

强烈推荐-A (上调)

大同煤业 601001.SH

目标估值: - 元
当前股价: 7.15 元
2017年08月30日

国改开幕奏响序曲, 资产注入业绩可期

基础数据

上证综指	3364
总股本(万股)	167370
已上市流通股(万股)	167370
总市值(亿元)	120
流通市值(亿元)	120
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	7.1
资产负债率	59.8%
主要股东	大同煤矿集团有限责任公司
主要股东持股比例	57.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	1	-5
相对表现	-0	-10	-21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《大同煤业(601001)一剥离资产扭亏为盈, 资本运作存在空间》2017-05-01
- 2、《大同煤业(601001)一产销量稳定, 煤价深跌致亏损》2015-08-31

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

研究助理

王西典
wangxidian@cmschina.com.cn

山西国改挺进全国“第一方阵”, 各大煤炭集团正加紧推进资产注入相关事宜, 同煤集团更力争走在前列。作为与集团体量差异最大的公司, 大同煤业有望承接集团全部千万吨级优质矿井, 体量迅速扩张, 业绩增厚巨大。测算 2018 年资产注入后公司 EPS 达 0.79 元/股, 对应目前股价仅 9 倍, 给予“强烈推荐-A”评级。

- 拟现金收购塔山矿 21% 权益, 助力公司业绩增厚。塔山矿作为公司核心资产, 每年可稳定贡献产量 2000 万吨以上, 占公司总产量 70% 以上, 盈利能力突出。公司前期因筹划发行股份购买塔山矿股权停牌, 现改用现金收购。若交易成功, 公司持股比例将由 51% 提升至 72%。预计全年塔山矿净利约为 14.6 亿, 收购 21% 股权可增加公司归母净利 3.1 亿元, 对应 EPS 为 0.18 元/股。
- 供改持续推进, 色连矿逐步投产, 量价齐升煤炭业绩大幅改善。目前公司核定产能 1730 万吨/年, 色连矿 (500 万吨/年) 预计于今年 11 月投产, 后年满产后公司产量将接近 3000 万吨。受益于供改推进叠加进口限制, 煤炭供应持续紧平衡, 公司综合售价预计可达 440 元/吨, 大增 21%; 销售成本略微上浮, 完全成本不到 390 元/吨, 处可控范围。假定收购塔山矿 21% 股权在年内完成, 测算未来三年煤炭可贡献归母净利 4.5/5.3/6.1 亿元, 大幅扭亏。公司于今年 4 月交割煤峪口矿整体资产, 预计将产生约 5.2 亿元营业外收入。
- 背靠同煤集团, 千万吨级大矿有望实现整体上市。山西国改目前已挺进全国“第一方阵”, 公司控股股东同煤集团正积极推进资产注入事宜, 且力争走在前列。集团煤炭产能达到 1.6 亿吨/年, 其中多个千万吨级大型矿井已投产, 且盈利能力突出。梳理最有可能实现资产注入的优质矿井共 9 座, 合计产能达到 6200 万吨/年, 约为目前公司体量的 2.8 倍, 位居各大煤炭集团前列。测算资产注入后, 公司 EPS 增厚 147%, 空间巨大。
- 盈利预测与投资评级: 同煤集团与公司体量差异巨大, 即便仅考虑最优质的千万吨级矿井全部注入, 扩张倍数也位居各大煤炭集团前列, 业绩增厚明显。假定塔山矿收购在年内完成, 秦港 Q5500 全年均价维持在 600 元/吨, 预计未来三年公司 EPS 分别为 0.28/0.32/0.37 (2017 年扣除转让煤峪口矿 5.2 亿元收益的影响), 同比变化 154%/14%/16%, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示: 煤价大幅回调; 塔山矿股权收购受阻; 国改进度低于预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7129	7391	9451	10219	10917
同比增长	-18%	4%	28%	8%	7%
营业利润(百万元)	(1705)	(12)	1146	1335	1533
同比增长	723%	-99%	-10011%	16%	15%
净利润(百万元)	(1801)	186	848	539	615
同比增长	-1309%	-110%	357%	-36%	14%
每股收益(元)	(1.08)	0.11	0.51	0.32	0.37
PE	-6.6	64.4	14.1	22.2	19.4
PB	2.5	2.4	2.1	1.9	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2017年盈利含收购煤峪口矿5.2亿元收益

正文目录

一、拟现金收购塔山矿 21% 权益，助力公司业绩增厚	4
1. 色连矿年底投产，产销量将小幅增加	4
2. 拟向集团收购塔山矿 21% 股权，业绩明显增厚	6
3. 受益供改煤炭业绩大幅改善	7
4. 非煤板块难以贡献利润	10
二、背靠同煤集团，千万吨级矿井有望整体上市	11
1. 集团以煤为基，多元发展	11
2. 集团优质煤炭资产梳理，千万吨级矿井有望注入上市公司	13
3. 资产注入方案猜想，业绩有望大幅增厚	14
三、盈利预测及投资评级	16

图表目录

图 1：大同煤业外运煤炭线路图	4
图 2：公司煤炭资源分布图（大同市）	5
图 3：公司煤炭资源分布图（鄂尔多斯市）	5
图 4：塔山矿资产总额占比	6
图 5：塔山矿资产净额占比	6
图 6：公司归母净利和塔山 51% 净利对比	6
图 7：秦皇岛 Q5500 动力煤和公司综合售价走势及预测	7
图 8：煤炭业务成本变化趋势及预测	7
图 9：业务板块营业收入占比	10
图 10：业务板块营业成本占比	10
图 11：同煤集团股权结构图	11
图 12：同煤集团主要煤田分布地图	12
图 13：大同煤业历史 PE Band	16
图 14：大同煤业历史 PB Band	16
表 1：公司煤矿明细	5
表 2：煤炭产量预测表	5
表 3：近年塔山矿和公司主要经营数据	7

表 4: 公司售价历年走势及预测.....	8
表 5: 公司员工及职工薪酬情况.....	8
表 6: 公司煤炭成本分析.....	8
表 7: 煤炭板块盈利测算.....	9
表 8: 煤炭板块盈利分配.....	9
表 9: 煤炭盈利弹性测算.....	9
表 10: 煤峪口矿财务状况.....	9
表 11: 煤炭和化工、建材主营业务数据.....	10
表 12: 大同高岭土化工和煤基活性炭项目.....	10
表 13: 大同多孔砖建材项目.....	11
表 14: 非煤板块盈利测算.....	11
表 15: 集团电力装机明细.....	12
表 16: 同煤主要控股电力企业运营情况.....	12
表 17: 同煤分业务经营情况.....	13
表 18: 同煤集团煤炭资产概览.....	13
表 19: 同煤集团千万吨级矿井明细.....	14
表 20: 资产注入 EPS 影响测算.....	15
附: 财务预测表.....	17

一、拟现金收购塔山矿 21% 权益，助力公司业绩增厚

大同煤业股份有限公司成立于 2001 年，由大同煤矿集团有限公司联合中国中煤能源集团公司、秦皇岛港务集团公司、中国华能集团公司、上海宝钢国际经济贸易公司、大同同铁实业发展集团有限责任公司、煤炭科学研究总院、大同市地方煤炭集团公司共同发起设立，随后于 2006 年成功上市。目前公司控股股东为大同煤矿集团，持股比例为 57.46%，实际控制人为山西省国资委。

公司是优质动力煤生产企业，所辖煤田为山西大同煤田，可采煤层多为低灰、特低硫、挥发分适中、高发热量煤种，广泛应用于发电、建材、玻璃、冶金等行业。公司所处地理位置优越，位于京包、同蒲两大铁路干线交汇处，所产煤炭可通过大秦铁路直达秦皇岛港。目前公司已形成“大友”、“大沫”、“口泉”、“大有”、“塔末”等知名品牌，其产品在煤炭市场具有良好的信誉，拥有稳定的客户基础。

图 1：大同煤业外运煤炭线路图



资料来源：招商证券

1. 色连矿年底投产，产销量将小幅增加

公司 2016 年转让亏损较大的燕子山矿（核定产能为 480 万吨/年），将煤峪口矿（核定产能为 190 万吨/年）整体资产和负债进行托管，目前仅剩余忻州窑矿和塔山矿在产，核定产能合计为 1730 万吨/年。

忻州窑矿于 1925 年投产，距今已有 90 多年开采历史，属高瓦斯矿井，采掘机械化程度达到 100%，近年来年产量稳定在 200 万吨以上。塔山矿于 2008 年投产，是全国最大的现代化矿井之一，也是同煤集团首个千万吨级矿井，在单井口产量、人均效率、煤炭回收率等方面均为国内一流水平，每年能稳定贡献 2000 万吨以上的产量。

在建矿井为色连矿，设计产能 500 万吨/年，前期由于与铀矿重叠，重新进行了设计，目前已基本解决相关问题，预计将于 2017 年 11 月投产，对公司产量的贡献将从明年开始逐渐体现。

图 2: 公司煤炭资源分布图 (大同市)



资料来源: 招商证券、公司公告

图 3: 公司煤炭资源分布图 (鄂尔多斯市)



资料来源: 招商证券、公司公告

表 1: 公司煤矿明细

单位: 万吨	权益占比	煤种	地质储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
忻州窑矿	100%	弱粘煤	10127	4998	230	230	在产
塔山煤矿	72%	气煤、1/3 焦煤	465051	256105	1500	1080	在产
色连矿	51%	不粘煤、长焰煤	74792	33753	500	255	预计今年 11 月投产
在产小计	76%		475178	261103	1730	1310	
在建小计	51%		74792	33753	500	255	
合计	70%		549970	294856	2230	1565	

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 塔山煤矿的权益占比 72%包括公司持有的 51%股权和拟以现金收购集团持有的 21%股权。

去年公司原煤产量和商品煤销量分别为 2452、2362 万吨, 同比大幅下滑 30%和 17%, 主要由于公司将亏损较多的燕子山矿转让给了集团, 并将煤峪口矿整体托管给朔州煤电, 涉及产能共 670 万吨/年。

随色连矿的逐渐达产, 未来三年公司煤炭产销量预计将小幅增加: 原煤产量分别为 2470、2720、2920 万吨, 逐步接近 3000 万吨的水平; 权益产量分别为 1830、1957、2059 万吨, 年复合增速约为 4%; 商品煤销量分别为 2120、2370、2570 万吨, 同比增加 9%、12%、8%。

表 2: 煤炭产量预测表

单位: 万吨	权益产能	权益占比	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
忻州窑矿	230	100%	257	243	207	220	220	220
塔山煤矿	1500	72%	2109	2548	2245	2200	2200	2200
煤峪口矿	190	100%	235	220				
燕子山矿	480	100%	426	476				
色连矿	500	51%				50	300	500
产量合计			3027	3487	2452	2470	2720	2920
同比增速			-4%	15%	-30%	1%	10%	7%
权益产量合计			2436	2774	1823	1830	1957	2059
同比增速			-2%	14%	-34%	0%	7%	5%
商品煤销量			2362	2332	1938	2120	2370	2570
同比增速			-9%	-1%	-17%	9%	12%	8%

资料来源: wind、招商证券 注: 权益占比为计算权益产量所用, 塔山矿股权增加的影响已经回溯, 煤峪口和燕子山矿已不在公司内

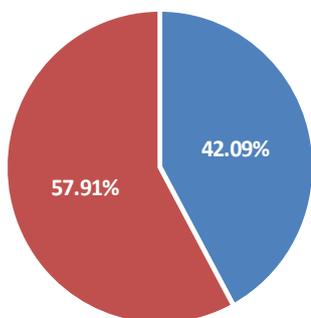
2. 拟向集团收购塔山矿 21%股权，业绩明显增厚

2017 年 7 月 21 日公司发布复牌公告，终止筹划发行股份购买资产并拟以现金购买大同煤矿集团持有的塔山煤矿 21%股权。目前交易标的资产仍在评估中，公司并未给出协商结果，交易仍存有不不确定性。从塔山煤矿的股权结构看：大同煤业、同煤集团、大唐国际发电持股比例分别为 51%、21%、28%。若本次交易最终成功，上市公司将持有塔山煤矿 72%的股权，权益产能将增加 315 万吨/年，大增 31.7%。

作为公司的核心资产，塔山矿在过去三年可贡献公司煤炭总产量的 70%以上，而随着燕子山和煤峪口矿被剥离和托管，塔山矿的核心地位将更加巩固。目前公司正在对塔山矿的资产价值进行评估，若参照 2017 半年报报表情况，购入集团所持股权后，塔山矿在公司资产总额和资产净额中的占比将达到 42.1%和 82.9%。

图 4: 塔山矿资产总额占比

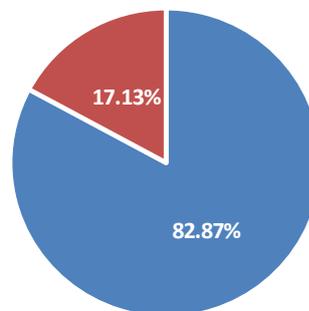
■ 塔山矿资产总额 ■ 公司资产总额 (除塔山矿)



资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 塔山矿资产净额占比

■ 塔山矿资产净额 ■ 公司资产净额 (除塔山矿)

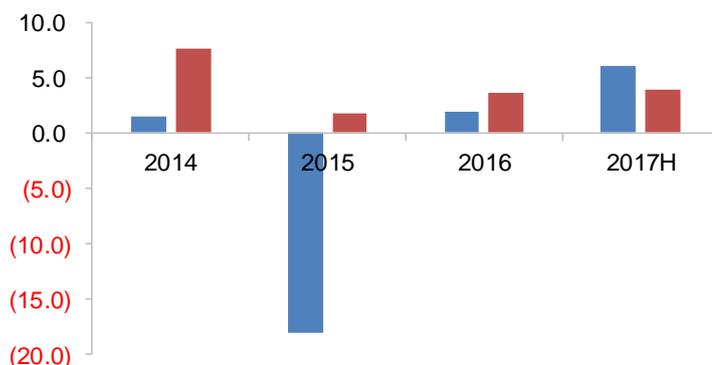


资料来源：公司公告、招商证券

过去三年塔山矿分别实现净利润 15.0、3.5、7.3 亿元，贡献公司归母净利的占比分别达到 115%、-10%（2015 年公司亏损）、81%，若扣除转让矿井等大额非经常性损益，塔山矿几乎为公司利润主要来源。

图 6: 公司归母净利和塔山 51%净利对比

■ 公司归母净利 ■ 塔山矿 51%净利



资料来源：招商证券、公司公告

根据公司公告，塔山矿 2017 年 H1（未经审计）实现净利 7.7 亿元，2017 年全年煤价大概率高位震荡，均价可与上半年看齐，预计塔山煤矿全年将实现净利润 14.6 亿元，同比约增 102%。假设收购完成，公司归母净利可增加 3.1 亿元，对应 EPS 增厚 0.18

元/股。

表 3: 近年塔山矿和公司主要经营数据

	2014	2015	2016	2017H1
塔山矿				
营业收入 (亿元)	57.4	46.7	65.5	43.8
利润总额 (亿元)	33.7	4.9	10.0	28.0
净利润 (亿元)	15.0	3.5	7.3	7.7
公司				
营业收入 (亿元)	85.5	71.3	7.4	48.8
利润总额 (亿元)	10.8	-16.9	7.2	11.9
归母净利润 (亿元)	1.5	-18.0	1.9	6.0

资料来源: 公司公告、招商证券

3. 受益供改煤炭业绩大幅改善

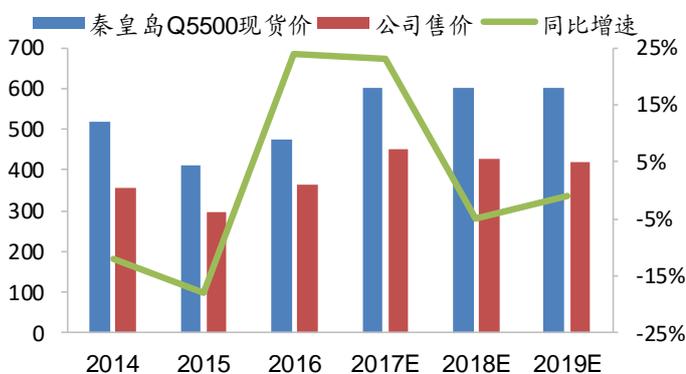
综合售价回升至 440 元/吨左右

受益于行业供给侧改革, 煤炭价格自去年起止跌反弹, 秦港 Q5500 动力煤今年均价达到 614 元/吨 (截止至 8 月 30 日)。目前虽煤价在政府持续干预下有所回调, 但动力煤需求仍处旺季, 叠加进口限制、安全环保检查等因素, 价格仍处于 620 元/吨左右的高位。从长期来看, 十三五期间煤炭供应持续存在缺口, 预计市场价格中枢会维持在 600 元/吨的水平。

作为纯正动力煤标的企业, 公司煤炭综合售价与秦港 Q5500 现货价走势基本一致: 尤其山西境内的塔山矿和忻州窑矿, 所产煤炭可通过大秦铁路直达秦皇岛港, 价格走势吻合度较高; 预计今年年底投产的色连矿在内蒙境内, 目前只能依靠公路外运, 价格较低。

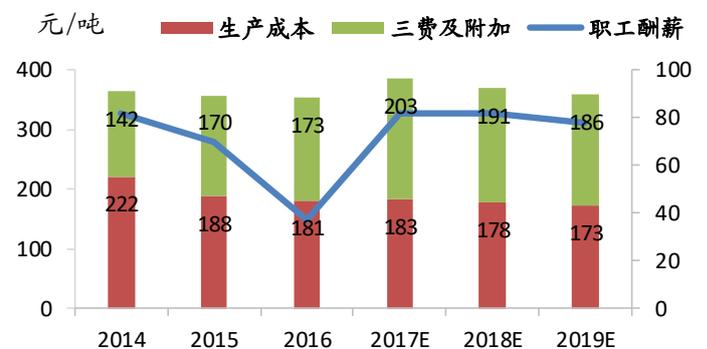
假定未来三年秦港 Q5500 均价维持在 600 元/吨, 考虑到售价较低的色连矿 (仅 150 元/吨) 产量逐渐增加, 测算公司综合售价分别为 440、426、420 元/吨, 同比变化 23%、-3%、-1%。

图 7: 秦皇岛 Q5500 动力煤和公司综合售价走势及预测



资料来源: wind、招商证券

图 8: 煤炭业务成本变化趋势及预测



资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 公司售价历年走势及预测

单位: 元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
秦皇岛 Q5500 现货价	517	411	475	600	600	600
公司售价	357	295	365	440	426	420
同比增速	-12%	-18%	24%	21%	-3%	-1%

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 售价较低色连矿逐步达产拉低公司综合售价

生产和完全成本仍处于可控范围

过去几年煤炭行业处于下行通道, 公司主要通过大幅压缩职工薪酬达到降低成本的目标。随供给侧改革的持续推进, 预计在煤炭行情好转公司业绩大幅改善的情况下, 职工薪酬会有恢复性的反弹, 审慎预计会达到 2014 年的水平。去年由于工作面的增加引起其他费用项暂时性大幅上升, 后续预计会恢复至往年平均水平。测算未来三年年公司生产成
本会控制在 200 元/吨以内, 考虑到成本较低的色连矿 (100 元/吨) 逐渐贡献产量, 预计生产成本分别为 183、178、173 元/吨, 较 2016 年仅略微上涨。

表 5: 公司员工及职工薪酬情况

单位: 元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
在职员工合计	21417	24811	23402	14578	13544	6020
支付给职工薪酬	289905	395844	387526	239957	230376	96593
煤炭销量	2377	2710	2595	2362	2332	1938
人均工资	14	16	17	16	17	16
吨煤人均工资	124	122	114	82	70	37

资料来源: 公司公告、招商证券

公司历年的费用负担较重, 预计未来三年仍会维持高位。资源税与煤价直接相关, 在煤价大幅回升的情况下, 税金大幅上升的趋势较为明显。除此而外, 煤炭销售的转好和公司借债的增加导致销售、财务费用存有上升的空间。预计 2017-2019 年三费及附加分别为 203、191、186 元/吨, 同比变化 16%、-6%、-2%; 完全成本分别为 386、369、359 元/吨, 变化 11%、-5%和-4%, 仍处于可控范围内。

表 6: 公司煤炭成本分析

单位: 元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原材料	47	37	32	23	13	23	19	17	17
燃料及动力	10	8	9	9	8	8	10	9	9
职工薪酬	124	122	114	82	70	37	82	82	78
折旧摊销	17	22	22	22	17	12	10	10	10
维简及安全费用	37	31	7	27	31	27	27	27	27
其他	41	87	85	58	48	73	35	33	32
生产成本	276	308	269	222	188	181	183	178	173
三费及附加	101	116	142	142	170	173	203	191	186
完全成本	376	424	411	364	358	354	386	369	359
现金生产成本	258	285	247	199	171	168	173	168	163
现金完全成本	359	401	387	339	336	336	376	359	346

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 成本较低的色连矿逐步达产拉低公司成本

煤炭板块盈利大幅改善

公司煤炭板块量价齐升, 同时完全成本反弹幅度不及售价涨幅, 业绩有望大幅反转。预计 2017-2019 年公司煤炭板块可实现净利 8.6、10.7、11.2 亿元, 成功扭转近几年来持续亏损的局面。

表 7: 煤炭板块盈利测算

单位: 元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
综合售价	513	480	407	357	295	365	440	426	420
商品煤销量	2377	2710	2595	2362	2332	1938	2120	2370	2570
生产成本	276	308	269	222	188	181	183	178	173
毛利	237	172	138	135	107	184	257	248	247
毛利率	46%	36%	34%	38%	36%	50%	59%	58%	59%
完全成本	376	424	411	364	358	356	386	369	359
吨煤利润	137	56	-5	-7	-63	9	54	57	61
所得税	42	22	27	18	6	14	13	14	15
吨煤净利	95	34	-31	-24	-69	-5	40	43	45
净利率	19%	7%	-8%	-7%	-23%	-1%	9%	10%	11%
煤炭业务损益(亿)	23	9	-8	-6	-16	-1	9	10	12

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 煤炭损益包含少数股东权益

公司增持塔山矿股权后, 归母净利润有望进一步提升, 预计 2017-2019 年煤炭归母净利润将达到 4.5、5.3、6.1 亿元, 对应 EPS 分别为 0.27、0.32、0.37 元/股。

表 8: 煤炭板块盈利分配

单位: 万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
煤炭少数股东损	119517	85260	54702	51640	14915	30262	40460	48300	55650
煤炭归母损益	106900	7342	-136137	-109898	-176247	-40392	45290	53450	61100

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 2017-2019 年归母净利润按公司持有 72%塔山矿股权计算。为方便比较, 并未对过去年份回溯调整。

表 9: 煤炭盈利弹性测算

单位: 元/吨	煤炭盈利弹性测算								
秦港 Q5500	470	500	520	535	550	570	600	630	
综合售价	345	367	382	393	404	418	440	462	
完全成本	386	386	386	386	386	386	386	386	
吨煤利润	-41	-19	-4	7	18	32	57	76	
所得税	0	0	0	0	4	8	14	19	
吨煤净利	-41	-19	-4	7	13	24	40	57	
销量	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120	2120	
煤炭净利	-87109	-40427	-9305	14036	28033	51374	85750	121398	
少数股东损益	-9093	2391	10046	15788	21530	29185	40460	52152	
归母净利	-78016	-42817	-19351	-1752	6503	22189	45290	69246	
股本	167370	167370	167370	167370	167370	167370	167370	167371	
EPS	-0.47	-0.26	-0.12	-0.01	0.04	0.13	0.27	0.41	

资料来源: 公司公告、招商证券

转让煤峪口矿产生收益 5.2 亿元

为应对煤炭行业下行给公司造成的经营压力, 公司公告定于 2017 年 4 月 1 日向集团全资子公司朔州煤电交割煤峪口矿整体资产及负债。煤峪口矿位于大同南郊, 目前核定产能 210 万吨/年, 自上世纪初便开始投产, 经过几十年高强度开采, 资源已接近枯竭, 加之产量下降、成本高企, 近年来持续处于亏损之中。

表 10: 煤峪口矿财务状况

单位: 万元	2013	2014	2015
资产总额	33020	29921	36747
负债总额	36556	29431	36234

单位: 万元	2013	2014	2015
所有者权益	-3536	489	513
利润总额	-1718	-24708	-57994
净利润	-1718	-24708	-57994

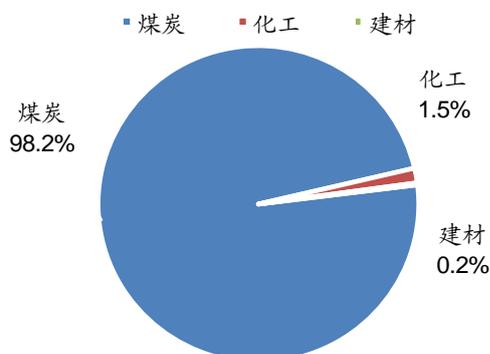
资料来源: 公司公告、招商证券

依据公告, 转让对价为 5.2 亿元 (含净资产评估价值 2.6 亿元和采矿权评估价值 2.6 亿元), 煤峪口矿账面价值为 -49 万元 (含净资产账面价值 -2364 万元和资源价款 2315 万元), 转让后公司可获得约 5.2 亿元收益, 已体现在半年报业绩中。

4. 非煤板块难以贡献利润

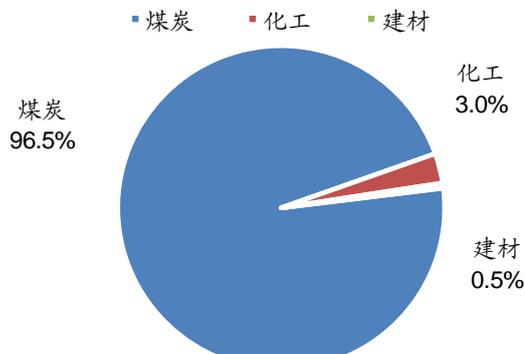
公司非煤板块主要包括化工和建材业务, 主要由旗下子公司进行运营。近年非煤业务贡献营业收入占比有所提升, 但毛利水平波动较大, 仍然难以对公司贡献利润。

图 9: 业务板块营业收入占比



资料来源: wind、招商证券

图 10: 业务板块营业成本占比



资料来源: 公司公告、招商证券

表 11: 煤炭和化工、建材主营业务数据

分行业	2014			2015			2016			2017H		
	煤炭	化工	建材	煤炭	化工	建材	煤炭	化工	建材	煤炭	化工	建材
营业收入	844386	9399	1044	687747	1015	534	706661	11068	1769	468056	5010	-
营业成本	523294	7491	1340	438437	9636	558	350176	10794	1827	185035	4786	-
毛利率	38.0%	20.3%	-28.4%	36.3%	5.1%	-4.6%	50.5%	2.5%	-3.3	60.5%	-4.4%	-

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 公司未公布 2017H1 建材业务数据

化工业务

化工业务主要产品为高岭土和活性炭, 分别由全资子公司大同煤业金宇高岭土化工有限公司和大同煤业金鼎活性炭有限公司生产。产品原料多来自公司下属煤矿开采的副产品或原煤, 可共用矿井、选煤厂等设施, 并实现原料的就地转化, 大大降低产品加工成本。

表 12: 大同高岭土化工和煤基活性炭项目

运营主体	产量	项目	原料
金宇高岭土化工	5 万吨	煤系煅烧高岭土	塔山矿煤矸石
金鼎活性炭	10 万吨	煤基活性炭 (煤基活性炭、原煤破碎活性炭、气体脱硫脱硝活性炭)	原煤

资料来源: 公司公告、招商证券

建材业务

建材业务主要产品为多孔砖，由控股子公司大同煤矿同塔建材有限责任公司（公司持股比例为 87%）运营。与普通传统粘土砖相比，公司所产多孔砖具有砌筑效率高、工程造价低等特点，还具有隔热、保温、隔音等诸多优势，是国家推广的新型建筑材料。

表 13: 大同多孔砖建材项目

运营主体	产量	项目	原料
同塔建材	2.4 亿块	煤矸石烧结多孔砖	煤矸石

资料来源：公司公告、招商证券

近年来受下游需求持续低迷影响，公司非煤板块盈利能力普遍偏弱，处于持续亏损状态，预计未来三年仍难言乐观，测算非煤业务贡献归母净利润约-0.7 亿元。

表 14: 非煤板块盈利测算

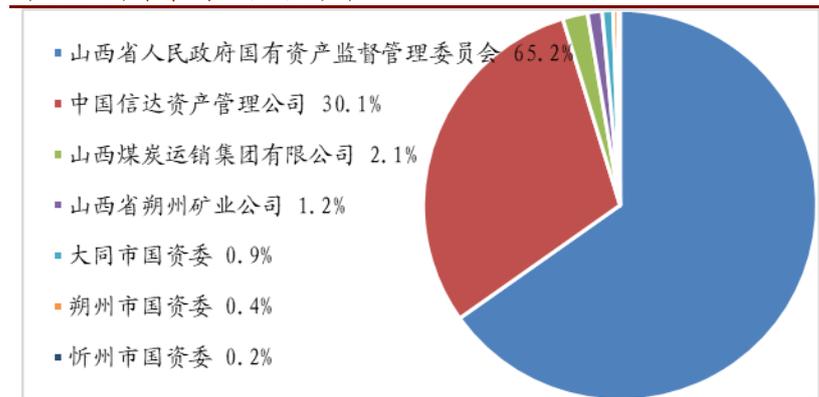
单位：万元	权益占比	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
金宇高岭土化工	100%	-1470	-2393	-6335	-2500	-2500	-2500
同塔建材司	87%	-1833	-1132	-3537	-3500	-3500	-3500
金鼎活性炭	100%	-1021	-2187	-5608	-1500	-1500	-1500
归母净利		-4086	-5565	-15020	-7045	-7045	-7045

资料来源：公司公告、招商证券

二、背靠同煤集团，千万吨级矿井有望整体上市

大同煤矿集团的前身是成立于 1949 年的大同矿务局，2000 年改制为大同煤矿集团有限责任公司，2005 年债转股后，成为七家股东共同出资的集团公司，目前控股股东为山西省国资委。截至 2016 年底，公司合并资产总额 2781 亿，所有者权益 430 亿（含少数股东权益 210 亿元），资产负债率 85%；2016 年实现营业收入 1703 亿，利润总额 2 亿。

图 11: 同煤集团股权结构图



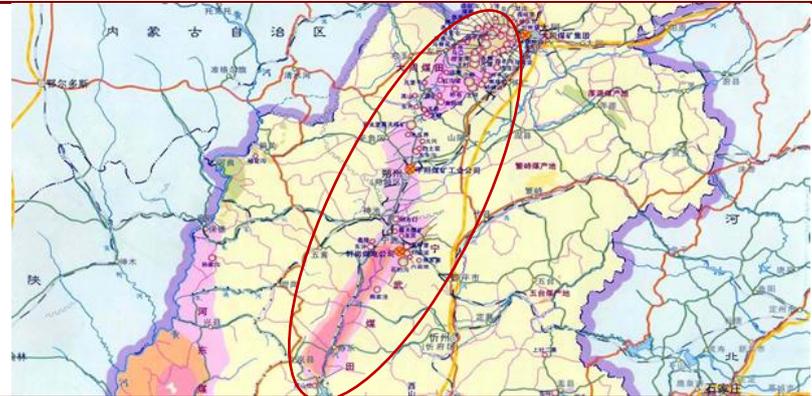
资料来源：招商证券、公司公告

1. 集团以煤为基，多元发展

集团煤炭资源储量丰富，下辖大同、宁武、河东三大煤田，主要有大同、朔南、轩岗、保德四大矿区。目前集团拥有约 70 余座矿井，总产能达到 16056 万吨/年，资源储量合

计约 310 亿吨，其中：生产矿井 55 座，年生产能力约 11000 万吨/年；资源整合矿井 29 座（20 座在产，9 座技改），核定产能约 2000 万吨/年；在建矿井 5 座，核定产能约 3700 万吨/年，另有筹建矿井 10 座，设计产能约 2000 万吨/年。

图 12: 同煤集团主要煤田分布地图



资料来源：招商证券、公司公告

除了煤炭资产以外，同煤集团力图打造煤电一体化产业，电力业务体量较大，目前电力装机容量达到 601 万千瓦时，其中火电装机容量达到 586 万千瓦时，去年上网电量达到 208 亿度。出于避免同业竞争的考量，未来电力业务大概率会注入到另一家上市公司漳泽电力体内。

表 15: 集团电力装机明细

电厂名称	装机容量 (万)	权益装机容量	利用小时	上网电量	供电煤耗
山西漳泽电力股份有限公司漳泽发电	84	84	2887	21.1	335.9
山西漳泽电力股份有限公司河津发电	70	70	4177	26.8	325.5
山西漳泽电力股份有限公司蒲洲发电	60	60	3006	15.9	358.1
山西临汾热电有限	60	30	3447	18.8	317.8
王坪发电	40	24	3417	12.4	361.8
同华发电	132	125	4454	53.5	327.5
塔山发电	120	72	4590	50.0	328.0
同煤热电有限公司	20	18	4073	6.9	330.7
大同煤矿集团电力能源有限公司风电	15	15	1992	2.9	0.0
合计	601	498	3842	208.3	327.2

资料来源：公司公告、招商证券

表 16: 同煤主要控股电力企业运营情况

单位: 亿度、万元	2015 年			2016 年		
	发电量	收入	利润	发电量	收入	利润
山西漳泽电力股份有限公司漳泽发电分公司	26	79377	1210	24	66765	2905
山西漳泽电力股份有限公司河津发电分公司	38	157433	18057	29	122639	6802
山西漳泽电力股份有限公司蒲洲发电分公司	29	77642	3054	18	46451	(12658)
山西临汾热电有限公司 (一期)	29	82779	2806	21	58845	(6893)
同煤国电王坪发电有限责任公司	15	40422	202	14	34230	(9983)
大同煤矿集团同华发电有限公司	69	188572	33006	59	132745	16410
同煤大唐塔山发电有限责任公司	59	152939	43209	55	130299	18003
同煤热电有限公司	11	37799	3602	8	28931	577
大同煤矿集团电力能源有限公司风电分公司	2	10552	--	3	15413	6906
合计	278	827515	105146	231	636318	22068

资料来源：同煤长期信用评级报告、招商证券

除了煤炭电力业务以外，集团层面还在建煤基甲醇产能 240 万吨/年，聚甲醛产能 24 万吨/年，规划烯烃产能 60 万吨/年，煤制天然气产能 40 亿立方米/年，由于集团资金较紧张，项目手续已完备但尚未动工，此外还参股 40%山西同德铝业 100 万吨氧化铝项目。

从收入结构来讲，2016 年煤炭收入占比仅 35%，集团收入占比最大的是贸易业务，达到 55%，其他业务合计占比仅 5%，因此除去贸易和电力业务，存有注入上市公司可能的只有煤炭业务。

表 17: 同煤分业务经营情况

单位: 亿元		2014 年			2015 年			2016 年		
板块分类	收入	占比%	毛利率%	收入	占比%	毛利率%	收入	占比%	毛利率%	
主营业务	2105	99	9	1977	99	8	1666	98	12	
煤炭	444	21	35	472	24	28	592	35	31	
电力	88	4	23	87	4	26	86	5	16	
贸易	1484	69	0	1369	68	1	938	55	0	
其他	89	4	8	49	2	6	50	3	12	
其他业务	31	1	12	30	1	16	36	2	35	
合计	2135	100	9	2007	100	9	1701	100	13	

资料来源: 债券评级报告

2. 集团优质煤炭资产梳理，千万吨级矿井有望注入上市公司

同煤集团煤炭资产集中在晋北地区，山西以外只有鄂尔多斯的色连矿，大部分矿井都是本部直属，独立的煤炭运营主体主要是大同煤业上市公司、轩岗煤电、地煤公司、朔州煤电。轩岗煤电主要负责运营在忻州市境内的 10 对矿井，产能 750 万吨/年；地煤公司负责运营大同矿区以及左云县境内的 11 对矿井，产能 855 万吨/年，在建矿完成技改之后产量将达到 1000 万吨；朔州煤电负责运营在朔州和忻州的 6 座矿井，核定产能只有 651 万吨/年，但旗下的铁峰煤业是按照 1000 万吨/年建设的，是同煤十一个千万吨级矿井之一。

表 18: 同煤集团煤炭资产概览

矿区	煤种	发热量	资源储量	可采储量	产能	投产年份	2014	2015	2016	2017Q1
本部:							7863	9202	6783	1653
煤峪口	--	--	--	--	250	--	235	220	232	41
永定庄	不粘	5257	6285	2331	200	1954	300	321	219	53
同家梁	弱黏	5544	12674	4981	300	1949	90	185	115	0
四老沟	不黏	5145	12266	6875	320	1958	83	224	254	62
忻州窑	不黏	5680	10403	5167	230	1925	257	243	225	36
白洞	气煤	5034	3011	--	90	1958	171	173	104	36
雁崖	不黏	5860	1470	--	150	1962	14	149	112	33
挖金湾	不黏	5607	1936	228	70	1962	16	69	64	30
晋华宫	不黏	5759	31564	15222	450	1956	568	557	365	100
马脊梁	不黏	5651	17379	9864	380	1952	505	586	427	114
大斗沟	弱黏	5063	3352	1437	180	1960	127	178	141	40
王村	不黏	4021	4311	413	100	2011	244	120	123	44
云冈	弱黏	6232	38084	19969	480	1973	466	480	423	105
燕子山	不黏	4904	32291	17795	480	1988	436	476	462	103
四台	不黏	5832	50621	27858	500	1991	650	606	479	109
塔山	气煤	5442	466238	254776	1500	2008	2234	2761	1845	457
同忻	气煤	5433	139451	6841	1000	2013	1469	1855	1194	290

矿区	煤种	发热量	资源储量	可采储量	产能	投产年份	2014	2015	2016	2017Q1
轩岗煤电	气煤	--	97270	45330	750	--	1724	1691	949	187
地煤公司	弱黏	--	99231	49634	855	--	990	730	657	85
朔州煤电	--	--	111846	59288	651	--	1651	1661	1195	355
整合矿井	--	--	209355	123948	2670	--	898	922	416	16
同发东周窑	--	--	177062	113376	1000	--	610	865	737	227
其他	--	--	--	--	3700	--	3018	2281	1049	356
合计	--	--	--	--	16056	--	16754	17351	11786	2879

资料来源：同煤长期信用评级报告、招商证券

注：其他为麻家梁矿、金庄矿、北辛窑矿、梵王寺矿和色连矿，该五矿为技改和改扩建项目，因此归入其他类

同煤集团本部的矿井普遍已经开采 50 年以上，资源储备已经较少，开采成本较高，盈利性较差，注入上市的公司可能性较低；此外整合矿也存在很多历史遗留问题，多数在煤价高位时接手，成本较高，难以贡献盈利，注入上市公司的可能性也很低。

综合来看，集团最优质的煤炭资产就是 11 个千万吨级矿井，上市公司有塔山和色连 2 个，集团还有 9 个，这是此次国改中集团最有可能注入上市公司的优质资产。其中同忻矿、麻家梁矿、同发东周窑矿、金庄矿（以前叫马道头）、铁峰矿、北辛窑矿已经投产，梵王寺仍在建，潘家窑和白家沟仍处于筹备阶段，同煤集团声称的千万吨级矿井均是指实际建设产能规模，最后能否获得发改委的核准存在一定变数。近期发改委要求有条件的矿井核增产能，增加产量保障供应，未来同煤集团的这些矿井大概率会通过产能置换或者购买产能指标的形式实现产能的全部合法化。

表 19：同煤集团千万吨级矿井明细

	可采储量	建设产能	状态	资产	负债	所有者权益
麻家梁	129921	1200	在产	1049857	794153	255703
同忻矿	85000	1000	在产	1089011	664346	424665
同发东周窑	118300	1000	在产	1094964	937867	157096
金庄	140457	1000	在产	580000	358000	222000
铁峰	41550	1000	在产	929364	486554	442810
北辛窑	30477	1000	在产	1000000	600000	400000
梵王寺	44964	1000	在建	-	-	85416
潘家窑	116640	1000	筹备	-	-	-
白家沟	130900	1000	筹备	-	-	-
合计	838209	9200		5743196	3840920	1987690

资料来源：公司官网、招商证券 注：北辛窑目前置换得到的产能指标是 400 万吨，其财务数据为估算值。

目前梵王寺只做了一些井筒投资，距离投产还较久远，潘家窑和白家沟还处于筹备阶段，注入上市公司之后仍需建设。因此本轮国改的看点在于剩下的 6 个千万吨级大矿的注入，其中麻家梁是 1200 万吨，其他 5 个是 1000 万吨，合计 6200 万吨产能。其中诸如同忻、铁峰等矿盈利能力尤其突出，甚至超过目前公司旗下的塔山矿。目前 6 个矿对应的资产规模有 574 亿，所有者权益 199 亿。

3. 资产注入方案猜想，业绩有望大幅增厚

第一步，资产估值。

前期同煤集团停牌，拟用现金收购集团持有的塔山矿 21% 股权，估值大约是 1.3 倍 PB，我们假设集团这些千万吨级矿井同样按照 1.3 倍 PB 注入，则对应的股权评估值是 260 亿。

第二步，注入方式。

目前上市公司大同煤业一季报显示账面货币资金是 62 亿，无法直接现金收购，必须增发股本。考虑到同煤集团负债率太高，资金较为紧张，配套融资是应有之义，但注入资产规模较大，全部收购资金对二级增发获取则很可能导致同煤集团控股权的丧失。因此最后的注入方式大概率是通过向集团（包括这些大矿的少数股东）定增股本同时附带部分现金作为对价。

第三步，对 EPS 影响。

我们推测煤炭资产整体注入最早可能于 2018 年完成，预测公司当年 EPS 为 0.32（假设年内收购完成塔山矿 21% 股权）。注入矿井盈利能力有所差别，但可假定平均盈利能力与塔山矿相当，吨煤净利可达 80 元/吨。假定增发价为 6 元，增发股本约为 43.4 亿股，测算注入集团优质矿井之后，EPS 将达到 0.79，增厚 147%。

表 20：资产注入 EPS 影响测算

单位：万吨、万元	大同煤业	集团注入矿井	合计
原煤产量	2720	6200	8920
商品煤产销量	2370	5270	7640
吨煤净利	43	80	69
煤炭净利	101750	421600	523350
煤炭归母净利	53450	421600	475050
其他净利	500	0	500
归母净利	53950	421600	475550
对应股本（亿股）	16.7	43.4	60
EPS	0.32	0.97	0.79

资料来源：wind、招商证券

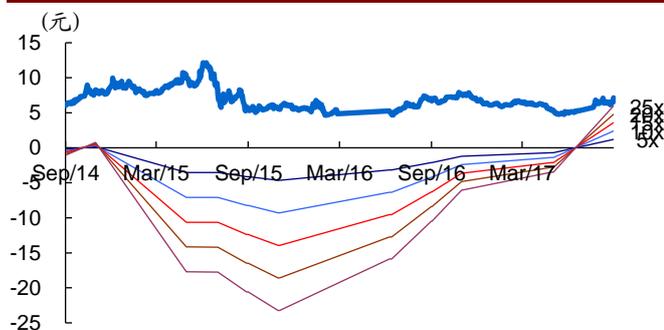
三、盈利预测及投资评级

自年初山西副省长王一新发表讲话《解放思想、抢抓机遇、迎难而上、不辱使命坚决打赢国资国企改革攻坚战》以来，山西国改进入实质攻坚阶段。本次国改的核心是建立真正的现代企业制度，而国有控股上市公司的资本运作更成为其中的先行举措。年中山西省国有资本投资运营有限公司正式成立，标志着国有资产管理体制从“管资产”向“管资本”转变，也标志着山西已挺进全国国改的“第一方阵”。

在国改的一系列举措中，山西七大煤炭集团的资产注入最为市场所关注。目前部分集团已逐步开始摸底梳理相关资产，着力解决资本运作需要解决的重要问题。同煤集团在此次国改中反响积极，力争做成资产注入的第一单，前期上市公司因筹划发行股份购买集团资产而停牌也有力地印证了此点。此外，同煤集团和公司煤炭体量差别达到 8 倍，为七大煤炭集团之首，其中最优质的千万吨级矿井产能接近目前公司体量的 2.5 倍，想象空间巨大。目前公司收购集团持有塔山矿 21% 股权的交易仍在进行当中，相关审批手续还未齐全，若将其视为集团优质资产整体上市的序曲，则此次交易在后续国改推进中将具有重要的参考和指导意义。

盈利预测及评级：假定收购集团持有的 21% 塔山矿股权能在年内完成，秦港 Q5500 全年均价稳定在 600 元/吨，煤炭归母净利润将大幅提升。预测未来三年公司 EPS 分别为 0.28、0.32、0.37 元/股（2017 年扣除转让煤峪口矿收益 5.2 亿元的影响），同比变化 154%、14%、16%。此轮山西国改资产注入后，公司体量扩张最为突出，业绩增厚最为明显。若 2018 年千万吨级矿井全进入公司体内，EPS 达到 0.79 元/股，对应当前股价 PE 仅为 9 倍，给予“强烈推荐-A”评级。

图 13: 大同煤业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 14: 大同煤业历史 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	10231	11075	12206	14763	16294
现金	5777	6862	8344	10688	11947
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1331	886	756	920	983
应收款项	2138	1728	1134	1022	1092
其它应收款	175	923	1180	1276	1363
存货	504	296	315	342	360
其他	307	379	476	515	549
非流动资产	16210	15198	14748	14343	13980
长期股权投资	1038	1447	1447	1447	1447
固定资产	5467	5366	5272	5187	5111
无形资产	4250	3544	3189	2870	2583
其他	5455	4841	4840	4839	4839
资产总计	26441	26273	26954	29106	30274
流动负债	7329	8448	7005	6090	5580
短期借款	696	1338	500	300	200
应付账款	3190	2763	2940	3188	3355
预收账款	38	30	32	35	37
其他	3406	4318	3533	2566	1989
长期负债	9437	7765	8765	10765	11365
长期借款	3202	1566	2566	4566	5166
其他	6235	6199	6199	6199	6199
负债合计	16766	16214	15770	16855	16946
股本	1674	1674	1674	1674	1674
资本公积金	1147	1127	1127	1127	1127
留存收益	2049	2190	2888	3426	3880
少数股东权益	4805	5068	5495	6024	6647
归属于母公司所有者权益	4870	4991	5688	6227	6681
负债及权益合计	26441	26273	26954	29106	30274

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(1587)	2659	3261	2527	2503
净利润	(1801)	186	848	539	615
折旧摊销	903	741	933	887	846
财务费用	442	0	600	600	600
投资收益	(73)	(110)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(928)	1612	554	72	(81)
其它	(130)	231	427	529	623
投资活动现金流	(1919)	(633)	(483)	(483)	(483)
资本支出	(1206)	(953)	(483)	(483)	(483)
其他投资	(712)	320	0	0	0
筹资活动现金流	3853	(817)	(1297)	300	(762)
借款变动	248	(256)	(647)	800	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	(20)	0	0	0
股利分配	0	(50)	(151)	0	(162)
其他	3603	(491)	(500)	(500)	(500)
现金净增加额	348	1209	1482	2344	1259

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	7129	7391	9451	10219	10917
营业成本	4590	3770	4012	4351	4579
营业税金及附加	374	427	577	624	667
营业费用	2302	1875	2331	2520	2692
管理费用	853	772	784	848	906
财务费用	401	565	600	600	600
资产减值损失	387	104	100	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	73	110	100	100	100
营业利润	(1705)	(12)	1146	1335	1533
营业外收入	23	741	580	115	115
营业外支出	6	2	60	60	30
利润总额	(1688)	728	1666	1390	1618
所得税	141	271	392	323	380
净利润	(1829)	458	1275	1068	1239
少数股东损益	(28)	272	427	529	623
归属于母公司净利润	(1801)	186	848	539	615
EPS (元)	(1.08)	0.11	0.51	0.32	0.37

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-18%	4%	28%	8%	7%
营业利润	723%	-99%	-1001%	16%	15%
净利润	-1309%	-110%	357%	-36%	14%
获利能力					
毛利率	35.6%	49.0%	57.6%	57.4%	58.1%
净利率	-25.3%	2.5%	9.0%	5.3%	5.6%
ROE	-37.0%	3.7%	14.9%	8.7%	9.2%
ROIC	-9.2%	2.0%	8.1%	8.0%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	61.7%	58.5%	57.9%	56.0%
净负债比率	21.0%	21.7%	18.8%	20.2%	19.0%
流动比率	1.4	1.3	1.7	2.4	2.9
速动比率	1.3	1.3	1.7	2.4	2.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	7.8	9.4	13.1	13.2	13.0
应收帐款周转率	4.1	3.8	6.6	9.5	10.3
应付帐款周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
每股资料 (元)					
每股收益	-1.08	0.11	0.51	0.32	0.37
每股经营现金	-0.95	1.59	1.95	1.51	1.50
每股净资产	2.91	2.98	3.40	3.72	3.99
每股股利	0.03	0.06	0.00	0.10	0.11
估值比率					
PE	-6.6	64.4	14.1	22.2	19.4
PB	2.5	2.4	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	-21.6	11.9	5.8	5.7	5.5

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。

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。

王西典：毕业于上海交通大学，工学硕士，2017年2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。