

中信证券研究部



祖国鹏
 首席煤炭分析师
 S1010512080004

核心观点

公司作为动力煤龙头企业，未来产能有增长，浩吉铁路远期也有助于扩大公司市场份额。三季度以来，坑口煤价持续走强，加之公司处置隆基股份的投资收益，利好全年业绩预期。公司现金流进一步充沛，盈利能力良好，具备长期高分红能力，估值修复空间明确。

■ **动力煤龙头公司，产能成长有保证。**公司目前在产矿井合计产能 1.1 亿吨；小保当二号井投产在即，预计 2021 年新增产能 1300 万吨。公司 97% 以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质煤矿资源区，开采成本低，开采效率高，盈利能力领先行业。此外，公司控股股东陕煤集团近年陆续有优质产能投产，远期“榆神四期”预计规划建设数个千万吨级矿井，根据避免同业竞争协议，集团资源储备也有助于上市公司未来产能扩张。

■ **浩吉铁路开通将有助于公司扩大南方市场份额。**浩吉铁路相比目前的铁水联运成本下降约 20 元/吨，运输时间也将大幅缩短，或将逐步引发“北煤南运”格局的变化，而公司控股的靖神铁路可连接小保当与曹家滩矿井最终接入浩吉铁路，有助于扩大自产煤销售版图，未来也可增加贸易煤销量。远期看，公司与下游电厂形成稳定的合作关系后，“两湖一江”区域将成为公司稳定的增量市场。

■ **盈利能力稳定+投资收益加持，长期高股息率有望持续。**公司目前资本开支规模较低，负债率不到 40%，现金流充裕，在近几年新建矿井资本开支结束后，长期年均自由现金流有望回升至 150 亿左右，叠加公司长周期 ROE 料可达到 13% 左右，这些因素都将为持续高分红提供支撑。而今年处置隆基股份股权获得的投资收益则有望为公司分红锦上添花。按照 40% 的分红率计算，测算目前股价对应的股息率超过 6%。

■ **风险因素：**宏观经济增速放缓，影响煤炭需求；公司产能扩张进度低于预期。

■ **投资建议：**考虑处置隆基股份股权给公司贡献的投资收益，我们上调公司 2020~2022 年 EPS 预测至 1.32/1.23/1.29 元（原预测为 1.27/1.18/1.23 元），当前价 8.58 元，对应 2020-22 年 P/E 分别为 6/7/7x，估值水平处于历史低位。我们给予公司目标价 12 元，对应 2021 年 P/E 10x，维持公司“买入”评级。

陕西煤业	601225
评级	买入（维持）
当前价	8.58 元
目标价	12 元
总股本	10,000 百万股
流通股本	10,000 百万股
52 周最高/最低价	9.36/6.84 元
近 1 月绝对涨幅	0.23%
近 6 月绝对涨幅	-1.27%
近 12 月绝对涨幅	-20.86%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,223.7	73,403.4	81,006.8	96,516.1	103,895.3
营业收入增长率	12.4%	28.3%	10.4%	19.1%	7.6%
净利润(百万元)	10,992.8	11,643.4	13,227.8	12,289.2	12,924.6
净利润增长率	5.2%	5.9%	13.6%	-7.1%	5.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.10	1.18	1.32	1.23	1.29
毛利率%	48.7%	40.9%	37.2%	36.9%	35.7%
净资产收益率 ROE%	21.70%	19.99%	19.49%	16.42%	15.60%
每股净资产(元)	5.07	5.83	6.79	7.49	8.29
PE	8	7	6	7	7
PB	1.69	1.47	1.26	1.15	1.04

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 16 日收盘价

目录

西北地区动力煤亿吨级龙头，资源禀赋优质	1
资源储量丰富，煤种优质	1
积极剥离“包袱”矿井，优化核心资产	4
下半年煤价展望：边际改善趋势明显	5
需求改善趋势相对确定，期待更大的弹性	5
供给短期有约束，整体向上弹性有限	6
下半年煤价环比上涨概率大	7
受益于政策规划，产能扩张有保证	8
预计小保当二号矿 2021 年将贡献约 12% 的产量增长	8
集团资源储备充足，十四五规划千万吨级矿井建设	9
盈利能力行业领先，煤价压力下盈利依然丰厚	9
兼具长协稳定与市场弹性，定价较为灵活	9
成本费用控制领先行业	10
浩吉铁路助公司开拓市场，远期料将带来区域需求增量	13
现金流创造能力强，投资收益有望推升分红水平	16
公司现金流质量高，价值创造能力强	16
新能源股权投资进入收获期，投资收益将显著增厚公司现金流	17
公司资本开支预计即将进入稳定期	18
公司分红率稳定且有望达到 40%，今年股息率或超 6%	19
风险因素	20
盈利预测、估值及投资评级	21

插图目录

图 1：截至 2020 年半年报报陕西煤业股东持股情况	1
图 2：2019 年陕煤各业务营业收入占比	1
图 3：公司各矿区位置分布图	2
图 4：公司分矿区产量统计	3
图 5：PPI vs 工业增加值	5
图 6：M1 同比增速	5
图 7：全国重点电厂煤炭供耗及库存可用天数	5
图 8：三峡出库流量	5
图 9：全国及煤炭主产区产量增速对比	6
图 10：煤炭主产区新增产能预测	6
图 11：进口煤折价及进口量对比	7
图 12：国内外现货煤价对比	7
图 13：产地港口 5500 大卡动力煤价走势	7
图 14：坑口到港成本与港口售价之价差	7
图 15：港口长协及市场煤价	8
图 16：秦皇岛港煤炭均价预测	8
图 17：公司煤炭售价走势	10
图 18：公司煤炭综合单位成本	11
图 19：2020 年上半年主要动力煤企吨煤成本、毛利对比	11
图 20：吨煤期间费用	11
图 21：陕西煤业和同类煤企毛利率比较	12
图 22：公司 vs 板块流动比率比较	12
图 23：公司 vs 板块资产负债率比较	12
图 24：陕西煤业吨煤净利测算	13
图 25：2019 年公司煤炭业务收入分地区统计	13
图 26：2019 年公司各地区煤炭业务毛利率统计	13
图 27：浩吉铁路运输路线示意图	15
图 28：“两湖一江”地区煤炭产量增速	15
图 29：“两湖一江”地区火电增速	15
图 30：销售给“两湖一江”地区煤炭定价公式中的参考指数	16
图 31：陕西煤业与其他龙头公司的 ROIC 对比	17
图 32：陕西煤业与其他龙头公司净利润含金量	17
图 33：公司对隆基股份（601012.SH）的持股变动	18
图 34：公司历年自由现金流情况	18
图 35：公司各年度现金分红情况	20
图 36：公司近 7 年累计分红率	20

表格目录

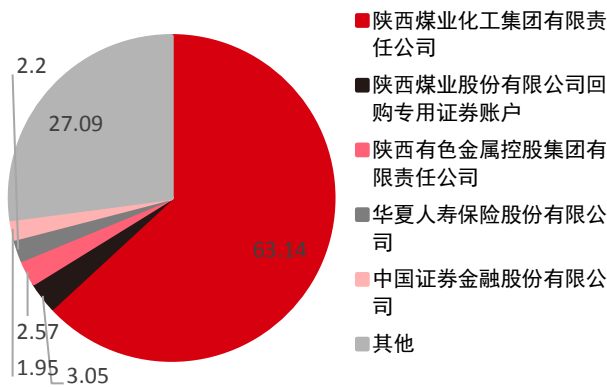
表 1：公司煤炭资源统计	1
表 2：公司主要矿区特点	2
表 3：公司煤矿情况一览	3
表 4：2015-2016 年剥离矿井统计	4
表 5：2020 年上半年公司各矿区售价成本统计	8
表 6：陕煤集团近两年新增矿井产能统计	9
表 7：陕西煤业自产煤成本拆分	10
表 8：陕西煤业矿区相关铁路运输线	13
表 9：浩吉铁路与原有铁水联运路径成本比较	14
表 10：陕西煤业与其他龙头公司净利润含金量对比	16
表 11：陕西煤业现金流情况	19
表 12：陕西煤业煤炭板块量价成本假设	21
表 13：煤价悲观情境下，公司业绩敏感性测算	21
表 14：陕西煤业盈利预测表	22

■ 西北地区动力煤亿吨级龙头，资源禀赋优质

公司是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、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日共同发起设立的股份有限公司，其中陕西煤化工集团为公司控股股东，持股比例达 63.14%，陕煤化集团为陕西省国资委下属完全控股企业，所以公司实际控制人为陕西省国资委。

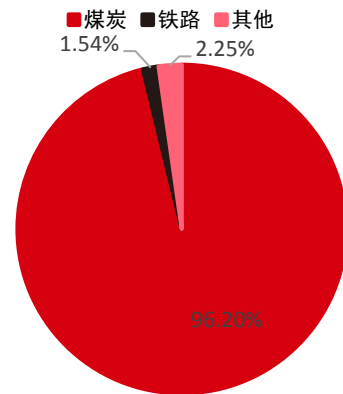
公司主营业务为煤炭开采、洗选、加工、销售以及生产服务等，主要产品为动力煤。2019 年公司营业收入 734 亿元，同比增长 28.3%，其中煤炭业务实现收入 706 亿元，占总收入的 96.2%。2020 年上半年公司营业收入/净利润分别为 387.3/49.8 亿元，同比分别变动+18.9%/-15.1%，营收增长主要因贸易煤量显著增加，而利润下降则主要受煤价拖累。

图 1：截至 2020 年半年报陕西煤业股东持股情况(%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2019 年陕煤各业务营业收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

资源储量丰富，煤种优质

公司煤炭资源储量丰富、品质优异、赋存条件好，自然灾害少，97%以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质煤产区，呈现一高三低（高热值、低硫、低磷、低灰）的特点，平均热值 5500 大卡/千克以上，符合国家重点发展的煤炭深加工产业各项要求，是优质的环保动力、冶金及化工用煤。公司现有“黄灵牌”、“黄灵一号”、“玉华牌”、“龙门牌”、“红柳林牌”等多个品牌，多次被陕西省评为“信得过产品”、“优质煤炭产品”。

表 1：公司煤炭资源统计（单位：万吨）

	资源储量	可采储量	2019 年商品煤产量
渭北矿区	45582	26263	1,000
彬黄矿区	423754	244427	3,836
陕北矿区	1173295	710587	6,658
合计	1642631	981277	11,494

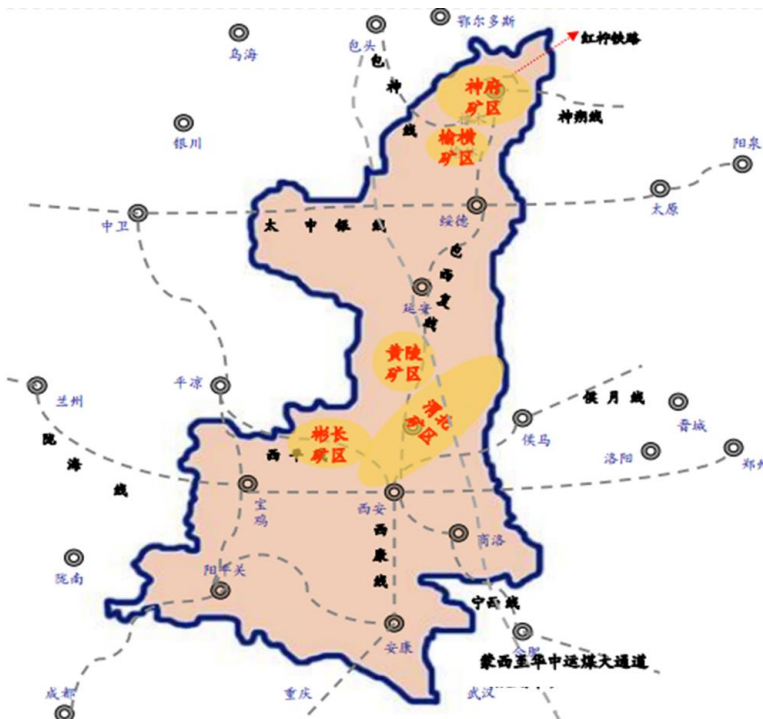
资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：公司主要矿区特点

矿区	地区	矿区特点	煤种
陕北矿区（包括神府矿区 and 榆横矿区）	榆林市（神木县、府谷县、榆阳区、横县）	煤层埋深一般 300-600 米	主产长焰煤、不粘煤，是良好的动力、化工用煤
彬黄矿区	咸阳市彬县、长武县	煤层埋深一般 200-700 米	主产长焰煤、不粘煤，是良好的动力、化工用煤
	延安市黄陵县	煤层埋深一般 600 米以浅	主产气煤、不粘煤，是良好的动力、炼焦配煤和化工用煤
渭北矿区	属于老矿区，资产赋存条件相对较差、剩余资源储量较小、人员负担较重，包括下石节、玉华、陈家山和柴家沟煤矿		

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：公司各矿区位置分布图

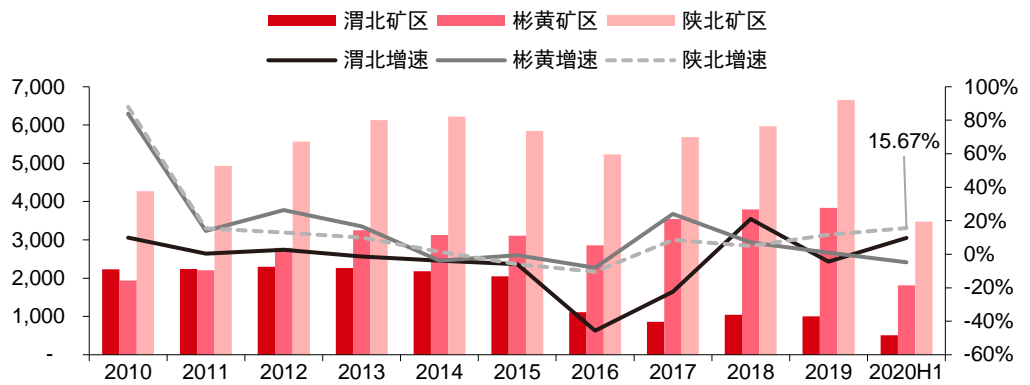


资料来源：公司招股说明书

分矿区来看，公司产量正逐步向优质矿区集中：

- 渭北矿区：一方面因为开采时间较长，可采储量逐渐减少；另一方面由于资源禀赋较差、开采成本较高，该矿区产量及占比逐年降低。2020 年上半年产量占比约为 9%。根据公司“收缩渭北”的战略定位，我们预计未来 2~3 年渭北矿区的产量或以每年 10%~20%的速度衰减。
- 彬黄矿区：过去几年在三个矿区之中产量增速最快，但考虑到目前该矿区无在建矿井，预计未来几年产量将保持相对稳定。2020 年上半年产量占比约为 31%。
- 陕北矿区：产量占比位于三个矿区之首，占比接近 60%，2020 年上半年陕北矿区煤炭产量同比增长 15.7%。目前集团和公司新建矿井均集中在陕北矿区，预计未来将是公司产量增长的主要来源。

图 4：公司分矿区产量统计（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

截止目前，公司共有 17 对在产矿井，合计产能 11105 万吨；小保当二号井投产在即，产能 1300 万吨；一对参股矿井（袁大滩矿），产能 500 万吨。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。目前在陕北矿区拥有红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、二号（在建）等 5 对千万吨级矿井。公司黄陵矿业一号矿、二号矿、建新矿、红柳林矿、柠条塔矿等 5 对矿井通过国家安监总局一级标准化验收，列入第一批国家一级安全生产标准化矿井。

表 3：公司煤矿情况一览

矿井名称	煤种	参考热值 (Kcal/kg)	股权占比	设计产能 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	备注
陕北矿区				8,700	8,700	4,608	
韩家湾煤矿	不粘煤、长焰煤	5,100	100%	300	300	300	投产，先进产能
孙家岔煤矿	长焰煤	5,300	30%	800	800	240	投产
柠条塔煤矿	不粘煤、长焰煤	5,500	51%	1,800	1,800	918	投产，先进产能
红柳林煤矿	不粘煤、长焰煤	5,500	51%	1,500	1,500	765	投产，先进产能
张家峁煤矿	不粘煤、长焰煤	5,200	55%	1,000	1,000	550	投产，先进产能
袁大滩煤矿	不粘煤、长焰煤	6,000	31%	500	500	155	2019 年四季度投产
小保当一号煤矿	不粘煤、长焰煤	6,000	60%	1,500	1,500	900	2018 年底投产
小保当二号煤矿	不粘煤、长焰煤	6,000	60%	1,300	1,300	780	预计 2020 年四季度投产
彬黄矿区				4,200	3,500	2,310	
黄陵一号煤矿	中粘煤、弱粘煤和气煤	5,000	100%	600	600	600	投产，先进产能
黄陵二号煤矿	中粘煤、弱粘煤和气煤	5,600	54%	1,000	800	432	投产，先进产能
建新煤矿	不粘煤、长焰煤	5,100	51%	400	400	204	投产
建庄煤矿	弱粘煤、气煤	5,300	40%	500	500	200	投产，先进产能
大佛寺煤矿	不粘煤	5,300	90%	800	300	540	投产
胡家河煤矿	不粘煤	5,600	80%	500	500	400	投产
文家坡煤矿	不粘煤	5,400	51%	400	400	204	投产
渭北矿区				735	705	700	
玉华煤矿	不粘煤	5,200	100%	300	240	240	投产
下石节煤矿	不粘煤	5,600	100%	185	185	185	投产
陈家山煤矿	不粘煤	5,200	100%	180	180	180	投产

矿井名称	煤种	参考热值 (Kcal/kg)	股权占比	设计产能 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	备注
柴家沟煤矿	长焰煤	5,400	95%	100	100	95	投产
合计			59%	13,665	12,905	7,618	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

积极剥离“包袱”矿井，优化核心资产

因为渭北矿区开采时间较长，经营成本高、产品质量低、盈利能力弱、人员负担重，经历了上一轮的景气下行周期，公司在 2015~2016 年主动采取措施优化矿井产能结构，陆续剥离出 5 对和 9 对渭北老矿给集团公司，合计产能 1776 万吨；同时收购彬长矿业王家坡矿业公司 51% 股权。2015 年渭北矿区吨煤净利为 -70.21 元/吨，公司公告数据显示，剥离老矿 2015 年累计净利润为亏损 17.71 亿元。剥离亏损矿井之后，公司整体矿井质量得以优化。

表 4：2015-2016 年剥离矿井统计

矿井名称	煤种	股权	核定产能（万吨）	剥离情况	2015 年净利润（万元）
东坡煤矿	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	100%	105	铜川矿业，2016 年剥离	
金华山煤矿	瘦煤	100%	150	铜川矿业，2016 年剥离	
鸭口煤矿	贫煤	100%	90	铜川矿业，2015 年剥离	-86539.41
徐家沟煤矿	弱粘煤	100%	90	铜川矿业，2015 年剥离	
王石凹煤矿	贫瘦煤、瘦煤、贫煤	100%	120	铜川矿业，2015 年剥离	
朱家河煤矿	焦煤、瘦煤	100%	180	蒲白矿业，2016 年剥离	-52657.93
白水煤矿	贫煤	100%	90	蒲白矿业，2015 年剥离	
桑树坪煤矿	贫煤、无烟煤	100%	165	韩城矿业，2016 年剥离	
下峪口煤矿	焦煤、瘦煤、贫煤	100%	130	韩城矿业，2016 年剥离	21908.3
象山煤矿	贫煤	100%	165	韩城矿业，2016 年剥离	
澄合二矿	瘦煤、贫瘦煤	100%	69	澄合矿业，2016 年剥离	
董家河煤矿	瘦煤	100%	62	澄合矿业，2016 年剥离	-59864.9
王村煤矿斜井	贫煤	100%	210	澄合矿业，2016 年剥离	
王村煤矿斜井	贫煤	100%	150	澄合矿业，2015 年剥离	
合计			1776		-177153.9

资料来源：公司公告，中信证券研究部

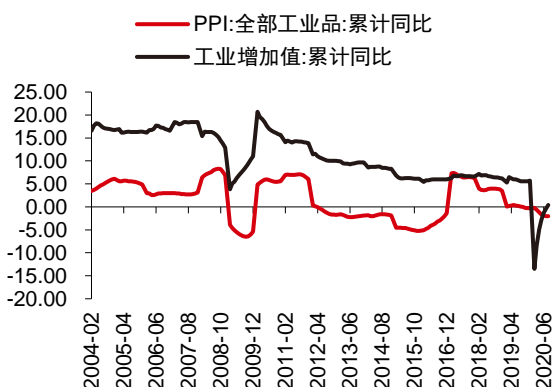
整体来看，公司属于动力煤领域的绝对龙头，资源储量及品质均处于行业领先水平。历史上通过剥离盈利能力较差的老矿，不断优化资产质量；近几年新增产能均为优质资源下的大型矿井，整体盈利能力不断优化。未来即便有煤价的波动，公司因为前期的煤矿资产优化，预计盈利水平也会远好于前一轮周期。

下半年煤价展望：边际改善趋势明显

需求改善趋势相对确定，期待更大的弹性

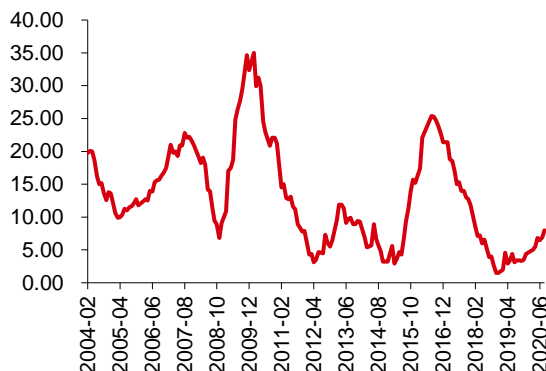
总体而言，PPI 指标与各煤种需求都有很强的相关性。宏观数据显示，PPI 单月同比增速低点大概率已经在 5 月份出现（5 月份同比-3.7%，8 月份已回升至-2.0%），工业增加值从单月数据看，自 4 月以来同比增速逐步扩张，8 月累计增速同比已转正，这些因素预示着动力煤需求也在改善趋势中。

图 5: PPI vs 工业增加值（当月同比，%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

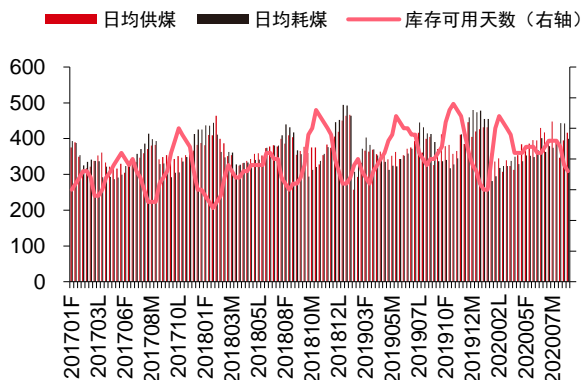
图 6: M1 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

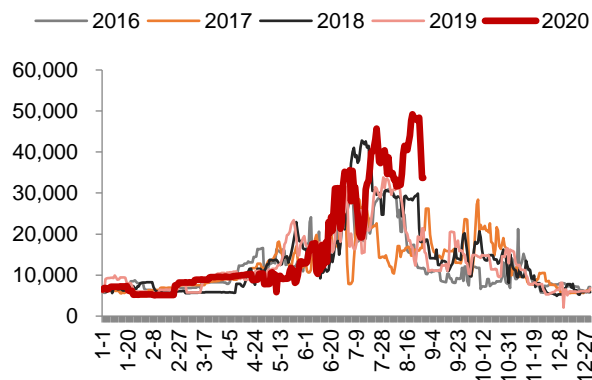
就高频数据而言，从重点电厂煤耗数据看，8 月耗煤同比增速较 7 月有扩张，但进入 9 月后增速又有所收窄，从三峡出库流量看，水电对火电的挤压近期有所减弱。综合两大因素，下半年煤炭需求同比仍可维持正增长。我们预测下半年动力煤需求同比增速或在 2~3%之间，或存在超预期的可能，主要变量在水电的出力。

图 7: 全国重点电厂煤炭供耗及库存可用天数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 8: 三峡出库流量（立方米/秒）

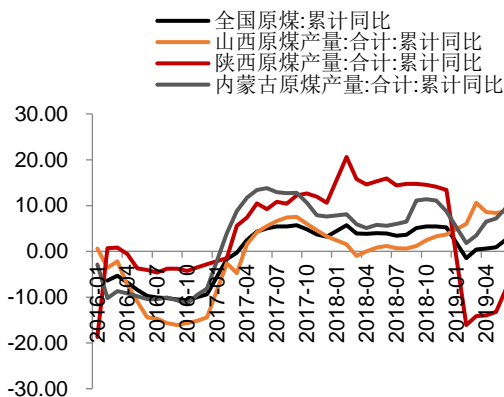


资料来源: Wind, 中信证券研究部

供给短期有约束，整体向上弹性有限

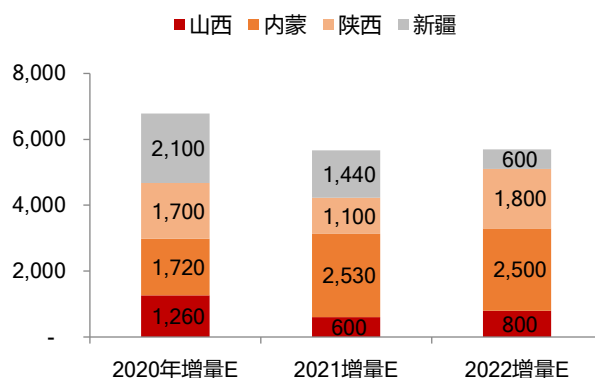
5月开始全国原煤产量累计增速同比转正，疫情对生产的影响基本消失。但7~8月份，原煤产量累计增速又出现了同比负增长。影响产量的主要变量在于内蒙，内蒙因为矿权资源领域的整顿，个别违规煤矿已被要求停产，同时，对各煤矿产量监管也较为严格，主要通过煤管票限制超产，因此预计短期供给还是受到约束，缺乏向上弹性。

图 9：全国及煤炭主产省产量增速对比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：煤炭主产区新增产能预测（万吨）

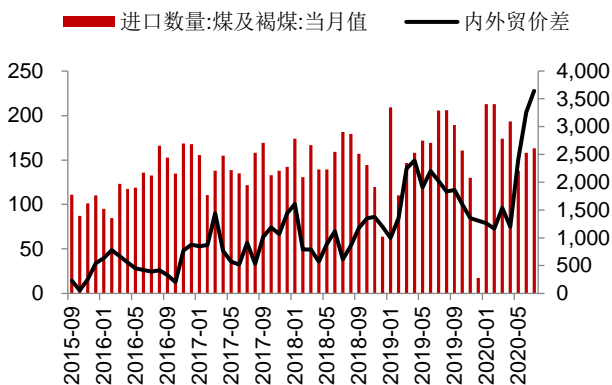


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

按照数据推算，如果今年8~12月两大动力煤主产省份煤炭产量要达到同比持平的状态，陕西同比要增长0.44%，内蒙同比要增长1.82%。但陕西由于去年矿难后，下半年有补偿性的煤炭生产，基数较高，月均产量接近5500~6000万吨，预计今年下半年产量同比实现增长有难度；而内蒙由于超产监管的严格限制，预计每月产量同比仍减少500~800万吨左右，同比下降6~8%。按各省产量加权，预计三大主产省份下半年产量同比增速在2%以内，供给端并不会出现明显压力。

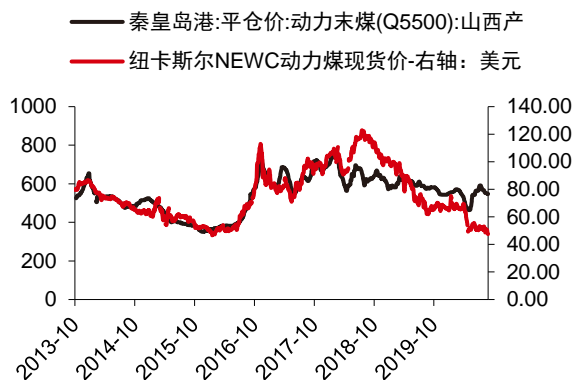
中期看，产能仍属温和扩张阶段。预计2020~2022年“三西”+新疆地区年均有效新增产能约在7000万吨左右，预计未来2~3年主产区新增产能或有1000~2000万吨的减少，产量增速或有所下降，产能周期处于温和扩张周期。同时，行业的集中度在不断提升，也有利于供给格局的优化，平滑产量的释放节奏，行业很难再出现历史上供给无序扩张的状态。

图 11：进口煤折价及进口量对比（左轴：元/人民币，右轴：万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：国内外现货煤价对比（元/吨、美元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

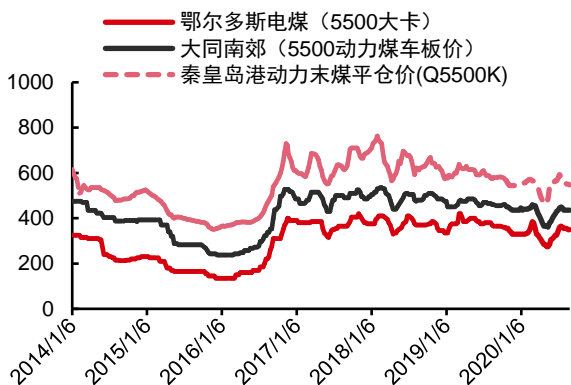
进口也是影响国内供给预期的主要变量，因为进口煤折价优势明显，导致在进口政策收紧的背景下，进口量依然有增加的动力。从折价幅度看，进口煤折价今年以来持续攀升，从最初的 100 元人民币/吨左右拉大至目前的 200 元/吨以上，尽管进口煤通关额度趋紧，但逐月的进口量环比仍在提升，不过从同比数值看，增速已显著放缓。

从目前预期看，进口煤的政策和进口量还将延续目前的状态，预计随着夏季用煤旺季的结束，月度环比进口量可能出现下降，待进入冬天旺季，进口量环比还会有显著提升，但总体看预计今年进口量还将压缩在 3 亿吨以内，对国内煤炭供给不会造成明显的压力。

下半年煤价环比上涨概率大

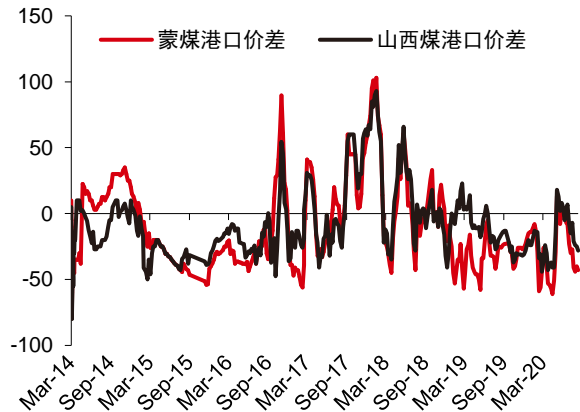
目前，陕、蒙等坑口地区安全监管、“明盘”治理、限制超产等政策力度不减，坑口供给难有增加，加之非煤行业采购需求的增加，导致坑口价格持续强势，而北方港口动力煤则因为坑口成本的支撑，在需求有增加的情况下，价格迅速提升，上涨节奏也超出了市场预期。我们判断接下来影响供给的安监以及进口因素还将延续，无论是港口还是坑口，动力煤价 9 月之后将呈现正常的季节性波动，预计均价明显强于上半年。

图 13：产地港口 5500 大卡动力煤价走势（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

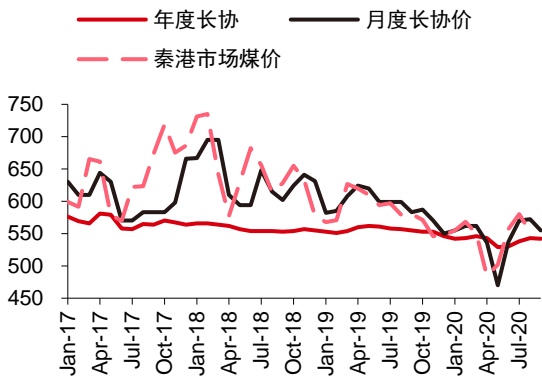
图 14：坑口到港成本与港口售价之价差（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

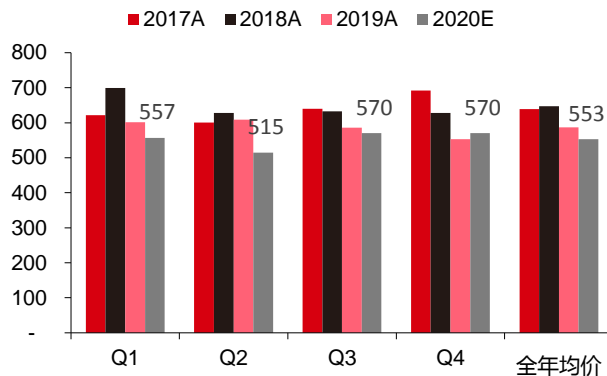
我们预计三季度港口动力煤 5500 大卡对应的均价约为 570 元/吨的水平，四季度煤价走势或成 V 型，煤价中枢也有望保持在 570 元/吨左右的水平；动力煤全年均价 550~555 元/吨，同比降幅在 6%；下半年均价环比上半年增长约为 6%，同比基本持平，边际改善明显；下半年坑口动力煤基本也保持类似的波动幅度。

图 15：港口长协及市场煤价（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：秦皇岛港煤炭均价预测（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

■ 受益于政策规划，产能扩张有保证

预计小保当二号矿 2021 年将贡献约 12% 的产量增长

公司目前待正式投产的矿井主要为小保当二号井，产能为 1300 万吨，有望于 2020 年四季度投产，预计 2021 年有望满产释放产能。新建矿井位于陕北矿区，吨煤成本预计在 130 元/吨上下，主要是以下因素推动：

- 陕北矿区煤层稳定性好且埋藏浅，开采技术简单，开采成本低；
- 该矿属大型现代化矿井，规模效应显著，吨煤折旧水平低；
- 预计矿井机械化程度高，人员负担轻，吨煤人工成本低。

表 5：2020 年上半年公司各矿区售价成本统计

矿区	净利润（万元）	销量（万吨）	吨煤净利润（元/吨）	吨煤售价（元/吨）	吨煤成本（元/吨）
陕北矿区	304,635.06	3,380	90.13	313.52	198.91
彬黄矿区	194,807.26	1,782	109.32	391.80	257.63
渭北矿区	10,668.76	489	21.82	292.17	289.12
合计	510,111	5,651	90.27	336.36	225.23

资料来源：公司公告，中信证券研究部

按照 2020 年上半年陕北矿区平均吨煤净利 90 元的水平计算，预计小保当二号井完全达产后，可贡献的净利润约为 10~11 亿元，预计可增厚公司整体净利 10% 左右。

集团资源储备充足，十四五规划千万吨级矿井建设

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。

目前来看，陕煤集团近几年新增的生产矿井主要为小庄、孟村和曹家滩煤矿，均属于大型现代化矿井，并且都位于资源优质、收益较好的彬黄矿区和陕北矿区。合计产能2700万吨，权益产能1956万吨。如果集团上述优质矿井，按照避免同业竞争协议注入到上市公司，预计可增厚公司20%的产能。

表6：陕煤集团近两年新增矿井产能统计

矿区	煤矿名称	股权占比	设计产能（万吨/年）	权益产能（万吨/年）	状态
彬黄矿区	小庄煤矿	100%	600	600	联合试运转
	孟村煤矿	100%	600	600	联合试运转
陕北矿区	曹家滩煤矿	51%	1,500	765	联合试运转
合计		73%	2,700	1,965	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

此外，陕西省政府明确将陕煤化集团作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体，根据勘测，神府南区的煤炭资源储量达到300~400亿吨。预计陕煤化集团在产业整合、资源收购等方面都能享受区域政策的扶植。因此，未来陕煤化集团的资源储备将进一步增加。

目前陕煤化集团规划，在“十四五”期间以榆神四期开发为主阵地，争取在陕北再建成1个千万吨矿井群，在新疆谋划一批煤炭项目，新增煤炭产能1亿吨，到“十四五”末，规划煤炭产能达到3亿吨。依托强大的资源储备，集团和上市公司的产能增长前景可期。

■ 盈利能力行业领先，煤价压力下盈利依然丰厚

兼具长协稳定与市场弹性，定价较为灵活

当前公司煤炭销售结构中市场煤占比较高，长协占比35%~40%，其中销往给下游电厂的约为1800万吨左右，而其他长协煤主要销售给集团煤化工子公司。预计未来随着浩吉铁路带动的“两湖一江”区域市场的开拓，公司电煤长协量将有显著增加。

公司市场煤定价主要参考陕西煤炭价格指数，而长协定价公司参照港口动力煤长协定价机制，采用“陕西动力煤指数+环渤海动力煤指数”、“基准价+调整价”的长协定价机制，最终的定价结果依矿区有差异。

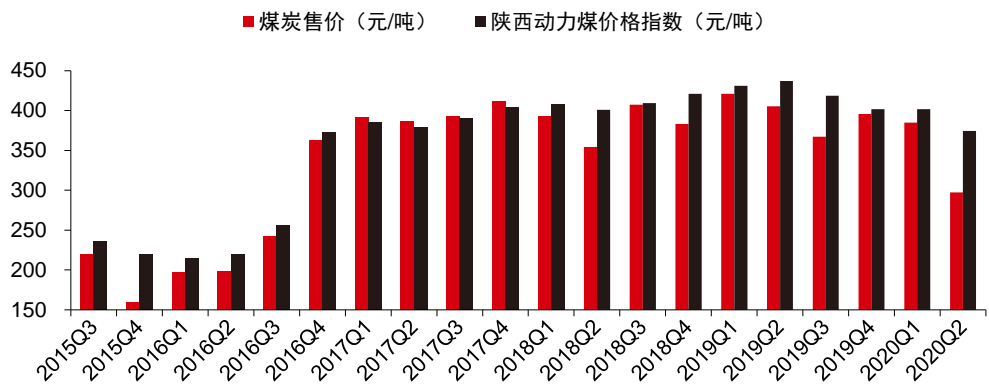
陕煤分矿区年度长协定价公式

$$= \text{分矿区基准价} + \left[\left(\text{上月最后一期 BSPI 指数} - 535 \right) * 50\% + \left(\text{上月最后一期陕西动力煤指数} - 313 \right) * 50\% \right] * 50\%$$

从历史走势看，根据公司披露的吨煤综合售价，考虑到市场煤占比较高，公司煤炭售价和陕西动力煤价格指数走势更为一致。虽然2020年开始长协基准价下调15元/吨，但

前 8 个月各个矿区长协价格平均同比下滑 7%左右，而同期坑口及港口市场煤均价跌幅超过 10%，显示公司长协部分销售价格稳定性相对较高。

图 17：公司煤炭售价走势（元/吨）



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

根据对行业的判断及公司销售定价方式，预计 2020~2021 年陕西动力煤价格指数分别变动-10%/+4%，对应长协价格变动-5%/+2%，则按市场煤占比 65%与长协占比 35%加权而言统计，公司煤炭综合售价分别变动-7%/+4%左右。

成本费用控制领先行业

公司自身控制成本的能力出众。横向比较来看，2020 年上半年主要动力煤企比较中，以销售口径计算，陕西煤业 243 元/吨的吨煤成本远低于中国神华的 293 元/吨，吨煤毛利也处于行业前列。纵向对比来看，随着 2016 年煤价不断上涨，公司生产成本也有所上升，主要来源于人工薪酬的上涨及原材料成本的增加。2017 年单位自产煤成本同比仅增长 8.82%，远低于行业煤价 60%左右涨幅；因为税费及环境治理基金增加等因素，2018 年单位自产煤成本同比增长 9.25%，2019 年仅同比增长 2.57%，增幅明显收窄。说明公司成本在没有外生因素冲击的情况下，增幅可以控制在低速范围内。

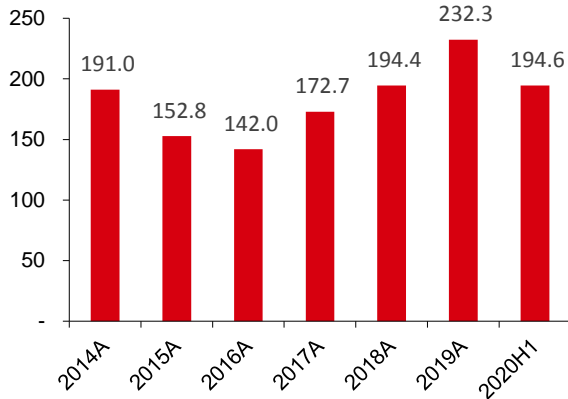
表 7：陕西煤业自产煤成本拆分

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
自产煤成本（万元）	1,372,041	1,165,680	986,549	1,159,712	1,370,803	1,512,891
原材料、燃料及动力（万元）	222,570	208,122	147,979	194,515	214,974	240,804
吨煤材料成本（元/吨）	22.48	21.47	16.41	19.97	20.40	21.24
增长率		-4.49%	-23.53%	21.69%	2.15%	4.11%
人工成本（万元）	426,003	330,652	227,486	290,223	305,033	352,312
吨煤人工成本（元/吨）	43.02	34.11	25.23	29.80	28.95	31.08
增长率		-20.73%	-26.01%	18.11%	-2.85%	7.34%
折旧及摊销（万元）	229,989	143,672	130,958	143,441	141,124	170,025
吨煤折旧（元/吨）	23.23	14.82	14.53	14.73	13.40	15.00
增长率		-36.20%	-1.97%	1.40%	-9.06%	11.97%
运输费（万元）	18,444	19,762	5,546	6,775	5,225	3,045
吨煤运输费（元/吨）	1.86	2.04	0.62	0.70	0.50	0.27
增长率		9.43%	-69.82%	13.09%	-28.72%	-45.83%
其他（万元）	475,035	463,472	474,579	524,758	704,448	746,705

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
增长率		-2.43%	2.40%	10.57%	34.24%	6.00%
自产煤单位成本	138.6	120.2	109.4	119.1	130.1	133.5
		-13.23%	-8.98%	8.82%	9.25%	2.57%

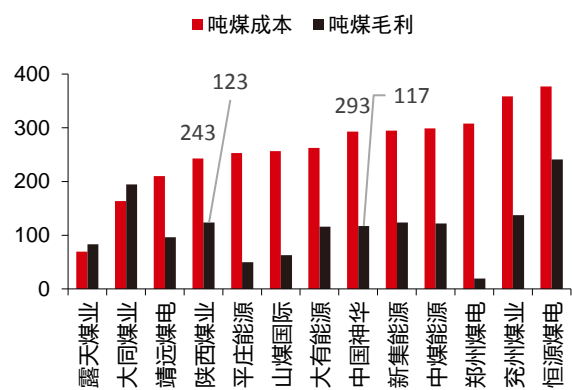
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 18：公司煤炭综合单位成本（元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 19：2020 年上半年主要动力煤企吨煤成本、毛利对比（元/吨）

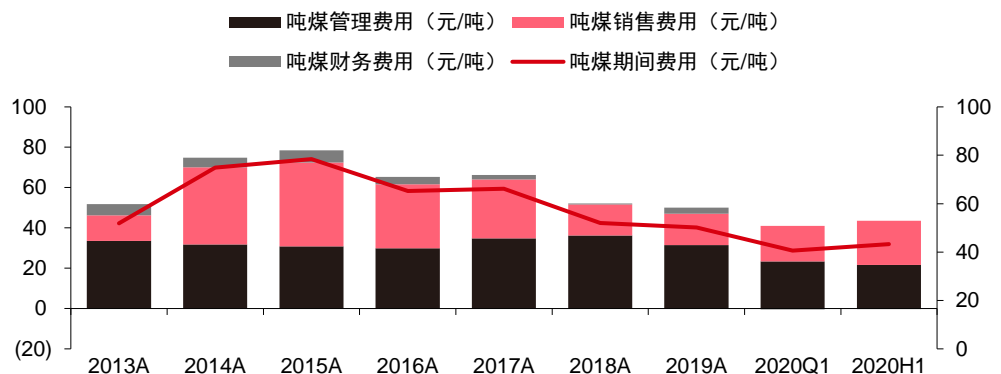


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

从吨煤期间费用来看，2016 年以来基本处于下降趋势，2020 年上半年相比 2019 年全年仍大幅下降近 14%，其中吨煤财务费用下降至-0.32 元/吨，考虑到当前公司账面货币资金与交易性金融资产合计 234.35 亿元，而有息负债合计 195.68 亿元，可被公司现金以及交易性金融资产完全覆盖，因此未来公司财务费用有望持续走低。公司 2020 年上半年吨煤销售费用较 2019 年有所上升，主要是因为一票制结算量增加，导致铁路运费增加。

整体来看，近几年公司成本费用明显下降是主动优化产能结构和完善公司治理共同作用的结果，同时随着产量继续上升，这一趋势未来有望持续，成本费用有望得到有效控制。

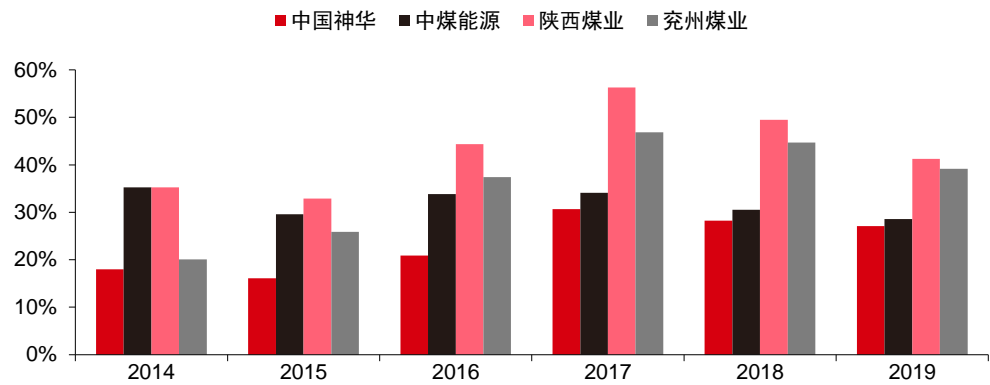
图 20：吨煤期间费用



资料来源：Wind，中信证券研究部

得益于有效的成本控制措施，公司煤炭业务毛利率行业领先，2016~2019 年基本高于中国神华 20pcts 左右。

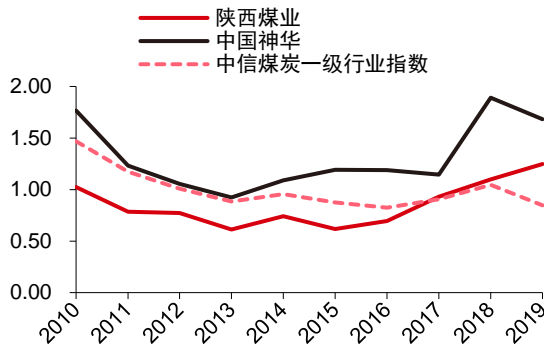
图 21：陕西煤业和同类煤企毛利率比较



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

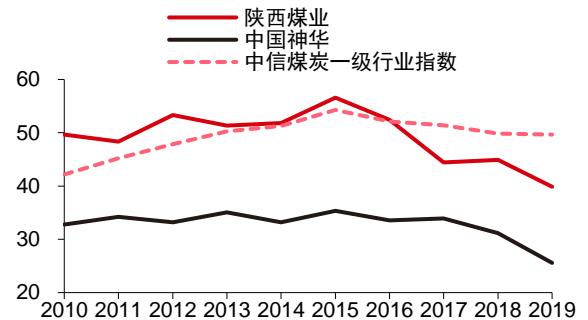
自供给侧改革以来，公司近几年资产负债表也得到较大修复。2016 年公司流动比率逐渐上升并于 2019 年达到 1.25，显示短期偿债能力有所增强并相对有所保障。资产负债率由 2015 年的 56.59% 下降至 2019 年的 39.87%，大幅下降 16.72pcts，低于行业平均负债率约 9.78pcts。

图 22：公司 vs 板块流动比率比较



资料来源：Wind，中信证券研究部

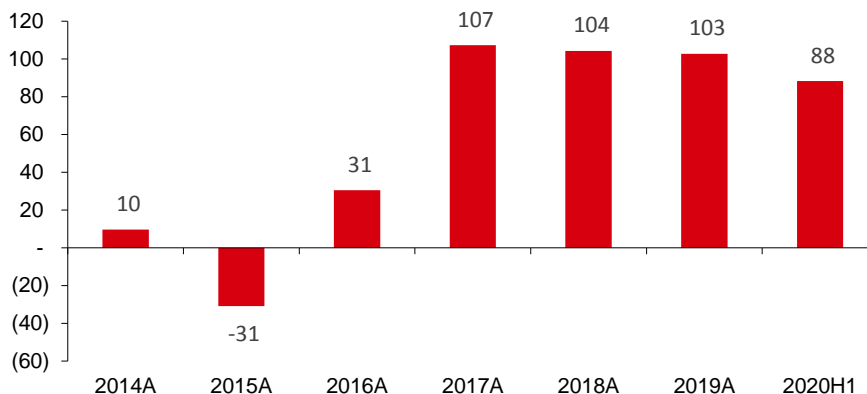
图 23：公司 vs 板块资产负债率比较（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

自产煤统计口径下近几年公司吨煤净利润达到 100~110 元/吨水平，虽然 2020 年煤炭价格整体是下跌的趋势，但预计在长协机制和成本的有效管控下，公司吨煤净利仍有望稳定在 90 元/吨左右。

图 24：陕西煤业吨煤净利测算

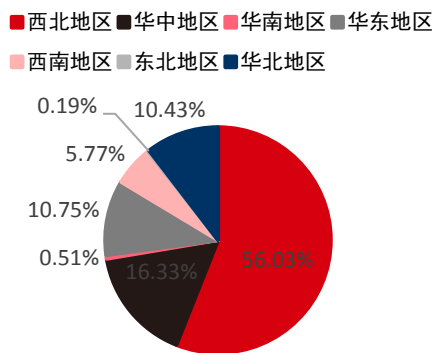


资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

浩吉铁路助公司开拓市场，远期料将带来区域需求增量

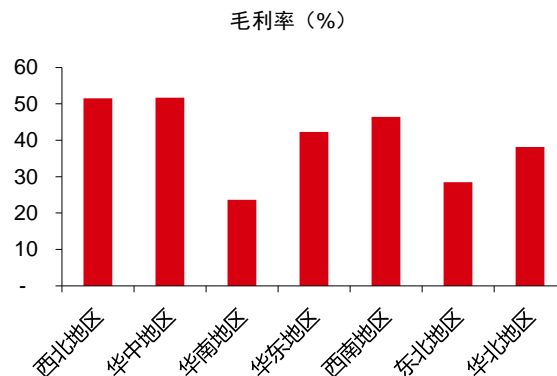
陕西省外运通道匮乏，陕北横向运力不足，陕中南南下通道较少，制约了陕西省煤炭外运消费地。由于公路运输辐射半径有限，2019 年公司营业收入 56%来自于西北地区，而煤炭主要消费地华东、华南、华中地区业务占比不足 30%。铁路运力不足导致外运成本较高，销售给华北、华东、华南地区的煤炭业务毛利率远低于省内煤炭销售的毛利率。

图 25：2019 年公司煤炭业务收入分地区统计



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：2019 年公司各地区煤炭业务毛利率统计



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 8：陕西煤业矿区相关铁路运输线

矿区划分	矿井名称	自有铁路/专用线	对接站点	支线铁路	出省通道	服务区域
渭北矿区	玉华	铜川矿业公司专用线	铜川站	咸铜线	陇海线	华中、华东
	陈家山		田家咀站	梅七线-咸铜线		
	下石节		瑶曲站	梅七线-咸铜线		
	柴家沟		前河站	梅七线-咸铜线		
彬黄矿区	黄陵一号	黄陵矿业公司专用线	黄陵站	西延铁路(西安方向)	陇海线	华中、华东
	黄陵二号				黄韩侯线	
	建庄				包西线	华北、华中、华东
	建新				神朔线(神黄线部分)	北方港口(黄骅港)

矿区划分	矿井名称	自有铁路/专用线	对接站点	支线铁路	出省通道	服务区域
陕北矿区	大佛寺	彬长矿业公司专用线	上孟站	西延铁路(延安方向)	神延线(包西线部分, 可接浩吉线)	华北、华中、华东
	胡家河		大佛寺站	西平线	陇海线	华中、华东
	红柳林	红柠铁路专用线	红柳林站		神延线(包西线部分)	华北、华东、华中
	柠条塔		神木西站		包西线	华北、华东、华中
	张家峁				神延线(包西线部分)	华北、华东、华中
	韩家湾				包西线	华北、华东、华中
	袁大滩	袁大滩专用线	哈达汗车站	榆横铁路	包西线	华北、华东、华中
	小保当	神木西-红石峡铁路专线		冯红线	瓦日线-京广/京九/京沪线	华东、华中
				靖神线	包西线/浩吉线	华北、华东、华中

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2019年9月底，作为国家“北煤南运”战略运输通道的浩吉铁路建成通车，规划年运输能力2亿吨。浩吉铁路是否会对全国煤炭运输格局造成深远影响，核心在于浩吉铁路运费与原有“铁水联运”路径成本的比较。我们根据浩吉铁路的分段定价机制，测算得出浩吉铁路运输到湖北区域成本可以节约20~30元/吨，运输到湖南区域的成本基本持平，运输到江西区域则成本高出30~40元/吨。

表9：浩吉铁路与原有铁水联运路径成本比较（单位：元/吨）

	蒙西		陕西		山西		
	原有路线	浩吉铁路	原有路线	浩吉铁路	原有路线	浩吉铁路	
湖北	蒙西-秦皇岛港 (225~240)	汽运费、站台费等 (30)	汽运费、站台费等 (30)	汽运费、站台费等 (30)	大同-秦皇岛港 (185~195)		由于浩吉铁路在山西省内设置站点靠南，山西煤炭外运仍以大秦线最为经济方便
	港口-上海(60)	蒙西-湖北(285)	神木-湖北 (285~295)	神木-湖北(265)	港口-上海(60)		
	上海-湖北(45)				上海-湖北(45)		
合计	330~345	315	315~325	295	290~300		
湖南	蒙西-秦皇岛港 (225~240)	汽运费、站台费等 (30)	汽运费、站台费等 (30)	汽运费、站台费等 (30)	大同-秦皇岛港 (185~195)		由于浩吉铁路在山西省内设置站点靠南，山西煤炭外运仍以大秦线最为经济方便
	港口-上海(60)	蒙西-湖南(310)	神木-湖南(295)	神木-湖南(290)	港口-上海(60)		
	上海-湖南(45)				上海-湖北(45)		
合计	330~345	340	325	320	290~300		
江西	蒙西-秦皇岛港 (225~240)	汽运费、站台费等 (30)	汽运费、站台费等 (30)	汽运费、站台费等 (30)	大同-秦皇岛港 (185~195)		由于浩吉铁路在山西省内设置站点靠南，山西煤炭外运仍以大秦线最为经济方便
	港口-上海(60)	蒙西-江西(350)	神木-江西(295)	神木-江西(330)	港口-上海(60)		
	上海-江西(40)				上海-江西(40)		
合计	325~340	380	325	360	285~295		

资料来源：Wind，国家发改委，中信证券研究部测算

图 27：浩吉铁路运输路线示意图

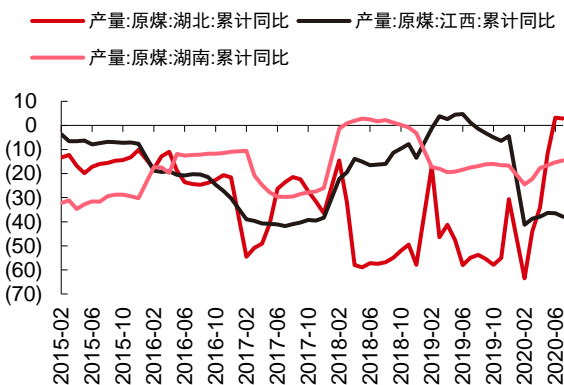


资料来源：公司官网，中信证券研究部

综合浩吉铁路的运输效率及经济性，预计未来港口下水煤主要供给沿海省份，而“两湖一江”地区煤炭需求主要通过浩吉铁路运输供给。随着供给侧改革导致南方省份煤炭产量不断减少，2019 年平均下跌 20%左右，同时“两湖一江”地区由于经济发展较快从而对火电需求不断增多，2019 年火电增速高于全国平均水平约 5pcts，从而该区域的煤炭供需缺口不断扩大。

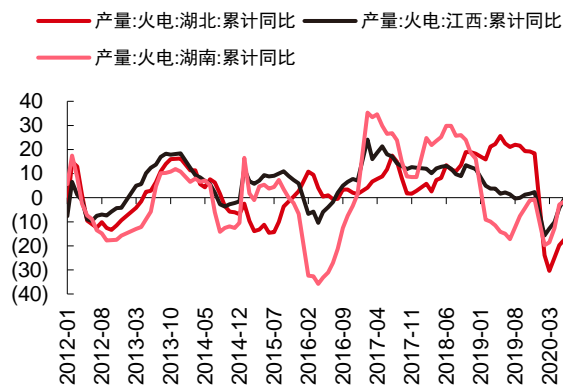
因此，浩吉铁路的开通将为西北煤企新增一定的煤炭需求（取代部分进口煤）。对陕西煤业来说，公司的靖神铁路连接小保当煤矿和曹家滩煤矿上浩吉铁路，远期规划运量可达到 5000~6000 万吨，有利于公司受益于“两湖一江”区域稳定的市场需求。

图 28：“两湖一江”地区煤炭产量增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：“两湖一江”地区火电增速



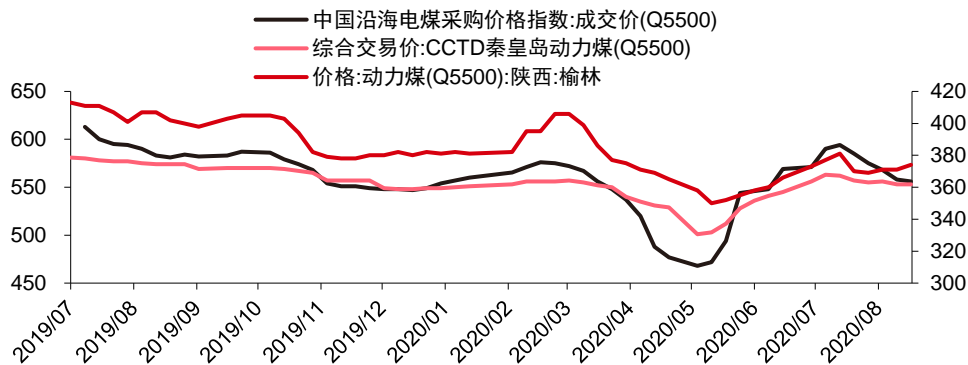
资料来源：Wind，中信证券研究部

目前公司对“两湖一江”区域下游电厂煤炭销售采用长协定价机制，按照基准价加浮调价的机制确定，每个月会进行微调：

- 榆北长协基准价：5300/5500/6000 大卡分别对应，河南 345/370/435 元，湖北 327/353/426 元，湖南 305/333/402 元，江西 290/323/396 元。

- 浮动价：【(上月最后一期榆林 5500 动力煤价-上上月最后一期值) + (上月最后一期 CECI 沿海指数 5500 综合价-上上月最后一期值) + (上月最后一期 CCTD 秦皇岛 5500 动力煤综合交易价-上上月最后一期值)】 × 1/3。

图 30：销售给“两湖一江”地区煤炭定价公式中的参考指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

根据定价机制测算，2020 年 1~8 月公司销售给“两湖一江”地区 5500 大卡的煤炭价格约为 353 元/吨，相比市场煤价低约 20 元/吨左右，但这有助于公司开拓南方市场。远期而言，当公司与下游电厂形成稳定的合作关系后，“两湖一江”区域每年约 3 亿吨的煤炭外购需求将为公司提供稳定的市场，也有助于公司长期定价能力的修复。

■ 现金流创造能力强，投资收益有望推升分红水平

公司现金流质量高，价值创造能力强

企业持续经营的前提是拥有充沛的现金流，而现金流也是企业经营成果质量的指标之一，可以使用“经营活动所产生的现金流量净额与净利润的比值”作为衡量公司盈利质量的指标之一。通过计算，陕西煤业与其他行业的龙头公司贵州茅台、格力电器、伊利股份和中国平安相比，剔除掉 2015 年的极端情况，上市以来陕西煤业的这一均值比例达到 1.64，同时相比贵州茅台等龙头而言也具有一定的优势。

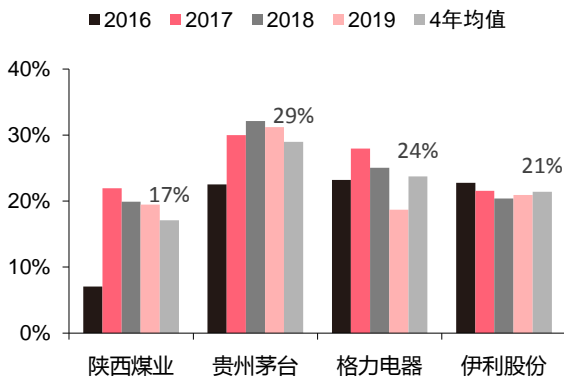
表 10：陕西煤业与其他龙头公司净利润含金量对比

时间	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
陕西煤业	0.13		3.00	1.62	1.80	1.65
贵州茅台	0.82	1.12	2.24	0.82	1.18	1.10
格力电器	1.34	3.54	0.96	0.73	1.03	1.13
伊利股份	0.59	2.06	2.26	1.17	1.34	1.22
中国平安	4.33	2.50	3.65	1.36	1.92	1.67

资料来源：Wind，中信证券研究部

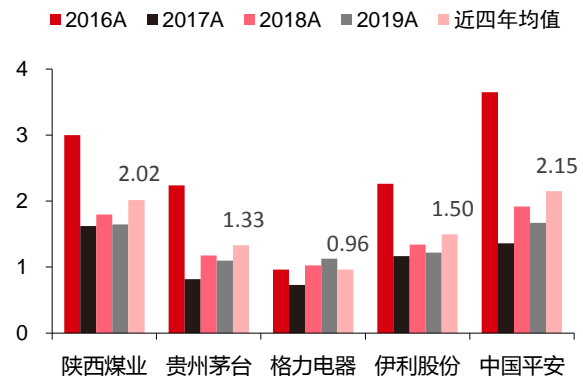
从投资资本收益率（ROIC）指标看公司的价值创造能力，陕西煤业近三年的 ROIC 维持在 20%左右，与其他行业龙头公司相当。

图 31：陕西煤业与其他龙头公司的 ROIC 对比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 32：陕西煤业与其他龙头公司净利润含金量



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

新能源股权投资进入收获期，投资收益将显著增厚公司现金流

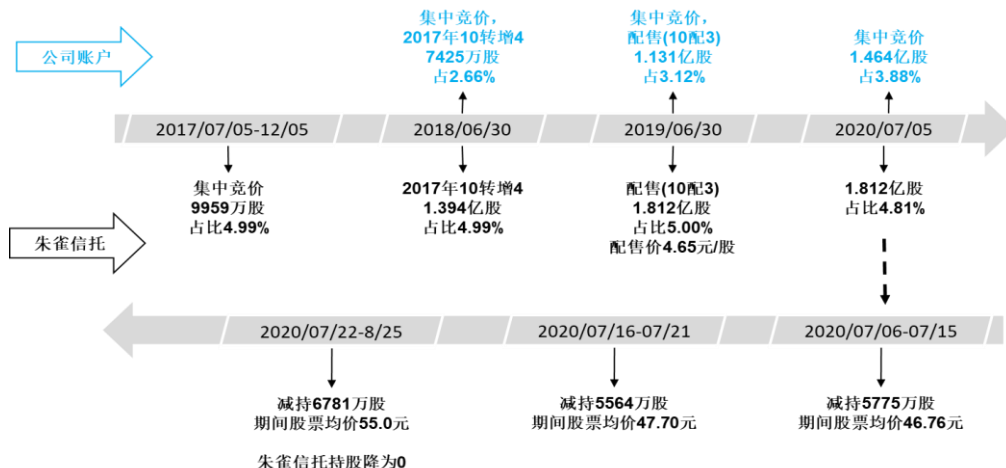
2017 年 7 月-12 月，陕西煤业通过朱雀产业投资单一资金信托（朱雀信托）于证券交易所的集中交易增持隆基股份 9959 万股，占隆基股份总股本的 4.99%。此后公司通过集中竞价、参与配售等方式增持隆基股份股票，截至 2020 年 7 月 5 日，陕西煤业直接和间接持有隆基股份无限售流通股份合计 3.276 亿股，其中直接持有 1.464 亿股(占隆基股份总股本的 3.88%)，通过朱雀信托间接持有 1.812 亿股(占隆基股份总股本的 4.81%)。

按照相关公司公告,2020 年 7 月由于朱雀信托存续期即将届满需要退出并进行清算，公司对通过朱雀信托持有的 1.812 亿股隆基股份股票进行清算。截至 8 月 25 日陕西煤业通过朱雀信托持有隆基股份 0 股，直接持有隆基股份 1.464 亿股。

我们基于买入、卖出期间平均股价计算，并考虑持有期间的现金分红等，截至 2020 年 8 月 25 日，权益法下公司通过朱雀信托持有的隆基股份股票账面成本约为 30 亿元，卖出均价约为 48 元/股，公司卖出 1.81 亿股隆基股份的资本利得或超过 60 亿元。考虑到交易成本、所得税、支付给第三方机构的费用和收益分成等因素，预计本次减持投资收益或超过 40 亿元，或超过单季度煤炭主营业务创造的净利润。

目前，公司自有账户持有的隆基股份 3.88% 股权市值仍在 100 亿元以上，但公司承诺近 24 个月内不会安排减持。

图 33：公司对隆基股份（601012.SH）的持股变动

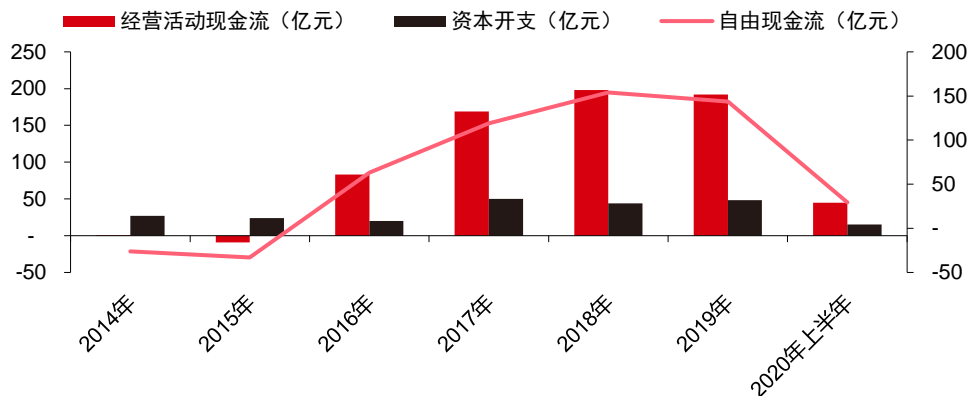


资料来源：公司公告，隆基股份公告，中信证券研究部

公司资本开支预计即将进入稳定期

2016 年供给侧改革以来陕西煤业的现金流质量得以明显改善，主要的因素是公司资产的优化，公司在 2016 年剥离了大量老旧亏损的矿井，加之近两年新建成的优质产能，资产收益率全面提升，产生现金流的能力也在增强。那么公司未来每年能产生多少自由现金流呢？简单计算，企业的自由现金流测算可以用经营性现金流净额扣除资本支出，就陕煤而言，一方面随着煤炭产量的增长，近年来经营性现金流已达到 200 亿元左右的水平，而公司在 2020 年完成小保当二期矿井建设后，自身资本开支需求将有所下降，现金流预计将更为充沛。

图 34：公司历年自由现金流情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

在极端情况下，假设市场煤价重新跌回 400 元/吨左右的水平，预计公司的经营性现金流仍可达到 130 亿元左右，展望未来，公司资本开支计划将可能出现以下两大变动：

- 在完成小保当矿井建设后，公司自身每年基本只剩下 20~30 亿左右的维护性资本开支。

- 根据集团避免同业竞争协议，集团未来煤炭资产将注入上市公司，目前集团生产矿井主要为小庄、孟村和曹家滩煤矿，产能共计 2700 万吨，若按 800~1000 元/吨的成本收购，预计未来公司收购集团煤炭资产需要资金 250 亿左右。

目前公司的资本开支需求主要集中在小保当二期矿井建设，资本开支需求在 40 亿元水平，从而预计公司自由现金流在 130 亿元左右。

而未来 5~10 年来看，假设公司要收购集团资产，预计年均资本开支或上升至约 80 亿元水平（按平均 5 年测算），公司自由现金流或下降至 70 亿元水平。

长周期来看，如果将集团煤炭资产现金流情况类比上市公司，2016 年以来单位自由现金流为 116 元/吨（2016 年上市公司剥离历史包袱后业绩稳定性提升），预计在收购集团资产后，上市公司年均自由现金流将增加 30 亿元左右，年均自由现金流水平将达到 150 亿元左右，高峰期或可达到 240 亿元水平。

表 11：陕西煤业现金流情况

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020H1
经营活动现金流（亿元）	1	-9	83	169	198	192	45
资本开支（亿元）	27	24	20	50	44	48	15
自由现金流（亿元）	-26	-33	63	119	154	144	29
自产煤销量（万吨）	9902	9695	9,015	9,738	10,535	11,336	5,650
吨煤自由现金流（元/吨）	-26	-34	70	122	146	127	52

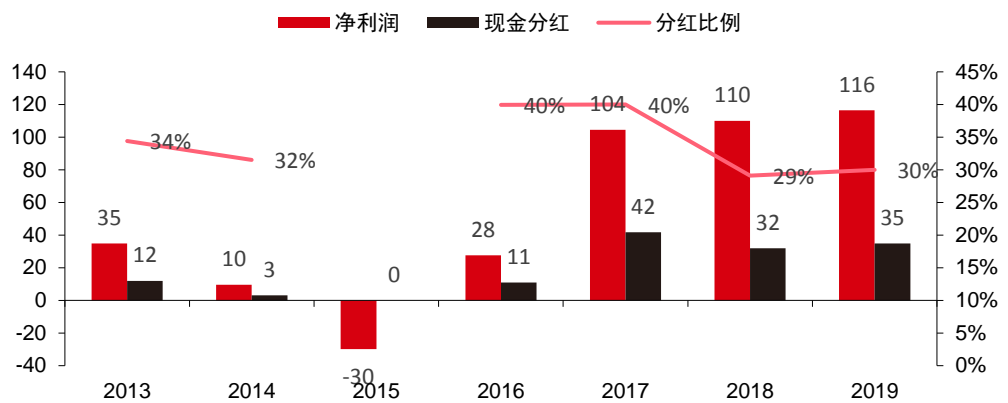
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

公司分红率稳定且有望达到 40%，今年股息率或超 6%

公司近年来分红率稳定。除 2015 年在公司因亏损而未分红外，其他年份公司分红率均达到 30%-40%。2013 年至今的 7 年内，累计现金分红率达到 36.1%。此外，公司积极进行股票回购，提高投资者回报。2018 年 10 月~2019 年 3 月，公司回购 3.05 亿股股份（占公司总股本的 3.05%），使用资金 25.03 亿元。将现金分红+股票回购合并计算，2018-2019 年累计分红率为 40.6%，近 7 年累计分红率达 42.8%。

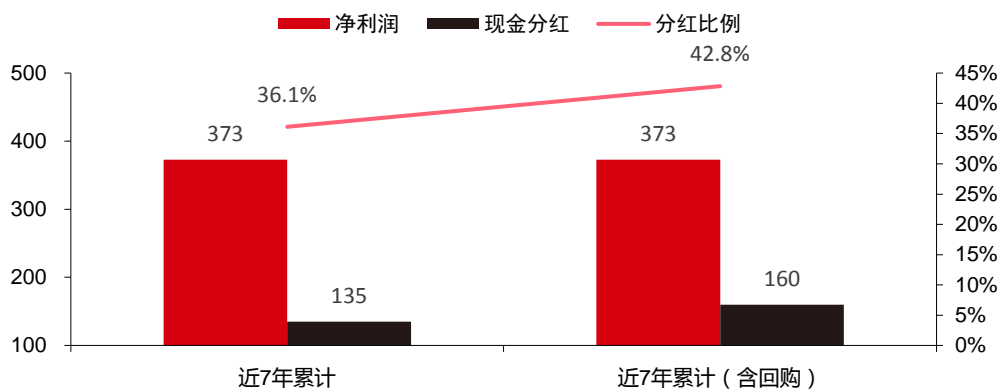
同时根据 2020 年半年报数据，陕西煤业的货币资金达到 217 亿元，创历史新高，因此我们认为未来陕西煤业的财务状况将继续保持稳健水平，有望实现 30%-40%的分红率。鉴于今年三季度隆基股份股权处置带来的投资收益，今年分红率有望达到 40%，那么目前对应的股息率有望超过 6%。

图 35：公司各年度现金分红情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：公司近 7 年累计分红率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险因素

宏观经济增速放缓或环保限产力度加大影响煤炭需求；

公司产能扩张进度低于预期。

盈利预测、估值及投资评级

根据前文的分析，我们对公司煤炭板块的核心假设如下：

表 12：陕西煤业煤炭板块量价成本假设

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
原煤产量（万吨）	9,205	10,097	10,809	11,494	12,414	13,655	14,065
变化率	-16.33%	9.69%	7.05%	6.34%	8.00%	10.00%	3.00%
自产煤销量	9,015	9,738	10,535	11,336	12,171	13,428	13,810
产销比	97.94%	96.44%	97.47%	98.62%	98.05%	98.34%	98.19%
贸易煤	3,426	2,600	3,757	6,513	9,118	10,942	12,036
	-11.70%	-24.11%	44.50%	73.35%	40%	20%	10%
煤炭销量（万吨）	12,441	12,338	14,293	17,849	21,289	24,370	25,846
	-8.35%	-0.83%	15.84%	24.88%	19.27%	14.47%	6.06%
综合销售均价（元/吨）	233.2	369.5	373.0	383.5	348.4	363.5	371.7
增长率	23.20%	58.46%	0.94%	2.82%	-9.14%	4.32%	2.25%
自产煤售价（元/吨）	222.6	361.5	362.5	362.3	326.1	339.1	345.9
增长率	34.98%	62.39%	0.27%	-0.04%	-10.00%	4.00%	2.00%
贸易煤售价（元/吨）	261.1	399.6	402.5	420.3	378.3	393.4	401.3
增长率	4.34%	53.05%	0.73%	4.44%	-10.00%	4.00%	2.00%
自产煤单位成本（元/吨）	109.4	119.1	130.1	133.5	128.52	127.33	129.06
	-8.98%	8.82%	9.25%	2.57%	-3.70%	-0.93%	1.36%
外购煤单位成本（元/吨）	227.8	373.7	374.8	404.4	363.92	378.48	386.05
	-2.77%	64.01%	0.30%	7.88%	-10.00%	4.00%	2.00%
自产煤毛利率	50.84%	67.05%	64.10%	63.16%	60.59%	62.45%	62.69%
外贸煤毛利率	12.72%	6.48%	6.87%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
煤炭业务综合毛利率	44.35%	56.26%	49.45%	41.28%	36.19%	35.97%	35.13%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

作为强周期的龙头公司，市场依然担心价格波动对公司业绩的影响，我们对此做了简单的测算。为了使结论更为直观，我们就使用港口价格作为变量推算公司业绩弹性。

以 2019 年秦皇岛港均价及公司 2019 年财报中对应的吨煤净利为基准，当港口煤价跌至 500 元/吨左右时，假设公司吨煤成本下降 5%，公司存量产能的业绩还可维持在 95 亿元上下。

表 13：煤价悲观情境下，公司业绩敏感性测算（亿元）

	秦皇岛港均价	吨煤成本变化				
		-10%	-5%	-3%	-1%	
吨煤价格及变化（元/吨）	440	-25%	81.58	78.27	76.94	75.62
	470	-20%	89.87	86.56	85.24	83.92
	499	-15%	98.17	94.86	93.53	92.21
	528	-10%	106.46	103.15	101.83	100.51
	558	-5%	114.76	111.45	110.12	108.80

资料来源：中信证券研究部预测

考虑到疫情对行业基本面的影响和处置隆基股份给公司贡献的投资收益，我们上调公司 2020~2022 年 EPS 预测为 1.32/1.23/1.29 元（原预测为 1.27/1.18/1.23 元），当前价 8.58 元，对应 2020-22 年 P/E 分别为 6/7/7x，估值水平处于历史低位。我们给予公司目标价 12 元，对应 2021 年 P/E10x，维持公司“买入”评级

表 14：陕西煤业盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,223.7	73,403.4	81,006.8	96,516.1	103,895.3
营业收入增长率	12.4%	28.3%	10.4%	19.1%	7.6%
净利润(百万元)	10,992.8	11,643.4	13,227.8	12,289.2	12,924.6
净利润增长率	5.2%	5.9%	13.6%	-7.1%	5.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.10	1.18	1.32	1.23	1.29
毛利率%	48.7%	40.9%	37.2%	36.9%	35.7%
净资产收益率 ROE%	21.70%	19.99%	19.49%	16.42%	15.60%
每股净资产（元）	5.07	5.83	6.79	7.49	8.29
PE	8	7	6	7	7
PB	1.69	1.47	1.26	1.15	1.04

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 9 月 16 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	57,224	73,403	81,007	96,516	103,895
营业成本	29,361	43,357	50,877	60,867	66,810
毛利率	48.69%	40.93%	37.19%	36.94%	35.70%
营业税金及附加	2,882	3,615	3,969	5,019	5,203
销售费用	2,195	2,768	3,078	3,861	4,007
营业费用率	3.84%	3.77%	3.80%	4.00%	3.86%
管理费用	5,184	5,628	6,319	7,721	8,127
管理费用率	9.06%	7.67%	7.80%	8.00%	7.82%
财务费用	58	548	5	(206)	(322)
财务费用率	0.10%	0.75%	0.01%	-0.21%	-0.31%
投资收益	1,452	1,727	5,750	1,700	1,800
营业利润	19,061	19,674	22,594	21,068	22,076
营业利润率	33.31%	26.80%	27.89%	21.83%	21.25%
营业外收入	44	48	44	45	46
营业外支出	358	332	249	313	298
利润总额	18,748	19,390	22,389	20,800	21,824
所得税	2,819	2,758	3,358	3,120	3,274
所得税率	15.03%	14.22%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	4,936	4,989	5,803	5,391	5,626
归属于母公司股东的净利润	10,993	11,643	13,228	12,289	12,925
净利率	19.21%	15.86%	16.33%	12.73%	12.44%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,116	19,243	34,793	34,765	41,276
存货	1,074	1,314	1,763	2,061	2,201
应收账款	13,650	7,372	16,775	28,955	33,247
其他流动资产	3,666	6,882	7,596	8,294	8,495
流动资产	31,505	34,812	60,927	74,074	85,218
固定资产	40,548	40,209	41,743	41,942	44,240
长期股权投资	10,350	12,104	15,097	18,089	21,084
无形资产	22,497	21,803	20,803	19,803	18,803
其他长期资产	15,631	17,756	15,613	14,461	10,944
非流动资产	89,025	91,872	93,256	94,294	95,071
资产总计	120,530	126,684	154,183	168,369	180,289
短期借款	0	170	0	0	0
应付账款	15,459	14,383	25,439	27,390	26,724
其他流动负债	13,221	13,353	15,549	16,411	16,366
流动负债	28,679	27,906	40,988	43,801	43,090
长期借款	11,941	9,071	8,071	7,071	6,071
其他长期负债	13,520	13,536	13,536	13,536	13,536
非流动性负债	25,462	22,607	21,607	20,607	19,607
负债合计	54,141	50,514	62,595	64,408	62,697
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
资本公积	7,395	7,398	7,398	7,398	7,398
归属于母公司所有者权益合计	50,664	58,254	67,869	74,850	82,856
少数股东权益	15,724	17,916	23,719	29,110	34,736
股东权益合计	66,389	76,170	91,588	103,961	117,592
负债股东权益总计	120,530	126,684	154,183	168,369	180,289

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	18,748	19,390	22,389	20,800	21,824
所得税支出	-2,819	-2,758	-3,358	-3,120	-3,274
折旧和摊销	4,788	5,848	5,912	6,357	6,801
营运资金的变化	-514	2,793	2,673	-10,366	-5,339
其他经营现金流	-445	-6,073	-5,834	-2,037	-2,358
经营现金流合计	19,758	19,200	21,783	11,634	17,655
资本支出	-4,422	-4,837	-4,000	-4,000	-4,000
投资收益	1,452	1,727	5,750	1,700	1,800
其他投资现金流	-4,986	-2,715	-3,195	-3,260	-3,347
投资现金流合计	-7,955	-5,825	-1,445	-5,560	-5,547
发行股票	0	1,470	0	0	0
负债变化	14,940	5,748	-1,170	-1,000	-1,000
股息支出	-3,300	-3,600	-3,600	-5,291	-4,916
其他融资现金流	-19,597	-11,924	-17	189	318
融资现金流合计	-7,957	-8,307	-4,787	-6,102	-5,597
现金及现金等价物净增加额	3,846	5,069	15,550	-28	6,511

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	12.36%	28.27%	10.36%	19.15%	7.65%
营业利润增长率	4.55%	3.21%	14.84%	-6.75%	4.79%
净利润增长率	5.20%	5.92%	13.61%	-7.10%	5.17%
毛利率	48.69%	40.93%	37.19%	36.94%	35.70%
EBITDA Margin	41.18%	34.38%	27.78%	22.34%	21.83%
净利率	19.21%	15.86%	16.33%	12.73%	12.44%
净资产收益率	21.70%	19.99%	19.49%	16.42%	15.60%
总资产收益率	9.12%	9.19%	8.58%	7.30%	7.17%
资产负债率	44.92%	39.87%	40.60%	38.25%	34.78%
所得税率	15.03%	14.22%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	30.02%	30.92%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告所载的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。