

投资评级 **增持** 维持

低估值动力煤龙头，内生性增长潜力大

股票数据

6 个月内目标价 (元)	8.00
06 月 21 日收盘价 (元)	6.61
52 周股价波动 (元)	4.23-7.02
总股本/流通 A 股 (亿)	100/100
总市值/流通市值 (亿)	662/662

投资要点：

- **公司概况：**陕西煤业股份有限公司是陕西煤业化工集团公司以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能开发、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日共同发起设立的股份有限公司。公司控股股东为陕西煤业化工集团公司，实际控制人为陕西省国资委。陕煤化集团在三次重组的基础上，通过深化改革、产业投资、文化融合发展起来。其核心竞争力有三个方面：煤炭资源储备充足，品质优良；新技术运用效果显著；互联网营销方式成功，物资采购成本降低。
- **从行业角度来看** 1.从煤炭行业的供给端看，2016 年受国家供给侧结构性改革任务的深入推进，各地区化解过剩产能政策的严格实施，煤炭供给端持续收缩。2017 年随着 276 个工作日的政策取消，多数煤矿生产陆续恢复，基本可以做到满负荷生产，大部门煤业按 330 个工作日的生产政策来生产，煤炭整体供应正在逐步趋于宽松。2.需求方面，随着宏观经济企稳，发电量同比上升。根据国家统计局发布数据显示，2016 年全国火力发电累计 43957.7 亿千瓦时，同比增速由 2015 年的 -2.8% 转为增长 2.6%。2017 年随着夏季到来将迎来用电旺季，下游工厂企业开工率增加，钢铁、建材等领域用电将保持增长，带动用煤量的增加。3. 运输成本方面，2012 年 10 月开工建设的“蒙华铁路”，北起东乌铁路浩勒报吉站，途经内蒙古自治区鄂尔多斯地区、陕西省榆林、延安地区、山西省运城地区、河南省三门峡、南阳地区、湖北省襄阳、荆门、荆州地区、湖南省岳阳地区，终点到达江西省吉安，线路全长 1837 公里，总投资高达 1598 亿元。蒙华铁路是在建的中国最大规模运煤专线，其煤炭设计输送能力为 2 亿吨/年，设计时速为 120 公里/小时，是世界上一次建成最长的重载煤炭铁路，预计 2020 年开始投入使用，对于煤炭行业运输意义重大。
- **从公司角度来看**，2017 年公司一季度动力煤均价环比四季度继续提升，叠加去年同期的低基数效应，公司一季度业绩亮眼，同比大幅改善。且公司成本控制较好，营业总成本为 80.52 亿元，较 2016 年四季度减少 18.32 亿元；实现营业收入 122.74 亿元，同比增长 110%；煤炭毛利率环比提升 12.11 个百分点至 56.55%；归属于母公司净利润 26.74 亿元，较 2016 年每一季都有大幅提升；每股收益 0.27 元，维持较高水平。
- **盈利预测：**2017 年一季度 EPS 为 0.27 元，预计 2017 年 EPS 能达到 0.8 元，PE 为 8，维持对公司的增持评级。
- **风险提示：**煤炭市场受经济增长趋缓，价格趋于理性。

分析师:花洁

Tel:18620828809

Email:huajie@gzhc-invest.com

一、公司概况

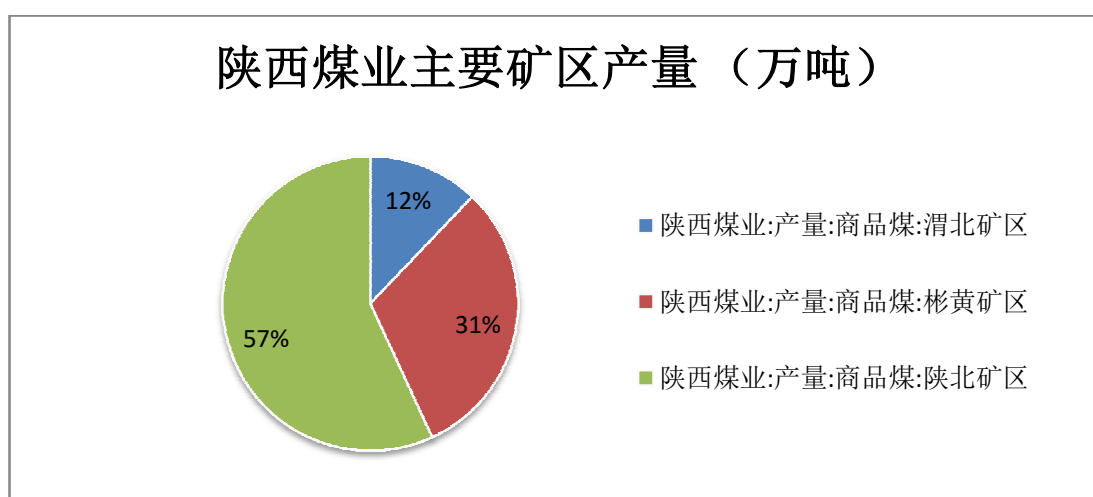
陕西煤业股份有限公司是陕西煤业化工集团公司以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能开发、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日共同发起设立的股份有限公司。公司控股股东为陕西煤业化工集团公司，实际控制人为陕西省国资委。陕煤化集团在三次重组的基础上，通过深化改革、产业投资、文化融合发展起来的。三次重组分别是：2004 年，省政府把煤炭部原下放的铜川、韩城、蒲白、澄合等十家煤炭企业整合重组，成立陕西煤业集团；2006 年，又将省内三家煤化工骨干企业渭化、陕化、陕焦进行重组成立了陕西煤业化工集团 2011 年，省政府又把陕西钢铁集团、陕西省铁路投资集团和陕西国际信托投资集团三户企业重组，形成了目前陕煤化集团产业格局。其公司自身核心竞争力有以下三个方面。

首先，陕西煤业公司煤炭资源储备优势明显。公司煤炭资源储量在同行上市公司中列第三位，拥有煤炭地质储量 163.5 亿吨，可采储量 109.6 亿吨，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，呈现高发热量、低硫、低磷、低灰的特点，煤炭平均发热量达到 5300 大卡，是优质的环保动力、冶金及化工用煤。公司所属 15 对生产矿井中，先进产能矿井 7 对，占总产能 69%；达到一级安全质量标准矿井共 13 对，占总产能近 90%。此外，公司两对地处陕北矿区在建矿井，小保当矿、袁大滩矿为后续优质产能释放奠定了良好的基础。

图 1：陕西煤业主要矿区的资源储量和可采储量

主要矿区	资源储量	可采储量
渭北矿区	46,863 万吨	28,712 万吨
彬黄地区	379,824 万吨	267,335 万吨
陕北矿区	1,208,290 万吨	799,625 万吨
合计	1,634,977 万吨	1,095,672 万吨

图 2：陕西煤业主要矿区产量



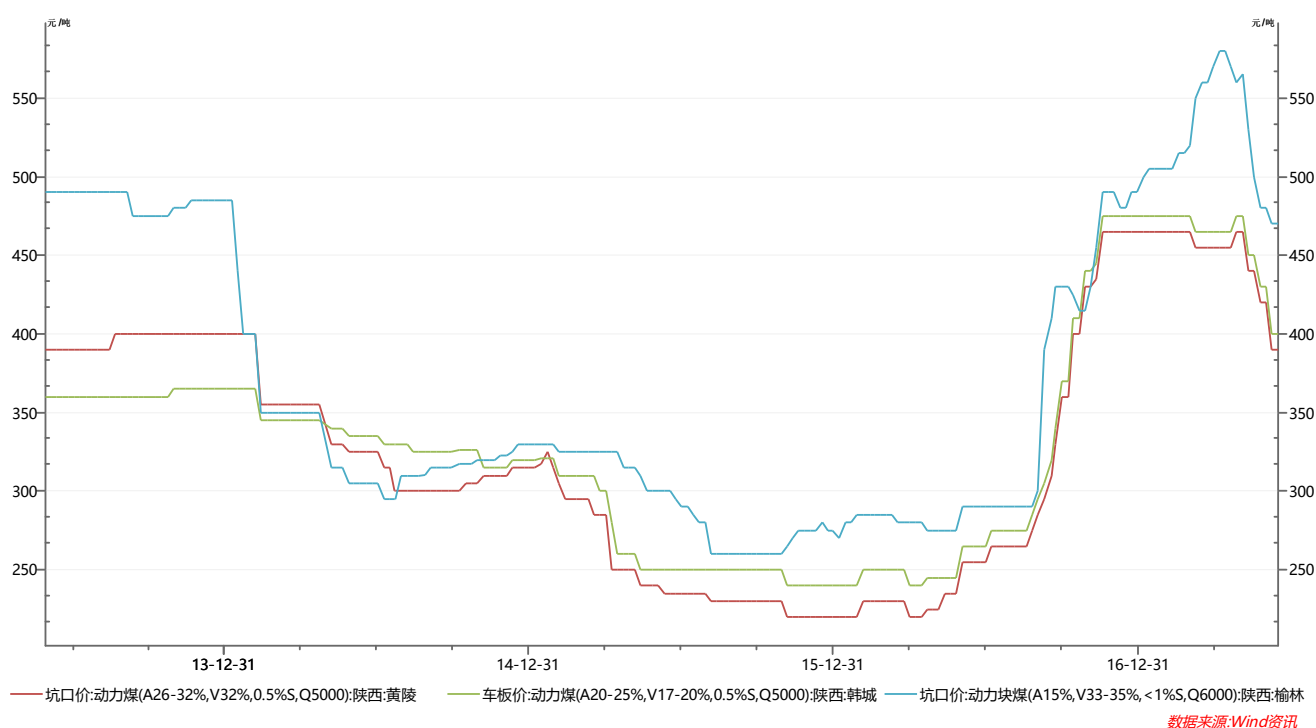
其次，公司新技术效果显著。黄陵矿业创建国家级煤矿智能化开采技术创新中心、一号矿井成功实施中厚层智能化开采，实现了“一井两区两面智能化开采”。同时，黄陵矿业坚持走新型工业化道路，建成循环经济产业链，实现了黑色资源绿色发展、高碳产业低碳运行。柠条塔矿进行的“厚煤层 110 工法”研究项目已通过技术鉴定，其成果达到了国内首创国际领先水平。

最后，该公司营销方式新颖，将传统行业与新型行业相结合，依托旗下陕西煤炭交易中心，充分利用网上交易平台，采取挂牌、竞价等多种模式，网上交易量达到 7000 万吨，实现了互联网与产品营销的融合。物资公司借助西煤电商平台，通过“公开招商、竞争谈判、网上交易、线下交割”的集采模式，实现了供应商、供应渠道、采购价格“三透明”，进一步降低了物资采购成本。

二、行业分析

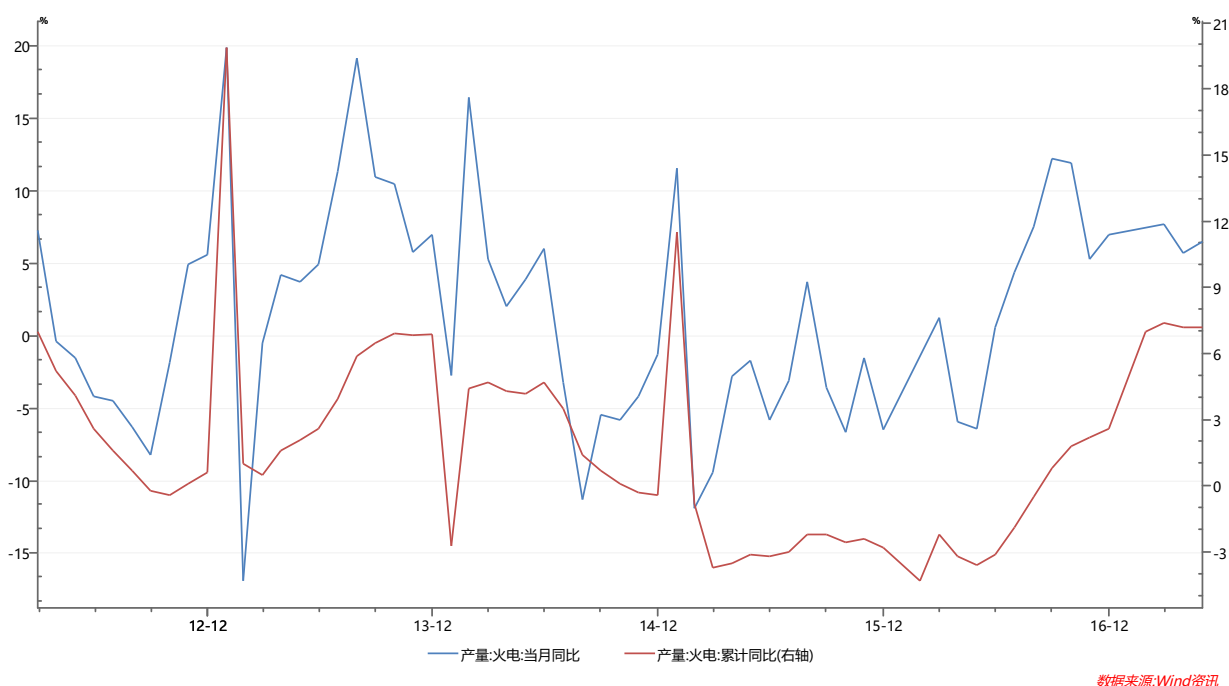
从煤炭行业的供给端看，2016 年受国家供给侧结构性改革任务的深入推进，各地区化解过剩产能政策的严格实施，煤炭供给端持续收缩。2016 年 2 月份国务院出台了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，之后各个省份各个部委相继出台了供给侧改革的配套文件，煤炭钢铁去产能一年目标提前且超额完成。据国家统计局公布数据显示，全年原煤产量 34.1 亿吨，同比下降 9.0%，退出落后产能 2.9 亿吨。随着煤矿减量生产政策措施的逐步落实，煤炭供求关系有所改善，煤炭价格触底回升，迎来了四年来的首次上涨。上半年由于消化积压库存、水电出力等因素影响，煤炭价格均处于低位窄幅波动态势。进入下半年，由于“276 天工作日”政策带来的供给收缩效果显现，加之七、八月极端天气影响，用电量持续增长，煤价也呈现较快上涨态势，之后又在释放先进产能，运力逐步回升，煤炭供需双方签署战略合作意向，全年煤价会以煤电双方共同签订的长协议价为中枢，逐渐趋于理性。2017 年供应方面，随着 276 个工作日的放弃执行，多数煤矿生产陆续恢复，基本可以做到满负荷生产，大部门煤业按 330 个工作日的生产政策来生产，煤炭整体供应正在逐步趋于宽松。

图 3：动力煤价格



需求方面，随着宏观经济企稳，发电量同比上升。根据国家统计局发布数据显示，2016 年全国火力发电累计 43957.7 亿千瓦时，同比增速由 2015 年的 -2.8% 转为增长 2.6%。2017 年随着夏季的到来迎来用电旺季，下游工厂企业开工率增加，钢铁、建材等领域用电将保持增长，带动用煤量的增加。

图 4：火力发电同比



此外，煤矿与铁路装车点的距离以及周边相关铁路干线的货物运输能力对于媒体企业至关重要，通常情况下，通过铁路外运的煤炭销售净价（扣除铁路运输费用）比地销价格要高 100-200 元/吨。2012 年 10 月开工建设的“蒙华铁路”，北起东乌铁路浩勒报吉站，途经内蒙古自治区鄂尔多斯地区、陕西省榆林、延安地区、山西省运城地区、河南省三门峡、南阳地区、湖北省襄阳、荆门、荆州地区、湖南省岳阳地区，终点到达江西省吉安，线路全长 1837 公里，总投资高达 1598 亿元。蒙华铁路是在建的中国最大规模运煤专线，其煤炭设计输送能力为 2 亿吨/年，设计时速为 120 公里/小时，是世界上一次建成最长的重载煤运铁路，预计 2020 年开始投入使用，对于煤炭行业运输意义重大。

三、公司盈利能力分析

2016 年公司实现营业收入 331.32 亿元，较上一年增加 6.21 亿元，同比增长 1.91%；实现利润总额 51.25 亿元，较上一年增加 67.25 亿元；归母净利润为 27.55 亿元，较上一年增加 57.44 亿元，大幅扭亏；每股收益 0.28 元，较上一年增加 0.58 元。其中，最大的主营产品原煤收入达到 279.12 亿元，成本降低 27.72 亿元至 156.85 亿元，毛利达到 122.27 亿元，较 2015 年大幅增长 34.82 亿元。此外，2016 年公司期间费用合计 81.20 亿元，同比下降 23.73%，其中销售费用、管理费用、财务费用同比分别下降 30.39%、10.87%、43.53%。主要原因包括材料、燃料及动力成本下降，通过出售渭北地区高成本矿井导致材料、燃料及动力成本同比下降 60,142.89 万元，降幅 28.90%。其次，人工成本下降。通过资产重组，公司员工数量从 56694 人下降至 28331 人，人工成本同比下降 10.3 亿元，降低幅度为 31.2%。

2016 年公司扭亏为盈主要由于剥离渭北亏损煤矿资产，以及年初以来动力煤价格的不断上涨。渭北矿区多为老矿、资源枯竭矿、地质结构复杂，煤质差、含硫高，人员负担重，亏损严重。2016 年将渭北矿区经营成本高、产品质量低、盈利能力弱的 3 家矿业公司及 2 对矿井出售，同时收购彬长矿业文家坡矿业公司 51% 股权。其中包括公司全资子公司蒲白矿业 100% 的股权、澄合矿业 100% 的股权、韩城矿业 100% 的股权、金华山煤矿和东坡煤矿。通过本次资产重组，公司资源储量及产品质量得到提高，产能结构得到进一步优化，资产竞争优势更加明显，2016 年渭北矿区产量大幅下降至 1113 万吨，产量较上一年下降 45.65%。

图 5：陕西煤业主要矿区产量

商品煤产量（万吨）	2016 年	2015 年	变化率
渭北矿区	1,113	2,048	-45.65%
彬黄矿区	2,858	3,109	-8.07%
陕北矿区	5,234	5,845	-10.45%
合计	9,205	11,002	-16.33%

图 6：按照主营业务分类报表

报告期	2016 年报	2016 中报	2015 年报	2015 中报	2014 年报	2014 中报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
原煤						
收入	279.12	99.68	272.02	158.46	357.94	179.68
成本	156.85	64.48	184.56	110.68	233.90	118.07
毛利	122.27	35.21	87.45	47.77	124.04	61.61
毛利率(%)	43.81	35.32	32.15	30.15	34.65	34.29
洗煤						
收入	38.42	15.83	37.21	19.81	38.85	21.10
成本	19.86	9.58	22.93	13.81	23.23	10.01
毛利	18.55	6.25	14.28	6.00	15.63	11.09
毛利率(%)	48.30	39.46	38.38	30.28	40.22	52.58
运输业务						
收入	5.77	2.76	5.96	3.26	5.78	4.35
成本	4.61	2.16	4.91	2.71	4.79	3.45
毛利	1.16	0.60	1.04	0.55	0.99	0.90
毛利率(%)	20.12	21.72	17.52	17.00	17.12	20.67

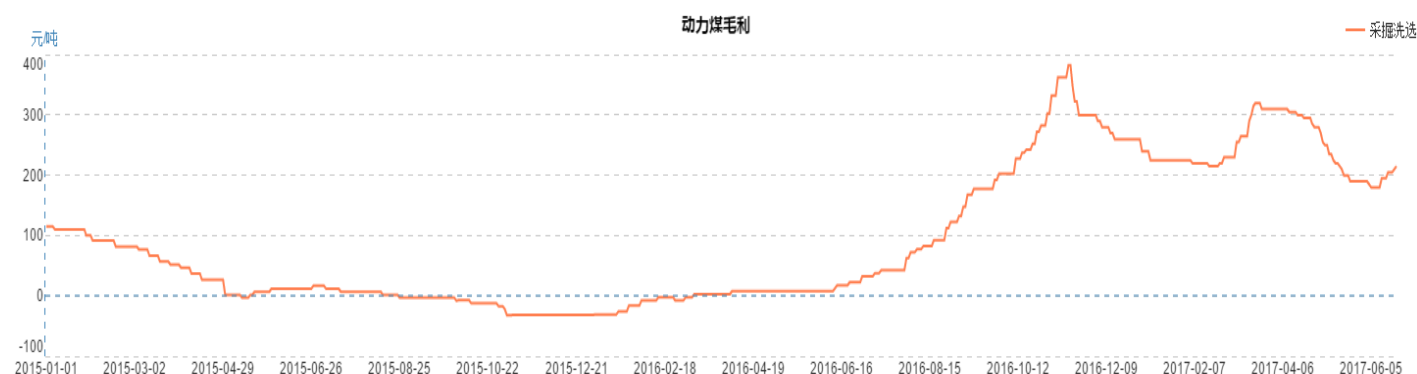
2017 年公司一季度均价环比四季度继续提升，叠加去年同期的低基数效应，公司一季度业绩亮眼，同比大幅改善。且公司成本控制较好，营业总成本为 80.52 亿元，较 2016 年四季度减少 18.32 亿元；实现营业收入 122.74 亿元，同比增长 110%；煤炭毛利率环比提升 12.11 个百分点至 56.55%；归属于母公司净利润 26.74 亿元，较 2016 年每一季都有大幅提升；每股收益 0.27 元，维持较高水平。

图 7：利润表（季度）

	2017-03-31	2016-12-31	2016-09-30	2016-06-30	2016-03-31
报告期	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	122.74	128.27	80.30	64.36	58.39
营业收入	122.74	128.27	80.30	64.36	58.39
营业总成本	80.52	98.84	67.55	61.87	57.11
营业成本	54.34	72.62	43.19	43.05	36.43
营业税金及附加	6.49	6.28	3.51	2.92	2.67
销售费用	8.57	8.53	9.31	6.53	7.26

管理费用	9.74	9.59	11.02	7.79	8.84
财务费用	0.83	0.72	1.14	1.11	1.60
净利润	39.85	27.13	11.26	4.39	1.02
减：少数股东损益	13.11	9.85	3.50	1.49	1.41
归属于母公司所有者的净利润	26.74	17.29	7.76	2.89	-0.39

图 8：动力煤毛利



四、分析与预测

1. 目前 PE 估值仅有 6 倍多，严重低估，远低于行业平均估值，但其本身业绩大幅提升，有良好的煤炭资源，国内前沿的技术水平和不断提升的盈利水平。

2. 该公司是动力煤龙头企业，本身煤质优良，内生性增长潜力较大。公司通过减量置换新增两个在建矿井，小保当矿和袁大滩矿，其中小保当一号井 800 万吨/年（持股 60%）减量置换项目获发改委核准通过，预计 2017 年底投产，另外公司持股 51% 的文加坡煤矿（400 万吨）也进入联合试运转。

3. 目前陕北地区在建的铁路项目有蒙华（蒙西-华中）铁路，晋中南（吕梁-日照）铁路，这两条铁路建成后，将对陕北地区煤炭南下、东出提供新的铁路运输通道，陕北矿区在华中、华东地区的煤炭竞争力将进一步增强。外运能力的提升下煤价有望获得提升。

综上，2017 年一季度 EPS 为 0.27 元，预计 2017 年 EPS 能达到 0.8 元，PE 为 8。公司通过资产重组，剥离高成本、低盈利矿井实现轻装上阵，铁路项目建成后增强外运能力。另外文加坡、小保当等技改、新建矿井 2017 年将投入生产，同时受益于集团全产业链经营（钢、煤、电、化等）和区域资源整合政策（陕西唯一专业化煤炭上市平台），业绩有望持续保持出色，维持对公司的增持评级。

4. 6 月 22 日分红股东大会公告公司拟向股东分派现金股利 11 亿元，分红比例为 40%，以当前 100 亿股为基数，每 10 股分派现金股利 1.1 元（含税）。