

2024年10月31日

## 中国神华 (601088.SH)

投资评级：买入（首次）

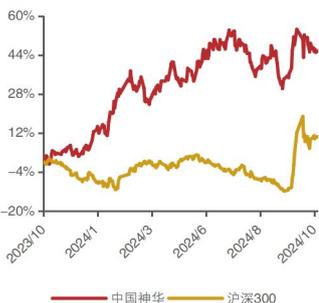
## ——何以神华 一个新的思考框架

## 证券分析师

刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com  
邹佩轩  
SAC: S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



基本数据	2024年10月28日
收盘价(元)	41.10
一年内最高/最低(元)	47.50/29.30
总市值(百万元)	816,596.17
流通市值(百万元)	816,596.17
总股本(百万股)	19,868.52
资产负债率(%)	24.10
每股净资产(元/股)	20.89

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **煤炭行业投资新框架，个股 alpha 重于行业 beta。**煤炭行业的中长期定位是煤炭板块估值的决定性因素，但是我们认为把过多精力放在该问题争论上是没有意义的，因为任何人都说不清楚，而且对于估值而言，节奏比结果重要得多。影响因素包括碳中和政策的力度、储能技术革命性突破的时点等，这些都不是投资者能掌控的，技术进步不是线性的，颠覆式创新很难提前预知。因此，现在无论是预言新能源一统江湖还是传统能源固若金汤，都是不负责任的。不妨做一个贝叶斯主义者，分散布局，根据概率迭代调整仓位，所以从大类资产配置的角度，煤炭板块值得配置。于是乎，煤炭板块的投资思路就变得简单了，不是寻找每个公司分别有什么预期差，而是寻找哪个公司值得长期持有，我们认为中国神华是其中之一。
- **一些基础概念的澄清：分红率比股息率更重要，久期比业绩更重要。**煤炭板块一个常见的投资误区是过度关注股息率，并与长江电力对标。而事实上，一方面长江电力的估值逻辑非常特殊，并不具备普遍性；另一方面，包括长江电力、中国神华在内的泛稳定价值类资产，股价上涨的共同驱动力是折现率下降，而非股息率。长江电力是近乎永续资产，分红就是纯粹的收益，但是煤炭剩余寿命有限，收到的钱不完全是收益，还有一部分本金，因为这些资产不存在终值。用股息率选股，不仅容易错过长江电力，也容易错过中国神华。单纯按照股息率筛选出的标的，股价走势往往并不理想。相比股息率，我们认为对非成长性行业而言，分红率更加重要，分红率的背后是分红意愿，分红意愿反映了大小股东利益的一致性。
- **对于使用寿命有限的资产，对 IRR 影响最大的是久期，也就是业绩锐减甚至归零前能够延续的时间，而非短期业绩。**模型可以量化测算，业绩小幅波动对 IRR 的影响有限，而预期使用寿命的伸缩将导致 IRR 巨幅震荡。因为 IRR 是时间序列数据，ROE 只是截面数据，真正影响企业价值的是 IRR，而非 ROE。
- **底线思维下的中国神华：干涸池塘的最后幸存者。**这是一种底线思维，并不意味着煤炭行业一定会“干涸”。我们试图论证的是，即便煤炭行业萎缩，公司预计也是最后的幸存者，久期远长于行业平均。一体化布局是公司竞争力的结果，而非竞争力的初始来源，公司最核心的竞争力是吨煤开采成本低，矿区位置集中，是“终端同质化商品中的少数低成本供给”，一体化布局与地域分布扩大了该优势。即便行业大幅萎缩，公司也有着更强的对需求波动的抵御能力，市场并没有给予公司的长久期属性充分定价。
- **看似透明的报表中也能读出较多增量信息。**最后，很多人认为中国神华的财务报表过于透明，反而没有了预期差。恰恰相反，本文详细拆解了公司的财务报表，**我们认为一份经得起拷问的财务报表，在长期来看，本身就是一种 Alpha。**同时，公司较低的资产负债率，意味着更强的抗风险能力。储能技术革命性突破，以及双碳政策加速的可能性不能排除，如果资产剩余使用寿命大幅下修，未来自由现金流总额减少，相比权益所有者，债权人是优先保障的，还债是第一位的，权益价值可能直接归零，在经历房地产市场巨震后，市场对此并不陌生。但是中国神华近乎零有息负债，仅存的负债多为应付账款、预计负债等。对于“以久期为最大弹性”的资产，低负债率是最大的安全垫，也是超额收益的重要来源。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑大雁煤矿和杭锦能源的收购，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 596.6、610.6 和 621.1 亿元，对应 PE 14、13 和 13 倍。以陕西煤业、兖矿能源、中煤能源作为可比公司，2024-2026 年 PE 分别为 10、9、9 倍。公司 PE 估值高于可比公司，但是我们认为非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高，而无论是从实体基本面还是从财务报表来看，中国神华对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高于行业平均水平。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**煤价波动超出预期，新能源转型速度加快，储能技术重大突破。

## 盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533.00	343,074.00	355,014.00	359,973.45	369,415.24
同比增长率(%)	2.78%	-0.42%	3.48%	1.40%	2.62%
归母净利润(百万元)	69,626.00	59,694.00	59,662.63	61,059.24	62,113.51
同比增长率(%)	38.51%	-14.26%	-0.05%	2.34%	1.73%
每股收益(元/股)	3.50	3.00	3.00	3.07	3.13
ROE(%)	17.68%	14.61%	13.99%	13.72%	13.40%
市盈率(P/E)	11.73	13.68	13.69	13.37	13.15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

暂不考虑大雁煤矿和杭锦能源的收购，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 596.6、610.6 和 621.1 亿元，对应 PE 14、13、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

综合当前煤炭供需格局以及公司一体化布局提升业绩稳定性，我们假设公司 2024–2026 年煤炭产量分别同比增长 2%、2%、1%，综合销售价格分别下滑 3.5%、1%、1%。

### 投资逻辑要点

非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高，而无论是从实体基本面还是从财务报表来看，中国神华对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高于行业平均水平。因此，我们认为公司股价上涨的催化剂，反而有可能是煤炭行业整体需求下降（这也是市场对煤炭中长期需求预期的基准情景）。岁寒，然后知松柏之后凋也。

### 核心风险提示

煤价波动超出预期，新能源转型速度加快，储能技术重大突破。

## 内容目录

引言：何以神华 一个新的思考框架.....	5
1. 我们对煤炭板块的整体看法：一些概念的澄清.....	6
1.1 贝叶斯主义者应该配置煤炭板块.....	6
1.2 煤炭板块当下的讨论焦点应该在久期而非业绩.....	8
1.3 淡化股息率 避免落入价值陷阱.....	10
1.4 分红意愿更加重要 兼论双碳承诺的估值意义.....	12
2. 底线思维下的中国神华：干涸池塘的最后幸存者.....	13
2.1 终端同质化商品中的少数低成本供给.....	13
2.2 一体化布局与区位优势 长久期带来估值溢价.....	15
3. 看似透明的报表中也能读出较多增量信息.....	18
3.1 一份经得起拷问的财务报表 本身就是一种 alpha.....	18
3.2 长尾风险不能忽视 低资产负债率是最大的安全垫.....	21
4. 盈利预测与估值.....	22
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1 : 贝叶斯方程原理示意 .....	7
图表 2 : 2020 年至今煤炭指数与中国神华股价走势对比 .....	9
图表 3 : 2024 年至今煤炭指数与沪深 300 走势 .....	9
图表 4 : 基准情景下的内部收益率与利润表 .....	9
图表 5 : 剩余使用寿命变化对 IRR 的影响敏感性分析 .....	10
图表 6 : 中证中信高股息策略指数 2020 年至今累计涨幅 .....	10
图表 7 : 中国神华历年赋权股价涨跌幅以及对应年度股息率 .....	11
图表 8 : 中国神华历年每股股利及分红率情况 .....	12
图表 9 : 2023 年主要煤炭公司分红率对比 .....	12
图表 10 : 中国神华 2023 年各板块营业收入占比 .....	13
图表 11 : 中国神华 2023 年各板块营业毛利占比 .....	13
图表 12 : 主要煤炭公司 2023 年吨煤成本对比 (元/吨) .....	14
图表 13 : 中国神华 2023 年煤矿产能、产量、资源量情况 (亿吨) .....	15
图表 14 : 中国神华资产地域布局 .....	16
图表 15 : 我国陆上风力资源分布 (W/平方米) .....	16
图表 16 : 我国太阳能资源分布 (kWh/m <sup>2</sup> ·a) .....	16
图表 17 : 中国神华 2023 年煤电装机情况 (装机单位: MW) .....	17
图表 18 : 2014 年全 A 样本 ROE 分布直方图 .....	18
图表 19 : 2022 年全 A 样本 ROE 分布直方图 .....	18
图表 20 : 2014 年全 A 样本经营性现金流/总资产分布直方图 .....	19
图表 21 : 2022 年全 A 样本经营性现金流/总资产分布直方图 .....	19
图表 22 : 中国神华资产负债表关键科目 (亿元) .....	20
图表 23 : 中国神华 2022 及 2023 年长期股权投资科目细节 (百万元) .....	20
图表 24 : 中国神华 2022 及 2023 年无形资产科目细节 (百万元) .....	21
图表 25 : 中国神华负债情况 (亿元) .....	22
图表 26 : 中国神华营业收入预测关键假设 (百万元) .....	22
图表 27 : 中国神华毛利率预测关键假设 .....	23
图表 28 : 煤炭重点公司估值表 (元, 元/股, 可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期) 2	

## 引言：何以神华 一个新的思考框架

我们认为把过多精力放在煤炭行业中长期定位的争论上是没有意义的，因为任何人都说不清楚，而且对估值而言，节奏比结果重要得多。影响因素包括碳中和政策的力度和节奏、储能技术革命性突破的时点等，后者还会影响前者，但是这些都不是投资者能掌控的，技术进步不是线性的，颠覆式创新很难提前预知。因此，现在无论是预言新能源一统江湖还是传统能源固若金汤，都是不负责任的。不妨做一个贝叶斯主义者，分散布局，然后走一步看一步，根据概率迭代调整仓位，所以从大类资产配置的角度，煤炭板块值得配置。

于是乎，煤炭板块的投资思路就变得简单了，不是寻找每个公司分别有什么预期差，而是寻找哪个公司值得长期持有，我们认为中国神华就是其中之一。既然是配置思路，收益率至少要保住折现率，在相同收益率预期下，找风险最低的标的；风险差不多的情况下，找预期收益率最高的标的。如果实际风险低于之前的预期，折现率下降还会带来估值的提升。于是，我们需要证明的就是，中国神华的风险，显著低于煤炭板块整体。煤电运一体化布局等基本面特征市场讨论已经较为充分，本文旨在提供估值层面的探讨。

**一些误区的澄清：中国神华和长江电力存在根本性区别，两者的股息率没有可比性。**贸然对比的股息率，很容易陷入估值陷阱以及错误归因，比长江电力股息率高的公司比比皆是，但是长期收益率超过长江电力的公司寥寥无几，该结论对于中国神华同样适用。一个重要原因在于，长江电力是近乎永续资产，分红就是纯粹的收益，但是煤炭剩余寿命有限，收到的钱不完全是收益，还有一部分本金，因为这些资产不存在终值。用股息率来选股，不仅容易错过长江电力，也容易错过中国神华。

**对于使用寿命有限的资产，对 IRR 影响最大的是久期，也就是业绩锐减甚至归零前能够延续的时间，而非业绩。**因为有碳中和承诺的终极利剑压制，煤炭何时被新能源彻底替代的问题不能回避（至少要在定性层面讨论）。模板化模型可以量化测算，业绩小幅波动对 IRR 的影响有限，而预期使用寿命的伸缩将导致 IRR 巨幅震荡。因为 IRR 是时间序列数据，ROE 只是截面数据，真正影响企业价值的是 IRR，而非 ROE。

碳中和的替代过程或存在温差，中国神华是吨煤成本最低的大型煤炭公司，加上一体化布局，是“终端同质化商品中的少数低成本供给”，我们认为即便行业大幅萎缩，公司预计也是最后的幸存者，市场低估了中国神华的久期，尤其是其相对煤炭板块整体的优势。

进一步的，从理论来看，风险一般被定义为预期收益率的波动，一般假定是正态分布的，但是实际上，小概率利空带来的损失，一般大于小概率利好带来的收益。最有可能发生的情景（也就是概率函数的峰值）与概率的期望值并不重合。用最有可能发生的情景来计算估值，会导致结果高估。储能技术革命性突破，以及双碳政策加速的可能性不能排除，如果资产剩余使用寿命大幅下修，未来自由现金流总额减少，相比权益所有者，债权人是优先保障的，还债是第一位的，权益价值可能直接归零，经历房地产市场巨震后，市场对此并不陌生。但是中国神华近乎零有息负债，仅存的负债多为应付账款、预计负债等。对于“以久期为最大弹性”的资产，低负债率是最大的安全垫，也是超额收益的重要来源。

最后，对于中国神华报表过于透明，以致于没有预期差的疑问，我们认为一份经得起拷问的财务报表，在长期来看，本身就是一种 Alpha。

## 1. 我们对煤炭板块的整体看法：一些概念的澄清

诚然，煤炭板块并不属于聚光灯时刻关注的朝阳行业，但是煤炭板块的股价走势在过去几年里持续超出市场预期，关注度与回报率出现极大反差。如果我们承认超额收益只能来自预期差，预期之内的业绩无论涨跌都不会影响股价，那么煤炭行业一定存在着持续的预期差。与此同时，中国神华作为一个透明度非常高的公司，近年来股价表现持续跑赢煤炭指数，说明公司身上仍然有未被市场充分发掘的 Alpha 因子。

常规的煤炭供需格局计算、股息率倒推都无法完全解释上述现象，前者无法解释中国神华较煤炭板块的相对收益，后者则更容易落入价值陷阱，即便在煤炭板块内部，股息率高于中国神华的公司也比比皆是。当然，我们可以在上述解释的基础上打补丁，诸如在股息率前面加上一体化布局、业绩稳定性等前置条件，但是未免有先射箭后画靶的嫌疑。

我们认为不妨跳出个股思维，在估值体系乃至估值理念的层面思考上述问题。

### 1.1 贝叶斯主义者应该配置煤炭板块

双碳承诺是煤炭行业不能回避的问题，而且恰恰是双碳承诺起到了“类供给侧改革”的效果，导致煤炭供需格局趋紧、价格中枢上了一个台阶，才带来了 2020 年以来煤炭板块波澜壮阔的行情。然而，双碳承诺作为一个终极利剑，其对煤炭行业的影响更多是“短多长空”，在中长期折现率预期下行的背景下，“短多长空”往往对估值形成压制。

然而对投资而言，更关键的问题是“短有多短，长有多长”，预期的动态变化带来估值弹性。需要承认的是，站在当前时点，这个问题很难有标准答案。对于能源清洁化转型的节奏，市场经历了从双碳战略提出初期的过度乐观，到新能源发展遭遇瓶颈后的理性回归，这个过程大大延长了煤炭行业的久期，带动板块估值提升。

煤炭行业的久期从根本上取决于几十年后煤炭行业的定位。影响因素包括碳中和政策的力度和节奏、储能与碳捕捉技术革命性突破的时点等，后者还会影响前者，但是这些都不是投资者能掌控的，我们只知道现阶段的储能技术尚不足支撑碳中和时的新能源调峰需求。然而，技术进步不是线性的，颠覆式创新很难提前预知，即便结果可知，时间点也不可预知。因此，现在无论是预言新能源一统江湖还是传统能源固若金汤，都是不负责任的。

不妨做一个贝叶斯主义者，分散布局，多头下注，然后走一步看一步，根据概率迭代调整仓位。所谓贝叶斯主义，是一种根据实时信号迭代概率的投资模式，本质是承认我们

对世界的运行规律可能知之甚少，我们生活在一个有限样本、有限时间的世界里，能够让我们看到的样本，都是带着强烈幸存者偏差的样本。

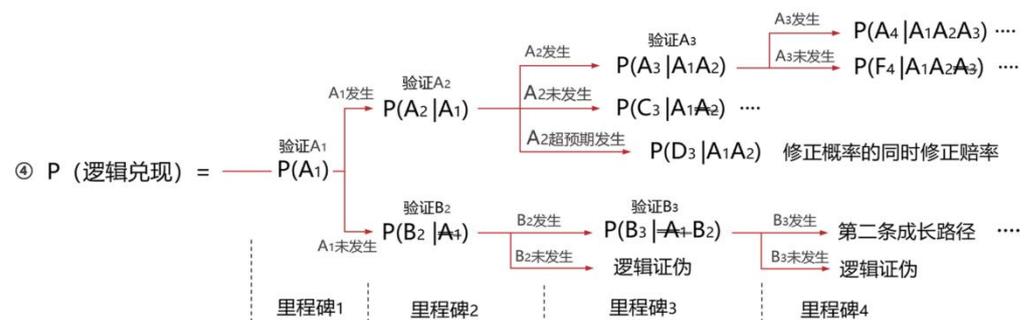
在贴近实战的“非均衡、不对称预期”市场中，一个大事件可以视为若干小事件的叠加，概率可以用贝叶斯方程来描述。如预期的实现需要 A 和 B 两个条件全部发生，那么预期实现的概率就是 A 发生的概率，再乘以 A 已经发生的情况下，B 再发生的概率（如下图 1 式）。但是在大部分情况下，A 和 B 都仅仅是必要条件，而非充分条件，逻辑的最终兑现可能还涉及很多未知必要条件，需要将所有的概率乘起来（如下图 2 式）。

由于我们无法穷举所有的必要条件，因此我们很难知道逻辑兑现的真正概率。真正有用的是 2 式的变体，当 A 条件没有发生时，逻辑兑现的概率是 2 式，当观察到 A 条件已经发生后，等式右边就不用再乘以 A 发生的概率了，变成了 3 式，逻辑兑现的概率瞬间增长了  $1/P(A)$  倍，概率的变化会带来股价涨跌。

在更复杂的情况下，成功的路径不止一条，串联降低概率，并联增加概率。我们可以编制一张“贝叶斯网络”，将投资逻辑尽可能打散，拆成一个个独立可验证的里程碑，然后去跟踪每一个里程碑，根据明确、可证伪的信号逐步迭代投资逻辑兑现的概率。

图表 1：贝叶斯方程原理示意

- ①  $P(A \text{ 和 } B \text{ 同时发生}) = P(A) \cdot P(A \text{ 已经发生的情况下, } B \text{ 再发生的概率})$
- ②  $P(\text{逻辑兑现}) = P(A) \cdot P(B | A) \cdot P(C | AB) \cdot P(D | ABC) \cdots P(\text{未知条件})$
- ③  $P(\text{逻辑兑现} | A) = P(B | A) \cdot P(C | AB) \cdot P(D | ABC) \cdots P(\text{未知条件}) = P(A \text{ 没有发生时逻辑兑现})/P(A)$



资料来源：华源证券研究自制

由于碳中和节奏以及技术路线的不确定性，所以从大类资产配置的角度，我们认为煤炭板块值得配置，而且从最新信号来看，能源转型的速度或进一步回归理性。

“十四五”前期，尤其是 2021 年平价初年，彼时新能源项目回报率亮眼，叠加碳中和的宏大背景，央企积极争抢绿电资源，且与地方政府的招商引资理念契合，导致能源转型一度出现“冲锋式”开发。但是与电源侧相比，电网建设需要协调的资源显著更多，不仅

包括送出和送入省份，还涉及途经省份的土地、环评、安监等部门，途经省份由于不能直接受益，“大干快上”的动力不足，电源、电网建设进度不一导致消纳问题加剧。

**而且，随着新能源占比持续提升，市场乃至决策层开始重新评估新能源在整个电力系统中的系统成本。**当前新能源所谓的“平价上网”仅仅指发电环节，并未考虑调峰、储能、传输以及需求侧响应成本，真正意义的全社会综合成本平价远远没有到来。从最新变化来看，央企乃至最高决策层对新能源发展的表述更加注重质量，关注相关措辞发生重大变化。

根据大唐集团官网，2024年9月19日大唐集团党组书记邹磊主持召开党组会议，强调要坚持绿色发展，重点抓好新能源大基地平稳开发和传统煤电水电改造和设备更新，推进风光一体化开发重大战略性新兴产业，因地制宜发展新质生产力。

**关键词变成“平稳开发”，而非之前的“积极推进”，**同时考虑到五大发电集团“十四五”新能源规划完成进度较高，2025年乃至“十五五”期间新能源建设或大幅降速。

**据新华社报道，总书记9月在座谈会上表态，新能源大基地建设改“加快推进”为“有序推进”，为近年来首次。**2024年9月总书记习近平在兰州主持召开全面推动黄河流域生态保护和高质量发展座谈会。座谈会上指出，要推动发展方式全面绿色转型，建设特色优势现代产业体系。其中，大力发展绿色低碳经济，有序推进大型风电光伏基地和电力外送通道规划建设，加快重点行业清洁能源替代。

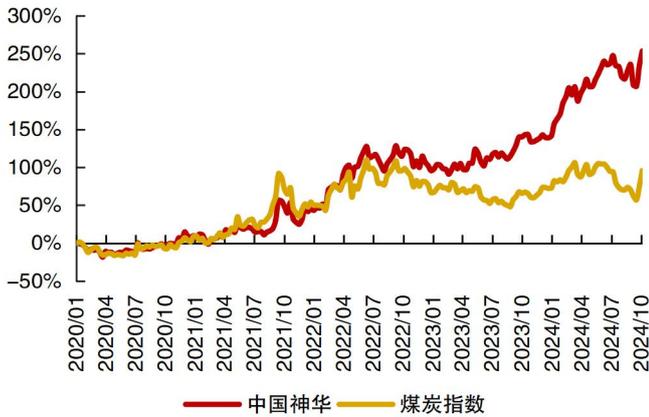
**这是高层在建设风光大基地和电力外送通道建设方面，首次使用“有序推进”一词。**对比之下，2021年10月，总书记在《生物多样性公约》第十五次缔约方大会领导人峰会上宣布，中国将**大力发展**可再生能源，在沙漠、戈壁、荒漠地区加快规划建设大型风电光伏基地项目。此后，政策文件多以“加大力度规划”、“加快推进”等词来强调风光大基地的重要性。《2024年政府工作报告》继续提出，加强大型风电光伏基地和外送通道建设。

## 1.2 煤炭板块当下的讨论焦点应该在久期而非业绩

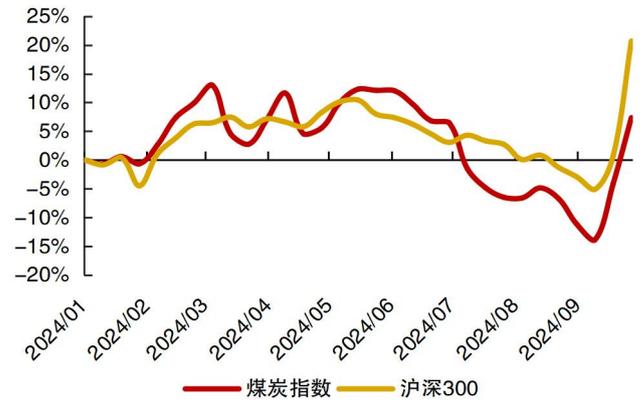
我们首先复盘煤炭板块以及中国神华2020年以来的股价走势，**我们认为当下煤炭板块的投资逻辑已经发生较大变化，供需格局已经不再是市场关注的焦点。**

从图表2中可以看出，中国神华2020年以来的股价表现分为泾渭分明的两个阶段，大致以2022年9月为分界点，在此之前中国神华与煤炭板块的走势基本趋同，并没有超额收益。而在此之后，中国神华开始走出独立行情。

**很显然，如果说2022年9月之前上涨源于煤炭供需格局趋紧带来的业绩中枢抬升，那么之后的上涨则源于中国神华自身的Alpha。**更进一步的，中国神华在2024年上半年迎来一轮主升浪行情，而煤炭指数的走势与沪深300基本趋同。由此可以认为，站在2024年的时间点，市场对煤炭行业供需格局的认知已经较为充分，预期内的事情是无法带来超额收益的，煤价无论涨跌都不能带动板块的趋势性行情，无论正负。

**图表 2：2020 年至今煤炭指数与中国神华股价走势对比**


资料来源：wind，华源证券研究

**图表 3：2024 年至今煤炭指数与沪深 300 走势**


资料来源：wind，华源证券研究

中国神华独立行情的常见解释是市场风格下的稳定性溢价，2024 年以来包括水电、水务、高速公路在内的泛公用事业板块均有较好表现，公司作为“煤电运化”一体化的行业龙头自然受益。但是公司在稳定价值类资产大类中表现的也格外突出，**我们认为一个更重要的因素正在发挥作用，即久期的重估，其有望在更长的时间里支撑中国神华的超额收益。**

我们将在第二章详细讨论为什么中国神华的久期显著长于煤炭板块，本节主要定量分析，**为什么对煤炭公司而言，久期往往比业绩更重要。**

**以模板化案例说明：**假设某项目初始投资本金 100 元，预期使用寿命 5 年，每年获得 30 元现金流入，除折旧外无其他成本，不考虑税费，无残值。则项目现金流和利润表情况如下表，基准情况下，根据年金公式可以算出项目的内部收益率 IRR 为 15.24%。

**图表 4：基准情景下的内部收益率与利润表**

年份	0	1	2	3	4	5
现金流（基准情景）	-100	30	30	30	30	30
内部收益率（IRR）	15.24%					
营业收入		30	30	30	30	30
折旧		20	20	20	20	20
净利润		10	10	10	10	10

数据源：华源证券研究自制

IRR 与折现率孰高是判断一笔投资是否增厚企业价值的唯一标准，在给定折现率的情况下，再投资的价值增厚幅度主要由 IRR 决定。在上述基础上，我们进行时间维度的敏感性分析，假设项目的预期使用寿命缩短到 4 年或延长至 6 年，可以看到 IRR 对久期的敏感

度极高，IRR 直接变为 7.71% 或 19.91%。因为 IRR 是时间序列数据，而 ROE 仅仅是截面数据，短期的 ROE 高低对企业价值的影响比较有限。

而且从预期的角度看，短期业绩乃至中期 3-5 年维度的供需格局可预测程度都比较高，很难出现持续的预期差，而在一个长期需求可能向下的赛道中，不同资产的剩余使用寿命可能出现显著差异，**久期的差异将是煤炭板块不同公司估值以及股价走势分化的核心动力。**

**图表 5：剩余使用寿命变化对 IRR 的影响敏感性分析**

年份	0	1	2	3	4	5	6
现金流（寿命缩短到 4 年）	-100	30	30	30	30		
内部收益率（IRR）	7.71%						
现金流（寿命延长到 6 年）	-100	30	30	30	30	30	30
内部收益率（IRR）	19.91%						

数据源：华源证券研究自制

### 1.3 淡化股息率 避免落入价值陷阱

煤炭板块另一个常见的投资误区是过度关注股息率，并与长江电力进行对标。而事实上，一方面，长江电力的估值逻辑非常特殊，并不具备普遍性；另一方面，包括长江电力、中国神华在内的泛稳定价值类资产，股价上涨的共同驱动力是折现率下降，而非股息率。

首先，长江电力等大水电可以近似视为永续资产，只有在满足永续经营假设的情况下，股息才是纯粹的收益，否则股息中包含一部分本金。如上节中的模板化案例，初始投资 100 元，未来 5 年每年获得 30 元现金流入。30 元现金流入都可以视为股息，但是其中只有 10 元是真正的收益，剩下的 20 元是本金回收。

**因此，对于非永续资产，股息率是估值的结果，而非原因。**如果承认市场大体是有效的，过高股息率的隐含预期是未来业绩下滑或者资产使用寿命较短，本质是资产的久期太短（久期的定义即现金流对应的时间按照规模加权），需要提前收回一部分本金。因此，**单纯按照股息率筛选出的标的，股价走势往往并不理想。**

如中证中信高股息策略指数（931053.CSI）的编制方法为：从沪深全样本 A 股中，按照一定标准剔除部分股票后，对剩余股票计算其预期股息率增加值并按降序排列，选取排名靠前的 80 只股票作为指数样本股，采用预期股息率调整市值加权。有趣的是，由于股息率不够高，中国神华、陕西煤业、长江电力乃至主流银行都不在该指数中。如图表 6 所示，这些“真正的”高股息公司，2020 年至今的累计收益为负。

**图表 6：中证中信高股息策略指数 2020 年至今累计涨幅**

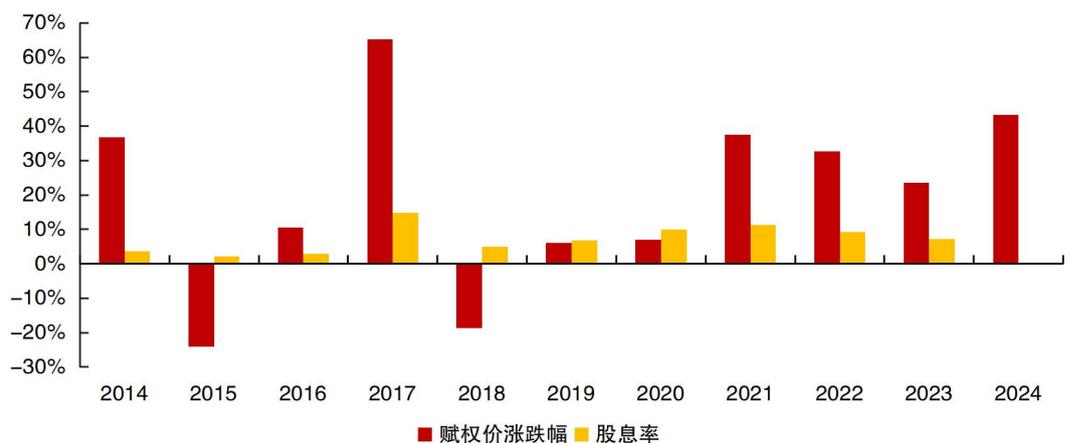


资料来源: wind, 华源证券研究

其次，定量拆解中国神华的历史收益，股息率也仅占了很小的比例。尤其是公司 2022 年业绩达到阶段性高点后，2023、2024 年股价仍然实现大幅上涨，股息率的贡献非常有限，绝大部分收益均来自估值的提升。同时，需要强调的是，“业绩稳定性”本身并不会带来估值提升，而是市场风险偏好导致这类资产的折现率下降，从而带动估值的提升。

DCF 估值结果相较折现率的敏感性就是久期，这也是久期的另一种定义。很显然，长江电力等水电公司作为永续资产，其久期显著长于中国神华。因此，在折现率下降的逻辑下，长江电力的投资价值明显大于中国神华。但是中国神华过去两年的涨幅反而超过长江电力，由此反推，股息率、业绩稳定性乃至折现率，并不是中国神华超额收益的主要原因。

图表 7: 中国神华历年赋权股价涨跌幅以及对应年度股息率



资料来源: 公司公告, 华源证券研究。股息率=次年收到分红/上年年底股价, 2024 年涨幅截至 10 月 14 日

延续前两节的讨论，我们认为中国神华超额收益的主要原因是久期拉长，这个过程提升了估值，被动降低了股息率（即长江电力是久期已然预期很高的情况下，折现率下降带

来估值弹性；而中国神华则是久期本身的重估）。而且按照该框架，如果观察到公司的股息率大幅提升，反而可能是重大预警信号，即市场下修了公司的久期预期。

## 1.4 分红意愿更加重要 兼论双碳承诺的估值意义

**相比股息率，对于非成长性行业而言，分红率更加重要。**因为分红率的背后是分红意愿，分红意愿反映了大小股东利益的一致性。虽然从理论上讲，只要没有预期差，股价表现与业绩曲线的形状无关，无论业绩上行、下行还是周期震荡。但是长期以来 A 股市场成长股的偏好明显，且习惯给予周期性行业折价。我们认为其中一个重要原因即投资者对大小股东利益不一致的担忧。

如前文所述，判断再投资是否增厚企业价值的唯一标准是内部回报率 IRR 与折现率孰高，如果 IRR 小于折现率，从股东利益最大化的角度看，再投资将减损企业价值。但是在普遍意义上（并非针对单一个股），管理层基于规模情节、代理风险以及其他非经济利益考虑，往往有追加资本开支的冲动。

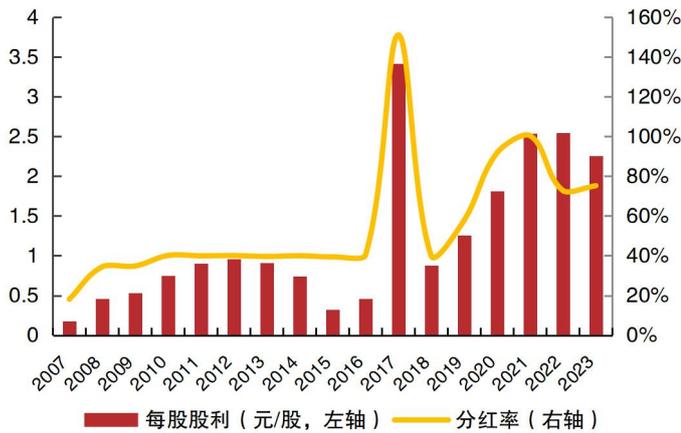
当行业处于上行期时，IRR 一般大于折现率，大小股东的利益一致性较高；但是当行业进入下行期后，**如果小股东无法对大股东的投资决策做出制度性制约，无论大小股东的利益是否真的不一致，只要这种担忧存在，估值折价都是不可避免的。**

水电板块很早就表现出了趋势性机会，我们分析一个重要因素是自然资源禀赋限制，保障了水电公司的高分红比例，很大程度上缓解了大小股东利益不一致的担忧。**周期股之所以股价大幅波动，根本原因或许并不是其业绩的周期性，而是周期高点追加资本开支。**

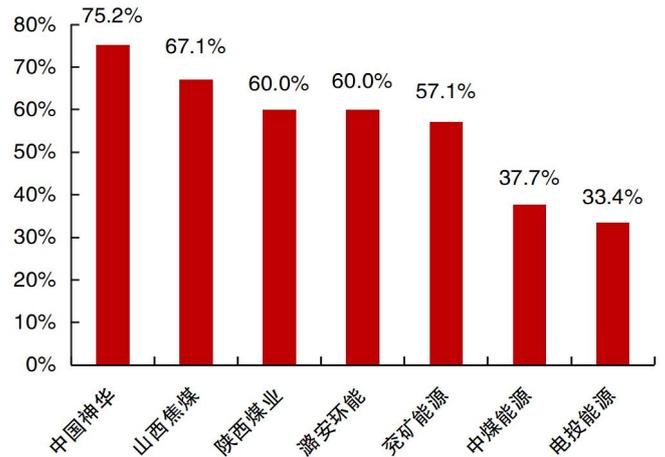
从这个角度看，从 2020 年开始，煤炭板块出现趋势性机会的原因，不完全是煤价中枢抬升、业绩改善，还有双碳承诺对煤炭行业资本开支意愿和能力的长期压制。从图表 8 可以看出，双碳承诺后，中国神华的分红比例陡然提升，2021 年更是达到 100%。**分红率提升的意义不仅仅是提高股息率，在小股东眼里，更是大小股东利益一致性的声明。**

图表 8：中国神华历年每股股利及分红率情况

图表 9：2023 年主要煤炭公司分红率对比



资料来源: wind, 华源证券研究



资料来源: wind, 华源证券研究

## 2. 底线思维下的中国神华：干涸池塘的最后幸存者

本章的题目是一种底线思维，并不意味着煤炭行业一定会“干涸”。而我们试图论证的是，即便煤炭行业持续萎缩，中国神华预计也是最后的幸存者，久期远长于行业平均。

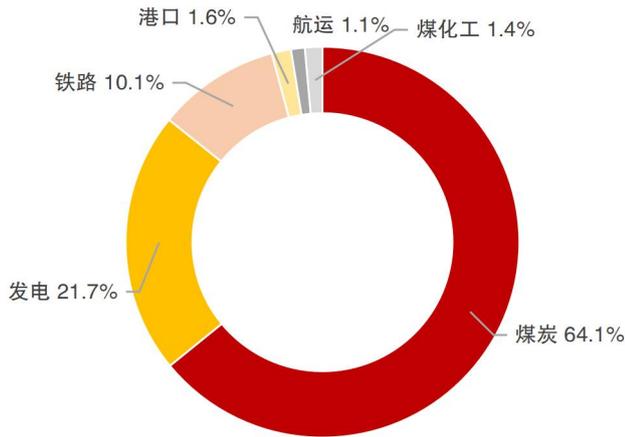
### 2.1 终端同质化商品中的少数低成本供给

落实到中国神华，“煤电运港航化”一体化布局为公司最鲜明的标签，但是我们认为，无论是从收入占比还是从毛利占比来看，煤炭都是公司最核心的业务，因此不能本末倒置，公司最大的竞争优势一定来自煤炭业务本身，其他的一体化布局都只能起辅助作用。更何况，公司的一体化布局均围绕煤炭业务展开，如公司的发电业务拥有较好的毛利率，根本原因是通过内部交易，使煤炭业务让渡了一部分利润；再如下游的铁路、港口、航运，如果煤炭主业失去竞争力，则皮之不存、毛之焉附。

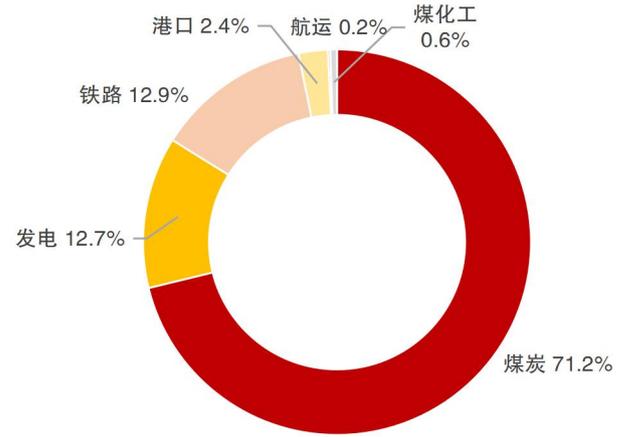
换句话说，一体化布局是公司竞争力的结果，而非竞争力的初始来源。同理，我们也不认为长协煤比例有多重要，长协煤比例仅仅是一种协议安排，虽然有助于稳定短期业绩，但是并不能成为一家公司中长期的护城河，其也是竞争力的结果，而非来源。

图表 10：中国神华 2023 年各板块营业收入占比

图表 11：中国神华 2023 年各板块营业毛利占比



资料来源：wind，华源证券研究



资料来源：wind，华源证券研究

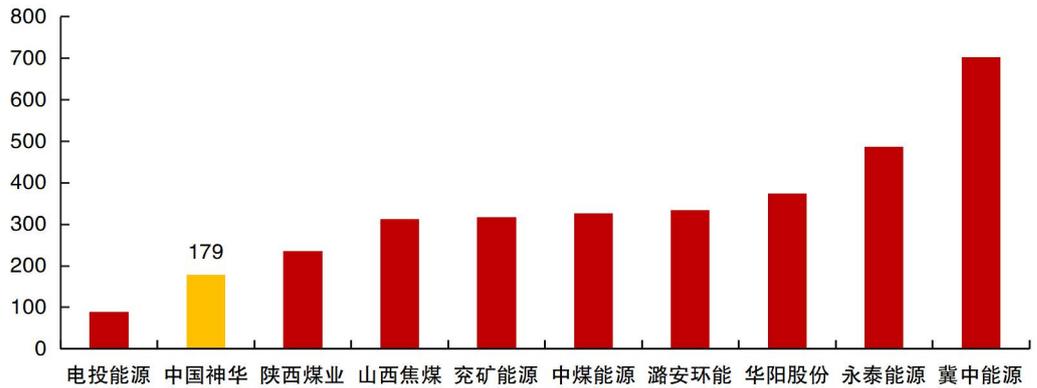
追本溯源，公司之所以能够实现一体化布局，而其他煤炭公司难以做到，我们认为根源在于两点：其一是公司煤矿极低的开采成本，保障了公司煤炭在终端销售侧的竞争力，确保销量稳定。其二是公司的煤矿分布高度集中，为铁路和港口规划提供便利。

如果第一条不满足，终端价格缺乏竞争力，一体化布局非但不会带来优势，反而会是拖累。**该条的本质是“终端同质化商品中的少数低成本供给”**。根据我们的观察，大部分符合该特征的商品，其销量都能较好的免疫经济周期波动，投资者不用太多担心终端需求问题。类似的如水电，水电是现阶段乃至可预见的将来综合成本最低的电源类型，无论是市场化交易还是政策导向，优先消纳水电都符合全社会效益最大化原则。而水电发电量占全国总发电量的比例又足够低（目前已不足 15%），大部分用电需求波动由火电承担。

回到中国神华，以 2023 年数据为例，公司煤炭产量 3.24 亿吨，同期全国规模以上工业原煤产量 46.6 亿吨，公司占比仅有 6.95%。但是从成本来看，**公司煤矿资源禀赋极佳，露天矿占比达到 40%，吨煤开采成本在大型煤炭公司中“断崖式”领先**，2023 年仅有 179 元/吨，仅次于电投能源，但是后者体量过小（2023 年产量 4655 万吨）。

在吨煤开采成本足够低的前提下，纵向一体化布局才可以将更多的产业链利润留存在公司体内，一定程度上拓宽了公司的护城河。**有趣的是，电投能源也采用了一体化布局。**

图表 12：主要煤炭公司 2023 年吨煤成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究

除此之外，煤运港一体化布局另一个必要条件是公司的矿区分布非常集中。截至 2023 年底，公司煤炭产能约 3.5 亿吨/年，但是仅神东矿区一处的产能即接近 2 亿吨/年，正在建设的新街矿区就在神东矿区“隔壁”，在运第二大矿区准格尔矿区则在“去海边的顺路上”（地图见下节图表 14），这些都是其他公司难以比拟的优势。最终带来了，公司的煤炭不仅开采成本远低于行业均值，算上运费后的综合成本优势进一步拉开。

图表 13：中国神华 2023 年煤矿产能、产量、资源量情况（亿吨）

矿区	保有资源量（中国标准）	2023 年产能	2023 年产量
神东矿区	149.7	1.972	1.905
准格尔矿区	35.8	0.87	0.729
宝日希勒矿区	12.8	0.35	0.31
胜利矿区	19.1	0.28	0.283
包头矿区	0.4	0.021	0.018
新街矿区	108		

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 2.2 一体化布局与区位优势 长久期带来估值溢价

在上一节的大前提下，一体化布局与区位优势进一步延长了公司资产的久期。关于一体化布局的优势，目前市场讨论已经较为充分，我们不再赘述，本节重点讨论区位优势。

如公司年报中展示的资产分布图所示，公司煤炭资产集中于山西、陕西、内蒙古三省交界处的“煤三角”，港口位于环渤海，铁路连接煤矿与港口。煤电资产则分布于“煤三角”坑口附近以及长江以南的铁路或河流沿线，山东、河南、江苏等中间省份较少。

图表 14: 中国神华资产地域布局



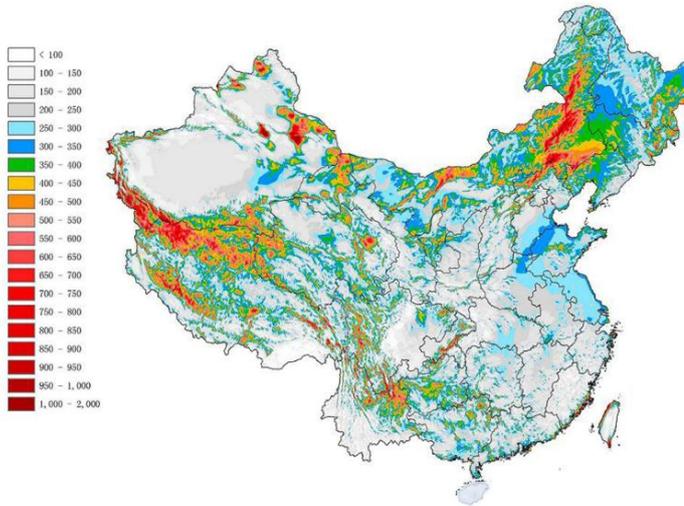
资料来源：公司公告，华源证券研究。本图片仅为示意图，并非完整的中国地图

我们认为这种布局有助于进一步延长公司资产的久期，大逻辑是碳中和的实施节奏或存在地域温差。由于能量密度的天然制约，当前技术水平下运煤成本显著低于运电成本，因此，缺乏风光资源的区域对本地火电的依赖或长期存在。另一方面，新能源即便通过特高压外送，在储能技术实现革命性突破之前，仍然需要火电参与电源侧调峰。

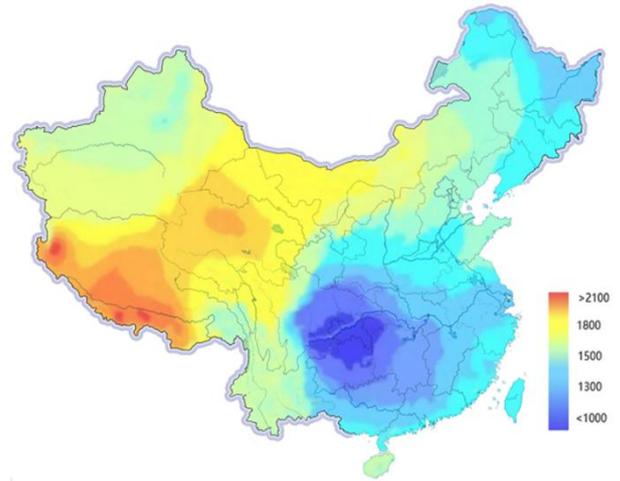
巧合的是，我国风光资源分布与煤炭资源的分布重合度较高，因此，我们认为即便煤电需求量在 2030 年碳达峰后出现萎缩，坑口电站和长江以南电站也是最后被新能源替代的，而在最容易受到新能源冲击的山东、河南等“中纬度”地区，公司基本没有煤电资产。在精准的地域分布下，纵向一体化布局同时延长了公司煤炭和煤电资产的久期。

图表 15: 我国陆上风力资源分布 (W/平方米)

图表 16: 我国太阳能资源分布 (kWh/m<sup>2</sup>·a)



资料来源：中国风能协会，华源证券研究。本图片仅为示意图，并非完整的中国地图



资料来源：中国气象局，华源证券研究。本图片仅为示意图，并非完整的中国地图

小逻辑上，由于内部供煤带来的燃料成本优势，公司的煤电资产在同区域竞争者中，也是“终端同质化商品的少数低成本供给”。一个直观的证据即公司的煤电利用小时数显著高于全国平均水平，根据公司公告，公司 2023 年煤电机组利用小时数达到 5221 小时，较全国平均水平的 4685 小时高出 536 小时。

图表 17：中国神华 2023 年煤电装机情况（装机单位：MW）

电厂	所在电网	省份	利用小时数	控股装机	权益装机
准能电力	华北电网	内蒙古	5863	660	381
神东电力	西北/华北/陕西	内蒙古	5378	5014	4528
胜利能源	华北电网	内蒙古	4488	1320	1320
锦界能源	华北电网	陕西	5611	3720	3720
定州电力	华北电网	河北	4854	2520	1021
沧东电力	华北电网	河北	4685	2520	1285
寿光电力	华北电网	山东	5213	2020	1212
孟津电力	华中电网	河南	3688	1200	612
台山电力	南方电网	广东	5581	5120	4096
惠州热电	南方电网	广东	6631	660	660
清远电力	南方电网	广东	5726	2000	1020
九江电力	华中电网	江西	5656	2000	2000
福建能源	华东电网	福建	5532	4810	3406
四川能源	四川电网	四川	5489	2600	1666
柳州电力	广西电网	广西	4944	700	490
北海电力	广西电网	广西	4577	2000	2000
永州电力	湖南电网	湖南	4405	2000	1600
岳阳电力	湖南电网	湖南	4550	2000	1900
南苏 EMM	PLN	印尼	4775	300	210

燃煤电厂合计/加权平均

5221

43164

33127

资料来源：公司公告，华源证券研究

### 3. 看似透明的报表中也能读出较多增量信息

最后，很多人认为中国神华的财务报表过于透明，反而没有了预期差。我们认为**恰恰相反**，一份经得起拷问的财务报表，在长期来看，本身就是一种 Alpha。同时，公司较低的资产负债率，意味着更强的抗风险能力，低资产负债率就是股权价值最厚的安全垫。

#### 3.1 一份经得起拷问的财务报表 本身就是一种 alpha

原因很简单，很多公司的财务报表是经不起拷问的。图表 18 和 19 分别展示了全 A 样本本公司 2014 年和 2022 年的 ROE 分布直方图，数据发布时间分别为 2015 年 3-4 月和 2023 年 3-4 月。可以看出，无论是 2014 年样本还是 2022 年样本，ROE 为负的公司都非常少，ROE 接近零但是为正的非常公司非常多，曲线的形状“很不正态”。但是相对而言，2022 年样本已经较 2014 年正态多了，A 股公司的利润表质量在迅速提高。

图表 18：2014 年全 A 样本 ROE 分布直方图



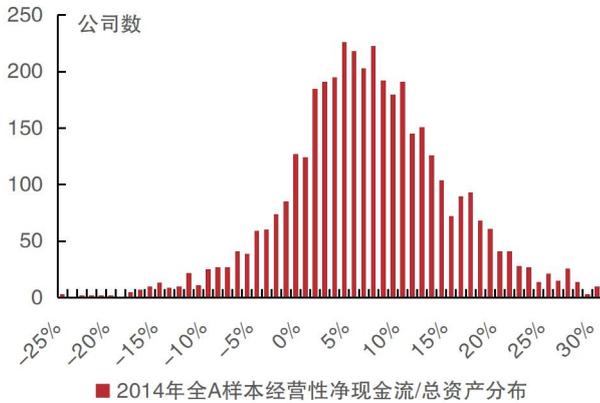
资料来源：wind，华源证券研究

图表 19：2022 年全 A 样本 ROE 分布直方图

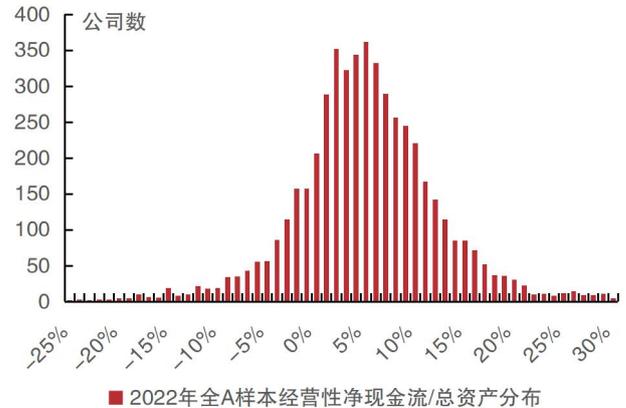


资料来源：wind，华源证券研究

然而，相比利润表数据，现金流量表数据一直都可**靠得多**，用“经营性现金流量净额/总资产”替换 ROE，作为衡量上市公司创造现金流能力的指标。无论是 2014 年样本还是 2022 年样本，现金流指标分布都非常正态，侧面证明了现金流量表更高的质量。

**图表 20：2014 年全 A 样本经营性现金流/总资产分布直方图**


资料来源：wind，华源证券研究

**图表 21：2022 年全 A 样本经营性现金流/总资产分布直方图**


资料来源：wind，华源证券研究

究其根本，利润表记录的是权利和义务的交换，而现金流量表记录的是现金流的交换，前者涉及很多主观判断，后者则有银行流水数据担保。但是从全生命周期来看，权利和义务的交换，一定会和现金流的交换并轨，**任何一项支出，终究会进入利润表**。如果一项支出对应当期的收入，就是成本或费用；如果对应未来的收入，则先计入资产，后续年份再结转为成本或费用。换言之，成本和费用是当期核销的资产，而资产是未来的成本和费用。

常见的利润调节手法包括故意模糊生产成本与期间费用，通过存货资本化部分支出；或者虚构资本开支，用虚增固定资产、无形资产、商誉等配合虚增利润。

以前者为例，假设某公司年内现金购进原材料 70 万元，工人工资支出 30 万元，管理人员工资 20 万元，原材料全部消耗掉变成产成品，但是本年度只卖出了 80% 的产品。工人工资因为有直接对应的产品，因此属于生产成本，而管理人员工资没有直接对应的产品，属于期间费用。全年生产成本=70 万元原材料+30 万元工人工资=100 万元，但是全年只卖出了 80% 的产品，营业成本=100\*80%=80 万元，剩下的 20 万元计入存货。

可以看到，20 万元存货中，包含了 6 万元的工人工资，工人工资并非 100% 进入利润表，而管理人员工资 100% 进入利润表。很多公司会有意模糊生产成本与期间费用，通过存货调节支出的“资本化”比例，调节利润表的“副作用”是存货金额异常。

后者的手法则更加复杂，“副作用”是虚增固定资产、无形资产、商誉、长期股权投资等长期资产。因为资产=负债+所有者权益，所有的虚增利润，最终都会虚增资产。

一般来说，**产业链条长、业务范围广、内部交易多的公司，资产负债表都比较臃肿，这也往往是投资者默认的基准情况，但是中国神华的资产负债表却“异常干净”，**反映出公司较高的利润表质量。

**首先，公司的资产负债表的金额分布非常集中：**以 2023 年年报为例，公司资产总额为 6301 亿元，其中货币资金 1499.9 亿元、长期股权投资 555.7 亿元、固定资产 2569.3 亿元、无形资产 616.3 亿元，四项加总占比达到 83.2%，而应收账款、预付账款、其他应收款、长期待摊费用、其他流动资产、其他非流动资产等非生产性资产占比很小。

其次，公司 2016 年营业收入仅为 1831 亿元，而 2023 年达到 3431 亿元，在收入体量增长近一倍的情况下，公司存货余额几乎没有变化，固定资产余额因折旧影响不升反降，完全没有商誉，直接根除了虚增资本开支、虚报价格入账、利用存货资本化成本的可能性。唯二的两个金额快速增长的科目是长期股权投资和无形资产。

**图表 22：中国神华资产负债表关键科目（亿元）**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
货币资金	507.6	810.9	722.1	514.8	1274.6	1628.9	1705.0	1499.9
存货	133.4	116.5	99.7	120.5	127.5	126.3	121.0	128.5
长期股权投资	50.8	94.5	99.8	404.8	494.9	476.4	496.5	555.7
固定资产	3164.9	3092.2	2372.3	2261.1	2190.4	2380.3	2483.8	2569.3
无形资产	385.0	382.6	364.6	370.6	361.3	509.1	525.9	616.3
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：wind，华源证券研究

通常而言，由于对外投资的真实金额难以从外部核查，专利与非专利技术难有准确的公允价值，长期股权投资和无形资产是虚增资产的重灾区。

**但是中国神华却拥有很高的科目质量：**截至 2023 年底，公司长期股权投资价值 555.7 亿元，但是仅北京国电一家公司的股权价值即达到 261 亿元（2019 年集团资产重组而来），占比接近 50%。北京国电由上市公司国电电力控股，业务及盈利数据清晰可查。剩余较大的项目是国家能源集团财务公司和浩吉铁路，两者合计金额占比又达到 36.5%；报表中没有详细展开的“其他”公司，总金额仅有 33.69 亿元。

**图表 23：中国神华 2022 及 2023 年长期股权投资科目细节（百万元）**

## 长期股权投资

被投资单位	2022年 12月31日	新增或 追加投资	减少投资	权益法下 确认的 投资损益	其他权益 调整	宣告发放 现金股利 或利润	2023年 12月31日	减值准备 年末余额
联营公司:								
北京国电电力有限公司(以下简称“北京国电”)*	24,555	-	-	1,501	61	-	26,117	-
国家能源集团财务有限公司(以下简称“财务公司”)*	10,602	2,000	-	1,172	-	-	13,774	-
浩吉铁路股份有限公司(以下简称“浩吉铁路”)*	6,460	-	-	95	(4)	-	6,551	-
内蒙古神东天隆集团股份有限公司(以下简称“神东天隆”)	2,363	-	-	555	228	(571)	2,575	-
国华(河北)新能源有限公司(以下简称“河北新能源”)	731	-	-	32	1	-	764	-
国能(绥中)发电有限责任公司(以下简称“绥中发电”)*	653	-	-	18	-	-	671	-
其他	3,255	190	(13)	85	27	(175)	3,369	(63)
小计	48,619	2,190	(13)	3,458	313	(746)	53,821	(63)
结构化主体:								
北京国能新能源产业投资基金(有限合伙)(以下简称“国能新能源基金”)*	759	771	(381)	72	-	(40)	1,181	-
北京国能绿色低碳发展投资基金(有限合伙)(以下简称“国能低碳基金”)*	272	384	(64)	35	-	(58)	569	-
小计	1,031	1,155	(445)	107	-	(98)	1,750	-
合计	49,650	3,345	(458)	3,565	313	(844)	55,571	(63)

资料来源:公司公告,华源证券研究

公司的无形资产则更为不同,并不是专利或非专利技术,而是土地使用权、采矿权、探矿权等价值坚实的资产,2023年三者金额分别为224.1、305.6和40亿元,合计占无形资产总额的92.4%。将上述三个科目归入无形资产是我国会计规则的特例,强调使用权而非所有权,海外同类公司一般归入固定资产。

图表 24: 中国神华 2022 及 2023 年无形资产科目细节 (百万元)

无形资产	土地使用权 (注 1)	采矿权	探矿权	其他 (注 2)	合计
一、账面原值					
1.2022 年 12 月 31 日	28,612	33,625	4,000	8,254	74,491
2.本年增加额					
(1) 购置	981	7,151	-	856	8,988
(2) 在建工程转入	943	-	-	164	1,107
(3) 其他转入	-	2,000	-	-	2,000
3.本年减少金额					
(1) 处置及其他减少	(1,620)	-	-	(12)	(1,632)
4.2023 年 12 月 31 日	28,916	42,776	4,000	9,262	84,954
.....					
四、账面价值					
1.2023 年 12 月 31 日	22,411	30,557	4,000	4,662	61,630
2.2022 年 12 月 31 日	22,347	22,183	4,000	4,059	52,589

资料来源:公司公告,华源证券研究

### 3.2 长尾风险不能忽视 低资产负债率是最大的安全垫

公司的财务报表质量高不仅体现在资产上,负债质量同样可圈可点。我们在 1.1 节提到贝叶斯方程,根据概率的变化逐步迭代投资逻辑。从理论来看,风险一般被定义为预期

收益率的波动，一般假定是正态分布的，但是实际上，小概率利空带来的损失，很可能大于小概率利好带来的收益。最有可能发生的情景（也就是概率密度函数的峰值）与概率的期望值并不重合，用最有可能发生的情景来计算估值，往往会导致结果高估。

储能技术革命性突破，以及双碳政策大幅加速的可能性不能排除，**如果资产剩余使用寿命大幅下修，未来自由现金流总额减少，相比权益所有者，债权人是优先保障的，还债是第一位的，权益价值可能直接归零。**在经历房地产市场巨震后，市场对此应该并不陌生。

但是中国神华近乎零有息负债，2023 年底负债总额 1517.6 亿元，资产负债率仅有 24.08%，负债总额与货币现金余额相当。为数不多的负债又以应付账款、预计负债等科目为主，付息的短期借款、长期借款、应付债券合计金额 355 亿元，相当于公司半年的经营性现金流量净额。

**对于“以久期为最大弹性”的资产，低负债率是最大的安全垫，也是超额收益的保障。**

图表 25：中国神华负债情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
流动负债：								
短期借款	43.8	94.9	20.0	8.4	50.4	42.5	52.2	29.3
应付款项类合计	492.6	509.7	441.0	419.2	490.6	676.6	660.0	634.5
其他流动类科目	543.5	499.0	473.6	527.3	151.7	198.4	271.9	252.1
流动负债合计	1121.9	1159.1	1233.8	954.8	694.9	917.5	984.0	915.9
非流动负债：								
长期借款	584.6	643.2	467.7	369.4	502.5	491.9	384.4	296.4
应付债券	153.2	64.9	68.2	34.6	32.4	31.7	34.5	29.7
其他非流动类科目	58.0	57.9	58.2	69.8	103.3	172.6	221.6	275.7
非流动负债合计	795.8	765.9	594.1	473.8	638.2	696.3	640.5	601.8
负债合计	1917.6	1925.0	1827.9	1428.7	1333.2	1613.8	1624.6	1517.6

资料来源：wind，华源证券研究

## 4. 盈利预测与估值

综合当前煤炭供需格局以及公司一体化布局提升业绩稳定性，我们假设公司 2024–2026 年煤炭产量分别同比增长 2%、2%、1%，综合销售价格分别下滑 3.5%、1%、1%，其他业务营收及毛利率假设见下表。

图表 26：中国神华营业收入预测关键假设（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	335216	344533	343074	355014	359973	369415
同比	43.7%	2.8%	-0.4%	3.5%	1.4%	2.6%
煤炭	292661	277474	273306	268814	271201	271109

同比	54.0%	-5.2%	-1.5%	-1.6%	0.9%	0.0%
发电	64124	84525	92407	108395	109506	117532
同比	29.6%	31.8%	9.3%	17.3%	1.0%	7.3%
铁路	40699	42197	42961	42961	43820	44697
同比	5.1%	3.7%	1.8%	0.0%	2.0%	2.0%
港口	6440	6441	6749	6951	7299	7664
同比	1.3%	0.0%	4.8%	3.0%	5.0%	5.0%
航运	6195	6051	4836	5078	5332	5598
同比	99.1%	-2.3%	-20.1%	5.0%	5.0%	5.0%
煤化工	5851	6379	6098	6098	6098	6098
同比	13.3%	9.0%	-4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
内部抵销	80754	78534	83283	83283	83283	83283
同比	35.5%	-2.7%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 27：中国神华毛利率预测关键假设

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率 (%)	33.0%	39.0%	35.9%	34.3%	34.4%	34.1%
煤炭	27.6%	35.9%	32.0%	31.1%	31.5%	31.4%
发电	7.7%	14.3%	16.9%	15.9%	15.6%	16.0%
铁路	47.1%	41.4%	37.0%	37.5%	37.5%	38.0%
港口	49.7%	46.0%	44.4%	44.4%	44.4%	44.4%
航运	19.2%	14.0%	5.0%	12.0%	12.0%	12.0%
煤化工	20.8%	15.9%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，华源证券研究

暂不考虑大雁煤矿和杭锦能源的收购，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 596.6、610.6 和 621.1 亿元，对应 PE 14、13、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：煤炭重点公司估值表（元，元/股，可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期）

板块	简称	收盘价	EPS			PE			PB (lf)
		2024/10/28	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
煤炭	陕西煤业	25.25	2.25	2.39	2.48	11	10	10	2.79
	兖矿能源	13.56	1.68	1.82	1.95	8	7	7	1.23
	中煤能源	16.05	1.46	1.55	1.64	11	10	10	2.64
	平均					10	9	9	2.22
	中国神华	41.10	3.00	3.07	3.13	14	13	13	1.97

资料来源：Wind，华源证券研究

**一句话总结我们的投资逻辑：**非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高，而无论是从实体基本面还是从财务报表来看，中国神华对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高

于行业平均水平。因此，我们认为公司股价上涨的催化剂，反而有可能是煤炭行业整体需求下降（这也是市场对煤炭中长期需求预期的基准情景）。**岁寒，然后知松柏之后凋也。**

## 5. 风险提示

（1）煤价波动超预期。煤炭是公司最主要的利润来源，影响煤炭供需格局的因素较多，包括但不限于下游电力及非电行业需求、煤炭供给、非市场化因素扰动等。

（2）新能源转型速度大幅加快，可能对煤炭等传统能源需求产生冲击。

（3）储能技术的革命性突破。当前新能源无法完全替代传统能源的一个重要原因为储能技术成本过高，如果储能技术大幅突破，能源清洁化转型速度将大幅提升。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986.00	156,898.16	163,004.36	169,622.92
应收票据及账款	20,112.00	20,138.20	20,419.52	20,955.11
预付账款	5,999.00	7,194.36	7,294.86	7,486.20
其他应收款	2,731.00	2,572.87	2,608.81	2,677.24
存货	12,846.00	13,401.66	13,561.44	13,978.74
其他流动资产	7,277.00	7,837.45	7,946.94	8,155.38
<b>流动资产总计</b>	<b>198,951.00</b>	<b>208,042.70</b>	<b>214,835.94</b>	<b>222,875.59</b>
长期股权投资	55,571.00	59,136.00	62,701.00	66,266.00
固定资产	258,516.00	250,626.29	250,006.67	256,356.35
在建工程	20,474.00	49,061.67	69,649.33	82,237.00
无形资产	61,630.00	57,382.30	53,134.60	48,886.90
长期待摊费用	3,633.00	1,816.50	0.00	0.00
其他非流动资产	31,356.00	31,356.00	31,356.00	31,356.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>431,180.00</b>	<b>449,378.75</b>	<b>466,847.60</b>	<b>485,102.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>630,131.00</b>	<b>657,421.45</b>	<b>681,683.54</b>	<b>707,977.84</b>
短期借款	2,927.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	38,901.00	40,397.46	40,879.10	42,136.99
其他流动负债	49,757.00	55,607.64	56,285.70	57,983.73
<b>流动负债合计</b>	<b>91,585.00</b>	<b>96,005.10</b>	<b>97,164.80</b>	<b>100,120.73</b>
长期借款	33,940.00	28,581.76	22,794.76	16,744.93
其他非流动负债	26,236.00	26,236.00	26,236.00	26,236.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>60,176.00</b>	<b>54,817.76</b>	<b>49,030.76</b>	<b>42,980.93</b>
<b>负债合计</b>	<b>151,761.00</b>	<b>150,822.85</b>	<b>146,195.56</b>	<b>143,101.66</b>
股本	19,869.00	19,869.00	19,869.00	19,869.00
资本公积	68,182.00	68,182.00	68,182.00	68,182.00
留存收益	320,641.00	338,539.79	356,857.56	375,491.61
归属母公司权益	408,692.00	426,590.79	444,908.56	463,542.61
少数股东权益	69,678.00	80,007.81	90,579.42	101,333.57
<b>股东权益合计</b>	<b>478,370.00</b>	<b>506,598.60</b>	<b>535,487.98</b>	<b>564,876.18</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>630,131.00</b>	<b>657,421.45</b>	<b>681,683.54</b>	<b>707,977.84</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	69,598.00	68,149.55	69,787.97	71,024.77
折旧与摊销	24,859.00	25,366.25	26,096.15	25,310.36
财务费用	501.00	1,042.77	686.05	376.74
投资损失	-3,815.00	-3,815.00	-3,815.00	-3,815.00
营运资金变动	-11,690.00	5,167.56	472.66	1,534.83
其他经营现金流	10,234.00	2,024.33	2,024.33	2,024.33
<b>经营性现金净流量</b>	<b>89,687.00</b>	<b>97,935.45</b>	<b>95,252.17</b>	<b>96,456.03</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-36,974.00</b>	<b>-39,931.45</b>	<b>-39,931.45</b>	<b>-39,931.45</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-76,131.00</b>	<b>-51,091.85</b>	<b>-49,214.52</b>	<b>-49,906.03</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-23,284.00</b>	<b>6,912.16</b>	<b>6,106.20</b>	<b>6,618.56</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>343,074.00</b>	<b>355,014.00</b>	<b>359,973.45</b>	<b>369,415.24</b>
<b>营业成本</b>	<b>219,922.00</b>	<b>233,371.07</b>	<b>236,153.41</b>	<b>243,420.12</b>
税金及附加	18,385.00	19,027.01	19,292.81	19,798.85
销售费用	425.00	492.53	499.41	512.51
管理费用	9,812.00	10,014.38	10,154.28	10,420.62
研发费用	3,007.00	3,197.82	3,242.50	3,327.54
财务费用	501.00	1,042.77	686.05	376.74
资产减值损失	-3,691.00	-2,887.45	-2,927.78	-3,004.58
信用减值损失	-285.00	-285.00	-285.00	-285.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3,815.00	3,815.00	3,815.00	3,815.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	83.00	266.00	266.00	266.00
其他收益	423.00	525.67	525.67	525.67
<b>营业利润</b>	<b>91,367.00</b>	<b>89,302.65</b>	<b>91,338.87</b>	<b>92,875.96</b>
营业外收入	912.00	578.33	578.33	578.33
营业外支出	5,103.00	2,894.67	2,894.67	2,894.67
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>87,176.00</b>	<b>86,986.31</b>	<b>89,022.54</b>	<b>90,559.63</b>
所得税	17,578.00	16,993.88	17,391.68	17,691.97
<b>净利润</b>	<b>69,598.00</b>	<b>69,992.43</b>	<b>71,630.86</b>	<b>72,867.66</b>
少数股东损益	9,904.00	10,329.81	10,571.61	10,754.15
归属母公司股东净利润	59,694.00	59,662.63	61,059.24	62,113.51
EPS(元)	3.00	3.00	3.07	3.13

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-0.42%	3.48%	1.40%	2.62%
营业利润增长率	-6.90%	-2.26%	2.28%	1.68%
归母净利润增长率	-14.26%	-0.05%	2.34%	1.73%
经营现金流增长率	-18.27%	9.20%	-2.74%	1.26%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.90%	34.26%	34.40%	34.11%
净利率	20.29%	19.72%	19.90%	19.73%
ROE	14.61%	13.99%	13.72%	13.40%
ROA	9.47%	9.08%	8.96%	8.77%
ROIC	19.81%	18.35%	18.05%	17.54%
<b>估值倍数</b>				
P/E	13.68	13.69	13.37	13.15
P/S	2.38	2.30	2.27	2.21
P/B	2.00	1.91	1.84	1.76
股息率	4.56%	5.11%	5.23%	5.32%
EV/EBITDA	5.43	7.07	6.91	6.88

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。