

中国神华 (601088)

证券研究报告
2022年04月15日

中国神华深度：黑金航母，扬帆起航

核心观点：

中国神华简介：国内煤炭龙头企业，拥有煤炭上下游完整产业链，上游是煤炭，中游是运输，下游是发电和煤化工。

外购减少降本增效，利润增长空间可期：2022-2024 年外购量可能下降到 1.1 亿吨，从而通过降本增效的方式提升煤炭分部综合毛利率。按照经营模型分析，2022-2024 年，通过降低外购煤、减少低利率板块业务，煤炭业务板块综合毛利率可能为 35%、35%、34.8%，较 2021 年毛利率 27.6% 大幅提升。

利润增厚提高 ROE、分红收益率：由于煤炭和发电板块较成熟，资本开支的减少能为分红带来更多利润留存。按照我们的盈利预测与 90% 的预测股利支付比例，预计 2022/2023/2024 年分红金额有望达到 578 亿/662 亿/706 亿，对应分红收益率 9.6%/11%/11.8%。我们预计未来在煤炭供需紧张的格局下，企业 ROE 有一定概率会在 2022 年达到 19.07%，在 2023 年可能达到 21% 以上。

盈利预测与估值：我们预计煤炭分部收入 2022-2024 年同比增长 5.8%、11.2%、6.2%，2022-2024 年公司整体收入规模同比增长 5%、10.59%、6%；基于经营模型分析，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 642 亿、736 亿、784 亿，EPS 分别为 3.23、3.7、3.95 元，同比增长 27.6%、14.7%、6.5%。综合 PE 和 DDM 模型估值法，给予公司目标价 42.38 元，维持“买入”评级。

风险提示：经济增长不及预期；房建恢复不及预期；建设产能投放超预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	233,263.00	335,216.00	352,212.39	389,519.51	412,999.30
增长率(%)	(3.56)	43.71	5.07	10.59	6.03
EBITDA(百万元)	87,899.00	104,380.00	125,427.58	140,567.89	147,926.05
净利润(百万元)	39,170.00	50,269.00	64,159.72	73,603.84	78,402.94
增长率(%)	(9.43)	28.34	27.63	14.72	6.52
EPS(元/股)	1.97	2.53	3.23	3.70	3.95
市盈率(P/E)	15.70	12.23	9.58	8.35	7.84
市净率(P/B)	1.71	1.63	1.60	1.58	1.54
市销率(P/S)	2.64	1.83	1.75	1.58	1.49
EV/EBITDA	3.61	3.65	4.15	3.73	3.25

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	煤炭/煤炭开采
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.28 元
目标价格	42.38 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	16,491.04
流通 A 股股本(百万股)	16,491.04
A 股总市值(百万元)	532,330.71
流通 A 股市值(百万元)	532,330.71
每股净资产(元)	18.97
资产负债率(%)	26.58
一年内最高/最低(元)	32.45/16.70

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国神华-半年报点评:上半年业绩增长 26%，设立基金投资低碳产业》
2021-08-28
- 《中国神华-季报点评:公司业绩稳步增长，设立合资公司深化转型升级》
2021-04-24
- 《中国神华-年报点评报告:20 年业绩小幅下降，高股息彰显投资价值》
2021-03-28

内容目录

1. 中国神华公司简介	4
1.1. 公司产业链结构	4
1.2. 公司盈利特征	5
1.3. 公司估值特征	6
2. 煤炭业务：成本优势显著，2022 有望受益长协中枢抬升	8
2.1. 产量及储量：产量及储量国内第一	8
2.2. 煤价展望：预计市场价维持高位，神华有望受益长协中枢价提升	9
2.3. 成本：竞争力极强	11
3. 发电业务：受煤价反向影响，未来受益电价市场化	11
3.1. 公司收购电厂资产后，形成产业链配套	12
3.2. 度电盈利与煤价负相关	12
3.3. 电价上浮空间扩大后，有助于发电板块盈利修复	13
4. 煤化工业务：盈利受煤价和烯烃价差波动影响	14
4.1. 预计新项目的投产将使产能翻倍	14
4.2. 煤价提高，价差反弹	15
5. 铁路、港口、航运：物流辅助，盈利稳定为主	15
5.1. 铁路	15
5.2. 港口	16
5.3. 航运	17
6. 盈利预测与估值	18
6.1. 煤价提升、电价空间扩大和资本开支下降提高 ROE，分红收益率	18
6.2. 外购减少、降本增效带来利润增长空间	19
6.3. 盈利预测	20
6.4. 估值与投资建议	21
7. 风险因素	22

图表目录

图 1：中国神华上中下游业务结构	4
图 2：中国神华资产分布	4
图 3：中国神华自有铁路以及船运路线	5
图 4：中国神华毛利结构（主坐标轴单位：亿元，次坐标轴单位：%）	6
图 5：煤炭和发电板块毛利率实现对冲 单位：%	6
图 6：估值分位	7
图 7：公司估值驱动因素分析	7
图 8：晋陕蒙坑口价	7
图 9：股价与分红收益率的关系 主坐标轴单位：元	8
图 10：2020 年同业公司动力煤储量比较 单位：亿吨	9
图 11：2020 年同业动力煤产量比较 单位：亿吨	9

图 12: 中国神华煤炭产量及储量 (次坐标轴) 单位: 亿吨	9
图 13: 神华历史长协价 (单位: 元/吨)	11
图 14: 生产成本与国际价格比较 单位: 美元/吨	11
图 15: 生产成本与国际煤企比较 单位: 元/吨	11
图 16: 发电板块收购历程	12
图 17: 发电板块发电量及同比增长 (主坐标轴单位: 亿千瓦时, 次坐标轴单位: %) ...	12
图 18: 发电板块发电量及同比增长 (主坐标轴单位: 亿千瓦时, 次坐标轴单位: %) ...	13
图 19: 度电毛利对电价的弹性 单位: 元/千瓦时	14
图 20: 烯烃产量 单位: 万吨	14
图 21: 煤制烯烃价差分析 单位: 元/吨	15
图 22: 主要铁路运营情况	16
图 23: 铁路运量、成本情况 (主坐标轴单位: 元/吨公里, 次坐标轴单位: 亿吨公里)	16
图 24: 港口下水煤量及毛利 (主坐标轴单位: 百万吨, 次坐标轴单位: 亿元)	17
图 25: 航运分部运量 单位: 百万吨	17
图 26: 沿海航线运价及公司航运价格的关系 单位: 元/吨	17
图 27: 资本开支结构及总量变化 (主坐标轴单位: 亿元, 次坐标轴单位: %) ...	18
图 28: ROE %	19
图 29: 分红收益率 %	19
表 1: 煤价体系历史变迁	10
表 2: 电价体系历史变迁	13
表 3: 中国神华煤炭业务板块经营分拆模型	20
表 4: 中国神华全板块经营预测模型	21
表 5: 中国神华可比公司盈利预测估值表	22
表 6: 中国神华 DDM 模型估值预测 46 元/股	22

1. 中国神华公司简介

1.1. 公司产业链结构

中国神华是国内煤炭龙头企业，拥有煤炭上下游完整产业链，上游是煤炭，中游是运输，下游是发电和煤化工。

历史重组：2018年1月4日公司控股股东国家能源集团作出决议，国家能源集团与国电集团的重组为，国家能源集团吸收合并国电集团。

上游-煤炭板块：公司最主要的业务，2021年煤炭保有可开采量约为141.5亿吨，公司煤炭产量绝大多数为动力煤，2021年产量为3.07亿吨，约占全国产量9%。

下游-发电板块：是公司第二大业务，2021年发电量1664.5亿千瓦时，总耗煤量约5100万吨，约占公司自产煤量的17%。**煤化工板块：**目前煤化工业务是包头煤制烯烃一期项目，公司于2013年12月收购该项目，位于内蒙古包头市，总产能60万吨，聚乙烯和聚丙烯各30万吨。新项目为包头煤制烯烃二期项目，位于内蒙古包头市九原工业园区，于2017年8月获得核准批文，预计新增产能75万吨，聚乙烯增加35万吨，聚丙烯增加40万吨。

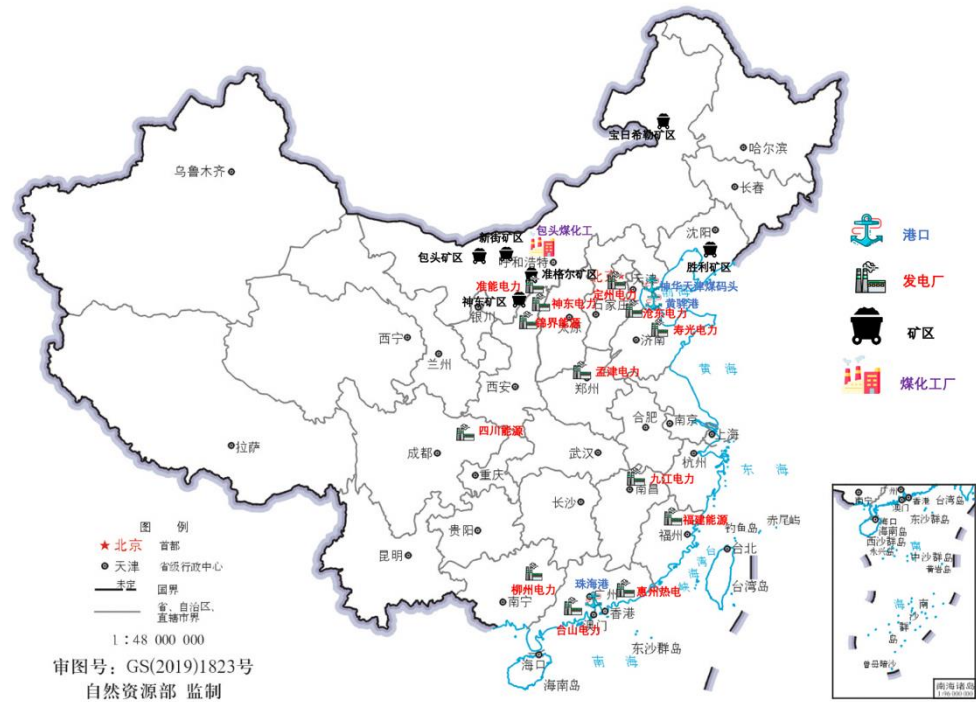
中游-铁路，航运，港口板块：中游业务为煤炭和发电业务提供物流辅助。公司的煤炭矿区资产主要分布在内蒙古等北方地区，发电厂既有坑口电厂，也有靠近消费地的电厂。公司铁路线路以西煤东运为主；航运路线主要是以北煤南运为主。

图 1：中国神华上中下游业务结构



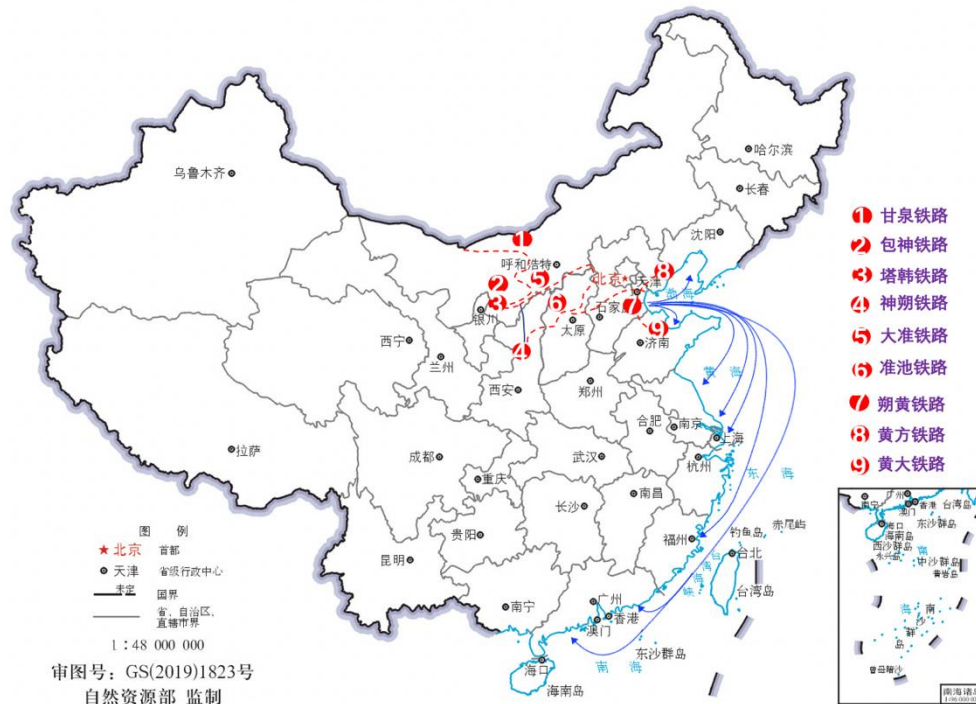
资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

图 2：中国神华资产分布



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

图 3：中国神华自有铁路以及船运路线



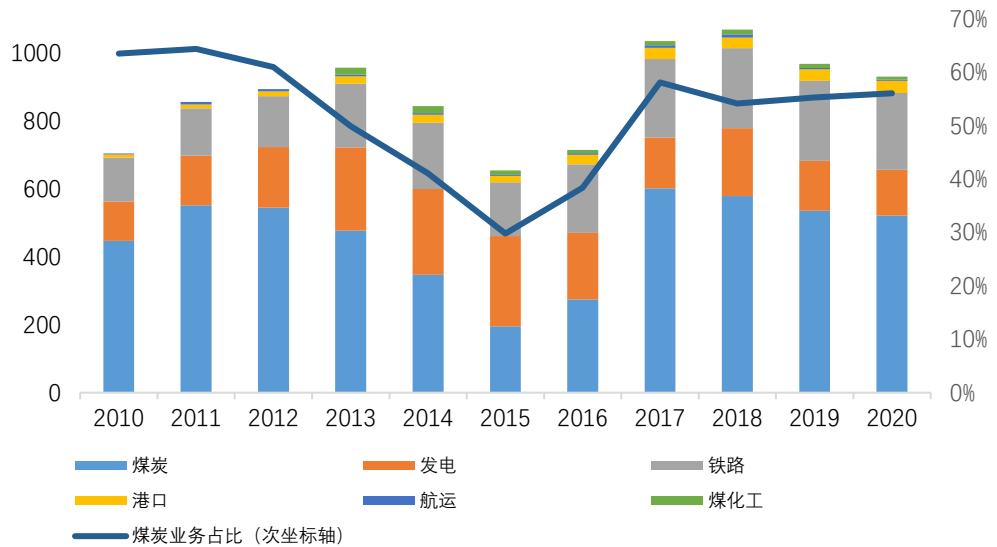
资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

1.2. 公司盈利特征

从公司业务结构看，煤炭开采及销售是公司里最核心的业务，业绩受煤炭价格波动的影响较大 1) 煤炭板块是公司盈利主要贡献，主要随煤价同向波动。回顾 2010-2020，吨煤毛利区间为 53-154 元/吨之间。2) 电力板块是公司第二大板块 2021 年发电量 1664.5 亿千瓦时，耗煤量 5100 万吨，相当于公司自产煤量的 17%，受煤价波动的反向影响。电力板块毛利率和煤炭板块形成 21%的对冲。公司煤炭板块和发电板块的毛利率形成一定程度的对冲。煤价每上涨 1 元，煤炭业务经营利润增加 1.9 亿元，发电业务经营利润下降约 0.4 亿元，反之亦然，因此形成大约 21%的对冲。3) 铁路、港口和航运业务为上游煤炭开采和下

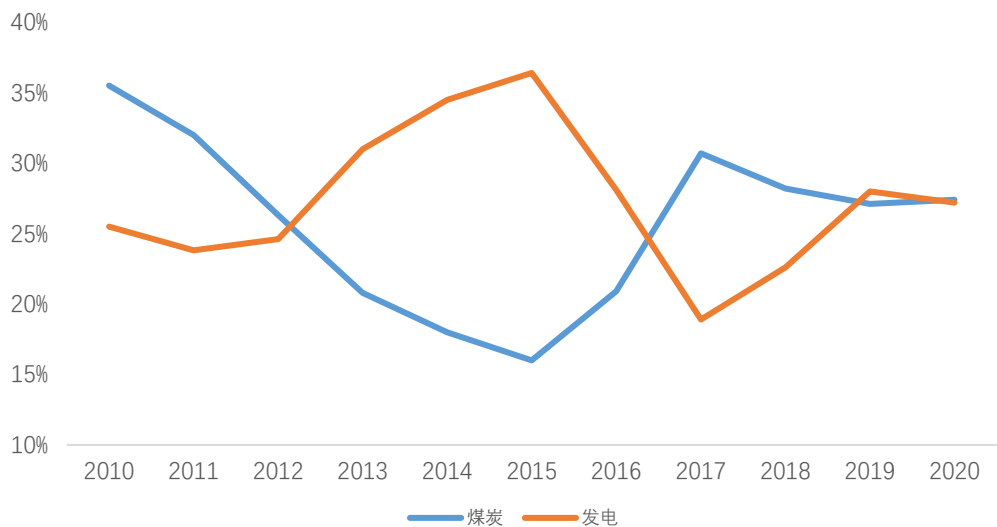
游电力提供物流辅助，整体业务盈利比较稳定；航运业务有一定波动性，受国际油价和国内沿海航线运价波动的影响；4) 煤化工业务目前公司聚乙烯和聚丙烯产量波动稳定，盈利主要受煤制烯烃价差波动影响。

图 4：中国神华毛利结构（主坐标轴单位：亿元，次坐标轴单位：%）



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

图 5：煤炭和发电板块毛利率实现对冲 单位：%



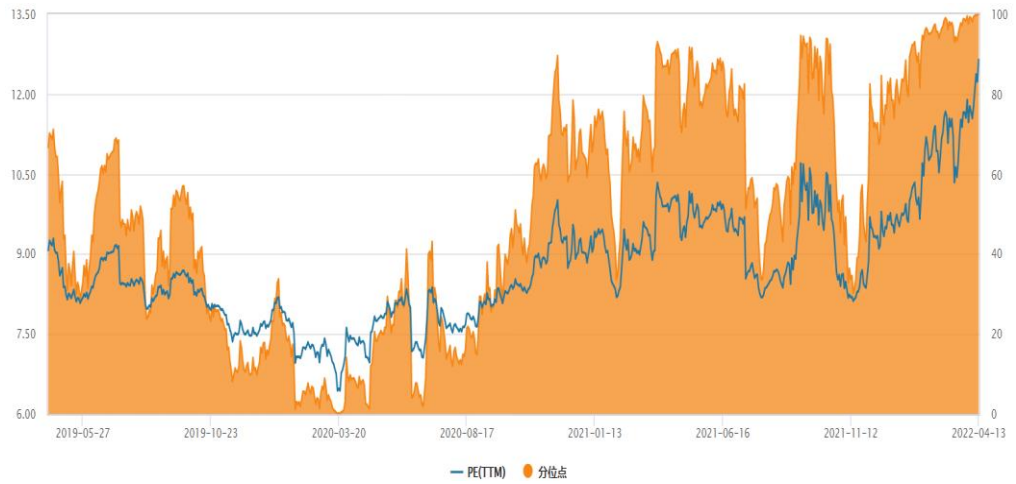
资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

1.3. 公司估值特征

公司市盈率目前处于过去五年以来 90 分位的水平。回顾过去五年，我们认为促使公司估值和股价产生大幅变动的最大因素是煤价。1) 2017 年股价上升因素是晋陕蒙坑口价大幅上升驱动业绩抬升，公司在 2017 年估值从 10 倍 PE 涨至将近 14 倍 PE，股价从 20 元涨至 28 元，净利润超预期地出现 83% 的增长。2) 2021 年动力煤价格出现大幅变动驱动股价上行。2021 年 3 月-2022 年 2 月，环渤海动力煤综合平均价格指数从 585 元涨至 840 元，随后回落至 740 元，涨幅约为 26%。同期，股价从 18 元上升至 25 元，PE 从 9 倍上升至 11 倍。若未来动力煤价格的上涨带动公司业绩增长，有可能会呈现两个效应叠加推动股价和估值的情况。3) 分红收益率、股利支付率也与神华股价呈现正相关关系。

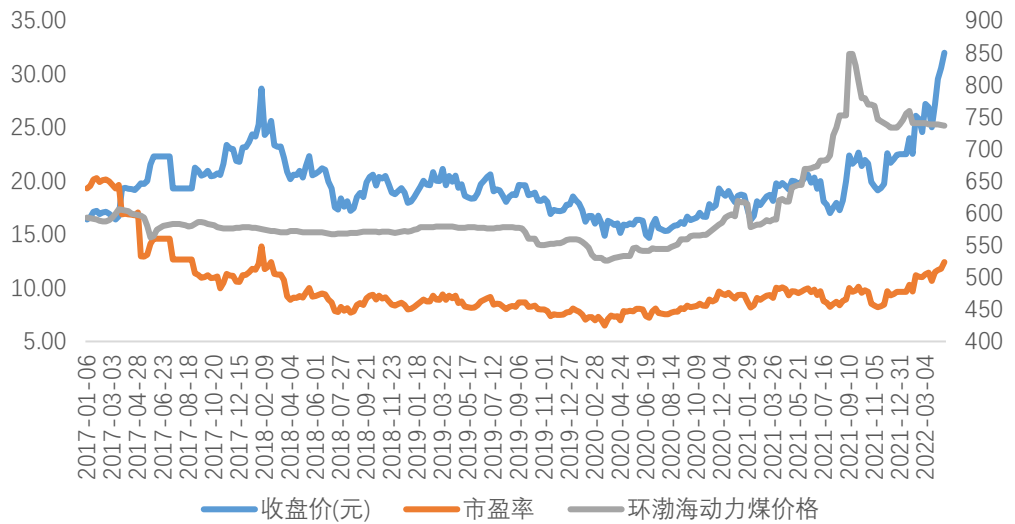
按照我们的盈利预测与 90%的股利支付比例，预计 2022/2023/2024 年分红金额有望达到 578 亿/662 亿/706 亿，对应分红收益率 9.6%/11%/11.8%。

图 6：估值分位



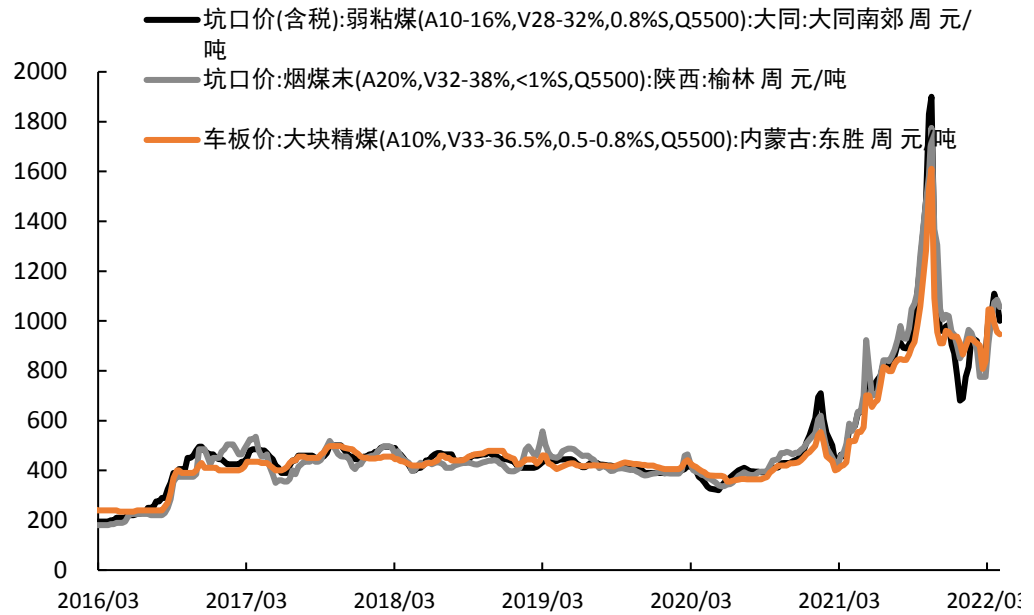
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司估值驱动因素分析



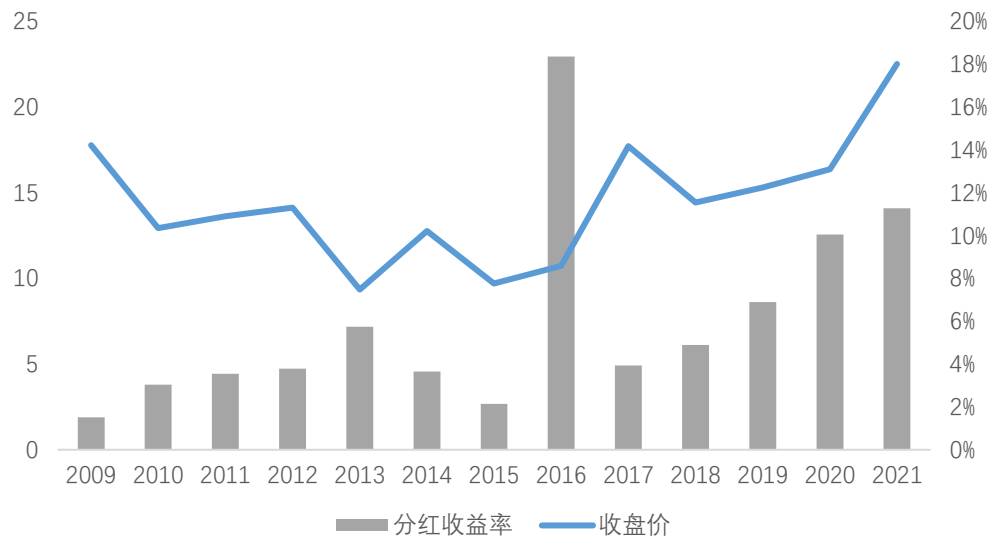
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：晋陕蒙坑口价



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 股价与分红收益率的关系 主坐标轴单位: 元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 煤炭业务：成本优势显著，2022 有望受益长协中枢抬升

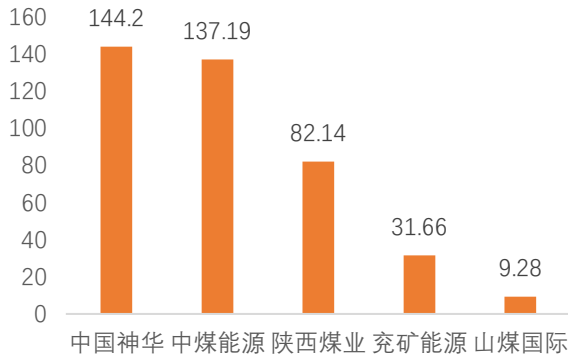
2.1. 产量及储量：产量及储量国内第一

公司煤炭储量：截止 2021 年，按照 JORC (Joint Ore Reserves Committee) 标准，公司煤炭可开采量都在图 10-11 中提及的公司中排名第一，为 141.5 亿吨。

公司煤炭产量：回顾 2010-2020 公司煤炭产量在 2.4-3.9 亿吨之间波动，2020 年动力煤产量 2.9 亿吨，行业最高，2020 年全国总动力煤产量总产量大约 32 亿吨，市占率大约 9%。

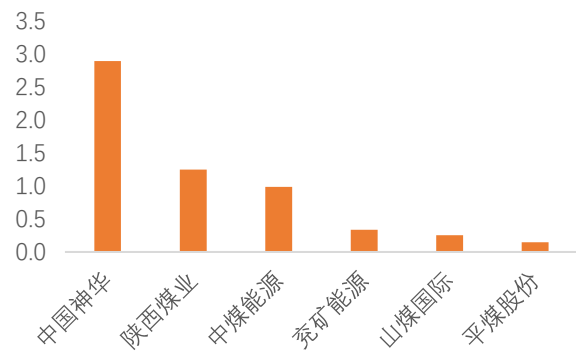
重点煤矿：神东矿区（位于陕西省榆林市神木市大柳塔镇，煤炭保有可采储量 87.2 亿吨）、准格尔矿区（位于内蒙古鄂尔多斯，煤炭保有可采储量 29.6 亿吨）、胜利矿区（位于内蒙古锡林浩特，煤炭保有可采储量 13.3 亿吨）以及宝日希勒矿区（位于内蒙古呼伦贝尔市，煤炭保有可采储量 11.1 亿吨）。2021 年上述四个煤矿合计煤炭保有可采储量 141.2 亿吨，占公司总储量的 99.8%。

图 10：2020 年同业公司动力煤储量比较 单位：亿吨



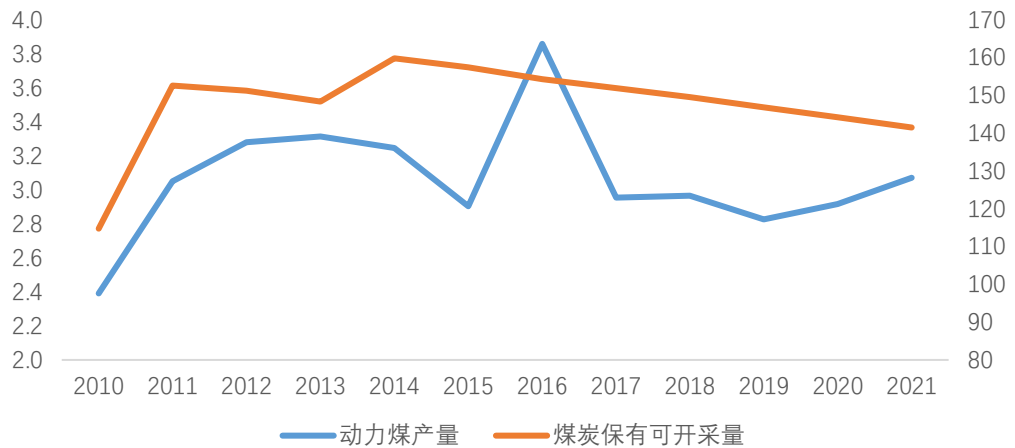
资料来源：中国神华年报，中煤能源年报，陕西煤业年报，兖矿能源年报，山煤国际年报，天风证券研究所

图 11：2020 年同业动力煤产量比较 单位：亿吨



资料来源：中国神华年报，中煤能源年报，陕西煤业年报，兖矿能源年报，山煤国际年报，天风证券研究所

图 12：中国神华煤炭产量及储量（次坐标轴） 单位：亿吨



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

2.2. 煤价展望：预计市场价维持高位，神华有望受益长协中枢价提升

动力煤供需格局展望——供需预计维持偏紧

供给端：1) 国家在“十三五”期间实行淘汰落后煤炭产能。大约 5500 个煤矿在“十三五”期间被关闭，累计减少产能 10 亿吨/年，减至大约 4700 个煤矿。2) **安监预计趋严，严禁超产政策预计对供给端产生压制。**2022 年 1 月 9 日在渭南市发生了一起顶板事故，一人死亡。2022 年 1 月 17 日，内蒙古一煤矿发生事故致一人死亡，预计总体安监趋势更严。根据三部委通知，煤矿超产行为将被遏制，若违规将对煤矿和煤矿负责人处罚并公开。从 2021 年 12 月开始，山西省对多家煤矿超产进行处罚，严禁煤矿超产。3) **进口煤供给受价格、印尼政策以及疫情影响。**第一，目前进口煤价格相对国内价格没有优势。第二，目前印尼有偏向于满足国内供给优先的趋势。第三，蒙古和俄罗斯进口煤有可能受到因疫情边境关闭的影响。

需求端：我们预计 2022-2024 年，中国煤炭总消费年均增长率是 3-4%，可再生能源无法覆盖全部发电需求增长，我们预计火电 2021-2024 年均增长 3-4%。

煤炭定价历史变迁：回顾 1953 年至今的煤炭定价方式，从 1953-1984 年的计划定价，1985-2012 的价格双轨制，2013-2015 年的市场化定价机制，再到 2016 年调整为“基准价+浮动价”的长协定价机制。

2016 年-2020 年长协定价方式为：基准价 535 元/吨，浮动价采用环渤海动力煤价格指数，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数以及中国沿海电煤采购价格综合指数 3 个指数，公式如下

$$\text{长协价} = 535 + \left(\frac{\text{环渤海动力煤综合价格指数}}{3} + \frac{\text{CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数}}{3} + \frac{\text{中国沿海电煤采购价格综合指数}}{3} - 535 \right) \times 50\%$$

2022 年经历数次调整后长协定价机制落地：在 570-770 元/吨合理区间内上下波动，基准价从 535 元/吨上升至 675 元/吨，浮动价采用全国煤炭交易中心综合价格指数，环渤海动力煤综合价格指数，和 CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数 3 个指数，选取每一期价格，按照同等权重确定指数综合价格。计算公式如下：

$$\text{新长协价} = 675 + \left(\frac{\text{全国煤炭交易中心综合价格指数}}{3} + \frac{\text{全国煤炭交易中心综合价格指数}}{3} + \frac{\text{全国煤炭交易中心综合价格指数}}{3} - 675 \right) \times 50\%$$

中国神华有望受益于长协价中枢抬升。若新长协定价机制落地，利润有望提升。未来电厂煤炭供给以长协为主以及新签订长协以调整后的“基础价+浮动价”的机制执行定价的假设，公司的煤炭业务盈利会有一定增长空间。

表 1：煤价体系历史变迁

日期	煤价体系变动
1953-1984 年	计划定价 由国家统一制定煤炭价格指数，定价依据是于其他主要生产资料的比价，没有与市场联系。
1985-2012 年	价格双轨制 允许小煤矿价格随行就市，另一方面由国有煤矿进行总承包，允许煤矿超产煤和加价，开始对煤炭价格实行松动政策。从 2002 年开始，煤炭定价机制逐步进入市场化改革，但国家发改委仍会对电煤市场价格和运输进行一定程度的干预。
2013-2015 年	市场化定价阶段 《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》 自 2013 年起取消重点合同和电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主协商确定价格，鼓励双方签订中长期合同，地方各级人民政府对煤电企业正常经营活动不得干预。
2016-2021 年	《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》 《关于加强市场监管和公共服务，保障煤炭中长期合同履行的意见》 《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》 取消了煤电价格联动机制，实行标杆上网电价机制，定价机制为：“基准价+上下浮动” 2016 年 11 月，年度长协定价机制确定。定价方式为 中枢价格 550 元/吨 ，浮动价采用环渤海动力煤价格指数，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数以及中国沿海电煤采购价格综合指数 3 个指数进行计算。
2021 年	2021 年年度长协定价机制被调整，更改为在 550-850 元/吨合理区间内上下波动，中枢价格从 535 元/吨上升至 700 元/吨，浮动价采用全国煤炭交易中心综合价格指数，环渤海动力煤综合价格指数，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数，中

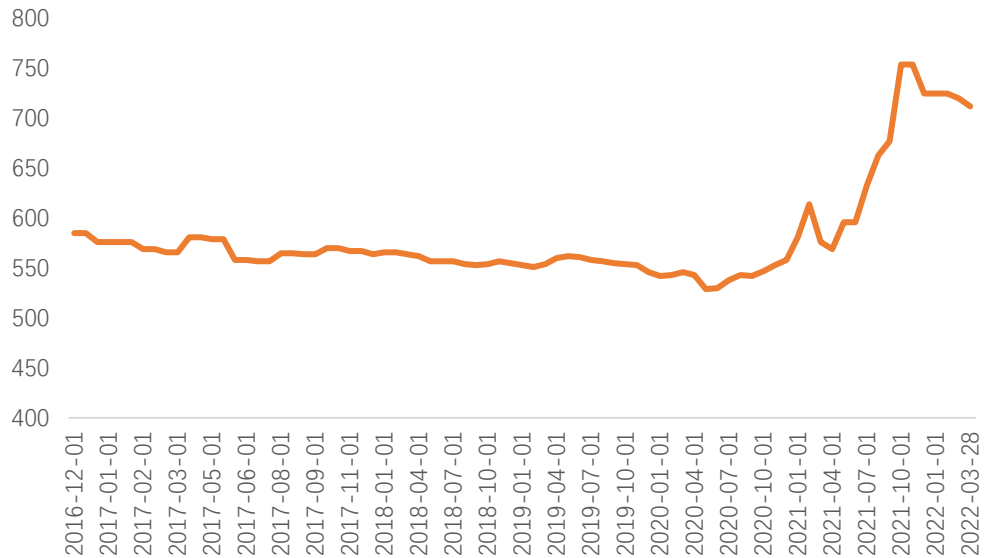
2022年2月24日至今

国沿海电煤采购价格综合指数 4 个指数，选取每一期价格，各按照 25% 的权重确定指数综合价格确定长协价。

年度长协定价机制再调整，更改为在 570-770 元/吨合理区间内上下波动，中枢价格从 535 元/吨上升至 675 元/吨，浮动价采用全国煤炭交易中心综合价格指数，环渤海动力煤综合价格指数，和 CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数 3 个指数，选取每一期价格，按照同等权重确定指数综合价格。

资料来源：国家发改委，国家能源局，中国煤炭网，天风证券研究所

图 13：神华历史长协价（单位：元/吨）

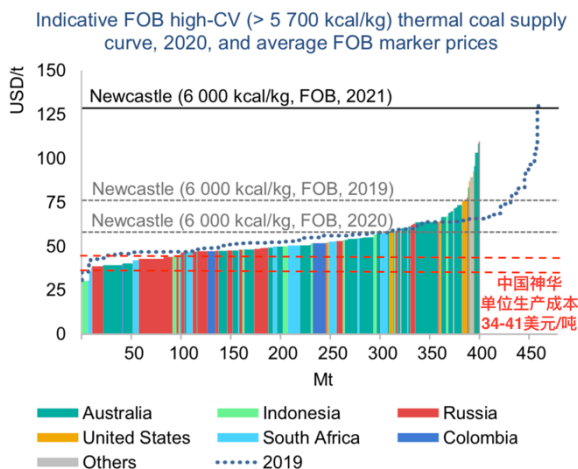


资料来源：CCTD，天风证券研究所

2.3. 成本：竞争力极强

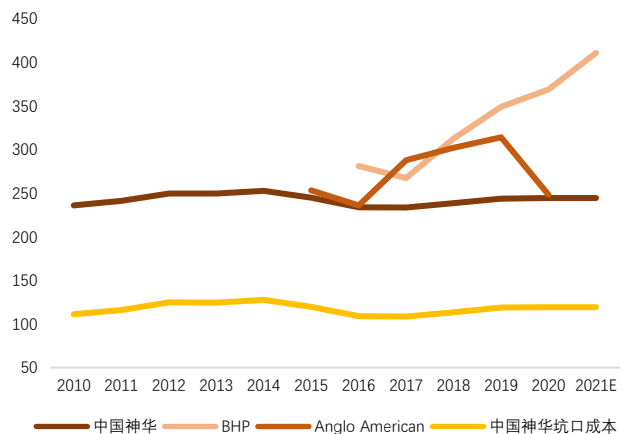
相较国际煤炭巨头，公司生产成本更有竞争力。选择 BHP 和 Anglo American 进行国际对标，BHP 的煤炭生产成本在 260-400 元/吨之间浮动，Anglo American 的煤炭生产成本在 230-320 元/吨之间浮动。相比较之下，中国神华到环渤海港口成本约为 230-255 元/吨，坑口成本约为 108-120 元/吨，煤炭成本更有竞争力。

图 14：生产成本与国际价格比较 单位：美元/吨



资料来源：中国神华年报，IEA，Wind，天风证券研究所

图 15：生产成本与国际煤企比较 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，Wind，BHP 年报，Anglo American 年报，天风证券研究所

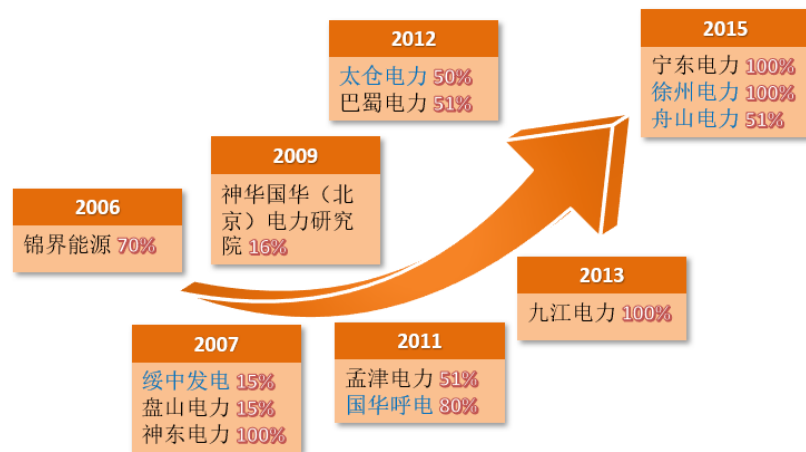
3. 发电业务：受煤价反向影响，未来受益电价市场化

3.1. 公司收购电厂资产后，形成产业链配套

公司历时 9 年，除去神华国华电力研究所，又布局收购了 12 家电厂，形成了上中下游产业链配套。公司总发电量从 2006 年的 578.6 亿千瓦时提升到 2021 年的 1664.5 亿千瓦时。发电分部消耗用中国神华煤炭是 5100 万吨，相当于公司 2021 年自产煤量的 17%。

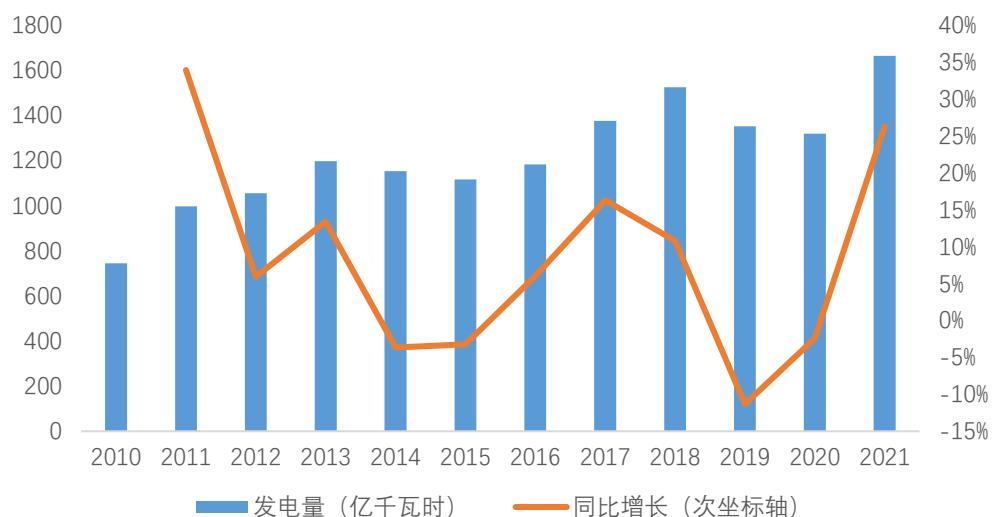
未来新建项目不多，预计未来发电量平稳为主。2021 年发电分部的资本开支中新建项目为 96.82 亿元，投资项目为湖南岳阳电厂项目（2×1000MW）、福建罗源湾港储电一体化项目（2×1,000MW）、四川江油煤炭储备发电一体化项目（2×1,000MW）以及广西北海电厂项目（2×1,000MW）、广东清远电厂一期（2×1,000MW）以及惠州二期燃气热电联产机组工程项目（2×400MW）。

图 16：发电板块收购历程



资料来源：中国神华 2006 年报，中国神华 2007 年报，中国神华 2009 年报，中国神华 2011 年报，中国神华 2012 年报，中国神华 2013 年报，中国神华 2015 年报，天风证券研究所

图 17：发电板块发电量及同比增长（主坐标轴单位：亿千瓦时，次坐标轴单位：%）



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

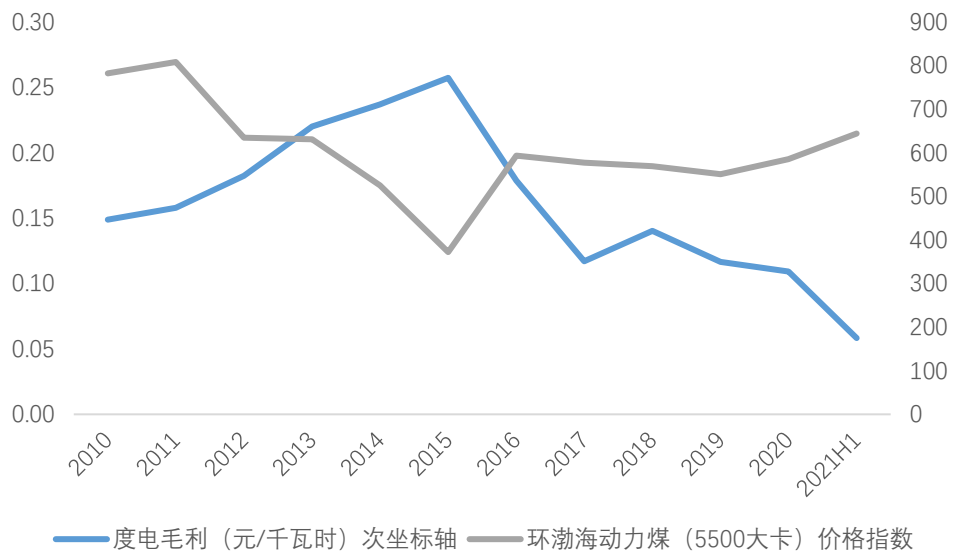
3.2. 度电盈利与煤价负相关

发电业务成本主要取决于煤耗总量及煤价。度电毛利和环渤海动力煤价格指数呈现较明显的负相关关系。2021 年煤炭价格的上涨给度电毛利带来较大下行压力。

度电煤耗平稳小幅下降。公司的度电煤耗自 2010 年来呈现下降趋势，度电煤耗的影响对度电毛利的的影响不明显。回顾 2010-2020 年，度电煤耗的稳定下降和度电毛利的波动关联

性不强。

图 18：发电板块发电量及同比增长（主坐标轴单位：亿千瓦时，次坐标轴单位：%）



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

3.3. 电价上浮空间扩大后，有助于发电板块盈利修复

回顾自 2004 年以来电价定价系统经历 5 次政策变动。分别是：

- 1) 2004 年 4 月 16 日规范上网电价的管理，原则上是 国家按照同一水平核定上网电价。
- 2) 2004 年 12 月 15 日推行 联动机制，将上网电价与煤炭价格联动，销售电价与上网电价联动。
- 3) 2015 年 12 月 31 日，将联动机制改为 以一个年度为周期。
- 4) 2019 年 10 月 21 日，取消煤电联动机制，实行“基准价+上下浮动”的定价机制，上浮不超过 10%，下浮不超过 15%。
- 5) 2021 年 10 月 11 日，将标杆上网电价机制调整为 上下浮动不超过 20%。

2021 年 10 月份扩大电价上浮空间，增厚发电企业利润，提高发电意愿。高耗能企业不受上浮 20% 的限制，保持居民、农业用电价格稳定。产业用电预计未来的价格涨幅会更高，但对于日常居民用电的影响可以忽略不计。2021 年煤炭价格涨幅较大，给发电企业带来比较大的成本端压力，该政策动机之一或许考虑到了发电企业的成本问题，在原先的基础上提高了上浮幅度以提高发电意愿，保证能源供给。

表 2：电价体系历史变迁

日期	电价体系变动
2004 年 4 月 16 日	《关于进一步疏导电价矛盾规范电价管理通知》 规范上网电价的管理，原则 <u>国家上按照同一水平核定上网电价</u>
2004 年 12 月 15 日	《关于建立煤电价格联动机制的意见》 <u>上网电价与煤炭价格联动</u> ：煤炭价格指标使用的是电煤综合出矿价格（车板价） <u>销售电价与上网电价联动</u> ：上网电价调整后，按照电网经营企业输配电价保持相对稳定的原则，相应调整电网企业对用户的销售电价。
2015 年 12 月 31 日	《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》 该文件明确煤电价格联动机制电价调整的依据是中国电煤价

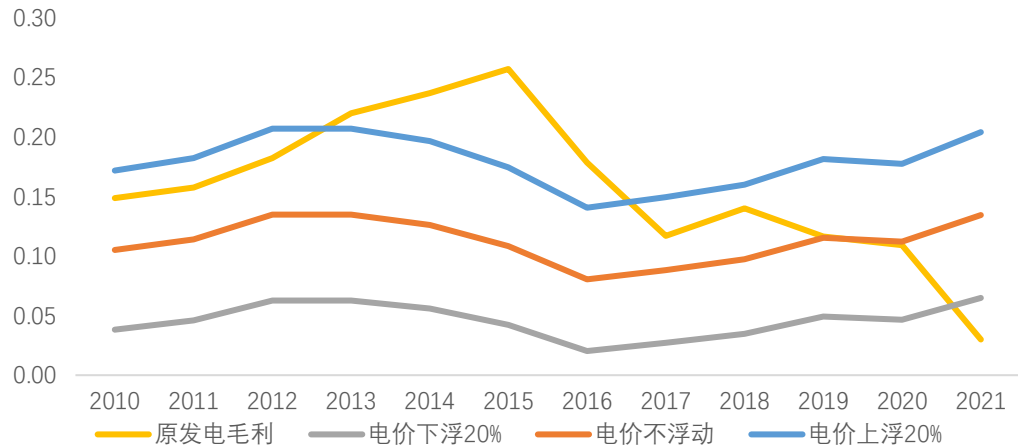
<p>2019年10月21日</p>	<p>格指数，联动机制以<u>一个年度为周期</u>，由国家发展改革委统一部署启动，以省（区、市）为单位组织实施</p> <p>《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》取消了煤电价格联动机制，实行标杆上网电价机制，定价机制为：“<u>基准价+上下浮动</u>”</p>
<p>2021年10月11日</p>	<p>《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》定价方式为：<u>基准价+上下浮动</u></p> <p>改革前：<u>基准价上浮不超过10%，下浮不超过15%</u></p> <p>改革后：<u>上浮不超过20%，下浮不超过20%</u></p>

资料来源：国家发改委，国家能源局，中国政府网，天风证券研究所

盈利测算：

发电板块盈利对电价的弹性： 煤价假设按照 2022 长协中枢区间均值 700 元/吨，不考虑煤价上浮，按照电价（波动区间向下浮动 20%-不浮动-向上浮动 20%）三种情形，测算电力板块度电毛利水平。结论是，电价上浮 20%，度电毛利会增厚 0.06-0.07 元/千瓦时，幅度约为 54-64%。

图 19：度电毛利对电价的弹性 单位：元/千瓦时



资料来源：中国神华年报，国家发改委，天风证券研究所

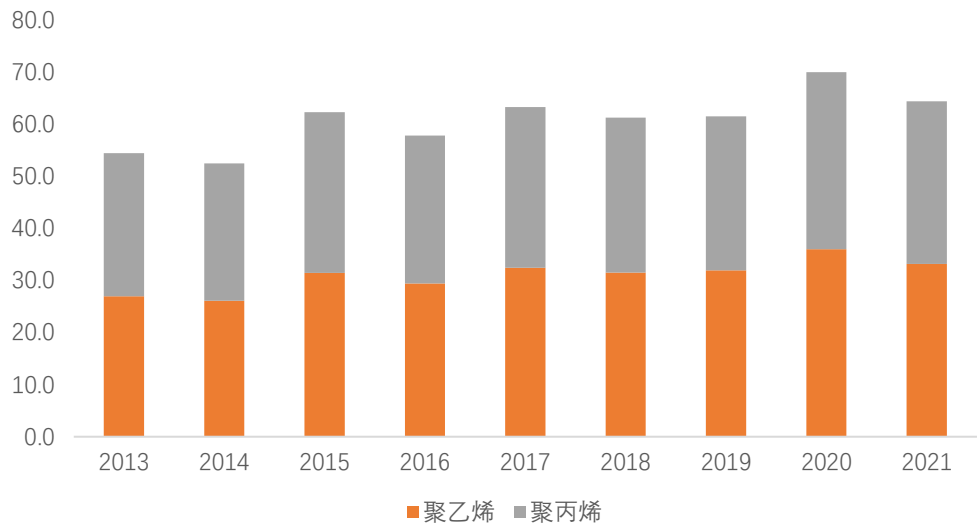
4. 煤化工业务：盈利受煤价和烯烃价差波动影响

4.1. 预计新项目的投产将使产能翻倍

包头煤项目现状：目前的煤化工业务是包头煤制烯烃一期项目，总计产能 **60 万吨/年**，聚乙烯和聚丙烯的**产能各 30 万吨/年**，还有少量副产品，包括工业硫磺、混合碳五、工业丙烷、混合碳四、工业用甲醇等。截止 2021 年，聚乙烯产量达 33.2 万吨，聚丙烯产量达 31.3 万吨，合计 64.45 万吨，**平均生产负荷达到 100%**。

新项目状况：新项目为包头煤制烯烃二期项目，位于内蒙古包头市九原工业园区，在 2017 年 8 月 8 日公布获得内蒙古发改委的核准批文，目前仍在推进项目环评报批工作。预计该项目将为公司带来**煤制烯烃新增产能 75 万吨，其中聚乙烯 35 万吨，聚丙烯 40 万吨。**

图 20：烯烃产量 单位：万吨



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

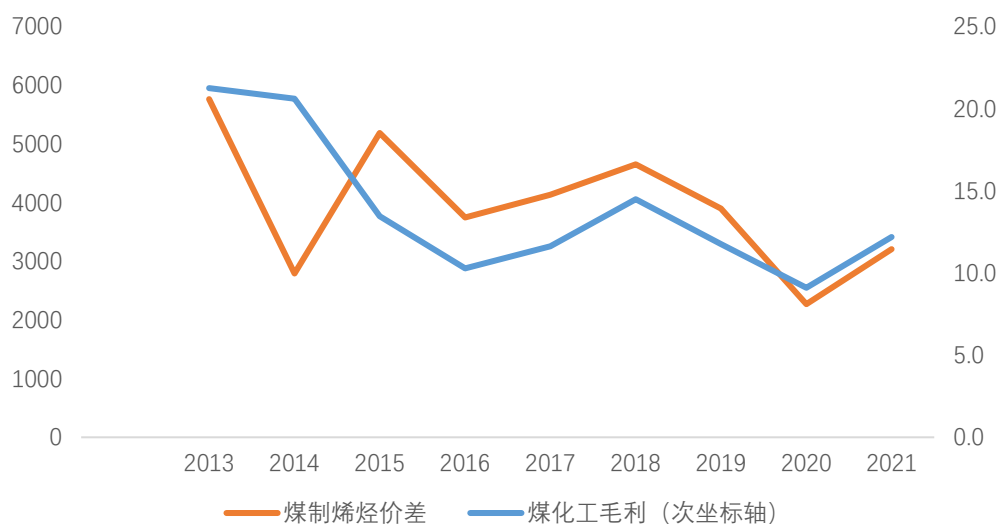
4.2. 煤价提高，价差反弹

煤化工板块利润与煤制烯烃价差正相关。在煤制烯烃价差持续收窄的情况下，2019-2020年的煤化工毛利从 11.8 亿元下降到 9.1 亿元，另一方面原因是国际油价大幅下跌，使得煤制烯烃的成本不具备优势。

2021 年油价反弹，烯烃价格跟随涨价，且 2021 上半年受美国墨西哥湾寒潮影响烯烃价格处于高位。2021 年煤制烯烃差价从 2269 元/吨反弹至 3206 元/吨，公司 2021 年煤化工板块毛利 12.2 亿元，同比增长 34%，大幅超越 2019-2020 年煤化工分部毛利。

展望 2022 年价差：给予供需格局仍偏紧的格局下，煤价难以下跌，预计 2022 年价差仍在下跌趋势。

图 21：煤制烯烃价差分析 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，Wind，天风证券研究所

5. 铁路、港口、航运：物流辅助，盈利稳定为主

5.1. 铁路

公司的主要自有铁路是神朔铁路、朔黄铁路、大准铁路、包神铁路、甘泉铁路、巴准铁路、

准池铁路、黄大铁路。

图 22：主要铁路运营情况



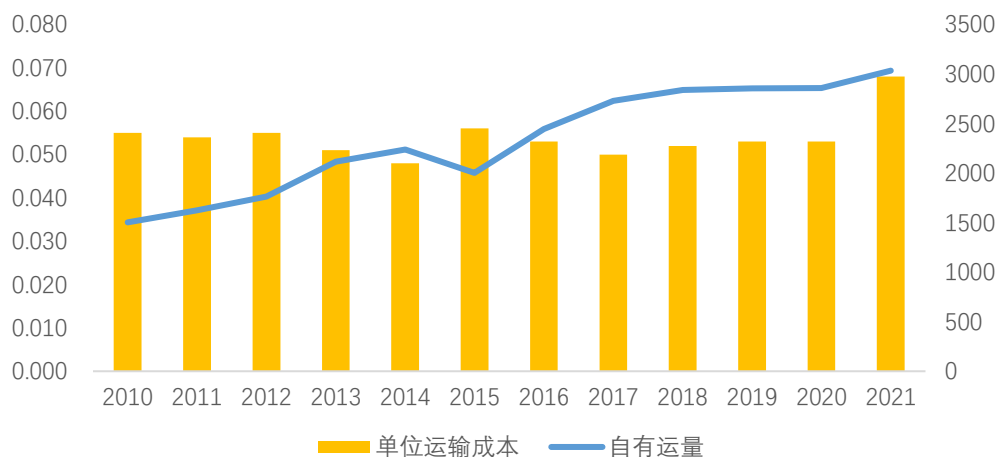
资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

运量最大的铁路为神朔线、朔黄线、大准线。**神朔线**起自大柳塔止于朔州西，与神延铁路接轨。**朔黄线**起自山西省朔州站止于黄骅港口货场，与神朔铁路接轨，全场 598 公里，总投资 150 亿元，是我国投资与建设规模最大的并一次性建成双线电气化的一条合资铁路。**大准线**西至内蒙古鄂尔多斯市准格尔旗薛家湾，东至山西省大同市，全长 264 公里，是我国“八五”计划重点建设项目“准格尔项目一期工程”三大主体工程之一。

截止 2021 年，自有铁路货运周转量为 3034 亿吨公里，占公司总铁路货运周转量 3532 亿吨公里的 86%，其余为国有铁路，运量为 498 亿吨公里。

铁路运量单位成本也比较稳定，在 0.05-0.07 元/吨公里区间；铁路分部毛利率连续稳定在 50%-60%之间。

图 23：铁路运量、成本情况（主坐标轴单位：元/吨公里，次坐标轴单位：亿吨公里）



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

5.2. 港口

自有港口：黄骅港，神华天津煤码头，**2021 年总计装船量为 261.4 百万吨。总计下水煤量为 240.1 百万吨，**占总下水煤量 263.6 百万吨的 **89.18%**。港口分部毛利随运量稳定提升，2021 年，毛利为 32 亿元。

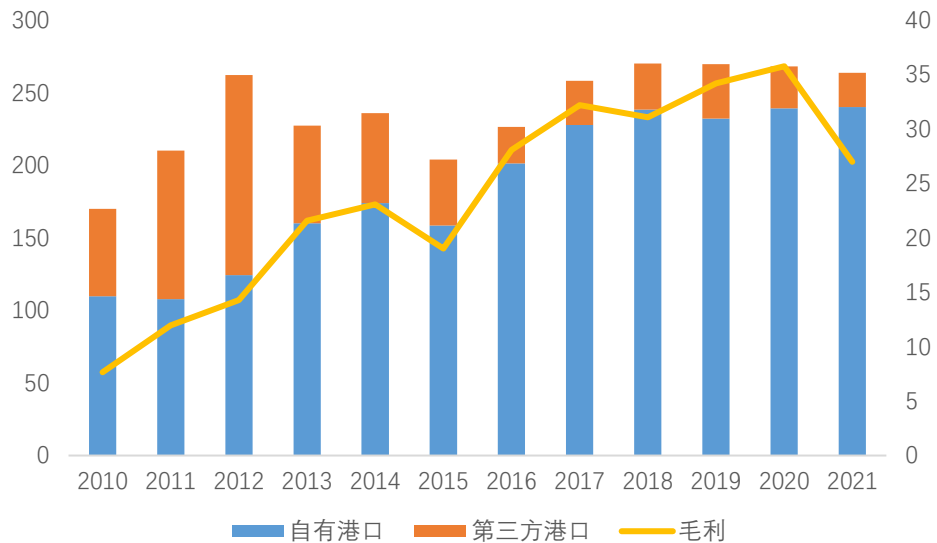
黄骅港位于河北省沧州市，2020 年规划年通过能力超 2.5 亿吨。

神华天津煤码头位于天津港南疆港区东湾，年设计煤炭通过能力为 4500 万吨，经神华天

津煤码头有限公司设计有望达到 8000 万吨。

港口下水煤量稳定提升，单位成本稳定。2010-2020 年，自有港口下水煤量正不断提升，第三方港口下水煤量持续收窄，可调度性更强。

图 24：港口下水煤量及毛利（主坐标轴单位：百万吨，次坐标轴单位：亿元）



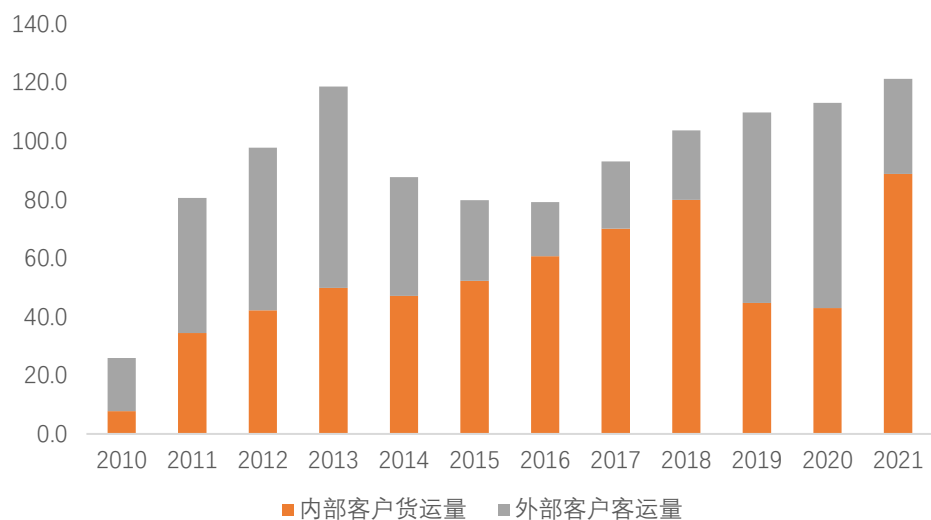
资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

5.3. 航运

公司航运煤炭主要从天津和秦皇岛港运向江苏、上海、浙江、福建、广东等地。截止 2021 年，航运分部总货运量为 121.2 百万吨。航运板块中的运输船中含有**自营船**和**租赁船**，航运成本跟随**国际油价**和**国内沿海航线运价**波动。

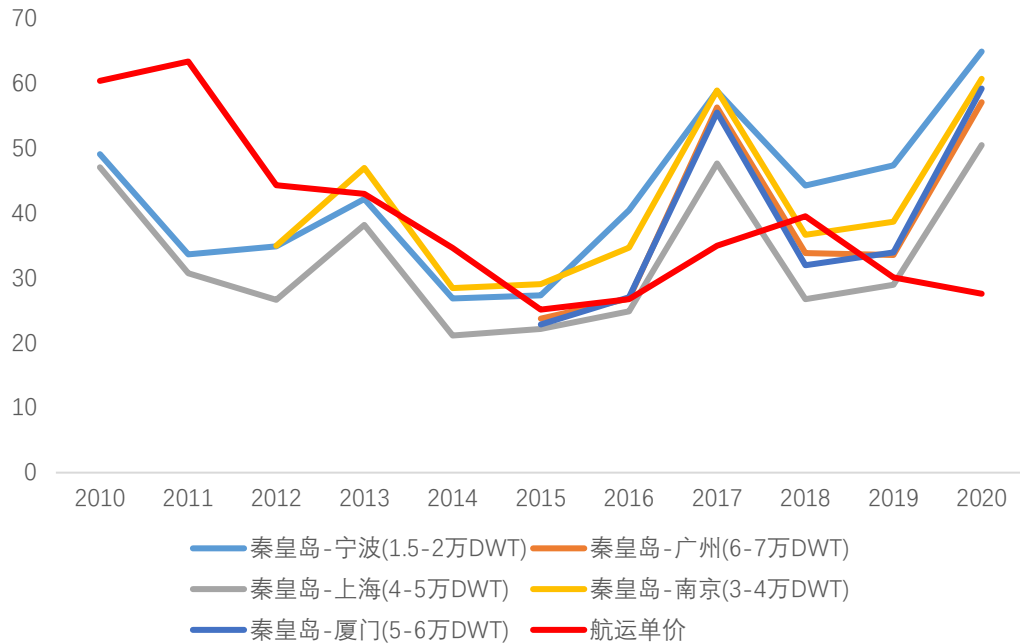
航运单价随着公司主要国内沿海航线运价同向波动。选取国内和公司主相关的沿海航线作为参考，结果呈现正相关关系。

图 25：航运分部运量 单位：百万吨



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

图 26：沿海航线运价及公司航运价格的关系 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，Wind，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 煤价提升、电价空间扩大和资本开支下降提高 ROE，分红收益率

长协基准价从 535 元/吨提升到 675 元/吨，电价向上浮动空间扩大至 20%，以及资本开支的下降预计会给中国神华带来更好的财务状况。

我们预计未来在煤炭供需紧张的格局下，企业 ROE 有一定概率会在 2022 年达到 19.07%，在 2023 年可能达到 21%以上。

煤炭和发电板块较成熟，预计资本开支的减少能为分红带来更多利润留存。目前需要新增资本开支的主要是煤化工业务的**包头煤制烯烃升级示范项目**。但由于神华承担着国内第一大煤炭央企的社会责任，能源保供任务重大，或许后续在煤炭和发电板块会有新增资本开支。

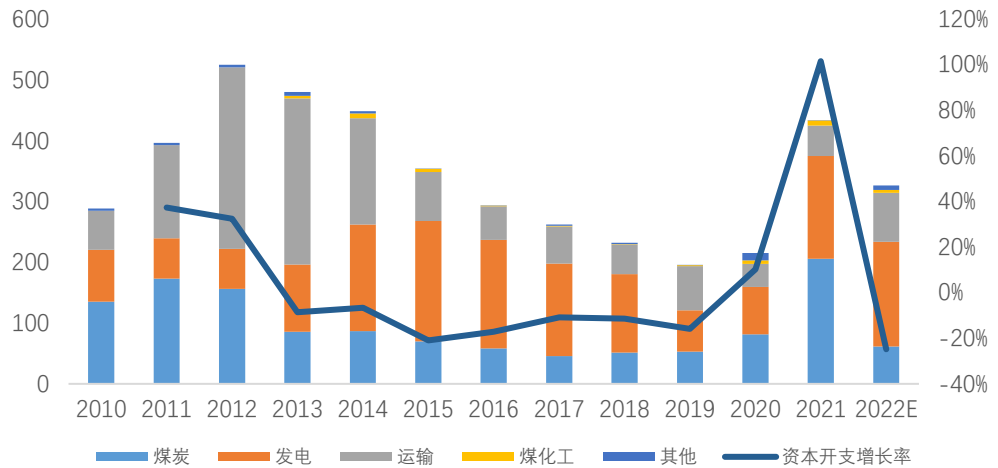
煤炭业务资本开支及预期下降主要是：1) 响应“十三五”期间**淘汰落后产能** 2) 煤炭业务已发展至相对**成熟阶段** 3) 国家对煤价采取**稳价措施**

发电业务资本开支：目前在相对成熟阶段，未来电价上浮空间扩大可能会带来不稳定性。

运输板块资本开支：自有铁路高峰建设期已经结束，目前处于成熟阶段

煤化工业务资本开支：2020 年约 5 亿和 2021 年约 8 亿的资本开支投入于包头煤制烯烃升级示范项目，目的是扩产能。

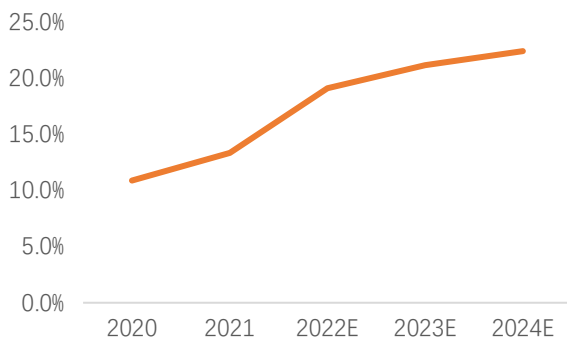
图 27：资本开支结构及总量变化（主坐标轴单位：亿元，次坐标轴单位：%）



资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

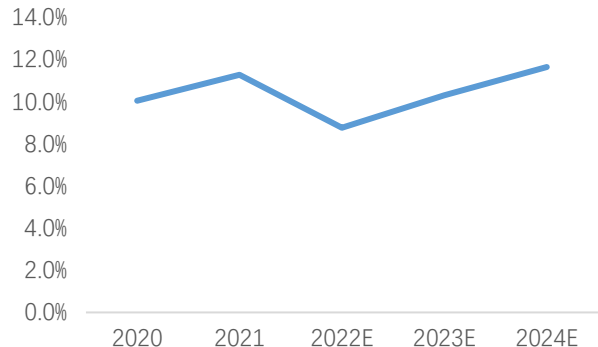
按照我们的盈利预测与 90%的分红比例，预计 2022/2023/2024 年分红金额有望达到 578 亿/662 亿/706 亿，对应分红收益率 9.6%/11%/11.8%。

图 28: ROE %



资料来源：中国神华年报，Wind，天风证券研究所

图 29: 分红收益率 %



资料来源：中国神华年报，Wind，天风证券研究所

6.2. 外购减少、降本增效带来利润增长空间

中国神华作为国内第一大煤炭企业，不仅是最大的煤炭生产企业，同时承担着周边中小型煤矿的整合销售功能，多年来外购煤销售量一致保持 1.6 亿吨上下，占全部销量的 36%。随着全球煤炭市场的供需紧张，煤价普遍大幅上涨，现货价格弹性放大，并一度创出 20 年来新高，目前的价格仍旧是较高的位置。

由于神华作为主力保供煤炭企业，其长协销售比例一致较高，也导致其综合销售价格低于市场，而外购煤采购成本按照坑口现货价格，因此其外购煤毛利率不断下降，2020-2021 年分拆经营模型显示，外购煤毛利率为 -2.2% 与 -5.6%。而自产煤的毛利率基本维持在 45% 上下，外购煤的较大比例导致煤炭板块综合毛利率不足 30%。

根据对未来市场判断，在整个十四五期间，煤炭市场供需紧平衡格局难以有效缓解，煤炭价格将持续上行。按照 2021 年神华年报预测的 2022 年商品煤产销数据，中国神华 2022 年将大幅下调外购煤数量，而且我们推测后期一直到 2025 年，外购煤数量可能都难以提

升。

神华目标是 2022 年外购减少大约 6500 万吨，我们预测 2022-2024 年外购量可能下降到 1.1 亿吨，从而通过降本增效的方式提升煤炭分部综合毛利率。按照经营模型分析，2022-2024 年，通过降低外购煤、减少低利率板块业务，预计煤炭业务板块综合毛利率可能为 35%、35%、34.8%，较 2021 年毛利率 27.6%大幅提升。

表 3：中国神华煤炭业务板块经营分拆模型

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
外购收入：亿元	775.6	732.0	648.3	1169.6	1051.6	1261.9	1388.1
外购量：亿吨	1.6	1.6	1.5	1.7	1.1	1.1	1.1
广义现货价：元	473.0	451.9	432.2	688.0	956.0	1147.2	1261.9
外购成本：亿元	563.2	538.3	487.4	1028.7	931.9	1118.3	1230.1
外购成本：元	343.4	332.3	324.9	605.1	847.2	1016.6	1118.3
外运成本：亿元	188.1	191.1	175.0	206.8	129.5	130.4	130.5
外运成本：元	114.7	118.0	116.7	121.7	117.7	118.5	118.6
外购毛利：亿元	24.3	2.6	-14.1	-65.9	-9.8	13.3	27.5
外购毛利：元	14.8	1.6	-9.4	-38.8	-8.9	12.1	25.0
外购毛利率：%	3.1	0.4	-2.2	-5.6	-0.9	1.1	2.0
自产收入：亿元	1202.0	1163.2	1163.1	1630.2	1968.7	2103.8	2190.0
自产长协量：亿吨	2.2	1.9	1.9	2.1	2.6	2.6	2.6
长协价：元	381.0	392.0	380.0	456.0	530.0	535.0	540.0
自产现货量：亿吨	0.8	0.9	1.0	1.0	0.6	0.6	0.6
广义现货价：元	473.0	451.9	432.2	688.0	956.0	1147.2	1261.9
自产成本：亿元	336.8	336.2	375.5	477.4	537.4	575.0	609.5
自产成本：元	113.4	118.8	128.6	155.5	167.9	179.7	190.5
运输成本：亿元	340.7	333.9	340.6	373.5	376.8	379.2	379.7
运输成本：元	114.7	118.0	116.7	121.7	117.7	118.5	118.6
自产毛利：亿元	524.6	493.1	446.9	779.3	1054.4	1149.6	1200.9
自产毛利：元	176.6	174.2	153.1	253.8	329.5	359.2	375.3
自产毛利率：%	43.6	42.4	38.4	47.8	53.6	54.6	54.8
营业收入：亿元	2051.9	1974.0	1900.3	2926.6	3096.4	3442.8	3656.8
营业成本：亿元	1473.1	1438.8	1406.3	2120.2	2011.9	2237.2	2382.8
毛利：亿元	578.8	535.2	494.0	806.4	1084.5	1205.6	1274.0
毛利率：%	28.2	27.1	26.0	27.6	35.0	35.0	34.8

资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

6.3. 盈利预测

公司的核心收入和利润来源于煤炭业务，2021 年占比达到 70%左右，是影响公司业绩的核心点，而铁路航运等物流板块基于其煤炭产销量的变化，并存在较大的分部间交易，因此基于中国神华的企业特点与分部数据，对公司各板块业务进行详细拆解，并给以下核心假设：

- 1、煤炭自产量相对平稳：**2022-2024 年产量分别为 3.2、3.2、3.2 亿吨。
- 2、煤炭外购量明显下降：**2022-2024 年外购煤销售分别为 1.1、1.1、1.1 亿吨。
- 3、煤炭年长协比例稳步提升：**根据发改委及能源局要求，煤炭企业自有资源的 80%的比例

签订长协，按照自产煤 80%来算，2022-2024 年长协煤数量为 2.6、2.6、2.6 亿吨。

4、煤炭年长协价格稳步抬升：根据年长协公式以及 Q5500 年长协价最高不超过 770 元/吨，2022-2024 年 Q5500 年长协中枢分别为 750、755、760，从而推测神华长协综合分别为 530、535、540。

在以上核心假设之下，我们预计煤炭分部收入 2022-2024 年同比增长 5.8%、11.2%、6.2%，2022-2024 年公司整体收入规模同比增长 5%、10.59%、6%。

表 4：中国神华全板块经营预测模型

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
综合营业收入：亿元	3488.39	3043.04	2928.77	4159.66	4407.87	4866.19	5150.93
煤炭收入：亿元	2051.90	1974.00	1900.30	2926.60	3096.39	3442.81	3656.84
发电收入：亿元	884.50	526.30	494.90	641.20	743.89	843.93	911.65
铁路收入：亿元	391.50	397.20	387.20	407.00	381.50	388.25	386.29
港口收入：亿元	61.20	59.30	63.60	64.40	60.17	60.97	61.33
航运收入：亿元	40.89	32.97	31.12	61.95	65.05	68.30	71.71
煤化工收入：亿元	58.40	53.27	51.65	58.51	60.88	61.93	63.10
分部间抵消收入：亿元	-847.38	-624.33	-596.14	-807.50	-885.75	-971.00	-1020.94
综合营业成本：亿元	2419.61	2075.31	2053.40	3056.19	2984.18	3253.32	3439.69
煤炭成本：亿元	1473.10	1438.80	1406.30	2120.20	2011.91	2237.17	2382.82
发电成本：亿元	684.90	378.80	381.00	591.70	674.24	707.95	740.61
铁路成本：亿元	155.70	162.30	161.80	215.50	167.36	174.12	177.18
港口成本：亿元	30.20	25.10	31.30	32.40	28.96	29.05	30.02
航运成本：亿元	31.79	28.81	27.47	50.06	53.11	55.71	58.49
煤化工成本：亿元	43.92	41.50	45.53	46.33	48.60	49.32	50.57
分部间抵消成本：亿元	-764.34	-546.46	-571.93	-811.67	-803.17	-881.92	-923.91
营业收入：亿元	2641.0	2418.7	2332.6	3352.2	3522.1	3895.2	4130.0
同比：%		-8.42	-3.56	43.71	5.07	10.59	6.03
营业成本：亿元	1655.3	1528.9	1481.5	2244.5	2181.0	2371.4	2515.8
同比：%		-7.6	-3.1	51.5	-2.8	8.7	6.1
毛利：亿元	985.7	889.9	851.2	1107.6	1341.1	1523.8	1614.2
同比：%		-9.7	-4.3	30.1	21.1	13.6	5.9
毛利率：%	37.3	36.8	36.5	33.0	38.1	39.1	39.1
归母净利润：亿元	438.67	432.5	391.7	502.7	641.60	736.04	784.03
EPS：元	2.21	2.17	1.97	2.53	3.23	3.70	3.95

资料来源：中国神华年报，天风证券研究所

基于经营模型分析，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 642 亿、736 亿、784 亿，EPS 分别为 3.23、3.70、3.95 元，同比增长 27.6%、14.7%、6.5%。

6.4. 估值与投资建议

估值方法 1：相对估值（PE）对应 38.76 元

按照 2022 年 4 月 13 日的收盘价，可比公司中煤能源、兖矿能源、陕西煤业等 3 家公司 2022 年平均 PE 为 8.2 倍。我们认为中国神华龙头地位具备估值溢价，且 2022 年煤炭行业估值预期提升，历史 PE 比同行平均高出 3 以上，因此我们认为中国神华合理 PE 水平为 12 倍，对应合理估值 38.76 元。

表 5：中国神华可比公司盈利预测估值表

可比公司	收盘价（元）	PB	EPS（元/股）			PE		
			2020	2021	2022E	2020	2021	2022E
陕西煤业	18.35	2.10	1.54	2.16	2.31	7.08	7.43	7.12
中煤能源	10.16	0.95	0.42	0.45	1.00	11.96	11.27	6.90
兖矿能源	39.90	3.14	1.46	3.34	4.87	7.04	9.31	10.61
平均值	*	2.06	1.14	1.98	2.73	8.69	9.34	8.21
中国神华	32.28	1.61	1.97	2.53	3.23	15.5	12.1	*

资料来源：wind，天风证券研究所

估值方法 2：绝对估值（DDM）对应 46 元

中国神华自上市以来累计分红率达到 49.17%，2021 年公告净利润分红率超过 100%，期末累积未分配利润高达 2604 亿，未来继续保持高分红概率较大，因此采用 DDM 股利贴现模型，预测公司股票合理估值在 46 元/股。

表 6：中国神华 DDM 模型估值预测 46 元/股

DDM 估值			主要假设	
显性预测：百万元	51,272.2	5.6%	无风险利率	3.50%
永续价值：百万元	361,448.2	39.5%	风险溢价	7.00%
权益价值：百万元	914,008.5	45.2%	β 系数	0.91
总股本：百万股	19,868.5		Rm	10.50%
每股权益价值：元	46		Ke	10.50%
当前收盘价：元	32.28		永续增长率	0.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

综合考虑 PE 及 DDM 估值方法，给与公司目标价 42.38 元/股，维持“买入”评级。

7. 风险因素

经济增长不及预期：煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、国内疫情困扰下，存在经济发展不及预期的风险。

房建恢复不及预期：房建市场是煤炭终端主要下游行业，受地产周期下滑及疫情影响，房建市场恢复存在不及预期的风险。

在建产能投放超预期：煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	127,457.00	162,886.00	180,443.38	178,977.37	226,912.23
应收票据及应收账款	11,759.00	13,607.00	16,475.59	14,896.50	19,372.29
预付账款	4,426.00	7,893.00	5,042.05	8,497.71	6,144.59
存货	12,750.00	12,633.00	19,155.02	11,535.32	23,077.73
其他	15,837.00	11,291.00	15,840.52	13,006.48	16,135.96
流动资产合计	172,229.00	208,310.00	236,956.56	226,913.38	291,642.80
长期股权投资	49,492.00	47,644.00	56,444.00	65,244.00	74,044.00
固定资产	219,043.00	238,026.00	229,930.86	219,656.02	207,780.39
在建工程	39,845.00	26,201.00	20,440.70	16,408.49	13,585.94
无形资产	36,126.00	50,908.00	51,624.21	52,190.42	52,606.63
其他	41,712.00	35,963.00	30,224.14	21,193.11	10,953.57
非流动资产合计	386,218.00	398,742.00	388,663.91	374,692.03	358,970.54
资产总计	558,447.00	607,052.00	625,620.47	601,605.42	650,613.33
短期借款	5,043.00	4,248.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付票据及应付账款	28,980.00	35,216.00	38,349.76	35,556.36	46,075.29
其他	30,214.00	45,420.00	72,198.54	43,787.51	71,206.57
流动负债合计	64,237.00	84,884.00	114,548.29	83,343.87	121,281.86
长期借款	50,251.00	49,193.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00
应付债券	3,241.00	3,172.00	3,930.00	3,234.67	3,232.56
其他	10,332.00	17,263.00	13,797.50	13,797.50	14,952.67
非流动负债合计	63,824.00	69,628.00	57,727.50	57,032.17	58,185.22
负债合计	133,317.00	161,376.00	172,275.79	140,376.04	179,467.08
少数股东权益	64,941.00	68,801.00	70,039.04	71,462.47	72,944.53
股本	19,890.00	19,869.00	19,869.00	19,869.00	19,869.00
资本公积	74,765.00	74,667.00	74,667.00	74,667.00	74,667.00
留存收益	257,741.00	271,878.00	278,293.97	285,654.36	293,494.65
其他	7,793.00	10,461.00	10,475.67	9,576.56	10,171.07
股东权益合计	425,130.00	445,676.00	453,344.68	461,229.38	471,146.25
负债和股东权益总计	558,447.00	607,052.00	625,620.47	601,605.42	650,613.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	233,263.00	335,216.00	352,212.39	389,519.51	412,999.30
营业成本	139,023.00	224,452.00	218,101.03	237,139.51	251,577.64
营业税金及附加	10,926.00	16,502.00	15,497.35	17,138.86	18,171.97
营业费用	555.00	581.00	793.48	826.48	840.84
管理费用	18,072.00	9,119.00	14,088.50	15,580.78	16,519.97
研发费用	1,362.00	2,499.00	2,017.02	2,469.62	2,687.50
财务费用	1,188.00	88.00	130.97	(303.35)	(699.31)
资产减值损失	(2,047.00)	(3,853.00)	(2,648.00)	(2,849.33)	(3,116.78)
公允价值变动收益	(134.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,178.00	(885.00)	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(2,350.00)	8,471.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	63,490.00	78,242.00	99,936.05	114,818.29	121,783.91
营业外收入	439.00	380.00	440.33	419.78	413.37
营业外支出	1,267.00	1,247.00	973.67	1,162.56	1,127.74
利润总额	62,662.00	77,375.00	99,402.71	114,075.51	121,069.54
所得税	15,397.00	18,016.00	22,862.62	26,237.37	27,845.99
净利润	47,265.00	59,359.00	76,540.09	87,838.14	93,223.55
少数股东损益	8,095.00	9,090.00	12,380.37	14,234.30	14,820.61
归属于母公司净利润	39,170.00	50,269.00	64,159.72	73,603.84	78,402.94
每股收益(元)	1.97	2.53	3.23	3.70	3.95

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-3.56%	43.71%	5.07%	10.59%	6.03%
营业利润	-4.71%	23.24%	27.73%	14.89%	6.07%
归属于母公司净利润	-9.43%	28.34%	27.63%	14.72%	6.52%
获利能力					
毛利率	40.40%	33.04%	38.08%	39.12%	39.09%
净利率	16.79%	15.00%	18.22%	18.90%	18.98%
ROE	10.87%	13.34%	16.74%	18.88%	19.69%
ROIC	15.22%	18.82%	24.80%	30.46%	31.22%
偿债能力					
资产负债率	23.87%	26.58%	27.54%	23.33%	27.58%
净负债率	-15.10%	-22.21%	-27.72%	-27.20%	-36.69%
流动比率	2.48	2.27	2.07	2.72	2.40
速动比率	2.29	2.13	1.90	2.58	2.21
营运能力					
应收账款周转率	21.02	26.43	23.42	24.83	24.10
存货周转率	18.81	26.41	22.16	25.38	23.86
总资产周转率	0.42	0.58	0.57	0.63	0.66
每股指标(元)					
每股收益	1.97	2.53	3.23	3.70	3.95
每股经营现金流	4.09	4.76	5.21	4.39	6.94
每股净资产	18.13	18.97	19.29	19.62	20.04
估值比率					
市盈率	15.70	12.23	9.58	8.35	7.84
市净率	1.71	1.63	1.60	1.58	1.54
EV/EBITDA	3.61	3.65	4.15	3.73	3.25
EV/EBIT	4.58	4.49	5.00	4.41	3.82

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com