

**增持 首次**
**陕西煤业 (601225)**
**2014 年 7 月 15 日**

## 比拼禀赋 腾挪空间大

**7 月 14 日收盘价: 4.11 元, 6 个月目标价 4.20 元**

煤炭行业: 朱洪波

SAC 执业证书编号: S0850511040007

Zhb6065@htsec.com

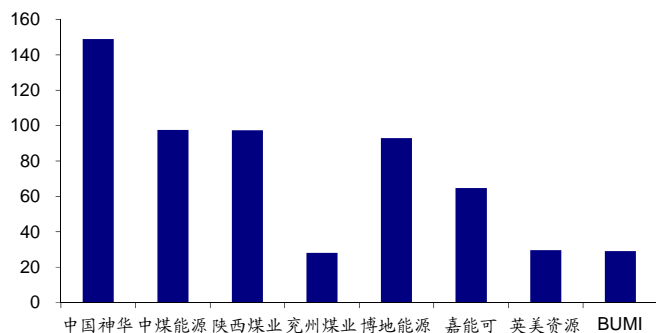
021-23219438

事项: 近期我们走访了陕西煤业, 重点了解项目进展、煤炭价格、生产经营等情况, 我们认为相比于行业内其它公司, 陕西煤业资源优势明显, 富裕人员腾挪空间大。

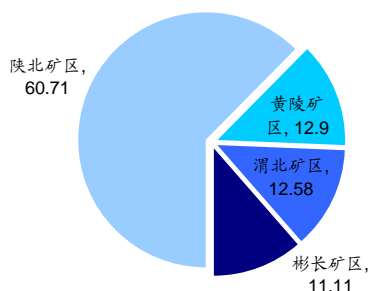
### 1. 公司的资源优势是抵御行业寒冬的利器

当生产工人和管理人员工资已经被大幅压缩后, 未来这部分调整空间已经不大。受制于维持社会稳定的需求, 作为国有的煤炭企业难以采用裁员的方式进行结构调整。因此在面临行业寒冬时, 煤炭企业颇显无奈和无能为力。在尽人事, 听天命之时。资源禀赋就是最大的竞争优势, 增加了熬过寒冬的筹码。

截至 2012 年底, 陕西煤业地质储量 165.96 亿吨, 可采储量达 97.30 亿吨, 仅略低于中煤能源, 居于 A 股上市公司中的第三位。丰富的资源储备保障了公司的长远发展, 具有持续的增产能力。公司的剩余可采年限平均达到 90 年, 这在上市公司中居于前列。陕西煤业的资源储备分布于陕北矿区、黄陵矿区、彬长矿区和渭北矿区, 其中陕北矿区可采储量 60.71 亿吨、黄陵矿区 12.9 亿吨、彬长矿区 11.11 亿吨、渭北矿区 12.58 亿吨。陕北矿区可采储量约占整个可采储量的 2/3, 而这部分资源放眼整个中国都是最好的, 平均发热量 5500-6000 大卡, 低灰低硫, 是优质的动力煤。矿井单体规模大, 矿区内最小的矿井韩家湾煤矿 150 万吨、另有在产 300 万吨矿井 1 对、400 万吨 1 对、600 万吨 1 对、1200 万吨 2 对, 在建 2800 万吨 1 对。地质赋存条件好, 瓦斯很低, 开采成本低廉, 陕北矿区的吨煤生产成本仅有 87 元/吨。借助资源禀赋的优势, 陕西煤业的矿井规模大, 生产成本低, 煤炭品质优, 最终体现在企业盈利上, 2013 年报中, 子公司红柳林矿业产量 1736 万吨, 利润总额 25.44 亿元。黄陵矿业产量 1427 万吨, 利润总额 20.43 亿元。

**图 1 世界主要煤炭公司可采储量比较 (亿吨)**


资料来源: 公司招股书, 其它公司 2012 年报, 海通证券研究所

**图 2 陕西煤业可采储量矿区分布 (亿吨)**


资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

### 2. 富裕人员转移, 未来腾挪空间比较大

陕西煤业总计拥有员工 6.3 万人, 其中在母公司员工 85 人, 其余人员在生产一线。陕西煤业由当地几个矿务局整合而成, 人员比较富裕。80% 人员集中渭北矿区, 位于铜川市耀州区、印台区至渭南市白水县、澄城县、合阳县、韩城市一带, 俗称“渭北黑腰带”, 由焦坪、铜川、蒲白、澄合、韩城 5 个自然矿区组成。该地区经过长时间高强度开采, 矿区已经老化, 资源枯竭, 人员富裕, 煤炭品质差, 处于亏损状态。2013 年陕西煤业煤炭产量 11649 万吨, 渭北矿区产量 2266 万吨, 贡献占比 20%。提升渭北矿区的人员效率成为工作重点, 公司一方面改革激励措施, 提升效率。另一方面利用公司在陕北和黄陵新矿区产量不断增长的优势, 将富裕人员转移至该地区。因为有新矿区的优质煤炭产量增长的支持, 相比行业内

其它公司，公司可以较为从容的进行内部结构调整，未来腾挪空间比较大。

### 3. 运输瓶颈逐渐被突破

陕西煤业煤炭品质好，尤其是黄陵和陕北新矿区，生产成本低，但销售价格也比较低，黄陵矿区销售价格 333 元/吨，陕北矿区 245 元/吨，这是因为这些地区受制于铁路运力限制，随着运力改善，从公路运输转移至铁路运输，每吨节省 70 元左右，公司将从这种改善中获益。

西康二线（西安至安康）已经开通，全长 247 公里。随运能释放，陕西煤炭可以销售到缺煤的四川和湖北。此外耗费巨资的神渭输煤管线接近完工，目前在几个节点上存在问题。

神渭输煤管道纵贯榆林、延安和渭南 3 市 16 个区县，输煤管道全长 727 公里，设计年输煤能力 1000 万吨，总投资 73 亿元，是目前世界上设计距离最长的输煤管道，也是亚洲的第一条长距离输煤管道。神渭输煤管道首端制浆厂和泵站设在神木红柳林煤矿，沿途经过佳县、清涧、延长、黄龙四座中间泵站，终端储浆厂、脱水厂设置在蒲城精细化工园，这里陕煤化集团正在建设的一期 180 万吨/年甲醇和利用自主知识产权的 DMTO-II 甲醇制烯烃技术的 70 万吨/年聚烯烃项目，另分两个支线分别连接陕煤化集团下属的渭化公司、陕化公司两家煤化工企业。可研分析称其运输成本不到铁路运输 40%，鉴于首次实施此工程，实际运行中会存在各种问题，增加相应成本，但总体来看成本应低于铁路运输。

西平铁路马上要全线贯通，货运能力 3000 万吨，全长 263 公里。由东到西贯穿公司的彬长矿区，结束了该矿区没有铁路的历史，每吨煤炭可以节省 90 元，目前能够分配给公司的运力指标还不确定。

### 4. 并购时机暂时未到

煤炭行业的低迷，中小型煤炭企业大幅减产或者关闭停产，外界则期盼行业内能够通过整合减少供应压力，缓解产能过剩。但现实看，买卖双方都缺乏交易意愿。中小型煤矿在经历前几年技改大幅投入后，认为目前正是摘桃子的阶段，尽管行业低迷，认为熬过寒冬后，前景依然可期待。作为可以出手并购的大型国有企业，要求收购对象的矿井规模和资源量都要足够大，收购后经过技改提升等，才会对现有存量的提升有意义。目前一级市场上交易清淡，资源价格并未出现跳水，资源价格 18 元/吨。而在政府转让的资源价款上，几年之前是 3-4 元/吨，现在是 7-8 元/吨。

### 5. 产量指引及行业看法

因为下游需求严重放缓，煤炭销售压力山大，陕西煤业产量将略微下降，预计 1.1 亿吨左右。但内部结构会有调整，减少老矿区渭北矿区产量，增加新矿区产量，减少盈利下滑压力。前些年矿业繁荣招致过量投资，行业内产能富裕严重，新投产的低成本矿井将继续挤压高成本矿井的生产空间，调整漫长而痛苦。

### 6. 盈利预测

由于煤炭价格下跌，公司 2014 年的净利也将大幅下滑。我们预测归属母公司净利 2014-2016 年分别为 20.5 亿元、25.6 亿元和 37.4 亿元，2014 年同比下降 41%，2015-2016 年同比增长 24.9%和 45.6%。对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.21 元、0.26 元和 0.37 元。作为次新股，陕西煤业具有估值溢价，同时与行业内公司相比，公司的资源优势和后续发展潜能均属行业前列，鉴于煤炭行业正处于盈利低谷，大幅低于正常水平，结合以上因素，我们给予公司 2014 年 20 倍 PE，6 个月目标价格 4.2 元，对应 2015-2016 年 PE 分别为 16X，11X。

**表 1 陕西煤业盈利预测**

（百万元）	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	42966	44260	43219	32696	35593	42846
营业成本	-20953	-25403	-28773	-22733	-24053	-27750
运营成本	-6859	-7004	-6848	-5558	-6051	-7284
营业税金及附加	-719	-831	-771	-626	-681	-742
销售费用	-857	-891	-1662	-1349	-1468	-1598
管理费用	-5283	-5282	-4415	-3584	-3901	-4247
联营合营投资收益	1272	944	767	600	600	600
非营运利润	-283	-227	-749	-786	-819	-736
财务费用	-220	-376	-147	0	0	0
税前利润	15923	12194	7469	4219	5271	7676
所得税	-2246	-1709	-1199	-675	-843	-1228
少数股东权益	-4603	-4068	-2784	-1488	-1860	-2708
净利润	9074	6417	3486	2055	2568	3740
EPS（元）	0.91	0.64	0.35	0.21	0.26	0.37

资料来源：公司 2011-2013 年报，海通证券研究所

**投资风险提示：** 煤炭价格下跌，安全生产，环保压力。

## 信息披露

### 分析师声明

朱洪波：煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：郑州煤电、陕西煤业、陕西煤业、潞安环能、西山煤电、盘江股份

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
行业投资评级	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。