

陕西煤业(601225)/

一季度扣非净利润大增 70%，龙头行稳致远

评级：买入(维持)

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

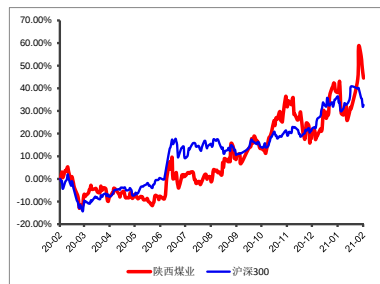
电话：

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	10,000.0
流通股本(百万股)	10,000.0
市价(元)	11.98
市值(百万元)	119,800.0
流通市值(百万元)	119,800.0

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 陕西煤业 2020 年度业绩预告点评：2020 年权益利润增长 19.8%，2021 年公司看点将包括售价、产量、所得税调整等
- 2 陕西煤业 2020 三季度报告点评：主业、投资双方面驱动，前三季度净利润增长 26.4%
- 3 陕西煤业 2020 三季度业绩预告点评：获得大额投资收益，前三季度度净利润中枢 110 亿元

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73,403	94,860	114,559	124,348	133,372
增长率 yoy%	28.27%	29.23%	20.77%	8.54%	7.26%
净利润	11,643	14,883	15,128	15,970	16,128
增长率 yoy%	5.92%	27.82%	1.65%	5.56%	0.99%
每股收益(元)	1.16	1.49	1.56	1.65	1.66
每股现金流量	1.92	2.11	3.23	2.47	3.46
净资产收益率	19.99%	21.19%	19.69%	18.83%	17.37%
P/E	10.29	8.05	7.68	7.27	7.20
PEG	1.02	1.88	0.79	0.72	1.68
P/B	2.06	1.71	1.51	1.37	1.25

备注：股价日期为 2021 年 4 月 29 日收盘价

投资要点

■ 公司披露 2020 年度报告及 2021 年一季度报告，具体财务数据如下：

2020 年，公司营业总收入 948.6 亿元，较上年同期增加 28.7%；归属于上市公司股东的净利润 148.8 亿元，同比增加 28%，扣非后为 91.2 亿元，同比下降 18%；加权平均净资产收益率为 23.2%，较 2019 年增加 1.91 个百分点；基本每股收益是 1.54 元/股，较去年的 1.20 元/股提高 28%。

2020 年以公司剔除回购股份后股本 96.95 亿股为基准，拟每股分派现金红利 0.8 元（含税），共计 77.56 亿元，分红率为 52.12%，对应当前股价（11.98 元/股）股息率为 6.7%，延续业绩稳健高分红特征。

2021 年一季度公司营业总收入 347.66 亿元，较上年同期增加 86.72%；归属于上市公司股东的净利润 33.71 亿元，同比增加 43.36%，扣非后为 37.1 亿元，同比增长 70%；加权平均净资产收益率为 4.67%，较上年同期增加 0.73 个百分点；基本每股收益是 0.35 元/股，较上年同期的 0.24 元/股提高 45.83%。

■ 2020 年信托项目清算及公允价值变动收益，对业绩增量贡献较明显。

根据公司公告披露，2020 年公司通过朱雀信托累计减持隆基股份 1.82 亿股，占隆基总股本 4.81%，截至年末，公司只剩直接持有隆基股份 1.46 亿股，占隆基总股本 3.88%。2020 年，公司实现投资收益为 63.77 亿元，同比增加 2.69 倍（或+46.5 亿元），我们判断增量主要来自减持隆基股份的投资收益。另外，公司持有的交易性金融资产公允价值变动收益为 27.3 亿元，同比增加 4.7 倍（或为+22.5 亿元）。上述二者合计为 91.1 亿元，占公司利润总额为 38%，对 2020 年业绩增量贡献较明显。

■ 2020 年度公司煤炭板块变化：原煤产量同比增长 9.1%，销量增长 35%，吨煤售价下降 4.1%，吨煤成本相对稳定。

2020 年，公司原煤产量 1.25 亿吨，较 2019 年 1.15 亿吨增加 9.1%，煤炭销量 2.41 亿吨，较 2019 年 1.78 亿吨增加 35%，销量增速大于产量，主要是贸易煤大幅增加所致。其中自产煤销量 1.24 亿吨，较 2019 年 1.13 亿吨增加 9.3%，贸易煤销量 1.17 亿吨，较 2019 年 0.65 亿吨增加 81%。

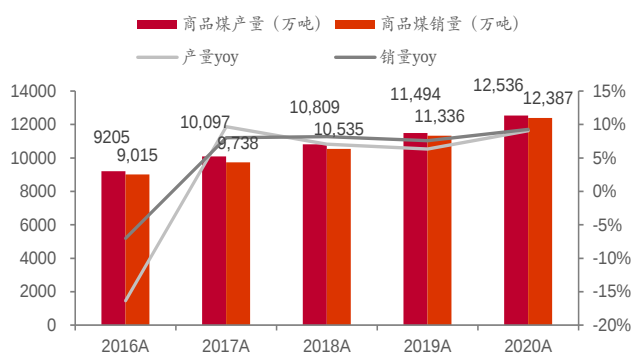
公司 2020 年自产煤售价减少导致利润下滑，自产煤价从 2019 年 362.3 元/吨下降至 347.4 元/吨，同比下降 4.1%（或-15 元/吨）。2020 年自产煤单位销售成本 161.5 元/吨，同比增长 21%（或 28 元/吨），由于新收入会计准则的影响，将原来计入销售费用的运输费调整到营业成本，扣除掉单吨运费影响（运输费用 29.5 亿元/自产煤销量 1.24 亿吨=24 元/吨），公司吨煤成本保持相对稳定。

■ 2021 年一季度公司扣非后归母净利润为 37.1 亿元，同比增长 70%，变现亮眼，业绩大幅增长主要是由于煤炭板块量价齐升。

2021 年一季度，公司煤炭产量 3498.49 万吨，较 2020 年同期 2611.22 万吨增加 33.98%（或为 887 万吨），增长原因一方面是上年基数低，二方面是小保当二号煤矿（产能 1300 万吨/年）已于 2020 年进入联合试运转（陕煤化集团官网介绍）。一季度煤炭销量 7299.53 万吨，较 2020 年同期 4649.71 万吨增加 56.99%（或为 2650 万吨）。一季度综合售价为 448 元/吨，同比增长 16%（或为 63 元/吨），吨煤成本 316 元/吨，同比增长 22%（或为 57 元/吨），吨煤毛利 132 元/吨，同比增长 5%（或为 6 元/吨）。

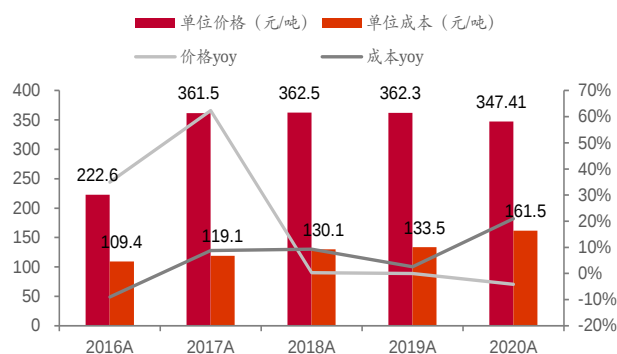
- **盈利预测与估值：**基于动力煤行业供需关系向好，我们调整公司的盈利预测，预计公司 2021-2023 年归属于母公司股东净利润分别为 151.3/159.7/161.3 亿元（前次为 2021/22 年分别为 142.5/146.6 亿元），同比+2%、+6%、+1%，折合 EPS 分别为 1.56/1.65/1.66 元（注销回购股份后股本 96.95 亿股为基准），当前股价 11.98 元（4 月 29 日的收盘价）对应 2021/22/23 年 PE 分别为 7.7X、7.3X、7.2X，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**煤价波动风险；安全生产风险等

图表1：公司商品煤产量及销量



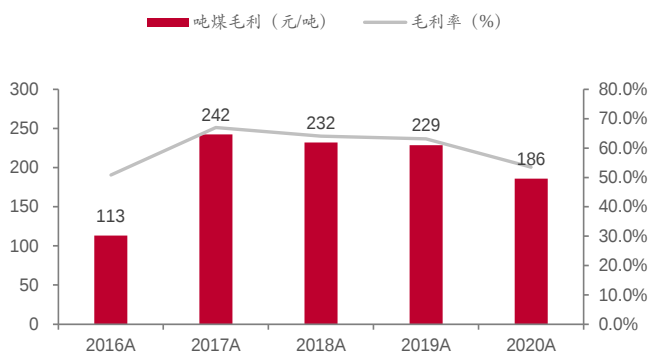
来源：wind、中泰证券研究所

图表2：自产煤单位价格及成本



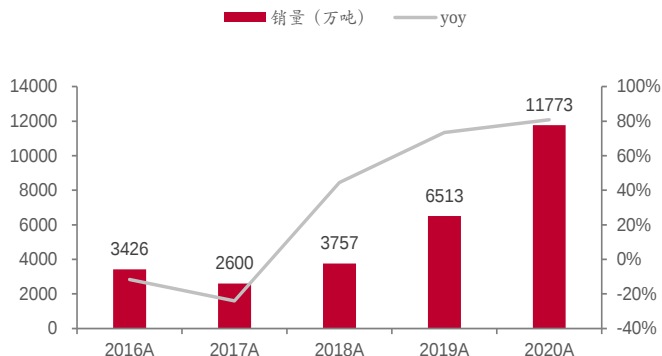
来源：wind、中泰证券研究所

图表3：自产煤单位毛利及毛利率



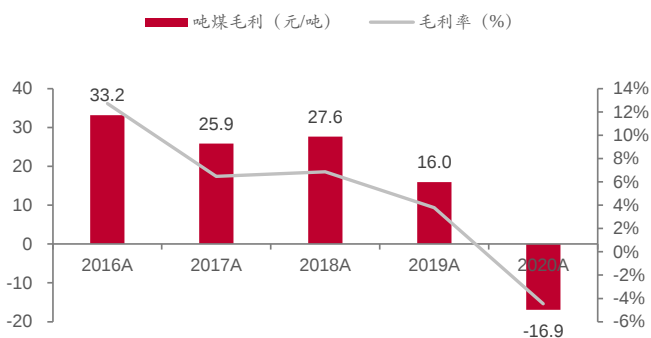
来源：wind、中泰证券研究所

图表4：贸易煤销量及增速



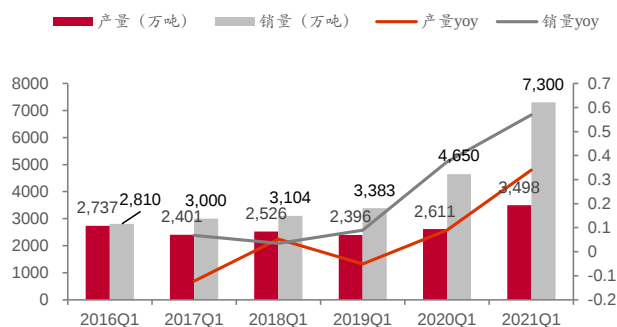
来源：wind、中泰证券研究所

图表5：贸易煤单位毛利及毛利率



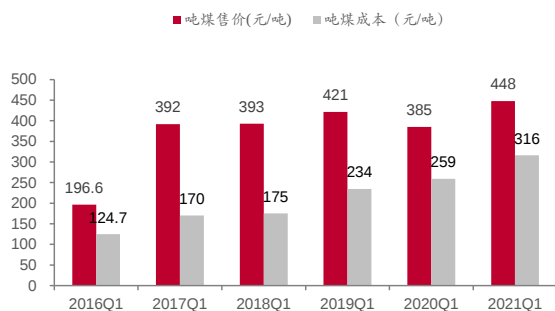
来源：wind、中泰证券研究所

图表6：一季度公司商品煤产量及销量



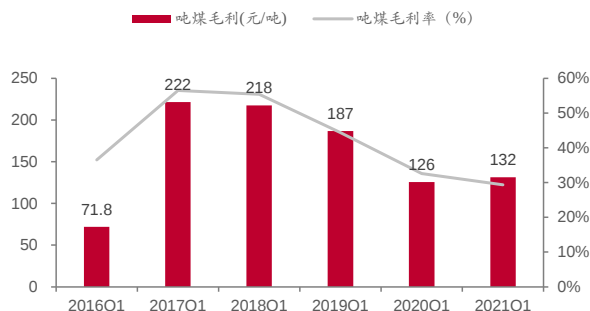
来源：wind、中泰证券研究所

图表7：一季度公司商品煤单位价格及成本



来源：wind、中泰证券研究所

图表8：一季度公司商品煤单位毛利及毛利率



来源：wind、中泰证券研究所

图表9：三张报表摘要

损益表(人民币百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,403	94,860	114,559	124,348	133,372
增长率	28.3%	29.2%	20.8%	8.5%	7.3%
营业成本	-43,357	-68,812	-78,385	-85,977	-93,713
% 销售收入	59.1%	72.5%	68.4%	69.1%	70.3%
毛利	30,047	26,048	36,174	38,371	39,659
% 销售收入	40.9%	27.5%	31.6%	30.9%	29.7%
营业税金及附加	-3,615	-3,996	-4,811	-5,223	-5,602
% 销售收入	4.9%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
营业费用	-2,768	-829	-1,031	-1,119	-1,200
% 销售收入	3.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-5,628	-5,711	-6,874	-7,461	-8,002
% 销售收入	7.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润(EBIT)	18,035	15,512	23,458	24,568	24,855
% 销售收入	24.6%	16.4%	20.5%	19.8%	18.6%
财务费用	-548	-44	-344	-373	-400
% 销售收入	0.7%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-85	-288	-80	-80	-80
公允价值变动收益	479	2,730	0	0	0
投资收益	1,727	6,377	2,000	2,000	2,000
% 税前利润	8.9%	26.3%	8.0%	7.7%	7.6%
营业利润	19,608	24,286	25,035	26,115	26,375
营业利润率	26.7%	25.6%	21.9%	21.0%	19.8%
营业外收支	-284	-22	-22	-21	-22
税前利润	19,324	24,264	25,013	26,094	26,353
利润率	26.3%	25.6%	21.8%	21.0%	19.8%
所得税	-2,758	-4,251	-4,002	-3,914	-3,953
所得税率	14.3%	17.5%	16.0%	15.0%	15.0%
净利润	16,632	19,757	21,011	22,180	22,400
少数股东损益	4,989	4,874	5,883	6,210	6,272
归属于母公司的净利润	11,643	14,883	15,128	15,970	16,128
净利率	15.9%	15.7%	13.2%	12.8%	12.1%

现金流量表(人民币百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	16,632	19,757	21,011	22,180	22,400
加：折旧和摊销	5,848	6,506	6,890	7,587	8,196
资产减值准备	85	288	0	0	0
公允价值变动损失	-479	-2,730	0	0	0
财务费用	777	523	344	373	400
投资收益	-1,727	-6,377	-2,000	-2,000	-2,000
少数股东损益	4,989	4,874	5,883	6,210	6,272
营运资金的变动	616	15,295	6,076	-3,405	5,642
经营活动现金净流	19,200	21,140	32,321	24,735	34,639
固定资本投资	-3,041	-4,462	-3,000	-3,000	-3,000
投资活动现金净流	-5,825	-6,026	-1,500	-1,500	-1,500
股利分配	-3,490	-3,490	-7,564	-7,985	-8,064
其他	-4,816	-7,752	-3,270	-373	-400
筹资活动现金净流	-8,307	-11,242	-10,834	-8,358	-8,464
现金净流量	5,069	3,871	19,986	14,877	24,674

来源：wind、中泰证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	19,243	23,931	43,917	58,795	83,469
应收款项	7,622	7,833	8,965	10,281	9,818
存货	1,314	5,248	1,479	6,309	1,957
其他流动资产	6,633	18,005	16,829	19,150	17,476
流动资产	34,812	55,016	71,190	94,535	112,720
% 总资产	27.5%	36.9%	44.0%	52.3%	58.0%
长期投资	12,104	9,342	9,342	9,342	9,342
固定资产	40,209	46,735	47,156	45,907	43,376
% 总资产	31.7%	31.4%	29.2%	25.4%	22.3%
无形资产	21,816	21,374	20,880	20,363	19,824
非流动资产	91,872	93,896	90,490	86,387	81,675
% 总资产	72.5%	63.1%	56.0%	47.7%	42.0%
资产总计	126,684	148,912	161,680	180,921	194,395
短期借款	170	166	0	0	0
应付款项	17,890	17,482	18,958	23,194	21,481
其他流动负债	9,846	21,333	22,104	22,914	23,764
流动负债	27,906	38,980	41,062	46,108	45,245
长期贷款	9,071	6,792	5,000	5,000	5,000
其他长期负债	13,536	13,471	13,471	13,471	13,471
负债	50,514	59,243	59,533	64,579	63,716
普通股股东权益	58,254	70,233	76,827	84,812	92,876
少数股东权益	17,916	19,437	25,320	31,530	37,802
负债股东权益合计	126,684	148,912	161,680	180,921	194,395

比率分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标					
每股收益(元)	1.16	1.49	1.56	1.65	1.66
每股净资产(元)	5.83	7.02	7.92	8.75	9.58
每股经营现金净流(元)	1.92	2.11	3.23	2.47	3.46
每股股利(元)	0.35	0.35	0.78	0.82	0.83
回报率					
净资产收益率	19.99%	21.19%	19.69%	18.83%	17.37%
总资产收益率	13.13%	13.27%	13.00%	12.26%	11.52%
投入资本收益率	25.80%	29.05%	33.77%	41.94%	42.93%
增长率					
营业总收入增长率	28.27%	29.23%	20.77%	8.54%	7.26%
EBIT增长率	6.44%	22.54%	2.54%	4.35%	1.08%
净利润增长率	5.92%	27.82%	1.65%	5.56%	0.99%
总资产增长率	5.11%	17.55%	8.57%	11.90%	7.45%
资产管理能力					
应收账款周转天数	25.7	25.6	23.0	24.3	23.7
存货周转天数	5.9	12.5	10.6	11.3	11.2
应付账款周转天数	81.9	57.9	52.1	55.0	53.6
固定资产周转天数	198.0	165.0	147.5	134.7	120.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-11.05%	-34.77%	-47.01%	-62.48%	-62.01%
EBIT利息保障倍数	37.1	566.3	74.3	71.4	67.3
资产负债率	39.87%	39.78%	36.82%	35.69%	32.78%

来源：wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。