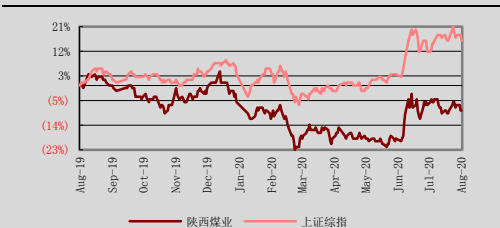


601225.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.80

板块评级: 中性

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.8)	(1.8)	12.3	(8.7)
相对上证指数	(17.8)	(5.9)	(4.6)	(25.0)

发行股数(百万)	10,000
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	78,000
3个月日均交易额(人民币 百万)	300
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
陕西煤业化工集团有限责任公司	63

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2020 年 8 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

- 《陕西煤业》 20200430
- 《陕西煤业》 20200430
- 《陕西煤业》 20200227

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

证券分析师: 唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

陕西煤业

上半年业绩下降 15%，经营、业绩表现较好

20 年上半年归母净利润 4.99 亿元，同比下降 15.1%，业绩表现较好。成本费用控制较好，现金充沛，负债率低。产销量大增 8% 和 37%，依靠铁路运力增长积极扩大市场布局。综合煤价下跌 13%、吨煤毛利、净利分别下降 22% 和 21%，降幅均小于行业平均，表现较好。公司经营情况较好，具备良好成长性，新能源股权投资即将进入收获期。20 年市盈率、市净率分别为 7.7 倍、1.2 倍，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 20 年上半年归母净利润 4.99 亿元，同比下降 15.1%，表现较好，成本费用控制较好，现金充沛，负债率低。业绩下降主要是疫情和经济下行带来的煤价下跌。其中第二季度归母净利润 26.3 亿元，环比逆势增长 11.6%。上半年营业收入 387 亿元，同比增长 18.9%，主营业务成本 257 亿元，同比增长 40.6%，毛利润同比下降 8.8% 至 131 亿元。期间费用率控制较好，从 11% 小幅增长至 12%，其中销售费用大幅增长 117% 至 23 亿元，主要是外购煤数量增加导致铁路费用增加所致。投资收益 8.1 亿元，同比增长 10.7%，主要来自长期股权投资带来的权益净利润。公允价值大幅增长 5.3 倍至 5.77 亿元。营业利润 82 亿元，同比下降 15.8%。毛利率由 44% 下降至 34%，经营利润率由 30% 下降至 21%，净利润率由 18% 下降至 13%。净资产收益率由 11% 下降至 9.3%。每股经营现金流下降 59% 至 0.45，主要是外购煤数量增加。资产负债率由 42% 下降至 40% 的历史低位（上半年财务费用为净收入 3414 万元）。公司负债率很低，现金充裕。
- 产量增长，销量大幅增长，依靠铁路运力大增，加大市场布局。煤炭产量 5797 万吨，同比增加 8%，增长主要集中在陕北矿区，增长 16% 至 3480 万吨，占产量比例由 56% 增长至 60%。煤炭销量大幅增长 36.9% 至 1.06 亿吨，增幅主要由贸易煤贡献，其中自产煤销量 5651 万吨，增长 7.3%，而贸易煤销量 4930 万吨，大幅增长 100%，我们预计主要因为浩吉铁路等开通及运力增量加大布局两湖一江、沿海、西南等市场布局。上半年铁路销量增幅 35%，占总体销售量的比例维持在 46%，与去年同期持平。
- 煤价降幅、吨煤毛利、净利降幅小于行业平均，表现相对较好。综合煤价价格下降 13% 至 336 元，降幅小于市场平均降幅，主要由于贸易煤销量翻倍而其价格较高降幅较小，其中自产煤价格下降 17% 至 313 元，贸易煤价格下降 12% 至 362 元。吨煤成本下降 5.6% 至 195 元，成本控制尚可。吨煤毛利下降 22% 至 141 元，吨煤净利下降 21% 至 88 元。总体降幅均小于行业平均水平，表现较好。
- 未来 3 年产量可增长 22%，权益产量增长超过 30%，继续保持较好的成长性。随着小保当、袁大滩矿满产、在建的 1,300 万吨小保当二期（预计下半年投产，明年贡献利润）、以及孙家岔、红柳林、大佛寺核增产能 1,200 万吨，到 2021 年，预计公司煤炭产量达到 1.32 亿吨，比 18 年增长 22%（或 2,400 万吨），权益产量预计 7,903 万吨，增长 31%。平均每年都有 7% 左右的产量增长，继续保持较快的产量增长。
- 新能源股权投资进入收获期，布局完善产业链。公司 7 月起减持隆基股份 1.81 亿股，相关收益仍在清算中，我们预计带来投资收益 40 亿元左右，预计三季报投资收益将大幅增长。8 月公司拟收购、控股集团煤层气公司 80% 的股权，有助于延伸产业链布局，增强可持续发展能力。
- 基本面优势明显：公司拥有高卡低硫的优秀煤质、盈利能力强（多项指标创位居行业前列）、成本控制优秀、成长性好、巨大产能释放潜力叠加铁路改善预期带来业绩增长，积极布局新能源延伸产业链，并取得了较好收益，为板块的优质标的。

估值

■ 维持盈利预测不变，20 年市盈率 7.7 倍、市净率 1.2 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 经济下行压力加大，煤价下跌，成本费用等计提超预期，良好业绩不能持续。

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	57,393	73,403	73,292	82,939	89,641
变动(%)	12.7	27.9	(0.2)	13.2	8.1
净利润(人民币 百万)	10,994	11,643	10,095	12,463	15,302
全面摊薄每股收益(人民币)	1.10	1.16	1.01	1.25	1.53
变动(%)	5.4	5.9	(13.3)	23.5	22.8
全面摊薄市盈率(倍)	7.1	6.7	7.7	6.3	5.1
价格/每股现金流量(倍)	1.98	1.92	1.55	1.66	2.18
每股现金流量(人民币)	3.9	4.1	5.0	4.7	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.6	3.0	3.6	3.1	2.5
每股股息(人民币)	0.33	0.36	0.40	0.50	0.61
股息率(%)	4.2	4.6	5.2	6.4	7.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.20 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变动(%)
营业收入	32,586	38,733	18.9
营业成本	18,267	25,675	40.6
毛利润	14,318	13,058	(8.8)
营业税金及附加	1,749	1,575	(9.9)
销售费用	1,066	2,315	117.1
管理费用	2,529	2,294	(9.3)
研发费用	1	3	376.7
财务费用	77	(34.14)	(144.5)
资产减值损失	(0)	(0)	(83.3)
信用减值损失	68	(61)	(189.8)
公允价值变动	92	577	526.9
投资净收益	730	808	10.7
营业利润	9,794	8,243	(15.8)
营业外收入	17	24	44.1
营业外支出	39	17	(56.2)
税前利润	9,772	8,250	(15.6)
所得税	1,354	1,294	(4.4)
少数股东损益	2,547	1,970	(22.6)
归属于母公司所有净利润	5,871	4,986	(15.1)
每股收益(元)	0.59	0.50	(15.1)
每股经营性现金流 (元/股)	1.10	0.45	(59.1)
毛利率(%)	44	34	
经营利润率(%)	30	21	
净利润率(%)	18	13	
期间费用率(%)	11	12	
净资产收益率-加权(%)	9.3	11.0	
有效税率(%)	14	16	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 煤炭开采业务经营数据

指标	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变动 (%)
煤炭产量 (百万吨)	53.70	57.97	8.0
煤炭销量 (百万吨)	77.29	105.80	36.9
综合煤价 (元/吨)	387	336	(13.2)
吨煤成本 (元/吨)	206	195	(5.6)
吨煤毛利 (元/吨)	181	141	(21.9)
吨煤净利 (元/吨)	111	88	(20.9)

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	57,393	73,403	73,292	82,939	89,641
销售成本	(29,352)	(43,357)	(46,683)	(51,619)	(53,601)
经营费用	(10,358)	(12,011)	(11,993)	(13,572)	(14,668)
息税折旧前利润	22,242	23,869	19,346	22,865	26,876
折旧及摊销	4,559	5,833	4,730	5,117	5,504
经营利润(息税前利润)	17,683	18,035	14,616	17,748	21,372
净利息收入/(费用)	(58)	(548)	(110)	(121)	(145)
其他收益/(损失)	1,493	1,812	1,898	2,079	2,279
税前利润	19,118	19,299	16,405	19,707	23,506
所得税	(2,887)	(2,758)	(2,035)	(2,479)	(2,991)
少数股东权益	(4,936)	(4,989)	(3,991)	(4,390)	(4,829)
净利润	10,994	11,643	10,095	12,463	15,302
核心净利润	10,994	11,643	10,095	12,463	15,302
每股收益(人民币)	1.098	1.164	1.009	1.246	1.530
核心每股收益(人民币)	1.098	1.164	1.009	1.246	1.530
每股股息(人民币)	0.330	0.360	0.404	0.502	0.616
收入增长(%)	13	28	(0)	13	8
息税前利润增长(%)	0	2	(19)	21	20
息税折旧前利润增长(%)	4	7	(19)	18	18
每股收益增长(%)	5	3	(10)	24	23
核心每股收益增长(%)	5	3	(10)	24	23

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	18,804	19,015	16,121	19,423	23,222
折旧与摊销	4,559	5,833	4,730	5,117	5,504
净利息费用	58	548	110	121	145
运营资本变动	(491)	2,666	(1,409)	(3,364)	(1,717)
税金	(2,887)	(2,758)	(2,035)	(2,479)	(2,991)
其他经营现金流	(285)	(6,105)	(2,028)	(2,212)	(2,413)
经营活动产生的现金流	19,758	19,200	15,490	16,609	21,754
购买固定资产净值	(4,422)	(4,837)	(3,000)	(4,000)	(5,000)
投资减少/增加	(3,689)	(992)	(1,042)	(780)	(1,003)
其他投资现金流	0	0	0	1	2
投资活动产生的现金流	(8,111)	(5,828)	(4,042)	(4,780)	(6,003)
净增权益	0	1,470	0	0	0
净增债务	(2,435)	(2,008)	(7,000)	(5,000)	(5,500)
支付股息	(6,191)	(6,514)	(4,038)	(5,021)	(6,161)
其他融资现金流	674	(1,251)	(1,235)	(1,236)	(1,237)
融资活动产生的现金流	(7,952)	(8,302)	(12,271)	(11,255)	(12,894)
现金变动	3,695	5,071	(823)	574	2,857
期初现金	9,269	14,174	17,736	16,913	17,487
公司自由现金流	11,647	13,373	11,450	11,832	15,755
权益自由现金流	3,021	4,852	412	1,810	4,094

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	13,116	19,243	16,913	17,487	20,344
应收帐款	4,151	5,868	5,860	6,631	7,167
库存	1,074	1,314	1,415	1,564	1,624
其他流动资产	13,104	5,789	3,799	4,278	4,610
流动资产总计	31,444	32,216	27,989	29,963	33,749
固定资产	52,626	55,662	59,612	65,350	70,702
无形资产	22,497	21,803	26,164	31,396	37,675
其他长期资产	13,908	13,329	13,184	13,184	13,184
长期资产总计	89,031	90,794	98,961	109,932	121,565
总资产	120,475	123,010	126,950	139,896	155,314
应付帐款	10,114	9,614	10,351	11,446	11,885
短期债务	2,583	4,275	2,000	2,000	2,001
其他流动负债	15,983	13,202	13,523	14,392	14,740
流动负债总计	28,679	27,090	25,874	27,837	28,626
长期借款	11,941	9,071	7,000	8,300	8,300
其他长期负债	13,520	8,219	5,380	3,140	3,699
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
储备	41,998	50,732	56,789	64,321	73,562
股东权益	51,998	60,732	66,789	74,321	83,562
少数股东权益	15,724	17,916	21,907	26,298	31,127
总负债及权益	120,475	123,010	126,950	139,896	155,314
每股帐面价值(人民币)	5.20	6.07	6.68	7.43	8.36
每股有形资产(人民币)	2.95	3.89	4.06	4.29	4.59
每股净负债/(现金)(人民币)	0.40	(0.16)	0.59	0.52	0.80

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.8	32.5	26.4	27.6	30.0
息税前利润率(%)	30.8	24.6	19.9	21.4	23.8
税前利润率(%)	32.8	25.9	22.0	23.3	25.8
净利率(%)	19.1	15.4	13.8	15.0	17.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	303.9	32.9	133.4	147.2	147.8
净权益负债率(%)	2.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	7.1	6.7	7.7	6.3	5.1
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	3.9	4.1	5.0	4.7	3.6
企业价值/息税折旧前利	3.6	3.0	3.6	3.1	2.5
周转率					
存货周转天数	26.4	29.2	29.2	29.2	29.2
应收帐款周转天数	64.3	47.8	51.5	50.4	48.4
应付帐款周转天数					
回报率					
股息支付率(%)	30.1	31.9	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	21.1	18.6	15.1	16.8	18.3
资产收益率(%)	12.4	12.5	10.1	11.1	12.0
已运用资本收益率(%)	21.5	19.6	15.0	16.0	17.1
	38.8	32.5	26.4	27.6	30.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371