

## 陕西煤业 (601225)

## 售价与成本上升，未来看新产能和蒙华开通

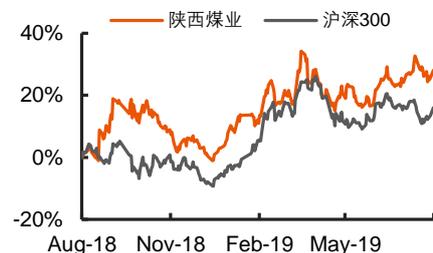
## 推荐 (维持)

现价: 9.13 元

## 主要数据

行业	煤炭
公司网址	www.shxcoal.com
大股东/持股	陕西煤业化工集团/63.14%
实际控制人	
总股本(百万股)	10,000
流通 A 股(百万股)	10,000
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	913.00
流通 A 股市值(亿元)	913.00
每股净资产(元)	5.28
资产负债率(%)	42.2

## 行情走势图



## 证券分析师

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.  
CN

**樊金璐** 一般从业资格编号  
S1060118040069  
010-56800134  
FANJINLU749@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项:

公司发布 2019 年上半年财报，上半年公司实现营业收入 325.86 亿元，同比增加 24.17%；实现归属母公司净利 58.71 亿元，同比下降 1.23%；上半年实现 EPS0.60 元。

## 平安观点:

- **上半年公司产量略有上涨，全年增量有限。**公司实现煤炭产量 5,370 万吨，增长 1.87%；产量增量主要来自小保当一号矿井，由于受到一季度陕北矿难影响，预计下半年会继续影响公司产量（严控超产能生产），全年煤炭产量整体持平或略有上涨。
- **上半年公司煤价略有上涨，下半年或回调。**公司煤炭售价 386.90 元/吨，同比上升 14.15 元/吨，增幅 3.8%，其中自产煤售价 376.04 元/吨，同比上升 9.18 元/吨，增幅 2.50%；贸易煤售价 410.09 元/吨，同比上升 16.14 元/吨，增幅 4.10%。从全国来看，陕西坑口煤价上涨，港口下降；公司煤价涨幅略低于陕西地区市场价，与长协煤占比高有关。考虑到陕北优质动力煤产量的大幅增长，或会影响陕北(Q5500)优质动力煤价格。
- **上半年公司煤炭成本大幅上涨，全年成本保持高位。**公司原选煤完全单位成本为 206.13 元/吨，同比上升 32.89 元/吨，增幅 18.99%。主要受矿山地质治理恢复与土地复垦基金计提、资源税率上调、生产要素价格上涨、安全生产投入和环保投入增加等因素影响。预计下半年成本仍将保持高位。
- **公司产量仍有增量，蒙华铁路开通支撑煤价。**公司小保当一号矿井（1500 万吨/年）及选煤厂、袁大滩（500 万吨/年）进入联合试运转，小保当二号矿及选煤厂完成了 1300 万吨/年建设规模的审计审查，取得了开工备案批复，预计 2020 年进入联合试运转。蒙华铁路预计 10 月通车，公司靖神铁路支线与蒙华铁路相连，与蒙华铁路同步投运。受铁路运输线路开通影响，预计公司煤价将有所支撑，随着贸易量上升，区域定价话语权提升。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,927	57,224	65,624	69,582	71,771
YoY(%)	53.7	12.4	14.7	6.0	3.1
净利润(百万元)	10,449	10,993	11,327	11,555	12,085
YoY(%)	279.3	5.2	3.0	2.0	4.6
毛利率(%)	55.4	48.7	42.8	44.4	44.4
净利率(%)	20.5	19.2	17.3	16.6	16.8
ROE(%)	26.8	24.0	18.1	18.6	16.7
EPS(摊薄/元)	1.04	1.10	1.13	1.16	1.21
P/E(倍)	8.7	8.3	8.1	7.9	7.6
P/B(倍)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3

- **盈利预测与投资建议：**虽短期受到煤炭成本上升、安全监管等一些因素影响，随着公司产能的逐步释放以及蒙华铁路开通，公司产量、贸易量将进一步上升，业绩仍有增长空间。根据公司产量和成本变化，我们调整 2019 年、2020 年 EPS 预测分别为 1.13/1.16 元（前值 1.35/1.46 元），新增 2021 年 EPS 预测为 1.21 元，对应 8 月 19 日收盘价 PE 分别为 8.1/7.9/7.6 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 去产能不及预期、新能源发展较快、经济增速放缓等因素影响煤炭需求，导致煤价下降；2) 公司在建煤矿项目进度低于预期，影响产量增长；3) 神渭管道调试运行进度不及预期，影响盈利；4) 陕北地区产能释放过快，导致区域煤炭价格下降，影响公司业绩；5) 蒙华铁路投运进度不及预期，影响公司业绩。

## 一、上半年公司产量略有上涨，全年增量有限

2019年上半年，公司实现煤炭产量 5,370 万吨，同比增加 99 万吨，增长 1.87%；商品煤销量 7730 万吨，同比增加 1189 万吨，其中贸易煤增长 73.09%。

产量的增量主要来自小保当一号矿井（上半年生产 699 万吨），剔除小保当同比下降约 600 万吨，主要受到一季度陕北矿难影响，预计下半年会继续影响公司产量（严控超产能生产），公司全年煤炭产量整体持平或略有上涨。

2019年6月，陕西省煤炭产量恢复增长，同比增长 12.5%，环比增长 37.14%；7月，陕西省煤炭产量同比增长 12.1%。1-7月，陕西累计原煤产量 32536.9 万吨，占全国累计产量的 15.58%，同比下降 5.1%。假设 8-12 月以同比 10% 的增幅，陕西省全年煤炭产量能够恢复去年水平。

图表1 商品煤产量增量主要来自陕北

商品煤产量（万吨）	2019年H1	2018年H1	变化率（%）	增减量
渭北矿区	462	556	-16.94%	-94
彬黄矿区	1,899	1,874	1.31%	25
陕北矿区	3,009	2,841	5.92%	168
合计	5,370	5,271	1.87%	99

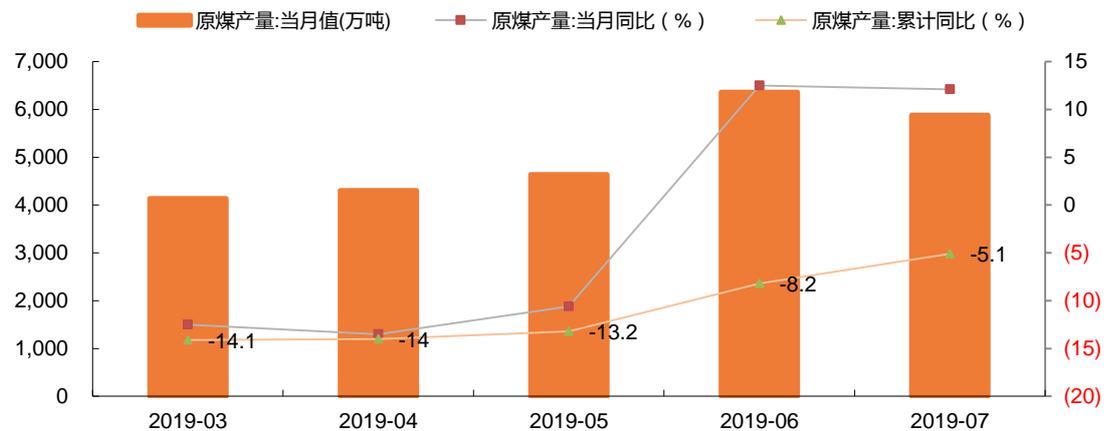
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 商品煤销量增长主要来自贸易煤

商品销售量（万吨）	2019年H1	2018年H1	变化率（%）	增减量	
1、分矿区销量	渭北矿区	447	552	-18.95%	-105
	彬黄矿区	1,879	1,868	0.61%	11
	陕北地区	2,940	2,698	8.98%	242
	贸易煤	2,463	1,423	73.09%	1,040
	小计	7,730	6,541	18.18%	1,189
2、分煤种销量（万吨）	原煤	6,655	5,467	21.73%	1,188
	洗煤	1,075	1,074	0.07%	1
	小计	7,730	6,541	18.18%	1,189
3、分运输方式销量（万吨）	铁路运输	3,565	2,896	23.09%	669
	公路及其他运输	4,165	3,645	14.27%	520
	小计	7,730	6,541	18.18%	1,189

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 陕西煤炭产量 6 月、7 月大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、上半年公司煤价略有所上涨，下半年或回调

2019 年上半年，公司煤炭售价 386.90 元/吨，同比上升 14.15 元/吨，增幅 3.8%，其中自产煤售价 376.04 元/吨，同比上升 9.18 元/吨，增幅 2.50%；贸易煤售价 410.09 元/吨，同比上升 16.14 元/吨，增幅 4.10%。

从全国来看，相比去年同期，动力煤港口价格普遍下降，坑口价格普遍上升。相比内蒙古，陕西坑口价上升幅度较大。从热值来看，Q5000 的动力煤价格普遍下降（除了陕西）且下降幅度大于 Q5500 的动力煤。陕西坑口价格上涨较多，可能与陕西动力煤产量锐减有关，动力煤 Q5500 与 Q5000 分别同比增长 7.39%与 5.32%。公司动力煤价格增幅低于陕西省动力煤市场价，主要因为长协煤占比较高。从港口、坑口价差看，2018 年以来价差呈现下降态势。

考虑近期陕北优质动力煤产量的大幅增长，陕北(Q5500)优质动力煤价格或会受到影响。

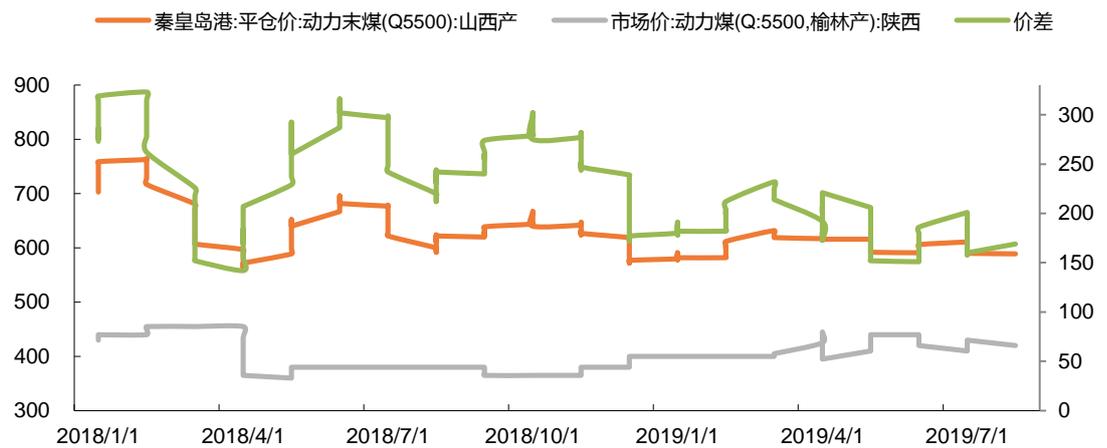
图表4 陕西坑口市场价格涨幅高于公司煤价涨幅（元/吨）

位置	指标	今年 H1 均价	去年 H1 均价	变化	增幅
港口	秦皇岛港平仓价山西(Q5500)	606	665	-59	-8.97%
	秦皇岛港平仓价山西(Q5000)	519	589	-70	-11.93%
	黄骅港平仓价(Q5500)	576	572	4	0.74%
	黄骅港平仓价(Q5000)	516	540	-23	-4.31%
坑口	陕西市场价(Q5500)	595	554	41	7.39%
	陕西市场价(Q5000)	449	426	23	5.32%
	鄂尔多斯坑口价(Q5500)	375	367	8	2.20%
	鄂尔多斯坑口价(Q5000)	290	293	-3	-0.90%

位置	指标	今年 H1 均价	去年 H1 均价	变化	增幅
	平均煤炭煤价	386.9	372.75	14.15	3.80%
陕西煤业	自产煤售价	376.04	366.86	9.18	2.50%
	贸易煤售价	410.09	393.95	16.14	4.10%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表5 2018 年以来, 港口、坑口煤价的价差呈下降态势 (元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、上半年公司煤炭成本大幅上涨, 全年成本保持高位

2019 年上半年, 公司原选煤完全单位成本为 206.13 元/吨, 同比上升 32.89 元/吨, 增幅 18.99%。主要受矿山地质治理恢复与土地复垦基金计提、资源税率上调、生产要素价格上涨、安全生产投入和环保投入增加等因素影响。预计下半年成本仍将保持高位。

图表6 公司自产煤的成本有所上升 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### (1) 陕北资源税由 6%调到 9%

陕西煤业在榆林市在产、在建（联合试运转）产能约 8300 万吨/年，约占公司总产能的 67%。按照 9%资源税税率估算，陕西煤业资源税增加约 6.3 亿元(榆林产量占公司比例按 60%估算)，约占公司利润总额 3.5%。

图表7 公司在榆林煤矿情况

所属公司	名称	产能（万吨/年）	备注
陕西煤业	韩家湾	300	在产
	孙家岔	400	在产
	柠条塔	1800	在产
	红柳林	1500	在产
	张家峁	1000	在产
	袁大滩	500	联合试运转阶段
	小保当一号矿	1500	联合试运转阶段
	小保当二号矿	1300	在建
	小计	8300	

资料来源：国家能源局，平安证券研究所

### (2) 陕西征收矿山地质环境治理恢复与土地复垦基金

从 2018 年 8 月开始征收矿山地质环境治理恢复与土地复垦基金，矿山企业每月按照原矿销售收入、开采矿种系数、开采方式系数、地区系数等综合提取基金。

**基金提取额计算案例：**煤炭月销售 10 万吨，矿种系数为 1.8%（煤炭），开采系数为 1.2（机械化综采，允许塌陷），地区系数为 1.1（陕北地区）。以煤炭销售单位为 400 元为例进行计算，月计提数额=10×400×1.8%×1.2×1.1=95.04 万元，占月销售收入的 2.37%，吨煤费用 9.5 元。

图表8 基金计提矿种系数一览表

矿产	矿种	矿种系数
能源矿产	煤炭、油页岩、石煤	1.8%
	石油、天然气、煤层气、页岩气等	0.6%

资料来源：《陕西省矿山地质环境治理恢复与土地复垦基金实施办法》，平安证券研究所

图表9 基金计提开采系数一览表

矿种	露天开采				地下开采		
	开采方式	自上而下水水平分层采矿法（自然排水）	露天坑采法（人工排水）	充填开采	不允许地表塌落	允许塌陷	
能源矿产	开采系数	1.5	1.8	0.3	0.7	柱式	机械化综采
						1.0	1.2

资料来源：《陕西省矿山地质环境治理恢复与土地复垦基金实施办法》，平安证券研究所

图表10 基金计提地区系数

区域	区域系数	备注
陕南	1.2	
陕北	1.1	
关中	1.1	涉及秦岭地区的区域，地区系数取 1.2

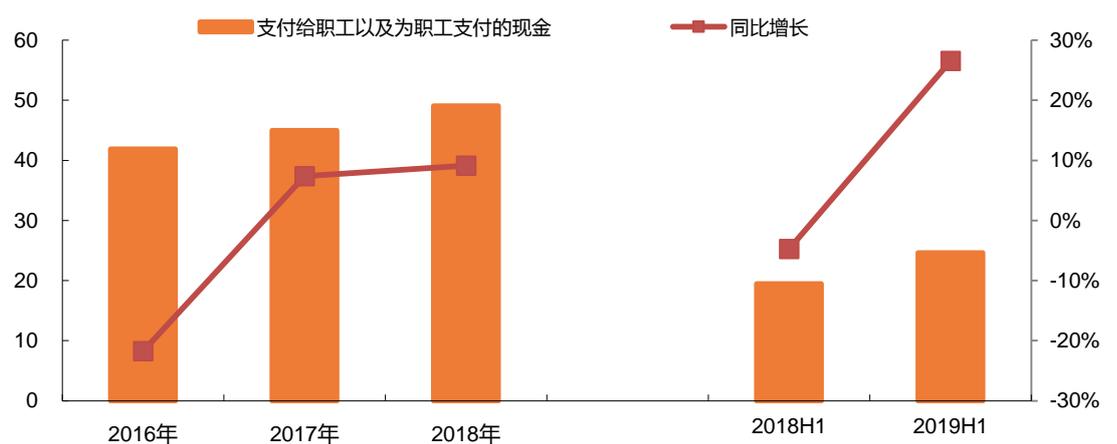
资料来源：《陕西省矿山地质环境治理恢复与土地复垦基金实施办法》，平安证券研究所

### (3) 逐步取消井下劳务派遣工

2019年4月，应急管理部部长、国家煤矿安监局局长黄玉治在全国煤矿安全培训工作现场会上提出，建立健全分工明确、保障有力、考核严格的责任体系，研究制定素质提升中长期规划和年度计划；严格人员准入，逐步取消井下劳务派遣工。公司部分煤矿的劳务派遣工人需转为正式职工，职工工资将有所上升。

上半年，公司支付给职工以及为职工支付的现金为 24.64 亿元，同比增长 27%。预计全年，公司职工工资保持一定幅度增长。

图表11 2019H1 公司支付给职工以及为职工支付的现金增长 27%



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 四、公司产量仍有增量，蒙华铁路开通支撑煤价

公司小保当一号矿井（1500万吨/年）及选煤厂、袁大滩（500万吨/年）进入联合试运转，小保当二号矿及选煤厂完成了1300万吨/年建设规模的审计审查，取得了开工备案批复，预计2020年进入联合试运转。

蒙华铁路预计10月通车，公司靖神铁路支线与蒙华铁路相连，与蒙华铁路同步投运，靖神铁路支线连接公司红柳林、张家峁、柠条塔、小保当一号、小保当二号（目前在建）五个千万级矿井，优质煤炭资源将进入到川渝、湘鄂赣等地区市场。受铁路运输线路开通影响，预计公司煤价将有所支撑，随着贸易量上升，区域定价话语权提升。

## 五、投资建议

虽短期受到煤炭成本上升、安全监管等一些因素影响,随着公司产能的逐步释放以及蒙华铁路开通,公司产量、贸易量将进一步上升,业绩仍有增长空间。根据公司产量和成本变化,我们调整 2019 年、2020 年 EPS 预测分别为 1.13/1.16 元(前值 1.35/1.46 元),新增 2021 年 EPS 预测为 1.21 元,对应 8 月 19 日收盘价 PE 分别为 8.1/7.9/7.6 倍,维持“推荐”评级。

## 六、风险提示

- 1) 去产能不及预期、新能源发展较快、经济增速放缓等因素影响煤炭需求,导致煤价下降;
- 2) 公司在建煤矿项目进度低于预期,影响产量增长;
- 3) 神渭管道调试运行进度不及预期,影响盈利;
- 4) 陕北地区产能释放过快,导致区域煤炭价格下降;
- 5) 蒙华铁路投运进度不及预期,影响公司业绩。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	31505	41065	33784	51968
现金	13116	18170	13072	27835
应收票据及应收账款	13650	18311	15672	19332
其他应收款	421	460	368	537
预付账款	1799	1239	2212	1225
存货	1074	1543	1066	1671
其他流动资产	1445	1342	1394	1368
<b>非流动资产</b>	89025	99987	105349	107888
长期投资	10350	15154	20788	26007
固定资产	40548	46662	48157	47309
无形资产	22497	22431	21914	21612
其他非流动资产	15631	15740	14490	12960
<b>资产总计</b>	120530	141052	139133	159856
<b>流动负债</b>	28679	40698	30290	42656
短期借款	0	1650	825	1238
应付票据及应付账款	15459	23700	15495	25553
其他流动负债	13221	15348	13969	15866
<b>非流动负债</b>	25462	23347	20114	16413
长期借款	14934	12859	9606	5915
其他非流动负债	10528	10487	10508	10498
<b>负债合计</b>	54141	64045	50403	59069
少数股东权益	15724	18316	23283	28055
股本	10000	10000	10000	10000
资本公积	7395	7395	7395	7395
留存收益	32499	40850	50764	60878
<b>归属母公司股东权益</b>	50664	58691	65447	72732
<b>负债和股东权益</b>	120530	141052	139133	159856

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	19758	21901	12477	28887
净利润	15929	13918	16523	16857
折旧摊销	4788	4506	5183	5619
财务费用	58	-402	-435	-750
投资损失	-1452	-1342	-1397	-1370
营运资金变动	-514	5231	-7401	8534
其他经营现金流	950	-10	5	-3
<b>投资活动现金流</b>	-7955	-14115	-9154	-6785
资本支出	4422	6010	-198	-2718
长期投资	-3857	-4805	-5427	-5219
其他投资现金流	-7391	-12909	-14778	-14722
<b>筹资活动现金流</b>	-7957	-2731	-8422	-7338
短期借款	-3300	1650	-825	413
长期借款	3215	-2074	-3253	-3691
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-7873	-2307	-4344	-4060
<b>现金净增加额</b>	3847	5055	-5099	14764

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	57224	65624	69582	71771
营业成本	29361	37524	38710	39937
营业税金及附加	2882	3372	3540	3670
营业费用	2195	3573	3229	3619
管理费用	5184	6286	6280	6618
研发费用	10	6	9	8
财务费用	58	-402	-435	-750
资产减值损失	-40	174	164	175
其他收益	30	13	16	20
公允价值变动收益	1	-0	0	-0
投资净收益	1452	1342	1397	1370
资产处置收益	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	19061	16445	19499	19884
营业外收入	44	84	62	57
营业外支出	358	278	192	221
<b>利润总额</b>	18748	16251	19369	19721
所得税	2819	2332	2846	2864
<b>净利润</b>	15929	13918	16523	16857
少数股东损益	4936	2591	4968	4771
<b>归属母公司净利润</b>	10993	11327	11555	12085
EBITDA	24128	20796	24529	25045
EPS (元)	1.10	1.13	1.16	1.21

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	12.4	14.7	6.0	3.1
营业利润(%)	4.5	-13.7	18.6	2.0
归属于母公司净利润(%)	5.2	3.0	2.0	4.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	48.7	42.8	44.4	44.4
净利率(%)	19.2	17.3	16.6	16.8
ROE(%)	24.0	18.1	18.6	16.7
ROIC(%)	22.3	17.0	19.5	18.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	44.9	45.4	36.2	37.0
净负债比率(%)	14.9	6.5	6.8	-11.9
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	2.0	1.9	2.0	1.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.13	1.16	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	2.19	1.25	2.89
每股净资产(最新摊薄)	5.07	5.87	6.54	7.27
<b>估值比率</b>				
P/E	8.3	8.1	7.9	7.6
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.8	5.5	4.9	4.3

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033