

買入

2021年9月3日

煤炭量價齊升，公司業績創歷史新高

► **上半年淨利增長 66%，Q2 淨利創新高：**公司實現營業收入 727 億元，同比增長 87%；歸母淨利潤 82.86 億元，同比增長 66.%；基本每股收益 0.85 元。2021 年第二季度實現營業收入 379 億元，同比增長 88%，環比增長 9%。歸母淨利潤 49 億元，同比增長 86.%，環比增長 45%，創歷史單季度最好水準，主要得益於煤炭價格的持續上漲，以及公司金融產品公允價值變動貢獻 7 億元收益。

► **煤炭產銷量價齊升，成本有所增長：**2021 年上半年公司煤炭產銷分別達到 7018 萬噸及 1.37 億噸，同比增長 21%和 29%。煤炭售價達到 500.45 元/噸，同比增長 49%，其中自產煤坑口價為 453.19 元/噸，同比增長 45%；貿易煤為 549 元/噸。公司售價低於市場價的主要原因是為了完成發改委的保供要求，公司長協煤比例有所提高。上半年公司原產煤的完全成本為 238.27 元/噸，同比上升 22.4%，其中關稅費增加 19.8 元/噸；掘進成本增長 5.63 元/噸以及大宗商品價格上漲帶來材料增長 4.38 元/噸。預計今年公司小保當二號產量將達到 800 萬噸，公司全年煤炭產量 1.3 億噸。

► **強大的投資能力為公司增厚收益：**4 月公司通過《關於對外合作開展投資業務暨授權事宜的議案》，同意公司以不超過 200 億元的公司自有資金為限，在限定額度內對外合作開展不涉及關聯交易的投資業務。公司憑藉著這對新能源行業的卓越理解投資了隆基股份、贛鋒鋁業等優秀公司，為公司帶來了豐厚回報。截止上半年公司交易性資產達到 120.5 億元，公允價值變動淨收益 7.13 億元。此外公司長期持有 3.79%的隆基股份和同城新材。

► **煤炭供需緊平衡，量價齊升帶動公司業績，目標價 18.2 元：**隨著國內疫情得到控制，經濟快速恢復，煤炭需求會大幅增加，而產能無法快速提升的背景下，下半年煤炭港口價格中樞預計會維持在 800 元/噸，公司小保當二號進入正式投產後，資本開支有望下行，財務費用有望降低，公司現金流有望維持在 200 億。我們上調公司 21-23 年淨利潤達到 182.5/194/196.1 億元，對應 21 年 10 倍 PE，給與公司目標價 18.2 元，較目前有 29.53%的漲幅，給予買入評級

鄒煒

852-25321597

wilson.zou@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	煤炭
股價	14.05 元
目標價	18.2 元 (+29.54%)
股票代碼	SH. 601225
已發行股本	96.95 億股
總市值	1355 億人民幣元
52 周高/低	14.48 元/7.21 元
每股淨現值	7.02 元
主要股東	陝西煤業化工集團有限責任公司 63.14%

表：盈利摘要

截至12月31日	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
收入 (百万人民币)	73,403	94,860	142,297	153,379	162,391
变动 (%)	28%	29%	50%	8%	6%
净利润 (百万人民币)	11,643	14,883	18,253	19,399	19,605
每股收益 (元)	1.16	1.49	1.88	2.00	2.02
变动 (%)	6%	28%	27%	6%	1%
市盈率@14.05 (元)	12.1	9.4	7.5	7.0	6.9
每股股息 (元)	0.36	0.60	0.75	0.80	0.81
股息率 (%)	4%	6%	8%	9%	9%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



主要財務報表

損益表

人民币 百万元, 财务年度截至12月

	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
收入	73,403	94,860	142,297	153,379	162,391
营业成本	43,357	68,812	97,924	106,362	114,535
毛利	30,047	26,048	44,373	47,016	47,856
税金及附加	3,615	3,996	6,604	6,965	7,212
销售费用	2,768	829	1,244	1,341	1,420
管理费用	5,628	5,711	8,282	8,620	8,802
财务费用	548	44	44	44	44
投资收益	1,727	6,377	1,269	1,269	1,269
经营利润	19,390	24,008	29,446	31,293	31,626
所得税	2,758	4,251	5,214	5,541	5,600
少数股东应占利润	4,989	4,874	5,978	6,353	6,421
归母净利润	11,643	14,883	18,253	19,399	19,605
折旧及摊销	5,832	6,490	7,142	7,486	7,780
EBITDA	25,223	30,499	36,588	38,780	39,406
EPS(元)	1.16	1.49	1.88	2.00	2.02
增长	6%	28%	23%	6%	1%
总收入 (%)	28.3%	29.2%	50.0%	7.8%	5.9%
每股收益 (%)	5.9%	27.8%	22.6%	6.3%	1.1%

资产负债表

人民币 百万元, 财务年度截至12月

	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
现金	19,243	23,931	32,927	50,550	55,496
应收账款	7,372	7,386	15,098	9,882	16,566
存货	1,314	5,248	4,090	6,052	4,869
其他流动资产	1,983	1,585	2,061	3,091	4,019
总流动资产	34,812	55,016	60,111	75,259	88,001
固定资产	40,209	#REF!	46,735	51,698	53,257
无形资产	21,803	#REF!	21,217	19,410	18,541
非流动资产	91,872	93,896	98,850	96,049	96,410
总资产	126,684	148,912	158,961	171,308	184,412
应付账款	14,383	15,704	16,490	18,478	19,177
短期银行贷款	0	0	0	0	0
其他短期负债	264	2,015	2,112	2,112	2,208
总短期负债	27,906	38,980	32,081	33,625	35,760
长期银行贷款	9,071	6,792	3,396	0	0
其他负债	1	5	5	5	5
总负债	50,514	59,243	46,732	43,400	44,435
少数股东权益	17,916	19,437	25,415	31,769	38,190
股东权益	76,170	89,669	113,428	139,056	165,045
每股账面值 (元)	8	9	11	14	17
营运资金	6,906	16,036	28,030	41,634	52,241

資料來源: 公司資料, 第一上海預測

财务分析

	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
盈利能力					
毛利率 (%)	40.9%	27.5%	31.2%	30.7%	29.5%
EBITDA 利率 (%)	34.4%	32.2%	25.7%	25.3%	24.3%
净利率 (%)	15.9%	15.7%	12.8%	12.6%	12.1%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	7.9%	6.8%	5.0%	4.9%	4.8%
实际税率 (%)	14.2%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
股息支付率 (%)	30.9%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转天数	10.0	17.4	17.4	17.4	17.4
应收账款天数	52.3	29.7	29.7	29.7	29.7
应付账款天数	125.6	79.8	60.0	60.0	60.0
财务状况					
净负债/权益	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
收入/总资产	0.6	0.6	0.9	0.9	0.9
总资产/权益	1.7	1.7	1.4	1.2	1.1
估值比率					
PE(倍)	8.0	6.3	4.9	4.7	4.6
PB(倍)	1.22	1.04	0.82	0.67	0.56

现金流量表

人民币 百万元, 财务年度截至12月

	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
净利润	16,632	19,757	24,232	25,752	26,026
折旧摊销	5,848	6,506	7,159	7,502	7,795
财务费用	777	523	0	0	0
投资损失	-1,727	-6,377	-1,269	-1,269	-1,269
其他营运活动	-4,853	52	0	0	0
营运性现金流	19,200	21,140	22,285	32,738	26,291
资本开支	4,837	8,302	5,214	5,214	4,909
其他投资活动	1,791	72	0	0	0
投资性现金流	-5,825	-6,026	-3,945	-3,945	-3,640
短期借款	170	-4	-166	0	0
长期借款	-3,151	-2,280	-3,396	-3,396	0
普通股增加	3,878	6,786	3,396	0	1
其他筹资现金	6,514	8,574	75	80	81
融资性现金流	-8,307	-11,242	-3,471	-80	-83
现金变化	5,069	3,873	14,870	28,713	22,569
期初持有现金	12,989	17,965	18,058	21,837	32,927
期末持有现金	18,058	21,837	32,927	50,550	55,496

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。