

2019年02月14日

陕西煤业 (601225.SH)

## 小保当一、二期产能核增，公司产能增加 11.68%

■事件：据 Wind 资讯消息，为加快优质产能释放，优化煤炭产业结构，发改委今日复函同意曹家滩煤矿项目、小庄煤矿项目、小保当一号煤矿项目、小保当二号煤矿项目核准内容变更，四个煤矿项目建设规模分别为 1500 万吨/年、600 万吨/年、1500 万吨/年、1300 万吨/年。

### 点评

■产能核准变更后预计可释放 2000 万吨产能：据国家能源局公告数据，核准变更前曹家滩煤矿项目、小庄煤矿项目、小保当一号煤矿项目、小保当二号煤矿项目产能分别为 800 万吨/年，500 万吨/年，800 万吨/年与 800 万吨/年，分别增加 700 万吨/年，100 万吨/年，700 万吨/年与 500 万吨/年，核准变更后产能合计增加 2000 万吨/年。上述四对矿井中曹家滩为陕煤化集团控股矿井，小庄矿为陕煤化集团参股矿井。小保当一期与二期则属于上市公司陕西煤业，持股比例均为 60%。

■陕西煤业权益产能增加 720 万吨，利于产量加速释放：小保当投产前陕西煤业在产权益产能为 5207 万吨，核增后一、二期全部投产后增加权益产能 1680 万吨，增幅 31.87%，而核增前一二期产能仅 960 万吨，增幅为 18.4%。

与原核定产能 1600 万吨相比，项目核准变更后一、二期产能合计为 2800 万吨，可为陕西煤业增加 1200 万吨产能，其中权益产能增加 720 万吨，增幅 11.68%（见表 1）。据调研了解，目前小保当一期已经于 2018 年四季度投产，当年贡献产量 260 万吨左右，预计将在 2019 年下半年达到满产状态。小保当二期预计将在 2020 年投产，预计将在 2021 年达到满产状态，两矿井达产后公司权益产量可增加 1680 万吨，较 2018 年增加 1420 万吨。

■公用事业属性明显，估值有望修复：一方面公司售价波动幅度远小于港口价，业绩较稳定。公司售价波动幅度均小于港口价波动，业绩稳定性强。另外公司上市以来坚持分红（2015 年公司亏损除外），且近两年公司分红比率均为 40%，假设分红比率维持 40%，以 2 月 13 日市值测算，股息率 5.25% 处于同行业偏高水平。公司分红比率较高，公用事业特性逐渐凸显，估值有望修复。

■投资建议：我们预计公司 2018 年-2020 年的净利润分别为，109.94 亿元、114.88 亿元，118.54 亿元，对应 EPS 分别为 1.10/1.15/1.19

## 公司快报

证券研究报告

动力煤

投资评级 **买入-A**

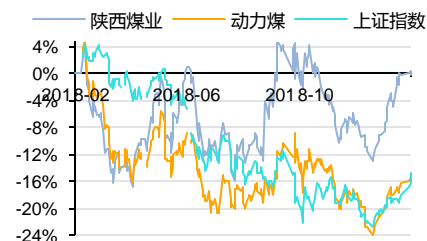
维持评级

6 个月目标价：**11.50 元**  
股价 (2019-02-13) **8.38 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	83,800.00
流通市值 (百万元)	83,800.00
总股本 (百万股)	10,000.00
流通股本 (百万股)	10,000.00
12 个月价格区间	7.07/9.21 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.71	1.09	19.76
绝对收益	9.26	3.58	5.2

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001  
zhoutai@essence.com.cn

### 相关报告

陕西煤业：更正报告：三季度业绩高于预期，关注未来增量与回购/周泰	2018-10-26
陕西煤业：三季度业绩低于预期，关注未来增量与回购/周泰	2018-10-25
陕西煤业：拟回购股份彰显信心，看好估值修复/周泰	2018-09-07
陕西煤业：上半年煤炭业务量价齐升，持续关注未来增量/周泰	2018-08-09
陕西煤业：三峡资本减持结束，看好估值修复/周泰	2018-07-31

元（暂不考虑回购）。公司估值较低，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11.50 元，对应 10 倍 PE。。

■风险提示：宏观经济低迷，动力煤价大幅下跌，产量释放低于预期；小非减持。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	33,131.7	50,927.0	53,624.2	56,874.2	59,199.1
净利润	2,754.9	10,449.4	10,993.8	11,487.8	11,854.3
每股收益(元)	0.28	1.04	1.10	1.15	1.19
每股净资产(元)	3.44	4.42	4.80	5.51	6.26
<b>盈利和估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
市盈率(倍)	30.4	8.0	7.6	7.3	7.1
市净率(倍)	2.4	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	8.3%	20.5%	20.5%	20.2%	20.0%
净资产收益率	8.0%	23.6%	22.9%	20.8%	18.9%
股息收益率	1.3%	5.0%	5.2%	5.5%	5.7%
ROIC	8.2%	27.9%	21.9%	21.5%	23.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1：陕西煤业产能明细

	矿井名称	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能
渭北矿区	玉华煤矿	不粘煤	240	100%	240
	下石节煤矿	不粘煤	185	100%	185
	陈家山煤矿	不粘煤	180	100%	180
小计			605		605
陕北矿区	韩家湾煤炭	不粘煤、长焰煤	300	100%	300
	柠条塔煤矿	不粘煤、长焰煤	1800	51%	918
	张家峁煤矿	不粘煤、长焰煤	1000	55%	550
	红柳林煤矿	不粘煤、长焰煤	1500	51%	765
	小保当一期	不粘煤、长焰煤	800	60%	480
	小保当二期	不粘煤、长焰煤	800	60%	480
小计			6200		3493
彬黄矿区	黄陵一号煤矿	弱粘煤	600	100%	600
	黄陵二号煤矿	弱粘煤	800	54%	432
	建新煤矿	弱粘煤、长焰煤	400	51%	204
	大佛寺煤矿	不粘煤	300	90%	270
	胡家河煤矿	不粘煤	500	80%	400
	文家坡	不粘煤	320	51%	163
小计			2920		2069
变更前产能合计			9725		6167
产能变更增量	小保当一期		700	60%	420
	小保当二期		500	60%	300
			1200		720
变更后总产能			10925		6887

资料来源：公司公告，wind，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	33,131.7	50,927.0	53,624.2	56,874.2	59,199.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	18,756.3	22,711.9	25,295.5	26,824.9	27,762.4	营业收入增长率	1.9%	53.7%	5.3%	6.1%	4.1%
营业税费	1,537.9	2,669.1	3,217.5	3,748.0	4,143.9	营业利润增长率	-546.5%	256.1%	-11.4%	4.5%	3.2%
销售费用	3,937.2	3,592.7	4,289.9	4,549.9	4,735.9	净利润增长率	-192.2%	279.3%	5.2%	4.5%	3.2%
管理费用	3,724.0	4,297.5	4,826.2	5,118.7	5,327.9	EBITDA 增长率	199.2%	150.3%	-6.5%	3.8%	3.5%
财务费用	458.5	273.2	247.9	158.9	216.0	EBIT 增长率	-1765.9	231.4%	-11.3%	3.9%	3.5%
资产减值损失	123.1	400.7	300.0	300.0	300.0	NOPLAT 增长率	-1069.0	235.1%	-12.8%	3.9%	3.5%
加:公允价值变动收益	-	-1.7	-	-	-	投资资本增长率	-1.5%	10.8%	6.0%	-5.4%	0.1%
投资和汇兑收益	525.5	1,232.2	700.0	700.0	700.0	净资产增长率	13.5%	31.4%	11.1%	15.5%	13.9%
<b>营业利润</b>	5,120.4	18,232.7	16,147.3	16,873.8	17,412.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4.9	-16.7	20.0	20.0	20.0	毛利率	43.4%	55.4%	52.8%	52.8%	53.1%
<b>利润总额</b>	5,125.3	18,216.0	16,167.3	16,893.8	17,432.8	营业利润率	15.5%	35.8%	30.1%	29.7%	29.4%
减:所得税	745.5	2,490.4	2,425.1	2,534.1	2,614.9	净利润率	8.3%	20.5%	20.5%	20.2%	20.0%
<b>净利润</b>	2,754.9	10,449.4	10,993.8	11,487.8	11,854.3	EBITDA/营业收入	26.9%	43.8%	38.9%	38.1%	37.9%
						EBIT/营业收入	16.8%	36.3%	30.6%	29.9%	29.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	349	220	222	209	184
						流动营业资本周转天数	-64	-36	-34	-40	-35
						流动资产周转天数	224	178	205	294	374
						应收帐款周转天数	59	35	35	36	35
						存货周转天数	11	6	8	8	7
						总资产周转天数	1,001	704	743	804	852
						投资资本周转天数	628	427	439	415	388
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	8.0%	23.6%	22.9%	20.8%	18.9%
						ROA	4.7%	14.9%	11.9%	10.4%	10.4%
						ROIC	8.2%	27.9%	21.9%	21.5%	23.5%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	11.9%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
						管理费用率	11.2%	8.4%	9.0%	9.0%	9.0%
						财务费用率	1.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%
						三费/营业收入	24.5%	16.0%	17.5%	17.3%	17.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	52.4%	44.4%	43.9%	45.6%	39.8%
						负债权益比	110.2%	80.0%	78.2%	83.8%	66.0%
						流动比率	0.69	0.93	1.18	1.62	2.18
						速动比率	0.67	0.90	1.12	1.59	2.12
						利息保障倍数	12.17	67.67	66.15	107.22	81.60
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.11	0.42	0.44	0.46	0.47
						分红比率	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	1.3%	5.0%	5.2%	5.5%	5.7%

## 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,379.7	15,725.7	10,993.8	11,487.8	11,854.3
加:折旧和摊销	3,385.2	3,881.0	4,456.1	4,619.8	4,783.4
资产减值准备	123.1	400.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	1.7	-	-	-
财务费用	515.2	347.6	247.9	158.9	216.0
投资损失	-525.5	-1,232.2	-700.0	-700.0	-700.0
少数股东损益	1,624.8	5,276.3	2,748.4	2,871.9	2,963.6
营运资金的变动	695.1	-1,992.2	808.6	1,664.3	-2,445.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	8,266.5	16,930.9	18,554.8	20,102.6	16,671.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-267.8	-8,513.8	-6,756.1	-2,035.4	-2,141.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-2,798.3	-9,458.5	-2,095.3	1,864.0	-5,435.3

## 业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.28	1.04	1.10	1.15	1.19
BVPS(元)	3.44	4.42	4.80	5.51	6.26
PE(X)	30.4	8.0	7.6	7.3	7.1
PB(X)	2.4	1.9	1.7	1.5	1.3
P/FCF	36.7	-46.1	6.7	3.9	7.7
P/S	2.5	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.0	4.5	5.0	4.3	3.8
CAGR(%)	48.6%	-2.0%	-280.2%	48.6%	-2.0%
PEG	0.6	-4.1	-0.0	0.2	-3.6
ROIC/WACC	0.9	3.2	2.5	2.5	2.7
REP	1.3	0.5	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

周泰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034