

陕西煤业（601225）

证券研究报告

2021 年 01 月 20 日

β & α 共振，持续看好动力煤产业明珠

1. β ：煤价高位有支撑，煤炭供需或将保持紧平衡

我们认为供给方面，短期看，环保安全检查将持续严格，供给偏紧。中长期看，在碳中和背景下，2020 年我国煤矿批复新建产能数量大幅度减少，且集中在新疆地区。同时煤矿重置成本的提高，制约了先进产能的释放，预计未来煤炭产量难以出现大幅度提升。库存方面，自 9 月份以来，秦皇岛库存稳定在 500 万吨左右，处于历史低位水平。根据历史走势看，秦皇岛库存将在 3 月后逐步出现上升趋势。进口方面，由于每年年初都会有大量进口煤因配额原因开始集中通关，这将在一定程度上缓解国内供给短缺局面。需求方面，短期看，煤炭消费将在一季度末逐步进入消费淡季。中长期看，即便在碳达峰政策目标下，煤炭消费在十年内仍将保持增长。综上，我们认为短期内煤炭价格有望在高位维持稳定，煤炭价格或在春节前后缓慢回落，2021 年全年动力煤价预计将呈现高位窄幅震荡。中长期看，煤炭供需将保持紧平衡的状态。

2. α ：西北动力煤龙头，竞争优势明显

公司主营业务突出，煤炭产销稳步增长。自产煤方面，小保当二号矿井与 7 月建成投产后，公司煤炭总产能达 1.34 亿吨。截至目前，公司拥有九对国家一级矿井，受政策影响小。同时，受益于地质条件优良，矿井规模化和集群化的影响，2019 年公司自产煤吨煤成本为 133 元/吨，整体毛利率为 40.93%，与行业内其他上市公司相比处于领先地位。贸易煤方面，受益于浩吉铁路与靖神铁路开通，公司贸易煤销量迅猛增长。并且根据公司与集团签订的相关协议，公司可享受集团煤炭的独家委托销售。

股权投资+矿井智能化投入，转型升级助力业绩提升。股权投资方面，公司三季度减持隆基股份及赣锋锂业 H 股股份所带来大约 50 亿元的投资收益使公司净利润同比大增，目前公司还持有隆基股份、赣锋锂业等公司股权，未来有望进一步提升公司业绩。矿井智能化投入方面，公司于 2011 年开始相关研发投入，预计 2022 年将全面建成智慧矿区，50%以上的煤矿建成智能矿井，领先于行业其他上市公司。

公司分红水平持续高位，有利于估值水平的提升。公司经营情况稳定，偿债能力领先于行业平均水平，并且坚持实施稳定高分红策略，将未来三年的分红比例提升至 40%以上且不少于 40 亿元。中长期来看，由于煤炭供需结构稳定兼国家有力政策调控，煤炭价格将稳定在绿色区间范围内，使煤炭行业周期性质弱化，进入业绩稳定期，向类公共事业发展。在业绩稳定性高，并且分红水平逐年提高的情况下，公司估值水平将会逐步向公共事业板块的长江电力（18.1）看齐。

投资建议：由于今年公司减持隆基股份投资收益超预期，以及煤价涨幅超预期，我们将公司 2020-2022 年净利润由 140.83/121.63/126.25 亿元，调整为 158.15/129.72/131.40 亿元。EPS（元/股）由 1.41/1.22/1.26，调整为 1.58/1.30/1.31。保守给予公司 2021 年 12 倍的 PE 估值水平，对应目标价为 15.6 元/股。

风险提示：行业发展不及预期；减持收益不及预期；公司分红不及预期等

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.19 元
目标价格	15.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,000.00
流通 A 股股本(百万股)	10,000.00
A 股总市值(百万元)	111,900.00
流通 A 股市值(百万元)	111,900.00
每股净资产(元)	6.72
资产负债率(%)	38.30
一年内最高/最低(元)	11.37/6.71

作者

彭鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《陕西煤业-季报点评:Q3 业绩大幅增长，收购集团资产保障公司持续发展》
2020-11-02
- 2 《陕西煤业-公司深度研究:高股息动力煤龙头，看好估值持续修复》
2020-10-15
- 3 《陕西煤业-公司点评:稳定高分红规划出炉，看好公司持续发展》
2020-09-18

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,223.73	73,403.44	99,349.64	108,242.38	108,300.44
增长率(%)	12.36	28.27	35.35	8.95	0.05
EBITDA(百万元)	23,655.12	26,158.56	30,218.57	25,900.39	26,294.44
净利润(百万元)	10,992.83	11,643.40	15,814.87	12,971.53	13,140.30
增长率(%)	5.20	5.92	35.83	(17.98)	1.30
EPS(元/股)	1.10	1.16	1.58	1.30	1.31
市盈率(P/E)	9.75	9.21	6.78	8.26	8.16
市净率(P/B)	2.12	1.84	1.56	1.38	1.23
市销率(P/S)	1.87	1.46	1.08	0.99	0.99
EV/EBITDA	2.89	3.82	3.16	3.13	2.76

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 煤价高位有支撑，煤炭供需或将保持紧平衡	5
1.1. 行业供需失衡，煤价支撑仍将维持一段时间	5
1.1.1. 安全检查+进口煤限制，供给持续收紧	5
1.1.2. 批复产能减少+重置成本提高，新增产能有限	6
1.1.3. “冷冬”带动下游需求旺盛	8
1.1.4. 中长期火电仍将保持最高占比	9
1.1.5. 动力煤价有望在春节前稳定高位，煤价中枢有望提高	9
2. 公司简介	11
3. 公司主营业务突出，煤炭产销量稳定增长	11
3.1. 资源丰富+新建矿产，自产煤产销稳步增长	12
3.2. 公司资源禀赋，自产煤毛利水平高于行业平均	13
3.3. 浩吉、靖神铁路开通+集团支持，贸易煤销量提升	14
4. 股权投资+矿井智能化投入，转型升级助力业绩提升	16
4.1. 股权投资提升公司业绩	16
4.2. 矿井智能化投入领先行业，未来资产开支少	16
5. 公司经营能力好，分红水平维持高位	17
6. 盈利预测：	21
7. 风险提示	22
7.1. 行业发展不及预期	22
7.2. 减持收益不及预期	22
7.3. 公司分红不及预期	22

图表目录

图 1：2019-2020 年原煤月产量及同比	5
图 2：2019-2020 年原煤月产量及同比	6
图 3：2017-2021 年秦皇岛库存情况（万吨）	6
图 4：国家能源局煤矿批复数量与产能	7
图 5：全国重点电厂煤炭库存总计（万吨）及可用天数	8
图 6：全国重点电厂煤炭日耗（万吨）	8
图 7：1.5℃目标导向下二氧化碳净排放情景的一次能源消费与构成	9
图 8：2018-2020 年公司煤炭业务及营业收入	11
图 9：2016-2020 年 H1 公司煤炭产销情况（亿吨）	12
图 10：2019 年上市公司自产煤吨煤成本、吨煤毛利、毛利率比较	13
图 11：浩吉铁路路线图	14
图 12：2018-2020 年自产煤和外购煤销售量情况（百万吨）	15
图 13：公司 2014-2019 年研发投入及占营业收入比例	16
图 14：公司 ROE 比较（%）	17
图 15：公司自由现金流比较（亿元）	18

图 16：公司速动比率及同比.....	18
图 17：公司账面资本及同比.....	19
图 18：公司资产负债率比较.....	19
图 19：公司分红水平.....	20
图 20：长江电力分红水平.....	20
表 1：新建 100 万吨煤重置成本.....	7
表 2：扩建 30 万吨产能煤矿到 100 万吨的重置成本.....	7
表 3：动力煤供需平衡表.....	10
表 4：截止 2020 年 6 月陕西煤业股东结构.....	11
表 5：公司各煤矿核定产能.....	13
表 6：2020 年前三季度集团资产证券化率.....	14
表 7：煤炭业务收入分拆预测.....	21

1. 煤价高位有支撑，煤炭供需或将保持紧平衡

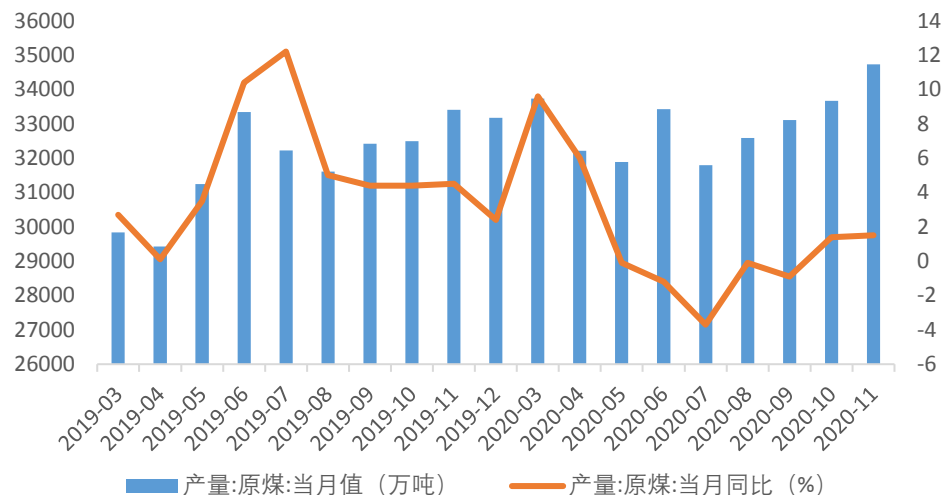
1.1. 行业供需失衡，煤价支撑仍将维持一段时间

供需日益失衡，推动动力煤价上升至红色区间。2020 年四季度以来，在拉尼娜效应所带来的“冷冬”下，供暖需求不断提升，由于水力发电的季节性衰退，电厂日耗明显上涨，下游需求旺盛。然而，煤矿事故频发导致产地监管持续严格，安全检查频繁，叠加进口煤政策的收紧，供给端释放不及预期。因此，即使在国家保供政策推动以及对价格进行限制的情况下，动力煤价格仍超预期上涨至 12 月 15 日的 689 元/吨，同比上涨了 26.89%。此后，现货价格持续大幅上涨，由于市场价格异常波动，定价体系混乱，部分样本已不具代表性，国内四大主要煤炭价格指数都已停止更新。截至目前，秦皇岛 5000 大卡低硫煤报价在 810-820 元/吨之间，5500 大卡报价已达 900 元/吨左右。

1.1.1. 安全检查+进口煤限制，供给持续收紧

煤矿主产地事故频发，导致煤炭供暖季保供不及预期。在冷冬预期下，各地纷纷采取保供稳价措施。在保供政策支持下，各地煤矿生产积极性较好。全国原煤 10 月产量 3.37 亿吨，单月同比实现 5 月以来的首次正增长。但进入 11 月后，晋北地区、陕西榆林地区煤矿事故频发，安全检查力度加大，加之环保预警频发，部分煤矿停产。同时由于年底部分煤矿生产任务完成，存在保安全减产或停产计划，供应释放有限。全国原煤 11 月产量 3.47 亿吨，同比增长 1.50%。由于近期煤矿安全问题频发，国家矿山安全监察局于 12 月 30 日发布了《关于进一步加强煤矿冲击地压防治工作的通知》，不断推动整改工作，预计主产地的安全环保监管力度短期内将维持，产地供应弹性较小，供给增加有限。

图 1：2019-2020 年原煤月产量及同比

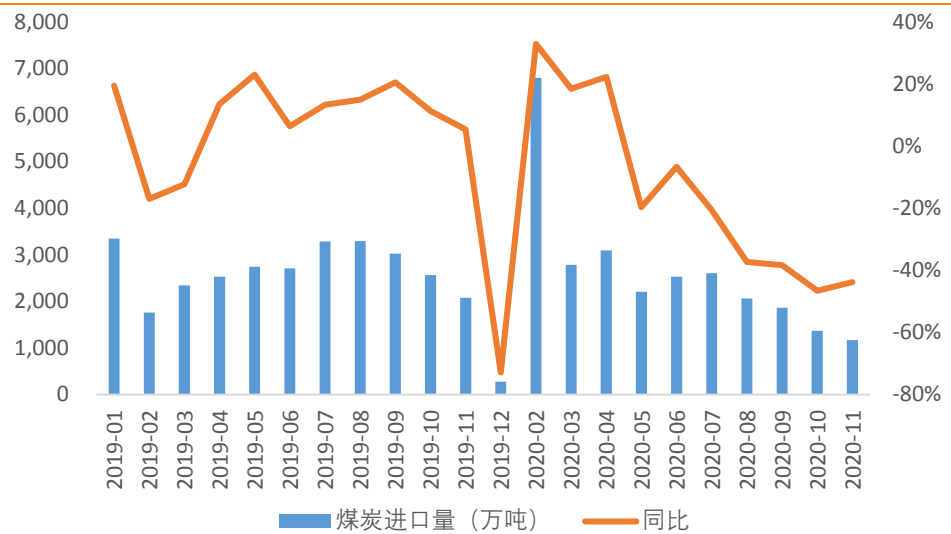


资料来源：Wind，天风证券研究所

进口煤政策趋严，新增配额有望落实。我国疫情得到控制后，进口煤管控力度持续加大。2020 年 5 月以来，我国煤炭进口持续收紧，1-9 月我国煤炭进口总量为 2.40 亿吨，同比下降 4.42%。10 月后，澳煤进口受政策限制，进口量进一步下滑，10 月、11 月煤炭进口总量分别为 0.14 亿吨、0.12 亿吨，同比下降 46.56%、43.80%，1-11 月累计进口量同比下降 10.8%，降幅扩大，难以对国内供给形成补充。**年末新增配额缓慢落实，但对国内供给影响有限。**进口煤政策“调控靴子”落地，11 月末华东华南地区新增约 2000 万吨进口配额，12 月进口量激增也证明了消息的准确度，进口煤量小幅增长，但总量较小，对煤价影响小。通常上一年堆积在港口的煤炭会在下一年年年初集中通关，有望在一定程度上缓解目前供不应求的局面，但由于目前仍处于消费旺季，且市场供不应求局势持续时间较长，

因此对煤价冲击较小。

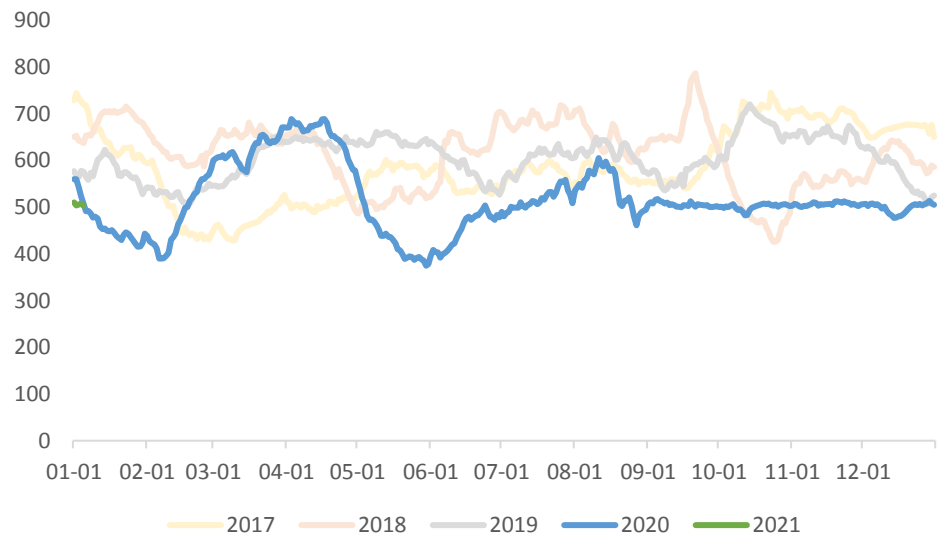
图 2：2019-2020 年原煤月产量及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

秦皇岛港库存持续处于历史低位，结构性缺货严重。截至 2020 年 12 月 15 日，秦皇岛动力煤平仓价为 689 元/吨，较年内最低点增长了 225 元/吨。9 月以来，秦皇岛库存就稳定在 500 万吨左右的低位，较往年下降明显。同时，高卡低硫煤缺货严重，港口结构性供给紧张，累库艰难。根据 11 月初发改委保供会议要求，要提高秦皇岛库存至 600 万吨以上，以及铁路日运力要达到 130 万吨以上。目前，铁路日运力已达到既定要求，但港口库存未见提升。通过历史走势来看，库存在每年 3 月后将会逐步提升，预计库存紧张问题仍将持续一段时间，从而给予煤价一定支撑。

图 3：2017-2021 年秦皇岛库存情况（万吨）



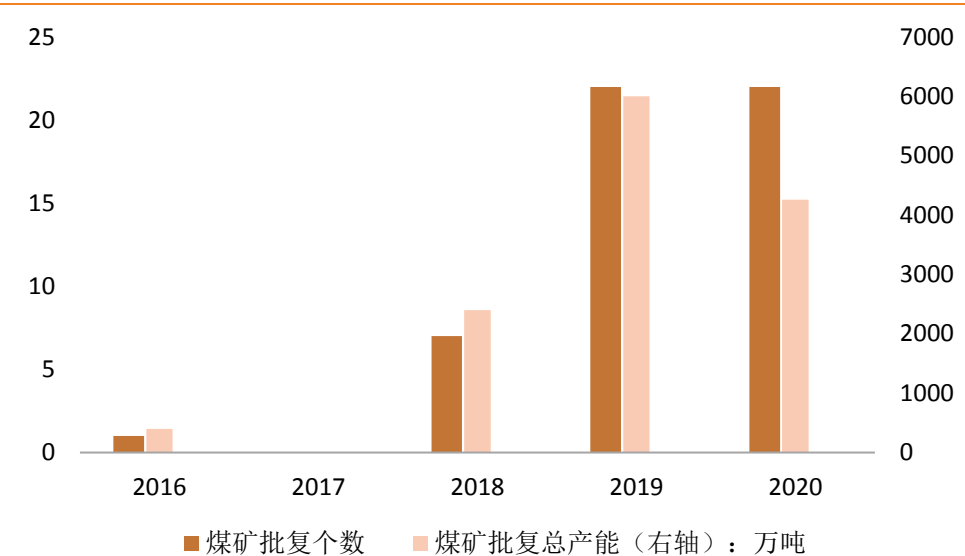
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1.2. 批复产能减少+重置成本提高，新增产能有限

碳中和背景下，我国新建批复产能大幅度减少，且集中在新疆地区。2020 年 9 月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上，对外宣布我国将力争与 2030 年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。在此政策目标引导下，2020 年我国煤矿批复

产能为 4260 万吨，同比大幅度下降 28.99%。并且，在批复的 22 个煤矿中，有 20 个在新疆地区。新疆煤炭开采前景良好，有望成为继晋陕蒙地区之后，我国煤矿开发重点省区，为我国煤炭产业向西部集中提供助力。

图 4：国家能源局煤矿批复数量与产能



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

在资本开支大幅度上升的情况下，煤炭企业新建煤矿和新增产能的意愿低。煤矿的重置成本可以分为三个部分，采矿权价值、产能置换费用和矿井的建设费用。由于我国要求将 30 万吨以下产能的煤矿逐步关闭，所以假设我们要建设目标为 100 万吨产能的煤矿。根据假设，2019 年新建 100 万吨煤矿的重置成本为 9.82 亿元，扩建 30 万吨产能煤矿至 100 万吨的重置成本为 9.49 亿元。2019 年煤矿重置成本较 2015 年有大幅度的提高。因此，在资本开支大幅度上升的情况下，煤炭企业新建煤矿和新增产能的意愿低，我们预计煤炭上游产能能够得到的增加将十分有限。

表 1：新建 100 万吨煤重置成本

	2015	2019
新建煤矿产能	100 万吨	100 万吨
采矿权价值	不变	不变
产能置换费用	0	1.1 亿元
矿井建设费用	5 亿元	8.72 亿元
重置成本	5 亿元	9.82 亿元

资料来源：中国煤炭工业网，天风证券研究所

表 2：扩建 30 万吨产能煤矿到 100 万吨的重置成本

	2015	2019
新建煤矿产能	100 万吨	100 万吨
采矿权价值	不变	不变
产能置换费用	0	0.77 亿元
矿井建设费用	5 亿元	8.72 亿元

重置成本

5 亿元

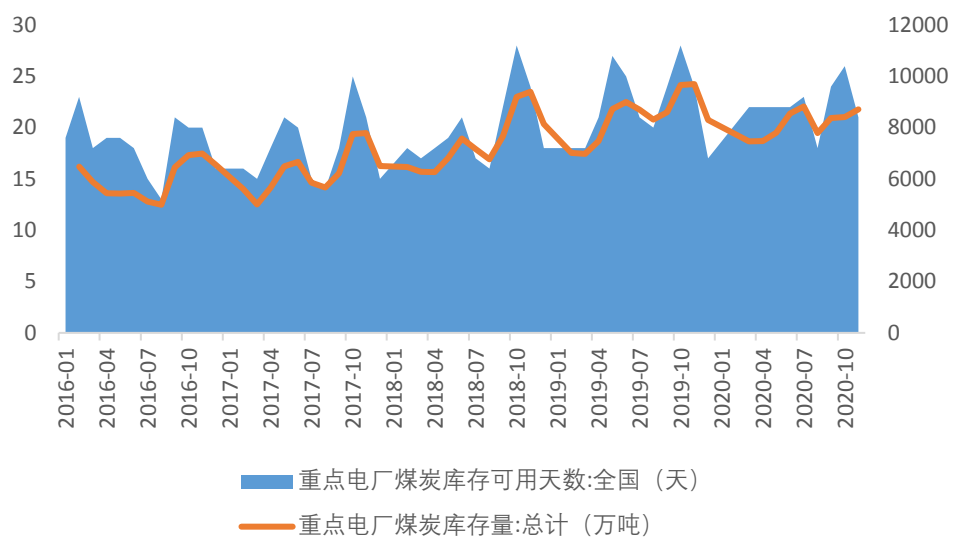
9.49 亿元

资料来源：中国煤炭工业网，天风证券研究所

1.1.3. “冷冬” 带动下游需求旺盛

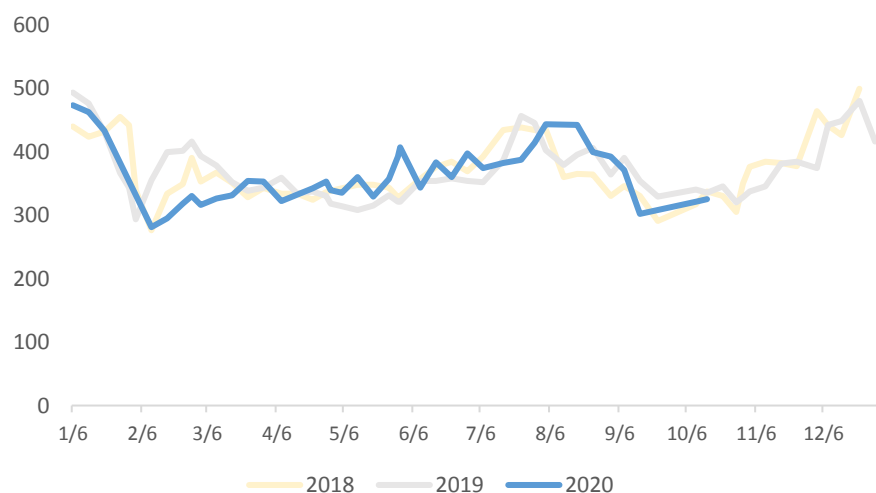
居民用电和供暖需求大幅提升，下游补库意愿强。11 月以来，受冷空气和暖湿气流共同影响，我国北方出现大范围雨雪天气。东北多地遭遇雨雪冰冻灾害导致铁路停运，西北大部降温明显，华东、江南及以北部分地区气温持续走低，同时，华北地区进入供暖季，居民用电与供暖需求不断攀升，下游电厂负荷提升，耗煤增加，补库积极性较高。2020 年 11 月单月全国重点电厂耗煤 11700 万吨，截止 11 月底，全国重点电厂煤炭库存量为 8708 万吨，煤炭库存可用 21 天。在目前第二波“寒潮”降临的情况下，且通常煤炭消费将在一季度末逐步进入消费淡季，需求支撑仍将维持一段时间。

图 5：全国重点电厂煤炭库存总计（万吨）及可用天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：全国重点电厂煤炭日耗（万吨）



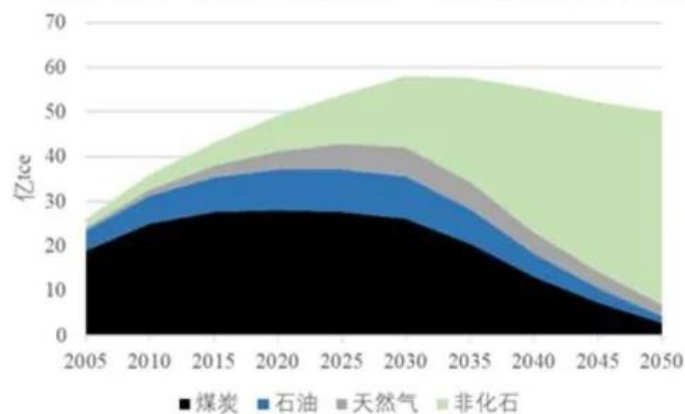
资料来源：煤炭资源网，天风证券研究所

1.1.4. 中长期火电仍将保持最高占比

新能源发电稳定性弱。虽然长期来看，我国能源结构将不断优化，非化石能源占比将升高，但新能源发电仍存在诸多问题。由于太阳能受到昼夜、季节、地理纬度和海拔高度等自然条件的限制以及晴、阴、云、雨等随机因素的影响，到达某一地面的太阳辐照度既是间断的又是极不稳定的，这给太阳能的大规模应用增加了难度，同时，蓄能也是太阳能利用中一个较为薄弱的环节。风能利用受地理位置限制严重，且储能差，经济性不足。水能分布受水文、气候、地貌等自然条件的限制大，且水容易受到污染，也容易被地形、气候等多方面的因素所影响。

火电中长期内竞争优势仍将保持。同等热值的煤炭、石油、天然气比价为 1: 7: 3，煤炭是最经济的能源资源，且价格主要取决于国内市场，可自主控制。而在利用端，80%以上的火电已实现超低排放，优于天然气发电排放标准，每度电成本只提高 0.4-2 分；高效、高标准的煤粉锅炉，现占到我国工业锅炉的 10%。根据清华大学气候变化研究院预测，在 2050 年实现 CO₂ 净零碳排放、全球温升 1.5℃ 的情形下，虽然发电结构调整、煤炭消费比重逐步降低，但仍是我国在 2030 年前的最大能源来源，占比达 45%。开发的经济性决定了煤炭的比较优势，利用的可洁净性增强了煤炭的生命力，中长期内火电仍将是我国发电的最大来源，对于电煤需求将保持。

图 7：1.5℃ 目标导向下二氧化碳净排放情景的一次能源消费与构成



资料来源：清华大学气候变化研究院，天风证券研究所

1.1.5. 动力煤价有望在春节前稳定高位，煤价中枢有望提高

目前煤价攀升至高位的支撑点有四：产地监管持续严格，煤矿产量释放有限；秦皇岛库存处于历史低位；进口煤政策 5 月后持续收紧，煤炭供给出现结构性短缺；“冷冬”降临用电量激增叠加水力发电季节性衰弱在需求端给予强力支撑。

我们认为**产地供给方面**，短期看，环保安全检查将持续严格，制约了产能的释放。中长期看，在碳中和背景下，2020 年我国煤矿批复新建产能数量大幅度减少，且集中在新疆地区。同时煤矿重置成本的提高，制约了先进产能的释放，预计未来煤炭产量难以出现大幅度提升。**库存方面**，自 9 月份以来，秦皇岛库存稳定在 500 万吨左右，处于历史低位水平。在目前需求良好的情况下，港口累库艰难，并且结构性短缺情况严重。根据历史走势看，秦皇岛库存将在 3 月前后的煤炭消费淡季时期，才逐步出现上涨趋势。**进口方面**，每年年初都会有大量进口煤因配额原因开始集中通关，这将在一定程度上缓解国内供给短缺局面。**需求方面**，短期看，煤炭消费将在一季度末逐步进入消费淡季。中长期看，即便在碳达峰政策目标下，煤炭消费在十年内仍将保持增长。**综上**，我们认为**短期内煤炭价格有望在高位维持稳定，煤炭价格或在春节前后缓慢回落，2021 年全年动力煤价将有望呈现高位窄幅震荡。中长期看，煤炭供需将保持紧平衡的状态。**

核心假设：

(1) 2020 年 1-11 月动力煤累计产量 28.67 亿吨，同比增长 0.94%，动力煤消费量 30.69 亿吨，同比增长 1.21%。分行业看，电力、冶金、化工、建材、供热五大行业累计动力煤消费量分别为 18.54 亿吨、1.57 亿吨、1.82 亿吨、2.93 亿吨、2.46 亿吨，同比增幅为 0.05%、7.34%、1.74%、5.23%、2.02%。由于 12 月仍为动力煤消费旺季，动力煤消费量将有所增加，预计 2020 年动力煤消费量增幅为 1.50%，预计到 2021 年动力煤产量在 34 亿吨左右。

(2) 在今年进口煤政策持续收紧的情况下，国家在 12 月没有明确放开进口限制。但在需求强劲及保供作用下，预计 12 月进口量与 2019 年大致持平，2020 年动力煤进口量预计在 1.16 亿吨左右；在内循环的政策大背景下以及煤炭平控政策影响下，预计国内进口政策难以出现明显宽松，动力煤进口量占总供给的比例假设与 2020 年保持一致。

(3) 预计 2020 年全年全社会用电量增长 2%-3%，2021 年电力需求预期增长 6.5%，假设 2020、2021 年发电量分别增长 2.5%、6.5%，根据预测，2020 年、2021 年非化石能源发电量为 25600 亿千瓦时、27428 亿千瓦时，则火力发电量为 51310 亿千瓦时、54481 亿千瓦时，以 2019 年每度火力发电量耗煤计算得 2020 年、2021 年电力行业耗煤量为 20.57 亿吨、21.85 亿吨。

(4) 2020 年动力煤消费量的行业拆分比例以 2018 年、2019 年、2020 年 1-11 月比例的均值进行预估，2021 年动力煤消费量的行业拆分比例以前三年比例的均值进行预估。

(5) 根据中国煤炭报，预计 2020 年、2021 年动力煤需求总量为 34.80 亿吨、36.20 亿吨。

(6) 假设 2020 年出口量占动力煤总需求比例与 2020 年 1-11 月一致，由于出口政策不明朗，2021 年出口量占动力煤总需求比例为前三年平均。

表 3：动力煤供需平衡表

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
动力煤产量（亿吨）	27.54	28.74	29.60	31.25	31.72	34.00
产量增速（%）	-9.01%	4.34%	2.99%	5.57%	1.50%	7.20%
产量占总供给比例	95.69%	96.03%	96.03%	96.23%	96.47%	96.47%
动力煤进口量（亿吨）	1.24	1.19	1.22	1.38	1.16	1.24
进口量增速（%）	14.98%	-4.27%	2.63%	13.09%	-15.79%	7.20%
进口量占总供给比例	4.31%	3.97%	3.96%	4.25%	3.53%	3.53%
动力煤总供给量（亿吨）	28.78	29.92	30.82	32.47	32.88	35.24
总供给量增速（%）	-8.19%	3.97%	3.00%	5.36%	1.25%	7.20%
电力行业动力煤消费量（亿吨）	19.11	18.81	19.71	20.51	20.57	21.85
电力行业动力煤消费增速（%）	1.85%	-1.58%	4.79%	4.04%	0.33%	6.18%
电力行业占动力煤消费比例	61.63%	59.96%	61.26%	61.26%	59.16%	60.42%
冶金行业动力煤消费量（亿吨）	1.42	1.44	1.54	1.60	1.70	1.74
冶金行业动力煤消费增速（%）	0.21%	1.26%	6.93%	3.59%	6.54%	2.40%
冶金行业占动力煤消费比例	4.59%	4.60%	4.79%	4.77%	4.89%	4.82%
化工行业动力煤消费量（亿吨）	2.07	1.76	1.75	1.94	1.99	2.04
化工行业动力煤消费增速（%）	2.80%	-14.98%	-0.85%	11.21%	2.32%	2.77%
化工行业占动力煤消费比例	6.69%	5.62%	5.43%	5.81%	5.72%	5.65%
建材行业动力煤消费量（亿吨）	4.95	3.06	2.83	3.02	3.17	3.25
建材行业动力煤消费增速（%）	-9.20%	-38.15%	-7.76%	7.00%	4.90%	2.36%
建材行业占动力煤消费比例	15.97%	9.77%	8.78%	9.03%	9.12%	8.98%
供热行业动力煤消费量（亿吨）	2.20	2.32	2.65	2.82	2.86	3.00
供热行业动力煤消费增速（%）	76.28%	5.17%	14.53%	6.18%	1.62%	4.81%
供热行业占动力煤消费比例	7.10%	7.38%	8.24%	8.41%	8.23%	8.29%
其他行业动力煤消费量（亿吨）	1.25	3.98	3.70	3.58	4.48	4.28
其他行业动力煤消费增速（%）	-46.92%	219.02%	-7.03%	-3.04%	24.88%	-4.41%
其他行业占动力煤消费比例	4.02%	12.68%	11.49%	10.71%	12.87%	11.83%

动力煤总消费量（亿吨）	31.01	31.37	32.17	33.47	34.78	36.16
总消费量增速（%）	-0.78%	1.16%	2.57%	4.03%	3.89%	3.98%
消费量占总需求比例	99.76%	99.82%	99.88%	99.86%	99.93%	99.88%
动力煤出口量（亿吨）	0.08	0.06	0.04	0.05	0.02	0.04
出口量增速（%）	74.25%	-22.43%	-34.52%	38.38%	-53.10%	69.14%
出口量占总需求比例	0.24%	0.19%	0.12%	0.16%	0.07%	0.12%
动力煤总需求量（亿吨）	31.09	31.43	32.21	33.52	34.80	36.20
总需求量增速（%）	-0.68%	1.10%	2.50%	4.05%	3.83%	4.02%
动力煤供需缺口（亿吨）	2.30	1.50	1.39	1.05	1.92	0.96

资料来源：Wind，中国煤炭报，天风证券研究所

2. 公司简介

陕西煤业股份有限公司（以下简称“陕西煤业”或“公司”）是陕西省唯一集产运销为一体的省属特大型煤炭企业，也是省内煤炭大基地开发建设的主体。由陕西煤业化工集团以煤炭主业资产出资，成立于 2008 年 12 月。公司于 2014 年 1 月 28 日在上海证券交易所挂牌上市，股票代码 601225，发行价格为 4.00 元/股，发行股票 10 亿股，共募集资金 40 亿元。截至 2020 年 6 月，公司第一大股东为陕西煤业化工集团，持股占比 63.14%。

表 4：截止 2020 年 6 月陕西煤业股东结构

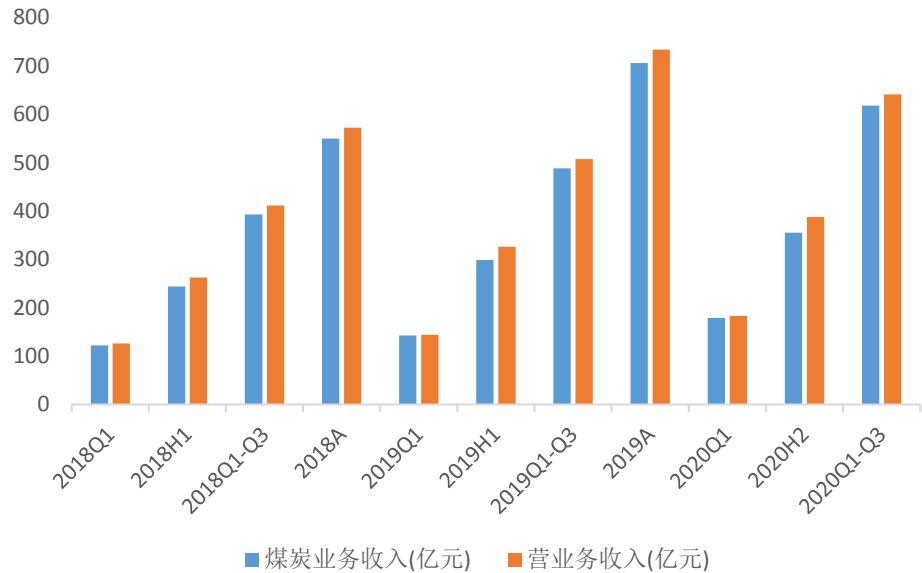
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	6,313,825,200	63.14
2	陕西煤业股份有限公司回购专用证券账户	305,000,000	3.05
3	陕西有色金属控股集团有限责任公司	256,739,091	2.57
4	华夏人寿保险股份有限公司－万能保险产品	220,185,670	2.20
5	中国证券金融股份有限公司	195,047,597	1.95
6	香港中央结算有限公司	183,883,966	1.84
7	华夏人寿保险股份有限公司－自有资金	170,463,778	1.70
8	汇添富基金－兴业银行－三峡资本控股有限责任公司	150,000,000	1.50
9	唐亮	130,105,933	1.30
10	黄河矿业－天风证券－20 黄河 EB 担保及信托财产专户	125,000,000	1.25
合计		8,050,251,235	81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 公司主营业务突出，煤炭产销量稳定增长

公司主业突出，煤炭营收和毛利占比保持在 96%以上。公司主营业务为动力煤，2020 年前三季度煤炭业务销售收入为 617.91 亿元，同比增长 26.59%，占公司营业收入的 96.4%。煤炭业务的毛利为 204.00 亿元，占比公司总毛利的 96.72%。而公司运输业务及其他业务收入在营业总收入中的占比很低，仅占 3.6%。

图 8：2018-2020 年公司煤炭业务及营业收入

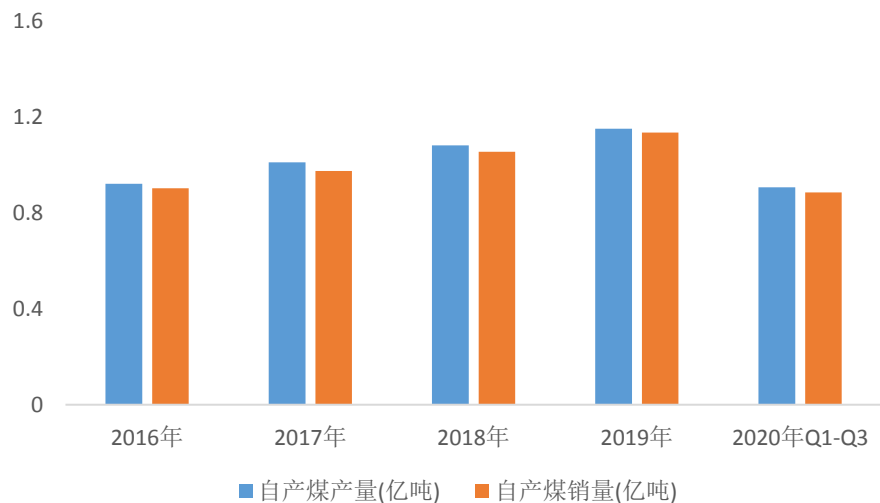


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 资源丰富+新建矿产，自产煤产销稳步增长

公司自产煤产销稳步增长，小保当助力煤炭产能进一步增加。自 2016 年以来，公司自产煤产销均保持较高的年增长率，2016-2019 年自产煤产量的 CAGR 为 7.68%，销量的 CAGR 为 7.94%。截止 2020 年前三季度，公司实现自产煤产量 9,054.08 万吨，同比增长 8.41%，根据 2016-2019 年的平均产销率 97.62% 计算，前三季度实现自产煤销量 8,838.59 万吨，贸易煤销量 8,457.44 万吨。同时，2020 年 7 月 6 日，国产首套等高式薄煤层智能综采设备在小保当二号煤矿地面联合试运转取得圆满成功，标志着小保当二号 1300 万吨/年的核定产能已开始释放。根据近三年的平均产能利用率 94.69% 计算，2020 年小保当二号预计在 2020 年释放 512.93 万吨的煤矿产量。小保当二号的核定产能占公司总产能的 9.7%，未来随着产能的完全释放，公司产量将进一步增加。

图 9: 2016-2020 年 H1 公司煤炭产销情况 (亿吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司拥有 9 对一级矿井，五对千万吨级矿井，产能与政策优势更加明显。截止 2020 年上

半年，公司 95%以上产能均位于国家“十四五”重点发展的大型煤炭基地：神东基地、陕北基地、黄陇基地。其中，陕北矿区的红柳林、小保当一、二、三、四、五等 5 对矿井达到了千万吨级，合计产能为 7100 万吨，陕北矿区矿井规模的集群化也使得公司的产能优势更加明显。同时，红柳林矿、张家峁矿、黄陵二号矿等 9 对矿井达到国家一级安全生产标准化矿井，合计产能为 7020 万吨。这部分矿井在减产、停产和产能核增等方面享受着激励政策，比如不纳入全国性或区域性调整、实施减量化生产措施范围，也不纳入因其他煤矿发生事故采取区域性政策性停产措施范围。

表 5：公司各煤矿核定产能

矿区	煤矿	核定产能（单位：万吨/年）	等级
彬黄矿区	黄陵一号	600	
	黄陵二号	800	一级
	建庄	500	
	建新	400	一级
	大佛寺	800	
	胡家河	500	
	文家坡	400	
陕北矿区	红柳林	1500	一级
	柠条塔	1800	一级
	张家峁	1000	一级
	孙家岔	800	一级
	韩家湾	300	一级
	袁大滩	500	
	小保当一号	1500	
渭北矿区	小保当二号	1300	
	玉华	240	一级
	陈家山	180	一级
	下石节	185	
	柴家沟	100	
合计		13405	

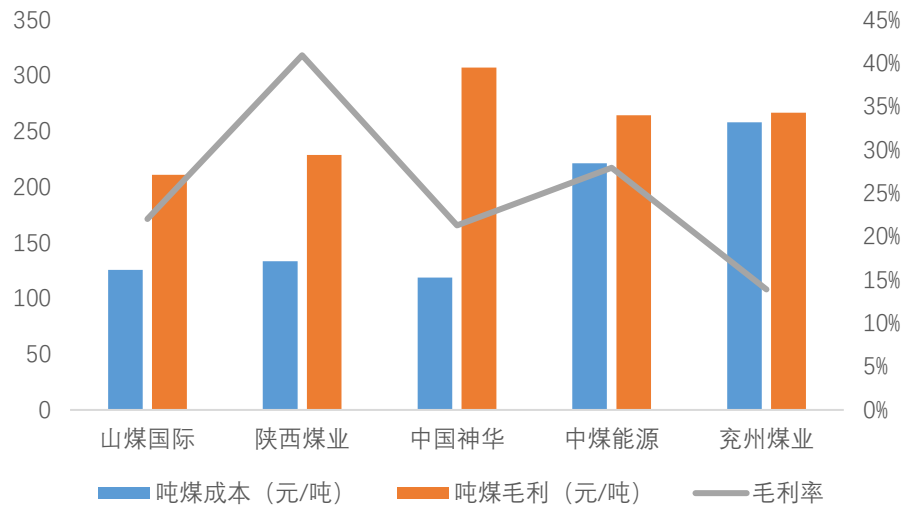
资料来源：《陕西省生产煤矿生产能力情况》，天风证券研究所

3.2. 公司资源禀赋，自产煤毛利水平高于行业平均

公司煤炭资源储量丰富，品质优异、赋存条件好。截止 2020 年上半年，公司 97%以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，开采技术条件优越，矿井均为大型现代化矿井，开采成本低，生产成本优势明显。产煤区 90% 以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。在全国范围内具有较强竞争优势。

受益于资源区位、产能规模、科技发展等优势，公司自产煤吨煤成本和毛利率处于同行业领先地位。2019 年公司自产煤吨煤成本为 133.46 元/吨，吨煤毛利为 228.84 元/吨，整体毛利率为 40.93%，与中煤能源、兖州煤业等上市公司相比，处于领先地位。同时，公司也通过从产能释放、结构调整等经营环节来实现全方位的降本增效，2020 上半年，公司成本较去年下降每吨 11.51 元。

图 10： 2019 年上市公司自产煤吨煤成本、吨煤毛利、毛利率比较



资料来源: Wind, 天风证券研究所

集团资产证券化率水平低，公司获的集团支持预期强。从煤炭产量的资产证券化率来看，2020 年前三季度陕煤集团煤炭产量为 1.42 亿吨，同比增长 9.5%，其中公司煤炭占集团总量的 63.76%。从资产的资产证券化率来看，2020 年前三季度集团的总资产 5778.81 亿元，其中现有的四家上市公司总资产之和为 1848.76 亿元，集团持有的上市公司资产总和占集团资产的 31.99%。作为集团旗下唯一的煤炭类上市公司，未来公司发展获得集团支持预期增强。

表 6：2020 年前三季度集团资产证券化率

	名称	总资产 (亿元)	煤炭产量 (亿吨)	煤炭产量的 资产证券化率	总资产的 资产证券化率
集团	陕煤集团	5778.81	1.42	63.76%	31.99%
上市煤企	陕西煤业	1430.33	0.9054	—	—
其他上市	建设机械	134.02	—	—	—
公司	北元集团	113.73	—	—	—
	陕国投 A	170.68	—	—	—

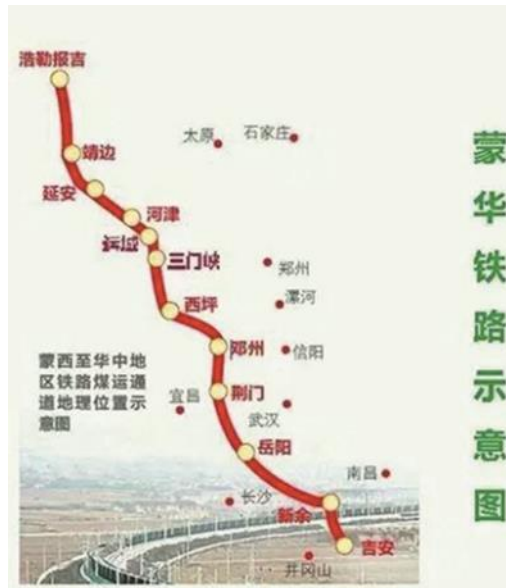
注：开源证券已退市

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 浩吉、靖神铁路开通+集团支持，贸易煤销量提升

受益于浩吉铁路开通，公司市场影响力扩大。公路运输所具有的运量小，耗能多，成本高，运费较贵等特点极大地限制了公司贸易煤的销售半径。而受益于浩吉铁路等公司铁路建设通车，公司稳步扩大煤炭贸易业务，在“两湖一江”等中部区域市场影响力不断扩大。收入方面来看，浩吉铁路的开通将极大方便公司煤炭产品销往煤炭价格较高的华中地区，提升公司的销售半径，利好公司收入。成本方面，铁路运输占比将大幅增加将使运输成本下行。收入增高成本下降，未来业绩增长可期。

图 11：浩吉铁路路线图

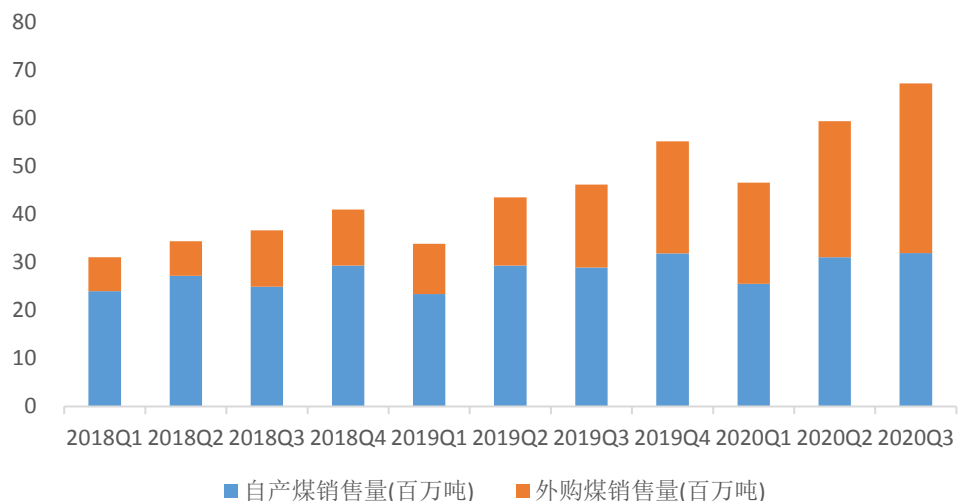


资料来源：荆州日报，天风证券研究所

靖神铁路助力浩吉铁路高速运行。2019年9月27日，靖神铁路实现与浩吉铁路同步开通运营。公司的靖神铁路连接小保当煤矿和曹家滩煤矿上的浩吉铁路，南起靖边北站、与浩吉铁路接轨，北至神木西站、与包西铁路接轨，全长244公里。截止2020年前三季度，靖神铁路已累计发运煤炭2000万吨，并且靖边北口煤炭运量已占浩吉铁路运量的90%以上。靖神铁路的开通运营确保了浩吉运煤专线的运力，为浩吉铁路做出了重大贡献。

浩吉、靖神铁路推动公司外购煤销量逐年增加。浩吉、靖神铁路开通前，公司贸易煤销量始终保持稳定。而在2019年9月27日铁路开通以后，外购煤的销售量快速增长，2019年第四季度，外购煤销量为2478.00万吨，较三季度环比增长42.71%，2020年前三季度，外购煤销量为8566.09万吨，同比上涨99.74%。外购煤销量的增长也带动了煤炭贸易收入的增长。同时，浩吉铁路2020年规划运量可达到6000万吨，预计将于2025年前逐步达到2亿吨/年设计运能，靖神铁路2020年全年运量将突破2300万吨，这进一步扩大煤炭贸易范围，提高煤炭贸易效率。

图 12：2018-2020 年自产煤和外购煤销售量情况（百万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

集团资源独家委托，有望增厚公司贸易煤业绩。陕煤集团与重庆积极发展“中部看陕煤”战略。按照协议，到 2020 年陕煤集团将形成“内接矿区、外连干线、点线配套、服务到门”的自营铁路物流网，运输能力达到 2 亿吨，且陕煤入渝量将突破 1000 万吨。同时，公司与陕煤化集团于 2009 年 12 月 1 日签订了《煤炭销售协议》和《产品和服务互供协议》，根据公司的战略规划和发展需求，公司可按照协议价格购入集团优质煤矿资源，并可按市场价格向陕煤集团等关联单位销售煤炭。2020 年 1-6 月累计向集团控制的单位采购煤炭 60.03 亿元，同比下降 27.16%；累计公司向集团销售煤炭 41.60 亿元，同比下降 0.86%。因此，公司拥有集团优质矿产资源作为储备，可享受集团的独家委托销售，进而增强主营业务水平。

4. 股权投资+矿井智能化投入，转型升级助力业绩提升

4.1. 股权投资提升公司业绩

三季度减持带来投资收益，经营情况超预期。2020 年三季度，陕西煤业公司实现归母净利润为 114.79 亿元，同比大增 26.73%。主要原因为公司从 7 月开始因朱雀信托到期清算，减持间接持有的隆基股份 1.39 亿股，同时通过朱雀基金减持赣锋锂业 H 股股份 876.32 万股，导致三季度公司实现投资收益 50.71 亿元，从而使公司业绩超预期。

连续三年实现净利过百亿，股权投资力度不断加大。陕西煤业在 2017 年董事会会议上通过了 30 亿元自有资金对外投资额度后，又在此基础上继续新增自有资金投资不超过 70 亿元，投资力度不断加大，主要投资方向为新能源产业等。根据公司年报，从 2017 年至 2019 年，股权投资额从 35.76 亿元增至 121.04 亿元，增幅达 238%。陕西煤业未来对外投资方向仍是与公司主业互补的新能源、新材料、新经济行业，在实现投资收益的同时，推进企业长期发展。此外，陕西煤业还对隆基股份和赣锋锂业派驻董事，持续跟踪产业变动情况。

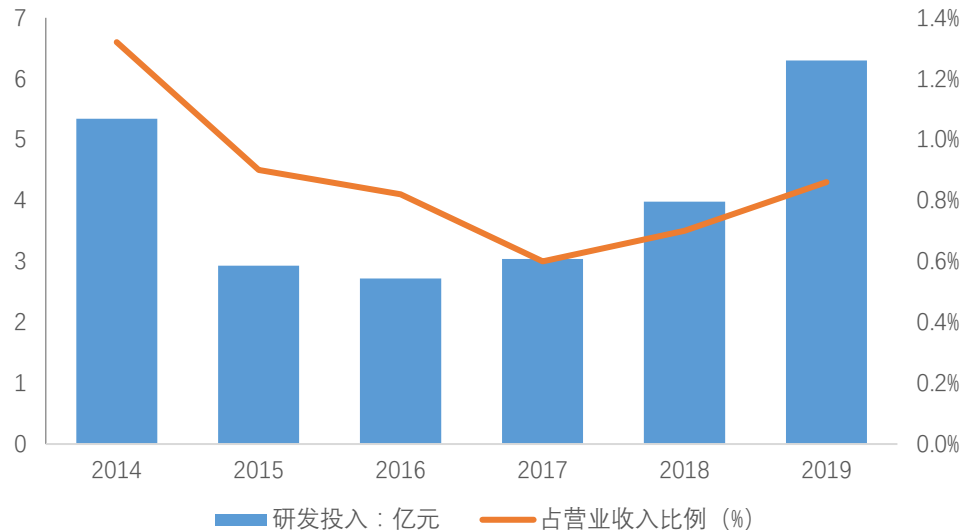
持有多家新能源领域股权，未来将会持续带来提升。截至目前，陕西煤业仍直接持有隆基股份 3.88% 股份，截至 1 月 11 日，所持股份市值约为 155.34 亿元；赣锋锂业 H 股股份，截止 1 月 11 日，还持有 4852.46 万股，目前市值约 46.08 亿港元，约合人民币 38.47 亿元。新能源领域作为行业新兴产业，未来发展空间广阔，这将持续提升陕西煤业投资利润。

4.2. 矿井智能化投入领先行业，未来资产开支少

智能化战略提前部署，构建新优势。公司坚持“生产智能化、运营精细化、管理标准化、决策科学化”为主线的“智慧陕煤”建设。2011 年，陕煤集团陕北矿业红柳林公司率先开展“煤炭综采成套装备智能系统”项目研究。2014 年，全国第一个智能化工作面在黄陵矿业诞生；并在 2019 年搭建了国内首屈一指的安全生产信息共享平台。2020 年 5 月底，华为与陕煤集团签署了战略合作协议，双方将共同推进陕煤集团智慧化矿山、智慧物流、智慧工厂等建设工作快速发展。公司逐步加大科技化投入，在获得新的增长点的同时，大大提高了生产效率和煤炭资源回收率，降低了人员工作强度和安全风险，“三网一平台”的上线也使得经营管理效率得到大幅提升。

研发投入占总营收比重 1%左右。2019 年公司研发投入 6.30 亿元，同比增长 58.29%，自 2014 年以来公司的研发投入占营业收入比重有所下降，但保持在 1% 以下变动不大，研发投入在 2015 年有一个缩减后，2019 年又有了一个大涨，主要是安全生产信息共享平台项目的建设。

图 13：公司 2014-2019 年研发投入及占营业收入比例



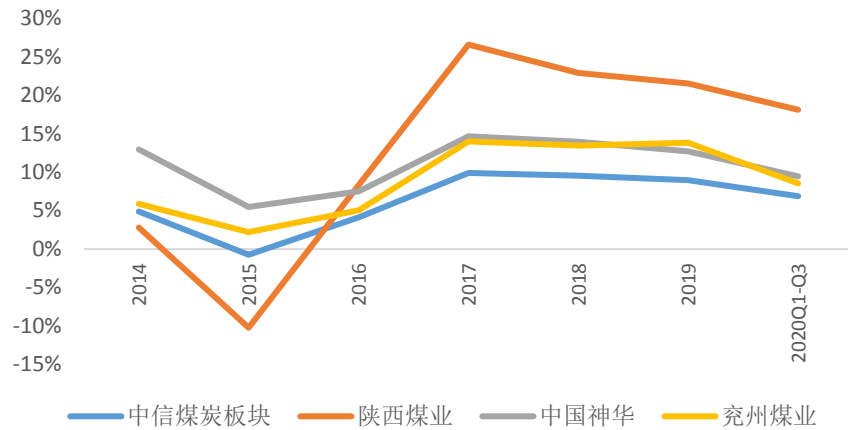
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022 年智能化基本完成，公司未来业绩保持稳定。目前公司资本支出逐渐稳定，未来相较于其他尚未进行智能化的企业资本开支较少。2020 年 2 月国家发改委等八部门联合印发了《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》。截止 2020 年 6 月，陕西煤业现管理生产矿井 36 对，煤炭生产能力 1.82 亿吨/年，公司计划 2020 年新建 20 个智能化采煤工作面，年底累计建成 36 个，智能化产能达到 15445 万吨，占总产能的 85%。截至 2020 年上半年，陕西煤业 15 处煤矿的 19 个采煤工作面均实现了智能化开采。预计 2021 年陕西煤业 52 个采煤工作面全部实现智能化；至 2022 年底，陕西煤业所属黄陵、彬长、陕北矿业和榆北煤业将建成智慧矿区，50%以上的煤矿建成智能矿井。在其他公司逐渐实行现代化建设时，陕西煤业已提前完成，预计未来不会有巨额的资本支出，公司未来表现良好。

5. 公司经营能力好，分红水平维持高位

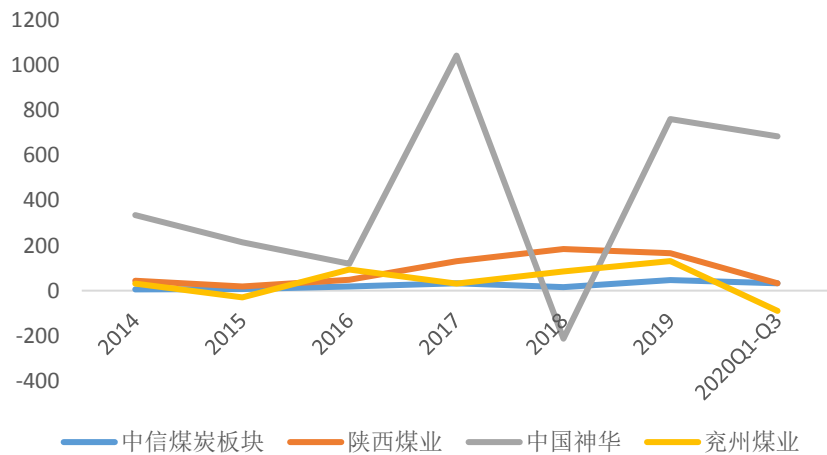
在经营表现方面，公司 ROE 和自由现金流均领先于行业平均水平。ROE 是衡量股东投入资本的汇报水平指标。2016 年供给侧改革以来，公司 ROE 就领先于行业水平。从 2017 年开始一直保持在 20%以上，并且较中国神华和兖州煤业高 10 个百分点左右。而公司的自由现金流呈稳步增长趋势。2020 年前三季度，公司自由现金流为 32.24 亿元，同比下降 61.71%，主要是受到受疫情影响行业整体现金流下行，加上公司小保当二号矿的建设投入导致 2020 年资本开支计划达到 19.91 亿元。但是随着小保当二号矿的建成投产，预计公司自由现金流有望进一步增长。

图 14：公司 ROE 比较 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

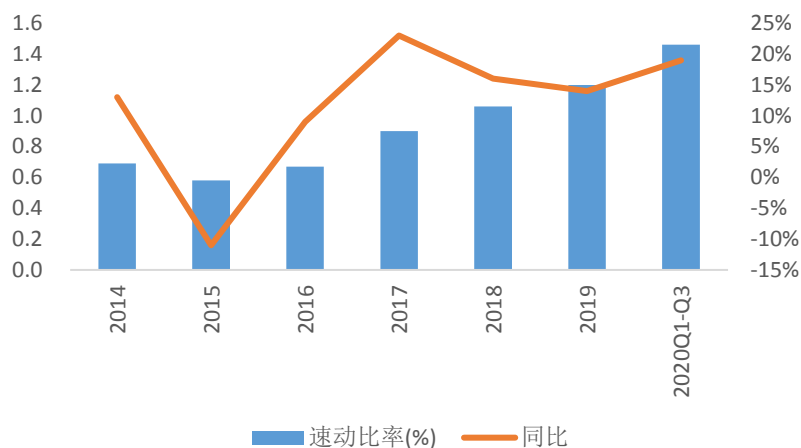
图 15：公司自由现金流比较（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

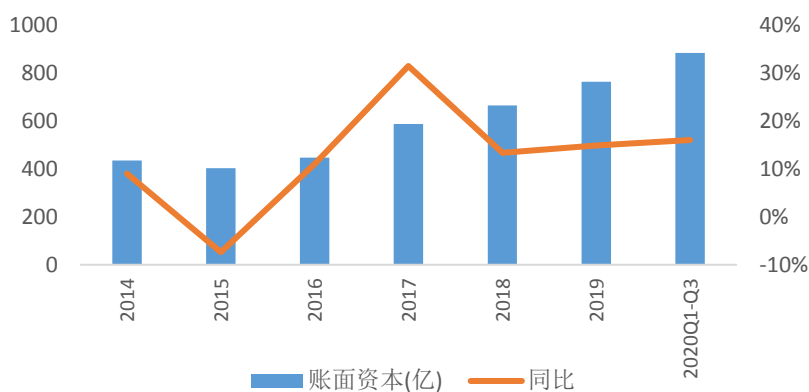
速动比率和资产负债率显示，公司偿债能力强。2020 年前三季度公司速动比率为 1.46，同比增长 19 个百分点，账面资本为 882.5 亿元，同比增长 16%。从资产负债率情况看，公司偿债能力要高于行业水平。公司资产负债率总体呈下降趋势，并从 2017 年开始，持续低于行业水平。2020 年前三季度，公司资产负债率为 39.30%，同比下降 0.6 个百分点，较行业低 10.36 个百分点。

图 16：公司速动比率及同比



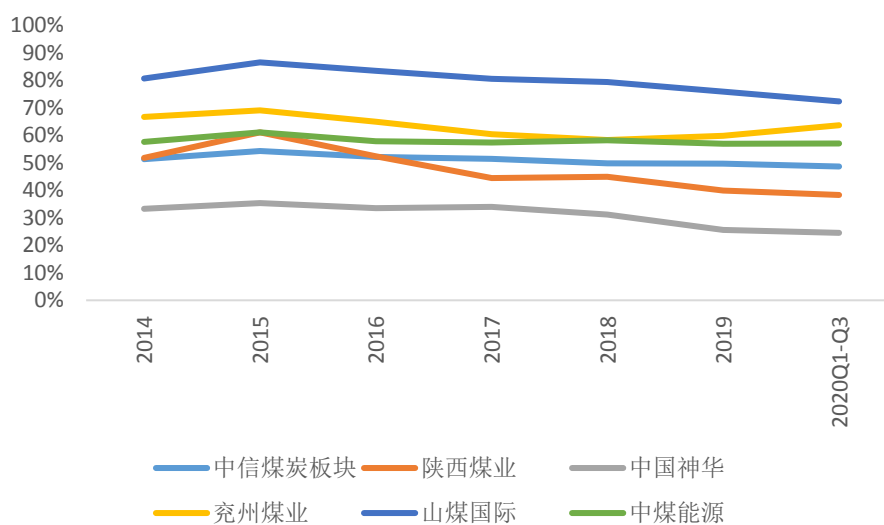
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 公司账面资本及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 公司资产负债率比较

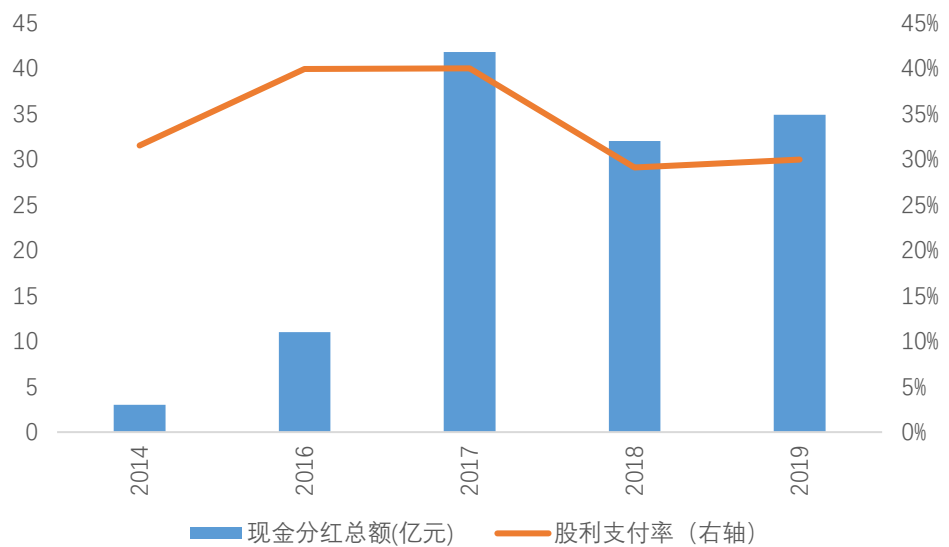


资料来源: Wind, 天风证券研究所

未来三年，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，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。高分红比例下，公司股息率将维持高位。按过去三年归母净利计算平均值为 110.28 亿元，及截止 2021 年 1 月 8 日股价 10.24 元测算，若公司以 40%分红比例进行分红，则股息率为 4.31%；若按 40 亿进行分红，则股息率为 3.91%。本次稳定高分红规划彰显了管理层对公司未来发展的自信，有助于提振投资者信心。

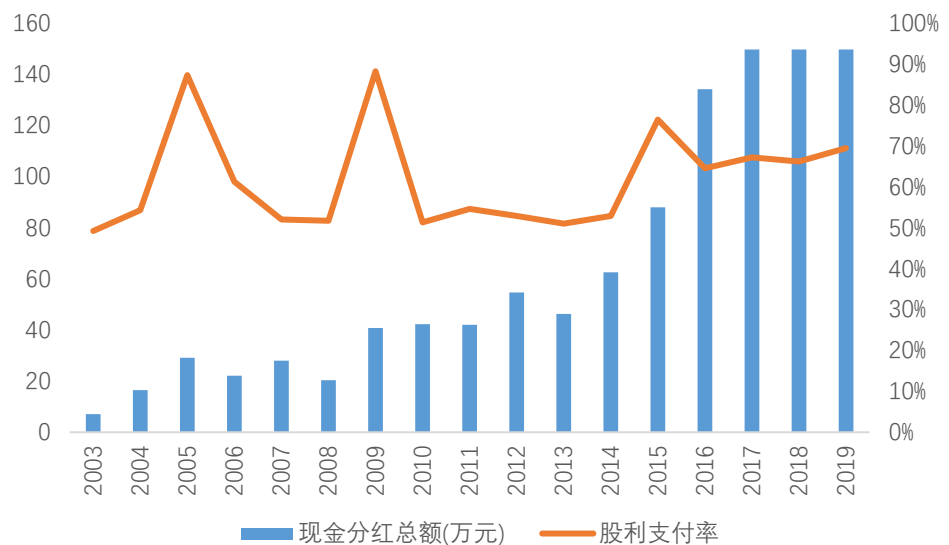
公司分红水平逐年提高，有助于公司估值提升。公司最新提升未来三年的分红比例在 40% 以上且金额不低于 40 亿元，在逐步向长江电力公司章程显示的未来 5 年分红比例不低于 70%靠拢。两家公司分红比例都大于 30%，并且坚持实施高分红战略。从 PE 估值角度看，公司的市盈率在 7 左右，低于长江电力 18 左右，相对所具有的发展潜力较大。中长期来看，由于煤炭供需结构稳定兼国家有力政策调控，煤炭价格将稳定在绿色区间范围内，使煤炭行业周期性质弱化，进入业绩稳定期，向类公共事业发展。在业绩稳定性高，并且分红水平逐年提高的情况下，公司估值水平将会逐步向公共事业板块的长江电力看齐。

图 19：公司分红水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：长江电力分红水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 盈利预测：

(1) 产量：公司新增产能投产后，我们预计 2020-2022 年公司煤炭产量分别为 1.20/1.32/1.32 亿吨。其中渭北矿区为 1000/1000/1000 万吨，彬黄矿区 3836/3836/3836 万吨，陕北矿区 7171/8402/8402 万吨。

(2) 售价：受疫情影响，我们预计公司煤炭售价将小幅下降。2020-2022 年，公司自产煤售价预计 351.47/345.10/348.10 元/吨。其中渭北矿区为 293.90/288.90/291.90 元/吨；彬黄矿区 423.03/418.03/421.03 元/吨；陕北矿区 322.79/317.79/320.79 元/吨。贸易煤售价将保持在 410 元/吨。

(3) 成本：我们将 2019 年的煤炭采掘各项成本，如原材料、人工等除以 2019 年公司煤炭产量得出吨煤成本。根据此吨煤成本做出对 2020 年的预测。我们预计 2020-2022 年公司吨煤成本分别为 247.49/260.59/256.08 元/吨。其中自产煤成本为 131.92/142.92/144.92 元/吨，而外购煤成本为 358.48/375.16/365.16 元/吨。

(4) 投资收益：由于朱雀信托存续期满，具体投资收益还有待清算。我们估计公司减持隆基股份有望增厚投资收益约 46.21 亿元。截至目前，公司已不再通过朱雀信托间接持有隆基股份，公司对剩余部分的投资收益还需等待朱雀信托清算。因此，我们给予公司今年 60.90 亿元的投资收益。

表 7：煤炭业务收入拆分预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
业务收入（百万元）	48,729	54,972	70,615	97,137	105,705	105,763
煤炭产量（万吨）	10,097	10,809	11,494	12,007	13,238	13,238
渭北矿区（万吨）	864	1,046	1,000	1,000	1,000	1,000
彬黄矿区（万吨）	3,548	3,797	3,836	3,836	3,836	3,836
陕北矿区（万吨）	5,685	5,966	6,658	7,171	8,402	8,402
自产煤销量（万吨）	9,738	10,535	11,336	11,966	12,566	12,566
自产煤售价（元/吨）	361.47	362.45	362.30	351.47	345.10	348.10
渭北矿区（元/吨）	329.46	313.02	301.90	293.90	288.90	291.90
彬黄矿区（元/吨）	420.08	434.69	431.03	423.03	418.03	421.03
陕北矿区（元/吨）	327.80	323.48	330.79	322.79	317.79	320.79
贸易煤销量（万吨）	2,600	3,757	6,513	13,210	14,441	14,441
贸易煤售价（元/吨）	399.56	399.18	420.32	405.45	424.32	424.32
业务成本（百万元）	21,313	27,790	41,465	6,231,001	7,037,852	6,916,114
吨煤成本（元/吨）	172.74	194.44	232.31	247.49	260.59	256.08
自产煤成本（元/吨）	119.09	126.82	131.63	131.92	142.92	144.92
外购煤成本（元/吨）	373.68	374.81	404.36	358.48	375.16	365.16
业务毛利率	55.40%	48.69%	40.93%	35.75%	33.39%	34.54%
业务毛利（百万元）	2,821,508	2,786,268	3,004,680	3,572,391	3,622,353	3,749,896

资料来源：Wind，天风证券研究所

由于今年公司减持隆基股份投资收益超预期，以及煤价涨幅超预期，我们将公司 2020-2022 年净利润由 140.83/121.63/126.25 亿元，调整为 158.15/129.72/131.40 亿元。EPS（元/股）由 1.41/1.22/1.26，调整为 1.58/1.30/1.31。在公司大幅度提升其分红水平，2020 年净利润有望超预期，以及煤价中枢有望提高的情况下，我们预计公司 2021 年估值（PE）将突破目前水平（7.64）。基于煤炭行业市盈率 PE-TTM 的平均值为 11.75，我们预计公司作为行业内转型升级典范，其估值有望突破行业平均值。保守给予公司 2021 年 12 倍的 PE 估值水平，对应目标价为 15.6 元/股。

7. 风险提示

7.1. 行业发展不及预期

当前国家并未放宽煤炭行业调控，产地安全生产依旧严格，进口煤政策依然趋紧。2018年，国家发改委明确进口煤的平控政策，即当年的进口煤量不能超过前一年的。若四季度进口煤政策未放宽，国内供给释放不及预期，致使煤价持续上涨，偏离绿色区间，可能影响行业稳定发展。

7.2. 减持收益不及预期

公司已不再通过朱雀信托间接持有隆基股份。因朱雀信托存续期即将届满，公司对隆基股份间接持有部分的减持，有望增厚公司业绩。公司减持隆基股份具体投资收益还有待清算。若实际卖出价低于假设卖出价或减持股份不是所有间接持有股份，则减持收益不及预期。

7.3. 公司分红不及预期

未来三年，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，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。若公司未来三年分红水平未达到计划所述，公司估值水平提高可能不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,115.64	19,243.36	32,409.15	56,141.72	72,242.57
应收票据及应收账款	13,649.77	7,372.39	34,370.94	2,779.49	34,390.87
预付账款	1,798.85	2,144.00	3,990.25	2,938.01	3,770.74
存货	1,073.61	1,313.94	2,863.08	1,555.70	3,018.91
其他	1,866.65	6,696.41	3,907.18	3,932.59	5,241.24
流动资产合计	31,504.52	36,770.09	77,540.60	67,347.50	118,664.32
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	40,547.60	40,209.15	44,076.56	45,306.20	44,940.18
在建工程	12,072.74	15,452.60	9,307.56	5,632.54	3,409.52
无形资产	0.00	21,815.79	20,114.77	18,413.75	16,712.73
其他	26,055.04	2,290.43	16,546.27	14,084.25	10,942.68
非流动资产合计	89,025.12	91,871.50	102,148.70	95,540.27	88,108.64
资产总计	120,529.63	126,683.52	177,731.23	160,929.70	204,814.89
短期借款	0.00	170.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	15,458.67	14,383.22	45,181.27	16,790.80	41,985.91
其他	13,220.52	13,353.15	19,535.11	14,203.55	19,452.27
流动负债合计	28,679.18	27,906.37	64,716.38	30,994.35	61,438.18
长期借款	11,941.08	9,071.09	8,071.09	9,071.09	8,071.09
应付债券	2,992.56	1,996.80	1,995.43	2,328.26	2,106.83
其他	10,527.92	11,539.39	9,474.45	10,513.92	10,509.25
非流动负债合计	25,461.56	22,607.28	19,540.97	21,913.27	20,687.17
负债合计	54,140.74	50,513.66	84,257.34	52,907.62	82,125.35
少数股东权益	15,724.48	17,916.07	24,693.87	30,253.10	35,884.66
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	7,395.07	7,398.23	7,398.23	7,398.23	7,398.23
留存收益	39,894.42	48,188.37	58,780.01	67,768.98	76,804.88
其他	(6,625.08)	(7,332.81)	(7,398.23)	(7,398.23)	(7,398.23)
股东权益合计	66,388.89	76,169.87	93,473.88	108,022.07	122,689.54
负债和股东权益总计	120,529.63	126,683.52	177,731.23	160,929.70	204,814.89

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	15,929.16	16,632.43	15,814.87	12,971.53	13,140.30
折旧摊销	4,787.67	5,848.49	4,038.65	4,226.40	4,340.06
财务费用	236.47	776.85	(130.63)	86.59	86.64
投资损失	(1,452.42)	(1,726.58)	(6,090.46)	(1,500.00)	(1,500.00)
营运资金变动			(7,241.48)	3,813.76	(1,609.00)
其它	#VALUE!	#VALUE!	7,284.53	6,065.95	6,138.28
经营活动现金流	19,758.27	19,200.35	13,675.48	25,664.24	20,596.29
资本支出	11,669.46	31,423.22	2,124.94	(959.47)	54.67
长期投资	5,045.73	1,753.80	0.00	0.00	0.00
其他	(24,670.65)	(39,002.06)	4,704.18	1,655.18	598.52
投资活动现金流	(7,955.46)	(5,825.05)	6,829.12	695.71	653.19
债权融资	17,516.14	15,512.40	13,331.61	14,773.39	13,815.80
股权融资	(246.21)	(1,084.61)	229.89	78.10	78.05
其他	(25,226.45)	(22,734.42)	(20,900.32)	(17,478.87)	(19,042.47)
筹资活动现金流	(7,956.53)	(8,306.64)	(7,338.81)	(2,627.39)	(5,148.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,846.29	5,068.66	13,165.79	23,732.57	16,100.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	57,223.73	73,403.44	99,349.64	108,242.38	108,300.44
营业成本	29,361.05	43,356.65	64,201.68	71,524.39	71,029.06
营业税金及附加	2,881.86	3,615.08	4,967.48	5,412.12	5,415.02
营业费用	2,194.57	2,768.21	5,287.06	5,941.64	6,211.72
管理费用	5,183.99	5,628.06	5,287.06	5,671.57	5,671.57
研发费用	9.96	53.73	19.87	21.65	21.66
财务费用	58.18	547.89	(130.63)	86.59	86.64
资产减值损失	(40.32)	(85.22)	3.75	3.75	3.75
公允价值变动收益	0.81	478.90	506.72	506.72	506.72
投资净收益	1,452.42	1,726.58	6,090.46	1,500.00	1,500.00
其他	(2,940.29)	(4,360.51)	(13,194.38)	(4,013.45)	(4,013.45)
营业利润	19,061.49	19,674.07	26,310.55	21,587.40	21,867.75
营业外收入	44.22	48.33	40.00	40.00	40.00
营业外支出	357.82	332.21	80.00	80.00	80.00
利润总额	18,747.89	19,390.18	26,270.55	21,547.40	21,827.75
所得税	2,818.74	2,757.75	3,677.88	3,016.64	3,055.88
净利润	15,929.16	16,632.43	22,592.67	18,530.76	18,771.86
少数股东损益	4,936.33	4,989.03	6,777.80	5,559.23	5,631.56
归属于母公司净利润	10,992.83	11,643.40	15,814.87	12,971.53	13,140.30
每股收益 (元)	1.10	1.16	1.58	1.30	1.31

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.36%	28.27%	35.35%	8.95%	0.05%
营业利润	4.55%	3.21%	33.73%	-17.95%	1.30%
归属于母公司净利润	5.20%	5.92%	35.83%	-17.98%	1.30%
获利能力					
毛利率	48.69%	40.93%	35.38%	33.92%	34.41%
净利率	19.21%	15.86%	15.92%	11.98%	12.13%
ROE	21.70%	19.99%	22.99%	16.68%	15.14%
ROIC	39.89%	38.77%	33.02%	32.59%	36.52%
偿债能力					
资产负债率	44.92%	39.87%	47.41%	32.88%	40.10%
净负债率	6.63%	-4.90%	-20.41%	-38.30%	-47.62%
流动比率	1.10	1.25	1.20	2.17	1.93
速动比率	1.06	1.20	1.15	2.12	1.88
营运能力					
应收账款周转率	4.08	6.98	4.76	5.83	5.83
存货周转率	59.77	61.49	47.57	48.99	47.35
总资产周转率	0.51	0.59	0.65	0.64	0.59
每股指标 (元)					
每股收益	1.10	1.16	1.58	1.30	1.31
每股经营现金流	1.98	1.92	1.37	2.57	2.06
每股净资产	5.07	5.83	6.88	7.78	8.68
估值比率					
市盈率	9.75	9.21	6.78	8.26	8.16
市净率	2.12	1.84	1.56	1.38	1.23
EV/EBITDA	2.89	3.82	3.16	3.13	2.76
EV/EBIT	3.59	4.91	3.65	3.74	3.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com