

强烈推荐-A (维持)

陕西煤业 601225.SH

当前股价: 6.3 元

2017 年 06 月 11 日

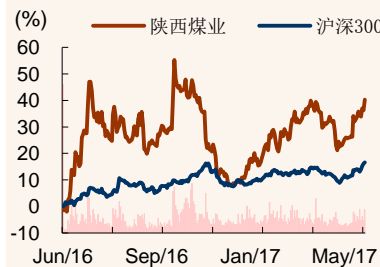
盈利能力傲视同行, 严重低估有望修复

基础数据

上证综指	3158
总股本(万股)	1000000
已上市流通股(万股)	1000000
总市值(亿元)	630
流通市值(亿元)	630
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	14.6
资产负债率	50.8%
主要股东	陕西煤业化工集团有
主要股东持股比例	63.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	16	41
相对表现	9	13	28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《陕西煤业(601225)一受益煤价复苏, 业绩大幅增长》2017-04-11
- 2、《陕西煤业(601225)一高弹性动力煤标的, 盈利能力行业领先》2017-03-15
- 3、《陕西煤业(601225)一剥离亏损矿井, 扭亏为盈可持续》2016-08-29

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁

021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理

刘晓飞

021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

陕煤是 A 股盈利能力最强的煤企之一, 公司专注于煤炭资产运营; 得益于陕北得天独厚的赋存优势, 公司资源储备丰富, 人员负担轻, 成本行业领先, 盈利傲视同行; 当前港口煤价和期货价格都已经企稳反弹, 煤价再度强势上行将直接打破此前悲观预期, 目前正是市场预期差最大的时候; 预计 2017 年 EPS 为 0.91 元/股, P/E 估值仅 6 倍多, 公司价值严重低估, 给予“强烈推荐-A”评级。

□ **陕西核心煤企, 预计未来三年保持 5%左右的权益产量增长。**公司控股股东为陕煤化集团, 是陕西仅次于延长石油集团的第二大省属国企, 地位显著。公司所处的黄陇和陕北基地都是国家规划的未来产量还有增长的区域, 同时陕煤也是陕西省政府确定的神府南区唯一开发主体。未来全国煤炭总量基本平稳, 而公司仍能保持 5%左右的增长。陕煤目前控股 15 对矿井, 产能 10105 万吨 2017-2019 年公司煤炭产量(含参股矿井)分别为 11005 万吨、11605 万吨、12305 万吨, 其中权益产量分别为 6842 万吨、7140 万吨、7508 万吨, 同比分别增长 5.7%、4.4%、5.2%。

□ **成本优势显著, 盈利能力傲视同行。**公司所处区域资源储备丰富、埋藏浅、地质构造简单、生产成本低, 2016 年公司煤炭销售成本在 109 元/吨, 完全成本 172 元/吨, 和行业龙头中国神华基本持平, 公司成本管控力度强, 社会负担轻, 预计未来三年公司自产煤完全成本可控制在 180 元/吨附近。假定秦港 Q5500 全年均价在 600 元/吨, 预计公司自产煤综合售价 336 元/吨, 吨煤净利 133 元, 测算 2017-2019 年煤炭板块净利分别为 91 亿、91 亿、93 亿。如果秦港 Q5500 均价维持一季度的 620 元/吨, 则今年归母净利有望破百亿。

□ **盈利预测与投资评级:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.91/0.92/0.93, 目前 P/E 估值仅 6 倍多, 公司价值严重低估; 煤炭行业目前构筑三重底(现货价格见底、期货价格见底、煤炭股估值见底), 同时行业迎来 4 重催化剂, 悲观预期将得到修正, 煤价再度走强将带动煤企 EPS 和估值水平上行, 建议抄底煤炭股, 重点配置严重低估值纯正动力煤标的陕西煤业, 给予“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示:** 小非可能减持冲击短期股价。宏观经济下行超预期,

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	32511	33132	49035	49525	50021
同比增长	-21%	2%	48%	1%	1%
营业利润(百万元)	(1147)	5120	15650	15819	16002
同比增长	-132%	-546%	206%	1%	1%
净利润(百万元)	(2989)	2755	9120	9218	9324
同比增长	-414%	-192%	231%	1%	1%
每股收益(元)	(0.30)	0.28	0.91	0.92	0.93
PE	-21.1	22.9	6.9	6.8	6.8
PB	2.0	1.8	1.4	1.3	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、陕西核心煤企，未来三年产量年度增速 5%.....	4
1、历史沿革：省属核心企业，地位显著	4
2、矿区分布：地处中国优质动力煤核心产区	5
3、手握亿吨高效产能，资源储备丰富	6
4、产销量：预计 2017 年权益产销量 6842 万吨	7
二、成本优势显著，盈利能力傲视同行	10
1、成本：地质构造简单，成本行业领先	10
2、盈利测算：煤价高位震荡，归母净利有望突破 90 亿	11
三、投资策略：抄底煤炭股，重配陕煤	14

图表目录

表 1：陕煤矿井明细	7
表 2：陕煤资源储备丰富	7
表 3：陕煤历年煤炭产销量	8
表 4：贸易煤对业绩影响较小	8
表 5：陕煤产量预测	9
表 6：陕煤吨煤专项费用仅 23 元/吨	10
表 7：陕煤员工总数不到 3 万	10
表 8：陕煤人均薪酬高达 18 万	11
表 9：陕煤成本分拆	11
表 10：煤炭板块盈利预测	12
表 11：陕煤盈利弹性测算	13
附：财务预测表	15
图 1 陕西煤业组织结构	4
图 2 陕煤煤炭资源分布图	5
图 3 中国 14 个煤炭基地分布图	6
图 4 十三五煤炭物流规划图	6
图 5 陕煤自产煤售价走势和秦港动煤基本一致	12
图 6 港口价格已经企稳反弹	12

图 7 先行指标沿海运费指数抬头向上..... 12

图 8 煤炭现货触底反弹 14

图 9 动力煤期货触底反弹..... 14



一、陕西核心煤企，未来三年产量年度增速 5%

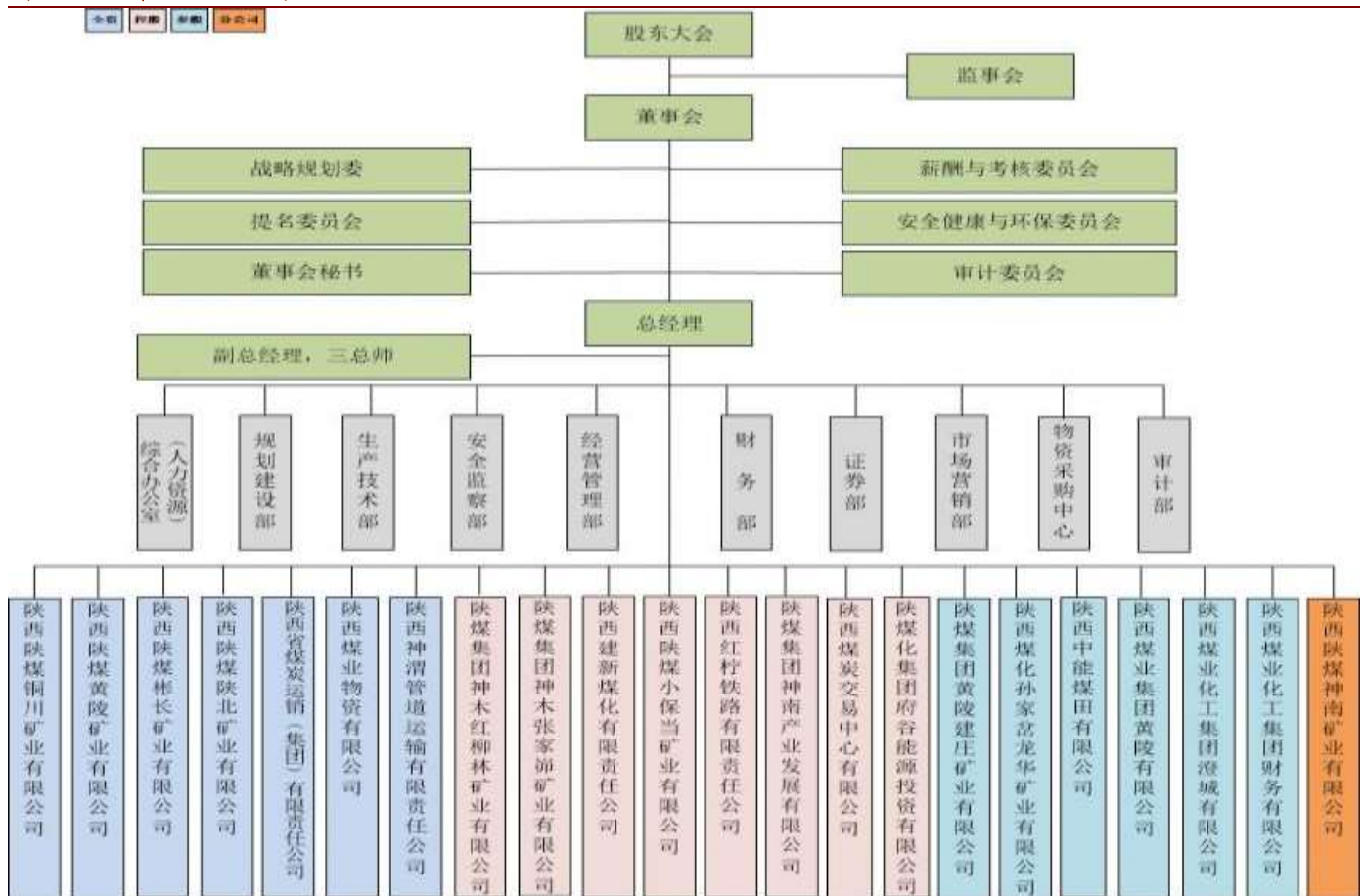
1、历史沿革：省属核心企业，地位显著

陕西煤业是陕西煤业化工集团公司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。2014 年 1 月 28 日，陕西煤业在上海证券交易所挂牌上市，发行股票 10 亿股，募集资金 40 亿元，发行完成后，公司总股本为 100 亿。公司控股股东为陕西煤业化工集团，是集团旗下唯一的上市平台，实际控制人为陕西省国资委，是陕西仅次于延长石油集团的第二大省属国企，战略地位显著。

公司在煤炭行业里属于成立较晚、上市较晚的企业，人员等社会负担显著低于同行，矿井几乎都是现代化大矿井，效率高盈利能力强。另外，陕煤作为陕西省的煤炭资产整合平台，未来有望获得政策倾斜，在煤炭领域继续扩张；**陕西省政府已明确将陕煤集团作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体**，根据勘探神府南区拥有的煤炭资源储量达 300~400 亿吨，随着未来对神府南区的进一步勘探和开采，公司的资源储备将大幅增加，为公司长远发展打下坚实基础。

目前陕西省内共有各类煤矿产能约 7.4 亿吨，其中央企 1.3 亿吨、省属煤矿 2.7 亿吨、地方煤矿 3.4 亿吨。陕西煤业产能 1 亿吨，占全省产能比例为 14%。

图 1 陕西煤业组织结构

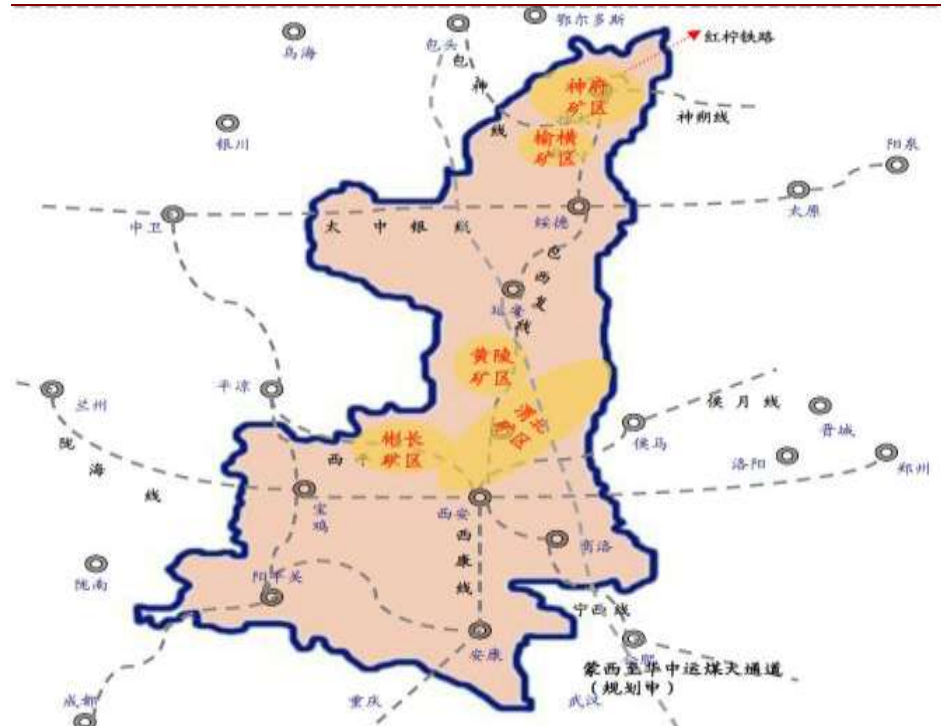


资料来源: wind、招商证券

2、矿区分布：地处中国优质动力煤核心产区

公司煤矿全部在陕西省境内，集中在黄陇和陕北煤炭基地，下辖神府、榆横、黄陵、彬长、渭北五大矿区，其中渭北属于老矿区，社会负担重，盈利能力较弱，近两年公司陆续将渭北老矿剥离给了集团，上市公司层面留下的主要是现代化大矿井，平均单矿产能达到 670 万吨，远远领先同行。

图 2 陕煤煤炭资源分布图



资料来源：wind、招商证券

从煤炭行业长远发展的角度来看，公司所处的黄陇和陕北基地都是国家规划的未来产量还有增长的区域，该区域资源储备丰富、煤质好、煤层埋藏浅、地质构造简单、生产成本低，适宜建设特大型现代化矿井。在全国煤炭总量基本平稳的背景下，行业无增长，但公司存在结构性的增长机会。

煤炭行业十三五规划对生产开发的布局规划：

- 加快大型煤炭基地外煤矿关闭；
- 降低鲁西、冀中、河南、两淮大型煤炭基地生产规模；
- 控制蒙东（东北）、晋北、晋中、晋东、云贵、宁东大型煤炭基地生产规模；
- 有序推进陕北、神东、黄陇、新疆大型煤炭基地建设。

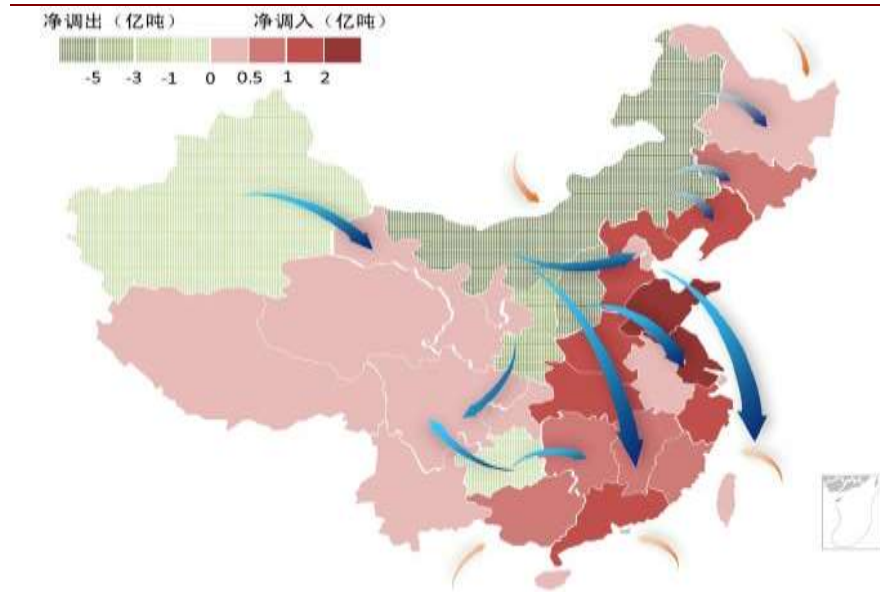
总的来说，14 个大型煤炭基地中，4 个产量压缩，6 个产量持平，4 个产量增长。规划到 2020 年陕北基地产量 2.6 亿吨、神东基地 9 亿吨、黄陇基地 1.6 亿吨、新疆基地 2.5 亿吨。新疆基地地处边陲，运输成本太高，很难内调，以区内转化为主，市场相对独立，未来 4 大基地压缩出来的煤炭市场份额将不断向神东、陕北、黄陇基地倾斜，陕煤作为陕西最大的省属煤企，未来将优先享受增长红利。

图 3 中国 14 个煤炭基地分布图



资料来源: wind、招商证券

图 4 十三五煤炭物流规划图



资料来源: 煤炭行业十三五规划、招商证券

3、手握亿吨高效产能，资源储备丰富

陕煤目前共控股 15 对矿井，产能 10105 万吨，其中先进产能矿井 7 对，占总产能 69%，达到一级安全质量标准矿井 13 对，占总产能近 90%。目前生产矿井 14 对，核定产能 9305 万吨，其中权益部分 6078 万吨，在建矿井 1 对，小保当矿，设计一期生产能力 1500 万吨，目前地下部分已经基本完工，预计 2018 年能够投产，但由于减量置换政策的影响，预计只能申请到 800 万吨的核定产能，如果国内煤价高企，有关部门希望释放产量保障供应，则有望完全释放产能。此外陕煤还参股了 4 对矿井，设计产能 2000 万吨，权益部分 839 万吨，都是大型高效矿井，盈利能力比肩控股煤矿。

表 1: 陕煤矿井明细

矿区	煤矿	煤种	权益占比	核定产能	权益产能	状态
神府矿区	韩家湾矿	不粘煤、长焰煤	100%	400	400	在产
神府矿区	柠条塔矿	不粘煤、长焰煤	51%	1500	765	在产
神府矿区	张家峁矿	不粘煤、长焰煤	55%	1000	550	在产
神府矿区	红柳林矿	不粘煤、长焰煤	51%	1800	918	在产
黄陵矿区	黄陵一号	弱粘煤	100%	600	600	在产
黄陵矿区	黄陵二号	弱粘煤	54%	800	432	在产
彬长矿区	大佛寺矿	不粘煤	100%	800	800	在产
彬长矿区	胡家河矿	不粘煤	80%	500	400	在产
彬长矿区	文家坡矿	不粘煤	51%	400	204	在产
渭北矿区	建新煤矿	弱粘煤、长焰煤	51%	400	204	在产
渭北矿区	建庄煤矿	弱粘煤、气煤	40%	500	200	在产
渭北矿区	下石节煤矿	不粘煤	100%	185	185	在产
渭北矿区	玉华煤矿	不粘煤	100%	240	240	在产
渭北矿区	陈家山煤矿	不粘煤	100%	180	180	在产
神府矿区	小保当矿	不粘煤、长焰煤	60%	800	480	在建
	在产小计		65%	9305	6078	
	在建小计		60%	800	480	
	总计		65%	10105	6558	
	参股矿					
神府矿区	龙华煤矿	不粘煤、长焰煤	30%	400	120	在产
神府矿区	郭家湾矿	不粘煤	50%	800	399	在产
神府矿区	青龙寺矿	不粘煤	50%	300	150	试运转
中能煤田	袁大滩矿	不粘煤、长焰煤	34%	500	170	在建
	小计			2000	839	

资料来源: wind、招商证券

资源储备方面,公司煤炭资源储备优势明显。截至 2016 年底,按照中国矿业统计标准,公司拥有煤炭地质储量 163.5 亿吨,可采储量 109.6 亿吨,资源储备仅次于行业龙头中国神华,远高于行业平均 31 亿吨的资源储备均值。公司煤炭资源品质优良,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(高发热量、低硫、低磷、低灰)的特点,煤炭平均发热量达到 5300 大卡,是优质的环保动力、冶金及化工用煤。

表 2: 陕煤资源储备丰富

单位: 亿吨	资源储量	可采储量
渭北矿区	4.7	2.9
彬黄地区	38.0	26.7
陕北矿区	120.8	80.0
合计	163.5	109.6

资料来源: wind、招商证券

4、产销量: 预计 2017 年权益产销量 6842 万吨

公司矿井都是动力煤矿,目前主要在陕北和黄陇基地,原煤本身品质就很好,加上矿区缺水,公司煤炭销售以原煤为主,少量洗选,因此原煤产量就可以视为自产煤销量。2016 年公司原煤产量 9205 万吨,自产煤销量 9015 万吨,产销基本平衡。

表 3: 陕煤历年煤炭产销量

产量: 万吨	2012	2013	2014	2015	2016
渭北矿区	2299	2266	2177	2048	1113
彬黄矿区	2791	3255	3128	3109	2858
陕北矿区	5570	6128	6219	5845	5234
合计	10660	11649	11524	11002	9205
自产煤销量	9224	9804	9902	9695	9015
产销率	87%	84%	86%	88%	98%

资料来源: wind、招商证券

自产煤以外, 公司充分利用自身区位优势和客户优势开展煤炭贸易, 2016 年公司煤炭贸易量 3426 万吨, 同比下降 12%。煤炭贸易业务由于售价和采购价格都随着市场价格波动, 盈利空间较小, 毛利率一般只有 5% 左右, 对业绩贡献较小, 但有一个好处, 就是可以提前为在建矿井开拓并锁定客户。

表 4: 贸易煤对业绩影响较小

单位: 万吨、元/吨	2013	2014	2015	2016
贸易煤销量	3363	3563	3880	3426
贸易煤综合售价	408	353	250	261
贸易煤采购成本		337	234	228
贸易煤毛利		17	16	33
毛利率		5%	6%	13%

资料来源: wind、招商证券 注: 2016 年煤价单边上行, 贸易煤低进高出, 毛利率自然高于前两年。

展望未来, 公司目前控股的在建矿只有小保当, 预计明年能够进入试运转, 小保当是按照 1500 万吨建设的, 但是短期能够申请下来的核定产能预计只有 800 万吨; 参股的在建矿青龙寺 (300 万吨, 中国神华控股) 已经进入联合试运转, 参股的袁大滩矿 (500 万吨) 首采工作面巷道掘进工作已经完工, 目前正在全力建设, 预计 2019 年能够正式投产。我们据此推算 2017-2019 年公司煤炭产量 (含参股矿井) 分别为 11005 万吨、11605 万吨、12305 万吨, 其中权益产量分别为 6842 万吨、7140 万吨、7508 万吨, 同比分别增长 5.7%、4.4%、5.2%。

表 5: 陕煤产量预测

单位: 万吨	权益占比	产能	2017E	2018E	2019E
韩家湾矿	100%	400	400	400	400
柠条塔矿	51%	1500	1600	1600	1600
张家峁矿	55%	1000	1000	1000	1000
红柳林矿	51%	1800	1800	1800	1800
黄陵一号	100%	600	600	600	600
黄陵二号	54%	800	800	800	800
大佛寺矿	100%	800	800	800	800
胡家河矿	80%	500	500	500	500
文家坡矿	51%	400	400	400	400
建新煤矿	51%	400	400	400	400
建庄煤矿	40%	500	500	500	500
下石节煤矿	100%	185	185	185	185
玉华煤矿	100%	240	240	240	240
陈家山煤矿	100%	180	180	180	180
小保当矿	60%	800	100	400	900
参股-龙华煤矿	30%	400	400	400	400
参股-郭家湾矿	50%	800	800	800	800
参股-青龙寺矿	50%	300	200	300	300
参股-袁大滩矿	34%	500	100	300	500
合计		12105	11005	11605	12305
权益产量			6842	7140	7508
增速			5.7%	4.4%	5.2%
权益占比			62%	62%	61%

资料来源: wind、招商证券

二、成本优势显著，盈利能力傲视同行

1、成本：地质构造简单，成本行业领先

公司开采成本处于行业领先水平，主要有三方面原因：

1) 矿区地质构造简单，都是大矿，规模效应显著，原材料以及折旧费用低

公司吨煤原材料以及燃料费用长期维持在 22 元/吨的位置，即使是行业龙头中国神华该项费用也在 40 元/吨附近，基本上和露天矿相当；折旧摊销方面，吨煤仅 15 元，龙头中国神华在 20 元/吨附近。

2) 赋存条件好，地质灾害少，瓦斯含量低，维简和安全费用低

根据财政部、国家发展改革委、国家煤炭安全监察局及有关部门的规定，公司按原煤产量每吨 10.5 元提取煤矿维持简单再生产费用，按原煤产量每吨 15-30 元提取生产安全费用；综合下来公司维简安全等专项费用稳定在 23 元/吨，而神华 26、中煤 22、同煤 30、西煤 32、潞安 35、冀中 30、平煤 70，得益于地质构造简单，瓦斯含量低，公司专项费用也处于行业领先地位。

表 6：陕煤吨煤专项费用仅 23 元/吨

专项储备	2014	2015H	2015	2016H	2016
安全费	159951	78566	157230	66881	132460
维简费	76600	34796	69164	32464	58561
其他	146	356	15375	3429	14940
专项储备小计	236697	113717	241769	102774	205961
吨煤安全维简费	24	25	25	23	23

资料来源：wind、招商证券

3) 成立较晚，矿井开采年限较短，机械化程度高，人员负担轻，人工薪酬低

公司 2014 年上市时有 6 万余人，近两年将渭北老矿陆续剥离给集团之后员工人数下降到了 2.8 万人，每千万吨产能对应员工不到 3000 人，远低于行业每千万吨产能 1.2 万人的均值。

表 7：陕煤员工总数不到 3 万

	2013	2014	2015	2016	较 2013 年
生产	50222	51323	46272	21344	-58%
行政	6964	4523	4201	2939	-35%
技术	2766	3449	3324	2273	-34%
销售		1251	1403	1333	7%
财务		685	563	424	-38%
客服	1442			18	
其他专业	1776		931		
员工总人数	63170	61231	56694	28331	-54%

资料来源：wind、招商证券

2016 年公司支付给员工的薪酬总计有 50 亿（含社保公积金等费用），人均薪酬高达 18 万元，高于 2015 年 12 万的水平，同时也远远高于同行，目前煤企人均薪酬普遍在 10 万以下。公司人均薪酬较高得益于渭北老矿区的剥离，公司渭北剥离了约 1500 万吨产

能，但带走了 3 万职工，占此前职工总数的一半。同时，较高的员工薪酬也对员工形成了正向的激励。按照自产煤销量来算，公司 2016 年吨煤人工薪酬仅 25 元（吨煤全部薪酬 56 元），这个在行业内也是处于绝对的低位。

表 8：陕煤人均薪酬高达 18 万

单位：万元	2014	2015	2016
应付职工薪酬本期增加额	752631	703615	501927
员工人数	61231	56694	28331
人均年工资	12	12	18
自产煤产量	11524	11002	9205
自产煤销量	9902	9695	9015
按销量算吨煤全部薪酬	76.0	72.6	55.7

资料来源：wind、招商证券

综合来看，2016 年公司煤炭销售成本在 109 元/吨，完全成本 172 元/吨，和行业龙头中国神华基本持平，甚至略低，在井工矿中成本处于绝对的优势低位。展望未来，公司成本管控力度不会放松，社会负担也轻，煤价反弹下成本迅速反弹的可能性很低，**预计未来三年公司自产煤完全成本可控制在 180 元/吨附近。**

表 9：陕煤成本分拆

成本测算：	2014	2015H	2015	2016H	2016
原材料	17	17	16	17	17
燃料及动力	5	5	5	5	5
职工薪酬	43	38	34	25	25
折旧摊销	23	18	15	15	15
维简及安全费用	24	25	25	23	23
其他	26	22	25	30	25
销售成本	139	125	120	115	109
吨煤毛利	90	64	45	43	113
毛利率	39%	34%	27%	27%	51%
三费及附加	59	68	61	35	62
完全成本	198	193	181	150	172

资料来源：wind、招商证券

2、盈利测算：煤价高位震荡，归母净利有望突破 90 亿

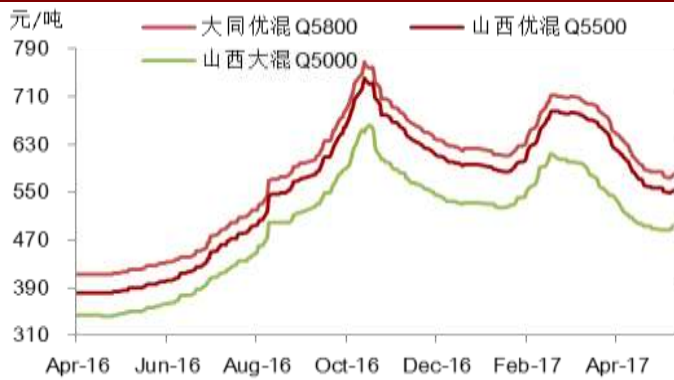
公司煤种全部为动力煤，综合售价走势和秦皇岛 Q5500 基本一致，2016 年秦港 Q5500 均价为 475 元/吨，公司自产煤综合售价 223 元/吨，2017Q1 秦港 Q5500 均价 622 元/吨，测算公司自产煤综合售价在 350-360 元/吨之间，年初至今秦港 Q5500 均价是 616 元/吨，二季度截止目前均价是 609 元/吨，目前现货价格 553 元/吨，较前期有所回落，但已有企稳反弹之势，2017 年全年均价大概率在 600 元/吨以上，据此推算公司自产煤全年综合售价在 336 元/吨附近，较 2016 年大幅增长 50%。

图 5 陕煤自产煤售价走势和秦港动煤基本一致



资料来源: wind、招商证券

图 6 港口价格已经企稳反弹



资料来源: wind、招商证券

图 7 先行指标沿海运费指数抬头向上



资料来源: wind、招商证券

成本方面,我们假设未来三年完全成本控制在 180 元/吨,2017-2019 年权益销量按 6842、7140、7508 万吨计算,预计 2017-2019 年公司煤炭板块净利分别为 90.7 亿、91 亿、92.5 亿,对应 EPS 分别为 0.91/0.91/0.93 元/股,对应当前 6.3 的股价,PE 仅 6 倍多。如果今年秦皇岛均价维持在一季度的 620 元/吨以上,则今年归母净利润有望破百亿。

表 10: 煤炭板块盈利预测

单位: 万吨、元/吨、万元	2016	2017E	2018E	2019E
权益销量-	6473	6842	7140	7508
综合售价	223	336	330	325
销售成本	109	110	110	110
吨煤毛利	113	226	220	215
三费及附加	62	70	70	70
完全成本	172	180	180	180
吨煤利润	51	156	150	145
吨煤净利	43	133	128	123
煤炭板块净利	276476	907249	910337	925349

资料来源: wind、招商证券 注: 权益销量不含贸易煤,但包含参股矿。

表 11: 陕煤盈利弹性测算

秦港 Q5500-元/吨	470	500	535	570	600	625
综合售价-元/吨	201	231	268	315	336	360
完全成本-元/吨	180	180	180	180	180	180
吨煤利润-元/吨	21	51	88	135	156	180
所得税-元/吨	3	8	13	20	23	27
吨煤净利-元/吨	18	43	75	115	133	153
权益销量-万吨	6842	6842	6842	6842	6842	6842
归母净利-万元	122130	296601	511782	785120	907249	1046826
其他净利-万元	10000	10000	10000	10000	10000	10000
归母净利-万元	132130	306601	521782	795120	917249	1056826
股本-万股	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
EPS	0.13	0.31	0.52	0.80	0.92	1.06

资料来源: 招商证券 注: 权益销量不含贸易煤, 但包含参股矿。

三、投资策略：抄底煤炭股，重配陕煤

前期煤炭板块跟随大盘出现明显调整，主要是由于流动性的收紧、煤炭期货现货价格的大幅下行以及投资者对经济预期转差，西煤从 1.9 倍 PB 跌到 1.4 倍 PB，冀中潞安阳泉等高弹性标的 PB 降到接近 1.1 倍 PB，接近历史底部 0.93 倍 PB，当时秦港 Q5500 煤价只有 360 元/吨。我们判断煤炭行业目前就是个短期底部，而且是三重底：现货价格见底、期货价格见底、煤炭股估值见底。

图 8 煤炭现货触底反弹



资料来源：wind、招商证券

图 9 动力煤期货触底反弹



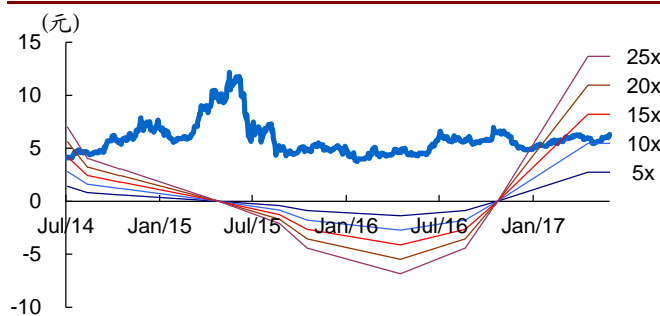
资料来源：wind、招商证券

展望下半年，煤炭行业迎来 4 重催化剂，煤炭板块开启上行走势。

- 1) 国内供给难有增量，4 月原煤产量仅恢复到 2.9 亿吨，限制进口煤反而会带来海外供给收缩，目前月度进口 2500 万吨，有望压缩至 2000 万吨以下；
- 2) 夏季用煤高峰就要到来，需求将有明显增长（10%以上），尤其利好动力煤；
- 3) 金融监管收紧带来的流动性冲击缓解，估值迎来修复空间；
- 4) 煤价的先行指标沿海运费指数已经止跌回升。

盈利预测及评级：我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.91/0.92/0.93，随着小保当和曹家滩投产，公司权益产量还有 5%的年均增速，煤价高位震荡格局下公司将充分享受供改红利；当前港口煤价和期货价格都已经企稳反弹，旺季到来将直接打破此前悲观预期，目前正是市场预期差最大的时候，给以公司“强烈推荐-A”评级，建议积极配置高弹性纯正动力煤标的陕西煤业。

图 8：陕西煤业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：陕西煤业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	17805	23426	31719	45468	58679
现金	4702	9999	12389	25945	38960
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4400	5767	8536	8621	8707
应收款项	5645	4523	6665	6732	6799
其它应收款	273	506	748	756	763
存货	1116	860	988	998	1008
其他	1671	1771	2393	2417	2441
非流动资产	72669	70263	67302	64640	62244
长期股权投资	3036	3388	3388	3388	3388
固定资产	33882	30443	29715	29053	28449
无形资产	21198	21365	19228	17306	15575
其他	14552	15067	14970	14893	14832
资产总计	90474	93689	99022	110108	120923
流动负债	28924	33774	25674	25641	25510
短期借款	7651	6585	4000	3800	3500
应付账款	11482	8944	10756	10863	10972
预收账款	788	1793	2157	2178	2200
其他	9004	16452	8762	8800	8838
长期负债	22277	15347	15367	15667	15667
长期借款	15789	9109	9129	9429	9429
其他	6488	6238	6238	6238	6238
负债合计	51201	49120	41041	41308	41177
股本	10000	10000	10000	10000	10000
资本公积金	7370	7439	7439	7439	7439
留存收益	13809	16928	26048	32530	39089
少数股东权益	8094	10201	14493	18831	23219
归属于母公司所	31179	34367	43487	49969	56528
负债及权益合计	90474	93689	99022	110108	120923

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(889)	8267	14782	17672	17530
净利润	(2989)	2755	9120	9218	9324
折旧摊销	3369	3385	4961	4663	4396
财务费用	1003	515	400	380	350
投资收益	(432)	(526)	(900)	(900)	(900)
营运资金变动	(2765)	614	(3106)	(27)	(27)
其它	925	1523	4307	4338	4388
投资活动现金流	(1855)	(268)	(2000)	(2000)	(2000)
资本支出	(2445)	(2009)	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资	590	1741	0	0	0
筹资活动现金流	1337	(2798)	(10392)	(2116)	(2515)
借款变动	1960	(2684)	(10892)	100	(300)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	21	69	0	0	0
股利分配	(300)	0	0	(2736)	(2765)
其他	(345)	(183)	500	520	550
现金净增加额	(1407)	5200	2390	13556	13015

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	32511	33132	49035	49525	50021
营业成本	22041	18756	22556	22782	23009
营业税金及附加	1190	1538	2452	2476	2501
营业费用	5656	3937	4658	4705	4752
管理费用	4178	3724	4168	4210	4252
财务费用	812	458	400	380	350
资产减值损失	212	123	51	54	54
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	432	526	900	900	900
营业利润	(1147)	5120	15650	15819	16002
营业外收入	170	81	120	120	120
营业外支出	623	76	150	150	150
利润总额	(1600)	5125	15620	15789	15972
所得税	750	746	2208	2233	2261
净利润	(2350)	4380	13412	13556	13712
少数股东损益	638	1625	4292	4338	4388
归属于母公司	(2989)	2755	9120	9218	9324
EPS (元)	(0.30)	0.28	0.91	0.92	0.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-21%	2%	48%	1%	1%
营业利润	-132%	-546%	206%	1%	1%
净利润	-414%	-192%	231%	1%	1%
获利能力					
毛利率	32.2%	43.4%	54.0%	54.0%	54.0%
净利率	-9.2%	8.3%	18.6%	18.6%	18.6%
ROE	-9.6%	8.0%	21.0%	18.4%	16.5%
ROIC	-0.7%	6.8%	19.2%	16.8%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	52.4%	41.4%	37.5%	34.1%
净负债比率	28.0%	25.6%	13.3%	12.0%	10.7%
流动比率	0.6	0.7	1.2	1.8	2.3
速动比率	0.6	0.7	1.2	1.7	2.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
存货周转率	17.5	19.0	24.4	22.9	22.9
应收帐款周转率	6.2	6.5	8.8	7.4	7.4
应付帐款周转率	2.0	1.8	2.3	2.1	2.1
每股资料 (元)					
每股收益	-0.30	0.28	0.91	0.92	0.93
每股经营现金	-0.09	0.83	1.48	1.77	1.75
每股净资产	3.12	3.44	4.35	5.00	5.65
每股股利	0.00	0.00	0.27	0.28	0.28
估值比率					
PE	-21.1	22.9	6.9	6.8	6.8
PB	2.0	1.8	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	61.2	17.9	7.2	7.3	7.3

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。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。