

强烈推荐-A (维持)

陕西煤业 601225.SH

当前股价: 8.13 元
2017年08月27日

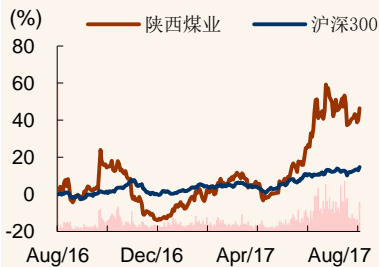
成本业内领先, 优质动力煤标的迎来业绩爆发

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	1000000
已上市流通股(万股)	1000000
总市值(亿元)	813
流通市值(亿元)	813
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	20.2
资产负债率	47.3%
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	-4	48	46
相对表现	-6	39	32



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《陕西煤业(601225)——成本控制效果显著, 高煤价下业绩爆发》2017-07-19
- 2、《陕西煤业(601225)——中报业绩大幅预增, 低估值有望持续修复》2017-07-06
- 3、《陕西煤业(601225)——盈利能力傲视同行, 抄底煤炭股优选标的》2017-06-14

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

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

研究助理

王西典
wangxidian@cmschina.com.cn

事件: 公司发布 2017 年中报, 上半年实现营业收入 255.8 亿元, 实现归母净利润 54.7 亿元, 对应 EPS 为 0.55 元/股, 同比大增 2000% 以上。

点评: 公司依托旗下交易平台创新营销模式, 进行竞价销售, 在煤价回升情况下更大限度享受供改红利; 小保当、袁大滩等优质矿井逐步投产, 叠加便利区位条件, 庞大体量将进一步展现产能优势; 吨煤完全成本不到 170 元/吨, 在行业中处于领先地位。全年煤价高位震荡, 秦港 Q5500 均价有望维持在 600 元/吨, 公司业绩有望破 100 亿, EPS 预计为 1.01 元/股, 对应目前股价仅 8 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **创新营销模式, 综合售价大增 124%。**上半年公司自产煤售价达到 356 元/吨, 同比大增 124% 以上。公司依托旗下陕西煤炭交易中心, 采用线上线下相结合的方式构建区域煤炭交割库, 并借助平台竞价机制提高交易价格, 更大限度的享受供改红利。全年煤价供需紧平衡形势不变, 假定秦港 Q5500 均价维持在 600 元/吨, 公司综合售价有望达到 350 元/吨, 同比大增 57%。
- **优质产能逐渐释放, 庞大体量更显产能优势。**上半年公司实现产销量 4947、6354 万吨, 同比增加 10.1%、8.7%。随小保当(800 万吨/年)减量置换完成、袁大滩(500 万吨/年)逐步投产, 公司在产产能(含参股和控股)首次突破亿吨大关。目前靖神铁路(蒙华铁路支线)已全线开工, 未来将助力公司优质产能进一步打开华中和西南市场。
- **成本管控得力, 处于行业领先地位。**公司上半年自产煤完全成本不到 170 元/吨, 测算销售成本不到 110 元/吨, 在行业内处于领先地位。公司由于成立较晚, 人员负担轻, 且矿井多为机械化大矿, 在成本管控上具有天然优势。测算未来三年公司完全成本维持在 170 元/吨以内。
- **盈利预测及评级:** 预计未来三年 EPS 1.01/1.03/1.06, 同比增长 267%/2%/2%。作为优质动力煤标的, 煤价上行中业绩具有高弹性, 全年业绩百亿可期, 对应目前股价仅 8 倍, 未来持续看好其成长性, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示: 煤价大幅回调**

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	17389	17718	18158
同比增长	-132%	-546%	240%	2%	2%
净利润(百万元)	(2989)	2755	10112	10303	10557
同比增长	-414%	-192%	267%	2%	2%
每股收益(元)	(0.30)	0.28	1.01	1.03	1.06
PB	2.6	2.4	1.8	1.6	1.4
PE	-27.2	29.5	8.0	7.9	7.7

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	400	400	在产	400	400	400
柠条塔矿	动力煤	51%	229689	164520	1800	918	在产	2000	2000	2000
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	800	720	在产	800	800	800
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	400	204	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		66%	980733	659405	8805	5798	控股矿小	9025	9325	9925
控股在建		60%	298571	209000	800	480	参股矿小	2000	2300	2500
参股在产		32%	188460	139989	2000	633	合计	11025	11625	12425
参股在建		31%	164664	123498	500	153	增速		5%	7%
在产合计		60%	1169194	799394	10805	6431	权益产量	6554	6824	7245
在建合计		49%	463235	332498	1300	633	增速		4%	6%
总计		58%	1632429	1131892	12105	7064	权益占比	59%	59%	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: 煤炭成本拆分

单位: 元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
原材料	17	17	16	17	17	17	17	17	17
燃料及动力	5	5	5	5	5	5	5	5	5
职工薪酬	43	38	34	25	25	24	25	25	25
折旧摊销	23	18	15	15	15	15	15	15	15
维简及安全费用	24	25	25	23	23	23	23	23	23
其他	26	22	25	30	25	25	25	25	25
销售成本	139	125	120	115	109	109	110	110	110
三费及附加	59	68	61	35	62	60	60	60	60
完全成本	198	193	181	150	172	169	170	170	170

资料来源: wind、招商证券

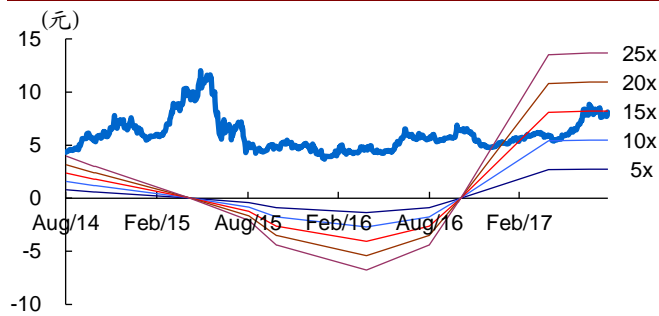
表 3: 盈利弹性测算

	弹性测算					
秦港 Q5500	470	500	535	570	600	630
综合售价	274	292	312	332	350	367
完全成本	170	170	170	170	170	170
吨煤利润	104	122	142	162	180	197
所得税	16	18	21	24	27	30
吨煤净利	88	103	121	138	153	168
权益销量	6554	6554	6554	6554	6554	6554

秦港 Q5500	弹性测算					
	470	500	535	570	600	630
归母净利	579450	676888	790566	904245	1001683	1099121
其他净利	10000	10000	10000	10000	10000	10000
归母净利	589450	686888	800566	914245	1011683	1109121
股本	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
EPS	0.59	0.69	0.80	0.91	1.01	1.11

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	33517	48738	63615
现金	4702	9999	13795	28621	43096
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	100819	113377	125859
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	27040	34310	41775
少数股东权益	8094	10201	14960	19808	24776
归属于母公司所有者权益	31179	34367	44479	51749	59215
负债及权益合计	90474	93689	100819	113377	125859

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(889)	8267	15888	18960	18965
净利润	(2989)	2755	10112	10303	10557
折旧摊销	3369	3385	4961	4663	4396
财务费用	1003	515	200	200	100
投资收益	(432)	(526)	(1000)	(1000)	(1000)
营运资金变动	(2765)	614	(3161)	(55)	(56)
其它	925	1523	4775	4849	4969
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)	(10092)	(2134)	(2491)
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	(3034)	(3091)
其他	(345)	(183)	800	800	900
现金净增加额	(1407)	5200	3796	14826	14475

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	3932	4011	4091
管理费用	4178	3724	3942	4021	4102
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	1000	1000	1000
营业利润	(1147)	5120	17389	17718	18158
营业外收入	170	81	50	50	50
营业外支出	623	76	120	120	120
利润总额	(1600)	5125	17319	17648	18088
所得税	750	746	2448	2497	2563
净利润	(2350)	4380	14871	15151	15525
少数股东损益	638	1625	4759	4848	4968
归属于母公司净利润	(2989)	2755	10112	10303	10557
EPS (元)	(0.30)	0.28	1.01	1.03	1.06

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%	240%	2%	2%
净利润	-414%	-192%	267%	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%	20.2%	20.2%	20.3%
ROE	-9.6%	8.0%	22.7%	19.9%	17.8%
ROIC	-0.7%	6.8%	20.6%	18.0%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	52.4%	41.0%	36.9%	33.3%
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	1.01	1.03	1.06
每股经营现金	-0.09	0.83	1.59	1.90	1.90
每股净资产	3.12	3.44	4.45	5.17	5.92
每股股利	0.00	0.00	0.30	0.31	0.32
估值比率					
PE	-27.2	29.5	8.0	7.9	7.7
PB	2.6	2.4	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	71.6	21.0	7.9	7.9	7.8

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。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

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。

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。