

采掘

2017年02月20日

陕西煤业 (601225)

——涅槃重生，秦地黑金耀群星

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2017年02月17日	
收盘价(元)	5.65
一年内最高/最低(元)	7.02/3.99
市净率	1.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	56500
上证指数/深证成指	3202.08/10197.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日	
每股净资产(元)	3.26
资产负债率%	53.82
总股本/流通A股(百万)	10000/10000
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

单击此处输入文字。

相关研究

《陕西煤业(601225)——运输费用拖累上半年业绩，集团资源注入值得期待》
2014/08/26

证券分析师

周泰 A0230516020001
zhoutai@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

孟祥文 A0230115070003
mengxw@swsresearch.com

联系人

孟祥文
(8621)23297818×7410
mengxw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **优质动力煤龙头。**公司拥有煤炭地质储量 158.9 亿吨，可采储量 94.3 亿吨，90%以上的煤炭储量属于优质煤，90%以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质产煤区。在 A 股所有上市公司中，储量、产量排序方面公司仅次于两家央企，位列第三位；公司主要产品原煤热值均在 5000 大卡以上，平均热值第一。除此之外，公司黄陵矿区产品以气煤为主，且具备低硫、高洗出率等特点，属于良好的炼焦配煤，因此很受市场欢迎。
- **矿井规模较大，成本优势明显。**公司 14 座生产矿井平均产能 666 万吨，其中千万吨以上矿井 3 座，500-1000 万吨矿井 4 座。公司人均煤炭年产量 1941 吨，接近全国先进产能全员功效 2000 吨/年的标准。在 A 股上市公司中位列第三，公司 2015 年吨煤生产成本仅 188 元/吨，在国内上市公司中位列第三，远低于其他动力煤企业。
- **供给侧改革使得煤价回升，产业集中度提升带来扩张预期：**2016 年年初开始，供给侧改革稳步快速推进，取得卓有成效的成果，2016 年去产能 3 亿吨左右，预计 2017 年去产能规模 1.5-2 亿吨，煤炭供给过剩的问题基本将于 17 年底彻底解决。在此大背景下，动力煤价格出现触底回升，公司所在地榆林地区动力煤价格 2016 年年底距离年初涨幅高达 87%，使得公司盈利大幅改善。另外随着供给侧改革的推进，预计我国煤炭产能将会向晋陕蒙集中，公司产能仅占有全省产能 20%，未来产能扩张预期强烈。
- **区位优势转变为优势。**物流问题是公司所在的陕西省煤炭市场销售及价格与消费地缩小差距的长期制约因素。但是随着运力的改善，尤其是“蒙西-华中”铁路开通后，以及华中、西南地区的煤炭去产能，公司在该地区有很大市场份额提升空间，公司的区位将会从劣势转为优势。
- **投资建议：**煤炭采掘行业重点监测上市公司 2003 年至今历史平均 PE（剔除掉 2015 年异常值后）为 20.3 倍，而 2017 年、2018 年公司 PE 仅为 8 倍，是当前估值最低的煤炭标的之一。在需求持平前提下，预计 2016 年、2017 年、2018 年公司 EPS 分别为 0.28 元、0.71 元、0.73 元；考虑公司承诺分红率 30% 以上，18 年股息率将高达 3.76%。考虑公司未来资本开支较少，年现金流净流入在 100 亿左右，具备大幅度提高分红率的潜力，届时股息率还将提升，适合价值投资、长期配置。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	32,511	20,305	43,321	64,985	74,924
同比增长率(%)	-20.99	-25.00	33.25	50.01	15.29
净利润(百万元)	-2,989	1,026	2,834	7,113	7,347
同比增长率(%)	-	-	-194.83	150.99	3.29
每股收益(元/股)	-0.30	0.10	0.28	0.71	0.73
毛利率(%)	32.2	43.4	38.3	45.9	44.0
ROE(%)	-9.6	3.1	8.3	17.3	15.2
市盈率	-19		20	8	8

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

投资案件

投资评级与估值

煤炭采掘行业重点监测上市公司 2003 年至今历史平均 PE (剔除掉 2015 年异常值后) 为 20.3 倍, 而 2017 年、2018 年公司 PE 仅为 8 倍, 是当前估值最低的煤炭标的之一。在需求持平前提下, 预计 2016 年、2017 年、2018 年公司 EPS 分别为 0.28 元、0.71 元、0.73 元; 考虑公司承诺分红率 30% 以上, 18 年股息率将高达 3.76%。考虑公司未来资本开支较少, 年现金流净流入在 100 亿左右, 具备大幅度提高分红率的潜力, 届时股息率还将提升, 适合价值投资、长期配置。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

关键假设点

- 1、供给侧改革如期稳步推进。
- 2、动力煤价格高位盘整。

有别于大众的认识

1、**供给侧改革稳步推进, 17 年煤炭供给过剩问题将会解决, 动力煤中长期供需相对平衡。**2016 年年初开始供给侧改革以来, 取得卓有成效成功, 2016 年去产能 3 亿吨左右, 预计 2017 年去产能 1.5-2 亿吨, 因此煤炭供给过剩问题将会彻底解决。动力煤供需环境将中长期保持相对平衡状态, 动力煤价格高位盘整。

2、**公司具备在陕北进行重组当地民企能力。**陕西省省内产能分散, 公司产能只占全省 20%, 公司具备资金、管理、物流等方面优势, 积极与其他企业调研洽谈, 未来具备在省内大规模兼并重组的条件

3、**区位优势转变为优势。**物流问题是长期制约公司所在的陕西省煤炭市场销售及价格与消费地缩小差距的重要制约。但是随着运力的改善, 尤其是“蒙西-华中”铁路开通后, 以及华中、西南地区的煤炭去产能, 公司在该地区有很大市场份额提升空间, 公司的区位就从劣势转为优势。

股价表现的催化剂

供给侧改革继续推进, 17 年一季报业绩超预期。

核心假设风险

经济增速不达预期, 需求出现大幅下滑风险。

目录

1. 优质动力煤龙头	5
1.1 上市最晚的煤炭公司.....	5
1.2 产量全国第三，平均热值全国第一.....	5
1.3 公司矿井规模大、效率高.....	9
2. 供给侧改革使煤价回升，产业集中带来扩张预期	10
2.1 供给侧改革稳步推进，煤炭售价上涨显著.....	10
2.2 受益于供给侧改革，产能向晋陕蒙集中.....	11
2.3 区位优势转变为优势.....	12
3 盈利稳定，估值抬升	14

图表目录

图 1: 陕西煤业股权结构示意图	5
图 2: 陕西煤业矿区分布图.....	6
图 3: 主要煤炭上市公司煤炭可采储量 (单位: 亿吨)	6
图 4: 主要动力煤生产公司 2015 年吨煤成本 (单位: 元/吨)	9
图 5: 2015 年人均煤炭产量 (单位: 吨/人)	10
图 6: 环渤海动力煤价格指数 (单位: 元/吨)	11
图 7: 陕西榆林动力煤价格 (单位元/吨)	11
图 8: 公司分区域销售收入占比.....	13
图 9: 传统华中地区用煤来运输方式---海进江	13
图 10: 蒙西-华中铁路线路图.....	14
图 9: 煤炭开采行业重点监测公司相对 PE 历史平均值	15
表 1: 陕西煤业矿井明细	7
表 2: 两批剥离矿井清单	8
表 3: 公司主要产品与其他动力煤产区比较	8
表 4: 各省去产能规模及比率	11
表 5: 主要动力煤生产企业当前估值.....	15
表 6: 利润表	15

1. 优质动力煤龙头

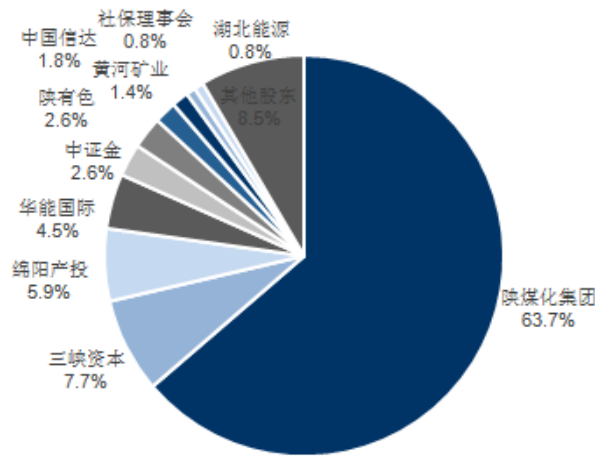
1.1 上市最晚的煤炭公司

陕西煤业股份有限公司是由陕煤化集团以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能公司、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日设立的股份有限公司，并于 2014 年 1 月 28 日在上海证券交易所上市，是近几年来唯一一家上市的煤炭公司。陕西煤业不仅是陕西省唯一一家省属特大型煤炭企业，也是国家确立的陕北大型煤炭基地的两个开发主体之一。

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，主导产品为优质动力煤、化工及冶金用煤，产品主要用于电力、化工及冶金等行业。公司拥有煤炭地质储量 158.9 亿吨，可采储量 94.3 亿吨，90%以上的煤炭储量属于优质煤，90%以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质煤产区。公司第一大股东为陕煤化集团，持有公司 63.69%股份，实际控制人为陕西省国有资产监督管理委员会。

根据上市承诺，公司上市前股东股权锁定期三年，2017 年 1 月 28 日到期后，公司所有股份均为非限售流通股。

图 1：陕西煤业股权结构示意图

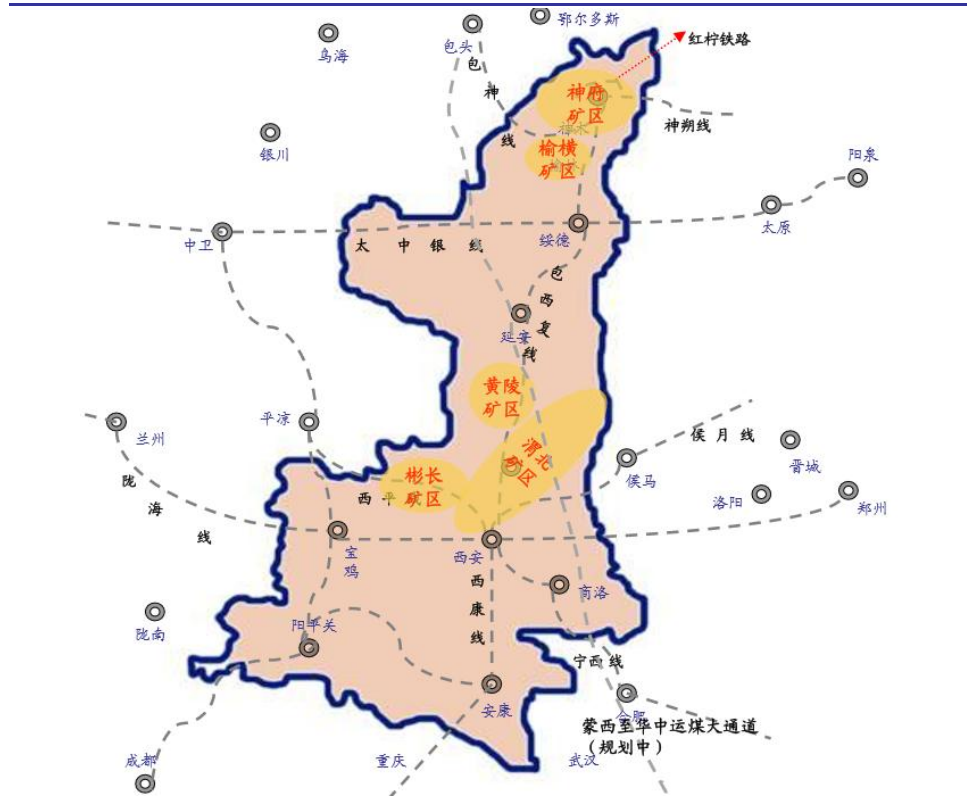


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 产量全国第三，平均热值全国第一

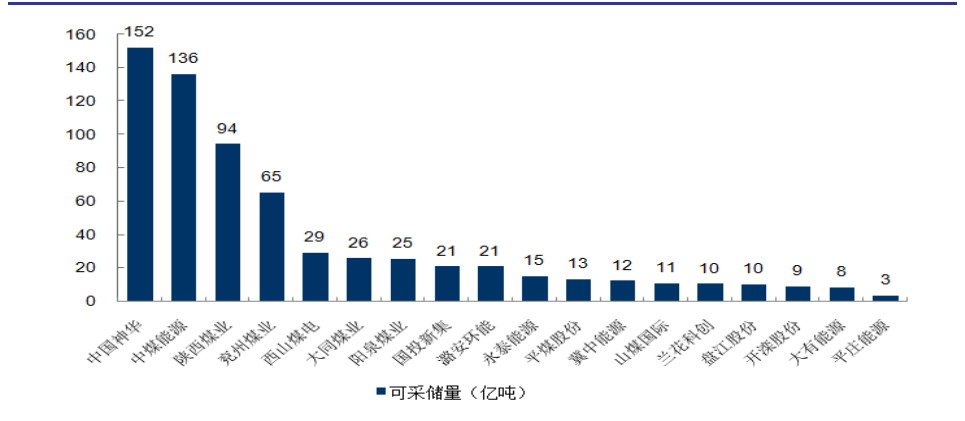
公司主要业务为煤炭开采与洗选。煤炭板块主要有陕北矿区（神府、榆横）、彬黄矿区（彬长、黄陵）、渭北矿区，产能 1.1 亿吨，目前产能 9325 万吨，2015 年。在 A 股所有上市公司中，储量、产量排序方面公司仅次于两家央企位列第三位。

图 2：陕西煤业矿区分布图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：主要煤炭上市公司煤炭可采储量（单位：亿吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司现有生产矿井 14 对，在建矿井一对（小保当煤矿），同时还参股矿井 3 座，并表总产能 9325 万吨，在产权益产能 5892 万吨。小保当煤矿目前建设进度还需约一年的建设周期尚能投产，但由于 16 年 2 月开始的供给侧改革，所有建设矿井停工，未来需要通过减量置换才能获得建设资格。公司目前已经确定减量置换指标，预计 17 年上半年可获得减量置换批复，继续开工建设，18 年上半年建成，届时公司权益产能增加 480 万吨，增幅 8%。

表 1：陕西煤业矿井明细

名称	煤种	热值 (大卡/千克)	股权比例 (%)	产能 (万吨/年)	备注
陕北矿区				5720	
韩家湾	不粘煤	5100	100%	300	
柠条塔	不粘煤	5500	51%	1800	
红柳林	不粘煤	5500	51%	1500	原产能 1800，减量为 1500
张家峁	不粘煤	5200	55%	1000	
文家坡	不粘煤	5400	51%	320	原产能 400，减量为 320，已联合试运转
小保当			60%	800	在建，预计 18 年上半年投产
彬黄矿区				2900	
黄陵一号矿	气煤	5000	100%	600	
黄陵二号矿	弱粘煤	5600	54%	800	
建新煤矿	弱粘煤	5100	51%	400	
大佛寺	不粘煤	5300	90%	600	原产能 900 万吨，减量为 600 万吨。
胡家河	不粘煤	5600	80%	500	
渭北矿区				705	
玉华矿	长焰煤	5200	100%	240	
下石节	长焰煤	5600	100%	185	
陈家山	不粘煤	5200	100%	180	
柴家沟	长焰煤	5400	95%	100	
对外投资矿井（权益法）				1400	
中能榆阳袁大滩			34%	500	在建
建庄煤矿	弱粘煤	5300	40%	500	
孙家岔	长焰煤	5300	30%	400	
榆林神华能源			50%		筹建郭家湾和青龙寺两个煤矿
并表产能				9325	
在产权益产能				5892	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

渭北矿区地质条件、开采条件相对较为复杂，主要为老旧、高瓦斯矿井，受 2012 年后煤炭价格大幅下跌影响，该矿区矿井均亏损较为严重。为解决这一困扰，公司于 2015 年、2016 年分两次将该矿区矿井进行置出，产能下降 1776 万吨/年，目前产能仅余 705 万吨。15 年第一次剥离 5 个矿井，该部分矿井在 15 年前三季度亏损 4.63 亿，预估全年亏损在 7 亿左右。16 年剥离矿井在 15 年亏损 21 亿元，两项合计 15 年年化亏损 28 亿元左右，是公司 2015 年报表亏损主要原因。剥离这些矿井为未来公司轻装上阵奠定了基础。

表 2：两批剥离矿井清单

矿井名称	产能（万吨）
15年12月剥离矿井	
金华山	150
下峪口	130
桑树坪	165
象山	240
王村矿	210
朱家河	180
2016年4月剥离矿井	
鸭口	90
徐家沟	90
王村矿斜井	150
王石凹煤矿	120
蒲白白水矿	90
合计	1615

资料来源：申万宏源研究

陕北、彬黄矿区是全国最优质的动力煤及炼焦配煤基地。公司主要产品原煤热值均在 5000 大卡以上，经过简单洗选后，热值更高。尤其是陕北榆林地商品煤热值均在 6000 大卡以上，远高于同样是动力煤的鄂尔多斯矿区、大同矿区。鄂尔多斯普遍热值在 4200 大卡到 5200 大卡之间，因此目前时点鄂尔多斯坑口含税价大多在 200-350 元/吨之间；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。另外，公司黄陵矿区产品以气煤为主，且具备低硫、高洗出率等特点，属于良好的炼焦配煤，因此很受市场欢迎。

得益于优秀的品质，虽然公司地理位置略逊于山西、鄂尔多斯等矿区，但坑口价格却高于对方。

表 3：公司主要产品与其他动力煤产区比较

	矿区	煤种	灰份	挥发份	硫份	发热量	价格 (元/吨)
陕煤主要产地	黄陵	气煤	28	32	0.5	5500	460
	榆林	弱粘煤	15	34	0.9	6000	505
鄂尔多斯主要产地	东胜区	原煤	10	36	1.2	4500	195
	东胜区	原煤	20	35	0.7	5200	340
	准格尔	动力煤	9.41	36.62	0.93	5000	260
大同主要产地	南郊	弱粘煤	10.5	30	0.8	5500	420

资料来源：wind，申万宏源研究

1.3 公司矿井规模大、效率高

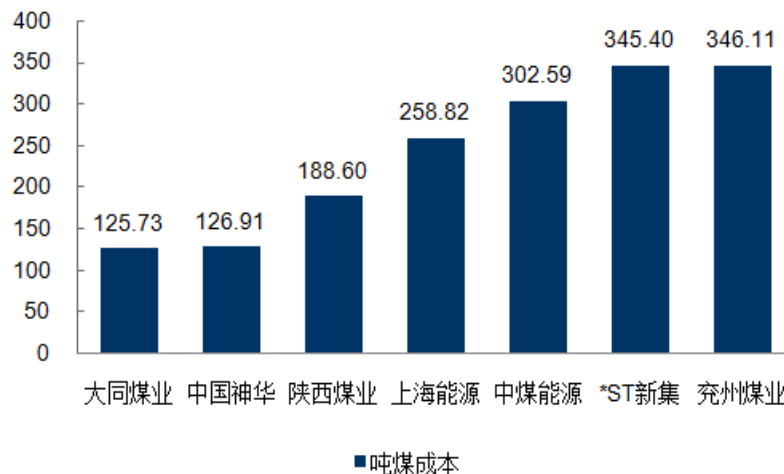
除渭北老矿区 705 万吨产能外，公司其他矿区矿井均为近十年内投产矿井，尤其胡家河、大佛寺均为刚刚投产矿井，普遍存在“单井规模大，生产效率高”的特点。

无企业办社会负担。很多其他老国有煤炭企业经营压力较大，除经营原因外，很大一部分压力来自于企业办社会只能，甚至很多地方出现因煤而建的城镇，出现整个城镇的政府职能如供水电暖、物业管理，甚至公安、医院、学校都由企业负担的情况。由于公司主力矿井较新，所以主产区没有企业办社会的情况。

矿井单井规模大，效率高。14 座生产矿井平均产能 666 万吨/年，其中千万吨以上矿井 3 座，500-1000 万吨矿井 4 座，除渭北矿区有产能 100-240 万吨/年“相对较小矿井”（按国标均属于大型矿井）外，其他产区均为 300 万吨/吨以上特大型矿井。

矿井的规模优势最大体现为成本优势。公司 2015 年吨煤生产成本仅 188 元/吨，2016 年由于减员增效及成本控制得当，预计成本将比 2015 年有所下降，未来整体保持平稳。公司吨煤成本在国内上市公司中位列第三，远低于其他动力煤企业。

图 4：主要动力煤生产公司 2015 年吨煤成本（单位：元/吨）

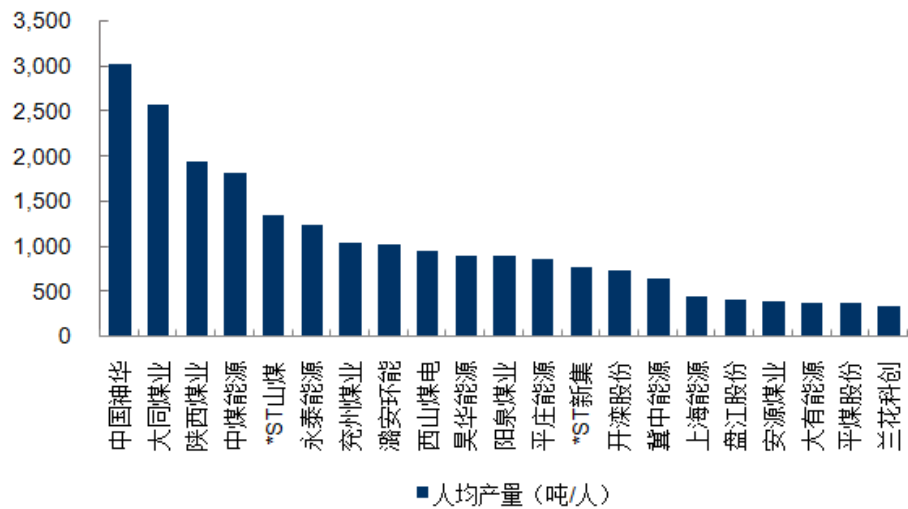


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司矿井由于地质条件好，建设较晚，所以总体建设标准极高，公司矿井中陈家山、下石节、玉华、柴家沟、建新、大佛寺、胡家河等七座矿井属于一级安全质量标准矿井，其余七座也均属于先进产能。因此，公司去年产量并没有因 276 工作日影响而大幅下降，也保证了 2017 年公司产量的稳定。

人员负担轻，人均能效高。2015 年年报显示，公司在职工人数 56694 人，公司人均年产量 1941 吨，接近全国先进产能全员功效 2000 吨/年的标准。在 A 股上市公司中位列第三。由于 16 年 4 月又进行了一批落后矿井的剥离，预计公司职工人数将下降到 4 万人以内，人均能效还有较大幅度的提升，超过先进产能全员功效。

图 5：2015 年人均煤炭产量（单位：吨/人）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 供给侧改革使煤价回升，产业集中带来扩张预期

2.1 供给侧改革稳步推进，煤炭售价上涨显著

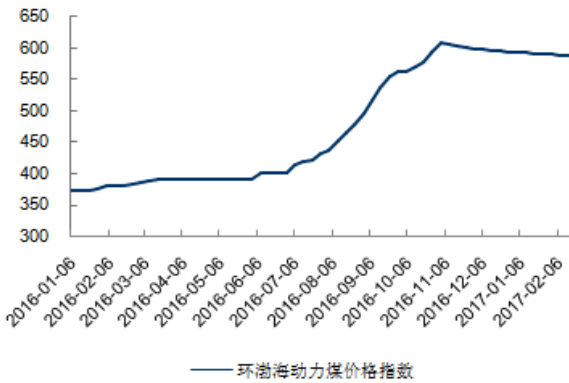
煤炭行业在经历了 2012-2015 年的产能严重过剩、价格持续下行的萧条期后，在 2016 年初迎来了供给侧改革。

2016 年初，我国总产能 42 亿吨，其中合法产能 35.65 亿吨，其他为超产产能。我国每年国内需求约 35 亿吨，产能过剩 5 亿吨。因此在 2016 年国务院发布的国发 7 号文中明确提出，在未来五年内去产能 5 亿吨，减量置换 5 亿吨。

本轮煤炭供给侧改革不同于以往的行政一刀切，而是以企业自愿关停亏损多、资源少的矿井，同时政府给予人员安置补贴的形式进行。此举切中了企业命脉，所以进展十分顺利。煤炭企业经历数年亏损，有很强动力进行去除最差矿井，断臂求生的意愿强烈，甚至有限长期严重亏损的企业存在破产的想法。但是由于我国煤炭产能中 70% 以上集中于国有企业，矿井关停与否除了考虑是否盈利外，还要顾及人员安置。人员如果不得到有效安置，去产能将无法进行，只能依靠输血残喘。中央政府发现了企业之前的顾虑，成立专项资金 1000 亿元用于人员安置，企业顾虑打消，去产能积极性加强。在 2016 年 5 月各地上报去产能方案时，企业意愿极强，上报总去产能目标加总为 8 亿吨，比政府之前规划多 3 亿吨。此后经历 2016 年去产能 3 亿吨左右，预计 2017 年去产能规模 1.5-2 亿吨，煤炭供给过剩的问题将于今年底彻底解决。

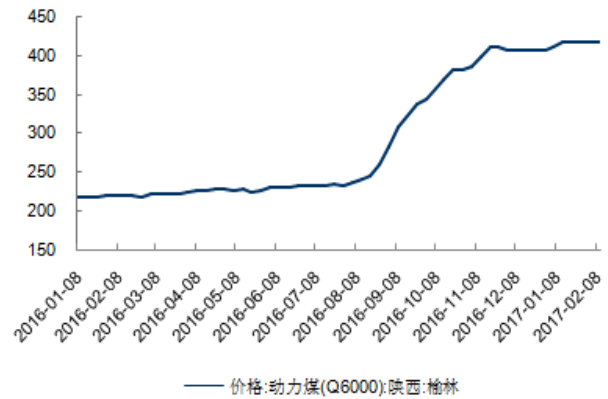
在此大背景下，动力煤价格出现触底回升，到 2016 年底，秦皇岛 5500 大卡动力煤已经站上 600 元以上。公司所在地榆林地区动力煤价格由年初 218 元/吨，涨至年底高达 407 元/吨，涨幅 87%

图 6: 环渤海动力煤价格指数 (单位: 元/吨)



资料来源: 秦皇岛煤炭网, 申万宏源研究

图 7: 陕西榆林动力煤价格 (单位元/吨)



资料来源: 陕西煤炭交易中心, 申万宏源研究

2.2 受益于供给侧改革, 产能向晋陕蒙集中

由于此轮去产能并不是“一刀切”的去化, 而是根据盈利状况和剩余资源量等情况由企业自身进行选择。所以综合来看, 具备资源优势和成本优势的晋陕蒙三省份去产能比例较低, 其他区域去产能比例较高。同时, 这三个主产省未来通过减量置换还将有一些少量产能投放, 未来产能集中度将进一步提升。

通过此轮去产能, 晋陕蒙三省区占全国产能的比重将从 2016 年初的 58% 提升到 67%, 如果考虑大约还有 2 亿吨产能通过减量置换进行投产, 被置换指标中约一半来自于其他省区, 那么到 2020 年, 三省区产能占比将达到 70% 以上。

表 4: 各省去产能规模及比率

	总产能 (万吨)	去产能规模 (万吨)	去产能比例
新疆	5741	500	9%
内蒙古	77974	6955	9%
山西	92435	9000	10%
陕西	39465	5000	13%
宁夏	8685	1119	13%
甘肃	5457	991	18%
辽宁	5670	1400	25%
河南	17737	5000	28%
吉林	3705	1100	30%
安徽	16149	5000	31%
云南	7366	2400	33%
山东	16480	6460	39%
四川	7529	3000	40%
贵州	16583	7000	42%
广西	691	300	43%
黑龙江	10505	5000	48%

青海	777	400	51%
江西	2558	1355	53%
河北	8862	5103	58%
福建	1236	750	61%
湖南	3219	2000	62%
江苏	1837	1182	64%
重庆	3192	2100	66%
新疆建设兵团	1274	1000	78%
湖北	906	792	87%
北京	520	520	100%

资料来源：能源局，各省去产能公告，申万宏源研究

公司是陕西境内唯一大型煤炭公司，将最大程度的受益于产能集中过程。同时，公司联合试运转的文家坡矿井及在建小保当矿井通过减量置换实现未来投产，公司所属陕煤化集团也有少量矿井将通过减量置换进行建设投产，公司将成为少数未来产量有内生性增长的煤炭上市公司。

公司具备在陕北进行重组当地民企能力。陕西省省内产能分散，公司产能只占全省 20%，其他除少量归神华外，大多归当地中型民营企业所有。过去几年行业持续盈利不佳，陕西当地其他企业，尤其是民营企业普遍存在负债率高、利息压力成本较大的问题。陕西省民营煤炭企业利息压力高于其他区域一个重要原因是建矿相对于陕西等地较晚，获得资源成本高、建设成本高，同时投产后不久就赶上此轮价格下调，经营压力远大于其他区域。2016 年下半年以来，行业虽然好转，盈利能力提升，但这些企业依然面临融资难的问题。在当地，民营矿井甚至将高成本民间融资当做主要融资工具。公司具备资金、管理、物流等方面优势，积极与其他企业调研洽谈，未来具备在省内大规模兼并重组的条件。

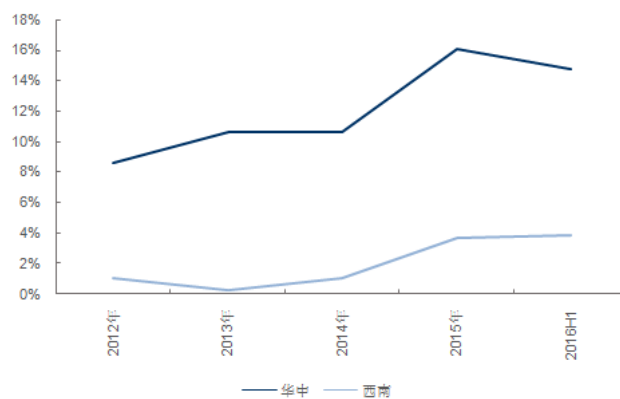
2.3 区位优势转变为优势

物流问题是长期制约公司所在的陕西省煤炭销售市场、价格与消费地缩小差距的重要因素。铁路物流必须改东进为南向。传统“三西地区（山西、陕西、内蒙古西部）”煤炭流向均是通过铁路自西向东抵达港口河北、山东等消费市场。由于公司煤炭产区位于内蒙古、山西主产区的西南方，向西运输要进过山西、内蒙古的煤炭主产区，公司同等质量煤炭的坑口价必然要低于山西内蒙古的坑口价才可以实现销售；且现有主要运力主要装车点均位于山西、内蒙古境内，所以出现陕北煤炭汽运到山西再装运火车的情况，该情况一方面受制于公路运力和高成本，另一方面这些铁路线路在山西、内蒙古境内货源较多，运力也较为紧张，因此公司煤炭的外送能力也相对有限。

为解决运力问题，公司也想了一些应对措施。比如 2008 年公司与中国神华成立合资公司榆林神华能源（公司占有 49.9% 股权），目的是每年将 1000 万吨以上陕北煤炭通过该公司利用神华的铁路进行销售，效果较好，但也存在销售量难以继续大幅度提高的瓶颈。

华中、西南是全国煤炭短缺最严重区域。从全国煤炭布局来看，华中区域是全国煤炭最为短缺，煤炭价格最高的区域。华东、华中是全国经济较为发达区域，也是当地煤炭较为短缺的区域。华东地区通过海运基本可以解决煤炭供给缺口。华中地区的供给缺口除依靠周边省份外，主要通过“海进江”（“海进江”是指先将西部煤炭运往华北港口，再通过海运到华东港口，再换小船逆沿长江而上，路径上相当于在中国地图上画了一个半圆）的方式进行运输。因此，“海进江”的运输方式存在运距长、物流成本高等缺陷，尤其遇到极端天气如08年南方雪灾，就会造成华中区域煤炭供应严重困难。近年来，由于东部沿海一些高耗能产业向华中、西南转移，将加大这一区域能源紧张局面。因此，公司近几年加大了向西南、华中的销售，这两个区域销售收入占公司总收入的比重持续小幅上升。

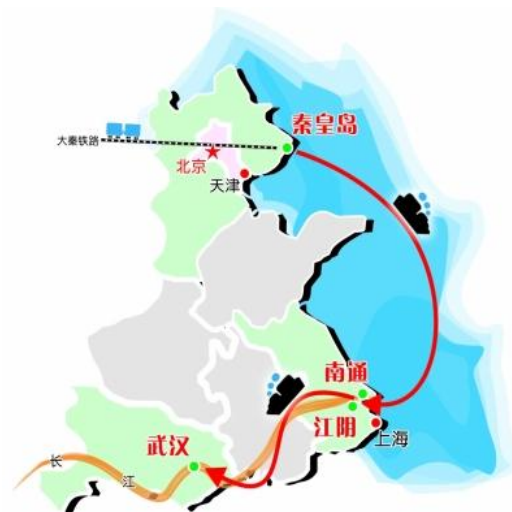
图 8：公司分区域销售收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

同时，此轮去产能中，华中的湖北、湖南、江西等省以及西南的重庆、四川去产能比重极高，加剧这些区域煤炭供应紧张局势。因此，这一区域成为全国煤炭价格最高的区域。陕西煤炭距离川渝、两湖的直线距离比晋蒙两省区更加近，尤其是黄陵、彬长区域即使通过汽运到达川渝、两湖都具备价格优势。陕西煤业的区位因此从劣势转为优势。

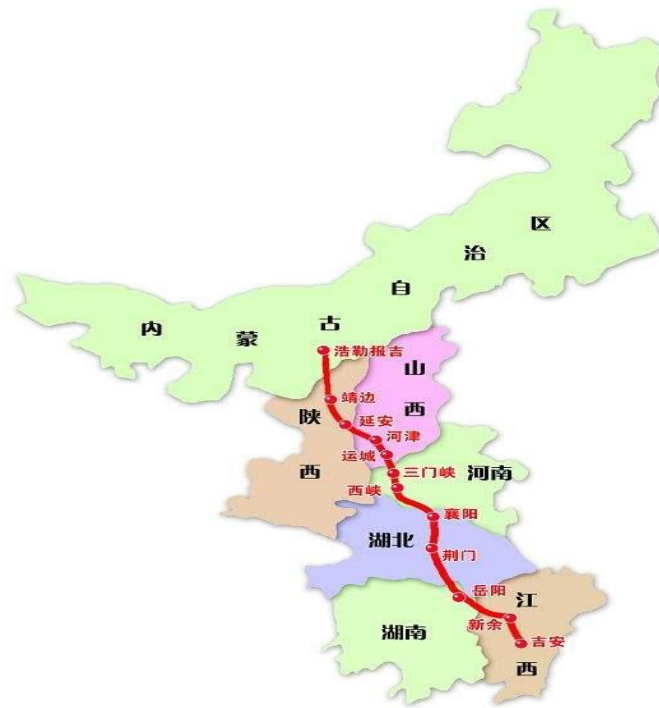
图 9：传统华中地区用煤来运输方式---海进江



资料来源：公司公告，申万宏源研究

为解决华中煤炭紧缺的问题，国家规划了“蒙西-华中”铁路（简称“蒙华铁路”），蒙华铁路全长 1837 公里，预计将于 2020 年建成通车。该铁路贯穿公司主要煤炭产区，拉近了公司到华中地区的距离，使公司煤炭到两湖地区比走海进江节省运费 150 元以上，且对公司及集团新建产能的释放起到积极作用。等到铁路贯通，公司在西南、华中区域的销售优势无人能及，公司的在这两个区域的销售量将显著提高。

图 10：蒙西-华中铁路线路图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3 盈利稳定，估值抬升

未来几年，煤炭行业供需结构逐步改善，动力煤价格将保持高位盘整状态。2018 年后，公司还有小保当等新矿投产增加产量，是 A 股少有的产量尚能增加的煤炭公司。

煤炭产业集中度的提升也将带来盈利空间的改善和价值的重估。产业集中度提升，竞争乱象消除，尤其是促使过去亏损生产、甚至现金流亏损仍旧生产的僵尸企业退出，行业的价格中枢将显著上移，全行业全面亏损的局面将不复存在。在这种供需格局下，新进入者门槛极高，几乎成为不可能，公司作为优质动力煤龙头的价值将进行重估，必然迎来估值的提升。

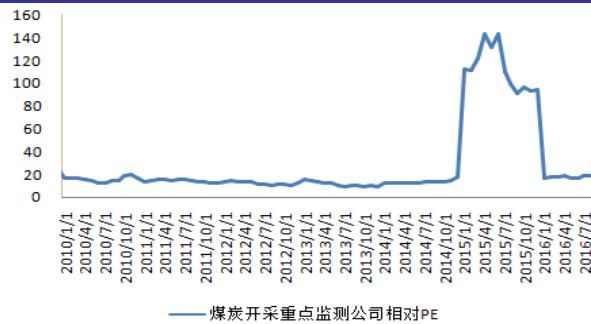
煤炭采掘行业重点监测上市公司 2003 年至今历史平均 PE(剔除掉 2015 年异常值后)为 20.3 倍，而 2017 年、2018 年公司 PE 仅为 8 倍，是当前估值最低的煤炭标的之一。在需求持平前提下，预计 2016 年、2017 年、2018 年公司 EPS 分别为 0.28 元、0.71 元、0.73 元；考虑公司承诺分红率 30% 以上，18 年股息率将高达 3.76%。考虑公司未来资本开支较少，年现金流净流入在 100 亿左右，具备大幅度提高分红率的潜力，届时股息率还将提升，适合价值投资、长期配置。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 5：主要动力煤生产企业当前估值

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)
601898.SH	中煤能源	2,050
600188.SH	兖州煤业	108
601918.SH	*ST 新集	51
600546.SH	*ST 山煤	-3
601001.SH	大同煤业	-27

资料来源：申万宏源研究

图 11：煤炭开采行业重点监测公司相对 PE 历史平均值



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：利润表

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	43,219	41,150	32,511	43,321	64,985	74,924
二、营业总成本	36,438	38,174	34,090	38,841	53,603	63,528
其中：营业成本	28,773	26,938	22,041	26,720	35,160	41,990
营业税金及附加	771	782	1,190	1,213	2,339	2,847
销售费用	1,662	5,166	5,656	6,065	9,098	10,489
管理费用	4,415	4,274	4,178	4,419	6,499	7,642
财务费用	749	639	812	425	507	559
资产减值损失	68	377	212	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	767	609	432	0	0	0
三、营业利润	7,547	3,585	(1,147)	4,480	11,382	11,396
加：营业外收入	71	50	170	81	43	89
减：营业外支出	150	117	623	295	459	286
四、利润总额	7,469	3,518	(1,600)	4,267	10,966	11,199
减：所得税	1,199	706	750	768	1,963	2,016
五、净利润	6,270	2,812	(2,350)	3,499	9,003	9,183
少数股东损益	2,784	1,861	638	665	1,891	1,837
归属于母公司所有者的净利润	3,486	951	(2,989)	2,834	7,113	7,347
六、基本每股收益	0.39	0.10	(0.30)	0.28	0.71	0.73
全面摊薄每股收益	0.35	0.10	(0.30)	0.28	0.71	0.73

资料来源：申万宏源研究

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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。