

2019年05月05日

# 煤炭行业价值龙头，业绩增长+估值提升值得期待

买入（首次）

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	57,224	61,109	68,192	75,543
同比（%）	12.4%	6.8%	11.6%	10.8%
归母净利润（百万元）	10,993	11,377	11,677	12,079
同比（%）	5.2%	3.5%	2.6%	3.4%
每股收益（元/股）	1.10	1.14	1.17	1.21
P/E（倍）	8.20	7.91	7.71	7.45

## 投资要点

- 核心竞争力：资源禀赋优势明显，盈利能力领先全行业：**公司资源禀赋优势明显：1) 储量丰富+区域集中，主产“一高三低”优质煤种；2) 省内铁路专线设施完备，且相比晋蒙地区具备一定运距优势；除了资源禀赋之外，公司自身也在科技创新和网络交易平台方面狠练内功，因此多项核心盈利指标处于行业前列：2016-2018年，ROE、毛利率、净利率、自产煤吨煤销售成本分别居于行业第一名、第二名、第一名、第二名。
- 业绩增长之量增：内生小保当+外延资产注入，未来三年有望新增产能2000万吨：**公司在手控股矿井合计16对，核定产能合计1.14亿吨/年，考虑到：1) 内生层面，小保当一号矿已经进入联合试运转阶段，假设2019年小保当一号矿产能利用率能够达到80%，则有望贡献增量800-1000万吨；小保当二号矿核定产能为1300万吨/年，目前处于在建状态，预计将于2020年建成投产；2) 外延层面，集团旗下的曹家滩、孟村、小庄项目合计产能为2700万吨/年，且均已处于联合试运转状态，未来为了解决同业竞争问题，预计该部分资产会逐步进入上市公司体内；因此，保守估计未来3年内公司煤炭产能将新增2000万吨以上。
- 业绩增长之价升：蒙华+靖神铁路有望年内通车，更多产品将销往价格更高区域：**我国规模最大的运煤专线蒙华铁路（设计输送能力为2亿吨/年）有望于年内完工通车：1) 受制于资源禀赋和传统海进江运输方式的影响，两湖一江地区煤炭价格高于全国平均水平20%-30%。2) 根据我们的测算，蒙华铁路相比传统运输方式国铁、海进江路线一、海进江路线二运费分别减少82、31、63元/吨，且还有运输时间短、不受天气影响等优点。3) 公司目前以地销方式为主，价格最高的两湖一江地区占比仅为16%，伴随着陕煤集团控股的靖神铁路与蒙华铁路同时通车，有望助力公司不断提升煤炭外销比例，销售均价提升可期。
- 估值提升：稳健现金流业务+沿产业链布局，周期属性渐弱、成长属性增强：**1) 净现金流是基础：雄厚的货币资金和稳健的现金流业务为公司沿着产业链做逆周期布局，降低自身的周期属性提供了基础和可能。2) 沿产业链升级是核心：公司投资和管理团队已经在投资隆基股份上证实眼光和能力，未来沿着煤炭深加工产业链继续延伸，布局洗煤厂、贸易方及下游煤化工项目值得期待。3) 稳定高分红是保障：在小保当矿井及其他大额资本开支项目完成后，公司分红比例存在上升可能。4) 股份回购是信心：假设公司将本次回购的3.05亿股股份全部注销，以2018年业绩为参考，注销后公司EPS为1.14元，增厚3.08%。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2019-2021年EPS分别为1.14、1.17、1.21元，对应PE分别为8、8、7倍，首次给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行影响煤炭行业下游需求、环保和安监力度增强影响煤矿产能投放、煤炭价格大幅波动等。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	9.02
一年最低/最高价	6.97/10.09
市净率(倍)	1.71
流通A股市值(百万元)	90200.00

## 基础数据

每股净资产(元)	5.26
资产负债率(%)	41.68
总股本(百万股)	10000.00
流通A股(百万股)	10000.00

## 相关研究

- 《公用事业行业专题：核心三因素边际变化明显，2019年火电行业配置与弹性均值得重点关注》2019-02-11
- 《蒙华铁路研究专题：北煤南送大动脉预计年内通车，终端电厂+上游煤企有望显著获益》2019-04-08

## 内容目录

<b>1. 公司简介：陕西省省属唯一特大型煤炭产销一体化平台</b>	<b>4</b>
<b>2. 核心竞争力：资源禀赋优势明显，盈利能力领先全行业</b>	<b>6</b>
2.1. 资源禀赋优势一：储量丰富+区域集中，主产“一高三低”优质煤种	6
2.2. 资源禀赋优势二：省内铁路专线设施完备，且相比晋蒙地区具备一定运距优势	7
2.3. 核心竞争优势三：科技+平台，资源禀赋优势之外公司也在狠练内功	9
2.4. 资源禀赋+高效管理+科技创新，公司多项核心盈利指标领先全行业	9
<b>3. 业绩增长之量增：内生小保当+外延资产注入，未来三年有望新增产能 2000 万吨</b>	<b>10</b>
3.1. 在手产能合计 1.14 亿吨/年，优质陕北矿区占比超过 50%	10
3.2. 内生增长：小保当一、二号矿贡献增量，合计产能为 2800 万吨/年	12
3.3. 外延发展：集团在建煤矿合计产能 2700 万吨/年，存在资产注入预期	12
<b>4. 业绩增长之价升：蒙华+靖神铁路有望年内通车，更多产品将销往价格更高区域</b>	<b>13</b>
4.1. 规模最大运煤专线年内建成，主要用于保障两湖一江地区煤炭供应	13
4.2. 与传统运输方式相比，蒙华铁路运距短且经济效应明显	16
4.3. 公司目前销售方式以地销为主，靖神+蒙华铁路助力公司煤炭外销	17
<b>5. 估值提升：稳健现金流业务+沿产业链布局，周期属性渐弱、成长属性增强</b>	<b>18</b>
5.1. 经营性净现金流是基础，在手资金+稳健现金流为逆周期布局提供可能	19
5.2. 沿产业链升级是核心，目标是转型成为综合能源服务商	19
5.3. 稳定高分红是保障，资本开支减少后分红比例存在提升可能	20
5.4. 股份回购是信心，3.05 亿股回购股份未来用于转债或注销	21
<b>6. 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

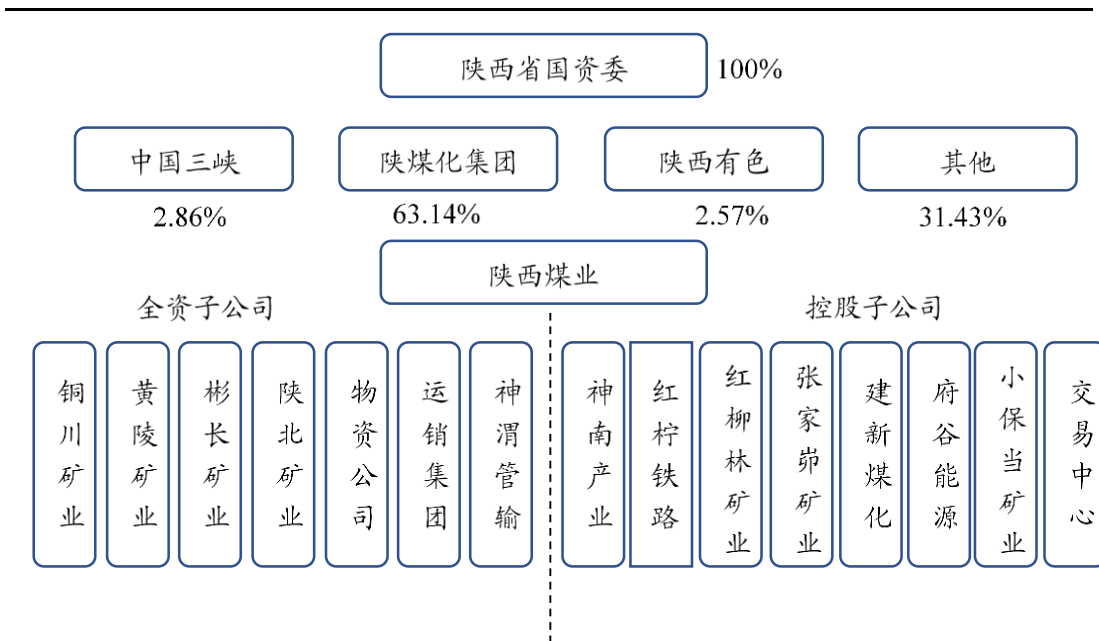
图 1: 截至 2019 年一季度末, 公司股权结构及控股子公司情况 .....	4
图 2: 2014-2018 年公司煤炭产销量情况 (万吨) .....	5
图 3: 2014-2018 年公司煤炭产销售价格 (元/吨) .....	5
图 4: 2014-2018 年公司营收和净利润情况 (亿元) .....	5
图 5: 2014-2018 年公司毛利率和净利率情况 (%) .....	5
图 6: 公司各矿区的位置分布及周边铁路运输状况 .....	8
图 7: 2016-2018 年的公司 ROE 处于行业第一名 (%) .....	9
图 8: 2016-2018 年的公司毛利率处于行业第二名 (%) .....	9
图 9: 2016-2018 年的公司净利率处于行业第一名 (%) .....	10
图 10: 公司自产煤吨煤销售成本处于行业第二名 (元) .....	10
图 11: 蒙华铁路建成后, 将成为我国规模最大的运煤专线 .....	14
图 12: 两湖一江地区煤炭以调入为主 .....	15
图 13: 两湖一江地区煤炭调入的海进江运输通道 .....	15
图 14: 两湖一江地区电煤价格指数显著高于全国水平 .....	16
图 15: 两湖一江地区年均电煤价格指数显著高于全国 .....	16
图 16: 靖神铁路与蒙华铁路同时通车, 将形成蒙华铁路的重要支线 .....	17
图 17: 2016-2018 年公司煤炭销售方式和销售区域情况 .....	18
图 18: 靖神铁路由陕煤集团绝对控股 (持股比例为 53%) .....	18
图 19: 2014-2018 年公司经营性净现金流情况 (百万元) .....	19
图 20: 2014-2018 年公司在手货币资金情况 (百万元) .....	19
图 21: 2014-2018 年公司分红和股息率情况 .....	20
图 22: 2014-2018 年公司累计未分配利润 (百万元) .....	20
表 1: 7 家主要子公司对公司业绩贡献超过 80% .....	4
表 2: 2012-2018 年公司煤炭销量情况 (按照销售品种划分, 万吨) .....	6
表 3: 公司生产的煤炭产品及主要性能指标 .....	7
表 4: 截至 2018 年年末, 公司三大矿区的资源储量和开采储量 (万吨) .....	7
表 5: 公司在手产能合计 1.14 亿吨/年, 对应权益产能为 0.73 亿吨/年 .....	11
表 6: 2012-2018 年公司三大矿区的煤炭产量情况 (万吨) .....	11
表 7: 公司在建煤矿核定产能合计 3300 万吨/年, 未来 1-3 年内集中投运 .....	12
表 8: 集团在建煤矿核定产能合计 2700 万吨/年, 未来存在注入预期 .....	13
表 9: 蒙华铁路股东及出资比例 .....	15
表 10: 蒙华铁路通车后, “乌审旗-荆门”段相比传统运输方式的经济效应对比 .....	17
表 11: 公司与 A 股部分煤炭行业标的的估值比较 .....	22

## 1. 公司简介：陕西省省属唯一特大型煤炭产销一体化平台

公司成立于 2008 年，是由陕煤集团以煤炭主业经营性资产，联合中国三峡、华能开发、陕西有色、陕鼓集团以现金出资共同发起设立。经过十余年的发展，目前公司已 是陕西省唯一集产、运、销为一体的省属特大型煤炭企业，也是国家确立的陕北大型煤 炭基地开发主体之一。截至 2018 年年底，陕煤集团持股比例为 63.14%，是公司的控股 股东。

**7 家煤矿主业子公司占比公司业绩超过 80%**。公司拥有 15 家一级子公司，其中包 括铜川矿业、黄陵矿业、彬长矿业、陕北矿业、物资公司、运销集团、神渭管输等 7 家 全资子公司和神南产业、红柠铁路、红柳林矿业、张家峁矿业、建新煤化、陕煤集团府 谷能源投资有限公司、小保当矿业、煤炭交易中心等 8 家控股子公司。其中黄陵矿业、 铜川矿业、彬长矿业、红柳林矿业、张家峁矿业、陕北矿业、建新煤化这 7 家子公司对 公司业绩贡献最大，2017、2018 年这 7 家子公司合计实现净利润 118.26、113.51 亿，归 属于陕西煤业净利润合计 95.02、90.73 亿，占比陕西煤业 2017、2018 年净利润分别为 90.92%、82.53%。

图 1：截至 2019 年一季度末，公司股权结构及控股子公司情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 1：7 家主要子公司对公司业绩贡献超过 80%

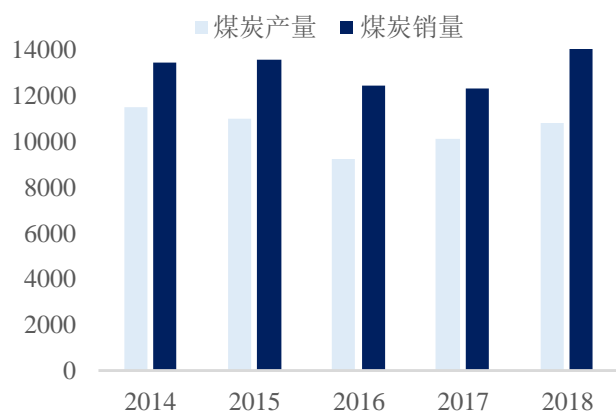
陕煤	2017	2017 净	占比陕	2018	2018 净	占比陕

	持股	营收	利润	煤业绩	营收	利润	煤业绩
陕西陕煤黄陵矿业有限公司	100%	75.66	24.09	23.05%	87.97	28.83	26.23%
陕西陕煤铜川矿业有限公司	100%	100.03	22.99	22.00%	101.72	19.37	17.62%
陕西陕煤彬长矿业有限公司	100%	63.65	15.55	14.88%	64.51	13.08	11.90%
陕煤集团神木红柳林矿业有限公司	51%	57.61	24.40	11.91%	61.98	24.96	11.58%
陕煤集团神木张家峁矿业有限公司	55%	39.38	18.08	9.51%	38.49	15.66	7.83%
陕西陕煤陕北矿业有限公司	100%	24.08	6.72	6.43%	19.22	4.46	4.06%
陕西建新煤化有限责任公司	51%	16.34	6.43	3.14%	18.69	7.15	3.32%
合计		376.75	118.26	90.92%	392.58	113.51	82.53%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

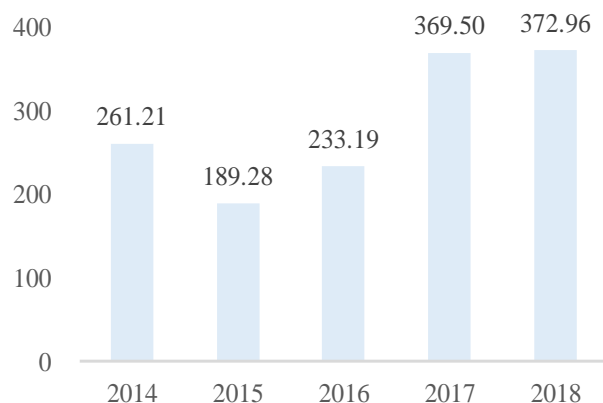
**2016 年供给侧改革以来公司业绩显著提升。**公司主要产品为优质动力、化工及冶金用煤，按煤种可分为贫瘦煤、长焰煤、弱粘煤、不粘煤、瘦煤、气煤等，具有高发热量和较高稳定性等特点，广泛运用于电力、化肥和冶金等行业。2014-2018 年，公司煤炭产量均在 1.01-1.15 亿吨之间、销量均在 1.23-1.43 亿吨之间；销售价格（剔除“一票制”结算变化后）先下降后上升，最高点为 2018 年的 372.96 元/吨；相应营收和净利润也体现先下降后上升的趋势，2018 年公司实现营收 572.24 亿元、归母净利润 109.93 亿元。盈利能力方面，2014-2018 年公司毛利率分别为 34.54%、32.20%、43.39%、55.40%、48.69%；净利率分别为 6.83%、-7.23%、13.22%、30.88%、27.84%；ROE（平均）分别为 2.91%、-9.10%、8.41%、26.59%、23.17%，可见，自从 2016 年供给侧改革以来，无论是煤炭销售价格，还是公司的盈利能力，均出现显著回升，目前仍保持在较高水平上。

图 2：2014-2018 年公司煤炭产销量情况（万吨）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

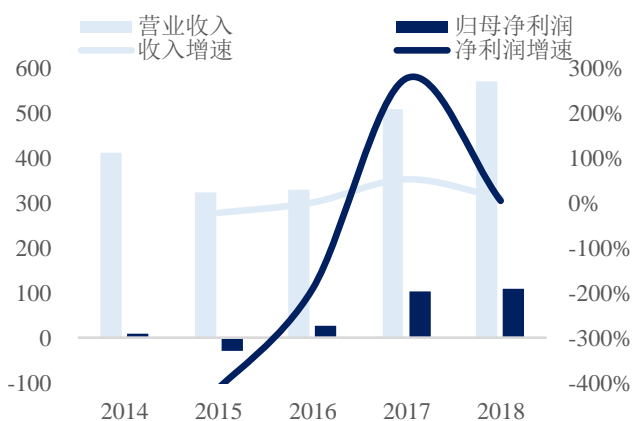
图 3：2014-2018 年公司煤炭产销售价格（元/吨）



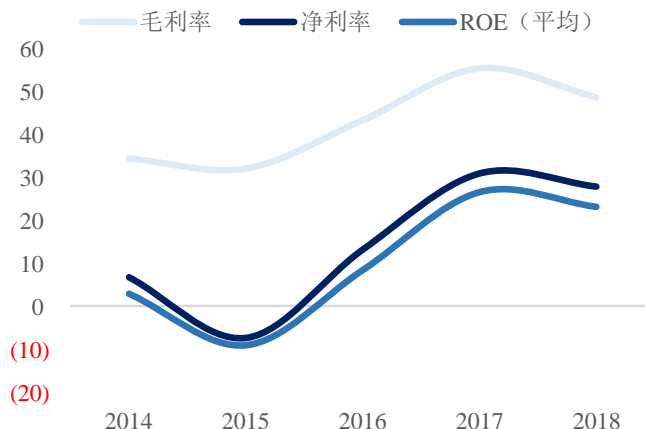
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 4：2014-2018 年公司营收和净利润情况（亿元）

图 5：2014-2018 年公司毛利率和净利率情况（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2：2012-2018 年公司煤炭销量情况（按照销售品种划分，万吨）

销量	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
商品煤	11514	13167	13465	13575	12441	12338	14292
原煤	10446	11838	12126	11936	11070	10383	12083
占比	90.72%	89.91%	90.06%	87.93%	88.98%	84.15%	84.54%
洗煤	1068	1329	1339	1639	1371	1955	2209
占比	9.28%	10.09%	9.94%	12.07%	11.02%	15.85%	15.46%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2. 核心竞争力：资源禀赋优势明显，盈利能力领先全行业

公司资源禀赋优势明显：1) 储量丰富+区域集中，主产“一高三低”优质煤种；2) 省内铁路专线设施完备，且相比晋蒙地区具备一定运距优势；同时，除了资源禀赋之外，公司自身也在科技创新和网络交易平台方面狠练内功，因此公司多项核心盈利指标均处于行业前列：1) 2016-2018 年公司的 ROE 分别为 8.41%、26.59%、23.17%，均处于行业第一名；2) 2016-2018 年公司的综合毛利率分别为 43.39%、55.40%、48.69%，均处于行业第二名；3) 2016-2018 年公司的净利率分别为 13.22%、30.88%、27.84%，均处于行业第一名；4) 2016-2018 年公司的自产煤吨煤销售成本分别为 109.43、119.09、130.12 元，均处于行业第二名。

### 2.1. 资源禀赋优势一：储量丰富+区域集中，主产“一高三低”优质煤种

1) **产品**：公司的煤炭资源品质优良，97% 以上的煤炭资源位于陕北、彬黄等优质煤产区，呈现一高三低（高发热量、低硫、低磷、低灰）的特点，平均热值 5500 大卡/

千克以上，符合国家重点发展的煤炭深加工产业各项要求，是优质的环保动力、冶金及化工用煤。2) **产地**：公司目前开采的煤炭资源分布于陕西省内的榆林市、延安市、咸阳市、铜川市等县市区，主要分为陕北、彬黄、渭北三个矿区，其中，陕北矿区和彬黄矿区由于煤层埋深较浅（200-700 米以浅）、资源量丰富、煤层稳定性好、开采技术条件简单，且主产高热值、低硫-特低硫、特低磷、低-特低灰、富油、高化学活性的高挥发分长焰煤、不粘煤，特别适宜建设大-特大型现代化矿井。3) **储量**：按照中国矿业统计标准，截至 2018 年年末，公司拥有煤炭地质储量 161 亿吨，可采储量 98 亿吨，如果以 2018 年公司煤炭销量 1.43 亿吨计算，足够开采 69 年。

表 3：公司生产的煤炭产品及主要性能指标

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

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 4：截至 2018 年年末，公司三大矿区的资源储量和可采储量（万吨）

	资源储量	可采储量
渭北矿区	45582	26263
彬黄矿区	423754	244427
陕北矿区	1173925	710587
合计	1643261	981277

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

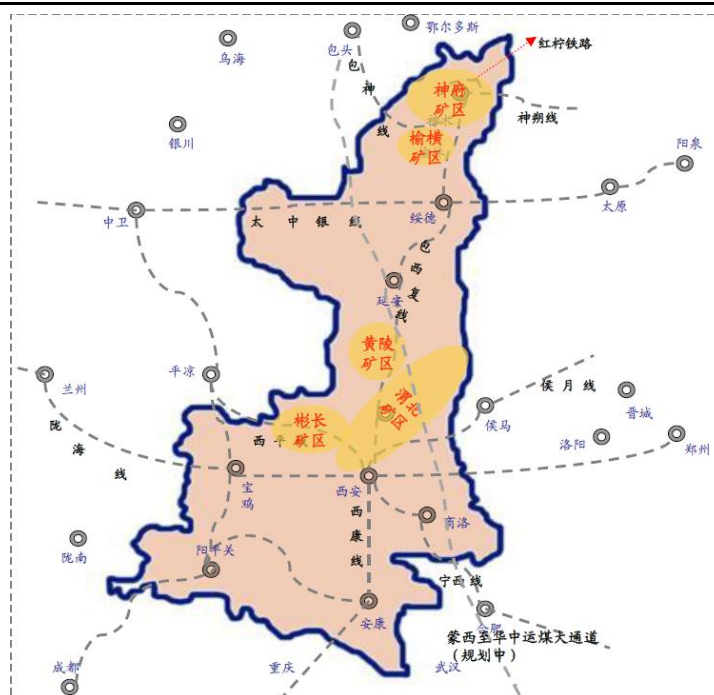
## 2.2. 资源禀赋优势二：省内铁路专线设施完备，且相比晋蒙地区具备一定运距优势

公司煤炭产品的销售区域可划分为省内市场和省外市场，其中省内销售主要依靠铁路和公路运输，省外销售主要依靠铁路运输，2018 年公司实现煤炭销量 1.43 亿吨，其中铁路运量为 0.59 亿吨，占比为 41.26%。

**目前公司铁路专用线主要包括：**1) 铜川矿业公司铁路专用线：总长 80.14 公里，运输装车能力合计 1140 万吨，主要用于运输铜川矿业公司的煤炭产品和物资；2) 蒲白矿业公司铁路专用线：总长 100.62 公里，其中正线 57.60 公里，有 4 条通各矿煤专线，目前有效煤专线为 2 条，近期运输能力 500 万吨/年，远期 800 万吨/年，主要用于运输蒲白矿业公司的煤炭产品和物资；3) 澄合矿业公司铁路专用线：有东、西两条煤专线，线路总长 17.2 公里，西区运煤专线与西延线坡底车站接轨，东区运煤专线与侯西线合阳车站接轨，运输装车能力为 600 万吨/年，主要用于运输澄合矿业公司所产煤炭和物资；4) 黄陵矿业公司铁路专用线：总长 48 公里，与西延铁路黄陵车站接轨，设计年运输能力 1800 万吨/年，主要用于运输黄陵矿业公司和黄陵建庄、黄陵建新矿的煤炭产品和物资；5) 中能红石峡铁路专用线：正线长 6.41 公里，运输装车能力为 500 万吨/年，主要用于运输中能榆阳煤矿所产煤炭；6) 红柠铁路专用线：东起神延线的红柳林站，西接包西线神木西站，正线长 42.33 公里，运输装车能力为 3000 万吨/年，主要用于运输红柳林、柠条塔、张家峁三个矿井的煤炭产品和物资。

从地理位置来看，陕西省相较山西、内蒙煤炭主产地，距鄂湘赣以及川渝等主要消费市场具备运距优势，目前公司外运铁路线东西流向主要包括陇海线、太中银线、神朔线和侯月线；南北流向主要包括包西复线（这是公司煤炭外运的主要通道，将公司所产煤炭通过陇海线、宁西线等向省外输出）、宁西线、襄渝线和西康线（**蒙华铁路我们将在第三章中做详细介绍**）。

图 6：公司各矿区的位置分布及周边铁路运输状况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



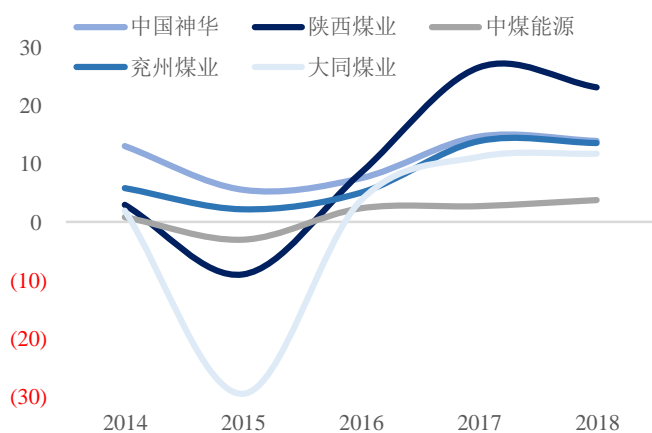
### 2.3. 核心竞争优势三：科技+平台，资源禀赋优势之外公司也在狠练内功

除了拥有得天独厚的资源禀赋优势，公司也在科技创新和网络交易平台方面狠下苦功：1) **科技创新方面**：公司首套智能化无人开采国产成套装备大大提高了生产效率和煤炭资源回收率，降低了人员工作强度和安全风险；110、N00 采煤工法实现了我国第三次矿业技术变革，填补了国内厚煤层“110 工法”开采技术应用的空白；智慧化矿山、瓦斯零排放等一系列科学技术的探索、实践、推广、应用，逐步把矿工从艰苦危险的作业环境中解放出来。2018 年公司科技投入 9.3 亿元，拥有国家级科研机构 4 个，省部级科研机构 3 个，省部级科技奖项 17 项，新增授权专利 156 项。2) **网络交易平台**：公司所属陕西煤炭交易中心是服务西部地区煤炭等大宗商品的省属第三方平台企业。截至目前，累计实现煤炭网上交易量 10.7 亿吨，企业会员超 3000 家，成为我国网上交易量与实物交割量最大的煤炭现货交易市场之一，竞价交易实现价格增收 11.44 亿元。在物资供应中，所属物资公司以集中采购为切入点，打造煤炭大宗商品 B2B 垂直电商平台，形成了“交易平台+中心仓储+井口超市”的网上采购运营模式。

### 2.4. 资源禀赋+高效管理+科技创新，公司多项核心盈利指标领先全行业

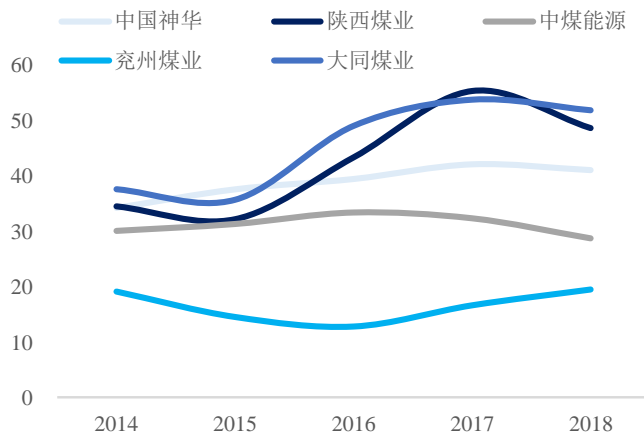
我们选取煤炭行业中比较具有代表性的前几家公司中国神华、中煤能源、兖州煤业、大同煤业分别与公司做对比，发现在资源禀赋+高效管理+科技创新的综合优势下，**公司多项核心盈利指标均处于行业前列**：1) 2016-2018 年公司的 ROE 分别为 8.41%、26.59%、23.17%，均处于行业第一名；2) 2016-2018 年公司的综合毛利率分别为 43.39%、55.40%、48.69%，均处于行业第二名；3) 2016-2018 年公司的净利率分别为 13.22%、30.88%、27.84%，均处于行业第一名；4) 2016-2018 年公司的自产煤吨煤销售成本分别为 109.43、119.09、130.12 元，均处于行业第二名（仅高于中国神华）。

图 7：2016-2018 年的公司 ROE 处于行业第一名 (%)



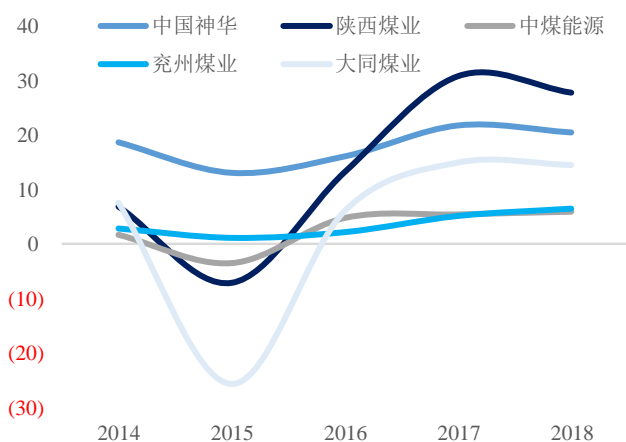
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 8：2016-2018 年的公司毛利率处于行业第二名 (%)



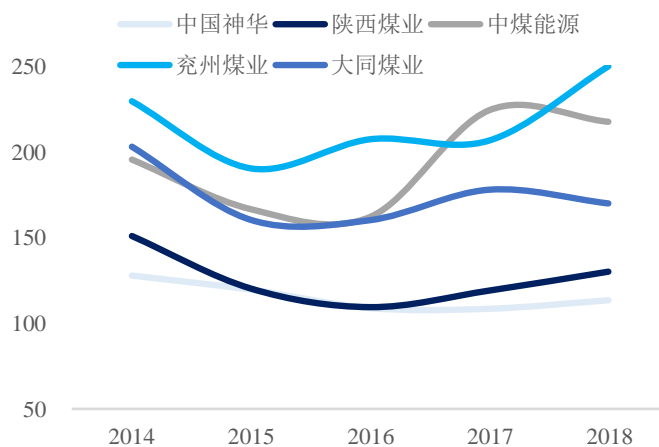
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 9：2016-2018 年的公司净利率处于行业第一名 (%)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 10：公司自产煤吨煤销售成本处于行业第二名 (元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3. 业绩增长之量增：内生小保当+外延资产注入，未来三年有望新增产能 2000 万吨

截至 2018 年年底，公司在手控股矿井合计 16 对，核定产能合计 1.14 亿吨/年、对应权益产能合计 0.73 亿吨/年，考虑到：1) 内生层面，小保当一号矿已经进入联合试运转阶段，假设 2019 年小保当一号矿产能利用率能够达到 80%，则有望贡献增量 800-1000 万吨；小保当二号矿核定产能为 1300 万吨/年，目前处于在建状态，预计将于 2020 年建成投产；2) 外延层面，集团旗下的曹家滩、孟村、小庄项目合计产能为 2700 万吨/年，且均已处于联合试运转状态，未来为了解决同业竞争问题，预计该部分资产会逐步进入上市公司体内；因此，保守估计未来 3 年内公司煤炭产能将新增 2000 万吨以上。

#### 3.1. 在手产能合计 1.14 亿吨/年，优质陕北矿区占比超过 50%

公司在手矿井中，95%以上产能均位于国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地：神东基地、陕北基地、黄陇基地；其中，红柳林矿、张家峁矿、黄陵二号矿、建新煤矿、孙家岔矿、韩家湾矿、玉华煤矿等 7 对矿井通过国家安监总局一级标准化验收，达到国家一级安全生产标准化矿井。**产能方面：**截至 2018 年年底，公司在手控股矿井合计 16 对，核定产能合计 1.14 亿吨/年、对应权益产能合计 0.73 亿吨/年。其中：1) 陕北矿区核定产能合计 0.74 亿吨/年，占比总产能为 64.91%；权益产能合计 0.42 亿吨/年，占比权益总产能为 58.09%。2) 彬黄矿区核定产能合计 0.33 亿吨/年，占比总产能为 28.95%；权益产能合计 0.24 亿吨/年，占比权益总产能为 32.26%。3) 渭北矿区核定产能合计 0.07

亿吨/年，占比总产能为 6.14%；权益产能合计 0.07 亿吨/年，占比权益总产能为 9.65%。

**产量方面：**2016-2018 年公司煤炭产量分别为 0.92、1.01、1.08 亿吨；其中陕北矿区产量分别为 0.52、0.57、0.60 亿吨，占比分别为 56.86%、56.30%、55.19%，未来随着小保当一号、二号矿逐步建成投产，预计陕北矿区煤炭产量占比有望进一步提升。

表 5：公司在手产能合计 1.14 亿吨/年，对应权益产能为 0.73 亿吨/年

矿区	煤矿	所属公司	煤种	股权比例 (%)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
彬黄矿区	黄陵一号	黄陵矿业	气煤	100	600	600
	黄陵二号	黄陵二号煤矿公司	弱粘煤	54	800	432
	建新	建新煤化公司	弱粘煤	51	400	204
	大佛寺	彬长大佛寺矿业	不粘煤	90	600	540
	胡家河	彬长胡家河矿业	不粘煤	80	500	400
	文家坡	彬长文家坡矿业	不粘煤	51	400	204
陕北矿区	红柳林	神木红柳林矿业	长焰煤	51	1500	765
	柠条塔	神木柠条塔矿业	弱粘煤	51	1800	918
	张家峁	神木张家峁矿业	长焰煤	55	1000	550
	韩家湾	陕北韩家湾公司	弱粘煤	100	300	300
	小保当一号	陕西小保当矿业	不粘煤、长焰煤	60	1500	900
	小保当二号	陕西小保当矿业	不粘煤、长焰煤	60	1300	780
渭北矿区	玉华	铜川矿业	长焰煤	100	240	240
	陈家山	铜川矿业	不粘煤	100	180	180
	下石节	铜川矿业	长焰煤	100	185	185
	柴家沟	柴家沟矿业	长焰煤	95	100	95
<b>合计</b>					<b>11405</b>	<b>7293</b>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 6：2012-2018 年公司三大矿区的煤炭产量情况 (万吨)

产量	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
----	------	------	------	------	------	------	------

渭北矿区	2299	2266	2177	2048	1113	864	1046
占比总产量	21.57%	19.45%	18.89%	18.61%	12.09%	8.56%	9.68%
彬黄矿区	2791	3255	3128	3109	2858	3548	3797
占比总产量	26.18%	27.94%	27.14%	28.26%	31.05%	35.14%	35.13%
陕北矿区	5570	6128	6219	5845	5234	5685	5966
占比总产量	52.25%	52.61%	53.97%	53.13%	56.86%	56.30%	55.19%
<b>合计</b>	<b>10660</b>	<b>11649</b>	<b>11524</b>	<b>11002</b>	<b>9205</b>	<b>10097</b>	<b>10809</b>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3.2. 内生增长：小保当一、二号矿贡献增量，合计产能为 2800 万吨/年

小保当矿井位于神东矿区，该矿区是国家“十三五”期间重点建设的 14 个煤炭基地之一，小保当矿地质储量 49 亿吨、可采储量 28 亿吨，是按照世界一流绿色高效智慧矿井标准建设。2019 年年初，小保当一号矿 1500 万吨/年，小保当二号 1300 万吨/年项目核准变更申请获得国家发改委通过。该矿配套快速装车系统和铁运环线装车站，能够实现坑口煤炭直接装入火车车皮中，其中快速装车系统装车能力 $\geq 5400\text{t/h}$ ，装车时间 $\leq 50\text{S/节}$ 。所配套的靖神铁路是蒙华铁路的重要支线，南起靖边北站，与蒙华铁路接轨，北至神木西站，与红柠铁路互通，预计 2019 年 10 月与蒙华铁路同时建成。截至 2018 年年底，小保当一号矿已经建设完成，进入联合试运转阶段，假设 2019 年小保当一号矿产能利用率能够达到 80%，则有望贡献增量 800-1000 万吨；小保当二号矿核定产能为 1300 万吨/年，目前处于在建状态，预计将于 2020 年建成投产，因此，**未来 3 年小保当一号、二号有望贡献增量 2000 万吨以上**（公司持股比例为 60%）。

表 7：公司在建煤矿核定产能合计 3300 万吨/年，未来 1-3 年内集中投运

矿区	煤矿	所属公司	股权比例 (%)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	预计投产时间
陕北矿区	小保当一号	陕西小保当矿业	60	1500	900	2018 年下半年
	小保当二号	陕西小保当矿业	60	1300	780	2020 年
	袁大滩矿	陕西中能煤田	34	500	170	2018 年下半年
<b>合计</b>				<b>3300</b>	<b>1850</b>	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3.3. 外延发展：集团在建煤矿合计产能 2700 万吨/年，存在资产注入预期

目前集团层面在建的煤矿主要包括曹家滩、孟村、小庄项目。1) 曹家滩：井田地处陕西省榆林市北部，是陕北大型煤炭示范基地开发项目。该矿区井田面积 125.97 平方米，地质储量 31.31 亿吨，可采储量 15.11 亿吨，规划建设规模 1500 万吨/年，服务年限 72 年，目前已处于联合试运转状态。2) 孟村：井田位于陕西彬长矿区中西部的泾河西侧，面积为 78.5 平方公里，拥有地质储 10.46 亿吨，设计可采储量 6.40 亿吨，生产能力为 600 万吨/年，服务年限约 74 年，目前已处于联合试运转状态。3) 小庄：井田位于彬县义门镇鸭河湾村，面积为 46.22 平方公里，地质储量 9.21 亿吨，可采储量 5.44 亿吨，生产能力为 600 万吨/年，服务年限约 67 年，同时矿井配置了年处理原煤 600 万吨的洗煤厂一座，目前已处于联合试运转状态。因此，**曹家滩、孟村、小庄项目合计产能为 2700 万吨/年，占比公司在手产能为 23.84%，且均已处于联合试运转状态，未来为了解决公司与集团的同业竞争问题，我们预计该部分资产会逐步进入上市公司体内。**

表 8：集团在建煤矿核定产能合计 2700 万吨/年，未来存在注入预期

矿区	煤矿	股权比例 (%)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	可采储量 (亿吨)	计划总投资 (亿元)
彬长矿区	小庄煤矿	100%	600	600	5.44	52.08
	孟村煤矿	100%	600	600	6.40	39.32
陕北矿区	曹家滩煤矿	48%	1500	720	15.11	65.06
合计			2700	1920	26.95	156.46

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4. 业绩增长之价升：蒙华+靖神铁路有望年内通车，更多产品将销往价格更高区域

我国规模最大的运煤专线蒙华铁路（设计输送能力为 2 亿吨/年）有望于年内完工通车：1) 受制于资源禀赋和传统海进江运输方式的影响，两湖一江地区煤炭价格高于全国平均水平 20%-30%。2) 根据我们的测算，蒙华铁路相比传统运输方式国铁、海进江路线一、海进江路线二运费分别减少 82、31、63 元/吨，且还有运输时间短、不受天气影响等优点。3) 公司目前以地销方式为主，价格最高的两湖一江地区占比仅为 16%，伴随着陕煤集团控股的靖神铁路与蒙华铁路同时通车，有望助力公司不断提升煤炭外销比例，销售均价提升可期。

##### 4.1. 规模最大运煤专线年内建成，主要用于保障两湖一江地区煤炭供应

蒙华铁路北起内蒙古浩勒报吉站，终点到达江西省吉安市，是我国规模最大的运煤

专线，也是一次性建成的世界上最长的重载铁路，纵贯蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣 7 省区，全长 1837 公里，比大秦铁路的 653 公里差不多长了两倍。铁路设计行车速度 120 公里/小时、工程路基总长 1038.757 公里、桥梁 297.121 公里/702 座、隧道 457.504 公里/228 座，项目规划设计输送能力为 2 亿吨/年（建成运营初期输送能力达到 1 亿吨/年），为我国规模最大的运煤专线和“北煤南运”新的国家战略运输通道，建设目的是将煤炭生产最为集中的晋陕蒙地区煤炭输送至最为缺煤的两湖一江地区，目前最乐观的预计是在 10 月 1 日前完工通车。

图 11：蒙华铁路建成后，将成为我国规模最大的运煤专线



数据来源：国家煤炭工业网、东吴证券研究所

**铁道部控股+多家煤企参股，多元化股权结构有助于平衡各方利益。**根据发改委对蒙华铁路项目建议书的批复，蒙华铁路预计投资规模为 1539.7 亿元，其中 540 亿将由蒙西华中铁路公司的发起人以出资注入资本金的形式筹集。股权结构方面，蒙西华中铁路公司（大股东是中国铁投，实际控制人是铁道部）持股比例为 20%；中国神华、中煤能源、国投交通、陕煤集团、淮南矿业、伊泰煤炭分别占注册资本的 10%；其余投资人还包括：河南铁路投资有限责任公司（3.5%）、湖北省客运铁路投资有限公司（3.3%）、内蒙古蒙泰煤电集团有限公司（3.2%）、榆林统万投资有限责任公司（2.5%）、湖南省铁路投资集团有限公司（2.1%）、中国华能集团燃料有限公司（1.4%）、中电投物流有限责任公司（1.4%）、山东能源国际物流有限公司（1.4%）、江西省铁路投资集团公司（1.2%）。投资主体来自于铁路部门、大型煤炭央企和国企、电力公司、以及地方铁路交运公司，铁路建成后，多元化的投资主体和相对分散的股权结构有利于形成更为市场化的定价机

制和有效平衡更方的利益。

表 9：蒙华铁路股东及出资比例

股东	出资比例
中国铁路建设投资公司	20%
中国中煤能源股份有限公司、中国神华能源股份有限公司、淮南矿业(集团)有限责任公司、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司、国投交通公司	60% (各占 10%)
河南铁路投资有限责任公司	3.5%
湖北省客运铁路投资有限责任公司	3.3%
内蒙古蒙泰煤电集团有限公司	3.2%
榆林统万投资有限责任公司	2.5%
湖南省铁路投资集团有限公司	2.1%
中电投物流有限责任公司	4.2% (各占 1.4%)
中国华能集团燃料有限公司	
山东能源国际物流有限公司	
江西省铁路投资集团公司	1.2%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

受制于资源禀赋和传统海进江运输方式的影响，两湖一江地区煤炭价格高企（详细内容请见我们外发深度报告《蒙华铁路研究专题：北煤南送大动脉预计年内通车，终端电厂+上游煤企有望显著获益》）：2016-2018 年，全国电煤价格指数(年均)分别为 380.93、515.99、531.04；而湖北分别为 475.81、657.97、682.05，高于全国水平 18.54%、21.53%、21.91%；湖南分别为 475.81、657.97、682.05，高于全国水平 24.91%、27.52%、28.44%；江西分别为 492.03、690.45、702.05，高于全国水平 29.17%、33.81%、32.20%。

图 12：两湖一江地区煤炭以调入为主



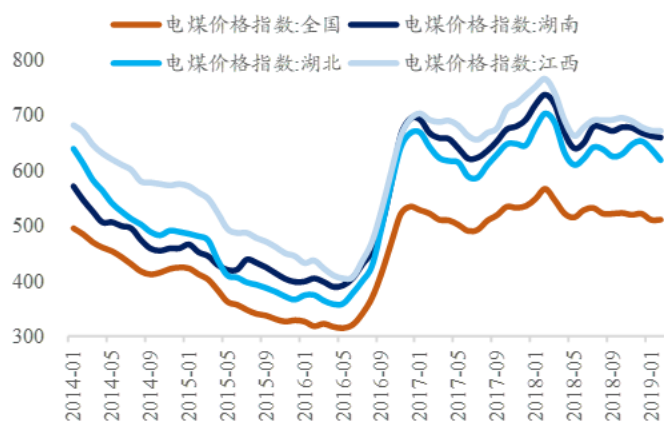
图 13：两湖一江地区煤炭调入的海进江运输通道



数据来源：国家煤炭工业网、东吴证券研究所

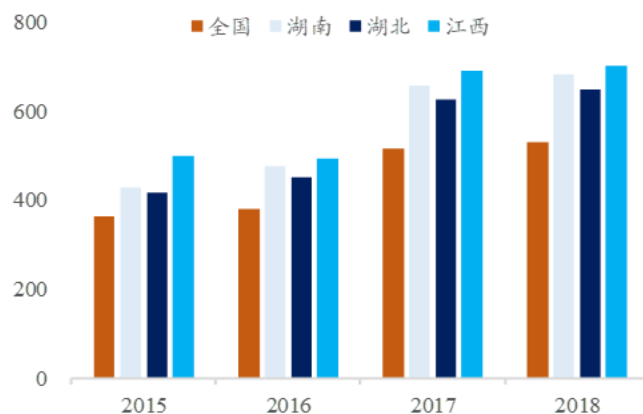
数据来源：国家煤炭工业网、东吴证券研究所

图 14：两湖一江地区电煤价格指数显著高于全国水平



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 15：两湖一江地区年均电煤价格指数显著高于全国



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 4.2. 与传统运输方式相比，蒙华铁路运距短且经济效应明显

我们采用两种方式测算蒙华铁路与传统运输方式相比的经济效应：

1) 根据《2018 年中国蒙华铁路对鄂湘赣地区煤炭运输通道的影响分析》中的测算：晋陕蒙到两湖一江地区铁路直达（包西-宁西-焦柳）的运输距离为 1593 公里，运费约为 272 元/吨；海进江路线一（大秦-海运-长江）运输距离为 3955 公里，运费约为 221 元/吨；海进江路线二（朔黄-海运-长江）运输距离为 3787 公里，运费约为 253 元/吨。而蒙华铁路通车后，从乌审旗到荆门站的运距为 1054 公里，相比国铁运距减少 539 公里，按照蒙华铁路综合运价率 0.18 元/（吨公里）计算，全程运输费用约为 190 元/吨，相比国铁运费减少 82 元/吨；相比海进江路线一运费减少 31 元/吨；相比海进江路线二运费减少 63 元/吨，经济效应十分显著，而且相比海进江方式，蒙华铁路还有运输时间短（一般 3 天之内可以达到，海进江一般需要 7 天时间）、不受天气影响等优点。

2) 我们选取大同-荆州路段对两种运输方式进行比较分析，大同到荆州运距为 1226.03 公里，按照蒙华铁路综合运价率 0.18 元/（吨公里）计算，全程运输费用约为 220.69 元/吨；而采用海进江路线一方式（大秦-海运-长江），大同坑口价（Q5500）为 435.00 元/吨、秦皇岛港平仓价（Q5500）为 617.00 元/吨，可推测出大秦线运费为 182.00 元/吨，加上秦皇岛港-上海海运费（25.50-32.30 元/吨），再加上长江运费 13.30 元/吨（易煤网显示长江口动力煤平仓价格（Q5500）为 659.20 元/吨，可倒推出长江运费约为 13.30 元/吨），可算出海进江路线一运费为 224.20 元，相比蒙华铁路运费高出 3.51 元/吨。考虑到：三月底是海进江运输淡季使得运费处于相对低点、铁路运输相比海进江运输更具实效性、榆林和鄂尔多斯相比大同距离环渤海地区港口运距更等原因，海进江实际运费



将高于我们测算水平，因此蒙华铁路相比传统运输方式存在显著经济性。

**表 10：蒙华铁路通车后，“乌审旗-荆门”段相比传统运输方式的经济效应对比**

运输方式	路线	运输距离（公里）	运费（元/吨）
国铁	包西-宁西-焦柳	1593	272
海进江	大秦-海运-长江	3955	221
海进江	朔黄-海运-长江	3787	253
蒙华铁路	铁路直达	1054	190

数据来源：国家煤炭工业网、东吴证券研究所

### 4.3. 公司目前销售方式以地销为主，靖神+蒙华铁路助力公司煤炭外销

**公司煤炭销售以地销方式为主，价格最高的华中地区占比仅为 16%。**根据公司年报信息：1) 销售方式上，2016-2018 年公司煤炭销量中，铁路运量分别为 0.45、0.49、0.59 亿吨，占比总销量分别为 36.19%、39.84%、41.09%，相比铁路总公司制定的《2018-2020 货运增量行动方案》中提出的“到 2020 年全国铁路煤炭运量将达到 28.1 亿吨，占全国煤炭产量的 75%”目标，仍有较大差距；2) 销售区域上，2016-2018 年公司西北地区分别实现营收 201.61、309.25、320.60 亿，占比总收入分别为 60.85%、60.73%、56.03%；而煤炭售价最高的华中区域分别实现营收 48.49、71.15、93.44 亿，占比总收入仅为 14.64%、13.96%、16.32%，因此公司目前仍然以地销方式为主。

#### **靖神铁路(陕煤集团控股)与蒙华铁路同时通车，助力公司煤炭外销两湖一江区域。**

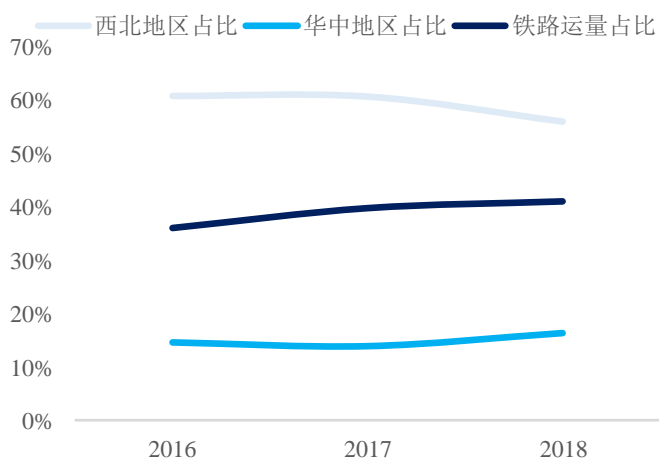
由陕煤集团控股建设（持股比例 53%）的靖神铁路于 2017 年开工，有望与蒙华铁路同期竣工通车。靖神铁路南起靖边北站，与蒙华铁路接轨，北至神木西站，与包西铁路接轨并连通红柠铁路，既是蒙华铁路的重要支线，也是贯穿榆林能源化工基地，服务于神府、榆神、榆横三大矿区和神府、榆神两大工业园区的能源通道。靖神铁路设计正线全长 232.68 公里，投资 193.66 亿元，设计运量近期 5100 万吨、远期 7200 万吨，建成后：1) 对内与红柠铁路、冯红铁路、榆横铁路直连直通，同时服务陕北矿区红柳林、柠条塔、张家峁三个千万吨级矿井，而且公司在建的小保当矿设有铁运装车站，能够实现坑口煤炭通过皮带运输直接装入火车车皮中；2) 对外与蒙华铁路、包西铁路、太中银铁路、神朔铁路、瓦日铁路互联互通，实现陕北矿区优质煤炭的“北煤南运”、“西煤东运”发展目标，矿区内优质煤炭资源销往价格更高的两湖一江区域比例提升是大概率事件。

**图 16：靖神铁路与蒙华铁路同时通车，将形成蒙华铁路的重要支线**



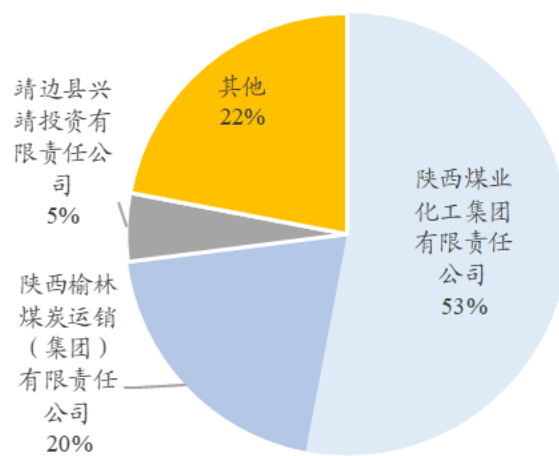
数据来源：国家煤炭工业网、东吴证券研究所

图 17：2016-2018 年公司煤炭销售方式和销售区域情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 18：靖神铁路由陕煤集团绝对控股(持股比例为 53%)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 5. 估值提升：稳健现金流业务+沿产业链布局，周期属性渐弱、成长属性增强

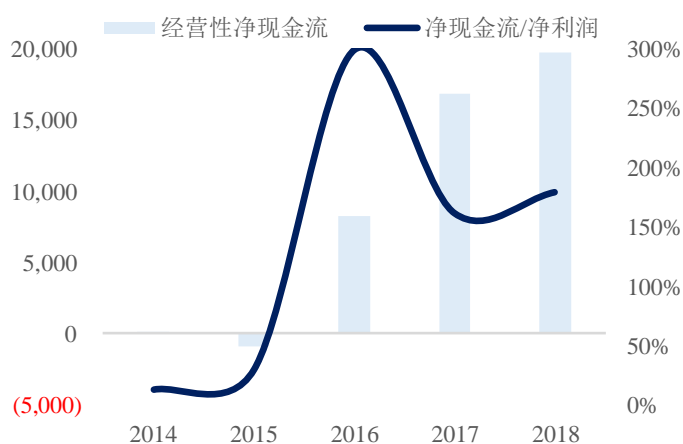
1) 经营性净现金流是基础：自 2016 年供给侧改革以来，公司盈利能力和经营性净现金流占比均显著改善，雄厚的货币资金和稳健的现金流业务为公司沿着产业链做逆周期布局，降低自身的周期属性提供了基础和可能。2) 沿产业链升级是核心：公司投资

和管理团队已经在投资隆基股份上证实眼光和能力，未来沿着煤炭深加工产业链继续延伸，布局洗煤厂、贸易方及下游煤化工项目值得期待。3) 稳定高分红是保障：在小保当矿井及其他大额资本开支项目完成后，公司分红比例存在上升可能。4) 股份回购是信心：假设公司将本次回购的 3.05 亿股股份全部注销，以 2018 年业绩为参考，注销后公司 EPS 为 1.14 元，增厚 3.08%。

### 5.1. 经营性净现金流是基础，在手资金+稳健现金流为逆周期布局提供可能

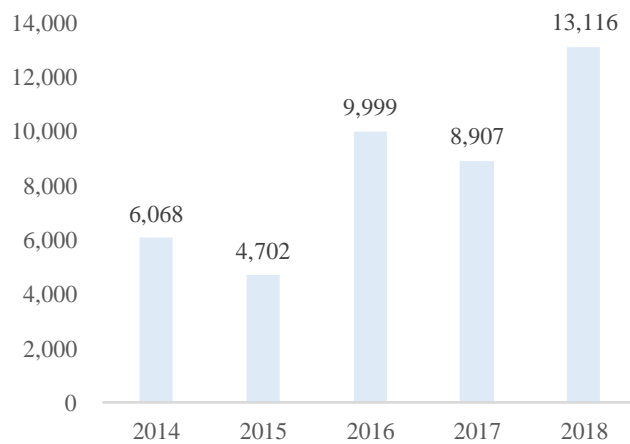
2014-2018 年，公司经营性净现金流分别为 1.21、-8.89、82.67、169.31、197.58 亿，占比归母净利润分别为 12.76%、29.73%、300.07%、162.03%、179.74%，可见除了 2015 年公司因为煤炭价格暴跌使得净利润和经营性净现金流为负以外，其他年份经营性净现金流均为正，尤其自 2016 年供给侧改革以来，公司盈利能力和经营性净现金流占比均显著改善。同时，2016-2018 年公司在手货币资金分别为 99.99、89.07、131.16 亿，稳健的现金流业务为公司沿着产业链做逆周期布局，降低自身的周期属性提供了基础和可能。

图 19: 2014-2018 年公司经营性净现金流情况 (百万元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 20: 2014-2018 年公司在手货币资金情况 (百万元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 5.2. 沿产业链升级是核心，目标是转型成为综合能源服务商

公司战略意图十分明确，以生产销售清洁煤炭为主营业务，以股权投资优质资产为重要布局，逐步形成主营业务互补，轻重资产结合的投资组合，最终想要打造成为综合能源服务商。

1) 2017 年，公司公告，在 30 亿投资额度基础上，拟增加不超过 70 亿元自有资金对外投资额度，用于投资传统能源（包括但不限于煤炭、油气、能源装备、节能与环保、

煤化工及相关的新工艺新技术等)、新能源(包括但不限于风电、光伏、核电、电池与储能、新能源汽车、及相关的新工艺、新技术、新材料等)、新经济产业(包括但不限于能源互联网、大数据等)。

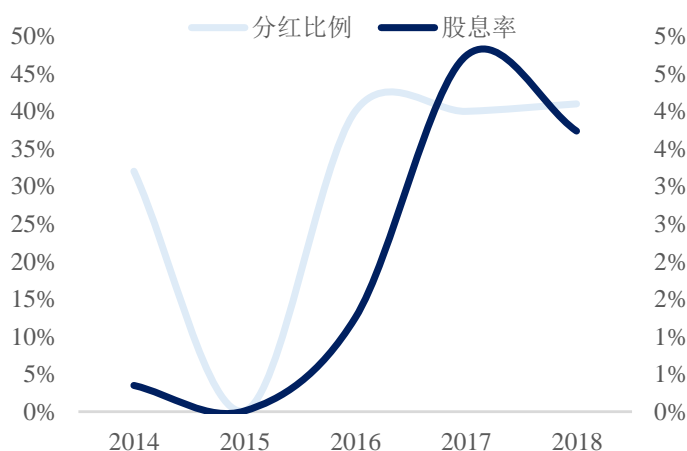
2)2018年,公司通过自有资金及信托计划共持有光伏单晶硅龙头企业隆基股份7.98%股权,成为其大股东并进驻该公司董事会战略委员会参与决策,迈出了构建“清洁能源+新能源”、“煤炭+轻资产”资产组合的坚实步伐。

3)考虑到公司目前产品销售以原煤为主、销售方式以地销为主,缺乏洗煤厂等配套精加工设施以及物流、贸易等运输方式的支持(公司已公告和煤炭贸易商瑞茂通形成战略合作伙伴),且公司投资和管理团队已经在隆基项目上证实眼光和能力,未来沿着煤炭深加工产业链继续延伸,布局洗煤厂、贸易方及下游煤化工项目值得期待。

### 5.3. 稳定高分红是保障, 资本开支减少后分红比例存在提升可能

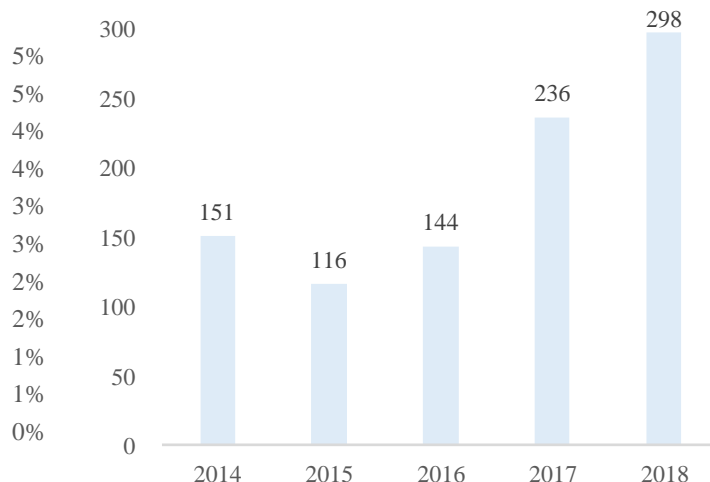
根据公司章程,除了公司有重大资金支出安排或股东大会批准的其他重大特殊情况外,公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下,采用现金方式分配股利,每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的30%。1)2014-2018年,除了2015年公司由于亏损未进行分红以外,2014、2016、2017、2018年分红比例分别为32%、40%、40%、41%(加上回购股份资金支出),股息率分别为0.33%、1.22%、4.63%、3.66%(加上回购股份后股息率为4.97%)。2)根据公司公告,2019年资本开支计划19.98亿,其中18.33亿用于小保当矿井项目,考虑到小保当一号矿井已于2018年下半年进入联合试运转、二号矿井有望于2020年投产,未来公司资本开支可能会逐渐下降。3)2014-2018年公司累计未分配利润分别为151.17、116.31、143.86、236.48、297.77亿,在小保当矿井及其他大额资本开支项目完成后,公司分红比例存在上升可能。

图 21: 2014-2018 年公司分红和股息率情况



数据来源:公司公告、东吴证券研究所

图 22: 2014-2018 年公司累计未分配利润 (百万元)



数据来源:公司公告、东吴证券研究所

#### 5.4. 股份回购是信心，3.05 亿股回购股份未来用于转债或注销

1) 公司于 2018 年 9 月 26 日召开 2018 年第一次临时股东大会，审议并通过《关于以集中竞价交易方式回购公司股份预案的议案》等相关议案，拟使用不低于 10 亿元且不超过人民币 50 亿元的自有资金以集中竞价交易方式回购公司已发行的 A 股部分股份，回购股份的价格不超过 10 元/股。2) 截至 2019 年 3 月 26 日，公司完成回购，实际回购股份 3.05 亿股，占公司总股本的 3.05%，回购最高价格 9.38 元/股，回购最低价格 7.22 元/股，回购均价 8.207 元/股，使用资金总额 25.03 亿元。3) 公司于 2019 年 4 月 9 日召开了第三届董事会第五次会议，审议通过《关于调整回购股份用途的议案》，决定将回购股份全部用于转换本公司发行的可转换为股票的公司债券，若公司未能在股份回购完成之后 36 个月内实施前述用途，则未使用部分的回购股份将依法予以注销。4) 假设公司将本次回购的 3.05 亿股股份全部注销，以 2018 年业绩为参考，注销后公司 EPS 为 1.14 元，增厚 3.08%。

## 6. 盈利预测与估值

**核心假设：** 1) 1) 2019-2021 年公司自产煤的销量分别为 1.05、1.14、1.23 亿吨，同比增速分别为 0%、8%、8%；

2) 2019-2021 年公司自产煤的价格分别为 380.57、380.57、380.57 元/吨，同比增速分别为 5%、0%、0%；

3) 2019-2021 年公司自产煤销售业务的毛利率分别为 63.00%、62.10%、64.10%；

4) 2019-2021 年公司贸易煤的销量分别为 0.47、0.56、0.65 亿吨，同比增速分别为 24%、19%、16%；

5) 2019-2021 年公司贸易煤的价格分别为 399.56、399.56、399.56 元/吨，同比增速分别为 -1%、0%、0%；

6) 2019-2021 年公司贸易煤销售业务的毛利率分别为 6.87%、6.87%、6.87%。

**盈利预测：** 基于以上假设，我们预计：

1) 2019-2021 年煤炭业务收入分别为 587.03、655.06、725.67 亿，同比增速分别为 6.79%、11.59%、10.78%；

2) 2019-2021 年煤炭业务成本分别为 321.64、370.90、408.17 亿，同比增速分别为 15.74%、15.31%、10.05%；

3) 2019-2021 年煤炭业务毛利率分别为 45.21%、43.38%、43.75%；

因此，综合来看 2019-2021 年公司营收分别为 611.09、681.92、755.43 亿元，增速分别为 6.79%、11.59%、10.78%；归母净利润分别为 113.77、116.77、120.79 亿元，增速分别为 3.50%、2.64%、3.44%；EPS 分别为 1.14、1.17、1.21 元。

**估值及投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.14、1.17、1.21 元，对应 PE 分别为 8、8、7 倍，公司作为陕西省省属唯一特大型煤炭产销一体化平台，考虑到：1) **业绩增长之量增：**内生小保当+外延资产注入，未来三年有望新增产能 2000 万吨；2) **业绩增长之价升：**蒙华+靖神铁路有望年内通车，更多产品将销往价格更高区域；3) **估值提升：**稳健现金流业务+沿产业链布局，周期属性渐弱、成长属性增强；因此，我们首次给予公司“买入”评级。

表 11：公司与 A 股部分煤炭行业标的的估值比较

公司	净利润（亿元）			PE		
	2019 E	2020 E	2021 E	2019 E	2020 E	2021 E
中国神华	449	455	458	9	8	8
中煤能源	50	56	64	14	12	11
陕西煤业	114	117	121	8	8	7

数据来源：中国神华、中煤能源盈利预测来自于 Wind 一致预期，东吴证券研究所

## 7. 风险提示

- 1) 需求：宏观经济下行影响煤炭行业下游需求、供给侧改革影响下游电厂和钢厂煤炭需求等；
- 2) 供给：矿难等事件冲击影响煤矿产能；小保当一号、二号矿投产进度不达预期；环保和安监力度增强影响煤矿产能投放等；
- 3) 价格：煤炭价格大幅波动等。

陕西煤业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	31,505	45,285	56,168	66,121	<b>营业收入</b>	57,224	61,109	68,192	75,543
现金	13,116	24,479	33,585	40,955	减:营业成本	29,361	32,571	37,635	42,999
应收账款	4,151	5,215	5,236	6,342	营业税金及附加	2,882	3,080	3,437	3,807
存货	1,074	1,050	1,404	1,400	营业费用	2,195	2,206	2,544	2,818
其他流动资产	13,165	14,541	15,943	17,425	管理费用	5,184	5,414	6,042	6,693
<b>非流动资产</b>	89,025	91,274	98,378	104,935	财务费用	58	142	334	350
长期股权投资	10,350	11,767	13,185	14,603	资产减值损失	-40	0	0	0
固定资产	40,548	42,923	49,085	54,627	加:投资净收益	1,452	1,418	1,418	1,418
在建工程	12,073	11,006	11,002	10,946	其他收益	1	0	0	0
无形资产	22,497	22,070	21,686	21,447	<b>营业利润</b>	19,061	19,114	19,618	20,293
其他非流动资产	3,558	3,507	3,420	3,312	加:营业外净收支	-314	0	0	0
<b>资产总计</b>	120,530	136,559	154,546	171,057	<b>利润总额</b>	18,748	19,114	19,618	20,293
<b>流动负债</b>	28,679	32,179	36,509	39,990	减:所得税费用	2,819	2,628	2,697	2,790
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	4,936	5,109	5,244	5,424
应付账款	10,114	10,882	13,378	14,340	<b>归属母公司净利润</b>	10,993	11,377	11,677	12,079
其他流动负债	18,566	21,297	23,132	25,650	EBIT	19,340	19,128	19,471	19,985
<b>非流动负债</b>	25,462	24,805	23,686	21,895	EBITDA	24,128	23,381	24,429	25,851
长期借款	14,934	14,277	13,159	11,367					
其他非流动负债	10,528	10,528	10,528	10,528	<b>重要财务与估值指标</b>	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	54,141	56,984	60,196	61,885	每股收益(元)	1.10	1.14	1.17	1.21
少数股东权益	15,724	20,833	26,077	31,501	每股净资产(元)	5.07	5.87	6.83	7.77
	50,664	58,741	68,273	77,671	发行在外股份(百万股)	10000	10000	10000	10000
归属母公司股东权益					ROIC(%)	22.3%	20.1%	18.4%	17.4%
<b>负债和股东权益</b>	120,530	136,559	154,546	171,057	ROE(%)	24.0%	20.7%	17.9%	16.0%
					毛利率(%)	48.7%	46.7%	44.8%	43.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	19.2%	18.6%	17.1%	16.0%
经营活动现金流	19,758	19,559	22,735	22,601	资产负债率(%)	44.9%	41.7%	39.0%	36.2%
投资活动现金流	-7,955	-5,084	-10,644	-11,006	收入增长率(%)	12.4%	6.8%	11.6%	10.8%
筹资活动现金流	-7,957	-3,112	-2,985	-4,225	净利润增长率(%)	5.2%	3.5%	2.6%	3.4%
现金净增加额	3,847	11,363	9,106	7,370	P/E	8.20	7.91	7.71	7.45
折旧和摊销	4,788	4,253	4,958	5,867	P/B	1.78	1.54	1.32	1.16
资本开支	4,422	831	5,687	5,139	EV/EBITDA	4.73	4.62	4.25	3.89
营运资本变动	-514	96	1,941	299					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

