



2020年02月26日

# 2019年度业绩快报超预期，上调盈利预测重申“买入”

## 陕西煤业(601225)

### 事件概述

根据公司2019年度业绩快报，2019年营业总收入734亿元，同比+28.27%；归母净利116亿元，同比+5.49%；加权平均ROE为20.88%，同比-2.03个百分点。

► **2019年度业绩快报显示，公司归母净利116亿元，业绩超预期，主要由于产量略超预期，以及管理费用率下降。**

根据公告，2019年公司原煤产量1.15亿吨（同比+6.4%），煤炭销量1.77亿吨（同比+23.8%）。

2019Q4单季煤炭产量约3150万吨，较2018Q4的2803万吨同比+12.3%，较2019Q3的2982万吨环比+5.6%；2019Q4单季煤炭销量约5360万吨，较2018Q4的4091万吨同比+31.0%，较2019Q3的4611万吨环比+16.2%。**2019Q4单季煤炭产量/销量均超预期。**

根据披露的签字报表（非年报，最终数字可能有变动），2019年公司管理费用56.35亿元，管理费用率7.7%，较2018年的9.1%下降1.4个百分点，下降幅度略超预期。

此外，公司的财务费用上涨超预期。根据签字报表，2019年财务费用5.43亿元，较2019年前三季度的0.78亿元有较大上升，考虑到有息负债余额并未在四季度出现明显变化，我们估计主要由于转固后部分财务费用不再资本化，在单季形成了较大波动。

同时，公司2019年公允价值变动收益4.71亿元，亦超预期。根据公司2019年三季报，交易性金融资产15亿元，主要为委托朱雀基金进行股票投资的专项资金，我们认为公司四季度单季增加的超过3亿元公允价值变动收益，主要来自于朱雀基金受托管理形成的股票投资收益。

► **上调2019-21年盈利预测至116/108/113亿元，上调目标价至13.92元，维持并重申“买入”评级。**

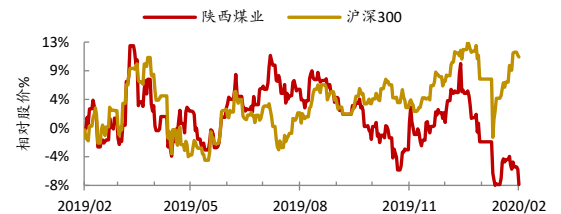
由于公司2019年产量超预期，2020-21年产量预测略上调至1.18/1.30亿吨，主要来自袁大滩的增量以及小保当二号矿预计2020年底投产。同时，由于今年初的疫情，2月陕西坑口煤价上涨超预期，略上调2020年煤价，基于2020/21年秦港煤价550/535元/吨的预期，我们上调公司2019-21年归母净利润预测至116/108/113亿元（原预测108/100/103亿元），上调2019-21年EPS预测至1.20/1.11/1.16元（原预测为1.11/1.04/1.07元）。根据公司2020年2月26日收盘价7.96元/股，对应PE分别为7/7/7倍。

由于原目标价为基于2021年业绩给12倍PE，故上调目标价至13.92元（原目标价为12.84元），维持并重申“买入”评级。

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：13.92  
最新收盘价：7.96

股票代码：601225  
52周最高价/最低价：9.93/7.85  
总市值(亿)：796.00  
自由流通市值(亿)：796.00  
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：(0755) 2394 5082

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

### 相关研究

- 2019Q4煤炭行业基金持仓分析：总体低配，神华陕煤环比略升  
2020.02.09
- 长协基准或维持稳定，陕西煤业中国神华股价明显低估  
2019.12.05
- 动力煤龙头陕西煤业和中国神华：冬天里的一把火  
2019.11.25
- 三季度业绩略超预期，上调盈利预测重申“买入”评级——陕西煤业2019三季报点评  
2019.10.31
- 陕西煤业将提升华中市场份额——陕西煤业首次覆盖报告  
2019.10.13

**风险提示**

宏观经济系统性风险；进口煤冲击；浩吉铁路上量低于预期；荆州煤码头投产及上量不达预期；靖神铁路定价尚不确定；神渭管道转固；非煤投资不确定。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50927.00	57223.73	73403.40	72677.53	75726.17
YoY (%)	53.71%	12.36%	28.27%	-0.99%	4.19%
归母净利润(百万元)	10449.40	10992.83	11595.56	10789.50	11287.54
YoY (%)	279.30%	5.20%	5.48%	-6.95%	4.62%
毛利率 (%)	55.40%	48.69%	40.98%	40.01%	40.97%
每股收益 (元)	1.08	1.13	1.20	1.11	1.16
ROE	23.63%	21.70%	19.49%	15.35%	13.84%
市盈率	7.39	7.02	6.66	7.15	6.84

资料来源：公司公告，Wind，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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	57223.73	73403.40	72677.53	75726.17	净利润	15929.16	16596.23	15636.96	16847.08
YoY (%)	12.36%	28.27%	-0.99%	4.19%	折旧和摊销	4787.67	4885.10	5305.10	5725.10
营业成本	29361.05	43323.60	43600.00	44700.00	营运资金变动	-3.01	3885.80	223.75	186.90
营业税金及附加	2881.86	3614.90	3579.15	3729.29	经营活动现金流	19758.27	24129.24	20116.27	21792.63
销售费用	2194.57	2768.20	2740.83	2855.80	资本开支	-4410.23	-2890.34	-2000.00	-2000.00
管理费用	5183.99	5635.40	5579.67	5813.73	投资	-3857.40	0.00	0.00	0.00
财务费用	58.18	543.92	547.45	582.63	投资活动现金流	-7955.46	-744.08	-324.64	-324.64
资产减值损失	-40.32	-24.24	0.00	0.00	股权募资	0.00	-2503.14	0.00	0.00
投资收益	1452.42	1675.36	1675.36	1675.36	债务募资	-2435.14	-1760.00	0.00	0.00
营业利润	19061.49	19645.05	18239.54	19651.07	筹资活动现金流	-7956.53	-5152.94	-625.82	-708.92
营业外收支	-313.60	-286.59	0.00	0.00	现金净流量	3846.29	18232.23	19165.81	20759.08
利润总额	18747.89	19358.46	18239.54	19651.07	<b>主要财务指标</b>				
所得税	2818.74	2762.24	2602.58	2803.99	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	15929.16	16596.23	15636.96	16847.08	营业收入增长率	12.36%	28.27%	-0.99%	4.19%
归属于母公司净利润	10992.83	11595.56	10789.50	11287.54	净利润增长率	5.20%	5.48%	-6.95%	4.62%
YoY (%)	5.20%	5.48%	-6.95%	4.62%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.13	1.20	1.11	1.16	毛利率	48.69%	40.98%	40.01%	40.97%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	27.84%	22.61%	21.52%	22.25%
货币资金	13115.64	31347.87	50513.68	71272.76	总资产收益率 ROA	9.12%	8.17%	6.84%	6.43%
预付款项	1798.85	2654.29	2671.22	2738.61	净资产收益率 ROE	21.70%	19.49%	15.35%	13.84%
存货	1073.61	1412.60	1421.61	1457.48	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	15516.42	19812.39	19630.76	20393.59	流动比率	<b>1.10</b>	<b>1.45</b>	<b>1.94</b>	<b>2.44</b>
流动资产合计	31504.52	55227.15	74237.27	95862.44	速动比率	1.00	1.34	1.83	2.33
长期股权投资	10349.74	10349.74	10349.74	10349.74	现金比率	0.46	0.82	1.32	1.81
固定资产	40547.60	37126.34	39685.08	41823.82	资产负债率	44.92%	43.49%	39.21%	35.81%
无形资产	22496.56	21632.73	20768.89	19905.05	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	89025.12	86764.26	83459.17	79734.07	总资产周转率	0.51	0.56	0.49	0.45
资产合计	120529.63	141991.41	157696.44	175596.51	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	150.00	150.00	150.00	每股收益	1.13	1.20	1.11	1.16
应付账款及票据	15458.67	21299.61	21435.50	21976.30	每股净资产	5.23	6.14	7.25	8.42
其他流动负债	13220.52	16755.77	16687.95	17200.14	每股经营现金流	2.04	2.49	2.07	2.25
流动负债合计	28679.18	38205.38	38273.45	39326.44	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	11941.08	10031.08	10031.08	10031.08	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	13520.47	13522.07	13522.07	13522.07	PE	7.02	6.66	7.15	6.84
非流动负债合计	25461.56	23553.15	23553.15	23553.15	PB	1.42	1.45	1.22	1.05
负债合计	54140.74	61758.53	61826.60	62879.59					
股本	10000.00	9695.00	9695.00	9695.00					
少数股东权益	15724.48	20725.14	25572.60	31132.14					
股东权益合计	66388.89	80232.88	95869.84	112716.92					
负债和股东权益合计	120529.63	141991.41	157696.44	175596.51					

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。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

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研究助理，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。