

2017年09月20日

陕西煤业 (601225.SH)

秦川白马，一骑绝尘

■**姗姗来迟的动力煤白马**：公司于2014年1月上市，为陕西省唯一煤炭上市平台。受益供给侧改革，2016年成功扭亏。2017年H1量价齐升，彰显动力煤白马本色。其中，公司2017H1实现归母净利54.73亿元(+2083.49%)。煤炭生产为公司最核心业务，分别占总收入和毛利的96%和98%。

■**未来动力煤行业或转化为公共事业**：2017年煤炭供给侧改革基本完成，未来煤炭供需有望长期保持动态平衡。中长期价格或将围绕中枢波动，行业有望逐渐转型为准公共事业。2017年煤价中枢抬升，“淡季不淡”利好公司三季度业绩释放。

■**禀赋优越，规模效应凸显**：陕西煤业业绩突出于同类公司，一方面，主业突出、禀赋优越。公司拥有煤炭地质储量163.5亿吨，可采储量109.6亿吨，在上市公司中均排第3位。公司现有并表产能为10025万吨/年(权益产能6472万吨/年)，在上市公司中位居第2位。另一方面，成本优势凸显。煤炭开采成本很大程度上是由资源禀赋、地质条件等天然方面决定，公司优势突出不可复制。公司2017年上半年吨煤成本168.71元/吨，低成本加上大产量所带来的规模效应使得公司业绩弹性冠绝全行业。

■**减量置换规则落地，公司有望增产**：公司是少有的未来产量具备增长的煤炭公司。供给侧改革背景下，行业新增产能被严格控制，公司通过减量置换，实现小保当一期1500万吨/年产能核准，投产后或将贡献12.87-15.84亿元归母净利。

■**陕煤化集团多元化发展为公司提供有力支撑**：集团背景雄厚，业务覆盖广。除了集团内部产业链保证了对煤炭的需求外，集团还拥有丰富煤炭在建产能约2720万吨/年。为解决同业竞争限制，未来一旦矿井建设完成，具备条件时，注入可期。

■**运输桎梏疑无路，“铁路+管道”齐开花**：陕西地区区位优势不足，以汽运为主的运输方式导致公司的销售半径受到明显限制。公司未来销售增长点或将在西南和华南地区，突破口为“蒙华”铁路投运。对比传统模式，蒙华铁路的开通有望节省12%-79%的运费，大大地降低了运输成本。此外，靖神铁路连通“蒙华”，未来有望打通公司矿区运输通道，进而提升蒙华铁路对公司的价值。神渭管道目前是世界设计距离最长也是我国第一条长距离输煤管道，由陕西煤业打造。预计建成后极大缓解铁路、公路煤炭运力不足的问题，有效疏通神府矿区新增煤炭产能外运的瓶颈。

■**投资建议**：预计2017-2019年营收增速为78.6%/19.9%/6.2%，对应净利润111.46/122.64/128.29亿元。考虑未来动力煤将呈现公共事业特点，公司业绩和现金流均有望持续稳定地改善。在此背景下，公

公司深度分析

证券研究报告

动力煤

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**13.00元**
股价(2017-09-20) **8.93元**

交易数据

总市值(百万元)	89,300.00
流通市值(百万元)	89,300.00
总股本(百万股)	10,000.00
流通股本(百万股)	10,000.00
12个月价格区间	4.84/9.07元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.21	30.35	54.66
绝对收益	12.19	37.4	65.89

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

陕西煤业：量价齐升，彰显动力煤龙头本色/衡昆	2017-08-27
陕西煤业：中报预披露利好频传，坚定看好公司估值修复机会/衡昆	2017-07-05
陕西煤业：动力煤价格反弹，公司估值修复可期/衡昆	2017-06-07
陕西煤业：年报和一季报双重利好，看好公司业绩持续改善/衡昆	2017-04-28
陕西煤业：弹性空间大，一季报有望点燃市场热情/衡昆	2017-04-12

司资产负债表或将不断修复。而未来小保当煤矿投产后，公司对于在建工程所投入的费用有望减少。考虑公司过往分红历史，未来高分红依旧值得期待。我们认为公司当前被低估，具备修复预期。从估值的角度，考虑公司煤质出众、业绩稳定、弹性强等优势，应当给予一定溢价。维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 13 元，对应 12 倍 PE。

■风险提示：煤炭价格大幅下跌，小非减持，项目建设不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	32,511.2	33,131.7	59,157.9	70,932.8	75,320.1
净利润	-2,988.5	2,754.9	11,146.0	12,264.4	12,828.9
每股收益(元)	-0.30	0.28	1.11	1.23	1.28
每股净资产(元)	3.12	3.44	4.22	5.19	6.11

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-28.9	31.4	7.8	7.0	6.7
市净率(倍)	2.8	2.5	2.0	1.7	1.4
净利润率	-9.2%	8.3%	18.8%	17.3%	17.0%
净资产收益率	-9.6%	8.0%	26.4%	23.6%	21.0%
股息收益率	0.0%	1.3%	3.1%	3.0%	4.2%
ROIC	-0.9%	8.2%	26.2%	25.8%	33.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 姗姗来迟的动力煤白马	5
1.1. 公司简介: 陕西省唯一煤炭上市平台	5
1.2. 股权结构: 隶属陕西省唯一省属国有大型煤业集团	5
1.3. 财务情况: 2016 年业绩反转, 2017 年 H1 量价齐升	5
1.4. 业务结构: 煤炭生产业务为公司最核心业务	6
2. 未来动力煤行业或转化为准公共事业, 公司业绩弹性有望稳定释放	7
2.1. 供需已达动态平衡, 动力煤行业有望转化为准公共事业	7
2.1.1. 2016 年供给侧改革促使行业迅速出清	7
2.1.2. 2017 年煤炭去产能基本完成, 未来供需有望长期保持动态平衡	7
2.1.3. 中长期价格或将围绕中枢呈季节性波动, 行业有望逐渐转型为准公共事业	9
2.1.4. 2017 年煤价中枢抬升, “淡季不淡”利好公司三季度业绩	10
2.2. 先天条件优越, 后天不断优化	10
2.2.1. 储量, 资源禀赋优越	10
2.2.2. 动力煤产能优质, 规模居前二	11
2.2.3. 通过剥离落后产能, 优化盈利能力	13
2.2.4. 产销量尚有增长空间	14
2.3. 受益禀赋, 规模效应强	15
3. 减量置换规则落地, 公司有望增产	17
3.1. 置换政策尘埃落定	17
3.2. 小保当煤矿获批, 公司有望增产 1500 万吨	17
4. 陕煤化集团多元化发展为公司提供有力支撑	19
4.1. 集团背景雄厚, 业务覆盖广	19
4.2. 集团各业务不断发展对煤炭需求量有望增加	19
4.3. 集团煤炭资产有望注入	20
5. 运输桎梏疑无路, “铁路+管道”齐开花	22
5.1. “蒙华铁路”建成将打破公司多年销售瓶颈	22
5.1.1. “蒙华”铁路---国内最大运煤专线	22
5.1.2. 解决公司运输瓶颈, 助力煤炭外运	22
5.1.3. 连通“蒙华”, 未来靖神铁路投运有望持续强化公司运输调度能力	24
5.2. “神渭管道”建成将助力公司降低运输成本	25
5.2.1. 世界最长输煤管道	25
5.2.2. 助力省内北煤南运, 降低成本促转型	26
6. 估值和盈利预测	27
6.1. 关键假设	27
6.2. 盈利预测和投资建议	28
7. 风险提示	28

图表目录

图 1: 陕西煤业前十大股东	5
图 2: 陕西煤业 2014-2017H1 主营收入	6
图 3: 陕西煤业 2014-2017H1 归母净利润	6

图 4: 公司煤炭主营业务占比.....	6
图 5: 公司煤炭业务毛利占比.....	6
图 6: 全国煤炭产量和累计同比增幅情况.....	9
图 7: 全国火力发电量及同比增幅情况.....	9
图 8: 秦港 5500 大卡动力煤价格走势.....	10
图 9: 陕西榆林动力块煤价格走势.....	10
图 10: 公司煤炭产能排上市公司第二 (单位: 万吨/年).....	12
图 11: 陕西煤业产量统计和预测.....	14
图 12: 陕西煤业销量统计和预测.....	15
图 13: 2017H1 年煤炭业务吨煤成本比较.....	15
图 14: 煤炭上市公司人均产能比较.....	16
图 15: 2016 年陕煤化集团业务占比.....	19
图 16: 陕煤化集团 2014-2016 各业务营业收入 (单位: 万元).....	20
图 17: 蒙华铁路示意图.....	22
图 18: 陕西煤业 2016 年煤炭销售运输途径占比.....	23
图 19: 陕西煤业 2016 年分地区煤炭销售拆分.....	23
图 20: 华中地区电煤价格与全国价格差 (单位: 元).....	23
图 21: 煤炭销售“海进江”示意图.....	24
图 22: 靖神铁路线路图.....	25
图 23: 神渭管道项目示意图.....	26
表 1: 2016 年煤炭行业供给侧改革相关政策和文件梳理.....	7
表 2: 2017 年煤炭去产能相关政策和文件梳理.....	8
表 3: 陕西煤业矿区储量梳理.....	11
表 4: 陕西煤业产能梳理.....	13
表 5: 公司 2015-2016 年剥离矿井梳理.....	14
表 6: 减量置换相关政策梳理.....	17
表 7: 小保当煤矿成立及并入概况.....	18
表 8: 小保当投入所带来的业绩测算.....	18
表 9: 陕煤化集团在建项目梳理.....	20
表 10: 集团在建煤矿 (除陕西煤业体内项目).....	21
表 11: 铁路、水运和汽运的运费比较.....	24
表 12: 2015-2019 年陕西煤业煤炭销售价格走势及预测.....	27
表 13: 2015-2019 年陕西煤业煤炭销量及预测.....	27

1. 姗姗来迟的动力煤白马

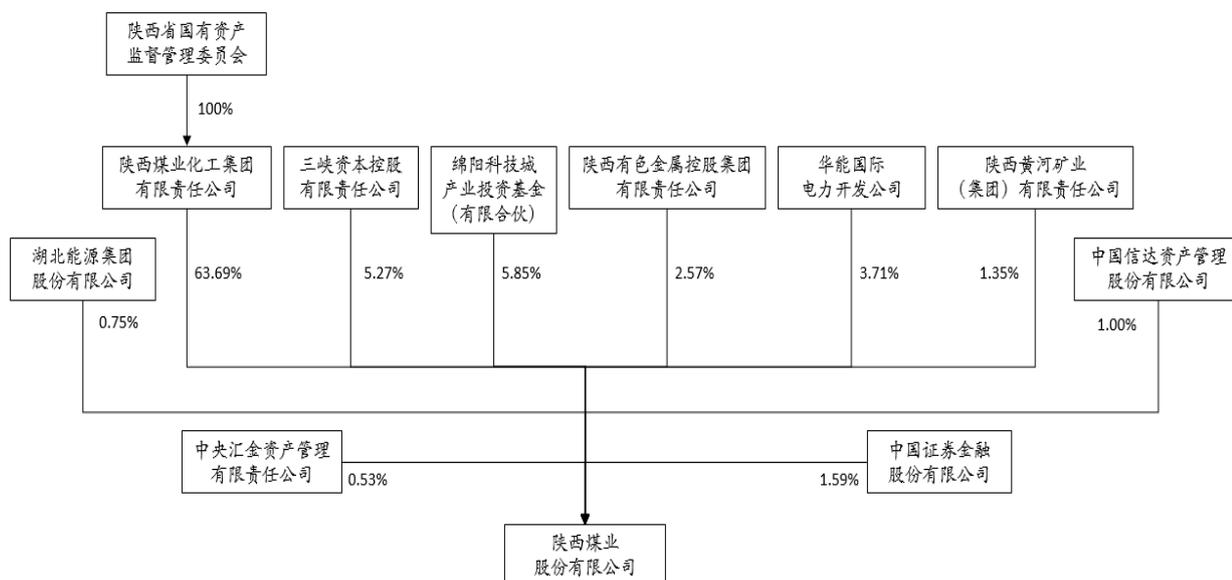
1.1. 公司简介：陕西省唯一煤炭上市平台

公司由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日成立，2014年1月28日在上海证券交易所挂牌上市。虽然在A股煤炭板块之中上市较晚，但公司为陕西省唯一煤炭上市平台，故形象比喻公司为“姗姗来迟的动力煤白马”。此外，公司也是陕西省唯一集产、运、销为一体的煤炭公司以及国家确定的陕北大型煤炭基地两个开发主体之一。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。

1.2. 股权结构：隶属陕西省唯一省属国有大型煤业集团

公司具有陕西国资背景，隶属陕西省唯一省属国有大型煤业集团——陕西煤业化工集团。其中，公司注册资本为900,000万元，总股本100亿股。陕煤化集团持有公司63.69%的股份，为公司控股股东。而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。此外，目前公司持股比例超过5%的小股东还有2家，分别为三峡资本控股有限公司和绵阳科技城产业投资基金。

图 1：陕西煤业前十大股东



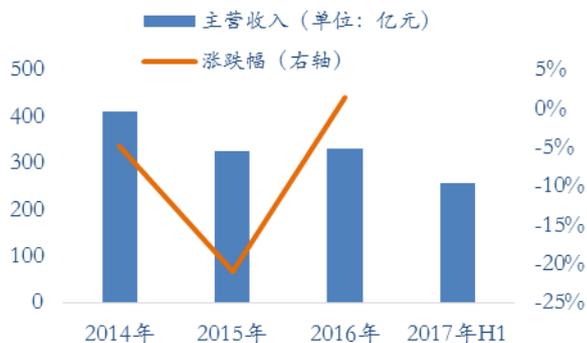
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 财务情况：2016 年业绩反转，2017 年 H1 量价齐升

受益供给侧改革，2016 年业绩反转。2015 年由于产能严重过剩导致行业整体处于周期底部，煤炭价格低迷，公司业绩报亏。2016 年受益供改，煤炭价格恢复性上涨，以及不断剥离盈利能力欠佳的煤矿资产，公司成功实现扭亏为盈。根据 2016 年财务披露，公司实现营业收入 331.32 亿元，较上年增 1.51%，继续维持稳定的收入规模；归属于上市公司股东的净利润实现 27.55 亿元，同比增 192.18%，成功扭亏。

2017年H1量价齐升，彰显动力煤白马本色。受益2017年煤炭行业供给侧改革持续深化，煤炭价格较去年同期涨幅明显，公司业绩弹性持续释放。其中，公司2017H1实现营业收入255.86亿元，同比增133.12亿元，增幅108.45%；实现归母净利54.73亿元，同比增52.22亿元，增幅2083.49%。

图 2：陕西煤业 2014-2017H1 主营收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：陕西煤业 2014-2017H1 归母净利

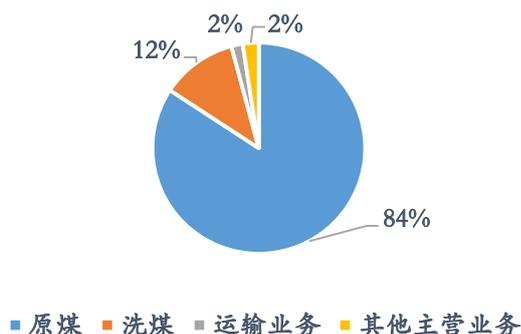


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 业务结构：煤炭生产业务为公司最核心业务

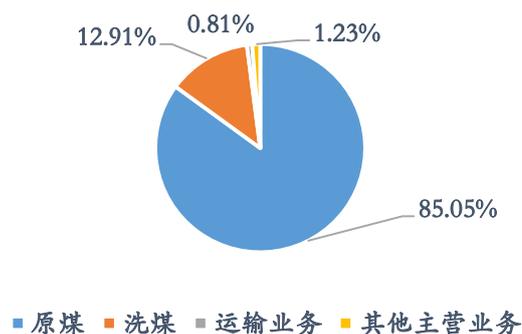
煤炭生产为公司最核心业务，贡献主要营收和毛利。公司主业较为突出，主要是煤炭业务和辅助煤炭销售的运输业务。其中，根据公司2016年财务披露，煤炭相关业务收入和毛利分别占总收入和毛利的96%和98%，是公司最核心的收入和利润来源。

图 4：公司煤炭主营业务占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：公司煤炭业务毛利占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 未来动力煤行业或转化为准公共事业，公司业绩弹性有望稳定释放

2.1. 供需已达动态平衡，动力煤行业有望转化为准公共事业

2.1.1. 2016 年供给侧改革促使行业迅速出清

供给侧改革促使行业迅速出清。煤炭行业由于严重的产能过剩，经历了漫长的低迷时期。在很多煤炭企业频频触及盈亏点的背景下，政府于 2015 年底正式提出“供给侧改革”，意在供给侧对结构进行调整，加速市场出清的进程。2016 年 2 月 5 日，国务院发布《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（下文简称《意见》）。《意见》强调从 2016 年开始，将用 3-5 年时间再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度减少煤炭过剩产能。之后，通过“276 工作日”等制度，煤炭供给收缩逻辑持续在 2016 年得到验证，煤炭价格得到恢复性上涨，市场也得到了加速出清。

表 1：2016 年煤炭行业供给侧改革相关政策和文件梳理

时间	有关部门	文件名称	摘要
2016 年 2 月 5 日	国务院	《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。产能小于 30 万吨/年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，产能 15 万吨/年及以下且发生较大及以上安全生产责任事故的煤矿，以及采用国家明令禁止使用的采煤方法、工艺且无法实施技术改造的煤矿，要在 1 至 3 年内淘汰。
2016 年 3 月 21 日	发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	从 2016 年开始，全国所有煤矿按照 276 个工作日重新确定生产能力，即直接将现有合规产能乘以 0.84（276 除以 330）的系数后取整，作为新的合规生产能力。
2016 年 3 月 30 日	国土资源部	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	严格控制新增产能用地用矿、支持盘活土地资产、实施矿产资源支持政策等。其中规定从 2016 年起，3 年内停止煤炭划定矿区范围审批。
2016 年 11 月 1 日	发改委、国家能源局、国家煤矿安监局	《关于有序增加煤炭产能释放确保今冬明春煤炭稳定供应的通知》	根据情况可在 276 工作日到 330 工作日之间释放产能，严禁超能力生产。
2016 年 11 月 30 日	发改委、国务院国资委、交通运输部、国家能源局、中国铁路总公司、国家电网公司、南方电网公司	《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行意见》	需充分认识煤炭中长期合同的重要意义、遵循市场经济规律，尊重企业市场主体地位、完善合同条款和履约保障机制，提高中长期合同比重、完善价格形成机制，促进价格平稳有序、严格履行企业主体责任，提高合同履约率、建立健全合同履约考核评价、强化激励和保障等
2016 年 12 月 29 日	发改委、煤炭工业协会、电力企业联合会、钢铁工业协会	《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》	建立价格异常波动预警机制，动力煤具体划分为三种情况：绿色区域（价格正常），价格上下波动 6% 以内（以 2017 年为例，重点煤电企业动力煤中长期基准合同价为 535 元/吨，绿色区域为 500-570 元/吨）；蓝色区域（价格轻度上涨或下跌），价格上下波动幅度 6%-12%（以 2017 年为例，黄色区域为 570-600 元/吨或 470-500 元/吨）；红色区域（价格异常上涨或下跌）价格上下波动幅度在 12% 以上（以 2017 年为例，红色区域为 600 元/吨以上或 470 元/吨以下）。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网，发改委网站，国土资源部网站，安信证券研究中心

2.1.2. 2017 年煤炭去产能基本完成，未来供需有望长期保持动态平衡

2017 年煤炭去产能基本完成，未来供需有望长期保持动态平衡。根据国家能源局发布 2017 年 2 月下发的《2017 年能源工作指导意见》，2017 年全国能源消费总量控制在 44 亿吨标准煤左右，全国能源生产总量 36.7 亿吨标准煤左右，煤炭产量 36.5 亿吨左右，2017 年力争关

闭落后煤矿 500 处以上，退出产能 5000 万吨左右。此外，发改委 2017 年 5 月下发的《2017 年煤炭去产能实施方案》中明确提及 2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。2017 年 9 月 15 日，国务院新闻办公室举行 8 月份国民经济运行情况发布会，截至 7 月末，煤炭去产能 1.28 亿吨，完成全年目标任务的 85%。尽管限产政策暂时告别舞台，但是通过价格预警机制、煤矿减量置换等措施严格把控供给从而使得煤炭供需将长时间维持动态平衡的状态。

表 2：2017 年煤炭去产能相关政策和文件梳理

时间	有关部门	文件名称	摘要
2017 年 2 月 10 日	国家能源局	《2017 年能源工作指导意见》	2017 年全国能源消费总量控制在 44 亿吨标准煤左右。非化石能源消费比重提高到 14.3% 左右，天然气消费比重提高到 6.8% 左右，煤炭消费比重下降到 60% 左右。全国能源生产总量 36.7 亿吨标准煤左右，煤炭产量 36.5 亿吨左右。完成煤电节能改造规模 6000 万千瓦。全年力争关闭落后煤矿 500 处以上，退出产能 5000 万吨左右。2017 年预计淘汰煤电装机规模 400 万千瓦以上，到 2020 年煤电装机总规模控制在 11 亿千瓦以内。
2017 年 3 月 10 日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局	《国家安全监管总局、国家煤矿安监局关于强化瓦斯治理有效遏制煤矿重特大事故的通知》	淘汰退出 9 万吨/年及以下的煤与瓦斯突出矿井；对未列入化解过剩产能计划的 9 万吨/年至 30 万吨/年突出矿井，煤矿全面安全“体检”不合格且经停产整顿仍未达标的，依法提请地方政府予以关闭。
2017 年 3 月 14 日	国家能源局	国家能源局公告 2017 年第 5 号	2016 年 7 月~12 月，首次公告煤矿 109 处，重新公告煤矿 13 处，产能增加煤矿 190 处，产能减少煤矿 18 处，取消公告煤矿 1493 处，变更名称煤矿 25 处。煤矿必须严格遵守国家有关法律、法规、规章、规程、标准和技术规范，不得超能力生产。
2017 年 4 月 5 日	国务院发改委	《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	明确了关于落后产能减量置换的相关细则。包括建立煤炭产能置换长效机制、鼓励跨省（区、市）实施产能置换、鼓励实施兼并重组等九项细则。2016 年已退出的产能最迟应于 2017 年 9 月 30 日之前签订产能置换指标交易协议。置换产能的折算比例设定在 130%，符合条件的，该比例可以提高至 150%。
2017 年 4 月 17 日	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部等	《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。多方开辟职工安置途径，妥善安置职工；按照市场化、法治化原则积极推动企业债务和资产处置，力争取得实质性进展。加快推进兼并重组、转型升级，实现产业布局进一步优化。
2017 年 5 月 4 日	国家发展和改革委员会、国家安全生产监督管理总局、国家煤矿安全监察局、国家能源局	《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》	允许部分优质煤矿按减量置换原则核增产能。申请核增生产能力的煤矿，制定产能置换方案，严格实施产能减量置换，要求置换、淘汰退出的煤矿产能不小于核增产能的 110%，符合相关要求的，置换、淘汰退出的煤矿产能不小于核增产能的 100%。
2017 年 5 月 10 日	国家能源局	《国家能源局关于发布 2020 年煤电规划建设风险预警的通知》	能源局建立了煤电规划建设风险预警机制，预警结果由高到低分为红色、橙色、绿色。风险预警结果为红色和橙色的省份，要暂缓核准、暂缓新开工建设自用煤电项目，风险预警等级为绿色的省份，有序核准、开工建设自用煤电项目，仅湖南和海南为风险预警等级为绿色。
2017 年 5 月 12 日	中电联	《关于电力工业发展的 13 条建议》	有效引导煤炭价格回归至合理区域；合理缩短煤电联动调整周期，半年一次为宜；纠正带有地方保护色彩、不利于资源在全国大范围优化配置的不合理政策；有效增加煤炭市场供给；对电煤中长期合同兑现偏低及价格违法行为及时查处；用最小经济代价化解电煤产能；将自备煤电机组纳入压减煤电项目清单。
2017 年 5 月 12 日	国家发改委	《2017 年煤炭去产能实施方案》	2017 年煤炭去产能目标任务坚持落后产能应退尽退、能退早退，2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。
2017 年 6 月 21 日	国家发展改革委	《国家发展改革委关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价。

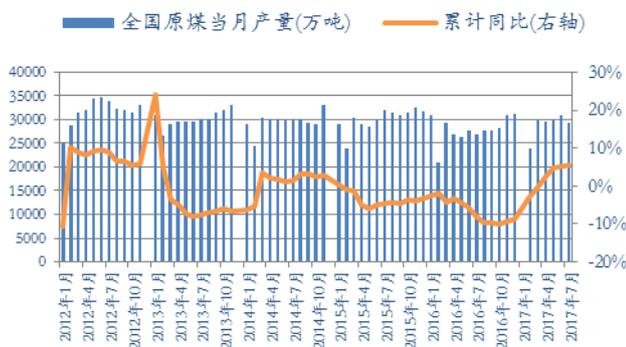
资料来源：发改委网站，国家能源局网站，煤矿安监局网站，中电联，安信证券研究中心

供需角度：供给逐渐恢复，需求相对乐观，基本达到供需平衡。供给端，由于“276 工作日”等限产制度等因素，2016 年煤炭产量整体呈现收缩态势。**2017 年限产类政策退出产量保持**

环比整体持平，原煤产量维持在 2.9-3.0 亿吨/月左右，并没有出现市场所担心的因为行业盈利能力回升所带来的供给释放。其中，据国家统计局数据，2017 年 8 月，全国原煤产量 29077 万吨，同比增长 4.1%，增幅较上月收窄 4.4 个百分点（基数原因）。数据显示，8 月份全国原煤产量较上月减少 361 万吨，下降 1.23%。2017 年 1-8 月份全国累计生产原煤 23 亿吨，同比增长 5.4%，增速与前 7 月持平。

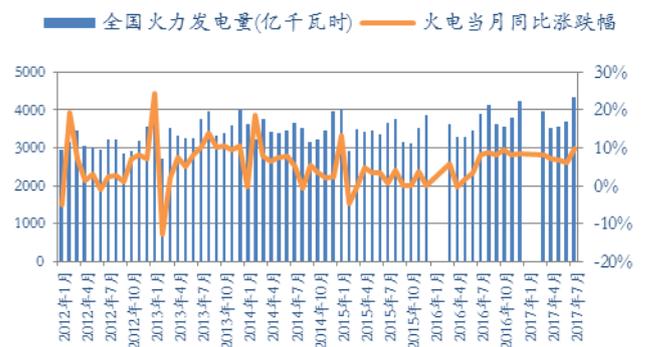
需求端，市场担心四季度后，经济可能不好。“好”与“不好”需要重新定义。我们认为在供给未来没有大量释放的前提下，所谓“不好”仅仅是需求增速放缓，而增速放缓对于目前的供需关系不能形成冲击。2016 年全国火力发电量月同比增速持续改善，全年平均增速达到 6.17%。2017 年相对乐观，平均增速维持 7.60% 的水平。总体来说，在没有严格限产制度的背景下，供需已经达到动态平衡。

图 6：全国煤炭产量和累计同比增幅情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：全国火力发电量及同比增幅情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.1.3. 中长期价格或将围绕中枢呈季节性波动，行业有望逐渐转型为准公共事业

政府一定程度上希望煤价保持高位平稳，逐步将动力煤当做准公共事业来进行管理。去年供给侧初衷就是希望行业实现扭亏，降低负债率，解决行业脱困和化解金融风险。但同时也不希望过高的动力煤价格影响下游电力行业生存。为了实现这一目标，制定了中长期煤炭长协价格机制，保证重点大型电厂能够获得相对低价煤炭供应，以当前秦皇岛价格为例，市场价格已经突破 700 元/吨，但大电厂购买长协价只有 567 元/吨，可以获得一定利润。同时，政府积极推进煤电两个行业重组、煤炭库存管理机制等也是希望抹平动力煤价格波动，实现准公共事业化管理。

按供需维持动态平衡的假设前提，预计动力煤价格将围绕中枢呈季节性波动。首先，鉴于目前动力煤供需已经达到动态平衡，假设出清状态可以持续，在没有明确外界因素干扰以及触发不可抗力等，未来动力煤价格或将持续季节性波动，价格中枢整体围绕在 600 元/吨左右。如果存在特殊因素所造成的超预期表现，价格依然存在一定弹性，但不具备大涨基础。第二，假设供需关系出现失衡，考虑政策储备不断完善的因素，价格仍将呈阶段性波动的状态，价格中枢大概率围绕 550-600 元/吨的水平。具体来说，在供大于求的状态下，可以采取“276 工作日”、“限制劣质进口煤”、“停止审批新煤矿”，“核增产能放缓”等政策，收紧供给，直到供需再次回到平衡；在供不应求的情景中，可以采取“加速核增产能”，“鼓励先进产能释放”等措施，直到供需再次出清。

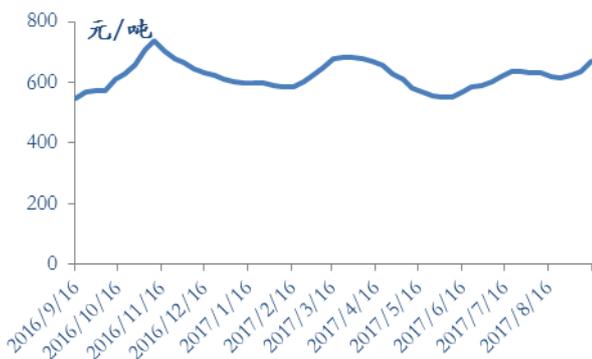
行业准公共事业，优势企业获得超额利润。价格的稳定波动将使动力煤企业的业绩维持稳定，未来业绩增量主要反映在产能的扩张。在这样的背景下，动力煤行业的周期属性或将逐渐淡化，而公共事业行业的特点则越发凸显。公共事业行业的特点是行业处于政府认可的合理水

平。但是由于采掘业又不同于传统公用事业天然成本曲线陡峭，全行业微利状况下，成本优势明显企业将显著获得超额利润。

2.1.4. 2017 年煤价中枢抬升，“淡季不淡”利好公司三季度业绩

从实际价格表现上看：2017 年 1-8 月份呈季节性波动趋势，9 月后“淡季不淡”利好公司三季度业绩。港口方面以秦皇岛港 5500 大卡动力煤为例，2016 年年内最高涨幅达到 109.69%，基本恢复到了 2012 年左右的水平。2017 年上半年由于供给逐渐放松、需求相对稳定、中长期合同的签订以及调控政策储备不断完善，价格整体呈季节性波动，高位企稳。此外，港口价格的中枢也得到了较为确定的抬升，还是以秦港 5500 大卡动力煤为例，2016 年的价格中枢为 473.32 元/吨，而 2017 年 1-8 月价格中枢上升到 616.38 元/吨，抬升幅度达到 30.22%。陕西地区的动力煤价格 2016 年分阶段性修复，最高涨幅可达 78.18%。2017 年由于两会因素导致节后复工较晚，供给有所限制使得价格相对坚挺，一度再创新高。其中，陕西榆林地区动力煤价格 2017 年上半年最高涨幅可达 16.33%。“迎峰度夏”之后，价格高位反弹，逼近 700 元/吨，超出之前预期。其中，秦港 5500 大卡动力煤价格 9 月 18 日报收 686 元/吨。从需求看，环比回落，但是同比增涨，供暖季前下游存在集中补库预期；而供给端则由于大秦线检修、产地安检、进口煤受阻等多方原因受到一定压制。预计中长期动力煤价格继续围绕中枢波动，淡季超预期利好公司业绩释放。

图 8：秦港 5500 大卡动力煤价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，安信证券研究中心

图 9：陕西榆林动力块煤价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，安信证券研究中心

在公共事业化的大趋势中诸如陕西煤业此类龙头业绩有望持续稳定释放，且改善空间大：一方面，主业突出、禀赋优越；另一方面，规模效应逐渐凸显。

2.2. 先天条件优越，后天不断优化

2.2.1. 储量大，资源禀赋优越

公司煤炭资源储备优势明显。根据公司公告，公司拥有煤炭地质储量 163.5 亿吨，可采储量 109.6 亿吨，在上市公司中均排第 3 位。矿井主要分布在陕西省内，包括渭北、彬黄和陕北矿区，煤炭开采单位又细分为渭北矿区、黄陵矿区、彬长矿区、神府矿区和榆横矿区。以公司目前产能水平，假设产能维持 10000 万吨/年，测算公司可采年限至少有 109 年，在上市公司之中排行居前。

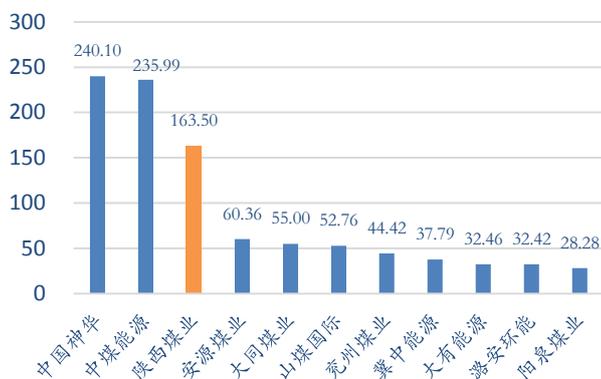
表 3：陕西煤业矿区储量梳理

单位	资源储量	可采储量
渭北矿区	46863	28712
彬黄矿区	379824	267335
陕北矿区	1208290	799625
总计	1634977	1095672

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

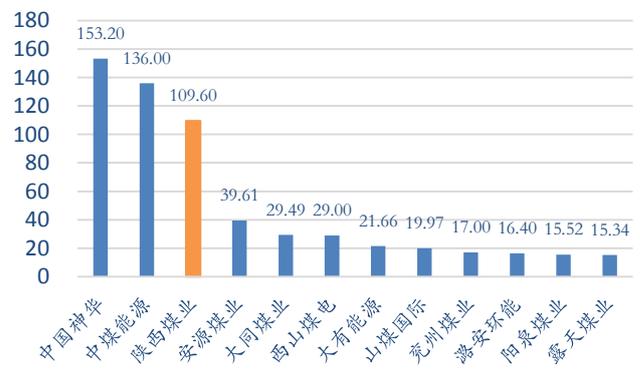
注：数据取自公司 2016 年信息

图 6：上市公司资源储量排名（单位：亿吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：上市公司可采储量排名（单位：亿吨）



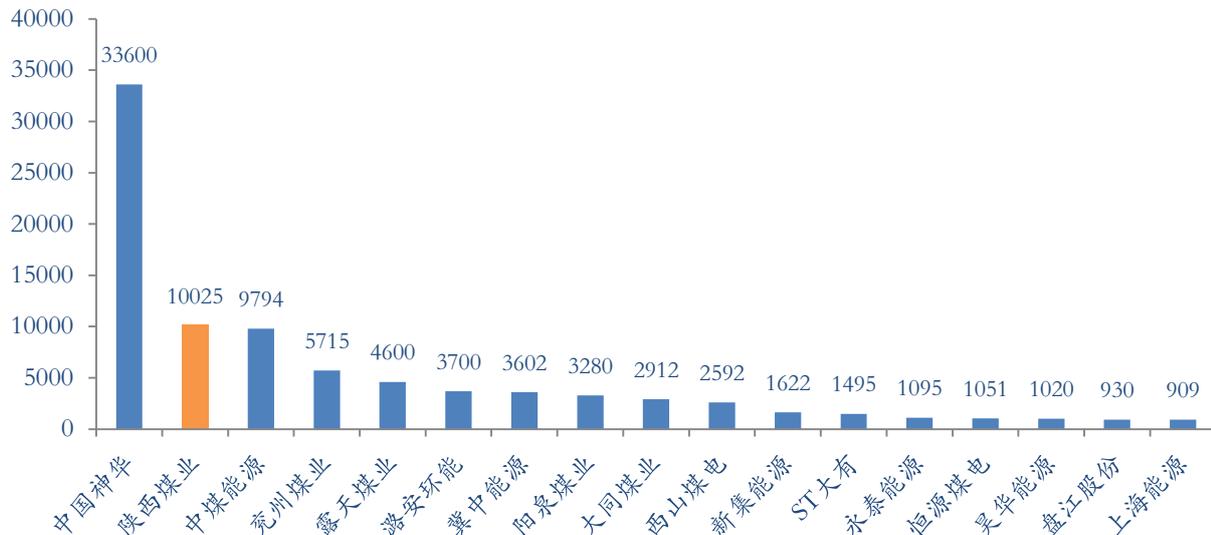
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

煤炭资源丰富，品质优良。公司 97% 以上的煤炭资源位于陕北、黄陇等优质煤产区，具有低灰、低硫、低磷、高发热量等特点，煤层瓦斯含量低，是优质的动力、化工及冶金用煤。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”。

2.2.2. 动力煤产能优质，规模居前二

产能规模居上市公司第二，先进产能占比大。公司现有并表产能为 10025 万吨/年（权益产能 6472 万吨/年），在上市公司中仅次于中国神华，位居第 2 位。其中在产矿井共 15 对，其中有 14 对达到安全高效矿井标准，13 对达国家安全质量标准化一级标准（占总产能近 90%），7 对矿井被中国煤炭工业协会评定为先进产能矿井（占总产能 69%）。

图 10：公司煤炭产能排上市公司第二（单位：万吨/年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主要矿区分为渭北矿区、彬黄矿区和陕北矿区，预计未来着力发展彬黄矿区和陕北矿区。彬黄矿区（彬长矿区与黄陵矿区的合称）产能基本保持稳定。黄陵矿区位于延安市黄陵县境内，彬长矿区位于咸阳市彬县、长武两县境内。公司于 2016 年上半年公司收购控股股东陕煤集团彬长矿业集团持有文家坡煤矿 51% 的股权，同时对大佛寺矿、文家坡矿两对矿井进行技术改造。大佛寺煤矿产能将减少 300 万吨/年，而给家坡矿井带来产能 320 万吨/年。2016 年产能 500 万吨/年的胡家河煤矿完成技改项目联合试运转并验收。陕北矿区是公司未来重要的成长点。该矿区位于北部榆林市，分布于榆林市神木县、府谷县、榆阳区、横山县境内。在建小保当煤矿建设规模 2800 万吨/年，预计 18 年投产，有望预增 1500 万吨/年；在建袁大滩矿井置换榆阳矿井，核定产能 500 万吨/年；合计将增加产能 2100 万吨/年，为后续产能释放打下基础。此外，未来千万吨级矿井柠条塔煤矿（公司产能最大矿井）有望保持 1800 万吨/年的产能。2016 年产能 400 万吨/年孙家岔煤矿完成技改项目联合试运转并验收。渭北矿区通过对落后产能剥离，减轻了经营压力。该区内资源储备较丰富，开发地也比较充分，俗称“渭北黑腰带”，由焦坪、铜川、蒲白、澄合、韩城 5 个自然矿区组成，原产能有两千多万吨，但地质条件较复杂，开采成本较高，公司于 2015 年末-2016 年 4 月之间通过资产重组剥离了渭北矿区大部分煤矿，现有产能为 705 万吨/年。

表 4：陕西煤业产能梳理

	矿井名称	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能
渭北矿区	玉华煤矿	不粘煤	240	100%	240
	下石节煤矿	不粘煤	185	100%	185
	陈家山煤矿	不粘煤	180	100%	180
	柴家沟	长焰煤	100	95%	95
小计		705		700	
陕北矿区	韩家湾煤炭	不粘煤、长焰煤	300	100%	300
	柠条塔煤矿	不粘煤、长焰煤	1800	51%	918
	张家峁煤矿	不粘煤、长焰煤	1000	55%	550
	红柳林煤矿	不粘煤、长焰煤	1500	51%	765
	中能榆阳煤矿 (表外&未投产)	不粘煤、长焰煤	500	34%	170
	孙家岔煤矿 (表外)	不粘煤、长焰煤	400	30%	120
	小保当煤矿 (未投产)	不粘煤、长焰煤	1500	60%	900
小计		7000		3243	
彬黄矿区	黄陵一号煤矿	弱粘煤	600	100%	600
	黄陵二号煤矿	弱粘煤	800	54%	432
	建新煤矿	弱粘煤、长焰煤	400	51%	204
	大佛寺煤矿	不粘煤	600	90%	540
	建庄煤矿 (表外)	弱粘煤、气煤	500	40%	200
	胡家河煤矿	不粘煤	500	80%	400
	文家坡	不粘煤	320	51%	163
小计		3400		2376	
并表产能合计		10025		6472	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.3. 通过剥离落后产能，优化盈利能力

剥离落后产能，改善资源结构。公司 2015 年协议转让了 5 对矿井的 100% 股权，总产能 390 万吨/年，分别为蒲白矿业将白水煤矿转让给蒲白矿务局，铜川矿业将徐家沟煤矿、鸭口煤矿及王石凹煤矿转让给铜川矿务局，澄合矿业将王斜煤矿转让给铜川矿务局。2016 年公司又将渭北矿区经营成本高、产品质量低、盈利能力弱的三家矿业公司(蒲白矿业公司、澄合矿业公司、韩城矿业公司)及两对矿井(铜川矿业公司东坡煤矿、金华山煤矿)，共 9 座煤矿股权和资产协议转让给蒲白矿务局、澄合矿务局、韩城矿务局和铜川矿务局，转让产能达 1217 万吨/年。同时，公司收购控股股东陕煤集团彬长矿业集团持有文家坡煤矿的 51% 股权，产能结构得到进一步优化。

轻装上阵，优化盈利能力。公司 16 年处置子公司，剥离时点为 2016 年 4 月 30 日。按 2015 年数据 (剥离前)，韩城矿业盈利 0.167 亿，蒲白矿业净利润亏损 5.3 亿、澄合矿业亏损 5.9 亿，东坡煤矿和金华山煤矿亏损均超过 2 亿元，合计亏损达 15.16 亿元。剥离这些亏损以及盈利能力较弱的资产优化了公司盈利能力，同时改善经营业绩。

表 5：公司 2015-2016 年剥离矿井梳理

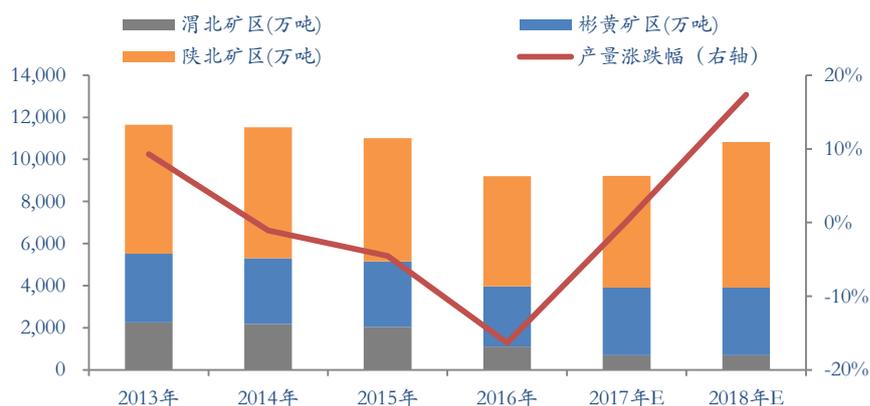
剥离公司或矿井	剥离股权	剥离时点	主要煤种	核定产能	资产转让 (万元)	2015 年底净利润 (万元)
鸭口煤矿	100%	2015.12	贫煤	60	4599.92	
徐家沟煤矿	100%	2015.12	弱粘煤	45	3799.12	
王石凹煤矿	100%	2015.12	贫瘦煤、瘦煤、贫煤	120	10269.63	
蒲白白水煤矿	100%	2015.12	贫煤	105	6309.68	
王斜煤矿	100%	2015.12	贫煤	60	14096.68	
15 年合计				390	39075.29	
蒲白矿业公司	100%	2016.04	焦煤, 瘦煤	90	132646.67	-52657.93
澄合矿业公司	100%	2016.04	瘦煤, 贫瘦煤	257	-7938.21	-58964.9
韩城矿业公司	100%	2016.04	焦煤、瘦煤、贫煤、无烟煤	690	134889.64	1668.72
东坡煤矿	100%	2016.04	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	90	1306.79	-20678.91
金华山煤矿	100%	2016.04	瘦煤	90	1542.87	-20949.74
16 年合计				1217	262447.76	-151583.76
总计				1607	301523.05	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.4. 产销量尚有增长空间

存量稳定，增量可期。2016 年公司实现煤炭产量 9,205 万吨，同比下降 16.33%，减少 1797 万吨。产量下降的主要原因为剥离盈利能力差的矿和限产政策的实施。陕北和彬黄矿区两个主力矿区产量相对稳定，预计渭北矿区未来产量占比将不断被压缩。公司 2017 年上半年煤炭产量 4,947 万吨，同比增加 453 万吨，增长 10.08%。考虑公司 2017 年没有增产计划，根据 330 政策，判断 2017 年公司产量基本符合核定产能。预计 2018 年公司小保当煤矿投产或贡献 1500 万吨增量。

图 11：陕西煤业产量统计和预测

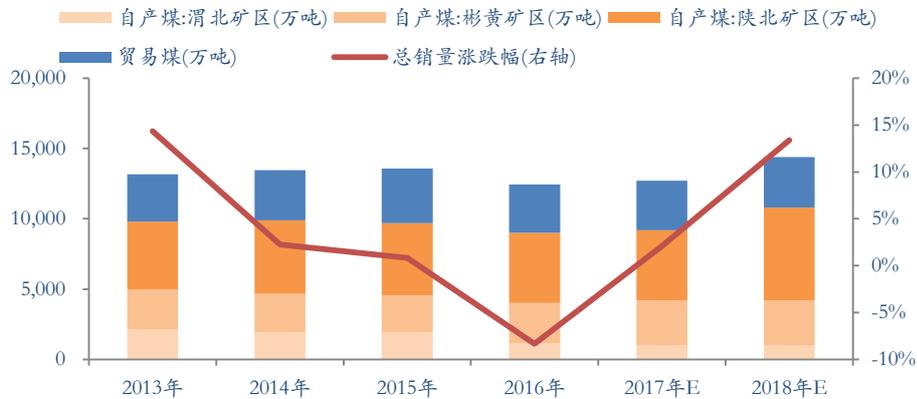


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

预计销量未来呈逐渐增加趋势。公司商品煤销售分自产煤和贸易煤两个板块，主要因为集团下属煤矿以及周边小煤矿均由公司统销代销。2016 年公司商品煤总销量 12441 万吨，同比下降 8.35%，主要由于限产和资产剥离等原因。2017 年上半年商品煤销量 6,354 万吨，同比增加 509 万吨，增长 8.71%，期末商品煤库存 182.85 万吨。考虑未来公司改变销售策略，加大向西南区供应的力度，加之未来的增量预期，后市销量相对乐观。此外，未来集团新建

产能投产后，可供公司统销代销的煤炭量或将持续增加。

图 12：陕西煤业销量统计和预测

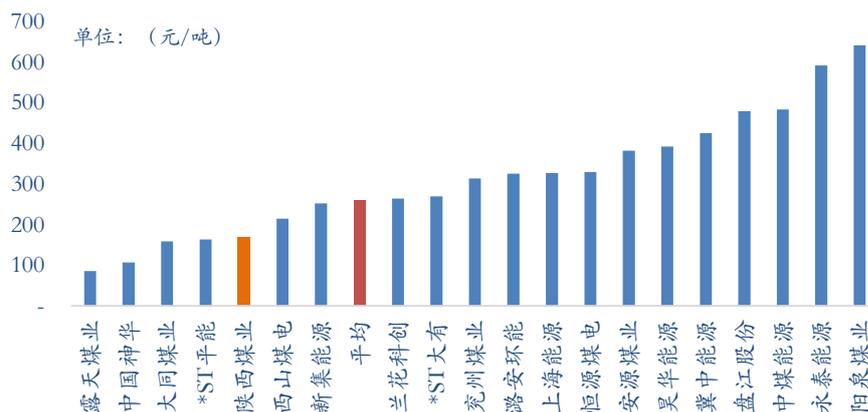


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 受益禀赋，规模效应强

公司成本管控能力强，吨煤成本远低于行业平均水平。受益于公司优秀的成本控制，2017年上半年公司吨煤成本 168.71 元/吨，远低于行业平均值 261.22 元/吨。主要原因是由于公司所处矿区煤炭赋存条件好、地质构造简单，且多数煤层瓦斯含量较低（神府矿区大部分煤层瓦斯含量接近零）。由于煤炭行业的特殊性，成本不存在可复制性。低成本加上高产量所带来的规模效应使得公司业绩弹性冠绝全行业。

图 13：2017H1 年煤炭业务吨煤成本比较



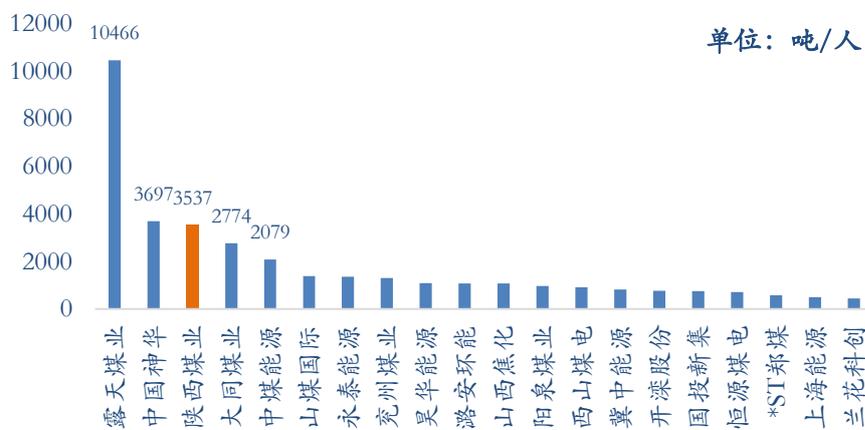
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：1、陕西煤业按原选煤完全单位成本（包含税金及附加）。

2、中国神华按自产煤单位生产成本。

公司规模效应强还体现在人均产能方面。截止 2017 年 6 月，陕西煤业人均产能达 3537 吨/人，仅次于露天煤业和中国神华，排名第三。一方面，陕西煤业由于成立较晚，人员负担轻；同时，产能大使得陕西煤业人均产能强于同行业公司。

图 14：煤炭上市公司人均产能比较



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 减量置换规则落地，公司有望增产

3.1. 置换政策尘埃落定

减量置换政策为供给侧改革提供保障，供给释放有望得到控制。随着供给侧结构性改革的积极推进，对于煤炭行业化解过剩产能实现脱困的工作持续进行。国家发改委、国家能源局及国家煤监局等有关部门发布多项通知文件明确减量置换相关政策建议。目的在于通过新型环保的大型煤矿整合替代多数小型高污染煤矿缓解煤炭行业过剩产能，控制产能达到市场供需的平衡。减量置换制度一方面保证行业总产能不会增加，另一方面通过产能置换，先进产能替代落后产能，提高行业整体的质量和效益，优化产业布局，降低排放强度。据 2017 年 4 月国务院发改委发布的《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》，2016 年已退出的产能最迟应于 2017 年 9 月 30 日之前签订产能置换指标交易协议。置换产能的折算比例设定在 130%，符合条件的，该比例可以提高至 150%。据 2017 年 5 月发改委等部门发布的《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》，允许部分优质煤矿按减量置换原则核增产能。申请核增生产能力的煤矿，制定产能置换方案，严格实施产能减量置换，要求置换、淘汰退出的煤矿产能不小于核增产能的 110%，符合相关要求的，置换、淘汰退出的煤矿产能不小于核增产能的 100%。预计未来煤炭供给释放速度将得到有效控制，短期内释放大量产能为小概率事件。

表 6：减量置换相关政策梳理

时间	有关部门	文件名称	摘要
2016 年 7 月 23 日	国家发改委、国家能源局、国家煤炭安全监察局	《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》	通知明确严控煤炭新增产能，对产能置换提出了多项政策指导。包括违建和新建煤矿的处理管理办法及置换关闭退出煤矿的批准条件等。贯彻落实煤炭供给侧改革 7 号文的有关精神，积极化解过剩产能、促进煤炭供需平衡、推动煤炭行业转型升级。
2016 年 12 月 22 日	国务院发改委、国家能源局	《煤炭工业发展“十三五”规划》	化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨。
2017 年 4 月 5 日	国务院发改委	《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	明确了关于落后产能减量置换的相关细则。包括建立煤炭产能置换长效机制、鼓励跨省（区、市）实施产能置换、鼓励实施兼并重组等九项细则。2016 年已退出的产能最迟应于 2017 年 9 月 30 日之前签订产能置换指标交易协议。置换产能的折算比例设定在 130%，符合条件的，该比例可以提高至 150%。
2017 年 5 月 4 日	国家发改委、国家安全生产监督管理总局、国家煤矿安全监察局、国家能源局	《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》	允许部分优质煤矿按减量置换原则核增产能。申请核增生产能力的煤矿，制定产能置换方案，严格实施产能减量置换，要求置换、淘汰退出的煤矿产能不小于核增产能的 110%，符合相关要求的，置换、淘汰退出的煤矿产能不小于核增产能的 100%。

资料来源：国家发改委网站，安信证券研究中心

3.2. 小保当煤矿获批，公司有望增产 1500 万吨

小保当煤矿获批。煤炭行业新增产能减量置换政策陆续落地执行，陕西煤业通过科学核减、跨省调剂等置换方式，实现小保当一期 1500 万吨/年减量置换的核准通过。小保当项目位于陕西神木境内（含配套建设洗煤厂），总投资 74.72 亿元（不含矿权费用），建设目标为绿色和谐智慧化煤矿。

表 7：小保当煤矿成立及并入概况

公司名称	时间	事项	概况	备注
陕西小保当矿业有限公司	2009 年 4 月	成立	陕西小保当矿业有限公司是 2009 年由陕西煤业化工集团公司和陕西煤田地质有限公司共同发起，经陕西省国资委发文批准成立的，主要从事煤炭生产和经营。	
	2011 年 6 月	并入陕煤	陕西煤业股份有限公司使用自有资金收购了陕煤化集团持有小保当公司 60% 的股权。	收购金额：73,648.57 万元

资料来源：wind 资讯、公司网站，安信证券研究中心

预计 18 年中投产，年化贡献 12.87-15.84 亿元归母净利。陕西小保当矿业有限公司成立于 2009 年 4 月 3 日，注册资本 12 亿元。小保当煤矿由陕西煤业化工集团和陕西煤田地质有限公司共同发起，主要从事煤炭生产和经营。2011 年 6 月，陕西煤业股份有限公司使用自有资金收购了陕煤化集团持有小保当公司 60% 的股权成为第一大股东。小保当煤矿位于陕西省榆林神木县西南部及榆阳区东北部，神延铁路及 S204 省道沿矿区东南部通过，交通便利资源较为丰富。小保当煤矿主要煤种为不粘煤和长焰煤，设计产能 2800 万吨/年，其中小保当一号矿井 1500 万吨/年，二号矿井 1300 万吨/年。目前获得产能置换核准的为 1 号矿井 1500 万吨/年公司持股 60%，有望贡献权益产能 900 万吨/年。预计 2018 年年中投产，当年可以贡献产量 800 万吨，19 年贡献产量 1500 万吨以上。

未来看动力煤长期企稳，动力煤均价预期 600-650 元/吨，对应该煤价我们预期小保当煤矿或将为公司带来归母净利 12.87-15.84 亿元。

表 8：小保当投入所带来的业绩测算

假设动力煤价 (元/吨)	600	625	650
假设综合售价 (元/吨)	350	373	395
假设完全成本 (元/吨)	160	160	160
吨煤利润 (元/吨)	190	213	235
所得税 (元/吨)	48	53	59
吨煤净利 (元/吨)	143	160	176
权益销量 (万吨)	900	900	900
归母净利 (亿元)	12.87	14.40	15.84

资料来源：安信证券研究中心

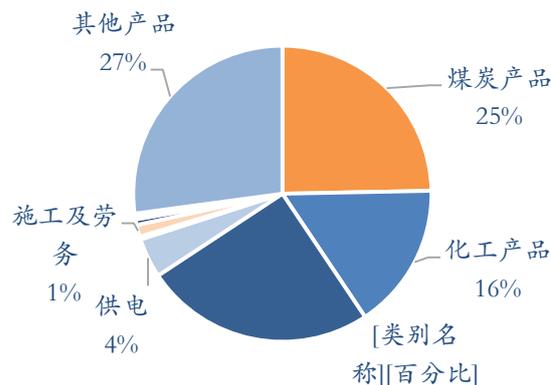
4. 陕煤化集团多元化发展为公司提供有力支撑

4.1. 集团背景雄厚，业务覆盖广

陕煤化集团为国资背景，实力雄厚。有“中国西部能源航母”之称的公司大股东——世界五百强企业陕煤化集团，由陕西省委、省政府为落实“西部大开发”战略，充分发挥陕西煤炭资源优势于2006年6月重组建立。截止2017年注册资本为100亿元，全部为国有资本，陕西省国资委为公司股东及实际控制人。

业务多元互补，协调发展。陕煤化集团自成立后，通过投资新建、收购兼并、资产划转、内部重组等多种途径，截至目前拥有全资、控股企业60余个、上市公司3家；形成了“煤炭开采、煤化工”两大主业和“燃煤发电、钢铁冶炼、机械制造、建筑施工、铁路投资、科技、金融、现代服务”等相关多元互补、协调发展的产业格局，通过7个产业板块和3个服务性功能平台不断加快实施“煤化电路”一体化战略。集团主要围绕两个主导产业多元化发展：一是以煤电、煤层气开发、煤系资源利用的循环经济；二是以铁路运输物流、机械制造、建筑施工、金融为内容的产业服务体系。目前业务主要有包括：煤炭、化工、钢铁、电力、机械产品和施工服务等。

图 15：2016 年陕煤化集团业务占比



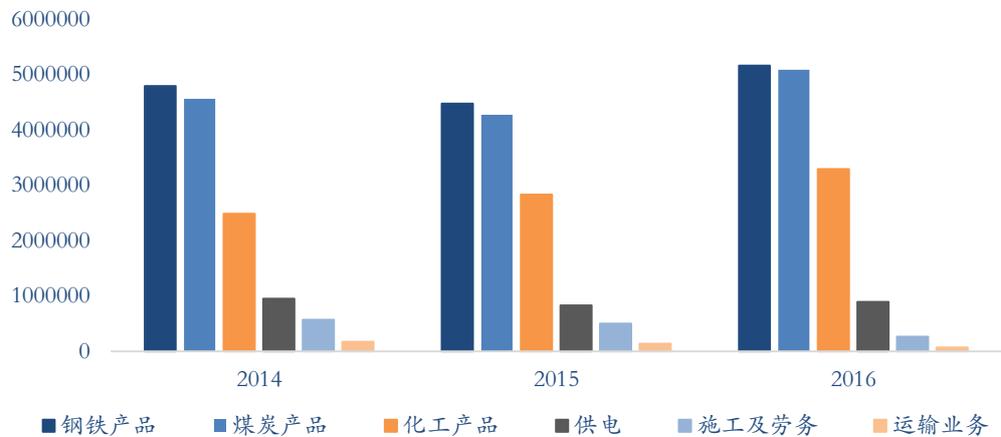
资料来源：集团公告，安信证券研究中心

4.2. 集团各业务不断发展对煤炭需求量有望增加

陕煤化集团拥有煤炭产业链平台，各板块业务的提升保障了煤炭需求，直接为陕西煤业带来业绩。据公司公告，集团煤炭消耗量70%以上从陕西煤业采购，并且关联采购量不断提高。因而集团对煤炭需求量的增大，将直接提升陕西煤业的业绩。集团营收主要来源为钢铁、煤化工和电力板块，这些板块均为煤炭下游产业链，对煤炭有较高需求。集团拥有钢材产能1290万吨/年，2016年公司累计分别生产粗钢730.27万吨、钢材629.73万吨，带来营收516.1亿，同比增长15.23%。化工产业是集团重点打造的煤炭下游产业，也是支柱产业之一。化工产业为集团带来营收不断增大，2016年同比增长16.31%，各种化工产品产量达1387万吨，包括尿素、甲醇、聚氯乙烯、焦炭等产品。电力方面，截至2016年末，公司可控装机容量为714.5万千瓦，权益装机容量为459.51万千瓦。2016年，公司实现发电量231.29亿千瓦时，售电量214.98亿千瓦时，带来营收89.1亿，同比增长7.2%。未来集团还将主要在电力、新型煤化工产业加强布局和投入，增强收入和利润的同时保障煤炭消耗，提高可

持续发展和抗风险能力。

图 16: 陕煤化集团 2014-2016 各业务营业收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司业绩还将受益于集团新建煤化工和电厂项目对煤炭的需求。集团化工项目渭北化工园区和庙沟门工业集中区煤化工项目一期工程项目有望在 2017 年投产, 同时电力工程项目府谷清水川低热值燃料资源综合利用项目也有望在 2017 年建成。这些项目将扩大集团耗煤规模, 集团采购公司煤炭的占比将逐年提升。除此之外, 靖边至神木集运铁路项目也有助于集团内煤炭的运输, 在保障有效供给需求的同时降低运输成本。

表 9: 陕煤化集团在建项目梳理

项目名称	建设规模	建设年限	计划总投资 (单位: 亿元)
渭北煤化工园区	甲醇 180 万吨/年, 聚烯烃 70 万吨/年	2009-2016	199.5
庙沟门工业集中区煤化工项目一期工程项目	兰炭 120 万吨/年, 煤焦油加氢 50 万吨/年, 金属镁 2 万吨/年, 2×25MW 发电厂	2010-2016	45.87
靖边至神木集运铁路项目	线路全长 232.68 公里, 发运量 1 亿吨/年	2017-2020	193.66
府谷清水川低热值燃料资源综合利用项目 2×300MW	电厂工程项目 2×300MW 电厂	2012-2016	32.27

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.3. 集团煤炭资产有望注入

陕煤化集团煤炭业务发展潜力巨大, 煤炭资源有望注入陕西煤业。集团内煤炭业务整合至陕西煤业, 所有煤炭由陕西煤业全权代理销售结算。为解决同业竞争限制, 集团内煤炭资产有望注入上市公司。煤炭是集团最主要产业之一, 2016 全年完成煤炭生产 1.26 亿吨, 营业收入上升 12.74%, 增加 81.5 亿元。截至 2017 年 3 月底, 公司拥有煤炭资源储量达 300.45 亿吨, 可采储量 203.09 亿吨。陕西省政府明确将公司作为鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体。根据勘测, 神府南区拥有的煤炭资源储量可能达到 300-400 亿吨, 随着未来神府南区的继续勘探和开发, 公司资源储备将继续增加。集团除陕西煤业公司在建煤矿外, 拟建煤矿有曹家滩煤矿 (1500 万吨/年), 小庄煤矿 (500 万吨/年), 孟村煤矿 (600 万吨/年), 沙梁煤矿 (120 万吨/年)。未来一旦矿井建设完成, 注入可期。

表 10：集团在建煤矿（除陕西煤业体内项目）

项目名称	产能
曹家滩煤矿	1500 万吨/年
小庄煤矿	500 万吨/年
孟村煤矿	600 万吨/年
沙梁煤矿	120 万吨/年
合计	2720 万吨/年

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

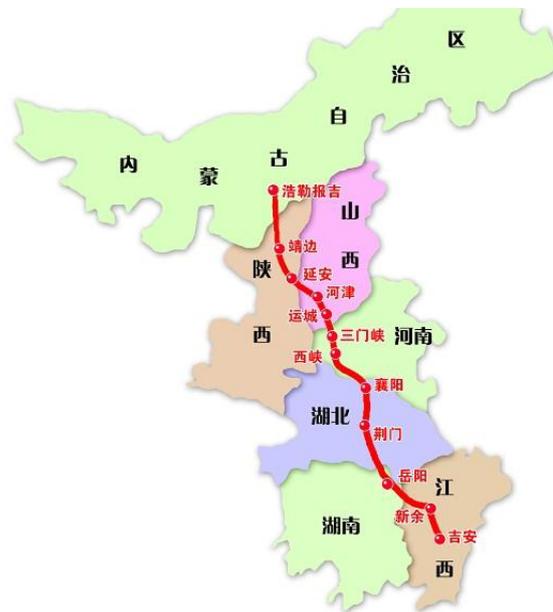
5. 运输桎梏疑无路，“铁路+管道”齐开花

5.1. “蒙华铁路”建成将打破公司多年销售瓶颈

5.1.1. “蒙华”铁路---国内最大运煤专线

蒙华铁路，即蒙西到华中煤运铁路，为国内最大规模运煤专线。蒙华铁路北起内蒙古浩勒报吉站，经内蒙古自治区、陕西省、山西省、河南省、湖北省、湖南省，止于江西省吉安站，线路全长 1837 公里，规划设计输送能力为 2 亿吨/年。建成运营初期输送能力达到 1 亿吨，计划 2020 年投运。国家发改委给“蒙华铁路”的基本功能定位是，连接蒙陕甘宁能源“金三角”地区与鄂湘赣等华中地区，是“北煤南运”新的国家战略运输通道。

图 17：蒙华铁路示意图



资料来源：煤炭研究网，安信证券研究中心

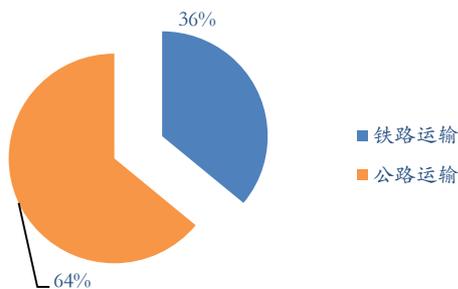
5.1.2. 解决公司运输瓶颈，助力煤炭外运

陕西地区区位优势不足。由于我国煤炭的主产区 and 下游的消费区相隔较远，所以煤炭行业对运输的依赖性较强。经过发展逐渐形成了“西煤东输，北煤南运”的运输格局，即将“三西”地区所生产的煤炭资源运送至东南主要消费区。其中，“三西地区”是指陕西、山西和内蒙古西部，是我国煤炭资源最富集地区、煤炭主要生产地。根据各省煤炭工业厅和中国煤炭工业协会数据，截止 2016 年，“三西”地区原煤产量占全国总产量 64.81%。另一方面，根据国家统计局披露数据，“三西”地区在 2015 年的煤炭消费量仅占全国 23.32%，进一步测算 2016 年消费量占比基本维持在 25%左右的水平，供需差异巨大。正是由于区域间供需不平衡，运输也就成为制约煤炭及下游行业发展的重要因素，根据我们不完全测算，煤炭坑口与消费地之间的价差中，运输环节涉及的费用已经超过 50%。公司位于“三西”地区之中距消费地相对较远的陕西省，区位优势不明显。

以汽运为主的运输方式导致公司的销售半径受到明显限制。从行业层面，铁路运输更具经济优势。根据煤炭资源网铁路运量数据测算，铁路运输作为主要方式 2016 年度运量占全国煤

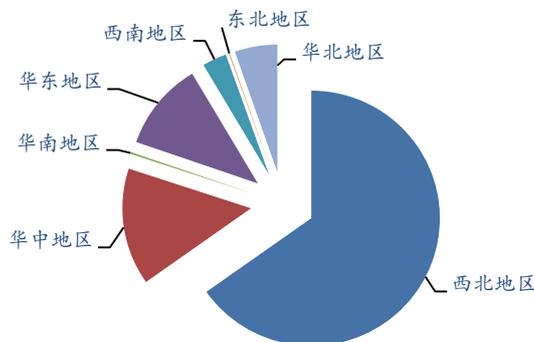
炭运输量的 59.33%，2017 年 7 月份铁路运量占全国煤炭运量的 60.47%。但是目前公司煤炭销售还是公路运输为主，铁路为辅。其中，汽运约占 64%，铁路运输约占 36%。考虑汽运的辐射半径较短，公司大部分煤炭销售方向还是在西北地区。从分地区业务贡献毛利来看，公司西北地区煤炭销售毛利占所有的 65%左右，基本与公路运输占比吻合。

图 18：陕西煤业 2016 年煤炭销售运输途径占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

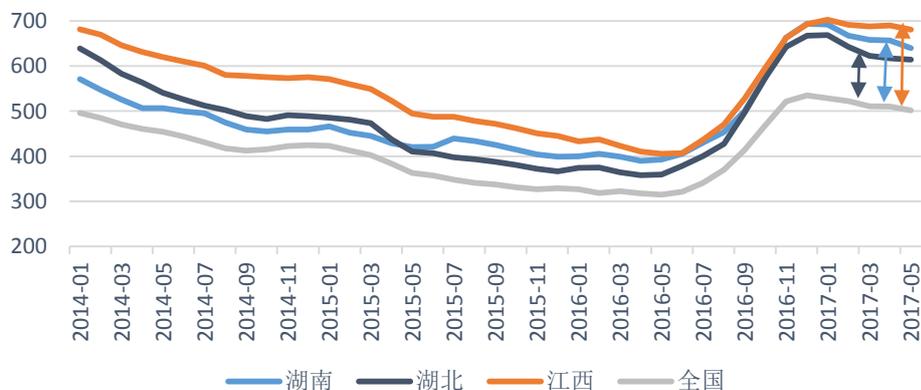
图 19：陕西煤业 2016 年分地区煤炭销售拆分



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

华中地区煤炭供不应求，未来需求主要靠外省调入满足。华中地区煤炭需求量较大，但可直接供应煤炭产品的企业较少，消费量远远大于自身产量。一方面东部沿海部分高耗能产业逐渐向华中、西南转移，华中地区煤炭需求量还将增大；另一方面根据“两湖一江”政府规划，“十三五”期间三省将合计淘汰落后产能 4200 万吨，华中大多为小矿井，国家关停整合小矿力度的增大将导致该区产能更加缩小。预计供需偏紧张局面将持续，外省调入煤炭的比例将进一步增大。而供需缺口不断扩大导致湘赣鄂三省议价能力偏弱，该区域的电煤价格普遍高于全国均价。通常情况下，通过铁路外运的煤炭销售价格比当地销售价格要高 100-200 元/吨，扣除运输费用等，吨煤盈利仍要高出省内市场 50 元/吨左右。蒙华铁路下游是中国电煤到厂价最高的湘鄂赣地区，湘鄂赣煤炭资源不足，且地处内陆运输成本高。2017 年 8 月，湘鄂赣三省电煤到厂价(Q5000)分别为 635/ 610/ 668 元/吨，均远高于全国均价 508 元/吨。此外，2016 年第四季度以来，由于供求缺口拉大，价格差距也有明显扩大的趋势。

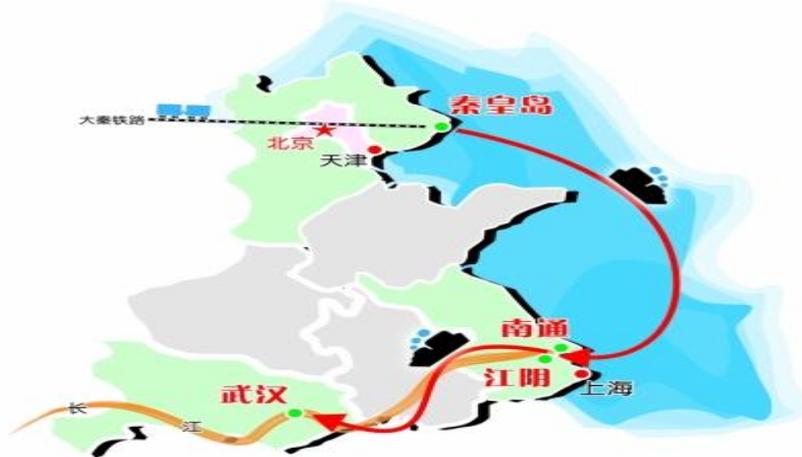
图 20：华中地区电煤价格与全国价格差（单位：元）



数据来源：wind，安信证券研究中心

公司未来销售增长点或将在西南和华南地区，突破口为“蒙华”铁路投运。截止 2016 年，公司西南地区、华南地区以及华中地区的销售占比相对较低，三地区整体占总销售的 18%左右。考虑西南、华南和华中经济发展程度较高以及均为煤炭净调入地区，未来需求提升空间大。传统上从“三西”地区将煤炭运往陕西要通过“海进江”模式，即将煤炭从“三西”地区通过铁路运输至北方港口下水，经海轮运输至长江口岸，再转为江轮运输到终端消费地。从公司层面考虑，陕西由于地理上承东启西、连接南北，与河南、湖北、重庆、四川等八省区市相邻，因而距华中、西南等重点煤炭调入区域的运输距离较晋蒙两省区短，由其是黄陵、彬长矿区距离川渝、两湖即使通过汽运到达川渝、两湖都具备价格优势。而蒙华铁路正是南北走向，连接两湖，若蒙华铁路投运将大大完善陕西铁路运输体系，将陕西煤炭区位优势转为渠道优势，进而打开未来公司新的销售增长点。公司大股东陕煤化集团持有蒙华铁路 10% 的股权。考虑该路线开通后公司在华中地区的占有率将提高，未来公司有望获得湘鄂赣地区的区域定价权。

图 21：煤炭销售“海进江”示意图



资料来源：凤凰网，安信证券研究中心

传统“海进江”运输模式转为铁路运输，大大降低了公司销售成本。蒙华铁路的开通使公司煤炭能直接通过铁路运输到达两湖地区，不仅能使公司铁路运量比例增加，也可以降低铁路运输成本、中转港和目的地港的港杂费等成本。我们对比了三种运输方式下的运输成本，即汽运、铁路和海进江。对比传统模式，蒙华铁路的开通有望节省 12%-79% 的运费，大大地降低了运输成本。

表 11：铁路、水运和汽运的运费比较

单位：元/吨	公路	铁路	海进江
陕北-湖南	479.89	187.32	210.00
陕北-湖北	399.89	156.00	190.00
陕北-四川	455.07	180.24	315.00
陕北-重庆	440.02	164.64	295.00

资料来源：煤炭资源网，榆林煤炭网，安信证券研究中心

5.1.3. 连通“蒙华”，未来靖神铁路投运有望持续强化公司运输调度能力

靖神铁路投运有望提升公司煤炭运输能力，为煤炭增量销售提供支撑。据新华网消息，靖神

铁路于 2017 年 6 月 15 日全线开工建设，全长 233.68 公里，设计运输能力近期为 6500 万吨/年，调度优化可实现 8000 万吨年运量，远期年货运能力可达 1.5 亿吨。预计靖神铁路 18 年底实现神木西引入包西段（途经小纪汗和榆横铁路）开通运营，与公司 18 年建成的小保当矿和集团在建的曹家滩矿井同期，可实现运输服务配套，在增加产量的状况下保证了沿线煤矿的运输，有利于煤炭销往终端市场。整体项目 2020 年完成投运。

连通“蒙华”，打通公司矿区运输通道，进而提升蒙华铁路对公司的价值。靖神铁路连接了神木西站和靖边北站，而靖边北站连通蒙华铁路，沿线穿越榆横和彬黄矿区，位于陕北矿区的神木北站将公司优质的煤炭资源通过靖神铁路接入蒙华铁路，销往两湖等地区。目前公司大股东陕煤化集团持有靖神铁路公司 53% 的股份，其运力或将首先服务于陕西煤业。预计靖神铁路与蒙华铁路同步建成，届时将为公司煤炭业务的稳步发展提供重要支撑。

图 22：靖神铁路线路图



资料来源：中国铁建官网，安信证券研究中心

5.2. “神渭管道”建成将助力公司降低运输成本

5.2.1. 世界最长输煤管道

神渭输煤管道目前是世界设计距离最长也是我国第一条长距离输煤管道。该项目由陕西煤业打造，北起神木红柳林煤矿，南至蒲城，纵贯陕西省榆林、延安和渭南 3 市 16 个区县，全长 727 公里，设计年输煤能力 1000 万吨，预算 73.14 亿元。陕西煤业募集建设的神渭管道原料煤主要取自神府矿区的红柳林煤矿，经过榆林、延安、渭南到达渭南市蒲城县煤化工基地、高新区渭化工业园区、华县陕化工业区。项目工程于 2011 年 5 月开工，截止 2016 年末总投资 68.44 亿元，工程进度 87%，有望于 2017 年投产。

图 23：神渭管道项目示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.2.2. 助力省内北煤南运，降低成本促转型

节约运输成本，解决省内北煤南运困局。煤炭管道运输是把煤炭变为煤浆，通过管道运输，通过制浆工艺将煤炭企业和煤化工企业进行点对点连接。相较于传统的铁路、公路运输，输煤管道具有占地少、投资省、费用低、运输安全、供应可靠等一系列优点。神渭管道项目成本优势大：资金投入方面，据项目可行性报告测算，管道工程建设的投资额只有同等运力铁路和公路所需资金的 20%-35%；运输成本方面，工程可研时预计吨公里运输成本仅为铁路运费的 36%。估算整个工业园区需要原料煤约 1600 万吨/年，输煤管道工程投产后每年可输送精煤 1000 万吨，终端用户包括蒲城清洁能源化工有限公司（300 万吨/年）、渭河煤化工集团（180 万吨/年）、陕西陕化煤化工有限公司（120 万吨/年）以及蒲城终端脱水厂（400 万吨/年）。工程设计时预计投产后年销售收入 58 亿元，年利润总额 6.8 亿元，投资回收期 8.6 年。预计建成后每年可以高效环保的方式解决神府南区优质气化用煤运输问题，将极大缓解铁路、公路煤炭运力不足的问题，有效疏通神府矿区新增煤炭产能外运的瓶颈。

6. 估值和盈利预测

6.1. 关键假设

假设一：动力煤均价 2017 年明确抬升，2018-2019 年缓慢提高。考虑目前动力煤长协合同锁量锁价、分级预警机制以及减量置换等背景，中长期看动力煤供需基本均衡，中枢在 2017 年抬升明显，之后有望维持季节性波动，且呈逐年缓增趋势。以秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格走势为参照，假设公司 2017-2019 年煤炭综合销售价格分别为 445/460/465 元/吨。

表 12：2015-2019 年陕西煤业煤炭销售价格走势及预测

单位 (元/吨)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
煤炭综合售价	228	255	445	460	465
(+/-%)	-23%	12%	74%	3%	1%
渭北矿区	174.99	204.88	358.5	376.5	380.2
(+/-%)	-31%	17%	75%	5%	1%
彬黄矿区	207.39	272.84	491.1	515.7	520.8
(+/-%)	-25%	32%	80%	5%	1%
陕北矿区	139.56	197.9	356.2	374	377.8
(+/-%)	-28%	42%	80%	5%	1%
贸易煤	250.19	261.06	483	507.1	512.2
(+/-%)	-29%	4%	85%	5%	1%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

假设二：假设公司 2017-2019 年煤炭销量 13004/15126/15909 万吨。其中，2017 年限产政策放开，销量同比增加。2018 年小保当煤矿投产有望增加产能 1500 万吨/年。

表 13：2015-2019 年陕西煤业煤炭销量及预测

经营状况	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销量 (万吨)	13575	12441	13004	15126	15909
(+/-%)	1%	-8%	5%	16%	5%
渭北矿区	1948	1142	1051	1051	1051
(+/-%)	0%	-41%	-8%	0%	0%
占比	14%	9%	8%	7%	7%
彬黄矿区	2604	2879	2965	3025	3055
(+/-%)	-4%	11%	3%	2%	1%
占比	19%	23%	23%	20%	19%
陕北矿区	5143	4994	5493	7032	7383
(+/-%)	-2%	-3%	10%	28%	5%
占比	38%	40%	42%	46%	46%
贸易煤	3880	3426	3495	4019	4421
(+/-%)	9%	-12%	2%	15%	10%
占比	29%	28%	27%	27%	28%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

假设三：假设公司 2017-2019 年煤炭单位成本分别为 183/190/194 元/吨。

假设四：暂不考虑公司未来注入资产。

6.2. 盈利预测和投资建议

根据模型推演，预计 2017-2019 年营收增速为 78.6%/19.9%/6.2%，对应净利润 111.46/122.64/128.29 亿元。考虑未来动力煤将呈现公共事业特点，公司业绩和现金流均有望持续稳定地改善。在此背景下，公司资产负债表或将不断修复。而未来小保当煤矿投产后，公司对于在建工程所投入的费用有望减少。考虑公司过往分红历史，未来高分红依旧值得期待。我们认为公司当前被低估，具备修复预期。从估值的角度，考虑公司煤质出众、业绩稳定、弹性强等优势，应当给予一定溢价。维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 13 元，对应 12 倍 PE。

7. 风险提示

煤炭价格大幅下跌，小非减持，项目建设不达预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	32,511.2	33,131.7	59,157.9	70,932.8	75,320.1	成长性					
减:营业成本	22,041.4	18,756.3	23,749.5	28,748.9	30,880.3	营业收入增长率	-21.0%	1.9%	78.6%	19.9%	6.2%
营业税费	1,190.1	1,537.9	2,070.5	2,837.3	3,012.8	营业利润增长率	-132.0%	-546.5%	286.8%	10.0%	4.6%
销售费用	5,656.5	3,937.2	7,690.5	9,930.6	10,544.8	净利润增长率	-414.1%	-192.2%	304.6%	10.0%	4.6%
管理费用	4,178.1	3,724.0	5,915.8	7,802.6	8,285.2	EBITDA 增长率	-65.5%	199.2%	164.0%	8.0%	3.9%
财务费用	811.9	458.5	226.3	120.0	100.0	EBIT 增长率	-107.9%	-1765.9	259.1%	9.4%	4.5%
资产减值损失	212.4	123.1	200.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-114.6%	-1069.0	215.1%	9.4%	4.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.6%	-1.5%	11.3%	-19.7%	8.3%
投资和汇兑收益	432.4	525.5	500.0	500.0	500.0	净资产增长率	-9.4%	13.5%	25.9%	24.5%	19.3%
营业利润	-1,146.8	5,120.4	19,805.2	21,793.4	22,797.0	利润率					
加:营业外净收支	-452.8	4.9	10.0	10.0	10.0	毛利率	32.2%	43.4%	59.9%	59.5%	59.0%
利润总额	-1,599.6	5,125.3	19,815.2	21,803.4	22,807.0	营业利润率	-3.5%	15.5%	33.5%	30.7%	30.3%
减:所得税	750.4	745.5	4,953.8	5,450.8	5,701.7	净利润率	-9.2%	8.3%	18.8%	17.3%	17.0%
净利润	-2,988.5	2,754.9	11,146.0	12,264.4	12,828.9	EBITDA/营业收入	9.2%	26.9%	39.8%	35.8%	35.0%
						EBIT/营业收入	-1.0%	16.8%	33.9%	30.9%	30.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	377	349	176	131	109
						流动资产周转天数	-61	-64	-2	1	-3
						流动营业资本周转天数	205	224	168	197	257
						应收账款周转天数	61	59	53	58	57
						存货周转天数	14	11	8	8	8
						总资产周转天数	999	1,001	585	528	552
						投资资本周转天数	642	628	369	292	255
						投资回报率					
						ROE	-9.6%	8.0%	26.4%	23.6%	21.0%
						ROA	-2.6%	4.7%	15.1%	15.0%	14.1%
						ROIC	-0.9%	8.2%	26.2%	25.8%	33.5%
						费用率					
						销售费用率	17.4%	11.9%	13.0%	14.0%	14.0%
						管理费用率	12.9%	11.2%	10.0%	11.0%	11.0%
						财务费用率	2.5%	1.4%	0.4%	0.2%	0.1%
						三费/营业收入	32.7%	24.5%	23.4%	25.2%	25.1%
						偿债能力					
						资产负债率	56.6%	52.4%	43.1%	36.1%	31.5%
						负债权益比	130.4%	110.2%	75.8%	56.4%	45.9%
						流动比率	0.62	0.69	0.87	1.39	1.94
						速动比率	0.58	0.67	0.83	1.35	1.88
						利息保障倍数	-0.41	12.17	88.51	182.61	228.97
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.11	0.27	0.26	0.36
						分红比率	0.0%	39.9%	23.8%	21.2%	28.3%
						股息收益率	0.0%	1.3%	3.1%	3.0%	4.2%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-2,350.1	4,379.7	11,146.0	12,264.4	12,828.9	EPS(元)	-0.30	0.28	1.11	1.23	1.28
加:折旧和摊销	3,368.7	3,385.2	3,485.6	3,485.6	3,485.6	BVPS(元)	3.12	3.44	4.22	5.19	6.11
资产减值准备	212.4	123.1	-	-	-	PE(X)	-28.9	31.4	7.8	7.0	6.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.5	2.0	1.7	1.4
财务费用	1,003.2	515.2	226.3	120.0	100.0	P/FCF	-225.0	37.8	-16.0	5.6	9.1
投资损失	-432.4	-525.5	-500.0	-500.0	-500.0	P/S	2.7	2.6	1.5	1.2	1.1
少数股东损益	638.5	1,624.8	3,715.3	4,088.1	4,276.3	EV/EBITDA	25.4	8.0	4.6	3.4	3.1
营运资金的变动	-2,427.8	695.1	-10,499.9	9,222.0	-7,548.2	CAGR(%)	-290.9%	57.5%	74.2%	-290.9%	57.5%
经营活动产生现金流量	-888.6	8,266.5	7,573.5	28,680.2	12,642.6	PEG	0.1	0.5	0.1	-0.0	0.1
投资活动产生现金流量	-1,855.0	-267.8	520.8	475.6	509.3	ROIC/WACC	-0.1	0.9	2.8	2.8	3.6
融资活动产生现金流量	1,336.7	-2,798.3	-13,360.6	-11,969.1	-2,902.5	REP	-14.2	1.4	0.6	0.6	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034