

# 陕西煤业 (601225)

证券研究报告

2021年08月31日

## 上半年业绩大增 66%，看好公司业绩持续增长

### 事件：

2021年8月31日，公司发布2021年半年度报告。上半年，公司实现营业收入726.69亿元，同比+87.24%；归母净利润82.86亿元，同比+66.10%。分单季度看，二季度公司实现营业收入379.03亿元，环比+9.02%，同比+87.73%；归母净利润49.15亿元，环比+45.80%，同比+86.39%。

### 点评：

**量价齐升，公司营收大幅增长。**上半年公司煤炭销量和售价同比大幅增长，影响公司实现营业收入726.69亿元，同比上升87.24%。**产销量方面**，上半年公司实现煤炭产量7018.62万吨，同比增长21.07%；煤炭销量13669.43万吨，同比增长29.20%。其中，铁路运输占比44.17%，同比下降1.42pct，公路及其他运输占比55.83%。**售价方面**，上半年公司煤炭售价为500.45元/吨，同比增长49.01%。其中，自产煤坑口价453.19元/吨，同比增长44.94%。**成本方面**，公司原选煤单位完全成本238.27元/吨，同比增长22.42%。其中，相关税费增加19.80元/吨，掘进成本增加5.63元/吨，材料增加4.38元/吨。由于销售规模增长，外购煤成本同步增加，上半年公司营业成本达到508.41亿元，同比增长97.61%。收入增幅不及成本，公司上半年毛利率为30.04%，同比下降3.67pct。

**财务费用由负转正，期间费用率有所下降。**2021年上半年，公司期间费用率为5.62%，同比下降6.24pct。其中，销售费用率为0.81%，同比下降5.15pct。由于执行新收入准则，销售费用中的运输费调整到营业成本，导致同比下降。管理费用率为4.69%，同比下降1.26pct。财务费用率0.10%，同比上升0.17pct。由于上期子公司基建完工转生产经营，借款利息费用化，财务费用由-2,602.86万元增至7,222.35万元。研发费用率为0.03%，同比上升0.01pct。

**保供政策持续推进，需求仍是煤价上涨的主要驱动力。**供给方面，7月初至8月底，各地区煤矿先后核准新增产能合约3.6亿吨/年，以内蒙地区增量最为显著，合计新增日均产量约达99万吨。以21年6月日均产量1077万吨为参考，增幅达9.29%。但8月中下旬，山西、陕西两省政府先后发出公告，要求严禁以保供名义超强度超能力组织生产，预计煤炭供应增量空间有限。**需求方面**，随着夏季用煤高峰逐渐回落，前期错峰生产的水泥、化工行业陆续恢复正常，叠加东北地区煤炭冬储，煤炭需求持续释放，仍将对动力煤价形成支撑。在供给仍紧，需求持续释放的背景下，动力煤价有望持续高位，预计公司三季度业绩仍将保持增长。

**投资建议：**在煤炭供需持续偏紧，动力煤价维持高位运行的情况下，公司业绩大幅增长。我们将公司21-23年净利润由131.47/133.02/135.79亿元调整至150.32/154.76/161.6亿元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济不及预期，煤炭价格不及预期；公司盈利不及预期等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73,403.44	94,860.27	116,771.71	121,441.19	125,349.09
增长率(%)	28.27	29.23	23.10	4.00	3.22
EBITDA(百万元)	26,158.56	31,396.91	28,497.41	29,412.80	31,690.32
净利润(百万元)	11,643.40	14,882.64	15,031.57	15,475.61	16,159.64
增长率(%)	5.92	27.82	1.00	2.95	4.42
EPS(元/股)	1.20	1.54	1.55	1.60	1.67
市盈率(P/E)	10.37	8.12	8.04	7.81	7.48
市净率(P/B)	2.07	1.72	1.53	1.37	1.24
市销率(P/S)	1.65	1.27	1.03	0.99	0.96
EV/EBITDA	3.05	2.75	2.86	3.25	1.35

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	12.46元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	9,695.00
流通A股股本(百万股)	9,695.00
A股总市值(百万元)	120,799.70
流通A股市值(百万元)	120,799.70
每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	40.61
一年内最高/最低(元)	13.26/7.96

### 作者

彭鑫	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110002	
pengxin@tfzq.com	
吴鑫涛	联系人
wuxintao@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《陕西煤业-半年报点评报告:20年业绩超预期，高分红彰显投资价值》2021-04-30
- 《陕西煤业-公司点评:税率提升影响公司净利，看好一季度业绩超预期》2021-02-26
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	19,243.36	23,930.66	55,086.33	48,638.45	108,546.50
应收票据及应收账款	7,372.39	7,385.92	28,880.49	11,858.33	12,621.51
预付账款	2,144.00	3,571.48	4,081.58	3,607.36	4,137.24
存货	1,313.94	5,247.78	686.12	5,722.80	626.18
其他	4,738.33	27,168.27	11,292.13	14,674.66	17,611.38
<b>流动资产合计</b>	<b>34,812.02</b>	<b>67,304.11</b>	<b>100,026.65</b>	<b>84,501.60</b>	<b>143,542.81</b>
长期股权投资	12,103.53	9,341.89	9,341.89	9,341.89	9,341.89
固定资产	40,209.15	46,735.19	49,835.26	50,652.54	50,087.15
在建工程	15,452.60	13,388.75	8,069.25	4,889.55	2,963.73
无形资产	0.00	21,373.64	19,411.26	17,448.88	15,486.50
其他	24,106.22	3,056.61	16,871.25	14,651.99	11,494.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>91,871.50</b>	<b>93,896.08</b>	<b>103,528.91</b>	<b>96,984.85</b>	<b>89,373.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>126,683.52</b>	<b>148,912.35</b>	<b>191,267.72</b>	<b>169,198.61</b>	<b>220,628.38</b>
短期借款	0.00	165.51	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	14,383.22	15,704.19	42,326.27	10,387.75	40,811.10
其他	13,523.15	23,110.35	25,914.62	19,699.45	25,573.99
<b>流动负债合计</b>	<b>27,906.37</b>	<b>38,980.05</b>	<b>68,240.89</b>	<b>30,087.21</b>	<b>66,385.09</b>
长期借款	9,071.09	6,791.52	5,791.52	6,791.52	5,791.52
应付债券	1,996.80	0.00	1,663.12	1,219.97	961.03
其他	11,539.39	13,471.33	11,846.21	12,285.64	12,534.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>22,607.28</b>	<b>20,262.85</b>	<b>19,300.85</b>	<b>20,297.14</b>	<b>19,286.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>50,513.66</b>	<b>59,242.90</b>	<b>87,541.74</b>	<b>50,384.35</b>	<b>85,672.04</b>
少数股东权益	17,916.07	19,436.88	25,002.69	30,762.02	37,687.58
股本	10,000.00	10,000.00	9,695.00	9,695.00	9,695.00
资本公积	7,398.23	7,413.60	7,413.60	7,413.60	7,413.60
留存收益	48,188.37	59,568.12	69,028.28	78,357.25	87,573.77
其他	(7,332.81)	(6,749.15)	(7,413.60)	(7,413.60)	(7,413.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>76,169.87</b>	<b>89,669.45</b>	<b>103,725.97</b>	<b>118,814.26</b>	<b>134,956.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>126,683.52</b>	<b>148,912.35</b>	<b>191,267.72</b>	<b>169,198.61</b>	<b>220,628.38</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	16,632.43	19,757.05	15,031.57	15,475.61	16,159.64
折旧摊销	5,848.49	6,506.32	4,241.81	4,404.80	4,503.59
财务费用	776.85	522.79	58.39	60.72	62.67
投资损失	(1,726.58)	(6,377.34)	(2,700.00)	(3,000.00)	(3,000.00)
营运资金变动	(557.90)	26,879.40	5,794.99	(25,595.70)	42,231.48
其它	(1,772.94)	(26,148.30)	6,044.71	6,238.22	7,404.46
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,200.35</b>	<b>21,139.93</b>	<b>28,471.47</b>	<b>(2,416.34)</b>	<b>67,361.85</b>
资本支出	9,607.43	27,632.44	1,685.12	(359.43)	(198.75)
长期投资	1,753.80	(2,761.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(17,186.27)	(30,896.89)	8,667.88	1,435.22	849.43
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,825.05)</b>	<b>(6,026.10)</b>	<b>10,353.00</b>	<b>1,075.79</b>	<b>650.68</b>
债权融资	15,342.40	12,736.28	11,666.72	12,766.77	11,668.09
股权融资	(1,071.37)	748.34	(849.90)	117.21	115.26
其他	(22,577.66)	(24,727.08)	(18,485.62)	(17,991.31)	(19,887.82)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8,306.64)</b>	<b>(11,242.46)</b>	<b>(7,668.80)</b>	<b>(5,107.32)</b>	<b>(8,104.48)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>5,068.66</b>	<b>3,871.37</b>	<b>31,155.67</b>	<b>(6,447.88)</b>	<b>59,908.05</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>73,403.44</b>	<b>94,860.27</b>	<b>116,771.71</b>	<b>121,441.19</b>	<b>125,349.09</b>
营业成本	43,356.65	68,812.37	82,554.44	86,489.09	87,786.44
营业税金及附加	3,615.08	3,996.04	4,904.41	4,857.65	5,013.96
营业费用	2,768.21	829.36	1,167.72	1,214.41	1,253.49
管理费用	5,628.06	5,710.97	7,006.30	7,286.47	7,520.95
研发费用	53.73	95.98	58.39	60.72	62.67
财务费用	547.89	43.98	58.39	60.72	62.67
资产减值损失	(85.22)	(288.28)	3.75	3.75	3.75
公允价值变动收益	478.90	2,729.57	478.90	478.90	478.90
投资净收益	1,726.58	6,377.34	2,700.00	3,000.00	3,000.00
其他	(4,360.51)	(17,477.24)	(6,357.80)	(6,957.80)	(6,957.80)
<b>营业利润</b>	<b>19,674.07</b>	<b>24,030.17</b>	<b>24,197.21</b>	<b>24,947.28</b>	<b>27,124.06</b>
营业外收入	48.33	46.12	80.00	80.00	80.00
营业外支出	332.21	67.91	45.00	45.00	45.00
<b>利润总额</b>	<b>19,390.18</b>	<b>24,008.37</b>	<b>24,232.21</b>	<b>24,982.28</b>	<b>27,159.06</b>
所得税	2,757.75	4,251.32	3,634.83	3,747.34	4,073.86
<b>净利润</b>	<b>16,632.43</b>	<b>19,757.05</b>	<b>20,597.38</b>	<b>21,234.94</b>	<b>23,085.20</b>
少数股东损益	4,989.03	4,874.41	5,565.81	5,759.33	6,925.56
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11,643.40</b>	<b>14,882.64</b>	<b>15,031.57</b>	<b>15,475.61</b>	<b>16,159.64</b>
每股收益(元)	1.20	1.54	1.55	1.60	1.67

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	28.27%	29.23%	23.10%	4.00%	3.22%
营业利润	3.21%	22.14%	0.70%	3.10%	8.73%
归属于母公司净利润	5.92%	27.82%	1.00%	2.95%	4.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.93%	27.46%	29.30%	28.78%	29.97%
净利率	15.86%	15.69%	12.87%	12.74%	12.89%
ROE	19.99%	21.19%	19.09%	17.58%	16.61%
ROIC	38.77%	41.13%	32.66%	54.03%	36.78%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.87%	39.78%	45.77%	29.78%	38.83%
净负债率	-5.12%	-12.48%	-41.86%	-30.19%	-71.79%
流动比率	1.25	1.41	1.47	2.81	2.16
速动比率	1.20	1.28	1.46	2.62	2.15
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.98	12.86	6.44	5.96	10.24
存货周转率	61.49	28.91	39.36	37.90	39.49
总资产周转率	0.59	0.69	0.69	0.67	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.20	1.54	1.55	1.60	1.67
每股经营现金流	1.98	2.18	2.94	-0.25	6.95
每股净资产	6.01	7.24	8.12	9.08	10.03
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.37	8.12	8.04	7.81	7.48
市净率	2.07	1.72	1.53	1.37	1.24
EV/EBITDA	3.05	2.75	2.86	3.25	1.35
EV/EBIT	3.93	3.46	3.36	3.82	1.58

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