

陕西煤业 (601225.SH)

动力煤景气回升，龙头公司估值优势明显

核心观点：

- **行业趋势：**旺季逐步来临，动力煤景气有望延续，中长期煤价不悲观，西部龙头煤企有望受益煤炭生产和消费转移。近期行业供需明显改善，6-8月将迎来夏季需求旺季，预计煤价有望延续稳中有升。中长期来看，全球及国内煤炭供给基本平稳，疫情缓解后国内经济仍将稳步增长预期下，煤炭行业未来三年有望维持供需基本平衡，预计港口5500大卡动力煤价中枢维持在470元/吨以上。同时，我国原煤生产和消费向西部地区集中的趋势明显，西部地区具备资源和成本优势的煤企将受益。
- **公司优势：**资源禀赋好+资产质量提升+中长期产量有增长空间+产地煤价波动小。资源禀赋好是公司最大的竞争优势，公司目前盈利能力行业最强。上一轮周期低点，公司完成2轮资产剥离，先进大矿相继投产，资产质量显著改善，历史欠账少、包袱轻，公司抗风险能力明显提升，中长期公司产量有增长空间。此外，公司还受益于西部产地供需相对更好(西部基建投资加码+沿海外购电增加+煤化工项目较多+销售半径扩大等影响)，煤价表现更坚挺，价格波动幅度明显小于港口煤价。
- **估值分析：**公司PB估值降至历史底部，重置成本视角市值也明显低估。相比较盈利下滑，公司估值回落更明显，目前公司PB(LF)降至约1.2倍，处于历史底部。目前公司市值低于测算的资源重置成本约27%。公司分红政策稳健，根据公告的2019年度分红水平，当前股价对应的股息率在4%以上。
- **盈利预测和投资建议。**公司煤炭资源禀赋优异，中长期煤炭主业具有增长空间。一方面，后期随着小保当二期建成投产和部分煤矿产能核增，公司产量有望逐年提升。另一方面，随着浩吉铁路投入运行，公司中长期受益于铁路运力改善，销售结构有望持续优化。此外，公司积极布局新能源、新经济，培育发展新动能。公司分红政策稳健，股息收益率较高。预计2020-2022年公司EPS分别为0.99元、1.08元和1.11元。综合考虑可比公司估值以及业绩增长潜力，我们维持公司合理价值9.77元/股的观点不变，对应20年PE9.9倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**下游需求不及预期，进口煤量过快增长，煤价超预期下跌，公司新建矿井建设进度低于预期，成本费用控制低预期等。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,224	73,403	71,624	75,395	77,111
增长率(%)	12.4	28.3	-2.4	5.3	2.3
EBITDA(百万元)	22,380	23,830	20,863	22,226	22,677
归母净利润(百万元)	10,993	11,643	9,902	10,799	11,126
增长率(%)	5.2	5.9	-15.0	9.1	3.0
EPS(元/股)	1.10	1.16	0.99	1.08	1.11
市盈率(P/E)	6.77	7.72	7.28	6.68	6.48
市净率(P/B)	1.47	1.54	1.09	0.98	0.88
EV/EBITDA	3.52	3.62	2.86	2.23	1.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

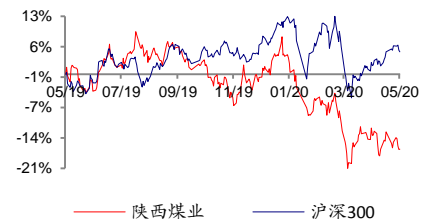
公司评级

	买入
当前价格	7.21元
合理价值	9.77元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-18

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	10000.00/10000.00
总市值/流通市值(百万元)	72100.00/72100.00
一年内最高/最低(元)	9.56/6.84
30日日均成交量/成交额(百万)	18.55/135.47
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-12.18/-10.88

相对市场表现



分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：

宋炜



SAC 执证号：S0260518050002



SFC CE No. BMV636



021-60750610

songwei@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、行业趋势：旺季逐步来临，动力煤景气有望延续，中长期煤价不悲观，西部龙头煤企有望受益煤炭生产和消费转移	4
（一）短期：港口动力煤价企稳回升，旺季逐步来临，供需改善趋势有望延续	4
（二）中长期：中性假设下未来三年煤炭供需有望基本平稳	5
二、公司优势：资源禀赋好+资产质量提升+中长期产量有增长空间+产地煤价波动小	9
（一）资源禀赋好是公司最大的竞争优势，盈利能力行业最强	9
（二）上一轮周期低点完成 2 轮资产剥离，先进大矿相继投产，资产质量显著改善	10
（三）小保当 2 号煤矿投产+先进大矿产能核增+集团优势资源整合预期，中长期产量有增长空间	12
（四）产地供需形势相对更好，港口-坑口价差持续收窄	12
三、估值分析：公司 PB 估值降至历史底部，重置成本视角市值也明显低估	15
（一）公司 PB(LF)估值已降至历史底部区域	15
（二）按重置成本来估值，目前公司市值低于测算的资源重置成本约 27%	15
（三）公司分红政策稳健，股息率也较高	16
四、盈利预测和投资建议	17
（一）主要盈利预测假设	17
（二）投资建议	17
五、风险提示	18

图表索引

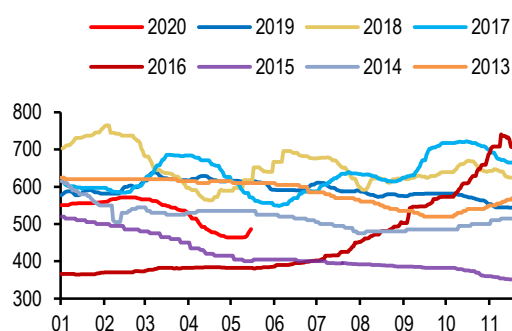
图 1: 近期秦港 5500 大卡动力煤价企稳回升 (单位: 元/吨)	4
图 2: 5 月以来, 沿海六大电厂日耗同比增速由负转正 (单位: 万吨)	4
图 3: 4 月中旬以来, 秦港煤炭库存回落至历史同期低位 (单位: 万吨)	5
图 4: 近期沿海六大电厂库存回落至接近去年同期水平 (单位: 万吨)	5
图 5: 全球能源增长与 GDP 基本成一致的趋势	6
图 6: 全球能源弹性系数处于 0.3-0.8 水平	6
图 7: 目前港口煤价降至历史中低位, 而行业负债率仍处于较高水平 (单位: 元/吨)	6
图 8: 目前港口煤价对应的行业亏损面在 37% 左右 (单位: 元/吨)	6
图 9: 20Q1, 晋陕蒙新原煤产量占比提升至约 78%	8
图 10: 西北跨区送电逐年提升 (单位: 亿千瓦时)	8
图 11: 主要动力煤公司吨煤净利 (单位: 元/吨)	10
图 12: 陕西动力煤价格指数变化明显弱于港口市场煤价 (单位: 元/吨)	13
图 13: 陕西煤业吨煤综合售价变化趋势与陕西动力煤指数基本一致 (单位: 元/吨)	13
图 14: 2018 年以来, 西部省区固定资产投资完成额增速普遍回升	14
图 15: 2019 年以来, 西部省区房屋新开工面积同比增速普遍高于全国平均水平	14
图 16: 2018 年以来, 西部省区基建投资增速普遍开始改善	14
图 17: 2017 年以来, 西部省区火电发电量增速普遍高于全国平均水平	14
图 18: 陕西煤业 PB-ROE 关系	15
表 1: 煤价运行备忘录主要内容	7
表 2: 目前已投入运行特高压线路汇总	8
表 3: 主要动力煤公司资源储备概况	9
表 4: 2015-2016 年陕西煤业剥离亏损矿井概况	10
表 5: 2015 年陕西煤业和中国神华煤炭业务盈利比较	11
表 6: 陕西煤业各矿区经营情况比较	11
表 7: 陕西煤业大股东陕煤化集团主要建设煤矿及进展 (单位: 万吨)	12
表 8: 港口和产地煤价表现差异 (单位: 元/吨)	13
表 9: 近年来主要动力煤公司建设煤矿概况	16
表 10: 近年来主要动力煤公司收购案例概况	16
表 11: 陕西煤业分业务经营数据预测 (单位: 百万元)	17
表 12: 可比公司估值表	18

一、行业趋势：旺季逐步来临，动力煤景气有望延续，中长期煤价不悲观，西部龙头煤企有望受益煤炭生产和消费转移

（一）短期：港口动力煤价企稳回升，旺季逐步来临，供需改善趋势有望延续

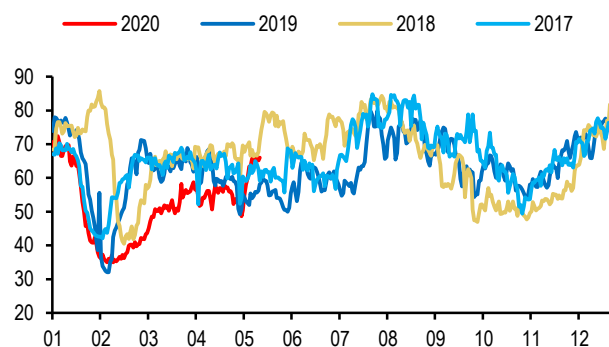
近期港口煤价快速回升，5月15日秦港5500大卡动力煤报价486元/吨，较前期低点上涨22元/吨或4.7%。需求方面，近期下游开工继续恢复，加上南方地区气温较高、来水偏枯，电厂耗煤持续超预期改善，5月以来六大电厂日耗同比增长11.2%（2-4月日耗同比下降约23%、21%和10%），下游采购市场煤较积极，近期北方港口库存较前期高点下降20%以上，已低于地区同期水平约8%；而供给端，由于前期煤价降幅较快，煤企主动或被动减产情况增多，4月全国原煤产量3.2亿吨，环比下降约4.5%，而随着两会临近，安监环保政策趋严，预计5月难有增量；进口煤方面，1-4月，全国累计进口煤炭1.27亿吨，同比增长26.9%，4月单月进口3095万吨，环比增长约11%，由于前期进口煤额度透支较多，加上近期进口政策持续偏紧，预计5月以后进口保持低位。总体来看，近期供需明显改善，6-8月将迎来夏季需求旺季，目前电厂库存持续回落，六大电厂和重点电厂库存可用天数在22天左右，预计煤价有望延续稳中有升。

图 1：近期秦港5500大卡动力煤价企稳回升（单位：元/吨）



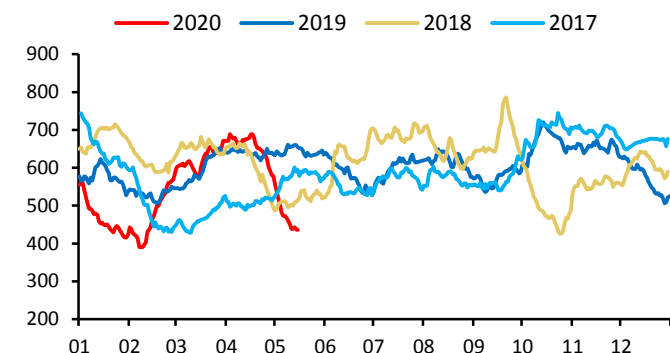
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：5月以来，沿海六大电厂日耗同比增速由负转正（单位：万吨）



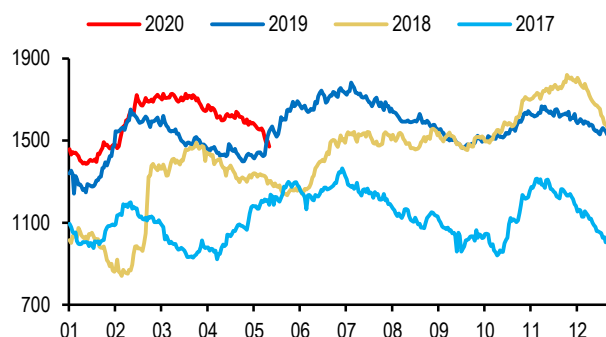
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：4月中旬以来，秦港煤炭库存回落至历史同期低位（单位：万吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：近期沿海六大电厂库存回落至接近去年同期水平（单位：万吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

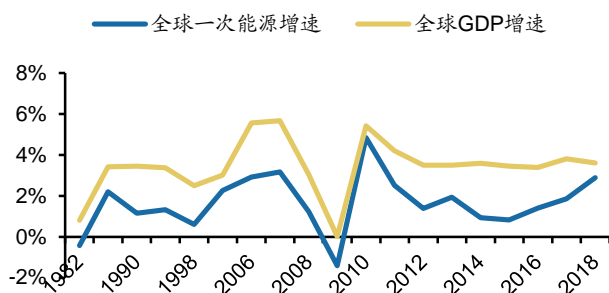
（二）中长期：中性假设下未来三年煤炭供需有望基本平稳

1. 国内煤炭消费占比下降，但消费量仍有望小幅增长

过去30年（1988-2018年）全球能源需求复合增速达到1.9%，虽然相比前一阶段（1965-1988年）复合增速3.3%略有下降，但整体仍维持了较稳健的增长。分析全球GDP与能源需求的历史增速，可以发现全球能源需求总量与经济发展相关，除部分年份因金融危机等因素导致全球能源需求降低至1%以内的增速外，大部分年份能源需求增速稳定在1-5%，全球能源需求弹性整体处在0.3-0.8区间内震荡。从中国来看，2012年以来国内GDP增速略有下行，能源需求复合增速也下降至2.6%，相比2002年-2012年复合增速9.2%有所下降，但相比全球GDP及能源增速仍较高，预计未来五年有望维持平稳增长。

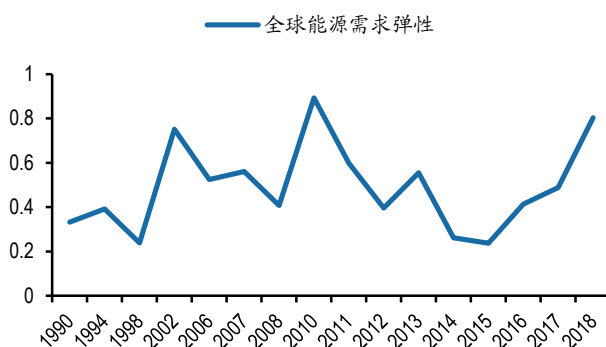
煤炭方面，近年来国内环保政策压力加大，在能源结构调整趋势下煤炭占能源消费比重逐步下滑（2020年目标值为58%以下，2019年煤炭消费占比是57.7%），但未来2-3年煤炭消费总量仍有望实现小幅增长（2017-2019年煤炭消费增速分别为0.4%、1%和1%）。

图 5: 全球能源增长与GDP基本成一致的趋势



数据来源: IEA, 世界银行, 广发证券发展研究中心

图 6: 全球能源弹性系数处于0.3-0.8水平



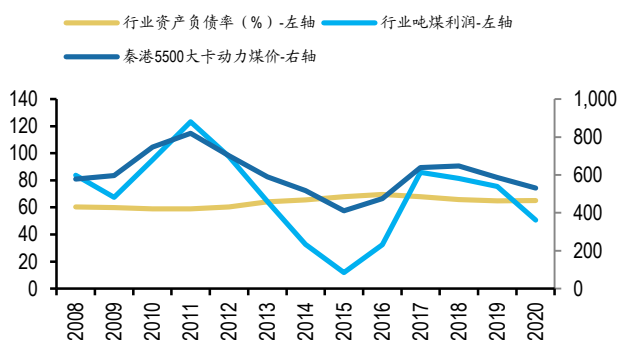
数据来源: IEA, 世界银行, 广发证券发展研究中心

2. 中长期港口5500大卡动力煤价中枢有望维持在470元/吨以上

1-3月秦港5500大卡动力煤均价558元/吨, 行业吨煤利润降至50元/吨, 处于历史中低位, 前3月行业亏损面约37%, 而行业负债率仍偏高, 1季度末仍高达65%, 供给侧改革以来仅下降约5pct。近期煤价虽有回升(最新秦港5500大卡煤价为486元/吨), 但行业吨煤利润处于微利水平。

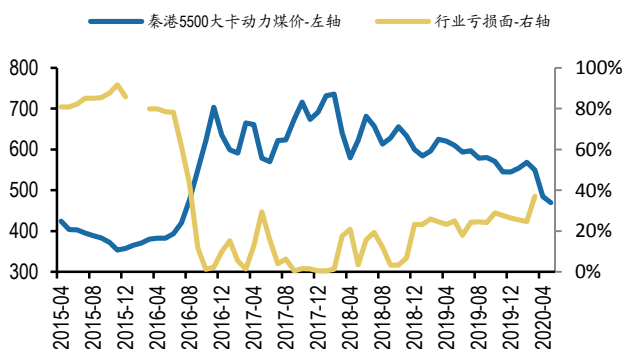
由于煤炭行业属于人力密集型行业, 井下开采和地面辅助从业人员规模庞大(2018年底从业人员总数约321万人), 国有企业占比高(前50强煤企集团中国企占比近70%), 分流人员不易, 同时行业债务负担重, 目前存续的各类债券余额约8457亿元。我们认为煤价过低, 行业出现大面积亏损, 不利于社会稳定和金融系统稳定。港口煤价中枢回落到450元/吨, 对应行业亏损面在50%左右, 如果继续下滑至400元/吨左右, 将陷入全行业亏损的困境(上一轮行业周期低点的2015年, 秦港煤价中枢约411元/吨), 也将破坏供给侧改革的成果。结合2017年发改委下发的煤价运行备忘录, 港口煤价降至470元/吨以下的红色区间时, 将启动平抑煤炭价格异常波动响应机制, 我们认为中长期港口5500大卡动力煤煤价中枢也有望维持在470元/吨以上。

图 7: 目前港口煤价降至历史中低位, 而行业负债率仍处于较高水平(单位: 元/吨)



数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 目前港口煤价对应的行业亏损面在37%左右(单位: 元/吨)



数据来源: 汾渭能源, Wind, 广发证券发展研究中心

表 1：煤价运行备忘录主要内容

价格区域类别	价格变动区间	相应措施
绿色区域 (价格正常)	价格上下波动幅度在 6% 以内 (以 2017 年为例, 重点煤电企业动力煤中长期基准合同价为 535 元/吨, 绿色区域为 500-570 元/吨)	充分发挥市场调节作用, 不采取调控措施
蓝色区域 (价格轻度上涨或下跌)	价格上下波动幅度在 6%-12% 之间 (以 2017 年为例, 黄色区域为 570-600 元/吨, 或 470-500 元/吨)	重点加强市场监测, 密切关注生产和价格变化情况, 适时采取必要的引导措施
红色区域 (价格异常上涨或下跌)	价格上下波动幅度在 12% 以上 (以 2017 年为例, 红色区域为 600 元/吨以上, 或 470 元/吨以下)	启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制
当市场现货煤炭价格 异常上涨 时, 有关部门投放煤炭储备, 加强对流通消费企业最高库存情况的监督检查, 严格查处价格违法行为, 加强中长期合同履行监管, 商请铁路部门集中运输低成本煤炭等措施; 行业协会加强行业自律, 提醒会员企业按合理价格采购或者销售煤炭。		
当市场现货煤炭价格 异常下降 时, 有关部门采取加大煤炭储备, 加强对生产流通消费企业最低库存情况的监督检查, 严格查处低倾销行为, 加强中长期合同履行监管等措施; 煤炭行业协会引导会员企业以销定产、不低于成本销售煤炭, 电力、钢铁行业协会引导会员企业按合理价格采购煤炭等。		

数据来源：国家发改委，广发证券发展研究中心

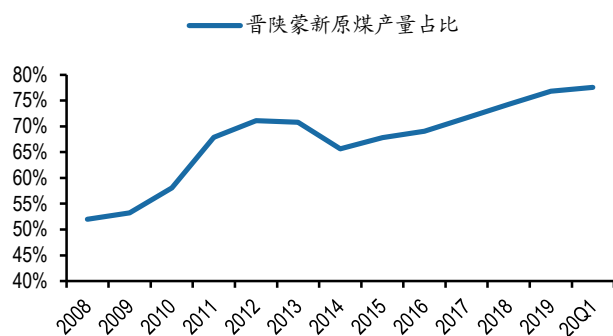
3. 煤炭生产和消费向西部地区集中趋势预计延续，具备资源和成本优势的煤企将受益

2016年供给侧改革以来，我国东中部、西南地区受去产能以及部分地区煤矿资源枯竭影响，原煤产量下降较快，而晋陕蒙新是我国煤炭资源优势产区，近几年新建煤矿以及规划待开发的资源也主要集中在以上四地，截至20年1季度，晋陕蒙新等四地原煤产量占全国产量比重提升至约78%。

此外，近年来华北及沿海省份控制煤炭消费量任务较重，2018年7月3日，国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，从产业结构、运输结构、能源结构、用地结构调整等方面提出了具体的实施方案，其中要求北京、天津、河北、山东、河南五省（直辖市）煤炭消费总量比2015年下降10%，长三角地区下降5%，汾渭平原实现负增长；新建耗煤项目实行煤炭减量替代。以上地区焦化、炼化等行业产能压减，燃煤发电机组负荷下降，跨区外购电比例增加，而目前已投入运行的25条特高压线路也助力跨区输电。

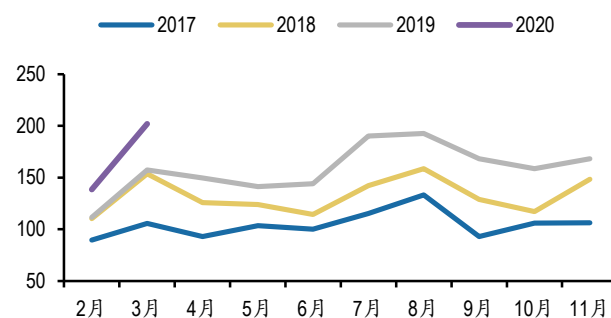
总体来看，中长期来看，全球及国内煤炭供给基本平稳，疫情缓解后国内经济仍将稳步增长预期下，煤炭行业未来三年有望维持供需基本平衡，预计港口5500大卡动力煤价中枢维持在470元/吨以上。同时，我国原煤生产和消费向西部地区集中的趋势预计将延续，西部地区具备资源和成本优势的煤企将受益。

图 9：20Q1，晋陕蒙新原煤产量占比提升至约78%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 10：西北跨区送电逐年提升（单位：亿千瓦时）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：目前已投入运行特高压线路汇总

电网	项目名称	输电能力（兆瓦）	投运时间
国家电网	向家坝-上海±800 千伏	6400	2010 年
	锦屏-苏南±800 千伏	7200	2012 年
	哈密南-郑州±800 千伏	8000	2014 年
	溪洛渡-浙江金华±800 千伏	8000	2014 年
	宁夏灵州-浙江绍兴±800 千伏	8000	2016 年
	酒泉-湖南±800 千伏	8000	2017 年
	晋北-江苏±800 千伏	8000	2017 年
	上海庙-山东临沂±800 千伏	10000	2017 年
	锡盟-江苏泰州±800 千伏	10000	2017 年
	扎鲁特-山东±800 千伏	10000	2017 年
	准东-皖南±1100 千伏	12000	2019 年
	晋东南-南阳-荆门 1000 千伏	6000	2009 年
	淮南-上海南环 1000 千伏	6000	2013 年
	浙北-福州 1000 千伏	6800/10700	2014 年
	淮南-南京-上海 1000 千伏	8000	2016 年
	锡盟-山东 1000 千伏	6000	2016 年
	蒙西-天津南 1000 千伏	8000	2016 年
	榆横-潍坊南 1000 千伏	5000	2017 年
	锡盟-胜利 1000 千伏	6000	2017 年
	北京西-石家庄 1000 千伏	10000	2019 年
	苏通 1000 千伏 GIL 综合管廊		2019 年
	山东-河北环网 1000 千伏	10000	2020 年
南方电网	云南-广东±800 千伏	5000	2010 年
	糯扎渡-广东±800 千伏	5000	2013 年
	滇西北-深圳±800 千伏	5000	2017 年

数据来源：国家电网，南方电网，北极星电力网，广发证券发展研究中心

二、公司优势：资源禀赋好+资产质量提升+中长期产量有增长空间+产地煤价波动小

（一）资源禀赋好是公司最大的竞争优势，盈利能力行业最强

公司是陕西省唯一上市煤炭国企，主产优质动力煤，2010年以来煤炭业务收入占比在95%以上。过去几年，公司自产煤产量一直位列亿吨级别，目前在A股上市公司中产量规模仅次于神华，公司资源禀赋好，主要体现在：

（1）资源储备充足。截至2019年末，公司煤炭资源储量达159.5亿吨，可采储量达96.6亿吨，按照2019年自产煤1.15亿吨测算，剩余可采年限在80年以上。

（2）煤炭资源品质优良。公司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，是优质的环保动力、冶金及化工用煤。

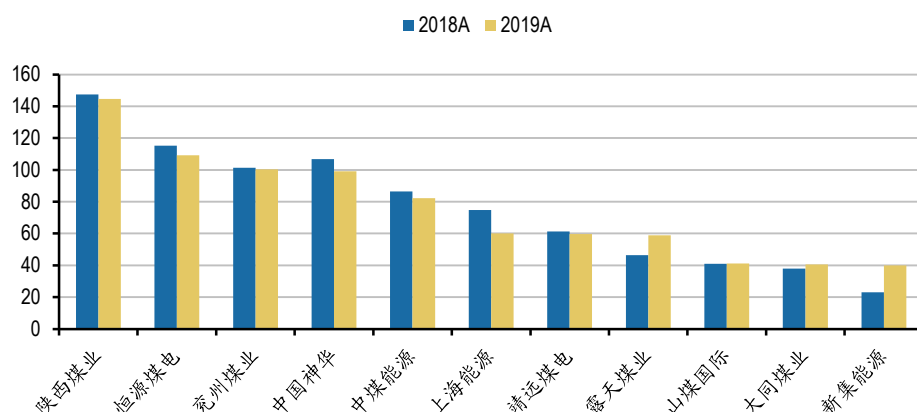
（3）主要矿区煤层赋存条件好、地质构造简单，且大多数煤层瓦斯含量低，适宜建设现代化大型矿井。赋存条件好加上公司经营管理效率高，使得公司煤炭开采成本较低，吨煤盈利为动力煤公司最高。

表 3：主要动力煤公司资源储备概况

证券代码	公司名称	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	2019 年煤炭 自产量 (万吨)	可采年限 (年)
601088.SH	中国神华	299.9	146.8	28270	51.9
601898.SH	中煤能源	233.4	138.0	10184	135.5
601225.SH	陕西煤业	159.5	96.6	11494	84.1
600188.SH	兖州煤业	133.2	30.3	10639	28.4
601001.SH	大同煤业	54.0	29.0	3378	85.8
601918.SH	新集能源	45.3	20.1	1598	125.5
002128.SZ	露天煤业	26.0	19.2	4600	41.7
600546.SH	山煤国际	22.7	9.6	3841	24.9
600508.SH	上海能源	13.6	6.4	515	125.2
600971.SH	恒源煤电	10.6	4.9	867	57.0

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11：主要动力煤公司吨煤净利（单位：元/吨）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

注：中国神华、中煤能源及兖州煤业按照煤炭业务分部利润数据测算，其他公司按照整体净利润测算

（二）上一轮周期低点完成 2 轮资产剥离，先进大矿相继投产，资产质量显著改善

2015-2016年上半年，面对国内煤炭价格下行压力，公司主动关停部分老旧煤矿，整合优质资源，淘汰落后产能。公司先后将白水煤矿、徐家沟煤矿、金华山和东坡等14座亏损煤矿剥离，合计产能1851万吨，这部分煤矿2015年合计利润总额为-25.61亿元，而2015年公司整体利润总额为-16.0亿元，剥离亏损煤矿产生的长期股权投资处置收益约1.4亿元，停工损失计提的营业外支出4.9亿元，测算剩余煤矿资产正常利润总额约13.1亿元，吨煤净利和神华差异不大。这表明即便在2015年煤炭行业景气最低点，秦港5500大卡动力煤全年均价约411元/吨，全行业亏损面在90%以上，陕煤目前上市公司体内煤炭资产（不考虑近2年投的新矿）仍能实现盈利。

2018年以来公司陕北矿区的小保当1号矿、袁大滩煤矿先后建成投产，处于在建的还有小保当2号煤矿（产能1300万吨），目前公司生产煤矿合计产能1.2亿吨，生产+建设煤矿总产能1.32亿吨，对应权益产能约7903万吨。相比较2015年，公司优势煤矿产区陕北和彬黄矿区煤炭产量占比已经从80%提升到90%以上，渭北矿区在剥离亏损资产后成本大幅下降，盈利也明显改善。总体来看，近5年来公司资产质量进一步优化，历史欠账少、包袱轻，公司抗风险能力明显提升。

表 4：2015-2016年陕西煤业剥离亏损矿井概况

	煤矿名称	煤种	保有 储量 (亿吨)	可开采 储量 (亿吨)	年产能 (亿吨)	2015 年 利润总额 (亿元)
2015 年重组	陕西铜川鸭口煤矿有限责任公司	贫瘦煤	2,355	1,206	90	-1.04
	陕西铜川徐家沟煤矿有限责任公司	贫瘦煤	1,142	657	90	-1.17

	陕西陕煤铜川矿业有限公司王石凹煤矿	贫瘦煤	7,860	4,621	120	-1.97
	陕西蒲白白水煤矿有限责任公司	贫瘦煤	2,522	181	90	-0.92
	陕西陕煤澄合矿业有限公司王村煤矿斜井	贫瘦煤	5,878	2,053	150	-0.73
	小计	-	19,757	8,718	540	-5.83
2016 年重组	陕西陕煤铜川矿业有限公司东坡煤矿	贫瘦煤	6,517	4,170	105	-1.92
	陕西陕煤铜川矿业有限公司金华山煤矿	贫瘦煤	6,637	3,010	150	-2.09
	陕西陕煤蒲白矿业有限公司朱家河煤矿	贫瘦煤	1,072	5,097	180	-0.89
	陕西陕煤澄合矿业有限公司王村煤矿	贫瘦煤	8,953	3,441	210	-1.64
	陕西陕煤澄合矿业有限公司二矿分公司	贫瘦煤	3,047	357	69	-1.39
	陕西陕煤澄合矿业有限公司董家河煤矿分公司	贫瘦煤	9,772	2,502	62	-0.9
	陕西陕煤韩城矿业有限公司桑树坪煤矿	贫瘦煤	61,691	43,663	165	-5.65
	陕西陕煤韩城矿业有限公司象山煤矿	贫瘦煤	14,279	9,795	240	-3.58
	陕西陕煤韩城矿业有限公司下峪口煤矿	贫瘦煤	12,061	7,827	130	-1.72
	小计	-	124,026	79,862	1,311	-19.78
	合计	-	143,782	88,580	1,851	-25.61

数据来源：公司2017年发债说明书、广发证券发展研究中心

表 5：2015年陕西煤业和中国神华煤炭业务盈利比较

陕西煤业	利润总额（亿元）	-16.0
	剥离亏损矿井投资收益（亿元）	1.4
	营业外支出（停工损失）（亿元）	4.9
	剩余资产利润总额（亿元）	13.1
	剩余资产对应产量（万吨）	9,151
	吨煤净利（元）	12.2
中国神华	煤炭利润总额（亿元）	44.8
	煤炭产量（万吨）	28090
	吨煤净利（元）	12.8

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 6：陕西煤业各矿区经营情况比较

	陕北矿区		彬黄矿区		渭北矿区	
	2015A	2019A	2015A	2019A	2015A	2019A
收入（亿元）	75.1	235.6	59.1	174.4	39.5	33.4
成本（亿元）	62.0	85.7	59.3	71.0	69.9	20.0
净利润（亿元）	10.4	73.8	-0.5	59.7	-37.3	4.5
商品煤产量（万吨）	5845	6658	3109	3836	2048	1000
自产煤销量（万吨）	5143	6511	2604	3846	1948	979
吨煤售价（元/吨）	140	331	207	431	175	302
吨煤收入（元/吨）	146	362	227	453	203	341
吨煤成本（元/吨）	121	132	228	185	359	204
吨煤净利（元/吨）	20	113	-2	155	-191	46

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）小保当 2 号煤矿投产+先进大矿产能核增+集团优势资源整合预期，中长期产量有增长空间

公司2018年以来相继投产的小保当1号煤矿（产能1500万吨）、袁大滩煤矿（产能500万吨）处于逐步达产状态，而目前在建煤矿主要是小保当2号煤矿（产能1300万吨），预计建成达产后，公司煤炭产量有望达1.3亿吨以上，相比较目前产量增量在15%左右。此外，公司红柳林、大佛寺、孙家岔等先进大矿还具备产能核增空间，集团层面目前优质大矿还有曹家滩（产能1500万吨）、孟村（产能600万吨）等，未来证照手续等各方面条件成熟后，公司可能参与整合。而更远期，根据陕煤集团官网新闻，2019年10月30日，“榆神四期矿区高质量开发总体模式研究”项目通过评审，后期规划进展值得关注。总体来看，公司后备资源储备也丰富，中长期煤炭产量也有望维持稳中有增趋势。

表 7：陕西煤业大股东陕煤化集团主要建设煤矿及进展（单位：万吨）

项目名称	建设地点	建设规模	核准产能	状态
小保当一号矿井及选煤厂项目	榆林市神木县	1500	1500	已建成（属于上市公司）
小保当二号矿井及选煤厂项目	榆林市神木县	1300	1300	预计 2020 年投产（属于上市公司）
曹家滩矿井及选煤厂项目	榆林市榆阳区	1500	1500	已建成
孟村煤矿项目	咸阳长武县	600	600	已建成
小庄煤矿项目	咸阳彬县	600	600	已建成
袁大滩煤矿	榆林市榆阳区	500	500	已建成（属于上市公司）
山阳煤矿	渭南市合阳县	300	300	已建成

数据来源：陕煤化集团 2020 年发债说明书、广发证券发展研究中心

（四）产地供需形势相对更好，港口-坑口价差持续收窄

公司目前销售结构中长协占比在30%以上，长协定价方式为以环渤海动力煤价格535元/吨倒推算出不同产地基础价格，然后加权环渤海动力煤价格指数（50%）和陕西煤炭交易中心动力煤价格指数（50%），进行月度调价。而市场煤则以地销为主，主要参考陕西煤炭交易中心动力煤价格指数。从历史走势来看，陕西动力煤指数变动明显弱于港口市场煤价，同时也较滞后，而根据公司披露的年度吨煤综合售价，其整体变化趋势与陕西动力煤指数也基本一致，所以产地煤价对公司煤炭综合售价及盈利影响更大。

近几年来，相比较北方港口煤价，陕西产地煤价表现更为坚挺。以秦港5500大卡动力煤价平仓价和陕西榆林5500大卡坑口价为例，2015年以来，每年坑口价格波动幅度（最高-最低）远小于港口价格，港口和产地价格差值也不断缩小。主要是由于产地供需形势相对更好：

（1）近年来西部地区特别是陕西省内固定资产投资、房地产新开工、基建投资等高于全国平均水平或有明显改善，考虑到西部地区城镇化率水平较低，中长期具备提

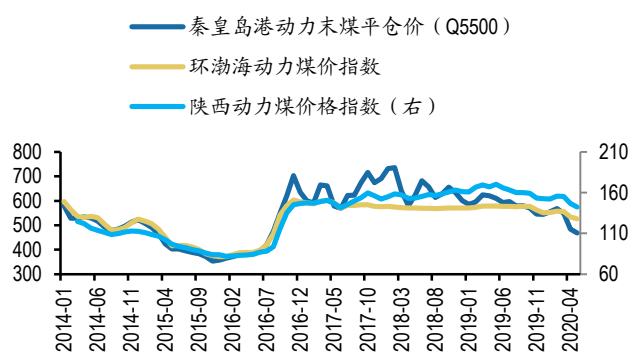
升空间，也利好产地煤炭需求。

(2) 沿海受环保影响，外购电比例提升，而特高压项目相继投入运行也助力西部地区跨区输电，也使得陕西、内蒙等西部省区火电机组利用小时数高于全国平均水平。

(3) 近年来新增的煤化工项目在西部陕西、宁夏、山西、内蒙古和新疆等地，也增加了对产地煤炭需求。

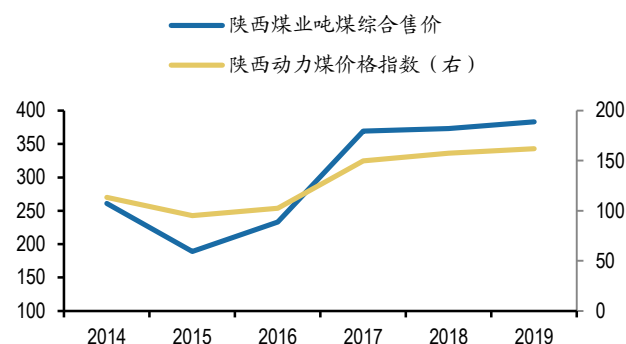
(4) 铁路运力较充裕，产地煤炭销售半径扩大，特别是南北向的货运大动脉浩吉铁路投入运行后，使得陕北地区煤炭销售范围进一步扩展到两湖一江等华中地区。

图 12：陕西动力煤价格指数变化明显弱于港口市场煤价（单位：元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：陕西煤业吨煤综合售价变化趋势与陕西动力煤指数基本一致（单位：元/吨）



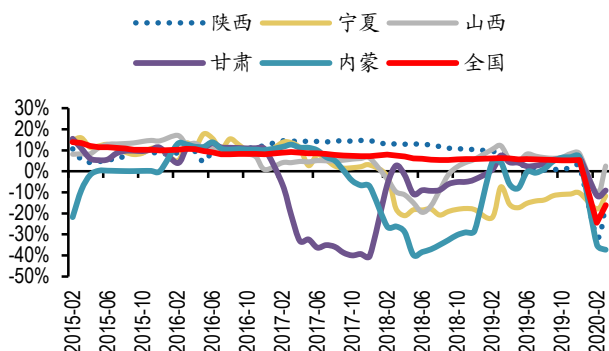
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：港口和产地煤价表现差异（单位：元/吨）

	秦港 5500 大卡动力煤价				陕西榆林 5500 大卡动力煤价				均价：秦港煤价-榆林煤价
	均价	最低价	最高价	最高-最低	均价	最低价	最高价	最高-最低	
2015	411	351	515	164	222	189	263	74	190
2016	475	364	741	377	239	186	337	151	236
2017	638	548	722	174	341	311	375	64	297
2018	647	564	765	201	382	352	407	55	264
2019	587	543	638	95	406	378	433	55	182
2020	531	464	571	107	381	350	406	56	150

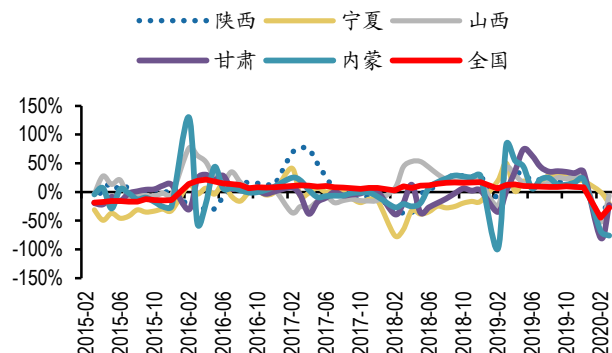
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14: 2018年以来, 西部省区固定资产投资完成额增速普遍回升



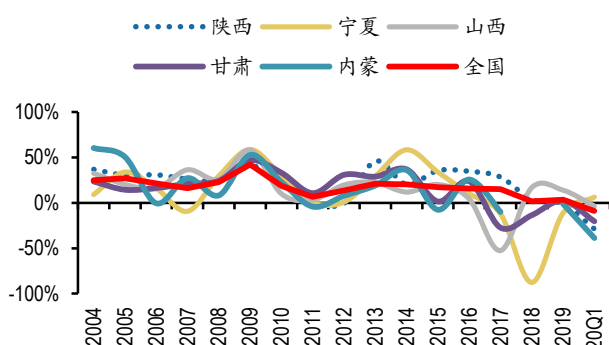
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 15: 2019年以来, 西部省区房屋新开工面积同比增速普遍高于全国平均水平



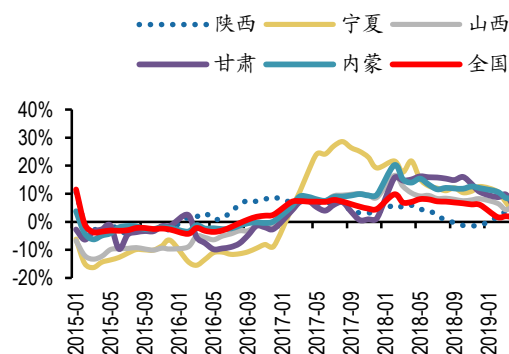
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 16: 2018年以来, 西部省区基建投资增速普遍开始改善



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 17: 2017年以来, 西部省区火电发电量增速普遍高于全国平均水平



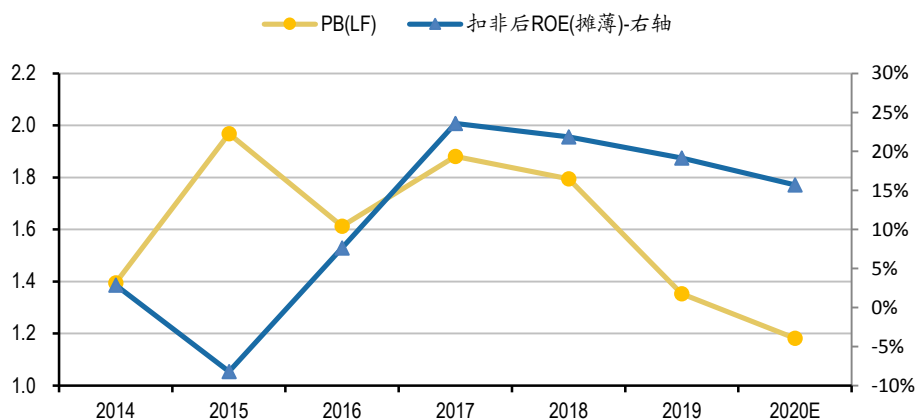
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

三、估值分析：公司 PB 估值降至历史底部，重置成本视角市值也明显低估

（一）公司 PB(LF)估值已降至历史底部区域

公司2014年上市，2016年供给侧改革以来，公司扣非后ROE平均水平为18%，PB(LF)平均为1.7倍。今年前期受国内疫情影响，下游需求恢复慢于煤炭供给，叠加海外疫情扩散、原油价格深跌等不利因素影响，2月中旬到4月底，煤价出现快速回落，市场预期转向悲观，相比较盈利下滑，公司估值回落更明显。目前公司PB(LF)降至约1.2倍，处于历史底部区域。

图 18：陕西煤业PB-ROE关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）按重置成本来估值，目前公司市值低于测算的资源重置成本约 27%

从产能重置成本来考虑公司估值，近年来主要煤企新建成投产的主要有中煤能源的母杜柴登、纳林河二号煤矿和公司的小保当1号煤矿、袁大滩煤矿等。相比较中煤能源，公司小保当煤矿煤矿预算投资水平基本相当。考虑到公司目前总核定产能为1.32亿吨，可采储量96.6亿吨，我们按照小保当煤矿的吨产能投资和吨可采储量投资来测算，公司重置成本分别为1140亿元和834亿元，平均重置成本为987亿元，而公司目前市值721亿元，低估约27%。

从近几年主要动力煤公司收购案例来看，山煤国际收购河曲旧县露天煤矿51%的股权，大同煤业收购集团持有的塔山煤矿21%的股权，吨可采储量交易价格均在20元以上，若按照二级市场交易价格来估值，公司市值低估更明显。

表 9：近年来主要动力煤公司建设煤矿概况

公司名称	项目名称	项目预算(亿元)	核定产能(万吨)	可采储量(亿吨)	吨产能投资(元)	吨可采储量投资(元)
陕西煤业	小保当煤业	242	2800	28	863	8.6
中煤能源	母杜柴登	53	600	7	885	7.5
	纳林河二号	71	800	8	888	8.9

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 10：近年来主要动力煤公司收购案例概况

公司名称	项目名称	核定产能(万吨)	可采储量(万吨)	评估价值(万元)	交易价格(万元)	吨可采储量交易价格(元)
山煤国际	河曲旧县露天煤矿(51%)	800	23,108	465,011	237,156	20.1
大同煤业	塔山煤矿(21%)	1500	45,693	1,184,469	248,738	25.9

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（三）公司分红政策稳健，股息率也较高

公司近年来总体分红率维持在40%左右，处于行业较高水平。2016-2019年公司现金分红比例分别为39.9%、40.0%、29.1%和30.0%，其中2018和2019年考虑到回购影响，实际分红比例分别为40.75%和40.5%。即便假设未来2-3年煤价中枢回到470-500元/吨，考虑到公司产量增长，根据公告的2019年度分红水平，当前股价对应的股息率也在4%以上。（注：根据《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》第一章第八条规定，上市公司以现金为对价，采用集中竞价方式、要约方式回购股份的，当年已实施的股份回购金额视同现金分红，纳入该年度现金分红的相关比例计算）

四、盈利预测和投资建议

（一）主要盈利预测假设

1. 考虑到公司近2年新投产矿井逐步达产，小保当2号煤矿有望于今年4季度投产，贡献未来几年产量增量，我们预计2020-2022年公司原煤产量同比分别增长2.6%、7.6%和2.4%。
2. 虽然2020年以来市场煤价中枢回落，但公司所在产地由于供需形势相对较好，煤价波动较小，港口和产地价格差值也不断缩小，我们预计2020-2022年公司吨煤售价同比分别下降5%、2.0%和0%。
3. 根据公司2019年年报，公司2020年将加强成本费用管控，盘活存量资产，构建预算管理“日清月结”模式，我们预计2020-2022年公司成本费用率小幅下滑。
4. 公司运输和其他业务在公司业务构成中占比较小，增长空间不大，我们预计2020-2022年保持基本平稳。

表 11：陕西煤业分业务经营数据预测（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入								
煤炭业务收入	30,922	31,754	48,729	54,972	70,615	68,835	72,607	74,322
运输业务	596	577	621	828	1,133	1,133	1,133	1,133
其他	993	801	1,577	1,424	1,655	1,655	1,655	1,655
总计	32,511	33,132	50,927	57,224	73,403	71,624	75,395	77,111
营业成本								
煤炭业务成本	20,749	17,671	21,313	27,790	41,465	43,824	45,753	46,834
运输业务	491	461	403	499	639	639	639	639
其他	801	624	996	1,072	1,253	1,253	1,253	1,253
总计	22,041	18,756	22,712	29,361	43,357	45,715	47,644	48,726
毛利率								
煤炭业务成本	32.9%	44.3%	56.3%	49.4%	41.3%	36.3%	37.0%	37.0%
运输业务	17.5%	20.1%	35.1%	39.8%	43.6%	43.6%	43.6%	43.6%
其他	19.4%	22.1%	36.8%	24.7%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
总计	32.2%	43.4%	55.4%	48.7%	40.9%	36.2%	36.8%	36.8%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）投资建议

公司煤炭资源禀赋优异，中长期煤炭主业仍具有增长空间。一方面，后期随着小保当二期建成投产和部分煤矿产能核增，公司产量有望逐年提升。另一方面，随着浩吉铁路投入运行，公司中长期受益于铁路运力改善，销售结构有望持续优化。此外，

公司还积极布局新能源、新经济，培育发展新动能。公司分红政策稳健，股息收益率较高。预计2020-2022年公司EPS分别为0.99元、1.08元和1.11元。综合考虑可比公司估值以及业绩增长潜力，我们维持公司合理价值9.77元/股的观点不变，对应20年PE为9.9倍，维持“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价	EPS（元/股）			P/E			P/B（LF）
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
601088.SH	中国神华	16.03	2.04	2.09	2.15	7.9	7.7	7.5	0.89
600188.SH	兖州煤业	8.22	1.47	1.55	1.66	5.6	5.3	5.0	0.68
002128.SZ	露天煤业	7.87	1.31	1.45	1.53	6.0	5.4	5.2	0.86
可比公司平均							6.5	6.1	5.9
601225.SH	陕西煤业	7.21	0.99	1.08	1.11	7.3	6.7	6.5	1.23

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：陕西煤业2020-2022年以来预测来自广发证券，其他可比公司盈利预测取自Wind一致预期，最新股价为5月15日收盘价。

五、风险提示

下游需求不及预期，进口煤量过快增长，煤价超预期下跌，公司新建矿井建设进度低于预期，成本费用控制低预期等。

资产负债表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	31,505	34,812	45,489	58,175	70,794
货币资金	13,116	19,243	27,821	37,854	48,104
应收及预付	15,449	9,516	9,454	9,928	10,154
存货	1,074	1,314	1,385	1,444	1,477
其他流动资产	1,867	4,738	6,828	8,949	11,059
非流动资产	89,025	91,872	93,655	94,763	95,682
长期股权投资	10,350	12,104	13,904	15,704	17,504
固定资产	40,548	40,209	38,389	36,397	34,419
在建工程	12,073	15,453	16,953	17,953	18,753
无形资产	22,497	21,803	21,106	20,407	19,704
其他长期资产	3,558	2,303	3,303	4,303	5,303
资产总计	120,530	126,684	139,144	152,939	166,476
流动负债	28,679	27,906	28,527	29,600	30,169
短期借款	0	170	0	0	0
应付及预收	18,782	17,243	17,957	18,744	19,169
其他流动负债	9,897	10,493	10,570	10,857	11,000
非流动负债	25,462	22,607	22,607	22,607	22,607
长期借款	11,941	9,071	9,071	9,071	9,071
应付债券	2,993	1,997	1,997	1,997	1,997
其他非流动负债	10,528	11,539	11,539	11,539	11,539
负债合计	54,141	50,514	51,134	52,207	52,776
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
资本公积	7,395	7,398	7,398	7,398	7,398
留存收益	32,499	40,790	48,387	56,481	64,683
归属母公司股东权益	50,664	58,254	65,851	73,945	82,146
少数股东权益	15,724	17,916	22,159	26,786	31,553
负债和股东权益	120,530	126,684	139,144	152,939	166,476

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	57,224	73,403	71,624	75,395	77,111
营业成本	29,361	43,357	45,715	47,644	48,726
营业税金及附加	2,882	3,615	2,959	3,115	3,186
销售费用	2,195	2,768	2,865	3,016	3,084
管理费用	5,184	5,628	4,656	4,901	5,012
研发费用	10	54	52	55	56
财务费用	58	548	300	203	101
资产减值损失	-40	-85	-30	-30	-30
公允价值变动收益	1	479	0	0	0
投资净收益	1,452	1,727	1,685	1,773	1,814
营业利润	19,061	19,674	16,755	18,229	18,754
营业外收支	-314	-284	-265	-245	-225
利润总额	18,748	19,390	16,490	17,984	18,529
所得税	2,819	2,758	2,345	2,558	2,635
净利润	15,929	16,632	14,145	15,426	15,893
少数股东损益	4,936	4,989	4,243	4,627	4,767
归属母公司净利润	10,993	11,643	9,902	10,799	11,126
EBITDA	22,380	23,830	20,863	22,226	22,677
EPS（元）	1.10	1.16	0.99	1.08	1.11

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19,758	19,200	18,971	19,945	20,202
净利润	15,929	16,632	14,145	15,426	15,893
折旧摊销	4,788	5,848	5,487	5,562	5,631
营运资金变动	-3	-2,060	191	-80	-299
其它	-956	-1,221	-851	-963	-1,024
投资活动现金流	-7,955	-5,825	-5,689	-4,880	-4,620
资本支出	-4,410	-4,824	-3,073	-2,354	-2,134
投资变动	-3,857	-1,274	-4,300	-4,300	-4,300
其他	312	274	1,685	1,773	1,814
筹资活动现金流	-7,957	-8,307	-4,705	-5,031	-5,331
银行借款	5,256	1,870	-170	0	0
股权融资	0	1,470	0	0	0
其他	-13,212	-11,647	-4,535	-5,031	-5,331
现金净增加额	3,847	5,069	8,577	10,033	10,250
期初现金余额	8,820	12,667	19,243	27,821	37,854
期末现金余额	12,667	17,736	27,821	37,854	48,104

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	12.4%	28.3%	-2.4%	5.3%	2.3%
营业利润增长	4.5%	3.2%	-14.8%	8.8%	2.9%
归母净利润增长	5.2%	5.9%	-15.0%	9.1%	3.0%
获利能力					
毛利率	48.7%	40.9%	36.2%	36.8%	36.8%
净利率	27.8%	22.7%	19.7%	20.5%	20.6%
ROE	21.7%	20.0%	15.0%	14.6%	13.5%
ROIC	17.8%	16.8%	12.8%	12.3%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	44.9%	39.9%	36.7%	34.1%	31.7%
净负债比率	81.6%	66.3%	58.1%	51.8%	46.4%
流动比率	1.10	1.25	1.59	1.97	2.35
速动比率	1.00	1.12	1.47	1.84	2.22
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.58	0.51	0.49	0.46
应收账款周转率	13.79	12.51	12.51	12.51	12.51
存货周转率	53.30	55.87	51.70	52.22	52.22
每股指标 (元)					
每股收益	1.10	1.16	0.99	1.08	1.11
每股经营现金流	1.98	1.92	1.90	1.99	2.02
每股净资产	5.07	5.83	6.59	7.39	8.21
估值比率					
P/E	6.77	7.72	7.28	6.68	6.48
P/B	1.47	1.54	1.09	0.98	0.88
EV/EBITDA	3.52	3.62	2.86	2.23	1.73

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，2019年新财富能源开采行业第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，2019年新财富能源开采行业第一名。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年煤炭行业新财富第一名团队成员，2019年新财富能源开采行业第一名成员。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与中国神华(601088)公司有投资银行业务关系。

(2) 广发证券在过去 12 个月内与中国神华(01088)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。