

产能调整落地，外延增长提速

——大同煤业(601001.SH)投资价值分析报告

公司深度

◆背靠同煤集团，尽享大秦铁路运输红利

公司是山西最大动力煤企业同煤集团上市平台。2018年末公司煤炭核定产能为3060万吨/年，省内生产矿井靠近大秦铁路发运起点大同市，可直达秦皇岛港。相比其他动力煤生产企业，运输成本与外运能力是公司核心竞争优势。

◆矿区调整显成效，核心资产塔山矿

公司2013-2017年进行了煤炭产区结构调整，剥离了高成本、低效矿井，提升优质矿井股权比例。塔山矿目前已成为公司主要盈利来源，配套坑口电厂有效节约了煤炭运输成本。该矿已于2019年8月完成产能核增工作，完成后核定能力由1500万吨/年提升至2500万吨/年。塔山矿产能核增后盈利水平进一步提高，配合铁路运力优势，具有较强的抗风险能力。

◆集团负债率较高，提高资产证券化率是降杠杆的方式之一

同煤集团煤炭产能约1.6亿吨，是上市公司的5倍。根据避免同业竞争承诺，同煤集团将择机注入煤炭生产经营性优质资产。为了加快上市公司资产注入的速度，集团将其下属煤峪口、四老沟、晋华宫、马脊梁、云冈、燕子山、四台、轩岗煤电等8个核定产能相对较高、可采年限较长的矿井交付公司托管。2020年是山西国改收关之年，当前集团层面存在资产负债率较高问题，提高资产证券化率可以有效降低企业财务杠杆。集团矿井产能核增、成本管控强化以及管理层变更有望成为资产注入催化剂。

◆盈利预测与投资评级：

我们预计2019-2021净利润分别为7.0/6.5/6.3亿元，对应EPS分别为0.42/0.39/0.38元，当前股价对应PE分别为10/11/11倍。综合绝对估值法与相对估值法，我们认为公司合理估值为4.62元。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：

忻州窑盈利能力持续下滑；掘进费用支出难以预测，不排除上涨可能；资产注入进度可能不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,163	11,259	11,410	11,644	11,873
营业收入增长率	23.97%	22.87%	1.34%	2.05%	1.97%
净利润(百万元)	599	660	702	654	634
净利润增长率	222.63%	10.10%	6.46%	-6.94%	-3.00%
EPS(元)	0.36	0.39	0.42	0.39	0.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.73%	11.97%	11.30%	9.52%	8.45%
P/E	12	10	10	11	11
P/B	1.2	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月12日

增持(首次)

当前价/目标价：4.13/4.62元

分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)

021-52523799

jiangc@ebscn.com

市场数据

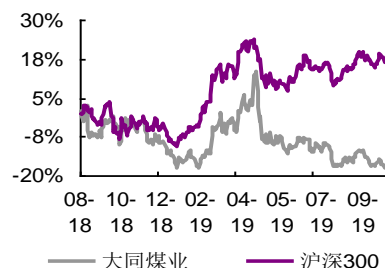
总股本(亿股)：16.74

总市值(亿元)：69.12

一年最低/最高(元)：4.11/6.01

近3月换手率：22.81%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.58	-9.08	-36.27
绝对	-3.80	-1.66	-13.05

资料来源：Wind

相关研报

积极布局当下，静待改革硕果——山西国企改革系列报告之一

.....2019-09-04

投资聚焦

关键假设

公司核心业务为煤炭开采，我们对于煤炭板块业务的关键假设如下：公司在建项目以升级改造及辅助设备为主，随着产能核增事项的完成，未来产能将保持稳定。我们假设 2019-2021 年煤炭产量分别为 3150/3200/3250 万吨。随着煤炭行业供给侧改革阶段性成果的取得，行业供需格局将趋于宽松。商品煤综合销售价（不含税）分别为 400/395/390 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。

我们区别于市场的观点

市场没有充分认识到公司外延增长正在进入加速期。我们认为：（1）塔山矿产能核增后盈利水平进一步提高，配合铁路运力优势，抗风险能力较强；（2）2020 年是山西国改收关之年，当前同煤集团负债率较高，而提高资产证券化率是降杠杆的有效方式之一，集团管理层变更或加速资产注入节奏。

股价上涨的催化因素

集团资产证券化率提升；动力煤价格上涨；省外色连煤矿盈利能力修复。

估值与目标价

我们预计 2019-2021 年净利润分别为 7.0/6.5/6.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.39/0.38 元，当前股价对应 PE 分别为 10/11/11 倍。公司是山西省最大动力煤企业同煤集团的上市平台，在省内具有优质动力煤资源以及铁路运输优势。公司核心煤炭资产塔山矿产能核增后盈利能力进一步提高。2020 年是山西国改收关之年，提高资产证券化率是集团降杠杆的有效方式之一，公司外延增长空间较大。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予 4.62 元目标价。首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、 背靠同煤集团，尽享大秦铁路运输红利	6
1.1、 同煤集团是山西最大动力煤生产企业.....	6
1.2、 煤矿靠近铁路干线，到港销售渠道通畅.....	6
2、 塔山矿已成为公司核心煤炭资产	8
2.1、 产区结构调整后盈利能力大幅提升	8
2.2、 塔山矿产能进一步提升	10
2.3、 塔山坑口电厂投产后，销售费用大幅降低	12
2.4、 加速开发省外煤炭资源	13
3、 集团煤炭资源丰富，注入空间较大.....	13
3.1、 资产证券化是降杠杆的有效方式之一.....	13
3.2、 产能核增将提升煤矿盈利能力，实现注入资产的盈利要求.....	15
3.3、 集团管理层变更或加速资产注入节奏.....	16
4、 盈利预测.....	17
5、 估值水平与投资评级	18
5.1、 相对估值	18
5.2、 绝对估值	18
5.3、 估值结论与投资评级.....	19
6、 风险分析.....	19

图表目录

图 1：2018 同煤集团产量居全国第 6，同比增速 8.0%.....	6
图 2：运输环节占煤炭终端价格的 40%.....	7
图 3：同煤集团为公司控股股东	7
图 4：集团煤炭销售主要通过大秦线发往秦港.....	7
图 5：省内两大矿区铁路交通便利.....	8
图 6：2019H1 公司营业收入 57.0 亿元.....	8
图 7：2019H1 公司归母净利润 4.6 亿元.....	8
图 8：动力煤是公司核心业务	9
图 9：煤炭毛利已修复至 2012 水平	9
图 10：2011 年动力煤价格高点约 850 元/吨.....	9
图 11：公司煤炭销量基本恢复到 2012 水平	9
图 12：2013-2016 吨煤生产成本大幅下降.....	10
图 13：2018 塔山矿销售量占公司 81%.....	11
图 14：公司煤炭销量基本恢复到 2012 水平	11
图 15：公司原煤产量 2018 年大幅提升	11
图 16：塔山二发坑口电厂使公司销售费用降低	12
图 17：色连煤矿开采成本与售价偏低（2018 年）	13
图 18：同煤集团股权变更	14
图 19：集团营收结构.....	14
图 20：集团业务毛利率（2019Q1）	14
图 21：2018 集团资产负债率 78%.....	15
图 22：忻州窑生产成本逐年攀升	20
图 23：忻州窑产量、销量逐年下降.....	20
图 24：2018 其他支出占煤炭生产成本的 43%	20
图 25：2015 年以来其他支出大幅回升	20
表 1：2018 年公司在产权益产能达到 1565 万吨/年（单位：万吨/年）	10
表 2：2014-17 年公司完成了对 4 个落后矿井的剥离工作	10
表 3：公司煤矿平均可采年限 68 年	11
表 4：商品煤转化率提升近 20 个百分点（单位：万吨）	12
表 4：同煤集团矿井情况（2017 年）	15
表 5：集团托管上市公司 8 家煤矿有望优先获得注入	16
表 6：2019 年集团矿井成本管控初见成效	16
表 7：公司主营业务盈利预测	17
表 8：可比公司盈利预测与估值	18

表 9：基本假设.....	18
表 10：FCFF 估值.....	19
表 11：敏感性分析.....	19
表 12：估值结果汇总.....	19

1、背靠同煤集团，尽享大秦铁路运输红利

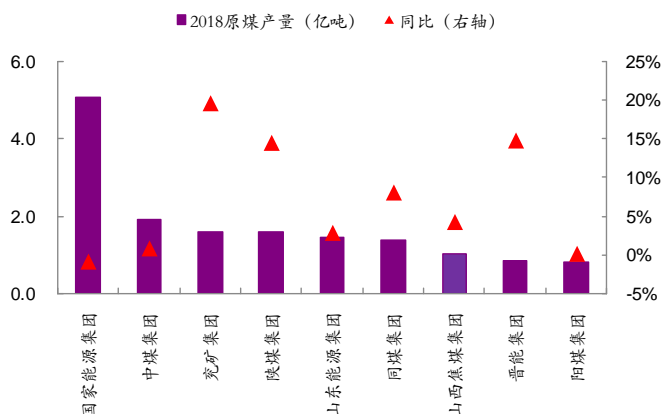
大同煤业成立于 2001 年，是山西省最大的动力煤企业——同煤集团的上市平台。2018 年末，公司煤炭核定产能为 3060 万吨/年。公司生产矿井靠近大秦铁路发运起点大同市，可直达秦皇岛港。相比其他动力煤生产企业，运输成本与外运能力是公司的核心竞争优势。

1.1、同煤集团是山西最大动力煤生产企业

公司的控股股东为同煤集团，截至 2019Q3 同煤集团持股 57.5%。同煤集团是山西省最大的动力煤生产企业，煤矿跨越大同、朔州、忻州三市，拥有煤田面积 6157 平方公里，总储量 892 亿吨。

2018 年全国大型煤炭企业原煤产量 23.7 亿吨，同比增加 3.5%。同煤集团原煤产量位居全国第六，总计 1.4 亿吨，同比增速 8%，高出全国增速 4.5 个百分点。

图 1：2018 同煤集团产量居全国第 6，同比增速 8.0%



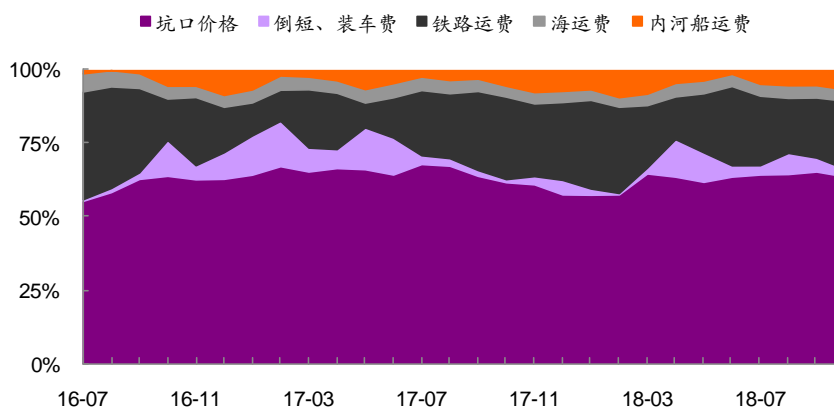
资料来源：中国煤炭网，光大证券研究所

1.2、煤矿靠近铁路干线，到港销售渠道通畅

我国煤炭资源主要分布于以山西、陕西、内蒙古为核心的“三西”地区，而消费地主要集中于中部、沿海地带。铁水联运是“西煤东运”最主要的运输方式，即由主产地“三西”经铁路发往秦港等环渤海主要港口，再由港口发往沿海或由内河到达中部省份。

以山西 5500 大卡热值的动力煤为例，我们可以清晰地看到运输环节（包括：公路倒短、铁运、海运、内河运输）在终端价格中的权重：煤炭产品本身价格仅占终端价格的 60% 左右，第二大构成则是煤矿至港口段的铁路运费。

图 2：运输环节占煤炭终端价格的 40%（截至 2018 年）

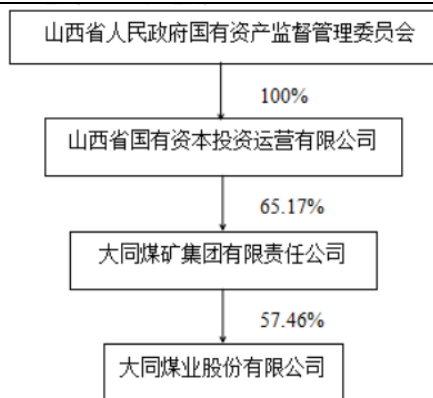


资料来源：Wind，光大证券研究所

同煤集团总部位于山西省大同市，交通运输优势显著。大同是京包、同蒲铁路交汇地又是大秦铁路起点，大秦线作为晋、陕、蒙三省最重要的煤炭外运通道，承担全国铁路 20% 左右的煤炭运量，集团煤炭可以通过铁路直达秦皇岛港。相对于山西省内及中部地区其他大型煤炭企业，集团运输成本相对低廉，外运能力有保障。

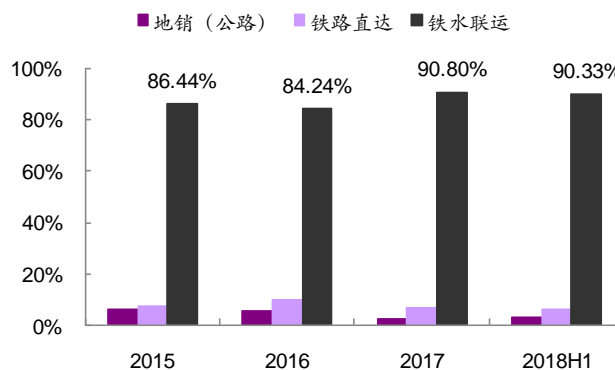
依托大秦线直达秦港的外运优势，集团煤炭销售主要通过铁水联运，2018 年上半年铁水联运销量占比约 90%，省内销售（地销）占比不到 5%。运力资源提升了集团在煤炭市场的议价能力，减少了中间贸易商对煤企利润的挤压。

图 3：同煤集团为公司控股股东（2019Q3）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：集团煤炭销售主要通过大秦线发往秦港



资料来源：公司公告，光大证券研究所

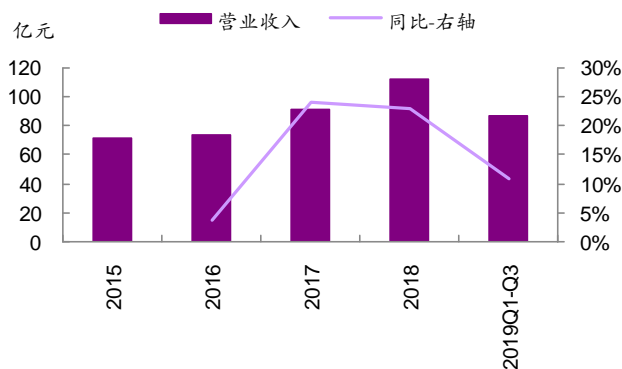
2019 年前三季度，公司营业收入、归母净利润分别为 87.5/6.8 亿元，同比增速分别为 10.9%/3.0%。截至 2019 三季度末大同煤业拥有三个核心煤矿资源，其中山西省内在产煤矿为塔山矿（2500 万吨/年）、忻州窑矿（60 万吨/年），省外为内蒙古鄂尔多斯色连矿产能为（500 万吨/年），合计产能为 3060 万吨/年。省内两个矿区距离大同市仅 30 公里，同蒲铁路与大秦铁路为煤矿西南、港口市场销售提供了便利条件。

图 5：省内两大矿区铁路交通便利



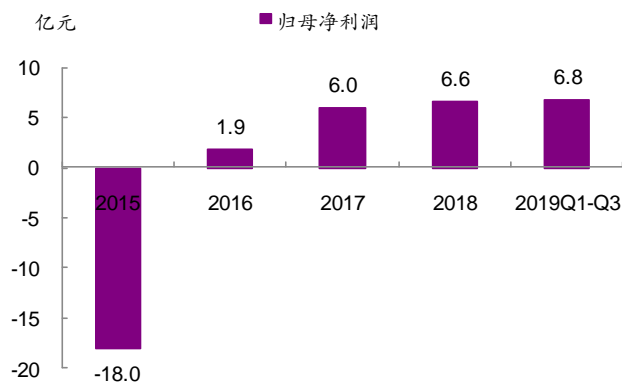
资料来源：中国煤炭网，光大证券研究所

图 6：2019 前三季度公司营业收入 87.5 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：2019 前三季度归母净利润 6.8 亿元



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、塔山矿已成为公司核心煤炭资产

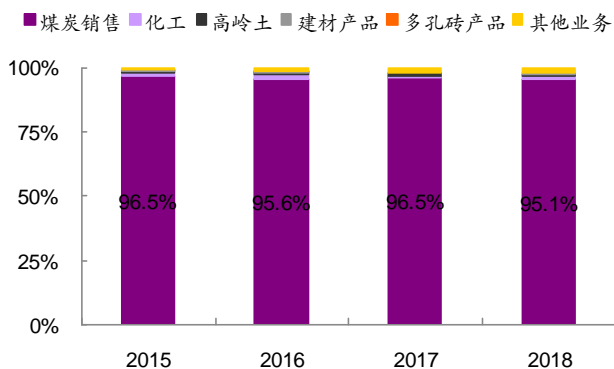
公司 2013-2017 年进行了煤炭产区结构调整,剥离了高成本、低效矿井,提升优质矿井股权比例。塔山矿目前已成为公司主要盈利来源,配套坑口电厂有效节约了煤炭运输成本。该矿已于 2019 年 8 月完成产能核增工作,完成后核定能力由 1500 万吨/年提升至 2500 万吨/年。

2.1、产区结构调整后盈利能力大幅提升

动力煤业务是大同煤业盈利的主要来源,收入占比在 95%以上。其他业务包括高岭土、活性炭、多孔砖等,体量较小对公司业绩贡献有限。以秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格表征煤价景气周期,上一轮价格高点 2011 年煤价接近 850 元/吨。2016 年供给侧改革以来煤炭行业景气度大幅回升,但煤炭价格低于上一轮高点。公司 18 年煤炭销量上涨至 2638 万吨,相比于 2011 年公司上市以来最高水平 2710 万吨仅减少 72 万吨,基本回升到 2011 年的水平。

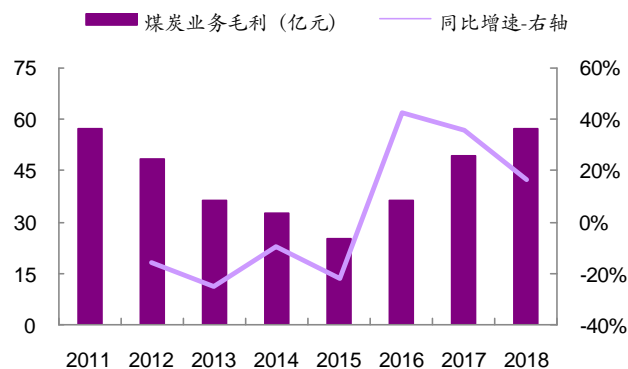
2018 年煤炭板块毛利 57.4 亿元，同比增长 19%，利润水平已经接近上一轮行业景气高点。在煤炭价格及公司销量都不及上一轮景气高点的情况下，公司盈利能力修复依然显著，主要原因在于行业低谷期公司在产区结构调整方面所做出的不懈努力。

图 8：动力煤是公司核心业务



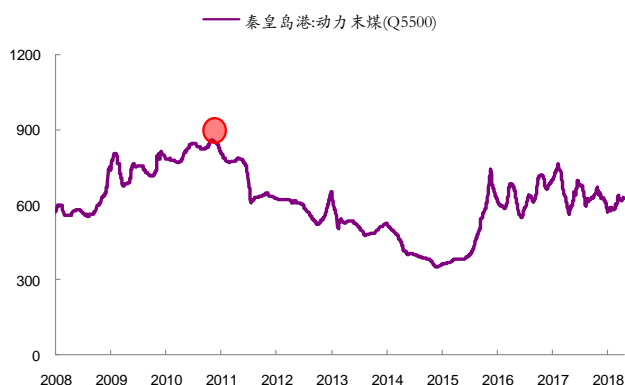
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：煤炭毛利已修复至 2011 水平



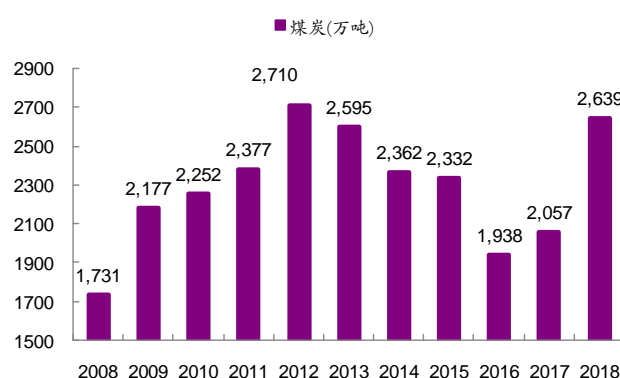
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：2011 年动力煤价格高点约 850 元/吨



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：公司煤炭销量基本恢复到 2012 水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2011 年煤价持续下跌，煤炭行业进入长达 5 年的衰退期。公司立足煤炭主业加快剥离落后矿井，注入集团优质产能。2014 年至 2017 年先后置出同家梁矿采矿权、四老沟采矿权、燕子矿和煤峪口矿，合计置出产能 1350 万吨。公司在完成剥离落后产能后，加大先进矿井投入。2018 年收购塔山煤矿 21% 股份，对应权益产能 300 万吨；色连煤矿 2018 年开始投产，对应权益产能 255 万吨。

表 1: 2018 年公司在产权益产能达到 1565 万吨/年 (单位: 万吨/年)

煤矿	2013	2014	2015	2016	2017	2018
同家梁矿	300	0	0	0	0	0
四老沟矿	320	0	0	0	0	0
燕子山矿	480	480	480	0	0	0
煤峪口矿	250	250	250	0	0	0
忻州窑矿	230	230	230	230	230	230
塔山煤矿	1500	1500	1500	1500	1500	1500
色连煤矿	500	500	500	500	500	500
在产权益产能	2345	1725	1725	995	995	1565

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (注: 2018 年公司完成收购塔山矿 21% 股权)

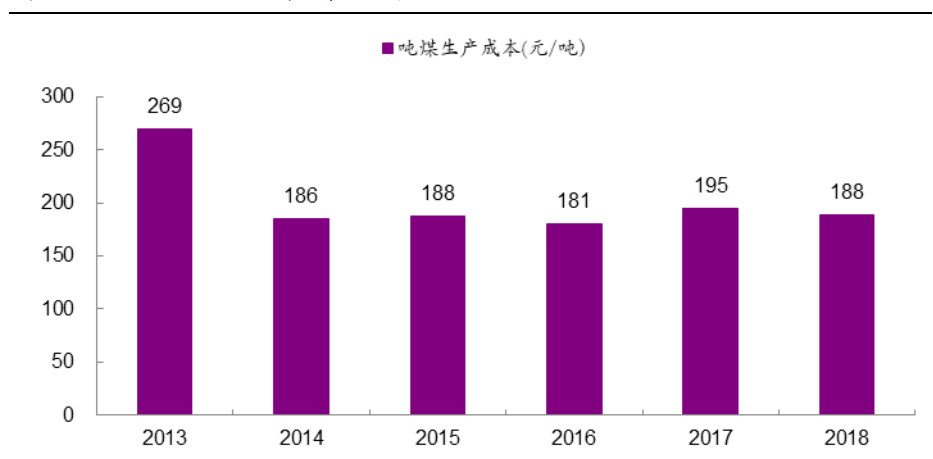
表 2: 2014-17 年公司完成了对 4 个落后矿井的剥离工作

交割日期	置出资产	吨煤生产成本 (元/吨)	对价 (亿元)	转让收益 (亿元)	净利润 (亿元)	对当年利润贡献
2014 年 1 月 1 日	同家梁矿及四老沟矿	369	14.9	12.8	6.6	193.6%
2016 年 1 月 1 日	燕子山矿整体资产	238	16.9	2.4	4.5	53.0%
2017 年 4 月 1 日	煤峪口矿整体资产	225	5.2	5.4	13.8	39.3%

资料来源: 公司公告, 资产评估报告, 光大证券研究所

同家梁矿及四老沟矿平均生产成本 348 元/吨, 置出后公司综合生产成本下降 83 元/吨, 2014 年转让收益 12.9 亿元, 使同期业绩扭亏为盈。燕子山矿生产成本 238.9 元/吨, 置出后公司综合生产成本下降 7 元/吨。截至 2018 年, 公司综合生产成本 188 元/吨。

图 12: 2013-2018 吨煤生产成本



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2.2、塔山矿产能进一步提升

2018 年末, 公司拥有忻州窑、塔山、色连三个煤矿, 公司煤炭资源平均可采年限为 68 年。

表 3：公司煤矿平均可采年限 68 年

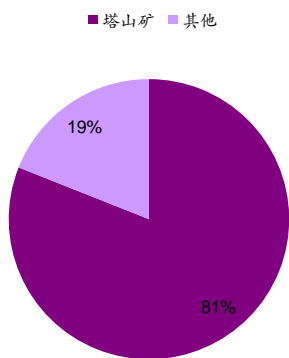
主要矿区	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	可采年限 (年)
忻州窑矿	9,822	4,802	230	21
塔山煤矿	459,742	253,929	1500	116
色连煤矿	74,261	33,350	500	67
合计	543,826	292,081	2230	68

资料来源：公司公告，光大证券研究所

塔山煤矿成立于 2004 年 7 月，设计产能 1500 万吨/年，属于大型现代化先进矿井。2017 年公司以现金收购方式向集团购买塔山矿 21% 股权，收购完成后公司持股比例由 51% 上升至 72%，其余 28% 股权由大唐国际发电股份有限公司持有。

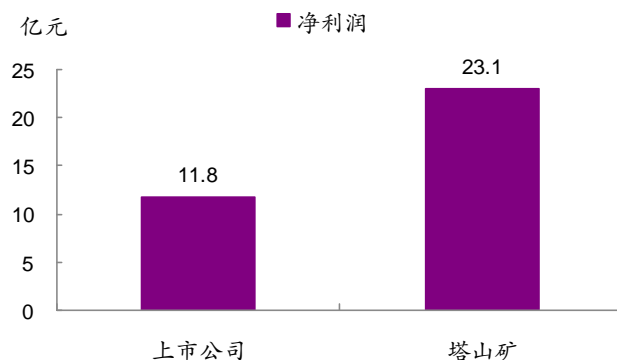
塔山煤矿主要包括两部分——塔山矿井和选煤厂，构成公司盈利的核心来源。2018 年塔山矿煤炭销售量、净利润占上市公司比重分别为 81%、196%。

图 13：2018 塔山矿销售量占公司 81%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

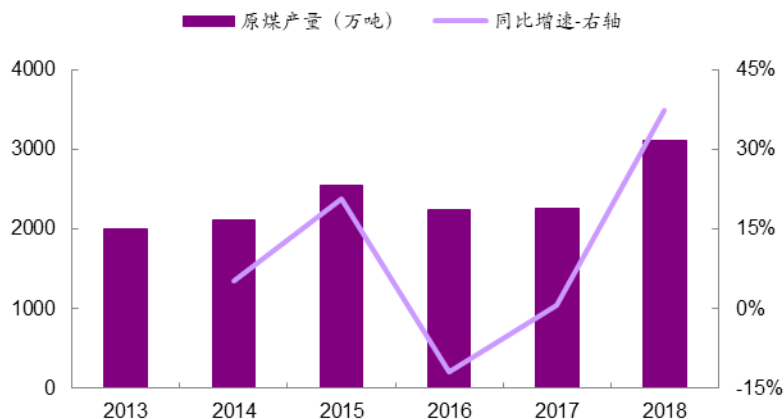
图 14：塔山矿是公司净利润主要来源（2018 年）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018 年 3 月，同煤集团将塔山煤矿上报相关部门进行生产能力核增的请示，计划将大唐塔山煤矿核定能力 1500 万吨/年提升为 2500 万吨/年，生产能力核增已于 2019 年 8 月完成。

图 15：公司原煤产量 2018 年大幅提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司不断完善选煤环节的监管，加大对选煤厂的激励力度，提高中煤回收率。原煤转加工成商品煤转换率由 2015 年的 65% 提升到 2018 年的 84%，提高了近 20 个百分点。2019 年塔山矿将“一刀一放”生产工艺调整为“两刀一全放”生产工艺，工作面原煤回收率有望进一步得到提高。

表 4：商品煤转化率提升近 20 个百分点（单位：万吨）

	原煤产量	商品煤转化率	商品煤销量	商品煤库存
2014	3027	-	2362	141
2015	3487	65%	2332	59
2016	2452	78%	1938	42
2017	2417	84%	2056	27
2018	3105	85%	2638	16

资料来源：公司公告，光大证券研究所

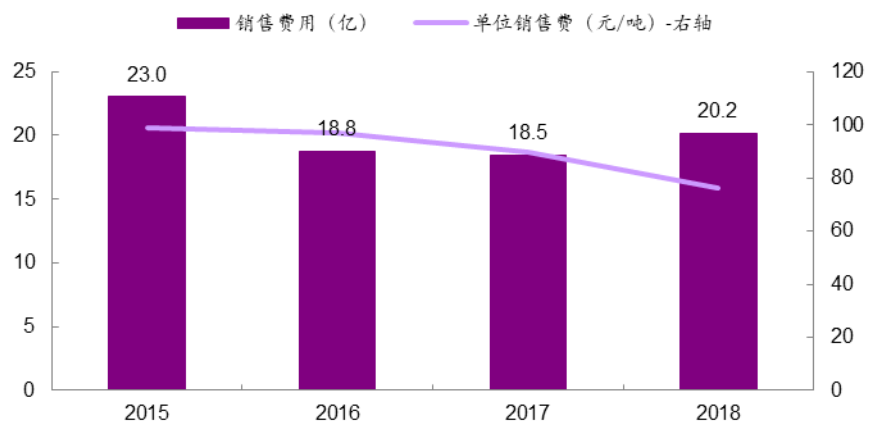
2.3、塔山坑口电厂投产后，销售费用大幅降低

2016 年塔山二电厂投产，同煤集团与大唐发电分别持有 60%、40% 股权。电厂位于塔山工业园区内，塔山矿所产动力煤是其主要发电燃料来源。塔山二电由 2 台 66 万千瓦发电机组构成，我们假设：

- (1) 电厂利用小时数为 5000 小时。
- (2) 发电标准煤耗 309g/Kwh。
- (3) 塔山矿煤炭热值 5000 大卡。

测算可得塔山二电每年对塔山矿的需求量约为 285 万吨。煤电协同、坑口利用，节约了公司运输成本，2018 年销售费用较 2015 年大幅下降约 3 亿元，吨煤销售费用下降 22.35 元/吨。

图 16：塔山二发坑口电厂使公司销售费用降低



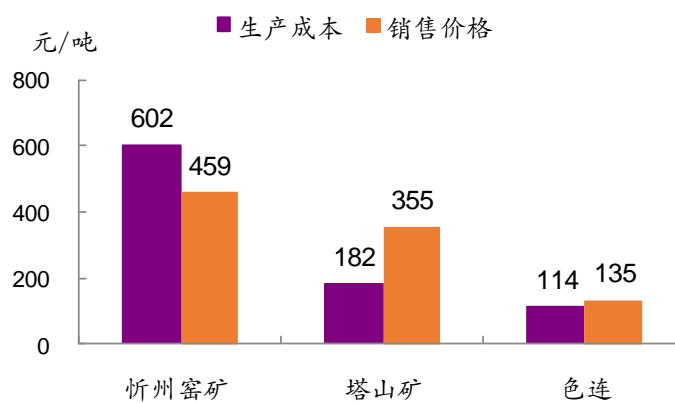
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.4、加速开发省外煤炭资源

色连煤矿位于内蒙古鄂尔多斯，设计产能 500 万吨/年，于 2018 年投产。该矿井由大同煤业和鄂尔多斯控股集团、浙能集团共同投资建设，其中大同煤业持股 51%，鄂尔多斯控股集团占 30%，浙能集团 19%。2018 年矿井工程已经完成原煤产量 458.32 万吨，商品煤销售量 404.61 万吨。色连矿生产成本是公司三个矿产中最低的，单位成本仅为 144 元/吨。

根据约定，色连矿所生产的原煤 50% 以上按照市场长期协议价格（具体以煤炭销售协议为准）供应给浙能集团，但必须保证三方股东利益最大化。鄂尔多斯控股集团负责协调解决铁路运力工作。

图 17：色连煤矿开采成本与售价偏低（2018 年）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

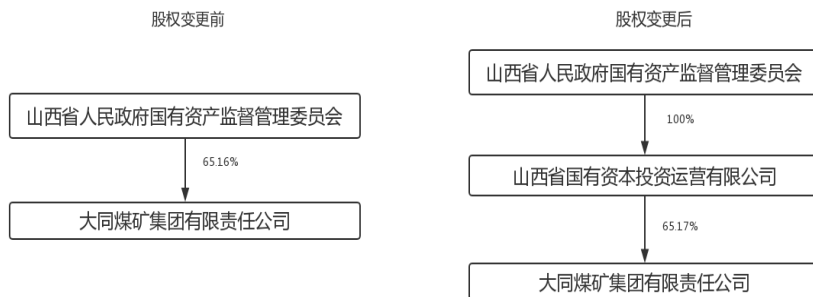
3、集团煤炭资源丰富，注入空间较大

同煤集团煤炭产能约 1.6 亿吨，是上市公司的 6 倍。根据集团避免同业竞争承诺及发展战略规划，未来将进一步提高资产证券化率。集团矿井产能核增与管理层变更有望成为资产注入的催化剂。

3.1、资产证券化是降杠杆的有效方式之一

大同煤矿集团有限责任公司于 1985 年设立，2003 年和 2005 年先后两次增资，2017 年股权变更，控股股东由山西省国资委变更为山西省国有资本投资运营有限公司，集团实际控制人仍为山西省国资委。

图 18: 同煤集团股权变更

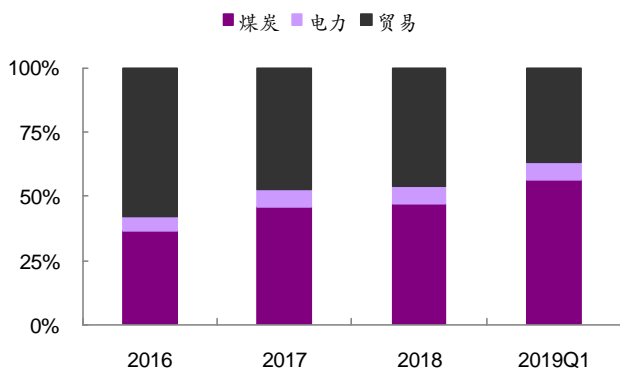


资料来源：公司公告，光大证券研究所

同煤集团按照“煤电一体化”的战略思路，依托强大的煤炭资源优势，布局煤炭、电力、贸易三大业务板块，拥有大同煤业、漳泽电力两个上市平台。

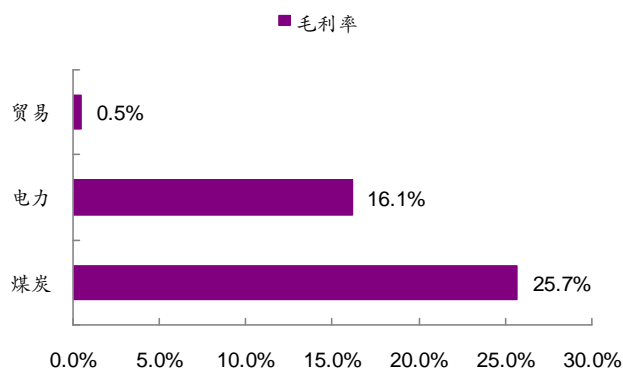
2019Q1 集团营业总收入 475.1 亿元，同比增长 15.1%。从收入结构看，煤炭、贸易业务板块占比较高，2019Q1 二者占比分别为 56%/37%。由于贸易板块毛利率水平仅 0.5%，煤炭是集团最主要的盈利来源。2016 年煤炭行业供给侧改革以来，同煤集团资产负债率不断降低，但依然高于行业平均水平，未来具有较大的降杠杆空间。

图 19: 集团营收结构



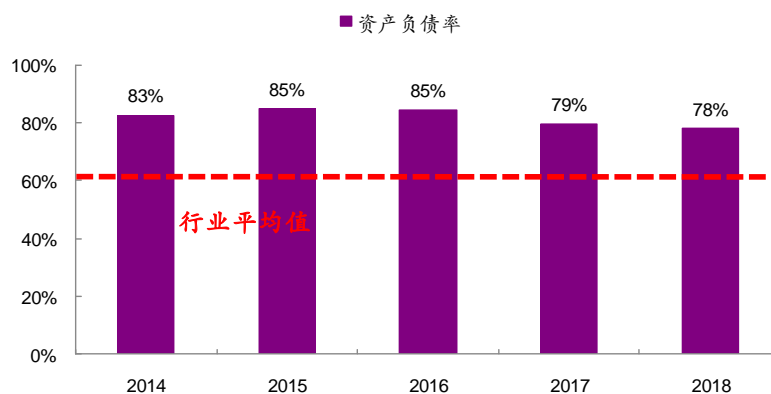
资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

图 20: 集团业务毛利率 (2019Q1)



资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

图 21：2018 集团资产负债率 78%



资料来源：Wind，同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

3.2、产能核增将提升煤矿盈利能力，实现注入资产的盈利要求

集团煤矿以大同、宁武、河东三大煤田资源为基础，主要矿区为大同、朔南、轩岗、保德四大矿区，跨越大同、朔州、忻州三市。2017 年末集团煤炭资源储量超过 300 亿吨，经过资源整合年生产能力达 1.85 亿吨。

表 4：同煤集团矿井情况（2017 年）

项目	矿井数量	资源储量 (亿吨)	产能 (万吨)
生产矿井	53	143.86	11,081
资源整合矿井	28	19.208	2,085
在建及筹建矿井	15	120.34	5,370
配置矿井	6	26.5	--
合计	102	310.1	18536

资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所（注：资源整合矿井 20 座在产，8 座技改）

根据避免同业竞争承诺，同煤集团将择机注入煤炭生产经营性优质资产，最终实现煤炭板块的整体上市目标。为了加快上市公司资产注入的速度，集团将其下属煤峪口、四老沟、晋华宫、马脊梁、云冈、燕子山、四台、轩岗煤电等 8 个核定产能相对较高、可采年限较长的矿井交付公司托管，每年支付托管费用 210 万元。公司对受托资产有独家选购权，轩岗煤电选购期为 2021 年 6 月 30 日之前，其他选购日期在 2021 年 2 月 24 日之前。

2019 年同煤集团有 21 座矿井具备核增产能条件，预计核增产能 5535 万吨，其中：已经通过核增审批的有 6 座矿井（塔山、同忻、麻家梁、虎龙沟、南阳坡、增子坊），核增产能 2740 万吨，矿井产能提升可以改善煤矿盈利能力，将更有助于加快公司资产注入的步伐。

表 5：同煤集团资产一览表

	产量 (万吨)				资源储量 (万吨)	设计产能 (万吨/年)	投产时间	可采年限 (年)
	2015	2016	2017	2018				
同家梁	185	115	-					已关闭
雁崖	149	112	33					已关闭
煤峪口	220	232	159	106		190		
永定庄	321	219	200	280	6,285	200	1954 年	8.6
四老沟	224	254	206	85	12,266	110	1958 年	14.3
白洞	173	104	153	164	3,011	90	1958 年	29
挖金湾	69	64	120	163	1,936	70	1962 年	2.6
晋华宫	557	365	424	286	31,564	450	1956 年	20.4
马脊梁	586	427	457	640	17,379	380	1952 年	9.8
大斗沟	178	141	55		3,352	180	1960 年	4.9
王村	120	123	178	185	4,311	100	2011 年	2.9
云冈	480	423	206	85	38,084	480	1973 年	26.6
燕子山	476	462	349	370	32,291	480	1988 年	20.6
四台	606	479	280	166	50,621	500	1991 年	32.9
塔山	4343	3519	2820	2530	466,238	1,500	2008 年	122
忻州窑					10,403	170	1925 年	15.5
轩岗煤电	2761	1845	2186	2375	97,270	750	-	-
同忻	243	225	155	100	139,451	1,000	2013 年	59.8
地煤公司	1691	949	1291	1227	99,231	855	-	-
朔州煤电	1855	1194	1376	1534	111,846	651	-	-
整合矿井	730	657	471	704	209,355	2,670	-	-
同发东周窑	1661	1195	1271	1427	177,062	1,000	-	63
其他	922	416	550	538	-	3,700	-	-
总产量	865	737	684	901	1511954	15526		

资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所（注：其他包括麻家梁矿、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；深色部分表示公司受托管矿井。）

3.3、集团管理层变更或加速资产注入节奏

2018 年 11 月郭金刚同志担任集团党委书记、董事长。郭金刚在集团六届一次职工代表大会上，首次提出“36951”战略体系，将降低负债率、推进采矿权证券化、提高资产证券化率纳入集团发展目标。2019 年初以来集团旗下矿井纷纷出台成本管控措施。在集团的积极努力下，相关资产未来有望达到注入条件。

表 6：2019 年集团矿井成本管控初见成效

煤矿	措施	效果
同忻煤矿	制定《同忻矿降成本细化措施》	2019 年 Q1 安全生产、精煤外运、经营文件；19 年初设定吨煤成本同比管理等各项主要指标比原计划超额完成下降 20 元/吨以上目标
四老沟矿	提出“八大举措”全面优化生产	5-10%。
白洞矿	完善抽查机制；制定《煤质管理考核细则》	
挖金湾矿	加强材料库存、领取、回收环节管控，降低企业生产成本	
晋华宫矿	建立“七抓”工作机制	2019Q1 商品煤产量完成 81.7 万吨，超

		平均计划 6.7 万吨；成本利润等经济指标完成集团下达计划，特别是一季度全矿材料配件费用，大幅低于集团下达标准
马脊梁矿	推广小煤柱开采技术，提高生产效益	19 年 9 月出第一个小煤柱工作面，矿井可多回收原煤 2495 万吨
大斗沟煤业	开展科技创新成果评审会，提升生产效益	
王村煤业	提出“五大工程”，拧紧“降耗节支阀”	
云冈矿	36951 战略体系和 1886 行动计划，加强用电管理	2019Q1 原煤产量、外运量、营业收入、利润等指标全部超额完成
燕子矿	全面强化节支降耗、挖潜堵漏工作	
四台矿	强化成本管控，修旧利废降成本	

资料来源：同煤集团网站，公司公告，光大证券研究所整理

4、盈利预测

公司核心业务为煤炭开采，我们对于煤炭板块业务的关键假设如下：公司在建项目以升级改造及辅助设备为主，随着产能核增事项的完成，未来产能将保持稳定。我们假设 2019-2021 年煤炭产量分别为 3150/3200/3250 万吨。随着煤炭行业供给侧改革阶段性成果的取得，行业供需格局将趋于宽松。商品煤综合销售价（不含税）分别为 400/395/390 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。

根据上述关键假设，我们对于公司各主营业务进行预测，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 114.1/116.4/118.7 亿元，对应增速分别为 1%/2%/2%，综合毛利率分别为 53%/52%/51%。由于我们判断未来煤价中枢将缓慢下行，公司 2019-2021 年净利润分别为 7.0/6.5/6.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.39/0.38 元。

表 7：公司主营业务盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	91.6	112.6	114.1	116.4	118.7
YoY%	24%	23%	1%	2%	2%
煤炭	88.4	107.1	107.1	107.4	107.7
其他	3.2	5.5	7.0	9.0	11.0
营业成本 (亿元)	42.4	54.5	53.8	55.6	58.0
煤炭	40.1	49.7	48.2	48.4	49.2
其他	2.3	4.8	5.6	7.2	8.8
毛利 (亿元)	49.3	58.1	60.3	60.8	60.8
煤炭	48.3	57.4	58.9	59.0	58.6
其他	1.0	0.7	1.4	1.8	2.2
毛利率 (%)	54%	52%	53%	52%	51%
煤炭	55%	54%	55%	55%	54%
其他	30%	13%	20%	20%	20%

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

公司是山西省最大动力煤企业同煤集团的上市平台，在省内具有优质动力煤资源以及铁路运输优势。公司核心煤炭资产塔山矿产能核增后盈利能力进一步提高。我们选取煤炭标的山煤国际、冀中能源、潞安环能 3 家煤炭上市公司作为可比公司，2019 年平均 PE 为 11 倍，大同煤业 2019 年 PE 为 10 倍。2020 年是山西国改收关之年，提高资产证券化率是集团降杠杆的有效方式之一，公司外延增长空间较大。按照可比公司平均估值 2019 年 11XPE 计算，公司的合理股价为 4.62 元。

表 8：可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
600546	山煤国际	7.00	0.11	0.51	0.59	63	14	12
000937	冀中能源	3.46	0.25	0.25	0.24	14	14	14
601699	潞安环能	6.65	0.89	1.05	1.14	7	6	6
行业均值						28	11	11
601001	大同煤业	4.13	0.39	0.42	0.39	10	10	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：除大同煤业外，其他公司数据为 wind 一致预期值，股价选自 2019-11-12 收盘价）

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用申万二级行业分类-煤炭开采的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

表 9：基本假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	0.97
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.65%
税率	25.00%
Kd	6.25%
Ve	16678.26
Vd	5753.87
目标资本结构	25.65%
WACC	9.52%

资料来源：光大证券研究所

表 10: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	8200.23	44.04%
第二阶段	7047.73	37.85%
第三阶段 (终值)	3373.38	18.12%
企业价值 AEV	18621.35	100.00%
加: 非经营性净资产价值	3761.79	20.20%
减: 少数股东权益 (市值)	9765.88	-52.44%
减: 债务价值	5753.87	-30.90%
总股本价值	6863.39	36.86%
股本 (百万股)	1673.70	
每股价值 (元)	4.10	
PE (隐含)	9.77	
PE (动态)	9.84	

资料来源: 光大证券研究所

表 11: 敏感性分析

WACC	长期增长率				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.5%	4.65	4.82	5.02	5.25	5.52
9.0%	4.23	4.37	4.53	4.72	4.94
9.5%	3.85	3.97	4.10	4.25	4.43
10.0%	3.50	3.60	3.71	3.84	3.99
10.5%	3.18	3.27	3.36	3.47	3.59

资料来源: 光大证券研究所

表 12: 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	4.10	3.18	—	5.52	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	5.50	4.50	—	7.09	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所

根据绝对估值结果, 大同煤业的估值区间为 4.10-5.50 元。

5.3、估值结论与投资评级

我们预计 2019-2021 净利润分别为 7.0/6.5/6.3 亿元, 对应 EPS 分别为 0.42/0.39/0.38 元, 当前股价对应 PE 分别为 10/11/11 倍。公司是山西省最大动力煤企业同煤集团的上市平台, 在省内具有优质动力煤资源以及铁路运输优势。公司核心煤炭资产塔山矿产能核增后盈利能力进一步提高。2020 年是山西国改收关之年, 提高资产证券化率是集团降杠杆的有效方式之一, 公司外延增长空间较大。综合绝对估值法与相对估值法, 我们给予 4.62 元目标价。首次覆盖, 给予“增持”评级。

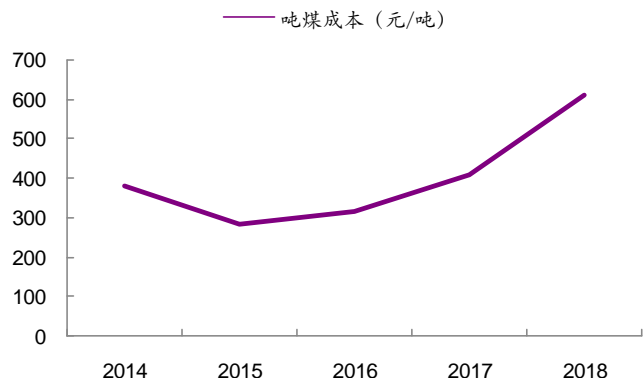
6、风险分析

➤ 忻州窑盈利能力持续下滑

忻州窑矿自 2013 年以来原煤产量不断下降, 自 2015 年以来产销率不

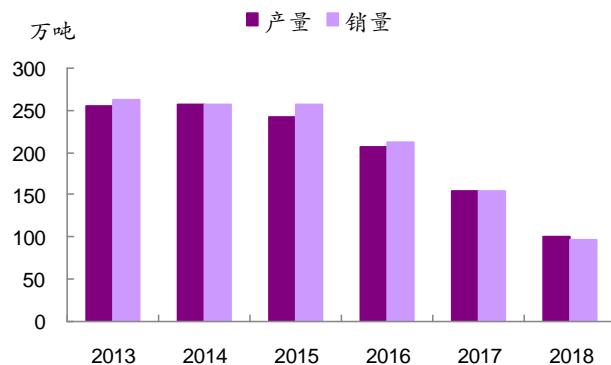
断下降。且忻州窑矿单位生产成本连年攀高，于2018年达到每吨602元，是公司色连矿生产成本的5.28倍，是企业三个矿井中成本最高的。若忻州窑产量和成本问题持续恶化，将拖累公司业绩。

图 22：忻州窑生产成本逐年攀升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 23：忻州窑产量、销量逐年下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所

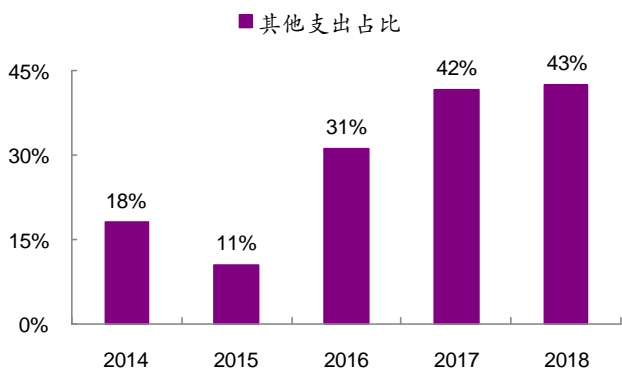
➤ 掘进费用支出难以预测，不排除上涨可能

煤炭业务成本主要由其他支出（掘进工作量）、人工等项目构成。2016年以来，其他支出在煤炭业务成本的比重显著提升。2018年其他支出19.1亿元，较2015年低点大幅增加15.2亿元。

掘进工作是煤炭开采中必不可少的环节，影响掘进费用的因素有煤炭开采量、地质条件、工程难度等因素。根据公司塔山煤矿资产评估报告，历史年度压缩成本及断层导致了2016其他支出大幅增加。

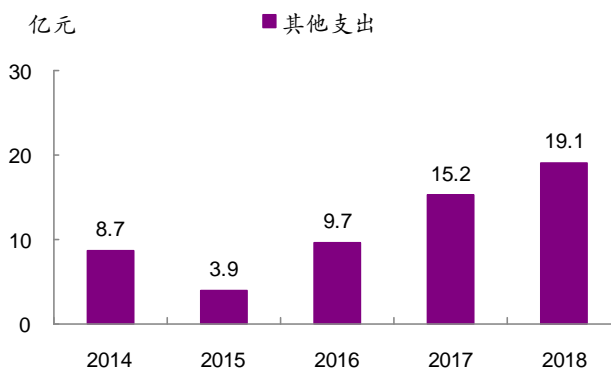
我们无法测算历史压缩成本及开采条件变化，但在煤炭产量稳定的情况下，长期来看开采费用将遵循均值回归规律。出于谨慎考虑，我们取2017/2018这两个费用支出较高年份均值作为其他费用预测值，但不能排除该科目大幅波动的可能。

图 24：2018 其他支出占煤炭生产成本的 43%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

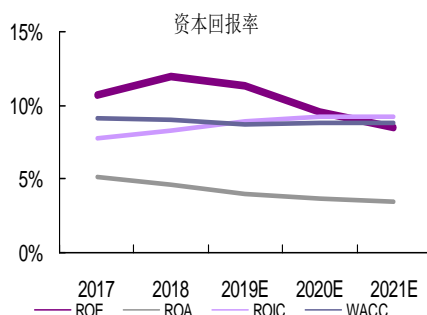
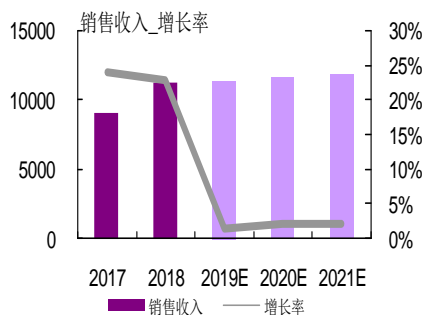
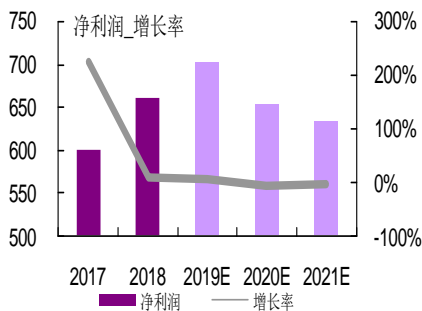
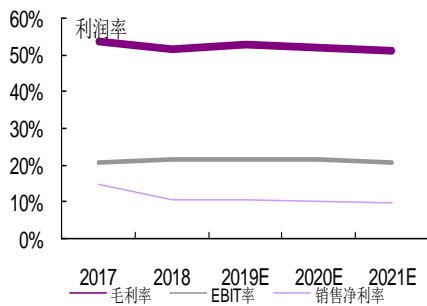
图 25：2015 年以来其他支出大幅回升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

➤ 资产注入进度可能不及预期

管理层变动与国企改革为集团煤矿资产注入提供了催化剂，但我们无法准确预判注入时点与进度，存在低于市场预期的可能。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,163	11,259	11,410	11,644	11,873
营业成本	4,238	5,452	5,379	5,561	5,797
折旧和摊销	570	808	806	814	826
营业税费	569	729	742	757	772
销售费用	1,846	2,015	2,282	2,329	2,375
管理费用	446	433	399	408	416
财务费用	539	625	468	587	570
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	94	155	1	1	1
营业利润	2,021	1,994	2,010	1,921	1,879
利润总额	2,015	1,976	2,041	1,959	1,927
少数股东损益	781	517	522	522	522
归属母公司净利润	599	660	702	654	634

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	26,944	25,367	30,882	32,304	33,741
流动资产	10,659	8,654	14,467	16,096	17,650
货币资金	8,364	6,865	12,769	14,531	16,205
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,456	998	1,013	991	966
应收票据	142	42	42	43	44
其他应收款	28	28	148	140	131
存货	305	322	138	31	-60
可供出售投资	452	452	452	452	452
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,407	2,496	2,496	2,496	2,496
固定资产	6,255	9,960	9,788	9,681	9,639
无形资产	3,389	3,239	3,077	2,923	2,777
总负债	15,521	15,477	19,767	20,014	20,294
无息负债	5,301	5,878	6,544	6,791	7,071
有息负债	10,220	9,599	13,223	13,223	13,223
股东权益	11,424	9,891	11,115	12,291	13,446
股本	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674
公积金	2,022	1,136	1,136	1,136	1,136
未分配利润	957	1,616	2,319	2,972	3,606
少数股东权益	5,838	4,380	4,902	5,424	5,946

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,982	3,528	3,247	2,948	2,942
净利润	599	660	702	654	634
折旧摊销	570	808	806	814	826
净营运资金增加	-1,088	213	-697	-216	-239
其他	2,902	1,848	2,436	1,697	1,722
投资活动产生现金流	10	-1,263	-499	-599	-699
净资本支出	-466	-1,263	-500	-600	-700
长期投资变化	2,407	2,496	0	0	0
其他资产变化	-1,931	-2,496	1	1	1
融资活动现金流	-1,467	-3,766	3,157	-587	-570
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-493	-621	3,624	0	0
无息负债变化	-200	577	666	247	280
净现金流	1,525	-1,501	5,905	1,762	1,673

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.97%	22.87%	1.34%	2.05%	1.97%
净利润增长率	222.63%	10.10%	6.46%	-6.94%	-3.00%
EBITDA 增长率	109.30%	31.22%	0.88%	1.17%	-1.44%
EBIT 增长率	330.69%	28.10%	1.24%	1.22%	-2.36%
估值指标					
PE	12	10	10	11	11
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	7	7	7	6
EV/EBIT	13	10	9	9	9
EV/NOPLAT	18	16	15	14	14
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	53.75%	51.57%	52.85%	52.24%	51.18%
EBITDA 率	27.06%	28.90%	28.77%	28.52%	27.57%
EBIT 率	20.84%	21.73%	21.71%	21.53%	20.62%
税前净利润率	21.99%	17.55%	17.88%	16.83%	16.23%
税后净利润率 (归属母公司)	6.54%	5.86%	6.16%	5.61%	5.34%
ROA	5.12%	4.64%	3.96%	3.64%	3.43%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.73%	11.97%	11.30%	9.52%	8.45%
经营性 ROIC	7.77%	8.30%	8.95%	9.29%	9.28%
偿债能力					
流动比率	1.13	0.80	1.36	1.47	1.58
速动比率	1.10	0.77	1.34	1.47	1.58
归属母公司权益/有息债务	0.55	0.57	0.47	0.52	0.57
有形资产/有息债务	2.30	2.30	2.10	2.21	2.33
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.36	0.39	0.42	0.39	0.38
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.78	2.11	1.94	1.76	1.76
每股自由现金流(FCFF)	1.59	0.58	1.57	1.21	1.14
每股净资产	3.34	3.29	3.71	4.10	4.48
每股销售收入	5.47	6.73	6.82	6.96	7.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼