

# 中国神华（601088）：煤电对冲，成本优势的另类体现

2020年05月11日

推荐/维持

中国神华 | 公司报告

## 报告摘要：

在前期报告《中国神华：回溯采掘本源，跨越共情鸿沟》中，我们重点阐述了煤炭开采行业中的“资源获取”和“资源转移”这两大环节是煤炭增值的活动来源，公司因具备远低于行业平均的开采成本以及自有铁路-港口的产运一体化，保障了业绩的稳定。本篇报告中，我们将聚焦于在煤电运的模式下，煤价的波动对于公司业绩影响究竟有多大。

公司是全国最大的综合类能源企业之一，为了让如此庞大的能源巨擎稳定前行，过去20年公司陆续进入电力、铁路、港口航运等环节，打造煤炭全生命周期的布局。伴随国家经济的转型，公司积极进行各业务板块的结构性调整，当下公司已成为具备煤电运耗一体化的有能力平抑周期波动的全球能源巨头。

我们不能以简单线性思维判断煤价对公司煤电业绩的影响。在常规煤价低，煤企亏损电企盈利的基础上，我们还需考虑：1.长协机制下公司煤炭销售单价的跌幅是否小于市场；2.公司煤炭销售中有40%左右的外购煤，外购煤成本会随市场煤价变化而变化，煤价下降时公司吨煤综合销售成本将下降；3.公司发电业务用煤将近90%是自产煤，而公司自产煤的售价相对市场价波动较小，公司电力业务的毛利与市场煤价格的反相关性没有那么强。当把这些问题结合进去再判断公司煤电业绩时，我们会发现假设市场煤价下降10%，公司煤电板块的毛利率将保持稳定，毛利大小主要取决于需求端的变化。在这种煤电对冲的模式下，表现上看即公司具备更低的成本。

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为2134.01/2471.62/2590.39亿元，对应增速-11.8%、15.8%和4.8%；归母净利润分别为423.68/453.57/469.08亿元，当前股价对应的PE为7/7/7x，对应PB分别为0.88/0.84/0.80x。维持公司“推荐”评级。

**风险提示：**煤炭价格剧烈波动；煤电需求端恢复不及预期

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,101	241,871.0	213,401.2	247,161.7	259,038.9
增长率(%)	6.17%	-8.42%	-11.77%	15.82%	4.81%
归母净利润(百万元)	43,867	43,250.00	42,368.43	45,357.48	46,908.18
增长率(%)	-2.60%	-1.41%	-2.04%	7.05%	3.42%
净资产收益率(%)	13.38%	12.29%	11.92%	12.14%	11.95%
每股收益(元)	2.21	2.17	2.13	2.28	2.36
PE	7.15	7.25	7.40	6.92	6.69
PB	0.96	0.89	0.88	0.84	0.80

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司是世界领先的以煤炭为基础的一体化能源公司，是我国最大的煤炭生产企业和销售企业，按销量计算是全球第一大煤炭上市公司，并拥有中国最大规模的优质煤炭储量。中国神华的发展战略目标是“建设世界一流的清洁能源供应商”。

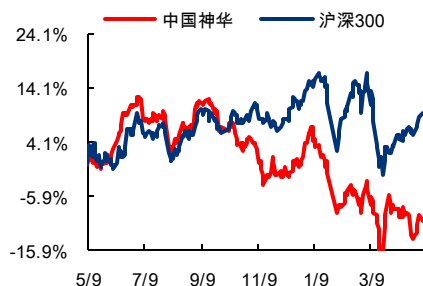
## 未来3-6个月重大事项提示：

无

## 交易数据

52周股价区间(元)	14.36-19.97
总市值(亿元)	3136.59
流通市值(亿元)	2600.64
总股本/流通A股(万股)	1988962/1649104
52周日均换手率	0.13

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519080002

## 研究助理：薛阳

010-66554090 xueyang@dxzq.net.cn

## 徐昆仑

010-66554050 xukl@dxzq.net.cn

## 沈一凡

010-66554026 shenyf@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 公司是全国最大的综合类能源企业之一 .....	3
2. 公司煤电运模式具备平抑周期的能力 .....	4
2.1 不能以简单线性思维判断煤价对公司煤电业绩的影响 .....	4
2.2 长协机制保障公司吨煤单价跌幅仅为市场一半 .....	5
2.3 煤价下降将引发公司吨煤综合成本下降 .....	6
2.4 公司度电毛利相对煤价弹性较小 .....	8
2.5 煤价下降 10% 时，公司煤电板块的毛利率将保持稳定，毛利大小取决于需求端的变化 .....	9
盈利预测及投资建议 .....	14
风险提示 .....	14

## 表格目录

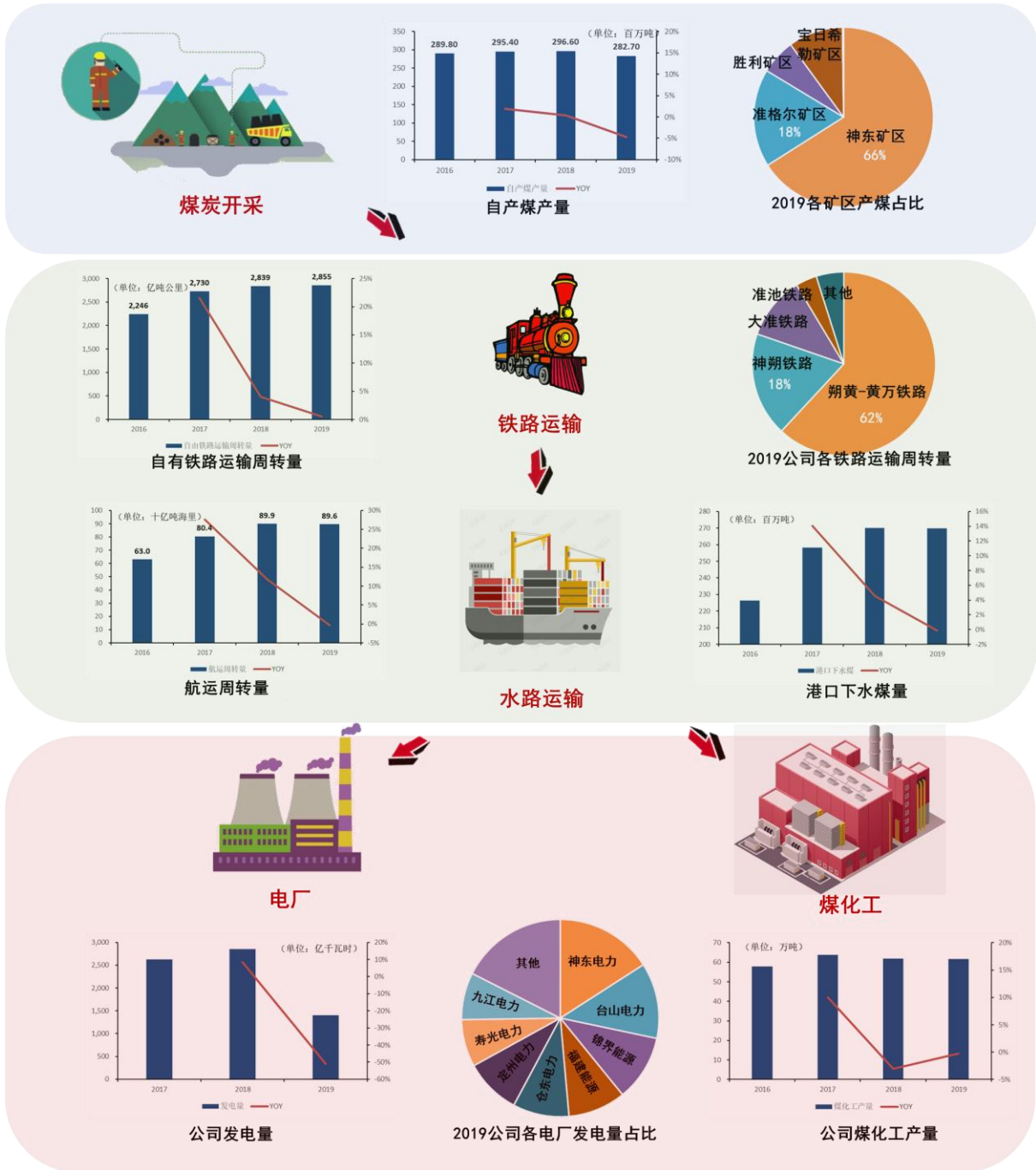
表 1: 公司发电业务拆分预测 .....	10
表 2: 公司煤炭业务拆分预测 .....	12
表 3: 公司盈利预测表 .....	15

## 插图目录

图 1: 公司布局煤炭全生命周期 .....	3
图 2: 19 年公司各业务营业收入占比 .....	4
图 3: 煤价变化对公司煤电业务盈利的影响 .....	5
图 4: 年度长协及月度长协各指数计算权重 .....	5
图 5: 2017 至今长协价市场价变动 .....	6
图 6: 长协价与市场价波动对比 .....	6
图 7: 16-19 年公司自产煤外购煤量的变化 .....	7
图 8: 公司吨煤综合成本拆分 .....	7
图 9: 16-19 年外购煤成本占煤炭业务总成本的比例 .....	7
图 10: 16-19 年公司外购煤单价及变化 .....	8
图 11: 16-19 年外购煤单价与市场价之比 .....	8
图 12: 16-19 年公司吨煤平均售价与外购煤单价比较 .....	8
图 13: 煤电产业链价差图 .....	9
图 14: 17-19 年公司发电用煤比例 .....	9
图 15: 19 年公司度电综合成本拆分 .....	9

## 1. 公司是全国最大的综合类能源企业之一

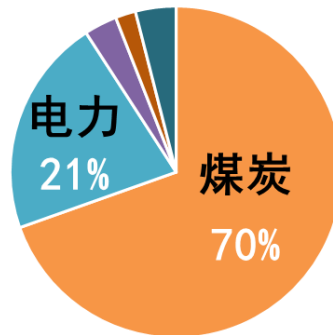
图1: 公司主要经营业务



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司是全国最大的综合类能源企业之一，其以煤炭和电力为主业，辅之以铁路、航运、港口、化工。19年公司实现煤炭销售量4.4亿吨，产量2.8亿吨，是国内煤企之最；公司发电装机容量31029兆瓦，发电1397.7亿度，隶属于五大发电集团的国家能源集团。为了让如此庞大的能源巨擎稳定前行，过去20年公司陆续进入电力、铁路、港口航运等环节，打造煤炭全生命周期的布局。伴随国家经济的转型，公司积极进行各业务板块的结构性调整，当下公司已成为具有煤电运耗一体化的有能力平抑周期波动的全球能源巨头。

图2：19年公司各业务营业收入占比



■ 煤炭收入 ■ 发电收入 ■ 运输收入 ■ 煤化工收入 ■ 其他业务

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

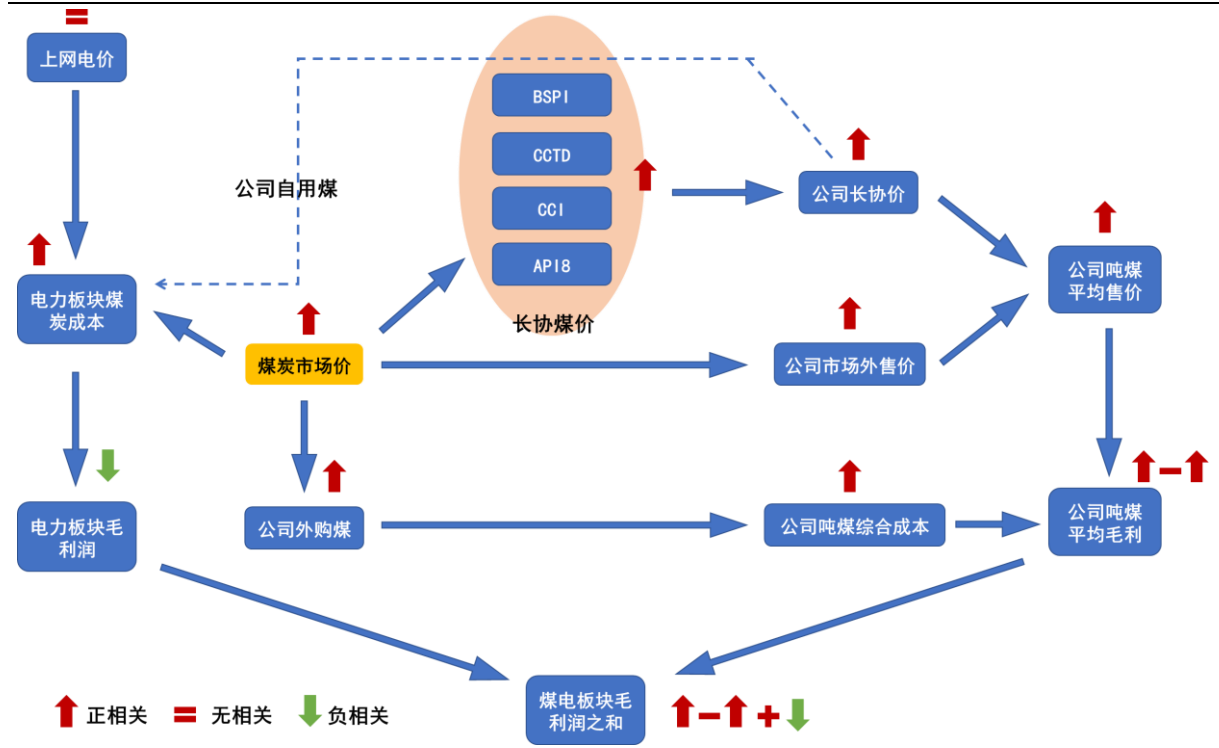
公司19年营业收入超过2400亿，其中煤炭业务占比70%，电力业务占比21%。我们在《中国神华：回溯采掘本源，跨越共情鸿沟》报告中阐述，公司因远低于行业平均开采成本以及自有铁路-港口的产运一体化保障了业绩的稳定性。而电力业务由于其处在煤炭产业链的下游，其天然地具有与煤炭业绩的对冲，因此对于公司来说布局煤炭全生命周期不仅意味着做大做强，还意味着更强的业绩稳定性。

## 2. 公司煤电模式是成本优势的另类体现

### 2.1 不能以简单线性思维判断煤价对公司煤电业绩的影响

当我们用线性思维判断公司煤电板块毛利率受煤价下降的影响时，可能的思路是煤价下跌→电厂买煤单价下跌→发电成本下降→上网电价相对刚性→电厂毛利水平提高；煤价下跌→外售煤价格下降→产煤成本保持稳定→煤企毛利率下降。但神华就是用电中有煤，煤中有电的模式将其毛利率平滑化，对于神华，今年的情况可以这样看：发电量下降→煤价下跌→电厂买煤单价下跌&发电量下降引起开机时间下降从而导致度电折旧上升等→发电成本较难确定（需判断买煤单价的下降与度电折旧上升对成本的影响权重）→上网电价相对刚性→电厂毛利率较难判断；煤价下跌→外售煤价格下降&外购煤价格下降→煤炭综合成本下降→煤企毛利率较难判断（需考虑公司煤炭销售价格下降引起的售价端变化，与外购煤价格下降引起成本端变化对毛利的影响）。

图3: 煤价变化对公司煤电业务盈利的影响

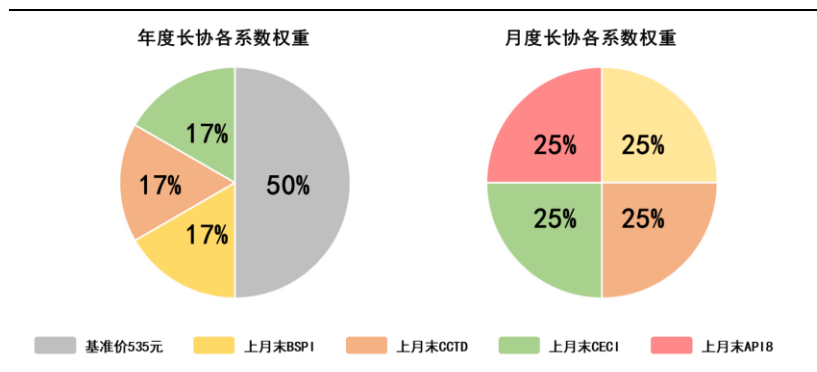


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.2 长协机制保障公司吨煤单价跌幅仅为市场一半

2017年为了平抑煤价波动对煤电产业链的影响, 类似于煤价双轨制的长协煤价又重出江湖。长协煤价分为年度长协和月度长协, 每月更新一次, 其定价源于环渤海动力煤价格指数 (BSPI)、中国煤炭市场网公布的 CCTD 指数、中国沿海电煤采购价格指数 (CECI)、国际动力煤价格指数 (API8)。该机制一经推出, 公司积极响应, 2018年公司执行年度长协煤占比总销量为 47.8%, 月度长协占比 34.5%, 长协合计占比 82.3%, 2019年年度长协占比 48.3%, 月度占比 40.4%, 合计占比 88.7%。长协煤价已经成为决定公司吨煤售价的子主要因素。

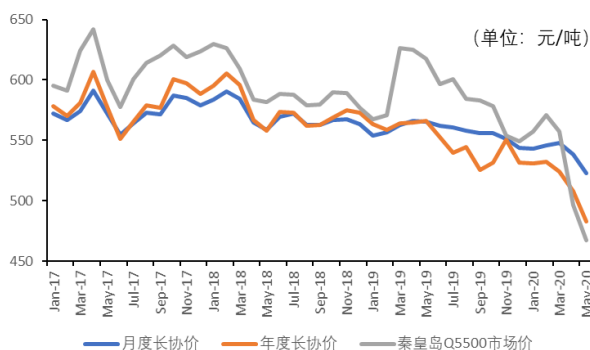
图4: 年度长协及月度长协各指数计算权重



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

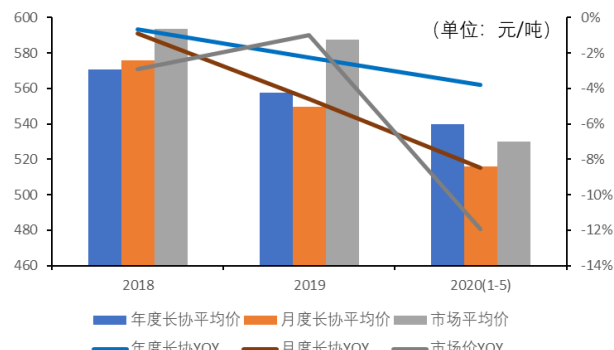
当煤价处于下行阶段时，长协价下跌幅度小于市场下跌幅度。以 2017 年以来长协价与市场价走势的对比来看，波动幅度为：年度长协<月度长协<市场价。还可用 2018，2019 以及 2020（截止到 5 月的数据）长协及市场的平均价格同比变化的大小，来量化长协机制对煤价稳定的幅度。对于年度长协来说，20 年下降 3.24%；月度长协 20 年下降 6.14%；市场价 20 年下降 9.87%。若以 20 年前五个月的数据类比全年，则可以量化出当煤炭市场价下降 10%时，年度长协价仅下跌 3.28%，月度长协仅下跌 6.25%。推出长协价的机制的目的就是减小煤电矛盾，使煤价稳定在绿色区间，当下阶段长协机制是对煤企的保护机制。

图5：2017 至今长协价市场价变动



资料来源：Wind，ICE，东兴证券研究所

图6：长协价与市场价波动对比



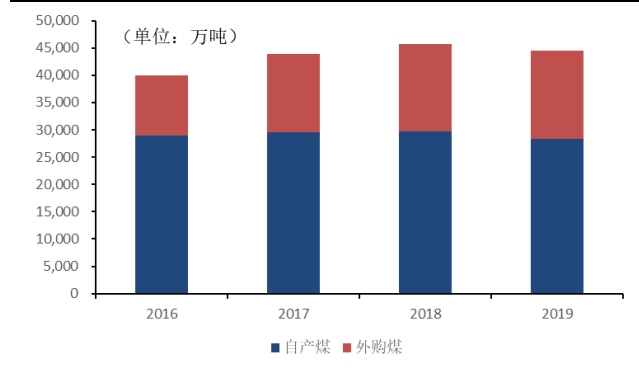
资料来源：Wind，ICE，东兴证券研究所

鉴于公司 2017 年至今长协煤比率逐步增高的事实，保守估计 20 年公司年度长协占比 50%，月度占比 40%，市场煤占比 10%。当市场煤价下跌 10% 时，公司吨煤平均售价理论上下跌 5.14% ( $50% \times (-3.28%) + 40% \times (-6.25%) + 10% \times (-10%)$ )，仅为市场下跌幅度的一半。

## 2.3 煤价下降将引发公司吨煤综合成本下降

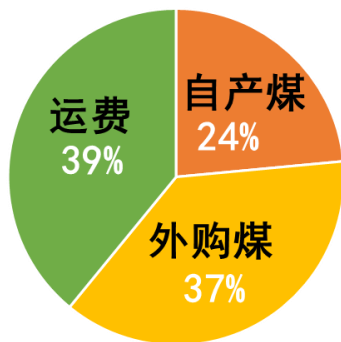
自 16 年起，公司积极组织外购煤源，优化销售结构，外购煤总量逐年增加，至 19 年公司实现煤炭销量 4.42 亿吨，外购煤达 1.62 亿吨占全年煤炭销售量 36%。大量外购煤在增大公司销售规模的同时，也让公司煤炭综合成本的结构产生了变化。



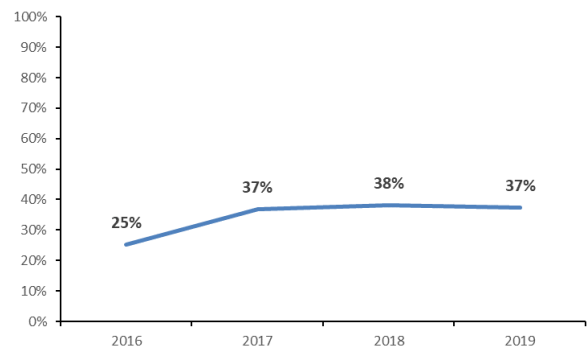
**图7：16-19年公司自产煤外购煤量的变化**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

据19年公司年报计算，当年外购煤成本占公司煤炭业务总成本的37%。且从近三年年报中（16-19）可知公司外购煤成本占比分别为37%、38%、37%，外购煤成本已经是决定公司煤炭业务综合成本的主要变量。

**图8：公司吨煤综合成本拆分**


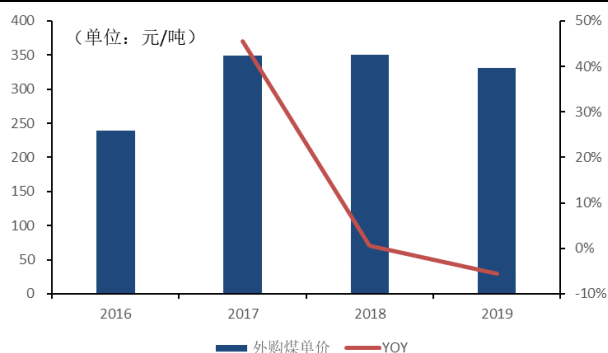
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图9：16-19年外购煤成本占煤炭业务总成本的比例**


资料来源：Wind, ICE, 东兴证券研究所

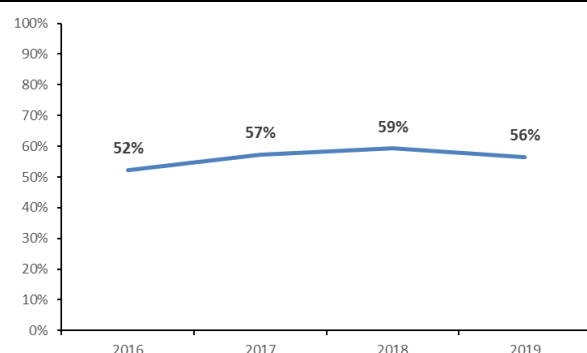
公司外购煤成本取决于外购煤单价和外购量这两个变量。对于单价：我们从公司公告中可知16-19年的平均单价分别为240、350、352、332元/吨，将其与当年秦皇岛动力煤（Q5500，山西产）市场价相比，可得比例分别为52%、57%、59%、56%（比例较小的原因有：1.公司购煤平均热值低于5500Kcal/kg；2.公司议价能力强，可以低于市场价外购；3.公司多外购铁路沿线坑口煤，价格相较港口价更低），比例在近三年相对比较稳定。对于外购量：公司16-19年增长较快CAGR为14%，19年增速放缓同比增长1%；我们利用外购煤成本来比公司吨煤平均售价（外购煤成本/吨煤平均售价\*100%）可得17-19年分别为79%、79%、75%，因而鉴于19年外购煤的成本相对公司平均售价比例最低，公司理应加大外购煤的量，但是当年外购煤的量增长较少，可能的原因是公司外购煤总量以到达平台期，未来外购煤增量上限较低。

图10：16-19年公司外购煤单价及变化



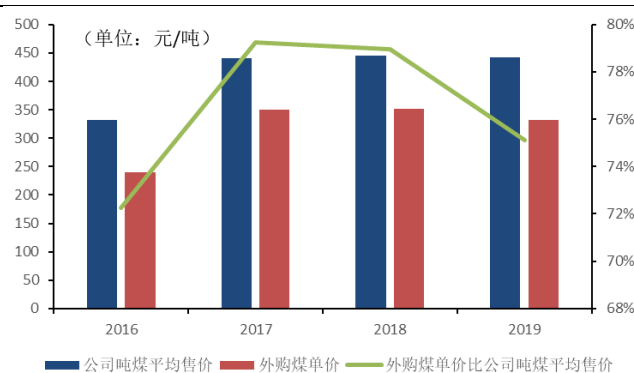
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图11：16-19年外购煤单价与市场价之比



资料来源：Wind, ICE, 东兴证券研究所

图12：16-19年公司吨煤平均售价与外购煤单价比较



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

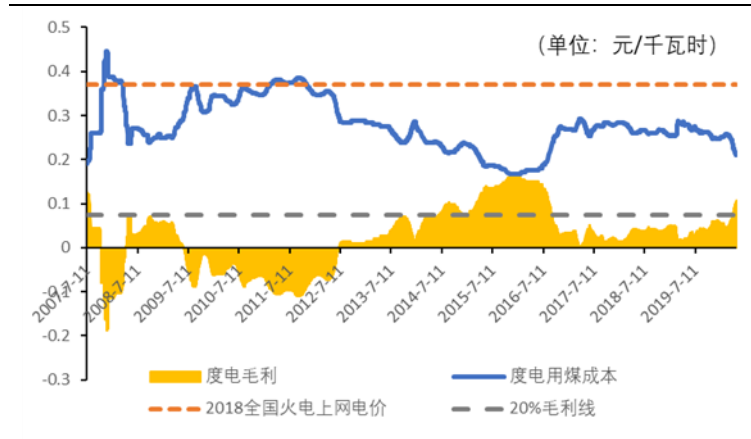
综上，让我们来看煤价波动会对公司外购煤成本以及公司吨煤综合成本造成多大的影响。我们依然假设20年平均煤价下降10%（20年1-5月秦皇岛煤炭市场价同期下跌9.87%），由于公司外购煤价格仅为市场价不到60%，当以60%计算公司外购煤成本节省6%。又知公司外购煤成本占据综合煤炭成本37%左右，则可以粗略推知公司吨煤综合煤炭成本将下降2%左右。如若再假设今年煤炭需求端疲弱，公司煤炭销量同期下降10%，那么公司外购煤的量将减少27%（ $[(1.62-4.42*10\%)/(1.62-1)]*100\%$ ），则可粗略推算公司吨煤综合成本将下降6%左右。

## 2.4 公司度电毛利相对煤价弹性较小

国内煤电行业的业绩具有天然的对冲属性，因为煤企和火电厂的利润之和源于上网电价的划定，而国内上网电价具有一定程度的刚性。



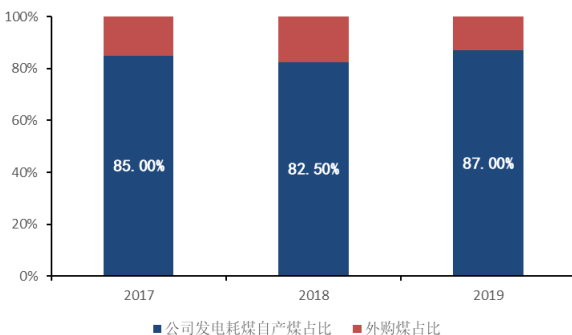
图13: 煤电产业链价差图



资料来源: Wind, 国家统计局, 东兴证券研究所

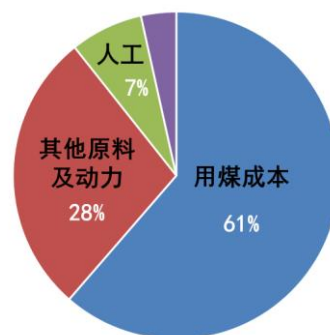
公司电力业务的特殊性在于公司自己产大量的煤, 发电业务耗煤中外购煤的比例很低。17-19 年公司发电耗煤中自产煤的比例分别为 85.0%、82.5%、87.0%, 发电业务用煤成本主要由公司外售煤的价格所决定。公司外售煤的价格相较市场价的波动较小, 因而表现上来看, 公司电力业务的毛利与市场煤价格的反相关性没有那么强。当我们以公司外售煤的平均价格作为公司发电业务自用煤的平均成本, 再以秦皇岛动力煤的价格作为公司发电外购煤的价格, 我们就能推算出公司发电业务的平均购煤成本。然后结合度电煤耗和公司发电总成本就能拆解公司度电综合成本。经拆解, 公司 19 年发电直接用煤成本占比达 61%, 原料及动力成本 (用煤成本+其他原料及动力成本) 占比达 89%。

图14: 17-19 年公司发电用煤比例



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图15: 19 年公司度电综合成本拆分



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

在获得公司度电成本模型之后, 我们就可以计算市场煤价的波动对公司度电毛利的影响。假设煤价下降 10%, 据上文可知公司吨煤平均售价下跌 5.14%, 我们就能获得公司发电业务的平均购煤成本下降 5.8% ( $87\% * (-5.14\%) + 13\% * (-10\%)$ ), 在不考虑其他情况时公司度电成本下降 3.5% 左右。

## 2.5 煤价下降 10%时, 公司煤电板块的毛利率将保持稳定, 毛利大小取决于需求端的变化

(详见下文, 表 1 公司发电业务拆分预测、表 2 公司煤炭业务拆分预测)

表1：公司发电业务拆分预测

	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营 收 数 据	分部收入小计	百万元	79,511	88,452	52,626	48,680	58,308	65,241
	yoy		-	11.24%	-40.50%	-7.50%	19.78%	11.89%
	——对外交易		79,246	88,176	52,484	48,548	58,151	65,065
	(占比)		99.7%	99.7%	99.7%	99.7%	99.7%	99.7%
	——分部间交易		265	276	142	131	157	176
	(占比)		0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	分部营业成本		64,522	68,491	35,549	32,956	38,403	42,425
	yoy		-	6.15%	-48.10%	-7.29%	16.53%	10.47%
毛利		14,989	19,961	17,077	15,724	19,906	22,816	
毛利率(%)		18.85%	22.57%	32.45%	32.30%	34.14%	34.97%	
产 销 数 据	发电量(亿千瓦时)		2,629	2,853	1,398	1,325	1,567	1,749
	yoy		-	8.54%	-51.01%	-5.19%	18.28%	11.61%
	售电量(亿千瓦时)		2,463	2,612	1,310	1,232	1,458	1,627
	yoy		-	6.07%	-49.84%	-5.93%	18.28%	11.61%
	平均利用小时	h	4,683	4,877	4,513	4,000	4,550	4,550
	yoy		-	4.14%	-7.46%	-11.37%	13.75%	0.00%
上网率		93.68%	91.55%	93.73%	93.00%	93.00%	93.00%	
价 格 数 据	上网电价(元/兆瓦时)		322.9	338.6	401.7	395.0	400.0	401.0
	yoy		-	4.88%	18.62%	-1.67%	1.27%	0.25%
	成本							
	单位发电动力煤消耗	g/Kwh	311.0	308.0	308	307.0	306.7	306.6
	yoy		-	-0.96%	0.00%	-0.32%	-0.10%	-0.03%
	!! 公司动力煤价格	元/吨	441.5	445.2	441.5	414.4	423.6	426.6
	yoy		34.10%	0.85%	-0.83%	-6.13%	2.21%	0.70%
	公司销售动力煤占比		85.00%	82.50%	87.00%	87.00%	88.00%	89.00%
	市场煤价格	元/吨	611.3	593.1	588.1	540.0	545.0	550.0
	yoy		-	-2.98%	-0.84%	-8.17%	0.93%	0.92%
	外购市场煤占比		15.00%	17.50%	13.00%	13.00%	12.00%	11.00%
	发电平均用煤成本	元/Mwh	145.2	145.1	141.9	132.2	134.4	134.9
	yoy		-	-0.09%	-2.23%	-6.77%	1.62%	0.42%
	占比		59.02%	60.39%	52.74%	53.18%	54.85%	55.65%
	其他原料及动力成本		43.4	45.2	64.5	50.0	48.0	45.0
	yoy		-	4.14%	42.70%	-22.49%	-4.00%	-6.25%
	占比		17.64%	18.81%	23.99%	20.11%	19.59%	18.56%
单位发电量人工成本	元/Mwh	15.0	15.6	16.7	17.2	17.7	18.3	
yoy		-	4.15%	6.72%	3.27%	2.91%	3.39%	

	占比		6.09%	6.50%	6.19%	6.92%	7.22%	7.55%
	其他成本	元/Mwh	7.3	6.3	8.0	8.0	8.0	8.0
	yoy			-13.80%	27.51%	-0.61%	0.00%	0.00%
	占比		2.98%	2.63%	2.99%	3.86%	3.84%	3.88%
单 Mwh 发电除折旧摊销								
外成本	元/Mwh		210.9	212.2	231.1	207.4	208.1	206.2
除折旧外总成本	百万元							
单位装机折旧摊销	万元							
	/Mw		16.0	12.9	17.1	16.5	16.8	16.5
	yoy			-18.92%	31.82%	-3.29%	1.82%	-1.79%
装机容量	Mw		57,855.0	61,849.0	31,029.0	33,129.0	34,449.0	38,449.0
	yoy			6.90%	-49.83%	6.77%	3.98%	11.61%
折旧与摊销	百万元		9,235.0	8,005.0	5,294.0	5,466.3	5,787.4	6,344.1
	yoy			-13.32%	-33.87%	3.25%	5.88%	9.62%
单位发电折旧与摊销	元/Mwh		35.1	28.1	37.9	41.3	36.9	36.3
	yoy			-20.14%	35.00%	8.91%	-10.49%	-1.79%
占比			14.28%	11.68%	14.08%	16.59%	15.07%	14.95%
单 Mwh 发电总成本	元/Mwh		246.1	240.3	268.9	248.7	245.0	242.5
	yoy			-2.35%	11.93%	-7.53%	-1.48%	-1.02%
总成本	百万元		64,682.6	68,554.2	37,590.1	32,955.8	38,402.8	42,425.0

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表2：公司煤炭业务拆分预测

		单位	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收数据	分部收入小计	百万元	131,357	195,918	205,191	197,396	173,122	199,645	204,867
	yoy		-	49.15%	56.21%	-3.80%	-12.30%	15.32%	2.62%
	——对外交易		102,283	155,370	160,845	173,471	150,616	173,691	178,234
	(占比)		77.9%	79.3%	78.4%	87.9%	87.00%	87.00%	87.00%
	——分部间交易		29,074	40,548	44,346	23,925	22,506	25,954	26,633
	(占比)		22.1%	20.7%	21.6%	12.1%	13.0%	13.0%	13.0%
	分部营业成本		103,912	135,814	147,313	143,878	126,822	151,903	157,388
yoy		-	30.70%	41.77%	-2.33%	-11.85%	19.78%	3.61%	
毛利率(%)		20.89%	30.68%	28.21%	27.11%	26.74%	23.91%	23.18%	
产销数据	产量		28,980	29,540	29,660	28,270	29,529	31,403	31,786
	yoy		-	1.93%	2.35%	-4.69%	4.45%	6.35%	1.22%
	销量		39,490	44,380	46,090	44,710	41,773	47,132	48,029
	yoy		-	12.38%	16.71%	-2.99%	-6.57%	12.83%	1.90%
	—自产煤		28,550	30,100	30,070	28,480	29,925	31,730	32,164
	(产销比)		98.5%	101.9%	101.4%	100.7%	101.3%	101.0%	101.2%
	—外购煤		10,940	14,280	16,020	16,230	11,848	15,402	15,864
(yoy)		-	30.5%	12.2%	1.3%	-27.0%	30.0%	3.0%	
销量/产量		136%	150%	155%	158%	141%	150%	151%	
价格数据	综合售价		333	441	445	442	414	424	427
	yoy		-	32.72%	0.85%	-0.83%	-6.13%	2.21%	0.70%
	年度长协价	元/吨	-	-	381.0	381.0	365.2	367.2	367.0
	yoy		-	-		0.00%	-3.24%	0.50%	0.00%
	占比		-	-	47.80%	48.30%	50.00%	50.00%	50.00%
	月度长协价	元/吨	-	-	511.0	480.0	446.3	459.9	464.3
	yoy		-	-		-6.07%	-6.14%	3.00%	1.00%
	占比		-	-	34.50%	40.40%	40.00%	40.00%	40.00%
	市场外售	元/吨	-	-	401.0	426.0	388.2	411.8	423.9
	yoy		-	-	--	6.23%	-8.00%	6.00%	3.00%
	占比		-	-	17.70%	11.30%	10.00%	10.00%	10.00%
	加权售价	元/吨	-	-	429.4	426.1	399.9	408.8	411.6
	yoy		-	-		-0.77%	-6.14%	2.21%	0.70%
相对综合售价比例		-	-	96.45%	96.51%	96.50%	96.50%	96.50%	
综合成本	元/吨	263	306	320	322	304	322	328	
yoy		-	16.30%	4.44%	0.68%	-5.66%	6.16%	1.68%	
自产-原料及动力	元/吨	18.3	17.9	23.0	26.2	28.0	29.5	30.5	
yoy		-	-2.24%	28.79%	13.76%	6.92%	5.36%	3.39%	

	占比	16.79%	16.47%	20.30%	22.04%	22.43%	23.08%	23.58%
	自产-人工	元/吨	17.6	18.8	21.2	27.0	31.0	34.0
	yoy		-	6.98%	12.73%	27.02%	14.87%	6.45%
	占比	16.18%	17.37%	18.74%	22.72%	24.83%	25.82%	26.28%
	自产折旧及摊销-相对产能	元/吨	-	-	16.6	15.7	15.5	15.3
	yoy		-	-	-5.04%	-1.38%	0.00%	-1.29%
	自产-折旧摊销	元/吨	19.4	17.8	18.8	19.1	18.9	18.3
	yoy		-	-8.05%	5.13%	1.99%	-1.48%	-2.83%
	占比	17.82%	16.45%	16.55%	16.11%	15.10%	14.33%	13.81%
	自产-其它	元/吨	52.5	55.3	51.3	47.0	47.0	47.0
	yoy		-	5.29%	-7.17%	-8.50%	0.10%	0.00%
	占比	48.21%	50.95%	45.25%	39.52%	37.64%	36.77%	36.33%
	自产煤单位生产成本	元/吨	108.9	108.5	113.4	118.8	124.9	127.8
	yoy		-	-0.37%	4.52%	4.76%	5.10%	2.38%
	自产煤生产成本	元/吨	31,091	32,659	34,099	33,834	37,363	40,558
	(占比)		29.9%	24.0%	23.1%	23.5%	29.5%	26.7%
	外购煤单位成本	元/吨	240.3	349.8	351.6	331.7	311.8	330.5
	yoy			45.57%	0.51%	-5.67%	-6.0%	6.0%
	外购煤成本		26,289	49,951	56,326	53,831	36,939	50,902
	(占比)		25.3%	36.8%	38.2%	37.4%	29.1%	33.5%
	自产+外购		57,380	82,610	90,426	87,665	74,302	91,460
	(占比)		55.22%	60.83%	61.38%	60.93%		
	自产煤占比		72.30%	67.82%	65.24%	63.70%	71.64%	67.32%
	外购煤占比		27.70%	32.18%	34.76%	36.30%	28.36%	32.68%
	加权生产成本		145.30	186.14	196.19	196.08	177.87	194.05
	yoy		-	28.11%	5.40%	-0.06%	-9.28%	9.10%
	平均运输成本		117.83	119.88	123.43	125.73	125.73	128.24
	yoy		-	1.74%	2.96%	1.86%	0.00%	2.00%
运输费用推算	自产煤占比		72.30%	67.82%	65.24%	63.70%	71.64%	67.32%
	外购煤占比		27.70%	32.18%	34.76%	36.30%	28.36%	32.68%
	加权生产成本		145.30	186.14	196.19	196.08	177.87	194.05
	yoy		-	28.11%	5.40%	-0.06%	-9.28%	9.10%
	平均运输成本		117.83	119.88	123.43	125.73	125.73	128.24
	yoy		-	1.74%	2.96%	1.86%	0.00%	2.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 盈利预测及投资建议

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为2134.01/2471.62/2590.39亿元，对应增速-11.8%、15.8%和4.8%；归母净利润分别为423.68/453.57/469.08亿元，当前股价对应的PE为7/7/7x，对应PB分别为0.88/0.84/0.80x。维持公司“推荐”评级。

公司是全国最大的综合类能源企业之一，当下已发展成具有煤电运耗一体化的有能力平抑周期波动的全球能源巨头。我们不能以简单线性思维判断煤价对公司煤电业绩的影响。在常规煤价低，煤企亏损电企盈利的基础上，我们还需考虑：1.长协机制能否做到公司煤炭销售单价的跌幅小于市场；2.公司煤炭销售中有40%左右的外购煤，外购煤成本会随市场煤价变化而变化，公司吨煤综合销售成本将下降；3.公司发电业务用煤将近90%是自产煤，而公司自产煤的售价相对市场价波动较小，公司电力业务的毛利与市场煤价格的反相关性没有那么强。当把这些问题结合进去判断公司煤电业绩时，我们会发现假设市场煤价下降10%，公司煤电板块的毛利率将保持稳定，毛利大小主要取决于需求端的变化。维持公司“推荐”评级。

## 风险提示

煤炭价格剧烈波动；煤电需求端恢复不及预期



**表3: 公司盈利预测表**

资产负	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	233296	160494	156410	229586	258074	<b>营业收入</b>	264101	241871	213401	247162	259039
货币资金	72205	51481	50542	119454	146793	<b>营业成本</b>	155502	143394	118472	142146	150551
应收账款	8488	7847	6899	7990	8374	营业税金及附	10053	10299	9176	10628	11139
其他应收	0	0	0	0	0	营业费用	725	640	555	643	674
预付款项	2589	4434	4470	4470	4394	管理费用	19879	18479	15920	18070	18748
存货	9967	12053	10633	12375	12714	财务费用	4086	2515	1710	1466	1172
其他流动	16784	46191	45337	46350	46706	研发费用	454	940	959	988	1017
<b>非流动资产</b>	353943	397990	376674	370553	363671	资产减值损失	1042.00	-1905.00	474.45	1097.00	785.73
长期股权	9983	40475	40086	42090	44195	公允价值变动	22.00	160.00	30.00	31.50	33.08
固定资产	237227	226112	219263	217015	210792	<b>投资净收益</b>	593.00	2624.00	32.50	5.00	5.00
无形资产	36463	37059	36141	35565	35120	加: 其他收益	317.00	304.00	270.00	278.10	286.44
其他非流	16440	29232	17024	17875	18769	营业利润	73146	66629	66468	72445	75280
<b>资产总计</b>	587239	558484	533085	600139	621745	<b>营业外收入</b>	427.00	502.00	500.00	515.00	530.45
<b>流动负债</b>	123381	95483	45601	84422	76957	营业外支出	3504.00	407.00	420.00	432.60	445.58
短期借款	2000	835	0	0	0	<b>利润总额</b>	70069	66724	66548	72527	75364
应付账款	25579	24251	21666	26515	28364	所得税	16028	15184	15106	16464	17108
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	54041	51540	51441	56064	58257
一年内到	4229	8517	6266	5248	5757	少数股东损益	10174	8290	9073	10706	11349
<b>非流动负</b>	59408	47382	45647	44978	43800	<b>归属母公司净</b>	43867	43250	42368	45357	46908
长期借款	46765	36943	35943	34943	33943	<b>主要财务比</b>					
应付债券	6823	3460	3672	4039	3856	率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	182789	142865	91248	129400	120757	<b>成长能力</b>					
少数股东	76687	63691	72764	83470	94819	营业收入增长	6.17%	-8.42%	-11.77%	15.82%	4.81%
实收资本	19890	19890	19890	19890	19890	营业利润增长	2.87%	-8.91%	-0.24%	8.99%	3.91%
资本公积	74720	74726	74726	74726	74726	归属于母公司	-2.04%	7.05%	-2.04%	7.05%	3.42%
未分配利	207213	232706	249662	267805	286568	<b>获利能力</b>					
归属母公	327763	351928	355388	373584	392484	毛利率(%)	41.12%	40.71%	44.48%	42.49%	41.88%
<b>负债和所</b>	587239	558484	533085	600139	621745	净利率(%)	20.46%	21.31%	24.11%	22.68%	22.49%
<b>现金流</b>						总资产净利润	12.80%	7.47%	7.74%	7.95%	7.56%
						ROE(%)	13.38%	12.29%	11.92%	12.14%	11.95%
<b>经营活动</b>	88248	63106	40326	91696	95550	<b>偿债能力</b>					
净利润	54041	51540	51441	56064	58257	资产负债率(%)	31%	26%	17%	22%	19%
折旧摊销	22436.00	19674.00	18038.56	19054.21	20175.52	流动比率	1.89	1.68	3.43	2.72	3.35
财务费用	4086	2515	1710	1466	1172	速动比率	1.81	1.55	3.20	2.57	3.19
应收账款	0	0	948	-1091	-384	<b>营运能力</b>					
预收帐款	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.42	0.39	0.44	0.42
<b>投资活动</b>	-53056	-46307	-10192	-14903	-14854	应收账款周转	24	30	29	33	32
公允价值	22	160	30	32	33	应付账款周转	9.24	9.71	9.30	10.26	9.44
长期股权	0	0	389	-2004	-2105	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	593	2624	33	5	5	每股收益(最新)	2.21	2.17	2.13	2.28	2.36
<b>筹资活动</b>	-44715	-37172	-31073	-30436	-29940	每股净现金流	-0.48	-1.02	-0.05	2.33	2.55
应付债券	0	0	212	367	-184	每股净资产(最)	16.48	17.69	17.87	18.78	19.73
长期借款	0	0	-1000	-1000	-1000	<b>估值比率</b>					
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	7.15	7.25	7.40	6.92	6.69
资本公积	-10	6	0	0	0	P/B	0.96	0.89	0.88	0.84	0.80
<b>现金净增</b>	-9523	-20373	-939	46357	50756	EV/EBITDA	3.02	3.51	2.91	2.52	2.14

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

## 研究助理简介

### 薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science, CCS Chemistry 等期刊发表论文三篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

### 沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526