

采掘

2018年08月30日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2018年08月30日
收盘价（元）	18.46
一年内最高/最低（元）	29.43/16.7
市净率	1.2
息率（分红/股价）	4.93
流通A股市值（百万元）	304425
上证指数/深证成指	2737.74/8552.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2018年06月30日
每股净资产（元）	15.49
资产负债率%	34.77
总股本/流通A股（百万）	19890/16491
流通B股/H股（百万）	-/3399

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
mengxw@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

孟祥文
(8621)23297818×7410
mengxw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中国神华 (601088)

——全产业链高效运营，被低估的能源巨头

投资要点：

- **国家能源投资集团控股，“煤电运化”全产业链运营造就业绩稳定，高现金流、高分红特征凸显。**公司控股股东为国家能源投资集团。公司业务涉及煤炭、电力、铁路、港口、航运以及煤化工，全产业链运营模式构筑公司综合能源供应商地位，同时也大幅提高了公司的抗风险能力。公司持续稳定盈利和高分红比例，使得公司具备长期投资价值。
- **公司权益产能高达2.91亿吨/年位居全国首位，集团承诺资产注入和远期新建产能规划使公司成长可期，且公司吨煤毛利高达318元，居行业首位。**公司煤炭可采储量151.9亿吨，权益产能2.91亿吨/年。公司煤矿埋藏浅、煤层厚、热值高的特点，其中露天煤矿产能占比38.49%，自产吨煤成本仅109元/吨，吨毛利高达318元/吨，处于行业绝对领先水平。预计2019年郭家湾煤矿（800万吨/年）、青龙寺煤矿（300万吨/年）有望投产，哈尔乌素露天矿有望恢复，料将增加权益产量2700万吨，增幅9%。除此之外集团母公司为解决同业竞争，承诺5年内注入上市公司，涉及煤矿权益产能5845万吨/年，远期规划新街台格庙矿区产能6200万吨，中长期成长可期。
- **公司在行业底部战略投资火电板块，“煤电联营”优势凸显，燃煤成本远低于行业水平。**公司在电力行业底部战略性投资火电板块，2007年至2011年五年间公司通过自建和并购的方式实现装机规模复合增速19.74%。截至2017年权益总装机容量5785.5万千瓦，权益3771.5万千瓦，居上市公司中第二位。公司2018年新投产235万千瓦火电产能，权益产能增长6.23%；预计2019年富平2号35万千瓦、2020年印尼2*105万千瓦等项目有望投产。另外，公司主要电厂均分布于煤矿、铁路沿线以及航运直达区域，充分发挥公司“煤电联营”优势，自供煤比例高达近90%，因内部供煤价格优势使得燃煤成本仅0.184元/千瓦时，为行业第二低。且电厂主要分布在京津冀、长三角、珠三角等供电紧缺省份，使2017年公司燃煤发电机组平均利用小时数4683小时，较全国高405小时。
- **公司“路港航”联运保障公司煤炭运力供给，在建黄大铁路通车有望带来利润大幅增长。**公司目前运营管理9条铁路，铁路营业里程2,155公里，为中国第二大铁路运营商，公司铁路业务毛利率高达61.6%。2019年黄大铁路有望通车，将为公司增加煤炭销量4000万吨，预计为铁路和煤炭板块增厚净利润高达近35亿元。而港口方面，公司主要黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头三港口合计设计吞吐能力2.65亿吨。航运方面神华中海航运公司拥有船舶的总载重量约为220万吨，内部货运量占比约75%，主要供内部完善产业链。
- **盈利预测与评级：**预计公司2018-2020年归母净利润分别为451亿元、459亿元和499亿元，EPS分别为2.27元、2.31元和2.51元，对应公司18年PE 8倍。由于公司产业链齐全，我们采用企业价值倍数（EV/EBITDA）估值方法，测算公司2018年合理市值应为5236亿元，当前估值折价幅度为43%。公司年经营性净现金流800-900亿元，未来新建电厂和铁路陆续投产后，预计重大资本开支有望明显减少，内生成长性叠加分红提升预期，全产业链高效运行具有稀缺性，**首次覆盖**，给予“**买入**”评级。

财务数据及盈利预测

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	248,746	127,380	252,637	264,115	286,898
同比增长率（%）	35.83	5.69	1.60	4.50	8.60
净利润（百万元）	45,037	22,977	45,085	45,861	49,910
同比增长率（%）	98.30	-5.50	1.70	1.70	8.80
每股收益（元/股）	2.26	1.16	2.27	2.31	2.51
毛利率（%）	42.2	41.4	41.1	39.7	39.7
ROE（%）	14.9	7.5	13.0	11.7	11.3
市盈率	8		8	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 2526 亿元、2641 亿元和 2869 亿元，归母净利润分别为 451 亿元、459 亿元和 499 亿元，EPS 分别为 2.27 元、2.31 元和 2.51 元，对应 18 年 PE 8 倍。由于公司产业链齐全，我们采用企业价值倍数（EV/EBITDA）估值方法，选取各个业务对应可比上市公司进行比较，依据各业务板块对应可比上市公司行业企业价值倍数测算，公司 2018 年合理市值应为 5236 亿元，当前估值折价幅度为 43%。公司年经营性净现金流 800-900 亿元，未来新建电厂和铁路陆续投产后，预计重大资本开支有望明显减少，内生成长性叠加分红提升预期，全产业链高效运行具有稀缺性，**首次覆盖**，给予“**买入**”评级。

关键假设点

1. 煤炭业务方面：煤炭行业供给侧改革促煤价回升至历史中位，未来几年“降杠杆”背景下，长协煤价将维持在 560 元/吨震荡；公司煤炭产量仍保持在 3 亿吨左右，无重大事件性因素导致企业减产。
2. 电力业务方面：能源结构调整使得电力消费总量得以保障，公司装机利用小时数保持 1%小幅增长；2018 年新投产 235 万千瓦煤电装机，2019 年新增 167 万千瓦装机组投产顺利，成本优势得以保障；上网电价保持基本稳定。
3. 铁路方面：“朔黄线”单位运价长期不变，运力存在提升空间；2019 年公司“黄大铁路”有望投产，增加运力 4000 万吨。

有别于大众的认识

1. 市场对煤价认为宏观经济下行，煤炭需求下滑，煤价承压下跌。我们分析认为，即便在宏观经济增速放缓的前提下，受益于用电需求的增长，不存在煤价大幅下跌风险。在煤炭行业“去杠杆”的压力下，政府通过适应需求调控供给，促煤炭供需弱平衡，煤价保持 640 元/吨左右窄幅盘整，近三年内煤价有望维持当前水平，公司煤炭业务盈利基本稳定。
2. 市场仍旧默认中国神华为煤炭上市公司。我们认为公司已经涉及全产业链“煤炭、电力、铁路、港口、航运以及煤化工”六大行业，公司受益于产业链运营模式，集团内销售及中长期合同比例不断提升，长期盈利稳定，应给予类公用事业估值。

股价表现的催化剂

9 月份受益于东北地区冬储煤需求拉动，环渤海地区动力煤价格上涨。公司无新增重大项目，资本开支逐步减少，现金流充裕，分红比例提升。

核心假设风险

目录

1. “煤电路港航”全产业链运营的综合能源供应商	7
1.1 央企背景，综合能源生产龙头公司	7
1.2 公司业务涉及煤炭、电力、运输、港口、化工等全产业链	8
1.3 “煤电联营”业务模式造就业绩稳定、高分红、高股息	10
2. 煤炭业务资源禀赋优势凸显，行业盈利翘楚	13
2.1 煤价有望维持平稳，全产业链运营模式造就高利润	13
2.2 公司资源禀赋优势凸显，产能扩张可期	15
2.3 低成本优势凸显，吨煤盈利能力行业领先	20
3. 火电行业景气触底反弹，公司煤电联营优势凸显	22
3.1 经济结构调整叠加去产能，促使火电行业景气度触底反弹	22
3.2 火电行业底部战略性介入，电厂分布配合“煤电联营”	23
3.3 公司“煤电联营”模式，内部供煤价格优势明显	28
3.4 资产重组，携手国电电力共同组建火电合资公司	30
4. “路港航”联运，产业链优势创造超额利润	32
4.1 铁路业务对内打造成本优势，对外贡献高额毛利	32
4.2 三大港口发运接卸联动，奠定产业链枢纽低位	35
4.3 航运业务完善煤炭运输链条	37
5. 盈利预测和估值	38

图表目录

图 1: 公司控股股东为国家能源投资集团.....	7
图 2: “巨无霸”国能投集团坐拥多项世界第一.....	7
图 3: 集团资产如约逐步注入上市公司.....	8
图 4: 公司煤炭&电力销售量逐步回暖, 市场份额稳中有升.....	9
图 5: 六大业务线齐发展, 深度布局全产业链.....	9
图 6: 17 年公司各业务分部毛利占比 (合并抵消前%)	10
图 7: 公司六大业务毛利率变化.....	10
图 8: 公司营收和归母净利润自 2015 年底起逐步回升	10
图 9: 公司盈利能力指标回升、偿债能力指标稳定.....	10
图 10: 近年来公司资本开支金额大幅缩减.....	11
图 11: 公司计提折旧金额逐步平稳	11
图 12: 公司现金流节节攀升, 资产负债率维持稳定.....	12
图 13: 公司资产负债率在煤炭上市公司中处于低位.....	12
图 14: 公司历年股息率稳定在 40%, 16 年派发特别股息	12
图 15: 2017 年公司股息支付率稳居行业第一批队	12
图 16: 2016 年以来, 煤炭新增固定资产投资额减少	13
图 17: 受益供给侧改革 16 年以来煤价大幅上涨 (元/吨)	13
图 18: 中国神华煤炭销售高比例长协定价, 综合售价基本持稳 (元/吨)	14
图 19: 公司煤炭销售结构占比示意图.....	14
图 20: 下水煤吨煤售价远高于铁路直达售价	15
图 21: 公司下水煤占比维持高位, 提高吨煤盈利能力	15
图 22: 公司煤炭营收和毛利大幅上升.....	15
图 23: 公司神东、准格尔和包头三个矿区储量占比超八成	16
图 24: 煤炭总产能中, 露天矿产能占比近四成, 开采成本低廉 (万吨/年)	20
图 25: 公司吨煤成本居行业第二 (元/吨)	21
图 26: 公司自产煤单吨毛利实现连续两年回升并维持高位	21
图 27: 公司自产煤单吨毛利居于行业上游水平 (元/吨)	21
图 28: 公司自产煤销量占总销量七成左右.....	21

图 29：公司煤炭业务毛利中近九成来源于自产煤	21
图 30：2016 年后全社会发电量增速回暖	22
图 31：火电发电量于 2016 年重回正增长.....	22
图 32：火电装机容量占比略有下滑	22
图 33：电煤消费量增速自 2016 年同步回升	22
图 34：公司售煤价格波动远远大于售电价格波动	23
图 35：公司发电分部毛利率 17-18 年两年持稳.....	23
图 36：中国神华总装机容量变化.....	23
图 37：中国神华历年新增装机容量	23
图 38：2017 年公司总装机容量行业第二（万千瓦）	24
图 39：中国神华发电量/售电量屡创新高.....	24
图 40：2017 年公司发电量/售电量行业第二	24
图 41：中国神华电力资产 63.62%装机容量分布在电力缺口省份（亿千瓦时，%） 27	
图 42：公司燃煤发电机组平均利用小时数行业领先（小时数）	27
图 43：公司电厂分布集中在煤炭产区、铁路沿线和沿海沿江地域.....	28
图 44：发电分部耗煤超九成采购自集团内部	29
图 45：公司内部长协煤定价波动平稳（元/吨）	29
图 46：公司内部采购煤价波动较电煤市场价波动平稳	29
图 47：公司单位发电燃料成本行业领先（元/千瓦时）	29
图 48：公司“超低排放”机组比例逐年增大	30
图 49：随着低排放机组比例增大，单位发电耗煤量稳步降低.....	30
图 50：中国神华占新火电公司股权比例 44%.....	31
图 51：双方出资资产近六成集中于江浙皖地区，约两成集中于西部地区.....	31
图 52：公司铁路运输网分布图	32
图 53：准格尔矿区煤炭通过朔黄线下水运距大幅缩短	33
图 54：朔黄线运价稳定 0.12 元/吨公里，优势明显	34
图 55：朔黄线运量连续两年维持大幅增长趋势.....	34
图 56：2016 年准池线开通对大秦铁路运量产生分流效应	34
图 57：铁路分部对外收入占比约 15%.....	35
图 58：铁路分部对外运输规模和占比持续扩大	35

图 59：公司港口资产分布	36
图 60：公司三大港口下水煤量（单位/亿吨）	36
图 61：2016 年以来，黄骅港煤炭下水量与秦皇岛港持平	36
图 62：公司通过自有港口下水煤量占比逐年升高	37
图 63：港口分部对外交易收入占比不断提升	37
图 64：公司航运分部货运量以及货运结构	37
图 65：公司航运分部收入和毛利润变化	37
表 1：《避免同业竞争协议》及其补充协议涉及到的相关待剥离资产一览	8
表 2：市值超百亿煤炭上市公司 17 年年报财务指标对比，中国神华名列前茅	11
表 3：公司煤炭总销量历史数据，近 20% 客户来自集团内部	14
表 4：已投产五大矿区和新批复矿区资源储量一览	16
表 5：中国神华资源保有量和可采储量均据煤炭上市公司首位	17
表 6：公司总产能超过 3.2 亿吨，权益产能达 2.8 亿吨	18
表 7：集团声明待注入上市公司煤矿资产一览	19
表 8：公司自产煤成本持续走低	21
表 9：中国神华发电分部资产梳理	24
表 10：2017 年全国用电缺口省份一览（亿千瓦时）	26
表 11：2017 年全国用电盈余省份一览（亿千瓦时）	26
表 12：2018 年度资本开支计划（亿元）	28
表 13：铁路资产一览（红色为在建铁路）	32
表 14：国铁、大秦本线、朔黄铁路采取不同的定价方式	34
表 15：公司港口资产一览	36
表 16：公司 EV/EBITDA 企业价值倍数估值法估值（百万元，元）	38
表 17：公司各业务板块对标相关上市公司行业平均企业价值倍数（倍数）	39
表 18：公司各个业务板块分部抵消前企业价值估值	40

1. “煤电路港航”全产业链运营的综合能源供应商

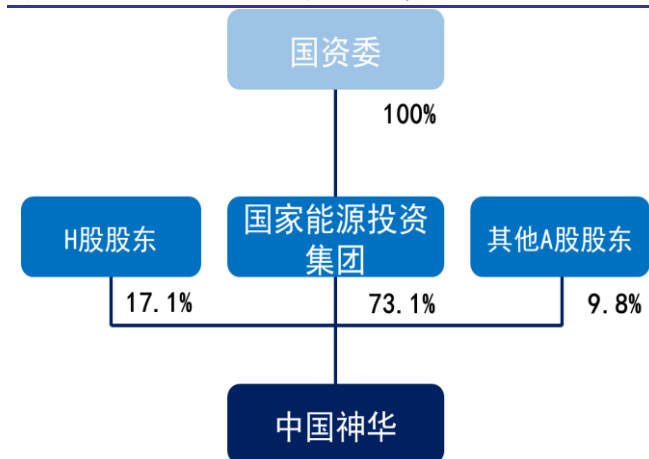
1.1 央企背景，综合能源生产龙头公司

（一）国家能源投资集团控股，沪港两地上市唯一综合能源上市公司平台

中国神华能源股份有限公司（中国神华）成立于 2004 年 11 月，分别于 2005 年 6 月和 2007 年 10 月在港交所和上交所上市。截至目前，公司总股本为 199 亿股，其中内地流通股为 165 亿股，占比 82.9%，香港流通股为 34 亿股，占比 17.1%。目前公司控股股东为国家能源投资集团，持股 73.06%，实际控制人为国资委。

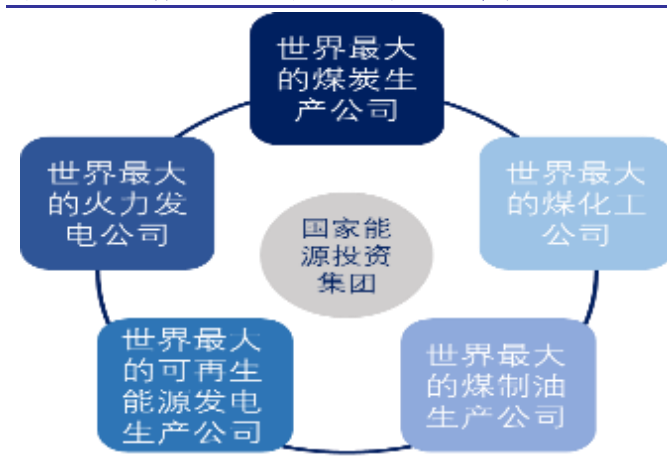
公司原控股股东为神华集团有限责任公司（神华集团）。2017 年 8 月 28 日，经国务院批准，神华集团有限责任公司与中国国电集团公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司（国能投集团），上市公司中国神华的控股股东随即变更为国能投集团。国能投集团为中国神华进一步提升资产运营效率提供广阔空间，集团众多体外资产使得上市公司在煤炭、电力等资源获取和全产业链布局上具备先天优势。

图 1：公司控股股东为国家能源投资集团



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：“巨无霸”国能投集团坐拥多项世界第一



资料来源：新华网、申万宏源研究

（二）历经多次资产注入和兼并收购，逐步缔造世界级综合能源上市平台

公司是全球第一大煤炭上市公司及世界首屈一指的综合能源供应商。自上市以来公司积极整合母公司神华集团煤炭、电力、运输等优质资产及集团外相关优质标的，通过资产注入等方式不断壮大上市公司业务规模，积极布局上下游产业。2014 年 6 月 28 日公司披露《关于履行避免同业竞争承诺的公告》，控股股东神华集团承诺剥离并注入 14 项资产，截止 2017 年末已完成其中 3 家的收购。2018 年 3 月公司通过《避免同业竞争协议之补充协议》对原有资产注入事项进行修订，修订后十三、资产十四中除常规能源发电业务不再承诺注入是中国神华；此外，原国电集团持有的与中国神华主营业务直接或间接构成竞争的非上市业务也纳入待剥离资产中。就上述剥离业务，先由国家能源集团委托本公司管理，在集团层面合并完成后 5 年内，由中国神华择机开展资产注入。我们认为，通过收购完成后将进一步增厚上市公司业绩，有望利好煤电运化全产业链联动，促进产业协同效应，凸显综合能源上市平台的投资价值。

图 3：集团资产如约逐步注入上市公司

公司成立	港股上市	收购华东电力、东胜煤炭等	A股上市	收购绥中发电、盘山发电等	收购蒙家沟矿业、洁净煤公司等	收购洛阳电业	收购太合公司、巴彦淖尔公司等	收购包头公司及九江电力	收购宁东电厂、徐州电厂等
2004年11月	2005年6月	2007年7月	2007年10月	2008年3月	2010年12月	2011年4月	2012年3月	2013年12月	2015年12月
公司由神华集团独家发起，于2004年11月18日在中国北京注册成立	公司于2005年6月15日在香港联交所成功上市，首次发行33.99亿股，股票代码“1088.HK”	公司斥资约33.3亿人民币向神华集团收购华东电力公司和华府东胜煤炭公司的100%股权	公司于2007年10月9日在上海证券交易所成功上市，首次发行18亿股，股票代码“601088.SH”	公司斥资约8.7亿人民币向辽宁电力有限公司和华北电网有限责任公司收购绥中发电公司的15%股权和国盘山发电公司的15%股权	公司斥资约87亿人民币向神华集团及其下属公司收购煤炭及电力领域的10家子公司，包括蒙家沟矿业及洁净煤公司等	公司以现金收购方式，斥资约9.7亿元向华阳投资（香港）有限公司收购其全资子公司洛阳电业51%的股权	公司斥资约34.5亿人民币收购神华集团及其下属公司所持共四家从事电力及煤炭相关业务公司的股权或资产，包括“国华太合公司、神华巴彦淖尔公司等	公司斥资约93.2亿人民币收购神华集团所持包头公司及九江电力100%股权及国华电力所持九江电力100%股权	公司斥资约53.9亿人民币向神华集团及其下属公司所持宁东电厂100%股权、徐州电厂100%股权及舟山电厂51%股权

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 1：《避免同业竞争协议》及其补充协议涉及到的相关待剥离资产一览

序号	资产（只包括除常规能源发电业务以外的资产）	收购状态
资产一	原神华集团所持神华宁夏煤业集团有限责任公司 51%股权	未启动收购
资产二	原神华集团所持神华国能集团有限公司 100%股权	未启动收购
资产三	原神华集团所持中国神华煤制油化工有限公司 100%股权	未启动收购
资产四	原神华集团所持神华新疆能源有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产五	原神华集团所持新疆神华矿业有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产六	原神华集团所持神华乌海能源有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产七	原神华集团所持神华集团包头矿业有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产八	原神华集团所持陕西神延煤炭有限责任公司 51%股权	未启动收购
资产九	原神华集团所持神华杭锦能源有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产十	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持国华徐州发电有限公司 100%股权	已收购
资产十一	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持宁夏国华宁东发电有限公司 100%股权	已收购
资产十二	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持神华国华（舟山）发电有限责任公司 51%股权	已收购
资产十三	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持江苏国华高资发电有限公司 45%股权	未启动收购
资产十四	原神华集团所持山西省晋神能源有限公司 49%股权	未启动收购
其他	原国电集团持有的与中国神华主营业务直接或间接构成竞争的非上市业务（但不包括内蒙古平庄能源股份有限公司的相关资产）	未启动收购

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 公司业务涉及煤炭、电力、运输、港口、化工等全产业链

（一）立足煤炭行业，深度布局下游“煤电运化”全产业链

公司基于煤炭的生产和销售，积极布局下游电力、铁路、港口、航运、煤化工等业务，业务逐步涵盖了煤炭行业的全产业链。截至 2017 年，中国神华是国内煤炭类上市公司中唯

一可以做到煤炭全产业链运营的企业。“煤电运化”四位一体业务模式构筑了公司强大的核心竞争实力。

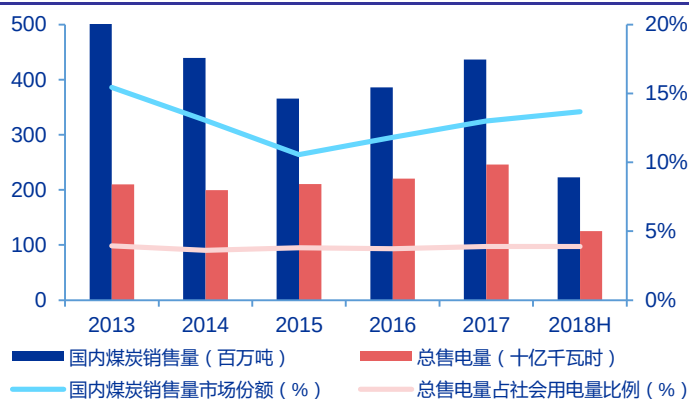
煤炭业务资源丰富、产销量巨大，助力公司成为全国最大煤炭生产商。中国神华目前拥有神东、准格尔、胜利、宝日希勒和包头5大矿区，截至2017年末，公司煤炭保有资源量为237.0亿吨、煤炭可采储量达151.9亿吨，以2017年产量测算，公司煤炭可采年限约为51年，资源储量稳居国内煤炭上市公司首位。2017年公司煤炭销售量达到4.44亿吨，其中国内煤炭销售量达到4.36亿吨，占同期全国煤炭销售量33.67亿吨的13.0%，稳坐国内煤炭销量鳌头。此外，公司内蒙古新街台格庙矿区总体规划于2017年8月得到发改委批复，投产后将进一步增厚公司煤炭资源储量和煤炭年产量。

发电业务稳步增长，是行业煤电联营的标杆。中国神华目前控制并运营大规模高容量的清洁燃煤机组，包括国内27家和海外1家燃煤电厂；公司同时注重清洁能源的发展，目前拥有2家燃气电厂、1家风电场和1家水电厂。截至2018年中报，公司控制并运营的发电机组装机容量达到5876.9万千瓦，比2017年末增长1.6%，占全社会发电总装机容量17.3亿千瓦的3.4%；2017年公司总售电量2462.5亿千瓦时，占同期全社会用电量63077亿千瓦时的3.9%，装机容量和总售电量均位居国内前列。

铁路、港口、航运业务构筑公司三位一体强大运输网。铁路方面，中国神华控制并运营围绕“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。目前在运营铁路9条，在建铁路3条，总营业里程约2155公里。2017年公司自有铁路总运输周转量2730亿吨公里，是除国有铁路之外的最大铁路网运营商。**港口方面**，公司控制并运营黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头等多个综合港口和码头，其中黄骅港为北方最大的煤炭下水港之一，年吞吐量超过2亿吨。2017年公司通过自有港口下水的煤炭销售量2.28亿吨，占公司总体下水煤销量2.58亿吨的88.23%。**航运方面**，公司拥有约220万载重吨自有船舶的航运船队，年运货运量达9300万吨。

煤化工业务打造煤炭产业链下游应用。中国神华煤化工板块产品主要包括聚乙烯（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。公司煤制烯烃项目生产所用燃料煤及原料煤全部由集团内部供应，煤炭运输和产品外运均使用铁路专线，保证原料供应和产品外送。

图4：公司煤炭&电力销售量逐步回暖，市场份额稳中有升



资料来源：公司公告、CCTD、申万宏源研究

图5：六大业务线齐发展，深度布局全产业链

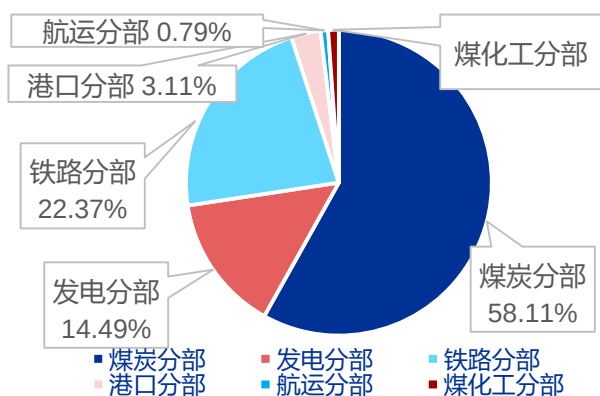


资料来源：公司公告、申万宏源研究

（二）“煤炭+发电+铁路”三项业务贡献主要毛利，各项业务毛利率变化涨跌互现

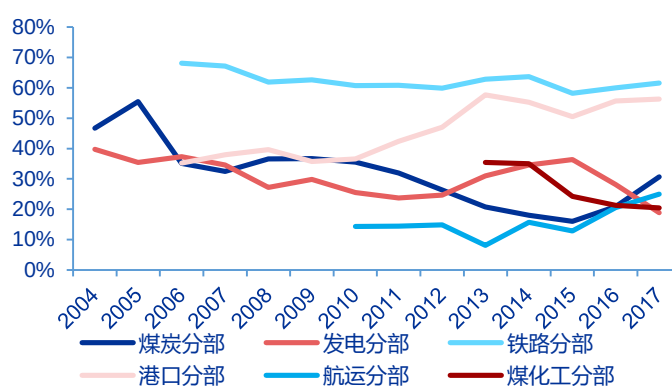
从各个业务分部来看，若取合并抵消前的数据，2017 年煤炭分部实现营业收入 1959.18 亿元，录得毛利 601.04 亿元，占集团合并抵消前总毛利近六成，煤炭分部毛利率自 2015 的年底部逐年回升；2017 年发电分部实现营收 795.11 亿元，受煤炭涨价影响发电分部毛利率逐年下滑，2017 年实现毛利 149.89 亿元，占集团合并抵消前总毛利约 15%；运输板块铁路分部、港口分部、航运分部 2017 年录得营收合计达 465.5 亿元，占集团合并抵消前总营收约 25%，运输板块三项业务毛利率稳定且保持高企，铁路分部和港口分部 2017 年的毛利率达到近 60%；煤化工业务 2017 年贡献营收 56.81 亿元，业绩贡献相对稳定。

图 6：17 年公司各业务分部毛利占比（合并抵消前%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 7：公司六大业务毛利率变化



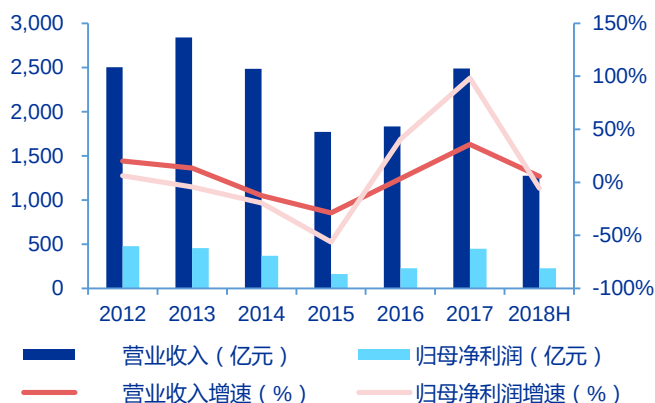
资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 “煤电联营”业务模式造就业绩稳定、高分红、高股息

（一）经营业绩稳步回暖，各项财务指标回归历史高位

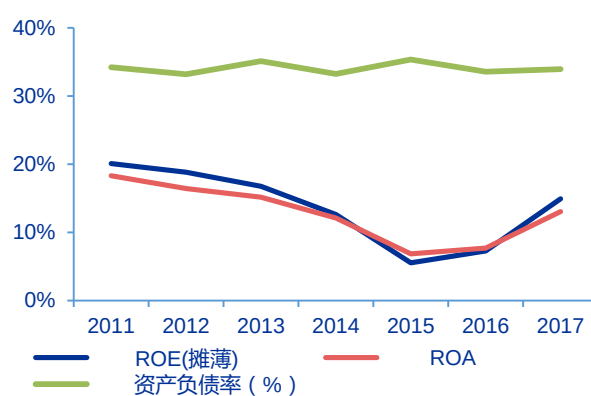
从公司总体经营业绩角度来看，受益于深化供给侧改革和需求端回暖，叠加内部成本结构优化，公司各项盈利能力和财务指标均出现回升。公司销售净利率和销售毛利率均较 2015 年底部有较大回升，2017 年录得综合销售毛利率 42.17%，综合销售净利率 21.73%，基本回复到 2011 年水平。2017 年公司摊薄 ROE 和 ROA 均取得较大回升，分别录得 14.94% 和 13.05%。

图 8：公司营收和归母净利润自 2015 年底部起逐步回升



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 9：公司盈利能力指标回升、偿债能力指标稳定



资料来源：公司公告、申万宏源研究

通过对比国内上市的 12 家市值超百亿煤炭生产公司的财务指标，中国神华表现名列前茅，四项指标均位居前三名，大幅高于行业中位值。

表 2：市值超百亿煤炭上市公司 17 年年报财务指标对比，中国神华名列前茅

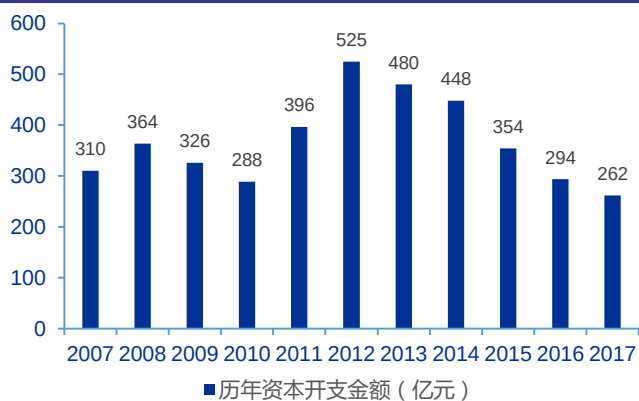
排名	ROE(摊薄/%)		ROA (%)		销售净利率(%)		销售毛利率(%)	
1	陕西煤业	23.63%	陕西煤业	18.52%	陕西煤业	30.88%	陕西煤业	55.40%
2	露天煤业	16.25%	露天煤业	15.07%	露天煤业	23.23%	露天煤业	43.41%
3	中国神华	14.94%	中国神华	13.05%	中国神华	21.73%	中国神华	42.17%
4	盘江股份	13.62%	盘江股份	9.01%	盘江股份	14.24%	潞安环能	40.80%
5	潞安环能	13.18%	阳泉煤业	7.98%	潞安环能	10.47%	盘江股份	35.65%
6	兖州煤业	12.32%	兖州煤业	7.53%	西山煤电	6.41%	西山煤电	33.45%
7	阳泉煤业	10.93%	潞安环能	6.95%	阳泉煤业	6.02%	中煤能源	32.41%
8	西山煤电	8.76%	西山煤电	6.40%	中煤能源	5.48%	永泰能源	28.03%
9	冀中能源	5.52%	冀中能源	4.85%	冀中能源	5.35%	冀中能源	24.63%
10	山西焦化	4.31%	永泰能源	4.03%	兖州煤业	5.20%	阳泉煤业	21.09%
11	中煤能源	2.71%	中煤能源	3.81%	永泰能源	3.87%	兖州煤业	16.62%
12	永泰能源	2.47%	山西焦化	2.32%	山西焦化	1.55%	山西焦化	9.28%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

(二) 公司资本开支逐步缩减，折旧金额逐步平稳，经营净现金流节节攀升

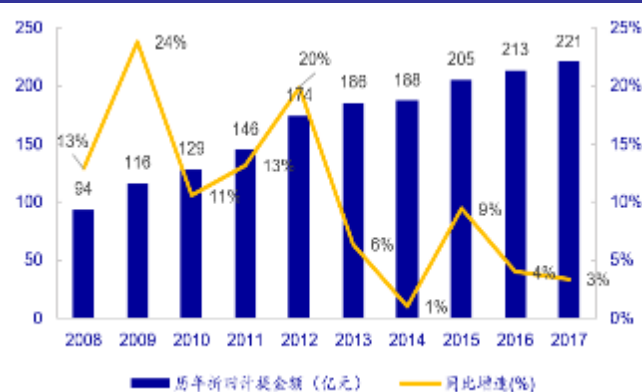
自 2012 年以来，随着公司新建项目尤其是新建铁路项目的逐步投产，公司资本开支逐年大幅缩减，截至 2017 年公司资本开支仅为 261 亿元，近期一年内公司无大型新建项目，因此预计未来公司资本开支将进一步缩减。而折旧方面，随着公司新建项目投产转固，公司折旧金额逐步企稳，稳定在 220 亿左右水平。

图 10：近年来公司资本开支金额大幅缩减



资料来源：公司公告、申万宏源研究

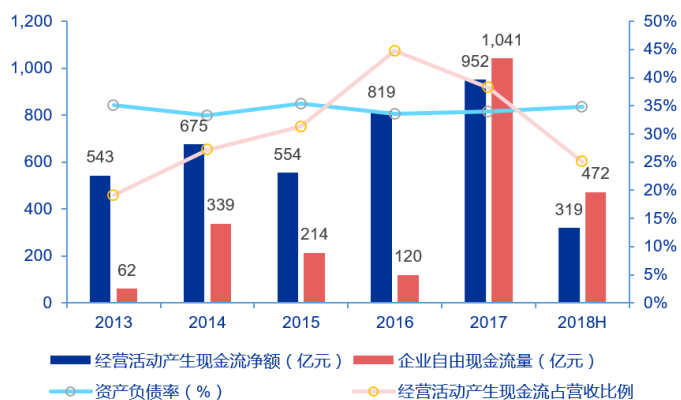
图 11：公司计提折旧金额逐步平稳



资料来源：公司公告、申万宏源研究

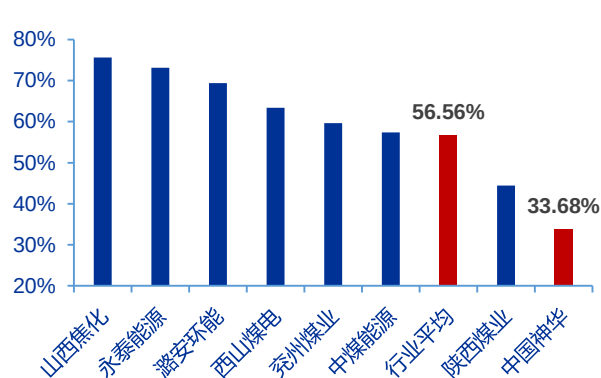
中国神华现金流充裕。2017 年公司经营活动现金流净额录得 951.52 亿元，同比增长 16.20%；企业自由现金流（FCFF）录得 1040.84 亿元；利息保障倍数达 16.67，连续 3 年维持正增长；经营现金流占营收比重达 38.25%，处于历史较高水平。**另一方面，公司债务结构稳定，**2017 年公司资产负债率为 33.94%，近 10 年来维持稳定，变化幅度均小于 2%。纵向来看，对比若干家煤炭上市公司，中国神华资产负债率处于最低水平，大幅低于行业均值的 56.56% 水平。

图 12：公司现金流节节攀升，资产负债率维持稳定



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 13：公司资产负债率在煤炭上市公司中处于低位



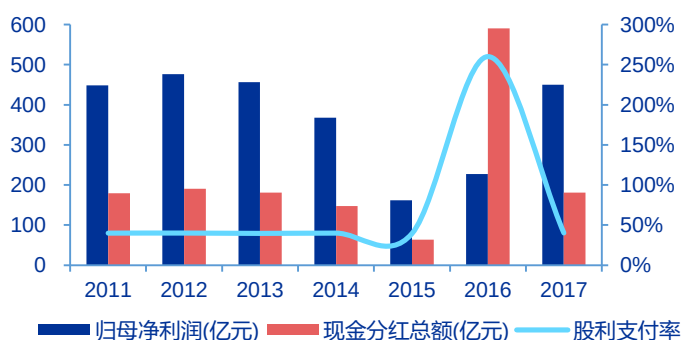
资料来源：公司公告、申万宏源研究

（三）分红比例多年稳定在 40%，特别派息扩大收益

公司采取相对固定的股利支付率政策。近年来，除 2016 年外股利支付率均稳定在 40%。2017 年派发现今分红 1809.96 亿元，折合当年股息收益率为 4.12%。值得注意的是，2016 年公司在正常每股派息 0.46 元的基础上，额外派发高额特别股息 499.23 亿元，相当于每股派发特别股息 2.51 元，当年股息收益率高达 20.8%。纵向行业对比来看，对比若干家煤炭上市公司，2017 年中国神华股息支付比率稳居行业第一梯队，大幅高于行业（申万二级行业-煤炭开采）均值的 18.29% 水平。

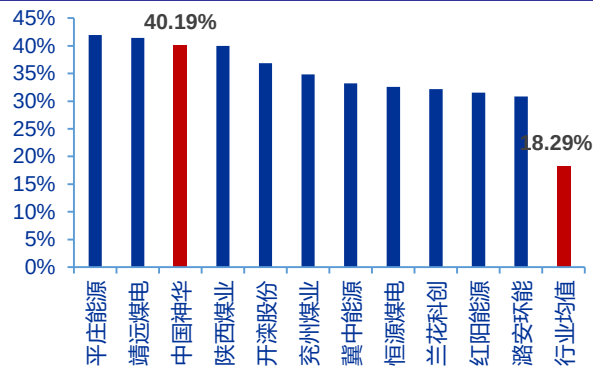
分析认为在公司现金流充裕稳定的前提下，且公司目前没有存续大型新建项目，资本性开支有望大幅减少，现金流更加充裕，公司有望提高分红比例或再次特别派息。

图 14：公司历年股息率稳定在 40%，16 年派发特别股息



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 15：2017 年公司股息支付率稳居行业第一梯队



资料来源：公司公告、申万宏源研究

2. 煤炭业务资源禀赋优势凸显，行业盈利翘楚

2.1 煤价有望维持平稳，全产业链运营模式造就高利润

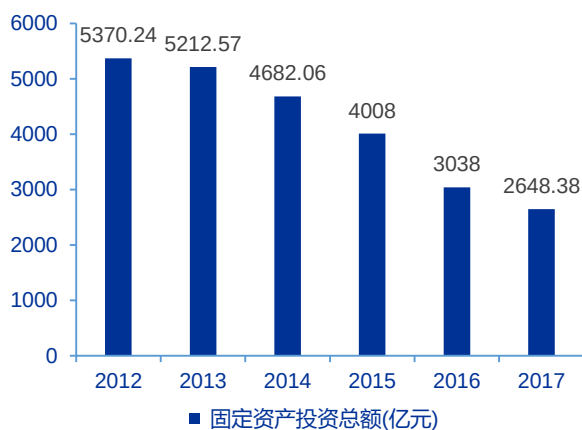
（一）供给侧改革促煤价回升至历史中位数，降杠杆压力迫使煤价维持当前水平

为防范系统性的金融风险，2015 年底中央决定实施供给侧改革，推动煤价上涨。经过两年供给侧改革，年均价从 2015 年的 413 元/吨，上涨至 2016 年的 473 元/吨，到 2017 年年均价进一步上涨 35%，涨至 640 元/吨。今年以来煤价保持盘整状态。当前煤炭价格就历史而言，处于中位数偏上合理水平。

受益于煤价上涨，煤炭集团及上市公司经营大幅改善，尤其是净现金流均在 17 年实现大幅回升，并创历史最高水平，资产负债率多年来首次实现负增长，降至 71%。但是煤炭集团有息负债规模仍小幅增长，直接融资增加导致财务费用增长 14%，短期内仍旧难以摆脱“借新还旧”，煤企“去杠杆”之路仍然任重道远。

我们分析认为，在“去杠杆”压力下煤炭价格有必要维持当前水平，供给侧改革将通过“去产能”和“产能置换”政策并举，实现产能结构优化，调节煤炭供给，长期保持煤炭供需结构平稳，维持煤价稳定支撑煤炭企业持续盈利以贡献稳定的净现金流，进而逐渐削减负债水平，逐步降低杠杆。

图 16：2016 年以来，煤炭新增固定资产投资额减少



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

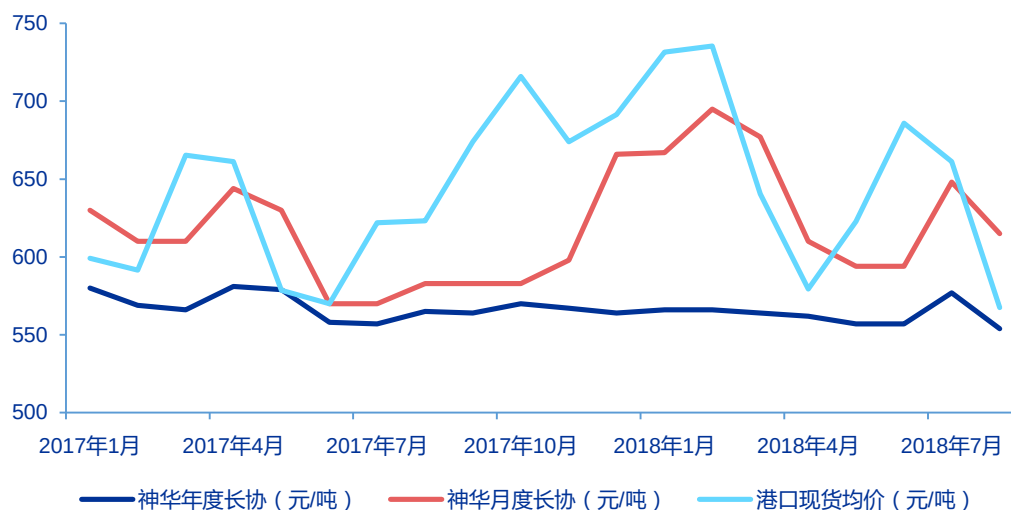
图 17：受益供给侧改革 16 年以来煤价大幅上涨（元/吨）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

高比例长协奠定公司煤炭综合售价稳定基础。公司煤炭销售采用年度长协和月度长协合同定价。具体说来，公司年度长协煤价格机制为“基准价（5,500 大卡动力煤 535 元/吨）+浮动价”，由于浮动价受到环渤海指数和 CCTD 秦皇岛大卡动力煤指数的平滑，所以年度长协价格非常稳定；而月度长协价格不设立基准价，主要参考上月末现货市场动力煤价格，一定程度上增加了月度长协对市场现货价的反应，月度长协价格仍维持弱波动。

图 18：中国神华煤炭销售高比例长协定价，综合售价基本持稳（元/吨）



资料来源：CCTD、公司公告、申万宏源研究

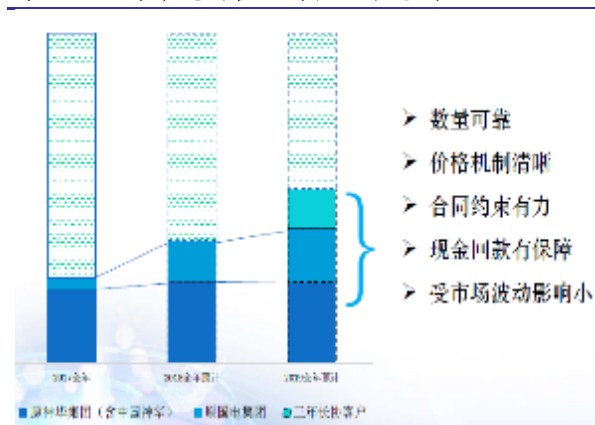
煤炭对内销售占比不断提升，对外销售长协年限不断延长，长协量不断增长，公司煤炭售价逐步趋稳。2017 年，公司商品煤销量的 4.44 亿万吨中，对内销售占比 21.3%。随着原神华集团和国电集团的合并，公司内部销售占比进一步提升。公司煤炭销售年度长协已经逐步从“一年期长协”演化为“三年期长协”。国能投集团层面 2018 年分两批三年长协的合同量已接近每年 5000 万吨，三年的合同总量已接近 1.5 亿吨。2018 年新签长协占比进一步提高，长协煤为公司锁定了中长期煤炭市场，极大程度上保障了煤炭价格的稳定性。

表 3：公司煤炭总销量历史数据，近 20%客户来自集团内部

	2017 年			2016 年		
	销售量 百万吨	占比 %	价格 元/吨	销售量 百万吨	占比 %	价格 元/吨
对外部客户销售	344.7	77.7	436	305.5	77.4	321
对内部发电分部销售	94.7	21.3	390	85.4	21.6	308
对内部煤化工分部销售	4.4	1.0	359	4	1.0	237
销售量合计/平均价格	443.8	100.0	425	394.9	100.0	317

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 19：公司煤炭销售结构占比示意图

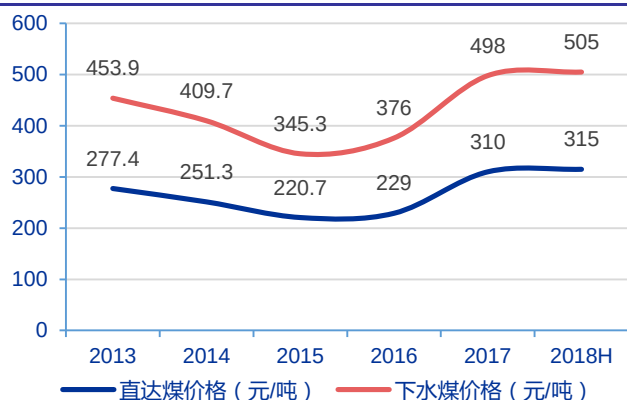


资料来源：公司公告、申万宏源研究

（二）公司下水煤销售量占比近六成，全产业链运营大幅提高吨煤利润水平

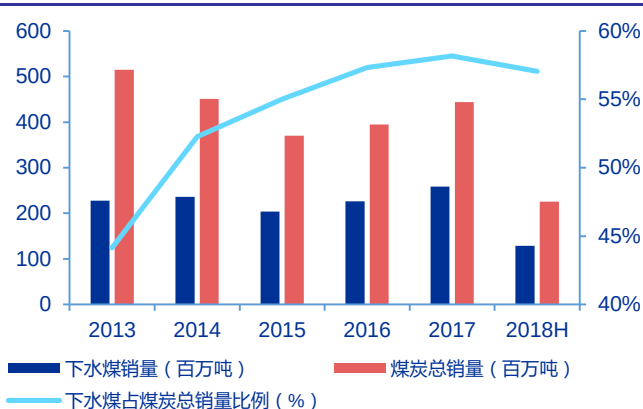
2017 年中国神华商品煤销量达 4.44 亿万吨，其中下水煤销售量达 2.58 亿万吨，同比增长 14.04%，占总销量的 58.18%。由于下水煤的销售涉及“开采→陆路运输→港口转运→水路运输”等众多环节，中国神华可以依靠全产业链布局优势在各环节获利，公司长期以最大化下水煤销售为目标，下水煤销量占比常年维持在六成以上。未来随着黄大线路投产，公司销售到沿海的煤炭占比有望提升，吨煤利润也有望进一步提升。

图 20：下水煤吨煤售价远高于铁路直达售价



资料来源：公司公告、申万宏源研究

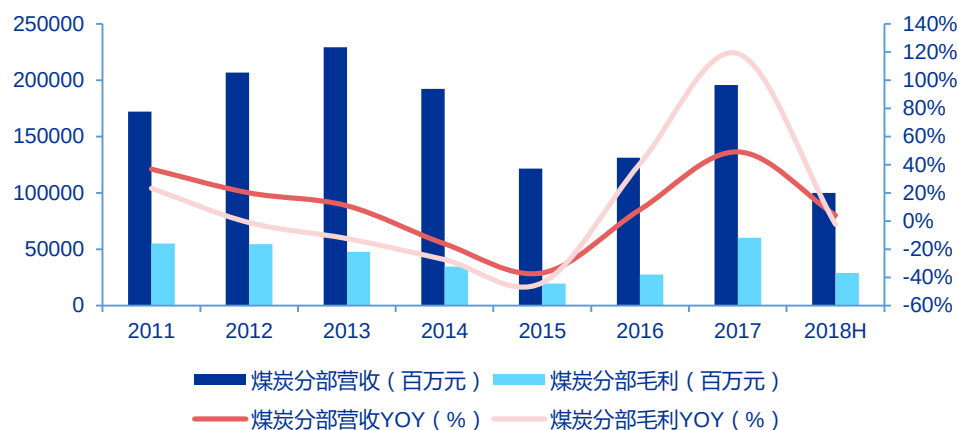
图 21：公司下水煤占比维持高位，提高吨煤盈利能力



资料来源：公司公告、申万宏源研究

受煤价上涨和高比例下水煤带动，2017 年公司合并抵销前煤炭分部业绩大幅上扬，录得营业收入 1959.18 亿元，同比大幅增长 49.15%；煤炭分部毛利弹性更大，2017 年取得毛利 601.04 亿元，同比飙升 119.00%。

图 22：公司煤炭营收和毛利大幅上升



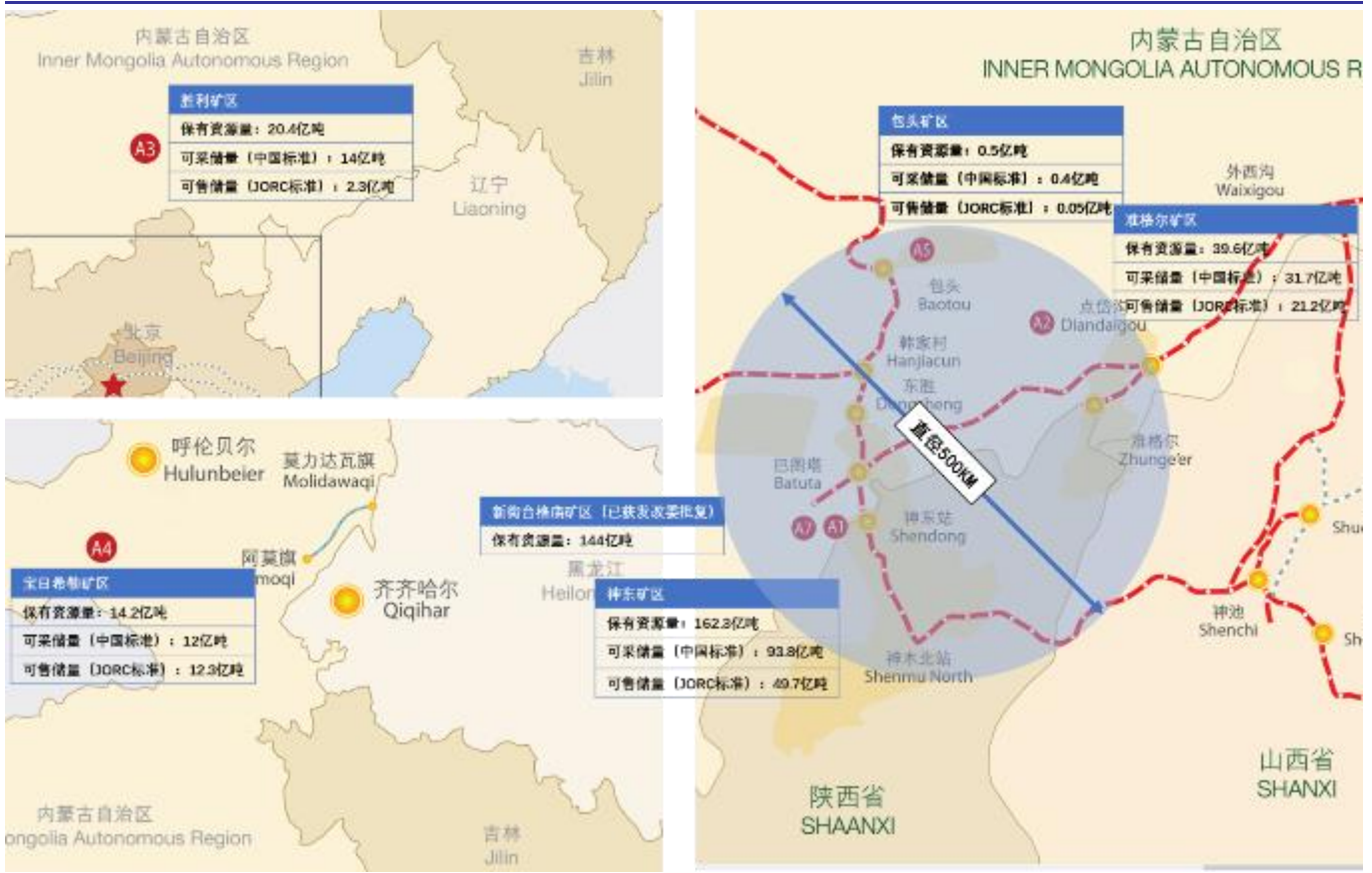
资料来源：公司公告、申万宏源研究

2.2 公司资源禀赋优势凸显，产能扩张可期

（一）煤炭资源分布集中，五大矿区储量丰富，新规划内蒙矿区已获发改委批复

中国神华目前拥有五大矿区，资源分布集中且煤炭禀赋优质。公司国内矿井资产主要分布在内蒙古和陕西两个产煤大省，目前拥有五大矿区：神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区以及包头矿区。一方面，公司煤矿资源分布较为集中：截至 2017 年末，五大矿区中国标准下保有资源量达 237 亿吨，其中神东、准格尔和包头三个矿区分布在内蒙古和陕西两省交界，其中大部分煤矿分布在直径 500 公里的范围内，三个矿区资源保有量总和达 202.4 亿吨，占总资源比重的 85.4%。另一方面，公司煤矿资源禀赋优质：以神东矿区为例，神东煤炭具有“三低一高”的特点，即特低灰、特低硫、特低磷、中高发热值，是优质的动力、化工和冶金用煤，此外，公司众多煤矿埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单，有利于开采的同时提高产煤品质。

图 23：公司神东、准格尔和包头三个矿区储量占比超八成



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司煤矿资源储量丰富，资源保有量和可采储量均居国内首位，新街台格庙矿区获批将进一步提升资源储量。截止 2018 年上半年，神华煤炭资源储量为 235.6 亿吨、可采储量 150.8 亿吨，可售储量（JORC 标准）84.1 亿吨。以 2017 年产量测算，中国神华可采储量达 51.05 年。纵向对比来看，在国内所有煤炭上市公司中，中国神华资源保有量和可采储量均据首位。此外，2017 年 8 月 12 日，发改委批复内蒙古新街台格庙矿区总体规划，该矿区拥有煤炭资源总量约 144 亿吨。预期投产后将进一步提升公司煤炭资源储量，增幅超过 60%。

表 4：已投产五大矿区和新批复矿区资源储量一览

矿区	保有资源量（中国标准/亿吨）	保有可采储量（中国标准/亿吨）	煤炭可售储量（JORC 标准/亿吨）	主要煤种
已投产矿区				
神东矿区	161.3	93.1	48.7	长焰煤/不粘煤
准格尔矿区	39.4	31.5	21	长焰煤
胜利矿区	20.4	13.9	2.2	褐煤
宝日希勒矿区	14	11.9	12.2	褐煤
包头矿区	0.5	0.4	0	不粘煤
已投产矿区合计	235.6	150.8	84.1	
新批复矿区				
新街台格庙矿区	144	—	—	不粘煤

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 5：中国神华资源保有量和可采储量均据煤炭上市公司首位

公司	资源量（中国标准/亿吨）	可采储量（中国标准/亿吨）	产量（2017 年/亿吨）	可采年限（以 2017 年产量测算/年）
中国神华	235.60	150.80	2.954	51.05
中煤能源	234.40	138.65	0.755	183.55
陕西煤业	164.33	102.69	1.010	101.70
兖州煤业	105.75	26.37	0.799	32.99
盘江股份	61.88	10.45	0.067	156.27
大同煤业	54.72	29.42	0.242	121.69
新集能源	53.22	20.72	0.133	155.30
冀中能源	33.67	7.38	0.275	26.80
永泰能源	32.38	23.27	0.095	245.12
阳泉煤业	27.93	15.64	0.355	44.13
潞安环能	24.98	9.46	0.416	22.74
山煤国际	20.55	10.64	0.230	46.23
露天煤业	20.12	—	0.459	—
平煤股份	19.94	9.84	0.313	31.50
昊华能源	19.32	11.21	0.082	136.92
兰花科创	16.14	7.58	0.072	105.21
上海能源	14.08	6.45	0.054	118.62
恒源煤电	11.45	5.41	0.097	56.01
开滦股份	6.00	3.92	0.028	141.82
平庄能源	—	2.28	0.064	35.39

资料来源：公司公告、申万宏源研究

（二）公司总产能接近 3.4 亿吨，权益产能超过 2.9 亿吨，两停产煤矿产量逐步恢复

总产能 3.388 亿吨/年，权益产能 2.9058 亿吨/年。国内煤矿资产方面，根据公司国家能源局发布的煤矿生产能力公告，截至 2017 年底，公司五大矿区，处于在产状态的 25 家煤矿共计核准产能达 32680 万吨/年，权益产能达 27918 万吨/年。其中，核定产能 800 万吨/年的郭家湾煤矿、核定产能 300 万吨/年的青龙寺煤矿已处于联合试运转阶段。此外，子公司亿利能源所属黄玉川煤矿处于在建状态，核定产能 1000 万吨/年，公司持股 51%。境外煤矿资产方面，公司目前拥有印尼煤矿和澳大利亚-沃特马克煤矿，海外总产能达 1200 万吨/年，权益产能部分达 1140 万吨/年。

宝日希勒煤矿基本复产，哈尔乌素煤矿产能逐步恢复中。据公司公告披露，受露天矿征地进度滞后导致土方剥离施工暂缓的影响，公司所属哈尔乌素露天矿、宝日希勒露天矿于 2017 年 8 月起暂时停止或减少煤炭生产。据 2018 年 7 月中国神华神东集团反向路演会议获悉：宝日希勒主要供应东北地区煤炭需求，目前基本处于正常生产状态，产量稳定，基本已经恢复至减产以前的水平。哈尔乌素的土地证还在办理中，该矿 2018 上半年产量为 284 万吨，其中 6 月产量已达 148 万吨，产量已开始逐步恢复。

表 6：公司总产能超过 3.2 亿吨，权益产能达 2.8 亿吨

煤矿名称	产能 (万 吨/年)	权益占 比	权益产能 (万吨/年)	产量 (百万吨)					
				2012	2013	2014	2015	2016	2017
神东矿区	19570		18481	175.7	192.0	189.2	173.3	183.0	193.3
神东煤炭集团 14 家：									
中国神华能源股份有限公司补连塔煤矿	2800	100%	2800	25.10	27.10	28.20	27.70	26.32	27.63
中国神华能源股份有限公司布尔台煤矿	2000	100%	2000	14.1	16.4	17.9	18.1	17.2	18.2
中国神华能源股份有限公司上湾煤矿	1600	100%	1600	14.3	14.7	15.0	14.8	14.1	14.1
中国神华能源股份有限公司万利一矿	1000	100%	1000	11.1	10.9	3.1		3.0	3.0
中国神华能源股份有限公司乌兰木伦煤矿	400	100%	400	6.9	7.5	7.4	3.9	3.5	3.7
中国神华能源股份有限公司柳塔煤矿	300	100%	300	4.9	3.9	3.8	3.0		
中国神华能源公司金烽寸草塔煤矿 (寸草塔一矿)	270	100%	270	4.1	4.5	3.3	2.2	2.0	2.1
中国神华能源公司寸草塔煤矿 (寸草塔二矿)	240	100%	240	3.8	4.4	5.9	5.2	5.3	5.6
中国神华能源股份有限公司神山露天煤矿	60	100%	60						
中国神华能源股份有限公司哈拉沟煤矿	1600	100%	1600	13.9	14.8	14.9	14.7	14.5	14.8
中国神华能源股份有限公司大柳塔煤矿大柳塔井	1800	100%	1800						
中国神华能源股份有限公司大柳塔煤矿活鸡兔井	1500	100%	1500	29.4	34.7	35.8	33.0	32.3	33.0
中国神华能源股份有限公司榆家梁煤矿	1300	100%	1300	17.0	17.1	17.2	16.3	16.3	16.4
中国神华能源股份有限公司石圪台煤矿	1200	100%	1200	10.1	11.0	10.5	10.2	10.0	10.3
包头矿业 1 家：									
神华集团包头矿业有限责任公司李家壕煤矿	600	100%	600	1.3	4.9	5.9	5.6	5.0	5.3
锦界能源 1 家：									
陕西国华锦界能源责任有限公司锦界煤矿	1800	70%	1260	18.6	18.8	18.9	18.0	17.1	18.0
榆林神华 2 家试运转：									
榆林神华能源有限责任公司郭家湾煤矿 (试运转)	800	50%	401						3.0
榆林神华能源有限责任公司青龙寺煤矿 (试运转)	300	50%	150						
其他				1.1	1.3	1.4	0.6		
包头矿区	210		210	2.7	3.4	1.7	1.2	1.1	0.4
包头矿业 2 家：									
神华集团包头矿业有限责任公司水泉露天煤矿	120	100%	120	2.0	2.5	0.8	1.1	1.0	1.0
神华集团包头矿业有限责任公司阿刀亥煤矿	90	100%	90	0.7	0.9	0.9	0.1	0.1	0.1
准格尔矿区	7400		5972	67.4	70.3	66.3	64.7	62.9	55.4
哈尔乌素分公司 1 家：									
中国神华哈尔乌素露天矿 (产量已开始逐步恢复)	3500	100%	3500	28.1	30.5	31.4	30.3	29.7	31.2
准格尔能源公司 1 家：									
神华准格尔能源有限责任公司黑岱沟露天矿	3400	58%	1972	30.3	30.8	30.4	30.7	30.1	31.6
神东煤炭集团 1 家：									
神华能源股份有限公司保德煤矿	500	100%	500	9.0	9.0	4.5	3.7	3.0	0.0
宝日希勒矿区	3500		1995	30.3	31.4	28.7	25.1	25.0	25.3
神宝能源公司 1 家：									
宝日希勒能源公司露天煤矿 (产量已基本恢复)	3500	57%	1995	30.3	31.4	28.7	25.1	23.8	25.0
胜利矿区	2000		1260	24.9	17.9	17.0	12.1	16.0	19.2
北电胜利能源公司 1 家：									

中国神华能源股份有限公司胜利一号露天矿	2000	63%	1260	24.9	17.9	17.0	12.1	11.5	12.1
海外煤矿	1200		1140						
印尼煤矿	200	70%	140	2.0	2.0	2.1	1.9	1.9	2.0
澳大利亚-沃特马克	1000	100%	1000						6.0
目前总产能（万吨/年）	33880		29058						
在建产能									
神华亿利能源有限责任公司黄玉川煤矿	1000	51%	510						

资料来源：公司公告、国家能源局、申万宏源研究

（三）集团未上市产能存在注入预期，叠加新街台格庙矿区投产，上市公司远期产能或达 5.1 亿吨/年

根据上市公司与控股股东国能投集团（原神华集团）签订的《避免同业竞争协议》及其补充协议，上市公司将于集团层面整合完成后 5 年内启动收购国能投集团旗下乌海能源公司、宁夏煤业集团公司、新疆能源有限公司等 14 家企业（3 家已完成）的与中国神华主营业务构成竞争的业务。待收购企业中，煤矿资产产能总计达 9885 万吨/年。此外，前述获得发改委批复的内蒙古新街台格庙矿区项目规划矿井建设总规模达 6200 万吨/年。在未来收购计划和新项目投产全部顺利实施的乐观假设下，公司远期煤炭产能或达 5.1 亿吨/年。

表 7：集团声明待注入上市公司煤矿资产一览

煤矿名称	产能（万吨/年）	公司权益占比	权益产能（万吨/年）	计划收购情况
神华乌海能源有限责任公司：				
神华集团海勃湾矿业有限责任公司公乌素煤矿三号井	270	100%	270	计划集团层面完成整合后 5 年内启动收购神华乌海 100%股权
神华集团海勃湾矿业有限责任公司露天煤矿	210	100%	210	
神华集团海勃湾矿业有限责任公司平沟煤矿	180	100%	180	
神华集团海勃湾矿业有限责任公司老石旦煤矿	150	100%	150	
神华集团海勃湾矿业有限责任公司露天煤矿三采区	45	100%	45	
神华集团乌达五虎山矿业有限责任公司五虎山煤矿	200	65%	130	
神华集团乌达矿业有限责任公司黄白茨煤矿	180	100%	180	
神华蒙西煤化股份有限公司棋盘井煤矿	300	74%	222	
神华宁夏煤业集团有限责任公司：				
神华宁夏煤业集团有限责任公司梅花井煤矿	1200	51%	612	计划集团层面完成整合后 5 年内启动收购宁夏煤业 51%股权
神华宁夏煤业集团有限责任公司羊场湾煤矿一号井	900	51%	459	
神华宁夏煤业集团有限责任公司枣泉煤矿	800	51%	408	
神华宁夏煤业集团有限责任公司清水营煤矿	500	51%	255	
神华宁夏煤业集团有限责任公司灵新煤矿	320	51%	163	
神华宁夏煤业集团有限责任公司羊场湾煤矿二号井	300	51%	153	
神华宁夏煤业集团有限责任公司石沟驿煤业分公司	90	51%	46	
神华宁夏煤业集团红石湾煤矿	60	51%	31	
神华宁夏煤业集团有限责任公司金能煤业分公司	340	51%	173	
神华宁夏煤业集团白芨沟煤矿	160	51%	82	
神华宁夏煤业集团有限责任公司大峰露天煤矿	95	51%	48	
神华宁夏煤业集团有限责任公司金凤煤矿	400	51%	204	
神华宁夏煤业集团红柳煤矿（试运转）	800	51%	408	

神华宁夏煤业集团麦垛山煤矿（试运转）	800	51%	408	
神华宁夏煤业集团石槽村煤矿（试运转）	600	51%	306	
神华宁夏煤业集团双马一矿（试运转）	400	51%	204	
神华新疆能源有限责任公司：				计划集团层面完
神华新疆能源有限责任公司苇湖梁煤矿	135	100%	135	成整合后 5 年内
神华新疆能源有限责任公司昌吉屯宝煤矿	270	100%	270	启动收购新疆能
神华天电矿业有限公司宽沟煤矿	180	51%	92	源 100%股权
目前总产能（万吨/年）	9885		5843.95	

资料来源：公司公告、国家能源局、申万宏源研究

2.3 低成本优势凸显，吨煤盈利能力行业领先

（一）公司露天矿占比高，煤炭资源开采条件好，自产煤单位成本和吨毛利行业领先

公司露天矿占比高，为降低开采成本提供先天优势。一般来讲，煤矿可按照煤层与地表距离分为露天煤矿和井工煤矿，露天煤矿由于煤层较浅，开采难度和开采成本相比井工煤矿更为低廉。截至 2017 年底，公司已投产矿井中产能最大的三家均属于露天煤矿，公司全部露天煤矿产能占总产能的 38.49%，远远高于行业平均水平，开采成本客观优势尽显。

图 24：煤炭总产能中，露天矿产能占比近四成，开采成本低廉（万吨/年）

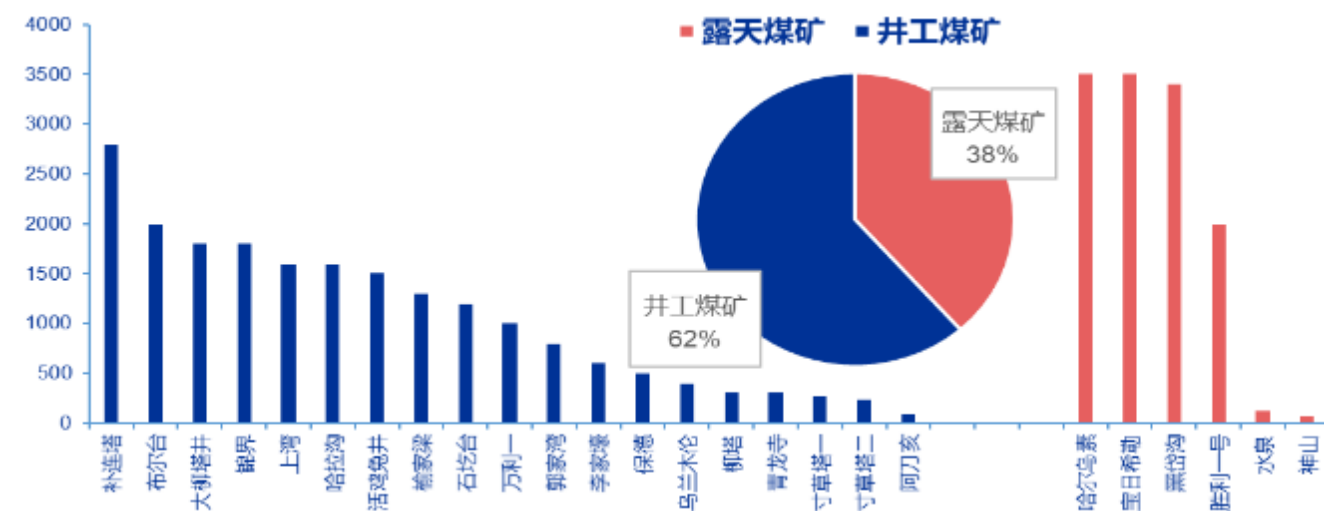
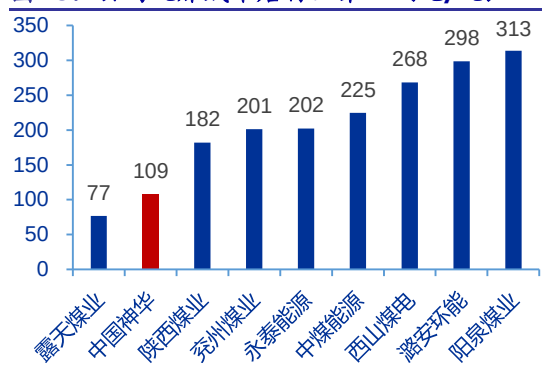


表 8：公司自产煤成本持续走低

吨煤成本 (元/吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
自产煤生产成本	124.5	127.6	119.5	108.9	108.5	113.4
YOY	-0.08%	2.49%	-6.35%	-8.87%	-0.37%	6.30%
原料燃料及动力	26.6	24.6	20.6	18.3	17.9	22
人工成本	15.2	15.4	17.7	17.6	18.8	19.8
折旧及摊销	23.9	24.5	24.4	19.7	17.5	18.6
其他	58.8	63.1	56.8	53.3	54.3	53

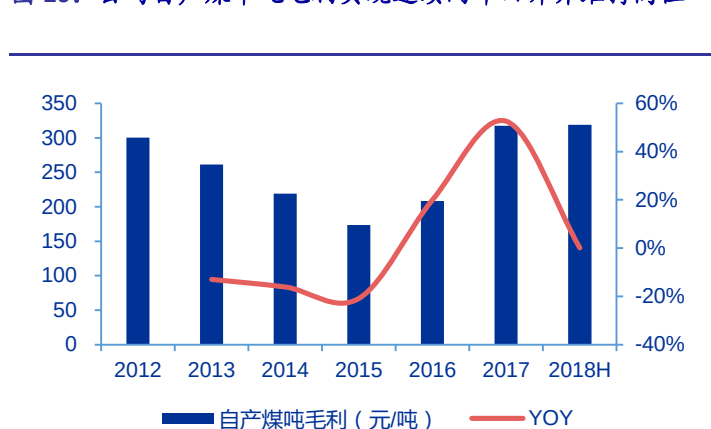
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 25：公司吨煤成本居行业第二（元/吨）



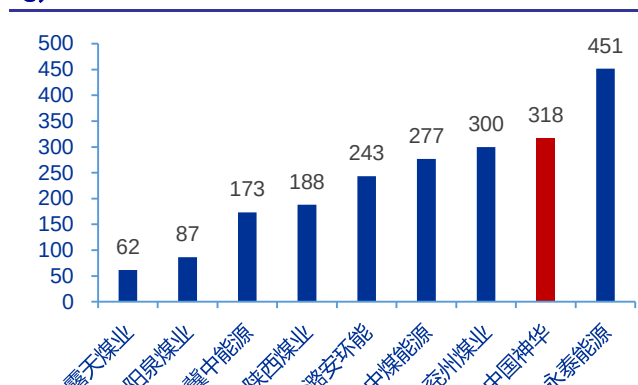
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 26：公司自产煤单吨毛利实现连续两年回升并维持高位



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 27：公司自产煤单吨毛利居于行业上游水平（元/吨）

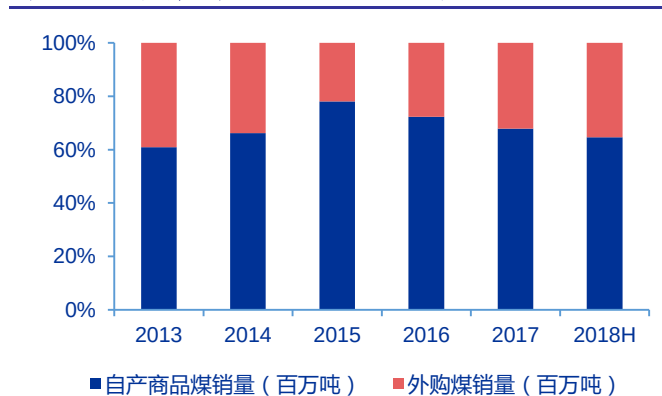


资料来源：公司公告、申万宏源研究

（二）自产煤销量占总销量七成，贡献煤炭板块九成毛利，有效提高公司盈利能力

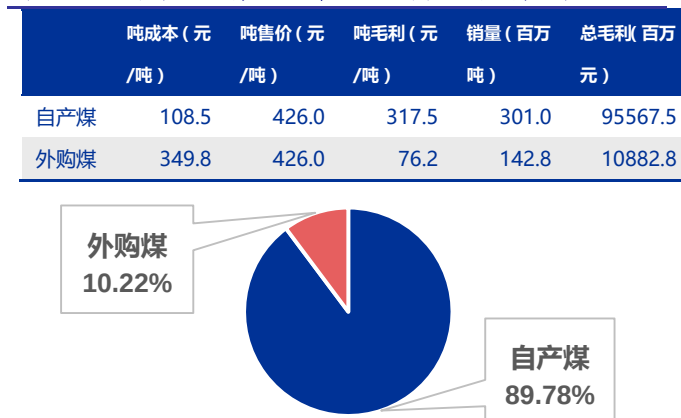
公司煤炭销售包括自产煤和外购煤，其中自产煤成本受公司控制，而外购煤成本主要由市场煤价决定，因此自产煤吨毛利大幅高于外购煤吨毛利。2017 年，公司自产煤销量达 317.5 百万吨，占煤炭总销量不足七成，但由于自产煤吨毛利达 317.5 元/吨，远高于外购煤吨毛利 76.2 元/吨，公司煤炭业务总体毛利中自产煤贡献接近 90%。

图 28：公司自产煤销量占总销量七成左右



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 29：公司煤炭业务毛利中近九成来源于自产煤



资料来源：公司公告、申万宏源研究

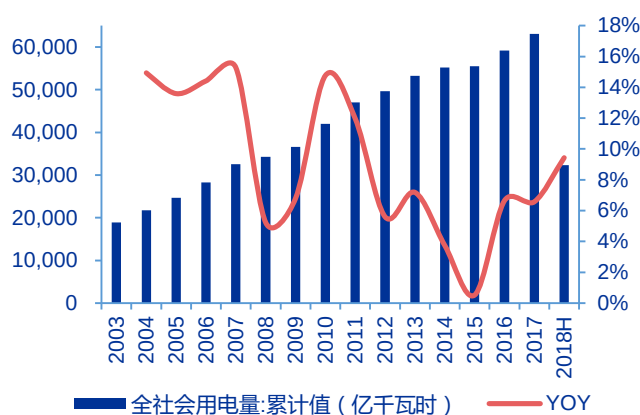
3. 火电行业景气触底反弹，公司煤电联营优势凸显

3.1 经济结构调整叠加去产能，促使火电行业景气度触底反弹

（一）经济结构调整带动电力消费进一步回暖，行业去产能促行业触底反弹

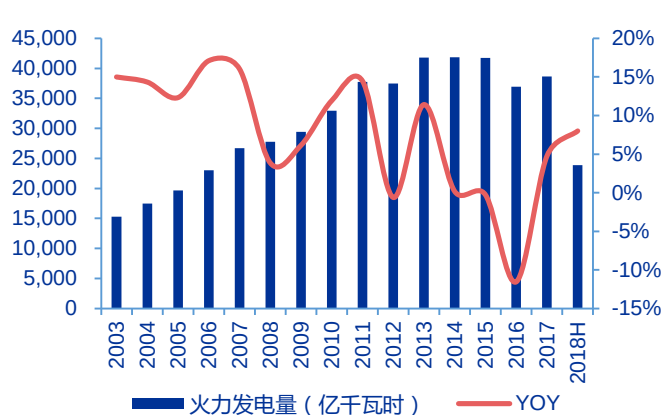
电力消费需求持续回暖。近来我国经济呈“L”型走势，进入新常态，自 2011 年起用电需求增速明显下降，直至 2015 年全社会用电量增速跌至 0.52% 的谷底。2016 年后，随着经济形势逐步好转，用电需求相应回暖，2016 和 2017 年用电量增速分别为 6.64% 和 6.57%。2018 年用电需求进一步走高，上半年全社会用电量 32291 亿千瓦时，同比增长 9.43%。

图 30：2016 年后全社会发电量增速回暖



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

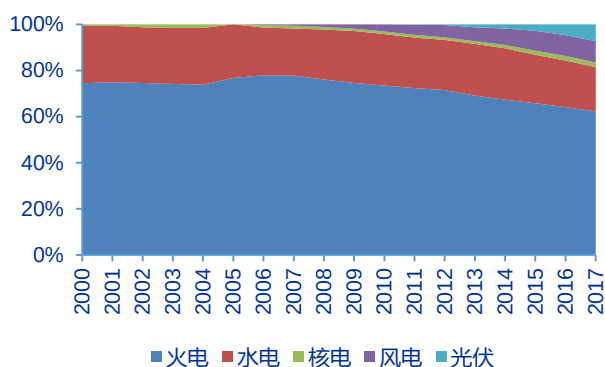
图 31：火电发电量于 2016 年重回正增长



资料来源：中电联、申万宏源研究

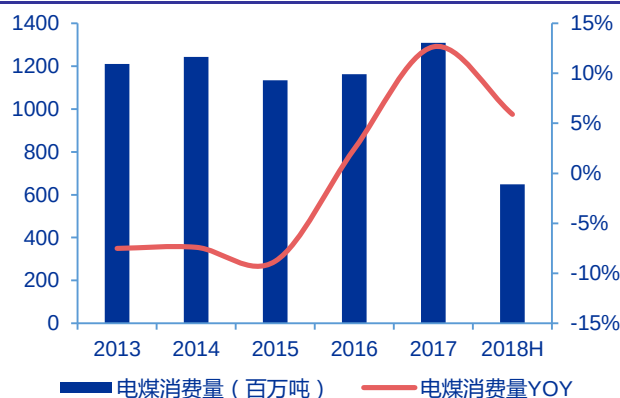
火电装机容量占比虽有下滑，但受益于社会用电量的不断增长，全国电煤消费量仍维持较快增长。2005 年以来国家对清洁能源给予了巨大的政策倾斜，促使了非化石能源发电占比不断上升。火电装机容量占比自 2007 年起小幅下滑，至 2017 年火电装机容量占录得 62.24%。然而，受益于社会用电量的不断增长，火电发电总量仍保持相对较高增速，与此同时，全国电煤消费量自 2016 年回归正增长以来仍较快增幅，2017 年电煤消费量 13.09 亿吨，同比大幅增长 12.65%。

图 32：火电装机容量占比略有下滑



资料来源：中电联、申万宏源研究

图 33：电煤消费量增速自 2016 年同步回升



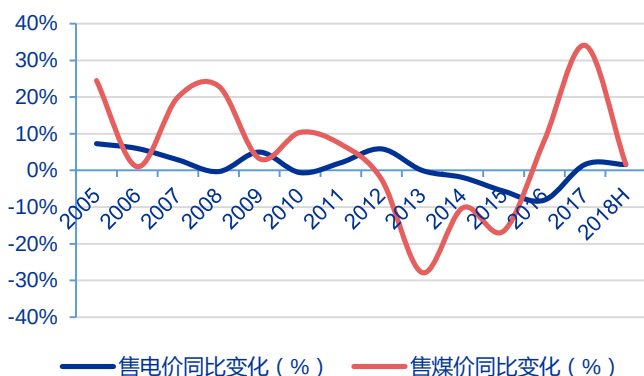
资料来源：CCTD、申万宏源研究

（二）高煤价促上网电价短期难以下调，将持续保持相对平稳状态。

取中国神华历史销售煤价和销售电价数据来看：2012 年伊始的煤炭下行周期让煤价近乎腰斩，而同时期由于政策调控，电价降幅不足 10%；2016 年后煤炭市场供需改善，煤价快速回升幅度接近 100%，而电力销售价格仅上涨 1.63%。

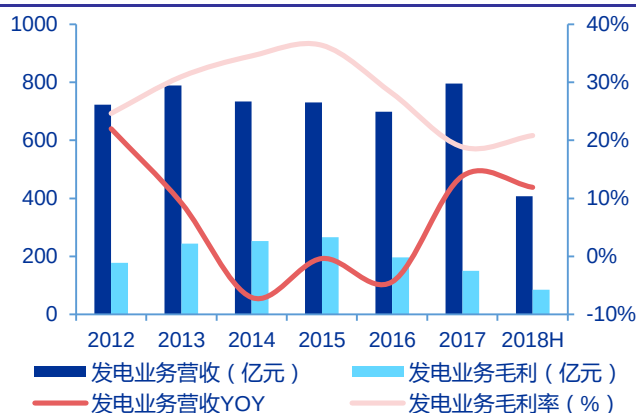
2018 年 1 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，其中特别提出“大力推动降电价”，在政策层面为下游企业“降成本”背景下，目前受工业制造业降低用电成本压力，终端电价不断下调，难以实现“煤电联动”火电上网电价上调。但是于此同时另外由于煤价中高位稳定影响，短期内电力企业难以压缩用煤成本，因此短期内难以迫使上网电价下调。火电上网电价将持续保持相对平稳状态。随电价和煤价的稳定，公司近两年发电业务毛利率持稳。

图 34：公司售煤价格波动远远大于售电价格波动



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 35：公司发电分部毛利率 17-18 年两年持稳



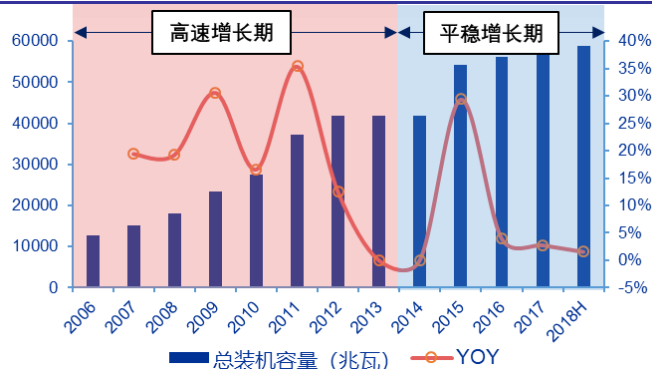
资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.2 火电行业底部战略性介入，电厂分布配合“煤电联营”

（一）公司在电力行业底部战略性投资火电，迅速占据电力上市公司第二位

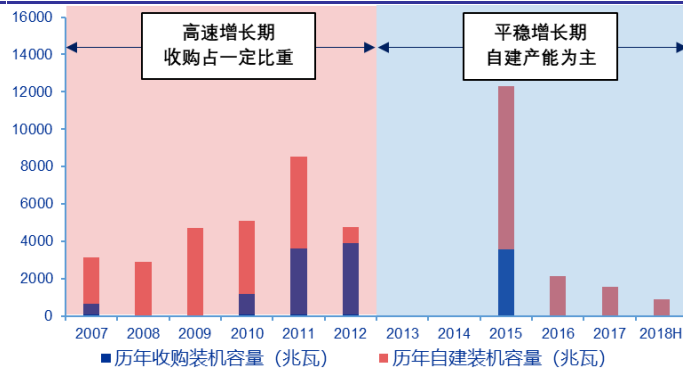
自 2004 年公司成立之初便开始涉及电力业务。2007 年公司上市以来，持续扩张电力业务，尤其是在 2007 年至 2011 年期间，在煤价大幅上涨，国内火电投资低迷的背景下，公司逆流而上斥巨资大力发展火电，加快电力板块扩张和布局，2007 年至 2011 年五年间公司通过自建和并购的方式实现装机规模符合增速 19.74%。在 2015 年公司通过并购和新建投产 1230 万千瓦后，公司电力装机进入平稳期。

图 36：中国神华总装机容量变化



资料来源：公司公告、申万宏源研究

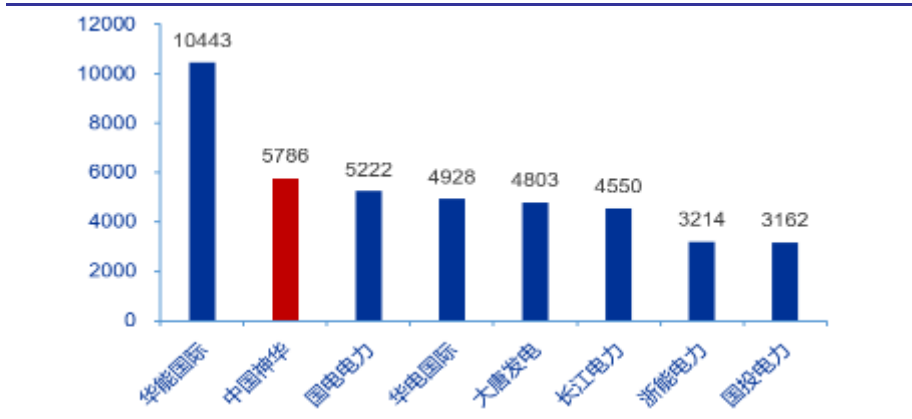
图 37：中国神华历年新增装机容量



资料来源：公司公告、申万宏源研究

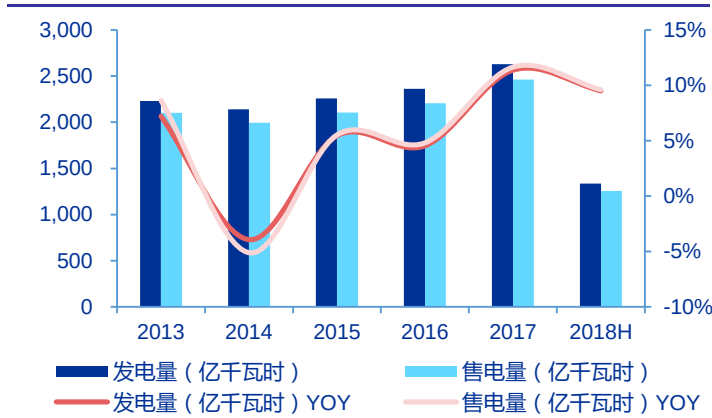
公司总装机容量、发电量、售电量均位居上市电企第二。截至 2017 年，中国神华旗下 5785.5 万千瓦的总装机容量在所有上市电力公司中排名第二位，仅低于华能国际装机容量 8867.2 万千瓦。2017 年公司发电量 2628.7 亿千瓦时，同比增长 11.37%；总售电量 2462.5 亿千瓦时，占同期全社会用电量 6,3077 亿千瓦时的 3.9%，截至 2017 年，中国神华总售电量和发电量同样在电力上市企业排名第二。

图 38：2017 年公司总装机容量行业第二（万千瓦）



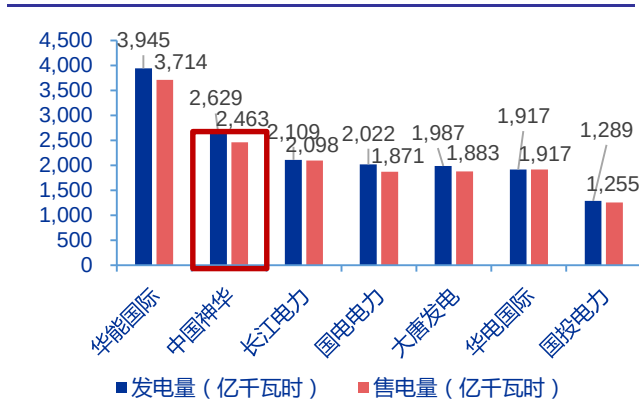
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 39：中国神华发电量/售电量屡创新高



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 40：2017 年公司发电量/售电量行业第二



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司火电为主，清洁能源为辅。截至 2018 年中报，公司发电分部在海内外共拥有 32 家电厂，其中包括 28 家为燃煤电厂（境内 27 家、海外 1 家）、2 家燃气电厂、1 家风电场和 1 家水电厂。经营范围覆盖 19 个省市自治区。公司控制并运营的发电机组装机容量达到 5876.9 万千瓦（权益装机容量达 3867.2 万千瓦），比 2017 年末增长 1.6%，连续四年保持正增长，占全社会发电总装机容量 17.3 亿千瓦的 3.4%；分类来看，28 家燃煤电厂总装机容量达 5691.4 万千瓦，占比高达 97%，4 家清洁能源电厂装机容量 185.5 万千瓦。

表 9：中国神华发电分部资产梳理

电厂名称	在产机组构成（红色为 2018 年变化）	在产装机容量	权益占比	权益装机容量
神华神东电力有限责任公司（神东电力）		单位/MW	单位/%	单位/MW
神东电力河曲发电公司	2×350MW	700	80%	560
神华亿利能源有限责任公司	4×200MW	800	51%	408
神华神东电力新疆准东五彩湾发电有限公司	2×350MW	700	100%	700
神华神东电力有限责任公司新疆米东热电厂	2×300MW	600	100%	600

神华神东电力山西河曲发电有限公司	4×600MW	2400	80%	1920
神华神东电力重庆万州港电有限责任公司	2×1000MW + 2×50MW	2100	100%	2100
神华神东电力有限责任公司店塔电厂	2×135MW	270	100%	270
神华神东电力有限责任公司萨拉齐电厂	2×300MW	600	100%	600
神华神东电力有限责任公司郭家湾电厂	2×300MW	600	100%	600
保德神东发电有限责任公司	2×135MW	270	93%	251.1
神东热电公司大柳塔热电厂	2×3MW + 2×12MW	30	100%	30
神东热电公司大柳上湾热电厂	2×150MW	300	100%	300
合计		8284.00		7634.00
中国神华能源股份有限公司国华电力分公司				
国华三河电厂（三河电力）	2×350MW + 2×300MW + 30MW	1330	38.50%	512.05
国华绥中电厂（绥中电力）	2×880MW + 2×1000MW	3760	50.00%	1880
国华盘山电厂（盘山电力）	2×500MW + 60MW	1060	45.50%	482.3
国华沧东电厂（沧东电力）	2×600MW + 2×660MW	2520	51.00%	1285.2
国华徐州电厂（徐州电力）	2×1000MW	2000	100.00%	2000
国华太仓电厂（太仓电力）	2×630MW	1260	50.00%	630
国华台山电厂（台山电力）	5×600MW + 2×1000MW + 30MW	5030	80.00%	4024
国华余姚电厂（余姚电力）（燃气）	1×780MW	780	80.00%	624
国华宁海电厂（浙能电力）	4×600MW + 2×1045MW + 30MW	4520	60.00%	2712
国华珠海风电（珠海风能）（风电）	15.75MW - 15.75MW	0	73.33%	0
国华锦界电厂（锦界能源）	4×600MW	2400	70%	1680
国华神木电厂（神木电力）	220MW - 220MW	0	51%	0
国华准能电厂（准能电力）	3×320MW	960	58%	553.92
国华准格尔电厂（国华准格尔）	4×330MW	1320	48.40%	638.88
国华定州电厂（定州电力）	2×600MW + 2×660MW	2520	40.50%	1020.6
国华印尼南苏电厂（海外）	2×150MW	300	70.00%	210
国华呼贝电厂（国华呼电）	2×600MW	1200	80.00%	960
国华惠州热电厂（惠州热电）	2×330MW	660	100.00%	660
国华宁东电厂（宁东电力）	2×330MW	660	100.00%	660
国华宁东电厂二期（国华宁东）	2×660MW	1320	56.75%	749.1
国华陈家港电厂（陈家港电力）	2×660MW	1320	55.00%	726
国华孟津电厂（孟津电力）	2×600MW	1200	51.00%	612
国华舟山电厂（舟山电力）	3×125MW + 135MW + 300MW	910	51.00%	464.1
国华寿光电厂（寿光电力）	2×1000MW + 20MW	2020	60.00%	1212
国华北京燃气热电厂（北京燃气）（燃气）	950MW	950	100.00%	950
国华柳州电厂（柳州电力）	2×350MW	700	52.00%	364
九江电力	1×1000MW	1000	100%	1000
合计		40885.75		25703.90
神华四川能源有限公司				
神华四川能源有限公司煤电机组	4×315MW	1260	51%	642.60
神华四川能源有限公司水电机组（水电）	18 台	125.2	51%	63.85
合计		1385.20		706.45
神华（福建）能源有限责任公司（福建能源）				
神华福能发电有限责任公司	2×1000MW + 100MW	2100	51%	1071.00
神华福能（福建雁石）发电有限责任公司	2×300 MW	600	38.25%	229.50

神华福建晋江热电有限公司	2×50MW	100	74.75%	74.75
合计		2700.00		1324.25
神皖能源有限责任公司（神皖能源）				
安徽安庆皖江发电有限责任公司	2×330MW + 2×990MW	2620	51%	1336.20
安徽马鞍山万能达发电有限责任公司	2×330MW + 2×330MW	1320	51%	673.20
安徽池州九华发电有限公司	2×330MW	660	51%	336.60
合计		4600.00		2346.00
目前产能（煤电）		56914		36824
目前电力总产能		58769		38672

资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

（二）公司电厂主要分布在用电缺口省份，平均利用小时数行业领先

我国有 19 个省/直辖市属于用电缺口省份。通过分析我国各个省/直辖市/自治区的总发电量和总用电量数据，我们发现我国有 19 个省市发电量无法满足自身用电需求，需要从省外调入，属于用电缺口省份，主要分布在京津冀、长三角、珠三角及周边地区。相反，山西、陕西、内蒙、贵州等煤炭富集区和云南、四川、湖北等水电资源丰富地区的发电量超过自身用电需求，可以调出盈余电力，属于电力盈余省份。

公司电厂装机容量中 63.62%分布在用电缺口省份，需求旺盛、运输便利。中国神华电厂主要布局在华北、华东及华南等经济较发达区域，电力负荷集中、用电需求旺盛。这种分布模式有利于电力资源的就近分配，电力调配灵活、运输便利，有利于统筹兼顾供给端煤炭资源和需求端电力消纳。

表 10：2017 年全国用电缺口省份一览（亿千瓦时）

地区	总用电量	总发电量	用电缺口
广东省	5958.97	4515.9	-1443.07
江苏省	5807.89	4775.1	-1032.79
浙江省	4192.63	3259.2	-933.43
上海市	1526.77	830.3	-696.47
北京市	1066.89	387.8	-679.09
河北省	3441.74	2777.3	-664.44
河南省	3166.17	2703.5	-462.67
山东省	5430.16	4978.7	-451.46
辽宁省	2135.5	1805.7	-329.8
重庆市	992.65	690.5	-302.15
江西省	1293.98	1046.6	-247.38
湖南省	1581.51	1349.2	-232.31
天津市	805.59	609.3	-196.29
青海省	687.01	561	-126.01
广西省	1442.34	1321.6	-120.74
福建省	2112.72	2062.6	-50.12
海南省	304.83	283.9	-20.93
黑龙江	928.57	912.5	-16.07
西藏省	58.19	50.2	-7.99

资料来源：中国电力知库、申万宏源研究

表 11：2017 年全国用电盈余省份一览（亿千瓦时）

地区	总用电量	总发电量	用电盈余
吉林省	702.98	745.4	42.42
甘肃省	1164.37	1241.2	76.83
陕西省	1494.75	1781.4	286.65
宁夏省	978.3	1287	308.7
贵州省	1384.89	1856.5	471.61
安徽省	1921.48	2419.7	498.22
湖北省	1869	2549	680
山西省	1990.61	2762.8	772.19
新疆省	2000.94	2894.6	893.66
四川省	2205.18	3340	1134.82
云南省	1538.1	2730.1	1192
内蒙古	2891.87	4229.6	1337.73

资料来源：中国电力知库、申万宏源研究

分部在电力缺口省的电厂 63.62%

分部在电力盈余省的电厂 36.38%

省份	电厂数量	类别
广东省	1450	电力缺口省
江苏省	1030	电力缺口省
浙江省	930	电力缺口省
上海市	700	电力缺口省
北京市	680	电力缺口省
河北省	660	电力缺口省
河南省	460	电力缺口省
山东省	360	电力缺口省
辽宁省	330	电力缺口省
重庆市	300	电力缺口省
江西省	250	电力缺口省
湖南省	230	电力缺口省
天津市	200	电力缺口省
青海省	120	电力缺口省
广西省	110	电力缺口省
福建省	40	电力缺口省
海南省	20	电力缺口省
黑龙江省	10	电力缺口省
西藏自治区	0	电力缺口省
吉林省	30	电力盈余省
甘肃省	60	电力盈余省
陕西省	280	电力盈余省
宁夏省	310	电力盈余省
贵州省	460	电力盈余省
安徽省	480	电力盈余省
湖北省	670	电力盈余省
山西省	770	电力盈余省
新疆省	890	电力盈余省
四川省	1130	电力盈余省
云南省	1180	电力盈余省
内蒙古	1340	电力盈余省

发电设备利用效率和平均利用小时数行业领先。受益于公司电场分布合理以及近几年积极推进的电力市场化改革，中国神华燃煤发电机组平均利用小时数显著高于行业平均水平，也高于几大发电类上市公司。2017 年公司燃煤发电机组平均利用小时数为 4683 小时，同比增加 255 小时，全国 6000 千瓦及以上煤电设备平均利用小时数 4278 小时高 405 小时，相较国内装机容量最大的华能国际高出 489 个小时。

年份	行业平均	中国神华	华能国际	浙能电力	国投电力	国电电力	大唐发电	华电国际
2013	5,100	5,450	4,850	5,050	4,950	4,950	5,050	5,100
2014	4,900	5,150	4,800	4,750	4,750	4,650	4,850	4,900
2015	4,350	4,650	4,150	4,100	4,100	4,050	4,650	4,350
2016	4,100	4,450	3,700	3,950	3,950	3,950	4,250	4,100
2017	4,300	4,750	4,200	4,150	4,150	4,000	4,850	4,300

（三）电力资本开支占比最大，后续产能释放可期

电力业务资本开支占比最大。2017年公司资本开支完成262亿元,其中发电业务为152.3亿元,占比58.13%。主要用于印尼爪哇7号煤电项目(2×105万千瓦)、江西九江煤炭储备(中转)发电一体化工程、国华宁东燃煤机组建设项目(2×66万千瓦)、四川神华天明发电公司燃煤机组新建工程(2×100万千瓦)等,以及电厂环保技改等。2018年第一批资本开支计划发电业务占比57.5%,在所有分部中排名第一。

截至 2018 年 8 月，公司陕西神华富平热电新建工程项目 1 号机组 35 万千瓦项目、江西神华九江电厂 2*100 万千瓦项目均已经投产。其他电力新建项目投产可期。

表 12：2018 年度资本开支计划（亿元）

	2018 年计划		2017 年完成
	总额	其中：第一批	
1.煤炭业务	290	24	45.7
2.发电业务		101.3	152.3
3.运输业务		48.7	61.1
其中：铁路		44.8	53.8
港口		3.5	7.2
航运		0.4	0.1
4.煤化工业务		2.2	1.1
5.其他		-	1.8
合计	290	176.2	262

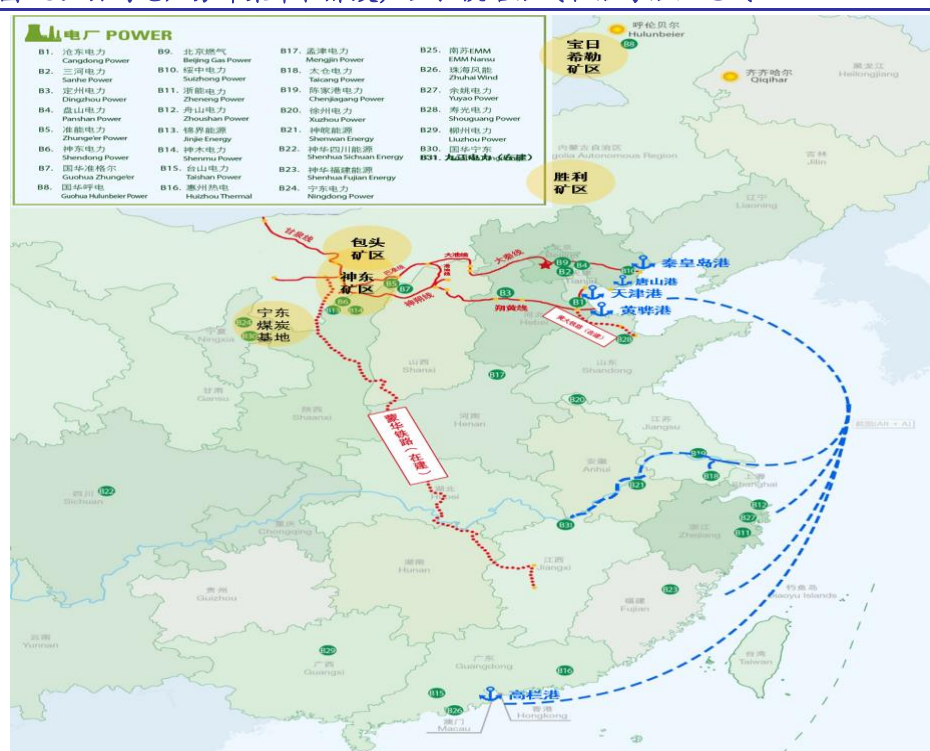
资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.3 公司“煤电联营”模式，内部供煤价格优势明显

（一）电厂主要分布于产煤区、铁路沿线和航运直达地区，凸显“煤电联营”模式

公司电厂分布凸显“煤电联营”模式。公司坑口电厂主要分布于公司煤炭主产地神东矿区、宁东矿区以及宝日勒地区。公司华北地区电厂主要集中于大秦铁路沿线、朔黄铁路沿线。而南方电厂主要集中于“海进江”航运线辐射区以及东南沿海省份浙江、福建、广东的港口运输可辐射沿海地区。充分利用公司煤炭生产和运输优势，充分发挥“煤电路港航”一体化产业链优势。

图 43：公司电厂分布集中在煤炭产区、铁路沿线和沿海沿江地域

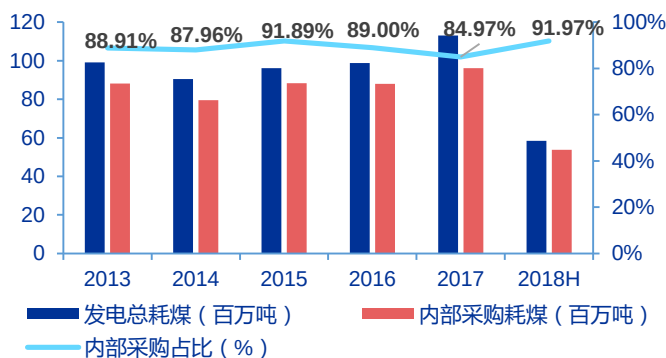


资料来源：公司公告、申万宏源研究

（二）公司内部电煤采购采用长协定价，长协价波动较市场价波动平稳。

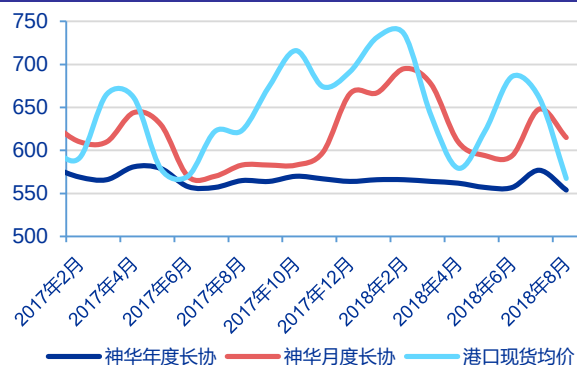
2017 年公司火电分部消耗燃料煤 1.13 亿吨，其中 85%（0.96 亿吨）采购自集团内部，占公司煤炭分部售煤量的 21.3%。公司内部电煤销售价格采用年度长协合同，价格机制为“基准价（5,500 大卡动力煤 535 元/吨）+浮动价”，有利于公司煤炭销量和价格的稳定。从数据来看，公司发电分部内部采购的长协煤价格涨跌幅均小于同期港口现货煤采购价格涨跌幅，神华年度长协煤价格更是长期保持稳企。

图 44：发电分部耗煤超九成采购自集团内部



资料来源：公司公告、申万宏源研究

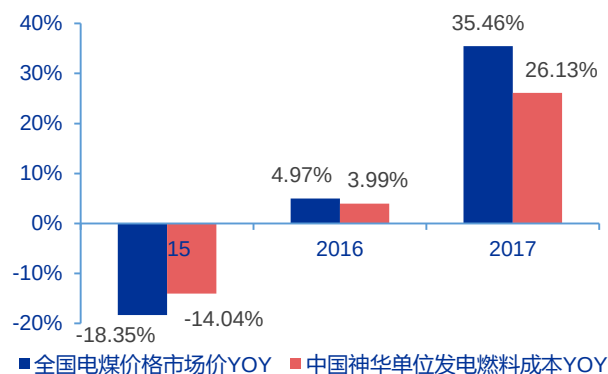
图 45：公司内部长协煤定价波动平稳（元/吨）



资料来源：CCTD、公司公告、申万宏源研究

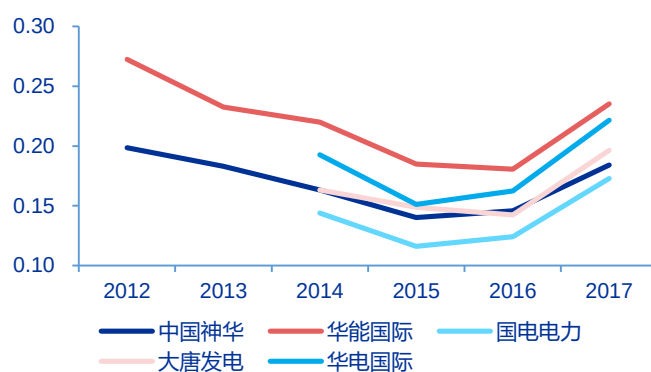
公司煤电一体化战略抵消煤炭价格波动，缓解高煤价带来的发电成本高企，对冲火电周期底部风险。纵观发电行业，自煤价进入上升通道以来，各大火电厂单位发电燃料成本涨幅普遍超过 30%，而得益于中国神华自身电煤采购全部采取长协定价，单位发电燃料成本涨幅不足 25%，有效对冲成本压力。2017 年公司单位发电燃料成本 0.184 元/千瓦时，为行业第二低，仅次于国电电力。

图 46：公司内部采购煤价波动较电煤市场价波动平稳



资料来源：公司公告、国家能源局，申万宏源研究

图 47：公司单位发电燃料成本行业领先（元/千瓦时）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

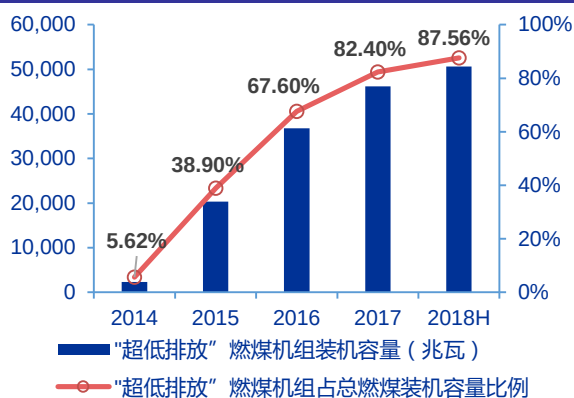
（三）低排放机组占比逐年升高，耗煤成本不断降低，清洁能源补贴尽享政策红利

公司注重煤电清洁发展，低排放机组单位发电耗煤低，成本优势明显。截至 2017 年底，公司“超低排放”机组装机容量累计实现 46150 兆瓦，占公司燃煤发电机组总装机容量的 82.4%，高于全国平均的 71%。2017 年燃煤机组烟尘、二氧化硫和氮氧化物排放强度（克/千瓦时）同比分别下降 29.5%、16.7%和 6.3%，继续保持国内领先水平。受益于低排放机组

带来的发电效率和原料利用率的提升，公司燃煤发电机组平均发电原煤煤耗已逐年下降至 3.6 吨/万千瓦时。

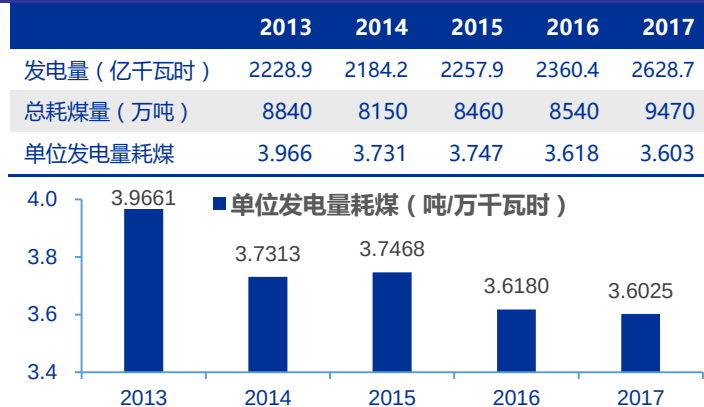
国家对清洁电价实施补贴政策。2014 年公布的《燃煤发电机组环保电价及环保设施运行监管办法》提出脱硫电价加价标准为每千瓦时 1.5 分钱，脱硝电价为 1 分钱，除尘电价为 0.2 分钱；2015 年发布的《关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知》指出对验收合格并符合超低排放限值要求的燃煤发电机组实行电价支持。公司充分利用政策红利，截至 2017 年底，已有 67 台“超低排放”燃煤机组获得电价补贴等政策支持，进一步提升了发电业务的盈利能力。

图 48：公司“超低排放”机组比例逐年增大



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 49：随着低排放机组比例增大，单位发电耗煤量稳步降低



资料来源：公司公告、申万宏源研究

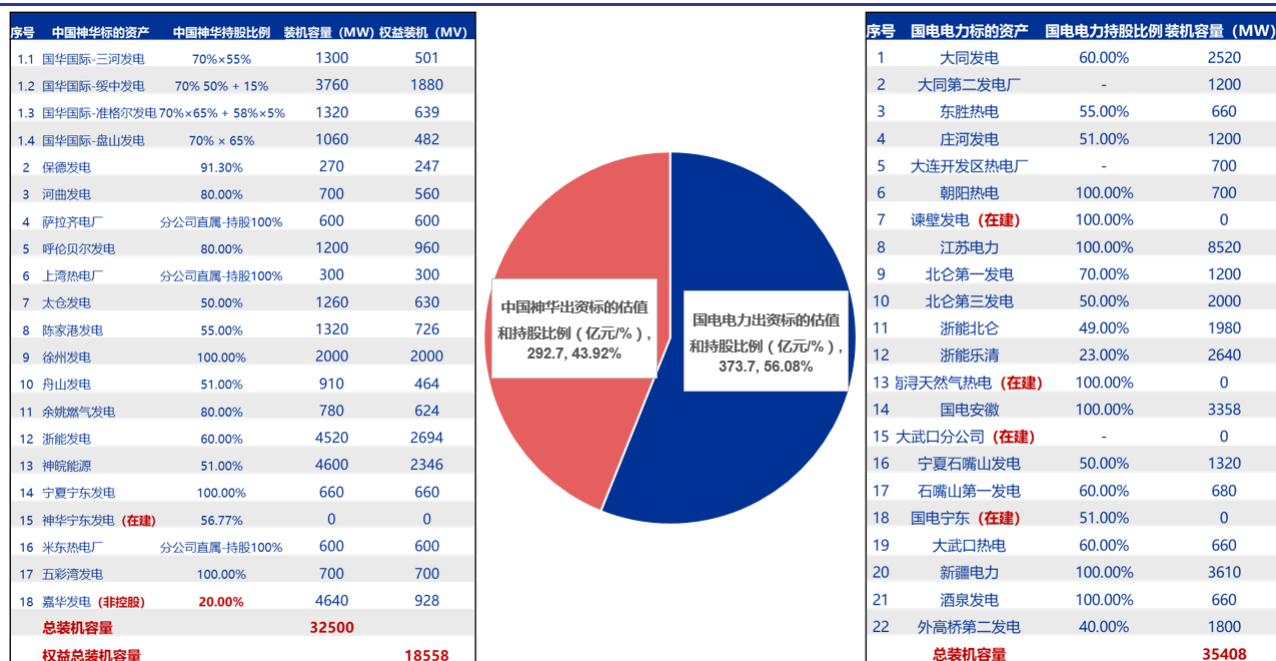
3.4 资产重组，携手国电电力共同组建火电合资公司

（一）中国神华拟出资 18 家电厂参股合资公司，中国神华并表规模有所缩小

公司拟携手国电电力（600795.SH）分别以其持有的火电资产共同组建合资公司，国电持有控股权。根据 2017 年 8 月 29 日发布的交易预案，中国神华拟出资 18 项标的资产，其中包括 14 家全资或控股子公司、3 家分公司和 1 家参股公司。据交易预案披露，截至 2017 年 6 月 30 日，净资产账面价值约 252.6 亿元，交易预估值合计 292.7 亿元，按预估值价值持股比例约为 43.92%。截至 2018 年中报，神华方出资资产总装机容量达 3250 万千瓦，权益装机容量达 1855.8 万千瓦；占神华总电力装机的 49.21%。另一方面，国电电力方拟注入 22 项标的资产，净资产账面价值约 291.5 亿元，交易预估值合计 373.7 亿元，按预估值价值持股比例约为 56.08%，国电电力持有合资公司的控股权。

合资公司不再并表，对中国神华经营性现金流影响有限。由于中国神华不再控股新设合资公司，中国神华出资的发电资产将不再并表。体现在财报层面，公司发电分部的营业收入将有所下滑，新设立公司产生的净利润将按参股比例计入中国神华财报的投资收益科目，中国神华的归母净利润、EPS 等指标均不受并表规模削减影响。经营性现金流方面预计影响 66 亿元左右，影响有限。而公司资产负债率、ROE 等指标将会明显改善。

图 50：中国神华占新火电公司股权比例 44%

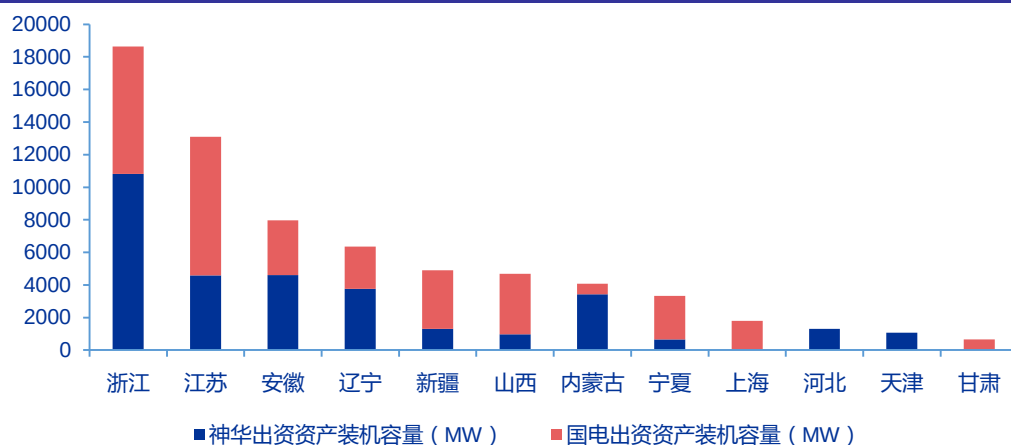


资料来源：公司公告、申万宏源研究

(二) 电力资源优势互补，中国神华“煤电运”业务均将受益于重组后的协同效应

重组后将加强火电业务的区域集中度，避免同业竞争。双方出资资产总装机容量约 6790.8 万千瓦 W，其中近六成集中于江浙皖地区，约两成集中于西部地区。我们分析认为，合资公司的成立，有利于扩展电力行业的市场份额，避免同业竞争。

图 51：双方出资资产近六成集中于江浙皖地区，约两成集中于西部地区



资料来源：公司公告、申万宏源研究

重组进一步增大一体化运营水平与竞争力，有效提升平抑煤炭和电力价格波动的能力。国电集团火电装机总容量超过 1 亿千瓦，2017 年电煤需求超过 2 亿吨，未来中国神华的煤炭市场将有更大的发展空间和市场保证。同时，运输的货源更充足，有更大的协同效应，有利于中国神华业务的长期、稳定发展。

4. “路港航”联运，产业链优势创造超额利润

4.1 铁路业务对内打造成本优势，对外贡献高额毛利

（一）公司自营铁路拥有运输距离和运输成本优势，黄大铁路通车大幅增厚业绩

公司铁路网围绕主要煤炭基地打造，是中国第二大铁路运营商。截至 2017 年末，公司铁路分部目前运营与管理 9 条铁路，另外还有 3 个铁路项目在建或缓建。公司建立了围绕“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，控制并运营的铁路营业里程约 2,155 公里，是除中国铁路总公司以外国内最大的铁路运营商。受益于煤炭市场量价齐升，公司 2017 年铁路货运周转量达到 2730 亿吨公里，同比增长 11.6%，创历史最好水平。按合并抵销前口径，2017 年铁路分部营业收入达到 375.86 亿元，同比增长 12.1%，毛利录得 231.40 亿元，毛利率高达 61.6%，在公司六大分部中排名首位。

表 13：铁路资产一览（红色为在建铁路）

铁路线路	权益	起点	终点	里程
神朔铁路	100%	神木大柳塔	朔州	266
朔黄-黄万铁路	52.72%	朔州	黄骅-天津	663
大准铁路	58%	山西大同	准格尔旗	264
包神铁路	88.16%	陕西神木	内蒙古包头	192
甘泉铁路	88.46%	甘其毛都	包头万水泉南	367
巴准铁路	90%	准格尔旗	伊金霍洛旗	135
准池铁路	85%	准格尔旗	朔州神池	180
塔韩铁路	100%	塔然高勒	东胜区韩家村站	78
黄大铁路	39.54%	黄骅	连云港	224
阿荣铁路	75%	阿荣旗	达斡尔族自治县	97
蒙华铁路	10%	浩勒报吉	吉安	1837

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 52：公司铁路运输网分布图



资料来源：公司公告、申万宏源研究

黄大铁路 2019 年投产后，预计对公司煤炭以及铁路业务板块综合贡献净利润 35 亿元左右。黄大铁路从黄骅港至山东滨州，运距 224 公里，年运力 4000 万吨，预计后期运力可达 6000 万吨水平。按照 4000 万吨运力计算，将促使朔黄铁路进一步提高运量。年贡献煤炭销售量 4000 万吨，销售增幅 8.89%，且山东煤价偏高，使得煤炭业务盈利增厚明显。

准池铁路开通后，打通南北铁路干线，为准格尔矿区煤炭下水提供运距更近的选择。准池铁路于 2015 年建成后投入运营，打通了朔黄铁路和大秦铁路南北两大“西煤东运”通道。自此，公司形成了以甘泉、包神、神朔、巴准和大准铁路构成的，围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环型辐射状重载铁路网。更重要的是，准池线的投运为准格尔矿区煤炭下水提供了距离更短的选择：根据测算，原来选择“大准线-大秦线-秦皇岛港”线路下水的准格尔矿区煤炭运距约为 922 千米，而选择通过“大准线-准池线-朔黄线-黄骅港”下水的运距约为 889 千米，较之前运输距离减小约 5%，运输效率得到提升。

图 53：准格尔矿区煤炭通过朔黄线下水运距大幅缩短



资料来源：公司公告、申万宏源研究

相比国铁和大秦本线铁路，朔黄线单位运价优势明显。在铁路货运领域，货主实际支付的费用包括运费（运价+铁路建设基金）和杂费（装卸费、计划费等）。具体说来，不同运营主体的定价规则稍有不同：

1. 国铁：整车原煤执行 4 号运价，包括基价 1、基价 2 和铁路建设基金，基价 1 为 16.3 元/吨，基价 2 为 0.105 元/吨公里（包括电气化附加费 0.007 元/吨公里），铁路建设基金为 0.033 元/吨公里。
2. 大秦、京原、丰沙：本线煤炭货运执行特殊运价、铁路建设基金和电气化附加费，不收取基价 1，特殊运价为 0.1001 元/吨公里，铁路建设基金为 0.033 元/吨公里，电气化附加费 0.012 元/吨公里，该部分货量每年约 2000 万吨；跨线运输执行国铁统一运价。
3. 朔黄线：不区分货种和本线直通货物，一律执行特殊运价，不收取铁路建设基金，为 0.12 元/吨公里。

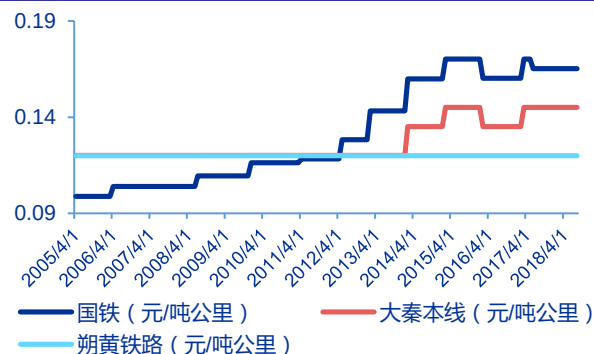
截至目前，国铁运价约为 0.165 元/吨公里；大秦、京原、丰沙铁路本线煤炭运价为 0.145 元/吨公里，而朔黄线特殊运价长期稳定在 0.12 元/吨公里，长期低于国铁和大秦铁路本线，运输成本优势明显。

表 14：国铁、大秦本线、朔黄铁路采取不同的定价方式

线路	运价
国铁煤炭	基价 1*货运量+基价 2*周转量+铁路建设基金
大秦、京原、丰沙本线煤炭	周转量*煤炭特殊运价+铁路建设基金+电气化附加费
朔黄线	周转量*特殊运价

资料来源：公司公告、申万宏源研究

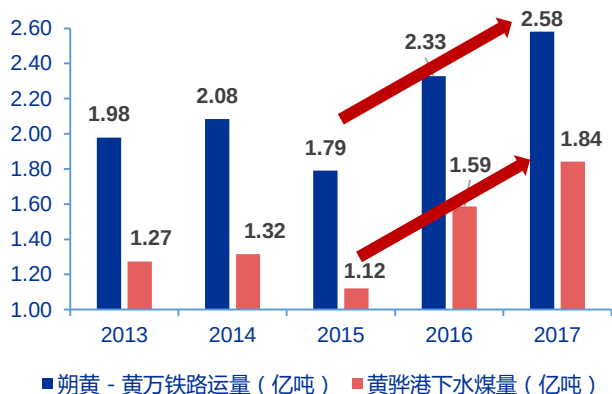
图 54：朔黄线运价稳定 0.12 元/吨公里，优势明显



资料来源：公司公告、申万宏源研究

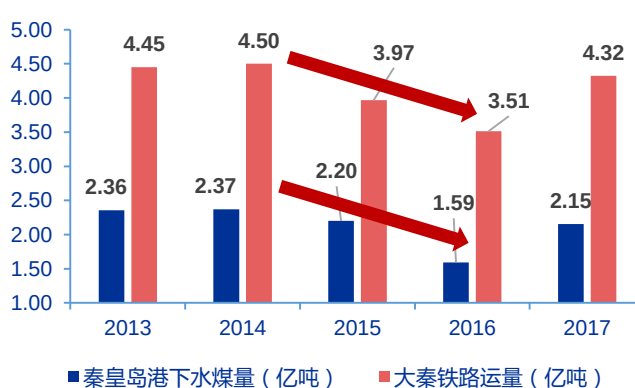
凭借运距和成本优势，“准池线→朔黄线”对大秦铁路起到一定程度上的分流，在排除供给侧煤炭产量变化情况下，“准池线→朔黄线”运量也将维持稳步增长。朔黄是西煤东运的主力专线之一，截至 2017 年末，公司持股 52.72%，大秦铁路参股 41.16%。朔黄线西起山西省朔州市，东至河北省黄骅市黄骅港，与神朔、北同蒲、京广、京九等铁路干线接轨，设计最大运能 5 亿吨，2017 年运量达到 1.84 亿吨，连续两年维持大幅增长趋势。值得注意的是，受益于准池线开通带来的运距优势和相较于国铁与大秦线更为低廉稳定的运价优势，朔黄线对大秦铁路实质上形成了一定程度的分流，特别是在准池线首次投入运营的 2016 年。我们认为，在排除供给侧煤炭产量变化情况下，“准池线→朔黄线”运量也将受益于分流效应，维持稳步增长。

图 55：朔黄线运量连续两年维持大幅增长趋势



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 56：2016 年准池线开通对大秦铁路运量产生分流效应



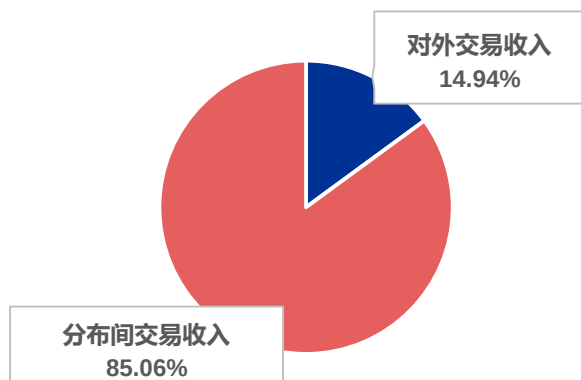
资料来源：公司公告、申万宏源研究

(二) 积极拓展对外运输服务，充分利用闲置产能提高边际收益

努力开拓市场，“大物流”工作取得积极进展，对外运输规模和占比持续扩大。2016 年以来旨在合理充分利用现有运输资源，提高闲置产能收益，公司提出在保障自有煤炭分部的运输和销售业务不受影响的前提下，逐步对外开放神华运输业务。2016 年以来公司铁路对外运输业务规模持续扩大，2016 和 2017 年，公司铁路分部为外部客户提供运输服务的

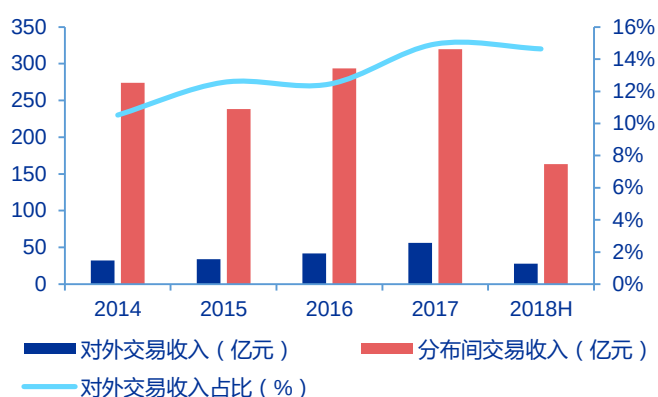
周转量分别达 218 亿吨公里和 294 亿吨公里，分别同比增长 23.9%和 34.9%。2017 年获得收入 56.15 亿元，同比增长 34.5%，占铁路分部总收入的 14.94%。

图 57：铁路分部对外收入占比约 15%



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 58：铁路分部对外运输规模和占比持续扩大



资料来源：公司公告、申万宏源研究

4.2 三大港口发运接卸联动，奠定产业链枢纽低位

（一）受益于铁路网不断完善，港口板块煤炭下水量连年增长

三大自有港口资产打造“北煤南运”煤炭下水通道。港口方面，目前公司港口资产主要包括黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头三个港口，2017 年自有港口总下水量约 2.28 亿吨。

1. 黄骅港是目前我国第二大煤炭下水港（取 2017 年数据），仅次于河北秦皇岛港。黄骅港隶属于神华黄骅港务有限责任公司，中国神华持股 70%。从地理位置来看，黄骅港直通朔黄铁路、邯黄铁路、黄万铁路、沧港铁路和黄大铁路，是山西地区和内蒙古准格尔地区运距最短的出海口。黄骅港目前拥有 17 个煤炭专用泊位，2017 年黄骅港下水煤总计 1.84 亿吨，同比增长 16.1%。2017 年吞吐量超 2.7 亿吨，同比增长 10.43%。
2. 神华天津煤码头位于天津港南疆港区东端，隶属于神华天津煤炭码头有限责任公司，中国神华持股 55%。天津煤码头通过黄万铁路与朔黄铁路相连，目前拥有 3 个大型煤炭泊位。2017 年经神华天津煤码头下水销售的煤炭为 0.437 亿吨，同比增长 10.63%。
3. 神华珠海煤码头隶属于神华粤电珠海港煤炭码头有限责任公司，中国神华持股 40%。珠海煤码头通过广珠铁路线在全国铁路网相连，海路横渡珠江口可达深圳和香港。该公司煤炭储运中心项目（一期工程）布置了 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。2017 年以来，珠海煤码头持续发挥中转基地作用，服务一体化运输。

表 15：公司港口资产一览

港口名称	泊位数	煤炭下水量 2017
黄骅港	各类泊位总共 38 个，万吨级以上泊位 30 个，其中 17 和煤炭专用泊位	1.84 亿吨
神华天津煤码头	15 万吨级泊位 1 个、7 万吨级泊位 2 个	0.44 亿吨
神华珠海煤码头	5 万吨级装船泊位 1 个、3000 吨级装船泊位 4 个、10 万吨级卸船泊位 2 个	—

资料来源：公司公告、申万宏源研究

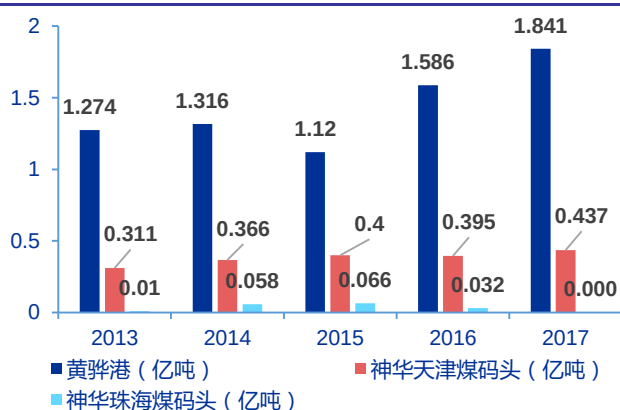
图 59：公司港口资产分布



资料来源：公司公告、申万宏源研究

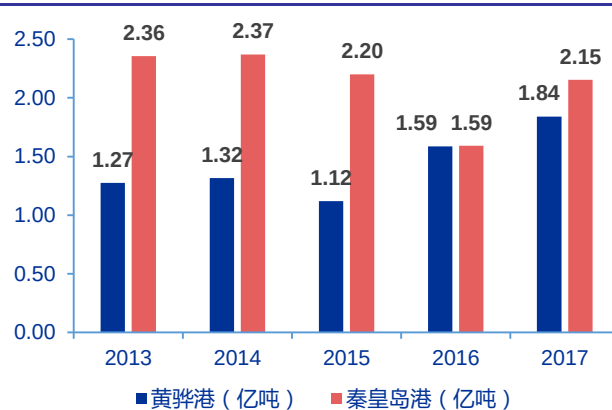
近两年来，黄骅港煤炭下水量与秦皇岛港基本持平。截至 2017 年末，黄骅港目前拥有各类泊位 38 个，其中煤炭泊位 17 个，其中，黄骅港四期工程建设 1 个 10 万吨级、2 个 7 万吨级、1 个 5 万吨级和 1 个 3.5 万吨级共 5 个煤炭泊位，已于 2017 年 11 月通过竣工验收。2017 年黄骅港吞吐能力达到 2.7 亿吨。2016 年伊始，受益于准池线的建成，朔黄线对大秦线煤炭运输分流影响日益凸显，黄骅港煤炭下水量达 1.59 亿吨，首次与秦皇岛港煤炭吞吐量持平，2017 年煤炭下水量达 1.84 亿吨，与秦皇岛港差距在 10% 以内。

图 60：公司三大港口下水煤量（单位/亿吨）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 61：2016 年以来，黄骅港煤炭下水量与秦皇岛港持平



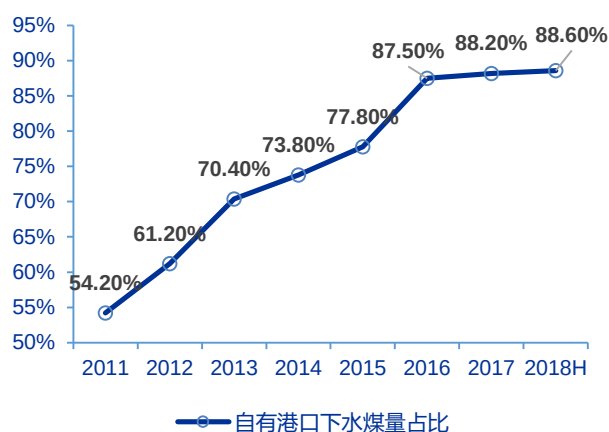
资料来源：公司公告、申万宏源研究

（二）对内拓宽自有煤下水比例，对外积极拓宽非煤业务

公司通过自有港口下水煤量占比逐年升高。自有港口下水煤量占公司港口下水煤总量的比例由 2011 年的 54.20% 提高到 2017 年的 88.20%。我们认为，公司不断加大通过自有港口下水销售的煤炭量，有利于进一步优化煤炭运输环节成本管控和不同地区之间的统筹协调，帮助中国神华构筑并完善“煤电运”一体化战略下的“产→运→销”全价值链。

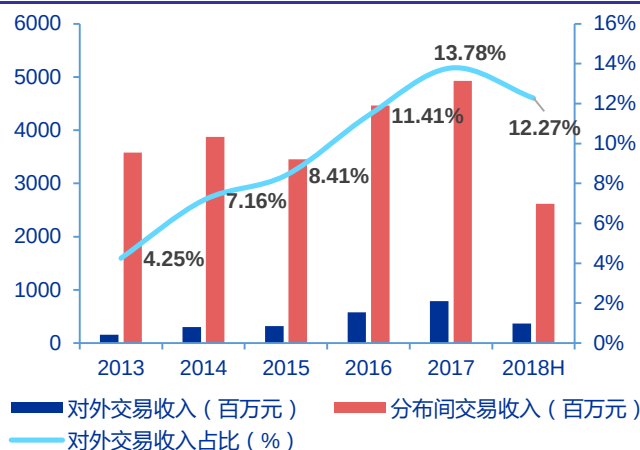
积极拓展外部客户，港口分部对外交易收入占比不断提升。公司港口分部收入占比从 2012 年的 4.08% 一路上升到 2017 年的 13.78%，2017 年对外交易收入达到 7.88 亿元。我们认为，港口分部外部客户收入占比的提升，有利于合理充分利用现有运输资源，合理调配闲置产能，提高业绩弹性，进一步完善公司“大物流”战略。

图 62：公司通过自有港口下水煤量占比逐年升高



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 63：港口分部对外交易收入占比不断提升



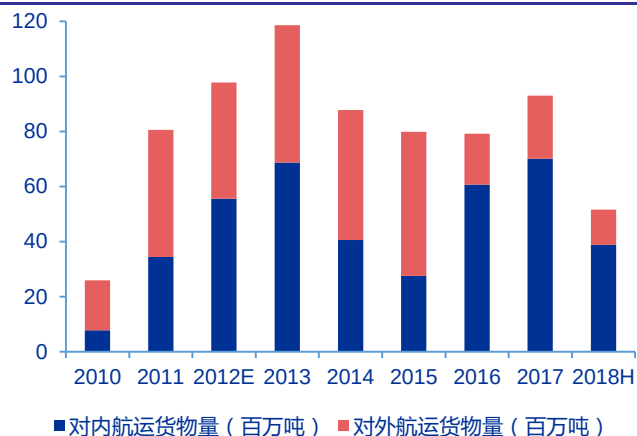
资料来源：公司公告、申万宏源研究

4.3 航运业务完善煤炭运输链条

配合煤炭销售工作，紧密服务于一体化运营。公司航运业务主要由子公司神华中海航运有限公司运营，中国神华持股 51%，中海散货运输持股 49%。截至 2017 年末，神华中海航运公司拥有船舶的总载重量约为 220 万吨。航运分部配合煤炭销售工作，紧密服务于一体化运营。2017 年，面对煤炭市场运输需求增加、自有船舶运力不足的经营环境，公司航运分部加大运输衔接力度，精细化配置运力，有效落实“准班轮”制度，全力保障一体化运输需求。2017 年航运分部航运货运量达 93.0 百万吨，同比增长 17.42%；航运周转量 80.4 十亿吨海里，同比增长 27.6%。

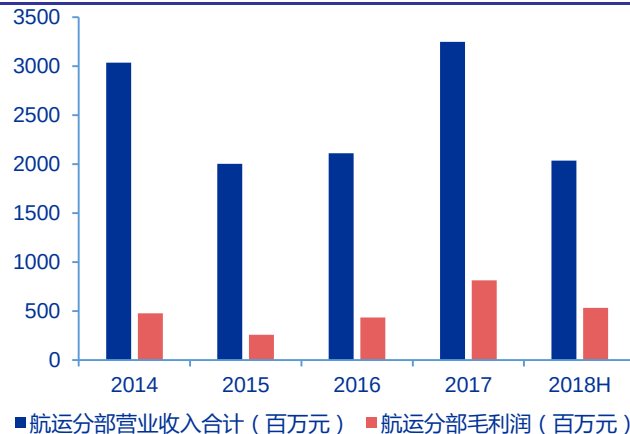
航运分部以对内运输为主。2017 年航运分部为本集团内部客户提供航运货运量为 70.10 百万吨，同比增长 15.48%，占总航运货运量约 75%；外部客户航运货运量为 22.90 百万吨，同比增长 23.73%，占总航运货运量约 25%。

图 64：公司航运分部货运量以及货运结构



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 65：公司航运分部收入和毛利润变化



资料来源：公司公告、申万宏源研究

5. 盈利预测和估值

在以下条件下我们对中国神华 2018-2020 年业绩进行预测：

煤炭业务：煤价上就行业而言，受行业“降杠杆”压力影响，动力煤价格保持 600-700 元/吨窄幅波动，处于历史中位数偏上水平。从公司角度，因公司煤炭销售积极推进长协合同，使公司煤炭售价较市场更加稳定。销量上，公司 2018 年哈尔乌素煤矿下半年陆续复产达到满产状态，带来 2019 年产量增长，2020 年因黄大铁路通车新增煤炭销量 4000 万吨。预计 2017-2019 年煤炭业务内部抵消前销售收入为 1990 亿元、2150 亿元和 2445 亿元。

电力业务：因公司 2018 年下半年富平 1 号电厂投产和九江 2 号投产，以及 2019 年富平 2 号 35 万千兆瓦机组、国华宁东 2*66 万千瓦机组投产，叠加社会用电需求持续增长，公司主要电厂分布于缺电省份，公司利用小时数有所提升，综合使得公司发电量大幅增加。使得公司 2018-2020 年电力业务内部抵消前销售收入为 824 亿元、851 亿元和 855 亿元。

铁路业务：主要是 2019 年黄大铁路投产，带来公司 2020 年铁路运输周转量和煤炭销售量大幅提升。

公司其他业务包括港口、航运和煤化工等业务较为平稳发展，但对公司毛利润贡献占比较小，对公司盈利能力影响较小。

盈利预测与投资建议：预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 2526 亿元、2641 亿元和 2869 亿元，归母净利润分别为 451 亿元、459 亿元和 499 亿元，EPS 分别为 2.27 元、2.31 元和 2.51 元，对应 18 年 PE 8 倍。由于公司产业链齐全，我们采用企业价值倍数(EV/EBITDA)估值方法，选取各个业务对应可比上市公司进行比较，依据各业务板块对应可比上市公司行业企业价值倍数测算，依据煤炭、电力、煤化工、港口三行业上市公司企业价值倍数平均值，铁路、航运业务企业价值倍数最低值测算，公司 2018 年合理市值应为 5236 亿元，当前估值折价幅度为 43%。公司年经营性净现金流 800-900 亿元，未来新建电厂和铁路陆续投产后，预计重大资本开支有望明显减少，内生长成性叠加分红提升预期，全产业链高效运行具有稀缺性，**首次覆盖**，给予“买入”评级。

表 16：公司 EV/EBITDA 企业价值倍数估值法估值（百万元，元）

	2018E	2019E	2020E
各版块估值总和	876,713	917,814	982,767
合并抵消折价	18.0%	18.0%	18.0%
经营费用折价	19.6%	18.0%	17.6%
企业价值	546,688	587,860	632,902
现金及其等价物	165,538	262,394	371,731
有息负债	107,284	132,955	162,437
少数股东权益价值	81,387	82,786	90,096
股权价值	523,555	634,513	752,101
总股本	19,890	19,890	19,890
目标股价	26.3	31.9	37.8
目前股价（2018 年 8 月 29 日）	18.4	18.4	18.4
上涨空间	43.29%	73.66%	105.84%

资料来源：公司公告，WIND，申万宏源研究

表 17：公司各业务板块对标相关上市公司行业平均企业价值倍数（倍数）

煤炭业务			电力业务			煤化工业务		
代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA
	最高值	10.28		最高值	17.79		最高值	12.64
	最低值	2.21		最低值	8.24		最低值	7.39
	平均值	5.25		平均值	11.03		平均值	9.52
601088.SH	中国神华	3.55	600011.SH	华能国际	9.79	600691.SH	阳煤化工	8.15
601225.SH	陕西煤业	4.22	600023.SH	浙能电力	8.54	000830.SZ	鲁西化工	7.73
601898.SH	中煤能源	8.46	600795.SH	国电电力	9.72	600426.SH	华鲁恒升	12.64
600188.SH	兖州煤业	5.16	601991.SH	大唐发电	9.32	000731.SZ	四川美丰	7.39
900948.SH	伊泰 B 股	2.66	600027.SH	华电国际	9.21	002386.SZ	天原集团	11.67
002128.SZ	露天煤业	5.02	600642.SH	申能股份	8.24			
601918.SH	新集能源	9.54	200539.SZ	粤电力 B	8.8			
600403.SH	大有能源	5.93	000539.SZ	粤电力 A	8.28			
601001.SH	大同煤业	4.13	600578.SH	京能电力	17.79			
600508.SH	上海能源	4.88	600021.SH	上海电力	11.38			
000552.SZ	靖远煤电	5.11	600098.SH	广州发展	10.4			
600546.SH	山煤国际	10.28	000600.SZ	建投能源	10.23			
600971.SH	恒源煤电	2.34	000543.SZ	皖能电力	11.9			
000780.SZ	平庄能源	2.21	000875.SZ	吉电股份	13.26			
			600726.SH	华电能源	15.08			
			000899.SZ	赣能股份	15.31			
			001896.SZ	豫能控股	10.34			
港口业务			铁路业务			航运业务		
代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA
	最高值	18.3		最高值	25.84		最高值	25.84
	最低值	5.78		最低值	6.3		最低值	6.3
	平均值	10.94		平均值	16.07		平均值	16.07
600717.SH	天津港	6.42	000557.SZ	西部创业	25.84	600428.SH	中远海特	25.84
601326.SH	秦港股份	9.25	601006.SH	大秦铁路	6.3	600798.SH	宁波海运	6.3
600317.SH	营口港	10.49						
601000.SH	唐山港	5.78						
000582.SZ	北部湾港	11.18						
600017.SH	日照港	8.93						
600190.SH	锦州港	17.18						
601008.SH	连云港	18.3						

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 18：公司各个业务板块分部抵消前企业价值估值

分部抵消前煤炭业务估值（百万元，%）						分部抵消前电力业务估值（百万元，%）					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	131,357	195,918	203,300	218,724	247,062	营业收入	69,850	79,511	82,394	85,102	85,524
营业成本	103,912	135,814	142,792	153,980	173,294	营业成本	50,223	64,522	65,985	68,289	68,217
毛利	27,445	60,104	60,508	64,744	73,768	毛利	19,627	14,989	16,410	16,814	17,306
毛利率	20.9%	30.7%	29.8%	29.6%	29.9%	毛利率	28.1%	18.9%	19.9%	19.8%	20.2%
折旧摊销	5,624	5,268	5,481	6,092	6,369	折旧摊销	9,223	9,523	8,929	9,454	9,167
EBITDA	33,069	65,372	65,988	70,836	80,137	EBITDA	28,850	24,512	25,339	26,268	26,473
EV/EBITDA			5	5	5	EV/EBITDA			11.03	11.03	11.03
估值			346,392	371,841	420,662	估值			279,607	289,863	292,127

分部抵消前铁路业务估值（百万元，%）						分部抵消前港口业务估值（百万元，%）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33,530	37,586	38,298	39,249	41,890	营业收入	5,040	5,717	5,832	5,913	5,984
营业成本	13,397	14,446	14,278	14,917	16,036	营业成本	2,234	2,497	2,622	2,778	2,850
毛利	20,133	23,140	24,020	24,332	25,854	毛利	2806	3220	3,209	3,135	3,134
毛利率	60.0%	61.6%	62.7%	62.0%	61.7%	毛利率	55.7%	56.3%	55.0%	53.0%	52.4%
折旧摊销	3,735	3,813	3,958	4,141	4,481	折旧摊销	854	868	918	957	976
EBITDA	23,868	26,953	27,978	28,473	30,335	EBITDA	3,660	4,088	4,127	4,092	4,111
EV/EBITDA			6.3	6.3	6.3	EV/EBITDA			10.94	10.94	10.94
估值			176,262	179,377	191,110	估值			45,158	44,771	44,975

分部抵消前航运业务估值（百万元，%）						分部抵消前煤化工业务估值（百万元，%）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2112	3247	4,154	4,786	5,020	营业收入	4,831	5,681	5,985	6,212	6,382
营业成本	1678	2435	3,271	3,782	3,992	营业成本	3,802	4,518	4,497	4,580	4,579
毛利	434	812	883	1004	1029	毛利	1,029	1,163	1,488	1,631	1,803
毛利率	20.5%	25.0%	21.2%	21.0%	20.5%	毛利率	21.3%	20.5%	24.9%	26.3%	28.2%
折旧摊销	205	188	202	229	238	折旧摊销	915	890	872	911	920
EBITDA	639	1,000	1,084	1,233	1,266	EBITDA	1,944	2,053	2,360	2,542	2,723
EV/EBITDA			6.3	6.3	6.3	EV/EBITDA			9.52	9.52	9.52
估值			6,832	7,768	7,978	估值			22,462	24,194	25,915

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并损益表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	183,127	248,746	252,637	264,115	286,898
营业总成本	144,099	179,664	181,861	191,819	208,118
营业成本	110,769	143,842	148,782	159,202	173,134
营业税金及附加	6,922	9,640	9,600	9,772	10,813
销售费用	610	612	620	758	872
管理费用	17,932	19,394	19,697	18,488	19,222
财务费用	5,059	3,457	3,213	3,546	4,094
资产减值损失	2,807	2,719	-52	53	-18
公允价值变动损益	2	-19	11	5	5
投资收益	302	1,321	1,049	1,087	1,126
营业利润	39,028	71,102	71,835	73,387	79,911
营业外收支	-132	-769	31	-290	-343
利润总额	38,896	70,333	71,866	73,097	79,569
所得税	9,360	16,283	16,885	17,169	18,703
净利润	29,536	54,050	54,981	55,928	60,866
少数股东损益	6,824	9,013	9,897	10,067	10,956
归属于母公司所有者的净利润	22,712	45,037	45,085	45,861	49,910

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	29,536	54,050	54,981	55,928	60,866
加：折旧摊销减值	26,752	27,344	21,069	21,604	22,860
财务费用	5,059	3,457	3,213	3,546	4,094
非经营损失	-304	-1,302	-1,139	-1,169	-1,208
营运资本变动	18,401	7,943	1,911	7,351	4,305
其它	0	0	11,219	747	774
经营活动现金流	81,883	95,152	91,254	88,007	91,691
资本开支	28,409	18,926	16,510	14,726	9,855
其它投资现金流	-32,363	31,938	-2,711	-2,495	-2,486
投资活动现金流	-64,654	13,363	-19,220	-17,222	-12,341
吸收投资	1,111	1,164	0	0	0
负债净变化	-1,890	-9,839	-6,194	9,444	8,879
支付股利、利息	18,146	69,083	-10,672	3,235	2,474
其它融资现金流	435	137	-256	-239	-227
融资活动现金流	-18,490	-77,621	4,222	5,970	6,177
净现金流	-1,135	30,684	76,255	76,755	85,528

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	133,463	132,644	209,062	286,395	373,525
现金及等价物	50,811	81,198	157,491	234,286	319,848
应收款项	26,610	24,564	26,167	26,910	27,389
存货净额	13,341	11,647	10,169	9,963	11,053
其他流动资产	42,701	15,235	15,235	15,235	15,235
长期投资	6,878	10,303	14,035	17,582	21,165
固定资产	351,709	348,272	343,781	337,073	324,163
无形资产及其他资产	79,614	75,905	65,519	65,636	65,759
资产总计	571,664	567,124	632,397	706,686	784,612
流动负债	112,185	115,905	117,781	126,783	134,574
短期借款	32,203	24,392	9,493	9,303	8,652
应付款项	56,120	60,647	76,472	84,679	92,103
其它流动负债	0	12	8	8	8
非流动负债	79,575	76,592	85,008	94,367	103,636
负债合计	191,760	192,497	202,789	221,150	238,209
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
资本公积	74,729	74,730	74,730	74,730	74,730
盈余公积	11,433	11,433	11,433	11,433	11,433
未分配利润	196,786	182,407	227,492	273,353	323,263
少数股东权益	67,547	73,140	83,037	93,104	104,060
股东权益	379,904	374,627	429,608	485,536	546,402
负债和股东权益合计	571,664	567,124	632,397	706,686	784,612

资料来源：公司公告，申万宏源研究

重要财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(元)					
每股收益	1.14	2.26	2.27	2.31	2.51
每股经营现金流	4.12	4.78	4.59	4.42	4.61
每股净资产	15.70	15.16	17.42	19.73	22.24
关键运营指标(%)					
ROIC	7.7	14.3	16.2	17.3	20.0
ROE	7.3	14.9	13.0	11.7	11.3
毛利率	39.5	42.2	41.1	39.7	39.7
EBITDA Margin	37.2	39.1	37.6	36.9	36.9
EBIT Margin	24.1	29.2	29.3	28.7	28.9
收入同比增长	3.4	35.8	1.6	4.5	8.6
净利润同比增长	42.6	92.6	1.7	1.7	8.8
资产负债率	33.5	33.9	32.1	31.3	30.4
净资产周转率	0.59	0.83	0.73	0.67	0.65
总资产周转率	0.32	0.44	0.40	0.37	0.37
有效税率	24.1	23.8	23.8	23.8	23.8

估值指标(倍)

P/E	15.3	7.7	7.7	7.6	6.9
P/B	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/Sale	2.6	1.7	1.4	1.1	0.8
EV/EBITDA	6.9	4.4	3.7	3.0	2.1

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。