

# 中国神华 (601088.SH)

产运销协同一体，高长协高股息价值重塑

增持

## 核心观点

**全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司。**中国神华是国家能源集团旗下以煤炭为基础的综合能源上市公司，主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，形成煤炭“生产—运输（铁路、港口、航运）—转化（发电及煤化工）”一体化运营模式，其煤炭开采、安全生产技术处于国际先进水平，清洁燃煤发电、重载铁路运输等技术处于国内领先水平。

**煤炭：行业龙头，资源丰富，产能先进。**公司煤炭资源储量（329.0亿吨）和可采储量（138.9亿吨）均居板块第一；资源优质（主力煤矿生产优质环保动力煤）；总产能3.6亿吨/年，煤矿平均年产量超千万吨，生产成本低于大多数煤炭企业。

**电力：装机以煤电为主，电厂分布临近终端。**公司主要控制并运营大容量、高参数的清洁燃煤机组，截止2022年底，公司发电机组装机容量为4030万千瓦，在建、已核准但尚未开建的装机容量约1000万千瓦。公司电厂分布临近消费终端，电价较高，电力需求较好，发电效率高于全国平均水平。

**运输：铁路、港口、航运规模化一体化。**公司拥有10条铁路运线、3家港务公司、40艘货船组成的大规模一体化运输体系，保障公司煤炭的采购和销售，将市场上煤炭的供应和需求进行有效匹配，近年来营收呈增长态势。此外，运输板块盈利水平较高，2023H1运输营收占比约4.5%，但毛利占比达16.6%。

**投资价值分析：煤电一体低波动，稳健分红高回报。**煤电一体化运营，可以降低煤价波动所带来的风险，促进煤炭和电力企业由周期波动趋于稳健。由于长协煤占比较高，中国神华煤价波动仅为市场煤价波动的36%。公司历史股息率居煤炭行业前列，通过高分红承诺稳定分红预期。

**盈利预测与估值：预计23-25年收入分别为3471.8/3565.1/3652.5亿元，归属母公司净利润603.5/624.6/638.5亿元，每股收益23-25年分别为3.0/3.1/3.2元。**我们认为公司合理估值区间在33.2-34.6元之间，相对于公司11月10日收盘价有6.8%-11.3%溢价空间。考虑公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，资源丰富、产能先进，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期、公司分红率不及预期。**

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,216	344,533	347,176	356,505	365,251
(+/-%)	43.7%	2.8%	0.8%	2.7%	2.5%
净利润(百万元)	50269	69626	60353	62463	63852
(+/-%)	28.3%	38.5%	-13.3%	3.5%	2.2%
每股收益(元)	2.53	3.50	3.04	3.14	3.21
EBIT Margin	24.5%	29.2%	27.2%	27.5%	27.4%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	17.7%	14.7%	14.5%	14.2%
市盈率 (PE)	11.8	8.5	9.8	9.5	9.3
EV/EBITDA	7.4	6.2	6.6	6.5	6.4
市净率 (PB)	1.57	1.50	1.44	1.37	1.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

### 煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

证券分析师：胡瑞阳

0755-81982908

huruiyang@guosen.com.cn

S0980523060002

### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	33.20 - 34.60元
收盘价	31.10元
总市值/流通市值	617911/617911百万元
52周最高价/最低价	32.56/26.76元
近3个月日均成交额	591.97百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>公司概况：一体化运营，优势显著</b>	<b>5</b>
全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司	5
享受周期红利，量价齐升推动业绩增长	7
公司高长协比例平抑周期波动，高分红回报股东	9
<b>煤炭板块：行业龙头，资源丰富，产能先进</b>	<b>11</b>
煤炭储量丰富，主力煤矿产优质环保动力煤	11
成本低于大多煤炭企业	14
<b>电力板块：装机以煤电为主，电厂分布临近终端</b>	<b>15</b>
装机以煤电为主，大力发展新机组和新能源	15
发电量持续增长，利用小时高于行业平均水平	16
<b>运输板块：铁路、港口、航运规模化一体化</b>	<b>17</b>
<b>煤化工板块：一期平稳运行，二期已开工建设</b>	<b>19</b>
<b>投资价值分析：煤电一体低波动，稳健分红高回报</b>	<b>20</b>
煤电一体，熨平周期	20
公司煤价波动仅为市场煤价波动的 36%	24
公司历史股息率居煤炭行业前列，分红承诺稳定预期	25
历史股价复盘，股价波动向上	26
<b>盈利预测</b>	<b>27</b>
假设前提	27
盈利预测的敏感性分析	29
<b>估值与投资建议</b>	<b>30</b>
相对估值	30
投资建议	31
<b>风险提示</b>	<b>32</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 中国神华发展历程	5
图 2: 2023H1 公司股权结构图	7
图 3: 2023H1 公司各业务板块营收占比	7
图 4: 运输板块衔接供给侧和需求侧, 推进公司产运销一体化	7
图 5: 2020 年以来煤价中枢上移 (元/吨)	8
图 6: 2020 年以来海外煤价冲高回落 (美元/吨)	8
图 7: 公司营业收入及构成 (亿元)	8
图 8: 公司分板块毛利率情况 (%)	8
图 9: 公司毛利及构成 (亿元)	9
图 10: 公司各业务板块毛利占比变化	9
图 11: 2022 年以来中国神华显著跑赢沪深 300	9
图 12: 公司长协煤占比呈上升趋势	10
图 13: 2018 年以来分红逐步增长	10
图 14: 2018 年以来公司股利支付率维持高位	10
图 15: 2016 年以来公司商品煤产量及同比 (百万吨)	14
图 16: 2016 年以来公司煤炭销量及同比 (百万吨)	14
图 17: 公司自产煤单位生产成本 (元/吨)	14
图 18: 2022 年公司与其他公司自产煤单位生产成本 (元/吨)	14
图 19: 自 2021 年起公司供电煤耗低于全国平均 (gce/kWh)	15
图 20: 2016 年-2022 年公司装机容量 (兆瓦)	15
图 21: 公司总发电量及同比 (亿千瓦时, %)	17
图 22: 公司燃煤发电平均利用小时数 (小时)	17
图 23: 2016 年-2022 年公司自有铁路运输周转量及同比 (十亿吨公里, %)	18
图 24: 公司航运货运量及同比 (百万吨, %)	19
图 25: 公司航运周转量及同比 (百万吨, %)	19
图 26: 聚乙烯、聚丙烯销量 (万吨)	19
图 27: 聚乙烯、聚丙烯单位生产成本 (元/吨)	19
图 28: 动力煤与火电板块归母净利润 (亿元)	20
图 29: 动力煤、火电板块归母净利润之和与煤炭产量呈现正相关	21
图 30: 高煤价下公司业绩占板块比例高, 低煤价下公司业绩超过板块	21
图 31: 公司长协煤占比变化	22
图 32: 2021 年以来, 长协煤炭价格处于上涨趋势中 (元/吨)	23
图 33: 公司煤价与港口煤价相关性分析图 (元/吨)	24
图 34: 2010 年-2022 年煤炭公司平均股息率比较 (%)	25
图 35: 2007 年-2022 年公司股利支付率显著提升	25
图 36: 中国定期存款利率趋势	26
图 37: 2014 年以来, 中国神华股价走势 (不复权)	26

图 38: 2014 年以来, 中国神华股价走势 (前复权) .....	27
图 39: 长江电力和中国神华 PE (TTM) 比较 .....	31
图 40: 长江电力和中国神华股息率对比 .....	31
表 1: 截至 2023 年上半年, 公司煤炭资源情况 (亿吨) .....	11
表 2: 主要矿区生产的商品煤特征 .....	11
表 3: 截至 2022 年底, 公司储量居板块第一 (亿吨) .....	12
表 4: 神东矿区主要煤质参数 .....	12
表 5: 公司煤矿明细 (万吨/年) .....	13
表 6: 公司发电电源种类及装机容量 (兆瓦) 变化 .....	15
表 7: 公司电厂明细 .....	16
表 8: 公司铁路资产明细 .....	18
表 9: 主要港口和地区煤炭长协价格 (元/吨) .....	22
表 10: 煤炭长协煤和现货煤销售比例与价格 .....	23
表 11: 截至 2022 年末, 公司在建、已核准但尚未开建的主要发电机组情况 .....	24
表 12: 公司煤价与港口煤价相关性分析数据 (元/吨) .....	24
表 13: 中国神华业务拆分 .....	28
表 14: 未来 3 年盈利预测表 .....	29
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	30
表 16: 同类公司估值比较 .....	31
表 17: 长江电力和中国神华承诺分红率比较 .....	31

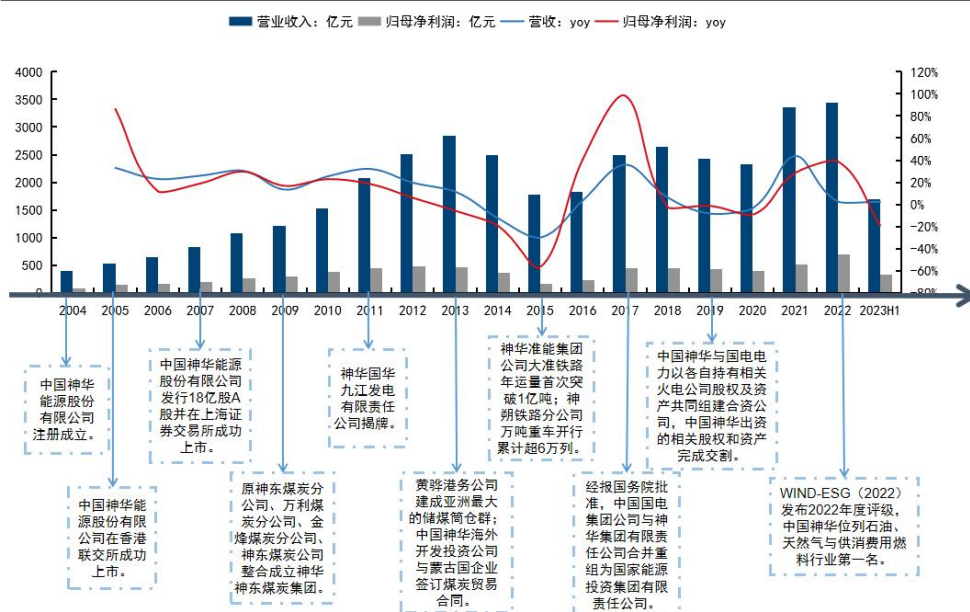
## 公司概况：一体化运营，优势显著

### 全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司

中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，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、煤化工和新能源产业，实现跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营。截至 2023 年上半年，公司资产规模 6628 亿元，职工总数 8.2 万人。

中国神华能源股份有限公司（简称中国神华或公司）成立于 2004 年 11 月 8 日，是国家能源投资集团有限责任公司（简称国家能源集团）旗下 A+H 股上市公司，H 股和 A 股股票分别于 2005 年 6 月 15 日、2007 年 10 月 9 日在香港联交所、上海证交所上市。公司以煤炭产品为基础，形成煤炭“生产—运输（铁路、港口、航运）—转化（发电及煤化工）”一体化运营模式，具有链条完整、协同高效、安全稳定、低成本运营等优势。公司的煤炭开采、安全生产技术处于国际先进水平，清洁燃煤发电、重载铁路运输等技术处于国内领先水平。截至 2023 年上半年，公司资产规模 6628 亿元，职工总数 8.2 万人。国家能源投资集团有限责任公司是国务院国有资产监督管理委员会 100% 控股的大型能源集团，持有中国神华 69.52% 的股份。

图1：中国神华发展历程



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

中国神华主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，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、煤化工和新能源产业，实现跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营。

#### （1）煤炭产业

作为中国煤炭行业龙头，公司煤矿资源丰富、产能先进，煤炭产业也是公司营收和利润的主要来源。2022 年公司煤炭产量 3.1 亿吨，约占全国 7%；建成国内首个 2 亿吨煤炭生产基地，采掘机械化率达到 100%；建成千万吨级矿井群。同时公司推进绿色矿山、智能矿山建设，研发应用智能开采工作面、矿用卡车无人驾驶、矿用机器人、智能一体化应用平台等关键核心技术，各项生产、技术、质量、能耗、环保等指标均达到世界先进水平，安全高效矿井覆盖率 100%，20 处煤矿入选国家级省级绿色矿山名录，绿色矿山产能全国领先，被煤炭工业协会授予

2020-2021 年度“煤炭工业节能减排先进企业”称号。

## （2）电力产业

**电力产业是公司的第二大产业。**截止 2023 年 6 月底，公司对外商业运营的发电机组总装机容量 4035 万千瓦。其中燃煤发电 3916 万千瓦、燃气发电 95 万千瓦、水电 12.5 万千瓦、新能源 19 万千瓦。公司积极推动绿色低碳清洁发展，燃煤发电机组 100%实现脱硫脱硝，常规煤电机组 100%实现超低排放。

## （3）新能源产业

为助力“双碳”目标实现，积极推进新能源发展，在新能源项目开发和投资产业基金上双力齐发，截至 2023 年上半年，公司已投运新能源发电项目 50 个，装机容量合计 177.7 兆瓦，其中对外商业运营的光伏发电装机容量合计 114 兆瓦。此外，公司出资 60 亿元参与设立国能新能源产业投资基金、国能绿色低碳发展投资基金，将带动近 1000 万千瓦风电、光伏项目落地。

## （4）煤化工产业

公司包头煤制烯烃项目是国家战略重点工程，也是世界首套煤基甲醇制烯烃工业化示范工程，生产能力 60 万吨/年，主要产品为聚乙烯、聚丙烯及少量副产品。公司已成功研制生产口罩、防护服等医用防护用品原料——聚丙烯 S2040 高熔融指数纺丝料，并通过国标检测、欧盟 RoHS 检测和美国 FDA 检测。

## （5）铁路产业

公司铁路总营业里程 2408 公里，铁路运量 4.7 亿吨，可支配机车 800 余台，自备铁路货车 5 万余辆，是中国第二大铁路运营商。公司致力推进铁路建设运营信息化智能化，联合研制全球最大功率神 24 电力机车，建成国内铁路行业首条智能运维整备线，成功开行全球首列基于 LTE 宽带移动通信技术的 2.5 万吨重载列车，试运行国内首台大功率氢能源调车机车，智能驾驶“3+0”万吨重载列车填补国内空白。

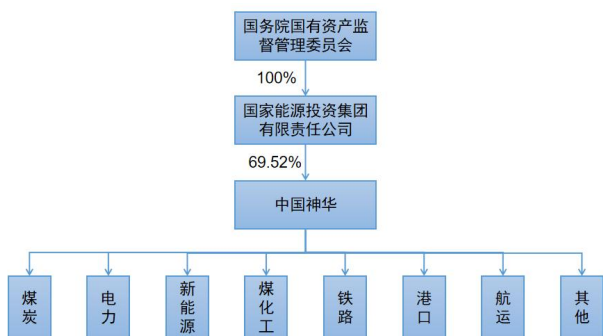
## （6）港口产业

公司拥有黄骅港务、天津港务和珠海港务 3 家专业公司，设计吞吐能力 2.7 亿吨/年。其中黄骅港是我国西煤东运、北煤南运第二大通道的重要出海口，在煤炭码头抑尘技术应用和煤炭装船智能化控制方面国内领先，劳动生产率、人均利润居国内港口第一位，是全国首家获评五星级“中国绿色港口”及“中华环境优秀奖”的专业化干散货港口。

## （7）航运产业

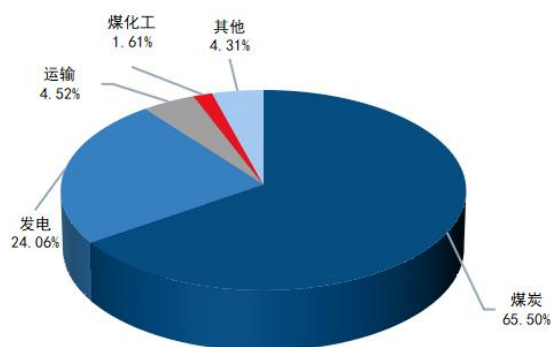
公司拥有货船 40 艘，载重规模 218 万载重吨、年运能 5500 万吨。自有船舶实现岸电设施全覆盖。航线覆盖黄骅、天津、秦皇岛等国内沿海、沿江主要港口，船队规模、经营效益等在全国航运企业中排名前列。

图2：2023H1 公司股权结构图



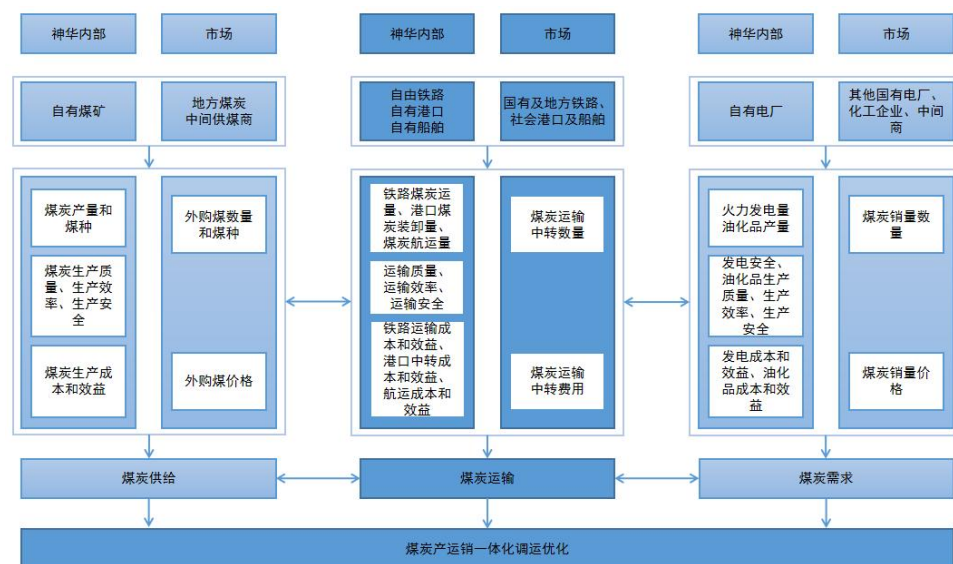
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图3：2023H1 公司各业务板块营收占比



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图4：运输板块衔接供给侧和需求侧，推进公司产运销一体化

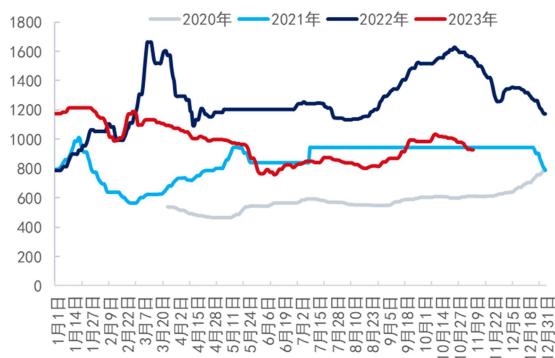


资料来源：马俊，《神华纵向一体化运营模式的现状与未来》，煤炭经济研究，2016，36（1）：40-46，国信证券经济研究所整理

## 享受周期红利，量价齐升推动业绩增长

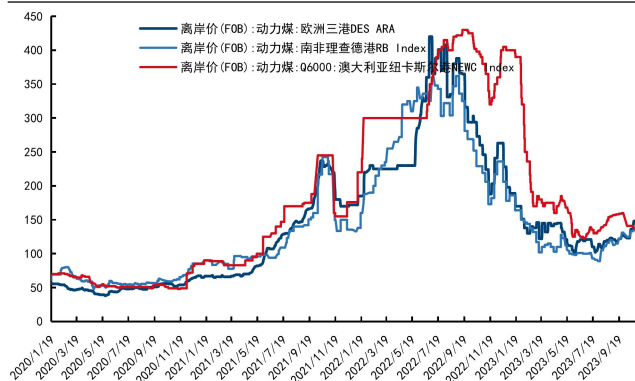
**煤价中枢显著上移，煤炭营收贡献突出。**2020 年疫情暴发，上半年需求低迷，5 月秦皇岛港口 5500K 煤价最低至 464 元/吨。随着国内疫情逐步控制，国内外需求好转拉动力源价格上涨，而产能释放相对滞后，煤炭供需紧张。2021 年，动力煤价格最高上涨至 2000 元/吨左右。2022 年，受俄乌冲突、海外能源危机等影响，港口煤炭价格维持 1200 元/吨以上。2023 年，随着能源危机缓解，海外进口煤增长，国内煤炭增产保供逐步落地，煤价有所回落，但安全生产形势依然严峻，煤炭价格仍维持高位。

图5: 2020 年以来煤价中枢上移 (元/吨)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 2020 年以来海外煤价冲高回落 (美元/吨)



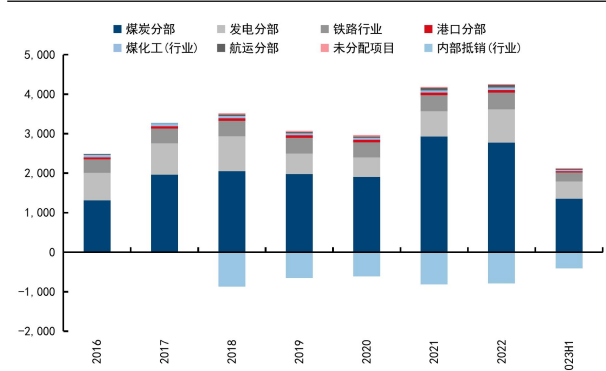
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

**享受周期红利, 公司营收稳步增长。**自 2016 年供给侧改革以来, 我国煤炭淘汰落后产能使得供给减少, 先进产能供给扩张, 产能向晋陕蒙新集中。从 2016 年开始, 公司营业收入稳步上升, 从 2016 年的 1831.3 亿元上升至 2022 年 3445.3 亿元。其中 2019 年营业收入同比下降主要因为公司与国电电力以各自持有的相关火电公司股权及资产共同组建合资公司, 所涉及电厂的资产负债及 2019 年 1 月 31 日后的损益不再纳入公司合并财务报表范围。2022 年公司实现营业收入 3445.33 亿元, 同比增长 2.6%。**2023 年上半年**, 公司实现营业收入 1694.42 亿元, 同比增长 2.3%; 归母净利润 332.79 亿元, 同比下降 19.2%。

毛利方面, 受疫情影响, 2020 年毛利润相较 2019 年有所下滑, 2021 年恢复, 毛利达到 1107.6 亿元。2022 年, 公司实现毛利润 1344.7 亿元, 同比增长 21.4%。2023 年上半年, 受煤价下降影响, 公司实现毛利润 607.8 亿元, 同比下降 9.87%。

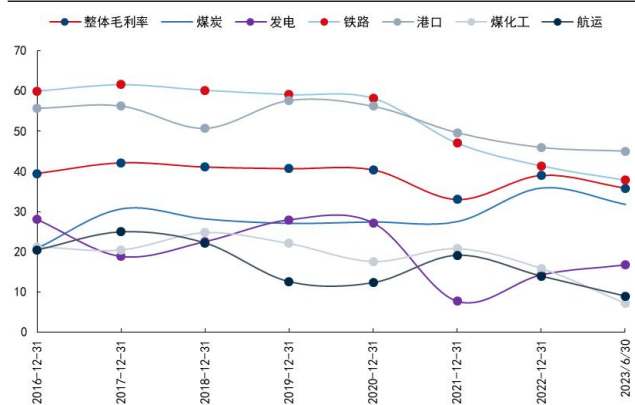
毛利率方面, 2016 年供给侧改革以来, 公司整体毛利率水平维持在 40%左右, 保持平稳。从公司各板块毛利率水平来看, 港口、铁路板块处于较高水平, 但近两年有所下降; 煤炭板块毛利率自 2016 年后有所增长, 2022 年达到 35.9%; 发电板块毛利率整体变动趋势与煤炭板块相反, 近两年来有明显下降, 主要原因在于燃煤采购价格的大幅波动; 煤炭价格上涨同样影响煤化工板块毛利率, 2022 年煤化工板块毛利率有较大幅度下降; 航运板块毛利率相对较低, 波动较大。2023 上半年, 除了发电业务毛利率上升外, 其他板块毛利率都略有下降。

图7: 公司营业收入及构成 (亿元)



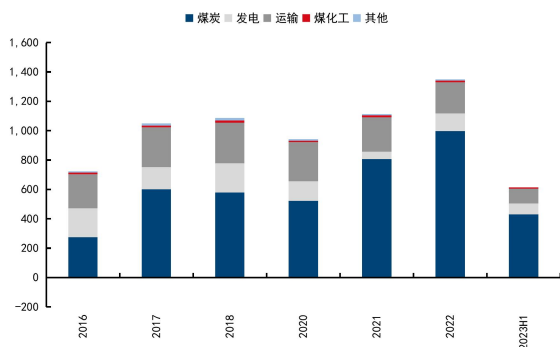
资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司分板块毛利率情况 (%)



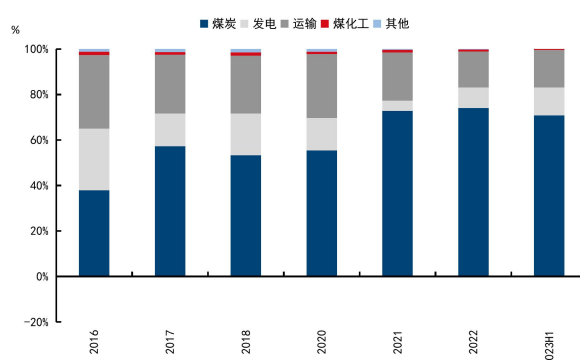
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9：公司毛利及构成（亿元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：公司各业务板块毛利占比变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

**稳定的盈利能力及较高的分红水平支撑公司股价稳中有升。**2019年初，公司股价12.11元，2022年9月6日创下上市以来新高30.18元，2023年10月18日再创新高31.60元。疫情影响下，中国神华股价在2020年一季度触底，主要因为当时秦皇岛港口煤价最低至464元/吨。随着国内疫情逐步控制，国内外需求拉动能源价格上涨，产能释放相对滞后，公司股价波动上涨。2022年受俄乌冲突、海外能源危机等影响，能源价格维持高位，公司股价于当年创下新高。2023年煤炭价格维持高位，公司股价于2023年10月18日再创新高。截至2023年11月10日，中国神华收盘价为31.10元。（注：此处股价为前复权股价）

图11：2022年以来中国神华显著跑赢沪深300

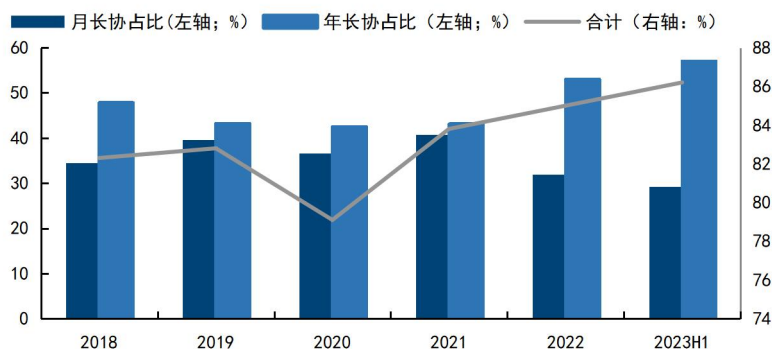


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### 公司高长协比例平抑周期波动，高分红回报股东

**公司承担保供任务，长协比例逐步提升，同时产量增长、以量补价有助于业绩稳定。**公司2021年、2022年煤炭平均售价分别为588、644元/吨，远低于市场煤价格。根据政府相关部门要求，山西、陕西、蒙西中长期煤炭价格(Q5500)分别执行570、520、460元/吨。2022年，公司长协煤销量3.55亿吨（占比85%），年度长协销量2.21亿吨（占比53%），长协占比较高。

图12: 公司长协煤占比呈上升趋势



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

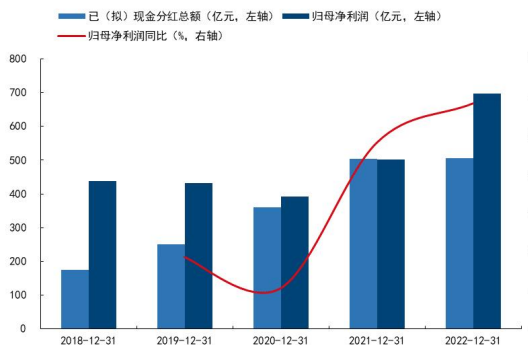
**高分红回馈投资者彰显公司价值。**公司提出, 为贯彻实施《中华人民共和国证券法》, 加强投资者合法权益保护, 回应投资者特别是中小投资者的诉求, 经本公司2022年第一次临时股东大会批准, 在符合《公司章程》规定的情形下, 本公司2022-2024年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东净利润的60%。

**供给侧改革以来, 公司利润稳定, 股利支付率维持高位。**2021年, 公司归母净利润502.7亿元, 现金分红总额504.7亿元, 分红率100.4%。2022年, 公司归母净利润696.3亿元, 同比增长39%; 公司向股东每10股分派现金股利25.5元(含税), 共计506.6亿元, 占当年合并报表实现的归属于公司股东净利润的72.8%。

**控股股东增持增强市场信心。**2023年10月19日, 公司发布《关于控股股东增持公司股份计划的公告》。根据该公告, 公司控股股东国家能源集团公司计划在未来12个月内, 通过其全资子公司资本控股, 以上海证券交易所允许的方式增持本公司A股股份; 拟增持股份的金额不低于人民币5亿元, 不超过人民币6亿元; 拟增持股份的价格区间不超过人民币33.10元/股。

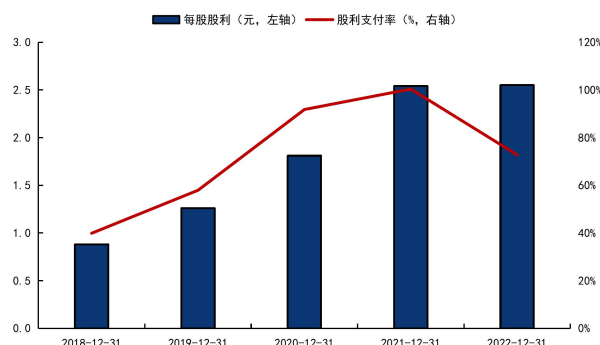
**集团资产的注入将增强公司煤炭资源接续能力。**2023年4月29日, 公司启动收购国家能源集团部分资产工作, 收购资产包括大雁矿业(拥有2处生产煤矿, 为雁南矿和扎尼河露天矿; 煤炭生产能力1070万吨/年; 可采储量4.1亿吨)和杭锦能源(拥有1处在建煤矿, 为塔然高勒煤矿项目; 在建产能规模1000万吨/年; 可采储量9.2亿吨)。

图13: 2018年以来分红逐步增长



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 2018年以来公司股利支付率维持高位



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

## 煤炭板块：行业龙头，资源丰富，产能先进

**煤炭：行业龙头，资源丰富，产能先进。**公司资源储量（329.0 亿吨）和可采储量（138.9 亿吨）均居板块第一；资源优质（主力煤矿生产优质环保动力煤）；产能 3.6 亿吨/年，煤矿平均年产量超千万吨，生产成本低于大多数煤炭企业。

### 煤炭储量丰富，主力煤矿产优质环保动力煤

**煤炭储量丰富。**公司拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区及宝日希勒矿区等优质煤炭资源，以长焰煤、褐煤为主。截止于 2023 年 6 月 30 日，中国标准下公司的煤炭保有资源量为 327.4 亿吨，比 2022 年底减少 1.6 亿吨；煤炭保有可采储量为 135.3 亿吨，比 2022 年底减少 3.6 亿吨；煤炭可售储量为 56.4 亿吨，比 2022 年底减少 2.1 亿吨；煤炭证实储量为 31.4 亿吨，比 2022 年底减少 0.4 亿吨。JORC 标准下公司的煤炭可售储量为 96.4 亿吨，比 2022 年底减少 1.6 亿吨。

截至 2023 上半年，内蒙古台格庙北区新街一井、二井签订矿业权出让收益合同，新街一井环评报告取得国家生态环境部批复；神东矿区上湾煤矿、补连塔煤矿扩大区资源获取工作有序推进，签订矿业权出让收益分期缴纳合同；李家壕煤矿生产能力由 600 万吨/年核增至 800 万吨/年，通过国家矿山安全监察局现场核验。

2023 年上半年，公司煤炭勘探支出（可行性研究结束之前发生的、与煤炭资源勘探和评价有关的支出）0.8 亿元；煤矿开发和开采相关的资本性支出 75.8 亿元（2022 年上半年：9.7 亿元），主要用于缴纳矿业权出让收益。

表1：截至 2023 年上半年，公司煤炭资源情况（亿吨）

矿区	保有资源量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	可信储量 (中国标准)	证实储量 (中国标准)	煤炭可售储量 (JORC 标准)
神东矿区	150.6	85.1	39.4	17.2	64.5
准格尔矿区	36.2	28.7	7.3	12.0	20.9
胜利矿区	19.3	12.9	5.2	0.2	2.3
宝日希勒矿区	12.9	8.3	4.5	1.9	8.5
包头矿区	0.4	0.3	0.0	0.1	0.2
新街矿区	108.0	/	/	/	/
合计	327.4	135.3	56.4	31.4	96.4

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：可售储量、证实储量依据《固体矿产资源储量分类》（GB/T 17766-2020）统计

表2：主要矿区生产的商品煤特征

序号	矿区	主要煤种	主要商品煤的发热量（千卡/千克）	硫分（%）	灰分（%）
1	神东矿区	长焰煤/不粘煤	4,828-5,873	0.2-0.6	7-21
2	准格尔矿区	长焰煤	4,498-4,726	0.4-0.7	26-30
3	胜利矿区	褐煤	2,921	1	27
4	宝日希勒矿区	褐煤	3,587	0.2	14
5	包头矿区	长焰煤/不粘煤	4,033-4,510	0.5-0.6	12-19

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；

注：受赋存条件、生产工艺等影响，各矿区煤矿生产的主要商品煤的平均发热量、硫分、灰分数值与矿区个别煤矿生产的商品煤或公司最终销售的商品煤的特征可能存在不一致

表3: 截至 2022 年底, 公司储量居板块第一 (亿吨)

序号	名称	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)
1	中国神华	329.0	138.9
2	中煤能源	268.6	140.0
3	陕西煤业	183.7	106.1
4	兖矿能源	142.0	29.0
5	新集能源	44.2	18.6
6	晋控煤业	41.7	19.2
7	永泰能源	38.6	25.5
8	华阳股份	32.3	15.1
9	平煤股份	29.6	16.4
10	冀中能源	29.3	6.2
11	潞安环能	23.3	9.0
12	山煤国际	21.6	8.3
13	兰花科创	17.3	7.7
14	甘肃能化	12.5	7.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**矿产资源优质, 主力煤矿生产优质环保动力煤。**神东矿区是公司主力煤矿, 占公司国内产能的 50%左右。该矿区煤层赋存条件较好, 属低瓦斯、低硫、低灰煤层, 煤种以不粘煤为主, 是优质的环保动力煤。**华北、华东、华南地区的电厂等主要的煤炭用户利用神华的低灰低硫煤可以实现电厂的超低排放。**已投产的按照“神华煤”设计的电厂有华能北京热电厂、华能杨柳青电厂、华能上海石洞口二电厂、上海吴泾热电厂、华能太仓电厂、浙江嘉兴电厂、江苏扬州第二发电厂、上海外高桥电厂、江苏扬州二电厂、福建后石电厂、华能汕头电厂、广东沙角 C 电厂、广东珠海电厂、广州珠江电厂、河北定曲发电厂、广东台山电厂等。

表4: 神东矿区主要煤质参数

指标	单位	数据	等级	
全水分	Mt	%	12-17	中高全水
灰分	Ad	%	6-10	特低灰煤
发热量	Qnet, ar	kcal/kg	5600-6200	高热值煤
全硫	St, d	%	0.4-0.7	特低硫、低硫煤

资料来源: 煤炭科学研究总院, 国信证券经济研究所整理

**煤矿平均规模超千万吨。**公司国内煤矿主要分布在神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区、包头矿区以及铜川矿区, 其中宝日希勒、黑岱沟和哈尔乌素矿的产能位于我国前列。截至 2023 年上半年, 公司现有在产煤矿 25 个, 国内煤矿 24 个, 国外煤矿 1 个。总核定产能 3.62 亿吨/年, 平均产能 1449 万吨/年, 其中神东矿区煤炭产能达到 1.96 亿吨/年, 占比 54.1%。露天矿产能达到 1.35 亿吨/年, 占公司总产能的 37.3%。截至 2022 年底, 拥有千万吨级特大型现代化煤矿 14 处。

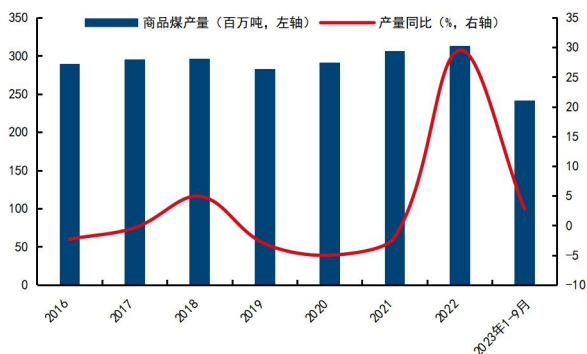
表5: 公司煤矿明细 (万吨/年)

矿名	所属公司	矿区	煤种	发热量 kcal/kg	核定产 能	权益产 能	状态
大柳塔一活					3300	3300	在产
鸡兔井							
哈拉沟					1600	1600	在产
榆家梁					1300	1300	在产
石圪台					1200	1200	在产
上湾					1600	1600	在产
补连塔					2800	2800	在产
保德康家滩	神东	神东矿区	不粘煤和长 焰	5500	1200	1200	在产
乌兰木伦					510	510	在产
布尔台矿					2000	2000	在产
柳塔矿					300	300	在产
寸草塔一矿					240	240	在产
寸草塔二矿					450	450	在产
锦界矿					1800	1800	在产
黄玉川煤矿	神东电力				1300	663	在产
黑岱沟	准能	准格尔煤田	褐煤	4580	3400	1972	在产
哈尔乌素					3500	3500	在产
胜利一号	北电胜利	胜利矿区	褐煤	3095	2800	1764	在产
宝日希勒	神宝	陈旗煤田宝日希 勒矿区	褐煤	3650	3500	1995	在产
阿刀亥煤矿		大青山煤田	焦煤、弱粘煤	4500	90	90	在产
水泉露天矿	包头能源				120	120	在产
李家壕煤矿		万利矿区	不粘煤和长 焰	4410	800	800	在产
万利一矿					1000	1000	在产
郭家湾煤矿	榆神能源	神府矿区	不粘煤	5700	800	400.8	在产
青龙寺煤矿					400	200.4	在产
印尼煤矿	国华南苏	印尼	褐煤	1800	210	147	在产
合计					36220	30952.2	

资料来源: 公司公告, 中国煤炭工业协会, 国信证券经济研究所整理

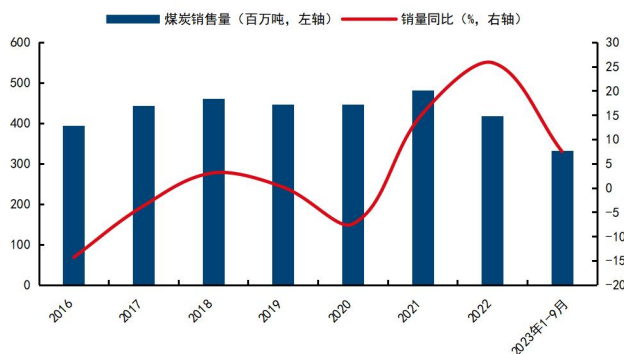
**公司煤炭产销稳定增长。**2022年, 公司加强生产组织, 保障煤炭安全稳定供应, 实现商品煤产量3.13亿吨(2021年产量3.07亿吨), 同比增长2.1%; 煤炭销量4.18亿吨(2021年销量4.82亿吨), 同比减少13.4%, 主因国内煤炭市场中长期合同销售量占比提升, 可采购外购煤资源减少。2023年1-6月, 实现商品煤产量1.61亿吨, 同比增加2.0%; 实现煤炭销售量2.18亿吨, 同比增长3.7%, 其中外购煤销售量0.59亿吨, 同比增长17.0%。2023年1-9月, 商品煤产量2.42亿吨, 同比增加2.8%; 商品煤销量3.33亿吨, 同比增加7.5%。

图15: 2016年以来公司商品煤产量及同比（百万吨）



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图16: 2016年以来公司煤炭销量及同比（百万吨）



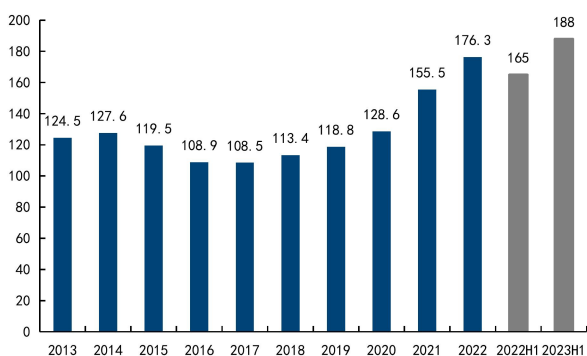
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

## 成本低于大多煤炭企业

公司煤炭生产成本相对较低，与煤价趋势一致。2022年，公司自产煤生产成本为176.30元/吨，相对其他煤企较低。一方面大规模机械化开采可以有效控制成本，另一方面高比例的露天产能拉低了公司平均成本。近两年公司吨煤生产成本有明显增长，主要原因是员工人数增加、工资及社保缴费增加导致人工成本上升，较2020年增长17元/吨；以及维简安全费、矿物工程费等其他成本上升，较2020年增长23.1元/吨。2023H1，由于部分露天煤矿剥采比的提高以及人工成本的上涨，自产煤成本同比增长13.9%。

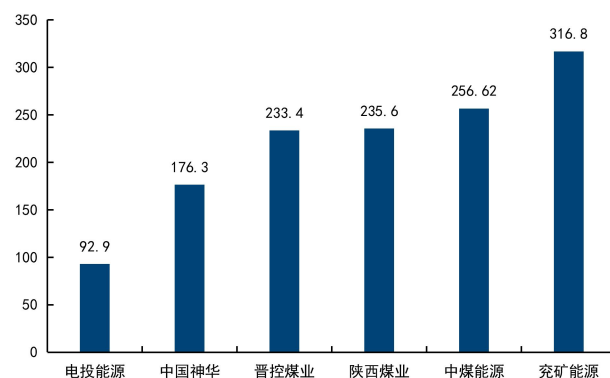
横向对比看，成本低于大多数煤炭企业。由于平均产能较高，对比国内主要动力煤公司，考虑原材料、人工、折旧及摊销、维修支出等生产成本，扣除税金及附加后，公司生产成本仅高于电投能源（电投能源全部为露天矿，且为褐煤资源），低于晋控煤业、陕西煤业、中煤能源和兖矿能源，具备一定的成本优势。

图17: 公司自产煤单位生产成本（元/吨）



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图18: 2022年公司与其他公司自产煤单位生产成本（元/吨）



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

## 电力板块：装机以煤电为主，电厂分布临近终端

电力：装机以煤电为主，电厂分布临近终端。公司装机以煤电为主，并积极推进新能源发电业务发展；在建、已核准但尚未开建的装机容量约 1000 万千瓦。公司电厂分布临近消费终端，电价较高，电力需求较好。

### 装机以煤电为主，大力发展新机组和新能源

公司主要控制并运营大容量、高参数的清洁燃煤机组。2022 年底，公司控制并运营的发电机组装机容量为 40301 兆瓦，其中燃煤发电机组总装机容量 39164 兆瓦，占公司总发电机组装机容量 97.2%，占全社会火电发电装机容量 2.9%。2023 年 H1，公司控制并运营的发电机组装机容量为 40353 兆瓦，增量主要来自光伏发电。

表6: 公司发电电源种类及装机容量（兆瓦）变化

电源种类	于 2023 年 6 月 30 日 总装机容量	于 2022 年 12 月 31 日 总装机容量	2022 年新增/(减少) 装机容量	于 2021 年 12 月 31 日 总装机容量
燃煤发电	39164	39164	2340	36824
燃气发电	950	950	0	950
水电	125	125	0	125
光伏发电	114	62	62	/
合计	40353	40301	2402	37899

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2019 年后，公司装机容量稳定增长，到 2022 年，2019 年后新装机占比已达 25% 左右；随着新装机占比的提升，自 2021 年起公司燃煤发电机组平均供电煤耗低于全国平均。2022 年国能（连江）港电罗源湾电厂 2 号机组 1000 兆瓦、北海电力一期项目 1、2 号机组 2000 兆瓦建成投产，惠州热电二期等项目顺利开工，煤电机组“三改联动”有序推进。

公司在建、已核准但尚未开建的发电机组主要分布在华东、华南等沿海地区，合计装机容量 10800 兆瓦。2019 年 1 月，公司与国电电力以各自持有的相关火电公司股权及资产共同组建合资公司，公司持有合资公司 42.53% 股权，出资电厂装机容量共计 30820 兆瓦，自此公司该部分电力资产的售电量及收入自 2019 年 2 月 1 日起不再纳入公司合并报表范围。

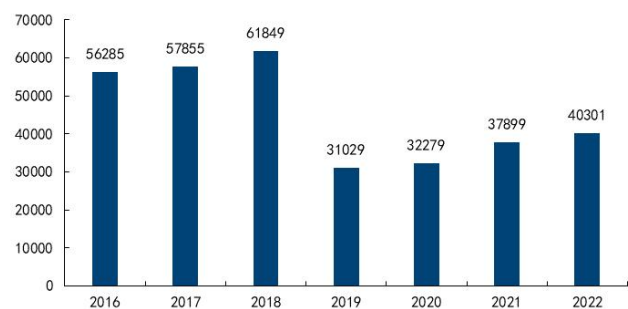
加快推进新能源发电项目建设，积极获取新能源建设指标。截至 2023 年上半年，公司已投运新能源发电项目 50 个，装机容量合计 177.7 兆瓦，其中对外商业运营的光伏发电装机容量合计 114 兆瓦。公司参与设立的北京国能新能源产业投资基金和北京国能绿色低碳发展投资基金，已陆续在山西、江浙、两湖等地投资风电、光伏项目。

图19: 自 2021 年起公司供电煤耗低于全国平均 (gce/kWh)



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图20: 2016 年-2022 年公司装机容量 (兆瓦)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**电厂分布临近消费终端，电价较高，电力需求较好。**公司电厂主要分布在华北、华东及华南等经济较发达区域，主要位于沿海沿江地区及煤炭资源丰富或电力负荷中心区域。这类地区电价较高，电力需求较好。

表7: 公司电厂明细

电厂	所在电网	地理位置	总发电量 (亿千瓦时)	总售电量 (亿千瓦时)	平均利用小时 (小时)	售电标准煤 耗(克/千瓦时)	售电电价 (元/兆瓦 时)	2021 年末总 装机容量 (兆瓦)	2022 年末装 机容量 (兆 瓦)	2022 年末权 益装机容量 (兆瓦)
准能电力	华北电网	内蒙古	37.3	33.6	5,649	337	378	660	660	381
神东电力 (煤电)	西北/华北/ 陕西地方电 网	内蒙古	249.7	231.4	4,981	317	388	5,014	5,014	4,528
胜利能源	华北电网	内蒙古	54.2	49.9	4,106	330	311	1,320	1,320	1,320
沧东电力	华北电网	河北	116.1	110.7	4,609	297	425	2,520	2,520	1,285
定州电力	华北电网	河北	122.1	112.8	4,844	304	421	2,520	2,520	1,021
台山电力 (煤电)	南方电网	广东	283.9	269	5,546	306	448	5,120	5,120	4,096
惠州热电	南方电网	广东	40	36.2	6,057	302	431	660	660	660
福建能源 (煤电)	华东电网	福建	228.9	218.8	5,168	295	452	3,810	4,810	3,378
锦界能源	华北电网	陕西	191.9	177.5	5,159	311	326	3,720	3,720	2,604
寿光电力 (煤电)	华北电网	山东	98.4	93.6	4,873	274	427	2,020	2,020	1,212
九江电力	华中电网	江西	117.4	112	5,870	277	425	2,000	2,000	2,000
孟津电力	华中电网	河南	50.3	47	4,190	298	391	1,200	1,200	612
四川能源 (煤电)	四川电网	四川	120.9	113.9	3,708	304	432	3,260	2,600	1,666
柳州电力	广西电网	广西	37.8	35.8	5,396	316	446	700	700	490
北海电力	广西电网	广西	9.2	8.6	3,457	300	356	-	2,000	2,000
永州电力	湖南电网	湖南	93.7	89.5	4,676	284	477	2,000	2,000	1,604
南苏 EMM	PLN	印尼	15.4	13.3	5,122	366	555	300	300	210
燃煤电厂合计/加权平均			1867.2	1753.6	4,951	303	416	36824	39164	29067
北京燃气	华北电网	北京	38.5	37.6	4,054	193	564	950	950	950
四川能源 (水电)	四川电网	四川	6.7	6.5	5,340	/	226	125	125	62
福建能源 (光伏)	华东电网	福建	0.3	0.3	941	/	477	-	34	15
寿光电力 (光伏)	华北电网	山东	0.1	0.1	714	/	348	-	6	4
台山电力 (光伏)	南方电网	广东	0	0	255	/	194	-	16	13
神东电力 (光伏)	华北电网	陕西	0	0	161	/	333	-	6	6

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

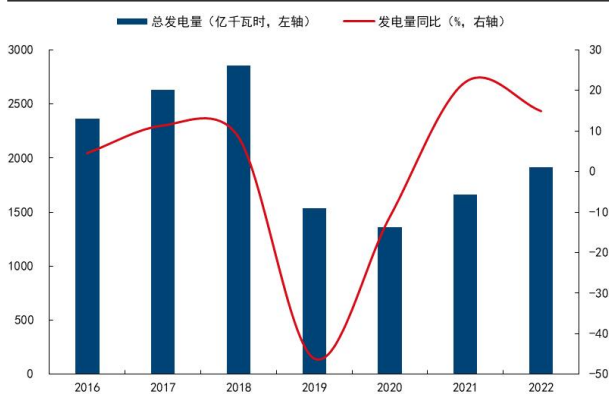
## 发电量持续增长，利用小时高于行业平均水平

**发电量持续增长，售电量同步增长。**2022 年公司完成总发电量 1912.8 亿千瓦时（2021 年为 1664.5 亿千瓦时），同比增长 14.9%；售电量 1798.1 亿千瓦时（2021 年为 1561.3 亿千瓦时），同比增长 15.2%，占同期全社会用电量 86372 亿千瓦时的 2.1%。其中市场交易电量达 1629.2 亿千瓦时，占总售电量的比例上升至 90.6%。

2023 年上半年，实现发电量 1002 亿千瓦时（2022 年上半年为 847.9 亿千瓦时），同比增长 18.2%；实现总售电量 942.6 亿千瓦时（2022 年上半年为 796 亿千瓦时），同比增长 18.4%。同时，公司推动落实电价改革政策，积极争取上浮电价，2022 年公司平均售电价格为 418 元/兆瓦时（2021 年为 348 元/兆瓦时），同比增长 20.1%。

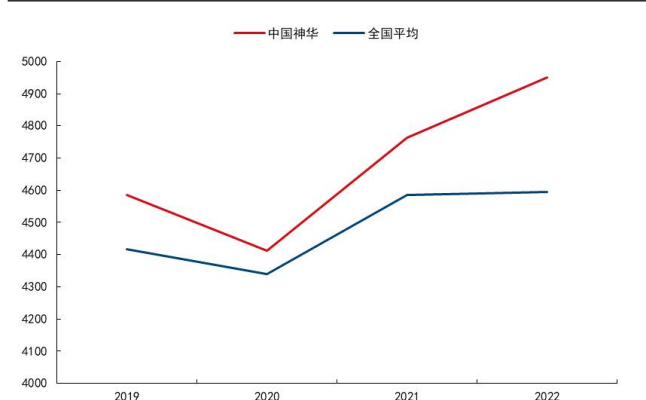
**发电效率持续改善，利用小时高于行业水平。**2019 年至今公司发电平均利用小时数持续增长（2020 年受疫情影响有所下降），2022 年公司整体加权平均利用小时数为 4925 小时，同比增长 3.7%；燃煤发电平均利用小时数达 4951 小时，同比增长 3.9%，比全国 6000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均利用小时数的 4594 小时高出 357 小时。公司发电厂用电量下降，发电效率持续改善。2022 年公司加权平均发电厂用电率为 5.15%，燃煤发电厂用电率为 5.24%，同比分别下降 0.22 和 0.24 个百分点。

图21：公司总发电量及同比（亿千瓦时，%）



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图22：公司燃煤发电平均利用小时数（小时）



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

## 运输板块：铁路、港口、航运规模化一体化

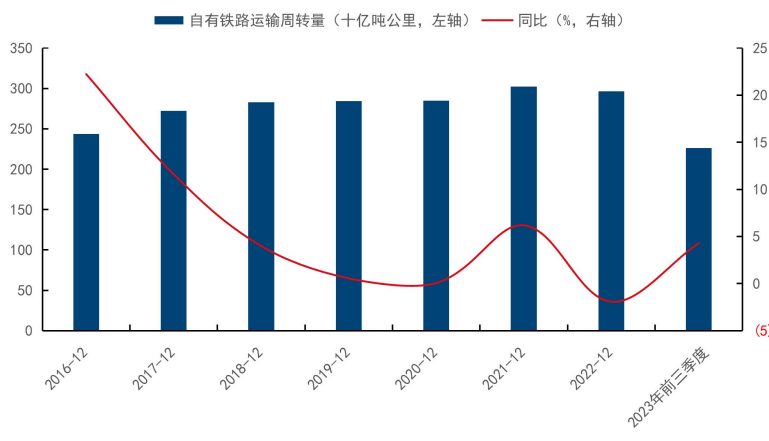
运输：铁路、港口、航运规模化一体化。公司拥有 10 条铁路运线、3 家港务公司、40 艘货船组成的大规模一体化运输体系，营收近年来呈稳定增长态势。

**公司拥有铁路、港口和航运组成的大规模一体化运输体系。**

铁路方面，公司控制并运营围绕“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、“神朔—朔黄线”西煤东运大通道以及环渤海能源新通道黄大铁路等共计 10 条铁路资产，总铁路营业里程达 2408 公里。

**公司自有铁路运输周转量维持高位。**2022 年公司自有铁路运输周转量达 297.6 十亿吨公里（2021 年为 303.4 十亿吨公里），同比下降 1.9%。2022 年铁路分部单位运输成本为 0.077 元/吨公里（2021 年为 0.068 元/吨公里），同比增长 13.2%，主要原因是运输费、人工成本、其他成本等的增长，以及自有铁路运输周转量同比下降导致单位运输成本有所增长。2023 年上半年，公司自有铁路运输周转量为 150.4 十亿吨公里（2022 年上半年为 145.2 十亿吨公里），同比增长 3.6%；公司持续推动完善集疏运体系建设，神朔铁路 3 亿吨扩能项目、朔黄铁路 4.5 亿吨扩能改造项目稳步推进，黄万铁路电气化改造工程全面开工。

图23: 2016年-2022年公司自有铁路运输周转量及同比（十亿吨公里，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8: 公司铁路资产明细

铁路线路	起点	终点	设计运输能力 (万吨)	运输距离 (公里)
甘泉铁路	甘其毛都	包头万水泉	3000	367
包神铁路	陕西神木	包头万水泉	20750	192
大准铁路	山西大同	准格尔旗	10000	264
巴准铁路	准格尔旗	伊金霍洛旗	10000	128
塔韩铁路	杭锦旗塔然高勒	东胜区韩家村站	3800	78
准池铁路	准格尔旗	朔州神池	10000	180
神朔铁路	神木大柳塔	朔州	30000	266
朔黄铁路	朔州	黄骅	45000	598
黄万铁路	黄骅	天津	4000	65
黄大铁路	黄骅	大家洼	4700	217

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司还控制并运营黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头三个综合港口和码头（总装船能力约 2.7 亿吨/年），其中黄骅港煤炭下水量连续四年位居全国首位，2022 年 7 万吨双向航道项目一期工程通过验收。但受外购煤源不足、到港资源量减少等因素影响，黄骅港和天津煤码头全年累计完成煤炭装船量 250.4 百万吨（2021 年 261.4 百万吨），同比下降 4.2%。2022 年港口分部单位运输成本为 12.1 元/吨（2021 年：10.8 元/吨），同比增长 12.0%，主要原因是燃油费、疏浚费等增长。2023 年上半年，黄骅港煤炭装船量达 100.6 百万吨，同比下降 2.5%；天津煤码头实现煤炭装船量 22.6 百万吨，同比增长 11.3%。

公司拥有约 2.18 百万载重吨自有船舶的航运船队，2022 年全年完成航运货运量 136.3 百万吨（2021 年 121.2 百万吨），同比增长 12.5%；完成航运周转量 133.6 十亿吨海里（2021 年 112.1 十亿吨海里），同比增长 19.2%。2022 年航运分部单位运输成本为 0.039 元/吨海里（2021 年：0.045 元/吨海里），同比下降 13.3%，主要原因是航运货运量增长导致单位运输成本下降。

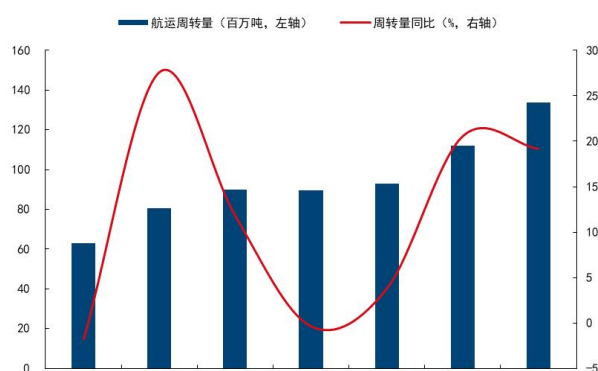
2023 年上半年，完成航运货运量 72.2 百万吨，同比增长 9.7%；航运周转量 78.8 十亿吨海里，同比增长 22.4%。

图24: 公司航运货运量及同比 (百万吨, %)



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图25: 公司航运周转量及同比 (百万吨, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

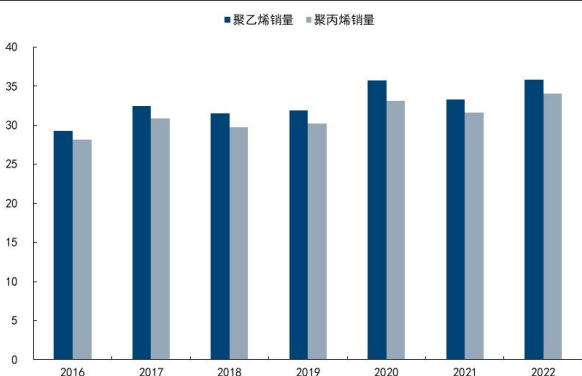
## 煤化工板块: 一期平稳运行, 二期已开工建设

煤化工: 项目一期平稳运行, 二期开工建设。公司煤化工业务为包头煤化工的煤制烯烃一期项目, 主要产品包括聚乙烯(产能约30万吨/年)、聚丙烯(产能约30万吨/年)及少量副产品(包括工业硫磺、混合碳五、工业丙烷、混合碳四、工业用甲醇、精甲醇等)。2017年7月, 公司包头煤制烯烃升级示范项目(二期项目)获得内蒙古自治区发改委核准, 新建年产75万吨的煤制聚烯烃装置, 其中聚乙烯35万吨/年、聚丙烯40万吨/年, 项目已于2023年9月16日开工, 建成后公司煤化工板块产能将大幅提升。

公司2022年全年实现聚乙烯销售量35.8万吨(2021年为33.3万吨), 同比增长7.7%; 聚丙烯销售量34.1万吨(2021年为31.6万吨), 同比增长7.9%。煤化工分部共耗用4.8百万吨煤炭, 全部为公司内部销售的煤炭(包括中国神华自产煤和采购煤)。

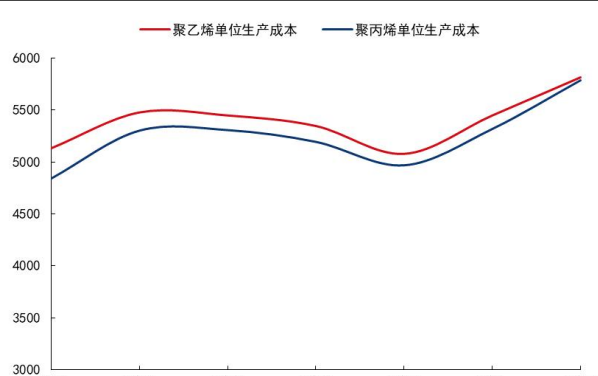
2023年1-9月, 国内聚烯烃市场供强需弱, 公司聚烯烃产品销售量合计52.7万吨, 同比微增0.11%。

图26: 聚乙烯、聚丙烯销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图27: 聚乙烯、聚丙烯单位生产成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

## 投资价值分析：煤电一体低波动，稳健分红高回报

投资价值分析:煤电一体低波动，稳健分红高回报。煤企煤电一体化发展，可以降低煤价波动所带来的风险，促进煤炭和电力企业由周期波动趋于稳健。由于长协煤占比较高，中国神华煤价波动仅为市场煤波动的36%。公司历史股息率居煤炭行业前列，并通过高分红承诺稳定预期。相比同行，公司业绩稳定性更强。

### 煤电一体，熨平周期

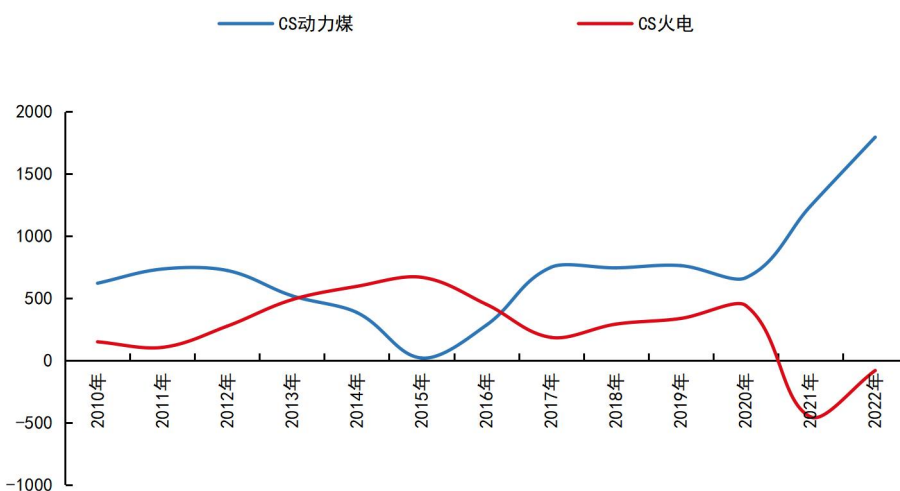
#### (1) 煤、电行业均具有周期性

周期性行业是指与宏观经济周期密切相关的行业，当宏观经济处于快速上行的时候，行业随之迅速扩张，企业规模快速扩大，盈利能力很强；然而当宏观经济下滑放缓时，这些产业的产品价格随着外部需求的变动而剧烈波动，可供给却不会随着价格变动而剧烈变动，所以当价格下跌时，行业需求严重不足，企业经营困难，产能过剩。从产业链的角度看，周期性行业上游包括能源、煤炭、有色金属和矿山等资源类基础产业；中游为钢铁、电力和造船等生产资料制造行业；下游为汽车、一般机械和航运业等耐用消费品制造业。

从动力煤、火电上市公司业绩来看，历年归母净利润呈现较为明显的周期性波动。从相关性来看，动力煤子版块业绩与煤价正相关，电力子版块业绩与煤价负相关。

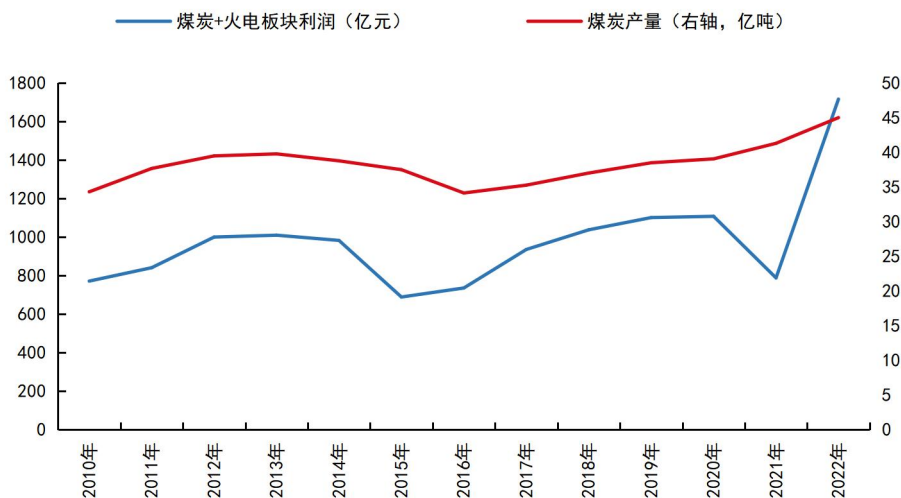
煤电一体化发展，可以降低煤价波动所带来的风险，促进煤炭和电力企业由周期波动趋于稳健。从业绩也可以看出，动力煤、火电（中信）子版块业绩之和与煤炭产量呈现正相关，而受煤炭价格影响较小。

图28：动力煤与火电板块归母净利润（亿元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图29：动力煤、火电子板块归母净利润之和与煤炭产量呈现正相关



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### (2) 公司煤电一体，业绩波动较小

从历史数据来看，动力煤（中信）子版块业绩与煤价正相关，火电（中信）子版块与煤价负相关。而公司煤电一体化经营一定程度上抵消了煤价波动带来的公司业绩波动。在 2011 年-2015 年煤价下行期间，公司业绩相较于动力煤（中信）版块业绩更加稳定，且与行业整体相比仍具有较好的盈利能力，甚至超过板块业绩。而在 2020-2022 年的高煤价下，公司业绩占板块业绩的比例仍能处于较高水平。

图30：高煤价下公司业绩占板块比例高，低煤价下公司业绩超过板块



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### (3) 公司长协煤占比较高

2022 年 2 月，国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号，简称 303 号文），明确了煤炭中长期交易价格合理区间；4 月，印发 2022 年第 4 号公告（简称 4 号公告），明确了煤炭领域经营者哄抬价格的具体行为表现，实质上明确了煤炭现货价格合理区间。截至 2022

年5月底，国家和地方已明确的煤炭中长期交易价格合理区间。

中国神华严格执行长协煤制度，根据年报数据，2022年月度长协和年度长协煤占比达到85%，现货占比只有9.5%。从销售价格看，2022年，公司煤炭均价644元/吨，仅比长协煤价格515元/吨高129元/吨，远低于市场煤1000元/吨左右的价格。

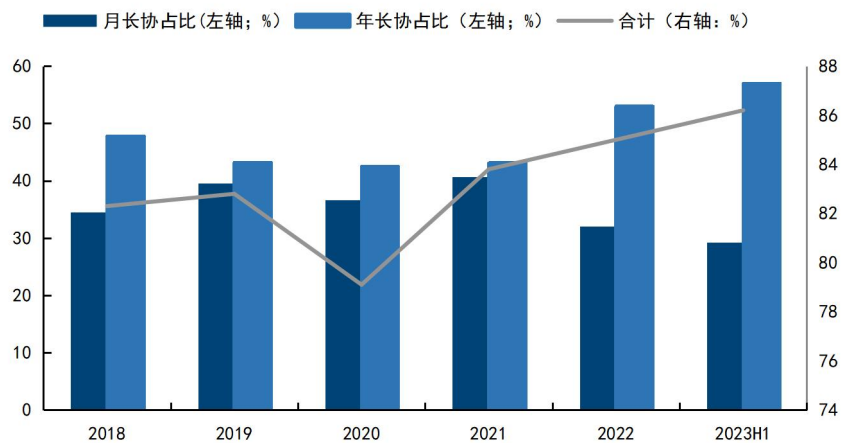
根据公司2023年半年报数据，2023年上半年煤炭销量159.3百万吨，其中年度长协124.3百万吨（占比57%），坑口直销11.9百万吨，现货18百万吨，月度长协63.7百万吨。自产煤销售平均价格560元/吨，比公司整体销售均价低41元/吨。

表9：主要港口和地区煤炭长协价格（元/吨）

环节	地区	热值	中长期交易价格合理区间
港口	秦皇岛港	5500 千卡	570-770
	山西	5500 千卡	370-570
	陕西	5500 千卡	320-520
	蒙西	5500 千卡	260-460
	蒙东	3500 千卡	200-300
	河北	5500 千卡	480-680
坑口	辽宁	5500 千卡	590-790
	山东	5500 千卡	555-755
	安徽	5000 千卡	545-745
	贵州	5000 千卡	350-500
	山西	5500 千卡	370-570
	陕西	5500 千卡	320-520

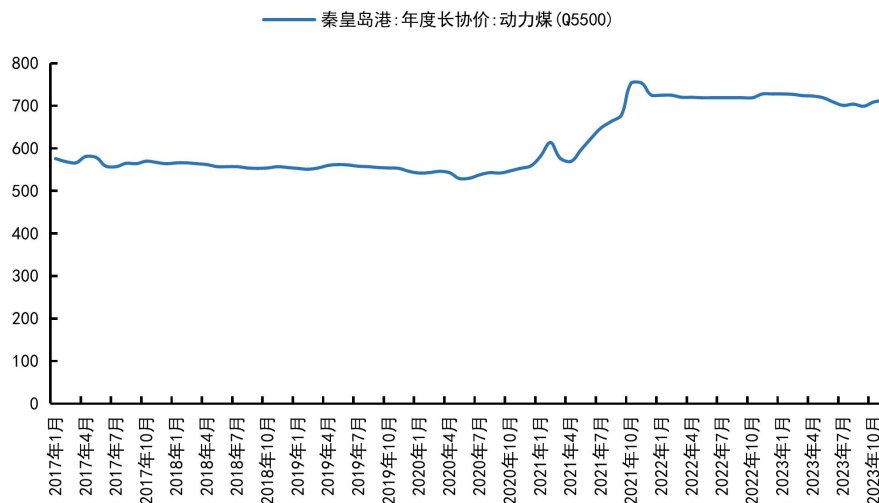
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：公司长协煤占比变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32: 2021 年以来, 长协煤炭价格处于上涨趋势中 (元/吨)



资料来源: 中国煤炭工业协会, 国信证券经济研究所整理

表10: 煤炭长协煤和现货煤销售比例与价格

单位	2023H1			2022 年			2021 年		
	销售量 百万吨	占销售量合 计比例 %	价格 (不含税) 元/吨	销售量 百万吨	占销售量合 计比例 %	价格 (不含税) 元/吨	销售量 百万吨	占销售量合 计比例 %	价格 (不含税) 元/吨
<b>一、通过销售集团销售</b>	206	94.5	616	395	94.5	662	458.7	95.1	605
1. 年度长协	124.3	57	500	221.5	53	515	207.9	43.1	456
2. 月度长协	63.7	29.2	821	133.5	32	873	196.2	40.7	765
3. 现货	18	8.3	693	40	9.5	776	54.6	11.3	599
<b>二、煤矿坑口直接销售</b>	11.9	5.5	347	22.8	5.5	329	23.6	4.9	263
<b>销售量合计/平均价格 (不含税)</b>	<b>217.9</b>	<b>100</b>	<b>601</b>	<b>417.8</b>	<b>100</b>	<b>644</b>	<b>482.3</b>	<b>100</b>	<b>588</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

#### (4) 公司煤炭自用占比预计超过 50%

截止 2022 年底, 公司拥有煤炭产能 3.54 亿吨/年, 当年煤炭产量 3.13 亿吨; 拥有煤电机组 3916 万千瓦, 燃煤发电平均利用小时数达 4951 小时, 同比增长 3.9%。截止 2022 年末, 公司在建、已核准但尚未开建的火电发电机组有 1000 万千瓦, 未来公司煤炭自用率进一步提升。

2019 年 1 月, 公司与国电电力以各自持有的相关火电公司股权及资产共同组建合资公司, 公司持有合资公司 42.53% 股权, 合资电厂装机容量共计 6629 万千瓦, 在建 1086 万千瓦。假设目前合资公司在建电站已经投产, 共有在运装机 7715 万千瓦, 按照中国神华持股比例粗算公司权益装机约 3281 万千瓦。

因此, 考虑公司控股火电装机 (在运+在建) 以及合资公司的权益装机, 公司煤电一体化对应的火电装机为 8197 万千瓦, 对应发电量 (年利用小时按照 4951 小时计算) 为 4058 亿千瓦时, 对应耗煤量 1.53-1.69 亿吨 (公司平均供电煤耗 296.7gce/kWh), 占公司煤炭产量的比例为 49.0%-53.9%。再考虑公司煤化工用煤量 4.7 百万吨, 估算公司自用煤量超过 50%。

表11: 截至 2022 年末, 公司在建、已核准但尚未开建的主要发电机组情况

项目名称	所在地区	计划装机容量
湖南岳阳电厂项目	湖南	2×1,000 兆瓦
广东清远电厂一期项目	广东	2×1,000 兆瓦
广东清远电厂二期扩建工程项目	广东	2×1,000 兆瓦
惠州热电二期燃气热电联产机组工程项目	广东	2×400 兆瓦
九江电力二期扩建工程项目	江西	2×1,000 兆瓦
北海电力二期扩建工程项目	广西	2×1,000 兆瓦

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 公司煤价波动仅为市场煤价波动的 36%

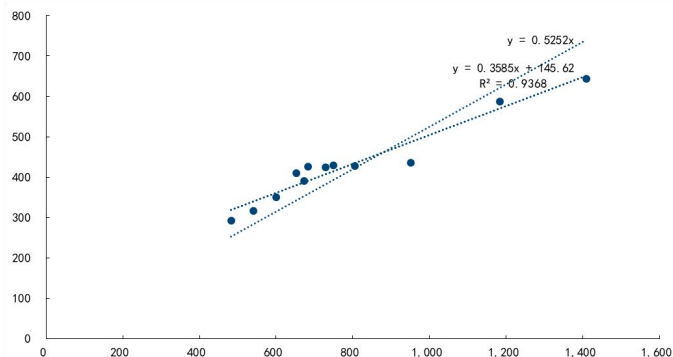
将公司煤价与港口煤价拟合, 可以得到公司煤价与港口价格的相互关系。中国神华销售煤价=0.3585\*港口价格(广州港山西优混 5500 大卡煤)+145.62,  $R^2=0.9368$ 。 $R^2$ 指的是相关系数,  $R^2$ 值越接近 1, 吻合程度越高。

表12: 公司煤价与港口煤价相关性分析数据 (元/吨)

时间	库提价(含税):动力煤:山西优混(5500):广州港	中国神华:销售均价:煤炭	公式计算
2022	1409.116	644.00	650.6473
2021	1182.74	588.00	569.514
2020	653.3936	410.00	379.7963
2019	683.1285	426.00	390.4533
2018	748.76	429.00	413.9756
2017	728.1727	425.00	406.5971
2016	540.7258	317.00	339.4161
2015	482.6104	293.00	318.5876
2014	600.1205	351.00	360.7032
2013	672.12	390.70	386.5078
2012	805.2745	427.80	434.2304
2011	950.9216	436.00	486.4303

资料来源:公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图33: 公司煤价与港口煤价相关性分析图 (元/吨)



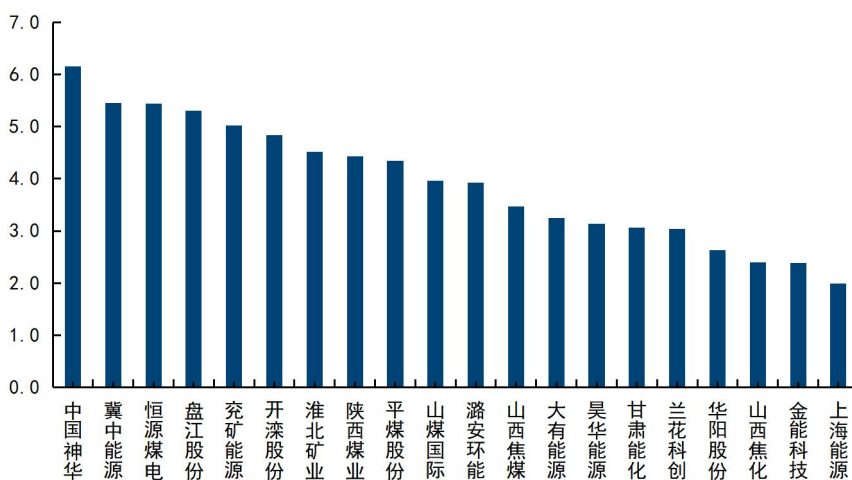
资料来源:公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

## 公司历史股息率居煤炭行业前列，分红承诺稳定预期

公司坚持稳定的分红政策，2010-2018 年公司年度现金分红比例整体维持 40%左右水平，近年来现金分红比例不断提高，从 2018 年的 39.9% 提高到 2021 年的 100.4%，2022 年，公司股东每 10 股分派现金股利 25.5 元（含税），共计 506.6 亿元，占当年合并报表实现的归属于公司股东净利润的 72.8%。2010-2022 年，公司已累计分红 2972.28 亿元。

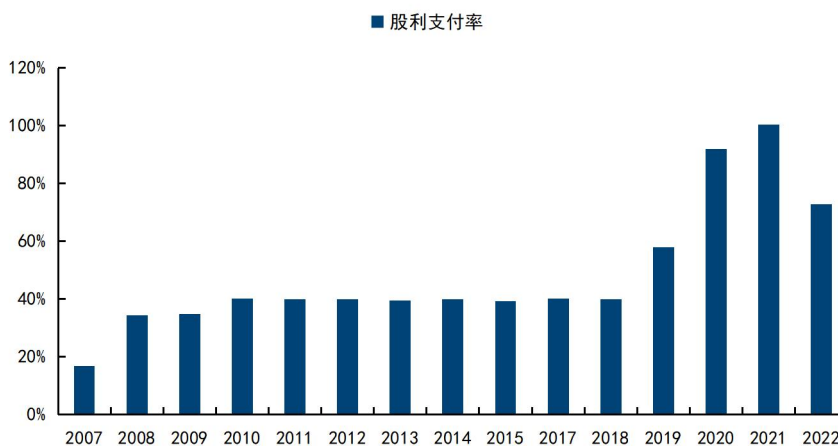
对比 2010 年-2022 年前 20 家煤炭公司平均股息率（取 2023 年 10 月 13 日收盘价计算），神华平均股息率为 6.2%，业内第一。在保障持续经营的前提下，公司积极回应股东诉求，愿意与投资者共享发展成果。总体来看，公司以长协煤为主、七大板块协同高效运行的模式使得公司盈利稳定，未来有望保持高分红。

图34: 2010 年-2022 年煤炭公司平均股息率比较 (%)



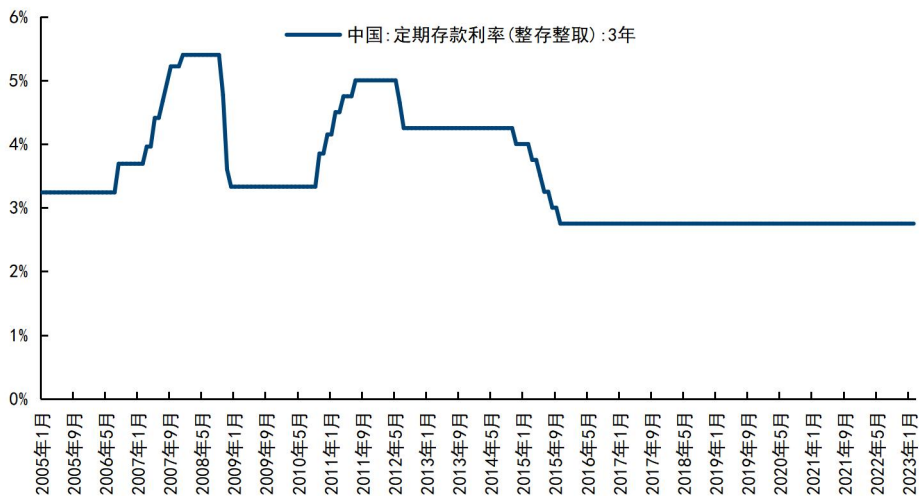
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理，收盘价取 10 月 13 日

图35: 2007 年-2022 年公司股利支付率显著提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。剔除 2016 年特别派息数据。

图36: 中国定期存款利率趋势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 历史股价复盘，股价波动向上

中国神华作为周期股，股价也随着能源价格波动。2012年以来，公司股价（不复权）经历3次低点，分别在2014年3月11日（12.85元）、2016年2月3日（12.99元）、2020年6月30日（14.36元）；同时也经历3次高点，分别在2015年6月9日（26.29元）、2018年2月5日（28.69元）、2022年6月8日（35.19元）。此外，如果看前复权股价，公司在2023年10月18日股价再创新高。可以看出，公司的顶部和底部均不断抬升。

图37: 2014年以来，中国神华股价走势（不复权）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图38: 2014 年以来, 中国神华股价走势 (前复权)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理, 收盘价取 10 月 13 日

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司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)的一体化产业链,各分部之间存在业务往来,主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运等业务。分版块来看:

**煤炭业务:** 根据公司 2023 年 1-9 月的煤炭生产及销售数据,考虑煤炭价格中枢略有下移,预计 2023-2025 年,煤炭销售均价为 639.5 元/吨、634.0 元/吨、633.8 元/吨,销量为 431.7 百万吨、435.9 百万吨、439.2 百万吨。由此,给予 2023-2025 年 33.1%、32.3%、32.4% 的毛利率,预计 2023-2025 年公司煤炭分部的营收为 2761.1 亿元、2764.0 亿元、2783.8 亿元。

**发电业务:** 假设 2023-2025 年电价为 0.47 元/千瓦时(维持 2022 年水平),考虑公司的装机情况,预计 2023-2025 年公司售电量分别为 1977.9 亿千瓦时、2127.9 亿千瓦时、2227.9 亿千瓦时。给予 2023-2025 年 16.8%、18.0%、18.0% 的毛利率,预计 2023-2025 年公司发电分部营收为 929.6 亿元、1000.1 亿元、1047.1 亿元。

**铁路分部:** 公司围绕“一体化”能源保供任务,高效组织铁路运输,近年来铁路分部营收逐年提升。给予 2023-2025 年 38.0%、40.0%、42.0% 的毛利率,预计铁路分部的营收为 441.0 亿元、454.2 亿元、463.3 亿元,营收增速与煤炭营收增速一致。

**港口分部:** 公司聚焦打造多功能、综合性、现代化港口,近年来港口分部营收逐年提升。给予 2023-2025 年 45.1%、48.0%、50.0% 的毛利率,预计港口分部营收为 66.0 亿元、67.3 亿元、68.0 亿元,营收增速与煤炭营收增速一致。

**煤化工分部:** 公司煤化工业务为包头煤化工的煤制烯烃项目。受上游原材料价格、下游产品价格及供需关系影响,该业务表现略有波动。给予 2023-2025 年 7.0%、

15.0%、18%的毛利率，预计煤化工分部营收为 58.7 亿元、60.5 亿元、61.7 亿元。

**航运分部：**公司航运分部坚持一体化经营、国际化布局，在保障一体化产业链高效运行的同时，积极开拓国际航线，增加外贸煤运量、丰富货运品种，航运业务持续增长。给予 2023-2025 年 9.0%、13.4%、13.6%的毛利率，预计航运分部营收为 51.4 亿元、54.0 亿元、55.6 亿元。

**其他业务：**在公司营收中占比较少，预计 2023-2025 年的营收为 6.1 亿元、5.7 亿元、5.2 亿元。

表13：中国神华业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总营收</b>	<b>3352.16</b>	<b>3445.33</b>	<b>3471.76</b>	<b>3565.05</b>	<b>3652.51</b>
总营收-yoy	43.71%	2.78%	0.77%	2.69%	2.45%
总毛利率	33.04%	39.03%	36.53%	36.46%	36.53%
<b>煤炭分部</b>					
收入	2926.61	2774.74	2761.09	2763.98	2783.77
收入 yoy: %	54.01%	-5.19%	-0.49%	0.10%	0.72%
成本	2120.19	1778.21	1848.47	1871.23	1881.30
毛利	806.42	996.53	912.62	892.75	902.47
毛利率: %	27.55%	35.90%	33.05%	32.30%	32.42%
业务收入比例: %	87.31%	80.54%	79.53%	77.53%	76.22%
<b>发电分部</b>					
收入	641.24	845.25	929.62	1000.12	1047.12
收入 yoy: %	29.58%	31.81%	9.98%	7.58%	4.70%
成本	591.73	724.32	773.44	820.10	837.69
毛利	49.51	120.93	156.18	180.02	188.48
毛利率: %	7.72%	14.30%	16.80%	18.00%	18.00%
总售电量: 亿千瓦时	1561.30	1798.10	1977.91	2127.91	2227.91
单位售价: 元/千瓦时	0.41	0.47	0.47	0.47	0.47
业务收入比例: %	19.13%	24.53%	26.78%	28.05%	28.67%
<b>铁路行业</b>					
收入	406.99	421.97	440.96	454.19	463.27
收入 yoy: %	5.10%	3.68%	4.50%	3.00%	2.00%
成本	215.46	247.10	273.39	272.51	268.70
毛利	191.53	174.87	167.56	181.67	194.57
毛利率: %	47.06%	41.40%	38.00%	40.00%	42.00%
业务收入比例: %	12.14%	12.25%	12.70%	12.74%	12.68%
<b>港口分部</b>					
收入	64.40	64.41	66.02	67.34	68.01
收入 yoy: %	1.27%	0.02%	2.50%	2.00%	1.00%
成本	32.41	34.81	36.25	35.02	34.01
毛利	31.99	29.60	29.78	32.32	34.01
毛利率: %	49.67%	46.00%	45.10%	48.00%	50.00%
业务收入比例: %	1.92%	1.87%	1.90%	1.89%	1.86%
<b>煤化工(行业)</b>					
收入	58.51	63.79	58.69	60.45	61.66
收入 yoy: %	13.28%	9.02%	-8.00%	3.00%	2.00%
成本	46.33	53.63	54.58	51.38	49.33
毛利	12.18	10.16	4.11	9.07	11.10
毛利率: %	20.82%	15.90%	7.00%	15.00%	18.00%
业务收入比例: %	1.75%	1.85%	1.69%	1.70%	1.69%
<b>航运分部</b>					
收入	61.95	60.51	51.43	54.01	55.63
收入 yoy: %	99.07%	-2.32%	-15%	5.00%	3.00%
成本	50.06	52.03	46.80	46.75	48.06
毛利	11.89	8.48	4.63	7.26	7.56

毛利率：%	19.19%	14.00%	9.00%	13.44%	13.60%
业务收入比例：%	1.85%	1.76%	1.48%	1.51%	1.52%
<b>未分配项目</b>					
收入	3.21	5.29	6.08	5.66	5.16
收入 yoy：%	-82.68%	64.80%	15%	-7.04%	-8.81%
成本	0.00	0.00	6.08	5.66	5.16
毛利	3.21	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业务收入比例：%	0.10%	0.15%	0.18%	0.16%	0.14%
<b>内部抵销(行业)</b>					
收入	-810.75	-790.63	-842.13	-840.68	-832.11
收入 yoy：%	31.91%	-2.48%	6.51%	-0.17%	-1.02%
成本	-811.66	-789.51	-835.40	-837.49	-828.31
毛利	0.91	-1.12	-6.74	-3.19	-3.79
毛利率：%	-0.11%	0.14%	0.80%	0.38%	0.46%
在煤炭分部中占比：%	-27.70%	-28.49%	-30.50%	-30.42%	-29.89%
业务收入比例：%	-24.19%	-22.95%	-24.26%	-23.58%	-22.78%

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计 2023-2025 年营收 3471.8/3565.1/3652.5 亿元，同比 +0.8%/+2.7%/+2.5%；毛利率 36.5%/36.5%/36.5%，毛利 1268.1/1299.9/1334.40 亿元。

表14：未来 3 年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入：百万元	344533	347176	356505	365251
营业成本：百万元	210059	220362	226515	231811
销售费用：百万元	410	417	428	438
管理费用：百万元	9930	11477	10614	11079
财务费用：百万元	877	392	110	69
营业利润：百万元	98138	93335	96678	98950
利润总额：百万元	96247	92139	95360	97482
归属于母公司净利润：百万元	69626	60353	62463	63852
EPS：元/股	3.50	3.04	3.14	3.21
ROE：%	17.68%	14.65%	14.50%	14.19%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年营业总收入分别为 3471.8/3565.1/3652.5 亿元，归属母公司净利润 603.5/624.6/638.5 亿元，同比 -13.3%/3.5%/2.2%。每股收益 2023-2025 年分别为 3.0/3.1/3.2 元。

## 盈利预测的敏感性分析

宏观经济环境、海外能源价格、上游原材料价格、下游产品价格及供求关系都将影响公司未来营收和净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测，在中性预测的条件下，公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.0/3.1/3.2 元。

表15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	335,216	344,533	347,440	357,710	367,363
(+/-%)	43.7%	2.8%	0.8%	3.0%	2.7%
净利润(百万元)	50269	69626	79395	82155	84279
(+/-%)	28.3%	38.5%	14.0%	3.5%	2.6%
摊薄 EPS	2.53	3.50	4.00	4.13	4.24
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	335,216	344,533	347,176	356,505	365,251
(+/-%)	43.7%	2.8%	0.8%	2.7%	2.5%
净利润(百万元)	50269	69626	60353	62463	63852
(+/-%)	28.3%	38.5%	-13.3%	3.5%	2.2%
摊薄 EPS(元)	2.53	3.50	3.04	3.14	3.21
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	335,216	344,533	346,911	355,301	363,146
(+/-%)	43.7%	2.8%	0.7%	2.4%	2.2%
净利润(百万元)	50269	69626	42433	43997	44764
(+/-%)	28.3%	38.5%	-39.1%	3.7%	1.7%
摊薄 EPS	2.53	3.50	2.14	2.21	2.25
总股本(百万股)	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 考虑公司属于周期行业, 我们采用相对估值来估算公司合理价值区间。

### 相对估值

#### (一) 对比同行业的大型煤炭公司、煤电一体化公司

我们预计中国神华 2023-2025 年 EPS 分别为 3.0/3.1/3.2 元, 考虑到公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司, 资源丰富、产能先进, 且业绩稳定性强, 因此我们重点选取与公司同行业的大型煤炭公司、煤电一体化公司进行比较, 分别为中煤能源、陕西煤业、兖矿能源。

1) 中煤能源: 公司背靠第二大煤炭央企中煤能源集团, 坐拥山西平朔、陕北、内蒙等煤炭主产地优质资源, 产能核增进一步提升产销量。

2) 陕西煤业: 公司作为西部煤炭龙头, 先天优势明显, 享有优质的动力煤资源, 资产注入以及核增产能带来未来增量。

3) 兖矿能源: 公司是国内大型煤炭生产商、拥有海外能源资产的全球能源企业, 在矿业、高端化工新材料等拥有增长潜力。

表16: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘 (元)	总市值 (亿元)		EPS		PE
				2023E	2024E	2025E	2024E	
601898.SH	中煤能源		8.36	1,108	1.52	1.61	1.68	5.20
600188.SH	兖矿能源		18.67	1,389	2.76	2.89	3.04	6.45
601225.SH	陕西煤业		17.72	1,718	2.33	2.40	2.44	7.38
	平均值		14.92	1405	2.20	2.30	2.39	6.34
601088.SH	中国神华		29.76	5,913	3.04	3.19	3.34	9.33

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及预测 (其中中煤能源、兖矿能源为 wind 一致预测), 股价按照 11 月 8 日收盘价。

根据 Wind 一致性预期, 上述可比公司 2024 年 PE 平均值为 6.3。我们认为中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司, 资源丰富、产能先进, 相比同行, 公司煤价与市场相关性低, 业绩稳定性更强且分红率高, 可以给予更高的估值, 预计公司 2024 年合理 PE 水平为 10.5-11, 对应公司股票合理估值区间为 33.0-34.6 元。

## (二) 对比高股息能源行业水电龙头长江电力

长江电力和中国神华同属于能源行业龙头, 主营业务稳定、分红水平高。但考虑到长江电力的业绩稳定性强于中国神华, 因此按照本报告中盈利预测的敏感性分析章节的悲观假设, 假设 2024 年公司 EPS 为 2.21 元/股, 参考长江电力 4% 左右的股息率, 当公司 2024 年分红率为 60%、70% 时, 对应股价分别为 33.2-38.7。

综上, 我们认为公司股价在 33.2-34.6 元是合理的。

表17: 长江电力和中国神华承诺分红率比较

	承诺分红率
中国神华	在符合《公司章程》规定的情形下, 本公司 2022-2024 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净利润的 60%。
长江电力	公司将严格按照《公司章程》关于“2021-2025 年每年度的利润分配按不低于实现净利润的 70% 进行现金分红”相关约定, 制定和实施 2022 年度利润分配方案。

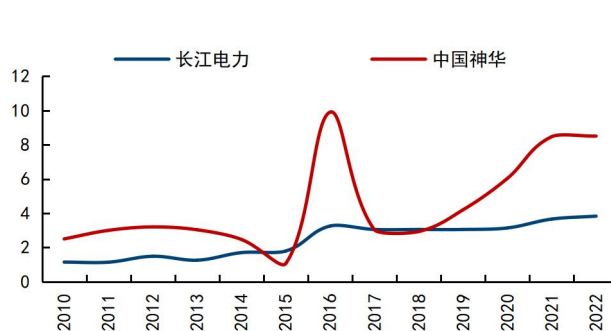
资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图39: 长江电力和中国神华 PE (TTM) 比较



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图40: 长江电力和中国神华股息率对比



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

预计公司 2023-2025 年收入分别为 3471.8/3565.1/3652.5 亿元, 归属母公司净利

润 603.5/624.6/638.5 亿元，每股收益 23-25 年分别为 3.0/3.1/3.2 元。我们认为公司股票合理估值区间在 33.2-34.6 元之间，相对于公司 11 月 10 日收盘价有 6.8%-11.3% 溢价空间。考虑公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，资源丰富、产能先进，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 33.2-34.6 元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的中煤能源、陕西煤业、盘江股份等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上相对于公司 11 月 10 日收盘价给予 6.8%-11.3% 的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+0.8%/+2.7%/+2.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 36.53%/36.46%/36.53%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

### 水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

### 安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

### 公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

### 公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	162886	170503	189780	226547	264997	营业收入	335216	344533	347176	356505	365251
应收款项	13607	12100	10463	10744	11008	营业成本	224452	210059	220362	226515	231811
存货净额	12633	12096	12746	13037	13324	营业税金及附加	16502	19972	18747	19156	20174
其他流动资产	19184	16351	13887	14260	14610	销售费用	581	410	417	428	438
<b>流动资产合计</b>	<b>208310</b>	<b>211050</b>	<b>226876</b>	<b>264587</b>	<b>303939</b>	管理费用	9119	9930	11477	10614	11079
固定资产	264227	270442	275021	275983	273407	研发费用	2499	3722	1909	1783	1826
无形资产及其他	50908	52589	50486	48384	46281	财务费用	88	877	392	110	69
投资性房地产	35963	37970	37970	37970	37970	投资收益	(885)	2420	1571	1035	1675
长期股权投资	47644	49650	52708	53780	55826	资产减值及公允价值变动	(1292)	(3372)	(2107)	(2257)	(2579)
<b>资产总计</b>	<b>607052</b>	<b>621701</b>	<b>643062</b>	<b>680705</b>	<b>717422</b>	其他收入	(4055)	(4195)	(1909)	(1783)	(1826)
短期借款及交易性金融负债	11531	13601	13873	14150	14433	营业利润	78242	98138	93335	96678	98950
应付款项	35216	38972	41404	39986	42320	营业外净收支	(867)	(1891)	(1195)	(1318)	(1468)
其他流动负债	45001	45831	46267	47106	48200	<b>利润总额</b>	<b>77375</b>	<b>96247</b>	<b>92139</b>	<b>95360</b>	<b>97482</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>91748</b>	<b>98404</b>	<b>101544</b>	<b>101242</b>	<b>104953</b>	所得税费用	18016	14592	20271	20979	21446
长期借款及应付债券	52365	41891	33491	43491	48491	少数股东损益	9090	12029	11516	11918	12183
其他长期负债	17263	22161	27222	32852	38048	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>50269</b>	<b>69626</b>	<b>60353</b>	<b>62463</b>	<b>63852</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>69628</b>	<b>64052</b>	<b>60713</b>	<b>76343</b>	<b>86539</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>161376</b>	<b>162456</b>	<b>162256</b>	<b>177585</b>	<b>191492</b>	净利润	50269	69626	60353	62463	63852
少数股东权益	68801	65391	68846	72421	76076	资产减值准备	(231)	2080	155	107	5
股东权益	376875	393854	411960	430699	449854	折旧摊销	19411	21270	19669	21184	22502
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>607052</b>	<b>621701</b>	<b>643062</b>	<b>680705</b>	<b>717422</b>	公允价值变动损失	1292	3372	2107	2257	2579
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	88	877	392	110	69
每股收益	2.53	3.50	3.04	3.14	3.21	营运资本变动	32299	14434	11534	4214	7729
每股红利	2.32	3.14	2.13	2.20	2.25	其它	1003	1192	3299	3468	3650
每股净资产	18.97	19.82	20.73	21.68	22.64	<b>经营活动现金流</b>	<b>104043</b>	<b>111974</b>	<b>97118</b>	<b>93693</b>	<b>100317</b>
ROIC	14.27%	18.60%	16%	17%	17%	资本开支	0	(24136)	(24408)	(22408)	(20408)
ROE	13.34%	17.68%	15%	15%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	33%	39%	37%	36%	37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1848</b>	<b>(26142)</b>	<b>(27466)</b>	<b>(23480)</b>	<b>(22453)</b>
EBIT Margin	24%	29%	27%	27%	27%	权益性融资	(174)	1669	0	0	0
EBITDA Margin	30%	35%	33%	33%	34%	负债净变化	(1058)	(10755)	(8400)	10000	5000
收入增长	44%	3%	1%	3%	2%	支付股利、利息	(46002)	(62310)	(42247)	(43724)	(44697)
净利润增长率	28%	39%	-13%	3%	2%	其它融资现金流	23832	66246	272	277	283
资产负债率	38%	37%	36%	37%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(70462)</b>	<b>(78215)</b>	<b>(50375)</b>	<b>(33446)</b>	<b>(39414)</b>
股息率	7.8%	10.5%	7.1%	7.4%	7.6%	<b>现金净变动</b>	<b>35429</b>	<b>7617</b>	<b>19277</b>	<b>36767</b>	<b>38450</b>
P/E	11.8	8.5	9.8	9.5	9.3	货币资金的期初余额	127457	162886	170503	189780	226547
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	货币资金的期末余额	162886	170503	189780	226547	264997
EV/EBITDA	7.4	6.2	6.6	6.5	6.4	企业自由现金流	0	96780	80320	79438	87763
						权益自由现金流	0	152271	71887	89629	92992

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032