

陕西煤业(601225)/煤炭开采

未来三年每年分红至少 40 亿元，可转债股票将主要来源于回购的库存股

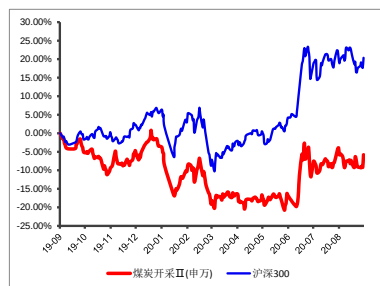
评级：买入(维持)
分析师 陈晨

执业证书编号：S0740518070011

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)	9.08
市值(百万元)	90,800.0
流通市值(百万元)	90,800.0

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 陕西煤业 2020 半年报点评：陕北地区继续放量，自产煤产量增长 8.0%
- 2 陕西煤业 2019 年及 2020Q1 报告点评：2019 年业绩创历史新高，2020Q1 煤炭产量继续增长
- 3 全年归母利润 116 亿元，同比增长 5.5%，资源禀赋优异属性突出

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,224	73,403	91,627	100,531	110,325
增长率 yoy%	12.36%	28.27%	24.83%	9.72%	9.74%
净利润	10,993	11,643	13,068	10,821	11,590
增长率 yoy%	5.20%	5.92%	12.24%	-17.20%	7.10%
每股收益(元)	1.10	1.16	1.31	1.08	1.16
每股现金流量	1.98	1.92	2.03	2.22	2.32
净资产收益率	21.70%	19.99%	19.79%	14.92%	14.58%
P/E	8.26	7.80	6.95	8.39	7.83
PEG	-247.85	5.92	1.09	-251.78	5.95
P/B	1.79	1.56	1.38	1.25	1.14

备注：股价为 9 月 18 日收盘价

投资要点

- **一、9 月 18 日，陕西煤业公布未来三年（2020-2022 年）股东回报计划：**
 - **公告内容：**除公司有重大资金支出安排或股东大会批准的其他重大特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采用现金方式分配股利，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。截至 9 月 18 日收盘，公司总市值 908 亿元，按照保底 40 亿分红，当前股价对应 2020 年股息率为 4.4%，2020-2022 三年累计股息率为 13.2%。
 - **公告点评：**近年来，公司经营状况良好，账上现金流充沛且无大额的资本开支计划。截至 2020 半年度末，公司资产负债率仅为 39.7%，货币资金 217.4 亿元，2018/2019 年经营活动产生的现金流量净额皆在 190 亿元以上。管理层对公司未来发展颇具信心，为保证分红规划连续性和稳定性，发放稳定高额红利有利于增强股东信心，增加公司投资价值。
- **二、9 月 18 日，公司发布拟发行可转债的公告：**
 - **公告内容：**公司拟公开发行可转债募集资金，总额预计不超过 30.0 亿元，债券期限为发行之日起六年，资金拟用于小保当二号矿井及选煤厂项目。截至 2020 年 8 月 31 日，小保当二号矿井及选煤厂项目（总投资 152 亿元）已投入 118.07 亿元，尚需投入金额 33.50 亿元。
 - **公告点评：**（1）小保当二号矿井建成后公司产能优势将更加明显。小保当二号煤矿（公司持股 60%）产能为 1300 万吨/年且煤质优良，建成后将与公司目前在陕北矿区的红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号形成五对千万吨级矿井，陕北矿区千万吨矿井规模将集群化，产能优势将更加明显。另外，近年来公司逐步缩减开采成本较高的渭北矿区煤炭产量，同时新增陕北矿区为主的优质产能，本项目投产后将进一步降低公司的吨煤成本。（2）可转债股票将主要来源于回购的库存股。2018 年 10 月 26 日至 2019 年 3 月 26 日，公司完成回购股份 3.05 亿股，回购均价 8.207 元/股，使用金额 25 亿元，回购股份将全部用于转换本公司发行的可转换为股票的公司债券。此次可转债股票将主要来源于之前回购的库存股，假设转股价格为 9 或者 10 元，则只需要额外增发约 330 0 万股或 0 股，考虑公司总股本 100 亿股，摊薄股本将非常有限。
 - **盈利预测与估值：**基于公司投资隆基股份获得收益及我们对行业谨慎乐观预期，我们小幅调整对公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归属于母公司股东净利润分别为 130.7/108.2/115.9 亿元（前期为 101.0、108.2、115.9 亿元），同比+12.2%、-17.2%、+7.1%，折合 EPS 分别为 1.31/1.08/1.16 元，当前股价 9.08 元对应 2020/21/22 年 PE 分别为 7.0X、8.4X、7.8X，维持公司“买入”评级。
 - **风险提示：**（1）经济增速放缓可能影响煤炭消费需求；（2）政策调控力度不确定性；（3）水电、风电、核电等对煤电的替代。

图表 1：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	57,224	73,403	91,627	100,531	110,325
增长率	12.4%	28.3%	24.8%	9.7%	9.7%
营业成本	-29,361	-43,357	-61,016	-67,007	-73,615
% 销售收入	51.3%	59.1%	66.6%	66.7%	66.7%
毛利	27,863	30,047	30,611	33,524	36,711
% 销售收入	48.7%	40.9%	33.4%	33.3%	33.3%
营业税金及附加	-2,882	-3,615	-4,490	-4,926	-5,406
% 销售收入	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
营业费用	-2,195	-2,768	-3,390	-3,720	-4,082
% 销售收入	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
管理费用	-5,184	-5,628	-6,872	-7,540	-8,274
% 销售收入	9.1%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	17,602	18,035	15,859	17,338	18,948
% 销售收入	30.8%	24.6%	17.3%	17.2%	17.2%
财务费用	-58	-548	-200	-200	-200
% 销售收入	0.1%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-40	-85	-80	-80	-80
公允价值变动收益	1	479	0	0	0
投资收益	1,452	1,727	6,600	1,600	1,600
% 税前利润	7.8%	8.9%	30.0%	8.6%	8.0%
营业利润	18,957	19,608	22,179	18,658	20,268
营业利润率	33.1%	26.7%	24.2%	18.6%	18.4%
营业外收支	-314	-284	-156	-155	-154
税前利润	18,643	19,324	22,023	18,504	20,114
利润率	32.6%	26.3%	24.0%	18.4%	18.2%
所得税	-2,819	-2,758	-3,083	-2,591	-2,816
所得税率	15.1%	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	15,929	16,632	18,939	15,913	17,298
少数股东损益	4,936	4,989	5,871	5,092	5,708
归属于母公司的净利润	10,993	11,643	13,068	10,821	11,590
净利率	19.2%	15.9%	14.3%	10.8%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	15,929	16,632	18,939	15,913	17,298
加: 折旧和摊销	4,788	5,848	6,219	6,574	6,910
资产减值准备	-40	85	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-479	0	0	0
财务费用	236	777	200	200	200
投资收益	-1,452	-1,727	-6,600	-1,600	-1,600
少数股东损益	4,936	4,989	5,871	5,092	5,708
营运资金的变动	4,055	616	1,565	1,101	400
经营活动现金净流	19,758	19,200	20,323	22,188	23,209
固定资本投资	-6,236	-3,041	-3,015	-3,015	-3,015
投资活动现金净流	-7,955	-5,825	3,085	-1,915	-1,915
股利分配	-3,199	-3,199	-5,227	-4,328	-4,636
其他	-4,757	-5,107	-1,503	-200	-200
筹资活动现金净流	-7,957	-8,307	-6,731	-4,528	-4,836
现金净流量	3,846	5,069	16,677	15,745	16,458

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,116	19,243	35,921	51,666	68,123
应收款项	13,843	7,622	16,492	11,435	18,406
存货	1,074	1,314	1,710	1,795	1,954
其他流动资产	3,473	6,633	7,465	7,687	8,141
流动资产	31,505	34,812	61,588	72,583	96,625
% 总资产	26.1%	27.5%	40.9%	45.7%	53.9%
长期投资	12,885	12,104	12,104	12,104	12,104
固定资产	40,548	40,209	39,340	37,840	35,786
% 总资产	33.6%	31.7%	26.1%	23.8%	20.0%
无形资产	22,497	21,816	21,459	21,083	20,688
非流动资产	89,025	91,872	89,152	86,078	82,667
% 总资产	73.9%	72.5%	59.1%	54.3%	46.1%
资产总计	120,530	126,684	150,740	158,661	179,292
短期借款	0	170	0	0	0
应付款项	20,070	17,890	29,305	25,396	33,108
其他流动负债	8,609	9,846	10,079	10,324	10,581
流动负债	28,679	27,906	39,384	35,720	43,689
长期贷款	11,941	9,071	10,000	10,000	10,000
其他长期负债	13,520	13,536	11,539	11,539	11,539
负债	54,141	50,514	60,924	57,260	65,229
普通股股东权益	50,664	58,254	66,029	72,522	79,476
少数股东权益	15,724	17,916	23,787	28,880	34,588
负债股东权益合计	120,530	126,684	150,740	158,661	179,292

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	1.10	1.16	1.31	1.08	1.16
每股净资产 (元)	5.07	5.83	6.60	7.25	7.95
每股经营现金净流 (元)	1.98	1.92	2.03	2.22	2.32
每股股利 (元)	0.32	0.32	0.52	0.43	0.46
回报率					
净资产收益率	21.70%	19.99%	19.79%	14.92%	14.58%
总资产收益率	13.22%	13.13%	12.56%	10.03%	9.65%
投入资本收益率	25.56%	25.80%	28.22%	25.37%	29.44%
增长率					
营业总收入增长率	12.36%	28.27%	24.83%	9.72%	9.74%
EBIT 增长率	3.30%	6.44%	10.89%	-15.62%	8.46%
净利润增长率	5.20%	5.92%	12.24%	-17.20%	7.10%
总资产增长率	14.35%	5.11%	18.99%	5.25%	13.00%
资产管理能力					
应收账款周转天数	28.6	25.7	23.1	24.4	23.7
存货周转天数	6.0	5.9	5.9	6.3	6.1
应付账款周转天数	116.0	81.9	73.7	77.8	75.8
固定资产周转天数	227.4	198.0	156.3	138.2	120.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-2.60%	-26.79%	-41.63%	-53.10%	-53.18%
EBIT 利息保障倍数	328.2	37.1	112.7	95.1	103.1
资产负债率	44.92%	39.87%	40.42%	36.09%	36.38%

来源：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。