

中信证券研究部



祖国鹏
 首席煤炭分析师
 S1010512080004

核心观点

公司发布可转债发行预案以及三年分红规划公告，可转债方案因回购库存股的作用预计对未来股本摊薄效应变弱，三年分红规划也凸显了公司价值属性。作为动力煤龙头企业，公司未来产能有增长，浩吉铁路远期也有助于扩大市场份额。三季度以来，坑口煤价持续走强，加之处置隆基股份的投资收益，全年业绩预期向好。公司现金流充沛，盈利能力良好，具备长期高分红能力，估值修复空间明确。

■ **发行可转换债券为小保当二号矿井融资，前期回购的库存股可有效减轻未来转股后的摊薄效应。**公司公告拟发行 30 亿元金额的可转换债券，为小保当二号矿井及选煤厂建设融资，该项目截至 8 月底已累计投入 118.07 亿元，尚需投入 33.5 亿元，预计整体建设进入尾声。小保当二号矿井核定产能 1300 万吨，位于榆神矿区，该区煤层赋存条件好、储量巨大、产煤环保清洁，可作为优质低温干馏、工业气化、液化和动力用煤。按照目前公司陕北矿区吨煤权益净利 90 元/吨的水平测算，小保当二号井正常生产后，可贡献约 10~11 亿元的归母净利润。由于公司前期回购了 3.05 亿股份目前作为库存股，公司规划未来转债的投资者转股时，可以用库存股作为转股股票的来源，回购股份不足的部分再进行增发。因此，按照 30 亿元可转债全部转股的假设计算，如果最终转股价在 9 元，则需要增发 0.28 亿股（较现有 100 亿股本仅扩张 0.2%）。假设按照公司转股价格的确定规则（即前 20 交易日公司股票交易均价），按照目前市价对应的转股价格为 8.25 元，全部转股则需增发 0.59 亿股（增厚目前股本 0.6%），因此此次公司可转债预案，对股本摊薄效应并不强，如果转股价格高于 9.83 元，预计并不会增加现有股本。

■ **三年分红规划出炉，强化公司股票的价值属性。**公司现金创造能力强，经营现金流/净利润比值领先众多行业的龙头公司。公司目前资本开支规模较低，负债率不到 40%，现金流充裕，在近几年新建矿井资本开支结束后，长期年均自由现金流有望回升至 150 亿左右，叠加公司多数年份 ROE 可维持在 15% 以上，这些因素都将为持续高分红提供支撑。公司 2020~2022 年的分红规划公告，除有重大资金安排之外，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 40% 且金额不低于 40 亿元。按照目前的市值，40 亿元分红对应的保底股息率约为 4.41%，而按照目前市场一致预期，公司未来三年盈利均能超过 100 亿元，因此分红预期将高于 40 亿元的保底水平。按照市场 2020 年的盈利预测，公司目前股价对应的股息率超过 6%。这一分红规划强化了公司的长期价值属性。

■ **风险因素：**宏观经济增速放缓，影响公司销售及均价；新建矿进度低于预期。

■ **投资建议：**我们维持公司 2020~2022 年 EPS 1.32/1.23/1.29 元的预测，当前价 9.08 元，对应 2020-22 年 P/E 分别为 6/7/7x，估值水平处于历史低位。我们给予公司目标价 12 元，对应 2021 年 P/E 10x，维持公司“买入”评级。

陕西煤业	601225
评级	买入（维持）
当前价	9.08 元
目标价	12 元
总股本	10,000 百万股
流通股本	10,000 百万股
52 周最高/最低价	9.36/6.84 元
近 1 月绝对涨幅	7.33%
近 6 月绝对涨幅	8.98%
近 12 月绝对涨幅	-14.33%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,223.7	73,403.4	81,006.8	96,516.1	103,895.3
营业收入增长率	12.4%	28.3%	10.4%	19.1%	7.6%
净利润(百万元)	10,992.8	11,643.4	13,227.8	12,289.2	12,924.6
净利润增长率	5.2%	5.9%	13.6%	-7.1%	5.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.10	1.18	1.32	1.23	1.29
毛利率%	48.7%	40.9%	37.2%	36.9%	35.7%
净资产收益率 ROE%	21.70%	19.99%	19.49%	16.42%	15.60%
每股净资产(元)	5.07	5.83	6.79	7.49	8.29
PE	8	7	6	7	7
PB	1.69	1.47	1.26	1.15	1.04

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 相关每股数据计算包含公司回购的库存股 注：股价为 2020 年 9 月 18 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	57,224	73,403	81,007	96,516	103,895	货币资金	13,116	19,243	34,793	34,765	41,276
营业成本	29,361	43,357	50,877	60,867	66,810	存货	1,074	1,314	1,763	2,061	2,201
毛利率	48.69%	40.93%	37.19%	36.94%	35.70%	应收账款	13,650	7,372	16,775	28,955	33,247
营业税金及附加	2,882	3,615	3,969	5,019	5,203	其他流动资产	3,666	6,882	7,596	8,294	8,495
销售费用	2,195	2,768	3,078	3,861	4,007	流动资产	31,505	34,812	60,927	74,074	85,218
营业费用率	3.84%	3.77%	3.80%	4.00%	3.86%	固定资产	40,548	40,209	41,743	41,942	44,240
管理费用	5,184	5,628	6,319	7,721	8,127	长期股权投资	10,350	12,104	15,097	18,089	21,084
管理费用率	9.06%	7.67%	7.80%	8.00%	7.82%	无形资产	22,497	21,803	20,803	19,803	18,803
财务费用	58	548	5	(206)	(322)	其他长期资产	15,631	17,756	15,613	14,461	10,944
财务费用率	0.10%	0.75%	0.01%	-0.21%	-0.31%	非流动资产	89,025	91,872	93,256	94,294	95,071
投资收益	1,452	1,727	5,750	1,700	1,800	资产总计	120,530	126,684	154,183	168,369	180,289
营业利润	19,061	19,674	22,594	21,068	22,076	短期借款	0	170	0	0	0
营业利润率	33.31%	26.80%	27.89%	21.83%	21.25%	应付账款	15,459	14,383	25,439	27,390	26,724
营业外收入	44	48	44	45	46	其他流动负债	13,221	13,353	15,549	16,411	16,366
营业外支出	358	332	249	313	298	流动负债	28,679	27,906	40,988	43,801	43,090
利润总额	18,748	19,390	22,389	20,800	21,824	长期借款	11,941	9,071	8,071	7,071	6,071
所得税	2,819	2,758	3,358	3,120	3,274	其他长期负债	13,520	13,536	13,536	13,536	13,536
所得税率	15.03%	14.22%	15.00%	15.00%	15.00%	非流动性负债	25,462	22,607	21,607	20,607	19,607
少数股东损益	4,936	4,989	5,803	5,391	5,626	负债合计	54,141	50,514	62,595	64,408	62,697
归属于母公司股东的净利润	10,993	11,643	13,228	12,289	12,925	股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
净利率	19.21%	15.86%	16.33%	12.73%	12.44%	资本公积	7,395	7,398	7,398	7,398	7,398
						归属于母公司所有者权益合计	50,664	58,254	67,869	74,850	82,856
						少数股东权益	15,724	17,916	23,719	29,110	34,736
						股东权益合计	66,389	76,170	91,588	103,961	117,592
						负债股东权益总计	120,530	126,684	154,183	168,369	180,289

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	18,748	19,390	22,389	20,800	21,824
所得税支出	-2,819	-2,758	-3,358	-3,120	-3,274
折旧和摊销	4,788	5,848	5,912	6,357	6,801
营运资金的变化	-514	2,793	2,673	-10,366	-5,339
其他经营现金流	-445	-6,073	-5,834	-2,037	-2,358
经营现金流合计	19,758	19,200	21,783	11,634	17,655
资本支出	-4,422	-4,837	-4,000	-4,000	-4,000
投资收益	1,452	1,727	5,750	1,700	1,800
其他投资现金流	-4,986	-2,715	-3,195	-3,260	-3,347
投资现金流合计	-7,955	-5,825	-1,445	-5,560	-5,547
发行股票	0	1,470	0	0	0
负债变化	14,940	5,748	-1,170	-1,000	-1,000
股息支出	-3,300	-3,600	-3,600	-5,291	-4,916
其他融资现金流	-19,597	-11,924	-17	189	318
融资现金流合计	-7,957	-8,307	-4,787	-6,102	-5,597
现金及现金等价物净增加额	3,846	5,069	15,550	-28	6,511

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	12.36%	28.27%	10.36%	19.15%	7.65%
营业利润增长率	4.55%	3.21%	14.84%	-6.75%	4.79%
净利润增长率	5.20%	5.92%	13.61%	-7.10%	5.17%
毛利率	48.69%	40.93%	37.19%	36.94%	35.70%
EBITDA Margin	41.18%	34.38%	27.78%	22.34%	21.83%
净利率	19.21%	15.86%	16.33%	12.73%	12.44%
净资产收益率	21.70%	19.99%	19.49%	16.42%	15.60%
总资产收益率	9.12%	9.19%	8.58%	7.30%	7.17%
资产负债率	44.92%	39.87%	40.60%	38.25%	34.78%
所得税率	15.03%	14.22%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	30.02%	30.92%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。