



行业研究 | 深度报告 | 煤炭与消费用燃料

紫金矿业 VS 陕西煤业：矿企两大模式之辩 ——黑金不怕火炼 1

报告要点

以金属视角切入煤炭，第一篇我们对标两大赛道巨头，紫金与陕煤，期望以比对互为借鉴进而对各自模式再思考。借紫金与陕煤 ROE 比对其根本是回答资源龙头盈利再分配——分红降负 vs 再投资，孰能实现股东回报最大化？陕煤模式确实为矿企提供了一个投资回报率的锚。我们做了两类陕煤远期 ROE 测算：一是 18%，利润全分红；二是 13%，按当前分红率。紫金过往矿山如卡莫阿 ROE 为 31%，13%或给未来扩张提供投资回报率参照。

分析师及联系人



叶如祯

SAC: S0490517070008



许红远

SAC: S0490520080021



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627

煤炭与消费用燃料

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

紫金矿业 VS 陕西煤业：矿企两大模式之辩——黑金不怕火炼 1

紫金 VS 陕煤：周期两大模式的再思考

以金属视角切入煤炭，第二篇我们对标两大赛道巨头，紫金与陕煤，期望以对比互为借鉴进而对各自模式再思考。近年周期龙头商业模式一分为二：一是传统景气扩张类，盈利再投资，如铜/金/钛白粉/磁材/炼化等；一类是优化减负分红类，盈利还债分红，如煤/航运/铝/油品贸易/玻纤等。铜与煤恰是两大模式分立下的典型，借紫金与陕煤 ROE 比对其根本是回答资源龙头盈利再分配——**分红降负 vs 再投资，孰能实现股东回报最大化**？当前高股息资产备受追捧或是市场极致悲观选择前者的偏好，本篇期望跳出情绪更客观评估两种模式由来、优劣与展望。过去三年，两大巨头均为投资人带来优质回报，年均 ROE，紫金/17%，陕煤/25%：1) **净利率维度**，陕煤>紫金，陕煤以更纯矿业业务领衔毛利率，且降负费率优化致其净利率优势更为凸显；2) **资产周转率维度**，紫金>陕煤，紫金冶炼贡献高周转，但边际上，降负增效致陕煤资产效率提升迅速，紫金加速收并购做大资产但因建设期部分矿山收益存时滞致效率阶段性震荡略降；3) **权益乘数**，紫金>陕煤，紫金典型扩展策略权益乘数显著提升，而陕煤持续优化负债降杠杆。ROE 比对，当前看陕煤或略胜一筹。同样以资源重估作为高 ROE 的基础，陕煤降负分红策略更具确定性易守住高回报率，而紫金扩张策略存时滞，杠杆放大波动，将期待与变数引向未来。

最锋利的矛：紫金的全球扩张模式

紫金“高 ROE+净利率升+周转率稳+杠杆率升”的背后，是其并购优质矿山的扩展模式。铜矿作为典型大宗品，行业竞争核心拼成本，低成本一来自资源禀赋，二来自管理和效率。紫金矿业从县级小矿企起步，起家并不掌握资源禀赋优势，核心凭借极强开发运营和成本管控能力实现降本。后基于开发和控本优势，通过有效择时逆周期并购，低成本获取大量资源改善自身资源禀赋并进行开发运营赋能，培厚盈利潜力，并如滚雪球般践行上述模式实现持续扩张成长。

最坚硬的盾：陕煤的分红减负模式

陕煤“高 ROE+净利率升+周转率稳+杠杆率降”的背后，是其降债提效分红的减负模式。煤炭企业的“护城河”为资源禀赋，优秀管理则为“护城河”添砖加瓦。陕西煤业以资源为底，坐拥可采储量 106.06 亿吨，可采年限达到 65 年，且具有单井规模大、高卡煤占比高、产业链议价能力强、吨煤成本低等优势，资源禀赋优异。在“供改”历史节点之后，选择了大刀阔斧优化产能、控股股东战略性大规模债转股成功降低负债率的路径，为其 ROE 提升创造内生动力。

矛与盾的抉择：加速扩张 VS 降负分红

同为矿企，我们欣喜地看到两大巨头卓越基因均指向强禀赋+优管理，但触发不同模式选择或是赛道与出身的差异：1) **赛道**，虽铜与煤价中枢提升相近 35%，但煤供需双稳为存量格局，铜有新能源助力供需双升龙头易成长；2) **出身**，陕煤起点即巅峰坐拥全球顶尖煤资源，而紫金发家福建资源匮乏，硬依赖优质扩张成就全球巨头，相较强禀赋，扩张或是紫金更深刻的基因。两大模式均被龙头所证明，难言孰优劣，抉择易受风格主导。但陕煤模式确实为矿企提供了一个投资回报率的锚。我们做了两类陕煤远期 ROE 测算：一是 18%，利润全分红；二是 13%，按当前分红率。紫金过往矿山如卡莫阿 ROE 为 31%，13%或给未来扩张提供投资回报率参照。

风险提示

1、外部因素影响下，煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险；2、进口煤增量较大风险；3、行业新增产能较大风险；4、金属供给过快释放风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《煤企逐步启动提质增效重回回报行动，稳收益属性再度彰显》2024-03-03
- 《“三超”致供给刚性确定性增强，煤企估值修复仍具空间》2024-02-25
- 《节前煤价维稳，关注全面复工后的需求向上驱动》2024-02-17



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

周期两大模式的再思考	6
一、ROE 比较视角：紫金 VS 陕煤	6
二、最锋利的矛：紫金的全球扩张模式	9
三、最坚硬的盾：陕煤的降负分红模式	14
四、矛与盾的抉择：加速扩张 VS 降负分红	22
风险提示	26

图表目录

图 1：2010 年至今紫金矿业和陕西煤业 ROE 及 PB 时间序列（%；倍，右）	7
图 2：2010 年至今紫金矿业和陕西煤业杜邦三项时间序列（%、次；倍，右）	7
图 3：ROE 中枢（横轴）+ROE 中枢边际变化（纵轴）+股息率（大小）	8
图 4：静态 ROE 视角下，杜邦三项中枢（横轴：净利率；纵轴：资产周转率；大小：权益乘数）	8
图 5：动态 ROE 视角下，杜邦三项 ROE 中枢边际变化（横轴：净利率中枢边际；纵轴：资产周转率中枢边际；大小：权益乘数中枢边际）	9
图 6：ROE 波动率（横轴）及波动率边际（纵轴）	9
图 7：目前，ROE 中枢（横轴）和 PB（纵轴）	9
图 8：ROE 中枢边际（横轴）和 PB 边际变化（纵轴）	9
图 9：铜下游需求广泛（%）	10
图 10：铜线材在铜产品中占比最大（%）	10
图 11：全球用铜增速与用电增速及 GDP 增速基本吻合	10
图 12：铜行业成本曲线陡峭，边际供给获取需要更高的价格激励	11
图 13：全球铜行业边际成本不断上移（美元/吨）	11
图 14：紫金矿业 2010 年以来 ROE 及杜邦三项时间序列（%；次、倍，右）	13
图 15：紫金矿业 2015 年至 2022 年矿山变动（部分）	14
图 16：2015~2022 年紫金矿业矿产品增幅远高于冶炼产品（%）	14
图 17：紫金矿业 2010 年以来 ROE、PB 及股价时间序列（%；倍、元，右）	14
图 18：煤炭板块上市公司资本开支强度较高峰期已大幅下降	15
图 19：新增煤炭从探矿至投产周期长，审批复杂	15
图 20：新核准煤矿的吨产能投资金额逐年提升（元/吨）	15
图 21：两版本《企业安全生产费用提取和使用管理办法》对比	15
图 22：煤炭仍为我国能源消费的绝对主力（%）	16
图 23：GDP 增速、用电量增速和火电增速相关性较大（%）	16
图 24：碳达峰约束下的煤炭能源消费预测	17
图 25：我国煤炭已形成西煤东运、北煤南运格局	17
图 26：我国煤炭生产向三西地区集中（万吨；%，右）	17
图 27：环渤海港 5500 大卡动力煤成本曲线（万吨/年）	18
图 28：唐山地区炼焦煤成本曲线（万吨/年）	18
图 29：陕西煤业 2014 年以来 ROE 及杜邦三项时间序列（%；次、倍，右）	18
图 30：陕西煤业 2014 年以来 ROE、PB 及股价时间序列（%；倍、元，右）	19

图 31: 陕西煤业煤炭业务收入占比 95%以上 (%)	19
图 32: 陕西煤业煤炭业务毛利占比 97%以上 (%)	19
图 33: 煤企资源禀赋是生存和盈利关键	20
图 34: 主要动力煤公司国内动力煤业务吨煤成本 (元/吨)	21
图 35: 主要动力煤公司国内动力煤业务吨煤毛利 (元/吨)	21
图 36: 公司主要产能增减情况	21
图 37: 陕西煤业资产负债率在主要动力煤公司中下降明显 (%)	22
图 38: 陕西煤业财务费用率目前已处于负值状态 (%)	22
图 39: 卡莫阿项目扩产规划	25
表 1: 紫金矿业 ROE 拆分	13
表 2: 2023 年 8 月份以来国家层面煤炭安监政策梳理	15
表 3: 假设现金分红后的净利润全部用于偿债, 且无新增负债, 则未来 5 年 ROE 预计可维持在 17%~18%水平	23
表 4: 情景 1 假设下, 当净利润中偿债比例在 0%~40%之间取值时, 未来 5 年 ROE 预计整体在 13.0%~17.9%之间	23
表 5: 假设净利润中 28%用于偿债、60%用于分红, 且总负债增速为 7.7% (近 5 年 CAGR), 则未来 5 年 ROE 预计可维持在 16%~17%水平	24
表 6: 情景 2 假设下, 当总负债增速在 0%~10%时, 资产负债率可实现稳中有降	24
表 7: 2022 年卡莫阿项目 ROE 超过 30%	24

周期两大模式的再思考

以金属视角切入煤炭，第二篇我们对标两大赛道巨头，紫金与陕煤，期望以比对互为借鉴进而对各自模式再思考。近年周期龙头商业模式一分为二：一是传统景气扩张类，盈利再投资，如铜/金/钛白粉/磁材/炼化等；一类是优化减负分红类，盈利还债分红，如煤/航运/铝/油品贸易/玻纤等。铜与煤恰是两大模式分立下的典型，借紫金与陕煤 ROE 比对其根本是回答资源龙头盈利再分配——**分红减负 vs 再投资**，孰能实现股东回报最大化？当前高股息资产备受追捧或是市场极致悲观选择前者的偏好，本篇期望跳出情绪更客观评估两种模式由来、优劣与展望。

一、ROE 比较视角：紫金 VS 陕煤

过去三年，两大巨头均为投资人带来优质回报，年均 ROE，紫金/17%，陕煤/25%：

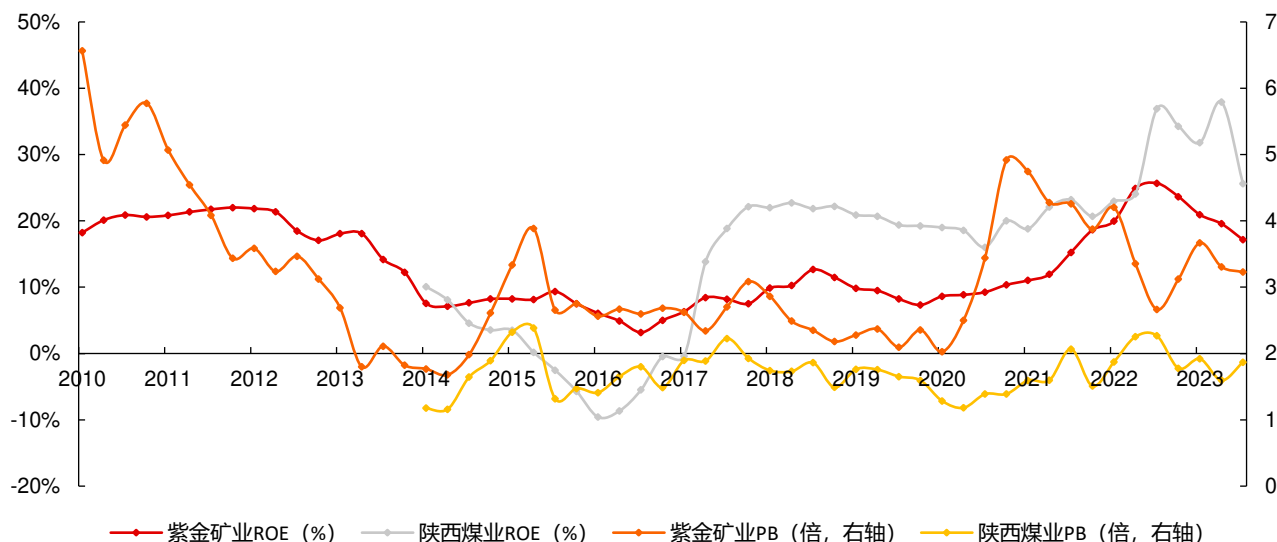
1) 净利率维度，陕煤>紫金，陕煤以更纯矿业务领衔毛利率，且降负费率优化致其净利率优势更为凸显；2) 资产周转率维度，紫金>陕煤，紫金冶炼贡献高周转，但边际上，降负增效致陕煤资产效率提升迅速，紫金加速收并购做大资产但因建设期部分矿山收益存时滞致效率阶段性震荡略降；3) 权益乘数，紫金>陕煤，紫金典型扩展策略权益乘数显著提升，而陕煤持续优化负债降杠杆。**ROE 比对，当前看陕煤或略胜一筹**。同样以资源重估作为高 ROE 的基础，陕煤降负分红策略更具确定性易守住高回报率，而紫金扩张策略存时滞，杠杆放大波动，将期待与变数引向未来。

自 2017 年起，相较紫金，陕煤 ROE 始终处于高位。从时间序列看，14-15 年间，受行业内煤炭供给过剩影响，陕煤 ROE 出现大幅下滑，得益于“十三五”期间供给侧改革政策，陕煤 ROE 于 16 年触底反弹，并在 17 年间快速上升，于 17H1 首次领先紫金，并持续霸占高位；虽 21 年以来，紫金 ROE 有了较大幅度攀升，并于 22H1 超过陕煤，但短暂超越后 ROE 再次回落，截至 23Q3，陕煤（25.6%）领先紫金（17.2%）8.5pct。与动荡上升的 ROE 不同，陕煤 PB 始终低位震荡，在 2.0 左右徘徊，居于紫金之下。

利用杜邦三项对 ROE 进行拆解，**高净利率是支撑陕煤 ROE 高位运行的关键。**

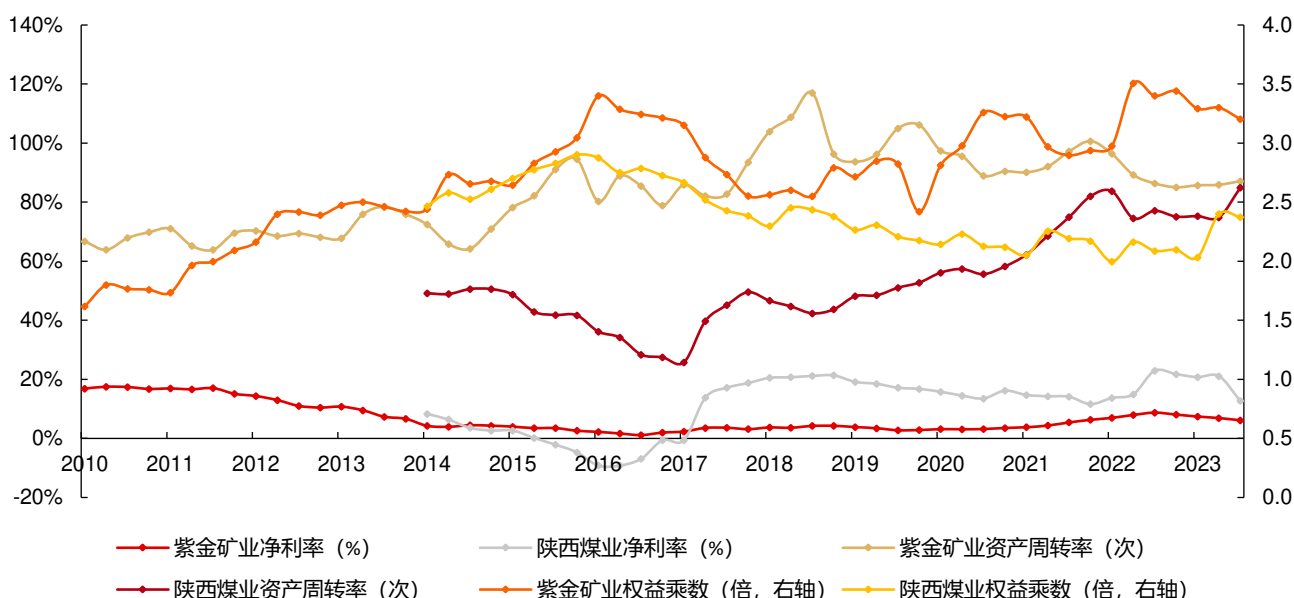
- 净利率维度，陕煤>紫金：紫金净利率始终较为平稳，10-23 年间，ROE 中枢为 14%，波动率为 6%；陕煤净利率，则在 17 和 22 年间出现明显抬升，17-23 年间，陕煤 ROE 中枢为 22%，支撑陕煤 ROE 高位运行，期间陕煤 ROE 波动率为 7%。
- 资产周转率维度，紫金>陕煤：紫金始终处于陕煤之上，但自 14 年上市以来，陕煤资产周转率增速（CAGR：6%）高于紫金（CAGR：2%）。20-21 年间，受陕煤现金分红比例快速提升的影响，同期二者间距大幅收窄，截至 23Q3，紫金资产周转率（0.87 次）仅高于陕煤（0.85 次）0.02 次。
- 权益乘数维度，紫金>陕煤：陕煤始终低于紫金，且差距不断拉大（紫金 CAGR：3.1%；陕煤 CAGR：-0.4%）。

图 1：2010 年至今紫金矿业和陕西煤业 ROE 及 PB 时间序列（%；倍，右）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2010 年至今紫金矿业和陕西煤业杜邦三项时间序列（%、次；倍，右）



资料来源：Wind，长江证券研究所

将目光投向本轮周期，延续上轮周期（15Q3-20H1），**陕煤表现优于紫金**，以 25.2% 的中枢水平领先紫金矿业（16.9%）8.3pct；**成长性方面，陕煤击败紫金**，以 13.8% 的中枢抬升水平优于紫金（8.8%）。分析背后原因，一方面或与紫金、陕煤先天禀赋+赛道选择有关；另一方面或与紫金强管理，全球扩张，赌注未来；陕煤借东风，降负分红，聚焦当下的发展模式有关。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/765221012131011114>