

晋控煤业 (601001.SH) 高长协盈利稳健，国改深化打开成长空间

2021年12月02日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

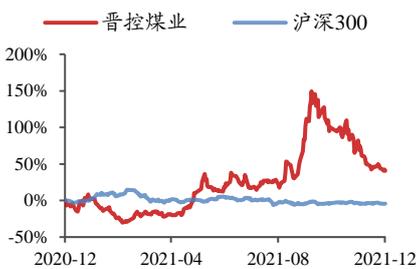
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/12/2
当前股价(元)	8.73
一年最高最低(元)	15.80/4.30
总市值(亿元)	146.11
流通市值(亿元)	146.11
总股本(亿股)	16.74
流通股本(亿股)	16.74
近3个月换手率(%)	180.18

股价走势图



数据来源: 聚源

● 高长协盈利稳健，优质煤炭资产上市平台。首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为山西动力煤龙头，煤炭资源储量丰富，通过高比例长协维持稳健盈利，核心竞争力显著。受益于山西国改政策，背靠新组建的“能源航母”晋能控股集团，公司作为其唯一煤炭上市平台，战略定位明确，有望获得进一步优质煤炭资产注入，龙头地位巩固，未来成长空间较大。我们预计2021/2022/2023年归母净利润37.0/39.2/41.5亿元，同比增长323%/5.9%/5.7%；EPS为2.21/2.34/2.48元；对应最新股价PE为3.9/3.7/3.5倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 资源丰富区位优势显著，高比例长协盈利稳健

矿区处于动力煤基地，资源丰富产能领先。公司矿井分布在山西、内蒙古动力煤生产基地，所处煤田煤层赋存稳定，富含优质的动力煤，控股矿井产能规模达3210万吨/年。区位优势凸显，交通运输便利。公司临近京津冀和环渤海经济圈工业发达且能源紧缺的地区，拥有广大的能源供应市场。同时，公司位于大秦铁路起点，煤炭产品可以依靠其直达国内煤炭下水运输枢纽港口-秦皇岛港。便利的运输条件降低了货运成本，缩短了供货时间。煤炭产销平稳，高比例长协铸就稳健盈利。受益行业供改，公司煤炭产销量、产销率回暖并在高位保持平稳。公司销往港口的煤炭采用长协模式，锁定售价且平抑波动，公司盈利保持稳定。

● 动力煤行业：紧供给造就行业高景气，煤价高位利好业绩释放

四季度以来保供限价政策力度加大，一方面大量核增产能获批陆续释放增量，供需失衡逐渐缓解，另一方面发改委干预限价致使坑口、港口煤价高位大幅回落。短期来看迎峰度冬旺季需求有望高增，基本面或仍以紧供给为主，仍可在政策限制范围内支撑煤价高位。中长期展望，供给端煤矿项目获批政策门槛提高，未来2~3年新建产能对煤炭供给的增量补充有限，同时产能核增潜力空间有限；需求端，火电需求平稳增长趋势在“十四五”期间或不会改变，为动力煤需求提供支撑。基本面或将以紧平衡为主，煤价中枢仍有支撑。

● 山西国改深化资产注入预期增强，外生成长空间较大

山西“十四五”省属企业改革发展目标要求省属企业资产证券化率达80%以上。晋能控股集团汇集了山西原三大煤炭企业的优质煤炭资源，是省内第一、全国第二大煤炭企业，实力雄厚，公司作为其唯一煤炭上市平台，煤炭资源整合的定位明晰。晋控煤业集团资产证券化率仅24%，晋能控股集团煤炭产能证券化率仅11%，未来或将加速推进资产注入进程，公司外生成长空间较大。

● 风险提示：经济增速低于预期；煤炭价格下跌风险；资产证券化进度不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,358	10,905	16,136	16,661	17,194
YOY(%)	0.9	-4.0	48.0	3.3	3.2
归母净利润(百万元)	897	876	3,705	3,923	4,146
YOY(%)	36.0	-2.4	323.0	5.9	5.7
毛利率(%)	55.3	35.4	47.7	48.7	49.6
净利率(%)	7.9	8.0	23.0	23.5	24.1
ROE(%)	12.1	10.6	28.1	23.0	19.5
EPS(摊薄/元)	0.54	0.52	2.21	2.34	2.48
P/E(倍)	16.3	16.7	3.9	3.7	3.5
P/B(倍)	2.3	2.0	1.3	1.0	0.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、山西“能源航母”旗下唯一煤炭上市平台	4
2、资源丰富区位优势显著，高比例长协盈利稳健	6
2.1、煤炭资源储备丰富，产能具备提升空间	6
2.2、品牌夯实客户基础，区位确保运输优势	6
2.3、公司煤炭产销平稳，长协铸就稳健盈利	8
3、动力煤行业：短期政策限价，中长期紧平衡或延续	9
3.1、政策调控力度加大，保供稳价取得阶段成效	9
3.2、短期动力煤或供需双增，紧供给边际缓解	10
3.3、长期来看，紧平衡或是主基调	12
3.3.1、供给方面：长期增量有限	12
3.3.2、需求方面：仍有增长空间	13
3.3.3、结论：供紧需增，紧平衡或可持续	15
3.4、煤价判断：政策制约下波动性收敛，煤价中枢稳定性提升	16
4、受益山西国改，公司迎来外生增长新动力	17
4.1、山西深化国企改革，集团资源实力雄厚	17
4.2、集团资产证券化率低，优质煤炭资产注入空间较大	18
5、盈利预测与投资建议	21
5.1、关键假设	21
5.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	21
6、风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1：晋能控股集团旗下唯一煤炭资产上市平台	4
图 2：煤炭产品贡献公司主要营收	5
图 3：煤炭产品贡献公司绝大部分毛利	5
图 4：2015 年后，公司营收规模逐年攀升	5
图 5：2016 年供给侧改革后，公司归母净利润平稳增长	5
图 6：公司前五大客户销售额占比维持在 40%~50%	7
图 7：公司矿井靠近北通路煤炭运输铁路专用线，具备天然区位优势	7
图 8：从供改后，公司产销量稳步回升，产销率维持高位且保持稳定	8
图 9：年度长协价定价公式（2019 年至今适用）	8
图 10：2021 年前三季度吨煤价格同比增长 40%	9
图 11：2021 年前三季度吨煤成本同比增长 67.3%	9
图 12：2020 年以来使用新收入准则致营业成本上升，但销售费用大幅下滑（亿元）	9
图 13：2021 年 10 月单月煤炭产量同比增长 4%	10
图 14：10 月至今港口及坑口煤价高位大幅回落（元/吨）	10
图 15：2020 年 10 月至 2021 年 1 月电力行业动力煤消费量大幅增长	11
图 16：2020 年以来新批产能大幅减少	12
图 17：2020 年以来新批产能 54% 位于新疆（万吨）	12
图 18：2020 年以来煤炭行业固定资产投资增速放缓	12

图 19: 多个地区在发改委发布的能耗双控晴雨表中列为一、二级预警	13
图 20: 2021 年三季度四大高耗能制造业单月用电量同比增速大幅下滑 (亿千瓦时)	14
图 21: 2021 年 1-10 月第二产业、第三产业累计用电量同比分别增长 11.3%、20% (亿千瓦时)	14
图 22: 2021 年 10 月单月出口金额同比增速仍高达 20.3%	14
图 23: 2021 年前三季度新增发电机组中火电新增容量领先	15
图 24: 预计动力煤港口价格或在 1200 元以内偏高位震荡运行 (元/吨)	16
图 25: 2021 年 10-11 月年度长协价创历史新高	17
图 26: 11 月 CECI 综合、BSPI 指数回落 (元/吨)	17
图 27: 2020 年山西省整合省内主要省属国有煤企组建晋能控股集团	17
图 28: 晋能控股 2020 年煤炭产量位列亿吨级煤企第二	18
图 29: 晋能控股 2020 年营收规模位列亿吨级煤企第三	18
图 30: 晋控煤业集团资产证券化率仅 23.64%	19
图 31: 晋能控股集团仍有大量煤炭产能未证券化	19
表 1: 公司煤炭资源储备丰富, 控股矿井核定产能达 3210 万吨/年	6
表 2: 动力煤单季供需平衡测算: 预计 2021Q4、2022Q1 动力煤供给缺口缩小	11
表 3: 动力煤供需平衡测算: 预计 2022 年动力煤基本面表现为紧平衡	15
表 4: 晋能控股集团汇集了原三大集团的优质煤炭资源	18
表 5: 山西省人民政府明确“十四五”省属企业改革的定量目标	19
表 6: 晋能控股集团仍有大量优质煤炭资产未能资产证券化	19
表 7: 公司主要经营数据及关键假设	21
表 8: 公司盈利预测及相对估值	21

1、山西“能源航母”旗下唯一煤炭上市平台

晋能控股山西煤业股份有限公司（以下简称“公司”或“晋控煤业”）前身为大同煤业股份有限公司，2001年7月，经山西省政府批准，由原大同煤矿集团有限责任公司（“同煤集团”）为主，联合其他七家公司共同发起成立。公司的主营业务是煤炭采掘、洗选、加工和销售。2006年6月，公司正式在上海证券交易所挂牌上市。

2020年9月，为发挥山西省能源企业产业集群优势，推动能源革命综合改革试点，加快山西高质量转型发展，省委、省政府把专业化战略重组作为推动省属企业转型发展之路的重中之重，进而优化省属国有资本结构，决定将原同煤集团、晋煤集团、晋能集团三家煤炭企业联合重组，新设成立晋能控股集团（以下简称“集团”或“晋能控股”），同步整合潞安集团、华阳新材料科技集团（原阳煤集团）的煤炭、电力、煤机装备制造产业相关资产，及转制改企之后的中国（太原）煤炭交易中心。

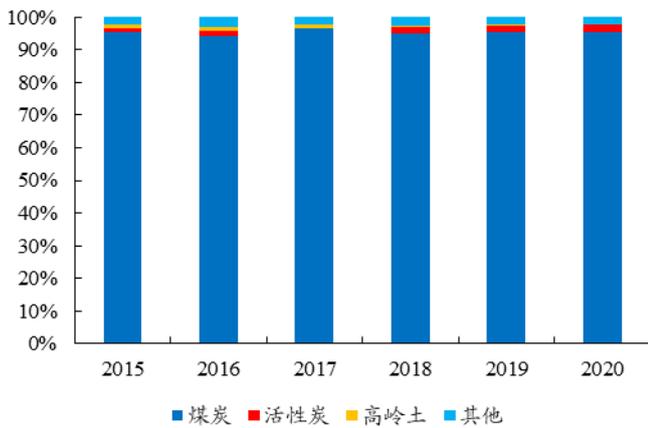
在集团完成重组之后，晋控煤业作为晋能控股的三级子公司，主要负责动力煤板块，也是其煤炭资产唯一上市平台，定位明确。晋能控股煤业集团是第一大股东，持有公司股份57.46%，公司实际控制人为山西省国资委。

图1：晋能控股集团旗下唯一煤炭资产上市平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司从事的主要业务有煤炭采掘及相关化工产品的生产及销售，主要产品有煤炭、活性炭、高岭土等。长期以来，煤炭产品贡献了绝大部分营业收入，是公司最主要产品，也是公司的主要盈利来源。2013年以来，煤炭产品营业收入贡献度一直保持在95%以上，毛利占比保持在97%以上。2020年煤炭产品营收贡献占比为95.5%、毛利贡献占比为98.24%。公司控股股东晋能控股煤业集团负责集团煤炭产业的统一管理以及煤炭销售，公司是集团旗下唯一煤炭资产上市平台，未来集团非上市煤炭资产或将逐步注入上市公司，进一步巩固公司龙头实力。

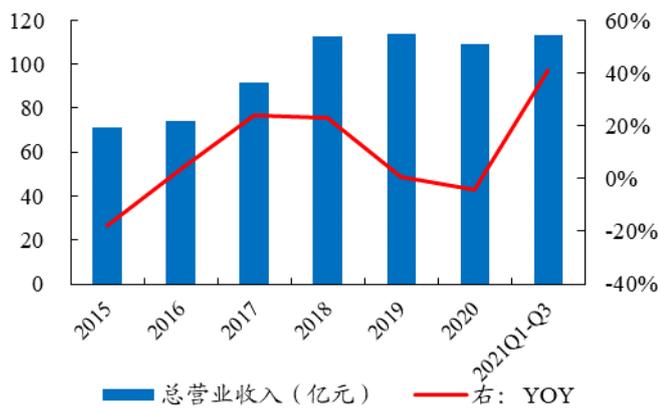
图2: 煤炭产品贡献公司主要营收


数据来源: Wind、开源证券研究所

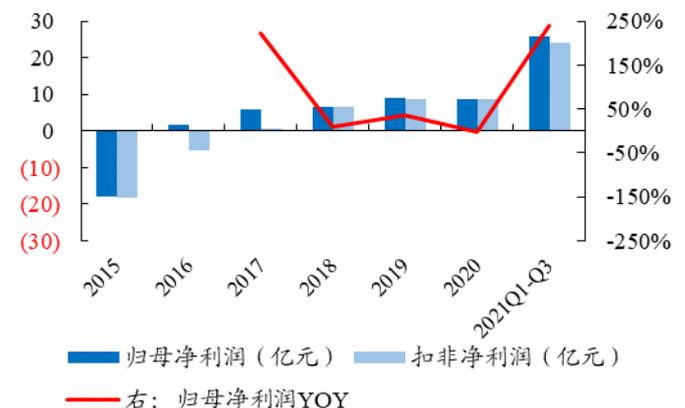
图3: 煤炭产品贡献公司绝大部分毛利


数据来源: Wind、开源证券研究所

受益供改公司基本面持续向好, 2021 年前三季度业绩大幅改善。2012-2015 年, 由于经济下行并且煤炭市场供给过剩导致煤炭价格持续低迷, 公司在 2013 和 2015 年出现较大业绩亏损。2016 年之后, 受益于煤炭行业供给侧改革, 行业落后产能出清, 煤炭市场供需状况逐步改善, 煤价企稳回升, 同时公司持续优化经营策略, 剥离部分亏损的煤炭资产 (如同家梁矿、四老沟矿), 盈利能力得到改善, 公司业绩于 2016 年开始扭亏为盈。2016-2020 年以来, 公司营收规模逐年攀升, 归母净利润平稳增长。2021 年前三季度实现营业收入 113 亿元, 同比增长 40.9%; 实现归母净利润 26 亿元, 同比增长 240%, 业绩大幅上涨主要源于煤价大幅上涨, 叠加公司收购同忻煤矿增添收益。

图4: 2015 年后, 公司营收规模逐年攀升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2016 年供给侧改革后, 公司归母净利润平稳增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、资源丰富区位优势显著，高比例长协盈利稳健

2.1、煤炭资源储备丰富，产能具备提升空间

煤炭资源储备丰富，控股矿井产能规模达 3210 万吨。公司具有良好的煤炭资源储备，所属煤炭资源主要分布在中国产煤大省山西以及内蒙古，矿区处于内蒙古东胜煤田以及山西大同煤田。其中，内蒙古东胜煤田属于神东亿吨级动力煤生产基地，山西大同煤田属于晋北亿吨级动力煤生产基地，均为我国规模较大的优质造气动力煤田，所开发煤层为侏罗系和石炭二叠系。截至 2020 年末，公司保有煤炭资源储量达 67.6 亿吨，可开采储量达 34.6 亿吨。煤种包括弱粘煤、长焰煤、不沾煤、气煤、1/3 焦煤，煤炭品种丰富，属于优质的动力煤，具有低灰、低硫、高发热量等优点。公司下属 4 座在产矿井，其中 3 座控股矿井，1 座参股矿井。3 座控股矿井分别为塔山煤矿、忻州窑矿及色连煤矿，核定产能总计达 3210 万吨/年，权益产能达 2223 万吨/年。

收购集团煤炭资产，参股 1600 万吨同忻煤矿。2020 年 11 月，公司以对价 28.7 亿元现金收购控股股东晋能控股煤业集团持有的同忻煤矿 32% 股权，实现对同忻煤矿参股，晋能控股煤业集团仍为控股股东（持股比例 40%）。同忻煤矿核定产能达 1600 万吨，主产煤种为特低硫、特低磷、中高发热量的优质动力煤，完成收购后，公司权益产能达 2735 万吨/年，优质煤炭资产的扩充将进一步提升公司业绩。未来，在集团加速推进优质煤炭资产注入上市公司的预期背景下，公司产能具备较大提升空间。

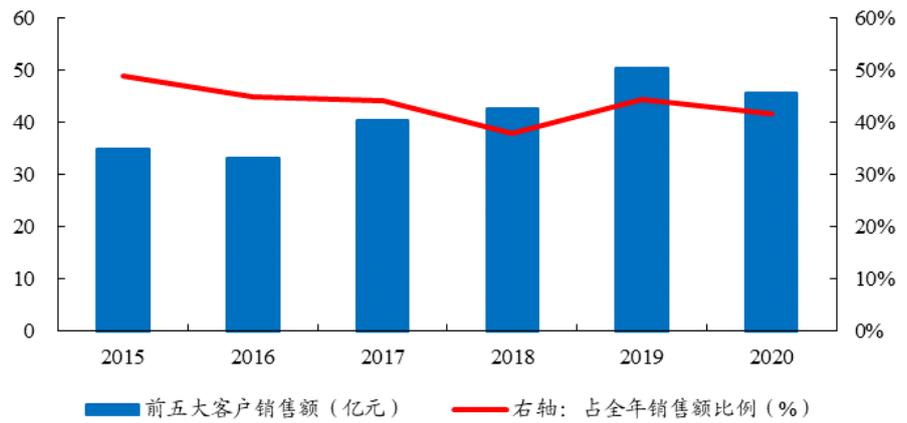
表1: 公司煤炭资源储备丰富，控股矿井核定产能达 3210 万吨/年

序号	主要矿区	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
1	塔山煤矿	气煤, 1/3 焦煤	453,801	250,144	72%	2,650	1,908	在产
2	忻州窑矿	弱粘煤	9,419	4,559	100%	60	60	在产
3	色连煤矿	不沾煤, 长焰煤	73,555	32,771	51%	500	255	在产
控股矿小计			536,775	287,473		3,210	2,223	
4	同忻煤矿	气煤, 1/3 焦煤	139,451	58,800	32%	1600	512	在产
合计			676,226	346,273		4,810	2,735	

数据来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

2.2、品牌夯实客户基础，区位确保运输优势

客户基础保持稳定，下游需求可持续。公司地处煤炭大省山西，以生产优质动力煤闻名，已形成“大友”、“大沫”、“口泉”和“大有”四大世界知名品牌。公司产品的煤质具有低灰、低硫、高发热量等优点，广泛应用于电力、水泥、建材、冶金、化工等行业。得益于在煤炭市场的良好信誉，公司产品成为国内最有品牌认知度的煤种。公司的销售网络遍及全国 20 多个省、市，产品的市占率较高，客户主要包括能源公司、水泥生产公司，公司与多家客户公司签订了长期合作协议。2020 年，公司前五大客户销售额高达 45.65 亿元，占全年销售额比例为 41.86%，客户群体及需求保持稳定。

图6: 公司前五大客户销售额占比维持在 40%~50%


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司拥有天然区位优势，交通运输便利。公司地处山西省大同市，所属煤炭矿井分布在内蒙古和山西煤田，临近京津冀工业发达且能源紧缺的地区，同时也处在环渤海经济圈的辐射地带，拥有广大的能源供应市场，发展潜力较大。长期以来，公司煤炭运输的方式主要以铁路为主、公路为辅，主要的铁路干线包括京包、同蒲和大秦铁路。公司地处大秦铁路起点，该铁路是我国首条双线电气化煤运专线，连接大同和秦皇岛市，可以直达全国最大的现代化煤码头秦皇岛港。我国煤炭资源和生产地主要集中在晋陕蒙等中西部地区，煤炭消费主要集中在华东、华南等沿海地区，这种资源分布和经济发展的特点造就了我国“西煤东调、北煤南运”的特殊运输格局。秦皇岛港作为国内煤炭下水运输的主枢纽港口，担负着我国南方“八省一市”的煤炭供应，俨然成为我国乃至世界上最大的煤炭输出大港。便利的运输条件有效的降低了货运成本、缩短了供货时间，使得公司更具竞争力。

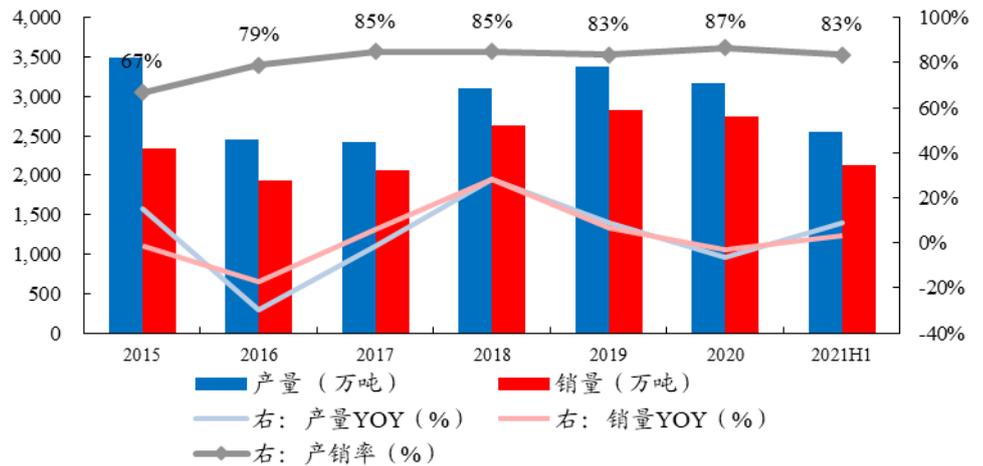
图7: 公司矿井靠近北通路煤炭运输铁路专用线，具备天然区位优势


资料来源: 公司招股书、百度地图、开源证券研究所

2.3、公司煤炭产销平稳，长协铸就稳健盈利

公司煤炭产销保持平稳。从供给侧改革以来，随着色连煤矿的正式投产，叠加塔山煤矿应用综采放顶煤技术，公司产量、销量及产销率同步回暖，并在高位保持稳定。近三年，公司煤炭产量和销量维持在 3100 和 2700 万吨左右，产销率维持在 83% 以上。2021 年前三季度，公司实现原煤产量 2544 万吨，同比增长 9%；实现商品煤销量 2122 万吨，同比增长 3.1%。

图8：从供改后，公司产销量稳步回升，产销率维持高位且保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

高比例长协熨平煤价波动，铸就稳健盈利性。公司销往港口的煤炭采用长协销售模式，长协比例约为 60%-65%，分为年度长协煤和月度长协煤，定价模式与中国神华一致。长协机制一方面提升了长协煤销售比例，另一方面在一定程度上锁定了销售价格，削弱煤炭价格波动性。年度长协按照发改委规定的“基准价+浮动价”机制定价，具体定价公式如下：

图9：年度长协价定价公式（2019 年至今适用）

$$\text{年度长协价} = \underbrace{535}_{\text{基准价}} * 50\% + \underbrace{(\text{上月末 CECI 综合} + \text{上月末 BSPI} + \text{上月末 CCTD5500}) / 3}_{\text{浮动价}} * 50\%$$

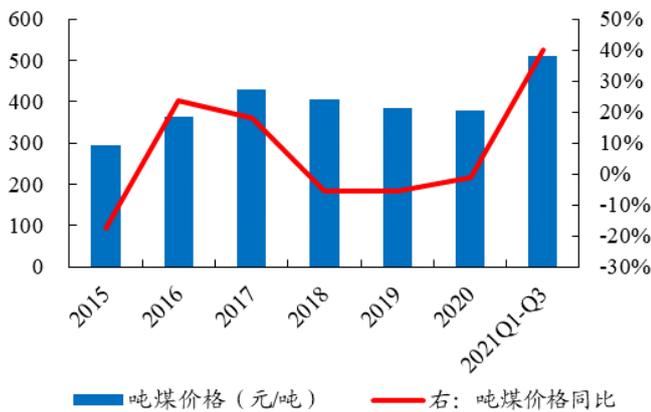
BSPI：环渤海动力煤指数

CCTD5500：中国煤炭市场网上公布的秦皇岛动力煤(Q5500)价格

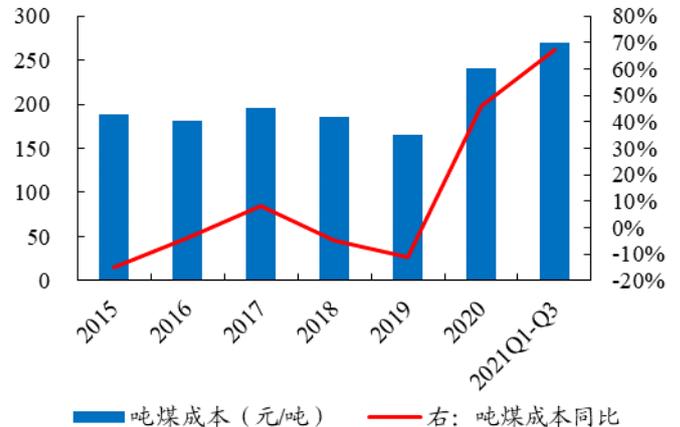
CECI 综合：中国沿海电煤采购价格指数 (于 2019 年 1 月加入公式)

资料来源：国家发改委、开源证券研究所

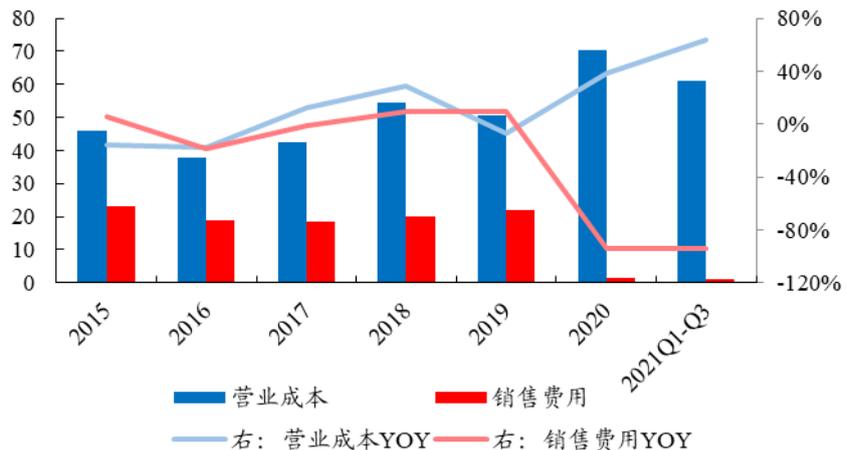
煤炭售价方面，2018-2020 年吨煤价格 (不含税) 波动区间为 380-410 元/吨，2021 年前三季度吨煤价格 511 元/吨，同比上涨 40%，同期秦港 5500 大卡动力煤同比涨幅为 67.4%。由于长协定价机制，公司煤炭价格波动滞后于市场波动，上涨幅度也低于市场涨幅。煤炭成本方面，公司吨煤成本一直稳定在 180-280 元/吨之间，2021 年前三季度吨煤成本为 270 元/吨，同比增长 67.3%，主要系执行新收入准则，原确认为销售费用的运输费调至合同履行成本所致。

图10: 2021年前三季度吨煤价格同比增长40%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2021年前三季度吨煤成本同比增长67.3%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020年以来使用新收入准则致营业成本上升, 但销售费用大幅下滑 (亿元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、动力煤行业: 短期政策限价, 中长期紧平衡或延续

3.1、政策调控力度加大, 保供稳价取得阶段成效

2021年下半年以来, 由于动力煤供给紧张问题突出, 煤价持续冲高。为保障能源稳定供应, 在国家发改委的引导下, 自7月开始保供稳价政策频频出台。从政策重心角度来看, 我们以10月19日为分界点将保供稳价分为两个阶段: (1) 7-10月: 补供给; (2) 10月至今: 控价格。

7-10月保供政策主要以加快产能释放、促进产能核增等供需基本面调控为主。7月起, 国家发改委陆续推出了投放煤炭储备、批复露天矿用地手续以延续生产、支持产能核增、实行产能置换承诺制、部署发电供热用煤长协全覆盖等众多保供政策。该阶段主要侧重于加快煤炭产能释放以补充供应缺口, 尚未对煤价进行直接干预, 而是通过调节供需基本面以稳定煤价。

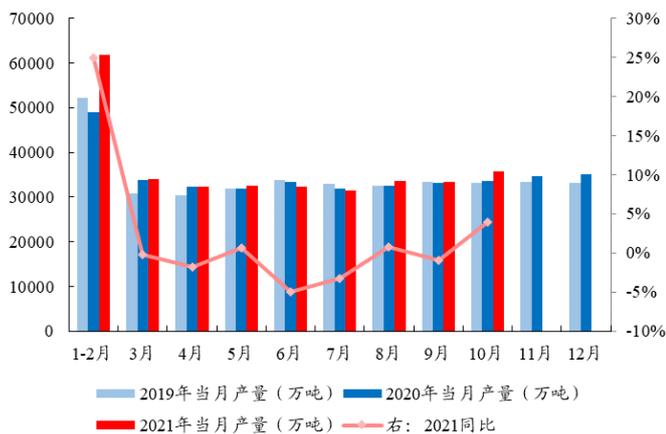
在7月以来的保供政策中，对增产具有实质性效力的措施主要包括：

- 7月，内蒙古鄂尔多斯38处露天煤矿用地手续批复，涉及产能6670万吨；
- 8月，明确允许联合试运转到期煤矿延期生产1年，涉及产能4350万吨；
- 8月，内蒙古报批7处露天煤矿永久用地，涉及产能1.2亿吨；
- 10月，山西省允许前三季度已完成全年产量的煤矿在四季度继续生产，对省内98座煤矿进行产能核增，共计核增产能5530万吨；
- 10月，内蒙古对72座煤矿进行产能核增，共计核增产能9835万吨。

10月19日起政策重心转向控价。在7月-10月初阶段，尽管政策在多方面促进保供增产并加大长协覆盖，但从基本面来看，产地产量及中下游库存在短期内改善幅度有限，煤价在紧供给支撑下大幅攀升，港口煤价于10月中旬上涨至2500元/吨的历史高位，对电力供应和冬季供暖产生不利影响。10月19日国家发改委召开能源保供工作机制煤炭专题座谈会，会上提出将以《价格法》规定的一切必要手段对煤炭价格进行干预。其后发改委多次开展产地及港口调研，针对港口及坑口的限价政策频出。在国家发改委引领下，各主产地省市陆续对区域内的煤炭坑口价格落实限价干预，四大下水煤集团也对港口平仓价做出限价承诺。

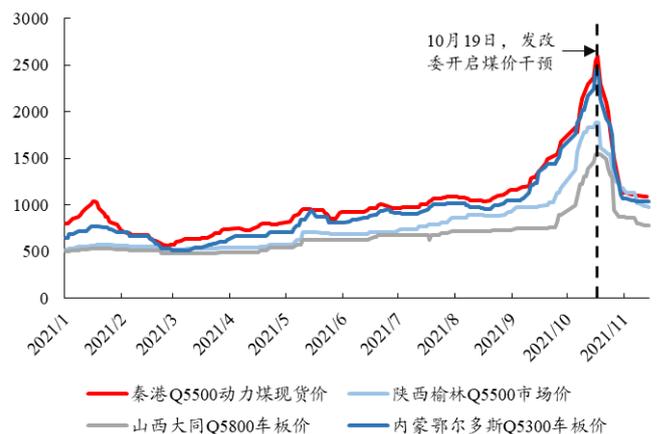
保供稳价取得阶段性成效。保供方面，伴随增产增供措施不断落地见效，产地端煤炭产能得到快速释放。10月单月煤炭产量3.57亿吨，同比增长4%，环比增长6.9%，创下历史单月产量新高。价格方面，10月至今，动力煤港口现货价格由2500元/吨以上高点快速回落至1100元/吨水平，晋陕蒙产地动力煤坑口价基本限制在1000元/吨以下。总体来看，动力煤紧供给逐渐缓解，煤价在基本面与政策限价压力下合理回归。

图13: 2021年10月单月煤炭产量同比增长4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 10月至今港口及坑口煤价高位大幅回落 (元/吨)

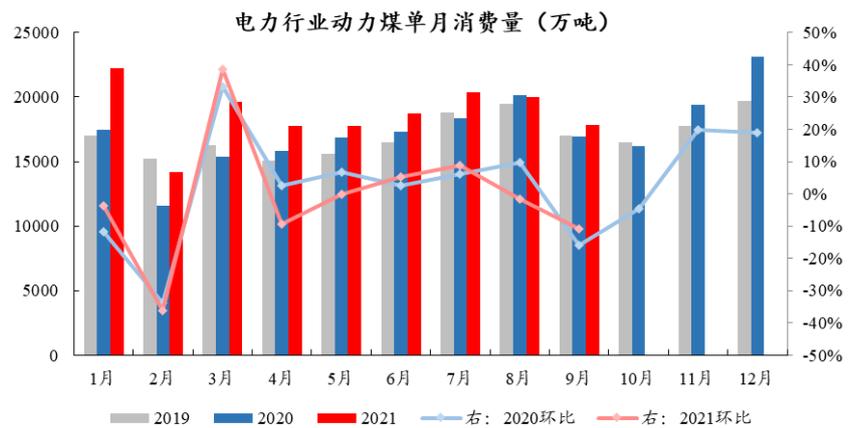


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、短期动力煤或供需双增，紧供给边际缓解

短期展望 2021Q4 与 2022Q1: 需求方面，受拉尼娜现象影响，今冬再迎冷冬，多地提前进入供暖季，耗煤需求即将迎来快速攀升。类比来看，2020 年末~2021 年初冬季同受拉尼娜现象影响，动力煤在电力行业消费量在 2020 年 10 月至 2021 年 1 月期间大幅增长，2020 年 12 月单月动力煤消费量相较于同年 10 月增长 6915 万吨，增幅达 42.7%。同时根据国家电网消息全国性限电已基本结束，除部分高耗能产业外，

工业用电需求恢复，终端补库需求或在整个旺季中持续强势；供给方面，伴随产能核增推进落实，产地将于11-12月加速释放增量，根据国家发改委预测，四季度通过产能核增释放的增量或可达5500万吨，其中2021年10月单月产量达3.57亿吨，同环比增量均在2000万吨以上，预计2021年11月至2022年1月或将延续增量趋势，叠加终端电厂100%长协覆盖使供需双方有效衔接，迎峰度冬期间煤炭供应将获得较大补充，紧供给边际获得缓解。总体来看，考虑到迎峰度冬旺季需求有望高增，短期内动力煤基本面或仍以紧供给为主，当前动力煤煤价下行因素中政策压力占比较大，整体供给偏紧格局仍可在政策限制范围内支撑煤价高位，后期仍需关注增产进展及政策变动。

图15: 2020年10月至2021年1月电力行业动力煤消费量大幅增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

经过供需平衡测算，我们预计2021Q4、2022Q1单季动力煤供给缺口分别为438、263万吨（不考虑库存调节），基本面整体仍然供给偏紧，但缺口环比缩小。伴随保供产能释放，供需矛盾将得到一定缓解。

表2: 动力煤单季供需平衡测算: 预计2021Q4、2022Q1动力煤供给缺口缩小

单位: 万吨	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4E	2022Q1E
供给 (单季)					
动力煤国内产量	80749	81077	81573	91163	86163
动力煤净进口量	5689	6000	7817	7200	7200
动力煤合计供给	86438	87077	89390	98363	93363
需求 (单季)					
电力用煤量	56050	54287	58268	61448	58628
冶金用煤量	4242	4536	4233	3665	3537
供热耗煤	12927	4933	3788	10100	13453
化工用煤量	5347	5673	5580	5550	5667
建材用煤量	5893	9531	8536	8038	4938
其他用煤量	7703	9498	9358	10000	7405
动力煤合计需求	92162	88458	89763	98801	93626
动力煤供给缺口 (供给-需求)	(5724)	(1381)	(373)	(438)	(263)

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上表供需平衡测算供给缺口未考虑库存补给与释放

3.3、长期来看，紧平衡或是主基调

3.3.1、供给方面：长期增量有限

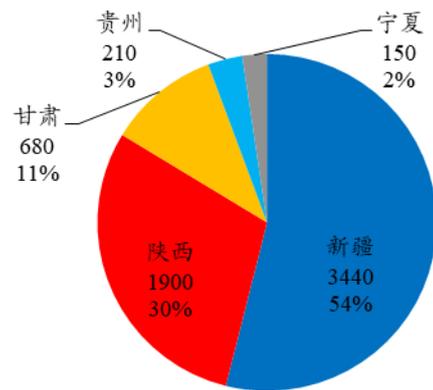
展望未来 2~3 年，新建产能对煤炭供给的增量补充有限。新增产能方面，“十三五”期间煤炭行业供给侧改革持续深化，在落后产能不断淘汰的同时坚持“上大压小、增优减劣”，2018-2019 年期间大量新建煤矿通过产能减量置换获得国家发改委与能源局批复。考虑到煤矿项目 2~3 年的建设周期，近年内的新增煤炭产能主要由该轮批建高潮的项目所贡献。而 2020 年以来，伴随“十三五”供改收官及“十四五”供改持续深化，政策对于新增煤矿项目持谨慎态度，项目核准的政策门槛提升，新批建煤矿项目大幅减少，2020 年新批煤矿产能共计 4460 万吨，2021 年 1~11 月批建产能仅 1920 万吨。且从结构来看，2020 年以来新批产能中 54% 位于新疆，对中部及沿海主要煤炭市场供给影响较小。同时，从煤企角度来看，在双碳背景下，煤企继续加大资本开支投资建设新矿井的意愿减弱，根据国家统计局数据，2020 年及 2021 年 1-8 月煤炭行业固定资产投资完成额同比增速分别为 -0.7%、4.4%，较 2018-2019 年水平明显放缓。煤企或更多储备资金用于双碳背景下的多元化转型。因此，展望未来 2~3 年，新建产能对煤炭供给的增量补充有限。

图16：2020 年以来新批产能大幅减少



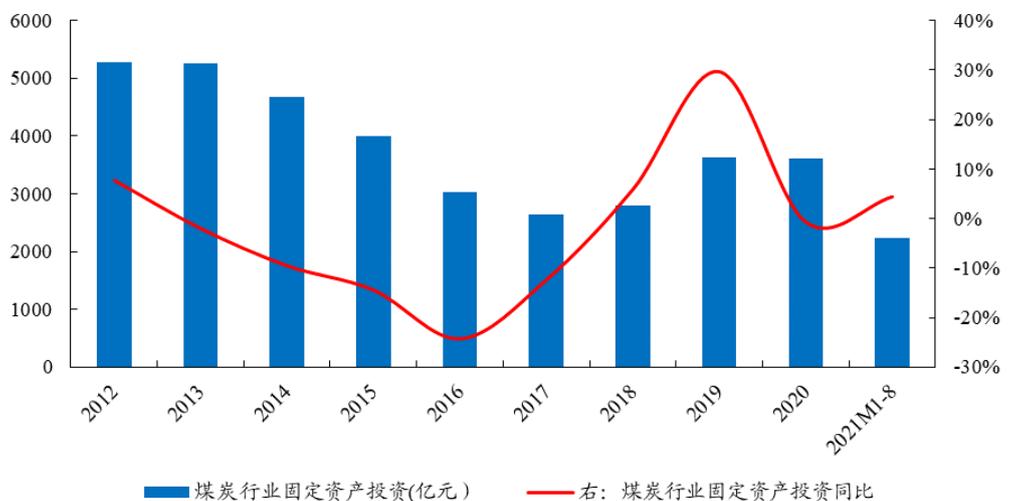
数据来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

图17：2020 年以来新批产能 54% 位于新疆 (万吨)



数据来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

图18：2020 年以来煤炭行业固定资产投资增速放缓



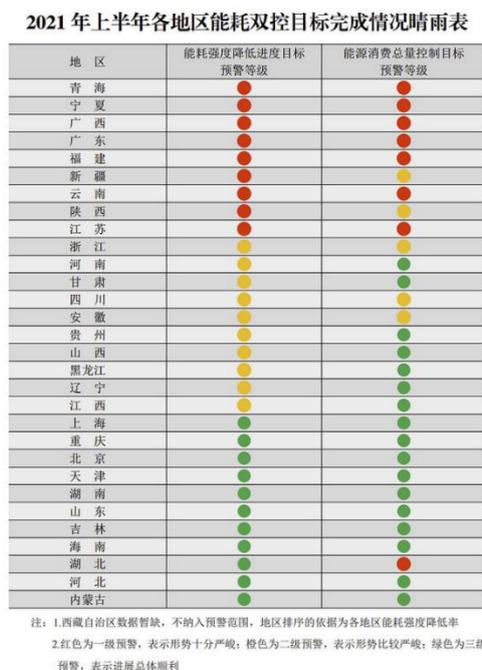
数据来源：Wind、开源证券研究所

产能核增潜力或已最大限度挖掘，未来增量空间有限。由于超产入刑，在产煤矿将严格按照核定产能释放产量，导致存量产能弹性大幅收缩。但其中部分煤矿实际设计产能高于核定产能，同时存量产能仍具备技改扩能潜力。因此在新建产能逐渐缩减的背景下，挖掘存量潜力，通过产能核增的手段使其合法扩能或是补充煤炭供给的关键措施。根据国家矿山安监局数据，2021年内保供阶段共计批准153处煤矿产能核增，合计增加产能约2.2亿吨。考虑到政策的延续性，该部分核增产能或将在未来持续释放产量，成为补充煤炭供给的关键因素。但考虑到本轮核增属于特殊时期特事特办，且监管从安全生产角度对扩能仍持有谨慎态度（本轮核增共计审核976处煤矿，其中仅153处符合保供核增条件），伴随当前产能核增政策的深度挖掘，未来可继续开展核增的空间或有限。同时，在能源稳定供应得到基本保障后，预计未来的核增产能较难再度享受当前宽松的政策环境（本轮产能核增被允许立刻释放产量），或将需要较长的准备建设期才能释放产能。

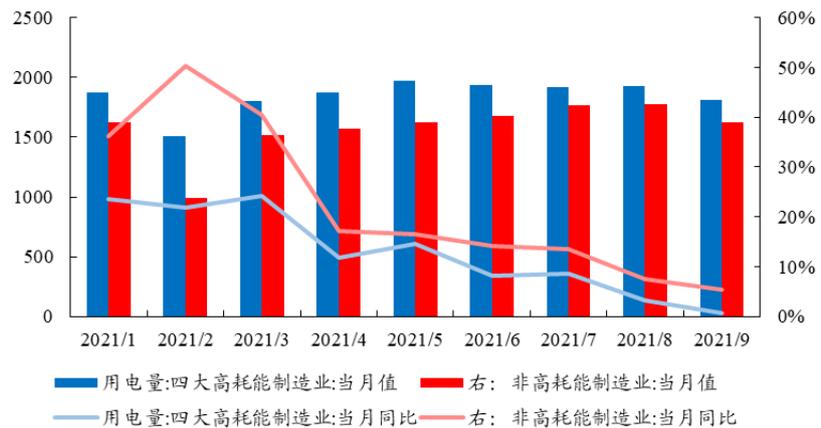
3.3.2、需求方面：仍有增长空间

限电基本结束，除高耗能产业外能源需求或合理释放。三季度开始，能耗双控政策监管趋严，多个地区在发改委发布的能耗双控晴雨表中列为一、二级预警，全国大范围内实行有序用电，并且部分高耗能产业受到严格限制，短期内抑制了电力消费。根据国家电网消息，截至11月6日，除个别省份、局部时段对高耗能、高污染企业采取有序用电措施外，全网有序用电规模接近清零，全国范围的限电情况基本结束。这意味着在电力供应得到补充的背景下，前期受到影响的工业用电需求将得到合理释放。但电解铝、化工、冶金等高耗能产业的能源需求仍将受到抑制。

图19：多个地区在发改委发布的能耗双控晴雨表中列为一、二级预警

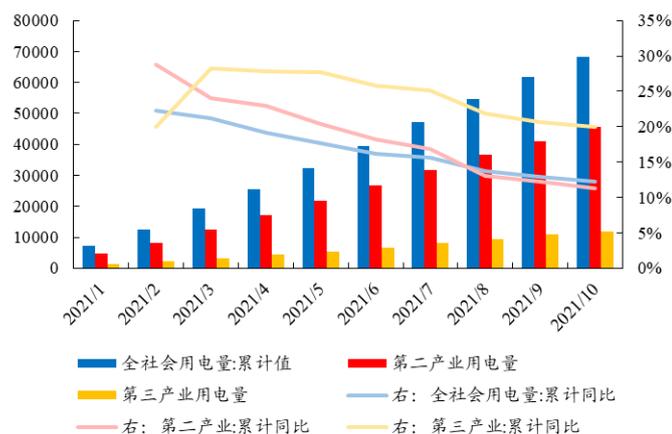


资料来源：国家发改委

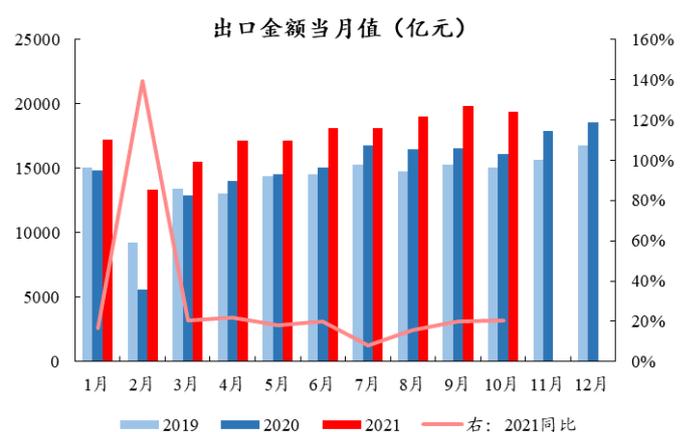
图20: 2021年三季度四大高耗能制造业单月用电量同比增速大幅下滑(亿千瓦时)


数据来源: Wind、开源证券研究所

电力需求: 二产仍具韧性, 三产有望接力增长。疫情反复背景下, 海外生产力不足, 为国内创造的大量外需, 出口贸易订单增长带动国内相关第二产业加大生产力度, 高开工率带来了旺盛的耗能需求。根据国家统计局数据, 2021年1-10月累计出口总额同比增速达22.5%, 其中10月单月同比增速仍高达20.3%; 2021年1-10月第二产业用电量累计为45490亿千瓦时, 同比增长11.3%, 其中10月单月同比增速达14.7%。尽管当前预期来看, 国内经济在疫情后期的高增速或将放缓, 但外需仍具有韧性, 二产能源消费也将相应地回归到平稳增长轨道上来。另一方面, 第三产业电力需求增长表现十分亮眼, 新能源汽车渗透率提升带动充换电服务业用电量的高增长, 而5G基站的发展也为信息技术服务业贡献了电力需求的快速增长。数据来看, 2021年1-10月第三产业用电量达11949亿千瓦时, 同比增速达20%。伴随新能源车及5G等新兴产业快速发展, 未来第三产业将接力第二产业贡献用电需求增长。

图21: 2021年1-10月第二产业、第三产业累计用电量同比分别增长11.3%、20%(亿千瓦时)


数据来源: Wind、开源证券研究所

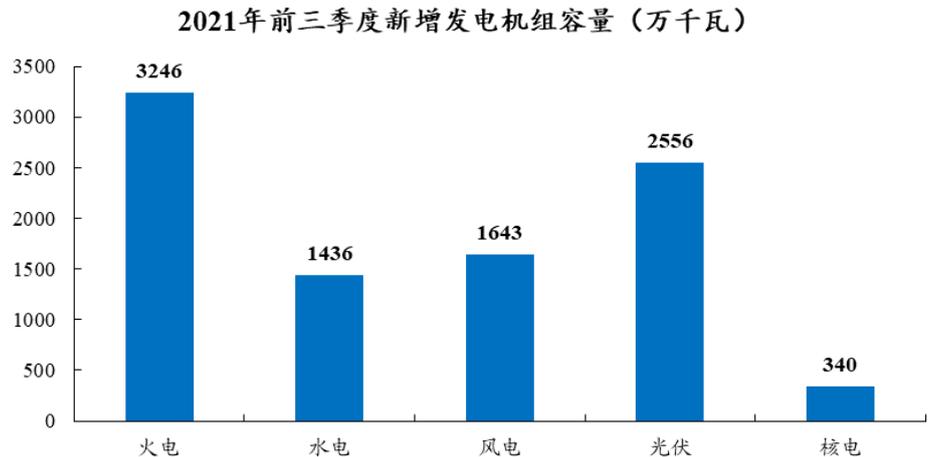
图22: 2021年10月单月出口金额同比增速仍高达20.3%


数据来源: Wind、开源证券研究所

火电需求或将平稳增长。在双碳目标背景下, 煤炭在一次能源消费中的占比将持续下滑, 但并不意味着煤炭消费量绝对值在短期内进入下降通道。伴随着经济发展以及全社会能源需求的增长, 煤炭作为支柱及兜底能源, 为保障能源稳定供应, 或仍将在“十四五”期间以合理可控的增速平稳增长。2022年预期来看, 在水电及

新能源机组装机提升以及出力恢复稳定的假设预期下,结合2021年高基数因素,2022年火电增速或将有较大幅度的增速放缓。从发电机组来看,火电装机容量仍在提升,2021年前三季度火电新增装机容量3246万千瓦,在各类发电设备中增量居前。综合而言,新能源装机增长及出力表现提升对于火电的替代作用仍需要较长期的渐进过程,火电需求平稳增长趋势在“十四五”期间或不会改变,为动力煤需求提供了支撑。

图23: 2021年前三季度新增发电机组中火电新增容量领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3.3、结论: 供紧需增, 紧平衡或可持续

综合来看,“十四五”期间动力煤增量产能有限,供给弹性收缩,需求或仍保持平稳增长趋势,基本面或将以紧平衡为主。但在政策调控力度加大以及新能源需求替代作用渐显的预期下,类似2020~2021年内供需显著错配的情况或较难再次发生。经过测算,我们预计2022年动力煤供需基本面表现为紧平衡。

表3: 动力煤供需平衡测算: 预计2022年动力煤基本面表现为紧平衡

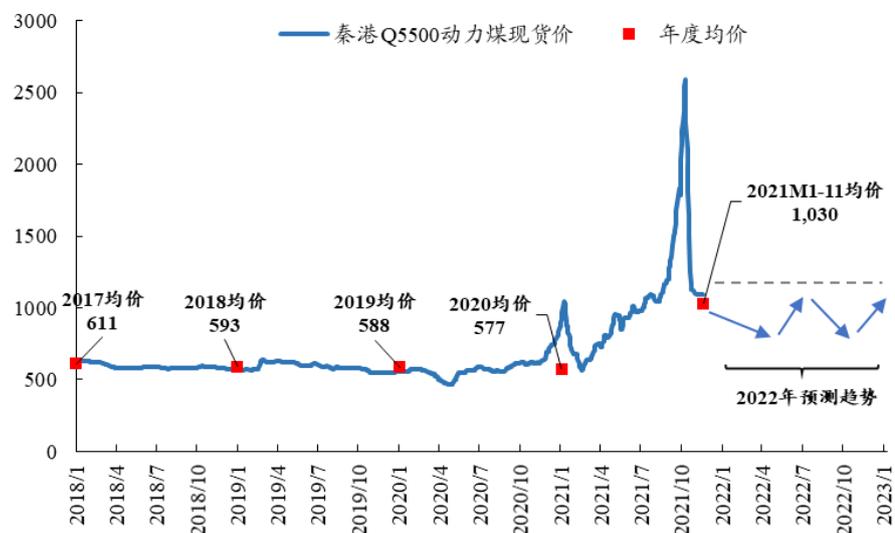
单位: 亿吨	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
供给					
动力煤国内产量	29.60	31.25	31.79	33.46	35.47
动力煤净进口量	2.12	2.35	2.00	2.67	2.40
动力煤合计供给	31.72	33.60	33.79	36.13	37.87
需求					
电力用煤量	19.71	20.51	20.86	23.01	24.16
冶金用煤量	1.54	1.60	1.72	1.67	1.72
供热耗煤	2.65	2.82	2.89	3.17	3.11
化工用煤量	1.75	1.94	1.99	2.22	2.19
建材用煤量	2.83	3.02	3.22	3.20	3.17
其他用煤量	3.70	3.58	3.69	3.66	3.62
动力煤合计需求	32.17	33.47	34.37	36.92	37.96
供需缺口 (供给-需求)	(0.45)	0.13	(0.58)	(0.79)	(0.10)

数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4、煤价判断：政策制约下波动性收敛，煤价中枢稳定性提升

自 10 月 19 日国家发改委定调对煤价进行直接干预后，动力煤价格的形成因素便不再单独由供需基本面决定，政策依据《价格法》执行的限价力度成为煤价主要决定因素之一，判断政策对于煤价上限的阈值尤为关键。经过近一个月的限价政策频繁出台，当前动力煤限价标准已基本稳定，以 5500 大卡动力煤为标准，坑口价根据产地不同执行 900 或 1000 元/吨的限价标准，据此推测港口价上限或在 1200 元/吨左右。考虑到未来两年内供需严重错配再度发生的可能性较小，同时政策制约下极端煤价受到严控，2022 年煤价中枢或略有上移，紧平衡基本面仍会对动力煤价形成支撑，煤价中枢或再难回归往年黄色区间上限 600 元以下水平。我们预计在未来供需紧平衡预期下，动力煤港口价或在 1200 元以内偏高位震荡运行。

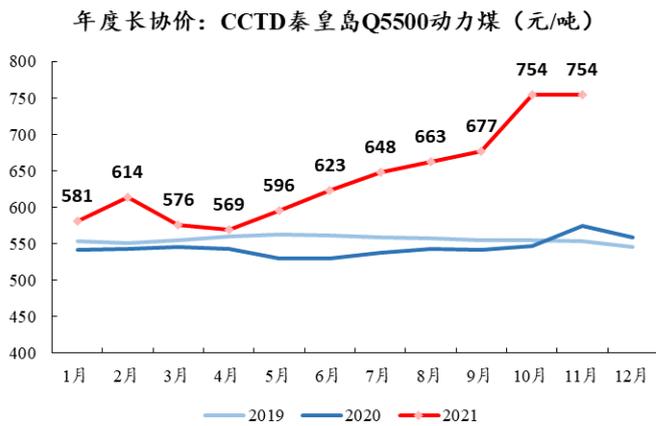
图24：预计动力煤港口价格或在 1200 元以内偏高位震荡运行（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

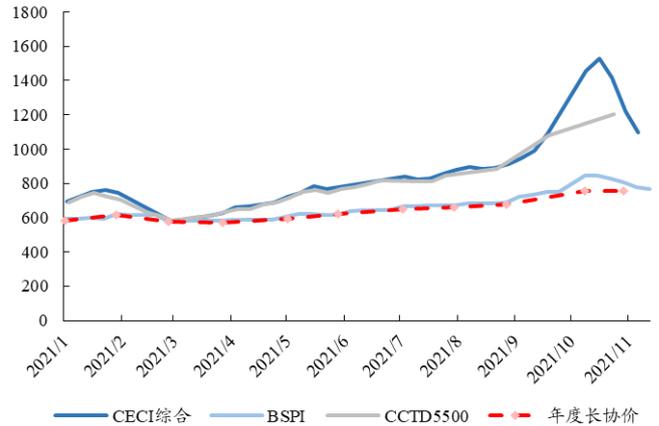
长协全覆盖仍将延续，年度长协价格或面临回调。根据国家发改委 11 月 3 日长协煤流向监管工作会议确定，2022 年将继续执行电厂用煤 100%长协覆盖，将进一步发挥长协稳价作用。根据 CCTD 数据，2021 年 11 月最新 5500 大卡动力煤年度长协价格为 754 元/吨（以年度长协公式计算应为 843 元/吨，或主要受限价政策影响），与 10 月价格持平，已是历史最高价格。后期判断，支撑长协价格高位的指数指标主要在 11 月高位回调，未来在坑口及港口现货价格受到限价约束的预期下，依据公式定价的年度长协价格将面临回调，或再难突破当前高点。根据当前限价趋势，假设 CECI、CCTD5500 指数上限为 1000 元/吨（上文推断港口煤价上限或为 1200 元/吨左右，由于 CECI、CCTD5500 两大指数包含一定长协样本，此处适当下调），BSPI 指数上限为 750 元/吨（根据历史数据，前两大指数约为 1000 元/吨时，BSPI 约为 750 元/吨），可测算得未来年度长协价天花板或约 726 元/吨。

图25: 2021年10-11月年度长协价创历史新高



数据来源: CCTD、开源证券研究所

图26: 11月CECI综合、BSPI指数回落(元/吨)



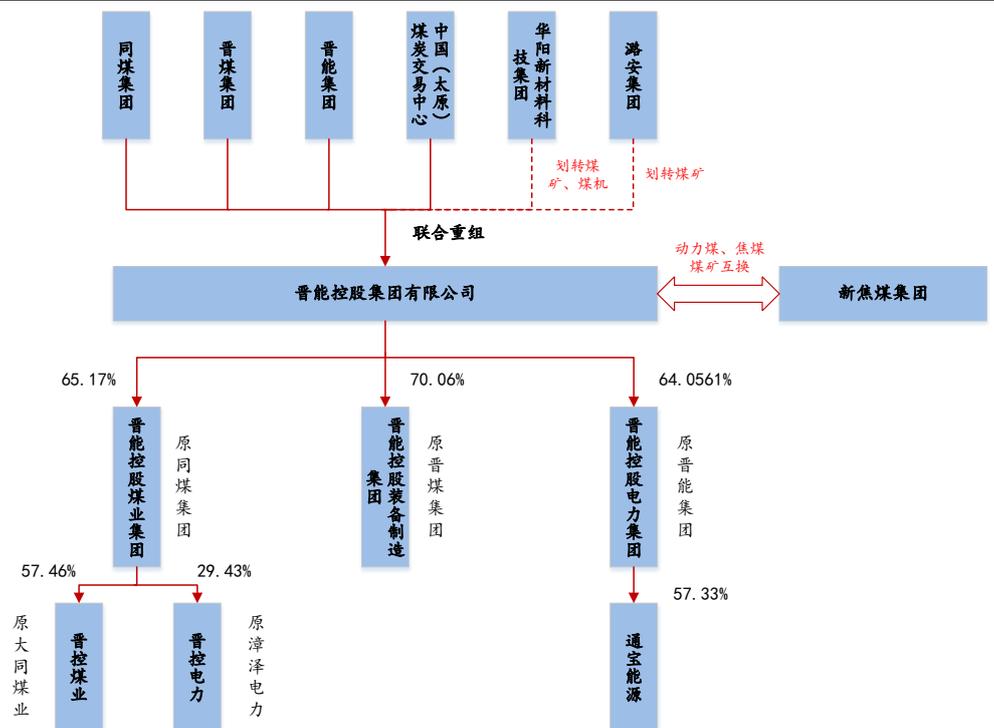
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、受益山西国改，公司迎来外生增长新动力

4.1、山西深化国企改革，集团资源实力雄厚

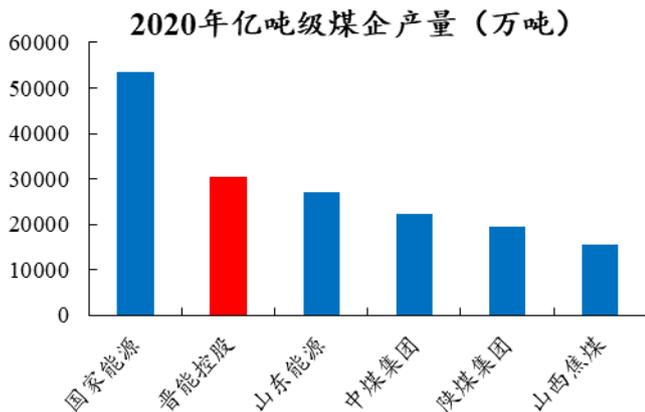
2020年以来，山西国改持续深化，2020年10月山西国资委决定联合重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团三家省属煤炭企业，同步整合潞安集团、华阳新材料集团（原阳煤集团）相关资产和转制改企后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团有限公司（简称“晋能控股集团”）。其后，同煤集团更名为晋能控股煤业集团，负责煤炭业务板块；晋能集团更名为晋能控股电力集团，负责电力业务板块；晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团，负责装备制造业务板块。

图27: 2020年山西省整合省内主要省属国有煤企组建晋能控股集团

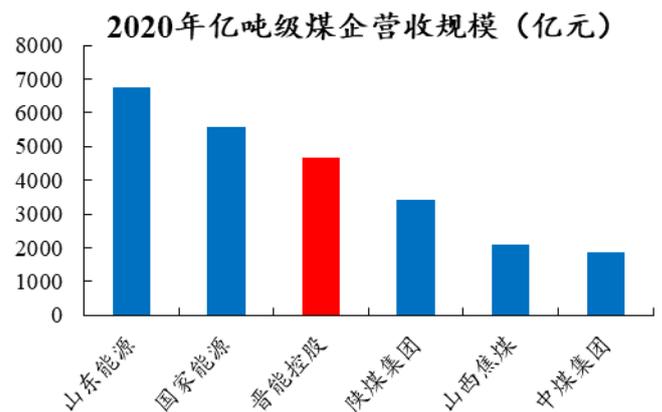


资料来源: 各集团公司公告、开源证券研究所

晋能控股集团煤炭资源丰富实力雄厚。截至 2021 年 6 月，新组建的晋能控股集团资产总额达到 1.11 万亿元人民币，电力装机容量 3814.71 万千瓦时，煤机装备制造资产规模达 368.65 亿元，拥有煤炭资源储备 522.83 亿吨，煤炭产能高达 4.4 亿吨。晋能控股集团汇集了原同煤、晋煤、晋能三大集团的优质煤炭资源，煤炭产能规模仅次于国家能源集团，位列山西省第一，全国第二。根据中国煤炭工业协会统计，2020 年晋能控股集团实现煤炭产量 3.04 亿吨，位居第二；实现营业收入 4656 亿元，位居第三。

图28：晋能控股 2020 年煤炭产量位列亿吨级煤企第二


数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

图29：晋能控股 2020 年营收规模位列亿吨级煤企第三


数据来源：Sxcoal、开源证券研究所

表4：晋能控股集团汇集了原三大集团的优质煤炭资源

集团名称	矿井所处地区	煤种	矿井数量 (座)	资源储量 (亿吨)
晋能控股装备制造集团 (原晋煤集团)	晋东：阳泉、晋城矿区	无烟煤	60	105
晋能控股电力集团 (原晋能集团)	分布范围广	无烟煤、贫煤、 气煤、长焰煤	145	118
晋能控股煤业集团 (原同煤集团)	大同、朔州、忻州	弱粘结煤	58	300
合计			263	523

数据来源：各集团债券募集说明书、开源证券研究所

4.2、集团资产证券化率低，优质煤炭资产注入空间较大

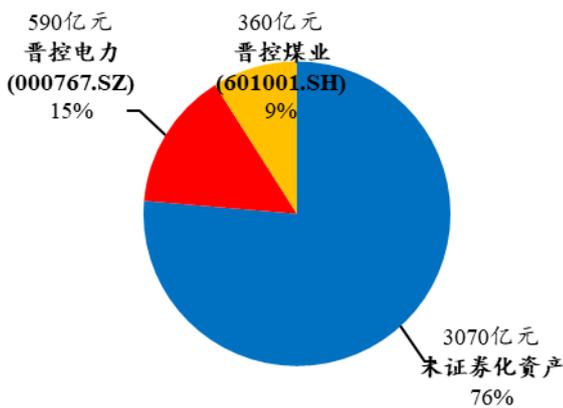
政策引导资产证券化提上日程。2021 年 2 月 23 日，山西省国资运营公司召开省属企业“一企一策”考核签约大会，会议上明确了山西“十四五”省属企业改革发展目标。其中，目标包括省属企业资产证券化率要达到 80% 以上，要求组织有上市平台的 9 户省属企业摸清资产底数，将资产直接注入或通过培育后注入现有上市公司。根据政策要求，截至 2021 年二季度末，晋能控股煤业集团拥有资产 4020.86 亿元，仍有约 3000 亿非上市资产，意味着未来可能会有更多优质资产整合进公司，从而进一步加强公司盈利能力。

表5: 山西省人民政府明确“十四五”省属企业改革的定量目标

时间	会议/政策	内容
2021年2月	省属企业“一企一策”考核签约大会	“十四五”期间，省属企业改革目标明确：1.利润总额年均增长20%以上，2.平均资产负债率下降5个百分点，3.国有资产保值增值率达到105%以上，4.总资产报酬率达到4%以上，5.全员劳动生产率增长36%以上，6.工业企业研发经费投入翻倍，7.资产证券化率达80%以上。 大力提升省属企业资产证券化率，组织有上市平台的9户省属企业摸清资产底数，能够注入或通过培育后可注入现有上市公司的，全部注入上市公司；凡是不能注入现有上市平台，凡是没有上市计划安排的，原则上纳入“腾笼换鸟”范围。

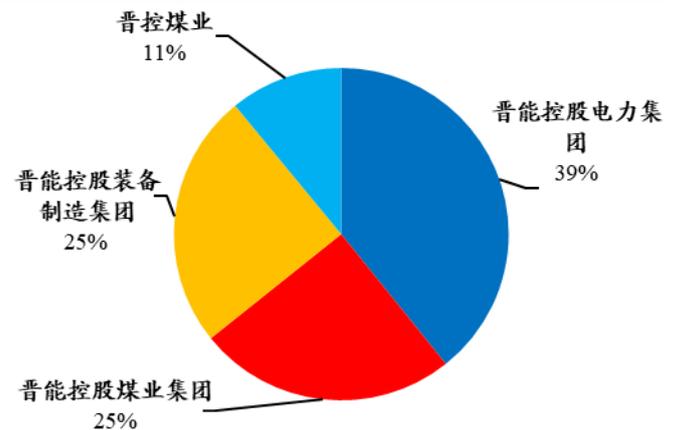
资料来源：山西省人民政府官网、开源证券研究所

当前资产证券化率低，资本运作空间大。晋能控股煤业集团旗下共有晋控煤业、晋控电力两家上市公司，但截至2021年上半年其资产证券化率仅为24%。煤炭产能方面，晋能控股集团完成组建之后，汇集了原同煤集团、晋煤集团、晋能集团三家公司的优质煤炭资源，除了晋控煤业，仍有大量优质的煤炭产能未能证券化，目前集团煤炭产能证券化率仅为11%。低资产证券化率为未来资本运作留足了空间，晋控煤业有望进一步获得集团优质煤炭资源的注入。

图30: 晋控煤业集团资产证券化率仅23.64%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：数据截至2021年6月

图31: 晋能控股集团仍有大量煤炭产能未证券化


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：图中晋能控股煤业集团的产能已剔除晋控煤业的产能

表6: 晋能控股集团仍有大量优质煤炭资产未能资产证券化

煤矿名称	所属公司	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	生产经营状况
中能煤业	晋能控股电力集团	贫煤	28,500	17,380	240	生产
三元煤业	晋能控股电力集团	贫瘦煤	19,176	6,315	260	生产
王庄煤业	晋能控股电力集团	贫煤	14,331	5,471	240	生产
马堡煤业	晋能控股电力集团	贫瘦煤	10,306	5,115	150	生产
燕龛煤业	晋能控股电力集团	贫煤	10,728	4,236	240	生产
上社煤业	晋能控股电力集团	贫煤	174,725	9,288	210	生产
保安煤业	晋能控股电力集团	无烟煤	19,364	9,657	150	生产
大通煤业	晋能控股电力集团	无烟煤	13,291	9,774	120	基建
四明山煤业	晋能控股电力集团	无烟煤	14,732	7,498	120	基建
鑫基煤业	晋能控股电力集团	无烟煤	23,296	10,449	120	基建

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

野川煤业	晋能控股电力集团	无烟煤	9,796	3,820	90	生产
裕兴煤业	晋能控股电力集团	无烟煤	6,385	2,374	90	生产
盛泰煤业	晋能控股电力集团	无烟煤	11,148	5,966	120	生产
泰安煤业	晋能控股电力集团	弱粘煤、气煤	10,544	3,216	180	生产
泰山隆安煤业	晋能控股电力集团	长焰煤	23,917	11,959	240	生产
猫儿沟煤业	晋能控股电力集团	长焰煤	15,618	4,570	120	生产
金达煤业	晋能控股电力集团	肥煤	7,713	4,542	150	生产
锦瑞煤业	晋能控股电力集团	焦煤	4,175	2,603	150	基建
李家窑煤业	晋能控股电力集团	气煤	20,324	12,126	120	生产
四通煤业	晋能控股电力集团	主焦煤	18,644	13,244	150	生产
吴兴源	晋能控股电力集团	主焦煤	6,732	4,325	120	生产
盛平煤业	晋能控股电力集团	主焦煤	5,738	3,267	90	生产
紫金煤业	晋能控股电力集团	贫瘦煤	15,000	7,880	120	生产
磁窑沟煤业	晋能控股电力集团	长焰煤	16,437	8,270	240	生产
沙坪煤业	晋能控股电力集团	长焰煤	66,843	32,387	400	生产
王家岭煤业	晋能控股电力集团	褐煤	76,953	43,086	400	生产
福昌煤业	晋能控股电力集团	焦煤	1,335	628	60	生产
铂龙煤业	晋能控股电力集团	焦煤	5,441	2,914	120	基建
成庄	晋能控股装备制造集团	无烟煤	79,274	-	830	生产
寺河	晋能控股装备制造集团	无烟煤	98,061	-	900	生产
赵庄	晋能控股装备制造集团	无烟煤、贫煤	66,633	-	800	生产
长平	晋能控股装备制造集团	无烟煤	25,399	-	500	生产
寺河矿二号井	晋能控股装备制造集团	无烟煤	24,830	-	180	生产
岳城	晋能控股装备制造集团	无烟煤	14,596	-	150	生产
赵庄二号井	晋能控股装备制造集团	贫煤	5,839	-	120	生产
资源整合矿井	晋能控股装备制造集团	无烟煤、焦煤	109,759	-	1,755	生产
缓建矿井	晋能控股装备制造集团	无烟煤、贫煤	38,375	-	540	缓建
基建矿井	晋能控股装备制造集团	无烟煤、焦煤、肥煤	247,004	-	1,800	基建
车寨矿井	晋能控股装备制造集团	无烟煤	19,900	-	180	筹建
巴楞矿井	晋能控股装备制造集团	不粘煤	150,162	-	800	筹建
龙湾矿井	晋能控股装备制造集团	无烟煤	55,068	-	400	筹建
沟底矿井	晋能控股装备制造集团	无烟煤	58,099	-	400	筹建
四老沟	晋能控股煤业集团	不粘煤	12,066	4,256	320	生产
白洞	晋能控股煤业集团	气煤	3,011	2,520	90	生产
晋华宫	晋能控股煤业集团	不粘煤	31,563	8,730	450	生产
马脊梁	晋能控股煤业集团	不粘煤、气煤	17,379	3,344	380	生产
云冈	晋能控股煤业集团	弱粘煤	38,084	11,328	480	生产
燕子山	晋能控股煤业集团	不粘煤、气煤	32,291	9,408	480	生产
四台	晋能控股煤业集团	不粘煤	50,621	15,450	500	生产
同忻	晋能控股煤业集团	气煤、1/3焦煤	139,451	58,800	1,000	生产
合计			1,968,657	366,196	17,865	

资料来源：各集团债券募集说明书、开源证券研究所

注：晋能控股装备制造集团、晋能控股煤业集团的数据截至 2020 年末，晋能控股电力集团的数据截至 2021 年 Q1。表中未证券化产能仅供参考，仍有部分产能未能具体披露。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

煤炭产量方面，公司下属矿井产能保持稳定，在保供政策支持下，我们假设 2021 年公司煤炭产量大幅提升，其后平稳增长；价格方面，由于公司主要执行长协价格，2021 年四季度及以后受限价政策影响较小，伴随长协煤价中枢重塑，我们假设 2021 年公司吨煤售价大幅上涨，其后平稳提升。

表7: 公司主要经营数据及关键假设

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
煤炭业务						
原煤产量	万吨	3378	3161	3400	3450	3500
商品煤销量	万吨	2820	2741	2924	2967	3010
吨煤售价	元/吨	384	380	530	540	550
吨煤成本	元/吨	165	241	271	271	271

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为山西动力煤龙头，煤炭资源储量丰富，核心竞争力显著。受益于山西国改政策，背靠新组建的“能源航母”晋能控股集团，公司作为其唯一煤炭上市平台，战略定位明确，有望获得进一步优质煤炭资产注入，龙头地位巩固，未来成长空间较大。

我们预计 2021/2022/2023 年归母净利润 37.0/39.2/41.5 亿元，同比增长 323%/5.9%/5.7%；EPS 为 2.21/2.34/2.48 元；对应最新股价 PE 为 3.9/3.7/3.5 倍。相对估值方面，我们选取中国神华、中煤能源、陕西煤业、兖州煤业四家动力煤龙头企业作为可比公司。公司 2021 年预测 PE 为 3.9 倍，低于可比公司 5.4 倍平均 PE；公司 PB 为 1.4 倍，高于可比公司 0.7 倍平均 PB。我们认为随着山西国改政策的逐步深化，未来集团预期将持续推进优质煤炭资产注入上市公司，我们看好公司外生成长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

表8: 公司盈利预测及相对估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			PB
			2021/12/2	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
601088.SH	中国神华	4,109	559.7	585.7	608.1	7.3	7.0	6.8	1.1	
600188.SH	兖州煤业	1,192	179.8	202.2	206.4	6.6	5.9	5.8	2.2	
601225.SH	陕西煤业	1,226	186.3	196.0	208.0	6.6	6.3	5.9	1.6	
601898.SH	中煤能源	823	152.5	151.2	160.8	5.4	5.4	5.1	0.7	
平均						5.4	5.4	5.1	0.7	
601001.SH	晋控煤业	146	37.0	39.2	41.5	3.9	3.7	3.5	1.4	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除晋控煤业、中国神华、兖州煤业外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期

6、风险提示

经济增速低于预期风险；

煤炭价格下跌风险；

集团资产证券化进度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,186	11,146	14,259	17,266	20,839
现金	8,092	9,233	10,693	15,274	17,137
应收票据及应收账款	1,189	799	2,332	839	2,431
其他应收款	123	118	197	140	209
预付账款	50	83	89	95	96
存货	450	550	628	589	636
其他流动资产	283	363	321	328	331
非流动资产	17,303	20,863	22,514	24,362	26,318
长期投资	2,445	5,428	7,747	10,344	13,107
固定资产	10,732	10,491	10,452	9,968	9,404
无形资产	3,044	3,885	3,700	3,514	3,329
其他非流动资产	1,082	1,059	616	536	478
资产总计	27,489	32,009	36,773	41,628	47,158
流动负债	13,688	12,885	13,474	13,410	13,597
短期借款	4,076	4,410	4,410	4,410	4,410
应付票据及应付账款	3,245	4,862	4,649	5,119	4,752
其他流动负债	6,367	3,613	4,415	3,881	4,436
非流动负债	2,524	6,512	5,747	5,435	5,250
长期借款	1,273	5,258	4,765	4,455	4,270
其他非流动负债	1,252	1,254	983	980	980
负债合计	16,212	19,397	19,221	18,845	18,847
少数股东权益	4,872	5,328	6,563	7,871	9,252
股本	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674
资本公积	242	248	248	248	248
留存收益	3,408	4,302	9,241	14,472	20,000
归属母公司股东权益	6,404	7,284	10,989	14,912	19,058
负债和股东权益	27,489	32,009	36,773	41,628	47,158

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,695	3,749	4,216	7,226	4,458
净利润	1,367	1,331	4,940	5,231	5,528
折旧摊销	1,013	1,004	953	990	1,010
财务费用	565	386	382	386	390
投资损失	-161	-216	-829	-867	-904
营运资金变动	-202	907	-1,076	1,487	-1,565
其他经营现金流	112	337	-154	-0	-0
投资活动现金流	-269	-3,600	-1,775	-1,971	-2,062
资本支出	493	792	968	22,314	22,314
长期投资	-0	-2,886	-2,318	-1,755	-2,764
其他投资现金流	223	-5,694	-3,125	18,589	17,489
筹资活动现金流	-1,192	987	-981	-674	-533
短期借款	3,116	334	-0	-0	-0
长期借款	-2,950	3,986	-494	-310	-185
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	-0	6	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-1,358	-3,338	-488	-364	-349
现金净增加额	1,233	1,137	1,460	4,582	1,863

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,358	10,905	16,136	16,661	17,194
营业成本	5,078	7,040	8,435	8,551	8,667
营业税金及附加	724	723	1,130	1,166	1,204
营业费用	2,202	123	129	133	138
管理费用	478	432	403	417	430
研发费用	175	133	-0	-0	-0
财务费用	565	386	382	386	390
资产减值损失	-68	-96	-100	-100	-100
其他收益	18	16	-0	-0	-0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	161	216	829	867	904
资产处置收益	14	-0	-0	-0	-0
营业利润	2,232	2,113	6,586	6,974	7,370
营业外收入	4	5	-0	-0	-0
营业外支出	13	17	-0	-0	-0
利润总额	2,222	2,102	6,586	6,974	7,370
所得税	855	771	1,647	1,744	1,843
净利润	1,367	1,331	4,940	5,231	5,528
少数股东损益	469	455	1,235	1,308	1,382
归母净利润	897	876	3,705	3,923	4,146
EBITDA	3,354	3,455	7,644	7,987	8,318
EPS(元)	0.54	0.52	2.21	2.34	2.48

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	0.9	-4.0	48.0	3.3	3.2
营业利润(%)	11.9	-5.3	211.7	5.9	5.7
归属于母公司净利润(%)	36.0	-2.4	323.0	5.9	5.7
获利能力					
毛利率(%)	55.3	35.4	47.7	48.7	49.6
净利率(%)	7.9	8.0	23.0	23.5	24.1
ROE(%)	12.1	10.6	28.1	23.0	19.5
ROIC(%)	9.1	8.8	24.1	21.4	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.0	60.6	52.3	45.3	40.0
净负债比率(%)	11.7	9.6	-4.8	-25.1	-27.3
流动比率	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	10.2	11.0	10.3	10.5	10.5
应付账款周转率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.52	2.21	2.34	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.24	2.52	4.32	2.66
每股净资产(最新摊薄)	3.83	4.35	6.57	8.91	11.39
估值比率					
P/E	16.3	16.7	3.9	3.7	3.5
P/B	2.3	2.0	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.2	6.1	2.7	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn