

买入

2021年2月5日

高分红，抗周期，行稳致远的石化能源龙头

- 我国煤炭行业一体化龙头企业，多样优势穿越周期：**中国神华作为我国煤炭行业龙头企业，煤炭资源储备丰富，自上市以来，公司不断扩大规模，积极整合煤炭、电力、运输等优质资源，构建了以煤炭产业为基础，电力运输下游行业为辅的产业格局。公司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，公司煤电产业一体化的布局提升了抗周期性，保证了公司长期稳健业绩。
- 煤炭业务为主体，电力、运输业务协同并进：**煤炭业务方面，公司单矿平均产能达千万吨，产能规模化程度极高，同时露天煤矿产能占比约40%，为公司带来自产煤成本优势，生产成本常年徘徊在130元/吨以下，位列四大煤企首位；煤炭销售方面公司执行年度长协、月度长协及现货三种定价机制，其中长协煤销售占比近超过80%，降低了煤炭现货价格波动的影响，提高了公司盈利稳健性。**发电业务方面**，公司电力业务毛利与煤炭业务毛利形成了良好的对冲，尤其是对冲了煤炭业务中仍有较强价格波动的月度长协煤和现货煤，有助于进一步熨平公司盈利的周期性波动。**运输业务方面**，公司广泛布局自营铁路运线网络，与自营港口、航运业务共同形成了一体化的煤炭运输网络，公司着重围绕核心产区“陕西-山西-晋蒙”布局了神朔铁路、朔黄铁路、包神铁路等10条铁路运线，公司自有铁路运价自主可控，运价低、运距短，实现了产运一体化，降低了公司煤炭的运输成本。
- 目标价26.17元，首次覆盖，买入评级：**我们认为公司主营业务有望长期向好，故预计公司2020-2022年的收入分别为2247亿元、2374亿元和2478亿元，归属于母公司的净利润分别为392亿元、416亿元和436亿元。我们采用PE倍数和DCF估值法对公司进行估值，给予公司未来12个月的目标价为26.17元，较现价有56.9%的上涨空间，给予买入评级。
- 风险因素：**经济恢复不及预期，年度长协煤基准价下调

黄海慈

+852-2532-1539

Tom.Huang@firstshanghai.com.hk

主要资料

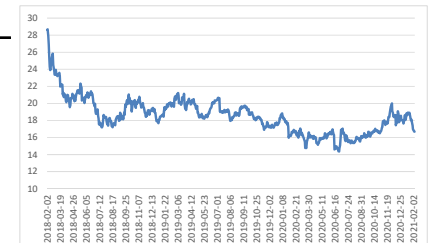
行业	煤炭
股价	16.68元
目标价	26.17元 (+56.9%)
股票代码	601088.SH
已发行股本	198.9亿股
总市值	3318亿元
52周高/低	20.17元/13.25元
每股净资产	18.01元
主要股东	国家能源集团 69.5%

表：盈利摘要

截止12月31日	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
营业额(百万人民币)	264,101	241,871	224,725	237,385	247,679
变动(%)	6.2	(8.4)	(7.1)	5.6	4.3
净利润(百万人民币)	44,137	41,707	39,238	41,613	43,552
每股盈余(人民币)	2.22	2.10	1.97	2.09	2.19
变动(%)	(7.7)	(5.5)	(5.9)	6.1	4.7
市盈率@16.68元(倍)	7.5	8.0	8.5	8.0	7.6
市净率@16.68元(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
每股股息(人民币)	0.88	0.42	0.52	0.59	0.66
股息现价比率(%)	5.3	2.5	3.1	3.5	4.0

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

世界领先的综合型能源上市公司

中国神华能源股份有限公司（以下简称“公司”或“中国神华”）是国家能源集团一体化运营的核心组成部分，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。公司主要经营煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤化工六大板块业务，以煤炭采掘业务为起点，利用自有运输和销售网络，以及下游电力和煤化工产业，推进跨行业、跨产业的纵向一体化发展模式，提高产业集中度，增加产品附加值，形成规模优势。根据公司 2020 年三季报，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），是煤炭行业上市公司中仅有的两家央企之一。

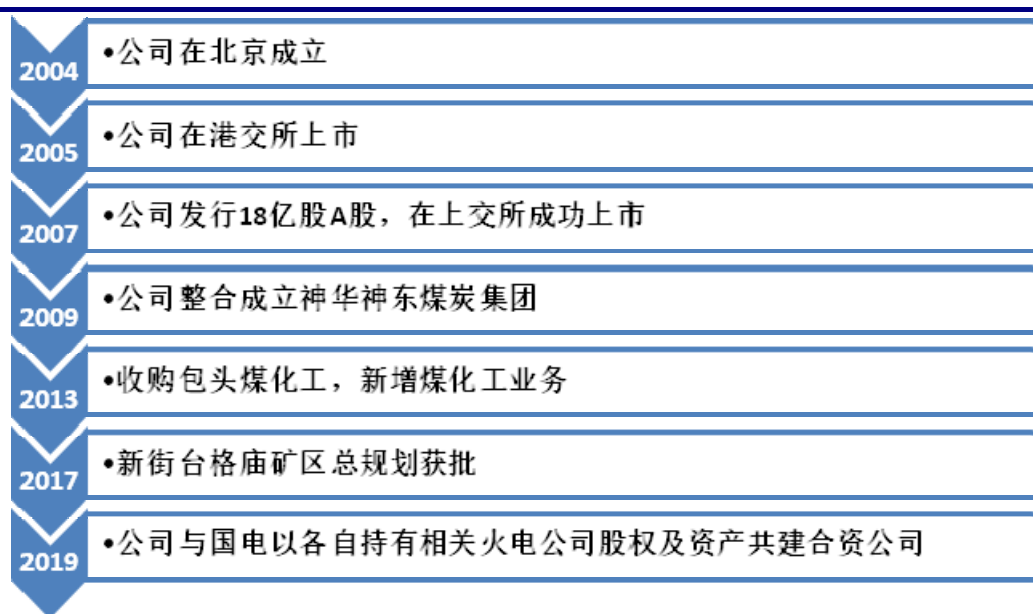
图表 1: 公司主要股权结构（截止 2020 年 10 月 26 日）



资料来源：同花顺，第一上海

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 10 月，神华集团有限责任公司正式注册成立，成为国家投资组建的国有独资公司，被列入国务院大型企业集团试点，在国家计划中实行单列。1999 年 4 月，国家明确神华集团的财务关系在中央财政中单列。经国务院和国资委批准同意，神华集团有限责任公司进行了重组改制，中国神华能源股份有限公司于 2004 年 11 月在北京成立。2005 年 6 月中国神华 H 股（1088.HK）在香港联交所上市，2007 年 10 月中国神华 A 股（601088.SH）在上海证交所上市。2017 年 8 月，经国务院批准，神华集团与中国国电集团合并重组为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），作为重组后的母公司，吸收合并中国国电集团。

图表 2: 公司发展历程



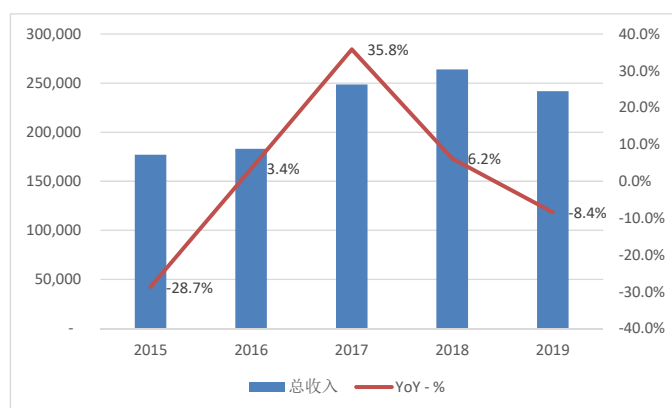
资料来源：公司公告，第一上海

中国神华及下属子公司业务组成煤炭生产、运输、转化一体化产业链。锦界能源、准格尔能源共同负责煤炭开采及发展并负责生产与销售电力；神宝能源提供煤炭开采及运输服务；开采的能源经销售集团和神东煤炭对外销售；煤炭资源与电力资源经朔黄铁路、铁路货车、黄骅港务、中海航运以“路港航”三种渠道运输至资源缺口。

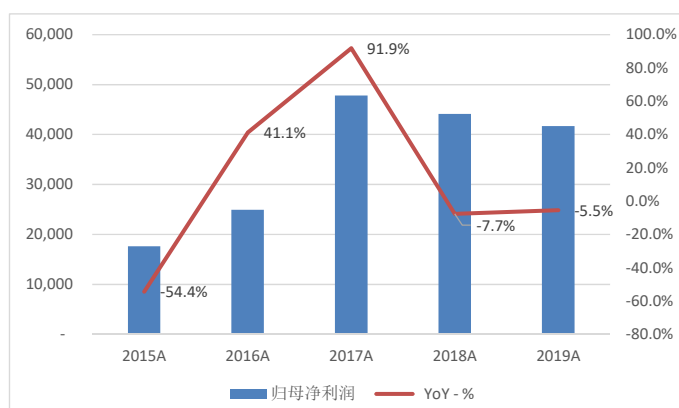
公司通过对发电、煤化工等煤炭逆周期业务进行布局，形成了多业务协同抗周期的对冲能力，有效平抑了其煤炭业务的周期性。同时，公司拥有规模可观、高效运营的煤炭、发电业务，拥有铁路、港口和船舶组成的大规模一体化运输网络，形成了煤炭生产→煤炭运输（铁路、港口、航运）煤炭转化→（发电及煤化工）的一体化产业链，实现产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同，充分发挥煤电运协同效应和一体化优势，整体竞争力持续增强。

2019年公司共实现总营收2419亿元，同比下降8.4%，主要变动原因为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，且2019年烯烃产品销售价格同比下降。近五年来，公司营收受煤炭价格上涨影响由较低位回升。2015年和2016年煤炭行业产能过剩、需求不足导致煤价较低，公司营业收入及利润水平相对较低。2017年以后随着煤炭行业去产能工作不断深入，公司营收回升至较高水平并稳定在2,500亿元左右，归母净利润同样回升至400亿元左右。

图表 3:近五年公司总收入由较低位回升（百万元）



图表 4:近五年公司净利润由较低位回升（百万元）



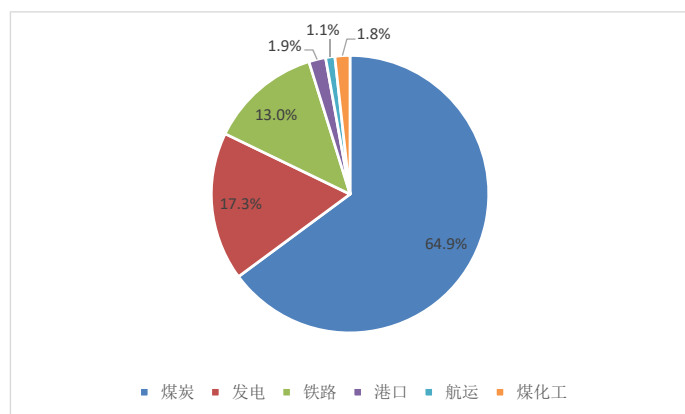
资料来源：公司资料、第一上海

资料来源：公司资料、第一上海

煤炭、发电和铁路三个业务板块为公司贡献主要营收和毛利。根据公司2019年报各分部合并抵消前经营数据显示，煤炭分部实现营收1,974亿元，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%，煤炭、电力和铁路三个业务部门营业收入达公司总营收的95%。毛利方面，2019年煤炭分部毛利达535亿元，占比55%，发电分部毛利达147亿元，占比15%，铁路分部毛利235亿元，占比24%。

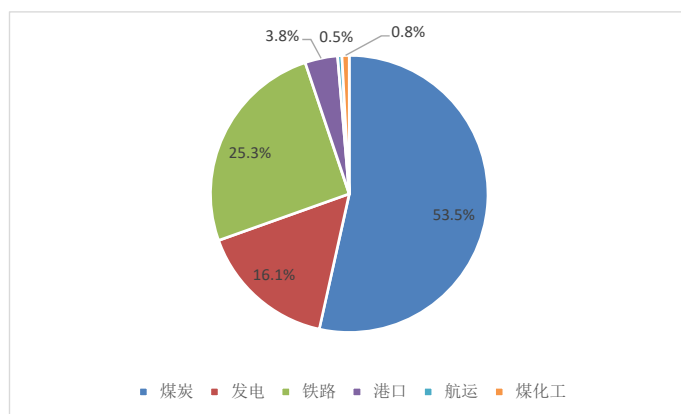
毛利率方面，2015年至2019年，公司铁路和港口板块毛利率稳定在50%以上高位水平，煤炭业务与电力业务毛利率呈此消彼长态势，在2015年受过剩煤炭产能影响时，煤价下跌导致煤炭业务毛利率处于低位，而同时期电力业务毛利率高达36.4%，远超历史平均水平。2017年随着煤炭新政策的实施，煤炭毛利率达到高点，电力业务毛利率回落至18.9%，总体来说煤炭业务与电力业务毛利率变化趋势相反。

图表 5: 公司 2019 年各分部贡献收入占比



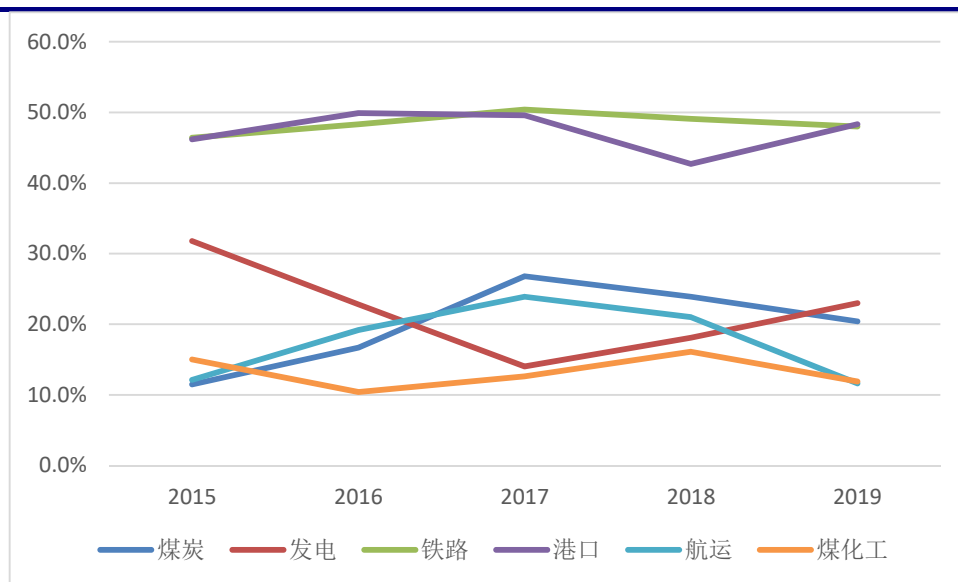
资料来源: 公司资料、第一上海

图表 6: 公司 2019 年各分部贡献毛利润占比



资料来源: 公司资料、第一上海

图表 7: 公司各分部业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 第一上海

公司业务

煤炭业务

中国神华目前拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区以及包头矿区五大矿区, 其中神东矿区拥有 18 个煤矿, 坐拥国内最优质、丰富的动力煤炭资源, 也是我国平均规模最大的井工煤矿开采地。截至 2019 年末, 公司拥有和控制的煤炭矿业权, 在中国标准下煤炭保有资源量为 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, 均居行业龙头水平; 其中主要矿区神东矿区、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, 煤炭储量丰富, 资源禀赋优越。

图8: 公司截止 2019 年底各矿区煤炭储量 (亿吨)

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)
神东矿区	158.1	90.5	46.3
准格尔矿区	38.5	30.8	20.1
胜利矿区	20.1	13.7	2.0
宝日希勒矿区	13.7	11.5	11.8
包头矿区	0.5	0.3	0.0
新街矿区 (台格庙北区探矿权)	64.2	-	-
其他	4.8	-	-
合计	299.9	146.8	80.2

资料来源: 公司公告, 第一上海

图9: 公司与行业主要竞争者截止 2019 年底资源储量对比 (亿吨, 年)

公司	保有资源储量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	产量 (亿吨)	可采年限
中国神华	299.9	146.8	2.287	64.2
陕西煤业	159.5	96.6	1.494	64.7
中煤能源	233.4	138	1.018	135.6
兖州煤业	59.2	30.3	0.945	32.1
山煤国际	22.7	9.6	0.384	25
大同煤业	54	29	0.338	85.8

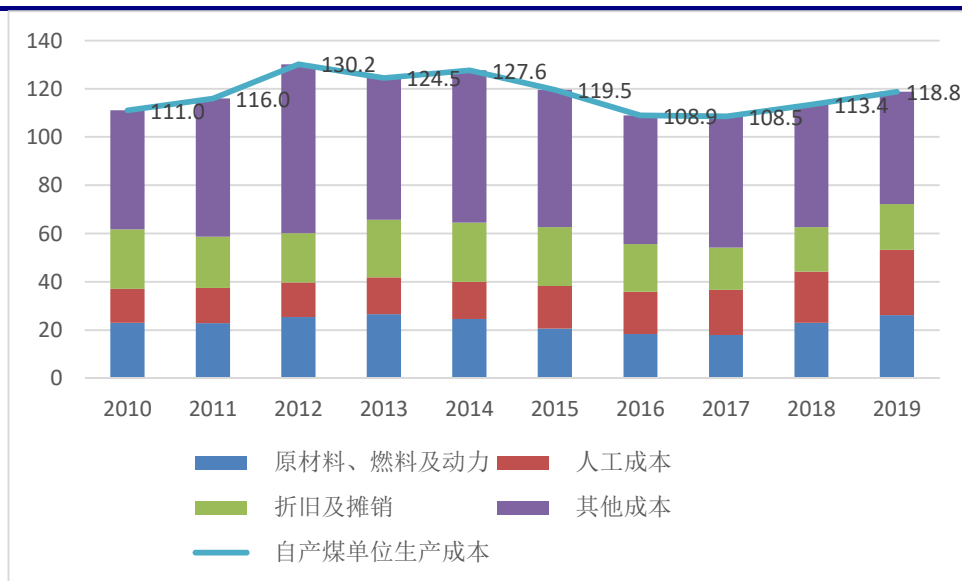
资料来源: 公司资料, 第一上海

2019 年间, 公司胜利一号矿采矿用地手续办理完成, 核定产能由 2,000 万吨/年核增 2,800 万吨/年; 新街矿区台格庙南区已完成详查压覆报告评审备案, 北区已取得详查储量登记书; 新街一井煤矿项目产能置换方案、用地预审等 4 个前置条件均已获批。

截至 2019 年末, 除去在建项目, 公司共有在产煤矿 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 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%。另外公司在 2019 年间积极推进煤矿采矿用地申请及资源获取的工作, 以及目前公司仍在积极推进包括宝日希勒露天矿的资源接续用地相关审批工作、哈尔乌素、黑岱沟露天矿的新增用地预审工作、万利一矿的接续资源采矿证办理工作, 因此接下来煤矿产能将有望进一步释放, 逐步贡献产能增量, 巩固公司的资源龙头地位。

受益于规模效应与高比例露天煤产能, 公司开采成本优势明显。近 10 年来, 公司自产煤单位成本基本维持在 125 元/吨以内, 2019 年公司自产煤吨煤成本为 118.8 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。这其中公司对于在总成本中占比较大的其他成本的定义为(1)与生产直接相关的支出, 包括维简安全费、洗选加工费、矿务工程费等, 占 56%; (2)生产辅助费用, 占 9%; (3)征地及塌陷补偿、环保支出、地方性收费等, 占 35%。

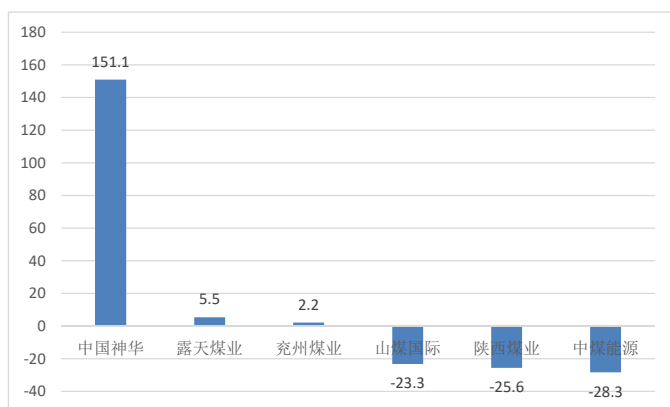
图表 10: 公司过往十年自产煤单位成本保持相对稳定 (元/吨)



资料来源: 公司资料, 第一上海

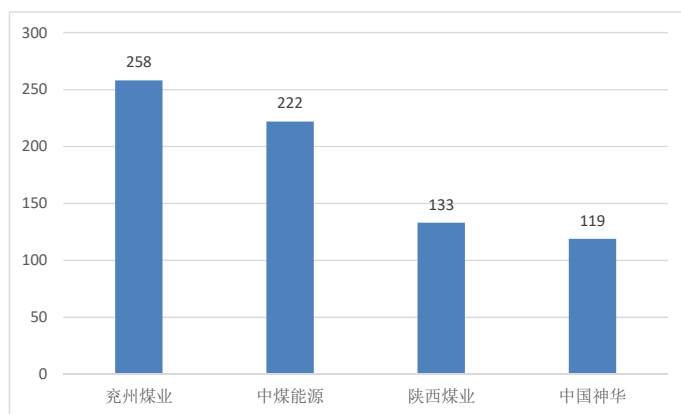
由于公司大部分煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层厚、地质构造简单、地表状况稳定和瓦斯含量低等特点, 外加近 40% 的露天矿产能占比及出众的成本管控能力, 使得公司吨煤成本始终控制在较低水平, 且由于采掘行业成本端无法被轻易复制的特殊性, 超低的吨煤成本亦为其构筑天然护城河; 凭借卓越的煤炭资源和成本优势, 在 2015 年动力煤价格迎来十年新低, 行业出现全面亏损时, 中国神华扣非归母净利润规模达到 151 亿元, 在动力煤板块遥遥领先, 向市场证明了自身强大的周期穿越能力。

图表 11: 各大煤企 2015 年扣费归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司资料、第一上海

图表 12: 公司与行业主要竞争者截止 2019 年底吨煤生产成本对比 (元/吨)



资料来源: 公司资料、第一上海

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

图表 13: 公司主要矿区生产的商品煤特征

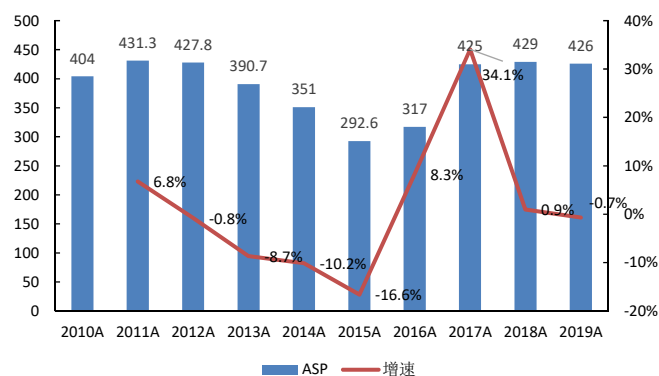
矿区	主要煤种	主要商品煤的发热量 (千卡/千克)	硫分 (%)	灰分 (平均值, %)
神东矿区	长焰煤/不粘煤	4,800-6,000	0.2-1.0	5-25
准格尔矿区	长焰煤	4,300-5,200	0.3-0.8	10-25
胜利矿区	褐煤	2,900-3,100	0.4-0.8	20-25
宝日希勒矿区	褐煤	3,400-3,700	0.2-0.5	12-16
包头矿区	贫瘦煤	3,000-3,300	0.3-0.6	50-55

资料来源: 公司资料、第一上海

煤炭售价方面, 2016 年供给侧改革以来, 国家推出了煤炭价格中长协合同、基础价+浮动价的制度。自 2017 年以来, 公司积极响应有关部门号召, 建立了煤炭中长期合同制度和“基础价+浮动价”的定价机制, 执行年度长协、月度长协及现货三种定价机制。2018 年 11 月, 发改委发布《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》(以下简称《通知》), 《通知》中鼓励煤电双方更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同, 央企及省属特大型国有煤企、电企签订的中长期合同数量, 应达到自有资源量或采购量的 75%以上, 且不能低于上年水平, 合同一经签订必须严格履行, 全年中长期合同履约率应不低于 90%。《通知》发布后, 公司 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%, 其中公司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。总体来说, 在 2017-2019 年期间, 煤炭长协定价机制进一步明确, 引导煤价在绿色区间(500-570 元)运行; “基准价+浮动价”机制确立以后, 国家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”运行。

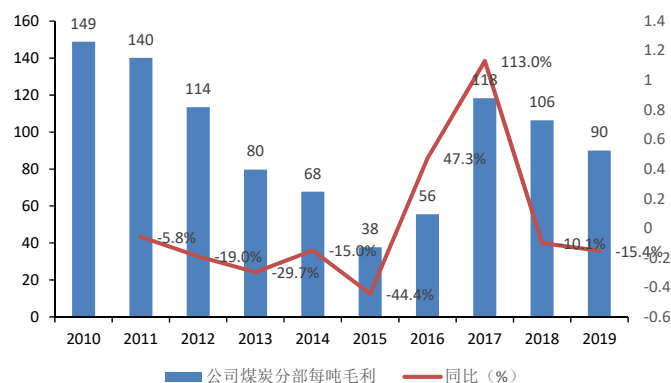
截至 2019 年底, 公司已与国内 15 家信誉良好的优质客户签署了三年(2019-2021 年)电煤年度长协合同, 采用“基准价(5,500 大卡动力煤 535 元/吨(含税离岸平仓现汇价))+浮动价”的年度长协价格机制。年度长协定价机制的引入, 使得公司煤炭销售价格波动幅度明显收窄, 大幅降低了公司对煤炭现货价格波动的敏感性, “锁量半锁价”的机制保障了公司盈利能力, 相应的, 公司煤炭业务毛利从 2017 年开始在高位维持相对稳定, 且公司煤炭平均售价维持在 425 元/吨以上的相对高位, 稳定了公司煤炭销售价格, 业绩波动性大幅下降, 煤炭业务盈利稳定性凸显。

图表 14: 公司煤炭 ASP (平均售价) 走势(元/吨)



资料来源: 公司资料、第一上海

图表 15: 公司煤炭吨毛利水平(元/吨)



资料来源: 公司资料、第一上海

图表 16: 年度、月度煤炭长协价定价公式

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

$$\text{月度长协价} = (\text{上月末 CCTD5500} + \text{上月末 APi8 指数} * \text{上月末汇率} * (1 + 17\%) + \text{上月末 CCI 动力煤 5500 价格} + \text{上月末 CECI 综合}) / 4$$

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

APi8: 阿格斯/麦氏 API 国际动力煤指数

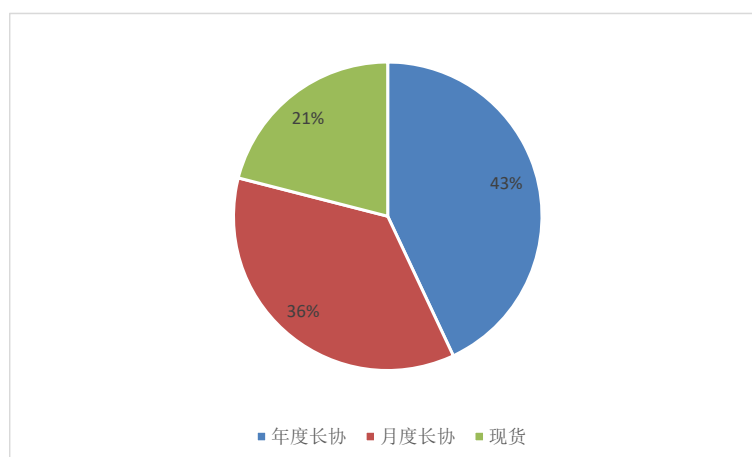
CCI 指数: 中国煤炭资源网公布的价格指数

资料来源: 国家发改委, 第一上海

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

2021 年的长协定价方面, 在 2020 年 12 月 2 日国家发改委、能源局发布的《关于做好 2021 年电力中长期合同签订工作的通知》中已经明确, 作为“基准价+上下浮动”的煤炭长协定价机制保持不变, 2021 年年度长协基准价仍为 535 元/吨。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。

图表 17: 公司煤炭销售中年度长协占比较大(截止 2020 年三季度)

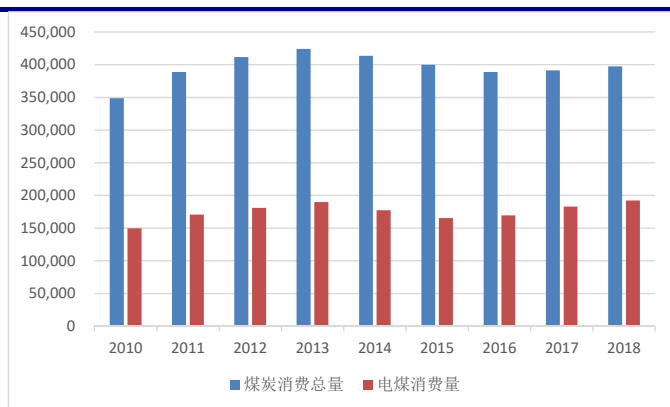


资料来源: 公司资料, 第一上海

发电业务

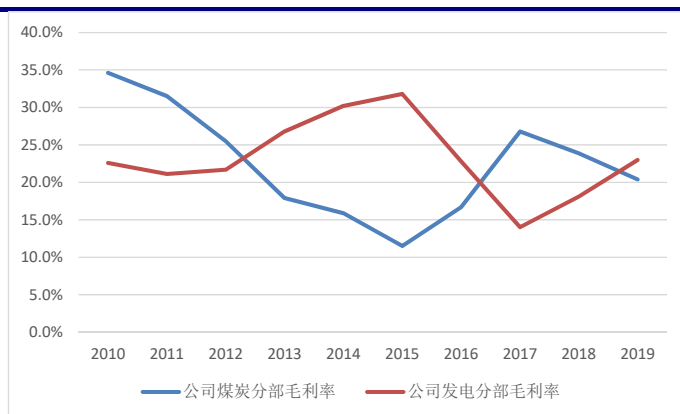
发电业务处于整体煤炭产业链的下游，近年来电煤消费量占全国煤炭总消费量比重仍稳定保持在45%以上，在煤炭消费市场中仍占据主导地位。公司作为煤炭生产行业龙头，为提升抗周期能力，自成立之初就对发电业务进行了重点布局，充分利用煤炭及运输分部优势，在坑口周边、铁路沿线、“海进江”辐射区域布局燃煤机组，尽可能保证燃煤电厂原料自给自足。就盈利能力来看，发电业务毛利率与煤炭业务毛利率形成了良好的对冲，尤其是对冲了仍有较强价格波动的月度长协煤和现货煤，有助于熨平公司业绩的周期性波动。

图表 18:电煤消费在国内煤炭消费总量中占比较高



资料来源：国家统计局、第一上海

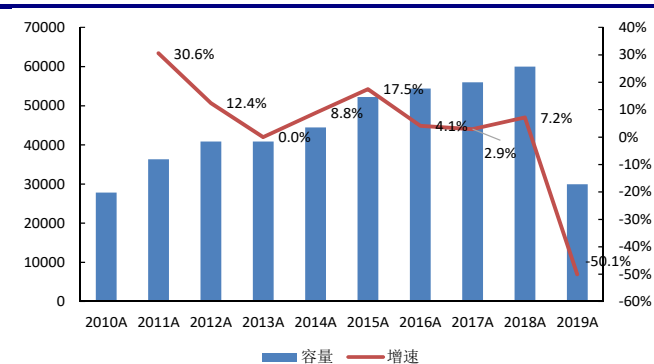
图表 19:公司发电毛利率与煤炭毛利率成功实现对冲



资料来源：公司资料、第一上海

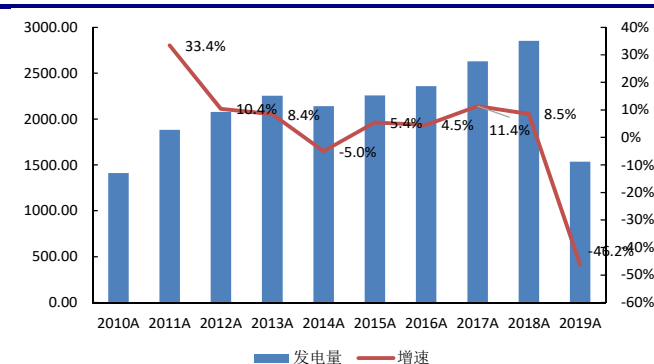
公司自成立伊始便打造“煤电联营”的模式以平抑煤价大幅波动对业绩的影响，不断通过并购和自建方式大力发展发电板块，公司电力装机规模也因此持续提升。截至2019年末，公司发电总装机容量为31029兆瓦，燃煤发电机组总装机容量为29954兆瓦。2018年公司发电量与售电量分别达到2853亿千瓦时与2676亿千瓦时，均实现了8%以上的同比增长率，从2014年起呈现出稳健增长的趋势。2019年公司与国电电力进行发电业务重组，成立北京国电并持有其42.5%股权，公司对所涉及的机组完成了资产剥离，因此2019年公司发电量与售电量出现了较大幅度的下降，分别为1536、1440亿千瓦时，均同比下降约46%。重组后出表的电力资产仍以投资收益的形式为公司贡献业绩，对公司整体盈利影响不大，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。

图表 20:公司总装机容量 (兆瓦)



资料来源：公司资料、第一上海

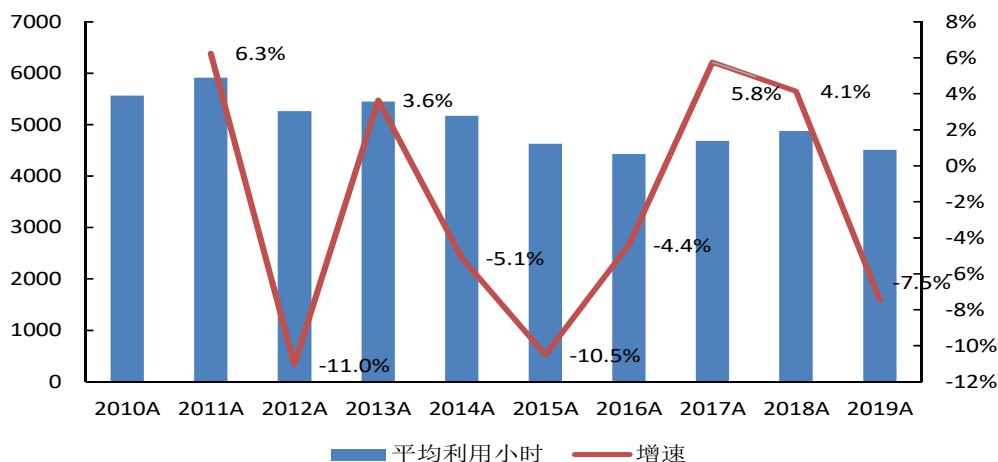
图表 21:公司总发电量 (亿千瓦时)



资料来源：公司资料、第一上海

由于公司电厂以火电为主，且多数燃煤机组位于我国火力发电大省、地理位置优越，外加下属机组技术水平先进、平均单机容量大，因此公司发电设备利用率明显高于全国平均水平。2019年公司燃煤机组平均利用小时数为4513小时，虽小幅同比下滑7.5%，但仍高于全国4361小时的平均水平。

图表 22: 公司燃煤机组平均利用小时 (小时)



资料来源: 公司资料、第一上海

运输业务及煤化工业务

公司是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，涵盖铁路、港口、航运三大板块，依托自身强大的运输体系，公司可将上游煤炭资源与下游终端用户无缝对接，努力实现效益最大化，截至2019年，自营铁路营业里程达2363公里，是仅次于中国铁路总局的第二大铁路运营商。公司铁路分部主要控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络和“神朔—朔黄线”西煤东运大通道，通过现有运输网络能将上游煤炭资源运往黄骅、天津等港口，最大程度保证下水煤来源稳定。

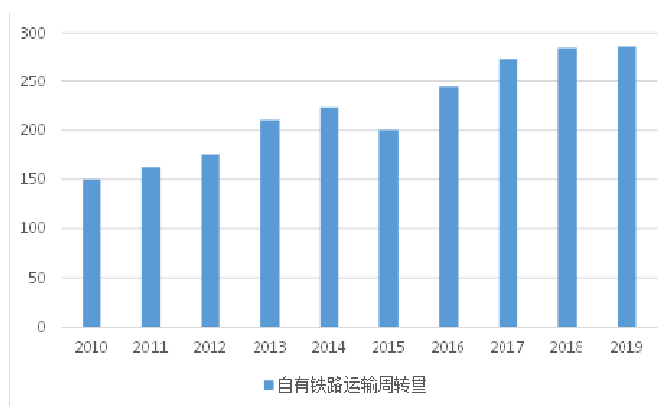
图表 23: 公司铁路“西煤东运”一体化运营网络示意图 (截止 2019 年底)



资料来源: 公司资料

中国神华下水煤主要来自神东矿区和准格尔矿区，公司通过密集的自有铁路网深度覆盖核心煤矿。随着铁路网络的扩大，公司也加大了铁路运力对外开放的力度，盈利规模有所提升，公司 2019 年全年完成非中国神华煤炭运输量 120.5 百万吨，反向运输量 9.5 百万吨，非煤货物运量 19.1 百万吨。全年为外部客户提供货物运输的周转量为 36.2 十亿吨公里，同比增长 17.9%；为外部客户提供运输服务获得收入为 6,464 百万元，占铁路分部收入的 16.3%。公司铁路部门运价自主可控，运价低、运距短，使得朔黄铁路不仅成为西煤东运的重要一环，也成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分。2019 年合计周转量达到新高 285.5 十亿吨公里，同比增长 0.6%，再次创下历史最好水平，核心线路朔黄-黄万线 176.8 十亿吨公里。运量层面，朔黄铁路 2019 年完成总运量 3.05 亿吨，连续两年突破 3 亿吨。

图表 24:公司自有铁路运输周转量持续创下新高（十亿吨公里）



资料来源：公司资料、第一上海

图表 25:公司 2018/19 年自有铁路详细货运周转量

	2019年 十亿吨公里	2018年 十亿吨公里	变化 %
自有铁路	285.5	283.9	0.6
神朔铁路	52.4	52.6	(0.4)
朔黄-黄万铁路	176.8	176.3	0.3
大准铁路	31.7	30.1	5.3
包神铁路	9.1	9.9	(8.1)
甘泉铁路	1.4	1.2	16.7
巴准铁路	3.4	3.6	(5.6)
准池铁路	10.7	10.2	4.9

资料来源：公司资料

在铁路部门之外，公司还兼具自营港口及航运，与铁路形成路港航全方位煤炭运输网络。港口方面，目前神华有三个港口，黄骅港、天津神华南疆煤码头和珠海煤码头，吞吐能力分别为 20000、8000、以及 4080 万吨。航运方面，公司拥有货船 50 余艘，载重规模达 200 多万载重吨。2019 年间公司持续优化与内外部港口的合作机制，积极推行“准班轮”政策，“准班轮”船舶由 2018 年的 51 艘增加至 54 艘，全年外部客户货运量约占总货运量的 59%。航运分部航运货运量 109.8 百万吨，同比增长 6.0%；航运周转量 89.6 十亿吨海里，同比下降 0.3%。总的来说，公司依托煤炭资源，构筑了铁路、港口、航运一体化运输网络，形成对内服务竞争优势。一方面，有利于提升煤炭销售的稳定性；另一方面，独有的运输线路成为煤炭外运的稀缺资源，有利于形成区域煤炭定价权。

公司煤化工分部目前体量较小，对公司总体盈利水平影响有限，公司煤化工分部由包头煤化工公司负责，目前拥有 60 万吨煤制烯烃产能，主要产品包括聚乙烯以及聚丙烯（生产能力均约为 30 万吨/年左右），及其他少量副产品，自投产以来，公司煤化工分部的产量基本稳定在每年 60 万吨左右。

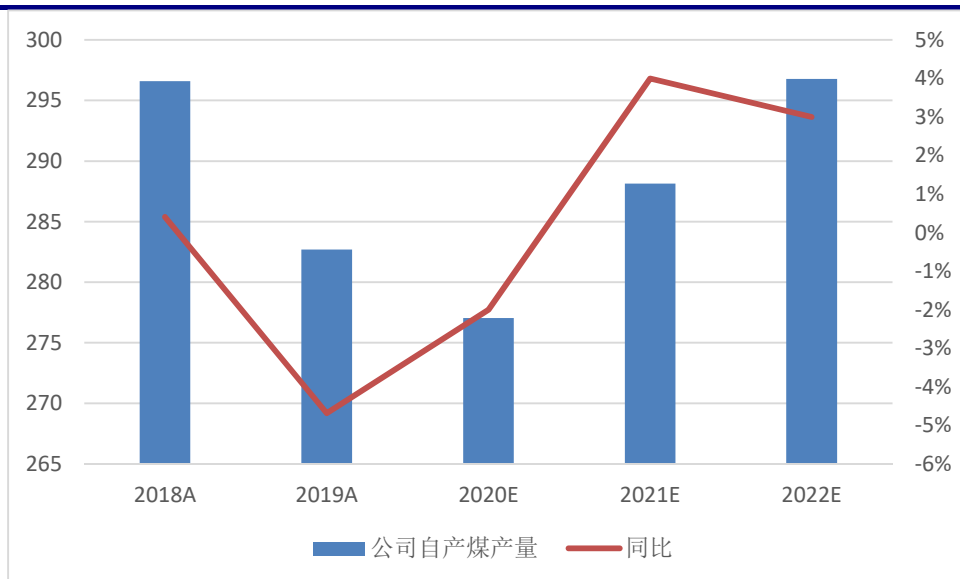
被市场所忽略的高质量成长以及充沛现金流&稳定高分红，公司有望迎来戴维斯双击

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、胜利一号近年来产能释放受限，但 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；
- 2) 宝日希勒露天 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。

伴随以上限制因素逐步解除，我们预计虽然 2020 年公司煤炭产量将受新冠疫情影响将有小幅下滑，但后续四大露天矿的产能爬坡将给公司带来低成本的自产煤增量，综合考虑下我们预测公司 2020-2022 自产煤产量将同比增加 -2.0%/4.0%/3.0%，分别将达到 277/288/296 百万吨，进一步提升公司主业盈利能力。

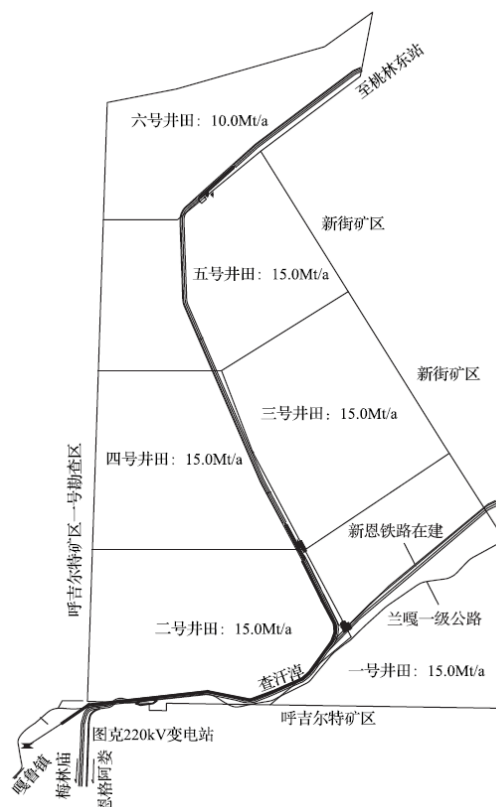
图表 26：公司自产煤产量将稳定提升（百万吨）



资料来源：公司资料，第一上海

待开发资源方面，公司新街矿区（台格庙北区探矿权）设计总产能规模 6200 万吨/年，总投资 500 亿元左右。据公司 2020 年底最新披露信息，新街台格庙北区已取得详查探矿权证和详查储量登记书，南区完成详查压覆报告评审备案。自治区自然资源厅矿权出让收益评估工作已完成，下一步工作主要是待当地政府协调解决有关水资源规划问题后提交新街一井的核准申请，公司将根据审批进展积极推进各项工作。虽然正式投产时间仍待定，但由下图所示，项目已经进入实际建设前最后的规划阶段，新街台矿区建成后，其设计的 6200 万吨年产能将为 2019 年公司自产煤总产能（28480 万吨）的 21.8%，由此可以看出公司中远期煤炭产能增量大有可期，作为中国能源领域核心资产的优势地位也将进一步得到巩固。

图表 27：公司新街台格庙矿区井田划分方案研究稿



资料来源：公开资料（姬文瑞. 新街台格庙矿区井田划分方案研究 [J]. 煤炭工程, 2019, 51(2): 6-11.）

铁路业务方面，2020年12月26日11时58分，随着开车命令的下达，18001次万吨重载列车驶出河北省黄骅市黄骅南站，驶向山东省龙口港方向，标志着公司于2013年开始规划的黄大铁路正式开通运营，这是我国西煤东运大通道朔黄铁路新添的第三条下海便捷通道。黄大铁路全长216.8公里，中国神华控股子公司朔黄铁路发展有限责任公司(52.7%)持股黄大铁路有限责任公司(75%)，以朔黄铁路黄骅南站为起点，经河北省沧州市，山东省滨州市、东营市、潍坊市，接入益羊铁路大家洼车站，全程共设10个车站，该铁路为国家I级、单线电气化重载铁路，设计货物发送量近期3197万吨、远期4752万吨。作为国家《中长期铁路网规划》项目之一，黄大铁路是国家环渤海湾铁路通道的重要组成部分，开通后，与国家能源集团朔黄铁路、黄万铁路组成正线全长880公里，横跨山西、河北两省，北通天津港、河北黄骅港，南达山东龙口港的国家西煤东运第二大通道干线铁路网，构架起山东与陕西、内蒙古西部、山西等能源基地间的直接交通联系，可持续缓解黄骅港和天津煤码头吞吐压力，形成清洁能源分流、下海的新通道。

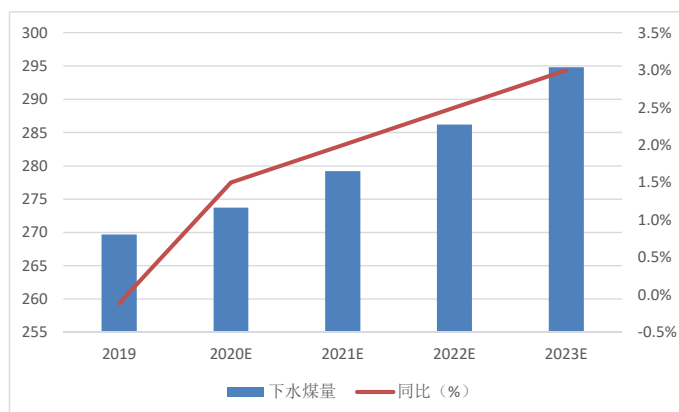
黄大铁路通车后对于公司沿路能源运输成本的下降能力，以位于黄大铁路沿线的国家能源集团国华寿光电厂为例，过去主要煤炭运输途径为黄骅港海运至龙口港，总运费107元/吨。改为铁路运输后，每吨煤炭可节省运费43.56元，年可节约运费1.74亿元，相关企业运输成本大幅降低。在黄大铁路投运初期，运输能力将经历产能爬坡期，在逐步缓解山东滨州、东营、潍坊等沿线地区用煤缺口的基础上，也将带动中国神华下水煤量同比增加，公司2018/19年下水煤量稳定在270百万吨左右，我们假设黄大铁路通车后运煤量中的下水比例为35%，再根据其设计的48百万吨左右远期运力进行测算，得出公司2021-23年的下水煤量将平均以同比2%左右的速度增长。

图表 28:黄大铁路规划示意图



资料来源: 公司资料

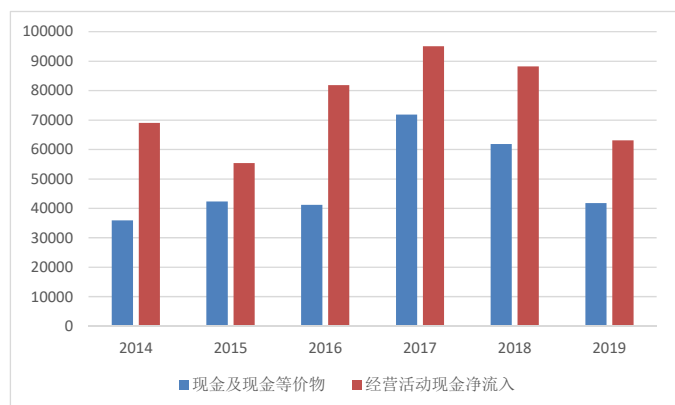
图表 29:预计公司下水煤量将稳步增长 (百万吨)



资料来源: 公司资料、第一上海预测

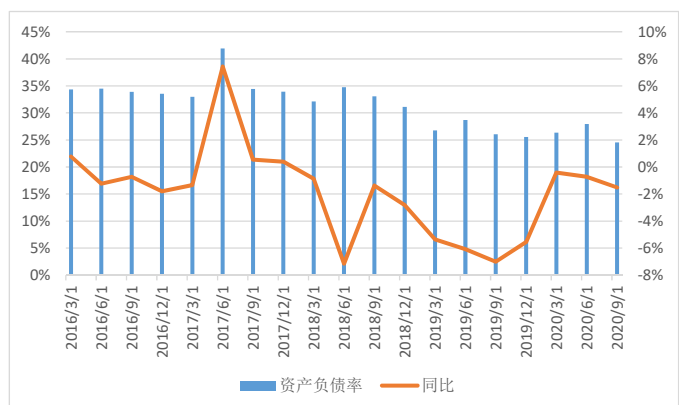
公司净利润自 2016 年起逐步回升, 2019 年公司实现归母净利润 432.5 亿元, 同比下降 1.4%, 稳定于高位, 公司资产负债率自供给侧改革以来逐步下降, 远低于行业平均, 公司资金充足, 无需举债经营。现金资产方面, 优质的资产给公司带来充沛的现金流, 根据公司 2020 年三季报, 中国神华经营活动现金流量净额 715 亿元, 同比增加 26.1%, 账面现金规模再创新高至 1336 亿元, 而负债和有息负债则分别为 1378 亿元、629 亿元, 公司现金流充沛; 资产负债率方面, 公司在 2020 年三季度资产负债率为 24.5%, 再创新低。

图表 30:公司账面现金充足现金流健康 (百万元)



资料来源: 公司资料、第一上海

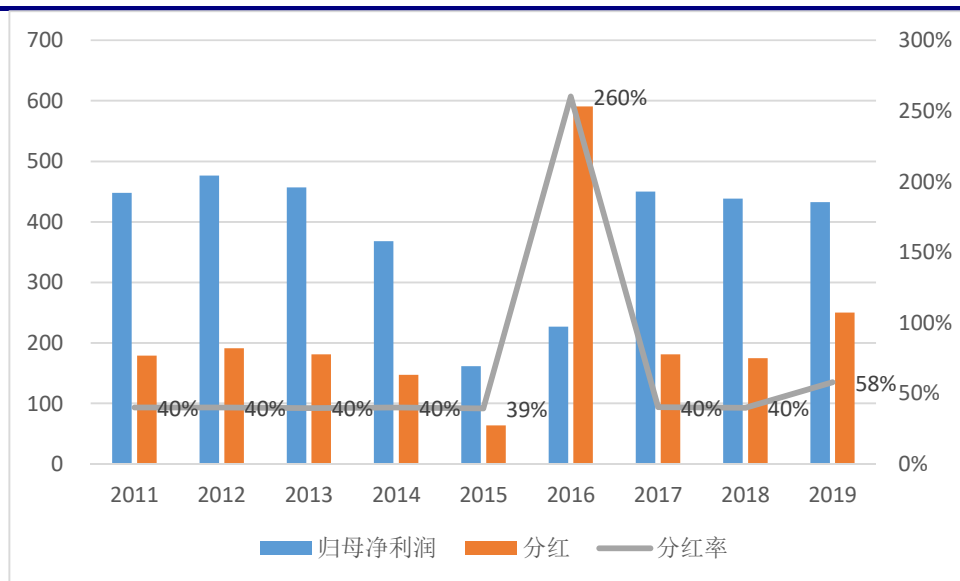
图表 31:公司资产负债率持续下降



资料来源: 公司资料、第一上海

另一方面, 近年来公司资本开支逐年缩减, 2019 年公司资本开支进一步下降至 195.21 亿元, 同比下滑约 16%, 主要用于胜利、宝日希勒及神东等矿区煤炭开采, 获取土地使用权、购置固定资产, 以及神华国华湖南永州电厂新建工程、胜利能源分公司发电厂一期工程、锦界煤电一体化项目三期工程等发电项目建设。公司 2020 年计划资本开支 318 亿元, 截止 20 年三季报发布时公司仅完成 107.6 亿元, 在黄大铁路已经在日前通车的情况下, 公司目前已经公布的在建重大项目中只有新建巴准(巴图塔至点岱沟)铁路预算开支金额达 100 亿以上, 公司主营业务煤炭、电力和铁路均处于发展稳健的成熟阶段, 未来一段时间内预计不存在大规模资本扩张, 无需占用大量现金, 可为利润分配留出空间, 支持公司高分红政策。

图表 32: 公司常年保持高分红率 (亿元)

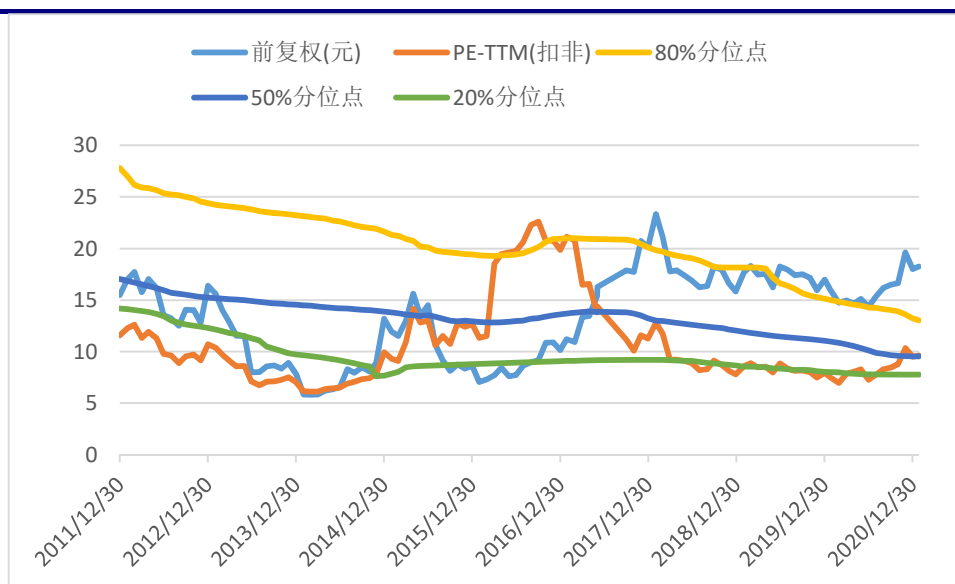


资料来源：公司资料，第一上海

2011 年来公司分红率维持在 40%左右，即使 2015 年因煤价下跌煤炭行业整体低迷，公司归母净利润较低，公司现金分红率仍维持在 40%左右，而后 2016 年公司发放特别股息，派发年度末期股息现金人民币 0.46 元/股，共计人民币 91.5 亿元；派发特别股息现金人民币 2.51/股，共计人民币 499.2 亿元，每股股息 2.97 元，分红率高达 260.09%。根据公司章程规定，公司在符合条件的情况下，每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东净利润的 35%，且 2019-2021 年度每年按《公司章程》规定方式以现金方式分配的利润提高至不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%。2019 年公司总股本 199 亿股，年度分红共计人民币 250.61 亿元（含税），2019 年公司实现归母净利润 432.5 亿元，分红率高达 57.94%，除 2016 年外同比提升 18%，2019 年分红金额和分红率达到均达历史最高水平。

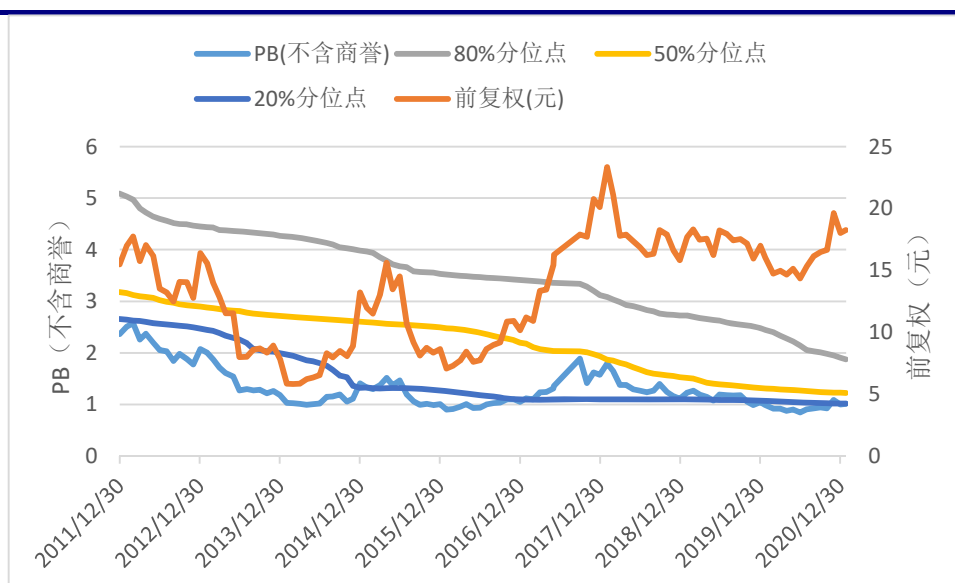
市盈率估值方面，公司 PE (TTM) 于 2016 年末一度上探至 20 倍以上的高位，伴随着煤炭行业供给侧改革的实行与逐步深化，公司业绩在 2016 年后得到改善并呈现稳定向好的态势，而 PE (TTM) 却在 2016 年后呈现下降趋势，公司目前 PE (TTM) 估值约 9-10 倍，处于上市以来较低水平。公司煤电联营业务模式的公用事业属性逐年凸显，业绩稳健的高分红公用事业公司如长江电力，目前 PE(TTM) 稳定于 18-19 倍左右，远高于中国神华市盈率估值，同时从市净率估值角度出发，公司 PB 自 2019 年底跌破 1 后 2020 年全年继续在破净状态下运行，虽于 2021 年初重新回到 1 倍 PB，但仍处于历史底部，因此我们认为公司作为煤电运一体化综合能源生产龙头，业绩稳健，抗周期能力显著，明显被市场低估，有望在近未来迎来戴维斯双击。

图表 33: 公司 PE-TTM (扣非) 估值当前处于历史上 50%分位点左右 (截止 2021 年 1 月 25 日)



资料来源: Wind, 第一上海

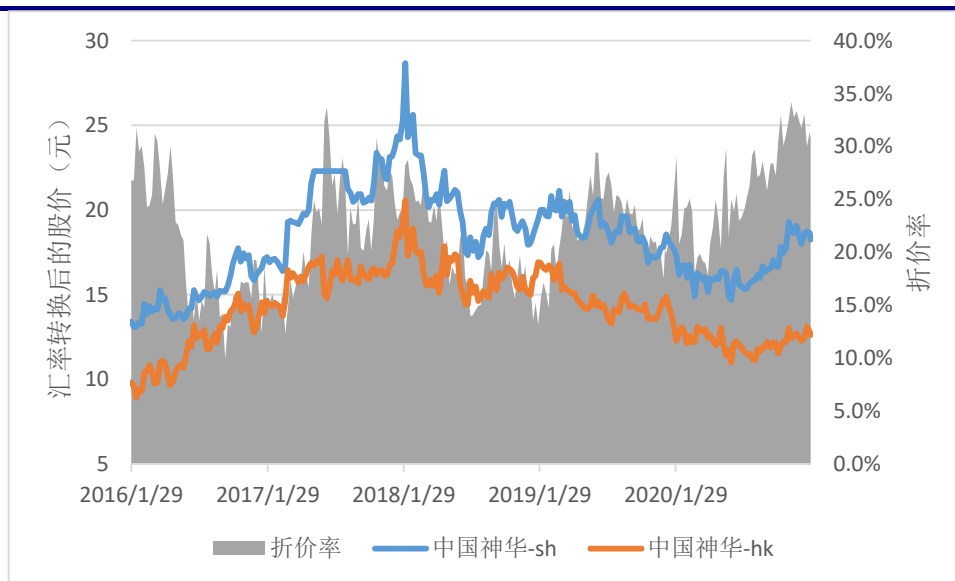
图表 34: 公司 PB (不含商誉) 估值当前处于历史上 20%分位点左右 (截止 2021 年 1 月 25 日)



资料来源: Wind, 第一上海

宏观方面, 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, 全球各主要市场波动性增加, 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, 我们认为其中高股息率的股票由于其较高的流动性, 可能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%左右; 同时, 当前时点上公司的 A-H 股折价率也来到了过去五年间的历史高位, 结合公司稳定向好的基本面, 公司的 H 股股份同样有望在后市受到青睐。

图表 35:中国神华 A 股 H 股折价率处于近五年历史高位（截止 2021 年 1 月 25 日）



资料来源：Wind，第一上海

图表 36:公司股息率在 2019 年提高分红后增长至 7%左右的水平（截止 2021 年 1 月 27 日）



资料来源：Wind，第一上海

盈利预测与重要假设

公司业务主要分为煤炭、电力、运输、化工四大板块，其中电力分 80%以上原料煤以公司内部供应为主，预测该业务盈利能力主要取决于上网电价；运输分部基本以内服务为主，盈利波动性较小；化工分部原料全部由公司内部供应，盈利能力在于烯烃价格，但该业务收入、毛利占比均不到 2%，因此在整体盈利预测中不作单独考量，综上所述公司盈利能力主要受煤炭业务影响，发电业务为辅。

煤炭业务：煤价方面，2020 年受新冠疫情影响，煤炭需求疲软，煤炭价格降幅较

大，但公司近 90%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，公司煤炭销售价格受现货价格波动较小，我们在首先假设公司 2021 年-2022 年的煤炭年度长协、月度长协、非长协销量占比将维持 20 年三季报公布的 45%/35%/20%，并在 2020 年底 5500 大卡 CCTD 秦皇岛年度长协价格已上涨至 581 元，且 2020 年度均价为 542.8 元的情况下，进一步假设该长协价格 2021 年-2022 年全年均价分别为 560 元和 570 元，最终我们预测体现到公司 2020-2022 年实际经营上的煤炭综合售价为 419、432、441 元。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，我们预计公司煤炭总产量及商品煤销量将在 2020 年受疫情影响小幅下滑，21 年开始后续保持平稳增长，且黄大铁路的新进通车将为公司贡献新增煤炭销量，我们假设公司 2020-2022 年煤炭产量为 277、288、297 百万吨，因公司 2019 年煤炭产销比为 158%，我们假设在 150%产销比的情况下，公司 2020-2022 年煤炭销量为 416、432、445 百万吨。

发电业务：2019 年 2 月起公司组建合资公司交易中投出标的资产的售电量及收入不再纳入公司并表范围，预计公司装机容量在近未来不会迎来新一轮大规模投产，因此 2020 年公司发、售电量将保持稳定，但 2021 年公司发电量将提速增长，主要原因为锦界煤电一体化项目三期工程（2×660MW）以及爪哇电力二号机组（2×1,050MW）均在近期（21 年 1 月初和 20 年 12 月底）通过了 168 小时满负荷试运行，标志着这两大机组将在近期正式投入运营，因此我们预计公司 2020 年-2022 年总发电量为 155、163、171 千亿瓦时，同时我们假设发电产销比将维持 2019 年时的 94%，则公司 2020 年-2022 年售电量为 145、153、160 千亿瓦时，综合售电价我们预计将维持稳定在 365 元/兆瓦时的水平。

其他业务：对于对公司整体业绩影响较小的铁路、港口、煤化工及航运业务，我们均采用在 2019 年年报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。

根据上述假设，我们预测公司 2020-2022 年营业收入为 2247/2374/2477 亿元，同比增加-7.1%/5.6%/4.3%；同期归母净利润为 392/416/436 亿元，同比增加-5.9%/6.1%/4.7%，净利润率分别为 17.5%/17.5%/17.6%。

目标价 26.17 元，首次评级为买入

公司作为我国煤炭行业龙头企业，煤炭资源储备丰富，一方面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，另一方面公司煤电产业一体化布局提升了其抗周期能力，保证了公司长期稳健的业绩。同时，公司 2019 年度分红率提升至 58%的历史最高水平，股息率超过 7%，公司充沛的现金流也为未来持续的高分红提供了充分保障，结合当前全球利率下行趋势，公司类债属性突出，对债券类传统资产有一定替代效应，且公司当前市值处于明显低估状态，PE 处于历史中低于 50%分位，PB 也处于“破净”状态，在当前时点下提供了安全边际，后市有望进一步获得市场资金青睐，因此我们认为公司未来估值将会实现修复。

我们选取与公司业务相近的中煤能源、陕西煤业等上市公司作为对比，公司作为煤电运一体化综合能源生产龙头，业绩稳健，股息率较高且抗周期能力显著，明显被市场低估，我们认为公司一体化经营优势凸显，行业龙头地位稳固，合理 PE 水平应为 12 倍，则对应每股价值 23.67 元。

如使用 DCF 对公司进行估值，我们预测 2020-2022 年公司股权自由现金流 FCFE 值为 404.3、541.4、562.0 亿元，按照 11.25%的 WACC 和 2.0%的永续增长率测算，每股价值为 28.67 元。

图表 37:中国神华可比公司估值对比表（截止 2021 年 2 月 4 日）

代码	公司	市值	PE-TTM	PB	股息率
601088.SH	中国神华	3317.6	8.4	0.9	7.6%
601225.SH	陕西煤业	1040.0	7.4	1.5	3.4%
601898.SH	中煤能源	513.1	12.8	0.5	3.3%
600188.SH	兖州煤业	415.0	6.0	0.7	6.9%
000983.SZ	山西焦煤	192.1	12.8	0.9	1.6%

资料来源：Wind，第一上海

图表 38:中国神华 2020-2029 年自由现金流预测

DCF 估值 (万元)	2020E	2021E	2022E	2023E-2029E
EBIT	6,347,723	6,703,195	6,991,433	
税率	22.9%	22.9%	22.8%	
息前税后利润(NOPLAT)	4,892,353	5,171,326	5,394,201	
加: 折旧与摊销	2,049,604	2,183,914	2,318,029	
减: 资本性投资	-2,000,000	-2,000,000	-2,000,000	
加: 营运资金的净变动	237,484	233,585	77,699	
减: 税后利息费用	205,953	179,581	174,419	
加: 债务净增加	-930,200	5,000	5,000	
股权自由现金流量 FCFE	4,043,288	5,414,245	5,620,510	
WACC				11.25%
总股本价值				57,032,123
总股本 (万股)				1,989,000
每股价值 (元/股)				28.67

资料来源：第一上海预测

综合考虑以上两种估值方法，取二者平均值，我们给予公司 26.17 元目标价，较 2 月 4 日收盘价尚有 56.9% 的上涨空间，首次评级为买入。

风险因素

经济恢复不及预期

受疫情冲击影响，整体宏观经济不确定性提升，社会总需求整体相比疫情前较为疲弱。虽然随着国内疫情逐渐受控，复工复产逐步推进，但如果经济恢复不及预期，工业用电与社会用电等需求的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

公司高比例的长协煤销售机制减小了公司业绩对市场煤价波动的敏感性，但因此受长协基准价的波动影响较大，若年度长协煤价出现较大幅度的跌幅，将严重负面影响公司盈利能力。

主要财务报表

损益表						财务分析					
百万人民币, 财务年度截至12月31日						百万人民币, 财务年度截至12月31日					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	264,101	241,871	224,725	237,385	247,679	盈利能力					
毛利	90,424	76,892	72,303	76,016	79,030	毛利率					
销售费用	-725	-640	-595	-628	-655	EBITDA 利率	36.9%	36.0%	36.2%	32.4%	31.8%
管理费用	-9,854	-8,988	-8,351	-8,821	-9,204	净利率	16.7%	17.2%	17.5%	17.5%	17.6%
其他收入/开支	-6,210	-651	-443	-493	-533	ROE	11.2%	10.1%	9.1%	9.1%	9.1%
营业收入	73,635	66,613	62,915	66,074	68,638	营运表现					
财务开支	-3,942	-2,124	-2,269	-1,731	-1,278	SG&A收入(%)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
联营公司	448	433	433	433	433	实际税率(%)	22.8%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
税前盈利	70,141	64,922	61,078	64,776	67,794	派息率(%)	39.7%	60.1%	60.1%	60.1%	60.1%
所得税	-15,977	-15,145	-14,248	-15,111	-15,815	库存周转天数	21.8	26.0	26.0	26.0	26.0
少数股东应占利润	10,027	8,070	7,592	8,052	8,427	应付账款天数	58.7	54.0	54.0	54.0	54.0
净利润	44,137	41,707	39,238	41,613	43,552	应收账款天数	18.6	15.1	15.1	15.1	15.1
折旧及摊销	23,728	20,379	18,426	10,803	10,159	财务状况					
EBITDA	97,363.0	86,992.0	81,340.5	76,876.6	78,797.4	净负债/股本	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EPS (基本)	2.22	2.10	1.97	2.09	2.19	收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
增长						总资产/股本	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
总收入 (%)	6.2%	-8.4%	-7.1%	5.6%	4.3%	盈利对利息倍数	18.7	31.4	27.7	38.2	53.7
EBITDA (%)	-3.9%	-10.7%	-6.5%	-5.5%	2.5%						
每股收益 (%)	-7.7%	-5.5%	-5.9%	6.1%	4.7%						
资产负债表						现金流量表					
百万人民币, 财务年度截至12月31日						百万人民币, 财务年度截至12月31日					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	61,863	41,827	79,430	110,789	142,596	EBITDA	97,363	86,992	81,340	76,877	78,797
应收账款	13,055	10,436	9,270	9,792	10,217	融资成本	3,942	2,124	2,269	1,731	1,278
存货	9,967	12,053	10,850	11,487	12,005	营运资金变化	4,718	(7,779)	(131)	164	134
其他流动资产	148,411	96,178	96,178	96,178	96,178	所得税	(16,829)	(16,248)	(14,248)	(15,111)	(15,815)
总流动资产	233,296	160,494	195,727	228,246	260,996	其他营运活动	(946)	(1,983)	(1,488)	(1,273)	(847)
固定资产	257,349	245,993	231,079	224,111	217,814	营运现金流	88,248	63,106	67,742	62,388	63,547
无形资产	3,623	3,648	3,648	3,648	3,648	资本开支	(18,443)	(17,004)	(4,293)	(4,293)	(4,293)
其他固定资产	97,358	152,948	153,381	153,814	154,247	其他投资活动	(34,613)	(29,303)	791	1,502	2,095
总资产	591,626	563,083	583,835	609,819	636,705	投资活动现金流	(53,056)	(46,307)	(3,502)	(2,791)	(2,198)
应付账款	26,884	25,043	22,543	23,866	24,943	负债变化	(4,182)	(11,575)	0	0	0
短期银行贷款	5,772	4,172	4,172	4,172	4,172	股本变化	376	732	0	0	0
其他短期负债	90,725	66,268	66,268	66,268	66,268	股息和利息	(23,641)	(20,680)	(26,638)	(28,238)	(29,543)
总流动负债	123,381	95,483	92,983	94,306	95,383	其他融资活动	(17,268)	(5,649)	0	0	0
长期银行贷款	46,765	36,943	36,943	36,943	36,943	融资活动现金流	(44,715)	(37,172)	(26,638)	(28,238)	(29,543)
其他负债	12,643.0	10,439.0	10,439.0	10,439.0	10,439.0	现金变化	-9,523	-20,373	37,603	31,360	31,807
总负债	182,789	142,865	140,365	141,688	142,765	期初持有现金	71,872	61,863	41,827	79,430	110,789
少数股东权益	77,144	64,141	71,733	79,785	88,212	汇率变动	49	337	0	0	0
股东权益	331,693	356,077	371,737	388,346	405,728	期末持有现金	61,863	41,827	79,430	110,789	142,596
每股净资产	20.55	21.13	22.30	23.54	24.83						
营运资金	109,915.0	65,011.0	102,744.9	133,940.2	165,613.3						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。