

强烈推荐-A (维持)

中国神华 601088.SH

当前股价: 16.69 元
2017年03月18日

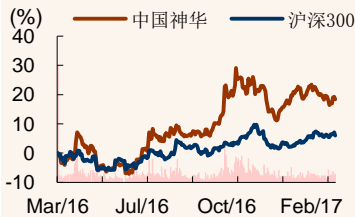
千金散尽还复来

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	1988962
已上市流通股(万股)	1649104
总市值(亿元)	3320
流通市值(亿元)	2752
每股净资产(MRQ)	15.7
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	33.5%
主要股东	神华集团有限责任公司
主要股东持股比例	73.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	11	20
相对表现	-5	4	10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国神华(601088)——大物流战略成效显著,有效对冲煤电板块下滑》2016-08-28
- 2、《中国神华(601088)——全力打造国际一流综合物流集团》2016-07-28
- 3、《中国神华(601088)——煤电盈利下滑,煤化工业务贡献业绩》2016-04-14

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁

021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理

刘晓飞

021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

公司发布 2016 年报, 期内实现营业收入 1831 亿, 增加 3.4%; 归母净利 227 亿元, 同比增加 41%; EPS 为 1.14 元/股, 增加 41%。分板块来看, 煤炭分部受益于煤价暴涨, 盈利大幅改善, 对应电厂板块盈利能力大幅下滑, 铁路方面得益于晋陕蒙闭环的形成, 迅速放量, 带动港口和航运也迅速放量, 一体化协同效应充分发挥, 物流板块成为新的增长点。预计 2017 年公司煤炭板块可实现归母净利 233 亿, 电力 27 亿, 铁路 66 亿, 港口 11 亿, 煤化工 3 亿, 航运 1 亿, 其他亏损 2 亿, 合计 339 亿归母净利, 对应 EPS 为 1.7 元/股, 同比增加 49%, PE 不到 10 倍, 给以“强烈推荐-A”评级, 同时央企改革预期升温, 建议投资者重点关注。

- **煤炭: 受益煤价暴涨, 煤炭板块盈利大幅增长。** 商品煤产量 28980 万吨, 同比增长 2%, 销量 39470 万吨, 同比增长 7%, 贸易煤 10940 万吨, 同比大幅增长 35%。商品煤综合售价 317 元/吨, 同比增长 8%; 原煤口径自产煤开采成本 109 元/吨, 同比下降 9%, 较 2016 年中期增加 4%, 测算 2016 年吨煤利润 35 元, 净利 30 元/吨, 煤炭板块归母净利 100 亿。
- **电厂: 电价下调叠加煤价暴涨, 电力板块盈利能力大幅下滑。** 发电量 2360 亿度, 增长 4.5%, 售电量 2206 亿度, 增长 4.8%, 产销率 94%, 维持稳定。电力综合售价 0.307 元/度, 同比下降 12%, 完全成本 0.2617, 基本持平, 电力成本的稳定得益于三费的压缩。测算 2016 年度电净利 0.034 元, 下降 46%, 电力板块归母净利 56 亿元, 同比下降 43%; 发电小时方面, 燃煤机组平均利用小时 4428 小时, 同比下降 4.4%, 但较全国平均水平仍高出 263 小时。
- **物流: 大物流战略成效显著。** 年初以来公司全力打造国际一流综合物流集团, 推动单一的运输产业向综合物流产业转型。全年铁路周转量 2446 亿吨公里, 同比大增 22%, 测算铁路板块 2016 年归母净利 64 亿, 同比增加 28%; 港口分部 2016 年实现归母净利 10 亿元, 同比大幅增加 141%。
- **盈利预测及评级:** 预计 2017 年 EPS 为 1.71, 同比增加 49%, PE 不到 10 倍, 给以“强烈推荐-A”评级, 同时央企改革预期升温, 建议投资者重点关注。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	177069	183127	205102	196898	198867
同比增长	-30%	3%	12%	-4%	1%
营业利润(百万元)	32088	39332	52269	49817	50108
同比增长	-46%	23%	33%	-5%	1%
净利润(百万元)	16144	22712	34077	32507	32694
同比增长	-57%	41%	50%	-5%	1%
每股收益(元)	0.81	1.14	1.71	1.63	1.64
PB	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

- **煤炭：受益煤价暴涨，煤炭板块盈利大幅增长。**公司全年实现商品煤产量 28980 万吨，同比增长 2%，2016 年上市煤企由于 276 政策的实施产量普遍下降，公司产量逆势增长主要是由于 2015 年就进行了减量生产，同期基数低。2016 年公司实现销量 39470 万吨，同比增长 7%，主要是晋陕蒙地区铁路线贯通之后采购煤的增加，2016 年公司实现贸易煤 10940 万吨，同比大幅增长 35%。

公司公布的 2016 年商品煤综合售价 317 元/吨，同比增长 8%；原煤口径自产煤开采成本 109 元/吨，同比下降 9%，较 2016 年中期增加 4%，公司煤炭开采成本在行业中处于领先地位且多年来保持稳定，煤价反弹之后成本反弹的幅度会很小，神华煤炭板块的业绩弹性将会体现出来。测算 2016 年吨煤利润 35 元，净利 30 元/吨，煤炭板块归母净利 100 亿。

产能方面，公司目前共有 25 对投产矿井，核定产能 3.36 亿吨，权益部分 2.84 亿吨，占比 85%；在建矿井两对，目前都在推进之中，300 万吨的青龙寺矿已经进入试运转，2017 年将贡献产量。

展望 2017 年：预计自产商品煤产销量 29800 万吨，同比微增 3%，含外购煤的商品煤销量 40700 万吨，同比增长 3%。如果秦皇岛 Q5500 均价在 550 附近，预计公司商品煤综合售价可以达到 380 元/吨，完全成本 300 元/吨，吨煤利润 79 元，净利 64 元/吨，煤炭板块可实现归母净利约 230 亿。

- **电厂：电价下调叠加煤价暴涨，电力板块盈利能力大幅下滑。**2016 年公司实现发电量 2360 亿度，同比增长 4.5%，售电量 2206 亿度，同比增长 4.8%，产销率 94%，维持稳定。电力综合售价 0.307 元/度，同比下降 12%，完全成本 0.2617，基本持平，电力成本的稳定得益于三费的压缩。我们测算 2016 年度电净利 0.034 元，下降 46%，电力板块归母净利 56 亿元，同比下降 43%；发电小时方面，燃煤机组平均利用小时 4428 小时，同比下降 4.4%，但较全国平均水平仍高出 263 小时。

展望 2017 年：电力板块预计实现发电量 2284 亿度，同比下降 3.2%，主要是由于发电小时下行趋势未变；售电量 2147 亿度，下降 2.7%；综合电价 0.307 元/度，基本维持稳定；完全成本 0.2805 元/度，增加 7.2%，主要是考虑煤价中枢的上移。度电利润，0.0265 元，下降 42%，度电净利 0.0198 元，下降 42%；预计 2017 年电力板块实现收入 659 亿元，下降 6%，利润总额 57 亿元，下降 43%，归母净利 27 亿元，同比下降 51%。

- **铁路：大物流战略成效显著。**年初以来公司全力打造国际一流综合物流集团，推动单一的运输产业向综合物流产业转型。期内受益于准池线的开通，公司在晋陕蒙金三角地区的煤炭资源整合能力大幅提升，朔黄线迅速起量，带动黄骅港吞吐量迅速增加。2016 年公司铁路周转量 2446 亿吨公里，同比大增 22%，铁路运能得到充分发挥，经营效益大幅提升；其中干线朔黄线（含黄万线）实现周转量 1543 亿吨公里，同比大增 30%，平均周转里程 620 公里，较去年增加 15%。

我们测算 2016 年铁路分部吨公里运费为 0.1371 元，同比微增 0.7%；生产成本 0.055 元/吨公里，下降 3.8%，毛利 0.082 元/吨公里，增加 4%，吨公里周转量利润 0.054 元，净利 0.042 元，同比均上升 10%。测算神华铁路板块 2016 年归母净利 64 亿，同比增加 28%。

展望 2017 年：按照公司 2017 年 40700 万吨的销量和平均 620 公里的运输距离来算，今年铁路周转量将达到 2522 亿吨公里，假定综合售价维持在 0.1371 元/吨公

里，完全成本维持在 0.083 元/吨公里，净利 0.042 元/吨公里，预计 2017 年铁路板块可实现净利 106 亿元，按照 62% 的权益运营里程来算，可实现归母净利 66 亿元，增速均在 3%。

- **港口：受益于朔黄线运能发挥**，港口板块收益大幅增加。2016 年港口板块实现吞吐量 20130 万吨，同比大增 27%；测算港杂费 25 元/吨，同比基本持平；完全成本 15 元/吨，下降 3 元/吨；净利 8 元/吨，大增 85%，主要得益于港口吞吐能力的释放，大幅摊低固定成本。我们测算港口分部 2016 年实现归母净利 10 亿元，同比大幅增加 141%。

展望 2017 年：预计港口吞吐量增加 3% 到 20757 万吨，单位吞吐量价格和净利假设和 2016 年持平，则 2017 年港口板块可实现净利 15.8 亿元，按照 67% 的权益占比算，可实现归母净利 10.5 亿元，较 2016 年均微增 3%。

- **当前神华的运输体系主要由铁路、港口和航运组成**。铁路方面，公司目前运营铁路 2155 公里，包含通往蒙古国的甘泉铁路（甘其毛都口岸离蒙古国南戈壁省的塔本陶乐盖煤矿和奥云陶乐盖超大型铜矿运距均在 200 公里以内），围绕我国煤炭金三角产区的巴准、包神、塔韩、准池、大准、神朔铁路，以及西煤东运的第二大动脉朔黄线及其分支黄万线和黄大线。公司目前已经是国内仅次于铁路总公司的第二大铁路运营集团。港口方面，公司主要运营黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头，港口吞吐能力 2.66 亿吨。航运方面，公司拥有 40 艘专业运输船舶。物流板块已经成为公司重要的盈利增长点。

- **煤化工：**聚乙烯和聚丙烯的产销量基本维持在 30 万吨的水平，公司目前没有煤化工在建项目。2016 年煤化工板块实现销售收入 48 亿，下降 13%，主要是由于产品价格下滑；实现利润总额 600 万，基本上盈亏平衡，去年实现利润总额 3.4 亿。展望 2017 年，预计仍旧产销稳定，实现归母净利 3 亿元。

- **分红：**公司发布派送年度股息和特别股息的预案，计划派息近 600 亿元，折合近 3 元/股，公司资本开支高峰已过，煤矿只有两对在建矿井，电厂受国家宏观调控政策影响也脚步放缓，铁路和港口也基本贯通，当前煤价下现金流也十分充裕，故派发特别股息回馈投资者。但值得关注的是，年报显示的公司账面货币资金仅 507.6 亿元，此外还有 310 亿的可供出售金融资产，此次分红将使公司账面现金规模大幅下降。考虑到今年央企层面的煤电钢等资产有重组预期，建议积极关注央企改革。

- **盈利预测及评级：**给予“**强烈推荐-A**”评级。假设 2017 年秦皇岛港 5500 大卡动力煤中枢在 550 元/吨，预估 2017 年公司煤炭板块可实现归母净利 233 亿，电力 27 亿，铁路 66 亿，港口 11 亿，煤化工 3 亿，航运 1 亿，其他亏损 2 亿，合计 339 亿归母净利，对应 EPS 为 1.7 元/股，同比增加 49%，PE 不到 10 倍，给以“**强烈推荐-A**”评级，同时央企改革预期升温，建议投资者重点关注。

- **风险提示：**宏观经济复苏低于预期

表 1：煤矿明细

单位：万吨	煤种	权益占比	产能-330	权益产能	状态	运营主体
大柳塔-活鸡兔井	不粘煤和长焰	100%	3300	3300	在产	神东
哈拉沟	不粘煤和长焰	100%	1250	1250	在产	神东
榆家梁	不粘煤和长焰	100%	1630	1630	在产	神东
石圪台	不粘煤和长焰	100%	1200	1200	在产	神东

单位: 万吨	煤种	权益占比	产能-330	权益产能	状态	运营主体
上湾	不粘煤	100%	1600	1600	在产	神东
补连塔	不粘煤	100%	2800	2800	在产	神东
保德康家滩	不粘煤	100%	500	500	在产	神东
乌兰木伦	不粘煤和长焰	100%	400	400	在产	神东
布尔台矿	不粘煤和长焰	100%	2000	2000	在产	神东
柳塔矿	不粘煤和长焰	100%	300	300	在产	神东
寸草塔一矿	不粘煤和长焰	100%	240	240	在产	神东
寸草塔二矿	不粘煤和长焰	100%	270	270	在产	神东
黄玉川煤矿	不粘煤和长焰	51%	1000	510	在产	神东电力
黑岱沟	褐煤	58%	3400	1972	在产	准格尔能
哈尔乌素露天矿	褐煤	100%	3500	3500	在产	母公司
胜利一号	褐煤	63%	2000	1264	在产	北电胜利
锦界矿	不粘煤和长焰	70%	1900	1330	在产	锦界能源
宝日希勒	褐煤	57%	3500	1981	在产	神宝
阿刀核煤矿	焦煤	100%	90	90	在产	包头能源
水泉露天矿	弱粘煤	100%	120	120	在产	包头能源
李家壕煤矿	不粘煤和长焰	100%	600	600	在产	包头能源
万利一矿	不粘煤和长焰	100%	1000	1000	在产	包头能源
印尼煤矿	褐煤	70%	200	140	在产	国华南苏
郭家湾煤矿	不粘煤	50.1%	800	401	在产	榆林能源
青龙寺煤矿	不粘煤	50.1%	300	150	在建矿	榆林能源
澳洲沃特马克煤矿	动力煤	100%	1000	1000	在建矿	
在产矿小计	25	85%	33600	28398		
在建矿小计	2	88%	1300	1150		
合计		85%	34900	29548		

资料来源: wind、招商证券

表 2: 煤矿历年产量

单位: 万吨	2011H	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015
大柳塔-活鸡兔井	1130	2330	1440	2940	1730	3470	1800	3580	1700	3300
哈拉沟	680	1300	680	1390	720	1480	750	1490	740	1470
榆家梁	860	1680	850	1700	850	1710	840	1720	820	1630
石圪台	580	1120	500	1010	530	1100	540	1050	530	1020
上湾	710	1390	720	1430	740	1470	730	1500	700	1480
补连塔	1170	2500	1300	2510	1340	2710	1430	2820	1380	2770
保德康家滩	530	1010	520	900	500	900	330	450	130	370
乌兰木伦	350	660	330	690	370	750	390	740	320	390
布尔台矿	590	1050	670	1410	850	1640	870	1790	860	1810
柳塔矿	330	600	250	490	200	390	200	380	260	300
寸草塔一矿	200	360	200	410	220	450	220	330	150	220
寸草塔二矿	200	330	190	380	200	440	280	590	270	520
黄玉川煤矿							40	160	110	260
黑岱沟	1450	2920	1590	3030	1530	3080	1450	3040	1420	3070
哈尔乌素露天矿	1220	2510	1360	2810	1540	3050	1550	3140	1460	3030
胜利一号	1140	2440	1410	2490	950	1790	860	1700	670	1210
锦界矿	840	1710	930	1860	870	1880	990	1890	820	1800
宝日希勒	1250	2624	1670	3030	1580	3140	1390	2870	1180	2510
阿刀核煤矿	40	80	40	70	40	90	50	90	10	10
水泉露天矿	70	180	90	200	120	250	40	80	40	110
李家壕煤矿	0	40	90	130	200	490	320	590	240	560
万利一矿(昌汉沟)	620	1150	560	1110	520	1090	230	310	0	0

单位: 万吨	2011H	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015
印尼煤矿		50	90	200	100	200	100	210	90	190
合计	13960	28034	15480	30190	15700	31570	15400	30520	13900	28030

资料来源: wind、招商证券-2016 年中报以后没有披露各矿产量明细。

表 3: 煤炭板块损益测算

单位: 元/吨、万吨	2011	2012	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
综合售价	530	445	445	441	426	350	328	284	333
商品煤产量	28190	30400	31810	15500	30660	13830	28090	13970	28980
销量	32523	46460	51480	23460	45110	17780	37050	18630	39470
成本测算:									
原材料	23	25	27	25	25	20	21	19	18
燃料及动力	23	25	27	25	15	20	21	19	18
职工薪酬	15	14	15	14	24	17	18	17	18
折旧摊销	21	22	24	18	63	20	24	19	20
维简及安全费用	17	19	21	22	23	24	25	26	26
其他	262	222	239	255	199	181	167	137	163
综合销售成本	360	328	353	358	349	283	275	237	263
吨煤毛利	169	117	93	83	77	67	53	48	70
毛利率	32%	26%	21%	19%	18%	19%	16%	17%	21%
三费及附加	29	22	21	20	24	35	40	27	35
完全成本	390	350	374	378	374	317	316	264	298
吨煤利润	140	95	72	63	53	33	12	21	35
所得税	21	14	11	10	8	5	2	3	5
吨煤净利	119	81	61	54	45	28	10	18	30
煤炭业务损益(亿元)	387	376	313	126	202	49	38	33	117
现金销售成本	340	311	337	344	330	262	251	217	245
现金完全成本	369	333	358	364	354	297	292	244	280

资料来源: wind、招商证券

注: 销售均价是以煤炭收入除以煤炭销量; 销售成本包含生产成本、运输费用、其他销售费用。

表 4: 电力装机明细

单位: 万千瓦	权益占比	地址	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016
黄骅沧东电力 (2*60)	51%	河北	252	252	252	252	252	252	252
中电国华三河电力 (2*35+2*30)	39%	河北	130	130	130	130	130	130	130
定洲电力 (4*30)	41%	河北	252	252	252	252	252	252	252
中电国华盘山电力 ((2*50)	45%	天津	103	103	103	106	106	106	106
准能电力 (2*10+2*15)	58%	内蒙	106	96	96	96	96	96	96
神东电力 (62.3)	92%	内蒙	347	417	417	417	819	819	819
国华准格尔 (4*33)	48%	内蒙	132	132	132	132	132	132	132
国华呼电 (120)	80%	内蒙	120	120	120	120	120	120	120
中电国华北京热 2*20	51%	北京	40	40	40	40	0	0	0
绥中电力 (2*80)	50%	辽宁	360	360	360	360	376	376	376
浙能电力宁海电力 (4*60)	60%	浙江	440	440	440	440	440	440	440
舟山电力	51%	浙江					91	91	91
国华太仓	50%	江苏	126	126	126	126	126	126	126
锦界能源 (4*60)	70%	陕西	240	240	240	240	240	240	240
国华神木电力 (2*10)	50%	陕西	22	22	22	22	22	22	22
国华粤电台山电力 (5*60)	80%	广东	500	500	500	500	500	500	500
惠州热电分公司	100%	广东	66	66	66	66	66	66	66

单位: 万千瓦	权益占比	地址	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016
孟津电厂	51%	河南	120	120	120	120	120	120	120
陈家港电力	55%	江苏	132	132	132	132	132	132	132
山东寿光电力	60%	山东							200
广西柳州电力	52%	广西							70
徐州电力	100%	江苏					200	200	200
神皖能源	51%	安徽	244	260	260	260	460	460	460
神华四川能源	48%	四川	0	126	126	126	126	126	126
福建能源	46%	福建		124	124	124	324	324	270
宁东电力	100%	宁夏					66	66	66
印尼煤电	70%	印尼	30	30	30	30	30	30	30
燃煤机组合计	62%		3762	4088	4088	4091	5226	5226	5442
火电权益装机	64%		2284	2528	2485	2485	3370	3370	3370
其他电厂			80	87	92	92	187	187	187
珠海风电	75%	广东	2	2	2	2	2	2	2
神华四川能源(水电)	38%	四川		8	13	13	13	13	13
北京燃气	100%	北京					95	95	95
余姚燃气电力	80%	浙江	78	78	78	78	78	78	78
总计			3841	4175	4180	4183	5413	5413	5629

资料来源: wind、招商证券

表 5: 电力业务盈亏测算

单位: 元/度	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016	2017E
发电量-亿度	1800	2078	2254	2141	2258	1110	2360	2284
售电量-亿度	1672	1935	2102	1994	2105	1039	2206	2147
产销率	93%	93%	93%	93%	93%	94%	94%	94%
销售均价-元/度	0.3543	0.3735	0.3754	0.3676	0.3471	0.3157	0.3070	0.3070
销售成本	0.2701	0.2815	0.2592	0.2407	0.2209	0.2089	0.2277	0.2466
三费及附加	0.0233	0.0361	0.0354	0.0338	0.0425	0.0351	0.0339	0.0339
完全成本	0.2934	0.3176	0.2945	0.2745	0.2634	0.2439	0.2617	0.2805
度电利润	0.0609	0.0560	0.0809	0.0932	0.0838	0.0718	0.0453	0.0265
度电净利	0.0457	0.0420	0.0607	0.0699	0.0628	0.0538	0.0340	0.0198
财务数据:								
销售收入-亿	592	723	789	733	731	328	699	659
销售成本-亿	452	545	545	480	465	217	502	530
净利润-亿	76	87	136	149	141	60	80	43
归母净利润-亿	53	60	94	103	98	41	56	27
股本-亿	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.27	0.30	0.47	0.52	0.49	0.21	0.28	0.14

资料来源: wind、招商证券

表 6: 铁路资产明细

单位: 万吨	权益占比	起点站	终点站	设计运输能力	运输距离-公里
甘泉铁路	88.46%	甘其毛都	包头万泉水	3000	367
包神铁路	88.16%	陕西神木	包头万泉水	10000	192
大准铁路	58%	山西大同	准格尔旗	20000	264
巴准铁路	90%	准格尔旗	伊金霍洛旗	20000	135
塔韩铁路	100%	杭锦旗塔然高勒	东胜区韩家村站	1500	78
准池铁路	85%	准格尔旗	朔州神池	20000	180
神朔铁路	100%	神木大柳塔	朔州	20000	266
朔黄铁路	52.72%	朔州	黄骅	35000	598
黄万铁路	52.72%	黄骅	天津	4000	65

单位: 万吨	权益占比	起点站	终点站	设计运输能力	运输距离-公里
黄大铁路	39.54%	黄骅	连云港	4000	224
阿莫铁路				1000	97

资料来源: wind、招商证券

表 7: 铁路业务盈利测算

单位: 元/吨公里	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
综合售价	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.1371	0.1371	0.14
自有铁路运输成本测算	0.055	0.057	0.053	0.050	0.057	0.055	0.055	0.055
吨公里毛利	0.086	0.085	0.089	0.087	0.079	0.082	0.082	0.082
完全成本	0.08	0.08	0.08	0.07	0.09	0.083	0.083	0.083
吨公里利润	0.06	0.06	0.07	0.07	0.05	0.0540	0.0540	0.0630
吨公里净利	0.05	0.05	0.05	0.05	0.04	0.0421	0.0421	0.05
财务数据-单位: 万								
营业收入	2292600	2500600	2996900	3062600	2723200	3353000	3457489	3550935
营业成本	898400	1003900	1114500	1113000	1139100	1339700	1381449	1418785
利润总额	1000800	1042700	1387500	1466300	982400	1320800	1361960	1632149
净利润	780624	813306	1082250	1143714	766272	1030224	1062329	1273077
归母净利	520988	540897	716409	755038	497482	635867	655683	785759
股本	1988962	1988962	1988962	1988962	1988964	1988966	1988967	1988968
EPS	0.26	0.27	0.36	0.38	0.25	0.32	0.33	0.40
资产总额	6544700	8341100	10406100	12203300	12466100	12515200		
负债总额	3307400	4334900	5460100	5996500	6128400	6539600		
净资产	3237300	4006200	4946000	6206800	6337700	5975600		
ROA	12%	10%	10%	9%	6%	8%		
ROE	24%	20%	22%	18%	12%	17%		

资料来源: wind、招商证券

表 8: 港口运营数据

单位: 万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
自有港口	12120	12440	16000	17400	15850	20130
黄骅港(70%)	9570	9560	12740	13160	11160	15860
神华天津煤码头(55%)	2550	2880	3110	3660	4030	3950
珠海煤码头(40%)			150	580	660	320
第三方港口	8890	13780	6730	6180	4530	2510
合计	21010	26220	22730	23580	20380	22640
自有港口下水煤比例	58%	47%	70%	74%	78%	89%
权益占比	67%	67%	67%	66%	65%	67%

资料来源: wind、招商证券

表 9: 港口业务盈利测算

单位: 万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
吞吐量	12120	12440	16000	17400	15850	20130	20757	21318
综合售价	23	24	23	24	24	25	25	25
销售成本	13	13	10	11	12	11	11	11
完全成本	17	19	14	16	18	15	15	15
财务数据: 亿元								
营业收入	28	30	37	42	38	50	52	53
营业成本	16	16	16	19	19	22	23	0
完全成本	21	23	23	28	29	30	31	32
利润总额	7	7	15	13	9	20	21	22
所得税	2	2	4	3	2	5	5	5

单位: 万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	5	5	11	10	7	15	16	16
权益占比	67%	67%	67%	66%	65%	67%	67%	67%
归母净利润	4	4	7	7	4	10	11	11
少数股东损益	2	2	4	3	2	5	5	5
股本	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.02	0.02	0.04	0.03	0.02	0.05	0.05	0.05

资料来源: wind、招商证券

表 10: 煤化工产销量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
产量							
聚乙烯	27	27	26	31	29	30	30
聚丙烯	28	28	26	31	28	30	30
合计	54	55	53	62	58	60	60
销量							
聚乙烯	27	26	27	32	29	30	30
聚丙烯	28	27	27	31	28	30	30
合计	55	53	53	63	60	60	60

资料来源: wind、招商证券

表 11: 煤化工分部业绩

单位: 万	2012	2013	2014	2015	2016H	2016	2017E	2018E
营业收入	590700	599000	587800	555000	193400	483100	510000	510000
其中: 对外交易收入			587800	554700	193400			
分部间交易收入			200	300	0			
营业成本	411200	386500	382000	420500	175800	380200	378000	378000
资产减值损失						6000		
分部经营收益	113100	151400	140800	64900	(12900)	25500	67000	67000
财务费用	30700	26800	27500	0	0	0	27500	27500
折旧和摊销费用	98500	79200	82500	90300	45200	93800		
利润总额	85500	126200	114000	34200	(25000)	600	39500	39500
所得税费用	12825	18930	17100	5130	0	90	5925	5925
净利润	72675	107270	96900	29070	(25000)	510	33575	33575
归属于本公司股东的净利润	72675	107270	96900	29070	(25000)	510	33575	33575
总股本	1988962	1988962	1988962	1988962	1988962	1988963	1988964	1988965
每股收益	0.037	0.054	0.049	0.015	(0.013)	0.000	0.017	0.017

资料来源: wind、招商证券

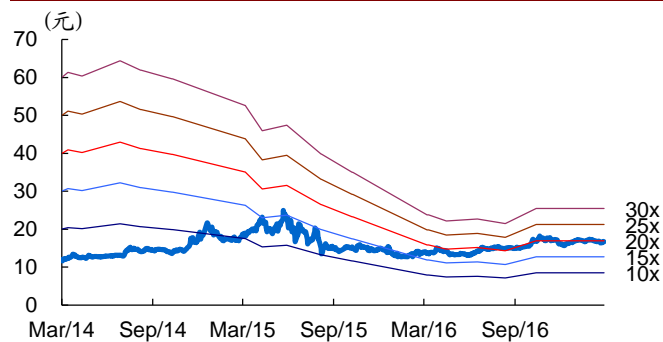
表 12: 煤炭资源储备

单位: 亿吨	保有资源储量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	煤炭可售储量
--------	---------------	---------------	--------

单位: 亿吨	保有资源储量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	煤炭可售储量
神东矿区	167	98	42
准格尔矿区	41	33	19
胜利矿区	21	14	7
宝日希勒矿区	15	12	13
包头矿区	1	0	0
合计	243	157	81

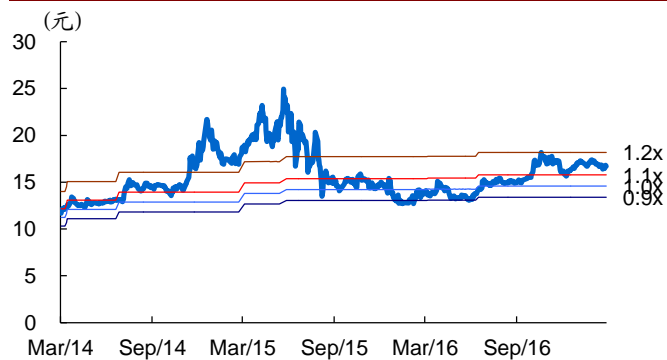
资料来源: wind、招商证券

图 1: 中国神华历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中国神华历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	121036	133463	160294	144576	180683
现金	47850	50757	67696	55680	90899
交易性投资	12	54	54	54	54
应收票据	17649	4394	4921	4724	4772
应收款项	23370	16179	18120	17396	17570
其它应收款	3478	2896	3244	3114	3145
存货	12816	13341	14920	14323	14467
其他	15861	45842	51338	49284	49777
非流动资产	432929	438201	432549	427475	422912
长期股权投资	5049	5078	5078	5078	5078
固定资产	318953	316489	315226	314047	312948
无形资产	35757	38502	34652	31187	28068
其他	73170	78132	77593	77163	76818
资产总计	553965	571664	592843	572051	603595
流动负债	101487	112185	98724	96932	97362
短期借款	6435	4384	4000	4000	4000
应付账款	31517	31982	35768	34337	34681
预收账款	3624	4196	4693	4505	4550
其他	59911	71623	54263	54090	54131
长期负债	94321	79575	79575	79575	79575
长期借款	54179	58462	58462	58462	58462
其他	40142	21113	21113	21113	21113
负债合计	195808	191760	178299	176507	176937
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积金	74492	74854	74854	74854	74854
留存收益	198408	217613	243734	216607	239548
少数股东权益	65367	67547	76066	84193	92366
归属于母公司所有者权益	292790	312357	338478	311351	334292
负债及权益合计	553965	571664	592843	572051	603595

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	55406	81883	67294	71314	68667
净利润	16144	22712	34077	32507	32694
折旧摊销	0	23945	25652	25074	24563
财务费用	0	5059	4500	4000	4000
投资收益	0	(302)	(304)	(304)	(304)
营运资金变动	32142	24824	(5150)	1910	(458)
其它	7120	5645	8519	8127	8173
投资活动现金流	(26123)	(64654)	(20000)	(20000)	(20000)
资本支出	(29876)	(29058)	(20000)	(20000)	(20000)
其他投资	3753	(35596)	0	0	0
筹资活动现金流	(23157)	(18490)	(30355)	(63330)	(13448)
借款变动	(6051)	19632	(18203)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(5561)	362	0	0	0
股利分配	(18100)	(14719)	(7956)	(59634)	(9752)
其他	6555	(23765)	(4196)	(3696)	(3696)
现金净增加额	6126	(1261)	16939	(12016)	35219

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	177069	183127	205102	196898	198867
营业成本	110427	110769	123882	118926	120116
营业税金及附加	5833	6922	6756	6486	6551
营业费用	584	610	683	656	662
管理费用	18333	17932	17434	17434	17434
财务费用	4669	5059	4500	4000	4000
资产减值损失	5773	2807	298	299	300
公允价值变动收益	(6)	2	2	2	2
投资收益	644	302	302	302	302
营业利润	32088	39332	52269	49817	50108
营业外收入	1896	1485	1800	1800	1800
营业外支出	902	1921	900	900	900
利润总额	33082	38896	53169	50717	51008
所得税	9818	9360	10573	10083	10141
净利润	23264	29536	42596	40634	40867
少数股东损益	7120	6824	8519	8127	8173
归属于母公司净利润	16144	22712	34077	32507	32694
EPS (元)	0.81	1.14	1.71	1.63	1.64

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-30%	3%	12%	-4%	1%
营业利润	-46%	23%	33%	-5%	1%
净利润	-57%	41%	50%	-5%	1%
获利能力					
毛利率	37.6%	39.5%	39.6%	39.6%	39.6%
净利率	9.1%	12.4%	16.6%	16.5%	16.4%
ROE	5.5%	7.3%	10.1%	10.4%	9.8%
ROIC	6.0%	7.1%	9.3%	9.2%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	35.3%	33.5%	30.1%	30.9%	29.3%
净负债比率	12.1%	15.9%	12.2%	12.7%	12.0%
流动比率	1.2	1.2	1.6	1.5	1.9
速动比率	1.1	1.1	1.5	1.3	1.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	7.7	8.5	8.8	8.1	8.3
应收帐款周转率	7.4	9.3	12.0	11.1	11.4
应付帐款周转率	3.3	3.5	3.7	3.4	3.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.81	1.14	1.71	1.63	1.64
每股经营现金	2.79	4.12	3.38	3.59	3.45
每股净资产	14.72	15.70	17.02	15.65	16.81
每股股利	0.74	0.57	3.00	0.49	0.49
估值比率					
PE	20.6	14.6	9.7	10.2	10.2
PB	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.5	7.6	6.0	6.3	6.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。