

## 陕西煤业(601225)/煤炭开采

## 最优质动力煤标的, 业绩释放超预期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 7.62

目标价格: 10

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

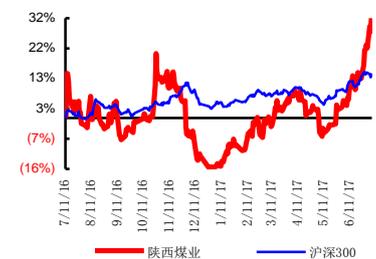
联系人: 陈晨

电话:

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	10,000
流通股本(百万股)	10,000
市价(元)	7.62
市值(百万元)	76,200
流通市值(百万元)	76,200

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 陕西煤业(601225.SH)年报及一季报点评: 最优质动力煤标的, 高业绩弹性持续兑现
- 2 陕西煤业(601225.SH)业绩预告点评: 单季净利约25亿元, 高业绩弹性将持续兑现
- 3 陕西煤业(601225.SH)业绩预告点评: 最优质动力煤标的, 第四单季净利15-20亿元

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	32,511.2	33,131.7	49,498.4	55,653.6	61,873.8
增长率 yoy%	-20.99%	1.91%	49.40%	12.44%	11.18%
净利润	-2,988.54	2,754.89	10,014.0	11,278.7	12,286.1
增长率 yoy%	-414.09	192.18%	263.50%	12.63%	8.93%
每股收益(元)	-0.30	0.28	1.00	1.13	1.23
每股现金流量	-0.09	0.83	1.55	2.05	2.25
净资产收益率	-9.39%	7.98%	23.82%	22.41%	20.79%
P/E	—	17.61	7.61	6.76	6.20
PEG	—	0.09	0.03	0.53	0.69
P/B	1.53	1.40	1.81	1.51	1.29

备注:

**投资要点**

- 2017年7月5日, 公司发布2017半年度业绩预增公告, 经初步测算, 上半年预计实现归属于上市公司股东净利润为54亿至57亿元(上年同期为2.51亿元), 其中Q1为26.74亿元, 则Q2为27.3-30.3亿元, Q2经营业绩略超一季度, 业绩释放超预期, 具体点评如下:
- 上年度煤价高位运行, 预计下半年煤价仍然乐观。2017上半年, 秦皇岛Q5500K动力煤均价为611.2元/吨, 同比大幅增长60.9%, 陕西地区动力煤均价383.2元/吨, 同比大幅增长76.3%, 行业供需紧平衡下, 产地售价更为强势, 涨幅高于港口。我们认为, 下半年迎来内蒙古70年大庆和十九大, 煤矿安检力度仍然较大, 同时新增产能必须配套落后产能淘汰, 煤炭整体供给释放的风险不大, 叠加经济需求仍然不俗, 下半年动力煤价预计仍会在高位波动。
- 在产矿井几乎全都高产高效, 后续产能仍有增长。公司合并报表生产矿井15对, 产能合计约9400万吨, 权益产能约6000万吨, 其中7座为中煤协认定的先进产能矿井(全国一共74座), 先进产能占比约70%, 达到国家一级安全标准矿的产能约占总产能90%, 开采条件非常优异。小保当煤矿一期置换产能已经获得审批, 预计2018年可新增高效产能800万吨, 同处陕北矿区的袁大滩煤矿也处在在建状态, 公司后续优质产能释放可期。
- 资源禀赋非常优异, 开采成本具备较强竞争优势。两个主力矿区陕北矿区和彬黄矿区(2016年两个矿区产量占比88%)所产的优质动力煤, 具有发热量高(5800大卡以上)、灰分低等突出特点, 比神华、中煤都具有优势。得益于公司几乎都是高产高效矿井, 2016年自产煤单位生产成本仅为109.4元/吨(销量口径), 大幅低于行业平均水平, 高度机械化智能化的生产有望使得公司吨煤成本维持在较低水平。
- 未来资本开支偏小, 较高股息率可期。供给侧改革下, 煤炭公司的资本开支较为有限, 高盈利将有助于公司加大分红, 神华已经走在行业前头。公司2016年现金分红率达到40%, 2017年若维持该分红率, 则当前股价对应的股息率高达5.25%。
- 整体而言, 我们认为公司具备非常优质的煤炭资源(高热值、低硫磷), 规模化开采优势明显(先进产能居多), 成本具有非常强竞争优势, 未来产能增量有保障(小保当、袁大滩矿等), 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, 而未来资本开支偏小, 较高股息率可期。
- 盈利预测与估值: 基于公司业绩超预期释放以及动力煤价乐观判断, 我们上调对公司的盈利预测, 将2017-2019年对应的归属于母公司股东净利润80.1/88.1/91.9亿元上调至100.1/112.8/122.9亿元, 折合EPS分别为1.00/1.13/1.23元, 当前市值对应2017/18/19年PE分别为7.6X、6.8X、6.2X, 考虑公司资源禀赋优异性及业绩增长确定性, 维持公司“买入”评级, 给予2017年10X PE, 目标价10元。
- 风险提示: (1) 原始股东减持; (2) 经济增速放缓可能影响煤炭消费需求; (3) 行政性去产能不确定性; (4) 水电、风电、核电等对煤电的替代。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	41,150	32,511	33,132	49,498	55,654	61,874
增长率	-4.79%	-21.0%	1.9%	49.4%	12.4%	11.2%
营业成本	-26,938	-22,041	-18,756	-21,160	-23,734	-26,648
% 销售收入	65.5%	67.8%	56.6%	42.7%	42.6%	43.1%
毛利	14,212	10,470	14,375	28,338	31,920	35,226
% 销售收入	34.5%	32.2%	43.4%	57.3%	57.4%	56.9%
营业税金及附加	-782	-1,190	-1,538	-1,485	-1,670	-1,856
% 销售收入	1.9%	3.7%	4.6%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-5,166	-5,656	-3,937	-4,950	-5,565	-6,187
% 销售收入	12.6%	17.4%	11.9%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-4,274	-4,178	-3,724	-3,960	-4,452	-4,950
% 销售收入	10.4%	12.9%	11.2%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	3,991	-555	5,176	17,944	20,233	22,232
% 销售收入	9.7%	-1.7%	15.6%	36.3%	36.4%	35.9%
财务费用	-639	-812	-458	-649	-501	-501
% 销售收入	1.6%	2.5%	1.4%	1.3%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-377	-212	-123	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	609	432	526	1,200	1,300	1,400
% 税前利润	17.3%	-27.0%	10.3%	6.5%	6.2%	6.0%
营业利润	3,585	-1,147	5,120	18,494	21,032	23,131
营业利润率	8.7%	-3.5%	15.5%	37.4%	37.8%	37.4%
营业外收支	-67	-453	5	50	50	50
税前利润	3,518	-1,600	5,125	18,544	21,082	23,181
利润率	8.5%	-4.9%	15.5%	37.5%	37.9%	37.5%
所得税	-706	-750	-746	-2,596	-2,951	-3,245
所得税率	20.1%	-46.9%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	2,812	-2,350	4,380	15,948	18,130	19,936
少数股东损益	1,861	638	1,625	5,934	6,852	7,650
归属于母公司的净利润	951	-2,989	2,755	10,014	11,279	12,286
净利率	2.3%	-9.2%	8.3%	20.2%	20.3%	19.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,812	-2,350	4,380	15,948	18,130	19,936
少数股东损益	0	0	0	5,934	6,852	7,650
非现金支出	4,827	3,581	3,508	3,300	3,536	3,817
非经营收益	-50	872	-111	-601	-849	-949
营运资金变动	-7,467	-2,991	489	-3,104	-310	-336
经营活动现金净流	121	-889	8,267	21,478	27,358	30,117
资本开支	2,681	2,643	2,008	4,978	6,948	7,946
投资	-544	281	1,646	0	0	0
其他	95	507	94	1,200	1,300	1,400
投资活动现金净流	-3,130	-1,854	-268	-3,778	-5,648	-6,546
股权募资	3,810	0	1	0	0	0
债权募资	3,141	2,919	-923	-6,585	0	0
其他	-2,674	-1,584	-1,875	-814	-3,001	-3,501
筹资活动现金净流	4,277	1,335	-2,798	-7,399	-3,001	-3,501
现金净流量	1,268	-1,407	5,201	10,301	18,709	20,070

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,068	4,703	9,999	14,366	26,223	38,643
应收款项	10,320	10,320	10,796	11,900	12,617	13,180
存货	1,406	1,116	860	870	975	1,095
其他流动资产	1,489	1,768	1,771	2,007	2,373	2,814
流动资产	19,282	17,907	23,426	29,142	42,189	55,733
% 总资产	21.4%	18.7%	25.0%	28.8%	35.9%	41.2%
长期投资	3,073	3,226	3,547	3,547	3,547	3,547
固定资产	44,087	49,993	44,253	45,423	48,368	52,043
% 总资产	49.0%	52.2%	47.2%	44.9%	41.1%	38.4%
无形资产	22,308	23,716	21,855	22,413	22,930	23,434
非流动资产	70,739	77,913	70,263	71,991	75,453	79,633
% 总资产	78.6%	81.3%	75.0%	71.2%	64.1%	58.8%
资产总计	90,021	95,819	93,689	101,133	117,642	135,366
短期借款	8,131	12,201	14,912	8,327	8,327	8,327
应付款项	14,530	17,271	14,786	13,051	13,759	14,416
其他流动负债	3,308	3,892	4,075	6,391	7,062	7,693
流动负债	25,968	33,364	33,774	27,769	29,148	30,436
长期贷款	14,233	15,789	9,109	9,109	9,109	9,109
其他长期负债	6,265	6,288	6,078	6,078	6,078	6,078
负债	46,466	55,441	48,961	42,956	44,335	45,623
普通股股东权益	34,688	31,843	34,527	42,041	50,320	59,106
少数股东权益	8,867	8,535	10,201	16,136	22,987	30,637
负债股东权益合计	90,021	95,819	93,689	101,133	117,642	135,366

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.095	-0.299	0.275	1.001	1.128	1.229
每股净资产 (元)	3.469	3.184	3.453	4.204	5.032	5.911
每股经营现金净流 (元)	0.012	-0.089	0.827	1.554	2.051	2.247
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.110	0.250	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	2.74%	-9.39%	7.98%	23.82%	22.41%	20.79%
总资产收益率	1.06%	-3.12%	2.94%	9.90%	9.59%	9.08%
投入资本收益率	5.62%	-1.35%	8.01%	26.74%	28.54%	29.42%
增长率						
营业总收入增长率	-4.79%	-20.99%	1.91%	49.40%	12.44%	11.18%
EBIT增长率	-47.47%	-113.90%	1032.92%	246.64%	12.76%	9.88%
净利润增长率	-72.71%	-414.09%	192.18%	263.50%	12.63%	8.93%
总资产增长率	10.01%	6.44%	-2.22%	7.95%	16.32%	15.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.1	58.7	56.0	30.0	25.0	20.0
存货周转天数	19.2	20.9	19.2	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	136.0	187.7	202.9	120.0	110.0	100.0
固定资产周转天数	295.8	382.7	354.4	221.4	194.0	173.4
偿债能力						
净负债/股东权益	37.41%	57.80%	31.35%	5.28%	-11.99%	-23.63%
EBIT利息保障倍数	6.2	-0.7	11.3	27.6	40.4	44.4
资产负债率	51.62%	57.86%	52.26%	42.48%	37.69%	33.70%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。