

大同煤业 (601001)

证券研究报告
2019年04月29日

新建产能转换，重点关注山西国改进程

1.煤炭板块：老矿剥离，新矿投产，新旧产能转换。煤炭板块为公司的主业，是公司营业收入和利润的主要来源。截至目前，公司共有3个生产矿井、1个拟建矿井，产能合计2830万吨/年，其中在产产能合计2230万吨/年，拟建产能合计600万吨/年。随着煤炭的长期开采，储量减少，公司老矿面临资源枯竭的风险，同时由于矿井开采难度较大，生产成本较高，矿井盈利能力受到极大的影响。2014年公司剥离了同家梁矿及四老沟矿，2016年公司剥离了燕子山矿和煤峪口矿。在老矿剥离的同时，公司积极布局新矿转换：(1)色连矿，位于内蒙古鄂尔多斯，设计产能500万吨/年，于2018年投产。(2)核心矿井塔山矿权益占比增加：2018年上半年公司完成对塔山矿21%股权的现金收购事宜，持股比例由51%上升至72%。(3)设计产能600万吨/年的梵王寺煤矿目前处于前期阶段。

2.非煤板块：高岭土板块处于微利，建材板块未实现盈利。公司非煤板块包括高岭土、活性炭和建材业务等。化工及建材板块为公司煤炭生产过程中的附属业务板块，是公司响应国家“节能减排”的号召，为妥善处理煤炭生产过程中的煤矸石、高岭岩等废弃物，保护生态环境而从事的生态公益业务。其中，化工板块高岭土产业属于近年新兴产业，其产品煅烧高岭土为新兴的化工原材料，市场需求少，销售价格不高，附加值低，但生产工艺复杂、流程较长，人工及电力成本相对较高，致使煅烧高岭土的总生产成本较高，以致于公司的高岭土业务利润较低；公司建材板块业务近年持续亏损，主要是其产品煤矸石烧结砖市场销售价格较低，低于公司烧结砖的生产成本所致，所以公司的建材业务一直未实现盈利。

3.关注山西国改：2019年山西国改从“攻坚年”迈入“决胜年”，剑指全国第一方阵。作为产煤大省，山西省国企“一煤独大”现象极为严重，另外山西省七大煤业企业集团自身也存在“大而不强”、“大而不专”等诸多问题，这些因素都决定山西国改势在必行，并且煤企改革必定是重头戏。“兼并重组”和“资产注入”是山西煤企国改重要手段，这也符合“2018年将资产证券化率纳入‘一企一策’业绩考核”以及2019年提出的“上市公司+”战略。从以上两个维度梳理，大同煤业是国改标的中未来空间较大的：(1)同煤集团资产证券化率较低(23%)；(2)大同煤业煤炭产量占同煤集团比重最低(19%)。

投资建议：我们测算2019-2021年公司实现归母净利润9.62亿、9.80亿和8.89亿。公司4月26日市值为86.53亿，对应2019年业绩PE为9倍(86.53/9.62=9倍)，对标山西龙头煤企西山煤电，其4月25日市值为216.49亿，我们预测西山煤电2019年净利润为19.56亿，对应目前PE为11倍(216.49/19.56=11倍)，以11倍来看，对应目标价6.32元。考虑随着山西国改进程的推进，集团优质资产有望证券化，公司作为同煤集团唯一煤炭上市平台，公司有望受益。参考山西焦化收购集团所持中煤华晋49%股权，以股份支付的对价为42.92亿元，另募集资金6.5亿元，总对价49.42亿，中煤华晋2017年归母净利润25.62亿，则收购市盈率为3.94倍(49.42/(25.62*0.49)=3.94倍)。假设同煤集团煤炭资产以4倍PE证券化，则公司对应PE为5.2倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：山西国改进程不及预期，宏观经济大幅下滑，煤价大幅下跌，新增产能大量释放

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	4.93元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,673.70
流通A股股本(百万股)	1,673.70
A股总市值(百万元)	8,251.34
流通A股市值(百万元)	8,251.34
每股净资产(元)	3.49
资产负债率(%)	59.45
一年内最高/最低(元)	6.01/4.12

作者

彭鑫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,162.91	11,258.57	11,696.55	11,567.56	11,436.87
增长率(%)	23.97	22.87	3.89	(1.10)	(1.13)
EBITDA(百万元)	2,568.07	3,403.16	3,530.30	3,456.77	3,230.73
净利润(百万元)	599.17	659.71	962.04	980.03	888.65
增长率(%)	222.63	10.10	45.83	1.87	(9.32)
EPS(元/股)	0.36	0.39	0.57	0.59	0.53
市盈率(P/E)	13.77	12.51	8.58	8.42	9.29
市净率(P/B)	1.48	1.50	1.62	1.43	1.29
市销率(P/S)	0.90	0.73	0.71	0.71	0.72
EV/EBITDA	6.66	3.98	5.30	4.44	4.03

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介.....	3
1.1. 公司介绍.....	3
1.2. 股权结构.....	3
2. 公司业务.....	3
3. 公司业务.....	4
3.1. 煤炭板块.....	4
3.1.1. 矿井产能.....	4
3.1.2. 煤炭售价.....	5
3.1.3. 煤炭成本.....	5
3.2. 非煤板块.....	6
4. 关注山西国改.....	7
5. 盈利预测.....	7

图表目录

图 1：公司股权结构.....	3
图 2：资产注入空间.....	9
表 1：公司各板块营收占比.....	4
表 2：公司各板块毛利占比.....	4
表 3：公司矿井产能情况.....	4
表 4：公司剥离矿井.....	5
表 5：公司历年煤炭销售均价.....	5
表 6：公司煤炭生产成本（元/吨）.....	6
表 7：集团和上市公司资产对比（2017 年）.....	7
表 8：各业务分部历史及预测.....	8

1. 公司简介

1.1. 公司介绍

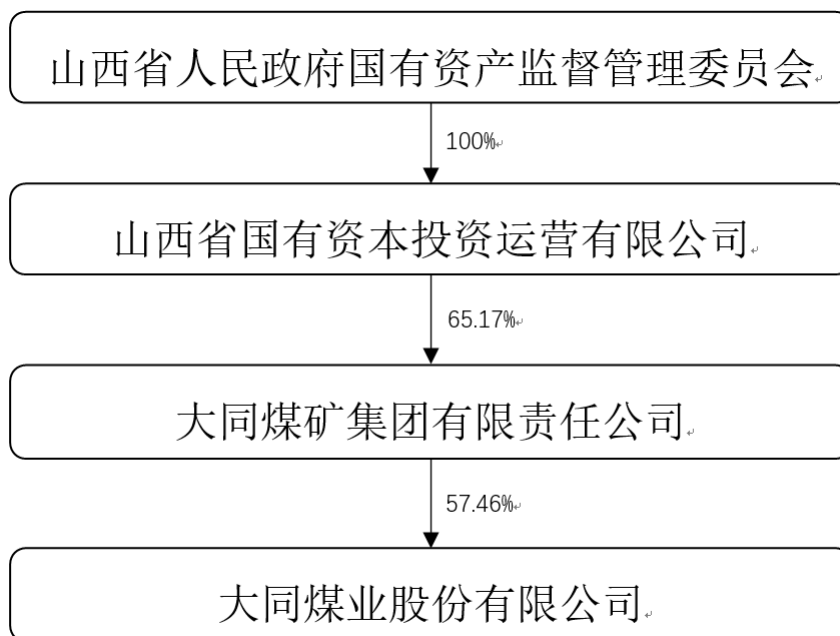
大同煤业以生产优质动力煤闻名，大同煤炭开采历史悠久，煤质好、品牌优势强，是国内尤其是沿海市场最有品牌认知度的煤种，其煤质具有低灰、低硫、高发热量等特点，拥有较稳定的客户基础以及持续增长的下游需求。

大同煤业地处我国铁路大动脉大秦线的起始端，大秦线连接大同动力煤基地和中国最大的煤码头秦皇岛港，公司拥有便利的运输条件。2001年7月25日注册成立，2006年6月23日在上交所上市交易，股票代码 601001.SH。

1.2. 股权结构

公司第一大股东为同煤集团，持股比例 57.46%，实际控制人为山西省国资委。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 公司业务

公司主营业务是煤炭开采、洗选和化工、高岭土、建材产品等，其中煤炭业务是公司最主要的收入和利润来源。根据 2018 年年报数据，2018 年公司煤炭板块实现营业收入 107.08 亿元，营业收入占比为 95.11%，化工、高岭土、建材板块等其他板块合计实现营业收入 5.50 亿元，营收占比为 4.89%；从毛利来看，2018 年煤炭板块实现毛利润 57.96 亿，毛利占比为 99.83%。

表 1：公司各板块营收占比

板块分类	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
煤炭	68.77	96.48	70.67	95.62	88.4	96.48	107.1	95.1
化工	1.02	1.43	1.11	1.5	0.16	0.17	2.0	1.7
建材	0.05	0.07	0.18	0.24	0.04	0.04	0.2	0.2
煤炭贸易及其他	1.44	2.02	1.95	2.64	3.01	3.29	3.3	3.0
合计	71.28	100	73.91	100	91.62	100	112.6	100.0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司各板块毛利占比

板块分类	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年	
	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)
煤炭	24.93	98.23	35.65	98.45	48.27	98.03	57.96	99.83
化工	0.06	0.24	0.03	0.08	0.07	-0.14	-1.26	-2.17
建材	-0.01	0.04	-0.01	0.03	0.01	0.02	0.00	0.01
煤炭贸易及其他	0.4	1.57	0.54	1.49	1.03	0.47	1.36	2.34
合计	25.38	100	36.21	100	49.24	100	58.06	100.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 公司业务

3.1. 煤炭板块

煤炭板块为公司的主业，是公司营业收入和利润的主要来源。

3.1.1. 矿井产能

1. 目前矿井产能情况

截至目前，公司共有 3 个生产矿井、1 个拟建矿井，产能合计 2830 万吨/年，其中在产产能合计 2230 万吨/年，拟建产能合计 600 万吨/年。

表 3：公司矿井产能情况

矿井	核定产能 (万吨/年)	状态	权益占比	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	备注
忻州窑矿	230	在产	100%	9,932	4,890	
塔山煤矿	1,500	在产	72%	462,571	255,654	2018 年 4 月收购集团所持塔山 21% 股权
色连矿	500	在产	100%	74,727	33,704	2018 年初投产
小计	2,230	-	-	547,230	294,247	
梵王寺矿	600	拟建	51%	146,500		
合计	2,830	-	-	693,730		

资料来源：募集说明书，公司公告，国家能源局，天风证券研究所

2.老矿剥离

2013 年公司拥有 6 座在产矿井，核定生产能力 3080 万吨/年，分别为塔山、同家梁、四老沟、煤峪口、忻州窑和燕子山。其中塔山煤矿为大同煤业、大唐发电和同煤集团共同出资建立的千万吨级矿井，于 2009 正式建成投产，目前是同煤集团下属盈利能力最强的矿井之一。其余 5 座直属矿井除燕子山矿外，均为同煤集团的老矿井，开采年限均在 60 年以上。随着煤炭的长期开采，储量减少，面临资源枯竭的风险，同时由于矿井开采难度较大，生产成本较高，矿井盈利能力受到极大的影响。

同家梁矿及四老沟矿于 2014 年 1 月 1 日出售给同煤集团，公司燕子山矿于 2016 年 1 月 1 日出售给同煤集团，煤峪口矿于 2016 年 1 月 1 日转让给朔州煤电。

表 4：公司剥离矿井

	接收企业	交割日期	转让价格（亿元）
燕子山矿	同煤集团	2016 年 1 月 1 日	18.28
煤峪口矿	朔州煤电	2017 年 4 月 1 日	5.18
同家梁矿	同煤集团	2014 年 1 月 1 日	12.6
四老沟矿	同煤集团	2014 年 1 月 1 日	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.产能产量扩张

色连矿：位于内蒙古鄂尔多斯，于 2009 年 10 月开工建设，设计产能 500 万吨/年，资源储量 7.47 亿吨，服务年限 55.2 年，于 2017 年 6 月出煤，2018 年投产。

梵王寺煤矿：2011 年 2 月 26 日，公司与集团公司出资设立项目公司共同开发梵王寺煤矿。公司持有项目公司 51% 的股权。梵王寺矿位于宁武煤田，井田矿区面积约 64.15 平方公里，煤炭资源储量 14.65 亿吨，规划产能 600 万吨/年。

塔山矿持股比例增加 21%，上升至 72%：2018 年上半年公司完成对塔山矿 21% 股权的现金收购事宜，持股比例上升至 72%。

3.1.2. 煤炭售价

2014-2018 年，公司开采的煤炭全部在国内进行销售，销售区域集中在华北、华东、华南、华中和东北等区域。销售客户中以电力企业为主，这些客户与公司建立了长期稳定的供销关系，销售渠道相对稳定。

2015 年受煤炭行业行情低迷影响，2015 年公司煤炭销售均价下滑至 294.88 元/吨，2016 年煤炭行情好转，煤炭销售均价回升至 364.63 元/吨，2017 年煤炭价格进一步回升，上升至 429.81 元/吨。

表 5：公司历年煤炭销售均价

时间	2014	2015	2016	2017	2018
单位售价（元/吨）	357.43	294.88	364.63	429.81	405.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.3. 煤炭成本

2014-2016 年随着老矿的剥离，公司人员负担大量减轻，吨煤职工薪酬从 2014 年的 81.99 元/吨下降至 2017 年的 37.17 元/吨。总体来看，公司成本控制较为稳健。

表 6：公司煤炭生产成本（元/吨）

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
单位成本（元/吨）	221.51	187.98	180.69	195.14	186.15
材料	22.67	13.24	22.97	20.48	18.38
职工薪酬	81.99	69.92	37.01	37.17	30.69
电力	9.40	8.28	8.20	9.35	8.47
折旧费	22.17	17.05	12.49	9.57	12.19
提取的井巷工程费	3.20	3.74	3.16	2.94	2.94
提取的维简费	7.69	8.97	7.59	7.05	7.41
提取的安全费	19.22	22.43	18.98	17.63	17.65
提取的采矿排水水资源费	3.84	4.49	3.80	3.20	0.00
地面塌陷补偿费	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
提取的煤炭可持续发展基金	15.95	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.37	39.81	66.49	87.74	88.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 非煤板块

公司非煤板块包括高岭土、活性炭和建材业务等。

1.高岭土

大同煤业金宇高岭土化工有限公司成立于 2007 年 9 月 30 日,高岭土项目于 2008 年 4 月开工建设, 2009 年 6 月建成, 设计能力为年产 5 万吨, 年可消耗煤炭开采伴生矿物高岭岩 7.5 万吨, 主要是利用塔山煤矿煤系伴生的高岭岩生产优质超细煅烧高岭土, 使煤田中与煤伴生的高岭土资源得到合理利用, 既解决了高岭土原矿原料来源问题, 又共用了矿井、选煤厂的地上、地下设施, 提高副产品利用率, 实现资源的综合利用。

2015-2017 年, 公司的高岭土产量分别为 5.23 万吨、5.67 万吨和 5.81 万吨。公司高岭土主要为煤系伴生高岭土, 其原材料及产量与公司的煤炭开采量变动趋势保持一致。

2.活性炭

大同煤业金鼎活性炭有限公司是专门从事研发和生产广东煤质活性炭的企业, 于 2013 年投资 12 亿元兴建, 2016 年正式进入生产阶段。公司位于大同市南郊区(大同集团煤气厂南面), 毗邻的大运公路直达天津港、秦皇岛港; 自有的铁路专线与京包线、大秦线交汇, 交通运输十分便利。

公司以精选的大同优质侏罗纪弱粘性煤为原料, 炭化采用国内先进的外热式回转炭化炉, 活化采用国际领先的多膛炉和斯列普炉, 筛分采用世界先进的直线往复式振动筛和真空吸附装置, 具有年产 10 万吨煤质活性炭的能力, 主要产品有年产 5 万吨压块破碎炭、年产 4 万吨柱状脱硫脱硝炭、年产 1 万吨原煤破碎炭及年产 1 万吨粉状炭。

4.建材板块

公司建材主要业务为利用煤矿开采中的伴生物-煤矸石生产烧结砖进行销售。煤矸石是采煤过程和洗煤过程中排放的固体废物, 是在成煤过程中与煤层伴生的一种含碳量较低、比煤坚硬的黑灰色岩石, 其产量与煤炭赋存条件和原煤入洗量相关。

5.小结

化工及建材板块为公司煤炭生产过程中的附属业务板块, 是公司响应国家“节能减排”的

号召，为妥善处理煤炭生产过程中的煤矸石、高岭岩等废弃物，保护生态环境而从事的生态公益业务。

其中，化工板块高岭土产业属于近年新兴产业，其产品煅烧高岭土为新兴的化工原材料，市场需求少，销售价格不高，附加值低，但生产工艺复杂、流程较长，人工及电力成本相对较高，致使煅烧高岭土的总生产成本较高，以致于公司的高岭土业务利润较低；公司建材板块业务近年持续亏损，主要是其产品煤矸石烧结砖市场销售价格较低，低于公司烧结砖的生产成本所致，所以公司的建材业务一直未实现盈利。

4. 关注山西国改

2019 年山西国改从“攻坚年”迈入“决胜年”，剑指全国第一方阵。作为产煤大省，山西省国企“一煤独大”现象极为严重，另外山西省七大煤企业集团自身也存在“大而不强”、“大而不专”等诸多问题，这些因素都决定山西国改势在必行，并且煤企改革必定是重头戏。“兼并重组”和“资产注入”是山西煤企国改重要手段，这也符合“2018 年将资产证券化率纳入‘一企一策’业绩考核”以及 2019 年提出的“上市公司+”战略。

从以上两个维度梳理，大同煤业是国改标的中未来空间较大：

- (1) 同煤集团资产证券化率较低（23%）；
- (2) 大同煤业煤炭产量占同煤集团比重最低（19%）。

表 7：集团和上市公司资产对比（2017 年）

集团	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)	煤炭产量 (万吨)	上市公司	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)	煤炭产量 (万吨)	资产证券化率	上市公司煤炭产量/集团产量
焦煤集团	2,957	2,227	730	12	9,610	西山煤电	579	367	212	16	2,498	24%	26%
						山西焦化	111	84	27	1			
						南风化工	26	29	-3	-4			
同煤集团	3,325	2,642	683	0.4	12,700	大同煤业	269	155	114	6	2,418	23%	19%
						漳泽电力	484	404	80	-16			
阳煤集团	2,154	1,800	354	2	8,200	阳泉煤业	420	263	156	16	3,545	40%	43%
						阳煤化工	419	362	57	1			
						原 ST 三维	20	13	7	1			
潞安集团	2,418	1,922	496	10	8,058	潞安环能	665	461	203	28	3,805	27%	47%
晋能集团	2,621	2,068	553	7	7,366	通宝能源	120	72	48	1		5%	
山煤集团	835	717	118	2	2,728	山煤国际	459	370	89	4	2,302	55%	84%
晋煤集团	2,492	2,083	409	8	6,487	蓝焰控股	74	41	33	5		3%	

资料来源：集团官网，Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测

重要假设：

- (1) 产量：随着色连矿投产贡献产量，预计 2019 产量会有一定增长，不考虑集团矿井注入，2020-2021 年公司煤炭产量保持问题，预计 2019-2021 年公司原煤产量 3256 万吨。

- (2) 销量：公司煤炭产销量维持 85% 比重（会有一部分自用）。
- (3) 售价：假设 2019-2021 年公司煤炭售价 410 元/吨、405 元/吨和 400 元/吨。
- (4) 成本：假设 2019-2021 年公司煤炭成本 180 元/吨、180 元/吨和 185 元/吨。

表 8：各业务分部历史及预测

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2020E
煤炭							
产能（万吨）							
产量（万吨）	3,487.23	2,451.94	2,417.89	3,105.48	3,255.5	3,255.5	3,255.5
塔山煤矿	2,547.63	2,245.33	2,262.67	2,547.00			
销量（万吨）	2,332.33	1,938.03	2,056.68	2,638.65	2,767.2	2,767.2	2,767.2
塔山煤矿	1,519.81	1,697.92	1,901.56	2,137.83			
产销率	67%	79%	85%	85%	85%	85%	85%
营业收入（万元）	687,746.68	706,660.89	883,989.29	1,070,829.82	1,134,534.78	1,120,698.99	1,106,863.20
营业成本（万元）	438,437.00	350,176.05	401,330.95	491,181.73	498,088.44	498,088.44	511,924.23
单位售价（元/吨）	294.88	364.63	429.81	405.82	410.00	405.00	400.00
单位成本（元/吨）	187.98	180.69	195.14	186.15	180	180	185
单位毛利（元/吨）	106.89	183.94	234.68	219.68	230.00	225.00	215.00
毛利润（万元）	249,309.68	356,484.83	482,658.35	579,648.09			
活性炭							
产量（吨）	1,811.63	2,821.25	5,405.50	33,317.10	5,400.00	5,400.00	5,400.00
销量（吨）	1,811.63	2,821.25	4,753.94	33,971.57	4700	4700	4700
营业收入（万元）		979.23	1,592.54	19,655.73	2,146.93	2,146.93	2,146.93
营业成本（万元）		1,786.10	2,329.73	32,278.67	1,880.00	1,880.00	1,880.00
单位售价（元/吨）		3,470.90	3,349.93	5,785.94	4,567.93	4,567.93	4,567.93
单位成本（元/吨）		6,330.89	4,900.62	9,501.67	4000.00	4000.00	4000.00
单位毛利（元/吨）		-2,859.99	-1,550.69	-3,715.74	567.93	567.93	567.93
毛利润（万元）			-737	-12,623			
建材多孔砖							
产量（万块）	1,494.62	2,406.48	2,474.98	3,875.53	2480	2480	2480
销量（万块）	1,159.44	4,413.51	807.20	5,122.08	2480	2480	2480
营业收入（万元）	533.79	1,769.35	429.84	1,873.36	907.04	907.04	907.04
营业成本（万元）	558.41	1,827.34	300.35	1,842.18	891.94	891.94	891.94
单位售价（元/吨）	0.46	0.40	0.53	0.37	0.37	0.37	0.37
单位成本（元/吨）	0.48	0.41	0.37	0.36	0.36	0.36	0.36
单位毛利（元/吨）	-0.02	-0.01	0.16	0.01	0.01	0.01	0.01
高岭土							
产量（万吨）	5.23	5.67	5.81	5.23	6.2	6.2	6.2
销量（万吨）	5.58	6.10	5.89	4.37	6.2	6.2	6.2
营业收入（万元）	10,150.56	10,088.55	9,188.89	6,866.36	9610	9610	9610
营业成本（万元）	9,636.20	10,088.55	8,313.49	7,595.09	8680	8680	8680
单位售价（元/吨）	1819.10	1653.86	1560.08	1571.25	1550	1550	1550

单位成本 (元/吨)	1726.92	1653.86	1411.46	1738.01	1400	1400	1400
单位毛利 (元/吨)	92.18	0.00	148.62	-166.76	150.00	150.00	150.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据上述假设模型，我们测算 2019-2021 年公司实现归母净利润 9.62 亿、9.80 亿和 8.89 亿。

公司 4 月 26 日市值为 86.53 亿，对应 2019 年业绩 PE 为 9 倍 (86.53/9.62=9 倍)，对标山西龙头煤企西山煤电，其 4 月 25 日市值为 216.49 亿，我们预测西山煤电 2019 年净利润为 19.56 亿，对应目前 PE 为 11 倍 (216.49/19.56=11 倍)，以 11 倍来看，对应目标价 6.32 元。

考虑随着山西国改进程的推进，集团优质资产有望证券化，公司作为同煤集团唯一煤炭上市平台，公司有望受益。参考山西焦化收购集团所持中煤华晋 49% 股权，以股份支付的对价为 42.92 亿元，另募集资金 6.5 亿元，总对价 49.42 亿，中煤华晋 2017 年归母净利润 25.62 亿，则收购市盈率为 3.94 倍 (49.42 / (25.62*0.49) = 3.94 倍)。假设同煤集团煤炭资产以 4 倍 PE 证券化，则公司对应 PE 为 5.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 2：资产注入空间

		所属集团	是否是集团唯一上市平台	2017年所属集团资产证券化率	4月24日上市公司总市值	2019年净利润	2018年前3季度归母净利润	2018年利润对应目前PE	2017年集团煤炭产量(万吨)	2017年上市公司煤炭产量(万吨)	假设集团煤矿全部注入,产量增量(万吨)	假设集团煤矿全部注入,产量增量	2017年吨煤净利润(元/吨)	注入增加净利润(亿元)	业绩增长比	假设集团资产以PE=4倍注入(同山西焦化的中煤华晋),注入后PE(均假设发行股份)
000983.SZ	西山煤电	焦煤集团	否	24%	232.24	18.0242	15.2271	11.44	9,610	2,498	7,112	285%	157	112	713%	5.3
601001.SH	大同煤业	同煤集团	否	23%	95.90	0	6.5776	10.94	12,700	2,418	10,282	425%	51	53	884%	5.2
600348.SH	阳泉煤业	阳煤集团	否	40%	159.45	19.7127	14.0448	8.09	8,200	3,545	4,655	131%	56	26	159%	6.2
601699.SH	潞安环能	潞安集团	是	27%	258.46	26.6296	22.2904	9.71	8,058	3,805	4,253	112%	67	29	102%	6.6

资料来源：集团官网，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,364.28	6,864.73	7,535.88	9,927.86	11,714.47
应收票据及应收账款	1,597.59	1,039.84	4,874.30	1,991.27	1,946.27
预付账款	29.71	64.84	107.92	8.57	121.37
存货	304.82	321.64	494.18	224.07	593.28
其他	362.95	363.11	1,269.94	700.00	547.33
流动资产合计	10,659.35	8,654.16	14,282.22	12,851.76	14,922.73
长期股权投资	2,407.39	2,495.56	2,495.56	2,495.56	2,495.56
固定资产	6,255.00	9,960.11	9,780.07	9,570.37	9,329.86
在建工程	3,527.82	289.25	209.55	173.73	134.24
无形资产	3,389.11	3,238.86	3,092.03	2,945.19	2,798.36
其他	705.68	729.24	688.73	704.43	705.99
非流动资产合计	16,285.00	16,713.02	16,265.94	15,889.28	15,464.00
资产总计	26,944.34	25,367.18	30,548.16	28,741.04	30,386.73
短期借款	1,916.62	960.00	5,423.25	4,367.23	3,249.67
应付票据及应付账款	2,723.86	2,694.91	4,259.37	2,111.45	4,222.78
其他	4,802.32	7,182.03	5,106.98	6,071.84	5,753.24
流动负债合计	9,442.79	10,836.94	14,789.60	12,550.52	13,225.69
长期借款	2,289.71	2,222.93	1,534.78	1,326.45	1,209.56
应付债券	3,200.00	2,000.00	3,400.00	2,866.67	2,755.56
其他	588.29	416.69	734.78	579.92	577.13
非流动负债合计	6,078.00	4,639.62	5,669.56	4,773.04	4,542.25
负债合计	15,520.79	15,476.57	20,459.16	17,323.55	17,767.93
少数股东权益	5,838.06	4,379.91	4,989.20	5,631.66	6,210.93
股本	1,673.70	1,673.70	1,673.70	1,673.70	1,673.70
资本公积	1,127.11	241.88	241.88	241.88	241.88
留存收益	2,978.20	2,752.68	3,426.10	4,112.12	4,734.17
其他	(193.52)	842.44	(241.88)	(241.88)	(241.88)
股东权益合计	11,423.55	9,890.61	10,089.00	11,417.48	12,618.80
负债和股东权益总	26,944.34	25,367.18	30,548.16	28,741.04	30,386.73

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,380.62	1,177.00	962.04	980.03	888.65
折旧摊销	569.99	807.54	466.57	472.36	476.84
财务费用	626.02	671.89	701.79	578.38	571.84
投资损失	(94.01)	(154.85)	(108.02)	(116.84)	(118.43)
营运资金变动	432.37	970.08	(4,039.27)	2,289.80	1,266.82
其它	67.45	56.77	641.36	653.35	592.43
经营活动现金流	2,982.43	3,528.43	(1,375.53)	4,857.07	3,678.14
资本支出	2,205.71	1,377.93	(258.09)	234.86	52.79
长期投资	960.75	88.16	0.00	0.00	0.00
其他	(3,156.70)	(2,728.70)	306.11	(198.02)	15.64
投资活动现金流	9.75	(1,262.60)	48.02	36.84	68.43
债权融资	10,219.81	9,598.64	13,704.10	12,085.43	10,977.07
股权融资	(324.54)	(1,140.20)	(1,566.98)	(359.24)	(352.71)
其他	(11,362.40)	(12,224.81)	(10,138.46)	(14,228.13)	(12,584.33)
筹资活动现金流	(1,467.13)	(3,766.38)	1,998.66	(2,501.94)	(1,959.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,525.05	(1,500.55)	671.15	2,391.98	1,786.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,162.91	11,258.57	11,696.55	11,567.56	11,436.87
营业成本	4,238.11	5,452.12	5,218.67	5,215.99	5,356.09
营业税金及附加	569.49	728.95	678.40	670.92	663.34
营业费用	1,845.76	2,015.05	2,163.86	2,140.00	2,115.82
管理费用	445.72	433.26	561.43	555.24	548.97
研发费用	0.00	0.00	58.48	57.84	57.18
财务费用	538.78	624.84	701.79	578.38	571.84
资产减值损失	154.09	182.73	60.00	60.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	94.01	154.85	108.02	116.84	118.43
其他	(743.74)	(327.14)	(216.05)	(233.68)	(236.86)
营业利润	2,020.68	1,993.90	2,361.93	2,406.03	2,182.05
营业外收入	0.12	1.31	1.00	1.00	1.00
营业外支出	6.11	19.55	5.00	5.00	5.00
利润总额	2,014.69	1,975.67	2,357.93	2,402.03	2,178.05
所得税	634.08	798.66	754.54	768.65	696.98
净利润	1,380.62	1,177.00	1,603.39	1,633.38	1,481.08
少数股东损益	781.44	517.29	641.36	653.35	592.43
归属于母公司净利润	599.17	659.71	962.04	980.03	888.65
每股收益(元)	0.36	0.39	0.57	0.59	0.53

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	23.97%	22.87%	3.89%	-1.10%	-1.13%
营业利润	-17568.97%	-1.33%	18.46%	1.87%	-9.31%
归属于母公司净利润	222.63%	10.10%	45.83%	1.87%	-9.32%
获利能力					
毛利率	53.75%	51.57%	55.38%	54.91%	53.17%
净利率	6.54%	5.86%	8.22%	8.47%	7.77%
ROE	10.73%	11.97%	18.86%	16.94%	13.87%
ROIC	13.23%	12.41%	17.51%	13.04%	14.55%
偿债能力					
资产负债率	57.60%	61.01%	66.97%	60.27%	58.47%
净负债率	16.24%	27.64%	61.14%	18.90%	-5.84%
流动比率	1.13	0.80	0.97	1.02	1.13
速动比率	1.10	0.77	0.93	1.01	1.08
营运能力					
应收账款周转率	4.35	8.54	3.96	3.37	5.81
存货周转率	30.48	35.94	28.67	32.21	27.99
总资产周转率	0.34	0.43	0.42	0.39	0.39
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.39	0.57	0.59	0.53
每股经营现金流	1.78	2.11	-0.82	2.90	2.20
每股净资产	3.34	3.29	3.05	3.46	3.83
估值比率					
市盈率	13.77	12.51	8.58	8.42	9.29
市净率	1.48	1.50	1.62	1.43	1.29
EV/EBITDA	6.66	3.98	5.30	4.44	4.03
EV/EBIT	8.54	5.20	6.11	5.14	4.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com