

陕西煤业 (601225)

证券研究报告

2020年10月15日

高股息动力煤龙头，看好估值持续修复

1. 供需相对平衡+政策调节，煤价长期保持稳定

煤炭供需稳定，进口煤政策调节空间大，煤价有望保持稳定。需求方面，随着国家经济增长，以及煤化工行业的发展，预计煤炭需求将会持续增长。供给方面，煤矿重置成本的提高，制约了先进产能的投放，叠加落后产能的持续退出，整体供给将小幅增长。在供需长期平衡的情况下，煤价的短期波动会受到进口煤政策调节，预计未来煤价将长期维持稳定。

2. 动力煤龙头，竞争优势明显

公司资源禀赋，吨煤成本低，经营情况好。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。在经营表现方面，公司ROE为21.52%，较其他上市公司高10个百分点左右。在偿债能力方面，公司自由现金流稳步增长，资产负债率为39.87%，同比下降5.05个百分点，较行业整体水平低9.79个百分点。

矿产建成+集团资源，公司成长性强。公司小保当二号矿井产能逐步释放，未来能够为公司带来1300万吨/年的产能。另一方面，根据集团2011年出具的《避免同业竞争承诺函》，集团控制生产矿生产的煤炭全部独家委托陕西煤业销售。新增产能以及集团煤炭资源保障，公司未来成长性强。

浩吉铁路开通，提升公司业绩稳定性。浩吉铁路开通前，公司煤炭销售公路运输占比超过50%。浩吉铁路贯通后，将极大方便公司煤炭产品销往煤炭价格较高的华中地区，推动公司扩大煤炭贸易业务，扩大在“两湖一江”等中部区域市场影响力，提升公司的销售半径，利好公司收入。此外，浩吉铁路的开通有助于提升公司自产煤长协比例，提升公司业绩稳定性。

科技化投资，增加公司收益。公司近年来持续加大在科技领域的投资。2018年，公司成为光伏单晶硅龙头企业隆基股份大股东。截至目前，公司已不再间接持有隆基股份股份，多次减持预计可为公司带来超过53.48亿元的投资收益。未来公司还会加大在新能源、数字化、智慧化的投资，将可能增厚公司利润。

公司分红水平持续高位，有利于估值水平的提升。公司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(20)看齐。

我们预计公司20/21/22年净利润为140.83/121.63/126.25亿元，对应PE为6.48/7.50/7.22。给予公司目标价12.69元/股，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业发展不及预期；减持收益不及预期；公司分红不预期等

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	83,265.10	86,782.89	86,840.95
增长率(%)	12.36	28.27	13.43	4.22	0.07
EBITDA(百万元)	23,655.12	26,158.56	27,539.45	24,539.63	25,420.63
净利润(百万元)	10,992.83	11,643.40	14,083.30	12,162.69	12,624.60
增长率(%)	5.20	5.92	20.96	(13.64)	3.80
EPS(元/股)	1.10	1.16	1.41	1.22	1.26
市盈率(P/E)	8.30	7.83	6.48	7.50	7.22
市净率(P/B)	1.80	1.57	1.35	1.20	1.08
市销率(P/S)	1.59	1.24	1.10	1.05	1.05
EV/EBITDA	2.89	3.82	3.10	2.82	2.46

资料来源：wind，天风证券研究所

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 9.12元

目标价格 12.69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) 91,200.00

流通A股市值(百万元) 91,200.00

每股净资产(元) 6.04

资产负债率(%) 39.73

一年内最高/最低(元) 9.45/6.71

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-公司点评:稳定高分红规划出炉，看好公司持续发展》
2020-09-18

2 《陕西煤业-半年报点评:煤炭产销量上行，看好公司中长期成长逻辑》
2020-08-26

3 《陕西煤业-季报点评:产地复产进度低于预期，Q1业绩超预期》
2019-04-29



内容目录

1. 供需平衡+政策调控，煤价保持稳定	4
1.1. 国家经济持续发展，煤炭需求稳步提升	4
1.1.1. 为保国家能源安全，我国鼓励发展煤化工事业	4
1.1.2. 火力发电仍是主力，新能源稳定性弱	6
1.1.3. 在国内经济持续增长的情况下，发电量的提升将带动煤炭需求	6
1.2. 进口煤调节空间大，煤价有望平稳运行	8
1.2.1. 国内煤炭供给持续小于需求	8
1.2.2. 落后产能的退出，叠加煤矿重置成本较高，未来煤炭供给增长有限	9
1.2.3. 进口煤政策有效维持煤价稳定	10
2. 公司介绍	11
2.1. 公司属于国有控股，战略地位突出	12
2.2. 公司主营业务突出，煤炭产销量逐年增长	13
3. 动力煤龙头，竞争优势明显	14
3.1. 公司资源禀赋，吨煤成本低，盈利能力强	14
3.2. 矿产建成+集团资源，公司成长性强	17
3.3. 浩吉铁路开通，提升公司业绩稳定性	17
3.4. 科技化投资，为公司带来新的增长点	18
3.5. 公司分红水平维持高位，有利于估值的提升	19
4. 盈利预测：	20
5. 风险提示	21
5.1. 行业发展不及预期	21
5.2. 减持收益不及预期	21
5.3. 公司分红不及预期	21

图表目录

图 1：石油、天然气进口依存度	4
图 2：我国主要发电方式产量	6
图 3：中国各行业动力煤消费量和总需求量（亿吨）	7
图 4：固定资产投资完成额累计同比和实际 GDP 增速	7
图 5：中国发电量和第二产业 GDP	8
图 6：我国原煤产量和销量（亿短吨）	8
图 7：我国煤炭供需情况（万吨）	10
图 8：2018-2020 煤炭月进口量（万吨）	11
图 9：公司股权结构图	12
图 10：2019 年公司各主营业务收入占比	13
图 11：公司煤炭产销量	13
图 12：上市公司自产煤吨煤成本、吨煤毛利、毛利率	15
图 13：公司 ROE 比较	15

图 14: 公司自由现金流比较 (亿元)	15
图 15: 公司速动比率及同比	16
图 16: 公司账面资本及同比	16
图 17: 公司资产负债率比较	16
图 18: 我国主要煤炭分布图	17
图 19: 浩吉铁路路线图	18
图 20: 公司分红水平	19
图 21: 长江电力分红水平	19
表 1: “一二五” 和 “一三五” 国家颁布支持煤制烯烃项目发展	5
表 2: 2019 年我国煤炭储量排名第四	5
表 3: 2019 年我国煤炭产量排名世界第一	6
表 4: 国家政策要求化解过剩产能	9
表 5: 新建 100 万吨煤重置成本	10
表 6: 扩建 30 万吨产能煤矿到 100 万吨的重置成本	10
表 7: 陕西煤业股东结构	12
表 8: 截至 2018 年末公司煤炭资源储量情况 (单位: 大卡/千克, 万吨)	14
表 9: 公司在建矿井	17
表 10: 煤炭业务收入分拆预测	20

1. 供需平衡+政策调控，煤价保持稳定

需求方面，由于国家能源安全、煤炭相对于新能源有稳定性、以及内循环的拉动作用，煤炭需求将会持续增长。能源安全方面，2019 年我国原油进口依存度为 73%，并且逐年升高。在国际局势不稳定的情况下，国家鼓励发展煤化工事业，有利于增加煤炭需求。稳定性方面，太阳能、风能、水能受自然条件限制大，较煤炭能源稳定性较弱。内循环拉动方面，国家提出开展积极的财政政策和“两新一中”建设，固定资产投资的增加有助于提升社会对于煤炭的需求。

供给方面，我国煤炭未来产能增长有限，但进口煤政策调节空间大，未来煤价将维持稳定。从 2003 年开始，我国煤炭产量就满足不了消费量。此外，国家持续深化供给侧改革，未来煤炭供给增长有限。并且，经过我们计算，目前煤矿重置成本较 2015 年有大幅度提高，煤炭企业新建煤矿和新增产能的意愿较低。但国家在进口煤政策上调节空间较大，煤炭价格有望维持在绿色区间稳定运行。

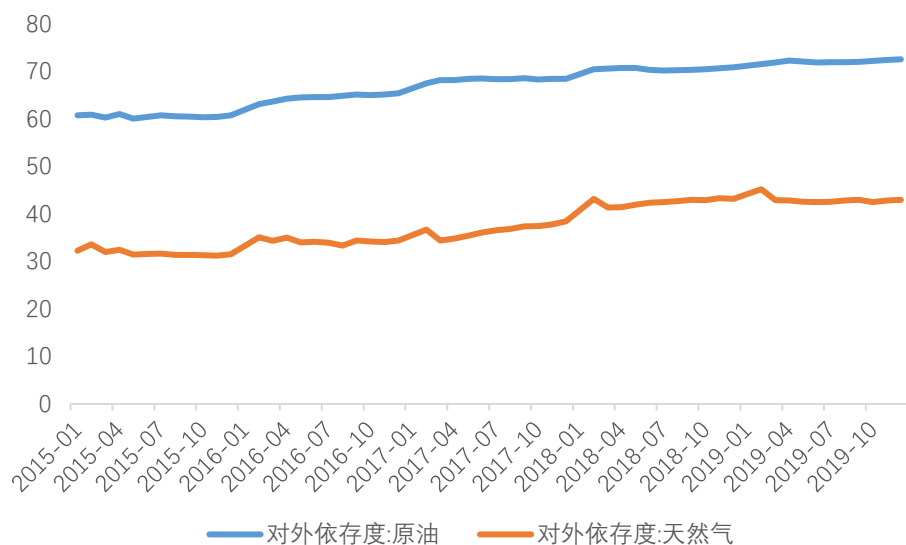
1.1. 国家经济持续发展，煤炭需求稳步提升

1.1.1. 为保国家能源安全，我国鼓励发展煤化工事业

我国煤炭对于原油和天然气的替代，可以通过发展煤化工来完成。由于我国原油和天然气的对外依存度逐年提高，中美之间的摩擦加剧，发展煤化工更有利于国家能源安全。同时，我国政策也鼓励通过发展煤化工来保障我国能源安全。并且，我国煤炭资源充足，发展煤化工具有原材料优势。煤化工行业的发展，能够带动煤炭的需求，从而使煤炭行业得到发展。

我国原油和天然气对外依存度较高，且呈不断上升趋势。2019 年，我国原油消费量为 650.15 百万吨，同比增长 4.89%；进口量为 507.23 百万吨，同比增长 9.37%；截止 2019 年 12 月，原油进口依存度达 72.55%，同比增加 4.89 个百分点。天然气的对外依存度在 2019 年 12 月也达到了 42.94%，同比下降 0.22 个百分点。由于原油和天然气的对外依存度逐年提升，发展煤化工能够相对减少我国对原油和天然气的依赖。

图 1：石油、天然气进口依存度



资料来源：Wind，天风证券研究所

中美之间摩擦的加剧，使我国能源安全问题更为突出。2018 年 7 月 6 日，美国开始对 340 亿美元的中国产品加征 25% 的关税，中国于同日对同等规模的美国产品加征 25% 的进口关

税，标志着中美贸易战的开始。虽然 2019 年 10 月的第十三轮中美经贸高级别磋商使中美贸易摩擦有所缓和，但目前双方冲突仍在继续。在国际局势不稳定的情况下，原油依存度处于高位使我国能源安全问题突出。

国家“一二五”和“一三五”期间相继颁布鼓励煤化工发展的产业政策，提升国家能源应急保障能力。在《“一二五”国家自主创新能力建设规划》中，国家要求在能源产业和综合交通运输创新能力建设中，重点发展煤制芳烃、煤制烯烃等煤化工产业。《现代煤化工“一三五”发展指南》要求在“一三五”期间，完善现代煤化工产业布局，在中西部地区建设大型煤化工产业基地，与东部石化产业形成互补。随着国家对煤化工行业支持力度的加大，未来我国能源安全有望得到保障。

表 1：“一二五”和“一三五”国家颁布支持煤制烯烃项目发展

主要法律法规及政策	发布部门	实施时间	主要内容
《“一二五”国家自主创新能力建设规划》	国务院	2013 年 1 月 15 日	能源产业和综合交通运输创新能力建设中，煤炭行业重点：褐煤综合利用、煤制芳烃、煤制天然气、煤制乙二醇、煤炭液化、煤制烯烃。
《宁夏回族自治区国民经济和社会发展第十三个五年规划》	宁夏回族自治区人民政府	2016 年 2 月 24 日	建设国家级宁东现代煤化工基地，到 2020 年，煤化工产能达到 2000 万吨以上，新型煤化工产能达到 1200 万吨以上。
《现代煤化工“一三五”发展指南》	中国石油和化学工业联合会	2016 年 4 月	“一三五”期间，完善现代煤化工产业布局，结合国家大型煤炭基地开发，仪式由替代产品和石油安全应急保障能力建设为重点，在蒙东、蒙西、新疆、陕北、宁工等中西部地区建设大型煤化工产业基地，形成与东部石化产业互补的产业格局。
《石油和化学工业“一三五”发展指南》	中国石油和化学工业联合会	2016 年 4 月 12 日	“一三五”期间中国要加快现有乙烯装置的升级改造。到 2020 年，全国乙烯产能 3200 万吨/年，年产量约 300 万吨，其中煤（甲醇）制乙烯所占比例达到 20% 以上。同时指出，煤制烯烃在技术逐步完善、资源利用和环境保护水平提升的基础上，适时扩大产能。

资料来源：中国政府网，宁夏回族自治区人民政府，中国石油和化学工业联合会，天风证券研究所

我国煤炭资源充足，发展煤化工事业具有原材料优势。我国常规资源处于“富煤、少气、贫油”的局面，发展煤化工更符合我国资源状况。2019 年我国煤炭探明储量 14.16 亿吨，占世界总量的 13%，排名世界第四。我国 2019 年原煤产量为 38.46 亿吨，同比增长 4.0%；占全球总产量的 47.31%，同比增加 1.6 个百分点，位列世界第一。充足的煤炭资源，能够充分保障我国煤炭化工产业的持续发展。

表 2：2019 年我国煤炭储量排名第四

国家	探明储量（百万吨）	占比：世界总量	储采比（R/P）
美国	2495.37	23.3%	390
俄罗斯	1415.95	15.2%	369
澳大利亚	1490.79	13.9%	294
中国	1415.95	13.2%	37
印度	1059.31	9.9%	140
印度尼西亚	398.91	3.7%	65
德国	359	3.4%	268
乌克兰	343.75	3.2%	-
波兰	269.32	2.5%	240
哈萨克斯坦	269.32	2.5%	240

资料来源：2020《BP 世界能源统计年鉴》，天风证券研究所

表 3：2019 年我国煤炭产量排名世界第一

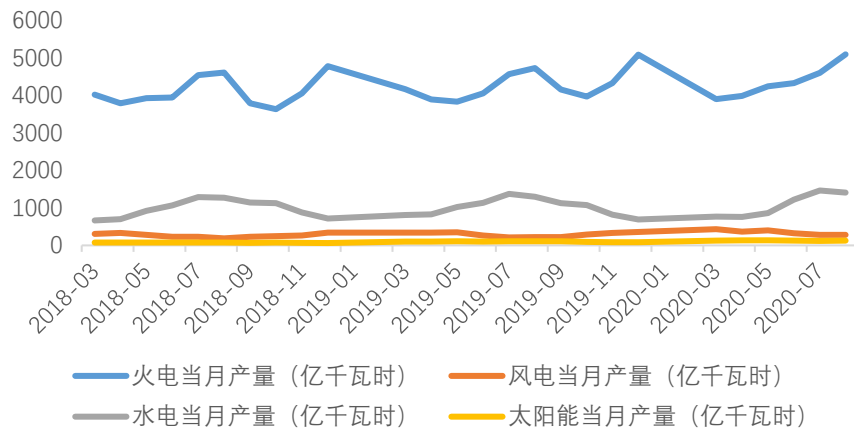
序号	国家	2019 (亿吨)	2018 (亿吨)	同比 (%)
1	中国	38.46	36.98	4.0
2	印度	7.56	7.6	-0.5
3	美国	6.39	6.85	-6.7
4	印度尼西亚	6.1	5.57	9.4
5	澳大利亚	5.06	5.05	0.2
6	俄罗斯	4.40	4.41	-0.3
7	南非	2.54	2.53	0.4
8	德国	1.33	1.68	-20.7
9	哈萨克斯坦	1.15	1.18	-2.6
10	波兰	1.12	1.22	-8.2

资料来源：2020《BP 世界能源统计年鉴》，天风证券研究所

1.1.2. 火力发电仍是主力，新能源稳定性弱

我国火力发电占比 69.57%，为主要发电方式。据国家统计局发布的国民经济和社会发展统计公报，2019 年，全国发电量 75034.3 亿千瓦时。其中，火电发电量 52201.5 亿千瓦时，占总发电量的 69.57%，水电 13044.4 亿千瓦时，占比 17.38%。另据中电联全口径统计，风电 4057 亿千瓦时(5.41%)，光伏发电 2243 亿千瓦时(2.99%)，生物质发电 1111 亿千瓦时(1.48%)。比较近年来不同发电方式产量变化趋势，火电依旧为主要发电方式。

图 2：我国主要发电方式产量



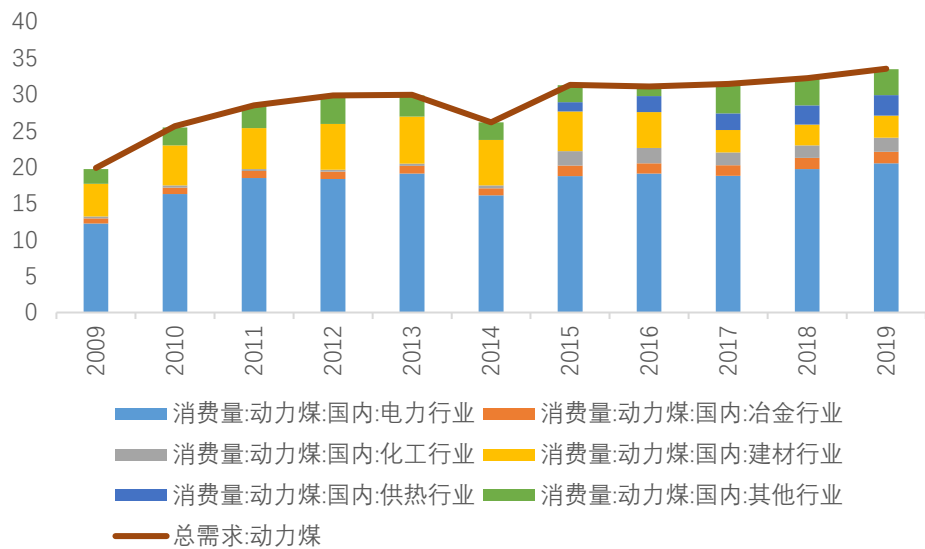
资料来源：Wind，天风证券研究所

新能源发电方式稳定性较弱。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射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。同时现在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。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。

1.1.3. 在国内经济持续增长的情况下，发电量的提升将带动煤炭需求

在煤炭下游应用中，发电占比持续高位。从各行业动力煤消费量来看，电力行业一直是动力煤的消费主力。从 2017 年开始，我国电力行业动力煤消费量保持连续增长，2019 年其消费量为 20.51 亿吨，同比增长 4.04%，占动力煤总需求的 61.18%。

图 3：中国各行业动力煤消费量和总需求量（亿吨）



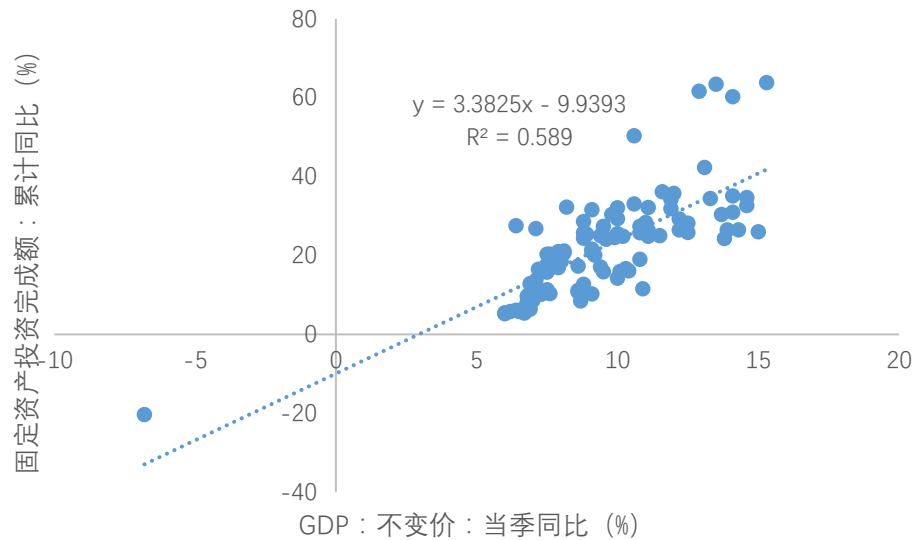
资料来源：Wind，天风证券研究所

国家“内循环”政策助力我国经济持续向好，将带动煤炭下游行业消费。2020 年国务院政府工作报告中提出了“积极的财政政策要更加积极有为”和“两新一重”建设。从总量上看，我国新增财政赤字和抗疫特别国债供给 2 万亿元，并且要新增减税降费 2.5 万亿元、新增地方政府专项债 1.6 万亿和铁路资金 1000 亿元。用共计 6.2 万亿元的政策支持力度来充分带动投资和消费。

“两新一重”建设，即新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通、水利等重大工程建设；其中新型城镇化建设提出要新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个；加强交通、水利等重大工程建设提出要增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。宏观政策所带动的基建投资，将增大社会对于煤炭下游行业，如电力、冶金、建材等的消费。

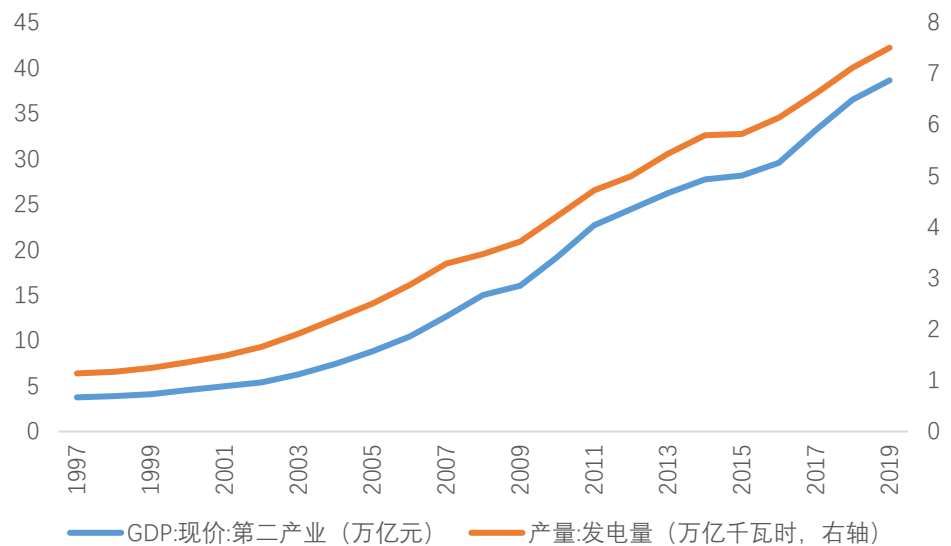
固定资产投资的增加有助于增加社会对于煤炭的需求。通过将我国固定资产投资完成额增速与实际 GDP 的增速进行回归分析，我们发现两者相关系数相对较高，为 0.589（相关系数为 1 表示完全相关）。通过分析发电量与我国第二产业 GDP，我们发现煤炭下游电力需求与第二产业 GDP 相关系数为 0.997，二者间具有强相关性。因此我们认为，固定资产投资将在拉升 GDP 的同时，可提升煤炭下游的发电需求，从而提升社会对于煤炭的需求。

图 4：固定资产投资完成额累计同比和实际 GDP 增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 中国发电量和第二产业 GDP



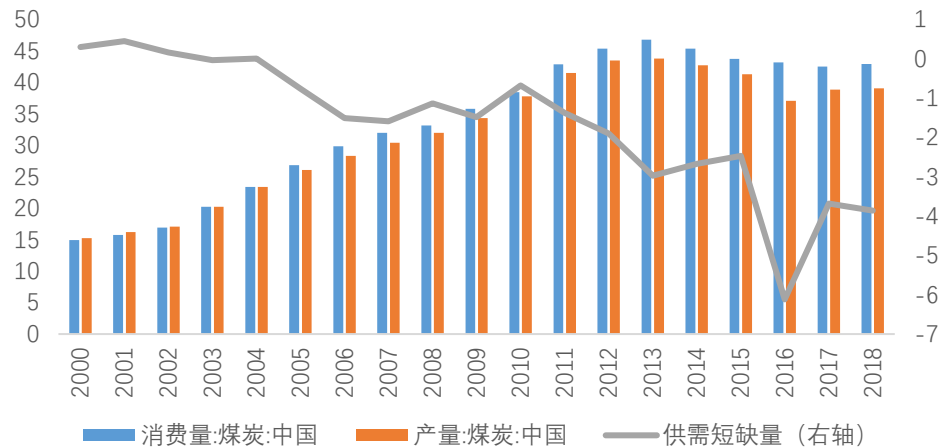
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 进口煤调节空间大，煤价有望平稳运行

1.2.1. 国内煤炭供给持续小于需求

从 2003 年以来，我国煤炭产量持续低于消费量。从 2003 年开始，我国煤炭的消费量就超过煤炭产量，并在逐步拉大，差值的最高峰是 2016 年的 6.12 亿短吨。截至 2018 年，我国煤炭消费量达到 42.94 亿短吨，而我国煤炭产量为 39.09 亿短吨。

图 6: 我国原煤产量和销量 (亿短吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2.2. 落后产能的退出，叠加煤矿重置成本较高，未来煤炭供给增长有限

2020 煤炭供给侧改革持续，未来煤炭新增产能有限。据发改委，2016-2018 年分别完成煤炭去产能 2.9/2.5/2.7 亿吨，合计去产能 8.1 亿吨，“十三五”煤炭行业去产能的主要目标基本完成。根据各省市煤炭厅公告显示，2019 年各省仍在去产能，合计淘汰约 1.08 亿吨产能。2020 年预计仍有 7200 万吨的淘汰空间，行业去产能持续。同时国家煤炭政策没有大量开放的意向，未来煤炭新增产能有限。

6月12日发改委发布关于做好2020年重点领域化解过剩产能工作的通知，控制煤矿数量，释放先进产能。通知要求准确把握2020年去产能总体要求，持续推进煤炭上大压小、增优汰劣。深入推进煤炭行业“放管服”改革，加快推动在建煤矿投产达产，合理有序释放先进产能。近几年来，我国加大淘汰关闭年产量30万吨以下的小煤矿，全国煤矿数量也减少至2019年的5268处。并且，年产120万吨及以上煤矿达到总产能的四分之三，进一步向资源富集地区集中。未来，随着先进产能的逐步释放，煤炭供给将小幅增长。

表 4: 国家政策要求化解过剩产能

地方	相关政策	主要内容	发布日期
全国	关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见	2020年煤矿数量控制在5000处以内	2020/6/18
山东	关于开展重点行业节能监察的通知	对全省钢铁、煤炭等5个重点行业开展节能监察	2020/5/29
江西	江西省30万吨/年以下煤矿分类处置实施方案	要求进一步加大萍乡市9万吨/年及以下煤矿关闭力度	2020/4/14
江苏	江苏省削减煤炭消费总量奖补办法	江苏省财政下达减煤奖补4亿元，确保完成减煤目标	2020/4/7
湖南	关于进一步淘汰不安全落后小煤矿的意见	坚决关闭9万吨/年及以下煤矿；坚决关闭或者出清长期停产停建的30万吨/年以下“僵尸企业”煤矿	2019/7/26
山东	山东省煤炭消费压减工作总体方案(2019-2020年)	要求2020年底压减煤炭消费3600万吨。	2019/7/22
山西	山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划	目标到2020年，煤炭占一次能源消费比重降至80%。	2018/8/22

资料来源: 国家煤炭工业网, 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 5：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：中国煤炭资源网，华夏矿权网，中煤地质报，王海荣《浅谈集约化矿井项目建设成本控制的途径——基于内蒙古新街台格庙矿区的探索》，天风证券研究所

表 6：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

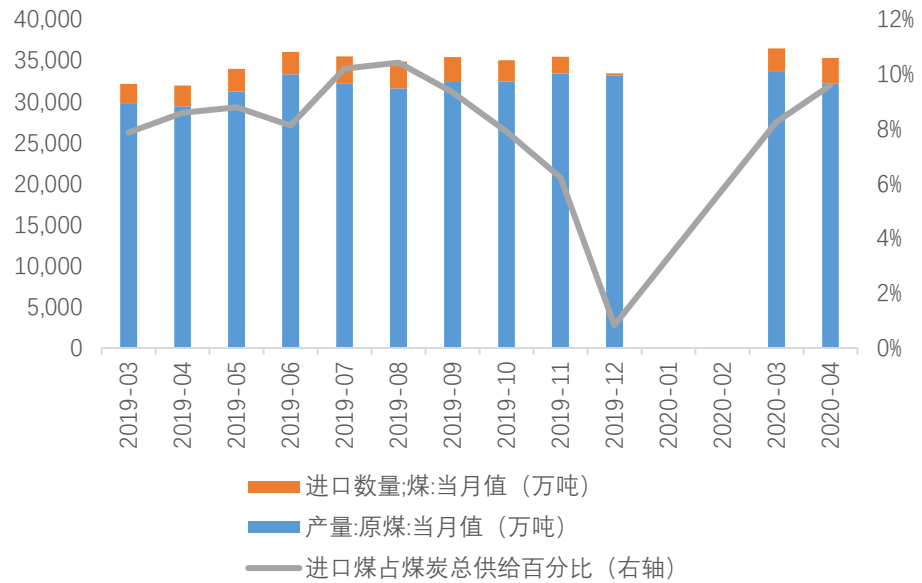
资料来源：中国煤炭资源网，华夏矿权网，中煤地质报，王海荣《浅谈集约化矿井项目建设成本控制的途径——基于内蒙古新街台格庙矿区的探索》，天风证券研究所

1.2.3. 进口煤政策有效维持煤价稳定

进口煤政策是国家对煤价进行调节的重要手段。通过调节煤炭进口量，政府可实现对煤炭供给的控制，改变煤炭供需结构，从而实现对煤价的调节。

进口煤是我国煤炭供给的重要组成部分。2019 年以来，我国每月煤炭进口量一般情况下占当月煤炭总供给的 8%左右。煤炭进口方面，我国政府采取“有控有进”的动态调节机制，一般通过限制煤质、调节关税及通关时间来实现，其中调节通关时间、暂停部分口岸接卸进口煤、限制进口煤配额等是最常用的手段。

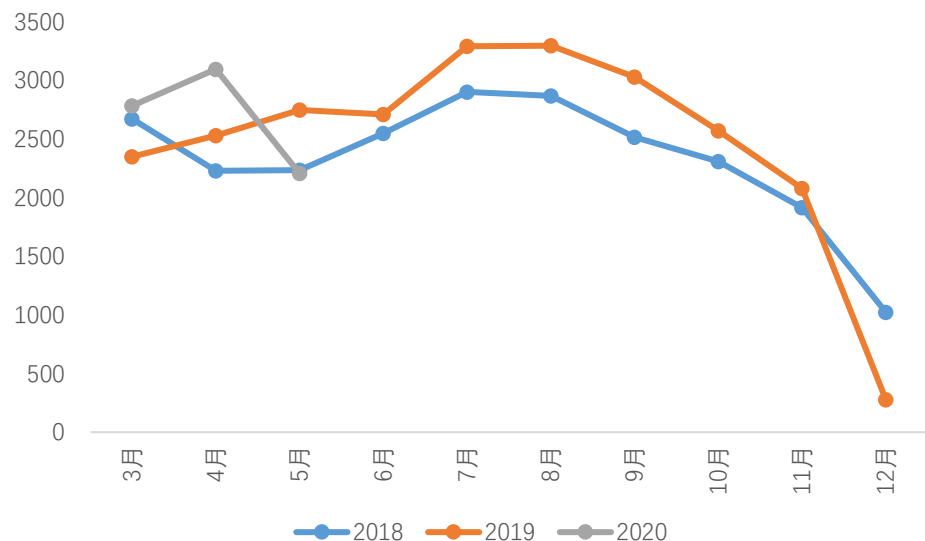
图 7：我国煤炭供需情况（万吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

今年5月,国家对进口煤政策的应用证实了这一工具的有效性。在4月煤价跌出绿色区间后,国家出手发挥进口煤政策调节稳定器的作用,收紧煤炭进口政策,成效显著,5月煤炭进口量环比大幅降低。2020年5月进口煤炭2205.7万吨,较去年同期的2746.7万吨减少541万吨,下降19.70%,较4月的3094.8万吨减少889.1万吨,下降28.73%。与4月相比,5月因煤炭进口量下滑而导致煤炭供给减少的环比减幅为2.5%,有效降低了煤炭供应水平,促进了煤价回升。在国家有能力发挥进口煤政策调节作用的情况下,且《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》要求平抑煤价异常波动,我们认为未来煤价稳定在绿色区间完全可行。

图8: 2018-2020 煤炭月进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 公司介绍

陕西煤业股份有限公司（以下简称“陕西煤业”或“公司”）是陕西煤业化工集团公司以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能开发、陕西有色、陕鼓集团于 2008 年 12 月 23 日共同发起设立的股份有限公司。2014 年 1 月 28 日，陕西煤业在上海证券交易所挂牌上市，股票代码 601225，发行股票 10 亿股，募集资金 40 亿元。发行完成后，公司总股本为 100 亿元。

表 7：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

图 9：公司股权结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1. 公司属于国有控股，战略地位突出

陕西省战略地位：储量及产量位居全国第三产量弹性。陕西省是我国的煤炭大省，2017 年，全省煤炭保有储量居西部第三位，全国第四位；2018 年原煤产量 6.3 亿吨，居全国第三位。陕西省陕北地区具有煤炭资源赋存条件好、煤质优良等特点，国家发改委《煤炭产业政策》规划中重点发展的全国十三个大型煤炭基地中神东、陕北、黄陇（华亭）三个基

地的主体部分均位于陕西省，陕西省具有重要的国家能源战略地位。

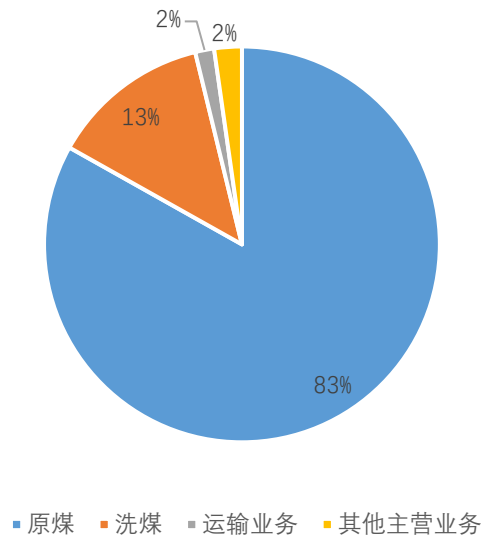
集团战略地位：陕西省仅有特大型省属煤炭集团。陕煤化集团是陕西省仅有的一个特大型省属煤炭集团，反观其他产煤大省如山西、内蒙古、河北、河南、山东等地均拥有多个大型煤炭集团。作为我国煤炭产量的第三大省，陕西省是中国煤炭增量最主要的来源地之一，而作为陕西唯一省属特大型煤炭企业，陕煤化集团拥有的战略地位可见一斑，这有利于其在资源获取、项目审批、铁路运力配置上获得政府支持。

公司战略地位：陕煤化集团唯一煤炭上市运营平台。前期受煤炭产能严重过剩影响，国内煤炭价格下行压力大，公司将经营成本高、产品质量低、盈利能力弱的渭北老矿陆续剥离给集团公司（分别于 2015 年剥离 5 对矿井，2016 年度剥离 3 家矿业公司和 2 对矿井），同时将文家坡等优质矿井注入。可以看到，作为陕煤化集团的唯一煤炭上市运营平台，集团对公司极其重视。

2.2. 公司主营业务突出，煤炭产销量逐年增长

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，2019 年原煤及洗煤业务收入分别为 610.27 亿元和 95.88 亿元，两者合计收入占公司销售收入的 96%，原煤与洗煤贡献的毛利分别为 243.12 亿元和 48.38 亿元，合计占比为 97%。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。

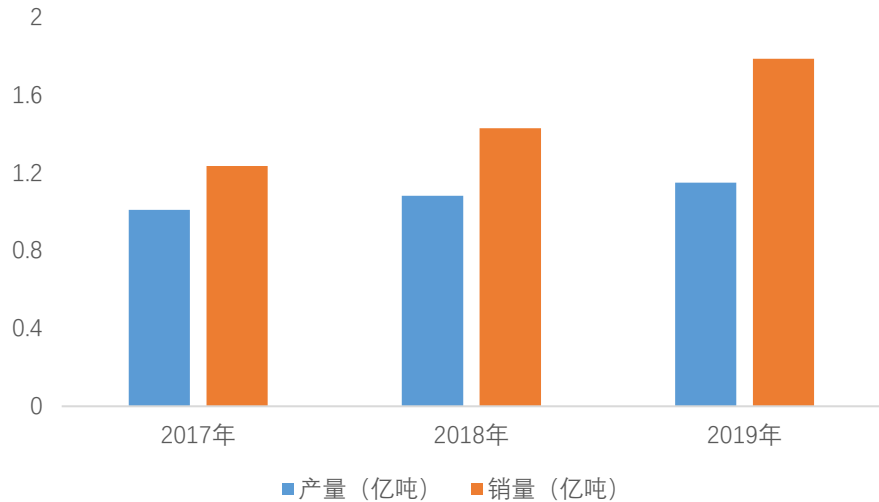
图 10：2019 年公司各主营业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017-2019 年，公司煤炭产销量稳步增长。2019 年，公司实现煤炭产量 11,494 万吨，同比增长 6.34%，2017-2019 年 CAGR 为 7%；实现煤炭销量 17,849 万吨，同比增长 24.88%，2017-2019 年 CAGR 为 20%。

图 11：公司煤炭产销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 动力煤龙头，竞争优势明显

公司具有资源、产能、科技化投资、分红水平高等多种优势。公司煤炭资源储量丰富，品质优异、赋存条件好，自然灾害少，在全国范围内具有较强竞争优势。公司煤炭产能分布合理、发展可期，合计 2000 万吨/年的产能的完全释放以及后续 1300 万吨/年的矿产的建成投产，能够充分支持公司的持续发展。未来公司将聚焦对新能源等领域龙头企业的股权投资，将辅助公司主业更好更快地发展，培育新的利润增长点。无风险收益率较低背景下，高分红、高股息有望进一步提高公司投资性价比，拉升公司估值。

3.1. 公司资源禀赋，吨煤成本低，盈利能力强

公司煤炭资源储量丰富，品质优异、赋存条件好。目前 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。受益于地质条件优良，矿井规模化和集群化的影响，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。

公司拥有 9 对一级矿井，受政策影响小。公司所属矿井中，95%以上产能均位于国家“十三五”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，红柳林矿、张家峁矿、黄陵二号矿、建新煤矿、孙家岔矿、韩家湾矿、玉华煤矿等 9 对矿井通过国家安监总局一级标准化验收，达到国家一级安全生产标准化矿井，合计产能为 7380 万吨。这部分矿井在减产、停产和产能核增等方面享受激励政策，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 8：截至 2018 年末公司煤炭资源储量情况（单位：大卡/千克，万吨）

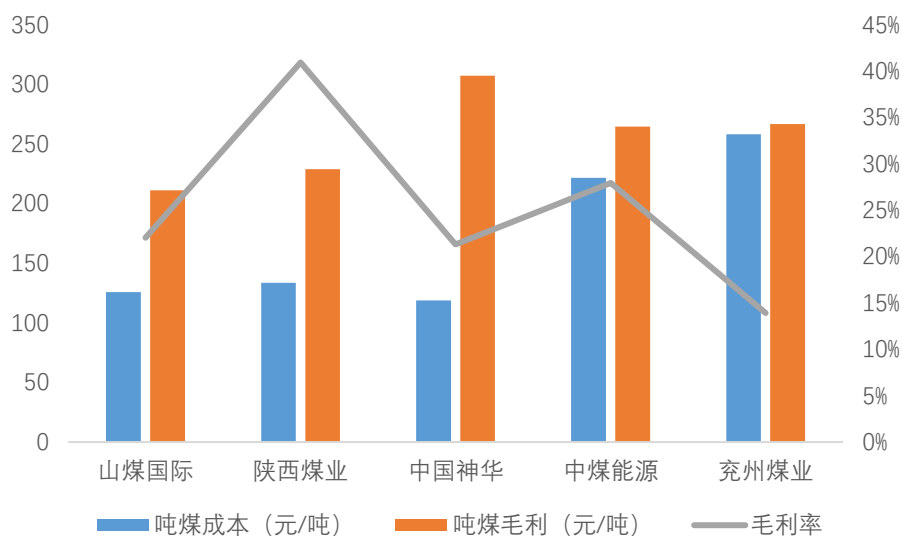
矿区/煤矿	煤种	发热量	资源储量		核定产能	矿等级	
			保有储量	可采储量			
彬黄矿区	黄陵一号	气煤	5672	37419	29191	600	一级
	黄陵二号	弱黏煤	5835	83248	56728	800	一级
	建庄	弱黏煤	4949	26604	19124	500	
	建新	弱黏煤	5315	17124	10093	400	一级
	大佛寺	不黏煤	5435	96588	58802	600	
	胡家河	不黏煤	5693	84436	37048	500	
	文家破	不黏煤	5608	71878	33440	400	

陕北矿区	红柳林	长焰煤	5539	178820	126641	1500	一级
	柠条塔	弱黏煤	5903	232529	156415	1800	一级
	张家峁	长焰煤	5754	75116	48548	1000	一级
	孙家岔	长焰煤	5358	64159	39428	800	一级
	韩家湾	弱黏煤	5134	6825	4036	300	一级
	袁大滩	-	-	121432	43745	500	
	小保当一号			-	-	1500	
	小保当二号	-	-	-	-	1300	
渭北矿区	玉华	长焰煤	4964	24398	14817	240	
	陈家山	不黏煤	4755	7659	4563	180	一级
	下石节	长焰煤	4981	8047	4793	185	
	柴家沟	长焰煤	4754	3461	2090	100	

资料来源：公司债券 2019 年跟踪评级报告，国家一级安全生产标准化煤矿名单，公司 2020 年跟踪评级报告，天风证券研究所

受益于地质条件优良，矿井规模化和集群化的影响，公司吨煤成本和毛利率均在上市公司中处于领先地位。2019 年公司自产煤吨煤成本为 133.45 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。

图 12：上市公司自产煤吨煤成本、吨煤毛利、毛利率

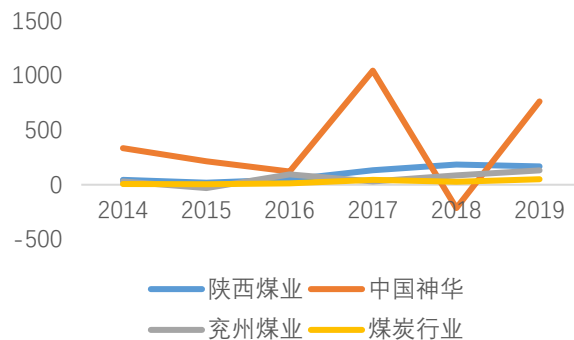
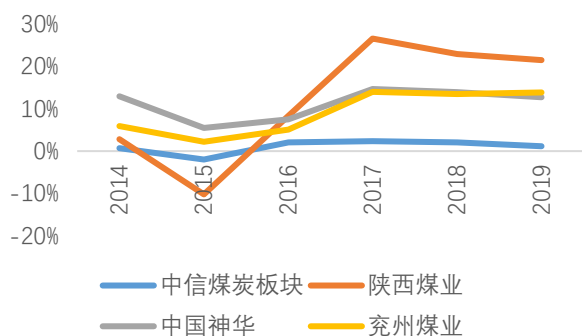


资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。2019 年，公司自由现金流为 166 亿元，同比下降 10.01%，主要因为公司小保当二号矿的建设投入导致资本开支同比增长 9.38%。但是随着小保当二号矿的建成投产，预计公司自由现金流将会进一步增长。

图 13：公司 ROE 比较

图 14：公司自由现金流比较 (亿元)

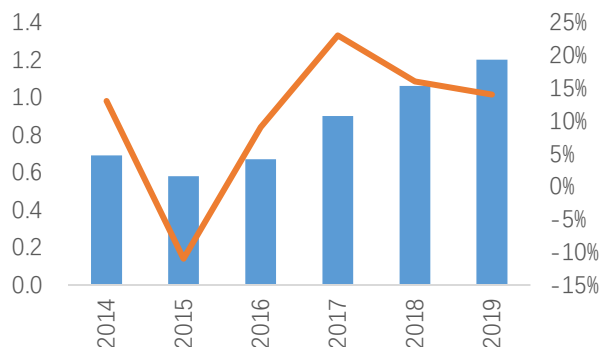


资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

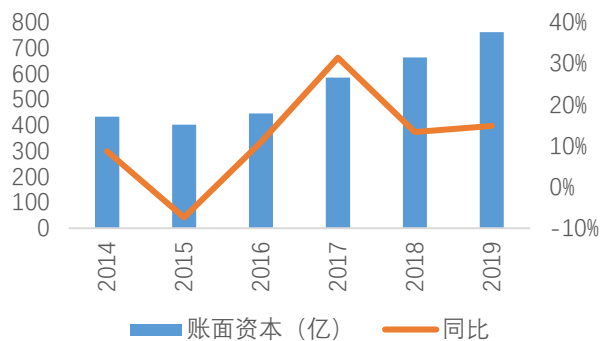
速动比率和资产负债率显示, 公司偿债能力强。2019 年公司速动比率为 1.2, 同比增长 14 个百分点, 账面资本为 761.9 亿元, 同比增长 15%。从资产负债率情况看, 公司偿债能力要高于行业水平。公司资产负债率总体呈下降趋势, 并从 2017 年开始, 持续低于行业水平。2019 年, 公司资产负债率为 39.87%, 同比下降 5.05 个百分点, 较行业低 9.79 个百分点。

图 15: 公司速动比率及同比



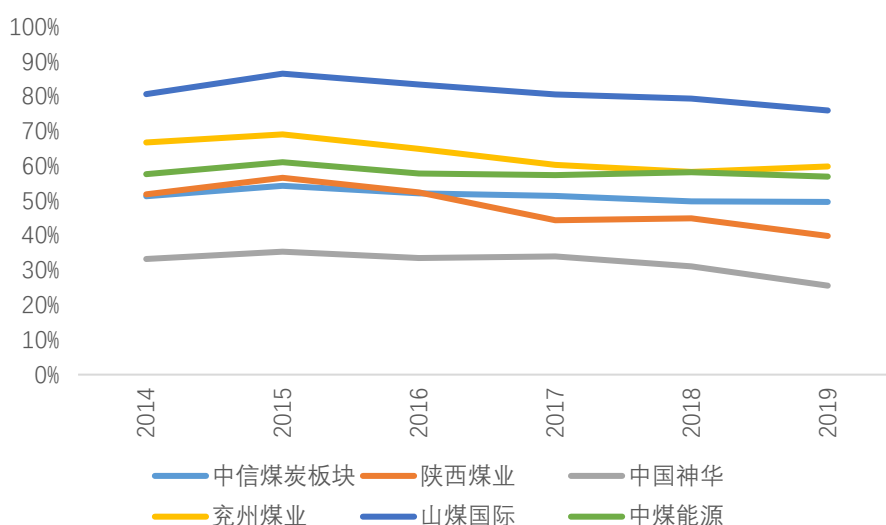
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 公司账面资本及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 公司资产负债率比较



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 矿产建成+集团资源，公司成长性强

公司在建矿产建成投产，增加公司未来产能。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，标志着小保当二号已开始释放产能。小保当二号矿在2019年2月获国家发改委批准，同意其核准变更产能至1300万吨/年。1300万吨/年的煤矿产能的逐步释放，能够充分支持公司的持续发展。

表 9：公司在建矿井

在建矿井	设计产能(万吨)	核定产能(万吨)	权益占比
小保当二期	1300	800	60%

资料来源：公司公告，国家发改委，天风证券研究所

集团煤炭资源丰富，优势明显。截至2019年末，集团拥有煤炭地质储量300.45亿吨、可采储量为203.09亿吨，按年产2亿吨计算，足以开采100年。同时，集团作为陕西省政府明确的鄂尔多斯盆地神府南区的唯一开发主体，随着未来神府南区的勘探和开采，集团资源储备量将大幅增长。综合来看，集团煤炭开采年限在150年左右。

图 18：我国主要煤炭分布图



资料来源：《2017-2023年中国煤炭物流行业运行现状及投资预测研究报告》，天风证券研究所

集团资源独家委托，有望增厚公司业绩。2011年3月26日，陕煤化集团出具《避免同业竞争承诺函》，对于陕煤化集团控制的除冯家塔煤矿以外的其他生产矿，在陕煤化集团仍控制该等生产矿的情况下，该等生产矿在现有生产规模上不再发展任何竞争性业务，并严格按照陕煤化集团与陕西煤业签订的《煤炭委托代理销售协议》的约定，将该等生产矿生产的煤炭全部独家委托陕西煤业销售。集团煤炭资源储备丰富，公司享受独家委托销售将进一步增强主营业务水平。

集团矿产注入，公司未来可持续发展能力强。根据公司的战略规划和发展需求，公司可与陕煤化集团按照协议价格购入集团优质煤矿资源。如公司所属彬长矿业文家坡煤矿为2016年从集团购买。从2014年至今，陕煤集团关闭了8对高成本、低效益矿井。国家去产能政策实施以来，将原计划三年关闭的18处矿井在一年内关闭。目前，陕煤集团优质煤炭占比达95%。公司拥有集团优质矿产资源作为储备，未来可持续发展能力强。

3.3. 浩吉铁路开通，提升公司业绩稳定性

公路运输成本较高，且拖累公司辐射范围。在浩吉铁路开通前，陕北矿区地处陕西省最北端，远离消费市场，同时受制于铁路运力的匮乏，目前煤炭销售公路运输占比超过 50%。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陕北矿区的销售半径，从而造成煤质最为优良的陕北矿区其售价一直是公司四大矿区最低的。2017 年陕北矿区吨煤售价仅为 327.8 元/吨，相较彬黄矿区吨煤售价低 92 元/吨。

受益于浩吉铁路开通，公司在“两湖一江”等中部区域市场影响力扩大。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。公司的靖神铁路连接小保当煤矿和曹家滩煤矿上浩吉铁路，近期规划运量可达到 6000 万吨。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 19：浩吉铁路路线图



资料来源：荆州日报，天风证券研究所

随着浩吉铁路的开通，公司自产煤长协比例将大幅增长。浩吉铁路的开通大大提高了自产煤铁路运输比例。在过去，陕煤的销售半径一直受到铁路运力不足的制约，公司依靠省内销售的煤炭占比超过六成，因此在公司的销售合同中，长协煤占比仅为 30%，显著低于行业平均水平，相比之下，神华的长协煤销售占比高达 80%。随着浩吉铁路的开通，公司煤炭外运的问题将从根本上得到解决，届时公司煤炭将直接通过铁路辐射“两湖一江”等缺煤区域，长协占比有望大幅提升至 70%，这也意味着陕煤后续的业绩会更加平稳。

根据公司长协价格的定价公式，未来公司业绩受市场波动影响减弱。下期长协合同价=50%*基准价+25%*上月最后一期环渤海指数+25%*其他价格指数

根据公式，公司长协价格最多波动幅度为市场价格的 50%。如果未来公司长协比例由 30% 提升至 70%，那么自产煤销售价的波动幅度将由 85% 缩小至 65%。并且，环渤海指数本身就是长协价格指数，这使公司的价格波动幅度小于 65%。在售价稳定性提升的情况下，公司业绩有望大幅提升，从而助力公司估值修复。

3.4. 科技化投资，为公司带来新的增长点

公司减持隆基股份获得收益。2018 年，公司成为光伏单晶硅龙头企业隆基股份大股东。根据隆基股份公告，7 月份陕西煤业共通过两次交易累计减持隆基股份 1133.94 万股，占其

总股本的 3.01%。我们预计两次减持能给公司带来 53.94 亿元。由于公司半年报显示已不再间接持有隆基股份股份，我们假设公司对两次减持后剩余的 1.8% 股份的成交价与第二次相同，那么间接持有部分减持约为公司带来总现金 86.85 亿元。如果公司长期权益投资中，以隆基股份每股账面价值为 18.3 元进行测算，预计公司间接持有部分减持能够产生约 53.48 亿元的投资总收益。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减持有望增厚公司今年业绩。

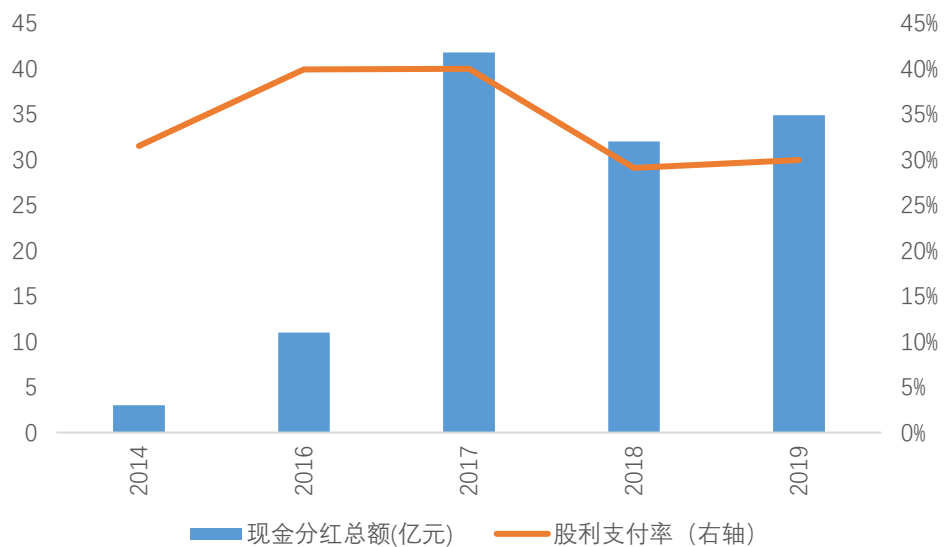
加大科技投入，未来有望增厚公司业绩。公司在 2017 年董事会会议上通过了 30 亿元自有资金对外投资额度后，又在此基础上，继续新增自有资金投资不超过 70 亿元，主要投资方向为新能源产业等。今年 5 月底，华为与陕煤集团签署了战略合作协议，双方将共同推进陕煤集团智慧化矿山、智慧物流、智慧工厂等建设工作快速发展。8 月 11 日，国内首套智能掘进机器人系统在榆北小保当公司地面联合试运转取得圆满成功，引领了煤炭行业发展。公司逐步加大科技化投入，在获得新的增长点的同时，提升煤炭开采效率。

3.5. 公司分红水平维持高位，有利于估值的提升

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润计算平均值为 110.28 亿元，及截止 9 月 18 日股价 9.08 元测算，若公司以 40% 分红比例进行分红，则股息率为 4.86%；若按 40 亿进行分红，则股息率为 4.41%。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。

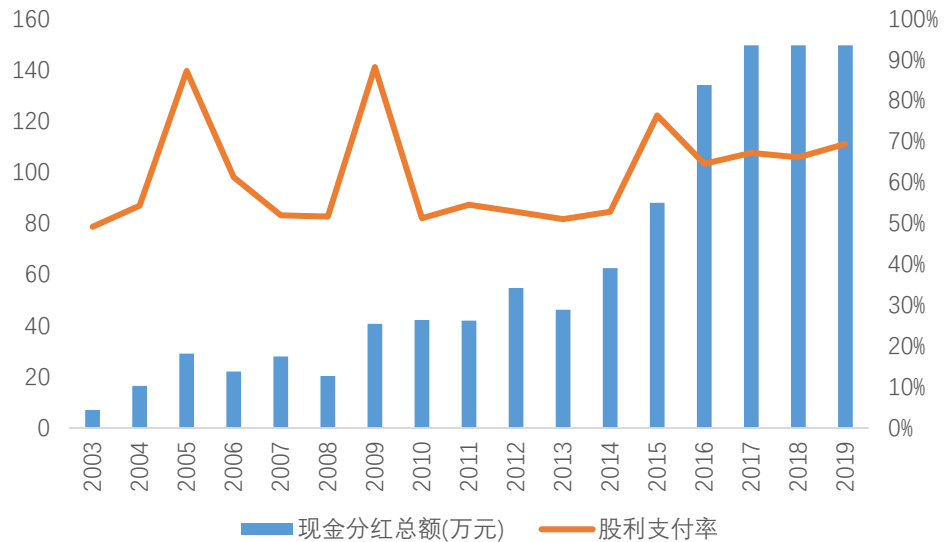
公司分红水平逐年提高，有助于公司估值提升。公司最新提升未来三年的分红比例在 40% 以上且金额不低于 40 亿元，在逐步向长江电力公司章程显示的未来 5 年分红比例不低于 70% 靠拢。两家公司分红比例都大于 30%，并且坚持实施高分红战略。从 PE 估值角度看，公司的市盈率在 8 左右，低于长江电力 20 左右，相对所具有的发展潜力较大。中长期来看，由于煤炭供需结构稳定兼国家有力政策调控，煤炭价格将稳定在绿色区间范围内，使煤炭行业周期性质弱化，进入业绩稳定期，向类公共事业发展。在业绩稳定性高，并且分红水平逐年提高的情况下，公司估值水平将会逐步向公共事业板块的长江电力看齐。

图 20：公司分红水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：长江电力分红水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 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 1.21/1.28/1.28 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 7308/7958/7958 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 351.47/345.10/342.10 元/吨。其中渭北矿区为 293.9/288.9/285.9 元/吨; 彬黄矿区 423.03/418.03/415.03 元/吨; 陕北矿区 322.79/317.79/314.79 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 241.33/242.09/240.30 元/吨。其中自产煤成本为 133.47/147.27/152.27 元/吨, 而外购煤成本为 394.36/384.36/374.36 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。我们预计公司减持隆基股份有望增厚投资收益约 53.48 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 53.48 亿元的投资收益。

表 10: 煤炭业务收入分拆预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
业务收入 (百万元)	48,729	54,972	70,615	80,477	83,995	84,053
煤炭产量 (万吨)	10,097	10,809	11,494	12,144	12,794	12,794
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	7,308	7,958	7,958
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	9,000	9,650	9,650

贸易煤售价(元/吨)	399.56	399.18	420.32	410.00	410.00	410.00
业务成本(百万元)	21,313	27,790	41,465	50,599	53,785	53,387
吨煤成本(元/吨)	172.74	194.44	232.31	241.33	242.09	240.30
自产煤成本(元/吨)	119.09	126.82	131.63	133.27	147.27	152.27
外购煤成本(元/吨)	373.68	374.81	404.36	394.36	384.36	374.36
业务毛利率	56.26%	49.45%	41.28%	37.13%	35.97%	36.48%
业务毛利(百万元)	2,741,614	2,718,234	2,915,028	2,987,749	3,020,990	3,066,616

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 117.11/110.81/129.91 亿元,调整为 140.83/121.63/126.25 亿元。EPS(元/股)由 1.17/1.11/1.30,调整为 1.41/1.22/1.26,对应市盈率(P/E)为 6.48/7.50/7.22。在公司大幅度提升其分红水平,以及今年净利润有望超预期的情况下,我们预计公司估值(PE)将突破目前水平(8.48)。基于煤炭行业市值排名前 20 公司的估值(PE)中位数为 9.33,我们保守给予公司 2020 年 9 倍的 PE 估值水平,对应目标价为 12.69 元/股。

5. 风险提示

5.1. 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。

5.2. 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。

5.3. 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	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,115.64	19,243.36	25,818.41	50,900.40	64,928.31	营业收入	57,223.73	73,403.44	83,265.10	86,782.89	86,840.95
应收票据及应收账款	13,649.77	7,372.39	27,612.77	2,172.44	27,632.70	营业成本	29,361.05	43,356.65	52,491.10	55,676.48	55,278.27
预付账款	1,798.85	2,144.00	2,871.35	2,521.80	2,699.28	营业税金及附加	2,881.86	3,615.08	4,163.26	4,339.14	4,342.05
存货	1,073.61	1,313.94	2,101.18	1,338.52	2,221.67	营业费用	2,194.57	2,768.21	1,935.07	1,497.03	1,178.39
其他	1,866.65	6,696.41	3,692.42	3,894.47	5,018.62	管理费用	5,183.99	5,628.06	6,661.21	6,942.63	6,947.28
流动资产合计	31,504.52	36,770.09	62,096.13	60,827.62	102,500.58	研发费用	9.96	53.73	16.65	17.36	17.37
长期股权投资	10,349.74	12,103.53	12,103.53	12,103.53	12,103.53	财务费用	58.18	547.89	66.61	69.43	69.47
固定资产	40,547.60	40,209.15	44,076.56	45,306.20	44,940.18	资产减值损失	(40.32)	(85.22)	3.75	3.75	3.75
在建工程	12,072.74	15,452.60	9,307.56	5,632.54	3,409.52	公允价值变动收益	0.81	478.90	506.72	506.72	506.72
无形资产	0.00	21,815.79	20,114.77	18,413.75	16,712.73	投资净收益	1,452.42	1,726.58	5,000.00	1,500.00	1,500.00
其他	26,055.04	2,290.43	16,546.27	14,084.25	10,942.68	其他	(2,940.29)	(4,360.51)	(11,013.45)	(4,013.45)	(4,013.45)
非流动资产合计	89,025.12	91,871.50	102,148.70	95,540.27	88,108.64	营业利润	19,061.49	19,674.07	23,434.18	20,243.80	21,011.10
资产总计	120,529.63	126,683.52	162,286.75	154,409.81	188,651.14	营业外收入	44.22	48.33	40.00	40.00	40.00
短期借款	0.00	170.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	357.82	332.21	80.00	80.00	80.00
应付票据及应付账款	15,458.67	14,383.22	34,316.52	13,924.17	31,818.73	利润总额	18,747.89	19,390.18	23,394.18	20,203.80	20,971.10
其他	13,220.52	13,353.15	16,857.16	13,359.24	16,840.28	所得税	2,818.74	2,757.75	3,275.19	2,828.53	2,935.95
流动负债合计	28,679.18	27,906.37	51,173.69	27,283.41	48,659.01	净利润	15,929.16	16,632.43	20,118.99	17,375.27	18,035.14
长期借款	11,941.08	9,071.09	8,071.09	9,071.09	8,071.09	少数股东损益	4,936.33	4,989.03	6,035.70	5,212.58	5,410.54
应付债券	2,992.56	1,996.80	1,995.43	2,328.26	2,106.83	归属于母公司净利润	10,992.83	11,643.40	14,083.30	12,162.69	12,624.60
其他	10,527.92	11,539.39	9,474.45	10,513.92	10,509.25	每股收益(元)	1.10	1.16	1.41	1.22	1.26
非流动负债合计	25,461.56	22,607.28	19,540.97	21,913.27	20,687.17	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	54,140.74	50,513.66	70,714.66	49,196.68	69,346.18	成长能力					
少数股东权益	15,724.48	17,916.07	23,951.77	29,164.35	34,574.89	营业收入	12.36%	28.27%	13.43%	4.22%	0.07%
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	营业利润	4.55%	3.21%	19.11%	-13.61%	3.79%
资本公积	7,395.07	7,398.23	7,398.23	7,398.23	7,398.23	归属于母公司净利润	5.20%	5.92%	20.96%	-13.64%	3.80%
留存收益	39,894.42	48,188.37	57,620.33	66,048.78	74,730.07	获利能力					
其他	(6,625.08)	(7,332.81)	(7,398.23)	(7,398.23)	(7,398.23)	毛利率	48.69%	40.93%	36.96%	35.84%	36.35%
股东权益合计	66,388.89	76,169.87	91,572.10	105,213.13	119,304.96	净利率	19.21%	15.86%	16.91%	14.02%	14.54%
负债和股东权益总计	120,529.63	126,683.52	162,286.75	154,409.81	188,651.14	ROE	21.70%	19.99%	20.83%	15.99%	14.90%
						ROIC	39.89%	38.77%	29.64%	28.23%	33.49%
						偿债能力					
						资产负债率	44.92%	39.87%	43.57%	31.86%	36.76%
						净负债率	6.63%	-4.90%	-13.64%	-34.34%	-42.84%
						流动比率	1.10	1.25	1.21	2.23	2.11
						速动比率	1.06	1.20	1.17	2.18	2.06
						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	48.76	50.46	48.78
						总资产周转率	0.51	0.59	0.58	0.55	0.51
						每股指标(元)					
						每股收益	1.10	1.16	1.41	1.22	1.26
						每股经营现金流	1.98	1.92	0.78	2.67	1.83
						每股净资产	5.07	5.83	6.76	7.60	8.47
						估值比率					
						市盈率	8.30	7.83	6.48	7.50	7.22
						市净率	1.80	1.57	1.35	1.20	1.08
						EV/EBITDA	2.89	3.82	3.10	2.82	2.46
						EV/EBIT	3.59	4.91	3.64	3.41	2.97

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	15,929.16	16,632.43	14,083.30	12,162.69	12,624.60
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	66.61	69.43	69.47
投资损失	(1,452.42)	(1,726.58)	(5,000.00)	(1,500.00)	(1,500.00)
营运资金变动	4,494.98	21,087.89	(11,930.43)	6,070.34	(3,106.30)
其它	(4,237.59)	(23,418.73)	6,542.42	5,719.30	5,917.27
经营活动现金流	19,758.27	19,200.35	7,800.56	26,748.16	18,345.10
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)	3,613.72	1,655.18	598.52
投资活动现金流	(7,955.46)	(5,825.05)	5,738.66	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)	32.65	95.26	95.22
其他	(25,226.45)	(22,734.42)	(20,328.43)	(17,230.53)	(18,881.39)
筹资活动现金流	(7,956.53)	(8,306.64)	(6,964.16)	(2,361.88)	(4,970.38)
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	6,575.05	25,081.99	14,027.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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