

陕西煤业(601225)/煤炭开采

动力煤弹性最大标的, 业绩释放能力强

评级: 买入(维持)

市场价格: 8.21

目标价格: 11

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

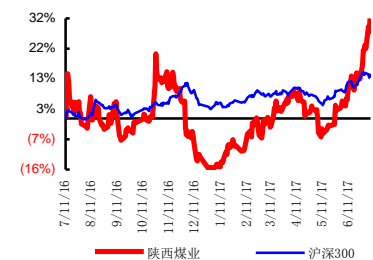
联系人: 陈晨

电话:

Email:

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 节本控费能力突出, 半年度业绩靓丽
- 2 陕西煤业(601225.SH)业绩预增点评: 最优质动力煤标的, 业绩释放超预期
- 3 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

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 | 54,122.9 | 57,463.7 | 61,030.5 |
| 增长率 yoy% | -20.99% | 1.91% | 63.36% | 6.17% | 6.21% |
| 净利润 | -2,988.54 | 2,754.89 | 10,971.0 | 11,676.8 | 12,219.5 |
| 增长率 yoy% | -414.09 | 192.18% | 298.24% | 6.43% | 4.65% |
| 每股收益(元) | -0.30 | 0.28 | 1.10 | 1.17 | 1.22 |
| 每股现金流量 | -0.09 | 0.83 | 1.65 | 2.00 | 2.18 |
| 净资产收益率 | -9.39% | 7.98% | 26.63% | 24.14% | 21.90% |
| P/E | — | 17.61 | 7.41 | 6.96 | 6.65 |
| PEG | — | 0.09 | 0.02 | 1.08 | 1.43 |
| P/B | 1.53 | 1.40 | 1.97 | 1.68 | 1.46 |

备注:

投资要点

- 公司发布 2017 年三季度报告, 实现营业收入 394.0 亿元 (+94.1%), 权益净利润 80.7 亿元 (+686%), 其中 Q1、Q2、Q3 分别为 26.7 亿元、28.0、26.0 亿元, EPS 为 0.81 元/股, 加权平均 ROE 为 20.9% (同比增加 17.8 个 pct)。
- 自产煤量环比增加, 销售均价环比提升。报告期内, 公司自产原煤量 7560 万吨 (+13%), 商品煤销量 9676 万吨 (+8%), 其中 Q3 单季产量 2613 万吨 (环比 +67 万吨), 商品煤销量 3322 万吨 (环比 -32 万吨), 自产煤量环比进一步提升。从销售均价来看, 前三季度均价 391 元/吨 (+83%), 得益于三季度动力煤上涨, 公司 Q3 均价 393 元/吨, 环比增加 6 元/吨。
- 吨煤成本较为稳定, 吨煤毛利环比进一步提升。前三季度, 公司吨煤成本 178 元/吨 (+50%), 其中 Q1、Q2、Q3 分别为 170 元/吨、185 元/吨和 179 元/吨, 今年以来表现较为稳定 (二季度根据收入占比推算)。前三季度吨煤毛利达到 212 元/吨 (+125%), 其中 Q1、Q2、Q3 分别为 222 元/吨、202 元/吨和 214 元/吨。
- 管理费用环比增加 1.8 亿元, 资产减值损失环比增加 2.6 亿元, 致使 Q3 单季净利润环比略有下滑。前三季度, 公司三项期间费用合计 61.1 亿元 (同比 -2%, 主要由于 2016 年剥离大量老矿), 期间费用率 16%, 同比下降 15 个 pct, 吨煤税费 (包括税金及附加、三项期间费用、企业所得税) 为 102 元/吨 (同比 +19 元/吨), 吨煤净利润 124 元/吨 (+106 元/吨)。第三单季来看, 管理费用环比增加 1.8 亿元, 销售费用和财务费用环比变动较小, 资产减值损失环比增加 2.6 亿元 (增加应收账款坏账准备计提), 导致第三单季吨煤净利润环比下降 2 元/吨至 119 元/吨。
- 资源禀赋优异, 在产矿井几乎全都高产高效。两个主力矿区陕北矿区和彬黄矿区 (2017 上半年两个矿区产量占比提升至 91.3%) 所产的优质动力煤, 具有发热量高 (5500 大卡以上)、低灰、低硫磷等突出特点, 比神华、中煤都具有优势。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。
- 盈利预测与估值: 基于四季度煤价乐观预期以及公司节本控费能力突出, 我们预计公司 2017-2019 年归属于母公司股东净利润分别为 109.7/116.8/122.2 亿元, 折合 EPS 分别为 1.10/1.17/1.22 元, 当前市值对应 2017/18/19 年 PE 分别为 7.4X、7.0X、6.7X, 考虑公司资源禀赋优异性及业绩较强稳定性, 维持公司“买入”评级, 给予 2017 年 10XPE, 目标价 11 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 | 54,123 | 57,464 | 61,031 |
| 增长率 | -4.79% | -21.0% | 1.9% | 63.4% | 6.2% | 6.2% |
| 营业成本 | -26,938 | -22,041 | -18,756 | -24,826 | -26,500 | -28,299 |
| % 销售收入 | 65.5% | 67.8% | 56.6% | 45.9% | 46.1% | 46.4% |
| 毛利 | 14,212 | 10,470 | 14,375 | 29,297 | 30,963 | 32,732 |
| % 销售收入 | 34.5% | 32.2% | 43.4% | 54.1% | 53.9% | 53.6% |
| 营业税金及附加 | -782 | -1,190 | -1,538 | -2,706 | -2,873 | -3,052 |
| % 销售收入 | 1.9% | 3.7% | 4.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 营业费用 | -5,166 | -5,656 | -3,937 | -4,059 | -4,310 | -4,577 |
| % 销售收入 | 12.6% | 17.4% | 11.9% | 7.5% | 7.5% | 7.5% |
| 管理费用 | -4,274 | -4,178 | -3,724 | -3,951 | -4,195 | -4,455 |
| % 销售收入 | 10.4% | 12.9% | 11.2% | 7.3% | 7.3% | 7.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,991 | -555 | 5,176 | 18,580 | 19,586 | 20,647 |
| % 销售收入 | 9.7% | -1.7% | 15.6% | 34.3% | 34.1% | 33.8% |
| 财务费用 | -639 | -812 | -458 | -380 | -295 | -223 |
| % 销售收入 | 1.6% | 2.5% | 1.4% | 0.7% | 0.5% | 0.4% |
| 资产减值损失 | -377 | -212 | -123 | -300 | -15 | -7 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 609 | 432 | 526 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| % 税前利润 | 17.3% | -27.0% | 10.3% | 6.3% | 5.9% | 5.5% |
| 营业利润 | 3,585 | -1,147 | 5,120 | 19,100 | 20,476 | 21,617 |
| 营业利润率 | 8.7% | -3.5% | 15.5% | 35.3% | 35.6% | 35.4% |
| 营业外收支 | -67 | -453 | 5 | -20 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 3,518 | -1,600 | 5,125 | 19,080 | 20,486 | 21,627 |
| 利润率 | 8.5% | -4.9% | 15.5% | 35.3% | 35.6% | 35.4% |
| 所得税 | -706 | -750 | -746 | -2,385 | -2,663 | -2,920 |
| 所得税率 | 20.1% | -46.9% | 14.5% | 12.5% | 13.0% | 13.5% |
| 净利润 | 2,812 | -2,350 | 4,380 | 16,695 | 17,823 | 18,708 |
| 少数股东损益 | 1,861 | 638 | 1,625 | 5,724 | 6,146 | 6,488 |
| 归属于母公司的净利润 | 951 | -2,989 | 2,755 | 10,971 | 11,677 | 12,220 |
| 净利率 | 2.3% | -9.2% | 8.3% | 20.3% | 20.3% | 20.0% |

| 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 | 16,695 | 17,823 | 18,708 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 5,724 | 6,146 | 6,488 |
| 非现金支出 | 4,827 | 3,581 | 3,508 | 2,769 | 2,471 | 2,576 |
| 非经营收益 | -50 | 872 | -111 | -750 | -826 | -863 |
| 营运资金变动 | -7,467 | -2,991 | 489 | -2,196 | 546 | 1,354 |
| 经营活动现金净流 | 121 | -889 | 8,267 | 22,242 | 26,159 | 28,262 |
| 资本开支 | 2,681 | 2,643 | 2,008 | -50 | 3,690 | 3,690 |
| 投资 | -544 | 281 | 1,646 | -376 | -100 | -100 |
| 其他 | 95 | 507 | 94 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| 投资活动现金净流 | -3,130 | -1,854 | -268 | 874 | -2,590 | -2,590 |
| 股权募资 | 3,810 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 3,141 | 2,919 | -923 | -3,285 | -1,000 | -2,000 |
| 其他 | -2,674 | -1,584 | -1,875 | -595 | -4,684 | -4,847 |
| 筹资活动现金净流 | 4,277 | 1,335 | -2,798 | -3,880 | -5,684 | -6,847 |
| 现金净流量 | 1,268 | -1,407 | 5,201 | 19,236 | 17,885 | 18,825 |

| 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 | 23,511 | 35,250 | 47,587 |
| 应收款项 | 10,320 | 10,320 | 10,796 | 20,648 | 18,262 | 15,508 |
| 存货 | 1,406 | 1,116 | 860 | 1,360 | 1,452 | 1,551 |
| 其他流动资产 | 1,489 | 1,768 | 1,771 | 4,424 | 4,394 | 4,345 |
| 流动资产 | 19,282 | 17,907 | 23,426 | 49,944 | 59,359 | 68,991 |
| % 总资产 | 21.4% | 18.7% | 25.0% | 42.3% | 46.1% | 49.4% |
| 长期投资 | 3,073 | 3,226 | 3,547 | 3,922 | 4,022 | 4,122 |
| 固定资产 | 44,087 | 49,993 | 44,253 | 42,737 | 44,033 | 45,216 |
| % 总资产 | 49.0% | 52.2% | 47.2% | 36.2% | 34.2% | 32.4% |
| 无形资产 | 22,308 | 23,716 | 21,855 | 20,832 | 20,780 | 20,728 |
| 非流动资产 | 70,739 | 77,913 | 70,263 | 68,100 | 69,444 | 70,675 |
| % 总资产 | 78.6% | 81.3% | 75.0% | 57.7% | 53.9% | 50.6% |
| 资产总计 | 90,021 | 95,819 | 93,689 | 118,045 | 128,803 | 139,666 |
| 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 | 23,239 | 21,648 | 20,520 |
| 其他流动负债 | 3,308 | 3,892 | 4,075 | 10,868 | 10,895 | 10,978 |
| 流动负债 | 25,968 | 33,364 | 33,774 | 42,434 | 40,869 | 39,826 |
| 长期贷款 | 14,233 | 15,789 | 9,109 | 11,409 | 9,409 | 7,409 |
| 其他长期负债 | 6,265 | 6,288 | 6,078 | 7,078 | 8,078 | 8,078 |
| 负债 | 46,466 | 55,441 | 48,961 | 60,921 | 58,356 | 55,312 |
| 普通股股东权益 | 34,688 | 31,843 | 34,527 | 41,198 | 48,375 | 55,795 |
| 少数股东权益 | 8,867 | 8,535 | 10,201 | 15,925 | 22,071 | 28,559 |
| 负债股东权益合计 | 90,021 | 95,819 | 93,689 | 118,045 | 128,803 | 139,666 |

| 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 | 1.097 | 1.168 | 1.222 |
| 每股净资产 (元) | 3.469 | 3.184 | 3.453 | 4.120 | 4.838 | 5.579 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.012 | -0.089 | 0.827 | 1.652 | 2.001 | 2.177 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.110 | 0.430 | 0.450 | 0.480 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 2.74% | -9.39% | 7.98% | 26.63% | 24.14% | 21.90% |
| 总资产收益率 | 1.06% | -3.12% | 2.94% | 9.29% | 9.07% | 8.75% |
| 投入资本收益率 | 5.62% | -1.35% | 8.01% | 32.24% | 33.47% | 35.45% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | -4.79% | -20.99% | 1.91% | 63.36% | 6.17% | 6.21% |
| EBIT增长率 | -47.47% | -113.90% | 1032.92% | 258.95% | 5.41% | 5.42% |
| 净利润增长率 | -72.71% | -414.09% | 192.18% | 298.24% | 6.43% | 4.65% |
| 总资产增长率 | 9.80% | 6.44% | -2.22% | 26.00% | 9.11% | 8.43% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 37.1 | 58.7 | 56.0 | 45.0 | 40.0 | 35.0 |
| 存货周转天数 | 19.2 | 20.9 | 19.2 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 应付账款周转天数 | 136.0 | 187.7 | 202.9 | 145.0 | 125.0 | 115.0 |
| 固定资产周转天数 | 295.8 | 382.7 | 354.4 | 191.8 | 165.6 | 151.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 37.41% | 57.80% | 31.35% | -4.86% | -22.02% | -35.39% |
| EBIT利息保障倍数 | 6.2 | -0.7 | 11.3 | 48.9 | 66.3 | 92.6 |
| 资产负债率 | 51.62% | 57.86% | 52.26% | 51.61% | 45.31% | 39.60% |

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。