

中国神华 (601088.SH)

具备长期投资价值的核心硬资产

全产业链纵向一体化经营。公司自上市以来，不断整合国家能源集团优质资产，促进产业协同效应，目前已形成了煤炭生产→煤炭运输（铁路、港口、航运）→煤炭转化（发电、煤化工）的“煤电化路港航”纵向一体化经营模式，一体化经营模式可提供稳定、可靠的供应保障和内部消费市场，充分发掘和获取煤基产业链上每一环节的经营利润。

长协锁量价，成本显优势。一方面，公司煤炭销售以“基准价+浮动价”的长协定价为主，售价波动幅度明显小于现货，煤炭分部盈利稳定；另一方面，公司现有产能3.5亿吨，其中露天产能占比近40%，单井平均产能超千万。受益于简单的地质条件，出色的成本管控能力，公司吨煤成本远低于行业平均水平，为其构筑起天然的护城河。

煤电联营，熨平周期。为提高公司抵御市场风险能力，公司自成立之初起便积极发展电力板块，充分利用煤炭及运输分部优势，在坑口周边、铁路沿线、“海进江”辐射区域布局燃煤机组，尽可能保证燃煤电厂原料自给自足。公司通过打造“煤电联营”模式，可在一定程度上平抑煤价波动对整体业绩的影响，促进煤炭和电力分部健康、稳定发展。

路港航联运打造一体化运输网络，努力实现效益最大化。公司是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，涵盖铁路、港口、航运三大板块，依托自身强大的运输体系，公司可将上游煤炭资源与下游终端用户无缝对接，努力实现效益最大化。

业绩底部明确，安全边际极高。我们对公司业绩进行弹性测算，认为在极度悲观情形下，公司归母净利润仍将维持在400亿左右，业绩底部明确，安全边际极高。一方面，当现货价格跌至500元/吨时，公司自产煤部分或导致归母净利润下降32亿元；另一方面，由于煤价下跌过程中，坑口跌幅小于港口现货，从而导致贸易煤毛利下降，在悲观情形下，贸易煤部分会导致公司归母净利润下降20亿元。

低估值高分红，防御价值凸显。一方面，公司一直以来注重回报股东，坚持稳定的分红策略，自上市以来累计分红金额近两千亿。考虑到公司稳定的盈利能力，充足的现金流及有望逐步下滑的资本开支，未来高分红依旧值得期待。另一方面，公司目前扣非PE(TTM)仅8.2倍，处于历史19%分位；PB(LY)仅1.17倍，处于历史27%分位，均远低于历史平均水平，防御价值凸显。

盈利预测与投资建议。我们预计公司2019年~2021年实现归母净利润430.3亿元、424.8亿元、435.6亿元，EPS分别为2.16元、2.14元、2.19元，对应PE分别为8.6、8.7、8.5。我们认为公司在煤炭、电力、铁路、港口等领域皆为行业翘楚，具有极强的竞争力。受益于公司“煤电化路港航”全产业链的协同效应和纵向一体化优势，使其即使在煤价下行周期中，业绩底部依然明确，抵御风险能力极强。同时考虑到公司充裕的现金流、低负债、低资本开支、低估值、高而稳定的分红比例，在当前市场环境不确定性剧增的背景下，公司防御属性凸显，因此首次覆盖并给予“买入”评级。

风险提示：煤价断崖式下跌，长协基准价下调，上网电价下调，公司发生安全事故。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	248,746	264,101	230,863	231,957	234,403
增长率 yoy (%)	35.8	6.2	-12.6	0.5	1.1
归母净利润(百万元)	45,037	43,867	43,034	42,482	43,559
增长率 yoy (%)	98.3	-2.6	-1.9	-1.3	2.5
EPS 最新摊薄(元/股)	2.26	2.21	2.16	2.14	2.19
净资产收益率(%)	14.4	13.4	11.7	10.7	10.3
P/E(倍)	8.2	8.4	8.6	8.7	8.5
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

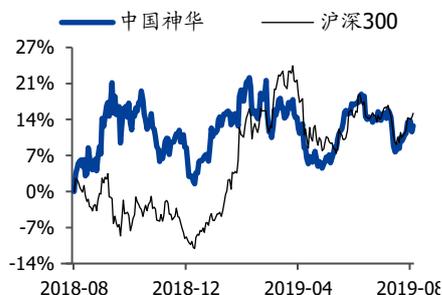
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	煤炭开采
最新收盘价	18.78
总市值(百万元)	373,527.07
总股本(百万股)	19,889.62
其中自由流通股(%)	82.91
30日日均成交量(百万股)	6.45

股价走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号: S0680512050001

邮箱: dingtingting@gszq.com

研究助理 张津铭

邮箱: zhangjinming@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	132,644	233,296	230,274	255,289	280,673	营业收入	248,746	264,101	230,863	231,957	234,403
现金	81,090	72,205	54,599	72,007	80,699	营业成本	143,842	155,502	133,631	133,879	134,679
应收账款	13,319	8,488	10,575	8,578	10,777	营业税金及附加	9,640	10,053	9,004	9,046	9,142
其他应收款	2,736	0	2,392	11	2,417	营业费用	612	725	762	765	774
预付账款	2,373	2,589	3,183	2,616	3,244	管理费用	19,394	19,879	19,623	19,716	19,924
存货	11,647	9,967	8,607	10,002	8,718	财务费用	3,457	4,086	2,363	2,191	1,858
其他流动资产	21,479	140,047	150,920	162,075	174,818	资产减值损失	2,719	1,042	1,154	1,160	1,172
非流动资产	434,480	353,943	385,076	383,118	378,943	公允价值变动收益	-19	22	290	2	2
长期投资	9,449	9,983	40,516	42,064	43,612	投资净收益	1,321	593	2,669	1,548	1,548
固定投资	309,218	237,227	242,013	244,355	244,385	营业利润	71,102	73,146	67,285	66,748	68,404
无形资产	38,255	36,463	35,140	32,981	30,704	营业外收入	493	427	460	444	452
其他非流动资产	77,558	70,270	67,407	63,717	60,243	营业外支出	1,262	3,504	1,200	1,500	1,500
资产总计	567,124	587,239	615,351	638,407	659,616	利润总额	70,333	70,069	66,545	65,692	67,356
流动负债	115,905	123,381	128,375	129,993	128,688	所得税	16,283	16,028	15,314	15,118	15,501
短期借款	9,493	2,000	2,000	2,000	2,000	净利润	54,050	54,041	51,231	50,574	51,855
应付账款	31,588	25,579	23,548	25,670	23,842	少数股东收益	9,013	10,174	8,197	8,092	8,297
其他流动负债	74,824	95,802	102,828	102,323	102,846	归属母公司净利润	45,037	43,867	43,034	42,482	43,559
非流动负债	76,592	59,408	48,797	37,463	25,774	EBITDA	96,464	94,153	85,135	85,166	87,285
长期借款	70,806	53,588	42,977	31,643	19,954	EPS (元/股)	2.26	2.21	2.16	2.14	2.19
其他非流动负债	5,786	5,820	5,820	5,820	5,820						
负债合计	192,497	182,789	177,172	167,456	154,462						
少数股东权益	73,140	76,687	84,884	92,976	101,273	主要财务比率					
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	74,730	74,720	74,720	74,720	74,720	成长能力					
留存收益	193,840	218,646	249,385	279,729	310,843	营业收入 (%)	35.8	6.2	-12.6	0.5	1.1
归属母公司股东收益	301,487	327,763	353,294	377,975	403,881	营业利润 (%)	80.8	2.9	-8.0	-0.8	2.5
负债和股东权益	567,124	587,239	615,351	638,407	659,616	归属母公司净利润 (%)	98.3	-2.6	-1.9	-1.3	2.5
						盈利能力					
						毛利率 (%)	42.2	41.1	42.1	42.3	42.5
						净利率 (%)	18.1	16.6	18.6	18.3	18.6
						ROE (%)	14.4	13.4	11.7	10.7	10.3
						ROIC (%)	13.8	14.0	12.5	11.9	11.6
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	33.9	31.1	28.8	26.2	23.4
						净负债比率 (%)	3.8	-3.1	0.3	-5.9	-9.5
						流动比率	1.1	1.9	1.8	2.0	2.2
						速动比率	1.0	1.8	1.7	1.9	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.44	0.46	0.38	0.37	0.36
						应收账款周转率	16.9	24.2	24.2	24.2	24.2
						应付账款周转率	4.5	5.4	5.4	5.4	5.4
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	2.26	2.21	2.16	2.14	2.19
						每股经营现金流 (最新摊薄)	6.22	1.51	2.69	3.28	2.79
						每股净资产 (最新摊薄)	15.16	16.48	17.76	19.00	20.31
						估值指标 (倍)					
						P/E	8.2	8.4	8.6	8.7	8.5
						P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
						EV/EBITDA	4.8	4.3	5.0	4.7	4.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1.能源航母，行稳致远.....	6
1.1.国资央企背景.....	6
1.2.纵向一体化经营优势凸显.....	6
2.长协锁量价，成本显优势.....	9
2.1.资源储备领跑行业.....	9
2.2.产能先进，单井平均规模超千万.....	10
2.3.优异的资源禀赋造就超低吨煤成本.....	13
2.4.龙头地位稳固，产量仍具成长空间.....	14
2.4.1.产、销稳居行业榜首.....	14
2.4.2.内生：近看哈素、北电，远看新街合格庙.....	14
2.4.3.外延：集团资产存注入预期.....	15
2.5.高比例长协平抑煤价波动.....	15
3.煤电联营，熨平周期.....	18
3.1.逆周期布局火电，打造“煤电联营”.....	18
3.2.组建合资公司，部分电力资产出表.....	23
4.路港航联运打造一体化运输网络.....	25
4.1.铁路：布局晋陕蒙，运往北方港.....	27
4.2.港口：一体化运输网络枢纽.....	28
4.3.航运：完善运输链条.....	29
5.煤化工：运营稳定，期待二期产能释放.....	29
6.业绩弹性测算.....	30
6.1.量：自产（1.8亿吨）+贸易（1.6亿吨）.....	31
6.1.1.煤炭分部销售模式.....	31
6.1.2.电厂分部采购模式.....	32
6.2.价：自产（-32亿）+贸易（-20亿）.....	33
6.2.1 自产煤部分影响公司归母净利润-32亿元~17亿元.....	33
6.2.2.悲观情形下，贸易煤影响公司归母净利润 20 亿元.....	34
7.低估值高分红，防御价值凸显.....	36
7.1.分红能力有望逐步提升.....	36
7.2.估值处于历史低位，防御价值凸显.....	37
8.盈利预测与投资建议.....	38
8.1.核心假设.....	38
8.2.盈利预测.....	39
8.3.投资建议.....	40
9.风险提示.....	40

图表目录

图表 1: 公司股权及业务结构.....	6
图表 2: 公司发展大事记.....	7
图表 3: 公司纵向一体化经营模式.....	7
图表 4: 公司业务拆分明细（亿元）（合并抵消前）.....	8
图表 5: 公司营业收入构成（合并抵消前）.....	9

图表 6: 公司毛利构成 (合并抵消前)	9
图表 7: 公司近年营业收入及增速 (亿元)	9
图表 8: 公司近年归母净利润及增速 (亿元)	9
图表 9: 公司可采储量行业第一 (亿吨)	10
图表 10: 公司资源储量位居行业第一 (亿吨)	10
图表 11: 公司可采储量位居行业第一 (亿吨)	10
图表 12: 公司产品煤质情况	10
图表 13: 公司控股矿井明细 (万吨/年)	11
图表 14: 公司产能矿区分布	12
图表 15: 公司产能开采类型分布	12
图表 16: 公司产能位居上市公司榜首 (万吨/年)	12
图表 17: 公司单矿平均产能超千万 (万吨/年)	12
图表 18: 公司矿井产能分布 (万吨/年) (不含海外)	13
图表 19: 中国煤炭企业科学产能排行榜	13
图表 20: 公司自产煤吨煤成本 (元/吨)	14
图表 21: 公司自产煤吨煤成本位居行业第三 (元/吨)	14
图表 22: 公司煤炭产、销情况 (百万吨)	14
图表 23: 公司煤炭产、销稳居行业榜首 (百万吨)	14
图表 24: 集团待注入资产概览	15
图表 25: 年度长协定价机制	16
图表 26: 年度长协、月度长协定价公式	16
图表 27: 公司煤炭销售按合同定价机制分类	17
图表 28: BSPI、CCTD、CECI 波动幅度明显弱于现货价格 (元/吨)	17
图表 29: BSPI、CCTD、CECI 与现货价格走势 (元/吨)	17
图表 30: 公司年度长协、月度长协与现货价格走势 (元/吨)	18
图表 31: 公司发电分部耗煤情况 (百万吨)	18
图表 32: 公司煤炭、发电分部毛利率对比	18
图表 33: 公司发电装机容量持续上升 (MW)	19
图表 34: 公司发电装机以燃煤为主	19
图表 35: 公司发电总装机容量位于行业第三 (MW)	19
图表 36: 公司发电量位于行业第二 (亿千瓦时)	19
图表 37: 公司电力板块装机明细 (MW) (截至 2018 年底)	20
图表 38: 各省火电利用小时数与公司燃煤装机对比 (2018 年)	21
图表 39: 公司发电机组平均利用小时数位居行业第一 (小时)	21
图表 40: 公司燃煤发电机组平均利用小时数位居行业第一 (小时)	21
图表 41: 公司完成脱硫、脱硝改造的超低排放机组逐年增加 (MW)	22
图表 42: 公司燃煤发电机组平均售价标准煤耗逐年下降 (克/千瓦时)	22
图表 43: 中国神华出资资产明细 (营收、净利为 2017 年 Q1~Q3)	23
图表 44: 国电电力出资资产明细 (营收、净利为 2017 年 Q1~Q3)	24
图表 45: 截至 2019 年一季度末公司装机容量变化情况 (MW)	25
图表 46: 公司发电量单月变化情况 (十亿千瓦时)	25
图表 47: 公司发电量累计变化情况 (十亿千瓦时)	25
图表 48: 公司“铁路-港口-航运”一体化运输网络	26
图表 49: 公司运输板块营收及盈利状况 (百万)	26
图表 50: 公司铁路分部营收及盈利状况 (百万)	26
图表 51: 公司港口分部营收及盈利状况 (百万)	26
图表 52: 公司航运分部营收及盈利状况 (百万)	26

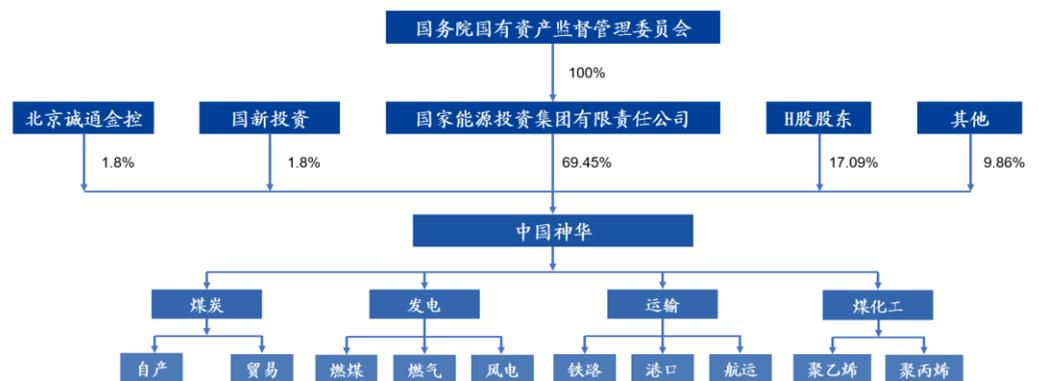
图表 53: 公司自有铁路资产明细.....	27
图表 54: 公司自有铁路运营路线示意图.....	27
图表 55: 公司自有铁路周转量续创历史最佳 (十亿吨公里)	28
图表 56: 铁路分部对比收入占比 15%.....	28
图表 57: 公司港口下水煤销量 (百万吨)	29
图表 58: 经公司自有港口下水煤占比 (百万吨)	29
图表 59: 公司航运货运量 (百万吨)	29
图表 60: 公司航运周转量 (十亿吨海里)	29
图表 61: 公司烯烃销量 (万吨)	30
图表 62: 公司烯烃生产耗用原料情况 (万吨、元/吨)	30
图表 63: 公司煤化工分部营业收入及毛利率 (百万)	30
图表 64: 公司煤化工分部营收及毛利占比	30
图表 65: 公司煤炭销售流向	31
图表 66: 公司煤炭销售情况 (百万吨、元/吨)	32
图表 67: 公司电厂分部煤炭采购情况推算	32
图表 68: 公司年长协价格敏感性测算 (元/吨)	33
图表 69: 公司自产煤发热量	34
图表 70: 公司自产煤售价对归母净利弹性测算 (元/吨、亿吨、亿元)	34
图表 71: 港口现货与坑口价差 (元/吨)	35
图表 72: 公司贸易煤采购物流成本 (元/吨)	35
图表 73: 公司重要在建工程项目 (百万) (截至 2018 年底)	36
图表 74: 公司近年资本开支稳中略降 (亿元)	36
图表 75: 公司折旧摊销金额基本稳定 (亿元)	36
图表 76: 公司归母净利及现金分红情况 (亿元)	37
图表 77: 目前公司扣非 PE (TTM) 处于历史 19%分位.....	37
图表 78: 目前公司 PB (LY) 处于历史 29%分位	37
图表 79: 公司主要分部业务数据假设	38
图表 80: 公司各分部业绩预测.....	39

1. 能源航母，行稳致远

1.1. 国资央企背景

国资央企背景，A+H上市。中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”或“公司”）于2004年11月在北京成立，由神华集团有限责任公司独家发起。公司分别2005年6月、2007年10月在香港联交所（1088.HK）、上海证交所（601088.SH）挂牌上市。目前，公司总股本199亿股，其中内地流通股165亿股，香港流通股34亿股。公司直接控股股东为国家能源集团投资集团（以下简称“国家能源集团”），实控人为国务院国资委，是煤炭行业上市公司中仅有的两家央企之一。

图表1：公司股权及业务结构



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

1.2. 纵向一体化经营优势凸显

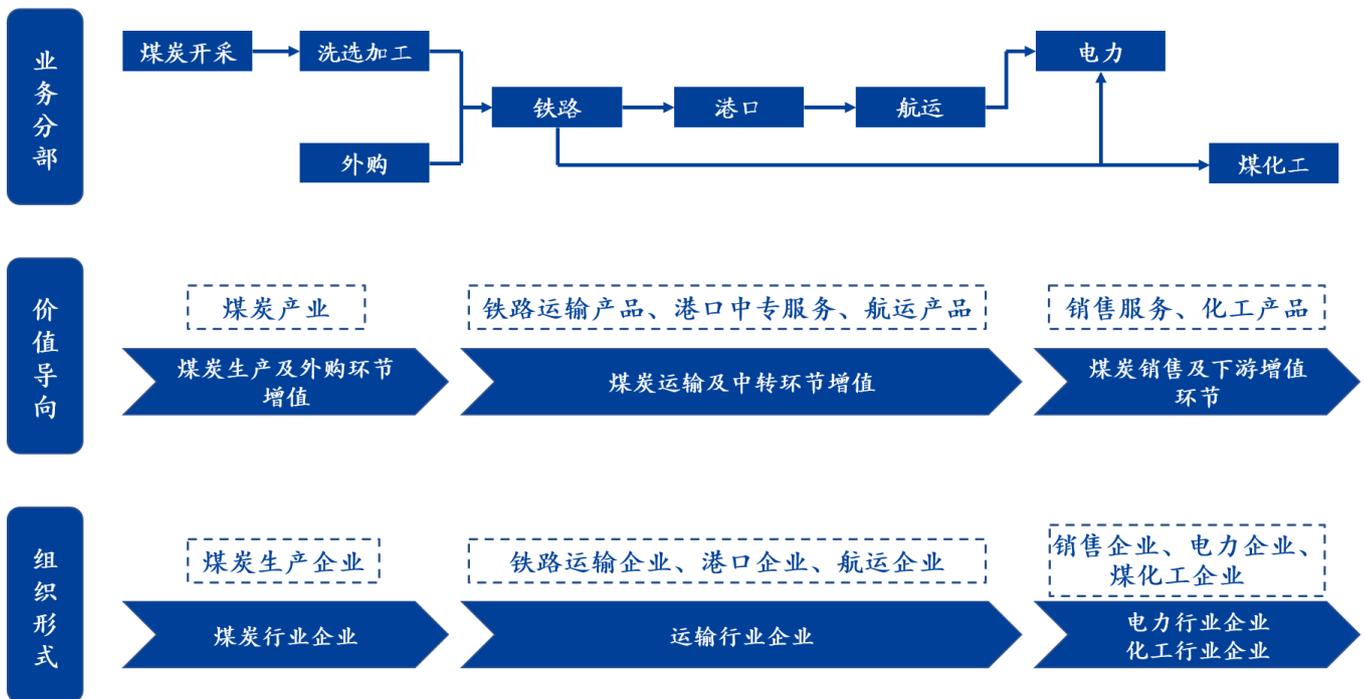
“煤电化路港航”一体化经营模式优势显著。公司自上市以来，不断整合国家能源集团（原中国神华集团）煤炭、电力、运输等优质资产，促进产业协同效应，目前已形成了**煤炭生产→煤炭运输（铁路、港口、航运）→煤炭转化（发电、煤化工）的“煤电化路港航”一体化经营模式**，一体化经营模式可提供稳定、可靠的供应保障和内部消费市场，充分发掘和获取煤基产业链上每一环节的经营利润。

图表 2: 公司发展大事记



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 3: 公司纵向一体化经营模式



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

“煤炭、发电、铁路”贡献主要利润来源。公司坚持以煤炭业务作为一体化运营的基础, 发挥发电业务的稳定器和增长极左右, 适度超前发展运输业务。目前公司拥有规模可观、高效运营的煤炭、发电业务, 拥有铁路、港口和船舶组成的大规模一体化运输网络, 各产业板块深度合作, 形成了有效协同的核心竞争优势。2018年公司共实现营业收入2641亿元, 同比增长6.17%, 但受“三供一业”分离移交影响, 实现归母净利润438.7亿元, 同比下降2.6%。

- **煤炭分部:** 公司生产及销售的煤炭品种主要为动力煤, 2018年在神东矿区、神宝矿区稳产增产的背景下, 全年共生产商品煤296.6百万吨, 同比增长0.4%, 煤炭销售460.9百万吨, 同比增长3.9%, 煤炭板块实现收入2051.9亿元(合并抵消前), 同比增长4.7%, 毛利率28.2%;
- **发电分部:** 公司发电以燃煤发电为主, 2018年公司抓住全社会用电量较快增长的有

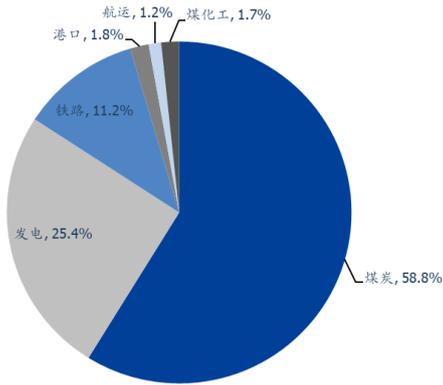
- 效时机, 加大营销力度, 全年共完成发电量 2853 亿千瓦时, 同比增长 8.5%, 完成售电量 2676 亿千瓦时, 同比增长 8.7%; 发电分部实现收入 884.5 亿元 (合并抵消前), 同比增长 11.2%, 毛利率 22.6%;
- **运输分部:** 公司运输分部包括铁路、港口、航运三大板块, 2018 年公司铁路业务创历史最好水平, 自有铁路运输周转量达 283.9 十亿吨公里, 同比增长 4%, 实现收入 391.5 亿元 (合并抵消前), 同比增长 4.2%, 毛利率 60.2%; 公司港口业务实现下水煤销量 270 百万吨, 同比增长 4.6%, 实现收入 61.2 亿元 (合并抵消前), 同比增长 7.1%, 毛利率 50.8%; 公司航运业务实现航运货运量 103.6 百万吨, 同比增长 11.4%, 实现收入 40.9 亿元 (合并抵消前), 同比增长 25.9%, 毛利率 22.3%;
 - **煤化工分部:** 公司煤化工分部以包头煤化工公司为主, 主要产品包括聚乙烯、聚丙烯及其他少量副产品。2018 年公司共生产烯烃产品 61.7 万吨, 实现收入 58.4 亿元 (合并抵消前), 同比增长 2.8%, 毛利率 24.8%。

图表 4: 公司业务拆分明细 (亿元) (合并抵消前)

		2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
		金额	占比								
营收	煤炭	1,921	60.8%	1,215	52.1%	1,314	53.2%	1,959	59.8%	2,052	58.8%
	发电	802	25.4%	731	31.3%	699	28.3%	795	24.3%	885	25.4%
	铁路	306	9.7%	272	11.7%	335	13.6%	376	11.5%	391	11.2%
	港口	42	1.3%	38	1.6%	50	2.0%	57	1.7%	61	1.8%
	航运	30	1.0%	20	0.9%	21	0.9%	32	1.0%	41	1.2%
	煤化工	59	1.9%	56	2.4%	48	2.0%	57	1.7%	58	1.7%
	合计	3,160	100.0%	2,331	100.0%	2,467	100.0%	3,277	100.0%	3,488	100.0%
毛利	煤炭	346	40.2%	195	29.8%	274	38.4%	601	58.1%	579	54.2%
	发电	271	31.5%	266	40.6%	196	27.5%	150	14.5%	200	18.7%
	铁路	195	22.7%	158	24.2%	201	28.2%	231	22.4%	236	22.1%
	港口	23	2.7%	19	2.9%	28	3.9%	32	3.1%	31	2.9%
	航运	5	0.6%	3	0.4%	4	0.6%	8	0.8%	9	0.9%
	煤化工	21	2.4%	13	2.1%	10	1.4%	12	1.1%	14	1.4%
	合计	861	100.0%	654	100.0%	715	100.0%	1,034	100.0%	1,069	100.0%
毛利率	煤炭		18.0%		16.0%		20.9%		30.7%		28.2%
	发电		33.8%		36.4%		28.1%		18.9%		22.6%
	铁路		63.7%		58.2%		60.0%		61.6%		60.2%
	港口		55.3%		50.5%		55.7%		56.3%		50.8%
	航运		15.7%		12.8%		20.5%		25.0%		22.3%
	煤化工		35.0%		24.2%		21.3%		20.5%		24.8%
	合计		27.2%		28.1%		29.0%		31.6%		30.6%

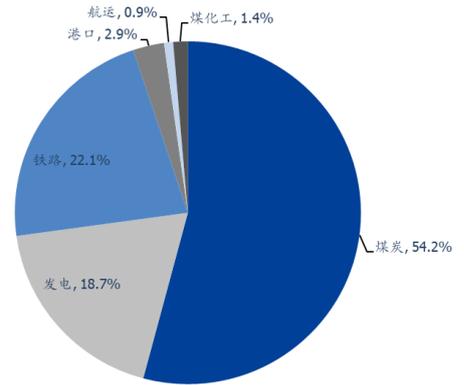
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 5: 公司营业收入构成 (合并抵消前)



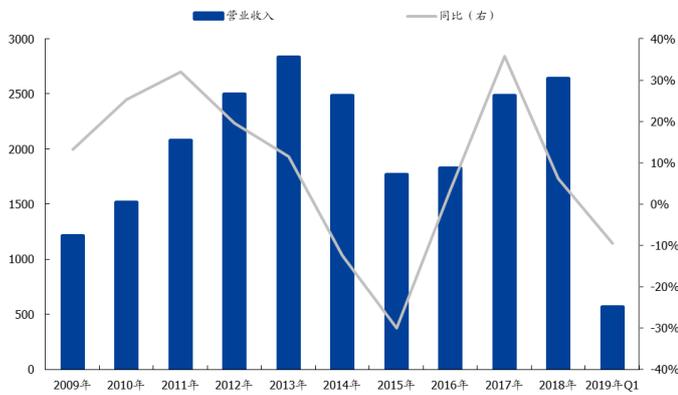
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 6: 公司毛利构成 (合并抵消前)



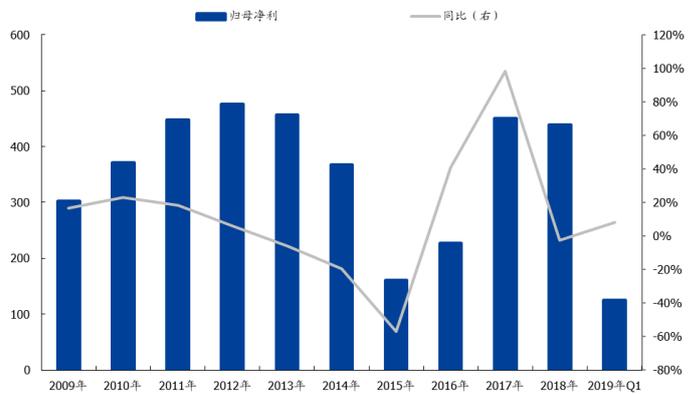
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 7: 公司近年营业收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 8: 公司近年归母净利及增速 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2.长协锁量价, 成本显优势

2.1.资源储备领跑行业

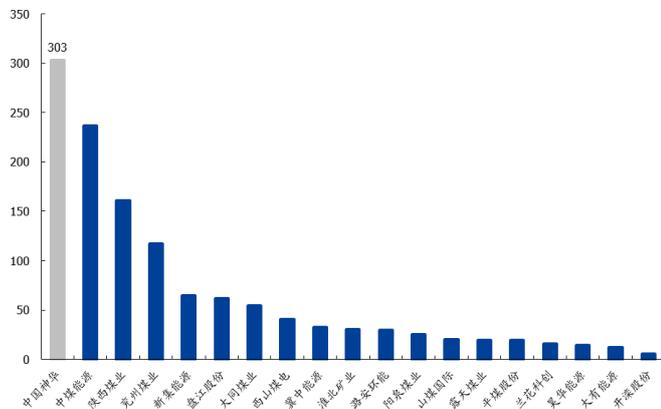
可采储量超百亿, 稳居行业榜首。公司拥有优质、丰富的煤炭资源, 主要分布于神东、准格尔、胜利、宝日希勒矿区。截至 2018 年末, 公司拥有和控制的煤炭矿业权, 在中国标准下煤炭保有资源量为 303 亿吨, 可采储量为 149.5 亿吨, 均位居行业第一; JORC 标准下的煤炭可售储量为 82.6 亿吨。

图表 9: 公司可采储量行业第一 (亿吨)

矿区	保有储量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	煤炭可售储 (JORC 标准)
神东矿区	160.3	92.3	47.8
准格尔矿区	39.0	31.2	20.7
胜利矿区	20.3	13.8	2.1
宝日希勒矿区	13.9	11.8	12.0
包头矿区	0.5	0.4	0.0
新街矿区	64.2	—	—
其他	4.8	—	—
合计	303	149.5	82.6

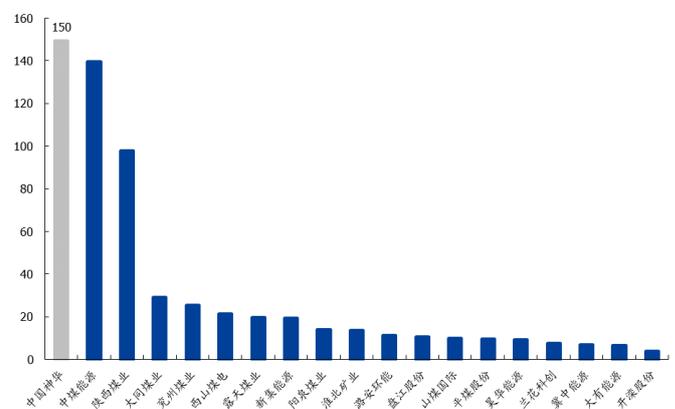
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 10: 公司资源储量位居行业第一 (亿吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 11: 公司可采储量位居行业第一 (亿吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

煤质方面, 公司主产中高发热量、低硫、低灰、低磷的褐煤、不粘煤和长焰煤, 主要用作动力用煤, 目前已形成“特殊品种”、“神混”、“石炭”、“准混”、“贫瘦”、“褐煤”等多个系列产品, 由于其质量稳定, 在国内已形成很强的品牌效应。

图表 12: 公司产品煤质情况

矿区	煤种	发热量 cal/g	全硫 %	灰分 %
神东矿区	不粘煤、长焰煤	4800~5800	0.2~0.8	5~15
准格尔矿区	长焰煤	4300~4900	0.3~0.8	18~26
胜利矿区	褐煤	3100~3400	0.4~0.7	18~22
宝日希勒矿区	褐煤	3300~3600	0.2~0.3	13~16
包头矿区	不粘煤	4200~4800	0.3~0.8	12~18

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2.2. 产能先进, 单井平均规模超千万

产能超 3 亿。截至 2018 年底, 公司合计控股矿井 26 座, 核定产能 34820 万吨/年, 权

益产能 29483 万吨/年，均属高产高效先进产能。

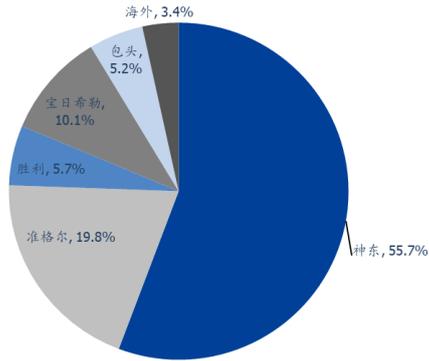
- 控股在产矿井 25 座，核定产能 33820 万吨/年，权益产能 28483 万吨/年；
- 控股在建矿井 1 座，核定产能 1000 万吨/年，权益产能 1000 万吨/年。

图表 13: 公司控股矿井明细 (万吨/年)

矿区	矿名	所属公司	煤种	核定产能	权益占比	权益产能	状态	开采方式
神东矿区	大柳塔	神东集团	长焰、不粘煤	3,300	100%	3,300	在产	井工
	哈拉沟	神东集团	长焰、不粘煤	1,600	100%	1,600	在产	井工
	榆家梁	神东集团	长焰、不粘煤	1,300	100%	1,300	在产	井工
	石圪台	神东集团	长焰、不粘煤	1,200	100%	1,200	在产	井工
	上湾	神东集团	长焰、不粘煤	1,600	100%	1,600	在产	井工
	补连塔	神东集团	长焰、不粘煤	2,800	100%	2,800	在产	井工
	保德	神东集团	长焰、不粘煤	500	100%	500	在产	井工
	乌兰木伦	神东集团	长焰、不粘煤	400	100%	400	在产	井工
	布尔台矿	神东集团	长焰、不粘煤	2,000	100%	2,000	在产	井工
	柳塔矿	神东集团	长焰、不粘煤	300	100%	300	在产	井工
	寸草塔一矿	神东集团	长焰、不粘煤	240	100%	240	在产	井工
	寸草塔二矿	神东集团	长焰、不粘煤	270	100%	270	在产	井工
	锦界矿	国华锦界能源	长焰、不粘煤	1,800	70%	1,260	在产	井工
	黄玉川煤矿	神东电力	长焰、不粘煤	1,000	51.0%	510	在产	井工
	郭家湾煤矿	榆神能源	不粘煤	800	50.1%	401	在产	井工
青龙寺煤矿	榆神能源	不粘煤	300	50.1%	150	在产	井工	
	小计			19,410		17,831		
准格尔矿区	黑岱沟	准能	长焰煤	3,400	57.8%	1,964	在产	露天
	哈尔乌素	准能	长焰煤	3,500	100%	3,500	在产	露天
	小计			6,900		5,464		
胜利矿区	胜利一号	北电胜利	褐煤	2,000	62.8%	1,256	在产	露天
宝日希勒矿区	宝日希勒	神宝	褐煤	3,500	56.6%	1,981	在产	露天
包头矿区	阿刀核煤矿	包头能源	不粘煤	90	100%	90	在产	井工
	水泉露天矿	包头能源	不粘煤	120	100%	120	在产	露天
	李家壕煤矿	包头能源	不粘煤	600	100%	600	在产	井工
	万利一矿	包头能源	不粘煤	1,000	100%	1,000	在产	井工
	小计			1,810		1,810		
海外	印尼煤矿	国华南苏	褐煤	200	70%	140	在产	露天
	澳洲沃特马克	神华海外开发	动力煤	1,000	100%	1,000	在建	露天
	小计			1,200		1,140		
合计	在产矿小计		26	33,820		28,483		
	在建矿小计		1	1,000		1,000		
	合计			34,820		29,483		

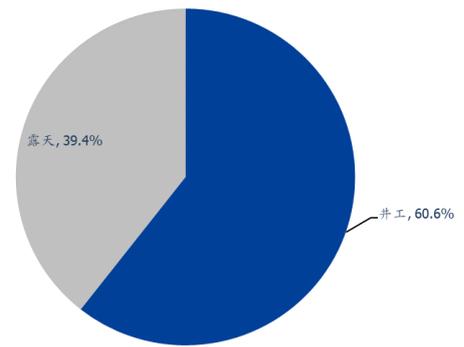
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 14: 公司产能矿区分布



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

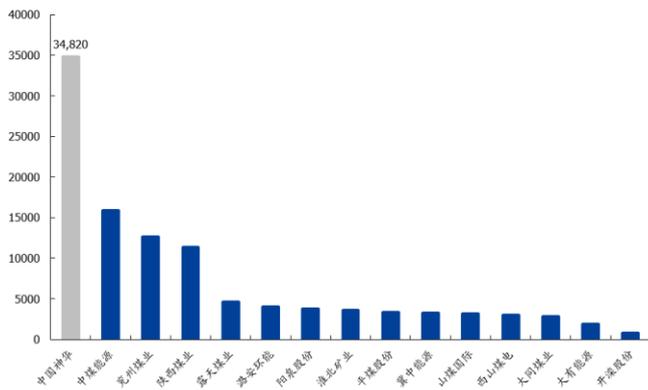
图表 15: 公司产能开采类型分布



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

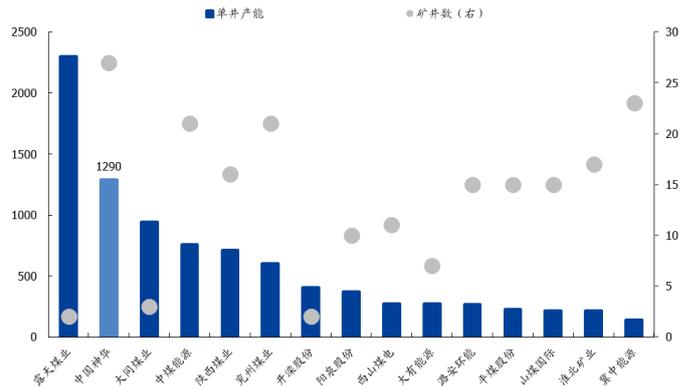
单井规模仅次于露天煤业, 位居行业第二。公司目前控股矿井单矿平均产能 1290 万吨/年, 仅次于露天煤业 (纯露天矿), 位居上市公司第二, 远高于全国平均水平 (约 104 万吨/年)。

图表 16: 公司产能位居上市公司榜首 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 17: 公司单矿平均产能超千万 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司控股矿井多为特大、大型先进矿井。根据 GB 50215-2015《煤炭工业矿井设计规范》规定, 公司控股的 24 座矿井 (不含海外) 中, 14 座属于特大型矿井 (>1000 万吨/年), 占全国在产千万吨级特大型矿井的 35%, 剩下除阿刀核煤矿外均属于大型矿井 (>120 万吨/年~1000 万吨/年)。在煤炭科学研究总院发布的“中国煤炭企业科学产能排行榜”中国, 公司 19 个井工煤矿中 18 个入围“2018 中国煤炭企业科学产能百强”, 7 个进入前 8 名并包揽前三甲。

图表 18: 公司矿井产能分布 (万吨/年) (不含海外)

产能分布	全国生产煤矿产能概况			公司煤矿产能概况		
	煤矿数	产能	产能占比	煤矿数	产能	产能占比
≤9 万吨	1,155	3,516	1.0%	—	—	—
9<产能<30	650	10,338	2.9%	—	—	—
30≤产能<120	1,354	79,360	22.5%	1	90	0.3%
120≤产能<300	577	92,825	26.3%	3	630	1.9%
300≤产能<1000	220	100,030	28.4%	6	2,900	8.6%
≥1000	41	66,640	18.9%	14	30,000	89.2%
合计	3,997	352,709	100.0%	24	33,620	100.0%

资料来源: 国家能源局, 公司年报, 国盛证券研究所

图表 19: 中国煤炭企业科学产能排行榜

排名	矿井名称	所属企业	矿井所在地
1	大柳塔煤矿	中国神华	陕西
2	活鸡兔煤矿	中国神华	陕西
3	榆家梁煤矿	中国神华	陕西
4	张家峁煤矿	陕西煤业	陕西
5	哈拉沟煤矿	中国神华	陕西
6	补连塔煤矿	中国神华	内蒙
7	上湾煤矿	中国神华	内蒙
8	锦界煤矿	中国神华	陕西
9	红柳林煤矿	陕西煤业	陕西
10	同忻矿	同煤集团	山西

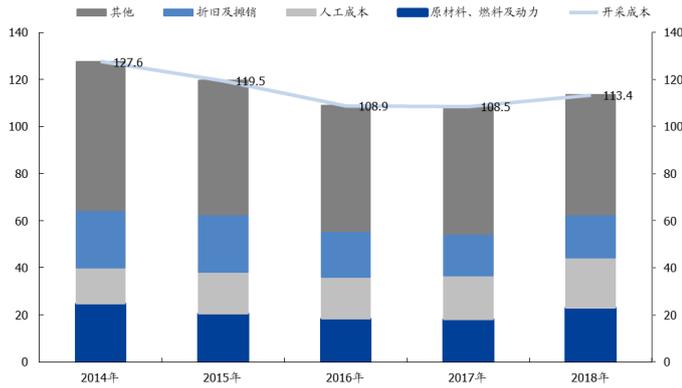
资料来源: 煤炭科学研究总院, 国盛证券研究所

2.3. 优异的资源禀赋造就超低吨煤成本

由于公司大部分煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层厚、地质构造简单、地表状况稳定和瓦斯含量低等优点, 外加近 **40%** 的露天矿产能占比及出众的成本管控能力, 使得公司吨煤成本始终控制在较低水平, 位居行业第三, 且由于采掘行业成本端无法复制的特殊性, 超低的吨煤成本亦为其构筑天然护城河。

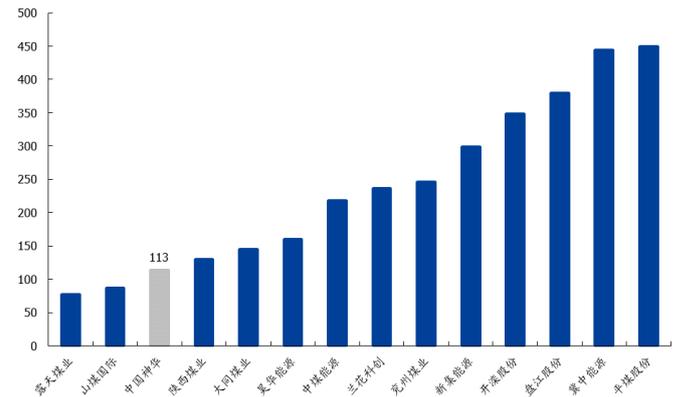
- **纵向来看**, 公司短期受哈尔乌素加大剥离、部分单位工资上升以及榆林资源税上调影响, 吨煤生产成本略有上升, 未来公司会进一步加强成本管控力度。由于公司历史负担较轻, 煤价在目前位置较难再次出现大幅上涨, 且榆林资源税已上调至全国最高水平, 因此我们预计未来公司自产煤成本有望保持基本稳定, 不具备大幅上升的可能性。
- **横向来看**, 公司自产煤吨煤成本位居行业第三, 仅次于露天煤业和山煤国际。公司 2018 年自产煤吨煤生产成本仅 113.4 元/吨, 远低于行业平均水平, 仅次于露天煤业 (纯露天矿) 和山煤国际。

图表 20: 公司自产煤吨煤成本 (元/吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 21: 公司自产煤吨煤成本位居行业第三 (元/吨)



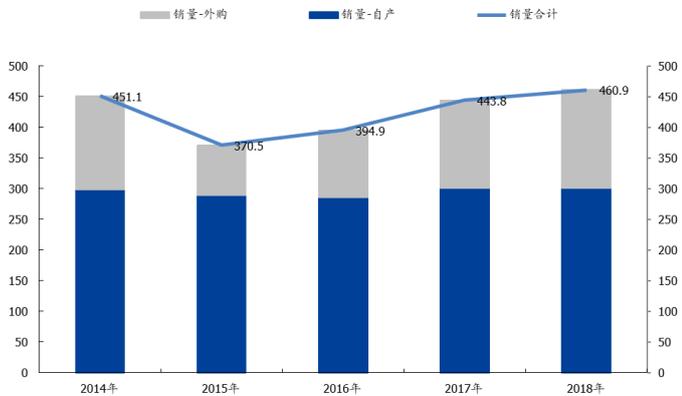
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2.4. 龙头地位稳固, 产量仍具成长空间

2.4.1. 产、销稳居行业榜首

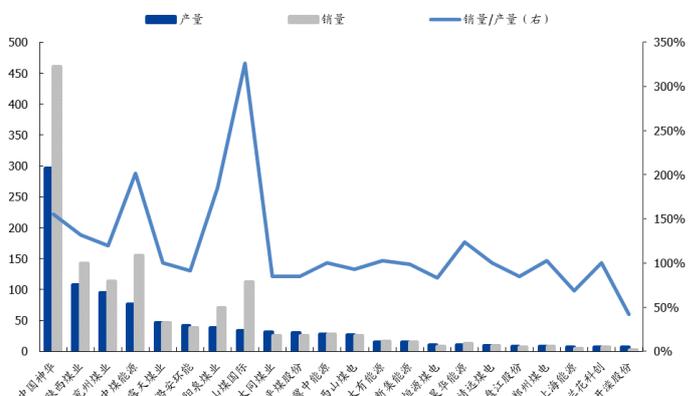
公司 2018 年克服部分煤矿减产影响, 依法合规优化生产, 全年商品煤产量 296.6 百万吨, 同比增长 0.4%, 商品煤销量 460.9 百万吨, 同比增长 3.9%, 其中贸易煤销量 160.2 百万吨, 同比增长 12.2%。

图表 22: 公司煤炭产、销情况 (百万吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 23: 公司煤炭产、销稳居行业榜首 (百万吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2.4.2. 内生: 近看哈素、北电, 远看新街台格庙

近期而言: 一方面, 此前受露天矿征地进度滞后导致土方剥离施工暂缓影响, 公司所属的哈尔乌素矿、宝日希勒矿曾于 2017 年 8 月暂时停产、减产。目前宝日希勒煤矿产量已恢复至正常水平, 哈尔乌素矿的草原占用证、采矿接续用地手续等已经办理完毕, 后续产量有望逐步爬坡恢复至 3500 万吨/年。另一方面, 公司所属的北电胜利露天矿已通过购买产能置换指标完成产能核增, 由 2000 万吨/年核增至 2800 万吨/年。

远期而言: 内蒙古新街台格庙矿区总体规划已获发改委批复, 北区于 2018 年 7 月完成探矿权延续, 取得新的详查探矿权证, 南区探矿权正在积极申办。该矿区划定范围约 766 平方公里, 煤炭资源总量约 144 亿吨 (中国标准下), 矿区划分为五个井田和一个后备

区，五个井田规划矿井建设总规模 6200 万吨/年。

2.4.3.外延：集团资产存注入预期

为避免同业竞争，集团资产注入可期。早在 2004 年 6 月，公司曾与其控股股东神华集团签署《避免同业竞争协议》，随后神华集团与国电集团合并组建国家能源集团，集团合并完成后国家能源集团承诺由公司作为其下属煤炭业务整合平台。为了进一步明确合并后国家能源集团与本公司在煤炭、发电等业务领域之间避免同业竞争事宜，公司与国家能源集团于 2018 年 3 月 1 日签署《避免同业竞争协议之补充协议》（以下简称《补充协议》）。《补充协议》中承诺在集团合并完成后 5 年内，由公司择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉及的下述资产。经国家能源集团官网数据统计，下述待收购的资产中涉及煤炭产能约 1 亿吨/年，未来若能顺利实施并叠加新街台格庙矿区的开发，公司远景产能有望突破 5 亿吨/年大关。

图表 24：集团待注入资产概览

序号	标的资产	股权比例
资产一	神华宁夏煤业集团有限责任公司	51%
资产二	神华国能集团有限公司	100%
资产三	中国神华煤制油化工有限公司	100%
资产四	神华新疆能源有限责任公司	100%
资产五	新疆神华矿业有限责任公司	100%
资产六	神华乌海能源有限责任公司	100%
资产七	神华集团包头矿业有限责任公司	100%
资产八	陕西神延煤炭有限责任公司	51%
资产九	神华杭锦能源有限责任公司	100%
资产十	国华徐州发电有限公司	100%
资产十一	宁夏国华宁东发电有限公司	100%
资产十二	神华国华（舟山）发电有限责任公司	51%
资产十三	江苏国华高资发电有限公司	45%
资产十四	山西省晋神能源有限公司	45%

资料来源：《避免同业竞争协议之补充协议》，国盛证券研究所

注 1：公司已于 2015 年收购了第十项至第十二项资产；

注 2：资产一至资产九以及资产十三、资产十四中的常规能源发电业务，本公司不再享有优先交易及选择权、优先受让权。

2.5.高比例长协平抑煤价波动

“基准价+浮动价”定价模式。2016 年 11 月，国家发改委会同国家能源局、国家煤矿安全监察局以及煤炭工业协会组织召开了“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”，要求有关地区、部门和企业进一步加快签订中长期合同，建立煤炭行业平稳发展的长效机制。从 2016 年 12 月 1 日起，按照“基准价+浮动价”的定价模式、5500 大卡动力煤 535 元/吨的基准价格水平执行。2018 年 11 月，发改委发布《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》（以下简称《通知》），《通知》中鼓励煤电双方更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同，央企及省属特大型国有煤企、电企签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75% 以上，且不能低于上年水平，合同一经签订必须严格履行，全年中长期合同履行率应不低于 90%。公司积极响应相关部门号召，加大长协合同签订比例，截至 2018 年底，已与国内 15 家信誉良好的优质客户签署了三年（2019~2021 年）电煤年度长协合同，涉及煤炭总量约 1.5 亿吨，

采用“基准价+浮动价”的价格机制。

- **年度长协**：采取“基准价（5500大卡动力煤535元/吨）+浮动价”的定价机制，每月月末确定下月价格，浮动价由BSPI、CCTD综合、CECI综合共同确定；
- **月度长协**：不设立基准价，取“CCTD、CCI、API8、CECI成交价”均值，但当前由于API8指数与国内明显脱钩，月度长协定价主要参考上月末现货市场价格；
- **现货**：价格随行就市。

图表 25: 年度长协定价机制

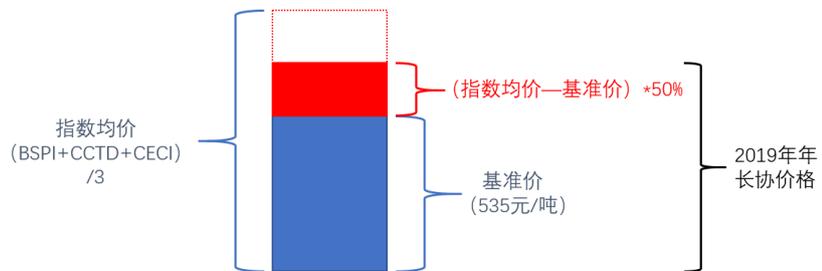
合同签订形势	制度	具体规定
下水煤	定价模式	基准价+浮动价
	基准价	535元/吨
	浮动价	结合BSPI、CCTD、CECI综合确定
铁路直达	定价模式	基准价+浮动价
	基准价	50%*下水煤基准价扣除运杂费后的坑口均价+50%*2018年月度成交均价
	浮动价	结合BSPI、CCTD、CECI综合确定
区域内	自主定价	由各地根据本地区煤矿实际生产经营情况、下游用户承受能力等综合确定

资料来源：发改委，国盛证券研究所

注：BSPI—环渤海煤炭价格指数；CCTD—秦皇岛港煤炭价格指数；CECI—电煤采购价格指数。

图表 26: 年度长协、月度长协定价公式

$$2019\text{年年度长协价格} = \underbrace{535}_{\text{基准价}} + \underbrace{\left(\frac{\text{上月末期BSPI} + \text{上月末期CCTD} + \text{上月末期CECI综合}}{3} - 535 \right) \times 50\%}_{\text{浮动价}}$$



$$2019\text{年月度长协价} = \frac{\text{上月末期CCTD} + \text{上月末期CCI} + \text{上月末期API8} + \text{上月末期CECI成交}}{4}$$

资料来源：发改委，国盛证券研究所

自产煤用于年长协及现货销售，贸易煤用于月长协销售。公司目前销售的商品煤来源主要分为自产煤和贸易煤两种模式，对内外部客户实行统一的定价机制，执行年度长协、月度长协及现货三种定价机制，其中自产煤主要用于年度长协和现货销售，贸易煤主要用于月度长协销售。

图表 27: 公司煤炭销售按合同定价机制分类

	销量 (百万吨)	占比	售价 (元/吨)
年度长协	220.5	47.8%	381
月度长协	158.9	34.5%	511
现货	81.5	17.7%	401
销量合计/平均价格	460.9	100.0%	429

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

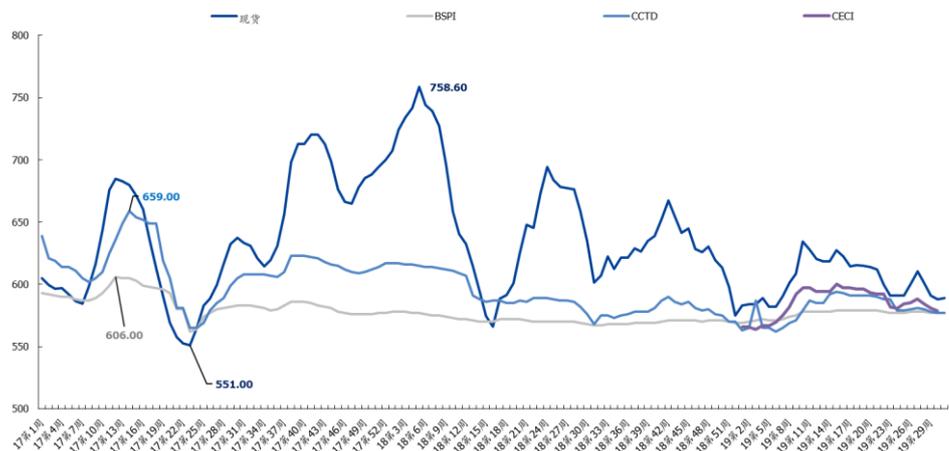
年度长协定价机制的引入,使得公司煤炭销售价格波动幅度明显收窄。由于在编制 BSPI、CCTD 综合、CECI 综合指数的采样中均包含大量年长协煤样本,因此其价格波动幅度明显弱于现货,外加受发改委调控影响,其波动区间呈现逐年收窄的态势。以 BSPI 为例,2017 年现货价格波动幅度 174 元/吨(548~722 元/吨),BSPI 波动幅度 44 元/吨(562~606 元/吨),相对现货波动敏感度 25.3%;2018 年现货价格波动幅度进一步扩大至 201 元/吨(564~765 元/吨),但 BSPI 指数波动幅度仅 11 元/吨(567~578 元/吨),相对现货波动敏感度仅 5.5%,较 2017 年明显下降。

图表 28: BSPI、CCTD、CECI 波动幅度明显弱于现货价格 (元/吨)

	2017 年			2018 年			2019 年至今		
	最大	最小	极差	最大	最小	极差	最大	最小	极差
现货	722	548	174	765	564	201	638	573	65
BSPI	606	562	44	578	567	11	579	569	10
CCTD	659	565	94	617	568	49	594	562	32
CECI	—	—	—	—	—	—	600	564	36
神混 1	581	557	24	566	553	13	562	551	11

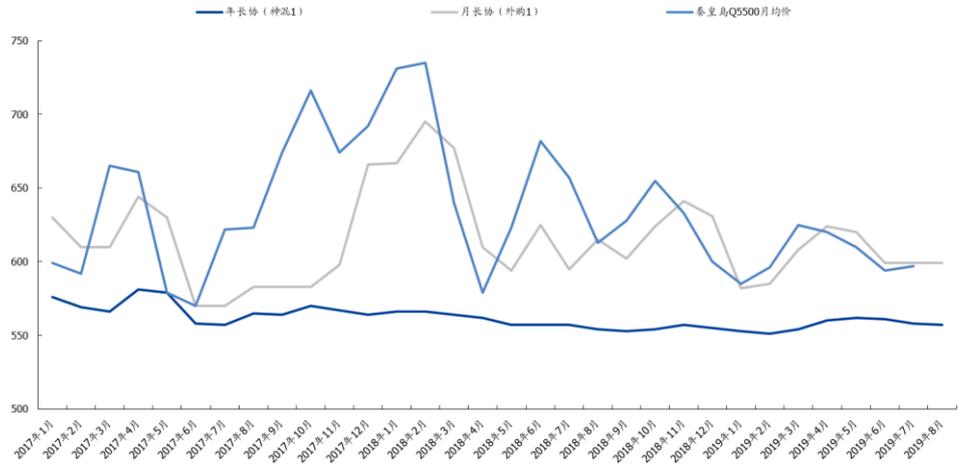
资料来源: wind, 中电联, 国盛证券研究所

图表 29: BSPI、CCTD、CECI 与现货价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 公司年度长协, 月度长协与现货价格走势 (元/吨)

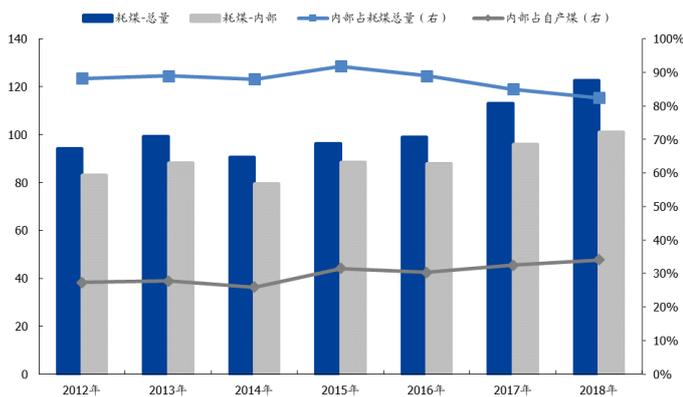


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3. 煤电联营, 熨平周期

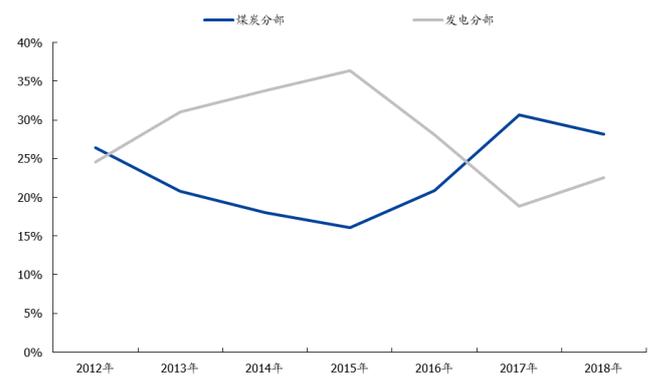
为提高公司抵御市场风险(煤价大幅下跌)能力, 公司自成立之初起便积极发展电力板块, 充分利用煤炭及运输分部优势, 在坑口周边、铁路沿线、“海进江”辐射区域布局燃煤机组, 尽可能保证燃煤电厂原料自给自足。2018 年公司发电分部共耗煤 122.6 百万吨, 其中 82.5%来自公司内部采购, 约占公司自产煤总量 34%。公司通过打造“煤电联营”模式, 可在一定程度上平抑煤价波动对整体业绩的影响, 促进煤炭和电力分部健康、稳定发展。

图表 31: 公司发电分部耗煤情况 (百万吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 32: 公司煤炭、发电分部毛利率对比



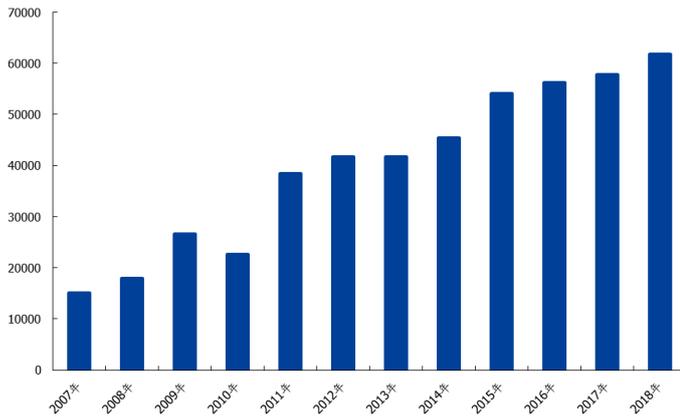
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

3.1. 逆周期布局火电, 打造“煤电联营”

装机容量位于行业第三, 发电量位居行业第二。公司自成立伊始便希望打造“煤电联营”模式平抑煤价大幅波动对业绩的影响, 不断通过并购和自建方式大力发展发电板块, 公司电力装机规模持续提升。

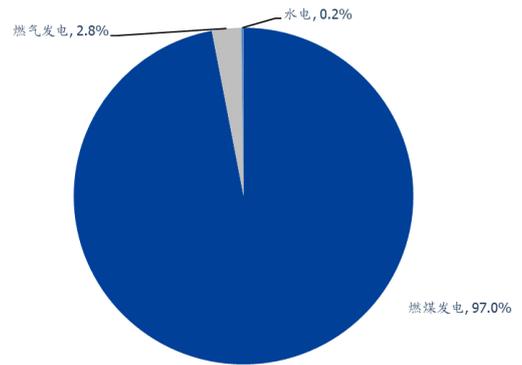
- **装机容量方面**：截至 2018 年底，公司发电总装机容量达到 **61849** 兆瓦，仅次于华能国际和大唐电力，位居上市电力企业第三。
- **电源种类方面**：截至 2018 年底，公司燃煤发电装机容量 **59994** 兆瓦，占公司总装机容量的 **97%**，仅次于华能国际，位于行业第二；燃气发电装机容量 1730 兆瓦，占比 2.8%；水电装机容量仅 125 兆瓦，占比 0.2%；
- **发电量方面**：2018 年公司抓住全社会用电量较快增长的良好时机，加大营销，全年完成发电量 2853.2 亿千瓦时，同比增长 8.5%，完成售电量 2675.9 亿千瓦时，同比增长 8.7%，发电/售电量仅次于华能国际，位于行业第二。

图表 33: 公司发电装机容量持续上升 (MW)



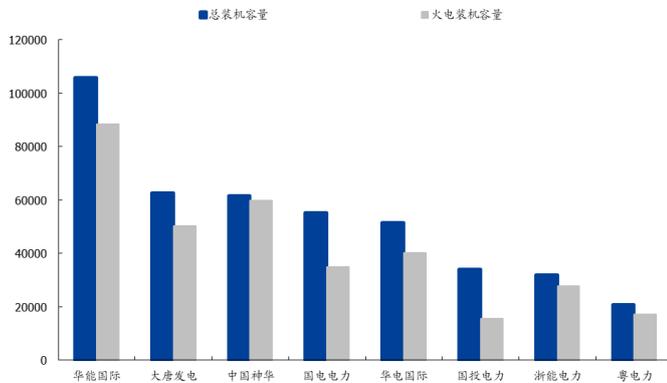
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 34: 公司发电装机以燃煤为主



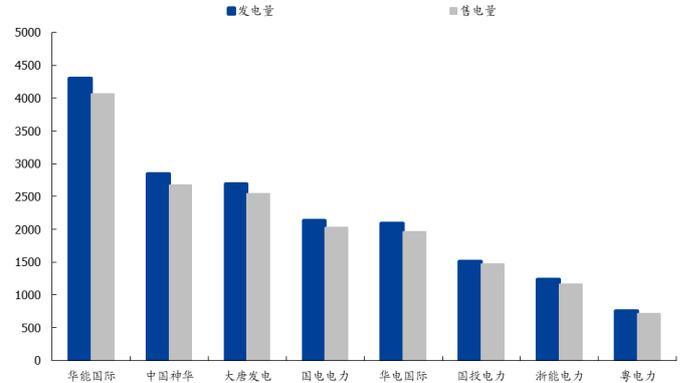
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 35: 公司发电总装机容量位于行业第三 (MW)



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 36: 公司发电量位于行业第二 (亿千瓦时)



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

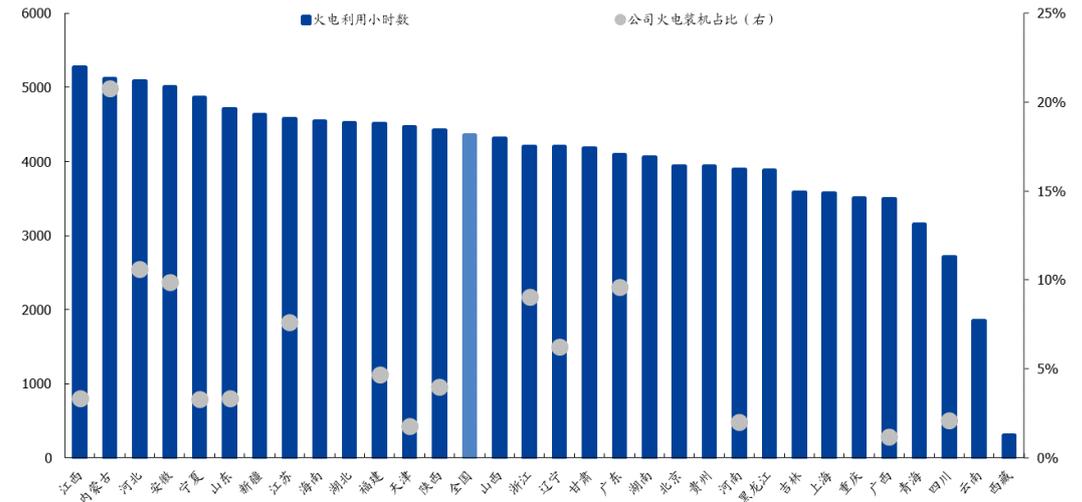
图表 37: 公司电力板块装机明细 (MW) (截至 2018 年底)

类型	电厂	厂址	机组水平	机组构成	装机容量	权益	权益装机
燃煤 电厂	准能电力	内蒙古	亚临界	2×150+2×330	960	58%	554
	国华准格尔	内蒙古	亚临界	4×330	1320	48%	639
	国华呼电	内蒙古	超临界	2×600	1200	80%	960
	神东电力	内蒙古	亚、超超临界	—	8984	97%	8726
	沧东电力	河北	超临界	2×600+2×660	2520	51%	1285
	三河电力	河北	亚临界	2×300+2×350+30	1330	39%	512
	定州电力	河北	亚临界	2×600+2×660	2520	41%	1021
	台山电力	广东	亚亚、超超临界	5×600+2×1000+30+60	5090	80%	4072
	惠州热电	广东	亚临界	2×330	660	100%	660
	浙能电力	浙江	亚临界	4×600+2×1045+30	4520	60%	2712
	舟山电力	浙江	亚临界	3×125+135+300+100	910	51%	464
	神皖能源	安徽	亚、超超临界	2620+1320+660+1320	5920	51%	3019
	太仓电力	江苏	超临界	2×630	1260	50%	630
	陈家港电力	江苏	超超临界	2×660	1320	55%	726
	徐州电力	江苏	超超临界	2×1000	2000	100%	2000
	绥中电力	辽宁	超临界	2×800+2×1080	3760	50%	1880
	福建能源	福建	亚、超超临界	2×300+2×1000+4×50	2800	49%	1375
	锦界能源	陕西	超临界	4×600	2400	70%	1680
	四川能源 (煤电)	四川	亚临界	2×330+2×300	1260	48%	604
	孟津电力	河南	超临界	2×600	1200	51%	612
	寿光电力	山东	超超临界	2×1000+20	2020	60%	1212
	国华宁东	宁夏	超超临界	2×660	1320	57%	749
	宁东电力	宁夏	亚临界	2×330	660	100%	660
盘山电力	天津	超临界	2×530	1060	45%	482	
柳州电力	广西	超临界	2×350	700	70%	490	
九江电力	江西	超超临界	2×1000	2000	100%	2000	
南苏 EMM	印尼	亚临界	2×150	300	70%	210	
燃气	北京燃气	北京	F级“二拖一”		950	100%	950
	余姚电力	浙江	F级“二拖一”		780	80%	624
水电	四川能源 (水电)	四川			125	38%	48
合计	燃煤电厂合计				59994		39934
	燃气电厂合计				1730		1574
	水电合计				125		48
	总计				61849		41556

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

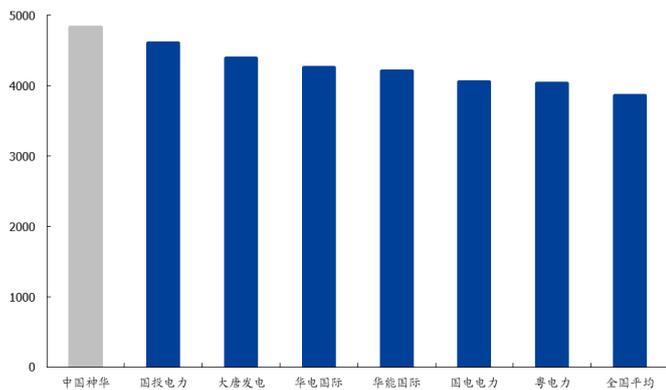
发电设备利用率位居行业第一。由于公司电厂以火电为主, 且多数燃煤机组位于我国火力发电大省、地理位置优越, 外加下属机组技术水平先进、平均单机容量大, 因此公司发电设备利用率明显高于全国平均水平。2018 年公司燃煤机组平均利用小时数高达 4877 小时, 同比增加 194 小时, 远高于全国 4361 小时的平均水平, 在上市公司中位居榜首。

图表 38: 各省火电利用小时数与公司燃煤装机占比 (2018 年)



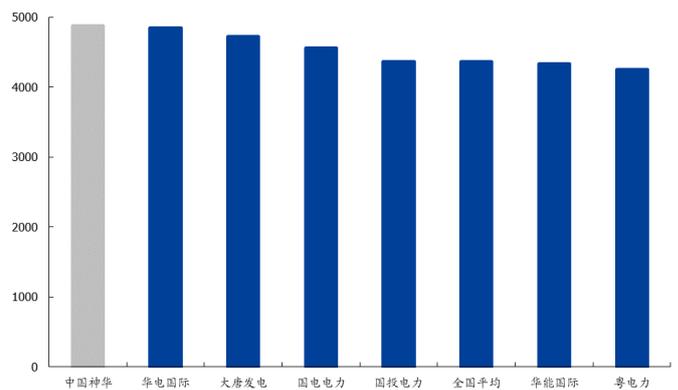
资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

图表 39: 公司发电机组平均利用小时数位居行业第一 (小时)



资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

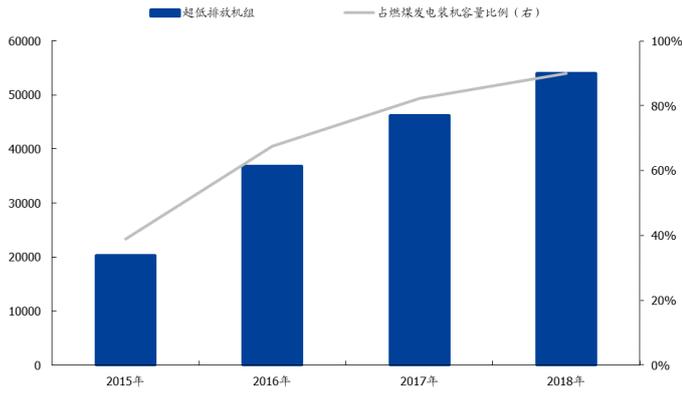
图表 40: 公司燃煤发电机组平均利用小时数位居行业第一 (小时)



资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

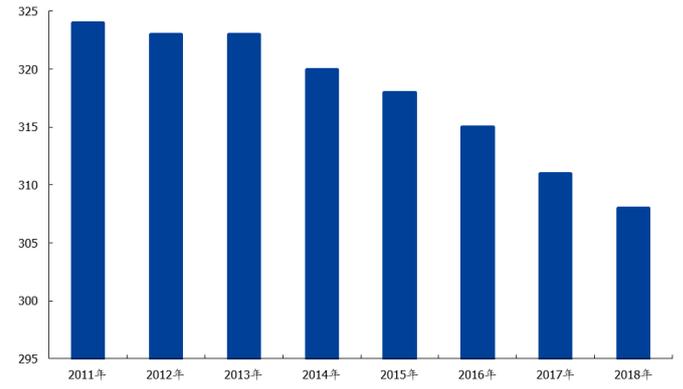
持续推进超低排放改造和节能降耗工作。公司始终以“建设世界一流的清洁能源供应商”为目标，按照国家打好污染防治攻坚战有关要求，持续推进燃煤机组超低排放和节能降耗工作。截至 2018 年底，公司国内燃煤发电机组全部完成脱硫、脱硝改造，累计完成新建或改造共计 53960 兆瓦 93 台超低排放燃煤机组，占公司燃煤发电装机容量的 89.9%。一方面，符合超低排放限值要求并验收合格的燃煤发电机组可获得电价补贴等政策支持，提升发电分部盈利水平；一方面，受益于组改造带来的效率提升，全年燃煤发电机组平均售电标准煤耗为 308 克/千瓦时，较 2011 年已累计下降 16 克/千瓦时。

图表 41: 公司完成脱硫、脱硝改造的超低排放机组逐年增加 (MW)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 42: 公司燃煤发电机组平均售价标准煤耗逐年下降 (克/千瓦时)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

3.2. 组建合资公司，部分电力资产出表

携手国电组建合资公司。2018年8月，公司与国电电力签署《合资框架协议》，双方拟分别出资18项及22项资产共同组建合资公司“北京国电”，国电电力持有合资公司“北京国电”57.47%股权，为其控股股东，公司持有合资公司42.53%。

图表 43: 中国神华出资资产明细 (营收、净利为 2017 年 Q1~Q3)

类型	序号	电厂	在运 (MW)	在建 (MW)	机组 (MW)	控股 比例	地区	营收 (百万)	净利 (百万)
全资、 控股子 公司	1	国华太仓	1260		2×630	50%	江苏	165,360	16,777
	2	国华陈家港	1320		2×660	55%	江苏	163,436	11,727
	3	国华徐州	2000		2×1000	100%	江苏	247,100	-1,051
	4	国华呼伦贝尔	1200		2×600	80%	内蒙	74,788	6,540
	5	宁夏国华宁东	660		2×330	100%	宁夏	50,314	-9,765
	6	神华国华宁东	660	660	1×660+1×660 (在建)	56.8%	宁夏	5,059	-616
	7	国华浙能	4490		1×660+3×630+2×1000	60%	浙江	521,655	53,544
	8	国华舟山	910		1×125+1×135+1×300+1×350	51%	浙江	123,084	5,788
	9	国华余姚燃气	780		1×780	80%	浙江	75,206	4,615
	10	国华国电	7440		三河: 2×350+2×300 绥中: 2×880+2×1000 准格尔: 2×330+2×330 盘山: 2×530 庐江: 2×660 (在建)	70%	北京	771,260	10,047
	11	神皖能源	4600	1320	池州: 2×320 马鞍山: 2×330+2×330 安庆: 2×320+2×1000	51%	安徽	517,601	33,168
	12	神东保德	270		2×135	91.3%	山西	18,023	-7,106
	13	神东山西河曲	700		2×350	80%	山西	53,948	-3,006
	14	神东五彩湾	700	1320	2×350+2×660 (在建)	100%	新疆	35,807	1,824
	15	神东萨拉齐	600		2×300	100%	内蒙	33,462	-13,608
	16	神东上湾	300		2×150	100%	内蒙	22,270	1,011
	17	神东米东热电	600		1×300+1×300	100%	新疆	29,831	39
	参股	18	浙能嘉华	4640		4×660+2×1000	20%	浙江	552,400
合计			33130	3300					

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 国电电力出资资产明细 (营收、净利为 2017 年 Q1~Q3)

类型	序号	电厂	在运 (MW)	在建 (MW)	机组 (MW)	控股 比例	地区	营收 (百万)	净利 (百万)
全资、控 股子公司	1	国电江苏	7530	1320	常州: 2×630 泰州: 2×1000+2×1000 宿迁: 2×135+2×660 (在建)	100%	江苏	1,286,679	67,028
	2	国电安徽	3220	1320	谏壁: 2×1000 宿州第二热电: 2×350 铜陵: 2×630 蚌埠: 2×630+2×660 (在建)	100%	安徽	328,999	-22,370
	3	国电新疆	3610	1320	红雁池: 2×330 库车: 2×135+2×330 克拉玛依: 2×350 哈密: 2×660 准东: 2×660 (在建)	100%	新疆	168,566	-26,202
	4	国电大同	2520		2×600+2×660	100%	山西	237,340	9,446
	5	国电内蒙东胜	660		2×330	55%	内蒙	53,719	1,048
	6	国电大连庄河	1200		2×600	51%	辽宁	98,181	-14,115
	7	国电朝阳热电		700	2×350	100%	辽宁	5,675	2,798
	8	国电江苏谏壁	660		2×330	100%	江苏	337,596	7,103
	9	国电浙江北仑第一发电	1200		2×600	70%	浙江	148,038	16,864
	10	国电浙江北仑第三发电	2000		2×1000	50%	浙江	276,496	30,607
	11	国电宁夏石嘴山	1320		4×330	50%	宁夏	99,102	-14,909
	12	国电大武口	660	700	2×330+2×350 (在建)	60%	宁夏	59,209	-17,581
	13	国电湖州南浔		200	2×100 (在建)	100%	浙江		
	14	国电石嘴山	680		1×350+1×330	60%	宁夏	44,905	-22,087
	15	国电酒泉	660		2×330	100%	甘肃	29,009	-12,246
	16	上海外高桥第二发电	720		2×900	40%	上海	198,930	23,907
	17	国电浙能宁东		2000	2×1000	51%	宁夏		
分公司	18	国电大同第二发电	1200		6×200		山西	112,206	4,625
	19	国电大连开发区	700		2×350		辽宁	76,688	-5,967
	20	国电大武口					宁夏	778	720
参股	21	浙能北仑	1980		3×660	49%	浙江	242,429	18,838
	22	浙能乐清	2640		2×660+2×660	23%	浙江	334,912	14,648
合计			33160	7560					

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

部分电力资产出表, 经营成果计入投资收益, 公司装机容量、发电量大幅下降。2019年1月31日, 公司与国电电力组建合资公司交易完成交割, 公司出资资产相关的发电机组装机容量不再计入本公司统计范围, 相关电厂的资产负债及2019年1月31日后的损益不再纳入公司合并财务报表范围。公司增加对合资公司的长期股权投资, 并按照权益法进行后续计量, 于每个会计期末, 本公司按持股比例确认享有的合资公司经营成果, 计

入当期投资收益。

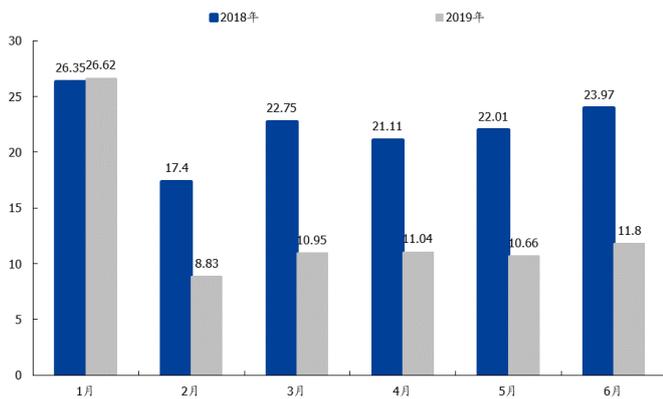
- 装机容量方面，公司表内装机容量大幅减少，截至2019年一季度末，公司表内装机容量缩减至31019MW；
- 发电量方面，由于部分电力资产出表，公司2019年上半年完成发电量799亿千瓦时，同比减少40.2%，预计全年发电量同比减少约45%；
- 投资收益方面，公司于交割日确认一次性相关投资收益11.2亿元，于一季度末确认对合资公司2019年2~3月的投资收益1.28亿元，预计全年贡献投资收益8~10亿元；

图表45：截至2019年一季度末公司装机容量变化情况（MW）

电源种类	总装机容量 (截至2018年底)	装机容量变化 (2019年1~3月)	装机容量 (截至2019年Q1末)
燃煤发电	59,994	-30,050	29,944
燃气发电	1,730	-780	950
水电	125	0	125
合计	61,849	-30,830	31,019

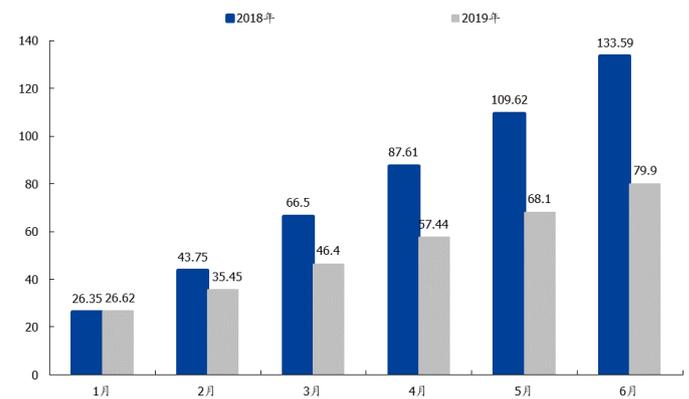
资料来源：公司季报，国盛证券研究所

图表46：公司发电量单月变化情况（十亿千瓦时）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表47：公司发电量累计变化情况（十亿千瓦时）



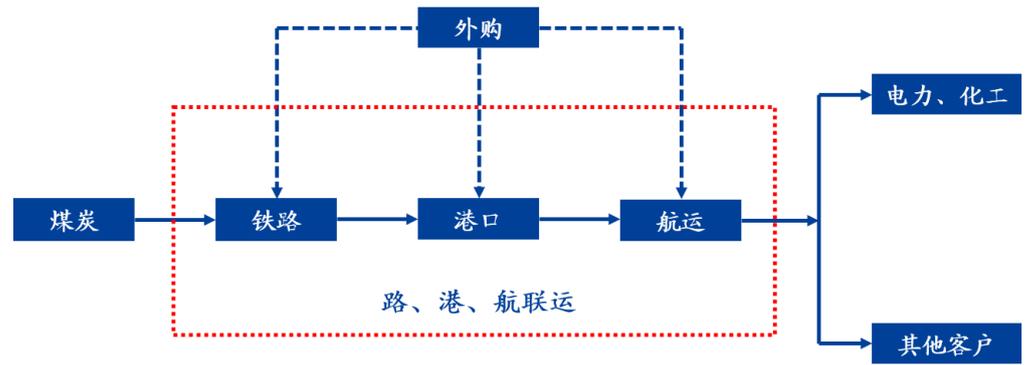
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.路港航联运打造一体化运输网络

内部服务为主，毛利率基本稳定。公司是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，涵盖铁路、港口、航运三大板块，依托自身强大的运输体系，公司可将上游煤炭资源与下游终端用户无缝对接，努力实现效益最大化。

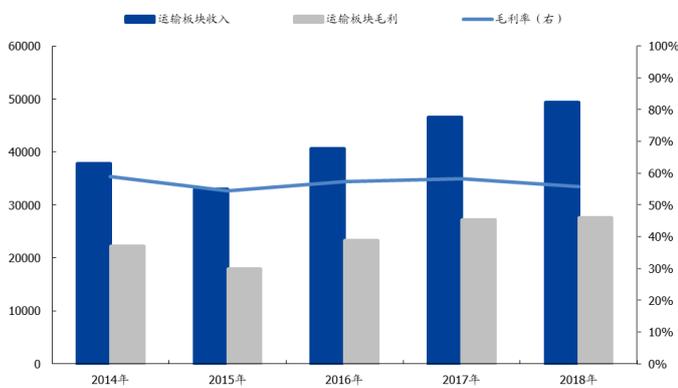
- 铁路分部：2018年实现收入391.5亿元，其中对内332.7亿元，占比85%；
- 港口分部：2017年（2018年末公布对外占比情况）实现收入57.2亿元，其中对内49.3亿元，占比86.2%；
- 航运分部：2018年完成航运货运量103.6百万吨，其中对内79.9百万吨，占比77.1%。

图表 48: 公司“铁路-港口-航运”一体化运输网络



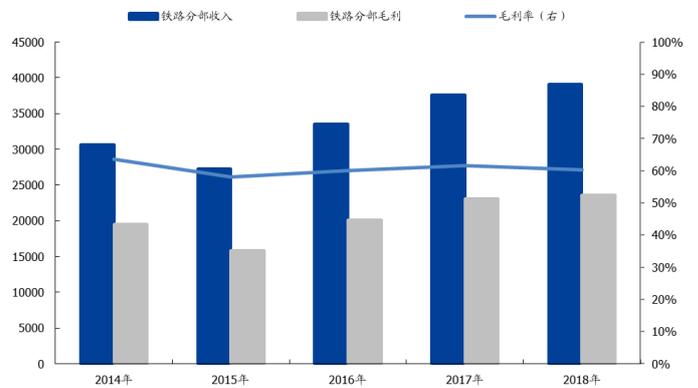
资料来源: 国盛证券研究所

图表 49: 公司运输板块营收及盈利状况 (百万)



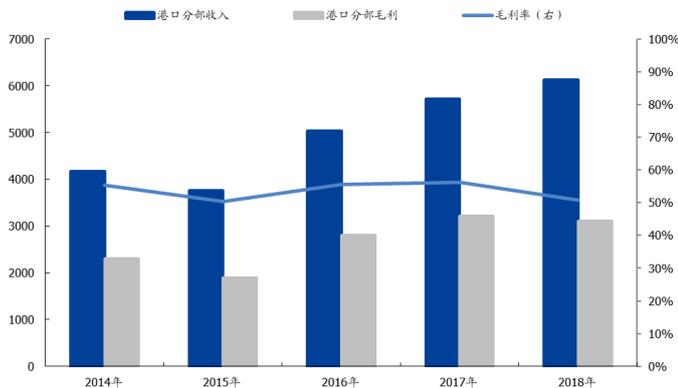
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 50: 公司铁路分部营收及盈利状况 (百万)



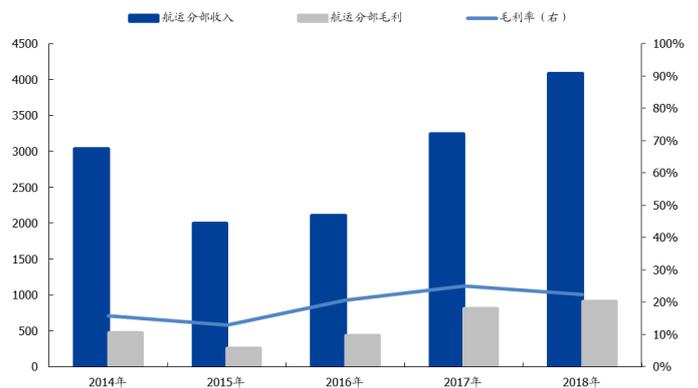
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 51: 公司港口分部营收及盈利状况 (百万)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 52: 公司航运分部营收及盈利状况 (百万)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

4.1.铁路：布局晋陕蒙，运往北方港

核心目的在于保证自有港口下水煤来源。公司铁路分部主要控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络和“神朔—朔黄线”西煤东运大通道，通过现有运输网络能将上游煤炭资源运往黄骅、天津等港口，最大程度保证下水煤来源稳定。公司目前拥有11条铁路，其中在运9条，在建1条，缓建1条，合计营业里程2145公里，是国内除铁总以外最大的铁路运营商。

图表 53: 公司自有铁路资产明细

铁路	起点站	终点站	权益占比	设计运输能力 (万吨)	运输距离 (公里)	货运周转量 (十亿吨公里)
神朔铁路	神木	朔州	100.0%	20000	266	52.6
朔黄-黄万铁路	朔州	黄骅、天津	52.7%	39000	663	176.3
大准铁路	大同	准格尔旗	58.0%	20000	264	30.1
包神铁路	神木	包头	88.2%	10000	192	9.9
甘泉铁路	甘其毛都	包头万水泉	88.5%	3000	367	1.2
巴准铁路	准格尔旗	伊金霍洛旗	90.0%	20000	135	3.6
准池铁路	准格尔旗	朔州神池	85.0%	20000	180	10.2
塔韩铁路	杭锦旗塔然高勒	东胜韩家村	100.0%	1500	78	
在运小计					2145	283.9
在建	黄大铁路	黄骅	大家洼	39.5%	4000	210
缓建	阿莫铁路	阿荣旗	达斡尔旗	75.0%	1552	97

资料来源：公司公告，公司国盛证券研究所

图表 54: 公司自有铁路运营路线示意图

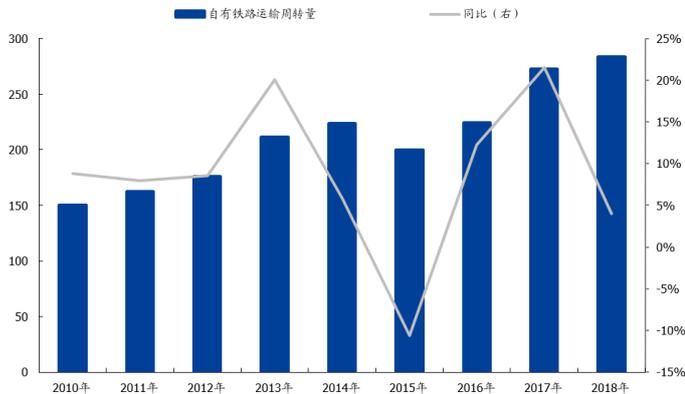


资料来源：公司年报，国盛证券研究所

- 自成立以来，公司科学配置运输资源，强化上下游衔接管理，有效提升运输能力。
- 一方面，公司铁路分部持续优化运输组织，提高作业效率，保障一体化运输。公司2018年自有铁路运输周转量达到283.9十亿吨公里，同比增长4%，创历史最好水平；
 - 一方面，公司在积极保障一体化运输的同时，铁路分部稳步推进大物流体系建设和

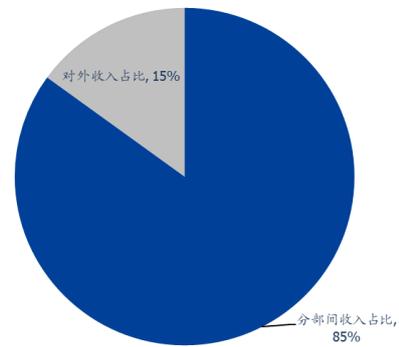
第三方服务, 2018 年公司为客户提供货物运输周转量 30.7 十亿吨公里, 同比增长 4.4%, 获得收入 58.8 亿元, 占铁路分部营业收入的 15%。

图表 55: 公司自有铁路周转量续创历史最佳 (十亿吨公里)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 56: 铁路分部对比收入占比 15%



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

4.2.港口: 一体化运输网络枢纽

港口是公司“路、港、航”一体化运输经营的核心所在。由于下水煤利润较铁路直达更为丰厚, 因此公司始终坚持以实现下水煤最大比例为基本营销策略, 努力提高自有港口下水煤销售占比。目前, 公司拥有黄骅港、神华天津港煤码头和神华珠海煤码头三个港口, 总装船能力约 2.7 亿吨/年。2018 年, 公司港口分部强化上下游对接, 提高卸车装船效率, 共实现下水煤销量 270 百万吨, 同比增长 4.6%, 其中通过自有港口下水煤炭销量 238.3 百万吨, 同比增长 4.6%, 占下水煤销量的 88.2%。

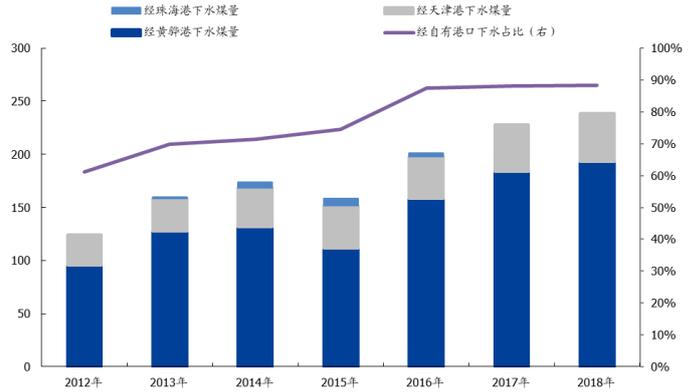
- **黄骅港:** 神华黄骅港由公司 (控股 70%) 和河北建设投资公司 (控股 30%) 共同出资组建, 于 2001 年底投入运营, 目前暂居我国第二大煤炭下水港 (2018 年黄骅港煤炭吞吐量 20334 万吨, 秦皇岛港 20341 万吨), 是我国首个煤炭翻、堆、取环节全部实现计算机管控的现场无人化操作煤港。目前黄骅港煤源主要来源于准池、朔黄铁路, 共拥有煤码头 4 个, 泊位 17 个, 靠泊能力最大可达 10 万吨, 场地堆存能力 700 万吨。2018 年经黄骅港下水煤量 193.2 百万吨, 同比增长 4.9%;
- **天津港煤码头:** 神华天津煤码头是由公司 (控股 55%) 和天津港股份有限公司 (控股 45%) 共同投资建设的专业化煤炭码头, 于 2007 年正式投入运营, 设计能力 4500 万吨/年。目前天津港煤码头煤源主要来源于黄万铁路, 共拥有 3 个泊位 (1×15 万吨、2×7 万吨), 堆存能力 144 万吨。2018 年经天津港煤码头下水煤量 45.1 百万吨, 同比增长 3.2%;
- **珠海港煤码头:** 神华粤电珠海港煤炭码头是公司 (40%)、粤电 (30%) 和珠海港股份有限公司 (30%) 共同出资设立的专业化煤炭码头, 设计通过能力 4000 万吨/年。珠海港煤码头拥有 1 个 5 万吨级、4 个 3000 吨级装船泊位和 2 个 10 万吨级 (远期兼顾 15 万吨级) 卸船泊位, 目前作为中转基地, 不再核算下水煤。

图表 57: 公司港口下水煤销量 (百万吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 58: 经公司自有港口下水煤占比 (百万吨)



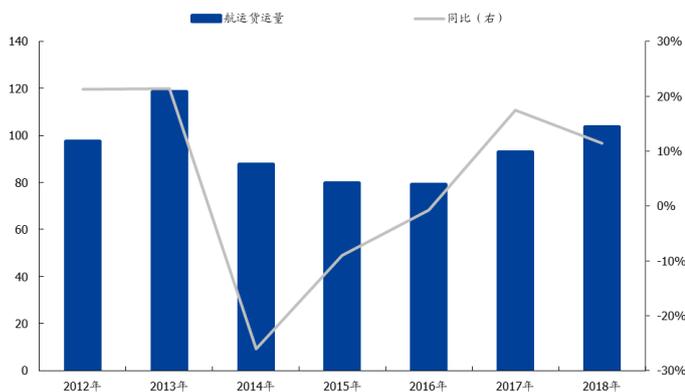
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

4.3. 航运: 完善运输链条

航运作为公司“路、港、航”一体化运输经营的最后环节, 为公司下游终端用户提供安全、优质、经济、高效的沿海、沿江煤炭运输保障服务。目前公司航运分部主要由神华中海航运有限公司运营, 拥有 40 艘、约 2.18 百万吨载重吨的航运船队。

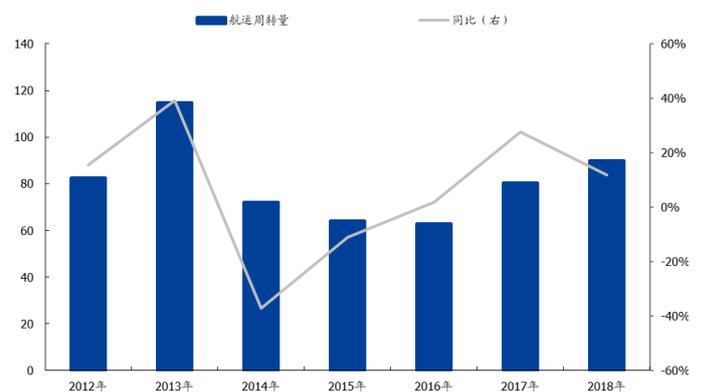
公司一直以来不断提高调度管理水平和船舶周转效率, 积极落实“准班轮”制度, 充分利用船岸衔接优势和租入船舶释放运能, 有效保障重点客户燃煤供应。2018 年, 公司航运分部共完成航运货运量 103.6 百万吨, 同比增长 11.4%, 其中对内占 77.1%, 对外占 22.9%; 航运周转量 89.9 十亿吨海里, 同比增长 11.8%。

图表 59: 公司航运货运量 (百万吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 60: 公司航运周转量 (十亿吨海里)



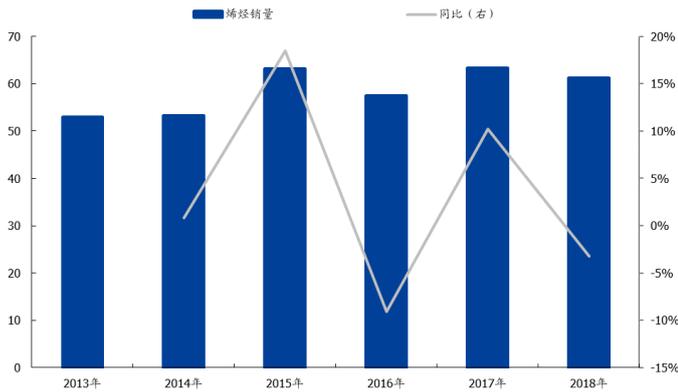
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

5. 煤化工: 运营稳定, 期待二期产能释放

由于公司煤制烯烃项目生产所用燃料煤及原料煤全部由内部神东矿区供应, 因此原材料价格波动对公司整体业绩并无实质性影响, 仅在于分部间利润调节, 其盈利敞口主要在于烯烃产品销售价格。

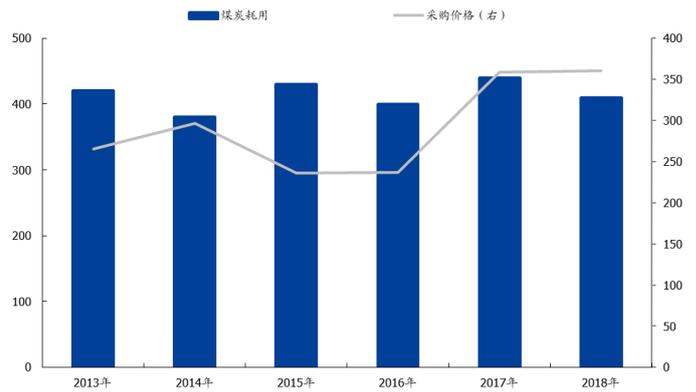
公司煤化工分部目前业务体量较小，对公司总体盈利水平影响有限。公司煤化工分部由包头煤化工公司负责，目前拥有 60 万吨煤制烯烃产能，主要产品包括聚乙烯（生产能力约 30 万吨/年）、聚丙烯（生产能力约 30 万吨/年）及其他少量副产品。自投产以来，公司煤化工分部通过持续优化工艺条件，提高生产效率，降低催化剂单耗，实现降本增效，产量基本稳定在每年 60 万吨左右。2018 年，公司包头煤制烯烃项目保持生产装置安全、稳定、高负荷运行 8164 小时，平均生产负荷达到 100%，共生产烯烃产品 61.7 万吨，耗用煤炭 4.1 百万吨。此外，公司包头煤制烯烃升级示范项目（二期项目）于 2017 年 7 月获得内蒙古自治区发改委核准，拟新建年产 75 万吨的煤制烯烃装置，其中年产聚乙烯 35 万吨、聚丙烯 40 万吨，目前该项目正在稳步推进前期环保相关工作。

图表 61: 公司烯烃销量 (万吨)



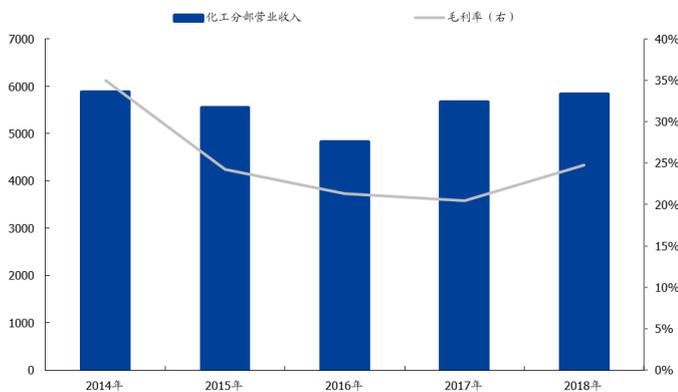
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 62: 公司烯烃生产耗用原料情况 (万吨、元/吨)



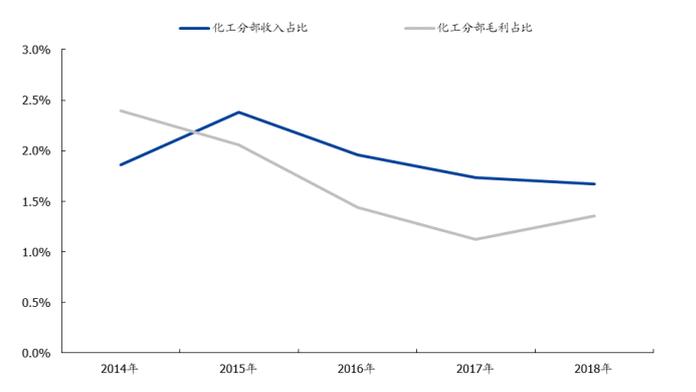
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 63: 公司煤化工分部营业收入及毛利率 (百万)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 64: 公司煤化工分部营收及毛利占比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

6. 业绩弹性测算

虽然公司业务主要分为煤炭、电力、运输、化工四大板块，但电力分部 80% 以上原料煤以公司内部供应为主，盈利敞口主要在于上网电价；运输分部基本以对内服务为主，盈利波动性较小；化工分部原料全部由公司内部供应，盈利敞口在于烯烃价格，且收入、毛利占比均不到 2%，不单独考虑。因此公司盈利主要受煤炭板块影响。

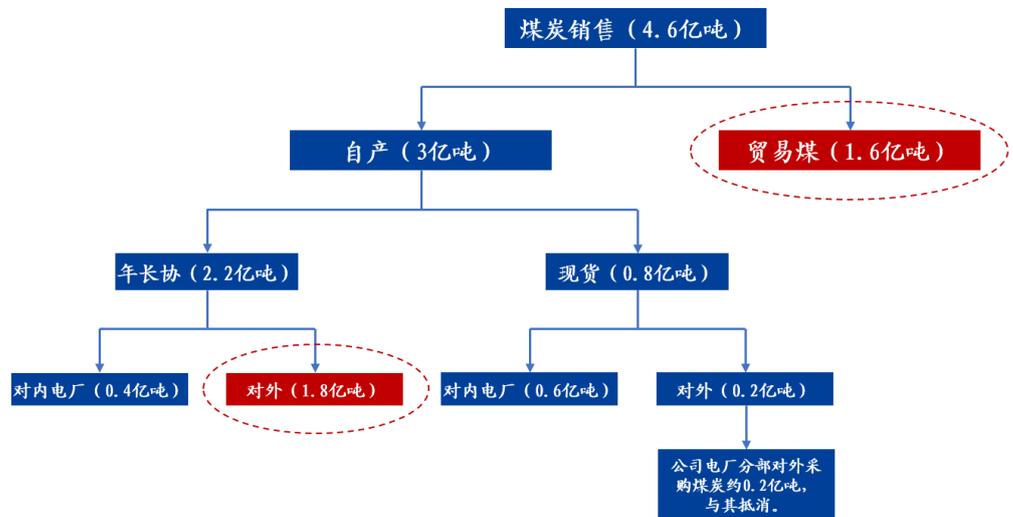
➢ 自产煤方面，由于售价以长协定价为主，因此煤价波动幅度较小，若煤价跌至 500

- 元/吨，公司年长协价格或降至 527 元/吨，导致公司归母净利下降约 32 亿元；
- 贸易煤方面，公司贸易煤主要依靠“低买高卖”赚取差价，在悲观情形下，贸易煤会导致公司归母净利下降约 20 亿元。

6.1.量：自产（1.8 亿吨）+贸易（1.6 亿吨）

以 2018 年公司煤炭销售为例，公司共销售煤炭 4.6 亿吨，其中自产煤销售 3 亿吨，外购煤销售 1.6 亿吨。需注意的是，自产煤销售的 3 亿吨中有约 1 亿吨供给内部，煤价波动对公司整体利润并无实质性影响，剩余约 2 亿吨自产煤中，以年度长协方式销售 1.8 亿吨，以现货方式销售 0.2 亿吨（该部分与电厂分部对外采购体量相近，价格影响相互抵消）。因此，实际能对公司利润产生影响的是 1.8 亿吨以“年度长协”方式销售煤炭+1.6 亿吨贸易煤。

图表 65：公司煤炭销售流向



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

6.1.1.煤炭分部销售模式

以煤炭销售来源划分，主要分为自产煤销量和贸易煤销量两部分。

- 自产煤：2018 年销量 3 亿吨，主要以年度长协和现货销售为主，是公司煤炭板块利润的主要来源；
- 贸易煤：2018 年销量 1.6 亿吨，主要以月度长协销售为主，利润来源主要分为两部分，一是赚取坑口和港口差价，二是公司铁路分部赚取运费。

以销售对象划分，主要分为对外销售和对内销量两部分。

- 对外部客户：2018 年对外部客户销售煤炭 3.54 亿吨，该部分煤炭销售价格的高低会实质性影响公司利润；
- 对内部客户：2018 年对内部客户销售合计销售煤炭 1.07 亿吨，其中对内部发电分部销售 1.03 亿吨，对内部煤化工分部销售 0.04 亿吨。由于是对内销售，因此该部分煤炭销售价格高低对公司整体利润并不会产生实质性影响，只涉及各分部间利润分配问题。

以销售合同定价机制划分，主要分为年度长协、月度长协和现货销售。

- 年度长协：煤源来自于公司自产煤，定价方式采用“基准价+浮动价”调节机制，每月一调；
- 月度长协：煤源来自于外购煤，目前定价方式跟随港口现货价格，现货波动幅度大

- 时价格每周一调；
- **现货**：煤源来自于公司自产煤，定价方式跟随产地价格。

图表 66: 公司煤炭销售情况 (百万吨、元/吨)

按销售来源	销量	价格	按销售对象	销量	价格	按销售方式	销量	价格
自产煤	300.7	—	对外部客户	353.6	441	年度长协	220.5	381
外购煤	160.2	—	对内部发电分部	103.2	393	月度长协	158.9	511
			对内部煤化工分部	4.1	360	现货	81.5	401
合计	460.9	429	合计	460.9	429	合计	460.9	429

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

6.1.2. 电厂分部采购模式

公司燃煤电厂分部范围较广, 涉及坑口周边、铁路沿线以及“海进江”辐射区域, 因此内部采购方式以“现货”和“年度长协”方式为主。以 2018 年公司数据为依据, 可大致推算出公司发电分部共耗用煤炭 1.2 亿吨, 其中内部采购约 1 亿吨, 外部采购 0.2 亿吨。且内部采购的 1 亿吨中约 0.4 亿吨来自于“年度长协”, 0.6 亿吨来自于“现货”。

图表 67: 公司电厂分部煤炭采购情况推算

采购来源	采购量 (百万吨)	价格 (元/吨)	
对内采购	年度长协	40.4	381
	现货	60.7	401
对外采购	21.5	501	
合计	122.6	412	

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

6.2.价：自产（-32亿）+贸易（-20亿）

6.2.1 自产煤部分影响公司归母净利-32亿元~17亿元

我们以现有的定价模式为依据，参考近年来公司年度长协（神混1）价格与现货、BSPI、CCTD、CECI 走势的相关性，对公司年长协价格进行敏感性测算，若现货价格波动区间为500元/吨~750元/吨，公司年长协（神混1）价格或将在527元/吨~576元/吨区间波动，最终影响公司归母净利-32亿元~17亿元。

图表 68：公司年长协价格敏感性测算（元/吨）

现货价格	基准价	BSPI	CCTD	CECI	浮动价	计算年长协
500	535	517	520	522	-8	527
510	535	520	523	525	-6	529
520	535	528	528	530	-3	532
530	535	535	535	533	0	535
540	535	540	540	540	3	538
550	535	548	546	547	6	541
560	535	560	558	555	11	546
570	535	569	568	565	16	551
580	535	570	565	570	17	552
590	535	572	575	575	20	555
600	535	578	580	585	23	558
610	535	578	582	588	24	559
620	535	578	585	594	25	560
630	535	578	587	597	26	561
640	535	579	590	600	27	562
650	535	579	592	603	28	563
660	535	580	594	607	29	564
670	535	580	596	612	31	566
680	535	581	600	616	32	567
690	535	581	604	621	34	569
700	535	582	608	625	35	570
710	535	582	610	630	36	571
720	535	583	612	634	37	572
730	535	583	614	639	39	574
740	535	584	616	645	40	575
750	535	584	618	650	41	576

资料来源：wind，国盛证券研究所

值得注意的是，上述分析仅是针对在不同现货价格下测算出的神混1（Q5500）年长协售价，若需推算出其对公司归母净利的影响，还需要注意以下几点：

- 热值换算：上述测算是以神混1（即Q5500大卡）为标准，而公司自产煤的平均热值约4800大卡，因此需按照“单卡一致”原则进行换算；
- 扣税：由于计算Q5500年度长协价格含增值税，因此需扣除其影响，并扣除资源税、所得税等；
- 权益占比：扣除少数股东权益影响。

图表 69: 公司自产煤发热量

矿区	发电量 (cal/g)			产量 (百万吨)			
	Min	Max	Avg	2015 年	2016	2017 年	2018 年
神东矿区	4,800	5,800	5,300	177.0	183.0	193.3	195.8
准格尔矿区	4,300	4,900	4,600	63.6	62.9	55.4	52.3
胜利矿区	3,100	3,400	3,250	12.1	16.0	19.2	18.7
宝日希勒矿区	3,300	3,600	3,450	25.1	25.0	25.3	29.2
包头矿区	4,200	4,800	4,500	1.2	1.1	0.4	0.6
自产煤发热量均值 (cal/g)				4,882	4,870	4,873	4,864

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 70: 公司自产煤售价对归母净利弹性测算 (元/吨, 亿吨, 亿元)

现货价格	年长协 (推算)	基准 (18 年均价)	价差	扣税	热值换算	销量	净利润	权益占比	归母净利
500	527	559	-32	-22	-20	1.8	-35	90%	-32
510	529	559	-30	-21	-19	1.8	-34	90%	-30
520	532	559	-27	-19	-17	1.8	-30	90%	-27
530	535	559	-24	-17	-15	1.8	-27	90%	-25
540	538	559	-22	-15	-13	1.8	-24	90%	-22
550	541	559	-18	-13	-11	1.8	-20	90%	-18
560	546	559	-13	-9	-8	1.8	-14	90%	-13
570	551	559	-8	-6	-5	1.8	-9	90%	-8
580	552	559	-7	-5	-5	1.8	-8	90%	-7
590	555	559	-5	-3	-3	1.8	-5	90%	-5
600	558	559	-1	-1	-1	1.8	-1	90%	-1
610	559	559	0	0	0	1.8	0	90%	0
620	560	559	1	1	1	1.8	1	90%	1
630	561	559	2	2	1	1.8	2	90%	2
640	562	559	3	2	2	1.8	4	90%	3
650	563	559	4	3	3	1.8	5	90%	4
660	564	559	5	4	3	1.8	6	90%	5
670	566	559	7	5	4	1.8	7	90%	7
680	567	559	8	6	5	1.8	9	90%	8
690	569	559	10	7	6	1.8	11	90%	10
700	570	559	11	8	7	1.8	12	90%	11
710	571	559	12	9	8	1.8	14	90%	12
720	572	559	13	9	8	1.8	15	90%	13
730	574	559	15	10	9	1.8	16	90%	15
740	575	559	16	11	10	1.8	18	90%	16
750	576	559	17	12	11	1.8	19	90%	17

资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

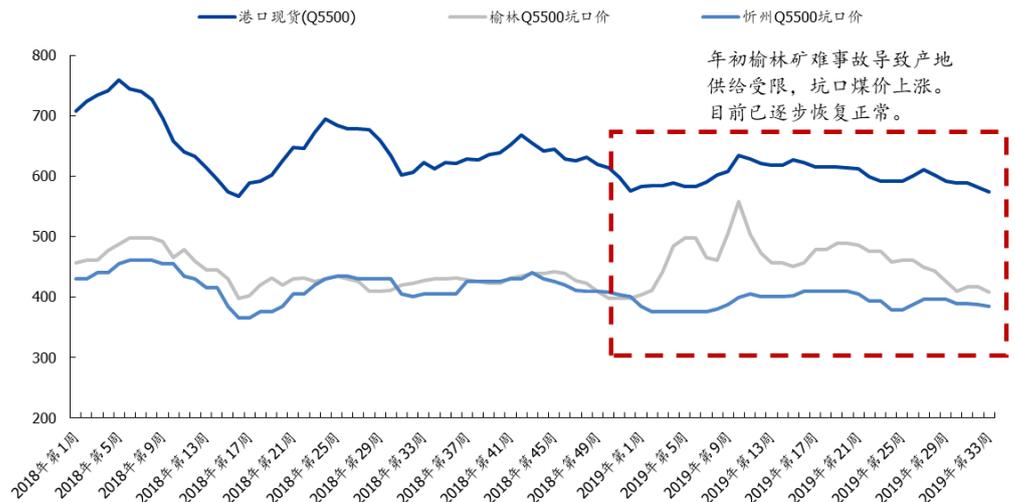
6.2.2. 悲观情形下, 贸易煤影响公司归母净利 20 亿元

我们以现有的贸易模式为依据, 在悲观假设情形下, 公司贸易煤部分可能影响公司归母净利减少 20 亿元。

对煤炭分部而言，公司贸易煤收益主要来源于“低买高卖”，以公司2018年年报公布数据为例，贸易煤吨煤综合售价511元/吨（月度长协），外购成本352元/吨，转运平均成本129元/吨，吨煤毛利约30元/吨。

- 中性假设：如无特殊事件扰动，通过对比采购地区坑口和港口现货价格可发现，港口与坑口间价差基本稳定，这就意味着公司贸易煤毛利基本稳定。
- 悲观假设：由于坑口煤价跌幅弱于港口，导致贸易煤毛利压缩，假定贸易煤毛利砍半，由30元/吨降压缩至15元/吨，其他费用、销量不变，会使得公司归母净利减少约20亿元。

图表 71: 港口现货与坑口价差 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 72: 公司贸易煤采购物流成本 (元/吨)

装车站	卸车站	运输路径	转运成本
龙宫	神华天津港	朔黄	98
宁武西	神华天津港	朔黄	113
神池南	神华天津港	朔黄	115
贺职	神华天津港	神朔-朔黄	118
三岔伟达	神华天津港	神朔-朔黄	117
三岔隆泰	神华天津港	神朔-朔黄	119
韩家楼	神华天津港	神朔-朔黄	119
丈子沟	神华天津港	神朔-朔黄	121
阴塔	神华天津港	神朔-朔黄	121
王家寨	神华天津港	神朔-朔黄	124
东恒	神华天津港	神朔-朔黄	127
保德受煤坑	神华天津港	神朔-朔黄	127
孤山	神华天津港	神朔-朔黄	130
新城川	神华天津港	神朔-朔黄	134
何家塔	神华天津港	神朔-朔黄	136
龙华	神华天津港	神朔-朔黄	144
燕家塔	神华天津港	神朔-朔黄	144
朱盖塔	神华天津港	神朔-朔黄	144

资料来源: 煤炭江湖, 国盛证券研究所

7. 低估值高分红，防御价值凸显

一方面，公司一直以来注重回报股东，坚持稳定的分红策略，自上市以来累计分红金额近两千亿。考虑到公司“煤电化路港航”一体化经营稳定的盈利能力，充足的现金流及有望逐步下滑的资本开支，未来高分红依旧值得期待。另一方面，公司目前扣非 PE(TTM) 仅 8.2 倍，处于历史 19% 分位；PB(LY) 仅 1.17 倍，处于历史 27% 分位，均远低于历史平均水平，防御价值凸显。

7.1. 分红能力有望逐步提升

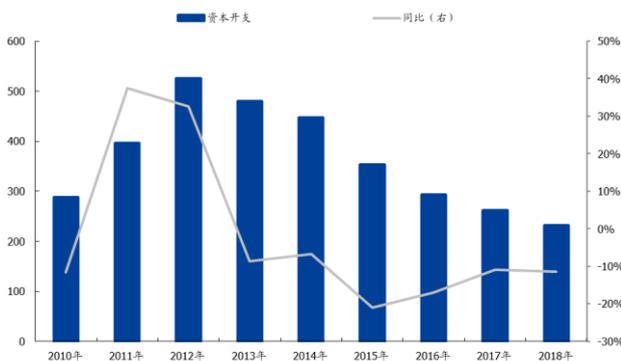
在建项目所剩无几，资本开支或稳中略降，折旧摊销金额亦逐步稳定。公司目前在建工程以电厂为主、铁路为辅，涉及资本开支约 500 亿。远期即使考虑新街矿区开发，以陕西煤业小保当吨煤投资作参考，新街矿区新建 6200 万吨/年产能需 400~600 亿投资，但该投资并不是一次性支出，时间周期或在 3~5 年，因此短期对资金需求有限。未来随着电厂陆续建成投产，外加公司近期无新建项目计划，资本开支有望逐步减少。折旧摊销方面，由于公司在建工程体量有限，即使未来陆续投产转固，折旧摊销金额亦不会大幅上升，有望基本稳定在 250 亿左右水平。

图表 73: 公司重要在建工程项目 (百万) (截至 2018 年底)

项目名称	预算数	累计投入占比	工程进度	剩余金额
国华瓜哇 7 项目 (2×1000MW)	11,999	62%	62%	4,420
黄大铁路	10,512	67%	67%	3,468
福建罗源湾储煤一体化发电厂	10,928	24%	24%	8,331
神华巴蜀江油燃煤机组	6,444	35%	35%	4,348
国华湖南永州电厂	7,426	15%	15%	6,504
国华广投北海电厂	7,563	12%	12%	6,700
新疆准东五彩湾电厂二期	4,253	19%	19%	3,457
神华胜利发电厂一期	5,424	12%	12%	4,762
印尼南苏 1 号坑口煤电项目	4,943	11%	11%	4,359
国华广投北海能源基地	1,182	45%	45%	648
合计	70,674			46,997

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 74: 公司近年资本开支稳中略降 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

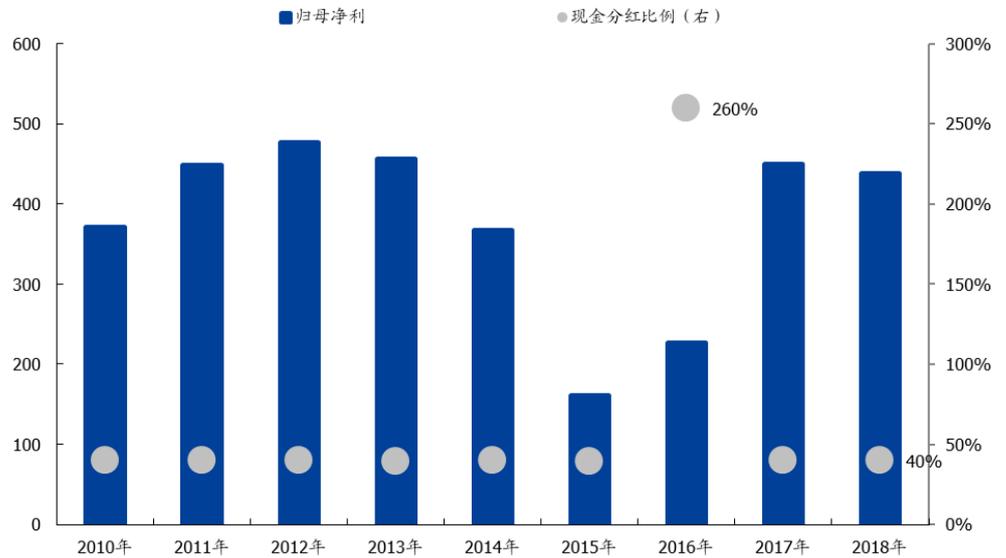
图表 75: 公司折旧摊销金额基本稳定 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

分红能力有望逐步提升。公司 2018 年经营性现金流净额为 882.5 亿元，资产负债率仅 27%，远低于行业 64.9% 的平均水平，累计未分配利润高达 2198 亿元。未来在公司资本开支逐步下滑，“煤电化路港航”一体化运行盈利稳定的背景下，公司分红比例有望逐步提升。

图表 76: 公司归母净利润及现金分红情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

7.2. 估值处于历史低位, 防御价值凸显

市盈率方面, 公司目前扣非后 PE (TTM) 仅 8.2 倍, 处于历史 19% 分位; 市净率方面, 公司目前 PB (LY) 仅 1.17 倍, 处于历史 29% 分位, 均远低于历史平均水平。在当下经济面临较大下行压力, 外部环境不确定性因素增加的背景下, 公司业绩稳健, 现金流充裕, 安全边际极高, 防御价值凸显。

图表 77: 目前公司扣非 PE (TTM) 处于历史 19% 分位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 78: 目前公司 PB (LY) 处于历史 29% 分位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

8. 盈利预测与投资建议

8.1. 核心假设

1) 产量方面: 未来3年受哈尔乌素产量逐步恢复、北电胜利露天矿产能核增影响, 煤炭产量有望小幅增长。预计2019年~2021年公司自产煤产量分别为29957万吨、30556万吨、31167万吨, 同比分别增长1%、2%、2%;

2) 煤价方面: 煤炭行业供需格局由紧平衡逐步向供需平衡过度, 煤价中枢略有下移, 预计未来3年公司煤炭平均销售价格稳中有降, 2019年~2021年公司煤炭平均销售价格分别为416元/吨、408元/吨、400元/吨, 同比分别下降-3%、-2%、-2%。

3) 发电量方面: 受与国电电力成立合资公司影响, 公司近半数装机容量出表, 未来电力分部业绩贡献将分为表内和表外(投资收益)两部分, 外加公司短期内无在建机组投产, 预计发电量今年大幅下, 未来随全社会用电量增长而小幅回升。预计2019年~2021年公司发电量分别为1541亿千瓦时、1602亿千瓦时、1666亿千瓦时, 同比分别-46%、+4%、+4%。

4) 铁路方面: 目前公司自有铁路运力基本已处于满负荷状态, 未来一方面通过优化运输组织结构实现微幅增长, 一方面黄大铁路(设计运力4000万吨/年、运距210公里)将于2020年开通, 届时将提供约8%~12%运力增量。预计2019年~2021年公司自有铁路运输周转量分别为2882亿吨公里、2939亿吨公里、3116亿吨公里, 同比分别增长1.5%、2%、6%。

图表 79: 公司主要分部业务数据假设

板块	指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭分部	产量(万吨)	29,540	29,660	29,957	30,556	31,167
	yoy	1.9%	0.4%	1.0%	2.0%	2.0%
	销量(万吨)	44,380	46,090	46,468	47,037	47,678
	yoy	12.4%	3.9%	0.8%	1.2%	1.4%
	综合售价(元/吨)	425	429	416	408	400
	yoy	34.1%	0.9%	-3.0%	-2.0%	-2.0%
	自产煤成本(元/吨)	109	113	117	117	117
yoy	-0.4%	4.5%	3.0%	0.0%	0.0%	
发电分部	发电量(亿千瓦时)	2,629	2,853	1,541	1,602	1,666
	yoy	11.4%	8.5%	-46.0%	4.0%	4.0%
	售电量(亿千瓦时)	2,463	2,676	1,445	1,503	1,563
	yoy	11.6%	8.7%	-46.0%	4.0%	4.0%
	上网电价(元/兆瓦时)	312	318	321	323	323
	yoy	1.6%	1.9%	1.0%	0.5%	0.0%
	成本(元/兆瓦时)	260	254	251	246	241
yoy	15.1%	-2.2%	-1.0%	-2.0%	-2.0%	
铁路分部	运输周转量(亿吨公里)	2,730	2,839	2,882	2,939	3,116
	yoy	21.5%	4.0%	1.5%	2.0%	6.0%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

8.2.盈利预测

基于上述假设条件,我们预计2019年~2021年公司营业收入分别为2308.6亿元、2319.6亿元、2344亿元,同比分别-12.6%、0.5%、1.1%,毛利率分别为42.1%、42.3%、42.5%。公司各项业务增速及毛利率假设如图表80所示:

图表80: 公司各分部业绩预测

板块	指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭分部	分部收入(百万)	195,918	205,191	200,666	199,064	197,738
	yoy	49.1%	4.7%	-2.2%	-0.8%	-0.7%
	分部成本(百万)	135,814	147,313	145,484	144,795	144,274
	yoy	30.7%	8.5%	-1.2%	-0.5%	-0.4%
	毛利率	30.7%	28.2%	27.5%	27.3%	27.0%
电力分部	分部收入(百万)	79,511	88,452	48,242	50,422	52,439
	yoy	13.8%	11.2%	-45.5%	4.5%	4.0%
	分部成本(百万)	64,522	68,491	36,615	37,318	38,035
	yoy	28.5%	6.2%	-46.5%	1.9%	1.9%
	毛利率	18.9%	22.6%	24.1%	26.0%	27.5%
铁路分部	分部收入(百万)	37,586	39,149	41,723	42,558	45,111
	yoy	12.1%	4.2%	6.6%	2.0%	6.0%
	分部成本(百万)	14,446	15,574	16,551	16,882	17,894
	yoy	7.8%	7.8%	6.3%	2.0%	6.0%
	毛利率	61.6%	60.2%	60.3%	60.3%	60.3%
港口分部	分部收入(百万)	5,717	6,124	6,063	6,002	5,942
	yoy	13.4%	7.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
	分部成本(百万)	2,497	3,016	3,016	3,016	3,016
	yoy	11.8%	20.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	56.3%	50.8%	50.3%	49.8%	49.2%
航运分部	分部收入(百万)	3,247	4,089	3,598	3,598	3,598
	yoy	53.7%	25.9%	-12.0%	0.0%	0.0%
	分部成本(百万)	2,435	3,179	3,179	3,179	3,179
	yoy	45.1%	30.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	25.0%	22.3%	11.7%	11.7%	11.7%
煤化工分部	分部收入(百万)	5,681	5,840	5,695	5,792	5,850
	Yoy	17.6%	2.8%	-2.5%	1.7%	1.0%
	分部成本(百万)	4,518	4,392	4,376	4,420	4,464
	Yoy	18.8%	-2.8%	-0.4%	1.0%	1.0%
	毛利率	20.5%	24.8%	23.2%	23.7%	23.7%
合计	营业收入(百万)	248,746	264,101	230,863	231,957	234,403
	Yoy	35.8%	6.2%	-12.6%	0.5%	1.1%
	营业成本(百万)	143,842	155,502	133,631	133,879	134,679
	Yoy	29.9%	8.1%	-14.1%	0.2%	0.6%
	毛利率	42.2%	41.1%	42.1%	42.3%	42.5%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

8.3.投资建议

我们预计公司 2019 年~2021 年实现归母净利 430.3 亿元、424.8 亿元、435.6 亿元，EPS 分别为 2.16 元、2.14 元、2.19 元，对应 PE 分别为 8.6、8.7、8.5。我们认为公司在煤炭、电力、铁路、港口等领域皆为行业翘楚，具有极强的竞争力。公司“煤电化路港航”全产业链的链协同效应和纵向一体化优势，使其即使在煤价下行周期中，业绩底部依然明确，抵御风险能力极强。同时考虑到公司充裕的现金流、低负债、低资本开支、低估值、高而稳定的分红比例，在当前市场环境不确定性剧增的背景下，公司防御属性凸显，因此首次覆盖并给予“买入”评级。

9.风险提示

煤价断崖式下跌。

受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求现象，导致煤价断崖式下跌。

长协基准价下调。

公司目前年度长协定价基准价按“535 元/吨”执行，若未来该基准价下调，会造成公司煤炭售价下跌，影响公司利润。

上网电价下调。

若公司电力分部燃煤发电上网电价下调，会造成发电分部营收下滑，影响公司利润。

公司发生安全事故。

煤炭开采属于高危行业，若公司下属煤矿发生安全生产事故，将影响公司自产煤产量，导致业绩下滑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com