

2021年02月28日

业绩略低预期，由于所得税率谨慎性调增，该负面影响预计不持续

陕西煤业(601225) 2020 业绩快报点评

事件概述

根据公司 2020 年度业绩快报公告，2020 年公司原煤产量 1.25 亿吨，同比+9%；煤炭销量 2.41 亿吨，同比+35%；营业收入 946.58 亿元，同比+29%；利润总额 239.52 亿元，同比+24%；实现归母净利 139.46 亿元，同比+20%。

► **陕煤 2020 年预计归母净利 139.5 亿元，同比+20%，略低于预期，主要由于企业所得税率谨慎性调增，预计减少归母净利 12-13 亿元。**

公司 2020 年预计归母净利 139.5 亿元，前三季度 114.8 亿元，则 Q4 单季业绩仅 25 亿元，略低于预期。根据公告，主要是由于国家《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。

原鼓励类产业目录包括“120 万吨/年及以上高产高效煤矿（含矿井、露天）、高效选煤厂建设”，而 2019 年底发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》新版本中不再包含该条，因此公司大部分煤矿的 15% 西部大开发所得税优惠税率在 2020 年不再适用，公司谨慎性调增执行税率。公司扣除隆基信托项目投资收益和公允价值变动损益后估计煤炭贡献 90-100 亿元税后利润，**预计 10% 的执行所得税率调增约减少归母净利 12-13 亿元。**

► **企业所得税的谨慎性调增仅影响 2020 年，预计不会延续至 2021 年及以后年份，今年初发布新的西部地区鼓励类产业目录，预计陕煤大部分矿井继续享受 15% 的优惠税率。**

2021 年 1 月 18 日中华人民共和国国家发展和改革委员会令 40 号发布《西部地区鼓励类产业目录（2020 年本）》，其中陕西省将“300 万吨/年及以上（焦煤 150 万吨/年及以上）安全高效煤矿（含矿井、露天）建设与生产”认定为“西部地区新增鼓励类产业”，陕西煤业大部分矿井均符合该要求，**预计 15% 的所得税优惠能够延续，所得税费用率的谨慎性调增对公司负面影响仅限于 2020 年，并不影响未来年份的业绩。**

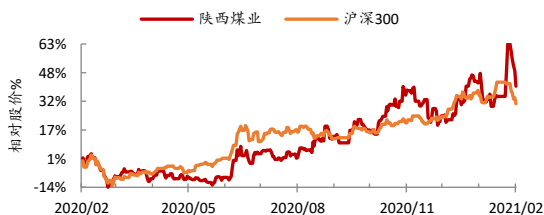
► **公司公布 2020 年业绩预告，结合近期的煤价走势，我们调整 2020-22 年的归母净利预测至 139/140/129 亿元，同比 +20%/+1%/-8%，上调目标价至 14.50 元，现价空间 35%，维持并重申“买入”评级。**

20 年底及 21 年初动力煤价上涨大超预期，一度突破历史新高，尽管公司的业绩预告谨慎性调增了执行所得税率，我们基于 2020-22 年陕煤销售均价 333/375/352 元/吨的假设，仍然

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 买入
目标价格： 14.50
最新收盘价： 10.72

股票代码： 601225
52 周最高价/最低价： 13.26/6.71
总市值(亿) 1,072.00
自由流通市值(亿) 1,072.00
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：

分析师：洪奕昕
 邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519080004
 联系电话：

相关研究

1. 【华西煤炭】陕西煤业(601225.SH)_Q3 投资收益超预期，煤炭业绩环比显著改善_20201102 2020.11.03
2. 【华西煤炭】陕西煤业公司点评_陕煤新分红方案及可转债预案，现金牛继续估值修复_20200920 2020.09.20
3. 【华西证券】陕西煤业_中报业绩超预期，龙头煤企业绩稳定性超预期_20200825 2020.08.25

上调 2020-22 年营业收入预测至 947/1041/1000 亿元（原预测为 887/936/965 亿元），同比分别为+29%/+10%/-4%，上调归母净利润预测至 139/140/129 亿元（原预测为 135/109/120 亿元），同比分别为+20%/+1%/-8%，对应 EPS 分别为 1.44/1.45/1.33 元（原预测为 1.39/1.13/1.24 元，考虑回购），当前 PE 分别为 7.5/7.4/8.1 倍。**按照 40%的保底分红率，2020 年度陕煤股息率预计 5.4%。**

公司稀缺的低成本优质资源，远超行业平均的剩余可采年限，以及充沛的现金流带来高投资回报和高分红，我们维持此前的估值方法，给予公司 2021 年预测 EPS 1.45 元以略超申万三级煤炭开采行业 2021 年中位数估值 8.2 倍 PE 的 10 倍 PE，上调目标价至 14.50 元（原目标价为 13.56 元），现价空间 35%，维持并重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统性风险；进口煤限制放开超预期；内蒙及陕西煤炭产量超预期；浩吉铁路运量低于预期；荆州煤码头投产及运量不达预期；神渭管道转固。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,224	73,403	94,658	104,134	99,967
YoY (%)	12.4%	28.3%	29.0%	10.0%	-4.0%
归母净利润(百万元)	10,993	11,643	13,933	14,043	12,861
YoY (%)	5.2%	5.9%	19.7%	0.8%	-8.4%
毛利率 (%)	48.7%	40.9%	33.1%	35.0%	34.6%
每股收益 (元)	1.13	1.20	1.44	1.45	1.33
ROE	21.7%	20.0%	20.8%	18.3%	15.1%
市盈率	6.56	7.49	7.46	7.40	8.08

资料来源：Wind，公司公告，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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	73,403	94,658	104,134	99,967	净利润	16,632	18,578	20,351	19,196
YoY (%)	28.3%	29.0%	10.0%	-4.0%	折旧和摊销	5,848	3,630	3,750	3,861
营业成本	43,357	63,300	67,674	65,391	营运资金变动	-2,060	5,804	1,156	-622
营业税金及附加	3,615	3,881	4,269	4,099	经营活动现金流	19,200	21,132	22,815	20,242
销售费用	2,768	4,733	4,165	3,999	资本开支	-4,824	-4,987	-5,000	-2,000
管理费用	5,628	5,679	6,248	5,998	投资	-1,274	0	0	0
财务费用	548	104	228	217	投资活动现金流	-5,825	2,213	-1,993	899
资产减值损失	-85	0	0	0	股权募资	1,470	-305	0	0
投资收益	1,727	6,200	2,707	2,599	债务募资	1,870	-4,170	0	0
营业利润	19,674	24,127	24,520	23,128	筹资活动现金流	-8,307	-9,595	-4,765	-5,307
营业外收支	-284	0	0	0	现金净流量	5,069	13,750	16,057	15,835
利润总额	19,390	24,127	24,520	23,128	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	2,758	5,549	4,168	3,932	成长能力				
净利润	16,632	18,578	20,351	19,196	营业收入增长率	28.3%	29.0%	10.0%	-4.0%
归属于母公司净利润	11,643	13,933	14,043	12,861	净利润增长率	5.9%	19.7%	0.8%	-8.4%
YoY (%)	5.9%	19.7%	0.8%	-8.4%	盈利能力				
每股收益	1.20	1.44	1.45	1.33	毛利率	40.9%	33.1%	35.0%	34.6%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	22.7%	19.6%	19.5%	19.2%
货币资金	19,243	32,993	49,050	64,885	总资产收益率 ROA	9.2%	9.6%	8.5%	7.2%
预付款项	2,144	3,130	3,346	3,234	净资产收益率 ROE	20.0%	20.8%	18.3%	15.1%
存货	1,314	1,918	2,051	1,982	偿债能力				
其他流动资产	12,111	14,364	15,369	14,927	流动比率	1.25	1.40	1.75	2.20
流动资产合计	34,812	52,405	69,816	85,027	速动比率	1.12	1.27	1.61	2.07
长期股权投资	12,104	12,104	12,104	12,104	现金比率	0.69	0.88	1.23	1.68
固定资产	40,209	42,431	44,500	43,426	资产负债率	39.9%	38.4%	35.6%	32.2%
无形资产	21,803	20,951	20,133	19,346	经营效率				
非流动资产合计	91,872	93,229	94,479	92,618	总资产周转率	0.58	0.65	0.63	0.56
资产合计	126,684	145,634	164,295	177,645	每股指标 (元)				
短期借款	170	0	0	0	每股收益	1.20	1.44	1.45	1.33
应付账款及票据	14,383	20,999	22,450	21,693	每股净资产	6.01	6.92	7.93	8.79
其他流动负债	13,353	16,385	17,444	16,955	每股经营现金流	1.98	2.18	2.35	2.09
流动负债合计	27,906	37,385	39,894	38,648	每股股利	0.36	0.50	0.43	0.47
长期借款	9,071	5,071	5,071	5,071	估值分析				
其他长期负债	13,536	13,536	13,536	13,536	PE	7.49	7.46	7.40	8.08
非流动负债合计	22,607	18,607	18,607	18,607	PB	1.50	1.55	1.35	1.22
负债合计	50,514	55,992	58,501	57,255					
股本	10,000	9,695	9,695	9,695					
少数股东权益	17,916	22,560	28,869	35,204					
股东权益合计	76,170	89,642	105,794	120,390					
负债和股东权益合计	126,684	145,634	164,295	177,645					

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。

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分析师，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：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 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。本公司及其所属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。

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。