

采掘

2017年11月10日

# 中煤能源 (601898)

——在建产能大规模投产前夕，低估值央企“煤电联营”可期

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2017年11月09日

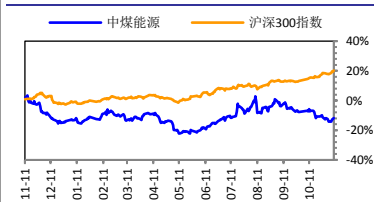
收盘价(元)	5.91
一年内最高/最低(元)	6.95/5.16
市净率	0.9
息率(分红/股价)	0.66
流通A股市值(百万元)	54088
上证指数/深证成指	3432.67/11645.05

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年09月30日

每股净资产(元)	6.69
资产负债率%	57.21
总股本/流通A股(百万)	13259/9152
流通B股/H股(百万)	-/4107

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《供给侧初见成果，龙头公司业绩靓丽(PPT)》 2017/03/21

《将供给侧改革进行到底——2017年煤炭行业年度策略报告(PPT)》 2016/11/22

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
孟祥文 A0230517050002  
mengxw@swsresearch.com

联系人

孟祥文  
(8621)23297818x7410  
mengxw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **五大矿区煤炭储量丰富，集中蒙陕地区，未来两到三年产能释放接近6700万吨/年。**截至2016年底，公司煤炭总储量为235.99亿吨，可采储量139.24亿吨，位居全国煤炭上市公司第二位。其中，蒙陕和山西地区资源占公司储量90%以上。截至2017年7月，公司新建煤矿迎来投产高峰，母杜柴登(600万吨/年、权益51%)和纳林河2号煤矿(800万吨/年，权益22%)已获得发改委核准；玉泉矿(150万吨/年，权益44%)和依兰矿(240万吨/年，权益100%)将于年底进行试运转；小回沟(300万吨/年，权益100%)和北岭矿(90万吨/年，权益100%)计划明年投产；大海则煤矿(1500万吨/年，权益100%)仍还需2年的基建工作；此外，参股39%的葫芦素(1300万吨/年，权益39%)和门克庆矿(1200万吨/年，权益39%)首采工作投入试运行。公司在建产能达到6690万吨/年，权益产能3931.4万吨/年，将在未来1-3年内逐步投产。
- **煤化工投产项目运营顺利，业务规模扩张可期。**公司榆林烯烃项目、图克化肥项目产量稳步增长；蒙大工程塑料项目将正式投产。公司煤化工业务工板块盈利能力处于行业领先，2016年毛利率为31.82%，远高于行业内其他企业水平。随着未来内蒙古鄂尔多斯工程塑料项目和平湖劣质煤综合利用项目有效推进，煤化工有望扩大盈利贡献。
- **产品市场占有率高，煤机行业出现脉冲式需求增长。**公司煤机产品销售市场基本覆盖了国内大型煤炭生产企业，研发生产的高端刮板输送机、高端支架、高端掘进机市场占有率居国内领先。随着供给侧改革产能置换政策的集中实施，煤价回到历史相对高位，煤机新建需求迎来重大拐点，我们分析预计未来煤机业务板块将迎来上升周期，增厚公司业绩。
- **受益涉煤央企资产整合，后续外延扩张可待。**2016年7月央企煤炭整合平台——国源煤炭资产管理有限公司成立，中煤集团主要负责煤炭资源整合。随着新集能源和保利能源煤炭业务划转至中煤集团旗下，中煤集团煤矿数量增至74座，增加中煤集团煤炭产能超过5600万吨，占中煤集团产能的17.9%，集团资产总额达到3431亿元。中煤能源作为中煤集团旗下最大煤炭上市平台，我们分析预计公司或将率先受益国企改革。
- **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PB(剔除掉2007-2008年异常值后)为2.1倍，而当前公司PB仅为0.88倍，溢价100%以上，是当前估值最低的煤炭标的之一。在需求持平前提下，预计2017年、2018、2019年年公司EPS分别为0.26元、0.23元、0.27元；考虑公司已经为煤炭板块PB估值最低的公司，且为央企唯一专业煤炭生产上市公司，在“煤电联营”国企改革的大背景下，适合价值投资、长期配置。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**国企改革推进速度不达预期，煤炭价格出现大幅下跌。

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60,632	59,793	75,991	73,486	74,087
同比增长率(%)	2.30	44.12	25.30	-3.30	0.80
净利润(百万元)	2,027	2,432	3,444	3,065	3,644
同比增长率(%)	-	172.18	70.00	-11.00	18.90
每股收益(元/股)	0.15	0.18	0.26	0.23	0.27
毛利率(%)	33.5	34.3	36.4	32.7	33.0
ROE(%)	2.4	2.7	3.9	3.3	3.8
市盈率	39		23	26	22

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 PB（剔除掉 2007-2008 年异常值后）为 2.1 倍，而当前公司 PB 仅为 0.88 倍，溢价 100% 以上，是当前估值最低的煤炭标的之一。在需求持平前提下，预计 2017 年、2018、2019 年年公司 EPS 分别为 0.26 元、0.23 元、0.27 元；考虑公司已经为煤炭板块 PB 估值最低的公司，且为央企唯一从事煤炭生产的上市公司，在煤电联营国企改革的大背景下，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、煤炭价格保持中高位。
- 2、国企改革持续稳步推进。

### 有别于大众的认识

1、虽然煤炭股经过上一轮的上涨，但是中煤能源 PB 仍处于历史相对低位水平，且公司随着煤炭行业供给侧改革煤炭新旧产能置换的稳步推进，公司产能不断释放，资源不断扩张，公司业绩将稳步增长。

2、公司煤化工业务板块和煤机业务板块均将迎来业绩爆发前夕。受益于化工产品价格的上涨，煤化工板块盈利持续增长；另外受益于产能置换政策的集中实施，公司煤机业务作为煤机行业重要组成部分，已经迎来订单爆发期，未来煤机业务板块业务业绩将大幅增长。

3、随着神华集团和国电集团的合并，央企的“煤电联营”迈出重要一步。当前中煤能源成为唯一专业从事煤炭生产的央企上市公司，在 2017 年、2018 年，央企国企改革进入攻坚期，我们分析认为央企改革将获得重大进展。

### 股价表现的催化剂

央企“煤电联营”持续稳步推进，煤机板块迎来投资机会。

### 核心假设风险

国企改革推进速度不达预期，煤炭价格出现大幅下跌。

## 1

## 目录

全产业链布局专业煤炭生产央企 .....	6
1.1 两地上市，唯一专业煤炭生产上市央企 .....	6
1.2 “煤-电-化”产业链一体化发展，未来投资力度加大 .....	8
2. 煤价上涨促板块盈利好转，未来产能将逐步释放 .....	10
2.1 五大矿区储量丰富，产能超过 1.5 亿吨 .....	10
2.2 去产能稳步推进，煤炭市场行情持续 .....	13
2.3 煤炭板块利润同比增长强劲，成本优势明显 .....	13
2.4 未来产能集中蒙陕基地，业务规模扩张可期 .....	15
3. 煤化工业务成利润增长点，在建项目陆续投产 .....	16
3.1 在产煤化工项目顺利运营，成为重要盈利贡献点 .....	16
3.2 量缩价涨，盈利能力较强 .....	17
3.3 积极发展煤化工项目，产能逐步释放 .....	18
4. 煤机将迎复苏，发展煤电一体化 .....	19
4.1 煤机行业出现脉冲式需求增长，毛利率有望提升 .....	19
4.2 积极发展电力项目，实现煤电一体化 .....	20
5. 剥离非主业亏损资产，获得投资收益 .....	21
6. 煤炭央企改革重要标的 .....	21
6.1 深化国企改革，加速煤炭行业兼并重组 .....	21
6.2 受益涉煤央企资产整合，后续外延扩张可待 .....	22
6.3 神华国电万亿重组，为中煤集团改革作出表率 .....	23
7. 盈利稳定，估值抬升 .....	23

## 图表目录

图 1: 公司股本结构.....	6
图 2: 公司主营业务.....	8
图 3: 近七年营业总收入与成本 (单位: 亿元) .....	9
图 4: 近七年归母净利润 (单位: 亿元) .....	9
图 5: 公司历年各业务板块收入占比 .....	9
图 6: 公司历年各业务板块利润占比 .....	9
图 7: 中煤能源煤炭储量分布 (按矿区分) .....	11
图 8: 中煤能源煤炭储量分布 (按煤种分) .....	11
图 9: 中煤能源煤炭产量分布 (按省份) .....	12
图 10: 公司产销量情况 (单位: 万吨) .....	12
图 11: 煤炭价格近年走势 (单位: 元/吨) .....	13
图 12: 近七年煤炭业务收入与成本 (单位: 亿元) .....	13
图 13: 近七年煤炭业务利润及毛利率 (单位: 亿元) .....	13
图 14: 近七年公司吨煤价格与成本 (单位: 亿元) .....	14
图 15: 近七年公司吨煤毛利润 (单位: 亿元) .....	14
图 16: 主要煤炭企业吨煤成本比较 (单位: 元/吨) .....	15
图 17: 公司煤化工板块营业收入与毛利润情况 (单位: 亿元) .....	16
图 18: 煤化工产品产量及同比下降 (单位: 万吨, %) .....	17
图 19: 煤化工产品价格及同比上升 (单位: 元/吨, %) .....	17
图 20: 煤化工产品单位销售成本 (单位: 元/吨, %) .....	17
图 21: 煤化工产品单位毛利 (单位: 元/吨, %) .....	17
图 22: 主要煤炭企业煤化工毛利率比较 .....	18
图 23: 装备业务收入与毛利 (单位: 亿元) .....	19
图 24: 装备业务产值及同比 (亿元) .....	19
图 25: 公司部分产品展示.....	19
图 26: 2016 年产品占市场份额.....	20
图 27: 国企改革重要时间点.....	22

表 1: 中煤集团主要矿井明细 (单位: 百万吨/年) .....	6
表 2: 公司资本支出情况 (按板块) (单位: 亿元) .....	10
表 3: 公司煤炭储量分布 (截止 2016 年 12 月) .....	11
表 4: 截止 2016 年末公司主要在产矿井明细 .....	12
表 5: 公司煤炭业务吨煤指标情况 (单位: 元/吨) .....	14
表 6: 主要煤炭企业吨煤成本比较 (单位: 元/吨) .....	14
表 7: 在建矿井明细 .....	15
表 8: 煤化工投产项目情况 .....	16
表 9: 煤化工板块主要在建项目及投资额 (截止 2016 年 12 月) .....	18
表 10: 公司在建电力项目情况 .....	20
表 11: 2016 年主要关联交易项目 (单位: 亿元) .....	21
表 12: 新集能源和保利能源煤炭产能划转情况 .....	23
表 13: 动力煤上市公司万德一致预测 PB (2017 年 11 月 09 日) .....	24
表 14: 利润表 .....	24
表 15: 资产负债表 .....	25
表 16: 现金流量表 .....	25

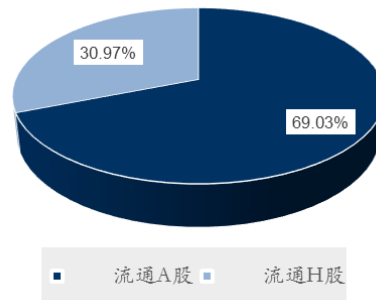
# 1. 全产业链布局专业煤炭生产央企

## 1.1 两地上市，唯一专业煤炭生产上市央企

中国中煤能源股份有限公司（“中煤能源”）是经国务院同意，国资委批准，由中煤集团重组主营业务资产于 2006 年 8 月 22 日发起设立的股份公司。公司是国内乃至全球唯一能够从事集煤机制造、煤炭开采、洗选加工、物流贸易，并能提供系统解决方案的大型能源企业，是中国最大的煤炭贸易服务商之一。

2006 年 12 月，中煤能源在香港(H 股)（股票代码：1898.HK）成功上市，并于 2008 年 2 月在上交所上市，回归 A 股（股票代码：601898.SH）。公司至此成为“A+H”两地同时上市的大型煤炭企业。截至 2016 年底，公司总股本为 132.59 亿股。A 股和 H 股流通股占比分别为 69.03%和 30.97%。其中，中煤能源集团持有公司 76.05 亿股，占公司总股本的 57.36%，是公司第一大股东，国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

图 1：公司股本结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

母公司中煤集团是为唯一从事煤炭生产央企集团公司。截止 2017 年上半年，中煤集团拥有煤矿 74 座，总产能超 3 亿吨，矿区主要分布在山西、陕西、内蒙古、江苏、黑龙江和新疆等省、自治区，拥有洗煤厂 38 座，洗选能力 2.8 亿吨。集团旗下有三家上市公司，除中煤能源外，还有新集能源和上海能源。中煤能源为集团母公司核心上市公司。

表 1：中煤集团主要矿井明细（单位：百万吨/年）

矿井名称	产能（百万吨/年）	经营主体	状态
山西	162.45		
安太堡露天矿	22	中煤能源	在产
安家岭露天矿	30	中煤能源	在产
东露天煤矿	20	中煤能源	在产
井工一矿	10	中煤能源	在产
井工三矿	10	中煤能源	在产
王家岭煤矿	6	中煤能源	在产
韩咀煤矿	1.2	中煤能源	在产

崖坪矿	3	中煤能源	在产
东坡煤矿	2.7	中煤能源	在产
唐山沟煤矿	1.5	中煤能源	在产
中煤山西中新甘庄煤业有限责任公司	1.2	集团	在产
中煤山西中新小梁沟煤业有限责任公司	0.9	集团	在产
中煤山西中新北辛窑煤业有限责任公司	0.9	集团	在产
山西中煤担水沟煤业有限公司	0.9	集团	在产
山西中煤西沙河煤业有限公司	1.5	集团	在产
中煤山西朔州山阴金海洋台东山煤业有限公司	1.8	集团	在产
山西朔州山阴中煤顺通辛安煤业有限公司	3	集团	在产
山西朔州山阴中煤顺通北祖煤业有限公司	3	集团	在产
中煤华昱南阳坡矿	0.9	集团	在产
中煤华昱马营矿	0.9	集团	在产
中煤华昱五家沟矿	3	集团	在产
中煤华昱元宝湾矿	0.9	集团	在产
中煤华昱南泉湾矿	1.2	集团	在产
中煤华昱水泉矿	0.9	集团	在产
国投大同能源有限责任公司塔山煤矿	3	集团	在产
国投昔阳能源有限责任公司黄岩汇煤矿	0.9	集团	在产
国投昔阳能源有限责任公司白羊岭煤矿	1.5	集团	在产
保利能源	5.4	集团	在产
保利能源	19.45	集团	在建
小回沟煤矿	3	中煤能源	在建
北岭矿	0.9	中煤能源	在建
潘家窑矿	0.9	中煤能源	在建
<b>内蒙古</b>	<b>70</b>		
葫芦素	13	集团	在产
中铁总芒来矿	10	集团	在产
中铁总小白杨矿	8	集团	在建
母杜柴登煤矿	6	中煤能源	在产
纳林河2号矿	8	中煤能源	在产
葫芦素煤矿	13	中煤能源	在建
门克庆矿	12	中煤能源	在建
<b>新疆</b>	<b>44.8</b>		
准格尔旗山不拉煤矿	1.2	集团	在产
五彩湾煤矿	12	集团	在建
哈密煤业大南湖矿	10	集团	在建
伊犁煤电	6	集团	在建
国投宝地能源开发有限责任公司一矿	1.2	集团	在产
国投宝地能源开发有限责任公司二矿	1.2	集团	在产
大南湖七号煤矿	12	集团	在建
106煤矿	1.2	中煤能源	在建
<b>陕西</b>	<b>20.76</b>		
南梁煤矿	1.26	中煤能源	在产

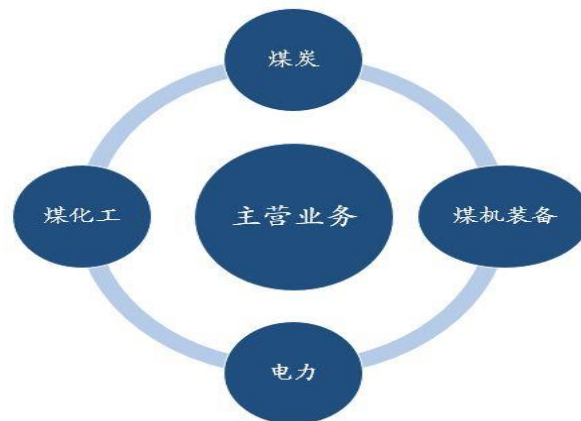
禾草沟	3	集团	在产
大海则煤矿	15	中煤能源	在建
玉泉矿	1.5	中煤能源	在建
<b>安徽</b>	<b>22.3</b>		
新集二矿	2.9	集团	在产
刘庄矿	11.4	集团	在产
口孜东煤矿	5	集团	在产
板集煤矿	3	集团	在建
<b>江苏</b>	<b>8.05</b>		
姚桥煤矿	4.45	中煤能源	在产
徐庄煤矿	1.8	中煤能源	在产
孔庄煤矿	1.8	中煤能源	在产
<b>河南</b>	<b>2.88</b>		
国投新登郑州煤业有限公司	0.84	集团	在产
国投河南新能开发有限公司	1.2	集团	在产
国投煤炭郑州能源开发有限公司	0.84	集团	在产
<b>青海</b>	<b>1.8</b>		
中铁总海西矿	1.8	集团	在建
<b>黑龙江</b>	<b>2.4</b>		
依兰矿	2.4	中煤能源	在建
<b>吉林</b>	<b>3</b>		
苇子沟矿	3	中煤能源	在建
<b>总产能</b>	<b>338.44</b>		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 “煤-电-化”产业链一体化发展，未来投资力度加大

公司优化产业结构，着力打造煤-电-化等循环经济新业态。并且坚持以煤炭业务为核心，新型煤化工成为新的经济增长点，大力发展电力产业，保持装备产业行业领先地位。公司完整的煤炭产业链优势，可以有效拓宽产品和服务范围，增强公司抗风险能力和核心竞争力。

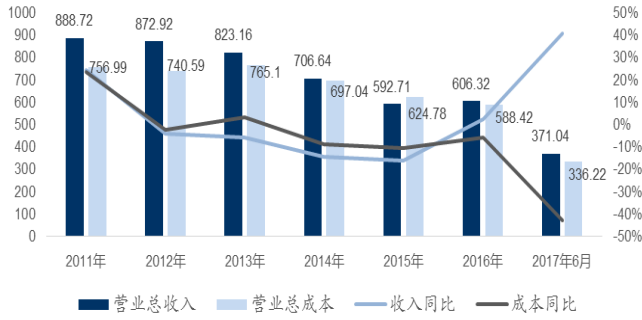
图 2：公司主营业务



资料来源：公司公告，申万宏源研究

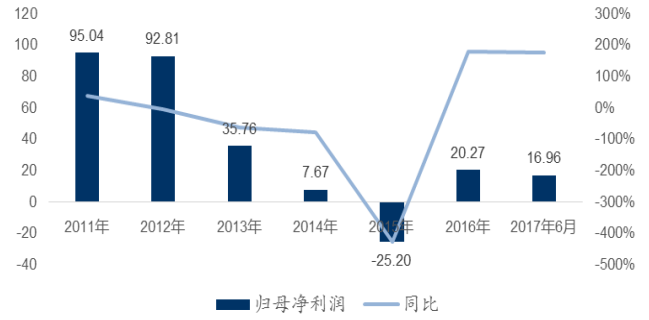


图 3：近七年营业总收入与成本（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：近七年归母净利润（单位：亿元）



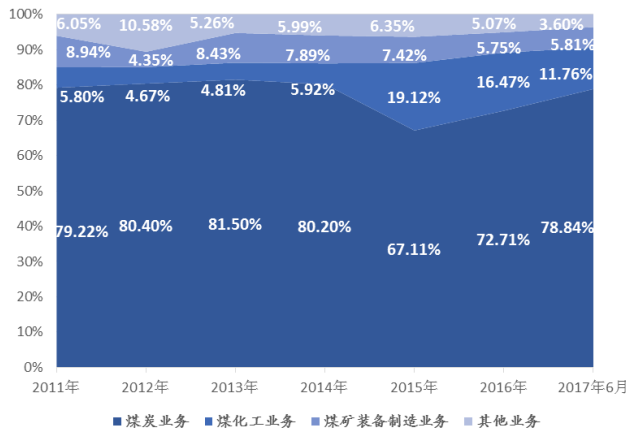
资料来源：公司公告，申万宏源研究

完整的煤化电产业链优势为公司打造比较优势、提升核心竞争力奠定了重要基础。近年公司煤炭业务比重稳步下降,煤化工业务和煤矿装备业务比重逐步增加。

煤炭业务板块仍旧占主体地位,随着煤价回升,盈利能力大幅好转。公司立足煤炭主业,为客户生产和销售包括动力煤、炼焦煤、半硬炼焦煤等其他产品。煤炭业务是公司收入及利润的主要来源。虽然受煤价周期波动因素干扰,煤炭板块收入和利润占比一度下滑,但是仍旧持续保持在 70%以上。

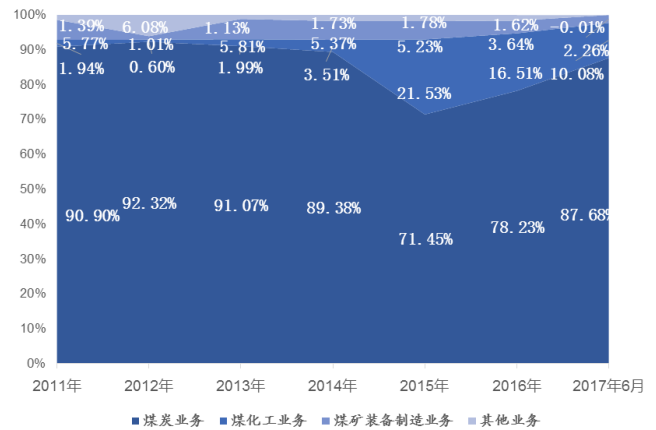
此外,公司大力发展新型煤化工业务,主要产品包括聚乙烯,聚丙烯,尿素和甲醇等。自 2015 年以来煤化工收入与利润占比持续超过 10%,尤其在 2015 年煤炭业务受煤价下跌影响煤炭业务板块盈利能力下滑时,其利润占比一度高达 21.53%,较 2014 年同比增长 18.02%。公司煤化工业务发展势头良好,成为新的利润贡献点。

图 5：公司历年各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：公司历年各业务板块利润占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**煤机业务保持优势地位，煤机新周期带来业务板块井喷式增长。**公司充分发挥煤矿装备技术优势，延伸煤炭产业链条，研发生产的高端刮板输送机、高端支架、高端掘进机等市场占有率居国内领先。2017年上半年，煤机业务占到公司总收入5.81%左右，净利润占到2.26%

**煤电一体化发展仍旧是重中之重，积极布局电力业务扩张。**中煤能源坚持煤电一体化发展方向，大力发展坑口和下游电厂项目。公司正在山西、新疆、江苏等基地建设三个大型电力项目，将为公司打造比较优势、提升核心竞争力奠定重要基础。综上，未来五年，公司将以市场为导向，以效益为中心，打造煤-电-化等循环经济新业态，构建“功能齐全、特色各异、优势互补”的产业协同新格局。

表 2：公司资本支出情况（按板块）（单位：亿元）

业务板块	2017 年计划	2016 年完成	2017 年计划比 2016 年完成增减比例	占合计%
合计	152.15	104.2	46.02	100
煤炭	70.14	57.74	21.48	46.1
煤化工	23.93	22.19	7.84	15.73
煤矿装备	1.1	1.15	-4.35	0.72
电力	56.98	23.02	147.52	37.45

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司 2017 年计划资本支出大幅增长，主要集中于煤炭，煤化工和电力行业，为后续项目实现盈利提供基础。**2017 年公司资本计划总支出为 152.15 亿元，增长 46.02%。资本支出计划主要投资于煤炭、煤化工和电力三大板块，分别占比 46.1%、15.73%和 37.45%。

今年煤炭和电力板块投资力度明显加大。煤炭板块投资 70.14 亿元，增长 21.48%，主要用于小回沟煤矿、依兰第三煤矿等资源赋存条件好的矿井，投产后有望使公司整体煤质提升；电力板块 2017 年计划资本支出同比上涨 147.52%，达到 56.98 亿元，主要投资于平朔 2×660MW 低热值煤发电项目、大屯 2×350MW “上大压小” 热电项目、新疆准东五彩湾北二电厂项目等用于公司结构调整和转型升级的已核准续建电厂项目。煤化工板块方面也实现计划投资 23.93 亿元。随着一批大型煤化工项目的陆续建成和一批大型现代化电厂的陆续开工建设，公司产业结构得到进一步优化。

## 2. 煤价上涨促板块盈利好转，未来产能将逐步释放

### 2.1 五大矿区储量丰富，产能超过 1.5 亿吨

**五大基地煤炭储备充足，集中于蒙陕和山西地区，内生增长强劲。**中煤能源主要销售优质动力煤和炼焦煤。截至 2016 年底，公司煤炭储量主要分布在山西、蒙陕、江苏、黑龙江、新疆五大基地，资源总储量为 235.99 亿吨，可采储量 139.24 亿吨，储量位居全国煤炭上市公司第二位。其中，蒙陕和山西地区资源总储量超过两百亿吨，占公司资源储量 90%以上，后续产能释放空间较大。丰富的煤炭资源储量为公司支撑其持续的内生增长提供有利条件。

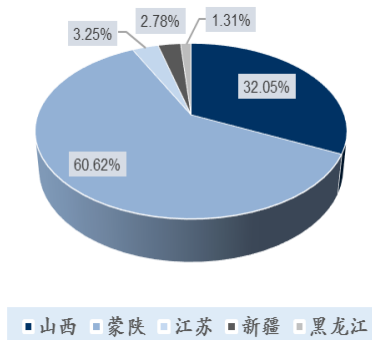
按照煤种划分，煤炭储量以动力煤为主，保有储量分别为动力煤 205.81 亿吨，炼焦煤 30.18 亿吨，可采动力煤 127.26 亿吨，炼焦煤 11.98 亿吨。这为公司煤炭资源长期储备提供强有力的保障。

表 3：公司煤炭储量分布（截止 2016 年 12 月）

	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)
按矿区分：		
山西	75.63	39.89
蒙陕	143.05	91.49
江苏	7.67	2.83
新疆	6.56	3.67
黑龙江	3.08	1.36
合计	235.99	139.24
按煤种分：		
动力煤	205.81	127.26
炼焦煤	30.18	11.98
合计	235.99	139.24

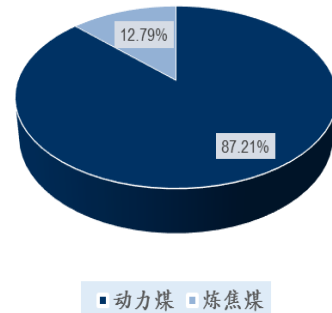
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：中煤能源煤炭储量分布（按矿区分）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：中煤能源煤炭储量分布（按煤种分）

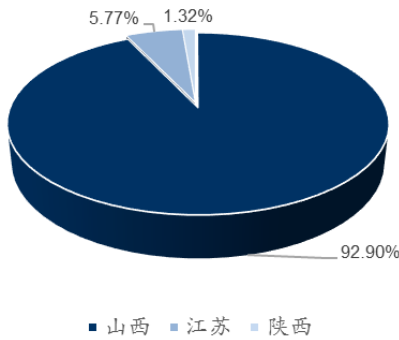


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**矿区煤炭资源赋存条件良好，煤质较高，地理位置优越。**公司最大矿区——平朔矿区位于国家指定的 14 个大型煤炭基地之一的晋北基地，距离主要煤炭装运港口较近；大屯矿区位于东部沿海地区，是少数邻近快速增长的工业中心和华东（包括上海）煤炭消费区的矿区之一；公司主体开发的内蒙古呼吉尔特矿区是中国最重要的优质动力煤基地；山西乡宁矿区的焦煤资源是国内低硫、特低磷的优质炼焦煤资源。资源优势为公司赢得了市场竞争优势、实现可持续发展提供了有利条件。

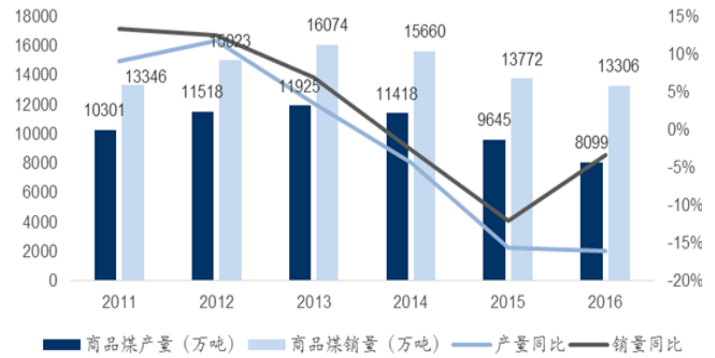
上市公司目前共有 24 座矿井，产能总计 1.55 亿吨；其中在产矿 14 座，核定产能 1.13 亿吨，集中在山西，江苏和陕西地区，其中山西平朔矿区是公司最重要的商品煤产地，占 2016 年公司煤炭总产量的 72.78%。在 276 限产和国家去产能政策的影响下，公司煤炭产销量明显减少。2016 年煤炭产销量分别为 8099 和 13306 万吨，其中动力煤产销量 7054 万吨，较上年减少 20.1%。

图 9：中煤能源煤炭产量分布（按省份）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：公司产销量情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：截止 2016 年末公司主要在产矿井明细

	国内标准储量 (百万吨)		核准产能 (百万吨/年)	2016 年产量 (百万吨)	理论开采年限 (年)
	保有储量	可采储量			
<b>山西地区</b>					
平朔矿区 [平朔公司]	4300.00	2600.00	102.00	70.20	
安太保露天矿	900.00	500.00	22.00	17.20	40.91
安家岭露天矿	700.00	400.00	30.00	18.00	23.33
东露天煤矿	1800.00	1400.00	20.00	15.00	90.00
井工一矿	400.00	100.00	10.00	9.00	40.00
井工三矿	500.00	200.00	10.00	5.00	50.00
乡宁矿区 [中煤华晋]	1736.70	1143.49	10.20	10.20	
王家岭煤矿	1086.00	688.00	6.00	6.00	181.00
韩咀煤矿	302.22	211.55	1.20	1.20	251.85
崖坪矿	348.48	243.94	3.00	3.00	116.16
东坡煤矿 [东坡矿业]	260.00	182.00	2.70	2.70	96.30
唐山沟煤矿 [唐山沟煤业]	70.04	37.89	1.50	1.20	46.69
<b>江苏地区</b>					
大屯矿区 [上海能源]	800.00	400.00	9.35	5.24	
姚桥煤矿	400.00	200.00	4.45	2.52	89.89
徐庄煤矿	200.00	100.00	1.80	1.02	111.11
孔庄煤矿	200.00	100.00	1.80	1.02	111.11
<b>陕西地区</b>					
南梁煤矿 [南梁矿业]	180.00	126.00	1.26	1.20	142.86

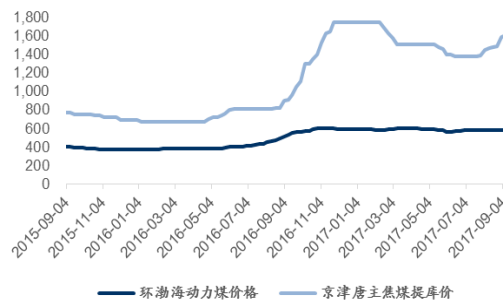
资料来源：公司债券募集说明书，申万宏源研究

## 2.2 去产能稳步推进，煤炭市场行情持续

2015 年煤炭市场经历普遍亏损，随着国家在 2016 年大力推进供给侧改革，化解过剩产能，煤炭行业迎来新周期。截至 2016 年底全国化解过剩产能 2.9 亿吨以上，超额完成 2.5 亿吨的目标任务。进入 2017 年，供给侧改革进入攻坚阶段，国家今年计划退出煤炭产能 1.5 亿吨。截止 6 月底，已退出煤炭产能 1.11 亿吨，完成年度目标任务量的 74%。去产能任务超额完成，煤价明显上扬，煤炭市场回暖。

在此背景下，国内煤价自去年中期开始触底反弹，并于今年维持在中高位水平。今年环渤海动力煤价格一度上涨至 606 元/吨，较去年 6 月价格 389 元/吨上涨 55.78%。公司近年煤价与市场同步波动，煤价的明显上涨改善了公司煤炭业务的盈利水平。

图 11：煤炭价格近年走势（单位：元/吨）

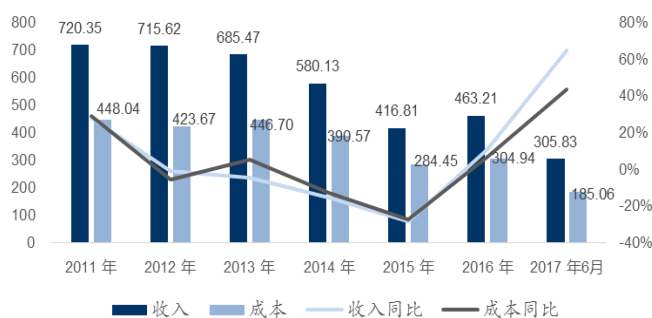


资料来源：中国煤炭市场网，申万宏源研究

## 2.3 煤炭板块利润同比增长强劲，成本优势明显

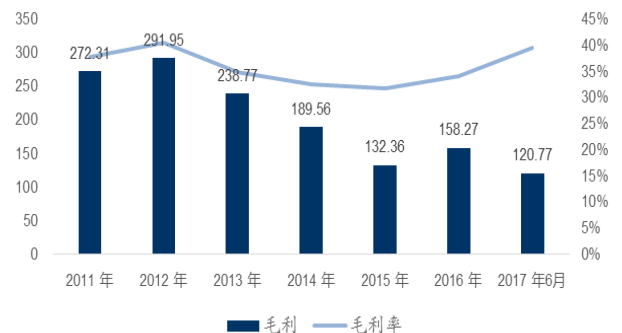
2016 年下半年来，煤炭市场迎来窗口期，煤价高位盘整，煤炭板块盈利持续好转。自产煤方面，2017 年上半年均价实现 502 元/吨，涨幅 43.43%，其中仅炼焦煤价同比上升 139.90%达到 854 元/吨。虽然自产煤单位销售成本也同比上升 35.5%，但其涨幅明显小于价格涨幅，致使吨煤毛利润上涨至 301.58 元/吨，相比去年同期 132.09 元/吨增长 128.31%。获益于供给侧改革及公司扩大贸易煤规模，2017 年上半年，公司煤炭业务分部收入增加 121 亿元至 305.83 亿元，实现毛利 120.77 亿元，比上年同期提高 63.50 亿元，增长 110.88%。

图 12：近七年煤炭业务收入与成本（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：近七年煤炭业务利润及毛利率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

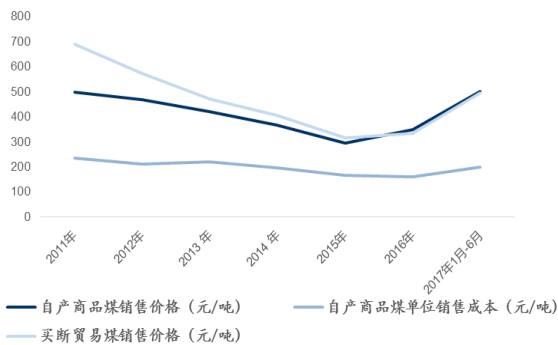
吨煤成本呈下降趋势，处于行业领先水平。2011-2016 年，公司吨煤生产成本从 236.36 元/吨降至 161.94 元/吨，降幅达 31.49%。2016 年吨煤成本下降的大部分来自于单位材料成本减少 10.44 元/吨，使材料成本同比减少 18.11 亿元。通过深化源头降本、降低单位生产能耗等措施，公司加强了对煤炭生产过程的成本控制。

表 5：公司煤炭业务吨煤指标情况（单位：元/吨）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1 月-6 月
商品煤销售价格	500	468	422	367	294	350	502
商品煤单位销售成本	236.36	210.68	220.83	195.57	166.46	161.94	200.42
买断贸易煤销售价格	689	574	473	405	315	333	497
吨煤毛利润	263.64	257.32	201.17	171.43	127.54	188.06	301.58
吨煤毛利率	52.73%	54.98%	47.67%	46.71%	43.38%	53.73%	60.08%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：近七年公司吨煤价格与成本（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：近七年公司吨煤毛利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

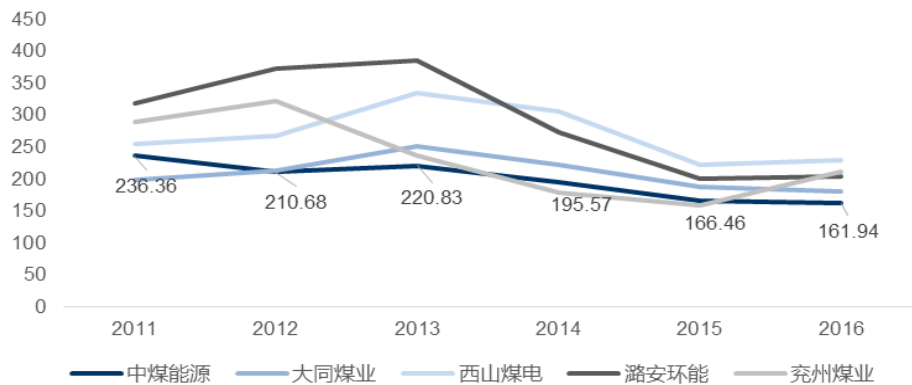
横向来看，公司煤炭开采、洗选和混配生产技术工艺水平行业领先，煤矿生产成本低于全国大多数煤炭企业。近 6 年企业吨煤平均成本为 198.64 元/吨，而其它主要动力煤企业平均成本都超过 200 元/吨。明显低于同行的吨煤成本加强了公司的盈利能力。

表 6：主要煤炭企业吨煤成本比较（单位：元/吨）

吨煤成本 (元/吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	公司平均成本
中煤能源	236.36	210.68	220.83	195.57	166.46	161.94	198.64
大同煤业	199.11	213.44	250.59	222.11	188.22	180.85	209.05
西山煤电	254.92	267.15	334.26	305.49	222.97	230.18	269.16
潞安环能	318.75	374.04	386.68	273.21	200.18	204.07	292.82
兖州煤业	290.31	322.45	236	179.49	158.27	210.77	232.88

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16: 主要煤炭企业吨煤成本比较 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 2.4 未来产能集中蒙陕基地, 业务规模扩张可期

公司重视开发蒙陕地区, 资本开支计划中的主要新建煤炭项目也集中蒙陕基地。建设规模 600 万吨/年的母杜柴登煤矿和年产 800 万吨/年的纳林河二号矿位于内蒙古鄂尔多斯。年产 300 万吨的小回沟煤矿项目位于山西。大海则煤矿设计产能为 1500 万吨/年, 位于陕西榆林。据统计, 公司在蒙陕地区新建煤炭产能超过总体新建煤炭产能的 90%, 投资总额占煤炭板块的 93.18%。蒙陕地区产能若逐步释放, 公司未来煤炭产能将明显提高。

大量在建矿陆续投产, 未来产能释放接近 6700 万吨/年。截至 2017 年 7 月, 公司新建煤矿迎来投产高峰, 母杜柴登和纳林河 2 号煤矿已建好并于 10 月 18 日公告称已获得发改委核准; 玉泉矿和依兰矿将于年底进行试运转; 小回沟和北岭矿计划明年投产; 大海则煤矿仍需 2 年的基建工作, 但是产能置换工作也已经获得发改委的批复; 此外, 参股 39% 的葫芦素和门克庆矿首采工作投入试运行。公司预计在建产能达到 6690 万吨/年, 合计权益产能 3931.4 万吨/年

表 7: 在建矿井明细

在建矿井名称	地点	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	权益占比	预计总投资额(亿元)	2016 年已投资额 (亿元)
母杜柴登煤矿	内蒙古	600	306	51%	60.21	59.32
纳林河 2 号矿	内蒙古	800	176	22%	71.98	65.09
葫芦素煤矿	内蒙古	1300	507	39%	—	—
门克庆矿	内蒙古	1200	468	39%	—	—
小回沟煤矿	山西	300	300	100%	36.98	16.52
北岭矿	山西	90	90	100%	—	—
潘家窑矿	山西	90	90	100%	—	—
大海则煤矿	陕西	1500	1500	100%	170.32	30.63
玉泉矿	陕西	150	66	44%	—	—
依兰矿	黑龙江	240	240	100%	24.84	18.4
106 煤矿	新疆	120	38.4	32%	—	—
苇子沟矿	吉林	300	150	50%	—	—
合计		6690	3931.4	—	—	—

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

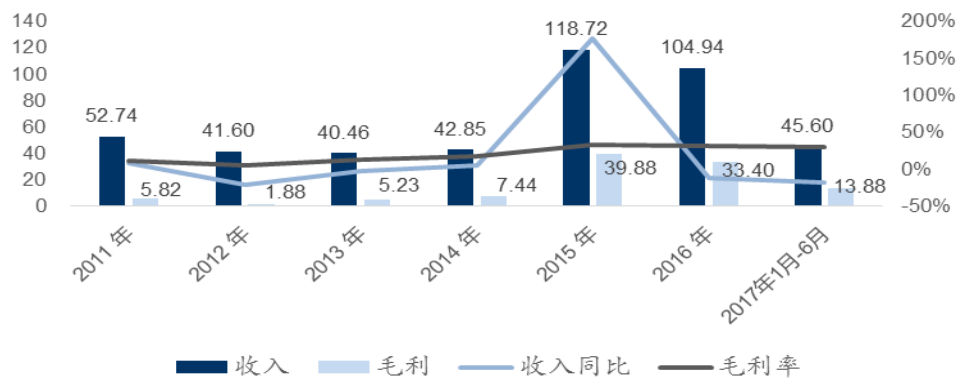
### 3. 煤化工业务成利润增长点，在建项目陆续投产

#### 3.1 在产煤化工项目顺利运营，成为重要盈利贡献点

近年来，公司发挥自身煤炭产业优势大力发展新型煤化工产业，将煤化工产业发展成为公司的支柱产业之一。公司重点发展煤制烯烃、尿素和甲醇。2017 年上半年，虽然因公司受所属化工企业陆续停产检修以及上年转让两家子企业综合影响，公司煤化工业务的营业收入从 2016 年上半年的 55.99 亿元下降 18.56%至 45.60 亿元，但煤化工仍占公司营业收入的 11.76%，利润的 10.08%，所以煤化工仍是公司重要盈利支撑点。

重点煤化工项目不断投入运营，产能得到释放，规模经济优势显现。榆林烯烃项目生产创出新水平，日均聚烯烃产量突破 2,150 吨，2017 年上半年内完成聚烯烃产量 30.3 万吨。图克化肥项目大力推进技术攻关，有效挖掘装置潜能，完成尿素产量 95.8 万吨。蒙大工程塑料项目试生产保持高负荷稳定运行，完成聚烯烃产量 31.5 万吨，为下一步转入正式生产运营打下坚实基础。

图 17：公司煤化工板块营业收入与毛利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：煤化工投产项目情况

项目名称	地点	产能 (万吨/年)	2017 年上半年产量 (万吨)	股权比例	配套煤矿
榆林烯烃项目	陕西榆林	30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯	30.3	65%	大海则煤田
图克化肥项目	内蒙古鄂尔多斯	100 万吨合成氨(中间产品)、175 万吨/年尿素，同时副产 10.7 万吨/年油品、3 万吨/年粗酚和 4.24 亿立方米/年的甲烷气	95.8		内蒙呼吉尔特矿区 500 万吨/年的图克井田
蒙大工程塑料项目		50 万吨/年工程塑料	31.5		内蒙纳林河矿区 800 万吨/年的纳林河二号矿

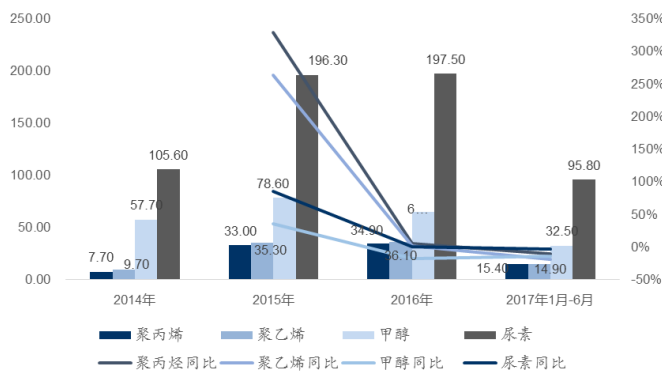
资料来源：公司公告，申万宏源研究



### 3.2 量缩价涨，盈利能力较强

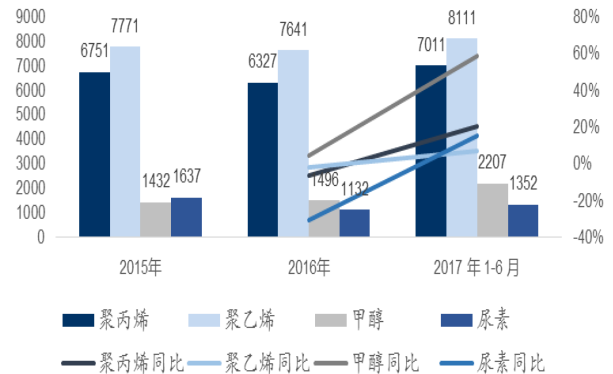
公司煤化工产销量下降，价格上扬，煤制烯烃为主要利润贡献。2017年上半年企业实现产量聚丙烯 15.4 万吨，聚乙烯 14.9 万吨，甲醇 32.5 万吨，尿素 95.8 万吨，分别同比下降 10.47%，18.13%，13.79%和 2.54%，主要煤化工产品实现全产全销，一体化效应显著。虽然公司成本上升，但是聚丙烯，聚乙烯，甲醇和尿素价格也分别上升 20.36%，7.36%，58.66%和 15.26%，使得煤化工板块毛利仍维持较高水平。其中，上半年烯烃贡献毛利 6.63 亿元，占煤化工板块毛利的 57.95%，为利润最重要的组成部分。

图 18: 煤化工产品产量及同比下降 (单位: 万吨, %)



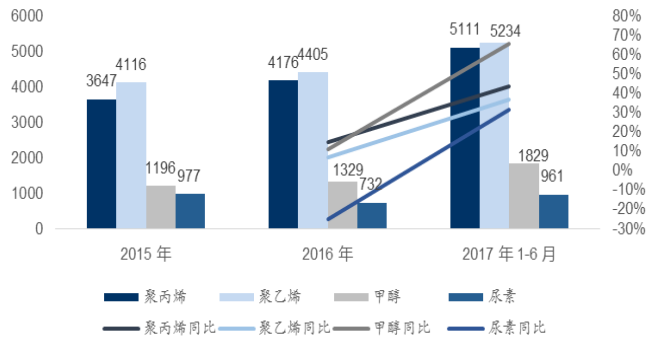
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 19: 煤化工产品价格及同比上升 (单位: 元/吨, %)



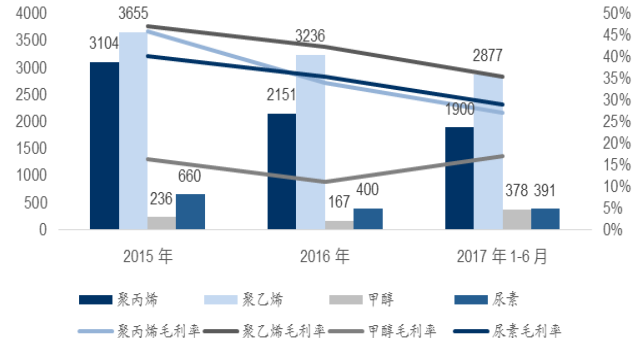
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 20: 煤化工产品单位销售成本 (单位: 元/吨, %)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

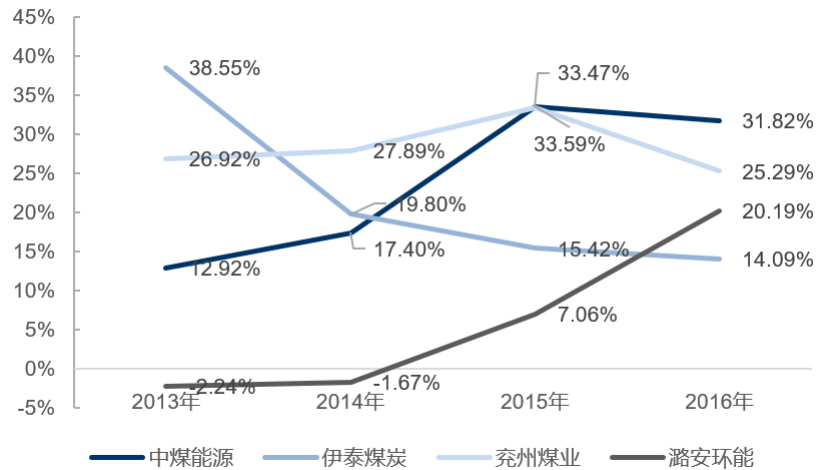
图 21: 煤化工产品单位毛利 (单位: 元/吨, %)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司盈利能力不断增强，在行业内具有竞争优势。公司近年加快产业转型，新建设的煤化工项目产能逐渐释放，产品质量较好，具有较强的市场竞争力，且项目均建设在我国的煤产区，离坑口较近，原材料供应充足，运输距离短，成本较低煤化工实现了较好的经济效益。2015 年公司煤化工毛利率提升 16.19 个百分点达到 33.59%，并在 16 年保持高利润率水平。与同行其他公司比较，毛利率处在领先水平。2016 年毛利率为 31.82%，远高于行业内其他企业水平。

图 22：主要煤炭企业煤化工毛利率比较



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 积极发展煤化工项目，产能逐步释放

近年来，多个煤化工项目获批，行业发展势头良好，形成规模。目前在建两个项目。内蒙古鄂尔多斯工程塑料项目建设规模 50 万吨/年，项目预计总投资 106.64 亿元，已投资 87.39%。项目备案等审批手续已基本完成，于 2016 年 4 月投料开车，先后产出合格聚丙烯、聚乙烯产品，实现装置开车一次成功。

作为山西省重点工程和朔州煤化工产业重点项目，平朔劣质煤综合利用项目有序推进。项目建设规模 40 万吨/年多孔硝酸铵、1.1 亿 Nm<sup>3</sup>/年天然气，预计总投资 43.92 亿元。截至 2016 年末，累计完成投资 43.74 亿元。目前工艺流程已整体打通，产出合格的硝酸铵产品。随着煤化工产量的充分释放，煤炭转化规模不断扩张，煤化工有望扩大盈利贡献，成为企业效益新的增长极。

表 9：煤化工板块主要在建项目及投资额（截止 2016 年 12 月）

项目名称	产能	项目进展	投资进度	预计总投资额	已投资额
鄂尔多斯工程塑料项目	50 万吨/年	项目备案等审批手续已基本完成，于 2016 年 4 月投料开车，项目已取得核准文件、环评批复、初步设计、开工报告等批复手续。2016 年 9 月打通全流程，生产出合格产品。	87.39%	106.64	93.19
平朔劣质煤综合利用示范项目	40 万吨/年多孔硝酸铵、1.1 亿 Nm <sup>3</sup> /年天然气		99.59%	43.92	43.74
合计			90.95%	150.56	136.93

资料来源：公司公告，申万宏源研究

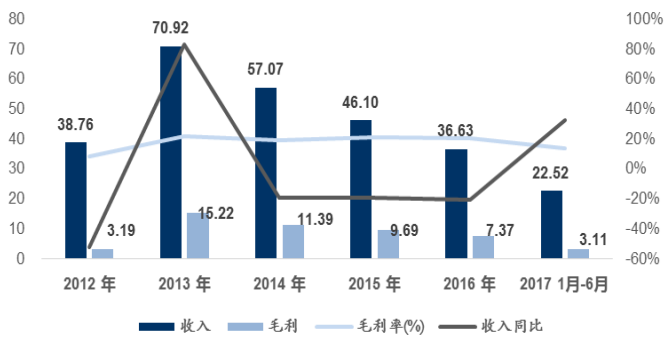
## 4. 煤机将迎复苏，发展煤电一体化

### 4.1 煤机行业出现脉冲式需求增长，毛利率有望提升

公司是国内最大的煤矿机械装备制造企业之一，主要生产包括刮板运输机、液压支架、采煤机、刨煤机、转载机、破碎机及矿用电器等产品，目前已经形成“三机一架”（掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架）综合煤炭开采机械生产能力。随着16年供给侧改革产能置换政策的集中实施，煤价暴涨回到历史相对高位，煤机新建需求迎来重大拐点，预计未来煤机板块将迎来上升周期，增厚公司业绩。

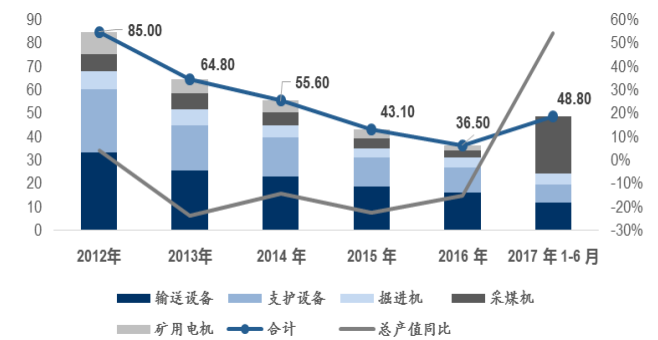
煤机业务后期发力，盈利有望达到较高水平。尽管16年装备业务下滑，但受短期煤炭景气后周期传导，中长期小矿转型大矿驱动使得煤机产销量同比增加。17年上半年煤矿装备业务同比增长32.2%，实现营业收入22.52亿元；煤矿装备产值48.80亿元，同比增长54.4%。毛利率为13.80%，实现利润总额3.11亿元。随着煤机下游需求喷井式增长，该业务盈利水平有望提升。

图 23：装备业务收入与毛利（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：装备业务产值及同比（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

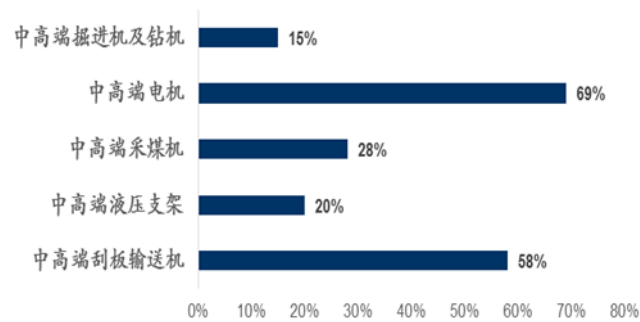
图 25：公司部分产品展示



资料来源：申万宏源研究

公司煤机产品销售市场基本覆盖了国内大型煤炭生产企业，研发生产的高端刮板输送机、高端支架、高端掘进机市场占有率居国内领先。其中：中高端刮板运输机和中高端矿用电机国内市场占有率在 65% 以上，中高端采煤机和液压支架也分别占到 29% 和 18%。公司将抓住煤炭市场回暖的有利机遇，加大市场开拓，抢抓新增订单，努力保障煤矿装备业务稳步运行。

图 26： 2016 年产品占市场份额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 积极发展电力项目，实现煤电一体化

公司在积极发展煤炭主业的同时，努力谋求转型，未来电力产业将有望成为和煤炭主业、煤化工、煤矿装备并列的公司第四大支柱。公司 2017 年计划电力项目总投资 56.98 亿元，占总投资计划的 37.45%，投资力度仅次于煤炭主业。在建三大项目总投资额为 136.25 亿元，目前投资进度为 25.34%。项目主要是平朔 2×660MW 低热值煤发电项目、大屯 2×350MW “上大压小” 热电项目、新疆准东五彩湾北二电厂项目等用于公司结构调整和转型升级的已核准续建电厂项目。其中，上海大屯能源的 2×350MW 装机和平朔的 2×660MW 装机争取 2017 年底投产，贡献效益。积极发展电力业务提升了煤电产业链增值，利于实现煤电一体化协同发展。

表 10：公司在建电力项目情况

项目名称	建设规模	投资进度	预计总投资额 (亿元)	截至 2016 年已投资额 (亿元)
山西平朔低热值煤发电项目	2×660MW	31.23%	55.23	17.25
新疆煤电化准东五彩湾北二电厂项目	2×660MW	21.80%	47.25	10.3
大屯 2×350MW 煤矸石“上大压小”热电项目	2×350MW	20.67%	33.77	6.98
总计		25.34%	136.25	34.53

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司其他业务主要包括铝产品的生产和销售以及财务公司的金融业务，在公司整体业务构成中占比较小。其中，公司的电解铝业务主要通过其子公司上海大屯能源下属的江苏大屯铝业有限公司开展，主要产品包括重熔用铝锭及铝用阳极炭块。公司现阶段的原铝产能约 10.6 万吨/年，产品大部分外销，销售市场以华东市场为主，小部分产品内销给公司下属铝加工企业徐州四方铝业集团有限公司使用。

## 5. 剥离非主业亏损资产，获得投资收益

为了优化资产，2016年公司通过股权转让方式剥离了四方铝业、邯煤机、九鑫焦化、灵石化工等产生亏损或盈利性不佳的企业，获得了非经常性收益超过7亿元。其中对收益贡献最大的是九鑫焦化的剥离，该公司主要经营业务为焦炭生产与贸易，焦炭副产品生产与贸易等。公司在2015年已亏损0.98亿元，净资产为-4.69亿元，通过转让焦化业务，公司一次性得到收益4.69亿元，占以同种方式获得总收益的67%。四方铝业、邯煤机、灵石化工的转让也分别产生收益2.16，0.31和0.03亿元。

四项资产的购买方大屯煤电（集团）有限责任公司、北京中煤机械装备公司，中国煤炭进出口公司均是中煤集团100%持股的子公司，与中煤能源属于受同一公司控制的关联方。通过剥离亏损非主业资产，有利于优化资源配置，聚焦主业生产，提升公司盈利能力。

表 11：2016 年主要关联交易项目（单位：亿元）

所出售公司名称	资产购买方	出售股权比例	净资产	转让收入	投资收益
徐州四方铝业集团有限公司	大屯煤电（集团）有限责任公司	100%	-2.16	1 元	2.16
中煤邯郸煤矿机械有限责任公司	北京中煤机械装备公司	100%	-0.31	1 元	0.31
灵石县中煤九鑫焦化有限责任公司	中国煤炭进出口公司	91%	-4.69	1 元	4.69
灵石中煤化工有限责任公司	中国煤炭进出口公司	100%	1.95	1.95	0.03
总计			-5.21	1.95	7.19

资料来源：公司公告，申万宏源研究

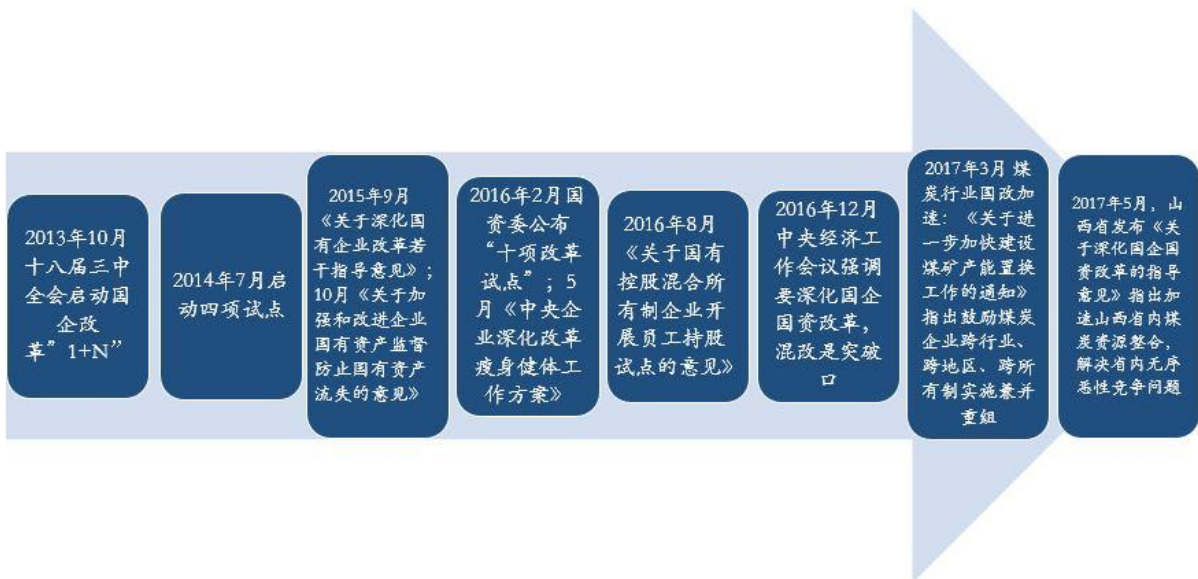
## 6. 煤炭央企改革重要标的

### 6.1 深化国企改革，加速煤炭行业兼并重组

在国企改革和去产能的大背景下，煤炭行业兼并重组步入快车道。2017年3月，国家发改委召开煤炭行业去产能稳供应工作座谈会，要求大力推进兼并重组转型升级，重点做好“僵尸企业”出清、兼并重组、转型升级、优化布局工作。发改委还在《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》中鼓励煤炭企业跨行业、跨地区、跨所有制实施兼并重组。同年5月，山西发力国改，发布地方性国企改革指导意见。随着一系列政策的逐步落地，未来煤炭行业集中度或将进一步提升。

根据政策，我们总结此次供给侧改革对央企整合的主要思路是“专业煤炭央企做大做强，电煤一体化企业资源优化配置，鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游央企进行重组，其他非专业涉煤央企退出煤炭行业”。

图 27：国企改革重要时间点



资料来源：申万宏源研究

## 6.2 受益涉煤央企资产整合，后续外延扩张可期

**2016年7月，央企煤炭整合平台——国源煤炭资产管理有限公司成立。**该公司由两大央企资产平台-中国国新、诚通集团，以及两大龙头煤企-中煤集团、神华集团出资组建，资产规模将达千亿级别。平台的建立旨在配合落实中央企业化解煤炭过剩产能，推动优化整合涉煤中央企业煤炭资源，促进涉煤中央企业瘦身健体、提质增效、结构调整和改革脱困。国源的煤炭资源整合方面由中煤集团主要负责。

**16年8月，国投旗下的\*ST新集将30.31%股份，煤炭产能约3120万吨无偿划转给了中煤集团，成立了中煤新集能源股份有限公司，**其主要业务是煤炭开采、洗选和火力发电。国投开始剥离部分煤炭资产，拉开了央企资产整合序幕。截至2016年3月底，国投已建成煤炭矿井减少至16对，核定生产能力3693万吨。

国投公司煤炭板块经营实体除了\*ST新集，还有全资子公司国投煤炭有限公司和国投煤炭投资（北京）有限公司。这次合并只是国投公司去煤炭化的一部分，不仅是\*ST新集，国投煤炭资产将于5年内并入中煤集团。

**17年5月份，保利集团旗下涉及煤炭业务的保利能源整体划转至中煤集团旗下，增加中煤集团2485万吨/年的产能，其中新疆的产能为1690万吨，占比68%。**保利能源是中国保利集团主要从事煤炭和有色金属资源开发的主要平台，其主要从事煤炭生产、贸易物流和有色金属三大业务。公司目前拥有11个煤矿，主要位于山西和新疆，控制煤炭资源量近26亿吨，形成2485万吨/年的规划产能，2015年年产煤炭702万吨，煤炭洗选能力1020万吨/年，铁路发运能力625万吨/年，资产总额达到261亿元。

经过这两次合并，中煤集团煤矿数量增至 74 座，可增加中煤集团煤炭产能超过 5600 万吨，占中煤集团现有 3.13 亿煤炭产能的 17.9%，同时集团资产总额达到 3431 亿元。另外，再算上国投旗下煤炭资产（其中国投煤炭有限公司 2011 年资产总额达到 451 亿元）将在 5 年内并入中煤，中煤集团资产总额将达到 4000 亿左右。未来其他央企整合出来的煤矿有望继续注入中煤集团，而中煤能源作为中煤集团旗下最大煤炭上市平台，或将率先受益国企改革。

表 12：新集能源和保利能源煤炭产能划转情况

时间	公司	地区	产能（万吨）	划转方式
2016 年 8 月	新集能源公司	安徽	3120	无偿转换
2017 年 5 月	保利能源公司	山西	795	无偿转换
		新疆	1690	无偿转换
总计			5605	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 6.3 神华国电万亿重组，为中煤集团改革作出表率

17 年 8 月底，由神华集团和国电集团组成的、资产规模近 1.8 万亿的国家能源投资集团（简称国能投）横空出世，一举成为电力、煤炭两大领域的双料赢家，有望解决长期以来的煤电矛盾，这也使央企重组的热度再次提升。国家能投是首例央企煤电重组的案例，将会推动其他能源类央企的重组，而公司控股股东中煤集团是仅剩的煤炭央企，资源重组是其必由之路，神华国电合并为中煤集团提供与电力企业重组的表率。

## 7. 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。尤其是随着产能置换政策的持续推进，供给侧结构持续改善，公司新建产能逐步释放，公司是 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 PB（剔除掉 2007-2008 年异常值后）为 2.1 倍，而当前公司 PB 仅为 0.88 倍，溢价 100% 左右，是当前估值最低的煤炭标的之一。在需求持平前提下，预计 2017 年、2018、2019 年年公司 EPS 分别为 0.26 元、0.23 元、0.27 元；考虑公司已经为煤炭板块 PB 估值最低的公司，且为央企唯一煤炭公司，在煤电联营国企改革的大背景下，适合价值投资、长期配置。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 13: 动力煤上市公司万德一致预测 PB (2017 年 11 月 09 日)

证券代码	证券简称	2017/10/18 PB	17E PB	18E PB	19E PB
600546.SH	山煤国际	2.10	2.31	1.90	1.56
601001.SH	大同煤业	1.83	2.13	1.94	1.79
601225.SH	陕西煤业	1.94	1.87	1.60	1.36
600188.SH	兖州煤业	1.16	1.26	1.15	1.04
平均 PB		1.76	1.89	1.64	1.44
601898.SH	中煤能源	0.88	0.88	0.85	0.80
溢价涨幅		99.04%	115.22%	94.45%	78.38%

资料来源: WIND 资讯, 申万宏源研究

图 28: 煤炭开采行业重点监测公司相对 PB 历史平均值



资料来源: WIND 资讯, 申万宏源研究

表 14: 利润表

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	59,271	60,632	75,991	73,486	74,087
营业总成本	62,478	58,842	69,533	67,585	67,693
营业成本	40,696	40,321	48,309	49,462	49,644
营业税金及附加	1,493	1,900	2,736	2,278	2,445
销售费用	12,297	8,761	11,019	9,921	10,298
管理费用	3,688	3,517	3,952	3,748	3,927
财务费用	3,981	3,743	3,232	2,239	1,476
资产减值损失	324	600	286	(62)	(96)
投资收益	445	1,643	815	638	654
营业利润	(2,762)	3,432	7,273	6,539	7,048
营业外收支	237	(61)	239	246	249
利润总额	(2,525)	3,371	7,512	6,786	7,297
所得税	(461)	439	1,714	1,555	1,661
净利润	(2,064)	2,932	5,798	5,231	5,636
少数股东损益	456	905	2,353	2,165	1,992
归属于母公司所有者的净利润	(2,520)	2,027	3,444	3,065	3,644

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究



**表 15: 资产负债表**

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	62,019	44,541	63,163	63,545	62,985
现金及等价物	32,198	15,268	18,000	22,000	26,000
应收款项	20,882	19,499	32,757	30,067	26,715
存货净额	6,825	7,391	9,784	8,594	7,098
其他流动资产	2,114	2,383	2,621	2,883	3,172
长期投资	18,751	19,580	22,499	25,332	27,747
固定资产	127,521	127,212	146,042	166,094	175,680
无形资产及其他资产	48,689	50,516	50,562	50,572	50,584
资产总计	256,980	241,849	282,266	305,542	316,996
流动负债	67,647	61,416	102,197	134,405	154,690
短期借款	30,650	22,735	58,331	89,790	109,957
应付款项	24,179	26,507	31,693	32,441	32,559
其它流动负债	7,015	6,403	6,403	6,403	6,403
非流动负债	89,316	78,473	72,338	58,184	43,970
负债合计	156,962	139,888	174,535	192,589	198,660
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	37,538	38,138	38,138	38,138	38,138
盈余公积	3,993	4,031	4,095	4,152	4,220
未分配利润	27,235	29,100	32,480	35,488	38,758
少数股东权益	16,533	16,041	18,394	20,560	22,552
股东权益	100,017	101,960	107,731	112,954	118,335
负债和股东权益合计	256,980	241,849	282,266	305,542	316,996

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**表 16: 现金流量表**

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(2,064)	2,932	5,798	5,231	5,636
加: 折旧摊销减值	7,065	6,909	6,771	8,551	9,780
财务费用	4,317	4,113	3,232	2,239	1,476
非经营损失	(1,813)	(2,190)	(815)	(638)	(654)
营运资本变动	674	(313)	(10,777)	4,717	5,092
其它	0	0	(238)	(262)	(288)
经营活动现金流	7,285	12,068	3,970	19,837	21,041
资本开支	11,372	7,540	25,330	28,686	19,488
其它投资现金流	(2,164)	(712)	(2,054)	(2,193)	(1,759)
投资活动现金流	(26,322)	10,575	(27,384)	(30,879)	(21,247)
吸收投资	514	249	0	0	0
负债净变化	5,832	(20,308)	29,434	17,298	6,006
支付股利、利息	6,151	6,143	3,232	2,239	1,782
其它融资现金流	(66)	(742)	(57)	(17)	(18)
融资活动现金流	12,099	(23,951)	26,145	15,042	4,205
净现金流	(6,936)	(1,302)	2,732	4,000	4,000

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券我们分析师承诺

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 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。