

中国神华 (601088.SH) 多优势对冲周期，提高分红愈显投资价值

2020年05月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

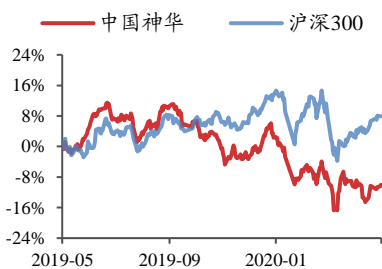
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/5/12
当前股价(元)	15.97
一年最高最低(元)	20.86/14.36
总市值(亿元)	2,633.62
流通市值(亿元)	2,633.62
总股本(亿股)	198.90
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	9.51

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 多优势对冲周期，提高分红愈显投资价值。首次覆盖，给予“买入”评级

中国神华作为我国煤炭行业龙头企业，煤炭资源储备丰富，通过高比例长协煤订单锁定煤炭销量与售价，借助规模效应与高比例露天煤产能打造低成本优势，稳固煤炭业务盈利水平。另一方面，煤电产业一体化布局提升了抗周期性，促成公司的稳健业绩。公司当前市值低估，2019年度分红率达历史最高水平，充沛的现金流为高分红提供保障，股息率接近8%，结合当前利率下行趋势，公司类债属性突出，有望获得市场资金青睐，估值修复可期。预计公司2020/2021/2022年度实现归母净利润391/401/407亿元，同比增长-9.6%/2.6%/1.5%；EPS分别为1.97/2.02/2.05元，PE分别为8.1x/7.9x/7.8x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 煤炭主业盈利稳健，“煤电运化”多业务协同抗周期能力凸出

煤炭业务：成本优势+长协销售，显现稳健盈利能力。公司单矿平均产能达千万吨，实现产能规模化，同时露天煤矿产能占比较高，带来自产煤成本优势；高比例年度长协煤销售实现“锁量半锁价”，降低了对煤炭市场波动的敏感性。

铁路业务：产运一体化协同，运输成本优势显现。公司广泛布局自营铁路运线网络，与自营港口、航运共同形成“路港航”煤炭运输网络，实现产运一体化，降低了公司煤炭的运输成本。

发电业务：煤电产业一体化，有效平抑业绩大幅波动。发电业务毛利与煤炭业务毛利形成了良好的对冲，尤其是对冲了仍有较强价格波动的月度长协煤和现货煤，有助于熨平公司盈利能力的周期性波动。

● 高分红&高股息率，全球利息下行背景下投资价值凸显

公司2019年度分红率提升至58%的历史最高水平，股息率达7.89%，充沛的现金流为高分红提供了充分保障。公司当前市值处于明显低估状态，PE处于历史底部，PB处于“破净”状态，提供了安全边际。结合当前利率下行趋势，公司类债属性凸显，对债券类传统资产有一定替代效应，有望获得市场资金青睐，我们认为公司未来估值将会实现修复。

● 风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,101	241,871	226,903	234,137	241,051
YOY(%)	6.2	-8.4	-6.2	3.2	3.0
归母净利润(百万元)	43,867	43,250	39,108	40,143	40,741
YOY(%)	-2.6	-1.4	-9.6	2.6	1.5
毛利率(%)	41.1	40.7	39.6	40.0	40.3
净利率(%)	16.6	17.9	17.2	17.1	16.9
ROE(%)	13.4	12.4	10.7	10.3	9.8
EPS(摊薄/元)	2.21	2.17	1.97	2.02	2.05
P/E(倍)	7.2	7.3	8.1	7.9	7.8
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 “煤电运化”一体化，抗周期能力凸显	4
1.1、 国有控股的综合能源上市公司	4
1.2、 打造“煤电运化”产业链，实现一体化协同布局	4
1.3、 多业务协同&煤炭长协定价，抗周期能力凸显	6
2、 煤炭业务：成本优势+长协销售，显现稳健盈利能力	7
2.1、 产能规模化，构建自产煤成本护城河	7
2.2、 长协煤销售占比高，稳定盈利能力	9
3、 铁路业务：产运一体化协同，运输成本优势显现	11
4、 发电业务：煤电产业一体化，有效平抑业绩大幅波动	13
5、 高分红&低估值，凸显投资价值	14
5.1、 年度常规分红创历史新高，分红水平行业领先	14
5.2、 现金流充沛，高分红有保障	15
5.3、 相较稳健业绩，市场低估明显	16
5.4、 利率下行及经济不确定性上升，投资价值凸显	17
6、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	18
6.1、 关键假设	18
6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	20
7、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 央企背景，国资控股	4
图 2： 近三年公司营业收入基本稳定	5
图 3： 近三年公司归母净利润基本稳定	5
图 4： 煤炭、发电、铁路贡献主要营收	6
图 5： 煤炭、发电、铁路贡献主要毛利	6
图 6： 煤炭、发电毛利率此消彼长，铁路毛利率基本稳定	6
图 7： 年度、月度长协定价公式（2019 年、2020 年适用）	7
图 8： 公司 26 座在产煤矿中，有 14 座单矿产能在 1000 万吨/年以上（万吨/年）	8
图 9： 公司自产煤单位成本在 105~125 元/吨区间保持相对稳定	9
图 10： 与行业其他主要竞争者对比，公司自产煤单位成本具有明显相对优势（元/吨）	9
图 11： 2018 年长协煤销量占比达 82.3%	10
图 12： 2019 年长协煤销量占比达 88.6%	10
图 13： 2017 年后，煤炭毛利伴随煤炭平均销售价格均保持相对高位稳定	10
图 14： 年度长协价格在绿色区间内保持稳定（元/吨）	11
图 15： 铁路运线网络对“三西地区”主要产区实现有效覆盖	12
图 16： 自有铁路煤炭运输周转量实现稳定增长	12
图 17： 中国神华吨煤运输成本明显低于中煤能源（元/吨）	12
图 18： 长期以来，电煤在煤炭消费总量中呈现高占比	13
图 19： 发电毛利率与煤炭毛利率的周期性波动实现对冲	13
图 20： 2019 年发电量保持稳定	14
图 21： 2019 年售电量保持稳定	14

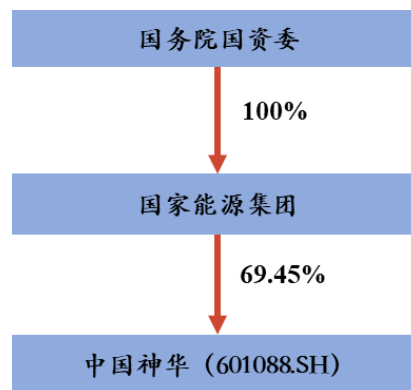
图 22: 2019 年度分红总额及分红率均达到历史最高水平 (除去 2016 年特殊分红外)	14
图 23: 公司分红率维持稳定且保持行业领先	15
图 24: 公司账面非受限货币资金充裕	15
图 25: 公司未分配利润充沛	15
图 26: 公司经营现金流净额稳定 (亿元)	16
图 27: 公司股权自由现金流 (FCFE) 充沛	16
图 28: 公司息负债率持续下降	16
图 29: 公司资本开支保持在合理水平	16
图 30: 公司 PE 与 PB 估值均处于历史低位	17
图 31: 对比业绩稳、高分红公用事业公司的 PE (TTM), 中国神华仍处低位	17
图 32: 国债到期收益率 (10 年) 下探至十年内低位	18
图 33: LPR 呈现下行趋势 (%)	18
表 1: 公司自成立以来逐步实现产业一体化布局	4
表 2: 主要矿区煤炭资源储量丰富	7
表 3: 2019 年长协煤销量情况	10
表 4: 公司共自营包括神朔铁路、朔黄铁路、甘泉铁路等在内 10 条铁路运线	11
表 5: 公司各业务关键假设	19
表 6: 可比公司盈利预测与估值	20

1、“煤电运化”一体化，抗周期能力凸显

1.1、国有控股的综合能源上市公司

中国神华能源股份有限公司（以下简称“公司”或“中国神华”）成立于 2004 年 11 月，于 2005 年 6 月在香港联交所上市，于 2007 年 10 月在上海证交所上市。中国神华是世界领先的综合能源上市公司，是中国最大的煤炭生产及销售企业，拥有国内储量第一的优质煤炭资源。其主营业务包含煤炭、电力生产及销售、铁路、港口、船舶运输及煤制烯烃等。截至 2019 年末，公司总股本 199 亿元，其中 A 股流通股本 165 亿元。公司由国家能源投资集团有限责任公司直接控股，实际控制人为国务院国资委（持有国家能源集团 100% 股份）。

图1：央企背景，国资控股



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、打造“煤电运化”产业链，实现一体化协同布局

“煤电运化”产业链一体化，促进内部产业协同。公司自成立以来，以煤炭生产为基础，通过对煤电运化等优质资源进行横向及纵向整合，实现了煤炭上下游产业链的全环节覆盖，形成从煤炭开采-路港航全方位煤炭运输-发电及煤化工的产业一体化布局。公司产业内部协同效应凸显，促使公司在产业链上下游各环节实现高效率的资源配置和生产调控，进一步释放了各个环节的盈利能力。

表1：公司自成立以来逐步实现产业一体化布局

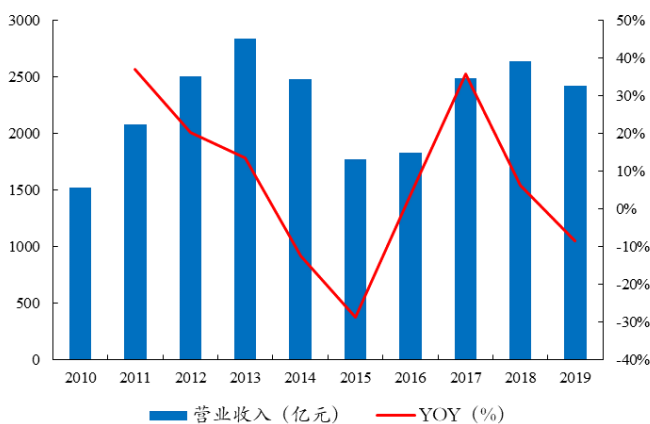
年份	公司大事件
2004	公司在北京成立
2005	港交所上市
2007	上交所上市； 收购神东煤炭、神东电力
2008	澳洲沃特马克中标； 印度尼西亚南苏门答腊省投资建设煤电一体化项目； 在珠海运营风电业务（16MW）； 哈尔乌素，布尔台煤矿建成投产
2010	控股神华航运
2011	新街台格庙勘查区权证申请；

年份	公司大事件
	收购孟津电力及巴蜀电力; 新设神皖能源、神华(福建)能源和珠海煤码头公司
2012	收购太仓电力
	收购包头煤化工, 新增煤化工业务;
2013	收购九江电力; 郭家湾、青龙寺获批
2015	收购宁东电力、徐州电力、舟山电力
2016	郭家湾正式投产; 青龙寺联合试运转
2017	新街台格庙矿区总规划获批; 北区取得探矿权证
2018	分离移交“三供一业”; 北电胜利露天矿落实产能置换指标 800 万吨/年
2019	与国电电力共同组建合资公司

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

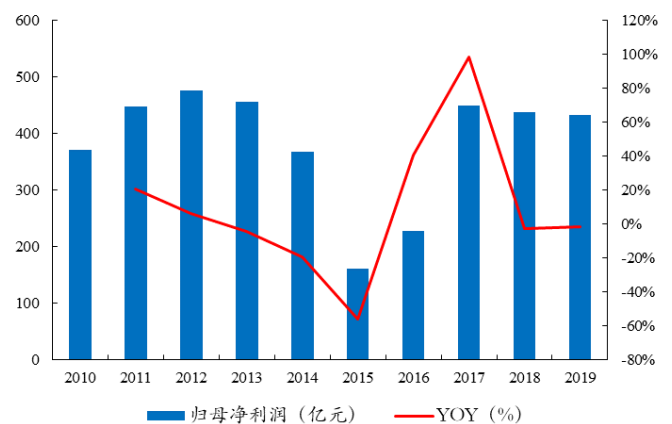
煤炭、发电和铁路三部门贡献主要营收和毛利。2019 年公司共实现总营收 2419 亿元, 同比下降 8.4%, 变动原因在于公司与国电电力组建合资公司, 部分电力资产经营数据不再并表。以 2019 年各分部合并抵消前的经营数据来看, 营业收入方面, 煤炭分部实现营收 1974 亿元, 占比 65%, 发电分部实现营收 526 亿元, 占比 17%, 铁路分部实现营收 397 亿元, 占比 13%; 毛利方面, 三部门对公司毛利贡献仍然显著, 其中煤炭业务毛利 535 亿元, 占比 55%, 发电业务毛利 148 亿元, 占比 15%, 铁路业务毛利 235 亿元, 占比 24%; 毛利率方面, 煤炭和发电业务毛利率呈现此消彼长, 在 20% 至 40% 范围内波动, 铁路业务毛利率保持在 60% 左右水平, 2019 年煤炭、发电及铁路业务毛利率分别为 27%、28%、59%。

图2: 近三年公司营业收入基本稳定

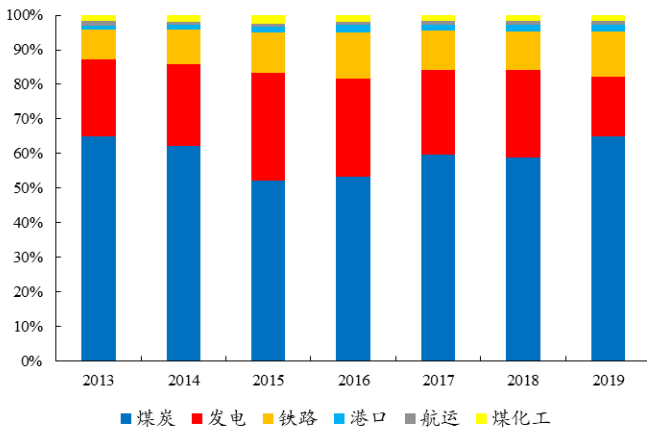


数据来源: Wind、开源证券研究所

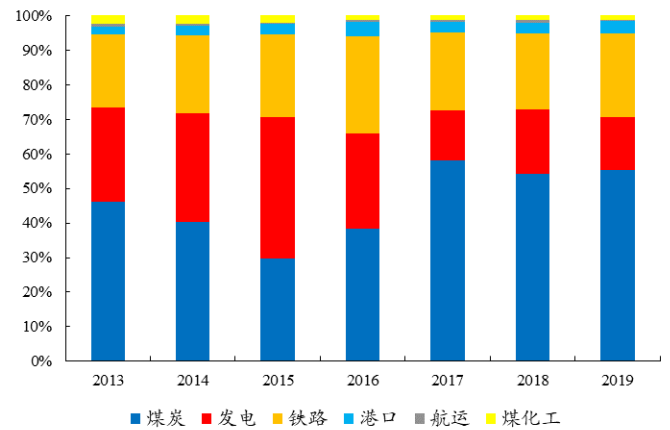
图3: 近三年公司归母净利润基本稳定



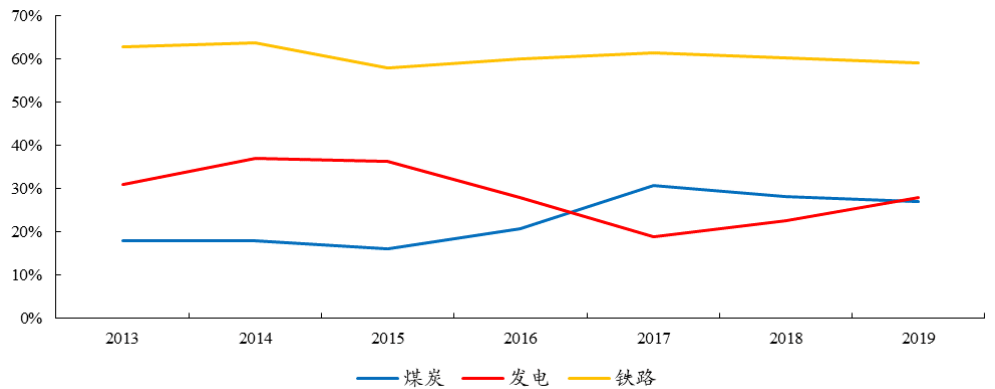
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 煤炭、发电、铁路贡献主要营收


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 煤炭、发电、铁路贡献主要毛利


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 煤炭、发电毛利率此消彼长, 铁路毛利率基本稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、多业务协同&煤炭长协定价, 抗周期能力凸显

公司通过对发电、煤化工等煤炭逆周期业务进行布局, 形成了多业务协同抗周期的对冲能力, 有效平抑了煤炭业务的周期性。同时, 长协定价机制在 2017 年得到转变: 2017 年之前, 长协机制“锁量不锁价”, 长协煤售价受市场现货价格波动影响显著; 2017 年之后, 长协机制可以理解为“锁量半锁价”, 一方面提升了长协煤销售比例, 另一方面一定程度锁定了销售价格, 双重效应作用下, 公司煤炭业务业绩周期波动的情况得到改善, 抗周期优势日益凸显。

图7：年度、月度长协价定价公式（2019年、2020年适用）

$$\text{年度长协价} = \underbrace{535}_{\text{基准价}} * 50\% + \underbrace{(\text{上月末 CECI 综合} + \text{上月末 BSPI} + \text{上月末 CCTD5500}) / 3}_{\text{浮动价}} * 50\%$$

$$\text{月度长协价} = (\text{上月末 CCTD5500} + \text{上月末 API8 指数} * \text{上月末汇率} * (1 + 17\%) + \text{上月末 CCI 动力煤 5500 价格} + \text{上月末 CECI 综合}) / 4$$

BSPI: 环渤海动力煤指数

CCTD5500: 中国煤炭市场网上公布的秦皇岛动力煤(Q5500)价格

CECI 综合: 中国沿海电煤采购价格指数 (于 2019 年 1 月加入公式)

API8: 阿格斯/麦氏 API 国际动力煤指数

CCI 指数: 中国煤炭资源网公布的价格指数

资料来源: 国家发改委、开源证券研究所

2、煤炭业务：成本优势+长协销售，显现稳健盈利能力

2.1、产能规模化，构建自产煤成本护城河

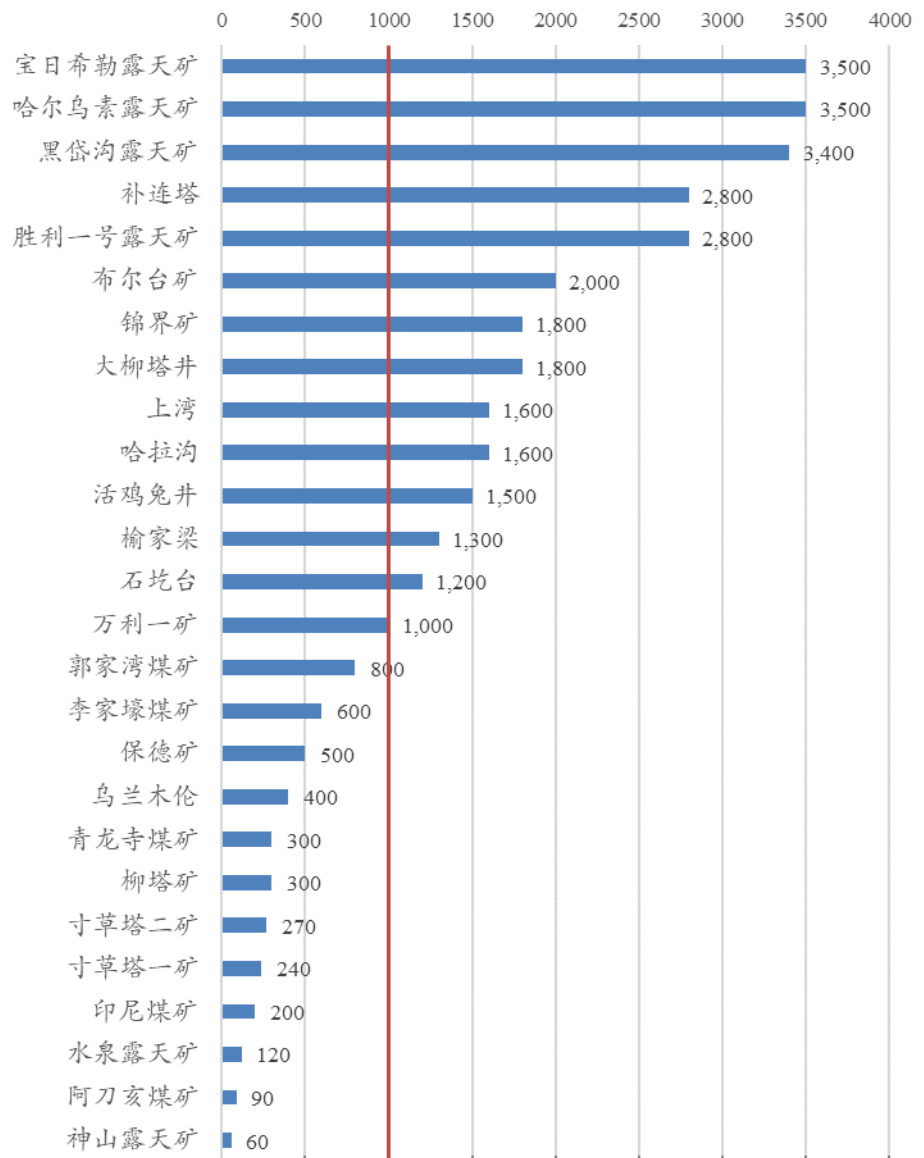
优质煤炭资源储备领先行业。公司煤炭资源储量丰富，截至 2019 年末拥有煤炭保有资源量 300 亿吨（中国标准下），煤炭保有可采储量 146.8 亿吨，均位列中国煤炭上市公司前列。主要矿区神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区的煤炭保有资源量分别为 158 亿吨、39 亿吨、20 亿吨。

表2：主要矿区煤炭资源储量丰富

矿区	保有资源量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	煤炭可售储量 (JORC 标准)	主要煤种	发热量	硫分	灰分 (平均值)
	亿吨	亿吨	亿吨		千卡/千克	%	%
神东矿区	158.1	90.5	46.3	长焰煤/不粘煤	4,800-6,000	0.2-1.0	5-25
准格尔矿区	38.5	30.8	20.1	长焰煤	4,300-5,200	0.3-0.8	10-25
胜利矿区	20.1	13.7	2	褐煤	2,900-3,100	0.4-0.8	20-25
宝日希勒矿区	13.7	11.5	11.8	褐煤	3,400-3,700	0.2-0.5	12-16
包头矿区	0.5	0.3	0	贫瘦煤	3,000-3,300	0.3-0.6	50-55
新街矿区	64.2	-	-	-	-	-	-
其他	4.8	-	-	-	-	-	-
合计	299.9	146.8	80.2	-	-	-	-

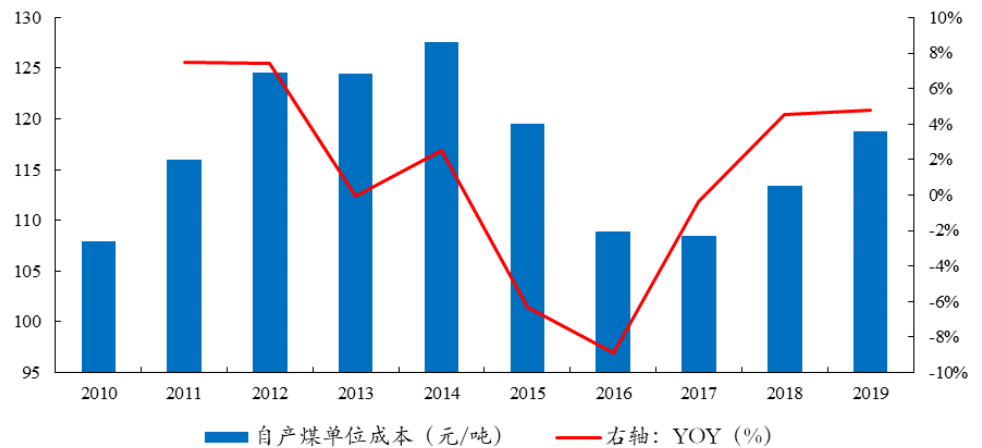
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

产能实现规模化，单矿平均产能达千万吨。截至 2019 年末，除去在建项目，共有在产煤矿 26 座，核定产能达 3.37 亿吨。单矿平均产能达 1295 万吨，其中单矿产能超 1000 万吨的矿井有 14 座，其产能总和占总产能 88.5%，形成规模化效应。其中，单矿产能超 2000 万吨的 6 座煤矿中，有 4 座为露天矿，分别为宝日希勒矿、哈尔乌素矿、黑岱沟矿、胜利一号矿，共计产能达 1.32 亿吨，占比达 39.2%。

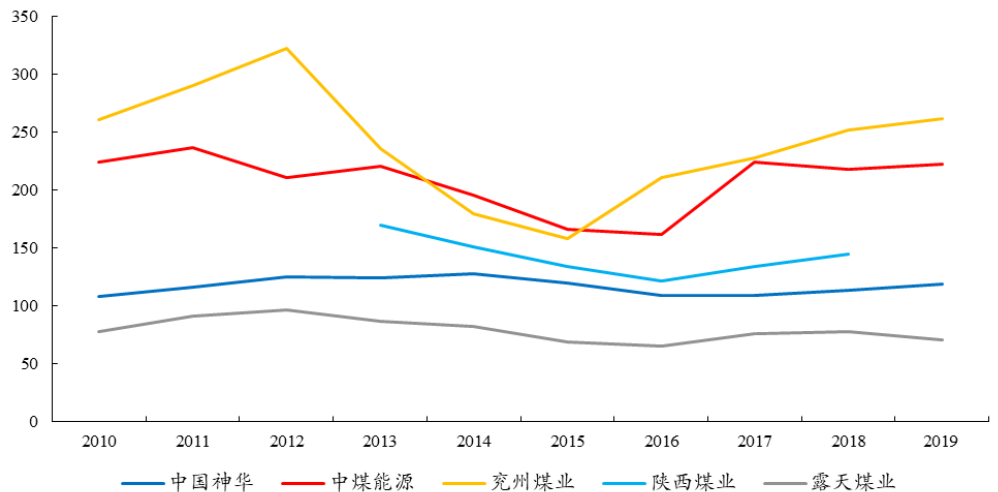
图8: 公司 26 座在产煤矿中, 有 14 座单矿产能在 1000 万吨/年以上 (万吨/年)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

受益规模效应与高比例露天煤产能, 开采成本优势明显。近 10 年内, 公司自产煤单位成本基本维持在 125 元/吨以内, 2019 年实现自产煤吨煤成本 119 元/吨, 同比增长 4.76%, 主要源于胜利一号矿、万利一矿等煤矿的证照手续办理延期拖累了产量, 致使成本一定程度增厚, 但整体来看仍处于较低的合理水平。与行业其他主要竞争者 (中煤能源、兖州煤业、陕西煤业、露天煤业) 对比, 中国神华自产煤单位成本具有明显相对优势。长期来看, 随着受停产、减产影响的煤矿产能恢复, 公司成本控制能力将进一步提升, 自产煤单位成本有望维持稳定。

图9: 公司自产煤单位成本在 105~125 元/吨区间保持相对稳定


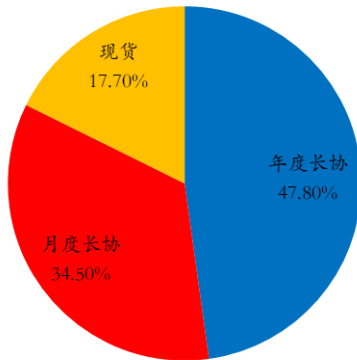
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 与行业其他主要竞争者对比, 公司自产煤单位成本具有明显相对优势(元/吨)


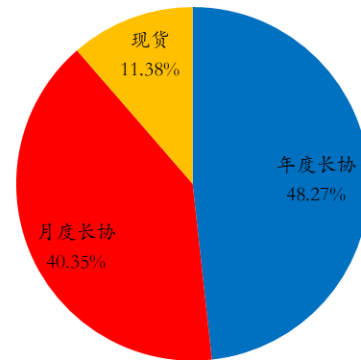
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

2.2、长协煤销售占比高, 稳定盈利能力

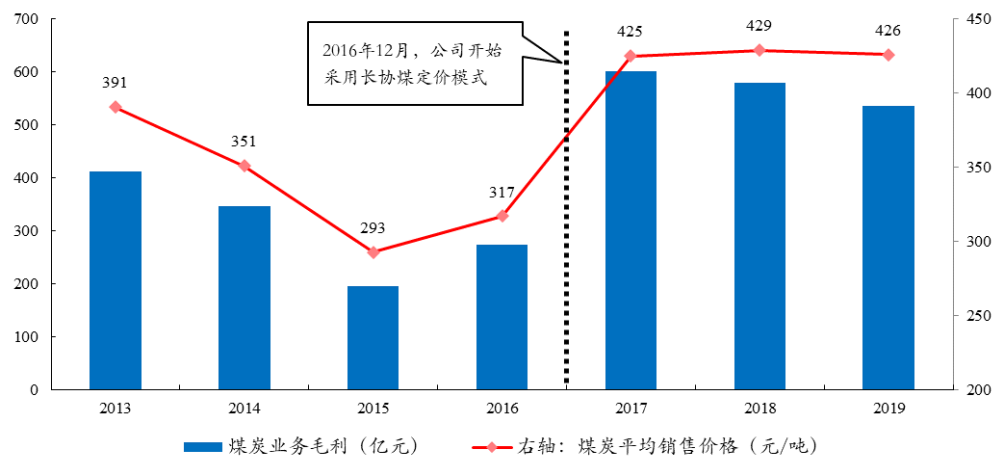
长协煤销售占比达 80% 以上。自 2017 年起, 公司顺应国家政策采取长协煤定价模式。2018 年全年煤炭销量中, 82.3% 销量采用长协煤定价; 2019 年, 长协煤比例上涨至 88.6%, 其中自产煤主要采用年度长协定价及现货定价, 贸易煤则主要采用月度长协定价。2019 年年度长协均价为 381 元/吨, 月度长协均价为 480 元/吨 (均不含税)。高比例的长协煤定价模式使公司煤炭平均销售价格 (不含税) 于 2017 年及以后在 420 元/吨以上的相对高位保持稳定, 大幅降低了公司对煤炭现货价格波动的敏感性, “锁量半锁价” 的机制保障了公司盈利能力。相应的, 公司煤炭业务毛利从 2017 年开始在高位维持相对稳定, 业绩波动性大幅下降, 煤炭业务盈利稳定性凸显。

图11: 2018 年长协煤销量占比达 82.3%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 2019 年长协煤销量占比达 88.6%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2017 年后, 煤炭毛利伴随煤炭平均销售价格均保持相对高位稳定


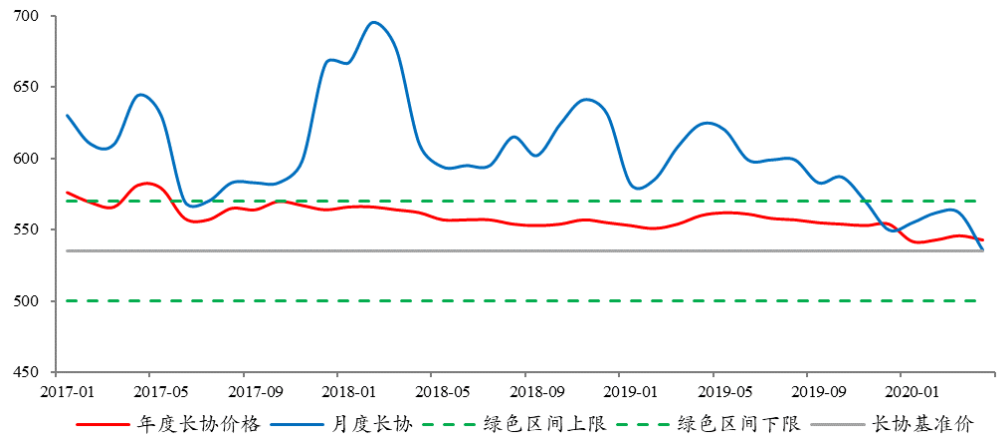
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 2019 年长协煤销量情况

	销售量 百万吨	占销售量合计比例 %	价格 (不含税) 元/吨
年度长协	216	48.3%	381
月度长协	180	40.3%	480
现货	51	11.4%	426
销售量合计/平均价格 (不含税)	447	100%	426

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

年度长协基准价维持不变, 煤价预期保持稳定。2020 年长协煤谈判政策指引于 2019 年末落地, 政策基本保持一致, 基准价格维持不变, 2020 年度长协基准价仍保持 535 元/吨水平。根据年度长协煤定价公式, 基准价的确定保障了长协煤价 50% 的稳定性, 结合公司近 50% 的年度长协煤销量占比, 公司煤炭销售平均售价受市场波动性影响有限, 为煤炭业务的稳定盈利提供保障。

图14: 年度长协价格在绿色区间内保持稳定 (元/吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、铁路业务: 产运一体化协同, 运输成本优势显现

路港航煤炭运输网络形成, 产运结合逐渐深化。公司围绕核心产区“三西地区”布局了包括神朔铁路、朔黄铁路、甘泉铁路等 10 条铁路运线, 对公司主要矿区实现了有效覆盖。近年来随着铁路运线网络的逐渐扩张, 运输周转量实现稳定增长, 2019 年全年自由铁路运输周转量达 2855 亿吨公里, 同比增长 0.6%, 其中为自营煤炭提供的运输周转量达 2493 亿吨公里, 占比 87.3%。广泛布局的自营铁路运线网络对比其他行业内竞争对手体现出明显的运输成本优势: 近年内公司吨煤运输成本在 33 元/吨左右, 而自营铁路布局较少的中煤能源平均运输成本约 60 元/吨。同时, 公司自营港口及航运与铁路运线共同形成路港航全方位煤炭运输网络, 实现产运一体化协同, 大大降低了公司煤炭的运输成本。

表4: 公司共自营包括神朔铁路、朔黄铁路、甘泉铁路等在内 10 条铁路运线

铁路运线	起点	终点	运输能力 (万吨)	里程 (公里)	状态
神朔铁路	神木大柳塔	朔州西	20000	266	运营(3亿吨扩能)
朔黄铁路	山西神池	河北黄骅	35000	598	运营
黄万铁路	河北黄骅	天津万家	4200	65	运营
大准铁路	山西大同	准格尔旗薛家湾	15000	264	运营
包神铁路	陕西神木	内蒙古包头	17630	192	运营
巴准铁路	巴图塔	点岱沟	17000	129	运营
甘泉铁路	甘其毛都	包头万水泉南站	20000	367	运营
淮池铁路	外西沟	神池南	20000	180	运营
塔韩铁路	韩家村	塔然高勒战	2800	78	运营
黄大铁路	黄骅南站	山东潍坊大家洼站	2500 (远期 4000)	224	在建

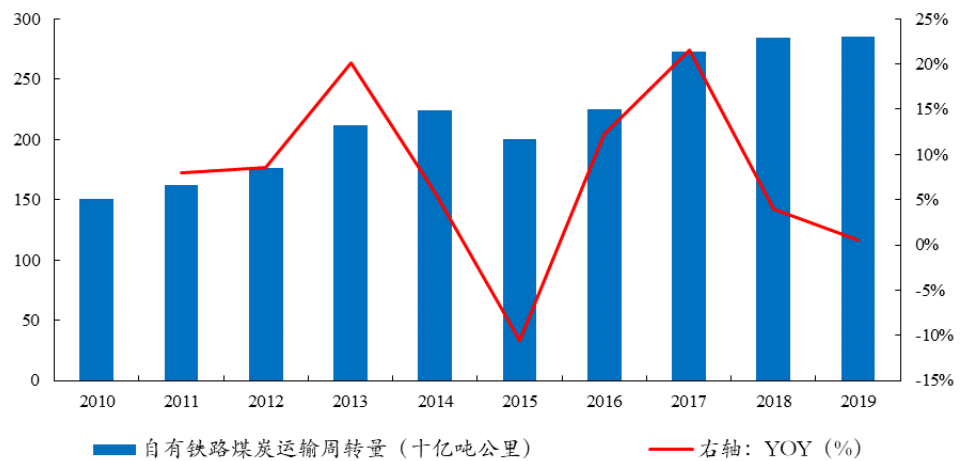
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 铁路运线网络对“三西地区”主要产区实现有效覆盖



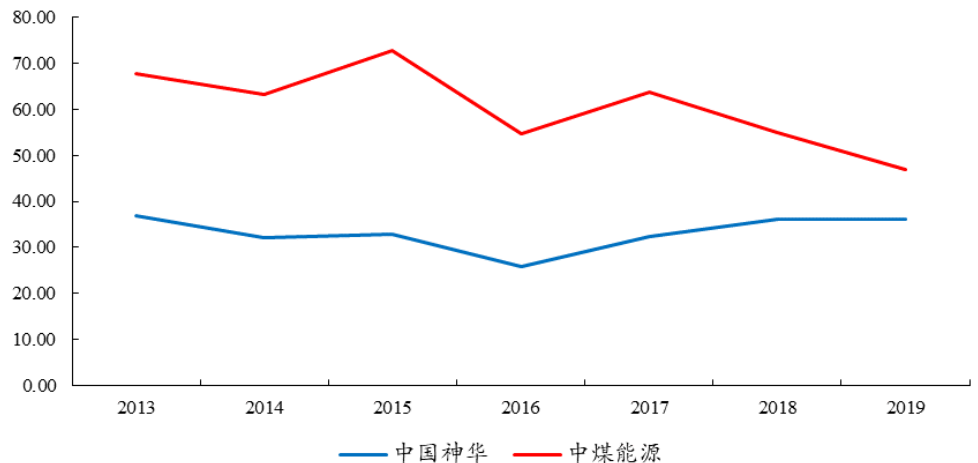
资料来源: 公司公告

图16: 自有铁路煤炭运输周转量实现稳定增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 中国神华吨煤运输成本明显低于中煤能源 (元/吨)

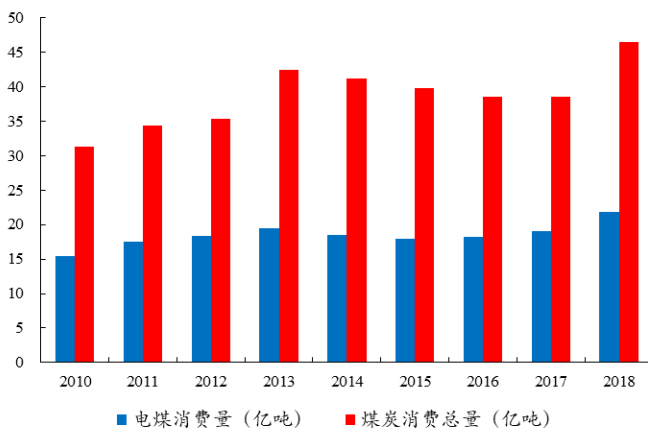


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

4、发电业务：煤电产业一体化，有效平抑业绩大幅波动

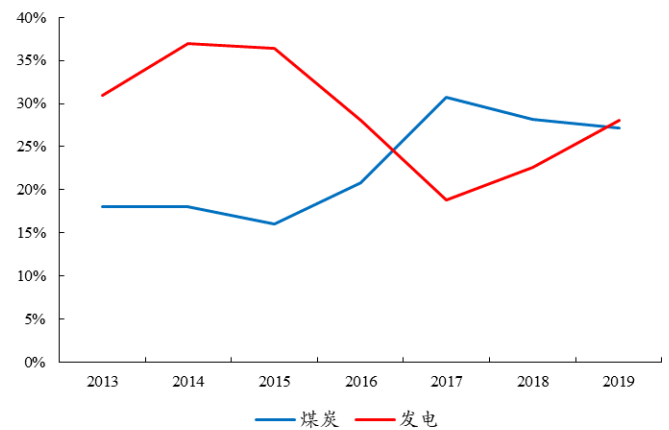
发电业务对冲煤炭周期波动，稳定公司业绩。发电环节处于煤炭生产及运输的下游，近年来电煤消费量占全国煤炭总消费量比重均保持在 45%以上，在煤炭消费市场中占据主导地位。公司作为煤炭生产行业龙头，为提升抗周期能力，自成立之初就对发电业务进行了重点布局。就盈利能力来看，发电业务毛利率与煤炭业务毛利率形成了良好的对冲，尤其是对冲了仍有较强价格波动的月度长协煤和现货煤，有助于熨平公司业绩的周期性波动。

图18：长期以来，电煤在煤炭消费总量中呈现高占比



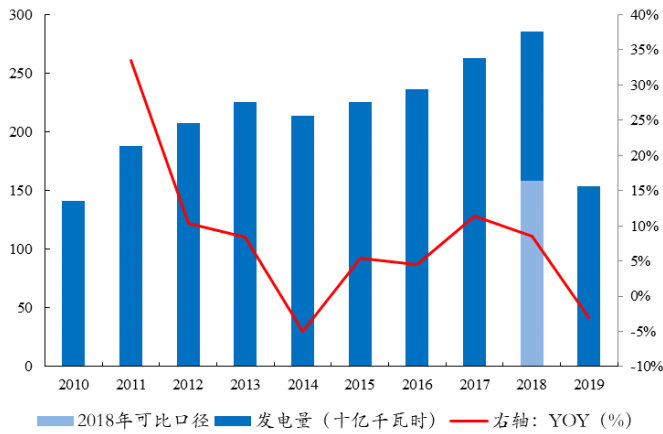
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：发电毛利率与煤炭毛利率的周期性波动实现对冲



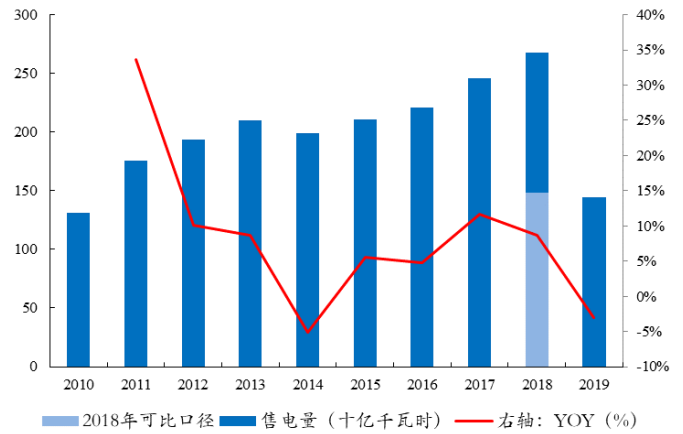
数据来源：公司公告、开源证券研究所

部分电力资产剥离，业绩体现为投资收益。截至 2019 年末，公司发电总装机容量为 31029 兆瓦，燃煤发电机组总装机容量为 29954 兆瓦。2018 年公司发电量与售电量分别达到 2853 亿千瓦时与 2676 亿千瓦时，均实现了 8%以上的同比增长率，从 2014 年起呈现出稳健增长的趋势。2019 年公司与国电电力进行发电业务重组，成立北京国电并持有其 42.5% 股权，公司对所涉及的 30820 兆瓦机组完成了资产剥离，2019 年发电量与售电量出现了较大幅度的下降，分别为 1536、1440 亿千瓦时，均同比下降约 46%，如果将 2018 年数据替换为可比口径，则发电量与售电量同比变化均为 -3%，总体仍保持稳定。重组后出表的电力资产仍以投资收益的形式为公司贡献业绩，2019 年北京国电通过资产处置带来 11.2 亿元的一次性投资收益，同时其电力业务也为公司带来 2.2 亿元的业绩贡献。

图20: 2019年发电量保持稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 2019年发电量大幅下降源于公司发电业务资产重组, 图中2019年同比变化已根据2018年可比口径做出调整

图21: 2019年售电量保持稳定


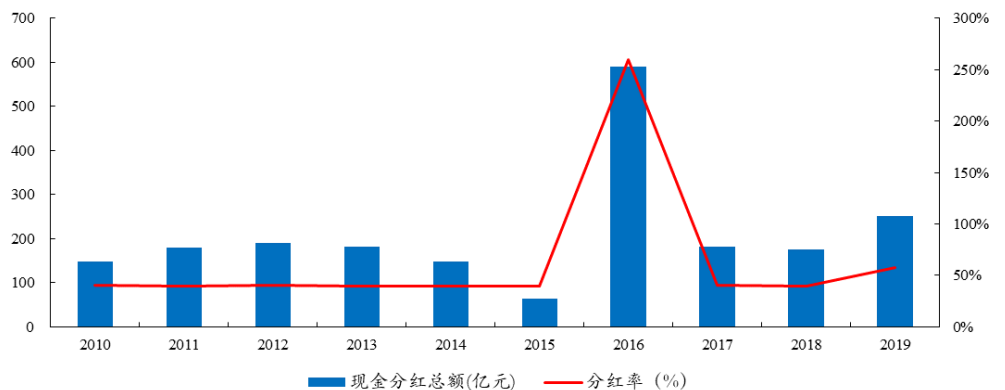
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 2019年售电量大幅下降源于公司发电业务资产重组, 图中2019年同比变化已根据2018年可比口径做出调整

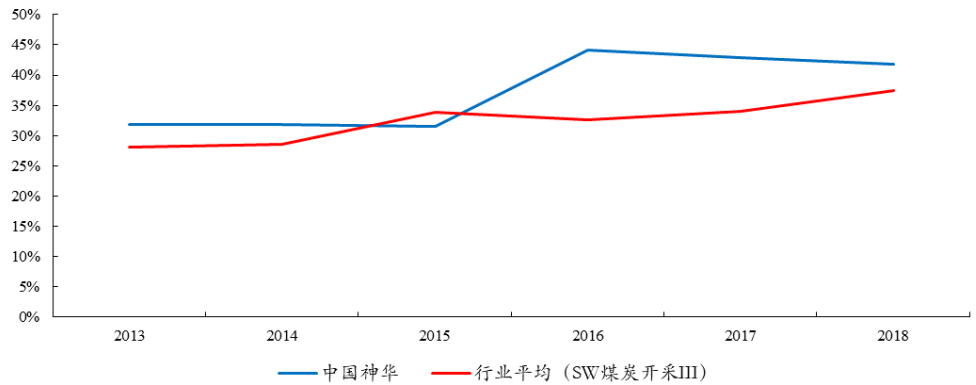
5、高分红&低估值，凸显投资价值

5.1、年度常规分红创历史新高，分红水平行业领先

近年首次提高常规分红率，2019年大幅提升至58%。2020年3月，公司发布最新利润分配公告，决定每股派发现金红利1.26元（含税）。以2019年末公司总股本199亿股计算，本次共计将派发分红总额为250亿元，结合2019年公司实现归母净利润432亿元，分红率高达57.9%，同比提升了18个百分点，系公司自2007年上市以来首次上调分红率水平（除2016年特殊分红外，此前公司分红率均稳定在40%左右）。除去2016年特殊分红的异常值影响，本次分红方案的分红总额及分红率均达到了公司上市以来的历史最高水平。以5月12日收盘价15.97元计算，公司股息率为7.89%。就历史来看，公司近年来分红率均保持行业领先水平。本次高分红方案的推出延续了公司长期以来的高分红传统，同时也彰显了公司对未来稳健业绩的信心。

图22: 2019年度分红总额及分红率均达到历史最高水平（除去2016年特殊分红外）


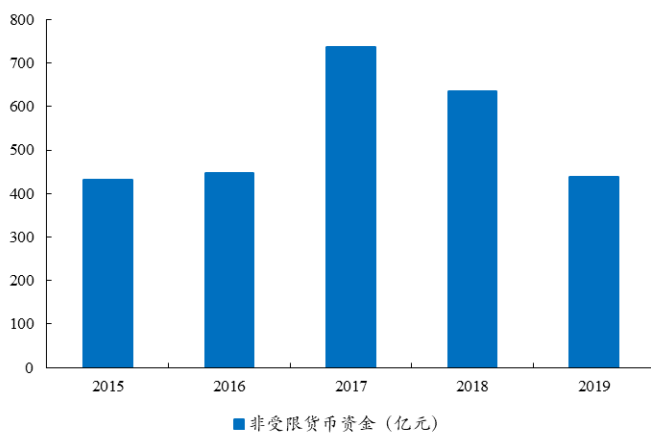
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 公司分红率维持稳定且保持行业领先


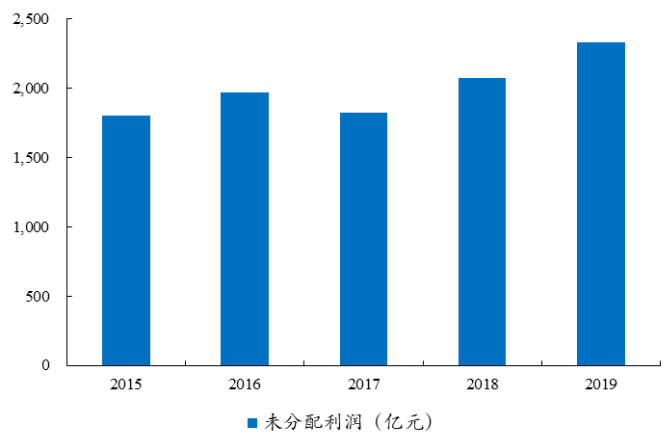
数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、现金流充沛，高分红有保障

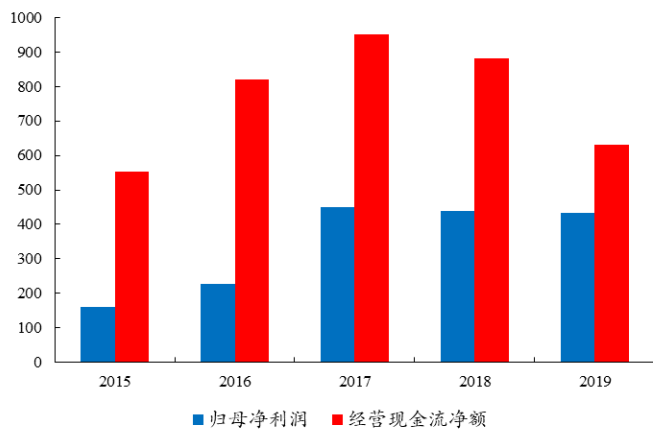
账面资金充裕，经营现金流稳定。 账面资金方面，公司货币资金数额在近年内均保持在 400 亿元以上高额水平，且非受限货币资金占比达 85%~90%。截至 2019 年末，公司账面货币资金高达 515 亿元，其中 85% 为非受限货币资金，约 438 亿元。未分配利润方面，截至 2019 年末公司未分配利润为 2327 亿元。经营现金流方面，2019 年公司实现经营现金流净额 631 亿元，同比下降 28.5%，主要因为受神华财务公司现金流活动影响较大，去除其影响后公司经营现金流净额保持相对稳定，反映出经营稳健的态势。股权自由现金流 (FCFE) 由“经营现金流净额-财务费用-资本支出-偿还债务本金+新增债务”计算所得，反映了公司经营中可分配给股权投资者的现金流数额，经测算，公司近年内 FCFE 整体较为充足，2016-2019 年均达到 300 亿元以上水平，其中 2019 年为 300 亿元，对 250 亿元的分红总额能够实现良好覆盖。随着公司业绩逐步向好，我们认为公司充裕的现金流状况对未来的高分红预期能够实现有效的支撑。四项财务指标均支撑公司的高比例分红计划。

图24: 公司账面非受限货币资金充裕


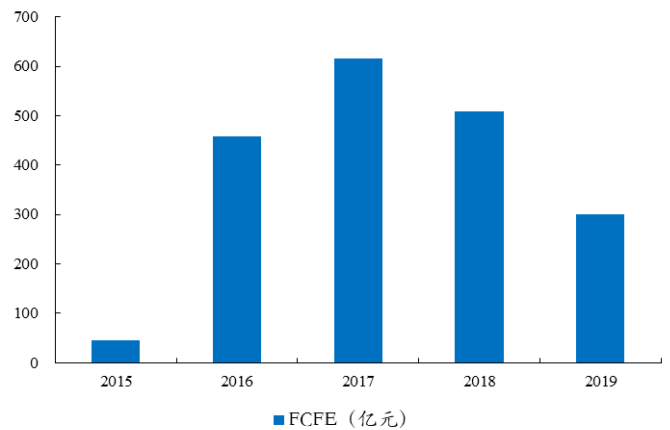
数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 公司未分配利润充沛


数据来源: Wind、开源证券研究所

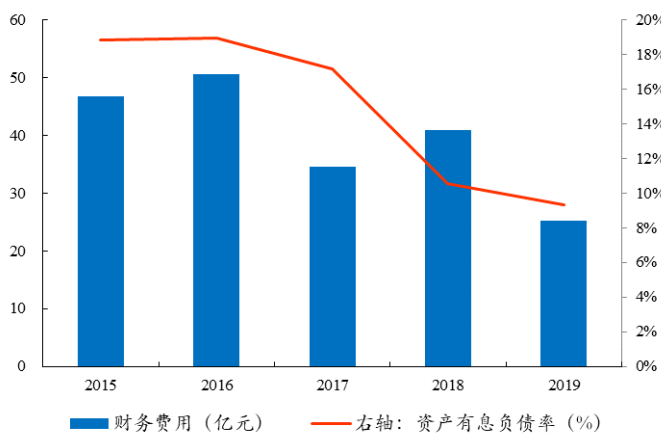
图26: 公司经营现金流净额稳定 (亿元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

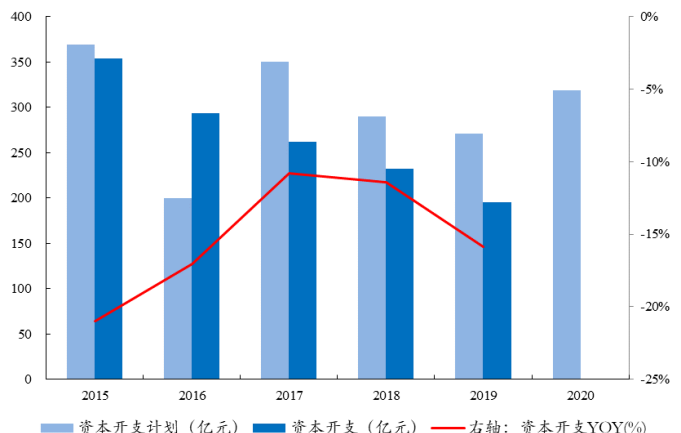
图27: 公司股权自由现金流 (FCFE) 充沛


数据来源: Wind、开源证券研究所

有息负债与资本开支保持合理范围。近年来公司积极响应供给侧改革政策号召,加大“去杠杆”力度,公司资产有息负债率自2016年以后逐年下降,2019年降低至9.3%。相应的,公司财务费用也得到有效控制,2019年公司共支出财务费用25.2亿元,同比下降38%。资本开支方面,2019年公司支出固定资产投资为190亿元,同比下降9%,由于公司煤炭、发电及铁路三大主要业务均处于稳定发展阶段,基本不存在未来大规模扩张的预期。2020年公司资本开支计划为318亿元,仍保持在合理范围内,为积极的利润分配留出足够空间。

图28: 公司有息负债率持续下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 公司资本开支保持在合理水平


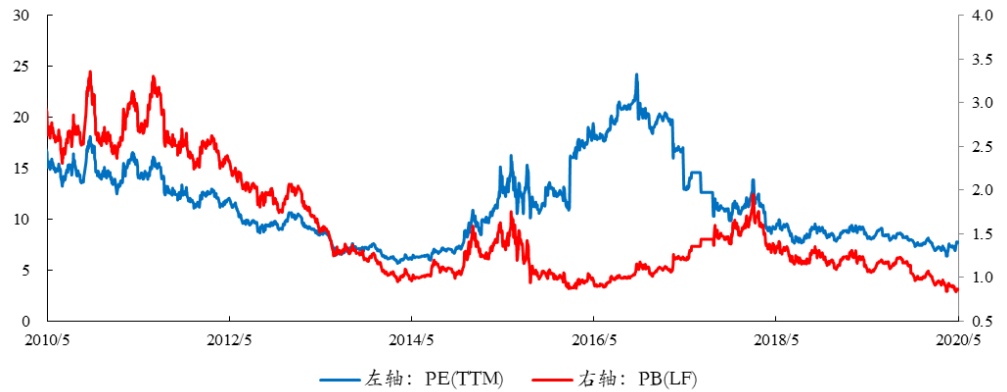
数据来源: Wind、开源证券研究所

5.3、相较稳健业绩, 市场低估明显

市盈率估值方面,公司PE(TTM)于2016年末一度上探至20倍以上的高位,伴随着煤炭行业供给侧改革的实行与逐步深化,公司业绩在2016年后得到改善并呈现稳定向好的态势,而PE(TTM)却在2016年后呈现下降趋势,2020年第一季度则基本保持在7倍左右的低位,处于历史低位。横向对比来看,公司PE仍然低估。公司公用事业属性逐渐凸显,但其PE估值仍明显低于主要公用事业上市公司。以长江电力、中国核电为例,由于其稳定的业绩配合持续高分红,近年来PE(TTM)主

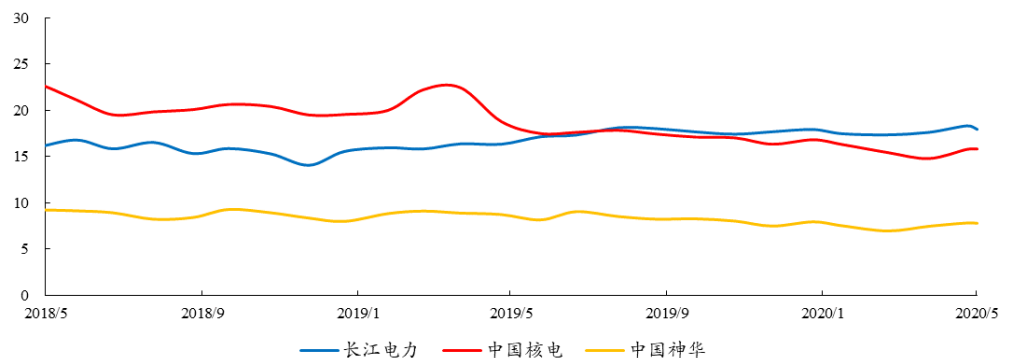
要位于 15-25 倍区间内,远高于中国神华 7 倍左右的 PE 估值水平。市净率估值方面,公司 PB(LF) 于 2019 年末跌破 1 倍,目前下探至 0.9 倍左右水平,仍处于“破净”状态。截至 5 月 12 日收盘,公司 PE(TTM) 仅 7.85 倍, PB(LF) 仅 0.88,结合公司当前通过“高比例长协煤+煤电运一体化”运营模式所带来的抗周期性和稳健业绩,市场对于公司估值存在明显的折价。

图30: 公司 PE 与 PB 估值均处于历史低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 对比业绩稳、高分红公用事业公司的 PE(TTM), 中国神华仍处低位



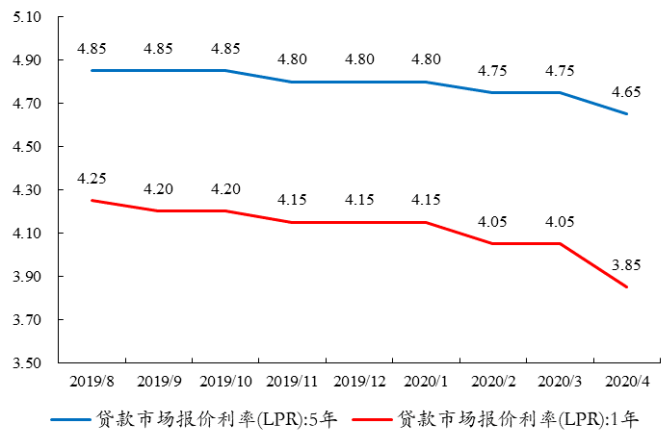
数据来源: Wind、开源证券研究所

5.4、利率下行及经济不确定性上升,投资价值凸显

随着全球范围内的疫情日益严重,世界各国经济下行压力加大,美联储于 3 月 3 日、17 日先后两次分别宣布紧急降息 50 个基点与 100 个基点,基准利率在半月内降至 0-0.25% 区间,开启了全球降息潮,先后有十余个国家和地区跟随美联储降息。国内利率也步入下行通道,2 月发布的 1 年期 LPR 下调 10 个基点,5 年期 LPR 下调 5 个基点,4 月分别再次下调 20 个基点、10 个基点。无风险利率方面,国债到期收益率(10 年)于 1 月下旬跌破 3%,5 月 12 日报 2.66%,处于历史底部。新冠疫情引起的全球市场波动性增加,系统性风险提升,市场更加关注波动性小、收益稳定的资产标的,其中高股息率的股票由于其较高的流动性,对债券一类的传统资产有一定的替代效应。根据公司 2019 年度现金分红方案,公司股息率可达 7.89%,结合公司稳定向好的基本面,有望受到市场青睐。

图32: 国债到期收益率(10年)下探至十年内低位


数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: LPR 呈现下行趋势(%)


数据来源: Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

6.1、关键假设

煤炭业务: 产销量方面, 随着胜利一号矿产能核增及部分停产减产煤矿有序复产, 我们预计公司原煤产量及商品煤销量总体平稳增长。煤炭价格方面, 受当前新冠疫情影响需求疲弱, 煤炭市场现货价格降幅较大, 但由于公司近 90% 的煤炭销售订单为长协订单, 且近 50% 为受现货价格波动影响较小的年度长协订单, 因此我们预计本轮煤价下跌对公司煤炭平均销售价格影响有限。成本方面, 随着公司产量平稳增长, 规模效应逐渐深化, 煤炭开采成本将会有所下降, 同时伴随煤价下行, 外购煤平均采购单价也随之下降, 整体来看, 我们预计煤炭销售吨煤成本将会出现一定程度降幅。因此, 我们预计 2020-2022 年, 公司原煤产量分别为 290、295、300 百万吨, 商品煤销量为 435、443、450 百万吨, 产销率均保持 150%; 煤炭价格方面, 我们预计商品煤吨煤售价分别为 405、408、410 元/吨; 成本方面, 吨煤成本均稳定在 315 元/吨水平。

发电业务: 由于公司在燃煤机组装机容量上大规模投产阶段已经过去, 我们认为, 预测期内发、售电量将保持平稳的态势。我们预计 2020-2022 年, 发电量分别为 160、165、170 十亿千瓦时, 售电量分别为 150、155、160 十亿千瓦时, 电力产销率保持 94%。电力单位售价保持 360 元/兆瓦时, 单位成本保持 250 元/兆瓦时。

其他业务: 对于铁路、港口、煤化工及航运业务, 我们均采用在 2019 年基础上平稳增长的假设, 同时基于相对稳定的毛利率来测算各业务成本及毛利。

经测算, 公司 2020-2022 年总营业收入分别为 2269、2341、2411 亿元, 同比变化分别为 -6.2%、3.2%、3.0%。总毛利与毛利率均保持平稳增长, 预计公司 2020-2022 年总毛利分别为 899、937、972 亿元, 毛利率分别为 39.6%、40.0%、40.3%。

表5: 公司各业务关键假设

业务分类	主要产品及销售预测	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭	商品煤产量 (百万吨)	297	283	290	295	300
	煤炭销售量 (百万吨)	461	447	435	443	450
	其中: 自产煤 (百万吨)	301	285	290	295	300
	外购煤 (百万吨)	160	162	145	148	150
	产销率 (%)	155%	158%	150%	150%	150%
	不含税价格 (元/吨)	445	442	405	408	410
	不含税成本 (元/吨)	320	322	315	315	315
	吨毛利 (元/吨)	126	120	90	93	95
	毛利率 (%)	28.2%	27.1%	22.2%	22.8%	23.2%
	不含税收入 (亿元)	2,052	1,974	1,762	1,805	1,845
	不含税成本 (亿元)	1,473	1,439	1,370	1,394	1,418
发电	总发电量 (十亿千瓦时)	285	154	160	165	170
	总售电量 (十亿千瓦时)	268	144	150	155	160
	产销率 (%)	94%	94%	94%	94%	94%
	不含税价格 (元/兆瓦时)	331	365	360	360	360
	不含税成本 (元/兆瓦时)	256	263	250	250	250
	单位毛利 (元/兆瓦时)	75	102	110	110	110
	毛利率 (%)	22.6%	28.0%	30.6%	30.6%	30.6%
	不含税收入 (亿元)	885	526	541	558	575
	不含税成本 (亿元)	685	379	376	388	400
	不含税收入 (亿元)	391	397	400	420	440
铁路	不含税成本 (亿元)	156	162	160	168	176
	毛利率 (%)	60.2%	59.1%	60.0%	60.0%	60.0%
港口	不含税收入 (亿元)	61	59	65	70	75
	不含税成本 (亿元)	30	25	26	28	30
煤化工	不含税收入 (亿元)	58	53	64	65	66
	不含税成本 (亿元)	44	42	48	49	50
航运	不含税收入 (亿元)	41	33	40	45	50
	不含税成本 (亿元)	32	29	34	38	43
内部抵消	不含税收入 (亿元)	-847	-624	-603	-622	-641
	不含税成本 (亿元)	-865	-641	-645	-661	-677
	抵消收入占比 (%)	-24%	-21%	-21%	-21%	-21%
	抵消成本占比 (%)	-36%	-31%	-32%	-32%	-32%
合计	营业收入合计 (亿元)	2641	2419	2269	2341	2411
	YOY (%)	6.2%	-8.4%	-6.2%	3.2%	3.0%
	营业成本合计 (亿元)	1555	1434	1370	1404	1438
	YOY (%)	8.1%	-7.8%	-4.5%	2.5%	2.4%
	总毛利 (亿元)	1086	985	899	937	972
	毛利率 (%)	41.1%	40.7%	39.6%	40.0%	40.3%

数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

注: 表中煤炭业务“不含税价格”由“煤炭分部营收/商品煤销量”计算所得, 与前文中提到的“煤炭平均销售价格”不同 (由公司公告披露, 系“煤炭产品销售收入/商品煤销量”计算所得), 该差

异原因为公司煤炭分部营收与煤炭产品销售收入间存在差额，如 2019 年煤炭分部营收为 1974 亿元，煤炭产品销售收入为 1905 亿元。为方便计算，此处关于煤炭价格的假设均以前者为基础。

6.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

中国神华作为我国煤炭行业龙头企业，煤炭资源储备丰富，通过高比例长协煤订单锁定煤炭销量与售价，借助产能规模化效应与高比例露天煤产能打造低成本优势，牢牢稳固煤炭业务盈利水平。另一方面，煤电产业一体化布局提升了抗周期性，促成公司的稳健业绩。我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 391/401/407 亿元，同比增长-9.6%/2.6%/1.5%；EPS 分别为 1.97/2.02/2.05 元，对应当前股价，PE 分别为 8.1x/7.9x/7.8x。我们选取业务与公司相近的三家上市公司作为可比公司（中煤能源、兖州煤业、陕西煤业），公司目前 PE 为 8.1 倍，微高于可比公司 2019 年平均 PE 的 7.8 倍，公司 PB 为 0.88 倍，微高于可比公司 0.84 倍的 PB。公司当前市值处于低估状态，提供了安全边际，2019 年度分红率提升至 58% 的历史最高水平，股息率达 7.89%，充沛的现金流为高分红提供了充分保障，结合当前利率下行趋势，公司类债属性突出，有望获得市场资金青睐，我们认为公司未来估值将会实现修复。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
601898.SH	中煤能源	501	48.4	54.6	61.2	10.4	9.2	8.2	0.51
600188.SH	兖州煤业	409	71.9	75.9	81.1	5.7	5.4	5.0	0.78
601225.SH	陕西煤业	741	101.1	107.9	114.6	7.3	6.9	6.5	1.21
	平均					7.8	7.1	6.6	0.84
601088.SH	中国神华	3,176	391	401	407	8.1	7.9	7.8	0.88

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除中国神华外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

7、风险提示

经济恢复不及预期。当前受疫情冲击影响，经济不确定性提升，社会总需求整体较为疲弱。随着疫情逐渐受控制，复工复产也在逐步推进。如果经济恢复不及预期，工业用电与社会用电需求持续低迷将会直接或间接对公司的煤炭、发电两大业务产生严重影响。

年度长协煤基准价下调。高比例长协煤机制减小了公司业绩对市场煤价波动的敏感性，但受长协基准价的影响较大。近期受疫情影响煤价一路下行，若长期不能回复至正常区间将会对年度长协基准价产生下调压力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	233,296	160,494	258,282	374,728	483,906
现金	72,205	51,481	139,007	249,929	363,709
应收票据及应收账款	13,055	10,436	15,082	10,279	15,651
其他应收款	2,877	2,464	2,502	2,612	2,667
预付账款	2,589	4,434	907	4,722	1,201
存货	9,967	12,053	8,657	12,371	9,328
其他流动资产	132,603	79,626	92,126	94,815	91,350
非流动资产	353,943	397,990	313,024	227,235	141,523
长期投资	9,983	40,475	41,075	41,775	42,575
固定资产	237,227	226,112	159,489	84,017	4,121
无形资产	36,463	37,059	35,852	34,622	33,369
其他非流动资产	70,270	94,344	76,608	66,820	61,457
资产总计	587,239	558,484	571,306	601,963	625,429
流动负债	123,381	95,483	91,641	98,045	97,085
短期借款	2,000	835	835	835	835
应付票据及应付账款	26,884	25,043	28,038	25,203	29,298
其他流动负债	94,497	69,605	62,769	72,007	66,952
非流动负债	59,408	47,382	42,502	38,473	34,421
长期借款	53,588	40,403	36,363	32,322	28,282
其他非流动负债	5,820	6,979	6,140	6,150	6,139
负债合计	182,789	142,865	134,144	136,518	131,505
少数股东权益	76,687	63,691	71,187	78,882	86,691
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
资本公积	74,720	74,726	74,726	74,726	74,726
留存收益	218,646	244,139	267,441	291,360	315,635
归属母公司股东权益	327,763	351,928	365,975	386,563	407,233
负债和股东权益	587,239	558,484	571,306	601,963	625,429

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	88,248	63,106	54,683	67,565	70,817
净利润	54,041	51,540	46,605	47,837	48,551
折旧摊销	23,584	20,352	16,966	16,989	17,012
财务费用	4,086	2,515	2,500	2,500	2,500
投资损失	-593	-2,624	-650	-750	-850
营运资金变动	1,935	-10,401	-9,955	989	3,605
其他经营现金流	5,195	1,724	-783	-0	-0
投资活动现金流	-53,056	-46,307	68,978	69,441	69,586
资本支出	20,935	19,009	-363	20,331	20,309
长期投资	-33,603	-27,974	-600	-0	-800
其他投资现金流	-65,724	-55,272	68,015	89,772	89,095
筹资活动现金流	-44,715	-37,172	-36,135	-26,084	-26,623
短期借款	-7,493	-1,165	-0	-0	-0
长期借款	-17,218	-13,185	-4,040	-4,040	-4,040
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	-10	6	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-19,994	-22,828	-32,094	-22,044	-22,583
现金净增加额	-9,474	-20,036	87,526	110,922	113,780

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	264,101	241,871	226,903	234,137	241,051
营业成本	155,502	143,394	136,969	140,395	143,820
营业税金及附加	10,053	10,299	9,175	9,543	9,872
营业费用	725	640	601	624	2,411
管理费用	19,879	18,479	15,883	17,794	18,320
研发费用	454	940	908	937	964
财务费用	4,086	2,515	2,500	2,500	2,500
资产减值损失	1,042	-1,905	1,500	1,500	1,500
其他收益	317	304	325	316	317
公允价值变动收益	22	160	-0	-0	-0
投资净收益	593	2,624	650	750	850
资产处置收益	6	-19	-0	-0	-0
营业利润	73,146	66,629	60,341	61,912	62,831
营业外收入	427	502	476	476	480
营业外支出	3,504	407	400	400	400
利润总额	70,069	66,724	60,417	61,988	62,912
所得税	16,028	15,184	13,812	14,151	14,361
净利润	54,041	51,540	46,605	47,837	48,551
少数股东损益	10,174	8,290	7,496	7,694	7,809
归母净利润	43,867	43,250	39,108	40,143	40,741
EBITDA	95,183	88,263	77,383	78,977	79,924
EPS(元)	2.21	2.17	1.97	2.02	2.05

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	-8.4	-6.2	3.2	3.0
营业利润(%)	2.9	-8.9	-9.4	2.6	1.5
归属于母公司净利润(%)	-2.6	-1.4	-9.6	2.6	1.5
获利能力					
毛利率(%)	41.1	40.7	39.6	40.0	40.3
净利率(%)	16.6	17.9	17.2	17.1	16.9
ROE(%)	13.4	12.4	10.7	10.3	9.8
ROIC(%)	14.2	13.0	11.4	11.2	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1	25.6	23.5	22.7	21.0
净负债比率(%)	-2.6	0.3	-21.7	-45.1	-66.4
流动比率	1.9	1.7	2.8	3.8	5.0
速动比率	1.0	1.0	2.1	3.0	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	16.2	20.6	17.8	18.5	18.6
应付账款周转率	5.1	5.5	5.2	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.17	1.97	2.02	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	4.44	3.17	2.75	3.40	3.56
每股净资产(最新摊薄)	16.48	17.69	18.40	19.44	20.47
估值比率					
P/E	7.2	7.3	8.1	7.9	7.8
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.0	3.4	1.9	0.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835