



陕西煤业

严控成本度难关

调研纪要

要点

我们对陕煤做了调研,认为2015年仍然是压力很大的一年。主要因为煤炭需求整体不旺。虽然陕煤的煤田和煤质都很好,成本控制也很到位,但是煤价今年到目前同比下滑约每吨50元,盈利受压。目前陕煤市净率在1.8倍,高于煤炭板块的1.5倍。陕煤的长远发展有小保当煤矿及资产注入支撑,蒙华铁路、神渭管道的投运也会有助于煤炭外运。维持中性评级。

建议

2015年产量小幅下滑。陕煤2015年的生产目标是1.06亿吨,比2014年的1.15亿吨略有下滑。公司强调,即便需求不理想,仍然会努力完成年初定下的目标,其中渭北矿区会暂停几个高成本矿的生产。

新产能的释放视乎需求情况。公司在未来几年比较确定的增产来源包括小保当(两个矿井共2,800万年产能)、胡家河(5百万吨)和大佛寺(由3百万吨扩至8百万吨)。除了胡家河可以比较快投产以外,其它两个项目目前的进展比较慢。小保当是智慧型矿山,属于政府鼓励项目,具体投放日期视乎市场的需求。增陕北、压关中是公司长期策略,优化产能结构。

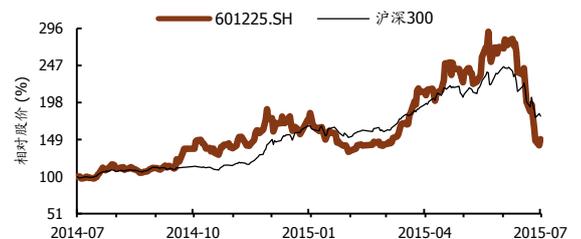
成本有望小幅下降。公司仍然今年面临成本上涨的压力,包括资源税改革以后的成本上涨,但是公司开展一系列降本措施,包括平均达10%的降薪(今年已经是公司连续第三年降薪)。关停部分渭北矿区的矿也有助于拉低平均成本。渭北的吨煤完全成本接近300元,而陕北只有105元,黄陵和彬长约210元。整体而言,我们预期2015年单位完全成本有小幅下降。

运输瓶颈舒缓是长期的增长动力。未来几年持续投运的新铁路仍是解决公司煤炭外运的关键。今年上半年西平线已通车,可以给公司分配5百万吨的运力。预计2017年通车的蒙华铁路会贡献比较大的运量。另外,公司自建的神渭管道有望可以2016年投入使用,可将1,000万吨煤由陕北运至关中集团下属的煤化工。

国企改革进行时。陕煤在混合所有制方面已算是陕西国企里走得比较前面的,但是目前没有推动员工持股计划。值得预期的是集团公司的资产注入,比较相关的是煤化工和电力业务,但是公司并没有明确的时间表。陕煤有39%股权的陕西煤炭贸易中心也给公司提供一个很好的平台,不过目前并没有盈利贡献。

维持中性

股票代码	601225.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 6.25
目标价	人民币 12.00
52周最高价/最低价	人民币 12.49~4.05
总市值(亿)	人民币 625
30日日均成交额(百万)	人民币 788.88
发行股数(百万)	10,000
其中:自由流通股(%)	8
30日日均成交量(百万股)	84.37
主营行业	煤炭



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	43,219	41,150	39,911	44,683
增速	-2.4%	-4.8%	-3.0%	12.0%
归属母公司净利润	3,486	951	414	606
增速	-45.7%	-72.7%	-56.5%	46.4%
每股净利润	0.35	0.10	0.04	0.06
每股净资产	3.09	3.47	3.48	3.53
每股股利	0.13	0.03	0.01	0.02
每股经营现金流	0.60	0.60	0.58	0.55
市盈率	17.9	65.7	150.9	103.1
市净率	2.0	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	7.8	11.5	16.7	14.6
股息收益率	2.1%	0.5%	0.2%	0.3%
平均总资产收益率	4.2%	1.1%	0.5%	0.7%
平均净资产收益率	11.5%	2.9%	1.2%	1.7%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

董宇博

联系人
 yubo.dong@cicc.com.cn
 SAC 执业编号: S0080113090005
 SFC CE Ref: BFE045

陈彦

分析师
 yan3.chen@cicc.com.cn
 SAC 执业编号: S0080515060002
 SFC CE Ref: ALZ159



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	43,219	41,150	39,911	44,683	营业收入	-2.4%	-4.8%	-3.0%	12.0%
营业成本	28,773	26,938	30,538	33,766	营业利润率	-38.9%	-52.5%	-82.3%	67.7%
营业税金及附加	771	782	518	608	EBITDA	-24.1%	-34.7%	-32.8%	13.7%
营业费用	1,662	5,166	2,981	3,497	净利润	-45.7%	-72.7%	-56.5%	46.4%
管理费用	4,415	4,274	4,997	5,679	盈利能力				
财务费用	749	639	620	500	毛利率	33.4%	34.5%	23.5%	24.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	17.5%	8.7%	1.6%	2.4%
营业利润	7,547	3,585	635	1,066	EBITDA 利润率	28.1%	19.3%	13.3%	13.6%
营业外收支	689	542	312	367	净利润率	8.1%	2.3%	1.0%	1.4%
利润总额	7,469	3,518	568	999	偿债能力				
所得税	1,199	706	114	200	流动比率	0.61	0.83	0.86	0.91
少数股东损益	2,784	1,861	40	192	速动比率	0.56	0.77	0.79	0.84
归属母公司净利润	3,486	951	414	606	现金比率	0.18	0.35	0.36	0.38
EBITDA	12,142	7,924	5,327	6,055	资产负债率	51.3%	42.5%	39.9%	40.3%
资产负债表					净债务资本比率	44.1%	22.4%	17.1%	13.8%
货币资金	4,832	8,051	7,786	8,721	回报率分析				
应收账款及票据	7,963	7,582	7,354	8,228	总资产收益率	4.2%	1.1%	0.5%	0.7%
预付款项	2,003	1,875	2,126	2,350	净资产收益率	11.5%	2.9%	1.2%	1.7%
存货	1,426	1,335	1,513	1,673	每股指标				
其他流动资产	0	0	0	0	每股净利润 (元)	0.35	0.10	0.04	0.06
流动资产合计	16,223	18,843	18,778	20,972	每股净资产 (元)	3.09	3.47	3.48	3.53
固定资产及在建工程	40,646	44,469	48,446	48,850	每股股利 (元)	0.13	0.03	0.01	0.02
无形资产及其他长期资产	21,913	21,422	20,931	20,440	每股经营现金流 (元)	0.60	0.60	0.58	0.55
非流动资产合计	64,886	68,254	71,762	71,701	估值分析				
资产合计	81,987	87,974	91,418	93,550	市盈率	17.9	65.7	150.9	103.1
短期借款	9,450	6,827	4,737	4,595	市净率	2.0	1.8	1.8	1.8
应付账款及票据	14,891	13,821	15,072	16,194	EV/EBITDA	7.8	11.5	16.7	14.6
其他流动负债	2,157	2,054	1,992	2,231	股息收益率	2.1%	0.5%	0.2%	0.3%
流动负债合计	26,499	22,702	21,801	23,019					
应付长期债券	9,005	9,005	9,005	9,005					
非流动负债合计	15,589	14,682	14,691	14,654					
负债合计	42,087	37,384	36,493	37,673					
股东权益合计	30,914	34,666	34,780	35,256					
少数股东权益	8,985	10,846	10,886	11,078					
负债及股东权益合计	39,899	45,512	45,666	46,334					
现金流量表									
净利润	3,486	951	414	606					
折旧和摊销	3,924	3,768	4,139	4,556					
营运资本变动	2,648	3,425	4,988	4,101					
其他	3,491	4,000	4,000	4,000					
经营活动现金流	5,968	6,034	5,821	5,522					
投资活动现金流入	757	622	437	486					
投资活动现金流出	-6,569	-7,100	-7,624	-4,468					
投资活动现金流	-5,812	-6,478	-7,187	-3,982					
股权融资	221	91	4,000	0					
银行借款	11,832	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-4,860	-1,583	-3,081	-888					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-4,704	-2,027	-4,446	651					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

陕西煤业是由陕煤化集团以煤炭主业资产整体改制所设立，是陕西省唯一一家省属特大型煤炭企业，也是国家确立的陕北大型煤炭基地的两个开发主体之一。公司主要从事煤炭开采、经营、销售、加工和综合利用等业务，主导产品为优质动力煤、化工及冶金用煤，主要用于电力、化工和冶金等行业；煤炭资源分布于陕西省内的铜川市、渭南市、延安市、咸阳市及榆林市等县市。公司还建立了多层次的营销体系，通过物流体系建设、电子交易平台，实现区域购销一体化，为用户提供能源综合解决方案。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

