

强烈推荐-A (维持)

中国神华 601088.SH

当前股价: 19.32 元
2017年08月31日

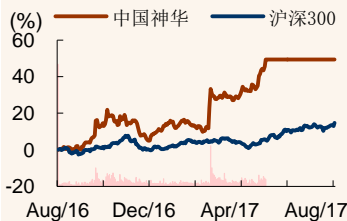
煤电一体化更上一层楼, 存在强烈补涨需求

基础数据

上证综指	3361
总股本(万股)	1988962
已上市流通股(万股)	1649104
总市值(亿元)	3843
流通市值(亿元)	3186
每股净资产(MRQ)	14.1
ROE(TTM)	13.3
资产负债率	41.9%
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		32	49
相对表现		21	34



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国神华(601088)——千金散尽还复来》2017-03-19
- 2、《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
- 3、《中国神华(601088)——全力打造国际一流综合物流集团》2016-07-28

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

研究助理

王西典
wangxidian@cmschina.com.cn

公司发布对外投资交易及复牌公告, 控股股东神华集团更名为国家能源投资集团, 吸收合并国电集团, 同时公司以持有的约 253 亿电力资产和国电持有的约 291 亿电力资产组建新的合资公司, 由国电方面控股, 这部分资产出表转为权益法核算, 对公司盈利而言没有实质影响。从长远来看, 集团层面煤电一体化更进一步, 公司业绩将愈加稳定, 抵抗系统性风险的能力更强。预计 2017 年公司煤炭板块可实现归母净利 315 亿, 电力 27 亿, 铁路 79 亿, 港口 14 亿, 煤化工 4 亿, 航运 1 亿, 其他 11 亿, 合计 442 亿归母净利, 对应 EPS 为 2.2 元/股, 同比增加 95%, 考虑到神华停牌期间煤炭指数大涨 25%, 公司存在强烈补涨需求, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **对外投资方案:** 中国神华拟以其持有的部分电力资产与国电持有的电力资产出资成立新的合资公司。神华方出资资产的净资产账面价值合计 2,526,321 万元, 预估值合计 2,927,393 万元, 预估增值合计 401,073 万元, 预估增值率为 15.88%; 国电方出资资产的净资产账面价值合计 2,914,874 万元, 预估值合计 3,737,278 万元, 预估增值合计 822,405 万元, 预估增值率为 28.21%。新公司由国电控股, 神华按权益法核算。
- **国家能源投资集团诞生, 煤电一体化更上一层楼。** 国电电力 2014-2016 年控股装机规模分别为 4084 万千瓦、4630 万千瓦及 5088 万千瓦, 国电电力全资及控股各运行发电企业累计完成发电量 1790 亿千瓦时、1687 亿千瓦时及 1969 亿千瓦时。截至 2017 年 6 月 30 日, 国电电力控股装机容量 5246 万千瓦, 其中火电 3375 万千瓦, 水电 1315 万千瓦, 风电 535 万千瓦, 太阳能光伏 21 万千瓦。按照 4500 的发电小时计算, 国电电力火电厂一年可以消耗煤炭约 6800 万吨, 占到神华今年自产煤 27800 万吨的 13.7%, 算上神华本身接近 1 亿吨的自用电煤, 神华以后一半以上的自产煤都有了长期稳定的客户, 算上国电集团层面的装机, 这个比例将更高, 盈利将更加平稳。
- **盈利预测及评级:** 预计 2017 年公司净利 442 亿, 对应 EPS 为 2.2 元/股, 同比增加 95%, 存在强烈补涨预期, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 煤价大幅下滑

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	223415	227883	230162
同比增长	-30%	3%	22%	2%	1%
营业利润(百万元)	32088	39332	63059	64760	65627
同比增长	-46%	23%	60%	3%	1%
净利润(百万元)	16144	22712	44206	45363	45953
同比增长	-57%	41%	95%	3%	1%
每股收益(元)	0.81	1.14	2.22	2.28	2.31
PB	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1

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。**2017 上半年公司实现商品煤产量 15170 万吨，同比增长 9%，2016 年煤炭行业由于 276 政策的实施产量普遍下降，同期基数较低，报告期内除了 300 万吨的青龙寺转入联合试运转外，没有在建矿投产。上半年销量 22050 万吨，同比增长 18%，主要是晋陕蒙地区铁路线贯通之后采购煤的增加，期内公司实现贸易煤 6880 万吨，同比大幅增长 48%。

测算上半年商品煤综合售价 436 元/吨，同比增长 53%；原煤口径自产煤开采成本 111 元/吨，同比增加 5%，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幅度很小。测算上半年完全成本 332 元/吨，增加 26%，主要是外购煤成本增加了 124%，吨煤净利 88 元/吨，同比增加 396%，煤炭板块归母净利 182 亿，同比增加 549%。

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，澳洲 1000 万吨的沃特马克仍处于前期阶段。此外内蒙的哈尔乌素和宝日希勒两个露天矿由于环保原因停产，影响产能 7000 万吨，影响产量约 2000 万吨，预计减少公司净利 30 亿。

煤炭业绩预测：预计 2017-2019 年自产商品煤产销量分别为 27800/28250/30710 万吨，同比分别下降 4%、增加 2%、增加 9%，其中权益产量分别为 24216 万吨、24461 万吨、26437 万吨，同比分别下降 5%，增加 1%，增加 8%。贸易煤量预计在 1.2-1.5 亿吨之间。如果秦皇岛 Q5500 均价在 600 附近，预计公司商品煤综合售价可以达到 436 元/吨，完全成本 332 元/吨，吨煤净利 88 元/吨，2017-2019 年煤炭板块可贡献净利 315 亿、320 亿、340 亿，对应 EPS 分别为 1.58/1.61/1.71。

- **电厂：受制于煤价高位运行，电厂盈利大幅下滑。**上半年公司实现发电量 1221 亿度，同比增长 10%，售电量 1144 亿度，同比增长 10%，产销率 94%，维持稳定。电力综合售价 0.3185 元/度，同比增加 1%，主要得益于燃煤机组环保改造之后上网电价上调；完全成本 0.2980，增加 22%，主要由于煤价高位运行。测算上半年度电净利 0.0154 元，下降 71%，电力板块归母净利 12 亿元，同比下降 69%；发电小时方面，燃煤机组平均利用小时 2185 小时，同比增加 6%，主要得益于全国电力需求的增长以及国家对火电领域过剩产能的清理。

电力业绩预测：预计 2017-2019 年发电量分别为 2436/2502/2568 亿度，年均增长 3%，对应售电量分别为 2290/2352/2414 亿度，产销率 94%，随着环保改造的深化以及国家取消工业企业结构调整基金以及减按 75%征收两个电力基金，公司上网电价有小幅上涨空间，预计下半年电价增加 0.4 分/度。目前来看，煤炭行业供需均衡略微偏紧的格局没有改变，煤价大概率高位震荡运行，火电厂盈利难以提升，好在公司国华电厂主要使用自产煤，按长协价进行分部交易，公司电力业务对高煤价的忍受能力强于纯粹的电厂。预计 2017 年电力板块贡献的归母净利为 27 亿，同比减少 45%。

- **铁路：大物流战略成效显著。**去年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。公司利用铁路网路运输优势，抓紧整合晋陕蒙地区煤炭资源，带动朔黄等铁路线以及黄骅港吞吐量继续增加。上半年公司铁路周转量 1364 亿吨公里，同比增加 14%，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 853 亿吨公里，同比大增 26%，平均周转里程 620 公里，基本持平。

测算上半年年铁路分部吨公里运费为 0.1371 元，基本持平；生产成本 0.050 元/吨公里，下降 2%，毛利 0.085 元/吨公里，增加 2%，吨公里周转量利润 0.055 元，净利 0.042 元，同比均上升 1%。测算神华铁路板块上半年归母净利 36 亿，同比增加 14%。

铁路业务展望：黄大线仍在推进之中，铁路业务量的增长来源于煤炭销量的增加，尤其是贸易煤的增加，公司铁路业务运营已经相当成熟，价格基本保持稳定，报告期成本微降主要是得益于利用效率提升之后，吨运量摊销成本的减少，成本基本保持稳定。预计 2017-2019 年铁路业务贡献归母净利稳定在 70 亿附近。

- **港口：**受益于朔黄线运能发挥，港口板块收益继续增加。上半年港口板块实现吞吐量 11290 万吨，同比增加 14%，和铁路周转量增速一致；测算港杂费 25 元/吨，同比基本持平；完全成本 12 元/吨，下降 3 元/吨；净利 10 元/吨，大增 40%，主要得益于港口吞吐能力的释放，大幅摊低固定成本。报告期内港口业务贡献归母净利 7.4 亿，同比增加 63%。

港口业务展望：公司港口主要是自用，为自产煤和贸易煤提供下水通道，因此业务规模高度依赖于煤炭产量和贸易量，公司煤炭板块除了澳洲沃特马克之后暂时没有新增矿井，未来业务量预计保持平稳。预计 2017 年港口板块可实现净利 20 亿元，按照 67% 的权益占比算，可实现归母净利约 14 亿元，较 2016 年增加 33%。

- **煤化工：**聚乙烯和聚丙烯的产销量基本维持在 17 万吨的水平，同比增加约 4 万吨，主要是去年化工装置检修导致基数较低。上半年烯烃价格较为强势，煤化工板块实现销售收入 30 亿，增加 55%，归母净利 2.3 亿，同比扭亏。展望 2017 年，预计聚烯烃产销量在 68 亿吨，实现归母净利 4 亿元。目前公司在包头九原工业区的煤制烯烃升级示范项目获得发改委批准，拟建设 30 万吨聚乙烯 45 万吨聚丙烯产能，预算投资 172 亿元，其中资本金 30%。
- **盈利预测及评级：**维持“强烈推荐-A”评级。假设 2017 年秦皇岛港 5500 大卡动力煤中枢在 600 元/吨，预估 2017 年公司煤炭板块可实现归母净利 315 亿，电力 27 亿，铁路 79 亿，港口 14 亿，煤化工 4 亿，航运 1 亿，其他 11 亿，合计 442 亿归母净利，对应 EPS 为 2.2 元/股，同比增加 95%，给以“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**国改方案存在不确定，煤价大幅下滑

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
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

单位: 万吨	煤种	权益占比	产能-330	权益产能	状态	运营主体
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	产能	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
大柳塔-活鸡兔	3300	3470	3580	3300	1650	3500	1600	3300	3300	3300
哈拉沟	1250	1480	1490	1470	735	1500	735	1500	1500	1500
榆家梁	1630	1710	1720	1630	815	1630	815	1630	1630	1630
石圪台	1200	1100	1050	1020	510	1200	510	1200	1200	1200
上湾	1600	1470	1500	1480	740	1500	740	1500	1500	1500
补连塔	2800	2710	2820	2770	1385	2800	1300	2800	2800	2800
保德康家滩	500	900	450	370	220	420	210	420	420	420
乌兰木伦	400	750	740	390	195	390	195	390	390	390
布尔台矿	2000	1640	1790	1810	905	1810	905	1810	1810	1810
柳塔矿	300	390	380	300	150	350	175	350	350	350
寸草塔一矿	240	450	330	220	110	220	110	220	220	220
寸草塔二矿	270	440	590	520	260	520	260	520	520	520
黄玉川煤矿	1000		160	260	130	260	130	260	260	260
黑岱沟	3400	3080	3040	3070	1590	3290	1920	3800	3800	3800
哈尔乌素	3500	3050	3140	3030	1600	3000	1300	1600	1600	3000
胜利一号	2000	1790	1700	1210	610	420	830	420	420	420
锦界矿	1900	1880	1890	1800	900	1940	890	1800	1800	1800
宝日希勒	3500	3140	2870	2510	960	2500	1500	1700	2000	3000
阿刀核煤矿	90	90	90	10	40	90	20	40	40	20
水泉露天矿	120	250	80	110	60	120	50	110	110	90
李家壕煤矿	600	490	590	560	315	590	225	550	550	550
万利一矿	1000	1090	310	0	0	700	450	950	950	950
印尼煤矿	200	200	210	190	90	180	90	180	180	180
郭家湾煤矿	800					50	180	600	700	750
青龙寺煤矿	300					0	30	150	200	250
沃特马克	1000									
合计		31570	30520	28030	13970	28980	15170	27800	28250	30710
权益产量		27631	26664	24482	12300	25571	12945	24216	24461	26437
权益占比		88%	87%	87%	88%	88%	85%	87%	87%	86%

资料来源: wind、招商证券

表 3: 煤炭板块损益测算

单位: 万、元/吨	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
商品煤产量	31810	30660	28090	13970	28980	15170	27800	28250	30710
商品煤销量	51480	45110	37050	18630	39470	22050	39600	40250	42710
其中: 贸易煤销量	20120	15240	8120	4660	10490	6880	11800	12000	12000
综合售价	445	426	328	284	333	436	436	436	436
销售成本	353	349	275	237	263	302	302	302	302
吨煤毛利	93	77	53	48	70	134	134	134	134
三费及附加	21	24	40	27	35	31	30	30	30
完全成本	374	373	316	264	298	332	332	332	332
吨煤利润	72	53	12	21	35	103	104	104	104
吨煤净利	61	45	10	18	30	88	88	88	88
现金完全成本	358	354	292	244	280	318	318	318	318

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;

表 4: 电力装机明细

单位: 万千瓦	权益占比	地址	2012	2013	2014	2015	2016	2016	2017H
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	106	106	106	106	106
准能电力 (2*10+2*15)	58%	内蒙	96	96	96	96	96	96	96
神东电力 (62.3)	92%	内蒙	417	417	417	819	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
中电国华北京热电 2*20	51%	北京	40	40	40	0	0	0	0
绥中电力 (2*80)	50%	辽宁	360	360	360	376	376	376	376
浙能电力宁海电力 (4*60)	60%	浙江	440	440	440	440	440	440	449
舟山电力	51%	浙江				91	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	503
惠州热电分公司	100%	广东	66	66	66	66	66	66	66
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	200
广西柳州电力	52%	广西						70	70
徐州电力	100%	江苏				200	200	200	200
神皖能源	51%	安徽	260	260	260	460	460	460	460
神华四川能源	48%	四川	126	126	126	126	126	126	126
福建能源	46%	福建	124	124	124	324	324	270	270
宁东电力	100%	宁夏				66	66	66	66
印尼煤电	70%	印尼	30	30	30	30	30	30	30
燃煤机组合计	62%		4088	4088	4091	5226	5226	5442	5454
火电权益装机	64%		2528	2485	2485	3370	3370	3370	3517
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	13
北京燃气	100%	北京				95	95	95	95
余姚燃气电力	80%	浙江	78	78	78	78	78	78	78
总计			4175	4180	4183	5413	5413	5629	5641

资料来源: wind、招商证券

表 5: 电力业务盈亏测算

单位: 元/度	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
发电量-亿度	2254	2344	2258	1110	2360	1221	2436	2502	2568
售电量-亿度	2102	2184	2105	1039	2206	1144	2290	2352	2414
产销率	93%	93%	93%	94%	94%	94%	94%	94%	94%
销售均价-元/度	0.3754	0.3670	0.3340	0.3157	0.3167	0.3185	0.3225	0.3275	0.3325
销售成本	0.2592	0.2429	0.2209	0.2089	0.2277	0.2646	0.2646	0.2646	0.2646
三费及附加	0.0354	0.0347	0.0294	0.0351	0.0436	0.0334	0.0334	0.0334	0.0334
完全成本	0.2945	0.2777	0.2502	0.2439	0.2713	0.2980	0.2980	0.2980	0.2980
度电利润	0.0809	0.0893	0.0838	0.0718	0.0453	0.0205	0.0245	0.0295	0.0345
度电净利	0.0607	0.0670	0.0628	0.0538	0.0340	0.0154	0.0184	0.0221	0.0259
财务数据:									
销售收入-亿	789	802	731	328	699	364	739	770	803
销售成本-亿	545	531	465	217	502	303	606	622	639
净利润-亿	136	156	141	60	80	19	42	52	63
归母净利润-亿	81	86	88	37	50	12	27	34	40
股本-亿	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.41	0.43	0.44	0.19	0.25	0.06	0.14	0.17	0.20

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
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: 铁路运营数据

周转量(10 亿吨公里)	2012	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H
神朔铁路(100%)	43	51	53	46	24	49	26
朔黄(52.72%)含黄万	106	131	138	119	76	154.3	85.3
包神铁路(88.16%)	9	10	10	8	3	7	4
大准铁路(57.8%)	18	20	23	26	11	24	15
准池铁路				1.4	4.0	7.5	4.4
巴准铁路(90%)				0.4	0.3	1.2	0.8
甘泉铁路(80.5%)				0.5	0.3	0.9	0.8
塔韩铁路				0	0	0	0
黄大铁路							
合计	176	212	224	200	120	245	136
权益	117	140	148	130	74	151	83
权益比例	67%	66%	66%	65%	62%	62%	61%
国有铁路	50	51	46	48	13	27	17
平均周转里程	379	411	496	540	643	620	619

资料来源: wind、招商证券

表 8：铁路业务盈利测算

单位：元/吨公里	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
综合售价	0.14	0.14	0.1353	0.1371	0.1357	0.1371	0.1371	0.1371
自有铁路运输成本测算	0.050	0.057	0.051	0.055	0.050	0.055	0.055	0.055
吨公里毛利	0.087	0.079	0.084	0.082	0.085	0.082	0.082	0.082
完全成本	0.07	0.09	0.08	0.083	0.080	0.083	0.08	0.08
吨公里利润	0.07	0.05	0.05	0.0540	0.0553	0.0540	0.0540	0.0540
吨公里净利	0.05	0.04	0.04	0.0421	0.0432	0.0421	0.04	0.04
财务数据：万								
营业收入	306260	272320	162030	335300	185060	373956	373956	373956
营业成本	1113000	1139100	615100	133970	687900	149415	149415	149415
利润总额	146630	982400	655900	132080	754800	147307	147307	147307
净利润	1143714	766272	511602	103022	588744	1148999	1148999	1148999
归母净利	755038	497482	315639	635867	359979	702539	702539	702539
股本	198896	198896	198896	198896	198896	198896	198896	198897
EPS	0.38	0.25	0.16	0.32	0.18	0.35	0.35	0.35

资料来源：wind、招商证券

表 9：港口运营数据

单位：万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H
自有港口	12120	12440	16000	17400	15850	20130	11290
黄骅港(70%)	9570	9560	12740	13160	11160	15860	9170
神华天津煤码头(55%)	2550	2880	3110	3660	4030	3950	2120
珠海煤码头(40%)			150	580	660	320	0
第三方港口	8890	13780	6730	6180	4530	2510	1890
合计	21010	26220	22730	23580	20380	22640	13180
自有港口下水煤比例	58%	47%	70%	74%	78%	89%	86%
权益占比	67%	67%	67%	66%	65%	67%	67%

资料来源：wind、招商证券

表 10：港口业务盈利测算

单位：万吨、元/吨	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
吞吐量	16000	17400	15850	9930	20130	11290	22580	22580	22580
综合售价	23	24	24	24	25	25	25	25	25
销售成本	10	11	12	10	11	10	11	11	11
完全成本	14	16	18	15	15	12	13	13	13
财务数据：亿元									
营业收入	37	42	38	24	50	28	57	57	57
营业成本	16	19	19	10	22	12	25	25	25
完全成本	23	28	29	15	30	13	29	29	29
利润总额	15	13	9	9	20	15	27	27	27
所得税	4	3	2	2	5	4	7	7	7
净利润	11	10	7	7	15	11	20	20	20
权益占比	67%	66%	65%	66%	67%	67%	67%	67%	67%
归母净利润	7	7	4	5	10	7	14	14	14
少数股东损益	4	3	2	2	5	4	7	7	7
股本	199	199	199	199	199	199	199	199	199
EPS	0.04	0.03	0.02	0.02	0.05	0.04	0.07	0.07	0.07

资料来源：wind、招商证券

表 11: 航运业务体量较小

单位: 元/吨海里	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
航运货运量(万吨)	11860	8770	7980	3630	7920	4600	8740	8740	8740
航运周转量(十亿吨海里)	115	72	64	29	63	40	76	70	70
平均运距-海里	969	823	803	799	795	867	800	800	801
综合运价	0.044	0.042	0.031	0.030	0.030	0.030	0.030	0.030	0.030
销售成本	0.041	0.035	0.027	0.026	0.027	0.027	2.027	3.027	4.027
完全成本	0.041	0.037	0.030	0.029	0.029	0.029	0.029	0.029	0.029
财务数据: 亿元									
营业收入	50.9	30.3	20.0	8.8	21	14	23	21	21
营业成本	46.7	25.6	17.5	7.4	17	11	1537	2116	2819
净利润	2.8	2.6	0.4	0.2	1.4	0.2	0.5	0.5	0.5
归属于本公司股东的净利	1.41	1.30	0.18	0.11	0.7	0.1	0.3	0.3	0.3
少数股东损益	1.36	1.25	0.18	0.10	0.7	0.1	0.3	0.2	0.2
股本-亿	199	199	199	199	199	199	199	199	199
每股收益	0.0071	0.0066	0.0009	0.0005	0.004	0.000	0.001	0.001	0.001

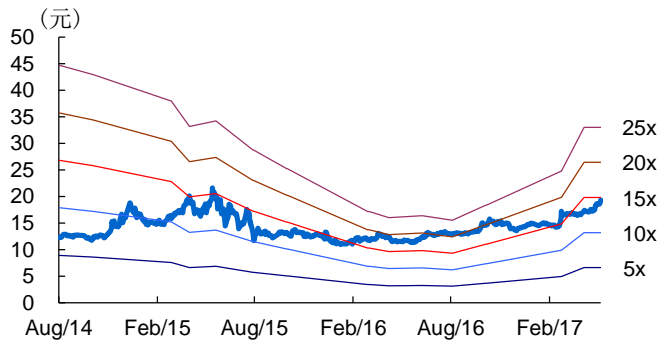
资料来源: wind、招商证券

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
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

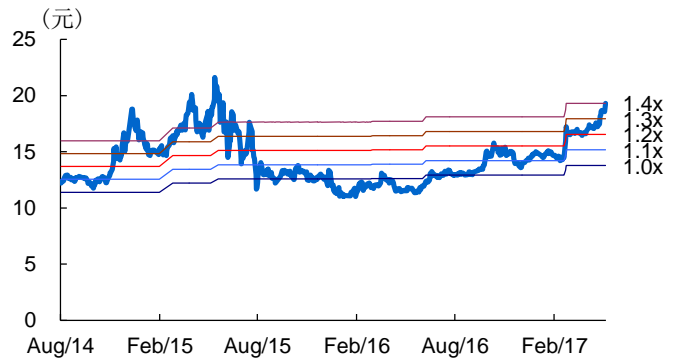
资料来源: wind、招商证券

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	130649	176766	222260
现金	47850	50757	30586	74704	119177
交易性投资	12	54	54	54	54
应收票据	17649	4394	5361	5468	5523
应收款项	23370	16179	19738	20133	20334
其它应收款	3478	2896	3533	3604	3640
存货	12816	13341	15607	15919	16078
其他	15861	45842	55770	56885	57454
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	563198	604241	645172
流动负债	101487	112185	110785	111722	112200
短期借款	6435	4384	4000	4000	4000
应付账款	31517	31982	37413	38162	38543
预收账款	3624	4196	4909	5007	5057
其他	59911	71623	64463	64554	64600
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	190360	191297	191775
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积金	74492	74854	74854	74854	74854
留存收益	198408	217613	202746	234847	267190
少数股东权益	65367	67547	75348	83353	91463
归属于母公司所有者权益	292790	312357	297490	329591	361934
负债及权益合计	553965	571664	563198	604241	645172

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	55406	81883	69303	79577	80280
净利润	16144	22712	44206	45363	45953
折旧摊销	0	23945	25652	25074	24563
财务费用	0	5059	4000	4000	4000
投资收益	0	(302)	(1802)	(1802)	(1802)
营运资金变动	32142	24824	(10554)	(1063)	(542)
其它	7120	5645	7801	8005	8109
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)	(69474)	(15460)	(15807)
借款变动	(6051)	19632	(8203)	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)	(59073)	(13262)	(13609)
其他	6555	(23765)	(2198)	(2198)	(2198)
现金净增加额	6126	(1261)	(20171)	44117	44473

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	223415	227883	230162
营业成本	110427	110769	129581	132172	133494
营业税金及附加	5833	6922	8043	8204	8286
营业费用	584	610	744	759	767
管理费用	18333	17932	18990	18990	18990
财务费用	4669	5059	4000	4000	4000
资产减值损失	5773	2807	800	800	800
公允价值变动收益	(6)	2	2	2	2
投资收益	644	302	1800	1800	1800
营业利润	32088	39332	63059	64760	65627
营业外收入	1896	1485	1800	1800	1800
营业外支出	902	1921	300	300	300
利润总额	33082	38896	64559	66260	67127
所得税	9818	9360	12552	12892	13065
净利润	23264	29536	52007	53368	54062
少数股东损益	7120	6824	7801	8005	8109
归属于母公司净利润	16144	22712	44206	45363	45953
EPS (元)	0.81	1.14	2.22	2.28	2.31

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-30%	3%	22%	2%	1%
营业利润	-46%	23%	60%	3%	1%
净利润	-57%	41%	95%	3%	1%
获利能力					
毛利率	37.6%	39.5%	42.0%	42.0%	42.0%
净利率	9.1%	12.4%	19.8%	19.9%	20.0%
ROE	5.5%	7.3%	14.9%	13.8%	12.7%
ROIC	6.0%	7.1%	11.8%	11.1%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	35.3%	33.5%	33.8%	31.7%	29.7%
净负债比率	12.1%	15.9%	14.6%	13.6%	12.8%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.6	2.0
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.4	1.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	7.7	8.5	9.0	8.4	8.3
应收帐款周转率	7.4	9.3	12.4	11.4	11.4
应付帐款周转率	3.3	3.5	3.7	3.5	3.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.81	1.14	2.22	2.28	2.31
每股经营现金	2.79	4.12	3.48	4.00	4.04
每股净资产	14.72	15.70	14.96	16.57	18.20
每股股利	0.74	0.32	0.67	0.68	0.69
估值比率					
PE	23.8	16.9	8.7	8.5	8.4
PB	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.4	9.2	6.5	6.4	6.4

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。

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。

王西典：毕业于上海交大，工学硕士，2017年3月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2016年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2016年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2016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。