

中国神华 (601088.SH) 深度系列二：煤企典范，多角度分析股息率锚与空间

2024年08月15日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

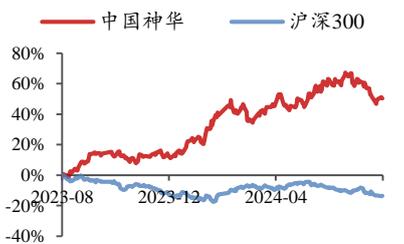
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/8/13
当前股价(元)	39.08
一年最高最低(元)	46.02/27.00
总市值(亿元)	7,764.62
流通市值(亿元)	6,444.70
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	8.94

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《高长协致 Q1 业绩韧性强，稳定高分红彰显投资价值—公司 2024 年一季报点评报告》-2024.4.27

《煤与电量增业绩稳健，稳定高分红彰显投资价值—公司信息更新报告》-2024.3.24

《煤&电量增业绩稳健，市值管理强化高分红预期—公司信息更新报告》-2024.1.31

● 煤企典范，多角度分析股息率锚与空间，维持“买入”评级
 公司作为煤炭央企龙头，凭借高比例年度长协煤和“煤电化路港航”一体化经营模式，拥有很强的盈利稳定性，叠加持续高分红以及未来存在煤炭和电力潜在增量，估值水平有望继续抬升。考虑到 2024 上半年煤价整体下行但公司电力业务成长性确定性高（暂时不考虑大雁矿业和杭锦能源的资产注入），我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 580.8/602.4/612.9 亿元（前值 615.2/630.1/646.3 亿元），同比-2.7%/+3.7%/+1.7%；EPS 为 2.92/3.03/3.08 元，对应当前股价 PE 为 13.4/12.9/12.7 倍。公司盈利仅小幅下降且仍可支撑高股息，维持“买入”评级。

● 长协煤占比高及一体化经营平抑周期波动，业绩稳定性强
 公司煤炭核定产能 3.56 亿吨，资源储量 325.8 亿吨，可采储量 133.8 亿吨，均领先行业，2023 年煤炭自产煤产销量分别达 3.2 亿吨和 3.3 亿吨，位居上市煤企首位。2023 年，公司自产煤销量中，年度长协煤占比接近 80%，在上市煤炭企业中处于领先水平，长协价维持高位稳定从而保障了公司煤炭业务盈利稳定性。公司具备一定的煤炭一体化程度，电力业务 2023 年消耗 22.9% 自产煤，预计 2025 年及之前仍有 775 万千瓦在建煤电机组投运，内部耗煤量仍将逐步提升，叠加“路港航”稳步发展，公司一体化运营成效显著，进一步增强业绩稳定性。

● 股息率锚定“LPR 或长电股息率+风险溢价”，具备提升空间
 公司作为响应政策的央企典范，早在 2016 年即开启高分红之路，且 2019 年以来制定了股东回报承诺，彰显高分红态度，再叠加公司盈利稳定性的优势，PE 估值水平自 2022 年以来已超越行业并获得显著提升。公司作为高股息的标杆企业，我们分析认为股息率已逐步成为公司股价空间的锚点，且具备两种股息率锚定方法：一是股息率锚定“五年期 LPR+风险溢价”的方式，则公司合理股息率为 3.85%-4.35%；二是股息率锚定“长江电力股息率+风险溢价”的方式，则公司合理股息率为 4.0%-4.5%，随着股价的上行而股息率下降，当前股息率与锚定股息率的差值演变过程，即为资本利得空间。

● 多途径股息率仍有提升潜力，股息率锚定将使空间有望再增厚
一是煤炭和电力量增，有望带动股息率提升。大雁矿业和杭锦能源已公告将资产注入，且预期未来有更多优质煤炭资产注入；新街矿区总规划 5600 万吨产能有望陆续投产贡献产量；火电 775 万千瓦在建机组，预计 2025 年及之前全部投运并提升公司发电量；从已公告的增量测算，股息率有望从 5.62% 提升至 6.82%。
二是分红率仍有提升空间，有望带动股息率提升。公司拥有行业领先的低负债率及充沛现金流，基于过往曾有过 100% 以上分红率及特别派息，结合当前央企市值管理及 ROE 考核，我们认为公司未来仍有提升分红率的可能性，假设分红率从 75.2% 提升至 100%，股息率有望从 5.62% 提升至 7.48%。如若同样锚定“五年期 LPR+风险溢价”或“长江电力股息率+风险溢价”的股息率数值，则随着股价的上行而股息率下降，相应股息率与锚定股息率的差值演变过程，则资本利得的空间更大。

● 风险提示：煤价超预期下跌，煤炭长协机制大幅度调整，电价超预期下调，火电利用小时数显著下滑。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533	343,074	341,966	352,463	354,672
YOY(%)	2.6	-0.4	-0.3	3.1	0.6
归母净利润(百万元)	69,648	59,694	58,078	60,243	61,289
YOY(%)	39.1	-14.3	-2.7	3.7	1.7
毛利率(%)	39.0	35.9	35.0	34.7	34.7
净利率(%)	20.2	17.4	17.0	17.1	17.3
ROE(%)	17.8	14.5	13.5	13.4	13.0
EPS(摊薄/元)	3.51	3.00	2.92	3.03	3.08
P/E(倍)	11.1	13.0	13.4	12.9	12.7
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 煤炭央企龙头，稳健高盈利高分红典范.....	4
1.1、 央企背景，煤电运化一体化布局.....	4
1.2、 立足煤炭且多元化布局，经营稳健.....	5
2、 盈利稳健：高长协占比及一体化经营平抑周期波动.....	8
2.1、 煤炭资源丰富，产能规模大.....	8
2.2、 高长协平抑煤价波动.....	12
2.3、 一体化运营增强盈利稳定性.....	14
3、 高分红：响应政策的煤炭央企典范.....	15
4、 充分演绎估值提升，股息率锚定未来空间.....	18
5、 股息率仍有提升潜力，增厚未来空间.....	20
6、 盈利预测和估值.....	22
7、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 公司实控人为国务院国资委.....	4
图 2： 2021 年以来动力煤价格中枢已实现显著上移.....	6
图 3： 2021 年以来长协价已实现显著提升.....	6
图 4： 公司营业收入稳步向上.....	6
图 5： 公司盈利中枢逐渐抬升.....	6
图 6： 煤炭、电力、铁路是公司营收主要来源.....	7
图 7： 煤炭、电力、铁路是公司毛利主要来源.....	7
图 8： 2015 年以来公司净利率与 ROE 稳中有升.....	7
图 9： 2015 年以来煤炭业务毛利率改善明显.....	7
图 10： 2015 年以来期间费用率下滑增强盈利能力.....	8
图 11： 2015 年以来公司资产负债率逐步降低.....	8
图 12： 2015 年以来公司货币资金显著提升.....	8
图 13： 2019 年以来公司煤炭产量持续增长.....	10
图 14： 2018 年以来销量目标均超额完成.....	10
图 15： 2021 年公司显著加大煤炭勘探支出.....	11
图 16： 2021 年以来公司煤矿资本开支上行.....	11
图 17： 2021 年以来长协价已实现显著提升.....	12
图 18： 2023 年以来长协价变化较小.....	12
图 19： 长协价波动显著小于市场价.....	13
图 20： 2023 年公司自产煤的长协占比接近 80%.....	13
图 21： 公司吨煤售价波动显著小于市场价.....	13
图 22： 公司吨煤成本优势明显.....	14
图 23： 2019 年以来公司燃煤发电装机持续增长.....	14
图 24： 公司火电利用小时数高于全国均值.....	14
图 25： 2019 年以来公司发电耗煤占比持续提升.....	15
图 26： 公司供电煤耗呈现下行趋势.....	15
图 27： “路港航”业务量稳步提升.....	15

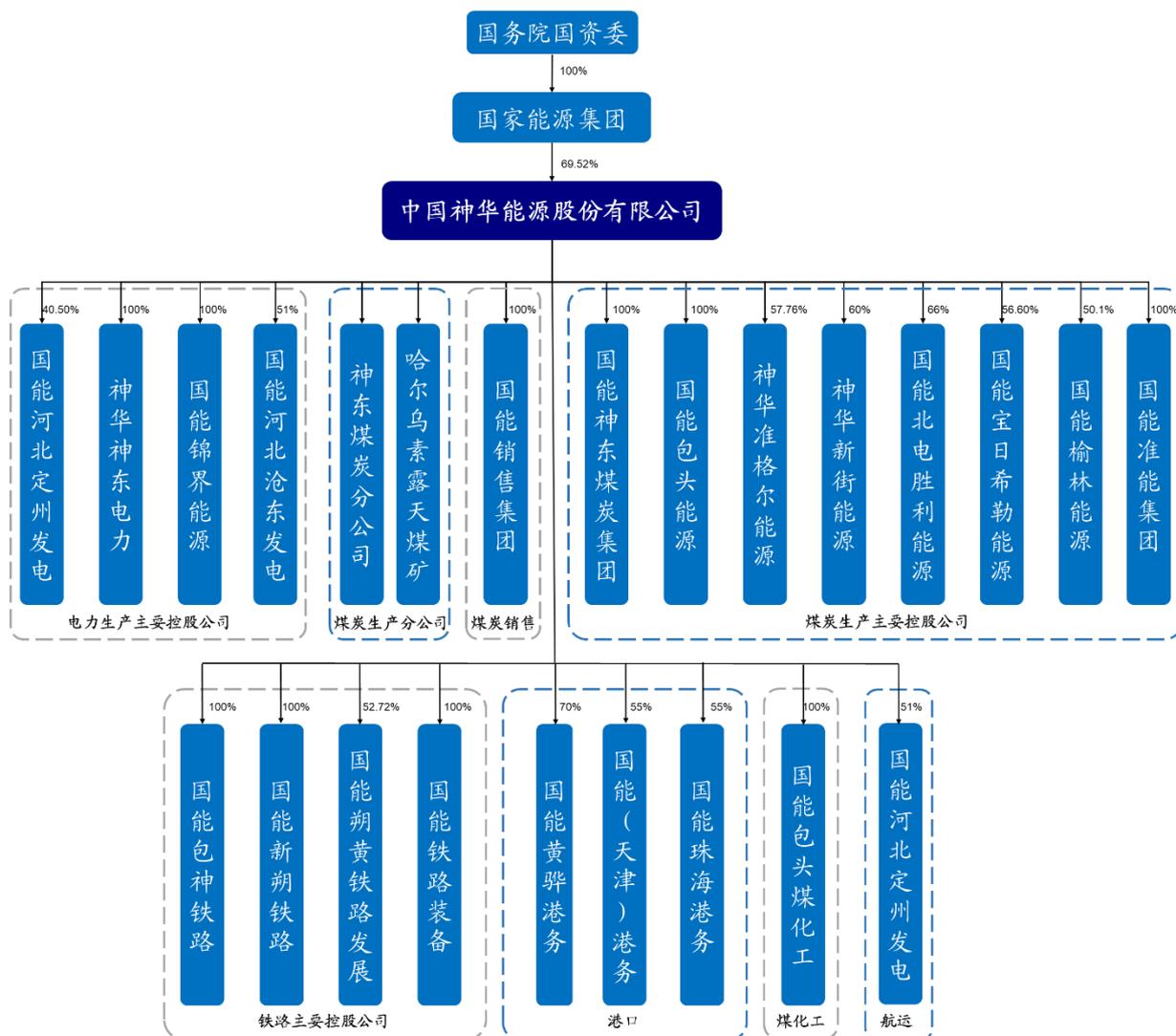
图 28: 公司铁路业务运价较为稳定	15
图 29: 2018 年以来公司分红比例逐步提升	17
图 30: 2023 年分红在股权登记日的股息率为 5.3%	17
图 31: 2023 年公司资产负债率处于行业最低水平	17
图 32: 2020 年以前中国神华 PE 始终低于板块	19
图 33: 2022 年以来中国神华 PE 逐渐高于板块	19
图 34: 十年期国债收益率仍处于下行趋势中	20
图 35: 2024 年 7 月五年期 LPR 为 3.85%	20
表 1: 中国神华是国内煤炭产能最大的上市煤企	9
表 2: 公司产销量规模稳居煤炭上市公司首位 (万吨)	9
表 3: 集团仍有资产待注入	11
表 4: 8 省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间	12
表 5: 政策鼓励和引导上市公司分红	16
表 6: 公司具备提高分红的潜力, 即高分红可持续性较强	17
表 7: 股息率锚定值的乐观与保守展望	20
表 8: 公司业务增量将带动股息率提升	21
表 9: 公司 2024 年股息率最高有望达到 7.5%	22

1、煤炭央企龙头，稳健高盈利高分红典范

1.1、央企背景，煤电运化一体化布局

控股股东国家能源集团，实控人国务院国资委。中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”或“公司”）成立于2004年，2005年6月和2007年10月公司分别在香港联交所和上海证交所上市。公司拥有大体量煤炭、发电、煤化工业务，及铁路、港口、船舶组成的大规模一体化运输网络，高效连接中国西部资源供应与东南沿海能源需求，是集煤炭、电力、运输、煤化工一体化开发，产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同的综合能源公司。截至到2024年3月31日，公司控股股东为国家能源集团，持股比例达到69.52%。国家能源集团于2017年11月挂牌，由原神华集团和国电集团合并，现拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链业务，旗下上市公司包括中国神华（A+H）、龙源电力（A+H）、国电电力、长源电力、龙源技术、英力特。2023年国家能源集团在世界500强中排名第76位。

图1：公司实控人为国务院国资委



资料来源：Wind、开源证券研究所

煤电化运一体化布局。公司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，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。

煤炭产业：煤炭核定产能 3.5 亿吨/年，建成千万吨级矿井群和国内首个 2 亿吨煤炭生产基地。推进智能矿山、绿色矿山建设，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、环保等指标保持世界先进水平，煤炭采掘机械化率、安全高效矿井覆盖率、绿色矿山达标率均达到 100%，连年被煤炭工业协会授予“煤炭工业节能减排先进企业”称号。

电力产业：发电总装机容量 4463 万千瓦，其中燃煤发电 4316 万千瓦、燃气发电 95 万千瓦、水电 12.5 万千瓦。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。深耕“一带一路”能源电力市场，印尼清洁燃煤环保电站系列项目成为中国企业“走出去”的典范与标杆。

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，规划、在建、投运新能源项目 361 万千瓦。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，荣获国家能源集团新能源发展资源贡献协同一等奖。

煤化工产业：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，生产能力约 60 万吨/年，主要产品为聚乙烯、聚丙烯及少量副产品。成功研制医用防护用品原料——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。

铁路产业：铁路总营业里程 2408 公里，年运能 5.3 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。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。

港口产业：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。

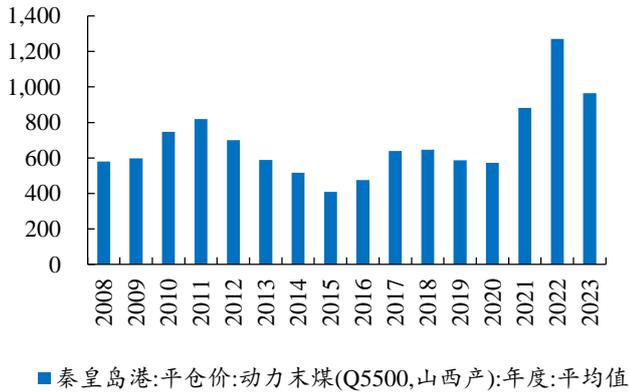
航运产业：拥有货船 39 艘，载重规模 213 万载重吨、年运能 5400 万吨。自有船舶实现岸电设施全覆盖。航线覆盖黄骅、天津、秦皇岛等国内沿海、沿江主要港口，船队规模、经营效益等在全国航运企业中排名前列。

1.2、立足煤炭且多元化布局，经营稳健

受益于煤价改善，业绩中枢上移。自供给侧改革以来，煤炭价格逐步改善，2021 年在双碳政策及内蒙倒查二十年涉煤腐败等对供给冲击以及公共事件阶段性修复和

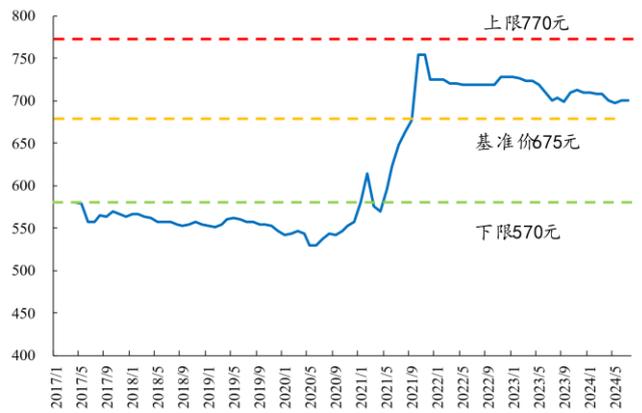
出口大增带来的需求改善下煤炭价格中枢显著提升，2022 年地缘政治事件导致海外能源价格大涨进一步推升了煤炭价格，2023 年虽有回落但仍处于历史较高水平。高煤价下公司业绩中枢逐步上移，2015 年公司营业收入为 1771 亿元，2023 年提升至 3431 亿元，2015-2023 年复合增长率为 8.6%。2015 年公司归母净利润为 161 亿元，2023 年提升至 597 亿元，2015-2023 年复合增长率 17.8%。2024 年 7 月公司发布半年度业绩预告，预计 2024 年上半年实现归母净利润 286 亿元至 306 亿元之间，同比下降 8.1%至 14.1%，同期秦皇岛港动力末煤平仓价下滑 14.4%，表明公司业绩较为稳健。

图2：2021 年以来动力煤价格中枢已实现显著上移



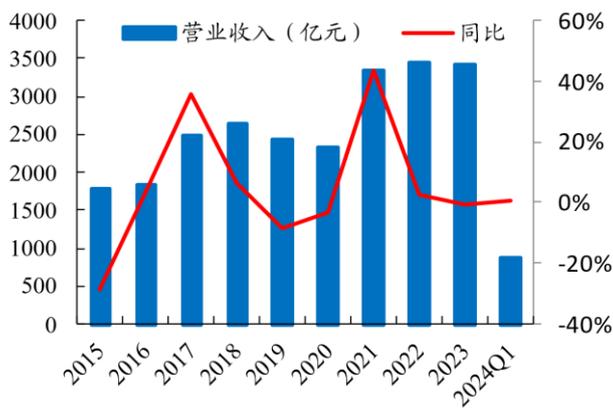
资料来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021 年以来长协价已实现显著提升



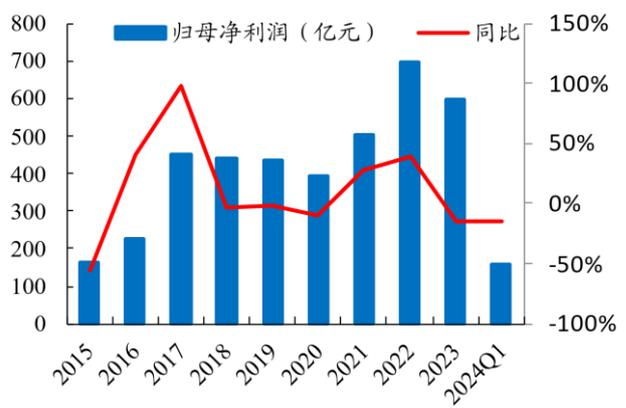
资料来源：国家发改委、开源证券研究所

图4：公司营业收入稳步向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司盈利中枢逐渐抬升

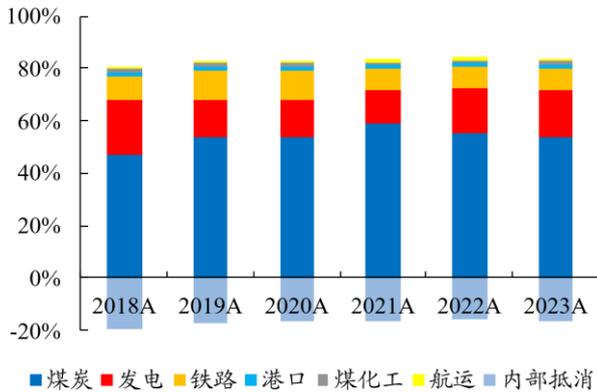


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力逐步改善，煤炭是主要驱动力。公司营业收入主要由煤炭与电力贡献，2023 年内部抵消前口径来看，煤炭与电力营业收入占比分别为 64%和 22%。从毛利来看，煤炭板块毛利占比为 71%，是公司盈利的主要来源，其次是电力和铁路业务，毛利占比均为 13%。从盈利能力来看，公司销售毛利率较为稳定，2015-2023 年期间整体处于 35%-40%之间。其中煤炭业务 2015-2023 年以来毛利率持续改善，同期电力业务毛利率与煤炭整体呈现相反变动趋势，两者互补是公司毛利率稳定的主要因

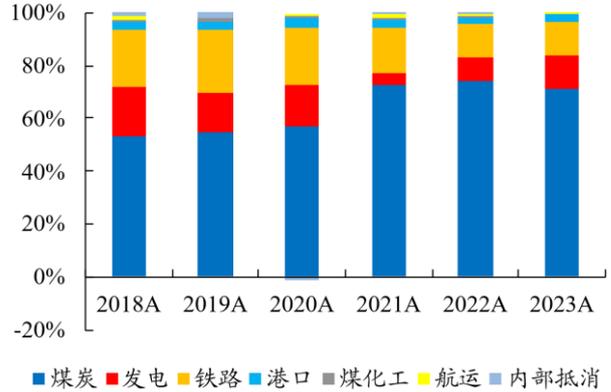
素。期间费用方面，管理费用占比较高，2021 年管理费用下滑主要是公司会计核算政策调整，将原本计入管理费用的相关修理费调整计入生产成本核算，对应 2021 年公司毛利率出现下滑。剔除调整因素后公司管理费用绝对额较为平稳。财务费用则出现显著下滑，2016 年公司财务费用为 50.6 亿，2023 年降至 5.0 亿元。在公司收入趋势性向上背景下期间费用率逐级下滑，2015 年期间费用率为 13%，2023 年降至 4%，公司净利率在此期间逐步改善，从 2015 年的 13% 提升至 2023 年的 20%。

图6：煤炭、电力、铁路是公司营收主要来源



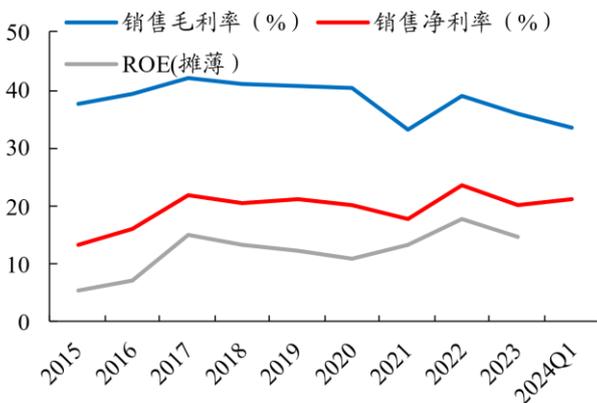
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：煤炭、电力、铁路是公司毛利主要来源



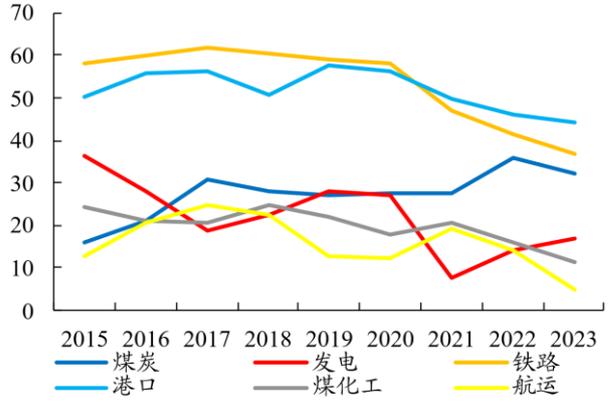
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2015 年以来公司净利率与 ROE 稳中有升

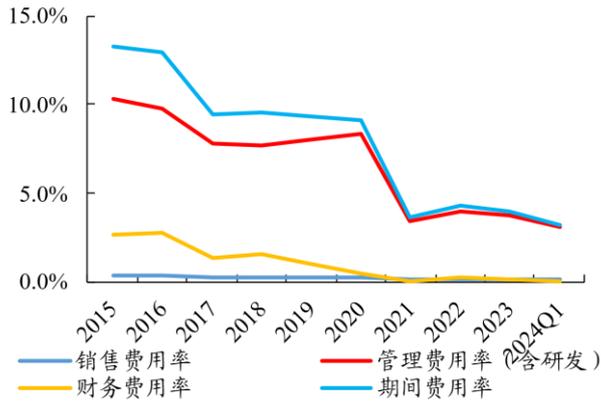


数据来源：Wind、开源证券研究所

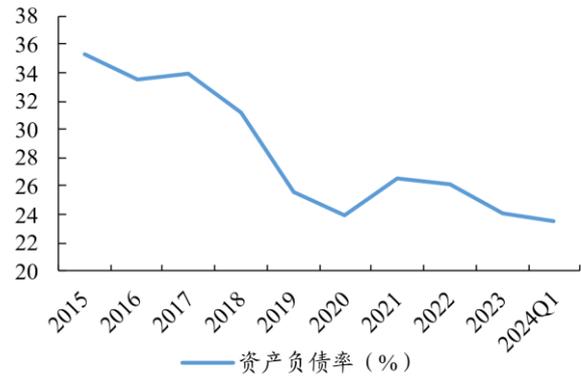
图9：2015 年以来煤炭业务毛利率改善明显



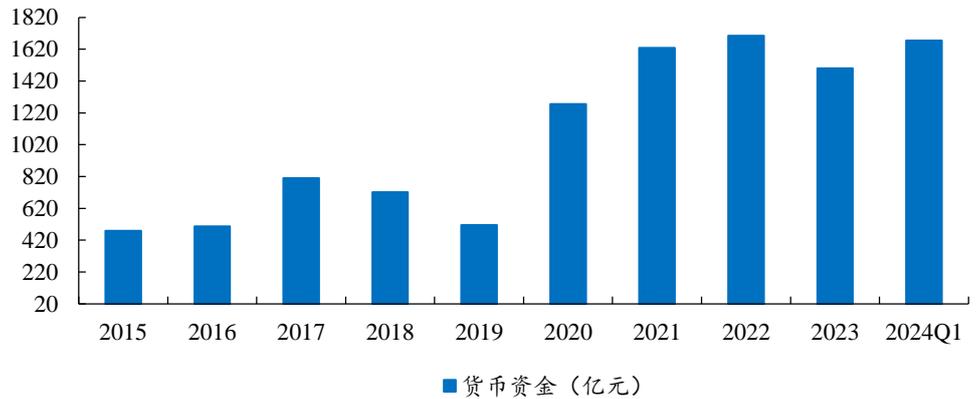
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 2015年以来期间费用率下滑增强盈利能力


数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2015年以来公司资产负债率逐步降低


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2015年以来公司货币资金显著提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、盈利稳健: 高长协占比及一体化经营平抑周期波动

2.1、煤炭资源丰富, 产能规模大

资源储量行业领先, 产销规模稳居上市煤企首位。2023 年公司煤炭产量为 3.2 亿吨, 自产煤销量为 3.3 亿吨, 均处于行业首位。从产销量变化来看, 公司自 2019 年以来煤炭产量持续增加, 且除了 2019 年外均超额完成了年初制定的产量目标, 销量则自 2018 年以来均超额完成目标值, 表明公司生产经营具有较强的稳定性, 这既得益于公司煤矿产能大数量多导致单个矿井某一年份的变动对整体影响较小, 也反映了公司管理层对生产经营的把控程度较高。截至 2023 年底, 公司资源储量为 325.8 亿吨, 可采储量为 133.8 亿吨, 均处于行业领先, 有效保障了公司的长期经营, 根据 2023 年公司可采储量和产量估算公司煤炭可采年限长达 41.2 年。

表1：中国神华是国内煤炭产能最大的上市煤企

矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	保有储量	可采储量	核定产能	权益	状态
补连塔	神东公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤	100%	193,192	134,500	2,800	2,800	在产
布尔台矿	神东公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	330,000	18,500	2,000	2,000	在产
上湾	神东公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤	100%	12,300	8,300	1,600	1,600	在产
乌兰木伦	神东公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	37,400	20,300	510	510	在产
柳塔矿	神东公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	23,400	13,200	300	300	在产
寸草塔二矿	神东公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	24,700	16,100	450	450	在产
寸草塔一矿	神东公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	27,540	17,562	240	240	在产
哈拉沟	神东公司	陕西榆林	不粘煤和长焰煤	100%	99,559	51,600	1,600	1,600	在产
活鸡兔井	神东公司	陕西榆林	不粘煤和长焰煤	100%	91,880	64,286	1,500	1,500	在产
榆家梁	神东公司	陕西榆林	不粘煤和长焰煤	100%	50,400	38,400	1,300	1,300	在产
石圪台	神东公司	陕西榆林	不粘煤和长焰煤	100%	89,300	65,700	1,200	1,200	在产
大柳塔井	神东公司	陕西榆林	不粘煤和长焰煤	100%	88,308	49,468	1,800	1,800	在产
万利一矿	神华包头能源	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	153,000	51,980	1,000	1,000	在产
神山露天矿	神华包头能源	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	2,331	1,945	120	120	在产
李家壕煤矿	神华包头能源	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	100%	120,398	60,651	600	600	在产
锦界矿	国能锦界能源	陕西榆林	不粘煤和长焰煤	100%	209,300	157,800	1,800	1,800	在产
郭家湾煤矿	榆林神华能源	陕西榆林	不粘煤	50%	113,000	59,000	800	401	在产
青龙寺煤矿	榆林神华能源	陕西榆林	不粘煤	50%	32,005	23,929	400	200	在产
水泉露天矿	神华包头能源	内蒙古包头	弱粘煤	100%	4,737	3,969	120	120	在产
哈尔乌素露天矿	哈尔乌素分公司	内蒙鄂尔多斯	褐煤	100%	168,500	173,000	3,500	3,500	在产
黑岱沟	准格尔能源	内蒙鄂尔多斯	褐煤	58%	186,400	149,800	3,400	1,972	在产
保德矿	神东公司	山西保德	不粘煤	100%	120,000	71,100	800	800	在产
黄玉川煤矿	神东电力公司	内蒙鄂尔多斯	不粘煤和长焰煤	51%	150,700	92,600	1,300	663	在产
宝日希勒露天矿	宝日希勒能源	内蒙呼伦贝尔	褐煤	57%	162,200	83,000	3,500	1,995	在产
胜利一号	北电胜利能源	内蒙锡林郭勒盟	褐煤	63%	187,731	125,867	2,800	1,764	在产
印尼煤矿	国华南苏发电	印度尼西亚	褐煤	70%			200	140	在产
新街一井	神华新街能源	内蒙鄂尔多斯	不粘煤	60%	137400	71900	800	480	拟建
新街二井	神华新街能源	内蒙鄂尔多斯	不粘煤	60%	115900	69200	800	480	拟建
在产-合计				85%	2,678,281	1,552,557	35,640	30,375	
拟建-合计				60%	253300	141100	1600	960	
总计				84%	2,931,581	1,693,657	37,240	31,335	

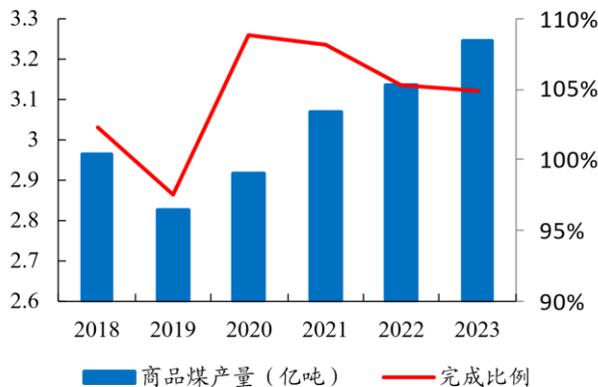
资料来源：公司公告、开源证券研究所，注：各矿井保有储量合计与矿区资源储量合计具有差异，因部分矿区储量不属于在产矿井

表2：公司产销量规模稳居煤炭上市公司首位（万吨）

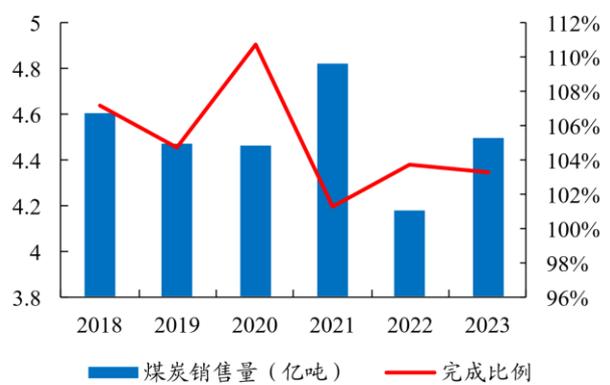
	资源储量	可采储量	产量	销量（自产煤口径）	可采年限
中国神华	325.8	133.8	32450	32540	41.2
陕西煤业	181.4	104.4	16372	16368	63.8
中煤能源	266.5	138.7	13422	13391	103.3
兖矿能源	468.1	48.6	13211	12097	36.8
潞安环能	37.0	10.2	6046	5498	16.9
华阳股份	60.5	29.6	4157	4100	71.3

	资源储量	可采储量	产量	销量 (自产煤口径)	可采年限
山煤国际	21.2	7.6	3898	3486	19.4
晋控煤业	41.4	19.5	3469	3010	56.3
平煤股份	29.3	16.0	3094	3103	51.9
冀中能源	28.8	6.2	2741	2604	22.8
淮北矿业	45.2	20.5	2197	2245	93.1
甘肃能化	12.2	7.6	1968	1927	38.7
新集能源	43.8	18.5	1937	1969	95.6
兰花科创	15.4	6.7	1380	1299	48.7
永泰能源	38.3	24.4	1297	1299	188.3

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图13：2019年以来公司煤炭产量持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2018年以来销量目标均超额完成


数据来源：Wind、开源证券研究所

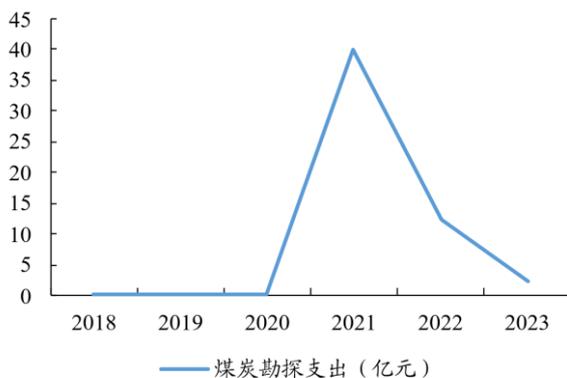
新建与资产注入并举，增量可期。资产注入方面，2005年5月24日公司与国家能源签署《避免同业竞争协议》，2014年6月28日公司发布《关于履行避免同业竞争承诺的公告》，2018年3月1日公司与国家能源集团签署《避免同业竞争协议之补充协议》，国家能源集团在整合后5年内由公司择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产。2023年4月28日公司与国家能源集团签署《避免同业竞争协议之补充协议（二）》，将优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产的期限延长至2028年8月27日。2023年4月，公司公告启动内蒙古大雁矿业集团有限公司（简称“大雁矿业”）及国家能源集团杭锦能源有限公司（简称“杭锦能源”）收购工作。**大雁矿业：**拥有两处生产煤矿（雁南矿和扎尼河露天矿）及三处探矿权，截至2022年末，两处矿井可采储量4.1亿吨，煤炭生产能力1070万吨/年，2022年完成商品煤产量约870万吨，净利润534.41万元。**杭锦能源：**拥有1处在建煤矿（塔然高勒煤矿），产能规模1000万吨/年，截至2022年末，该煤矿保有可采储量9.2亿吨；2022年杭锦能源外购煤销量约1000万吨，净利润7714.75万元。**新建产能方面，**2022年10月公司公告内蒙古新街台格庙矿区总体规划（修编）获得国家发展和改革委员会批复，矿区面积约681平方公里，煤炭资源量约123亿吨（中国标准）；矿区划分为8个井田和一个勘查区，8个井田规划矿井建设规模共计5600万吨/年。2024年2月，公司取得新街台格庙矿区新街一井、新街二井采矿许可证，两个矿井许可证所载生产规模均为800万吨/年，有效期为30年。2024年8

月，公司取得台格庙北区新街三井、新街四井探矿权，并获得相关煤炭资源勘探勘查许可证。随着公司煤炭产销量提升以及核增保供需求，公司自 2021 年以来加大了煤炭勘探支出和煤矿相关资本开支，既有利于短期产能核增，也有利于远期产能接续。

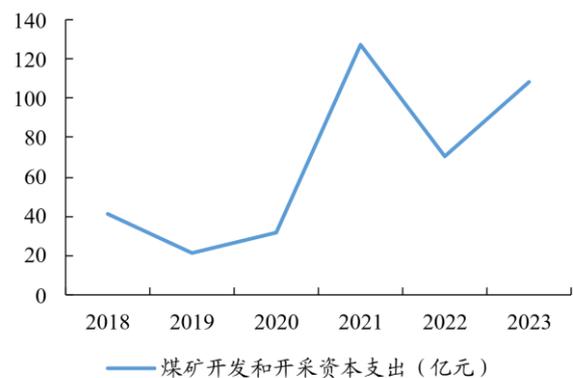
表3：集团仍有资产待注入

资产	资产	状态
资产一	原神华集团所持神华宁夏煤业集团有限责任公司 51%股权	未注入
资产二	原神华集团所持神华国能集团有限公司 100%股权	未注入
资产三	原神华集团所持中国神华煤制油化工有限公司 100%股权	未注入
资产四	原神华集团所持神华新疆能源有限责任公司 100%股权	未注入
资产五	原神华集团所持新疆神华矿业有限责任公司 100%股权	未注入
资产六	原神华集团所持神华乌海能源有限责任公司 100%股权	未注入
资产七	原神华集团所持神华集团包头矿业有限责任公司 100%股权	未注入
资产八	原神华集团所持陕西神延煤炭有限责任公司 51%股权	未注入
资产九	原神华集团所持神华杭锦能源有限责任公司 100%股权	2023 年启动收购
资产十	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持国华徐州发电有限公司 100%股权	2015 年注入
资产十一	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持宁夏国华宁东发电有限公司 100%股权	2015 年注入
资产十二	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持神华国华（舟山）发电有限责任公司 51%股权	2015 年注入
资产十三	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持江苏国华高资发电有限公司 45%股权	未注入
资产十四	原神华集团所持山西省晋神能源有限公司 49%股权	未注入
资产十五	原神华集团所持内蒙古大雁矿业集团有限责任公司 100% 股权	2023 年启动收购

资料来源：公司公告、开源证券研究所，注：资产一~十四为 2014 年公告神华集团《避免同业竞争协议》所承诺注入上市公司的资产，资产十五为 2023 年 4 月公告上市公司筹划收购的资产。

图15：2021 年公司显著加大煤炭勘探支出


数据来源：公司公告、开源证券研究所

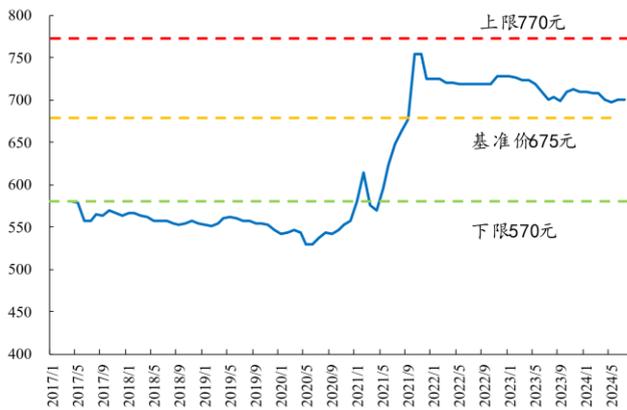
图16：2021 年以来公司煤矿资本开支上行


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、高长协平抑煤价波动

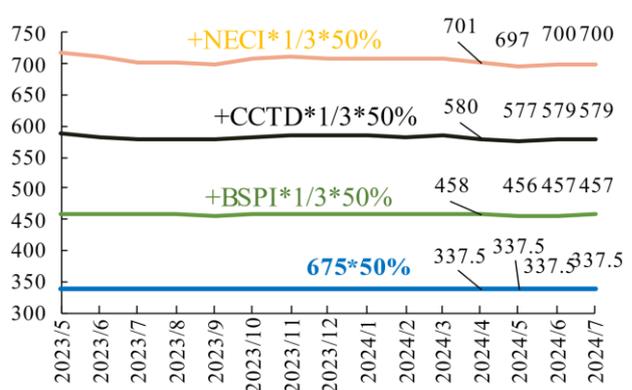
长协价显著提升，波动率远小于市场煤价。2016年发改委等四部门发布《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》正式确立了电煤长协制度，该制度采用基准价+浮动价机制，同时确定绿色区间为500-570元/吨。2022年发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，长协基准价随之显著提升至675元/吨，同时明确秦皇岛港下水煤(5500K)中长期交易价格合理区间570-770元/吨，至此长协价实现了显著提升。另一方面，长协价波动率显著低于市场价，有利于长协占比高的煤企吨煤售价稳定，2023年秦皇岛港动力末煤5500K平仓价(即市场价)同比下滑24%，同期长协价仅下滑1%，而公司即是严格按照基准+浮动机制执行的长协。

图17：2021年以来长协价已实现显著提升



数据来源：国家发改委、开源证券研究所

图18：2023年以来长协价变化较小

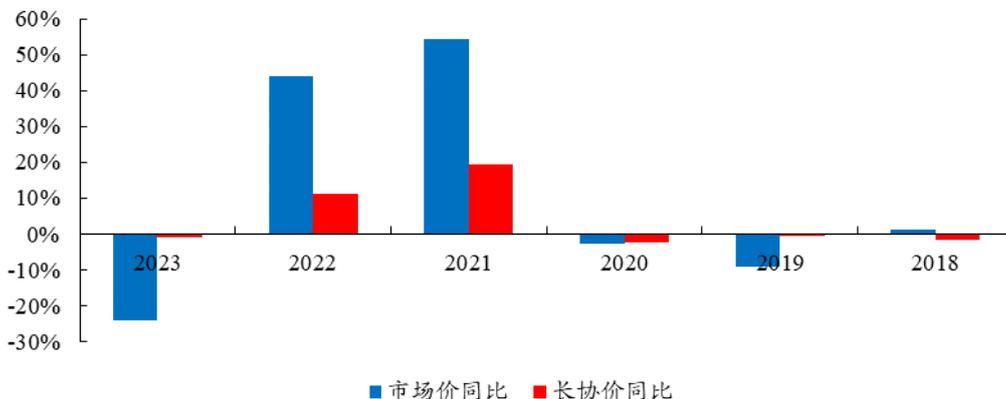


数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：8省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间

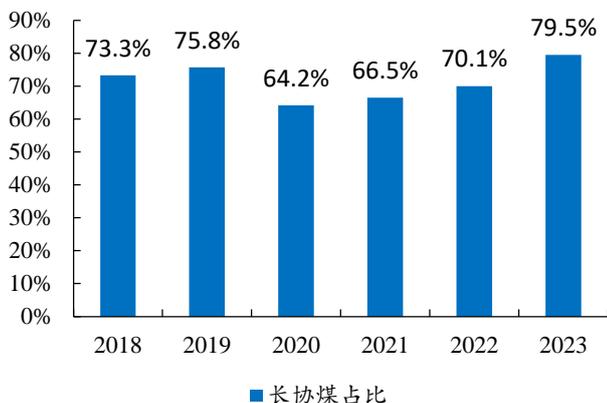
地区	热值 (大卡)	中长期交易价格合理区间(元/吨)	现货交易价格合理区间上限(元/吨)
秦皇岛港	5500	570-770	1155
山西	5500	370-570	855
陕西	5500	320-520	780
蒙西	5500	260-460	690
蒙东	3500	200-300	450
河北	5500	480-680	1020
黑龙江	5500	545-745	1118
山东	5500	555-755	1133
安徽	5000	545-745	1118

数据来源：国家发改委、开源证券研究所

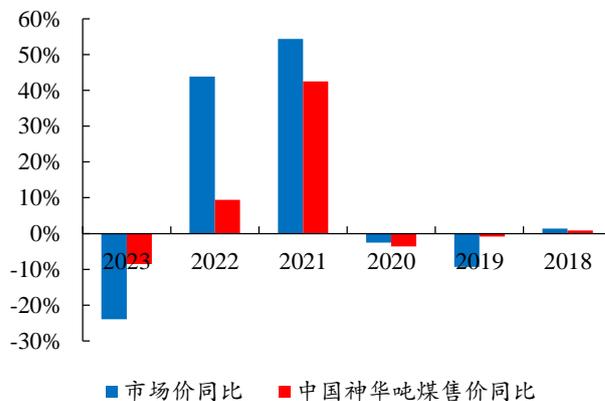
图19：长协价波动显著小于市场价


资料来源：Wind、开源证券研究所

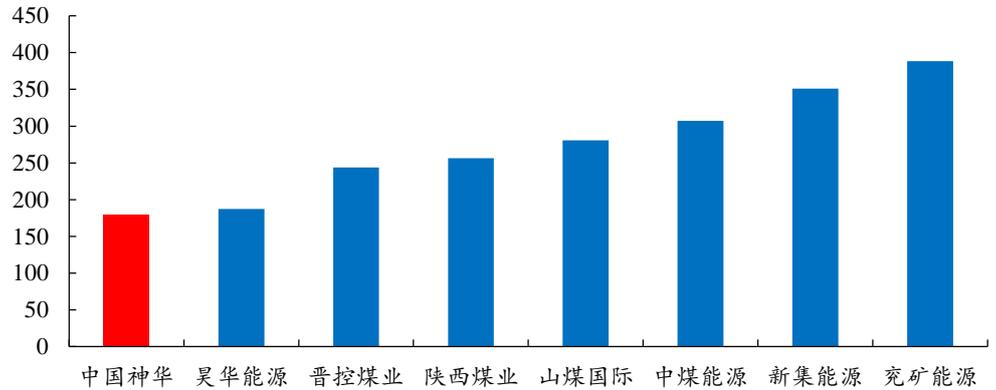
长协占比高，吨煤成本优势明显。2021年以来国内煤炭市场价波动较大，而公司吨煤售价波动率明显偏小，主要得益于公司长协比例较高。2023年，公司自产煤年度长协占比达79.5%，在国内煤炭上市企业中长协占比靠前，高长协占比直接受益于长协价提升。成本方面，公司吨煤成本在同行中也具有显著优势，稳定的吨煤售价与较低的吨煤成本构成了公司煤炭业务在较高盈利水平稳定的重要基础。

图20：2023年公司自产煤的长协占比接近80%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司吨煤售价波动显著小于市场价


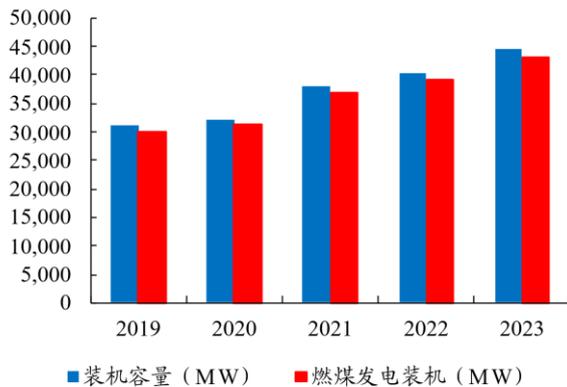
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图22：公司吨煤成本优势明显


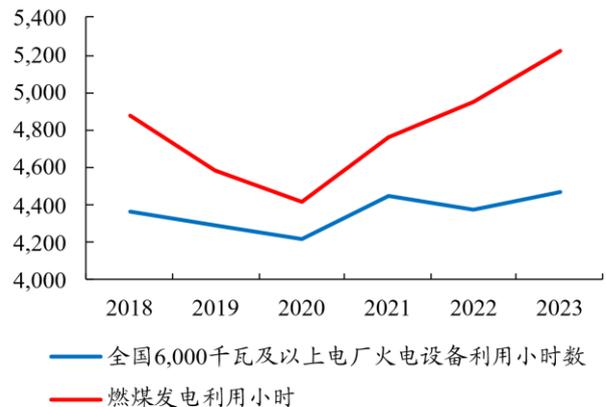
资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3、一体化运营增强盈利稳定性

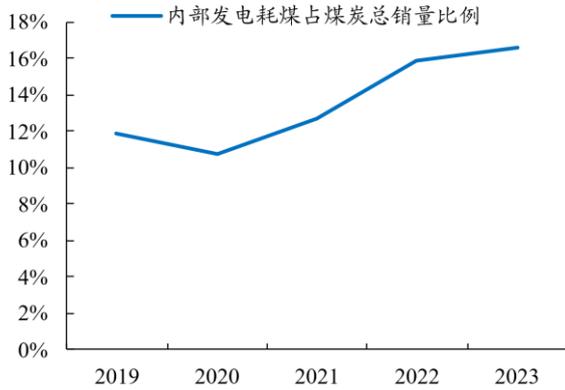
电力新增装机贡献增量。2019 年公司与国电电力以各自持有的相关火电公司股权及资产共同组建合资公司的交易完成，发电装机容量由 61849 兆瓦减至 31029 兆瓦，此后公司加大电力尤其是燃煤发电机组投入，截至 2023 年底公司燃煤发电机组总装机容量为 43164 兆瓦，占全社会火电发电装机容量的 3.1%。随着装机容量不断提升，公司自产煤中用于自有发电业务的比例逐步提高，2020 年仅为 15.3%，2023 年已提升至 22.9%，进一步夯实公司盈利稳定性。此外，公司火电利用小时数持续高于全国均值且 2020 年以来不断增长，供电煤耗则自 2015 年以来持续下行，有效保证了电力业务盈利能力。

图23：2019 年以来公司燃煤发电装机持续增长


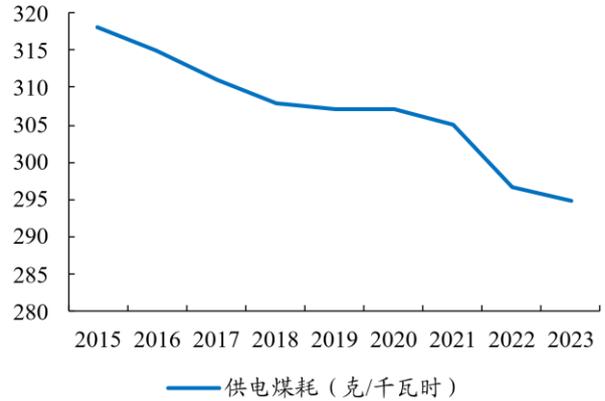
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司火电利用小时数高于全国均值


数据来源：公司公告、开源证券研究所

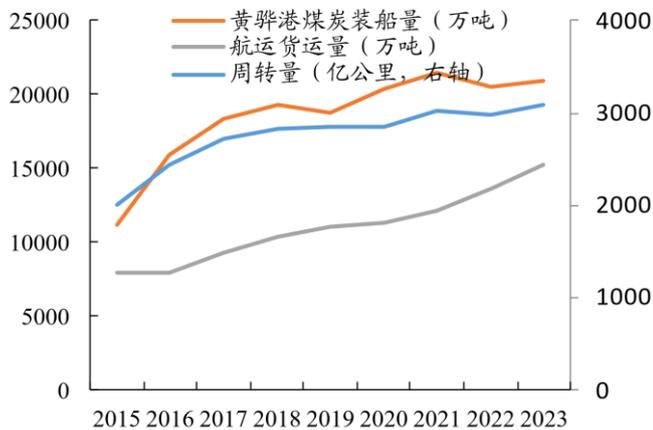
图25：2019年以来公司发电耗煤占比持续提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

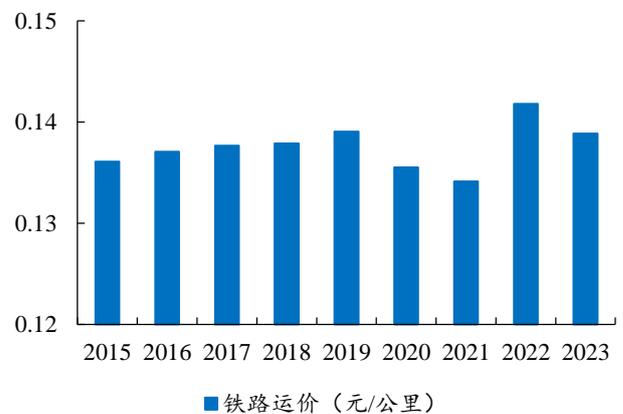
图26：公司供电煤耗呈现下行趋势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

“路港航”规模稳步增长，除煤炭与电力两大主要业务外，公司“路港航”业务量近些年来也保持稳中有进态势，这三类业务具有单价变化不大（如公司铁路业务运价变化较小），现金流稳定特征，是公司现金流良好的重要支撑。除了可以提供稳定现金流外，这些业务一方面受益于煤炭行业自供给侧改革以来的景气度改善，同时也充分服务于煤炭主业；另一方面能够适当对冲煤价波动对盈利的影响。

图27：“路港航”业务量稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：公司铁路业务运价较为稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、高分红：响应政策的煤炭央企典范

央企市值管理全面推开，高分红是重要抓手。早在2006年全国国资委系统业绩考核工作座谈会上，国资委副主任黄淑和曾表示“积极研究把上市公司市值纳入中央企业考核的方法”，但出于国内股市制度尚未完善等因素考虑，央企市值管理考核工作并未落地。2024年1月国资委宣布“进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”，一周内国资委再次表态“在前期试点探索、积累经验的基础上，全面推开上市公司市值管理考核”、“量化评价中央企业控股上市公司市场表现”。2024

年4月国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，明确强调“上市时要披露分红政策”，“强化上市公司现金分红监管”“制定上市公司市值管理指引”“推动上市公司提升投资价值”。

表5：政策鼓励和引导上市公司分红

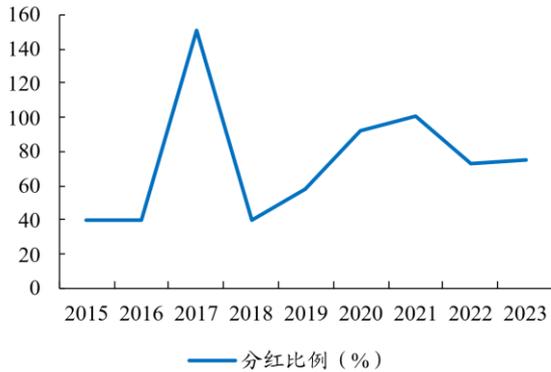
时间	部门	政策	内容
2020.10	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	上市公司要诚实守信、规范运作，专注主业、稳健经营，不断提高经营水平和发展质量。上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员要各尽其责，公平对待所有股东。对损害上市公司利益的行为，上市公司要依法维权。鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。
2021.12	国务院	《国务院办公厅关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	探索增加居民财产性收入，鼓励和引导上市公司现金分红，完善投资者权益保护制度。
2023.12	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》	一是进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注，督促提高分红水平，专注主业。二是简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏。鼓励公司在条件允许的情况下增加分红频次，结合监管实践，允许上市公司在召开年度股东大会审议年度利润分配方案时，在一定额度内审议批准下一年中期现金分红条件和上限，便利公司进一步提升分红频次，让投资者更好规划资金安排，更早分享企业成长红利。三是加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红。
2024.1	国资委	全面推开上市公司市值管理考核	国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024.4	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

资料来源：国务院、证监会、国资委、开源证券研究所

响应政策的煤炭央企典范。2024年1月市值管理考核提出后，公司相关负责人表示将积极落实市值管理考核要求。早在2017年公司已通过特别分红开启高分红之路，2017年7月公司发布《派发2016年度末期股息及公司特别股息公告》，派发现金股息每股人民币2.97元（税前），包括2016年末期股息每股0.46元（税前）和特

别股息每股 2.51 元。2020 年公司发布《关于提高公司 2019-2021 年度现金分红比例的公告》，2019-2021 年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%，自此公司分红比例系统性提升，2021 年分红比例超过 100%。2022 年公司发布《关于 2022-2024 年度股东回报规划的公告》，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的净利润的 60%，分红比例下限再度提升。2024 年 7 月 5 日股权登记日，按照公司分红金额与收盘价计算得出公司股息率为 5.3%

图29：2018 年以来公司分红比例逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

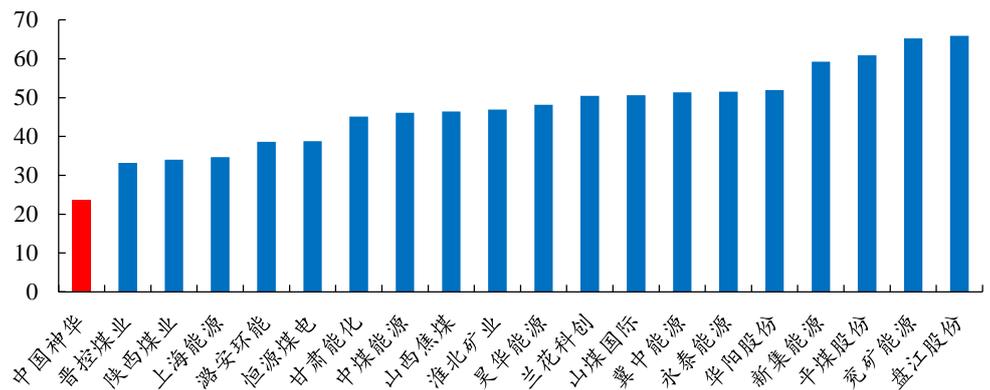
图30：2023 年分红在股权登记日的股息率为 5.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司高分红持续性强。横向对比来看，截至 2023 年底公司资产负债率仅为 23.6%，在主要煤炭上市企业中处于最低水平。另一方面，在较强的盈利水平基础上，公司货币资金和未分配利润与归母净利润比值仍旧处于行业前列，表明公司有能力强维持高分红。从 ROE 视角来看，由于公司资产负债率偏低，加大现金分红有利于提高经营杠杆，提升 ROE 水平。

图31：2023 年公司资产负债率处于行业最低水平



资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：公司具备提高分红的潜力，即高分红可持续性强

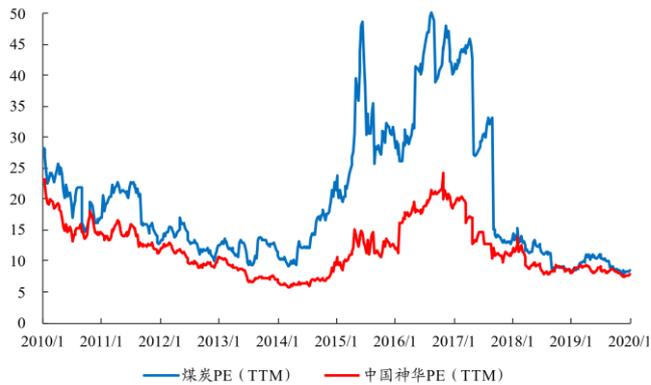
证券代码	证券简称	货币资金/归母净利润	未分配利润/归母净利润
600508.SH	上海能源	3.3	10.6

证券代码	证券简称	货币资金/归母净利润	未分配利润/归母净利润
600123.SH	兰花科创	2.6	5.5
600395.SH	盘江股份	3.2	5.0
601101.SH	昊华能源	5.0	4.9
601088.SH	中国神华	2.5	4.8
600157.SH	永泰能源	0.8	4.8
601699.SH	潞安环能	3.4	4.2
600971.SH	恒源煤电	3.4	4.1
601898.SH	中煤能源	4.7	4.0
600348.SH	华阳股份	2.8	3.9
601001.SH	晋控煤业	4.6	3.8
600985.SH	淮北矿业	0.9	3.7
601666.SH	平煤股份	3.6	3.6
000983.SZ	山西焦煤	3.0	3.3
601225.SH	陕西煤业	1.0	3.2
000552.SZ	甘肃能化	4.7	3.1
601918.SH	新集能源	0.8	3.1
000937.SZ	冀中能源	2.4	2.6
600188.SH	兖矿能源	1.9	2.5
600546.SH	山煤国际	1.5	2.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、充分演绎估值提升，股息率锚定未来空间

业绩稳定性高&持续高分红带来估值重构。2020年以前，公司估值始终低于煤炭板块。中国神华体量较大，具有“煤电路港航化”一体化经营模式，中国神华经营稳健性高于行业，业绩相对稳定。另一方面，公司自2016年开启了特别分红，大幅提升分红比例，且自2018年以来分红比例提升显著，持续性高分红已经成为公司标志之一。2010-2020年，中国神华PE始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及煤炭板块。2021年下半年，中国神华估值偏低的逻辑发生了反转，2021年11月以来中国神华PE基本都高于板块PE。2024年8月13日，中国神华PE（TTM）为13.63倍，煤炭板块平均PE为10.71倍，中国神华盈利稳健&高分红带来估值重构。

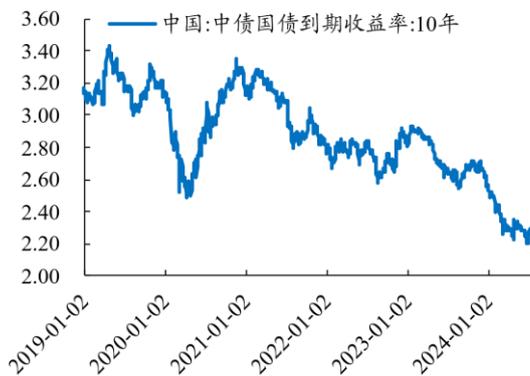
图32：2020年以前中国神华PE始终低于板块

图33：2022年以来中国神华PE逐渐高于板块


数据来源：Wind、开源证券研究所

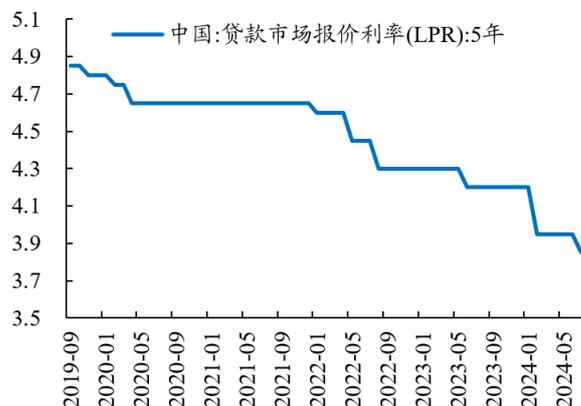
数据来源：Wind、开源证券研究所

股息率逐步成为公司未来空间的锚点。在传统周期估值体系中，煤炭的估值方式通常采取市盈率PE或市净率PB作为估值方法，由于上市煤企自供给侧改革后盈利能力逐步改善，且A股市场更易接受市盈率，所以市盈率PE估值法应用更为广泛，市净率更多是作为补充方式。然而，公司长期以来偏高且稳定的长协占比、优秀的成本控制以及分红比例已实现大幅提升且可持续性强，叠加长协制度渗透率提升带来市场煤价波动区间收敛，股息率逐步成为公司股价空间的锚点。我们预计公司2024年可实现归母净利润581亿元，假定2024年分红比例维持与2023年不变，则公司2024年8月13日收盘价对应2024年股息率为5.62%。

方法一：公司股息率可锚定“五年期LPR+风险溢价”。代表无风险利率的十年期国债收益率自2020年11月创下3.35%的阶段高点后持续回落，2023年年底以来经历新一波加速下行后当前仅为2.26%，表明市场收益率下行明显。五年期LPR则在一定程度上反映资金成本变动，2024年最新报价为3.85%。从成本来看，投资资金对股息率诉求应至少能覆盖其成本且应当有所溢价，因此我们认为公司风险溢价为0-50BP较为合理，即公司股息率合理水平为3.85%-4.35%。我们保守假设公司合理股息率锚定数值为4.35%，随着股价的上行而股息率下降，当前股息率与锚定股息率的差值演变过程，即为股价资本利得空间。

图34：十年期国债收益率仍处于下行趋势中


数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2024年7月五年期LPR为3.85%


数据来源：Wind、开源证券研究所

方法二：公司股息率可锚定“长江电力股息率+风险溢价”。长江电力作为水电企业，发电原料为长江河水，所以主要发电成本体现于拦水发电的水坝产生的固定资产折旧，以及发电的机器设备折旧。长江电力机器设备折旧会计年限适中，基本符合设备的实际使用年限，而最为重要的挡水建筑物折旧年限较为保守，仅为40-60年，远低于实际超百年的坝体寿命，因此公司发电成本低且以每年折旧的形式稳定体现。长江电力公司价值实际为低成本而稳定高回报的投资结果体现，即相对低成本的水坝建设而实现长期稳定的售电收入。因此长江电力经营久期优于公司，相较于公司拥有股息率溢价较为合理。但同时，长江电力短期经营业绩与来水变化密切相关，公司虽也与煤价关联但影响更小，因此我们认为风险溢价为50-100BP较为合理。根据Wind一致性预期，长江电力2024年归母净利润预计为337.1亿元，若2024年分红比例维持与2023年不变，则对应2024年8月13日收盘价股息率为3.5%，则公司合理股息率为4.0%-4.5%。我们保守假设公司合理股息率锚定数值为4.5%，随着股价的上行而股息率下降，当前股息率与锚定股息率的差值演变过程，即为股价资本利得空间。若长江电力股价继续上行则公司合理股息率锚定值可进一步降低，从而资本利得空间更大。

表7：股息率锚定值的乐观与保守展望

	乐观股息率	保守股息率
方法一：锚定五年期LPR+风险溢价	3.85% (+0BP)	4.35% (+50BP)
方法二：锚定长江电力股息率+风险溢价	4.0% (+50BP)	4.5% (+100BP)

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价取自2024年8月13日

5、股息率仍有提升潜力，增厚未来空间

煤炭及电力仍有增量，助力股息率继续提升。公司煤炭业务增量可期，2023年4月公告的杭锦能源和大雁矿业收购事项有望实现资产注入，新街一井、二井及后续

新建产能将在远期逐步释放产量。电力业务截至 2023 年底仍有 775 万千瓦在建机组，预计 2025 年及之前全部投运。公司在盈利稳健的基础上仍具备一定的成长性，若后期（假设 2025 年）完成杭锦能源和大雁矿业收购，则可带来 2070 万吨增量，以吨煤净利 140 元计算可贡献归母净利润约 29 亿元（100%权益占比）；电力业务增量方面，假定发电利用小时为 4850 小时，考虑 94%的产销率及 0.04 元的度电净利润，预计发电业务 2025 年可贡献归母净利润约 9.9 亿元（70%权益占比）。因此仅煤炭资产注入与电力业务增量即可增加归母净利润约 39 亿元，假设分红比例仍维持 75%，则将带动公司股息率增加 0.4pct。新建产能方面，内蒙古新街台格庙矿区规划总规模 5600 万吨/年，共规划 8 座井田和 1 个后备区。目前公司已取得新街一井、二井采矿权，两个矿井建设规模均为 800 万吨/年，我们预计 2024 年底这两个矿井开工建设，保守假设 4 年建设期预计 2029 年开始贡献产量。此外，2024 年 8 月，公司公告取得台格庙北区新街三井、新街四井探矿权，并获得相关煤炭资源勘探勘查许可证，预计后续将陆续释放产量，随着产量提升从而业绩提升，股息率也将继续提升。

表8：公司业务增量将带动股息率提升

	煤炭产量增量(万吨)	电力增量(万千瓦)	量增贡献(亿元)	分红比例	股息率增厚	增厚后对应当前股息率
2025	2070	775	38.9	75.2%	0.4 pct	6.02%
2026			0	75.2%	0.0 pct	6.02%
2027			0	75.2%	0.0 pct	6.02%
2028			0	75.2%	0.0 pct	6.02%
2029	800		11.2	75.2%	0.1 pct	6.12%
2030	1600		22.4	75.2%	0.2 pct	6.32%
2031	1400		19.6	75.2%	0.2 pct	6.52%
2032	1200		16.8	75.2%	0.2 pct	6.72%
2033	600		8.4	75.2%	0.1 pct	6.82%

资料来源：Wind、开源证券研究所，注：收盘价取自 2024 年 8 月 13 日

备注：假设 2070 万吨煤炭资产注入为 2025 年

实际分红比例有望提升，助力股息率继续提升。公司当前资产负债率水平行业最低，现金流充沛且稳定性强，不仅具有可持续分红的能力，也具有进一步提升分红的的能力。考虑到央企市值管理要求下对于提高分红的推动作用、提高分红有利于提高 ROE 的现实作用，以及公司曾实现过 100%以上分红及特别派息，我们认为公司实际分红比例有望进一步提升。我们根据 2024 年公司盈利预测，分别测算了公司在不同分红比例下对应的股息率水平，当公司分红比例为 100%时，公司 2024 年分红相较于 2024 年 8 月 13 日收盘价可达到 7.5%。

表9：公司 2024 年股息率最高有望达到 7.5%

分红比例	2024 年股息率
75.2%	5.62%
80%	5.98%
85%	6.36%
90%	6.73%
95%	7.11%
100%	7.48%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价取自 2024 年 8 月 13 日

综合而言，公司业务成长性和实际分红比例提升，将进一步提升股息率水平，如若同样锚定“五年期 LPR+风险溢价”或“长江电力股息率+风险溢价”的股息率数值，则随着股价的上行而股息率下降，相应股息率与锚定股息率的差值演变过程，股价资本利得的空间更大。

6、盈利预测和估值

公司作为煤炭央企龙头，在高长协占比和一体化经营模式中拥有较强的盈利稳定性，且未来仍具有业绩成长性，叠加分红持续领先且仍可能进一步提高分红比例，理应享受更高估值溢价。考虑到 2024 上半年煤价整体下行但公司电力业务成长性确定性高（暂时不考虑大雁煤矿和杭锦能源的收购），我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 580.8/602.4/612.9 亿元（前值 615.2/630.1/646.3 亿元），同比-2.7%/+3.7%/+1.7%；EPS 为 2.92/3.03/3.08 元，对应当前股价 PE 为 13.4/12.9/12.7 倍。公司盈利仅小幅下降且仍可支撑高股息，维持“买入”评级。

7、风险提示

煤价超预期下跌。尽管公司长协占比较高且拥有电力业务作为对冲，但煤价超预期下跌仍将影响公司盈利水平。

煤炭长协机制大幅度调整。公司煤炭长协严格执行国家发改委制定的长协制度，若长协基准价或长协合理价格区间出现显著下调则将影响公司煤炭销售收入。

电价超预期下调。公司当前部分收入来自电力业务，电价若显著下调，将影响公司电力业务收入。

火电利用小时数显著下滑。公司电力业务以火电为主，若利用小时数快速下滑则将影响公司电力业务收入。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211050	198951	221774	243723	261155
现金	170503	149986	181834	193393	220694
应收票据及应收账款	12100	19858	10011	20421	9928
其他应收款	2377	2731	2129	2997	2102
预付账款	6809	5999	7620	5964	7929
存货	12096	12846	12833	13509	13109
其他流动资产	7165	7531	7348	7439	7394
非流动资产	410793	431180	420867	420652	413705
长期投资	49650	55571	61000	67537	73902
固定资产	248381	256933	242510	236190	222084
无形资产	52589	61630	64183	67404	71724
其他非流动资产	60173	57046	53175	49522	45996
资产总计	621843	630131	642641	664375	674860
流动负债	98404	91585	92284	97535	91581
短期借款	5216	2927	4072	3499	3785
应付票据及应付账款	38972	38901	39589	41768	40010
其他流动负债	54216	49757	48623	52267	47786
非流动负债	64120	60176	48973	42897	34061
长期借款	41891	32608	24075	16663	8495
其他非流动负债	22229	27568	24899	26233	25566
负债合计	162524	151761	141257	140431	125642
少数股东权益	65419	69678	79519	89620	99950
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68182	68182	68182	68182
留存收益	290940	299924	317593	335458	353868
归属母公司股东权益	393900	408692	421866	434324	449268
负债和股东权益	621843	630131	642641	664375	674860

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	109734	89687	95827	84053	93324
净利润	81696	69598	67918	70344	71620
折旧摊销	22557	24641	21466	22214	23063
财务费用	877	501	-1092	-1901	-2735
投资损失	-2420	-3815	-1689	-1832	-2142
营运资金变动	-1012	-11690	8953	-4859	3334
其他经营现金流	8036	10452	271	86	185
投资活动现金流	-56585	-36974	-9437	-19968	-13861
资本支出	28684	37084	4119	16265	9350
长期投资	-519	-2887	-5429	-6537	-6365
其他投资现金流	-27382	2997	111	2834	1855
筹资活动现金流	-78734	-76131	-54542	-52526	-52162
短期借款	968	-2289	1145	-572	286
长期借款	-10474	-9283	-8533	-7411	-8169
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6653	168	0	0	0
其他筹资现金流	-62575	-64727	-47153	-44542	-44280
现金净增加额	-25248	-23284	31848	11559	27301

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	344533	343074	341966	352463	354672
营业成本	210059	219922	222272	230135	231471
营业税金及附加	19972	18385	19074	19274	19589
营业费用	410	425	415	432	433
管理费用	9930	9812	9818	10100	10173
研发费用	3722	3007	2997	3089	3109
财务费用	877	501	-1092	-1901	-2735
资产减值损失	-3372	-3691	3679	3792	3816
其他收益	603	423	513	513	513
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2420	3815	1689	1832	2142
资产处置收益	261	83	172	128	150
营业利润	98138	91367	86892	89720	91327
营业外收入	443	912	678	795	736
营业外支出	2334	5103	5103	5103	5103
利润总额	96247	87176	82466	85412	86960
所得税	14551	17578	14548	15068	15341
净利润	81696	69598	67918	70344	71620
少数股东损益	12048	9904	9841	10101	10331
归属母公司净利润	69648	59694	58078	60243	61289
EBITDA	116770	109647	100178	102981	104527
EPS(元)	3.51	3.00	2.92	3.03	3.08

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.6	-0.4	-0.3	3.1	0.6
营业利润(%)	25.8	-6.9	-4.9	3.3	1.8
归属于母公司净利润(%)	39.1	-14.3	-2.7	3.7	1.7
获利能力					
毛利率(%)	39.0	35.9	35.0	34.7	34.7
净利率(%)	20.2	17.4	17.0	17.1	17.3
ROE(%)	17.8	14.5	13.5	13.4	13.0
ROIC(%)	17.5	14.5	13.8	14.0	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.1	24.1	22.0	21.1	18.6
净负债比率(%)	-23.1	-19.1	-26.9	-29.1	-34.4
流动比率	2.1	2.2	2.4	2.5	2.9
速动比率	1.9	1.9	2.1	2.2	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	32.5	30.0	31.3	30.6	30.9
应付账款周转率	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.51	3.00	2.92	3.03	3.08
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	4.82	4.23	4.70
每股净资产(最新摊薄)	19.83	20.57	21.23	21.86	22.61
估值比率					
P/E	11.1	13.0	13.4	12.9	12.7
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.3	6.9	7.2	6.9	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn