866.83
存货	2,678.32	2,405.02	4,582.66	1,894.88	4,487.19
非流动资产合计	133,261.24	143,577.43	137,076.37	132,623.49	127,086.24
长期股权投资	13,675.37	18,172.22	21,115.66	24,002.68	27,445.12
固定资产	78,280.02	82,509.40	76,580.36	70,578.13	64,721.81
在建工程	4,385.43	6,013.70	4,009.14	2,672.76	1,781.84
无形资产	23,999.97	27,593.77	25,754.18	24,037.24	22,434.75
资产合计	215,259.83	193,901.83	230,376.51	266,834.83	304,484.98
流动负债合计	50,715.57	41,195.04	48,091.89	47,336.41	46,987.25
短期借款	200.23	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	20,143.09	20,053.89	21,970.79	21,855.35	22,215.69
非流动负债合计	26,627.13	28,619.75	24,951.03	26,742.61	27,038.92
长期借款	4,163.35	2,897.12	2,897.12	2,897.12	2,897.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	77,342.70	69,814.79	73,042.92	74,079.03	74,026.16
实收资本(或股本)	9,695.00	9,695.00	9,695.00	9,695.00	9,695.00
资本公积	697.68	1,151.66	1,151.66	1,151.66	1,151.66
留存收益	85,911.36	71,777.11	93,083.74	115,025.60	138,227.47
归属母公司股东权益合计	102,683.18	89,286.25	109,837.40	132,188.46	155,369.36
少数股东权益	35,233.95	34,800.79	47,496.19	60,567.34	75,089.45
负债和所有者权益总计	215,259.83	193,901.83	230,376.51	266,834.83	304,484.98

**现金流量表**

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	56,139.22	38,598.16	38,931.38	40,082.47	31,407.89
净利润	53,089.47	35,887.42	34,002.03	35,013.01	37,723.98
折旧摊销	10,609.98	11,445.71	9,773.19	9,055.56	8,349.72
营运资本变动	7,687.61	-15,575.40	13,975.01	-5,426.72	5,183.03
投资活动产生的现金流量净额	-34,014.35	-14,325.16	-2,182.75	-1,544.50	235.75
资本开支	10,174.11	10,899.64	-64.40	53.57	-14.25
投资变动	0.00	0.00	1,708.24	1,016.98	-662.18
筹资活动产生的现金流量净额	-31,050.80	-51,533.21	-836.32	7,061.09	6,024.04
银行借款	4,363.58	2,897.12	2,897.12	2,897.12	2,897.12
现金及现金等价物净增加额	-8,924.91	-27,259.91	35,897.57	45,582.45	37,655.21
期初货币资金	53,973.63	47,386.56	21,967.46	57,865.03	103,447.47
货币资金	47,386.56	21,967.46	57,865.03	103,447.47	141,102.68

资料来源：恒生聚源，财达研究

**利润表**

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	166,847.73	170,872.49	168,155.62	171,955.94	177,424.13
营业成本	91,784.27	106,188.08	108,292.22	110,051.80	113,551.45
营业税金及附加	11,494.09	11,105.81	10,711.86	11,325.39	11,506.48
销售费用	835.44	840.60	940.04	889.41	927.46
管理费用	7,114.48	7,842.90	7,541.39	7,645.59	7,996.46
研发费用	578.52	734.18	485.33	610.45	634.76
财务费用	-607.95	-416.75	-685.35	-1,498.29	-2,334.77
资产减值损失	-751.73	-126.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-5,164.71	-4,601.42	-2,799.20	-4,188.44	-3,863.02
投资净收益	14,564.32	2,470.01	2,870.09	3,262.50	3,730.41
营业利润	64,581.55	42,508.01	41,175.31	42,206.42	45,245.58
营业外收支	-518.40	-233.52	-485.61	-412.51	-377.21
利润总额	64,063.15	42,274.49	40,689.69	41,793.91	44,868.37
减：所得税费用	10,973.68	6,387.08	6,687.67	6,780.90	7,144.39
净利润	53,089.47	35,887.42	34,002.03	35,013.01	37,723.98
少数股东损益	17,966.52	14,648.40	12,695.40	13,071.15	14,522.11
归属母公司净利润	35,122.94	21,239.02	21,306.63	21,941.86	23,201.87
EBITDA	75,073.90	54,043.01	50,561.27	50,947.85	53,316.47
EPS	3.62	2.19	2.20	2.26	2.39

**主要财务比率表**

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	9.58	2.41	-1.59	2.26	3.18
营业利润增长率	56.02	-34.18	-3.14	2.50	7.20
归母净利润增长率	66.15	-39.53	0.32	2.98	5.74
盈利能力指标					
毛利率	44.99	37.86	35.60	36.00	36.00
净利率	31.82	21.00	20.22	20.36	21.26
ROE	38.49	28.92	21.61	18.16	16.37
ROIC	36.57	27.77	20.95	17.68	16.01
偿债能力					
资产负债率	35.93	36.01	31.71	27.76	24.31
净负债比率	0.56	0.56	0.46	0.38	0.32
流动比率	1.62	1.22	1.94	2.84	3.78
速动比率	1.42	1.02	1.71	2.66	3.54
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.88	0.73	0.64	0.58
应收账款周转率	58.47	51.89	27.06	76.61	30.24
存货周转率	62.30	71.05	36.69	90.75	39.54
每股指标					
EPS	3.62	2.19	2.20	2.26	2.39
每股经营性现金流	5.79	3.98	4.02	4.13	3.24
每股净资产	14.23	12.80	16.23	19.88	23.77
估值比率					
PE	5.69	9.40	9.36	9.09	8.60
PS	1.45	1.61	1.27	1.04	0.87
EVEBIT	3.56	5.81	5.26	4.06	2.95
EVEBITDA	3.06	4.58	4.25	3.34	2.48

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
【行业指数评级】	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
【公司股票评级】	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。