



Research and
Development Center

中国神华 VS 长江电力

—中国神华(601088)公司深度报告

2021年02月01日

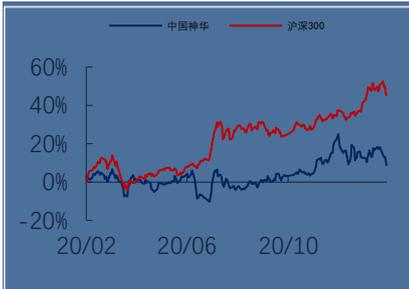
左前明
S1500518070001
010-83326712
zuoqianming@cindasc.com

杜冲
S1500520100002
010-63080940
duchong@cindasc.com

周杰
S1500519110001
010-83326723
zhoujie@cindasc.com

相关研究

1. 中国神华价值再发现

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
中国神华 (601088)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	17.40
52 周内股价波动区间 (元)	19.99-14.36
最近一月涨跌幅 (%)	-82.60
总股本 (亿股)	198.90
流通 A 股比例 (%)	82.91
总市值 (亿元)	3,460.79

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

中国神华 VS 长江电力

2021 年 02 月 01 日

本期内容提要：

◆**研究结论。**中国神华作为能源行业龙头，与长江电力相比，虽然两家公司在能源类别、经营期限、分红比例等方面具有一定差异，但中国神华由于其资源禀赋、一体化经营模式、定价方式、资本开支周期等因素方面展现出来的类永续经营属性，以及未来盈利的稳定性、确定性，使其与长江电力具备了一定的相似性、可比性，然而前者在营收和净利润规模方面甚至远高于长江电力，却在总市值、绝对估值、相对估值等方面明显相对长江电力更为低估。因此，我们维持对中国神华的“买入”评级和 29.03 元目标价。

◆**经营模式：公司属性、行业地位、产品定价模式、成长性具有明显的相似性。**1) 公司及行业属性地位：中国神华与长江电力同属国资委控股央企，且两公司同属传统能源领域，且均处于本行业龙头地位；2) 产业链条：中国神华是煤电路港航一体化经营，长江电力则侧重水力发电单一业务模式；3) 产品定价：二者产品定价均受到政府影响，价格波动相对小；4) 经营期限：长江电力经营期限更长（超过 100 年），中国神华静态经营期限相对较短（30 年左右）；5) 成长性：两公司在其各业务板块均有增长点，且所属控股股东均具有较大的资产注入空间，能够给予上市公司较强的成长性。中国神华和长江电力在产业链条、经营期限上具有差异，而在公司属性、行业地位、产品定价模式、成长性等方面具有明显的相似性。

◆**经营状况：中国神华总体营收和盈利规模远高于长江电力，且未来将与长江电力平台期的盈利确定性、稳定性方面趋同。**1) 营业收入与归母净利润：长江电力利润的增长性较好，中国神华营收规模远高于长江电力，归母净利润方面近三年约为长江电力的两倍；2) 资本开支与折旧&摊销：中国神华规模更大且高点已过，长江电力规模较小且波动较小；3) 经营性净现金流与股权自由现金流：中国神华规模更大，长江电力增速更快；4) ROE：中国神华资产周转率占优，长江电力销售净利率、权益乘数更高；5) 现金分红政策与股息率：长江电力现金分红比例更高，中国神华分红比例有所提升，股息率更高。

展望未来 5-10 年，在不考虑资产注入及新建矿井投产等因素下中国神华的资本开支规模低位稳定之后，营业收入和归母净利润的稳定性和确定性有望进一步显现，也或将带来更为丰厚的分红回报。

◆**估值对比：无论从绝对估值还是相对估值角度，中国神华都处在相对显著低估的水平，未来估值提升空间更大。**1) DDM 估值：DDM 估值视角下，市场给予了长江电力相对更高的估值溢价。2) DCF 估值：中国神华和长江电力绝对估值的差异源于对经营期限、期望报酬率以及现金流假设的不同，中国神华现金流占优，而长江电力在经营期限、期望报酬率方面占优。在保守假设下，中国神华每股价值显著领先长江电力。3) PB、PE 估值：中国神华相对估值波动较大。中国神华 A 股上市以来的 PE(TTM) 均值为 15.17，低于长江电力的 19.08；PB(MRQ) 均值 2.50，与长江电力 (2.44) 基本相当。但从近三年来看，长江电力 PE、PB 分别是中国神华的 2.0、2.4 倍，中国神华的相对估值明显低于了长江电力。4) EV/FCFF、EV/EBITDA 估值：从企业价值比自由现金流角度，中国神华相比长江电力有明显的低估。从 EV/EBITDA 视角来看，长江电力长期高于中国神华，且 2018-2020 年估值的差距在拉大（长江电力与中国神华的年度平均 EV/EBITDA 差值分别为 5.85/7.12/8.77 倍），呈现逐步扩大趋势，同样显示出中国神华估值存在明显低估。

- ◆**与市场不同的观点:** 一般认为中国神华与长江电力不具有可比性,然而我们从经营模式、经营状况以及估值角度,发现两家公司具备诸多相似性。通过比较,我们认为中国神华未来成长性,业绩的稳定性、确定性,尤其是现金属性等价值或将进一步被市场认知,从而带来公司估值的修复、提升,实现价值的重估。
- ◆**盈利预测与投资评级:** 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 2309.39、2381.60、2436.56 亿元,实现归母净利润分别为 392.00、438.90、461.58 亿元,每股收益分别为 2.01、2.24、2.36 元(考虑 H 股回购)。我们认为中国神华的特许经营属性使得经营业绩具备高确定性和强稳定性,以及一体化运营各版块成长性能释放足够的向上业绩弹性,维持“买入”评级和目标价 29.03 元。
- ◆**风险因素:** 煤矿产能释放受限、黄大铁路投产进度放缓、西部大开发优惠税率的不确定性、资本开支和现金分红风险、股份回购不及预期、煤炭价格大幅下跌。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656
增长率 YoY %	6.2%	-8.4%	-4.5%	3.1%	2.3%
归属母公司净利润 (百万元)	43,867	43,250	39,200	43,887	46,158
增长率 YoY%	-2.6%	-1.4%	-9.4%	12.0%	5.2%
毛利率%	41.1%	40.7%	40.4%	41.5%	42.3%
净资产收益率ROE%	13.4%	12.3%	10.3%	10.8%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.01	2.24	2.36
市盈率 P/E(倍)	7.19	7.74	8.47	7.56	7.19
市净率 P/B(倍)	0.96	0.95	0.89	0.83	0.78

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测;股价为 2021 年 02 月 01 日收盘价

目录

经营模式对比.....	6
1、公司背景：中国神华和长江电力同属国资委控股央企.....	6
2、能源属性与行业地位：同属传统能源，均为行业龙头.....	7
3、产业链条：煤电路港一体化 VS 电力生产.....	8
4、产品定价：政府定价为主，市场定价为辅.....	10
5、经营期限：长江电力经营期限更长，中国神华静态看具备 30 余年类永续经营属性.....	11
6、成长性：集团资产注入空间大.....	11
经营状况对比.....	13
1、营业收入与归母净利润：中国神华大幅高于长江电力.....	13
2、资本开支与折旧&摊销：中国神华规模更大，但高点已过且趋于稳定.....	14
3、经营性净现金流与股权自由现金流：中国神华规模更大，长江电力增速更快.....	16
4、ROE：中国神华资产周转率占优，长江电力销售净利率、权益乘数更高.....	17
5、现金分红政策与股息率：中国神华股息率更高.....	18
估值对比.....	19
1、DDM 模型.....	19
2、DCF 模型.....	20
3、PE、PB.....	21
4、EV/FCFF、EV/EBITDA.....	21
研究结论.....	22
经营模式：中国神华与长江电力存在诸多明显的相似性.....	22
经营状况：中国神华拥有更高的营收和盈利规模，且确定性、稳定性在增强.....	22
估值对比：中国神华未来估值提升空间更大.....	22
研究结论：中国神华或被市场低估.....	23

表目录

表 1：中国神华长协煤占比情况.....	10
表 2：长江电力市场化交易情况（亿千瓦时）.....	10
表 3：长江电力各水电站电力定价机制.....	11
表 4：中国神华矿产资源服务年限.....	11
表 5：中国神华各业务板块潜在增长点一览表.....	11
表 6：《避免同业竞争协议》项下集团待注入资产一览表.....	12
表 7：中国神华和长江电力现金分红政策.....	18

图目录

图 1：中国神华发展历程.....	6
图 2：长江电力发展历程.....	6
图 3：中国神华和长江电力的股权结构.....	7
图 4：2019 年中国神华煤炭产量占全国比例（%）.....	7
图 5：2019 年中国神华销量占全国比例（%）.....	7
图 6：2019 年长江电力装机容量占全国 13%.....	8
图 7：2019 年长江电力发电量占全国 16%.....	8
图 8：中国神华主要资产分布图.....	9
图 9：长江电力主要资产分布图.....	9
图 10：长江电力梯级电站.....	10
图 11：水力发电原理图.....	10
图 12：集团剩余待注入煤炭产能占比 35%.....	12
图 13：乌东德+白鹤滩装机容量和发电量规模较大.....	13
图 14：2007-2019 中国神华营业收入变化（亿元）.....	14
图 15：2007-2019 长江电力营业收入变化（亿元）.....	14
图 16：2007-2019 中国神华和长江电力归母净利润（亿元）.....	14
图 17：2007-2019 中国神华和长江电力资本开支规模（亿元）.....	15
图 18：2007-2019 中国神华和长江电力折旧&摊销金额（亿元）.....	16
图 19：2007-2019 中国神华和长江电力经营性净现金流（亿元）.....	16
图 20：2007-2019 中国神华和长江电力股权自由现金流（亿元）.....	17
图 21：2007-2019 中国神华 VS 长江电力 ROE（%）.....	17
图 22：2007-2019 中国神华 VS 长江电力销售净利率（%）.....	17
图 23：2007-2019 中国神华 VS 长江电力资产周转率（%）.....	18
图 24：2007-2019 中国神华 VS 长江电力权益乘数.....	18

图 25: 2007-2019 中国神华和长江电力现金分红比例 (%)	18
图 26: 2020-2022Wind 一致预期下中国神华和长江电力股息率	19
图 27: DDM 永续增长模型	19
图 28: 零增长假设下中国神华和长江电力 DDM 估值对比	20
图 29: DCF 绝对估值模型	20
图 30: 保守假设下中国神华现金流贴现每股价值大于长江电力	21
图 31: 2009-2020 中国神华 VS 长江电力 PE (TTM)	21
图 32: 2009-2020 中国神华 VS 长江电力 PB (MRQ)	21
图 33: 中国神华 VS 长江电力 EV/FCFF	22
图 34: 中国神华 VS 长江电力企业倍数 EV/EBITDA	22

经营模式对比

1、公司背景：中国神华和长江电力同属国资委控股央企

中国神华的前身是隶属于中国华能集团公司的华能精煤公司。1995年8月，国务院以国函[1995]75号文批复原国家计划委员会，同意在华能精煤公司的基础上组建“神华集团有限责任公司”。

经国务院和国资委批准同意，神华集团有限责任公司于2004年11月08日进行了重组改制，以其煤炭的生产与销售、电力的生产与销售、铁路及港口运输等业务的主要资产、负债和权益作为出资发起设立了中国神华能源股份有限公司，并于2005年6月15日在香港主板上市、2007年10月09日在上海证券交易所上市，股票简称“中国神华”。中国神华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和销售企业。

图 1：中国神华发展历程

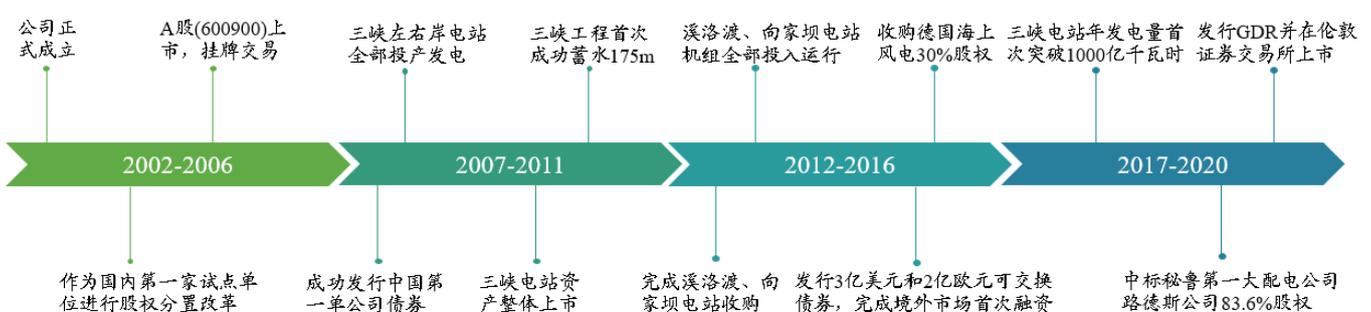


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

长江电力是在中国长江三峡集团有限公司（原名称为中国长江三峡工程开发总公司，以下简称“三峡集团”）下属的原葛洲坝水力发电厂的基础上改制设立的。

原葛洲坝水力发电厂成立于1980年11月24日，隶属于电力工业部，由华中电管局代管。1996年6月1日，原葛洲坝水力发电厂划归中国长江三峡工程开发总公司管理。经原国家经贸委报请国务院同意后，根据《关于同意设立中国长江电力股份有限公司的批复》（国经贸企改[2002]700号文），中国长江三峡工程开发总公司作为主发起人，联合华能国际电力股份有限公司、中国核工业集团公司等五家发起人以发起方式设立长江电力。公司于2002年11月4日正式完成工商注册登记。2003年11月18日在上海证券交易所上市。

图 2：长江电力发展历程

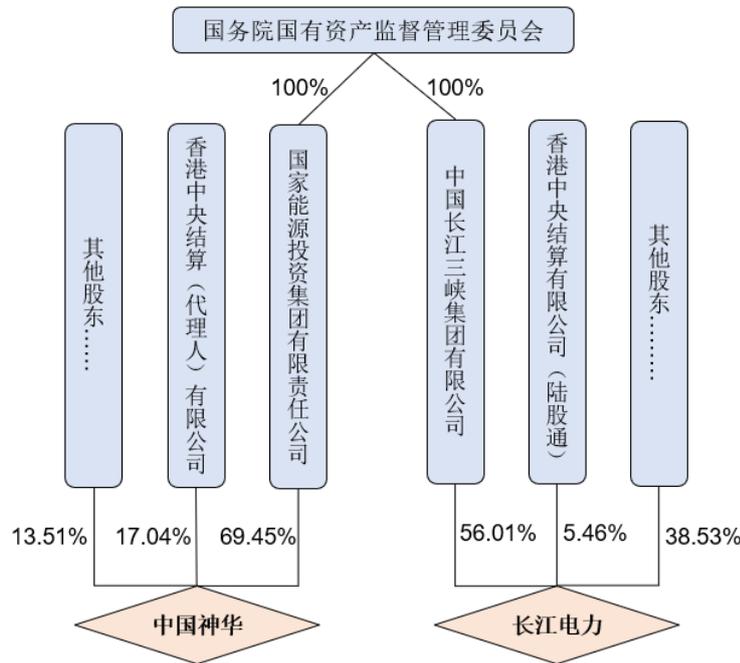


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

根据2020年三季报，中国神华控股股东国家能源投资集团有限责任公司持股占比69.45%，公司前十大股东合计占比91.04%，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

截至 2020 年三季报，长江电力第一大股东中国长江三峡集团有限公司持股占比 56.01%，公司前十大股东合计占比 86.23%，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

图 3：中国神华和长江电力的股权结构



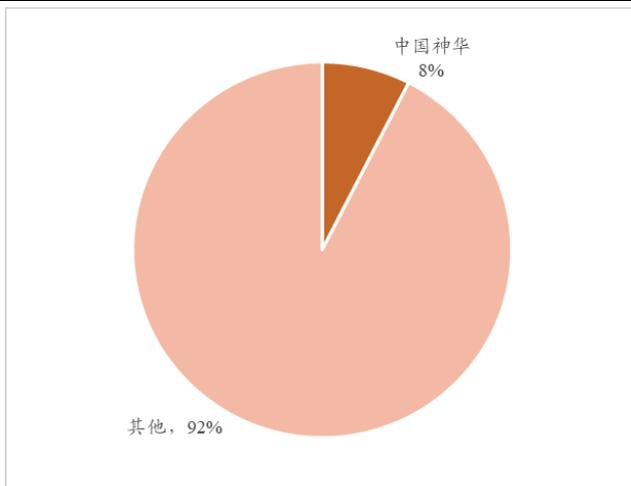
资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：截止到 2020Q3

2、能源属性与行业地位：同属传统能源，均为行业龙头

中国神华是以煤为基础的一体化能源公司，第一大业务板块为煤炭业务。公司拥有神东、准格尔、胜利及宝日希勒等矿区的优质煤炭资源。截至 2019 年 12 月 31 日，中国神华煤炭保有资源量 299.9 亿吨、煤炭保有可采储量 146.8 亿吨，JORC 标准下煤炭可售储量 80.2 亿吨。2019 年煤炭销售量 447.1 百万吨，占全国消费量 11.3% 左右；商品煤产量 282.7 百万吨，占全国煤炭产量 7.5%，是中国第一大动力煤上市企业。

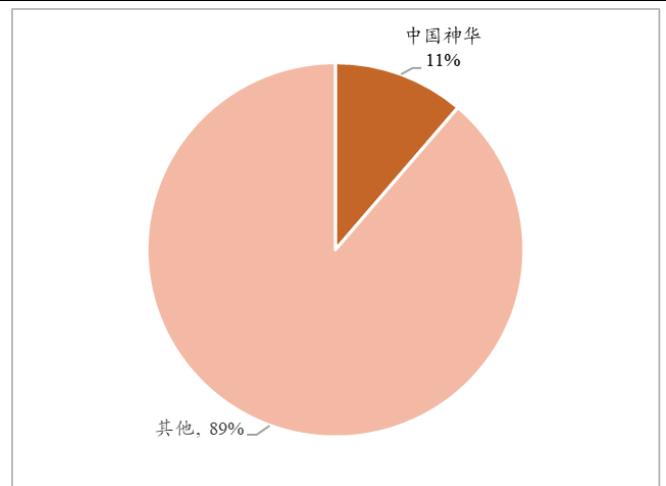
中国神华业务具有煤电联营特点，其电力业务利用煤炭在燃烧时产生的热能，通过发电动力装置转换成电能。

图 4：2019 年中国神华煤炭产量占全国比例 (%)



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 5：2019 年中国神华销量占全国比例 (%)

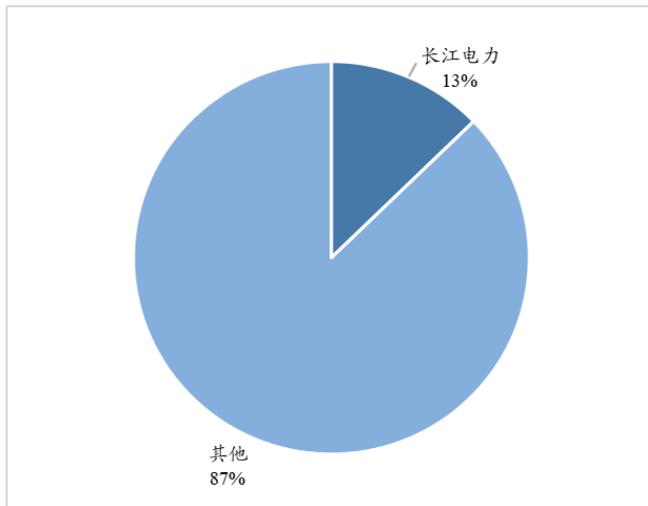


资料来源：Wind、信达证券研发中心

长江电力主要从事水力发电业务。水力发电是利用水的位能转为水轮的机械能，再以机械能推动发电机，而得到电力。水电是技术最为成熟、最早进行大规模商业开发的可再生能源，是我国除火电以外的第二大能源形式。2019 年我国水力发电总量占全部发电量的 16.15%。水电具有可再生性、清洁高效、安全稳定、价格低廉等优势，可以在流经的每个电站中重复利用，便于调节。水力发电在选择坝址时需要综合考虑地质、能源开发、移民、环保等限制因素，故水电站距离受电地区一般较远。此外，水电站工程投资大、建设周期长、电力输出易受天气影响。

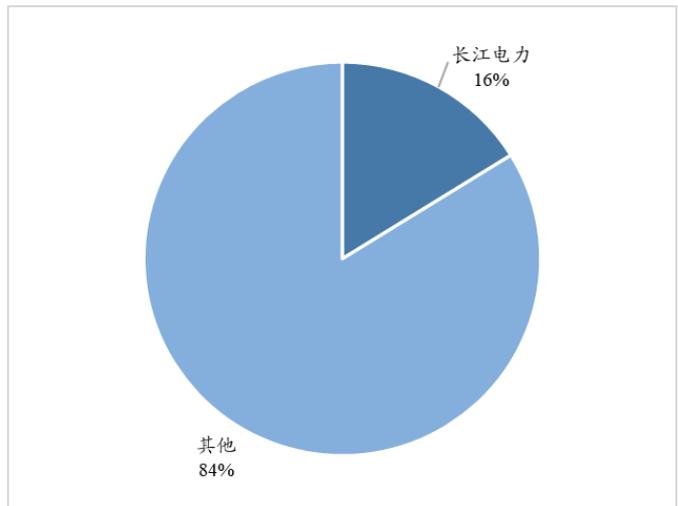
长江电力是全球最大的水电上市公司，以大型水电运营为主要业务。公司拥有总装机容量 4549.5 万千瓦，占全国水电装机的比例为 12.77%，2019 年发电量 2104.63 亿千瓦时，占全国水电发电量的 16.17%。

图 6：2019 年长江电力装机容量占全国 13%



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 7：2019 年长江电力发电量占全国 16%



资料来源：Wind、信达证券研发中心

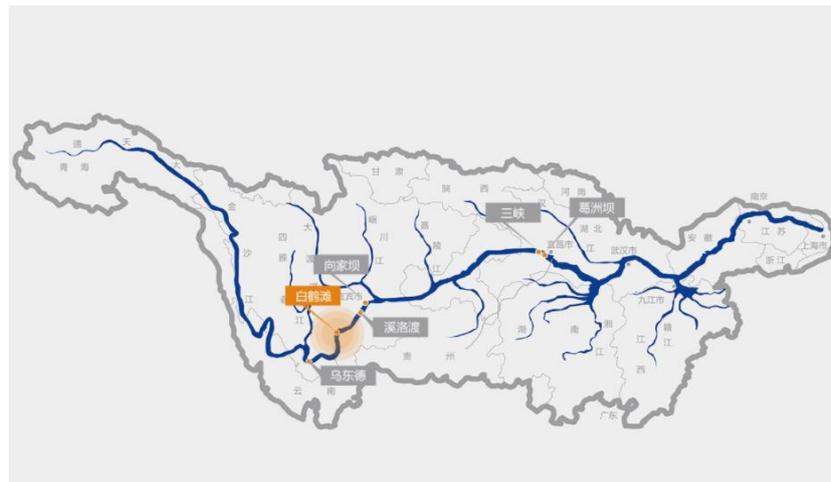
3、产业链条：煤电路港一体化 VS 电力生产

中国神华拥有完整的煤炭全产业链，主营业务包括煤炭、电力的生产与销售，铁路、港口和船舶运输，以及煤制烯烃等。其主要运营模式为煤炭生产→煤炭运输（铁路、港口、航运）→煤炭转化（发电及煤化工）一体化，实现了产运销一条龙经营。各产业板块之间资源共享、深度合作、有效协同、低成本运营，形成中国神华核心竞争优势。

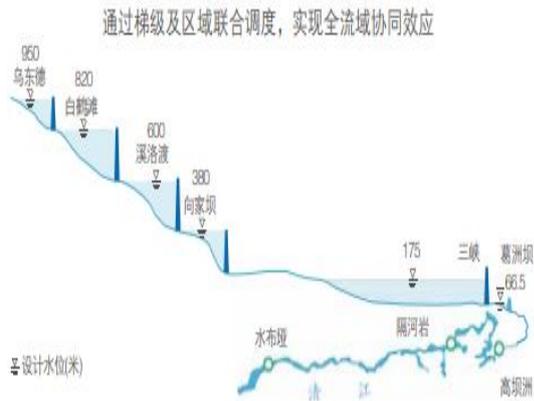
图 8：中国神华主要资产分布图


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

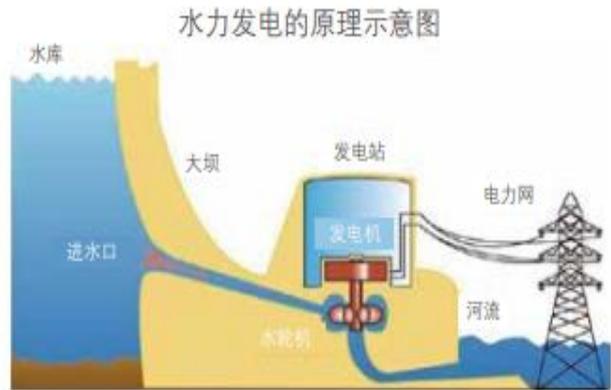
长江电力以大型水电运营为主要业务，延伸发电-配网-售电产业链。长江电力运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝等 4 座巨型电站，并以三峡电能为平台开展配售电业务，逐步收购整合了重庆区域等多个地方电网。

图 9：长江电力主要资产分布图


资料来源：长江电力公司公告、长江电力官网、信达证券研发中心

图 10: 长江电力梯级电站


资料来源：长江电力公司公告、信达证券研发中心

图 11: 水力发电原理图


资料来源：长江电力公司公告、信达证券研发中心

4、产品定价：政府定价为主，市场定价为辅

我国煤炭价格推行的市场价和长协价两种定价机制，其中长协价受政策文件指引影响。2016 年供给侧改革以来，国家推出了中长协合同、基础价+浮动价的制度。2016 年 11 月发改委发文《加快签订中长期合同建立煤炭行业平稳发展长效机制》指出：重点煤炭、发电企业就电煤中长期合同进行了全面协商，确定从 12 月 1 日起，按照“基准价+浮动价”的定价模式，供给侧改革进入“量价统筹”阶段。2017-2020 年定价机制进一步明确，引导煤价在绿色区间运行：“基准价+浮动价”机制确立以后，发改委进一步提出建立年度中长期价格异常波动预警机制，引导中长期合同煤价在“绿色区间”（500-570 元）运行。中国神华近八成煤炭销售采用“基准价+浮动价”的定价机制，少部分煤炭采取市场定价模式。

表 1: 中国神华长协煤占比情况

年份	2018	2019	2020Q3
长协煤占比(%)	82.3	88.7	78.8
市场煤占比(%)	17.7	11.3	21.2
合计(%)	100	100	100

数据来源：Wind、信达证券研发中心

当前，我国水电上网电价主要采用成本加成、落地省区电价倒推和水电标杆电价三种政府定价方式，此外，个别地区已开始采用市场化交易的定价方式。长江电力的电力定价分为政府定价和市场化定价，其中政府定价电量超过 80%。

表 2: 长江电力市场化交易情况（亿千瓦时）

项目	2017	2018	2019
市场化交易电量	165.4	236.1	290
总上网电量	2096.7	2142.2	2092.4
占比	7.89%	11.02%	13.86%

数据来源：Wind、信达证券研发中心

政府定价部分主要依据 2014 年 1 月国家发展改革委发布的《关于完善水电上网电价形成机制的通知》。通知中明确提出，在 2014 年 2 月 1 日后新投产水电站，跨省跨区域交易价格由供需双方参照受电地区省级电网企业平均购电价格扣减输电价格协商确定；省内消纳电量上网电价实行标杆电价制度，标杆电价以省级电网企业平均购电价格为基础，统筹考虑电力市场情况和水电开发成本制定。2019 年 5 月 15 日，《国家发展改革委关于降低一般工商业电价的通知》（发改价格〔2019〕842 号）明确将水电非市场化电量降税空间用于降低一般工商业电价，并于 7 月 1 日正式实施。

表 3: 长江电力各水电站电力定价机制

项目	投产/竣工时间	定价方式	适用政策文件	内容
三峡	2012 年 7 月	政府定价	国家发展改革委发改价格[2011]1101 号文件 国家发展改革委发改价格[2019]842 号文件	送湖北上网电价为每千瓦时 0.2506 元, 送其他地区上网电价每千瓦时提高 0.19 分钱。三峡电站送电至各地的落地电价相应调整;
葛洲坝	1988 年	政府定价	国家发展改革委发改价格[2011]2623 号文件 国家发展改革委发改价格[2019]842 号文件	水电非市场化电量降税空间用于降低一般工商业电价 葛洲坝电厂送湖北基数电量上网电价调整为每千瓦时 0.195 元, 其余电量上网电价调整为每千瓦时 0.255 元;
溪洛渡 向家坝	2014 年 7 月	政府定价 市场化交易	《关于完善水电上网电价形成机制的通知》	政府定价省内执行标杆电价, 省外实行电价倒推制度; 市场化定价按照受电省市市场化交易规则确定

数据来源: Wind、信达证券研发中心

5、经营期限：长江电力经营期限更长，中国神华静态看具备 30 余年类永续经营属性

截至 2019 年末，中国神华拥有和控制的煤炭矿业权，在中国标准下煤炭保有资源量为 299.9 亿吨，煤炭保有可采储量为 146.8 亿吨；JORC 标准下的煤炭可售储量为 80.2 亿吨，测算服务年限长达 32.2 年。

表 4: 中国神华矿产资源服务年限

矿区	保有资源储量(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)	核定产能(亿吨)	储量备用系数	服务年限
神东矿区	158.1	90.5	46.3	1.96	1.40	33.0
准格尔矿区	38.5	30.8	20.1	0.74	1.30	32.0
胜利矿区	20.1	13.7	2	0.28	1.30	37.6
宝日希勒矿区	13.7	11.5	11.8	0.35	1.30	25.3
包头矿区	0.5	0.3	0	0.02	1.40	10.2
合计	230.9	146.8	80.2	3.35	1.36	32.2

数据来源: Wind、信达证券研发中心

长江电力是典型的重资产企业，对所属电站拥有永久产权。在总资产中，大坝、厂房等使用时间长、维护费用低的混凝土建筑物占有较大比重。按现行折旧政策，公司电站的平均折旧期限约为 27 年，但大坝、厂房等主要资产的实际使用年限有望超过 100 年。学术界认为（朱伯芳《论混凝土坝的使用寿命及实现混凝土坝超长期服役的可能性》，2012），坝工混凝土具有足够的长期强度，只要没有渗漏溶蚀，内部强度是不会降低的。因此在良好设计和施工、严格监控和维修条件下，实体混凝土重力坝和拱坝有可能超长期服役，换言之，其使用寿命有可能为无限大。

6、成长性：集团资产注入空间大

依据信达煤炭团队的梳理，中国神华一体化经营的各业务板块均具有潜在增长点。**煤炭板块**：1) 在产四座千万吨煤矿生产限制因素逐步解除，产能爬坡将释放增量；2) 新建 6200 万吨的新街台矿区正在积极推进，预计建成后公司国内产能同比大增 21.51%。**铁路板块**：黄大铁路开通带来煤炭需求增量。**电力板块**：印尼爪哇电厂带来长期稳定现金流。**港口板块**：黄骅港 3#、4#码头建成后，预计煤炭发运量将突破 21000 万吨。**煤化工板块**：神华包头二期煤化工建设项目已经签约，项目建成后甲醇制烯烃产能由 60 万吨/年增加到 130 万吨/年。

表 5: 中国神华各业务板块潜在增长点一览表

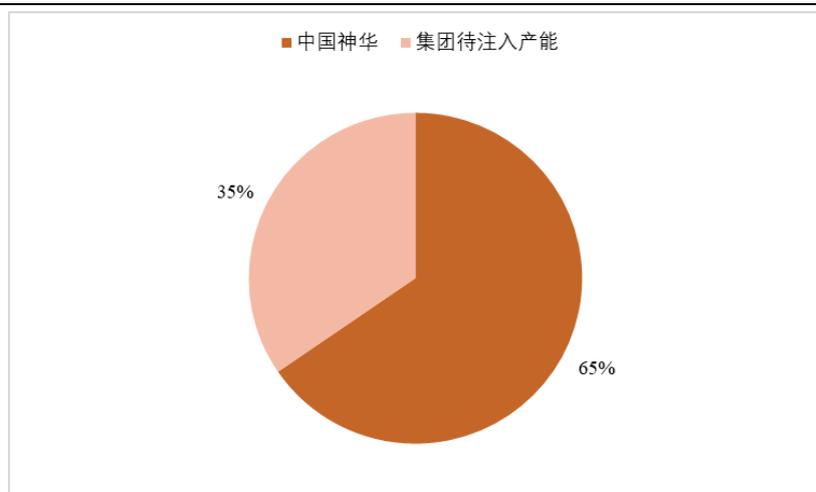
板块	潜在增长点	具体内容
煤炭	A 在产煤矿：限制因素逐步解除，产能爬坡释放增量	因采矿用地征用、拆迁补偿、证照手续办理等原因，中国神华四座千万吨级露天煤矿哈尔乌素、宝日希勒、黑岱沟、胜利一号产能释放受限，2020 年以来用地审批、矿业权接续工作取得进展：1) 哈尔乌素、黑岱沟露天矿共取得规划用地 606 公顷，两矿林草地报批工作有序推进；2) 宝日希勒露天矿 325 公顷用地预审获得批复；3) 胜利一号露天矿完成办理采矿用地手续，核定产能由 2000 万吨/年核增至 2800 万吨/年。2021-2023 年中国神华

	B 新建煤矿: 设计产能 6200 万吨, 新街台矿区建设积极推进	自产煤产量预计同比增加 2.0%/2.2%/3.0% 新街台矿区设计总产能规模 6200 万吨/年 (5 个矿), 总投资 500 亿元左右, 北区取得详查储量登记书, 南区完成详查压覆报告评审备案, 探矿权中办工作积极推进。新街台矿区建成后, 中国神华的国内煤炭产能将由现在的 33480 万吨攀升至 40680 万吨, 同比大增 21.51%。
铁路	黄大铁路开通带来煤炭需求增量	黄大铁路北起朔黄铁路黄骅南站, 南至益羊铁路大家洼站, 线路全长 216.8 公里, 设计年运输能力 3200 万吨 (近期), 远期规划 4700 万吨。黄大铁路已于 2020 年 12 月 26 日开通, 伴随产能爬坡, 预计将为中国神华带来下水煤增量。
电力	印尼爪哇电厂带来长期稳定现金流	根据国华印尼爪哇与印尼国家电力公司签订的协议, 国华印尼爪哇将兴建两座 105 万千瓦的发电厂并自其投入商业运营起为印度尼西亚国家电力公司供电 25 年。国华印尼爪哇 7 号项目 1 号机组于 2019 年 12 月投入商业运营, 2020 年贡献利润预计在 8-10 亿元左右, 盈利表现良好。2020 年 10 月国华印尼爪哇 7 号项目 2 号机组已经建成, 预计将于 2021 年投产。
港口	黄骅港煤炭港区 3#、4# 码头工程已开工建设	黄骅港煤炭港区 3#、4# 码头工程将建设 2 个 5 万吨级通用散杂货泊位及相关生产建筑、辅助建筑等设施。工程占用岸线 627 米, 设计年通过能力 805 万吨, 估算总投资 8.86 亿元。3#、4# 码头建成后, 预计黄骅港煤炭发运量将突破 21000 万吨。
煤化工	神华包头二期煤化工项目签约	神华包头煤制烯烃升级示范项目 (二期), 位于内蒙古自治区包头市九原工业园区。二期改扩建工程完成后, 煤制甲醇在现有 180 万吨/年基础上增加到 380 万吨/年规模, 甲醇制烯烃产能由 60 万吨/年增加到 130 万吨/年。

数据来源: Wind、信达证券研发中心

截止 2019 年底, 中国神华上市公司当前煤炭生产产能 34680 万吨 (含黄玉川煤矿), 占国家能源投资集团生产煤矿核定产能 53000 万吨的 65%, 集团剩余煤矿产能约 18320 万吨 (35%), 有较大的资产注入空间。

图 12: 集团剩余待注入煤炭产能占比 35%



资料来源: 中国神华公司公告、国家能源投资集团债券募集说明书、信达证券研发中心

按照《避免同业竞争协议》以及《避免同业竞争协议之补充协议》, 中国神华对国家能源集团待剥离的煤炭业务享有优先交易及选择权、优先受让权, 并由中国神华负责该等项目的开发、建设及后续管理。当前, 集团待注入资产十项, 如果条件成熟, 将逐渐注入上市公司体内, 进一步增强一体化经营的能力。

表 6: 《避免同业竞争协议》项下集团待注入资产一览表

序号	名称
资产一	神华集团所持神华宁夏煤业集团有限责任公司 51% 股权;
资产二	神华集团所持神华国能集团有限公司 100% 股权;
资产三	神华集团所持中国神华煤制油化工有限公司 100% 股权;
资产四	神华集团所持神华新疆能源有限责任公司 100% 股权;
资产五	神华集团所持新疆神华矿业有限责任公司 100% 股权;

资产六	神华集团所持神华乌海能源有限责任公司 100%股权;
资产七	神华集团所持陕西神延煤炭有限责任公司 51%股权;
资产八	神华集团所持神华杭锦能源有限责任公司 100%股权;
资产九	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;
资产十	神华集团所持山西省晋神能源有限公司 49%股权。

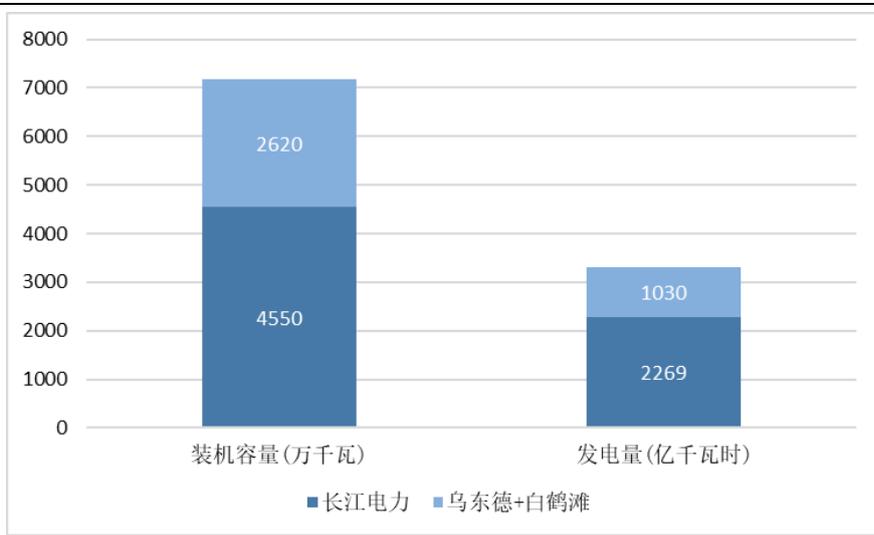
数据来源: Wind、信达证券研发中心 注: 资产九、十为传统能源电力资产之外的资产

长江电力 A 股上市以来经历多次装机容量扩张期, 装机容量达到 4549.5 万千瓦, 年发电量占全国水电总发电量近两成, 为世界第一大水力发电上市公司。

- 2003 年 IPO 募集资金收购三峡电站 2#、3#、5#、6# 机组, 资产作价 187.00 亿元
- 2005 年收购三峡电站 1#、4# 机组, 资产作价 98.37 亿元
- 2007 年收购三峡电站 7#、8# 机组, 资产作价 104.42 亿元
- 2009 年收购三峡 9-26# 机组及辅助生产专业化公司, 资产作价 1073.15 亿元
- 2011 年收购三峡地下电站第一批资产 (30-32#), 资产作价 76.36 亿元
- 2012 年收购三峡地下电站第二批资产 (27-29#), 资产作价 37.32 亿元
- 2015 年收购川云公司 100% 股权 (溪洛渡、向家坝电站), 资产作价 797.04 亿元

中国三峡集团在建的乌东德 (1020 万千瓦、2020 年投产)、白鹤滩 (1600 万千瓦、2021 年投产) 两座梯级电站, 预计完全建成后, 将陆续注入上市公司。届时, 长江电力的装机容量将增加 2620 万千瓦, 同比大增 57.59%; 预计发电量将增加 1030 亿千瓦时, 同比 2020 年 (2269.30 亿千瓦时) 大增 44.64%。

图 13: 乌东德+白鹤滩装机容量和发电量规模较大



资料来源: Wind、信达证券研发中心

经营状况对比

1、营业收入与归母净利润: 中国神华大幅高于长江电力

A 股上市以来, 中国神华营业收入规模整体呈现上升趋势, 2007-2019 年复合增速 10.74%。同期, 长江电力营业收入规模上涨趋势更加明显, 2007-2019 年复合增速达到 16.24%, 伴随

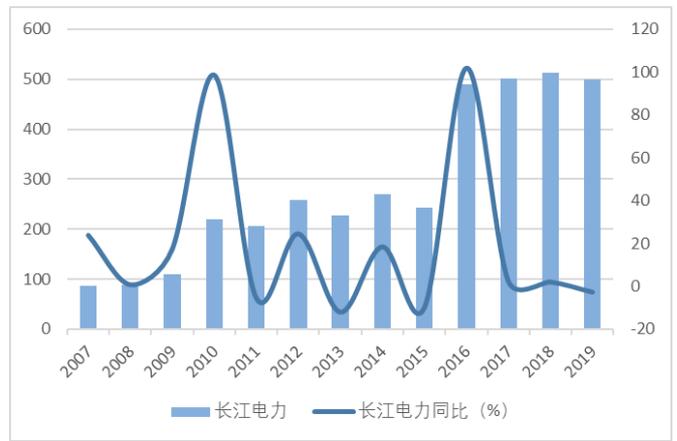
公司生产能力的提高,呈现明显地逐级抬升特点。中国神华的总体营收规模数倍于长江电力。

图 14: 2007-2019 中国神华营业收入变化 (亿元)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 15: 2007-2019 长江电力营业收入变化 (亿元)

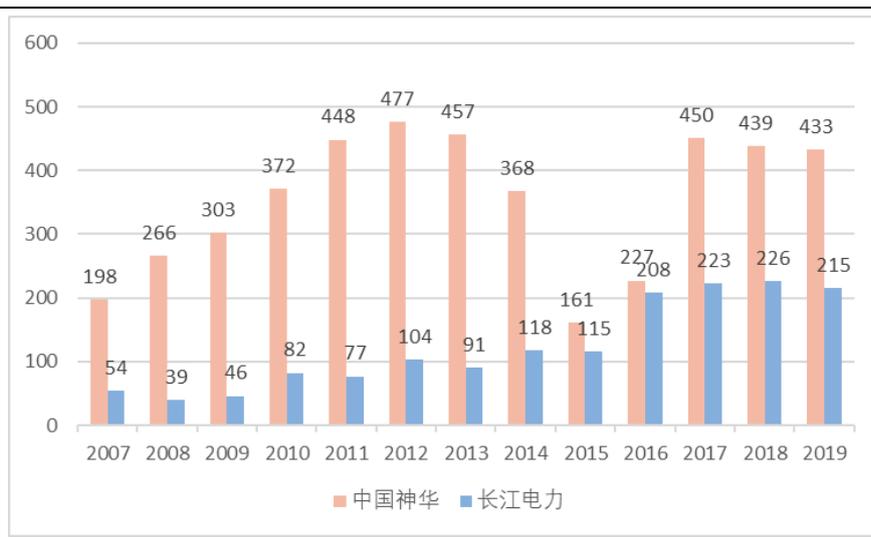


资料来源: Wind、信达证券研发中心

归母净利润方面,中国神华 2007 年 A 股上市以来复合增速 7.73%,盈利高点出现在 2012 年,归母净利润规模达到 477 亿元;区间盈利低点出现在 2015 年,归母净利润规模为 161 亿元。同期,长江电力 2007-2019 年复合增速 14.72%,区间呈现逐级抬升趋势,盈利高点出现在 2018 年,归母净利润规模达到 226 亿元;区间盈利低点出现在 2008 年,归母净利润规模为 39 亿元。近三年,中国神华的归母净利润整体约为长江电力的两倍。

回顾过往,长江电力营业收入和净利润成长性优于中国神华,且在营业收入和归母净利润上台阶之后,展现出了较强的稳定性和确定性。中国神华总体的营收规模、利润规模明显高于长江电力,近三年来也趋于稳定。展望未来 5-10 年,在不考虑资产注入及新建矿井投产等因素下,中国神华的营业收入和归母净利润的稳定性和确定性或将进一步显现。

图 16: 2007-2019 中国神华和长江电力归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

2、资本开支与折旧&摊销: 中国神华规模更大,但高点已过且趋于稳定

煤炭开采和电力生产的业务属性,决定了两大上市公司的资本开支曲线具有明显差异。

- 中国神华伴随煤矿的开采、电厂的建设、铁路的铺就以及港口的挖掘等重资产基础设施

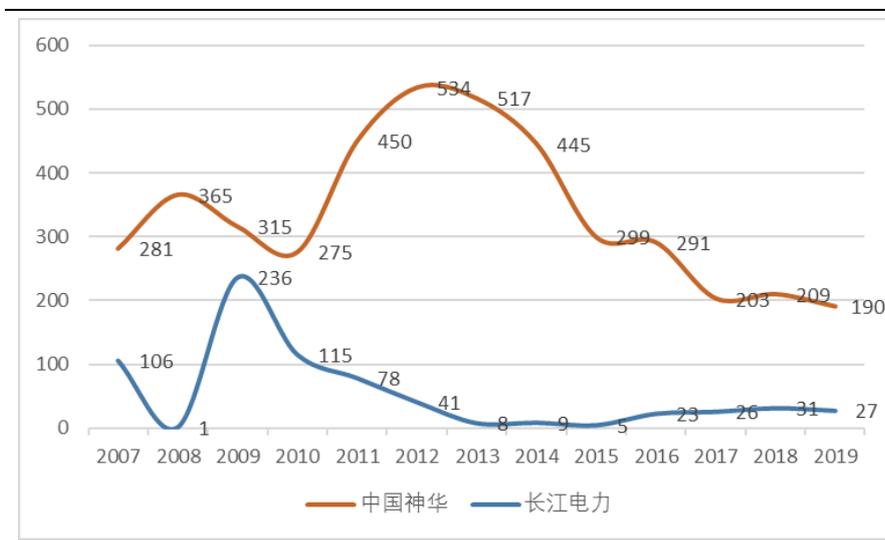
的投资，其资本开支规模相对较大。

- 长江电力最大的资本开支对象是大坝的建设，其后续支出规模直线下降，维护性支出金额较小。

2007-2019 年中国神华累计资本开支规模达到 4374 亿元，同期长江电力仅为 705 亿元。期间，中国神华资本支出规模高点出现在 2012 年，达到 534 亿元，其后呈现逐步下滑趋势，2019 年支出规模已经下滑到 A 股上市以来的最低点 190 亿元。长江电力资本支出规模高点出现在 2009 年，当年通过承接债务、非公开发行股份和支付现金的方式收购三峡工程发电资产和辅助生产专业化公司股权，导致支出规模较大，其后支出规模快速下降。

伴随近期包括锦界电厂、黄大铁路等重大工程的投产、投运，展望未来 5-10 年，中国神华除了规划建设规模 500 亿元新街台矿区建设之外，新增资本支出空间有限，预计资本支出规模将保持在 200 亿元以内的中低水平。

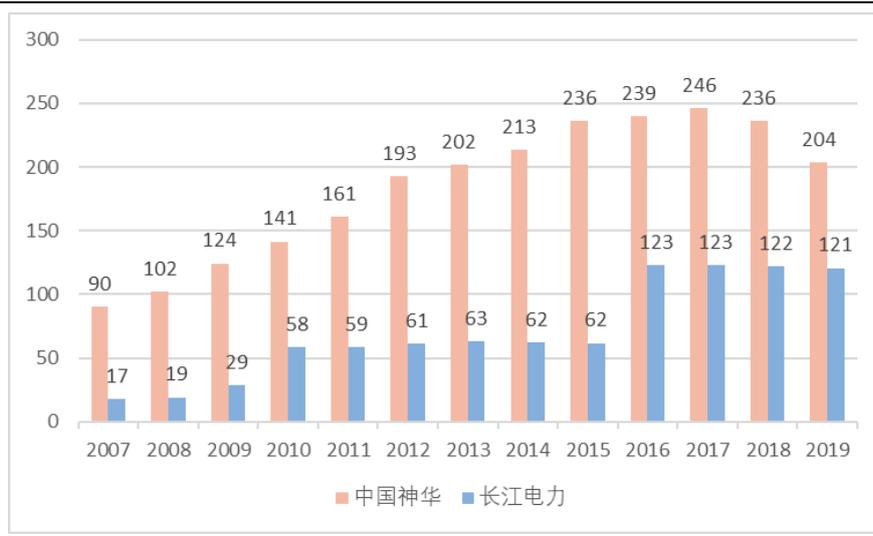
图 17：2007-2019 中国神华和长江电力资本开支规模（亿元）



资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：长江电力 2009 年非公开+现金收购 9-26 号机组

折旧&摊销方面，中国神华和长江电力折旧&摊销政策迥异。中国神华核心资产煤炭板块的探矿权、采矿权以及井项工程按照工作量法折旧或摊销，金额相对不确定；而长江电力核心资产包括长江三峡、葛洲坝、向家坝、溪洛渡在内的挡水建筑物按照年限平均法折旧，金额相对确定。

2007-2019 年中国神华折旧&摊销金额整体呈现上升趋势，2019 年伴随与国电电力组建合资电厂导致部分电力资产出表，带来折旧&摊销金额的下降。预计在中国神华煤炭生产规模相对保持稳定的情况下，其折旧&摊销金额也将相对保持稳定。长江电力，2009、2015 年两次重大资产重组——收购集团水电站资产后，导致资产规模膨胀，同期抬升公司整体的折旧&摊销金额规模，其后年份的折旧&摊销金额基本保持不变，稳定性较强。

图 18：2007-2019 中国神华和长江电力折旧&摊销金额（亿元）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

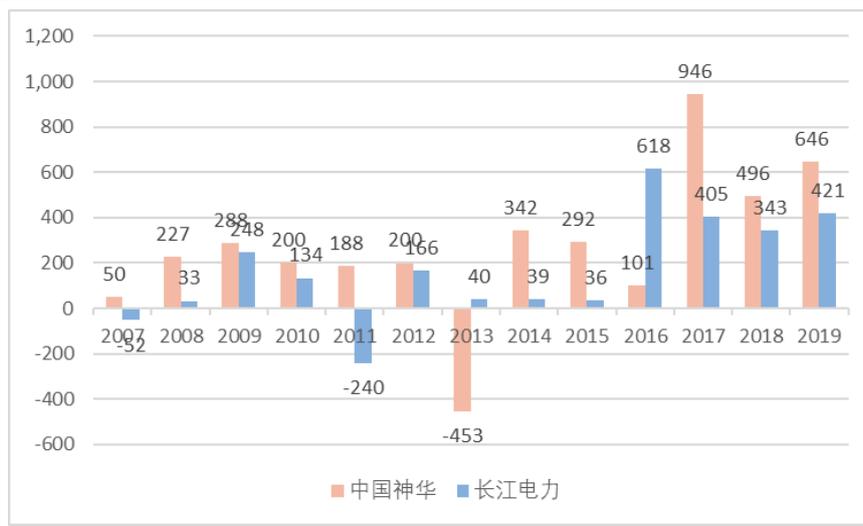
3、经营性净现金流与股权自由现金流：中国神华规模更大，长江电力增速更快

中国神华一体化经营模式锁定产业链利润，带来充沛现金流。2007-2019 年累计实现经营性净现金流 8398 亿元，年均达到 646 亿元，复合增速 6.41%，展现出超强的盈利能力。期间，经营性净现金流最高值出现在 2017 年，实现金额达到 952 亿元。同期，长江电力实现经营性净现金流 2859 亿元，年均金额 220 亿元，复合增速 18.16%，彰显更强的成长能力。

图 19：2007-2019 中国神华和长江电力经营性净现金流（亿元）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

自 2012-2013 年资本开支规模高点以来，中国神华资本开支水平呈现逐年下降的趋势，股权自由现金流迭创新高，其中 2017 年实现股权自由现金流 946 亿元，为 A 股上市以来最高值，近三年股权自由现金流平均金额 822 亿元，绝对金额依然保持较高水平。同期，长江电力继 2015 年收购溪洛渡、向家坝水电站后，2016 年股权自由现金流出现高点，达到 618 亿元，近三年股权自由现金流平均金额 386 亿元。

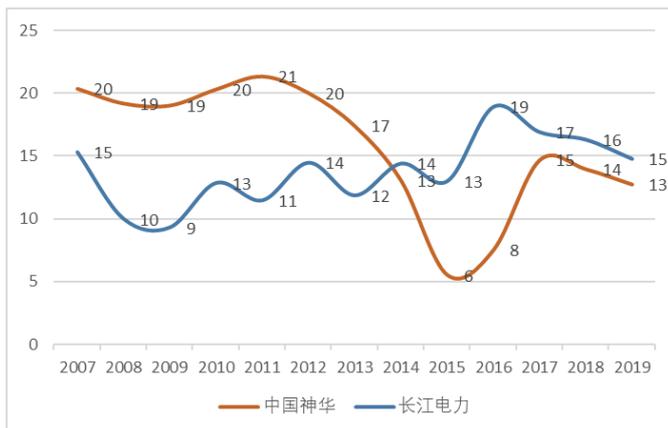
图 20：2007-2019 中国神华和长江电力股权自由现金流（亿元）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

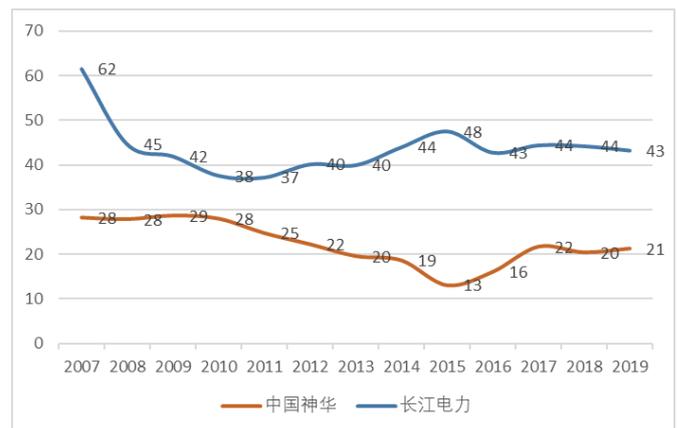
4、ROE：中国神华资产周转率占优，长江电力销售净利率、权益乘数更高

中国神华 2007-2019 年 ROE 波动较大，其中 2007-2012 年整体徘徊在 20% 左右，2013 年行业供过于求，煤炭价格下降，导致 ROE 水平持续下行；2016-2019 年，供给侧改革以来行业供需格局扭转，带动 ROE 水平快速回升至 10% 以上。同期，长江电力 ROE 水平呈现波动上行趋势，2015 年以来全面领先中国神华。

通过杜邦分析法，我们进一步研究发现，煤炭开采和水力发电两大重资产行业资产周转率都处于较低水平，中国神华相对占优；而销售净利率和权益乘数方面，长江电力明显高于中国神华。

图 21：2007-2019 中国神华 VS 长江电力 ROE (%)


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 22：2007-2019 中国神华 VS 长江电力销售净利率 (%)


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 23: 2007-2019 中国神华 VS 长江电力资产周转率 (%)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 24: 2007-2019 中国神华 VS 长江电力权益乘数


资料来源: Wind、信达证券研发中心

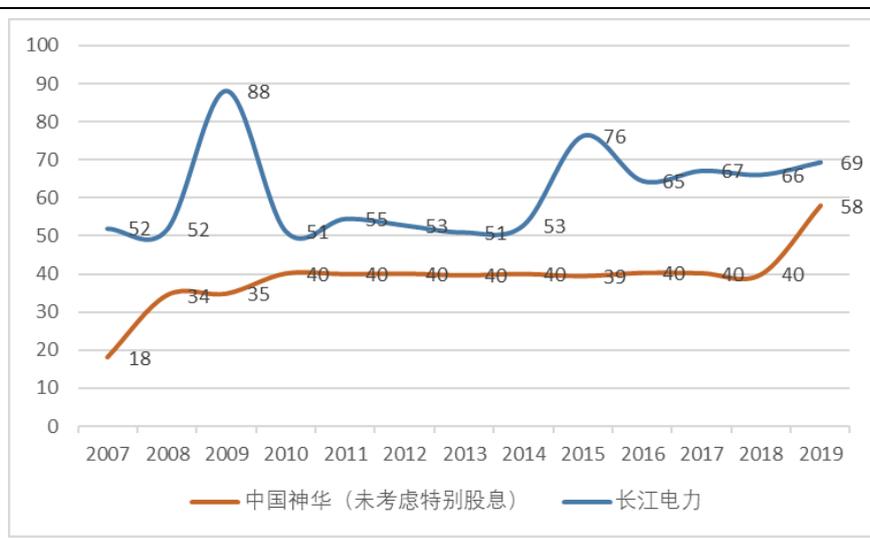
5、现金分红政策与股息率：中国神华股息率更高

中国神华和长江电力上市以来现金分红总额分别 2341 亿元、1083 亿元，中国神华两倍于长江电力有余，分别位列动力煤和水电板块第一名，现金奶牛属性彰显。两家上市公司均采用持续、稳定的现金分红政策，其中中国神华 2018 年及以前现金分红比例长期维持在 40% 左右，2019-2021 年特别规定现金分红比例不低于 50%，2019 年实际按照 58% 分红；长江电力现金分红比例长期维持在 50% 以上，2015-2019 年现金分红比例平均值高达 69%，按照公司规定 2021-2025 年现金分红比例将不低于 70%。

表 7: 中国神华和长江电力现金分红政策

上市公司	《公司章程》一般规定	特别规定
中国神华	第二百二十六条 公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的 50%。	对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。
长江电力	第二百〇六条 公司在当年盈利且累计未分配利润为正的条件下，采取现金方式分配股利，每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东的净利润的 35%。	在符合《公司章程》规定的情形下，2019-2021 年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%。

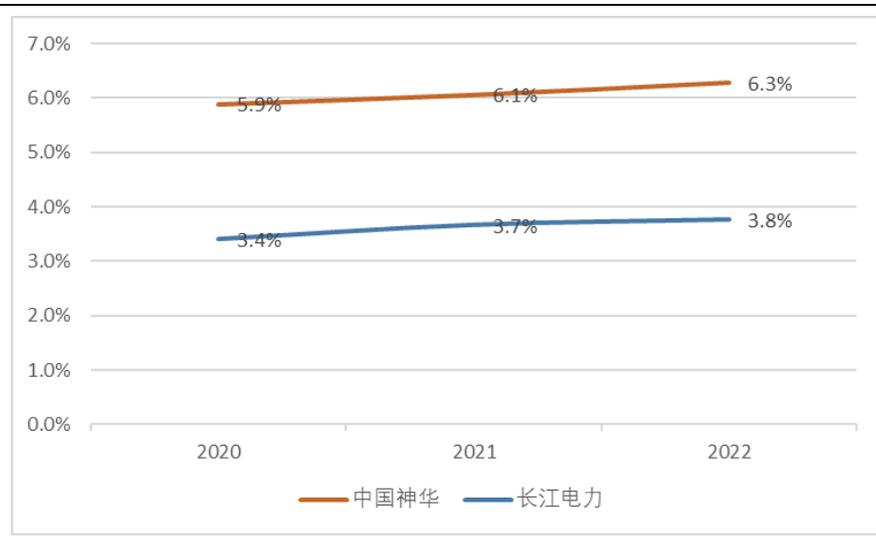
数据来源: Wind、信达证券研发中心

图 25: 2007-2019 中国神华和长江电力现金分红比例 (%)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

依据 Wind 一致盈利预期测算股息率, 当前股价下 (2021/01/28), 2020-2022 年长江电力在 57%/70%/70% 现金分红假设下, 股息率为 3.4%/3.7%/3.8%; 中国神华在 50%/50%/50% 现金分红假设下, 股息率高达 5.9%/6.1%/6.3%。

图 26: 2020-2022 Wind 一致预期下中国神华和长江电力股息率



资料来源: Wind、信达证券研发中心

估值对比

1、DDM 模型

无论是煤炭开采, 还是水力发电, 经营期限都不是无限期, 理论上讲, DDM 永续增长模型估值更适用于长江电力。长江电力作为水力发电站, 经营期限预计可以超过 100 年。依据中国神华当前煤炭储量、开采规模, 在不考虑进一步获取资源、新建矿井的前提下, 未来剩余可采年限也可达到 32 年, 其铁路、港口资产的经营年限更长, 如果再考虑到新街矿区的接续, 以及潜在的收购资源、资产可能性, 中国神华的经营期限有进一步延长的潜力。

图 27: DDM 永续增长模型

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

资料来源: Wind、信达证券研发中心 D_1 下一年预期股息, g 永续增长率, K_e 折现率

基于零增长假设模型, 中国神华和长江电力 Wind 一致盈利预期下分别按照 50%/57% (0.68 元/股) 现金分红比例计算 2020 年 D_1 , 计算出中国神华和长江电力的理论价格分别为 25.72 元/股、31.83 元/股。长江电力在更稳定的盈利、更高的现金分红比例以及更长的经营期限预期下, 市场给予了相对更高的估值溢价, 具体表现为一个更低 Beta 值和贴现率 (股权资本成本)。

图 28：零增长假设下中国神华和长江电力 DDM 估值对比

零增长假设	601088.SH	600900.SH
上市公司	中国神华	长江电力
成本(元)	17.76	20.00
年化每股红利(元)	1.13	0.68
无风险收益率(%)	1.5	1.5
市场收益率(%)	4.68	4.68
Beta	0.91	0.21
风险溢价(%)	3.18	3.18
股权资本成本(%)	4.39	2.17
理论价格(元)	25.72	31.83
相对于成本涨跌幅(%)	44.81	59.15
内部回报率(%)	6.36	3.45

资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：股价为 2021/01/28 日

2、DCF 模型

从绝对估值角度来看估值水平高低，涉及两方面：一个是自由现金流、一个是贴现率。现金流反映公司的经营价值，它体现在企业持续经营所产生现金流；而贴现率反映投资者要求的必要回报率，与风险相适应。其中，贴现率主要受到全社会无风险收益率和风险溢价影响，后者多取决于行业发展环境、行业的稳定性等因素。

图 29：DCF 绝对估值模型

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：r 表示必要回报率， $r = r_f + \beta * ERP$

近三年中国神华企业自由现金流约是长江电力的两倍，而经营期限方面，静态看中国神华年限显著低于长江电力。期望报酬率方面，由于中国神华的相对长江电力的业绩稳定性略显不足，因而投资者基于承担了更大的不确定性风险，因而期望得到更高的报酬率。

中国神华和长江电力绝对估值的差异源于对经营期限、期望报酬率以及现金流假设的不同。保守假设下：1) 中国神华经营期限 32 年/长江电力经营期限 100 年；2) 贴现率中国神华 10%/长江电力 8%；3) FCFE 中国神华五年均值 496 亿元且零增长/长江电力五年均值 365 亿元且年均增长 0.5%。依据最新披露财务数据（2020Q3）计算，结合最新股本数据，计算得到：中国神华每股价值 29.0 元，长江电力每股价值 20.5 元。从当前中国神华、长江电力最新股价来看，显然中国神华价值被明显低估。

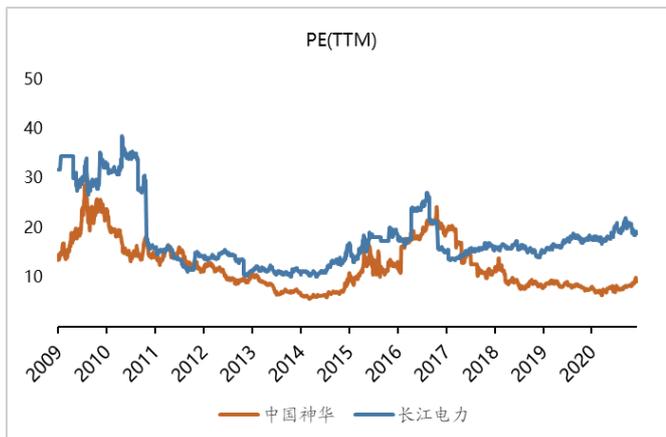
图 30：保守假设下中国神华现金流贴现每股价值大于长江电力

现金流贴现假设	中国神华	长江电力	备注
经营期限	32年	100年	
贴现率	10%	8%	
FCFE	496	365	2015-2019均值
FCFE增长率假设	0%	0.50%	
贴现值	5199	5246	
有息负债	634	1,224	2020Q3
少数股东权益	657.8	16.5	2020Q3
投资/非核心资产价值	1,855	645	2020Q3
股本 (亿股)	198.9	227.4	
每股价值 (元/股)	29.0	20.5	

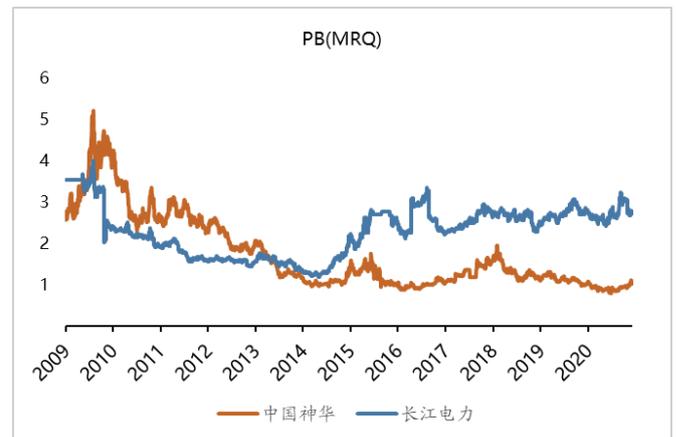
资料来源：Wind、信达证券研发中心

3、PE、PB

中国神华 2007-2020 年 PE、PB 估值波动较大，PE(TTM)标准差 12.52，明显高于长江电力的 7.22；PB(MRQ)标准差 3.29，明显高于长江电力的 0.73。从平均值来看，中国神华 A 股上市以来的 PE(TTM)均值为 15.17，低于长江电力的 19.08；PB(MRQ)均值 2.50，与长江电力 (2.44) 基本相当。但从近三年来看，长江电力 PE、PB 分别是中国神华的 2.0、2.4 倍，中国神华的相对估值明显低于了长江电力。

图 31：2009-2020 中国神华 VS 长江电力 PE (TTM)


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 32：2009-2020 中国神华 VS 长江电力 PB (MRQ)


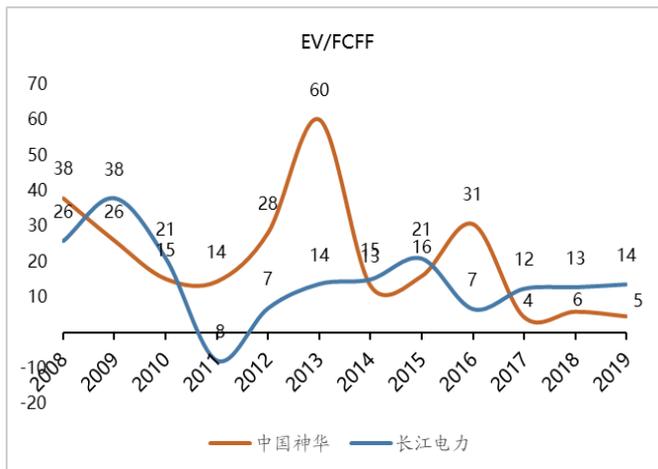
资料来源：Wind、信达证券研发中心

4、EV/FCFF、EV/EBITDA

基于 EV/FCFF，中国神华估值表现整体呈现震荡下行趋势，2019 年最新 EV/FCFF 估值倍数仅有 5 倍左右；同期，长江电力估值表现更趋稳定，2019 年最新 EV/FCFF 估值倍数 14 倍。从企业价值比自由现金流角度，中国神华相比长江电力有明显的低估。从 EV/EBITDA 视角来看，长江电力长期高于于中国神华，且 2018-2020 年估值差距在拉大（长江电力与中国神华的年度平均 EV/EBITDA 差值分别为 5.85/7.12/8.77 倍），同样显示出中国神华估值存在明

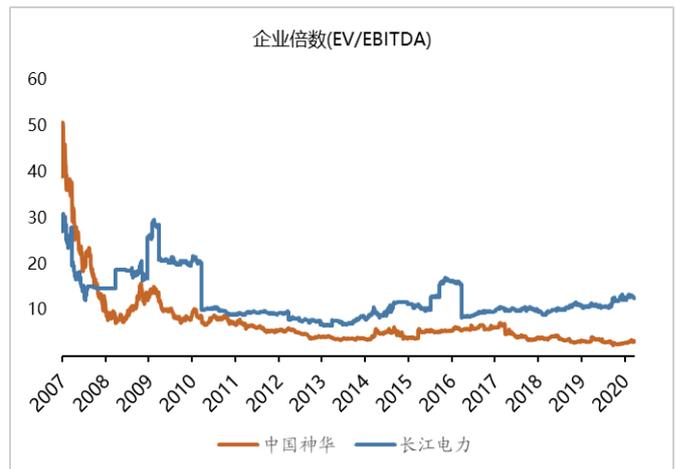
显低估。

图 33: 中国神华 VS 长江电力 EV/FCFF



资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 34: 中国神华 VS 长江电力企业倍数 EV/EBITDA



资料来源: Wind、信达证券研发中心

研究结论

经营模式: 中国神华与长江电力存在诸多明显的相似性

中国神华与长江电力的公司属性、行业地位、产品定价模式、成长性具有明显的相似性。 1) 公司属性: 中国神华与长江电力同属国资委控股央企; 2) 能源属性与行业地位: 两公司同属传统能源领域, 且均处于本行业龙头地位; 3) 产业链条: 中国神华是煤电路港航一体化经营, 长江电力则侧重水力发电单一业务模式; 4) 产品定价: 二者产品定价均受到政府影响, 价格波动相对小; 5) 经营期限: 长江电力经营期限更长 (超过 100 年), 中国神华静态经营期限相对较短 (30 年左右); 6) 成长性: 两公司在其各业务板块均有增长点, 且所属控股股东均具有较大的资产注入空间, 能够给予上市公司较强的成长性。中国神华和长江电力在产业链条、经营期限上具有差异, 而在公司属性、行业地位、产品定价模式、成长性等方面具有明显的相似性。

经营状况: 中国神华拥有更高的营收和盈利规模, 且确定性、稳定性在增强

中国神华总体营收和盈利规模远高于长江电力, 且未来将与长江电力平台期的盈利确定性、稳定性方面趋同。 1) 营业收入与归母净利润: 长江电力利润的增长性较好, 中国神华营收规模远高于长江电力, 归母净利润方面近三年约为长江电力的两倍; 2) 资本开支与折旧&摊销: 中国神华规模更大且高点已过, 长江电力规模较小且波动较小; 3) 经营性净现金流与股权自由现金流: 中国神华规模更大, 长江电力增速更快; 4) ROE: 中国神华资产周转率占优, 长江电力销售净利率、权益乘数更高; 5) 现金分红政策与股息率: 长江电力现金分红比例更高, 中国神华分红比例有所提升, 股息率更高。

估值对比: 中国神华未来估值提升空间更大

无论从绝对估值还是相对估值角度, 中国神华都处在相对低估的水平, 未来估值提升空间更大。 1) DDM 估值: DDM 估值视角下, 市场给予了长江电力相对更高的估值溢价。2) DCF 估值: 中国神华和长江电力绝对估值的差异源于对经营期限、期望报酬率以及现金流假设的不同, 中国神华现金流占优, 而长江电力在经营期限、期望报酬率方面占优。在保守假设下, 中国神华每股价值显著领先长江电力。3) PB、PE 估值: 中国神华相对估值波动较大。中国神华 A 股上市以来的 PE(TTM)均值为 15.17, 低于长江电力的 19.08; PB(MRQ)均值为 2.50,

与长江电力(2.44)基本相当。但从近三年来看,长江电力 PE、PB 分别是中国神华的 2.0、2.4 倍,中国神华的相对估值明显低于了长江电力。4) EV/FCFF、EV/EBITDA 估值:从企业价值比自由现金流角度,中国神华相比长江电力有明显的低估。从 EV/EBITDA 视角来看,长江电力长期高于中国神华,且 2018-2020 年估值的差距在拉大(长江电力与中国神华的年度平均 EV/EBITDA 差值分别为 5.85/7.12/8.77 倍),呈现逐步扩大趋势,同样显示出中国神华估值存在明显低估。

研究结论:中国神华或被市场低估

中国神华作为能源行业龙头,与长江电力相比,虽然两家公司在能源类别、经营期限、分红比例等方面具有一定差异,但中国神华因其资源禀赋、一体化经营模式、定价方式、资本开支周期等因素方面展现出来的类永续经营属性,以及未来盈利的稳定性、确定性,使其与长江电力具备了一定的相似性、可比性,然而前者在营收和净利润规模方面甚至远高于长江电力,却在总市值、绝对估值、相对估值等方面明显相对长江电力更为低估。

维持中国神华“买入”评级

2021 年 1 月 30 日中国神华发布业绩预告:2020 年公司煤炭平均销售价格同比下降,导致煤炭销售收入减少。经初步测算,预计中国企业会计准则下归属于股东的净利润约 392 亿元,同比下降约 41 亿元或 9%。因此,我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 2309.39、2381.60、2436.56 亿元,实现归母净利润分别为 392.00、438.90、461.58 亿元,每股收益分别为 2.01、2.24、2.36 元(考虑 H 股回购)。我们认为中国神华的特许经营属性使得经营业绩具备高确定性和强稳定性,以及一体化运营各版块成长性能够释放足够的向上业绩弹性,维持“买入”评级和目标价 29.03 元。

风险因素

1. 煤矿产能释放受限
2. 黄大铁路投产进度放缓
3. 西部大开发优惠税率的不确定性
4. 资本开支和现金分红风险
5. 股份回购不及预期
6. 煤炭价格大幅下跌

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	233,296	160,494	209,567	267,143	322,044
货币资金	72,205	51,481	102,830	159,493	214,058
应收票据	4,567	2,589	2,979	2,898	3,024
应收账款	8,488	7,847	7,469	7,711	7,886
预付账款	2,589	4,434	3,601	3,864	3,829
存货	9,967	12,053	10,654	11,088	11,095
其他	135,480	82,090	82,033	82,090	82,153
非流动资产	353,943	397,990	388,524	372,240	358,015
长期股权投资	9,983	40,475	40,475	40,475	40,475
固定资产(合计)	237,227	226,112	220,626	219,534	208,394
无形资产	36,463	37,059	38,080	38,888	39,802
其他	70,270	94,344	89,344	73,344	69,344
资产总计	587,239	558,484	598,091	639,383	680,059
流动负债	123,381	95,483	89,315	91,033	91,755
短期借款	2,000	835	0	0	0
应付票据	1,305	792	892	858	881
应付账款	25,579	24,251	23,067	23,408	23,618
其他	94,497	69,605	65,356	66,766	67,255
非流动负债	59,408	47,382	57,382	62,382	67,382
长期借款	46,765	36,943	46,943	51,943	56,943
其他	12,643	10,439	10,439	10,439	10,439
负债合计	182,789	142,865	146,697	153,415	159,137
少数股东权益	76,687	63,691	71,357	79,939	88,965
归属母公司股东权益	327,763	351,928	380,038	406,030	431,958
负债和股东权益	587,239	558,484	598,091	639,383	680,059

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656
同比(%)	6.2%	-8.4%	-4.5%	3.1%	2.3%
归属母公司净利润	43,867	43,250	39,200	43,887	46,158
同比(%)	-2.6%	-1.4%	-9.4%	12.0%	5.2%
毛利率(%)	41.1%	40.7%	40.4%	41.5%	42.3%
ROE%	13.4%	12.3%	10.3%	10.8%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.01	2.24	2.36
P/E	7.19	7.74	8.47	7.56	7.19
P/B	0.96	0.95	0.89	0.83	0.78
EV/EBITDA	3.00	3.76	3.43	2.70	2.06

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656
营业成本	155,502	143,394	137,648	139,258	140,651
营业税金及附加	10,053	10,299	9,833	10,141	10,375
销售费用	725	640	611	630	645
管理费用	19,879	18,479	18,475	19,767	20,711
研发费用	454	940	731	811	810
财务费用	4,086	2,515	1,131	678	94
减值损失合计	1,042	1,905	-487	-487	-487
投资净收益	593	2,624	3,354	1,250	1,263
其他	-1,891	-3,504	276	283	290
营业利润	73,146	66,629	65,652	67,922	71,437
营业外收支	-3,077	95	0	0	0
利润总额	70,069	66,724	65,652	67,922	71,437
所得税	16,028	15,184	18,786	15,452	16,252
净利润	54,041	51,540	46,866	52,469	55,185
少数股东损益	10,174	8,290	7,666	8,582	9,026
归属母公司净利润	43,867	43,250	39,200	43,887	46,158
EBITDA	101,072	88,679	84,260	87,690	90,842
EPS(当年)(元)	2.21	2.17	2.01	2.24	2.36

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	88,248	63,106	63,860	75,306	78,081
净利润	54,041	51,540	46,866	52,469	55,185
折旧摊销	23,584	20,560	20,620	20,137	20,378
财务费用	4,086	2,515	2,288	2,645	2,895
投资损失	-593	-2,624	-3,354	-1,250	-1,263
营运资金变动	4,593	-11,242	-3,057	804	386
其它	2,537	2,357	497	500	500
投资活动现金流	-53,056	-46,307	552	945	-2,541
资本支出	-19,993	-17,880	-2,802	-305	-3,805
长期投资	-33,601	-29,536	0	0	0
其他	538	1,109	3,354	1,250	1,263
筹资活动现金流	-44,715	-37,172	-13,062	-19,589	-20,974
吸收投资	376	732	-339	0	0
借款	-12,390	-11,575	9,165	5,000	5,000
支付利息或股息	-33,156	-27,192	-21,888	-24,589	-25,974
现金流净增加额	-9,474	-20,036	51,349	56,662	54,565

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。