

推荐 (维持)

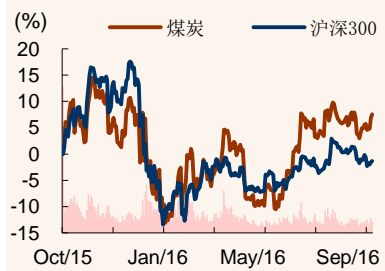
煤价上涨带动煤企业绩大幅改善

2016年10月10日

供给侧改革系列报告之二十五

上证指数	3005
行业规模	占比%
股票家数 (只)	41 1.4
总市值 (亿元)	8402 1.7
流通市值 (亿元)	7013 1.9

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	0.9	12.0	12.1
相对表现	3.1	10.9	10.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《煤炭行业 2016 年 10 月报—政策相机抉择, 煤价维持 N 字型判断》2016-09-30
- 2、《供给侧改革系列报告之二十四—产业政策也可相机抉择》2016-09-28
- 3、《煤炭行业供给侧改革系列报告之二十三—煤价目标实现, 估值目标仍需努力》2016-09-24

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁-研究助理

021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

刘晓飞-研究助理

021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

本报告对主要煤炭上市公司的盈利弹性进行了测算, 主流标的对应 2017 年业绩 PE 均在 20 倍以内, 目前股票并未充分反映煤价上涨, 只反映港口煤价 430-460。近期政府反向调控煤价, 调控后市场将逐步形成煤价长期看涨预期, 短期调整后仍将是介入好机会! 推荐两类股票, 高弹性冶金煤股票: 冀中、潞安、阳泉和西煤; 转型概念股: 山煤、神火、永泰和安源; 近期重点推荐*ST 山煤。

- **当前秦港 Q5500 煤价 572 元/吨, 主流煤企年化盈利大幅改善。**我们对主要上市煤企不同煤价下的盈利能力进行了测算, 在当前 572 元/吨的北方港口煤价下, 西山煤电年化的 EPS 将达到 0.76、潞安 0.81、阳泉 0.44、冀中 0.66、陕煤、0.59、兖煤 1.24、神华 1.74, 对应当前股价 PE 均在 15 倍以内。
- **当前煤价过度上涨已经引发了中央层面强力逆向调控:**在之前 74 座先进产能参与三级响应的基础上, 发改委近日召开会议新增 789 座一级安全质量标准矿井参与产量调节, 允许其在年底前恢复到 330 天生产, 同时允许部分产煤地区从 2015 年度二级安全质量标准化煤矿中再择优确定少数煤矿, 纳入产能调节的企业范围。根据国家煤矿安监局公布的 2015 年一级安全质量矿井名单, 这次纳入产量调节的产能合计约 18.3 亿吨, 此前 74 座先进产能矿井也基本在此名单之中。煤价回调的趋势基本形成, 当前煤价 572 元/吨, 预计今年秦港 Q5500 均价 440 元/吨, 明年 530 元/吨。据此测算 2017 年西煤 EPS 为 0.63、潞安、0.63、阳泉 0.37、冀中 0.38、陕煤 0.5、兖煤 0.86、神华 1.69。
- **投资策略: 维持煤价 N 字型和 2 倍 P/B 判断。**前期煤价加速上涨, 不利于行业转型和去产能, 政府欲反向调控, 短期可能对煤价和股票有负面影响, 但市场将逐步形成长期看涨煤价的预期, 类似于年初以来的黄金, 即未来煤价不断小涨, 而股票大涨。短期调整后仍将是介入好机会! 煤炭股票 P/B 估值可以看到 2 倍以上, 较目前的 1.3 倍尚有 50% 以上的上涨空间。短期调整后, 重点关注两类股票: 高弹性的冶金煤股票: 冀中能源、潞安环能、阳泉煤业和西山煤电; 转型概念股: 山煤国际、神火股份、安源煤业和永泰能源。近期重点推荐: 山煤国际。
- **风险提示:**供给侧改革进展和去产能力度低于预期。

重点公司主要财务指标

	股价	15EPS	16EPS	17EPS	16PE	17PE	PB	评级
潞安环能	8.0	0.03	0.17	0.63	42	13	1.3	强烈推荐-A
阳泉煤业	6.9	0.03	0.17	0.37	71	19	1.2	强烈推荐-A
冀中能源	6.2	0.10	0.14	0.38	62	16	1.2	强烈推荐-A
西山煤电	9.6	0.04	0.23	0.63	55	15	1.8	强烈推荐-A
*ST 神火	4.8	-0.88	0.59	0.51	8	9	1.5	强烈推荐-A
永泰能源	4.0	0.06	0.06	0.08	67	50	2.1	强烈推荐-A
*ST 山煤	3.7	-1.20	0.01	0.05	372	74	2.2	强烈推荐-A
安源煤业	5.1	0.03	0.04	0.08	156	64	1.6	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、盈利弹性测算总览.....	5
二、西山煤电盈利弹性测算	6
1、预计销量 2193 万吨，权益占比 86%.....	6
2、煤炭板块历史业绩测算	6
3、煤炭板块业绩弹性测算	7
三、潞安环能盈利弹性测算	8
1、预计销量 2920 万吨，权益占比 72%.....	8
2、煤炭板块历史业绩测算	9
3、煤炭板块业绩弹性测算	9
四、阳泉煤业盈利弹性测算	10
1、预计销量 3355 万吨，权益占比 90%.....	10
2、煤炭板块历史业绩测算	10
3、煤炭板块业绩弹性测算	11
五、冀中能源盈利弹性测算	12
1、预计销量 2775 万吨，权益占比 91%.....	12
2、煤炭板块历史业绩测算	12
3、煤炭板块业绩弹性测算	13
六、陕西煤业盈利弹性测算	14
1、预计销量 7824 万吨，权益占比 61%.....	14
2、煤炭板块历史业绩测算	14
3、煤炭板块业绩弹性测算	15
七、兖州煤业盈利弹性测算	16
1、预计销量 6711 万吨，权益占比 91%.....	16
2、煤炭板块历史业绩测算	17
3、煤炭板块业绩弹性测算	17
八、中国神华盈利弹性测算	19
1、预计自产煤销量 28244 万吨，权益占比 85%.....	19
2、煤炭板块历史业绩测算	20
3、煤炭板块业绩弹性测算	20

4、电力板块业绩测算	21
5、铁路板块业绩测算	22
6、港口板块业绩测算	22
7、航运板块业绩测算	23
8、煤化工板块业绩测算	23
9、神华业绩测算汇总	24
九、维持煤价 N 字型判断和 2 倍 P/B 判断	25
1、维持 4 月份预判的煤价 N 字型走势	25
2、维持估值长期恢复到 2 倍 P/B 判断	25
十、维持行业推荐评级，短调后关注两类股票	27

图表目录

图 1：煤价 N 型走势	25
图 2：三冶金煤公司冀中潞安阳泉估值基本相当	26
图 3：冀中潞安阳泉 P/B 平均 1.2 倍	26
图 4：煤炭行业历史 PEBand	28
图 5：煤炭行业历史 PBBand	28

表 1：盈利弹性测算汇总	5
表 2：西山煤电煤矿明细	6
表 3：西山煤电煤炭板块测算	7
表 4：西山煤电煤炭业绩弹性测算	7
表 5：潞安环能煤矿明细	8
表 6：潞安环能煤炭板块测算	9
表 7：潞安环能业绩弹性测算	9
表 8：阳泉煤业矿井明细	10
表 9：阳泉煤业煤炭板块测算	10
表 10：阳泉煤业业绩弹性测算	11
表 11：冀中能源煤矿明细	12
表 12：冀中能源煤炭板块测算	13
表 13：冀中能源业绩弹性测算	13
表 14：陕西煤业矿井明细	14

表 15: 陕西煤业煤炭板块业绩测算	15
表 16: 陕西煤业业绩弹性测算	15
表 17: 兖州煤业矿井明细	16
表 18: 兖州煤业商品煤产销量测算	16
表 19: 兖州煤业煤炭板块测算	17
表 20: 兖州煤业业绩弹性测算	17
表 21: 神华矿井明细	19
表 22: 中国神华煤炭板块测算	20
表 23: 神华煤炭板块业绩弹性测算	20
表 24: 神华电厂装机明细	21
表 25: 电力板块业绩测算	21
表 26: 神华铁路板块业绩测算	22
表 27: 神华港口业绩测算	22
表 28: 神华航运板块业绩测算	23
表 29: 神华煤化工板块业绩测算	23
表 30: 神华归母净利测算	24
表 31: 煤炭成本重置后增加每股净资产 118%	26
表 32: 煤炭行业估值比较	28

一、盈利弹性测算总览

我们对主要上市煤企不同煤价下的盈利能力进行了测算，在当前 570 元/吨的北方港口煤价下，西山煤电年化的 EPS 将达到 0.76、潞安 0.81、阳泉 0.44、冀中 0.66、陕煤、0.59、兖煤 1.24、神华 1.74，对应当前股价 PE 均在 15 倍以内。

但当前煤价过度上涨已经引发了中央层面逆向调控，在之前 74 座先进产能参与三级响应的基础上，发改委近日召开会议新增 789 座一级安全质量标准矿井参与产量调节，允许其在 2016 年 12 月 31 日前恢复到 330 天生产，同时允许部分产煤地区从 2015 年度二级安全质量标准化煤矿中再择优确定少数煤矿，纳入产能调节的企业范围。根据国家煤矿安监局公布的 2015 年一级安全质量矿井名单，这次纳入产量调节的矿井产能合计约 18.3 亿吨，此前 74 座先进产能矿井也基本在此名单之中。

煤价回调的趋势基本形成，当前煤价 572 元/吨，预计今年秦港 Q5500 均价 440 元/吨，明年 530 元/吨。据此测算 2017 年西煤 EPS 为 0.63、潞安、0.63、阳泉 0.37、冀中 0.38、陕煤 0.5、兖煤 0.86、神华 1.69。

核心假设：

1. 预测针对 2017 年，其余板块业绩使用 2017 年预测数。
2. 完全成本随煤价回升而出现反弹，当前过度压缩的成本不可持续；
3. 2017 年 276 天生产制度继续得到落实，以此推算产销量。
4. 今年秦皇岛 Q5500 均价预计为 440 元/吨，明年预计为 530 元/吨。

表 1：盈利弹性测算汇总

	元/吨		秦皇岛煤价-Q5500					2016E	2017E	股价	17 年 PE	
	400	430	450	480	500	550	570	600				
西山煤电	0.13	0.19	0.23	0.40	0.43	0.58	0.76	0.95	0.23	0.63	9.6	15
潞安环能	0.20	0.28	0.33	0.41	0.51	0.74	0.81	0.90	0.17	0.63	8.0	13
阳泉煤业	0.10	0.14	0.13	0.17	0.17	0.43	0.44	0.41	0.17	0.37	6.9	19
冀中能源	0.10	0.11	0.17	0.24	0.30	0.49	0.66	0.86	0.14	0.38	6.2	17
陕西煤业	0.25	0.30	0.32	0.39	0.43	0.54	0.59	0.65	0.26	0.50	5.7	11
兖州煤业	0.35	0.34	0.37	0.63	0.66	1.05	1.24	1.59	0.40	0.86	12.5	14
中国神华	0.81	1.07	1.09	1.28	1.43	1.70	1.74	1.77	1.07	1.69	15.2	9

资料来源：招商证券

二、西山煤电盈利弹性测算

1、预计销量 2193 万吨，权益占比 86%

西山煤电目前主力矿井有五个，西曲矿产主焦煤、镇城底矿和马兰矿产肥煤、西铭矿产瘦煤，兴县斜沟矿煤种为配焦煤之一的气煤，但主要做动力煤销售。整合矿仅有生辉煤业投产，产瘦煤；义城煤业基建已经基本完成，煤种为肥煤，其余五个整合矿短期内难以贡献产量。公司目前在产矿井 276 天产能为 2461 万吨，其中权益部分 2116 万吨，权益占比 86%。预计全年原煤产量 2437 万吨，商品煤销量 2193 万吨，由于没有新矿投产，预计 2017 年产销销量也与今年持平。

表 2：西山煤电煤矿明细

单位(万吨)	煤种	权益占比	核定产能	权益产能	产能-276	权益产能-276	状态
西曲矿	焦煤	100%	400	400	336	336	在产
镇城底矿	肥煤	100%	190	190	160	160	在产
马兰矿	肥煤	100%	390	390	328	328	在产
西铭矿	瘦煤	100%	360	360	302	302	在产
斜沟矿	气煤	75%	1500	1125	1260	945	在产
小计			2840	2465	2386	2071	
整合矿							
生辉煤业	瘦煤	55%	90	50	76	42	在产
义城煤业	肥煤	51%	60	31	50	26	待验收
登福康煤业	焦煤	90%	60	54	50	45	在建
圪堆煤业	焦煤	51%	60	31	50	26	缓建
鸿兴煤业	焦煤	100%	60	60	50	50	缓建
庆兴煤业	焦煤	51%	90	46	76	39	未注册
光道煤业	1/3 焦煤	51%	120	61	101	51	未注册
小计			540	332	454	279	
拟建矿							
唐城煤矿	主焦煤	60%	200	120	168	101	未开工
冀氏煤矿	贫瘦煤	60%	500	300	420	252	未开工
小计		60%	700	420	588	353	
合计-在产产能		86%	2930	2515	2461	2112	
合计-总产能		79%	4080	3217	3427	2702	

资料来源：wind、招商证券整理

2、煤炭板块历史业绩测算

西山煤电历史上最好业绩在 2008 年，归母净利 30 亿元；其次在 2011 年，归母净利 28 亿元，2011 年秦皇岛 5500 大卡山西优混均价高达 819 元/吨，随后煤价趋势性下滑，公司煤炭板块业绩也逐年下降，到今年上半年触底。上半年公司商品煤综合售价 342 元/吨，较 2011 年下降 467 元/吨；完全成本 333 元/吨，较 2011 年压缩 262 元/吨。在煤价不断下降的过程中，公司管理效率和成本控制被动提升，我们判断煤价反弹之后成本会有所增加，但不会再回到以前的高水平，预计未来两年公司吨煤完全成本控制在 380 元左右，较上半年增加 47 元/吨。一方面是由于 276 政策导致吨煤摊销成本增加 15 元左右，二是工人工资、资源税、矿井维护费等成本会随着煤价增加，预计增加幅度在 30 元/吨左右。

表 3: 西山煤电煤炭板块测算

	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	809	841	705	605	578	494	459	398	361	342
原煤产量	2943	1441	2794	1532	2947	1369	2796	1379	2788	1192
精煤产量	1300	713	1342	705	1379	636	1315	646	1290	565
销量	2132	1084	2544	1435	2837	1283	2686	1193	2528	1250
精煤洗出率	44%	49%	48%	46%	47%	46%	47%	47%	46%	47%
成本测算:										
原材料	65	63	60	58	54	54	34	34	25	24
燃料及动力	18	18	19	19	17	17	16	16	15	14
职工薪酬	110	110	114	114	90	90	72	60	45	48
折旧摊销	53	53	55	55	53	53	47	35	30	35
维简及安全费用	83	90	67	64	57	32	31	34	32	28
其他	68	73	73	27	64	42	63	26	15	42
生产成本小计	397	406	388	337	334	288	262	205	162	191
三费及附加	198	194	186	162	191	178	189	171	189	142
完全成本	595	600	574	499	525	466	451	376	352	333
吨煤毛利	412	435	317	268	244	206	197	193	198	151
毛利率	51%	52%	45%	44%	42%	42%	43%	49%	55%	44%
吨煤利润	214	241	132	106	53	28	8	22	8.9	9.9
所得税	54	60	33	27	13	7	2	5	2.2	2.5
吨煤净利	161	181	99	80	40	21	6.0	16.5	6.7	7.5
煤炭损益(亿)	34	20	25	11	11	2.7	1.6	2.0	1.7	0.9

资料来源: 招商证券

3、煤炭板块业绩弹性测算

西山煤电兼有焦煤和动力煤, 且焦煤占比长期稳定在 47%左右, 所以在预估西煤综合售价时不仅跟秦皇岛 Q5500 动力煤挂钩, 也与京唐港主焦煤挂钩。我们预计今年秦皇岛 Q5500 均价为 440, 明年为 530; 京唐港主焦煤今年均价 800, 明年 1000; 对应西煤今年综合售价 407 元/吨, 明年综合售价 503 元/吨。预计今年煤炭板块 EPS 为 0.23, 明年为 0.55, 目前股价 9.6 元, 对应明年 PE 为 17 倍。除了煤炭业务外, 公司还有下游火电和焦化业务, 但由于煤价上涨推动成本提升, 预计今年火电和焦化业务盈亏平衡, 对公司业绩影响较小。

表 4: 西山煤电煤炭业绩弹性测算

单位: 元/吨	西山煤电盈利弹性测算									2016E	2017E
秦皇岛 5500	400	430	450	480	500	530	550	570	600	440	530
京唐港主焦	750	780	800	900	920	950	1000	1100	1200	800	1000
测算综合售价	378	397	410	454	467	486	509	549	593	407	503
预计完全成本	350	355	360	365	370	380	380	380	380	355	380
吨煤净利	21	32	38	66	72	79	97	127	160	39	92
销量-万吨	2193	2193	2193	2193	2193	2193	2193	2193	2193	2193	2193
测算煤炭净利	4.6	7.0	8.3	14.6	15.9	17.4	21.2	27.9	35.0	8.6	20.2
权益占比	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
权益净利-亿	4.0	6.0	7.1	12.5	13.7	15.0	18.3	24.0	30.1	7.4	17.4
股本-亿	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
EPS	0.13	0.19	0.23	0.40	0.43	0.48	0.58	0.76	0.95	0.23	0.55
当前股价	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
对应 PE	76	50	42	24	22	20	17	13	10	41	17

资料来源: 招商证券。注: 精煤占比假设为 47%, 权益占比假设为 86%不变。

三、潞安环能盈利弹性测算

1、预计销量 2920 万吨，权益占比 72%

潞安环能目前有五个主力矿井，五阳和漳村矿产贫瘦煤，王庄、常村、余吾产贫煤；此外有七个整合矿投产，煤种主要为气肥煤；所产原煤一部分洗选出喷吹煤对外销售，一部分作为动力煤对外销售；2015 年喷吹煤占比为 41%，今年上半年占比 31%，主要是由于喷吹煤价格持续低迷，公司减少喷吹煤洗选量，当前价格大幅回升后预计公司将加大喷吹煤洗选量，预计喷吹煤比例能达到 40%。

当前公司拥有煤炭产能 3660 万吨，按 276 天重新核定后为 3074 万吨，其中权益部分 2204 万吨，权益占比 72%。当前煤价已经较年初大幅反弹，假定公司煤矿全部满产，预计今年原煤产量 3368 万吨，商品煤销量 3199 万吨；预计明年原煤产量 3074 万吨，商品煤销量 2920 万吨，原煤洗选损耗假定为 5%。在建矿井基本缓建，且投产政策尚未明确，不予考虑。

表 5：潞安环能煤矿明细

单位：万吨	煤种	权益占比	产能-330	产能-276	权益产能--330	权益产能-276	状态
五阳煤矿	贫瘦煤	63%	400	336	250	210	在产
漳村煤矿	贫瘦煤	63%	400	336	250	210	在产
王庄煤矿	贫煤	63%	710	596	444	373	在产
常村煤矿	贫煤	63%	800	672	500	420	在产
余吾煤业	贫煤	100%	750	630	750	630	在产
潞宁孟家窑煤业	气煤	80%	120	101	96	81	在产
蒲县新良友煤业	气肥煤	80%	60	50	48	40	在产
蒲县开拓煤业	气肥煤	60%	90	76	54	45	在产
蒲县后堡煤业	气肥煤	60%	60	50	36	30	在产
蒲县常兴煤业	气肥煤	83%	90	76	75	63	在产
蒲县隰东煤业	气肥煤	80%	60	50	48	40	在产
蒲县黑龙煤业	肥煤、主焦煤	60%	120	101	72	60	在产
潞宁静安煤业	气煤	51%	90	76	46	39	在建
潞宁忻峪煤业	气煤	51%	60	50	31	26	在建
潞宁忻岭煤业	气煤	100%	60	50	60	50	在建
潞宁忻丰煤业	气煤	78%	60	50	47	39	在建
潞宁前文明煤业	气煤	100%	90	76	90	76	在建
潞宁大木厂煤业	气煤	100%	90	76	90	76	在建
潞宁大汉沟煤业	气煤	100%	90	76	90	76	在建
蒲县黑龙关煤业	肥煤	55%	90	76	50	42	在建
蒲县宇鑫煤业	焦煤	70%	90	76	63	53	在建
蒲县伊田煤业	肥煤、主焦煤	60%	120	101	72	60	在建
上庄煤业	贫瘦煤	60%	90	76	54	45	在建
温庄煤业	贫瘦煤	72%	120	101	86	72	在建
姚家山煤矿	贫瘦煤	90%	240	202	216	181	在建
在产小计		72%	3660	3074	2624	2204	
在建小计		77%	1290	1084	994	835	
合计			4950	4158	3617	3039	

资料来源：wind、招商证券

2、煤炭板块历史业绩测算

上半年潞安生产成本已经压缩到 196 元/吨,完全成本 270 元/吨,预计随着煤价的回升,完全成本会有所增加,预计明年完全成本在 330 元/吨左右。

表 6: 潞安环能煤炭板块测算

单位: 元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	707	723	661	603	564	458	434	367	319	269
煤炭产量	3423	1647	3334	1725	3703	1779	3322	1810	3229	1831
精煤产量	1050		1050		1330	805	1560	728	1336	572
销量	2970	1343	2875	1439	3051	1514	3318	1409	3084	1744
精煤产量占比	31%		31%		36%	45%	47%	40%	41%	31%
成本测算:										
原材料	57	56	55	53	49	47	46	46	42	40
燃料及动力	11	13	11	11	10	11	10	10	10	11
职工薪酬	63	73	73	73	68	64	65	65	60	58
折旧摊销	28	30	26	24	20	20	17	17	17	17
维简及安全费用	80	83	81	70	68	50	40	28	39	23
其他	128	142	127	140	121	116	105	80	33	47
生产成本小计	367	397	374	371	336	308	284	247	201	196
三费及附加	192	160	184	158	166	119	118	118	116	74
完全成本	559	557	558	529	503	427	401	364	317	270
吨煤毛利	340	326	288	232	228	151	151	120	118	73
毛利率	48%	45%	43%	39%	40%	33%	35%	33%	37%	27%
吨煤利润	148	166	103	75	62	31	33	2	1	(1)
所得税	37	40	35	24	26	12	12	6	5	3
吨煤净利	111	126	69	51	36	20	20	(3)	(4)	(4)
煤炭业务损益(亿元)	33	17	20	7	11	3	7	(0)	(1)	(1)

资料来源: 招商证券

3、煤炭板块业绩弹性测算

测算 2017 年潞安环能 EPS 为 0.63, 对应当前股价 13 倍 PE。

表 7: 潞安环能业绩弹性测算

单位: 元/吨	潞安环能盈利弹性测算									2016E	2017E
秦皇岛 5500	400	430	450	480	500	530	550	570	600	440	530
长治喷吹	440	460	480	500	550	630	680	730	770	492	680
测算综合售价	318	337	353	372	397	435	459	484	510	350	450
预计完全成本	280	285	290	295	300	310	320	330	340	320	330
吨煤净利	28	39	47	58	73	94	105	115	127	23	90
预计销量-万吨	2920	2920	2920	2920	2920	2920	2920	2920	2920	3200	2920
测算煤炭净利-亿	8.2	11.5	13.7	17.0	21.2	27.4	30.5	33.7	37.2	7.2	26.3
权益占比	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
权益净利-亿	5.9	8.3	9.9	12.2	15.3	19.7	22.0	24.3	26.8	5.2	19.0
股本-亿	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
EPS	0.20	0.28	0.33	0.41	0.51	0.66	0.74	0.81	0.90	0.17	0.63
当前股价	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
对应 PE	41	29	24	20	16	12	11	10	9	46	13

资料来源: wind、招商证券

四、阳泉煤业盈利弹性测算

1、预计销量 3355 万吨，权益占比 90%

阳泉煤业本部有五个主力矿井，一矿、二矿、新景煤种为无烟煤，开元和平舒矿煤种为贫瘦煤，此外还有一个整合矿榆树坡矿，煤种为气煤、焦煤。公司所产原煤主要洗选出无烟块煤和喷吹煤销售，其余煤炭作动力煤销售。由于阳泉集团是部分矿井上市，在上市时为了避免同业竞争，集团的煤炭全部由上市公司阳泉煤业负责销售，收购价格随市场波动，上市公司收购集团所产原煤之后，一部分用于洗选，一部分直接销售。2015 年上市公司自产原煤 3320 万吨，收购集团 3494 万吨，其中 1198 万吨用作原料煤进行进一步洗选加工。由于收购价格随行就市，直接贸易业务难以贡献利润，我们在测算销量时不予考虑。公司目前拥有产能 3010 万吨，276 天重新核定后为 2528 万吨，我们假设公司在高煤价下满产，此外再从集团采购 1200 万吨原料煤，合计原煤 3728 万吨，假设洗选损耗为 10%，预估公司明年煤炭销量为 3355 万吨，其中权益占比 90%。

表 8：阳泉煤业矿井明细

单位：万吨	煤种	权益占比	产能-330	产能-276	权益产能-330	权益产能-276	状态
一矿	无烟煤	100%	750	630	750	630	在产
二矿	无烟煤	100%	810	680	810	680	在产
新景	无烟煤	100%	500	420	500	420	在产
开元	贫瘦煤	100%	300	252	300	252	在产
平舒	贫瘦煤	56%	350	294	196	165	在产
宁武榆树坡煤	气煤、焦煤	51%	300	252	153	129	在产
平定裕泰煤业	无烟煤	100%	60	50	60	50	待投产
平定东升兴裕	无烟煤	100%	90	76	90	76	待投产
创日泊里煤业	无烟煤	70%	500	420	350	294	暂缓建设
在产		90%	3010	2528	2709	2276	
在建		77%	650	546	500	420	
合计		88%	3660	3074	3209	2696	

资料来源：wind、招商证券

2、煤炭板块历史业绩测算

公司历史上业绩最好的年份是在 2011 年，归母净利 28 亿元，与历史煤价高点相对应，此后公司业绩一路下滑，到今年上半年基本盈亏平衡。

成本方面，随着煤价下滑公司持续强力压缩成本，上半年公司商品煤完全成本已经压缩至 196 元/吨，公司矿井均为井工矿，成本在这个位置无法维持，预计煤价反弹后成本会迅速回升，预计今年将回升到 245 元/吨，明年回升到 270 元/吨。

表 9：阳泉煤业煤炭板块测算

单位：元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	548	533	513	467	426	361	347	267	242	195
产量	2757	1648	3042	1599	3078	1556	3105	1561	3320	1514
其中：精煤产量	1236	674	1328	610	1190	564	1111	502	987	373
销量	5111	2964	5653	2767	5752	2882	5481	3070	6282	3426
精煤产量占比	24%	23%	23%	22%	21%	20%	20%	16%	16%	11%
成本测算：										

单位：元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
原材料	90	90	89	89	88	88	49	49	40	40
燃料及动力	20	20	18	18	17	17	16	14	12	14
职工薪酬	143	140	135	133	132	100	97	70	55	52
折旧摊销	22	22	21	22	20	21	18	16	10	10
维简及安全费用	56	54	55	53	50	38	37	34	37	31
其他	90	99	93	80	53	47	78	40	48	26
销售成本	420	425	411	395	360	311	295	223	203	173
三费及附加	52	46	48	41	43	38	37	36	38	23
完全成本	472	471	458	436	402	348	332	259	241	196
吨煤毛利	128	108	102	72	66	51	52	44	39	22
毛利率	23%	20%	20%	15%	16%	14%	15%	17%	16%	11%
吨煤利润	75	62	54	32	23	13	15	8	1	(1)
所得税	21	17	16	12	13	4	5	2	3	0
吨煤净利	55	45	38	20	11	9	10	6	(2)	(1)
煤炭业务损益	28	13	22	5	6	2	5	2	(1)	(0)
现金生产成本	398	403	390	373	340	290	277	207	193	163
现金完全成本	388	393	380	363	330	280	267	197	183	153

资料来源：wind、招商证券 注：历史销量包含从集团采购量

3、煤炭板块业绩弹性测算

公司商品煤以无烟块煤、喷吹煤以及洗末煤（动力煤）为主，年初以来在供给侧改革的强力推进下，喷吹煤和动力煤价格均出现明显反弹，但无烟煤价格却持续下跌。阳泉无烟洗中块从年初的 710 元/吨跌到 9 月初的 565 元/吨，仅 9 月份才上调了 10 元至 575 元/吨。无烟煤主要用途是作为化工原料，由于工艺的进步，下游部分化工厂开始使用烟煤甚至褐煤替代无烟煤，无烟煤价格因此持续疲软，预计明年均价在 610 左右。

根据我们的测算，2016 年公司 EPS 为 0.17，对应当前股价 PE 为 41 倍；预计 2017 年 EPS 为 0.37，对应当前股价 PE 为 19 倍。公司煤炭业务收入占比接近 100%，除了煤矿以外仅有少量供电供热收入，对业绩影响甚微，不予考虑。

表 10：阳泉煤业业绩弹性测算

单位：元/吨	阳泉煤业盈利弹性测算									2016E	2017E
秦皇岛 Q5500	400	430	450	480	500	530	550	570	600	440	530
阳泉喷吹 Q7250	535	550	560	580	600	650	670	700	750	567	700
阳泉无烟煤 Q7000	565	570	575	580	590	600	610	620	630	609	610
测算综合售价	241	255	264	278	288	305	315	327	343	263	309
预计完全成本	230	240	250	260	270	270	270	280	300	245	270
吨煤净利	8	11	10	14	14	26	34	35	32	13	30
预计销量-万吨	3355	3355	3355	3355	3355	3355	3355	3355	3355	3355	3355
测算煤炭净利-亿	2.7	3.7	3.5	4.6	4.7	8.8	11.4	11.7	10.9	4.4	9.9
权益占比	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
权益净利-亿	2.5	3.3	3.2	4.1	4.2	8.0	10.3	10.5	9.8	4.0	8.9
股本-亿	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
EPS	0.10	0.14	0.13	0.17	0.17	0.33	0.43	0.44	0.41	0.17	0.37
当前股价	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
对应 PE	67	50	52	40	39	21	16	16	17	41	19

资料来源：wind、招商证券

五、冀中能源盈利弹性测算

1、预计销量 2775 万吨，权益占比 91%

冀中能源矿井分布于河北、内蒙以及山西，河北本部主要是无烟煤和焦煤，山西主要是贫煤，内蒙主要是动力煤。公司目前拥有 23 对生产矿井（不含剥离给集团的三个矿），核定产能 3670 万吨，按照 276 天重新核定后为 3083 万吨，权益占比为 91%，假设未来在高煤价下公司所有矿井满产，洗选损耗假设为 10%，满产满销，预估未来公司煤炭销量为 2775 万吨。合计 180 万吨产能的两个在建矿井短期内难以投产，不予考虑。

表 11：冀中能源煤矿明细

煤矿名称	煤种	权益占比	产能-330	产能-276	权益产能-330	权益产能-276	状态
邢台矿	1/3 焦煤、肥煤	100%	210	176	210	176	在产
邢东矿	气肥煤	100%	125	105	125	105	在产
邢北煤业	焦煤	100%	45	38	45	38	在产
西庞井	焦煤	100%	40	34	40	34	在产
东庞矿	1/3 焦煤	100%	420	353	420	353	在产
东庞矿北井	1/3 焦煤	100%	90	76	90	76	在产
葛泉矿	焦煤、瘦煤	100%	95	80	95	80	在产
葛泉矿东井	焦煤、瘦煤	100%	90	76	90	76	在产
大淑村矿	无烟煤	100%	150	126	150	126	在产
万年矿	无烟煤	100%	360	302	360	302	在产
新三矿	肥煤、焦煤	100%	95	80	95	80	在产
梧桐庄矿	肥煤、焦煤	100%	300	252	300	252	在产
陶二矿	无烟煤	100%	120	101	120	101	在产
云驾岭矿	无烟煤	100%	180	151	180	151	在产
郭二庄矿	无烟煤	100%	180	151	180	151	在产
郭二庄二坑	无烟煤	100%	60	50	60	50	在产
段王煤业	贫煤	73%	300	252	220	184	在产
友众煤矿	贫煤	37%	60	50	22	19	在产
平安煤矿	贫煤	37%	90	76	34	28	在产
张大银矿	不粘煤	72%	180	151	130	109	在产
平安煤矿	长焰煤	72%	60	50	43	36	在建
盛鑫煤矿	不粘煤	72%	120	101	86	73	在产
武媚牛矿	不粘煤	72%	210	176	151	127	在产
宣东二矿	弱黏煤	100%	150	126	150	126	在产
榆树沟矿	褐煤	100%	120	101	120	101	在建
	在产小计	91%	3670	3083	3353	2816	
	在建小计	91%	180	151	163	137	
	合计	91%	3850	3234	3516	2953	

资料来源：wind、招商证券

2、煤炭板块历史业绩测算

冀中能源本部矿井由于地质条件较差，生产成本较潞安和阳泉等山西企业偏高，2015 年完全成本 405 元/吨，2016H 完全成本 326 元/吨，该成本难以维持，煤价反弹后成本会迅速回升，预计今年完全成本在 355 元/吨左右，2017 年完全成本在 390 元/吨左右。公司业绩历史高点在 2011 年，归母净利 30.5 亿元，与历史煤价高点相一致。

表 12: 冀中能源煤炭板块测算

	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	814	738	668	601	546	468	415	346	348	335
煤炭产量	3415	1841	3642	1889	3747	1763	3295	1520	2965	1299
精煤产量	2,051	977	1,909	1,044	1,954	893	1,700	789	1,638	742
销量	3834	1899	3797	1881	3763	1687	3373	1520	2951	1289
精煤产量占比	60%	53%	52%	55%	52%	51%	52%	52%	55%	57%
成本测算:										
原材料	385	280	230	220	180	140	120	80	100	60
燃料及动力	17	18	18	18	18	19	19	18	18	18
职工薪酬	96	100	102	98	92	80	76	78	83	76
折旧摊销	29	30	33	32	35	37	39	42	38	38
维简及安全费用	34	30	27	28	28	34	29	23	31	27
其他	19	31	42	34	35	37	27	24	33	27
销售成本	579	488	451	430	387	347	309	265	303	246
三费及附加	132	147	137	112	119	118	116	93	102	80
完全成本	711	635	588	542	506	466	425	358	405	326
吨煤毛利	235	249	217	171	159	121	106	81	45	89
毛利率	29%	34%	32%	28%	29%	26%	26%	23%	13%	26%
吨煤利润	103	103	80	59	40	2	-10	-12	-57	9
所得税	29	26	19	21	13	6	2	6	-4	5
吨煤净利	74	77	61	38	26	-3	-12	-18	-53	4
煤炭损益(亿)	28	15	23	7	10	-1	-4	-3	-16	1
现金生产成本	550	458	418	398	352	310	270	222	265	208
现金完全成本	672	595	545	500	461	419	376	306	357	278

资料来源: wind、招商证券

3、煤炭板块业绩弹性测算

公司精煤产量占比长期维持在 54%左右,但其中有一部分电精煤,焦精煤占比在 35%左右,测算时焦精煤占比假设为 35%不变。根据测算,公司 2016 年 EPS 为 0.14 元,对应当前股价 PE 为 45 倍,2017 年 EPS 为 0.38 元,对应当前股价 PE 为 17 倍。

表 13: 冀中能源业绩弹性测算

单位: 元/吨	冀中能源盈利弹性测算									2016E	2017E
秦皇岛 5500	400	430	450	480	500	530	550	570	600	440	530
京唐港河北主焦	760	800	850	900	950	1000	1100	1200	1300	825	1000
测算综合售价	348	371	391	415	436	460	492	524	560	381	460
预计完全成本	330	350	360	370	380	390	400	400	400	355	390
吨煤净利	14	15	23	34	42	53	69	93	120	19	53
预计销量-万吨	2775	2775	2775	2775	2775	2775	2775	2775	2775	2775	2775
测算煤炭净利-亿	3.8	4.3	6.4	9.4	11.6	14.6	19.1	25.7	33.2	5.3	14.6
权益占比	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
权益净利-亿	3.5	3.9	5.8	8.6	10.5	13.3	17.4	23.4	30.2	4.9	13.3
股本-亿	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
EPS	0.10	0.11	0.17	0.24	0.30	0.38	0.49	0.66	0.86	0.14	0.38
当前股价	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
对应 PE	63	57	38	26	21	17	13	9	7	45	17

资料来源: wind、招商证券

六、陕西煤业盈利弹性测算

1、预计销量 7824 万吨，权益占比 61%

陕西煤业的矿井集中在陕西，主要在神府矿区和彬黄矿区，此前一直巨亏的渭北老矿区剥离给了集团，现在上市公司体内都是人员负担较轻的现代化大矿井，生产效率高，成本低。公司目前拥有 10 对生产矿井，2 对试运转矿井（预计能够顺利投产），合计 9800 万吨产能，按照 276 天重新核定后产能为 8232 万吨，其中权益占比 61%。公司矿井煤种全是动力煤，且发热量较高，假设洗选损耗为 5%，公司矿井在高煤价下满产，并满产满销，预计产销量为 7824 万吨，权益占比 61%，权益部分 4770 万吨。此外，公司还有煤炭贸易业务，2015 年贸易量 3880 万吨，今年上半年 1404 万吨，由于收购价格随行就市，贸易业务盈利空间较小，在测算盈利弹性时不予考虑。

表 14：陕西煤业矿井明细

煤矿	煤种	权益占比	产能-330	产能-276	权益产能-330	权益产能-276	状态
韩家湾煤矿	不粘煤、长焰煤	100%	400	336	400	336	在产
柠条塔煤矿	不粘煤、长焰煤	51%	1800	1512	918	771	在产
张家峁煤矿	不粘煤、长焰煤	55%	1000	840	550	462	在产
红柳林煤矿	不粘煤、长焰煤	51%	1800	1512	918	771	在产
黄陵一号煤矿	弱粘煤	100%	600	504	600	504	在产
黄陵二号煤矿	弱粘煤	54%	800	672	432	363	在产
大佛寺煤矿	不粘煤	100%	800	672	800	672	在产
胡家河煤矿	不粘煤	80%	500	420	400	336	在产
建新煤矿	弱粘煤、长焰煤	51%	400	336	204	171	在产
建庄煤矿	弱粘煤、气煤	40%	500	420	200	168	在产
孙家岔龙华煤矿	不粘煤、长焰煤	30%	400	336	120	101	试运转
郭家湾煤矿	不粘煤	49.9%	800	672	399	335	试运转
小保当煤矿	不粘煤、长焰煤	60%	2800	2352	1680	1411	在建
文家坡煤矿	不粘煤	51%	400	336	204	171	在建
袁大滩煤矿	不粘煤、长焰煤	34%	500	420	170	143	在建
青龙寺	不粘煤	49.9%	300	252	150	126	在建
在产小计		61%	9800	8232	5941	4991	
在建小计		55%	4000	3360	2204	1851	
总计		59%	13800	11592	8145	6842	

资料来源：wind、招商证券

注 1：截止 2016H 文家坡矿建设进度 85%，小保当工程进度 19%，青龙寺建设进度 69%，短期内难以投产。

注 2：龙华矿和郭家湾已经联合试运转，预计能够顺利投产。

注 3：郭家湾、青龙寺、袁大滩、龙华、建庄矿均是参股矿，不并表，但其煤种和赋存条件相近，合并进行盈利弹性测算。

2、煤炭板块历史业绩测算

陕西煤业业绩高点在 2011 年，归母净利 91 亿元，与历史煤价高点相对应。2015 年公司归母净利润-30 亿元，但亏损主要集中在渭北老矿区，当前渭北矿区 12 个亏损矿井已经剥离给集团，同时分流 2.5 万人到集团，目前上市公司层面仅剩 3 万余人。此外，公司当前运营矿井在国内煤炭企业中属于一流水平，现代化程度高、煤质好、发热量高、含硫量低、地质条件好、开采成本低，预计商品煤完全成本将大幅下降。

表 15: 陕西煤业煤炭板块业绩测算

单位: 元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	423	398	369	316	315	306	295	268	228	198
商品煤产量	9381	5107	10660	5726	11649	5758	11524	4921	11002	4494
销量	9722	5550	11514	5859	13167	6566	13465	6658	13575	5845
成本测算:										
原材料	50	48	47	45	45	45	42	41	40	35
燃料及动力	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
职工薪酬	55	55	50	48	44	44	43	38	34	30
折旧摊销	30	28	27	25	24	23	23	18	15	15
维简及安全费用	18	18	18	18	18	18	18	17	18	18
其他	42	52	62	35	72	60	61	68	41	24
销售成本	200	206	209	176	208	195	191	187	153	127
吨煤毛利	222	192	160	140	107	111	104	81	75	71
毛利率	53%	48%	43%	44%	34%	36%	35%	30%	33%	36%
三费及附加	69	65	61	57	56	80	82	83	87	64
完全成本	269	271	270	234	264	275	273	270	239	191
吨煤利润	153	127	99	83	51	31	22	-3	-12	6
所得税	24	19	15	14	9	6	5	5	6	1
吨煤净利	129	108	84	68	42	24	17	-8	-18	5
煤炭损益(亿)	126	60	97	40	56	16	23	-5	-24	3
现金销售成本	170	178	182	151	184	172	168	169	138	112
现金完全成本	237	241	241	207	238	250	247	250	223	174

资料来源: wind、招商证券

注: 测算包含贸易煤:

3、煤炭板块业绩弹性测算

陕西煤业在剥离渭北老矿区后完全成本将明显下降, 参考矿井同样位于陕北地区的神华神东矿业, 我们预计公司整体可持续的生产成本在 120 元/吨左右, 加上 50 元的三费及附加, 完全成本可控制在 170 元/吨。此外, 由于公司当前矿井基本都享受“西部大开发”优惠税率, 企业所得税减按 15% 征收, 在测算时所得税假设为 15%。根据测算, 陕西煤业今年 EPS 预计为 0.26, 2017 年 EPS 为 0.5。

表 16: 陕西煤业业绩弹性测算

单位: 元/吨	陕西煤业盈利弹性测算								2016E	2017E	
秦皇岛 5500	400	430	450	480	500	530	550	570	600	440	530
测算综合售价	222	238	249	266	277	294	305	316	332	244	294
预计完全成本	160	165	170	170	170	170	170	170	170	160	170
吨煤净利	52	62	67	82	91	105	114	124	138	71	105
预计销量-万吨	7824	7824	7824	7824	7824	7824	7824	7824	7824	6031	7824
测算煤炭净利-亿	41.0	48.7	52.7	63.8	71.2	82.2	89.6	96.9	108.0	42.9	82.2
权益占比	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%
权益净利-亿	24.8	29.5	32.0	38.7	43.1	49.8	54.3	58.8	65.5	26.0	49.8
股本-亿	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
EPS	0.25	0.30	0.32	0.39	0.43	0.50	0.54	0.59	0.65	0.26	0.50
当前股价	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
对应 PE	23	19	18	15	13	11	10	10	9	22	11

资料来源: wind、招商证券。

注 1: 2016 年龙华矿和郭家湾矿都是试运转, 产量按照 6 个月估计。

注 2: 公司部分矿井虽然入选先进产能, 参与供给调控, 但全年依旧实施 276 政策, 在预估产销量时按 276 天算。

七、兖州煤业盈利弹性测算

1、预计销量 6711 万吨，权益占比 91%

兖州煤业矿井主要位于山东本部，黄金时期向内蒙、山西、澳洲进行扩张，目前共有 19 对生产矿井，核定产能 7995 万吨，按照 276 天核定后为 7289 万吨，5 对在建矿井，设计产能 3680 万吨；其中转龙湾矿已经联合试运转，石拉乌素矿也已基本完工，预计明年都能投产，预计今年产销量在 5983 万吨，明年产销量在 6711 万吨。公司煤种以动力煤为主，澳洲有部分焦煤，焦精煤产销量占比近年来维持在 34%左右。

表 17：兖州煤业矿井明细

单位：万吨	煤种	权益占比	产能-330	产能-276	权益产能-330	权益产能-276	状态
南屯	动力煤	100%	300	252	300	252	在产
兴隆庄	动力煤	100%	650	546	650	546	在产
鲍店	动力煤	100%	600	504	600	504	在产
东滩	动力煤	100%	750	630	750	630	在产
济宁二号	动力煤	100%	420	353	420	353	在产
济宁三号	动力煤	100%	650	546	650	546	在产
杨村	动力煤	100%	115	97	115	97	在产
天池	动力煤	100%	120	101	120	101	在产
赵楼	1/3 焦煤	98%	390	328	383	322	在产
安源	动力煤	100%	120	101	120	101	在产
文玉	动力煤	100%	300	252	300	252	在产
澳思达	半硬焦煤	78%	360	360	281	281	在产
雅若碧	喷吹煤	78%	380	380	296	296	在产
艾诗顿	半软焦煤	78%	500	500	390	390	在产
莫拉本一期	动力煤	78%	700	700	546	546	在产
格罗斯特矿区	半硬焦煤	78%	300	300	234	234	在产
唐纳森矿区	半软焦煤	78%	610	610	476	476	在产
坎贝唐斯	动力煤	100%	230	230	230	230	在产
普力马	动力煤	100%	500	500	500	500	在产
转龙湾	动力煤	100%	500	420	500	420	试运转
石拉乌素	动力煤	78%	1000	840	777	653	基本完工
营盘壕	动力煤	100%	1000	840	1000	840	在建
万福	气肥煤	98%	180	151	177	149	在建
莫拉本二期	动力煤	78%	1000	1000	780	780	在建
在产小计		91%	9495	8549	8639	7729	
在建小计		90%	2180	1991	1957	1769	
合计		91%	11675	10540	10596	9498	

资料来源：wind、招商证券

注 1：转龙湾和石拉乌素已经基本完工，在核算未来产销量时作为在产矿对待；北宿矿拟关闭，不纳入统计。

注 2：海外矿井不受 276 政策影响。

表 18：兖州煤业商品煤产销量测算

	预计原煤产量	预计商品煤产销量
兖煤澳洲	2000	1500
兖煤国际	700	640
国内矿井	4969	4571
合计	7669	6711

资料来源：wind、招商证券。注：产销量估计针对 2017 年，2016 年石拉乌素难以贡献产量。

2、煤炭板块历史业绩测算

兖州煤业业绩高点在 2010 年，归母净利 90 亿元，2011 年次之，归母净利 86 亿元。在今年供给侧改革中，公司仅有一个产能 100 万吨的北宿矿关闭，对公司基本面影响不大。此外，公司有 3580 万吨产能的矿井位于澳洲，人民币汇率变动对公司合并报表影响较大，而汇率变动较难把握，我们在做盈利弹性分析时假设汇率稳定。

表 19：兖州煤业煤炭板块测算

单位：元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	708	645	599	543	524	505	476	383	377	326
产量	5091	3033	6278	3167	6700	3369	6689	3200	6287	2925
其中：精煤产量	1900	866	1808	964	2094	1286	2437	1011	2236	1092
销量	6425	4332	9499	4468	10400	5942	12308	4299	8724	3258
精煤占比	37%	29%	29%	30%	31%	38%	36%	32%	36%	37%
成本测算：										
原材料	49	50	51	43	40	38	37	34	33	30
燃料及动力	8	8	10	9	9	7	7	8	8	8
职工薪酬	110	112	114	109	101	90	83	78	75	70
折旧摊销	41	45	49	50	53	48	46	43	40	38
维简及安全费用	12	12	14	14	16	16	15	15	15	15
其他	104	125	97	107	69	76	45	24	28	33
销售成本	324	352	335	332	289	275	233	202	198	194
三费及附加	185	208	221	313	233	222	219	172	171	137
完全成本	509	560	556	646	521	497	453	374	369	331
吨煤毛利	384	293	264	211	235	230	242	181	179	132
毛利率	54%	45%	44%	39%	45%	46%	51%	47%	47%	40%
吨煤利润	199	85	44	(103)	2	8	23	9	8	(5)
所得税	50	21	11	(26)	1	2	6	2	2	0
吨煤净利	149	64	33	(77)	2	6	17	7	6	(5.2)
煤炭损益(亿)	96	28	31	(34)	2	4	21	3	5	(1.7)
现金生产成本	283	307	285	282	236	227	187	159	159	156
现金完全成本	472	528	502	554	464	465	424	355	326	224

资料来源：wind、招商证券

3、煤炭板块业绩弹性测算

兖州煤业实施“产融双轮驱动”的发展战略，除了煤炭生产销售外，公司积极进行股权投资，广泛参股产业链下游企业和金融企业，今年上半年获得投资净收益 3.85 亿元，为了便于分析，我们假设公司投资收益稳定在 7.7 亿元。

成本方面，2015 年公司完全成本为 369 元/吨，今年上半年为 331 元/吨，由于 276 政策的实施以及煤价上涨后成本的反弹，我们预计公司今年成本可控制在 350 元/吨，明年完全成本可控制在 390 元/吨。测算今年 EPS 为 0.4，明年 EPS 为 0.86。

表 20：兖州煤业业绩弹性测算

单位：元/吨	兖州煤业盈利弹性测算									2016E	2017E
秦皇島 5500	400	430	450	480	500	530	550	570	600	440	530
京唐港主焦	750	780	800	900	920	1000	1050	1100	1200	800	1000
测算综合售价	350	370	383	420	434	466	486	507	544	379	466
预计完全成本	330	350	360	370	380	390	390	390	390	350	390

单位：元/吨	兖州煤业盈利弹性测算									2016E	2017E
吨煤净利	15	15	18	38	40	57	72	88	115	22	57
预计销量-万吨	6711	6711	6711	6711	6711	6711	6711	6711	6711	5938	6711
测算煤炭净利-亿	10.2	10.1	11.8	25.3	27.0	38.1	48.4	58.8	77.4	13.0	38.1
权益占比	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
权益净利-亿	9.3	9.2	10.7	23.1	24.5	34.7	44.1	53.5	70.4	11.8	34.7
投资收益	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
归母净利	17.0	16.9	18.4	30.8	32.2	42.4	51.8	61.2	78.1	19.5	42.4
股本-亿	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
EPS	0.35	0.34	0.37	0.63	0.66	0.86	1.05	1.24	1.59	0.40	0.86
当前股价	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
对应 PE	36	36	33	20	19	14	12	10	8	31	14

资料来源：wind、招商证券

八、中国神华盈利弹性测算

1、预计自产煤销量 28244 万吨，权益占比 85%

中国神华目前共有 26 对矿井，其中 24 对生产矿井，2 对在建矿井，新街矿区作为神东矿区的后备接续基地仍处于前期阶段。目前生产矿井合计产能 33600 万吨，按 276 天重新核定后产能为 28224 万吨，煤种均为动力煤，主要分布在陕北和内蒙。近期发改委制定了煤炭供应三级响应制度，遴选了 74 个矿井作为先进产能参与煤炭产量调节，公司共有 8 个煤矿入选，涉及产能 13410 万吨，恢复到 330 天生产可增加原煤产量 2146 万吨。预计 2017 年原煤产量 30370 万吨，商品煤产销量 28244 万吨，权益占比 85%。

表 21：神华矿井明细

单位：万吨	煤种	权益占比	产能-330	产能-276	权益产能	权益产能	状态
大柳塔-活鸡兔井	不粘煤和长焰煤	100%	3300	2772	3300	2772	在产
哈拉沟	不粘煤和长焰煤	100%	1250	1050	1250	1050	在产
榆家梁	不粘煤和长焰煤	100%	1630	1369	1630	1369	在产
石圪台	不粘煤和长焰煤	100%	1200	1008	1200	1008	在产
上湾	不粘煤	100%	1600	1344	1600	1344	在产
补连塔	不粘煤	100%	2800	2352	2800	2352	在产
保德康家滩	不粘煤	100%	500	420	500	420	在产
乌兰木伦	不粘煤和长焰煤	100%	400	336	400	336	在产
布尔台矿	不粘煤和长焰煤	100%	2000	1680	2000	1680	在产
柳塔矿	不粘煤和长焰煤	100%	300	252	300	252	在产
寸草塔一矿	不粘煤和长焰煤	100%	240	202	240	202	在产
寸草塔二矿	不粘煤和长焰煤	100%	270	227	270	227	在产
黄玉川煤矿	不粘煤和长焰煤	51%	1000	840	510	428	在产
黑岱沟	褐煤	58%	3400	2856	1972	1656	在产
哈尔乌素露天矿	褐煤	100%	3500	2940	3500	2940	在产
胜利一号	褐煤	63%	2000	1680	1264	1062	在产
锦界矿	不粘煤和长焰煤	70%	1900	1596	1330	1117	在产
宝日希勒	褐煤	57%	3500	2940	1981	1664	在产
阿刀核煤矿	焦煤	100%	90	76	90	76	在产
水泉露天矿	弱粘煤	100%	120	101	120	101	在产
李家壕煤矿	不粘煤和长焰煤	100%	600	504	600	504	在产
万利一矿	不粘煤和长焰煤	100%	1000	840	1000	840	在产
印尼煤矿	褐煤	70%	200	168	140	118	在产
郭家湾煤矿	不粘煤	50.1%	800	672	401	337	在产
青龙寺煤矿	不粘煤	50.1%	300	252	150	126	在建矿
澳洲沃特马克煤矿	动力煤	100%	1000	840	1000	840	在建矿
在产矿小计	24 对	85%	33600	28224	28398	23854	
在建矿小计	2 对	88%	1300	1092	1150	966	
合计		85%	34900	29316	29548	24821	

资料来源：wind、招商证券

注 1：8 个红色字体矿井是参与三级响应的先进产能矿井，可按照 330 天组织生产。

注 2：郭家湾矿已经联合试运转，按在产矿对待。

公司除了自产煤外还依托自有铁路和港口大量进行煤炭贸易，2013-2015 年煤炭贸易规模分别为 20120 万吨、15240 万吨、8120 万吨，预计 2016-2017 年煤炭贸易规模分别为 9556 万吨、11000 万吨。

2、煤炭板块历史业绩测算

中国神华所属矿井基本都是现代化大矿井，生产效率一直维持在高水平，自产煤生产成本长期维持在 120 元/吨左右，煤价下跌时压缩空间不大，煤价上涨时反弹力度也弱；公司近年来煤炭销售完全成本的变化主要源于贸易煤的采购价格波动，而采购价格随行就市，在当前煤价暴涨的背景下采购价格也会随之大幅增加。预计 2016-2017 年公司煤炭销售完全成本分别为 300 元/吨、330 元/吨。

表 22：中国神华煤炭板块测算

单位：元/吨、万吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	530	447	445	430	445	441	426	350	328	284
商品煤产量	28190	15580	30400	15830	31810	15500	30660	13830	28090	13970
销量	32523	22210	46460	24270	51480	23460	45110	17780	37050	18630
成本测算：										
原材料	23	25	25	24	27	25	25	20	21	19
燃料及动力	23	25	25	24	27	25	15	20	21	19
职工薪酬	15	15	14	14	15	14	24	17	18	17
折旧摊销	21	21	22	18	24	18	63	20	24	19
维简安全费	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
其他	262	216	222	228	239	255	199	181	167	137
综合销售成本	360	320	328	328	353	358	349	283	275	237
吨煤毛利	169	128	117	102	93	83	77	67	53	48
毛利率	32%	29%	26%	24%	21%	19%	18%	19%	16%	17%
三费及附加	29	21	22	20	21	20	24	35	40	27
完全成本	390	341	350	347	374	378	374	317	316	264
吨煤利润	140	107	95	82	72	63	53	33	12	21
所得税	21	16	14	12	11	10	8	5	2	3
吨煤净利	119	91	81	70	61	54	45	28	10	18
煤炭业务损益(亿元)	387	201	376	169	313	126	202	49	38	33
现金销售成本	340	303	311	316	337	344	330	262	251	217
现金完全成本	369	324	333	335	358	364	354	297	292	244

资料来源：招商证券

3、煤炭板块业绩弹性测算

表 23：神华煤炭板块业绩弹性测算

单位：元/吨、万吨	神华煤炭板块业绩弹性测算									2016E	2017E
秦皇岛 5500	400	430	450	480	500	530	550	570	600	440	530
测算综合售价	294	330	342	370	400	430	441	450	460	335	430
预计完全成本	280	290	300	310	325	340	340	345	352	300	330
吨煤净利	12	34	36	51	64	77	86	89	92	30	85
预计自产煤销量	28200	28200	28244	28244	28244	28244	28244	28244	28244	28244	28244
测算煤炭净利-亿	34	96	101	144	180	216	242	252	259	84	240
权益占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
权益净利-亿	28	81	85	122	152	183	205	213	219	71	203
贸易净利-亿	17	17	17	17	17	17	17	17	17	14	17
合计-亿	45	98	102	138	169	199	221	230	236	85	219
股本-亿	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.23	0.49	0.51	0.70	0.85	1.00	1.11	1.15	1.18	0.43	1.10

资料来源：招商证券

预计 2016 年神华煤炭板块实现归母净利 85 亿元，2017 年 219 亿元，对应 EPS 分别为 0.43 和 1.1。由于中国神华实行“煤电路港运化”一体化的运营战略，除了煤炭板块以外，电力和运输板块对业绩影响较大，我们对其进行单独测算。

4、电力板块业绩测算

表 24：神华电厂装机明细

单位：万千瓦	权益占比	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016H 权益装机
黄骅沧东电力 (2*60)	51%	252	252	252	252	252	252	252	129
中电国华三河电力	39%	130	130	130	130	130	130	130	50
定洲电力 (4*30)	41%	252	252	252	252	252	252	252	102
盘山电力 (2*50)	45%	103	103	103	106	106	106	106	48
准能电力 (2*10+2*15)	58%	106	96	96	96	96	96	96	55
神东电力 (62.3)	92%	347	417	417	417	517	819	819	753
国华准格尔 (4*33)	48%	132	132	132	132	132	132	132	64
国华呼电 (120)	80%	120	120	120	120	120	120	120	96
北京热电 2*20		40	40	40	40	0	0	0	0
绥中电力 (2*80)	50%	360	360	360	360	360	376	376	188
宁海电力 (4*60)	60%	440	440	440	440	440	440	440	264
舟山电力	51%						91	91	46
国华太仓	50%	126	126	126	126	126	126	126	63
锦界能源 (4*60)	70%	240	240	240	240	240	240	240	168
国华神木电力 (2*10)	50%	22	22	22	22	22	22	22	11
台山电力 (5*60)	80%	500	500	500	500	500	500	500	400
惠州热电分公司	100%	66	66	66	66	66	66	66	66
孟津电厂	51%	120	120	120	120	120	120	120	61
陈家港电力	55%	132	132	132	132	132	132	132	73
徐州电力	100%						200	200	200
神皖能源	51%	244	260	260	260	460	460	460	235
神华四川能源	48%	0	126	126	126	126	126	126	60
福建能源	46%		124	124	124	324	324	324	150
宁东电力	100%						66	66	66
印尼煤电	70%	30	30	30	30	30	30	30	21
燃煤机组合计		3762	4088	4088	4091	4551	5226	5226	3370
火电权益装机	64%	2284	2528	2485	2485	3762	3370	3370	3370
其他电厂		80	87	92	92	92	187	187	163
珠海风电	75%	2	2	2	2	2	2	2	1
神华四川能源(水电)	38%		8	13	13	13	13	13	5
北京燃气	100%					0	95	95	95
余姚燃气电力	80%	78	78	78	78	78	78	78	62
总计		3841	4175	4180	4183	4643	5413	5413	3533

资料来源：wind、招商证券

表 25：电力板块业绩测算

单位：元/度	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
发电量-亿度	1800	2078	2254	2141	1004	2258	1110	2220	2320	2386
售电量-亿度	1672	1935	2102	1994	936	2105	1039	2078	2181	2243
产销率	93%	93%	93%	93%	93%	93%	94%	94%	94%	94%
销售均价	0.3543	0.3735	0.3754	0.3676	0.3587	0.3471	0.3157	0.3157	0.3157	0.3157
销售成本	0.2701	0.2815	0.2592	0.2407	0.2238	0.2209	0.2089	0.2200	0.2400	0.2300
三费及附加	0.0233	0.0361	0.0354	0.0338	0.0350	0.0425	0.0351	0.0351	0.0351	0.0351

单位: 元/度	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
完全成本	0.2934	0.3176	0.2945	0.2745	0.2588	0.2634	0.2439	0.2551	0.2751	0.2651
度电利润	0.0609	0.0560	0.0809	0.0932	0.0999	0.0838	0.0718	0.0606	0.0406	0.0506
度电净利	0.0457	0.0420	0.0607	0.0699	0.0749	0.0628	0.0538	0.0455	0.0305	0.0380
财务数据:										
销售收入-亿	592	723	789	733	336	731	328	656	689	708
销售成本-亿	452	545	545	480	210	465	217	457	523	516
净利润-亿	76	87	136	149	75	141	60	95	66	85
归母净利润-亿	53	60	94	103	52	98	41	61	43	55
股本-亿	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.27	0.30	0.47	0.52	0.26	0.49	0.21	0.31	0.22	0.28

资料来源: 招商证券

5、铁路板块业绩测算

表 26: 神华铁路板块业绩测算

单位: 元/吨公里	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
综合售价	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
销售成本	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
完全成本	0.08	0.08	0.08	0.07	0.08	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08
周转量-十亿吨公里	162	176	212	224	99	200	120	243	252	259
财务数据: 亿元										
营业收入	229	250	300	306	133	272	162	329	341	350
营业成本	90	100	111	111	52	114	62	125	130	133
完全成本	129	146	161	160	80	174	96	175	180	183
利润总额	100	104	139	147	53	98	66	154	162	167
所得税	25	16	21	22	8	15	10	31	32	33
净利润	75	89	118	125	45	84	56	123	129	134
权益占比	67%	67%	66%	66%	66%	65%	62%	62%	62%	62%
归母净利润	50	59	78	82	30	54	34	76	80	82
少数股东损益	25	30	40	42	15	29	21	47	50	51
股本	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.25	0.30	0.39	0.41	0.15	0.27	0.17	0.38	0.40	0.41

资料来源: 招商证券

6、港口板块业绩测算

表 27: 神华港口业绩测算

单位: 万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
吞吐量	12120	12440	16000	17400	7450	15850	9930	19860	21000	23000
综合售价	23	24	23	24	24	24	24	24	24	24
销售成本	13	13	10	11	13	12	10	10	10	10
完全成本	17	19	14	16	19	18	15	15	15	15
财务数据: 亿元										
营业收入	28	30	37	42	18	38	24	48	51	56
营业成本	16	16	16	19	10	19	10	21	22	24
完全成本	21	23	23	28	14	29	15	31	32	34
利润总额	7	7	15	13	3	9	9	17	19	22
所得税	2	2	4	3	1	2	2	4	5	5
净利润	5	5	11	10	2	7	7	13	14	16
权益占比	67%	67%	67%	66%	65%	65%	66%	66%	66%	66%

单位：万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
归母净利润	4	4	7	7	2	4	5	9	9	11
少数股东损益	2	2	4	3	1	2	2	4	5	5
股本	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.02	0.02	0.04	0.03	0.01	0.02	0.02	0.04	0.05	0.05

资料来源：招商证券

7、航运板块业绩测算

表 28：神华航运板块业绩测算

单位：元/吨海里	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
货运量(万吨)	8060	9770	11860	8770	3980	7980	3630	7986	8000	9000
周转量(十亿吨海里)	71	83	115	72	33	64	29	64	64	72
平均运距-海里	876	844	969	823	824	803	799	800	800	800
综合运价	0.072	0.052	0.044	0.042	0.031	0.031	0.030	0.030	0.030	0.030
销售成本	0.062	0.045	0.041	0.035	0.028	0.027	0.026	0.026	0.026	0.026
完全成本	0.063	0.044	0.041	0.037	0.030	0.030	0.029	0.029	0.029	0.029
财务数据：亿元										
营业收入	51.0	43.2	50.9	30.3	10.1	20.0	8.8	19.4	19.4	21.8
营业成本	43.6	36.8	46.7	25.6	9.2	17.5	7.4	16.6	16.6	18.7
净利润	4.9	5.0	2.8	2.6	0.1	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5
归属于本公司股东的净	2.49	2.55	1.41	1.30	0.05	0.18	0.11	0.24	0.24	0.27
少数股东损益	2.39	2.45	1.36	1.25	0.05	0.18	0.10	0.23	0.23	0.26
股本-亿	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
每股收益	0.0125	0.0128	0.0071	0.0066	0.0003	0.0009	0.0005	0.0012	0.0012	0.0013

资料来源：招商证券

8、煤化工板块业绩测算

表 29：神华煤化工板块业绩测算

	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
产量-万吨	54	55	53	32	62	25	60	60	60
聚乙烯	27	27	26	16	31	13	30	30	30
聚丙烯	28	28	26	16	31	12	30	30	30
销量-万吨	55	53	53	32	63	25	60	60	60
聚乙烯	27	26	27	16	32	13	30	30	30
聚丙烯	28	27	27	15	31	12	30	30	30
财务数据：亿元									
营业收入	59	60	59	30	56	19	46	48	54
营业成本	41	39	38	21	42	18	41	41	41
完全成本	51	47	47	25	52	22	51	51	51
利润总额	9	13	11	4	3	(3)	(5)	(3)	3
所得税	1	2	2	1	1	0	0	0	0
净利润-权益占比 100%	7	11	10	4	3	(3)	(5)	(3)	3
股本	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.037	0.054	0.049	0.018	0.015	(0.013)	(0.025)	(0.013)	0.017

资料来源：招商证券

9、神华业绩测算汇总

表 30：神华归母净利润测算

单位：亿	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E
煤炭	335	342	285	172	42	32	28	85	219
电力	53	60	94	103	52	98	41	61	43
铁路	50	59	78	82	30	54	34	76	80
港口	4	4	7	7	2	4	5	9	9
航运	1	1	0	1	1	0	0	0	0
煤化工	0	0	11	10	4	3	-3	-5	-3
其他	5	11	-19	-7	-13	-30	-8	-14	-14
合计	448	477	457	368	117	161	98	212	335
股本	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	2.25	2.40	2.30	1.85	0.59	0.81	0.49	1.07	1.68

资料来源：招商证券

九、维持煤价 N 字型判断和 2 倍 P/B 判断

1、维持 4 月份预判的煤价 N 字型走势

目前沿海港口 5500 大卡动力煤达到 572 元/吨，沿海港口主焦煤 1050 元/吨，已经超过我们测算的供求均衡煤价 500 元/吨和 900 元/吨。4 月 17 日我们在《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你——煤炭供给侧改革系列报告之八》预判煤价 N 字型走势，供求均衡煤价在 500 元/吨左右（当时煤价 370 元/吨）。

当前炼焦煤处于旺季，短期继续看涨，动力煤进入淡季，煤价看调整。

维持之前我们报告说的煤价 N 字型走势的判断。

图 1：煤价 N 型走势



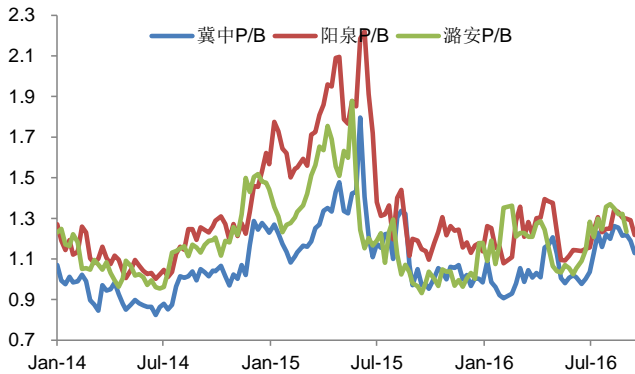
资料来源：煤炭资源网，招商证券

2、维持估值长期恢复到 2 倍 P/B 判断

政府调控煤价后，短期煤价看调整，但供给侧改革的目标是到供求均衡，市场将形成煤价长期看涨的预期（《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15），煤炭股票 P/B 估值可以看到 2 倍以上（ $ROE10\% \cdot P/E20$ ），较目前的 1.3 倍尚有 50% 以上的上涨空间。

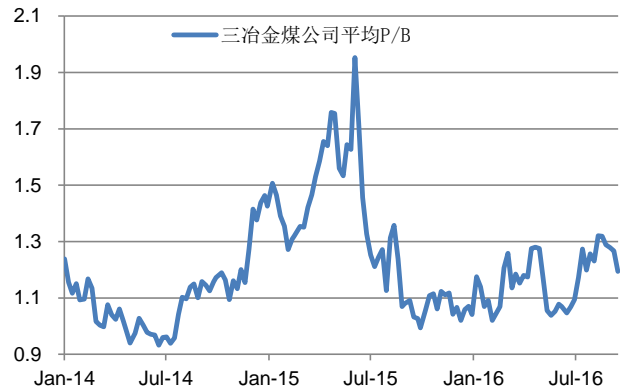
按照供求均衡状态下重置，我们测算煤炭上市公司重置成本较净资产增加大约 1.2 倍，2 倍 P/B 仍然低于重置成本。

图 2: 三冶金煤公司冀中潞安阳泉估值基本相当



资料来源: wind、招商证券

图 3: 冀中潞安阳泉 P/B 平均 1.2 倍



资料来源: wind、招商证券

表 31: 煤炭成本重置后增加每股净资产 118%

单位:亿吨 /万吨	地质储 量	权益 地质 储量	在产 产能	权益 在产 产能	采矿 权价 格 (元 /吨)	采矿 权重 置价 值	无 形 资 产 重	吨煤 固投 (元 /吨)	权益 产能 固定 资产 重估	固定 资产 重估 增资	固定 资产 无形 资产 增值	每 股 净 资 产	原 每 股 净 资 产	重估 增值 幅度
国投新集	53	53	2320	2320	2.5	132	119	1000	232	112	231	8.9	1.7	529%
盘江股份	50	42	1115	1115	5.0	252	205	1000	112	83	288	17.4	3.4	505%
兖州煤业	940	87	9635	8663	4.0	3760	330	1000	866	624	954	19.4	8.3	234%
平煤股份	20	19	3561	3440	4.0	82	68	1000	344	168	237	10.0	4.3	232%
冀中能源	40	37	3735	3418	5.0	199	131	1000	342	218	349	9.9	5.2	190%
郑州煤电	7	5	1120	951	2.5	18	9	1000	95	54	62	6.1	3.3	184%
恒源煤电	12	12	1485	1485	2.5	30	6	1000	149	96	102	10.2	5.8	176%
大同煤业	55	29	1730	995	2.5	138	53	600	60	35	88	5.2	3.1	167%
阳泉煤业	48	40	3010	2709	4.0	191	117	600	163	77	194	8.1	5.5	146%
露天煤业	26	25	4180	4051	1.5	39	32	300	122	51	83	5.1	5.6	91%
西山煤电	44	35	2990	2545	4.0	175	119	600	153	30	149	4.7	5.2	91%
大有能源	13	11	2005	1826	2.5	31	16	600	110	43	59	2.5	3.2	78%
昊华能源	23	20	1120	1000	4.0	92	11	600	60	38	49	4.1	5.4	75%
陕西煤业	145	82	8600	5422	2.5	363	83	600	325	152	235	2.3	3.2	74%
潞安环能	39	30	3660	2624	4.0	156	51	600	157	59	110	3.7	6.0	61%
靖远煤电	7	7	1043	1043	2.5	18	1	600	63	29	31	1.3	2.7	50%
中国神华	270	237	3230	27497	2.5	676	283	600	1650	1084	1367	6.9	15.0	46%
平庄能源	5	5	765	765	1.5	7	-2	300	23	14	12	1.2	4.1	29%
兰花科创	16	13	960	920	4.0	64	4	600	55	21	25	2.2	8.1	27%
中煤能源	170	141	1053	9594	2.5	424	20	600	576	163	184	1.4	6.3	22%
*st 山煤	21	14	1630	1050	2.5	52	-8	600	63	14	7	0.3	1.7	20%
永泰能源	25	21	975	892	5.0	126	-205	1000	89	-68	-272	-2.2	1.9	-114%
平均值	92	44	4476	3833	3.2	319	66	718	264	141	206	5.9	5.0	118%

资料来源: wind、招商证券

十、维持行业推荐评级，短调后关注两类股票

维持行业推荐评级。

前期煤价加速上涨，不利于行业转型和去产能，政府欲反向调控，短期可能对煤价和股票有负面影响，但市场将逐步形成长期看涨煤价的预期，类似于年初以来的黄金，即未来煤价不断小涨，而股票大涨。短期调整后仍将是介入好机会！煤炭股票 P/B 估值可以看到 2 倍以上，较目前的 1.3 倍尚有 50% 以上的上涨空间。

短期调整后，重点关注两类股票：

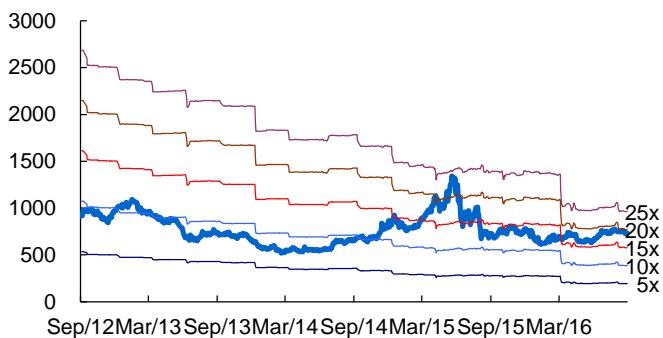
- 高弹性的冶金煤股票：冀中能源、潞安环能、阳泉煤业和西山煤电；
- 转型概念股：山煤国际、神火股份、安源煤业和永泰能源。
- 近期重点推荐：山煤国际。

表 32: 煤炭行业估值比较

	股价	EPS (元)			P/E (x)			最新每股净资产	P/B
		15A	16E	17E	15A	16E	17E		
炼焦煤									
西山煤电	9.6	0.04	0.23	0.63	221	55	15	5.2	1.8
盘江股份	8.5	0.01	0.10	0.20	641	90	42	3.4	2.5
冀中能源	6.2	0.10	0.14	0.38	62	62	16	5.2	1.2
平煤股份	4.7	-0.91	0.06	0.18	-5	153	26	4.3	1.1
永泰能源	4.0	0.06	0.06	0.08	69	67	50	1.9	2.1
平均	6.6	-0.14	0.12	0.29	198	85	30	4.0	1.7
喷吹煤									
阳泉煤业	6.9	0.03	0.17	0.37	237	71	19	5.5	1.2
潞安环能	8.0	0.03	0.17	0.63	265	42	13	6.0	1.3
平均	7.4	0.03	0.17	0.50	251	56	16	5.8	1.3
动力煤									
中国神华	15.2	0.81	1.07	1.69	19	14	9	15.0	1.0
中煤能源	5.7	-0.19	0.10	0.20	-30	113	28	6.3	0.9
陕西煤业	5.7	-0.30	0.26	0.50	-20	42	11	3.2	1.8
*st 新集	4.0	-0.99	0.06	0.10	-4	67	40	1.7	2.4
兖州煤业	12.5	0.17	0.40	0.86	70	82	14	8.3	1.5
*st 山煤	3.7	-1.20	0.08	0.12	-3	44	31	1.7	2.2
平庄能源	5.3	-0.39	0.08	0.15	-14	108	36	4.1	1.3
恒源煤电	6.3	-1.38	0.12	0.15	-4	154	42	5.8	1.1
大同煤业	7.2	-1.08	0.10	0.20	-6	69	36	3.1	2.3
昊华能源	6.5	0.05	0.07	0.15	131	261	44	5.4	1.2
大有能源	5.7	-0.54	0.05	0.15	-11	117	38	3.2	1.8
靖远煤电	3.8	0.16	0.22	0.26	23	17	15	2.7	1.4
露天煤业	8.3	0.33	0.25	0.35	25	33	24	5.6	1.5
郑州煤电	5.8	-0.54	0.07	0.12	-10	77	48	3.3	1.7
安源煤业	5.1	0.03	0.04	0.08	166	156	64	3.3	1.6
平均	6.8	-0.36	0.21	0.36	12	86	30	4.9	1.6
一体化									
*ST 神火	4.8	-0.88	0.59	0.51	-5	8	9	3.1	1.5
兰花科创	7.6	0.01	0.02	0.10	629	378	76	8.1	0.9
开滦股份	7.4	-0.34	0.08	0.10	-19	81	74	5.4	1.4
上海能源	10.5	0.02	0.06	0.23	517	207	46	11.5	0.9
平均	7.6	-0.30	0.19	0.24	280	168	51	7.0	1.2
总平均	7.0	-0.28	0.18	0.34	111	96	32	5.2	1.5
中值	6.3	0.01	0.10	0.20	19	71	31	5.2	1.4

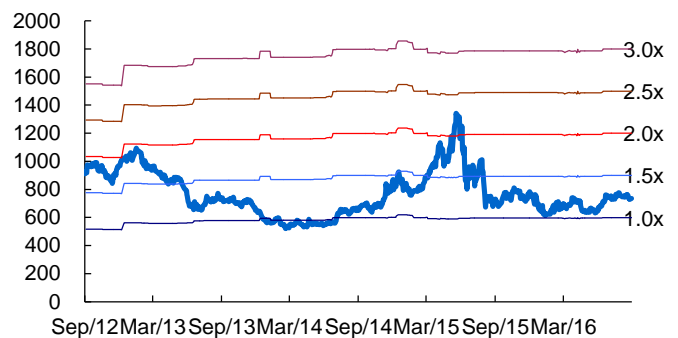
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 煤炭行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 煤炭行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《供给侧改革主题发酵，行业配置价值提升-供给侧改革系列报告之一》2016/1/22
2. 《十三五煤炭消费持续负增长成为常态-供给侧改革系列报告之二》2016/2/2
3. 《1998-2000年煤炭行业化解过剩产能政策回顾-供给侧改革系列报告之三》2016/2/19
4. 《供给侧改革 1.0 侧重全面，去产能效果一般—供给侧改革系列报告之四》2016/2/29
5. 《供给侧改革 2.0 版：加大去产能力度—供给侧改革系列报告之五》2016/3/1
6. 《短期煤价超跌反弹，长期煤价看供给侧力度——供给侧改革系列报告之六》2016/3/8
7. 《供求均衡下煤炭 PB 估值可高看到 2 倍—供给侧改革系列报告之七》2016/3/22
8. 《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你—供给侧改革系列报告之八》2016/3/26
9. 《回到 276，行业大逆转—供给侧改革系列报告之九》2016/4/24
10. 《冶金煤弹性大，首选阳泉潞安和冀中—供给侧改革系列报告之十》2016/5/2
11. 《从供给拉动切换到需求推动—供给侧改革系列报告之十一》2016/5/30
12. 《供改进展超预期，产能今年退出 2.8 亿吨—供给侧改革系列报告之十二》2016/6/26
13. 《不忘初心，供改持续发酵——供给侧改革系列报告之十三》2016/7/4
14. 《央企化解过剩产能会议召开，去产能再下一城——供给侧改革系列报告之十四》7/10
15. 《供给侧改革推动煤价上涨，中报业绩改善明显——供给侧改革系列报告之十五》7/12
16. 《目前的煤炭，年初的钢铁—供给侧改革系列报告之十六》2016/7/28
17. 《低库存降无可降，维持股票 50%空间判断—供给侧改革系列报告之十七》2016/8/9
18. 《改变煤价上涨路径，目标仍是供求均衡—供给侧改革系列报告之十八》2016/8/11
19. 《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15
20. 《进口煤冲击不足为虑——供给侧改革系列报告之二十》2016/8/17
21. 《煤价上涨多少触发“煤电联动”？—供给侧改革系列报告之二十一》2016/8/25
22. 《先进产能及影响——供给侧改革系列报告之二十二》2016/9/4
23. 《煤价目标实现，估值目标仍需努力——供给侧改革系列报告之二十三》2016/9/20
24. 《产业政策也相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》2016/9/27

公司深度系列

1. 《永泰能源深度报告-持续借力资本市场，助推三大产业转型》2016/3/13
2. 《山煤国际深度报告—扭亏为盈打开新纪元，转型电商提升估值》2016/3/17
3. 《阳泉煤业深度报告—供给侧改革演绎下的高弹性机会》2016/4/6
4. 《神火股份深度报告—受益供给侧改革，积极运作扭亏保壳》2016/4/13
5. 《冀中能源深度报告—高弹性低估值，供给侧行情优选标的》2016/5/1
6. 《潞安环能深度报告—喷吹煤龙头公司，煤价驱动下的高弹性品种》2016/5/13
7. 《西山煤电深度报告—供改力度和速度超预期，龙头配置正当时》2016/6/27
8. 《盘江股份深度报告—打造西南区域龙头，转型综合能源企业》2016/7/3
9. 《*ST 山煤深度报告—扭亏为盈势在必行，加码电商提升估值》2016/8/1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。