

强烈推荐-A (维持)

陕西煤业 601225.SH

当前股价: 8.14 元
2017年07月19日

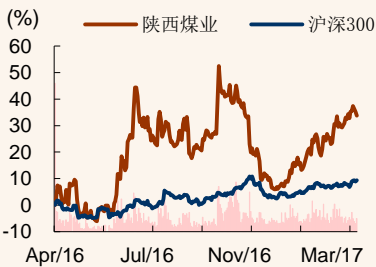
成本控制效果显著, 高煤价下业绩爆发

基础数据

上证综指	3188
总股本(万股)	1000000
已上市流通股(万股)	1000000
总市值(亿元)	814
流通市值(亿元)	814
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	14.6
资产负债率	50.8%
主要股东	陕西煤业化工集团有
主要股东持股比例	63.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	59	32
相对表现	22	49	20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《陕西煤业(601225)——高弹性动力煤标的, 盈利能力行业领先》2017-03-15
- 2、《陕西煤业(601225)——剥离亏损矿井, 扭亏为盈可持续》2016-08-29
- 3、《陕西煤业(601225)——动力煤价格上涨, 盈利改善可观》2016-07-04

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

近日我们调研了陕西煤业, 公司产量增长超预期, 成本控制效果显著, 高煤价下业绩不断爆发, 预计2017-2019年EPS分别为1、1.02、1.04, 同比增长263%、2%、2%, 目前仅8倍PE, 在煤炭股中处于绝对洼地, 当前高温持续, 动力煤涨势延续, 行情仍将继续展开, 建议积极布局, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **产能产量:** 公司目前纳入产量统计的矿井17对, 其中生产矿井15对, 核定产能9325万吨, 预估今年产量9725万吨, 公司矿井生产条件优越, 当前发改委重点发力保煤炭供应, 公司产能利用率提升风险较小。另外, 小保当产能置换的额度是800万吨, 最初准备申报的产能是1500万吨, 实际产能2500万吨, 预计2018年能试生产。我们预计2017-2019年公司原煤产量9725、10225、10825万吨, 年均5%的复合增速, 主要源于小保当和参股的曹家滩产能的释放。此外, 公司层面已无在建矿井。
- **煤价:** 一季度公司自产商品煤均价365元/吨, 二季度煤价有所下滑, 预计上半年综合售价在350元/吨附近; 展望下半年, 煤价高位震荡, 煤价中枢大概率会在600以上, 和一季度基本持平, 全年综合售价预计就在350附近。长协方面, 公司每年有3000万吨的长协煤, 价格参考环渤海动力煤指数和陕西动力煤指数, 各50%权重, 由于陕西动力煤指数价格较高, 最后长协价和现货基本趋平。
- **成本:** 今年煤炭行业经营情况大幅好转, 煤企成本普遍上升, 但公司成本控制一直较严, 且剥离渭北老矿区之后负担都给了集团, 一季度公司吨煤完全成本基本和去年持平, 大致在170元/吨附近, 未来有望维持在这个位置。
- **贸易煤:** 公司每年约有3000万吨的贸易煤, 主要是为了避免同业竞争代销集团煤炭, 基本上盈亏平衡, 不影响业绩。
- **盈利预测及评级:** 预计2017-2019年EPS分别为1、1.02、1.04, 同比增长263%、2%、2%, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 发改委调控过度。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	32511	33132	50029	51030	52050
同比增长	-21%	2%	51%	2%	2%
营业利润(百万元)	(1147)	5120	17159	17486	17923
同比增长	-132%	-546%	235%	2%	2%
净利润(百万元)	(2989)	2755	9992	10181	10434
同比增长	-414%	-192%	263%	2%	2%
每股收益(元)	(0.30)	0.28	1.00	1.02	1.04
PB	2.6	2.4	1.8	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 煤矿及产量明细

煤矿	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态	2017E	2018E	2019E
韩家湾矿	动力煤	100%	15400	9089	300	300	在产	300	300	300
柠条塔矿	动力煤	51%	229689	164520	1800	918	在产	2000	2000	1800
张家峁矿	动力煤	55%	86500	56268	1000	550	在产	1000	1000	1000
红柳林矿	动力煤	51%	191277	121400	1500	765	在产	1500	1500	1500
黄陵一号	动力煤	100%	64400	45100	600	600	在产	600	600	600
黄陵二号	动力煤	54%	97500	62000	800	432	在产	800	800	800
大佛寺矿	动力煤	90%	73119	51183	600	540	在产	600	600	600
胡家河矿	动力煤	80%	80000	50000	500	400	在产	500	500	500
文家坡矿	动力煤	51%	79000	59250	320	163	在产	320	320	320
建新煤矿	动力煤	51%	22857	16000	400	204	在产	400	400	400
下石节矿	动力煤	100%	9492	5695	185	185	在产	185	185	185
玉华煤矿	动力煤	100%	19500	11700	240	240	在产	240	240	240
陈家山矿	动力煤	100%	12000	7200	180	180	在产	180	180	180
小保当矿	动力煤	60%	298571	209000	800	480	在建	100	400	1000
建庄煤矿	动力煤	40%	27127	18989	500	200	在产	500	500	500
龙华煤矿	动力煤	30%	21333	16000	400	120	在产	400	400	400
袁大滩矿	动力煤	31%	164664	123498	500	153	在建	100	300	500
郭家湾矿	动力煤	28%	116288	87216	800	228	在产	800	800	800
青龙寺矿	动力煤	28%	23712	17784	300	85	生产	200	300	300
控股在产		62%	1029194	694394	9325	5797	控股矿	9725	10225	10825
控股在建		49%	463235	332498	1300	633	参股矿	1000	1100	1100
参股在产		28%	140000	105000	1100	313	合计	10725	11325	11925
参股在建			0	0	0	0	增速		6%	5%
在产合计		59%	1169194	799394	10425	6110	权益产量	6274	6544	6863
在建合计		49%	463235	332498	1300	633	增速		4%	5%
总计		58%	1632429	1131892	11725	6743	权益占比	59%	58%	58%

资料来源: wind、招商证券 注: 郭家湾和青龙寺是参股矿, 不统计产量。

表 2: 盈利预测

单位: 元/吨、万吨	2017H	2017	2018H	2018	2019H	2019
原煤产量	4900	9725	5113	10225	5413	10825
商品煤销量	4802	9628	5061	10123	5358	10717
综合售价	365	350	345	345	345	345
销售成本	110	110	110	110	110	110
三费及附加	60	60	60	62	62	64
完全成本	170	170	170	172	172	174
吨煤利润	195	180	175	173	173	171
吨煤净利	166	153	149	147	147	145
煤炭净利-亿	80	147	75	149	79	156
少数股东损益-亿	26	52	25	51	27	56
归母净利-亿	54	95	50	98	52	100
投资收益	2	4	2	4	2	4
煤炭归母净利	56	100	52	102	54	104
EPS	0.56	1.00	0.52	1.02	0.54	1.04

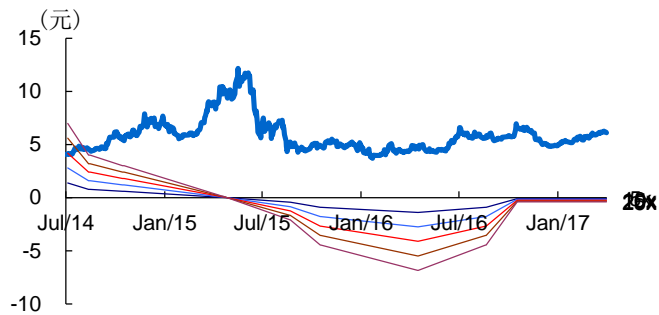
资料来源: wind、招商证券

表 3：盈利弹性测算

秦港 Q5500	475	500	535	570	600	625
综合售价	250	275	300	330	355	365
完全成本	170	170	170	170	170	170
吨煤利润	80	105	130	160	185	195
所得税	12	16	20	24	28	29
吨煤净利	68	89	111	136	157	166
权益销量	6274	6274	6274	6274	6274	6274
归母净利	426632	559955	693277	853264	986587	1039916
其他净利	10000	10000	10000	10000	10000	10000
归母净利	436632	569955	703277	863264	996587	1049916
股本	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
EPS	0.44	0.57	0.70	0.86	1.00	1.05

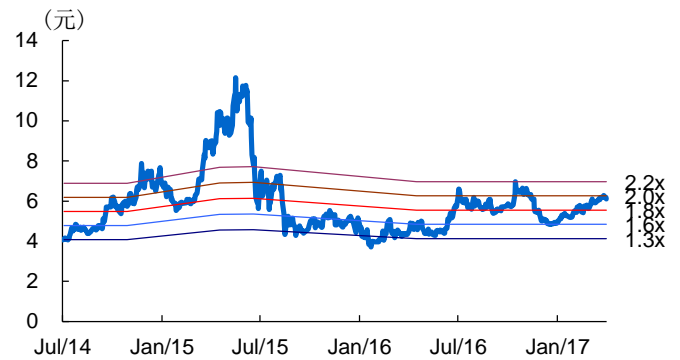
资料来源：wind、招商证券

图 1：陕西煤业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：陕西煤业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	17805	23426	33340	48418	63151
现金	4702	9999	13618	28302	42632
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4400	5767	8709	8883	9060
应收款项	5645	4523	6800	6936	7075
其它应收款	273	506	763	779	794
存货	1116	860	1008	1029	1049
其他	1671	1771	2441	2490	2540
非流动资产	72669	70263	67302	64640	62244
长期股权投资	3036	3388	3388	3388	3388
固定资产	33882	30443	29715	29053	28449
无形资产	21198	21365	19228	17306	15575
其他	14552	15067	14970	14893	14832
资产总计	90474	93689	100643	113058	125395
流动负债	28924	33774	26013	26154	26201
短期借款	7651	6585	4000	3800	3500
应付账款	11482	8944	10974	11193	11417
预收账款	788	1793	2200	2244	2289
其他	9004	16452	8839	8916	8995
长期负债	22277	15347	15367	15667	15667
长期借款	15789	9109	9129	9429	9429
其他	6488	6238	6238	6238	6238
负债合计	51201	49120	41380	41820	41868
股本	10000	10000	10000	10000	10000
资本公积金	7370	7439	7439	7439	7439
留存收益	13809	16928	26920	34104	41483
少数股东权益	8094	10201	14904	19695	24605
归属于母公司所有者权益	31179	34367	44359	51543	58922
负债及权益合计	90474	93689	100643	113058	125395

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(889)	8267	15811	18881	18884
净利润	(2989)	2755	9992	10181	10434
折旧摊销	3369	3385	4961	4663	4396
财务费用	1003	515	200	200	100
投资收益	(432)	(526)	(900)	(900)	(900)
营运资金变动	(2765)	614	(3161)	(55)	(56)
其它	925	1523	4719	4792	4911
投资活动现金流	(1855)	(268)	(2000)	(2000)	(2000)
资本支出	(2445)	(2009)	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资	590	1741	0	0	0
筹资活动现金流	1337	(2798)	(10192)	(2198)	(2554)
借款变动	1960	(2684)	(10892)	100	(300)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	21	69	0	0	0
股利分配	(300)	0	0	(2998)	(3054)
其他	(345)	(183)	700	700	800
现金净增加额	(1407)	5200	3619	14684	14330

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	32511	33132	50029	51030	52050
营业成本	22041	18756	23013	23474	23943
营业税金及附加	1190	1538	2501	2551	2603
营业费用	5656	3937	4002	4082	4164
管理费用	4178	3724	4002	4082	4164
财务费用	812	458	200	200	100
资产减值损失	212	123	51	54	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	432	526	900	900	900
营业利润	(1147)	5120	17159	17486	17923
营业外收入	170	81	120	120	120
营业外支出	623	76	150	150	150
利润总额	(1600)	5125	17129	17456	17893
所得税	750	746	2434	2483	2549
净利润	(2350)	4380	14694	14972	15344
少数股东损益	638	1625	4702	4791	4910
归属于母公司净利润	(2989)	2755	9992	10181	10434
EPS (元)	(0.30)	0.28	1.00	1.02	1.04

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-21%	2%	51%	2%	2%
营业利润	-132%	-546%	235%	2%	2%
净利润	-414%	-192%	263%	2%	2%
获利能力					
毛利率	32.2%	43.4%	54.0%	54.0%	54.0%
净利率	-9.2%	8.3%	20.0%	20.0%	20.0%
ROE	-9.6%	8.0%	22.5%	19.8%	17.7%
ROIC	-0.7%	6.8%	20.4%	17.8%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	52.4%	41.1%	37.0%	33.4%
净负债比率	28.0%	25.6%	13.0%	11.7%	10.3%
流动比率	0.6	0.7	1.3	1.9	2.4
速动比率	0.6	0.7	1.2	1.8	2.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
存货周转率	17.5	19.0	24.6	23.0	23.0
应收帐款周转率	6.2	6.5	8.8	7.4	7.4
应付帐款周转率	2.0	1.8	2.3	2.1	2.1
每股资料 (元)					
每股收益	-0.30	0.28	1.00	1.02	1.04
每股经营现金	-0.09	0.83	1.58	1.89	1.89
每股净资产	3.12	3.44	4.44	5.15	5.89
每股股利	0.00	0.00	0.30	0.31	0.31
估值比率					
PE	-27.2	29.5	8.1	8.0	7.8
PB	2.6	2.4	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	71.0	20.8	7.9	7.9	7.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

王西典：毕业于上海交大，工学硕士，2017年3月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。