



三季度业绩略超预期，上调盈利预测重申“买入”评级

陕西煤业(601225)

事件概述：

2019年1-3季度，公司营业收入507.5亿元，同比+23.4%；归母净利90.8亿元，同比+2.5%，每股收益0.94元，同比+5.6%。

2019年第3季度，公司单季营业收入181.7亿元，同比+22.0%；归母净利32.1亿元，同比+10.0%，单季业绩上市以来最佳。

► 公司三季度业绩超预期：吨煤成本和财务费用下降略超预期。

(1) 产量：公司2019年1-3季度产量8352万吨，同比+4.3%；销量12341万吨，同比增长+21.0%，主要由于集团曹家滩矿投产后，贸易煤贡献增量。Q3单季产量2982万吨，同比+9%，环比Q2基本持平，预计未来保持在约1000万吨/月的产量；销量4611万吨，同比+26%。19Q3为公司上市以来单季产销量最大的季度。今年小保当一号矿产量释放，受此因素影响，预计公司全年产量1.13亿吨，同比+5%。

(2) 吨煤利润：公司2019年1-3季度煤炭销售收入488亿元，同比+24%，销售成本275亿元，同比+47%；Q3单季煤炭销售收入169亿元，同比+20%，销售成本96.5亿元，同比+42%。销量口径来看，2019Q3，单季吨煤收入367元/吨，环比Q2的405元/吨下降9%，吨煤成本209元/吨，环比Q2的228元/吨下降8%，煤价/成本均下行，并受到贸易煤比例扩大的影响。吨煤净利（归母净利/产量）158元/吨，与上半年的157元/吨基本持平。整体来看，公司的自产煤煤价下降符合预期，但成本下行略超预期，最终吨煤净利并未出现明显的下滑。

(3) 期间费用：Q3单季财务费用仅149万元，环比Q2的1266万元有较为明显的下滑，低于我们预期，原预期的小保当一期转固导致部分利息由资本化转费用化而造成财务费用增长，或部分被现金增加带来的利息收入增长抵消。

(4) 现金流：以“经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”测算公司的自由现金流，Q3单季自由现金流33亿元，环比Q2的49亿元有所下滑，除应收应付项外，主要由于资本开支加大。

► 投资建议：上调2019-21年盈利预测至EPS 1.11/1.04/1.07元，上调目标价至12.84元，重申“买入”评级。

由于吨煤成本和财务费用下降略超预期，我们上调盈利预测，预计公司2019-21年归母净利分别108/100/103亿元（上篇报告中2019-21年归母净利原预测为103/100/103亿元），同比分别为-2%/-7%/+3%；上调2019-21年EPS预测至1.11/1.04/1.07元

（上篇报告中2019-21年EPS原预测为1.03/0.98/1.03元，此处2021年的EPS上调由于考虑公司回购股票后导致EPS变动，实际归母净利预测未变），根据公司2019年10月30日收盘价8.49元/股，对应PE分别为7.6/8.2/8.0倍。

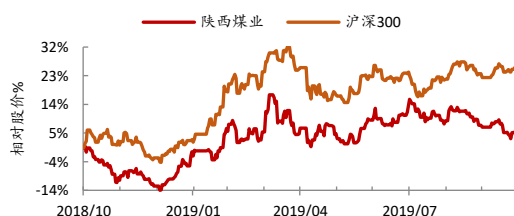
由于原目标价为基于2021年业绩给12倍PE，故上调目标价至12.84元（原目标价为12.36元），重申“买入”评级。

风险提示：浩吉铁路量低于预期；荆州煤码头投产及上量不达预期；靖神铁路定价尚不确定；进口煤冲击；宏观经济系统性风

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：12.84
最新收盘价：8.49

股票代码：601225
52周最高价/最低价：9.93/7.32
总市值(亿)：849.00
自由流通市值(亿)：849.00
自由流通股数(百万)：10,000.00



分析师：丁一洪

邮箱：dingyh@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519070001

联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080004

联系电话：0755-83025232

相关研究

- 1 陕西煤业：陕西煤业将提升华中市场份额_20191013

险；神渭管道转固；非煤投资不确定。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50927.00	57223.73	66555.60	66153.36	68196.84
YoY (%)	53.71%	12.36%	16.31%	-0.60%	3.09%
归母净利润(百万元)	10449.40	10992.83	10787.37	10046.91	10346.04
YoY (%)	279.30%	5.20%	-1.87%	-6.86%	2.98%
毛利率 (%)	55.40%	48.69%	43.50%	42.65%	43.02%
每股收益 (元)	1.08	1.13	1.11	1.04	1.07
ROE	23.63%	21.70%	18.38%	14.61%	13.08%
市盈率	7.88	7.49	7.63	8.19	7.96

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	57223.73	66555.60	66153.36	68196.84	净利润	15929.16	16100.55	15338.79	15916.99
YoY (%)	12.36%	16.31%	-0.60%	3.09%	折旧和摊销	4787.67	4885.10	5305.10	5725.10
营业成本	29361.05	37605.26	37937.88	38860.31	营运资金变动	-3.01	1847.65	213.42	217.52
营业税金及附加	2881.86	3527.45	3506.13	3614.43	经营活动现金流	19758.27	21372.92	19569.62	20703.68
销售费用	2194.57	2396.00	2381.52	2455.09	资本开支	-4410.23	-2600.00	-2000.00	-2000.00
管理费用	5183.99	5657.23	5623.04	5796.73	投资	-3857.40	0.00	0.00	0.00
财务费用	58.18	58.47	290.22	374.83	投资活动现金流	-7955.46	-950.00	-350.00	-350.00
资产减值损失	-40.32	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	-2503.14	0.00	0.00
投资收益	1452.42	1650.00	1650.00	1650.00	债务募资	-2435.14	-1760.00	0.00	0.00
营业利润	19061.49	18949.61	18053.06	18733.57	筹资活动现金流	-7956.53	-4700.27	-362.32	-494.07
营业外收支	-313.60	0.00	0.00	0.00	现金净流量	3846.29	15722.65	18857.30	19859.61
利润总额	18747.89	18949.61	18053.06	18733.57	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	2818.74	2849.06	2714.27	2816.58	成长能力 (%)				
净利润	15929.16	16100.55	15338.79	15916.99	营业收入增长率	12.36%	16.31%	-0.60%	3.09%
归属于母公司净利润	10992.83	10787.37	10046.91	10346.04	净利润增长率	5.20%	-1.87%	-6.86%	2.98%
YoY (%)	5.20%	-1.87%	-6.86%	2.98%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.13	1.11	1.04	1.07	毛利率	48.69%	43.50%	42.65%	43.02%
					净利率	27.84%	24.19%	23.19%	23.34%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率 ROA	9.12%	7.86%	6.58%	6.11%
货币资金	13115.64	28838.29	47695.59	67555.20	净资产收益率 ROE	21.70%	18.38%	14.61%	13.08%
预付款项	1798.85	2303.94	2324.32	2380.84	偿债能力 (%)				
存货	1073.61	1226.15	1236.99	1267.07	流动比率	1.10	1.49	2.03	2.57
其他流动资产	15516.42	18098.94	17998.29	18509.61	速动比率	1.00	1.38	1.93	2.47
流动资产合计	31504.52	50467.32	69255.20	89712.71	现金比率	0.46	0.85	1.40	1.94
长期股权投资	10349.74	10349.74	10349.74	10349.74	资产负债率	44.92%	41.89%	37.73%	34.49%
固定资产	40547.60	37126.34	39685.08	41823.82	经营效率 (%)				
无形资产	22496.56	21632.73	20768.89	19905.05	总资产周转率	0.51	0.52	0.46	0.42
非流动资产合计	89025.12	86740.02	83434.93	79709.83	每股指标 (元)				
资产合计	120529.63	137207.34	152690.13	169422.54	每股收益	1.13	1.11	1.04	1.07
短期借款	0.00	150.00	150.00	150.00	每股净资产	5.23	6.05	7.09	8.16
应付账款及票据	15458.67	18488.25	18651.78	19105.28	每股经营现金流	2.04	2.20	2.02	2.14
其他流动负债	13220.52	15278.75	15259.21	15621.14	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	28679.18	33916.99	34060.99	34876.41	估值分析				
长期借款	11941.08	10031.08	10031.08	10031.08	PE	7.49	7.63	8.19	7.96
其他长期负债	13520.47	13522.07	13522.07	13522.07	PB	1.42	1.46	1.25	1.09
非流动负债合计	25461.56	23553.15	23553.15	23553.15					
负债合计	54140.74	57470.14	57614.14	58429.56					
股本	10000.00	9695.00	9695.00	9695.00					
少数股东权益	15724.48	21037.66	26329.54	31900.49					
股东权益合计	66388.89	79737.20	95075.99	110992.98					
负债和股东权益合计	120529.63	137207.34	152690.13	169422.54					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造和出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部，国泰君安证券研究所任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。