



股本结构

本次发行股数 (百万股) 1,000

股本结构	本次发行前		本次发行后	
	股数 (百万)	比例 (%)	股数 (百万)	比例 (%)
陕煤化集团	6,390	71.00	6,313	63.13
中国三峡集团	900	10.00	889	8.89
绵阳基金	585	6.50	585	5.85
华能开发公司	450	5.00	445	4.45
陕西有色	270	3.00	267	2.67
信达公司	180	2.00	180	1.80
黄河矿业	135	1.50	135	1.35
陕鼓集团	90	1.00	89	0.89
社保基金会	-	-	98	0.98
A股社会公众股	-	-	1,000	10.00
合计	9,000	100.00	10,000	100.00

资料来源: 公司数据

风险提示:

本投资价值研究报告仅供参考, 请投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 煤炭

唐倩

(8610) 6622 9077

Qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

陕西煤业

未来煤炭格局变革的明显受益者

公司上市后将是国内原煤产量第三大煤炭上市公司。原煤产量将从2012年的1.07亿吨提升至2015年的1.34亿吨和2018年的1.6亿吨, 年均复合增长分别为7.5%和6.7%。公司的成长将呈现高质量的特点: 1. 高盈利能力的陕北矿区产量占比提升带动整体盈利水平提高; 2. 铁路运输明显改善带动煤价提升。3. 低成本的竞争力会逐渐显现。此外, 我们认为中国对优质环保煤炭需求日益强烈以及未来煤炭铁路运力加速释放后市场格局将发生变化, 行业面临洗牌, 公司将是明显受益者, 竞争力将逐渐显现。应用行业市盈率和市值相似公司估值, 我们认为公司合理价值区间为4.86元-5.94元, 相当于14年目标市盈率12.2倍-14.9倍。

投资要点

- **较好成长性。**公司将通过新建矿、待建矿、现有矿达产和技改以及收购集团十二五规划矿井等方式实现产量较快增长, 原煤产量将从2012年的1.07万吨提升至2015年的1.34亿吨和2018年的1.6亿吨, 年均复合增长7.5%和6.7%。如果考虑集团煤矿的注入, 13-15年和13-18年年均复合增长率将分别为19%和16%。
- **产品结构优化提升盈利能力, 成长呈现高质量。**陕北矿区是公司最重要的成长点, 未来的增量主要集中在该点, 同时也是中国未来煤炭增量最重要的部分, 拥有巨大的资源储量和较好的开采前景。该矿区的吨煤净利比公司平均水平高40%左右, 随着陕北矿区产量占比将由目前的51%增长至16年的60%, 公司整体盈利能力将获提升。
- **运力改善空间大, 带动煤价上涨, 低成本优势逐渐显现。**目前铁路销量占比只有40%左右, 其余为公路运输, 运输瓶颈较为明显。以400公里运距为例, 铁路运输的煤价比公路运输高100元左右。随着未来西平线、西康线、黄韩侯线等, 特别是蒙华铁路的运力开通和运力释放, 公司铁路运力有望从目前5,000万吨左右提升至18年1.2亿吨, 铁路销量占比有望提升至61%, 销售半径也将明显扩大, 这将带来煤价的明显改善。此外, 相比河南、安徽、山西数倍于公司的开采成本, 公司低成本优势将在竞争中逐渐显现, 也增强了抵抗行业下行风险的能力。
- **顺应未来煤炭市场的发展格局, 竞争力将获提升。**随着大气污染治理进一步深化, 煤炭铁路运力进入释放高峰期, 我们认为煤炭市场的格局将发生变化。优质环保低成本的煤炭拥有更好的市场前景和绝对竞争优势, 运力改善空间更大的企业将拥有更大的盈利提升空间。同时开采的安全性也将会愈发被重视。高煤价、高成本开采、高瓦斯、环保性较差的煤炭企业的竞争力或将逐渐减弱。从这一点看, 我们认为陕西煤业完全顺应未来煤炭市场的发展格局, 潜力有待释放。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	42,966	44,260	42,882	44,471	46,138
变动(%)		3	(3)	4	4
净利润(人民币 百万)	9,074	6,417	3,698	3,986	4,884
全面摊薄每股收益(人民币)	1.01	0.71	0.37	0.40	0.49
变动(%)	66	(29)	(42)	8	23
市盈率 区间(倍)	4.8-5.9	6.8-8.3	13.1-16.1	12.2-14.9	10.0-12.2
市净率 区间 (倍)	1.6-2.0	1.5-1.8	1.5-1.8	1.3-1.6	1.2-1.5
每股现金流量(人民币)	1.68	0.55	0.84	0.96	1.43
每股股息(人民币)	0.35	0.25	0.11	0.12	0.15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
估值	4
SWOT分析.....	5
产量增长: 14 年产量稳定, 15、16 年后明显加快	7
陕北矿区是最重要的成长点	13
铁路运力近期仍有瓶颈, 但 15 年后将明显好转	16
行业比较	19
与中国神华和中煤能源的比较.....	23
煤炭运力改善对公司意义重大.....	25
重点发展西南市场、华中市场.....	30
经营优势	32
财务数据及主要盈利假设	35
风险	38
附录一、陕西煤业背景资料	39
附录二、陕煤化集团背景资料.....	45
附录三、募集资金项目介绍	47
附录四、陕西煤炭行业介绍	49
附录五、我国煤炭行业介绍	56

投资摘要

根据证监会上市公司分类指引，公司属于煤炭开采和洗选业，上市后按市值预计将成为 A 股前四大煤炭上市公司。身为煤业航母，公司未来仍能实现煤炭产量较快增长。公司煤炭产量将主要通过在建矿、现有矿产能释放、获得集团十二五规划煤矿项目的方式实现增长，仅凭借内生性增长，原煤产量将从 2012 年的 1.07 亿吨提升至 2015 年的 1.34 亿吨和 2018 年的 1.6 亿吨，年均复合增长 7.5% 和 6.7%。如果考虑集团在建煤矿的注入，13-15 年和 13-18 年年均复合增长率将分别为 19% 和 16%。不论从内生性增长还是外延式增长（的可能性）来看，我们认为成长性都好于行业平均水平。保守起见，我们的盈利预测没有考虑资产注入。预计归属母公司净利润年均复合增长率 14-15 年为 15%，14-16 年为 20%。均明显好于同业。

陕北矿区是公司最重要的成长点，未来的增量主要集中于此；同时，陕北矿区也是中国未来几年煤炭增量最重要的部分。作为国家确立的陕北大型煤炭基地两个开发主体之一，公司陕北矿区产量占比将由 13 年的 51% 增长至 16 年的 60%。陕北煤田是未来中国最具发展潜力的特大型整装煤田，生产以高热值、低硫低灰为特点的优质环保动力煤，瓦斯含量极低，埋藏浅，易开采，顺应我国未来对清洁高效能源需求不断增强，以及对安全生产愈发重视的趋势。受制于铁路运力的匮乏和销售半径较小，公司目前煤炭价格较低（预计 13 年 244 元）。我们认为，随着铁路运力的改善，销售半径的扩大，产品将具有较强的竞争优势和价格提升空间。

此外，尽管陕北矿区的煤炭价格较低，但由于其开采成本更低（77 元/吨），吨煤盈利远高于公司平均水平（比公司平均水平高 40%）。随着产量占比的增大，陕北矿区将明显拉升公司整体吨煤盈利能力，使公司成长呈现高质量趋势。产量结构的优化带来盈利能力的提升作用十分明显。

尽管煤质在煤炭上市公司中较好，但售价却位于倒数第三名，主要原因是铁路运力的缺乏。目前铁路销量占比只有 40% 左右，通过铁路运往省外的煤炭只占 1/4 左右，我们认为对于主要煤炭调出省，一个亿吨级的煤炭企业来说运力瓶颈非常明显。以 400 公里运距为例，通过铁路运输的煤价比公路运输高 100 元左右。随着未来西平线、西康线、黄韩侯线等，特别是蒙华铁路的运力加速释放和开通，公司的铁路运力有望从目前的 5,000 万吨左右提升至 18 年的 1.2 亿吨，公司的铁路销量占比有望提升至 61%。这将带来煤价的明显改善。

目前我国的大气污染治理进一步深化，未来将逐步进入煤炭铁路运力释放高峰期，我们认为煤炭市场的格局将发生变化。优质环保低成本的煤炭拥有更好的市场前景和绝对竞争优势。煤炭铁路运力的加速释放则意味着改善空间更大的企业将拥有更大的盈利提升空间。此外，煤炭开采的安全性发挥着越来越重要的作用，近年来部分煤炭上市公司由于安全事故导致的盈利下降、企业发展前景削弱、估值下降、严重影响股价走势的例子显而易见。我们认为，未来高煤价、高成本开采、高瓦斯开采安全性差、环保性较差的煤炭企业的竞争力将随之减弱。从这一点看，我们认为陕西煤业完全顺应未来煤炭市场的发展格局，发展潜力较大，产品竞争性或会不断提升。

总之，我们认为短期的看点在于 2015 年小保当煤矿投产带来的产量增长、陕北矿区占比提升带来的盈利能力改善以及运力改善带来的煤价提升。中长期的看点在于母公司的资产注入和依托于中国最具发展潜质和成长性的陕北矿区的较好发展潜质。此外，我们认为中国对优质环保煤炭需求日益强烈以及煤炭铁路运力完全释放后市场格局将发生变化，行业面临洗牌，公司将是明显受益者，竞争力将逐渐释放。

估值

我们采用煤炭公司普遍采用的同业市盈率法为陕西煤业估值。

图表 1. 与同业市盈率比较

股票代码	市值 (亿)	公司名称	每股收益(人民币, 元)				14-15 年归属母公司 净利润年均复合增 长率	价格 (人民币) (1月3日)	市盈率(倍)			
			2012	2013E	2014E	2015E			2012	2013E	2014E	2015E
601088.CH	3147	中国神华	2.40	1.99	1.79	1.83	(4.1)	15.4	6.4	7.7	8.6	8.4
600157.CH	95	永泰能源	0.56	0.37	0.41	0.47	12.7	5.3	9.5	14.4	13.0	11.3
600403.CH	170	大有能源	1.50	0.56	0.58	0.62	5.2	6.8	4.5	12.1	11.7	11.0
600123.CH	122	兰花科创	1.63	0.87	0.89	1.12	13.5	10.3	6.3	11.9	11.6	9.2
601699.CH	246	潞安环能	1.12	0.70	0.68	0.73	2.1	10.2	9.1	14.6	15.0	14.0
000937.CH	172	冀中能源	0.97	0.48	0.47	0.31	(19.6)	7.2	7.3	14.9	15.2	23.1
600546.CH	98	山煤国际	0.39	0.19	0.18	0.21	5.1	4.8	12.6	25.5	26.9	23.0
600395.CH	120	盘江股份	0.91	0.28	0.34	0.40	19.5	6.9	7.6	24.8	20.4	17.4
601918.CH	103	国投新集	0.51	0.03	0.05	0.15	123.6	3.8	7.4	126.7	76.0	25.3
000933.CH	16	神火股份	0.11	0.14	0.15	0.30	55.3	4.7	41.1	33.4	31.2	15.6
600348.CH	170	阳泉煤业	0.95	0.37	0.32	0.37	0.0	6.8	7.1	18.4	21.2	18.4
601898.CH	632	中煤能源	0.70	0.28	0.08	0.07	(50.0)	4.7	6.7	16.6	57.7	71.8
000780.CH	46	平庄能源	0.40	0.02	0.01	0.02	0.0	4.4	11.0	219.5	439.0	219.5
000983.CH	224	西山煤电	0.57	0.33	0.28	0.33	0.0	6.8	11.9	20.7	24.4	20.7
002128.CH	92	露天煤业	1.19	0.77	0.74	0.68	(6.0)	7.7	6.5	10.0	10.4	11.3
600188.CH	437	兖州煤业	1.12	0.11	0.68	0.68	148.6	8.7	7.8	79.0	12.8	12.7
600997.CH	69	开滦股份	0.40	0.20	0.18	0.20	0.0	5.3	13.3	26.5	29.4	26.5
601101.CH	87	昊华能源	0.75	0.44	0.36	0.40	(4.7)	7.0	9.3	15.9	19.4	17.5
601666.CH	124	平煤股份	0.48	0.32	0.30	0.34	9.0	5.0	10.6	15.7	16.8	14.8
行业平均	310						2.2		10.3	17.8	18.3	16.1
		陕西煤业	0.71	0.37	0.40	0.49	15					

*注：由于估值严重偏高，剔除了兖州煤业、平庄能源、中煤能源、国投新集部分年份过高的估值

资料来源：万得资讯，中银国际研究

我们把近期业绩不理想，市盈率明显偏高的公司剔除，选取 15 家主流煤炭公司，这些公司的煤炭开采业务占毛利润比例几乎都在 85% 以上，我们认为与公司的可比性较高。

市盈率法：2014-15 年每股收益年均复合增长率 15%，而行业只有 2.2%。我们认为公司具有较好的成长性，吨煤盈利能力较强，继续改善空间仍较大，且公司顺应行业未来变革趋势，竞争力将不断增强。资源丰富，中长期发展可期。我们给予其较 14 年行业平均市盈率 10% 的估值溢价。

但是由于公司市值较大，市场上市值大的煤炭公司普遍具有一定的估值折让，我们选取中国神华、中煤能源、兖州煤业这三家市值最大的煤炭公司做参考，这三家的市值预计是陕西煤业的约 7 倍、1.2 倍和 1 倍左右。它们与行业平均的估值折让大约在 55%、10% 和 30% 左右（保守谨慎起见，我们选取其估值相对正常的年份与当年行业平均进行比较，剔除了估值过高的年份）。

神华的估值较低，与它的市值巨大（3,000 多亿，是公司的 6 倍左右），成长性有限，电力和铁路板块占比较大且估值较低（煤炭铁路运输和火电上市公司的 14 年市盈率只有 7-10 倍）等有关。我们认为，单纯估值可比性不太强。

同时，也考虑到行业景气度低迷，我们给予陕西煤业这三家估值折价的平均值，即 33% 的估值折价率。得到公司 14 年目标市盈率 13.5 倍。由于市场不确定性较大，我们给予上下各 10% 的估值浮动区间。得到 14 年目标市盈率区间为 12.2 倍-14.9 倍。折合目标价区间 4.86 元-5.94 元。

SWOT 分析

优势 (strength)

1. 尽管公司是中国煤炭行业的“航母”，但受益于陕北矿区的巨大的开发潜力以及铁路运力明显改善带来销售半径的扩大，未来产销量仍会较快增长。
2. 以陕北矿区为代表的高产高效、低成本、高吨煤盈利，大型现代化矿井（800万吨以上为主）将成为公司成长的主力军。陕北矿区的煤矿成本之低（77 元/吨），煤质之优（5500-6000 大卡，低硫低灰的优质环保动力煤），安全性之好（瓦斯含量极低）在全国皆名列前茅。跟公司平均水平相比，它们的工效更高，盈利能力更好，使公司呈现高质量成长。预计 13 年陕北矿区吨煤净利比公司平均高 40% 左右。随着陕北矿区占比的提高，将拉动公司吨煤盈利水平的提高。
3. 公司 77% 以上的煤矿地质构造简单，赋存条件好，瓦斯含量低，安全性高，适合高产高效大型矿井建设，这导致以下特点：单位生产成本很低（142 元/吨左右），大型矿井数量多（超过 350 万吨煤矿 9 对，占产量 72%），人工工效高（1,726 吨/人），煤炭发热量高（5,100-6,700 大卡占 88%），百万吨原煤死亡率低（0.05 人）。
5. 公司的吨煤盈利目前处于行业中上等水平，假设市场煤价保持平稳，公司吨煤盈利仍有明显提升空间，较好的吨煤盈利使得抗风险能力相对较好。由于售价较低，资源税从价计征改革对公司的影响偏小。

机遇 (opportunity)

1. 铁路是制约公司发展的主要瓶颈，也是导致公司煤质优秀但价格很低的最主要原因，14 年后铁路运力释放加速，特别是 17 年蒙华铁路开通后，公司的铁路运输瓶颈有望彻底解决，公司的煤炭产品竞争力将逐渐释放。
2. 资源储量巨大，环境承载能力相对较强，煤炭赋存条件好，我们认为陕北煤炭基地是中国未来最优质、最有发展潜质的大型整装煤田。作为国家确定的陕北煤炭基地两个主要的开发主体之一，陕西煤业将直接受益。
3. 随着雾霾天气的加重和环保要求的日益严格，我国对优质环保煤炭的需求将越来越高，低质高硫高灰煤炭的销售、运输、进口、使用可能会受到越来越广泛和严格的限制，这为生产优质、环保、高效煤炭的陕煤来说带来难得的机遇。
4. 作为母公司唯一煤炭运营主体，公司将获得母公司未来全部的新增煤炭资源。
5. 陕西省是我国煤炭产量第三大省，未来将是中国煤炭增量最主要的来源地。母公司是陕西省属唯一国有特大型煤炭集团，对于获得陕西煤炭资源和铁路运力方面具有巨大优势。上市后，公司将加快省内、省外及海外资源扩张计划，中长期发展可期。

劣勢 (weakness)

1. 公司渭北矿区有部分老矿，高瓦斯矿及含硫量较高的矿，目前盈利能力较弱，在一定程度上会拖累公司业绩。高瓦斯矿带来一定安全隐患。公司目前正考虑这部分煤矿的减产（我们的盈利预测已考虑了减产）。
2. 公司业务单一，受经济下行，煤炭市场不景气影响较大。
3. 铁路运力短缺是制约陕西煤炭行业的最主要弊病，尽管铁路运力释放未来会加快，但 15 年之前可能还会存在一些瓶颈。

威胁 (Threat)

1. 由于资金等问题，十二五铁路建设有可能放缓，不排除公司运营区域的铁路建设进程有放缓的可能，这将影响公司铁路运力的提升、煤价的提升、甚至产能释放。
2. 陕北地区由于较好的发展潜质，吸引了其它煤炭、电力、能源、化工企业投资，这其中有一些央企和大型企业，可能对公司形成一定竞争。
3. 在行业产能过剩背景下，不排除审批放慢，或更严格的措施导致的产能释放速度低于预期的情况。可能会影响资产注入的进度和业绩。

产量增长：14 年产量稳定，15、16 年后明显加快

公司的矿区在陕西的北部和中部，分别是陕北矿区、黄陵矿区、彬长矿区和渭北矿区。

2012 年，公司原煤产量 10,660 万吨，在国内上市公司中排名第三，仅次于中国神华、中煤能源。尽管公司产量规模较大，但并不影响其产能扩张的速度，2013-2018 年公司原煤产量增长将主要通过现有矿产量增长（主要是新建矿产能释放、技改矿产量增长、在建矿），以及母公司陕煤化集团十二五规划的矿井注入方式实现增长。

图表 2. 公司未来煤炭产能释放预测图（不考虑集团资产注入）

所属矿区	所属矿业	矿井名称	核定 产能	权益核 定产能	股权 (%)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
渭北矿区（注： 柠条塔、张家峁 属于陕北矿区）	铜川矿业	东坡矿	105	105	100	105	98	116	105	90	50	50	50	50
		王石凹矿	120	120	100	120	142	115	100	70	70	70	70	70
		玉华矿	240	240	100	240	260	267	260	240	240	240	240	240
		下石节矿	185	185	100	185	194	197	205	200	200	200	200	200
		陈家山矿	180	180	100	180	157	186	200	180	180	180	180	180
		金华山矿	150	150	100	150	155	153	100	50	50	50	50	50
		鸭口矿	90	90	100	90	89	80	50	50	50	50	50	50
		徐家沟矿	90	90	100	90	66	60	40	40	40	40	40	40
		柠条塔矿	2,000	1,020	51	2,000	1,211	1,637	1,750	1,900	2,000	2,000	2,000	2,000
		合计	3,160	2,180		3,160	2,371	2,811	2,810	2,820	2,880	2,880	2,880	2,880
	韩城矿业	桑树坪矿	300	300	100	300	100	44	120	120	300	300	300	300
		下峪口矿	240	240	100	240	105	121	160	160	240	240	240	240
		象山矿	240	240	100	240	157	232	240	240	240	240	240	240
		张家峁矿	1,000	550	55	1,000	869	1,029	1,000	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200
	合计	1,780	1,330		1,780	1,231	1,426	1,520	1,620	1,980	1,980	1,980	1,980	
	蒲白矿业	朱家河矿	180	180	100	180	143	160	130	100	100	100	100	100
		白水矿	120	120	100	120	70	70	100	50	50	50	50	50
		建新煤矿	150	77	51	150	211	303	370	350	350	350	350	350
		建庄煤矿	500	200	40	500	261	377	380	500	500	500	500	500
		中能榆阳	300	102	34	300	452	385	400					
		合计	1,250	679		1,250	1,137	1,295	1,380	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	澄合矿业	王斜（含王村）	360	360	100	360	322	325	290	350	350	350	350	350
		澄合二矿	120	120	100	120	110	110	116	110	50	50	50	50
		董家河	120	120	100	120	72	62	105	70	70	70	70	70
		董东煤矿	45	25	55	45					60	60	60	60
		孙家岔矿	400	120	30	400	411	317	400	460	460	460	460	460
合计		1,045	745		1,045	914	814	911	990	990	990	990	990	
黄陵矿区	黄陵矿业	黄陵一号矿	600	600	100	600	541	610	600	700	740	740	740	740
		黄陵二号矿	800	432	54	800	763	830	800	860	860	860	860	800
		合计	1,400	1,032		1,400	1,304	1,440	1,400	1,560	1,600	1,600	1,600	1,540
彬长矿区	彬长矿业	大佛寺	800	720	90	800	434	601	666	640	800	800	1,000	1,000
		胡家河	500	400	80	500		71	360	460	560	560	560	560
		合计	1,300	1,120		1,300	434	672	1,026	1,100	1,560	1,360	1,560	1,560
陕北矿区	陕北矿业	韩家湾矿	400	400	100	400	475	486	500	550	550	550	550	550
		合计	400	400		400	475	486	500	550	550	550	550	550
	红柳林矿业	红柳林	1,500	765	51	1,500	1,514	1,716	1,650	1,800	2,000	2,000	2,000	2,000
		合计	1,500	765		1,500	1,514	1,716	1,650	1,800	2,000	2,000	2,000	2,000
	小保当矿业	小保当一号	1,500	900	60	1,500					600	1,500	2,000	2,000
		小保当二号	1,300	780	60	1,300					500	1,300	1,300	1,300
		合计	2,800	1,680		2,800					1,100	2,800	3,300	3,300
		公司总计			14,635	9,930			9,380	10,660	11,197	11,440	13,250	15,100
增长率(%)								14	5	2	16	14	5	0

资料来源：公司数据，中银国际研究

内生性增长

依靠现有矿及在建矿投产，预计公司 13-15 年年产量分别为 1.12 亿吨、1.14 亿吨和 1.33 亿吨，分别同比增长 5%、2.2%和 15.8%。13-15 年煤炭产量年均复合增长率 7.6%，13-18 年煤炭产量年均复合增长率 6.7%。其中 14 年的产量基本稳定，15、16 年的产量释放明显加快。由于是在建矿和现有矿，产量增长确定性较好。预计到 2018 年产量较 12 年增长 4,600 万吨，或 41%，产量 1.6 亿吨。

产量增长方式之一：现有矿的产量增长——占未来产量增量的 28%，14、15 年的主要增长方式

现有矿的产量增长来自于陕北、黄陵、彬长矿区新建矿井达产，以及渭北老矿区的技改矿的产能增长。主要的增量来自于大佛寺矿、胡家河矿、建庄煤矿、桑树坪煤矿、下峪口煤矿等。预计到 18 年将有 1,300 万吨的煤炭产量增长是通过现有矿的升级改造达产，占未来产量增量的 28%，并且是 14、15 年的主要增长方式。

产量增长方式之二：新建矿产量增长——占未来产量增量的 72%，是 15、16、17 年的主要增长方式

公司的在建矿主要包括董东煤矿和小保当煤矿。其中小保当设计产能 2,800 万吨，建成后有望成为世界最大的井工矿，是公司的主要成长动力。在建矿产能将于 15 年后释放，其中 16 年是释放高峰期，在建矿占公司未来煤炭产量增量的 72%。

图表 3.2014-2018 年陕煤产量扩张之二：在建矿

煤矿	矿区	核定产能(万吨)	权益产能	可采储量(亿吨)	权益可采储量	控股比例(%)	预计投产日期	煤种
董东煤矿	渭北(澄城县)	60	27	0.3	0.1	45	2015 年投产	动力煤 (瘦煤)
小保当煤矿	陕北(神木县)	2,800	1,680	20.09	12.1	60	2015 年下半年投产	动力煤 (不粘煤、 长焰煤)
合计		2,860	1,707	20.12	12.2			

资料来源：公司数据，中银国际研究

外延式增长

除公司外，集团十二五规划的新建矿井有 1.1 亿吨产能，已经纳入国家十二五规划，目前基本处于在建中，14 年-18 年将陆续投产。公司作为母公司唯一的煤炭运营平台，集团未来将注入这部分煤炭资产。我们预计 15 年后随着新矿产能的加速释放，集团煤炭资产的注入将逐渐展开。母公司在获取资源上更具优势，公司的中长期成长将主要依靠集团在建或待建煤炭资产的注入。保守起见，我们盈利预测没有考虑资产注入的部分。但如果考虑母公司在建矿的投产及资产注入，预计 13-18 年产量年均复合增长率 16%，18 年增加至 2.6 亿吨，比内生性增长明显加快。

产量增长方式之三：集团十二五规划煤矿的资产注入成为中长期成长点

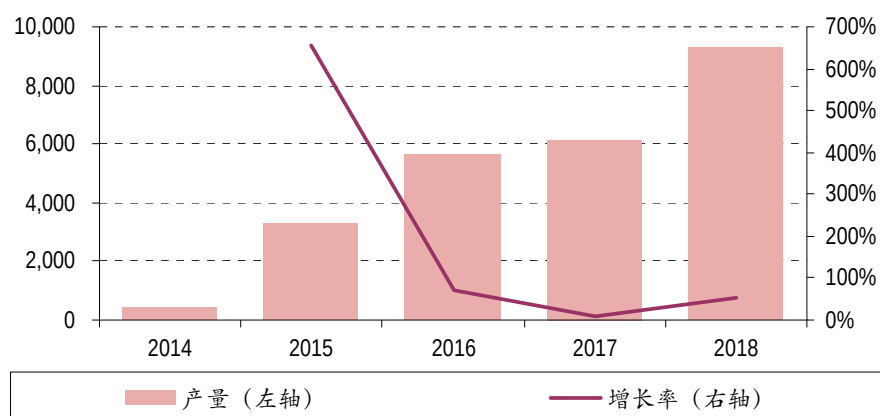
图表 4. 陕煤化集团十二五规划矿井

	矿井名称	持股比例 (%)	设计产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
渭北矿区	转角煤矿	100	210	210
	王峰煤矿	51	300	153
	柳壕沟煤矿	40	120	48
	雷崖煤矿	100	300	300
	尧禾煤矿	100	240	240
	二水平煤矿	100	105	105
	山阳煤矿	100	300	300
	西卓煤矿	100	300	300
	百良煤矿	68	60	41
	合阳一矿	100	13	13
彬长矿区	小庄煤矿	51	600	306
	文家坡煤矿	51	400	204
	孟村煤矿	80	600	480
陕北矿区	安山煤矿	43	120	52
	沙梁煤矿	43	120	52
	西红墩煤矿	100	1,000	1,000
	可可盖煤矿	100	800	800
	柳林西煤矿	100	1,200	1,200
	柠西煤矿	100	1,200	1,200
	小壕兔煤矿	100	1,400	1,400
合计			9,388	8,403

资料来源：国家煤炭十二五规划，中银国际研究

产量增长方式之四：集团十三五规划煤矿

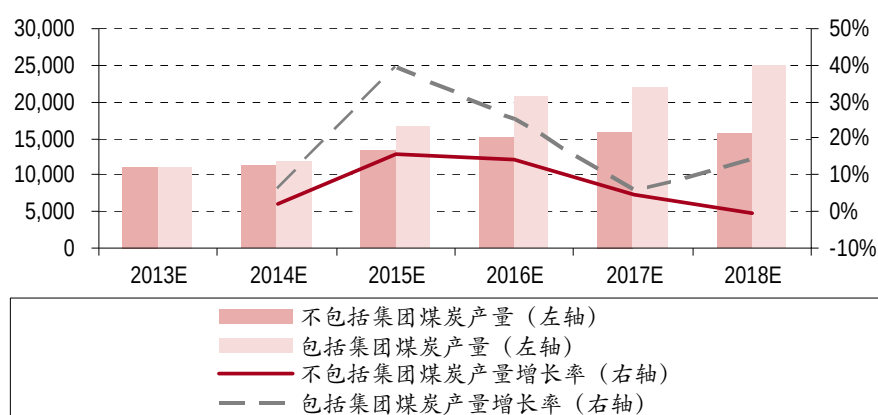
此外，集团十三五规划煤炭产能目前预计 9600 万吨，集中在陕北矿区，已经向陕西省缴纳了探矿权价款，享有优先开发权。预计 2018 年以后开始释放产量，支撑公司中长期发展。但也需要指出，由于时间较远，有一定不确定性。

图表 5. 集团（除公司）煤炭产量增长情况


注：主要为集团十二五规划煤矿产能释放情况

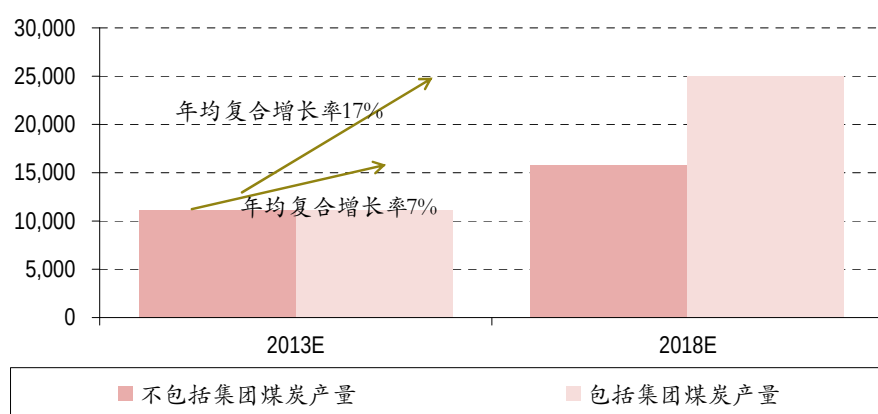
资料来源：中银国际研究

图表 6.公司煤炭产量增长



资料来源：中银国际研究

图表 7.公司产量增长图



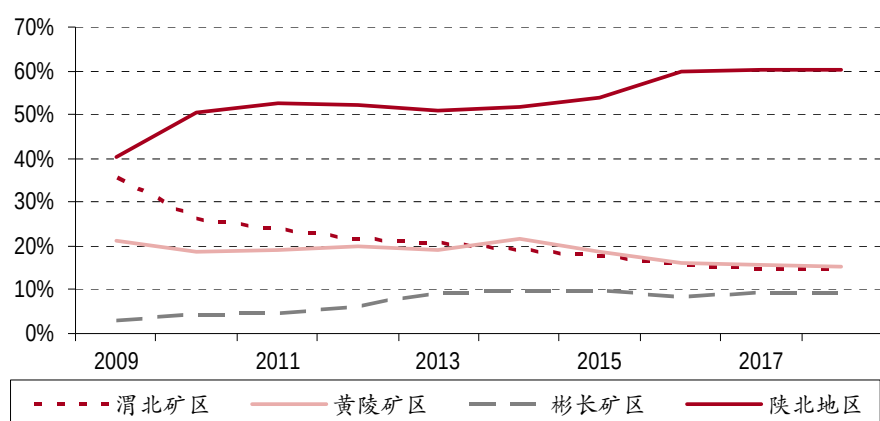
资料来源：中银国际研究

如果仅靠公司内生性增长，13-18 年年均复合增长率为 7%，产量由 12 年的 1 亿吨增长至 1.6 亿吨。由于是通过现有矿和在建矿，这部分产量增长确定性较好。如果考虑集团新增产能的释放，则 13-18 年年均复合增长率为 17%，产量由 12 年的 1 亿吨增长至 2.5 亿吨。这主要是集团十二五规划产能的释放，绝大部分煤矿处于在建中，在投产时间上可能有一定不确定性，但总产能较为确定。考虑到资产注入的不确定性，未来公司的产量年均复合增长率应介于 7%-17% 之间。总体而言，我们认为成长性较好。

保守起见，我们的盈利预测没有考虑未来集团煤炭资产注入。因此，实际公司的成长性应好于我们报告里的盈利预测。

四个矿区中，17 年相比 12 年产量增长情况如下：陕北矿区产量将增长 77%（或 3,940 万吨），彬长矿区增长 16%（或 828 万吨），黄陵矿区小幅增长 6%（或 330 万吨），而渭北矿区基本无增长。

图表 8. 公司 4 大矿区煤炭产量占比及预测

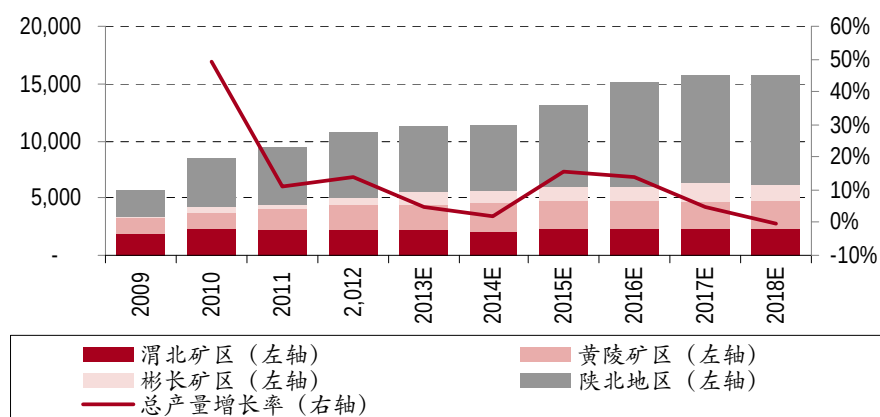


资料来源：公司数据，中银国际研究

产量增长方式五：走出陕西

除了立足陕西省内的发展，公司走出陕西，进军新疆、青海、内蒙古、山西、宁夏、青海等煤炭资源大省，以整块煤田获取为主要投资原则，控股或参股相关煤炭企业。由于部分项目处于规划阶段，能否获取，持股比例等存在一定不确定性，因此我们的盈利预测没有考虑它们。此外，公司还计划布局海外市场，目标国家范围包括新西兰、澳大利亚、俄罗斯、蒙古国、印度、南非等，公司上市后将有利于其进度加快。

图表 9. 分矿区产量及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

公司四大矿区的特点：

一. 陕北矿区：

1. 高热量环保煤，顺应未来对环保煤需求越来越强的趋势。
2. 但受到运输条件制约价格低。高品质售价低，性价比很高。性价比明显高于山西的动力煤，比蒙西如鄂尔多斯地区的煤也高。
3. 尽管价格低但成本更低，导致吨煤盈利较高。目前吨煤净利仍可达到 60-100 元，仅次于黄陵矿区。
4. 除 1 个矿外，都是 800 万吨以上的大型矿，埋藏浅，地质结构简单，瓦斯含量极低，开采安全，适合大规模现代化开采，国家 13 个大型煤炭基地有两个在陕北矿区。

5. 未来产量释放逐渐加快,是公司煤炭产量增长的主力军。

二.彬长矿区:

1. 目前无铁路专用线,运输成本较高。14、15 年运输条件将明显改善,贯穿矿区的西平铁路 13 年年底通车,矿区铁路专用线 14 年通车,对提升煤价有明显帮助。
2. 依靠新矿产量释放,未来产量平稳增长。

三.黄陵矿区:

1. 煤质好,运力比较有保障, 价格最高。
2. 公司目前吨煤盈利最好的矿区。
3. 未来产量小幅增长。

四.渭北矿区:

1. 老矿多,地质埋藏复杂,高瓦斯矿较多, 开采成本高, 盈利能力欠佳。
2. 部分矿井煤质不够环保,含硫量较高。高硫煤占目前公司煤炭产量约 7%,但未来占比将逐渐减小。
3. 未来产量基本没有增长,占公司产量比例逐渐缩小(由 12 年的 22%下降至 16 年的 15%)。

图表 10.公司产量分矿区

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
公司煤炭产量(万吨)	8,436	9,381	10,660	11,197	11,440	13,250	15,100	15,800
增速(%)	49.4	11.2	13.6	5.0	2.2	15.8	14.0	4.6
分矿区产量								
渭北矿区	2,229	2,239	2,298	2,321	2,120	2,340	2,340	2,340
黄陵矿区	1,580	1,776	2,120	2,150	2,410	2,450	2,450	2,450
彬长矿区	359	434	672	1,026	1,100	1,300	1,300	1,500
陕北地区	4,268	4,932	5,570	5,700	5,810	7,160	9,010	9,510
分矿区产量增速(%)	49	11	14	5.0	2.2	15.8	14.0	4.6
渭北矿区增速(%)	10	0	3	1	(9)	10	0	0
黄陵矿区增速(%)	32	12	19	1	12	2	0	0
彬长矿区增速(%)	124	21	55	53	7	18	0	15
陕北地区增速(%)	88	16	13	2	2	23	26	6
分矿区产量占比(%)								
渭北矿区占比(%)	26	24	22	21	19	18	15	15
黄陵矿区占比(%)	19	19	20	19	22	18	16	16
彬长矿区占比(%)	4	5	6	9	10	10	9	9
陕北地区占比(%)	51	53	52	51	52	54	60	60

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

陕北矿区是最重要的成长点

陕北矿区煤炭储量 3,600 亿吨，占陕西全省煤炭储量的超过 80%。2010 年仅陕北矿区的榆林市煤炭产量就达到 2.57 亿吨，占陕西煤炭产量的 71%。公司在陕北矿区目前有 4 座煤矿，核定产能平均 1,225 万吨，在建矿 2 个，核定产能平均 1,400 万吨。陕北矿区的煤炭的特点是：发热量高（5,500-6,000）大卡左右，有的可达 6,500 大卡，比公司渭北矿区平均高 20%-40%，低硫低灰，是非常优质环保动力煤。单位大卡的煤价售价明显偏低。但受制于铁路运力匮乏，售价较低。随着未来铁路运力的改善，以及对煤炭清洁环保高效利用的大趋势，将有较好的发展潜力和竞争力。

1. 产量提升，占比不断提高。

公司未来产量释放有几个特点：1. 800 万吨以上大型矿井以释放产能为主，占未来增量的近 80%，而 800 万吨以上的矿井几乎都在陕北地区。2. 以陕北地区产能释放为主，陕北地区将占未来产量释放的 77%。因此，可以看出陕北矿区对于公司未来的成长性有着非常重要的影响。

陕北矿区产量占比将由 13 年的 51% 增长至 16 年的 60%。而在集团十二五、十三五规划中绝大部分的矿井都来自陕北，预计十三五末陕北矿区煤炭产能占比将提升至 70% 以上，陕北矿区的占比将持续不断提高。

2. 成本低，盈利能力好于公司平均水平，随着产量占比提高，提升整体公司盈利水平。

A. 价格低：由于运力等制约其售价之前在各个矿区是最低的（预计 13 年 240 元左右）。质量高但价格低的主要原因是铁路运力不足，物流成本较高。陕北地区的煤一半通过铁路运输，一半通过公路运输，铁路运力明显不足。公路的运费是 0.45 元/吨公里，而铁路平均只有 0.13 元/吨公里，价格最高的也只有 0.26 元/吨公里。以 400 公里运距计算，公路运输费用是 180 元，而铁路只有 52-104 元，公路运费比铁路运输贵 100 元，甚至超过了生产成本。保守预计，如果全部公路运输改为铁路运输，可至少增加吨煤净利 50 元，可提升煤价 20%。因此，陕北煤价的提升与铁路运力的提升有高度相关性。

B. 成本更低，随着占比提高，拉低公司平均成本，提高吨煤盈利水平。

由于地质条件较好，瓦斯含量较低，矿井较新、产量较高带来的规模效应、生产开采和管理水平较高等原因，陕北地区的煤炭单位生产成本很低，2013 年预计只有 77 元/吨，是公司平均生产成本的一半，随着陕北地区煤炭产量占比的提升，会拉低综合生产成本。这在 15 年会非常明显的体现，假设 15 年各矿区单位生产成本各增长 3%，公司综合单位生产成本会降低近 3%！因此陕北矿区占比提升带来的结构性成本下降十分明显。

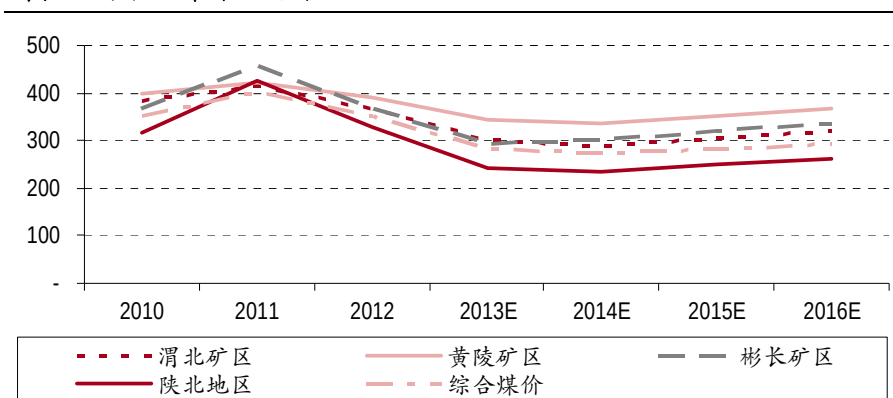
陕北矿区人工工效非常高

以生产成本中的员工薪酬一项为例，吨煤员工薪酬在渭北矿区 13 年为 143 元/吨，而陕北矿区只有 13 元/吨，只有渭北矿区的 9%，而实际上陕北矿区员工工资却比渭北矿区高一倍左右。主要原因在于规模效应（公司陕北矿区的平均单井规模 800 万吨，渭北矿区只有 100 多万吨）、开采技术先进、地质条件好等导致的陕北地区员工工效非常高。

我们预计 13 年公司陕北矿区的平均吨煤净利在 87 元，比公司平均吨煤净利高 40%。

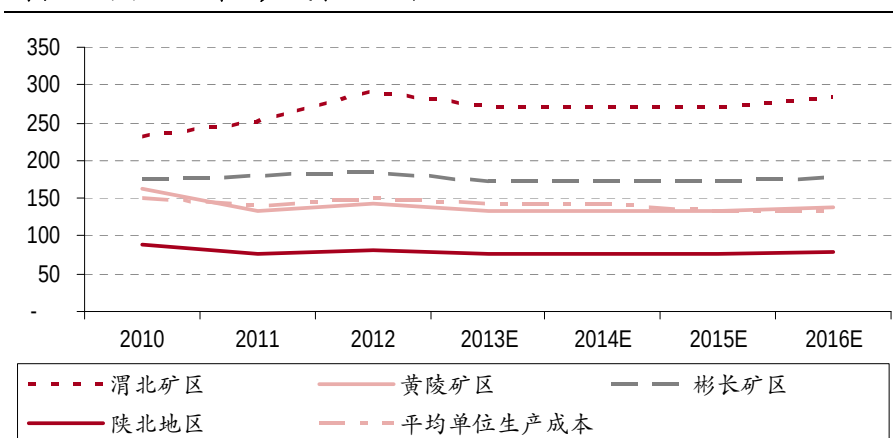
随着陕煤矿区占比的提升，14-16 年公司整体吨煤净利年均复合增长率将为 9%，远高于单一矿区的吨煤净利增长情况。产量结构优化带来的盈利能力提升十分明显。

图表 11.分矿区煤价及预测



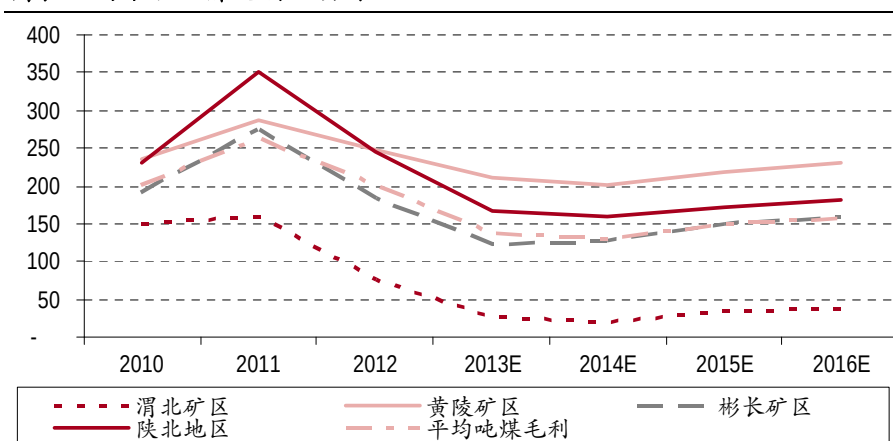
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12.分矿区吨煤生产成本及预测



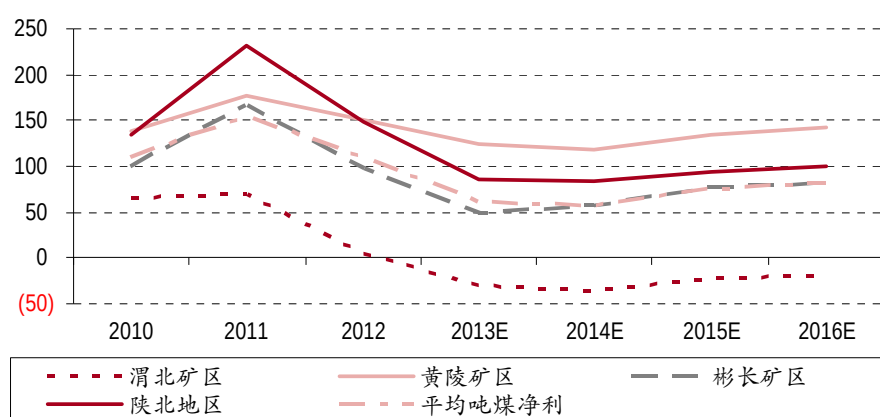
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 13.分矿区吨煤毛利及预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

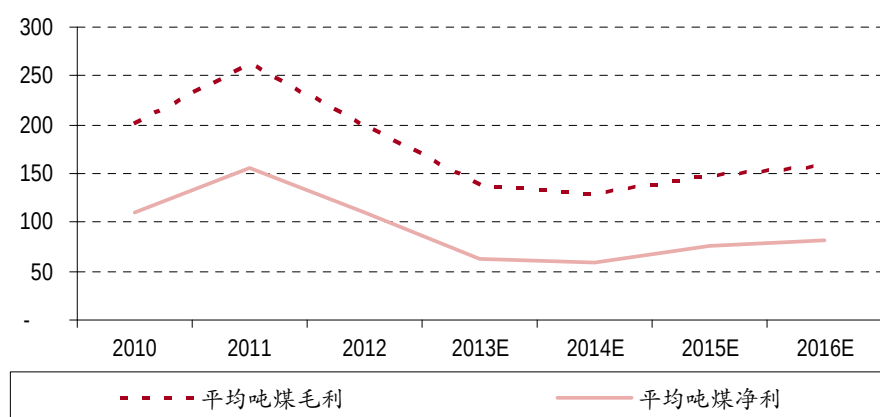
图表 14.分矿区吨煤净利及预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

注：考虑了公司期间费用、税率等因素算出。

图表 15.吨煤毛利与净利及预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

铁路运力近期仍有瓶颈，但 15 年后将明显好转

相比其他产煤大省，陕西省煤炭铁路运输一直有明显的瓶颈。目前公司煤炭通过铁路运输销售的约 5,000 万吨左右，占总销量的 40% 左右，另外 60% 左右通过公路运输。这与全国平均 60% 左右的煤炭铁路运输占比相比明显偏低。公路运输的弊病是运距短，且运价高。以 400 公里运距为例，公路运输比铁路运输贵 100 元。销售半径较小及高运价导致了公司陕北、彬长等矿区煤价偏低。

我们认为未来明显提升公司外运铁路能力的有西平线、西康线、黄韩侯、14 年底通车的晋中南铁路（瓦塘-日照港，2 亿吨运能）以及 17 年通车的蒙华铁路（2 亿吨运能）。

蒙华铁路（蒙西-华中，2 亿吨运能），陕煤化集团参股 10%，将是未来中国最重要的运煤铁路，直接通过陕北矿区，预计可运送公司在陕北矿区 5,000-8,000 万吨煤炭产量。这些铁路贯通后将基本解决公司陕北矿区的外运能力，将对售价起到有效的提升作用。

14 年运力改善：

1. 彬长矿区：公司 4 个矿区中只有彬长矿区没有铁路专用线，全部需要通过公路，或者公路转铁路。13 年底西平线（西安-平凉，3,000 万吨运力）试运行，14 年 1 月通车，这条线贯穿彬长矿区，预计 14 年彬长矿区的铁路运输将由 0 提升至 500 万吨。而彬长矿区铁路专用线将也于 14 年 3 季度通车，这将解决彬长矿区的煤炭铁路运力问题，有效带动煤价的提升。
2. 西康线：西康线（西安-安康）双线 10 月开通，2014 年 6 月后释放运力。届时将由原有的单线运力 3,000 万吨提升至 8,000 万吨，且主要为运煤铁路。预计 14 年公司可增加 500 万吨运力。将主要增加西南和华中市场的运力。
3. 太中银：预计 14 年太中银（太原-中卫银川）将增加公司运力 200 万吨，主要销往山东及河北河南。

15 年运力改善：

1. 西康线：预计增加 400 万吨。14、15 年西康线预计可累计增加运力 900 万吨。西康线主要运往西南地区（四川、重庆）及华中地区（湖北、湖南），其煤价高，是公司未来重点拓展的市场，对开拓西南、华中市场意义重大。
2. 黄韩侯铁路：3,000 万吨货运能力，14 年年底通车，主要分流陕北煤炭经陇海线量。此外，黄陵矿区的煤炭要先通过铁路向南运往西安，再折向东北至侯月线；黄韩侯铁路建成后，黄陵矿区可以直接向东运往侯月线，减少一半的运距（约 200 公里）及运费。预计 15 年可提升 500 万吨运力。
3. 神瓦铁路、晋中南铁路。晋中南铁路有望解决部分陕北煤炭的外运能力，目前陕西省正在与山西省协商建设神瓦铁路（神木-瓦塘），这条铁路尽管只有 70 公里，但能把陕北矿区与晋中南铁路直接相连，会提升陕北矿区煤炭铁路能力。
4. 输煤管道对铁路运力的补充。此次募投项目之一的神渭输煤管道，全长 741 公里，预计 2015 年建成，将为陕北矿区带来 1,000 万吨/年的运输量。预计运输成本仅为铁路运输的 40%。

图表 16. 与公司煤炭运输有关的主要铁路建设项目(单位: 公里、万吨)

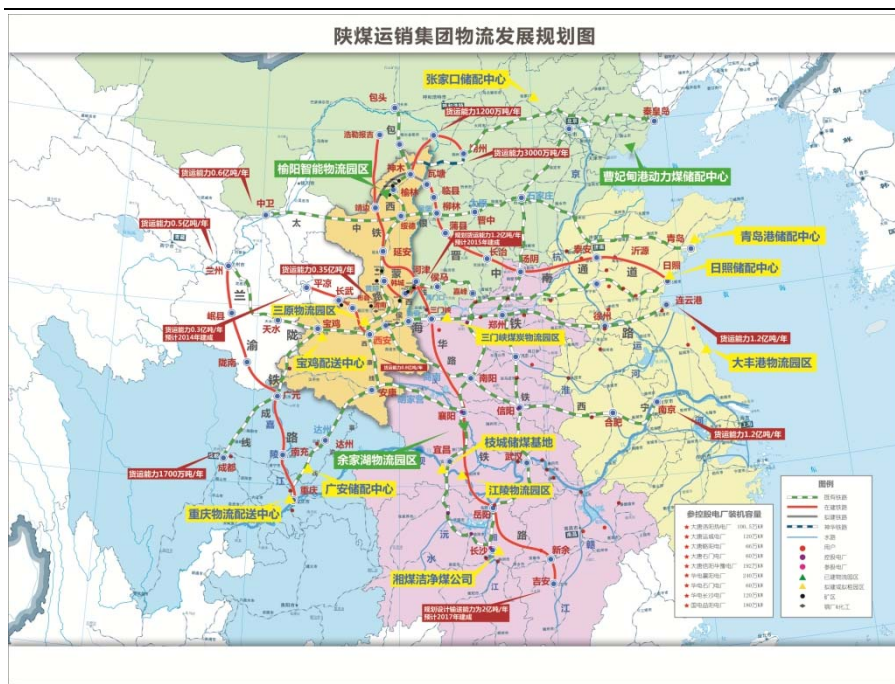
主要服务矿区	起点-终点	目前煤炭 运力 (万吨/年)	2012 年运力	2013 年 运力	2014 年 运力	2015 年 运力	2016 年 运力	2017 年 运力	2018 年 运力
1.现有铁路线运力									
陇海线	黄陵、彬长、渭北矿区	兰州-连云港	8,000	1,450	1400	1200	1000	1000	1000
太中银线	陕北矿区	银川-中卫-太原	2,000	80	200	400	500	600	600
侯西线	渭北、黄陵、陕北矿区	西安-侯马-月山	3,000	870	650	650	600	500	500
宁西线	所有矿区	西安-南京	3,500	700	750	750	1000	1200	1500
包西线	陕北矿区	包头-西安	10,000	1,500	1050	1100	1200	1300	1500
神朔线	陕北矿区	神木-朔州	3,000	800	1000	1000	1000	1000	1000
西康线	-	西安-安康	3,000	-	100	600	1000	1200	1500
合计	-	-	32,500	4,600	5150	5700	6300	6900	7300
2.在建铁路线运力									
黄韩侯线	黄陵矿区	黄陵-韩城-侯马	3,000（一期）	-	-	-	500	1000	1000
西平线	彬长矿区	平凉-西安	3,000	-	-	500	800	1000	1000
蒙华铁路	陕北矿区	鄂尔多斯-吉安	20,000	-	-	-	-	-	2000
合计						500	1300	2000	4000
3. 铁路运力总计			4,600	5,150	6,200	7,600	8,900	9,300	11,600
铁路运力增量				550	1,050	1,400	1,300	400	2,300
铁路运力占产量 比例(%)			43	46	54	57	59	59	61

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：保守起见，我们没有考虑晋中南铁路的贡献。

上述通道建成后陕煤煤炭东出可达日照港、青岛港、秦皇岛港等重要港口，南下可直达两湖一江（湖北、湖南、江西）地区，运输环境的改善对于陕煤整体销售布局和销售结构优化战略的实施都将是较大的推动。

图表 17. 陕煤运销集团物流发展规划图



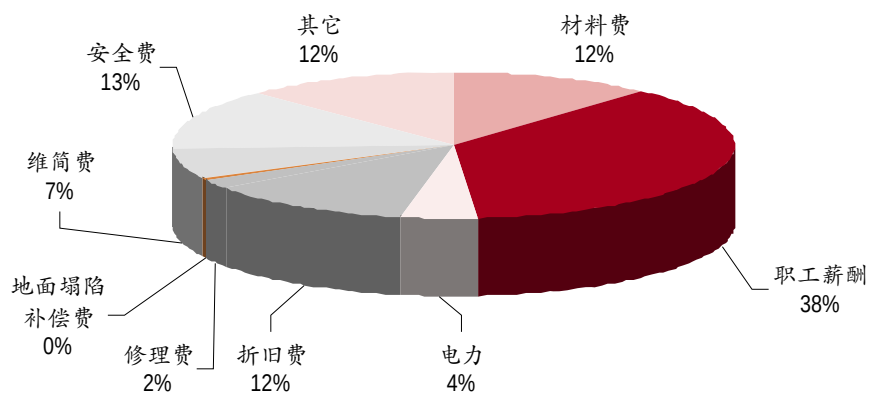
资料来源：公司数据

图表 18.公司各矿区生产成本比较 (2012 年)

平均生产成本 (元/吨)	150
其中: 渭北矿区	292
黄陵矿区	143
彬长矿区	184
陕北地区	82

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 19.2012 年生产成本细分



资料来源: 公司数据

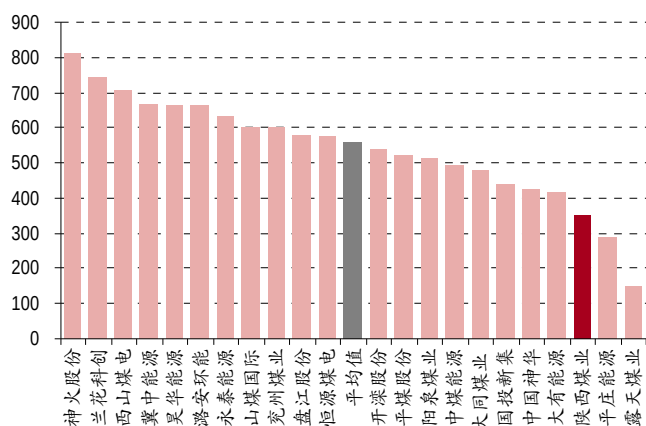
行业比较

公司吨煤价格和生产成本皆较低，但利润率较高，吨煤盈利较好。

2012 年公司煤炭价格和吨煤生产成本分别为 351 元和 150 元。在 20 家煤炭公司中排名皆倒数第三，远低于行业 559 元和 328 元的平均值。但是吨煤毛利和吨煤净利分别为 201 元和 67 元，其中吨煤毛利略低于行业平均值 231 元，而吨煤净利高于行业平均值 54 元。

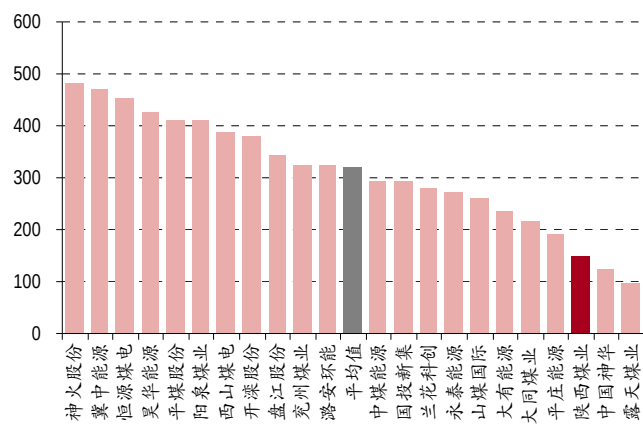
12 年公司毛利润率和净利润率分别为 43% 和 14%，排名靠前，远高于行业平均值 28% 和 10%。

图表 20. 吨煤价格



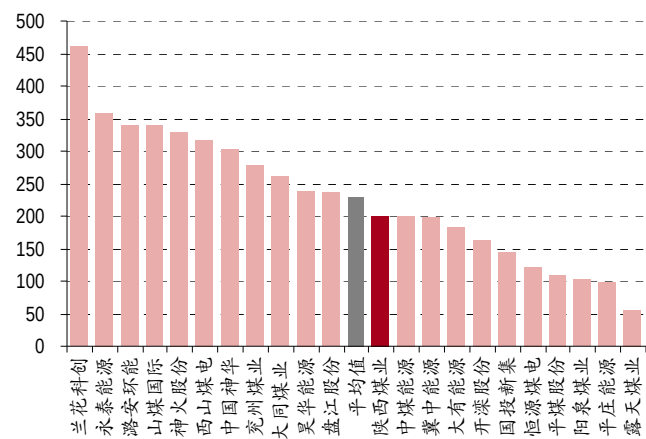
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 21. 吨煤成本



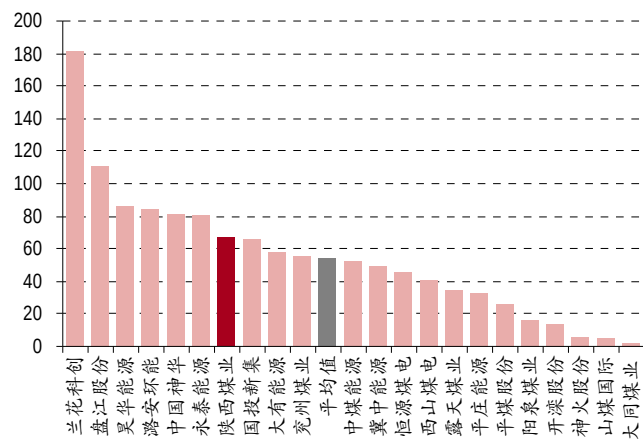
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 22. 吨煤毛利



资料来源：万得资讯，中银国际研究

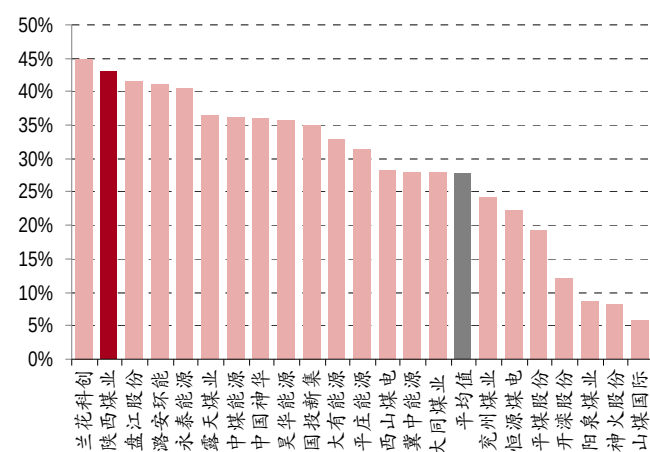
图表 23. 吨煤净利



资料来源：万得资讯，中银国际研究

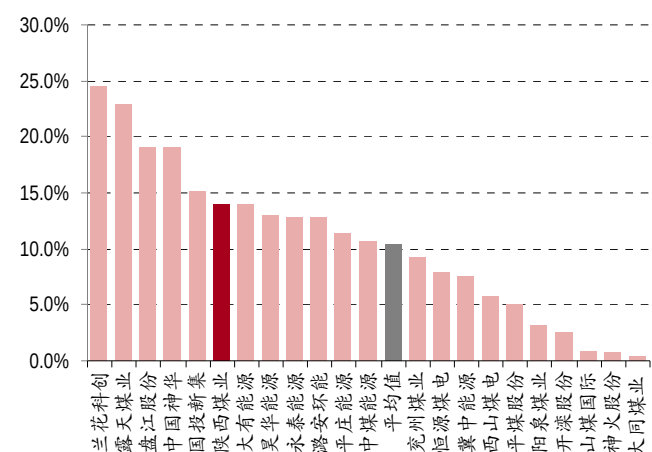
注：用归属母公司净利润除以煤炭产量

图表 24.毛利润率



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 25.净利润率



资料来源：万得资讯，中银国际研究

13-15 年产量增长性与行业相似，但 15 年后明显加快

公司 14 年煤炭产量增长性不高 (2.2%)，低于行业平均水平，但 15 年 (16%) 明显高于行业平均水平。15 年后依托集团十二五规划煤矿的投产和注入以及铁路运力的明显提升，15-18 年年均复合增速有望达到 21%。

图表 26.主要上市公司煤炭产量预测

	12A (百万吨)	13E (百万吨)	14E (百万吨)	15E (百万吨)	13E 增长率(%)	14E 增长率(%)	15E 增长率(%)	复合增长率(%) 2013-15 年
山煤国际	11	13	15	17	10	16	18	15
西山煤电	28	29	30	35	2	6	16	8
兰花科创	6	6	8	9	6	24	21	17
昊华能源	10	12	12	14	12	0	17	9
潞安环能	33	35	38	42	5	7	10	8
冀中能源	36	36	38	41	(1)	5	8	4
中煤能源	111	118	127	141	6	7	9	8
中国神华	304	318	329	345	5	3	5	4
阳泉煤业	30	33	36	40	7	11	10	10
兖州煤业	95	99	109	123	4	10	12	9
开滦股份	9	9	9	9	1	0	0	0
平庄能源	10	9	9	9	(10)	0	0	(3)
国投新集	19	24	26	30	27	9	13	16
永泰能源	9	10	13	15	23	21	21	22
大有能源	22	24	25	26	8	4	4	5
盘江股份	14	10	15	17	(23)	39	15	7
行业平均	47	49	52	57	5	9	11	8
陕西煤业	107	112	114	133	5	2.2	15.8	8

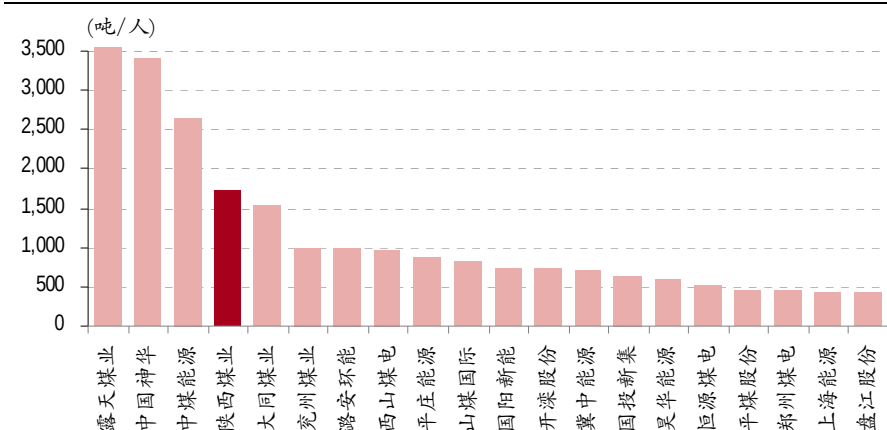
资料来源：公司数据，中银国际研究

人均采煤工效较高，行业排名靠前

2012年，公司拥有员工61,754人，平均每人采煤1,726吨，位列主要煤炭上市公司第三名（不包括露天开采为主的露天煤业，因为露天开采的成本要明显低于地下开采），但是第一名和第二名的神华和中煤均有一部分露天开采的煤矿。我们认为如果按地下开采方式排序，公司的名次将提升至前两位。

随着公司高产高效的陕北矿区产量增加，我们预计公司的人均采煤量将会继续增加。

图表 27. 主要煤炭企业人均采煤量（2012 年）



资料来源：公司数据，中银国际研究

注：露天开采的成本明显低于地下开采。露天煤业由于露天开采，人均采煤量为10,156吨。

图表 28. 陕西煤业与煤炭行业比较汇总表

	陕西煤业	行业平均	陕西煤业排名
2012 年原煤产量 (万吨)	10,660	4,721	3/20
13-15 年原煤产量年均复合增长(%)	8	10	4/20
14 年归属母公司净利润增长率(%)	8	(4)	5/20
15 年归属母公司净利润增长率(%)	23	17	4/20
吨煤价格	351	559	17/20
吨煤生产成本	150	321	17/20
吨煤毛利 (元/吨)	200	230	11/20
吨煤净利 (元/吨)	67	54	6/20
毛利润率(%)	43	28	2/20
净利润率(%)	14	10	6/20
人工工效 (原煤产量/员工总数) (吨)	1,726	992	3/20

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：我们选取了行业 20 个主流煤炭公司与陕西煤业做比较

我们看到：

1. 公司人工功效较高，生产成本非常低（150 元），只有行业平均不到一半，特别是与河南、安徽、山西等生产成本 400 元左右的电煤企业相比，成本优势非常明显。随着铁路运力的不断增加，销售半径的扩大，公司产品低成本的优势将具有明显竞争力。此外，较低的成本也增大了抵抗行业下行风险的能力。
2. 13-15 年公司在煤炭产量增长上略好于行业，14 年基本没有明显增长，但是 15 年产量释放速度明显加快。总体产量和业绩的成长性均好于同业。

3. 尽管煤价偏低，但公司盈利能力较好，利润率与吨煤盈利指标位于行业前列（只有吨煤毛利与行业平均水平）。在高盈利的陕北矿区占比提升以及铁路运力释放的情况下，未来仍有提升空间，且较好的盈利能力使得抗行业下行风险能力较好。
4. 如果未来资源税从量计征改为从价计征，公司由于煤价很低，吨煤净利较好，所受负面影响会明显好于高煤价公司（特别是高煤价、低吨煤净利的公司）。

与中国神华和中煤能源的比较

2012 年，公司原煤产量 10,660 万吨，在所有煤炭上市公司中排名第三，仅次于中国神华和中煤能源，由于同为煤业的航母，我们把公司和这两家公司的基本面对比进行了对比。

图表 29.三家煤炭公司数据比较 (2012 年)

	中国神华	中煤能源	陕西煤业
储量及产量			
2012 年可采储量(亿吨)	151	-	97
2012 年地质储量(亿吨)	251	195	166
2012 年商品煤产量(亿吨)	3.04	1.45	1.07
2014 年原煤产量增长率(%)	3.4	7	2.2
2015 年原煤产量增长率(%)	4.9	9	16
2013-2015 年原煤产量年均复合增长率(%)	4.3	7.4	7.5
业务结构			
2012 年煤炭售价(元/吨)	428	494	351
2012 年煤炭生产成本成本(元/吨)	125	294	150
2012 年原煤毛利(元/吨)	303	200	201
盈利能力			
2012 年煤炭收入占比(%)	68.7	82.2	98
2012 年煤炭毛利占比	64.7	99.9	99
2012 年其它业务毛利占比	35.3	0.1	1
2012 年公司毛利润率	34.1	34.6	43
2012 年公司经营经营利润率	26.8	15.2	27.9
公司净利润率	19.0	10.6	14.5
2014 年归属母公司净利润增长(%)	(10)	(9)	8
2015 年归属母公司净利润增长(%)	3	(15)	24
2013-2015 年归属母公司净利润年均复合增长率(%)	(8.5)	(53)	8
销售结构			
2012 年铁路销量占比(%)	89	82	49
2012 年动力煤销量占比(%)	100	99	99
2012 年主要销售区域及占比	华北: 49%, 华东: 38%, 华中华南: 10%, 其它 3%	华北: 42%, 华东: 41%, 华南: 14%, 其它: 3%	省内 75%, 华东 10%, 华北 9%, 华中 6%
生产			
煤矿分布	内蒙: 67%, 山西: 30%, 陕西: 3.0%, 海外: 0.6%	山西: 93%, 江苏: 7%	陕西 100%
煤矿类型	地下开采+露天开采	地下开采+露天开采	地下开采
发热量 (大卡)	3,100-5,900	4,000-6,000	4,000-6,500
发热量中值 (大卡)	4,500	5,000	5,250
每大卡的价格 (元)	0.095	0.099	0.067
陕煤每大卡价格相比神华、中煤(%)	(30)	(32)	-

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

结论: 公司产量释放较快, 业绩增长更快; 煤炭产品质量更胜一筹, 且更具性价比; 盈利能力不逊色; 铁路占比小和销售半径较小导致了售价偏低(每大卡价格明显偏低), 未来一旦运力有保证, 公司煤炭均有较强竞争力和价格提升空间。

公司在煤炭产量增长方面的成长性优于神华和中煤；总体煤质和发热量领先于神华和中煤，但每大卡煤炭价格（综合煤炭售价/发热量平均值）公司低于神华 30%，低于中煤 32%，公司的煤炭显示了明显更高的性价比；陕煤铁路运力明显不如神华、中煤（前者不到 50%，后两者皆超过 80%），导致了煤价偏低。但是这也说明如果运力改善，对提升公司的煤炭竞争力有很大空间。在经营利润率方面，陕煤最优，净利润率方面次于神华，但好于中煤。业绩成长性方面，陕煤的成长性明显优于神华、中煤。总之，我们认为陕煤在盈利的改善空间和成长性方面均领先与神华、中煤。

煤炭运力改善对公司意义重大

有两组数字可以说明增大销售半径，扩大铁路运力对公司的重要性：

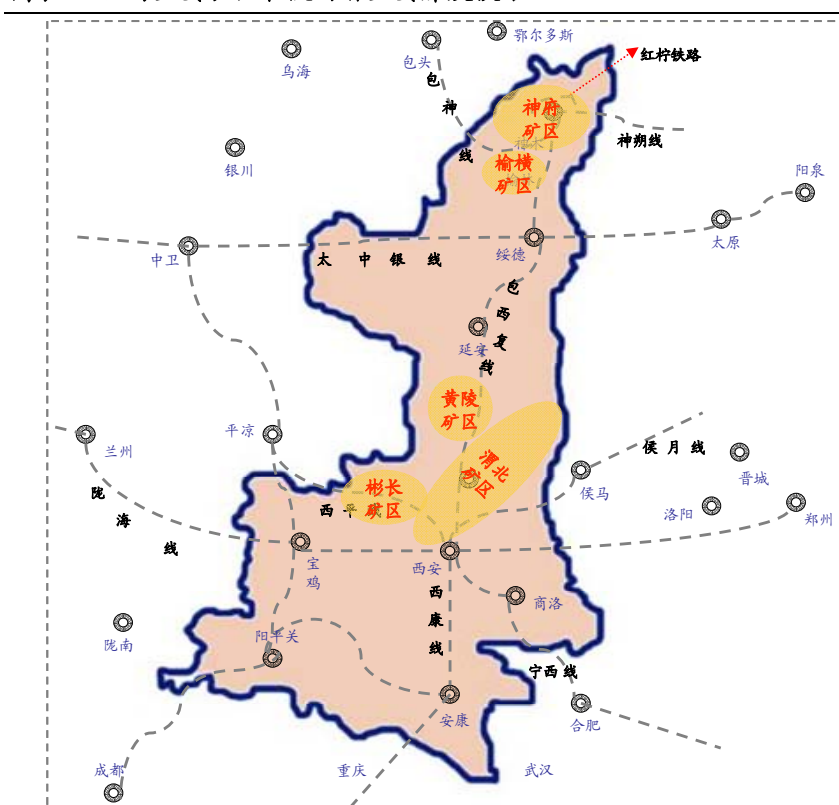
1. 同样供应电厂的电煤，运到省外的比运到省内的煤价高 40 元左右。但是 12 年省外煤炭运输的占比只有 1/4 左右。省外煤炭销售取决于铁路运力的流向。
2. 铁路销售（包括省外和省内）占比只有 40% 左右，省外铁路占比只有 26% 左右（即 3,000 多万吨）。

我们认为对于亿吨级的煤炭企业来说，26% 的省外铁路销售占比显得明显偏低了。铁路运力的改善对公司的影响，对盈利能力的提升不言而喻。

目前公司煤炭铁路外运能力 5,500 万吨，神华在陕西的外运能力近 1 亿吨，公司和神华外运能力 1.5 亿吨，占陕西煤炭铁路外运能力 1.8 亿吨的 80% 以上。

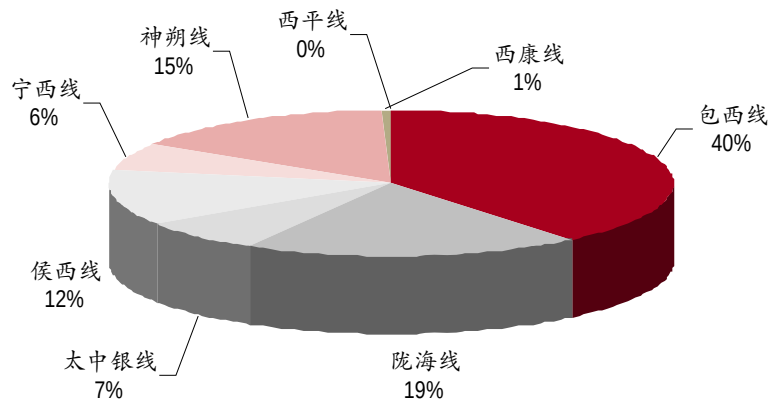
根据陕西十二五规划，陕西将新建铁路 2,500 公里，预计 2015 年比 2010 年的 4,300 公里增加 58%。我们预计陕煤化集团将是主要受益者。

图表 30. 公司主要矿区和陕西省主要煤炭铁路



资料来源：公司数据

图表 31.公司煤炭铁路运力占比图



资料来源：公司数据，中银国际研究

公司主要运煤通道

十二五期间，陕西周边主要铁路煤炭运力增量 3 亿吨，较 2010 年的 5.33 亿吨增加 56%至 8.37 亿吨。即使考虑其他西北省份对新增铁路的占用，我们认为公司十二五期间的铁路煤炭运量增长 5,000 万吨以上存在保障。

1.穿越陕西的铁路

包括 5 条：包西线及复线、陇海线、太中银线、襄渝线和西平线。我们预计 5 条线路 2015 年将比 2012 年增加 1.5 亿吨运力。

A.包西复线是公司陕北矿区商品煤南下的最主要通道，占煤炭铁路运力的 39%。到西安后，通过陇海线、宁西线、侯西线、西康线等向省外输出。包西线及其复线目前的运力 1.2 亿吨/年。未来仍有提升能力，只是目前，西安至省外的铁路运力基本饱和，因而包西复线的新增运力没有充分释放。预计随着西康复线、陇海线和侯西线运能的增加，包西复线将为公司提供进一步的运力支持。

B.2012 年，公司 20%煤炭铁路出省销量通过陇海线。目前陇海线的运力 9,600 万吨/年。随着西安至郑州高铁的通车，两地间的客货分离取得较大进展，我们预计陇海线的运力将因而在 2 年内逐渐提升至 1.2 亿吨/年。

C.神朔线由神华集团控股，运力提升至 2.4 亿吨/年。神朔线运力的扩容，对公司影响不大。公司与神华集团合作的榆林神华，每年可以通过神朔线负责运输红柳林、张家峁、柠条塔三个煤矿 1,000 万吨的商品煤；预计未来获取更多的运力较为困难。

D.西平线跨越彬长矿区，运力 3,000 万吨/年，2013 年底通车。目前彬长矿区的煤炭主要通过公路运往西安，然后装车进入陇海线，装车费用及公路运费较高；未来可以通过西平线进入西安，从而节省运费 100 元/吨左右。

E.太中银线于 2011 年通车，为陕西省东西煤炭铁路运输的新增铁路。目前货运能力 3,500 万吨/年，14 年后将逐渐释放运力至 6,000 万吨。

F.襄渝线连接湖北襄阳和重庆，穿越陕西省内的渭北、彬长矿区，在安康站与西康线相连。目前该线煤炭运力为 0.57 亿吨/年，短期没有扩能计划。

2. 陕西出省的铁路

主要包括4条：宁西线、西康线、侯西线和黄韩侯线。

A. 西康线连接西安至安康。该线路目前运力0.2亿吨/年，十二五期间运力将达到0.9亿吨/年。该线路与襄渝线连接，通往湖北和重庆。我们预计该线路将打开公司进入西南地区和华南地区的运输瓶颈。

B. 宁西线连接西安至南京。该线路目前运力0.2亿吨/年，预计2012年底运能将达到0.6亿吨/年，将成为公司至华东、华南的重要运煤通道。

C. 黄韩侯线和侯西线分别起自黄陵矿区和西安，终点至侯月线。2009年，公司64%的铁路出省销量通过侯月线。黄韩侯铁路在建，十二五期间的设计运力0.2亿吨/年；目前公司黄陵矿区的煤炭要先通过铁路向南运往西安，再折向东北至侯月线；黄韩侯铁路建成后，黄陵矿区可以直接向东运往侯月线，减少运输距离及运费。侯西线目前的运力为5,000万吨/年，短期内无扩容计划；侯月线目前运力1.3亿吨/年，十二五期间的设计运力1.59亿吨/年。

图表 32. 公司煤运主要铁路线

	线路名称	起始点	覆盖矿区	设计运能(货物) 万吨	目前货运总量 万吨	西安铁路局煤炭 运力 万吨	备注
贯穿陕西	包西线	包头-西安	陕北、黄陵	12,000	12,500	3,000	其他货物主要为石油
	陇海线	兰州-连云港	渭北、彬长、陕北	12,000	9,600	1,450	客车多，货运基本饱和
	西平线	西安-平凉	彬长	3,000			预计2014年1月通车
	神朔线	神木-朔州	陕北	20,000	24,000	850	不属铁路总公司，由神华集团控制
	太中银线	太原中卫银川	陕北	6,000	3,500	600	2014年以后运力会有一定提升
	蒙华铁路	鄂尔多斯-江西吉安	陕北、黄陵、渭北、彬长	20,000			在建，预计2017年通车
陕西出省	侯西线	侯马-西安	渭北、黄陵	3,500	2,600	1,200	其他货物主要为焦炭、铁矿石、钢材等
	宁西线	南京-西安	渭北、彬长	12,000	3,600	800	目前单线运行，复线预计2015年底建成
	西康线	西安-安康	渭北、彬长、黄陵	8,000	3,500	300	复线已开通，2014年6月以后将形成运力
	黄韩侯	黄陵韩城侯马	黄陵、渭北	3,000			2010年开通，预计2015年通车
合计				99,500	59,300	8,200	

资料来源：中银国际研究，公司数据

注：未包括晋中南铁路

管道运输对铁路运力的补充

公司此次募集项目中，拟投资建设神渭输煤管道，全长741公里，将为陕北矿区带来1,000万吨/年的运输量。

美国的黑迈沙（Black Mesa）输煤管道，是目前世界上运量最大、运距最长的一条商业性输煤管道。1970年11月建成投产，全长439公里，年运输煤炭500万吨/年，安全运行至今。输煤管道以其低廉的运输成本，使其用户—莫哈夫（Mohavc）电厂的经济效益位居全美燃煤电厂第二位。后来由于铁路财团的反对，美国的输煤管道再没有进展。

我们预计神渭输煤管道运输成本仅为铁路运输的40%。

蒙西至华中铁路的直接受益者

由于运输瓶颈，国内煤炭供应相对紧张的地区为华中的两湖一江。

蒙西至华中地区铁路煤运通道起自内蒙古自治区鄂尔多斯市浩勒报吉，途经内蒙古、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西等7省（区），终至江西省吉安市，线路全长1,817公里。近期已经开工，预计2017年建成。预计该通道全长约1,860公里，总投资1,538亿元，规划运能2亿吨/年；这条铁路连接了中国产煤大省与能源瓶颈最严重的地区，将是仅次于大秦线，与神朔黄线、侯月线相当的最重要的煤炭铁路运输通道之一。该铁路将穿越公司的陕北矿区，可以将煤炭运输至长江口岸，再通过运费最为低廉的水运将市场扩大到华东华南地区。2亿吨/年的规划运能将彻底解决陕北矿区的铁路运输问题。中国主要运煤铁路大秦线、神朔黄、侯月线较好的盈利能力作为参照，使得陕煤化集团参股蒙华铁路的盈利拥有较好预期。

我们认为蒙华铁路通车后，对山西、河南、安徽等地煤炭具有不利影响，因这些地区埋藏深、瓦斯含量高，开采成本高，且煤质环保程度不强，部分含硫含灰较高。这些地区依托较充沛的铁路运输和离消费地近的优势，目前得以享受高煤价。

图表 33. 山西、内蒙西部、陕北煤炭比较

地区	优势	劣势	产能释放
山西	离消费地近，铁路运力相对较充沛。煤质埋藏深，高瓦斯，安全性差，开采成本受制于安全性和较高的成本，未来产好，发热量较高，煤质较好，煤种齐全。最高；部分含硫量较高，环保继续发力，量释放速度不快。成熟的矿区，开发售价高。	对高硫煤负面影响较大。煤炭性价比不潜力有限。 高。由于煤价高，盈利能力欠佳，受资源税改革负面影响最大。受行业景气度下行影响非常大。	
内蒙西部	低硫、发热量较高，开采成本较低，部分缺水，沙漠化，环境承载能力较差，不太过去几年产量释放速度很快，未来有瓦斯含量高。	适合大规模新型煤化工；交通有瓶颈。	望减速。
陕北	低硫，发热量最高，优质环保动力煤；开采价格低，铁路外运能力缺乏，交通瓶颈新建、在建、待建矿多，未来产能释放成本最低，全部低瓦斯，大型现代化矿井。明显。 性价比最高。生态环境好于蒙西，适合新型煤化工。受到资源税改革负面影响最小。		较快。是中国未来煤炭增量最重要的来源地。

资料来源：中银国际研究

29

重点发展西南市场、华中市场

未来，陕煤将按照“主导省内、巩固华东、扩大华中、优化华北、增量西南”的战略目标，逐步调整和优化销售格局。华中、西南地区市场将是陕煤主要发展的市场。

西南市场和华中市场是我国主要的煤炭匮乏地区，而陕西是距离这两个地区最近的煤炭生产大省。但是由于铁路运力不足，2012 年公司几乎没有销往西南市场（四川、重庆）的煤，销往华中市场的煤炭占比仅为 9%。而这两个市场的煤价在全国几乎是最高。未来，随着 2014 年西康线复线的通车，分派给陕煤的运力会明显增长，预计 14 年增加 300 万吨，15 年增加 500 万吨（13 年仅 30 万吨），仅西康线 14-16 年运往这两个市场的煤炭数量有望明显提升。800 万吨运量相当于 15 年黄陵和渭北矿区产量总和的 17%。这将带动煤价的提升。

西南、华中煤炭市场特点：

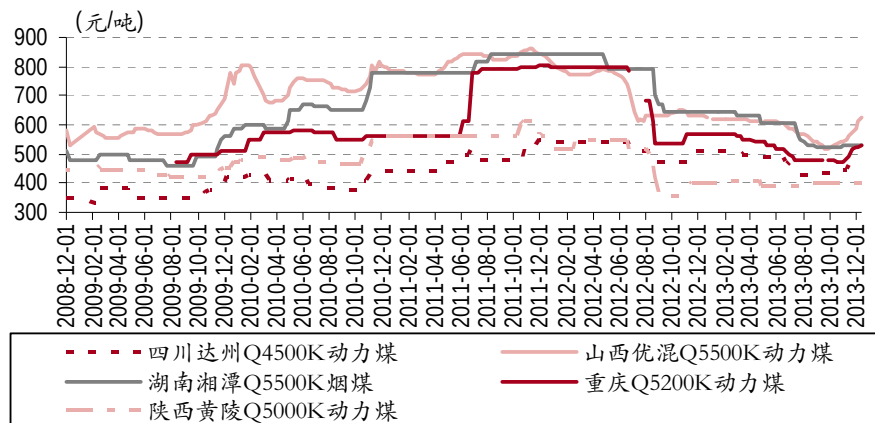
1. 价格高，高瓦斯小矿多，含硫高，属于亟待淘汰类型

华中、西南地区由于煤炭资源匮乏，煤炭产量小，煤炭运输不方便，一直是我国煤价最高的地区和主要的煤炭调入地区。2013 年这些地区的均价在 470-570 元之间。而公司的煤价均价只有不到 280 元左右。近一倍的价差将使得拥有铁路运力后，存在较大的盈利空间。西南（四川、重庆）地区以高瓦斯的小煤矿为主，且含硫高，属于国家重点淘汰的类型，未来西南地区的煤炭产量会越来越少。以四川为例，近年煤炭产量呈逐渐萎缩态势。而陕西紧邻四川，是距离四川最近的产煤大省，西康铁路复线的通车将很好的满足四川的煤炭需求。

2. 陕西目前是华中地区省外电煤调入第一大省

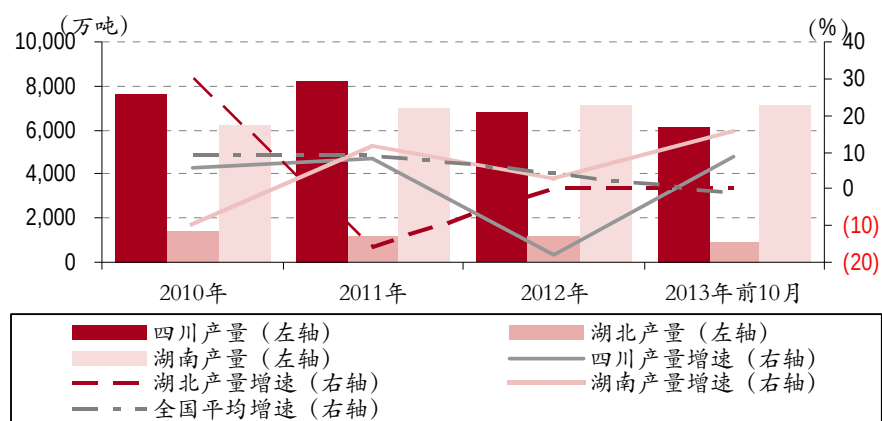
湖北省电煤 98%来自省外，湖南省电煤 60%来自省外。华中地区火电企业煤炭采购第一大省就是陕西省，主要通过铁路运输到达。随着国家关停整合小矿的力度加大，华中地区煤炭产能萎缩，省外调入的比例将进一步放大。尽管湖南湖北主要以水力发电为主，火力发电占比约为 38%左右。但是未来水力发电后续开发规模有限，三峡发电主要外送，火力发电仍有较好的发展前景。

图表 36. 西南、华中、陕西、秦皇岛煤价比较



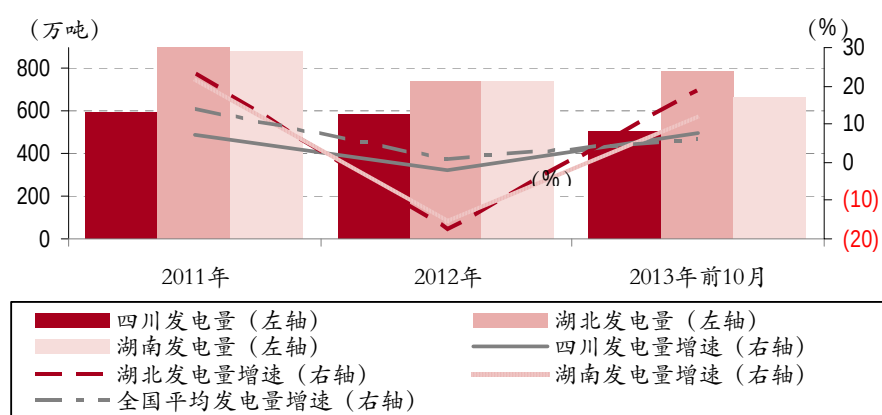
资料来源：万得资讯

图表 37.湖南湖北四川煤炭产量增长



资料来源: 万得资讯

图表 38.湖南湖北四川火力发电量增长



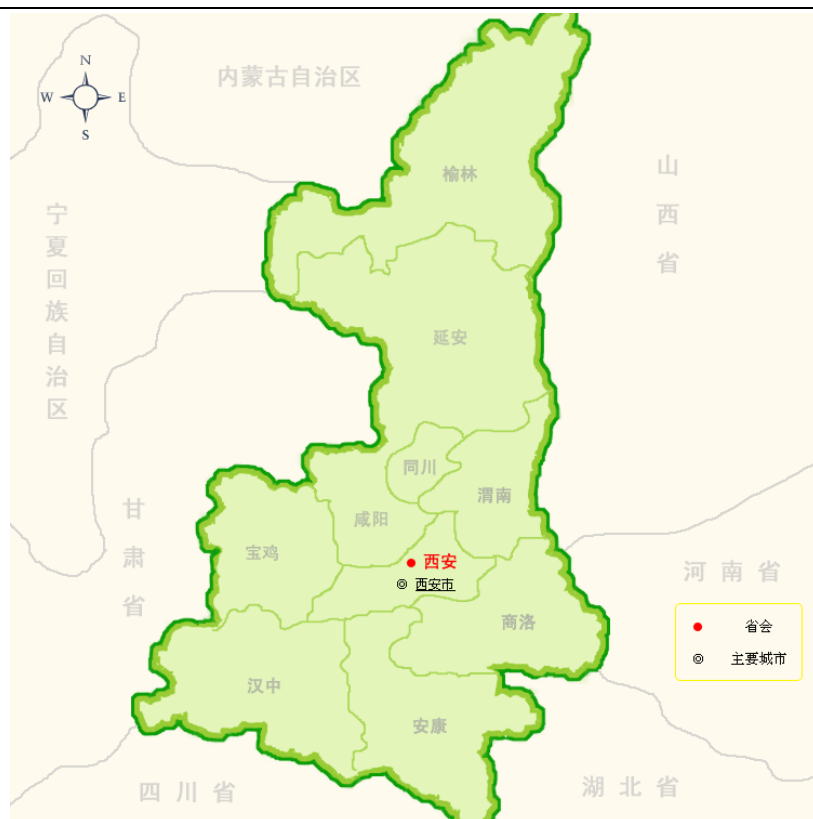
资料来源: 万得资讯

经营优势

区域优势明显，紧邻煤炭消费地

陕西省与河南、湖北、重庆、四川、山西、内蒙、甘肃、宁夏7省相邻，是西部地区的交通枢纽、国家能源战略西移的重点。优越的地理位置有利于公司将商品煤销往各主要煤炭需求省份。特别是距离华中、西南市场具有明显地域优势。

图表 39.陕西省周边 7 省市



资料来源：公司数据

受铁路运输条件的限制，国内主要产煤省的销售区域具有明显的地域特征。山西和内蒙古的主要外销市场主要通过向东运输，终端为华东地区和华北地区，两个产煤省在市场区域上竞争；而陕西省可以向南运输，辐射到缺煤的华中和西南地区。运输距离的缩短，可以直接转化为销售价格提高和利润的增加。

随着西南、华中地区淘汰煤炭落后产能及资源量的衰减等，我们预计这些地区对煤炭的需求未来会有较好表现，而产煤大省中陕西具有明显的地域优势。

图表 40.产煤大省销售区域比较

矿区	外销区域
陕西省	华东、华北、华中和西南市场
内蒙古	华东和华北市场
山西省	华东和华北市场
新疆	铁路运力的不足严重制约其煤炭外运

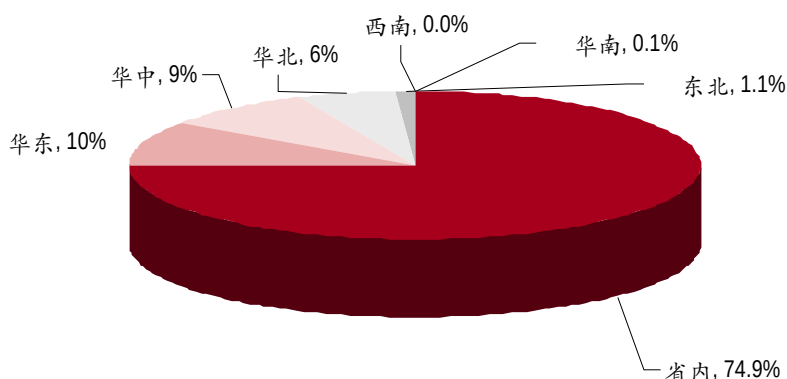
资料来源：中银国际研究

铁路运力改善，出省煤炭占比提高，可以拉动煤价

目前受运力瓶颈制约，公司出省煤炭占比较少，2012 年只占煤炭销量的 25%。随着陕西省铁路运输条件的改善，我们预计到 2018 年公司煤炭出省销量占比将有明显提升。

目前省外比省内煤炭售价贵 50 元左右。出省煤炭占比提高可以对拉动煤价有所帮助。

图表 41.2012 年省内煤炭销量占比 75%，省外煤炭销量占比只有 25%



资料来源：公司数据，中银国际研究

母公司在未来省内获取资源、运力具有优势

陕西省仅有一个特大型煤炭集团，而山东、河北、山西、河南、内蒙等产煤省却拥有多个大型煤炭集团。在省内独一无二的地位，有利于陕煤化集团在资源获取、项目审批、铁路运力配置上获得政府支持。坐拥陕北大型煤炭基地（神府矿区、榆横矿区），是国家确立的陕北大型煤炭基地的两个开发主体之一。

图表 42.主要产煤省的省属特大型煤炭集团

省份	煤炭集团
陕西	陕煤化集团
山西	山西焦煤集团、大同煤业集团、潞安矿业集团、阳泉煤业集团、晋城煤业集团、煤炭运销集团和煤炭进出口集团
内蒙古	伊泰集团、蒙泰煤电集团、伊东煤炭集团、汇能煤电集团、西蒙集团等
河北	冀中能源集团、开滦煤化工集团
河南	中平能源集团、河南煤化工集团、义马煤业集团和郑州煤业集团等
山东	兖州煤业集团、山东能源集团

资料来源：中银国际研究

母公司唯一煤炭平台，无债转股的问题

公司收购小保当煤矿（20 亿吨可采储量）60%的股权，花费 7.36 亿元，评估增值率仅为 2.3%，基本相当于集团原价转让；可采储量的收购价格为 6 元/吨，价格较低。

陕煤化集团为陕西省国资委的全资控股公司，未来进行资产注入时，或无需考虑第三方的利益（如信达资产管理公司）。

享受 15% 的优惠所得税率

根据财政部《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。

根据《产业结构调整指导目录（2015 年本）》，公司所属煤矿属于鼓励类产业企业，在 2001-2010 年享受 15% 的所得税优惠税率。最新的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中虽然没有明确说明西部地区 120 万吨/年以上的煤矿是否继续属于鼓励类产业企业，我们预计公司在 2014-20 年继续享受 15% 的所得税优惠税率为大概率事件。

社会负担较小，关联交易占销量的 7.3%，轻装前进

公司成立时，离退休人员继续保留在陕煤化集团存续部分管理，不由股份公司承担该类人员的相关费用，社会责任主要由母公司承担。如目前陕煤化集团员工 13 万人，而公司仅有 5.9 万人。

陕煤化集团的煤化工业务板块未投入公司。2012 年陕煤化集团煤化工业务实际煤炭消耗量为 1,474.02 万吨，其中公司供应 844.22 万吨，占公司总煤炭销量的 7.33%。

目前陕煤化集团规划中煤化工项目中需消耗煤炭的项目有 180 万吨甲醇深加工项目，该项目将争取地方煤矿配套，一体化开发。预计上述煤化工规划项目达产后平均每年的煤炭消耗量为 360 万吨，预计无从公司购买煤炭的计划。

陕煤化集团现有和在建煤化工项目满负荷年煤炭消耗量为 2,727 万吨，预计从公司采购量为 1,465 万吨，占陕煤化集团现有和在建煤化工业务满负荷年煤炭消耗量的 53.72%，占公司 2012 年煤炭销量的 12.72%，随着公司煤炭产量的增加，陕煤化集团煤化工业务煤炭消耗量占当年本公司煤炭销售量的实际比例预计将有所减低。

图表 43. 公司部分税费

	收费标准	备注
维简费	8 元/吨	
井巷工程折旧费	2.5 元/吨	
安全费用	15-30 元/吨	低瓦斯矿井 15 元/吨，高瓦斯矿井 20-30 元/吨（高瓦斯矿集中在渭北矿区）。
资源税	3.2 元/吨煤	
维简费	8 元/吨	
企业所得税(%)	15	.

资料来源：公司数据，中银国际研究

财务数据及主要盈利假设

主要盈利假设

图表 44.分矿区煤价预测

(元/吨)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
渭北矿区	381	413	367	299	290	305	320
黄陵矿区	398	421	390	345	334	351	369
彬长矿区	366	456	368	295	300	322	338
陕北地区	318	428	327	244	236	248	261
平均	351	402	351	280	272	283	292

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 45.分矿区煤价增长率预测

(元/吨)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
渭北矿区(%)	-	8.2	(11.2)	(18.4)	(3.0)	5.0	5.0
黄陵矿区(%)	-	5.8	(7.4)	(11.6)	(3.0)	5.0	5.0
彬长矿区(%)	-	24.4	(19.2)	(20.0)	2.0	7.0	5.0
陕北地区(%)	-	34.5	(23.6)	(25.5)	(3.0)	5.0	5.0
平均(%)	-	14.5	(12.8)	(20.2)	(2.8)	4.1	3.3

资料来源：公司数据

图表 46.分矿区生产成本预测

(元/吨)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
渭北矿区	232	252	292	272	272	279	289
黄陵矿区	161	133	143	134	134	137	141
彬长矿区	176	181	184	172	172	176	181
陕北地区	88	76	82	77	77	79	82
平均	149	140	150	142	142	138	142

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 47.分矿区生产成本增长率

(元/吨)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
渭北矿区(%)	-	8.9	15.7	(6.9)	0.0	2.8	3.4
黄陵矿区(%)	-	(17.3)	6.9	(6.2)	0.0	2.5	2.8
彬长矿区(%)	-	2.8	2.0	(6.9)	0.0	2.4	2.7
陕北地区(%)	-	(13.7)	8.0	(5.8)	0.0	2.7	3.0
平均(%)	-	(6.3)	7.7	(5.7)	0.3	(3.2)	3.0

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 48.分矿区吨煤毛利预测

(%)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
渭北矿区	150	161	75	28	19	26	31
黄陵矿区	237	287	247	211	201	214	228
彬长矿区	191	275	184	123	129	146	157
陕北地区	230	352	245	166	159	169	179
平均	202	262	200	138	129	145	150
平均增速(%)	30	(24)	(31)	(6)	12	4	30

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 49.分矿区吨煤净利预测

(%)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
渭北矿区	66	70	6	-30	-36	-27	-25
黄陵矿区	139	177	150	124	119	131	140
彬长矿区	101	166	97	50	57	73	81
陕北地区	134	231	148	87	83	93	99
平均	110	156	111	62	58	73	75
平均增速(%)		41	(29)	(44)	(7)	25	3

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

注解：由于没有披露分矿区的期间费用情况，按照统一期间费用率和税率计算。所有数字均为中银国际的预测。

图表 50.煤价敏感性分析

综合煤价 (%较 基础情况变动)	2014E 每股收益 (人民币)	较基础情况变动 (%)	2015E 每股收益 (人民币)	较基础情况变动 (%)
10	0.57	42	0.67	36
5	0.48	21	0.58	18
基础情况	0.40	-	0.49	
(5)	0.32	(21)	0.42	(18)
(10)	0.23	(42)	0.36	36

资料来源：中银国际研究

图表 51.公司煤炭产销量预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
公司煤炭销量	8,637	9,722	11,514	11,461	11,640	13,450	15,300	16,000	16,000
公司煤炭产量(万吨)	8,436	9,381	10,660	11,197	11,440	13,250	15,100	15,800	15,740
增速(%)	49.4	11.2	13.6	5.0	2.2	15.8	14.0	4.6	(0.4)
分矿区产量									
渭北矿区	2,229	2,239	2,298	2,321	2,120	2,340	2,340	2,340	2,340
黄陵矿区	1,580	1,776	2,120	2,150	2,410	2,450	2,450	2,450	2,390
彬长矿区	359	434	672	1,026	1,100	1,300	1,300	1,500	1,500
陕北地区	4,268	4,932	5,570	5,700	5,810	7,160	9,010	9,510	9,510
分矿区产量增速(%)	49	11	14	5.0	2.2	15.8	14.0	4.6	(0.4)
渭北矿区增速(%)	10	0	3	1	(9)	10	0	0	0
黄陵矿区增速(%)	32	12	19	1	12	2	0	0	-2
彬长矿区增速(%)	124	21	55	53	7	18	0	15	0
陕北地区增速(%)	88	16	13	2	2	23	26	6	0
分矿区产量占比(%)									
渭北矿区占比(%)	26	24	22	21	19	18	15	15	15
黄陵矿区占比(%)	19	19	20	19	22	18	16	16	15
彬长矿区占比(%)	4	5	6	9	10	10	9	9	10
陕北地区占比(%)	51	53	52	51	52	54	60	60	60

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

我们认为公司总体财务状况良好，在行业景气度低迷的 2013 年，预计息税折旧前利润率 28%，净利润率 8.6%。好于同业，未来利润率预计稳中有升。现金状况良好，负债不高，预计 13 年净权益负债率 0.1%。每股经营现金流 0.84 元。预计 13 年净资产收益率 11%，13 年期间费用率 15%。总体情况好于同业。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	42,966	44,260	42,882	44,471	46,138
销售成本	(20,953)	(25,403)	(28,574)	(29,755)	(27,601)
经营费用	(6,859)	(7,004)	(6,260)	(6,489)	(7,374)
息税折旧前利润	18,214	15,255	11,772	12,475	16,567
折旧及摊销	3,060	3,403	3,724	4,249	5,404
经营利润(息税前利润)	15,154	11,853	8,048	8,226	11,163
净利息收入(费用)	(220)	(376)	(753)	(612)	(636)
其他收益/(损失)	1,226	876	535	591	947
税前利润	16,160	12,353	7,830	8,206	11,474
所得税	(2,246)	(1,709)	(1,259)	(1,314)	(1,651)
少数股东权益	(4,603)	(4,068)	(2,768)	(2,767)	(4,801)
净利润	9,074	6,417	3,698	3,986	4,884
核心净利润	9,074	6,417	3,698	3,986	4,884
每股收益(人民币)	1.008	0.713	0.370	0.399	0.488
每股股息(人民币)	0.350	0.250	0.111	0.120	0.147
收入增长(%)	35	3	(3)	4	4
息税前利润增长(%)	61	(22)	(32)	2	36
息税折旧前利润增长(%)	45	(16)	(23)	6	33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	6,958	9,597	12,830	9,448	10,155
应收帐款	2,608	3,053	2,958	3,067	3,182
库存	1,204	1,717	1,931	2,011	1,865
其他流动资产	2,937	8,815	8,548	8,856	9,179
流动资产总计	13,708	23,182	26,267	23,382	24,381
固定资产	30,160	35,798	39,494	45,752	62,765
无形资产	19,849	21,930	21,930	21,930	21,930
其他长期资产	2,948	3,121	3,121	3,121	3,121
长期资产总计	52,957	60,849	64,544	70,803	87,816
总资产	66,665	84,030	90,811	94,185	112,197
应付帐款	6,841	9,112	10,249	10,673	9,900
短期债务	1,257	11,203	11,534	8,784	12,784
其他流动负债	9,399	9,751	10,277	10,480	10,109
流动负债总计	17,497	30,065	32,059	29,936	32,793
长期借款	8,377	8,445	7,500	9,000	14,000
其他长期负债	6,350	6,307	5,682	4,121	6,057
股本	9,000	9,000	10,000	10,000	10,000
储备	17,610	20,645	23,234	26,024	29,443
股东权益	26,610	29,645	33,234	36,024	39,443
少数股东权益	7,831	9,568	12,336	15,103	19,904
总负债及权益	66,665	84,030	90,811	94,185	112,197
每股帐面价值(人民币)	2.96	3.29	3.32	3.60	3.94
每股有形资产(人民币)	0.75	0.86	1.13	1.41	1.75
每股净负债/(现金)(人民币)	0.38	1.20	0.70	0.91	1.74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	15,923	12,194	7,725	8,067	11,336
折旧与摊销	3,060	3,403	3,724	4,249	5,404
净利息费用	220	376	753	612	636
运营资本变动	(981)	(8,216)	(1,630)	(1,124)	851
税金	(2,246)	(1,709)	(1,259)	(1,314)	(1,651)
其他经营现金流	(874)	(1,130)	(948)	(897)	(2,255)
经营活动产生的现金流	15,103	4,918	8,365	9,593	14,320
购买固定资产净值	(9,092)	(6,924)	(6,500)	(6,800)	(8,600)
投资减少/增加	(479)	583	1,056	1,237	1,480
投资活动产生的现金流	(9,570)	(6,341)	(5,444)	(5,563)	(7,120)
净增权益	210	221	5,000	0	0
净增债务	(1,178)	10,099	1,700	(500)	1,000
其他融资现金流	(79)	(177)	(186)	(217)	(228)
融资活动产生的现金流	(7,204)	3,967	405	(7,412)	(6,493)
现金变动	(1,671)	2,545	3,327	(3,382)	707
期初现金	8,629	7,052	9,503	12,830	9,448
公司自由现金流	5,533	(1,422)	2,922	4,030	7,200
权益自由现金流	(1,802)	2,501	(1,488)	(3,165)	935

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	42.4	34.5	27.5	28.1	35.9
(%)					
息税前利润率(%)	35.3	26.8	18.8	18.5	24.2
税前利润率(%)	37.1	27.6	18.0	18.1	24.6
净利率(%)	21.1	14.5	8.6	9.0	10.6
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
利息覆盖率(倍)	68.8	31.5	10.7	13.4	17.5
净权益负债率(%)	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
估值					
市盈率区间(倍)	4.8-5.9	6.8-8.3	13.1-16.1	12.2-14.9	10.0-12.2
市净率区间(倍)	1.6-2.0	1.5-1.8	1.5-1.8	1.3-1.6	1.2-1.5
周转率					
存货周转天数	16.7	21.0	23.3	24.2	25.6
应收帐款周转天数	22.2	25.2	25.2	25.2	25.2
应付帐款周转天数	58.1	75.1	87.2	87.6	78.3
回报率					
股息支付率	34.7	35.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	34.1	21.6	11.1	11.1	12.4
资产收益率	19.5	12.1	7.4	7.3	8.5
已运用资本收益率	34.4	20.1	12.5	11.9	13.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

风险

公司获得集团十二五规划煤矿的时间、数量存在一定不确定性

尽管集团十二五规划煤矿已经纳入国家煤炭十二五规划，但在取得核准的时间上具有一定不确定性，这会影响到集团资产注入的时间和数量。

铁路运输车皮问题及开通时间延后

车皮的问题是制约煤炭铁路运输比较普遍的瓶颈问题。新增铁路运力后，车皮是否能及时、充足地补充上，存在一定不确定性。如果不能将影响实际运力。此外，铁路建设进度有一定不确定性，因此开通时间具有一定不确定性，或会影响公司盈利的提升。

渭北老矿区地质结构复杂

渭北老矿区地质结构比较复杂，存在一定煤质不稳定或断层等可能，可能会影响一定时期某些煤矿的产量或煤价。此外，渭北矿区部分煤矿属于高瓦斯矿，和含硫较高的矿，可能会在一定程度上影响未来竞争力，高瓦斯矿形成一定安全隐患。但由于公司产量较大，而渭北的矿井规模较小，所以影响或有限。

煤炭资源税从价计征

煤炭资源税从量计征改为从价计征可能 14 年展开，可能进一步增加公司税负。不过总体来看，由于公司煤价很低，吨煤盈利较好，对业绩的负面影响会好于多数煤炭企业。

如行业景气度继续下行，将带来公司业绩及合理估值的下移。

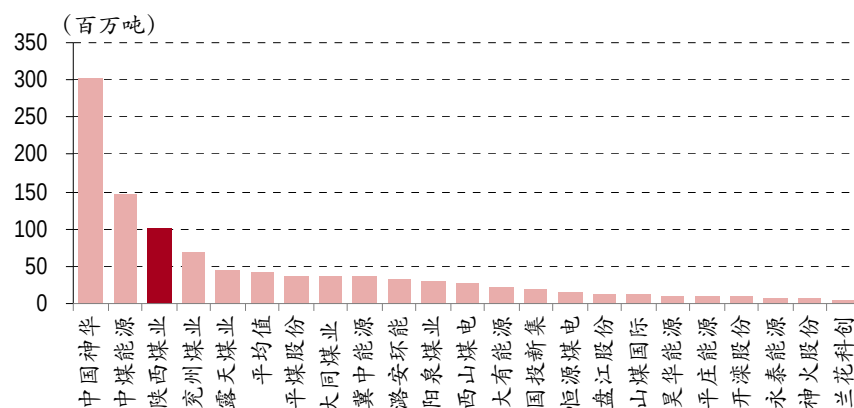
未来，中国经济仍在转型中，经济下行风险犹存，如果未来煤炭行业景气度继续下行，煤价可能会继续下跌，可能会影响公司的业绩（详见图表 50 “煤价敏感度分析”），以及合理估值的下移。

附录一、陕西煤业背景资料

公司 2008 年 12 月成立，目前，陕西煤业化工集团（简称陕煤化集团）是其控股股东，持有公司 71% 的股权，本次发行完成后，陕煤化集团将持有公司 63.13% 的股权，流通股比例为 10%。公司属于煤炭开采和洗选业。

公司是由陕煤化集团以煤炭主业资产整体改制所设立的公司，是陕煤化集团的煤炭业务唯一上市平台，吸纳了陕煤化集团渭北老区、彬黄西区和陕北新区的大部分煤矿，12 年公司煤炭产量占陕煤化集团的 98%。

图表 52. 主要煤炭上市公司产量排序（2012 年）



资料来源：公司数据

按产量，上市后将是国内第三大煤炭上市公司

截至 2012 年底，公司煤炭地质储量达 165.96 亿吨，可采储量达 97.30 亿吨，与国内已上市煤炭企业相比位列第三位。公司 2010 年、2011 年及 2012 年原煤产量分别为 8,436 万吨、9,381 万吨和 10,660 万吨，10-12 年年均复合增长率为 12.41%。12 年全国煤炭产量 36.5 亿吨，占全国煤炭产量的 2.9%。公司的盈利模式主要为煤炭开采洗选和销售。

坐拥国内最优质环保、开采安全性高的动力煤基地

公司主产高热值、低硫低磷低灰、富油、高化学活性的高挥发份长焰煤、不粘煤、贫瘦煤等，是优质环保的动力、化工用煤。按下游客户分，75% 是电煤。国家 13 大特大型煤炭基地有 3 个覆盖公司所在矿区。

从发热量上看，公司渭北矿区的发热量为 5,000 大卡以下，彬黄矿区的发热量在 5,500 大卡左右，陕北矿区的发热量在 5,500-6,000 大卡。其中，陕北矿区为国内最优质的动力煤基地，矿井埋藏浅、低瓦斯、开采条件好，安全性能高。陕北矿区的煤矿产能普遍在 800 万吨以上，适合现代化大型开采。

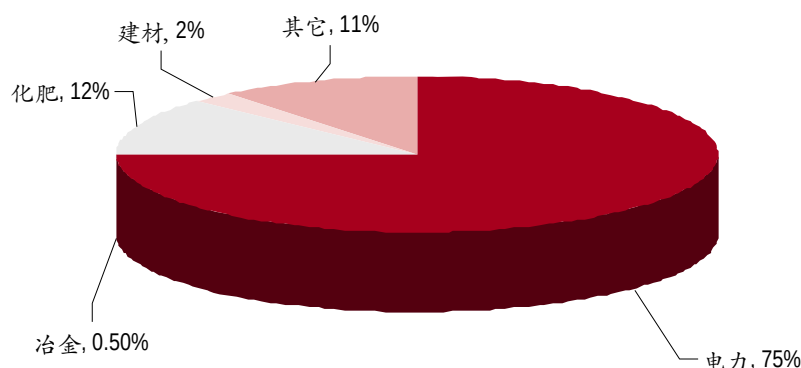
国务院着力实施找矿突破战略行动，加大基础地质调查和重要矿产勘查力度，形成一批重要资源接续区，为经济平稳较快发展提供有利的资源保障和产业支撑。预计对全国来说，近期的资源接续区指的是陕北和鄂尔多斯地区，远期的接续区在新疆。

图表 53. 公司煤种特征

煤种	加工方式及品种	发热值 千卡/千克	灰分 (%)	全水分 (%)	挥发分 (%)	硫分 (%)
贫瘦煤	筛混煤	4,065-5,858	28.0-38.0	4.0-5.0	14.0-18.5	1.8-3.5
	筛大块	5,978-6,337	14.0-18.0	8.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
长焰煤	筛中块	5,858-6,337	14.0-20.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
弱粘煤	筛混中块煤	5,978-6,456	13.0-19.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
不粘煤	筛混煤	5,141-6,456	13.0-22.0	9.0-11.0	35.0-37.0	0.5-1.5
	洗混煤	5,858-6,576	11.0-18.0	10.0-11.0	35.0-37.0	0.4-1.0
	洗混中块	6,098-6,456	12.0-16.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.4-1.0
瘦煤	洗精混煤	—	9.0-11.0	4.0-5.0	15.0-19.0	0.4-1.0
气煤	洗精混煤	—	8.0-10.0	9.0-11.0	33.0-35.0	0.4-0.8

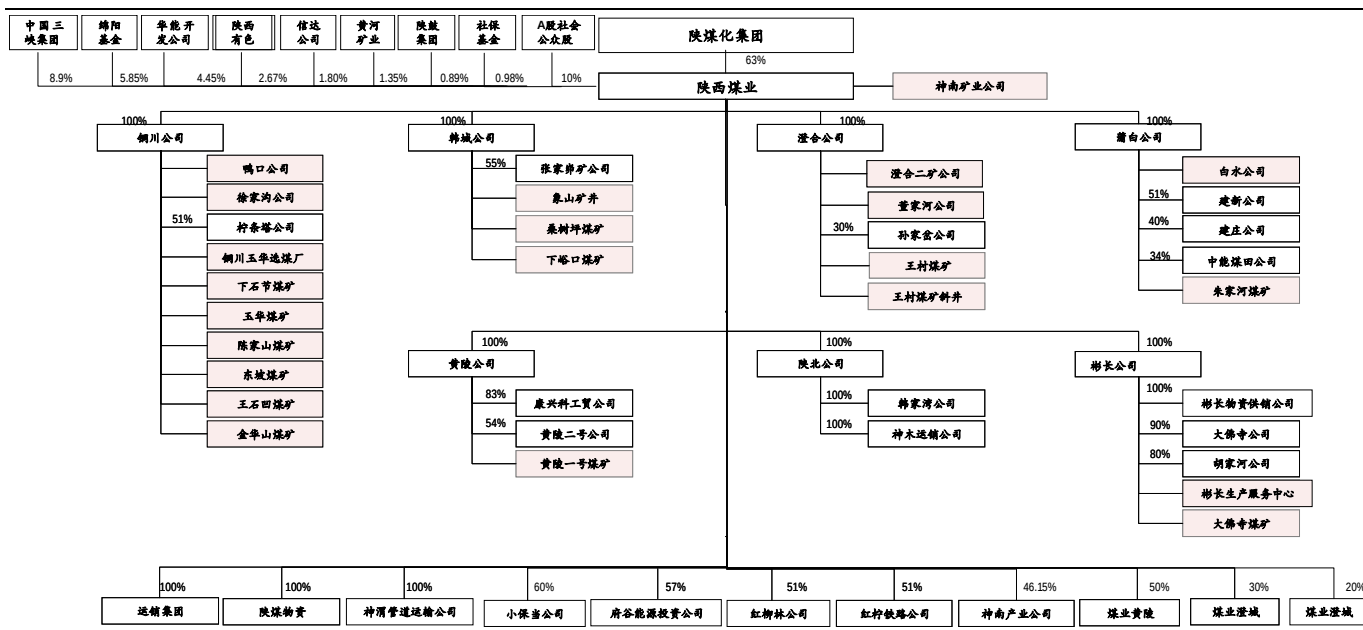
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 54. 公司销量按行业分类



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 55. 陕西煤业股权结构图



注：未标明持股比例的有底色方框，表明为分公司或该煤矿归子公司直接所有，无法人资格，公司股权比例为100%

资料来源：公司数据

图表 56.近期公司经营数据

	2012 年 一季度	2012 年 二季度	2012 年 三季度	2012 年 四季度	2013 年 一季度	2013 年 二季度	2013 年 三季度
煤炭产量 (万吨)	2,427	2,680	2,640	2,913	2,718	3,008	3,004
煤炭销量 (万吨)	2,462	3,088	2,966	2,998	2,685	3,174	3,065
吨煤销售均价 (元)	422.62	414.12	344.37	301.87	324.39	308.71	270.79
毛利率 (%)	48.20	45.06	39.67	38.43	45.70	41.58	30.85
归属于母公司股东净利润 (亿元)	19.75	21.27	12.72	10.52	12.79	14.24	4.88

资料来源: 公司数据

公司煤炭销量 67%为重点合同煤

公司在国内市场的煤炭销售合同分为重点合同和非重点合同两种。重点销售合同为纳入国家跨省区煤炭产运需衔接范围内的合同, 通常期限为一年。非重点销售合同为重点销售合同以外的其他销售合同, 不同类型合同的价格变化趋势如下表:

图表 57.分类型煤价

	2013 年 1-6 月	2012 年	2011 年	2010 年
重点合同销售均价 (元)	334	374	393	349
非重点合同销售均价 (元)	312	365	441	352
商品煤销售均价 (元)	316	369	424	351
重点合同销售均价涨幅(%)	(11)	(5)	13	
非重点合同销售均价涨幅(%)	(15)	(17)	25	
商品煤销售均价涨幅(%)	(14)	(13)	21	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

重点合同煤的特点是比较稳定, 涨跌幅均较小, 且目前煤价高于非重点 20 元左右。重点合同煤客户是公司未来发展的重点。

2012 年重点合同销售占比为 67%, 未来随着集团参股电厂的比例越来越高, 以及重点发展省内外电厂, 未来重点合同客户占比有望接近 80%。

公司四大矿区, 发展重点在陕北矿区

公司所属煤矿主要分布在 4 大矿区。

陕北、黄陵、彬长三个矿区煤层稳定性好, 开采技术条件简单, 储量丰富, 适宜建设高产高效的大矿井。其中, 黄陵矿区的黄陵一号煤矿能够生产炼焦配煤及高炉喷吹煤。

渭北矿区地质条件、开采系统相对复杂, 瓦斯含量较高。其中, 桑树坪煤矿、下峪口煤矿和象山煤矿能够生产炼焦配煤。

截至 2012 年底, 公司煤炭地质储量达到 165.96 亿吨, 可采储量达 97.30 亿吨。公司的煤炭资源分布于陕西省内的榆林市 (神木县、榆阳区)、延安市 (黄陵县)、咸阳市 (彬县、长武县)、铜川市 (印台区、耀州区)、渭南市 (白水县、澄城县、合阳县、韩城市) 等县市区, 分为神府、榆横、黄陵、彬长和渭北 5 个矿区, 共计 29 对矿井。

图表 58. 公司四大矿区

	地质储量	可采储量	原煤产量 (万吨)			
	(亿吨)	(亿吨)	2010	2011	2012	1H13
神府矿区*	107.97	60.57	3,849	4,480	5,185	2,696
榆横矿区*	0.19	0.14	419	452	385	170
黄陵矿区	18.56	12.9	1,580	1,776	2,119	1,100
彬长矿区	18.49	11.11	359	434	672	567
渭北矿区	20.75	12.58	2,229	2,239	2,299	1,193
总计	165.96	97.3	8,436	9,381	10,660	5,726
增长率(%)				11	14	

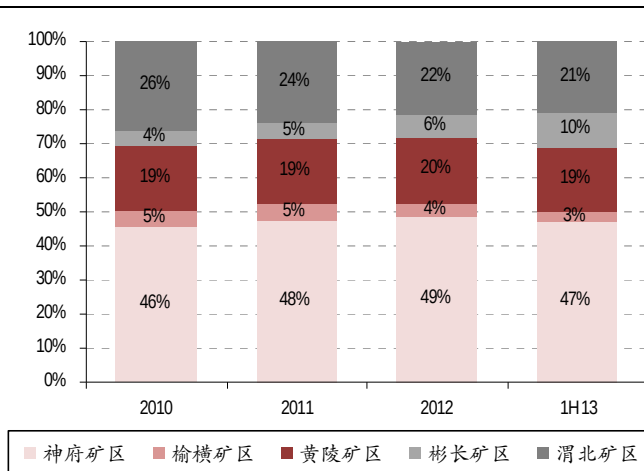
注：神府矿区和榆横矿区合称陕北矿区

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司 62% 的可采储量在陕北矿区，公司在该矿区的产量占比也从 2008 年的 17% 提高至 2013 年上半年的 50%。

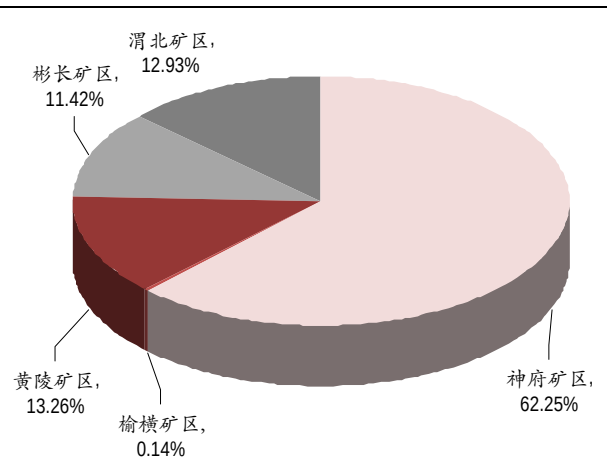
渭北老区的可采储量仅占公司的 11%，其近几年的产量增速较小，占比从 2008 年的 51% 下降至 2013 年上半年的 21%。

图表 59. 公司分矿区产量构成



资料来源：公司数据

图表 60. 公司分矿区可采储量构成 (2012 年)



资料来源：公司数据

图表 61. 公司下属 29 个在产煤矿

	矿井名称	煤种	设计产能 (万吨)	核定产能 (万吨)			原煤产量 (万吨)			2013 年 1-6 月	铁路运输
				2010 年	2011 年	2012 年	2010 年	2011 年	2012 年		
神府矿区	韩家湾煤矿	不粘煤、长焰煤	150	150	150	400	456	475	486	233	西南距包神朔铁路约 5 公里
	柠条塔煤矿	不粘煤、长焰煤	1,200	—	—	—	957	1,211	1,637	891	可通过包神、神黄和包西复线神延段等三条铁路通达全国
	红柳林煤矿	不粘煤、长焰煤	1,200	—	—	1,500	1,311	1,514	1,716	825	包西复线神木站距矿区东部约 6 公里
	张家峁煤矿	不粘煤、长焰煤	600	—	—	1,000	721	869	1,029	509	可通过包神、神黄和包西复线神延段等三条铁路通达全国
	孙家岔煤矿	不粘煤、长焰煤	400	60	60	60	403	411	317	238	神朔铁路平行于包神府公路沿矿区东缘自北向南穿过与国家干线铁路相接
榆横矿区	小保当煤矿	不粘煤、长焰煤	2,400	—	—	—	—	—	—	—	神延铁路沿矿区东南部通过
	中能榆阳煤矿	不粘煤、长焰煤	300	300	300	300	419	452	385	170	包西复线神延段并行从煤矿东边通过与京包线、陇海线、石太线接轨
	黄陵一号煤矿	弱粘煤	420	600	600	600	572	541	610	314	矿区东部西延铁路至该矿有 32 公里的铁路专用线连接
黄陵矿区	黄陵二号煤矿	弱粘煤	700	700	700	800	789	763	830	401	有铁路专线将该矿连接到西延铁路支线秦家川—店头之煤炭运输专线
	建庄煤矿	弱粘煤、气煤	240	—	—	500	81	261	377	204	北偏东 30 公里店头火车站可通往全国
	建新煤矿	弱粘煤、长焰煤	150	—	—	150	138	211	303	182	向北距秦七铁路支线七里镇货配站 30 公里，向南距梅七铁路焦坪前河车站 23 公里
彬长矿区	大佛寺煤矿	不粘煤	300	300	300	300	359	434	601	346	
	胡家河煤矿	不粘煤	500	—	—	—	—	—	71	222	即将开工建设中的西平铁路沿泾河西岸通过
	东坡煤矿	焦煤、瘦煤和贫瘦煤	90	105	105	105	84	98	116	56	矿区有铁路运煤专线
渭北矿区	金华山煤矿	瘦煤	90	90	90	150	135	155	153	83	咸铜铁路运煤专线
	王石凹煤矿	贫瘦煤、瘦煤和贫煤	120	120	120	120	130	142	115	65	距铜东铁路运煤专线的红土镇车站约 10 公里
	玉华煤矿	不粘煤	300	185	185	240	248	260	267	116	南下 70 公里接轨咸铜铁路运煤专线
	陈家山煤矿	不粘煤	150	195	180	180	192	157	185	108	矿区运煤铁路专用线长 58 公里，在田家咀站与梅七线接轨，通过梅七线、咸铜线与陇海铁路相连
	下石节煤矿	不粘煤	90	185	185	185	191	194	197	107	矿区铁路专用线接轨梅七线
	鸭口煤矿	贫煤	60	60	60	90	72	89	80	29	铜白铁路从矿区通过，为自营运煤专线
	徐家沟煤矿	弱粘煤	45	45	45	90	58	66	61	30	铜白铁路和 305 省道均从矿区经过
	朱家河煤矿	焦煤、瘦煤	90	120	120	180	140	143	160	88	罕东铁路（运煤专线）横穿煤矿区中部
	白水煤矿	贫煤	105	90	90	90	67	70	70	20	铜蒲环形铁路运煤专线已通至白水煤矿井口
	桑树坪煤矿	贫煤、无烟煤	300	165	165	165	148	100	44	65	下桑运煤铁路专线与西侯线接轨
	下峪口煤矿	焦煤、瘦煤和贫煤	150	130	130	130	95	105	121	68	矿井距西侯铁路线下峪口车站 200 米
	象山煤矿	贫煤	240	165	165	165	180	157	232	97	西太铁路穿境而过
	王村煤矿	贫煤	150	150	150	210	200	202	203	100	西韩铁路横穿井田中部
	王村煤矿斜井	贫煤	60	60	60	150	121	120	122	63	西韩铁路横穿井田中部
	澄合二矿	瘦煤、贫瘦煤	45	69	69	69	100	110	110	57	西侯、西延和煤专线三条铁路穿境而过
	董家河煤矿	瘦煤	45	62	62	62	66	72	62	40	西侯及西延二条铁路线，分别经矿区东部及西部通过
合计			10,690	4,106	4,091	7,991	8,436	9,381	10,660	5,726	

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司采矿权基本完善

公司现有的 29 个煤矿中，控股 26 个煤矿：已经取得 21 个煤矿的采矿权。尚有 5 个即将完善，其中 3 个正在过户。

1. 陕煤化集团已经以自身名义取得红柳林煤矿、柠条塔煤矿、张家峁煤的采矿许可证。公司已经缴纳红柳林、柠条塔、张家峁三个煤矿采矿权价款。陕煤化集团正在过户这三个煤矿的采矿许可证至上市公司，由于受制于政府有关部门审批程序，前述矿业权完成过户仍需一段时间。

2. 陕煤化集团持有胡家河的采矿权，公司拟通过本次募集资金收购。

图表 62. 安全性支出及百万吨死亡率

	2013 年 1-6 月	2012 年	2011 年	2010 年
安全生产费用支出（万元）	95,361.13	171,018.30	127,459.90	111,676.81
吨煤安全费用（元）	--	20	17	20
原煤生产百万吨死亡率	0.01	0.05	0.13	0.08

资料来源：公司数据

附录二、陕煤化集团背景资料

全国第六大煤炭集团

陕煤化集团为陕西省国资委独资企业。其 2012 年的原煤产量 1.14 亿吨，占全国原煤总产量的 3.11%，为陕西省唯一特大型省属煤炭企业、国内第六大煤炭企业。

图表 63.2012 年我国前十大煤炭生产企业生产情况(单位: 百万吨)

名称	原煤产量	市场份额(%)
神华集团有限责任公司	461.46	12.64
中国中煤能源集团有限公司	175.52	4.81
大同煤矿集团有限责任公司	132.67	3.63
山东能源集团有限公司	122.92	3.37
冀中能源集团有限责任公司	115.64	3.17
陕西煤业化工集团有限责任公司	113.68	3.11
山西焦煤集团有限责任公司	105.40	2.89
开滦(集团)有限责任公司	83.54	2.29
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	80.08	2.19
兖矿集团有限公司	76.17	2.09

资料来源: 煤炭工业协会

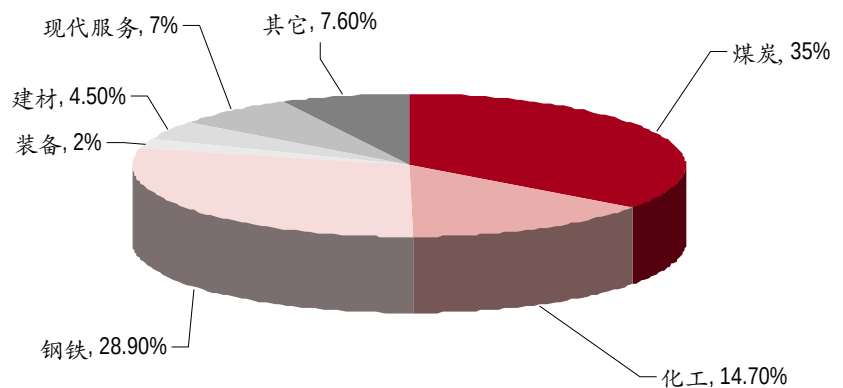
集团未来的重点是电力、新型煤化工、提供清洁能源解决方案。

集团目前有十大板块，分别是煤炭、电力、钢铁、装备制造、金融板块、现代物流、铁路投资（专用线+国铁）、科技（煤化工研究、绿色开采）。除了公司的煤炭板块平台外，集团的业务主要起到延伸煤炭下游产业链的作用。未来集团将主要在电力、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。

电力板块：快速发展，消化煤炭产能增长

集团目前拥有火电装机近 1,400 万千瓦，在建 1,000 万千瓦，控股电厂 6 家，主要在河南、湖南、山西、陕西，另有 3 家参股电厂。未来将立足陕西（依托陕西特高压外送电规划，陕北、彬黄建设坑口煤电一体化项目），依托煤炭资源，布局全国。计划 2015 年装机容量 2,900 万千瓦，2017 年装机容量 4,700 万千瓦，2020 年 5,900 万千瓦。2020 年，需要消耗煤炭 1.5 亿吨，预计其中陕煤化集团供应 1 亿吨。这样，拥有了稳定的用户，较好解决了公司快速扩张的煤炭产能的消化问题。

图表 64. 陕煤化集团收入构成 (2012)



资料来源: 中银国际研究

化工板块: 稳定传统化工, 14 年烯烃投产, 16 年看煤制油

传统化工业务包括: 110 万吨甲醇; 450 万吨焦炭、110 万吨 PVC, 88 万吨烧碱, 125 万吨电石, 127 万吨油品; 491 万吨兰炭; 32 万吨煤焦油等。

新型煤化工包括: 70 万吨烯烃, 14 年 3、4 月投产。以及 100 万吨煤制油, 2014 年开工, 16 年后投产。此外, 集团正在考虑在蒲城设计 20 亿立方米的煤制天然气项目。

不排除在未来盈利较好的情况下, 集团向上市公司注入电力及新型煤化工业务资产。

陕煤化集团仅保留 6 个在产煤矿

除上市公司外, 陕煤化集团仅保留 6 个在产矿。2012 年和 2013 年 1-6 月, 陕煤化集团控股的 6 个在产煤矿的原煤产量分别为 253 万吨和 163 万吨, 相当于本公司同期原煤产量的 2.37% 和 2.85%。这 6 个在产煤矿产量和储量均较小, 资源将近枯竭, 且无可供扩展的资源, 未来不再进行补充勘探。6 个煤矿由上市公司及下属企业统一代理销售其煤炭产品, 避免同业竞争。

图表 65. 陕煤化集团在上市公司外的 6 个在产煤矿

煤矿	可采	设计	实际	2012 年度财务指标 (万元)			2013 年 1-6 月财务指标 (万元)			尚可开采年限
	储量 (万吨)	产能 (万吨)	产能 (万吨)	总资产	总收入	净利润	总资产	总收入	净利润	
权家河煤矿	25.9	15	15	1,650	7,694	(153)	517	3,398	0	不足 1 年
大哈拉煤矿	-	30	23	15,679	4,714	512	14,517	-	(546)	-
苍村煤矿	93.1	60	60	21,988	6,874	(966)	18,988	5,107	(2,646)	不足 1 年
瑞能煤矿	78.3	30	30	20,519	11,476	2,728	38,622	12,640	2,809	不足 1 年
双龙煤矿	90.5	60	60	19,163	11,155	763	46,444	13,365	1,233	不足 1 年
西固煤矿	180	30	30	16,353	16,921	260	17,601	12,214	1,344	不足 3 年

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

附录三、募集资金项目介绍

公司拟发行 10 亿股 A 股，发行后总股本 100 亿股；计划募集资金 98.33 亿元，募集资金主要用于煤矿及配套设施建设、资源储备及补充公司营运资金。本次募集资金投资项目围绕公司现有核心业务，着重提高煤炭生产能力和运行效率，将进一步提升公司的综合实力和市場影响力。

胡家河矿井及选煤厂项目的建设将提高公司煤炭生产能力；神渭输煤管道工程项目建设将填补公司煤炭运销平台的空白；神府南区生产服务中心、彬长矿区生产服务中心项目建设将提高公司煤炭生产运行效率，为煤炭生产提供有效的后勤支持和安全保障。

图表 66. 募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	募集资金 使用量 (亿元)
(一)	煤矿及配套设施建设		
	胡家河煤矿项目	54.30	34.57
1	其中：建设胡家河煤矿矿井及选煤厂	31.64	11.91
	收购胡家河煤矿矿业权	22.66	22.66
2	神渭输煤管道工程项目	68.58	21.00
3	神府南区生产服务中心项目	28.16	13.84
4	彬长矿区生产服务中心项目	11.09	7.79
	小 计	162.13	77.20
(二)	资源储备		
5	收购董东煤业公司股权	1.13	1.13
	小 计	1.13	1.13
(三)	补充公司营运资金	20.00	20.00
	小 计	20.00	20.00
	合 计	183.26	98.33

资料来源：公司数据

胡家河煤矿项目

胡家河矿井及选煤厂为国家规划的“十一五”新开工项目，位于陕西彬长矿区。按照《陕西省彬长矿区总体规划（修改）》的安排，胡家河矿井是陕西大唐彬长电厂的配套煤矿。

胡家河煤矿可采储量 4.49 亿吨，设计产能 500 万吨/年。公司购买胡家河煤矿采矿权，支付 22.66 亿元，相当于可采储量收购价为 6.31 元/吨，价格不高。

项目于 2008 年开工，计划于 2014 年全面建成投产。胡家河选煤厂一期 500 万吨/年，二期为 1,100 万吨/年。胡家河煤矿的建成将贡献公司的成长性。特别是 14 年彬长矿区铁路运力改善后，盈利有望明显提升。

神渭输煤管道工程项目

陕西省拟“十二五”期间在渭北建设大型精细化工产业园，整个园区需要原料煤约 1,600 万吨/年，建设项目所需原料煤拟采用神府矿区优质的气化用煤。神渭输煤管道建成投产后每年可输送精煤 1,000 万吨。可以部分解决 15 年后陕北矿区产能释放较大的问题，是铁路运力较好的补充。

输煤管道首端设在陕西神木县红柳林煤矿。管输煤源主要取自神南矿区红柳林矿井。管道沿线经过榆林、延安、渭南等 19 个县市，管线全长 748km，为世界上最长的输煤管道，预计运输费用为铁路运输的 40% 左右。

本项目 2012 年开工，2015 年全面建成投产。

神府南区和彬长矿区生产服务中心项目

神府矿区与周边地方煤矿总产能可达 6,750 万吨。项目位于神木县新村规划区北端，是为神府矿区生产矿井提供矿山救护、工程质量监督检查、地质测量、设备维修和租赁、物资供应和配送、煤矿设备安装、井下巷道掘进等多专业、多功能煤矿生产服务的综合性矿区生产服务项目。神府南区生产服务中心建成运营后，将满足年产原煤 5,000 万吨矿区生产和建设发展需要。

项目于 2008 年开工，已于 2013 年建成投产。

彬长矿区是全国 13 个特大型煤炭基地之一。彬长矿区生产服务中心建成运营后，将满足年产原煤 4,100 万吨矿区生产和建设发展需要。预计该项目建成并投入运营后，工业产值达 6 亿元，销售收入 8 亿元，利润 1.5 亿元。

两个服务中心建成后，将为公司的煤炭生产提供更为有效的后勤支持和安全保障，大大提高公司的煤炭生产效率。

项目工程于 2008 年开工，将于 2014 年全面建成投产。

陕西煤炭交易中心升级改造项目

陕西省目前的煤炭流通环节存在物流瓶颈，大量的小型贸易商导致中间环节过多，交易成本较高。公司拟通过升级改造陕西省煤炭交易中心，优化整合陕西省乃至西北地区的煤炭流通体系，增强区域市场的话语权、推进公司对上下游的整合。

交易中心的收入来源：主要向客户收取电子交易手续费、交割手续费、金融服务费、电子商务平台服务费、行业咨询服务费等。

本项目工程于 2010 年 12 月开工，预计到 2014 年 5 月全部建成试运营，2015 年全部达产运营。

董东煤业公司

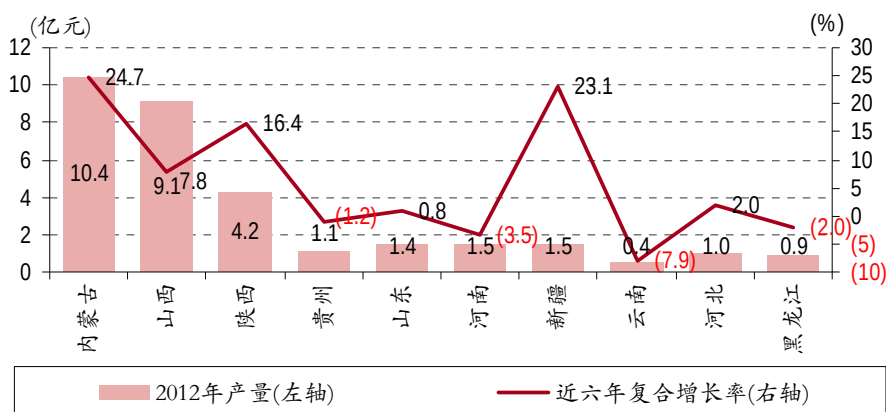
董东井田位于渭北煤田，可采储量为 2,984.22 万吨，设计产能 45 万吨/年，低瓦斯矿，煤种为瘦煤。目前处于试生产阶段，计划 15 年正式投产。公司拟以 1.13 亿元收购其 45% 的权益，吨产能收购价格为 558 元/吨，与行业平均基本一致。

附录四、陕西煤炭行业介绍

全国第3大产煤大省，近年产量增长较快

陕西省是我国的煤炭大省，煤炭保有储量 1,654.23 亿吨，占全国储量的 14%，居全国第 3 位，并且陕北地区的煤炭资源赋存条件好、煤质优良。国家发改委《煤炭产业政策》规划中重点发展的全国十三个大型煤炭基地中神东、陕北、黄陇（华亭）三个基地的主体部分位于陕西，具有重要的国家能源战略地位。

图表 67. 陕西省原煤年产量位居全国第三，近年增长较快



资料来源：万得资讯

近年来陕西省煤炭产量增长迅速，近六年产量复合增长率为 16.4%，略低于内蒙古的 24.7% 与新疆的 23.1%，远高于全国平均水平 9.4%，且近 5 年一直保持双位数的增长速度。依据《陕西省“十二五”能源发展规划》，到 2015 年全省的煤炭产量将达到 6 亿吨，较 2012 年产量增长 30%。

省内煤炭市场集中度较高，12 年新增两家大型煤炭公司，但不能对公司构成威胁

相比其他四个产煤大省，陕西省煤炭产量来源相对均匀，国有重点矿和地方煤矿分别占比 62% 和 38%。到十二五末，国有大矿的比例还将得到提高，其产量将占到全省产量的 75%。截至 2011 年，全省已经将煤炭企业数量减少到 120 家，煤矿数量维持在 400 家左右，2012 年全省又关闭小煤矿 66 家。

目前陕西省前三大煤炭公司分别为陕西煤化集团、陕西能源集团以及陕西榆林能源集团，其中陕西榆林能源和陕西能源集团都是在 2012 年新成立的。目前煤炭产能只有近 1,900 万吨和 1,000 万吨，与陕煤化集团超亿吨级的水平相差较大。到十二五末，陕西省全省规划总产量为 6 亿吨，陕煤化集团预计 2 亿吨，占比 33%，新成立的陕西能源和榆林能源各 5,000 万吨，共占比 17%。从目前产能和未来规划来看，两家公司并不能对陕煤化造成威胁。

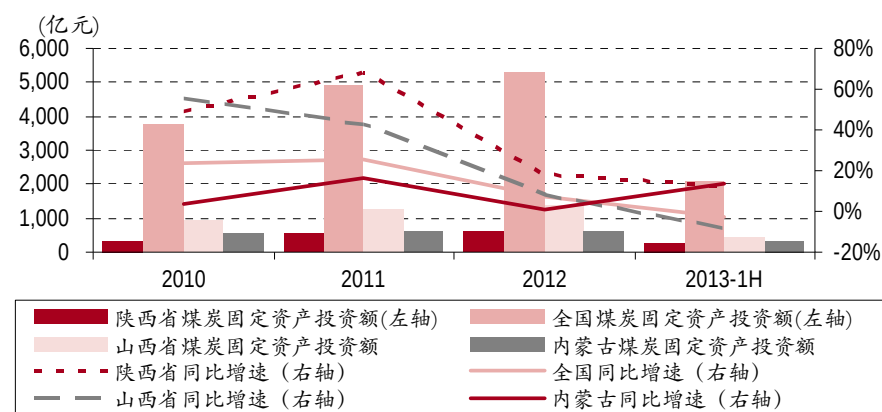
陕西榆林能源集团成立于2012年7月，整合了榆神煤炭公司、煤炭运销集团、煤炭出口集团、资源勘探公司、盐田开发公司、煤炭物资经销公司等6家市属能源类企业的煤炭资源勘查、煤炭开采、火力发电等资产。现有煤炭产能为1,895万吨，集团规划到“十二五”末达到年产能5,000万吨，未来打造成亿吨级煤炭企业。通过技术更新改造，现有产能未来可形成2,300万吨，剩余的增量将来自乌苏海则（1,500万吨）、郭家滩（1,200万吨）和吴堡横沟（300万吨）。该集团的煤矿资源集中在榆林地区，和陕煤的陕北矿区相邻。

陕西能源集团是由陕西投资集团和陕西省煤田地质集团合并组建的，投资的产业除了包括煤炭产业链上的电力、化工、煤矿勘探、矿井服务等，还包括房地产、酒店、金融服务。规划到“十二五”末达到煤炭产能5,000万吨，火电装机容量400万千瓦，收入500亿元以上；到2020年达到1亿吨煤炭产能，火电装机容量500万千瓦，收入1,000亿元以上，冲击世界500强。目前，陕西能源旗下控股两个煤炭开采企业，分别为汇森煤业和清水川煤业，两公司共计煤炭年产能1,000万吨左右；火电装机容量268万千瓦。

陕西煤炭固定资产投资快速增长，位于主要产煤省首位。

在前三大煤炭省份中，陕西省煤炭固定资产投资保持了较快的增长，2012年同比增长18%，同期山西和内蒙古仅分别增长8%和1%；即使在行业低迷的13年，13年的前六个月陕西省依然保持了13%的增长。

图表 68.近年陕西省煤炭固定资产投资增速快于山西和内蒙古，13年前六个月仍保持13%增长

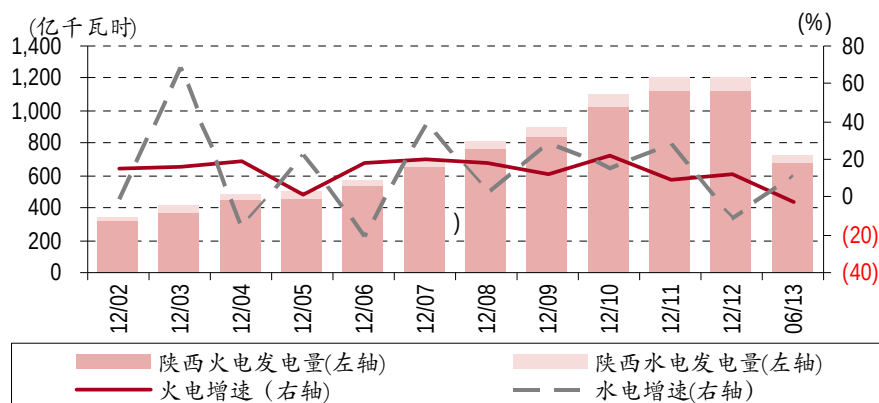


资料来源：煤炭资源网

火电占绝对主导，煤炭需求与产能共增长，2015 年火电装机规模较 2011 年增长 140%，较好支撑煤炭产能增长

火力发电在陕西省占据稳定的主导地位，近 10 年以来，陕西省火电发电量的占比基本保持在 90%以上（除 03 年和 12 年外）。且火力发电从 02 年至 12 年均保持正增长，近 5 年的复合增长率为 8%。

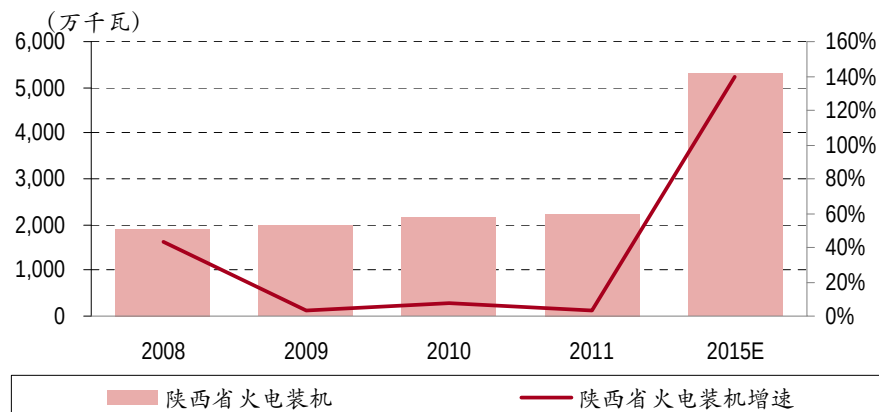
图表 69.火电发电量占比稳定在 90%以上



资料来源：煤炭资源网

“十一五”期间，全省火力发电装机规模达到 2,270 万千瓦，增长率为 142.7%。按照陕西省能源发展“十二五”规划，到 2015 年全省火力发电装机规模将达到 5,300 万千瓦，增长率将达到 133.5%，依然维持高速增长的水平。水电的增速明显慢于火电，2011 年全省水电装机容量为 232 万千瓦，到 2015 年预计达到 350 万千瓦，仅增长 51%。按照“十二五”规划，“非水可再生能源”发电装机将达到 350 万千瓦，仅占全省总装机容量的 6%。因此，火电仍是陕西未来最主要的能源发展方式。

图表 70.到 2015 年预计全省火电装机容量较 11 年增长 140%

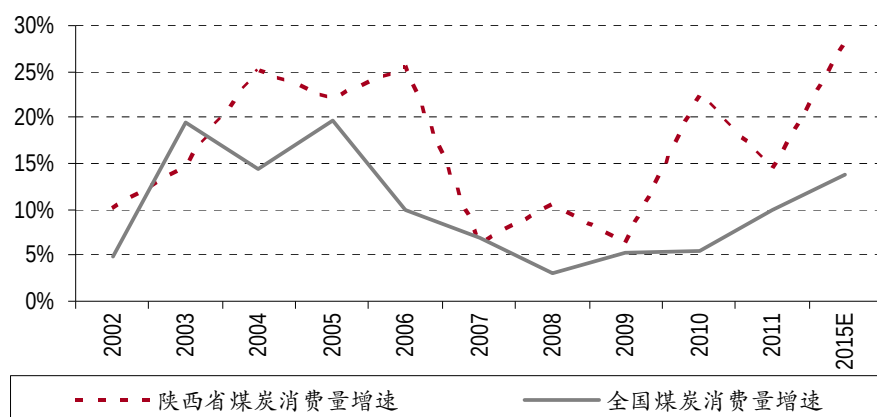


资料来源：煤炭资源网，《陕西省“十二五”能源发展规划》

省内煤炭消费量增长较快

自 2007 年以来，陕西省内煤炭消费量增长速度开始快于全国水平。根据计划目标，到 15 年陕西煤炭消费约可达到 1.7 亿吨（包括“西电东送”的消费量），较 11 年增长 28%，年复合增长率 6%，快于全国增速的 14%，或年复合增长率 4%。

图表 71. 全省煤炭消费量增速快于全国水平；预计 15 年较 11 年水平增长 28%



资料来源：煤炭资源网，《陕西省“十二五”能源发展规划》

煤炭调出量到十二五末增长 152%

陕西省是国家“十二五”规划中重点煤炭调出省之一。2010 年全省煤炭调出 1.9 亿吨，预计到 2015 年调出量将达到 4.8 亿吨，增长 152%。同时，调出量占全省煤炭供应的比例也在不断增加。2011 年煤炭调出量占全省煤炭产量的 53%，而根据陕西省“十二五”能源发展规划，到 2015 年煤炭调出量将占到全省产量的 80%。

重点打造新型煤化工项目，短期对煤炭需求拉动有限

陕西省在“十二五”能源规划中指出要重点发展新型煤化工工程，投资 1,400 多亿元，预计新增烯烃产品 280 万吨、芳烃 100 万吨，现代综合煤化工产能达到 3,000 万吨。规划中提出在全省打造十大工业园区，形成煤—甲醇—烯烃—合成材料及深加工产品、煤—甲醇—醋酸—精细化工产品、煤—焦化—焦油—成品油及系列产品、煤—液化制油 4 条产业链。由于项目多在十二五末或十三五投产，因此 2015 年前对煤炭需求的拉动左右有限，预计十三五会明显加快。

图表 72. 陕西部分新型煤化工项目

项目	企业	地点	投资额 (亿元)	产能
煤制烯烃				
陕煤化蒲城煤制烯烃	陕煤化集团	陕西省蒲城 (渭南)	200	70 万吨烯烃
神华榆林煤制烯烃	神华集团	陕西省榆林	500	122 万吨烯烃产品
中煤榆林煤制烯烃	中煤集团	陕西省榆林	250	60 万吨烯烃
小计				
煤制油				
陕煤化榆林煤制油	陕煤化集团	陕西榆林	172	100 万吨油
兖矿榆林煤制油	兖矿	陕西榆林	160	100 万吨油
小计				

来源: 中银国际研究

“十二五”期间陕西铁路运力显著提升

根据陕西十二五规划, 陕西将新建铁路 2,500 公里, 预计 2015 年比 2010 年的 4,300 公里增加 58%。主要的增量来自于新建的西平线、黄韩侯线以及宁西复线和西康复线。目前陕西省铁路煤炭运力为 5.37 亿吨/年, 预计到“十二五”末将达到 8.37 亿吨/年, 增长 56%。

图表 73. 陕西省主要铁路线

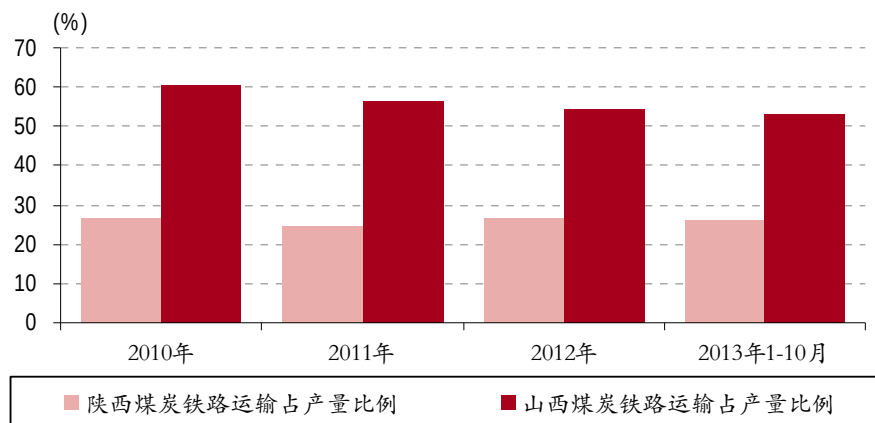
线路	目前运力 (亿吨/年)	十二五规划运力 (亿吨/年)	起终点	覆盖省内矿区
穿越陕西铁路				
陇海线	0.5	1	连云港-兰州	渭北、彬长矿区
太中银线	0.4	0.6	太原-银川	榆横、神府矿区
包西线及复线	1	1.4	包头-西安	榆横、神府矿区
神朔线	2	2.2	神木-朔州	神府矿区
西平线		0.3	西安-平凉	渭北、彬长矿区
襄渝线	0.57	0.57	襄阳-重庆	渭北、彬长矿区
陕西出省铁路				
宁西线	0.2	0.6	西安-南京	渭北、彬长矿区
西康线	0.2	0.9	西安-安康	渭北、彬长矿区
侯西线	0.5	0.5	西安-侯马	渭北矿区
黄韩侯线		0.3	黄陵-侯月线	黄陵、渭北矿区
总计	5.37	8.37		
“十二五” 增速		56%		

资料来源: 陕西十二五规划, 中银国际研究

但“十二五”陕西省铁路运输瓶颈依然存在

陕西省近年来铁路的建设速度在不断加快, 从 2011 年至 2012 年, 全省国有重点铁路煤炭运量年均增长 25%, 快于全国平均的 7%。但是铁路在煤炭运输中所占的比重还是较低, 2013 年前 10 个月陕西铁路运量占全省产煤量的 26%, 而同期山西的铁路运量占比已经达到 53%。

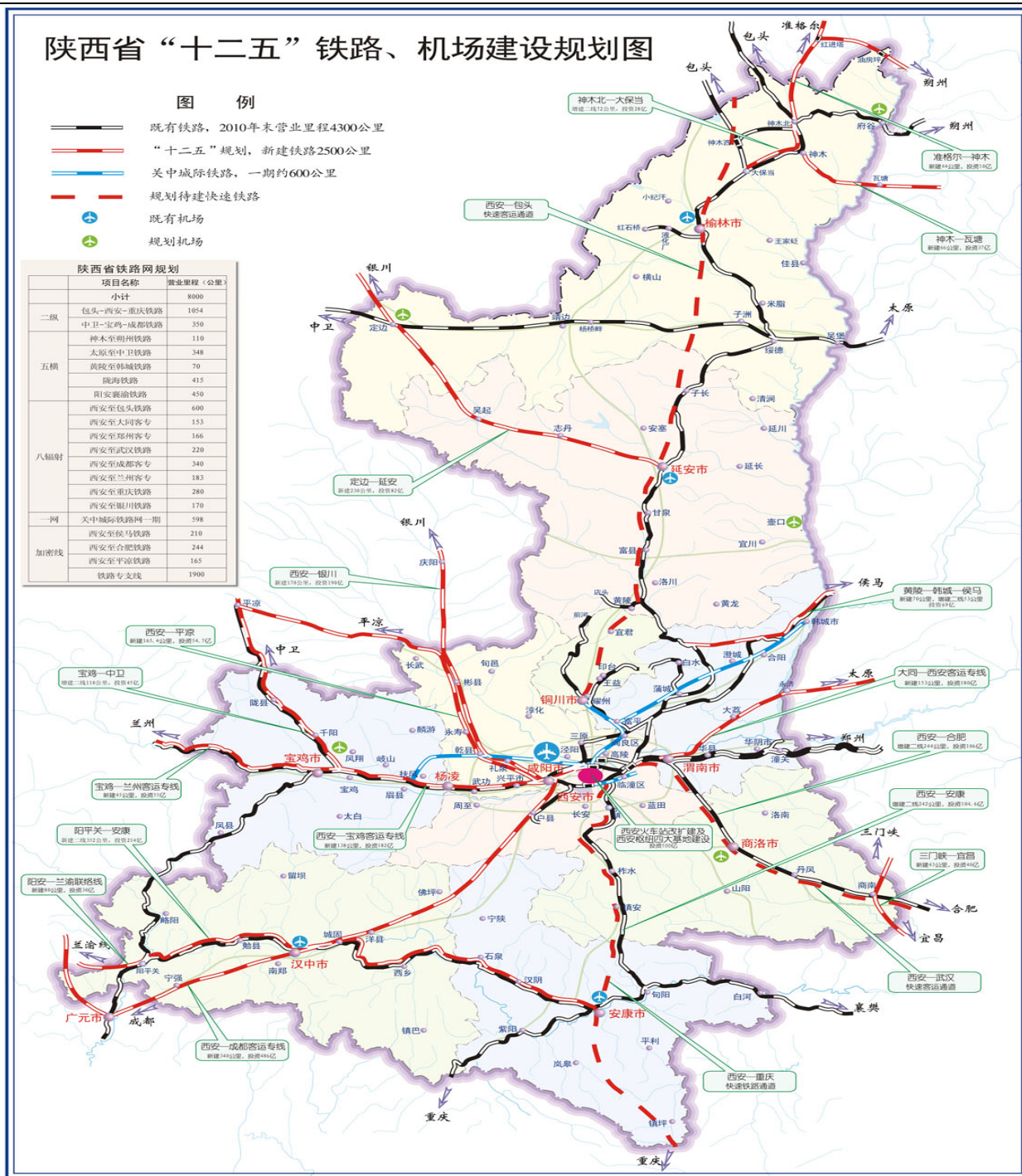
图表 74.陕西省煤炭铁路运输占产量比例明显低于山西省



资料来源：万得资讯

虽然全省铁路煤炭运输能力将得到较大的改善，但由于陕西省产量的增速要快于运力增速，此外铁路投资放缓，项目建成时间延后等原因，我们认为一段时期内全省的煤炭业务增长还是会受制于铁路。从11年开始，国家对基础建设的投资逐渐放缓，最直接受到影响的铁路建设。由于资金不到位，很多建设中的工程通车时间延期，陕西省原定12年通车的西平线和西康复线推迟到了13年底通车。预计短期内铁路运力的增速还是要落后于产量的增速，到2015年陕西省铁路预计新增运力3亿吨，考虑到其他省份对运力的占用，估计全省新增运力约1亿吨，而届时全省煤炭产量将增长1.4亿吨。

图表 75.陕西省铁路和机场十二五规划图



资料来源：《陕西省人民政府关于印发国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要的通知》

附录五、我国煤炭行业介绍

一、煤炭供需

我国一次能源供应主要来自煤炭、原油、水电和天然气，其中，煤炭占据主导地位。2012年，我国一次能源消费总量达到27.35亿吨油当量，其中，煤炭的比重达到68.49%。我国煤炭资源主要分布在华北和西北地区，山西、内蒙古、陕西及新疆等十个省（自治区）的煤炭探明储量约占全国的86.05%。与煤炭资源分布相对应，我国的煤炭生产也集中于这些地区。中国煤炭资源网数据显示，未来2-3年内山西、内蒙古和陕西将是全国煤炭产量增长的主要来源。

中国是世界上最大的煤炭生产国，2012年国内原煤产量为36.50亿吨，即18.25亿吨油当量，占全球煤炭总产量的46.41%。中国也是世界上最大的煤炭消费国，2012年国内煤炭消费量为18.73亿吨油当量，占国内一次能源消费总量的68.49%，占全球煤炭消费总量的50.22%。据国家能源局预测，到2020年，煤炭在我国一次能源消费结构中，仍将占到60%左右。在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源结构不会发生变化。

图表 76.我国煤炭的供需情况(百万吨)

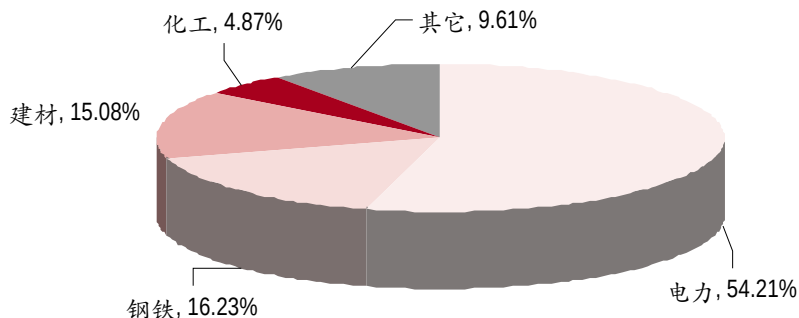
年份	产量	消费量	出口量	进口量
2010年	3,240	3,115	19.0	164.8
2011年	3,520	3,417	14.6	182.4
2012年	3,660	3,620	9.3	289.0

资料来源：《2013年BP世界能源统计》、国家统计局及中国海关

二、煤炭产业链

我国煤炭消费主要集中在电力、钢铁、水泥和化肥等四个行业，电力行业是煤炭消费的主力，2011年其煤炭消费量约占全国总消费量的54.21%。2011年其他主要煤炭消耗行业的煤炭消费量占我国煤炭消费总量的比例分别为钢铁16.23%、建材15.08%、化工4.87%，参见下图。

图表 77.2011年主要煤炭消费行业



资料来源：中国煤炭资源网

随着我国未来工业化进程的继续推进，煤炭消费将继续保持较快的增长。可以预见，国内煤炭市场在今后很长时间内仍存在着较大的需求空间。

三、煤炭市场特点、竞争格局及行业政策

中国煤炭行业的特点是市场集中度较低，小型煤炭生产企业众多，而具有一定规模的煤炭生产企业数量比较少。根据中国煤炭工业协会统计数据，2012年，全国煤炭总产量为 36.5 亿吨，而我国前十大煤炭生产企业的煤炭产量总和仅占全国煤炭总产量的约 40.19%。由于我国煤炭储量较为分散，我国的西北主要煤炭产区受到运输等条件尤其是铁路运输的限制，因此煤炭行业主要显现了区域性的竞争特点。

目前，我国煤炭行业市场化程度已较高，煤炭价格的形成机制逐步实现了由计划向市场过渡的过程。1993 年以前，原煤炭工业部和国家物价局对煤炭价格实行政府定价。从 1993 年起，政府逐步放开了煤炭市场价格，实行价格双轨制。2006 年 12 月，国家发改委宣布取消对动力煤价格的临时干预活动，彻底放开了包括主要用户合约价格在内的动力煤价格的控制。

近年来，国家加大了煤炭行业整合力度，推进实施了大型煤炭基地建设战略。2007 年，国家发改委推出了《煤炭产业政策》，其中规划了陕西省、山西省和其它地区的十三个大型煤炭生产基地，计划在三到五年内创建若干个最低产能达 1 亿吨的大型煤炭企业。根据 2012 年国家能源局发布的《煤炭工业发展“十二五”规划》：“到 2015 年，煤炭调整布局和规范开发秩序取得明显成效，生产进一步向大基地、大集团集中。形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级大型煤炭企业，煤炭产量占全国的 60%以上。”

国家将继续对煤炭生产基地进行资源整合以实现煤炭集中生产并推动煤炭行业的结构调整，发展大型生产基地和培育大型企业集团。通过这些改革和整合，煤炭行业将实现资源的优化分配，逐步形成较为集中的市场态势。

根据中国煤炭工业协会的统计资料，2012 年，我国最大的十家煤炭生产企业的产量合计约 14.67 亿吨，约占当年全国原煤总产量的 40.19%，参见下表。

图表 78.2012 年我国前十大煤炭生产企业生产情况及市场份额(百万吨)

名称	原煤产量	市场份额
神华集团有限责任公司	461.46	12.64%
中国中煤能源集团有限公司	175.52	4.81%
大同煤矿集团有限责任公司	132.67	3.63%
山东能源集团有限公司	122.92	3.37%
冀中能源集团有限责任公司	115.64	3.17%
陕西煤业化工集团有限责任公司	113.68	3.11%
山西焦煤集团有限责任公司	105.40	2.89%
开滦（集团）有限责任公司	83.54	2.29%
山西潞安矿业（集团）有限责任公司	80.08	2.19%
兖矿集团有限公司	76.17	2.09%

资料来源：上表中陕西煤业化工集团有限责任公司的数据由公司提供，其他数据来自中国煤炭工业协会的统计资料

根据 2012 年发布的《煤炭工业发展“十二五”规划》，按照上大压小、产能置换的原则，合理控制煤炭新增规模，“十二五”新开工规模 7.4 亿吨/年，其中内蒙古、陕西、山西、甘肃、宁夏、新疆为重点建设省（区），新开工规模 6.5 亿吨/年，占全国的 87%；预测 2015 年西部煤炭产量 20.9 亿吨，占全国的 53%；预测 2015 年，煤炭调出省区净调出量 16.6 亿吨，其中晋陕蒙宁甘地区 15.8 亿吨，主要调往华东、京津冀、中南和东北地区；大力推进煤矿企业兼并重组，淘汰落后产能，发展大型企业集团，提高产业集中度，提升安全保障能力，有序开发利用煤炭资源，有效保护矿区生态环境，通过兼并重组，全国煤矿企业数量控制在 4000 家以内，平均规模提高到 100 万吨/年以上；以大型煤炭企业为开发主体，加快陕北、黄陇、神东、蒙东、宁东、新疆煤炭基地建设，稳步推进晋北、晋中、晋东、云贵煤炭基地建设。

为促进煤炭行业平稳运行和持续健康发展，2013 年 11 月国务院办公厅下发的《关于促进煤炭行业平稳运行的意见》，提出：遏制煤炭产量无序增长，包括严格新建煤矿准入标准，停止核准新建低于 30 万吨/年的煤矿、低于 90 万吨/年的煤与瓦斯突出矿井，新建煤矿必须严格履行基本建设程序，从完善安全生产管理入手淘汰和关闭不符合条件煤矿，鼓励煤炭集约化生产；减轻煤炭企业税费负担，2013 年年底前对重点产煤省份煤炭行业收费情况进行集中清理整顿，坚决取缔各种乱收费、乱集资、乱摊派，切实减轻煤炭企业负担；加强煤炭进出口环节管理，禁止高灰分、高硫分劣质煤炭的生产、使用和进口；提高煤炭企业生产经营水平；营造煤炭企业良好发展环境等。

我们认为，减少小矿及资源匮乏地区的煤炭开采、抑制高瓦斯的小矿，限制高污染劣质煤炭的生产、使用，已经成为煤炭行业的政策引导方向。未来煤炭的开发生产会转向资源赋存丰富，环境承载能力相对强，环保高质安全的地区。

免责声明

依据中国证券监督管理委员会发布的《证券发行与承销管理办法》，作为陕西煤业股份有限公司（“发行人”）首次公开发行人民币普通股项目（“本次发行”）的主承销商，中银国际证券有限责任公司提供此投资价值研究报告。

此报告仅用于本次发行之初步询价之目的，仅由中银国际证券有限责任公司于询价时向网下投资者提供。

中银国际证券有限责任公司及其关联公司（以下合称“中银国际”）、发行人及网下投资者不得以任何形式公开披露此报告的内容，亦不得更改或以任何方式直接或间接发送、复制、传递、披露此报告的全部或部分材料、内容或其复印本予网下投资者以外的机构或个人。作为网下投资者的合格境外机构投资者（QFII），还需注意所在管辖区域内有关收取和使用此报告的法规限制。

此报告是由独立于发行人、其他发行相关机构及中银国际内部从事股票发行与承销业务的中银国际分析师独立、客观地编写的。中银国际已尽合理注意以保证此报告所述的事实准确，所载的资料及观点均具有可靠的来源或出处，且此报告中的预测性内容、预期、观点、判断和评估基于公平合理的假设作出，但中银国际无法独立验证该等事实或假设，不应对该等事实或假设的准确性负责。

在此特别提示，由于报告中所载的预测性内容以多种假设为依据，并受多项已知或未知的风险所影响，此报告所述发行人或其证券的实际表现或业绩可能会与此报告所明示或暗示的有关预测产生重大差别。网下投资者应当特别关注此报告中有关风险因素的描述。

此报告只供网下投资者参考之用，并不构成且不应被视为任何认购或取得本次发行证券的邀请，更不构成任何性质及内容的认购或取得本次发行证券的要约。网下投资者在作出任何有关认购或取得本次发行证券的决定时，应当完全基于发行人已发出或将发出的最终招股意向书（招股说明书）或相关的发行公告中所包括的信息，或听取网下投资者自行聘用的独立投资顾问的意见，而不应基于此研究报告的内容。中银国际及其相应的董事、管理人员、雇员均不以任何方式对网下投资者因使用此报告而遭受的任何损失负责。

中银国际在法律、法规许可下可能会参与涉及此报告所述发行人或证券的融资交易，或向此报告所述发行人提供服务或招揽生意，或持有或买卖或投资此报告所述证券，或与此报告所述发行人或证券有利益关系或其他关连。如有需要，可根据法律、法规规定向中银国际索取有关上述利益关系的资料。

中银国际 2014 版权所有，保留一切权利。