

陕西煤业 (601225)

证券研究报告

2021年02月26日

税率提升影响公司净利，看好一季度业绩超预期

事件：

公司 2 月 25 日公布其业绩快报，预计营业收入 946.58 亿元，同比增长 28.58%，实现归母净利润 139.46 亿元，同比增长 19.82%。单季度来看，四季度实现营业收入 305.58 亿元，同比增长 33.65%，实现归母净利润 24.68 亿元，同比下降 3.45%。

点评：

2020 年吨煤利润同比下降，看好 2021 年一季度业绩超预期。据公告，2020 年公司煤炭销量 2.41 亿吨，同比增长 36.16%，导致营业收入为 946.58 亿元，同比增长 28.58%。由于 2020 年公司煤炭平均售价 392.77 元/吨，同比下降 5.29%，导致公司吨煤利润为 99.39 元/吨，同比下降 9.13%。2019 年浩吉铁路与靖神铁路的开通，提高了能源运输能力。2020 年 9 月后，煤炭供需失衡，需求大幅增长，导致煤炭供不应求，造成公司煤炭销量大幅增长。2021 年 1 月 1 日至 2 月 25 日秦皇岛港动力煤 (Q5500) 均价为 803.75 元/吨，同比增长 42.56%。并且，春节期间大部分国有煤炭企业维持生产。在此基础上，我们看好 2021 年一季度公司业绩超市场预期。

政策鼓励建设智能化矿井，公司利润有提升空间。由于国家《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》对鼓励类产业进行了调整，根据谨慎性原则，公司相关子企业 2020 年度企业所得税执行税率由之前的 15% 调整为 25%，影响净利润减少。2020 年 3 月，国家发改委等 8 部委联合发布《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》，提出到 2025 年，大型煤矿和灾害严重煤矿要基本实现智能化。财政部积极开展促进智能化矿山建设的相关产业政策研究，鼓励传统产业优化升级，符合条件的矿山企业可按规定享受减按 15% 的税率征收企业所得税。陕西煤业依据政策，全面推进煤矿机械化、自动化、信息化、智能化“四化”建设工作。截至 2020 年 5 月，公司管理的 36 对矿井整体建成了业务集成、数据共享、智能分析的管控一体化的安全生产信息共享平台。智能化矿井享受的税收优惠政策将使公司税率下降，从而提升公司利润。

持有多家新能源领域股权，未来将会持续带来提升。公司三季度减持隆基股份及赣锋锂业 H 股股份所带来大约 50 亿元的投资收益使公司净利润同比大增。截至目前，陕西煤业仍直接持有隆基股份 3.88% 股份，所持股份市值约为 152.21 亿元；间接持有赣锋锂业 H 股股份 5095.5 万股，目前市值约 58.74 亿港元，约合人民币 48.95 亿元。新能源领域作为行业新兴产业，未来发展空间广阔，这将持续提升陕西煤业投资利润。此外，陕西煤业还对赣锋锂业等公司派驻董事，持续跟踪产业及公司变动情况。

煤价逐步回落至绿色区间，中长期煤炭供需将保持紧平衡。短期看，由于一月进口煤集中通关以及春节期间大矿维持正常生产，导致动力煤供大于求，煤价开始逐步回落至绿色区间，后续受“两会”影响，安全环保检查的再度严格将使煤炭供给下降。需求方面需关注夏季高温以及水力发电的情况。中长期看，在碳中和背景下，2020 年我国煤矿批复新建产能大幅度减少，且集中在新疆地区。同时煤矿重置成本的提高，制约了先进产能的释放，预计未来煤炭产量难以出现大幅度提升。需求方面，根据清华大学气候变化研究院，即便在碳达峰政策目标下，煤炭消费仍将保持最高占比。中长期看，煤炭供需将保持紧平衡的状态。

投资建议：根据公司业绩快报，我们将公司 2020-2022 年净利润由 158.15/129.72/131.40 调整至 139.46/130.02/134.53 亿元，对应市盈率 (PE) 为 8.15/8.74/8.44，维持公司“买入”评级

风险提示：行业发展不及预期；实际业绩不及预期；公司税率不及预期等

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.72 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,000.00
流通 A 股股本(百万股)	10,000.00
A 股总市值(百万元)	107,200.00
流通 A 股市值(百万元)	107,200.00
每股净资产(元)	6.72
资产负债率(%)	38.30
一年内最高/最低(元)	13.26/6.71

作者

彭鑫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《陕西煤业-公司专题研究:β&α 共振,持续看好动力煤产业明珠》2021-01-20
- 2 《陕西煤业-季报点评:Q3 业绩大幅增长,收购集团资产保障公司持续发展》2020-11-02
- 3 《陕西煤业-公司深度研究:高股息动力煤龙头,看好估值持续修复》2020-10-15

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,223.73	73,403.44	94,657.78	109,052.08	110,042.18
增长率(%)	12.36	28.27	28.96	15.21	0.91
EBITDA(百万元)	23,655.12	26,158.56	27,865.77	27,496.15	27,003.83
净利润(百万元)	10,992.83	11,643.40	13,945.58	13,001.80	13,453.39
增长率(%)	5.20	5.92	19.77	(6.77)	3.47
EPS(元/股)	1.10	1.16	1.39	1.30	1.35
市盈率(P/E)	10.33	9.76	8.15	8.74	8.44
市净率(P/B)	2.24	1.95	1.68	1.48	1.32
市销率(P/S)	1.99	1.55	1.20	1.04	1.03
EV/EBITDA	2.89	3.82	3.67	3.28	2.90

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,115.64	19,243.36	29,332.69	50,651.38	70,220.39
应收票据及应收账款	13,649.77	7,372.39	32,399.58	5,028.75	32,739.40
预付账款	1,798.85	2,144.00	3,918.32	2,965.21	3,811.42
存货	1,073.61	1,313.94	2,814.10	1,576.15	3,044.75
其他	1,866.65	6,696.41	3,844.53	4,004.77	5,190.21
流动资产合计	31,504.52	36,770.09	72,309.24	64,226.26	115,006.18
长期股权投资	10,349.74	12,103.53	12,103.53	12,103.53	12,103.53
固定资产	40,547.60	40,209.15	44,076.56	45,306.20	44,940.18
在建工程	12,072.74	15,452.60	9,307.56	5,632.54	3,409.52
无形资产	0.00	21,815.79	20,114.77	18,413.75	16,712.73
其他	26,055.04	2,290.43	16,546.27	14,084.25	10,942.68
非流动资产合计	89,025.12	91,871.50	102,148.70	95,540.27	88,108.64
资产总计	120,529.63	126,683.52	172,499.86	157,808.45	201,156.75
短期借款	0.00	170.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	15,458.67	14,383.22	44,482.82	17,089.17	42,282.30
其他	13,220.52	13,353.15	19,013.31	14,761.11	19,125.44
流动负债合计	28,679.18	27,906.37	63,496.13	31,850.28	61,407.74
长期借款	11,941.08	9,071.09	8,071.09	9,071.09	8,071.09
应付债券	2,992.56	1,996.80	1,995.43	2,328.26	2,106.83
其他	10,527.92	11,539.39	9,474.45	10,513.92	10,509.25
非流动负债合计	25,461.56	22,607.28	19,540.97	21,913.27	20,687.17
负债合计	54,140.74	50,513.66	83,037.10	53,763.56	82,094.91
少数股东权益	15,724.48	17,916.07	21,934.65	27,506.86	33,272.59
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	7,395.07	7,398.23	7,398.23	7,398.23	7,398.23
留存收益	39,894.42	48,188.37	57,528.10	66,538.04	75,789.24
其他	(6,625.08)	(7,332.81)	(7,398.23)	(7,398.23)	(7,398.23)
股东权益合计	66,388.89	76,169.87	89,462.76	104,044.90	119,061.84
负债和股东权益总计	120,529.63	126,683.52	172,499.86	157,808.45	201,156.75

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	15,929.16	16,632.43	13,945.58	13,001.80	13,453.39
折旧摊销	4,787.67	5,848.49	4,038.65	4,226.40	4,340.06
财务费用	236.47	776.85	(130.63)	87.24	88.03
投资损失	(1,452.42)	(1,726.58)	(6,945.15)	(2,000.00)	(1,500.00)
营运资金变动	4,494.98	21,087.89	(6,306.81)	1,365.92	1,509.69
其它	(4,237.59)	(23,418.73)	4,517.52	6,078.93	6,272.46
经营活动现金流	19,758.27	19,200.35	9,119.18	22,760.30	24,163.64
资本支出	11,669.46	31,423.22	2,124.94	(959.47)	54.67
长期投资	5,045.73	1,753.80	0.00	0.00	0.00
其他	(24,670.65)	(39,002.06)	5,566.65	2,155.18	598.52
投资活动现金流	(7,955.46)	(5,825.05)	7,691.59	1,195.71	653.19
债权融资	17,516.14	15,512.40	13,331.61	14,773.39	13,815.80
股权融资	(246.21)	(1,084.61)	229.89	77.45	76.66
其他	(25,226.45)	(22,734.42)	(20,282.94)	(17,488.16)	(19,140.26)
筹资活动现金流	(7,956.53)	(8,306.64)	(6,721.44)	(2,637.33)	(5,247.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,846.29	5,068.66	10,089.33	21,318.68	19,569.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	57,223.73	73,403.44	94,657.78	109,052.08	110,042.18
营业成本	29,361.05	43,356.65	63,448.86	71,062.64	71,747.80
营业税金及附加	2,881.86	3,615.08	4,922.20	5,452.60	5,502.11
营业费用	2,194.57	2,768.21	4,820.00	6,010.73	6,329.95
管理费用	5,183.99	5,628.06	5,061.00	5,737.52	5,779.52
研发费用	9.96	53.73	18.93	21.81	22.01
财务费用	58.18	547.89	(130.63)	87.24	88.03
资产减值损失	(40.32)	(85.22)	3.75	3.75	3.75
公允价值变动收益	0.81	478.90	498.94	506.72	506.72
投资净收益	1,452.42	1,726.58	6,945.15	2,000.00	1,500.00
其他	(2,940.29)	(4,360.51)	(14,888.17)	(5,013.45)	(4,013.45)
营业利润	19,061.49	19,674.07	23,957.75	23,182.51	22,575.74
营业外收入	44.22	48.33	40.00	80.00	80.00
营业外支出	357.82	332.21	45.52	45.00	45.00
利润总额	18,747.89	19,390.18	23,952.23	23,217.51	22,610.74
所得税	2,818.74	2,757.75	5,988.06	4,643.50	3,391.61
净利润	15,929.16	16,632.43	17,964.17	18,574.00	19,219.13
少数股东损益	4,936.33	4,989.03	4,018.58	5,572.20	5,765.74
归属于母公司净利润	10,992.83	11,643.40	13,945.58	13,001.80	13,453.39
每股收益(元)	1.10	1.16	1.39	1.30	1.35

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.36%	28.27%	28.96%	15.21%	0.91%
营业利润	4.55%	3.21%	21.77%	-3.24%	-2.62%
归属于母公司净利润	5.20%	5.92%	19.77%	-6.77%	3.47%
获利能力					
毛利率	48.69%	40.93%	32.97%	34.84%	34.80%
净利率	19.21%	15.86%	14.73%	11.92%	12.23%
ROE	21.70%	19.99%	20.65%	16.99%	15.68%
ROIC	39.89%	38.77%	26.21%	33.09%	36.20%
偿债能力					
资产负债率	44.92%	39.87%	48.14%	34.07%	40.81%
净负债率	6.63%	-4.90%	-17.89%	-34.48%	-47.37%
流动比率	1.10	1.25	1.14	2.02	1.87
速动比率	1.06	1.20	1.09	1.97	1.82
营运能力					
应收账款周转率	4.08	6.98	4.76	5.83	5.83
存货周转率	59.77	61.49	45.86	49.68	47.63
总资产周转率	0.51	0.59	0.63	0.66	0.61
每股指标(元)					
每股收益	1.10	1.16	1.39	1.30	1.35
每股经营现金流	1.98	1.92	0.91	2.28	2.42
每股净资产	5.07	5.83	6.75	7.65	8.58
估值比率					
市盈率	10.33	9.76	8.15	8.74	8.44
市净率	2.24	1.95	1.68	1.48	1.32
EV/EBITDA	2.89	3.82	3.67	3.28	2.90
EV/EBIT	3.59	4.91	4.29	3.88	3.46

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com