

2019年11月05日

罗健  
H70406@capital.com.tw  
目标价(人民币/港元)

10.5

## 陕西煤业 (601225.SH)

Buy 买入

单季业绩创新高，未来煤炭有增量

### 结论与建议：

公司发布19年三季度业绩公告，前三季度实现营收507.5亿元，yoy+23.4%，归母净利润90.8亿元，yoy+2.5%，折合每股收益0.94元，其中三季度实现营收181.7亿元，yoy+22.0%，qoq-0.1%，录得归母净利润32.1亿元，yoy+10.0%，qoq+3.7%，略超预期。一方面公司小保当一号矿继续释放增量产量，短期袁大滩矿将释放新增产能，中期小保当二号矿贡献煤炭增量，长期集团资产注入带来增量，另一方面浩吉、靖神铁路已于9月底通车，公司煤炭外销比例提升将带动量价齐升，未来业绩稳健增长，维持“买入”评级。

### 公司基本信息

产业类别	采掘		
A 股价(2019/11/4)	8.44		
上证指数(2019/11/4)	2975.49		
股价 12 个月高/低	9.73/6.96		
总发行股数(百万)	10000.00		
A 股数(百万)	10000.00		
A 市值(亿元)	844.00		
主要股东	陕西煤业化工集团有限责任公司(63.14%)		
每股净值(元)	5.64		
股价/账面净值	1.50		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-3.3	-8.4	3.2

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

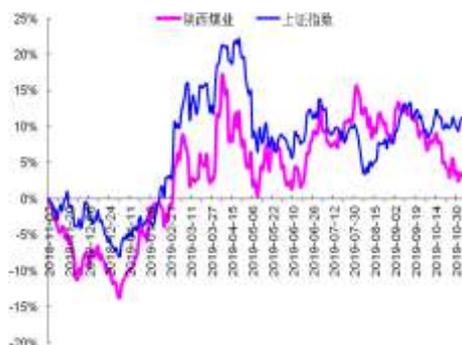
### 产品组合

煤炭采掘业	96.07%
铁路运输业	1.45%
其他	2.49%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.9%
一般法人	85.6%

### 股价相对大盘走势



■ **煤炭量价齐升，吨煤成本有所增加：**公司前三季度原煤产量 8352 万吨，同比增 4.3%，其中三季度产量为 2982 万吨，环比增 0.3%，增量主要来源于小保当一号矿进入联合试运转。销量上，前三季度商品煤销量 12341 万吨，同比增 21.0%，主要系公司大股东陕西煤化集团产量增加，导致公司代销贸易煤量增加，前三季度贸易销量为 3990 万吨，同比增 81.7%。售价及成本，商品煤综合售价 395.54 元/吨，同比涨 2.7%，吨煤成本为 222.77 元/吨，同比涨 21.7%，因外购煤数量增加，以及自从 2018 年 8 月 1 日起实行矿山地质治理恢复与土地复垦基金，导致成本增加明显，受此影响，综合毛利同比下滑 8.73 个百分点至 43.72%。前三季煤炭实现营收 488.1 亿元，同比增 24.2%，毛利 213.2 亿元，同比增 3.4%。费用方面，因销售费用率及管理费用率均有所下降，前三季公司期间费用同比下降 1.11 个百分点至 11.35%，对公司业绩起到正面作用。

■ **新增煤矿叠加外销增加，煤炭产销增量有保障：**公司 97% 以上的煤炭资源位于陕北等优质采煤区，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，生产成本优势明显。公司 19 年在建产能主要是小保当一号，1500 万吨/年矿井及选煤厂项目已进入联合试运转，同时袁大滩矿 500 万吨/年预计四季度建成投产，为公司带动 170 万吨/年权益产能，另外小保当二号矿及选煤厂已完成 1300 万吨/年建设规模的审计审查，取得开工备案批复，有望明年四季度投产，可见未来两年内公司煤炭产量可持续增长，长期为解决同业竞争问题，集团资产有望注入公司，带来煤炭增量。浩吉铁路（原蒙华铁路，集团参股修建）及靖神铁路已于 9 月 28 日同步通车运行，实现北煤南运。受制于煤炭资源分布影响，中部地区煤价相对较高，随着北煤南运的运输瓶颈突破，公司煤炭将销往“两湖一江”等地区，带动外销占比提升，最终可实现量价齐升，公司业绩料稳步增长。

■ **单季盈利创新高，现金充沛可保证持续高分红：**公司前三季度净利润 32.1 亿元，继 18 年二季度业绩 31.0 亿后的又一新高，得益于公司持续稳定盈利，公司前三季度经营性净现金流为 156 亿元，同比增加 21.5%，截止期末公司在手货币资金 181 亿元，同比增 38.3%，未分配利润 256 亿元，同比增 25.7%，均属历史高位，公司资金充沛，足以保障高分红风格。近年公司分红以现金分红及回购股份方式进行，其中 18 年每股分红 0.33 元（含税），回购股份支出 12.8 亿元，合计分红占期间归母净利润 40.75%，而近三年这一比例均在 40% 左右，高分红彰显配置价值。此外，公司 19 年前三季度每股收益增速大于净利润增速，因持续回购股份引起。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 116/120/125 亿元，yoy+5.1%/+4.1%/+4.0%，折合 EPS 为 1.16/1.20/1.25 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 7.3、7.0、6.8 倍，18 年 PB 为 1.7 倍。公司资源优势明显，盈利能力稳定，估值较低，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1、煤炭价格大幅下跌；2、公司新产能投产不及预期。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10449	10993	11557	12025	12502
同比增减	%	279.30%	5.20%	5.13%	4.05%	3.97%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.04	1.10	1.16	1.20	1.25
同比增减	%	279.30%	5.20%	5.13%	4.05%	3.97%
A 股市盈率(P/E)	X	8.08	7.68	7.30	7.02	6.75
股利 (DPS)	RMB 元	0.42	0.33	0.34	0.35	0.37
股息率 (Yield)	%	4.95%	3.91%	4.03%	4.15%	4.38%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	50927.00	57223.73	64830.86	69042.27	73621.19
经营成本	22711.92	29361.05	34743.52	37438.92	40420.34
研发费用	4.08	9.96	11.28	12.02	12.81
营业税金及附加	2669.08	2881.86	3264.96	3477.06	3707.66
销售费用	3592.66	2194.57	2486.31	2647.82	2823.42
管理费用	4293.43	5183.99	5873.13	6254.65	6669.46
财务费用	273.16	58.18	65.91	70.20	74.85
资产减值损失	400.66	-40.32	-45.68	-48.65	-51.87
投资收益	1232.15	1452.42	1495.99	1540.87	1587.10
营业利润	18232.69	19061.49	19963.08	20767.87	21589.45
营业外收入	39.24	44.22	45.55	46.91	48.32
营业外支出	55.90	357.82	368.55	379.61	391.00
利润总额	18216.03	18747.89	19640.07	20435.17	21246.77
所得税	2490.36	2818.74	2893.82	3010.97	3130.56
少数股东损益	5276.27	4936.33	5189.54	5399.63	5614.08
归属于母公司股东权益	10449.40	10992.83	11556.71	12024.56	12502.13

## 附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8906.79	13115.64	19462.07	26642.40	34863.55
应收账款	4619.44	4150.73	4358.27	4532.60	4668.58
存货	841.07	1073.61	1159.50	1205.88	1242.06
流动资产合计	26809.58	31504.53	39801.46	48406.88	57643.64
长期股权投资	5304.00	10349.74	11384.71	12295.49	12910.27
固定资产	31749.39	40547.60	44449.79	48962.63	53625.42
在建工程	14593.83	12072.74	13280.01	14342.42	15059.54
非流动资产合计	78597.63	89025.11	96472.30	104052.62	110900.88
资产总计	105407.21	120529.63	136273.76	152459.50	168544.52
流动负债合计	28762.17	28679.20	29803.99	30996.15	32091.62
非流动负债合计	18075.03	25461.56	26734.64	27804.02	28377.35
负债合计	46837.20	54140.74	56538.62	58800.17	60468.97
少数股东权益	14345.63	15724.48	20914.02	26313.65	31927.73
股东权益合计	58570.01	66388.89	79735.14	93659.33	108075.55
负债及股东权益合计	105407.21	120529.63	136273.76	152459.50	168544.52

## 附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	16930.86	19758.27	20746.18	21576.03	22223.31
投资活动产生的现金流量净额	-8513.79	-7955.46	-7159.91	-7517.91	-7743.45
筹资活动产生的现金流量净额	-9458.51	-7956.53	-7240.44	-6878.42	-6259.36
现金及现金等价物净增加额	-1041.93	3846.87	6346.43	7180.33	8221.15

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。