证券研究报告

公司研究——事项点评

陕西煤业（601225.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.08.26

左前明　煤炭行业首席分析师
执业编号：S1500518070001
联系电话：+86 10 83326795
邮　箱：zuoqianming@cindasc.com

周　杰　煤炭行业分析师
执业编号:S1500519110001
联系电话：+86 10 83326797
邮箱：zhoujie@cindasc.com

相关研究

《陕西煤业（601225.SH）2020 中报点评：二季度业绩环比改善，下半年有望量价齐升》2020.08.26

《陕西煤业（601225.SH）2019 年报点评：业绩符合预期，配置价值凸显》2020.04.30

《陕西煤业（601225.SH）专题报告：资源优势赋予公司持久生命力和强大竞争力》2020.04.15

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

改善分红注重股东回报，拟发可转债提高资金使用效率

2020 年 09 月 21 日

事件：9 月 19 日公司发布《未来三年股东回报规划（2020-2022）的公告》，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。

9 月 19 日公司发布《关于公开发行可转换公司债券预案的公告》，拟发行期限六年的可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 30 亿元。

点评：

- **公司现金盈利能力有望逐步改善，三年股东回报规划确定分红额下限。**2019 年公司 EBITDA 利润率 34.38%，公司经营性现金流净额 192 亿，股权自由现金流 135 亿，现金流充沛。截至 2020 年 H1 资产负债率仅 39.73%，处于煤矿上市公司最低水平，债务负担轻。伴随陕北基地开发跨过投资顶峰期，公司 2020 年资本开支将较 2019 年的 41.87 亿继续下降至 19.91 亿，公司股权自由现金流有望进一步改善，现金价值凸显。本次三年股东回报规划（2020-2022）将分红率提升至 40%以上且金额不低于 40 亿元，当前股价下最低股息率 4.4%。

- **可转债融资拟投项目回报率高，转股后对 EPS 摊薄效应微弱。**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。小保当二号矿井设计产能 1300 万吨/年，位于榆神矿区，煤层赋存条件好、为优质动力煤。按照公司 2019 年吨原煤约 144 元/吨净利水平以及公司持有小保当二号矿 60%的权益，小保当二号井达产后，可贡献约 11 亿元的归母净利润，ROIC 约 12.35%。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，不足的部分进行增发。按照拟发行 30 亿元可转债全部转股计算，若转股价高于 9.83 元，则库存股可完全覆盖转股所需股票，不会摊薄 EPS。若最终转股价在 9 元，则需要增发 0.28 亿股，较现有 100 亿股本仅增加 0.28%，对 EPS 摊薄效应并不强。

- **公司处于煤炭产量内生性增长期，且资源禀赋带来竞争优势明显。**目前小保当一号矿（1500 万吨/年）和袁大滩矿（500 万吨/年）正处于产能利用率爬坡期，在建的小保当二号矿（1300 万吨/年）预计 2020 年底或 2021 年初投产，同时红柳林煤矿等也在逐步核增产能，公司当前正处于内生性增长期。此外，公司优质资源丰富，产能优势突出。拥有煤炭地质储量 160 亿吨，可采储量 96 亿吨，在上市公司中均排第 3 位。服务年限超 70 年；现有并表产能为 1.14 亿吨/年，在上市公司中位居第 2 位；且公司煤炭资源具有低灰、低硫、低磷、高发热量（6000 大卡左右）等特点，是高品质的动力、

化工及冶金用煤。由于资源品质好，开采技术条件简单，盈利能力凸显，上半年公司 ROE（加权）达 9.34%，明显高于头部可比煤炭公司和行业平均水平。

- **盈利预测及评级：** 随着下游复工复产加快，经济复苏，煤价中枢降企稳回升，公司新增产能的稳步释放，公司盈利能力将逐步恢复。根据公司最新披露股本数量，不考虑拟发行可转债转股可能带来股本的增加，我们预计 20、21、22 年 EPS 分别为 0.95、1.17、1.29 元，基于现价 20 年 PE 约 10 倍，21 年约 8 倍，22 年约 7 倍，考虑到公司资源禀赋优势以及未来成长潜力，维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：** 违法生产煤矿治理超预期，新增产能如期释放，蒙华铁路进展顺利等。
- **风险因素：** 宏观经济大幅失速下滑，安全生产风险。

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	57,223.73	73,403.44	84,706.77	97,750.68	115,078.13
增长率 YoY %	12.36%	28.27%	15.40%	15.40%	17.73%
归属母公司净利润(百万元)	10,992.83	11,643.40	9,467.61	11,652.39	12,937.22
增长率 YoY%	5.20%	5.92%	-18.69%	23.08%	11.03%
毛利率%	48.69%	40.93%	32.17%	32.17%	29.87%
净资产收益率 ROE%	23.17%	21.38%	15.91%	17.97%	17.57%
EPS(摊薄)(元)	8.3	7.8	9.6	7.8	7.0
市盈率 P/E(倍)	1.79	1.56	1.49	1.32	1.16
市净率 P/B(倍)	1.53	1.33	1.28	1.13	0.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 9 月 18 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	31,504.52	34,812.02	59,807.36	77,645.01	99,401.26
货币资金	13,115.64	19,243.36	32,743.62	49,587.39	69,306.19
应收票据	9,499.03	1,503.90	10,674.80	10,182.59	9,615.84
应收账款	4,150.73	5,868.49	6,866.63	7,609.80	9,162.56
预付账款	1,798.85	2,144.00	3,181.39	3,670.86	4,308.79
存货	1,073.61	1,313.94	1,990.06	2,243.51	2,657.02
其他	1,866.65	4,738.33	4,350.86	4,350.86	4,350.86
非流动资产	89,025.12	91,871.50	88,423.07	84,676.28	81,222.59
长期股权投资	10,349.74	12,103.53	12,103.53	12,103.53	12,103.53
固定资产（合计）	40,547.60	40,209.15	40,647.31	45,845.95	43,645.39
无形资产	22,496.56	21,802.94	20,724.12	19,645.29	18,566.46
其他	15,631.22	17,755.87	14,948.11	7,081.51	6,907.21
资产总计	120,529.63	126,683.52	148,230.43	162,321.29	180,623.85
流动负债	28,679.18	27,906.37	44,883.17	47,818.96	53,131.09
短期借款	0.00	170.00	170.00	170.00	170.00
应付票据	5,345.10	4,769.62	9,471.88	10,098.61	11,490.36
应付账款	10,113.57	9,613.60	18,275.95	19,544.17	22,449.29
其他	13,220.52	13,353.15	16,965.33	18,006.18	19,021.44
非流动负债	25,461.56	22,607.28	20,607.28	18,607.28	16,607.28
长期借款	11,941.08	9,071.09	7,071.09	5,071.09	3,071.09
其他	13,520.47	13,536.19	13,536.19	13,536.19	13,536.19
负债合计	54,140.74	50,513.66	65,490.45	66,426.24	69,738.37
少数股东权益	15,724.48	17,916.07	21,972.81	26,965.69	32,509.11
归属母公司股东权益	50,664.41	58,253.80	60,767.17	68,929.36	78,376.37
负债和股东权益	120,529.63	126,683.52	148,230.43	162,321.29	180,623.85

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	57,223.73	73,403.44	84,706.77	97,750.68	115,078.13
同比（%）	12.36%	28.27%	15.40%	15.40%	17.73%
归属母公司净利润	10,992.83	11,643.40	9,467.61	11,652.39	12,937.22
同比（%）	5.20%	5.92%	-18.69%	23.08%	11.03%
毛利率（%）	48.69%	40.93%	32.17%	32.17%	29.87%
ROE%	23.17%	21.38%	15.91%	17.97%	17.57%
EPS (摊薄)(元)	1.10	1.16	0.95	1.17	1.29
P/E	8.3	7.8	9.6	7.8	7.0
P/B	1.79	1.56	1.49	1.32	1.16
EV/EBITDA	4.56	4.09	4.17	3.70	3.24

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	57,223.73	73,403.44	84,706.77	97,750.68	115,078.13
营业成本	29,361.05	43,356.65	57,458.94	66,306.99	80,699.07
营业税金及附加	2,881.86	3,615.08	4,077.59	4,596.81	5,283.71
销售费用	2,194.57	2,768.21	2,964.74	3,225.77	3,567.42
管理费用	5,183.99	5,628.06	5,505.94	5,571.79	5,753.91
研发费用	9.96	53.73	62.00	71.55	84.23
财务费用	58.18	547.89	405.27	121.78	-258.20
减值损失合计	-40.32	10.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,452.42	1,726.58	1,470.38	1,549.79	1,582.25
其他	34.64	524.36	268.81	268.33	268.57
营业利润	19,061.49	19,674.07	15,971.47	19,674.11	21,798.81
营业外收支	-313.60	-283.88	-204.71	-268.96	-253.99
利润总额	18,747.89	19,390.18	15,766.76	19,405.15	21,544.83
所得税	2,818.74	2,757.75	2,242.41	2,759.88	3,064.19
净利润	15,929.16	16,632.43	13,524.35	16,645.27	18,480.63
少数股东损益	4,936.33	4,989.03	4,056.74	4,992.89	5,543.42
归属母公司净利润	10,992.83	11,643.40	9,467.61	11,652.39	12,937.22
EBITDA	23,772.03	26,015.53	25,026.50	27,682.71	30,924.88
EPS (当年)(元)	1.10	1.16	0.95	1.17	1.29

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19,758.27	19,200.35	26,407.94	25,314.95	29,553.11
净利润	15,929.16	16,632.43	13,524.35	16,645.27	18,480.63
折旧摊销	4,787.67	5,848.49	8,560.09	7,674.32	8,873.24
财务费用	236.47	776.85	699.65	603.23	506.81
投资损失	-1,452.42	-1,726.58	-1,470.38	-1,549.79	-1,582.25
营运资金变动	-513.98	2,792.61	5,094.24	1,941.91	3,274.68
其它	771.37	-5,123.45	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-7,955.46	-5,825.05	-7,008.04	-2,377.74	-3,837.30
资本支出	-4,410.23	-4,824.39	-8,478.42	-3,927.53	-5,419.55
长期投资	424.85	1,345.93	1,470.38	1,549.79	1,582.25
其他	-3,970.07	-2,346.59	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-7,956.53	-8,306.64	-5,899.65	-6,093.43	-5,997.01
吸收投资	0.00	1,470.00	0.00	0.00	0.00
借款	-2,435.14	-2,007.50	-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00
支付利息或股息	6,191.42	6,514.03	3,899.65	4,093.43	3,997.01
现金流净增加额	3,846.87	5,069.30	13,500.26	16,843.77	19,718.80

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项， 2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019 年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院矿业工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，5 年煤炭产业研究经验。 2017 年 5 月正式加入信达证券研究开发中心，从事一、二级市场煤炭行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。