

晋控煤业（601001）

证券研究报告

2025 年 09 月 24 日

煤炭业务稳健发展，产能增量可期

存量利润丰厚，增量利润可期

公司目前主要的资产是塔山煤矿、色连煤矿和同忻煤矿，三个煤矿产能分别为 2660 万吨/年、800 万吨/年、1600 万吨/年。其中合并报表范围内的核定产能 3460 万吨，合并报表范围内的权益产能 2323 万吨。此外，公司参股的同忻煤矿的收益归于投资收益，同样贡献于公司利润。根据公司 2025 年 1 月 16 日公告，公司将收购控股股东晋能控股集团旗下的潘家窑矿探矿权及相关资产，设计生产能力为 1000 万吨/年。若收购后建成，公司总产能将增长 19.8%，权益产能将增长 35.3%，建成后有望贡献利润增量。

其中，塔山煤矿是最重要的资产，不仅在产销量占比是最高的，而且我们推测可能是其中煤质最好的煤矿，因为其吨煤售价、吨煤毛利、吨煤净利润都属于较高水平。

资产负债率较低，存在超额分红空间

公司的亮点在于比较健康的负债率，2018-2024 年期间，公司的资产负债率从 61%降至 28.9%，降幅约为 32.1pct，远高于行业平均，且截止 2024 年末，公司的短期借款为 0 亿元、长期借款为 3 亿元，偿债压力较低。公司分红比例从 2021 年的 14.37%提升至 2024 年的 45%，2024 年每股分红约为 0.76 元，对应 2025 年 9 月 12 日的股价 13.16 元，静态股息率约为 5.8%。2024 年公司每股股东自由现金流 1.19 元，假设全部作为分红发放给股东，静态股息率可达到 9%。

公司吨煤售价稳定，呈现低波动率

从 2022 年来看，公司吨煤售价略微下行、其他公司吨煤售价上行，而 2024 年大部分公司售价下行、但公司吨煤售价基本持平，公司 2016-2024 年的吨煤售价方差在可比公司中亦偏低。

盈利预测与估值

我们预测 2025-2027 年归母净利润分别为 21.1/23/24.7 亿元，EPS 分别为 1.26/1.37/1.48 元。我们选取中国神华、陕西煤业、山煤国际作为估值可比公司，公司目前的估值低于行业平均，考虑到未来公司煤炭业务仍具有成长性，我们给予公司 2025 年利润 14 倍 PE，对应目标价为 17.64 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：煤炭供给超预期增长；煤炭进口量超预期增长；经济增长不及预期；水电发力超预期；存在交易异动风险

投资评级

行业	煤炭/煤炭开采
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.66 元
目标价格	17.64 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,673.70
流通 A 股股本(百万股)	1,673.70
A 股总市值(百万元)	24,536.44
流通 A 股市值(百万元)	24,536.44
每股净资产(元)	10.95
资产负债率(%)	26.24
一年内最高/最低(元)	18.72/10.89

作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
纪有容	联系人
jiyourong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《大同煤业-首次覆盖报告:新建产能转换，重点关注山西国改进程》
2019-04-29

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,341.62	15,032.54	12,957.61	13,380.41	13,810.41
增长率(%)	(4.60)	(2.01)	(13.80)	3.26	3.21
EBITDA(百万元)	7,461.42	6,950.14	5,290.89	5,579.44	5,951.92
归属母公司净利润(百万元)	3,300.81	2,808.06	2,112.04	2,297.19	2,470.77
增长率(%)	8.44	(14.93)	(24.79)	8.77	7.56
EPS(元/股)	1.97	1.68	1.26	1.37	1.48
市盈率(P/E)	7.43	8.74	11.62	10.68	9.93
市净率(P/B)	1.45	1.33	1.25	1.17	1.09
市销率(P/S)	1.60	1.63	1.89	1.83	1.78
EV/EBITDA	2.20	2.31	2.72	2.29	1.58

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介及发展历程	3
2. 资产负债率较低，且存在超额分红空间	4
3. 煤炭主业稳健发展，未来增量可期	6
3.1. 公司存量利润丰厚，增量利润可期	6
3.2. 公司特征在于价格具有相对稳定性	9
4. 行业分析与盈利预测	10
4.1. 行业分析	10
4.2. 盈利预测与估值分析	12
5. 风险提示	14

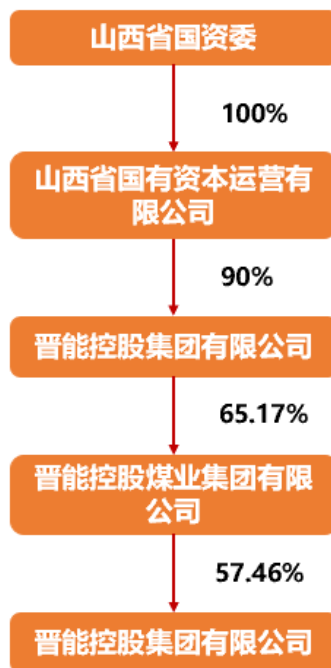
图表目录

图 1：晋控煤业股权结构	3
图 2：公司发展历程重大事件	4
图 3：公司 2018-2024 年销售费用率、管理费用率、财务费用率及合计费用率	4
图 4：公司三费合计费用率于行业对比处于中上水平	5
图 5：公司 ROE 处于可比公司中位水平	5
图 6：公司资产负债率快速下滑，处于行业低位水平	6
图 7：公司煤炭产销量虽有波动，但整体呈增长趋势（单位：万吨）	7
图 8：塔山煤矿、色连煤矿、同忻煤矿产量趋势 单位：万吨	8
图 9：塔山煤矿、色连煤矿吨煤售价相对同忻煤矿更高（单位：元/吨）	8
图 10：塔山煤矿吨煤净利润相对更高（单位：元/吨）	8
图 11：蒙西价格偏低或是导致色连煤矿售价、利润偏低的因素 单位：元/吨	9
图 12：公司吨煤售价具有相对稳定性（单位：%）	9
图 13：成本均呈现上行趋势 单位：元/吨	10
图 14：吨煤毛利相对较低 单位：元/吨	10
图 15：煤炭港口调入量的下滑可以看出供应出现了一定幅度的收缩 单位：万吨	10
图 16：内蒙古煤炭产量 7 月出现环比下滑 单位：万吨	11
图 17：山西煤炭产量 7 月出现环比下滑 单位：万吨	11
图 18：煤炭进口量出现连续环比下滑 单位：万吨	12
图 19：6 月后受高温、水电发力不足影响，火电需求攀升驱动煤价上涨（单位：%）	12
表 1：超额分红空间测算	6
表 2：公司煤矿产能统计	7
表 3：公司盈利预测	13
表 4：可比公司估值	14

1. 公司简介及发展历程

晋控煤业是晋能控股旗下的上市平台，实控人为山西省国资委，控股股东为晋能控股煤业集团，截止 2025 年中报的持股比例为 57.46%。2025 年上半年晋能控股集团的煤炭产量位列全国煤企第二位，仅次于国家能源集团，2025 年上半年产量达到 2.0257 亿吨，同比增长 10.9%；在前 10 大产煤企业中，2025 年上半年晋能控股集团煤炭产量增速位列第三，仅次于山西焦煤集团、潞安化工集团。

图 1：晋控煤业股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

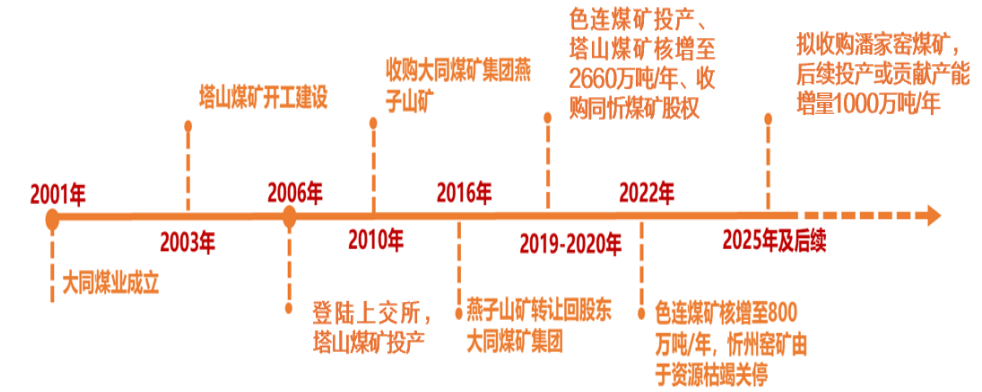
晋控煤业前身为大同煤业股份有限公司，成立于 2001 年，由当时的大同煤矿集团联合中煤能源、秦皇岛港务集团、华能集团等央企共同设立，并于 2006 年登陆上交所。2020 年原大同煤矿集团公司、晋城无烟煤集团和晋能集团有限公司三家山西省属企业等联合重组而成晋能控股集团，同年 12 月 25 日大同煤业证券简称变更为晋控煤业。

公司当前主要的煤矿资产为塔山煤矿、色连煤矿，以及参股 32%的同忻煤矿。其中塔山煤矿于 2003 年 2 月开工建设，2006 年 7 月试生产，2008 年 12 月正式投产，2009 年达产，该煤矿产能于 2019 年由 1500 万吨核增至 2500 万吨/年，同时塔山煤矿白洞井由 90 万吨/年核增至 160 万吨/年，合计核定产能达 2660 万吨/年。

色连煤矿于 2019 年投产，2020 年获得核定产能 500 万吨/年，后续在 2022 年 9 月正式公告产能由 500 万吨/年核增至 800 万吨/年。忻州窑矿产能为 60 万吨/年，该煤矿于 2022 年 12 月因资源枯竭关停。证实储量包括保护煤柱和尚难利用的矿产资源，无法布置综采工作面，根据《忻州窑矿闭坑地质报告审查意见书》，剩余原因均为边角资源，开采经济效益欠佳，矿井闭坑后不再开采，全部转为剩余煤炭资源，原地保留。可采储量为 0。

公司于 2010 年收购过股东大同煤矿集团（现晋能控股煤业集团）的燕子山矿，该矿产能为 480 万吨/年（2005 年），但后续由于燕子山矿亏损较大，公司于 2016 年将该矿转让给股东大同煤矿集团。

图 2：公司发展历程重大事件

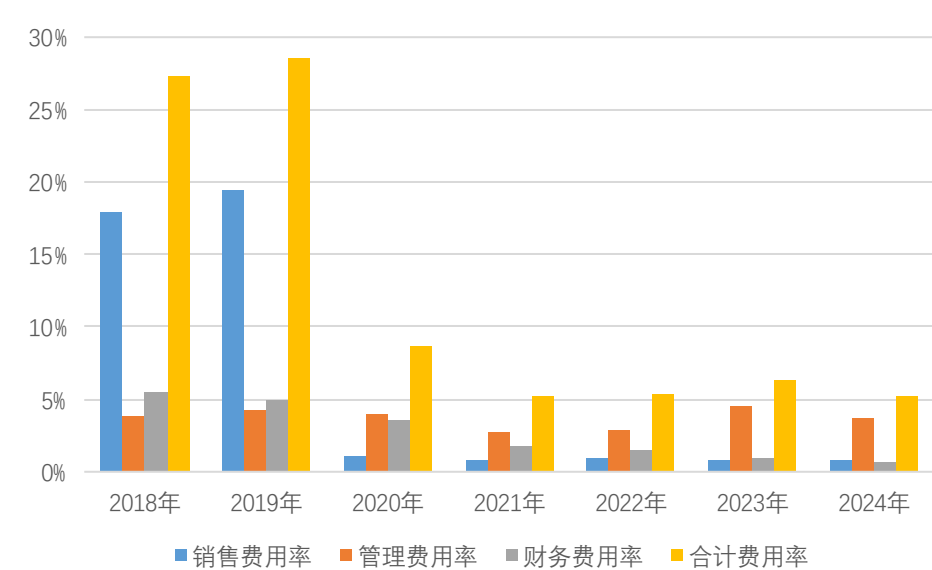


资料来源：公司公告，晋能控股山西煤业有限公司官网，中国煤炭市场网，上游新闻，天风证券研究所

2. 资产负债率较低，且存在超额分红空间

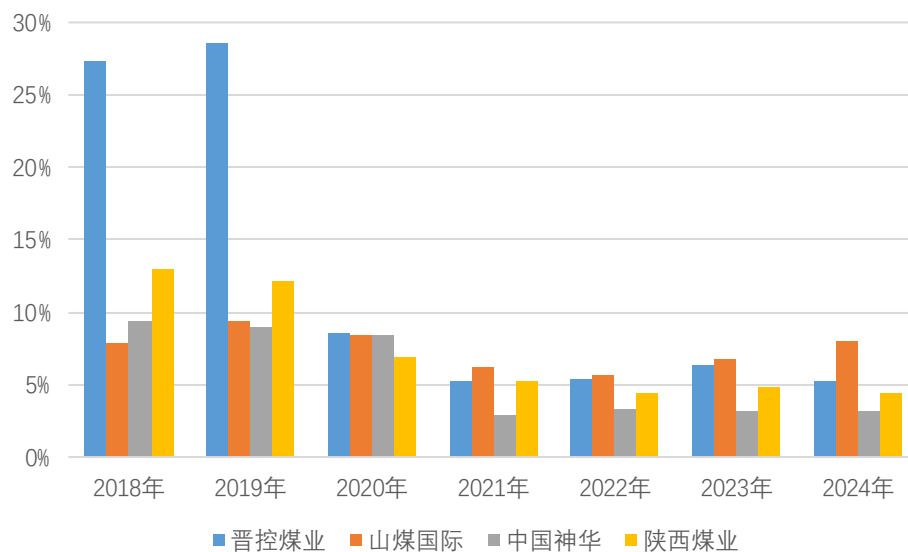
公司的三费合计费用率（销售费用、管理费用、财务费用）整体呈现下降趋势，成本控制能力较强，2019 年-2020 年期间费用率出现较大波动，主要是因为在 2020 年报中，公司将原确认为销售费用的运输费用作为合同履约成本资本化，最终销售费用呈现大幅减少的现象，合计费用率控制在 5% 左右，与可比公司相比，大约处于中间偏上的水平。

图 3：公司 2018-2024 年销售费用率、管理费用率、财务费用率及合计费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

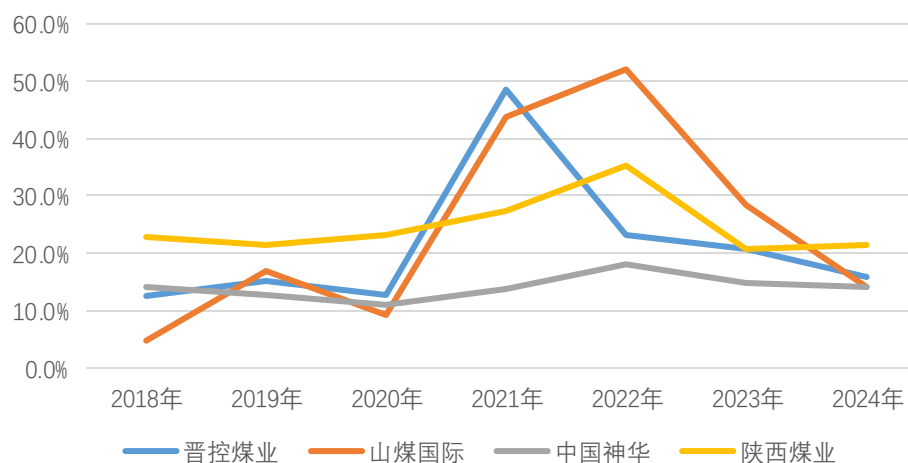
图 4：公司三费合计费用率于行业对比处于中上水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

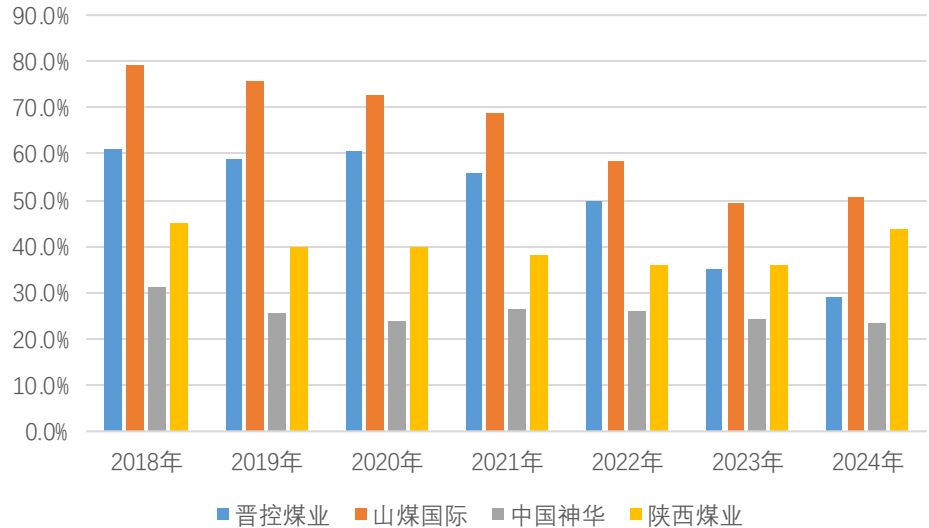
公司的盈利弹性较强，从 2020-2021 年 ROE 从 12.8% 提升至 48.6% 可见一斑，从 2018-2024 年这段时间看，公司的盈利能力大约处于可比公司中位水平。公司的亮点在于比较健康的负债率，2018-2024 年期间，公司的资产负债率从 61% 降至 28.9%，降幅约为 32.1pct，远高于行业平均，且截止 2024 年末，公司的短期借款为 0 亿元、长期借款为 3 亿元，偿债压力较低。

图 5：公司 ROE 处于可比公司中位水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司资产负债率快速下滑，处于行业低位水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司存在一定的超额分红空间。公司分红比例从 2021 年的 14.37% 提升至 2024 年的 45%，2024 年每股分红约为 0.76 元，对应 2025 年 9 月 12 日的股价 13.16 元，静态股息率约为 5.8%。2024 年公司每股股东自由现金流 1.19 元，假设全部作为分红发放给股东，静态股息率可达到 9%。

表 1：超额分红空间测算

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
每股股东自由现金流（元）	1.10	3.02	4.99	1.95	-1.39	1.19
每股分红（元）	-	-	0.4	0.63	0.79	0.76

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 煤炭主业稳健发展，未来增量可期

3.1. 公司存量利润丰厚，增量利润可期

公司目前主要的资产是塔山煤矿、色连煤矿和同忻煤矿，三个煤矿产能分别为 2660 万吨/年、800 万吨/年、1600 万吨/年。其中合并报表范围内的核定产能 3460 万吨，合并报表范围内的权益产能 2323 万吨。此外，公司参股的同忻煤矿的收益归于投资收益，同样贡献于公司利润。

根据公司 2025 年 1 月 16 日公告，公司将收购控股股东晋能控股集团旗下的潘家窑矿探矿权及相关资产，设计生产能力为 1000 万吨/年。若收购后建成，公司总产能将增长 19.8%，权益产能将增长 35.3%，建成后有望贡献利润增量。

表 2：公司煤矿产能统计

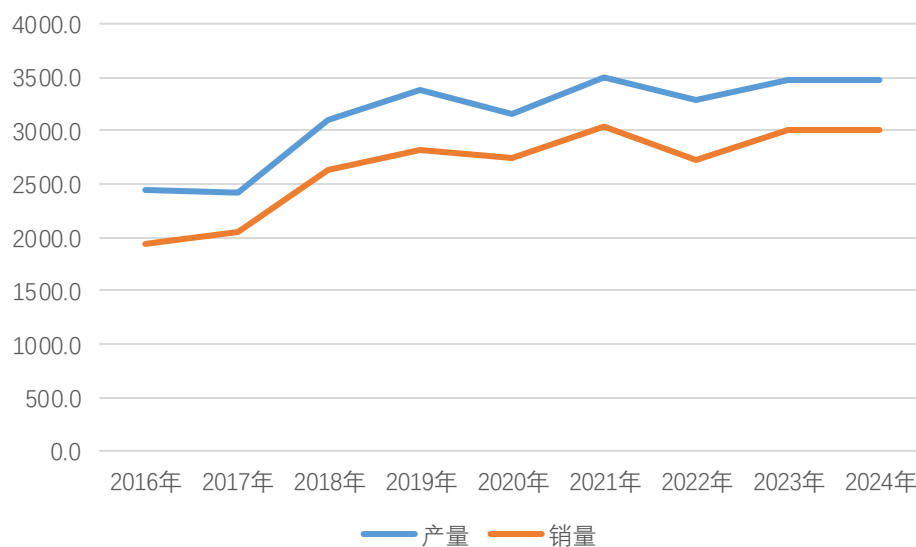
	核定产能（万吨/年）	股权比例	权益产能（万吨/年）
塔山矿	2660	72%	1915
色连矿	800	51%	408
合并表内	3460		2323
参股煤矿			
同忻煤矿	1600	32%	512
总计	5060		2835
待注入资产			
潘家窑矿	1000		

资料来源：晋能控股山西煤业股份有限公司主体与相关债项 2024、2025 年度跟踪评级报告、晋能控股山西煤业股份有限公司关于启动收购间接控股股东部分资产工作的公告，天风证券研究所

塔山煤矿的主要煤种为气煤、1/3 焦煤、变质煤，色连煤矿的主要煤种为不粘煤、长焰煤，可采储量分别约为 15.5 亿吨、3.8 亿吨，可采年限分别约为 59.3 年、47.8 年。忻州窑矿虽然仍有资源量，但由于剩下的资源难以利用，可采储量为 0，2022 年枯竭退出。

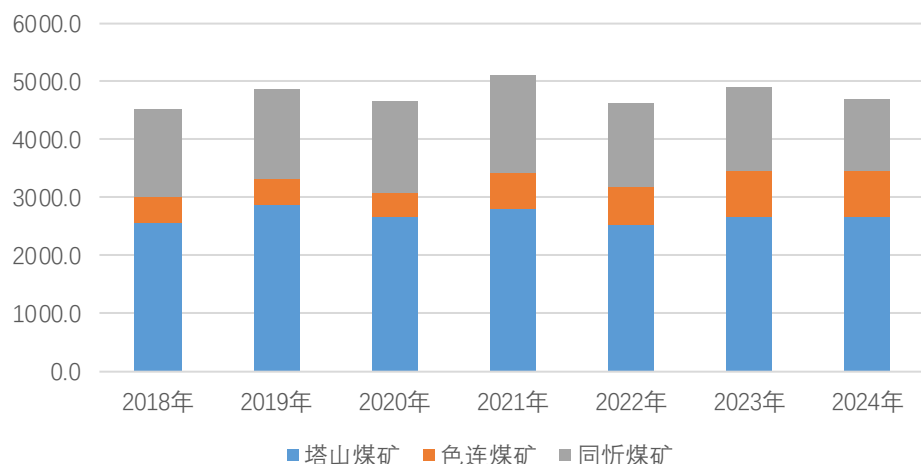
公司从 2016 年至 2024 年，煤炭产量从 2451.9 万吨提升至 3466.6 万吨，2024 年较 2016 年增长了大约 41.4%，实现了约 4.4% 的年化增长率；同期，煤炭销量从 1938 万吨提升至 2996.7 万吨，2024 年较 2016 年增长了大约 54.6%，实现了约 5.6% 的年化增长率，主要得益于 2017 年之后色连煤矿的投产、核增带来的产量增长。

图 7：公司煤炭产销量虽有波动，但整体呈增长趋势（单位：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

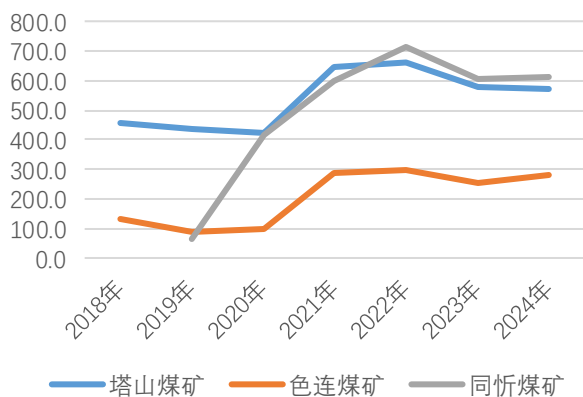
图 8：塔山煤矿、色连煤矿、同忻煤矿产量趋势 单位：万吨



资料来源：公司年报，晋能控股煤业集团信用评级报告，晋能控股煤业集团跟踪评级报告，天风证券研究所

具体分煤矿来看，塔山煤矿不只在产销量占比是最高的，而且我们推测可能是其中煤质最好的煤矿，因为其吨煤售价、吨煤毛利、吨煤净利润都属于较高水平。以 2023 年的数据为例，塔山煤矿的成本并不具备优势，其吨煤成本为 267.2 元，高于色连煤矿的 164.7 元，但是塔山煤矿吨煤毛利约为 309.7 元，吨煤净利润约为 176.6 元，远高于色连煤矿和同忻煤矿，我们推测一方面是煤质差异，另一方面是色连煤矿处于内蒙古，而内蒙古吨煤售价相比塔山煤矿所在的山西偏低，因此形成吨煤利润差异。

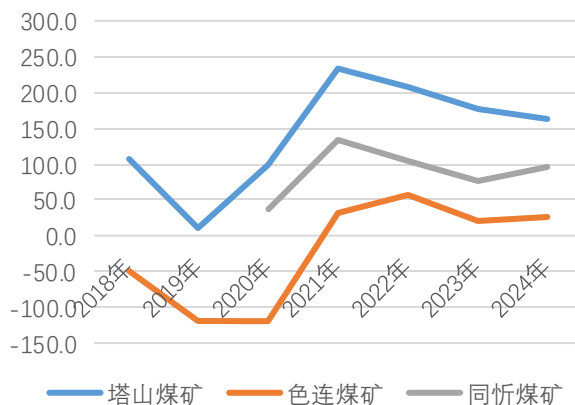
图 9：塔山煤矿、色连煤矿吨煤售价相对同忻煤矿更高（单位：元/吨）



资料来源：公司年报，晋能控股煤业集团信用评级报告，晋能控股煤业集团跟踪评级报告，天风证券研究所

备注：公司未公布同忻煤矿销量，故此处按照产量进行计算单吨售价

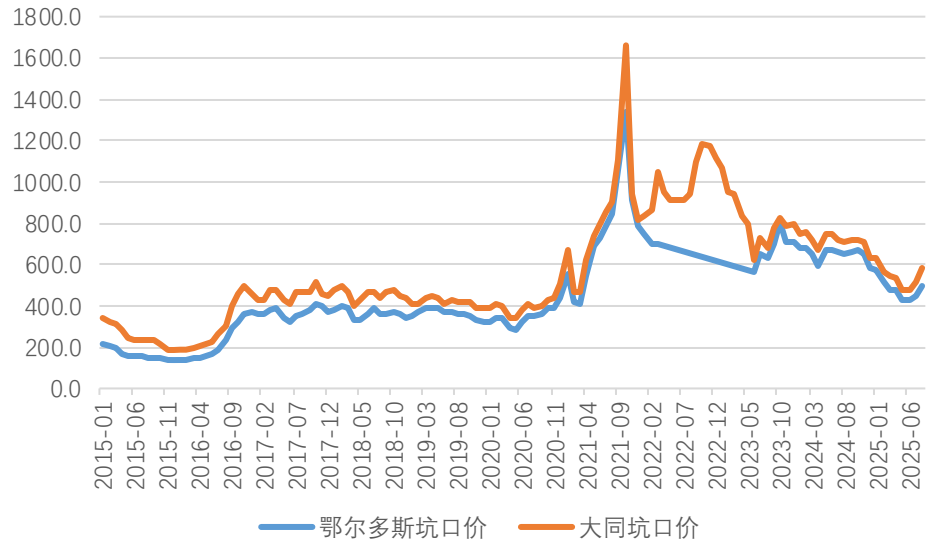
图 10：塔山煤矿吨煤净利润相对更高（单位：元/吨）



资料来源：公司年报，晋能控股煤业集团信用评级报告，晋能控股煤业集团跟踪评级报告，天风证券研究所

备注：公司未公布同忻煤矿销量，故此处按照产量进行计算单吨净利润

图 11：蒙西价格偏低或是导致色连煤矿售价、利润偏低的因素 单位：元/吨

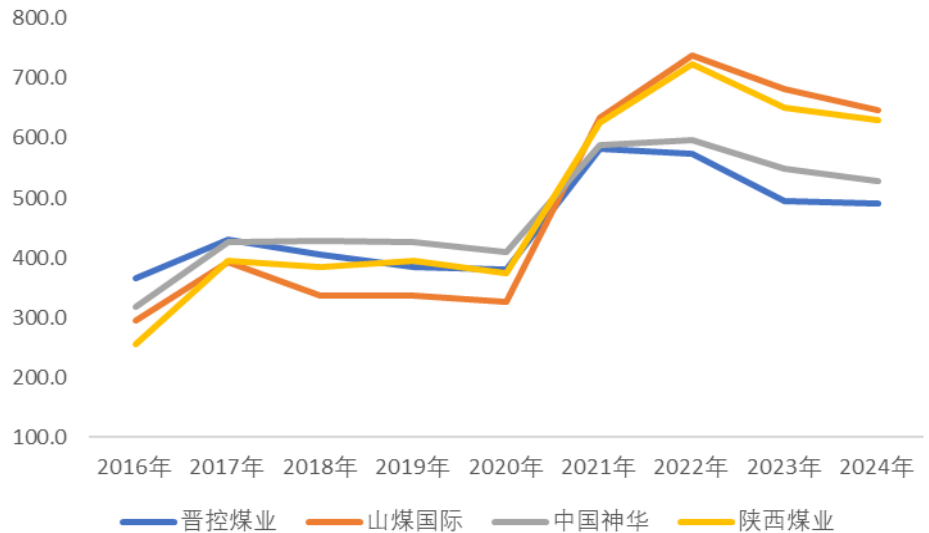


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 公司特征在于价格具有相对稳定性

从公司与其他行业龙头的吨煤售价对比来看，公司吨煤售价具有相对稳定性。从 2022 年来看，公司吨煤售价略微下行、其他公司吨煤售价上行，而 2024 年大部分公司售价下行、但公司吨煤售价基本持平，公司 2016-2024 年的吨煤售价方差也是最低的。

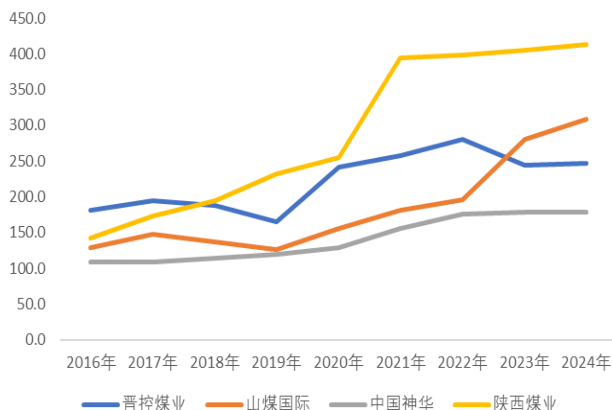
图 12：公司吨煤售价具有相对稳定性（单位：%）



资料来源：晋控煤业年报，山煤国际年报，中国神华年报，陕西煤业年报，天风证券研究所

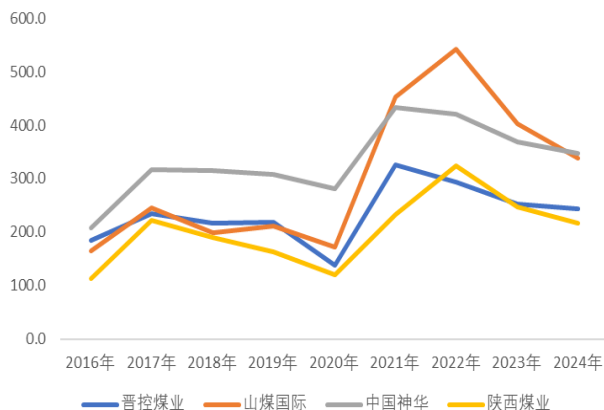
近年来公司吨煤成本与其他公司呈现出类似上涨趋势，吨煤毛利呈现的特征同样是稳定性、低波动率，方差同样是相对较低的。总体来看，公司吨煤毛利相对稳定。

图 13：成本均呈现上行趋势 单位：元/吨



资料来源：晋控煤业年报，山煤国际年报，中国神华年报，陕西煤业年报，
天风证券研究所

图 14：吨煤毛利相对较低 单位：元/吨



资料来源：晋控煤业年报，山煤国际年报，中国神华年报，陕西煤业年报，
天风证券研究所

4. 行业分析与盈利预测

4.1. 行业分析

进入 2025 年二季度之后，煤炭行业的供需格局有所改善。供给侧迎来三重利好，分别是**环保督察、查超产、进口煤缩量**，需求侧迎来的则是**高气温、水电走弱**等利好因素。

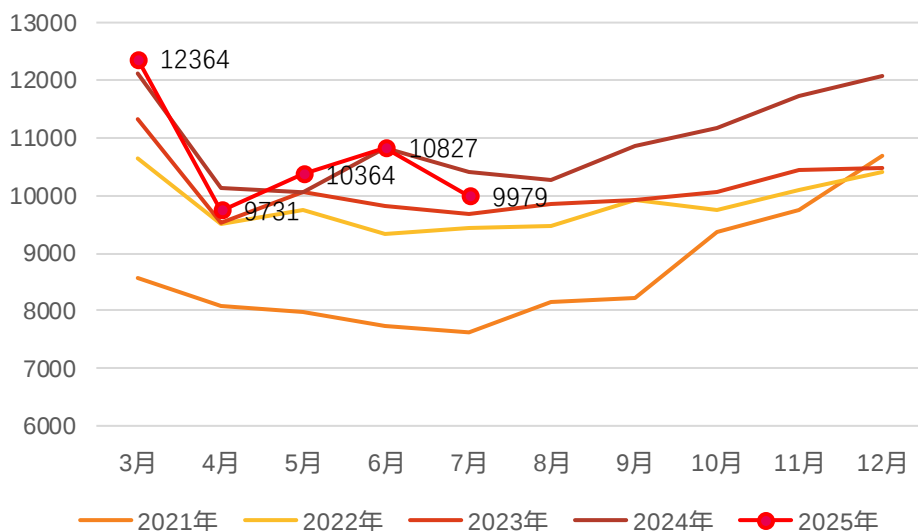
供给侧方面，市场上对其普遍的关注集中在生态环境部于 5 月 26 日公布的第三轮第四批中央生态环境保护督察，且 8 名组长均为正部级干部，但 3 月份中央政治局会议就已经提到审议《生态环境保护督察工作条例》，并指出要坚持和加强党对生态环境保护督察工作的领导，继续发挥督察利剑作用，进一步压实各地区各部门抓好美丽中国建设的政治责任。此外，6 月份环保督察组指出，内蒙古乌海露天煤矿扬尘污染问题突出，乌海市后续展开整改，从产量数据来看，内蒙古 7 月产量出现一定幅度的环比下滑。

图 15：煤炭港口调入量的下滑可以看出供应出现了一定幅度的收缩 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

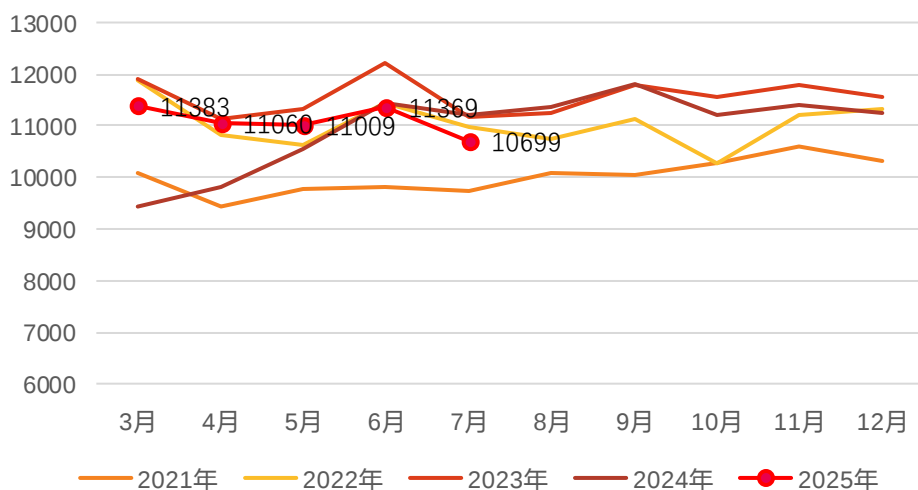
图 16：内蒙古煤炭产量 7 月出现环比下滑 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，查超产方面，上半年产地多按照“以量补价”思维生产，例如山西省吕梁市于3月11日召开经济运行调度会，会中提及“以量补价”。国家能源局综合司于7月份发布了《关于开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，文中提到部分煤矿企业“以量补价”，扰乱煤炭市场秩序，后续会强化煤炭市场管控，进一步加强产能管理，规范煤矿企业生产行为。随后，7月山西煤炭产量环比出现下滑，目前或处于产量调整阶段。

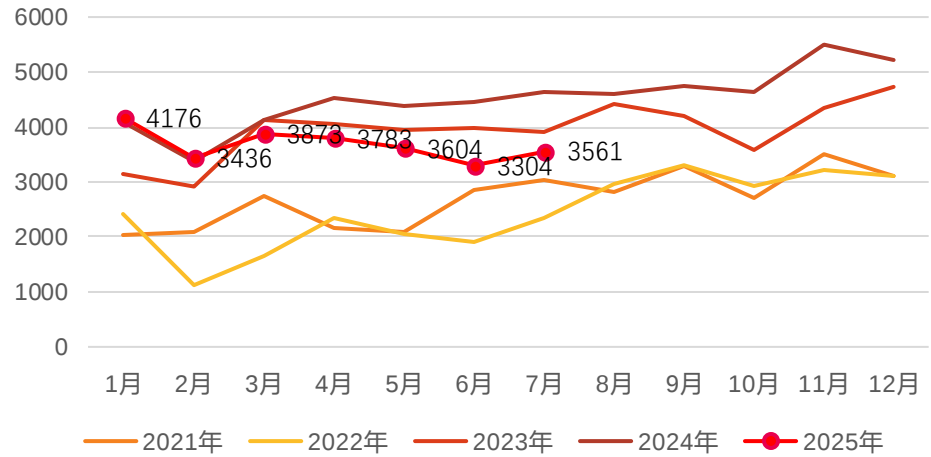
图 17：山西煤炭产量 7 月出现环比下滑 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三，进口煤数量在二季度出现环比下滑，我们推测主要是上半年国内产量持续释放，下游需求增速的放缓，价格持续走低等因素导致进口煤和内贸煤的价格优势不明显，因此出现数量环比下滑的现象。

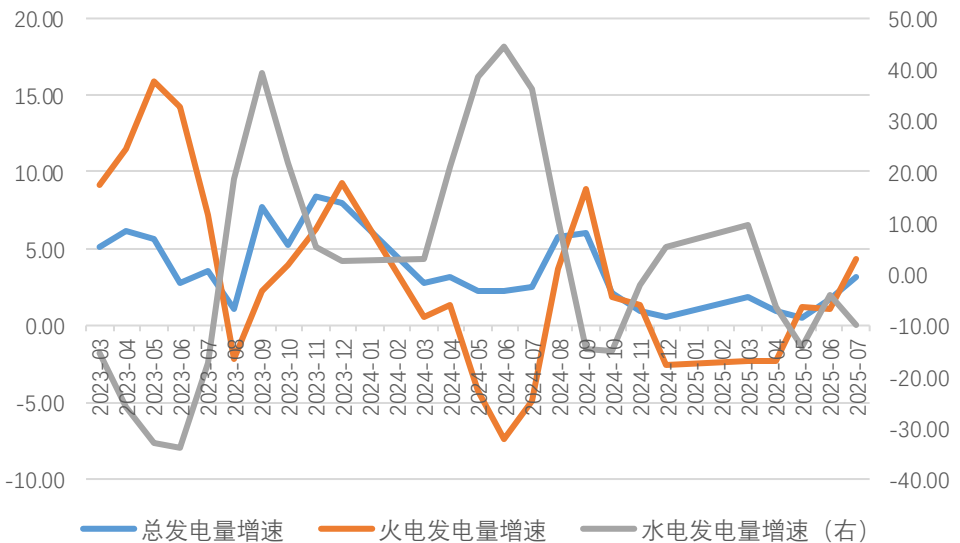
图 18：煤炭进口量出现连续环比下滑 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

需求侧方面，1-5 月发电量增速较弱，但进入 6 月份之后受到高温驱动，发电量增速开始上行，全国最大用电负荷创历史新高，且今年夏天水电增速较弱，与去年的强发力形成鲜明对比，因此给火电带来了额外的需求增量，进而驱动动力煤价格上涨。

图 19：6 月后受高温、水电发力不足影响，火电需求攀升驱动煤价上涨（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 盈利预测与估值分析

1) 根据上述行业分析，2025 年下半年后煤炭行业供需基本面或有修复，公司吨煤售价亦或有望触底反弹。

2) 虽然公司于 2025 年初拟收购潘家窑矿探矿权，但是目前尚未公告具体的建设时间，且煤矿从建设至投产的时间存在较大不确定性，因此 2025-2027 年盈利预测不包括该煤矿增量，2025 年公司原煤产量按照 2025Q1+2025Q2*3 的原煤产量假定（2025Q1 受国内动力煤需求走弱影响，公司产销量下滑，Q2 逐渐恢复，下半年在迎峰度夏和迎峰度冬需求支撑下产销量假设维持在 Q2 水平），2026-2027 年在行业基本面改善预期下产量小幅增长，商品煤销量同理。

3) 近几年煤炭企业广泛开展降本增效活动，我们也同样假设公司有一定降本空间，并且在后续几年逐步降本。

4) 非煤业务和其他业务营收及成本假设维持 2024 年水平。

表 3：公司盈利预测

	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
煤炭业务						
原煤产量（万吨）	3280	3468.8	3466.6	3593.2	3629.1	3665.4
商品煤销量（万吨）	2731	2996.1	2996.7	2936.1	2965.5	2995.2
销售收入（亿元）	156.8	149.2	147	126.3	130.5	134.8
销售成本（亿元）	76.5	73.4	73.8	70.5	70.6	70.7
毛利（亿元）	80.3	75.8	73.2	52.9	59.9	64.1
毛利率	51.2%	50.8%	49.8%	42.9%	45.9%	47.6%
单吨售价（元/吨）	574.2	497.9	490.6	430.0	440.0	450.0
单吨成本（元/吨）	280.3	244.9	246.3	240.0	238.0	236.0
单吨毛利（元/吨）	293.9	253	244.2	190.0	202.0	214.0
非煤业务						
营业收入（亿元）	1.5	0.14	0.05	0.05	0.05	0.05
营业成本（亿元）	2.2	0.22	0.08	0.08	0.08	0.08
毛利（亿元）	-0.8	-0.08	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
毛利率	-52.3%	-56.1%	-50.9%	-50.9%	-50.9%	-50.9%
其他业务						
营业收入（亿元）	2.6	4.09	3.27	3.27	3.27	3.27
营业成本（亿元）	1.6	3.03	2.33	2.33	2.33	2.33
毛利（亿元）	0.9	1.06	0.94	0.94	0.94	0.94
毛利率	36.3%	25.9%	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%
合计						
营业收入（亿元）	160.8	153.4	150.3	129.6	133.8	138.1
YoY	-12%	-4.6%	-2.0%	-13.8%	3.3%	3.2%
营业成本（亿元）	80.4	76.6	76.2	72.9	73	73.1
YOY	-3.6%	-4.7%	-0.53%	-4.4%	0.15%	0.15%
COGS/SALES	49.98%	49.95%	50.71%	56.24%	54.55%	52.93%
毛利（亿元）	80.4	76.8	74.1	56.7	60.8	65
毛利率	50.02%	50.05%	49.29%	43.76%	45.45%	47.07%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

我们预测 2025-2027 年归母净利润分别为 21.1/23/24.7 亿元，EPS 分别为 1.26/1.37/1.48 元。我们选取中国神华、陕西煤业、山煤国际作为估值可比公司，公司目前的估值低于行业平均，考虑到未来公司煤炭业务仍具有成长性，我们给予公司 2025 年利润 14 倍 PE，对应目标价为 17.64 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

	2025E	2026E	2027E
中国神华	15.5	14.9	14.3
陕西煤业	11.7	10.9	10.2
山煤国际	13.2	11.5	10.2
平均	13.5	12.4	11.6
晋控煤业	11.6	10.7	9.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：其中中国神华、陕西煤业、山煤国际估值来自于 wind 一致预期；以 2025 年 9 月 23 日收盘价计算

5. 风险提示

煤炭供给超预期增长：煤炭供需失衡下，产能可能在政策推动的情况下持续释放，并给煤价带来下行压力。

煤炭进口量超预期增长：今年 1-5 月进口量大幅增长，但仍存超预期增长风险，进而导致供给有超预期增量。

经济增长不及预期：煤炭在中国一次能源消费中占比较高，与宏观经济增速呈现直接相关性，若今年经济恢复不及预期，煤炭需求存在不及预期风险。此外，若经济增速较低，煤化工需求也存在不及预期风险。

水电发力超预期：今年厄尔尼诺现象导致部分地区强降水频发，相较去年的极端情况水电或有所恢复，进而影响火电需求。

存在交易异动风险：近期股价上涨较快，存在异动风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,208.88	16,610.31	19,404.26	21,187.86	25,370.85
应收票据及应收账款	458.03	433.94	334.91	673.60	219.67
预付账款	49.10	44.88	70.51	36.05	68.14
存货	342.97	454.20	220.04	472.78	238.72
其他	1,546.18	314.63	1,355.82	734.83	1,145.19
流动资产合计	17,605.15	17,857.95	21,385.54	23,105.12	27,042.58
长期股权投资	6,066.44	6,283.61	6,745.25	7,185.65	7,558.72
固定资产	9,177.76	8,948.12	7,676.36	6,309.34	4,998.17
在建工程	702.85	673.84	751.61	828.67	870.61
无形资产	3,208.19	2,955.51	2,486.65	1,999.41	1,511.81
其他	914.13	835.01	845.01	864.72	848.24
非流动资产合计	20,069.38	19,696.10	18,504.87	17,187.79	15,787.56
资产总计	37,674.52	37,554.04	39,890.41	40,292.91	42,830.13
短期借款	850.78	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	4,813.46	4,159.29	5,473.37	3,923.81	5,301.70
其他	3,097.88	3,291.95	3,642.96	3,814.73	3,081.49
流动负债合计	8,762.11	7,451.24	9,116.33	7,738.54	8,383.19
长期借款	2,389.00	300.00	300.00	290.00	280.00
应付债券	1,000.00	1,000.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,150.90	2,097.89	2,097.89	1,993.00	1,893.35
非流动负债合计	4,539.90	3,397.89	2,397.89	2,283.00	2,173.35
负债合计	13,302.02	10,849.13	11,514.22	10,021.53	10,556.53
少数股东权益	7,475.68	8,210.62	8,720.23	9,238.04	9,800.56
股本	1,673.70	1,673.70	1,673.70	1,673.70	1,673.70
资本公积	147.60	158.23	158.23	158.23	158.23
留存收益	13,590.18	15,072.76	16,342.10	17,682.44	19,110.93
其他	1,485.35	1,589.61	1,481.95	1,518.97	1,530.18
股东权益合计	24,372.51	26,704.92	28,376.20	30,271.38	32,273.60
负债和股东权益总计	37,674.52	37,554.04	39,890.41	40,292.91	42,830.13

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,503.63	3,913.47	2,112.04	2,297.19	2,470.77
折旧摊销	1,179.58	1,324.98	1,272.28	1,295.70	1,295.70
财务费用	412.94	271.63	90.06	92.99	95.98
投资损失	(647.89)	(356.72)	(237.81)	(261.60)	(287.76)
营运资金变动	750.55	(1,234.38)	921.44	(1,137.63)	606.52
其它	(30.05)	(924.86)	847.94	887.46	972.97
经营活动现金流	6,168.76	2,994.11	5,005.95	3,174.12	5,154.19
资本支出	1,317.27	78.43	71.06	63.81	11.59
长期投资	642.40	217.17	461.63	440.40	373.07
其他	(2,750.24)	218.75	(365.93)	(201.53)	(8.84)
投资活动现金流	(790.57)	514.35	166.76	302.68	375.82
债权融资	(5,223.55)	(2,142.03)	(1,090.06)	(403.74)	94.51
股权融资	(1,211.05)	(1,148.76)	(1,288.70)	(1,289.47)	(1,441.52)
其他	(2,546.79)	(590.12)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(8,981.39)	(3,880.91)	(2,378.75)	(1,693.20)	(1,347.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,603.20)	(372.44)	2,793.95	1,783.60	4,182.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,341.62	15,032.54	12,957.61	13,380.41	13,810.41
营业成本	7,663.52	7,622.91	7,287.89	7,299.05	7,309.72
营业税金及附加	1,230.57	1,456.64	1,112.26	1,172.79	1,244.72
销售费用	118.97	125.86	108.51	109.28	114.69
管理费用	706.37	563.43	487.00	540.16	531.39
研发费用	303.42	321.51	194.81	250.65	253.90
财务费用	139.66	104.48	90.06	92.99	95.98
资产/信用减值损失	(28.92)	84.94	28.01	28.01	46.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	647.89	356.72	237.81	261.60	287.76
其他	18.09	38.18	25.11	27.13	30.14
营业利润	5,816.18	5,317.56	3,968.01	4,232.22	4,624.87
营业外收入	58.83	2.18	21.43	27.48	17.03
营业外支出	6.66	35.86	30.69	24.40	30.31
利润总额	5,868.34	5,283.89	3,958.76	4,235.30	4,611.59
所得税	1,364.71	1,370.42	998.78	1,050.65	1,167.85
净利润	4,503.63	3,913.47	2,959.98	3,184.65	3,443.74
少数股东损益	1,202.82	1,105.41	847.94	887.46	972.97
归属于母公司净利润	3,300.81	2,808.06	2,112.04	2,297.19	2,470.77
每股收益（元）	1.97	1.68	1.26	1.37	1.48

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-4.60%	-2.01%	-13.80%	3.26%	3.21%
营业利润	-3.81%	-8.57%	-25.38%	6.66%	9.28%
归属于母公司净利润	8.44%	-14.93%	-24.79%	8.77%	7.56%
获利能力					
毛利率	50.05%	49.29%	43.76%	45.45%	47.07%
净利率	21.52%	18.68%	16.30%	17.17%	17.89%
ROE	19.54%	15.18%	10.75%	10.92%	10.99%
ROIC	42.36%	31.67%	26.04%	34.17%	37.91%
偿债能力					
资产负债率	35.31%	28.89%	28.86%	24.87%	24.65%
净负债率	-44.23%	-53.24%	-63.48%	-66.42%	-74.67%
流动比率	2.01	2.40	2.35	2.99	3.23
速动比率	1.97	2.34	2.32	2.92	3.20
营运能力					
应收账款周转率	18.61	33.71	33.71	26.53	30.92
存货周转率	45.67	37.71	38.44	38.63	38.82
总资产周转率	0.38	0.40	0.33	0.33	0.33
每股指标（元）					
每股收益	1.97	1.68	1.26	1.37	1.48
每股经营现金流	3.69	1.79	2.99	1.90	3.08
每股净资产	10.10	11.05	11.74	12.57	13.43
估值比率					
市盈率	7.43	8.74	11.62	10.68	9.93
市净率	1.45	1.33	1.25	1.17	1.09
EV/EBITDA	2.20	2.31	2.72	2.29	1.58
EV/EBIT	2.61	2.85	3.58	2.99	2.02

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com