

# 陕西煤业 (601225.SH)

## 上半年实现净利 54.7 亿元，吨煤成本控制有力

### ● 上半年净利润 54.7 亿元，第 2 季度环比增长 5%

公司上半年权益净利润 54.7 亿元，同比增长 2083% (16 年同期为 2.5 亿元)，折合每股收益 0.55 元。第 2 季度净利润为 28.0 亿元，同比增长 867%，环比增长 5%。其中第 1、2 季度 EPS 分别为 0.27 元、0.28 元。

### ● 上半年吨煤净利在 110 元以上，吨煤成本控制有力

(1) 产量方面：公司上半年煤炭产量 4947 万吨，同比增长 10%，其中，渭北矿区、彬黄矿区以及陕北矿区煤炭产量分别为 430 万吨、1747 万吨以及 2770 万吨。煤炭产量增长主要源自彬黄矿区 (同比增 33%) 和陕北矿区 (同比增 11%)，而渭北矿区煤炭产量同比下降 37%，环比持平。

(2) 销量方面：公司上半年煤炭销量为 6354 万吨，同比增长 9%。分煤种看，原煤与洗煤销售量分别为 5425 万吨与 929 万吨，同比分别增长 6% 和 31%；分运输方式看，铁路运输方式销量为 2580 万吨，同比增长 8%，公路及其他运输方式销量为 3774 万吨，同比增长 9%。

(3) 吨煤方面：公司上半年吨煤售价为 363 元，同比增长 105%，其中，自产煤和贸易煤售价分别为 356 元/吨与 382 元/吨，分别同比增长 125% 和 61%。上半年公司吨煤完全成本为 169 元，同比上升 23 元/吨，增幅仅 15%，成本控制有力。根据我们测算，上半年公司吨煤净利约 110 元以上 (去年下半年约为 53 元)。

### ● 资源禀赋较好，小保当煤矿已获 800 万吨产能置换指标

公司主要为动力煤矿井，97% 以上的煤炭资源位于陕北、黄陇等优质煤产区，呈现一高三低 (高发热量、低硫、低磷、低灰) 的特点。公司目前有 15 对正常生产矿井，先进产能矿井 7 对；达到一级安全质量标准矿井共 13 对，占公司总产能 90%，总核定产能约 9300 万吨。

公司另有在建的小保当矿，小保当煤矿的设计产能 1500 万吨，目前已经拿到 800 万吨的产能置换指标。公司计划 2017 年在小保当煤矿上投资约 11 亿元，上半年实现投资 3.8 亿元。我们预计小保当煤矿 2018 年建成投产，该矿权益占比 60%。

### ● 预计 17-19 年 EPS 分别为 1.01 元、0.96 元和 0.91 元

公司资源禀赋较好，且剥离了亏损矿井后，成本费用大幅降低，业绩弹性较大；受产能置换指标不足的影响，我们预计全国的煤炭产量增长较慢，煤价将在较长时间维持高位，公司也有望持续受益。公司 17 年市盈率仅 8 倍，维持评级为“买入”。

### ● 风险提示：新矿建设低预期；煤价下跌超预期。

## 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	32,511.20	33,131.75	44,913.73	44,805.37	44,697.28
增长率 (%)	-20.99%	1.91%	35.56%	-0.24%	-0.24%
EBITDA (百万元)	2,813.83	8,561.55	22,138.76	21,581.60	20,983.03
净利润 (百万元)	-2,988.54	2,754.89	10,103.48	9,605.27	9,085.98
增长率 (%)	-414.09%	192.18%	266.75%	-4.93%	-5.41%
EPS (元/股)	-0.299	0.275	1.010	0.961	0.909
市盈率 (P/E)		17.61	8.05	8.46	8.95
市净率 (P/B)	1.56	1.41	2.01	1.76	1.57
EV/EBITDA	24.61	7.30	3.69	3.34	2.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

当前价格 8.13 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-28

## 相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

## 相关研究：

陕西煤业 (601225.SH)：预 2017-07-06

计 2 季度业绩环比继续增长，

估值较低的优质煤企

陕西煤业 (601225.SH)：1 2017-04-12

季度业绩略超预期，预计 17

年成本控制较好

陕西煤业 (601225.SH)：上 2016-08-30

半年净利 2.5 亿，受益于供给

侧改革

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

## 上半年净利润 54.7 亿元，第 2 季度环比增长 5%

公司17年上半年权益净利润54.7亿元，同比增长2083%（16年同期为2.5亿元），折合每股收益0.55元。第2季度净利润为28.0亿元，同比增长867%，环比增长4.7%。其中第1、2季度EPS分别为0.27元、0.28元。

表 1: 公司核心财务数据概览 (单位: 亿元)

	2016Q1	2016Q2	2017Q1	2017Q2	2016H1	2017H1	H1 同比	Q2 环比
营业收入	58.4	64.4	122.7	133.1	122.7	255.9	108.5%	8.5%
营业成本	36.4	43.1	54.3	62.2	79.5	116.5	46.6%	14.5%
毛利率	37.6%	33.1%	55.7%	53.3%	35.2%	54.5%	19.2%	-2.4%
管理费用	8.8	7.8	9.7	8.9	16.6	18.6	12.1%	-8.7%
销售费用	7.3	6.5	8.6	10.7	13.8	19.2	39.4%	24.3%
财务费用	1.6	1.1	0.8	0.6	2.7	1.4	-48.5%	-32.6%
期间费用率	30.3%	24.0%	15.6%	15.1%	27.0%	15.3%	-11.7%	-0.5%
营业利润	1.7	4.3	44.8	47.0	5.9	91.8	1446.1%	5.1%
净经营现金流	2.8	3.5	33.2	24.6	6.3	57.8	815.5%	-25.8%
销售商品现金/ 收入	51.4%	69.0%	64.9%	76.2%	60.6%	70.8%	10.2%	11.3%
EPS (元)	0.00	0.03	0.27	0.28	0.03	0.55	2083.5%	4.7%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 上半年吨煤净利在 110 元以上，吨煤成本控制有力

(1) 产量方面: 公司上半年煤炭产量4947万吨, 同比增长10%, 其中, 渭北矿区、彬黄矿区以及陕北矿区煤炭产量分别为430万吨、1747万吨以及2770万吨。煤炭产量增长主要源自彬黄矿区(同比增33%)和陕北矿区(同比增11%), 而渭北矿区煤炭产量同比下降37%, 环比持平。

(2) 销量方面: 公司上半年煤炭销量为6354万吨, 同比增长9%。分煤种看, 原煤与洗煤销售量分别为5425万吨与929万吨, 同比分别增长6%和31%; 分运输方式看, 铁路运输方式销量为2580万吨, 同比增长8%, 公路及其他运输方式销量为3774万吨, 同比增长9%。

(3) 吨煤方面: 公司上半年吨煤售价为363元, 同比增长105%, 其中, 自产煤和贸易煤售价分别为356元/吨与382元/吨, 分别同比增长125%和61%。上半年公司吨煤完全成本为169元, 同比上升23元/吨, 增幅仅15%, 成本控制有力。根据我们测算, 上半年公司吨煤净利约110元以上(去年下半年约为53元)。

表 2: 公司煤炭产销量基本情况 (单位: 万吨)

	2015A	2016A	16A 同比	2016H1	2016H2	2017H1	H1 同比
<b>商品煤产量</b>	11002	9205	-16.3%	4494	4711	4947	10.1%
渭北矿区	2048	1113	-45.7%	683	430	430	-37.0%
彬黄矿区	3109	2858	-8.1%	1315	1543	1747	32.9%
陕北矿区	5845	5234	-10.5%	2496	2738	2770	11.0%
<b>商品煤销量</b>	13575	12441	-8.4%	5845	6596	6354	8.7%
<b>1、分矿区销量</b>							
渭北矿区	1948	1142	-41.4%	715	427	415	-42.0%
彬黄矿区	2604	2879	10.6%	1342	1537	1718	28.0%
陕北地区	5143	4994	-2.9%	2384	2610	2620	9.9%
贸易煤	3880	3426	-11.7%	1404	2022	1601	14.0%
<b>2、分煤种销量</b>							
原煤	11936	11070	-7.3%	5136	5934	5425	5.6%
洗煤	1639	1371	-16.4%	709	662	929	31.0%
<b>3、分运输方式销量</b>							
铁路运输	5907	4503	-23.8%	2386	2117	2580	8.1%
公路及其他运输	7668	7938	3.5%	3459	4479	3774	9.1%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 公司煤炭价格和成本基本情况 (单位: 元)

	2015A	2016A	2016H1	2017H1	H1 同比
<b>吨煤综合售价</b>	189	233	177	363	104.6%
自产煤	165	223	158	356	124.7%
贸易煤	250	261	237	382	61.4%
<b>吨煤完全成本</b>	159	164	146	169	15.5%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 资源禀赋较好, 小保当煤矿已拿到 800 万吨产能置换指标

公司主要为动力煤矿井, 97%以上的煤炭资源位于陕北、黄陇等优质煤产区, 呈现一高三低(高发热量、低硫、低磷、低灰)的特点。公司目前有15对正常生产矿井, 先进产能矿井7对; 达到一级安全质量标准矿井共13对, 占公司总产能 90%, 总核定产能约9300万吨。

公司另有在建的小保当矿, 小保当煤矿的设计产能1500万吨, 目前已经拿到800万吨的产能置换指标。公司计划2017年在小保当煤矿上投资约11亿元, 上半年实现投资3.8亿元。我们预计小保当煤矿2018年建成投产, 该矿权益占比60%。

## 预计 17-19 年 EPS 分别为 1.01 元、0.96 元和 0.91 元

公司资源禀赋较好，且剥离了亏损矿井后，成本费用大幅降低，业绩弹性较大；受产能置换指标不足的影响，我们预计全国的煤炭产量增长较慢，煤价将在较长时间维持高位，因而看好公司未来3年的盈利持续性。公司17年市盈率仅8倍，维持评级为“买入”。

## 风险提示

新矿建设低预期；煤价下跌超预期。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	17805	23426	41519	51260	60841
货币资金	4702	9999	23599	33296	42829
应收及预付	11207	11618	16025	16025	16027
存货	1116	860	946	990	1036
其他流动资产	781	949	949	949	949
<b>非流动资产</b>	72669	70263	72214	73800	75022
长期股权投资	3036	3388	3388	3388	3388
固定资产	33885	30448	32682	34547	36041
在建工程	12821	13806	13806	13806	13806
无形资产	21758	21855	21571	21292	21020
其他长期资产	1168	767	767	767	767
<b>资产总计</b>	90474	93689	113733	125060	135863
<b>流动负债</b>	28924	33774	42755	43356	43989
短期借款	7651	6585	6585	6585	6585
应付及预收	19342	18609	27591	28192	28825
其他流动负债	1931	8579	8579	8579	8579
<b>非流动负债</b>	22277	15347	15347	15347	15347
长期借款	15789	9109	9109	9109	9109
应付债券	50	0	0	0	0
其他非流动负债	6438	6238	6238	6238	6238
<b>负债合计</b>	51201	49120	58102	58703	59336
股本	10000	10000	10000	10000	10000
资本公积	7370	7389	7389	7389	7389
留存收益	13602	16357	22419	28182	33634
归属母公司股东权	31179	34367	40365	46277	51892
少数股东权益	8094	10201	15266	20081	24635
<b>负债和股东权益</b>	90474	93689	113733	125060	135863

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	32511	33132	44914	44805	44697
营业成本	22041	18756	17961	18796	19673
营业税金及附加	1190	1538	2293	2288	2282
销售费用	5656	3937	3202	3195	3187
管理费用	4178	3724	3534	3525	3517
财务费用	812	458	621	620	619
资产减值损失	212	123	135	149	164
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	432	526	578	636	700
<b>营业利润</b>	-1147	5120	17744	16869	15956
营业外收入	170	81	26	29	31
营业外支出	623	76	48	53	59
<b>利润总额</b>	-1600	5125	17750	16875	15962
所得税	750	746	2582	2455	2322
<b>净利润</b>	-2350	4380	15168	14420	13640
少数股东损益	638	1625	5064	4815	4554
<b>归属母公司净利润</b>	-2989	2755	10103	9605	9086
EBITDA	2814	8562	22139	21582	20983
EPS (元)	-0.30	0.28	1.01	0.96	0.91

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	-889	8267	20368	20283	19855
净利润	-2350	4380	15168	14420	13640
折旧摊销	3369	3385	4215	4580	4944
营运资金变动	-2991	489	613	756	793
其它	1084	13	372	527	478
<b>投资活动现金流</b>	-1855	-268	-5583	-5525	-5460
资本支出	-2429	-2008	-6161	-6161	-6160
投资变动	497	1660	578	636	700
其他	77	80	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1335	-2798	-1185	-5061	-4862
银行借款	12041	11805	0	0	0
债券融资	-9122	-12728	0	0	0
股权融资	0	1	0	0	0
其他	-1584	-1875	-1185	-5061	-4862
<b>现金净增加额</b>	-1408	5201	13600	9697	9533
<b>期初现金余额</b>	6068	4702	9999	23599	33296
<b>期末现金余额</b>	4660	9902	23599	33296	42829

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-21.0	1.9	35.6	-0.2	-0.2
营业利润增长	-132.0	546.5	246.5	-4.9	-5.4
归属母公司净利润增长	-414.1	192.2	266.7	-4.9	-5.4
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	32.2	43.4	60.0	58.0	56.0
净利率	-7.2	13.2	33.8	32.2	30.5
ROE	-9.6	8.0	25.0	20.8	17.5
ROIC	-1.4	8.0	29.2	27.1	25.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.6	52.4	51.1	46.9	43.7
净负债比率	0.5	0.3	-	-0.1	-0.2
流动比率	0.62	0.69	0.97	1.18	1.38
速动比率	0.55	0.64	0.93	1.14	1.34
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.36	0.43	0.38	0.34
应收账款周转率	6.22	6.52	6.52	6.52	6.52
存货周转率	17.48	18.99	18.99	18.99	18.99
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.30	0.28	1.01	0.96	0.91
每股经营现金流	-0.09	0.83	2.04	2.03	1.99
每股净资产	3.12	3.44	4.04	4.63	5.19
<b>估值比率</b>					
P/E	-16.3	17.6	8.0	8.5	8.9
P/B	1.6	1.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	24.6	7.3	3.7	3.3	3.0



## 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，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 姚遥：分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

## 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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。